

2018年09月04日

煤炭

煤炭行业年中回顾：价格维持高位，业绩持续改善

■行业回顾：

■上半年供给端呈现负增长，但需求向好：据统计局数据，2018年1-7月，供给端增速为-0.05%，供给负增长的原因有1) 2017年全力保证供应满负荷生产导致2018年出现采掘衔接问题；2) 安全检查等也成为了影响产量的边际变量。需求方面，2018年1-7月，火电发电量同比增长7.3%，粗钢产量同比增长6.3%，生铁产量同比增长1%，增速由负转正。

■下半年需求增速可能会下滑，但增速仍高于供给：下半年下游火电受水电冲击导致增速下滑，钢铁、建材面临秋冬季限产，预计产量提升受压制，增速可能下滑，在最悲观的预期下增速预计也高于供给增速。

■价格中枢将继续抬升：我们认为支撑煤价的长逻辑是供给增量不足，需求稳中有升。目前行业普遍无意愿也无能力新建产能，即便从现在态度扭转开始新建，产量释放也在5年以后。需求端火电将是稳定需求的定海神针，我国社会用电量逐年递增，火电占据主力发电地位，且将随着用电量的提升稳定煤炭需求。

■业绩回顾：

■上半年煤炭板块业绩好转，归母净利润增长10.32%：其中，焦炭板块涨幅最强劲，焦炭子板块归母净利润合计同比增191.58%，炼焦煤子板块合计同比增15.96%，动力煤子板块合计同比增5.21%。

■现金流方面，投资性现金流大幅回升：行业上半年经营性现金流实现798.12亿元，较去年同期降低0.77%；投资性现金流实现-370.64亿元，净流出量较去年同期增加262.72%；筹资性现金流实现-192.76亿元，净流出量较去年同期增加78.13%。投资性现金流的大幅回升体现企业投资意愿恢复，但我们认为大多应投入在设备维护、工作面准备等方面，并不代表产能扩张意愿恢复。筹资性现金流净流出同比增加明显，也可以显示企业降杠杆的意愿较强。

■资本结构方面，资产负债率继续降低0.75个百分点：截至2018年上半年，煤炭行业资产负债率为50.57%，同比降低0.75个百分点，资产负债率整体呈现稳中有降的格局。

■投资建议：1) 动力煤无需在意短期价格波动，估值提升是主旋律，建议关注陕西煤业、中国神华等龙头；2) 焦炭环保催化去产能，行业景气提升，建议关注金能科技、开滦股份；3) 炼焦煤方面建议关注喷吹煤标的（焦炭的替代物）潞安环能以及雷鸣科化（重组完成，转型为低估值焦煤股）。

■风险提示：宏观经济大幅下滑，煤价大幅下跌，焦炭限产不及预期

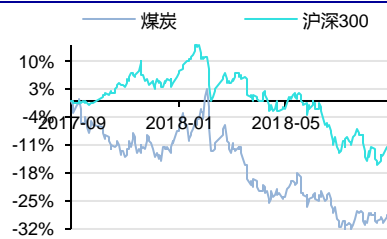
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 1.91 | 11.24 | 14.03 |
| 绝对收益 | 2.49 | -1.19 | 0.74 |

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

周报：汾渭平原环保督查开启，焦炭有望持续走强 2018-09-02

周报：环保继续升级，焦炭供给收缩不断验证 2018-08-26

周报：焦炭价格涨势如虹，环保限产持续催化 2018-08-19

江苏省严控焦化产能，加速焦炭行业供需扭转 2018-08-14

周报：焦炭稳步上涨，动力煤超预期反弹 2018-08-12

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 煤炭市场回顾 | 4 |
| 1.1. 价格回顾：总体高位运行 | 4 |
| 1.2. 供给回顾以及预测：上半年负增长，下半年增量难释放 | 5 |
| 1.2.1. 供给回顾：上半年供给增量释放有限 | 5 |
| 1.2.1.1. 产量负增长 | 5 |
| 1.2.1.2. 进口煤增速较快 | 6 |
| 1.2.2. 供给预测：增量难释放 | 7 |
| 1.2.2.1. 产量：现有产能已经满产，下半年在产产能释放有限 | 7 |
| 1.2.2.2. 进口煤有政策托底，下半年增速放缓 | 7 |
| 1.3. 需求回顾及预测：上半年表现不俗，下半年即使下滑也将高于供给 | 8 |
| 1.3.1. 需求回顾：上半年火电、钢铁表现不俗 | 8 |
| 1.3.2. 需求预测：下半年需求增速或下滑，但仍高于供给 | 9 |
| 1.4. 价格展望：供需缺口拉大，价格继续抬升 | 9 |
| 2. 煤炭板块中报业绩回顾 | 11 |
| 2.1. 营业收入：在去年高基数的背景下上涨 5.83% | 11 |
| 2.2. 归母净利润：较去年同期上涨 10.32% | 12 |
| 2.3. EPS：整体上涨，符合预期 | 13 |
| 2.4. 费用分析：较去年同期上涨 9.2%，期间费用率同比上升 0.36 个百分点 | 14 |
| 2.5. 现金流分析：投资性现金流大幅回升 | 18 |
| 2.6. 资本结构：资产负债率较 2017 年年底下降 0.75 个百分点 | 21 |
| 3. 投资建议：动力煤估值修复，焦炭环保去产能提高行业景气 | 23 |
| 4. 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：秦皇岛 Q5500 动力煤价格走势 | 4 |
| 图 2：京唐港主焦煤价格走势 | 4 |
| 图 3：1-7 月原煤产量同比下降 1.39% | 5 |
| 图 4：煤炭产量向晋陕蒙主产地集中 | 5 |
| 图 5：2016-2017 年产量差额 | 6 |
| 图 6：分省份联合试运转产能 | 6 |
| 图 7：进口煤上半年增速较快 | 6 |
| 图 8：海外煤价走势与国内分化 | 6 |
| 图 9：火电发电量维持较高增速 | 8 |
| 图 10：全国重点电厂日耗高于去年水平 | 8 |
| 图 11：生铁产量增速有望转正 | 8 |
| 图 12：焦炭产量同比下滑 | 8 |
| 图 13：水泥产量增速稳步提升 | 9 |
| 表 2：2018 年上半年煤炭上市公司营业收入汇总 | 11 |
| 表 3：2018 年上半年煤炭上市公司归母净利润汇总 | 12 |
| 表 4：2017、2018 年上半年煤炭上市公司 EPS 汇总 | 13 |
| 表 5：2018 年上半年煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总 | 14 |
| 表 6：2018 年上半年煤炭上市公司销售费用以及销售费用率汇总 | 15 |

| | |
|--|----|
| 表 7: 2018 年上半年煤炭上市公司管理费用以及销售费用率汇总..... | 16 |
| 表 8: 2018 年上半年煤炭上市公司财务费用以及财务费用率汇总..... | 17 |
| 表 9: 上半年煤炭板块经营性现金流梳理 (单位: 百万元) | 18 |
| 表 10: 上半年煤炭板块投资性现金流梳理 (单位: 百万元) | 19 |
| 表 11: 上半年煤炭板块筹资性现金流梳理 (单位: 百万元) | 20 |
| 表 12: 煤炭板块资产负债率梳理..... | 21 |

1. 煤炭市场回顾

1.1. 价格回顾：总体高位运行

动力煤方面，价格呈现季节性波动。秦皇岛 Q5500 卡动力煤上半年均价为 655.74 元/吨，较去年同时期的 614.23 元/吨上涨 6.76%。上半年价格依照季节性波动呈现两轮涨跌：年初-2 月初，动力煤价格累计上涨 8.92% 至上半年最高点 765 元/吨，主因是旺季需求推动价格上涨；

2 月初-4 月中旬，价格处于下行通道，价格下跌 26.27% 至上半年最低点 564 元/吨出现，主要原因有：1) 国家保证供应要求大新国有企业春节期间不放假正常生产导致供给小幅增加；2) 春节后开工不及预期；3) 对宏观经济预期下滑导致。

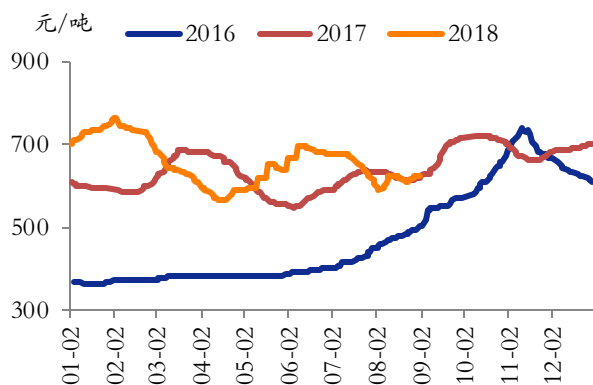
4 月中旬煤价开始反弹，反弹持续至 6 月中旬，本轮涨幅为 23.4%，一方面宏观预期有所修复，另一方面限制进口煤政策重归，4-5 月煤炭进口量为上半年低点。

6 月下旬煤价在旺季来临前年进入下行通道，并在 8 月初止跌反弹，本轮跌幅 14.94%。旺季不旺的原因主要是受进口煤的冲击。进口量的增加基本磨平了需求端的增长，导致煤价在旺季下行。

坑口方面，价格走势与港口相同，但波动幅度低于港口。以榆林地区 Q6000 动力块煤为例，上半年价格高点为 530 元/吨，价格低点为 455 元/吨，价差 75 元/吨，降幅 14.15%。同时期港口价差为 201 元/吨，降幅 26.27%。坑口价格较港口价格低且弹性弱的原因主要有：1) 受运力的制约；2) 港口煤中长协煤的量增加，可自由贸易的市场煤量减少，在需求没有大幅下滑的背景下，市场煤的价格弹性加大。

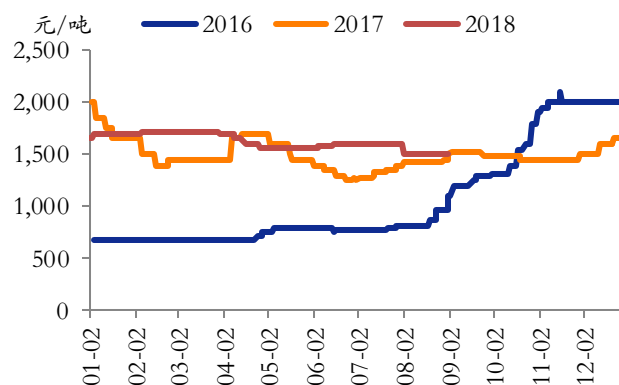
炼焦煤方面，上半年炼焦煤价格稳中微降，但整体高于去年。上半年京唐港主焦煤均价为 1751.53 元/吨，较去年同时期的 1551.67 元/吨上涨 12.87%。

图 1：秦皇岛 Q5500 动力煤价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 供给回顾以及预测：上半年负增长，下半年增量难释放

1.2.1. 供给回顾：上半年供给增量释放有限

1.2.1.1. 产量负增长

上半年产量呈现负增长。2018年1-7月，全国原煤产量实现19.78亿吨，据统计局口径同比增长3.4%，不考虑国家统计局对2017年产量基数的调整，实际的产量增速应为-1.39%，仍然呈现负增长。

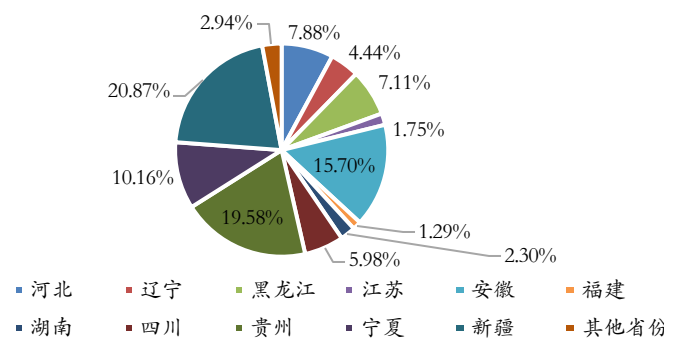
考虑产量负增长的原因，我们认为一方面有2017年全力保证供应进行满负荷生产导致在2018年出现了采掘衔接不上的问题；另一方面安全检查等也成为了影响产量的边际变量。值得注意的一点是，**煤炭行业或出现了产业协同效应**。7月原煤产量为2.81亿吨，据统计局口径同比降低2%，实际上同比下降4.38%，为2018年截止目前最大降幅。而从价格方面来看，6月下半月至7月全月，价格整体下行。我们推测，产业间在无形中也产生的联合效应，减产稳定价格。

图 3：1-7 月原煤产量同比下降 1.39%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：煤炭产量向晋陕蒙主产地集中



资料来源：Wind，安信证券研究中心

分省份来看，产量增量主要来自陕西与内蒙古等主产地，上半年两省产量分别为2.88亿吨、4.43亿吨，产量增速分别为15.9%与5.6%，其余地区产量则大多呈现负增长。截至2018年上半年，山西、陕西、内蒙古三省合计产量为11.55亿吨，占全国产量的68%，较去年同期提高2个百分点，行业集中度进一步提升的主要原因有：

1) **新建产能多集中在晋、陕、蒙三省**；在进入联合试运转的在建产能方面，这三个省份的值依次为内蒙（1.4亿吨）、陕西（1.3亿吨）、山西（0.5亿吨），即这三个省份未来将成为煤炭产业中长期发展的核心增长区域。而9万吨/年及以下规模的小煤矿产能中占比较高的省份如黑龙江、江西等地区将在退出市场舞台。

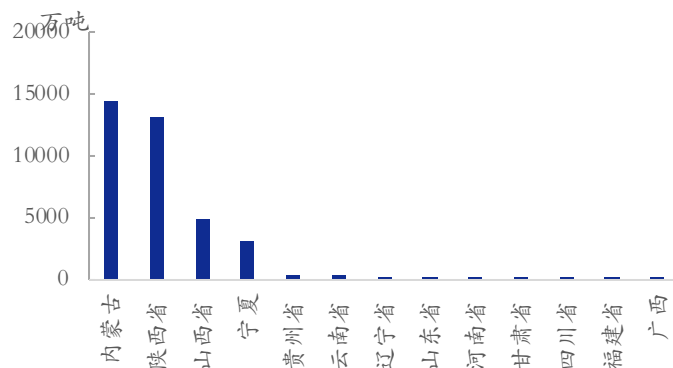
2) **其他省份多为产能净退出省份**。2016~2017年实际去产能完成前五位的省份分别为宁夏（7004万吨）、山西（4590万吨）、河南（4400万吨）、贵州（3856万吨）以及四川（3407万吨）。除山西外，其余几个省份均非主产省份，而陕西、内蒙古去产能仅2311万吨以及1140万吨。（山西因为整合矿较多，退出产能多为整合矿，大多为非生产矿井）。

图 5：2016-2017 年产量差额



资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 6：分省份联合试运转产能

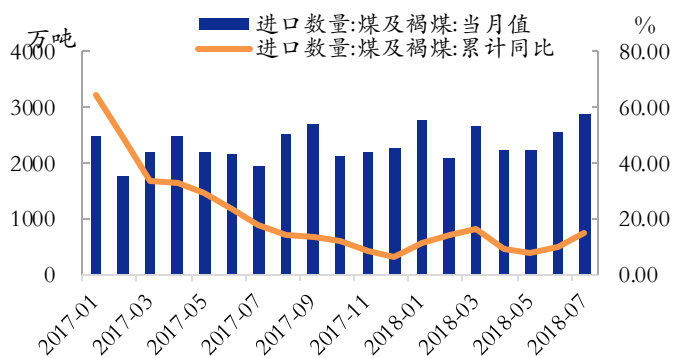


资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

1.2.1.2. 进口煤增速较快

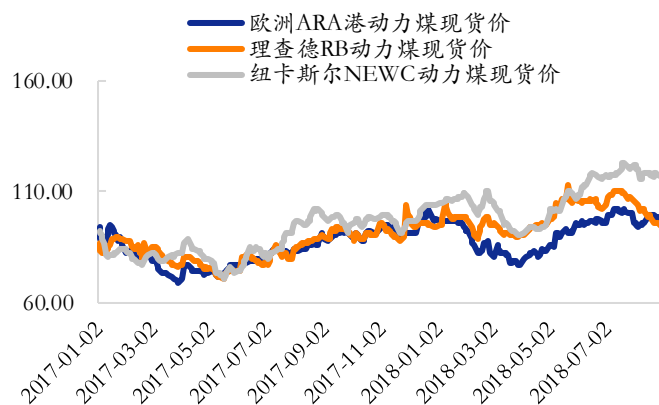
进口煤上半年增速较快。截至 2018 年 7 月，全国进口煤及褐煤 1.75 亿吨，同比增长 15%。进口煤增速较快其实也侧面反映了国内供需紧平衡的状态。其中 6 月单月进口 2546.7 万吨，同比增 17.9%。7 月单月进口量为 2900 万吨，同比增长 49.05%。6-7 月进口煤同比大增，主要由于 4-5 月煤价淡季反弹，贸易商对旺季煤价充满信心增加进口煤订单，考虑到 1-2 月的到货期，进口煤在 6-7 月集中到货，导致沿海库存累积。进口的增加基本对冲掉了需求的增长，因此价格在 6 月出现下跌。

图 7：进口煤上半年增速较快



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：海外煤价走势与国内分化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

进口价格方面，国际煤价走势与国内分化。在经历了 4 月下旬的价格下始终保持反弹，截至目前，欧洲 ARA 港动力煤、南非理查德动力煤、澳洲纽卡斯尔动力煤价格分别较低点上涨 16.49%，8.70%以及 29.79%。

进口量增加未能完全对冲产量的下降，上半年总供给仍是负增长。综合测算，上半年总供给量为 18.42 亿吨，同比降低 0.17%。1-7 月总供给 21.53 亿吨，同比降低 0.25%，降幅进一步扩大。

1.2.2. 供给预测：增量难释放

1.2.2.1. 产量：现有产能已经满产，下半年在产产能释放有限

目前政策端并无对产量限制的政策，现有产能已经基本满产，现有产能增产的可能性极低。但由于工作面衔接等问题，下半年在产产能的释放量依旧有限。

真正制约煤炭行业供给释放的核心在于新建产能严重不足，预计5年以内供给增量保持低速。导致新建产能严重不足的主要原因有三个：

1) 固定资产增速下滑将导致新建产能后继无力。2012年以后，煤炭行业的固定资产投资始终呈现下滑的趋势。目前煤炭行业的固定资产投资将主要用于设备更迭和煤矿安全维护。据国家统计局数据，2016年煤炭行业的新增产能为1.3亿吨，考虑5年的建设周期，对应固定资产投资22276亿元，而固定资产投资从2013年开始大幅下降，2013-2017年固定资产投资合计为19639亿元，下降11.83%，可以推断新建产能将也呈现逐年减少的趋势。

2) 新建产能建设成本高，资金问题阻碍新建产能的增加：新产能的建设需要购买产能置换指标，测算当前背景下新建产能的平均单吨成本为939元/吨，建设周期需要五年左右，投资回报率仅为7%，建设成本较高。由于煤炭企业过去几年经营状况不佳，目前行业负债率依然高达68%，依靠自有资金很难支持新建产能。同时，金融机构对煤炭企业仍持有偏谨慎的态度，融资难，融资成本高的背景下，煤炭企业不具备建设产能的经济能力。

3) 行业内部对长期煤价持有怀疑心态，无新建产能意愿。据我们调研，截至目前，没有一家上市公司有新开工建设产能的计划。

考虑5年左右的建设周期，假设产业端在当下转变心态开始新建产能，这批产能可以贡献产量也在5年以后，因此预计未来5年以内煤炭行业供给端的增速将始终维持低速。

1.2.2.2. 进口煤有政策托底，下半年增速放缓

进口煤方面，预计后面年进口煤增速将下滑。一方面有政策端约束，当煤价下行时，进口煤政策会重归，在煤价上涨时放开；在今年1) 4月中旬，煤价处于下行通道，且跌破570元/吨，限制进口煤政策重回；2) 7月下旬，煤价跌破600元/吨时，进口煤也开始受限。政策层面靠控制进口煤的梳理达到托底煤炭价格的目的。

另一方面，海外煤炭价格复苏使其对国内煤价的价格优势不断缩小。动力煤方面，价格受益海外需求提振亦表现强势，走势已经于国内煤价走势背离，其价格优势逐渐减小，经济性在减弱。

最后，目前贸易商库存仍然较高。受6-7月进口量大增影响，贸易商仍在进行去库存，增加订单的预期较弱，预计8月起进口煤数量开始下滑。而考虑1-2月船期，本月订单为9-10月到货，届时为传统淡季，考虑贸易商对价格预期，增加订单的可能性也不大。

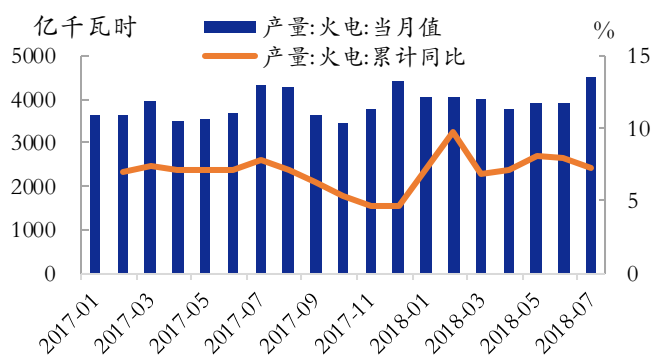
1.3. 需求回顾及预测：上半年表现不俗，下半年即使下滑也将高于供给

1.3.1. 需求回顾：上半年火电、钢铁表现不俗

火电上半年表现亮眼。2018年上半年火电发电量为23887亿千瓦时，同比增长8.0%。1-7月，火电发电量累计28456亿千瓦时，同比增长7.3%，增速环比下滑0.7个百分点，主要是受到水电冲击导致。

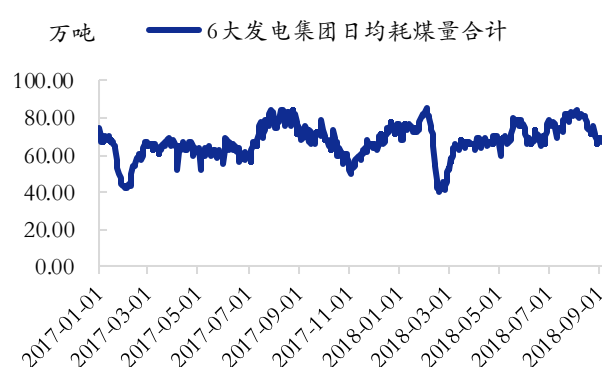
电厂库存处于正常水平，日耗仍高于去年。截至9月3日，沿海六大电厂的库存水平为1558.24万吨左右，库存可用天数23.1天，与去年相比略微偏高，但就全国重点电厂库存水平以及可用天数来看，基本与去年同时期持平，且日均耗煤量高出去年同期水平6%左右。

图9：火电发电量维持较高增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

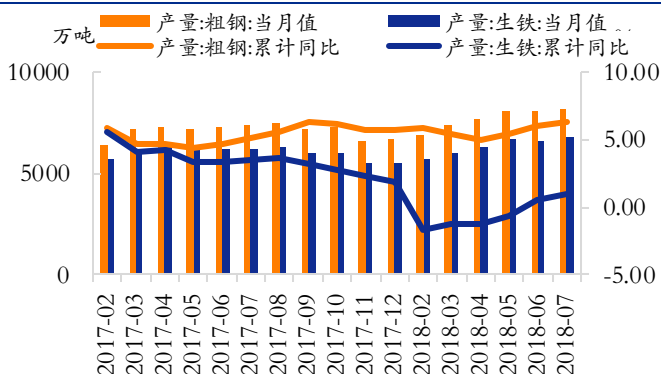
图10：全国重点电厂日耗高于去年水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

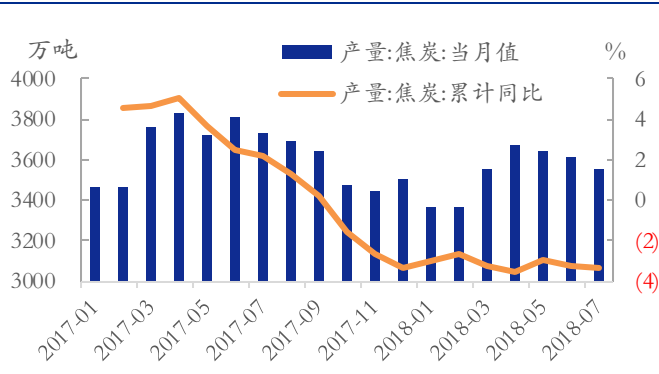
钢铁方面，上半年粗钢产量4.51亿吨，同比增长6%，生铁产量3.73亿吨，同比增长0.5%，增速由负转正。焦炭上半年产量2.12亿吨，同比下降3.2%。1-7月焦炭产量2.47亿吨，同比降低3.3%，产量继续收缩，主要原因为环保限产导致的产能与产量的同时收缩。

图11：生铁产量增速有望转正



资料来源：Wind，安信证券研究中心

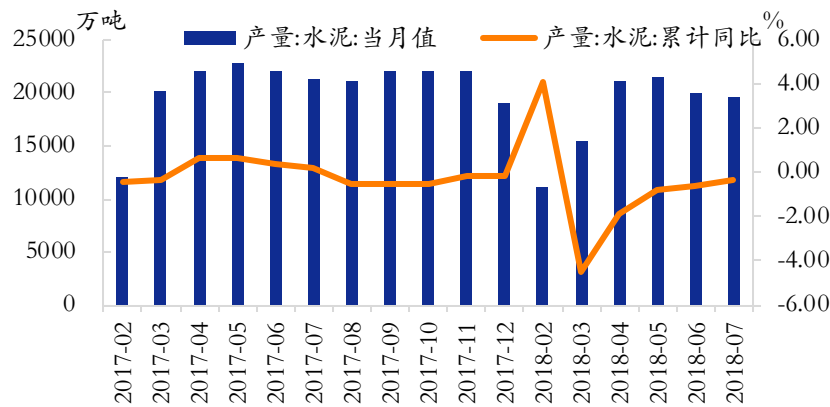
图12：焦炭产量同比下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

建材方面，上半年水泥产量9.97亿吨，同比下滑0.6%，1-7月水泥产量11.9亿吨，同比下降0.3%，降幅进一步缩小，下半年有望转正。

图 13: 水泥产量增速稳步提升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3.2. 需求预测: 下半年需求增速或下滑, 但仍高于供给

我们以较悲观预期做出以下假设:

火电受水电冲击增速下滑, 但预计全年增速 5%左右。 下半年有夏冬两个需求旺季, 需求环比上半年有望进一步提升。从过去 10 年的数据来看, 由于下半年来水更好, 水电对火电的挤出效应较明显, 不过火电发电量平均环比增速仍达到约 7%。今年以来全社会用电形势良好, 前 7 月同比增长 9%, 其中第三产业与民用电量分别增长 14.2%与 13.6%, 均高于全社会用电量增速, 根据中电联预计, 全年增速也有望达 5.5%, 增速下滑部分源于去年下半年基数较高。

钢铁方面或受环保限产影响产量。 钢铁与焦炭都将在秋冬季节面临环保限产, 京津冀、汾渭平原与长三角地区都将受限, 基本囊括了钢铁与焦炭的主要生产地区。因此我们预计下半年粗钢产量难以维持上半年 6%的高增速, 预计会滑落至 2-3%的水平。

建材方面水泥有望转正。 截至 2018 年 7 月, 房地产投资增速分别为 10.2%, 环比上行 0.5% 的百分点, 预计全年水泥产量有望转正。

综合来看, 即便在对下半年宏观经济形势持有最悲观的态度, 在最悲观假设下需求端的增速预计也将超过 2%, 超过供给端的增速。

1.4. 价格展望: 供需缺口拉大, 价格继续抬升

供给侧改革确保煤价不具备大跌的基础。 据发改委供给侧改革专题新闻发布会, 1-7 月, 全国煤炭产能共退出 8000 万吨左右, 完成全年任务 1.5 亿吨的 50%以上; 截至目前, 已经累计退出煤炭产能 6.2 亿吨 (2016、17 年分别退出 2.9、2.5 亿吨), 完成“十三五”规划退出煤炭产能 8 亿吨任务的 77.5%。供给侧改革已经带领煤炭行业从供给过剩转向供给紧平衡。

根据上文分析, 2018 年动力煤市场依旧维持供需紧平衡的格局, 且供需缺口进一步扩大, 我们认为动力煤的价格中枢有望继续抬升, 预计将达到 650 元/吨, 较 2017 年上涨约 2.44%。

供给端难以放量。首先，超产情况下，2017 年煤炭供给仍是紧平衡。而 2018 年 1-7 月，产量为负增长。2018 年有 7000 多万吨产能投产，在 2019-2020 年可投产产能将越来越少，对应供给净增量将越来越少。

需求并不悲观。火电用煤占比超过动力煤需求的 50%，为需求的核心支持。煤炭的下游行业大多都面临着去产能，而对于火电行业来说，去产能意味这利用小时数的提升。

2. 煤炭板块中报业绩回顾

2.1. 营业收入：在去年高基数的背景下上涨 5.83%

2018 年上半年行业营业总收入整体提高，在去年高基数的背景下上涨 5.83%，符合预期。其中，动力煤子板块合计同比增 5.28%，同比涨幅最多的前三家公司分别为金瑞矿业、新集能源与中煤能源；炼焦煤子板块合计同比增 2.47%，同比涨幅最多的前三家公司分别为西山煤电、开滦股份、潞安环能；无烟煤子板块合计同比增 9.71%；焦炭子板块合计同比增 19.83%，同比涨幅最多的前三家公司分别为 ST 云维、*ST 安泰、云煤能源。

2018 年二季度单季度营业总收入增长 8.33%，高于上半年整体增速。分子版块来看，除焦炭子板块的单季度营收增速（14.69%）低于上半年增速（19.93%）以外，动力煤、炼焦煤与无烟煤单季度增速均高于上半年增速，分别为 8.11%、4.42%以及 16.8%。

表 1：2018 年上半年煤炭上市公司营业收入汇总

| 单位：百万元 | 上半年主营业务收入 | | | 单季度主营业务收入 | | |
|--------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|-------------------|---------------|
| | 2017H | 2018H | 同比 | 2017Q2 | 2018Q2 | 同比 |
| 金瑞矿业 | 30.73 | 59.69 | 94.22% | 21.19 | 29.59 | 39.62% |
| 新集能源 | 3,365.84 | 4,561.98 | 35.54% | 1,553.85 | 2,299.48 | 47.99% |
| 中煤能源 | 37,103.96 | 50,209.98 | 35.32% | 19,239.19 | 24,445.29 | 27.06% |
| *ST 安煤 | 1,753.07 | 2,142.21 | 22.20% | 858.46 | 1,091.09 | 27.10% |
| 大有能源 | 3,351.22 | 3,869.76 | 15.47% | 1,582.37 | 1,814.40 | 14.66% |
| 靖远煤电 | 1,940.74 | 2,193.58 | 13.03% | 850.85 | 1,001.04 | 17.65% |
| 上海能源 | 3,056.44 | 3,420.12 | 11.90% | 1,649.03 | 1,668.49 | 1.18% |
| 大同煤业 | 4,884.90 | 5,308.76 | 8.68% | 2,404.81 | 2,543.15 | 5.75% |
| 露天煤业 | 3,983.47 | 4,264.43 | 7.05% | 1,813.96 | 1,961.86 | 8.15% |
| 中国神华 | 120,518.00 | 127,380.00 | 5.69% | 59,456.00 | 64,401.00 | 8.32% |
| 陕西煤业 | 25,585.95 | 26,242.71 | 2.57% | 13,312.02 | 13,655.28 | 2.58% |
| 恒源煤电 | 3,282.26 | 3,147.75 | -4.10% | 1,690.02 | 1,614.56 | -4.46% |
| 兖州煤业 | 80,624.24 | 76,308.19 | -5.35% | 40,878.22 | 43,974.48 | 7.57% |
| 山煤国际 | 23,037.07 | 20,779.36 | -9.80% | 12,369.36 | 10,464.55 | -15.40% |
| 平庄能源 | 1,219.56 | 1,084.68 | -11.06% | 674.28 | 548.83 | -18.61% |
| 郑州煤电 | 2,913.04 | 2,388.81 | -18.00% | 1,455.81 | 1,262.90 | -13.25% |
| 动力煤合计 | 316,650.51 | 333,362.01 | 5.28% | 159,809.42 | 172,775.97 | 8.11% |
| 西山煤电 | 13,632.85 | 15,255.88 | 11.91% | 6,720.30 | 7,956.47 | 18.39% |
| 开滦股份 | 9,051.28 | 10,017.46 | 10.67% | 4,351.12 | 5,163.78 | 18.68% |
| 潞安环能 | 10,125.82 | 10,861.58 | 7.27% | 5,623.09 | 5,718.17 | 1.69% |
| 冀中能源 | 10,226.91 | 10,784.00 | 5.45% | 5,147.84 | 5,427.80 | 5.44% |
| 盘江股份 | 2,906.65 | 2,952.88 | 1.59% | 1,454.44 | 1,466.72 | 0.84% |
| 永泰能源 | 11,676.35 | 10,668.97 | -8.63% | 6,359.74 | 6,000.42 | -5.65% |
| 平煤股份 | 10,747.33 | 9,511.90 | -11.50% | 5,439.94 | 4,912.93 | -9.69% |
| 炼焦煤合计 | 68,367.18 | 70,052.67 | 2.47% | 35,096.47 | 36,646.29 | 4.42% |
| 阳泉煤业 | 14,619.48 | 16,817.29 | 15.03% | 7,028.68 | 8,777.61 | 24.88% |
| 兰花科创 | 3,974.86 | 4,077.58 | 2.58% | 2,255.72 | 2,379.22 | 5.48% |
| 昊华能源 | 3,189.41 | 3,004.93 | -5.78% | 1,602.64 | 1,558.80 | -2.74% |
| 无烟煤合计 | 21,783.75 | 23,899.80 | 9.71% | 10,887.04 | 12,715.63 | 16.80% |
| ST 云维 | 221.90 | 547.94 | 146.93% | 152.17 | 297.17 | 95.29% |
| *ST 安泰 | 2,537.17 | 3,881.29 | 52.98% | 1,406.19 | 2,115.78 | 50.46% |
| 云煤能源 | 1,837.96 | 2,466.20 | 34.18% | 1,056.34 | 1,255.42 | 18.85% |
| 山西焦化 | 2,671.16 | 3,508.02 | 31.33% | 1,464.20 | 1,706.10 | 16.52% |
| 宝泰隆 | 1,257.95 | 1,651.30 | 31.27% | 651.54 | 838.38 | 28.68% |

| | | | | | | |
|---------------|-------------------|-------------------|---------------|-------------------|-------------------|---------------|
| 金能科技 | 3,137.26 | 4,038.79 | 28.74% | 1,540.54 | 2,172.84 | 41.04% |
| 美锦能源 | 6,006.75 | 6,669.94 | 11.04% | 3,200.30 | 3,503.64 | 9.48% |
| 陕西黑猫 | 5,097.16 | 4,542.50 | -10.88% | 2,929.01 | 2,332.88 | -20.35% |
| 焦炭合计 | 22,767.32 | 27,305.98 | 19.93% | 12,400.28 | 14,222.23 | 14.69% |
| 煤炭板块合计 | 429,568.77 | 454,620.46 | 5.83% | 218,193.21 | 236,360.12 | 8.33% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 归母净利润: 较去年同期上涨 10.32%

2018 年上半年行业归母净利大幅改善, 较去年同期上涨 10.32%, 符合预期。其中, 动力煤子板块合计同比增 5.21%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为新集能源、*ST 安煤、山煤国际; 炼焦煤子板块合计同比增 15.96%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为开滦股份、永泰能源、潞安环能; 无烟煤子板块合计同比增 16.74%; 焦炭子板块合计同比增 191.58%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为山西焦化、ST 云维、宝泰隆。

2018 年二季度单季度归母净利润增长 12.51%, 高于上半年整体增速。分子板块来看, 除炼焦煤子板块的单季度归母净利润增速 (6.96%) 低于上半年增速(15.96%)以外, 动力煤、无烟煤与焦炭单季度增速均高于上半年增速, 分别为 6.3%、34.19%以及 320.27%。

表 2: 2018 年上半年煤炭上市公司归母净利润汇总

| 单位: 百万元 | 上半年归母净利润 | | | 单季度归母净利润 | | |
|--------------|------------------|------------------|---------------|------------------|------------------|--------------|
| | 2017H | 2018H | 同比 | 2017Q2 | 2018Q2 | 同比 |
| 新集能源 | 153.64 | 764.53 | 397.63% | -28.65 | 409.09 | 1527.68% |
| *ST 安煤 | -20.01 | 55.89 | 379.34% | 33.51 | 42.09 | 25.60% |
| 山煤国际 | 100.10 | 281.40 | 181.14% | 76.96 | 248.69 | 223.15% |
| 中煤能源 | 1,696.14 | 2,756.16 | 62.50% | 525.17 | 1,345.33 | 156.17% |
| 上海能源 | 379.34 | 603.02 | 58.96% | 213.26 | 262.46 | 23.07% |
| 大有能源 | 289.73 | 448.49 | 54.80% | 138.37 | 157.70 | 13.97% |
| 兖州煤业 | 3,189.14 | 4,341.28 | 36.13% | 1,440.58 | 2,113.74 | 46.73% |
| 靖远煤电 | 279.46 | 340.20 | 21.74% | 163.15 | 153.91 | -5.66% |
| 露天煤业 | 1,051.46 | 1,176.92 | 11.93% | 348.55 | 426.91 | 22.48% |
| 陕西煤业 | 5,472.81 | 5,944.16 | 8.61% | 2,799.02 | 3,102.74 | 10.85% |
| 中国神华 | 24,315.00 | 22,977.00 | -5.50% | 12,080.00 | 11,344.00 | -6.09% |
| 大同煤业 | 599.76 | 475.04 | -20.80% | 581.60 | 350.20 | -39.79% |
| 金瑞矿业 | 9.38 | 7.25 | -22.72% | -0.84 | 2.80 | 435.35% |
| 恒源煤电 | 631.37 | 452.66 | -28.30% | 343.74 | 248.70 | -27.65% |
| 郑州煤电 | 405.85 | 102.75 | -74.68% | 178.39 | 61.28 | -65.65% |
| 平庄能源 | 135.60 | -23.10 | -117.04% | 158.13 | -19.06 | -112.06% |
| 动力煤合计 | 38,688.76 | 40,703.65 | 5.21% | 19,050.94 | 20,250.58 | 6.30% |
| 开滦股份 | 226.64 | 582.28 | 156.92% | 78.77 | 327.73 | 316.07% |
| 永泰能源 | 254.68 | 336.58 | 32.16% | 147.99 | -173.95 | -217.54% |
| 潞安环能 | 1,142.52 | 1,391.32 | 21.78% | 633.13 | 677.86 | 7.07% |
| 西山煤电 | 917.37 | 1,115.43 | 21.59% | 452.43 | 602.03 | 33.06% |
| 盘江股份 | 460.92 | 527.56 | 14.46% | 197.14 | 252.56 | 28.12% |
| 冀中能源 | 570.55 | 605.16 | 6.07% | 285.60 | 317.90 | 11.31% |
| 平煤股份 | 625.57 | 310.08 | -50.43% | 308.46 | 245.71 | -20.34% |
| 炼焦煤合计 | 4,198.25 | 4,868.41 | 15.96% | 2,103.51 | 2,249.84 | 6.96% |
| 昊华能源 | 480.36 | 637.97 | 32.81% | 169.57 | 368.29 | 117.18% |
| 兰花科创 | 510.71 | 628.85 | 23.13% | 286.85 | 433.72 | 51.20% |

| | | | | | | | |
|----|---------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|----------------|
| | 阳泉煤业 | 852.74 | 885.69 | 3.86% | 428.12 | 384.95 | -10.08% |
| | 无烟煤合计 | 1,843.81 | 2,152.51 | 16.74% | 884.54 | 1,186.95 | 34.19% |
| 焦炭 | 山西焦化 | 19.89 | 823.25 | 4038.96% | 6.90 | 479.76 | 6856.51% |
| | ST 云维 | 2.11 | 14.77 | 599.30% | 1.63 | 10.26 | 530.99% |
| | 宝泰隆 | 60.92 | 154.15 | 153.03% | 39.13 | 93.72 | 139.48% |
| | 金能科技 | 363.94 | 522.52 | 43.57% | 153.55 | 264.58 | 72.31% |
| | 陕西黑猫 | 92.65 | 104.98 | 13.31% | 62.84 | 28.77 | -54.21% |
| | 美锦能源 | 501.91 | 542.43 | 8.07% | 194.14 | 231.41 | 19.20% |
| | 云煤能源 | -78.13 | 3.97 | -105.09% | -78.92 | -2.34 | -97.04% |
| | *ST 安泰 | -67.02 | 447.26 | -767.38% | -18.87 | 408.45 | 2264.61% |
| | 焦炭合计 | 896.28 | 2,613.32 | 191.58% | 360.39 | 1,514.61 | 320.27% |
| | 煤炭板块合计 | 45,627.09 | 50,337.88 | 10.32% | 22,399.38 | 25,201.98 | 12.51% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. EPS: 整体上涨, 符合预期

2018 年上半年行业大部分上市公司 EPS 上涨, 符合预期。其中, 整个煤炭板块上市公司 EPS 同比涨幅主要集中在 5%-100% 这一区间, 合计 17 家公司; 涨幅在 100%-300% 的有 3 家公司, 涨幅 300% 以上的公司一共 5 家; 同比涨幅最高的公司为山西焦化, 达到 2781.15%。报告期内, 整个煤炭板块共有 8 家公司 EPS 同比下降, 跌幅最大的为平庄能源, 同比下降 115.38%。

表 3: 2017、2018 年上半年煤炭上市公司 EPS 汇总

| 单位: 元/股 | | 2017H | 2018H | 同比 |
|---------|--------|---------|---------|----------|
| 动力煤 | 新集能源 | 0.0600 | 0.3000 | 400.00% |
| | *ST 安煤 | -0.0202 | 0.0565 | 379.70% |
| | 山煤国际 | 0.0500 | 0.1400 | 180.00% |
| | 中煤能源 | 0.1300 | 0.2100 | 61.54% |
| | 上海能源 | 0.5200 | 0.8300 | 59.62% |
| | 大有能源 | 0.1212 | 0.1876 | 54.79% |
| | 兖州煤业 | 0.6493 | 0.8838 | 36.12% |
| | 靖远煤电 | 0.1223 | 0.1489 | 21.75% |
| | 露天煤业 | 0.6400 | 0.7200 | 12.50% |
| | 陕西煤业 | 0.5500 | 0.5900 | 7.27% |
| | 中国神华 | 1.2220 | 1.1550 | -5.48% |
| | 金瑞矿业 | 0.0326 | 0.0300 | -7.98% |
| | 大同煤业 | 0.3600 | 0.2800 | -22.22% |
| | 恒源煤电 | 0.6314 | 0.4527 | -28.30% |
| | 郑州煤电 | 0.4000 | 0.1000 | -75.00% |
| | 平庄能源 | 0.1300 | -0.0200 | -115.38% |
| | 炼焦煤 | 开滦股份 | 0.1500 | 0.3700 |
| 永泰能源 | | 0.0205 | 0.0271 | 32.20% |
| 潞安环能 | | 0.3800 | 0.4700 | 23.68% |
| 西山煤电 | | 0.2911 | 0.3540 | 21.61% |
| 盘江股份 | | 0.2780 | 0.3190 | 14.75% |
| 冀中能源 | | 0.1615 | 0.1713 | 6.07% |
| 平煤股份 | | 0.2649 | 0.1313 | -50.43% |
| 无烟煤 | 昊华能源 | 0.4000 | 0.5300 | 32.50% |
| | 兰花科创 | 0.4470 | 0.5505 | 23.15% |

| | | | | |
|----|--------|---------|--------|----------|
| 焦炭 | 阳泉煤业 | 0.3500 | 0.3700 | 5.71% |
| | 山西焦化 | 0.0260 | 0.7491 | 2781.15% |
| | *ST 安泰 | -0.0700 | 0.4400 | 728.57% |
| | ST 云维 | 0.0017 | 0.0120 | 605.88% |
| | 宝泰隆 | 0.0400 | 0.1000 | 150.00% |
| | 云煤能源 | -0.0800 | 0.0040 | 105.00% |
| | 金能科技 | 0.6000 | 0.7700 | 28.33% |
| | 美锦能源 | 0.1222 | 0.1300 | 6.38% |
| | 陕西黑猫 | 0.1000 | 0.0800 | -20.00% |

资料来源: Wind 安信证券研究中心

2.4. 费用分析: 较去年同期上涨 9.2%, 期间费用率同比上升 0.36 个百分点

2018 年上半年行业期间费用较去年同期上涨 9.20%, 期间费用率同比升 0.36 个百分点。其中, 动力煤子板块期间费用合计同比增 8.9%, 期间费用率同比增加 0.38 个百分点, 同比涨幅最多的公司为兖州煤业, 费用率下跌最多的公司的为金瑞矿业; 炼焦煤子板块期间费用合计同比增 4.3%, 期间费用率同比增加 0.81 个百分点, 同比涨幅最多的公司分别为潞安环能, 费用率下跌最多的公司的为西山煤电; 无烟煤子板块期间费用较去年同期上涨 15.1%, 期间费用率同比上升 0.49 个百分点; 焦炭子板块期间费用合计同比增加 10.9%, 期间费用率同比下降 0.61 个百分点, 同比增幅最多的公司为*ST 云维, 费用率下跌最多的公司的为*ST 安泰。

表 4: 2018 年上半年煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总

| 子行业 | 证券简称 | 期间费用 (百万元) | | | 期间费用率 | | |
|--------------|------------------|------------------|-------------|---------------|---------------|--------------|---------|
| | | 2017H | 2018H | 同比 | 2017H | 2018H | 同比 |
| 动力煤 | 兖州煤业 | 4,759.97 | 8,004.46 | 68.2% | 5.90% | 10.49% | 4.59% |
| | 平庄能源 | 236.80 | 381.34 | 61.0% | 19.42% | 35.16% | 15.74% |
| | 露天煤业 | 120.40 | 170.77 | 41.8% | 3.02% | 4.00% | 0.98% |
| | 郑州煤电 | 353.80 | 432.48 | 22.2% | 12.15% | 18.10% | 5.96% |
| | 新集能源 | 709.40 | 851.35 | 20.0% | 21.08% | 18.66% | -2.41% |
| | 恒源煤电 | 432.89 | 516.88 | 19.4% | 13.19% | 16.42% | 3.23% |
| | 山煤国际 | 1,175.26 | 1,307.37 | 11.2% | 5.10% | 6.29% | 1.19% |
| | 上海能源 | 378.27 | 412.56 | 9.1% | 12.38% | 12.06% | -0.31% |
| | 中煤能源 | 8,116.56 | 8,567.21 | 5.6% | 21.88% | 17.06% | -4.81% |
| | 中国神华 | 11,268.00 | 11,346.00 | 0.7% | 9.35% | 8.91% | -0.44% |
| | 金瑞矿业 | 11.12 | 10.33 | -7.1% | 36.18% | 17.30% | -18.87% |
| | *ST 安煤 | 220.27 | 199.02 | -9.6% | 12.56% | 9.29% | -3.27% |
| | 大有能源 | 779.65 | 635.81 | -18.4% | 23.26% | 16.43% | -6.83% |
| | 陕西煤业 | 3,925.19 | 3,188.40 | -18.8% | 15.34% | 12.15% | -3.19% |
| 大同煤业 | 1,945.06 | 1,551.71 | -20.2% | 39.82% | 29.23% | -10.59% | |
| 靖远煤电 | 199.75 | 144.69 | -27.6% | 10.29% | 6.60% | -3.70% | |
| 动力煤合计 | 34,632.38 | 37,720.36 | 8.9% | 10.94% | 11.32% | 0.38% | |
| 炼焦煤 | 潞安环能 | 1,304.59 | 1,701.01 | 30.4% | 12.88% | 15.66% | 2.78% |
| | 永泰能源 | 2,025.17 | 2,615.06 | 29.1% | 17.34% | 24.51% | 7.17% |
| | 冀中能源 | 1,284.83 | 1,421.92 | 10.7% | 12.56% | 13.19% | 0.62% |
| | 平煤股份 | 956.52 | 994.09 | 3.9% | 8.90% | 10.45% | 1.55% |
| | 盘江股份 | 329.75 | 323.85 | -1.8% | 11.34% | 10.97% | -0.38% |
| | 开滦股份 | 561.93 | 509.55 | -9.3% | 6.21% | 5.09% | -1.12% |
| 西山煤电 | 2,802.81 | 2,492.86 | -11.1% | 20.56% | 16.34% | -4.22% | |

| 子行业 | 证券简称 | 2017H | 2018H | 同比 | 2017H | 2018H | 同比 |
|---------------|------------------|------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 无烟煤 | 兰花科创 | 710.31 | 860.53 | 21.1% | 17.87% | 21.10% | 3.23% |
| | 昊华能源 | 530.66 | 612.88 | 15.5% | 16.64% | 20.40% | 3.76% |
| | 阳泉煤业 | 945.06 | 1,042.33 | 10.3% | 6.46% | 6.20% | -0.27% |
| | 无烟煤合计 | 2,186.03 | 2,515.75 | 15.1% | 10.04% | 10.53% | 0.49% |
| 焦炭 | ST 云维 | 4.54 | 10.56 | 132.7% | 2.05% | 1.93% | -0.12% |
| | 云煤能源 | 133.63 | 188.01 | 40.7% | 7.27% | 7.62% | 0.35% |
| | 陕西黑猫 | 317.92 | 385.42 | 21.2% | 6.24% | 8.48% | 2.25% |
| | 山西焦化 | 200.96 | 239.38 | 19.1% | 7.52% | 6.82% | -0.70% |
| | 金能科技 | 157.99 | 180.17 | 14.0% | 5.04% | 4.46% | -0.57% |
| | *ST 安泰 | 260.15 | 294.28 | 13.1% | 10.25% | 7.58% | -2.67% |
| | 美锦能源 | 556.25 | 565.91 | 1.7% | 9.26% | 8.48% | -0.78% |
| | 宝泰隆 | 219.61 | 189.63 | -13.7% | 17.46% | 11.48% | -5.97% |
| 焦炭合计 | 1,851.04 | 2,053.36 | 10.9% | 8.13% | 7.52% | -0.61% | |
| 煤炭板块合计 | 47,935.05 | 52,347.79 | 9.2% | 11.16% | 11.51% | 0.36% | |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018 年上半年行业销售费用较去年同期上涨 3.05%，销售费用率同比下降 0.08 个百分点。其中，动力煤子板块销售费用合计同比增 5.13%，销售费用率同比持平，同比涨幅最多的公司为兖州煤业，费用率下跌最多的公司的为陕西煤业；炼焦煤子板块销售费用合计同比下降 12.79%，销售费用率同比下降 0.43 个百分点，同比涨幅最多的公司为永泰能源，费用率下跌最多的公司的为西山煤电；无烟煤子板块销售费用较去年同期上涨 19.82%，销售费用率同比升高 0.19 个百分点；焦炭子板块销售费用合计同比增 5.28%，销售费用率同比下降 0.46 个百分点，同比涨幅最多的公司分别为云煤能源，费用率下跌最多的公司的为宝泰隆。

表 5: 2018 年上半年煤炭上市公司销售费用以及销售费用率汇总

| 子行业 | 证券简称 | 销售费用 (百万元) | | | 销售费用率 | | |
|--------------|------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| | | 2017H | 2018H | 同比 | 2017H | 2018H | 同比 |
| 动力煤 | 兖州煤业 | 1,461.97 | 2,911.14 | 99.12% | 1.81% | 3.82% | 2.00% |
| | 金瑞矿业 | 1.53 | 2.08 | 36.23% | 4.96% | 3.48% | -1.48% |
| | 山煤国际 | 162.19 | 183.84 | 13.35% | 0.70% | 0.88% | 0.18% |
| | 露天煤业 | 10.12 | 11.37 | 12.42% | 0.25% | 0.27% | 0.01% |
| | 新集能源 | 17.40 | 19.31 | 10.93% | 0.52% | 0.42% | -0.09% |
| | 恒源煤电 | 39.89 | 43.72 | 9.62% | 1.22% | 1.39% | 0.17% |
| | 中国神华 | 285.00 | 312.00 | 9.47% | 0.24% | 0.24% | 0.01% |
| | 大有能源 | 62.96 | 67.11 | 6.59% | 1.88% | 1.73% | -0.14% |
| | 中煤能源 | 4,967.68 | 5,101.26 | 2.69% | 13.39% | 10.16% | -3.23% |
| | 上海能源 | 81.44 | 81.04 | -0.49% | 2.66% | 2.37% | -0.30% |
| | 郑州煤电 | 37.29 | 34.97 | -6.23% | 1.28% | 1.46% | 0.18% |
| | 大同煤业 | 1,264.67 | 1,073.98 | -15.08% | 25.89% | 20.23% | -5.66% |
| | 靖远煤电 | 56.46 | 43.34 | -23.24% | 2.91% | 1.98% | -0.93% |
| | *ST 安煤 | 38.18 | 28.98 | -24.09% | 2.18% | 1.35% | -0.83% |
| 平庄能源 | 24.93 | 17.41 | -30.16% | 2.04% | 1.61% | -0.44% | |
| 陕西煤业 | 1,922.41 | 1,038.07 | -46.00% | 7.51% | 3.96% | -3.56% | |
| 动力煤合计 | 10,434.12 | 10,969.62 | 5.13% | 3.30% | 3.29% | 0.00% | |
| 炼焦煤 | 永泰能源 | 6.46 | 41.37 | 540.33% | 0.06% | 0.39% | 0.33% |
| | 盘江股份 | 7.25 | 10.53 | 45.19% | 0.25% | 0.36% | 0.11% |
| | 潞安环能 | 116.04 | 142.99 | 23.22% | 1.15% | 1.32% | 0.17% |
| | 冀中能源 | 179.81 | 193.15 | 7.42% | 1.76% | 1.79% | 0.03% |
| | 平煤股份 | 99.43 | 101.77 | 2.36% | 0.93% | 1.07% | 0.14% |
| 开滦股份 | 134.41 | 129.95 | -3.32% | 1.48% | 1.30% | -0.19% | |
| 西山煤电 | 1,412.57 | 1,086.11 | -23.11% | 10.36% | 7.12% | -3.24% | |

| | | | | | | |
|--------|-----------|-----------|---------|-------|-------|--------|
| 炼焦煤合计 | 1,955.97 | 1,705.87 | -12.79% | 2.86% | 2.44% | -0.43% |
| 无烟煤 | | | | | | |
| 昊华能源 | 208.03 | 297.91 | 43.20% | 6.52% | 9.91% | 3.39% |
| 兰花科创 | 109.47 | 120.84 | 10.38% | 2.75% | 2.96% | 0.21% |
| 阳泉煤业 | 123.84 | 110.06 | -11.13% | 0.85% | 0.65% | -0.19% |
| 无烟煤合计 | 441.34 | 528.81 | 19.82% | 2.03% | 2.21% | 0.19% |
| 焦炭 | | | | | | |
| 云煤能源 | 18.86 | 53.24 | 182.29% | 1.03% | 2.16% | 1.13% |
| *ST 安泰 | 85.73 | 133.66 | 55.91% | 3.38% | 3.44% | 0.06% |
| 金能科技 | 77.39 | 91.49 | 18.23% | 2.47% | 2.27% | -0.20% |
| 陕西黑猫 | 208.22 | 232.87 | 11.84% | 4.09% | 5.13% | 1.04% |
| 山西焦化 | 26.85 | 27.03 | 0.66% | 1.01% | 0.77% | -0.23% |
| 美锦能源 | 361.84 | 320.87 | -11.32% | 6.02% | 4.81% | -1.21% |
| 宝泰隆 | 74.58 | 38.35 | -48.58% | 5.93% | 2.32% | -3.61% |
| ST 云维 | 0.00 | 1.06 | | | 0.19% | 0.19% |
| 焦炭合计 | 853.47 | 898.57 | 5.28% | 3.75% | 3.29% | -0.46% |
| 煤炭板块合计 | 13,684.90 | 14,102.87 | 3.05% | 3.19% | 3.10% | -0.08% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018年上半年行业管理费用较去年同期上涨12.67%，管理费用率同比上涨0.34个百分点。其中，动力煤子板块管理费用合计同比增10.33%，管理费用率同比增加0.26个百分点，同比涨幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为金瑞矿业；炼焦煤子板块管理费用合计同比增17.02%，管理费用率同比上涨0.77个百分点，同比涨幅最多的公司为潞安环能，费用率下跌最多的公司的为盘江股份；无烟煤子板块管理费用较去年同期上涨30.14%，管理费用率同比增加0.9个百分点；焦炭子板块管理费用合计同比增加23.99%，管理费用率同比增加0.08个百分点，同比涨幅最多的公司为ST云维，费用率下跌最多的公司的为*ST安泰。

表 6: 2018 年上半年煤炭上市公司管理费用以及销售费用率汇总

| 子行业 | 证券简称 | 管理费用 (百万元) | | | 管理费用率 | | |
|-------|-----------|------------|----------|---------|--------|--------|---------|
| | | 2017H | 2018H | 同比 | 2017H | 2018H | 同比 |
| 动力煤 | 露天煤业 | 61.34 | 119.01 | 94.00% | 1.54% | 2.79% | 1.25% |
| | 平庄能源 | 237.44 | 386.39 | 62.73% | 19.47% | 35.62% | 16.15% |
| | 兖州煤业 | 2,027.77 | 3,155.99 | 55.64% | 2.52% | 4.14% | 1.62% |
| | 新集能源 | 213.70 | 313.79 | 46.84% | 6.35% | 6.88% | 0.53% |
| | 恒源煤电 | 306.39 | 413.72 | 35.03% | 9.33% | 13.14% | 3.81% |
| | 郑州煤电 | 208.93 | 240.83 | 15.27% | 7.17% | 10.08% | 2.91% |
| | 上海能源 | 247.73 | 285.31 | 15.17% | 8.11% | 8.34% | 0.24% |
| | 山煤国际 | 502.34 | 565.77 | 12.63% | 2.18% | 2.72% | 0.54% |
| | 陕西煤业 | 1,863.03 | 2,080.83 | 11.69% | 7.28% | 7.93% | 0.65% |
| | 中煤能源 | 1,566.68 | 1,714.05 | 9.41% | 4.22% | 3.41% | -0.81% |
| | 中国神华 | 8,944.00 | 9,186.00 | 2.71% | 7.42% | 7.21% | -0.21% |
| | 金瑞矿业 | 8.76 | 8.41 | -3.96% | 28.51% | 14.10% | -14.41% |
| | *ST 安煤 | 78.80 | 67.49 | -14.35% | 4.49% | 3.15% | -1.34% |
| | 大有能源 | 584.05 | 405.51 | -30.57% | 17.43% | 10.48% | -6.95% |
| | 靖远煤电 | 151.42 | 95.50 | -36.93% | 7.80% | 4.35% | -3.45% |
| 大同煤业 | 421.12 | 183.99 | -56.31% | 8.62% | 3.47% | -5.16% | |
| 动力煤合计 | 17,423.48 | 19,222.59 | 10.33% | 5.50% | 5.77% | 0.26% | |
| 炼焦煤 | 潞安环能 | 811.03 | 1,066.88 | 31.55% | 8.01% | 9.82% | 1.81% |
| | 永泰能源 | 356.25 | 448.09 | 25.78% | 3.05% | 4.20% | 1.15% |
| | 冀中能源 | 790.35 | 937.55 | 18.63% | 7.73% | 8.69% | 0.97% |
| | 西山煤电 | 894.44 | 1,019.04 | 13.93% | 6.56% | 6.68% | 0.12% |
| | 开滦股份 | 211.42 | 222.97 | 5.46% | 2.34% | 2.23% | -0.11% |

| | | | | | | | |
|-----|---------------|------------------|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 平煤股份 | 359.46 | 372.97 | 3.76% | 3.34% | 3.92% | 0.58% |
| | 盘江股份 | 281.65 | 267.81 | -4.92% | 9.69% | 9.07% | -0.62% |
| | 炼焦煤合计 | 3,704.60 | 4,335.30 | 17.02% | 5.42% | 6.19% | 0.77% |
| | 兰花科创 | 404.36 | 538.18 | 33.09% | 10.17% | 13.20% | 3.03% |
| 无烟煤 | 昊华能源 | 486.43 | 626.44 | 28.78% | 3.33% | 3.72% | 0.40% |
| | 阳泉煤业 | 164.69 | 208.99 | 26.90% | 5.16% | 6.95% | 1.79% |
| | 无烟煤合计 | 1,055.48 | 1,373.61 | 30.14% | 4.85% | 5.75% | 0.90% |
| | ST 云维 | 4.42 | 9.94 | 124.75% | 1.99% | 1.81% | -0.18% |
| | 陕西黑猫 | 38.58 | 56.52 | 46.51% | 0.76% | 1.24% | 0.49% |
| | 宝泰隆 | 88.00 | 120.86 | 37.33% | 7.00% | 7.32% | 0.32% |
| 焦炭 | 金能科技 | 67.02 | 86.99 | 29.80% | 2.14% | 2.15% | 0.02% |
| | 美锦能源 | 145.68 | 187.25 | 28.54% | 2.43% | 2.81% | 0.38% |
| | 山西焦化 | 74.71 | 88.78 | 18.83% | 2.80% | 2.53% | -0.27% |
| | 云煤能源 | 81.59 | 91.59 | 12.25% | 4.44% | 3.71% | -0.73% |
| | *ST 安泰 | 59.97 | 52.38 | -12.65% | 2.36% | 1.35% | -1.01% |
| | 焦炭合计 | 559.98 | 694.30 | 23.99% | 2.46% | 2.54% | 0.08% |
| | 煤炭板块合计 | 22,743.54 | 25,625.81 | 12.67% | 5.29% | 5.64% | 0.34% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018 年上半年行业财务费用较去年同期增加 9.67%，财务费用率同比增加 0.1 个百分点。其中，动力煤子板块财务费用合计同比增加 11.12%，财务费用率同比 0.12 个百分点，同比增幅最多的公司为靖远煤电，费用率下跌最多的公司的为金瑞矿业；炼焦煤子板块财务费用合计同比增 11.43%，财务费用率同比增 0.46 个百分点，同比涨幅最多的公司为潞安环能，费用率下降最多的公司的为开滦股份；无烟煤子板块财务费用较去年同期下降 11.01%，财务费用率同比下降 0.6 个百分点；焦炭子板块财务费用合计同比升 5.23%，财务费用率同比下降 0.24 个百分点，同比涨幅最多的公司为陕西黑猫，费用率下跌最多的公司的为宝泰隆。

表 7：2018 年上半年煤炭上市公司财务费用以及财务费用率汇总

| 子行业 | 证券简称 | 财务费用 (百万元) | | | 财务费用率 | | |
|------|--------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2017H | 2018H | 同比 | 2017H | 2018H | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | -8.13 | 5.86 | 172.07% | -0.42% | 0.27% | 0.69% |
| | 兖州煤业 | 1,270.23 | 1937.33 | 52.52% | 1.58% | 2.54% | 0.96% |
| | 郑州煤电 | 107.58 | 156.67 | 45.63% | 3.69% | 6.56% | 2.87% |
| | 大有能源 | 132.64 | 163.19 | 23.04% | 3.96% | 4.22% | 0.26% |
| | 大同煤业 | 259.27 | 293.74 | 13.29% | 5.31% | 5.53% | 0.23% |
| | 中煤能源 | 1,582.20 | 1751.89 | 10.72% | 4.26% | 3.49% | -0.78% |
| | 山煤国际 | 510.73 | 557.76 | 9.21% | 2.22% | 2.68% | 0.47% |
| | 新集能源 | 478.30 | 518.25 | 8.35% | 14.21% | 11.36% | -2.85% |
| | *ST 安煤 | 103.28 | 102.55 | -0.71% | 5.89% | 4.79% | -1.10% |
| | 上海能源 | 49.10 | 46.20 | -5.90% | 1.61% | 1.35% | -0.26% |
| | 中国神华 | 2,039.00 | 1848.00 | -9.37% | 1.69% | 1.45% | -0.24% |
| | 平庄能源 | -25.57 | -22.46 | -12.14% | -2.10% | -2.07% | 0.03% |
| | 露天煤业 | 48.94 | 40.39 | -17.47% | 1.23% | 0.95% | -0.28% |
| | 恒源煤电 | 86.61 | 59.44 | -31.37% | 2.64% | 1.89% | -0.75% |
| | 陕西煤业 | 139.75 | 69.50 | -50.27% | 0.55% | 0.26% | -0.28% |
| 金瑞矿业 | 0.83 | -0.16 | -119.52% | 2.71% | -0.27% | -2.98% | |
| | 动力煤合计 | 6,774.77 | 7,528.15 | 11.12% | 2.14% | 2.26% | 0.12% |
| 炼焦煤 | 潞安环能 | 377.52 | 491.14 | 30.10% | 3.73% | 4.52% | 0.79% |
| | 永泰能源 | 1,662.46 | 2125.59 | 27.86% | 14.24% | 19.92% | 5.69% |
| | 盘江股份 | 40.84 | 45.51 | 11.43% | 1.41% | 1.54% | 0.14% |
| | 平煤股份 | 497.64 | 519.35 | 4.36% | 4.63% | 5.46% | 0.83% |
| | 冀中能源 | 314.68 | 291.22 | -7.45% | 3.08% | 2.70% | -0.38% |

| | | | | | | | |
|------------|---------------|------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|---------------|
| | 西山煤电 | 495.80 | 387.71 | -21.80% | 3.64% | 2.54% | -1.10% |
| | 开滦股份 | 216.10 | 156.63 | -27.52% | 2.39% | 1.56% | -0.82% |
| | 炼焦煤合计 | 3,605.04 | 4017.16 | 11.43% | 5.27% | 5.73% | 0.46% |
| | 兰花科创 | 196.48 | 201.51 | 2.56% | 4.94% | 4.94% | 0.00% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | 334.78 | 305.83 | -8.65% | 2.29% | 1.82% | -0.47% |
| | 昊华能源 | 157.94 | 105.99 | -32.89% | 4.95% | 3.53% | -1.42% |
| | 无烟煤合计 | 689.21 | 613.33 | -11.01% | 3.16% | 2.57% | -0.60% |
| | 陕西黑猫 | 71.12 | 96.03 | 35.03% | 1.40% | 2.11% | 0.72% |
| | 云煤能源 | 33.18 | 43.18 | 30.14% | 1.81% | 1.75% | -0.05% |
| | 山西焦化 | 99.40 | 123.58 | 24.32% | 3.72% | 3.52% | -0.20% |
| | 美锦能源 | 48.73 | 57.78 | 18.57% | 0.81% | 0.87% | 0.06% |
| 焦炭 | *ST安泰 | 114.45 | 108.24 | -5.43% | 4.51% | 2.79% | -1.72% |
| | 宝泰隆 | 57.02 | 30.42 | -46.65% | 4.53% | 1.84% | -2.69% |
| | 金能科技 | 13.58 | 1.69 | -87.56% | 0.43% | 0.04% | -0.39% |
| | ST云维 | 0.12 | -0.44 | -470.09% | 0.05% | -0.08% | -0.13% |
| | 焦炭合计 | 437.59 | 460.48 | 5.23% | 1.92% | 1.69% | -0.24% |
| | 煤炭板块合计 | 11,506.61 | 12,619.12 | 9.67% | 2.68% | 2.78% | 0.10% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.5. 现金流分析: 投资性现金流大幅回升

2018 年上半年行业整体现金流改善, 根据行业三季报相关信息, 企业整体经营情况良好, 投资意愿恢复, 去杠杆意识明确。经营性现金流方面, 受益煤炭价格恢复性上涨, 上市公司经营性现金流呈现净流入, 但同比小幅下降。投资性现金流方面, 2017 年上半年行业整体呈现净流出情况, 净流出量呈现大幅上升趋势。筹资性现金流方面, 行业筹资性现金流呈现净流出的情况, 且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。我们认为这是由于行业享受到供给侧改革红利, 盈利恢复, 自上而下去杠杆趋势明确所致。

经营性现金流方面, 受益煤炭价格恢复性上涨, 上市公司经营性现金流呈现净流入, 但同比小幅下降。行业上半年经营性现金流实现 798.12 亿元, 较去年同期降低 0.77%。动力煤子板块上半年经营性现金流实现 630.97 亿元, 较去年同期降低 7.40%。炼焦煤子板块上半年实现经营性现金流 120.51 亿元, 较去年同期增加 31.32%。无烟煤子板块上半年经营性现金流实现 27.57 亿元, 较去年同期增加 4396.68%。焦炭子板块上半年经营性现金流实现 19.07 亿元, 较去年同期增加减少 37.53%。

表 8: 上半年煤炭板块经营性现金流梳理 (单位: 百万元)

| 子行业 | 证券简称 | 2017H | 2018H | 同比 |
|-----|-------|----------|----------|----------|
| 动力煤 | 靖远煤电 | 1.75 | 155.45 | 8788.63% |
| | 平庄能源 | 410.18 | -566.60 | -238.14% |
| | 露天煤业 | 1,177.30 | 777.14 | -33.99% |
| | 郑州煤电 | 123.68 | 146.27 | 18.26% |
| | 兖州煤业 | 2,649.23 | 9,563.37 | 260.99% |
| | *ST安煤 | -99.44 | -253.23 | -154.66% |
| | 大有能源 | -49.19 | 807.26 | 1741.03% |
| | 上海能源 | 310.25 | 664.29 | 114.11% |
| | 山煤国际 | 189.94 | 748.38 | 294.01% |
| | 金瑞矿业 | 3.21 | 10.23 | 219.09% |
| | 恒源煤电 | 888.43 | 693.26 | -21.97% |
| | 大同煤业 | 2,688.23 | 1,693.53 | -37.00% |

| | | | | |
|------------|---------------|------------------|------------------|-----------------|
| | 中国神华 | 47,637.00 | 31,937.00 | -32.96% |
| | 陕西煤业 | 5,780.59 | 6,351.65 | 9.88% |
| | 中煤能源 | 5,336.23 | 8,255.94 | 54.71% |
| | 新集能源 | 1,094.97 | 2,112.56 | 92.93% |
| | 动力煤合计 | 68,142.36 | 63,096.50 | -7.40% |
| | 冀中能源 | 807.65 | 583.72 | -27.73% |
| | 西山煤电 | 1,070.72 | 3,744.45 | 249.71% |
| | 永泰能源 | 2,227.34 | 3,077.32 | 38.16% |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | 9.27 | 695.63 | 7401.54% |
| | 开滦股份 | 501.77 | 1,399.47 | 178.91% |
| | 平煤股份 | 235.39 | 1,866.63 | 693.01% |
| | 潞安环能 | 4,324.33 | 683.69 | -84.19% |
| | 炼焦煤合计 | 9,176.47 | 12,050.91 | 31.32% |
| | 兰花科创 | 351.11 | 664.19 | 89.17% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | -1,045.27 | 400.11 | 138.28% |
| | 昊华能源 | 755.48 | 1,693.02 | 124.10% |
| | 无烟煤合计 | 61.32 | 2,757.32 | 4396.68% |
| | 美锦能源 | 523.87 | 335.66 | -35.93% |
| | *ST 安泰 | 699.37 | 227.41 | -67.48% |
| | ST 云维 | -115.79 | 27.75 | 123.97% |
| | 山西焦化 | 45.05 | 91.73 | 103.59% |
| 焦炭 | 云煤能源 | 767.83 | 60.14 | -92.17% |
| | 宝泰隆 | 401.27 | 508.06 | 26.61% |
| | 陕西黑猫 | 417.53 | 75.47 | -81.92% |
| | 金能科技 | 314.59 | 581.50 | 84.84% |
| | 焦炭合计 | 3,053.72 | 1,907.72 | -37.53% |
| | 煤炭板块合计 | 80,433.87 | 79,812.46 | -0.77% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

投资性现金流方面, 2017 年行业前三季度整体呈现净流出情况, 且净流出量大幅增长。我们认为, 投资性现金流的大幅增长并不能表示企业的扩张意愿, 更多的是弥补前期行业困难时期少投入的设备维护等。行业上半年投资性现金流实现-370.64 亿元, 净流出量较去年同期增加 262.72%。动力煤子板块上半年投资性现金流实现-222.18 亿元, 净流出量较去年同期增加 731.76%。炼焦煤子板块上半年投资性现金流实现-108.65 亿元, 净流出量较去年同期增加 112.26%。无烟煤子板块上半年投资性现金流实现-16.56 亿元, 净流出量较去年同期增加 51.93%。焦炭子板块上半年投资性现金流实现-23.24 亿元, 净流出量较去年同期增加 73.66%

表 9: 上半年煤炭板块投资性现金流梳理 (单位: 百万元)

| 子行业 | 证券简称 | 2017H | 2018H | 同比 |
|------------|--------|-----------|-----------|----------|
| | 靖远煤电 | -301.75 | -275.28 | -8.77% |
| | 平庄能源 | -9.42 | -103.21 | 996.01% |
| | 露天煤业 | -51.46 | -238.43 | 363.31% |
| | 郑州煤电 | 9.53 | 2.55 | -73.21% |
| | 兖州煤业 | -2,278.90 | -1,943.61 | -14.71% |
| 动力煤 | *ST 安煤 | -116.89 | -110.63 | -5.35% |
| | 大有能源 | 49.45 | -31.99 | -164.70% |
| | 上海能源 | -202.86 | -484.74 | 138.95% |
| | 山煤国际 | -160.28 | -152.47 | -4.87% |
| | 金瑞矿业 | 217.76 | -234.76 | -207.81% |
| | 恒源煤电 | -202.43 | -119.21 | -41.11% |

| | | | | |
|------------|--------------|-------------------|-------------------|----------------|
| | 大同煤业 | -1,299.40 | -700.88 | -46.06% |
| | 中国神华 | 1,949.00 | -8,433.00 | -532.68% |
| | 陕西煤业 | -504.34 | -2,514.97 | 398.66% |
| | 中煤能源 | 607.27 | -6,634.35 | -1192.49% |
| | 新集能源 | -376.51 | -243.45 | -35.34% |
| | 动力煤合计 | -2,671.24 | -22,218.44 | 731.76% |
| | 冀中能源 | -582.05 | -1138.48 | 95.60% |
| | 西山煤电 | -761.65 | -920.71 | 20.88% |
| | 永泰能源 | -2921.07 | -5055.57 | 73.07% |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | -157.65 | -344.38 | 118.45% |
| | 开滦股份 | -133.54 | -712.63 | 433.65% |
| | 平煤股份 | 700.02 | -1941.59 | -377.36% |
| | 潞安环能 | -1262.99 | -751.87 | -40.47% |
| | 炼焦煤合计 | -5118.94 | -10865.25 | 112.26% |
| | 兰花科创 | -332.12 | -443.32 | 33.48% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | -474.42 | -933.81 | 96.83% |
| | 昊华能源 | -283.33 | -278.71 | -1.63% |
| | 无烟煤合计 | -1,089.87 | -1,655.85 | 51.93% |
| | 美锦能源 | -71.48 | -564.08 | 689.16% |
| | *ST 安泰 | -3.59 | -28.67 | 697.81% |
| | ST 云维 | 0.00 | 4.10 | |
| 焦炭 | 山西焦化 | -27.69 | -41.40 | 49.55% |
| | 云煤能源 | -1.82 | -41.41 | 2177.16% |
| | 宝泰隆 | -243.39 | -176.42 | -27.52% |
| | 陕西黑猫 | -34.54 | -749.58 | 2069.92% |
| | 金能科技 | -955.76 | -726.54 | -23.98% |
| | 焦炭合计 | -1,338.26 | -2,324.01 | 73.66% |
| | 煤炭合计 | -10,218.32 | -37,063.55 | 262.72% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

筹资性现金流方面, 行业筹资性现金流呈现净流出的情况, 且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。我们认为这是由于行业享受到供给侧改革红利, 开始自上而下去杠杆趋势明确所致。行业上半年筹资性现金流实现-192.76 亿元, 净流出量较去年同期增加 78.13%。动力煤子板块上半年筹资性现金流实现-138.71 亿元, 净流出量较去年同期增加 30.49%。炼焦煤子板块上半年筹资性现金流实现-48.81 亿元, 去年同时期为净流入。无烟煤子板块上半年筹资性现金流实现 4.27 亿元, 去年同时期为净流入。焦炭子板块上半年筹资性现金流实现-13.51 亿元, 净流出量较去年同期增加 781.31%。

表 10: 上半年煤炭板块筹资性现金流梳理 (单位: 百万元)

| 子行业 | 证券简称 | 2017H | 2018H | 同比 |
|------------|--------|----------|-----------|----------|
| | 靖远煤电 | 254.26 | -240.17 | -194.46% |
| | 平庄能源 | 0.00 | -202.86 | |
| | 露天煤业 | -902.50 | -539.08 | -40.27% |
| | 郑州煤电 | -301.52 | -174.93 | -41.98% |
| | 兖州煤业 | 1,091.60 | -5,063.41 | -563.85% |
| 动力煤 | *ST 安煤 | -76.05 | 3.65 | 104.80% |
| | 大有能源 | 375.50 | 156.01 | -58.45% |
| | 上海能源 | -432.70 | -193.57 | -55.26% |
| | 山煤国际 | -603.27 | -3,847.36 | 537.75% |
| | 金瑞矿业 | 0.00 | 0.00 | |
| | 恒源煤电 | -291.27 | -449.21 | 54.22% |
| | 大同煤业 | -763.87 | -2,524.07 | 230.43% |

| | | | | |
|--------------|--------|-------------------|-------------------|-----------------|
| | 中国神华 | -2,377.00 | -1,598.00 | -32.77% |
| | 陕西煤业 | -3,760.44 | 332.67 | 108.85% |
| | 中煤能源 | -2,193.74 | 1,772.34 | -180.79% |
| | 新集能源 | -648.67 | -1,302.64 | 100.82% |
| 动力煤合计 | | -10,629.66 | -13,870.63 | 30.49% |
| | 冀中能源 | -1,101.44 | -941.61 | -14.51% |
| | 西山煤电 | -331.41 | -101.94 | -69.24% |
| | 永泰能源 | 2,333.04 | 122.16 | -94.76% |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | 238.53 | 344.32 | 44.35% |
| | 开滦股份 | 931.99 | -1,058.54 | -213.58% |
| | 平煤股份 | -191.36 | -1,155.03 | 503.59% |
| | 潞安环能 | -1,214.88 | -1,690.53 | 39.15% |
| 炼焦煤合计 | | 664.46 | -4,481.16 | -774.41% |
| | 兰花科创 | -303.25 | 267.06 | -188.07% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | -78.82 | 709.95 | 1000.66% |
| | 昊华能源 | -320.97 | -550.10 | 71.39% |
| 无烟煤合计 | | -703.04 | 426.92 | 160.72% |
| | 美锦能源 | -315.26 | 18.65 | 105.91% |
| | *ST 安泰 | -315.62 | -271.26 | -14.06% |
| | ST 云维 | 290.57 | 1.50 | -99.48% |
| 焦炭 | 山西焦化 | 384.19 | -608.87 | -258.48% |
| | 云煤能源 | -759.19 | -83.33 | -89.02% |
| | 宝泰隆 | -93.70 | -290.02 | 209.51% |
| | 陕西黑猫 | -313.22 | -205.88 | -34.27% |
| | 金能科技 | 968.94 | 88.17 | -90.90% |
| 焦炭合计 | | -153.30 | -1,351.04 | 781.31% |
| 煤炭合计 | | -10,821.54 | -19,275.91 | 78.13% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.6. 资本结构: 资产负债率较 2017 年年底下降 0.75 个百分点

上市公司资本结构改善, 资产负债率较 2017 年年底降 0.75 个百分点。从上市公司的角度看, 煤炭板块上市公司资产负债率整体维持在平稳区间。其中, 受到供给侧改革相关政策影响最为深远的动力煤公司相对资产负债率保持最低的水平。预计随着价格的持续高位, 行业整体资产负债率有望持续下降。

表 11: 煤炭板块资产负债率梳理

| 子行业 | 证券简称 | 2017 | 2018H | 同比 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| | 平庄能源 | 21.88% | 18.18% | -3.70% |
| | 新集能源 | 82.29% | 79.22% | -3.07% |
| | 靖远煤电 | 29.98% | 27.15% | -2.83% |
| | 山煤国际 | 80.57% | 78.99% | -1.58% |
| | 大有能源 | 57.43% | 56.00% | -1.43% |
| 动力煤 | 兖州煤业 | 60.35% | 58.94% | -1.41% |
| | 郑州煤电 | 60.88% | 59.50% | -1.38% |
| | 露天煤业 | 26.22% | 25.00% | -1.21% |
| | 恒源煤电 | 50.57% | 49.43% | -1.15% |
| | *ST 安煤 | 90.20% | 89.20% | -1.00% |
| | 上海能源 | 35.66% | 34.71% | -0.95% |

| | | | | |
|---------------|--------|---------------|---------------|---------------|
| | 金瑞矿业 | 7.77% | 7.26% | -0.51% |
| | 中煤能源 | 57.37% | 57.58% | 0.21% |
| | 陕西煤业 | 44.43% | 44.86% | 0.43% |
| | 中国神华 | 33.94% | 34.77% | 0.82% |
| | 大同煤业 | 57.60% | 62.20% | 4.60% |
| 动力煤合计 | | 47.22% | 47.08% | -0.14% |
| | 潞安环能 | 69.41% | 65.96% | -3.45% |
| | 西山煤电 | 63.37% | 61.40% | -1.97% |
| | 冀中能源 | 54.52% | 53.23% | -1.29% |
| 炼焦煤 | 开滦股份 | 50.71% | 49.74% | -0.97% |
| | 平煤股份 | 68.16% | 67.33% | -0.83% |
| | 永泰能源 | 73.14% | 73.18% | 0.04% |
| | 盘江股份 | 44.84% | 46.19% | 1.35% |
| 炼焦煤合计 | | 65.45% | 64.17% | -1.27% |
| | 阳泉煤业 | 62.77% | 57.68% | -5.10% |
| 无烟煤 | 昊华能源 | 42.34% | 41.04% | -1.29% |
| | 兰花科创 | 57.36% | 57.25% | -0.11% |
| 无烟煤合计 | | 56.42% | 53.60% | -2.82% |
| | 山西焦化 | 75.61% | 49.39% | -26.22% |
| | *ST 安泰 | 86.65% | 75.70% | -10.94% |
| | 宝泰隆 | 37.37% | 36.50% | -0.87% |
| 焦炭 | ST 云维 | 17.15% | 16.59% | -0.56% |
| | 金能科技 | 27.30% | 27.11% | -0.19% |
| | 美锦能源 | 39.19% | 39.22% | 0.04% |
| | 云煤能源 | 43.39% | 43.80% | 0.42% |
| | 陕西黑猫 | 49.00% | 50.44% | 1.44% |
| 焦炭合计 | | 50.40% | 45.40% | -5.00% |
| 煤炭板块合计 | | 51.32% | 50.57% | -0.75% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 投资建议：动力煤估值修复，焦炭环保去产能提高行业景气

➤ 关注动力煤龙头标的

动力煤投资的核心逻辑并不在于价格的短期波动，而在于估值的提升，在于整个价值体系的重新发现。根据前文讨论，目前动力煤供给端的增速有限，在排除掉基数调整的影响后，实际供给仅增长 0.05%（国家统计局调整了 2017 年产量基数），而需求端即使在最悲观的假设下，增速也将高于供给端，供需缺口拉大，预计煤价中枢将稳定上移，因此短期煤价的涨跌无需过度关注，估值提升的行情将是主逻辑，看好**陕西煤业、中国神华、兖州煤业等动力煤龙头公司**。

➤ 焦炭去产能提高行业景气

焦炭行业有望随着环保提升景气度：焦炭行业有望随着环保提升景气度：据 Wind 数据，焦炭产量自 2013 年达到峰值 4.8 亿吨后就不断下降，2017 年焦炭产量只有 4.3 亿吨，我们认为其实可以间接说明焦炭行业在行业低迷时进行自然去产能，因此我们推测焦炭行业的产能过剩情况可能不及测算的 66% 的产能利用率那么严重。在环保加速焦炭行业去产能的情况下，我们认为焦炭行业将迎来景气度的全面回升。

近期焦炭价格快速上涨，预计未来上市公司盈利提升空间更大：近期焦炭价格上涨迅速，据 Wind 数据，截至 8 月 31 日天津港一级冶金焦报收于 2625 元/吨，环比持平，较 7 月底低点反弹 425 元/吨，涨幅 19.32%。产地方面，据 Mysteel，29 日山西地区焦炭价格进行了第六轮涨价，价格已经累计上涨 650 元/吨，未来环保政策不断加码，主产区普遍开始限产焦炭价格有望继续提升，上市公司有望受益价格上涨大幅提升盈利水平。**建议关注：金能科技、开滦股份。**另外，喷吹煤作为焦炭在高炉里的主要替代物，在焦炭价格上涨时也会随之上涨，利好喷吹煤龙头**潞安环能**。

➤ 炼焦煤考虑焦炭替代以及转型个股

虽然炼焦煤价格仍然维持高位，甚至出现小幅反弹，但因即将进入取暖季，下游或面临环保限产导致需求收缩，短期投资逻辑存在瑕疵，但是喷吹煤作为焦炭在高炉里的主要替代物，在焦炭价格上涨时也会随之上涨，利好喷吹煤龙头**潞安环能**。同时建议关注优质重组标的雷鸣科化，公司股权收购已完成，转型为低估值焦煤股，以 8 月 31 日股价测算仅 6 倍 PE，估值修复可期。

4. 风险提示

经济增速不及预期；政策调控力度过大；水电等出力过快等

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 林立 | 021-68766209 | linli1@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 杨晔 | 0755-82558046 | yangye@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82558361 | wanghy8@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034