

煤炭

行业分析

下半年盈利有望维持高位平稳态势

投资要点

- ◆ **盈利符合预期：**2018年上半年26家煤炭上市公司合计收入4364.27亿元，同比增长4.91%，实现合计归母净利480.46亿元，同比增长5.98%，增速较1季度同比数据提高1个百分点；2018年二季度合计实现收入2129.13亿元，环比增长7.93%；实现归母净利208.42亿元，环比下降1.97%。环比增收不增利的原因是费用率和有效税率的提升。
- ◆ **产量温和增长，价格涨幅趋缓：**2018年中期延续了产量温和增长态势，26家煤炭上市公司合计实现煤炭产量4.6亿吨，同比增长2.04%；实现煤炭销量6.57亿吨，同比增长6.08%。2018年煤炭供给侧政策逐步退出，供需实现基本平衡状态，煤价结束快速上涨阶段而趋缓，上半年煤炭上市公司平均煤炭销售价格为531元/吨，同比上涨4.27%，涨幅较上年下降72个百分点。上市公司煤炭销售均价水平已经恢复至除2011、2012年外的一个较高位置。
- ◆ **吨煤毛利接近历史峰值：**煤炭上市公司平均实现吨煤毛利（简单平均）218元/吨，同比上升5.7%，吨煤毛利已经接近2008年的历史最高水平。包含了多元化公司的其他业务对业绩贡献后，煤炭上市公司平均吨煤净利为81.47元，较2017年提升32%，接近2012年的吨煤净利水平。
- ◆ **二季度获得基金增持：**2018年二季度煤炭股获得基金增持，其中增持股数占流通股比重最大的前5家公司分别为露天煤业、郑州煤电、靖远煤电、陕西煤业和兖州煤业；基金持股占流通股比重最大的前5家公司为露天煤业、陕西煤业、潞安环能、靖远煤电和阳泉煤业；持有基金数最多的前5家公司分别为中国神华、陕西煤业、兖州煤业、潞安环能和露天煤业。
- ◆ **三季度业绩预计同比增长，环比持平：**按照目前价格持续至9月底的假设估算，煤炭板块前三季度业绩同比增长5%-10%左右左右，同时三季度环比业绩将扭转二季度的下滑转为平稳。
- ◆ **行业维持同步大市-A评级：**2018年去产能进入尾声、供给侧改革政策的逐步退出，同时煤炭新增产能的释放高峰已过，行业进入一个高位的供需平衡状态；受去产能区域不均衡的影响，煤价将在一个相对高位的箱体波动。我们对行业的评级维持同步大市-A。对于煤炭板块我们仍建议关注受益东北、西南、西北煤炭供应不足的露天煤业、盘江股份、靖远煤电、陕西煤业，以及下半年业绩仍将保持高增长的无烟煤公司，相对看好兰花科创；对于焦炭板块，我们认为尽管短期焦炭价格涨幅较大，未来环保政策对焦炭供给结构的影响远远没有显现，建议关注开滦股份、雷鸣科化、山西焦化等焦煤保障度高、环保投入到位的焦炭类公司。
- ◆ **风险提示：**经济增长不及预期、环保监管严于预期。

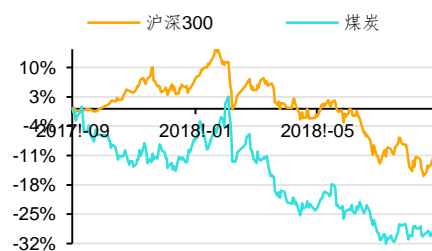
投资评级

同步大市-A 维持

首选股票

评级

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.42	4.57	-16.71
绝对收益	0.16	-7.85	-30.00

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.com

相关报告

- 煤炭：进口下降、大秦检修助将推动力煤价格筑底-煤炭行业数据周报-20180903 2018-09-03
- 煤炭：动力煤旺季近尾声，焦煤供应略偏紧-煤炭行业数据周报-20180827 2018-08-27
- 煤炭：当安全督查遇到环保督查-煤炭行业数据周报-20180820 2018-08-20
- 煤炭：煤价反弹基础仍待夯实-煤炭行业数据周报-20180813 2018-08-13
- 煤炭：秋冬限产方案出台，焦炭受益最大-煤炭行业数据周报-20180806 2018-08-06

内容目录

一、中期板块盈利符合预期	3
1、2018 上半年盈利延续增长，二季度环比下降	3
2、产量低速增长，价格驱动力减弱	3
2、成本控制良好	4
4、吨煤毛利接近历史峰值	4
5、盈利质量持续提升，负债率继续下降	5
二、上市公司产量与盈利分化	5
三、2018 年二季度基金增持煤炭股	8
四、预计年前三季度板块业绩平均同比增长 5%-10%	9
五、投资策略	9
六、风险提示	11

图表目录

图 1：2014-18 年中煤炭上市公司煤炭产销量及增速 单位：万吨	4
图 2：2006-18 年中煤炭上市公司平均吨煤价格 单位：元	4
图 3：2007-2018 年 H1 煤炭上市公司平均吨煤成本 单位：元	4
图 4：2006-18 年 H1 煤炭上市公司煤炭吨煤毛利 单位：元	5
图 5：2006-18 年 H1 煤炭上市公司平均吨煤净利 单位：元	5
图 6：2007-18 年中煤炭上市公司应收账款占收入比重	5
图 7：2007-178 年中煤炭板块经营净现金与归母净利 单位：万元	5
表 1：煤炭板块利润表（26 家煤炭公司合计） 单位：万元	3
表 2：2017 煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨	6
表 3：2018 年中期煤炭上市公司吨煤价格及吨煤毛利及增长幅度排名 单位：元/吨	6
表 4：煤炭上市公司归母净利及增长幅度排名 单位：万元	7
表 5：煤炭板块基金持仓及变化 单位：万股	8
表 6：产地煤炭价格均价及涨幅 单位：元/吨	9
表 7：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅	10

一、中期板块盈利符合预期

1、2018 上半年盈利延续增长，二季度环比下降

2018 年上半年 26 家煤炭上市公司合计收入 4364.27 亿元，同比增长 4.91%，实现合计归母净利润 480.46 亿元，加权同比增长 5.98%，增速较一季度增速提高 1 个百分点；2018 年二季度合计实现收入 2129.13 亿元，环比增长 7.93%；实现归母净利润 208.42 亿元，环比下降 1.97%。环比增收不增利的原因是费用率和有效税率的提升，2 季度管理费用环比 1 季度提升 0.4 个百分点，有效税率提升 7.2 个百分点，有效税率的提升主要是受权重较大的中国神华的影响。煤炭上市公司同比增长、环比下降的业绩表现基本符合我们在 2018 年一季度报告总结中的预期。

注：上半年盈利增长速度计算采用加权数据，受中国神华权重的影响较大，简单平均的净利润增速为 14.27%。

表 1：煤炭板块利润表（26 家煤炭公司合计） 单位：万元

项目	2018H1	2017H1	YoY	2018Q2	2018Q1	QoQ
营业收入	43642706	41601157	4.91%	21291280	19727155	7.93%
营业成本	29526701	28813442	2.48%	14702590	13634742	7.83%
毛利率	32%	31%		31%	31%	
营业费用	1339940	1306978	2.52%	615598	620535	-0.80%
营业费用率	3%	3%		3%	3%	
管理费用	2528043	2240431	12.84%	1243462	1076498	15.51%
管理费用率	6%	5%		6%	5%	
财务费用	1310876	1198796	9.35%	691292	612634	12.84%
财务费用率	3%	3%		3%	3%	
利润总额	7912440	6890672	14.83%	3585906	3296085	8.79%
利润率	18%	17%		17%	17%	
所得税	1886835	1414473	33.39%	1030041	709081	45.26%
有效税率	24%	21%		29%	22%	
归属股东利润	4804617	4533316	5.98%	2084191	2126010	-1.97%
净利润率	11.01%	10.90%		9.79%	10.78%	

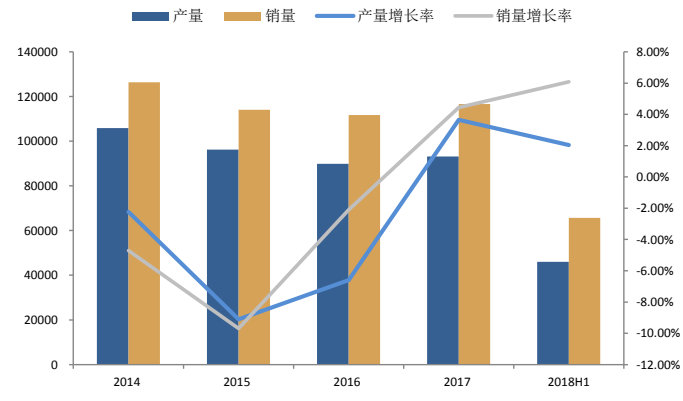
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、产量低速增长，价格驱动力减弱

2017 年煤炭上市公司产量实现了 4 年以来的第一次正增长，2018 年中期产量延续了温和增长的态势，26 家煤炭上市公司合计实现煤炭产量 4.6 亿吨，同比增长 2.04%；实现煤炭销量 6.57 亿吨，同比增长 6.08%。上市公司的煤炭产、销量分别占到全行业的 27.2%和 38.7%，具有较强的代表性。

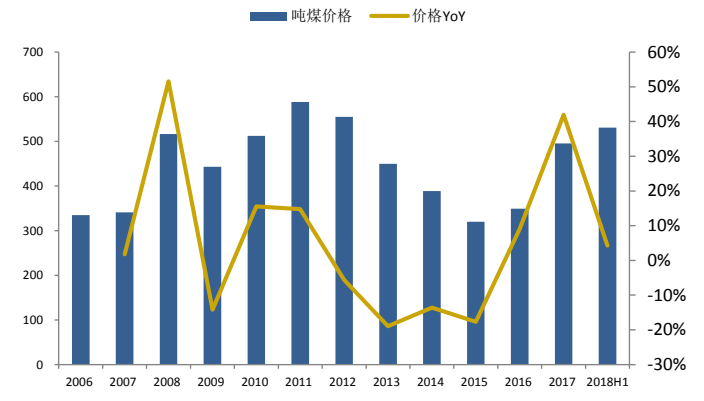
2018 年以来煤价快速上涨阶段结束，涨幅逐步趋缓，一方面由于煤炭价格回升到历史相对高位，另一方面行业供需也实现了基本平衡的状态。2018 年上半年煤炭上市公司平均煤炭销售价格为 531 元/吨，同比上涨 4.27%，涨幅较 2017 年下降 72 个百分点。上市公司均价水平已经恢复至除 2011、2012 年之外的一个较高位置。

图 1：2014-18 年中煤炭上市公司煤炭产销量及增速 单位：万吨



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 2：2006-18 年中煤炭上市公司平均吨煤价格 单位：元

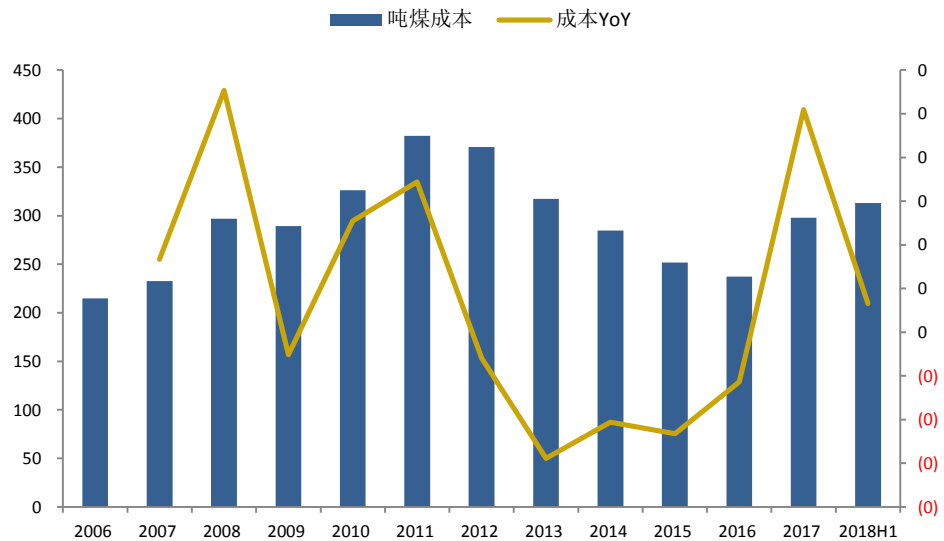


资料来源：公司公告、华金证券研究所

2、成本控制良好

在价格上涨动力衰减的背景下，上市公司对成本的管控力度加强，成本涨幅趋缓。2018 年上半年煤炭上市公司吨煤成本（简单平均）为 313.06 元/吨，同比上升 3.30%，低于价格涨幅 1 个百分点。

图 3：2007-2018 年 H1 煤炭上市公司平均吨煤成本 单位：元

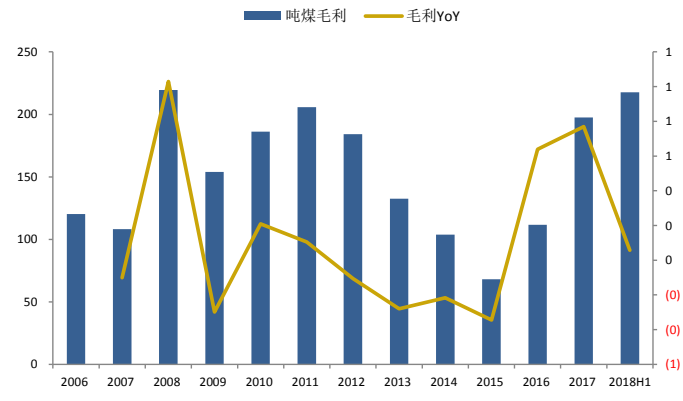


资料来源：公司公告、华金证券研究所

4、吨煤毛利接近历史峰值

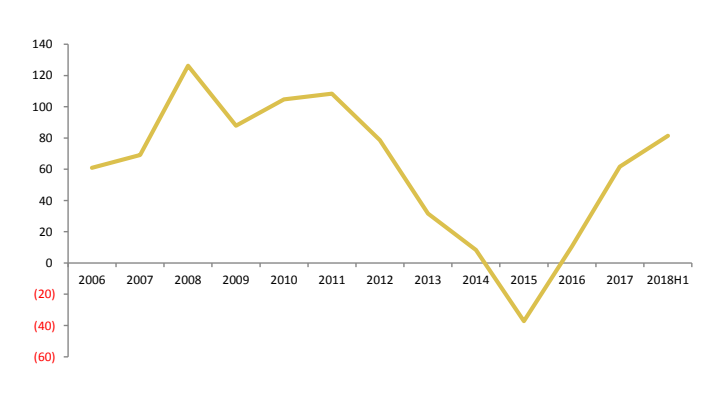
2018 年上半年煤炭板块上市公司实现吨煤毛利（简单平均）218 元/吨，同比上升 5.7%，吨煤毛利已经接近 2008 年的历史最高水平。包含了多元化公司的其他业务对业绩贡献后，26 家煤炭上市公司平均吨煤净利为 81.47 元，较 2017 年提升 32%，接近 2012 年的吨煤净利水平。

图 4：2006-18 年 H1 煤炭上市公司煤炭吨煤毛利 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2006-18 年 H1 煤炭上市公司平均吨煤净利 单位：元



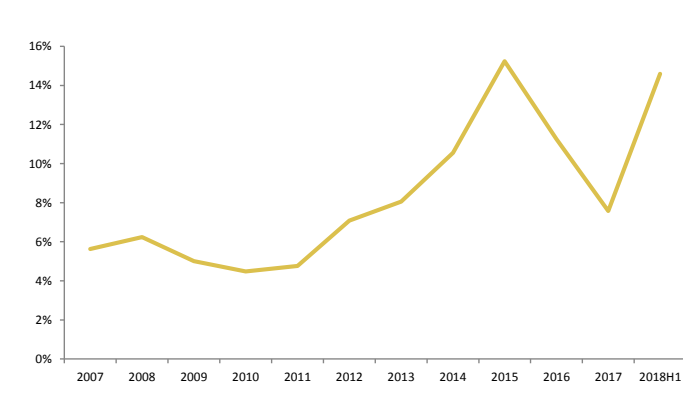
资料来源：公司公告，华金证券研究所

5、盈利质量持续提升，负债率继续下降

随着行业景气度的持续回升，煤炭上市公司盈利质量维持在较好水平。2018 年中期 26 家煤炭上市公司应收账款总额占收入的比重为 14.59%（加权平均），较上年同期降低 3.5 个百分点。经营净现金流入是归母净利润的 1.6 倍，盈利的现金保障比较充足。

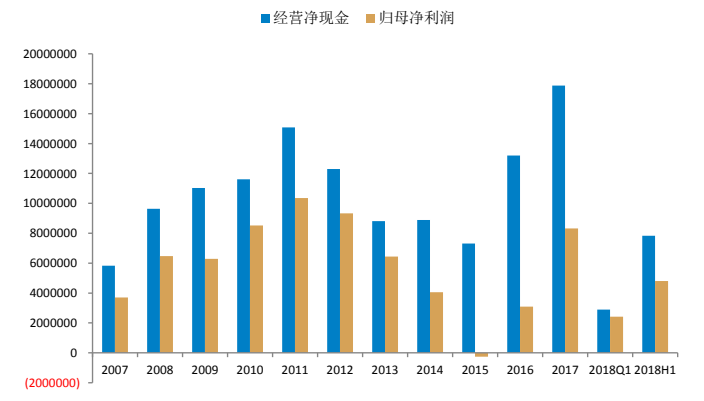
杠杆率持续下降。2018 年上半年 26 家公司加权平均资产负债率为 51.78%，较上年同期下降 2.9 个百分点；其中 16 家上市公司资产负债率较上年同期下降，大部分上市公司负债处于合理水平。资产负债率超过 70% 以上的公司有 *ST 安煤（89.20%）神火股份（84.77%）、新集能源（79.22%）、山煤国际（78.99%）、永泰能源（73.18%）。

图 6：2007-18 年中煤炭上市公司应收账款占收入比重



资料来源：wind，华金证券研究所

图 7：2007-178 年中煤炭板块经营净现金与归母净利 单位：万元



资料来源：wind，华金证券研究所

二、上市公司产量与盈利分化

2018 年上半年煤炭上市公司产量汇总增幅与行业小幅增长的趋势保持了一致，但公司之间明显分化，仅有 9 家公司实现了产量的增长，部分资源枯竭或开采条件较差的省份上市公司产量依然延续了下降态势，这些省份包括安徽、江苏、江西、河南、贵州、北京等省市。

产、销量增幅最大的 5 家公司分别为兖州煤业、山煤国际、永泰能源、阳泉煤业和陕西煤业；
 销量增幅最大的前 5 家公司分别为兖州煤业、中煤能源、新集能源、永泰能源和昊华能源。

表 2: 2017 煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位: 万吨

产量	2016H	2017H	YoY	销量	2016	2017	YoY
兖州煤业	3640	4850	33.25%	兖州煤业	4170	5550	33.10%
山煤国际	919	1213	31.96%	中煤能源	6176	7429	20.29%
永泰能源	436	490	12.23%	新集能源	648	775	19.54%
阳泉煤业	1735	1885	8.65%	永泰能源	434	485	11.64%
陕西煤业	4947	5217	5.46%	昊华能源	573	639	11.59%
大有能源	769	788	2.48%	阳泉煤业	3393	3617	6.60%
大同煤业	1237	1259	1.83%	上海能源	267	282	5.57%
上海能源	390	396	1.48%	大有能源	769	806	4.92%
露天煤业	2478	2503	1.03%	冀中能源	1408	1461	3.76%
潞安环能	2002	1991	-0.57%	山煤国际	6001	6194	3.22%
开滦股份	411	407	-1.12%	陕西煤业	6354	6541	2.94%
平煤股份	1558	1531	-1.70%	盘江股份	349	357	2.44%
新集能源	800	786	-1.71%	中国神华	22050	22530	2.18%
盘江股份	329	322	-2.04%	露天煤业	2460	2511	2.08%
中国神华	15170	14800	-2.44%	潞安环能	1613	1638	1.55%
中煤能源	3823	3681	-3.71%	大同煤业	1054	1066	1.12%
靖远煤电	519	495	-4.55%	靖远煤电	491	490	-0.21%
冀中能源	1474	1390	-5.65%	兰花科创	368	341	-7.22%
兰花科创	400	376	-6.01%	平庄能源	285	264	-7.27%
*ST 安煤	114	102	-10.27%	恒源煤电	487	450	-7.59%
昊华能源	433	385	-11.09%	*ST 安煤	120	109	-9.09%
郑州煤电	498	403	-18.95%	平煤股份	1302	1175	-9.74%
神火股份	367	280	-23.84%	郑州煤电	469	419	-10.74%
恒源煤电	642	462	-28.16%	神火股份	394	274	-30.37%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

由于 2018 年 2 季度大部分煤市场价格出现调整, 上半年整体煤炭价格涨幅趋缓, 但由于煤种、产品结构、外部采购比例以及合同煤比重等各方面的差异, 上市公司煤炭销售均价仍有分化, 涨跌互现。其中无烟煤因为价格上涨滞后, 在焦煤、动力煤出现调整和滞涨的情况下, 无烟煤维持了较高涨幅, 无烟煤类的上市公司如兰花科创、阳泉煤业、神火股份等煤炭销售均价维持同比较大涨幅。2018 年上半年煤炭销售均价上涨幅度排名前 5 家公司分别为兰花科创、安源煤业、兖州煤业、新集能源和靖远煤电。

吨煤毛利提升幅度前 5 家公司分别为兰花科创、新集能源、山煤国际、兖州煤业和潞安环能。

表 3: 2018 年中期煤炭上市公司吨煤价格及吨煤毛利及增长幅度排名 单位: 元/吨

吨煤价格	2017H1	2018H1	YoY	吨煤毛利	2017H1	2018H1	YoY
兰花科创	531	649	22.26%	兰花科创	244	412	68.90%
*ST 安煤	553	660	19.23%	新集能源	171	232	35.15%
兖州煤业	495	558	12.72%	山煤国际	37	46	24.55%
新集能源	435	488	12.21%	兖州煤业	220	264	19.64%

吨煤价格	2017H1	2018H1	YoY	吨煤毛利	2017H1	2018H1	YoY
靖远煤电	318	351	10.67%	潞安环能	217	255	17.59%
阳泉煤业	397	439	10.56%	*ST安煤	188	221	17.52%
神火股份	603	664	10.23%	恒源煤电	201	234	16.20%
潞安环能	527	577	9.50%	昊华能源	203	224	10.32%
郑州煤电	431	461	6.92%	露天煤业	63	69	9.13%
开滦股份	653	690	5.77%	上海能源	465	502	8.15%
中煤能源	477	502	5.38%	冀中能源	166	179	7.57%
大同煤业	444	468	5.28%	大同煤业	269	281	4.70%
恒源煤电	620	653	5.28%	阳泉煤业	69	72	4.11%
大有能源	384	403	4.95%	开滦股份	261	264	1.22%
平煤股份	639	671	4.94%	盘江股份	274	269	-1.72%
露天煤业	134	140	4.25%	平煤股份	158	152	-3.60%
上海能源	942	970	3.02%	中国神华	134	128	-4.39%
中国神华	436	444	1.89%	靖远煤电	128	122	-4.52%
冀中能源	611	622	1.84%	大有能源	164	154	-6.12%
盘江股份	801	792	-1.17%	郑州煤电	210	196	-6.61%
平庄能源	342	336	-1.90%	神火股份	270	252	-6.81%
陕西煤业	403	385	-4.40%	平庄能源	167	155	-6.91%
永泰能源	667	630	-5.55%	陕西煤业	219	203	-7.35%
山煤国际	384	335	-12.62%	永泰能源	477	408	-14.52%
昊华能源	500	381	-23.83%	中煤能源	173	148	-14.69%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

从归母净利润的增长幅度来看，2018年上半年增长幅度前5名的公司分别为新集能源、山煤国际、开滦股份、中煤能源、上海能源；2018年二季度归母净利润增长幅度前5名的公司分别为山煤国际、平煤股份、神火股份、安源煤业和大同煤业。

表 4：煤炭上市公司归母净利及增长幅度排名 单位：万元

公司	2017	2016	YoY	公司	2018Q1	2017Q1	YoY
新集能源	76453	15364	397.63%	山煤国际	24869	3271	660.21%
山煤国际	28140	10010	181.14%	平煤股份	24571	6437	281.72%
开滦股份	58228	22664	156.92%	神火股份	26008	6878	278.14%
中煤能源	275616	169614	62.50%	*ST安煤	4209	1380	205.10%
上海能源	60302	37934	58.96%	大同煤业	35020	12484	180.51%
大有能源	44849	28973	54.80%	兰花科创	43372	19513	122.27%
兖州煤业	434128	318914	36.13%	郑州煤电	6128	4147	47.76%
昊华能源	63797	48036	32.81%	昊华能源	36829	26969	36.56%
永泰能源	33658	25468	32.16%	开滦股份	32773	25455	28.75%
兰花科创	62885	51071	23.13%	恒源煤电	24870	20396	21.94%
潞安环能	139132	114252	21.78%	西山煤电	60203	51340	17.26%
靖远煤电	34020	27946	21.74%	新集能源	40909	35545	15.09%
西山煤电	111543	91737	21.59%	冀中能源	31790	28726	10.67%
盘江股份	52756	46092	14.46%	陕西煤业	310274	284142	9.20%
露天煤业	117692	105146	11.93%	中国神华	1134400	1163300	-2.48%
陕西煤业	594416	547281	8.61%	中煤能源	134533	141083	-4.64%

公司	2017	2016	YoY	公司	2018Q1	2017Q1	YoY
冀中能源	60516	57055	6.07%	潞安环能	67786	71346	-4.99%
阳泉煤业	88569	85274	3.86%	兖州煤业	211374	222754	-5.11%
中国神华	2297700	2431500	-5.50%	盘江股份	25256	27500	-8.16%
大同煤业	47504	59976	-20.80%	靖远煤电	15391	18629	-17.38%
恒源煤电	45266	63137	-28.30%	上海能源	26246	34056	-22.93%
神火股份	32886	61172	-46.24%	阳泉煤业	38495	50074	-23.12%
平煤股份	31008	62557	-50.43%	露天煤业	42691	75001	-43.08%
郑州煤电	10275	40585	-74.68%	大有能源	15770	29079	-45.77%
平庄能源	-2310	13560	-	永泰能源	-17395	51053	-
*ST 安煤	5589	-2001	-	平庄能源	-1906	-404	-

资料来源: wind, 华金证券研究所

三、2018 年二季度基金增持煤炭股

2018 年二季度煤炭股获得机构投资者增持, 其中增持股数占流通股比重最大的前 5 家公司分别为露天煤业、郑州煤电、靖远煤电、山西煤业和兖州煤业; 基金持股占流通股比重最大的前 5 家公司为露天煤业、陕西煤业、潞安环能、靖远煤电和阳泉煤业; 持有基金数最多的前 5 家公司分别为中国神华、陕西煤业、兖州煤业、潞安环能和露天煤业。

表 5: 煤炭板块基金持仓及变化 单位: 万股

代码	简称	持股基金数 (只)	基金持股 (万股)	增持流通股比重	持股占流通股比重
002128.SZ	露天煤业	137	9406	4.68%	5.76%
600121.SH	郑州煤电	101	3155	3.11%	3.11%
000552.SZ	靖远煤电	76	5327	3.03%	3.42%
601225.SH	陕西煤业	371	42146	3.00%	4.21%
600188.SH	兖州煤业	264	15346	2.44%	3.12%
601699.SH	潞安环能	149	12234	2.14%	4.09%
600997.SH	开滦股份	33	2662	1.61%	2.16%
600971.SH	恒源煤电	67	1749	1.13%	1.75%
601001.SH	大同煤业	64	2624	1.05%	1.57%
600395.SH	盘江股份	85	3285	1.01%	1.98%
600123.SH	兰花科创	30	2190	0.93%	1.92%
600508.SH	上海能源	43	1122	0.86%	1.55%
600348.SH	阳泉煤业	117	7663	0.82%	3.19%
000937.SZ	冀中能源	40	5095	0.71%	1.75%
601666.SH	平煤股份	40	7509	0.67%	3.18%
601918.SH	新集能源	19	2680	0.51%	1.03%
601088.SH	中国神华	407	15260	0.42%	0.77%
601898.SH	中煤能源	112	7855	0.32%	0.59%
600546.SH	山煤国际	10	604	0.30%	0.30%
000983.SZ	西山煤电	80	4165	0.28%	1.32%
600157.SH	永泰能源	84	9284	0.26%	0.75%
601101.SH	昊华能源	14	811	0.25%	0.68%
000780.SZ	*ST 平能	4	79	0.08%	0.08%

代码	简称	持股基金数 (只)	基金持股 (万股)	增持流通股比重	持股占流通股比重
600403. SH	大有能源	2	13	0.01%	0.01%
600397. SH	*ST 安煤	2	172	-0.76%	0.17%

资料来源: wind, 华金证券研究所

四、预计年前三季度板块业绩平均同比增长 5%-10%

按照目前价格持续至 9 月底的假设估算, 2018 年三季度煤炭价格环比止跌回稳, 动力煤、焦煤、喷吹煤、无烟煤价格环比分别上涨 0.57%、-0.22%和 0.29%和 3.31%; 1-3 季度同比来看, 煤炭价格仍延续了上半年以来的涨幅, 其中动力煤前三季度上涨 5.91%, 焦煤和喷吹分别上涨 7.23%和 10.89%, 无烟煤价格启动最晚, 同比上涨 29.67%。

煤炭行业固定资产投资维持低位, 产量稳定, 价格是主要的业绩驱动。我们根据价格变化估算煤炭板块前三季度业绩同比增长 5%-10%左右, 同时三季度环比业绩将由下滑转为持平。

表 6: 产地煤炭价格均价及涨幅 单位: 元/吨

	动力煤	焦煤	喷吹煤	无烟煤
2017Q1	515	1346	958	789
2017Q2	502	1280	936	816
2017Q3	506	1275	970	851
2017Q4	547	1359	1052	1003
2017	518	1315	979	865
2018Q1	555	1403	1070	1099
2018Q2	528	1390	1052	1027
2018Q3	531	1387	1055	1061
QoQ	0.57%	-0.22%	0.29%	3.31%
2017 前三季度	508	1300	955	819
2018 年前三季度	538	1394	1059	1062
YoY	5.91%	7.23%	10.89%	29.67%

资料来源: 煤炭资源网, 华金证券研究所

五、投资策略

2018 年去产能进入尾声、供给侧改革政策的逐步退出, 同时煤炭新增产能的释放高峰已过, 行业进入一个高位的供需平衡状态; 受去产能区域不均衡的影响, 煤炭供应进一步集中于晋陕蒙三省, 华中、西南、东北、西北部分省份煤炭外省调入依存度大幅提升, 在铁路运力改善缓慢、公转铁等运输条件的影响下, 供应链条的整体脆弱性加大, 环保监管、进口变化等外部环境的变化也可能会引发区域性、阶段性的供应不足, 预计煤价将在一个相对高位的箱体波动。我们对行业的评级为同步大市-A。

我们判断煤炭价格 4 季度仍存在涨价可能, 全年业绩小幅增长的确性较强。动力煤有望在 9 月份夯实价格底部, 原因有: 一是进口冲击逐步缓解, 7 月中国从纽卡斯尔港煤炭进口环比降 34.17%, 预计 8、9 月份动力煤的到岸量将出现大幅回落; 二是大秦线 9 月 23 日开始进行为期 25 天的秋季开天窗检修, 月底港口高库存有望进一步消化; 三是水电逐步进入枯水期, 对火电

的挤出效应缓解。炼焦煤预计高位平稳，一方面“蓝天保卫战”第二轮督查及取暖季前环保检查持续进行，下游焦炭、钢铁企业限产比例增加，焦煤需求量低位徘徊；另一方面，下游焦炭利润空间扩大，经过 5 轮涨价后，焦炭企业平均吨焦利润水平在 700 元以上，对焦煤的价格承受力增强。

6 月份以来煤炭板块在二级市场上逐步修复了一季度的悲观预期，按照 9 月 3 日收盘价计算，近三个月煤炭板块相对跑赢市场，绝对收益率为-7.85%，相对收益率为 4.57%。从个股近期表现来看，中期业绩改善幅度较大的公司以及受环保政策影响较大的焦炭板块市场表现较好。

对于煤炭板块我们仍建议关注区域市场短缺的标的，受益东北、西南、西北煤炭供应不足的露天煤业、盘江股份、靖远煤电、陕西煤业，以及下半年业绩仍将保持高增长的无烟煤公司，相对看好兰花科创。

对于焦炭板块，我们认为尽管短期焦炭价格涨幅较大，但环保政策对焦炭供给结构的影响远没有显现，随着优质公司环保改造的结束，“一刀切”的限产政策将有所修正，企业之间的优劣分化更加明显；同时由于环保纳入地方政府考核，政策对落后产能的清退力度也会加大。建议关注开滦股份、雷鸣科化、山西焦化等焦煤保障度高、环保投入到位的煤焦一体化公司。

表 7：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
陕西煤业	-11.11%	安泰集团	73.89%	安泰集团	58.88%
中国神华	-14.89%	煤气化	13.24%	煤气化	19.64%
山西焦化	-16.78%	开滦股份	12.62%	*ST 安煤	13.50%
大有能源	-17.07%	*ST 安煤	9.66%	兰花科创	6.31%
兖州煤业	-17.74%	新集能源	7.48%	神火股份	5.97%
煤气化	-18.79%	大有能源	4.85%	昊华能源	5.56%
上海能源	-19.81%	中煤能源	4.54%	中国神华	3.86%
新集能源	-20.82%	昊华能源	2.67%	陕西煤业	2.64%
中煤能源	-21.99%	上海能源	1.34%	中煤能源	2.59%
开滦股份	-22.34%	兰花科创	1.29%	大有能源	2.38%
靖远煤电	-26.97%	盘江股份	-3.66%	新集能源	1.57%
兰花科创	-27.24%	陕西煤业	-5.75%	上海能源	1.29%
安泰集团	-29.98%	平煤股份	-5.85%	露天煤业	0.84%
潞安环能	-30.16%	郑州煤电	-6.28%	永泰能源	0.00%
盘江股份	-30.71%	露天煤业	-6.37%	平煤股份	-0.50%
平庄能源	-30.87%	冀中能源	-6.51%	开滦股份	-1.78%
阳泉煤业	-32.75%	恒源煤电	-7.22%	冀中能源	-2.39%
露天煤业	-37.03%	靖远煤电	-7.55%	盘江股份	-3.35%
昊华能源	-37.62%	神火股份	-7.61%	兖州煤业	-3.76%
大同煤业	-38.22%	中国神华	-8.38%	郑州煤电	-4.28%
山煤国际	-39.83%	大同煤业	-8.88%	靖远煤电	-4.67%
冀中能源	-43.99%	平庄能源	-10.61%	恒源煤电	-4.83%
西山煤电	-46.03%	永泰能源	-12.11%	大同煤业	-5.03%
平煤股份	-46.11%	山西焦化	-14.17%	西山煤电	-5.53%
郑州煤电	-46.25%	潞安环能	-15.83%	山煤国际	-7.07%
恒源煤电	-50.35%	西山煤电	-16.06%	平庄能源	-7.57%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
*ST 安煤	-53.48%	阳泉煤业	-17.07%	潞安环能	-7.79%
永泰能源	-55.70%	兖州煤业	-20.06%	阳泉煤业	-9.46%
美锦能源	-61.20%	山煤国际	-21.98%	美锦能源	-10.80%
神火股份	-62.65%	美锦能源	-34.62%	山西焦化	-14.93%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 9 月 3 日

六、风险提示

经济增速不及预期；环保监管严于预期。

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

杨立宏声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com