

2018年11月01日

煤炭

行业动态分析

2018年三季度总结：盈利增速逐季放缓

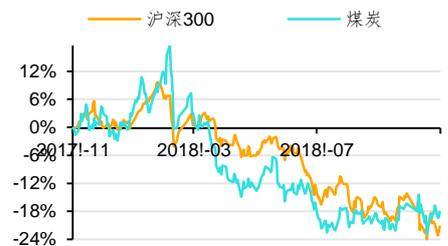
投资要点

- ◆ **前三季度盈利同比增长 6.7%，Q3 环比下降 5.7%：**2018 年前三季度 26 家煤炭上市公司合计收入 6736.84 亿元，同比增长 5.75%，实现合计归母净利润 720.27 亿元，加权同比增长 6.70%，增速较一季度增速提高 0.72 个百分点；2018 年第三季度合计实现收入 2372.57 亿元，环比增长 4.72%；实现归母净利润 225.81 亿元，环比下降 5.70%。环比增收不增利的原因是成本提升，三季度煤炭板块毛利率为 30.59%，较二季度环比下降 1.78 个百分点。
- ◆ **产量稳中有降，价格弹性降低：**从部分披露季度产量的公司来看，三季度产量环比小幅下降的上市公司居多，包括中国神华、兖州煤业、陕西煤业等龙头公司。价格方面，2018 年以来煤价快速上涨阶段结束，涨幅逐步趋缓，前三季度煤价总体运行呈现 1 季度高；前三季度平均价格较上年同期上涨 13%，其中动力煤、焦煤、喷吹煤、无烟煤同比分别上涨 5.71%、7.31%、10.89% 和 30.04%；环比来看，季度波动不大，除无烟煤环比上涨 4.01% 外，其余涨幅在 0.03% 以内。
- ◆ **上市公司盈利分化：**前三季度煤炭上市公司盈利出现分化，其中盈利同比增长幅度较大的有新集能源、开滦股份、山煤国际、中煤能源和大有能源；有 7 家公司同比下降；2018 年第三季度归母净利润增长的公司 7 家，其中幅度前 5 名的公司分别为大有能源、阳泉煤业、开滦股份、潞安环能和中国神华，3 家公司出现亏损。
- ◆ **基金持仓变化分化：**有别于 2018 年一季度基金整体减持和二季度整体增持的一致性，三季度基金对煤炭股持股情况出现分化，其中 9 家公司的股票获得增持，13 家公司的股票则被减持。
- ◆ **全年板块业绩同比增幅预计为个位数：**由于 2017 年的基数原因，动力煤、无烟煤季度累计价格同比涨幅逐季降低，冶金煤则呈现头尾低（一季度与四季度）、中间高（二、三季度）的涨势，因此从 2018 年全年业绩同比上涨幅度先高后低，逐季降低，考虑到四季度部分企业通常集中计提大修费用，预计煤炭板块整体业绩增幅为个位数。季度环比来看，按照 10 月份价格环比提升，考虑到四季度旺季影响，我们预计煤炭均价季度环比小幅回升，板块业绩环比有望提升 5% 左右。
- ◆ **煤价在 2019 年中期前有望维持坚挺，密切关注需求变化：**2018 年煤炭行业进入景气复苏周期的顶部区域，供给与需求达到脆弱平衡状态。未来煤炭供应释放依然比较温和，需求将重新上升为影响均衡的主要变量。从历史数据来看，除 2009 年山西小煤矿整合和 2016 年供给侧改革等特殊供给扰动外，煤价变化与房地产投资存在 9 个月左右的时滞。按照这个时滞测算，至少到 2019 年中期前，煤价有望维持高位。我们维持行业同步大市-A 评级，建议投资者密切关注房地产投资增速的变化以及由此带来的预期变化。
- ◆ **风险提示：**经济增速不及预期；环保监管政策松动。

投资评级

同步大市-A 维持

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.15	10.91	3.17
绝对收益	-2.14	2.39	-17.92

分析师

杨立宏

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

相关报告

- 煤炭：山西治超与山东停产加剧焦煤供应短缺 - 煤炭行业数据周报 -20181029
2018-10-29
- 煤炭：动力煤再现博弈，焦煤维持坚挺-煤炭行业数据周报 2018-10-22
- 煤炭：冬天里的一把火-煤炭行业数据周报 -20181015 2018-10-15
- 煤炭：从混沌到分化 2018-09-21
- 煤炭：环保方向不变，政策趋于精细化与差异化 - 煤炭行业数据周报 -20180917
2018-09-17

内容目录

一、三季度板块盈利高位盘整.....	3
1、2018 前三季度盈利增幅趋缓，三季度环比下降	3
2、量价小幅波动	4
3、盈利质量持续提升，负债率继续下降	4
二、上市公司盈利分化，三季度环比普降.....	5
三、2018 年三季度基金持股分化	6
四、预计年全年板块业绩增幅为个位数	7
五、投资策略：关注需求变量.....	7
1、近三个月煤炭跑赢大市，并取得正收益	7
2、投资建议：密切关注需求变量	9
六、风险提示.....	10

图表目录

图 1：1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动	4
图 2：2011-2018 年 Q3 煤炭上市公司毛利率与净利润率	4
图 3：2007-18 年 Q3 煤炭板块经营净现金与归母净利 单位：万元.....	5
图 4：2011-18 年 Q3 煤炭资产负债率	5
图 5：1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动	7
图 6：2018 年煤价季度环比及累计同比涨幅	7
图 7：近三个月板块涨跌幅比较（2018 年 10 月 31 日收盘价）	8
图 8：1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动	9
图 9：2004 年以来房地产投资与 9 个月后的煤价拟合	9
表 1：煤炭板块利润表（26 家煤炭公司合计） 单位：万元.....	3
表 2：产地煤炭价格均价及涨幅 单位：元/吨	4
表 3：煤炭上市公司归母净利及增长幅度排名 单位：万元	5
表 4：煤炭板块基金持仓及变化 单位：万股	6
表 5：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅	8

一、三季度板块盈利高位盘整

1、2018 前三季度盈利增幅趋缓，三季度环比下降

2018 年前三季度 26 家煤炭上市公司合计收入 6736.84 亿元，同比增长 5.75%，实现合计归母净利润 720.27 亿元，加权同比增长 6.70%，增速较一季度增速提高 0.72 个百分点；2018 年第三季度合计实现收入 2372.57 亿元，环比增长 4.72%；实现归母净利润 225.81 亿元，环比下降 5.70%。环比增收不增利的原因是成本提升高于预期，三季度煤炭板块毛利率为 30.59%，较二季度环比下降 1.78 个百分点，三季度管理费用控制得当，费用率环比降低 0.67 个百分点，部分抵减了成本上升的影响。

煤炭上市公司同比增长幅度符合我们在 2018 年中报总结报告中的预期，环比变化情况略低于我们的预期，造成预期差异的原因是我们低估了成本的上涨刚性和滞后性。（中报业绩总结中的预期原文为：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。）

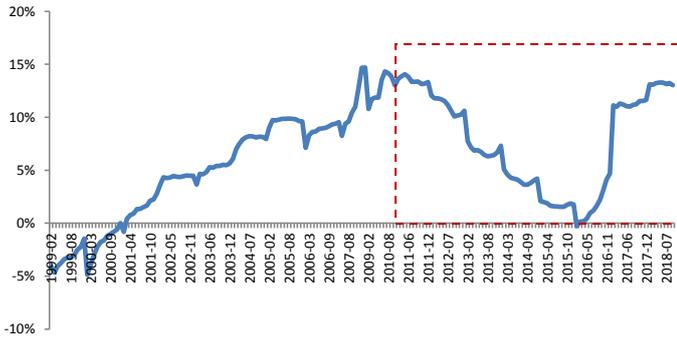
表 1：煤炭板块利润表（26 家煤炭公司合计） 单位：万元

项目	1-3Q2018	1-3Q2017	YoY	2018Q3	2018Q2	QoQ
营业收入	67368375	63703610	5.75%	23725669	22656808	4.72%
营业成本	45995433	44248631	3.95%	16468732	15321887	7.49%
毛利率	31.73%	30.54%		30.59%	32.37%	
营业费用	2057560	1988302	3.48%	717620	677448	5.93%
营业费用率	3.05%	3.12%		3.02%	2.99%	
管理费用	3777568	3615533	4.48%	1249524	1346011	-7.17%
管理费用率	5.61%	5.68%		5.27%	5.94%	
财务费用	2026695	1778861	13.93%	715819	696840	2.72%
财务费用率	3.01%	2.79%		3.02%	3.08%	
利润总额	11738211	10303424	13.93%	3825772	4119086	-7.12%
利润率	17.42%	16.17%		16.13%	18.18%	
所得税	2781623	2196218	26.66%	894788	1109321	-19.34%
有效税率	23.70%	21.32%		23.39%	26.93%	
归属股东利润	7062694	6619448	6.70%	2258078	2394465	-5.70%
净利润率	10.48%	10.39%		9.52%	10.57%	

资料来源：Wind，华金证券研究所

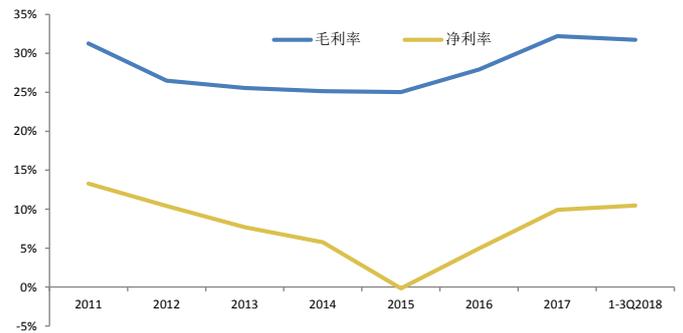
煤炭行业自 2015 年底探明底部，随后进入景气复苏周期，2017 年已经恢复至历史相对高位，进入 2018 年，行业盈利能力的提升放缓，在顶部区域小幅波动。煤炭上市公司业绩表现与行业趋势波动方向保持一致。

图 1：1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2011-2018 年 Q3 煤炭上市公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、量价小幅波动

与行业产能释放放缓的趋势一致，除兖州煤业、陕西煤业等部分公司外，煤炭上市公司多数无产能扩张，季度产量之间大致维持平稳。从部分披露季度产量的公司来看，由于受到环保、市场等方面的影响，三季度产量环比小幅下降的上市公司居多，包括中国神华、兖州煤业、陕西煤业等龙头公司。

价格方面，2018 年以来煤价快速上涨阶段结束，同比温和上涨，环比高位震荡。煤价表现一方面是因为当前价格已经回升到历史相对高位，另一方面，行业供需状态也由去产能阶段引起的供不应求恢复到了大致平衡的状态。前三季度煤价总体运行趋势呈现 1 季度高，二三季度低的走势，与 2017 年相似，但水平位有所抬高。前三季度平均价格较上年同期上涨 13%，其中动力煤、焦煤、喷吹煤、无烟煤同比分别上涨 5.71%、7.31%、10.89%和 30.04%；环比来看，季度波动不大，除无烟煤环比上涨 4.01%外，其余涨幅在 0.03%以内。

表 2：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	529	1391	1055	1068
QoQ	0.27%	0.07%	0.29%	4.01%
2017 前三季度	508	1300	955	819
2018 年前三季度	537	1395	1059	1065
YoY	5.71%	7.31%	10.89%	30.04%

资料来源：煤炭资源网，华金证券研究所

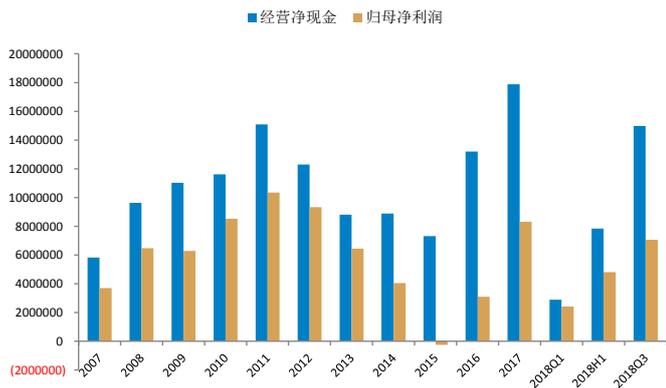
3、盈利质量持续提升，负债率继续下降

尽管行业盈利出现高位放缓的迹象，但煤炭上市公司盈利质量仍在延续改善趋势。2018 年三季度 26 家煤炭上市公司应收账款总额占收入的比重为 14.45%（加权平均），较上年同期降低 2.4 个百分点。经营净现金流入是归母净利润的 2.1 倍，盈利的现金保障非常充足。

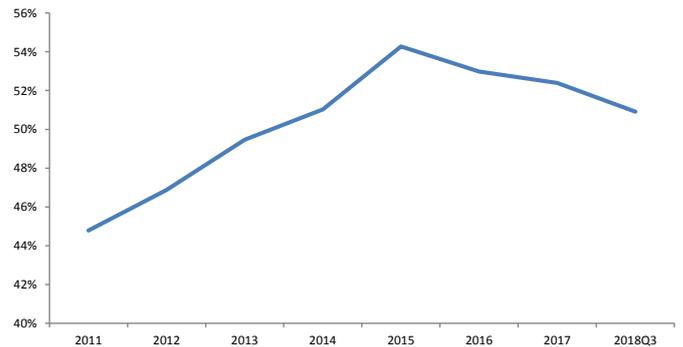
杠杆率延续了 2016 年以来的下降趋势。2018 年前三季度 26 家公司加权平均资产负债率为 51.90%，较上年同期下降 1.4 个百分点；其中 10 家上市公司资产负债率较上年同期下降，大部分上市公司负债处于合理水平。资产负债率超过 70% 以上的公司有 *ST 安煤（88.77%）神火股份（85.06%）、山煤国际（81.22%）、新集能源（78.66%）、永泰能源（73.49%）。

图 3: 2007-18 年 Q3 煤炭板块经营净现金与归母净利 单位: 万元

图 4: 2011-18 年 Q3 煤炭资产负债率



资料来源: wind, 华金证券研究所



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、上市公司盈利分化，三季度环比普降

前三季度煤炭上市公司盈利出现分化，其中盈利同比增长幅度较大的有新集能源、开滦股份、山煤国际、中煤能源和大有能源；有 7 家公司盈利同比出现下降，除中国神华小幅下降 1.04% 外，恒源煤电、河南省的平煤股份、神火股份、郑州煤电盈利出现较大幅度的下滑，平庄能源转亏；2018 年第三季度归母净利润环比增长的公司有 7 家，增长幅度前 5 名的公司分别为大有能源、阳泉煤业、开滦股份、潞安环能和中国神华。有 3 家公司出现亏损，其中神火股份由二季度的盈亏转为亏损。

表 3: 煤炭上市公司归母净利润及增长幅度排名 单位: 万元

公司	1-3Q2018	1-3Q2017	YoY	公司	2018Q3	2018Q2	YoY
新集能源	90788	16960	435.32%	大有能源	22455	15770	42.40%
开滦股份	99111	32741	202.71%	阳泉煤业	51879	38495	34.77%
山煤国际	50603	18475	173.90%	开滦股份	40883	32773	24.75%
中煤能源	412468	243245	69.57%	潞安环能	83772	67786	23.58%
大有能源	67304	41375	62.67%	中国神华	1230100	1134400	8.44%
昊华能源	90763	62929	44.23%	中煤能源	136852	134533	1.72%
兰花科创	98844	74199	33.22%	郑州煤电	6204	6128	1.24%
靖远煤电	49267	37134	32.67%	靖远煤电	15247	15391	-0.93%
露天煤业	150855	120011	25.70%	恒源煤电	23610	24870	-5.07%
上海能源	75647	62184	21.65%	陕西煤业	291996	310274	-5.89%
阳泉煤业	140448	116054	21.02%	山煤国际	22463	24869	-9.67%

公司	1-3Q2018	1-3Q2017	YoY	公司	2018Q3	2018Q2	YoY
潞安环能	222904	190110	17.25%	平煤股份	21939	24571	-10.71%
兖州煤业	550401	478339	15.07%	兰花科创	35960	43372	-17.09%
盘江股份	72640	64419	12.76%	盘江股份	19884	25256	-21.27%
西山煤电	152271	137354	10.86%	露天煤业	33163	42691	-22.32%
陕西煤业	886412	806834	9.86%	冀中能源	24357	31790	-23.38%
冀中能源	84873	84138	0.87%	昊华能源	26965	36829	-26.78%
大同煤业	65776	65549	0.35%	西山煤电	40727	60203	-32.35%
中国神华	3527800	3564900	-1.04%	*ST安煤	2558	4209	-39.24%
恒源煤电	68876	95176	-27.63%	上海能源	15345	26246	-41.53%
平煤股份	52947	102651	-48.42%	兖州煤业	116274	211374	-44.99%
神火股份	29163	88859	-67.18%	大同煤业	18272	35020	-47.82%
郑州煤电	16478	61522	-73.22%	新集能源	14334	40909	-64.96%
永泰能源	3108	41160	-92.45%	神火股份	(3723)	26008	-114.32%
平庄能源	(5200)	23191	-	永泰能源	(30549)	(17395)	-
*ST安煤	8146	(10062)	-	平庄能源	(2889)	(1906)	-

资料来源: wind, 华金证券研究所

三、2018年三季度基金持股分化

有别于2018年一季度基金整体减持和二季度整体增持的一致性,三季度基金对煤炭股持股情况出现分化,9家公司获得增持,13家公司被减持,与公司之间业绩分化的基本面相符合。获得增持的公司为资产注入公司,如淮北矿业,或业绩环比、同比增长幅度较大的公司,如开滦股份、兰花科创和昊华能源等。持有基金只数最多的前五家煤炭上市公司为中国神华(119只)、陕西煤业(86只)、兖州煤业(22只)、中煤能源(13只)、潞安环能(11只)。

三季度基金减持幅度较大的前5家公司为:兖州煤业、山西焦化、潞安环能、阳泉煤业和平煤股份。

表4: 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)	持股变动(万股)	持股占流通股比重	持股变动占流通股比重
600985.SH	淮北矿业	4	564.83	564.83	2.15%	2.15%
600997.SH	开滦股份	2	472.94	472.94	0.38%	0.38%
600123.SH	兰花科创	4	893.68	394.18	0.78%	0.35%
600508.SH	上海能源	1	207.17	207.17	0.29%	0.29%
601001.SH	大同煤业	2	470.63	461.18	0.28%	0.28%
601101.SH	昊华能源	3	717.85	296.49	0.60%	0.25%
601088.SH	中国神华	119	7,128.02	2,268.60	0.43%	0.14%
601918.SH	新集能源	4	1636.6888	193.5934	0.63%	0.07%
601225.SH	陕西煤业	86	17,474.17	164.03	1.75%	0.02%
代码	简称	持股基金数(只)	基金持股(万股)	持股变动(万股)	持股占流通股比重	持股变动占流通股比重
600188.SH	兖州煤业	22	2,706.36	-3,548.16	0.91%	1.20%
600740.SH	山西焦化	3	503.97	-518.63	0.77%	0.79%

代码	简称	持股基金数(只)	基金持股(万股)	持股变动(万股)	持股占流通股比重	持股变动占流通股比重
601699.SH	潞安环能	11	1,634.32	-2,337.46	0.55%	0.78%
600348.SH	阳泉煤业	3	773.43	-1,372.11	0.32%	0.57%
601666.SH	平煤股份	3	2,036.50	-1,261.14	0.86%	0.53%
000552.SZ	靖远煤电	1	29.89	-813.04	0.02%	0.52%
000983.SZ	西山煤电	6	1,673.20	-731.95	0.53%	0.23%
002128.SZ	露天煤业	3	275.75	-367.36	0.17%	0.22%
600971.SH	恒源煤电	1	337.78	-152.02	0.34%	0.15%
600395.SH	盘江股份	1	50.90	-118.47	0.03%	0.07%
601898.SH	中煤能源	13	4,154.23	-425.25	0.45%	0.05%
000933.SZ	神火股份	2	42.87	-81.83	0.02%	0.04%
600157.SH	永泰能源	5	2,122.20	-144.50	0.17%	0.01%

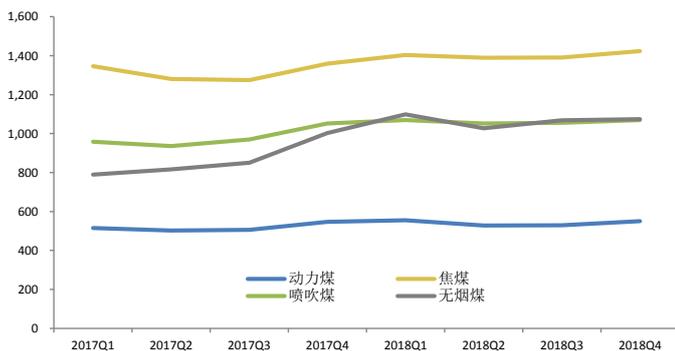
资料来源: wind, 华金证券研究所

四、预计年全年板块业绩增幅为个位数

展望四季度,我们预计上市公司业绩延续增长、同时增速放缓的趋势。由于2017年的基数原因,动力煤、无烟煤季度累计价格同比涨幅逐季降低,冶金煤则呈现头尾低(一季度与四季度)、中间高(二、三季度)的涨势,因此从2018年全年业绩同比上涨幅度先高后低,逐季降低,考虑到四季度部分企业通常集中计提大修费用,预计煤炭板块整体业绩增幅为个位数。

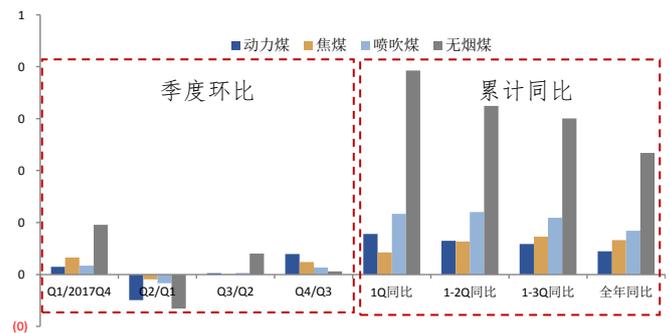
季度环比来看,由于2018年三季度煤价相对平淡,按照10月份价格环比提升,考虑到四季度旺季影响,我们预计煤炭均价季度环比小幅回升,板块业绩环比有望提升5%左右。

图 5: 1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2018 年煤价季度环比及累计同比涨幅



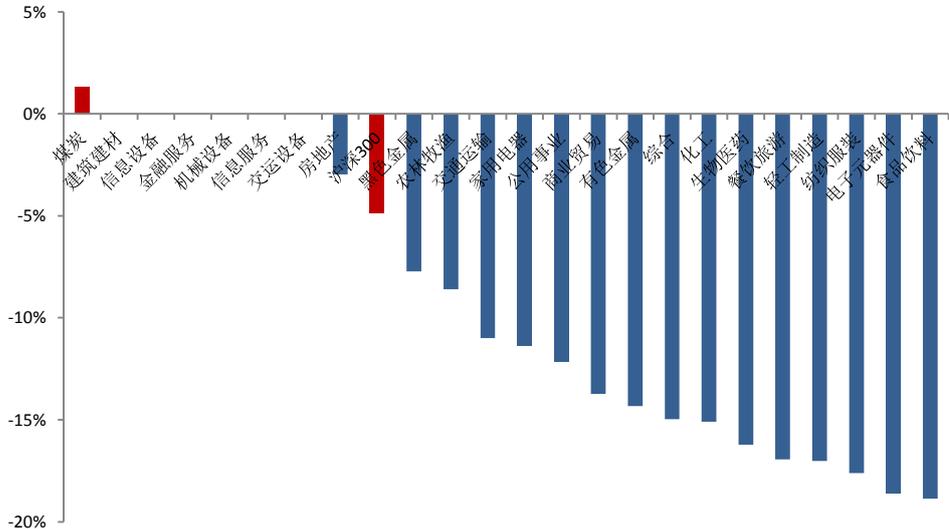
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

五、投资策略: 关注需求变量

1、近三个月煤炭跑赢大市, 并取得正收益

2018年8月份以来，煤炭板块扭转了上半年以来表现落后于大盘和大多数板块的局面，按照10月31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1.30%，是唯一获得绝对收益的板块，相对沪深300的收益率为6.17%，领先市场。

图7：近三个月板块涨跌幅比较（2018年10月31日收盘价）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从个股近期表现来看，前三季度业绩改善幅度较大的公司和焦炭板块市场表现较好。

表5：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	13.16%	*ST安泰	54.87%	开滦股份	5.85%
山西焦化	13.11%	陕西煤业	15.90%	美锦能源	5.43%
中国神华	3.00%	昊华能源	12.82%	昊华能源	4.45%
开滦股份	-1.62%	中国神华	11.89%	潞安环能	2.61%
潞安环能	-8.17%	兰花科创	9.60%	永泰能源	0.00%
中煤能源	-9.59%	中煤能源	7.80%	山西焦化	-0.11%
兖州煤业	-11.22%	开滦股份	6.03%	兰花科创	-0.14%
新集能源	-13.53%	*ST安煤	5.31%	大同煤业	-0.20%
兰花科创	-14.25%	永泰能源	0.00%	中煤能源	-0.57%
*ST安泰	-0.1493	大同煤业	-1.39%	山煤国际	-1.34%
昊华能源	-15.59%	露天煤业	-2.29%	冀中能源	-1.47%
上海能源	-18.59%	上海能源	-3.07%	中国神华	-1.72%
阳泉煤业	-18.68%	潞安环能	-3.17%	*ST安煤	-1.80%
盘江股份	-19.44%	冀中能源	-3.60%	陕西煤业	-1.95%
大同煤业	-20.16%	平庄能源	-4.13%	盘江股份	-0.0212
山煤国际	-22.57%	西山煤电	-4.42%	西山煤电	-2.56%
大有能源	-23.47%	山煤国际	-4.68%	*ST安泰	-2.89%
淮北矿业	-24.65%	恒源煤电	-5.33%	阳泉煤业	-3.56%
靖远煤电	-25.61%	盘江股份	-0.0573	平庄能源	-4.13%
平庄能源	-25.99%	平煤股份	-7.13%	靖远煤电	-4.17%
露天煤业	-28.24%	新集能源	-7.51%	恒源煤电	-4.75%
西山煤电	-32.22%	阳泉煤业	-9.54%	上海能源	-5.54%

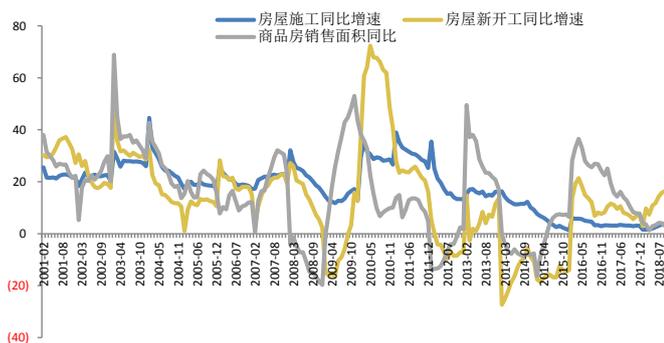
公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
冀中能源	-32.39%	大有能源	-9.79%	露天煤业	-5.92%
平煤股份	-36.89%	兖州煤业	-10.38%	淮北矿业	-6.60%
恒源煤电	-40.42%	郑州煤电	-11.27%	平煤股份	-6.90%
*ST安煤	-46.17%	山西焦化	-11.56%	郑州煤电	-10.00%
郑州煤电	-49.11%	美锦能源	-14.45%	新集能源	-10.39%
永泰能源	-52.42%	靖远煤电	-14.55%	大有能源	-10.64%
神火股份	-56.56%	淮北矿业	-15.05%	兖州煤业	-10.85%
美锦能源	-57.08%	神火股份	-15.29%	神火股份	-12.55%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 10 月 31 日

2、投资建议：密切关注需求变量

2018 年煤炭行业进入景气复苏周期的顶部区域，行业去产能进入尾声、供给侧改革逐步退出，同时煤炭新增产能的释放高峰已过，供应小幅增长并集中于晋陕蒙三省，同时局部产区的生产阶段性的受到了环保政策的影响；需求尽管存在季节性波动，但得益房地产新开工和建设增速逐步走高和制造业投资回升的影响，需求整体相对强劲，供给与需求达到脆弱平衡状态，这一状态可以从进口政策调整后后进口量波动这一边际变量对煤炭价格的影响上得以验证，也可以从煤价上涨乏力、下跌有限的表现上得以验证。展望四季度及 2019 年一季度，煤炭供应释放依然比较温和，需求将重新上升为影响市场均衡的主要变量。尽管地产销售增速出现回落，但新开工面积增速和施工面积增速均为 2016 年中期以来的最高增速，在房地产企业加快开发以回笼资金的驱动下，预计地产投资仍将持续高位。从历史数据来看，除 2009 年山西小煤矿整合和 2016 年供给侧改革等特殊供给扰动外，煤价变化与房地产投资存在 9 个月左右的时滞。按照这个的时滞测算，至少到 2019 年中期前，煤价有望维持高位。我们对行业的评级为同步大市-A 不变，建议投资者密切关注房地产投资增速的变化以及由此带来的预期变化。

图 8：1999-18 年 Q3 煤炭行业利润率变动



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 9：2004 年以来房地产投资与 9 个月后的煤价拟合



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从未来 1 年左右的时间跨度看，煤炭板块方面我们建议关注未来拥有产能释放、区域市场供给偏紧、运输条件改善的陕西煤业、兖州煤业、盘江股份；四季度可重点关注供给受限、需求向好的焦煤子板块，参考标的有潞安环能、盘江股份、淮北矿业。

焦炭行业的供给格局和环保调控政策均存在较大改进空间，供给调整远未结束。行业格局方面，行业产能长期过剩，炭化炉的高度在 4.3 米及以下的落后产能占比约为 40%，存在较大改善

空间；调控政策方向上，一刀切限产的调控方式只是权益之计，难以根本解决污染排放，未来必将通过提升行业装备与技术水平，采用大型高炉、干熄焦、捣固等技术以及强制落后产能退出等政策，才能从源头和根本上减少污染排放；一刀切方式限产、全行业部分优劣普惠的混沌阶段已经结束，随着减排达标企业数量达到一定规模，环保政策的精细化和差异化的可操作性加大，有助于行业优胜劣汰。看好焦煤自给率高、环保达标的规模企业，标的为开滦股份、山西焦化、淮北矿业。焦炭板块的具体看好逻辑，请参考报告《从混沌到分化》（20180921）

六、风险提示

经济增速不及预期；环保监管政策松动。

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