

# 煤炭

# 行业月度报告

## 关注两个“新高”

### 投资要点

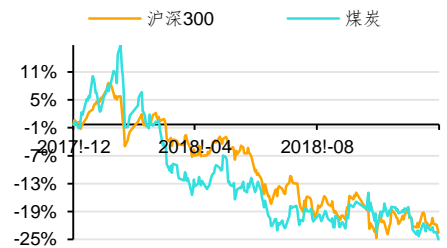
#### 两个新高=煤炭月产量新高+房屋新开工增速新高

- ◆ **11月煤炭月产量创近三年新高**：2018年11月煤炭产量3.15亿吨，同比增长4.5%，增速较上个月回落3.5个百分点，单月产量为2016年以来的月产新高，煤炭月产量增速高于火电、焦炭、水泥等下游行业；1-11月份累计产量32.14亿吨，同比增长5.4%。
- ◆ **焦炭增长回落，火电旺季加速**：2018年11月，焦炭产量延续正增长态势，但同比、环比增幅有所回落，当月焦炭产量3541.00万吨，同比增长1.9%，增速较上月下降2.6个百分点，环比下降3.27%。11月火电发电量4051亿千瓦时，同比增长3.90%，增速较上月提升0.9个百分点，环比增长11.62%。
- ◆ **平控政策下进口回落**：2018年11月中国煤及褐煤进口量为1915.3万吨，同比下降13.1%，环比下降17.01%。1-11月累计进口煤炭2.71亿吨，同比增长9.27%。在进口平控政策的影响下，预计12月份进口量可能进一步缩减。
- ◆ **电厂小幅去库存，港口库存续升**：进入12月份重点电厂随着煤耗增加库存出现回落。截止2018年12月09日，我国重点电厂煤炭库存9005万吨，库存可用天数为22天，库存量同比增幅为24.09%，但较11月底的库存高点回落3.5%。但12月以来主要港口的动力煤库存续升，当月库存为2313万吨，月环比增长幅度为13.64%。焦煤各环节库存存在近11月以来也出现回升，截止12月14日，焦煤各环节库存同比上升15.7%，环比11月中上升3.07%。库存周期的四个阶段中的被动加库存和主动去库存阶段，价格通常下行。
- ◆ **动力煤下行压力不减，焦煤终难独善其身，远期价格走向关注地产数据的背离**：高库存累积下，降温和旺季未能带来价格的持续回升和成交量的有效放大，动力煤仍延续了疲弱下滑走势。价格下跌压力也逐步从港口传导至坑口，截止12月14日，主产地价格环比上月同期下跌2%-5%。从产量释放、库存和下游需求来看，未来1-2个月煤价仍有下行压力。受地产开工相对较好以及供应的低弹性影响，焦煤价格短期维持了相对的稳定。但是，从历次周期动力煤和焦煤的价格表现来看，焦煤并没有表现出抗跌性，而且，焦煤的下跌弹性反而较动力煤更大。远期价格建议关注地产开工与销售的背离走势的后续。
- ◆ **2019年煤价下台阶，建议防御配置**：与2016年的供不应求、2017年的紧平衡和2018年的宽平衡状态相比，2019年的供给将进一步宽松，煤价将结束顶部震荡的格局而出现下行走势，我们预计秦皇岛动力煤的价格中枢可能回落至550元左右，焦煤价格1100元左右。维持行业同步大市-A评级，建议继续持有业绩对煤价敏感度低、分红率高的防守性品种，如中国神华、露天煤业。
- ◆ **风险提示**：经济增速低于预期；环保监管政策波动。

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	-2.33	0.84	-1.45
绝对收益	-6.29	-5.77	-24.75

分析师

杨立宏

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

### 相关报告

- 煤炭：博弈进入僵持阶段，煤价上下两难-煤炭行业数据周报-20181217 2018-12-17
- 煤炭：动力煤日耗回升，焦炭酝酿反弹-煤炭行业数据周报-20181210 2018-12-10
- 煤炭：钢焦博弈升级，焦煤能否独善其身？-煤炭行业数据周报-20181203 2018-12-03
- 煤炭：焦炭转跌，焦煤暂稳-煤炭行业数据周报-20181126 2018-11-26
- 煤炭：拐点预期明朗，配置转向防御 2018-11-23

## 内容目录

一、11月单月产量创2016年以来新高	4
1、月产量3.15亿吨，同比增长4.5%	4
2、晋陕蒙合计产量增速10.52%，其他省份合计增长18.45%	4
3、煤炭当月产量增速高于下游行业	5
二、焦炭增速回落，火电旺季加速	5
1、11月焦炭、生铁产量环比下降	5
2、火电发电量同比增长3.6%，环比增长11.62%	7
三、平控政策下进口增速回落	8
四、电厂小幅去库存，港口库存续增	8
五、动力煤持续疲软，焦煤恐难独善其身	10
六、投资策略	12
1、煤炭板块市场表现	12
2、投资策略：防御为主	13

## 图表目录

图1：2016年-2018年10月煤炭累计产量及增长率 单位：万吨	4
图2：2017年-2018年10月晋陕蒙煤炭产量当月增长率	4
图3：除晋陕蒙外的省份产量合计及同比增长 单位：万吨	5
图4：煤炭主要下游行业产量增长率（累计数据）	5
图5：2013-2018年11月焦炭产量及增长率 单位：万吨	6
图6：2013-2018年11月生铁产量及增长率 单位：万吨	6
图7：2014年-2018年11月焦炭价格走势 单位：元/吨	6
图8：2014-2018年11月螺纹钢价格走势 单位：元/吨	6
图9：2014-2018年11月吨焦盈利 单位：元/吨	7
图10：2016-2018年11月单位生铁盈利 单位：元/吨	7
图11：2013年-18年11月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时	7
图12：2005年-2018年11月火电与水电占比	7
图13：2015-2018年11月重点电厂煤炭日耗	8
图14：2016-2018年11月重点电厂日耗同比增长	8
图15：2008年-2018年11月煤炭分煤种进口量 单位：万吨	8
图16：11年-18年11月动力煤国内外价差 单位：万吨、元/吨	8
图17：煤炭各环节库存 单位：万吨	9
图18：重点电厂库存及库存可用天数 单位：万吨/天	9
图19：动力煤港口库存 单位：万吨	9
图20：重点电厂库存及库存可用天数 单位：万吨/天	10
图21：下游与中转地焦煤库存 单位：万吨	10
图22：2014-2018年11月汽车产量增速及热卷价格变动	11
图23：2010-2018年11月房地产销售涨幅与螺纹价格涨幅	11
图24：2015年2月-2018年11月房地产开发投资与新开工增幅对比（累计数据）	12
图25：截止12月18日各板块月度收益率排名	12
表1：历次周期分煤种价格最高涨跌幅 单位：元/吨	10

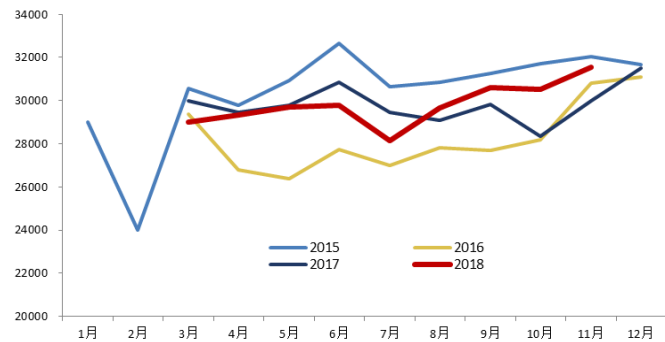
表 2: 煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅..... 13

## 一、11月单月产量创2016年以来新高

### 1、月产量3.15亿吨，同比增长4.5%

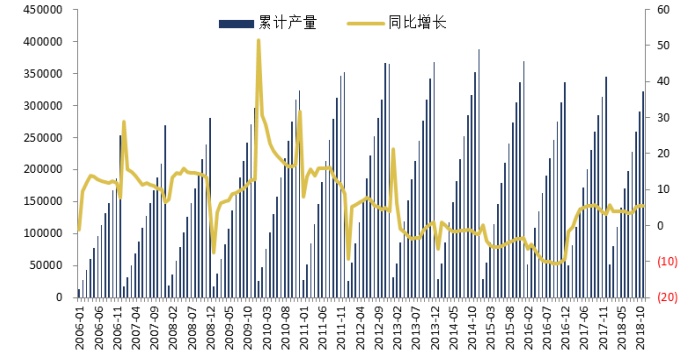
2018年11月，当月煤炭产量3.15亿吨，同比增长4.5%，增速较上个月回落3.5个百分点，单月产量为2016年以来的月产新高；1-11月份累计产量32.14亿吨，同比增长5.4%。

图1：2006年-2018年11月煤炭当月产量及增长率 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

图1：2016年-2018年10月煤炭累计产量及增长率 单位：万吨



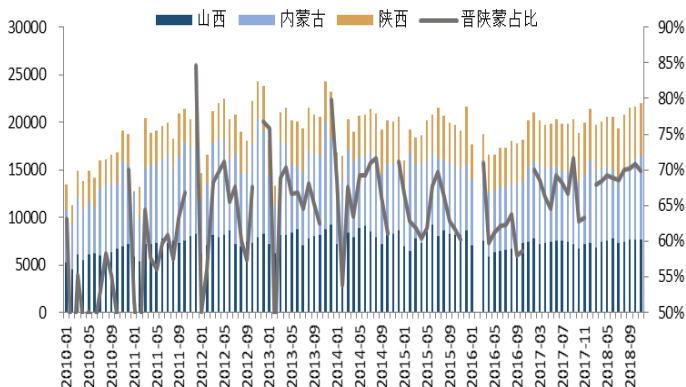
资料来源：wind，华金证券研究所

### 2、晋陕蒙合计产量增速10.52%，其他省份合计增长18.45%

分省份来看，2018年11月当月晋陕蒙三省煤炭产量合计2.16亿吨，同比增长10.52%，环比增长1.85%，对产量的贡献度为69.86%，较上月下降1个百分点。其中，山西单月煤炭产量为7662.90万吨，同比增长7.02%，内蒙古煤炭产量为8753.4070万吨，同比增长18.49%，陕西省煤炭产量为5618.80万吨，同比增长4.27%。

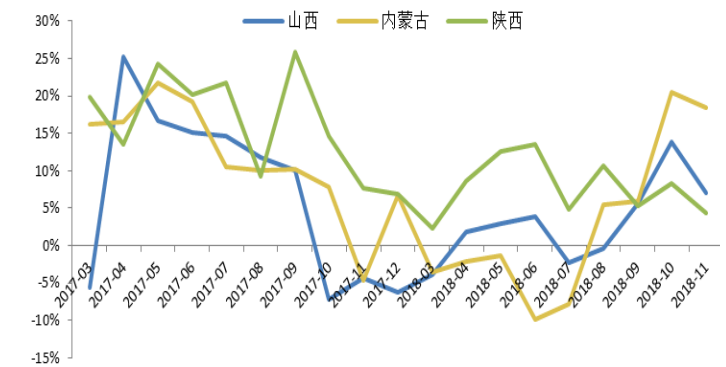
产煤省份之间的产量分化仍在继续，北京、河北、湖北、湖南、重庆、云南、四川、重庆等省份煤炭产量仍维持负增长，区域市场的结构性供应矛盾仍将长期存在。

图1：2010年-18年10月煤炭当月产量及合计占比 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

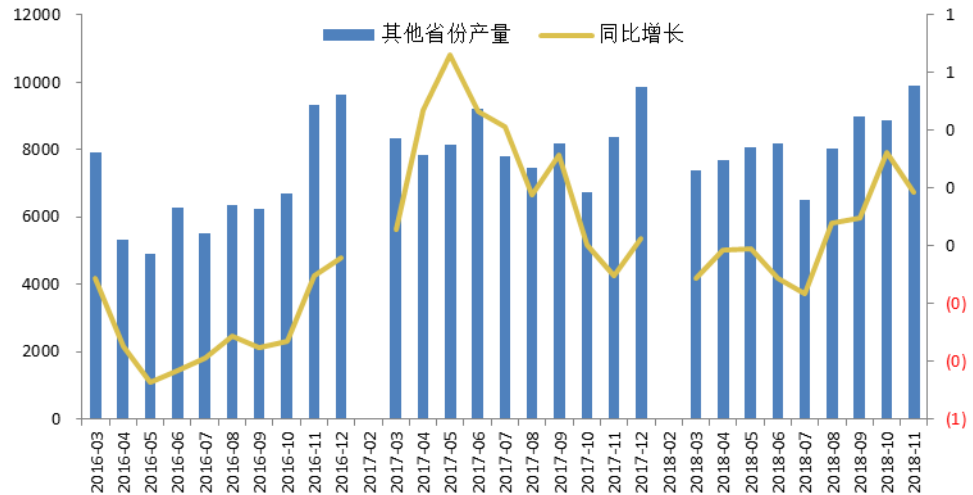
图2：2017年-2018年10月晋陕蒙煤炭产量当月增长率



资料来源：wind，华金证券研究所

11 月份，晋陕蒙之外的其他省份占煤炭产量合计为 9907.6 万吨，占全国产量的比重为 30.00%；合计产量同比增长幅度为 18.45%，环比增长 11.6%。广西、黑龙江、辽宁、江西四省月度产量回升幅度较大。

图 3：除晋陕蒙外的省份产量合计及同比增长 单位：万吨

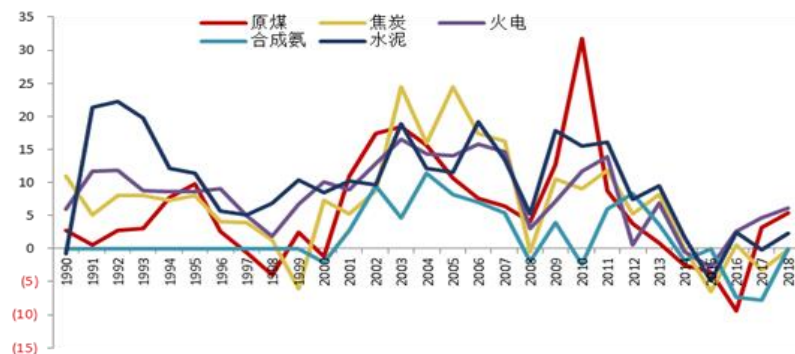


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 3、煤炭当月产量增速高于下游行业

从煤炭行业与下游的产量增长率对比来看，2018 年以来煤炭行业与下游的产量差距在逐步弥合，截止 11 月份，煤炭累计产量增速仅低于火电；按照单月来看，煤炭产量增速均已高于火电、焦炭、水泥等主要下游产品的产量增速。

图 4：煤炭主要下游行业产量增长率（累计数据）



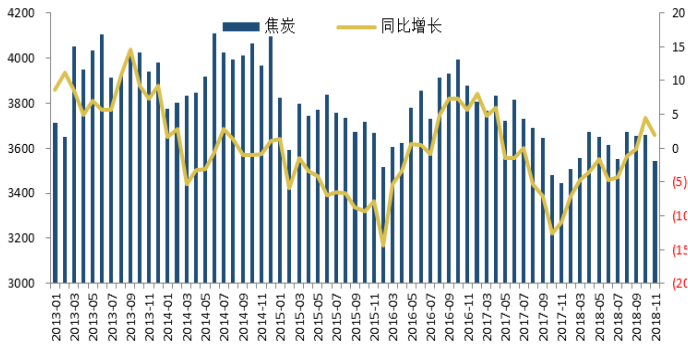
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、焦炭增速回落，火电旺季加速

### 1、11 月焦炭、生铁产量环比下降

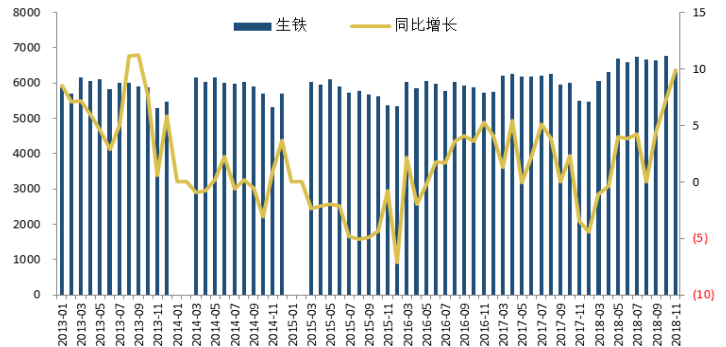
2018年11月，焦炭产量延续了上月的正增长态势，但同比、环比增幅均有所回落，当月焦炭产量3541.00万吨，同比增长1.9%，增速较上月下降2.6个百分点，环比下降3.27%；生铁当月产量为6373.00万吨，同比增长9.9%，增速较上月提高2.6个百分点，环比下降5.6个百分点。12月受环保政策的影响，江苏、山西等地区焦炭企业再度限产。

图 5: 2013-2018 年 11 月焦炭产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

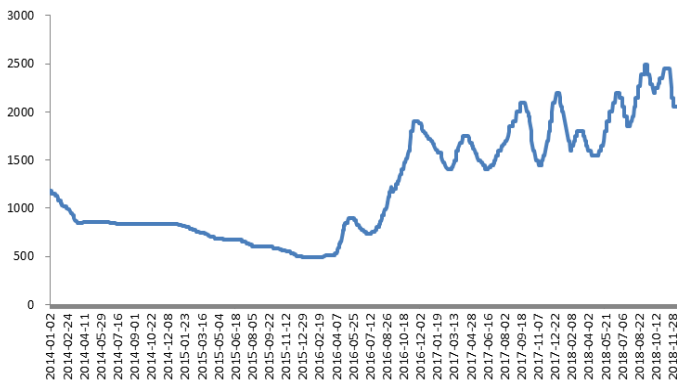
图 6: 2013-2018 年 11 月生铁产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

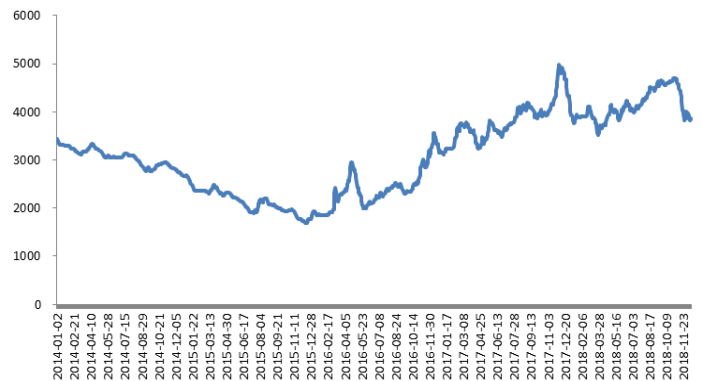
价格方面，11月下旬至月底，焦炭在钢材价格下跌的引领和压制下，出现快速、大幅度调整，累计调整幅度15%左右。进入12月份，随着钢价的企稳，焦炭价格也逐步回稳，部分焦炭企业在中旬提出涨价要求，但因遭到钢铁企业的抵制而无果。螺纹钢价格自11月高点的最大跌幅为19%左右，12月价格窄幅震荡。

图 7: 2014 年-2018 年 11 月焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

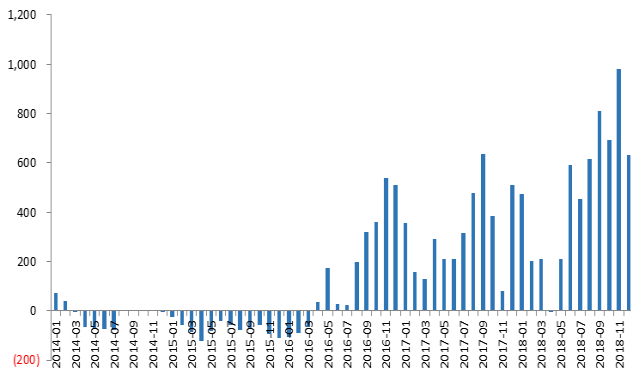
图 8: 2014-2018 年 11 月螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

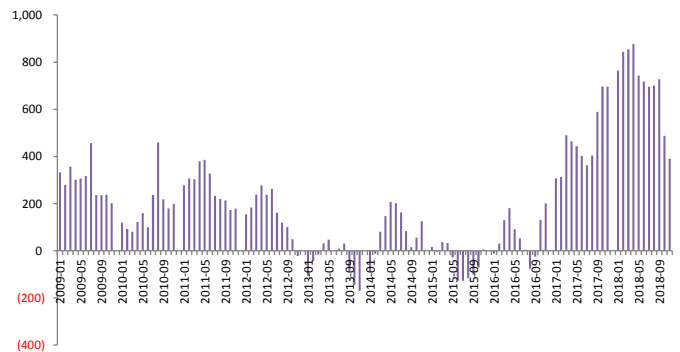
在11月焦炭吨焦盈利创本轮上升周期以来的最高后，12月中旬回落350元/吨，月环比下降幅度为35%；生铁的盈利空间在11月回落的基础上继续收窄，较上月同比下降20%，较5月份高点已回落55%。从长周期来看，无论焦炭还是钢铁，当前经历一轮挤压后的盈利空间仍为历史较好水平，开工的动力仍相对较足。

图 9: 2014-2018 年 11 月吨焦盈利 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 2016-2018 年 11 月单位生铁盈利 单位: 元/吨

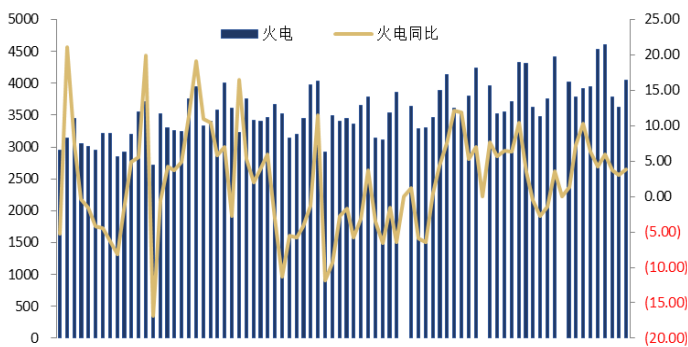


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2、火电发电量同比增长 3.6%，环比增长 11.62%

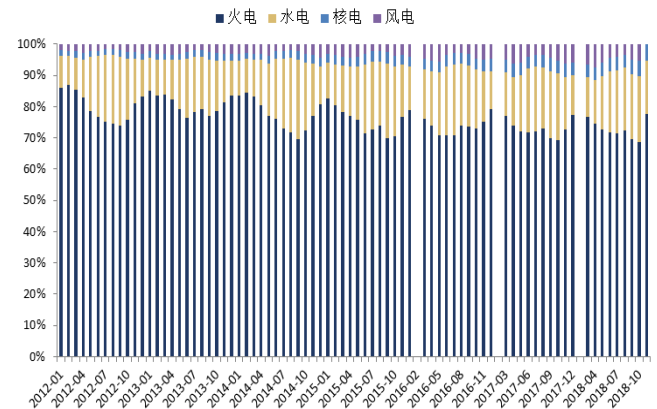
11 月全国发电量 5543 亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速较上月回落 1.2 个百分点，环比增长 3.99%。11 月火电发电量 4051 亿千瓦时，同比增长 3.90%，增速较上月提升 0.9 个百分点，环比增长 11.62%。参照历史平均数据，11 月、12 月后水电进入枯水期，贡献逐步降低，火电在总发电量的历史平均占比分别为 81%和 84%。2018 年 11 月份水、火电占比分别为 18%和 82%，火电占比较历史均值高 1 个百分点。

图 11: 2013 年-18 年 11 月火电发电量及增长率 单位: 亿千瓦时



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 2005 年-2018 年 11 月火电与水电占比

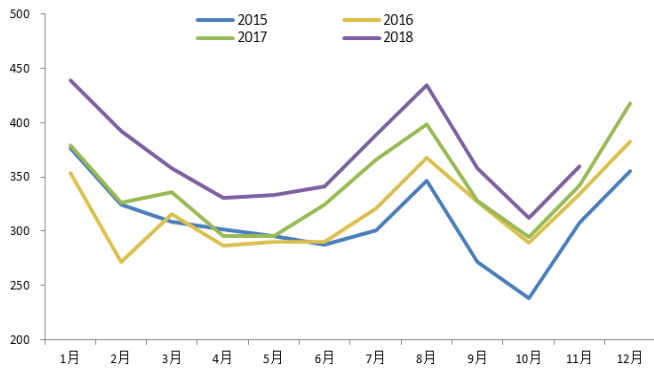


资料来源: Wind, 华金证券研究所

1-11 月累计发电量 61626 亿千瓦时，同比增长 6.9%，其中火电发电量为 44963 亿千瓦时，同比增长 6.2%。

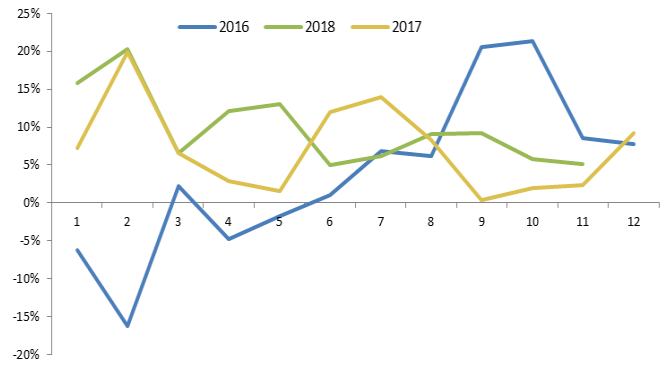
从重点电厂的日耗量看，截止 2018 年 11 月，日耗水平仍为 2015 年以来的最高水平，但增长幅度在 10 月份以后出现下滑。

图 13: 2015-2018 年 11 月重点电厂煤炭日耗



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 2016-2018 年 11 月重点电厂日耗同比增长

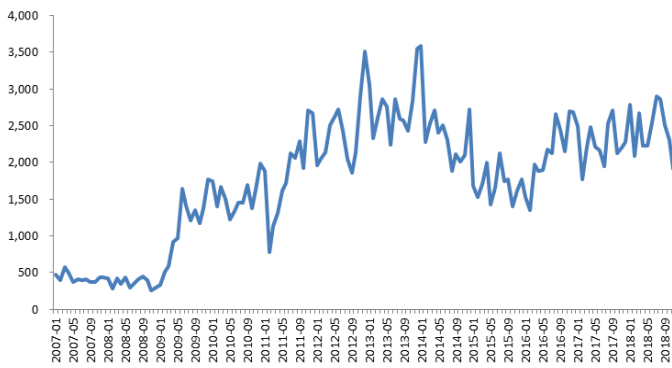


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、平控政策下进口增速回落

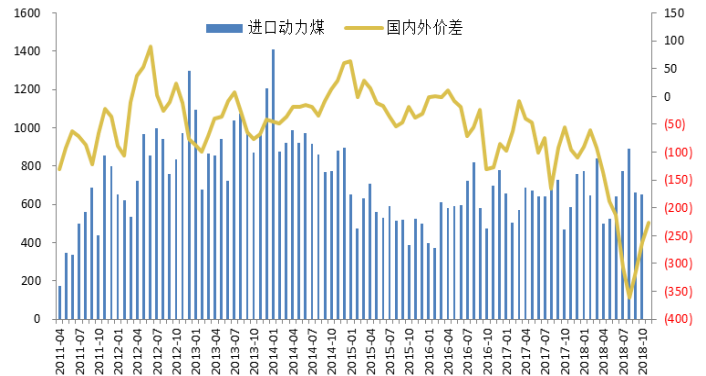
2018 年 11 月中国煤及褐煤进口量为 1915.3 万吨, 同比下降 13.1%, 环比下降 17.01%。1-11 月累计进口煤炭 2.71 亿吨, 同比增长 9.27%。在进口平控政策的影响下, 预计 12 月份进口量可能进一步缩减, 但 2019 年 1 月份会出现恢复性增长。

图 15: 2008 年-2018 年 11 月煤炭分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 16: 11 年-18 年 11 月动力煤国内外价差 单位: 万吨、元/吨



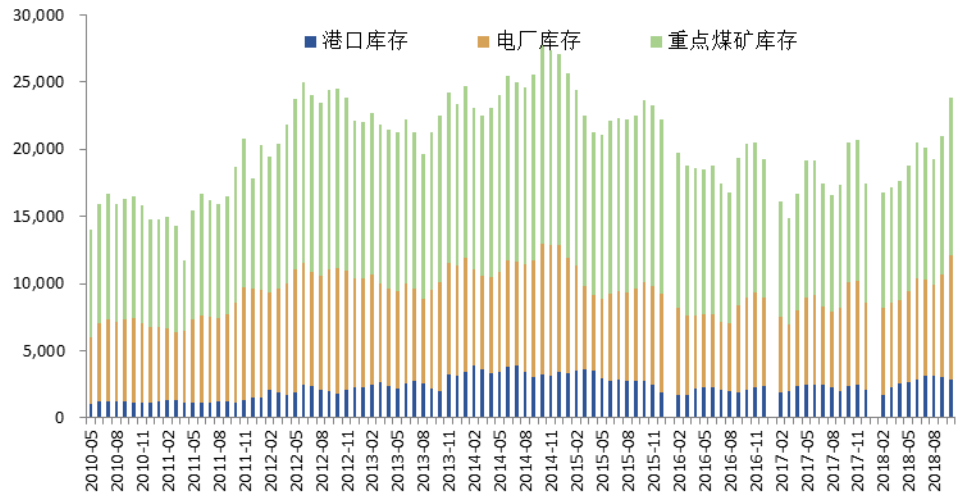
资料来源: wind, 华金证券研究所

### 四、电厂小幅去库存, 港口库存续增

11 月, 社会各环节库存继续回升, 环比 10 月的幅度为 10.5%, 主要贡献方为电厂和煤炭企业。



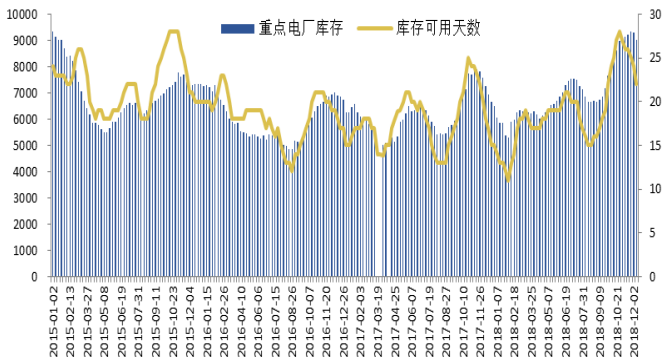
图 17: 煤炭各环节库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

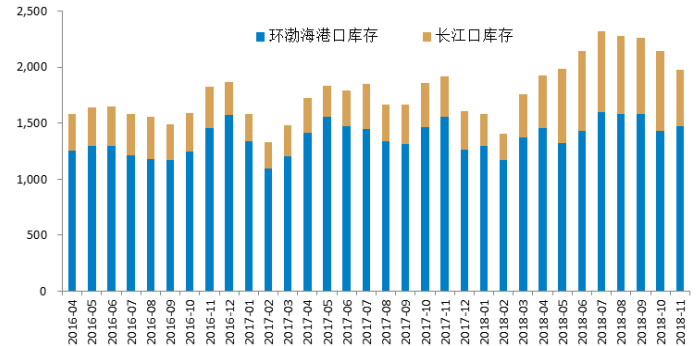
根据最新的周数据来看, 进入 12 月份电厂库存随着煤耗增加开始回落。截止 2018 年 12 月 09 日, 我国重点电厂煤炭库存 9005 万吨, 库存可用天数为 22 天, 库存量同比增幅为 24.09%, 库存天数较去年同期高 22.22%, 但较 11 月底的库存高点回落 3.5%。

图 18: 重点电厂库存及库存可用天数 单位: 万吨/天



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 动力煤港口库存 单位: 万吨



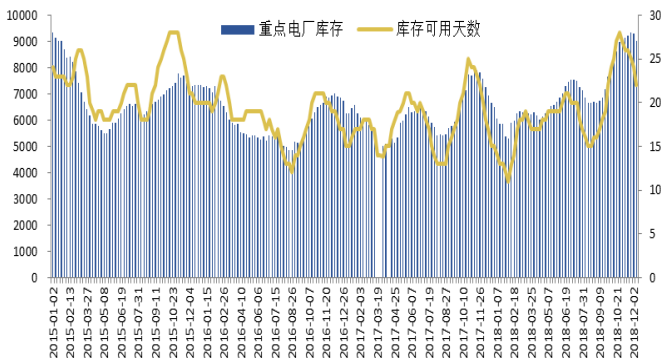
资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

12 月以来港口的动力煤库存继续回升, 环渤海与长江口诸港合计当月库存为 2313 万吨, 月环比增长幅度为 13.64%, 其中秦皇岛和曹妃甸增长幅度分别 4.7%和 13.3%, 京唐港、长江口岸环比则出现下降; 与上年同期相比来看, 秦皇岛、长江口岸大幅上升, 增幅分别为 132.42%和 105.06%。

焦煤各环节库存在近 11 月以来也出现回升, 截止 12 月 14 日, 焦煤各环节库存同比上升 15.7%, 环比 11 月中上升 3.07%。分环节来看, 库存同比增幅较大的缓解主要是焦炭企业库存和六大港口库存, 同比增幅分别为 24.10%和 35.13%。

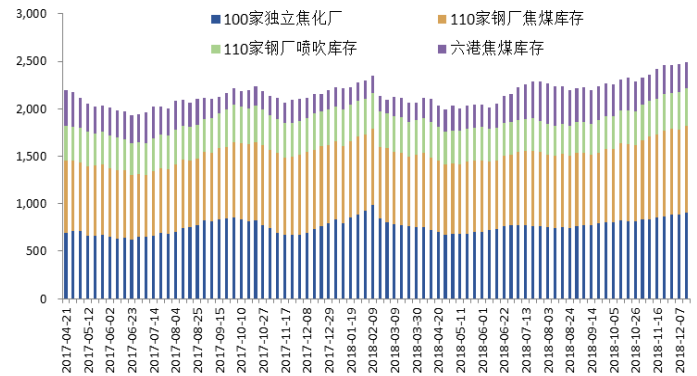
通常在库存周期的四个阶段中, 被动加库存和主动去库存阶段价格的方向是下行。

图 20: 重点电厂库存及库存可用天数 单位: 万吨/天



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 下游与中转地焦煤库存 单位: 万吨



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

## 五、动力煤持续疲软，焦煤恐难独善其身

2018 年 12 月以来，动力煤延续了疲软态势。高库存累积下，降温和旺季未能带来价格的持续回升和成交量的有效放大。价格下跌压力也逐步从港口传导至坑口，动力煤主产区如山西大同、朔州、陕西神木和内蒙古鄂尔多斯等产区坑口价格均出现下跌，截止 12 月 14 日，产地价格环比上月同期下跌 2%-5%。

从产量释放、库存变化以及需求增速来看，动力煤价格下行压力仍比较大，2019 年 1 月起进口煤从新放开管制，则可能对沿海动力煤市场形成新的打压。

受地产开工相对较好以及供应的低弹性影响，焦煤价格短期维持了相对的稳定。但是，从历次周期动力煤和焦煤的价格表现来看，动力煤、焦煤价格在历次周期中拐点时间可能略有差异，但从涨跌方向和幅度上来看，焦煤并没有表现出抗跌性，相反，焦煤由于供给低弹性和产业链传导完成市场化的影响，弹性反而较动力煤更大。根本上的原因是不同煤种的可替代性导致动力煤与焦煤之间存在合理比价，焦煤难以独秀。

表 1: 历次周期分煤种价格最高涨跌幅 单位: 元/吨

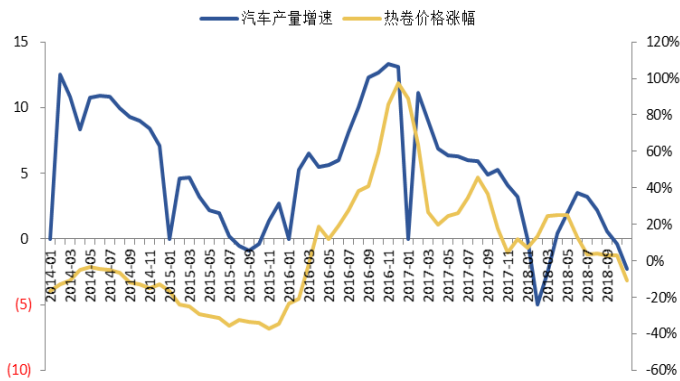
	煤种	年度涨幅	时点/价格	时点/价格	最高变动幅度
2004 年-2008 年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2004 年 10 月	2007 年 10 月	
		最低点/高点	810	2310	185.19%
	动力煤	峰值时点	2005 年 1 月	2008 年 9 月	
		最低点/高点	151	676	347.68%
2007 年-2008 年 (下行周期)	焦煤	峰值时点	2007 年 10 月	2009 年 6 月	
		高点/低点	2310	1110	-51.95%
	动力煤	峰值时点	2008 年 9 月	2008 年 12 月	
		高点/低点	676	453	-32.99%
2009 年-2011 年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2009 年 6 月	2011 年 5 月	
		低点/高点	1110	1640	47.75%
	动力煤	峰值时点	2008 年 12 月	2011 年 12 月	
		低点/高点	453	650	43.49%
	焦煤	峰值时点	2011 年 5 月	2016 年 4 月	

	煤种	年度涨幅	时点/价格	时点/价格	最高变动幅度
2011年-2016年 (下行周期)	动力煤	高点/低点	1640	619	-62.26%
		峰值时点	2011年12月	2016年2月	
		高点/低点	619	230	-37.16%
2016年-2018年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2016年4月	2018年10月	
		低点/高点	619	1560	152.02%
	动力煤	峰值时间	2016年2月	2018年10月	
		低点/高点	230	558	142.61%

资料来源: Wind, 煤炭市场网, 华金证券研究所

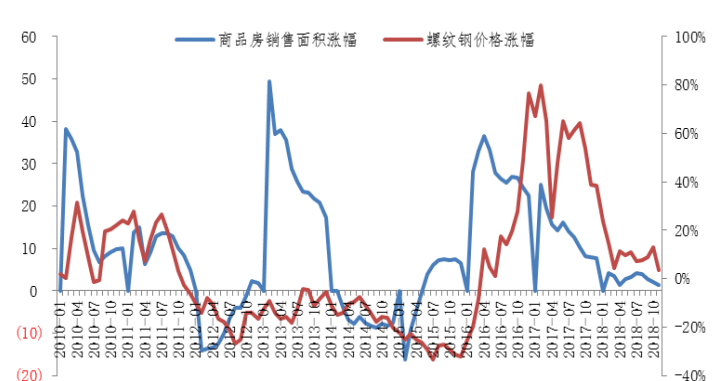
远期的价格走向仍需关注先导行业的走势。从汽车和地产两大行业的销售增长情况来看, 11月份仍延续了下滑态势, 其中汽车产量增速同比下降 2.3%, 跌幅较上月扩大 1.9 个百分点; 商品房销售面积同比增长 1.4%, 增速较上月下降 0.8 个百分点。而从单月的商品煤销售面积来看, 已经连续三个月为负增长

图 22: 2014-2018 年 11 月汽车产量增速及热卷价格变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 2010-2018 年 11 月房地产销售涨幅与螺纹钢价格涨幅

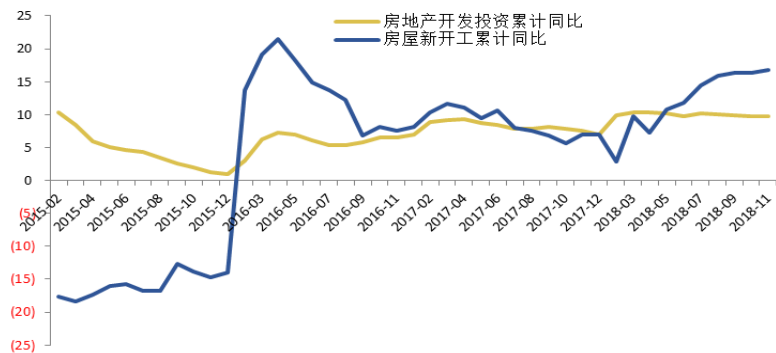


资料来源: Wind, 华金证券研究所

同时, 值得注意的是, 地产新开工面积增速与销售增速走势出现背离。11 月房屋累计新开工面积 18.89 亿平方米, 同比增速为 16.8%, 增速较上月提高 0.5 个百分点, 创 2016 年 6 月以来的新高; 当月新开工面积为 2.01 亿平方米, 同比增速为 21.68%, 是 2016 年 6 月以来除 2018 年 7 月、8 月外的第三高水平。

地产销售增速下降和新开工增速创新高出现背离, 我们推测主要原因是地产库存水平较低、地产企业在上半年集中拿地后的加快开发周转的两大因素合力所致。地产新开工的高速增长短期对长材以及相应的焦煤需求形成正向支撑, 但地产销售数据作为先导性指标仍难打消市场对新开工持续性的担忧。

图 24: 2015 年 2 月-2018 年 11 月房地产开发投资与新开工增幅对比（累计数据）



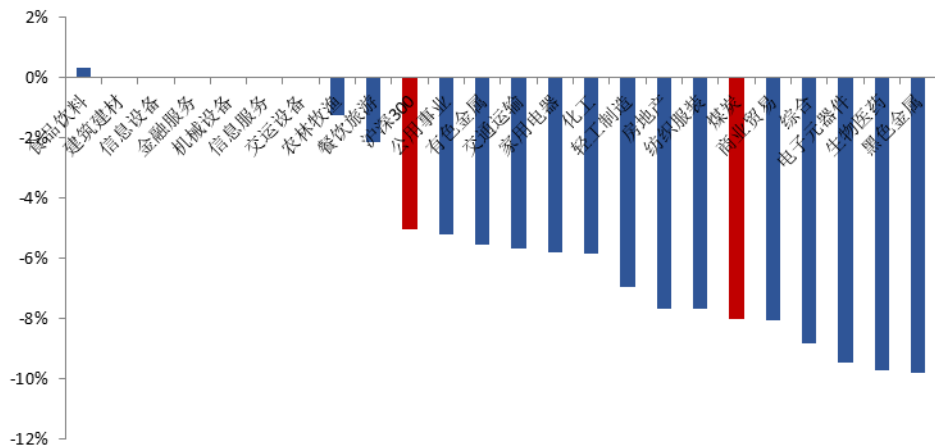
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 六、投资策略

### 1、煤炭板块市场表现

近一个月以来，煤炭板块跑输沪深 300 指数，单月绝对收益率为-8.03%，相对收益率为-2.98%，在各行业板块中排名倒数第 6 位，二级市场对煤价顶部的已经形成一致预期。

图 25: 截止 12 月 18 日各板块月度收益率排名



资料来源: wind, 华金证券研究所, 收盘价为 12 月 18 日

近一个月以来，涨幅居前的前 5 家公司主要有\*ST 安泰、大有能源、\*ST 安煤、陕西煤业和中国神华，除了个别低价股外，优质动力煤龙头仍是投资者的主要选择。跌幅居前为蓝焰控股、永泰能源、新集能源、美锦能源和神火股份，多为财务杠杆较高的公司，是市场对煤炭公司风险偏好降低的体现。

表 2: 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	-0.80%	开滦股份	5.44%	*ST 安泰	1.81%
开滦股份	-2.63%	淮北矿业	4.61%	大有能源	-0.76%
山西焦化	-10.24%	中国神华	2.69%	*ST 安煤	-2.60%
中国神华	-10.85%	山煤国际	-0.58%	陕西煤业	-3.85%
上海能源	-15.13%	美锦能源	-0.72%	中国神华	-4.70%
*ST 安泰	-15.36%	*ST 安煤	-1.32%	淮北矿业	-4.89%
中煤能源	-15.62%	兰花科创	-2.16%	上海能源	-6.00%
大有能源	-16.25%	潞安环能	-2.65%	靖远煤电	-6.19%
盘江股份	-19.72%	靖远煤电	-3.19%	兰花科创	-7.87%
昊华能源	-20.41%	昊华能源	-3.98%	开滦股份	-8.07%
兰花科创	-20.94%	冀中能源	-4.47%	冀中能源	-8.11%
靖远煤电	-21.55%	上海能源	-4.75%	恒源煤电	-8.55%
淮北矿业	-21.86%	山西焦化	-4.82%	露天煤业	-8.61%
新集能源	-22.34%	中煤能源	-5.14%	西山煤电	-8.74%
阳泉煤业	-23.66%	大有能源	-5.53%	中煤能源	-8.92%
大同煤业	-25.21%	*ST 安泰	-5.70%	郑州煤电	-9.20%
露天煤业	-26.54%	阳泉煤业	-6.04%	兖州煤业	-9.38%
潞安环能	-30.35%	西山煤电	-6.15%	平煤股份	-9.48%
山煤国际	-30.43%	陕西煤业	-6.40%	昊华能源	-9.51%
蓝焰控股	-31.36%	恒源煤电	-6.52%	阳泉煤业	-9.57%
兖州煤业	-31.67%	大同煤业	-6.67%	山西焦化	-9.68%
冀中能源	-32.36%	盘江股份	-7.54%	山煤国际	-9.74%
平庄能源	-33.87%	露天煤业	-8.72%	盘江股份	-9.81%
西山煤电	-38.91%	平煤股份	-9.02%	潞安环能	-10.02%
平煤股份	-40.39%	平庄能源	-10.99%	大同煤业	-10.22%
*ST 安煤	-41.41%	兖州煤业	-11.41%	平庄能源	-10.23%
恒源煤电	-43.24%	郑州煤电	-11.56%	神火股份	-12.23%
郑州煤电	-49.42%	蓝焰控股	-11.66%	美锦能源	-12.66%
美锦能源	-50.43%	神火股份	-16.02%	新集能源	-15.00%
神火股份	-53.47%	永泰能源	-17.37%	永泰能源	-17.37%
永泰能源	-58.93%	新集能源	-17.74%	蓝焰控股	-18.45%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 12 月 18 日

## 2、投资策略：防御为主

与 2016 年的供不应求、2017 年的紧平衡和 2018 年的宽平衡状态相比，2019 年的供给进一步宽松，煤价将结束顶部震荡的格局而出现下行走势，我们预计秦皇岛动力煤的价格中枢可能回落至 550 元左右，焦煤价格至 1100 元左右。

从长期来看，在建产能中 300 万吨以上的矿井（剔除新疆和蒙西）合计产能约 1.2 亿吨，2016 年以来新批复的拟建产能 1.1 亿吨，主要分布在新疆，产能扩张的速度已经大大放缓，2015 年景气周期的低点不会在本轮周期被刷新。同时，去产能、特高压、核电、产业转移等造成煤炭供

需格局的变化将在未来几年逐步显性化，市场将寻找新的平衡格局，在此期间，局部市场的结构性短缺仍有可能阶段性重现。

行业景气周期拐点已经获得市场的认同，我们维持行业同步大市-A 评级，建议配置低弹性品种、高分红品种，如中国神华、露天煤业。陕西煤业是未来煤炭格局变迁的最大受益者，在动力煤价格下跌风险预期充分兑现后，仍是优选品种。

## 七、风险提示

经济增速低于预期；环保监管政策波动。

## 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](http://www.huajinsec.com)