

煤炭开采

煤炭行业 2018 年报及 2019 一季报综述  
—2018 行业稳中向好，2019Q1 业绩超预期上涨

评级：增持（维持）

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

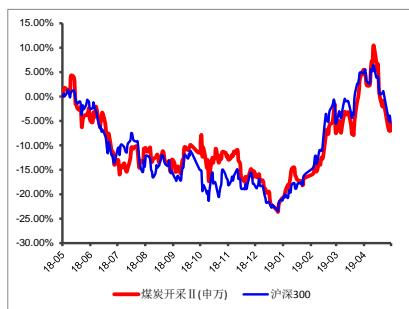
研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	808,700
行业流通市值(百万元)	205,094

行业-市场走势对比



相关报告

<<永泰能源 2018 年报、2019 一季报点评：财务费用大幅上升拖累业绩，债务问题有望逐步解决>>2019.05.07

<<焦炭产销量大增促公司业绩增长>>2019.04.29

<<兖州煤业（600188.SH）2019 年一季报点评：煤价上涨，利润略增>>2019.04.29

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
陕西煤业	8.61	0.28	1.04	1.10	1.13	30.	8.3	7.8	7.6	1.63	买入
中国神华	18.54	1.14	2.26	2.21	2.26	16.	8.2	8.4	8.2	1.07	买入
兖州煤业	10.72	0.42	1.38	1.61	1.65	25.	7.8	6.7	6.5	0.97	买入
潞安环能	7.68	0.29	0.93	0.89	1.00	26.	8.3	8.6	7.7	0.89	买入
西山煤电	6.23	0.14	0.50	0.57	0.64	45.	12.5	10.9	9.7	0.93	买入
恒源煤电	7.25	0.04	1.10	1.22	1.20	181	6.6	5.9	6.0	0.89	买入
淮北矿业	11.59	0.34	0.41	1.68	1.85	34.	28.3	6.9	6.3	1.41	买入

备注

投资要点

- **2018 年业绩小幅上涨，但 Q4 业绩环比下降。**重点关注的 28 家上市公司，2018 年合计实现归母净利润 841 亿元，同比上涨 1.1%，如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家上市公司，2018 年合计实现归母净利润 403 亿元，同比上涨 5.5%，同比业绩的好转主要是由于煤炭价格上涨，以及产销量同比上涨。环比来看，28 家上市公司 2018Q4 归母净利润仅为 136 亿元，环比 Q3 大幅下降 39.1%；剔除神华后，27 家 2018Q4 归母净利润 50 亿元，环比 Q3 大幅下降 50%，主要是煤炭企业习惯性在四季度计提大额资产减值准备。
- **煤炭产销同比继续上涨，主因政策鼓励&先进产能投放。**2018 年，28 家上市公司合计产量为 10.0 亿吨，同比上涨 5.8%，销量 13.74 亿吨，同比上涨 8.7%；剔除掉中国神华，2018 年产量为 7.05 亿吨，同比上涨 8.3%，销量 9.1 亿吨，同比上涨 11.3%。
- **吨煤售价弱于成本上涨，致使毛利同比小幅下滑。**2018 年 28 家上市公司煤炭的平均销售价格为 456 元/吨，同比略增 0.3%；平均销售成本 300 元/吨，同比上涨 3.5%；平均毛利 156 元/吨，同比下降 5.4%；毛利率 34.2%，同比下降 2 个百分点，所以煤炭板块单位盈利能力有所下滑。
- **期间费用率同比略增，主因管理费用率上涨。**从绝对值来看，2018 年累计期间费用 1094 亿元，同比上涨 5.7%。从相对值来看，2018 年期间费用率 15.7%，同比增长 0.5 个百分点，其中，销售费用率 3.1%，同比下降 0.3 个百分点，管理费用率 8.4%，同比上升 0.8 个百分点，财务费用率 4.1%，同比持平，期间费用率的上升主要是由于管理费用率上升所致，由于经济效益向好，企业适当提高了员工薪酬待遇、增加了设备修理费等。
- **公司单位盈利能力弱于上年同期。**28 家上市公司，2018 年平均销售毛利率 31.4%，同比下降 0.7 个百分点；平均销售净利率 6%，同比下降 3 个百分点；平均 ROE 为 6.8%，同比下降 0.9 个百分点。如果剔除中国神华，公司的盈利能力也小幅下降。
- **应收账款和存货周转天数同比下降。**28 家上市公司，2018 年应收账款周转天数平均为 39 天，同比下降 3 天，降幅 9.1%；存货周转天数 29 天，同比下降 2 天，降幅 7.2%。主要由于 2018 年煤炭供给缓慢释放，下游需求和补库较为积极，煤炭企业的市场地位依然相对主动。
- **经营性现金流同比继续好转，偿债能力继续增强。**28 家上市公司，2018 年经营活动净现金流合计为 2108 亿元，同比增加 142 亿元，涨幅 7.2%；资产负债率平均为 55.3%，同比下降 0.8 个百分点；现金流动负债比率 34.6%，同比上涨 0.9 个百分点。
- **2019 年一季度煤价强于预期，业绩同比小幅上涨。**重点关注的 28 家上市公司，2019Q1 合计实现归母净利润 253 亿元，同比上涨 4.5%，如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家上市公司，2017 年合计实现归母净利润 127 亿元，同比上涨 1.1%，同比业绩的好转主要是由于焦煤价格上涨以及煤炭产销量同比上涨。
- **2019 年动力煤韧性犹存，预计价格依然中高位。**2019 年一季度陕西榆林矿难后，当地政府强化安检力度，大面积煤矿停产整顿，复产节奏不及预期，煤炭主产区的产销量明显收缩，动力煤价格在 2、3 月份上涨之后，呈

现中高位窄幅震荡状态，价格表现强于市场预期。4-5月份以来，受环保、安监、煤管票控制等影响，产地动力煤价格持续强势，支撑着发运到港口的煤炭价格，随着夏季旺季的逐渐到来，港口煤价有望迎来企稳反弹。动力煤下半年均价一般高于上半年，全年均价预测在610—620元/吨区间。

- **2019年炼焦煤价格仍然以稳为主。**资源相对稀缺的焦煤，价格震动幅度一直比较小，炼焦煤价格在整个一季度基本保持平稳，主要是由于炼焦煤的供给整体保持偏紧，以及下游焦化企业开工率较高所致。2019年，环保政策调整背景下下游焦化需求有望提升，且超千米老矿强化安检叠加限制澳洲焦煤进口，整体供需格局向好，我们预计焦煤均价可能同比保持持平。
- **投资策略：**前期我们一直强调市场逻辑将逐步由前期的“经济退、政策进”演变为“经济稳、政策平”阶段，央行所提的稳健货币政策（总体上力度得当、松紧适度）也充分印证了这一点，因此股票市场的大趋势依然向好。在此背景下，前期滞涨的周期和蓝筹股的估值修复预计将会是下一阶段的主流板块，煤炭股的估值修复将从1-2月份的流动性推升被动修复进入对经济见底预期推升下的主动修复阶段。主要看好长协占比高或产量有增长的标的：**陕西煤业、中国神华**等，高弹性标的建议关注：**兖州煤业、恒源煤电**，同时焦煤股建议关注：**淮北矿业、潞安环能**以及有望受益于山西国改标的：**西山煤电**，焦化股建议关注：**开滦股份、山西焦化**，以及煤炭供应链标的**瑞茂通**。
- **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

## 内容目录

<b>2018 年综述：煤价全年高位，业绩继续改善</b> .....	<b>- 5 -</b>
2018 年全年煤炭供需基本平衡，价格同比继续上涨.....	- 5 -
业绩同比继续好转，主因煤价同比上涨&产销量同比上涨.....	- 5 -
产销同比继续上涨，主因政策鼓励&先进产能投放.....	- 10 -
吨煤售价弱于成本上涨，致使毛利同比小幅下滑.....	- 11 -
期间费用率同比上涨，主因管理费用率上涨.....	- 12 -
公司单位盈利能力弱于上年同期.....	- 13 -
应收账款和存货周转天数同比继续下降.....	- 14 -
经营性现金流同比继续好转，偿债能力亦继续好转.....	- 15 -
<b>2019 年一季度：煤价强于预期，业绩同比小幅上涨</b> .....	<b>- 17 -</b>
矿难致使安检力度强化，2019Q1 煤价强于预期.....	- 17 -
业绩同比小幅增长，主因焦煤价格上涨&产销量上涨.....	- 17 -
<b>2019 年煤价展望：韧性犹存，预计价格中枢小幅回落</b> .....	<b>- 19 -</b>
<b>投资策略：经济稳、政策平，板块估值修复尚有空间</b> .....	<b>- 19 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 20 -</b>

## 图表目录

图表 1: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 5 -
图表 2: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 5 -
图表 3: 京唐港主焦煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 5 -
图表 4: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 5 -
图表 5: 28 家上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) .....	- 6 -
图表 6: 28 家上市公司非经常性损益和扣非归母净利润情况 (单位: 百万元) ..	- 7 -
图表 7: 28 家上市公司归母净利润环比情况 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 8: 28 家公司营业收入总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 9: 28 家公司净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 10: 28 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 11: 28 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 12: 27 家 (剔除神华) 营业收入总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 13: 27 家 (剔除神华) 净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 14: 27 家 (剔除神华) 归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 10 -
图表 15: 27 家 (剔除神华) 扣非归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 10 -
图表 16: 28 家上市公司产销情况 (单位: 万吨) .....	- 10 -

图表 17: 28 家上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨) .....	- 11 -
图表 18: 28 家上市公司期间费用率情况 .....	- 13 -
图表 19: 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 .....	- 14 -
图表 20: 28 家上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天) .....	- 15 -
图表 21: 28 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元) .....	- 16 -
图表 22: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 17 -
图表 23: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 17 -
图表 24: 京唐港主焦煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 17 -
图表 25: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 17 -
图表 26: 28 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) ...	- 18 -
图表 27: 目前煤价在历史上处于什么位置? .....	- 19 -
图表 28: 重点公司盈利预测与估值 .....	- 20 -

## 2018 年综述：煤价全年高位，业绩继续改善

### 2018 年全年煤炭供需基本平衡，价格同比继续上涨

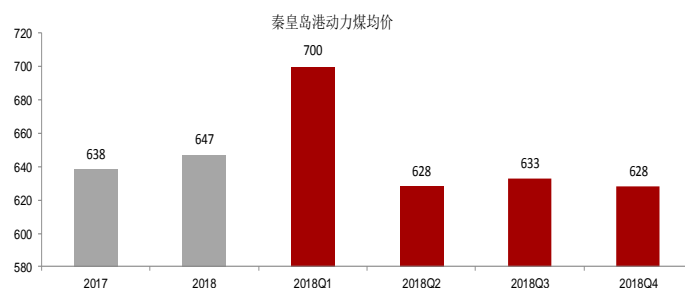
- 2018 年，煤炭市场供需实现基本平衡。随着政策鼓励以及部分新建矿井投产，2018 年国内原煤产量有所释放，原煤产量 36.8 亿吨，同比增长 4.5%。煤炭进口量 2.81 亿吨，同比增长 3.9%。国内工业企业产出增速高位企稳，叠加第三产业和居民用电需求继续高增长，全社会用电量水平再上新台阶，火电行业耗煤需求继续增长明显，据中煤协测算，全年煤炭消费小幅增长 1%。由于进口政策调控、水电替代以及贸易商预期情绪波动等因素，2018 年动力煤价整体呈现淡季不淡、旺季不旺的态势。资源相对稀缺的焦煤，价格震动幅度较小。
- 分煤种以及均价水平来看，2018 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 647 元/吨，同比上涨 1.4%；2018 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1764 元/吨，同比上涨 13.4%。

图表 1：秦皇岛港动力煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 2：秦港动力煤均价（单位：元/吨）



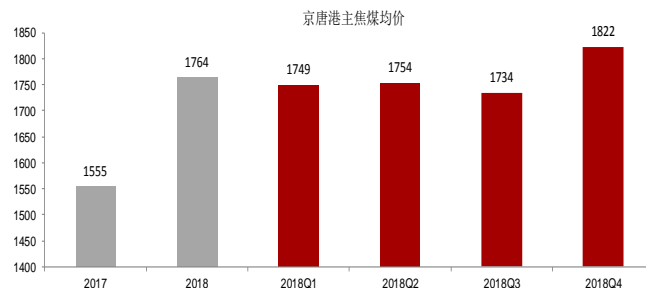
来源：中泰证券研究所，wind

图表 3：京唐港主焦煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 4：京唐港主焦煤均价（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

业绩同比继续好转，主因煤价同比上涨&产销量同比上涨

- **业绩同比继续小幅好转。**我们重点关注的 28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业），2018 年合计实现营业收入 9143 亿元，同比上涨 8.4%；合计实现净利润 1067 亿元，同比上涨 4%；合计实现归属母公司净利润 841 亿元，同比上涨 1.1%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2018 年合计实现净利润 526 亿元，同比上涨 8.5%；合计实现归属母公司净利润 403 亿元，同比上涨 5.5%。同比业绩的好转主要是由于煤炭价格同比上涨，以及产销量同比上涨所致。

**图表 5：28 家上市公司营业收入和盈利同比情况（单位：百万元）**

公司 名称	2017 营业收入	2018 营业收入	同比 变动	2017 净利润	2018 净利润	同比 变动	2017 归母净利	2018 归母净利	同比 变动
靖远煤电	3,981	4,092	2.8%	553	573	3.7%	552	573	3.7%
平庄能源	2,808	2,224	-20.8%	484	(251)	-151.9%	484	(251)	-151.9%
神火股份	18,899	18,835	-0.3%	306	(64)	-120.9%	368	239	-35.1%
冀中能源	20,382	21,458	5.3%	1,090	1,049	-3.7%	1,064	872	-18.1%
西山煤电	28,655	32,271	12.6%	1,838	2,149	16.9%	1,569	1,802	14.9%
露天煤业	7,589	8,230	8.4%	1,763	2,038	15.6%	1,755	2,027	15.5%
郑州煤电	5,712	4,810	-15.8%	855	390	-54.3%	627	152	-75.7%
兰花科创	7,566	8,529	12.7%	619	922	48.9%	782	1,081	38.3%
永泰能源	22,388	22,327	-0.3%	867	159	-81.6%	602	66	-89.1%
兖州煤业	151,228	163,008	7.8%	7,862	10,656	35.5%	6,771	7,909	16.8%
阳煤	28,114	32,684	16.3%	1,693	2,091	23.5%	1,638	1,971	20.4%
盘江股份	6,081	6,090	0.1%	866	944	9.1%	877	945	7.7%
安源煤业	4,130	5,049	22.2%	(718)	61	-108.6%	(690)	64	-109.3%
大有能源	6,834	7,861	15.0%	419	619	47.6%	480	651	35.6%
上海能源	6,334	6,849	8.1%	315	582	84.5%	519	661	27.4%
山煤国际	40,937	38,143	-6.8%	1,088	1,412	29.8%	381	220	-42.3%
恒源煤电	6,536	5,900	-9.7%	1,110	1,223	10.2%	1,105	1,221	10.5%
开滦股份	18,562	20,460	10.2%	574	1,614	181.0%	517	1,363	163.9%
大同煤业	9,163	11,259	22.9%	1,381	1,177	-14.7%	599	660	10.1%
中国神华	248,746	264,101	6.2%	54,050	54,041	0.0%	45,037	43,867	-2.6%
昊华能源	5,576	5,810	4.2%	724	826	14.0%	625	721	15.4%
陕西煤业	50,927	57,224	12.4%	15,726	15,929	1.3%	10,449	10,993	5.2%
平煤	20,742	20,153	-2.8%	1,540	883	-42.7%	1,377	715	-48.1%
潞安环能	23,544	25,140	6.8%	2,466	1,941	-21.3%	2,782	2,663	-4.3%
中煤能源	81,123	104,140	28.4%	4,446	6,228	40.1%	2,414	3,435	42.3%
*ST 大洲	1,603	1,589	-0.9%	45	(1,062)	-2476.1%	21	(878)	-4205.2%
红阳能源	7,691	7,311	-4.9%	465	112	-75.8%	465	113	-75.7%
新集能源	7,467	8,750	17.2%	115	407	254.1%	22	261	1080.7%
<b>合计</b>	<b>843,319</b>	<b>914,298</b>	<b>8.4%</b>	<b>102,541</b>	<b>106,650</b>	<b>4.0%</b>	<b>83,193</b>	<b>84,117</b>	<b>1.1%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>594,573</b>	<b>650,197</b>	<b>9.4%</b>	<b>48,491</b>	<b>52,609</b>	<b>8.5%</b>	<b>38,156</b>	<b>40,250</b>	<b>5.5%</b>

来源：wind、中泰证券研究所

- 扣非后业绩仍表现为小幅增长。**从扣非归母净利润来看，28 家上市公司 2018 年实现扣非归母净利润 829 亿元，同比上涨 4.1%；非经常性损益 11.9 亿元，同比下降 66.4%。如果剔除中国神华，27 家上市公司，2018 年合计实现扣非归母净利润 369 亿元，同比增长 6.7%；非经常性损益 33.9 亿元，同比下降 6.3%。2018 年非经常性损益总体规模并不大且同比下降，所以真正的业务经营才是 2018 年煤炭行业继续好转的主要原因。

**图表 6： 28 家上市公司非经常性损益和扣非归母净利情况（单位：百万元）**

公司 名称	2017 扣非归母净利润	2018 扣非归母净利润	同比 变动	2017 非经常性损益	2018 非经常性损益	同比 变动
靖远煤电	604	542	-10.3%	(52.1)	30.8	-159.0%
平庄能源	338	(311)	-191.9%	145.9	59.6	-59.1%
神火股份	495	(2,279)	-560.3%	(127.1)	2,518.1	-2081.9%
冀中能源	1,102	949	-13.9%	(37.9)	(76.6)	102.1%
西山煤电	1,572	1,740	10.7%	(2.5)	62.4	-2635.7%
露天煤业	1,689	1,899	12.4%	65.1	128.2	96.9%
郑州煤电	586	125	-78.7%	41.2	27.9	-32.4%
兰花科创	789	1,090	38.1%	(7.6)	(9.4)	24.6%
永泰能源	654	(620)	-194.9%	(51.2)	686.3	-1440.2%
兖州煤业	5,752	8,491	47.6%	1,018.7	(582.5)	-157.2%
阳煤	1,637	1,733	5.9%	1.0	238.1	23421.5%
盘江股份	747	896	20.0%	130.6	49.3	-62.3%
安源煤业	(653)	110	-116.8%	(36.8)	(45.6)	23.8%
大有能源	500	647	29.3%	(19.7)	4.5	-122.7%
上海能源	514	577	12.3%	4.7	84.0	1677.6%
山煤国际	(1,229)	507	-141.3%	1,610.1	(286.9)	-117.8%
恒源煤电	1,088	1,022	-6.0%	16.8	198.4	1082.9%
开滦股份	526	1,371	160.5%	(9.9)	(8.1)	-18.0%
大同煤业	68	656	862.7%	531.0	3.4	-99.4%
中国神华	45,104	46,065	2.1%	(67.0)	(2,198.0)	3180.6%
昊华能源	641	787	22.9%	(15.7)	(66.1)	322.0%
陕西煤业	10,431	11,075	6.2%	18.6	(82.0)	-540.7%
平煤	1,358	708	-47.8%	19.4	6.9	-64.5%
潞安环能	2,780	2,654	-4.5%	2.3	8.9	283.0%
中煤能源	2,070	3,441	66.2%	344.4	(6.7)	-101.9%
*ST 大洲	(110)	(878)	702.0%	130.9	0.0	-100.0%
红阳能源	447	(90)	-120.1%	17.9	202.8	1033.8%
新集能源	142	15	-89.2%	(119.5)	246.1	-306.0%
<b>合计</b>	<b>79,641</b>	<b>82,923</b>	<b>4.1%</b>	<b>3,551.9</b>	<b>1,193.8</b>	<b>-66.4%</b>
<b>合计 (剔除神华)</b>	<b>34,537</b>	<b>36,858</b>	<b>6.7%</b>	<b>3,618.9</b>	<b>3,391.8</b>	<b>-6.3%</b>

来源：wind、中泰证券研究所

- 2018Q4 单季业绩明显下滑，主要由于计提资产减值损失等。**2018 年前

三季度，28 家上市公司各单季度的归母净利润基本维持在 220 亿元以上，但 2018Q4 业绩仅为 136 亿元，环比 Q3 大幅下降 39.1%。如果剔除中国神华后，27 家上市公司，2018 年前三季度各单季度的归母净利润基本在 100 亿元以上，但 2018Q4 业绩仅为 50 亿元，环比 Q3 大幅下降 50%。2018Q4 单季业绩的环比下降主要是由于多数煤炭企业习惯性在四季度增加成本费用以及计提资产减值损失。

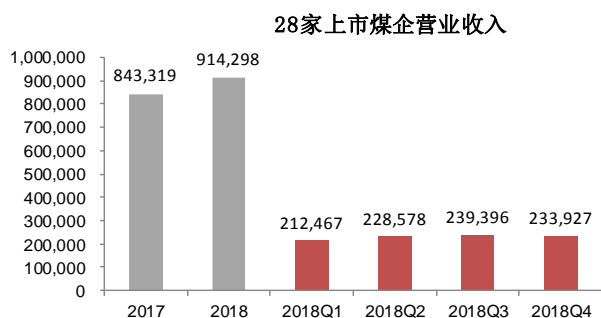
**图表 7：28 家上市公司归母净利环比情况（单位：百万元）**

公司 名称	2018Q1 归母净利	2018Q2 归母净利	2018Q3 归母净利	2018Q4 归母净利	Q4/Q3 环比变动
靖远煤电	186	154	152	80	-47.5%
平庄能源	(4)	(19)	(29)	(199)	588.9%
神火股份	69	260	(37)	(53)	41.7%
冀中能源	287	318	244	23	-90.4%
西山煤电	513	602	407	280	-31.3%
露天煤业	750	427	332	518	56.3%
郑州煤电	41	61	62	(12)	-119.9%
兰花科创	195	434	360	92	-74.3%
永泰能源	511	(174)	(305)	35	-111.4%
兖州煤业	2,228	2,114	1,163	2,405	106.8%
阳煤	501	385	519	567	9.3%
盘江股份	275	253	199	219	9.9%
安源煤业	14	42	26	(17)	-167.2%
大有能源	291	158	225	(22)	-109.7%
上海能源	341	262	153	(95)	-162.0%
山煤国际	33	249	73	(183)	-352.3%
恒源煤电	204	249	236	532	125.3%
开滦股份	255	328	409	372	-9.0%
大同煤业	125	350	183	2	-98.9%
中国神华	11,633	11,344	12,301	8,589	-30.2%
昊华能源	270	368	270	(186)	-169.1%
陕西煤业	2,841	3,103	2,920	2,129	-27.1%
平煤	64	246	219	186	-15.4%
潞安环能	713	678	838	434	-48.2%
中煤能源	1,411	1,345	1,369	(690)	-150.4%
*ST 大洲	18	15	(50)	(861)	1630.6%
红阳能源	87	(40)	(44)	109	-350.5%
新集能源	355	409	143	(647)	-551.0%
<b>合计</b>	<b>24,207</b>	<b>23,920</b>	<b>22,335</b>	<b>13,605</b>	<b>-39.1%</b>
<b>合计 (剔除神华)</b>	<b>12,574</b>	<b>12,576</b>	<b>10,034</b>	<b>5,016</b>	<b>-50.0%</b>

来源：wind、中泰证券研究所

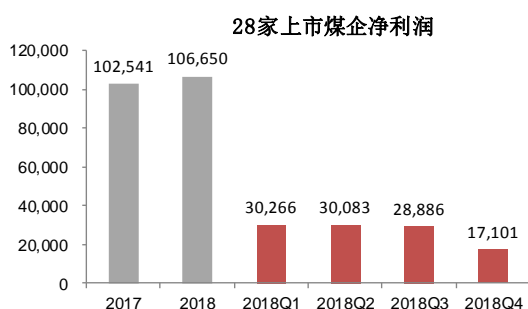


图表 8: 28 家公司营业收入总计 (单位: 百万元)



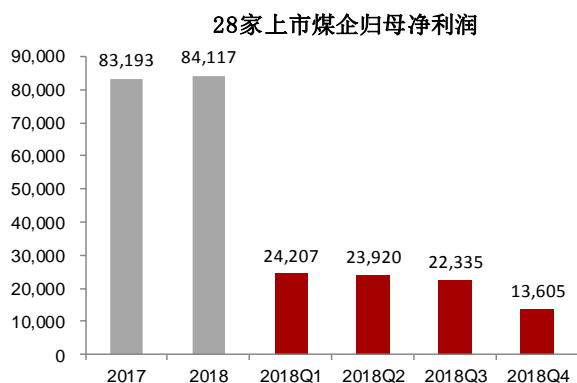
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 9: 28 家公司净利润总计 (单位: 百万元)



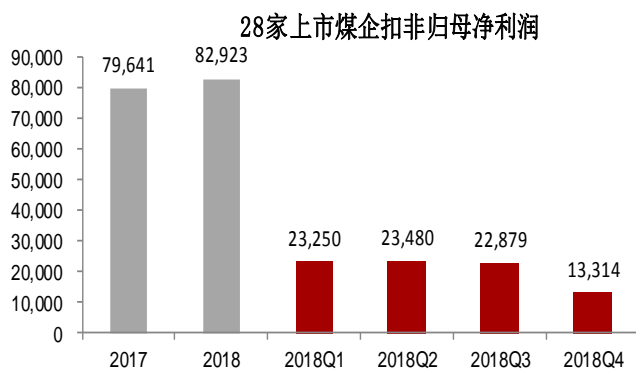
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 10: 28 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元)



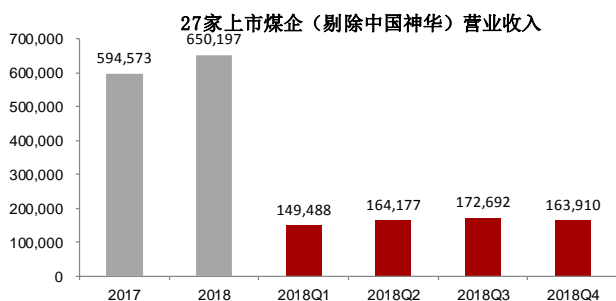
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 11: 28 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)



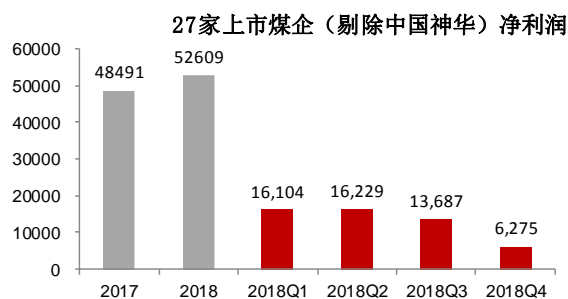
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 12: 27 家 (剔除神华) 营业收入总计 (单位: 百万元)

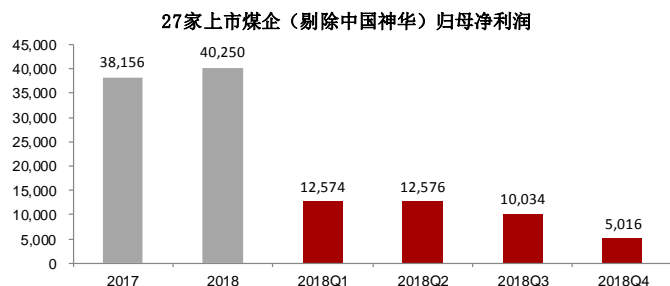


来源: 中泰证券研究所, wind

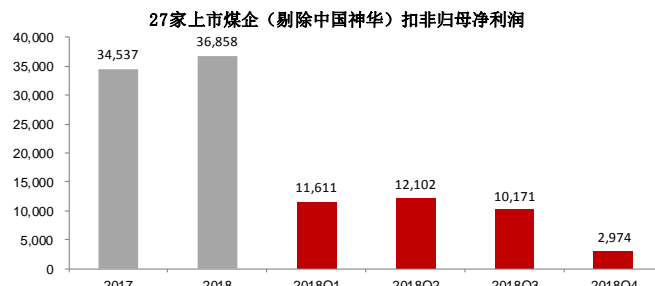
图表 13: 27 家 (剔除神华) 净利润总计 (单位: 百万元)



来源: 中泰证券研究所, wind

**图表 14: 27 家 (剔除神华) 归母净利润总计 (单位: 百万元)**


来源: 中泰证券研究所, wind

**图表 15: 27 家 (剔除神华) 扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)**


来源: 中泰证券研究所, wind

### 产销同比继续上涨, 主因政策鼓励&先进产能投放

- 随着政策鼓励以及部分新建矿井投产, 2018 年上市公司的产量和销量均同比继续上涨。28 家公司来看, 2018 年产量为 10.0 亿吨, 同比上涨 5.8%, 销量 13.74 亿吨, 同比上涨 8.7%。如果剔除掉中国神华, 27 家公司来看, 2018 年产量为 7.05 亿吨, 同比上涨 8.3%, 销量 9.1 亿吨, 同比上涨 11.3%。

**图表 16: 28 家上市公司产销情况 (单位: 万吨)**

公司名称	2017	2018	同比变动	2017	2018	同比变动
	产量	产量		销量	销量	
靖远煤电	995	935	-6.0%	1,052	938	-10.8%
平能能源	644	495	-23.1%	644	497	-22.9%
神火股份	626	564	-10.0%	643	548	-14.7%
冀中能源	2,753	2,830	2.8%	2,758	2,845	3.1%
西山煤电	2,498	2,745	9.9%	2,385	2,561	7.4%
露天煤业	4,594	4,713	2.6%	4,594	4,710	2.5%
郑州煤电	921	812	-11.8%	932	834	-10.5%
兰花科创	720	755	4.9%	678	758	11.8%
永泰能源	949	977	2.9%	950	976	2.7%
兖州煤业	8,562	10,590	23.7%	9,680	11,394	17.7%
阳煤	3,545	3,854	8.7%	6,687	7,128	6.6%
盘江股份	828	869	5.0%	720	739	2.7%
安源煤业	211	217	3.1%	232	225	-2.7%
大有能源	1,496	1,576	5.3%	1,620	1,612	-0.4%
上海能源	786	779	-0.9%	546	536	-2.0%
山煤国际	2,302	3,441	49.5%	9,623	11,229	16.7%
恒源煤电	1,199	1,082	-9.8%	960	880	-8.3%
开滦股份	810	718	-11.3%	293	304	3.8%
大同煤业	2,418	3,105	28.4%	2,057	2,639	28.3%

中国神华	29,540	29,660	0.4%	44,380	46,090	3.9%
昊华能源	818	1,047	28.0%	1,063	1,292	21.5%
陕西煤业	10,097	10,809	7.1%	12,338	14,293	15.8%
平煤	3,125	3,080	-1.4%	2,691	2,603	-3.3%
潞安环能	4,160	4,150	-0.2%	3,805	3,806	0.0%
中煤能源	7,554	7,713	2.1%	12,927	15,565	20.4%
*ST 大洲	286	313	9.4%	276	297	7.9%
红阳能源	561	592	5.5%	552	594	7.6%
新集能源	1,655	1,769	6.9%	1,315	1,500	14.1%
<b>合计</b>	<b>94,656</b>	<b>100,190</b>	<b>5.8%</b>	<b>126,400</b>	<b>137,392</b>	<b>8.7%</b>
<b>合计 (剔除神华)</b>	<b>65,116</b>	<b>70,530</b>	<b>8.3%</b>	<b>82,020</b>	<b>91,302</b>	<b>11.3%</b>

来源: wind、中泰证券研究所

### 吨煤售价弱于成本上涨, 致使毛利同比小幅下滑

- 2018 年 28 家上市公司煤炭的平均销售价格为 456 元/吨, 同比略增 0.3%; 平均销售成本 300 元/吨, 同比上涨 3.5%; 平均毛利 156 元/吨, 同比下降 5.4%; 毛利率 34.2%, 同比下降 2.1 个百分点, 所以煤炭板块单位盈利能力有所放缓。

图表 17: 28 家上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨)

公司 名称	2018 销售价格	同比 变动	2018 销售成本	同比 变动	2018 毛利	同比 变动	2018 毛利率	同比 变动
靖远煤电	342	9.0%	222	16.0%	120	-2.0%	35.1%	(3.9)
平庄能源	338	-5.3%	224	28.0%	113	-37.5%	33.6%	(17.3)
神火股份	729	17.3%	453	30.8%	277	0.4%	37.9%	(6.4)
冀中能源	619	0.0%	434	-2.5%	185	6.3%	29.9%	1.8
西山煤电	675	1.7%	300	6.6%	375	-1.8%	55.6%	(2.0)
露天煤业	139	4.1%	77	2.3%	62	6.6%	44.4%	1.0
郑州煤电	459	7.4%	266	22.2%	192	-8.0%	41.9%	(7.0)
兰花科创	708	6.4%	309	-0.2%	399	12.3%	56.3%	2.9
永泰能源	670	-22.2%	283	-30.7%	387	-14.6%	57.7%	5.2
兖州煤业	548	9.4%	303	13.9%	245	4.4%	44.7%	(2.2)
阳煤	437	9.2%	353	12.7%	84	-3.1%	19.2%	(2.4)
盘江股份	791	-2.7%	527	0.2%	263	-8.0%	33.3%	(1.9)
安源煤业	675	20.4%	451	-2.4%	224	126.8%	33.2%	15.6
大有能源	461	17.3%	302	23.0%	159	7.7%	34.5%	(3.1)
上海能源	978	7.1%	523	4.1%	455	10.7%	46.5%	1.5
山煤国际	330	-15.3%	263	-20.5%	67	13.3%	20.4%	5.2
恒源煤电	633	2.8%	344	-1.3%	289	8.2%	45.7%	2.3
开滦股份	1,193	6.5%	701	-10.5%	492	46.1%	41.2%	11.2

大同煤业	406	-5.6%	188	-3.4%	217	-7.4%	53.6%	(1.0)
中国神华	445	0.8%	320	4.4%	126	-7.3%	28.2%	(2.5)
昊华能源	366	-14.1%	146	-31.3%	219	3.2%	60.0%	10.0
陕西煤业	385	-2.6%	194	12.6%	190	-14.4%	49.4%	(6.8)
平煤	655	1.6%	504	4.0%	151	-5.5%	23.1%	(1.8)
潞安环能	565	4.4%	322	8.5%	244	-0.6%	43.1%	(2.1)
中煤能源	495	-0.6%	361	10.0%	134	-20.9%	27.1%	(7.0)
*ST 大洲	223	6.1%	123	0.1%	100	14.4%	44.9%	3.3
红阳能源	612	-13.5%	463	5.1%	149	-44.1%	24.4%	(13.4)
新集能源	374	5.4%	172	-4.7%	202	16.0%	54.0%	4.9
<b>加权平均</b>	<b>456</b>	<b>0.3%</b>	<b>300</b>	<b>3.5%</b>	<b>156</b>	<b>-5.4%</b>	<b>34.2%</b>	<b>-2.1</b>
<b>加权平均 值（剔除 神华）</b>	<b>462</b>	<b>-0.1%</b>	<b>291</b>	<b>3.2%</b>	<b>171</b>	<b>-5.2%</b>	<b>37.1%</b>	<b>(2.0)</b>

来源：wind、中泰证券研究所

#### 期间费用率同比上涨，主因管理费用率上涨

- 期间费用方面，管理费用率略增，销售费用率略降，财务费用率持平。从绝对值来看，2018 年累计期间费用 1094 亿元，同比上涨 5.7%，其中，销售费用 281 亿元，同比上涨 6.4%，管理费用 539 亿元，同比上涨 5.5%，财务费用 274 亿元，同比上涨 5.2%；综合来看，绝对值的增长主要是由于煤价上涨营收规模变大所致。从相对值来看，2018 年期间费用率 15.7%，同比增长 0.5 个百分点，其中，销售费用率 3.1%，同比下降 0.3 个百分点，管理费用率 8.4%，同比增长 0.8 个百分点，财务费用率 4.1%，同比持平；综合来看，期间费用率的上升主要是由于管理费用率上升所致，由于经济效益向好，企业适当提高了员工薪酬待遇，增加了设备修理费等。

**图表 18: 28 家上市公司期间费用率情况**

公司 名称	2018 期间费用率	同比变动 百分点	2018 销售费用率	同比变动 百分点	2018 管理费用率	同比变动 百分点	2018 财务费用率	同比变动 百分点
靖远煤电	7.1%	(2.8)	1.7%	(2.4)	5.1%	(0.2)	0.3%	(0.2)
平庄能源	33.2%	10.4	2.0%	(0.2)	33.1%	11.3	-1.9%	(0.7)
神火股份	16.1%	(0.0)	2.2%	(0.3)	3.6%	0.5	10.3%	(0.2)
冀中能源	14.9%	0.8	1.7%	0.0	10.4%	1.2	2.8%	(0.3)
西山煤电	17.7%	(0.8)	7.6%	(1.0)	7.3%	0.6	2.8%	(0.4)
露天煤业	5.3%	1.0	0.3%	0.0	4.0%	1.2	0.9%	(0.3)
郑州煤电	17.0%	3.8	1.5%	0.1	9.5%	0.9	6.0%	2.8
兰花科创	21.5%	1.0	2.7%	(0.2)	13.8%	0.9	5.0%	0.3
永泰能源	24.8%	4.3	0.5%	0.3	4.3%	0.2	20.0%	3.8
兖州煤业	9.4%	1.5	3.7%	1.1	3.6%	0.7	2.1%	(0.3)
阳煤	6.4%	(1.5)	0.8%	(0.3)	3.9%	(0.3)	1.7%	(0.9)
盘江股份	12.4%	0.2	0.3%	0.1	10.6%	(0.1)	1.5%	0.2
安源煤业	8.9%	(2.5)	1.2%	(0.8)	3.2%	(1.3)	4.4%	(0.5)
大有能源	17.2%	(3.1)	1.8%	(0.2)	11.9%	(2.1)	3.5%	(0.8)
上海能源	13.9%	1.8	2.2%	(0.3)	10.3%	2.1	1.4%	(0.1)
山煤国际	8.2%	1.3	0.9%	0.2	3.5%	0.9	3.7%	0.2
恒源煤电	19.5%	3.7	1.7%	0.4	15.9%	3.7	1.9%	(0.3)
开滦股份	5.3%	(0.5)	1.3%	(0.0)	2.5%	(0.1)	1.5%	(0.4)
大同煤业	27.3%	(3.6)	17.9%	(2.2)	3.8%	(1.0)	5.5%	(0.3)
中国神华	9.5%	0.1	0.3%	0.0	7.7%	(0.1)	1.5%	0.2
昊华能源	26.5%	6.4	10.7%	2.1	11.2%	5.2	4.6%	(0.9)
陕西煤业	13.0%	(3.0)	3.8%	(3.2)	9.1%	0.6	0.1%	(0.4)
平煤	11.0%	0.7	0.9%	(0.0)	4.8%	0.2	5.3%	0.5
潞安环能	16.2%	(0.5)	1.5%	(0.4)	10.7%	(0.2)	4.0%	0.0
中煤能源	17.8%	(3.1)	10.2%	(2.1)	4.1%	(0.5)	3.5%	(0.5)
*ST 大洲	26.1%	2.1	5.7%	1.0	14.3%	(0.6)	6.1%	1.7
红阳能源	13.2%	(0.7)	2.0%	(0.2)	6.6%	(0.0)	4.7%	(0.5)
新集能源	18.9%	(3.5)	0.5%	0.0	6.7%	(1.3)	11.7%	(2.2)
<b>算数平均</b>	<b>15.65%</b>	<b>0.5</b>	<b>3.1%</b>	<b>(0.3)</b>	<b>8.4%</b>	<b>0.8</b>	<b>4.1%</b>	<b>(0.0)</b>
<b>算数平均 (剔除神华)</b>	<b>15.88%</b>	<b>0.5</b>	<b>3.2%</b>	<b>(0.3)</b>	<b>8.4%</b>	<b>0.8</b>	<b>4.2%</b>	<b>(0.0)</b>

来源: wind、中泰证券研究所

### 公司单位盈利能力弱于上年同期

- 从销售毛利率来看, 28 家上市公司 2018 年平均值为 31.4%, 同比下降 0.7 个百分点, 其中有 11 家公司毛利率同比好转; 从销售净利率来看, 28 家上市公司 2018 年平均值为 6.0%, 同比下降 3.0 个百分点, 其中有 16 家公司净利率同比好转; 从 ROE 来看, 28 家上市公司 2018 年平均值为 6.8%, 同比下降 0.9 个百分点, 其中有 13 家公司 ROE 同比好转。如果剔除中国神华, 公司的盈利能力也略差于去年同期。

**图表 19: 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况**

公司 名称	2017 毛利率	2018 毛利率	同比变动 百分点	2017 净利率	2018 净利率	同比变动百 分点	2017 ROE	2018 ROE	同比变动百 分点
靖远煤电	33.3%	28.7%	(4.6)	13.9%	14.0%	0.1	8.4%	8.1%	(0.3)
平庄能源	44.5%	29.6%	(14.9)	17.2%	-11.3%	(28.5)	11.1%	-5.7%	(16.9)
神火股份	24.0%	12.6%	(11.4)	1.6%	-0.3%	(2.0)	6.4%	4.0%	(2.4)
冀中能源	24.6%	26.8%	2.2	5.3%	4.9%	(0.5)	5.6%	4.5%	(1.2)
西山煤电	33.5%	31.8%	(1.7)	6.4%	6.7%	0.2	9.1%	9.5%	0.4
露天煤业	43.4%	44.5%	1.1	23.2%	24.8%	1.5	17.4%	17.6%	0.1
郑州煤电	35.0%	34.3%	(0.6)	15.0%	8.1%	(6.9)	20.4%	4.6%	(15.9)
兰花科创	36.0%	42.5%	6.4	8.2%	10.8%	2.6	8.7%	11.0%	2.3
永泰能源	28.0%	26.5%	(1.5)	3.9%	0.7%	(3.2)	2.5%	0.3%	(2.2)
兖州煤业	16.6%	19.5%	2.9	5.2%	6.5%	1.3	14.0%	13.5%	(0.5)
阳煤	21.1%	18.8%	(2.3)	6.0%	6.4%	0.4	11.5%	11.6%	0.1
盘江股份	35.7%	33.9%	(1.8)	14.2%	15.5%	1.3	14.0%	14.5%	0.5
安源煤业	9.5%	13.3%	3.8	-17.4%	1.2%	18.6	-60.6%	7.8%	68.4
大有能源	36.0%	33.6%	(2.4)	6.1%	7.9%	1.7	7.0%	8.4%	1.3
上海能源	34.6%	31.0%	(3.6)	5.0%	8.5%	3.5	6.0%	7.2%	1.2
山煤国际	14.4%	20.0%	5.6	2.7%	3.7%	1.0	8.5%	4.8%	(3.8)
恒源煤电	40.9%	45.8%	4.9	17.0%	20.7%	3.7	17.6%	16.6%	(0.9)
开滦股份	11.0%	16.4%	5.4	3.1%	7.9%	4.8	5.8%	13.8%	8.0
大同煤业	53.7%	51.6%	(2.2)	15.1%	10.5%	(4.6)	11.3%	12.6%	1.2
中国神华	42.2%	41.1%	(1.1)	21.7%	20.5%	(1.3)	14.7%	13.9%	(0.7)
昊华能源	45.7%	54.4%	8.7	13.0%	14.2%	1.2	9.0%	9.3%	0.3
陕西煤业	55.4%	48.7%	(6.7)	30.9%	27.8%	(3.0)	26.6%	22.9%	(3.7)
平煤	21.4%	19.8%	(1.6)	7.4%	4.4%	(3.0)	11.7%	5.8%	(5.9)
潞安环能	40.8%	40.1%	(0.7)	10.5%	7.7%	(2.8)	15.3%	12.1%	(3.2)
中煤能源	32.4%	28.6%	(3.8)	5.5%	6.0%	0.5	2.8%	3.8%	1.0
*ST 大洲	24.5%	27.8%	3.2	2.8%	-66.9%	(69.7)	1.0%	-50.1%	(51.0)
红阳能源	24.0%	15.1%	(9.0)	6.0%	1.5%	(4.5)	8.6%	2.1%	(6.6)
新集能源	37.0%	41.7%	4.6	1.5%	4.7%	3.1	0.5%	5.2%	4.7
<b>算数平均</b>	<b>32.1%</b>	<b>31.4%</b>	<b>-0.7</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-3.0</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>-0.9</b>
<b>算数平均 (除神华)</b>	<b>31.7%</b>	<b>31.0%</b>	<b>-0.7</b>	<b>8.5%</b>	<b>5.4%</b>	<b>-3.1</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-0.9</b>

来源: wind、中泰证券研究所

### 应收账款和存货周转天数同比继续下降

- 应收账款方面, 2018 年 28 家上市公司应收账款周转天数平均为 39 天, 同比下降 3 天, 降幅 9.1%; 存货周转天数 29 天, 同比下降 2 天, 降幅 7.2%。2018 年煤炭供给整体处于缓慢释放状态, 下游需求和补库较为积极, 煤炭企业的市场地位依然相对主动, 应收账款和存货周转天数均继续下降。

图表 20: 28 家上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)

公司 名称	2018			2017		
	应收账款 周转天数	应收账款 周转天数	同比 变动	存货周转天数	存货周转天数	同比 变动
靖远煤电	51	31	-38.5%	40	37	-6.7%
平庄能源	68	89	31.1%	9	9	1.8%
神火股份	4	4	-1.1%	132	121	-8.3%
冀中能源	75	50	-32.7%	23	16	-28.9%
西山煤电	44	25	-43.3%	61	53	-13.0%
露天煤业	89	104	17.0%	28	26	-7.1%
郑州煤电	110	137	24.8%	30	35	19.1%
兰花科创	6	6	-5.3%	42	40	-6.4%
永泰能源	60	52	-14.4%	11	13	20.2%
兖州煤业	8	9	18.8%	10	13	31.6%
阳煤	42	31	-26.8%	11	8	-25.9%
盘江股份	38	33	-13.5%	10	10	1.0%
安源煤业	50	39	-20.9%	16	12	-24.0%
大有能源	60	53	-11.5%	29	18	-40.1%
上海能源	13	8	-34.7%	22	22	-0.1%
山煤国际	38	29	-22.3%	19	20	2.3%
恒源煤电	13	11	-18.5%	23	31	34.0%
开滦股份	35	36	3.3%	32	26	-19.7%
大同煤业	63	39	-37.3%	26	21	-19.0%
中国神华	21	15	-30.4%	31	25	-20.0%
昊华能源	17	11	-38.0%	49	53	9.0%
陕西煤业	32	28	-14.6%	13	12	-12.9%
平煤	24	23	-4.1%	31	30	-3.7%
潞安环能	61	56	-8.2%	29	21	-26.5%
中煤能源	31	20	-37.4%	49	38	-21.9%
*ST 大洲	54	71	31.5%	50	57	13.8%
红阳能源	56	52	-8.1%	22	23	0.8%
新集能源	27	21	-24.0%	20	16	-16.7%
算数平均	42	39	-9.1%	31	29	-7.2%
算数平均 (剔除神华)	43	39	-8.7%	31	29	-6.7%

来源: wind、中泰证券研究所

### 经营性现金流同比继续好转, 偿债能力亦继续好转

- 经营性现金流方面, 28 家上市公司 2018 年合计为 2108 亿元, 同比增加 142 亿元, 涨幅 7.2%; 资产负债率平均为 55.33%, 同比下降 0.8 个百分点; 现金流动负债比率 34.6%, 同比上涨 0.9 个百分点。如果剔除

掉中国神华，27 家上市公司 2018 年经营性现金流合计为 1226 亿元，同比增加 211 亿元，涨幅 20.7%；资产负债率平均为 56.2%，同比下降 0.7 个百分点；现金流动负债比率 25.2%，同比上涨 3.6 个百分点。综合来看，企业的现金流情况继续好转，资产负债率继续下降，偿债能力也继续好转。

图表 21：28 家上市公司负债和现金流情况（单位：百万元）

公司 名称	2017	2018	同比变 动绝对 值	2017	2018	同比变 动百分 点	2017	2018	同比变 动 百分点
	经营性现 金流	经营性 现金流		资产负债率	资产负债率		现金流动负 债比率	现金流动负 债比率	
靖远煤电	609	526	(83)	30.0%	27.9%	(2.1)	22.7%	21.0%	(1.8)
平庄能源	1,178	(200)	(1,378)	21.9%	20.1%	(1.8)	98.5%	-21.0%	(119.5)
神火股份	1,096	422	(674)	85.5%	85.7%	0.2	2.9%	1.0%	(1.9)
冀中能源	4,237	3,104	(1,133)	54.5%	52.9%	(1.7)	29.0%	21.0%	(8.0)
西山煤电	5,435	7,156	1,721	63.4%	64.0%	0.6	22.8%	30.4%	7.6
露天煤业	2,068	1,792	(276)	26.2%	30.2%	4.0	58.7%	49.8%	(8.9)
郑州煤电	535	740	205	60.9%	65.6%	4.7	8.0%	9.4%	1.4
兰花科创	1,340	2,194	854	57.4%	54.4%	(2.9)	13.0%	22.4%	9.4
永泰能源	4,582	4,839	257	73.1%	73.3%	0.2	11.7%	10.5%	(1.2)
兖州煤业	16,063	22,432	6,369	60.3%	58.3%	(2.1)	25.4%	38.0%	12.6
阳煤	2,870	3,764	894	62.8%	52.5%	(10.3)	12.3%	16.6%	4.2
盘江股份	894	888	(6)	44.8%	47.5%	2.6	22.6%	23.0%	0.4
安源煤业	164	147	(18)	90.2%	88.7%	(1.5)	4.0%	3.4%	(0.6)
大有能源	1,397	2,223	826	57.4%	50.7%	(6.7)	16.3%	26.4%	10.1
上海能源	732	1,011	279	35.7%	35.0%	(0.7)	21.0%	22.0%	0.9
山煤国际	5,451	3,761	(1,690)	80.6%	79.4%	(1.2)	20.6%	12.5%	(8.1)
恒源煤电	2,755	2,377	(378)	50.6%	45.0%	(5.6)	53.6%	48.0%	(5.7)
开滦股份	1,785	3,320	1,535	50.7%	49.5%	(1.2)	25.1%	34.4%	9.3
大同煤业	2,982	3,528	546	57.6%	61.0%	3.4	31.6%	32.6%	1.0
中国神华	95,152	88,248	(6,904)	33.9%	31.1%	(2.8)	82.1%	71.5%	(10.6)
昊华能源	1,769	2,338	569	42.3%	38.8%	(3.5)	49.8%	90.6%	40.8
陕西煤业	16,931	19,758	2,827	44.4%	44.9%	0.5	58.9%	68.9%	10.0
平煤	2,716	2,751	35	68.2%	70.0%	1.8	14.2%	12.9%	(1.3)
潞安环能	2,373	9,340	6,967	69.4%	65.6%	(3.8)	6.9%	27.7%	20.8
中煤能源	17,807	20,414	2,607	57.4%	58.2%	0.8	28.3%	29.5%	1.2
*ST 大洲	169	(317)	(486)	44.2%	55.4%	11.2	9.8%	-16.0%	(25.8)
红阳能源	1,435	904	(530)	66.7%	64.4%	(2.3)	14.8%	10.5%	(4.3)
新集能源	2,160	3,375	1,215	82.3%	79.5%	(2.8)	15.6%	30.9%	15.3
合计/ 加权平均	196,686	210,837	14,151				33.7%	34.6%	0.9
合计/ 加权平均 (除神华)	101,534	122,589	21,055				21.7%	25.2%	3.6

来源：wind、中泰证券研究所



## 2019 年一季度：煤价强于预期，业绩同比小幅上涨

### 矿难致使安检力度强化，2019Q1 煤价强于预期

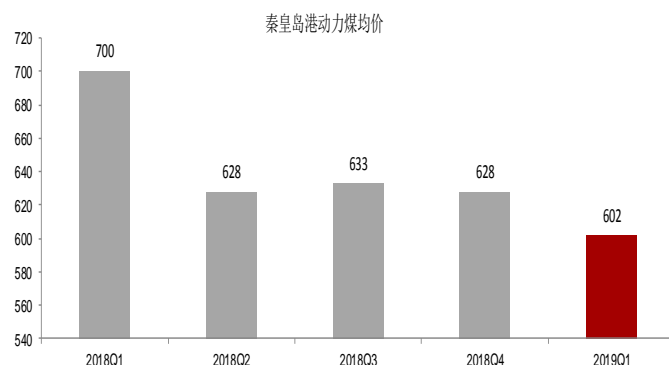
- 2019 年一季度，陕西榆林矿难后，当地政府强化安检力度，大面积煤矿停产整顿，复产节奏不及预期，煤炭主产区的产销量明显收缩，动力煤价格在 2、3 月份上涨之后，呈现中高位窄幅震荡状态，价格表现强于市场预期。以秦港 Q5500 平仓价来看，最高价为 638 元/吨（3 月 7 日），最低价 577 元/吨（1 月 11 日），煤价窄幅波动；炼焦煤价格基本保持稳定。
- 分煤种以及均价水平来看，2019Q1 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 602 元/吨，同比下降 14.0%；2019Q1 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1867 元/吨，同比上涨 6.7%。

图表 22：秦皇岛港动力煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 23：秦港动力煤均价（单位：元/吨）



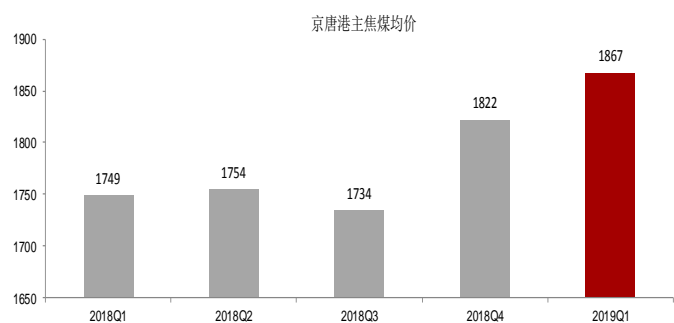
来源：中泰证券研究所，wind

图表 24：京唐港主焦煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 25：京唐港主焦煤均价（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

业绩同比小幅增长，主因焦煤价格上涨&产销量上涨

- 我们重点关注的 28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业），2019Q1 年合计实现营业收入 2302 亿元，同比上涨 8.3%；合计实现净利润 310 亿元，同比上涨 2.5%；合计实现归属母公司净利润 253 亿元，同比上涨 4.5%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2019Q1 合计实现净利润 162 亿元，同比上涨 0.5%；合计实现归属母公司净利润 127 亿元，同比上涨 1.1%。同比业绩的好转主要是由于焦煤价格上涨以及煤炭产销量同比上涨。

图表 26: 28 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

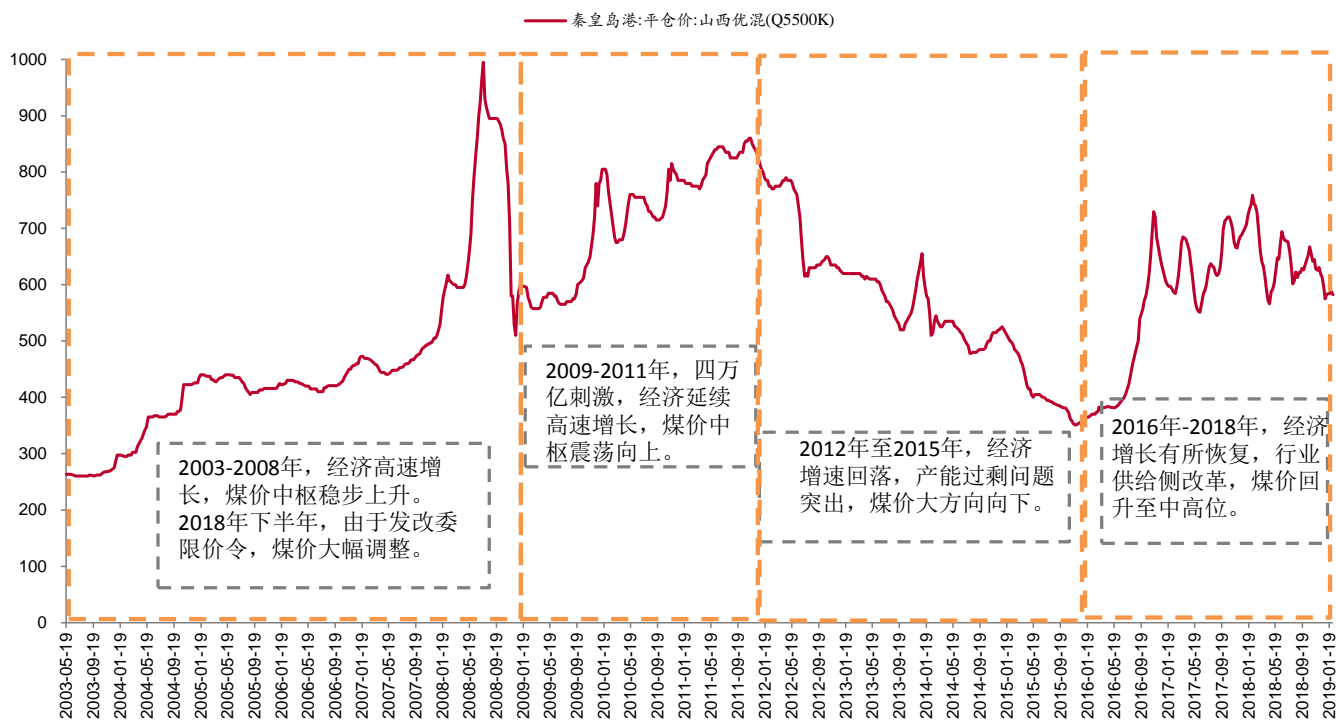
公司 名称	2018Q1 营业收入	2019Q1 营业收入	同比 变动	2018Q1 净利润	2019Q1 净利润	同比 变动	2018Q1 归母净利	2019Q1 归母净利	同比 变动
靖远煤电	1,193	1,265	6.1%	186	151	-19.2%	186	150	-19.2%
*ST 平能	536	403	-24.9%	(4)	(176)	4250.2%	(4)	(176)	4250.2%
神火股份	4,712	4,554	-3.4%	63	35	-44.5%	69	55	-20.3%
冀中能源	5,356	5,646	5.4%	329	296	-10.0%	287	234	-18.5%
西山煤电	7,299	8,510	16.6%	598	698	16.7%	513	594	15.8%
露天煤业	2,303	2,381	3.4%	758	805	6.2%	750	798	6.4%
郑州煤电	1,126	1,003	-10.9%	98	31	-68.3%	41	6	-84.4%
兰花科创	1,698	1,889	11.2%	146	178	21.9%	195	210	7.6%
永泰能源	4,669	5,261	12.7%	530	61	-88.5%	511	32	-93.7%
兖州煤业	32,334	48,244	49.2%	2,747	3,017	9.8%	2,228	2,308	3.6%
阳煤	8,040	8,089	0.6%	548	550	0.4%	501	529	5.7%
盘江股份	1,486	1,644	10.6%	275	295	7.4%	275	296	7.5%
*ST 安源	1,051	1,561	48.5%	14	14	-1.5%	14	19	37.8%
大有能源	2,055	1,570	-23.6%	295	141	-52.2%	291	154	-47.1%
上海能源	1,752	1,863	6.3%	330	226	-31.6%	341	243	-28.7%
山煤国际	10,315	8,208	-20.4%	170	447	163.2%	33	221	574.2%
恒源煤电	1,533	1,624	5.9%	203	235	15.8%	204	237	16.0%
开滦股份	4,854	5,702	17.5%	297	425	43.2%	255	368	44.7%
大同煤业	2,766	2,637	-4.6%	422	385	-8.8%	125	236	89.1%
中国神华	62,979	57,011	-9.5%	14,162	14,829	4.7%	11,633	12,587	8.2%
昊华能源	1,446	1,389	-3.9%	299	260	-13.0%	270	219	-18.9%
陕西煤业	12,587	14,405	14.4%	4,288	3,782	-11.8%	2,841	2,775	-2.4%
平煤	4,599	5,710	24.2%	104	371	255.5%	64	323	402.6%
潞安环能	5,143	5,620	9.3%	694	843	21.5%	713	870	22.0%
中煤能源	25,765	29,552	14.7%	2,210	2,590	17.2%	1,411	1,541	9.2%
新大洲 A	419	322	-23.2%	20	(25)	-223.9%	18	(31)	-272.2%
红阳能源	2,189	1,853	-15.3%	87	95	8.6%	87	95	8.7%
新集能源	2,262	2,286	1.0%	395	457	15.6%	355	408	14.7%
合计	212,467	230,201	8.3%	30,266	31,019	2.5%	24,207	25,302	4.5%
合计 (剔除神 华)	149,488	173,190	15.9%	16,104	16,190	0.5%	12,574	12,715	1.1%

来源: wind、中泰证券研究所

## 2019 年煤价展望：韧性犹存，预计价格中枢小幅回落

- 动力煤方面：**2019 年一季度，陕西榆林矿难后，当地政府强化安检力度，大面积煤矿停产整顿，复产节奏不及预期，煤炭主产区的产销量明显收缩，动力煤价格在 2、3 月份上涨之后，呈现中高位窄幅震荡状态，价格表现强于市场预期。4-5 月份以来，受环保、安监、煤管票控制等影响，产地动力煤价格持续强势，支撑着发运到港口的煤炭价格，接下来随着夏季旺季的到来，港口煤价有望迎来企稳反弹。动力煤下半年均价一般高于上半年，矿难的影响使得整体均价预测（2018 年底预测 600 元/吨）要上修，2019 年的均价可能要在 610—620 元/吨区间。
- 炼焦煤方面：**资源相对稀缺的焦煤，价格震动幅度一直比较小，炼焦煤价格在整个一季度基本保持平稳，主要是由于炼焦煤的供给整体保持偏紧，同时环保政策调整后焦化等开工率持续高位带动需求上升。2019 年，环保政策调整背景下下游焦化需求有望提升，且超千米老矿强化安检叠加限制澳洲焦煤进口，整体供需格局向好，我们预计焦煤均价可能同比保持持平。
- 煤价中长期来看：**经历了量价齐升（2003-2008Q3，2009Q1-2011 年）、产能过剩（2012-2015 年）和产能淘汰（2016-2018 年）等阶段，煤炭行业已经进入了供需低增长的状态，供需逐渐走向均衡，目前煤价处于历史中枢水平（2003-2018 年平均煤价为 560 元/吨），预计较长时间内会维持中高位水平。

图表 27：目前煤价在历史上处于什么位置？



来源：wind、中泰证券研究所

投资策略：经济稳、政策平，板块估值修复尚有空间

- 前期我们一直强调市场逻辑将逐步由前期的“经济退、政策进”演变为“经济稳、政策平”阶段，央行所提的稳健货币政策（总体上力度得当、松紧适度）也充分印证了这一点，因此股票市场的大趋势依然向好。在此背景下，前期滞涨的周期和蓝筹股的估值修复预计将会是下一阶段的主流板块，煤炭股的估值修复将从1-2月份的流动性推升被动修复进入对经济见底预期推升下的主动修复阶段。主要看好长协占比高或产量有增长的标的：陕西煤业、中国神华等，高弹性标的建议关注：兖州煤业、恒源煤电，同时焦煤股建议关注：淮北矿业、潞安环能以及有望受益于山西国改标的：西山煤电，焦化股建议关注：开滦股份、山西焦化，以及煤炭供应链标的瑞茂通。

图表 28: 重点公司盈利预测与估值

公司名称	股价(元)	EPS(元/股)					PE					评级
		16A	17A	18A	19E	20E	16A	17A	18A	19E	20E	
中国神华(+)	18.61	1.14	2.26	2.21	2.26	2.42	16	8	8	8	8	买入
永泰能源(+)	1.97	0.06	0.05	0.01	0.28	0.58	35	41	372	7	3	中性
中煤能源(+)	4.88	0.15	0.18	0.26	0.34	0.36	33	27	19	14	14	增持
兖州煤业(+)	10.78	0.42	1.38	1.61	1.65	1.67	26	8	7	7	6	买入
兰花科创(+)	7.38	-0.58	0.68	0.95	1.03	1.18	-13	11	8	7	6	增持
潞安环能(+)	7.74	0.29	0.93	0.89	1.00	1.05	27	8	9	8	7	买入
陕西煤业(+)	8.70	0.28	1.04	1.10	1.13	1.18	31	8	8	8	7	买入
盘江股份(+)	5.70	0.12	0.53	0.57	0.60	0.63	48	11	10	10	9	增持
西山煤电(+)	6.25	0.14	0.50	0.57	0.64	0.71	45	13	11	10	9	买入
冀中能源(+)	4.03	0.07	0.30	0.25	0.32	0.33	58	13	16	13	12	增持
昊华能源(+)	6.41	-0.01	0.52	0.60	0.77	0.80	-641	12	11	8	8	中性
上海能源	10.11	0.62	0.72	0.92	1.01	1.02	16	14	11	10	10	中性
恒源煤电(+)	7.40	0.04	1.10	1.22	1.20	1.21	185	7	6	6	6	买入
开滦股份(+)	6.32	0.35	0.33	0.86	0.82	0.85	18	19	7	8	7	买入
大有能源	4.10	-0.82	0.20	0.27	0.41	0.43	-5	21	15	10	10	中性
靖远煤电	2.90	0.10	0.24	0.25	0.32	0.34	30	12	12	9	9	中性
露天煤业(+)	8.80	0.50	1.07	1.24	1.38	1.46	18	8	7	6	6	买入
山煤国际(+)	4.78	0.16	0.19	0.11	0.44	0.55	30	25	43	11	9	买入
郑州煤电	3.37	-0.62	0.62	0.15	0.18	0.20	-5	5	22	19	17	中性
神火股份(+)	4.44	0.18	0.19	0.13	0.21	0.30	25	23	34	21	15	买入
新集能源(+)	3.31	0.09	0.01	0.10	0.23	0.25	36	368	33	14	13	增持
陕西黑猫(+)	4.43	0.23	0.25	0.26	0.35	0.37	19	18	17	13	12	中性
蓝焰控股(+)	11.51	0.82	0.53	0.70	0.80	0.87	14	22	16	14	13	增持
大同煤业(+)	4.72	0.11	0.36	0.39	0.50	0.54	43	13	12	9	9	持有
山西焦化(+)	8.89	0.06	0.12	1.21	0.97	1.00	154	74	7	9	9	买入
美锦能源	15.49	0.30	0.26	0.44	0.48	0.53	52	60	35	32	29	中性
淮北矿业(+)	11.48	0.34	0.41	1.68	1.85	1.95	34	28	7	6	6	买入
瑞茂通(+)	9.15	0.52	0.70	0.47	0.89	1.00	18	13	20	10	9	买入
金能科技	12.40	0.70	1.05	1.88	1.63	1.91	18	12	7	8	6	增持
简单平均							13	31	27	11	10	
剔除异常(负值及超过500)后平均							41	30	27	11	10	

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 股价日期为2019年5月10日; (+)为中泰证券预测, 其他为wind一致预期。

## 风险提示

- (1) 经济增速不及预期风险。中小城市房地产市场降温、地方政府财政吃紧、与美国贸易摩擦等, 都可能引发经济需求不及预期风险, 进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费, 影响煤炭产销量和价格。

- **（2）政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **（3）可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。