

# 煤炭开采

## 煤价高位回落不改中报业绩向好 继续关注核心硬资产

**业绩表现：**上半年煤企合计盈利**529亿元**。2019年上半年，尽管煤价小幅下跌，但在产销量上升，企业财务杠杆率降低，资产结构优化的作用下，煤炭企业业绩仍然维持增长。我们统计的27家上市煤企上半年合计实现营业收入**5050亿元**，同比增长**17.1%**；实现归母净利润**529.1亿元**，同比增长**10.6%**；扣非后归母净利润**505.6亿元**，同比增长**7.1%**。

**财务表现：**盈利能力稍有下滑，资产负债率小幅下降。

- 盈利能力方面，我们统计的27家煤企毛利率、净利率、ROE分别为**29.1%**、**13%**、**8.5%**，较去年同期分别下降**3.5%**、**0.9%**、**0.1%**；
- 期间费用方面，2019年上半年，受营收规模上升影响，煤企期间费用同比增长**2.2%**，但期间费用率较去年同期下降**1.5个百分点**至**10.3%**；
- 偿债能力方面，在继续实现高额净利润的同时，煤企的现金流情况继续好转，19年上半年煤企经营活动净现金流合计**1014.2亿元**，同比增长**23.1%**；资产负债率均值**49.4%**，较去年同期下降**1.3个百分点**。

**经营表现：**产销小幅上涨，吨煤销售毛利微降。

- 产销方面，上半年煤企合计原煤产量**5.16亿吨**，同比增长**4.3%**，煤炭销量**7.09亿吨**，同比增长**3.8%**；
- 价格方面，上半年煤企平均吨煤综合售价**459元/吨**，同比下滑**0.4%**；吨煤销售成本**309元/吨**，同比上涨**2.9%**；由于成本涨幅高于售价，吨煤销售毛利较去年同期下滑**2.1个百分点**至**150元/吨**。

**下半年价格展望：动弱焦强。**动力煤方面，我们认为当下煤价虽处于弱势震荡，但下行空间有限，何时能走出低谷需待需求配合，下半年港口煤价中枢或进一步下移至**570~580元/吨**，同比下降**8%~9.6%**。炼焦煤方面，考虑到焦煤未来产能增量极其有限，下游需求总体平稳，我们预计下半年焦煤价格仍将维持高位震荡格局，下跌幅度有限。

**投资策略：**我们建议关注三条主线：一是关注煤炭板块中的核心资产，如中国神华、陕西煤业、西山煤电、露天煤业；二是关注低PB焦煤股，如平煤股份；三是关注山西国改概念的潞安环能、山煤国际。

**风险提示：**在建矿井投产进度超预期，新建矿井项目批复加速，需求超预期细化，进口煤管控放松。

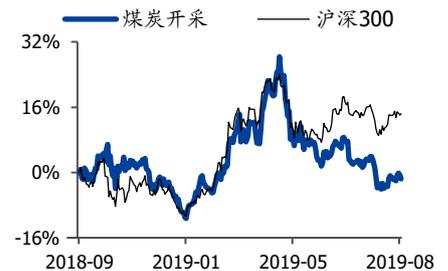
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601088	中国神华	买入	2.21	2.16	2.14	2.19	8.46	8.65	8.73	8.53
601225	陕西煤业	增持	1.10	1.12	1.17	1.22	8.09	7.95	7.61	7.30
000983	西山煤电	—	0.57	0.65	0.68	0.70	9.60	9.10	8.64	8.37
002128	露天煤业	—	1.24	1.32	1.39	1.45	5.77	6.33	5.99	5.77
601699	潞安环能	—	0.89	1.06	1.13	1.17	7.48	6.98	6.56	6.32
600546	山煤国际	增持	0.11	0.56	0.64	0.68	63.18	12.41	10.86	10.22
601666	平煤股份	增持	0.30	0.51	0.54	0.59	12.87	7.57	7.15	6.54

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（未评级公司为wind一致预期）

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

研究助理 张津铭

邮箱：zhangjinming@gszq.com

### 相关研究

- 《煤炭开采：坚守核心资产，关注焦煤股破净修复及山西国改》2019-07-11
- 《煤炭开采：山西开展能源革命综合改革试点》2019-05-30
- 《煤炭开采：关于煤炭供给格局的“3问3答”》2019-05-30



## 内容目录

1.上半年回顾	4
1.1.行业概况：动力煤价格回落，焦煤维持高位	4
1.2.市场表现：跑输沪深300指数12.6个百分点	5
2.业绩表现：上半年合计盈利529亿元	7
3.财务分析	10
3.1.盈利能力：毛利率、净利率、ROE稍有下滑	10
3.2.营运能力：应收账款、存货周转天数均同比下降	13
3.3.期间费用：期间费用率维持小幅下降	15
3.4.偿债能力：现金流持续改善，偿债能力进一步提升	17
4.经营分析	19
4.1.产销：产销量同比均小幅增长	19
4.2.价格：成本涨幅高于售价，吨煤毛利微降	22
5.下半年展望：动弱焦强，关注三主线	23
5.1.动力煤：中枢进一步下移至570~580元/吨	23
5.2.炼焦煤：供给刚性支撑价格高位震荡	25
5.3.投资策略	25
6.风险提示	25

## 图表目录

图表 1: 6月我国原煤产量创自2012年以来单月新高(万吨)	4
图表 2: 2019年上半年我国原煤累计产量同比增长2.6%(万吨)	4
图表 3: 1月我国进口煤数量创近5年新高(万吨)	4
图表 4: 2019年上半年我国累计进口煤炭数量同比增长5.8%(万吨)	4
图表 5: 2019年上半年我国火电发电量同比微增0.2%(亿千瓦时)	5
图表 6: 2019年上半年我国生铁累计产量同比增长7.9%(万吨)	5
图表 7: 2019年上半年秦皇岛Q5500现货价格同比下降8.8%(元/吨)	5
图表 8: 2019年上半年京唐港山西主焦煤价格同比上涨3.9%(元/吨)	5
图表 9: 煤炭行业位居29个中信一级行业第17位(截至8月30日)	6
图表 10: 中信煤炭板块公司涨跌幅排行(截至2019年8月30日)	6
图表 11: 煤企2019年上半年业绩表现(百万)	8
图表 12: 2019年上半年煤企营业收入同比增长17.1%(亿元)	9
图表 13: 2019年上半年煤企营业收入排行	9
图表 14: 煤企2019年上半年业绩表现(百万)	10
图表 15: 煤企2019年上半年盈利能力	11
图表 16: 煤企毛利率、ROE历年走势	12
图表 17: 2019年上半年煤企毛利率排行	12
图表 18: 2019年上半年煤企ROE排行	13
图表 19: 煤企应收账款及存货周转情况(百万)	14
图表 20: 2019年上半年煤企应收账款周转天数排行	15
图表 21: 2019年上半年煤企存货周转天数排行	15
图表 22: 煤企期间费用情况	16

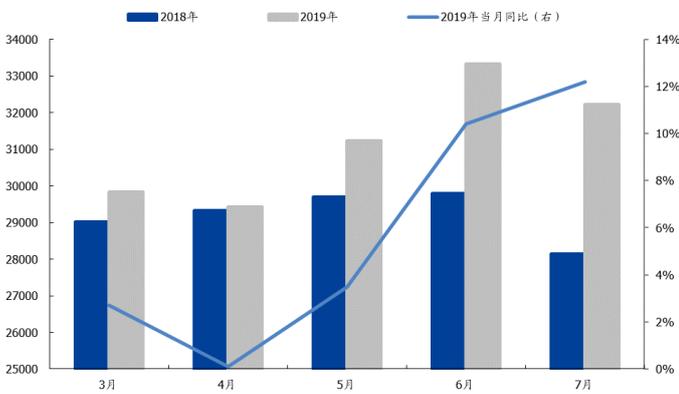
图表 23: 煤企期间费用率历年走势 .....	17
图表 24: 2019 年上半年煤企期间费用率排行 .....	17
图表 25: 煤企偿债能力 (百万) .....	18
图表 26: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势 .....	19
图表 27: 2019 年上半年煤企资产负债率排行 .....	19
图表 28: 煤企产销情况 (万吨) .....	20
图表 29: 2019 年上半年煤企原煤产量排行 (剔除神华) (万吨) .....	21
图表 30: 2019 年上半年煤企产量增速排行 .....	21
图表 31: 2019 年上半年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况 (元/吨) .....	22
图表 32: 秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨) .....	23
图表 33: 2019 年 1~7 月我国累计进口动力煤同比增长 3.9% (万吨) .....	24
图表 34: 环渤海 8 港库存 (万吨) .....	24
图表 35: 全国重点电厂库存 (万吨) .....	24
图表 36: 沿海六大电库存 (万吨) .....	24
图表 37: 全国重点电日耗 (万吨) .....	24
图表 38: 沿海六大电日耗 (万吨) .....	24
图表 39: 2019 年 1~7 月我国累计进口炼焦煤同比增长 18% (万吨) .....	25
图表 40: 炼焦精煤供需情况 (万吨) .....	25

## 1.上半年回顾

### 1.1.行业概况：动力煤价格回落，焦煤维持高位

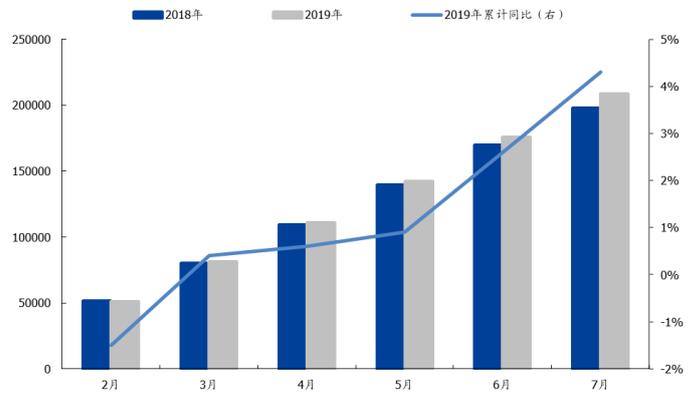
矿难影响日趋弱化，供给增速有所加快。2019年年初受陕西榆林、内蒙银漫等矿难频发影响，上半年各主产地尤其陕西地区煤矿安监力度骤然家具，导致煤矿生产首先，产量释放速度整体放缓。但随着时间推移，各矿陆续整改完毕，恢复正常生产，矿难影响逐步消退，外加先进产能的不断投产，原煤生产速度加快，6月当月产量创自2012年以来新高。据国家统计局数据，2019年上半年我国原煤累计产量17.6亿吨，同比增长2.6%，增速较去年同期下滑1.3个百分点。受国内煤炭市场供给偏紧影响及国内外价差影响，2019年上半年进口煤继续保持增长态势，1~6月累计进口1.5亿吨，同比增长5.8%，增速较去年同期下滑4.1个百分点。

图表1：6月我国原煤产量创自2012年以来单月新高（万吨）



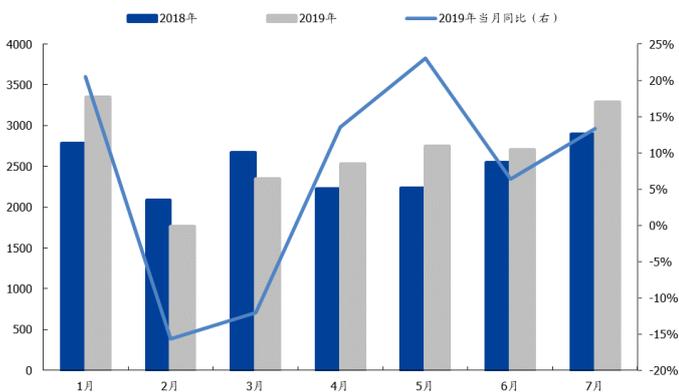
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表2：2019年上半年我国原煤累计产量同比增长2.6%（万吨）



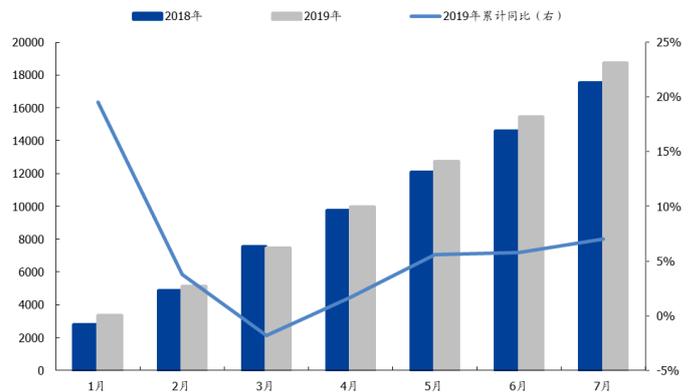
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表3：1月我国进口煤数量创近5年新高（万吨）



资料来源：海关总署，国盛证券研究所

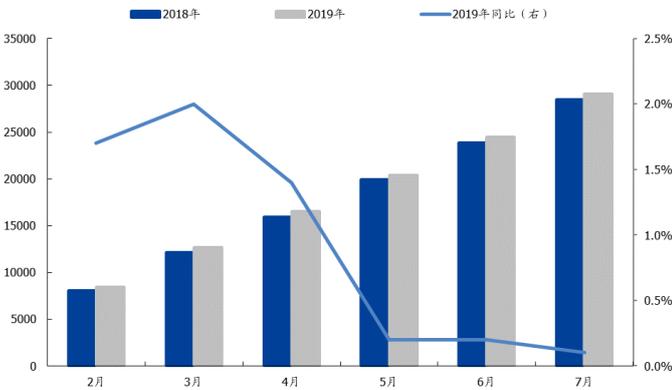
图表4：2019年上半年我国累计进口煤炭数量同比增长5.8%（万吨）



资料来源：海关总署，国盛证券研究所

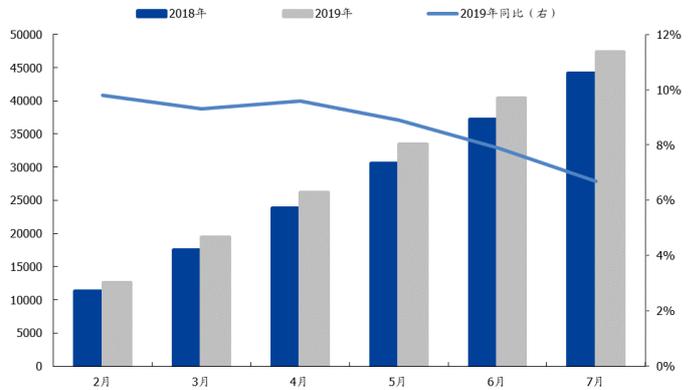
火电增速明显下滑，生铁产量大幅增长。2019年以来，我国经济继续保持平稳向好的态势，全国用电量保持较快速增长，上半年全社会用电量3.4万亿千瓦时，同比增长5%。但受水电、新能源挤压及去年高基数影响，1~6月累计完成火电发电量2.4万亿千瓦时，同比微增0.2%，增速较去年同期大幅下滑7.8个百分点。1~6月累计完成生铁产量4亿吨，同比增长7.9%，增速较去年同期提高7.4个百分点。

图表5: 2019年上半年我国火电发电量同比微增0.2% (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

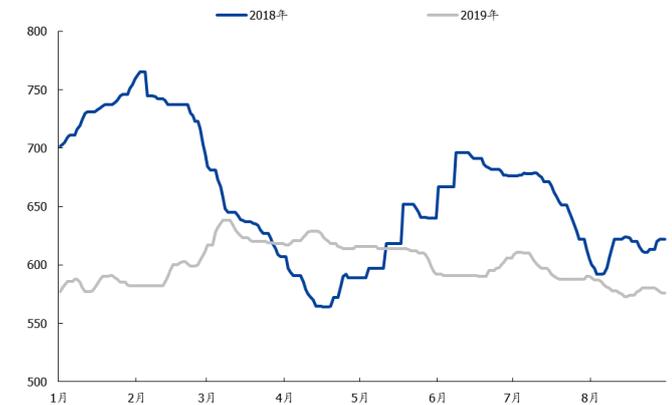
图表6: 2019年上半年我国生铁累计产量同比增长7.9% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

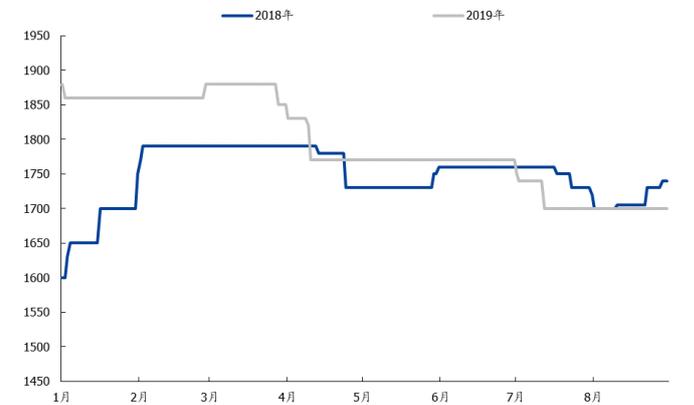
动力煤价格高位回落，焦煤价格高位震荡。2019年上半年，秦皇岛Q5500动力煤现货均价605元/吨，同比下降8.8%，其中Q2均价609元/吨，环比上涨1.1%；京唐港主焦煤（山西产）上半年均价1820元/吨，同比上涨3.9%，其中Q2均价1776元/吨，环比下降4.9%。

图表7: 2019年上半年秦皇岛Q5500现货价格同比下降8.8% (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 2019年上半年京唐港山西主焦煤价格同比上涨3.9% (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

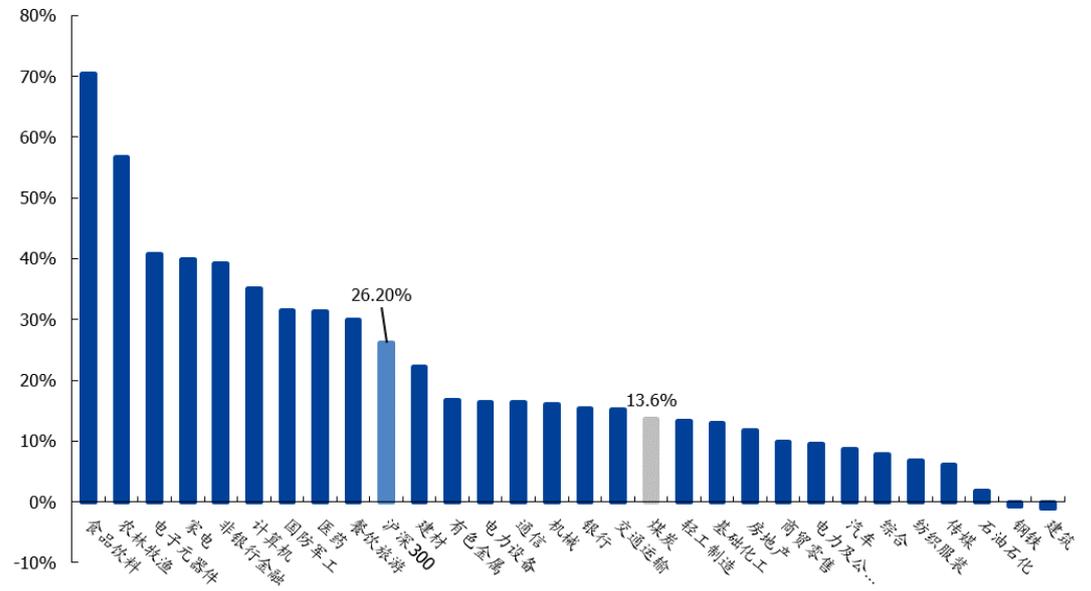
## 1.2. 市场表现: 跑输沪深300指数12.6个百分点

截至8月30日，上证指数上涨15.7%，沪深300指数上涨26.2%，中信煤炭指数上涨13.6%，跑输沪深300指数12.6个百分点，位居29个行业涨跌幅榜第17位。

个股方面，2019年至今，中信煤炭板块上市公司中24家上涨，12家下跌。

- 涨幅前五: 美锦能源、山煤国际、红阳能源、恒源煤电、云煤能源, 分别上涨 188.2%、109.3%、46%、29.8%、25.8%;
- 跌幅前五: 陕西黑猫、ST 安泰、永东股份、昊华能源、宝泰隆, 分别下跌 18.3%、11.9%、9.8%、5.7%、5.5%。

图表 9: 煤炭行业位居 29 个中信一级行业第 17 位 (截至 8 月 30 日)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 中信煤炭板块公司涨跌幅排行 (截至 2019 年 8 月 30 日)

股票代码	公司名称	现价 (元/股)	涨跌幅
000723.SZ	美锦能源	9.25	188.2%
600546.SH	山煤国际	6.95	109.3%
600758.SH	红阳能源	4.72	46.0%
600971.SH	恒源煤电	5.76	29.8%
600792.SH	云煤能源	3.37	25.7%
600725.SH	ST 云维	2.93	24.7%
601225.SH	陕西煤业	8.90	24.0%
002128.SZ	露天煤业	8.35	16.6%
600157.SH	永泰能源	1.56	16.4%
601699.SH	潞安环能	7.41	15.0%
600188.SH	兖州煤业	9.57	14.8%
000983.SZ	西山煤电	5.88	12.3%
600395.SH	盘江股份	5.15	10.1%
601666.SH	平煤股份	3.86	9.7%
600348.SH	阳泉煤业	5.25	9.3%
601088.SH	中国神华	18.69	8.7%
000780.SZ	平庄能源	3.05	7.6%
600397.SH	安源煤业	2.33	6.9%
601898.SH	中煤能源	4.82	5.4%
600997.SH	开滦股份	5.61	3.1%
600123.SH	兰花科创	6.45	3.1%

600121.SH	郑州煤电	2.41	1.3%
000552.SZ	靖远煤电	2.50	1.2%
600714.SH	金瑞矿业	5.77	0.2%
601001.SH	大同煤业	4.26	-0.2%
600740.SH	山西焦化	7.74	-1.1%
601918.SH	新集能源	2.96	-1.3%
603113.SH	金能科技	10.47	-2.6%
600403.SH	大有能源	3.47	-3.5%
000937.SZ	冀中能源	3.54	-3.7%
600508.SH	上海能源	8.92	-4.9%
601011.SH	宝泰隆	5.20	-5.5%
601101.SH	昊华能源	5.49	-5.7%
002753.SZ	永东股份	7.92	-9.8%
600408.SH	ST 安泰	2.29	-11.9%
601015.SH	陕西黑猫	3.31	-18.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.业绩表现: 上半年合计盈利 529 亿元

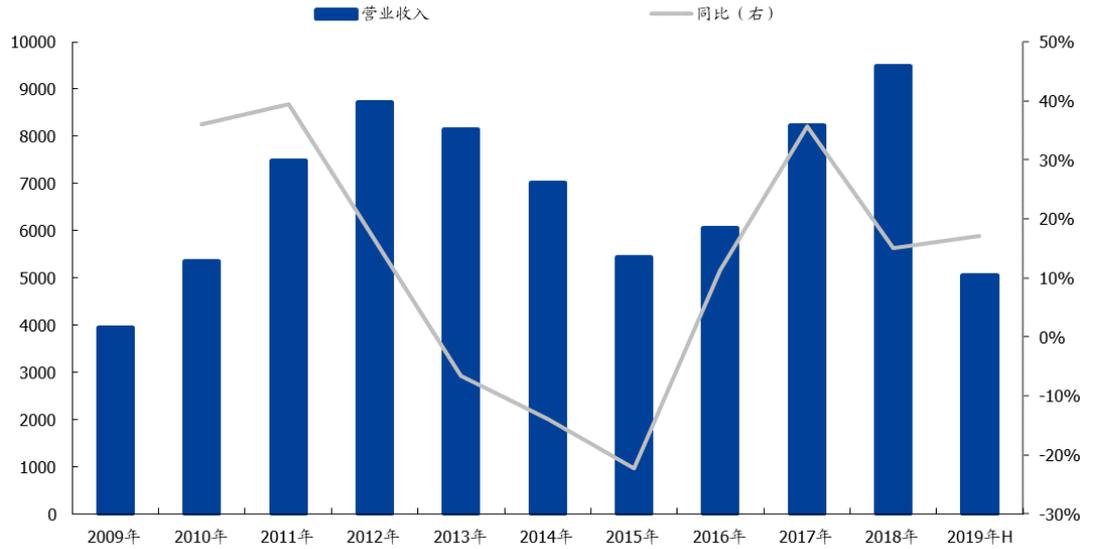
2019 年上半年, 尽管煤价小幅下跌, 但在煤炭产能持续释放, 销量上升, 企业财务杠杆率降低, 资产结构优化的作用下, 煤炭企业业绩仍然维持增长。我们统计了 27 家上市煤企, 上半年合计实现营业收入 5050 亿元, 同比增长 17.1%; 实现归母净利润 529.1 亿元, 同比增长 10.6%; 扣非后归母净利润 505.6 亿元, 同比增长 7.1%。若剔除神华后, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速均大幅提高, 分别为 27.8%、15.3%、15.3%。

图表 11: 煤企 2019 年上半年业绩表现 (百万)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
露天煤业	4,264	9,533	7.4%	1,177	1,375	16.8%	1,196	1,367	14.4%
陕西煤业	26,243	32,586	24.2%	5,944	5,871	-1.2%	5,952	5,779	-2.9%
恒源煤电	3,148	3,318	5.4%	453	494	9.1%	455	495	8.8%
新集能源	4,562	4,602	0.9%	765	739	-3.4%	657	744	13.2%
昊华能源	3,005	2,723	-10.0%	638	446	-30.0%	631	429	-32.0%
中煤能源	50,210	61,032	21.3%	2,756	3,788	37.4%	2,754	3,746	36.0%
上海能源	3,420	3,675	7.4%	603	482	-20.1%	607	476	-21.6%
中国神华	127,380	116,365	-8.6%	22,977	24,243	5.5%	23,017	22,682	-1.5%
兖州煤业	76,308	105,976	38.9%	4,341	5,361	23.5%	4,534	5,023	10.8%
山煤国际	20,779	19,822	-3.9%	281	506	79.9%	292	556	90.2%
红阳能源	3,695	3,293	-10.9%	47	131	177.7%	0	59	76856.2%
大同煤业	5,309	5,700	7.4%	475	455	-4.2%	479	453	-5.3%
郑州煤电	2,389	1,982	-17.0%	103	11	-89.7%	72	4	-94.5%
大有能源	3,870	2,974	-23.1%	448	111	-75.3%	457	93	-79.7%
平庄能源	1,085	942	-13.1%	-23	-187	707.4%	-47	-191	306.2%
靖远煤电	2,194	2,031	-7.4%	340	276	-18.8%	337	274	-18.6%
安源煤业	2,142	2,617	22.2%	56	12	-79.2%	76	18	-76.0%
西山煤电	15,256	16,933	11.0%	1,115	1,268	13.7%	1,127	1,280	13.6%
冀中能源	10,784	11,405	5.8%	605	457	-24.4%	684	416	-39.1%
永泰能源	10,669	9,684	-9.2%	337	91	-73.0%	-349	39	-111.2%
开滦股份	10,017	10,870	8.5%	582	723	24.1%	581	721	24.0%
盘江股份	2,953	3,286	11.3%	528	622	17.8%	495	557	12.5%
潞安环能	10,862	11,264	3.7%	1,391	1,503	8.0%	1,388	1,510	8.8%
平煤股份	9,512	12,221	25.3%	310	595	92.0%	306	585	90.9%
兰花科创	4,078	4,123	1.1%	629	545	-13.3%	572	552	-3.4%
阳泉煤业	16,817	15,526	-7.7%	886	1,063	20.1%	840	1,062	26.5%
淮北矿业	448	30,505	-11.8%	72	1,926	2568.3%	72	1,829	2452.2%
<b>合计</b>	<b>431,398</b>	<b>504,988</b>	<b>17.1%</b>	<b>47,837</b>	<b>52,906</b>	<b>10.6%</b>	<b>47,184</b>	<b>50,557</b>	<b>7.1%</b>
<b>合计 (剔除神华)</b>	<b>304,018</b>	<b>388,623</b>	<b>27.8%</b>	<b>24,860</b>	<b>28,663</b>	<b>15.3%</b>	<b>24,167</b>	<b>27,875</b>	<b>15.3%</b>

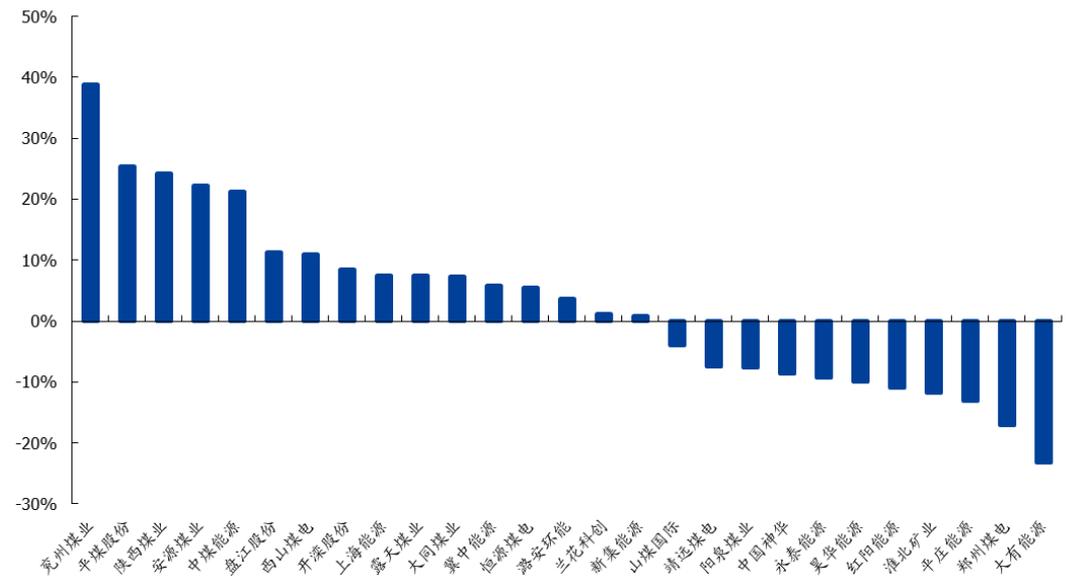
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2019 年上半年煤企营业收入同比增长 17.1% (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2019 年上半年煤企营业收入排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

分季度来看, 2019 年 Q2 单季实现营业收入 2,679 亿元, 环比增长 13.0%; 实现归母净利润 267.2 亿元, 环比增长 2%; 扣非后归母净利润 261.9 亿元, 环比增长 7.5%。若剔除神华后, 煤企营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为 15.8%、10.8% 和 14.1%。

图表 14: 煤企 2019 年上半年业绩表现 (百万)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2019Q1	2019Q2	环比	2019Q1	2019Q2	环比	2019Q1	2019Q2	环比
露天煤业	2,381	7,153	200.4%	798	576	-27.8%	798	570	-28.6%
陕西煤业	14,405	18,181	26.2%	2,775	3,097	11.6%	2,497	3,282	31.5%
恒源煤电	1,624	1,695	4.4%	237	258	8.9%	239	256	7.1%
新集能源	2,286	2,316	1.3%	408	331	-18.7%	413	331	-19.9%
昊华能源	1,389	1,334	-4.0%	219	228	4.2%	207	222	7.2%
中煤能源	29,552	31,479	6.5%	1,541	2,247	45.8%	1,530	2,216	44.9%
上海能源	1,863	1,812	-2.7%	243	239	-1.8%	237	239	0.8%
中国神华	57,011	59,354	4.1%	12,587	11,656	-7.4%	11,346	11,336	-0.1%
兖州煤业	48,244	57,732	19.7%	2,308	3,052	32.2%	2,230	2,793	25.3%
山煤国际	8,208	11,614	41.5%	221	286	29.5%	222	334	50.1%
红阳能源	1,853	1,440	-22.3%	95	37	-61.3%	93	-34	-137.0%
大同煤业	2,637	3,063	16.1%	236	219	-7.3%	219	235	7.3%
郑州煤电	1,003	978	-2.5%	6	4	-37.1%	1	3	101.7%
大有能源	1,570	1,405	-10.5%	154	-43	-127.9%	135	-42	-131.3%
平庄能源	403	540	34.1%	-176	-11	-93.9%	-176	-16	-91.0%
靖远煤电	1,265	766	-39.5%	150	126	-16.3%	147	127	-13.3%
安源煤业	1,561	1,057	-32.3%	19	-7	-138.9%	27	-9	-133.3%
西山煤电	8,510	8,422	-1.0%	594	674	13.4%	596	684	14.8%
冀中能源	5,646	5,759	2.0%	234	223	-4.8%	177	239	35.0%
永泰能源	5,261	4,424	-15.9%	32	59	81.3%	8	32	318.6%
开滦股份	5,702	5,168	-9.4%	368	354	-3.9%	367	354	-3.4%
盘江股份	1,644	1,642	-0.1%	296	326	10.3%	294	263	-10.3%
潞安环能	5,620	5,644	0.4%	870	632	-27.3%	880	629	-28.5%
平煤股份	5,710	6,511	14.0%	323	272	-15.9%	316	269	-14.9%
兰花科创	1,889	2,234	18.3%	210	335	59.6%	212	340	59.9%
阳泉煤业	8,089	7,437	-8.1%	529	534	0.9%	525	537	2.2%
淮北矿业	11,751	18,754	59.6%	909	1,016	11.7%	829	1,000	20.7%
<b>合计</b>	<b>237,076</b>	<b>267,912</b>	<b>13.0%</b>	<b>26,188</b>	<b>26,719</b>	<b>2.0%</b>	<b>24,369</b>	<b>26,189</b>	<b>7.5%</b>
<b>合计 (剔除神华)</b>	<b>180,065</b>	<b>208,558</b>	<b>15.8%</b>	<b>13,601</b>	<b>15,063</b>	<b>10.8%</b>	<b>13,023</b>	<b>14,853</b>	<b>14.1%</b>

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3. 财务分析

#### 3.1. 盈利能力: 毛利率、净利率、ROE 稍有下滑

毛利率方面, 煤企平均毛利率为 29.1%, 较去年同期下降 3.5 个百分点, 其中排名前三的分别为昊华能源 (55.4%)、大同煤业 (54.8%)、陕西煤业 (43.9%);

**净利率方面**，煤企平均净利率为 13.0%，较去年同期下降 0.9 个百分点，其中排名前三的分别为陕西煤业（25.8%）、中国神华（24.8%）、昊华能源（20.3%）；

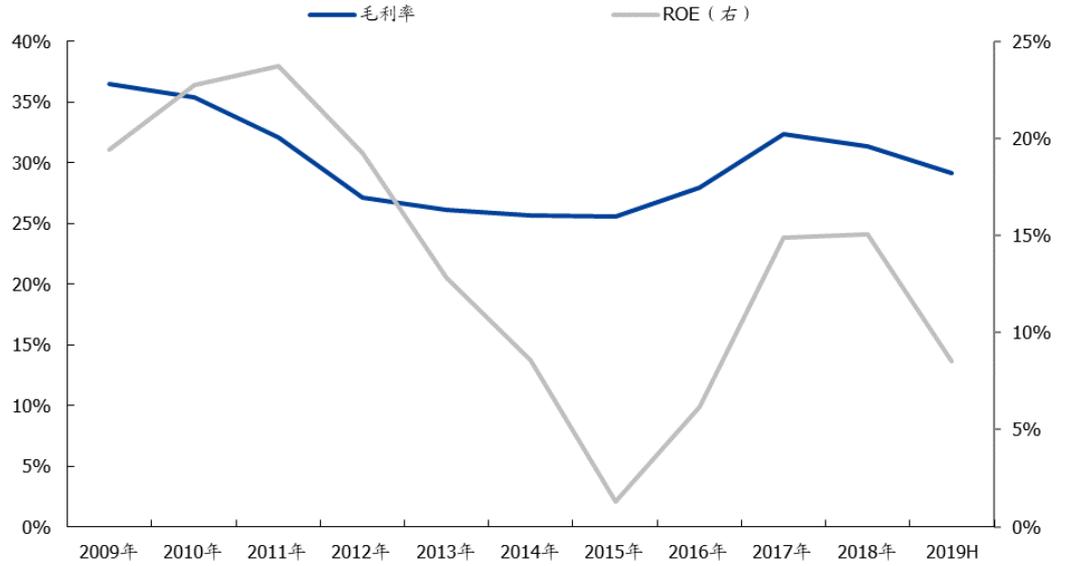
**ROE 方面**，煤企平均 ROE 为 8.5%，较去年同期降低 0.1 个百分点，其中排名前三的分别为新集能源（12.9%）、陕西煤业（11.3%）、淮北矿业（11.2%）。

图表 15: 煤企 2019 年上半年盈利能力

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
露天煤业	49.6%	27.7%	-21.9%	27.8%	15.0%	-12.8%	10.5%	10.1%	-0.4%
陕西煤业	54.7%	43.9%	-10.7%	33.6%	25.8%	-7.8%	13.1%	11.3%	-1.7%
恒源煤电	39.2%	38.8%	-0.4%	14.4%	14.8%	0.4%	6.5%	6.3%	-0.2%
新集能源	46.5%	41.1%	-5.4%	18.3%	17.9%	-0.4%	14.6%	12.9%	-1.6%
昊华能源	54.1%	55.4%	1.3%	23.5%	20.3%	-3.2%	8.3%	5.5%	-2.8%
中煤能源	30.4%	31.7%	1.3%	8.6%	9.8%	1.1%	3.1%	4.0%	1.0%
上海能源	38.5%	31.1%	-7.4%	17.1%	12.4%	-4.7%	6.6%	5.0%	-1.6%
中国神华	41.4%	42.5%	1.1%	22.0%	24.8%	2.8%	7.5%	7.3%	-0.2%
兖州煤业	20.9%	13.9%	-7.0%	7.4%	6.6%	-0.8%	7.7%	8.5%	0.8%
山煤国际	13.6%	20.3%	6.6%	3.5%	5.3%	1.8%	5.5%	7.5%	1.9%
红阳能源	16.0%	17.4%	1.4%	1.3%	4.0%	2.7%	0.9%	2.4%	1.5%
大同煤业	58.3%	54.8%	-3.5%	14.9%	12.6%	-2.3%	8.7%	7.8%	-0.9%
郑州煤电	35.7%	27.7%	-8.0%	9.7%	4.6%	-5.0%	3.0%	0.3%	-2.7%
大有能源	33.8%	27.0%	-6.8%	11.7%	3.3%	-8.4%	6.2%	1.3%	-4.9%
平庄能源	43.1%	23.5%	-19.6%	-2.1%	-19.8%	-17.7%	-0.5%	-4.7%	-4.2%
靖远煤电	29.4%	27.2%	-2.3%	15.5%	13.6%	-1.9%	4.9%	3.7%	-1.1%
安源煤业	14.6%	10.4%	-4.1%	2.6%	0.3%	-2.3%	6.8%	1.4%	-5.4%
西山煤电	31.9%	32.9%	0.9%	8.4%	8.6%	0.2%	6.0%	6.3%	0.3%
冀中能源	25.5%	21.5%	-4.0%	6.5%	5.4%	-1.0%	3.1%	2.3%	-0.8%
永泰能源	25.5%	31.2%	5.7%	3.4%	1.6%	-1.9%	1.4%	0.4%	-1.0%
开滦股份	14.8%	15.5%	0.7%	6.7%	7.6%	0.9%	6.1%	6.7%	0.6%
盘江股份	34.9%	37.0%	2.0%	17.9%	18.9%	1.0%	8.1%	9.4%	1.2%
潞安环能	40.7%	40.6%	-0.1%	12.2%	13.4%	1.2%	6.4%	6.1%	-0.3%
平煤股份	18.7%	19.3%	0.6%	3.8%	5.6%	1.8%	2.5%	4.5%	2.0%
兰花科创	40.4%	38.7%	-1.7%	13.9%	11.9%	-2.0%	6.5%	5.3%	-1.2%
阳泉煤业	17.0%	20.4%	3.3%	5.7%	7.1%	1.3%	5.5%	4.9%	-0.6%
淮北矿业	38.6%	16.8%	-21.8%	16.1%	6.5%	-9.6%	4.1%	11.2%	7.2%
<b>均值</b>	<b>32.6%</b>	<b>29.1%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>-0.1%</b>

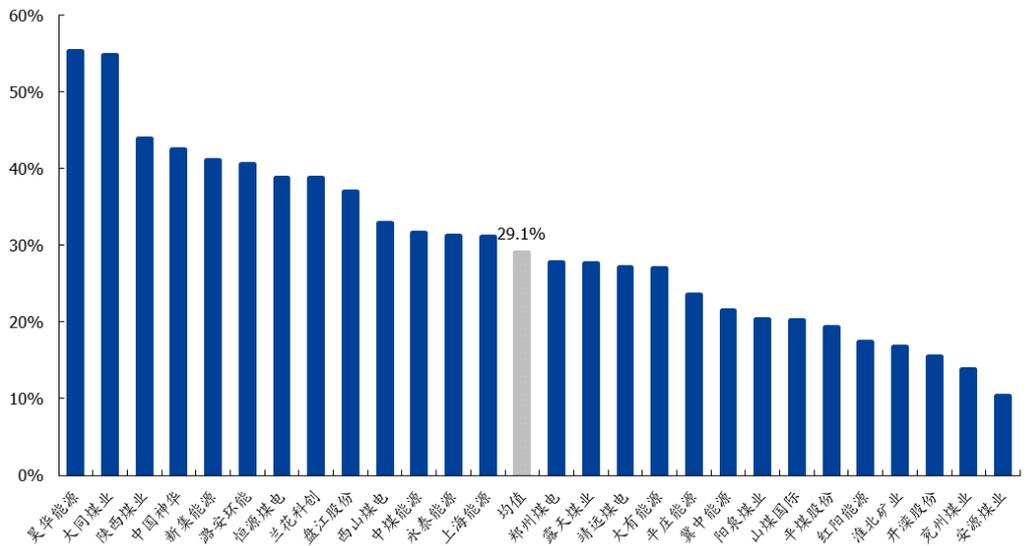
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 煤企毛利率、ROE 历年走势



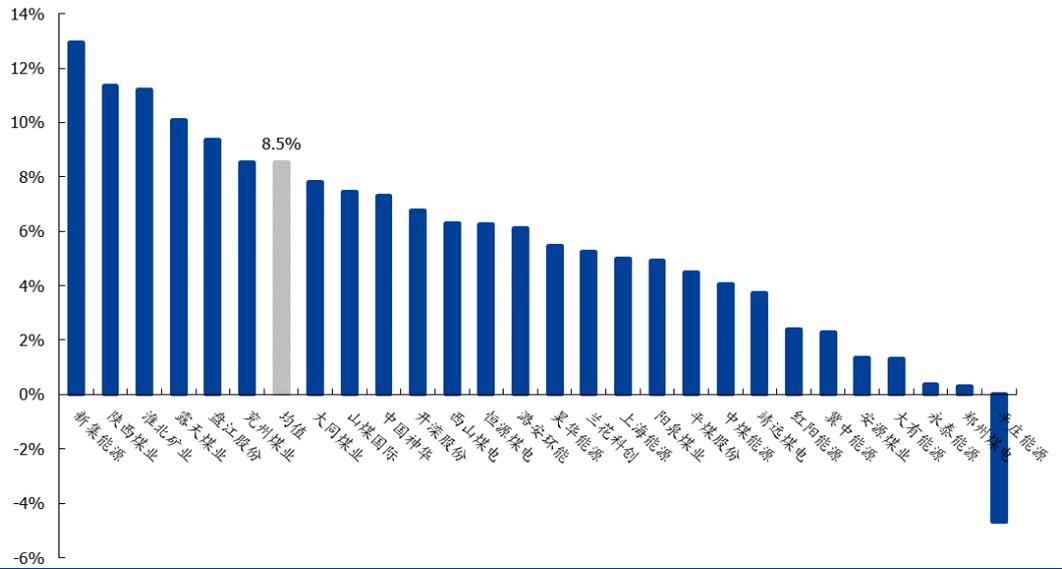
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2019 年上半年煤企毛利率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2019 年上半年煤企 ROE 排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2. 营运能力: 应收账款、存货周转天数均同比下降

近年来, 由于煤炭形势的持续好转, 煤企的市场地位和议价能力逐渐增强, 营运持续好转。

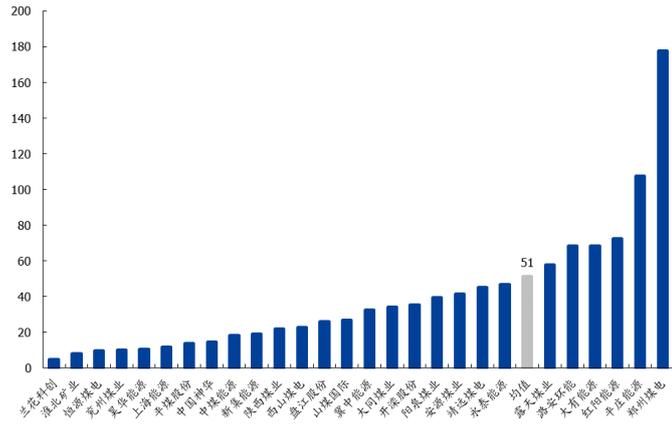
- **应收账款方面**, 2019 年上半年煤企应收账款规模 661.3 亿元, 同比上升 1.92%; 应收账款周转天数 51 天, 同比下降 7.2%, 其中应收账款周转天数最低的公司分别为兰花科创 (5 天)、淮北矿业 (8 天)、恒源煤电 (10 天);
- **存货方面**, 2019 年上半年煤企存货规模 458.5 亿元, 同比增长 2.2%; 存货周转天数 45 天, 同比下降 20.6%, 其中存货周转天数最低的公司分别为阳泉煤业 (9 天)、盘江股份 (9 天)、淮北矿业 (10 天)。

图表 19: 煤企应收账款及存货周转情况 (百万)

公司名称	应收账款			应收账款周转天数			存货			存货周转天数		
	18H	19H	同比	18H	19H	同比	18H	19H	同比	18H	19H	同比
露天煤业	3,059	3,440	12.5%	108	58	-46.5%	359	1,366	280.2%	29	22	-22.1%
陕西煤业	4,314	3,772	-12.5%	31	22	-28.6%	1,048	1,114	6.3%	14	11	-24.6%
恒源煤电	218	196	-10.4%	12	10	-17.4%	304	239	-21.3%	28	23	-18.4%
新集能源	400	491	22.7%	18	19	6.1%	223	267	19.7%	15	18	16.7%
昊华能源	411	178	-56.6%	18	11	-42.7%	349	261	-25.2%	53	44	-17.1%
中煤能源	6,897	7,529	9.2%	24	18	-23.9%	7,575	7,840	3.5%	39	35	-10.2%
上海能源	277	354	27.9%	12	12	-4.5%	323	412	27.4%	26	26	0.8%
中国神华	13,740	10,355	-24.6%	19	15	-23.8%	14,925	12,951	-13.2%	32	31	-3.9%
兖州煤业	3,927	7,085	80.4%	9	10	9.5%	5,397	6,233	15.5%	14	11	-20.3%
山煤国际	3,557	2,978	-16.3%	30	27	-8.8%	1,624	1,534	-5.6%	17	18	8.9%
红阳能源	1,265	1,544	22.0%	55	73	31.7%	262	274	4.8%	21	19	-7.2%
大同煤业	1,198	1,178	-1.6%	45	34	-23.6%	292	420	43.7%	24	26	6.7%
郑州煤电	2,005	2,123	5.9%	146	178	21.5%	289	311	7.7%	37	37	-0.4%
大有能源	1,301	1,177	-9.5%	59	68	16.4%	236	397	68.5%	18	26	38.7%
平庄能源	812	577	-28.9%	113	107	-4.9%	103	122	18.2%	21	20	-4.8%
靖远煤电	575	732	27.3%	41	45	11.1%	318	315	-1.2%	35	39	11.5%
安源煤业	618	621	0.5%	48	41	-13.6%	172	102	-40.3%	15	10	-30.4%
西山煤电	2,789	2,414	-13.5%	32	23	-28.8%	3,433	3,737	8.9%	58	55	-5.6%
冀中能源	3,301	2,049	-37.9%	60	33	-45.4%	859	771	-10.2%	18	14	-22.1%
永泰能源	1,556	2,629	69.0%	47	47	0.5%	622	806	29.4%	14	19	41.9%
开滦股份	2,581	2,223	-13.9%	41	36	-13.5%	1,122	1,029	-8.2%	24	23	-3.9%
盘江股份	446	445	-0.2%	32	26	-18.9%	118	102	-13.1%	11	9	-22.5%
潞安环能	4,776	4,906	2.7%	74	68	-7.5%	1,473	1,169	-20.6%	35	26	-27.4%
平煤股份	1,637	1,273	-22.3%	34	14	-58.6%	2,023	1,518	-25.0%	42	24	-42.5%
兰花科创	92	143	55.2%	6	5	-26.6%	660	649	-1.7%	46	41	-11.0%
阳泉煤业	2,882	4,109	42.5%	31	39	27.2%	673	619	-7.9%	9	9	-2.3%
淮北矿业	245	1,606	556.6%	92	8	-91.3%	74	1,290	1650.4%	48	10	-79.6%
<b>均值</b>	<b>64,879</b>	<b>66,126</b>	<b>1.9%</b>	<b>55</b>	<b>51</b>	<b>-7.2%</b>	<b>44,854</b>	<b>45,847</b>	<b>2.2%</b>	<b>57</b>	<b>45</b>	<b>-20.6%</b>

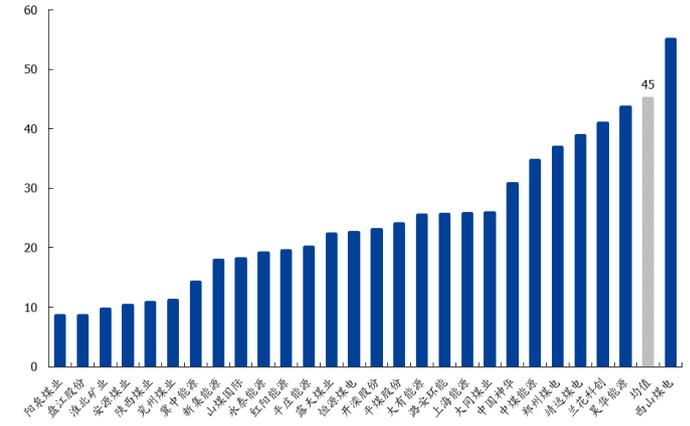
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 2019 年上半年煤企应收账款周转天数排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2019 年上半年煤企存货周转天数排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.3. 期间费用：期间费用率维持小幅下降

期间费用方面，2019 年上半年，受营收规模上升影响，煤企期间费用合计 519.8 亿元，同比增长 2.2%。

- 销售费用 154.7 亿元，同比增长 16.3%；
- 管理费用 246.8 亿元，同比下降 2.1%；
- 财务费用 118.4 亿元，同比下降 4%。

期间费用率方面，2019 年上半年，煤企期间费用率 10.3%，较去年同期下滑 1.5 个百分点。期间费用率最低的三家公司分别为露天煤业（4.5%）、开滦股份（4.9%）、阳泉煤业（5.7%）。

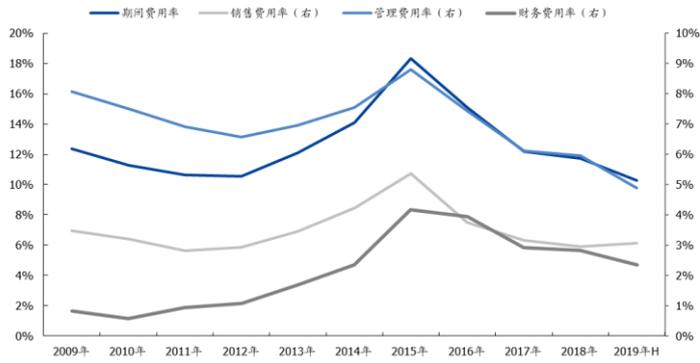
- 销售费用率 3.1%，同比持平；
- 管理费用率 4.9%，较去年同期下滑 1 个百分点；
- 财务费用率 2.3%，较去年同期下滑 0.5 个百分点。

图表 22: 煤企期间费用情况

公司名称	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	18H	19H	同比	18H	19H	同比	18H	19H	同比	18H	19H	同比
露天煤业	4.0%	4.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.0%	2.8%	1.5%	-1.3%	0.9%	2.7%	1.7%
陕西煤业	12.1%	11.3%	-0.9%	4.0%	3.3%	-0.7%	7.9%	7.8%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.0%
恒源煤电	16.4%	14.6%	-1.8%	1.4%	1.7%	0.3%	13.1%	12.1%	-1.0%	1.9%	1.6%	-0.3%
新集能源	18.7%	16.3%	-2.4%	0.4%	0.4%	0.0%	6.9%	5.4%	-1.4%	11.4%	10.4%	-1.0%
昊华能源	20.4%	27.7%	7.3%	9.9%	11.8%	1.9%	7.0%	10.0%	3.0%	3.5%	6.1%	2.6%
中煤能源	17.1%	17.6%	0.5%	10.2%	10.9%	0.8%	3.5%	3.0%	-0.5%	3.5%	3.8%	0.3%
上海能源	12.1%	12.5%	0.4%	2.4%	1.8%	-0.6%	8.4%	8.7%	0.4%	1.4%	2.0%	0.7%
中国神华	8.9%	8.6%	-0.4%	0.2%	0.3%	0.0%	7.4%	7.5%	0.2%	1.5%	0.9%	-0.6%
兖州煤业	10.5%	5.8%	-4.7%	3.8%	2.7%	-1.1%	4.2%	1.9%	-2.2%	2.5%	1.3%	-1.3%
山煤国际	6.3%	7.9%	1.6%	0.9%	1.9%	1.0%	2.7%	3.5%	0.8%	2.7%	2.7%	0.0%
红阳能源	12.4%	12.4%	0.0%	1.9%	1.5%	-0.4%	6.0%	5.8%	-0.2%	4.5%	5.1%	0.6%
大同煤业	29.2%	28.2%	-1.1%	20.2%	20.2%	0.0%	3.5%	3.6%	0.2%	5.5%	4.3%	-1.2%
郑州煤电	18.1%	16.6%	-1.5%	1.5%	1.9%	0.4%	10.1%	9.9%	-0.1%	6.6%	4.8%	-1.8%
大有能源	16.4%	17.4%	1.0%	1.7%	2.0%	0.3%	10.5%	14.7%	4.2%	4.2%	2.4%	-1.8%
平庄能源	35.2%	33.9%	-1.2%	1.6%	2.6%	1.0%	35.6%	33.1%	-2.5%	-2.1%	-1.7%	0.3%
靖远煤电	6.6%	6.8%	0.2%	2.0%	1.3%	-0.7%	4.4%	5.2%	0.9%	0.3%	0.4%	0.1%
安源煤业	9.3%	8.3%	-1.0%	1.4%	0.9%	-0.5%	3.2%	2.9%	-0.2%	4.8%	4.7%	-0.1%
西山煤电	16.3%	16.8%	0.4%	7.1%	8.2%	1.1%	6.7%	6.8%	0.2%	2.5%	2.5%	0.0%
冀中能源	13.2%	11.6%	-1.6%	1.8%	1.6%	-0.2%	8.7%	7.8%	-0.9%	2.7%	2.2%	-0.5%
永泰能源	24.5%	25.1%	0.6%	0.4%	0.8%	0.4%	4.2%	4.6%	0.4%	19.9%	20.6%	0.7%
开滦股份	5.1%	4.9%	-0.2%	1.3%	1.2%	-0.1%	2.2%	2.5%	0.2%	1.6%	1.6%	0.0%
盘江股份	11.0%	10.9%	-0.1%	0.4%	0.3%	-0.1%	9.1%	9.7%	0.7%	1.5%	1.6%	0.1%
潞安环能	15.7%	11.3%	-4.4%	1.3%	0.6%	-0.7%	9.8%	9.3%	-0.6%	4.5%	3.6%	-0.9%
平煤股份	10.5%	8.3%	-2.2%	1.1%	0.8%	-0.3%	3.9%	3.6%	-0.3%	5.5%	4.7%	-0.7%
兰花科创	21.1%	19.0%	-2.1%	3.0%	2.8%	-0.1%	13.2%	12.2%	-1.0%	4.9%	4.0%	-0.9%
阳泉煤业	6.2%	5.7%	-0.5%	0.7%	0.8%	0.2%	3.7%	4.4%	0.6%	1.8%	1.1%	-0.7%
淮北矿业	22.1%	6.7%	-15.4%	6.4%	0.5%	-6.0%	15.4%	6.2%	-9.3%	0.2%	2.0%	1.8%
均值	11.8%	10.3%	-1.5%	3.1%	3.1%	0.0%	5.8%	4.9%	-1.0%	2.9%	2.3%	-0.5%

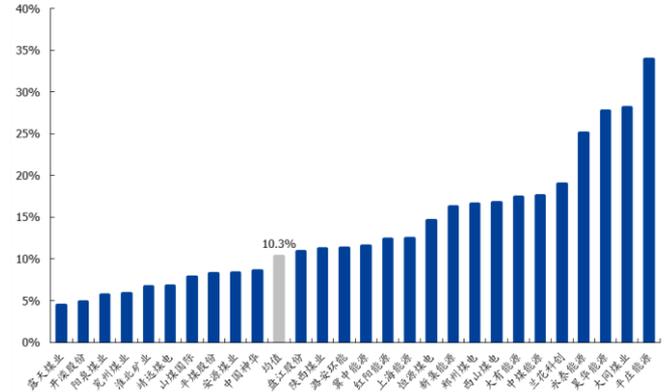
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 煤企期间费用率历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2019年上半年煤企期间费用率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.4. 偿债能力: 现金流持续改善, 偿债能力进一步提升

公司的经营性活动现金流持续好转, 偿债能力进一步改善, 资产负债率小幅下降。

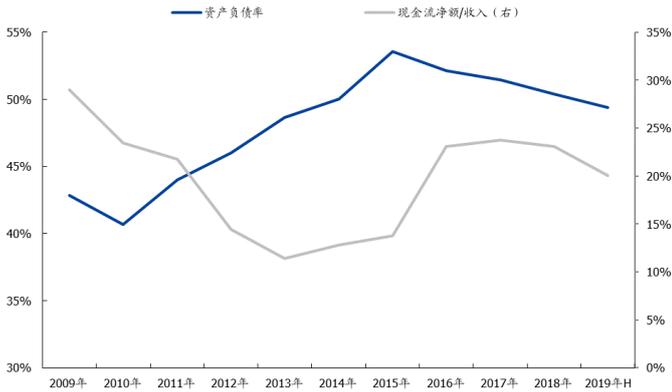
- **现金流方面**, 在继续实现高额净利润的同时, 样本煤企的经营性活动现金流规模同比大增。2019年上半年, 煤企经营性活动现金流净额 1014.2 亿元, 同比增长 23.1%;
- **资产负债率方面**, 2019 年上半年各公司资产负债率均值 49.4%, 较去年同期下降 1.3 个百分点;
- **营业收入现金比方面**, 2019 年上半年煤企营业收入现金比均值为 20.1%, 较去年同期提升 2 个百分点。

图表 25: 煤企偿债能力 (百万)

公司名称	经营性活动现金流净额			资产负债率			经营性现金净额/营业收入		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
露天煤业	1,613	1,357	-15.9%	25.0%	48.7%	23.7%	18.2%	14.2%	-4.0%
陕西煤业	6,352	11,034	73.7%	44.9%	42.2%	-2.6%	24.2%	33.9%	9.7%
恒源煤电	693	972	40.2%	49.4%	45.9%	-3.5%	22.0%	29.3%	7.3%
新集能源	2,113	1,610	-23.8%	79.2%	77.3%	-1.9%	46.3%	35.0%	-11.3%
昊华能源	1,693	1,003	-40.7%	41.0%	36.3%	-4.7%	56.3%	36.8%	-19.5%
中煤能源	8,256	10,241	24.0%	57.6%	57.4%	-0.2%	16.4%	16.8%	0.3%
上海能源	664	1,128	69.8%	34.7%	40.4%	5.7%	19.4%	30.7%	11.3%
中国神华	31,937	41,043	28.5%	34.8%	28.7%	-6.1%	25.1%	35.3%	10.2%
兖州煤业	9,563	11,921	24.7%	58.9%	58.0%	-0.9%	12.5%	11.2%	-1.3%
山煤国际	748	1,198	60.0%	79.0%	76.1%	-2.8%	3.6%	6.0%	2.4%
红阳能源	49	-88	-279.4%	66.8%	62.7%	-4.1%	1.3%	-2.7%	-4.0%
大同煤业	1,694	1,606	-5.2%	62.2%	59.1%	-3.1%	31.9%	28.2%	-3.7%
郑州煤电	146	-305	-308.6%	59.5%	67.3%	7.8%	6.1%	-15.4%	-21.5%
大有能源	807	197	-75.6%	56.0%	51.3%	-4.6%	20.9%	6.6%	-14.2%
平庄能源	-567	20	-103.5%	18.2%	29.4%	11.2%	-52.2%	2.1%	54.3%
靖远煤电	155	340	118.6%	27.1%	22.5%	-4.7%	7.1%	16.7%	9.6%
安源煤业	-253	-44	-82.6%	89.2%	88.3%	-0.9%	-11.8%	-1.7%	10.1%
西山煤电	3,744	3,639	-2.8%	61.4%	62.3%	0.9%	24.5%	21.5%	-3.1%
冀中能源	584	912	56.3%	53.2%	51.4%	-1.8%	5.4%	8.0%	2.6%
永泰能源	3,077	2,373	-22.9%	73.2%	72.9%	-0.3%	28.8%	24.5%	-4.3%
开滦股份	1,399	1,108	-20.8%	49.7%	46.9%	-2.8%	14.0%	10.2%	-3.8%
盘江股份	696	770	10.7%	46.2%	49.5%	3.3%	23.6%	23.4%	-0.1%
潞安环能	684	3,412	399.0%	66.0%	62.7%	-3.3%	6.3%	30.3%	24.0%
平煤股份	1,867	2,076	11.2%	67.3%	69.9%	2.5%	19.6%	17.0%	-2.6%
兰花科创	664	560	-15.6%	57.2%	56.4%	-0.9%	16.3%	13.6%	-2.7%
阳泉煤业	400	-866	-316.5%	57.7%	49.1%	-8.6%	2.4%	-5.6%	-8.0%
淮北矿业	3,589	4,204	17.2%	23.3%	65.4%	42.1%	16.3%	13.8%	-2.5%
小计	82,368	101,421	23.1%	50.7%	49.4%	-1.3%	18.1%	20.1%	2.0%

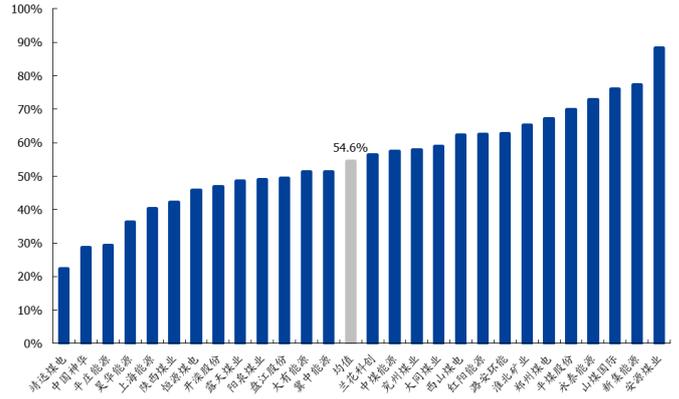
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年上半年煤企资产负债率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4. 经营分析

### 4.1. 产销: 产销量同比均小幅增长

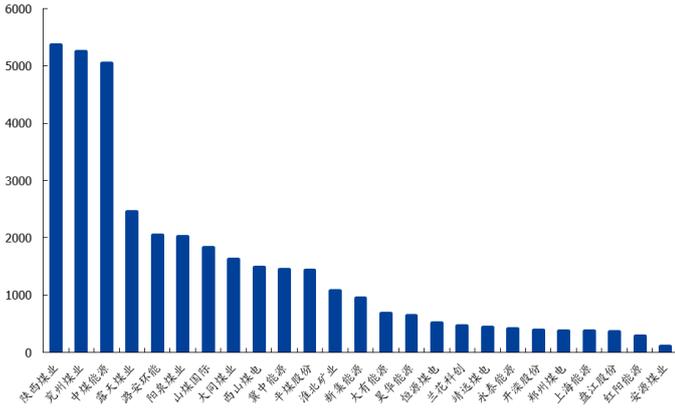
2019 年上半年煤企共生产原煤 5.16 亿吨, 同比增长 4.3%; 销量 7.09 亿吨, 同比增长 3.8%。若剔除神华后, 26 家煤企共生产原煤 3.71 亿吨, 同比增长 6.2%; 销量 4.92 亿吨, 同比增长 7.4%。

图表 28: 煤企产销情况 (万吨)

公司名称	产量			销量		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
露天煤业	2,503	2,452	-2.0%	2,511	2,463	-1.9%
陕西煤业	5,271	5,370	1.9%	6,541	7,730	18.2%
恒源煤电	541	522	-3.5%	450	477	6.0%
新集能源	912	947	3.9%	775	800	3.2%
昊华能源	385	638	65.9%	639	703	10.1%
中煤能源	3,680	5,056	37.4%	7,925	10,315	30.2%
上海能源	396	377	-4.9%	282	247	-12.4%
中国神华	14,584	14,540	-0.3%	22,530	21,710	-3.6%
兖州煤业	5,337	5,249	-1.7%	5,550	5,529	-0.4%
山煤国际	1,687	1,830	8.5%	6,195	5,879	-5.1%
红阳能源	298	281	-5.7%	296	280	-5.4%
大同煤业	1,259	1,629	29.4%	1,066	1,350	26.6%
郑州煤电	403	381	-5.6%	419	371	-11.5%
大有能源	788	682	-13.5%	806	641	-20.5%
平庄能源	—	—	—	264	250	-13.4%
靖远煤电	495	443	-10.4%	490	433	-11.6%
安源煤业	102	110	7.8%	109	99	-9.3%
西山煤电	1,337	1,482	10.9%	1,218	1,302	6.9%
冀中能源	1,390	1,448	4.1%	1,461	1,534	5.0%
永泰能源	490	413	-15.7%	485	391	-19.4%
开滦股份	407	387	-4.7%	261	226	-13.6%
盘江股份	322	369	14.3%	357	399	11.5%
潞安环能	1,991	2,054	3.2%	1,638	1,672	2.1%
平煤股份	1,531	1,434	-6.3%	1,040	1,371	31.8%
兰花科创	376	463	23.3%	341	416	21.8%
阳泉煤业	1,885	2,017	7.0%	3,617	3,432	-5.1%
淮北矿业	1,163	1,072	-7.8%	1,066	902	-15.4%
<b>合计</b>	<b>49,533</b>	<b>51,647</b>	<b>4.3%</b>	<b>68,332</b>	<b>70,919</b>	<b>3.8%</b>
<b>合计(剔除神华)</b>	<b>34,949</b>	<b>37,107</b>	<b>6.2%</b>	<b>45,802</b>	<b>49,209</b>	<b>7.4%</b>

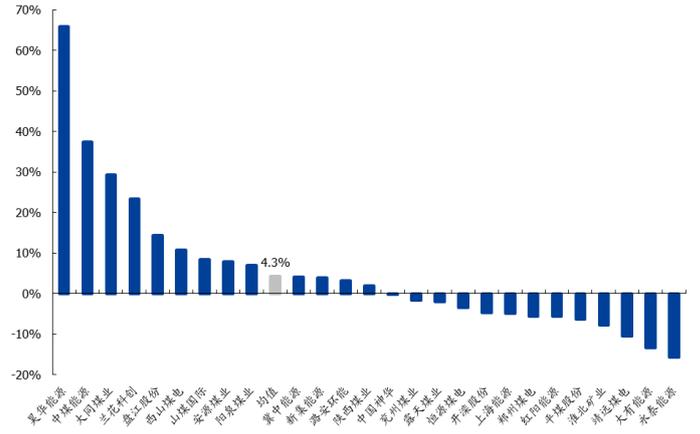
资料来源: 各公司半年报, 国盛证券研究所

图表 29: 2019 年上半年煤企原煤产量排行 (剔除神华) (万吨)



资料来源: 各公司半年报, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年上半年煤企产量增速排行



资料来源: 各公司半年报, 国盛证券研究所

#### 4.2.价格：成本涨幅高于售价，吨煤毛利微降

售价方面，2019年上半年煤企吨煤综合售价459元/吨，同比下滑0.4%；吨煤销售成本309元/吨，同比微涨0.4%；吨煤销售毛利150元/吨，同比下滑2.1%。

图表31：2019年上半年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况（元/吨）

公司简称	吨煤综合售价			吨煤销售成本			吨煤销售毛利		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
露天煤业	121	141	16.3%	56	70	24.0%	65	71	9.6%
陕西煤业	391	412	5.5%						
恒源煤电	653	646	-1.1%	419	410	-2.1%	234	236	0.8%
新集能源	488	473	-3.2%	256	290	13.1%	232	183	-21.2%
昊华能源	381	344	-9.6%	156	137	-12.2%	225	207	-7.8%
中煤能源	471	447	-5.2%	333	312	-6.0%	139	134	-3.2%
上海能源	970	1051	8.3%	468	550	17.6%	502	500	-0.5%
中国神华	444	431	-2.8%	316	307	-2.9%	128	124	-2.5%
兖州煤业	539	565	4.7%	283	320	12.8%	256	245	-4.3%
山煤国际	331	334	0.9%	276	266	-3.6%	55	68	23.5%
红阳能源	554	647	16.8%	393	491	25.0%	161	156	-3.2%
大同煤业	468	397	-15.2%	186	170	-8.7%	281	226	-19.5%
郑州煤电	261	432	65.1%	264	520	96.8%	-3	-88	-3044.6%
大有能源	403	372	-7.8%	249	256	2.8%	154	116	-25.0%
平庄能源	336	307	-8.5%	180	233	29.3%	155	74	-52.3%
靖远煤电	355	369	3.9%	230	247	7.5%	125	122	-2.6%
安源煤业	660	787	19.3%	438	583	33.1%	221	203	-8.1%
西山煤电	669	679	1.6%	281	286	1.7%	388	393	1.5%
冀中能源	622	618	-0.7%	444	471	6.2%	179	147	-17.8%
永泰能源	657	721	9.7%	247	300	21.3%	410	421	2.7%
开滦股份	801	937	17.0%	477	546	14.5%	324	391	20.6%
盘江股份	792	795	0.4%	523	509	-2.5%	269	286	6.1%
潞安环能	577	579	0.4%	322	323	0.4%	255	256	0.3%
平煤股份	718	727	1.2%	546	564	3.4%	172	162	-5.7%
兰花科创	635	576	-9.3%	237	238	0.5%	398	337	-15.1%
阳泉煤业	438	419	-4.4%	367	338	-7.9%	72	82	13.9%
淮北矿业	691	741	7.2%	428	452	5.7%	264	289	9.8%
<b>合计（剔除 陕煤）</b>	<b>461</b>	<b>459</b>	<b>-0.4%</b>	<b>308</b>	<b>309</b>	<b>0.4%</b>	<b>153</b>	<b>150</b>	<b>-2.1%</b>

资料来源：各公司半年报，国盛证券研究所

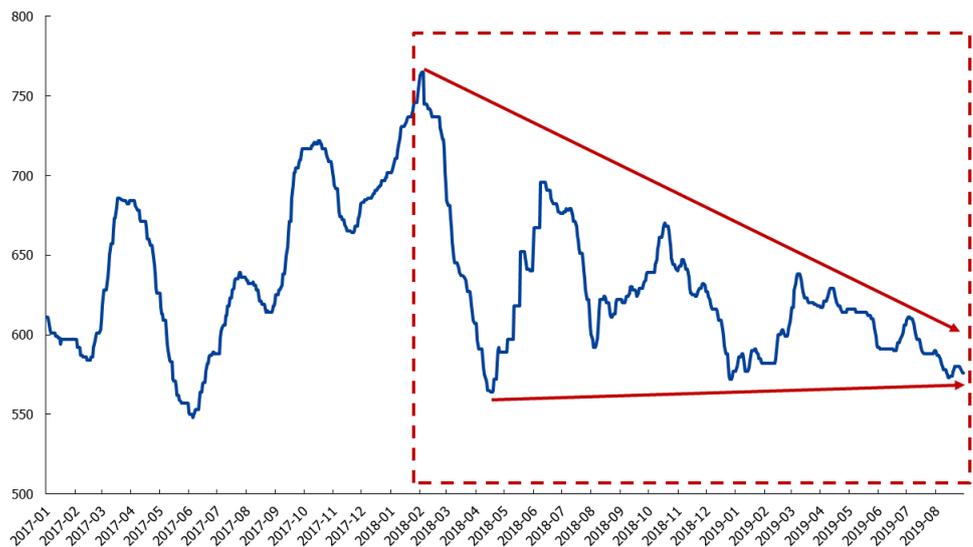
## 5.下半年展望：动弱焦强，关注三主线

### 5.1.动力煤：中枢进一步下移至 570~580 元/吨

由于当今下游用户普遍采用“淡季补库+高库存”策略，这使得以往“淡季走弱、旺季走强”的模式不再完全适用于当下煤炭市场。港口煤价自 18 年以来，呈现高点逐次降低，波动幅度逐步收窄的运行态势。自 3 季度以来，动力煤价格自 7 月 4 日的 611 元/吨回落至 8 月 14 日的 573 元/吨，随后企稳，截至 8 月 30 日报价 576 元/吨。

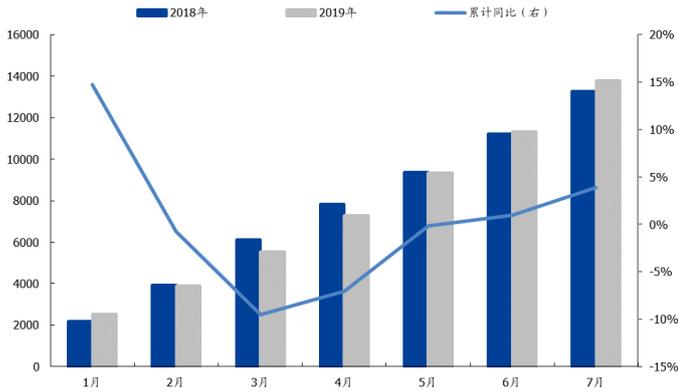
我们认为当前港口和电厂煤炭库存整体仍然偏高，而随着迎峰度夏进入下半场，电厂日耗也将高位逐步回落。如果短期供应方面不出现重大变化，动力煤市场将面临高供应、高库存、需求转弱的局面，煤价依然承压。但关于煤价跌幅，我们并非十分悲观，一方面是因为临近 70 周年大庆，环保“回头看”和安监工作已开始在各主产地陆续开展，在一定程度上会对未 9~10 月份产地供给造成扰动；另一方面，从目前情况看后续进口煤收紧成为大概率事件，将在一定程度上提振市场信心。因此，我们认为当下煤价虽处于弱势震荡，但下行空间有限，何时能走出低谷需待需求配合，下半年港口煤价中枢或进一步下移至 570~580 元/吨，同比下降 8%~9.6%。

图表 32：秦皇岛 Q5500 平仓价（元/吨）



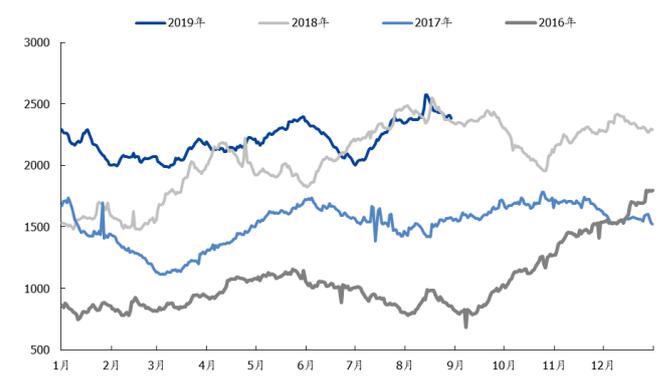
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 33: 2019年1~7月我国累计进口动力煤同比增长3.9% (万吨)



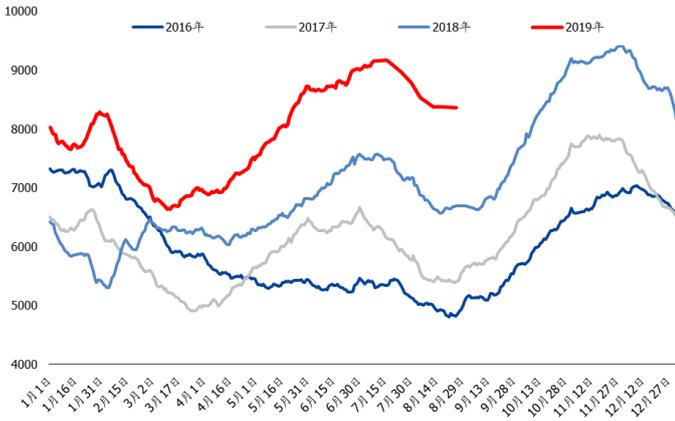
资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 34: 环渤海8港库存 (万吨)



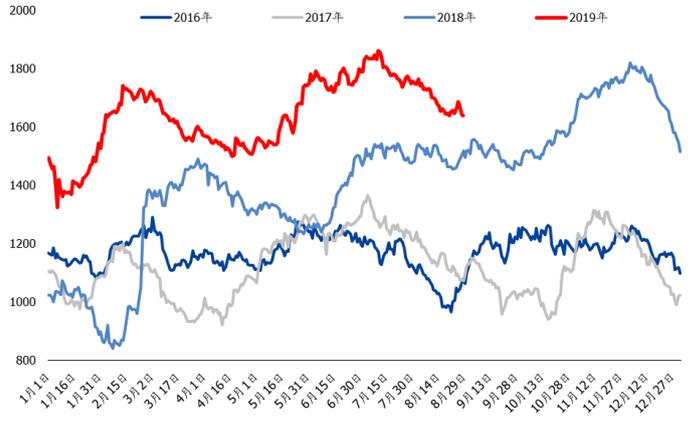
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 全国重点电厂库存 (万吨)



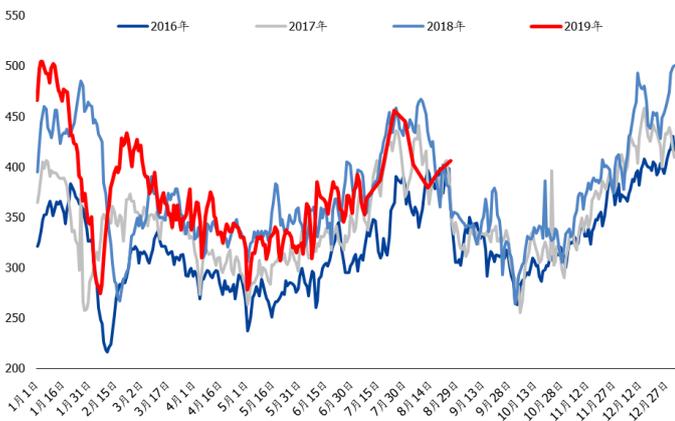
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 沿海六大电库存 (万吨)



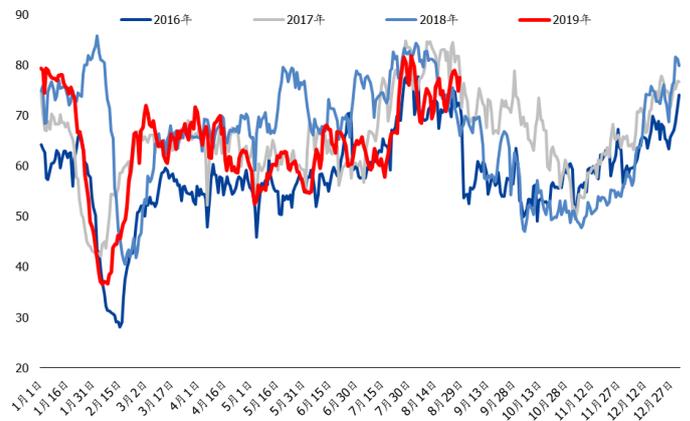
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 全国重点电日耗 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 沿海六大电日耗 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

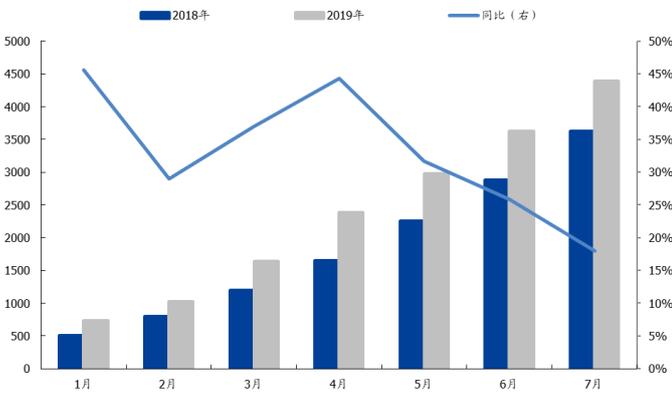
## 5.2. 炼焦煤：供给刚性支撑价格高位震荡

3季度以来,受钢材利润收窄,焦炭价格下跌影响,京唐港主焦煤价格自7月1日的1750元/吨回落至目前1700元/吨,累计跌幅50元/吨。

考虑到焦煤未来产能增量极其有限,下游需求总体平稳,且去年11月山西焦煤集团联合龙煤、山东能源、淮北矿业等8家国内炼焦煤企业联合创立焦煤集群品牌联盟,使得焦煤生产企业在黑色系中的议价能力得到进一步加强,我们预计下半年焦煤价格仍将维持高位震荡格局,下跌幅度有限。

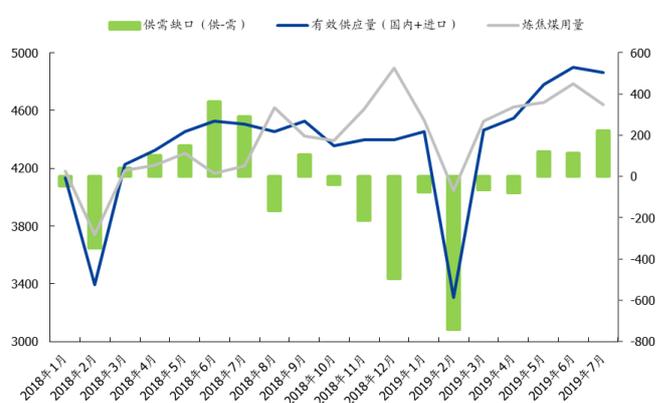
- 短期而言,由于炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井,我们认为往后环保、安全的高压检查有望维持常态化,外加上半年焦煤进口量大幅上涨,后续若对进口煤采取管控措施,或对焦煤进口影响较大,这都限制了焦煤有效供给的释放;
- 中长期而言,我们在对目前所有新建矿井进行梳理过程中发现,在约200多个新建煤矿中,仅有约8座煤矿,合计产能2640万吨/年属于炼焦煤矿井,其体量相对于每年约11亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低,炼焦煤未来增量极其有限。

图表 39: 2019年1~7月我国累计进口炼焦煤同比增长18% (万吨)



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 40: 炼焦精煤供需情况 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5.3. 投资策略

我们认为市场下半年整体呈现“动弱焦强”格局,但值得注意的是,由于动力煤消费结构的变化导致港口与产地间的联动进一步弱化,以榆林为代表的陕西主产区价格最为强势,后续这一现象也有望延续。个股方面,我们建议关注三条主线:一是关注煤炭板块中的核心资产,如中国神华、陕西煤业、西山煤电;二是关注低PB焦煤股,如平煤股份;三是关注山西国改概念的潞安环能、山煤国际。

## 6. 风险提示

**在建矿井投产进度超预期。**

受矿井建设主体意愿影响,在建矿井建设进度有可能加速,导致建设周期缩短,产量释放速度超过预期。

**新建矿井项目批复加速。**

受发改委政策调控影响，新建矿井的项目批复速度有可能提速。

**需求超预期下滑。**

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

**进口煤管控放松。**

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com