

# 煤炭

## 行业动态分析

### 板块盈利仍有韧性，公司延续分化走势

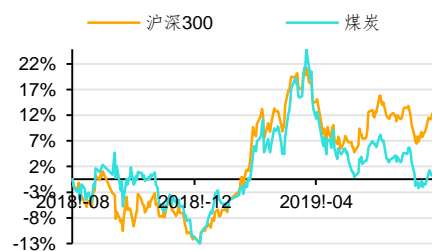
#### 投资要点

- ◆ **煤炭板块盈利总体保持增长，费用控制良好：**2019年中期27家煤炭上市公司合计收入4803.01亿元，同比增长10.05%，实现合计归母净利润511.23亿元，同比增长6.40%；行业毛利率在2017年达到本轮周期的顶部后持续下滑，2017年、2018年和2019年中期板块毛利率水分别为32.21%、31.07%和29.75%，净利润率则分别为9.92%、9.21%和10.64%，2019年中期费用率的下降是净利润率得以提升的主要原因，2019年Q2煤炭板块合计实现收入2522.75亿元，环比增长10.63%；实现归母净利润258.85亿元，环比增长2.56%。
- ◆ **产量增幅收窄，煤价小幅回落，吨煤盈利下降：**2019年中期纳入统计的23家煤炭上市公司合计实现煤炭产量4.72亿吨，同比增长2.5%，增幅较2018年回落0.7个百分点；实现煤炭销量6.57亿吨，同比增长4.2%，增幅较2018年回落11个百分点。销量增幅回落幅度较大的原因是市场环境恶化时率先削减贸易煤所致。上市公司煤炭销售价格（简单平均）为534元/吨，同比下降0.95%，与2018年全年均价持平；吨煤成本续涨4.45%，吨煤毛利和吨煤净利分别为196元和75元，同比分别下降8.81%和10.48%。
- ◆ **盈利质量出现受到下游拖累：**受下游行业的盈利下滑影响，煤炭板块应收帐款占收入比重在连续三年下降后出现回升势头，盈利的现金保障倍数也在向行业平均水平回归。资产负债率则仍延续下降势头，2019年上半年上市公司加权平均资产负债率为49.72%。
- ◆ **公司延续分化走势，6家公司获得基金增持：**2019年中期上市公司业绩延续分化态势，归母净利润同比增长和同比下降的企业各自占半。山煤国际、中煤能源、兖州煤业、阳泉煤业、盘江股份、西山煤电、恒源煤电7家上市公司归母净利润半年同比和二季度环比皆增长，2季度安源煤业、大有能源由盈转亏，平庄能源则连续6个季度亏损。上半年基金减持煤炭公司20家，其获基金增持的公司有6家，分别为平煤股份、西山煤电、冀中能源、大同煤业、陕西黑猫和盘江股份。
- ◆ **上半年预计动力煤公司业绩微降，冶金煤公司个位数增长：**以8月份的煤炭价格估算2019年3季度的煤价，动力煤坑口价格同比、环比分别下跌3.86%和2.84%，焦煤产地价格同比上涨2.10%、环比下降0.52%，无烟煤同比、环比分别下跌12.85%和8.27%。预计2019年三季度报动力煤公司业绩同比下降5%左右，焦煤类公司同比持平。
- ◆ **投资策略：**从库存数据和未来供给与需求的边际变化趋势来看，煤炭行业仍处于下行周期的初期阶段，地产链条带来的需求下滑预期仍未兑现。但是，本轮周期供应区域集中、头部企业集中度提升、尾部企业收敛，供给的有序性大幅改善，加之环保和安全的常态化，行业周期底部有望高于以往周期；同时需求从沿海到内地的转移、去产能带来的区域失衡带来利益的再分配和结构性机会，我们相对看

投资评级 同步大市-A 维持

首选股票	评级

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.05	-6.28	-9.86
绝对收益	-2.39	-2.49	2.43

分析师

杨立宏

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

#### 相关报告

- 煤炭：大秦检修如期提前，焦炭又逢提降-煤炭行业数据周报-20190826 2019-08-26
- 煤炭：动煤库存始现回落，唐山焦钢再度限产-煤炭行业数据周报-20190819 2019-08-19
- 煤炭：产量增速超下游，中转库存创新高 2019-08-15
- 煤炭：周期潮落，整合云涌 2019-08-13
- 煤炭：库存高企，价格承压-煤炭行业数据周报-20190812 2019-08-12

好受益煤炭调入依存度增加的华中、西南、东北区域，受益的标的分别为陕西煤业、淮北矿业、盘江股份、露天煤业，未来煤电联营的纵向整合所带来的动力煤业绩和估值波幅收窄，中国神华等动力煤公司具有配置价值，省域范围的横向整合建议重点关注山西和贵州。

◆ **风险提示：** 煤价跌幅超预期、环保政策变化、进口政策变化、重大安全事故。

## 内容目录

一、	<b>2019 年中期上市公司盈利延续增长，但盈利能力下滑</b> .....	<b>4</b>
	1、2019 年中期煤炭板块归母净利润同比增长 6.4%.....	4
	2、产量增幅放缓，价格基本持平.....	5
	3、成本仍在刚性上升.....	6
	4、平均吨煤毛利 196 元，吨煤净利 75 元，同比降 9%-10%.....	6
	5、盈杠杆持续下降，盈利质量有下滑趋势，.....	7
二、	<b>上市公司延续分化</b> .....	<b>7</b>
三、	<b>2019 年上半年 6 家公司获基金增持</b> .....	<b>10</b>
四、	<b>预计 Q3 板块业绩同比、环比小幅下滑</b> .....	<b>11</b>
五、	<b>投资策略</b> .....	<b>12</b>
六、	<b>风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图 1:	2011-2019Q2 煤炭上市公司平均毛利率与净利率.....	5
图 2:	2014-19 年中煤炭上市公司煤炭产销量及增长率.....	5
图 3:	2006-19 年中煤炭上市公司平均吨煤价格及变动 单位：元.....	5
图 4:	2006-19 年中煤炭上市公司煤炭吨煤成本 单位：元.....	6
图 5:	2007-19 年中煤炭上市公司人均现金支出 单位：万元/人/年.....	6
图 6:	2006-19 年中期煤炭上市公司煤炭吨煤毛利 单位：元.....	6
图 7:	2006-2019 年中期煤炭上市公司平均吨煤净利 单位：元.....	6
图 8:	2007-19 年中煤炭上市公司应收账款占收入比重.....	7
图 9:	2007-19 年中板块经营净现金与归母净利 单位：万元.....	7
图 10:	2011-2019H1 煤炭上市公司资产负债率.....	7
图 11:	2016-19 年 Q3 煤炭产地价格 单位：元/吨.....	11
图 12:	2016-19 年 Q3 煤炭产地价格同比变动.....	11
表 1:	煤炭板块利润表（27 家煤炭公司合计） 单位：万元.....	4
表 2:	2019 年中期煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨.....	8
表 3:	2019 中期煤炭上市公司吨煤价格及吨煤毛利及增长幅度排名 单位：元/吨.....	9
表 4:	煤炭上市公司归母净利及增长幅度排名 单位：万元.....	9
表 5:	煤炭板块基金持仓及变化 单位：万股.....	10
表 6:	产地煤炭价格均价及涨幅 单位：元/吨.....	11
表 7:	煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅.....	12

## 一、2019 年中期上市公司盈利延续增长，但盈利能力下滑

### 1、2019 年中期煤炭板块归母净利同比增长 6.4%

2019 年中期 27 家煤炭上市公司合计收入 4803.01 亿元，同比增长 10.05%，实现合计归母净利 511.23 亿元，同比增长 6.40%；2019 年 Q2 合计实现收入 2522.75 亿元，环比增长 10.63%；实现归母净利 258.85 亿元，环比增长 2.56%。

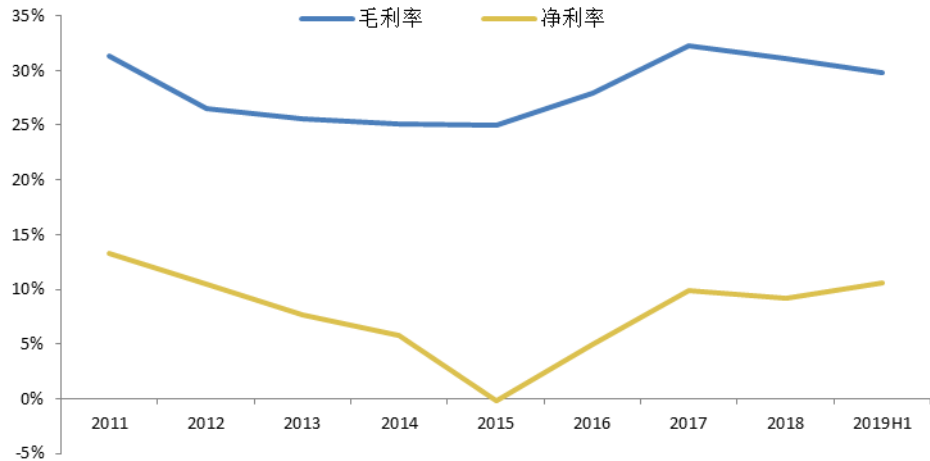
表 1：煤炭板块利润表（27 家煤炭公司合计） 单位：万元

项目	2019H1	2018H1	YoY	2019Q2	2019Q1	QoQ
营业收入	48030075	43642706	10.05%	25227477	22802598	10.63%
营业成本	33741927	29526701	14.28%	17751845	15990082	11.02%
<b>毛利率</b>	<b>29.75%</b>	<b>32.34%</b>		<b>29.63%</b>	<b>29.88%</b>	
营业费用	1551775	1339940	15.81%	824351	727424	13.32%
<b>营业费用率</b>	<b>3.23%</b>	<b>3.07%</b>		<b>3.27%</b>	<b>3.19%</b>	
管理费用	2342569	2528043	-7.34%	1183613	1158956	2.13%
<b>管理费用率</b>	<b>4.88%</b>	<b>5.79%</b>		<b>4.69%</b>	<b>5.08%</b>	
财务费用	1190321	1310876	-9.20%	611120	579200	5.51%
<b>财务费用率</b>	<b>2.48%</b>	<b>3.00%</b>		<b>2.42%</b>	<b>2.54%</b>	
利润总额	8159934	7912440	3.13%	4251566	3908369	8.78%
<b>利润率</b>	<b>16.99%</b>	<b>18.13%</b>		<b>16.85%</b>	<b>17.14%</b>	
所得税	1783242	1886835	-5.49%	969760	813481	19.21%
<b>有效税率</b>	<b>21.85%</b>	<b>23.85%</b>		<b>22.81%</b>	<b>20.81%</b>	
归属股东利润	5112340	4804617	6.40%	2588512	2523828	2.56%
<b>净利润率</b>	<b>10.64%</b>	<b>11.01%</b>		<b>10.26%</b>	<b>11.07%</b>	

资料来源：Wind，华金证券研究所

从盈利能力来看，板块毛利率在 2017 年达到本轮周期的顶部后持续下滑，2017 年、2018 年和 2019 年中期板块毛利率水分别为 32.21%、31.07%和 29.75%，净利润率则分别为 9.92%、9.21%和 10.64%，2019 年中期费用率的下降相对 2018 年回升是净利润率得以提升的主要原因，2019 年中期期间费用率为 10.59%，同比 2018 年同期下降 1 个百分点，净利润率同比 2018 年同期仍微幅下降。煤炭公司通常在 4 季度集中计提大修费用、奖金等，预计全年费用率将高于上半年。

图 1: 2011-2019Q2 煤炭上市公司平均毛利率与净利率



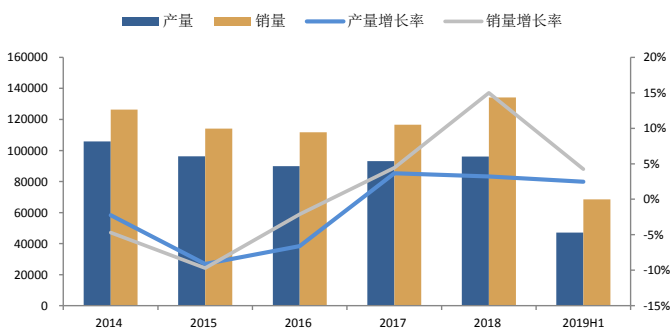
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、产量增幅放缓, 价格基本持平

2019 年中期煤炭上市公司产量延续了 2017 年增长态势, 但增幅有所放缓。纳入统计的 23 家煤炭上市公司合计实现煤炭产量 4.72 亿吨, 同比增长 2.5%, 增幅较 2018 年回落 0.7 个百分点; 实现煤炭销量 6.57 亿吨, 同比增长 4.2%, 增幅较 2018 年回落 11 个百分点。上市公司商品煤销量增幅回落幅度大于产量回落幅度, 也从一个角度反映出市场的疲软。煤炭上市公司通常利用自身销售渠道和外运便利收购地方煤矿进行销售, 而在市场环境不佳的情况下, 率先削减这部分贸易煤。

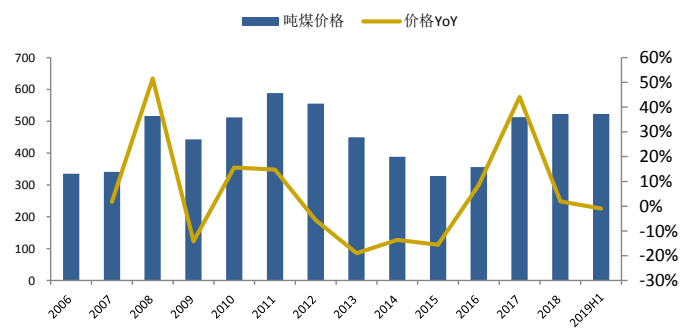
2019 年煤炭上市公司煤炭销售价格为 534 元/吨 (简单平均), 较上年同期回落 0.95%, 与 2018 年均价持平。上市公司的煤价走势强于市场价格, 体现上市公司的合同煤比重较高, 价格锁定能力较强。

图 2: 2014-19 年中煤炭上市公司煤炭产销量及增长率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2006-19 年中煤炭上市公司平均吨煤价格及变动 单位: 元



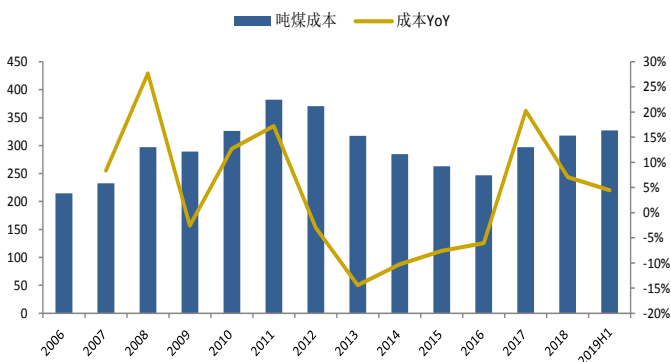
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### 3、成本仍在刚性上升

煤炭行业的成本通常滞后性的跟随价格波动。2019 中期在煤价已经滞涨的情况下，生产成本仍然延续了上升态势，纳入统计的 23 家煤炭上市公司生产成本为 327 元/吨(简单平均)，同比上升 4.45%，高于价格变动幅度 5 个百分点。

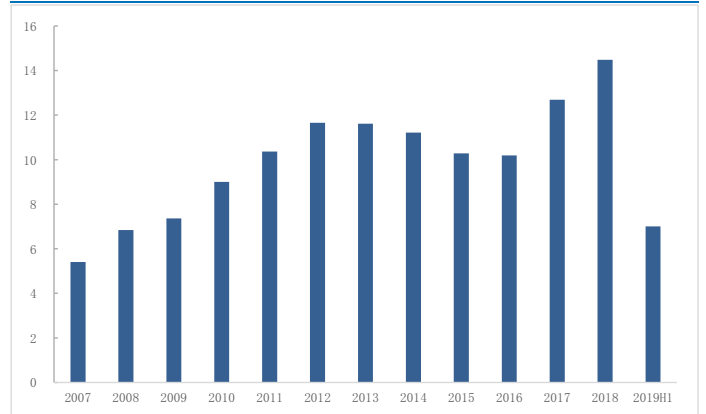
煤炭成本构成中，占比最高的部分为人工成本。近年随着行业景气的持续好转，上市公司都大幅提升了工资和福利待遇，这一成本具有一定粘性。以 2018 年底的员工人数为基数测算，2019 年中期 27 家上市公司平均人工支出为 7.01 万元/人/半年，较同期上涨 11.91%，涨幅较 2018 年降低 3 个百分点。

图 4：2006-19 年中煤炭上市公司煤炭吨煤成本 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2007-19 年中煤炭上市公司人均现金支出 单位：万元/人/年

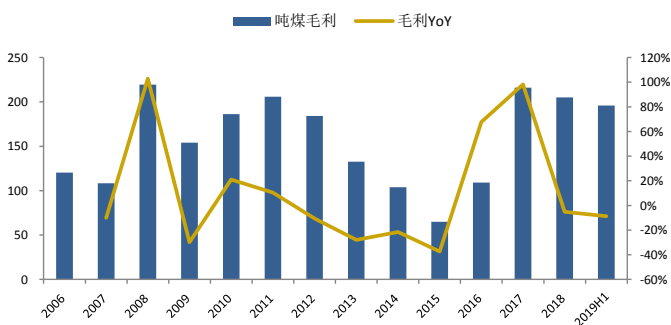


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 4、平均吨煤毛利 196 元，吨煤净利 75 元，同比降 9%-10%

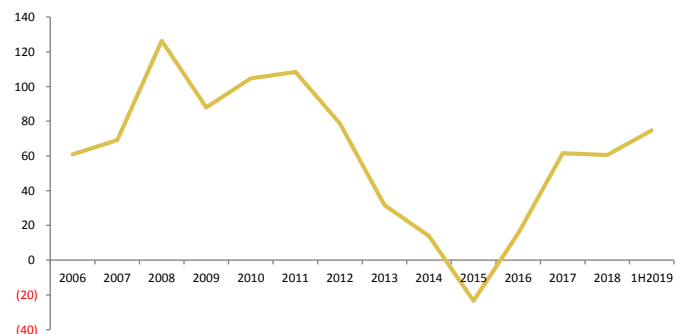
2019 年上半年纳入统计的 23 家煤炭板块平均实现吨煤毛利（简单平均）196 元，同比下降 8.81%。不考虑多元化公司其他业务对盈利的贡献，23 家煤炭上市公司平均吨煤净利为 74.70 元，同比上年同期下降 10.48%，但较 2018 年全年值高 23.44%。上市公司通常在 4 季度集中计提大修费用及奖金等，因此全年数据仍有可能被摊薄。

图 6：2006-19 年中期煤炭上市公司煤炭吨煤毛利 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：2006-2019 年中期煤炭上市公司平均吨煤净利 单位：元

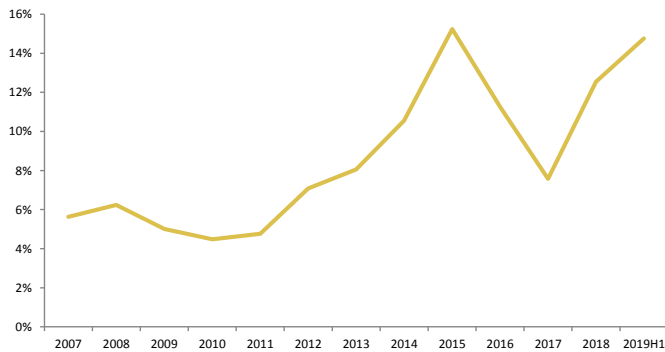


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 5、盈杠杆持续下降，盈利质量有下滑趋势，

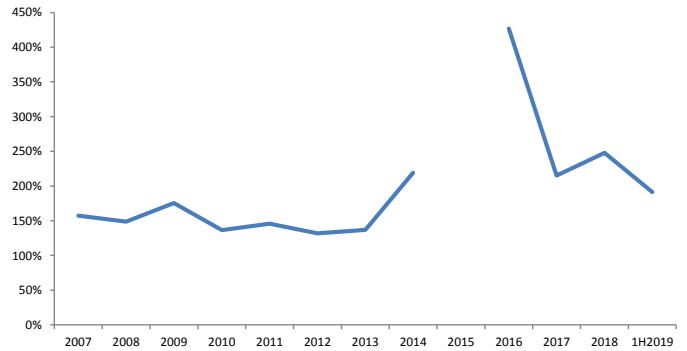
2019 年以来，下游钢铁行业受到铁矿石成本上升、自身产量释放过快的影响，盈利能力下滑，部分企业阶段性亏损。下游的经营恶化体现煤炭板块的应收帐款回收周期延长，应收帐款占收入比重在连续三年下降后出现回升势头，盈利的现金保障倍数也在向行业平均水平回归。

图 8：2007-19 年中煤炭上市公司应收账款占收入比重



资料来源：wind，华金证券研究所

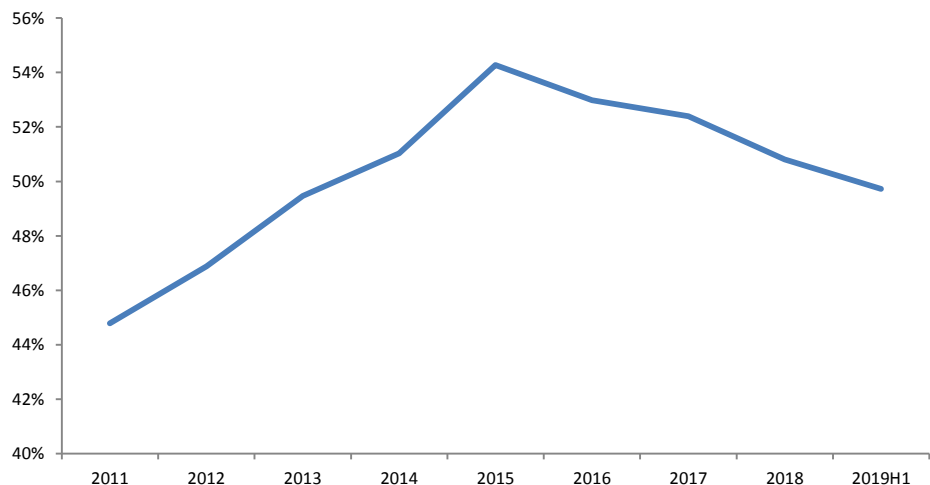
图 9：2007-19 年中板块经营净现金与归母净利 单位：万元



资料来源：wind，华金证券研究所

资产负债率则仍延续下降势头，2019 年上半年 27 家公司加权平均资产负债率为 49.72%，但与 2019 年 Q1 创下的 2012 年以来最低值略有回升。上市公司负债普遍在合理水平，负债率在 70% 以上公司有永泰能源（72.92%）、山煤国际（76.14%）、新集能源（77.31%）、神火股份（84.97%）、\*ST 安煤（88.28%）。

图 10：2011-2019H1 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、上市公司延续分化

2019 年中期煤炭上市公司合计产、销量增速放缓，但公司之间出现分化，部分公司因新产能获得核准或投产，产量增速较高，而部分资源枯竭或地质条件较为复杂省份的煤炭上市产、销量仍延续了负增长态势。

产量和销量增幅在 10% 以上的公司各有 7 家。产量增幅最大的 5 家公司分别为昊华能源、山煤国际、中煤能源、大同煤业、兰花科创；销量增幅最大的前 5 家公司分别为中煤能源、大同煤业、兰花科创、陕西煤业、山煤国际。中煤能源、山煤国际、大同煤业、兰花科创、盘江股份等 5 家公司产销量增长均超过 10%，增长来自新项目投产或并表范围增加，如中煤能源的母杜柴登、纳林河项目投产、兰花科创的永胜煤业等整合矿井投产、大同煤业塔山矿股权比例增加、山煤国际的河曲旧县露天煤业纳入范围等。产量下降的公司多位于后备资源不足的省份。

表 2：2019 年中期煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨

公司	2017	2018	YoY	公司	2017	2018	YoY
昊华能源	385	638	65.85%	中煤能源	7429	10315	38.85%
山煤国际	1213	1961	61.66%	大同煤业	1066	1350	26.64%
中煤能源	3681	5056	37.35%	兰花科创	341	416	21.80%
大同煤业	1259	1629	29.38%	陕西煤业	6541	7730	18.18%
兰花科创	376	463	23.33%	山煤国际	6194	6943	12.08%
盘江股份	322	369	14.30%	盘江股份	357	399	11.52%
西山煤电	1337	1482	10.85%	西山煤电	1218	1302	6.90%
永泰能源	490	534	8.99%	神火股份	274	291	6.24%
阳泉煤业	1885	2017	7.00%	恒源煤电	450	477	6.03%
冀中能源	1390	1448	4.11%	冀中能源	1461	1536	5.10%
潞安环能	1991	2054	3.18%	永泰能源	485	509	4.95%
陕西煤业	5217	5370	2.93%	国投新集	775	800	3.23%
国投新集	786	807	2.58%	潞安环能	1638	1672	2.10%
恒源煤电	462	467	1.16%	昊华能源	639	638	-0.18%
神火股份	280	277	-1.12%	兖州煤业	5550	5529	-0.39%
安源煤业	102	100	-1.59%	露天煤业	2511	2463	-1.93%
中国神华	14800	14540	-1.76%	中国神华	22530	21710	-3.64%
露天煤业	2503	2452	-2.03%	平庄能源	264	250	-5.09%
兖州煤业	4850	4699	-3.12%	阳泉煤业	3617	3432	-5.11%
开滦股份	407	387	-4.74%	郑州煤电	419	381	-8.99%
上海能源	396	377	-4.93%	安源煤业	109	99	-9.29%
郑州煤电	403	381	-5.57%	靖远煤电	490	433	-11.56%
靖远煤电	495	443	-10.44%	上海能源	282	247	-12.40%
大有能源	788	682	-13.46%	大有能源	806	641	-20.53%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

煤炭板块平均销售均价同比微跌 0.95%，上市公司的销售价格涨幅波动区间为-16%-20%，同样存在较大差异，销售价格出现分化的原因有三种情况：不同产地贡献产量变化导致产品结构的变化、区域市场差异、煤种价格变化的时间差异（如无烟煤的滞后上涨）。神火股份、安源煤业、陕西煤业、靖远煤电、兖州煤业价格涨幅居前，14 家公司煤炭销售均价同比下降，煤价下跌的公司数量较 2018 底翻番。



吨煤毛利提升幅度前 5 家公司分别为山煤国际、阳泉煤业、上海能源、中煤能源和盘江股份，提升幅度分别为 16.02%、13.33%、12.29%、7.24%和 6.72%。吨煤毛利同比下降占比过半。

表 3: 2019 中期煤炭上市公司吨煤价格及吨煤毛利及增长幅度排名 单位: 元/吨

吨煤价格	2019H1	2018H1	YoY	吨煤毛利	2019H1	2018H1	YoY
神火股份	664	796	19.79%	山煤国际	51	65	27.45%
安源煤业	660	787	19.28%	阳泉煤业	72	82	13.89%
陕西煤业	385	412	7.12%	上海能源	346	383	10.52%
靖远煤电	351	369	4.98%	中煤能源	148	159	7.78%
兖州煤业	558	584	4.79%	盘江股份	269	286	6.10%
上海能源	866	886	2.38%	神火股份	252	264	4.95%
露天煤业	140	141	1.07%	露天煤业	69	71	3.41%
盘江股份	792	795	0.40%	恒源煤电	234	236	0.80%
潞安环能	577	579	0.35%	潞安环能	255	256	0.30%
冀中能源	622	617	-0.85%	靖远煤电	122	122	0.20%
恒源煤电	653	646	-1.08%	西山煤电	408	393	-3.47%
西山煤电	689	679	-1.38%	中国神华	128	123	-3.87%
中国神华	444	431	-2.80%	兖州煤业	264	246	-6.73%
国投新集	488	473	-3.17%	安源煤业	221	204	-8.00%
阳泉煤业	439	419	-4.37%	昊华能源	252	228	-9.71%
中煤能源	502	470	-6.44%	陕西煤业	203	179	-12.08%
昊华能源	408	382	-6.55%	兰花科创	398	337	-15.11%
大有能源	403	372	-7.80%	冀中能源	179	147	-17.94%
郑州煤电	461	420	-8.78%	大同煤业	281	226	-19.47%
兰花科创	635	576	-9.28%	国投新集	232	183	-21.19%
大同煤业	468	397	-15.17%	大有能源	154	116	-24.96%
山煤国际	369	312	-15.45%	永泰能源	434	323	-25.55%
永泰能源	657	553	-15.75%	郑州煤电	196	133	-32.33%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2019 年中期上市公司盈利延续分化态势, 归母净利同比增长和同比下降的企业各自占半。2019 年中归母净利增长幅度前 5 名的公司分别为新集能源、开滦股份、中煤能源、兰花科创和大有能源。山煤国际、中煤能源、兖州煤业、阳泉煤业、盘江股份、西山煤电、恒源煤电 7 家上市公司归母净利同比环比皆增长, 2 季度安源煤业、大有能源由盈转亏, 平庄能源则连续 6 个季度亏损

表 4: 煤炭上市公司归母净利及增长幅度排名 单位: 万元

公司	2019H1	2018H1	YoY	公司	2019Q2	2019Q1	QoQ
平煤股份	59541	31008	92.02%	神火股份	21914	5484	299.60%
山煤国际	<b>50613</b>	<b>28140</b>	<b>79.86%</b>	永泰能源	5865	3235	81.27%
中煤能源	<b>378773</b>	<b>275616</b>	<b>37.43%</b>	兰花科创	33498	20992	59.57%
开滦股份	72257	58228	24.09%	中煤能源	<b>224666</b>	<b>154107</b>	<b>45.79%</b>
兖州煤业	536085	434128	23.49%	兖州煤业	<b>305246</b>	<b>230840</b>	<b>32.23%</b>
阳泉煤业	106332	88569	20.06%	山煤国际	<b>28559</b>	<b>22054</b>	<b>29.50%</b>
盘江股份	62150	52756	17.81%	西山煤电	<b>67402</b>	<b>59447</b>	<b>13.38%</b>
露天煤业	137477	117692	16.81%	淮北矿业	101624	90943	11.74%

公司	2019H1	2018H1	YoY	公司	2019Q2	2019Q1	QoQ
西山煤电	126849	111543	13.72%	陕西煤业	309653	277454	11.61%
恒源煤电	49408	45266	9.15%	盘江股份	32596	29554	10.29%
潞安环能	150267	139132	8.00%	恒源煤电	25753	23655	8.87%
中国神华	2424300	2297700	5.51%	昊华能源	22781	21864	4.19%
陕西煤业	587107	594416	-1.23%	阳泉煤业	53412	52921	0.93%
新集能源	73865	76453	-3.39%	上海能源	23867	24293	-1.75%
大同煤业	45494	47504	-4.23%	开滦股份	35412	36844	-3.89%
兰花科创	54490	62885	-13.35%	冀中能源	22312	23425	-4.75%
神火股份	27398	32886	-16.69%	大同煤业	21888	23606	-7.27%
靖远煤电	27634	34020	-18.77%	中国神华	1165600	1258700	-7.40%
上海能源	48159	60302	-20.14%	平煤股份	27191	32350	-15.95%
冀中能源	45737	60516	-24.42%	靖远煤电	12588	15046	-16.33%
昊华能源	44645	63797	-30.02%	新集能源	33112	40753	-18.75%
永泰能源	9100	33658	-72.96%	潞安环能	63247	87020	-27.32%
郑州煤电	1054	10275	-89.74%	露天煤业	57645	79831	-27.79%
				郑州煤电	407	647	-37.07%

资料来源: wind, 华金证券研究所

### 三、2019年上半年6家公司获基金增持

上半年基金减持的煤焦类公司 20 家, 其中减持幅度最大的开滦股份、平庄能源、陕西煤业、兰花科创、永泰能源。上半年获基金增持的有 6 家煤焦类上市公司分别为平煤股份、西山煤电、冀中能源、大同煤业、陕西黑猫、盘江股份。

表 5: 煤炭板块基金持仓及变化 单位: 万股

代码	简称	持有基金数	持股总量(万股)	半年度持股变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值(万 元)
600157.SH	永泰能源	14	2,111.98	-7,034.75	0.17	3,548.13
601225.SH	陕西煤业	287	20,433.17	-6,506.70	2.04	188,802.48
601898.SH	中煤能源	126	4,856.35	-5,241.33	0.53	23,310.48
600997.SH	开滦股份	40	2,364.49	-1,360.28	1.92	14,470.66
601918.SH	新集能源	20	1,000.36	-1,135.98	0.39	3,081.11
000780.SZ	平庄能源	1	0.96	-720.91	0.00	3.51
600123.SH	兰花科创	36	999.72	-707.78	0.88	7,317.92
000552.SZ	靖远煤电	48	2,944.67	-559.21	1.29	7,980.07
603113.SH	金能科技	20	316.46	-419.78	0.95	3,487.40
601011.SH	宝泰隆	14	530.78	-413.68	0.33	3,232.45
601101.SH	昊华能源	16	455.49	-371.82	0.38	2,828.62
600758.SH	红阳能源	13	411.07	-369.61	0.52	2,133.47
600740.SH	山西焦化	24	391.66	-346.51	0.60	3,325.15
600792.SH	云煤能源	6	435.62	-343.21	0.44	1,629.21
600121.SH	郑州煤电	7	532.42	-217.31	0.52	1,687.77
600403.SH	大有能源	5	414.87	-163.89	0.17	1,630.43
600508.SH	上海能源	17	259.65	-150.87	0.36	2,516.01

代码	简称	持有基金数	持股总量(万股)	半年度持股变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值(万 元)
600714.SH	金瑞矿业	9	262.67	-84.55	0.91	1,767.74
002753.SZ	永东股份	7	20.78	-28.10	0.10	179.55
000723.SZ	美锦能源	70	4,631.70	-19.08	4.28	48,401.31
600395.SH	盘江股份	24	1,351.62	20.14	0.82	7,988.07
601015.SH	陕西黑猫	11	488.30	71.00	0.33	1,923.91
601001.SH	大同煤业	70	3,322.25	219.57	1.98	15,182.67
000937.SZ	冀中能源	70	3,536.31	339.09	1.22	13,650.15
000983.SZ	西山煤电	132	6,243.01	637.56	1.98	37,832.67
601666.SH	平煤股份	60	3,095.64	862.43	1.31	12,939.79

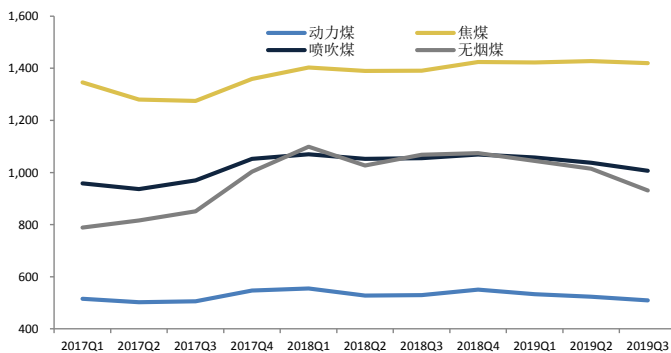
资料来源: wind, 华金证券研究所

#### 四、预计 Q3 板块业绩同比、环比小幅下滑

我们以 8 月份的煤炭价格估算 2019 年 3 季度的煤价, 则动力煤坑口价格同比、环比分别下跌 3.86% 和 2.84%, 焦煤产地价格同比上涨 2.10%、环比下降 0.52%, 无烟煤同比、环比分别下跌 12.85% 和 8.27%。

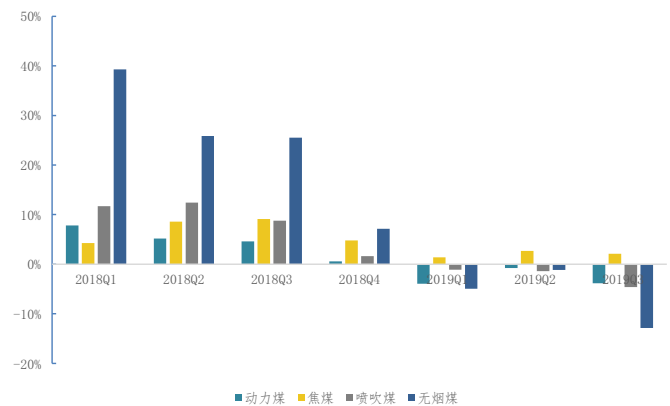
按照目前价格维持平稳直至 9 月的假设测算, 2019 年前三季度累计, 动力煤均价同比下降 2.89%, 焦煤价格同比上涨 2.05%, 喷吹煤同比下降 2.38%, 无烟煤同比下降 6.38%。预计 2019 年三季度报动力煤公司业绩同比下降 5% 左右, 焦煤类公司预计业绩同比持平。

图 11: 2016-19 年 Q3 煤炭产地价格 单位: 元/吨



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12: 2016-19 年 Q3 煤炭产地价格同比变动



资料来源: wind, 华金证券研究所

表 6: 产地煤炭价格均价及涨幅 单位: 元/吨

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比	Q3 环比	2018 前 3Q	2019 前 3Q	同比
动力煤	529	550	533	524	509	-3.86%	-2.84%	537	522	-2.89%
焦煤	1391	1424	1423	1427	1420	2.10%	-0.52%	1395	1423	2.05%
喷吹煤	1055	1069	1058	1037	1006	-4.61%	-2.97%	1059	1034	-2.38%
无烟煤	1068	1074	1044	1015	931	-12.85%	-8.27%	1065	997	-6.38%

资料来源: 煤炭资源网, 华金证券研究所

## 五、投资策略

2 季度以来，行业景气见顶下滑的预期逐渐为市场接受和认同，近 3 个月和近 1 个月，煤炭行业指数小幅跑输沪深 300 指数，相对收益率分别为-6.56%和-3.73%，近三个月和近一个月行业指数市场表现仅次于黑色金属和房地产，反映了市场对地产产业链的担忧，短期内这一担忧仍难解除。

无论是从煤价已经形成的趋势，短期价格的先行指标——库存数据，还是从未来供给与需求的边际变化趋势来看，煤炭行业仍处下行周期的初期阶段，地产链条带来的需求下滑仍未兑现，判断需求下滑幅度和行业底部仍为时尚早。

但是，本轮周期供应出现根本变化，体现在区域集中、头部企业集中度提升、尾部企业大幅度收敛，供给的有序性大幅改善，加之环保和安全的常态化，行业周期底部有望高于以往周期，同时需求从沿海到内地的转移、去产能带来的区域失衡带来利益的再分配和结构性机会，我们相对看好受益煤炭调入依存度增加的华中、西南、东北区域，受益的标的分别为陕西煤业、淮北矿业、盘江股份、露天煤业，未来煤电联营的纵向整合所带来的动力煤业绩和估值波幅收窄，中国神华等动力煤公司具有配置价值，省域范围的横向整合建议重点关注山西和贵州。

从个股近一年的表现看，我们相对看好的动力煤公司国神华、露天煤业、陕西煤业，冶金煤公司盘江股份、淮北矿业和潞安环能，涨幅均排在年涨幅榜前 10 位。

表 7：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅

公司	年涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
美锦能源	174.76%	山煤国际	32.63%	恒源煤电	5.69%
山煤国际	93.59%	中国神华	6.16%	神火股份	5.47%
陕西煤业	23.16%	陕西煤业	5.67%	中煤能源	4.10%
恒源煤电	15.42%	中煤能源	2.78%	露天煤业	-0.83%
安源煤业	5.91%	恒源煤电	0.52%	ST 安泰	-1.29%
中国神华	5.59%	西山煤电	0.09%	新集能源	-1.33%
淮北矿业	-0.81%	潞安环能	-0.65%	安源煤业	-1.69%
露天煤业	-2.00%	露天煤业	-2.45%	中国神华	-1.94%
中煤能源	-2.14%	神火股份	-2.74%	阳泉煤业	-3.14%
盘江股份	-2.18%	阳泉煤业	-3.68%	西山煤电	-3.61%
潞安环能	-4.13%	盘江股份	-3.71%	山煤国际	-3.74%
阳泉煤业	-4.18%	新集能源	-5.12%	靖远煤电	-3.85%
平煤股份	-4.22%	兖州煤业	-5.47%	盘江股份	-3.92%
兰花科创	-4.54%	平煤股份	-5.85%	郑州煤电	-3.98%
开滦股份	-4.62%	开滦股份	-6.45%	永泰能源	-4.29%
西山煤电	-6.30%	靖远煤电	-7.11%	冀中能源	-4.32%
永泰能源	-6.59%	大同煤业	-7.39%	蓝焰控股	-4.60%
大同煤业	-8.97%	兰花科创	-7.43%	平庄能源	-4.98%
平庄能源	-9.34%	上海能源	-7.51%	上海能源	-5.01%
兖州煤业	-9.86%	昊华能源	-8.03%	大同煤业	-5.12%
冀中能源	-11.86%	平庄能源	-8.31%	陕西煤业	-5.32%
昊华能源	-13.24%	冀中能源	-8.76%	兖州煤业	-6.63%

公司	年涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
大有能源	-15.85%	郑州煤电	-9.37%	昊华能源	-6.79%
蓝焰控股	-16.10%	淮北矿业	-10.10%	平煤股份	-7.66%
神火股份	-16.33%	山西焦化	-10.42%	美锦能源	-7.78%
靖远煤电	-16.40%	ST安泰	-10.89%	兰花科创	-8.77%
上海能源	-16.59%	大有能源	-11.87%	大有能源	-8.92%
郑州煤电	-17.52%	永泰能源	-14.75%	山西焦化	-9.15%
山西焦化	-17.94%	安源煤业	-19.93%	潞安环能	-9.41%
新集能源	-22.26%	蓝焰控股	-22.02%	淮北矿业	-9.52%
ST安泰	-28.44%	美锦能源	-26.24%	开滦股份	-11.51%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价为9月2日

## 六、风险提示

煤价跌幅超预期、环保政策变化、进口政策变化、重大安全事故。

## 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)