

## 煤炭开采

 煤炭行业 2019 年三季度报综述  
 ——煤价虽弱势，但业绩仍稳健

**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

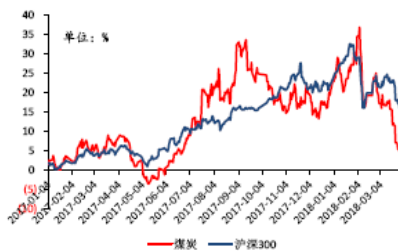
Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

**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)	1101890.2
行业流通市值(百万元)	1007376.1

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;盘江股份(600395)点报：中报业绩同比大增，关注产能置换获批后的规模增长&gt;&gt;2018.08.31

&lt;&lt;中国神华点评：中报业绩同比下降，主因哈矿停减产致煤炭业绩下降&gt;&gt;2018.08.27

&lt;&lt;山煤国际 2018 半年报点评：上半年业绩增长明显，煤炭开采业务有望持续做大&gt;&gt;2018.08.27

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E		
陕西煤业	8.54	1.04	1.10	1.23	1.31	8	8	7	7	1.51	买入
中国神华	18.06	2.26	2.21	2.31	2.36	8	8	8	8	1.04	增持
兖州煤业	10.61	1.38	1.61	1.80	1.84	8	7	6	6	0.93	买入
潞安环能	6.85	0.93	0.89	1.00	1.13	7	8	7	6	0.78	买入
西山煤电	5.75	0.50	0.57	0.66	0.70	12	10	9	8	0.86	买入
淮北矿业	9.33	0.41	1.68	1.67	1.72	23	6	6	5	1.1	买入
恒源煤电	5.41	1.10	1.22	0.91	0.96	5	4	6	6	0.79	买入

备注

**投资要点**

- 2019 前三季度业绩同比稳步增长，2019Q3 业绩环比上升：**重点关注的 28 家上市公司，2019 前三季度合计实现归母净利润 788 亿元，同比上涨 11.8%，扣非归母净利润 723 亿元，同比上涨 3.86%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家上市公司，2019 前三季度合计实现归母净利润 418 亿元，同比上涨 18.5%，扣非归母净利润 369 亿元，同比上涨 9%。环比来看，28 家上市公司 2019Q3 归母净利润 277 亿元，环比上涨 7%；剔除神华后，27 家 2019Q3 归母净利润 148 亿元，环比上涨 4.3%。
- 期间费用及比率同比均下降。**从绝对值来看，2019 前三季度累计期间费用 791 亿元，同比下降 4.3%。从相对值来看，2019Q3 期间费用率 10.9%，同比下降 0.8 个百分点，其中，销售费用率 3.3%，同比微增 0.2 个百分点，管理费用率 5.1%，同比下降 0.5 个百分点，财务费用率 2.5%，同比下降 0.5 个百分点。综合来看，相对值的同比下降，说明企业对期间费用管控具有成效。
- 公司整体盈利能力同比微增。**28 家上市公司，2019 前三季度销售毛利率 26.3%，同比下降 1.9 个百分点；销售净利率 13.3%，同比上升 0.1 个百分点；ROE 为 9.8%，同比上涨 0.2 个百分点。如果剔除中国神华，公司的盈利能力同比上涨 0.5 个百分点。
- 应收账款和存货周转天数同比继续下降。**28 家上市公司，2019 前三季度应收账款周转天数平均为 41 天，同比下降 2 天，降幅 5.4%；存货周转天数平均为 27 天，同比下降 4 天，降幅 12.7%。当前仍处于煤炭市场景气时期，供给释放虽有增加，但仍处于相对平衡状态，煤企的议价能力仍处于较强一方，从而导致应收账款和存货周转天数均继续下降。
- 煤企资产负债率继续下降，现金流和偿债能力略受回款影响。**28 家上市公司，2019 前三季度经营活动净现金流合计为 1421 亿元，同比下降 78 亿元，降幅 5.2%；资产负债率平均为 48.5%，同比下降 2.5 个百分点；现金流动负债比率 23.9%，同比下降 1.2 个百分点。
- 2019 年四季度动力煤价有望企稳。**目前动力煤价已调整至较为合理的区间，其中年度长协价格始终位于绿色区间，月度长协价格和现货价格已经回归到黄色区间。四季度供暖季临近，传统供暖季的用煤需求旺季即将来临，需求将会有所回升，此外贯穿第四季度的进口有可能受到平控政策影响而收紧。总体而言，动力煤价格四季度基本会企稳。
- 2019 年第四季度炼焦煤价格弱势运行。**由于下游焦炭价格弱势下跌，导致其对上游焦煤价格打压意愿加重。后续考虑到环保限产政策对炼焦煤需求的抑制及受下游焦炭市场弱势下跌的影响，短期焦煤价格仍将弱势运行。
- 投资策略：MLF 利率下降 5bp 体现态度，建议布局高股息龙头。**10 月制造业 PMI 下滑至 49.3，环比下降 0.5pct，连续 6 个月落入荣枯线以下，虽然部分是受到季节性扰动（十一假期）影响，但仍表示当前经济下行压力较大。尽管短期 CPI 仍有上行压力，但更多是猪肉价格上涨带来的结构性通胀，因此后续货币政策仍有想象空间，本周 MLF 利率下降 5bp 也印证了这一点。在这样的背景下，我们认为业绩稳健的高股息资产价值性将愈发凸显，具备战略配置价值，神华、陕煤的三季度业绩逆势增长也印证了这一点。此外，在历经两年多时间的摸底和准备后，我们认为山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速

阶段，建议持续关注。主要推荐高股息行业龙头：陕西煤业、中国神华，有望受益于山西国改标的：潞安环能、西山煤电，高弹性标的建议关注：兖州煤业、神火股份、恒源煤电，同时焦煤股建议关注：淮北矿业，焦炭标的建议关注山西焦化、金能科技、中国旭阳集团（港股），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>2019 年前三季度综述：煤价虽趋弱，但业绩仍稳健</b> .....	<b>- 4 -</b>
2019 年前三季度煤价走势趋弱，动力煤价格同比回落但焦煤价格同比仍上涨	- 4 -
各类业绩指标同比继续提升.....	- 4 -
期间费用及比率同比均下降.....	- 9 -
公司整体盈利能力同比微增.....	- 10 -
应收账款和存货周转天数同比继续下降.....	- 11 -
煤企资产负债率继续下降，现金流和偿债能力略受回款影响.....	- 12 -
<b>2019 第四季度展望：煤价有望企稳，业绩仍保持稳健</b> .....	<b>- 13 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 14 -</b>

## 图表目录

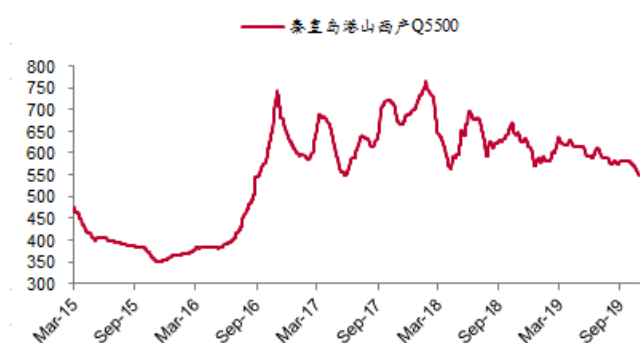
图表 1: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 4 -
图表 2: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 4 -
图表 3: 京唐港主焦煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	- 4 -
图表 4: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨) .....	- 4 -
图表 5: 28 家上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) .....	- 5 -
图表 6: 28 家上市公司非经常性损益和扣非归母净利润情况 (单位: 百万元) ..	- 6 -
图表 7: 28 家上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元) .....	- 7 -
图表 8: 28 家公司营业收入总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 9: 28 家公司净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 10: 28 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 11: 28 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 12: 27 家 (剔除神华) 营业收入总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 13: 27 家 (剔除神华) 净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 8 -
图表 14: 27 家 (剔除神华) 归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 15: 27 家 (剔除神华) 扣非归母净利润总计 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 18: 28 家上市公司期间费用率情况 .....	- 9 -
图表 19: 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况.....	- 10 -
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) .....	- 11 -
图表 21: 28 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元) .....	- 12 -
图表 27: 重点公司盈利预测与估值.....	- 14 -

## 2019 年前三季度综述：煤价虽趋弱，但业绩仍稳健

### 2019 年前三季度煤价走势趋弱，动力煤价格同比回落但焦煤价格同比仍上涨

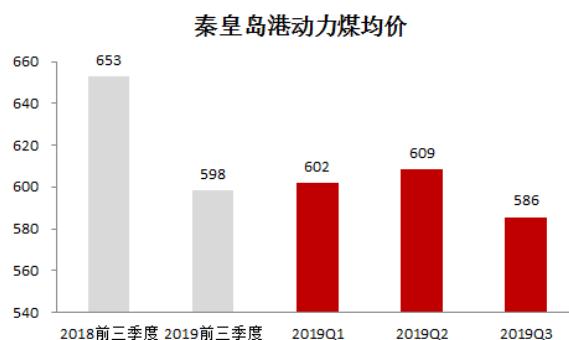
- 2019 年以来，动力煤由于港口库存和电厂库存保持高位，以及煤炭产量的稳定释放，动力煤价格稳步回落，旺季价格的波动也被有效平抑。2019 前三季度秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 598 元/吨，同比下降 8.4%，2019Q3 均价为 586 元/吨，环比下降 3.8%。
- 炼焦煤价格由于下游钢铁焦炭环节的压制，自 3 月份以来一直维持弱势回调。2019 前三季度京唐港主焦煤（山西产）均价为 1776 元/吨，同比上涨 1.8%，2019Q3 均价为 1693 元/吨，环比下降 4.7%。

图表 1: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨)



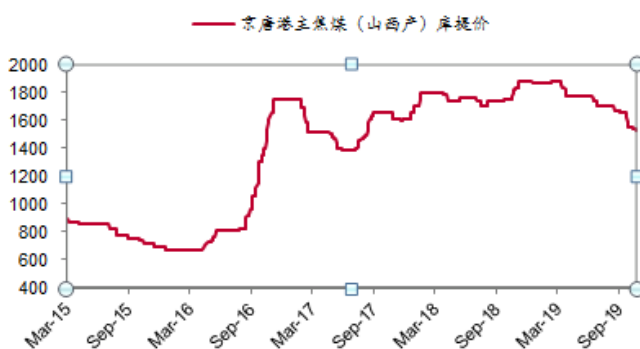
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 2: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)



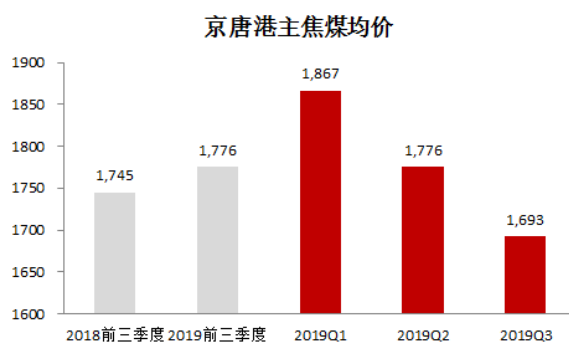
来源: 中泰证券研究所, wind

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

### 各类业绩指标同比继续提升

- 业绩同比继续提升。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），2019 年前三季度合计实现营业收入 7284 亿元，同比上涨 7.1%；合计实现净利润 968 亿元，同比上涨 8.1%；

合计实现归属母公司净利润 788 亿元，同比上涨 11.8%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2019 年前三季度合计实现净利润 528.9 亿元，同比上涨 14.2%；合计实现归属母公司净利润 418 亿元，同比上涨 18.5%。

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)

公司 名称	2018 前三 季度营业 收入	2019 前三 季度营业 收入	同比 变动	2018 前 三季度 净利润	2019 前 三季度 净利润	同比 变动	2018 前三 季度归母 净利	2019 前三 季度归母 净利	同比 变动
靖远煤电	3,085	2914	-5.6%	493	384	-22.2%	493	383	-22.2%
平庄能源	1,513	1560	3.1%	(52)	(172)	---	(52)	(172)	---
神火股份	14,239	13415	-5.8%	248	2,248	807.1%	292	2,523	765.3%
冀中能源	16,299	16958	4.0%	1,038	950	-8.5%	849	732	-13.8%
西山煤电	23,372	24660	5.5%	1,754	1,929	10.0%	1,523	1,806	18.6%
露天煤业	5,921	14219	140.1%	1,516	2,130	40.5%	1,509	1,960	29.9%
郑州煤电	3,655	2913	-20.3%	360	65	-82.0%	165	(65)	-139.2%
兰花科创	6,315	6,161	1.1%	893	658	-26.3%	988	740	-25.1%
永泰能源	16,635	15283	-8.1%	98	227	131.5%	31	131	321.5%
兖州煤业	119,190	150611	26.4%	7,503	8,989	19.8%	5,504	6,984	26.9%
盘江股份	4,444	4,944	11.3%	727	896	2.3%	726	896	23.4%
安源煤业	3,513	3,994	13.7%	79	(92)	-215.7%	81	(86)	-205.3%
大有能源	5,817	4,545	-21.9%	680	126	-81.5%	673	153	-77.3%
上海能源	5,187	5,567	7.3%	727	622	-14.5%	756	668	-11.7%
山煤国际	35,940	31,616	-12.0%	1,450	1,458	0.6%	403	79	97.7%
恒源煤电	4,663	4,711	1.0%	689	718	4.1%	689	719	4.3%
开滦股份	15,450	15,728	1.8%	1,160	1,162	0.2%	991	1,011	2.0%
大同煤业	7,887	8,748	10.9%	1,110	1,073	-3.3%	658	677	2.9%
中国神华	194,084	177,849	-8.4%	43,215	43,893	1.6%	35,278	37,088	5.1%
昊华能源	4,319	4,221	-2.3%	1,015	765	-24.6%	908	602	-33.7%
陕西煤业	41,131	50,755	23.4%	13,203	13,123	-0.6%	8,864	9,083	2.5%
潞安环能	17,320	17,410	0.5%	2,108	2,145	1.7%	2,229	2,113	-5.2%
中煤能源	77,137	94,239	22.2%	6,378	8,763	37.4%	4,125	5,761	39.7%
*ST 大洲	1,350	1,076	-20.3%	(20)	(59)	---	(17)	(88)	---
红阳能源	5,337	4,784	-10.4%	4	10	177.4%	4	10	182.0%
新集能源	6,740	7,166	6.3%	1,023	2,088	104.0%	908	1,936	113.3%
合计	680,371	728,401	7.1%	89,550	96,787	8.1%	70,511	78,849	11.8%
合计 (剔除神 华)	486,287	550,552	13.2%	46,335	52,894	14.2%	35,233	40,761	18.5%

来源: wind、中泰证券研究所

- 扣非后业绩仍表现为增长。从扣非归母净利润来看，28 家上市公司 2019 年前三季度实现扣非归母净利润 723 亿元，同比上升 3.86%；非经常性损益 66 亿元，同比上涨 625.9%，非经常性损益同比增长较大，主要是由于中国神华和神火股份的非经常性损益较大（其中，中国神华 11.21



亿元是与国电组建合资公司完成资产交割而确认的一次性投资收益, 4.1 亿元为理财产品投资收益; 神火股份主要来自于高家庄煤矿探矿权转让的收益)。如果剔除中国神华, 27 家上市公司, 2019 年前三季度合计实现扣非归母净利润 369 亿元, 同比上涨 9%; 非经常性损益 48.3 亿元, 同比上涨 258.1%。

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	2018 前三季度 扣非归母净利润	2019 前三季度 扣非归母净利润	同比 变动	2018 前三季度 非经常性损益	2019 前三季度 非经常性损益	同比 变动
靖远煤电	487	375	-23.1%	5.7	8.7	53.2%
平庄能源	(81)	(249)	—	28.7	76.5	166.2%
神火股份	(441)	(291)	—	733.1	2,814.7	283.9%
冀中能源	949	710	-25.2%	(100.4)	21.6	—
西山煤电	1,544	1,817	17. %	(21.0)	(11.2)	—
露天煤业	1,530	1,962	28.3%	(21.1)	(2.1)	—
郑州煤电	137	(87)	-163.4%	28.1	22.1	-21.3%
兰花科创	932	754	-19.1%	6.2	(14.2)	-125.3%
永泰能源	(621)	54	—	652.3	76.8	-88.2%
兖州煤业	5,885	6,649	13.0%	(381.1)	335.0	—
盘江股份	696	830	19.3%	30.8	66.3	115.2%
安源煤业	103	(75)	-172.8%	(21.3)	(10.9)	—
大有能源	676	109	-83.9%	(2.5)	44.0	—
上海能源	763	658	-13.8%	(6.2)	10.	—
山煤国际	382	852	123.1%	21.8	(53.9)	-347.1%
恒源煤电	692	718	3.8%	(3.1)	0.2	—
开滦股份	988	1,009	2.1%	3.0	2.2	-26.1%
大同煤业	664	677	2.0%	(6.0)	(0.2)	—
中国神华	35,725	35,369	-1.0%	(447.0)	1,719.0	—
昊华能源	911	492	-45.9%	(3.2)	109.3	—
陕西煤业	8, 68	8,919	0.6%	(3.7)	164.3	—
潞安环能	2,21	2,094	-5.6%	11.1	18.7	69.3%
中煤能源	4,122	5,572	35.2%	2.9	188.8	6394.0%
*ST 大洲	(55)	(99)	—	37.9	10.9	-71.2%
红阳能源	(46)	(64)	—	49.4	74.9	51.6%
新集能源	830	1,084	30.7%	78.0	851.9	992.2%
合计	69,609	7 ,296	3.9%	902.7	6,552.7	625.9%
合计 (剔除神华)	33,884	36,927	9.0%	1,349.7	4,833.7	258.1%

来源: wind、中泰证券研究所

- **2019Q3 单季归母净利润环比上涨, 但扣非后业绩环比下降。**2019 年三季度单季 28 家上市公司合计实现营业收入 2439 亿元, 环比下降 4%; 归属母公司净利润 277 亿元, 环比上涨 7%; 扣非归母净利润 239 亿元, 环比下降 3.8%。如果剔除中国神华后, 27 家上市公司, 2019 年三季度

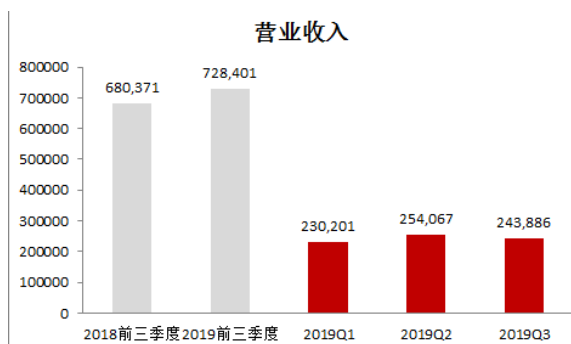
单季合计实现归母净利润 148 亿元，环比上涨 4.3%；合计实现扣非归属母公司净利润 112 亿元，环比下降 16.9%。扣非后业绩环比下降主要是由于三季度煤炭价格环比回落。

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	2019Q2 营业收入	2019Q3 营业收入	环比 变动	2019Q2 归母净利	2019Q3 归母净利	环比 变动	2019Q2 扣非 归母净利	2019Q3 扣非 归母净利	环比 变动
靖远煤电	766	883	15.3%	126	10	-15.0%	127	100	-21.2%
平庄能源	540	617	14.4%	(11)	14	---	(16)	(57)	---
神火股份	4,557	4,055	-11.0%	219	2,245	924.3%	(291)	(42)	---
冀中能源	5,759	5,552	-3.6%	223	274	22.9%	239	294	22.8%
西山煤电	8,422	7,728	-8.2%	674	538	-20.2%	684	537	-21.5%
露天煤业	7,153	4,686	-34.5%	576	585	1.6%	570	95	4.4%
郑州煤电	978	931	-4.8%	4	(75)	-1944%	3	(91)	-3530%
兰花科创	2,234	2,039	-8.7%	335	195	-41.8%	340	202	-40.5%
永泰能源	4,424	5,599	26.6%	59	40	-31.8%	32	15	-52.1%
兖州煤业	57,732	44,635	-22.7%	3,052	1,623	-46.8%	2,793	1,626	-41.8%
盘江股份	1,642	1,658	1.0%	326	275	-15.7%	263	273	3.8%
安源煤业	1,057	1,377	30.3%	(7)	(97)	---	(9)	(93)	---
大有能源	1,405	1,571	11.8%	(43)	42	---	(42)	16	---
上海能源	1,812	1,892	4.4%	239	187	-21.8%	239	1	-24.2%
山煤国际	11,614	11,794	1.6%	286	292	2.1%	334	296	-11.5%
恒源煤电	1,695	1,393	-17.8%	258	225	-12.8%	256	223	-12.7%
开滦股份	5,168	4,858	-6.0%	354	289	-18.4%	354	288	-18.6%
大同煤业	3,063	3,048	-0.5%	219	222	1.5%	235	224	-4.6%
中国神华	59,354	61,484	3.6%	11,656	12,845	10.2%	11,336	12,687	11.9%
昊华能源	1,334	1,498	12.3%	228	155	-31.8%	222	64	-71.3%
陕西煤业	18,181	18,169	-0.1%	3,097	3,212	3.7%	3,282	3,140	-4.3%
潞安环能	5,644	6,146	8.9%	632	610	-3.6%	629	584	-7.2%
中煤能源	31,479	33,207	5.5%	2,247	1,973	-12.2%	2,216	1,827	-17.6%
*ST 大洲	352	402	14.2%	(53)	(4)	---	(54)	(11)	---
红阳能源	1,440	1,491	3.5%	37	(121)	-430.0%	(34)	(123)	---
新集能源	2,316	2,564	10.7%	331	1,198	261.7%	331	341	3.0%
合计	254,067	243,886	-4.0%	25,869	27,673	7.0%	24,843	23,905	-3.8%
合计 (剔除神 华)	194,713	182,402	-6.3%	14,213	14,828	4.3%	13,507	11,218	-16.9%

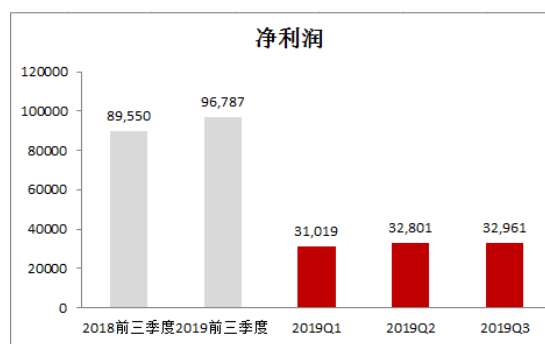
来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 28 家公司营业收入总计 (单位: 百万元)



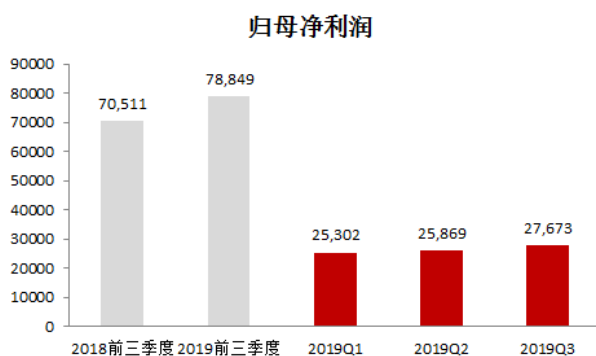
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 9: 28 家公司净利润总计 (单位: 百万元)



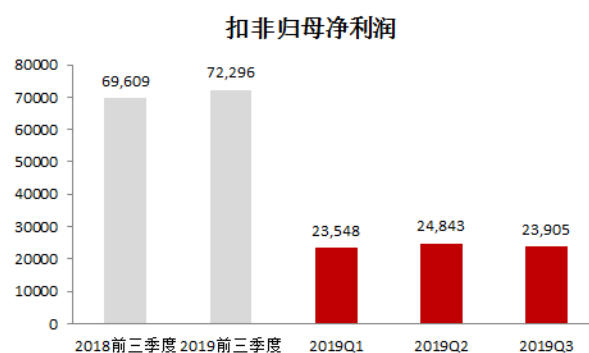
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 10: 28 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元)



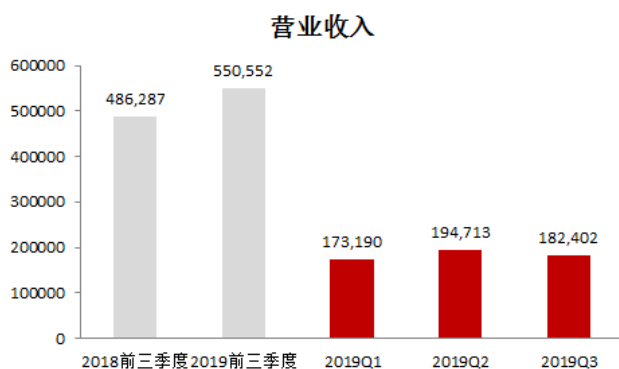
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 11: 28 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)



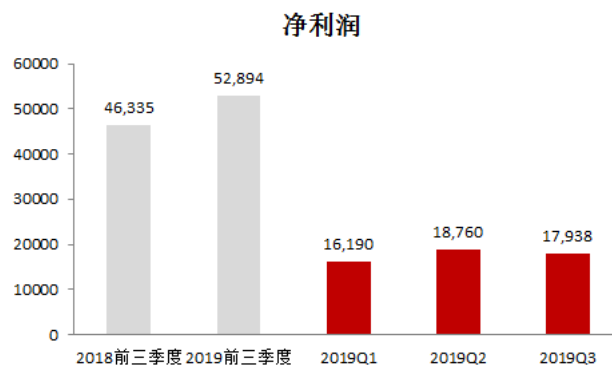
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 12: 27 家 (剔除神华) 营业收入总计 (单位: 百万元)



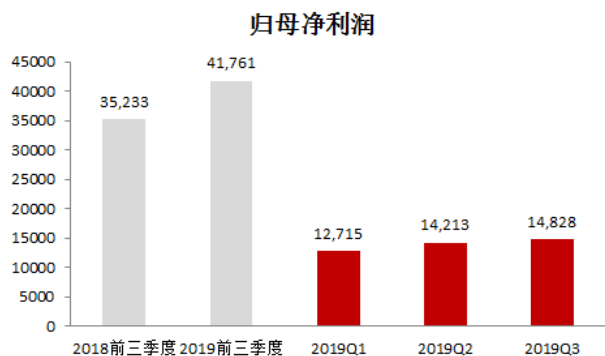
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 13: 27 家 (剔除神华) 净利润总计 (单位: 百万元)

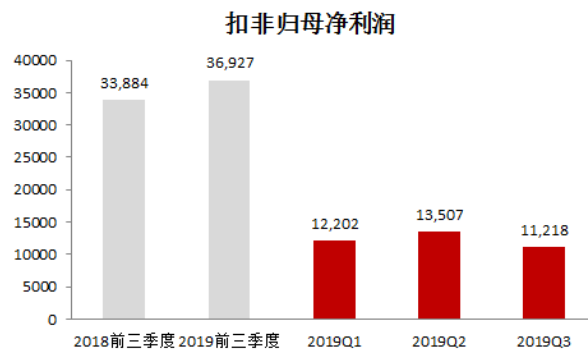


来源: 中泰证券研究所, wind



**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

### 期间费用及比率同比均下降

- 期间费用方面, 企业也在采取多种措施进行控制。从绝对值来看, 2019 年前三季度累计期间费用 791 亿元, 同比下降 4.3%, 其中, 销售费用 240 亿元, 同比上涨 15.7%, 管理费用 370 亿元, 同比下降 2.98%, 财务费用 181 亿元, 同比下降 12%。从相对值来看, 2019 年前三季度期间费用率 10.9%, 同比下降 0.8 个百分点, 其中, 销售费用率 3.3%, 同比微增 0.2 个百分点, 管理费用率 5.1%, 同比下降 0.5 个百分点, 财务费用率 2.5%, 同比下降 0.5 个百分点; 综合来看, 相对值的同比下降, 说明企业对期间费用管控有具有成效。

**图表 16: 28 家上市公司期间费用率情况**

公司 名称	2019 前三季	同比变动	2019 前三季	同比变动	2019 前三季	同比变动	2019 前三季	同比变动
	度期间费用率	百分点	度销售费用率	百分点	管理费用率	百分点	财务费用率	百分点
靖远煤电	7.1%	0.3	1.4%	1.4	5.3%	0.6	0.4%	0.1
平庄能源	30.2%	(4.5)	2.3%	2.3	30.1%	(5.4)	-2.2%	0.5
神火股份	16.2%	0.9	2.8%	0.9	4.2%	0.4	9.2%	(0.3)
冀中能源	11.4%	(1.9)	1.6%	(0.4)	7.7%	(1.0)	2.2%	(0.5)
西山煤电	18.4%	1.6	7.9%	0.6	7.8%	0.9	2.7%	0.1
露天煤业	4.5%	0.2	0.3%	(0.0)	1.5%	(1.5)	2.7%	1.7
郑州煤电	18.2%	1.6	2.0%	0.5	10.8%	1.3	5.4%	(0.2)
兰花科创	19.1%	(1.8)	2.6%	(0.1)	12.6%	(0.9)	4.0%	(0.8)
永泰能源	24.8%	0.1	0.8%	0.4	4.5%	0.2	19.5%	(0.5)
兖州煤业	6.3%	(4.1)	2.8%	(1.0)	2.2%	(1.7)	1.3%	(1.4)
盘江股份	13.0%	1.9	0.3%	(0.1)	11.1%	1.9	1.6%	0.1
安源煤业	8.3%	(0.5)	0.9%	(0.4)	3.0%	(0.1)	4.5%	(0.1)
大有能源	20.9%	4.1	1.9%	0.2	15.5%	4.4	3.5%	(0.4)
上海能源	14.1%	1.4	1.9%	(0.3)	10.4%	1.3	1.9%	0.5
山煤国际	8.0%	1.6	2.1%	1.4	3.4%	0.6	2.5%	(0.4)
恒源煤电	17.8%	0.7	1.6%	0.1	14.5%	1.0	1.7%	(0.3)

开滦股份	5.5%	0.4	1.2%	(0.1)	2.7%	0.5	1.6%	0.1
大同煤业	28.4%	(0.2)	20.7%	0.9	3.8%	0.3	4.0%	(1.4)
中国神华	8.7%	(0.3)	0.3%	0.0	7.6%	0.2	0.8%	(0.6)
昊华能源	29.5%	7.8	12.4%	3.0	11.6%	2.9	5.5%	1.8
陕西煤业	11.4%	(1.1)	3.7%	(0.6)	7.5%	(0.5)	0.2%	(0.0)
潞安环能	14.1%	(1.5)	0.6%	(0.7)	9.8%	(0.2)	3.7%	(0.5)
中煤能源	17.7%	0.7	10.8%	0.9	3.1%	(0.4)	3.8%	0.3
*ST 大洲	23.3%	3.8	4.8%	0.6	14.2%	1.7	4.4%	1.6
红阳能源	13.1%	(0.0)	1.6%	(0.3)	6.1%	(0.4)	5.5%	0.7
新集能源	16.3%	(3.1)	0.4%	(0.1)	5.9%	(1.4)	9.9%	(1.7)
<b>加权平均</b>	<b>10.9%</b>	<b>(0.8)</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.2</b>	<b>5.1%</b>	<b>(0.5)</b>	<b>2.5%</b>	<b>(0.5)</b>
<b>加权平均 (剔除神华)</b>	<b>11.6%</b>	<b>(1.2)</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.1</b>	<b>4.3%</b>	<b>(0.6)</b>	<b>3.0%</b>	<b>(0.6)</b>

来源: wind、中泰证券研究所

### 公司整体盈利能力同比微增

- 从销售毛利率来看, 28 家上市公司 2019 年前三季度加权平均值为 26.3%, 同比下降 1.9 个百分点, 其中有 16 家公司毛利率同比下降; 从销售净利率来看, 28 家上市公司 2019 年前三季度加权平均值为 13.3%, 同比上涨 0.1 个百分点, 其中有 15 家公司净利率同比下降; 从 ROE 来看, 28 家上市公司 2019 年前三季度加权平均值为 9.8%, 同比上涨 0.2 个百分点, 其中有 17 家公司 ROE 同比下降。如果剔除中国神华, 公司的 ROE 也同比上涨 0.5 个百分点。

图表 17: 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况

公司 名称	2018 前三 季度毛利 率	2019 前三 季度毛利率	同比变动 百分点	2018 前三 季度净利率	2019 前三 季度净利率	同比变动百 分点	2018 前 三季度 ROE	2019 前 三季度 ROE	同比变动百 分点
靖远煤电	30.1%	26.2%	(3.9)	16.0%	13.2%	(2.8)	7.0%	5.0%	(2.0)
平庄能源	40.4%	24.3%	(16.1)	-3.4%	-11.0%	(7.6)	-1.2%	-4.3%	(3.2)
神火股份	14.3%	16.6%	2.3	1.7%	16.8%	15.0	4.8%	32.6%	27.8
冀中能源	24.5%	21.6%	(2.9)	6.4%	5.6%	(0.8)	4.3%	3.6%	(0.7)
西山煤电	31.7%	33.0%	1.3	7.5%	7.8%	0.3	8.1%	8.8%	0.7
露天煤业	47.1%	27.7%	(19.4)	25.6%	15.0%	(10.6)	13.2%	12.9%	(0.3)
郑州煤电	35.0%	26.1%	(8.8)	9.9%	2.2%	(7.6)	4.8%	-1.9%	(6.6)
兰花科创	41.4%	37.3%	(4.1)	14.1%	10.7%	(3.5)	10.0%	7.1%	(2.9)
永泰能源	24.7%	30.7%	6.0	0.6%	1.5%	0.9	0.1%	0.6%	0.4
兖州煤业	19.9%	13.7%	(6.1)	6.3%	6.0%	(0.3)	9.5%	10.7%	1.2
盘江股份	34.2%	38.0%	3.9	16.4%	18.1%	1.8	10.7%	13.2%	2.5
安源煤业	13.1%	7.3%	(5.7)	2.3%	-2.3%	(4.6)	9.8%	-10.5%	(20.3)
大有能源	34.9%	26.7%	(8.2)	11.7%	2.8%	(8.9)	9.2%	2.1%	(7.2)
上海能源	34.9%	30.9%	(4.0)	14.0%	11.2%	(2.9)	8.2%	6.9%	(1.3)

山煤国际	14.8%	19.2%	4.4	4.0%	4.6%	0.6	8.0%	12.2%	4.2
恒源煤电	39.9%	41.7%	1.8	14.8%	15.2%	0.4	9.3%	8.8%	(0.4)
开滦股份	15.6%	15.6%	0.1	7.5%	7.4%	(0.1)	10.2%	9.3%	(0.8)
大同煤业	56.3%	54.0%	(2.4)	14.1%	12.3%	(1.8)	11.1%	11.6%	0.5
中国神华	41.5%	42.3%	0.8	22.3%	24.7%	2.4	11.0%	11.0%	(0.0)
昊华能源	55.9%	52.4%	(3.5)	23.5%	18.1%	(5.4)	11.5%	7.3%	(4.2)
陕西煤业	52.5%	43.7%	(8.7)	32.1%	25.9%	(6.2)	18.5%	16.5%	(2.1)
潞安环能	40.0%	39.1%	(0.9)	12.2%	12.3%	0.1	10.0%	8.5%	(1.6)
中煤能源	29.6%	30.9%	1.3	8.3%	9.3%	1.0	4.6%	6.1%	1.5
*ST 大洲	22.8%	24.2%	1.4	-1.5%	-5.5%	(4.0)	-0.8%	-6.9%	(6.1)
红阳能源	15.9%	14.7%	(1.1)	0.1%	0.2%	0.1	0.1%	0.2%	0.1
新集能源	44.2%	41.8%	(2.4)	15.2%	29.1%	14.0	17.0%	30.6%	13.6
<b>加权平均</b>	<b>28.2%</b>	<b>26.3%</b>	<b>(1.9)</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.3%</b>	<b>0.1</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.8%</b>	<b>0.2</b>
<b>加权平均 (除神华)</b>	<b>24.4%</b>	<b>22.5%</b>	<b>(2.0)</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>0.1</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>0.5</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, 2019 年前三季度 28 家上市公司应收账款周转天数平均为 41 天, 同比下降 2 天, 降幅 5.4%; 存货周转天数 27 天, 同比下降 4 天, 降幅 12.7%。当前仍处于煤炭市场景气时期, 供给释放虽有增加, 但仍处于相对平衡状态, 煤企的议价能力仍处于较强一方, 从而导致应收账款和存货周转天数均继续下降。

图 18: 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 前三季度 应收账款 周转天数	2019 前三季度 应收账款 周转天数	同比 变动	2018 前三季度存 货周转天数	2019 前三季度存 货周转天数	同比 变动
靖远煤电	44	42	-6.4%	46	49	6.4%
平庄能源	111	116	3.8%	31	11	-63.4%
神火股份	5	9	95.0%	137	96	-29.8%
冀中能源	56	32	-43.1%	17	15	-11.7%
西山煤电	31	27	-13.0%	58	56	-4.2%
露天煤业	113	50	-55.4%	30	22	-26.5%
郑州煤电	146	190	30.1%	34	36	5.0%
兰花科创	7	5	-22.2%	46	42	-9.2%
永泰能源	54	45	-17.5%	13	15	23.5%
兖州煤业	0	8	#DIV/0!	13	13	-0.2%
盘江股份	34	27	-18.5%	11	8	-23.9%
安源煤业	46	40	-11.9%	13	10	-20.9%
大有能源	55	65	18.7%	18	23	26.7%
上海能源	13	15	13.7%	24	25	2.8%

山煤国际	25	25	-3.4%	15	19	28.8%
恒源煤电	13	10	-17.0%	28	29	1.5%
开滦股份	35	34	-2.7%	21	25	18.3%
大同煤业	47	32	-32.0%	24	25	4.9%
中国神华	16	14	-14.1%	29	30	5.4%
昊华能源	15	15	-3.1%	59	38	-35.3%
陕西煤业	28	22	-20.4%	13	10	-17.9%
潞安环能	76	76	-0.8%	31	25	-19.2%
中煤能源	24	19	-19.6%	38	33	-14.0%
*ST 大洲	63	71	12.7%	45	40	-11.3%
红阳能源	56	75	34.6%	21	22	4.8%
新集能源	20	19	-6.5%	15	16	9.9%
<b>算数平均</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>-5.4%</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>-12.7%</b>
<b>算数平均 (剔除神华)</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>-5.3%</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>-13.3%</b>

来源: wind、中泰证券研究所

### 煤企资产负债率继续下降，现金流和偿债能力略受回款影响

- 经营性现金流方面，28 家上市公司 2019 年前三季度合计为 1421 亿元，同比下降 78 亿元，降幅 5.2%；资产负债率平均为 48.5%，同比下降 2.5 个百分点；现金流动负债比率 23.9%，同比下降 1.2 个百分点。如果剔除掉中国神华，27 家上市公司 2019 年前三季度现金流合计为 853 亿元，同比增加 33 亿元，涨幅 4%；资产负债率平均为 57.8%，同比下降 1.5 个百分点；现金流动负债比率 17.1%，同比下降 0.6 个百分点。综合来看，煤企资产负债率继续下降，现金流和偿债能力略受回款影响。

图表 19: 28 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2018 前三 季度经营 性现金流	2019 前三 季度经营 性现金流	同比变 动绝对 值	2018 前三季 度资产负 债率	2019 前三 季度资产 负债率	同比变 动百分 点	2018 前三 季度现金 流负债比 率	2019 前三 季度现金 流负债比 率	同比变 动百 分点
靖远煤电	334	452	119	26.7%	23.1%	(3.6)	14.1%	23.2%	9.1
平庄能源	(476)	(259)	217	18.9%	23.6%	4.7	-54.3%	-27.6%	26.7
神火股份	552	771	219	85.1%	81.5%	(3.6)	1.4%	2.0%	0.6
冀中能源	2,329	2,026	(303)	52.8%	48.5%	(4.3)	16.1%	14.7%	(1.4)
西山煤电	5,099	5,038	(62)	61.1%	62.4%	1.3	22.4%	23.8%	1.4
露天煤业	1,112	2,638	1,525	28.9%	47.0%	18.1	31.4%	22.2%	(9.3)
郑州煤电	228	(86)	(314)	59.5%	65.7%	6.3	3.3%	-1.1%	(4.4)
兰花科创	1,122	837	(285)	57.7%	55.5%	(2.3)	9.8%	7.8%	(2.0)
永泰能源	3,917	3,745	(172)	73.5%	72.9%	(0.6)	9.2%	8.1%	(1.2)
兖州煤业	12,653	14,833	2,180	57.8%	57.8%	(0.1)	21.0%	25.1%	4.1
盘江股份	875	1,315	441	43.1%	47.5%	4.4	24.5%	32.0%	7.5
安源煤业	(99)	71	170	88.8%	89.9%	1.1	-2.5%	1.7%	4.2

大有能源	1,114	385	(728)	54.7%	52.4%	(2.3)	14.1%	4.3%	(9.8)
上海能源	1,223	1,853	630	34.7%	41.1%	6.3	33.3%	35.3%	2.0
山煤国际	1,209	1,618	409	81.2%	73.9%	(7.3)	4.3%	6.9%	2.6
恒源煤电	1,255	1,261	6	49.3%	46.2%	(3.1)	26.9%	24.6%	(2.3)
开滦股份	2,427	1,681	(745)	47.2%	48.4%	1.2	35.4%	16.3%	(19.2)
大同煤业	2,565	1,952	(614)	60.6%	56.6%	(4.0)	25.3%	15.7%	(9.7)
中国神华	67,822	56,757	(11,065)	33.1%	26.1%	(7.0)	51.1%	59.0%	7.9
昊华能源	2,339	1,636	(703)	38.3%	43.0%	4.7	104.2%	35.2%	(69.0)
陕西煤业	12,847	15,602	2,755	44.1%	38.9%	(5.2)	43.0%	61.8%	18.8
潞安环能	4,762	4,627	(134)	64.3%	63.1%	(1.2)	15.4%	13.7%	(1.6)
中煤能源	16,820	16,906	87	57.7%	56.9%	(0.8)	26.0%	19.5%	(6.5)
*ST 大洲	(306)	110	416	45.7%	54.2%	8.5	-20.0%	5.8%	25.8
红阳能源	334	333	(1)	64.9%	62.9%	(2.0)	3.9%	4.2%	0.3
新集能源	3,004	3,156	152	78.7%	73.3%	(5.4)	27.6%	32.7%	5.1
合计/ 加权平均	149,827	142,054	(7,773)	51.0%	48.5%	(2.5)	25.1%	23.9%	(1.2)
合计/ 加权平均 (除神华)	82,005	85,297	3,292	59.3%	57.8%	(1.5)	17.7%	17.1%	(0.6)

来源: wind、中泰证券研究所

## 2019 第四季度展望：煤价有望企稳，业绩仍保持稳健

- 动力煤方面**，目前动力煤价已调整至较为合理的区间，其中年度长协价格始终位于绿色区间，月度长协价格和现货价格已经回归到黄色区间。四季度供暖季临近，传统供暖季的用煤需求旺季即将来临，需求将会有所回升，此外贯穿第四季度的进口有可能受到平控政策影响而收紧。总体而言，动力煤价格四季度基本会企稳。
- 炼焦煤方面**，由于下游焦炭价格弱势下跌，导致其对上游焦煤价格打压意愿加重。后续考虑到环保限产政策对炼焦煤需求的抑制及受下游焦炭市场弱势下跌的影响，短期焦煤价格仍将弱势运行。
- 后期投资策略**：MLF 利率下降 5bp 体现态度，建议布局高股息龙头。10 月制造业 PMI 下滑至 49.3，环比下降 0.5pct，连续 6 个月落入荣枯线以下，虽然部分是受到季节性扰动（十一假期）影响，但仍表示当前经济下行压力较大。尽管短期 CPI 仍有上行压力，但更多是猪肉价格上涨带来的结构性通胀，因此后续货币政策仍有想象空间，本周 MLF 利率下降 5bp 也印证了这一点。在这样的背景下，我们认为业绩稳健的高股息资产价值性将愈发凸显，具备战略配置价值，神华、陕煤的三季度业绩逆势增长也印证了这一点。此外，在历经两年多时间的摸底和准备后，我们认为山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段，建议持续关注。**主要推荐高股息行业龙头：陕西煤业、中国神华，有望受益于山西国改标的：潞安环能、西山煤电，高弹性标的建议关注：兖州煤业、神火股份、恒源煤电，同时焦煤股建议关注：淮北矿业，焦**

炭标的建议关注山西焦化、金能科技、中国旭阳集团（港股），以及煤炭供应链标的瑞茂通。

图表 20: 重点公司盈利预测与估值

公司名称	股价 11月7日	EPS				PE			
		17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E
中国神华	18.06	2.26	2.21	2.31	2.36	8	8	8	8
中煤能源	4.90	0.18	0.26	0.49	0.51	27	19	10	10
兖州煤业	10.61	1.38	1.61	1.80	1.84	8	7	6	6
兰花科创	6.22	0.68	0.95	0.87	1.08	9	7	7	6
潞安环能	6.85	0.93	0.89	1.00	1.13	7	8	7	6
陕西煤业	8.54	1.04	1.10	1.23	1.31	8	8	7	7
盘江股份	5.34	0.53	0.57	0.63	0.67	10	9	8	8
西山煤电	5.75	0.50	0.57	0.66	0.70	12	10	9	8
恒源煤电	5.41	1.10	1.22	0.91	0.96	5	4	6	6
开滦股份	5.20	0.33	0.86	0.85	0.89	16	6	6	6
露天煤业	8.16	1.07	1.24	1.36	1.40	8	7	6	6
山煤国际	6.97	0.19	0.11	0.51	0.59	37	63	14	12
神火股份	4.73	0.19	0.13	1.40	0.34	24	36	3	14
新集能源	3.22	0.01	0.10	0.40	0.49	358	32	8	7
淮北矿业	9.33	0.41	1.68	1.67	1.72	23	6	6	5

来源: wind、中泰证券研究所

## 风险提示

- **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主导因素，但行政性调控手段存在力度过大等风险。
- **经济增速不及预期风险。**调结构、稳增长仍是主导，国内挤压资产泡沫，压缩货币政策，经济需求有不及预期风险。
- **新能源持续替代风险。**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。