

2019年09月06日

煤炭

煤炭行业年中回顾：需求疲弱下煤价坚挺、资产负债表持续改善

■上半年供给稳定增长，需求略显弱势：上半年全国原煤产量实现17.6亿吨，同比增长2.6%，进口量1.5亿吨，同比增长5.8%。综合测算上半年总供给量为19.1亿吨，同比增长3.79%。需求端火电发电量仅增长0.2%。粗钢与水泥表现不俗，上半年分别同比增长9.9%与6.8%。

■预计下半年价格有望震荡回升：动力煤方面，进入下半年预计水电在去年高基数的背景下对火电的挤压减弱，且日耗回升情况也相对良好，在严安监的背景下超产产能被压制，产量也难有太大增幅。炼焦煤方面，秋冬季为焦化行业环保限产高发季节，焦价受益于供给收缩而走高，行业利润空间增加，对焦煤价格形成利好。

■上半年归母净利润增长5.59%：其中，焦煤板块涨幅最强劲，同比增长14.04%，动力煤子板块合计同比增长6.98%，无烟煤子板块合计同比下降4.54%；焦炭子板块合计同比下降22.29%。港口动力煤价格略降基础上，上市公司利润依旧实现了同比正增长，其中主要贡献来自于费用率的降低，增值税税率降低以及资产负债表的修复带来的良好结果正逐渐显现：

■期间费用率同比下降1.16个百分点：2019年上半年行业期间费用较去年同期减少0.88%，期间费用率同比下降1.16个百分点。其中财务费用下降最明显，同比9.02%，管理费用较去年同期减少5.89%，销售费用较去年同期上涨14.15%。

■现金流方面，经营性现金流维持高增速，筹资性现金净流出规模扩大：板块上半年实现经营性净现金流836.49亿元，同比11.38%；投资性现金净流出量实际为136.18亿元，同比下降39.69%；筹资性现金流实现-358.80亿元，净流出量较去年同期增加93.58%。经营性净现金流增速不减，筹资性现金净流出规模扩大，将在未来导致资产结构的持续改善以及财务费用的持续下降。投资性现金净流出规模减弱，行业对产能的投资仍持续下行，因此也无需担心产能的无序扩张引发行行业景气下滑。

■资本结构方面，资产负债率继续降低1.96个百分点：截至2019年上半年，煤炭板块行业资产负债率为47.24%，同比降低1.96个百分点，资产负债率整体呈现稳中有降的格局。

■投资建议：动力煤方面：建议选择高盈利稳定性，历史高分红、高股息标的，如露天煤业、陕西煤业、中国神华、兖州煤业等；炼焦煤方面：建议选择如潞安环能、淮北矿业等具备煤种优势或区位优势标的；另外推荐向新能源转型标的，如山煤国际、美锦能源等。

■风险提示：经济大幅下行；煤价大幅下跌。

行业深度分析

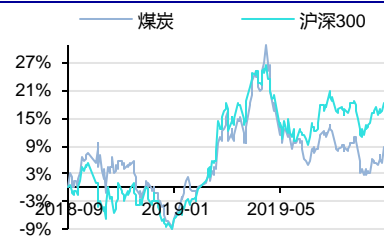
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.25	-11.02	-33.48
绝对收益	5.70	-0.90	-13.18

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

周报：高耗煤持续，中下游去库存 2019-09-01

退出30万吨/年以下产能或加速区域市场供需重塑，助力提升主产地坑口价 2019-08-29

周报：高耗煤带来动力煤价格反弹 2019-08-24

周报：日耗回升，港口动力煤价基本见底 2019-08-18

周报：日耗回落，煤价走势震荡 2019-08-10

内容目录

1. 煤炭市场回顾	3
1.1. 价格回顾：整体高位平稳、港口动力煤略有回调.....	3
1.2. 市场表现：跑输沪深 300 指数 12.92 个百分点.....	3
1.3. 供需情况：供给稳中有增，电力需求低于预期.....	5
1.4. 价格展望：价格震荡，业绩平稳.....	6
2. 煤炭板块中报业绩回顾	7
2.1. 营业收入：持续上涨，增幅 10.63%.....	7
2.2. 归母净利润：较去年同期上涨 5.59%.....	8
2.3. 费用分析：期间费用率同比下降 1.16 个百分点.....	9
2.4. 现金流分析：经营性净流入增长明显，筹资性净流出规模扩大.....	13
2.5. 资本结构：资产负债率较 2018 年上半年下降 1.96 个百分点.....	17
3. 投资建议：选择高股息，高稳定标的与转型标的	18
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：秦皇岛港与环渤海港动力煤价格走势.....	3
图 2：京唐港主焦煤价格走势.....	3
图 3：陕西黄陵 Q5000 动力煤坑口价.....	3
图 3：煤炭板块跑输沪深 300 指数 12.92 个百分点.....	4
图 4：1-6 月原煤产量同比上涨 2.7%.....	5
图 5：1-6 月进口量同比增 5.8%.....	5
图 6：火电发电量增速放缓.....	5
图 7：粗钢、生铁产量保持高增速.....	5
图 8：焦炭产量保持高增速.....	6
图 9：上半年水泥产量同比增长 6.8%.....	6
图 10：六大电厂日耗有所改善.....	6
图 11：三峡入库水流量.....	6
表 1：年初至今煤炭板块涨幅榜前十.....	4
表 2：年初至今煤炭板块跌幅榜前十.....	4
表 3：2019 年上半年煤炭上市公司营业收入汇总.....	7
表 4：2019 年上半年煤炭上市公司归母净利润汇总.....	8
表 5：2019 年上半年煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总.....	9
表 6：2018 年上半年煤炭上市公司销售费用以及销售费用率汇总.....	10
表 7：2019 年上半年煤炭上市公司管理费用以及管理费用率汇总.....	11
表 8：2019 年上半年煤炭上市公司财务费用以及财务费用率汇总.....	12
表 9：上半年煤炭板块经营性现金流梳理（单位：百万元）.....	13
表 10：上半年煤炭板块投资性现金流梳理（单位：百万元）.....	14
表 11：上半年煤炭板块筹资性现金流梳理（单位：百万元）.....	16
表 12：煤炭板块资产负债率梳理.....	17

1. 煤炭市场回顾

1.1. 价格回顾：整体高位平稳、港口动力煤略有回调

动力煤方价格整体保持高位，波动上两年平缓。秦皇岛 Q5500 卡动力煤上半年均价为 606.8 元/吨，较去年同时期的 659.88 元/吨跌 8.04%，其中二季度均价为 609 元/吨，环比上涨 1.1%。港口价格虽然下降，但环渤海动力煤价格保持平稳，上市公司售价多以坑口价销售（上半年陕西坑口价同比上涨 2.98%），或定价参考环渤海动力煤指数，因此港口煤价的波动对行业利润并未造成太大影响。

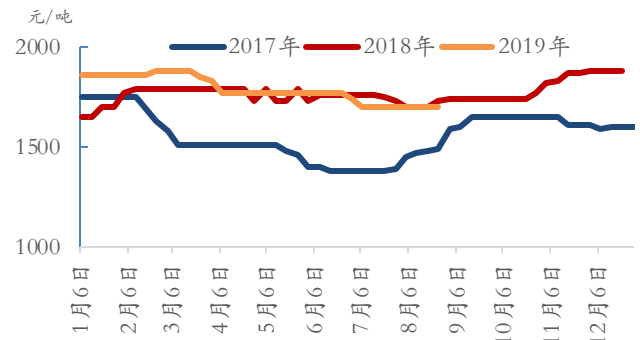
炼焦煤上半年稳中微降，但整体高于去年。上半年京唐港主焦煤均价为 1815.39 元/吨，较去年同时期的 1757.69 元/吨上涨 3.28%，二季度均价为 1776 元/吨，环比下降 4.9%。与动力煤相比，港口炼焦煤的走势更加平稳。

图 1：秦皇岛港与环渤海港动力煤价格走势



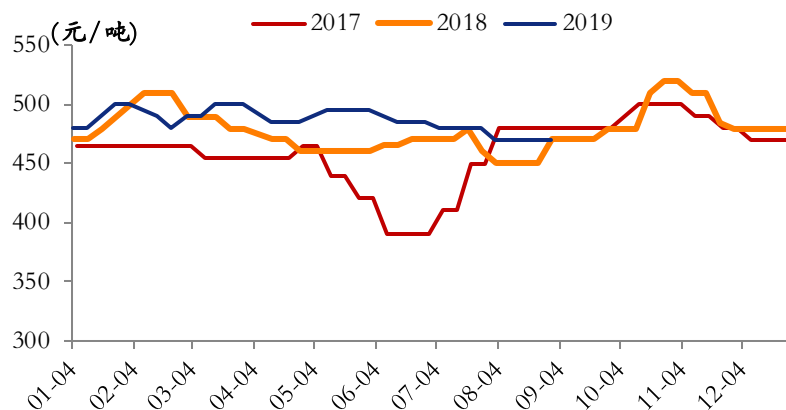
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：陕西黄陵 Q5000 动力煤坑口价



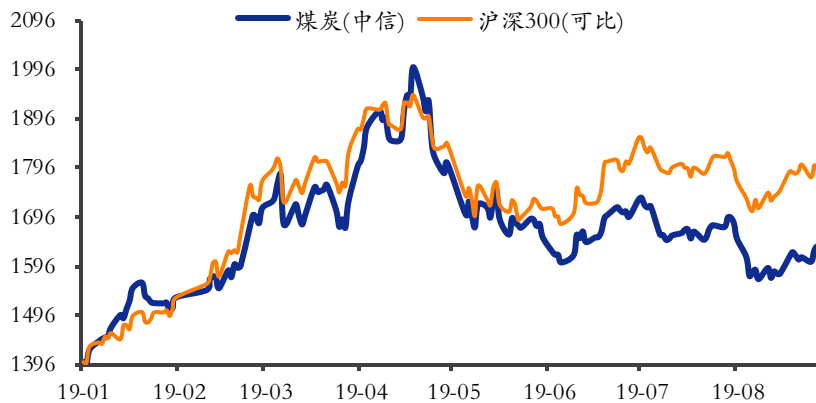
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 市场表现：跑输沪深 300 指数 12.92 个百分点

今年以来中信煤炭行业指数上涨 15.03%，相对于沪深 300 指数跑输 12.92%（8 月 30 日收盘数

据), 位于 29 个行业涨跌幅榜第 17 位。

图 4: 煤炭板块跑输沪深 300 指数 12.92 个百分点



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 2019 年年初至今, 中信煤炭板块上市公司中 24 家上涨, 12 家下跌。其中, 涨幅前五的公司为美锦能源 (188.16%)、山煤国际 (109.34%)、红阳能源 (46.04%)、恒源煤电 (29.77%) 与云煤能源 (27.75%)。其中转型的上市公司估值提升明显, 美锦能源、山煤国际与红阳能源均向新能源转型, 估值提升明显。跌幅榜前五的公司为陕西黑猫 (-18.29%)、ST 安泰 (-11.92%)、永东股份 (-9.81%)、昊华能源 (-5.74%) 与宝泰隆 (-5.45%)。

表 1: 年初至今煤炭板块涨幅榜前十

序号	股票代码	股票简称	现价	年初至今 (%)
1	000723.SZ	美锦能源	9.25	188.16
2	600546.SH	山煤国际	6.95	109.34
3	600758.SH	红阳能源	4.72	46.04
4	600971.SH	恒源煤电	5.76	29.77
5	600792.SH	云煤能源	3.37	25.75
6	600725.SH	ST 云维	2.93	24.68
7	601225.SH	陕西煤业	8.90	23.99
8	002128.SZ	露天煤业	8.35	16.62
9	601699.SH	潞安环能	7.41	15.01
10	600188.SH	兖州煤业	9.57	14.77

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 年初至今煤炭板块跌幅榜前十

序号	股票代码	股票简称	现价	年初至今 (%)
1	601015.SH	陕西黑猫	3.31	-18.29
2	600408.SH	ST 安泰	2.29	-11.92
3	002753.SZ	永东股份	7.92	-9.81
4	601101.SH	昊华能源	5.49	-5.74
5	601011.SH	宝泰隆	5.20	-5.45
6	600508.SH	上海能源	8.92	-4.92
7	000937.SZ	冀中能源	3.54	-3.68
8	600403.SH	大有能源	3.47	-3.46
9	603113.SH	金能科技	10.47	-2.55
10	601918.SH	新集能源	2.96	-1.34

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3. 供需情况：供给稳中有增，电力需求低于预期

矿难影响逐渐减弱，上半年产量稳定增长。2019年1-6月，全国原煤产量实现17.6亿吨，同比增长2.6%，其中6月单月产量3.33亿吨，同比增长10.4%，为2015年以来单月最高产量，我们认为主要是由于年初陕西榆林地区内蒙地区矿难频发，导致主产地安监力度加剧，产地生产受限，产量增速较慢，但逐渐到下半年，受限产能已经恢复，同时新建产能也在释放产量，产量增速开始加快。另外，产量的增速加快的也包含前期表外产量（联合试运转产量，超产产量）在通过取得证照等方式转向表内的原因在内，实际产量的增加应小于统计数据。

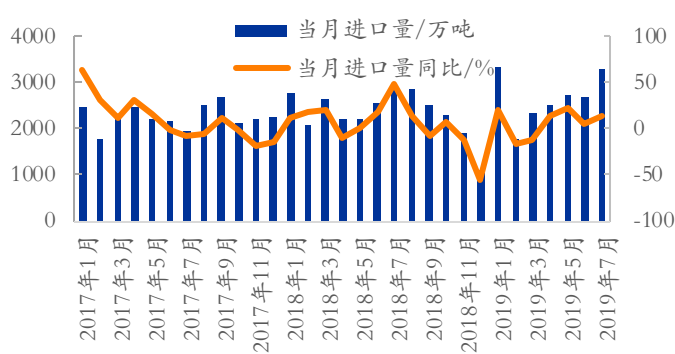
进口煤上半年增速较快。截至2019年6月，全国进口煤及褐煤1.5亿吨，同比增长5.8%。其中6月单月进口2710万吨，同比增6.4%。综合测算上半年总供给量为19.1亿吨，同比增长3.79%。1-7月总供给22.76亿吨，同比增长5.69%，增幅进一步扩大。

图 5：1-6 月原煤产量同比上涨 2.7%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：1-6 月进口量同比增 5.8%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

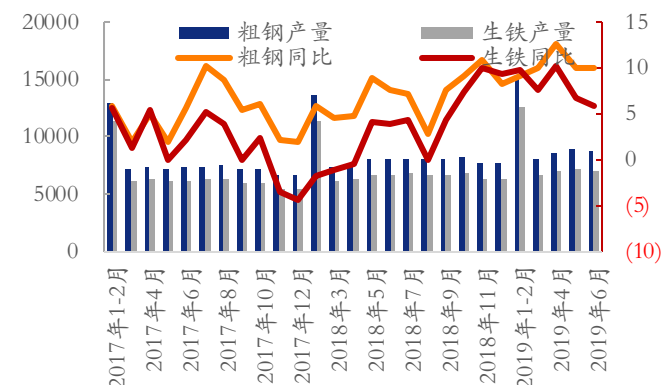
火电上半年增速下滑，钢铁水泥增产明显。2019年上半年火电发电量为24487.10亿千瓦时，同比增长0.2%，其中一季度末火电发电量累计增速为2%，进入二季度后水电开始发力，所以增速开始下滑，而进入8月以后，随着来水的下降，水电的挤出效应逐渐减弱。上半年地产投资强势，基建复苏，导致钢铁与建材产量大增，**钢铁方面**，上半年粗钢产量4.92亿吨，同比增长9.9%，生铁产量4.04亿吨，同比增长7.9%。焦炭上半年产量2.34亿吨，同比上涨6.7%。建材方面，在基建投资回升、众多区域建设项目的支持下，水泥需求明显增长，2019年上半年水泥产量10.45亿吨，同比上涨6.8%。

图 7：火电发电量增速放缓



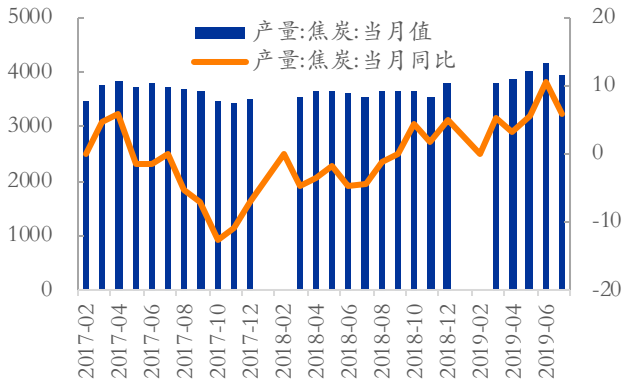
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：粗钢、生铁产量保持高增速



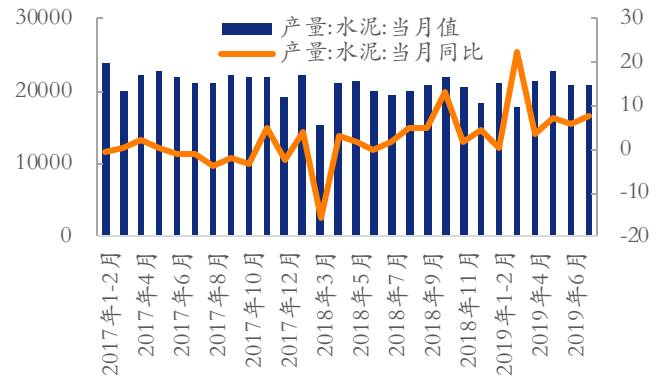
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：焦炭产量保持高增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：上半年水泥产量同比增长 6.8%

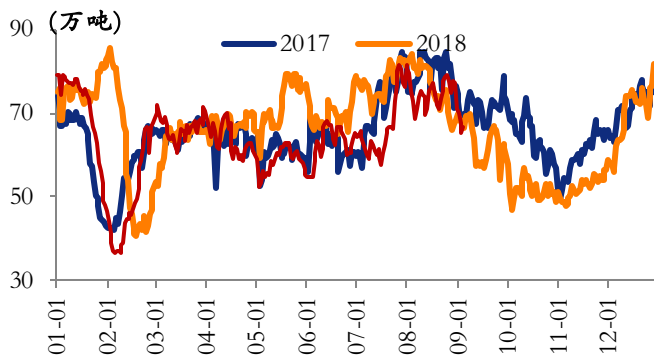


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.4. 价格展望：价格震荡，业绩平稳

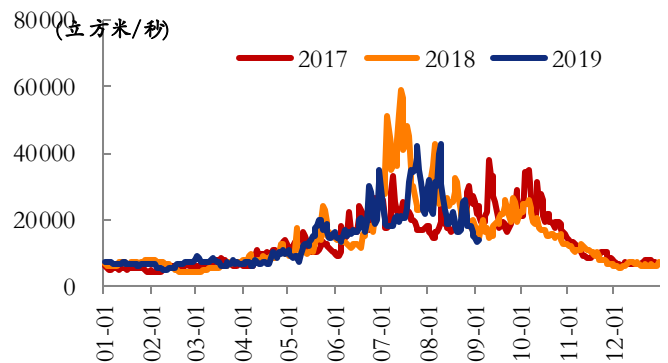
动力煤方面，价格压力预计逐渐减弱。1) 日耗有所改善。弱需求与高库存并行，7-8 月煤价旺季不旺。7 月份沿海六大电厂平均日耗 66.69 万吨，同比下降 13.85%，煤价环比还在走弱。但进入 8 月，电厂日耗也同比出现改善，沿海六大电厂 8 月份日耗环比 7 月份增加 12.12%。重点电厂日耗也在回升。2) 水电替代减弱。上半年火电增速放缓一方面是由于宏观经济增速放缓，导致社会整体用电量缩水，另一方面受水电挤压影响，水电出力结构性的增加，挤压了火电占比，但由于去年三季度水电基数很高，因此，下半年水电同比继续高速增长的概率较低，发电结构对水电的挤压或有所缓解。3) 产量难以大幅释放。我们认为 6-7 月的较高产量增速主要是由停产矿井的复产引起的，如此高的增速预计后续难以维持，主要原因在于安监趋严，对超产的治理仍然严格，将对冲新建产能带来的产量增长。

图 11：六大电厂日耗有所改善



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：三峡入库水流量



资料来源：Wind，安信证券研究中心

焦煤方面，价格仍将保持高位。港口焦煤价格始终保持相对坚挺，产地煤价也主要伴随行业利润波动。秋冬季节是焦化行业环保限产高发季节，叠加焦炭行业去产能也有望在下半年逐步落实，焦化行业的利润空间有望扩大，带动上游焦煤价格上涨。

2. 煤炭板块中报业绩回顾

2.1. 营业收入：持续上涨，增幅 10.63%

2019 年上半年板块营业总收入整体提高，在去年高基数的背景下上涨 10.63%，符合预期。其中，动力煤子板块合计同比增 11.96%，同比涨幅最多的前三家公司分别为露天煤业、兖州煤业与陕西煤业，主要由于贸易量增加导致；无烟煤子板块合计同比降低 6.40%；炼焦煤子板块合计同比增 11.11%，同比涨幅最多的前三家公司分别为平煤股份、盘江股份、西山煤电；焦炭子板块合计同比增 8.34%，同比涨幅最多的前三家公司分别为 ST 安泰、美锦能源、云煤能源。

2019 年二季度单季度营业总收入同比增长 11.97%，环比增长 10.59%。分子版块来看，除无烟煤子板块的单季度营收增速 (-13.46%) 为负以外，动力煤、炼焦煤与焦炭单季度增速均高于上半年增速，分别为 15.28%、8.16%以及 2.67%。

表 3：2019 年上半年煤炭上市公司营业收入汇总

子行业	证券简称	上半年营业收入(亿元)			单季度营业收入(亿元)				
		2018H	2019H	同比	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
动力煤	靖远煤电	21.94	20.31	-7.41%	10.01	12.65	7.66	-23.51%	-39.48%
	平庄能源	10.85	9.42	-13.12%	5.49	4.03	5.40	-1.65%	34.07%
	露天煤业	42.64	95.33	123.56%	19.62	23.81	71.53	264.58%	200.42%
	郑州煤电	23.89	19.82	-17.04%	12.63	10.03	9.78	-22.54%	-2.52%
	兖州煤业	763.08	1059.76	38.88%	439.74	482.44	577.32	31.29%	19.67%
	安源煤业	21.42	26.17	22.18%	10.91	15.61	10.57	-3.15%	-32.29%
	大有能源	38.70	29.74	-23.14%	18.14	15.70	14.05	-22.58%	-10.51%
	上海能源	34.20	36.75	7.44%	16.68	18.63	18.12	8.59%	-2.73%
	山煤国际	207.79	198.22	-4.61%	104.65	82.08	116.14	10.98%	41.49%
	恒源煤电	31.48	33.18	5.42%	16.15	16.24	16.95	4.96%	4.38%
	中国神华	1273.80	1163.65	-8.65%	644.01	570.11	593.54	-7.84%	4.11%
	陕西煤业	262.43	325.86	24.17%	136.55	144.05	181.81	33.14%	26.21%
中煤能源	502.10	610.32	21.55%	244.45	295.52	314.79	28.77%	6.52%	
新集能源	45.62	46.02	0.88%	22.99	22.86	23.16	0.71%	1.30%	
动力煤合计		3333.02	3731.55	11.96%	1727.46	1740.12	1991.43	15.28%	14.44%
无烟煤	兰花科创	40.78	41.23	1.11%	23.79	18.89	22.34	-6.11%	18.27%
	阳泉煤业	168.17	155.26	-7.68%	87.78	80.89	74.37	-15.27%	-8.05%
	昊华能源	30.05	27.23	-9.39%	15.59	13.89	13.34	-14.45%	-4.01%
无烟煤合计		239.00	223.71	-6.40%	127.16	113.67	110.05	-13.46%	-3.19%
炼焦煤	冀中能源	107.84	114.05	5.76%	54.28	56.46	57.59	6.10%	2.00%
	西山煤电	152.56	169.33	10.99%	79.56	85.10	84.22	5.86%	-1.03%
	盘江股份	29.53	32.86	11.27%	14.67	16.44	16.42	11.94%	-0.12%
	开滦股份	100.17	108.70	8.51%	51.64	57.02	51.68	0.07%	-9.38%
	平煤股份	95.12	122.21	28.49%	49.13	57.10	65.11	32.54%	14.03%
	潞安环能	108.62	112.64	3.70%	57.18	56.20	56.44	-1.29%	0.44%
炼焦煤合计		593.84	659.79	11.11%	306.46	328.32	331.47	8.16%	0.96%
焦炭	美锦能源	66.70	77.31	15.91%	35.04	43.16	34.15	-2.52%	-20.86%
	ST 安泰	38.81	47.35	21.99%	21.16	23.39	23.96	13.25%	2.45%

ST 云维	5.48	2.65	-51.56%	2.97	1.94	0.72	-75.89%	-63.03%
山西焦化	35.08	34.04	-2.98%	17.06	14.42	19.62	14.99%	36.08%
云煤能源	24.66	27.57	11.81%	12.55	13.91	13.67	8.87%	-1.71%
宝泰隆	16.51	15.53	-5.95%	8.38	7.83	7.70	-8.14%	-1.64%
陕西黑猫	45.43	49.61	9.22%	23.33	25.21	24.41	4.61%	-3.18%
金能科技	40.39	41.77	3.43%	21.73	19.99	21.79	0.27%	9.01%
焦炭合计	273.06	295.84	8.34%	142.22	149.83	146.01	2.67%	-2.55%
煤炭板块合计	4438.92	4910.90	10.63%	2303.30	2331.94	2578.96	11.97%	10.59%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 归母净利润: 较去年同期上涨 5.59%

2019 年上半年板块归母净利润大幅改善, 较去年同期上涨 5.59%, 符合预期。其中, 动力煤子板块合计同比增 6.98%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为山煤国际、中煤能源、兖州煤业; 无烟煤子板块合计同比下降 4.54%; 炼焦煤子板块合计同比增 14.04%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为平煤股份、开滦股份、盘江股份; 焦炭子板块合计同比下降 22.29%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为云煤能源、美锦能源、山西焦化。

2019 年二季度单季度归母净利润同比增长 4.43%, 环比增长 0.78%。分子版块来看, 动力煤子板块的单季度归母净利润同比增速为 8.80%, 环比增速为 2.43%; 无烟煤合计同比下降 7.59%, 环比上涨 14.53%; 炼焦煤板块同比上涨 2.39%, 环比下降 7.62%; 而焦炭单季度同比下降 41.25%, 环比下降 22.01%。

表 4: 2019 年上半年煤炭上市公司归母净利润汇总

子行业	证券简称	上半年归母净利润(百万元)			单季度归母净利润(百万元)				
		2018H	2019H	同比	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
动力煤	靖远煤电	340.20	276.34	-18.77%	153.91	150.46	125.88	-18.21%	-16.33%
	平庄能源	(23.10)	(186.54)	707.40%	(19.06)	(175.79)	(10.76)	-43.57%	-93.88%
	露天煤业	1176.92	1374.77	16.81%	426.91	798.31	576.45	35.03%	-27.79%
	郑州煤电	102.75	10.54	-89.74%	61.28	6.47	4.07	-93.36%	-37.07%
	兖州煤业	4341.28	5360.85	23.49%	2113.74	2308.40	3052.46	44.41%	32.23%
	安源煤业	55.89	11.62	-79.20%	42.09	19.01	(7.39)	-117.55%	-138.85%
	大有能源	448.49	110.96	-75.26%	157.70	153.85	(42.89)	-127.20%	-127.88%
	上海能源	603.02	481.59	-20.14%	262.46	242.93	238.67	-9.07%	-1.75%
	山煤国际	281.40	506.13	79.86%	248.69	220.54	285.59	14.84%	29.50%
	恒源煤电	452.66	494.08	9.15%	248.70	236.55	257.53	3.55%	8.87%
	中国神华	22977.00	24243.00	5.51%	11344.00	12587.00	11656.00	2.75%	-7.40%
	陕西煤业	5944.16	5871.07	-1.23%	3102.74	2774.54	3096.53	-0.20%	11.61%
	中煤能源	2756.16	3787.73	37.43%	1345.33	1541.07	2246.66	67.00%	45.79%
	新集能源	764.53	738.65	-3.39%	409.09	407.53	331.12	-19.06%	-18.75%
动力煤合计	40696.40	43535.73	6.98%	20247.77	21506.92	22028.82	8.80%	2.43%	
无烟煤	兰花科创	628.85	544.90	-13.35%	433.72	209.92	334.98	-22.77%	59.57%
	阳泉煤业	885.69	1063.32	20.06%	384.95	529.21	534.12	38.75%	0.93%
	昊华能源	637.97	446.45	-30.02%	368.29	218.64	227.81	-38.14%	4.19%

	无烟煤合计	2152.51	2054.68	-4.54%	1186.95	957.77	1096.91	-7.59%	14.53%
炼焦煤	冀中能源	605.16	457.37	-24.42%	317.90	234.25	223.12	-29.81%	-4.75%
	西山煤电	1115.43	1268.49	13.72%	602.03	594.47	674.02	11.96%	13.38%
	盘江股份	527.56	621.50	17.81%	252.56	295.54	325.96	29.06%	10.29%
	开滦股份	582.28	722.57	24.09%	327.73	368.44	354.12	8.05%	-3.89%
	平煤股份	310.08	595.41	92.02%	245.71	323.50	271.91	10.66%	-15.95%
	潞安环能	1391.32	1502.67	8.00%	677.86	870.20	632.47	-6.70%	-27.32%
	炼焦煤合计	4531.83	5168.00	14.04%	2423.80	2686.40	2481.61	2.39%	-7.62%
焦炭	美锦能源	542.43	623.60	14.96%	231.41	374.00	249.60	7.86%	-33.26%
	ST 安泰	447.26	69.36	-84.49%	408.45	19.72	49.64	-87.85%	151.78%
	ST 云维	14.77	7.29	-50.66%	10.26	5.01	2.28	-77.81%	-54.54%
	山西焦化	823.25	767.40	-6.78%	479.76	472.71	294.69	-38.58%	-37.66%
	云煤能源	3.97	102.46	2478.40%	(2.34)	19.51	82.95	-3646.64%	325.20%
	宝泰隆	154.15	89.43	-41.98%	93.72	77.48	11.95	-87.25%	-84.58%
	陕西黑猫	104.98	(20.93)	-119.94%	28.77	27.10	(48.03)	-266.93%	-277.25%
	金能科技	522.52	392.33	-24.92%	264.58	145.51	246.81	-6.72%	69.62%
	焦炭合计	2613.32	2030.93	-22.29%	1514.61	1141.05	889.89	-41.25%	-22.01%
	煤炭板块合计	49994.06	52789.35	5.59%	25373.13	26292.14	26497.22	4.43%	0.78%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 费用分析: 期间费用率同比下降 1.16 个百分点

2019 年上半年板块期间费用较去年同期减少 0.88%，期间费用率同比下降 1.16 个百分点。其中，动力煤子板块期间费用合计同比减少 0.99%，期间费用率同比下降 1.3 个百分点，同比涨幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为兖州煤业；无烟煤子板块期间费用较去年同期减少 3.47%，期间费用率同比上升 0.32 个百分点；炼焦煤子板块期间费用合计同比减少 1.44%，期间费用率同比降低 1.41 个百分点，同比涨幅最多的公司分别为西山煤电，费用率下跌最多的公司的为潞安环能；焦炭子板块期间费用合计同比增加 6.21%，期间费用率同比下降 0.15 个百分点，同比增幅最多的公司为美锦能源，费用率下跌最多的公司的为 ST 安泰。

表 5: 2019 年上半年煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总

子行业	证券简称	期间费用(百万元)			期间费用率(%)		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
动力煤	靖远煤电	144.69	137.39	-5.05%	6.60%	6.89%	0.29%
	平庄能源	381.34	319.76	-16.15%	35.16%	33.93%	-1.23%
	露天煤业	170.77	426.22	149.59%	4.00%	4.47%	0.47%
	郑州煤电	432.48	329.46	-23.82%	18.10%	16.65%	-1.45%
	兖州煤业	8004.46	6180.62	-22.79%	10.55%	5.91%	-4.64%
	安源煤业	199.02	217.88	9.48%	9.29%	8.49%	-0.80%
	大有能源	635.81	518.85	-18.40%	16.43%	17.44%	1.01%
	上海能源	412.56	459.44	11.36%	12.10%	12.55%	0.45%
	山煤国际	1307.37	1559.23	19.26%	6.29%	8.08%	1.79%
	恒源煤电	516.88	484.18	-6.33%	16.42%	15.38%	-1.04%
	中国神华	11346	9956	-12.25%	9.05%	8.67%	-0.38%

	陕西煤业	3188.4	3671.73	15.16%	12.15%	11.27%	-0.88%
	中煤能源	8567.21	10721.94	25.15%	17.12%	17.71%	0.59%
	新集能源	851.35	748.8	-12.04%	18.66%	16.27%	-2.39%
动力煤合计		37710.03	37337.06	-0.99%	11.31%	10.01%	-1.30%
	兰花科创	860.53	783.03	-9.01%	21.10%	18.99%	-2.11%
无烟煤	阳泉煤业	1042.33	889.83	-14.63%	6.20%	6.30%	0.10%
	昊华能源	612.88	755.48	23.27%	20.40%	27.86%	7.46%
无烟煤合计		2515.75	2428.34	-3.47%	10.53%	10.85%	0.32%
	冀中能源	1421.92	1322.88	-6.97%	13.19%	11.64%	-1.55%
	西山煤电	2492.86	2840.27	13.94%	16.34%	17.54%	1.20%
炼焦煤	盘江股份	323.85	358.28	10.63%	10.97%	11.65%	0.68%
	开滦股份	509.55	532.82	4.57%	5.09%	5.20%	0.11%
	平煤股份	994.09	1010.38	1.64%	10.45%	9.15%	-1.30%
	潞安环能	1701.01	1271.61	-25.24%	15.66%	13.43%	-2.23%
炼焦煤合计		7443.27	7336.24	-1.44%	12.53%	11.12%	-1.41%
	美锦能源	565.91	757.85	33.92%	8.48%	9.88%	1.40%
	ST 安泰	294.28	243.55	-17.24%	7.58%	5.15%	-2.43%
	ST 云维	10.56	9	-14.82%	1.93%	3.39%	1.46%
焦炭	山西焦化	239.38	287.85	20.25%	6.82%	8.47%	1.65%
	云煤能源	188.01	191.8	2.02%	7.62%	7.07%	-0.55%
	宝泰隆	189.63	146.11	-22.95%	11.48%	9.66%	-1.82%
	陕西黑猫	385.42	365.99	-5.04%	8.48%	7.47%	-1.01%
	金能科技	180.17	178.75	-0.79%	4.46%	4.54%	0.08%
焦炭合计		2053.36	2180.91	6.21%	7.52%	7.37%	-0.15%
煤炭板块合计		49722.41	49282.55	-0.88%	11.20%	10.04%	-1.16%

资料来源：安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019 年上半年板块销售费用较去年同期上涨 14.15%，销售费用率同比上升 0.1 个百分点。其中，动力煤子板块销售费用合计同比增 16.46%，销售费用率上升 0.13 个百分点，同比涨幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为靖远煤电；无烟煤子板块销售费用较去年同期上涨 6.57%，销售费用率同比升高 0.31 个百分点；炼焦煤子板块销售费用合计同比上涨 11.91%，销售费用率同比下降 0.17 个百分点，同比涨幅最多的公司为西山煤电，费用率下跌最多的公司的为潞安环能；焦炭子板块销售费用合计同比减 5.4%，销售费用率同比下降 0.42 个百分点，同比涨幅最多的公司分别为美锦能源，费用率下跌最多的公司的为 ST 安泰。

表 6：2018 年上半年煤炭上市公司销售费用以及销售费用率汇总

子行业	证券简称	销售费用(百万元)			销售费用率 (%)		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
动力煤	靖远煤电	43.34	25.57	-41.00%	1.98%	1.26%	-0.72%
	平庄能源	17.41	24.21	39.07%	1.61%	2.57%	0.96%
	露天煤业	11.37	27.43	141.11%	0.27%	0.29%	0.02%
	郑州煤电	34.97	37.73	7.89%	1.46%	1.90%	0.44%
	兖州煤业	2911.14	2842.44	-2.36%	3.82%	2.68%	-1.14%
	安源煤业	28.98	22.92	-20.94%	1.35%	0.88%	-0.47%
	大有能源	67.11	60.82	-9.37%	1.73%	2.04%	0.31%
	上海能源	81.04	65.91	-18.67%	2.37%	1.79%	-0.58%
	山煤国际	183.84	371.75	102.21%	0.88%	1.88%	1.00%
	恒源煤电	43.72	54.86	25.47%	1.39%	1.65%	0.26%
	中国神华	312	328	5.13%	0.24%	0.28%	0.04%

	陕西煤业	1038.07	1066.42	2.73%	3.96%	3.27%	-0.69%
	中煤能源	5101.26	6672.75	30.81%	10.16%	10.93%	0.77%
	新集能源	19.31	19.36	0.27%	0.42%	0.42%	0.00%
	动力煤合计	10967.54	12773.12	16.46%	3.29%	3.42%	0.13%
	兰花科创	120.84	117.14	-3.06%	2.96%	0.00%	-2.96%
无烟煤	阳泉煤业	110.06	125.94	14.43%	0.65%	0.81%	0.16%
	昊华能源	297.91	320.49	7.58%	9.91%	11.77%	1.86%
	无烟煤合计	528.81	563.57	6.57%	2.21%	2.52%	0.31%
	冀中能源	193.15	184.68	-4.39%	1.79%	1.62%	-0.17%
	西山煤电	1086.11	1383.69	27.40%	7.12%	8.17%	1.05%
炼焦煤	盘江股份	10.53	9.58	-9.06%	0.36%	0.29%	-0.07%
	开滦股份	129.95	127.88	-1.59%	1.30%	1.18%	-0.12%
	平煤股份	101.77	92.96	-8.66%	1.07%	0.76%	-0.31%
	潞安环能	142.99	63.88	-55.33%	1.32%	0.57%	-0.75%
	炼焦煤合计	1664.5	1862.66	11.91%	2.80%	2.82%	0.02%
	美锦能源	320.87	369.44	15.14%	4.81%	4.78%	-0.03%
	ST 安泰	133.66	80.12	-40.05%	3.44%	1.69%	-1.75%
	ST 云维	1.06	1.1	3.66%	0.19%	0.42%	0.23%
焦炭	山西焦化	27.03	24.47	-9.44%	0.77%	0.72%	-0.05%
	云煤能源	53.24	46.52	-12.63%	2.16%	1.69%	-0.47%
	宝泰隆	38.35	20.66	-46.12%	2.32%	1.33%	-0.99%
	陕西黑猫	232.87	213.3	-8.40%	5.13%	4.30%	-0.83%
	金能科技	91.49	94.41	3.19%	2.27%	2.26%	-0.01%
	焦炭合计	898.57	850.03	-5.40%	3.29%	2.87%	-0.42%
	煤炭板块合计	14059.42	16049.38	14.15%	3.17%	3.27%	0.10%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 年上半年板块管理费用较去年同期减少 5.89%，管理费用率同比下降 0.85 个百分点。其中，动力煤子板块管理费用合计同比降 6.87%，管理费用率同比减少 0.96 个百分点，同比涨幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为兖州煤业；无烟煤子板块管理费用较去年同期下降 1.26%，管理费用率同比增加 0.31 个百分点；炼焦煤子板块管理费用合计同比降 7.80%，管理费用率同比减少 1.12 个百分点，同比涨幅最多的公司为盘江股份，费用率下跌最多的公司的为冀中能源；焦炭子板块管理费用合计同比增加 22.71%，管理费用率同比增加 0.34 个百分点，同比涨幅最多的公司为 ST 安泰，费用率下跌最多的公司的云煤能源。

表 7：2019 年上半年煤炭上市公司管理费用以及管理费用率汇总

子行业	证券简称	管理费用(百万元)			管理费用率 (%)		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
	靖远煤电	95.5	103.74	8.63%	4.35%	5.23%	0.88%
	平庄能源	386.39	311.87	-19.29%	35.62%	33.09%	-2.53%
	露天煤业	119.01	145.08	21.91%	2.79%	1.52%	-1.27%
	郑州煤电	240.83	196.72	-18.32%	10.08%	9.95%	-0.13%
	兖州煤业	3155.99	1984.62	-37.12%	4.19%	1.95%	-2.24%
动力煤	安源煤业	67.49	72.89	8.00%	3.15%	2.95%	-0.20%
	大有能源	405.51	385.46	-4.95%	10.48%	12.96%	2.48%
	上海能源	285.31	319.34	11.93%	8.38%	8.74%	0.36%
	山煤国际	565.77	650.92	15.05%	2.72%	3.50%	0.78%
	恒源煤电	413.72	376.58	-8.98%	13.14%	12.14%	-1.00%
	中国神华	9186	8629	-6.06%	7.36%	7.53%	0.17%
	陕西煤业	2080.83	2528.65	21.52%	7.93%	7.76%	-0.17%

	中煤能源	1714.05	1731.6	1.02%	3.47%	2.98%	-0.49%
	新集能源	313.79	250.76	-20.09%	6.88%	5.45%	-1.43%
	动力煤合计	19214.17	17893.81	-6.87%	5.76%	4.80%	-0.96%
	兰花科创	538.18	501.17	-6.88%	13.20%	12.16%	-1.04%
无烟煤	阳泉煤业	626.44	586.92	-6.31%	3.73%	4.35%	0.62%
	昊华能源	208.99	268.2	28.33%	6.95%	9.97%	3.02%
	无烟煤合计	1373.61	1356.29	-1.26%	5.75%	6.06%	0.31%
	冀中能源	937.55	888.47	-5.23%	8.69%	7.83%	-0.86%
	西山煤电	1019.04	1025.88	0.67%	6.68%	6.83%	0.15%
炼焦煤	盘江股份	267.81	295.03	10.17%	9.07%	9.72%	0.65%
	开滦股份	222.97	235.15	5.46%	2.23%	2.46%	0.23%
	平煤股份	372.97	338.14	-9.34%	3.92%	3.65%	-0.27%
	潞安环能	1066.88	801.22	-24.90%	9.82%	9.25%	-0.57%
	炼焦煤合计	3887.21	3583.89	-7.80%	6.55%	5.43%	-1.12%
	美锦能源	187.25	257.26	37.39%	2.81%	3.40%	0.59%
	ST 安泰	52.38	95.74	82.76%	1.35%	2.03%	0.68%
	ST 云维	9.94	8.21	-17.37%	1.81%	3.09%	1.28%
焦炭	山西焦化	88.78	128.77	45.04%	2.53%	3.80%	1.27%
	云煤能源	91.59	87.83	-4.11%	3.71%	3.30%	-0.41%
	宝泰隆	120.86	102.25	-15.40%	7.32%	6.83%	-0.49%
	陕西黑猫	56.52	88.61	56.77%	1.24%	1.88%	0.64%
	金能科技	86.99	83.32	-4.22%	2.15%	2.25%	0.10%
	焦炭合计	694.3	851.97	22.71%	2.54%	2.88%	0.34%
	煤炭板块合计	25169.3	23685.96	-5.89%	5.67%	4.82%	-0.85%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 年上半年板块财务费用较去年同期下降 9.02%，财务费用率同比减少 0.42 个百分点。

其中，动力煤子板块财务费用合计同比降 11.40%，财务费用率同比减少 0.47 个百分点，同比增幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为兖州煤业；无烟煤子板块财务费用较去年同期下降 17.10%，财务费用率同比下降 0.3 个百分点；炼焦煤子板块财务费用合计同比下降 0.1%，财务费用率同比减 0.33 个百分点，同比涨幅最多的公司为盘江股份，费用率下降最多的公司的为潞安环能；焦炭子板块财务费用合计同比升 4.0%，财务费用率同比下降 0.07 个百分点，同比涨幅最多的公司为美锦能源，费用率下跌最多的公司的为 ST 安泰。

表 8：2019 年上半年煤炭上市公司财务费用以及财务费用率汇总

子行业	证券简称	财务费用(百万元)			财务费用率 (%)		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
	靖远煤电	5.86	8.08	37.86%	0.27%	0.40%	0.13%
	平庄能源	-22.46	-16.32	-27.33%	-2.07%	-1.73%	0.34%
	露天煤业	40.39	253.72	528.21%	0.95%	2.66%	1.71%
	郑州煤电	156.67	95.01	-39.35%	6.56%	4.79%	-1.77%
	兖州煤业	1937.33	1353.56	-30.13%	2.54%	1.28%	-1.26%
	安源煤业	102.55	122.07	19.04%	4.79%	4.66%	-0.13%
动力煤	大有能源	163.19	72.58	-55.53%	4.22%	2.44%	-1.78%
	上海能源	46.2	74.19	60.56%	1.35%	2.02%	0.67%
	山煤国际	557.76	536.56	-3.80%	2.68%	2.71%	0.03%
	恒源煤电	59.44	52.74	-11.27%	1.89%	1.59%	-0.30%
	中国神华	1848	999	-45.94%	1.45%	0.86%	-0.59%
	陕西煤业	69.5	76.65	10.29%	0.26%	0.24%	-0.02%
	中煤能源	1751.89	2317.59	32.29%	3.49%	3.80%	0.31%

新集能源	518.25	478.69	-7.63%	11.36%	10.40%	-0.96%
动力煤合计	7528.31	6670.14	-11.40%	2.26%	1.79%	-0.47%
兰花科创	201.51	164.72	-18.26%	4.94%	4.00%	-0.94%
无烟煤	305.83	176.97	-42.14%	1.82%	1.14%	-0.68%
昊华能源	105.99	166.79	57.36%	3.53%	6.13%	2.60%
无烟煤合计	613.33	508.47	-17.10%	2.57%	2.27%	-0.30%
冀中能源	291.22	249.73	-14.25%	2.70%	2.19%	-0.51%
西山煤电	387.71	430.7	11.09%	2.54%	2.54%	0.00%
炼焦煤	45.51	53.67	17.94%	1.54%	1.63%	0.09%
开滦股份	156.63	169.79	8.40%	1.56%	1.56%	0.00%
平煤股份	519.35	579.28	11.54%	5.46%	4.74%	-0.72%
潞安环能	491.14	406.52	-17.23%	4.52%	3.61%	-0.91%
炼焦煤合计	1891.57	1889.69	-0.10%	3.19%	2.86%	-0.33%
美锦能源	57.78	131.15	126.97%	0.87%	1.70%	0.83%
ST 安泰	108.24	67.69	-37.46%	2.79%	1.43%	-1.36%
ST 云维	-0.44	-0.32	-27.84%	-0.08%	-0.12%	-0.04%
焦炭	123.58	134.61	8.93%	3.52%	3.95%	0.43%
山西焦化	43.18	57.46	33.08%	1.75%	2.08%	0.33%
云煤能源	30.42	23.2	-23.73%	1.84%	1.49%	-0.35%
宝泰隆	96.03	64.09	-33.26%	2.11%	1.29%	-0.82%
陕西黑猫	1.69	1.02	-39.56%	0.04%	0.02%	-0.02%
金能科技						
焦炭合计	460.48	478.91	4.00%	1.69%	1.62%	-0.07%
煤炭板块合计	10493.69	9547.21	-9.02%	2.36%	1.94%	-0.42%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 现金流分析: 经营性净流入增长明显, 筹资性净流出规模扩大

2019 年上半年板块整体现金流改善, 根据行业中报相关信息, 企业整体经营情况良好, 投资意愿恢复, 去杠杆意识明确。经营性现金流方面, 受益煤炭价格恢复性上涨, 上市公司经营性现金流呈现净流入, 同比上涨明显。投资性现金流方面, 2019 年行业上半年仍整体呈现净流出的情况。筹资性现金流方面, 行业筹资性现金流呈现净流出的情况, 且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。我们认为这是由于行业享受到供给侧改革红利, 盈利恢复, 自上而下去杠杆趋势明确所致。

经营性现金流方面, 上市公司经营性现金流呈现净流入, 同比上涨明显。行业上半年经营性现金流实现 836.49 亿元, 较去年同期上涨 11.38%。动力煤子板块上半年经营性现金流实现 685.34 亿元, 较去年同期上涨 11.5%。无烟煤子板块上半年经营性现金流实现 6.97 亿元, 较去年同期减少 74.71%。炼焦煤子板块上半年实现经营性现金流 119.18 亿元, 较去年同期增加 32.81%。焦炭子板块上半年经营性现金流实现 25.00 亿元, 较去年同期增加 31.03%。

表 9: 上半年煤炭板块经营性现金流梳理 (单位: 百万元)

子行业	证券简称	经营性现金流(百万元)		
		2018H	2019H	同比
动力煤	靖远煤电	155.4529	339.8381	118.61%
	平庄能源	-566.6026	19.7653	-103.49%
	露天煤业	777.1410	1,357.2594	74.65%

	郑州煤电	146.2721	-305.0963	-308.58%
	兖州煤业	7,941.8010	8,378.9220	5.50%
	安源煤业	-253.2311	-44.1704	-82.56%
	大有能源	807.2575	196.9647	-75.60%
	上海能源	664.2899	1,127.7815	69.77%
	山煤国际	748.3793	1,197.7591	60.05%
	恒源煤电	693.2626	972.2638	40.24%
	中国神华	31,937.0000	41,043.0000	28.51%
	陕西煤业	6,351.6471	11,033.9813	73.72%
	中煤能源	8,255.9380	0.0000	-100.00%
	新集能源	2,112.5590	1,610.0627	-23.79%
	动力煤合计	61,464.6995	68,534.4463	11.50%
无烟煤	兰花科创	664.1888	560.4664	-15.62%
	阳泉煤业	400.1140	-866.2906	-316.51%
	昊华能源	1,693.0197	1,003.1688	-40.75%
	无烟煤合计	2,757.3225	697.3446	-74.71%
炼焦煤	冀中能源	583.7190	912.4532	56.32%
	西山煤电	3,744.4481	3,639.4460	-2.80%
	盘江股份	695.6326	770.1182	10.71%
	开滦股份	1,399.4695	1,108.3153	-20.80%
	平煤股份	1,866.6335	2,075.7116	11.20%
	潞安环能	683.6899	3,411.7589	399.02%
	炼焦煤合计	8,973.5927	11,917.8031	32.81%
焦炭	美锦能源	335.6645	799.8308	138.28%
	ST 安泰	227.4060	130.9003	-42.44%
	ST 云维	27.7510	61.3472	121.06%
	山西焦化	91.7260	50.3240	-45.14%
	云煤能源	60.1424	-81.9918	-236.33%
	宝泰隆	508.0598	279.6596	-44.96%
	陕西黑猫	75.4732	1,089.0585	1342.97%
	金能科技	581.4965	170.5956	-70.66%
	焦炭合计	1,907.7196	2,499.7241	31.03%
	煤炭板块合计	75,103.3343	83,649.3181	11.38%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

投资性现金流方面, 2019 年板块上半年整体呈现净流出的情况, 投资意愿仍然较弱。行业上半年投资性现金流实现 128.50 亿元, 其中有中国神华的 264.48 亿元理财产品回收, 剔除神华影响, 其余公司投资性现金流净流出量实际为 136.18 亿元, 同比下降 39.69%。动力煤子板块上半年投资性现金流实现-78.48 亿元, 净流出量较去年同期下降 38.65%。无烟煤子板块上半年投资性现金流实现-21.11 亿元, 净流出量较去年同期增加 27.49%。炼焦煤子板块上半年投资性现金流实现-20.13 亿元, 净流出量较去年同期减少 65.35%。焦炭子板块上半年投资性现金流实现-16.46 亿元, 净流出量较去年同期减少 29.18%

表 10: 上半年煤炭板块投资性现金流梳理 (单位: 百万元)

子行业	证券简称	投资性现金流(百万元)		
		2018H	2019H	同比

	靖远煤电	-275.28	-348.34	26.54%
	平庄能源	-103.21	-77.87	-24.56%
	露天煤业	-238.43	-763.07	220.05%
	郑州煤电	2.55	0.22	-91.53%
	兖州煤业	-1,185.22	-2,090.07	76.34%
	安源煤业	-110.63	-52.86	-52.22%
动力煤	大有能源	-31.99	-57.22	78.85%
	上海能源	-484.74	-448.29	-7.52%
	山煤国际	-152.47	-457.06	199.76%
	恒源煤电	-119.21	-802.03	572.77%
	中国神华	-8,433.00	26,468.00	-413.86%
	陕西煤业	-2,514.97	-2,113.50	-15.96%
	中煤能源	-6,634.35	0.00	-100.00%
	新集能源	-243.45	-269.59	10.73%
	动力煤合计	-21,225.29	18,619.67	-187.72%
	无烟煤	兰花科创	-443.32	-549.87
阳泉煤业		-933.81	-1,128.37	20.83%
昊华能源		-278.71	-432.74	55.26%
无烟煤合计	-1,655.85	-2,110.98	27.49%	
炼焦煤	冀中能源	-1,138.48	1,648.32	-244.78%
	西山煤电	-920.71	-674.79	-26.71%
	盘江股份	-344.38	-299.89	-12.92%
	开滦股份	-712.63	-328.51	-53.90%
	平煤股份	-1,941.59	-1,428.54	-26.42%
	潞安环能	-751.87	-929.51	23.63%
炼焦煤合计	-5,809.68	-2,012.91	-65.35%	
焦炭	美锦能源	-564.08	-398.63	-29.33%
	ST 安泰	-28.67	8.69	-130.32%
	ST 云维	4.10	3.57	-13.00%
	山西焦化	-41.40	-654.79	1481.52%
	云煤能源	-41.41	302.85	-831.27%
	宝泰隆	-176.42	-96.28	-45.42%
	陕西黑猫	-749.58	-518.91	-30.77%
	金能科技	-726.54	-292.42	-59.75%
焦炭合计	-2,324.01	-1,645.91	-29.18%	
煤炭板块合计	-31,014.82	12,849.87	-141.43%	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

筹资性现金流方面, 板块筹资性现金流呈现净流出的情况, 且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。行业上半年筹资性现金流实现-358.80 亿元, 净流出量较去年同期增加 93.58%。动力煤子板块上半年筹资性现金流实现-267.23 亿元, 净流出量较去年同期增加 105.44%。无烟煤子板块上半年筹资性现金流实现 5.12 亿元, 净流入量较去年同期上涨 20.00%。炼焦煤子板块上半年筹资性现金流实现-94.81 亿元, 净流出量较去年同期增加 105.97%。焦炭子板块上半年筹资性现金流实现-1.88 亿元, 净流出量较去年同期减少 86.09%。我们认为这是由于行业持续去杠杆所致, 即上市公司在获得利润后先用于偿付利息与归还有息负债, 而不是去投资扩张产能, 因此我们预计未来煤炭板块上市公司财务费用有望继续下降。

表 11: 上半年煤炭板块筹资性现金流梳理 (单位: 百万元)

子行业	证券简称	筹资性现金流(百万元)		
		2018H	2019H	同比
动力煤	靖远煤电	-240.1665	-511.6958	113.06%
	平庄能源	-202.8613	0.0000	-100.00%
	露天煤业	-539.0826	-179.4549	-66.71%
	郑州煤电	-174.9329	-73.8859	-57.76%
	兖州煤业	-4,200.2260	-10,889.0870	159.25%
	安源煤业	3.6487	-135.2025	-3805.47%
	大有能源	156.0133	-155.4431	-199.63%
	上海能源	-193.5694	4.8535	-102.51%
	山煤国际	-3,847.3644	-487.6238	-87.33%
	恒源煤电	-449.2060	-447.5701	-0.36%
	中国神华	-1,598.0000	-9,314.0000	482.85%
	陕西煤业	332.6748	-3,572.8707	-1173.98%
	中煤能源	1,772.3390	0.0000	-100.00%
新集能源	-1,302.6432	-621.3911	-52.30%	
动力煤合计		-13,007.4472	-26,722.6530	105.44%
无烟煤	兰花科创	267.0645	494.4708	85.15%
	阳泉煤业	709.9474	468.2636	-34.04%
	昊华能源	-550.0957	-450.4245	-18.12%
无烟煤合计		426.9162	512.3099	20.00%
炼焦煤	冀中能源	-941.6065	-970.4246	3.06%
	西山煤电	-101.9363	-2,569.5339	2420.73%
	盘江股份	344.3223	40.5107	-88.23%
	开滦股份	-1,058.5375	-1,354.1141	27.92%
	平煤股份	-1,155.0300	-1,582.5092	37.01%
	潞安环能	-1,690.5282	-3,045.2718	80.14%
炼焦煤合计		-4,603.3162	-9,481.3429	105.97%
焦炭	美锦能源	18.6461	-462.3912	-2579.83%
	ST 安泰	-271.2579	-167.0168	-38.43%
	ST 云维	1.5012	4.1354	175.48%
	山西焦化	-608.8742	1,068.3537	-275.46%
	云煤能源	-83.3287	188.1841	-325.83%
	宝泰隆	-290.0151	-196.7895	-32.15%
	陕西黑猫	-205.8849	-300.3638	45.89%
	金能科技	88.1688	-322.0543	-465.27%
焦炭合计		-1,351.0448	-187.9424	-86.09%
煤炭板块合计		-18,534.8919	-35,879.6284	93.58%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.5. 资本结构：资产负债率较 2018 年上半年下降 1.96 个百分点

上市公司资本结构改善，资产负债率较 2018 年上半年下降 1.96 个百分点。从上市公司的角度看，煤炭板块上市公司资产负债率整体维持在平稳区间。其中，受到供给侧改革相关政策影响最为深远的动力煤公司相对资产负债率保持最低的水平。预计随着价格的持续高位，行业整体资产负债率有望持续下降。

表 12：煤炭板块资产负债率梳理

子行业	证券简称	资产负债率		
		2018H	2019H	同比
动力煤	靖远煤电	27.15%	22.46%	-4.69%
	平庄能源	18.18%	29.39%	11.21%
	露天煤业	25.00%	48.70%	23.70%
	郑州煤电	59.51%	67.29%	7.78%
	兖州煤业	58.94%	58.02%	-0.92%
	安源煤业	89.20%	88.28%	-0.92%
	大有能源	56.00%	51.35%	-4.65%
	上海能源	34.71%	40.36%	5.65%
	山煤国际	78.99%	76.14%	-2.85%
	恒源煤电	49.43%	45.88%	-3.55%
	中国神华	34.77%	28.69%	-6.08%
	陕西煤业	44.86%	42.21%	-2.65%
	中煤能源	57.58%	57.42%	-0.16%
	新集能源	79.22%	77.31%	-1.91%
动力煤合计		47.10%	44.81%	-2.29%
无烟煤	兰花科创	57.25%	56.39%	-0.86%
	阳泉煤业	57.68%	49.09%	-8.59%
	昊华能源	41.04%	36.35%	-4.69%
无烟煤合计		53.60%	48.21%	-5.39%
炼焦煤	冀中能源	53.23%	51.43%	-1.80%
	西山煤电	61.40%	62.33%	0.93%
	盘江股份	46.19%	49.47%	3.28%
	开滦股份	49.74%	46.91%	-2.83%
	平煤股份	67.33%	69.88%	2.55%
	潞安环能	65.96%	62.70%	-3.26%
炼焦煤合计		60.25%	59.91%	-0.34%
焦炭	美锦能源	39.22%	52.50%	13.28%
	ST 安泰	75.70%	71.17%	-4.53%
	ST 云维	16.59%	13.57%	-3.02%
	山西焦化	49.39%	47.82%	-1.57%
	云煤能源	43.80%	41.90%	-1.90%
	宝泰隆	36.50%	35.84%	-0.66%
	陕西黑猫	50.44%	48.42%	-2.02%
金能科技	27.11%	20.01%	-7.10%	
焦炭合计		45.40%	46.20%	0.80%
煤炭板块合计		49.20%	47.24%	-1.96%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 投资建议：选择高股息，高稳定标的与转型标的

根据上文我们可以看到，在动力煤均价下移的背景下，上市公司利润依旧实现了同比正增长，其中主要贡献来自与费用率的降低，增值税税率降低以及资产负债表的修复带来的良好结果正逐渐显现。

现金流方面，经营性净现金流增速不减，筹资性现金流净流出规模扩大，将在未来导致资产结构的持续改善以及财务费用的持续下降。投资性现金流净流出规模减弱，行业对产能的投资仍持续下行，因此也无需担心产能的无序扩张引发行业景气下滑。

综上，行业目前仍处于周期景气顶部，行业利润稳定，即便下半年港口煤价小幅下行对行业利润影响也相对较弱，建议选择以下几类标的：

- 动力煤方面：建议选择高盈利稳定性，历史高分红、高股息标的，如露天煤业、陕西煤业、中国神华、兖州煤业等
- 炼焦煤方面：建议选择建议选择如潞安环能、淮北矿业等具备煤种优势或区位优势标的
- 转型标的：建议关注向新能源转型标的，如山煤国际（拟参与 HTJ 项目，向光伏行业转型），美锦能源（已具备较全面的氢能源产业链）。

4. 风险提示

经济大幅下行风险：煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济下行将直接影响煤炭需求。

煤价大幅下跌风险：板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

■ 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

周泰声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034