

煤炭行业三季度报回顾：煤价中枢下移 业绩持续正增长

■前三季度供给稳定增长，火电需求回升：1-9月全国原煤产量实现1-9月全国原煤产量27.36亿吨，同比增长4.5%，增速放缓。考虑进出口测算前三季度总供给量29.8亿吨，同比增长5.6%。需求端火电发电增速转正，9月单月发电增速6%。粗钢与水泥表现不俗，前三季度分别同比增长8.4%与6.8%。

■前三季度的下跌有望结束，预计11月港口煤价有望反弹：前三季度港口动力煤均价同比下跌8.33%，10月以来日耗持续超预期，同比增幅在20%左右，供暖期到来后需求有望继续提高。同时水电对火电的挤压减弱。供给端在严安监的背景下超产产能被压制，产量也难有太大增幅。因此我们判断在进入11月后动力煤价格有望止跌反弹。

■前三季度归母净利润增长5.59%：其中，动力煤板块涨幅最强劲，炼焦煤子板块合计同比增9.79%，焦炭子板块合计同比下降38.86%。板块平均ROE为7.47%，同比降低3.68个百分点。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，财务费用下降明显：2019年前三季度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。其中财务费下降最明显，同比下降9.02%，管理费用较去年同期减少5.89%，销售费用去年同期上涨14.15%。

■现金流方面，筹资性现金净流出规模扩大，投资性现金流流出减弱：板块前三季度经营性现金流实现1371.70亿元，同比降6.29%；投资性现金流实现-400.38亿元，同比下降26.41%；筹资性现金流实现-716.56亿元，净流出量较去年同期增加54.36%。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，表示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。

■资本结构方面，资产负债率继续降低2.51个百分点：截至2019年三季度，煤炭板块行业资产负债率为45.79%，同比降低2.51个百分点，资产负债率整体呈现稳中有降的格局。

■投资建议：动力煤方面推荐高盈利稳定性，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；炼焦煤方面推荐如潞安环能、淮北矿业、西山煤电、阳泉煤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。

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 | -2.14 | -3.62 | -31.53 |
| 绝对收益 | -0.25 | -1.43 | -9.20 |

周泰

分析师

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

相关报告

周报：需求淡季不淡，预计11月价格反弹 2019-10-26

周报：日耗大幅高于去年，动力煤价淡季下调空间有限 2019-10-19

周报：能源委员会会议强调煤炭，加快输煤输电建设 2019-10-13

能源委员会会议重新强调煤炭主导地位 2019-10-12

周报：多地区公布停产计划，焦煤供给或收缩 2019-09-28

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 煤炭市场回顾 | 3 |
| 1.1. 价格回顾：港口煤价中枢下移，坑口表现好于预期..... | 3 |
| 1.2. 市场表现：跑输沪深 300 指数 14.25 个百分点..... | 4 |
| 1.3. 供需情况：供给稳中有增，火电发电量增速转正..... | 5 |
| 1.4. 价格展望：动力煤价格有望反弹..... | 6 |
| 2. 煤炭板块三季度业绩回顾 | 7 |
| 2.1. 营业收入：持续上涨，增幅 6.40%..... | 7 |
| 2.2. 归母净利润：较去年同期上涨 5.79%..... | 8 |
| 2.3. 费用分析：财务费用下降明显，期间费用率同比下降 0.71 个百分点..... | 10 |
| 2.4. 现金流分析：经营性净流入回落，筹资性净流出规模扩大..... | 14 |
| 2.5. 资本结构：资产负债率较 2018 年同时期下降 2.51 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 | 19 |

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：山西大同南郊 Q5500 动力煤坑口价..... | 3 |
| 图 4：内蒙古鄂尔多斯 Q5500 动力煤坑口价..... | 3 |
| 图 5：陕西黄陵 Q5000 动力煤坑口价..... | 4 |
| 图 6：煤炭板块跑输沪深 300 指数 19.78 个百分点..... | 4 |
| 图 7：1-9 月原煤产量同比上涨 4.5%..... | 5 |
| 图 8：1-9 月进口量同比增 5.8%..... | 5 |
| 图 9：火电发电量增速转正..... | 6 |
| 图 10：粗钢、生铁产量保持高增速..... | 6 |
| 图 11：水泥产量同比增长 6.8%..... | 6 |
| 图 12：六大电厂日耗有所改善..... | 7 |
| 图 13：三峡入库水流量..... | 7 |
| 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..... | 5 |
| 表 3：2019 年前三季度煤炭上市公司营业收入汇总..... | 7 |
| 表 4：2019 年前三季度煤炭上市公司归母净利润汇总..... | 8 |
| 表 5：2019 年前三季度煤炭上市公司 ROE 汇总..... | 9 |
| 表 6：2019 年前三季度煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总..... | 10 |
| 表 7：2018 年前三季度煤炭上市公司销售费用以及销售费用率汇总..... | 11 |
| 表 8：2019 年前三季度煤炭上市公司管理费用以及管理费用率汇总..... | 12 |
| 表 9：2019 年前三季度煤炭上市公司财务费用以及财务费用率汇总..... | 13 |
| 表 10：前三季度煤炭板块经营性现金流梳理（单位：百万元）..... | 14 |
| 表 11：前三季度煤炭板块投资性现金流梳理（单位：百万元）..... | 15 |
| 表 12：前三季度煤炭板块筹资性现金流梳理（单位：百万元）..... | 16 |
| 表 13：煤炭板块资产负债率梳理..... | 17 |

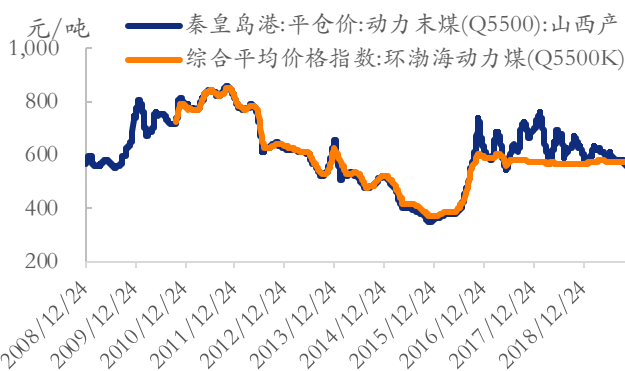
1. 煤炭市场回顾

1.1. 价格回顾：港口煤价中枢下移，坑口表现好于预期

动力煤港口价中枢下移，坑口表现好于预期。秦皇岛 Q5500 卡动力煤前三季度均价为 598.35 元/吨，较去年同时期的 652.59 元/吨跌 8.33%，其中三季度均价为 585.55 元/吨，同比下降 7.34%，环比下降 3.85%。坑口方面，前三季度陕西坑口价同比上涨 2.66%，内蒙古坑口价同比上涨 0.83%，大同地区坑口价同比下降 6.37%，三大主产地煤价走势均好于港口价，因此港口价格虽然下降，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，甚至由于坑口价同比走高部分上市公司业绩也同比上涨。

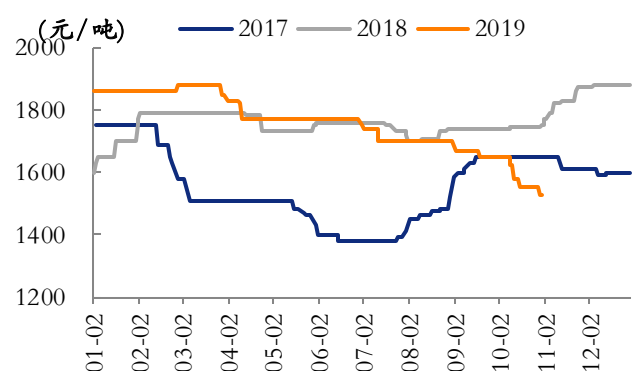
炼焦煤前三季度稳中有降，均价略高于去年。前三季度京唐港主焦煤均价为 1775.69 元/吨，较去年同时期的 1745.24 元/吨上涨 1.74%，三季度均价为 1693 元/吨，同比下降 4.54%，环比下降 4.67%。

图 1：秦皇岛港与环渤海港动力煤价格走势



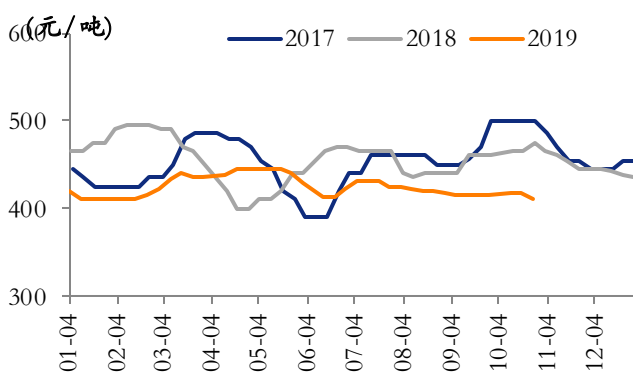
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：京唐港主焦煤价格走势



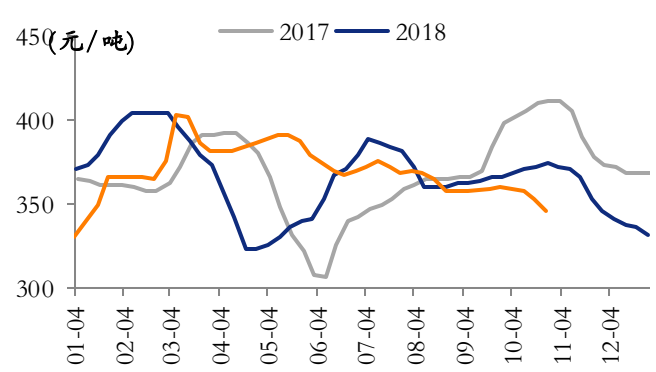
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：山西大同南郊 Q5500 动力煤坑口价



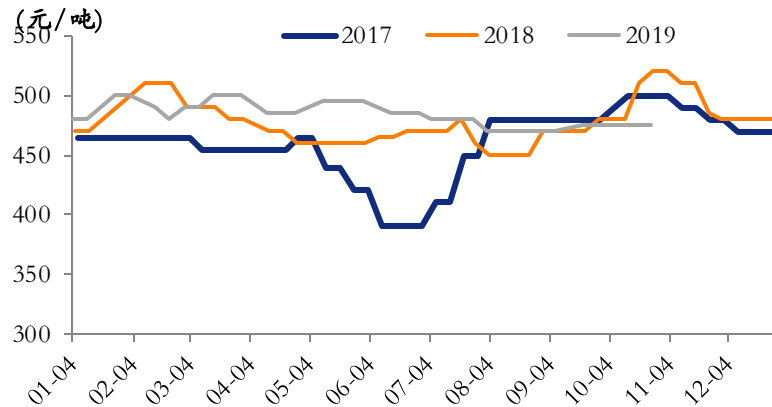
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：内蒙古鄂尔多斯 Q5500 动力煤坑口价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5: 陕西黄陵 Q5000 动力煤坑口价

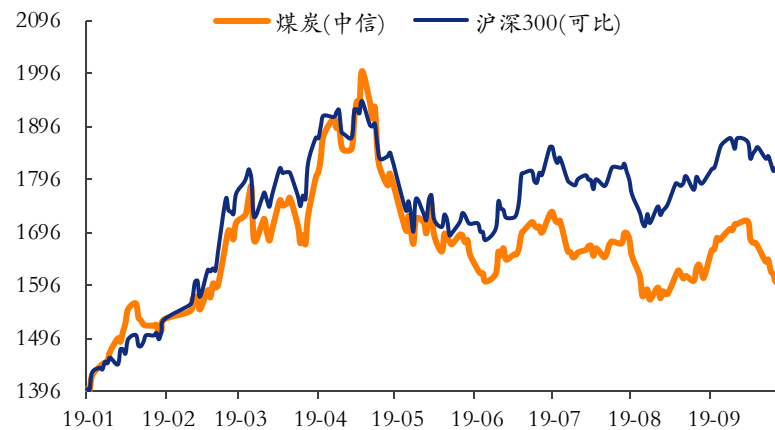


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. 市场表现: 跑输沪深 300 指数 14.25 个百分点

前三季度中信煤炭行业指数上涨 14.2%，相对于沪深 300 指数跑输 14.25 个百分点（9 月 30 日收盘数据），位于 29 个行业涨跌幅榜第 19 位。

图 6: 煤炭板块跑输沪深 300 指数 19.78 个百分点



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

个股方面, 截止 2019 年 9 月 30 日, 中信煤炭板块上市公司中 21 家上涨, 15 家下跌。其中, 涨幅前五的公司为美锦能源 (185.05%)、山煤国际 (84.64%)、红阳能源 (42.32%)、兖州煤业 (27.73%) 与恒源煤电 (25.27%)。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 (-15.83%)、宝泰隆 (-13.46%)、ST 安泰 (-8.55%)、山西焦化 (-6.59%) 与昊华能源 (-6.00%)。

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 | 9.15 | 185.05 |
| 2 | 600546.SH | 山煤国际 | 6.13 | 84.64 |

| | | | | |
|----|-----------|-------|-------|-------|
| 3 | 600758.SH | 红阳能源 | 4.60 | 42.32 |
| 4 | 600188.SH | 兖州煤业 | 10.65 | 27.73 |
| 5 | 600971.SH | 恒源煤电 | 5.56 | 25.27 |
| 6 | 600725.SH | ST 云维 | 2.89 | 22.98 |
| 7 | 600792.SH | 云煤能源 | 3.26 | 21.64 |
| 8 | 601225.SH | 陕西煤业 | 8.73 | 21.62 |
| 9 | 002128.SZ | 露天煤业 | 8.17 | 14.11 |
| 10 | 601699.SH | 潞安环能 | 7.24 | 12.37 |

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 | 3.41 | -15.83 |
| 2 | 600408.SH | ST 安泰 | 2.25 | -13.46 |
| 3 | 002753.SZ | 永东股份 | 8.03 | -8.55 |
| 4 | 601101.SH | 昊华能源 | 5.44 | -6.59 |
| 5 | 601011.SH | 宝泰隆 | 5.17 | -6.00 |
| 6 | 000937.SZ | 冀中能源 | 3.50 | -4.77 |
| 7 | 600508.SH | 上海能源 | 9.02 | -3.86 |
| 8 | 600403.SH | 大有能源 | 3.46 | -3.74 |
| 9 | 601918.SH | 新集能源 | 2.90 | -3.34 |
| 10 | 600740.SH | 山西焦化 | 7.65 | -2.29 |

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, 火电发电量增速转正

供给端矿难频发, 安全检查常态化, 抑制产量增长。受矿难影响, 安全检查趋严, 产量释放有限, 据国家统计局数据, 1-9 月全国原煤产量 27.36 亿吨, 同比增长 4.5%, 其中陕西省产量持续下降, 2019 年 1-9 月, 陕西省原煤产量 4.48 亿吨, 同比下降 1.7%。目前月度产量增速持续下降, 整体供给端仍以稳定为主。

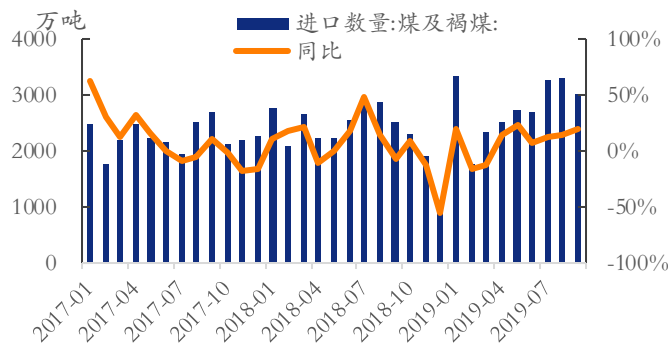
进口煤增速较快。截至 2019 年 9 月, 全国进口煤及褐煤 2.5 亿吨, 同比增长 9.5%。综合测算前三季度总供给量为 29.8 亿吨, 同比增长 5.6%。

图 7: 1-9 月原煤产量同比上涨 4.5%



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 1-9 月进口量同比增 5.8%



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

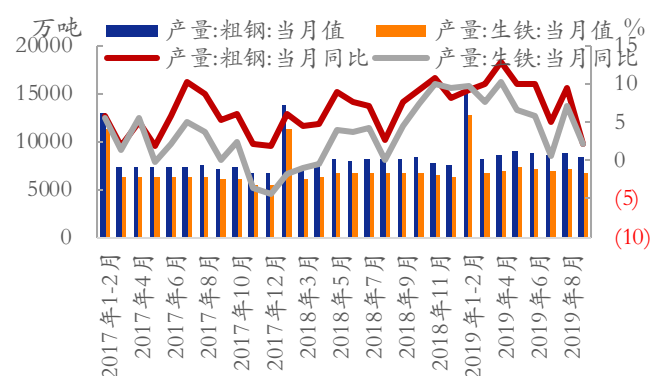
钢铁水泥增产明显，火电发电量同比转正。钢铁方面，1-9 粗钢产量 7.48 亿吨，同比增长 8.4%，生铁产量 6.12 亿吨，同比增长 6.3%。建材方面，在基建投资回升、众多区域建设项目的支持下，水泥需求明显增长，2019 年 1-9 月水泥产量 16.91 亿吨，同比上涨 6.8%。电力方面，1-9 月火电发电量为 38020 亿千瓦时，同比增长 0.5%，其中 9 月火电发电量增速为 6%，增速明显加快。

图 9：火电发电量增速转正



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：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 11：水泥产量同比增长 6.8%



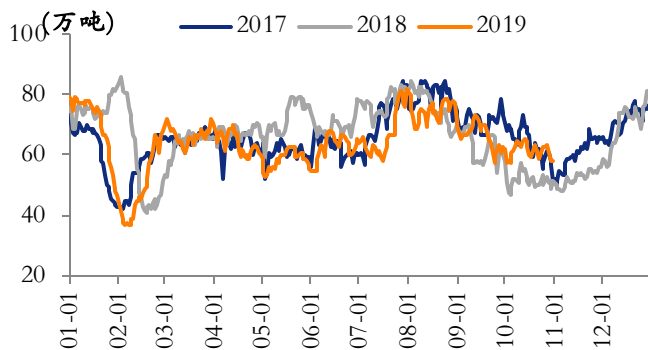
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.4. 价格展望：动力煤价格有望反弹

动力煤方面，价格有望触底反弹。1) 日耗持续高位，且有望继续增长。10 月虽然为传统需求淡季，但日耗始终保持高位，10 月平均日耗较去年同时期高近 20%左右。而 11 月北方供暖季将到来，南方地区的取暖需求也将增加，日耗量将继续上涨。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，且四季度进入枯水期，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，后续 8-9 月的产量增速下降也佐证了这一观点。目前安全检查依旧常态化，对超产的治理仍然相对严格，整体供

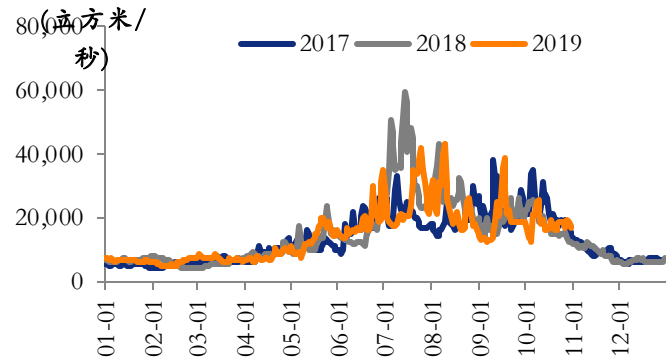
给增量并不如预期的多。因此预计进入 11 月后动力煤价格有望反弹，全年均价预计在 590 元/吨左右。

图 12: 六大电厂日耗有所改善



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 三峡入库水流量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

焦煤将弱稳运行。焦煤近期价格跌幅比较大，主要由于焦炭与钢铁利润空间被压缩，对原材料持打压的态度。而供暖期开始，钢铁焦化预计维持一定的限产，整体需求难有太大改善，整体价格弱稳为主。

2. 煤炭板块三季报业绩回顾

2.1. 营业收入: 持续上涨, 增幅 6.40%

2019 年前三季度板块营业总收入整体提高, 在去年高基数的背景下上涨 6.40%, 符合预期。其中, 动力煤子板块合计同比增 7.37%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为兖州煤业、陕西煤业与中煤能源, 主要由于贸易量增加导致; 无烟煤子板块合计同比降低 2.90%; 炼焦煤子板块合计同比增 6.71%, 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 1.85%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为 ST 安泰、云煤能源、美锦能源。

2019 年三季度单季度营业总收入同比增长 0.64%, 环比降低 4.48%。分子版块来看, 除无烟煤子板块的单季度营收增速 4.04% 高于三季度总增速以外, 动力煤、炼焦煤与焦炭单季度增速均低于三季度总增速, 分别为 3.09%、-1.44% 以及 -9.49%。

表 3: 2019 年前三季度煤炭上市公司营业收入汇总

| 子行业 | 证券简称 | 前三季度营业收入(亿元) | | | 单季度营业收入(亿元) | | | | |
|-----|------|--------------|-----------|--------|-------------|--------|--------|--------|---------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q3 | 2019Q2 | 2019Q3 | 同比 | 环比 |
| 动力煤 | 兖州煤业 | 1,191.90 | 1,506.11 | 26.36% | 428.82 | 577.32 | 446.35 | 4.09% | -22.69% |
| | 陕西煤业 | 411.31 | 507.55 | 23.40% | 148.89 | 181.81 | 181.69 | 22.03% | -0.07% |
| | 中煤能源 | 771.37 | 942.39 | 22.17% | 269.27 | 314.79 | 332.07 | 23.32% | 5.49% |
| | 安源煤业 | 35.13 | 39.94 | 13.71% | 13.71 | 10.57 | 13.77 | 0.46% | 30.29% |
| | 露天煤业 | 130.74 | 142.19 | 8.76% | 41.98 | 71.53 | 46.86 | 11.62% | -34.48% |
| | 上海能源 | 51.87 | 55.67 | 7.32% | 17.67 | 18.12 | 18.92 | 7.09% | 4.44% |
| | 新集能源 | 67.4 | 71.66 | 6.33% | 21.78 | 23.16 | 25.64 | 17.74% | 10.71% |

| | | | | | | | | | |
|-----|---------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|
| | 平庄能源 | 15.13 | 15.6 | 3.11% | 4.28 | 5.4 | 6.17 | 44.22% | 14.38% |
| | 恒源煤电 | 46.63 | 47.11 | 1.03% | 15.15 | 16.95 | 13.93 | -8.07% | -17.80% |
| | 靖远煤电 | 30.85 | 29.14 | -5.55% | 8.91 | 7.66 | 8.83 | -0.99% | 15.27% |
| | 中国神华 | 1,940.84 | 1,778.49 | -8.36% | 667.04 | 593.54 | 614.84 | -7.83% | 3.59% |
| | 山煤国际 | 359.4 | 316.16 | -12.03% | 152.31 | 116.14 | 117.94 | -22.56% | 1.56% |
| | 郑州煤电 | 36.55 | 29.13 | -20.29% | 12.66 | 9.78 | 9.31 | -26.42% | -4.78% |
| | 大有能源 | 58.17 | 45.45 | -21.88% | 19.48 | 14.05 | 15.71 | -19.36% | 11.81% |
| | 动力煤合计 | 5,147.29 | 5,526.59 | 7.37% | 1,821.95 | 1,960.80 | 1852.04 | 1.65% | -5.55% |
| 无烟煤 | 昊华能源 | 43.19 | 42.21 | -2.27% | 13.14 | 13.34 | 14.98 | 14.01% | 12.33% |
| | 兰花科创 | 63.15 | 61.61 | -2.44% | 22.38 | 22.34 | 20.39 | -8.89% | -8.74% |
| | 阳泉煤业 | 252.85 | 244.94 | -3.13% | 84.68 | 74.37 | 89.68 | 5.91% | 20.59% |
| | 无烟煤合计 | 359.19 | 348.76 | -2.90% | 120.19 | 110.05 | 125.05 | 4.04% | 13.63% |
| 炼焦煤 | 平煤股份 | 145.42 | 178.61 | 22.83% | 50.3 | 65.11 | 56.4 | 12.13% | -13.38% |
| | 盘江股份 | 44.44 | 49.44 | 11.26% | 14.91 | 16.42 | 16.58 | 11.23% | 0.99% |
| | 西山煤电 | 233.72 | 246.6 | 5.51% | 81.16 | 84.22 | 77.28 | -4.79% | -8.25% |
| | 冀中能源 | 162.99 | 169.58 | 4.04% | 55.15 | 57.59 | 55.52 | 0.68% | -3.59% |
| | 开滦股份 | 154.5 | 157.28 | 1.80% | 54.33 | 51.68 | 48.58 | -10.57% | -5.99% |
| | 潞安环能 | 173.2 | 174.1 | 0.52% | 64.58 | 56.44 | 61.46 | -4.84% | 8.89% |
| | 炼焦煤合计 | 914.27 | 975.61 | 6.71% | 320.43 | 331.47 | 315.82 | -1.44% | -4.72% |
| 焦炭 | ST 安泰 | 63.79 | 71.76 | 12.50% | 24.98 | 23.96 | 24.41 | -2.25% | 1.88% |
| | 云煤能源 | 38.28 | 42.36 | 10.67% | 13.62 | 13.67 | 14.79 | 8.59% | 8.20% |
| | 美锦能源 | 104.89 | 108 | 2.96% | 38.19 | 34.15 | 30.68 | -19.67% | -10.17% |
| | ST 云维 | 7.47 | 7.62 | 2.07% | 1.99 | 0.72 | 4.97 | 149.78% | 593.74% |
| | 山西焦化 | 52.03 | 52.5 | 0.89% | 16.95 | 19.62 | 18.46 | 8.90% | -5.90% |
| | 金能科技 | 63.5 | 62.08 | -2.24% | 23.11 | 21.79 | 20.3 | -12.16% | -6.81% |
| | 陕西黑猫 | 73.25 | 71.56 | -2.30% | 27.83 | 24.41 | 21.95 | -21.11% | -10.06% |
| | 宝泰隆 | 26.04 | 21.34 | -18.06% | 9.53 | 7.7 | 5.81 | -39.06% | -24.60% |
| | 焦炭合计 | 429.26 | 437.22 | 1.85% | 156.2 | 146.01 | 141.37 | -9.49% | -3.18% |
| | 煤炭板块合计 | 6,850.01 | 7,288.18 | 6.40% | 2,418.77 | 2548.33 | 2434.29 | 0.64% | -4.48% |

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 5.79%

2019 年前三季度板块归母净利润大幅改善, 较去年同期上涨 5.79%, 符合预期。其中, 动力煤子板块合计同比增 9.79%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为新集能源、山煤国际、中煤能源; 无烟煤子板块合计同比下降 10.96%; 炼焦煤子板块合计同比增 8.73%, 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下降 38.86%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为云煤能源、ST 云维、山西焦化。

2019 年三季度单季度归母净利润同比增长 6.50%, 环比减少 0.92%。分子板块来看, 动力煤子板块的单季度归母净利润同比增速为 15.71%, 环比增速为 1.47%; 无烟煤合计同比下降 23.00%, 环比下降 19.41%; 炼焦煤板块同比下降 1.66%, 环比下降 8.23%; 而焦炭单季度同比下降 59.93%, 环比下降 16.32%。

表 4: 2019 年前三季度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) | | | | |
|-----|------|---------------|-----------|---------|---------------|--------|--------|----------|----------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q3 | 2019Q2 | 2019Q3 | 同比 | 环比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 492.67 | 383.31 | -22.20% | 152.47 | 125.88 | 106.97 | -29.84% | -15.02% |
| | 平庄能源 | -52.00 | -172.35 | 231.46% | -28.89 | -10.76 | 14.20 | -149.13% | -231.96% |

| | | | | | | | | |
|---------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| 露天煤业 | 1,508.55 | 1960.22 | 29.94% | 331.63 | 576.45 | 585.46 | 76.54% | 1.56% |
| 郑州煤电 | 164.78 | -64.55 | -139.17% | 62.04 | 4.07 | -75.09 | -221.04% | -1944.37% |
| 兖州煤业 | 5,504.01 | 6983.70 | 26.88% | 1,162.74 | 3052.46 | 1622.85 | 39.57% | -46.83% |
| 安源煤业 | 81.46 | -85.75 | -205.26% | 25.58 | -7.39 | -97.37 | -480.71% | 1218.28% |
| 大有能源 | 673.04 | 152.70 | -77.31% | 224.55 | -42.89 | 41.74 | -81.41% | -197.32% |
| 上海能源 | 756.47 | 668.13 | -11.68% | 153.45 | 238.67 | 186.54 | 21.57% | -21.84% |
| 山煤国际 | 403.48 | 797.70 | 97.71% | 72.68 | 285.59 | 291.57 | 301.17% | 2.09% |
| 恒源煤电 | 688.76 | 718.63 | 4.34% | 236.10 | 257.53 | 224.55 | -4.89% | -12.81% |
| 中国神华 | 35,278.00 | 37088.00 | 5.13% | 12,301.00 | 11656.00 | 12845.00 | 4.42% | 10.20% |
| 陕西煤业 | 8,864.12 | 9083.49 | 2.47% | 2,919.96 | 3096.53 | 3212.42 | 10.02% | 3.74% |
| 中煤能源 | 4,124.68 | 5761.13 | 39.67% | 1,368.52 | 2246.66 | 1973.40 | 44.20% | -12.16% |
| 新集能源 | 907.88 | 1936.34 | 113.28% | 143.34 | 331.12 | 1197.69 | 735.53% | 261.71% |
| 动力煤合计 | 59,395.91 | 65,210.71 | 9.79% | 19,125.16 | 21,809.93 | 22,129.91 | 15.71% | 1.47% |
| 无烟煤 | | | | | | | | |
| 兰花科创 | 988.44 | 739.86 | -25.15% | 359.60 | 334.98 | 194.96 | -45.78% | -41.80% |
| 阳泉煤业 | 1,404.48 | 1597.07 | 13.71% | 518.79 | 534.12 | 533.74 | 2.88% | -0.07% |
| 昊华能源 | 907.63 | 601.75 | -33.70% | 269.65 | 227.81 | 155.30 | -42.41% | -31.83% |
| 无烟煤合计 | 3,300.55 | 2,938.68 | -10.96% | 1,148.05 | 1,096.91 | 884.00 | -23.00% | -19.41% |
| 炼焦煤 | | | | | | | | |
| 冀中能源 | 848.73 | 731.61 | -13.80% | 243.57 | 223.12 | 274.25 | 12.59% | 22.92% |
| 西山煤电 | 1,522.71 | 1806.22 | 18.62% | 407.27 | 674.02 | 537.72 | 32.03% | -20.22% |
| 盘江股份 | 726.40 | 896.13 | 23.37% | 198.84 | 325.96 | 274.63 | 38.12% | -15.75% |
| 开滦股份 | 991.11 | 1011.37 | 2.04% | 408.83 | 354.12 | 288.81 | -29.36% | -18.44% |
| 平煤股份 | 529.47 | 887.37 | 67.60% | 219.39 | 271.91 | 291.96 | 33.08% | 7.37% |
| 潞安环能 | 2,229.04 | 2112.56 | -5.23% | 837.72 | 632.47 | 609.89 | -27.20% | -3.57% |
| 炼焦煤合计 | 6,847.45 | 7,445.27 | 8.73% | 2,315.62 | 2,481.61 | 2,277.26 | -1.66% | -8.23% |
| 焦炭 | | | | | | | | |
| 美锦能源 | 1,180.80 | 824.92 | -30.14% | 570.04 | 249.60 | 201.32 | -64.68% | -19.34% |
| ST安泰 | 569.49 | 153.76 | -73.00% | 122.24 | 49.64 | 84.40 | -30.96% | 70.00% |
| ST云维 | 15.65 | 11.03 | -29.55% | 0.89 | 2.28 | 3.74 | 321.34% | 64.42% |
| 山西焦化 | 1,287.41 | 899.32 | -30.14% | 464.15 | 294.69 | 131.92 | -71.58% | -55.23% |
| 云煤能源 | 84.68 | 212.05 | 150.41% | 80.71 | 82.95 | 109.59 | 35.79% | 32.11% |
| 宝泰隆 | 276.26 | 68.32 | -75.27% | 122.12 | 11.95 | -21.11 | -117.29% | -276.66% |
| 陕西黑猫 | 203.28 | 13.41 | -93.40% | 98.30 | -48.03 | 34.35 | -65.06% | -171.51% |
| 金能科技 | 922.48 | 592.82 | -35.74% | 399.96 | 246.81 | 200.49 | -49.87% | -18.77% |
| 焦炭合计 | 4,540.05 | 2,775.64 | -38.86% | 1,858.40 | 889.89 | 744.70 | -59.93% | -16.32% |
| 煤炭板块合计 | 74,083.97 | 78,370.29 | 5.79% | 24,447.23 | 26,278.33 | 26,035.88 | 6.50% | -0.92% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

ROE 方面, 2019 年前三季度上市公司 ROE 均值为 7.47%, 同比降低 3.68 个百分点。

表 5: 2019 年前三季度煤炭上市公司 ROE 汇总

| 子行业 | 证券简称 | ROE (%) | | |
|-----|------|-----------|-----------|--------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 6.95 | 5.14 | -1.81 |
| | 平庄能源 | -1.16 | -4.32 | -3.16 |
| | 露天煤业 | 13.32 | 13.96 | 0.64 |
| | 郑州煤电 | 4.76 | -1.90 | -6.65 |
| | 兖州煤业 | 9.62 | 10.95 | 1.33 |
| | 安源煤业 | 9.74 | -10.60 | -20.35 |
| | 大有能源 | 9.22 | 1.79 | -7.43 |
| | 上海能源 | 8.15 | 6.86 | -1.29 |
| | 山煤国际 | 9.81 | 11.47 | 1.67 |
| | 恒源煤电 | 9.66 | 8.97 | -0.69 |
| | 中国神华 | 11.34 | 10.99 | -0.34 |

| | | | | |
|-----|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | 陕西煤业 | 18.82 | 16.97 | -1.85 |
| | 中煤能源 | 4.55 | 6.07 | 1.52 |
| | 新集能源 | 17.09 | 30.62 | 13.53 |
| | 兰花科创 | 10.11 | 7.06 | -3.05 |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | 8.18 | 7.30 | -0.88 |
| | 昊华能源 | 11.56 | 7.26 | -4.30 |
| | 冀中能源 | 4.31 | 3.58 | -0.72 |
| | 西山煤电 | 8.09 | 8.82 | 0.73 |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | 10.93 | 13.12 | 2.19 |
| | 开滦股份 | 10.16 | 9.31 | -0.85 |
| | 平煤股份 | 4.28 | 6.63 | 2.35 |
| | 潞安环能 | 9.93 | 8.44 | -1.50 |
| | 美锦能源 | 16.57 | 10.91 | -5.66 |
| | ST 安泰 | 59.10 | 9.80 | -49.30 |
| | ST 云维 | 5.53 | 3.75 | -1.77 |
| 焦炭 | 山西焦化 | 22.05 | 9.08 | -12.96 |
| | 云煤能源 | 2.86 | 6.59 | 3.72 |
| | 宝泰隆 | 4.74 | 1.12 | -3.62 |
| | 陕西黑猫 | 3.70 | 0.24 | -3.47 |
| | 金能科技 | 21.63 | 11.48 | -10.14 |
| | 煤炭板块均值 | 11.15 | 7.47 | -3.68 |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 费用分析: 财务费用下降明显, 期间费用率同比下降 0.71 个百分点

2019 年前三季度板块期间费用较去年同期增加 0.58%, 期间费用率同比下降 0.71 个百分点。其中, 动力煤子板块期间费用合计同比减少 0.46%, 期间费用率同比下降 0.95 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平庄能源; 无烟煤子板块期间费用较去年同期增加 0.47%, 期间费用率同比上升 0.38 个百分点; 炼焦煤子板块期间费用合计同比增加 4.63%, 期间费用率同比降低 0.25 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; 焦炭子板块期间费用合计同比增加 4.36%, 期间费用率同比上升 0.18 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 6: 2019 年前三季度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(%) | | |
|-----|------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| | 靖远煤电 | 208.74 | 206.09 | -1.27% | 6.77% | 7.07% | 0.31% |
| | 平庄能源 | 523.54 | 470.36 | -10.16% | 34.61% | 30.16% | -4.45% |
| | 露天煤业 | 255.71 | 637.51 | 149.30% | 4.32% | 4.48% | 0.16% |
| | 郑州煤电 | 608.07 | 530.24 | -12.80% | 16.64% | 18.20% | 1.56% |
| | 兖州煤业 | 12,402.34 | 9,485.12 | -23.52% | 10.41% | 6.30% | -4.11% |
| | 安源煤业 | 311.20 | 332.59 | 6.87% | 8.86% | 8.33% | -0.53% |
| 动力煤 | 大有能源 | 975.63 | 949.49 | -2.68% | 16.77% | 20.89% | 4.12% |
| | 上海能源 | 657.06 | 785.80 | 19.59% | 12.67% | 14.12% | 1.45% |
| | 山煤国际 | 2,300.85 | 2,534.32 | 10.15% | 6.40% | 8.02% | 1.61% |
| | 恒源煤电 | 794.61 | 836.82 | 5.31% | 17.04% | 17.76% | 0.72% |
| | 中国神华 | 17,570.00 | 15,520.00 | -11.67% | 9.05% | 8.73% | -0.33% |
| | 陕西煤业 | 5,126.31 | 5,760.79 | 12.38% | 12.46% | 11.35% | -1.11% |
| | 中煤能源 | 13,110.70 | 16,674.97 | 27.19% | 17.00% | 17.69% | 0.70% |

| | | | | | | |
|---------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 新集能源 | 1,306.21 | 1,166.38 | -10.70% | 19.38% | 16.28% | -3.10% |
| 动力煤合计 | 56,150.97 | 55,890.48 | -0.46% | 11.06% | 10.11% | -0.95% |
| 兰花科创 | 1,324.86 | 1,178.65 | -11.04% | 20.98% | 19.13% | -1.85% |
| 无烟煤 | 1,692.19 | 1,549.91 | -8.41% | 6.69% | 6.33% | -0.36% |
| 昊华能源 | 937.56 | 1,244.51 | 32.74% | 21.71% | 29.48% | 7.78% |
| 无烟煤合计 | 3,954.61 | 3,973.07 | 0.47% | 11.01% | 11.39% | 0.38% |
| 冀中能源 | 2,169.74 | 1,939.98 | -10.59% | 13.31% | 11.44% | -1.87% |
| 西山煤电 | 3,926.02 | 4,543.63 | 15.73% | 16.80% | 18.42% | 1.63% |
| 炼焦煤 | 490.54 | 640.63 | 30.60% | 11.04% | 12.96% | 1.92% |
| 开滦股份 | 780.73 | 864.89 | 10.78% | 5.05% | 5.50% | 0.45% |
| 平煤股份 | 1,562.55 | 1,726.12 | 10.47% | 10.75% | 9.66% | -1.08% |
| 潞安环能 | 2,704.94 | 2,457.82 | -9.14% | 15.62% | 14.12% | -1.50% |
| 炼焦煤合计 | 11,634.52 | 12,173.07 | 4.63% | 12.73% | 12.48% | -0.25% |
| 美锦能源 | 949.03 | 1,139.02 | 20.02% | 9.05% | 10.55% | 1.50% |
| ST 安泰 | 429.45 | 351.91 | -18.05% | 6.73% | 4.90% | -1.83% |
| ST 云维 | 15.93 | 13.44 | -15.65% | 2.13% | 1.76% | -0.37% |
| 焦炭 | 375.42 | 444.32 | 18.35% | 7.22% | 8.46% | 1.25% |
| 云煤能源 | 284.23 | 308.28 | 8.46% | 7.42% | 7.28% | -0.15% |
| 宝泰隆 | 283.46 | 246.16 | -13.16% | 10.88% | 11.54% | 0.65% |
| 陕西黑猫 | 597.95 | 552.56 | -7.59% | 8.16% | 7.72% | -0.44% |
| 金能科技 | 270.77 | 290.24 | 7.19% | 4.26% | 4.68% | 0.41% |
| 焦炭合计 | 3,206.24 | 3,345.93 | 4.36% | 7.47% | 7.65% | 0.18% |
| 煤炭板块合计 | 74,946.34 | 75,382.56 | 0.58% | 11.06% | 10.34% | -0.71% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 年前三季度板块销售费用较去年同期上涨 13.89%，销售费用率同比上升 0.18 个百分点。其中，动力煤子板块销售费用合计同比增 17.68%，销售费用率上升 0.24 个百分点，我们认为销售费用的增加主要由于销售结构的变化，如铁路直销煤增加导致的铁路运费增加所致。销售费用同比涨幅最多的公司为山煤国际；费用率下跌最多的公司的为兖州煤业；无烟煤子板块销售费用较去年同期上涨 13.69%，销售费用率同比升高 0.36 个百分点；炼焦煤子板块销售费用合计同比上涨 3.00%，销售费用率同比下降 0.10 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 7.68%，销售费用率同比下降 0.30 个百分点，同比涨幅最多的公司分别为 ST 云维，费用率下跌最多的公司的为 ST 安泰。

表 7：2018 年前三季度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 (%) | | |
|-----|------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 55.64 | 40.63 | -26.98% | 1.80% | 1.39% | -0.41% |
| | 平庄能源 | 27.59 | 35.50 | 28.69% | 1.82% | 2.28% | 0.45% |
| | 露天煤业 | 16.88 | 39.92 | 136.49% | 0.29% | 0.28% | 0.00% |
| | 郑州煤电 | 53.30 | 58.29 | 9.37% | 1.46% | 2.00% | 0.54% |
| | 兖州煤业 | 4,574.36 | 4,263.22 | -6.80% | 3.84% | 2.83% | -1.01% |
| | 安源煤业 | 44.00 | 35.67 | -18.95% | 1.25% | 0.89% | -0.36% |
| | 大有能源 | 101.67 | 87.43 | -14.00% | 1.75% | 1.92% | 0.18% |
| | 上海能源 | 113.60 | 105.27 | -7.33% | 2.19% | 1.89% | -0.30% |
| | 山煤国际 | 274.47 | 674.06 | 145.59% | 0.76% | 2.13% | 1.37% |
| | 恒源煤电 | 69.71 | 73.37 | 5.26% | 1.49% | 1.56% | 0.06% |
| | 中国神华 | 490.00 | 470.00 | -4.08% | 0.25% | 0.26% | 0.01% |
| | 陕西煤业 | 1,780.09 | 1,901.39 | 6.81% | 4.33% | 3.75% | -0.58% |
| | 中煤能源 | 7,667.16 | 10,190.01 | 32.90% | 9.94% | 10.81% | 0.87% |

| | | | | | | |
|---------------|------------------|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| 新集能源 | 31.61 | 29.94 | -5.27% | 0.47% | 0.42% | -0.05% |
| 动力煤合计 | 15,300.07 | 18,004.70 | 17.68% | 3.01% | 3.26% | 0.24% |
| 兰花科创 | 168.60 | 157.38 | -6.66% | 2.67% | 2.55% | -0.12% |
| 无烟煤 | 189.43 | 185.67 | -1.98% | 0.75% | 0.76% | 0.01% |
| 昊华能源 | 402.90 | 522.04 | 29.57% | 9.33% | 12.37% | 3.04% |
| 无烟煤合计 | 760.93 | 865.09 | 13.69% | 2.12% | 2.48% | 0.36% |
| 冀中能源 | 318.93 | 266.02 | -16.59% | 1.96% | 1.57% | -0.39% |
| 西山煤电 | 1,690.55 | 1,942.57 | 14.91% | 7.23% | 7.88% | 0.64% |
| 炼焦煤 | 15.55 | 13.00 | -16.38% | 0.35% | 0.26% | -0.09% |
| 开滦股份 | 202.22 | 190.87 | -5.61% | 1.31% | 1.21% | -0.10% |
| 平煤股份 | 147.05 | 163.96 | 11.50% | 1.01% | 0.92% | -0.09% |
| 潞安环能 | 231.65 | 107.66 | -53.53% | 1.34% | 0.62% | -0.72% |
| 炼焦煤合计 | 2,605.96 | 2,684.08 | 3.00% | 2.85% | 2.75% | -0.10% |
| 美锦能源 | 527.52 | 542.00 | 2.75% | 5.03% | 5.02% | -0.01% |
| ST 安泰 | 190.65 | 116.65 | -38.81% | 2.99% | 1.63% | -1.36% |
| ST 云维 | 1.60 | 1.78 | 11.20% | 0.21% | 0.23% | 0.02% |
| 焦炭 | 40.22 | 38.44 | -4.42% | 0.77% | 0.73% | -0.04% |
| 云煤能源 | 78.18 | 73.06 | -6.55% | 2.04% | 1.72% | -0.32% |
| 宝泰隆 | 45.66 | 36.42 | -20.24% | 1.75% | 1.71% | -0.05% |
| 陕西黑猫 | 338.83 | 307.71 | -9.18% | 4.63% | 4.30% | -0.33% |
| 金能科技 | 140.06 | 141.94 | 1.34% | 2.21% | 2.29% | 0.08% |
| 焦炭合计 | 1,362.71 | 1,258.00 | -7.68% | 3.17% | 2.88% | -0.30% |
| 煤炭板块合计 | 20,029.67 | 22,811.88 | 13.89% | 2.95% | 3.13% | 0.18% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019年前三季度板块管理费用较去年同期减少 2.22%，管理费用率同比下降 0.50 个百分点。

其中，动力煤子板块管理费用合计同比降 4.95%，管理费用率同比减少 0.72 个百分点，同比涨幅最多的公司为上海能源，费用率下跌最多的公司的为平庄能源；无烟煤子板块管理费用较去年同期增加 1.41%，管理费用率同比增加 0.27 个百分点；炼焦煤子板块管理费用合计同比增加 5.24%，管理费用率同比减少 0.08 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冀中能源；焦炭子板块管理费用合计同增加 29.14%，管理费用率同比增加 0.63 个百分点，同比涨幅最多的公司为陕西黑猫，费用率下跌最多的公司为 ST 云维。

表 8: 2019 年前三季度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 (%) | | |
|-----|------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 137.07 | 150.17 | 9.56% | 4.44% | 5.15% | 0.71% |
| | 平庄能源 | 536.92 | 469.72 | -12.52% | 35.49% | 30.11% | -5.38% |
| | 露天煤业 | 183.13 | 219.62 | 19.92% | 3.09% | 1.54% | -1.55% |
| | 郑州煤电 | 347.77 | 313.17 | -9.95% | 9.52% | 10.75% | 1.23% |
| | 兖州煤业 | 4,502.84 | 3,136.54 | -30.34% | 3.78% | 2.08% | -1.70% |
| | 安源煤业 | 105.52 | 112.12 | 6.26% | 3.00% | 2.81% | -0.20% |
| | 大有能源 | 578.43 | 621.74 | 7.49% | 9.94% | 13.68% | 3.74% |
| | 上海能源 | 469.90 | 573.82 | 22.11% | 9.06% | 10.31% | 1.25% |
| | 山煤国际 | 923.92 | 970.92 | 5.09% | 2.57% | 3.07% | 0.50% |
| | 恒源煤电 | 543.86 | 537.77 | -1.12% | 11.66% | 11.41% | -0.25% |
| | 中国神华 | 14,065.00 | 13,281.00 | -5.57% | 7.25% | 7.47% | 0.22% |
| | 陕西煤业 | 3,270.14 | 3,777.15 | 15.50% | 7.95% | 7.44% | -0.51% |
| | 中煤能源 | 2,625.25 | 2,770.53 | 5.53% | 3.40% | 2.94% | -0.46% |
| | 新集能源 | 493.84 | 425.85 | -13.77% | 7.33% | 5.94% | -1.38% |

| | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
|---------------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
| 动力煤合计 | 28,783.60 | 27,360.12 | -4.95% | 5.67% | 4.95% | -0.72% |
| 兰花科创 | 855.88 | 776.76 | -9.24% | 13.55% | 12.61% | -0.95% |
| 无烟煤 | 960.75 | 958.62 | -0.22% | 3.80% | 3.91% | 0.11% |
| 昊华能源 | 372.29 | 484.38 | 30.11% | 8.62% | 11.48% | 2.86% |
| 无烟煤合计 | 2,188.91 | 2,219.76 | 1.41% | 6.09% | 6.36% | 0.27% |
| 冀中能源 | 1,411.21 | 1,295.80 | -8.18% | 8.66% | 7.64% | -1.02% |
| 西山煤电 | 1,435.35 | 1,697.48 | 18.26% | 6.14% | 6.88% | 0.74% |
| 炼焦煤 | 406.30 | 451.83 | 11.21% | 9.14% | 9.14% | 0.00% |
| 开滦股份 | 329.30 | 367.62 | 11.64% | 2.13% | 2.34% | 0.21% |
| 平煤股份 | 454.33 | 477.81 | 5.17% | 3.12% | 2.68% | -0.45% |
| 潞安环能 | 1,201.77 | 1,222.11 | 1.69% | 6.94% | 7.02% | 0.08% |
| 炼焦煤合计 | 5,238.26 | 5,512.66 | 5.24% | 5.73% | 5.65% | -0.08% |
| 美锦能源 | 271.78 | 403.99 | 48.64% | 2.59% | 3.74% | 1.15% |
| ST 安泰 | 93.81 | 138.77 | 47.93% | 1.47% | 1.93% | 0.46% |
| ST 云维 | 14.89 | 12.13 | -18.50% | 1.99% | 1.59% | -0.40% |
| 焦炭 | 124.54 | 160.41 | 28.80% | 2.39% | 3.06% | 0.66% |
| 云煤能源 | 132.58 | 139.17 | 4.97% | 3.46% | 3.29% | -0.18% |
| 宝泰隆 | 181.89 | 164.59 | -9.51% | 6.98% | 7.71% | 0.73% |
| 陕西黑猫 | 67.44 | 141.85 | 110.33% | 0.92% | 1.98% | 1.06% |
| 金能科技 | 116.12 | 134.38 | 15.72% | 1.83% | 2.16% | 0.34% |
| 焦炭合计 | 1,003.05 | 1,295.29 | 29.14% | 2.34% | 2.96% | 0.63% |
| 煤炭板块合计 | 37,213.82 | 36,387.83 | -2.22% | 5.49% | 4.99% | -0.50% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 年前三季度板块财务费用较去年同期下降 12.49%，财务费用率同比减少 0.44 个百分点。其中，动力煤子板块财务费用合计同比降 15.63%，财务费用率同比减少 0.51 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新集能源；无烟煤子板块财务费用较去年同期下降 16.69%，财务费用率同比下降 0.35 个百分点；炼焦煤子板块财务费用合计同比下降 0.34%，财务费用率同比减 0.21 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平煤股份；焦炭子板块财务费用合计同比下降 6.04%，财务费用率同比下降 0.14 个百分点，同比涨幅最多的公司为云煤能源，费用率下跌最多的公司的为 ST 安泰。

表 9：2019 年前三季度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 (%) | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 9.47 | 11.86 | 25.23% | 0.31% | 0.41% | 0.10% |
| | 平庄能源 | -40.98 | -34.86 | -14.92% | -2.71% | -2.24% | 0.47% |
| | 露天煤业 | 55.70 | 377.97 | 578.60% | 0.94% | 2.66% | 1.72% |
| | 郑州煤电 | 207.00 | 158.00 | -23.67% | 5.66% | 5.42% | -0.24% |
| | 兖州煤业 | 3,266.68 | 1,951.77 | -40.25% | 2.74% | 1.30% | -1.44% |
| | 安源煤业 | 161.67 | 178.99 | 10.71% | 4.60% | 4.48% | -0.12% |
| | 大有能源 | 225.53 | 157.42 | -30.20% | 3.88% | 3.46% | -0.41% |
| | 上海能源 | 71.88 | 103.01 | 43.31% | 1.39% | 1.85% | 0.46% |
| | 山煤国际 | 1,039.14 | 798.17 | -23.19% | 2.89% | 2.52% | -0.37% |
| | 恒源煤电 | 91.14 | 77.99 | -14.42% | 1.95% | 1.66% | -0.30% |
| | 中国神华 | 2,780.00 | 1,510.00 | -45.68% | 1.43% | 0.85% | -0.58% |
| | 陕西煤业 | 73.65 | 78.14 | 6.10% | 0.18% | 0.15% | -0.03% |
| | 中煤能源 | 2,701.15 | 3,558.38 | 31.74% | 3.50% | 3.78% | 0.27% |
| | 新集能源 | 780.77 | 710.60 | -8.99% | 11.58% | 9.92% | -1.67% |
| 动力煤合计 | 11,422.80 | 9,637.43 | -15.63% | 2.25% | 1.74% | -0.51% | |

| | | | | | | | |
|---------------|------|------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|---------------|
| 无烟煤 | 兰花科创 | 300.39 | 244.51 | -18.60% | 4.76% | 3.97% | -0.79% |
| | 阳泉煤业 | 422.16 | 258.54 | -38.76% | 1.67% | 1.06% | -0.61% |
| | 昊华能源 | 162.37 | 234.19 | 44.23% | 3.76% | 5.55% | 1.79% |
| 无烟煤合计 | | 884.91 | 737.24 | -16.69% | 2.46% | 2.11% | -0.35% |
| 炼焦煤 | 冀中能源 | 433.55 | 369.90 | -14.68% | 2.66% | 2.18% | -0.48% |
| | 西山煤电 | 614.58 | 672.77 | 9.47% | 2.63% | 2.73% | 0.10% |
| | 盘江股份 | 68.69 | 80.24 | 16.81% | 1.55% | 1.62% | 0.08% |
| | 开滦股份 | 231.99 | 246.08 | 6.07% | 1.50% | 1.56% | 0.06% |
| | 平煤股份 | 765.69 | 826.72 | 7.97% | 5.27% | 4.63% | -0.64% |
| | 潞安环能 | 742.46 | 651.44 | -12.26% | 4.29% | 3.74% | -0.54% |
| 炼焦煤合计 | | 2,856.97 | 2,847.15 | -0.34% | 3.12% | 2.92% | -0.21% |
| 焦炭 | 美锦能源 | 139.73 | 182.16 | 30.37% | 1.33% | 1.69% | 0.35% |
| | ST安泰 | 144.89 | 96.13 | -33.65% | 2.27% | 1.34% | -0.93% |
| | ST云维 | -0.55 | -0.47 | -14.66% | -0.07% | -0.06% | 0.01% |
| | 山西焦化 | 192.58 | 205.43 | 6.67% | 3.70% | 3.91% | 0.21% |
| | 云煤能源 | 69.73 | 91.42 | 31.10% | 1.82% | 2.16% | 0.34% |
| | 宝泰隆 | 48.77 | 38.12 | -21.83% | 1.87% | 1.79% | -0.09% |
| | 陕西黑猫 | 158.33 | 98.21 | -37.97% | 2.16% | 1.37% | -0.79% |
| | 金能科技 | 1.47 | -1.63 | -211.11% | 0.02% | -0.03% | -0.05% |
| 焦炭合计 | | 754.95 | 709.36 | -6.04% | 1.76% | 1.62% | -0.14% |
| 煤炭板块合计 | | 15,919.63 | 13,931.19 | -12.49% | 2.35% | 1.91% | -0.44% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 现金流分析: 经营性净流入回落, 筹资性净流出规模扩大

2019 年前三季度板块整体现金流改善, 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, 但同比有所下降。投资性现金流方面, 2019 年行业前三季度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, 同比有所下降。板块前三季度经营性现金流实现 1371.70 亿元, 较去年同期下降 6.29%。动力煤子板块前三季度经营性现金流实现 1151.87 亿元, 较去年同期下降 3.24%。无烟煤子板块前三季度经营性现金流实现 32.16 亿元, 较去年同期下降 30.92%。炼焦煤子板块前三季度实现经营性现金流 167.40 亿元, 较去年同期下降 12.19%。焦炭子板块前三季度经营性现金流实现 20.27 亿元, 较去年同期减少 43.85%。

表 10: 前三季度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) | | |
|-----|------|-------------|-----------|----------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | 333.92 | 452.45 | 35.50% |
| | 平庄能源 | -475.78 | -258.59 | -45.65% |
| | 露天煤业 | 1,112.22 | 2,637.52 | 137.14% |
| | 郑州煤电 | 228.07 | -86.39 | -137.88% |
| | 兖州煤业 | 12,653.08 | 14,833.16 | 17.23% |
| | 安源煤业 | -99.25 | 70.61 | -171.15% |

| | | | | |
|-----|---------------|-------------------|-------------------|----------------|
| | 大有能源 | 1,113.51 | 385.37 | -65.39% |
| | 上海能源 | 1,222.73 | 1,852.62 | 51.52% |
| | 山煤国际 | 1,208.90 | 1,617.93 | 33.83% |
| | 恒源煤电 | 1,254.91 | 1,260.89 | 0.48% |
| | 中国神华 | 67,822.00 | 56,757.00 | -16.31% |
| | 陕西煤业 | 12,846.70 | 15,601.83 | 21.45% |
| | 中煤能源 | 16,819.93 | 16,906.48 | 0.51% |
| | 新集能源 | 3,003.50 | 3,155.77 | 5.07% |
| | 动力煤合计 | 119,044.44 | 115,186.64 | -3.24% |
| 无烟煤 | 兰花科创 | 1,122.20 | 837.36 | -25.38% |
| | 阳泉煤业 | 1,195.38 | 743.42 | -37.81% |
| | 昊华能源 | 2,338.83 | 1,635.72 | -30.06% |
| | 无烟煤合计 | 4,656.41 | 3,216.50 | -30.92% |
| 炼焦煤 | 冀中能源 | 2,328.52 | 2,025.96 | -12.99% |
| | 西山煤电 | 5,099.07 | 5,037.52 | -1.21% |
| | 盘江股份 | 874.51 | 1,315.44 | 50.42% |
| | 开滦股份 | 2,426.64 | 1,681.30 | -30.72% |
| | 平煤股份 | 3,573.33 | 2,052.67 | -42.56% |
| | 潞安环能 | 4,761.81 | 4,627.45 | -2.82% |
| | 炼焦煤合计 | 19,063.88 | 16,740.34 | -12.19% |
| 焦炭 | 美锦能源 | 1,017.21 | 1,265.15 | 24.37% |
| | ST安泰 | 319.47 | 118.47 | -62.92% |
| | ST云维 | 2.11 | 21.91 | 937.10% |
| | 山西焦化 | 137.29 | 73.72 | -46.31% |
| | 云煤能源 | 276.65 | -600.82 | -317.17% |
| | 宝泰隆 | 534.17 | 353.25 | -33.87% |
| | 陕西黑猫 | 29.97 | 578.22 | 1829.45% |
| | 金能科技 | 1,292.15 | 216.68 | -83.23% |
| | 焦炭合计 | 3,609.04 | 2,026.57 | -43.85% |
| | 煤炭板块合计 | 146,373.77 | 137,170.04 | -6.29% |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

投资性现金流方面, 2019 年板块前三季度整体呈现净流出的情况, 投资意愿仍然较弱。板块前三季度投资性现金流实现-400.38 亿元, 同比下降 26.41%。动力煤子板块前三季度投资性现金流实现-257.67 亿元, 净流出量较去年同期下降 35.81%。无烟煤子板块前三季度投资性现金流实现-54.88 亿元, 净流出量较去年同期增加 123.25%。炼焦煤子板块前三季度投资性现金流实现-59.91 亿元, 净流出量较去年同期减少 15.98%。焦炭子板块前三季度投资性现金流实现-27.92 亿元, 净流出量较去年同期减少 40.32%

表 11: 前三季度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) | | |
|-----|------|-------------|-----------|---------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | -395.20 | -532.57 | 34.76% |
| | 平庄能源 | -108.15 | -106.79 | -1.26% |
| | 露天煤业 | -935.84 | -2,292.44 | 144.96% |
| | 郑州煤电 | 2.59 | 0.64 | -75.13% |
| | 兖州煤业 | -2,480.89 | -3,254.40 | 31.18% |
| | 安源煤业 | -213.59 | -99.22 | -53.55% |
| | 大有能源 | -45.17 | -119.53 | 164.60% |
| | 上海能源 | -911.03 | -859.02 | -5.71% |

| | | | | |
|-----|---------------|-------------------|-------------------|----------------|
| | 山煤国际 | -2,580.40 | -543.63 | -78.93% |
| | 恒源煤电 | -188.58 | -907.19 | 381.05% |
| | 中国神华 | -13,897.00 | -3,787.00 | -72.75% |
| | 陕西煤业 | -4,308.26 | -4,840.31 | 12.35% |
| | 中煤能源 | -13,734.30 | -7,892.79 | -42.53% |
| | 新集能源 | -343.76 | -532.86 | 55.01% |
| | 动力煤合计 | -40,139.60 | -25,767.10 | -35.81% |
| | 兰花科创 | -597.22 | -669.44 | 12.09% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | -1,201.45 | -1,294.81 | 7.77% |
| | 昊华能源 | -659.57 | -3,523.76 | 434.25% |
| | 无烟煤合计 | -2,458.25 | -5,488.01 | 123.25% |
| | 冀中能源 | -1,553.67 | 1,436.04 | -192.43% |
| | 西山煤电 | -1,167.45 | -2,180.64 | 86.79% |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | -414.82 | -476.71 | 14.92% |
| | 开滦股份 | -881.56 | -474.19 | -46.21% |
| | 平煤股份 | -2,303.22 | -3,131.60 | 35.97% |
| | 潞安环能 | -809.19 | -1,163.67 | 43.81% |
| | 炼焦煤合计 | -7,129.91 | -5,990.78 | -15.98% |
| | 美锦能源 | -2,654.90 | -583.46 | -78.02% |
| | ST 安泰 | -36.79 | 104.44 | -383.88% |
| | ST 云维 | -5.18 | -73.36 | 1316.81% |
| 焦炭 | 山西焦化 | -204.17 | -731.81 | 258.43% |
| | 云煤能源 | -44.54 | 299.99 | -773.51% |
| | 宝泰隆 | -230.90 | -124.40 | -46.12% |
| | 陕西黑猫 | -58.59 | -942.49 | 1508.59% |
| | 金能科技 | -1,443.18 | -740.69 | -48.68% |
| | 焦炭合计 | -4,678.25 | -2,791.791 | -40.32% |
| | 煤炭板块合计 | -54,406.01 | -40,037.67 | -26.41% |

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情况, 且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。板块前三季度筹资性现金流实现-716.56 亿元, 净流出量较去年同期增加 54.36%。动力煤子板块前三季度筹资性现金流实现-627.02 亿元, 净流出量较去年同期增加 48.75%。无烟煤子板块前三季度筹资性现金流实现 20.89 亿元, 净流入量较去年同期下降 1238.62%。炼焦煤子板块前三季度筹资性现金流实现-95.60 亿元, 净流出量较去年同期增加 149.33%。焦炭子板块前三季度筹资性现金流实现-14.83 亿元, 净流出量较去年同期增加 487.81%。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本息负债, 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 12: 前三季度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) | | |
|-----|------|-------------|-----------|---------|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |
| 动力煤 | 靖远煤电 | -276.43 | -413.40 | 49.55% |
| | 平庄能源 | -202.86 | -202.86 | 0.00% |
| | 露天煤业 | 222.93 | 463.84 | 108.07% |
| | 郑州煤电 | -115.56 | -372.89 | 222.68% |

| | | | | |
|------------|---------------|-------------------|-------------------|------------------|
| | 兖州煤业 | -9,326.09 | -19,336.84 | 107.34% |
| | 安源煤业 | -24.48 | -109.03 | 345.30% |
| | 大有能源 | 273.33 | 145.1266 | -46.90% |
| | 上海能源 | -252.15 | 257.86 | -202.26% |
| | 山煤国际 | -3,292.13 | -2,808.33 | -14.70% |
| | 恒源煤电 | -440.13 | -390.84 | -11.20% |
| | 中国神华 | -21,165.00 | -29,265.00 | 38.27% |
| | 陕西煤业 | -4,355.39 | -6,560.26 | 50.62% |
| | 中煤能源 | -1,471.54 | -2,402.31 | 63.25% |
| | 新集能源 | -1,726.52 | -1,706.59 | -1.15% |
| | 动力煤合计 | -42,152.02 | -62,701.52 | 48.75% |
| | 兰花科创 | -91.02 | 86.92 | -195.50% |
| 无烟煤 | 阳泉煤业 | 480.95 | 307.27 | -36.11% |
| | 昊华能源 | -573.38 | 1,694.72 | -395.57% |
| | 无烟煤合计 | -183.46 | 2,088.91 | -1238.62% |
| | 冀中能源 | -269.49 | -1,622.88 | 502.21% |
| | 西山煤电 | -469.80 | -3,877.13 | 725.28% |
| 炼焦煤 | 盘江股份 | -13.99 | -236.17 | 1588.12% |
| | 开滦股份 | -695.55 | -325.97 | -53.14% |
| | 平煤股份 | 273.80 | -150.46 | -154.95% |
| | 潞安环能 | -2,659.39 | -3,347.59 | 25.88% |
| | 炼焦煤合计 | -3,834.42 | -9,560.21 | 149.33% |
| | 美锦能源 | 1,530.37 | -741.80 | -148.47% |
| | ST 安泰 | -298.83 | -196.69 | -34.18% |
| | ST 云维 | 1.50 | 4.14 | 175.49% |
| 焦炭 | 山西焦化 | -158.61 | 469.36 | -395.92% |
| | 云煤能源 | -193.11 | 130.84 | -167.75% |
| | 宝泰隆 | -479.31 | -313.93 | -34.50% |
| | 陕西黑猫 | -685.30 | -551.37 | -19.54% |
| | 金能科技 | 30.94 | -283.83 | -1017.23% |
| | 焦炭合计 | -252.34 | -1,483.29 | 487.81% |
| | 煤炭板块合计 | -46,422.23 | -71,656.10 | 54.36% |

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 年同时期下降 2.51 个百分点

上市公司资本结构改善, 资产负债率较 2018 年前三季度下降 2.51 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 13: 煤炭板块资产负债率梳理

| 子行业 | 证券简称 | 资产负债率 | | |
|-----|------|-----------|-----------|----|
| | | 2018Q1-Q3 | 2019Q1-Q3 | 同比 |

| | | | | | |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 靖远煤电 | 26.70% | 23.14% | -3.55% | |
| | 平庄能源 | 18.92% | 23.62% | 4.70% | |
| | 露天煤业 | 28.93% | 47.05% | 18.12% | |
| | 郑州煤电 | 59.46% | 65.73% | 6.28% | |
| | 兖州煤业 | 57.85% | 57.75% | -0.10% | |
| | 安源煤业 | 88.77% | 89.88% | 1.11% | |
| 动力煤 | 大有能源 | 54.66% | 52.39% | -2.27% | |
| | 上海能源 | 34.74% | 41.08% | 6.34% | |
| | 山煤国际 | 81.22% | 73.89% | -7.33% | |
| | 恒源煤电 | 49.25% | 46.18% | -3.07% | |
| | 中国神华 | 33.06% | 26.05% | -7.00% | |
| | 陕西煤业 | 44.13% | 38.90% | -5.23% | |
| | 中煤能源 | 57.70% | 56.92% | -0.78% | |
| | 新集能源 | 78.66% | 73.30% | -5.36% | |
| | 动力煤合计 | | 45.87% | 42.74% | -3.13% |
| | 无烟煤 | 兰花科创 | 57.74% | 55.45% | -2.29% |
| 阳泉煤业 | | 54.71% | 49.87% | -4.84% | |
| 昊华能源 | | 38.32% | 43.04% | 4.72% | |
| 无烟煤合计 | | 51.76% | 49.66% | -2.10% | |
| 炼焦煤 | 冀中能源 | 52.81% | 48.54% | -4.27% | |
| | 西山煤电 | 61.14% | 62.45% | 1.30% | |
| | 盘江股份 | 43.11% | 47.48% | 4.37% | |
| | 开滦股份 | 47.18% | 48.42% | 1.24% | |
| | 平煤股份 | 68.87% | 69.96% | 1.10% | |
| | 潞安环能 | 64.30% | 63.08% | -1.22% | |
| 炼焦煤合计 | | 59.69% | 59.61% | -0.08% | |
| 焦炭 | 美锦能源 | 60.04% | 51.29% | -8.75% | |
| | ST 安泰 | 77.38% | 71.14% | -6.24% | |
| | ST 云维 | 17.79% | 24.05% | 6.26% | |
| | 山西焦化 | 48.82% | 48.52% | -0.30% | |
| | 云煤能源 | 42.54% | 41.56% | -0.98% | |
| | 宝泰隆 | 36.48% | 37.81% | 1.33% | |
| | 陕西黑猫 | 48.02% | 46.84% | -1.19% | |
| | 金能科技 | 28.13% | 22.17% | -5.96% | |
| 焦炭合计 | | 49.32% | 46.19% | -3.13% | |
| 煤炭板块合计 | | 48.30% | 45.79% | -2.51% | |

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，在动力煤港口均价下移的背景下，由于坑口价格走势远好于港口价格，上市公司利润依旧可以实现同比正增长，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，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：推荐高盈利稳定性，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：推荐如潞安环能、淮北矿业、西山煤电以及阳泉煤业等具备煤种优势或区位优势标的
- 转型标的：推荐向新能源转型标的，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 |
| | 陈盈怡 | 021-35082737 | chenyy6@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 | huzhen@essence.com.cn |
| | 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