

强烈推荐-A (维持)

中煤能源 601898.SH

当前股价: 6.0 元

2017年07月13日

三年12%的年度增速, 三大整合想象空间

基础数据

上证综指	3218
总股本(万股)	1325866
已上市流通股(万股)	915200
总市值(亿元)	796
流通市值(亿元)	549
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	3.9
资产负债率	57.3%
主要股东	中国中煤能源集团有
主要股东持股比例	57.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	1	10
相对表现	5	-9	-2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中煤能源(601898)——煤炭主业盈利改善, 煤化工有望贡献利润增量》2017-01-15
- 2、《中煤能源(601898)——受益供给侧改革, 煤炭板块大幅减亏》2016-08-25
- 3、《中煤能源(601898)——打造煤电一体化, 电力业务成新增长点》2016-04-14

卢平

021-68407841  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

研究助理

刘晓飞  
021-68407539  
liuxiaofei@cmschina.com.cn

近年来建设的大量矿井陆续投产, 权益产量年度复合增速 12%, 煤化工也进入收获期, 内生增长强劲, 同时中煤集团是此次涉煤央企资产整合大赢家, 有望打造成 4 亿吨级煤企, 集团整合的优质资源和矿井未来有望注入公司, 外延增长可期。我们预计 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.34、0.53 和 0.57 元, 对应 PE 分别为 17.5、11.3、10.6, P/B 估值不到 0.9 倍, 在所有煤炭中最低, 给予“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭板块: 大量在建矿陆续投产, 未来三年权益产量年度复合增速 12%。**公司在建煤矿迎来投产高峰, 母杜柴登(600万吨、51%)和纳林河2号(800万吨、66%)已建好待获得相关批文后可正式生产; 玉泉矿(150万吨、44%)和依兰矿(240万吨、100%)年底试运转; 小回沟(300万吨、100%)和北岭矿(90万吨、100%)明年投产; 大海则(1500万吨、100%)仍需2年基建; 此外参股39%的葫芦素(1300万吨)和门克庆矿(1200万吨)已经开始出煤。预计公司2017-19年公司原煤产量(含参股矿)分别为12525万吨、15439万吨、16270万吨, 同比分别增长25%、23%、5%; 其中权益产量9771万吨、11488万吨、12200万吨, 同比分别增长13%、18%、6%。未来三年权益产量年度复合增速12%。煤炭板块2017-2020年贡献的EPS分别为0.30元、0.40元、0.42元, 同比分别增加253%、31%、5%。
- **三大整合想象空间:**中煤集团将全部整合非煤非电央企退出的煤炭产能0.7亿吨, 未来将打造成仅次于神华的4亿吨级煤炭央企(2017和2019年上市公司产量仅1.25亿吨和1.6亿吨), 未来有望全部注入; 中煤集团下属有中煤能源、新集能源, 上海能源三个上市公司, 承诺5年内解决同业竞争问题; 神华国电央企整合打开了中煤与电力央企整合的想象空间。
- **煤化工投资进入收获期。**全资子公司蒙大新能60万吨聚烯烃装置预计下半年转固, 参股39%的中天合创煤制360万吨煤制甲醇, 137万吨甲醇制聚烯烃装置近日已经全面投产。预计2017到2019年煤化工板块EPS分别为0.14、0.23、0.24。电力煤机业务体量较小短期难以贡献业绩。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计2017-2019年公司EPS分别为0.34、0.53、0.57元/股, 对应PE分别为17.5倍、11.3倍、10.6倍, P/B估值不到0.9倍, 在所有煤炭中最低, 给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 固投低于预期、流动性再度收紧、监管政策过度

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	59271	60632	77508	84800	86713
同比增长	-16%	2%	28%	9%	2%
营业利润(百万元)	(2762)	3432	7482	9963	10723
同比增长	-295%	-224%	118%	33%	8%
净利润(百万元)	(2520)	2027	4487	6993	7492
同比增长	-429%	-180%	121%	56%	7%
每股收益(元)	(0.19)	0.15	0.34	0.53	0.57
PE	-31.6	39.3	17.7	11.4	10.6
PB	1.0	.9	.9	.8	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、煤炭：在建矿陆续投产，内生增长强劲.....	4
1、产能：在产 11335 万吨，在建 4190 万吨.....	4
2、盈利预测：2017-2019EPS 分别增加 253%、31%、5%。.....	6
二、煤化工业务成为新的盈利增长点.....	12
1、煤化工投资进入收获期.....	12
2、煤制烯烃已经成为重要利润增长点.....	13
3、尿素和甲醇装置持续盈利但体量太小.....	15
三、电厂难以贡献业绩，煤机板块明显好转.....	16
1、在建机组 404 万千瓦，煤价高位震荡难以贡献业绩.....	16
2、煤机行业出现脉冲式的需求增长.....	16
四、涉煤央企整合最大受益者，内生外延双重增长.....	17
1、受益涉煤央企资产整合，未来外延增长可期.....	17
2、尽享供改红利，内生外延双重增长.....	20

## 图表目录

表 1 煤矿明细及产量预测.....	4
表 2：历年原煤产量.....	5
表 3：商品产量预测.....	6
表 4：煤炭分部财务数据.....	6
表 5：煤炭板块历史业绩分拆.....	7
表 6：中煤平朔盈利预测.....	8
表 7：中煤平朔盈利分拆.....	8
表 8：上海能源盈利预测.....	8
表 9：中煤华晋盈利预测.....	9
表 10：其他矿井盈利预测.....	10
表 11：煤炭板块盈利测算汇总.....	11
表 12：煤化工业务产销量.....	12
表 13：煤制聚乙烯盈利分拆.....	14
表 14：煤制聚乙烯盈利预测.....	14
表 15：煤制聚丙烯盈利分拆.....	14

表 16: 煤制聚丙烯盈利预测.....	14
表 17: 煤制烯烃预测汇总.....	15
表 18: 尿素业务盈利预测.....	15
表 19: 煤机板块盈利预测.....	16
表 20: 集团整合资产明细.....	17
表 21: 中煤集团煤矿明细.....	17
表 22: 涉煤央企产能明细.....	19
表 23: 中煤系上市公司比较.....	19
表 24: 分部盈利预测汇总.....	20
附: 财务预测表.....	21
图 1 煤炭业务收入占比 75%以上.....	6
图 2 秦皇岛山西优混高位震荡.....	13
图 3 环渤海动力煤指数走势.....	13
图 4 聚丙烯价格同比上涨 8%.....	13
图 5 聚乙烯价格同比上涨 8.3%.....	13

## 一、煤炭：在建矿陆续投产，内生增长强劲

### 1、产能：在产 11335 万吨，在建 4190 万吨

中煤能源的控股股东是中煤集团，其前身为 1982 年成立的中国煤炭进出口总公司，主要经营煤炭焦炭进出口业务。1997 年进出口总公司和平朔煤炭工业公司、中国煤炭销售运输总公司、中国地方煤矿总公司、中煤生产技术开发公司联合组建了中国煤炭工业进出口集团公司。1999 年国家对中国煤炭工业进出口集团公司再次进行了重组，将中国煤炭综合利用集团、中国煤炭物产集团、中国煤矿工程机械装备集团以及大屯煤电集团、太原煤炭气化集团、北京煤机厂等企业并入中国煤炭工业进出口集团。2006 年中煤集团独家发起成立中国中煤能源股份有限公司并在香港上市，2008 年回归 A 股。

从发展历程来看，中煤是通过不断的兼并重组形成了今天的产业布局，因此从地域来看，中煤的煤矿分布比较广。就上市公司而言，目前共有 24 座矿井，分布在山西、陕西、内蒙、江苏、黑龙江五省。产能总计 15525 万吨，其中在产矿 14 座，核定产能 11335 万吨，权益部分 10380 万吨；在建矿 10 座，设计产能 4190 万吨，权益部分 3308 万吨。在建矿井全部投产后，公司控股在产产能将增加 37%，内生增长强劲。

除了控股矿井外，中煤还大量参股地方煤矿，涉及产能 4490 万吨，其中权益产能 1808 万吨，权益占比 40%。鄂尔多斯的葫芦素和门克庆煤矿，合计产能 2500 万吨，配套 360 万吨甲醇和 137 万吨煤制烯烃装置，能够消化 1500 万吨自产煤，外销 1000 万吨，煤种为动力煤，发热量很高，当前煤矿已经开始出煤，化工装置也开始运转，项目投资进入收获期。此外参股的龙泉矿煤种 1/3 焦煤，由于配套铁路线尚未完成，尚未满产，后期达产之后也将贡献可观投资收益。

总的来说公司控股和参股的煤矿产能达到 20015 万吨，其中权益产能 15496 万吨，权益占比 77%。

表 1 煤矿明细及产量预测

单位：万吨	煤种	权益占比	储量	可采储量	产能	状态	2015	2016	2017E	2018E	2019E
安太堡露天	气煤	100%	9	5	2000	在产	1701	1720	2000	1800	1800
安家岭露天	气煤	100%	7	4	3000	在产	1874	1800	1800	2400	2400
平朔东露天	气煤	100%	18	14	2000	在产	1769	1500	1800	1800	1800
井工 1 号	气煤	100%	4	1	1000	在产	953	900	900	900	1000
井工 2 号	气煤	100%	0	0	1000	退出	600	600	0	0	0
井工 3 号	气煤	100%	5	2	1000	在产	500	500	500	600	800
井东矿	气煤	100%	0	0	1300	退出	0	0	0	0	0
小回沟	长焰煤	100%	5	3	300	在建	0	0	0	150	300
潘家窑矿	长焰煤	100%	2	1	90	在建	0	0	0	20	45
北岭矿	长焰煤	100%	1	0	90	在建	0	0	0	45	90
王家岭矿	1/3 焦煤	51%	11	7	600	在产	600	600	600	600	600
韩咀矿	1/3 焦煤	51%	3	2	120	在产	120	120	120	120	120
崖坪矿	1/3 焦煤	26%	3	2	300	在产	300	300	300	300	300
姚桥矿	动煤 1/3 焦	62%	4	2	445	在产	391	252	445	445	445
徐庄矿	动煤 1/3 焦	62%	2	1	180	在产	158	102	180	180	180
孔庄矿	动煤 1/3 焦	62%	2	1	180	在产	158	102	180	180	180
龙东矿	动煤 1/3 焦	62%	0	0	120	退出	105	68	0	0	0
玉泉煤矿	焦煤	44%	0	0	150	在建	0	0	0	50	100
106 煤矿	动力煤	32%	7	4	120	在建	0	0	0	0	60

单位: 万吨	煤种	权益占比	储量	可采储量	产能	状态	2015	2016	2017E	2018E	2019E
苇子沟矿	动力煤	50%	4	3	300	在建	0	0	0	0	100
东坡煤矿	动力煤	100%	3	2	270	在产	650	270	270	270	270
唐山沟矿	动力煤	80%	1	0	120	在产	135	120	120	120	120
南梁煤矿	动力煤	55%	2	1	120	在产	258	120	120	120	120
大海则矿	动力煤	100%	51	33	1500	在建	0	0	0	0	0
依兰第三矿	动力煤	100%	3	1	240	在建	0	0	0	0	100
母杜柴登矿	动力煤	51%	10	6	600	在建	0	0	300	600	600
纳林河2号	动力煤	66%	10	8	800	在建	0	0	400	800	800
禾草沟矿	气煤	50%	4	2	300	在产	300	300	300	300	300
葫芦素	动力煤	39%	27	20	1300	在产	0	0	650	1300	1300
门克庆	动力煤	39%	25	19	1200	在产	0	0	600	1299	1200
沙曲一矿	主焦煤	49%	14	8	500	在产	100	100	100	100	100
沙曲二矿	主焦煤	49%	8	5	300	在产	150	150	150	150	150
明珠矿	配焦煤	25%	0	0	90	在产	45	90	90	90	90
吉宁矿	配焦煤	25%	2	1	300	在产	100	100	300	300	300
龙泉矿	1/3焦煤	40%	5	3	500	在产	100	200	300	400	500
控股在产		92%	73	45	11335		10273	9074	9335	9835	10135
控股在建		79%	92	58	4190		0	0	700	1665	2195
控股小计		88%	166	103	43235		10273	9074	10035	11500	12330
参股矿井		40%	86	60	4490		795	940	2490	3939	3940
总计		77%	252	163	20015		11068	10014	12525	15439	16270
产量增速								-10%	25%	23%	5%
权益产量							9598	8624	9771	11488	12200
权益增速								-10%	13%	18%	6%

资料来源: wind、招商证券

注: 储量单位为亿吨; 平朔2号井和井东矿资源枯竭已经退出; 玉泉和依兰矿年底试运转, 小回沟和北岭明年; 大海则仍需要2年基建; 母杜柴登和纳林河2号已经建好且获得发改委产能指标, 但环评相关文件尚未办妥; 106和苇子沟缓建; 葫芦素和门克庆已经出煤预计年内转固。

从资源储备的角度来看, 中煤能源控股地质储量 166 亿吨, 可采储量 103 亿吨, 资源储备丰富, 且集团尚有 400 多亿吨地质储量, 260 亿吨可采储量, 涉及产能 1.2 亿吨, 资源长期储备有保障。

2016 年公司原煤产量 9074 万吨, 商品煤产量 8099 万吨, 同比分别下降 29%和 15%, 较 2013 年产量高峰时期有明显下滑, 这主要是由于平朔矿区井工 2 矿和井东矿资源枯竭, 出煤量不断下降。未来随着母杜柴登、纳林河 2 号、大海则等在建矿井的投产, 公司产量将再度进入上升通道。

表 2: 历年原煤产量

单位: 万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
原煤产量	12916	14537	15660	15024	12807	9074
商品煤产量	10279	11440	11868	11440	9547	8099
动力煤产量	10279	11440	11868	10639	8661	7127
焦煤产量				801	886	972

资料来源: wind、招商证券

预计 2017-2020 年公司控股原煤产量为 10035、11500、12330、13345 万吨, 同比分别增加 11%、15%、7%、8%, 高煤价下在建矿大量释放将尽享供改红利。从权益角度来看, 公司 2017-2020 年控股权益原煤产量分别为 8797、9951、10662、11677 万吨, 同比分别增加 7%、13%、7%、10%, 产量复合增速 9%。原煤产量权益占比分别为 88%、



87%、86%、87%。算上参股矿井以后，预计公司 2017-2020 年公司原煤口径产量分别为 12525 万吨、15439 万吨、16270 万吨、17285 万吨，同比分别增长 25%、23%、5%、6%；其中权益部分 9771 万吨、11488 万吨、12200 万吨、13215 万吨，同比分别增长 13%、18%、6%、8%。

表 3：商品产量预测

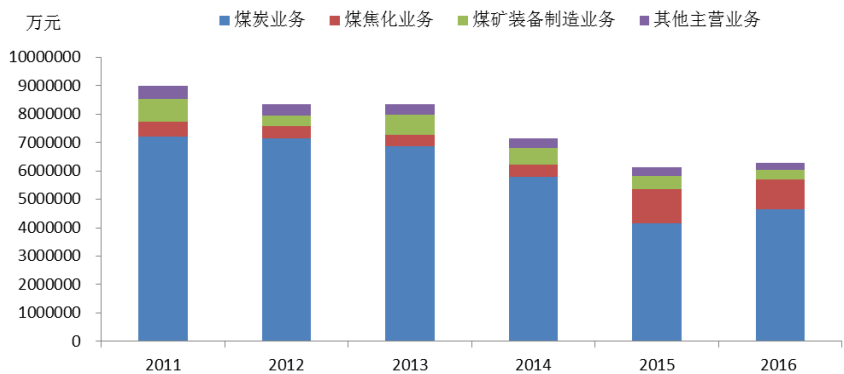
单位：万吨	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
中煤平朔	6090	6073	6507	6767	6940
上海能源	686	654	654	654	654
中煤华晋	1084	1084	1084	1084	1084
其他煤矿	485	1150	2066	2570	3344
合计	8099	8961	10311	11075	12023
同比增速	-15%	11%	15%	7%	9%

资料来源：wind、招商证券

## 2、盈利预测：2017-2019EPS 分别增加 253%、31%、5%。

煤炭业务是公司核心收入和利润来源，近年来煤炭收入在总收入中的比重一直在 75% 以上，利润占比随着煤价起伏而剧烈波动。就资产规模而言，公司 2016 年底总资产 2400 亿，其中煤炭资产 1300 亿，非煤 1100 亿，煤炭资产占比 54%；煤炭净资产 851 亿，非煤净资产 169 亿，煤炭净资产占比 83%。虽然公司一直在寻求多元化发展，但煤炭主业地位难以撼动。

图 1 煤炭业务收入占比 75% 以上



资料来源：wind、招商证券

中煤在上一轮黄金时期没有像神华那样大规模扩张电力业务，因此煤炭基本上都是外销，主要销往华北和沿海地区。2016 年煤炭板块实现净利润 23 亿，成功扭亏，但较历史高峰时期 2012 年的 102 亿净利仍有很大差距。

表 4：煤炭分部财务数据

单位:万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	7238199	7199523	6896139	5846386	4210607	4670757
对外交易收入	7204595	7178322	6860997	5806672	4046592	4467577
分部间交易收入	33604	21201	35142	39715	164015	203180
主营业务成本			4467004	3905690	2844481	3049379
应占联营及合营企业利润	9527	4713	0	(5877)	8805	15810
资产减值损失/(转回)	4979	8268	(2791)	(32344)	(13079)	(15464)

单位:万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
利润总额	1312058	1341338	625867	212841	(240249)	319421
所得税费用	315503	324423	164399	17384	(98236)	90712
净利润	996555	1016915	461468	195458	(142013)	228710
补充信息:						
利息收入	8607	23317	16951	6620	8855	5426
利息支出	(26691)	(49303)	(92181)	(144570)	(154551)	(134142)
折旧和摊销	412932	346624	394548	412290	415821	380673
资产	7553452	8786456	12170660	12806521	12839045	12990481
负债	2147048	2991292	3069416	4742095	4747070	4482358
净资产	5406404	5795164	9101245	8064426	8091975	8508123
ROE	18%	18%	5%	2%	-2%	3%
ROA	13%	12%	4%	2%	-1%	2%

资料来源: wind、招商证券

表 5: 煤炭板块历史业绩分析

单位:万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
原煤产量	12916	14537	15660	15024	12807	9074
商品煤产量	10279	11440	11868	11440	9547	8099
商品煤率	80%	79%	76%	76%	75%	89%
商品煤销量	13470	14954	16101	15689	13772	13235
其中: 冶炼精煤销售	87	103	458	618	892	972
其中: 贸易煤销量	3087	3364	4119	4634	3609	4820
综合售价	535	479	426	370	303	350
销售成本	333	283	277	249	207	230
吨煤毛利	202	195	148	121	96	120
三费及附加	105	106	109	107	114	95
完全成本	437	389	387	356	320	326
吨煤利润	97	90	39	14	(17)	24
吨煤净利	74	68	29	12	(10)	17
现金完全成本	396	358	353	317	277	283

资料来源: wind、招商证券

展望未来, 由于公司矿区遍布山西、陕西、内蒙、江苏、黑龙江, 各矿区煤种和地质条件存在较大差异, 导致综合售价和生产成本也存在较大差异, 我们对各矿区业绩进行单独测算。

#### ➤ 中煤平朔矿区-100%权益

平朔矿区目前有 8 对矿井, 股权占比 100%, 井工 2 矿和井东矿退出之后, 矿区进入调整期, 今明两年预计原煤产量只能做到 7000 万吨, 高峰时期平朔可以出煤 1.2 亿吨, 此次调整完成之后预计原煤产量可以稳定在 8000 万吨。矿区煤种为气煤, 但基本作为动力煤销售。

2016 年平朔矿区原煤产量 7020 万吨, 商品煤产量 6090 万吨, 商品煤洗出率 87%, 低于行业平均水平, 主要是由于硫份较高 (1.6%附近), 洗选损耗较大。综合售价 295 元/吨, 完全成本 293 元/吨, 吨煤净利 1.7 元, 基本盈亏平衡, 全年实现净利 1 亿。但去年煤价是前低后高, 分开来看, 上半年亏损 7 亿, 对应 2016 年上半年秦港 Q5500 均价只有 380 元/吨, 下半年盈利 8 亿, 对应 2016 年下半年秦港 Q5500 均价 566 元/吨。

展望 2017 年, 煤价高位震荡, 年初至今秦港 Q5500 山西优混均价高达 611 元/吨, 而去年全年均价只有 475 元/吨, 煤价涨幅接近 30%。但另一方面, 平朔成本也出现了反

弹，过去小工程没有做的现在要做，该购置的设备要买，人工成本也恢复性上涨，预计成本回升空间在 50 元/吨左右。我们预计今年平朔矿区原煤产量 7000 万吨，商品煤产销量 6073 万吨，综合售价 356 元/吨，完全成本 320 元/吨，吨煤净利 27 元，实现净利 16.4 亿元。

表 6：中煤平朔盈利预测

单位：万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	3517800	2948400	1689000	1558500	2161951	2316376	2409031	2470801
营业成本	1980300	1708700	1318200	1218050	1214579	1301335	1353388	1388091
三费及附加	936303	918687	672839	564730	728748	780801	812033	832854
利润总额	601197	321013	(302039)	(224279)	218624	234240	243610	249856
所得税	361597	315713	(12639)	(234479)	54656	58560	60902	62464
净利润	239600	5300	(289400)	10200	163968	175680	182707	187392

资料来源：wind、招商证券

表 7：中煤平朔盈利分拆

单位：万吨、元/吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
原煤产量	12053	12400	11166	7663	7020	7000	7500	7800	8000
商品煤产量	8967	9134	8459	6648	6090	6073	6507	6767	6940
商品煤产出率	74%	74%	76%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
商品煤销量	8967	9086	8437	6591	6090	6073	6507	6767	6940
公告价格	408	356	312	244	295	356	356	356	356
完全成本	295	321	311	302	293	320	320	320	320
销售成本	210	218	203	200	200	200	200	200	200
三费及附加	85	103	109	102	93	120	120	120	120
吨煤净利	85	26	1	(44)	1.7	27	27	27	27
净利润-万元	762452	239600	5300	-289400	10200	163968	175680	182707	187392

资料来源：wind、招商证券

➤ 上海能源-62.4%权益

上海能源旗下共有 6 对矿井，大屯矿区三对矿井在产（1/3 焦煤和动力煤），山西整合的玉泉矿（焦煤）预计年底试运转，新疆的 106 和苇子沟矿暂缓建设。上海能源地处华东地区，紧靠消费地，综合售价较高，但地质条件较为复杂，开采成本也较高，综合来看盈利能力优于平朔矿区。

2016 年上海能源原煤产量 839 万吨，商品煤产量 686 万吨，同比下降约 5%，综合售价 555 元/吨，完全成本 515 元/吨，吨煤净利 27 元。展望 2017 年，上海能源预计原煤产量可达 800 万吨，商品煤产销量 654 万吨，综合售价 698 元/吨，完全成本 590 元/吨，吨煤净利 81 元，煤炭板块可实现净利 5.3 亿元，按照中煤能源持有上海能源 62.43% 的股权计算，归属中煤能源净利 3.3 亿元。

表 8：上海能源盈利预测

单位：万元、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	100806	972298	846101	635165	496039	517954	581554	581554	581554	581554
营业成本	712854	735301	722603	524828	408928	395457	417422	417422	417422	417422
三费及附加	110452	113064	104498	106417	88150	107603	95491	95491	95491	95491
利润总额	188689	125298	20158	2680	6144	47696	68642	68642	68642	68642
所得税费用	45424	31771	6634	1102	9118	6354	17660	17660	17660	17660



单位: 万元、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
净利润	143266	93527	13523	1578	(2974)	41342	50981	50981	50981	50981
归母少数股东损益	1481	1308	-1741	-3267	(4115)	(3824)	(3000)	(3000)	(3000)	(3000)
归母净利	141785	92219	15265	4844	1141	45167	53981	53981	53981	53981
归属于中煤净利	88516	57572	9530	3024	712	28198	33700	33700	33700	33700
归属少数股东权益	53269	34647	5735	1820	429	16969	20281	20281	20281	20281
原煤产量	906	925	955	1011	901	839	800	800	800	800
商品煤产量	726	766	783	808	729	686	654	654	654	654
洗精煤产量	391	457	464	546	621	592	556	556	556	556
自产煤销量	725	766	878	720	735	679	654	654	654	654
综合售价-元/吨	973	910	727	566	444	555	698	698	698	698
销售成本-元/吨	588	616	584	448	347	386	470	470	470	470
三费及附加	101	107	91	95	80	129	120	120	120	120
完全成本-元/吨	688	722	675	543	428	515	590	590	590	590
吨煤利润-元/吨	285	188	51	23	16	40	108	108	108	108
所得税-元/吨	69	46	13	5	3	13	27	27	27	27
吨煤净利-元/吨	216	142	39	19	13	27	81	81	81	81
煤炭损益-亿	15.6	10.9	3.4	1.5	0.9	1.8	5.3	5.3	5.3	5.3
权益占比	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
归中煤净利-亿	9.8	6.8	2.1	0.9	0.6	1.1	3.3	3.3	3.3	3.3

资料来源: wind、招商证券

### ➤ 中煤华晋-51%权益

中煤华晋旗下有三对矿井,核定产能 1020 万吨,煤种为优质 1/3 焦煤,主力是 600 万吨的王家岭矿,当前焦煤价格高位运行,中煤华晋是公司重要盈利点。2016 年中煤华晋实现商品煤产量 1084 万吨,销量 972 万吨,同比增长约 9%,基本达到满产状态,未来产量基本可以维持在这个水平。2016 年综合售价 502 元/吨,完全成本 328 元/吨,净利 130 元/吨,净利润 15 亿,扣除崖坪矿的少数股东损益后归母净利 12.7 亿,中煤能源持有中煤华晋 51%股权,归属中煤净利 6.5 亿元。

展望 2017 年,产销量基本持平,综合售价预计达到 648 元/吨,完全成本 340 元/吨,吨煤净利 231 元,归属中煤华晋净利 19.1 亿,归属中煤能源净利 9.7 亿。

表 9: 中煤华晋盈利预测

单位: 万元、元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	344215	367213	494892	636804	636804	636804	636804
煤炭收入	334892	360265	487944	629856	629856	629856	629856
电力收入	9323	6948	6948	6948	6948	6948	6948
营业成本	154500	214080	238140	243000	243000	243000	243000
三费及附加	62422	42613	80737	87480	87480	87480	87480
营业利润	127293	110520	176015	306324	306324	306324	306324
利润总额	126396	108515	176015	306324	306324	306324	306324
归母净利	101422	61905	132011	229743	229743	229743	229743
中煤权益占比	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
归属中煤净利	49827	30243	64668	97335	97335	97335	97335
商品煤产量-万吨	697	995	1084	1084	1084	1084	1084
商品煤销量-万吨	618	892	972	972	972	972	972
综合售价	545	421	502	648	648	648	648
销售成本	250	240	245	250	250	250	250
完全成本	334	332	328	340	340	340	340
三费及附加	84	92	83	90	90	90	90

单位：万元、元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
吨煤利润	211	89	174	308	308	308	308
吨煤净利	158	66	130	231	231	231	231
煤炭净利	11.5	7.0	14.9	22.5	22.5	22.5	22.5
中煤华晋权益占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
归属中煤华晋净利	9.8	5.9	12.7	19.1	19.1	19.1	19.1
中煤权益占比	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
归属中煤净利	5.0	3.0	6.5	9.7	9.7	9.7	9.7

资料来源：wind、招商证券

### ➤ 其他矿井

除了平朔上海能源华晋三大矿区之外，中煤在陕西山西内蒙等地还有部分整合矿和新建矿，其中最大的亮点在于母杜柴登矿、纳林河2号井、大海则矿。这三个矿都是现代化大矿井，产能分别为600、800、1500万吨，位于鄂尔多斯和陕北地区，开采条件极佳，煤质优良，投产之后将成为公司新的利润增长点。

表 10：其他矿井盈利预测

单位：万元、万吨、元/吨	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	379335	681863	848018	1103520
营业成本	229900	413250	513950	668800
三费及附加	57475	103313	128488	167200
利润总额	91960	165300	205580	267520
所得税费用	22990	41325	51395	66880
净利润	68970	123975	154185	200640
少数股东损益	20577	38313	50801	91478
归母净利	48393	85662	103384	109162
原煤产量	1210	2175	2705	3520
原煤权益产量	849	1503	1814	1915
商品煤产量	1150	2066	2570	3344
商品煤销量	1150	2066	2570	3344
综合售价	330	330	330	330
销售成本	200	200	200	200
三费及附加	50	50	50	50
完全成本	250	250	250	250
吨煤利润	80	80	80	80
所得税	20	20	20	20
吨煤净利	60	60	60	60
权益占比	70%	69%	67%	54%
净利润	68970	123975	154185	200640
归母净利	48393	85662	103384	109162

资料来源：wind、招商证券

### ➤ 煤炭板块盈利汇总

根据前文测算，我们预计2017-2020年原煤产量分别为10035、11500、12330、13345万吨，同比分别增加11%、15%、7%、8%；自产商品煤产销量分别为8961、10331、11075、12023万吨，同比分别增加11%、15%、7%、9%。商品综合售价中枢在400元/吨附近，完全成本在330元/吨附近，吨煤利润在75元左右。测算2017-2020年煤炭板块归母净利分别为34亿、39亿、42亿、43亿，再加上2017-2020年参股矿投资收益5.7亿、13亿、14亿、14亿，煤炭板块2017-2020年贡献的归母净利分别为40亿、53亿、55亿、57亿，对应EPS分别为0.30、0.40、0.42、0.43，同比分别增加

253%、31%、5%、3%。

表 11：煤炭板块盈利测算汇总

单位：万元	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	4670757	5559645	6016597	6275407	6592680
营业成本	3049379	3704901	3975007	4127760	4317313
三费及附加	1301957	1169193	1267084	1323491	1383025
利润总额	319421	685550	774506	824156	892342
所得税	90712	171388	193627	206039	223086
净利润	228710	514163	580880	618117	669257
少数股东损益	125644	170766	188502	200991	241667
归母净利	103066	343396	392378	417126	427589
参股矿井投资收益	10289	56902	133715	137871	142027
煤炭板块归母净利	113354	400299	526093	554997	569617
EPS	0.09	0.30	0.40	0.42	0.43

资料来源：wind、招商证券

## 二、煤化工业务成为新的盈利增长点

### 1、煤化工投资进入收获期

公司煤化工业务主要是煤制甲醇再制烯烃以及煤制尿素，焦化业务已经全部剥离。

#### 煤制烯烃：全资 120 万吨，参股 257 万吨

- 中煤陕西榆林能源化工有限公司，全资子公司，煤制烯烃，30 万吨聚乙烯 30 万吨聚丙烯，2015 年达产，配套的大海则矿仍在建，目前使用外购煤。
- 内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司，100%权益，甲醇制烯烃，30 万吨聚乙烯 30 万吨聚丙烯装置，需要约 180 万吨甲醇，目前只有一套 60 万吨甲醇装置，外购 120 万吨甲醇，煤制烯烃装置已经试生产，2016 年已经生产 40 余万吨聚烯烃，**预计今年下半年转固。**
- 陕西延长中煤榆林能源化工有限公司，参股 30%，煤制烯烃，60 万吨聚乙烯和 60 万吨聚丙烯，2016 年开始产生效益。
- 中天合创能源有限责任公司，参股 38.75%，煤制烯烃，2500 万吨煤矿（前面提到的葫芦素和门克庆），360 万吨煤制甲醇装置，137 万吨甲醇制聚烯烃，已经在试生产，预计年底能够转固。

#### 煤制尿素：全资 175 万吨

中煤鄂尔多斯能源化工有限公司，全资子公司，运营 100 万吨合成氨 175 万吨尿素装置，使用外购煤，生产成本全国领先，但远离主要消费地，运输成本较高。

表 12：煤化工业务产销量

煤化工业务 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016
(一) 烯烃					
1、聚乙烯产量			10	35	36
销量			9	35	36
2、聚丙烯产量			8	33	35
销量			7	32	35
(二) 尿素					
1、产量		16	106	196	198
2、销量		16	86	175	198
(三) 甲醇					
1、产量	13	12	58	79	65
2、销量	19	18	59	80	40
(四) 焦炭					
1、产量	170	191	194	196	0
2、销量	229	242	252	208	0
其中：自产焦炭销量	177	193	200	193	0

资料来源：wind、招商证券

## 2、煤制烯烃已经成为重要利润增长点

2016 年中煤榆林煤制烯烃项目贡献净利 10.5 亿，参股 30%的陕西延长 120 万吨煤制烯烃项目贡献投资收益 2.5 亿，仅此两项就贡献了 13 亿归母净利润，占到 2016 年中煤归母净利润的 64%，煤化工项目成为重要的盈利来源。

2016 年公司聚乙烯产销量 36 万吨，同比基本持平，综合售价 7641 元/吨，同比下降 2%，生产成本 4405 元/吨，同比增加 289 元/吨或 7%，主要是由于煤价上涨导致原料煤和燃料煤成本增加。今年以来煤价依旧在高位运行，就公司煤制烯烃所在地陕北来说，当地龙头煤企陕西煤企今年综合售价预计达到 320 元/吨（假定秦港 Q5500 全年均价在 600），而 2016 年陕西煤业综合售价仅 220 元/吨，同比增加了约 100 元/吨。我们以一吨烯烃耗 3 吨甲醇，1 吨甲醇耗 2 吨煤计算，吨煤制烯烃的成本就要增加约 600 元。

图 2 秦皇岛山西优混高位震荡



资料来源：wind、招商证券

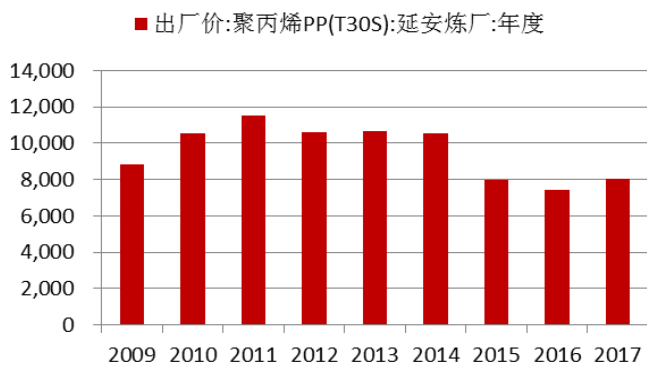
图 3 环渤海动力煤指数走势



资料来源：wind、招商证券

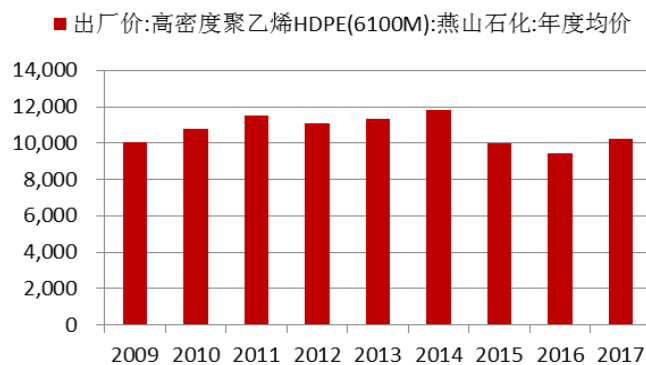
但另一方面，今年以来烯烃价格较为强势，以燕山石化高密度聚乙烯（6100M）出厂价格为例，年初至今均价高达 10206 元/吨，较去年均价增加 777 元/吨（扣除 17%增值税后增幅为 665 元/吨），基本和煤价上升带来的成本增加相抵消，聚丙烯也有 600 元/吨的涨幅。因此，综合来看，今年煤价上涨带来成本上升，但被烯烃价格上涨所消化，预计今年烯烃板块吨烯烃盈利能力和去年持平，利润增量源于在建项目投产带来的产销量增加。今年鄂尔多斯烯烃装置预计在下半年投产，我们假定其聚乙烯和聚丙烯产量都为 15 万吨，明年满产达到各 30 万吨的设计产能。

图 4 聚丙烯价格同比上涨 8%



资料来源：wind、招商证券

图 5 聚乙烯价格同比上涨 8.3%



资料来源：wind、招商证券



具体来说，预计 2017-2020 年公司并表聚乙烯产销量分别为 45 万吨、60 万吨、66 万吨、66 万吨，贡献净利润分别为 7.3 亿、9.7 亿、11.2 亿、11.2 亿，同比分别增加 16%、41%、5%、0%。

表 13：煤制聚乙烯盈利分拆

单位：万吨、元/吨	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
聚乙烯产量	35.3	35.7	45	60	66	66
聚乙烯销量	35.3	35.8	45	60	66	66
综合售价	7771	7641	8278	8278	8278	8278
销售成本	4116	4405	5046	5046	5046	5046
毛利	3655	3236	3232	3232	3232	3232
毛利率	47%	42%	39%	39%	39%	39%

资料来源：wind、招商证券

表 14：煤制聚乙烯盈利预测

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	274316	273548	372510	496680	543865	543865
营业成本	145295	157699	227071	302762	331524	331524
三费及附加	58000	40000	60000	80000	80000	80000
营业利润	71022	75849	85439	113918	132341	132341
所得税	10653	11377	12816	17088	19851	19851
净利润	60368	64471	72623	96831	112490	112490

资料来源：wind、招商证券

预计 2017-2020 年并表聚丙烯产量分为为 45 万吨、60 万吨、65 万吨、65 万吨，贡献净利润分别为 4.8 亿、7.3 亿、7.9 亿、7.9 亿，同比分别增长 22%、53%、9%、0%。

表 15：煤制聚丙烯盈利分拆

单位：万吨、元/吨	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
聚丙烯产量	33.0	34.8	45	60	65	65
聚丙烯销量	32.3	35.3	45	60	65	65
综合售价	6751	6327	6870	6870	6870	6870
销售成本	3647	4176	4776	4776	4776	4776
毛利	3104	2151	2094	2094	2094	2094
毛利率	46%	34%	30%	30%	30%	30%

资料来源：wind、招商证券

表 16：煤制聚丙烯盈利预测

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	218057	223343	309150	412200	448611	448611
营业成本	117798	147413	214920	286560	311873	311873
三费及附加	58000	30000	38244	40000	43533	43533
营业利润	42259	45930	55986	85640	93205	93205
所得税	6339	6890	8398	12846	13981	13981
净利润	35920	39041	47588	72794	79224	79224

资料来源：wind、招商证券

总的来说，鄂尔多斯 60 万吨烯烃装置达产之后，公司并表的煤制烯烃业务每年将贡献近 20 亿的净利润，将成为公司重要的利润来源。

表 17: 煤制烯烃预测汇总

煤制烯烃	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	496891	1342090	1614390	1743986	1743986
营业成本	305112	678651	820822	872897	872897
三费及附加	70000	189994	211750	215283	215283
利润总额	121779	173445	231819	255806	255806
所得税费用	18267	29219	37999	41397	41397
净利润	103512	144227	193820	214409	214409
归母净利润	103512	144227	193820	214409	214409
EPS	0.08	0.09	0.13	0.14	0.14

资料来源: wind、招商证券

### 3、尿素和甲醇装置持续盈利但体量太小

公司的尿素生产线位于鄂尔多斯,由全资子公司鄂尔多斯能化负责运营,设计 100 万吨合成氨转 175 万吨尿素,2013 年试生产,2015 年实现满产。2016 年实现尿素产量 194 万吨,销量 198 万吨,基本上满产满销,综合售价 1132 元/吨,同比下降 31%,主要是由于行业不景气,生产成本仅 732 元/吨,在行业内处于绝对的领先水平,主要得益于装置地处核心产煤区,原料煤和燃料煤成本远低于同行。但另一方面也导致产品远离消费地,运输成本较高,综合下来盈利能力一般,2016 年吨净利 30 元。

展望 2017 年,尿素价格和煤价都在高位震荡,预计盈利水平和去年持平,约 6000 万。

表 18: 尿素业务盈利预测

单位: 万元、元/吨	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
财务数据:								
营业收入			287130	224136	271510	271510	271510	271510
营业成本			171366	144936	175500	175500	175500	175500
三费及附加			91208	71280	87750	87750	87750	87750
营业利润			24556	7920	8260	8260	8260	8260
所得税			6139	1980	2065	2065	2065	2065
净利润			18417	5940	6195	6195	6195	6195
经营数据:								
单位: 万吨、元/吨	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
产量	16	106	196	194	195	195	195	195
销量	16	86	175	198	195	195	195	195
综合售价	1506	1566	1637	1132	1392	1392	1392	1392
销售成本	1318	1295	977	732	900	900	900	900
毛利	189	271	660	400	492	492	492	492
毛利率	13%	17%	40%	35%	35%	35%	35%	35%
完全成本			1497	1092	1350	1350	1350	1350
吨净利			105	30	32	32	32	32

资料来源: wind、招商证券

甲醇方面,公司甲醇装置由全资子公司蒙大新能源运营,鄂尔多斯 60 万吨煤制烯烃也在蒙大新能源旗下,甲醇装置是烯烃装置的配套工程,2016 年甲醇产量 65 万吨,其中 31 万吨内部自用了,后续烯烃装置正式投产之后,预计外销会逐渐减少。单就煤制甲醇业务而言,当前甲醇价格依旧在高位运行,装置本身可以实现约 400 元/吨的净利。

### 三、电厂难以贡献业绩，煤机板块明显好转

#### 1、在建机组 404 万千瓦，煤价高位震荡难以贡献业绩

公司在电力业务上开拓今晚，目前没有在役机组，在建机组 4 对，404 万千瓦装机。

- 上海能源大屯 2\*35 万千瓦火电项目
- 新疆五彩湾北二电厂 2\*66 万千瓦火电项目
- 平朔 2\*66 万千瓦低热值煤电项目
- 平朔 2\*35 万千瓦低热值煤电项目

目前电厂均在全力建设之中，上海能源的 2\*35 装机和平朔的 2\*66 装机争取 2018 年中投产，短期内煤价高位震荡，电厂投产难以贡献业绩。

#### 2、煤机行业出现脉冲式的需求增长

公司煤机装备业务主要是矿上输送设备和支护设备，90%的产品对外销售，仅有 10%是内部使用，前几年煤炭行业持续萧条，煤炭行业固定资产投资大幅下滑，煤机板块基本处在微利状态。2016 年经历了供给侧改革之后，煤价暴涨回到历史相对高位，煤炭企业的现金流大幅好转，固定资产投资开始恢复，维护性的资本开支集中爆发（行业不景气时煤企普遍延缓设备更新），煤机行业出现脉冲式的需求增长，预计今年收入同比去年可以实现 50%以上的增长，回到 2014 年的水平，煤机板块预计净利 1.5 亿。

表 19：煤机板块盈利预测

单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	878810	891890	744661	613503	497998	402902	600000	600001
对外交易收入	773297	788466	683472	558975	449911	367350	546000	546001
分部间交易收入	105513	103424	61190	54529	48087	35552	54000	54000
主营业务成本	657285	667068	556952	456730	364040	292574	420000	420000
应占联营及合营企业利	1205	1095	0	(344)	(454)	318	318	318
资产减值损失/(转回)	145	3953	15083	8595	3144	11596	11596	11596
三费及附加	168185	160407	157491	148316	130776	108105	148316	148316
利润总额	53340	64415	30219	8457	3182	2223	20406	20407
所得税费用	8771	10686	5371	5037	1114	(1632)	5101	5102
净利润	45569	53730	24848	3420	2069	3854	15304	15305
补充信息：								
折旧和摊销	14158	14388	16020	23503	37416	38983	38983	38983
利息收入	896	1059	877	767	590	1201	1201	1201
利息支出	(6962)	(3322)	(1398)	(4641)	(8822)	(10694)	(10694)	(10694)
资产	1128453	1395836	1571703	1781807	1785877	1764414	1764414	1764414
负债	464626	544001	539614	636164	603628	583565	583565	583565
净资产	663827	851835	1032089	1145643	1182249	1180849	1180849	1180849

资料来源：Wind、招商证券

## 四、涉煤央企整合最大受益者，内生外延双重增长

### 1、受益涉煤央企资产整合，未来外延增长可期

2016 年以来煤炭行业供给侧改革有一项重要内容，即涉煤央企煤炭资产的整合重组。中国目前专业经营煤炭的央企只有神华和中煤，五大电力集团也都有自备煤矿，此外还有国家开发投资集团、华润集团、保利集团等非专业涉煤央企。此次供改对央企的改革思路是“专业煤炭央企做大做强，电煤一体化企业资源优化配置，其他涉煤中央企业原则上退出煤炭行业”。

目前中国神华已经停牌和国电筹划重组，国内涉煤央企退出的产能主要有两个去路，一是直接划转给中煤集团，二是到央企煤炭资产整合平台上进行整合，整合完成后再划转给中煤，也就是说中煤集团是此次供改的大赢家，此次供改完成后中煤将打造成仅次于神华的 4 亿吨级巨无霸煤炭央企。

表 20：集团整合资产明细

单位：万吨	在产	在建	合计
中煤集团	17355	6990	24345
中国铁总	1000	980	1980
国投煤炭	3508	3800	7308
保利能源	540	1945	2490
合计	22403	13720	36118

资料来源：wind、招商证券 注：中煤集团产能包含联营矿井

目前涉煤央企在产煤矿 210 处，产能 8.5 亿吨，其中煤炭央企产能 5.6 亿吨，电力央企产能 2.1 亿吨，非煤非电央企煤炭产能 0.7 亿吨。非煤非电央企的 0.7 亿吨有望全部整合到中煤集团。截止目前，中煤集团已经接收了国投煤炭公司、保利能源以及中国铁路工程总公司旗下的煤炭资产，涉及在产产能 5048 万吨，在建产能 6730 万吨，资源储备 300 亿吨，总资产 800 亿，获得方式为无偿划转。未来其他央企整合出来的煤矿有望继续注入中煤集团。

表 21：中煤集团煤矿明细

运营主体	煤矿名称	核定产能-万吨	状态
上市公司	安太堡露天	3000	在产
上市公司	安家岭露天	3000	在产
上市公司	平朔东露天	2000	在产
上市公司	安家岭井工 1 号	1000	在产
上市公司	安太堡井工 3 号	1000	在产
上市公司	王家岭矿	600	在产
上市公司	韩咀矿	120	在产
上市公司	崖坪矿	300	在产
上市公司	姚桥矿	445	在产
上市公司	徐庄矿	180	在产
上市公司	孔庄矿	180	在产
上市公司	东坡煤矿	270	在产
上市公司	唐山沟矿	120	在产
上市公司	南梁煤矿	120	在产
集团	中煤山西中新甘庄煤业有限责任公司	120	在产
集团	中煤山西中新小梁沟煤业有限责任公司	90	在产

运营主体	煤矿名称	核定产能-万吨	状态
集团	中煤山西中新北辛窑煤业有限责任公司	90	在产
集团	山西中煤担水沟煤业有限公司	90	在产
集团	山西中煤西沙河煤业有限公司	150	在产
集团	中煤山西朔州山阴金海洋台东山煤业有限公司	180	在产
集团	山西朔州山阴中煤顺通辛安煤业有限公司	300	在产
集团	山西朔州山阴中煤顺通北祖煤业有限公司	300	在产
集团	中煤华昱南阳坡矿	90	在产
集团	中煤华昱马营矿	90	在产
集团	中煤华昱五家沟矿	300	在产
集团	中煤华昱元宝湾矿	90	在产
集团	中煤华昱南泉湾矿	120	在产
集团	中煤华昱水泉矿	90	在产
集团	准格尔旗山不拉煤矿	120	在产
集团	禾草沟	300	在产
集团	门克庆	1200	在产
集团	葫芦素	1300	在产
上市公司	小回沟	300	在建
上市公司	潘家窑矿	90	在建
上市公司	北岭矿	90	在建
上市公司	玉泉煤矿	150	在建
上市公司	106 煤矿	120	在建
上市公司	苇子沟矿	300	在建
上市公司	大海则矿	1500	在建
上市公司	依兰第三煤矿	240	在建
上市公司	母杜柴登矿	600	在建
上市公司	纳林河 2 号井	800	在建
集团	五彩湾煤矿	1200	在建
集团	哈密煤业大南湖矿	1000	在建
集团	伊犁煤电	600	在建
集团	中铁总芒来矿	1000	在产
集团	中铁总海西矿	180	在建
集团	中铁总小白杨矿	800	在建
集团	国投大同能源有限责任公司塔山煤矿	300	在产
集团	国投昔阳能源有限责任公司黄岩汇煤矿	90	在产
集团	国投昔阳能源有限责任公司白羊岭煤矿	150	在产
集团	国投新登郑州煤业有限公司	84	在产
集团	国投河南新能开发有限公司	120	在产
集团	国投煤炭郑州能源开发有限公司	84	在产
集团	国投宝地能源开发有限责任公司一矿	120	在产
集团	国投宝地能源开发有限责任公司二矿	120	在产
集团	国投宝地能源开发有限责任公司三矿	120	在产
集团	新集一矿	390	在产
集团	新集二矿	290	在产
集团	刘庄矿	1140	在产
集团	口孜东煤矿	500	在产
集团	大南湖七号煤矿	1200	在建
集团	国投哈密三塘湖矿区条湖一号	1000	在建
集团	国投哈密三塘湖矿区条湖二矿	800	在建
集团	杨村煤矿	500	在建
集团	板集煤矿	300	在建
集团	保利能源	540	在产
集团	保利能源	1945	在建



运营主体	煤矿名称	核定产能-万吨	状态
	合计	36118	

资料来源: wind、招商证券

集团现有煤炭资源储量近 600 亿吨, 千万吨级矿井产能占 50% 以上, 主要位于晋陕内蒙古等资源富集区, 晋北动力煤、晋南主焦煤、苏北配焦煤等品种齐全。未来其他央企退出的煤炭资产也将陆续进入中煤旗下, 在煤炭行业新增产能受限的情况下, 中煤集团通过划转获得大量的煤炭产能和资源, 成为本轮供改的大赢家。集团整合的煤矿未来有望全部注入到上市公司。

表 22: 涉煤央企产能明细

	煤矿数目	产能-万吨
<b>非煤非电央企煤矿</b>		
国家电网公司	1	45
国家开发投资公司	13	3418
华润集团有限公司	19	1511
中国保利集团公司	6	540
宝钢集团有限公司	3	286
中国铝业公司	2	600
中国煤炭科工集团有限公司	1	300
司法部直属煤矿管理局	1	300
<b>非煤非电央企合计</b>	<b>46</b>	<b>6940</b>
<b>煤炭央企</b>		
神华集团	55	43087
中煤能源集团	28	13170
<b>煤炭央企合计</b>	<b>83</b>	<b>56257</b>
<b>电力央企</b>		
中国华能集团	23	8204
国家电力投资集团	12	5640
中国国电集团公司	17	3164
中国华电集团公司	24	2799
中国大唐集团公司	5	1570
<b>电力央企合计</b>	<b>81</b>	<b>21377</b>
<b>煤电央企合计</b>	<b>164</b>	<b>77634</b>

资料来源: wind、招商证券注: 名单不包含取得资源但尚未开工的规划矿井

中煤集团下属有三个上市公司: 中煤能源、上海能源、新集能源, 集团承诺未来五年解决同业竞争问题。三个上市公司存在较大的整合预期。

表 23: 中煤系上市公司比较

单位: 万吨	在产产能	在建产能	总产能	股本-亿	市值-亿	2014 产量	2015 产量	2016 产量
中煤能源	11335	4190	15525	133	682	15024	12807	9074
新集能源	1930	800	2730	26	116	1953	1858	1560
上海能源	805	570	1375	7	88	1011	901	839

资料来源: wind、招商证券

此外, 神华国电央企整合打开了中煤与电力央企整合的想象空间, 煤电行业迎来 1998 年以来最大的整合潮, 后续进展值得重点关注。

## 2、尽享供改红利，内生外延双重增长

汇总前文盈利预测，我们预计 2017-2019 年公司归母净利分别为 45.5 亿、70.3 亿、75 亿，对应 132.5 亿股本 EPS 分别为 0.34、0.53、0.57 元/股，同比分别增长 66%、55%、7%、2%，当前股价 6.01 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 17.5 倍、11.3 倍、10.6 倍。就今年业绩而言，由于平朔矿区的生产调整和在建项目集中在年底投产，今年 EPS 只能做到 0.34，对应 17.5 倍 PE 偏高，但就明年来看，我们判断煤价依旧是高位震荡，预计明年做到 0.53 的 EPS，对应当前股价就只有 11.3 倍，估值就具有相当吸引力。

表 24：分部盈利预测汇总

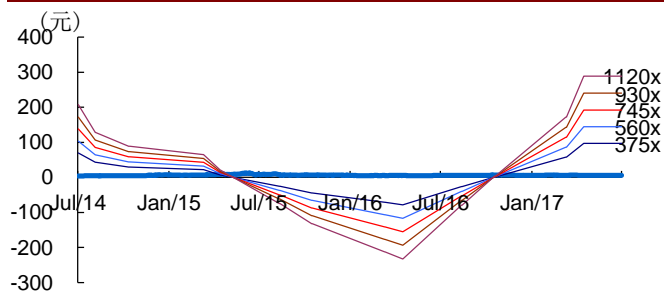
单位：万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>净利润：</b>									
煤炭板块	1016915	461468	195458	(142013)	228710	400299	526093	554997	569617
煤焦化板块	(44409)	(6299)	(1470)	88183	135231	179162	301555	322144	322144
煤矿装备板块	53730	24848	3420	2069	3854	15304	15305	15305	15305
非经营分部	(8661)	(35975)	(78260)	(171306)	(133713)	(140000)	(140000)	(140000)	(140000)
其他分部	(11456)	(14274)	6235	(17464)	49754	0	0	0	0
抵消分部	(5125)	(194)	(3178)	(3538)	(9334)	0	0	0	0
合计	1000994	429574	122205	(244070)	274503	454764	702952	752446	767065
股本	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866
EPS	0.75	0.32	0.09	(0.18)	0.21	0.34	0.53	0.57	0.58
PE						17.5	11.3	10.6	10.4

资料来源：wind、招商证券注：非经营分部的亏损主要是本部承担的管理和财务费用，没有分摊到具体业务板块上。

我们在 6 月 3 日发布的《抄底煤炭股——煤炭行业 2017 年中期策略》里提到，此轮煤炭行情的基础是三重底（现货价格底、期货价格底、股票估值底）以及四重催化剂（国内产能继续退出、限制进口、夏季用煤高峰到来、先行指标反弹）。此前市场对煤价预期普遍悲观，秦港 Q5500 从 680 一路回调到 540 附近，而本轮涨价恰是对前期悲观预期的修正，目前港口煤价 612，已经超过我们当时提出的 600 的市场价格中枢，短期煤价在夏季用煤高峰的刺激下仍将继续上行（7 月和 8 月才是用煤旺季，8 月最旺），我们判断本轮煤炭板块行情仍将继续，煤炭板块普涨可期，中煤前期涨幅较小，后期存在补涨需求。

**盈利预测及评级：**我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.34、0.53、0.57 元/股，对应 PE 分别为 17.5 倍、11.3 倍、10.6 倍，估值依旧处于历史低位，给以“强烈推荐-A”投资评级，建议积极配置。

图 8：中煤能源历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

图 9：中煤能源历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	62019	44541	68660	113243	153457
现金	32198	15268	31323	72392	111685
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3589	6799	8691	9509	9724
应收款项	9680	7659	9791	10712	10954
其它应收款	6058	3616	4623	5058	5172
存货	6825	7391	9377	10259	10491
其他	3669	3808	4856	5313	5433
<b>非流动资产</b>	194961	197307	200898	198212	195677
长期股权投资	13255	14184	14184	14184	14184
固定资产	87360	84021	88299	86286	84411
无形资产	39096	40156	39486	38828	38181
其他	55250	58947	58928	58914	58902
<b>资产总计</b>	<b>256980</b>	<b>241849</b>	<b>269558</b>	<b>311455</b>	<b>349134</b>
<b>流动负债</b>	67647	61416	53142	56812	57775
短期借款	5658	6573	6200	6200	6200
应付账款	19039	18114	22981	25143	25711
预收账款	1379	2369	3005	3288	3362
其他	41570	34360	20956	22181	22502
长期负债	89316	78473	108473	138473	168473
长期借款	54480	43497	73497	103497	133497
其他	34836	34976	34976	34976	34976
<b>负债合计</b>	<b>156962</b>	<b>139888</b>	<b>161615</b>	<b>195285</b>	<b>226248</b>
股本	13259	13259	13259	13259	13259
资本公积金	37475	38096	38096	38096	38096
留存收益	32751	34565	39052	46045	51439
少数股东权益	16533	16041	17537	18771	20093
归属于母公司所	83484	85920	90407	97400	102794
<b>负债及权益合计</b>	<b>256980</b>	<b>241849</b>	<b>269558</b>	<b>311455</b>	<b>349134</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	7285	12068	15271	16255	16335
净利润	(2520)	2027	4487	6993	7492
折旧摊销	6742	6309	6409	6686	6535
财务费用	4317	4113	3600	3600	3400
投资收益	(445)	(1643)	(918)	(2414)	(2456)
营运资金变动	104	904	197	157	41
其它	(912)	358	1496	1234	1322
<b>投资活动现金流</b>	(26322)	10575	(10000)	(4000)	(4000)
资本支出	(11441)	(9016)	(10000)	(4000)	(4000)
其他投资	(14881)	19592	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	12099	(23951)	10784	28814	26958
借款变动	21159	(22308)	13465	30000	30000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	371	621	0	0	0
股利分配	(1061)	(265)	0	0	(2098)
其他	(8370)	(1999)	(2682)	(1186)	(944)
<b>现金净增加额</b>	<b>(6938)</b>	<b>(1308)</b>	<b>16054</b>	<b>41070</b>	<b>39293</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	59271	60632	77508	84800	86713
营业成本	40696	40321	51155	55968	57231
营业税金及附	1493	1900	2790	3053	3122
营业费用	12297	8761	10076	11024	11099
管理费用	3688	3517	3023	3307	3295
财务费用	3981	3743	3600	3600	3400
资产减值损失	324	600	300	300	300
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	445	1643	918	2414	2456
<b>营业利润</b>	(2762)	3432	7482	9963	10723
营业外收入	355	199	200	200	200
营业外支出	117	260	100	100	100
<b>利润总额</b>	(2525)	3371	7582	10063	10823
所得税	(461)	439	1599	1836	2008
<b>净利润</b>	(2064)	2932	5983	8227	8815
少数股东损益	456	905	1496	1234	1322
<b>归属于母公司</b>	(2520)	2027	4487	6993	7492
<b>EPS (元)</b>	(0.19)	0.15	0.34	0.53	0.57

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-16%	2%	28%	9%	2%
营业利润	-295%	-224%	118%	33%	8%
净利润	-429%	-180%	121%	56%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.3%	33.5%	34.0%	34.0%	34.0%
净利率	-4.3%	3.3%	5.8%	8.2%	8.6%
ROE	-3.0%	2.4%	5.0%	7.2%	7.3%
ROIC	0.6%	3.2%	4.5%	4.6%	4.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.1%	57.8%	60.0%	62.7%	64.8%
净负债比率	33.1%	27.4%	29.6%	35.2%	40.0%
流动比率	0.9	0.7	1.3	2.0	2.7
速动比率	0.8	0.6	1.1	1.8	2.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
存货周转率	5.3	5.7	6.1	5.7	5.5
应收帐款周转率	6.6	7.0	8.9	8.3	8.0
应付帐款周转率	2.1	2.2	2.5	2.3	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.19	0.15	0.34	0.53	0.57
每股经营现金	0.55	0.91	1.15	1.23	1.23
每股净资产	6.30	6.48	6.82	7.35	7.75
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.16	0.17
<b>估值比率</b>					
PE	-31.6	39.3	17.7	11.4	10.6
PB	1.0	.9	.9	.8	.8
EV/EBITDA	31.7	18.1	13.5	11.6	11.4

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**沈菁：**毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

**刘晓飞：**毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

**招商煤炭研究小组所获荣誉：**荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。