



中性

煤炭行业 19 年 1 季报综述

煤价下跌，一季度业绩逆势上涨 8%，资产质量持续向好

煤炭企业 19 年 1 季度归母净利润同比增长 8% 至中值 11 亿元，主营业务收入同比增长 4.8%。在市场煤价下跌 16%，长协煤下跌 2% 的背景下我们认为表现良好，业绩与煤价的相关度在下降。利润率高位运行，资产质量指标表现良好，行业正在享受资产负债表的不断修复带来的好处。这种趋势未来有望延续。

支撑评级的要点

- **收入增长 5%，在煤价下跌的市场中表现较好。** 19 年一季度 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入 101 亿元，同比增长 4.8%。如果不包括中国神华，则增长 5.5% 至 79 亿元。我们认为表现较好，因为同期煤价下跌比较明显：同期秦皇岛 5500 大卡动力煤价格同比下跌 16% 至 599 元，而秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价 553 元，同比下跌 2%，市场煤和长协煤都在下跌中。收入的增长主要来源于煤炭产销量的增长、非煤业务的拉动、以及个别公司价格的上涨等。我们看到业绩对于煤价的依赖度和相关度在下降。近年来这一趋势得到延续。
- **归母净利润增长中值 8%，表现较好，与市场煤的关联度在下降。** 19 年 1 季度归属母公司净利润表现分化明显，有 4、5 倍的增长，也有 90% 的跌幅。中值为 11 亿元（增长的中值为 8%），如果不包括神华则是 3 亿元（不包括神华，增长的中值为 7%）。在市场煤价下跌 16% 的背景下，除去去年同期基数较低（当时业绩有些低于预期），依然可以算表现较好的。业绩的增长主要来自于产销量的增长以及优化资产结构。另外，由于上市公司普遍长协煤占比较高，近年来长协煤占比的高比例和较好的执行，也对煤价的涨跌起到了较好平滑作用。
- **利润率高位运行，ROE 高位运行，经营现金流同比增长 14%，成本费用控制较好，期间费用率保持不变。** 19 年一季度煤炭上市公司平均毛利率 32%，同比下降 2 个百分点；经营利润率 15%，同比下降 1 个百分点；净利润率 11%，同比持平。成本控制较好，期间费用率 15%，同比持平。净资产收益率 2.9%，同比下降 0.1 个百分点。经营性现金流同比增长 14% 至 25 亿元。各项利润率指标、资产质量指标表现良好，行业正在享受资产负债表的不断修复带来的好处。这种趋势未来有望延续。

重点推荐

- 我们看好龙头低估值、业绩表现较好的公司：陕西煤业、山西焦化、山煤国际、阳泉煤业、潞安环能等。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期；煤价大幅下跌；新能源替代速度加快，需求下降超预期；超产死灰复燃

相关研究报告

《煤炭行业 2018 年综述》20190513

《煤炭行业 2018 年报前瞻及 2019 展望》
20190304

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036



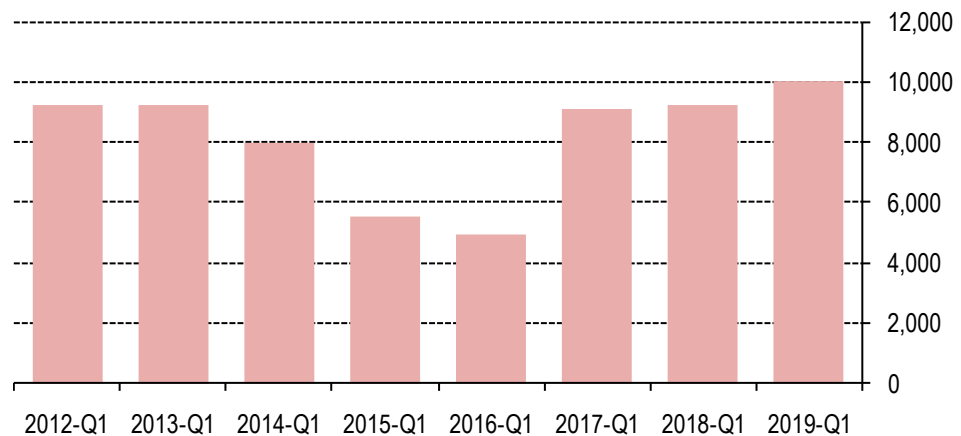
19 年 1 季报点评

收入增长 5%，在煤价下跌的市场中表现较好。

19 年 1 季度 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入 101 亿元，同比增长 4.8%。如果不包括中国神华，则增长 5.5% 至 79 亿元。我们认为表现较好，因为同期煤价下跌比较明显：同期秦皇岛 5500 大卡动力煤价格同比下跌 16% 至 599 元，而秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价 553 元，同比下跌 2%，市场煤和长协煤都在下跌中。我们认为收入的增长主要来源于煤炭产销量的增长、非煤业务的拉动、以及个别公司价格的上涨等。比如业绩表现靓丽的平煤股份主营收入增长 24%，主要是煤炭销量增长 22%。再比如业绩超预期的兖州煤业主营收入大增 49%，主要是产销量和贸易煤量增加以及焦煤为主的煤价上涨。我们看到业绩对于煤价的依赖度和相关度在下降。近年来这一趋势得到延续。

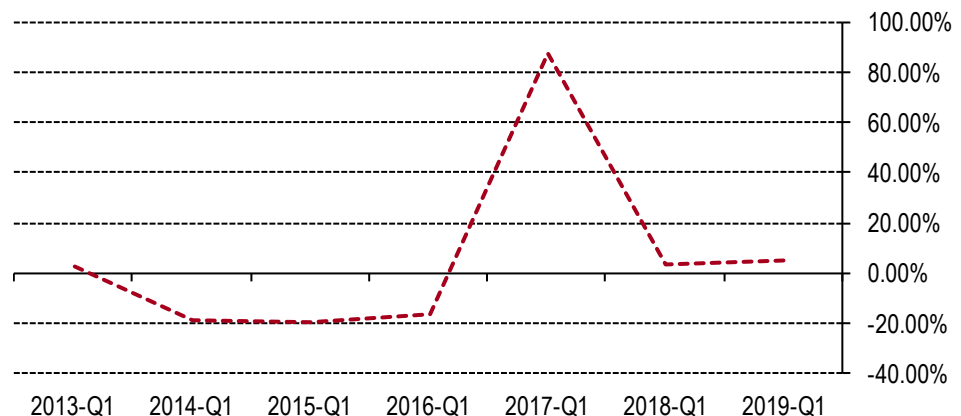
22 家公司中只有 5 家收入同比下降（大有能源-24%；平庄能源-25%；山煤国际-20%；中国神华-9%；神火股份-3%）。收入大幅下跌的原因主要是关停煤矿，收缩盈利欠佳的非煤业务，受到非煤业务拖累等，并不普遍。

图表 1. 22 家主流煤炭公司历年 1 季度平均主营业务收入（单位：百万元）



资料来源：万得，中银国际证券

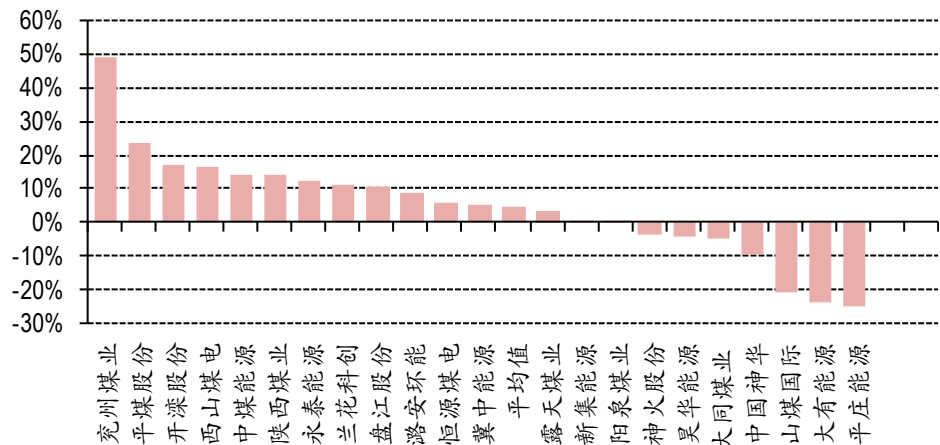
图表 2. 历年 1 季度营业收入同比增长



资料来源：万得，中银国际证券



图表 3. 主要煤炭公司 2019 年 1 季度主营业务收入同比增长



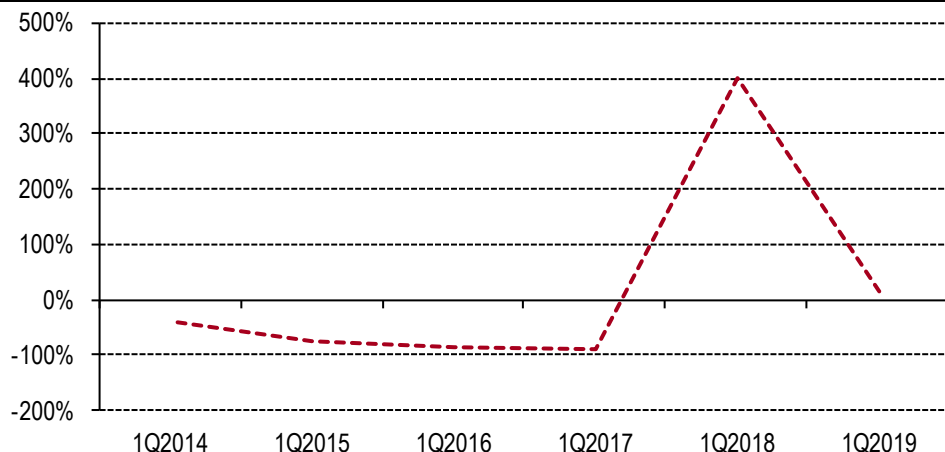
资料来源：万得，中银国际证券

归母净利润增长中值 8%，表现较好，与市场煤的关联度在下降

19 年 1 季度归属母公司净利润表现分化明显，有 4、5 倍的增长，也有 90% 的跌幅。为了规避过高过低的干扰，我们选取中值。中值为 11 亿元（增长的中值为 8%），如果不包括神华则是 3 亿元（不包括神华，增长的中值为 7%）。在市场煤价下跌 16% 的背景下，除去去年同期基数较低（当时业绩有些低于预期），依然可以算表现较好的。业绩的增长主要来自于产销量的增长以及优化资产结构。另外，由于上市公司普遍长协煤占比较高，近年来长协煤占比的高比例和较好的执行，也对煤价的涨跌起到了较好平滑作用。

1 季报业绩表现靓丽，超预期的公司有平煤股份（归母净利润同比增长 403%），主要是销售结构优化，盈利能力好的精煤销量大幅增加，各项利润率明显攀升，带动业绩大幅增长，同比基数过低也是原因之一。山煤国际（归母净利润同比增长 574%），主要由于剥离亏损贸易业务后各项盈利指标改善明显，以及内生增长动力充沛，产量增长 15%。

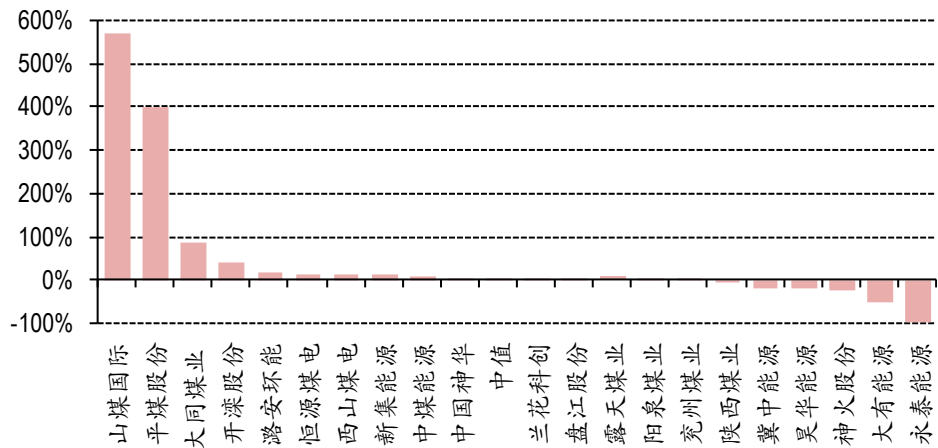
图表 4. 煤炭上市公司历年 1 季度归母净利润同比增长率(中值)



资料来源：万得，中银国际证券

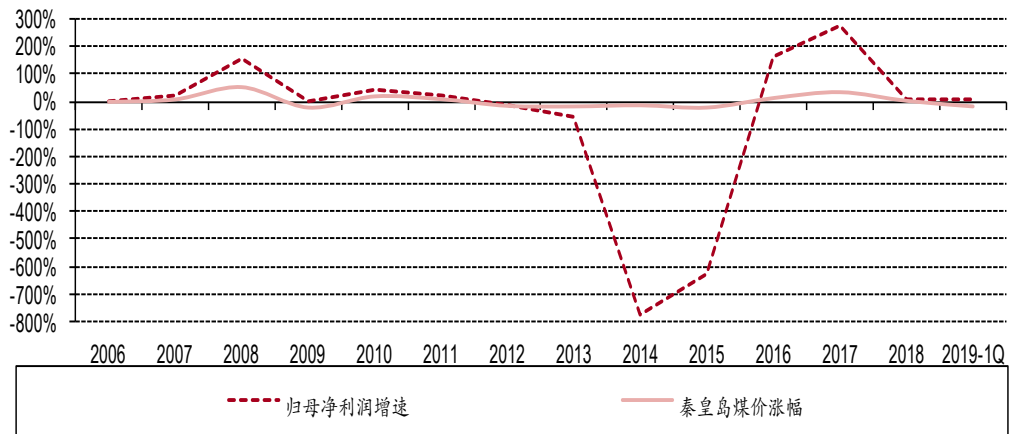


图表 5. 19 年 1 季度归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅



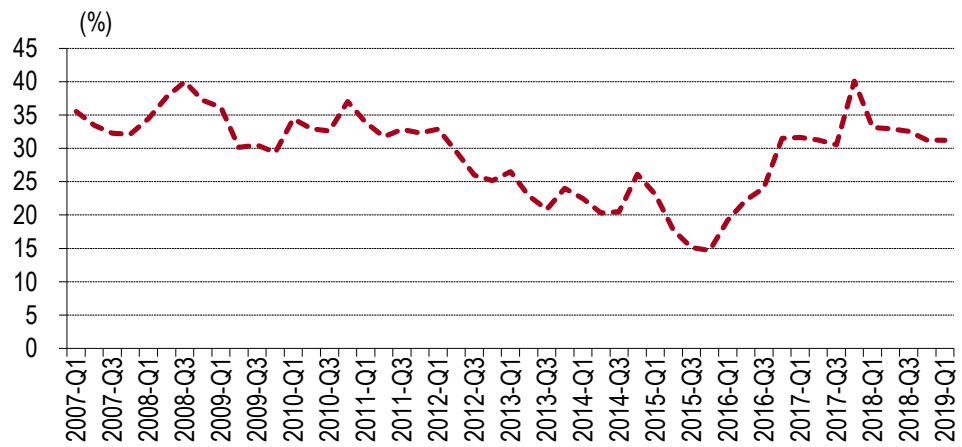
资料来源：万得，中银国际证券

各利润率高位运行，ROE 高位运行，经营现金流同比增长 14%，期间费用率保持不变

19 年一季度煤炭上市公司各项利润率高位运行：平均毛利润率 32%，同比下降 2 个百分点；经营利润率 15%，同比下降 1 个百分点；净利润率 11%，同比持平。成本费用控制较好，期间费用率 15%，同比持平。净资产收益率 2.9%，同比仅下降 0.1 个百分点。经营性现金流同比增长 14% 至 25 亿元。各项利润率指标、资产质量指标表现良好，行业正在享受资产负债表的不断修复带来的好处。这一趋势有望延续。

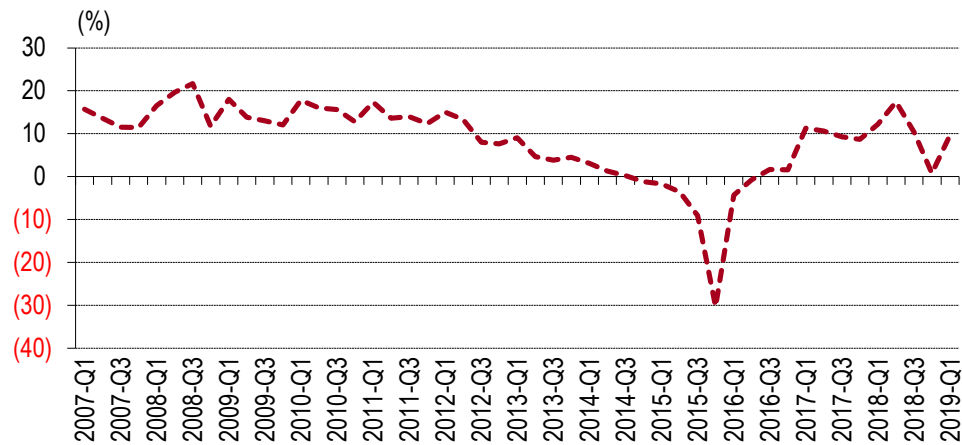


图表 7. 上市煤企季度毛利润率



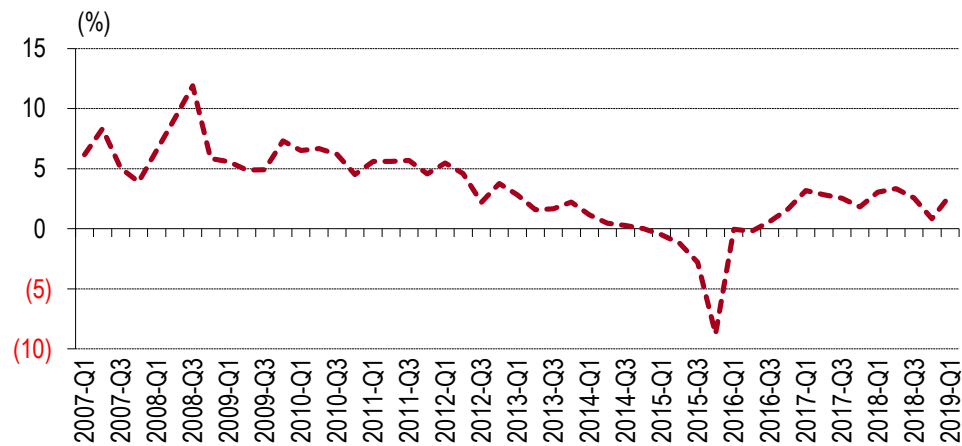
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 上市煤企季度净利润率



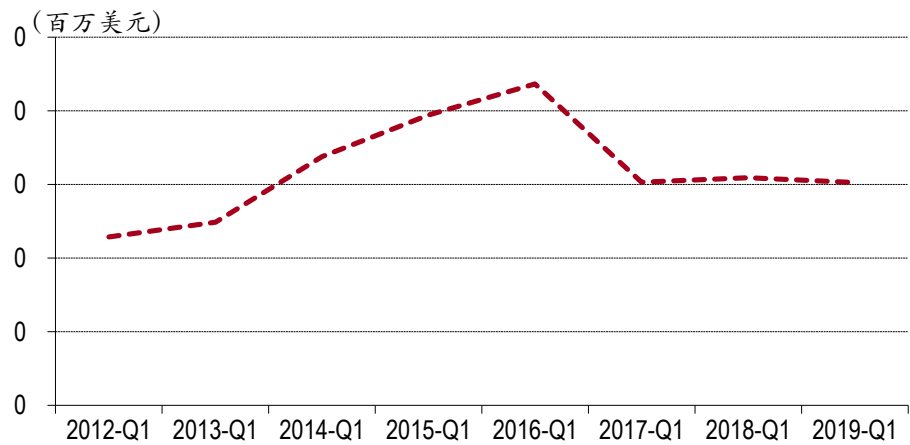
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 上市煤企季度 ROE



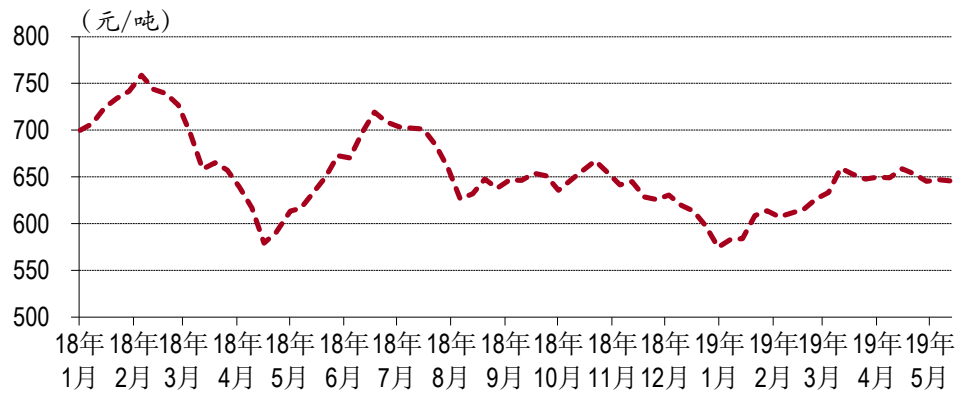
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 上市煤企期间费用率



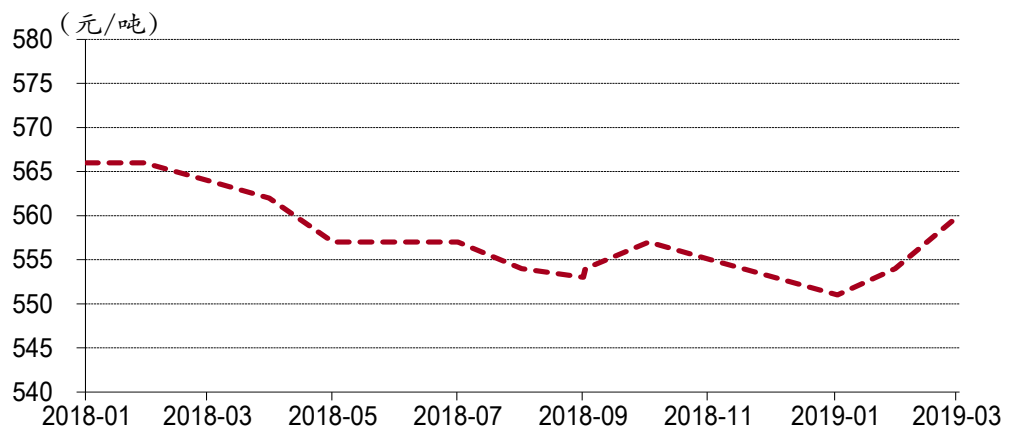
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 11. 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 (市场价)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 12. 秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价



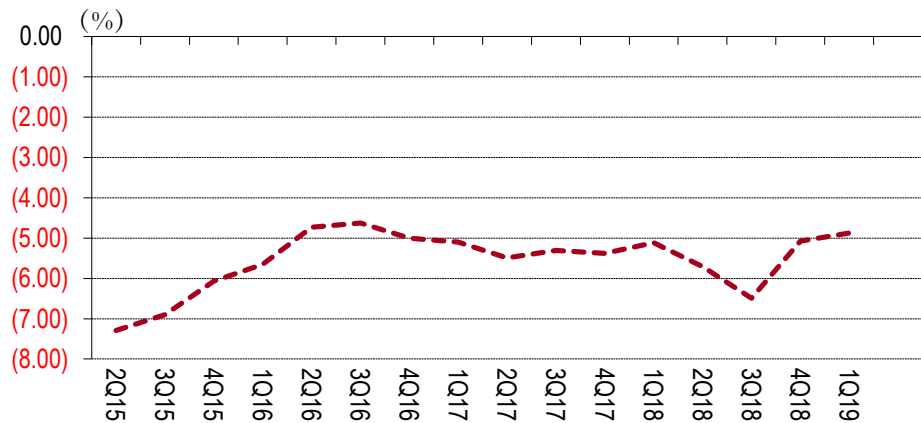
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 13. 基金持仓采矿业

时间	行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
1Q19	采矿业	3,919,580	0.29	1.91	6.79	(4.88)	(10.30)
4Q18	采矿业	4,369,549	0.34	2.79	7.87	(5.07)	13.93
3Q18	采矿业	3,835,373	0.29	2.23	8.72	(6.49)	3.45
2Q18	采矿业	3,707,413	0.29	2.07	7.79	(5.71)	(13.16)
1Q18	采矿业	4,300,647	0.35	2.29	7.40	(5.12)	10.65
4Q17	采矿业	3,886,762	0.34	2.13	7.51	(5.38)	(5.41)
3Q17	采矿业	4,108,867	0.37	2.21	7.52	(5.31)	5.19
2Q17	采矿业	3,906,140	0.39	2.16	7.65	(5.49)	(16.27)
1Q17	采矿业	4,664,907	0.53	2.63	7.73	(5.10)	1.72
4Q16	采矿业	4,586,250	0.51	2.76	7.76	(5.00)	(6.00)
3Q16	采矿业	4,878,889	0.57	2.89	7.52	(4.63)	2.15
2Q16	采矿业	4,776,005	0.60	2.94	7.68	(4.73)	37.81
1Q16	采矿业	3,465,618	0.45	2.20	7.85	(5.65)	49.44
4Q15	采矿业	2,319,041	0.28	1.23	7.30	(6.07)	5.60
3Q15	采矿业	2,196,041	0.33	1.53	8.42	(6.90)	(30.59)
2Q15	采矿业	3,163,722	0.45	1.57	8.86	(7.29)	(5.02)
1Q15	采矿业	3,330,876	0.66	1.77	9.90	(8.13)	(3.13)

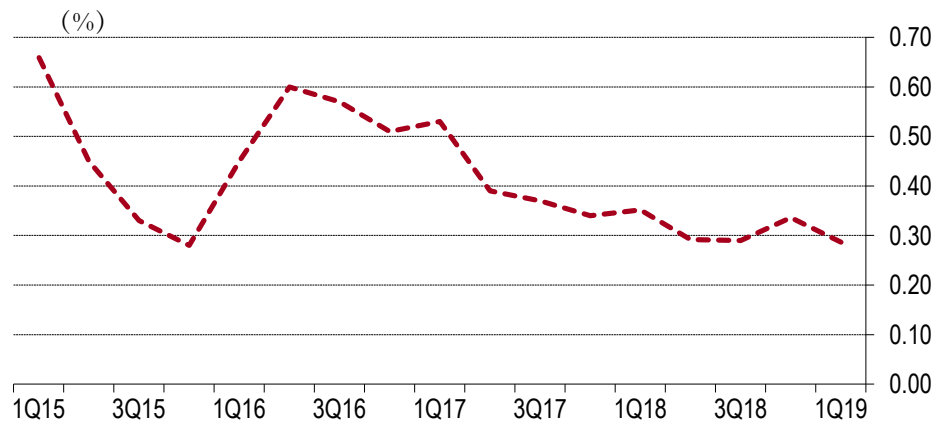
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 采矿业相对标准行业配置比例



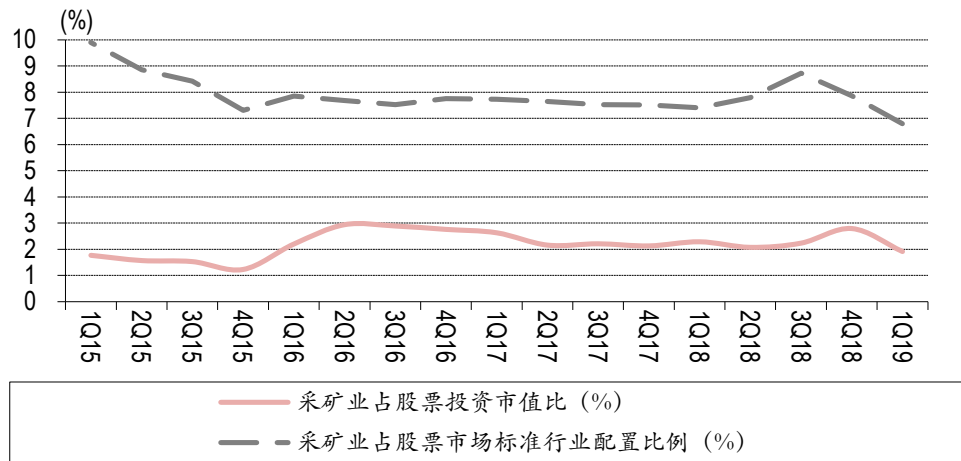
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 采矿业基金持仓占净值比例



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 基金持仓采矿业



资料来源: 万得, 中银国际证券

附录图表 17. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601918.SH	新集能源	未有评级	3.27	0.22	0.48	0.49	14.9	6.8	6.7
600740.SH	山西焦化	买入	8.79	1.21	1.14	1.32	7.3	7.7	6.7
600348.SH	阳泉煤业	买入	5.76	0.82	0.82	0.92	7.0	7.0	6.3
600546.SH	山煤国际	买入	4.80	0.37	0.58	0.73	13.0	8.3	6.6
601225.SH	陕西煤业	买入	8.86	1.10	1.14	1.29	8.1	7.8	6.9
600395.SH	盘江股份	未有评级	5.67	0.60	0.63	0.65	9.5	9.0	8.7
601699.SH	潞安环能	买入	7.71	0.89	0.96	1.07	8.7	8.0	7.2
600123.SH	兰花科创	未有评级	7.28	0.94	1.02	1.13	7.7	7.1	6.4
601088.SH	中国神华	中性	18.54	2.19	1.97	1.91	8.4	9.0	9.3
600157.SH	永泰能源	未有评级	1.94	0.06	0.07	0.08	32.3	27.7	24.3
600403.SH	大有能源	未有评级	4.18	0.38	0.41	0.43	11.0	10.2	9.7
000937.SZ	冀中能源	未有评级	4.00	0.32	0.33	0.34	12.5	12.1	11.8
000933.SZ	神火股份	未有评级	4.36	0.16	0.23	0.38	27.3	19.0	11.5
601898.SH	中煤能源	买入	4.86	0.40	0.37	0.43	14.3	13.2	11.3
002128.SZ	露天煤业	未有评级	8.75	1.24	1.30	1.33	7.1	6.7	6.6
600997.SH	开滦股份	未有评级	6.25	0.88	0.94	0.99	7.1	6.6	6.3
601101.SH	昊华能源	未有评级	6.29	0.59	0.60	0.65	10.7	10.5	9.7
601666.SH	平煤股份	未有评级	4.20	0.39	0.45	0.55	10.8	9.3	7.6
平均							12.7	9.3	8.2

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019/5/13，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示：

经济下行超预期；煤价大幅下跌；新能源替代速度加快，需求下降超预期；超产死灰复燃。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371