

# 蒙陕产能新时代，三大业务皆改善

## ——中煤能源 (601898.SH) 投资价值分析报告

跨市场公司深度

### ◆公司是中国第二大煤炭集团核心上市平台

公司遵循“以煤为基”发展战略，立足煤炭主业优势，同时积极拓展煤化工、煤机装备业务。公司煤炭资源中动力煤占比 91%，但拥有山西核心焦煤资产。其山西本部子公司中煤华晋作为焦煤生产主体，2019H1 净利润占公司归母净利润比重达 61%。当前公司已过资本支出高峰期，未来还有 200 多亿元的资本开支，相当于公司 2018 年全年经营性现金流。

### ◆新增产能具有成本优势，铁路资源将拓宽销售渠道

从公司煤炭产品销售结构来看，自产煤盈利能力显著，吨煤毛利接近 300 元。随着母杜柴登、纳林河 2 号煤矿投产（合计产能 1400 万吨/年），公司进入新一轮增长期。与山西本部动力煤矿井不同，蒙陕地区煤炭开采条件优良，且新投产矿没有历史包袱。运输不便是过去蒙陕煤炭销售的主要问题，浩吉铁路及其重要配套支线靖神铁路将为公司煤炭、煤化工产品拓宽中部销售市场。

### ◆煤矿生产安全引起广泛关注，辅助设备需求旺盛

煤机装备需求与煤炭行业景气度高度相关，虽然未来行业总体产能增长缓慢，但过去煤企在辅助安全设备领域存在历史欠账。公司输送、支护类设备销量占比由 2014 年的 39% 上升至 2019H1 的 78%，产品结构变化反映了煤炭企业在辅助设备更新维护方面的旺盛需求。2019 年以来安全事故频发，监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业辅助设备投资需求，公司煤机设备销量增长有望持续。

### ◆盈利预测与投资评级：

我们预计 2019-2021 年净利润分别为 61.2/64.9/70.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.49/0.53 元。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予中煤能源 (A) 2019 年 11 倍 PE 水平，目标价 5.06 元，首次覆盖给予“增持”评级；给予中煤能源 (H) 2019 年 7 倍 PE 水平，目标价 3.57 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：宏观经济下行导致煤炭需求萎缩；煤矿投产时间不确定；浩吉铁路及配套支线建设进度不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	81,123	104,140	117,154	120,341	123,688
营业收入增长率	33.80%	28.37%	12.50%	2.72%	2.78%
净利润 (百万元)	2,414	3,435	6,116	6,494	7,008
净利润增长率	19.14%	42.25%	78.06%	6.19%	7.91%
EPS (元)	0.18	0.26	0.46	0.49	0.53
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.71%	3.73%	6.29%	6.37%	6.55%
P/E (A 股)	26	18	10	10	9
P/E (H 股)	24	10	8	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

### A 股：增持 (首次)

当前价/目标价：4.74/5.06 元

### H 股：增持 (首次)

当前价/目标价：3.00/3.57 港元

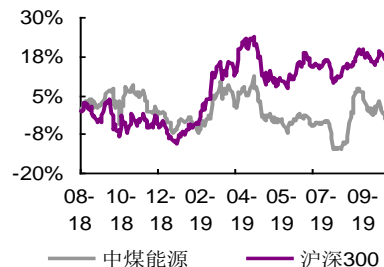
### 分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)  
021-52523799  
[jiancg@ebscn.com](mailto:jiancg@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：132.59  
总市值(亿元)：628.46  
一年最低/最高(元)：4.20/5.42  
近 3 月换手率：5.94%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.82	-7.46	-22.52
绝对	-3.30	-7.63	-3.80

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

公司主要收入来源包括煤炭、煤化工、煤机装备三大部分，我们对各个业务的关键假设如下：

- 1. 煤炭：**母杜柴登煤矿和纳林河 2 号煤矿于 2019 年初顺利投产，合计产能 1400 万吨。小回沟煤矿（300 万吨/年）试运行以来情况良好，正式投产后产量有望提升。我们假设 2019-2021 年公司自产煤销量 9800/10100/10400 万吨，吨煤售价 504/502/500 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。
- 2. 煤化工：**煤化工产能保持稳定，靖神铁路贯穿榆林能源化工基地腹地，服务榆神、榆横、靖边能化三大工业园区，其运量及基础设施完善后有利于降低运输成本，拓宽烯烃、尿素等化工品销售渠道，我们假设 2019-2021 煤化工营业收入保持稳定，毛利率逐年提升 1 个百分点。
- 3. 煤机装备：**虽然当前煤炭行业景气度大幅回升，但煤矿生产企业在安全生产领域的投入依然不足。监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业辅助设备投资需求，公司煤机设备销量增长有望持续，我们假设 2019-2021 业务营收增速为 26%/25%/20%，维持 15% 毛利率。

### 我们区别于市场的观点

市场没有充分认识到蒙陕新建煤矿产能优势，以及铁路资源为煤炭、煤化工产品销售带来的便利。随着母杜柴登、纳林河 2 号煤矿投产，公司已进入新一轮增长期。与山西本部动力煤矿井不同，蒙陕地区煤炭开采条件优良，且新投产矿没有历史包袱。运输不便过去蒙陕煤炭销售的主要问题，浩吉铁路及其重要配套支线靖神铁路将为公司煤炭、煤化工产品拓宽中部销售市场。

煤机装备是公司三大业务板块之一，2016 年以来煤机销售大幅增长，市场对其增长的可持续性存在疑问。我们认为公司煤机产品结构以输送、支护类设备为主，监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业对此类设备的采购需求，业务增长具有持续性。

### 股价上涨的催化因素

煤炭价格上涨；小回沟煤矿正式投产；大海则煤矿建设进度超预期；浩吉铁路及其配套支线运量提升。

### 估值与目标价

我们预计 2019-2021 净利润分别为 61.2/64.9/70.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.49/0.53 元。公司蒙陕煤矿产能投放后整体盈利能力提升，未来浩吉铁路及其配套支线将拓展煤炭、煤化工中部运销渠道。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予中煤能源 (A) 2019 年 11 倍 PE 水平，目标价 5.06 元，首次覆盖给予“增持”评级；给予中煤能源 (H) 2019 年 7 倍 PE 水平，目标价 3.57 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 目 录

1、 中国第二大煤炭集团上市平台 .....	6
1.1、 “以煤为基”的综合能源企业 .....	6
1.2、 资本支出高峰已过，收获期已经来临.....	8
2、 新建铁路有望打破煤炭、煤化工产品运输瓶颈.....	9
2.1、 煤炭产能已经进入新一轮增长期.....	10
2.2、 山西省内煤炭主要由铁路销往环渤海港口 .....	12
2.3、 浩吉铁路为蒙陕新产能打开中部运销渠道 .....	13
3、 2019 年以来煤矿生产安全引起高度关注 .....	16
3.1、 行业景气度回升，煤机销售触底反弹.....	17
3.2、 历史欠账较多，辅助设备需求具有持续性 .....	17
4、 盈利预测 .....	19
5、 估值水平与投资评级 .....	20
5.1、 相对估值 .....	20
5.2、 绝对估值 .....	21
5.3、 估值结论与投资评级.....	22
6、 风险分析 .....	22

## 图表目录

图 1：中煤集团 2018 年产量全国第二 .....	6
图 2：2019Q3 集团资产证券化率 82% .....	6
图 3：公司主要煤矿集中于蒙陕、山西地区（2018） .....	6
图 4：公司煤炭资源中动力煤占比 91%（2018） .....	6
图 5：公司营业收入 2019Q1-3 同比增长 22% .....	7
图 6：公司归母净利润 2019Q1-3 同比增长 42% .....	7
图 7：煤炭、煤化工营收占比分别为 79%/15% .....	7
图 8：公司煤炭业务毛利率较高 .....	7
图 9：公司主要子公司 2019H1 净利润 .....	8
图 10：主要子公司业务及利润贡献 .....	8
图 11：2019Q1-3 投资收益 20.3 亿元，占利润总额 17% .....	8
图 12：公司资本开支高峰集中于煤炭行业景气度下行期 .....	9
图 13：2019H1 煤炭板块营收同比增长 24.4% .....	10
图 14：公司自产煤销量 .....	10
图 15：中煤华晋年均销量约 960 万吨（单位：万吨） .....	11
图 16：2018 中煤华晋吨煤净利 333 元（单位：元/吨） .....	11
图 17：运输环节占煤炭终端价格的 40% .....	12
图 18：山西煤炭铁路外运通道 .....	12
图 19：浩吉铁路股权结构 .....	13
图 20：浩吉铁路线路分布 .....	14
图 22：公司参股浩吉铁路重要配套支线靖神铁路，有望提升烯烃产品运输、销售半径 .....	16
图 23：2016 年以来煤机销量逐年上行 .....	17
图 24：输送、支护类设备销量占比提升 .....	17
图 25：2016 年煤炭固定资产投资增速触底回升 .....	17
图 26：煤炭固定资产投资高点为 2012 年的 5370 亿元 .....	17
图 27：煤企盈利水平接近 2012 年，但新增掘进机不足 2012 年的一半 .....	19
图 28：煤企盈利水平接近 2012 年，但液压支架不足 2012 年的一半 .....	19
表 1：2018 年末公司重点在建工程项目（单位：亿元） .....	9
表 2：公司主要煤矿情况（2018 年） .....	11
表 3：山西煤炭铁路运输费用测算 .....	13
表 4：根据终到价高低，煤源点呈现三个梯度（单位：元/吨） .....	14
表 5：陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为浩吉铁路未来主要煤运线路（单位：元/吨） .....	15
表 6：2011-2015 年，煤企在辅助生产设备上的投入大幅下滑（单位：台） .....	18
表 7：公司主营业务盈利预测 .....	20

表 8：中煤能源（A）可比公司估值表.....	21
表 9：中煤能源（H）可比公司估值表 .....	21
表 10：基本假设.....	21
表 11：FCFF 估值 .....	22
表 12：敏感性分析 .....	22
表 13：估值结果汇总.....	22

## 1、中国第二大煤炭集团上市平台

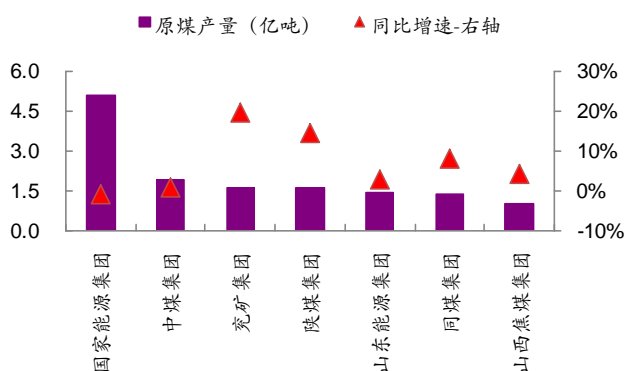
中煤能源是我国第二大煤炭集团中煤能源集团核心上市平台，公司遵循“以煤为基”发展战略，发挥煤炭主业优势，同时积极拓展煤化工、煤机装备业务。公司主要煤种虽然为动力煤，但拥有山西核心焦煤资产。其山西本部子公司中煤华晋作为焦煤生产主体，为公司贡献了一半以上归母净利润。当前公司已过资本支出高峰期，随着蒙陕产能的投产现金流情况有望得到改善。

### 1.1、“以煤为基”的综合能源企业

中煤能源由中国中煤能源集团 2006 发起设立，2006 年公司在香港 H 股上市，2008 回归 A 股。截至 2019 年三季度末公司总股本为 132.6 亿，A/H 股本分别为 91.5/41.1 亿，控股股东中煤集团持有上市公司 57.4% 股份。

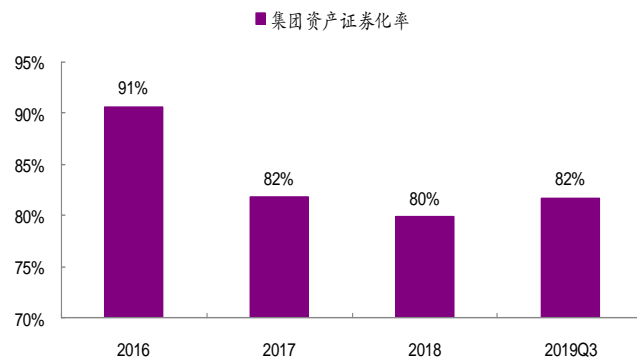
2018 年集团煤炭产量 1.9 亿吨，同比增长 0.8%，产量位居全国第二。集团旗下共有 3 个上市平台，分别为中煤能源（A+H）、新集能源、上海能源，且三家公司都属于煤炭行业，截至 2019 年三季度末集团资产证券化率已达 82%。

图 1：中煤集团 2018 年产量全国第二



资料来源：煤炭工业协会，光大证券研究所

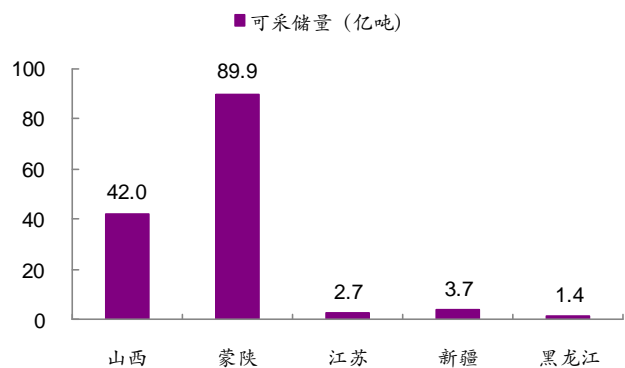
图 2：2019Q3 集团资产证券化率 82%



资料来源：Wind，光大证券研究所

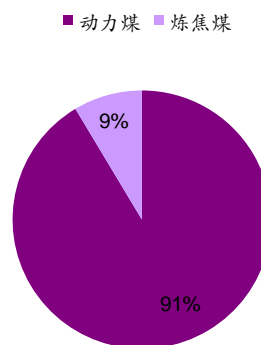
中煤能源是集煤炭、煤化工、煤矿装备制造三大业务于一体的大型能源企业。截至 2018 年底，公司所属煤炭资源可采储量约 140 亿吨，按照煤种划分可采动力煤 128 亿吨，炼焦煤 12 亿吨。

图 3：公司主要煤矿集中于蒙陕、山西地区（2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

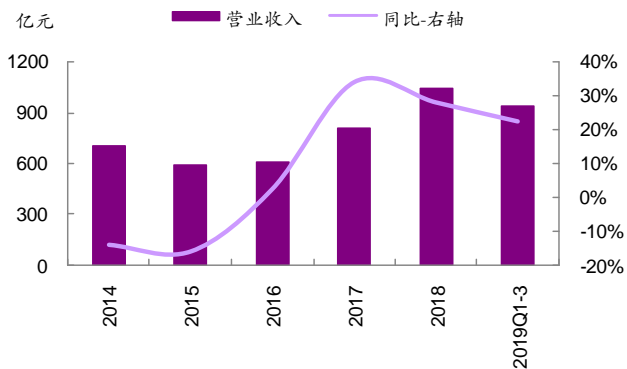
图 4：公司煤炭资源中动力煤占比 91%（2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

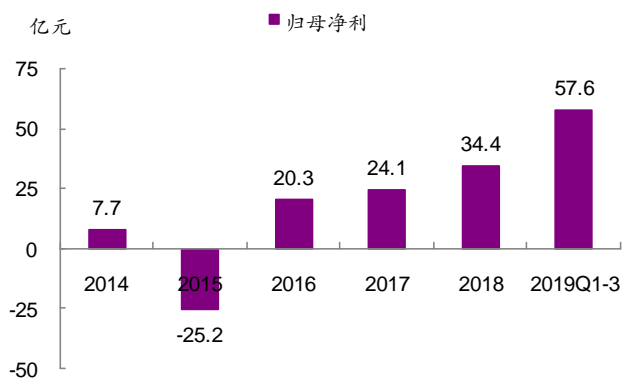
2019 年前三季度公司营业收入 942.4 亿元，同比增长 22%；归母净利润 57.6 亿元，同比增长 41.8%。从盈利结构看，2019 年上半年煤炭/煤化工业务占公司营业收入 79.1%/15.4%，毛利占比分别为 83.9%/11.7%，煤炭利润率高于煤化工。

图 5：公司营业收入 2019Q1-3 同比增长 22%



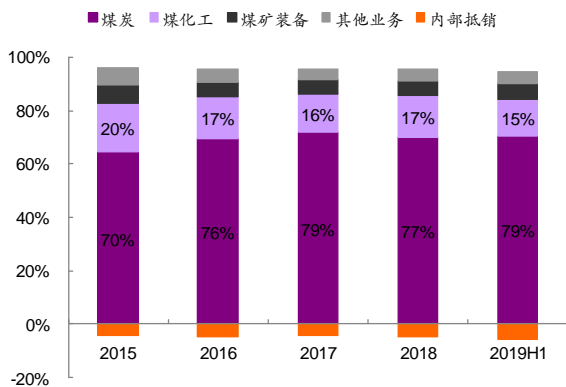
资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：亿元）

图 6：公司归母净利润 2019Q1-3 同比增长 42%



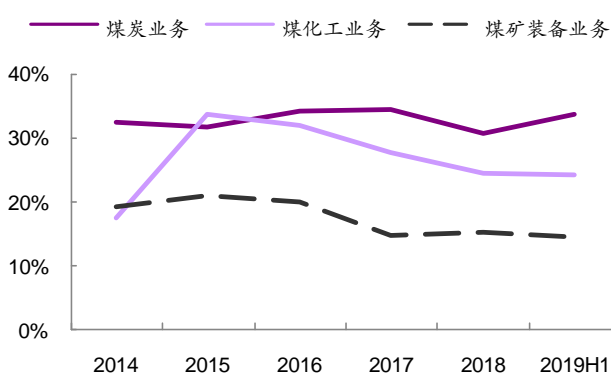
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：煤炭、煤化工营收占比分别为 79%/15%



资料来源：Wind，光大证券研究所

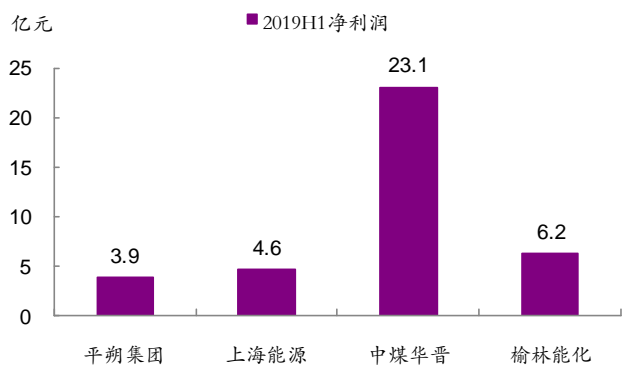
图 8：公司煤炭业务毛利率较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

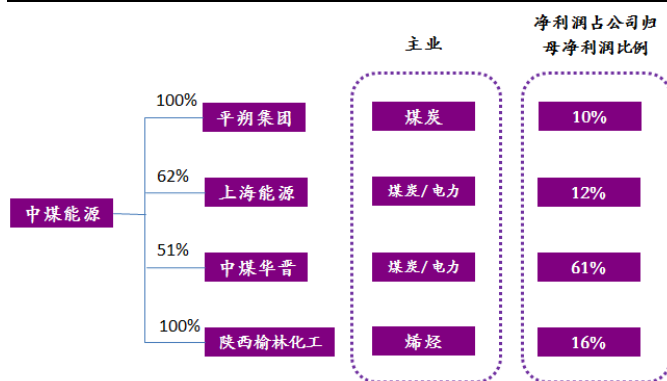
公司核心子公司包括平朔集团、上海能源、中煤华晋、陕西榆林能源化工，2019H1 净利润占公司归母净利润比重分别为 10%/12%/61%/16%。煤炭业务主要集中于前三家子公司，其中上海能源为 A 股上市公司。煤化工烯烃业务主要由陕西榆林能源化工负责运作。

图 9：公司主要子公司 2019H1 净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

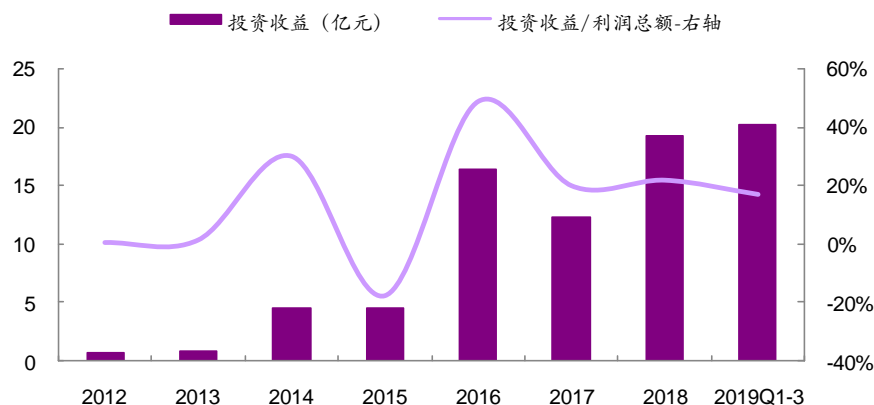
图 10：主要子公司业务及利润贡献 (2019H1)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

自 2016 年以来公司投资收益大幅提升，2019Q1-3 投资收益 20.3 亿元，占利润总额比重 17%。主要参股公司包括河北中煤旭阳焦化、禾草沟煤业、中天合创、华晋焦煤，皆属于煤炭及煤化工行业。

图 11：2019Q1-3 投资收益 20.3 亿元，占利润总额 17%



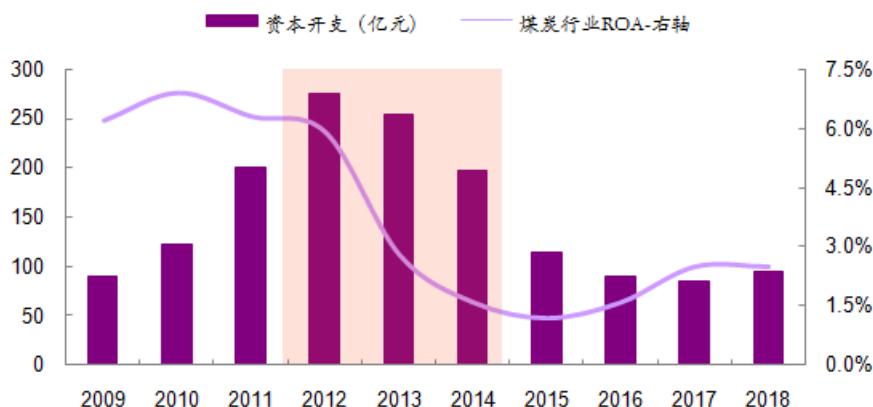
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 1.2、资本支出高峰已过，收获期已经来临

公司上市后恰逢能源需求快速增长，借助资本市场融资先后大规模投资于煤炭、煤化工行业。2009-2018 年公司购买固定资产、无形资产等资本支出合计超过 1500 亿元，是当前市值的两倍以上。历史上资本开支与煤炭行业景气度逆向分布，反映了公司逆势扩张的外延战略。自 2016 年煤价大幅回升以来采矿权交易价格水涨船高，但公司资本开支始终维持低位，体现了管理层对高成本扩张的克制。随着重大在建工程的投产完工，公司现金流情况有望得到改善。



图 12：公司资本开支高峰集中于煤炭行业景气度下行期



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：2012-2015ROA 下降，行业进入萧条期。）

截至 2018 年末，公司重点在建工程项目累计投入资金 317 亿元，根据项目预算金额未来还有 200 多亿元的资本开支，相当于公司 2018 年全年经营性现金流，在建工程项目中工程进度尚未过半的仅有大海则煤矿、甲醇及煤化工项目。

表 1：2018 年末公司重点在建工程项目（单位：亿元）

所属板块	项目	总预算	工程进度	投入资金
电力	平朔公司 2×660MW 低热值煤发电	68	66%	44
	新疆煤电化准东北二电厂 2*660MW 电厂 3、4 号机组项目	47	79%	37
	上海能源 2×350MW 煤矸石热电联供项目	34	59%	20
煤炭	陕西榆林大海则煤矿项目	130	28%	37
	小回沟矿井及选煤厂建设项目	37	64%	24
	蒙大矿业纳林河二号矿井及选煤厂	72	85%	61
	上海能源 106 煤矿改扩建项目	10	98%	10
	伊化矿业母杜柴登矿井建设及相关配套工程	67	97%	65
煤化工	鄂能化公司合成气制 100 万吨/年甲醇技术改造项目	50	11%	5
	黑龙江煤化工依兰第三煤矿项目	25	53%	13
合计		539		317

资料来源：公司公告，光大证券研究所（投入资金=总预算\*工程进度）

## 2、新建铁路有望打破煤炭、煤化工产品运输瓶颈

从公司煤炭产品销售结构来看，自产煤盈利能力显著。随着母杜柴登、纳林河 2 号煤矿投产，公司进入新一轮增长期。与山西本部动力煤矿井不同，蒙陕地区煤炭开采条件优良，且新投产矿没有历史包袱。运输不便过去蒙陕煤炭销售的主要问题，浩吉铁路及其重要配套支线靖神铁路将为公司煤炭、煤化工产品拓宽中部销售市场。

## 2.1、煤炭产能已经进入新一轮增长期

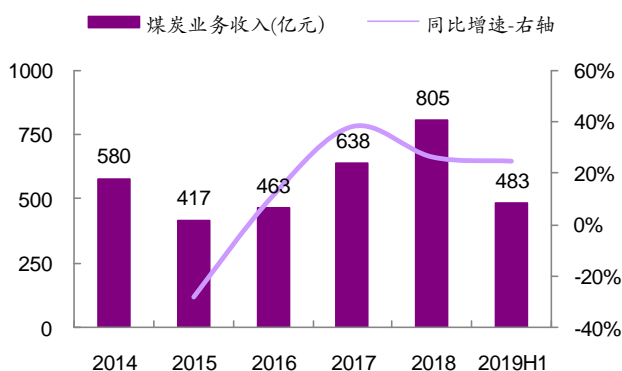
煤炭板块是公司盈利的核心来源，2019H1 该板块营业收入 482.8 亿元，同比增长 24.4%。在煤炭价格没有大幅上涨的情况下，自产煤销量提升是收入大幅增长的主要因素。

根据销售模式的不同，公司煤炭业务可分为自产煤、买断贸易煤、代理三种类型。自产煤吨毛利远高于买断贸易煤，虽然二者销售价格相近，但贸易采购成本高于自产的生产成本。

- **自产煤：**公司销售自有矿井所生产煤矿，煤种包括动力煤及焦煤，2019H1 吨毛利 290 元。
- **买断贸易煤：**公司采购其他煤炭生产企业煤炭，煤种为动力煤，2019H1 年吨毛利 31 元。
- **代理：**公司作为买卖双方代理人，提供代理服务并收取代理费及佣金，每吨收入在 5 元左右。

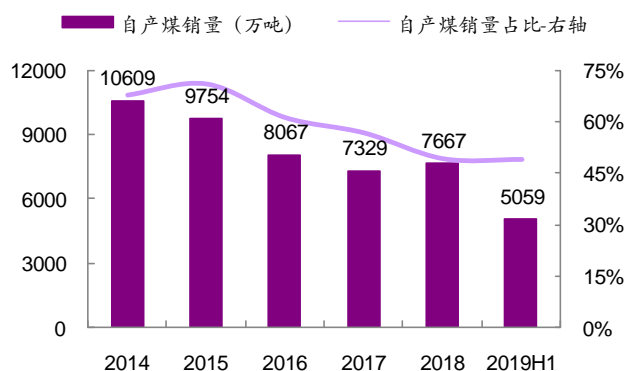
自 2014 年以来，由于资源整合、产能结构优化等原因，公司自产煤产销量持续下降，自产煤销量占比在 2014-2019H1 年间由 68% 降至 49%。2016 年开始的供给侧改革加速了产区结构调整进度，2018 年公司自产煤销量止跌回升，2019 年上半年自产煤销量同比增长 39.2%。

图 13：2019H1 煤炭板块营收同比增长 24.4%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

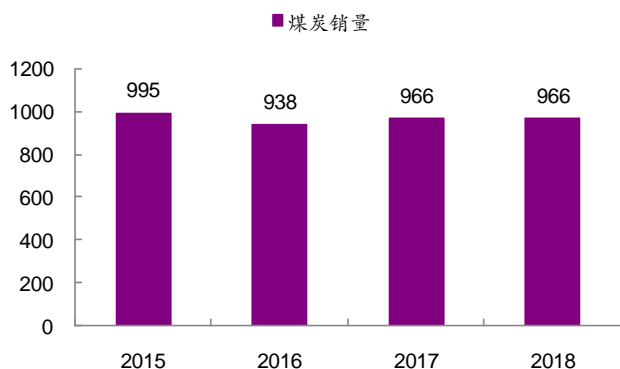
图 14：公司自产煤销量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

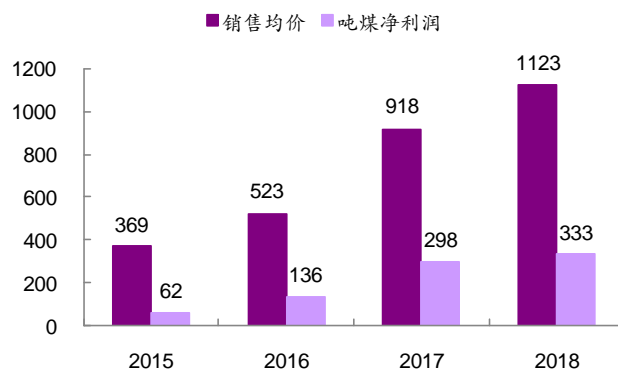
截至 2018 年末，公司煤矿总产能 1.4 亿吨，其中生产产能 1.2 亿吨。公司煤矿产能主要集中于下属子公司平朔集团，其拥有产能 8390 万吨，矿区分布主要在山西朔州，煤种以动力煤为主。焦煤则主要集中于中煤华晋公司，与动力煤相比焦煤资源更具稀缺性，单位货值是前者的两倍。中煤华晋焦煤销量稳定，年均销量约 960 万吨，2015 年至今吨煤净利润稳步提升，2018 年吨煤净利润达 333 元。

图 15: 中煤华晋年均销量约 960 万吨 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算 (注: 2017/18 产量根据产能及历史产量测算)

图 16: 2018 中煤华晋吨煤净利 333 元 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算 (注: 2017/18 产量根据产能及历史产量测算)

2019 年起公司有望迎来产能增长期, 新增产能集中投放于蒙陕地区: 新建煤矿母杜柴登 (600 万吨/年) 和纳林河 2 号煤矿 (800 万吨/年) 已于 2018 年底正式投产, 2019 年逐步释放产量; 小回沟 (300 万吨/年) 2019 年已进入联合试运转; 大海则煤矿 (1500 万吨/年) 已于 2018 年底复工建设; 里必煤矿 (400 万吨/年) 已经开工建设。

表 2: 公司主要煤矿情况 (2018 年)

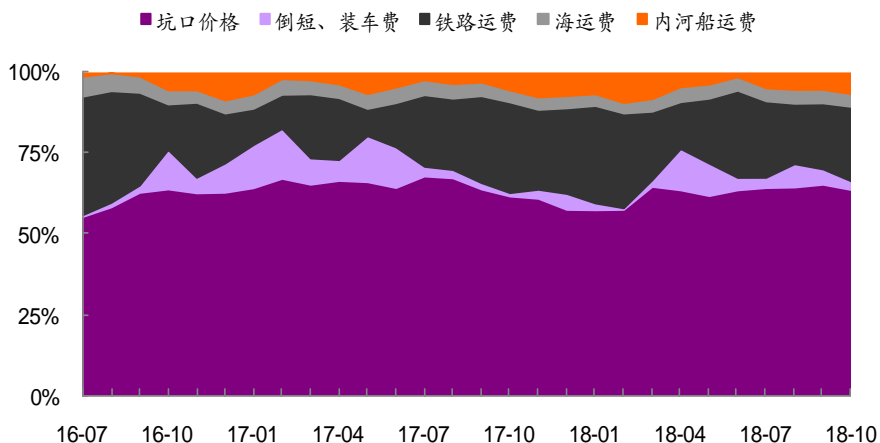
所属子公司	所在地	煤矿	产能	运营状态
平朔集团公司	朔州市	安太堡露天矿	2000	生产
	朔州市	安家岭露天矿	2000	生产
	朔州市	平朔东露天煤矿	2000	生产
	朔州市	井工一矿	1000	生产
	朔州市	井工三矿	1000	生产
	朔州市	北岭煤业	90	建设 (资源整合)
	太原市	小回沟煤矿	300	建设 (新建)
上海能源公司	徐州市	姚桥煤矿	445	生产
	徐州市	徐庄煤矿	180	生产
	徐州市	孔庄煤矿	180	生产
	新疆	苇子沟煤矿	240	建设 (新建)
	阳泉市	玉泉煤矿	120	建设 (资源整合)
唐山沟公司	大同市	新唐山沟煤业	120	生产
南梁公司	榆林市	南梁矿业	300	生产
	运城市	王家岭煤矿	600	生产
中煤华晋公司	临汾市	华宁焦煤	300	生产
	临汾市	韩咀煤业	120	生产
	鄂尔多斯市	纳林河二号煤矿	800	生产
西北能源公司	鄂尔多斯市	母杜柴登煤矿	600	生产
	鄂尔多斯市	沙拉吉达		勘探
陕西公司	榆林市	大海则煤矿	1500	建设 (新建)
<b>生产产能</b>			<b>11645</b>	
<b>建设产能</b>			<b>220</b>	
<b>总产能</b>			<b>13895</b>	

资料来源: 公司公告, 国家能源局, 光大证券研究所 (单位: 万吨)

## 2.2、山西省内煤炭主要由铁路销往环渤海港口

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60%左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运费。

图 17：运输环节占煤炭终端价格的 40%



资料来源：Wind，光大证券研究所

2018 年公司发生运输费用 85.5 亿元，接近同期利润总额。公司煤炭主要通过铁路运输。从下图中可以清楚地看到，山西煤炭外运通道有大秦铁路（652Km）、朔黄铁路（590Km），分别到达秦皇岛港及黄骅港。朔黄铁路属于中国神华，中煤能源主要通过大秦铁路外运煤炭。运费方面，朔黄铁路吨公里运费 0.12 元，较大秦铁路在运费上存在优势。假设大秦铁路吨公里运费 0.155 元，全程运输距离 650 公里，那么每吨煤到港运费 101 元。

图 18：山西煤炭铁路外运通道



资料来源：中国神华公司公告，光大证券研究所

表 3：山西煤炭铁路运输费用测算

主要运煤线路	线路主要站点	分段线路里程 (公里)			总里程 (公里)	运费 (元/吨)
<b>晋北</b>						
大秦线	大同-秦皇岛港	652			652	101
朔黄线	朔州-黄骅港	590			590	87
北同蒲线-大秦线	太原-大同-秦皇岛港	352	652	1004	171	
准池线-朔黄线	朔州--忻州-黄骅港	180	590	770	115	
京包线-张唐线	大同--张家口-曹妃甸	181	528	709	108	
<b>晋南</b>						
南同蒲线-北同蒲线-大秦线	蒲州-太原-大同-秦皇岛港	519	325	652	1496	246
晋中南铁路	吕梁-日照港	1260			1260	209

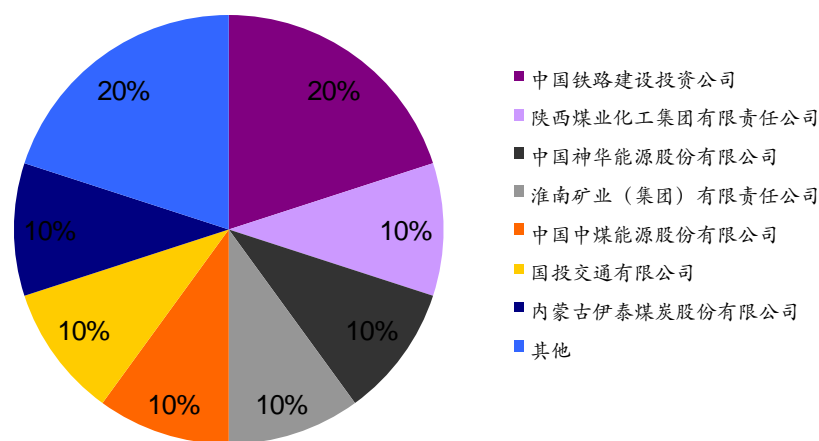
资料来源：国家铁路局，国家发改委，光大证券研究所（注：假设吨公里运费国铁、大秦、朔黄分别为 0.153/0.155/0.12 元，吨煤到港运费根据分段里程及运费测算）

## 2.3、浩吉铁路为蒙陕新产能打开中部运销渠道

作为我国首条横跨南北煤运重载专线铁路，浩吉铁路（原名蒙华铁路）已于 2019 年下半年投产。铁路北起内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉站，南至江西省吉安，全长 1837 公里为大秦铁路的 3 倍，设计运力 2 亿吨为大秦铁路 1/2。投产后将打通陕西能源“金三角”地带与中部“两湖一江”地区的铁路直运通路。

浩吉铁路投资方包括铁建、神华、陕煤、中煤等 10 家以上投资方，其中铁建股权占比 20% 位居第一，中煤能源等其他单一股东均不超过 10%。上游货源点以陕北、鄂尔多斯为主，未来主要服务于上述两地的煤炭、煤化工产品运输。

图 19：浩吉铁路股权结构



资料来源：国家工商行政管理总局，光大证券研究所（注：股权结构为 2018 年数据）

浩吉铁路是“三西”地区未来唯一华中通道，上游辐射东胜、乌海、准格尔、包头、榆林、彬长、黄陵、蒲白、彬长等动力煤矿区。根据经济性不同可以将范围内煤矿分为：

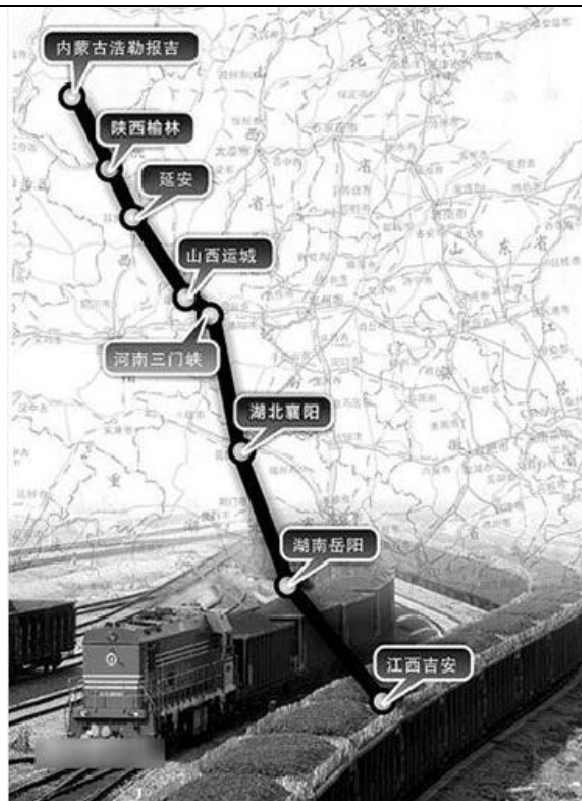
(1) 沿线矿区。沿线矿区分布于浩吉铁路沿线可直接使用浩吉外运的矿区，如纳林河矿区、呼吉尔特矿区、榆横矿区、王家岭矿区、韩城矿区等；

(2) 邻近矿区。邻近矿区一般需要通过一次地方铁路转运方可抵达浩吉铁路沿线发运点。如呼吉尔特矿区需要通过新恩陶铁路集运，榆横矿区需要通过靖神铁路集运等；

(3) 辐射矿区。辐射矿区相较邻近矿区更远，一般通过短途汽运或者多次转运后才能通过浩吉铁路外运。如上海庙矿区、宁东矿区等；

通过煤价对比，按煤价由低到高顺序形成沿线、邻近、辐射矿区三个梯队。如前所述，对于煤炭这种低货值品种，运输费用占成本比重较高。在煤矿地理位置（同属于“三西”地区）、矿龄相近时，距离浩吉铁路的远近以及是否具备配套支线成为最核心的竞争要素。第一梯队由强到弱前五位分别为王家岭矿区、韩城矿区、榆横矿区、纳林河矿区、呼吉尔特矿区。

图 20：浩吉铁路线路分布



资料来源：大公网

表 4：根据终到价高低，煤源点呈现三个梯度（单位：元/吨）

矿区名称	坑口价格	起点	运费			终到价		
			襄阳	岳阳	吉安	襄阳	岳阳	吉安
沿线矿区	纳林河矿区	陶利庙	149	225	306	489	565	646
	呼吉尔特矿区	阿布达尔	172	248	329	499	575	656
	榆横矿区	海则滩	144	220	301	484	560	641
	王家岭矿区	河津西	87	163	244	400	476	557
	韩城矿区	韩城北	91	166	248	418	493	575
邻近矿区	呼吉尔特矿区 (通过新恩陶集运)	乌兰陶勒盖	165	240	322	492	567	649

	榆横 (通过靖神集运)	340	红石桥	155	230	312	495	570	652
	榆神矿区	330	大兔兔	172	248	2329	502	578	2659
	纳林希里矿区	360	苏布尔嘎	182	264	346	542	624	706
辐射矿区	塔然高勒、高头窑矿区	490	泊江海子	197	272	354	687	762	844
	上海庙矿区	450	新上海庙	167	225	324	617	675	774
	宁东地区	330	梅花井	191	266	348	521	596	678

资料来源：杜非《浩吉铁路建设对煤炭市场的影响分析》，光大证券研究所

公司母杜柴登、纳林河 2 号煤矿、大海则煤矿分别位于浩吉铁路上游沿线第一梯队矿区呼吉尔特矿区、纳林河矿区、榆横矿区，对应发运站点阿布达尔、陶利庙、海则滩。

- **母杜柴登矿**：位于乌审旗呼吉尔特矿区，资源储量 11.2 亿吨，可采储量 7.0 亿吨，设计生产能力 600 万吨/年。
- **纳林河 2 号煤矿**：位于鄂尔多斯高原东南部，资源储量 12.3 亿吨，设计生产能力 800 万吨/年。
- **大海则煤矿**：位于陕西榆横矿区北区西北部，资源总储量 50.58 亿吨，设计可采储量 32.75 亿吨，建设规模 1500 万吨/年。

与现有的“海进江”相比，陕西、蒙西地区煤矿在“铁路直达”方式下具有价格优势，存在 80 元/吨左右的价差，价差红利由煤炭生产企业和下游电厂共同分享。对于公司而言，浩吉铁路开通后凭借沿线矿区的交通优势，公司煤炭销售地除了现有的环渤海港口外还增添了中部市场，销售渠道将更加灵活畅通。

表 5：陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为浩吉铁路未来主要煤运线路（单位：元/吨）

始发地	目的地	运输方式	始发价	运费 1	终到价 1	运费 2	终到价 2	运费 3	终到价 3
陕西	湖北	浩吉铁路	420	164	584	175	594.76	185	605
		海进江	630	73	703	73	703	73	703
		价差			-118		-108		-98
	湖南	浩吉铁路	420	191	611	203	623	215	635
		海进江	630	98	728	98	728	98	728
		价差			-117		-105		-93
	江西	浩吉铁路	420	257	677	273	693	289	709
		海进江	630	109	739	109	739	109	739
		价差			-62		-46		-30
蒙西	湖北	浩吉铁路	411	202	613	214	625	227	638
		海进江	630	73	703	73	703	73	703
		价差			-90		-78		-65
	湖南	浩吉铁路	411	228	639	243	654	257	668
		海进江	630	98	728	98	728	98	728
		价差			-89		-74		-60
	江西	浩吉铁路	411	294	705	312	723	331	742
		海进江	630	109	739	109	739	109	739
		价差			-34		-16		2
山西	湖北	浩吉铁路	634	104	738	111	745	118	752

	海进江	630	73	703	73	703	73	703
	价差			36		42		49
	浩吉铁路	634	131	765	140	774	148	782
	海进江	630	98	728	98	728	98	728
湖南	浩吉铁路	634	131	765	140	774	148	782
	海进江	630	98	728	98	728	98	728
	价差			37		45		54
江西	浩吉铁路	634	240	874	255	889	270	1144
	海进江	630	109	739	109	739	109	739
	价差			135		150		405

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算(注:“海进江”模式下,假设上游煤炭从环渤海港口发货,以港口平仓价作为始发价;运费 1/2/3 分别假设铁路吨公里运费为 0.16/0.17/0.18 元/吨·公里,得到终到价 1/2/3。)

除了新投产煤矿将受益浩吉铁路外,公司煤化工板块将受益于浩吉铁路重要配套支线靖神铁路。该铁路南起靖边北站,与浩吉铁路接轨,北至神木西站,设计正线全长 233 公里,设计运量近期 5100 万吨,远期 7200 万吨,2019 年已与浩吉铁路同步开通。靖神铁路作为省内交通基础设施重点项目,贯穿榆林能源化工基地腹地,服务于神府、榆神、榆横三大矿区和榆神、榆横、靖边能化三大工业园区。公司煤化工板块核心子公司陕西榆林能源化工是靖神铁路公司的股东之一,并为靖神铁路公司提供 1.8 亿元担保。靖神铁路开通后,公司烯烃产品将运往中部等需求地,销售价格有望得到提升。

图 21: 公司参股浩吉铁路重要配套支线靖神铁路,有望提升烯烃产品运输、销售半径



资料来源: 人民铁道网

### 3、2019 年以来煤矿生产安全引起高度关注

煤机装备与煤炭行业景气度高度相关,2016 年以来公司煤机销量逐年回升。我们认为公司煤机销量增长具有可持续性,虽然未来行业总体产能增长



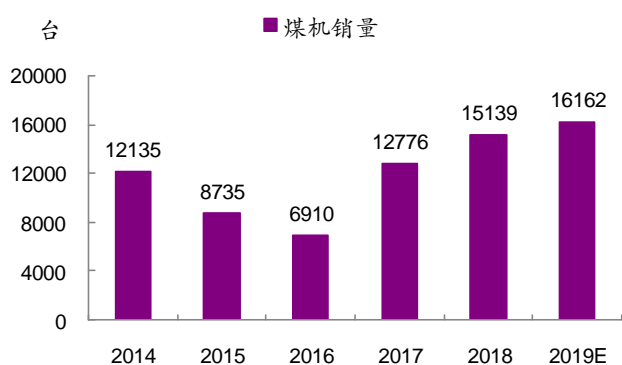
缓慢，但过去煤企在辅助安全设备领域存在历史欠账。公司煤机产品结构以输送、支护类设备为主，监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业对此类设备的采购需求。

### 3.1、行业景气度回升，煤机销售触底反弹

公司煤机业务核心经营主体为子公司中国煤矿机械装备公司，其在中国煤机行业排名领先，是国内最大的煤矿机械装备制造企业之一，主要生产包括刮板运输机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机煤机设备。

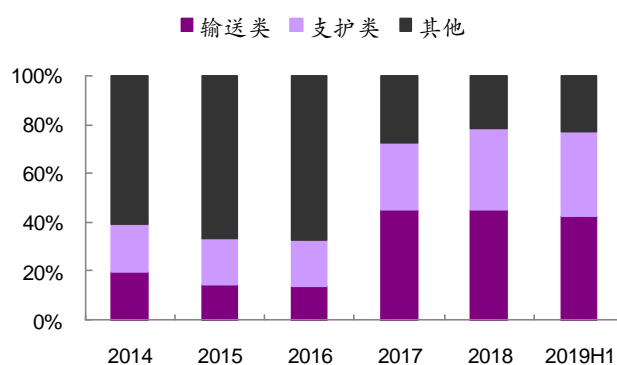
煤机设备单位货值较高，与煤炭行业景气度高度相关。在行业景气度下行周期，由于煤炭企业压缩成本，降低资本投入，导致煤机设备采购需求不足。煤炭行业供给侧改革后，煤炭固定资产投资快速回升，但绝对值上距离2012年高点仍有较大差距。2016年以来公司煤机销量逐年上行，输送、支护类设备销量占比大幅提升。

图 22：2016 年以来公司煤机销量逐年上行



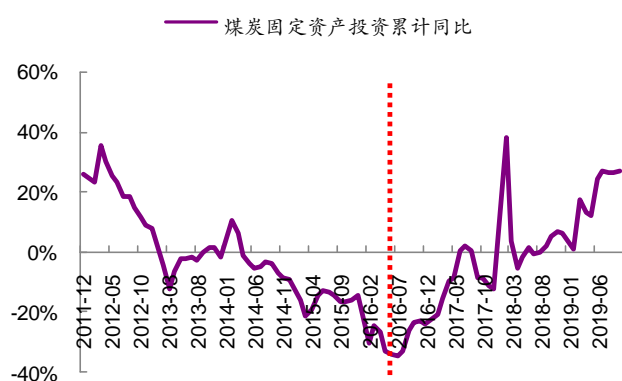
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 23：输送、支护类设备销量占比提升



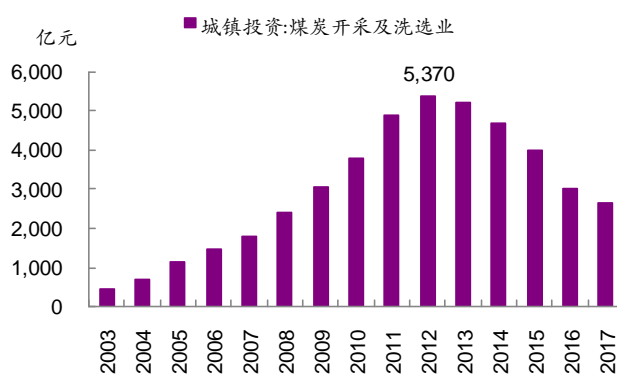
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 24：2016 年煤炭固定资产投资增速触底回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：煤炭固定资产投资高点为 2012 年的 5370 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.2、历史欠账较多，辅助设备需求具有持续性

我们曾在 2019 年 3 月 7 日的行业报告《繁荣之下的隐忧——煤矿“事故周期”研究》中指出，2012-15 年煤炭企业面临大面积亏损，不少煤矿实际处于停产停工状态，经营效益的低迷使得煤企在设备维护、安全检查等方面形

成欠账。

煤炭企业固定资产投资包括新建/扩建矿井，辅助设备更新维护两大块。为了厘清煤炭企业此方面的投入程度，我们选择了煤矿设备指标——各类煤机产量指标。煤炭采掘是个系统性的复杂工程，采煤机的多少影响煤矿产量，液压支架、皮带输送机、矿灯、防爆电动机等属于辅助生产设备。辅助设备不能对产量产生直接影响，但是对煤矿的安全系数有较大影响。通过“单位煤机配套辅助设备指标”，可以观测到不同年份配套生产设备的投入情况，从侧面反映煤企在生产安全方面的投入。

2011-2015年，单位采煤机配套设备均大幅下降，其中下降幅度最大的辅助设备有掘进机（-65%）、煤矿专用仪器仪表（-77%）、矿灯（-57%）、防爆电动机（-36%），上述设备对井下作业、工人安全均有重要作用。可见，在煤炭行业低谷期，煤炭企业压缩辅助设备、安全维检费用支出，为煤矿安全生产安全增添隐患。

**表 6： 2011-2015 年，煤企在辅助生产设备上的投入大幅下滑（单位：台）**

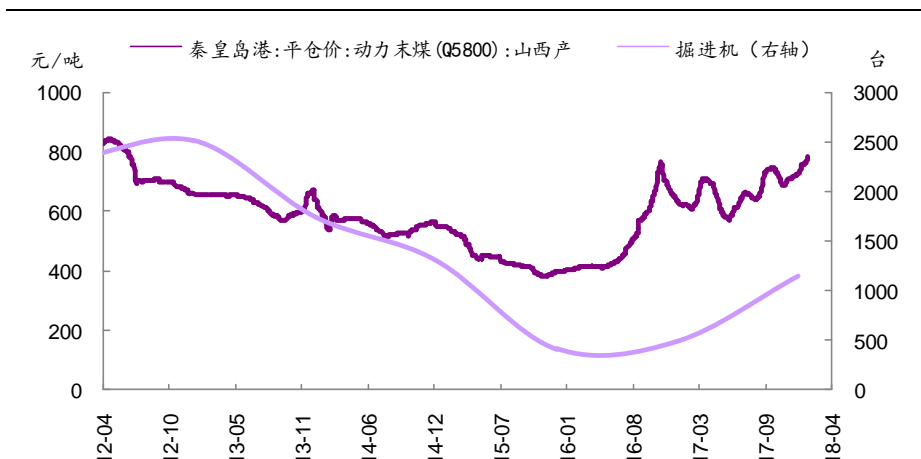
单位采煤机配套设备	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
掘进机	2.3	1.6	1.6	1.5	0.8	1.1	2.1
刮板输送机	5.0	2.9	3.9	3.5	3.9	3.7	4.1
皮带输送机	4.9	2.6	3.7	3.6	3.6	4.4	4.5
液压支架	91	63	77	69	83	91	99
煤矿专用仪器仪表	668	254	303	380	158	344	608
矿灯	575	118	164	158	251	254	273
防爆电动机	4947	3092	3058	3344	3448	3166	5267

资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

2016年下半年煤炭景气度回升以来，煤企加大了“还欠账”力度，我们以掘进机与液压支架作为观测对象，两项辅助设备2016/2017年增速由负转正。但从两个角度看，历史欠账填补力度仍旧不足：

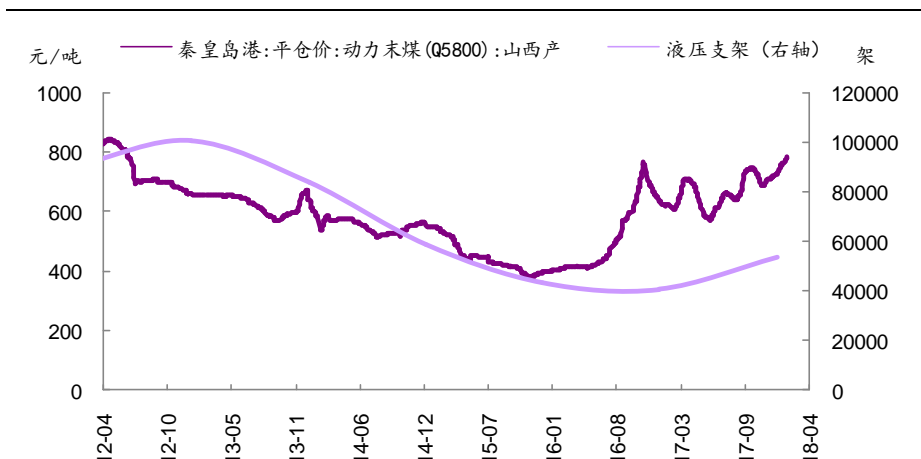
- 当前煤炭行业盈利水平已接近2012年，但是以掘进机、液压支架为例，2017年新增数量不足2012年的一半。
- 冰冻三尺非一日之寒，2016/17年的增量不足以修复过去5年的历史欠账。2016年辅助设备增量仅占2012-2015年累计降幅的1/6左右。

图 26：煤企盈利水平接近 2012 年，但新增掘进机不足 2012 年的一半



资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

图 27：煤企盈利水平接近 2012 年，但液压支架不足 2012 年的一半



资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

公司输送、支护类设备销量占比由 2014 年的 39% 上升至 2019H1 的 78%，产品结构变化反映了煤炭企业在辅助设备更新维护方面的旺盛需求。2019 年以来安全事故频发，监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业辅助设备投资需求，公司煤机设备销量增长有望持续，产品销售结构上输送、支护类设备将保持较高占比。

## 4、盈利预测

公司主要收入来源包括煤炭、煤化工、煤机装备三大部分，我们对各个业务的关键假设如下：

- 煤炭：**母杜柴登煤矿和纳林河 2 号煤矿于 2019 年初顺利投产，合计产能 1400 万吨。小回沟煤矿（300 万吨/年）试运行以来情况良好，正式投产后产量有望提升。我们假设 2019-2021 年公司自产煤销量 9800/10100/10400 万吨，吨煤售价 504/502/500 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

2. **煤化工：**煤化工产能保持稳定，靖神铁路贯穿榆林能源化工基地腹地，服务榆神、榆横、靖边能化三大工业园区，其运量及基础设施完善后有利于降低运输成本，拓宽烯烃、尿素等化工品销售渠道，我们假设 2019-2021 煤化工营业收入保持稳定，毛利率逐年提升 1 个百分点。
3. **煤机装备：**虽然当前煤炭行业景气度大幅回升，但煤矿生产企业在安全生产领域的投入依然不足。监管层对煤矿生产安全的重视将加大煤炭企业辅助设备投资需求，公司煤机设备销量增长有望持续，我们假设 2019-2021 业务营收增速为 26%/25%/20%，维持 15% 毛利率。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计中煤能源 (A) 2019-2021 年的营业收入分别为 1171.5/1203.4/1236.9 亿元，对应增速分别为 12.5%/2.7%/2.8%，综合毛利率分别为 31.1%/31.3%/31.4%。公司 2019-2021 净利润分别为 61.2/64.9/70.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.49/0.53 元。

表 7：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入 (亿元)</b>	811.2	1041.4	1171.6	1203.4	1236.9
YoY%	33.8%	28.4%	12.5%	2.7%	2.8%
煤炭业务	638.4	804.6	933.2	946.1	958.8
煤化工业务	127.1	179.6	184.5	186.3	188.0
煤矿装备业务	51.1	66.7	85.0	106.0	127.0
<b>营业成本 (亿元)</b>	548.3	743.2	806.8	827.0	848.1
煤炭业务	419.2	557.7	620.1	626.1	631.9
煤化工业务	92.1	135.9	138.4	137.8	137.3
煤矿装备业务	43.6	56.5	72.3	90.1	108.0
<b>毛利 (亿元)</b>	262.9	298.3	364.8	376.4	388.8
煤炭业务	219.2	246.9	313.1	320.1	326.9
煤化工业务	35.0	43.7	46.1	48.4	50.8
煤矿装备业务	7.5	10.2	12.8	15.9	19.1
<b>毛利率 (%)</b>	32.4%	28.6%	31.1%	31.3%	31.4%
煤炭业务	34.3%	30.7%	33.6%	33.8%	34.1%
煤化工业务	27.5%	24.3%	25.0%	26.0%	27.0%
煤矿装备业务	14.7%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

## 5、估值水平与投资评级

### 5.1、相对估值

我们选取中国神华 (A)、山煤国际、冀中能源作为中煤能源 (A) 可比公司，可比公司 2019 年平均 PE 为 11 倍；我们选取中国神华 (H)、兖州煤业股份作为中煤能源 (H) 可比公司，可比公司 2019 年平均 PE 为 5 倍。公司蒙陕煤矿产能投放后整体盈利能力提升，未来浩吉铁路及其配套支线将拓展煤炭、煤化工中部运销渠道，可以享受一定的估值溢价。

表 8：中煤能源（A）可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
601088	中国神华	17.18	2.21	2.26	2.28	8	8	8
600546	山煤国际	6.16	0.11	0.51	0.59	55	12	10
000937	冀中能源	3.52	0.25	0.25	0.24	14	14	15
行业均值						26	11	11
601898	中煤能源	4.74	0.26	0.46	0.49	18	10	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：除中煤能源外，其他公司数据为 wind 一致预期值，股价选自 2019-12-4 收盘价）

表 9：中煤能源（H）可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（港元）	EPS（港元）			PE（X）		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
1088.hk	中国神华	15.12	2.52	2.39	2.32	6	6	7
1171.hk	兖州煤业股份	6.70	2.00	2.13	1.90	3	3	4
行业均值						5	5	5
1898.hk	中煤能源	3.05	0.39	0.51	0.55	8	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：除中煤能源外，其他公司数据为 wind 一致预期值，股价选自 2019-12-4 收盘价，港元兑人民币的汇率为 0.89）

## 5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 $\beta$ 值选取：采用申万二级行业分类-煤炭开采的行业 $\beta$ 作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 10：基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	1.09
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.51%
税率	25.00%
Kd	5.26%
Ve	116756.81
Vd	63402.95
目标资本结构	35.19%
WACC	9.31%

资料来源：光大证券研究所

表 11: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	69262.23	49.87%
第二阶段	35846.50	25.81%
第三阶段 (终值)	33774.74	24.32%
企业价值 AEV	138883.47	100.00%
加: 非经营性净资产价值	35039.61	25.23%
减: 少数股东权益 (市值)	43139.69	-31.06%
减: 债务价值	63402.95	-45.65%
总股本价值	67380.43	48.52%
股本 (百万股)	13258.66	
每股价值 (元)	<b>5.08</b>	
PE (隐含)	11.02	
PE (动态)	10.28	

资料来源: 光大证券研究所

表 12: 敏感性分析

测试结果	长期增长率(g)				
	WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
8.3%	5.68	5.90	6.16	6.46	6.82
8.8%	5.19	5.37	5.59	5.83	6.12
<b>9.3%</b>	4.75	4.91	<b>5.08</b>	5.28	5.51
9.8%	4.36	4.49	4.64	4.80	4.99
10.3%	4.00	4.11	4.24	4.38	4.53

资料来源: 光大证券研究所

表 13: 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	5.08	4.00	-	6.82	贴现率±1%, 长期增长率±1%
DDM	2.62	2.25	-	3.17	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

根据绝对估值结果, 中煤能源 (A) 估值区间为 2.62-5.08 元, 折合 2.94-5.71 港元。

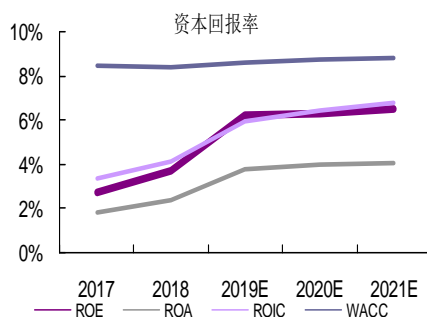
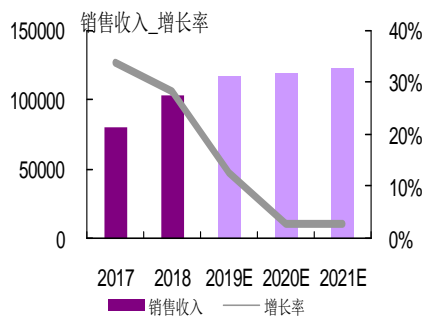
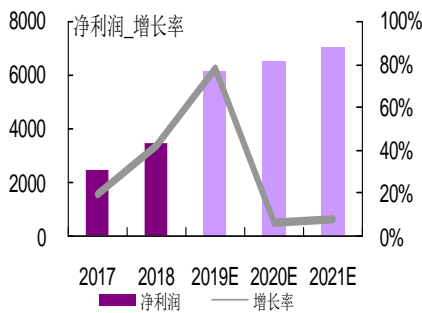
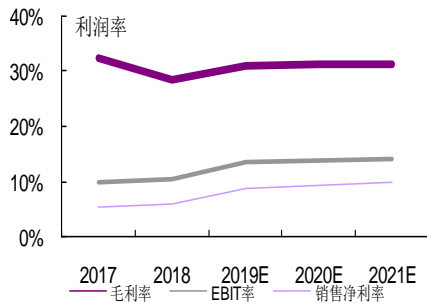
### 5.3、估值结论与投资评级

我们预计 2019-2021 净利润分别为 61.2/64.9/70.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46/0.49/0.53。综合绝对估值法与相对估值法, 我们给予中煤能源 (A) 2019 年 11 倍 PE 水平, 目标价 5.06 元, 首次覆盖给予“增持”评级; 给予中煤能源 (H) 2019 年 7 倍 PE 水平, 目标价 3.57 港元, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 6、风险分析

- 1) 宏观经济下行导致煤炭需求萎缩。公司主要煤种为动力煤, 与宏观需求联系密切。若下游电厂需求持续下滑, 将导致煤炭价格下跌。

- 2) **煤矿投产时间不确定。**大海则煤矿设计产能 1500 万吨，项目目前处于建设阶段，我们无法对投产时间做出准确预测。
- 3) **浩吉铁路及配套支线建设进度不及预期。**浩吉铁路及其重要配套支线靖神铁路已于 2019 年 10 月投产，但运力增长依赖于周边基础设施的建设进度。若建设进度缓慢将拖累铁路运量，从而降低铁路对公司蒙陕煤炭、煤化工产品销售积极作用。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>81,123</b>	<b>104,140</b>	<b>117,154</b>	<b>120,341</b>	<b>123,688</b>
营业成本	54,831	74,314	80,675	82,700	84,812
折旧和摊销	6,603	7,422	10,462	10,981	11,388
营业税费	2,666	3,252	3,515	3,610	3,711
销售费用	9,959	10,594	11,715	12,034	12,369
管理费用	3,729	4,045	4,452	4,573	4,700
财务费用	3,252	3,653	3,341	2,867	2,373
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,228	1,922	1,957	1,992	2,027
<b>营业利润</b>	<b>6,229</b>	<b>8,889</b>	<b>14,635</b>	<b>16,087</b>	<b>17,288</b>
<b>利润总额</b>	<b>6,147</b>	<b>8,792</b>	<b>14,666</b>	<b>16,126</b>	<b>17,335</b>
少数股东损益	2,032	2,793	4,297	4,955	5,300
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,414</b>	<b>3,435</b>	<b>6,116</b>	<b>6,494</b>	<b>7,008</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>248,839</b>	<b>264,658</b>	<b>276,760</b>	<b>289,591</b>	<b>303,473</b>
流动资产	48,871	55,444	69,015	86,004	104,447
货币资金	18,728	23,861	28,572	43,589	59,959
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6,517	4,881	4,405	4,525	4,651
应收票据	8,997	0	2,343	2,407	2,474
其他应收款	1,776	1,961	2,206	2,266	2,329
存货	7,447	8,253	8,934	9,117	9,310
可供出售投资	3,420	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19,158	19,982	20,178	20,377	20,580
固定资产	88,783	105,531	111,283	112,782	112,739
无形资产	39,331	42,563	40,354	38,257	36,264
<b>总负债</b>	<b>142,754</b>	<b>153,977</b>	<b>156,699</b>	<b>159,851</b>	<b>163,372</b>
无息负债	52,152	56,615	63,645	64,798	66,318
有息负债	90,602	97,361	93,054	95,054	97,054
<b>股东权益</b>	<b>106,085</b>	<b>110,682</b>	<b>120,061</b>	<b>129,740</b>	<b>140,101</b>
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
公积金	42,236	42,970	43,582	44,231	44,932
未分配利润	30,965	32,272	36,742	40,817	45,177
少数股东权益	17,073	18,540	22,837	27,792	33,092

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,807</b>	<b>20,414</b>	<b>24,209</b>	<b>22,850</b>	<b>23,854</b>
净利润	2,414	3,435	6,116	6,494	7,008
折旧摊销	6,603	7,422	10,462	10,981	11,388
净营运资金增加	1,780	3,808	4,737	1,532	1,300
其他	7,009	5,749	2,894	3,843	4,159
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-10,013</b>	<b>-14,611</b>	<b>-10,859</b>	<b>-5,207</b>	<b>-5,176</b>
净资本支出	-7,724	-9,339	-10,000	-7,000	-7,000
长期投资变化	19,158	19,982	-196	-199	-203
其他资产变化	-21,448	-25,254	-663	1,992	2,027
<b>融资活动现金流</b>	<b>-7,604</b>	<b>-7,614</b>	<b>-8,638</b>	<b>-2,627</b>	<b>-2,308</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,530	6,759	-4,308	2,000	2,000
无息负债变化	4,396	4,463	7,030	1,152	1,520
<b>净现金流</b>	<b>177</b>	<b>-1,823</b>	<b>4,711</b>	<b>15,016</b>	<b>16,371</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	33.80%	28.37%	12.50%	2.72%	2.78%
净利润增长率	19.14%	42.25%	78.06%	6.19%	7.91%
EBITDA 增长率	23.08%	25.23%	45.09%	5.52%	3.86%
EBIT 增长率	44.09%	35.85%	47.92%	5.89%	3.96%
<b>估值指标</b>					
PE (A 股)	26	18	10	10	9
PB (A 股)	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	7	6	6
EV/EBIT	21	16	11	10	10
EV/NOPLAT	28	23	16	15	14
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	32.41%	28.64%	31.14%	31.28%	31.43%
EBITDA 率	17.97%	17.53%	22.60%	23.22%	23.46%
EBIT 率	9.83%	10.40%	13.67%	14.09%	14.26%
税前净利润率	7.58%	8.44%	12.52%	13.40%	14.02%
税后净利润率 (归属母公司)	2.98%	3.30%	5.22%	5.40%	5.67%
ROA	1.79%	2.35%	3.76%	3.95%	4.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.71%	3.73%	6.29%	6.37%	6.55%
经营性 ROIC	3.33%	4.10%	5.98%	6.43%	6.81%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.78	0.80	0.96	1.15	1.33
速动比率	0.66	0.68	0.84	1.03	1.21
归属母公司权益/有息债务	0.98	0.95	1.04	1.07	1.10
有形资产/有息债务	2.27	2.24	2.54	2.64	2.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.18	0.26	0.46	0.49	0.53
每股红利	0.06	0.08	0.13	0.15	0.16
每股经营现金流	1.34	1.54	1.83	1.72	1.80
每股自由现金流(FCFF)	0.36	0.24	0.59	1.13	1.21
每股净资产	6.71	6.95	7.33	7.69	8.07
每股销售收入	6.12	7.85	8.84	9.08	9.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼