

煤炭开采

煤炭行业估值深度报告：

--行业估值存在折价，看好业绩稳健及高弹性标的估值修复

评级：增持（维持）
分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

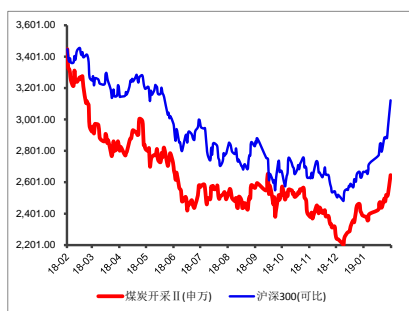
Email: lijun@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	810116
行业流通市值(百万元)	202636

行业-市场走势对比

相关报告

<<煤炭行业周报 20190217: 煤矿陆续复产&终端高库存, 港口煤价上涨空间有限>>2019.02.17

<<2003年以来深度复盘: 什么在推动煤价以及煤炭股的涨跌? >>2019.02.15

<<煤炭行业周报 20190210: 产地&港口煤价分化持续, 后续需关注煤矿复产情况>>2019.02.10

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
陕西煤业	8.85	0.28	1.04	1.19	1.24	31.6	8.5	7.4	7.1	1.75	买入
中国神华	20.6	1.14	2.26	2.37	2.48	18.0	9.1	8.7	8.3	1.28	买入
开滦股份	6.70	0.35	0.33	0.88	0.92	19.1	20.3	7.6	7.3	1.04	买入
兖州煤业	10.2	0.42	1.38	1.48	1.56	24.3	7.4	6.9	6.5	1.02	买入
潞安环能	8.01	0.29	0.93	1.01	1.08	27.6	8.6	7.9	7.4	1.01	买入
山西焦化	9.54	0.06	0.12	1.28	1.43	165	79.5	7.5	6.7	1.42	买入
淮北矿业	11.8	0.34	0.41	1.63	1.85	34.9	28.9	7.3	6.4	1.65	买入

备注 股价日期为2018年2月25日

投资要点

- 前言：PB-ROE 体系适用于煤炭行业估值分析。** PB-ROE 适用于煤炭行业估值分析的原因有二：（1）市盈率在景气下降周期时会出现估值失效而市净率不存在这一问题，**周期属性决定市净率更适合煤炭行业估值分析。**（2）PB-ROE 是经典的投资框架，原因在于**投资看中的是上市公司净资产的变化趋势和可以维持该变化的公司竞争力**，从这点出发煤炭行业同样契合 PB-ROE 估值分析体系。
- 现状：估值处于底部，海内外估值存在差异性。** 我们认为当前煤炭行业估值已处于底部，原因有二：（1）**行业方面**，从历史走势看，行业估值主要受市场和行业基本面两因素相互交织影响，目前距离历史最低估值仅剩 12.05pct，距离历史中位数一倍多距离，已接近底部。（2）**海内外煤企对比方面**，随着 2016 年国内、国际煤价企稳回升，世界各大煤企盈利显著增强，美国、澳大利亚市场煤企估值修复迅速而大陆市场煤企 ROE 虽恢复到 2011-2012 年水平（15.34%），但当前市净率仅为 2012 年 1.78 倍 PB（对应 ROE 为 13.09%）的 1/2 左右，估值修复缓慢。
- 分析：煤企估值是否存在折价？** 将煤企与公用事业行业（防守型、重资产）55 家企业进行估值对比后发现，**煤企估值水平均处于 PB-ROE 均衡线下方，说明当前估值存在折价现象。** 我们认为，造成估值不合理的原因在于传统观点认为：当周期行业处于景气上升周期时，对于行业高 ROE 的持续性不应过分乐观；在周期行业处于景气下降期时，则需避免低估低 ROE 的持续性。因此，我们认为**判断煤企当前是否真正存在估值折价的关键在于判断其盈利能力能否可持续。**
- 分析：煤企高盈利能力能否持续？** 我们的主要观点有二：（1）**中长期煤价预计维持中高位，但中枢稍有回落，煤企 ROE 存在小幅下行空间。** 中长期看，行业有效产能将与需求不断匹配，我们预计煤价“十三五”期间有望维持在中高位水平，但中枢预计将稍有回落。因此**煤炭企业 ROE 存在小幅下行空间，但预计仍将维持在较高水平。**（2）**长协煤销售占比增加，对煤企持续盈利能力形成保障。** 目前大型煤企长协煤比例已占主要电企煤炭供应量七成左右，真正的市场煤占比很小。我们认为，价格波动幅度小的长协煤销售占比的不断上升是大型煤企盈利能力持续的重要保障。
- 投资策略：看好业绩稳健及高弹性标的估值修复。** 当前经济下行压力较大，股票估值整体处于低位，我们预计经济稳增长依然是 2019 年财政政策与货币政策的出发点、全社会融资水平相比 2018 年会有所好转，1 月创新高的 46400 亿社融规模增量也正在逐步印证这一点。2019 年加大基建投资的方向是比较明确的，政策方面的调控有利于提升股票市场的估值水平，我们预计长协煤占比多或者产量有增长的公司可以对抗由于行业价格中枢下行带来的影响，业绩表现会比较稳健，股票的估值修复机会也更大，主要推荐低估值且长期盈利稳健、高股息的可穿越周期的龙头企业**陕西煤业、中国神华**等，高弹性标的建议关注：**兖州煤业**。此外，当前焦煤股估值基本都降至历史最低水平，为投资提供了一定的安全边际，估值修复弹性较大，重点推荐：**淮北矿业、潞安环能**等。
- 风险提示：**（1）经济增速不及预期风险；（2）新能源持续替代风险；（3）进口煤政策的不确定性。

内容目录

前言：PB-ROE 体系适用于煤炭行业估值分析	- 4 -
简述：各相对估值指标的适用情况分析	- 4 -
煤炭行业：契合 PB-ROE 估值分析体系	- 4 -
现状：估值处于底部，海内外估值存在差异性	- 5 -
行业层面：市场与行业基本面影响交织，目前估值已经处于底部	- 5 -
公司层面：海内外企业估值存在差异，A 股、港股估值修复缓慢	- 7 -
分析：煤企估值是否存在折价？高盈利能力能否持续？	- 11 -
公用事业行业 PB-ROE 均衡线具说服力，煤炭行业存在估值折价	- 12 -
煤价预计中高位、中枢稍有回落，煤企 ROE 存在小幅下行空间	- 13 -
长协煤：煤企盈利能力持续的重要保障	- 15 -
投资策略：看好业绩稳健及高弹性标的估值修复	- 16 -
重点推荐公司	- 17 -
中国神华（601088.SH）：煤企巨无霸，长协占比高、业绩稳定高分红	- 17 -
陕西煤业（601225.SH）：有望受益蒙华铁路开通，业绩释放能力强	- 18 -
兖州煤业（600188.SH）：内生+外延，产能大幅扩张	- 19 -
潞安环能（601699.SH）：低估值优质喷吹煤龙头	- 19 -
淮北矿业（600985.SH）：低估值炼焦煤标的	- 20 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：主要估值指标适用情况分析	- 4 -
图表 2：煤炭开采行业市净率、市盈率情况对比	- 5 -
图表 3：煤炭开采行业、万得全 A 指数市净率走势（1999.1-2019.2）	- 6 -
图表 4：煤炭开采行业市净率数据	- 7 -
图表 5：海内外市场 21 家煤炭上市公司市净率和净资产收益率情况	- 7 -
图表 6：大陆市场上市公司市净率情况	- 8 -
图表 7：大陆市场上市公司净资产收益率情况	- 8 -
图表 8：香港市场上市公司市净率情况	- 9 -
图表 9：香港市场上市公司净资产收益率情况	- 9 -
图表 10：美国市场上市公司市净率情况	- 9 -
图表 11：美国市场上市公司净资产收益率情况	- 9 -
图表 12：澳大利亚市场上市公司市净率情况	- 10 -
图表 13：澳大利亚市场上市公司净资产收益率情况	- 10 -
图表 14：各市场上市公司加权平均市净率情况	- 10 -

图表 15: 各市场上市公司加权平均净资产收益率情况.....	- 10 -
图表 16: 各市场加权平均PB 相比 2015 年修复情况.....	- 11 -
图表 17: 各市场加权平均ROE 相比 2015 年修复情况.....	- 11 -
图表 18: 各市场加权平均PB 与相应年份加权平均PB 对比情况.....	- 11 -
图表 19: 各市场加权平均ROE 与相应年份加权平均ROE 对比情况.....	- 11 -
图表 20: 煤炭、公用行业估值情况及 PB-ROE 均衡线.....	- 12 -
图表 21: 公用行业公司估值情况及 PB-ROE 均衡线.....	- 12 -
图表 22: 煤炭行业公司市净率理论值 (按图表 19 公式计算).....	- 12 -
图表 23: 近两年煤炭行业资产负债率下降 4.5pct.....	- 13 -
图表 24: 煤炭行业固定资产投资略有回升.....	- 13 -
图表 25: 煤炭企业资本开支汇总表.....	- 13 -
图表 26: 火电产量增速预测模型.....	- 14 -
图表 27: 基础设施建设投资有望企稳回升.....	- 14 -
图表 28: 房地产投资有望保持正增长.....	- 14 -
图表 29: 预计未来几年动力煤价将稳定维持在中高水平 (元/吨).....	- 15 -
图表 30: 秦皇岛 Q5500 动力煤市场价与年度长协价格对比 (元/吨).....	- 15 -
图表 31: 重点公司盈利预测与估值.....	- 17 -
图表 32: 中国神华业绩预测摘要.....	- 18 -
图表 33: 陕西煤业业绩预测摘要.....	- 18 -
图表 34: 兖州煤业业绩预测摘要.....	- 19 -
图表 35: 潞安环能业绩预测摘要.....	- 20 -
图表 36: 淮北矿业业绩预测摘要.....	- 20 -

前言：PB-ROE 体系适用于煤炭行业估值分析

简述：各相对估值指标的适用情况分析

- **国内市场更注重相对估值。**目前，针对上市公司的估值方法基本分为两类：绝对估值和相对估值。国际市场上通常将绝对估值和可比估值结合运用，而国内市场则更注重相对估值，一是因为绝对估值模型中对诸如股利、自由现金流等参数的预测难以准确，二是因为可比估值有利于进行横向对比从而发现可能被低估的公司。
- **目前，国内外相对估值用到的主要指标主要有：市盈率（PE）、市净率（PB）、PEG、市销率（PS）、企业价值倍数（EV/EBITDA）。**各指标的适用性分析如下：
 - **市盈率：**从利润表出发，关注企业股价与企业盈利能力。适用于周期性较弱行业或盈利能力较为稳定的企业估值，不适用于周期性较强行业或净利润为负的企业估值。
 - **市净率：**从资产负债表出发，关注企业股价与企业净资产。适用于周期性较强行业或拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定企业估值，不适用于账面价值重置成本变动较快的企业估值。
 - **PEG：**更为注重企业的成长性。适用于原利润基础较为稳定的企业估值，不适用于周期性较强行业估值。
 - **市销率：**更加关注企业的营业收入状况而非净利润。适用于正在高速增长、暂时无利润的企业估值，不适用于业绩波动较大的企业估值。
 - **企业价值倍数：**和市盈率较为相似，但出发点不同。市盈率是从股东的角度出发，而企业价值倍数是从所有投资者的角度出发。适用于净利润亏损但毛利、营业利润并不亏损的企业估值，不适用于净利润亏损且毛利、营业利润均亏损的企业估值。

图表 1：主要估值指标适用情况分析

指标名称	计算方法	适用情况	不适用情况
市盈率	股价/每股盈余	周期性较弱行业、盈利能力较为稳定的企业	周期性较强行业、净利润为负的企业
市净率	股价/每股净资产	周期性较强行业(拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定)	账面价值的重置成本变动较快企业
PE	市盈率/企业年盈利增长率	原利润基础稳定的企业	周期性较强行业
市销率	股价/每股销售额	高速增长、暂时无利润的企业	业绩波动大的企业
企业价值倍数	企业价值/息税折旧前盈利	净利润亏损，但毛利、营业利润并不亏损的企业	净利润亏损，毛利、营业利润均亏损的企业

来源：中泰证券研究所

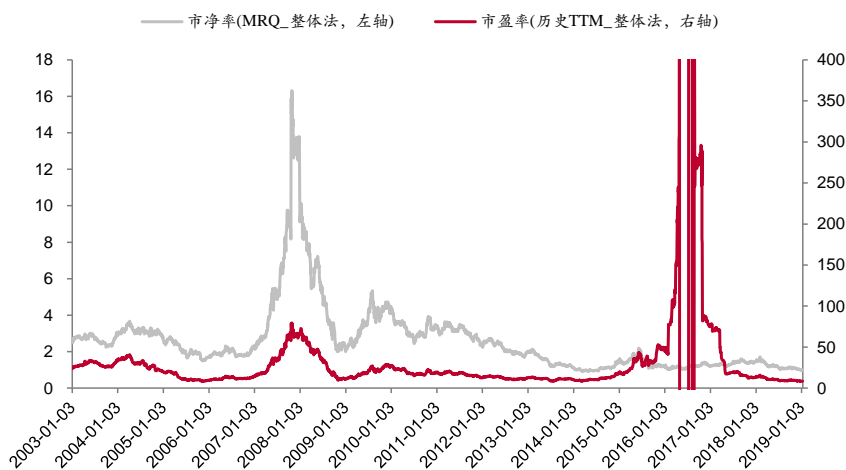
煤炭行业：契合 PB-ROE 估值分析体系

- **周期属性决定市净率比市盈率更适合煤炭行业估值分析。**煤炭行业是典型的周期性行业。从过往数据看，当煤炭行业处于景气上升周期时，煤企盈利能力增强，投资者可以根据企业的投资回报率进行定价，故此时

市盈率与净利润之前的相关性较强,可以作为分析煤炭行业估值的指标。但当煤炭行业处于景气下降周期时,煤企盈利能力下降甚至亏损,市盈率会出现数值异常问题,从而导致市盈率估值失效。相反,市净率是从资产负债表出发对企业进行估值,即使在行业下行周期投资者也能够根据企业的净资产进行定价,所以煤炭行业的周期属性决定了市净率比市盈率更适合煤炭行业的估值分析。

- PB-ROE 分析体系适用于煤炭行业。** PB-ROE 是教科书式的投资框架,其原因在于投资实际上看中的是上市公司净资产的变化趋势和可以维持这个变化的公司竞争力。从数学角度看, PB 与 ROE 之间应存在关系式: $PB = \frac{1+ROE}{1+r}^n$ 。其中 r 为预期投资回报率, n 为期数。因此,理论上 ROE 较高的公司 PB 倍数也应较高,通过这一逻辑可以找到行业中被低估 (ROE 高但 PB 低) 的公司。对于煤炭行业而言,净资产的变化趋势可由市净率体现,维持变化的公司竞争力则可由净资产收益率体现,从这一点上看 PB-ROE 分析体系同样适用于煤炭行业估值分析。

图表 2: 煤炭开采行业市净率、市盈率情况对比



来源: wind、中泰证券研究所

现状: 估值处于底部, 海内外估值存在差异性

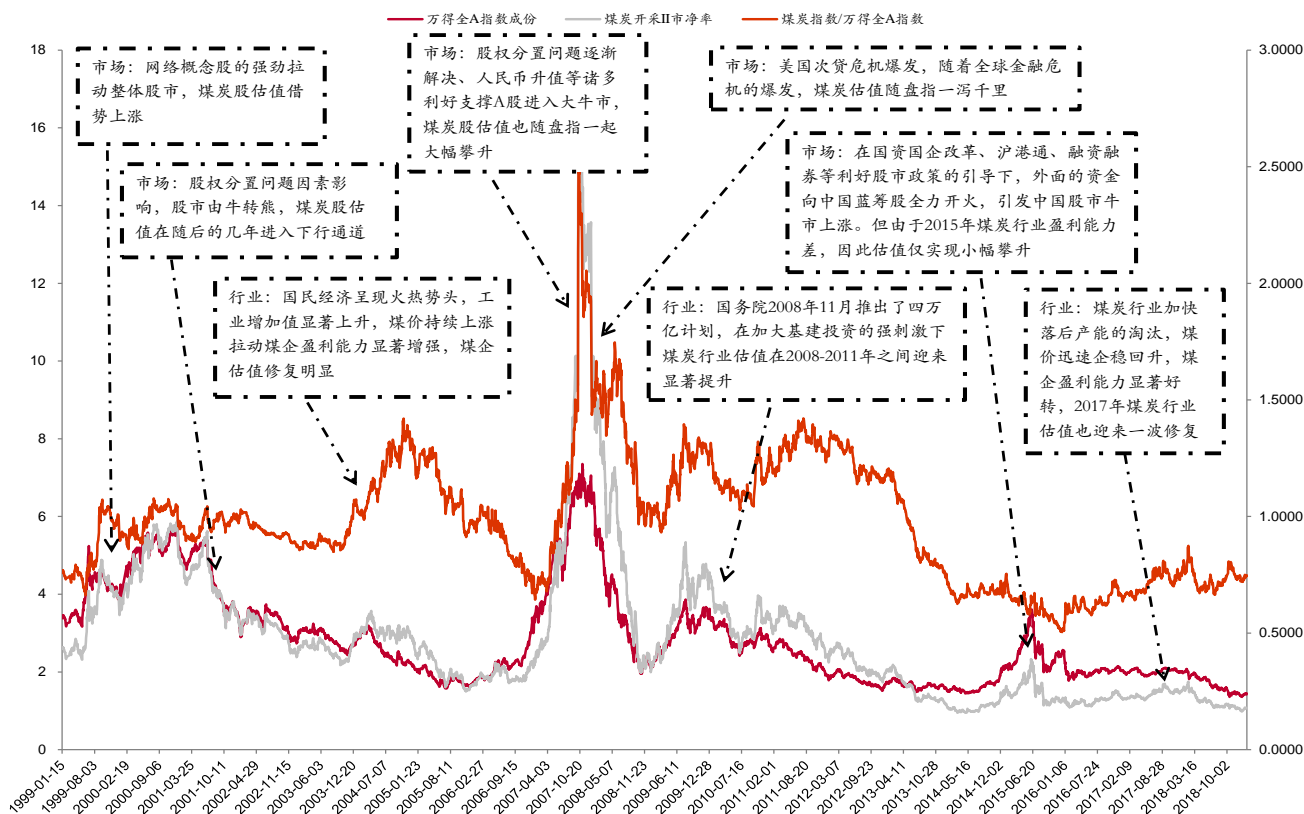
行业层面: 市场与行业基本面影响交织, 目前估值已经处于底部

- 我们选取了万得全 A 指数以及申万煤炭开采 II 行业近 20 年的市净率 (MRQ、整体法) 数据进行分析, 从历史走势可以看出近 20 年煤炭行业市净率的走势主要分为五个阶段:
 - 1999-2002: 市场方面,** 1999 年网络概念股的强劲拉动整体股市, 煤炭股估值借势上涨。2001 年由于股权分置问题因素影响, 股市由牛转熊, 煤炭股估值在随后的几年进入下行通道。
 - 2003-2008: 市场方面,** 2005 年开始股权分置问题逐渐解决、人民币升值等诸多利好支撑 A 股进入大牛市, 煤炭股估值也随盘指一起大幅攀升; 2007 年美国次贷危机爆发, 随着全球金融危机的爆发, 煤炭估值随盘指一泻千里。**行业方面,** 2003-2008 年中国 GDP 增速年均高达 11.4%, 国民经济呈现火热势头, 工业增加值显著上升, 固定资产投资完成额同比增速约 27%。需求大幅提升带动煤价持续

上涨，煤企盈利能力显著增强，煤炭行业估值在 2003-2004、2007 年走出两次超额收益。

- **2009-2010: 行业方面**，2007 年次贷危机发生后，需求回落，我国出现了全行业的产能过剩。但国务院 2008 年 11 月推出了“四万亿”计划，在加大基建投资的强刺激下市场开始走强，同时煤炭行业呈现供需两旺格局，煤价中枢持续上移，煤炭行业估值在 2009-2011 年持续提升的同时走出两次超额收益。
- **2011-2016: 市场方面**，2015 年在国资国企改革、沪港通、融资融券等利好股市政策的引导下，外面的资金向中国蓝筹股全力开火，引发中国股市牛市，煤炭股估值也实现小幅上涨，但由于 2015 年煤炭行业景气度低，盈利能力差，因此煤炭行业估值在实现小幅攀升后又逐步下降。**行业方面**，在产能持续扩张、供需不断恶化的背景下，2011 年煤炭价格达到历史最高点后价格开始回落，2013-2016 年中小企业逐渐退出，国家淘汰落后产能，行业面临阵痛期，同时也是供给出清的阶段，煤炭股估值也一直在低位徘徊。
- **2016-2018: 市场方面**，受金融去杠杆、宏观经济下行等因素影响，中国股市进入下行期，煤炭行业估值也随之持续下行。**行业方面**，2016 年 2 月份开始煤炭行业加快落后产能的淘汰，在下游需求相对平稳的背景下，行业产能利用率得到有效提升，煤价迅速企稳回升，煤企盈利能力显著好转，2017 年煤炭行业估值也迎来一波修复并存在一波超额收益。

图表 3: 煤炭开采行业、万得全 A 指数市净率走势 (1999.1-2019.2)



来源：wind、中泰证券研究所

■ 目前估值已经处于底部。从近 20 年的市净率数据看，煤炭开采行业市净

率最小值为 0.9499，出现在 2014 年 3 月 10 日；市净率中位数为 2.5473，出现在 2004 年 6 月 9 日；市净率最大值为 17.6005，出现在 2007 年 10 月 16 日。截至 2019 年 2 月 15 日，煤炭开采行业市净率为 1.0801，距离历史最小市净率仅剩 12.05pct，距离历史中位数则有一倍多距离，考虑到 2014 年煤炭行业基本面较为恶劣（煤企盈利能力仅强于 2015 年），因此我们认为当前煤炭行业估值已经处于底部。

图表 4：煤炭开采行业市净率数据

指标名称	数值	日期	距当前 pb 涨跌幅
当前 pb	1.0801	2019/2/15	-
最小 pb	0.9499	2014/3/10	-12.05%
pb 中位数	2.5473	2004/6/9	135.84%
最大 pb	17.6005	2007/10/16	1529.53%

来源：wind，中泰证券研究所

公司层面：海内外企业估值存在差异，A 股、港股估值修复缓慢

- PB 与 ROE 存在线性关系。**估值实质上表达的是市场在对上市公司盈利能力形成预期的基础上对上市公司进行定价的结果。虽然各个国家煤炭行业的盈利能力存在差异，但在本国市场内企业估值指标与企业盈利能力指标应存在一种线性关系。我们选取了海内外 21 家上市公司作为估值对比标的，其中包括大陆市场 11 家上市公司、香港市场 4 家上市公司、美国市场 4 家上市公司以及澳大利亚市场 2 家上市公司。通过对同一市场内的不同上市公司进行对比，我们发现各市场上市公司市净率与净资产收益率基本上存在线性关系，即净资产收益率较高的公司相对应的市净率也较高。

图表 5：海内外市场 21 家煤炭上市公司市净率和净资产收益率情况

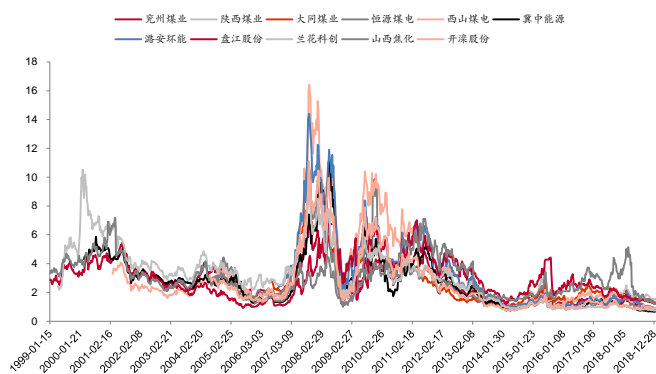
所属市场	上市公司名称	股价（截至 2019 年 2 月 25 日，本币币）	市净率 (MRQ)	净资产收益率 (%)
大陆市场	陕西煤业	8.85	1.75	17.74
	大同煤业	4.70	1.43	11.92
	山西焦化	9.54	1.42	13.49
	盘江股份	5.46	1.32	10.60
	开滦股份	6.70	1.04	9.71
	潞安环能	8.01	1.01	9.38
	兖州煤业	10.21	1.02	9.25
	西山煤电	6.17	0.98	7.71
	恒源煤电	6.55	0.89	9.38
	兰花科创	7.41	0.83	9.72
	冀中能源	4.15	0.73	4.22
香港市场	首钢资源	1.85	0.62	6.06
	伊泰煤炭	6.39	0.55	11.81
	兖州煤业股份	7.92	0.58	10.02
美国市场	中煤能源	3.51	0.44	4.47
	Arch Coal Inc	90.96	2.43	32.96

	Alliance Resource Partners	19.03	1.96	25.37
	Peabody Energy	30.60	1.08	12.17
	Natural Resource Partners	40.83	0.90	17.31
澳大利亚市场	Whitehaven Energy	4.41	1.30	11.30
	New Hope	4.18	1.84	5.94

来源：wind，中泰证券研究所（净资产收益率采用 2018 年三季度数据对比，其中首钢资源为 2018 年中报数据折算、Whitehaven Energy 和 New hope 为 2018 年年报数据折算）

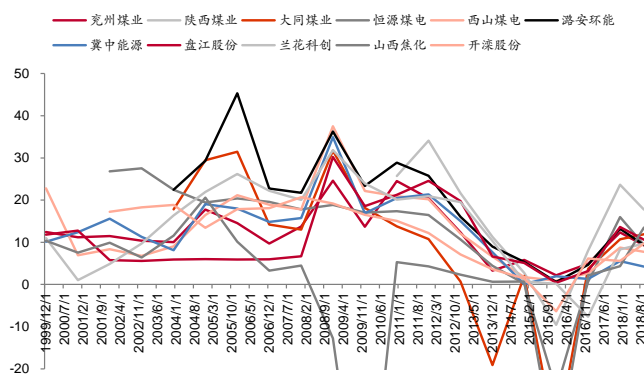
- 大陆市场：周期属性明显，当前产能缓慢扩张、企业盈利能力持续改善。**近 20 年大陆市场上市公司市净率和净资产收益率走势基本相同，净资产收益率 20 年间主要经历了五个阶段：1998-2002 年，前期由于产能扩张带来产能过剩，导致煤炭行业盈利能力下降，与此同时国家开始实行政治性去产能；2003-2008 年，中国进入工业快速发展时期，煤炭需求大幅增加，煤炭价格提升，企业盈利能力大幅提升，与此同时产能持续扩张；2009-2010 年，由于“四万亿”计划的强刺激，导致煤炭依旧供不应求，企业盈利能力维持在较高水平，与此同时产能仍旧持续扩张；2012-2016 年，产能持续扩张导致行业供需格局恶化，企业盈利能力逐年下降，与此同时国家行政性去产能，中小企业逐渐退出，产能逐渐出清。到 2016 年底，产能出清接近尾声，行业集中度大幅提升，部分企业扭亏为盈并逐渐修复资产负债表；2016-至今，企业盈利能力持续改善并继续修复资产负债表，产能缓慢扩张，进而带动需求，后期正反馈增加供给。

图表 6：大陆市场上市公司市净率情况



来源：wind、中泰证券研究所

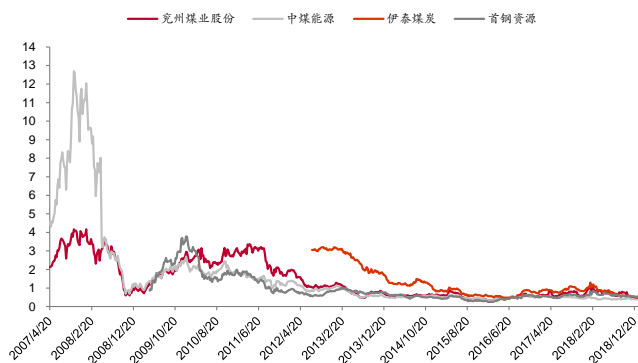
图表 7：大陆市场上市公司净资产收益率情况



来源：wind、中泰证券研究所

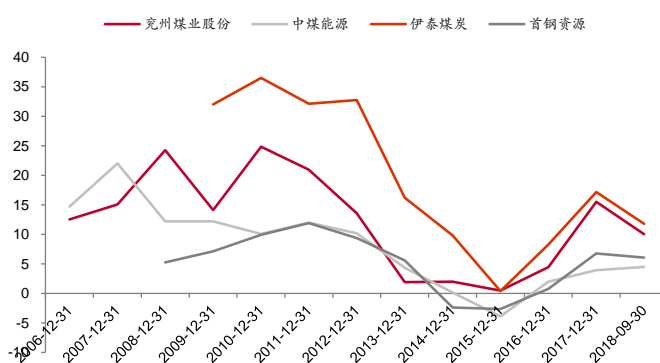
- 香港市场：A 股煤炭龙头聚集地，行业周期的缩影。**港股煤炭板块是 A 股煤炭龙头聚集地，包括了中煤能源、兖州煤业股份等行业龙头，因此香港市场煤炭上市公司净资产收益率和市净率走势基本上是近年来煤炭行业周期变化的缩影。从数据上看，近年来各上市公司市净率与净资产收益率走势基本相同。由于香港市场煤炭行业煤企规模较大，议价能力较强，因此市净率和净资产收益率受煤价波动影响相对较小，二者变动幅度不及大陆市场。

图表 8: 香港市场上市公司市净率情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 香港市场上市公司净资产收益率情况

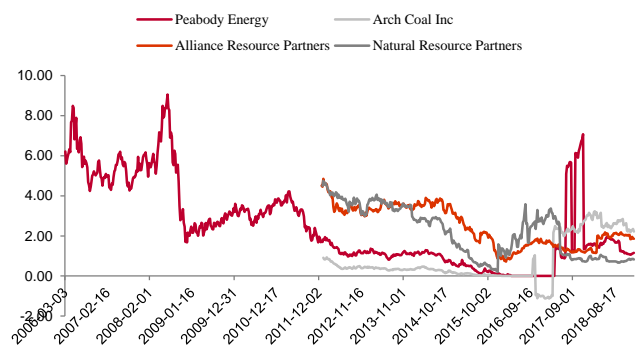


来源: wind、中泰证券研究所

- 美国市场: 盈利能力改善带来估值修复, 但煤炭行业已渐行渐远。**

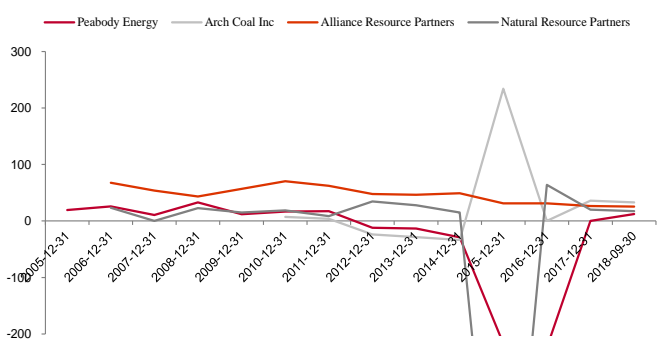
2015-2016 年, 由于全球煤炭需求下滑导致大批美国大型煤炭企业负债累累, 纷纷申请破产保护, 其中包括了博地能源公司、阿奇煤炭公司等大型煤企。2016-2017 年国际煤炭价格大幅上涨, 美国煤企的资金压力有所缓解, 盈利能力的回升也带来煤企估值修复。美国能源信息署披露的数据显示, 2018 年美国煤炭消费量预计同比下滑 4% 来到 1979 年以来的最低水平, 主要是由于占美国煤炭消费总量 93% 的燃煤发电被天然气进一步取代。煤炭消费的增长主要来自海外, 但从 2017 年的数据看, 美国煤炭出口量仅占当年煤炭产量的 12% 左右, 上升空间有限, 恐无法为煤企带来太多利润。虽然特朗普政府承诺将复兴美国煤炭行业, 但从各方面看, 美国煤炭行业已经渐行渐远, 煤炭企业的持续盈利能力以及发展空间预计将较为有限。

图表 10: 美国市场上市公司市净率情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 美国市场上市公司净资产收益率情况



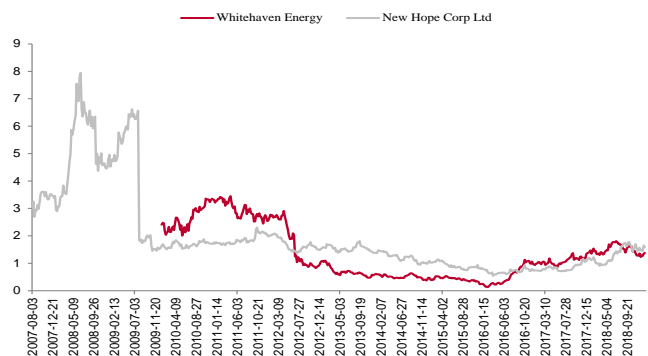
来源: wind、中泰证券研究所

- 澳大利亚市场: 煤炭出口大国, 企业盈利能力改善带动估值明显修复。**

近年来, 由于全球气候变暖等问题导致发达国家一直着力削减煤炭消费。与此同时, 亚洲地区国家需求也低于预期。其中, 中国下决心减少煤炭使用, 而燃煤大国印度也开始转向依赖本国煤炭生产, 减少进口量。受上述原因影响, 自 2011 年起全球煤炭消费量同比增速逐步下滑, 2015 年出现了负增长, 相对应的是 2015 年全球煤炭价格创下了近 10 年来新低。作为煤炭出口大国, 澳大利亚每年 75% 以上的煤炭均用于出口, 国际煤价的下跌直接导致澳大利亚煤企盈利能力大幅下滑。2016 年, 国际煤炭需求重拾升势, 国际煤炭价格也从低点趋势向上。国际煤价的上涨

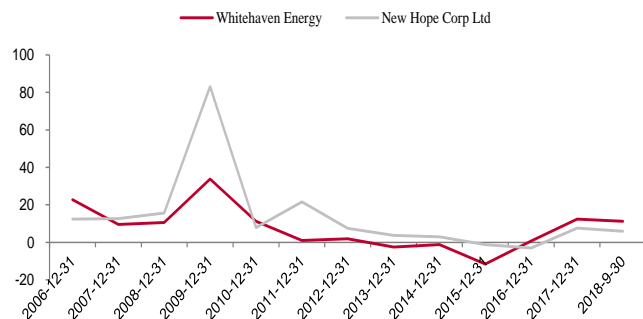
使得澳大利亚煤炭企业盈利能力显著转好、带动估值明显修复并维持在较高水平。

图表 12: 澳大利亚市场上市公司市净率情况



来源: wind、中泰证券研究所

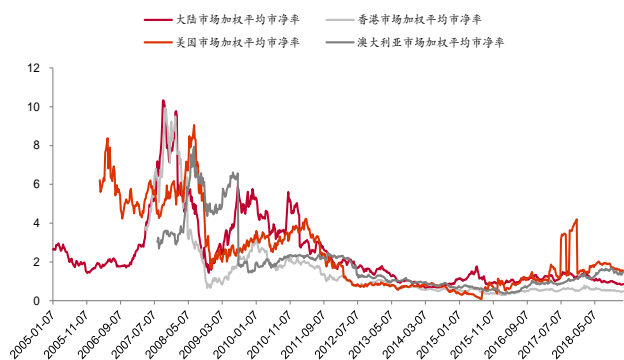
图表 13: 澳大利亚市场上市公司净资产收益率情况



来源: wind、中泰证券研究所

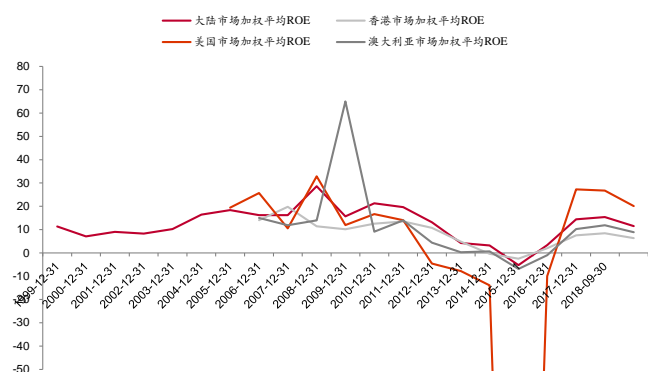
- **2016 年以来各大市场煤炭上市公司 ROE 提升幅度明显。**从四大市场的加权平均 ROE 数据可以看出，随着 2016 年全球煤价止跌上涨，各大市场煤企均开始扭亏为盈，其中美国市场情况略微复杂，部分企业 2016 年仍处于亏损状态但 2017 年全部实现盈利。目前，大陆市场上市公司 2018 加权平均 ROE（三季报年化后，下同）为 15.34%，恢复到 2012 年 13.09% 和 2011 年 19.6% 之间水平；香港市场上市公司加权平均 ROE 为 8.43%，恢复到 2013 年 4.83% 和 2012 年 10.71% 之间水平；美国市场上市公司加权平均 ROE 为 26.74%，介于 2006 年的 25.69% 和 2017 年的 27.22% 之间；澳大利亚市场加权平均 ROE 为 11.86%，恢复到 2012 年 4.36% 和 2011 年 13.93% 之间水平。

图表 14: 各市场上市公司加权平均市净率情况



来源: wind、中泰证券研究所

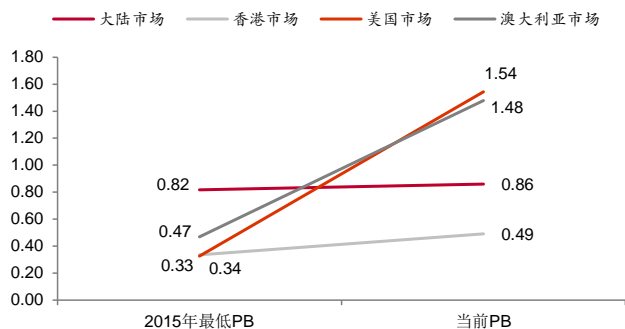
图表 15: 各市场上市公司加权平均净资产收益率情况



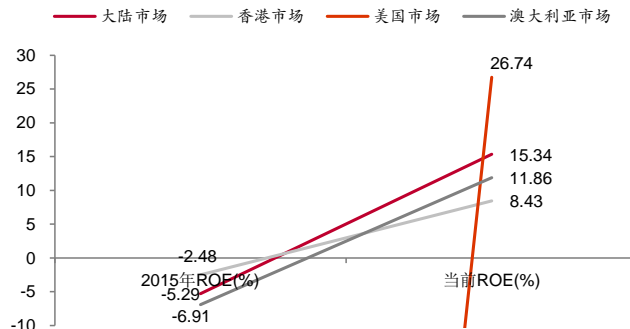
来源: wind、中泰证券研究所

- **海内外估值存在差异，A 股、港股估值修复缓慢。**从各市场估值修复的情况看，2015 年是全世界煤企盈利能力最差的一年，各市场 ROE 均为近 20 年来低点，公司估值也达到底部。我们发现，当前大陆市场加权平均市净率仅比 2015 年最低点提升了 5.26%；香港市场提升幅度也仅为 46.10%。相比之下，美国和澳大利亚上市公司估值修复要明显很多，分别较 2015 年最低点提升了 373.38% 和 215.06%。前文提到目前大陆、澳大利亚市场 ROE 介于 2011 年、2012 年之间；香港市场 ROE 介于 2012 年、2013 年之间；美国市场 ROE 介于 2006 年、2017 年之间。所以我们

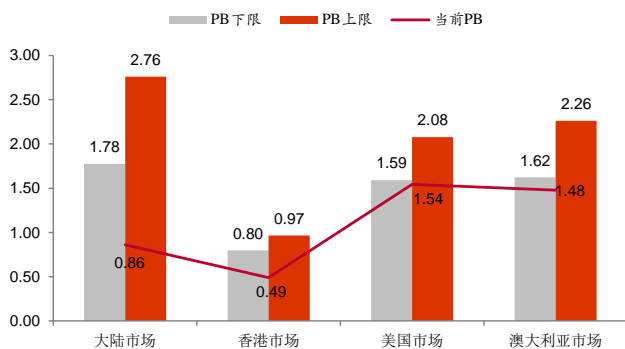
取相应年份加权平均 PB 年平均作为比较对象(图表 17), 进一步分析目前各市场估值修复情况。可以看出, 当前美国、澳大利亚市场市净率虽还未回升至当前 ROE 相对应水平, 但已非常接近; 而大陆、香港市场上市公司市净率离 PB 下限仍有较大上升空间, 估值修复过程缓慢。

图表 16: 各市场加权平均 PB 相比 2015 年修复情况


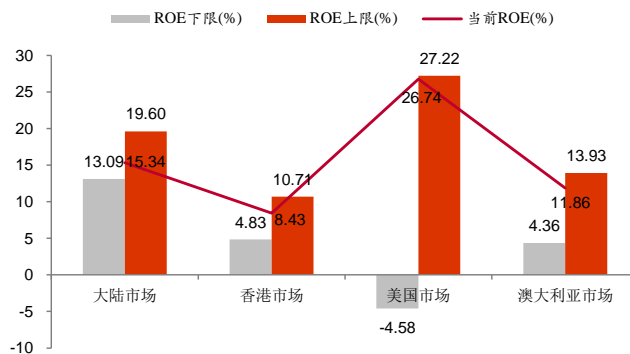
来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 各市场加权平均 ROE 相比 2015 年修复情况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 各市场加权平均 PB 与相应年份加权平均 PB 对比情况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 各市场加权平均 ROE 与相应年份加权平均 ROE 对比情况


来源: wind、中泰证券研究所

备注: 其中大陆市场、澳大利亚市场 PB、ROE 上、下限为 2011、2012 年加权平均 PB、ROE 年平均值; 香港市场 PB、ROE 上、下限为 2012 年、2013 年加权平均 PB、ROE 年平均值; 美国市场 PB、ROE 上、下限为 2017、2012 年加权平均 PB、ROE 年平均值)

分析: 煤企估值是否存在折价? 高盈利能力能否持续?

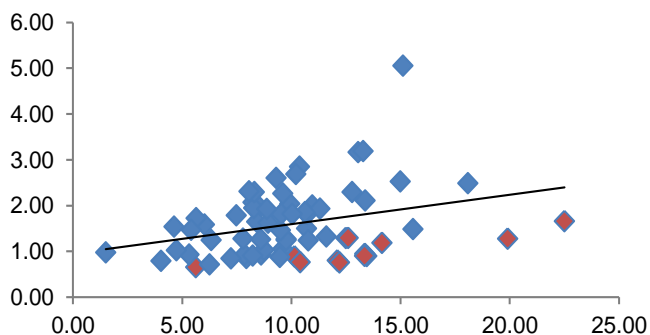
- 判断煤企当前是否存在估值折价的关键是判断其盈利能力能否可持续。PB-ROE 之所以是教科书式的投资框架, 原因就在于投资实际上看中的是上市公司净资产的变化趋势和可以维持这个变化的公司竞争力。传统观点认为 PB-ROE 并不适合类似煤炭行业这样的强周期行业的估值分析, 主要逻辑在于当 ROE 高、PB 低时说明行业正处于景气上升周期, 且越是在周期顶部时行业的 ROE 越高, 但此时离行业供需格局拐点也已经不远, 企业高 ROE 不会持续; 相反当 ROE 低、PB 低时说明行业正处于低谷, 过剩产能出清后供需格局有望迎来反转, 此时反而是进入的时机。总结说, 就是在周期处于景气上升周期时, 市场往往容易对高 ROE 的持续性过分乐观, 而在周期处于景气下降周期时往往又错误的估计了低 ROE 的持续性。因此我们认为, 判断当前煤企是否真正存在估值折

价的关键在于判断其高盈利能力能否持续。

公用事业行业 PB-ROE 均衡线具说服力，煤炭行业存在估值折价

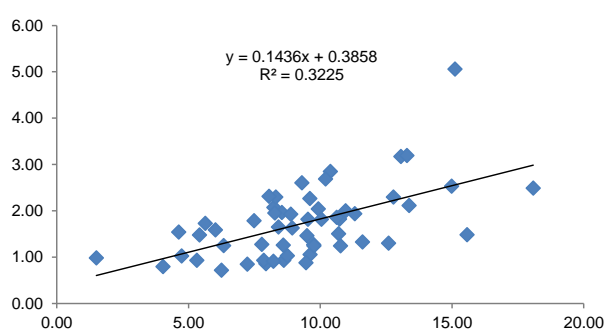
- **与防守型行业对比发现煤炭行业存在估值折价现象。**公用事业行业是典型的防守型行业，其主要特点是产业的产品需求相对稳定，不易受经济周期衰退的影响，因此行业内公司的业绩相对较为稳定。此外，公用事业行业和煤炭行业一样属于重资产行业，所以理论上公用事业行业的 PB-ROE 均衡线是最具有说服力的，也应该代表了市场对此类上市公司的合理定价。我们选取了公用事业行业 55 家公司当前时点对应的市净率以及近 5 年净资产收益率均值数据和煤炭行业 11 家公司当前时点对应的市净率以及净资产收益率数据进行分析，可以看出煤炭行业上市公司均位于 PB-ROE 均衡线下方，且离均衡线有很大距离，说明当前煤企估值存在折价现象。随后我们得到了采用 55 家公用事业行业上市公司数据拟合出的 PB-ROE 均衡线以及对应的回归方程，并将煤企 ROE 数据带入到公式中得到了各煤企的市净率理论值，发现当前煤企估值仅为理论值的 1/2 左右。

图表 20: 煤炭、公用行业估值情况及 PB-ROE 均衡线



来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 公用行业公司估值情况及 PB-ROE 均衡线



来源: wind、中泰证券研究所

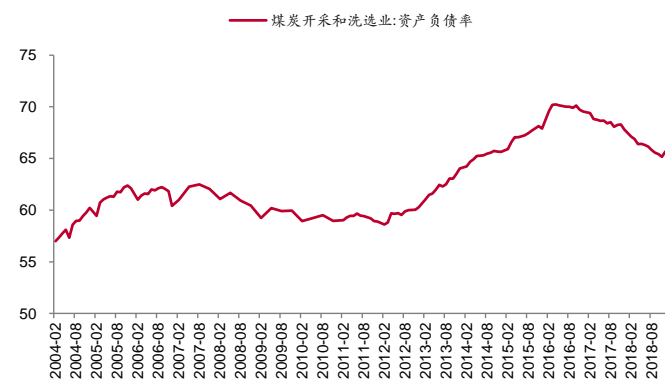
图表 22: 煤炭行业公司市净率理论值 (按图表 19 公式计算)

上市公司名称	股价	PB (MRQ)	ROE (%)	PB 理论值
陕西煤业	8.85	1.75	22.50	3.62
大同煤业	4.70	1.43	12.49	2.18
山西焦化	9.54	1.42	19.90	3.24
盘江股份	5.46	1.32	14.15	2.42
开滦股份	6.70	1.04	13.36	2.30
潞安环能	8.01	1.01	13.45	2.32
兖州煤业	10.21	1.02	13.35	2.30
西山煤电	6.17	0.98	10.14	1.84
恒源煤电	6.55	0.89	12.10	2.12
兰花科创	7.41	0.83	10.40	1.88
冀中能源	4.15	0.73	5.62	1.19

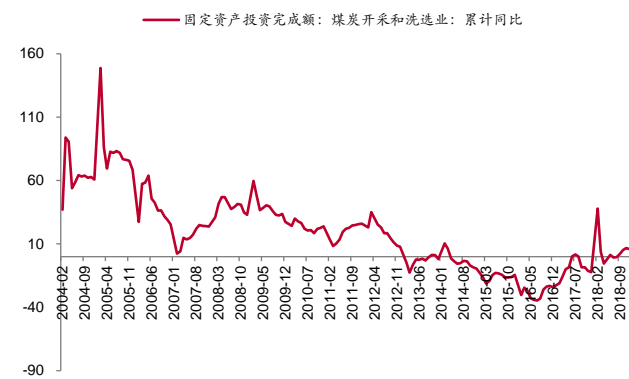
来源: wind, 中泰证券研究所 (ROE 数据为 wind 预测 2018 年净资产收益率中值)

煤价预计中高位、中枢稍有回落，煤企 ROE 存在小幅下行空间

- **债务压力较大，企业优先考虑修复资产负债表。**煤价在 2011 年见顶之后呈现单边下滑态势，煤炭企业资产负债率开始持续攀高，从 2012 年初的 58.6% 上升到 2016 年 4 月份的 70.23%，不到 5 年的时间资产负债率升高了 11.5 个百分点，平均每年上升 2.3 个百分点。随着行业供需格局逆转，尤其 2016 年三季度以后煤价上升显著，资产负债率开始逐步回落。截至 2018 年 12 月，煤炭行业平均资产负债率降至 65.7%，相对高点下降了接近 4.5 个百分点，但企业债务压力仍旧很大，预计仍将优先考虑修复资产负债表。
- **供给侧：行业固定资产投资略有回升，但仍处于低位，产能扩张存在约束。**从行业层面看，煤炭行业的持续低迷使得固定资产投资不断下滑，尤其 2013 年以来，累计增速持续为负，2017 年更是创下了自 2009 年以来的最低水平。2018 年 1-12 月，煤炭行业固定资产投资额同比小幅增长 5.9%，但仍处于近年来低位。从公司层面看，当前煤企出于对中长期需求难以大幅增长以及自身债务仍需要时间消化等预期影响，对新增产能的投资仍然偏谨慎，中国神华、陕西煤业 2018 年预计资本开支处于近年来低位，兖州煤业、中煤能源 2018 年预计资本开支也仅仅回到 2014-2015 年的水平。因此，我们认为行业新建投资不足将一定程度约束煤炭行业产能扩张。

图表 23：近两年煤炭行业资产负债率下降 4.5pct


来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：煤炭行业固定资产投资略有回升


来源：wind、中泰证券研究所

图表 25：煤炭企业资本开支汇总表

证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
中国神华	135	173	156	86	87	70	58	46	24
陕西煤业							23	45	35
兖州煤业	36	132	66	91	54	99	63	69	97
中煤能源	146	214	181	108	92	50	58	56	94

来源：wind、中泰证券研究所

- **需求侧：继续稳中看涨，未来 2 年需求增长将主要由火电贡献。**目前煤炭行业需求主要集中在火电、钢铁、建材和化工四大行业。电力行业，由于电能替代（如钢铁冶炼中电炉占比提升）以及环保政策方面的调整、信息传输以及计算机服务等产业的高速发展，预计第二和第三产业用电都将迎来一定幅度增长。考虑到水电装机高峰已过增速开始下降、新能

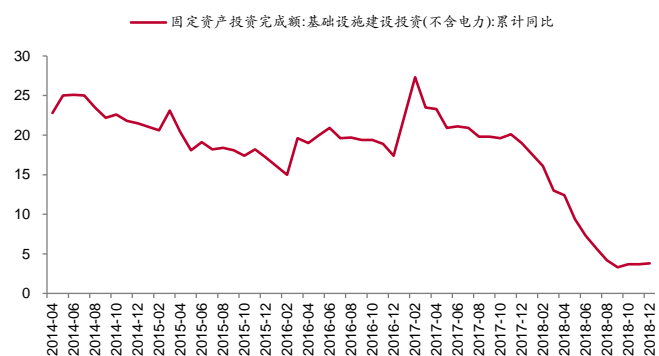
源增速虽高但绝对量占比依旧较低，我们预测未来两年火电产量增速分别为 4.0%和 4.3%。钢铁和建材方面，2018 年中央经济工作会议释放出的 2019 年加大基建投资的方向是较为明确的，与此同时 2019 年货币政策同比预计将有所放松，将有利于支撑房地产投资增长。在此基础上钢材、建材等需求依旧可以保持一定韧性，我们预计 2019 年生铁产量有望实现小幅增长，水泥产量持平或略有正增长。因此，我们认为未来几年煤炭需求增长将主要来自于火电，需求总体上稳中看涨。

图表 26：火电产量增速预测模型

指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2018.1-11	2017	2016	2015	2014
基建新增发电装机容量	万千瓦	11300	10750	12000	9877	13372	12143	13184	10443
水电	万千瓦	1000	900	881	713	1287	1179	1375	2180
火电	万千瓦	2000	2000	2903	3017	4578	5048	6678	4791
核电	万千瓦	900	750	884	596	218	720	612	547
风电	万千瓦	2800	2600	1633	1720	1952	2024	3139	2101
太阳能发电	万千瓦	4600	4500	4473	3822	5338	3171	1380	825
指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2018.1-11	2017年	2016年	2015年	2014年
发电装机容量	万千瓦	212050	200750	190000	177475	177703	165209	152527	137887
水电	万千瓦	36900	35900	35000	30513	34119	33207	31954	30486
火电	万千瓦	118000	116000	114000	112475	110604	106094	100554	93232
核电	万千瓦	6116	5216	4466	4178	3582	3364	2717	2008
风电	万千瓦	23400	20600	18000	17980	16367	14817	13075	9657
太阳能发电	万千瓦	26100	21500	17000	12311	13025	7719	4218	2486
指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2018.1-11	2017年	2016年	2015年	2014年
6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时	小时	-	-	-	3518	3786	3797	3988	4348
水电	小时	3640	3630	3613	3358	3579	3619	3590	3669
火电	小时	4523	4412	4361	3946	4209	4186	4364	4778
核电	小时	7400	7300	7184	6791	7108	7060	7403	7787
风电	小时	2100	2100	2095	1891	1948	1745	1724	1900
太阳能发电	小时	1250	1250	1212	1148	-	-	1225	1235
指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2018.1-11	2017年	2016年	2015年	2014年
全国发电量	亿千瓦时	78974	74587	69900	61626	64179	60248	57399	56801
水电	亿千瓦时	13432	13032	12321	10297	11945	11748	11127	10601
火电	亿千瓦时	53377	51177	49200	44963	45513	43273	42307	43030
核电	亿千瓦时	4526	3808	2944	2638	2483	2132	1714	1332
风电	亿千瓦时	4914	4326	3660	3268	3057	2420	1856	1598
太阳能发电	亿千瓦时	2725	2245	1775	-	1182	674	395	235
指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2018.1-11	2017年	2016年	2015年	2014年
发电量增速	亿千瓦时	5.9%	6.7%	8.9%	6.9%	6.5%	5.0%	1.1%	5.7%
水电	亿千瓦时	3.1%	5.8%	3.1%	4.4%	1.7%	5.6%	5.0%	18.8%
火电	亿千瓦时	4.3%	4.0%	8.1%	6.2%	5.2%	2.3%	-1.7%	1.9%
核电	亿千瓦时	18.9%	29.3%	18.6%	16.8%	16.5%	24.4%	28.6%	19.5%
风电	亿千瓦时	13.6%	18.2%	19.7%	19.8%	26.3%	30.4%	16.2%	15.5%
太阳能发电	亿千瓦时	21.4%	26.5%	50.2%	-	75.4%	70.7%	67.9%	180.8%

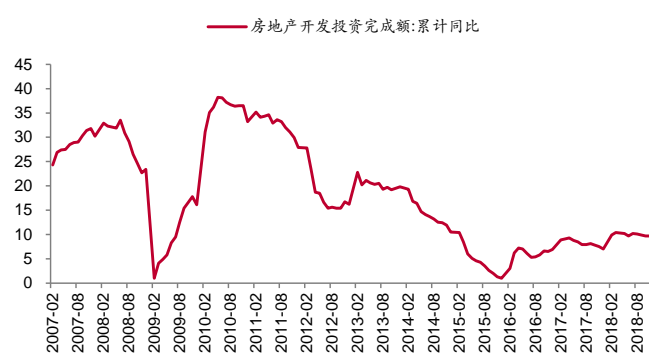
来源：中电联，中泰证券研究所

图表 27：基础设施建设投资有望企稳回升



来源：wind、中泰证券研究所

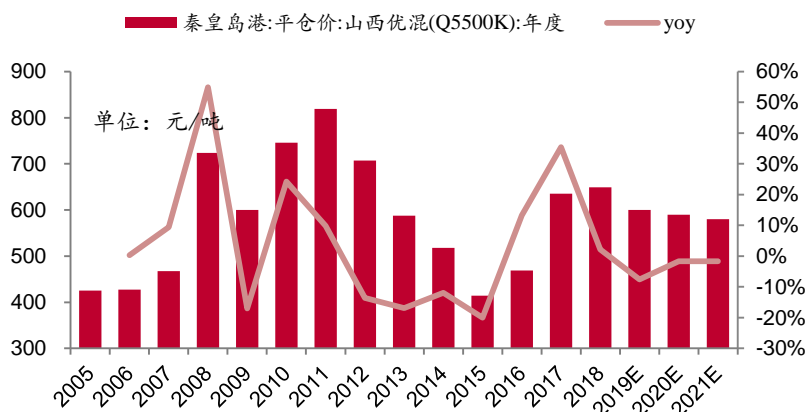
图表 28：房地产投资有望保持正增长



来源：wind、中泰证券研究所

- 中长期煤价预计维持在中高位，但中枢稍有回落，煤企 ROE 存在小幅下行空间。中长期来看，国内经济维持中高速增长，煤炭需求预计将保持相对稳定。供给侧来看，持续淘汰落后产能预计将使得产能规模不断收缩，但与此同时政府鼓励优质产能的释放，有效产能将与需求不断匹配，我们预计煤价总体会有较强支撑，“十三五”期间有望维持在中高位水平，但中枢预计将稍有回落。基于对煤价的看法，我们认为中长期煤炭企业 ROE 存在小幅下行空间，但预计仍将维持在较高水平。

图表 29：预计未来几年动力煤价将稳定维持在中高水平（元/吨）

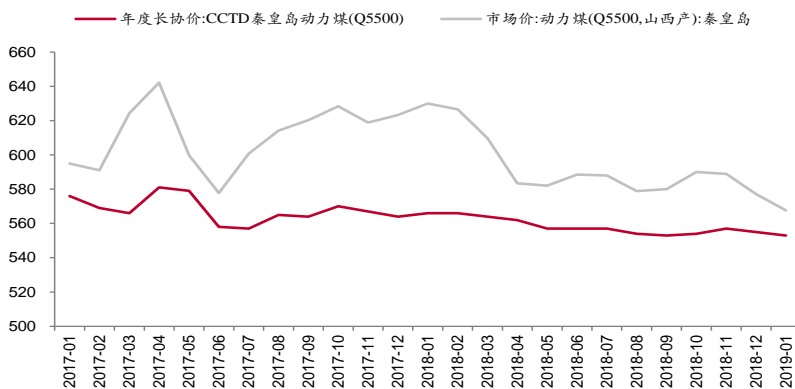


来源：wind，中泰证券研究所

长协煤：煤企盈利能力持续的重要保障

- 长协煤销售占比增加，对煤企持续盈利能力形成保障。近几年来，煤企销售煤炭中长协煤的比例越来越高。实际上，目前大型煤企长协煤（月度长协、季度长协和年度长协）比例已经占到主要电力企业煤炭供应量的七成左右，再加上坑口煤、进口煤等其他渠道，真正的市场煤总占比其实很小。从近几年的煤价数据可以看出，长协煤价格波动幅度远不及市场煤价，在稳定煤价方面取得了显著的成效。我们认为，价格波动幅度小的长协煤销售占比的不断上升是大型煤企保持高盈利能力的重要保障。

图表 30：秦皇岛 Q5500 动力煤市场价与年度长协价格对比（元/吨）



来源：wind，中泰证券研究所

投资策略：看好业绩稳健及高弹性标的估值修复

- **当前 A 股煤企估值存在折价。**从行业角度看，目前煤炭行业市净率为 1.0801，距离历史最小市净率（0.9499）仅剩 12.05pct，距离历史中位数则有一倍多距离，可见当前行业估值已处于底部。从**海内外估值对比角度**看，自 2016 年以来美国、澳大利亚市场煤企估值修复迅速而大陆市场煤企加权平均 ROE 虽然已回升至 2011-2012 年水平，但整体加权平均市净率（0.86）离 2012 年的 1.78 还有很大上升空间，估值修复缓慢。从**与防守型行业估值对比角度**看，煤企估值水平目前均处于公用事业行业 PB-ROE 均衡线下方。因此我们认为当前 A 股煤企估值存在折价现象。
- **煤价中枢预计略有下移，煤企 ROE 存在下行空间但仍能维持在较高水平。**煤炭供需格局方面，供给侧由于企业资产负债率仍然较高，预计煤企仍将优先考虑修复资产负债表，对新增产能的投资仍然偏谨慎，这将对行业扩张产能形成一定限制；需求侧未来两年煤炭需求增长将主要来自火电，钢铁和水泥需求预计将有小幅增长或持平，总体上稳中看涨。中长期看，有效产能将与需求不断匹配，煤价“十三五”期间有望维持在中高位，但中枢预计将稍有回落。基于这一看法，我们认为中长期煤炭企业 ROE 存在小幅下行空间，但预计仍将维持在较高水平。
- **投资策略：**当前经济下行压力较大，股票估值整体处于低位，我们预计经济稳增长依然是 2019 年财政政策与货币政策的出发点、全社会融资水平相比 2018 年会有所好转，1 月创新高的 46400 亿社融规模增量也正在逐步印证这一点。2019 年加大基建投资的方向是比较明确的，政策方面的调控有利于提升股票市场的估值水平，我们预计长协煤占比多或者产量有增长的公司可以对抗由于行业价格中枢下行带来的影响，业绩表现会比较稳健，股票的估值修复机会也更大，主要推荐低估值且长期盈利稳健、高股息的可穿越周期的龙头公司**陕西煤业、中国神华**等，高弹性标的建议关注：**兖州煤业**。此外，当前焦煤股估值基本都降至历史最低水平，为投资提供了一定的安全边际，估值修复弹性较大，重点推荐：**淮北矿业、潞安环能**等。

图表 31: 重点公司盈利预测与估值

	公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			16A	17A	18E	19E	16A	17A	18E	19E
601088.SH	中国神华 (+)	20.60	1.14	2.26	2.37	2.48	18	9	9	8
600157.SH	永泰能源 (+)	2.17	0.06	0.05	0.07	0.08	39	45	-	-
601898.SH	中煤能源 (+)	5.04	0.15	0.18	0.40	0.44	34	28	13	11
600188.SH	兖州煤业 (+)	10.21	0.42	1.38	1.48	1.56	24	7	7	7
600123.SH	兰花科创 (+)	7.41	-0.58	0.68	0.92	0.97	-13	11	8	8
601699.SH	潞安环能 (+)	8.01	0.29	0.93	1.01	1.08	28	9	8	7
601225.SH	陕西煤业 (+)	8.85	0.28	1.04	1.19	1.24	32	9	7	7
600395.SH	盘江股份 (+)	5.46	0.12	0.53	0.60	0.62	46	10	9	9
000983.SZ	西山煤电 (+)	6.17	0.14	0.50	0.66	0.72	45	12	9	9
000937.SZ	冀中能源 (+)	4.15	0.07	0.30	0.32	0.33	60	14	13	13
601101.SH	昊华能源 (+)	6.61	-0.01	0.52	0.94	1.16	-661	13	7	6
600508.SH	上海能源	10.61	0.62	0.72	1.32	1.44	17	15	8	7
600971.SH	恒源煤电 (+)	6.55	0.04	1.10	0.95	1.01	164	6	7	6
600997.SH	开滦股份 (+)	6.70	0.35	0.33	0.88	0.92	19	20	8	7
600403.SH	*ST大有	4.08	-0.82	0.20	0.25	0.28	-5	20	16	15
000552.SZ	靖远煤电	3.00	0.10	0.24	0.33	0.35	31	12	9	9
002128.SZ	露天煤业 (+)	8.40	0.50	1.07	1.28	1.33	17	8	7	6
600546.SH	山煤国际 (+)	3.69	0.16	0.19	0.37	0.44	23	19	10	8
600121.SH	*ST郑煤	3.39	-0.62	0.62	0.52	0.58	-5	5	7	6
000933.SZ	神火股份 (+)	4.71	0.18	0.19	0.17	0.21	26	24	28	22
601918.SH	新集能源 (+)	3.33	0.09	0.01	0.48	0.50	36	370	7	7
601015.SH	陕西黑猫 (+)	5.91	0.23	0.25	0.20	0.26	26	24	30	23
000968.SZ	蓝焰控股 (+)	13.01	0.82	0.53	0.68	0.79	16	25	19	16
601001.SH	大同煤业 (+)	4.70	0.11	0.36	0.52	0.71	43	13	9	7
600740.SH	山西焦化 (+)	9.54	0.06	0.12	1.28	1.43	165	80	7	7
000723.SZ	美锦能源	5.25	0.30	0.26	-	-	18	20	-	-
600985.SH	淮北矿业 (+)	11.85	0.34	0.41	1.63	1.85	35	29	7	6
603113.SH	金能科技	13.07	0.70	1.05	1.34	1.39	19	12	10	9

来源: 中泰证券研究所

备注: 股价日期为 2019 年 2 月 25 日; 标注 (+) 的公司为中泰煤炭团队预测 EPS, 其他为 wind 一致预期

重点推荐公司

中国神华 (601088.SH): 煤企巨无霸, 长协占比高、业绩稳定高分红

- **煤电一体化龙头企业, 抗周期能力强。**煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工一体化经营的领先企业, 其中煤、电业务具备一定对冲能力, 多元化业务致使公司抗周期能力较强。公司自产商品煤销量约 3.0 亿吨, 外购商品煤销量约 1.5 亿吨, 控制并运营的发电机组装机容量达到约 5.9 万千瓦。
- **规模性和盈利性两项比较优势凸显, 行业内占有话语权。**公司的资源及产销规模居全国之冠, 对煤炭市场定价等具有较强的话语权。公司的盈利能力突出, 表现为自产煤单位成本位于可比公司最低位, 低成本意味着公司在行业中最具有抗周期能力。
- **长协煤占比大, 业绩平稳。**公司煤炭主要采用长协销售方式, 其中贡献主要利润的自产煤以年度长协销售为主, 外购煤以月度长协销售为主。年度长协价格全年稳定、月度价格波动幅度趋窄, 公司煤炭板块业绩受煤价波动影响小。
- **成长性、稳定性、价值性三项内在优势凸显。**公司的成长性主要来自“煤电运”三个板块仍有新的业绩增长点, 包括内涵式的新建项目投产以及外延式的资产注入。公司业绩的稳定性主要来自于销售价格的稳定性, 主要是由于自身具有定价话语权, 且销售主要以稳定的长协价销售。价值性主要来自于公司长期以来的高比例分红及稳定分红, 近七年来分红比例均为 40%。
- **预测公司 2018~2020 年 EPS 分别为 2.31、2.41、2.51 元, 2018 年业绩对应当前 PE 估值不足 9 倍, 若分红比例 40%, 以目前的股价来看,**

股息率近 5%，维持公司“买入”评级。

图表 32：中国神华业绩预测摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	183127	248746	257118	263670	268481
YOY(%)	3.42%	35.83%	3.37%	2.55%	1.82%
归母净利润 (百万元)	22712	45037	47393	49122	50386
YOY(%)	40.68%	98.30%	5.23%	3.65%	2.57%
EPS (摊薄)	1.14	2.26	2.31	2.41	2.51
PE	18.07	9.12	8.92	8.55	8.21

来源：wind，中泰证券研究所（股票日期为 2019 年 2 月 25 日）

陕西煤业 (601225.SH)：有望受益蒙华铁路开通，业绩释放能力强

- **纯动力煤公司，资源禀赋优异，大型矿井为主，生产成本低。**两个主力矿区陕北矿区和彬黄矿区所产的优质动力煤，具有发热量高（5500 大卡以上）、低灰、低硫磷等突出特点。达到国家一级安全标准矿的产能约占总产能 90%，开采条件非常优异。
- **未来产能有释放空间，公司有三座煤矿将于两年内投产，合计产能 2100 万吨。**公司 2017、2018 年自产煤约 1 亿吨，但未来仍有新矿陆续投产：小保当一号井一期 800 万吨预计 2018 年 9 月投入试生产，小保当二号井一期 800 万吨预计 2020 年下半年投产。远景规划小保当一号井和二号井的产能则分别为 1500 万吨和 1300 万吨。
- **参股蒙华铁路，将打开销往华中及铁路沿线市场，议价能力有望增强，长协比例也有望提高。**蒙华铁路连接晋陕蒙资源地与华中消费地，是北煤南运的重要通路。蒙华铁路预计于 2019 年底通车，公司目前有 60% 的销售额集中在不缺煤的西北地区，议价能力弱，未来华中缺煤市场有望打开，公司议价能力有望显著增强。此外，目前公司销售的煤炭（铁路运输）长协比例不足 45%，主要是铁路运力的限制，更多的煤炭以汽运方式向周边地区地销，蒙华铁路开通后公司煤炭长协比例有望提高。
- **持续高比例分红，股息率高，不超 50 亿回购提升投资价值。**公司近两年来分红比例均达到 40%，以目前的股价来看，股息率超过 5%。公司回购股份（回购金额区间为 10-50 亿元）彰显对股价信心，有助于提升股息率。
- **预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.19、1.24、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 7.4X，维持“买入”评级。**

图表 33：陕西煤业业绩预测摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	33132	50927	53233	56428	60912
YOY(%)	1.91%	53.71%	4.53%	6.00%	7.95%
归母净利润 (百万元)	2755	10449	12316	12816	13777
YOY(%)	-192.18%	279.30%	17.87%	4.06%	7.50%
EPS (摊薄)	0.28	1.04	1.19	1.24	1.34
PE	31.6	8.51	7.44	7.14	6.60

来源：wind，中泰证券研究所（股票日期为 2019 年 2 月 25 日）

兖州煤业 (600188.SH): 内生+外延, 产能大幅扩张

- **布局内蒙和澳洲, 实现产量内生增长。**公司煤矿产能集中在山东、山西、内蒙和澳洲等四个区域, 动力煤生产为主, 在产总产能已经达到 1.3 亿吨左右, 其中澳洲约占一半。公司在煤价下行期独具慧眼, 加大资本开支, 内蒙、澳洲等合计 4500 万吨优质产能先后从 2016 年下半年开始投产。2019 年产能有继续释放的空间。
- **收购优质资产联合煤炭 (C&A), 实现外延式扩张。**2017 年 9 月成功收购联合煤炭公司 (C&A) 100% 股权, 2018 年实现全年并表, 贡献商品煤新增量约 1200 万吨。通过“内生+外延”布局, 我们预计到 2020 年公司自产商品煤销售量有望超过 1.2 亿吨, 实现 2016 年的近翻倍增长。
- **重点布局煤化工业务, 盈利能力逐渐增强。**规模小、竞争力较差的企业逐渐被淘汰, 甲醇行业盈利能力较为稳健。随着鄂尔多斯能化和榆林能化二期煤化工项目稳步推进, 公司煤化工板块净利润有望进一步上升。
- **预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.19、1.24、1.34 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.9X, 维持“买入”评级。**

图表 34: 兖州煤业业绩预测摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	101982	151228	154626	159313	163444
YOY(%)	47.78%	48.29%	2.25%	3.03%	2.59%
归母净利润 (百万元)	2065	6771	7245	7683	7800
YOY(%)	140.20%	227.94%	7.01%	6.04%	1.52%
EPS (摊薄)	0.42	1.38	1.48	1.56	1.59
PE	24.31	7.40	6.90	6.54	6.42

来源: wind, 中泰证券研究所 (股票日期为 2019 年 2 月 25 日)

潞安环能 (601699.SH): 低估值优质喷吹煤龙头

- **喷吹煤行业龙头, 年产量稳定在 4000 万吨。**公司开采煤种主要为瘦煤、贫瘦煤和贫煤, 资源禀赋优异。潞安喷吹煤是订立国标的基准, 大客户需求稳定, 年销量在 1400 万吨以上, 是行业的绝对龙头。公司煤矿总产能 (包含资源整合煤矿) 超 5000 万吨, 近些年原煤产量稳定在 4000 万吨/年, 未来随着部分整合矿投产, 产量仍有一定上升空间。
- **先进产能占比多, 开采条件优异。**潞安旗下先进产能居多, 其中常村、漳村、余吾煤矿入选全国第一批先进矿井, 五阳、王庄、潞宁、后堡、开拓、新良友等六座矿井入选一级安全质量标准化煤矿, 产能合计 3450 万吨, 位居山西煤炭上市公司中第一位。生产条件非常优异, 使得公司控制成本的能力非常出色, 业绩释放能力强。
- **集团旗下资产丰富, 资产证券化可期。**根据公司与集团签订的《避免同业竞争协议》, 集团承诺将在未来陆续将集团层面的优质煤炭资产注入到上市公司中, 集团旗下现有未上市矿井产能 3400 多万吨, 包括高河矿、司马矿、郭庄矿等盈利能力较强的优质矿井, 集团资产证券化可期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别是 1.01、1.08、1.14 元/股, 当前股价对应 PE 不足 8 倍, 维持公司“买入”评级。

图表 35: 潞安环能业绩预测摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	14229	23544	24797	25732	27044
YOY(%)	27.6%	65.5%	5.3%	3.8%	5.1%
归母净利润 (百万元)	857	2782	3028	3243	3402
YOY(%)	732.0%	224.6%	8.8%	7.1%	4.9%
EPS (摊薄)	0.29	0.93	1.01	1.08	1.14
PE	27.62	8.61	7.93	7.42	7.03

来源: wind, 中泰证券研究所 (股票日期为 2019 年 2 月 25 日)

淮北矿业 (600985.SH): 低估值炼焦煤标的

- **2018 年集团“煤&焦”资产实现整体上市。** 2018 年公司借壳“雷鸣科化”成功上市, 第一大主业和第二大主业将变更为煤炭开采与焦化业务。
- **淮矿股份盈利持续改善, 明显高于同行。** 2017 年销售毛利率、销售净利率、ROE 分别达到 20.98%、6.6%、23.48%。煤炭业务在 2017 年“降本增效”以及关闭退出劣质矿井的举措下, 盈利能力已攀升至行业前列。
- **焦化新产能投产, 华东市场地位进一步增强。** 2017 年焦化二期投产, 焦炭核定产能增长至 440 万吨, 权益产能增长至 305.8 万吨, 权益占比提高至 70%, 预计公司在 2019 年焦化业务可以满产, 位居焦炭上市公司第 4, 华东焦炭上市公司第 1。
- **暂无大额计提减值&享受高新技术税率优惠。** 2017 年因关闭三座矿井, 导致大额计提减少利润总额 6.5 亿元。淮矿股份母公司和临涣焦化属高新技术企业, 享受所得税率 15% 的政策支持, 且有望连续享受。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别是 1.63、1.85、1.72 元/股, 当前股价对应 PE 不足 8 倍, 维持公司“买入”评级。

图表 36: 淮北矿业业绩预测摘要

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	836	957	58855	61128	61138
YOY(%)	-56.2%	128.3%	6053%	3.9%	0.0%
归母净利润 (百万元)	93	123	3442	3915	3629
YOY(%)	-21.0%	31.6%	2697%	13.8%	-7.3%
EPS (摊薄)	0.34	0.4	1.63	1.85	1.72
PE	34.85	29.63	7.30	6.41	6.89

来源: wind, 中泰证券研究所 (股票日期为 2019 年 2 月 25 日)

风险提示

- **(1) 经济增速不及预期风险;** 防范化解金融风险, 一定程度上压缩了货币政策和财政政策调整空间, 叠加中美贸易摩擦引发外贸需求的不确定性, 这都可能引发经济增速不及预期的风险。
- **(2) 新能源持续替代风险;** 环保因素的核查对煤炭的长期需求预期产生一定的影响, 风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展, 虽然目

前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

- **(3) 进口煤政策的不确定性。**进口煤政策的管控是政府调控煤价的重要手段之一，尤其在国内供需关系较为紧张时候，进口煤对国内市场影响非常大。如果政府严格约束进口煤数量和质量，可能会对行业供给层面产生较大影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。