



# 煤炭行业 2018 年报前瞻及 2019 年展望

## 业绩高位震荡，估值在底部

预计 18 年煤炭上市公司归母净利润同比增幅中位数 15%，主要受到煤价小幅提升，产销量增幅加大，行业景气度提升对资产负债表的修复作用。但 2019 年供需进一步宽松，预计煤价见顶回落将是大概率事件，上市公司净利润同比增幅中位数下降 8%。主要影响因素为煤价下降、产销量增速较大、政策性成本有所上调的综合因素作用。

### 点评

- 已经披露年报预增（减）公司的 18 年归属母公司净利润预增（减）的中位数为 15.7%。截至目前，A 股煤炭上市公司共有 18 家披露 18 年年报预增（减）公告，大多数业绩较好。其中涨幅最大的四家主要为焦煤焦炭焦化类公司，其涨幅超过 3 位数（反映了此类公司对涨价，产业链景气度攀高的高弹性）。总体预增的公司主要原因是煤炭价格上涨，煤炭产销量增长，以及收购资产等。预减的公司主要为煤电（铝）一体化的公司，主要原因是原材料价格上涨，煤炭下游受此影响不景气或亏损，以及受到停产关停影响的煤炭产销量大幅下降等。总体来看，已经披露年报预增（减）公司的 18 年归属母公司净利润预增（减）的中位数为 15.7%。
- 预计 2018 年 A 股煤炭公司归母净利润同比增幅 15%，主要受到煤价小幅上涨以及产销量涨幅加快的影响。2018 年我国原煤产量增幅 5.2% 至 35.5 亿吨，比 17 年的 3.2% 明显加快。2018 年秦皇岛 5500 大卡动力煤价格同比增加 4% 为 683 元，而 2018 年秦皇岛 5500 大卡年度长协价下降 1.7% 至 559 元，两者价差为 18%，大于 2017 年两者的价差（为 11%）。预计 2018 年 A 股煤炭公司归母净利润同比增幅 15%，主要受到煤价小幅上涨以及产销量涨幅加快的影响。
- 预计 2019 年秦皇岛动力煤 5500 大卡市场价下降 7%，年度长协价继续向绿色区间回归，业绩同比下降约 10%。从 18 年开始，市场煤和长协价的走势出现了明显的背离，而且价差不断扩大，主要表现为市场煤上涨而长协煤下跌。这主要是政府调控、向下调整煤价至绿色区间的意图，未来行业这一行政化趋势仍会延续。纵观 2019 年，从 2016 年开始的去产能已经基本完成，未来可减少的数量有限，而通过产能置换等煤炭新增产能在 2019 年以后将逐步增多，我们预计全国 19 年煤炭产量仍会同比增长 5% 左右，可能比 18 年略大。此外，铁路运力、港口运力、行业固定资产投资增速均将呈现加快增长态势。需求方面，考虑到经济下行压力较大，以及清洁替代速度不减（见后图），需求增速继续呈现微幅增长趋势，需求增速少于 2018 年的 1.0%，我们预计 2019 年需求增速只有 0.6% 或 2000 万吨。供需进一步宽松将导致煤价的下移。但上市公司普遍为国有大型企业，他们的长协煤比例较高，通常为 50% 以上。由于长协煤的波动会远小于市场煤，因此上市公司的综合煤价跌幅也将比较有限。19 年之后，产能置换新产能陆续投产、改扩建在建产能投产，上市公司煤炭产量增长速度将加快，预计平均同比增长 6% 左右，一定程度抵消煤价下跌的影响。此外，由于行业景气度持续高位运行，政策性成本或有一定程度的增加，对业绩影响偏负面。
- 预计 19 年炼焦煤企业的业绩仍将呈现偏强的走势，我们看好炼焦煤行业。2018 年我国焦精煤产量 4.3 亿吨，同比下降 2.4%。焦精煤占煤炭总产量比例下降至 12.3% 的新低。预计 2019 年其产量增速为 1%-2% 左右，远小于煤炭总产量增速。焦煤矿产能去的多，新增资源稀缺，老矿不安全矿多等原因下，供应偏紧仍是导致价格将在历史高位运行的主要原因。我们认为焦煤价格有望同比持平或轻微下降，支撑相关上市公司好业绩。
- 投资建议：板块近期表现欠佳，跑输大市，板块 18 年市盈率 11 倍，为历史低位，具备一定安全边际，关注节后开工需求的变化，带来的预期差改变，从而带来较好股价弹性。建议重点关注优质龙头绩优公司陕西煤业、山西焦化、潞安环能、中国神华、阳泉煤业。
- 风险提示：政府调控力度超预期，经济下行超预期，清洁能源替代加速。

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

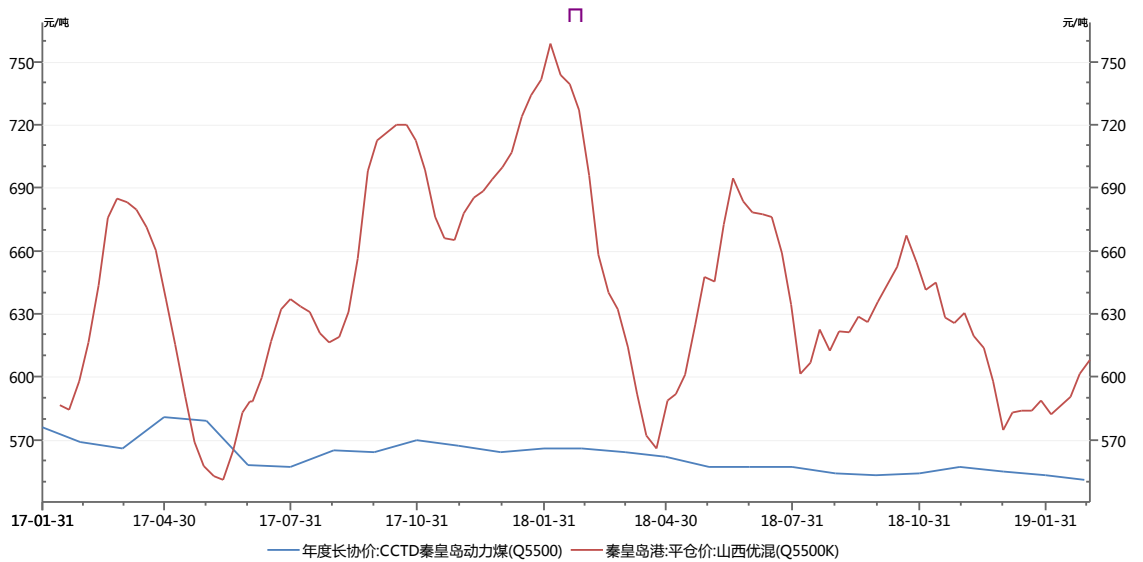


图表 1. 煤炭开采 3Q18 业绩前瞻

证券代码	名称	净利润同比变动中位数 (%)	预告净利润同比增长下限 (%)	预告净利润同比增长上限 (%)	预告净利润下限(亿元)	预告净利润上限(亿元)	预警类型
600740.SH	山西焦化	1,559	1,477	1,641	14.5	16	预增
600408.SH	*ST 安泰	373	373	373	7.7	7.7	扭亏
600397.SH	*ST 安煤	111	111	111	0.75	0.75	扭亏
000723.SZ	美锦能源	74	60	88	17	20	预增
600403.SH	大有能源	45	35	55	6.48	7.44	预增
600123.SH	兰花科创	41	34	48	10.5	11.6	略增
601898.SH	中煤能源	41	33	49	32	36	略增
600348.SH	阳泉煤业	21	6	36	17.38	22.38	略增
601001.SH	大同煤业	16	16	16	6.93	6.93	略增
601101.SH	昊华能源	14	6	21	6.6	7.5	略增
002128.SZ	露天煤业	13	5	21	18.42	21.23	略增
000552.SZ	靖远煤电	3	3	3	5.7	5.7	略增
601088.SH	中国神华	(2)	(2)	(2)	440	440	略减
000933.SZ	神火股份	(36)	(48)	(24)	1.9	2.8	略减
600121.SH	郑州煤电	(72)	(72)	(72)	1.75	1.75	预减
600157.SH	永泰能源	(86)	(88)	(83)	0.7	1	预减
000780.SZ	平庄能源	(152)	(154)	(150)	(2.6)	(2.4)	首亏
	中值	15.69	6.45	21	6.93	7.5	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价与 5500 大卡年度长协煤对比

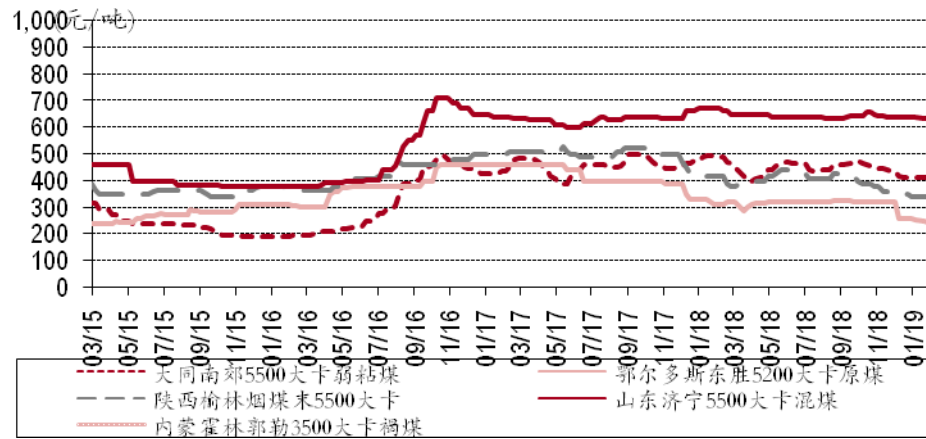


数据来源: Wind

资料来源: 万得, 中银国际证券

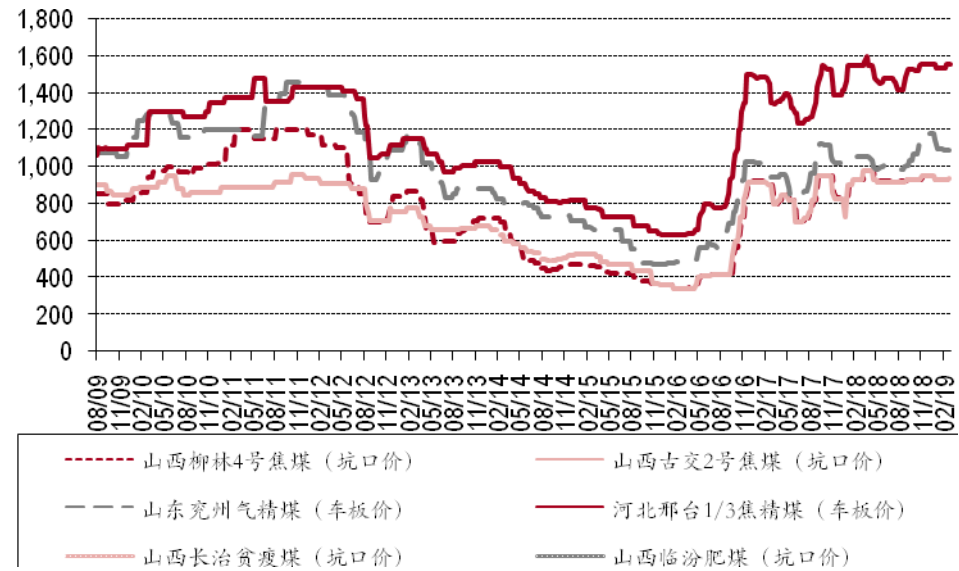


图表 3. 产地动力煤价格



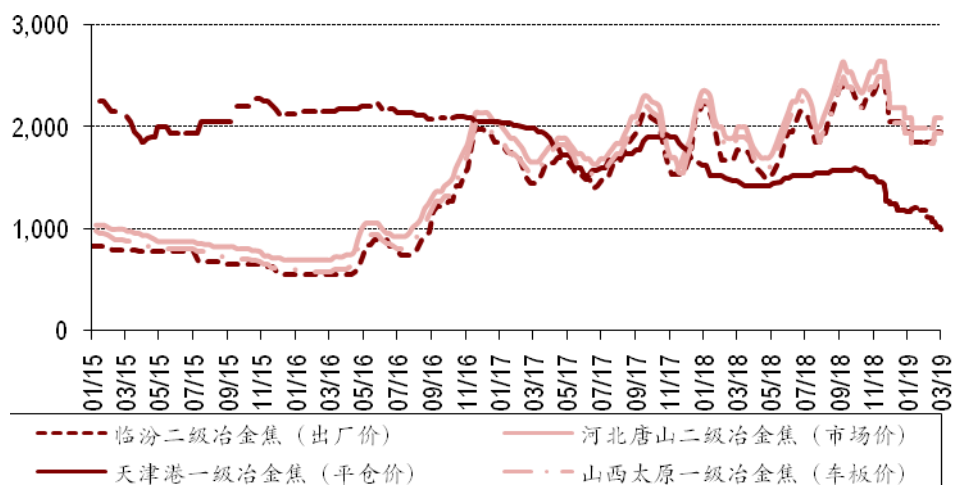
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 焦煤产地价格



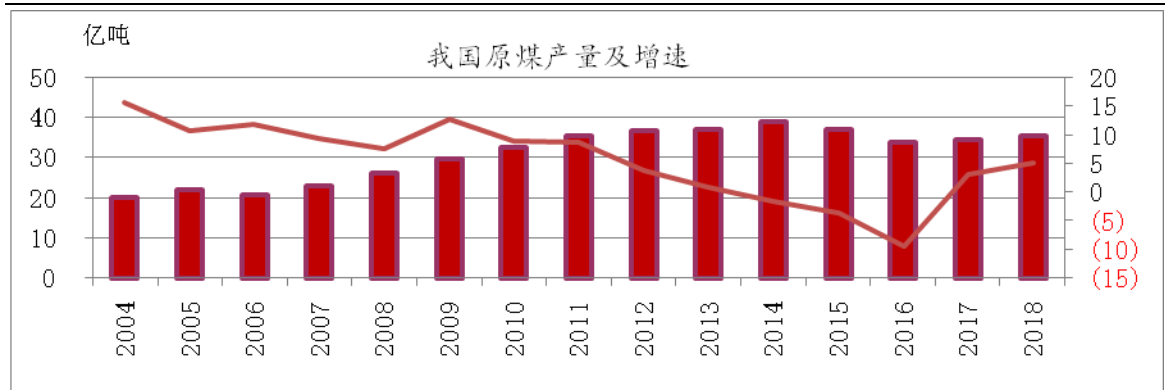
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 焦炭价格



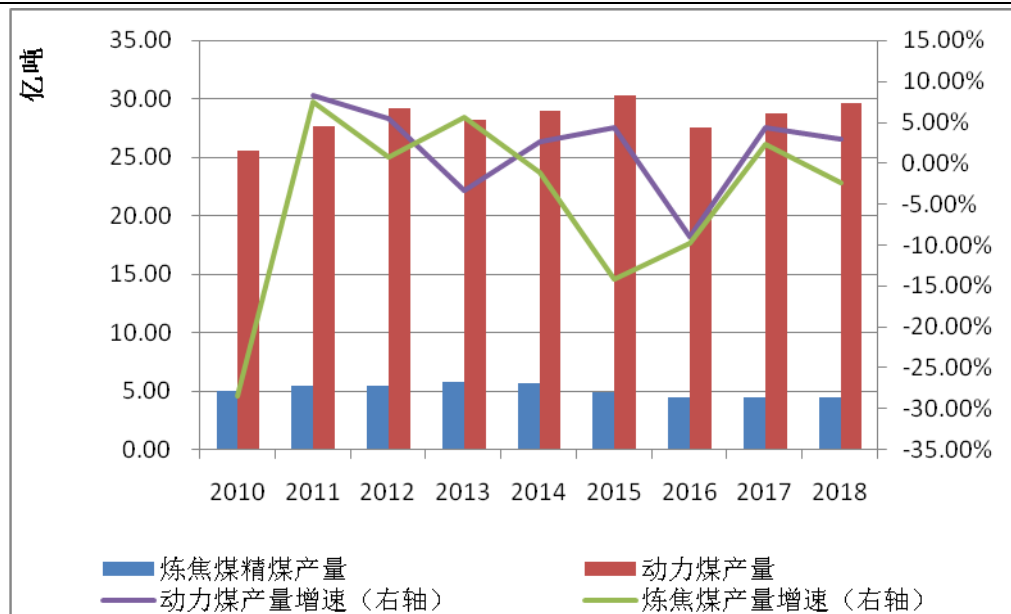
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 我国煤炭产量



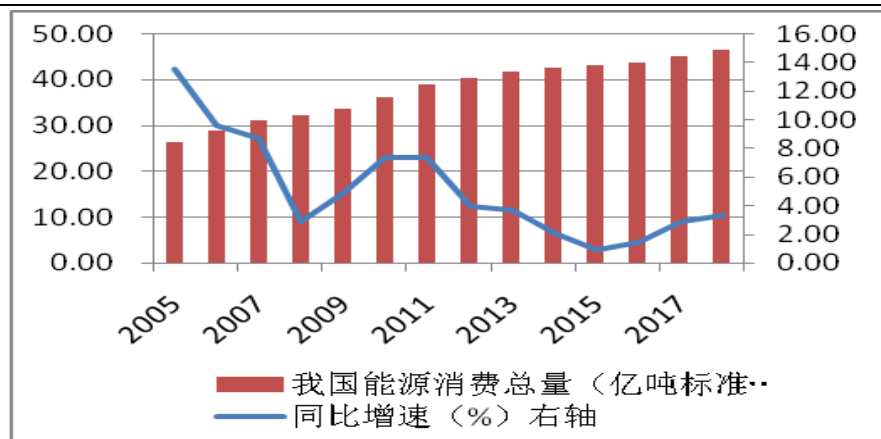
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 我国焦精煤、动力煤产量及增速



资料来源：万得，中银国际证券

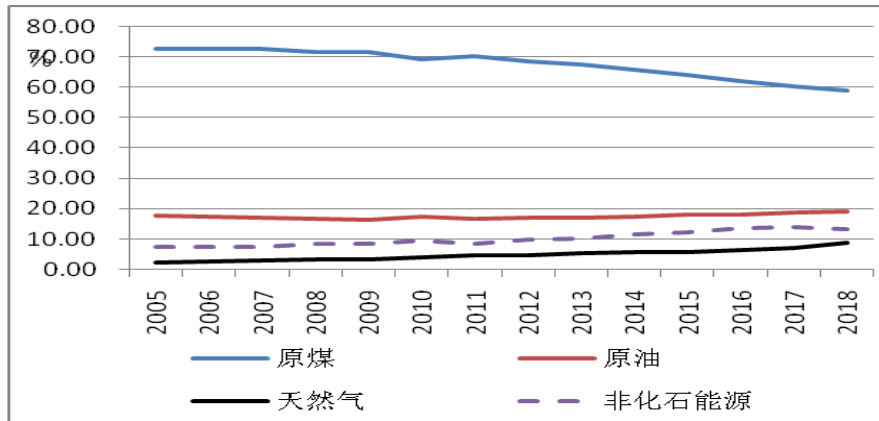
图表 8. 我国能源总量消费及增速



资料来源：万得，中银国际证券

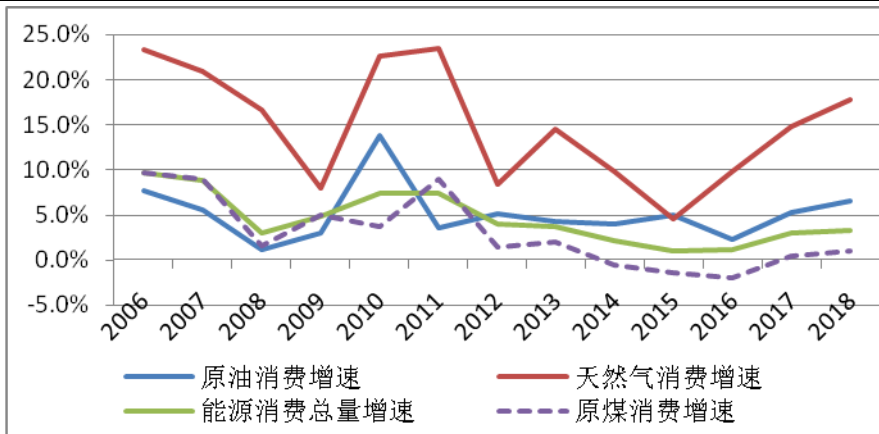


图表 9. 我国各能源消费占比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 各能源消费增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 11. A、H 主要煤炭公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(人民币, 元)				价格 (人民币/港币)		市盈率(倍)				每股净资产 (人民币/港币)		市净 率(倍)	
			2017	2018E	2019E	2020E	3月1日	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2017			
601918.SH	新集能源	未有评级	0.01	0.22	0.48	0.49	3.40	377.8	15.5	7.1	6.9	1.9	2.03			
600740.SH	山西焦化	买入	0.12	1.11	1.19	1.26	9.58	79.8	8.6	8.1	7.6	2.8	3.0			
600348.SH	阳泉煤业	买入	0.68	0.74	0.81	0.84	5.92	8.7	8.0	7.3	7.0	6.2	0.92			
600546.SH	山煤国际	买入	0.19	0.37	0.46	0.56	3.78	19.9	10.2	8.2	6.8	2.5	1.47			
601225.SH	陕西煤业	买入	1.04	1.10	1.26	1.52	9.12	8.8	8.3	7.2	6.0	4.4	1.91			
600395.SH	盘江股份	未有评级	0.53	0.60	0.63	0.65	5.53	10.4	9.2	8.8	8.5	3.9	1.45			
601699.SH	潞安环能	买入	0.93	1.01	0.96	1.05	8.29	8.9	8.2	8.6	7.9	7.1	1.12			
600123.SH	兰花科创	未有评级	0.68	0.94	1.02	1.13	7.68	11.2	8.2	7.5	6.8	8.2	0.86			
601088.SH	中国神华	中性	2.23	2.27	2.23	2.20	20.83	9.3	9.2	9.3	9.5	15.2	1.32			
600157.SH	永泰能源	未有评级	0.05	0.06	0.07	0.08	2.17	44.7	36.2	31.0	27.1	2.0	0.85			
600403.SH	*ST大有	未有评级	0.20	0.38	0.41	0.43	4.26	21.3	11.2	10.4	9.9	2.9	1.42			
000937.SZ	冀中能源	未有评级	0.30	0.32	0.33	0.34	4.24	14.1	13.3	12.8	12.5	5.5	0.73			
000933.SZ	神火股份	未有评级	0.19	0.16	0.23	0.38	4.95	25.6	30.9	21.5	13.0	3.1	1.58			
601898.SH	中煤能源	买入	0.26	0.40	0.37	0.43	5.19	19.7	12.6	14.1	12.1	6.7	0.78			
002128.SZ	露天煤业	未有评级	1.07	1.24	1.30	1.33	8.56	8.0	6.9	6.6	6.4	6.6	1.28			
600997.SH	开滦股份	未有评级	0.33	0.88	0.94	0.99	6.78	20.5	7.7	7.2	6.8	5.9	0.99			
601101.SH	昊华能源	未有评级	0.52	0.59	0.60	0.65	6.73	12.9	11.4	11.2	10.4	6.2	1.08			
601666.SH	平煤股份	未有评级	0.58	0.39	0.45	0.55	4.17	7.2	10.7	9.3	7.6	5.1	0.79			
<b>中银国际 A 股主要煤炭公司平均值 (不包括永泰能源)</b>								<b>39.4</b>	<b>11.2</b>	<b>9.7</b>	<b>8.6</b>	<b>5.4</b>	<b>1.2</b>			
1088.HK	中国神华	买入	0.75	1.25	2.40	2.39	19.60	8.2	8.1	8.3	8.4	15.4	1.12			
0639.HK	首钢资源	中性	(0.08)	0.02	0.20	0.23	1.82	8.9	3.6	3.7	3.0	3.0	0.54			
1898.HK	中煤能源	买入	(0.25)	0.14	0.39	0.48	3.45	8.9	8.4	8.9	7.3	6.7	0.51			
<b>H 股主要煤炭公司平均值</b>								<b>8.7</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>0.7</b>			

资料来源: 万得, 公司数据, 中银国际证券、

注: 首钢资源的每股收益为港币



## 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