

# 煤炭行业深度报告

## 被忽视的高现金流和低估值

### ● 煤价进入平稳阶段，中长期行业供需有望维持基本平衡

**煤价:** 2016 年以来煤价大幅上涨，不过由于需求相对平稳以及供给受限，煤价波动性明显减小。以秦港 5500 大卡煤价为例，17 年以来除 17 年 4 季度至 18 年 1 季度煤炭阶段性偏紧外，各季度均价维持在 600-640 元/吨波动范围，相比下游焦炭和钢铁，炼焦煤价格变化也明显较小。而从公司来看，由于多数大公司长协比例较高（一般达 50% 以上），煤价季度波动一般不超过 5%（动力煤在 20 元/吨以内）。  
**供需:** 中长期受电力需求稳健增长因素影响，煤炭需求有望维持 1-2% 中位数增长，而供给端一方面违法违规及超能力生产得到抑制趋势将更加明显；另一方面，通过产能置换、中小煤矿去产能，行业产能结构持续优化，预计煤炭行业供需维持相对平衡状态，煤价整体进入相对平稳阶段（根据国家能源局数据，18 年末虽然合法产能增加，在建产能并未减少，但超产明显下降，原规划矿井也基本处于表内，合计新增产能预计不超过 3.5 亿吨。同时结合《煤炭 2019 年化过剩产能工作要点》未来潜在去产能空间约 2 亿吨，预计未来 3 年年均产能增加仅约 5000 万吨）。

### ● 行业：盈利逐步回升，集团仍有负担，债务压力和风险仍存

**经营:** 根据国家统计局数据，2015-2018 年行业规模以上企业利润总额分别为 441、1091、2959 和 2888 亿元（对应销售利润率分别为 1.8%、4.7%、11.6% 和 12.8%），其中 2018 年盈利距离历史高点 2011 年（4342 亿元）仍有 30% 以上的差距。多数煤企集团历史负担逐步消化，盈利也开始改善，但整体来看煤企除上市公司外资产盈利能力仍偏弱。

**债务:** 根据国家统计局数据，截至 19Q1 末，煤炭行业资产负债率达 65.1%，明显高于钢铁、建材和有色等行业。根据 Wind 数据，煤炭行业主要发债主体合计有息负债（剔除国家能源集团）仍高达 2.32 万亿元，相比较供给侧改革之前（2.23 万亿元）还略有增加。由于煤企集团由于人员负担重、历史欠账多，盈利改善相对较慢，债务压力和风险也还未得到明显缓解，相比下游全行业盈利能力不支持煤价出现大幅波动。

### ● 上市公司：优质资产盈利和经营性现金流稳健性提高，值得关注

**盈利:** 相比集团，上市公司资产质量普遍较好，同时负担也更轻。我们关注的 26 家主焦煤企 2018 年合计净利润（1078 亿元）已恢复到 2011-2012 年的水平，仅次于盈利最好的 2011 年（1159 亿元）。

**现金流:** 更被市场忽略的是，多数公司 2018 年经营性现金流净额处于 2010 年以来的最好水平。2016-2018 年，主要煤炭上市公司合计净利从 394 亿元增长至 1079 亿元，经营性净现金流从 1395 亿元增长至 2105 亿元，复合增速达 65% 和 23%。

**资本开支:** 目前煤炭上市公司拥有的建设煤矿普遍较少，过去 2 年部分公司资本开支略有恢复，多数以维护性的资本开支为主，仅有中煤能源、陕西煤业、兖州煤业等公司对存续的在建煤矿进行投资。而实际上，2012 年以来主流煤企整体资本开支在持续下滑，2018 年的资本开支不到 2012 年的一半。预计后期煤炭公司资本开支继续下滑，而经营和自由现金流稳健性较高。

### ● 煤价涨幅低于主要周期品，未来煤价大幅下行风险不大，板块估值处于低位

**价格表现:** 2016 年以来主要周期品价格均出现大幅回升，煤价上涨也是正常的恢复。最新纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价、英国布伦特原油现货价和 LME 铜现货收盘价（场内盘）报价分别为 81.06 美元/吨、68.6 美元/桶和 5932 美元/吨，相比较上一轮周期价格高点分别差距 58%、52% 和 42%，表明煤价整体涨幅在主要周期品中较小。根据 EIA 的预测，未来 2 年布伦特原油价格中枢有望保持在 60 美元/桶的中位水平，有利于其他周期品价格企稳，总体来看，未来煤价大幅下行的风险不大。

**估值差异:** 目前 CS 煤炭板块 PB(LF) 仅约 1.1 倍，处于板块估值的最低 25% 分位区间。相比较主要周期板块，煤炭板块 PB(LF) 估值也基本处于最低（仅略高于钢铁），不过分子行业来看，CS 炼焦煤、CS 无烟煤板块 PB(LF) 已破净，其中无烟煤龙头阳泉煤业、喷吹煤龙头潞安环能和焦煤龙头西山煤电等公司 PB(LF) 仅约 0.82 倍、0.92 倍和 0.95 倍，仍处于明显低估状态。

**板块方面:** 我们延续前期观点，2019 年，我们预计煤炭下游需求增速小幅回落，而供给端在冲击地压煤矿整治力度加强、中小煤矿去产能目标明确、安监力度趋严的情况下也难有增长，预计煤价将维持高位。中长期来看，违法违规及超能力生产得到抑制趋势将更加明显，煤价中枢难有下降，龙头企业盈利稳定性较高，资本开支逐步下降，经营性现金流较稳健，其他煤企包袱进一步下降，预计未来盈利释放的能力也将加强。近期煤炭板块跟随大盘调整，行业 PB(LF) 下跌至 1.1 倍，估值优势更加明显，部分优质公司 PB(LF) 已降至 1 倍以下。重点看好低估值动力煤公司中国神华、陕西煤业、兖州煤业及山西国改标的潞安环能、阳泉煤业和西山煤电。

**风险提示:** 下游需求低于预期，进口煤政策放松，各煤种价格超预期下跌，各公司成本费用过快上涨。

行业评级

买入

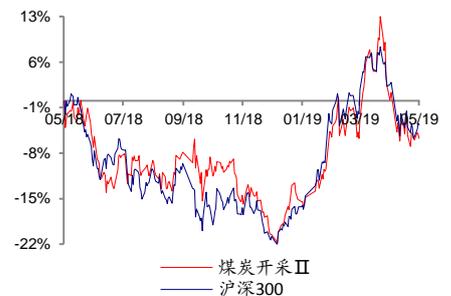
前次评级

买入

报告日期

2019-05-29

相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师:

宋伟



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

相关研究:

煤炭开采行业周报:焦煤价格 2019-05-26

稳中有升, 钢焦产业链维持

高开工, 板块估值优势明显

煤炭开采行业周报:煤价整体 2019-05-19

趋稳, 电厂日耗逐步改善,

板块估值优势明显

中国神华 2019-05-16

(601088.SH/01088.HK):4 月

煤炭产量基本平稳, 可比口

径发电量环比小幅增长

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评 级	合理 价值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收 盘 价	报 告 日 期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国神华	601088.SH	RMB	18.48	2019/5/16	买入	26.50	2.21	2.22	8.37	8.32	4.11	3.79	12.37	11.58
陕西煤业	601225.SH	RMB	8.84	2019/4/29	买入	12.76	1.16	1.23	7.62	7.19	3.70	3.16	19.48	18.66
兖州煤业	600188.SH	RMB	10.78	2019/5/10	买入	14.00	1.75	1.86	6.16	5.80	3.82	3.40	13.90	13.20
潞安环能	601699.SH	RMB	7.72	2019/4/26	买入	10.40	1.04	1.11	7.39	6.97	4.32	3.88	13.18	12.25
西山煤电	000983.SZ	RMB	6.24	2019/4/24	买入	8.26	0.59	0.63	10.63	9.93	5.44	5.01	8.54	8.38
阳泉煤业	600348.SH	RMB	5.80	2019/4/29	买入	7.62	0.88	0.94	6.57	6.18	3.06	2.29	9.12	8.84

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

煤价进入平稳阶段，中长期行业供需有望维持基本平衡 .....	5
煤价：近几年煤价延续高位运行，龙头公司煤价波动性普遍较小 .....	5
供需：供给有序释放，产量增长规模不大，中长期煤价中枢难有明显回落 .....	7
行业：盈利逐步回升，集团仍有负担，债务压力和风险仍存 .....	10
经营：行业整体盈利恢复到 2012-2013 年水平，部分煤企集团盈利能力仍偏弱 .....	10
债务：行业负债率仍偏高，债务压力和风险还未有效缓解 .....	13
上市公司：优质资产盈利和现金流稳健性提高，值得关注 .....	16
盈利：上市公司整体业绩改善明显好于集团，龙头公司表现更优 .....	16
现金流：被市场忽视，多数公司经营性现金流净额处于 2010 年以来最好水平 .....	17
资本开支：2012 年以来主流煤企资本开支下滑明显，2019 年龙头公司计划资本开支继续下滑 .....	19
煤价涨幅低于主要周期品，未来煤价大幅下行风险不大，板块估值处于低位 .....	21
价格：相比主要周期品，2016 年以来煤价上涨属于正常恢复，整体涨幅也相对较小 .....	21
估值：煤炭板块 PB(LF)基本处于周期行业中最低，焦煤无烟煤龙头公司已破净 .....	22
行业观点：煤价中枢有望维持中高位，煤企盈利和现金流稳健性提升，板块估值优势明显 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: 港口和产地动力煤价表现 (单位: 元/吨) .....	6
图 2: 产地焦煤价格表现 (单位: 元/吨) .....	7
图 3: 产地无烟煤价格表现 (单位: 元/吨) .....	7
图 4: 2018 年行业规模以上企业盈利恢复到 2012-2013 年水平 (单位: 亿元) .....	10
图 5: 近年来煤炭行业资产负债率逐步下滑, 但仍相对偏高 .....	13
图 6: 相比较集团, 上市公司盈利改善更明显 (单位: 亿元) .....	16
图 7: 近年来煤炭上市公司经营性现金流改善幅度好于盈利 (单位: 亿元) .....	18
图 8: 2012 年以来主流煤企资本开支下滑明显 (单位: 亿元) .....	19
图 9: 国内外煤价变动相关性较高 .....	22
图 10: 主要周期品价格变化相关性也较高 .....	22
图 11: 目前 CS 煤炭板块 PB(LF)估值处于历史低位 .....	23
表 1: 2016-2019 年分季度港口和产地煤价 (单位: 元/吨) .....	5
表 2: 2016-2019 年重点公司分季度煤炭销售均价 (单位: 元/吨) .....	6
表 3: 国家能源局公告产能概况 (截至 2018 年底) .....	9
表 4: 2018 年国家能源局公告产能变化 (单位: 万吨) .....	9
表 5: 2010-2019 年主要煤炭发债主体营业收入概况 (单位: 亿元) .....	11
表 6: 2010-2019 年主要煤炭发债主体净利润概况 (单位: 亿元) .....	12
表 7: 2010-2019 年主要煤炭发债主体资产负债率概况 .....	14
表 8: 2010-2019 年主要煤炭发债主体有息负债概况 (单位: 亿元) .....	15
表 9: 2010-2019 年主要煤炭上市公司净利润概况 (单位: 亿元) .....	16
表 10: 2010-2019 年主要煤炭上市公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元) .....	18
表 11: 2010-2019 年主要煤炭上市公司资本开支概况 (单位: 亿元) .....	20
表 12: 2010-2019 年行业代表性公司计划资本开支和实际完成情况 (单位: 亿元) .....	21
表 13: 主要周期品板块 PB(LF)估值概况 .....	23

## 煤价进入平稳阶段，中长期行业供需有望维持基本平衡

**煤价：近几年煤价延续高位运行，龙头公司煤价波动性普遍较小**

2016年以来，受益于行业供给侧改革以及下游需求改善，各煤种价格大幅提升。而近几年来煤炭供需整体处于平衡偏紧状态，煤价延续高位运行，波动性也明显减小。

**动力煤方面**，2017年以来煤价以平稳为主，即使波动较大的港口煤价大部分季度均价处于600-640元/吨区间（除17Q4和18Q1由于全国大面积寒潮、铁路运力阶段性紧张等因素导致煤炭供需较为紧张，反映市场煤价的秦港5500大卡动力煤价平均上涨至690元/吨以上）。而从煤炭企业经营来看，由于多数煤企动力煤销售结构中中长协占比较高，实际销售价格波动更小（我们以秦皇岛煤炭网统计的环渤海动力煤价格指数（BSPI），及中电联统计的中国沿海电煤采购价格指数（CECI）为例，他们反映北方港口动力煤实际采购价格水平）。产地方面，除去受矿难影响的陕西榆林地区，2017年以来多数其他地区煤价季度均价的变动维持在50元/吨以下，也远小于港口市场煤价变动。

**炼焦煤和无烟煤方面**，港口和产地价格波动也在减小，产地代表性煤种太原古交2号焦煤车板价2017Q1-2019Q2各季度均价分别为1499、1382、1384、1511、1640、1587、1578、1743、1756和1652元/吨，2018年以来各季度价格均价变动低于200元/吨。而同期唐山一级冶金焦市场价分别为1836、1808、2033、1970、2070、2012、2379、2447、2072和1992元/吨，焦煤价格变动相比较下游焦炭价格弹性明显弱化。

而从龙头公司来看，2017年以来的各季度，多数公司煤炭综合售价（考虑自产和外购等）平稳性也较高，售价变化范围在50元/吨左右。其中，中国神华由于长协占比较高（2018年度长协占比47.8%、月度长协占比34.5%，合计占比82.3%），2016Q4-2019Q1各季度销售均价分别为409、420、430、418、434、440、425、428、423和411元/吨，价格波动范围平均仅约20元/吨。

表 1：2016-2019年分季度港口和产地煤价（单位：元/吨）

产地	煤种	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
<b>港口煤价</b>															
秦港 5500	动力煤	373	387	482	655	622	601	640	692	700	628	633	628	602	617
BSPI	动力煤	381	393	475	595	593	587	582	579	575	571	568	571	574	579
CECI	动力煤								602	622	586	587	588	578	597
京唐港主焦	炼焦煤	671	739	870	1591	1646	1459	1498	1623	1749	1754	1734	1822	1867	1779
<b>产地煤价——动力煤</b>															
大同南部	弱粘煤	192	213	313	462	446	437	460	468	477	433	452	453	421	443
内蒙包头	精煤末煤	263	283	363	490	511	483	500	526	526	491	510	491	510	527
霍林郭勒	褐煤	120	121	138	262	298	293	300	335	336	323	330	366	353	330
陕西榆林	动力块煤	282	281	326	460	526	521	547	550	519	475	500	519	526	567

产地煤价——炼焦煤

太原古交	2号焦煤	560	611	718	1342	1499	1382	1384	1511	1640	1587	1578	1743	1756	1652
吕梁柳林	4号焦煤	600	627	755	1458	1521	1337	1384	1503	1632	1631	1614	1706	1746	1650
河北唐山	焦精煤	702	757	872	1438	1562	1481	1465	1499	1620	1610	1580	1638	1635	1615
山东兖州	气精煤	488	540	628	954	985	886	986	1054	1060	1009	1005	1152	1098	1094
河南平顶山	1/3焦煤	630	657	740	1239	1380	1360	1395	1450	1450	1441	1456	1502	1500	1500
贵州水城	焦精煤	710	719	739	1293	1545	1462	1441	1612	1588	1556	1553	1634	1580	1482

产地煤价——无烟煤

山西晋城	无烟中块	701	606	592	813	865	917	973	1153	1307	1150	1184	1218	1187	1180
山西阳泉	无烟中块	703	589	572	793	845	897	953	1133	1270	1114	1182	1206	1167	1160
山西晋城	无烟末煤	300	331	399	665	671	664	735	788	748	741	774	789	758	746
山西阳泉	无烟末煤	230	261	326	595	601	594	665	718	670	669	704	719	688	676

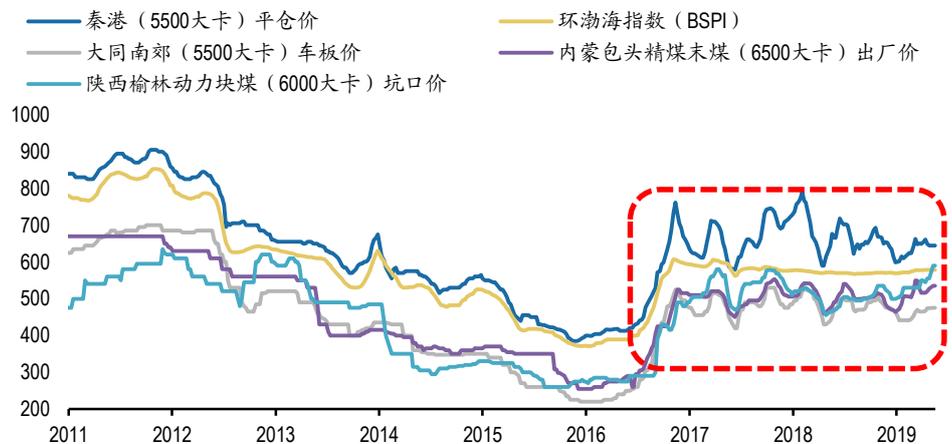
数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

表 2：2016-2019年重点公司分季度煤炭销售均价（单位：元/吨）

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
中国神华	268	274	305	409	420	430	418	434	440	425	428	423	411
陕西煤业	198		306		392	387	393	411	393	378	386	383	421
兖州煤业	316	337	366	496	510	503	489	502	550	529	585	531	596
中煤能源	278	282	341	502	510	494	481	487	538	527	515	466	502
潞安环能	294	248	409		518	533	553		600	559	557		589
西山煤电	329		504		657		669		669		680		-
淮北矿业	421				669				689				727
阳泉煤业	195		329		408	385	373	446	441	436	428	444	410

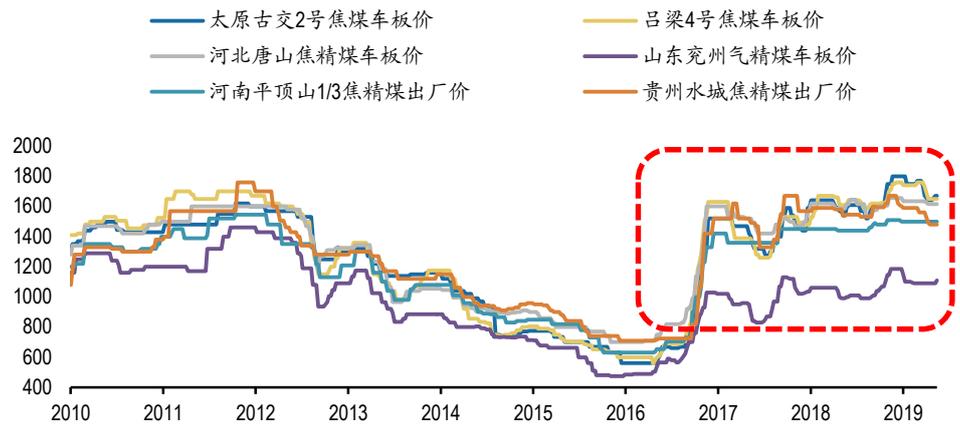
数据来源：公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 1：港口和产地动力煤价表现（单位：元/吨）



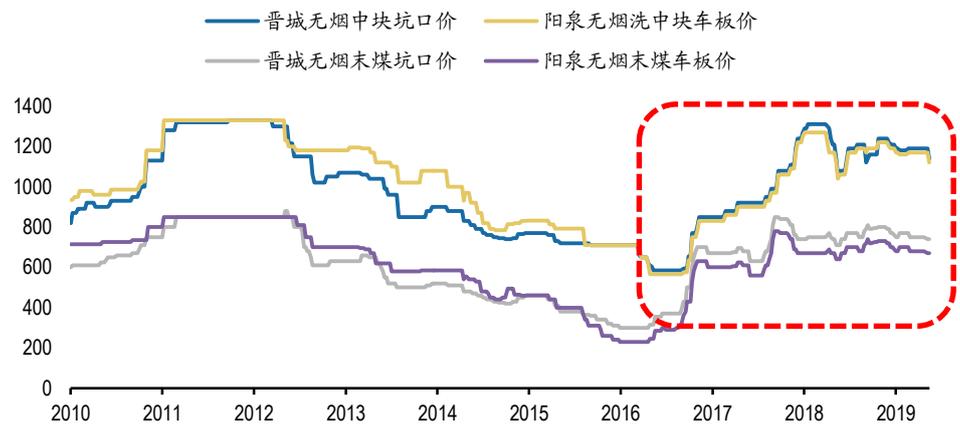
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 产地焦煤价格表现 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 产地无烟煤价格表现 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**供需: 供给有序释放, 产量增长规模不大, 中长期煤价中枢难有明显回落**

**1、下游需求增速逐步平稳, 供给持续受限, 煤炭行业供需整体偏紧**

**需求方面**, 根据国家统计局数据, 2017和2018年全国煤炭消费量同比增长0.4%和1.0%。而从主要下游行业数据来看, 发电需求有望维持平稳增长, 2018年全社会用电量、火电发电量、生铁、粗钢和水泥产量同比分别增长8.5%、6.0%、3.0%、6.6%和3.0%, 2019年前4月同比分别增长5.6%、1.4%、9.6%、10.1%和7.3%, 其中火电发电量受水电出力增加影响, 增速回落, 但仍维持小幅增长。

**供给方面**, 由于限产政策退出、建设煤矿逐步投产, 近几年原煤产量也维持小幅增

长，2017和2018年原煤产量分别为35.2亿吨和36.8亿吨，同比增长3.3%和4.5%。而受年初陕西榆林地区发生煤矿安全事故影响，产地煤矿安监趋严、超能力和违法违规煤矿生产受限，前4月原煤产量11.1亿吨，同比仅小幅增长0.6%。此外，进口方面由于进口政策收紧，前4月煤及褐煤进口量9993万吨，同比增长2.3%，供给端整体增长并不快。

## 2、中长期煤炭消费增速预计小幅回落，违法违规及超能力生产得到抑制趋势将更加明显，煤价中枢难有明显回落

需求方面，根据IMF预测，2019-2021年中国GDP增速分别为6.27%、6.12%和6.00%，在宏观经济增速下行预期下，我们预计下游需求有望维持小幅增长（预计电力行业消费弹性系数维持在0.5以上，近年来煤化工项目审批建设加快等），预计2019-2022年煤炭消费量增速约1-2%。

供给方面：2018年底在建煤矿可贡献增量的产能约8亿，剔除已联合试运转煤矿形成产能煤矿约5亿吨，同时考虑部分整合矿投产困难，以及超产治理，预计未来新增产能约3.5亿吨。而结合《煤炭2019年化解过剩产能工作要点》，未来去产能仍有较大空间，30万吨以下潜在去产能可能达到1.2亿吨，此外120万吨以下煤矿产量整体限制，考虑未来潜在去产能空间，预计未来3年年均产能增加仅约5000万吨。具体来看，

**（1）去产能**：30万吨以下产能从17年末的2.8亿吨下降至2.4亿吨，未来将继续下降，此外按照要求2020年120万吨以下煤矿产量将占18%以下（按照目前比例相当于约6.3亿吨），而目前90万吨以下产能占比仍高达8.9亿吨。

**（2）合法产能变动**：截至2018年12月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.6亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年。虽然合法产能增加，在建产能并未减少，但超产明显下降，原规划矿井也基本处于表内；目前在建煤矿中新建矿未来产能增量约2.8亿，考虑部分整合技改矿投产，合计新增量预计不超过3.5亿吨。根据我们统计分析，相比较2017年底公告煤矿产能明细数据，2018年建设煤矿投产约1.2亿吨，而违规产能合法化（增2.0亿吨）、在产产能核增核减（增0.3亿吨）、去产能（减1.6亿吨），在产煤矿2018年实际净新增产能约1.9亿吨。

**（3）产量**：今年由于年初发生多起安全事故，煤矿产地安监整体也较严，前4月全国原煤产量仅小幅增长0.6%。中长期来看，未来新增产能（剔除已进入联合试运转煤矿）约4.5亿吨，不过考虑已超产煤矿未来实际新增产能约3亿吨。预计2019-2021年原煤产量分别为37.0、37.9和38.7亿吨（YOY分别为0.6%、2.4%和2.0%）。

**（4）进口**：2016-2018年我国煤与褐煤进口量分别为2.56、2.71和2.81亿吨，不过今年以来我国进口煤政策开始趋严，前4月进口量为9993万吨，同比仅增长约1.7%，预计2019-2021年进口量保持相对平稳，或略有回落。

总体来看，中长期，宏观经济增速下行预期下，预计煤炭消费增速回落，但仍有望

维持小幅增长，而供给端一方面违法违规及超能力生产得到抑制趋势将更加明显；另一方面，通过产能置换、中小煤矿去产能，行业产能结构持续优化，预计煤炭行业供需维持相对平衡状态，煤价中枢难有下降，煤价整体进入相对平稳阶段。

表 3: 国家能源局公告产能概况 (截至2018年底)

	矿井数量	建设规模	新增产能	矿井数量	建设规模	新增产能
	座	万吨	万吨	座	万吨	万吨
<b>全国合计</b>	<b>1,010</b>	<b>105,583</b>	<b>80,268</b>	<b>203</b>	<b>37,334</b>	<b>30,998</b>
新建矿	167	52,300	52,210	42	23,945	23,945
整合矿	552	33,671	16,398	99	7,407	3,950
技改矿	142	7,861	4,324	40	2,416	1,363
改扩建	149	11,751	7,336	22	3,566	1,740
<b>山西</b>	<b>277</b>	<b>31,225</b>	<b>18,239</b>	<b>57</b>	<b>7,450</b>	<b>4,294</b>
新建矿	13	7,580	7,580	3	1,400	1,400
整合矿	261	22,755	10,084	52	5,250	2,394
改扩建	3	890	575	2	800	500
<b>陕西</b>	<b>153</b>	<b>17,571</b>	<b>15,237</b>	<b>67</b>	<b>10,930</b>	<b>9,849</b>
新建矿	19	9,800	9,800	13	7,620	7,620
整合矿	96	5,181	3,849	37	1,830	1,403
技改矿	37	1,990	1,288	16	880	526
改扩建	1	600	300	1	600	300
<b>内蒙</b>	<b>81</b>	<b>28,495</b>	<b>24,552</b>	<b>27</b>	<b>12,050</b>	<b>11,492</b>
新建矿	28	19,370	19,370	15	10,820	10,820
整合矿	10	1,535	866	2	180	105
技改矿	34	3,660	1,884	10	1,050	567
改扩建	9	3,930	2,432			

数据来源: 国家能源局、广发证券发展研究中心

表 4: 2018年国家能源局公告产能变化 (单位: 万吨)

	在产煤矿变动情况					建设煤矿变动情况			
	在建煤矿 投产	违规产能 合法化	产能 增减	去产能	合计	投产	消失	新增	合计
全国总计	12,159	19,927	2,616	-15,553	19,149	-12,159	-12,987	24,617	-529
内蒙古	2,130	1,000	2,210	-2,170	3,170	-2,130	-1,265	4,740	1,345
山西	3,135	5,265	-415	-2,035	5,950	-3,135	-1,449	5,940	1,356
陕西	4,735	715	1,060	-307	6,203	-4,735	-1,191	5,394	-532

数据来源: 国家能源局、广发证券发展研究中心

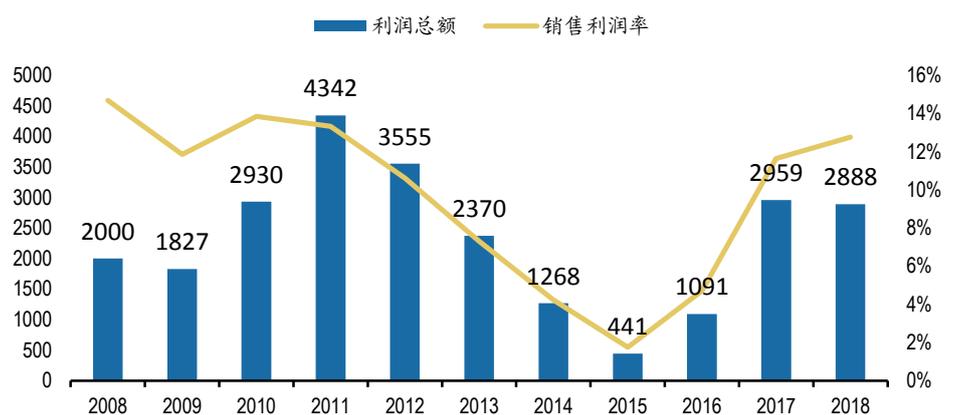
## 行业：盈利逐步回升，集团仍有负担，债务压力和风险仍存

**经营：**行业整体盈利恢复到 2012-2013 年水平，部分煤企集团盈利能力仍偏弱

**全行业：**受益于煤价的快速提升和高位运行，近年来煤炭行业收入和盈利也得到大幅改善。根据国家统计局数据，2018年行业规模以上企业实现主营业务收入总额为2.27万亿元，相比较过去几年收入下降明显（2015-2017年收入分别为2.50、2.32和2.54万亿元），可能和收入统计口径调整有关。而盈利方面，2015-2018年行业规模以上企业利润总额分别为441、1091、2959和2888亿元（对应销售利润率分别为1.8%、4.7%、11.6%和12.8%），其中2018年盈利距离历史高点2011年（4342亿元）仍有30%以上的差距。而2019年1季度，行业盈利达589.5亿元，同比下降18.0%，主要是与去年1季度煤价和盈利基数高有关，环比去年4季度仍小幅增长5.1%。

**集团公司：**根据Wind数据，2018年重点发债煤炭主体实现净利润1098亿元，整体盈利情况已恢复到2012-2013年的盈利水平，相比较2011年盈利的历史高点差距24%（2011年净利润为1443亿元）。其中，2016-2018年计提的资产减值损失合计分别为255、467和410亿元，多数煤企集团历史负担逐步消化，盈利也开始有明显改善，不过多数集团除上市公司外的资产负担仍较重，盈利能力待提升，2019Q1各集团净利润合计为298亿元，同比增长约11%。

图 4：2018年行业规模以上企业盈利恢复到2012-2013年水平（单位：亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 5: 2010-2019年主要煤炭发债主体营业收入概况 (单位: 亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	19Q1
国家能源集团	2,194	2,798	3,435	3,674	3,244	2,360	2,471	3,257	5,372	821	1,386
山东能源	1,060	1,399	1,817	2,297	2,003	1,489	1,945	3,083	3,388	647	741
陕煤化集团	515	710	887	1,505	1,762	1,899	2,109	2,586	2,791	587	631
兖矿集团	587	811	1,000	1,012	1,122	1,011	1,396	1,991	2,571	472	580
冀中能源	1,439	2,176	2,228	2,298	2,292	2,376	2,216	2,240	2,362	459	575
潞安集团	707	1,138	1,710	1,972	2,051	1,800	1,600	1,607	1,774	365	399
同煤集团	618	1,142	1,702	1,993	2,135	2,007	1,701	1,601	1,765	412	475
焦煤集团	1,057	1,252	1,805	2,357	2,573	1,945	1,664	1,522	1,762	372	398
阳煤集团	652	1,079	1,592	1,867	1,811	1,779	1,613	1,607	1,738	346	373
晋煤集团	623	1,050	1,687	1,925	1,940	1,732	1,519	1,665	1,708	363	398
河南能源	1,470	1,804	1,805	2,197	2,041	1,600	1,239	1,601	1,705	385	407
中平神马	945	1,081	1,164	1,294	1,331	1,336	1,120	1,178	1,198	240	365
中煤能源股份	713	889	873	823	707	593	606	811	1,041	258	296
晋能集团			1,979	2,279	1,928	769	710	1,029	1,037	225	253
开滦集团	732	1,125	1,260	1,122	1,005	660	577	861	760	151	188
淮北矿业	299	368	456	565	592	489	512	600	628	176	127
山煤集团	406	712	1,102	1,273	1,026	852	550	545	551	133	137
重庆能源	198	261	300	345	341	360	378	332	506	73	120
淮南矿业	514	693	726	710	563	432	596	758	441	113	107
伊泰集团	248	298	336	273	273	208	270	409	413	85	104
皖北煤电	206	267	350	382	304	268	296	342	358	94	95
盘江投资	67	114	200	210	210	176	243	329	311	61	0
徐矿集团	198	209	231	240	342	383	487	334	287	73	69
京煤集团	117	179	206	245	286	235	229	257	255	55	30
华电煤业	82	111	164	219	227	172	210	205	204	51	38
川煤集团	105	118	116	110	108	83	87	105	166	36	38
郑煤集团	203	306	329	295	270	236	189	152	131	31	22
兰花集团	74	99	96	83	68	63	68	101	114	23	25
江西能源	103	184	220	265	192	122	95	102	104	19	25
双欣能源	26	43	56	66	75	80	85	95	103	23	28
水矿股份	40	51	62	74	95	103	101	103	77	12	16
神木国资		18	17	25	20	13	19	25	35	3	1
<b>总计</b>	<b>16,198</b>	<b>22,484</b>	<b>29,912</b>	<b>33,992</b>	<b>32,940</b>	<b>27,630</b>	<b>26,903</b>	<b>31,435</b>	<b>35,656</b>	<b>7,166</b>	<b>8,446</b>
<b>总计*</b>	<b>14,003</b>	<b>19,686</b>	<b>26,477</b>	<b>30,318</b>	<b>29,696</b>	<b>25,270</b>	<b>24,432</b>	<b>28,178</b>	<b>30,284</b>	<b>6,345</b>	<b>7,060</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算过程汇总剔除国家能源集团)

表 6: 2010-2019年主要煤炭发债主体净利润概况 (单位: 亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	19Q1
国家能源集团	468.6	585.2	626.8	619.7	484.2	199.9	259.3	428.2	509.1	117.5	144.8
陕煤化集团	86.8	120.5	47.5	0.5	0.5	-10.6	17.3	80.2	101.2	21.3	27.6
山东能源	100.5	124.7	67.4	16.5	-14.7	-6.2	6.3	62.8	69.5	25.6	22.1
中煤能源股份	75.7	103.1	100.1	43.0	12.2	-20.6	29.3	44.5	62.3	22.1	25.9
兖矿集团	66.1	67.7	27.1	-50.6	4.5	1.7	0.9	19.7	51.8	12.4	13.4
华电煤业	5.7	11.8	15.9	3.4	0.6	-17.4	0.9	33.8	35.2	9.3	2.8
伊泰集团	72.5	80.8	64.3	30.4	21.9	1.9	6.3	43.0	34.9	12.6	13.0
淮南矿业	11.6	13.7	11.2	-5.2	-57.9	-20.6	8.9	13.4	31.6	7.8	9.4
焦煤集团	34.3	26.5	10.4	1.5	1.2	-4.6	-3.6	11.6	27.6	4.5	5.7
神木国资		30.2	25.4	18.2	11.5	4.8	9.6	31.5	26.4	6.5	4.0
淮北矿业	4.1	8.7	11.0	-1.2	-14.0	-21.1	4.9	20.2	25.6	5.0	5.6
山煤集团	12.0	14.1	5.1	2.6	-22.2	-7.9	-0.8	2.0	19.5	0.3	1.1
晋能集团			23.4	6.9	0.5	-7.0	-3.9	7.3	18.4	2.7	5.6
晋煤集团	26.7	36.7	21.4	1.9	3.2	-9.8	-2.4	7.6	15.7	4.3	4.2
潞安集团	28.2	28.5	9.8	-6.3	-3.5	-8.8	-6.1	10.2	11.8	4.9	3.9
京煤集团	3.2	7.7	6.8	4.2	4.9	1.6	1.1	3.4	11.3	2.7	-0.3
盘江投资	11.7	17.5	14.7	4.1	5.6	-0.3	2.2	7.4	8.8	2.1	0.0
阳煤集团	16.2	22.9	4.4	-5.3	-2.2	-6.9	-7.8	1.6	7.1	0.7	1.3
双欣能源	4.1	5.5	4.8	5.5	4.9	3.9	3.9	5.7	6.4	1.1	1.4
兰花集团	15.7	20.7	17.2	6.6	-1.8	-3.6	-11.8	3.1	6.3	1.2	2.3
徐矿集团	5.7	6.3	7.1	3.3	1.2	-8.0	0.8	2.6	4.9	0.9	1.0
同煤集团	17.9	5.4	-0.9	-9.7	-11.6	-10.8	-9.9	0.4	3.5	0.8	2.1
冀中能源	29.4	26.5	25.3	0.3	-10.7	-7.7	0.6	1.2	3.0	0.4	0.5
中平神马	13.0	1.7	-5.4	-5.3	-8.8	-29.4	-20.6	6.4	2.1	0.7	0.3
开滦集团	9.0	11.5	10.6	0.1	-31.4	-26.9	0.3	0.3	2.0	0.1	0.7
重庆能源	4.5	3.8	1.0	0.7	0.1	-1.8	1.9	2.1	1.2	-0.3	0.0
郑煤集团	3.9	2.1	-1.5	-2.2	-6.7	-11.7	-14.2	2.0	1.1	0.1	0.1
河南能源	52.7	41.4	-16.3	-9.7	-28.2	-95.0	-74.3	0.5	0.8	0.4	0.0
川煤集团	2.0	1.9	-0.2	-2.6	-7.1	-13.8	-15.7	1.3	0.2	0.3	0.1
江西能源	3.3	4.8	2.1	-2.4	0.0	-7.3	-61.8	-5.6	0.2	-1.0	0.0
水矿股份	2.8	4.4	0.3	0.7	0.1	-0.2	-0.4	0.3	0.1	0.2	0.9
皖北煤电	5.2	6.5	3.6	-0.5	-10.7	-17.3	0.1	0.5	-1.7	0.7	-1.9
<b>总计</b>	<b>1,193</b>	<b>1,443</b>	<b>1,140</b>	<b>669</b>	<b>326</b>	<b>-162</b>	<b>121</b>	<b>849</b>	<b>1,098</b>	<b>268</b>	<b>298</b>
<b>总计*</b>	<b>725</b>	<b>858</b>	<b>514</b>	<b>49</b>	<b>-159</b>	<b>-361</b>	<b>-138</b>	<b>421</b>	<b>589</b>	<b>151</b>	<b>153</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算过程汇总剔除国家能源集团)

债务：行业负债率仍偏高，债务压力和风险还未有效缓解

1、资产负债率

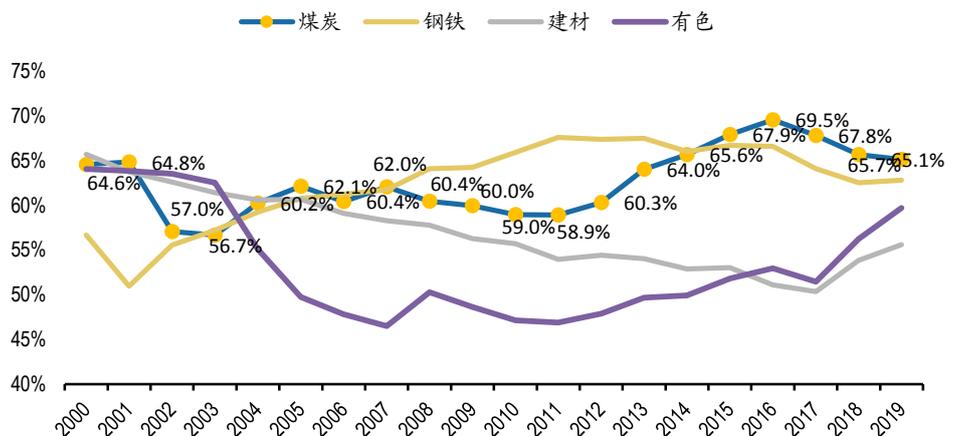
- ◇ **纵向来看：**近几年随着煤价提升和行业盈利改善，行业资产负债表也在持续修复，行业资产负债率逐年下滑。根据国家统计局数据，2016年上半年全行业资产负债率最高达70.2%，2018年底行业负债率为65.7%，年均下降约2.2个百分点。按照这样的速度，行业资产负债率下降到过去近20年行业平均水平（62.6%）至少还需要1-2年时间。此外，截至19Q1末，主要发债主体平均负债率仍达72%，相比较前期高点也仅回落约3个百分点。
- ◇ **横向来看：**截至19Q1末，其他传统周期行业中的钢铁、建材和有色行业资产负债率分别为62.8%、55.6%和59.7%，相比较而言，目前煤炭行业负债率（65.1%）也处于偏高的位置。特别是相比较钢铁行业，煤炭行业资产负债率改善进度相对较慢。煤炭和钢铁这2个行业于2016年同时开始进行供给侧改革，目前钢铁行业的负债率已基本下降到历史平均水平，而煤炭还差距3-4个百分点。

2、有息负债

根据Wind数据，截至19Q1末，主要发债主体合计有息负债（剔除国家能源集团）仍高达2.32万亿元，相比较供给侧改革之前（2.23万亿元）还略有增加。

总体来看，供给侧改革以来，煤价虽有大幅提升，但主要煤企由于人员负担重、历史欠账多，盈利改善相对较慢，债务压力和风险也还未得到有效缓解。从社会和金融系统稳定等方面来看，也不支持煤价出现大幅波动。

图 5：近年来煤炭行业资产负债率逐步下滑，但仍相对偏高



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 7: 2010-2019年主要煤炭发债主体资产负债率概况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	19Q1
川煤集团	72.4%	77.5%	77.5%	79.9%	83.8%	87.9%	92.2%	92.1%	92.0%	91.9%
郑煤集团	69.5%	75.4%	82.2%	77.7%	79.7%	78.7%	83.5%	82.9%	84.0%	85.2%
中平神马	66.3%	71.4%	73.4%	75.7%	78.8%	81.8%	82.5%	82.9%	82.4%	82.7%
冀中能源	71.4%	72.9%	72.6%	75.5%	77.9%	82.6%	82.5%	82.8%	82.4%	82.4%
水矿股份	70.7%	70.0%	67.7%	72.4%	76.8%	78.6%	79.1%	79.4%	81.1%	81.2%
河南能源	72.4%	74.3%	77.7%	79.5%	81.0%	83.1%	85.0%	82.7%	80.0%	81.1%
江西能源	56.9%	59.5%	63.6%	68.2%	72.2%	77.0%	96.8%	91.2%	80.7%	80.4%
潞安集团	73.0%	72.0%	75.4%	79.7%	82.1%	83.0%	84.2%	79.5%	78.9%	78.9%
山煤集团	85.4%	77.7%	81.8%	82.5%	83.0%	85.0%	85.0%	85.9%	79.0%	78.7%
同煤集团	66.8%	69.1%	72.9%	79.6%	82.7%	85.0%	84.5%	79.5%	78.7%	78.7%
晋能集团	-	-	70.6%	73.2%	76.9%	77.3%	78.5%	78.9%	77.4%	76.9%
阳煤集团	69.4%	72.0%	76.3%	78.5%	82.1%	85.8%	85.9%	83.5%	76.8%	76.7%
晋煤集团	73.5%	76.1%	76.9%	79.9%	81.9%	82.7%	84.9%	83.6%	76.7%	76.3%
淮南矿业	69.2%	74.4%	76.7%	79.6%	80.4%	83.2%	79.9%	77.6%	78.8%	75.9%
皖北煤电	60.5%	63.3%	65.9%	65.4%	69.0%	72.6%	73.4%	72.3%	73.3%	74.2%
重庆能源	62.6%	64.5%	69.6%	69.8%	73.7%	73.9%	76.1%	75.3%	75.2%	74.0%
焦煤集团	65.3%	69.4%	74.2%	76.9%	79.4%	78.8%	78.1%	75.3%	74.1%	73.9%
陕煤化集团	66.5%	68.9%	74.5%	80.4%	79.7%	79.6%	79.7%	71.6%	72.9%	72.7%
开滦集团	58.0%	62.5%	65.3%	69.4%	70.4%	72.6%	70.5%	70.7%	71.4%	71.9%
兰花集团	51.8%	50.3%	56.6%	59.1%	63.3%	65.9%	70.4%	70.0%	69.4%	69.1%
兖矿集团	69.9%	69.8%	74.4%	75.0%	74.9%	74.9%	74.8%	73.6%	70.5%	69.1%
京煤集团	60.2%	66.3%	66.1%	66.2%	66.9%	63.7%	58.1%	56.4%	68.4%	68.0%
山东能源	64.0%	64.6%	65.8%	68.0%	69.9%	74.3%	75.0%	67.5%	67.9%	67.4%
华电煤业	62.8%	51.0%	61.7%	67.1%	72.4%	74.8%	74.8%	71.9%	68.0%	67.0%
淮北矿业	70.7%	74.0%	69.5%	71.4%	74.4%	79.0%	75.9%	69.6%	65.9%	65.5%
徐矿集团	67.0%	69.0%	70.2%	62.2%	63.8%	68.4%	66.8%	65.0%	64.1%	63.5%
双欣能源	54.4%	63.7%	63.3%	61.2%	60.9%	61.2%	60.9%	62.4%	61.9%	62.4%
国家能源集团	38.4%	38.0%	45.2%	44.2%	43.2%	46.9%	47.4%	45.4%	60.8%	61.3%
伊泰集团	54.9%	51.6%	55.0%	60.1%	63.5%	67.5%	69.3%	65.5%	62.0%	60.2%
中煤能源股份	29.2%	39.9%	45.2%	52.2%	57.7%	61.1%	57.8%	57.4%	58.2%	57.9%
神木国资	-	28.7%	35.9%	37.5%	38.7%	26.9%	30.9%	26.4%	25.6%	25.4%
盘江投资	43.9%	55.1%	58.6%	62.0%	67.1%	69.9%	70.3%	72.5%	74.3%	-
<b>算术平均</b>	<b>63.2%</b>	<b>64.3%</b>	<b>67.6%</b>	<b>69.7%</b>	<b>72.1%</b>	<b>73.9%</b>	<b>74.8%</b>	<b>72.8%</b>	<b>72.3%</b>	<b>72.0%</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 8: 2010-2019年主要煤炭发债主体有息负债概况 (单位: 亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	19Q1
国家能源集团	1287	1316	2162	2220	2439	2784	3137	2856	7528	7685
陕煤化集团	517	833	1290	1709	2023	2396	2522	2302	2594	2643
同煤集团	412	520	701	1161	1398	1750	1906	2143	2262	2307
晋能集团	-	-	855	1113	1272	1326	1465	1594	1568	1566
河南能源	664	841	1096	1518	1729	1774	1581	1452	1348	1441
兖矿集团	662	761	1075	1054	1126	1265	1287	1449	1449	1421
焦煤集团	341	407	722	871	1037	1168	1157	1238	1270	1349
晋煤集团	466	621	914	1115	1151	1158	1212	1300	1250	1253
冀中能源	347	578	767	965	1009	1062	1142	1287	1216	1253
阳煤集团	289	354	572	718	962	1026	1090	1119	1171	1209
山东能源	388	509	722	856	987	1201	1322	1101	1166	1166
中煤能源股份	122	294	477	709	956	1116	927	912	997	1033
潞安集团	353	442	612	768	886	910	925	1036	1010	1003
中平神马	297	414	457	588	678	827	826	873	786	801
淮南矿业	410	577	622	723	679	765	791	786	716	713
伊泰集团	167	230	291	387	497	577	549	569	588	562
山煤集团	247	313	369	405	447	546	547	593	528	494
重庆能源	153	230	304	384	432	487	491	469	422	472
开滦集团	163	209	235	329	352	325	391	378	358	378
华电煤业	82	109	185	251	309	338	345	333	313	309
淮北矿业	219	284	330	380	447	442	393	347	305	307
京煤集团	84	128	164	221	228	256	240	250	234	224
川煤集团	108	133	154	194	214	216	228	225	219	219
皖北煤电	100	109	147	188	233	261	265	292	216	218
徐矿集团	81	111	137	155	192	221	183	177	184	176
兰花集团	58	63	123	138	164	176	191	170	166	160
郑煤集团	92	133	203	195	203	216	168	142	127	140
江西能源	52	69	92	113	124	165	163	157	127	120
水矿股份	51	60	81	102	127	126	120	129	121	118
双欣能源	31	58	72	70	70	75	82	80	74	74
神木国资	-	1	2	10	30	20	36	42	48	47
盘江投资	43	100	127	150	114	123	124	120	197	-
<b>总计</b>	<b>8285</b>	<b>10804</b>	<b>16059</b>	<b>19760</b>	<b>22513</b>	<b>25099</b>	<b>25808</b>	<b>25920</b>	<b>30557</b>	<b>30863</b>
<b>总计*</b>	<b>6997</b>	<b>9488</b>	<b>13897</b>	<b>17540</b>	<b>20074</b>	<b>22314</b>	<b>22671</b>	<b>23065</b>	<b>23029</b>	<b>23178</b>

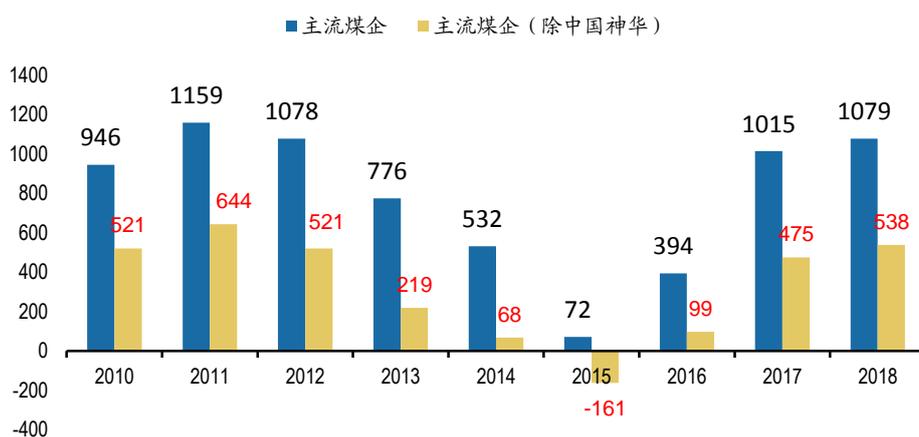
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算过程汇总剔除国家能源集团)

## 上市公司：优质资产盈利和现金流稳健性提高，值得关注

**盈利：上市公司整体业绩改善明显好于集团，龙头公司表现更优**

相比较集团，上市公司资产质量普遍较好，同时负担也更轻。2016年以来，上市公司盈利改善也相对更明显，我们关注的26家主流煤企2018年合计净利润（1078亿元）已恢复到2011-2012年的水平，仅次于盈利最好的2011年（1159亿元）。其中，陕西煤业、兖州煤业、露天煤业等公司2018年业绩创2010年以来的新高，其他公司2018年负担正在消化，盈利相比较历史最高平均还有约40-50%的差距，预计2019年以后即使煤价下滑盈利能力也有望继续加强。

图 6：相比较集团，上市公司盈利改善更明显（单位：亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 9：2010-2019年主要煤炭上市公司净利润概况（单位：亿元）

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	19Q1
<b>动力煤</b>											
中国神华	425.06	515.07	557.07	557.07	463.73	232.64	295.36	540.50	540.41	141.62	148.29
陕西煤业	82.59	136.77	104.85	62.70	28.12	-23.50	43.80	157.26	159.29	42.88	37.82
兖州煤业	90.13	86.44	55.84	2.99	18.58	8.31	22.93	78.62	106.56	27.47	30.17
中煤能源	75.71	103.05	100.10	42.96	12.22	-20.64	29.32	44.46	62.28	22.10	25.90
露天煤业	15.40	16.56	15.75	9.14	6.22	5.33	8.27	17.63	20.38	7.58	8.05
新集能源	12.50	13.45	13.37	0.13	-19.71	-25.63	2.84	1.15	4.07	3.95	4.57
山煤国际	13.49	16.69	14.97	7.09	-15.91	-22.64	6.54	10.88	14.12	1.70	4.47
大同煤业	20.85	22.75	9.50	-8.56	6.64	-18.29	4.58	13.81	11.77	4.22	3.85
恒源煤电	9.57	10.20	7.47	3.26	0.30	-13.75	0.40	11.10	12.23	2.03	2.35
上海能源	13.49	14.33	9.35	1.35	0.16	-0.30	4.13	3.15	5.82	3.30	2.26

靖远煤电	0.57	0.71	4.47	4.28	3.32	1.80	2.22	5.53	5.73	1.86	1.51
大有能源	0.09	14.08	18.71	12.06	0.97	-14.51	-20.67	4.19	6.19	2.95	1.41
郑州煤电	1.27	1.73	5.66	2.11	1.63	-6.00	-5.56	8.55	3.90	0.98	0.31
安源煤业	0.45	0.35	3.33	2.14	0.70	0.02	-21.43	-7.18	0.61	0.14	0.14
<b>炼焦煤</b>											
淮北矿业	-	-	-	-	-	-	-	33.54	39.47	10.26	9.57
潞安环能	33.43	33.40	20.50	11.66	7.47	-0.42	7.10	24.66	19.41	6.94	8.43
西山煤电	27.94	30.05	19.95	12.74	3.50	2.11	4.51	18.38	21.49	5.98	6.98
开滦股份	8.76	7.95	5.12	3.21	1.60	-5.32	5.64	5.74	16.14	2.97	4.25
平煤股份	18.29	17.75	11.70	7.38	2.26	-21.41	7.08	15.40	8.83	1.04	3.71
冀中能源	24.87	30.47	23.15	11.22	-1.64	3.03	1.60	10.90	10.49	3.29	2.96
盘江股份	13.45	17.19	15.29	3.13	3.07	0.23	1.96	8.66	9.44	2.75	2.95
永泰能源	1.62	3.33	11.93	6.28	4.84	9.84	7.65	8.67	1.59	5.30	0.61
<b>无烟煤</b>											
阳泉煤业	24.94	27.11	22.46	7.16	6.41	-0.21	4.54	16.93	20.91	5.48	5.50
昊华能源	8.75	13.16	9.28	5.31	1.95	0.54	0.13	7.24	8.26	2.99	2.60
兰花科创	12.38	15.68	16.78	8.76	-0.17	-1.20	-8.70	6.19	9.22	1.46	1.78
神火股份	10.31	11.11	1.19	0.18	-4.12	-18.40	-10.25	3.06	-0.64	0.63	0.35
<b>总计</b>	<b>945.91</b>	<b>1,159.40</b>	<b>1,077.79</b>	<b>775.77</b>	<b>532.15</b>	<b>71.66</b>	<b>394.00</b>	<b>1,015.48</b>	<b>1,078.51</b>	<b>301.62</b>	<b>311.25</b>
<b>总计*</b>	<b>520.85</b>	<b>644.33</b>	<b>520.72</b>	<b>218.70</b>	<b>68.42</b>	<b>-160.98</b>	<b>98.64</b>	<b>474.98</b>	<b>538.10</b>	<b>160.00</b>	<b>162.96</b>

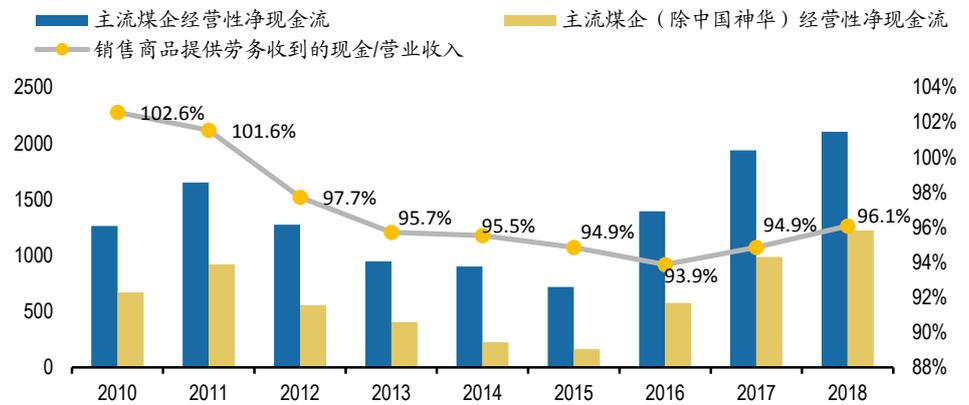
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算时剔除中国神华和 2018 年资产重组的淮北矿业)

### 现金流: 被市场忽视, 多数公司经营性现金流净额处于 2010 年以来最好水平

2016年以来, 煤炭上市公司经营性现金流改善情况普遍也较好, 多数公司2018年经营性现金流净额处于2010年以来的最好水平。

从整体情况来看, 2016-2018年, 主要煤炭上市公司合计净利润从394亿元增长至1079亿元, 经营性净现金流从1395亿元增长至2105亿元, 复合增速分别达65%和23%。而剔除中国神华后, 其余公司合计净利润从99亿元增长至538亿元, 经营性净现金流从576亿元增长至1222亿元, 复合增速分别达134%和46%, 表明多数公司盈利和现金流都有明显改善。此外, 主要公司2016-2018年合计财务费用分别为252、256和270亿元, 未来有进一步下降的空间。

图 7: 近年来煤炭上市公司经营性现金流改善幅度好于盈利 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 10: 2010-2019年主要煤炭上市公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元)

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	19Q1
<b>动力煤</b>											
中国神华	593.8	728.6	718.5	542.9	675.1	554.1	818.8	951.5	882.5	118.1	309.6
陕西煤业	114.5	151.0	49.2	59.7	1.2	-8.9	82.7	169.3	197.6	32.3	53.9
兖州煤业	62.9	189.2	81.2	29.6	56.6	28.2	64.2	160.6	224.3	32.7	44.2
中煤能源	107.4	152.4	124.8	94.9	50.8	72.8	120.7	178.1	204.1	8.2	41.3
上海能源	11.5	14.7	14.7	7.9	7.9	6.5	13.6	7.3	10.1	6.9	9.0
新集能源	26.4	12.9	17.0	5.1	-11.9	-7.2	10.3	21.6	33.7	12.2	8.6
山煤国际	11.2	5.9	-6.4	11.5	9.9	5.8	39.1	54.5	37.6	3.9	6.2
恒源煤电	13.1	18.8	15.2	6.2	2.1	-2.3	19.4	27.5	23.8	4.2	5.3
大同煤业	35.9	29.2	8.7	11.1	3.9	-15.9	26.6	29.8	35.3	8.3	4.9
大有能源	0.4	17.3	40.6	7.3	1.0	-1.3	2.6	14.0	22.2	5.2	2.6
郑州煤电	4.6	3.1	4.7	3.5	-3.1	-3.0	8.9	5.3	7.4	0.7	0.3
靖远煤电	1.8	-0.1	1.1	4.6	0.2	-0.2	4.9	6.1	5.3	1.6	-0.4
安源煤业	2.8	0.4	6.5	0.5	5.3	1.2	2.5	1.6	1.5	-2.7	-0.5
露天煤业	19.3	12.3	13.3	15.4	14.0	19.6	10.5	20.7	17.9	-1.6	-2.0
<b>炼焦煤</b>											
淮北矿业								54.0	83.2	11.6	23.4
西山煤电	33.6	38.8	27.2	24.9	9.3	9.4	26.2	54.3	71.6	19.7	14.3
永泰能源	3.7	4.0	19.7	20.4	19.8	28.6	40.6	45.8	48.4	18.3	11.1
潞安环能	60.5	73.1	34.6	16.8	19.1	3.2	11.3	23.7	93.4	5.4	10.1
平煤股份	18.3	22.1	-2.9	-34.1	-25.4	-2.8	35.1	27.2	27.5	16.0	8.4
开滦股份	12.2	18.6	15.7	15.0	15.1	11.8	8.9	17.9	33.2	9.2	6.1
冀中能源	34.9	30.5	24.6	54.4	19.5	10.5	-2.4	42.4	31.0	2.7	3.6
盘江股份	11.5	23.8	14.3	9.1	7.7	5.5	-1.0	8.9	8.9	2.9	2.9

无烟煤											
昊华能源	8.4	10.1	8.1	3.5	1.7	-1.3	10.2	17.7	23.4	7.7	3.6
阳泉煤业	42.8	49.4	16.8	25.8	12.1	9.8	34.2	28.7	37.6	9.5	3.3
神火股份	19.5	32.5	16.7	14.4	7.5	-7.4	6.1	11.0	4.2	3.1	3.0
兰花科创	12.9	11.7	10.2	-3.9	0.8	0.0	0.7	13.4	21.9	3.1	2.1
总计	1263.9	1650.6	1274.1	946.4	900.4	716.8	1394.9	1939.0	2104.5	327.4	551.4
总计*	670.1	922.0	555.6	403.5	225.3	162.7	576.0	987.5	1222.0	209.3	241.7

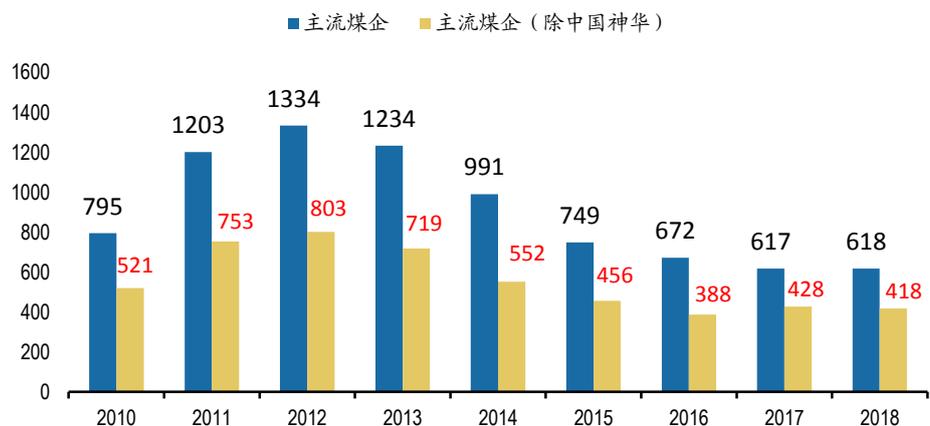
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算时剔除中国神华和 2018 年资产重组的淮北矿业)

### 资本开支: 2012 年以来主流煤企资本开支下滑明显, 2019 年龙头公司计划资本开支继续下滑

目前煤炭上市公司拥有的建设煤矿普遍较少, 过去 2 年部分公司资本开支略有恢复, 多数以维护性的资本开支为主, 仅有中煤、陕煤、兖煤等公司对存续的在建煤矿进行投资。而实际上, 2012 年以来主流煤企整体资本开支在持续下滑, 2018 年的资本开支不到 2012 年的一半。

从代表性龙头公司来看, 2010 年以来, 神华、中煤、兖煤和陕煤多数年份实际完成的资本开支明显小于年初计划。2019 年神华、中煤、兖煤和陕煤计划资本开支分别为 271、146、90 和 20 亿元, 相比较 2018 年计划和实际完成的资本开支均有下降, 特别是神华资本开支主要以发电和运输板块为主, 煤炭板块计划开支仅 61 亿元 (占比约 22%)。预计后期主流煤炭公司资本开支继续逐步下滑, 而经营性和自由现金流稳健性较高。

图 8: 2012 年以来主流煤企资本开支下滑明显 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 11: 2010-2019年主要煤炭上市公司资本开支概况 (单位: 亿元)

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	19Q1
<b>动力煤</b>											
兖州煤业	47.97	109.52	69.13	90.86	54.75	65.75	72.21	101.16	71.17	22.66	33.66
中国神华	274.34	449.22	531.49	514.98	438.53	292.36	284.09	189.26	199.93	26.56	27.17
中煤能源	122.63	200.69	271.81	252.35	195.23	113.72	75.40	77.24	93.39	24.52	16.48
恒源煤电	7.51	18.75	11.85	8.02	5.79	5.26	0.97	2.51	5.11	0.59	7.40
陕西煤业	69.43	90.77	69.02	65.48	26.81	24.29	20.08	50.08	44.10	4.27	6.72
大同煤业	17.45	22.80	18.24	19.61	19.46	12.06	9.53	4.66	12.63	5.40	2.58
山煤国际	13.12	17.03	34.96	24.52	11.54	8.05	3.61	3.10	4.80	0.91	2.45
上海能源	13.76	11.23	16.33	16.88	11.00	9.55	8.43	8.74	10.11	3.10	1.92
新集能源	26.64	26.91	22.70	15.70	17.26	28.96	11.86	5.64	4.84	1.02	1.61
露天煤业	8.54	6.80	6.25	6.31	7.35	5.47	3.35	3.39	23.97	1.03	1.44
大有能源	-0.12	8.07	13.24	14.42	12.80	11.30	0.63	2.53	3.79	0.09	0.43
安源煤业	1.45	0.41	4.83	4.36	3.29	2.72	2.43	1.51	2.13	0.35	0.25
靖远煤电	0.73	1.15	5.30	3.28	4.19	8.56	2.11	1.67	1.32	0.15	0.05
郑州煤电	2.63	4.67	7.30	0.78	0.14	0.07	1.92	4.96	0.24	0.00	0.01
<b>炼焦煤</b>											
淮北矿业								18.24	13.93	0.54	14.12
平煤股份	25.63	18.82	4.81	3.39	2.42	11.06	13.22	13.02	10.02	9.99	6.33
西山煤电	23.12	30.19	31.97	16.46	16.97	22.67	26.00	23.04	30.29	4.77	5.12
永泰能源	7.06	15.40	23.13	15.78	6.05	21.83	65.43	41.76	26.15	12.79	3.56
冀中能源	36.45	31.46	32.42	31.42	28.73	19.08	10.48	5.31	8.00	2.44	2.63
盘江股份	3.68	9.52	10.08	7.65	2.90	3.11	2.10	2.96	5.03	1.73	1.59
开滦股份	10.55	17.46	22.21	18.77	15.56	6.36	1.24	4.06	7.22	1.47	1.56
潞安环能	45.54	42.34	47.67	36.38	28.19	18.72	8.69	4.36	12.11	1.04	1.21
<b>无烟煤</b>											
阳泉煤业	6.68	15.78	26.67	31.99	37.60	29.55	31.76	45.90	32.77	2.84	5.09
兰花科创	4.59	6.80	11.41	11.98	12.71	6.53	8.27	9.36	11.17	4.56	2.19
昊华能源	9.35	5.74	14.96	13.22	12.71	6.72	2.76	6.12	1.81	1.67	1.55
神火股份	16.70	41.02	26.32	9.36	19.06	14.98	5.56	4.97	-4.22	0.50	-3.91
<b>总计</b>	<b>795.4</b>	<b>1202.5</b>	<b>1334.1</b>	<b>1234.0</b>	<b>991.0</b>	<b>748.7</b>	<b>672.1</b>	<b>617.3</b>	<b>617.9</b>	<b>134.5</b>	<b>129.1</b>
<b>总计*</b>	<b>521.1</b>	<b>753.3</b>	<b>802.6</b>	<b>719.0</b>	<b>552.5</b>	<b>456.4</b>	<b>388.0</b>	<b>428.0</b>	<b>417.9</b>	<b>107.9</b>	<b>101.9</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 总计\*计算时剔除中国神华和 2018 年资产重组的淮北矿业)

表 12: 2010-2019 年行业代表性公司计划资本开支和实际完成情况 (单位: 亿元)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国神华	计划	411	362	501	675	504	369	200	350	290	271
	完成	289	396	525	480	448	354	294	262	232	-
中煤能源	计划	235	342	432	329	266	168	139	152	163	146
	完成	198	315	354	300	229	125	104	100	129	-
兖州煤业	计划	41	51	118	120	94	97	85	77	97	90
	完成	36	132	66	91	54	99	63	69	108	-
陕西煤业	计划	-	-	-	-	-	-	-	-	35	20
	完成	-	-	-	-	-	-	23	45	29	-

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

## 煤价涨幅低于主要周期品, 未来煤价大幅下行风险不大, 板块估值处于低位

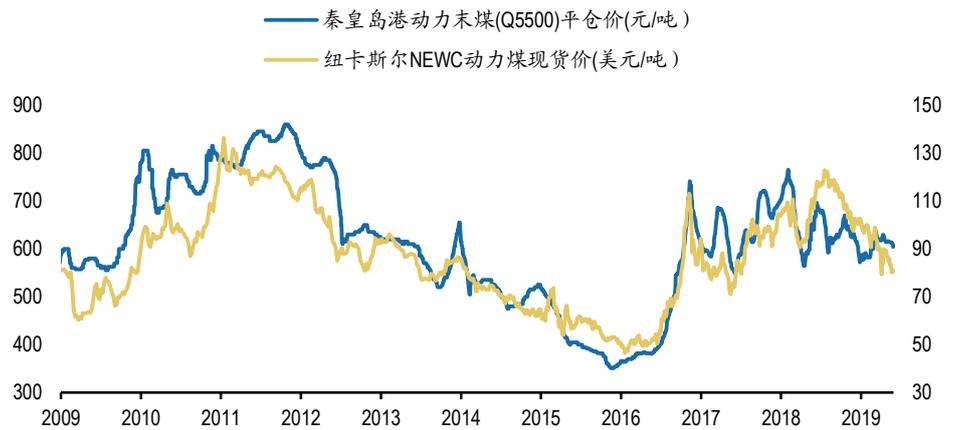
**价格:** 相比主要周期品, 2016 年以来煤价上涨属于正常恢复, 整体涨幅也相对较小

从历史数据来看, 国内外煤价走势相关性较高, 而国际煤价与国际油价、铜价表现相关性也较高。2016 年以来主要周期品价格均出现大幅回升, 煤价上涨也是正常的恢复。

最新纽卡斯尔NEWC动力煤现货价、英国布伦特原油现货价和LME铜现货收盘价(场内盘)报价分别为81.06美元/吨、68.6美元/桶和5932美元/吨, 相比较上一轮周期价格高点分别差距58%、52%和42%, 表明煤价整体涨幅在主要周期品中也较小。

目前原油市场的不确定性有所加大, 由于美国原油产量持续增长, 主要石油消费国经济增速放缓, 美国能源信息署 (EIA) 认为全球原油到2020年将保持供大于求的局面, EIA预测2019年布伦特原油价格平均将为61美元/桶, 2020年将小幅升至62美元/桶。而原油价格中枢保持在60美元/桶中位水平也有利于其他周期品价格企稳, 总体来看, 未来煤价大幅下行的风险不大。

图 9: 国内外煤价变动相关性较高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 主要周期品价格变化相关性也较高



数据来源: Wind、LME、广发证券发展研究中心

**估值: 煤炭板块 PB(LF)基本处于周期行业中最底, 焦煤无烟煤龙头公司已破净**

目前CS煤炭板块 PB(LF)仅约1.1倍, 处于板块估值的最低25%分位区间(2014年市场最悲观的时期, 煤炭板块估值滑落至约0.95倍), 2008年和2016年以来历史平均PB(LF)分别为2.28倍和1.26倍。考虑到由于煤炭企业早些年采矿涉及矿业权、土地等资产多数为政府划拨, 并未进行资产评估计入资产负债表, 煤炭企业的净资产存在低估, 因此煤炭板块实际PB(LF)估值也更低。

而相比较主要周期板块, 煤炭板块PB(LF)估值也基本处于最低(仅略高于钢铁), 不过分子行业来看, CS炼焦煤、CS无烟煤板块PB(LF)已破净, 其中无烟煤龙头阳泉煤业、喷吹煤龙头潞安环能和焦煤龙头西山煤电等公司PB(LF)仅约0.82倍、0.92

倍和0.95倍，仍处于明显低估状态。

图 11: 目前CS煤炭板块PB(LF)估值处于历史低位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 13: 主要周期品板块PB(LF)估值概况

	25%分位	50%分位	75%分位	2008 年以来 平均	2016 年以来 平均	最新
CS 煤炭	1.26	1.62	2.97	2.28	1.31	1.11
CS 动力煤	1.19	1.54	2.66	2.13	1.23	1.07
CS 炼焦煤	1.41	1.85	3.96	2.87	1.35	0.89
CS 无烟煤	1.14	1.60	4.14	2.65	1.08	0.83
CS 钢铁	1.09	1.44	1.71	1.48	1.49	1.06
CS 水泥 II	1.67	1.99	2.75	2.27	1.91	1.83
CS 铝	1.58	2.05	2.72	2.33	1.90	1.35
CS 纯碱	1.58	2.03	2.47	2.15	2.09	1.36

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**行业观点: 煤价中枢有望维持中高位, 煤企盈利和现金流稳健性提升, 板块估值优势明显**

年初以来, 受陕西榆林地区矿难、产地安监力度趋严等影响, 煤价整体表现好于预期, 其中秦皇岛港5500大卡动力末煤年初以来累计上涨27元/吨或4.7%, 多数产地煤价也有不同程度上涨。4月以来, 由于动力煤消费逐步进入淡季, 港口和产地动力煤价略有回落, 而焦煤供需偏紧, 价格延续稳中有升, 焦炭价格完成第3轮提涨, 4月下旬以来累计上涨300元/吨。展望后期, 随着天气转热, 动力煤将逐步进入消费旺季, 需求有望逐步好转, 而钢焦产业链延续高开工支撑焦煤需求。供给端

预计维持偏紧状态，虽然受增值税、铁路运费等影响煤价略有下降趋势，但煤企实际售价仍将维持中高位水平。

我们延续前期观点，2019年，我们预计煤炭下游需求增速小幅回落，而供给端在冲击地压煤矿整治力度加强、中小煤矿去产能目标明确、安监力度趋严的情况下也难有增长，预计煤价将维持高位。中长期来看，违法违规及超能力生产得到抑制趋势将更加明显，煤价中枢难有下降，龙头企业盈利稳定性较高，资本开支逐步下降，经营性现金流较稳健，其他煤企包袱进一步下降，预计未来盈利释放的能力也将加强。近期煤炭板块跟随大盘调整，行业PB(LF)下跌至1.1倍，估值优势更加明显，部分优质公司PB(LF)已降至1倍以下。重点看好低估值动力煤公司中国神华、陕西煤业、兖州煤业及山西国改标的潞安环能、阳泉煤业和西山煤电。

## 风险提示

下游需求低于预期，进口煤政策放松，各煤种价格超预期下跌，各公司成本费用过快上涨。

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。
- 徐哲琪：研究助理，浙江大学会计学硕士，2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。