

煤炭开采

2019年煤炭行业中期投资策略报告：

一韧性犹存，估值修复仍存空间

评级：增持（维持）
分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

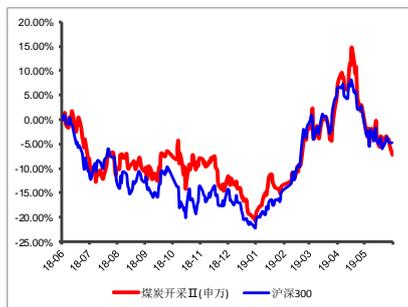
Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	37
行业总市值(百万元)	882,186
行业流通市值(百万元)	207,088

行业-市场走势对比

相关报告

<<煤炭行业定期报告 20190602：经济下行压力下韧性犹存，行业估值仍处于历史低位>>2019.06.02

<<煤炭行业周报 20190526：负面因素边际影响逐步减弱，静待估值修复>>2019.05.26

<<煤炭行业周报 20190519：韧性犹存，估值修复仍存空间>>2019.05.19

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
陕西煤业	8.64	1.04	1.10	1.13	1.18	8.3	7.9	7.6	7.3	1.64	买入
兖州煤业	10.3	1.38	1.61	1.65	1.67	7.5	6.4	6.3	6.2	0.95	买入
潞安环能	7.61	0.93	0.89	1.00	1.05	8.2	8.6	7.6	7.2	0.90	买入
露天煤业	8.41	1.07	1.24	1.38	1.46	7.9	6.8	6.1	5.8	1.04	买入
瑞茂通	7.83	0.70	0.47	0.89	1.00	11.2	16.7	8.8	7.8	1.35	买入
西山煤电	6.05	0.50	0.57	0.64	0.71	12.0	10.6	9.5	8.5	0.93	买入
恒源煤电	5.54	1.10	1.22	1.20	1.21	5.0	4.5	4.6	4.6	0.87	买入
淮北矿业	11.3	0.41	1.68	1.85	1.95	27.0	6.8	6.1	5.8	1.51	买入

备注

投资要点

- 行业供需：供需格局韧性犹存，预计2019年基本平衡。**2019年行业新增产量主要来自于三个方面，预计增量约为1亿吨：（1）公告的联合试运转煤矿产能利用率提升；（2）未进入联合试运转的公告在建煤矿局部投产；（3）未公告的违法违规煤矿合法化后的产能利用率提升。一月份榆林矿难引发主产区强力度安检，1-4月份全国原煤累计产量11.1亿吨，同比增长0.6%，产出释放缓慢。1-4月份进口煤量9993万吨，同比增加1.7%，随着国内供需矛盾的弱化以及政府对进口煤额度的管控调节，我们预计全年煤炭进口量稳中有降。从需求端来看，2019年以来表现有所分化，由于发电整体增速下滑以及水电挤占，火电行业消费增速放慢，而环保政策调整下钢铁、建材行业需求增速加快。通过供需平衡表预测，我们认为2019年煤炭行业新增供给基本被新增需求消化掉，供需实现基本平衡。
- 库存&价格：动力煤价中高位运行，焦煤价格中枢有望上移。**动力煤：从2018年开始动力煤库存逐渐由上游向中下游转移。供给端缺乏弹性使得动力煤坑口价格较为坚挺进而支撑港口动力煤价格，中下游主动维持高库存以抵御煤价大幅波动的潜在可能，上述两原因造成了动力煤淡季不淡、旺季不旺的特征。中长期看行业有效产能将与需求不断匹配，动力煤价中长期有望维持在中高位。焦煤：近年来焦煤下游库存变动主要受环保限产影响，19年焦化厂和钢铁的开工率较去年同期提升明显使得原本高位的焦煤库存持续去化。展望全年，两条主逻辑线均利好全年焦煤价格中枢维稳甚至有望上移。其一是环保限产对于下游焦企的边际影响逐渐趋弱；其二是焦企前期资本开支低，供给端释放弹性小。
- 行业估值：估值存在折价，修复仍存空间。**从年初以来煤炭行业估值复盘角度看，年初至今行业市净率涨幅5.56%，总体来讲略有修复但仍处于历史低位，且估值提升主要是来源于市场流动性催化的被动提升。从当前时点看，无论是仍有大部分企业处于破净状态的焦煤行业还是前期估值滞涨的动力煤行业，估值的安全边际均较为理想。
- 山西国企改革：2019年有望进入加速阶段。**经历了2017年序幕年、2018年攻坚年，山西省国企改革在确立以效益为中心的考核指标体系、管资产向管资本转变、优化产业布局、混合所有制改革等方面取得了一定的进展和成绩。但是，当前山西省缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目，特别是集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后。正如山西省委书记所言，2019年要以“非常之力、恒久之功”推动山西国企改革整体进入全国第一方阵，大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”。经历了两年多时间的摸底和准备，我们认为山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段。
- 2019年下半年投资机会判断：经济下行压力下韧性犹存，估值修复仍存空间。**5月制造业PMI（49.4）重新落入荣枯线以下，需求和外贸数据持续走弱说明目前国内经济下行压力依然较大。年初至今我们一直强调无论是焦煤需求侧还是动力煤供给侧均韧性犹存，煤价预计将持续中高位运行，经济下行压力下煤企业绩仍能保持在较高水平。估值方面，国际贸易、流动性收紧等负面因素对于市场的边际影响正在逐步减弱，MSCI、富时罗素将A股标的的纳入指数有望持续带来增量资金，外资进场依然是大势所趋。当前时点煤炭行业估值仍处于历史低位，无论是仍有大部分企业处于破净状态的焦煤行业还是前期估值滞涨的动力煤行业，安全边际均较为理想，估值

向上修复仍有空间。主要看好长协占比高或产量有增长的标的：**陕西煤业、中国神华**等，高弹性标的建议关注：**兖州煤业、恒源煤电**，同时焦煤股建议关注：**淮北矿业、潞安环能**以及有望受益于山西国改标的：**西山煤电**，焦化股建议关注：**开滦股份、山西焦化**，以及煤炭供应链标的**瑞茂通**。

- **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）政策调控力度过大风险。

内容目录

[Table_Industry].....	- 1 -
一、供需格局韧性犹存，预计 2019 年基本平衡.....	- 6 -
能源局最新公告产能的结构特征以及变化趋势解读	- 6 -
一月份榆林矿难引发主产区强力度的安检，1-4 月份产出释放缓慢	- 10 -
进口政策难言宽松，1-4 月份进口量同比略增	- 12 -
需求端有所分化，火电行业消费增速放慢，钢铁建材行业需求增速加快..	- 14 -
展望 2019 全年，供需格局韧性犹存，预计基本平衡	- 15 -
二、库存&价格：动力煤价中高位运行，焦煤价格中枢有望上移	- 16 -
动力煤库存：由上游向中下游转移	- 16 -
动力煤价格：淡季不淡、旺季不旺，中长期有望中高位运行	- 18 -
焦煤库存：下游库存受环保限产影响，19 年初至今持续去化	- 20 -
焦煤价格：供需格局持续改善，价格中枢有望上移	- 21 -
三、山西国企改革：攻坚克难，决胜 2019 年	- 23 -
2017 年以来的政策梳理以及 2019 年主要看点	- 23 -
山西国企改革的重难点探讨之信达股权问题	- 25 -
山西 7 大煤炭集团资产全面盘点	- 29 -
四、投资策略：经济下行压力下韧性犹存，估值修复仍存空间	- 30 -
五、重点推荐公司	- 35 -
中国神华（601088.SH）：煤企巨无霸，业绩稳定高分红	- 35 -
陕西煤业（601225.SH）：动力煤弹性最大标的，业绩释放能力强	- 35 -
兖州煤业（600188.SH）：内生+外延，产能大幅扩张	- 36 -
潞安环能（601699.SH）：低估值优质喷吹煤龙头	- 37 -
淮北矿业（600985.SH）：低估值炼焦煤标的	- 37 -
西山煤电（000983.SZ）：集团资产体量雄厚，山西国改加速催化估值提升 ..	- 38 -
瑞茂通（600180.SH）：深耕煤炭供应链，成长有空间	- 39 -
风险提示	- 40 -
投资评级说明：	- 41 -

图表目录

图表 1：煤炭行业产能结构划分（按矿井产能）	- 6 -
图表 2：煤炭行业产能结构划分（按矿井数量）	- 6 -
图表 3：历年公告的产能情况对比	- 7 -
图表 4：生产煤矿产能结构对比	- 7 -
图表 5：建设煤矿产能结构对比	- 7 -
图表 6：生产煤矿产能按区域分布对比	- 8 -

图表 7: 2018 年底在建矿井产能结构 (亿吨)	- 9 -
图表 8: 2018 年底联合试运转矿井产能结构 (亿吨)	- 9 -
图表 9: 建设煤矿产能按区域分布对比	- 9 -
图表 10: 一系列煤矿事故引发煤炭行业安检力度强化	- 11 -
图表 11: 2019 年 1-4 月全国分地区规模以上企业原煤产量 (单位: 万吨)	- 12 -
图表 12: 近三年我国主要煤种进口量情况 (万吨)	- 13 -
图表 13: 2018 年我国煤炭进口主要来源地	- 13 -
图表 14: 2017 年以来进口煤放开或限制措施一览表	- 13 -
图表 15: 2019 年 1-4 月份进口煤量同比略增 1.7%	- 14 -
图表 16: 煤炭的下游需求结构 (2018 年)	- 14 -
图表 17: 2019M1-M4 火电行业的煤炭需求表现一般	- 15 -
图表 18: 2019M1-M4 钢铁和建材行业的煤炭需求向好	- 15 -
图表 19: 煤炭供需平衡表预测	- 16 -
图表 20: 全国国有重点煤矿煤炭库存 (万吨)	- 17 -
图表 21: 主流港口 (沿海港口、内河港口) 煤炭库存 (万吨)	- 17 -
图表 22: 重点电厂煤炭库存 (万吨)	- 18 -
图表 23: 沿海六大电厂煤炭库存 (万吨)	- 18 -
图表 24: 供给缺乏弹性导致动力煤价格淡季不淡 (万吨)	- 18 -
图表 25: 中下游库存高企导致动力煤价格旺季不旺 (万吨)	- 19 -
图表 26: 预计未来几年动力煤价将稳定维持在中高水平 (元/吨)	- 19 -
图表 27: 生产企业炼焦煤库存 (万吨)	- 20 -
图表 28: 独立焦化厂开工率及炼焦煤库存 (% , 万吨)	- 21 -
图表 29: 全国高炉开工率及炼焦煤库存 (% , 万吨)	- 21 -
图表 30: 京唐港山西产焦煤库提价走势 (元/吨)	- 22 -
图表 31: 山西柳林焦煤车板价走势 (元/吨)	- 22 -
图表 32: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	- 22 -
图表 33: 焦化厂开工率走势	- 22 -
图表 34: 山西国企现存的 14 大矛盾和问题	- 23 -
图表 35: 2017-2018 年山西国企改革取得的成果展示	- 24 -
图表 36: 信达资产持有的山西煤炭企业股权情况	- 26 -
图表 37: 冀中、盘江用集团持有的上市公司股权对付	- 27 -
图表 38: 开滦用一半现金和一半上市公司股权进行对付	- 27 -
图表 39: 山西煤炭企业集团假设用上市公司股权进行支付	- 28 -
图表 40: 山西四大煤炭集团资产负债率仍在高位	- 28 -
图表 41: 山西七大煤炭集团情况梳理 (2017 年数据)	- 29 -

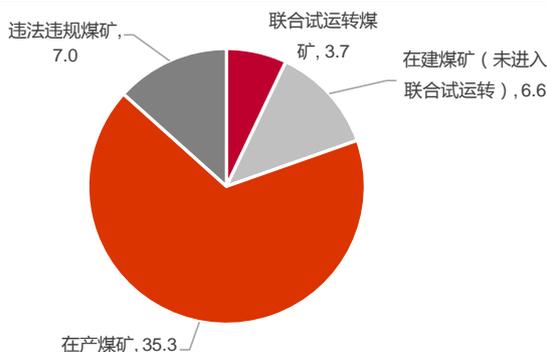
图表 42: 山西七大煤炭集团旗下 12 家上市平台情况梳理 (2017 年数据)	- 30 -
图表 43: 2019 年初至今煤炭行业估值 (市净率 LF) 走势复盘.....	- 31 -
图表 44: 煤炭行业 (中信)、全部 A 股估值走势及比值复盘.....	- 32 -
图表 45: 动力煤、炼焦煤行业 (中信) 估值走势复盘.....	- 32 -
图表 46: 重点公司盈利预测与估值.....	- 34 -
图表 47: 中国神华业绩预测摘要.....	- 35 -
图表 48: 陕西煤业业绩预测摘要.....	- 36 -
图表 49: 兖州煤业业绩预测摘要.....	- 37 -
图表 50: 潞安环能业绩预测摘要.....	- 37 -
图表 51: 淮北矿业业绩预测摘要.....	- 38 -
图表 52: 西山煤电业绩预测摘要.....	- 39 -
图表 53: 瑞茂通业绩预测摘要.....	- 40 -

一、供需格局韧性犹存，预计 2019 年基本平衡

能源局最新公告产能的结构特征以及变化趋势解读

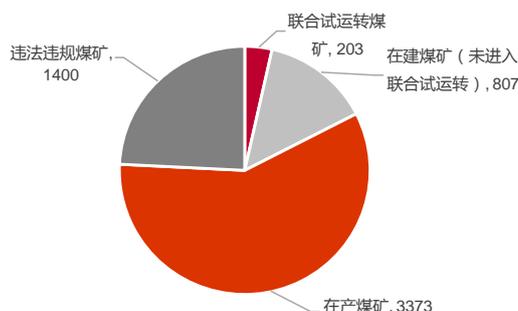
- 截至 2018 年底，煤炭行业存在合法产能 45.6 亿吨，非法产能约 7 亿吨。** 2019 年 3 月 26 日，国家能源局发布 2019 年第 2 号公告，截至 2018 年 12 月底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3373 处，产能 35.3 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1010 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处）、产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年。
- 根据中煤协 2019 年 3 月份发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，截至 2018 年底煤矿总数量 5800 处，平均产能约 92 万吨/年，行业总产能仍有约 53 亿吨，这也就意味着行业仍存在 1400 多处、合计 7 亿多吨的违法违规产能。

图表 1：煤炭行业产能结构划分（按矿井产能）



来源：能源局、中煤协、中泰证券研究所

图表 2：煤炭行业产能结构划分（按矿井数量）



来源：能源局、中煤协、中泰证券研究所

- 对比 20180630 产能公告：行业矿井数量减少、产能增加，规模化程度进一步提升。** 对比 2018 年 6 月底的产能公告，即安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3816 处，产能 34.91 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1138 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 96 处）、产能 9.76 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 201 处，产能 3.35 亿吨/年。对比发现，煤矿数量合计减少了 571 处，但产能合计新增了 0.93 亿吨，单位矿井产能明显提升，行业规模化程度进一步提升。其中，生产煤矿数量减少 443 处，产能新增了 0.39 亿吨/年，单位生产矿井产能 105 万吨/年，增加了 13.2 万吨/年；建设煤矿数量减少 128 处，但产能新增了 0.54 亿吨/年，单位建设煤矿产能 102 万吨/年，增加了 16.2 万吨/年，其中联合试运转煤矿数量增加 2 处，产能增加 0.35 亿吨/年，单位联合试运转矿井产能 182 万吨/年，增加了 15.6 万吨/年。

图表 3: 历年公告的产能情况对比

产能公告日期	生产煤矿数量 (处)	生产煤矿产能 (亿吨/年)	单位矿井产能 (万吨/年)	建设煤矿数量 (处)	建设煤矿产能 (亿吨/年)	单位矿井产 能(万吨/年)	联合试运转煤矿 数量(处)	联合试运转煤矿产能 (亿吨/年)	联合试运转单位矿井产 能(万吨/年)
20181231	3373	35.30	105	1010	10.30	102	203	3.70	182
环比变动	-443	0.39	13	-128	0.54	16	2	0.35	15.6
20180630	3816	34.91	91	1138	9.76	86	201	3.35	167
环比变动	-91	1.55	6	-18	-0.43	-2	-29	-0.22	11.4
20171231	3907	33.36	85	1156	10.19	88	230	3.57	155
环比变动	-364	-0.74	6	-72	-0.34	2	-1	-0.11	-4.1
20170630	4271	34.10	80	1228	10.53	86	231	3.68	159

来源: 能源局、中泰证券研究所

- **100 万吨以下的煤矿数量占比 73.9%，而 100 万吨及以上煤矿产能占比 74.9%。**从在产矿井的数量来说，截至 2018 年底，100 万吨以下的煤矿多达 2493 处，占煤矿总数的 73.9%，其次为 100-500 万吨(占比 22.6%)，500 万吨以上(3.5%)，在产矿井数量上面小而分散的特点仍然比较明显。而 2018 年 6 月底，100 万吨以下的煤矿多达 2940 处，占煤矿总数的 77.0%，可以看出行业产能退出主要集中在 100 万吨以下的小型煤矿。从在产矿井的产能来说，100 万吨及以上煤矿产能 26.4 亿吨，占总产能 74.85%，贡献了行业主要产量，其次为 30-100 万吨(占比 21.2%)，30 万吨以下(3.9%)。

图表 4: 生产煤矿产能结构对比

截至2018年12月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500万吨及以上	11.64	33.01%	118	3.50%
100-500万吨	14.76	41.84%	762	22.59%
30-100万吨	7.49	21.22%	1312	38.90%
30万吨以下	1.39	3.93%	1181	35.01%
合计	35.27	100.00%	3373	100.00%
截至2018年6月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500万吨及以上	11.03	31.60%	111	2.91%
100-500万吨	14.81	42.42%	765	20.05%
30-100万吨	7.42	21.25%	1311	34.36%
30万吨以下	1.65	4.73%	1629	42.69%
合计	34.91	100.00%	3816	100.00%

来源: 能源局、中泰证券研究所

图表 5: 建设煤矿产能结构对比

截至2018年12月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500万吨及以上	4.44	42.09%	49	4.85%
100-500万吨	2.63	24.91%	155	15.35%
30-100万吨	3.14	29.72%	578	57.23%
30万吨以下	0.35	3.28%	228	22.57%
合计	10.56	100.00%	1010	100%
截至2018年6月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500万吨及以上	3.58	35.70%	45	3.95%
100-500万吨	2.64	26.27%	158	13.88%
30-100万吨	3.35	33.33%	609	53.51%
30万吨以下	0.47	4.71%	326	28.65%
合计	10.04	100%	1138	100%

来源: 能源局、中泰证券研究所

- **生产矿井的产能变化取决于 5 大因素，“陕蒙新晋滇”贡献主要增量。**生产矿井的产能变化主要由首次公告、重新公告、取消公告、产能核增和产能核减等 5 大因素决定。截至 2018 年底，首次公告产能为 1.21 亿吨(根据我们统计，0.77 亿吨由上期合法建设煤矿转化，0.44 亿吨来自非法煤矿的合法化)，重新公告产能为 0.13 亿吨(矿井复产)，取消公告产能为 1.13 亿吨(矿井关闭退出)，产能核减为 0.17 亿吨，产能核增为 0.31 亿吨，5 大因素加总得到生产矿井产能新增约 0.4 亿吨。从区域来看，在产产能增量主要来自陕西、内蒙、新疆、山西和云南，5 个省份在产产能分别新增 0.38、0.24、0.17、0.15 和 0.1 亿吨，合计新增 1.04 亿吨，占新增产能的 289%，而在产产能减少主要来自湖南、黑龙江、河南和安徽等，4 省份合计减少产能 0.44 亿吨。

- 在建矿井的产能主要由新建和资源整合构成，“滇晋蒙”贡献主要增量。**

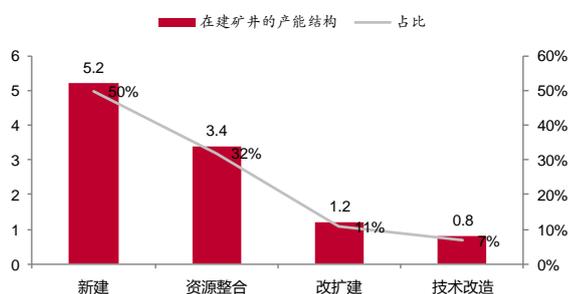
在建矿井的产能主要由新建、资源整合、改扩建和技术改造等4个方面构成。截至2018年底，在建矿井产能10.3亿吨，其中新建矿井产能5.2亿吨、占比50%，资源整合矿井产能3.4亿吨、占比32%，改扩建矿井产能1.2亿吨、占比11%，技术改造矿井产能0.8亿吨、占比7%；已经进入联合试运转的在建矿井中，新建矿井产能2.4亿吨、占比64%，资源整合矿井产能0.7亿吨、占比20%，改扩建矿井产能0.4亿吨、占比10%，技术改造矿井产能0.2亿吨、占比6%。从区域来看，在建产能增量来自云南、山西和内蒙，3个省份在建产能规模分别新增0.35、0.28、0.17亿吨，合计新增0.8亿吨，占新增产能的155%，其他省份在建产能皆为零增长或负增长，已经进入联合试运转的在建产能增量主要来自山西、云南和陕西，3个省份联合试运转产能分别新增0.21、0.20、0.16亿吨，合计新增0.6亿吨，占新增产能的159%。

图表6：生产煤矿产能按区域分布对比

省份	2018年12月				2018年6月				产能增量
	产能规模	产能占比	煤矿数	单井规模	产能规模	产能占比	煤矿数	单井规模	
山西	96320	27.3%	616	156	94815	27.16%	599	158	1505
内蒙古	85395	24.2%	357	239	83005	23.78%	372	223	2390
陕西	44378	12.6%	231	192	40529	11.61%	224	181	3849
河南	14638	4.2%	188	78	15626	4.48%	209	75	-988
贵州	15727	4.5%	442	36	15514	4.44%	438	35	213
山东	14748	4.2%	106	139	15126	4.33%	111	136	-378
安徽	13441	3.8%	43	313	14361	4.11%	46	312	-920
新疆	15806	4.5%	81	195	14116	4.04%	70	202	1690
黑龙江	8790	2.5%	349	25	9985	2.86%	548	18	-1195
河北	6672	1.9%	41	163	7366	2.11%	50	147	-694
宁夏	7060	2.0%	23	307	7195	2.06%	25	288	-135
四川	6152	1.7%	316	19	6182	1.77%	321	19	-30
甘肃	4744	1.3%	41	116	4934	1.41%	41	120	-190
辽宁	3964	1.1%	25	159	4054	1.16%	25	162	-90
云南	4214	1.2%	137	31	3202	0.92%	98	33	1012
湖南	1280	0.4%	91	14	2545	0.73%	277	9	-1265
吉林	2001	0.6%	33	61	2078	0.60%	38	55	-77
重庆	1667	0.5%	37	45	1893	0.54%	44	43	-226
新疆兵团	960	0.3%	13	74	1473	0.42%	25	59	-513
江苏	1360	0.4%	7	194	1360	0.39%	7	194	0
江西	984	0.3%	115	9	1100	0.32%	140	8	-116
广西	735	0.2%	21	35	735	0.21%	21	35	0
青海	715	0.2%	14	51	646	0.19%	13	50	69
福建	549	0.2%	25	22	573	0.16%	32	18	-24
北京	220	0.1%	2	110	370	0.11%	3	123	-150
湖北	189	0.1%	19	10	306	0.09%	37	8	-117
合计	352709	100.0%	3373	105	349089	100.00%	3816	91	3620

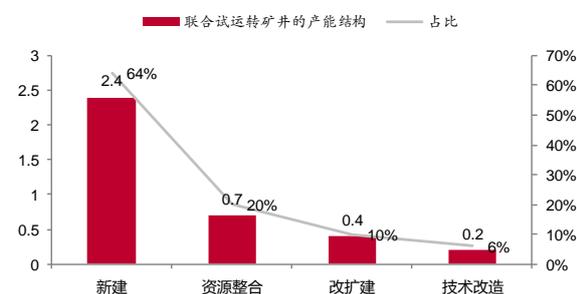
来源：能源局、中泰证券研究所

图表 7: 2018 年底在建矿井产能结构(亿吨)



来源: 能源局、中泰证券研究所

图表 8: 2018 年底联合试运转矿井产能结构(亿吨)



来源: 能源局、中泰证券研究所

图表 9: 建设煤矿产能按区域分布对比

省份	2018年12月				2018年6月				建设产能增量	联合试运转产能增量
	建设产能	产能占比	煤矿数	联合试运转产能	产能占比	建设产能	产能占比	煤矿数		
山西	31225	30%	277	7450	20%	28410	28%	293	5345	16%
内蒙古	28495	27%	81	12050	32%	26780	27%	86	14130	42%
陕西	17571	17%	153	10930	29%	17627	18%	177	9360	28%
宁夏	5140	5%	23	3700	10%	5300	5%	26	3400	10%
黑龙江	2822	3%	58	0	0%	3077	3%	72	15	0%
新疆	2270	2%	7	90	0%	2695	3%	10	195	1%
河南	2220	2%	52	90	0%	2370	2%	56	105	0%
云南	5817	6%	129	2217	6%	2298	2%	94	231	1%
甘肃	2200	2%	13	330	1%	2200	2%	13	300	1%
贵州	1710	2%	28	90	0%	1735	2%	31	135	0%
四川	1464	1%	79	27	0%	1602	2%	88	42	0%
河北	1005	1%	30	0	0%	1161	1%	35	60	0%
安徽	645	1%	3	0	0%	1145	1%	3	0	0%
青海	970	1%	12	0	0%	1138	1%	20	0	0%
福建	525	0%	26	60	0%	756	1%	51	48	0%
山东	360	0%	5	90	0%	405	0%	6	135	0%
湖南	84	0%	4	0	0%	378	0%	24	0	0%
湖北	144	0%	8	0	0%	372	0%	28	63	0%
辽宁	255	0%	4	210	1%	255	0%	4	210	1%
新疆兵团	195	0%	3	0	0%	195	0%	3	0	0%
广西	186	0%	6	0	0%	186	0%	6	0	0%
重庆	166	0%	5	0	0%	166	0%	5	0	0%
吉林	60	0%	2	0	0%	90	0%	4	0	0%
江苏	45	0%	1	0	0%	45	0%	1	0	0%
江西	9	0%	1	0	0%	9	0%	1	0	0%
北京	0	0%	0	0	0%	0	0%	0	0	0%
合计	105583	100%	1010	37334	100%	100395	100%	1138	33774	100%

来源: 能源局、中泰证券研究所

- 行业产能进一步向三西地区集中。截至 2018 年底, 晋陕蒙三个地区在产产能合计 22.6 亿吨, 占比 64.1%, 而 2018 年 6 月底为 62.6%。从建设煤矿来看, 晋陕蒙三地建设产能 7.73 亿吨, 占比 73.2%, 产能进一步向西部集中。从 2019 年 1-2 月原煤产量来看, 虽然陕西由于矿难产量下滑 16.1%, 但晋陕蒙三地合计原煤产量 3.49 亿吨, 占比 68.0%, 同比增加 1.0 个百分点。
- 我们认为, 2019 年行业新增产量主要来自于三个方面, 预计增量约为 1

亿吨：(1)公告的联合试运转煤矿产能利用率提升；(2)未进入联合试运转的公告在建煤矿局部投产；(3)未公告的违法违规煤矿合法化后的产能利用率提升。

- 已经进入联合试运转的在建煤矿：
 - (1)新建煤矿：建设规模 2.4 亿吨，蒙陕宁三省占总规模约 92%，根据我们调研及统计，不少煤矿在前期证照不齐全时候已经投产，即使试运转结束，产量增加空间也有限。但仍有相当一部分的矿井，2019 年预计随着产能利用率的提升会贡献新增产量，假设产能利用率提升 30%，预计新增产量约 6000-7000 万吨。
 - (2)资源整合煤矿：建设规模 0.74 亿吨，主要集中在山西和陕西两个省份，由于其生产条件复杂、安全系数较低、股权结构复杂、融资难度大，我们预计该类型矿井投产难度大，产量贡献较为有限。
 - 3)技术改造煤矿以及改扩建煤矿：技术改造煤矿和改扩建煤矿是在原有产能的基础上提高生产效率或生产能力，二者合计产能规模 0.6 亿吨，整体规模偏小，预计贡献新增产量较少。
- 未进入联合试运转状态的在建煤矿：能源局公布的数据，在建矿井（未进入联合试运转）中新建煤矿产能约 2.8 亿吨，核心区域晋陕蒙宁为 1.13 亿吨，考虑新建煤矿需要三年左右时间以及联合试运转半年，我们预计该类矿井 2019 年贡献增量 2000-3000 万吨左右。
- 未公告的非法矿：产能规模约为 7 亿吨，部分不合规大型矿井加快产能置换以及手续审批，实现合法化，已经初步生产或未来可能投产的该类矿井逐渐释放产量，但考虑安全、环保形势趋严，整体释放的产量可能较为有限，我们预计在 2000 万吨左右。

一月份榆林矿难引发主产区强力度的安检，1-4 月份产出释放缓慢

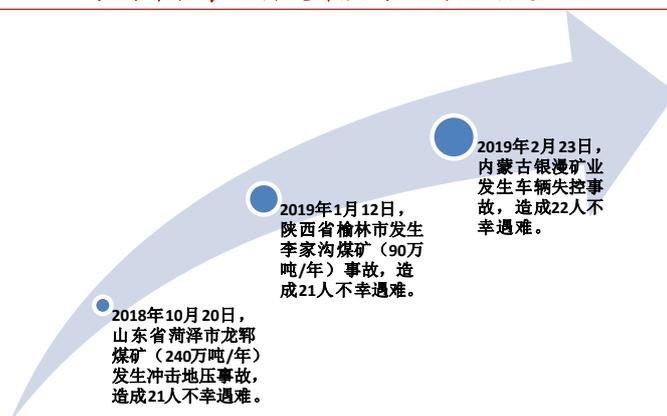
- 陕西省/榆林市违法违规生产现象较为严重。2018 年陕西省原煤产量 6.23 亿吨，占全国比重为 16.9%，其中榆林市 4.56 亿吨，占全国比重为 12.4%。根据能源局最新公告，陕西省/榆林市合法在产煤矿和联合试运转煤矿产能（有效产能）分别为 4.99 亿吨、3.60 亿吨，陕西省/榆林市违法违规生产现象较为严重。
- 2019 年 1 月 12 日，陕西省榆林市发生李家沟煤矿（90 万吨/年）事故，造成 21 人不幸遇难。
 - 2019 年 1 月 15 日，榆林市能源局发布煤矿停产整顿的紧急通知：事故煤矿周边煤矿即日起停产整顿，产能 45 万吨/年及以下煤矿即日起停产整顿，采煤工艺、承包单位、承建能力等不合要求的煤矿即日起停产整顿。2019 年煤矿产量计划不得超产能等。
 - 2019 年 1 月 22 日，陕西省政府发布通知，要求从即日起至 6 月底开展为期半年的煤矿安全大整治工作，重点解决 9 大隐患和问题。
- 根据陕西省煤矿安监局统计，2019 年 1-3 月，陕西省累计生产原煤 8935.18 万吨，同比减少 2840.82 万吨，下降 24.12%。其中央企在陕煤矿原煤产量 2096.65 万吨，同比减少 162.41 万吨，下降 7.19%；省属煤矿原煤产量 2908.37 万吨，同比减少 433.69 万吨，下降 12.98%；市县属煤矿原煤产量 3930.16 万吨，同比减少 2244.72 万吨，下降

36.35%。可见，市县所属的小型煤矿产量下滑非常严重。

- **2019年2月23日，内蒙古银漫矿业发生车辆失控事故，造成22人不幸遇难。**
 - 2019年2月25日，国家煤监局发布紧急通知要求做好全国两会期间煤矿安全生产工作。
 - 2019年3月初，内蒙古鄂尔多斯市（2018年产量6.16亿吨）要求在两会期间严格按产能限票。

- **2018年10月20日，山东省菏泽市龙郟煤矿（240万吨/年）发生冲击地压事故，造成21人不幸遇难。**
 - 2019年1月8日，国家安监局发文要求采深超千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿进行停产安全论证。达不到生产要求就关闭退出，达到标准也核减产能20%。涉及煤矿39座，产能8876万吨，炼焦配煤为主。

图表 10：一系列煤矿事故引发煤炭行业安检力度强化



来源：中泰证券研究所

- **1-4月份产出释放缓慢，陕西省产量下滑明显。**2019年4月份全国原煤产量29429万吨，同比增长0.1%，1-4月份，全国原煤累计产量110960万吨，同比增长0.6%。1-4月份，内蒙古原煤累计产量3.14亿吨，同比增长6.5%，山西原煤累计产量2.97亿吨，同比增长8.6%，陕西原煤累计产量1.56亿吨，同比下降14%。

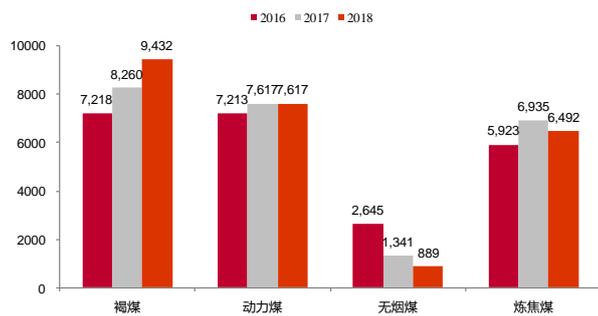
图表 11: 2019 年 1-4 月全国分地区规模以上企业原煤产量 (单位: 万吨)

地区	2019年1-4月累计	去年同期累计	同比增减%	2019年4月当月	去年同期当月	同比增减%
全国	110960.8	110315.9	0.6	29429.0	29397.5	0.1
内蒙古自治区	31434.1	29512.5	6.5	8371.8	7647.4	9.5
山西省	29729.0	27368.7	8.6	8019.5	7573.2	5.9
陕西省	15611.6	18145.9	-14.0	4301.5	4973.4	-13.5
新疆自治区	6516.2	6355.1	2.5	1562.0	1517.7	2.9
山东省	3861.3	4171.5	-7.4	1012.7	1082.6	-6.5
安徽省	3651.9	3842.2	-5.0	914.6	980.6	-6.7
贵州省	3551.1	3238.5	9.7	1011.3	950.3	6.4
河南省	3500.5	3749.3	-6.6	868.2	967.5	-10.3
宁夏自治区	2388.0	2459.1	-2.9	598.5	629.2	-4.9
河北省	1825.4	1960.3	-6.9	453.9	490.4	-7.5
黑龙江省	1581.9	1697.5	-6.8	419.4	448.4	-6.5
云南省	1431.4	1481.9	-3.4	406.3	447.6	-9.2
甘肃省	1248.7	1233.6	1.2	286.1	314.9	-9.2
四川省	1102.7	1207.3	-8.7	292.8	314.2	-6.8
辽宁省	1072.0	1037.7	3.3	257.4	264.7	-2.8
湖南省	449.3	557.9	-19.5	113.7	148.7	-23.6
吉林省	424.4	546.9	-22.4	119.2	144.6	-17.5
江苏省	383.2	420.6	-8.9	89.5	94.6	-5.4
重庆市	372.7	386.2	-3.5	108.7	93.4	16.4
福建省	269.7	290.3	-7.1	83.3	89.6	-7.1
青海省	245.5	271.0	-9.4	64.1	116.4	-45.0
江西省	150.5	146.7	2.6	38.9	39.1	-0.5
广西自治区	129.2	154.0	-16.1	29.3	45.2	-35.1
北京市	23.5	69.6	-66.2	4.0	20.3	-80.3
湖北省	6.8	11.6	-41.3	2.1	3.3	-34.7

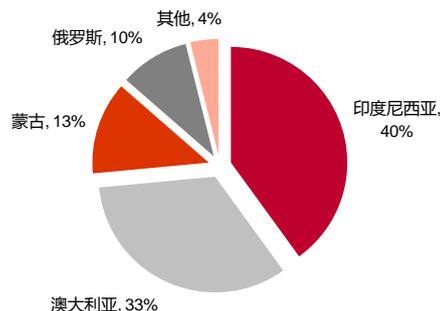
来源: 统计局、中泰证券研究所

进口政策难言宽松, 1-4 月份进口量同比略增

- 2018 年动力煤、褐煤进口量增加, 焦煤和无烟煤进口量下降。**2018 年, 国内累计进口煤炭 2.81 亿吨, 同比增加 3.9%, 进口煤量占国内总供应量比重略超 7%。其中, 褐煤和动力煤进口量在增加, 而无烟煤和炼焦煤下降。褐煤进口量 9428 万吨, 同比上升 14%, 动力煤 7650 万吨, 同比上涨 0.4%, 炼焦煤 6490 万吨, 同比下降 6.4%, 无烟煤 889 万吨, 同比下降 34%。
- 我国煤炭进口主要来自澳洲、印尼、俄罗斯和蒙古。**按国别来看, 褐煤主要来自印尼, 占比约 95%; 动力煤主要来自澳大利亚、俄罗斯和印尼, 占比分别为 68%、16%、12%; 炼焦煤主要来自澳大利亚和蒙古、俄罗斯, 占比分别为 44%、43%、7%。无烟煤主要来自俄罗斯和澳大利亚, 占比分别为 82%、16%。可以看出, 我国煤炭进口主要来自澳大利亚、印尼、俄罗斯和蒙古, 2018 年四国合计进口量约 2.3 亿吨, 占国内主要进口国进口总量的 96%。

图表 12: 近三年我国主要煤种进口量情况 (万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 2018 年我国煤炭进口主要来源地


来源: wind、中泰证券研究所

- 2019 年 1 月份限制进口风云再起。**1 月末东北地区鲅鱼圈、丹东以及大连港等多个港口开始限制进口澳洲焦煤，2018 年我国从澳洲进口焦煤 2826 万吨，占国内焦煤总供应量（约 5 亿吨）的 5.7%。澳洲以供应优质主焦煤著称，此次大幅延长通关时间不管从总量上还是结构上都有不小冲击。
- 2019 年进口量预计稳中有降。**2019 年 1-4 月份，煤炭总进口量 9993 万吨，同比增加 1.7%，国内原煤生产增速放缓，一季度进口量略有回升。全年来看，供给侧改革将进入第四个年头，随着国内供需矛盾的弱化，以及政府对进口煤额度的管控调节，我们预计煤炭进口量稳中有降。

图表 14: 2017 年以来进口煤放开或限制措施一览表

时间	措施	主要内容
2019.1	限制	大连港等北方港口大幅延长澳洲焦煤的进口通关时间
2018.10	限制	国家发改委在广州召开沿海六省关于煤炭进口会议表示今年底煤炭进口还是要平控
2018.6	放开	限制政策适度放松，有电厂合同背书的进口煤正常放行
2018.4	限制	福建、广东等地区部分一类港口首次开启煤炭进口限制，被要求延长通关时间；禁止二类口岸煤炭进口业务
2017.12	放开	暂时取消2017年7月份采取的进口煤限制
2017.7	限制	沿海二类港口（省级人民政府批准开放并管理）首次禁止进口煤炭船舶靠泊卸货
2017.5	限制	国务院总理李克强在国务院常务会议上指出，要坚决控制劣质煤进口

来源: 政府公告、中泰证券研究所

图表 15: 2019 年 1-4 月份进口煤量同比略增 1.7%

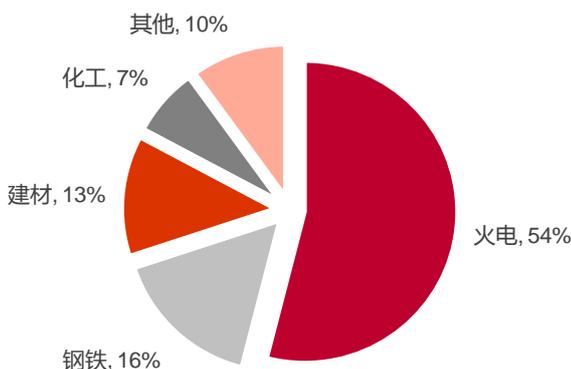


来源: wind、中泰证券研究所

需求端有所分化，火电行业消费增速放慢，钢铁建材行业需求增速加快

- **下游四大行业耗煤占比 90%。**根据中煤协 2019 年 3 月份发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，2018 年煤炭市场供需实现基本平衡，2018 年煤炭消费总量约 38.8 亿吨，同比增加 1%，其中电力行业全年耗煤 21 亿吨左右，钢铁行业耗煤 6.2 亿吨，建材行业耗煤 5 亿吨，化工行业耗煤 2.8 亿吨，其他行业耗煤约 3.8 亿吨，4 大行业消费量占比分别为 54%、16%、13%和 7%，合计为 90%。

图表 16: 煤炭的下游需求结构 (2018 年)



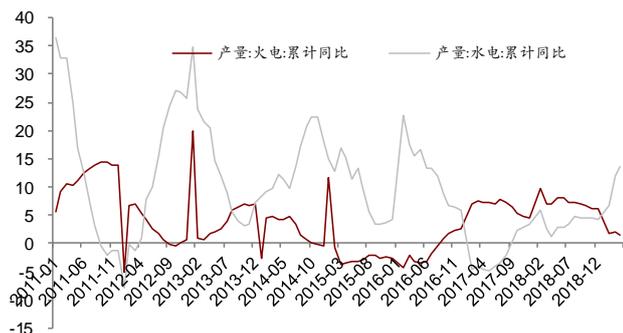
来源: 中煤协、中泰证券研究所

- **火电行业消费增速放慢。**4 月份，全社会电力生产有所放缓，意味着工业企业活动有所放缓，当月同比增长 3.8%，增速较上月回落 1.6 个百分点，1-4 月累计同比增速 4.10%，较 1-3 月下降 0.1 个百分点。从主要发电主体来看，4 月份火电产量同比下降 0.2%，而上月增长 1.0%，1-4 月累计同比增长 1.4%，增速较 1-3 月下降 0.6 个百分点。雨水天气偏多等影响，4 月水电继续发力，大幅增长 18.2%，上月增长 22%，1-4 月

累计同比增长 13.7%，较 1-3 月上升 1.7 个百分点。火电产量增速较上年同期有一定下滑，一方面因为全国发电量下滑，另一方面因为水电挤占效应明显。

- **焦化和水泥行业需求增速加快。**4 月份，焦炭产量同比 3.4%，1-4 月产量累计同比 6.5%；4 月份，水泥产量同比 3.4%，1-4 月产量累计同比 7.3%。环保政策调整背景下，钢铁和建材行业开工率处于较高水平。

图表 17: 2019M1-M4 火电行业的煤炭需求表现一般



来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 2019M1-M4 钢铁和建材行业的煤炭需求向好



来源: wind、中泰证券研究所

展望 2019 全年，供需格局韧性犹存，预计基本平衡

- 结合 1-4 月行业供需实际数据，我们调整了 2019 年供需平衡预测（结合中煤协 2018 年度煤炭行业报告数据）：
 - 火电产量同比增加 2.0%，考虑单位能耗的下降，火电耗煤量约为 21.3 亿吨，同比增加约 3416 万吨。
 - 生铁产量同比增加 5.0%，考虑单位能耗的下降，生铁耗煤量约为 6.4 亿吨，同比增加 2364 万吨。
 - 水泥产量同比增加 5.0%，考虑单位能耗的下降，水泥耗煤量约为 5.2 亿吨，同比增加约 2109 万吨。
 - 考虑新型煤化工项目的投产，煤化工耗煤量约 3.0 亿吨，同比增加约 2000 万吨。
 - 考虑环保高压下散煤逐渐被替代，我们预计其他行业耗煤量继续下滑至 3.6 亿吨，同比下降 3000 多万吨。
- 根据测算，我们预计 2019 年煤炭消费总量约 39.6 亿吨，新增需求量约 0.7 亿吨，对应增速约 1.8%。
- 根据前述假设，2019 年国内新增产量依然可控，预计新增约 1.0 亿吨，相对 2018 年（约 36.8 亿吨）同比增加约 2.7%。
- 2019 年进口煤政策是个变量，若严控进口煤量，则会给国内供需带来变量，整体预计较 2018 年有所回落，假设进口量下滑 3000 万吨至 2.5 亿吨。
- 通过假设分析，我们认为 2019 年煤炭行业供需基本平衡，全社会库存在上一年基础上继续小幅上移，全社会煤炭库存上升约 6722 万吨。

图表 19: 煤炭供需平衡表预测

名称	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭总消费量 (万吨)	388,889	395,778	401,691	407,638
火电发电量 (亿千瓦时)	49,231	50,216	51,471	53,015
增速	7.3%	2.0%	2.5%	3.0%
度电耗煤 (g/kwh)	427	425	423	421
火电耗煤 (万吨)	210,000	213,416	217,722	223,194
火电耗煤占比	54%	54%	54%	55%
生铁产量 (万吨)	77,105	80,961	83,389	85,057
增速	3.0%	5.0%	3.0%	2.0%
吨生铁耗煤 (吨/吨)	0.804	0.795	0.790	0.785
生铁耗煤 (万吨)	62,000	64,364	65,878	66,770
生铁耗煤占比	16%	16%	16%	16%
水泥产量 (万吨)	217,667	228,550	235,407	240,115
增速	3.00%	5.00%	3.00%	2.00%
吨水泥耗煤 (建材全口径, 吨/吨)	0.230	0.228	0.226	0.224
建材行业耗煤 (万吨)	50,000	52,109	53,202	53,786
建材行业耗煤占比	13%	13%	13%	13%
化工耗煤 (万吨)	28,000	30,000	32,000	34,000
化工耗煤占比	7%	8%	8%	8%
四大行业耗煤总量 (万吨)	350,000	359,890	368,802	377,749
四大行业耗煤占比	90%	91%	92%	93%
其他行业耗煤 (万吨)	38,889	35,889	32,889	29,889
国内煤炭消费量 (万吨)	388,889	395,778	401,691	407,638
国内煤炭产量 (万吨)	368,000	378,000	388,000	398,000
进口量 (万吨)	28,132	25,000	23,000	21,000
出口量 (万吨)	493	500	500	500
库存变化 (万吨)	6,750	6,722	8,809	10,862

来源: 中煤协、中泰证券研究所

二、库存&价格: 动力煤价中高位运行, 焦煤价格中枢有望上移

动力煤库存: 由上游向中下游转移

- 上游: 重点煤矿库存持续下降, 供给端缺乏弹性。**随着近年来供给侧改革不断推进, 煤炭上游 (重点煤矿) 一直处于被动去库存状态。去产能叠加近年来安监、环保因素不断打压煤企生产, 全国国有重点煤矿煤炭库存自 2015 年 11 月达到 5655.56 万吨高点后开始不断下滑, 目前基本维持在 2000 万吨左右, 2019 年 2 月由于陕西矿难引发的煤矿停产使得重点煤矿煤炭库存一度仅剩 1500 万吨。

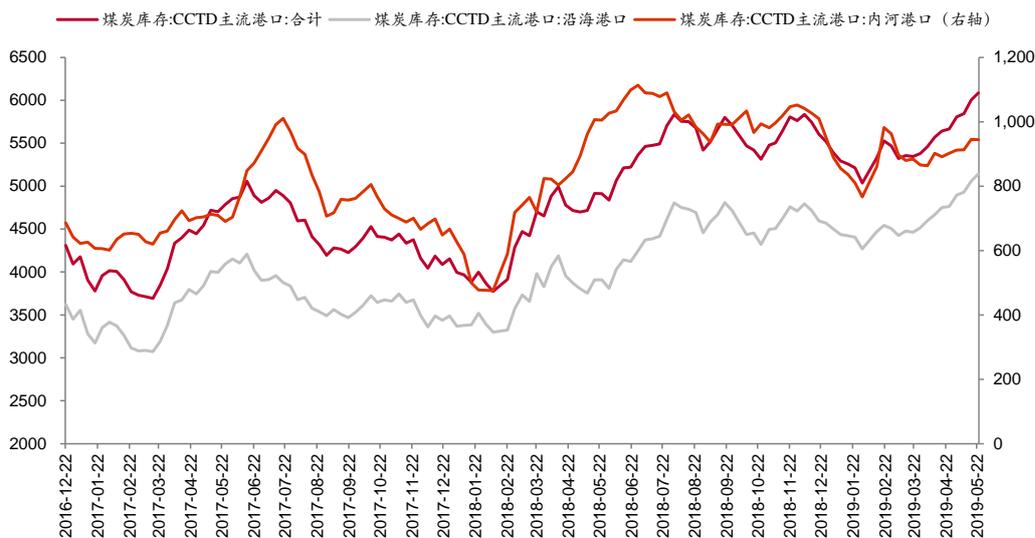
图表 20: 全国国有重点煤矿煤炭库存 (万吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 中下游: 高库存逐渐常态化。** 由于近年来煤炭主产地逐渐向“三西”地区集中, 导致煤炭的产地和下游煤炭消费地距离越来越远。受到公路治超、“公转铁”等因素影响, 铁路运力的瓶颈开始逐步显现。在供给端库存弹性很小的状况下, 上游供给和中游运输一旦出现问题, 动力煤价格便存在大幅波动可能。为了平滑波动, 从 2018 年二季度开始中游港口和下游终端电厂便主动维持高库存以抵御煤价大幅波动的潜在可能。从具体数据看, 2018 年全国主流沿海港口煤炭库存均值为 4185 万吨, 同增 573 万吨; 2019 年 1-5 月均值为 4612 万吨, 同增 917 万吨。2018 年全国重点电厂动力煤库存均值为 7096 万吨, 同增 972 万吨; 2019 年 1-5 月均值为 7420 万吨, 同增 1315 万吨, 上述数据说明目前煤炭中下游高库存已逐渐常态化。

图表 21: 主流港口 (沿海港口、内河港口) 煤炭库存 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 重点电厂煤炭库存 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 沿海六大电厂煤炭库存 (万吨)

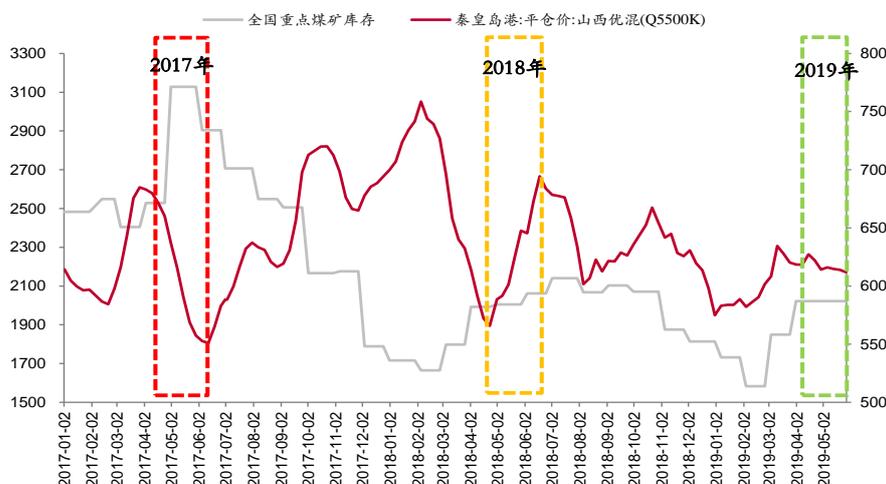


来源: wind、中泰证券研究所

动力煤价格: 淡季不淡、旺季不旺, 中长期有望中高位运行

- **供给缺乏弹性导致动力煤价格淡季不淡。**从 2018 年开始, 动力煤价格呈现出淡季不淡的特征。具体来看, 2018 年 4 月 23 日秦港 5500K 动力煤价格从 565.8 元/吨启动, 一路上涨至 6 月 18 日的 694.4 元/吨, 均值 625.8 元/吨, 同增 37.1 元/吨; 2019 年 4 月至今秦港 5500K 动力煤价格均值为 617.46 元/吨, 同增 17.7 元/吨。我们分析造成动力煤淡季不淡的主要原因在于产地供给释放受限叠加上游库存低位, 供给端缺乏弹性使得动力煤坑口价格较为坚挺从而支撑港口动力煤价格。具体来看, 自 2017 年末至 2018 年初受到雨雪灾害影响, 动力煤供应紧张导致重点煤矿煤炭库存下降至 1600 多万吨后, 产地受到安监、环保等因素打压释放速度一直较为缓慢。2018、2019 年 4-6 月全国重点煤矿煤炭库存均仅为 2000 万吨左右, 而 2017 年同期全国重点煤矿煤炭库存存在 2500-3000 万吨。

图表 24: 供给缺乏弹性导致动力煤价格淡季不淡 (万吨)

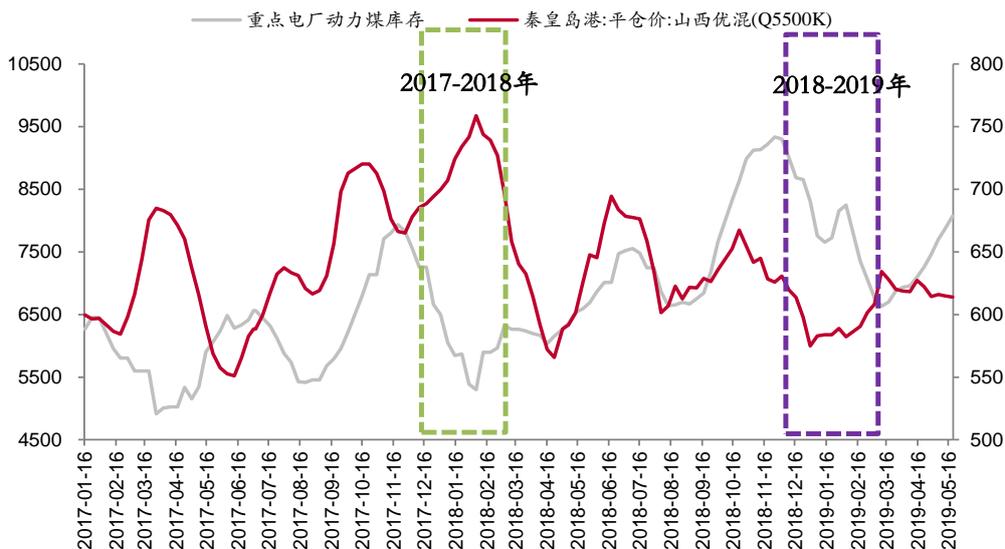


来源: wind、中泰证券研究所

- **中下游库存高企导致动力煤价格旺季不旺。**同样的, 从 2018 年开始动

力煤价格也开始呈现旺季不旺特征。具体来看，2018年12月-2019年2月秦港5500K动力煤均价为596元/吨，比2017-2018同期下降了121元/吨。我们分析造成动力煤旺季不旺的主要原因在于经历了**2017-2018动力煤旺季**由于低库存导致的煤价疯涨后，中游港口和下游电厂开始有意维持高库存以抵御煤价波动。2018年12月-2019年2月全国重点电厂动力煤库存均值8158万吨，同增1893万吨，在中下游高库存逐渐常态化的背景下未来动力煤旺季不旺的情况预计将延续下去。

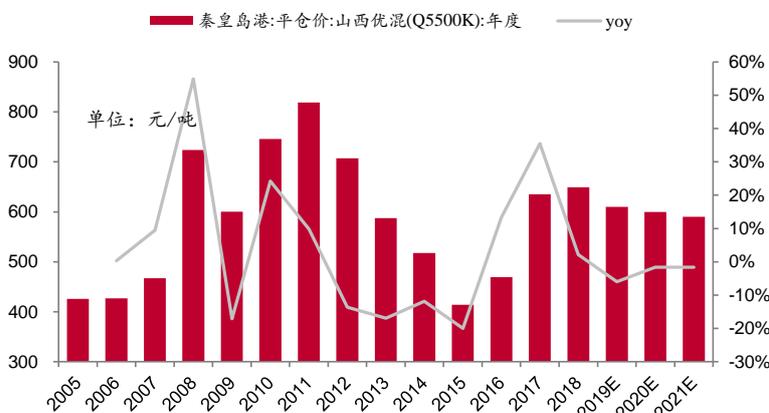
图表 25: 中下游库存高企导致动力煤价格旺季不旺 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- **中长期煤价预计维持在中高位。**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，政府鼓励优质产能的释放，有效产能将与需求不断匹配，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。

图表 26: 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

焦煤库存：下游库存受环保限产影响，19年初至今持续去化

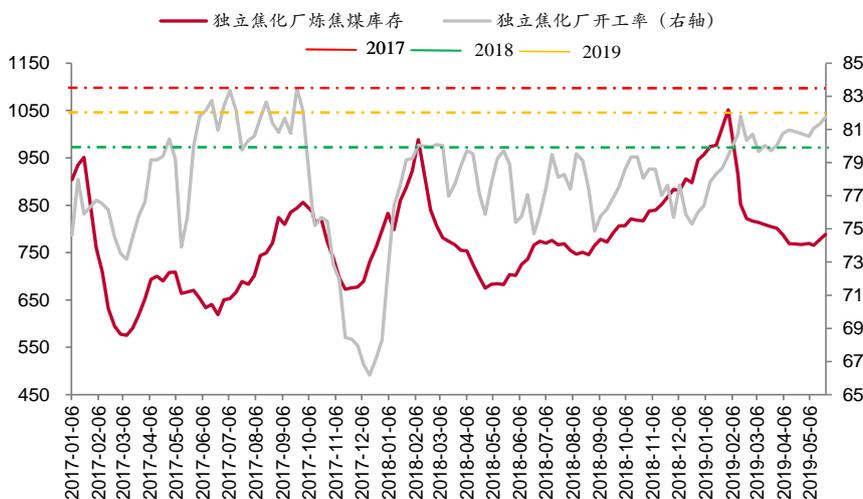
- 上游：安监&查超导致供给释放缓慢，煤矿库存弹性趋弱。**从2018年8月份开始，受到山西省安全生产大检查（8月21日-10月21日）、山西煤矿超产检查（10月11日-10月31日）以及10月山东事故导致部分煤矿停产影响，炼焦煤供给释放缓慢、生产企业炼焦煤库存持续下降。2019年1-5月生产企业炼焦煤库存中枢在400万吨左右，较去年同期（540万吨）下降140万吨，上游库存弹性趋弱。

图表 27：生产企业炼焦煤库存（万吨）


来源：煤炭资源网、中泰证券研究所

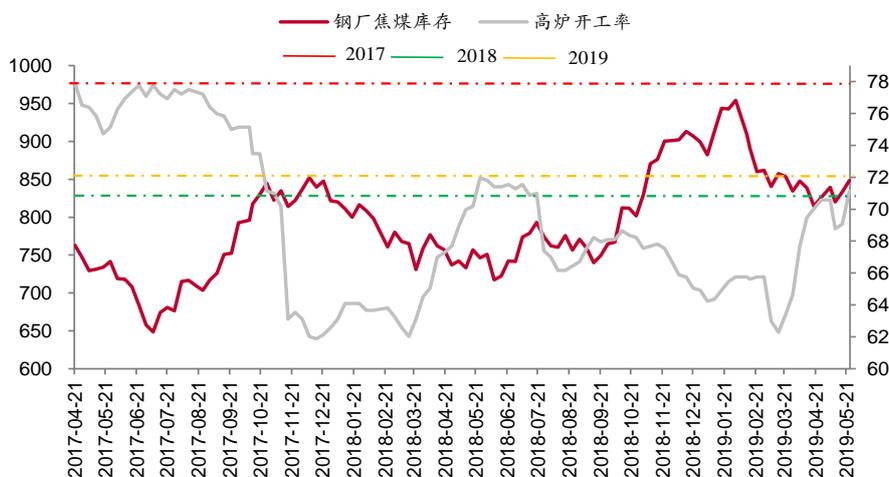
- 下游：库存受环保限产影响，2019年初至今持续去化。**通过分析焦化厂、钢厂开工率以及对应的焦煤库存，可以看出近年来焦煤下游库存变动主要受环保限产影响。具体来看，2017年10月-2018年3月国家第一次实施采暖季环保限产，对焦化厂以及钢厂开工率打压均较为明显，二者炼焦煤库存出现第一次明显上涨；2018年采暖季过后受到频繁环保督查影响，焦化厂、钢厂高炉开工率显著低于2017年同期，造成二者炼焦煤库存出现第二次明显上涨并于2019年1月达到高点。**2018-2019年采暖季由于国家不再采取限产“一刀切”的执行策略，焦化厂和钢厂的开工率较去年同期提升幅度明显，2019年1-5月独立焦化厂开工率均值为80.08pct，较去年同期（78.32pct）上升1.76pct；钢厂高炉开工率均值为66.58pct，较去年同期（65.5pct）上升1.08pct。下游开工率的提升使得原本高位的焦煤库存持续去化，焦化厂、钢厂焦煤库存分别由2019年1月末的1051和954万吨下降至5月末的789和848万吨。**

图表 28: 独立焦化厂开工率及炼焦煤库存(%, 万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

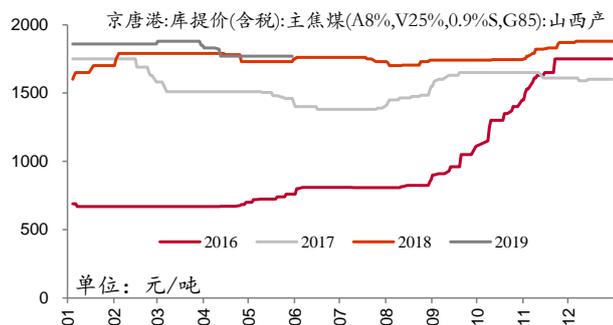
图表 29: 全国高炉开工率及炼焦煤库存(%, 万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

焦煤价格: 供需格局持续改善, 价格中枢有望上移

- **2019 年初至今焦煤价格持续坚挺。**由于 2018-2019 采暖季中央对前期一刀切的限产政策进行调整, 各省市可根据自身情况进行限产导致焦炭行业环保限产不及预期, 焦炭价格进入下行期。反观焦煤, 由于供给受限(安检压力打压产量)、需求不弱(焦企开工率较高)以及下游(焦企)集中度低导致议价能力差, 焦煤价格一直维持高位窄幅震荡态势。2019 年 1-5 月京唐港山西产焦煤库提均价为 1831.5 元/吨, 同增 4.66%; 山西柳林地区焦煤车板价 1-5 月均价为 1714 元/吨, 同增 5.22%。

图表 30: 京唐港山西产焦煤库提价走势(元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

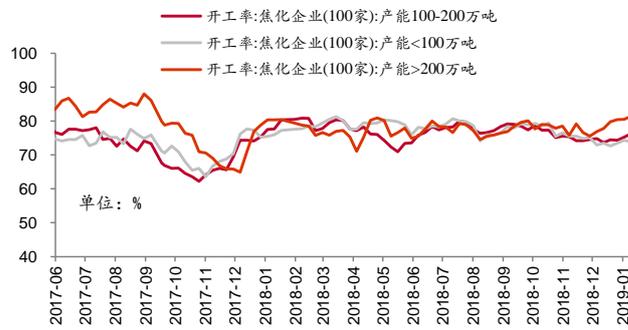
图表 31: 山西柳林焦煤车板价走势(元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

- 两逻辑支撑，全年焦煤价格中枢有望上移。**展望全年，我们认为影响焦煤价格的两条主逻辑线均利好全年焦煤价格中枢维稳甚至有望上移。其一是受开年房地产等下游行业需求旺盛影响，一季度钢价从底部上行，即便全年价格呈现前高后低，中枢也有望维持在较高位置，从而通过煤-焦-钢价格传导关系支撑焦煤价格；其二是焦煤企业前期资本开支较低，供给端释放的弹性很小。反观需求侧，从去年的限产政策执行情况看，下游焦企环保限产的力度其实较为有限，因此焦煤的供需关系依然较为健康。

图表 32: 螺纹钢价格走势(元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 焦化厂开工率走势


来源: wind、中泰证券研究所

三、山西国企改革：攻坚克难，决胜 2019 年

2017 年以来的政策梳理以及 2019 年主要看点

- 国资国企存在诸多问题，山西国企改革迫在眉睫。山西国企存在“一煤独大”、“一股独大”、盈利能力低、抗风险能力弱等多方面问题，山西省政府领导高度重视国企改革，一系列定调如：“非改不可、不彻底改不行、不能再错过窗口期”、“国企不改，转型无望”等，使得山西省国企改革备受资本市场关注。

图表 34：山西国企现存的 14 大矛盾和问题

1	一是布局不合理，一煤独大问题非常严重。煤炭资产占我省国有资产的比重达到36%，新动能、新产业、新业态、新模式发展严重不足；
2	二是股权结构单一，国有资本一股独大问题严重。省属22家国有企业中19家仍然是国有独资，个别企业仍未完成公司制改造。18家省属国资控股的上市公司中，省属国企持股平均比例达到了44.18%；
3	三是产业链条短，同质化竞争情况突出；
4	四是管理粗放，没有建立起真正意义上的现代企业制度；
5	五是行政色彩突出，一些企业官本位思想浓厚；
6	六是创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发展的低端；
7	七是开放发展动能不足，合作共赢的市场化理念尚未成为主流；
8	八是行业竞争力弱，整体盈利能力偏低；
9	九是金融风险巨大，省属国企平均资产负债率达到79.43%，远高于全国国有企业的平均水平；
10	十是人才队伍建设与企业不匹配，班子建设专业化不强；
11	十一是企业对未来发展的方向目标不清晰，改革发展办法不多，信心不足；
12	十二是企业历史遗留问题多，历史包袱沉重；
13	十三是国资监管水平亟待提升；
14	十四是党的建设不同程度存在弱化、淡化、虚化、边缘化，党建和发展“两张皮”的问题普遍存在。

来源：2017年2月王一新副省长《解放思想 抢抓机遇 迎难而上 不辱使命 坚决打赢国资国企改革攻坚战》，中泰证券研究所

- 2017 年-2018 年山西国企改革成果，主要包括：
 - (1) 2017 年 2 月，省国资委与汾酒集团签订了三年任期经营目标考核责任书；2018 年 2 月，山西省国资委与 18 户省属企业签订了经营业绩目标责任书。“一企一策”制定经营业绩目标责任书，要体现行业平均值、净资产报酬率、人均劳动生产率等反映企业效益、质量的关键指标，煤炭企业还要重点考核吨煤成本，资产证券化率也纳入“一企一策”业绩考核中。这实际上确立了以效益（或利润）为中心的考核指标体系，有助于煤炭企业剥离非煤贸易业务，聚焦主业。
 - (2) 2017 年 7 月 31 日，山西省国有资本投资运营有限公司成立，省国资委将所持的 22 家省属国企股权全部注入，这标志着山西省国有资产管理体制从“管资产”向“管资本”转变迈出了实质性步伐，有助于实现所有权和经营权的分离，建立现代化企业制度。
 - (3) 2017 年，山西省完成注册并挂牌 6 家专业化大集团，分别是山西国投公司、山西文旅集团、山西大地集团、山西云时代公司、山西交控集团和山西航空产业集团，这标志着全省产业转型升级有了抓手，进一步优化了资本布局。

- **(4) 加速了混改:** 2017-2018 年集团公司层面的混改, 汾酒集团和建投集团作为试点, 汾酒集团的改革就是推进核心的主业优质资产上市, 从而实现整体上市。建投集团的改革, 在全国范围内积极引进战略投资者。同时, 山西省国资委积极推进“腾笼换鸟”项目, 向全社会发出开放股权, 截至 2018 年底, 省属国企 53 个“腾笼换鸟”项目, 进入转让程序 14 个, 预估价值 25.4 亿元, 第三批 108 个涉及 304 亿元股权转让项目, 向全国发布。
- **(5) 试点员工持股:** 2017 年省国资委共筛选出第一批 5 户省属二级混合所有制企业开展员工持股试点, 分别是: 汾酒集团所属山西杏花村汾酒厂股份有限公司、太钢集团所属山西太钢碧水源环保科技有限公司、阳煤集团所属中催技术有限公司、潞安集团所属山西潞安精蜡化学品有限公司、同煤集团所属大同煤矿集团朔州煤电怀仁宏腾陶瓷建材开发有限公司。
- **(6) 促进了国有资本优化重组:** 2018 年省煤机制造集团重组方案出台; 2018 年 3 月晋煤集团下属的燃气集团实现重组, 引入 7 家境内外战略投资者资金 35 亿元, 2019 年 3 月 8 户省属国企签署山西燃气集团增资协议, 股份制改造迈出了实质性步伐; 潞安现代化工公司引入首批 9 家战略投资者, 投资 24.4 亿元。对于大煤炭企业之间重组, 国资委要求充分运用七户煤炭企业所拥有的上市公司这个平台, 把优质资产通过置换、定增方式装进去, 实现资源的资产化、资产的资本化、资本的股份化、股份的证券化, 提升煤炭资源的价值, 提升煤炭企业可持续发展的能力。

图表 35: 2017-2018 年山西国企改革取得的成果展示

成果	主要内容
确立了以效益为中心的考核指标体系	山西省国资委与汾酒集团、18 户省属企业签订了经营业绩目标责任书 要体现行业平均值、净资产报酬率、人均劳动生产率等反映企业效益、质量的关键指标, 煤炭企业还要重点考核吨煤成本 资产证券化率也纳入“一企一策”业绩考核中
管资产向管资本转变	省国资委将所持的 22 家省属国企股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司 有助于实现所有权和经营权的分离, 建立现代化企业制度
优化产业布局	山西国投公司、山西文旅集团、山西大地集团、山西云时代公司、山西交控集团和山西航空产业集团等 6 家专业化大集团成立 全省产业转型升级有了抓手, 进一步优化资本布局
混合所有制改革	汾酒集团的改革就是推进核心的主业优质资产上市 建投集团的改革, 在全国范围内积极引进战略投资者 “腾笼换鸟”项目, 向全社会开放股权
试点员工持股	2017 年第一批 5 户省属二级混合所有制企业开展员工持股试点
国有资本优化重组	2018 年省煤机制造集团重组方案出台 2018 年 3 月晋煤集团下属的燃气集团实现重组, 引入了 7 家境内外战略投资者 潞安现代化工公司引入首批 9 家战略投资者

来源: 政府网站, 中泰证券研究所

- **2019 年: 山西国企改革决胜年。**
- 2019 年 5 月 29 日, 中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》。推动能源生产和消费革命是保障能源安全、促进人与自然和谐共生的治本之策。山西要通过综合改革试点, 努力在提高能源供给体系质量效益、构建清洁低碳用能模式、推进能源科技创新、深化能源体制改革、扩大能源对外合作等方面取得突破, 争当全国能源革命排头兵。
- 2019 年 4 月 15 日, 山西省再度召开深化国有企业改革大会, 省委书记

骆惠宁强调深化国资国企改革是推动山西省高质量转型发展的关键一招，要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵，尤其提到要善于用好用活上市公司，今年要大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”，现有上市公司要加强市值管理，逐步提升资产证券化率。

- 2019年4月16日，《2019年国资国企改革行动方案》出炉，4月25日，山西省国资委副主任在省政府新闻会上就《2019年国资国企改革行动方案》进行了解读，2019年改革的主要目标：实现“135”战略目标，即“1”是保持国有企业持续稳健发展态势，“3”是在优化资本布局、加速混改、推行市场化契约化管理三方面实现重大突破，“5”是在优化公司治理结构、防范化解重大风险、解决遗留问题、完善国资管理体制、加强国企党建五个方面加强支撑。
- 2019年山西国企改革工作看点有哪些？经历了2017年序幕年、2018年攻坚年，山西省国企改革在确立以效益为中心的考核指标体系、管资产向管资本转变、优化产业布局、混合所有制改革、试点员工持股、国有资本优化重组等方面取得了一定的进展和成绩。但是，当前山西省缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目，特别是集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后。正如山西省委书记所言，2019年要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵，大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”。我们认为，经历了两年多时间的摸底和准备，山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段。

山西国企改革的重难点探讨之信达股权问题

- 信达资产持有煤炭企业股权的由来。上世纪90年代末，煤炭价格低迷，行业普遍亏损，为了处理不良资产，信达资产承接了国开行、建行的债转股资产，相继成为了全国各地众多煤炭企业的股东，信达债转股资产中煤炭行业占比超60%。
- 信达资产持有山西同煤集团、阳煤集团、晋煤集团、焦煤集团下属三家子集团等6家公司股权。具体落实到山西来看，2005年12月11日，山西省国资委与信达资产等金融机构，同煤集团、阳煤集团、晋煤集团以及焦煤集团旗下的西山煤电集团公司、山西汾西矿业（集团）有限责任公司和山西霍州煤电集团等六户煤炭企业，正式签署了延期债转股的协议，信达资产成为出资方股东方。目前，信达资产持有同煤集团30.12%股权（出资51.3亿元），阳煤集团40.42%股权（出资30.6亿元），晋煤集团16.45%股权（出资6.7亿元），山西焦煤集团下属子公司西山煤电集团35.47%股权（出资32.8亿元）、霍州煤电集团36.97%股权（出资16.3亿元）、汾西矿业集团36.02%的股权（出资12.7亿元）。
- 信达持有的山西省煤企股权净资产实现了大幅增值，年均增值率7%-22%。随着煤炭企业发展规模壮大，信达持有的煤企股权净资产实现了大幅增值，我们以山西煤企集团2017年末净资产测算，信达资产持有同煤集团的净资产份额达到127.5亿元，增值率高达148%，年均增值率8%，阳煤集团的净资产份额为143.2亿元，增值率高达367%，

年均增值率 14%，西山煤电集团的净资产份额为 92.7 亿元，增值率为 182%，年均增值率 9%，霍州煤电集团的净资产份额为 37.3 亿元，增值率为 129%，年均增值率 7%，汾西矿业集团的净资产份额为 45.5 亿元，增值率为 259%，年均增值率 11%，晋煤集团净资产份额为 69.8 亿元，增值率为 947%，年均增值率 22%。

图表 36: 信达资产持有的山西煤炭企业股权情况

集团名称	信达所持资产金额 (万元)	持股比例 (%)	注册资本金 (万元)	集团净资产 (2017年末, 万元)	信达持有的净资产份额 (万元)	增值率	年均报酬率
同煤集团	513,116	30.12%	1,703,464	4,233,015	1,274,984	148%	8%
阳煤集团	306,415	40.42%	758,037	3,543,275	1,432,192	367%	14%
西山煤电集团	328,109	35.47%	925,033	2,613,215	926,907	182%	9%
霍州煤电集团	162,732	36.97%	440,173	1,009,857	373,344	129%	7%
汾西矿业集团	126,994	36.02%	352,565	1,264,149	455,346	259%	11%
晋煤集团	66,646	17.07%	390,520	4,089,945	697,990	947%	22%
合计	1,504,012	32.91%	4,569,792	16,753,456	5,160,764	243%	11%

来源：集团公告，中泰证券研究所

备注：年均增值率从 2005 年算至 2017 年

- 煤炭企业集团谋求整体上市或资产注入等资本运作的时候，大股东是关联方需要回避，剩余股东需要三分之二表决通过才行，由于信达股权占比高，因此往往具有一票否决的能力，信达的态度对山西煤企资本运作具有非常重要的影响。
- 如何化解信达股权退出问题，有经验可供探讨？我们判断，山西的底线应该是稳住企业的控制权以及不希望大额资金外流，信达的核心诉求是增强资产流动性和稳定的分红等，那么以什么价格以及什么方式进行支付，就成为双方谈判的关键点。我们通过探讨一些信达资产煤矿股权退出的案例，来分析和预测山西煤企集团将如何化解这一难题。
- **(1) 潞安模式：现金回购股权**
- 2004 年 10 月，信达资产对外发布了处置潞安矿业集团股权的公告，随后潞安集团回购了信达、东方等资产公司债转股的股权，重新成为山西独资的国有企业。现金收购简单易行，但比较适合股权资产规模小。
- **(2) 冀中、盘江模式：用集团持有的上市公司股权对付**
- **冀中：**2010 年 12 月 28 日，冀中能源发布公告，控股股东冀中能源集团将收购信达资产持有的峰峰集团（属于冀中能源集团子公司）14.89% 的股权，并以其持有的上市公司 3300 万股流通股作为支付对价。
- 信达资产持有冀中峰峰集团 14.89% 的股权，出资额为 4.54 亿元，根据峰峰集团的公告，截至 2010 年末该公司净资产为 74.5 亿元，按股权比例信达合计持有 11.09 亿元，增值率为 144%，置换的上市公司股价在公告日（2010 年 12 月 28 日）前 30 个交易日均价为 33.8 元，实际换股数 3300 万股，换股市值 11.14 亿元，基本等于其占有的净资产价值。
- 转让完成后，信达资产持有冀中能源上市公司股权比例为 2.82%，冀中集团及其一致行动人持有上市公司股份 68.31%，仍为公司的控股股东。
- **盘江：**2011 年 9 月 30 日，盘江股份发布公告，控股股东盘江煤电集团拟履行减少其注册资本程序（减少 12.42 亿元），每一元注册资本所对应的评估净资产值为 4.59 元，合计 57 亿元，将其持有的部分上市公司股份作为减资支付对价，支付给拟参与其减资的股东兖矿集团（持股 31.4%）、华融资产（持股 6.72%）、信达资产（持股 5.77%）以及中国

建行（持股 2.65%），减资完成后盘江煤电集团将成为贵州盘江投资控股（集团）的全资子公司，股权架构更加清晰，有利于企业中长期发展。

- 信达资产持有盘江煤电集团 5.77% 的股权，出资额为 1.54 亿元，根据公告，2011 年盘江煤电评估净资产为 122.5 亿元，按股权比例信达合计持有 7.07 亿元，增值率为 359%，置换的上市公司股价在公告日（2011 年 9 月 30 日）前 30 个交易日均价为 30.09 元，实际换股数 2351.8 万股，换股市值 7.1 亿元，基本等于其占有的净资产价值。
- 转让完成后，究矿集团、华融资产、信达资产、中国建行等持有盘江股份上市公司股权比例分别为 11.6%、2.48%、2.13% 和 0.98%，盘江煤电集团持股下降 17.19% 至 24.19%，贵州盘江投资控股（集团）持股 34.48%，二者合计持股 58.67%（原先为 75.86%），贵州盘江投资控股（集团）仍为公司的控股股东。

图表 37：冀中、盘江用集团持有的上市公司股权对付

集团名称	对应上市公司	信达出资额 亿元	信达持股比例	公司净资产 亿元	评估时间	信达折算净资产额 亿元	增值率	实际换股数	换股价格 元/股	换股市值 亿元
冀中峰峰集团	冀中能源	4.54	14.89%	74.50	2010年末	11.1	144%	3300	33.77	11.1
盘江煤电	盘江股份	1.54	5.77%	122.5	2011年末	7.1	359%	2352	30.09	7.1

来源：wind，中泰证券研究所

- **（3）开滦模式：一半现金支付、一半上市公司股权对付。**
- 2013 年 5 月 9 日，河北省国资委与信达资产、开滦集团签订《股权转让协议》，约定：信达资产将其持有的开滦集团 26.45% 股权转让给河北省国资委，转让后河北国资委全资控股开滦集团，信达资产持有的股权价格为 38 亿元，开滦集团代国资委垫付，其中股权转让款中的 19 亿元参与认购开滦股份上市公司的定增。
- 信达资产持有开滦集团 25.6% 的股权，出资额为 25.6 亿元，根据集团公告，2012 年末开滦集团净资产为 223.4 亿元，按股权比例信达合计持有净资产份额 59.1 亿元，而股权支付价格为 38 亿元，占净资产为 64.3%。信达此次股权退出实现了资产增值率 48%。2017 年，信达资产拿出 19 亿元参与开滦股份的定增，定增价格为 5.38 元，实际换股数 3.53 亿股。
- 定增完成后，信达资产持有上市公司股份 22.24%，开滦集团持股下降 12.62% 至 44.12%，仍为公司的控股股东。

图表 38：开滦用一半现金和一半上市公司股权进行对付

集团名称	对应上市公司	信达出资额 亿元	信达持股 比例	公司净资产 亿元	评估时间	信达折算净资产额 亿元	实际换股数	换股价格 元/股	现金 亿元	合计支付价格 亿元	增值率
开滦集团	开滦股份	25.6	26.45%	223.43	2012年末	59.10	35316	5.4	19	38	48%

来源：wind，中泰证券研究所

- **（4）淮南矿业模式：子公司资产对付。**
- **淮南矿业：**根据 2017 年 12 月《安徽省人民政府关于淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制方案的批复》，淮南矿业整体改制方案涉及信达资产公司的主要内容有：
 - （1）淮南矿业向信达资产转让淮矿地产 60% 的股权（作价约 47 亿元），同步实施淮南矿业向信达资产定向减资（信达资产阶段性退出全部其所持有的淮南矿业 22.6% 股权），淮南矿业成为国有独资公司。中国信达

获得淮矿地产 60% 股权后，拟由上市公司信达地产股份有限公司采取非公开发行方式，收购淮矿地产 100% 股权（其中：中国信达 60%，淮南矿业 40%）。

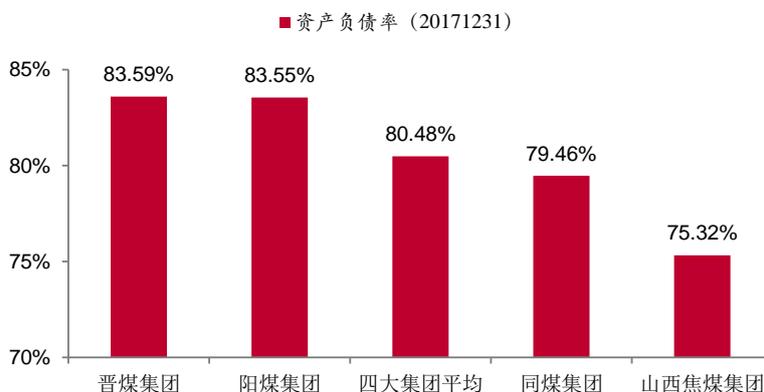
- （2）在淮南矿业成为国有独资公司状态下，将淮南矿业现有国有划拨土地作价并作为安徽省国资委对淮南矿业的增资。
- （3）中国信达在淮南矿业国有划拨土地完成作价出资后，即对淮南矿业增资 30 亿元。
- 截至 2017 年末，信达出资淮南矿业 42.5 亿元，持股淮南矿业集团股权 22.6%，同期集团净资产账面价值为 350 亿元，则信达持有 79 亿元，而股权支付价格为 47 亿元，占净资产为 59%，信达此次股权退出实现了资产增值率 11%。
- 由于信达资产持有山西煤企股权比例较高（主要涉及同煤、阳煤、焦煤、晋煤四大集团），按照 2017 年净资产评估，信达持有的山西 4 大集团净资产额高达 516 亿元，四大集团平均资产负债率高达 80.5%（2017 年），如果按照净资产价值且用上市公司股权去支付，将使得集团散失上市公司控股权，所以单独依靠集团自身去解决问题的难度比较大，我们认为可能由省国资委对信达持有的煤炭股权进行打包，进行一揽子集中处理，有可能参考开滦集团的模式，先支付给信达现金，然后信达以该现金参与上市公司定增，或者有可能参考淮南矿业的模式，主要用其他资产进行置换。

图表 39：山西煤炭企业集团假设用上市公司股权进行支付

集团名称	信达所持资产金额 (万元)	信达持股比例 (%)	集团净资产 (2017年末, 万元)	信达持有的净资产份额 (万元)	对应上市公司	股价 (20190430)	换股数	总股本 (万股)	换股后信达持股比例	控股股东持股份额 (20190430)	信达换股后集团持股 比例
同煤集团	513,116	30.12%	4,233,015	1,274,984	大同煤业	5.02	253,981	167,370	152%	57.5%	-94.3%
阳煤集团	306,415	40.42%	3,543,275	1,432,192	阳泉煤业	6.26	228,785	240,500	95%	58.3%	-36.8%
西山煤电集团	328,109	35.47%	2,613,215	926,907	西山煤电	6.88	134,725	315,120	43%	54.4%	11.6%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 40：山西四大煤炭集团资产负债率仍在高位



来源：集团公告，中泰证券研究所

山西 7 大煤炭集团资产全面盘点

- (1) 山西焦煤集团——全国最大的炼焦煤生产企业，集团层面 70%煤炭产量未上市。
- (2) 潞安矿业集团——喷吹煤行业龙头企业，集团层面煤制油项目以及 50%煤炭产量未上市。
- (3) 同煤集团——山西省最大的动力煤生产企业，集团层面 80%煤炭产量未上市。
- (4) 阳煤集团——全国最大的无烟煤生产企业，集团层面 50%煤炭产量未上市。
- (5) 山煤集团——山西地区证券化程度最高的煤炭集团，集团层面仅有 15%煤炭产量未上市。
- (6) 晋煤集团——全国最大的煤层气开发和煤化工企业&重要的无烟煤生产基地，煤层气开采是亮点，集团资产证券化率仅为 3%。
- (7) 晋能集团——打造煤电一体化平台，集团资产证券化率仅为 5%。

图表 41: 山西七大煤炭集团情况梳理 (2017 年数据)

指标	山西焦煤集团	同煤集团	晋能集团	潞安集团	晋煤集团	阳煤集团	山煤集团
企业性质	国有独资	非国有独资	国有独资	国有独资	非国有独资	非国有独资	国有独资
国资委持股	100%	65.17%	100%	100%	62.57%	54.03%	100%
主要煤种	炼焦煤	动力煤	无烟煤、动力煤、炼焦煤	喷吹煤、动力煤	无烟煤	无烟煤、喷吹煤、动力煤	动力煤
总资产 (亿元)	2957	3325	2621	2418	2492	2154	809
资产负债率	75.32%	79.46%	78.91%	79.49%	83.59%	83.55%	85.87%
营业收入 (亿元)	1526	1602	1029	1607	1667	1608	545
净利润 (亿元)	11.6	0.4	7.3	10.2	7.6	1.6	2.0
煤炭-营收占比	35%	43%	20%	22%	18%	18%	17%
贸易-营收占比	45%	45%	61%	78%	47%	17%	68%
其他主要业务	焦化、电力	电力	电力、清洁能源、多元	煤基油、煤化工	化工、多经、电力	化工、铝电	矿石贸易
煤炭产量 (万吨)	9610	12700	7366	8015	5854	6767.42	2727.49
上市公司营收占比	24%	12%	7%	15%	1%	30%	75%
资产证券化率	24%	23%	5%	27%	3%	40%	57%

来源：集团公告等，中泰证券研究所

图表 42: 山西七大煤炭集团旗下 12 家上市平台情况梳理 (2017 年数据)

指标	山西焦煤集团			同煤集团		晋能集团	潞安集团	晋煤集团	阳煤集团		山煤集团	
拥有上市公司	西山煤电	山西焦化	ST南风	大同煤业	漳泽电力	通宝能源	潞安环能	蓝焰控股	阳泉煤业	阳煤化工	太化股份	山煤国际
第一大股东持股	54.40%	14.22%	25.69%	57.46%	27.45%	57.33%	61.29%	40.05%	58.34%	32.71%	43.48%	57.43%
总市值 (亿元)	194	134	17	77	83	42	231	123	138	61	25	104
总资产 (亿元)	579	111	26	269	484	120	665	74	420	419	17	459
资产负债率	63.4%	75.6%	111.1%	57.6%	83.4%	60.1%	69.4%	55.7%	62.8%	86.4%	66.4%	80.6%
营业总收入 (亿元)	287	60	19	92	95	51	235	19	281	203	9	409
归母净利润 (亿元)	15.7	0.9	-4.2	6.0	-15.6	0.8	27.8	4.9	16.4	1.2	0.1	3.8
主营业务	煤炭、焦炭、电力	焦炭、焦化工产品	无机盐化工	煤炭	电力、燃料	电力、燃气	煤炭、焦炭	煤层气	煤炭	尿素	焦炭贸易	煤炭、贸易
煤炭-营收占比	55%			96%			88%		95%			92%
焦炭-营收占比	25%	71%					10%					
电力-营收占比	11%				75%	97%						
煤炭产量 (万吨)	2498			2418			4160		3545			2302
焦炭产量 (万吨)	431	264					148					
发电量 (亿千瓦时)	131				289	48	131					
上市煤炭产量/集团	26.0%			19.0%			51.9%		52.4%			84.4%
上市焦炭产量/集团	45.7%	28.0%					56.1%					
上市发电量/集团	91.0%				130.5%	25.3%	91.0%					
股东承诺	炼焦煤资产整合平台	焦炭资产整合平台		煤炭资产整合平台	电力资产整合平台	电力资产整合平台	煤炭资产整合平台		煤炭资产整合平台			

来源: 中泰证券研究所

备注: 总市值为 20190601 数据, 为了方便比较其他数据年份皆为 2017 年

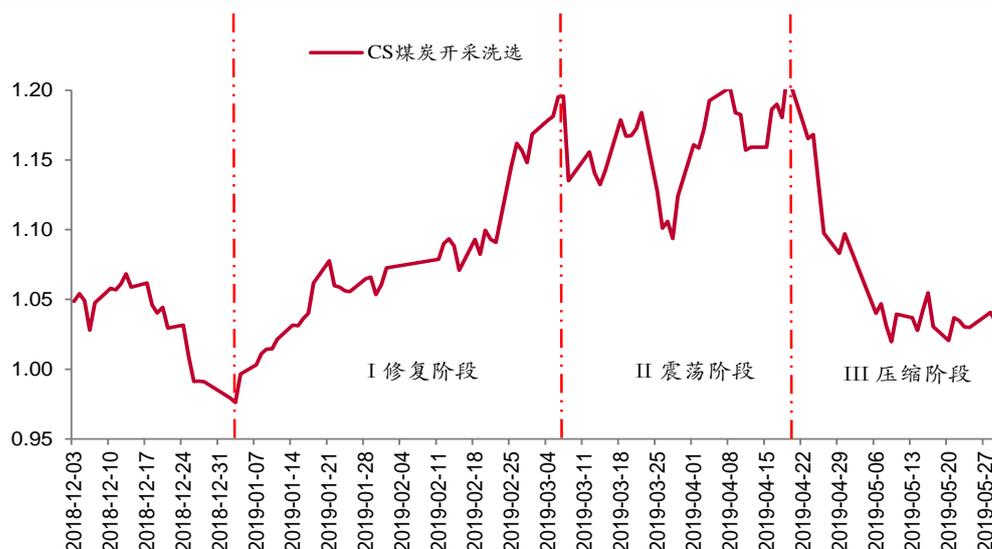
四、投资策略: 经济下行压力下韧性犹存, 估值修复仍存空间

- 行业供需: 供需格局韧性犹存, 预计 2019 年基本平衡。**我们认为, 2019 年行业新增产量主要来自于三个方面, 预计增量约为 1 亿吨: (1) 公告的联合试运转煤矿产能利用率提升; (2) 未进入联合试运转的公告在建煤矿局部投产; (3) 未公告的违法违规煤矿合法化后的产能利用率提升。一月份榆林矿难引发主产区强力度安检, 1-4 月份全国原煤累计产量 11.1 亿吨, 同比增长 0.6%, 产出释放缓慢。进口煤来看, 1-4 月份进口量 9993 万吨, 同比增加 1.7%, 随着国内供需矛盾的弱化以及政府对进口煤额度的管控调节, 我们预计全年煤炭进口量稳中有降。从需求端来看, 2019 年以来表现有所分化, 由于发电整体增速下滑以及水电挤占, 火电行业消费增速放慢, 而环保政策调整下钢铁、建材行业需求增速加快。通过供需平衡表预测, 我们认为 2019 年煤炭行业新增供给基本被新增需求消化掉, 供需实现基本平衡, 全社会库存在上一年基础上继续小幅上移。
- 库存&价格: 动力煤价中高位运行, 焦煤价格中枢有望上移。**动力煤: 从 2018 年开始动力煤库存逐渐由上游向中下游转移。供给端缺乏弹性使得动力煤坑口价格较为坚挺进而支撑港口动力煤价格、中下游主动维持高库存以抵御煤价大幅波动的潜在可能, 上述两原因造成了动力煤淡季不淡、旺季不旺的特征。中长期看行业有效产能将与需求不断匹配, 动力煤价中长期有望维持在中高位。**焦煤:** 近年来焦煤下游库存变动主要受环保限产影响, 19 年焦化厂和钢厂的开工率较去年同期提升明显使得原本高位的焦煤库存持续去化。展望全年, 两条主逻辑线均利好全年焦煤价格中枢维稳甚至有望上移。其一是年初至今钢价从底部上升, 全年中枢有望维持在较高位置, 从而通过煤-焦-钢价格传导关系支撑焦煤

价格；其二是焦企前期资本开支低，供给端释放弹性小。反观需求侧，环保限产对于下游焦企的边际影响逐渐趋弱，焦煤的供需关系较为健康。

- **行业估值：估值修复仍存空间。**从年初以来煤炭行业估值复盘角度看，年初至今行业市净率涨幅 5.56%，总体来讲略有修复但仍处于历史低位，且估值提升主要是来源于市场流动性催化的被动提升。从当前时点看，无论是仍有大部分企业处于破净状态的焦煤行业还是前期估值滞涨的动力煤行业，估值的安全边际均较为理想。
- **复盘 2019 年初至今煤炭行业（A 股市场）的估值走势，大致可分为三个阶段：**
 - **修复阶段：**年初-3月上旬，受到社融和信贷规模扩张导致市场流动性增加、国际贸易缓和以及对于宏观经济即将见底预期等多因素影响，叠加科创板催化，煤炭行业跟随 A 股市场开启估值修复进程，行业市净率从 1 月 2 日的 0.9796 上升至 3 月 7 日的 1.1957，涨幅 22%。
 - **震荡阶段：**3月中旬-4月中旬，虽然 3 月社融数据依旧超预期叠加 PMI 重回荣枯线等利好依然对行业估值形成支撑，但在经历前期单边快速修复后，估值修复动能出现下降，煤炭行业估值进入震荡阶段，行业市净率自 3 月 7 日的 1.1957 次高点开始震荡调整，至 4 月 19 日来到 1.2118 的高点。
 - **压缩阶段：**4月中旬-至今，受到央行表态引发的对于流动性边际收紧的预期以及国际贸易重新紧张等因素影响，市场风险偏好持续下降，行业估值被持续压缩，全行业市净率从 4 月 19 日 1.2118 高点下降至 5 月 29 日的 1.0341，跌幅 14.7%；年初以来行业市净率仅略有修复（涨幅 5.56%），目前仍处于历史低位。

图表 43：2019 年初至今煤炭行业估值（市净率 LF）走势复盘



来源：wind、中泰证券研究所

- **行业估值相对大盘存在滞涨。**通过观察煤炭行业估值与全部 A 股估值比值走势后可以发现，2019 年年初至今二者比值走势基本处于单边下降态势，说明煤炭行业的估值提升主要是来源于市场流动性催化的被动提升，相对大盘存在滞涨（无超额收益）。

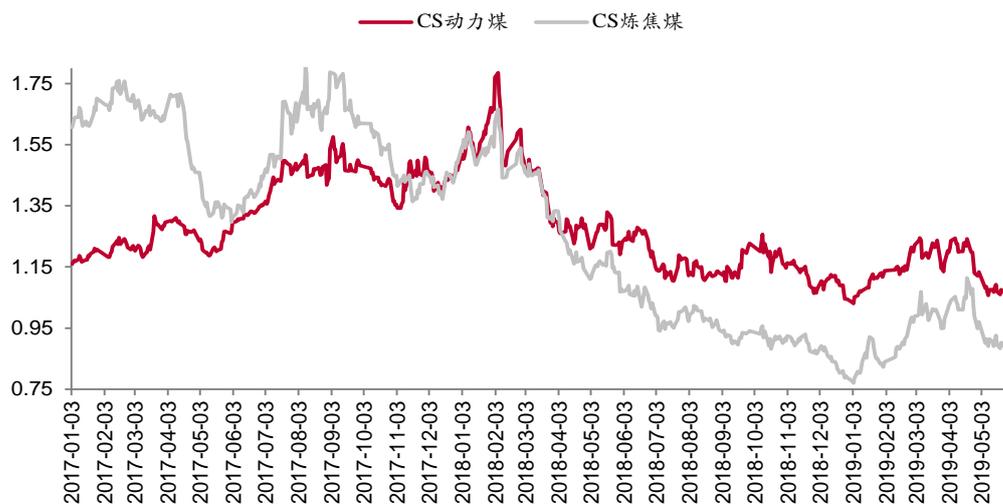
图表 44: 煤炭行业 (中信), 全部 A 股估值走势及比值复盘



来源: wind、中泰证券研究所

- **焦煤企业估值修复优于动力煤企业。**分子行业看, 2019 年年初至今炼焦煤企业市净率从 0.775 修复至 0.9, 涨幅 16.13%; 动力煤企业市净率从 1.0334 修复至 1.0723, 涨幅 3.76%, 炼焦煤企业估值修复优于动力煤企业。我们分析主要原因有二: (1) 前期焦煤企业估值被压缩的太低, 使得其本身向上修复的弹性较大; (2) 进入 2019 年焦煤价格一直维持高位, 全年业绩较为乐观, 基本面形成了对估值提升的有力支撑。从当前时点看, 无论是仍有大部分企业处于破净状态的焦煤行业还是前期估值滞涨的动力煤行业, 估值的安全边际均较为理想, 存在继续向上修复空间。

图表 45: 动力煤、炼焦煤行业 (中信) 估值走势复盘



来源: wind、中泰证券研究所

- **山西国企改革：**经历了 2017 年序幕年、2018 年攻坚年，山西省国企改革在确立以效益为中心的考核指标体系、管资产向管资本转变、优化产业布局、混合所有制改革等方面取得了一定的进展和成绩。但是，当前山西省缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目，特别是集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后。正如山西省委书记所言，2019 年要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵，大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”。我们认为，经历了两年多时间的摸底和准备，山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段。
- **2019 下半年投资机会判断：经济下行压力下韧性犹存，估值修复仍存空间。**5 月制造业 PMI（49.4）重新落入荣枯线以下，需求和外贸数据持续走弱说明目前国内经济下行压力依然较大。年初至今我们一直强调无论是焦煤需求侧还是动力煤供给侧均韧性犹存，煤价预计将持续中高位运行，经济下行压力下煤企业绩仍能保持在较高水平。估值方面，国际贸易、流动性收紧等负面因素对于市场的边际影响正在逐步减弱，MSCI、富时罗素将 A 股标的纳入指数有望持续带来增量资金，外资进场依然是大势所趋。当前时点煤炭行业估值仍处于历史低位，无论是仍有大部分企业处于破净状态的焦煤行业还是前期估值滞涨的动力煤行业，安全边际均较为理想，估值向上修复仍有空间。主要看好长协占比高或产量有增长的标的：**陕西煤业、中国神华**等，高弹性标的建议关注：**兖州煤业、恒源煤电**，同时焦煤股建议关注：**淮北矿业、潞安环能**以及有望受益于山西国改标的：**西山煤电**，焦化股建议关注：**开滦股份、山西焦化**，以及煤炭供应链标的**瑞茂通**。

图表 46: 重点公司盈利预测与估值

公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)					PE					评级
		16A	17A	18A	19E	20E	16A	17A	18A	19E	20E	
中国神华 (+)	18.39	1.14	2.26	2.21	2.26	2.42	16	8	8	8	8	买入
永泰能源 (+)	1.83	0.06	0.05	0.01	0.28	0.58	33	38	345	7	3	中性
中煤能源 (+)	4.77	0.15	0.18	0.26	0.34	0.36	32	27	18	14	13	增持
兖州煤业 (+)	10.66	0.42	1.38	1.61	1.65	1.67	25	8	7	6	6	买入
兰花科创 (+)	7.26	-0.58	0.68	0.95	1.03	1.18	-13	11	8	7	6	增持
潞安环能 (+)	7.71	0.29	0.93	0.89	1.00	1.05	27	8	9	8	7	买入
陕西煤业 (+)	8.73	0.28	1.04	1.10	1.13	1.18	31	8	8	8	7	买入
盘江股份 (+)	5.73	0.12	0.53	0.57	0.60	0.63	49	11	10	10	9	增持
西山煤电 (+)	6.16	0.14	0.50	0.57	0.64	0.71	45	12	11	10	9	买入
冀中能源 (+)	3.88	0.07	0.30	0.25	0.32	0.33	56	13	16	12	12	增持
昊华能源 (+)	6.16	-0.01	0.52	0.60	0.77	0.80	-616	12	10	8	8	中性
上海能源	9.92	0.62	0.72	0.92	1.01	1.02	16	14	11	10	10	中性
恒源煤电 (+)	5.73	0.04	1.10	1.22	1.20	1.21	143	5	5	5	5	买入
开滦股份 (+)	6.25	0.35	0.33	0.86	0.82	0.85	18	19	7	8	7	买入
大有能源	4.02	-0.82	0.20	0.27	0.41	0.43	-5	20	15	10	9	中性
靖远煤电	2.79	0.10	0.24	0.25	0.32	0.34	29	12	11	9	8	中性
露天煤业 (+)	8.56	0.50	1.07	1.24	1.38	1.46	17	8	7	6	6	买入
山煤国际 (+)	5.24	0.16	0.19	0.11	0.44	0.55	33	28	48	12	10	买入
郑州煤电	3.24	-0.62	0.62	0.15	0.18	0.20	-5	5	22	18	16	中性
神火股份 (+)	4.37	0.18	0.19	0.13	0.21	0.30	24	23	34	21	15	买入
新集能源 (+)	3.13	0.09	0.01	0.10	0.23	0.25	34	348	31	14	13	增持
陕西黑猫 (+)	4.12	0.23	0.25	0.26	0.35	0.37	18	16	16	12	11	中性
蓝焰控股 (+)	12.76	0.82	0.53	0.70	0.80	0.87	16	24	18	16	15	增持
大同煤业 (+)	4.60	0.11	0.36	0.39	0.50	0.54	42	13	12	9	9	持有
山西焦化 (+)	8.84	0.06	0.12	1.21	0.97	1.00	153	74	7	9	9	买入
美锦能源	12.54	0.30	0.26	0.44	0.48	0.53	42	48	29	26	24	中性
淮北矿业 (+)	10.99	0.34	0.41	1.68	1.85	1.95	32	27	7	6	6	买入
瑞茂通 (+)	7.86	0.52	0.70	0.47	0.89	1.00	15	11	17	9	8	买入
金能科技	11.41	0.70	1.05	1.88	1.63	1.91	16	11	6	7	6	增持
简单平均							11	30	26	10		
剔除异常 (负值及超过500) 后平均							38	29	14	10		

来源: 中泰证券研究所

备注: 股价日期为 2019 年 5 月 31 日; 标注 (+) 的公司为中泰煤炭团队预测 EPS, 其他为 wind 一致预期。

五、重点推荐公司

中国神华 (601088.SH): 煤企巨无霸, 业绩稳定高分红

- **煤电一体化龙头企业, 具备多业务协同优势。**煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工一体化经营的领先企业, 具备多业务协同优势。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。**公司在“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, 近年来分红比例均在 40% 左右。
- **预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.29、2.45、2.55 元, 2018 年业绩对应当前 PE 估值仅为 8 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 47: 中国神华业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	248746	264101	230249	245664	254858
YOY(%)	35.83%	6.17%	-12.82%	6.69%	3.74%
归母净利润 (百万元)	45037	43867	45598	48722	50709
YOY(%)	98.30%	-2.60%	3.95%	6.85%	4.08%
ROE(%)	14.3%	13.4%	14.9%	16.0%	16.8%
EPS	2.26	2.21	2.29	2.45	2.55
PE	8.12	8.34	8.02	7.51	7.21

来源: 中泰证券研究所 (股价日期为 2019 年 5 月 31 日)

陕西煤业 (601225.SH): 动力煤弹性最大标的, 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。**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、袁大滩矿已于 2018 年进入联合试运转，小保当二号井一期 800 万吨预计 2020 年下半年投产。2019 年初，小保当一号矿 1500 万吨/年，小保当二号 1300 万吨/年项目核准变更申请获得国家发改委通过。

- **长协比例较低，业绩对煤价弹性大。**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。
- **参股蒙华铁路，将打开销往华中及铁路沿线市场。**蒙华铁路连接晋陕蒙资源地与华中消费地，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，未来华中缺煤市场打开，公司议价能力将显著增强。
- 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13、1.17、1.16 元，当前股价对应 PE 分别为 7.7X，维持“买入”评级。

图表 48：陕西煤业业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50927	57224	58426	63453	65260
YOY(%)	53.71%	12.36%	2.10%	8.60%	2.85%
归母净利润(百万元)	10449	10993	11281	11691	11554
YOY(%)	279.30%	5.20%	2.62%	3.64%	-1.17%
ROE(%)	30.5%	24.0%	27.3%	26.0%	22.3%
EPS	1.04	1.10	1.13	1.17	1.16
PE	8.35	7.94	7.74	7.47	7.56

来源：中泰证券研究所（股价日期为 2019 年 5 月 31 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。
- 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别是 1.65、1.67、1.69 元/股，当前股价对应 PE 仅为 6.5X，维持公司“买入”评级。

图表 49: 兖州煤业业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	151228	163008	167771	170721	173727
YOY(%)	48.29%	7.79%	2.92%	1.76%	1.76%
归母净利润(百万元)	6771	7909	8091	8187	8297
YOY(%)	227.94%	16.81%	2.30%	1.19%	1.34%
ROE(%)	12.3%	13.0%	13.3%	12.4%	11.6%
EPS	1.38	1.61	1.65	1.67	1.69
PE	7.73	6.62	6.47	6.40	6.31

来源: 中泰证券研究所(股价日期为 2019 年 5 月 31 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 2019-2021 年 EPS 分别是 1.00、1.05、1.10 元/股, 当前股价对应 PE 不足 8 倍, 维持公司“买入”评级。

图表 50: 潞安环能业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23544	25140	24537	24573	24606
YOY(%)	65.46%	6.78%	-2.40%	0.15%	0.14%
归母净利润(百万元)	2782	2663	2985	3149	3298
YOY(%)	224.60%	-4.29%	12.08%	5.50%	4.73%
ROE(%)	13.2%	11.1%	13.2%	12.9%	12.5%
EPS	0.93	0.89	1.00	1.05	1.10
PE	8.29	8.66	7.73	7.32	6.99

来源: 中泰证券研究所(股价日期为 2019 年 5 月 31 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。

- **盈利能力行业领先。**2018 年公司销售毛利率、销售净利率、ROE 分别达到 20.35%、7.22%、24.13%。煤炭业务在 2017 年“降本增效”以及关闭退出劣质矿井举措下，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 年公司焦化二期投产，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 2019 年公司焦炭产销量有望达到 400 万吨，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，未来出现大额计提的可能性不大（2018 年仅为 0.81 亿）。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 2019-2021 年 EPS 分别是 1.85、1.95、2.01 元/股，当前股价对应 PE 不足 6 倍，维持公司“买入”评级。

图表 51：淮北矿业业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	957	54687	54680	54791	54769
YOY(%)	14.43%	5617.42%	-0.01%	0.20%	-0.04%
归母净利润(百万元)	119	3549	4026	4228	4356
YOY(%)	32.01%	2885.31%	13.42%	5.03%	3.03%
ROE(%)	6.8%	20.9%	20.7%	18.2%	16.0%
EPS	0.05	1.63	1.85	1.95	2.01
PE	200.81	6.73	5.93	5.65	5.48

来源：中泰证券研究所（股价日期为 2019 年 5 月 31 日）

西山煤电（000983.SZ）：集团资产体量雄厚，山西国改加速催化估值提升

- **产能规模大&精煤洗出率高。**目前公司所有矿井产能共计 3260 万吨，权益占比为 86%。2018 年随着斜沟矿产能减量置换完成释放产量，公司原煤产销量分别同比大幅增长 9.89%和 7.38%，未来两年鸿兴、登福康矿有望陆续投产，产销量预计进一步提升。
- **盈利能力行业领先。**公司盈利表现为高售价（主要由于公司精煤洗出率行业第一）、低成本（煤矿煤层赋存稳定、地质构造简单）、盈利能力强劲（排名可比公司第一且大幅领先其他公司）。
- **参股山西焦化，投资收益有望进一步提升。**2018 年公司参股的山西焦化由于收购中煤华晋 49%股权大幅贡献投资收益。2019 年山西焦化贡献的投资收益仍有望进一步提升。
- **集团资产体量雄厚，资产注入提速预期有望加快催化估值提升。**公司控股股东山西焦煤集团目前虽有三个上市平台，但 2017 年集团资产证券化率仅为 27.28%，西山煤电作为集团煤炭资产的上市平台煤炭产能、产量仅占到集团总量的 18.74%和 26.54%，说明集团体外资产较大，资本运作存在很大空间。西山煤电未来预计将成为焦煤集团的煤炭业务整合平台，集团资产注入提速预期有望加速催化公司估值提升。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别是 0.68、0.74、

0.81 元/股，当前股价对应 PE 为 9.1X，维持公司“买入”评级。

图表 52：西山煤电业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28655	32271	32531	32927	33388
YOY(%)	46.12%	12.62%	0.81%	1.22%	1.40%
归母净利润(百万元)	1569	1802	2130	2333	2562
YOY(%)	261.48%	14.87%	18.16%	9.56%	9.80%
ROE(%)	8.8%	9.1%	10.1%	10.1%	10.0%
EPS	0.50	0.57	0.68	0.74	0.81
PE	12.37	10.77	9.11	8.32	7.58

来源：中泰证券研究所（股价日期为 2019 年 5 月 31 日）

瑞茂通（600180.SH）：深耕煤炭供应链，成长有空间

- **煤炭供应链业务仍有较大发展空间，公司强化对优质资源掌控。**供给侧结构性改革下，行业供需区域性矛盾将逐渐加剧，供应链管理仍有较大发展空间。2019 年以来，公司先后公布与陕西煤业、晋煤集团等展开供应链领域的合作，均将有利于公司强化对优质资源的掌控能力，促进公司煤炭发运量的增长。
- **非煤大宗商品供应链处于孵化期，增长速度快。**2015 年起公司开始进军非煤大宗商品供应链领域，主要产品为油品、铁矿石、棉花等，目前业务整体处于孵化期，利润贡献的能力有待增强。2018 年全社会信用收缩，公司非煤大宗贸易业务主要做油品领域，虽然整体收入规模下降，但经营效率有提升。
- **供应链金融业务贡献稳定业绩，易煤网打造成线上线下融合。**公司供应链金融服务主要从事的是线下保理业务，赚的是保理手续费与融资成本之间的利息差。2013 年以来，公司保理合同项下受让应收款项持续增长，给公司贡献了可观的利润。2015 年上线的易煤网是国内较早借助互联网思维探索煤炭全产业链优化升级的企业，通过实现煤炭供应链的“信息流、商流、物流、资金流”数据化、可视化，提高融资效率，助推煤炭产业链优化升级。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别是 0.61、0.74、0.87 元/股，对应市盈率分别为 12.9X、10.6X、9.0X，维持公司“买入”评级。

图表 53: 瑞茂通业绩预测摘要

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37497	38096	40057	42057	44177
YOY(%)	76.60%	1.60%	5.15%	4.99%	5.04%
归母净利润(百万元)	715	475	620	755	885
YOY(%)	34.69%	-33.51%	30.41%	21.71%	17.22%
ROE(%)	13.7%	8.3%	10.0%	10.9%	11.5%
EPS	0.70	0.47	0.61	0.74	0.87
PE	11.17	16.80	12.88	10.59	9.03

来源: 中泰证券研究所(股价日期为 2019 年 5 月 31 日)

风险提示

- **(1) 经济增速不及预期风险。**中小城市房地产市场降温、地方政府财政吃紧等,都可能引发经济需求不及预期风险,进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费,影响煤炭产销量和价格。
- **(2) 政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素,但为了保供应稳价格,可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **(3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大,若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。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。

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。