



中性

煤炭行业 2019 年中期策略

煤价下行，估值历史低位，安全边际显现

今年以来煤价呈现缓慢下行的走势，在未来需求偏弱、供应释放加快背景下我们预计未来煤价缓慢下行将是大概率事件。行业 19 年市盈率为 9.2 倍，市净率 1.08 倍，位于历史市盈率区间的下限，仅次于 08 年金融危机时期。行业业绩稳定，公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分，综合看我们认为具备较好安全边际。关注国企改革，推荐低估值有业绩的以及有题材有成长的公司：山煤国际、潞安环能、陕西煤业、山西焦化、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、中国神华。

支撑评级的要点

- 19 年 1-5 月火力发电在需求偏弱，清洁能源替代作用下，表现低于预期。在全部发电量增速 3.3% 的背景下，火力发电增速只有 0.2%，为 36 个月新低。与去年同期相比，火电占发电量的比例由 75.5% 下降至 73.4%，大幅下降了 2.1 个百分点。预计 2019 年煤炭消费量增速为 0.47%，微弱增长，比 2018 年的 1% 的增速回落 0.53 个百分点。
- 19 年 1-5 月原煤产量 14.2 亿吨，同比增长 0.9%，低于年初的预期，主要是年初陕西大型矿难引发长时间大面积停产，1-5 月陕西煤炭产量下降 13.2%。如果没有矿难的影响，预计全国煤炭产量增加 5200 万吨达到 14.72 亿吨，同比增长 5.3%，增速符合年初的预期。预计今年煤炭产量同比增长幅度为 3.8% 或 1.4 亿吨至 36.9 亿吨
- 近一年国际煤价大幅下跌 40%-50%，而我国只下跌 17%，进口煤价格优势明显，仍具有较强吸引力。预计 2019 年煤炭总供应量 39.9 亿吨，同比增加 4.2%。
- 目前煤价震荡缓慢下行符合政府调控方向。煤企资产负债率缓慢下降但仍偏高。修复可能还要持续 2 年左右的时间。供给侧改革的成果仍然要巩固，未来政府对于行业的态度或仍是一边保护一边控制（煤价），但重心或略微转移至控制煤价。
- 行业平均 19 年市盈率为 9.2 倍，市净率 1.08 倍，位于历史市盈率区间的下限，仅次于 08 年金融危机时期。行业业绩稳定，公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分，综合看我们认为具备较好安全边际。
- 关注国企改革。17 年开始广受关注的能源领域国企改革、山西国企改革、央企兼并重组 18 年进展略缓慢，今年有可能加快，山西省 19 年 4 月 26 日发布《2019 年国资国企改革行动方案》，改革有望积极推进，将在引入战略投资者、混改、股权激励、资产注入、转型等方面有所突破。

重点推荐

- 推荐低估值有业绩的龙头，以及有题材有成长的公司：山煤国际、潞安环能、陕西煤业、山西焦化、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、中国神华。

评级面临的主要风险

- 贸易战负面影响及预期增大；环保安检趋严且常态化；清洁能源替代加速；对超产、违规违建矿的监管放松；国企改革进度和力度低于预期。

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



目录

需求：能源低速发展下的清洁能源的替代仍是趋势	5
19年前5个月，发电量增速回落，其中5月份单月创36个月新低；火电弱，水电、核电、太阳能生物质发电走强；火电占发电量比例大幅下降；经济下行压力显现；	7
清洁能源替代作用明显	8
5月经济下行压力渐显	9
供应侧：产能加快释放，特殊事件带来阶段性供给收缩	12
受矿难引发大面积长时间停产影响，1-5月产量增长不大，但不考虑此，实际产量增速将加快。	12
近一年国际煤价同比大幅下降近50%，进口煤优势明显.....	13
产能释放加快.....	13
煤炭价格及预测	15
近三年去产能6.9亿吨，实际去产能或更多，供应短缺，价格高企，引发政府连续调控	15
目前煤价缓慢震荡回落中，符合政府调控意愿	15
政府对煤价的掌控力加强：市场煤与长协煤走势不一致.....	16
煤炭企业的资产负债率缓慢下降中，总体仍偏高	18
估值	20
业绩及市场表现	24
投资机会推荐	27
19年下半年的投资机会：	27
看好的煤炭股：低估值有业绩的龙头+题材股.....	27
风险提示	29



图表目录

图表 1. 能源消费增速.....	5
图表 2. 各能源消费占总能源的比例	5
图表 3. 能源消费总量及增速.....	6
图表 4. 我国煤炭消费量及增速.....	6
图表 5. 我国清洁能源占能源消费量比例.....	6
图表 6. 各类发电量占总发电量比例	7
图表 7. 各类发电量单月同比增速.....	7
图表 8. 各类发电量年度同比增速.....	8
图表 9. 风电、核电、太阳能生物质等清洁发电占比提升较快.....	8
图表 10. 煤炭下游需求增速.....	9
图表 11. 下游行业占煤炭消费量的比例	9
图表 12. 沿海六大电厂煤炭日耗量同比下滑明显.....	10
图表 13. 5 月工业增加值回落.....	10
图表 14. 固定资产投资累计增速.....	10
图表 15. 房地产数据皆下滑.....	11
图表 16. 基建与房地产投资增速齐回落.....	11
图表 17. PMI 重回临界点以下.....	11
图表 18. 我国原煤产量及增速.....	12
图表 19. 三西和全国煤炭产量当月同比增速	12
图表 20. 我国原煤进口及同比增速.....	13
图表 21. 国际煤价持续大幅下跌.....	13
图表 22. 不同时期、不同口径下煤炭产能情况.....	14
图表 23. 煤炭固定资产投资增速加快	14
图表 24. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤（山西优混）平仓价	15
图表 25. 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格走势及预测.....	16
图表 26. 六大电厂库存高企，库存天数偏高抑制煤价涨幅	16
图表 27. CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格，与市场煤走势不一致.....	17
图表 28. 主要煤炭集团资产负债率.....	18
图表 29. 主要煤炭集团平均资产负债率.....	18
图表 30. 山西七大煤炭集团资产负债率.....	19
图表 31. 山西七大煤炭集团平均资产负债率	19
图表 32. 截止 2019 年 3 月底，主要煤炭集团资产负债率.....	19
图表 33. 煤炭行业（中信）历史市净率-目前估值历史低位.....	20



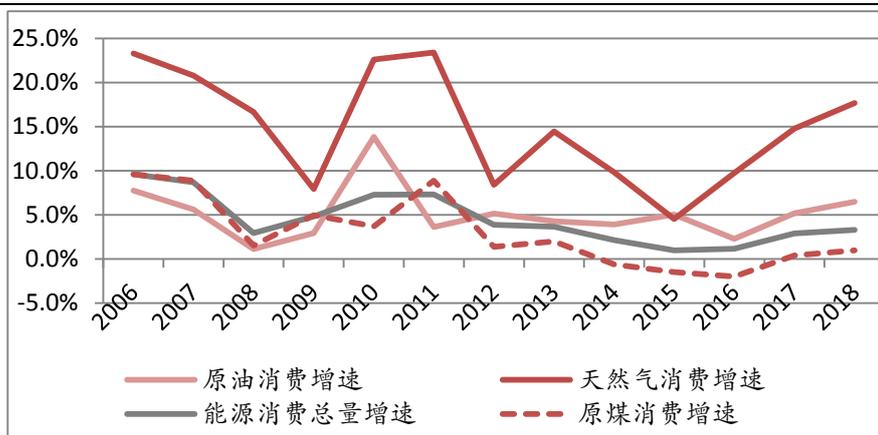
图表 34. 煤炭行业（中信）历史市盈率-目前估值历史低位	20
图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位	21
续图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位	22
续图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位	23
图表 36. 历年 1 季度营业收入同比增长.....	24
图表 37. 煤炭上市公司历年 1 季度归母净利润同比增长率(中值).....	24
图表 38. 上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅	24
图表 39. 上市煤企季度毛利润率	25
图表 40. 上市煤企季度净利润率	25
图表 41. 上市煤企季度 ROE	25
图表 42. 18 年以来煤炭中信一级行业与沪深 300 走势的比较	26
图表 43. 18 年年初以来各板块涨跌	26
图表 44. 19 年年初以来煤炭股涨跌	26
附录图表 45. 报告中提及上市公司估值表.....	28

需求：能源低速发展下的清洁能源的替代仍是趋势

据2019年2月国家统计局公布的2018年《国民经济和社会发展统计公报》，2018年能源消费总量46.4亿吨标准煤，比上年增长3.3%，增速加快0.4个百分点。煤炭消费量增长1.0%，增速加快0.6个百分点，原油消费量增长6.5%，增速加快1.4个百分点，天然气消费量增长17.7%，增速加快2.9个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的59%，比上年下降1.4个百分点；原油消费量占能源消费总量的19.2%，比上年上升1个百分点；天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的22.1%，上升1.3个百分点。全国万元国内生产总值能耗下降3.1%。

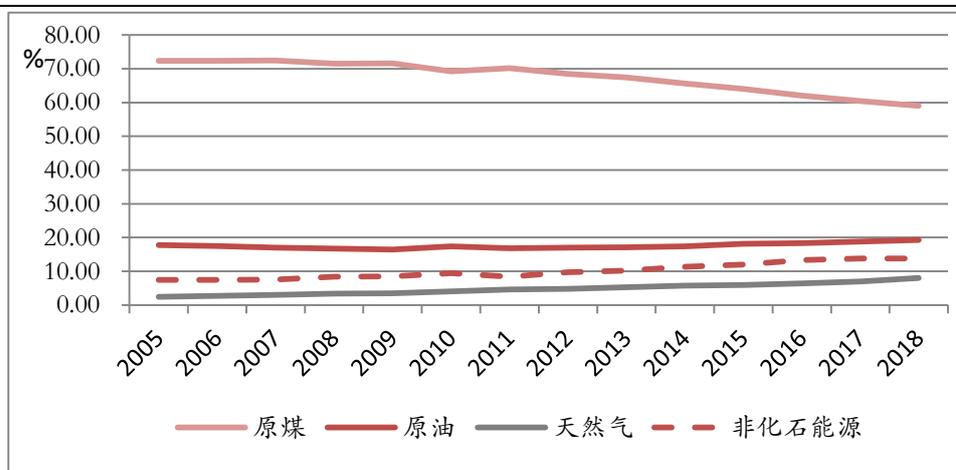
从2018年的数据看，我国能源消费增速进一步加快，为14年以来的最好水平。尽管煤炭的消费增速1.0%也呈现了14年以来最好的成绩，但远不及原油、天然气分别6.5%和17.7%的消费增长。（近10年以来，煤炭占能源消费的比例从2008年的72%下降到2018年的59%）同时，清洁能源的替代作用仍然十分明显，速度不减，煤炭占能源消费比例基本延续前几年的下滑幅度，下降1.4个百分点至59%的新低。

图表 1. 能源消费增速



资料来源：万得，国家能源局，中银国际证券

图表 2. 各能源消费占总能源的比例



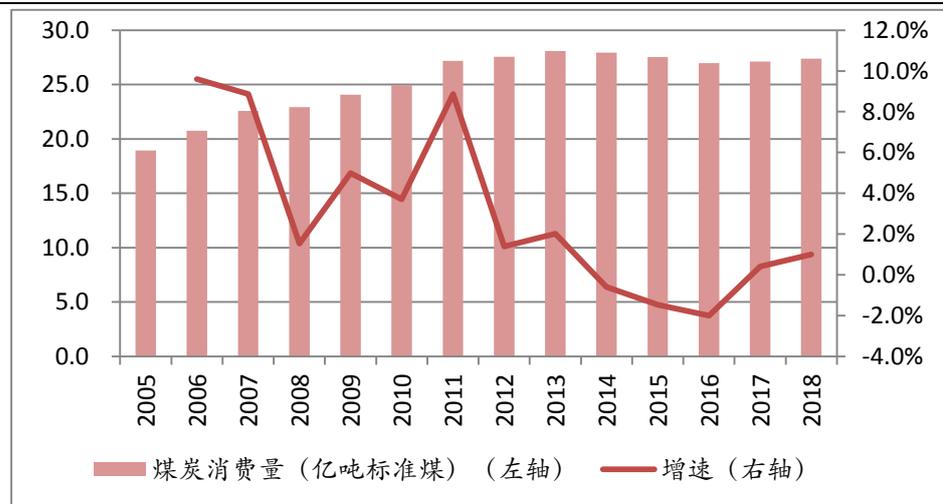
资料来源：万得，国家能源局，中银国际证券

图表 3. 能源消费总量及增速



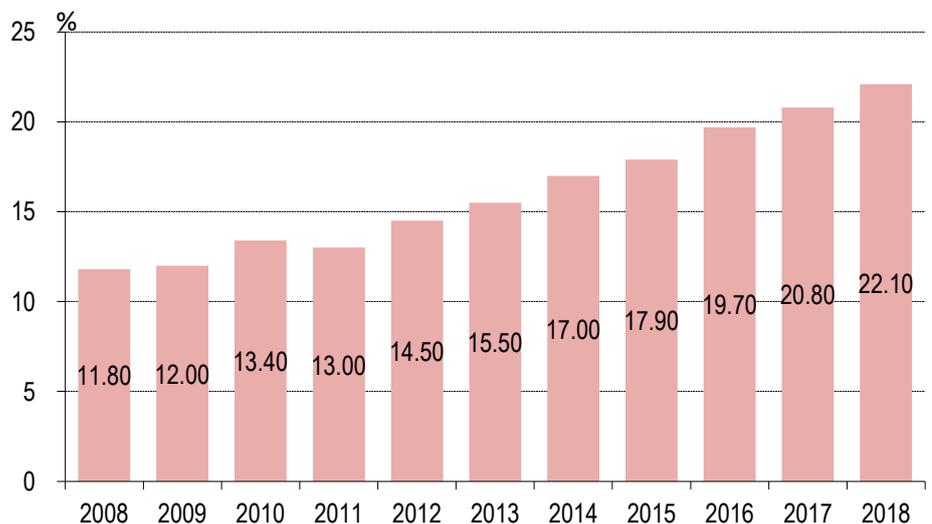
资料来源: 万得, 国家能源局, 中银国际证券

图表 4. 我国煤炭消费量及增速



资料来源: 万得, 国家能源局, 中银国际证券

图表 5. 我国清洁能源占能源消费量比例



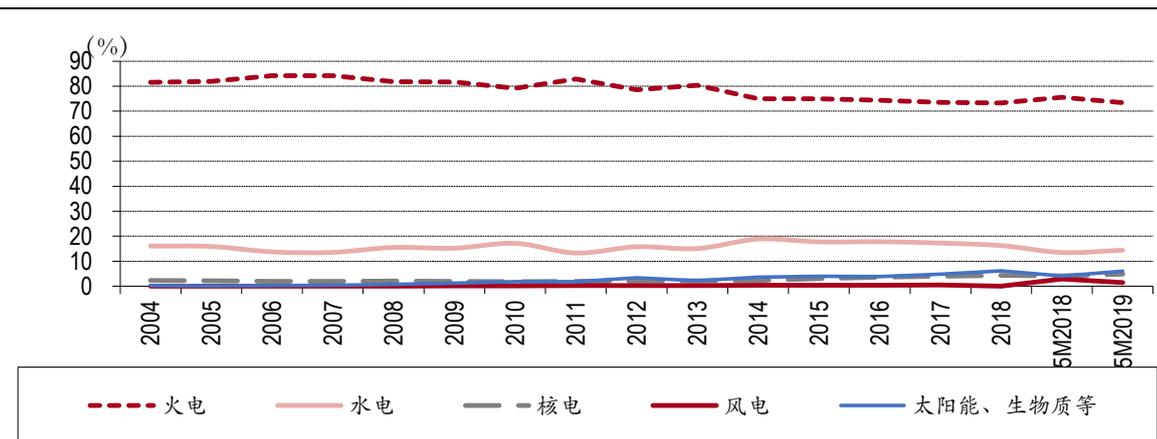
资料来源: 万得, 国家能源局, 中银国际证券

19年前5个月，发电量增速回落，其中5月份单月创36个月新低；火电弱，水电、核电、太阳能生物质发电走强；火电占发电量比例大幅下降；经济下行压力显现；

2019年1-5月份全国发电量同比增长3.3%，增速比1-4月份回落0.8个百分点，降幅明显。其中5月单月发电量同比增速只有0.2%，为36个月以来的新低。1-5月火力发电同比增速0.2%，单月增速-4.9%，同样为36个月以来的新低。5月发电量增速的大幅回落反应出经济下行压力的显现。水电、核电和风电的表现则较好，1-5月发电量同比增速分别为13%，24%和10%。与往年相比，今年以来水电、太阳能生物质等发电增速较快增长，核电保持了往年高增长，风电增速有所放缓。

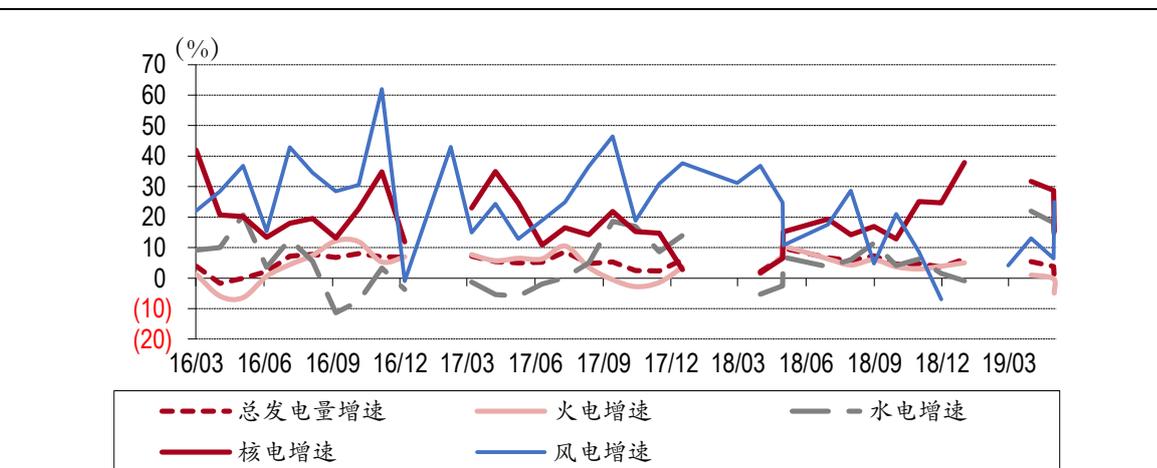
与2018年前5个月相比，火电占总发电量的比例由75.5%下降至73.4%，大幅下降了2.1个百分点；水电占比由13.5%上升至14.4%；核电占比由4.0%上升至4.7%、太阳能生物质发电占比由4.1%上升至6.0%；风电占比由2.9%下降至1.5%。

图表 6. 各类发电量占总发电量比例



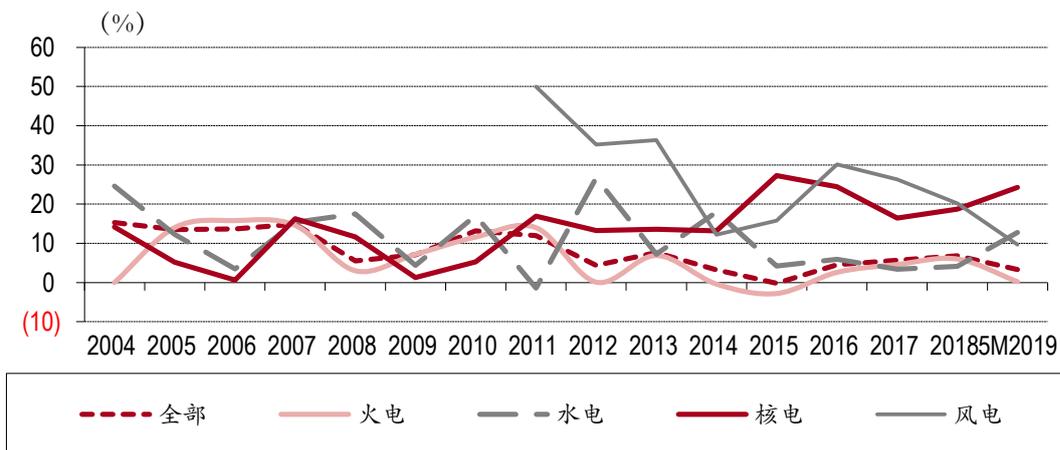
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 各类发电量单月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 各类发电量年度同比增速



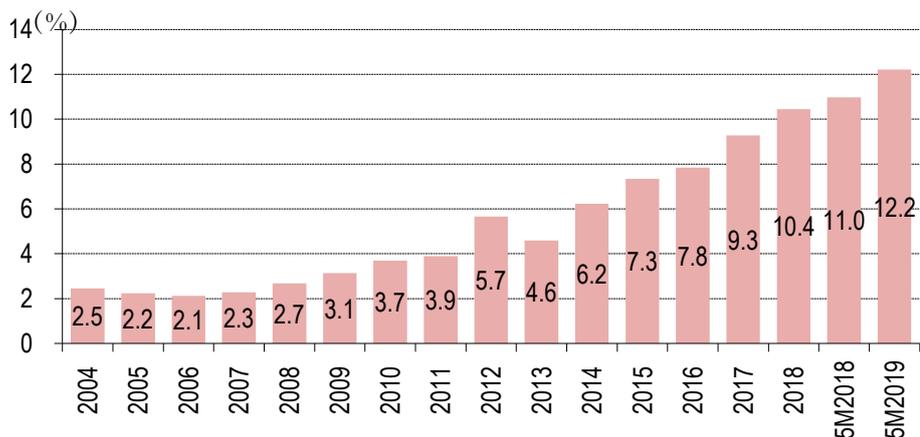
资料来源：万得，中银国际证券

清洁能源替代作用明显

近年我们看到风电、核电、太阳能生物质等清洁能源正在加快替代传统能源。今年 1-5 月，除火电和水电以外的风电、核电、太阳能发电等占总发电量的比例由去年同期的 11.0% 增长到 12.2%，增速加快。

我们预计 2019 年煤炭下游各行业产量增速分别为：火电 1.8%，生铁 5%，水泥 4%，尿素 1.5%，散烧煤 -8%，根据煤炭工业协会公布的 2018 年上述行业占煤炭消费量的比例，分别为火电 53%，生铁 16%，水泥 13%，尿素 7%，散烧煤 12%。经过加权相加计算出 2019 年煤炭消费量增速为 0.47%，微弱增长，比 2018 年的 1% 的增速回落 0.53 个百分点。

图表 9. 风电、核电、太阳能生物质等清洁发电占比提升较快



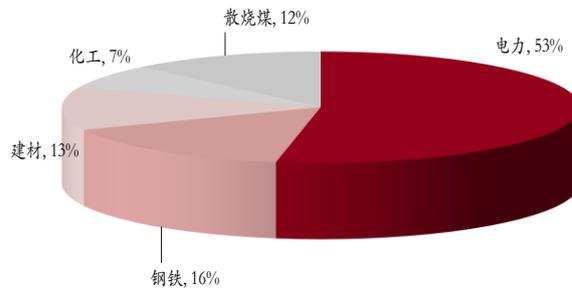
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 煤炭下游需求增速

年份	火电发电量增速(%)	生铁产量增速 (%)	水泥产量增速 (%)	尿素产量增速 (%)	散煤消费增速 (%)	煤炭需求增速 (%)
2004	0	26	12	11		
2005	14	28	11	6		
2006	15	20	16	13		
2007	15	15	14	12		
2008	3	(0)	5	4		
2009	7	16	18	11		
2010	12	7	16	(7)		
2011	13.9	8.4	16.1	5.7		12.0
2012	0.6	3.7	7.4	13.9		10.0
2013	6.9	6.2	9.6	10.1		3.2
2014	(0.4)	0.5	1.8	(3.0)		(2.9)
2015	(2.8)	(3.5)	(4.9)	7.6		(3.7)
2016	2.6	0.7	2.5	(10.1)		(1.2)
2017	4.6	1.8	(0.2)	(9.2)	(8.2)	0.44
2018	6.0	3.0	3.0	(5.0)	(8.0)	1.00
5M2019	0.2	8.9	7.1	2.4	N.A	N.A.
2019E	1.8	5.0	4.0	1.5	(8.0)	0.47

资料来源：万得，煤炭工业协会，中银国际证券预测

图表 11. 下游行业占煤炭消费量的比例

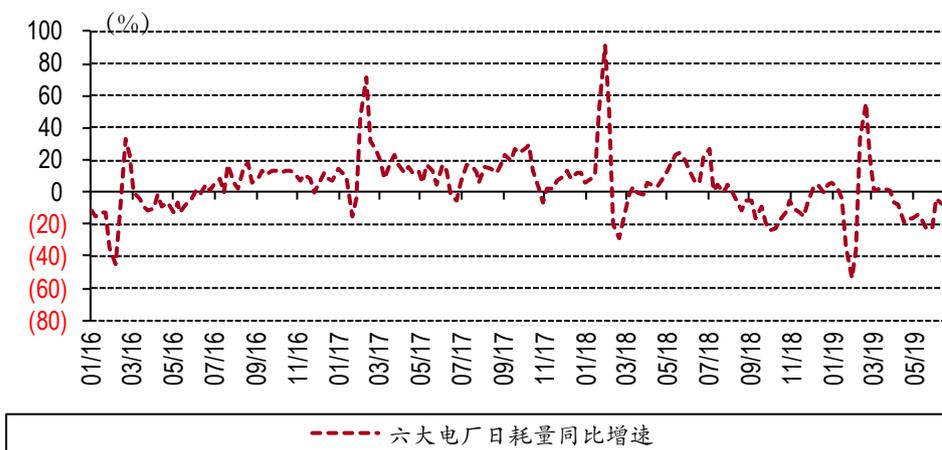


资料来源：万得，煤炭工业协会，中银国际证券预测

5 月经济下行压力渐显

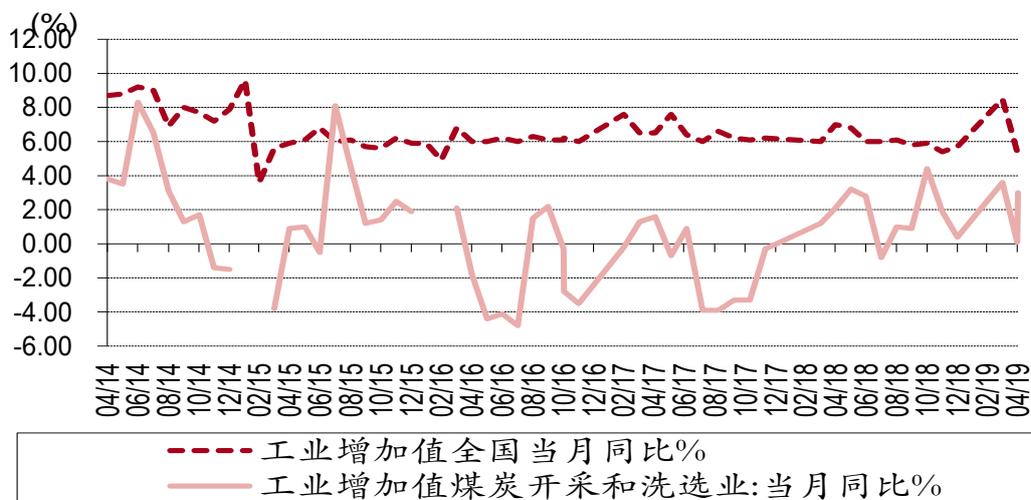
5月规模以上工业增加值同比增速5.0%，比4月小幅回落，制造业PMI创下同期新低，5月发电量增速只有0.2%，较4月的3.8%大幅回落。1-5月固定资产投资增速继续回落至5.6%，其中5月当月下滑至4.4%。1-5月三大投资中，制造业投资略回升至2.7%，但仍处在历史低点附近，前期盈利下滑的拖累仍在显现。5月投资增速下滑，主要是受到地产、基建投资增速齐下滑的拖累。房地产投资增速回落至11.2%。5月全国商品房销售面积同比增速-5.5%，较4月下滑转负，5月新开工面积增速明显下滑。从微观面看，4月以来六大电厂煤炭日耗量同比由正转负，5月更是达到同比20%以上的跌幅，为近年来除春节因素以外的最大跌幅，尽管6月跌幅缩小，但仍在10%左右。

图表 12. 沿海六大电厂煤炭日耗量同比下滑明显



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 13. 5月工业增加值回落



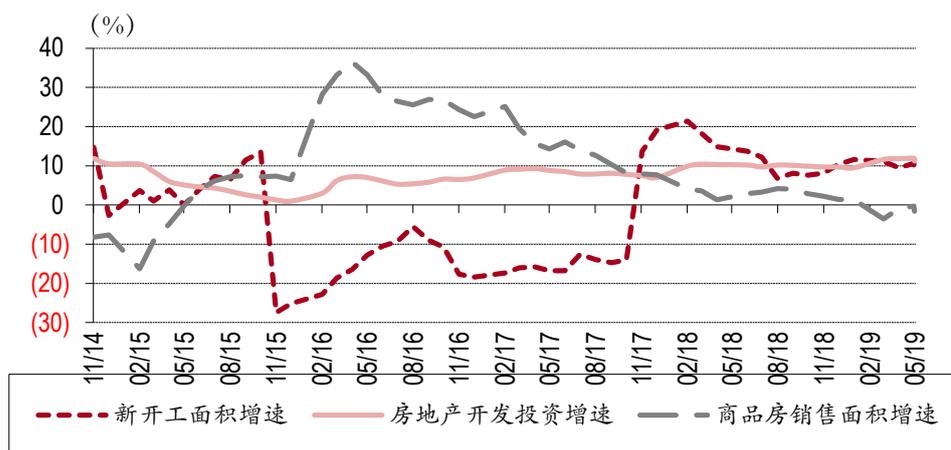
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 固定资产投资累计增速



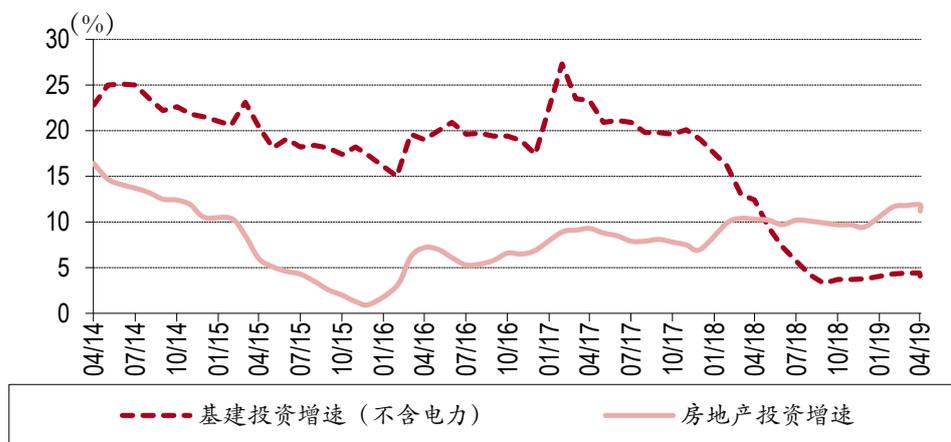
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 房地产数据皆下滑



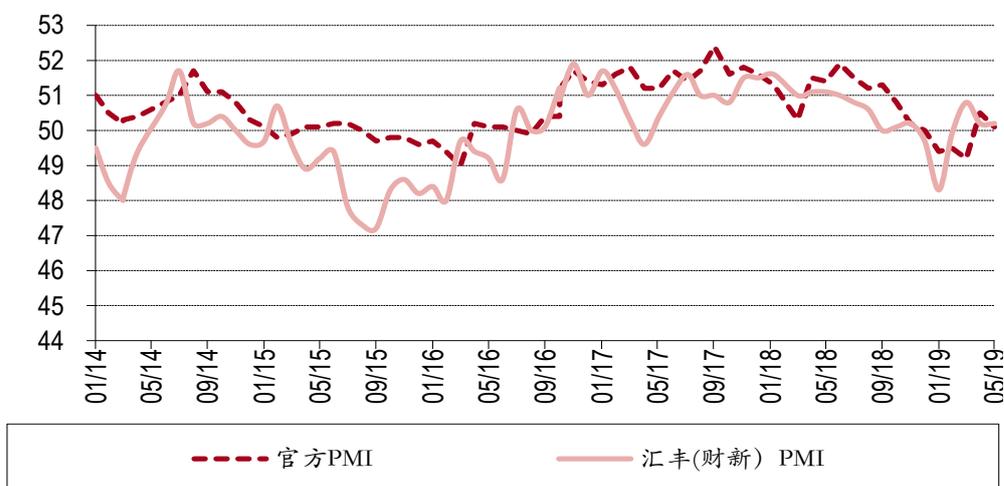
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 基建与房地产投资增速齐回落



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. PMI 重回临界点以下



资料来源: 万得, 中银国际证券

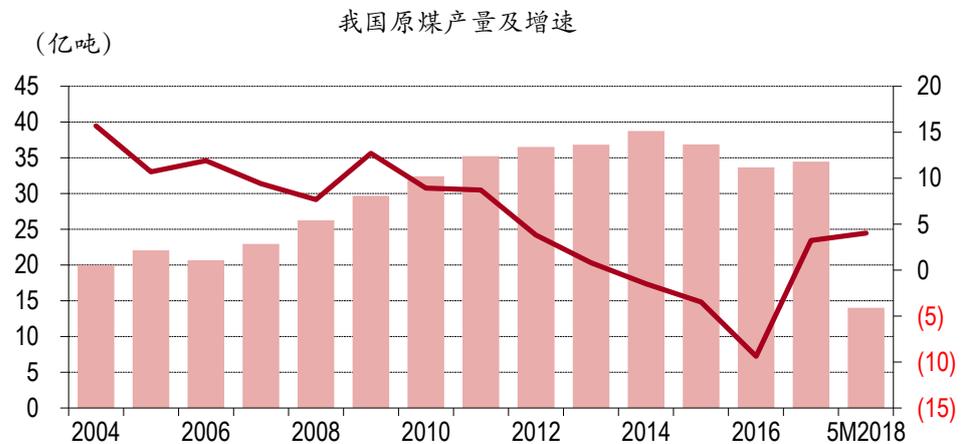
供应侧：产能加快释放，特殊事件带来阶段性供给收缩

受矿难引发大面积长时间停产影响，1-5月产量增长不大，但不考虑此，实际产量增速将加快。

19年1-5月我国原煤产量14.2亿吨，同比增长0.9%，低于年初的预期，比2018年同期增速（3.8%）下降，主要是由于年初在煤炭主产地陕西神木发生了死亡21人的大型矿难，引发大面积长时间的停产所致。陕西省今年前5个月产量累计2.02亿吨，下降13.2%或2900万吨，而2018年产量增长13%。近年来，陕西几乎一直是我国煤炭产量增长最快的地区，高于山西和内蒙（1-5月内蒙和山西煤炭产量同比分别增长7.2%和8.4%），因此影响较大。我们预计如果没有矿难的影响，陕西产量增速应该在10%左右，即增长2300万吨左右，则全国煤炭产量应增加5200万吨达到14.72亿吨，同比增长5.3%，增速符合年初的预期。

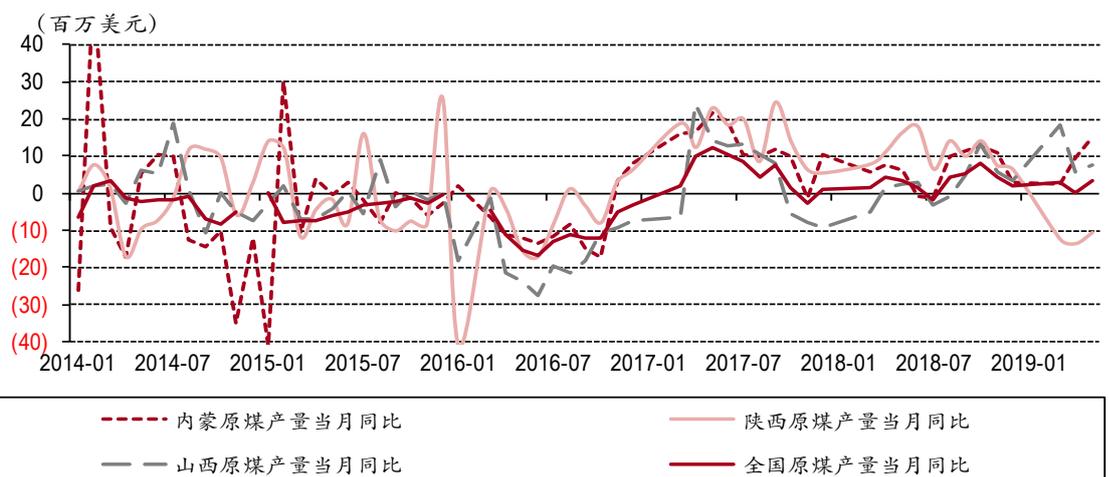
目前，矿难的影响仍在持续，持续时间超预期，5月份陕西煤炭产量仍同比下降10.6%。此外，下半年国庆70周年前期也会引发更严格的安监，带来产量释放受限。预计今年煤炭产量同比增长幅度可能比2018年略低，预计在3.8%左右，或1.4亿吨到达36.9亿吨。但是我们认为煤炭产能加速释放的形态已经形成，如果不考虑矿难和特殊事件，2019年产量增速应大于2018年，预计接近6%。

图表 18. 我国原煤产量及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 三西和全国煤炭产量当月同比增速

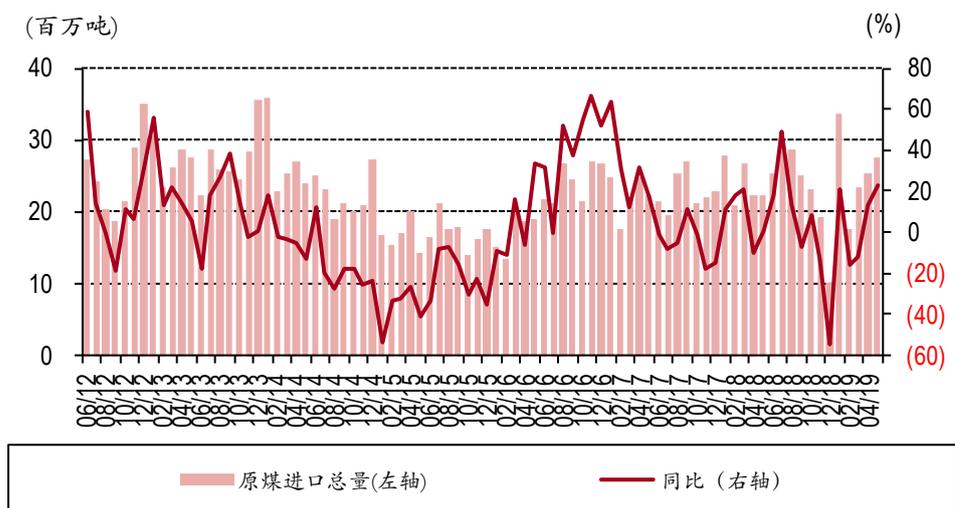


资料来源：万得，中银国际证券

近一年国际煤价同比大幅下降近 50%，进口煤优势明显

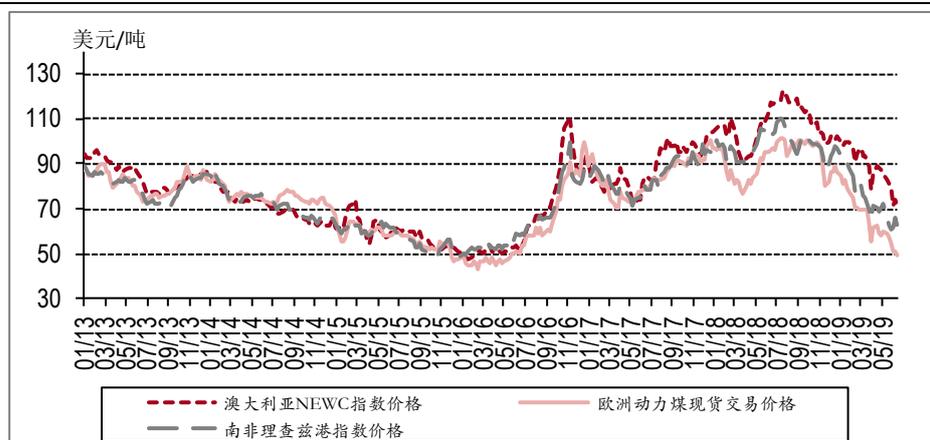
2018 年我国进口煤炭 2.8 亿吨，同比增长 3.2%。今年 1-5 月，煤炭进口量 1.274 亿吨，同比增长 6%，特别是 4、5 月，进口量环比分别增长 7.8%和 8.6%，同比增长 13.5%和 23%，增长较快。尽管国家对进口政策管制比较严格，并有多次限制进口的言论和举措，但进口煤的优势仍然十分明显，主要是价格。近一年以来，国际三大煤种在需求不足，供应释放的背景下经历了持续大幅下跌，跌幅在 40%-50%。而国内由于煤炭供应释放不及预期，煤价（秦皇岛 5500 大卡动力煤）同期只下跌了 17%。下半年在国庆 70 周年期间，国内供应将面临再度受限，预计进口量仍将有上升。我们预计 19 年煤炭进口 3 亿吨，同比增长 7%。

图表 20. 我国原煤进口及同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 国际煤价持续大幅下跌



资料来源：万得，中银国际证券

产能释放加快

国家能源局公布了截至 2018 年 12 月底煤炭产能的情况，生产和建设煤矿 3373 处，同比减少 14%，产能 35.3 亿吨，同比增加 5.8%。这一数字与 2018 年的煤炭产量 35.5 亿吨相似；已经核准（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）同比减少 13%，在建产能 10.3 亿吨，同比增加 1%，其中已经进入联合试运转的 203 处，同比减少 12%，产能 3.7 亿吨，同比增加 3.6%。2018 年底，煤炭总产能 45.6 亿吨，同比增长 4.6%或 2 亿吨。



煤炭行业固定资产投资增速从 2018 年 9 月开始加速，结束了连续 5 年的负增长，19 年 1-5 月同比增加 13%，比制造业增速大幅高 10.7 个百分点，行业不断攀高的固定投资增速也从一个侧面预示着未来投产进度的加快。

根据国家能源局的数据，2018 年的新增煤炭产能 1.94 亿吨。根据煤炭资源网，2019 年一季度新增煤炭产能 1.436 亿吨，产能释放速度比较超预期。

尽管，严格且常态化的环保督查、安监检查、特殊事件会造成阶段性供给偏紧的局面，但不可否认的是产能规模已经形成，未来产量的释放只是个时间问题。

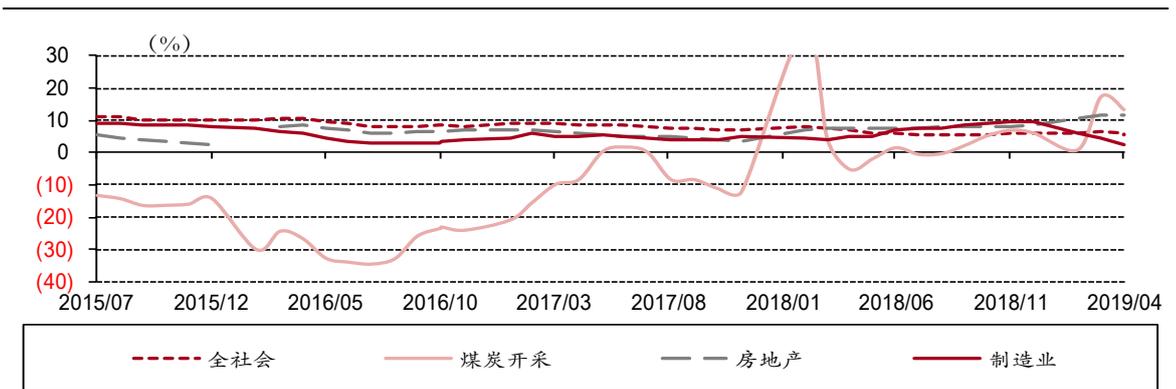
考虑进出口和今年重大矿难和特殊事件对煤炭产量的负面影响，我们预计 2019 年煤炭供应量 39.9 亿吨，同比增加 4.2%。

图表 22. 不同时期、不同口径下煤炭产能情况

来源	生产煤矿产能 (亿吨)	在建产能 (亿吨)	其中已经进入 联合试运转	停产煤矿	总产能 (亿吨)
国家能源局 (截止 18 年底)	35.3	10.3	3.7		45.6
国家能源局 (截止 17 年底)	33.4	10.2	3.6		43.6
国家能源局 (截止 2017 年 6 月底)	34 亿吨	10.53	3.68	N.A	45 亿吨
中国煤炭工业协会(17 年 11 月会长发言)	39 亿吨	12-13 亿吨		0	51-52 亿吨
2015 年底数据 (煤炭工业协会)	39 亿吨	14.96 亿吨 (其中 8 亿为未经核准的违规项目)		3.08 亿吨	57 亿吨

资料来源：国家能源局，中国煤炭资源网，中银国际证券

图表 23. 煤炭固定资产投资增速加快



资料来源：万得，中银国际证券

煤炭价格及预测

近三年去产能 6.9 亿吨，实际去产能或更多，供应短缺，价格高企，引发政府连续调控

根据发改委的信息披露，2016 年我国煤炭行业计划去产能 2.5 亿吨，实际去产能 2.9 亿吨；2017 年计划去产能 1.5 亿吨，实际去产能 2.5 亿吨；2018 年计划去产能 1.5 亿吨，实际去产能 1.5 亿吨。三年累计去产能 6.9 亿吨。完成十三五计划去产能 8 亿吨的 86%。而我们认为实际在产产能的减少会更多，因为 16 年以前行业超产和违规生产现象非常严重，产量游离于统计之外，预计仅超产量有 5 亿吨以上，占有效产能的 15% 以上。16 年供给侧改革以来，最严格的安监管制使得这部分超产和违规生产的产能被停止，使得对供应的冲击加倍。

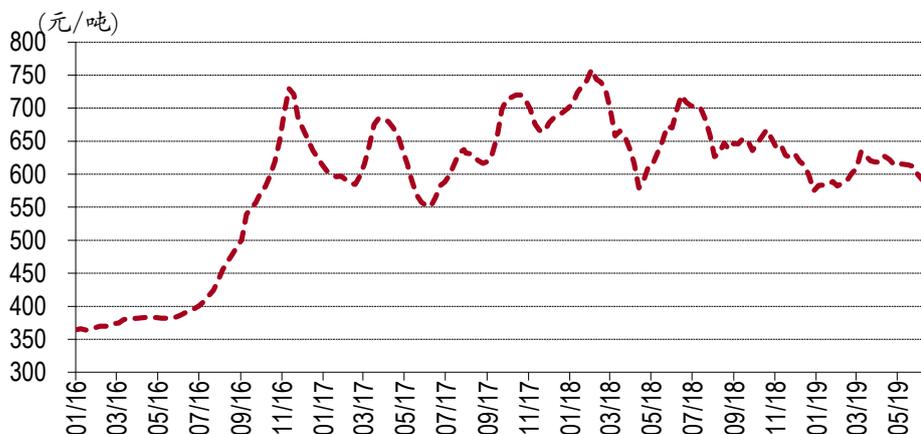
从 2016 年初供给侧改革实施以来，煤价在不到一年的时间内翻倍，截止 2016 年 11 月，煤价从 360 元飙升到逼近 750 元，此后 2017 年，由于大力度去产能，而新产能并未有效释放，供给不足，煤价仍做震荡上行，2017 年煤价同比上涨 35%，到 2018 年初达到 760 元的新高。16 年第三季度开始，国家发改委连续出台政策调控煤价，促使煤价回落到绿色区间，但是过程比较波折，在较严厉的安监环保、企业资金面改善有限、复产复工意愿不强和特殊事件影响下，供应并未如期释放，煤价并未如期回落。直到近一年来，随着单纯去产能转化为结构性去产能，随着新产能的释放加快，以及政府对市场的掌控能力越来越强、措施更加丰富和多元化。煤价开始震荡下行。

目前煤价缓慢震荡回落中，符合政府调控意愿

今年上半年，煤价缓慢下行，19 年上半年秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价平均 605 元，同比下跌 11%。随着下半年经济转型的深入及经济下行压力加大，需求或有所回落，在新产能加快释放以及政府调控的趋势下，预计下半年煤价将比上半年呈现回落态势。我们预计 2019 年秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 598 元，同比下降 10%。我们认为市场煤价格会缓慢下行至 600 元偏下，离开红色区间也是政府调控的意图。

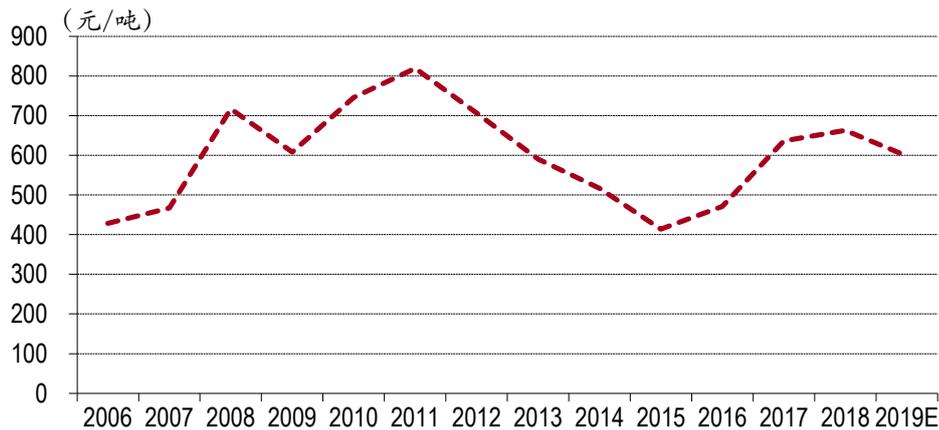
此外，去年下半年以来，六大电厂库存高企，库存天数明显偏高，这也将成为短期抑制煤价的因素之一。

图表 24. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤（山西优混）平仓价



资料来源：万得，中银国际证券

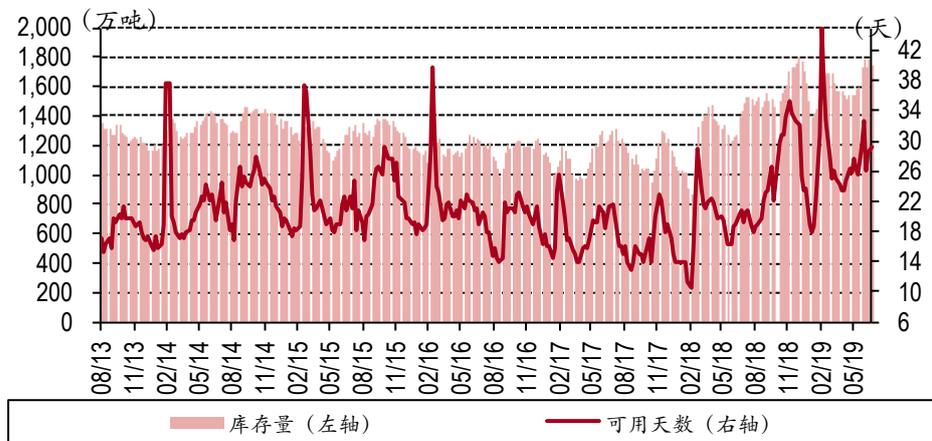
图表 25. 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格走势及预测



单位: 元/吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
秦皇岛 5500 大卡动力煤	428	467	717	608	746	819	706	590	517	414	471	636	663	598
增幅(%)	0	9	53	(15)	23	10	(14)	(16)	(12)	(20)	14	35	4	(10)

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 六大电厂库存高企, 库存天数偏高抑制煤价涨幅



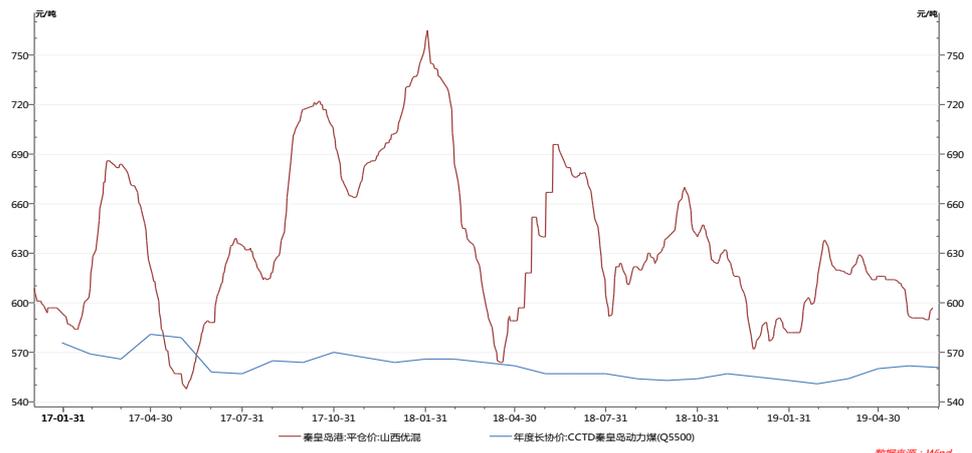
资料来源: 万得, 中银国际证券

政府对煤价的掌控力加强: 市场煤与长协煤走势不一致

随着政府调控的深入, 18 年以来, 年度长协煤的价格出现了与市场煤走势相反的情况, 比如 18 年 4 月到 6 月的大涨, 而长协煤稳中有降, 18 年 10 月到 19 年 1 月的市场煤大降, 长协煤则稳中有升。19 年 3 月以来的市场煤震荡下跌, 长协煤则稳中有涨。在近期每一次市场煤涨跌下, 长协煤都扮演着平滑煤价的作用。这显示了政府调控的力量日趋强大, 对煤价的影响越来越大。由于大型煤炭企业 (地方重点煤炭公司) 长协煤 (月度和年度) 的占比较高, 多数在 70% 以上, 对上市公司业绩也起到了一定的平滑作用。今年 1-6 月 CCTD 年度长协煤价格 557 元, 同比下降 0.89%。秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 605 元, 同比下降 11%。



图表 27. CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格，与市场煤走势不一致



资料来源: 万得, 中银国际证券

煤炭企业的资产负债率缓慢下降中，总体仍偏高

我们统计了一些有代表性的 18 家煤炭集团的资产负债率，截止 19 年 3 月底，平均资产负债率 75%，同比下降 1 个百分点。从 16 年年底最高值 80% 下降了 5 个百分点，总体下降速度并不快，远不如盈利增长体现的那么好。大概是 13、14 年的水平。山西七大煤炭集团平均资产负债率 77%，仍高于全国平均水平，尽管从最高点下降了 6 个百分点，但总体水平仍然偏高。

资产负债表仍在比较缓慢的修复中，可能还要持续 2 年左右的时间。供给侧改革的成果仍然要巩固，政府对于行业的态度未来可能仍是一边保护一边控制（煤价），但重心或略微转移至保供控制煤价。

图表 28. 主要煤炭集团资产负债率

资产负债率 (单位: %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3M19
大同煤业集团	69	67	69	73	80	83	85	85	79	79	79
潞安集团	70	73	72	75	80	82	83	84	79	79	79
阳煤集团	70	69	72	76	78	82	86	86	84	77	77
焦煤集团	64	65	69	74	77	79	79	78	75	74	74
山煤集团	82	85	78	82	83	83	85	85	86	79	79
晋煤集团	71	73	72	73	78	82	85	87	86	86	n.a
晋能集团	n.a	n.a	n.a	71	73	77	77	78	79	77	77
淮南矿业集团	70	69	74	77	80	80	83	80	78	79	76
冀中能源集团	66	71	73	73	75	78	83	83	83	82	82
江西能源集团	60	57	59	64	68	72	77	97	91	81	80
开滦集团	56	58	63	65	69	70	73	71	71	71	72
兰花集团	52	52	50	57	59	63	66	70	70	69	69
山东能源集团	67	64	65	66	68	70	74	75	67	68	67
陕煤化集团	63	67	69	75	80	80	80	80	72	73	73
皖北煤电	61	60	63	66	65	69	73	73	72	73	74
兖矿集团	72	70	70	74	75	75	75	75	74	71	69
伊泰集团	61	55	52	55	60	64	68	69	65	62	60
郑州煤电集团	68	69	75	82	78	80	79	84	83	84	85
平均值	66	66	67	71	74	76	78	80	77	76	75
山西七大煤炭集团平均值	71	72	72	75	78	81	83	83	81	79	77

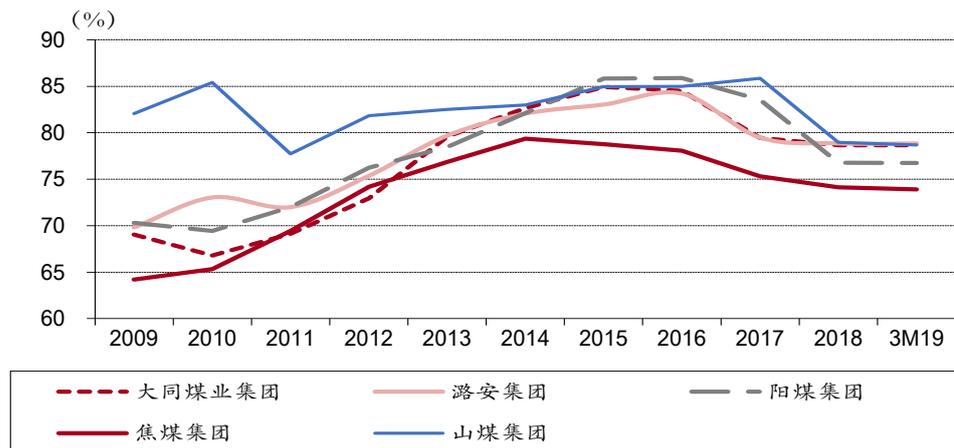
资料来源：万得，中银国际证券

图表 29. 主要煤炭集团平均资产负债率



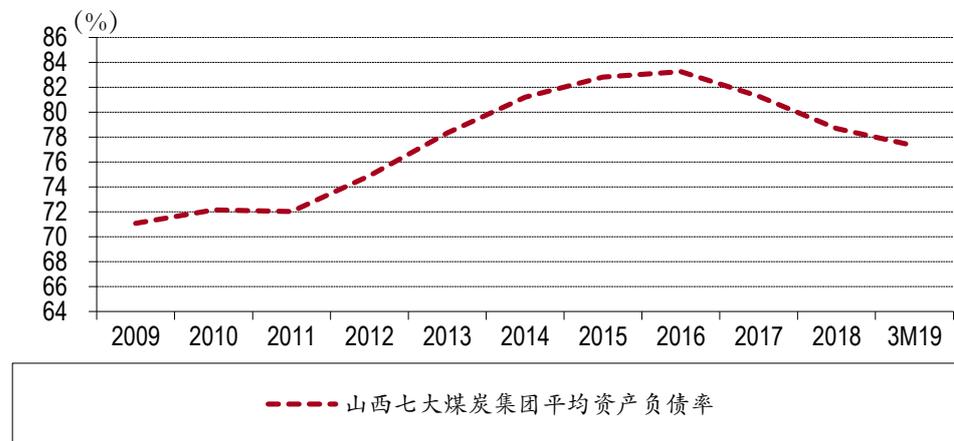
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 山西七大煤炭集团资产负债率



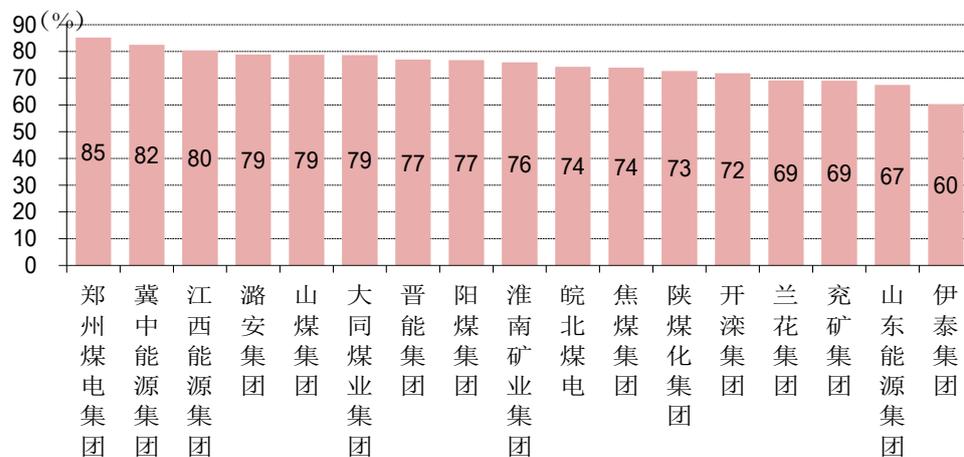
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 31. 山西七大煤炭集团平均资产负债率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 32. 截止 2019 年 3 月底, 主要煤炭集团资产负债率



资料来源: 万得, 中银国际证券

估值

从历史角度看具备较好安全边际：目前煤炭板块主流煤炭公司平均 19 年市盈率为 9.2 倍，市净率 1.08 倍，位于历史市盈率区间的下限，仅次于 08 年金融危机时期。我们认为行业业绩稳定，行业公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分，从估值看我们认为具备较好安全边际。

图表 33. 煤炭行业（中信）历史市净率-目前估值历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

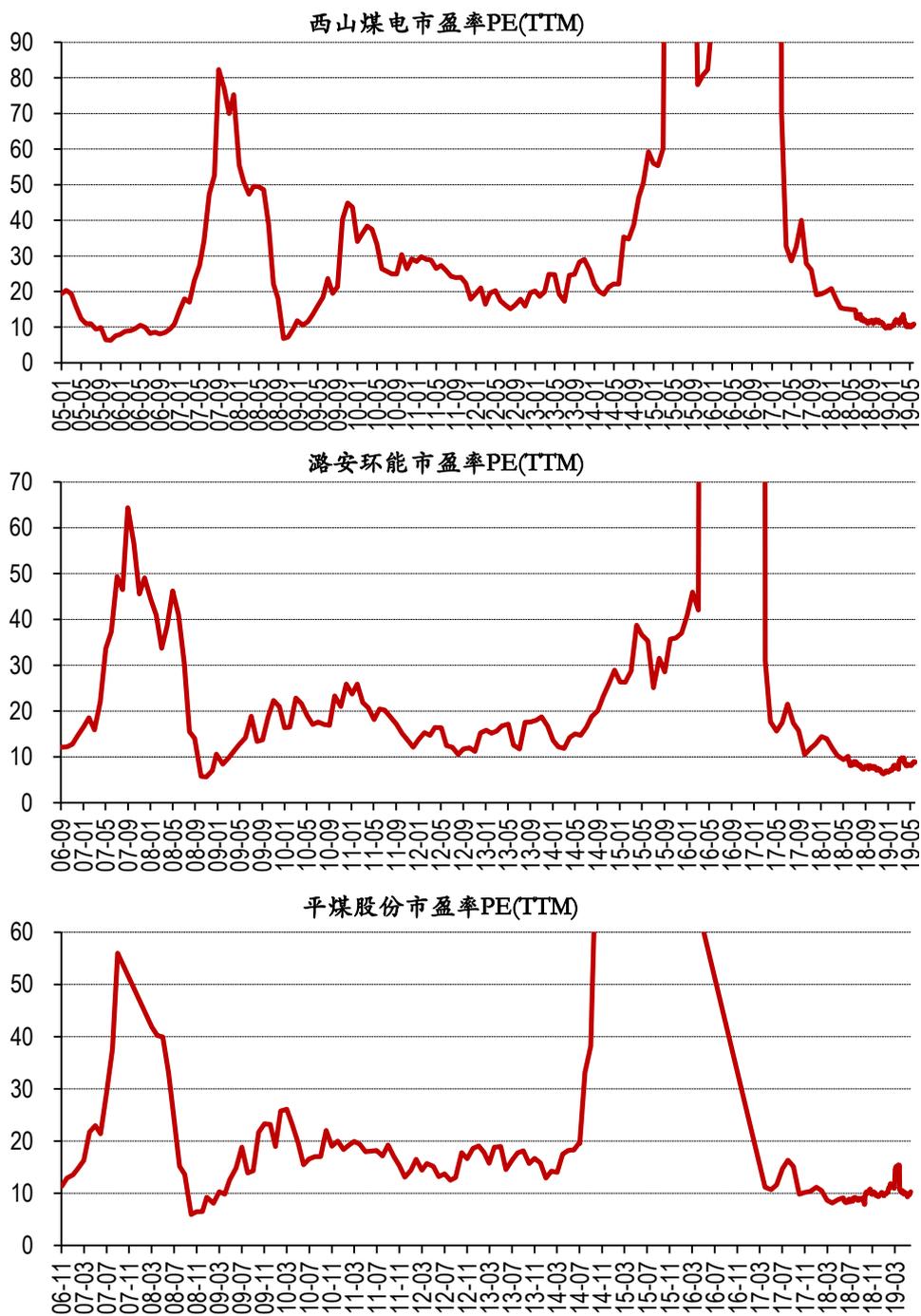
图表 34. 煤炭行业（中信）历史市盈率-目前估值历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

注：16 年前后市盈率波动巨大因为当时陷入全行业亏损，众多公司的业绩只有几分钱或者亏损。

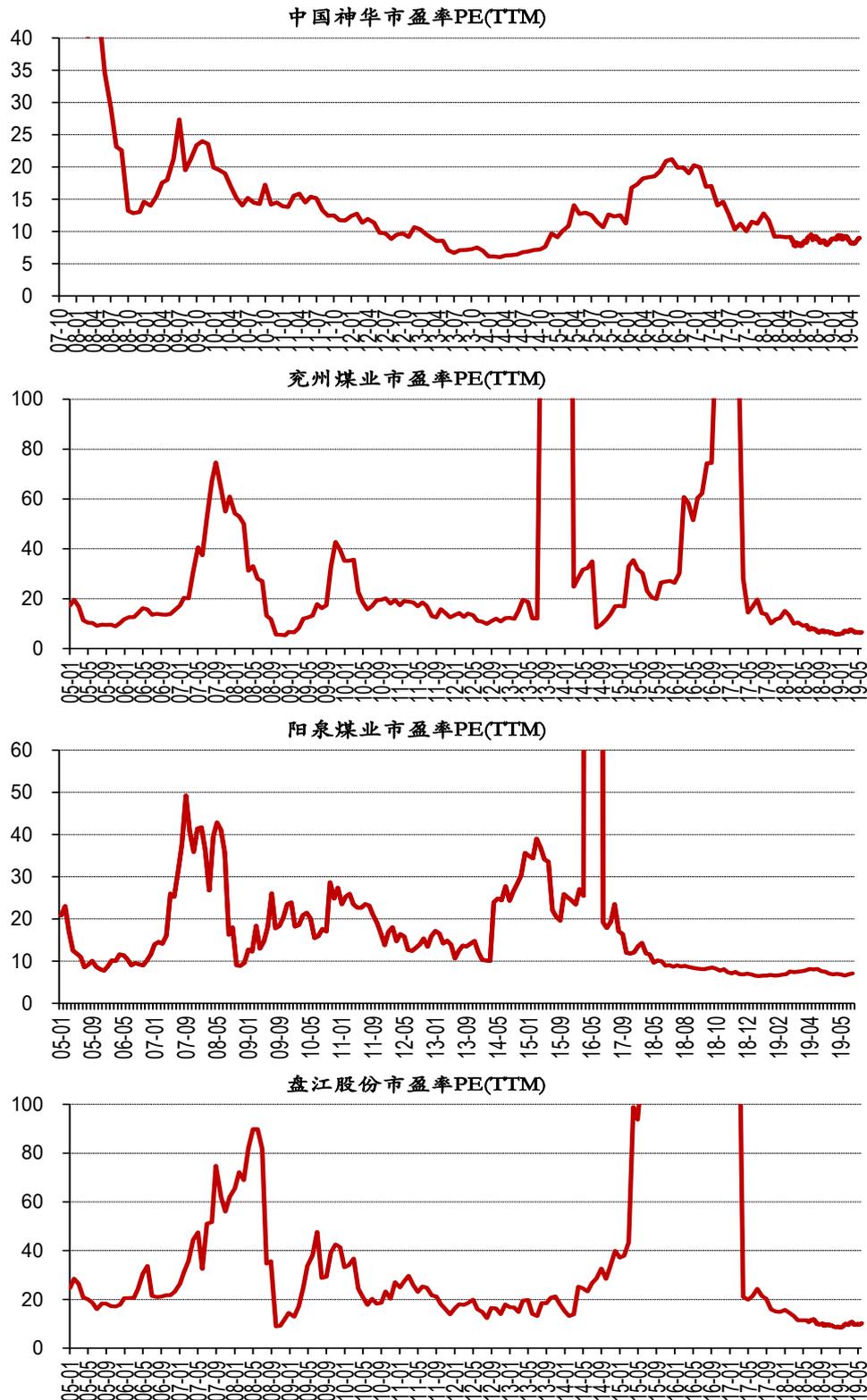
图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位



资料来源: 万得

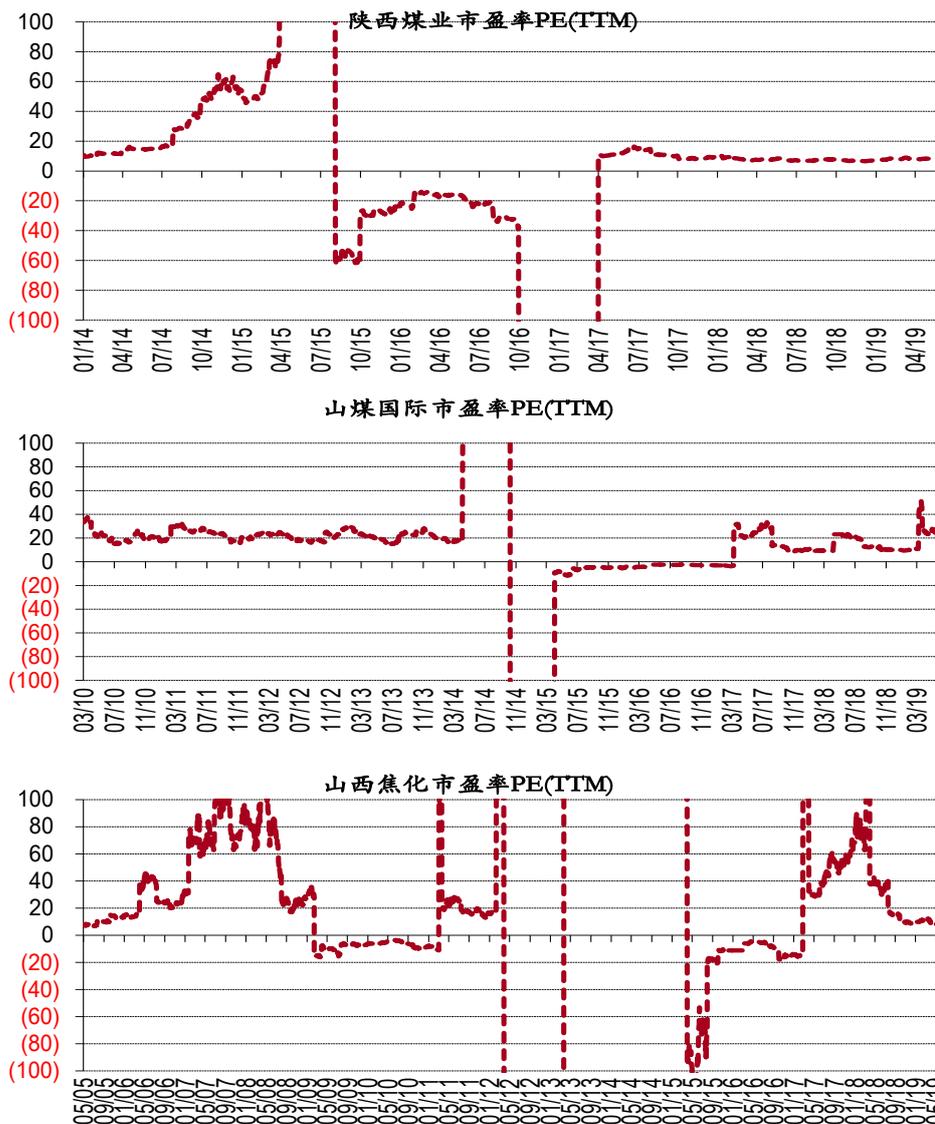


续图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位



资料来源: 万得

续图表 35. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位



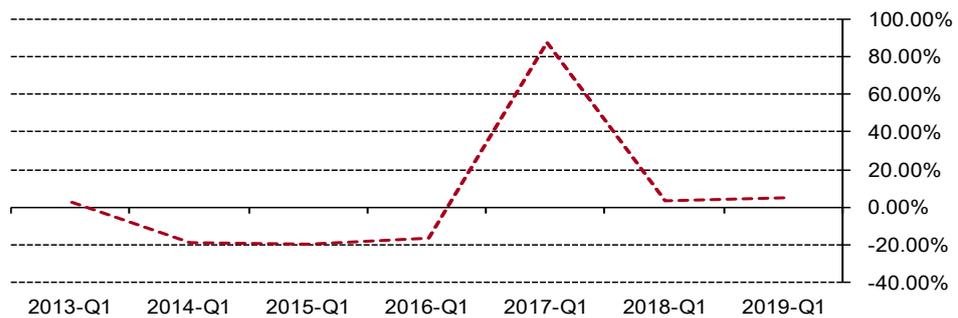
资料来源: 万得

业绩及市场表现

上市公司的业绩与煤炭价格的相关性很大。但从今年一季度的业绩看，这种相关性正在减弱。煤炭企业 19 年 1 季度归母净利润同比增长 8% 至中值 11 亿元，主营业务收入同比增长 4.8%。在市场煤价下跌 16%，长协煤下跌 2% 的背景下我们认为表现良好，业绩与煤价的相关度在下降。利润率高位运行，资产质量指标表现良好，行业正在享受资产负债表的不断修复带来的好处。这种趋势未来有望延续。

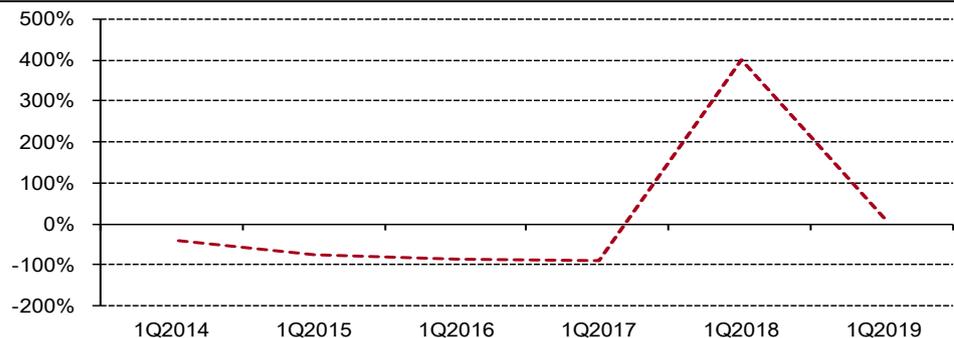
今年上半年秦皇岛 5500 大卡动力煤煤价同比下跌 11% 至 605 元/吨。而 CCTD 长协价为 557 元/吨，同比减少 0.89%。长协煤占比的提高以及兑现率的提高拉低了业绩增速，也减小了业绩对于煤价的弹性。我们预计 19 年上半年煤炭主流上市公司平均归母净利润同比增长中值在 8% 左右。19 年全年业绩预计基本持平，利润率和资产质量保持较好状态。

图表 36. 历年 1 季度营业收入同比增长



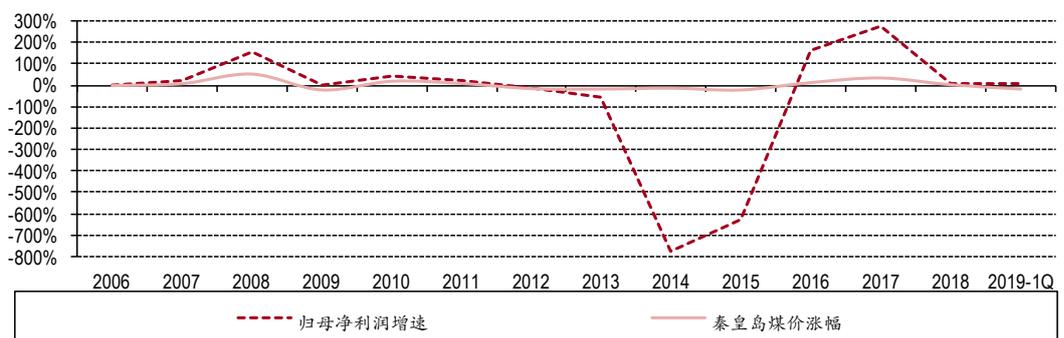
资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 煤炭上市公司历年 1 季度归母净利润同比增长率(中值)



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅



资料来源：万得，中银国际证券



图表 39. 上市煤企季度毛利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 40. 上市煤企季度净利润率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 41. 上市煤企季度 ROE



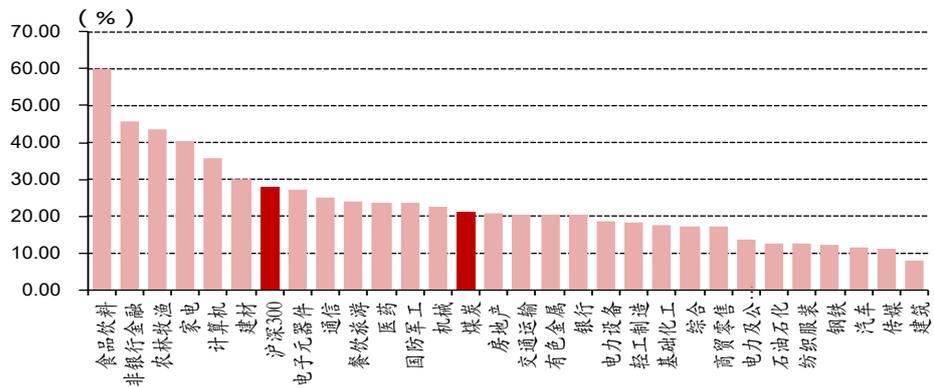
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 42. 18 年以来煤炭中信一级行业与沪深 300 走势的比较



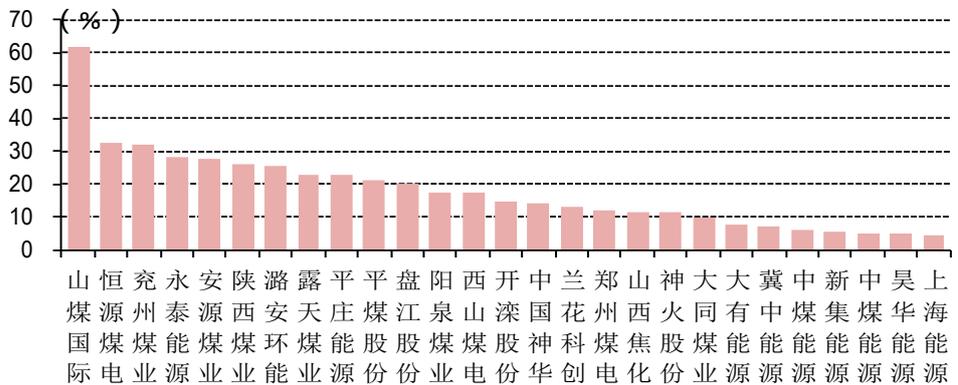
资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 18 年年初以来各板块涨跌



资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 19 年年初以来煤炭股涨跌



资料来源：万得，中银国际证券



投资机会推荐

19年下半年的投资机会：

1. 上半年板块在中美贸易战以及煤价下跌、需求欠佳，经济下行压力加大等持续刺激下，风险偏好持续低迷下，表现平平。但从业绩的确定性、估值历史低位（19年市盈率9.2倍、市净率1.08倍）、盈利指标资产结构持续较好的背景下，基本面并不差，我们认为股价具有较好的安全边际。如果下半年宏观面和风险偏好改善，板块具有波段行情的基础，建议重点关注国庆70周年前夕供应收紧下煤价的表现以及4季度旺季来临供需缺口的情况
2. 关注国企改革。17年开始广受关注的能源领域国企改革、山西国企改革、央企兼并重组18年进展略缓慢，今年有加快的可能，特别是山西省19年4月26日发布《2019年国资国企改革行动方案》，改革有望积极推进，将在引入战略投资者、混改、股权激励、资产注入、转型等方面有所突破。
3. 往年常见的经济与货币政策的预期差，未来仍会给板块带来波段性机会。

看好的煤炭股：低估值有业绩的龙头+题材股

我们推荐低估值有业绩的龙头公司，以及有题材有成长的公司：山煤国际、潞安环能、陕西煤业、山西焦化、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、中国神华。



附录图表 45. 报告中提及上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(人民币, 元)				价格 (人民币)	市盈率(倍)				每股净资产 (人民币)	市净 率(倍)
			2017	2018	2019E	2020E	6月28日	2017	2018	2019E	2020E	2018	2018
601918.SH	新集能源	未有评级	0.01	0.22	0.48	0.49	3.08	342.2	14.0	6.4	6.3	2.1	1.50
600740.SH	山西焦化	买入	0.12	1.21	1.14	1.32	8.49	70.8	7.0	7.4	6.4	6.5	1.32
600348.SH	阳泉煤业	买入	0.68	0.82	0.82	0.92	5.81	8.5	7.1	7.1	6.3	6.7	0.86
600546.SH	山煤国际	买入	0.19	0.11	0.58	0.73	5.38	28.3	48.9	9.3	7.4	1.8	3.06
601225.SH	陕西煤业	买入	1.04	1.10	1.14	1.29	9.24	8.9	8.4	8.1	7.2	5.1	1.82
600395.SH	盘江股份	未有评级	0.53	0.60	0.63	0.65	5.91	11.2	9.9	9.4	9.1	4.0	1.49
601699.SH	潞安环能	买入	0.93	0.89	0.96	1.07	7.94	8.5	8.9	8.3	7.4	8.0	0.99
600123.SH	兰花科创	未有评级	0.68	0.94	1.02	1.13	7.32	10.7	7.8	7.2	6.5	8.9	0.82
600157.SH	永泰能源	未有评级	0.05	0.06	0.07	0.08	1.68	34.6	28.0	24.0	21.0	1.9	0.87
600403.SH	大有能源	未有评级	0.20	0.38	0.41	0.43	3.93	19.7	10.3	9.6	9.1	3.6	1.10
000937.SZ	冀中能源	未有评级	0.30	0.32	0.33	0.34	3.86	12.8	12.1	11.7	11.4	5.6	0.69
000933.SZ	神火股份	未有评级	0.19	0.16	0.23	0.38	4.21	21.7	26.3	18.3	11.1	3.2	1.32
002128.SZ	露天煤业	未有评级	1.07	1.24	1.30	1.33	8.65	8.1	7.0	6.7	6.5	7.5	1.15
600997.SH	开滦股份	未有评级	0.33	0.88	0.94	0.99	6.12	18.5	7.0	6.5	6.2	6.6	0.92
601101.SH	昊华能源	未有评级	0.52	0.59	0.60	0.65	6.21	11.9	10.5	10.4	9.6	6.7	0.93
601666.SH	平煤股份	未有评级	0.58	0.39	0.45	0.55	4.18	7.2	10.7	9.3	7.6	5.5	0.77
A股主要煤炭公司平均值								34.7	12.6	9.2	8.1	6.2	1.08

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日6月28日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



风险提示

贸易战负面影响及预期增大，经济走势低于预期：作为周期板块，风险偏好是影响板块的重要考虑因素，直接影响未来需求预期的改变，板块对此非常敏感。

环保安检趋严且常态化：频发的矿难会引发政府频繁且严格的大面积停产整顿及各种管制，对供应的影响较大。

清洁能源替代加速：影响需求的又一重要变量，天然气、水电、风电、核电、太阳能等清洁能源占比提高，明显挤占了煤炭消费空间。

对超产、违规违建矿的监管放松：我国煤矿超产现象在供给侧改革前比较严重，特别是三西地区，巨量数据游离在统计之外，如果监管放松，将对供应产生较大冲击。

国企改革进度和力度低于预期：市场对此有期待，如果低于预期，将在估值上有所体现。

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