



中性

# 煤炭行业 2019 年三季度报综述

煤价下行，归母净利仍增长 5%，表现较好

煤炭企业 19 年前三季度归母净利润同比增长 5%，好于预期。煤价下跌下，利润率继续攀升，良好的成本控制比较超预期。此外，产销量增长，部分公司的煤价仍在增长，经营改善、优化、现金流继续增长，资产质量得到进一步提升。上市公司的业绩抗风险能力进一步增强。

## 支撑评级的要点

- **归母净利润同比增长 5%，好于预期。** 19 年三季度 22 家主流煤炭公司归母净利润同比增长中值为 5% 至 35 亿元（扣非后业绩增速同为 5%），好于预期。主营收入同比平均增幅 6%，为煤炭产销增长与煤价的作用。业绩分化较大，归母净利增长最好的三家都为非经常损益所致：神火股份（+765%），新集能源（+113%），永泰能源（+322%）。经营性业绩增速较高的有：平煤股份（+68%，精煤战略量价齐升），山煤国际（+98%，剥离亏损贸易业务轻装前行，自产煤量价齐涨），中煤能源（+40%，产能大增）等，表现较差的有平庄能源（-232%，煤矿煤质不稳定影响煤价，成本增加），大有能源（-77%，产销量下降，经营欠佳），昊华能源（-34%，高盈利能力的北京煤矿退出，内蒙煤矿投产但盈利能力稍弱，贸易煤减少）等。
- 业绩超预期的原因主要与良好的成本控制、期间费用率继续下降、经营利润率和净利润率继续攀升有关。此外，产销量增长，部分公司的煤价仍在增长，经营改善、优化、现金流继续增长，资产质量得到进一步提升支撑了良好业绩。
- **意外惊喜的是：经营利润率和净利润率继续提升：**由于煤价回调带来近几期业绩利润率普遍逐渐下滑，但本期平均经营利润率为 15%（去年同期为 14%），净利润率为 9.7%（去年同期为 9.2%）。利润率的继续提升主要是得益于期间费用率的下降。除了销售费用同比提升 16% 外，管理费用和财务费用同比分别下降 3% 和 13%，这导致期间费用率由去年同期的 11.5% 下降至 10.8%，这是近 6 年来的最低值。
- **资产质量继续改善向好：**前三季平均 ROE 10.1%，同比增加 1.4 个百分点，为近年新高。资产负债率继续小幅下降至 54%，未来仍有下降空间。
- **前三季度煤价和行业总体震荡下行：**前三季度，动力煤市场价同比下跌 11%，长协煤与去年同期一样。统计局数据，今年前 9 个月，煤炭开采和洗选行业营业收入同比增长 3.9%，增速呈缓慢下降趋势；营业利润和利润总额同比减少 3.2%，连续 8 个月负增长。今年总体行业表现差于去年，主要与煤价下跌有关。但上市公司的业绩明显好于行业，得益于其更优质的资产、更好的成本费用控制、业务转型优化等。

## 重点推荐

- 看好龙头低估值、业绩表现较好、转型升级经营改善明显的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、山西焦化、阳泉煤业等。

## 评级面临的主要风险

- 经济走势低于预期；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

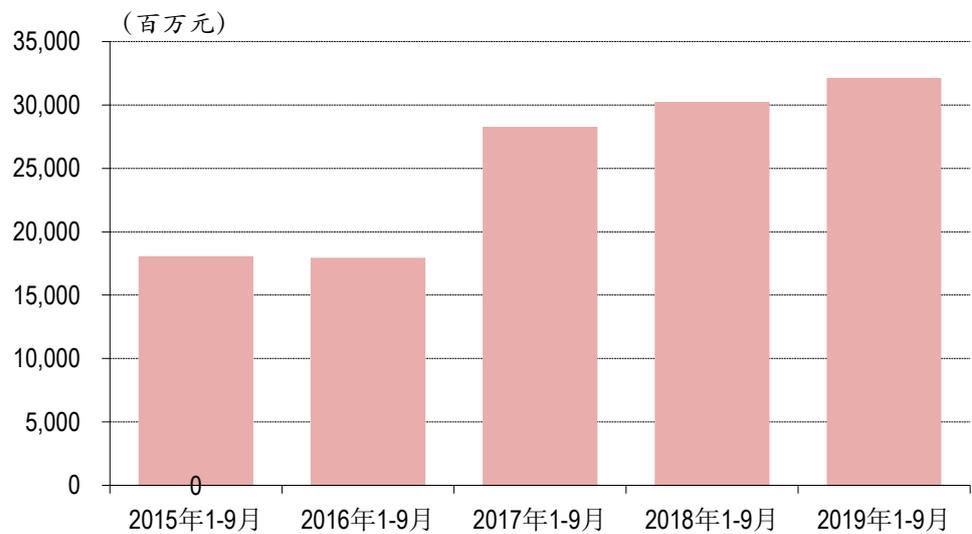


## 2019 年中报总结

### 收入增速 5%，保持较好增长

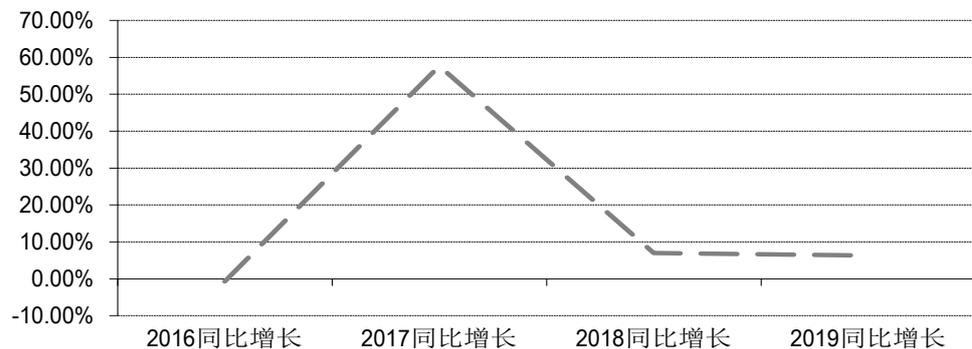
收入增速 6%，保持较好增长，主要受到产销量较好增长和煤价的双重驱动。22 个主流煤炭公司 19 年前三季度主营收入增长 6% 至平均 321 亿元（不包括中国神华，平均收入 252 亿元，平均增长 14%），表现较好，大部分是受到产销量增长的影响（预计平均 7% 左右）以及少部分企业综合煤价上涨的影响（市场煤价是下跌的）。其中表现较好的是兖州煤业（+26%，国内精煤量价齐升），平煤股份（+23%，煤炭业务量价齐增，销售的增长受到调整口径与销售策略优化影响）；陕西煤业（+23%，贸易煤销量提升下销量增长 21% 以及煤价小幅增长 3%），中煤能源（+22%，新矿投产及产量恢复）。

图表 1. 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 主流煤炭公司历史前三季度平均主营业务收入增速

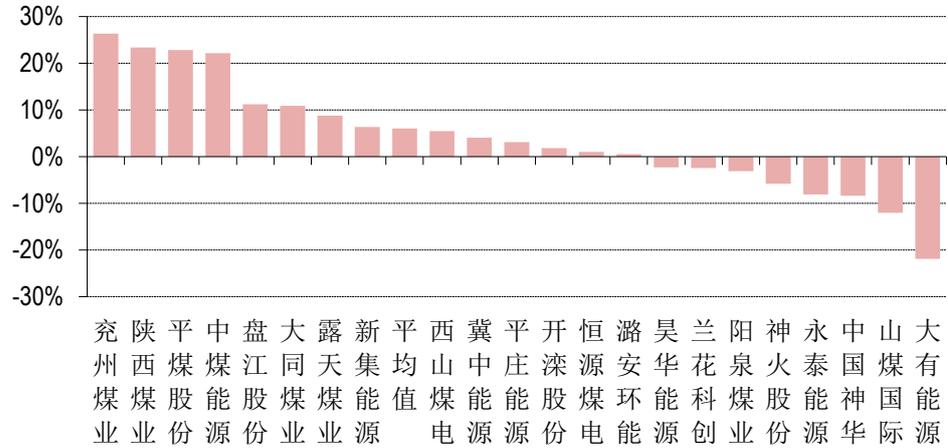


资料来源：万得，中银国际证券



收入下降较大的有大有能源 (-22%，产销量大幅下降)；山煤国际 (-12%，收缩盈利欠佳的贸易业务)。

图表 3. 19 年前三季度主营业务收入增速

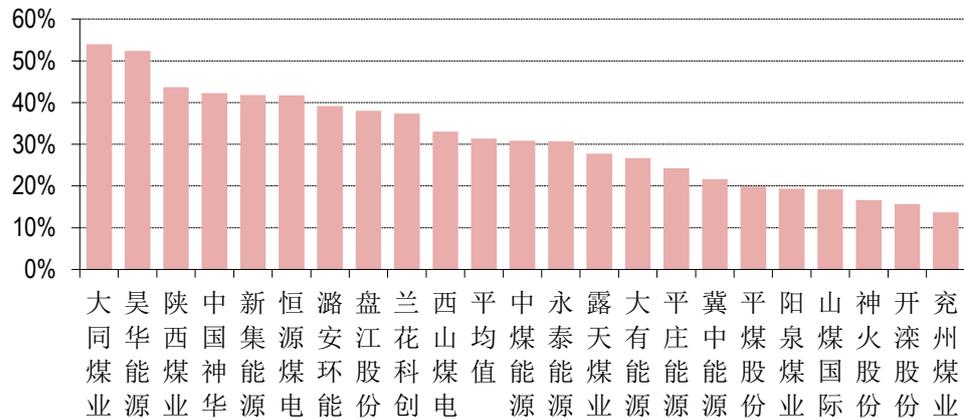


资料来源：万得，中银国际证券

### 毛利率 31%，同比下滑 4 个百分点，仍在较高位

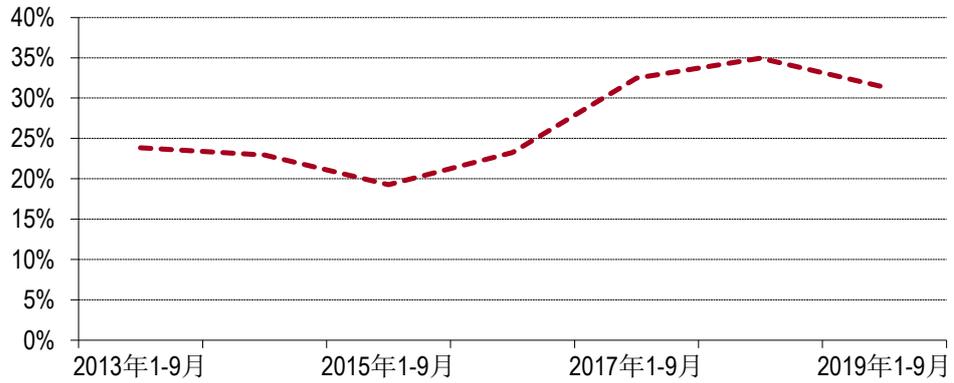
毛利率平均为 31%，同比下降 4 个百分点，但仍在较高位置，比行业景气度低点的 14-16 年高 9 个百分点。近年来，煤炭行业的景气度、资产质量、盈利连续提升，带来成本的提升（包括政策性成本），以及煤价的高位回落至合理水平的作用下，我们认为毛利率的下降在意料之中，符合预期。

图表 4. 19 年上半年主流煤炭公司毛利润率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 19 年上半年主流上市公司平均毛利率

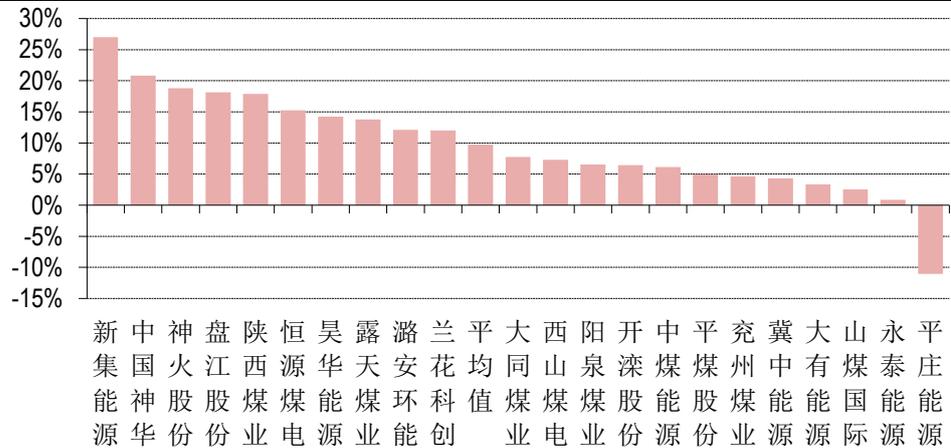


资料来源：万得，中银国际证券

**意外惊喜：经营利润率和净利润率继续提升；此外，期间费用率下降至近 6 年最低点。**

由于煤价回调带来近几期业绩利润率普遍逐渐下滑，但我们看到 22 家公司的平均经营利润率为 15%（去年同期为 14%），净利润率为 9.7%（去年同期为 9.2%）。利润率的继续提升主要是得益于期间费用率的下降。除了平均销售费用同比提升 16%外，平均管理费用和财务费用同比分别下降 3%和 13%，这导致期间费用率由去年同期的 11.5%下降至 10.8%，这是近 6 年来的最低值。从 2015 年以来，期间费用率呈现同比逐季下降的态势。企业的成本控制普遍较好。

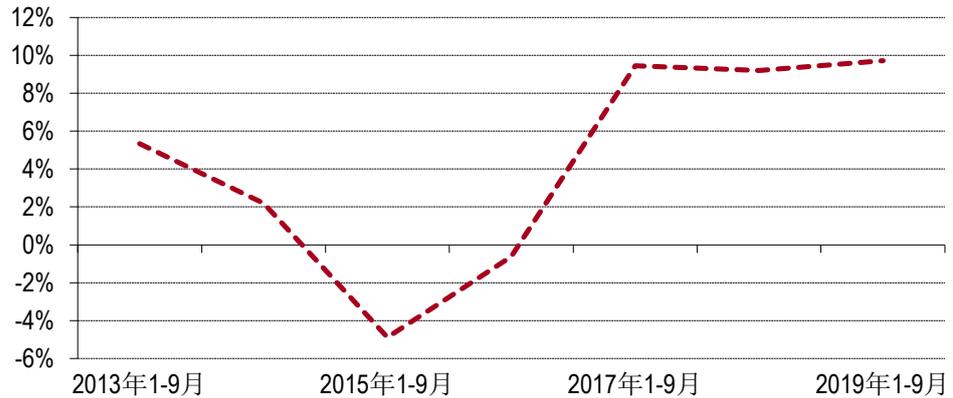
图表 6. 19 年前三季度净利润率



资料来源：万得，中银国际证券

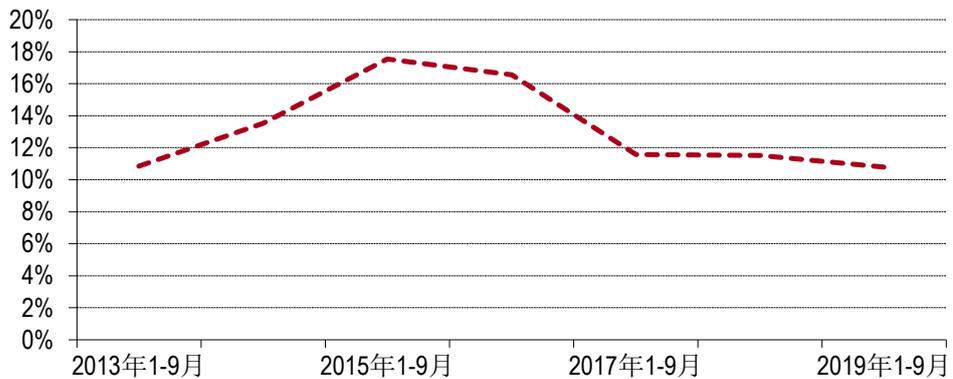


图表 7. 主流煤炭公司历史平均净利润率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 主流煤炭公司历史平均期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

### 19 年前三季度归母净利润中值同比增长 5%，业绩分化明显

由于业绩分化非常大，我们去除了三位数同比变化的公司，22 家上市公司归属母公司净利润同比增长 5%至 35 亿元(不包括神华为 19 亿元)，好于我们预期(我们预计基本稳定)，业绩仍在增长，表现较好。扣除非经常损益后的归属母公司净利润同比增速也为 5%。但是业绩分化非常明显。业绩增长较好的有神火股份(+765%，非经常损益带来业绩大幅增长)，新集能源(+113%，非经常损益带来业绩大幅增长)，永泰能源(+322%，非经常损益带来业绩大幅增长)，山煤国际(+98%，剥离亏损贸易业务轻装前行，自产煤量价齐涨)，平煤股份(+68%，精煤战略量价齐升)，中煤能源(+40%，产能的大幅增长)等，表现较差的有平庄能源(-232%，三个煤矿煤质不稳定影响煤价，成本增加)，大有能源(-77%，产销量下降，经营欠佳)，昊华能源(-34%，高盈利能力的北京煤矿退出，内蒙煤矿投产产量增长明显，但盈利能力稍弱，贸易煤减少)等。

行业总体业绩超预期的原因主要与良好的成本控制、期间费用率继续下降、经营利润率和净利润率继续攀升有关。此外，产销量增长，部分公司的煤价仍在增长，经营改善、优化、现金流继续增长，资产质量得到进一步提升支持了良好的业绩。



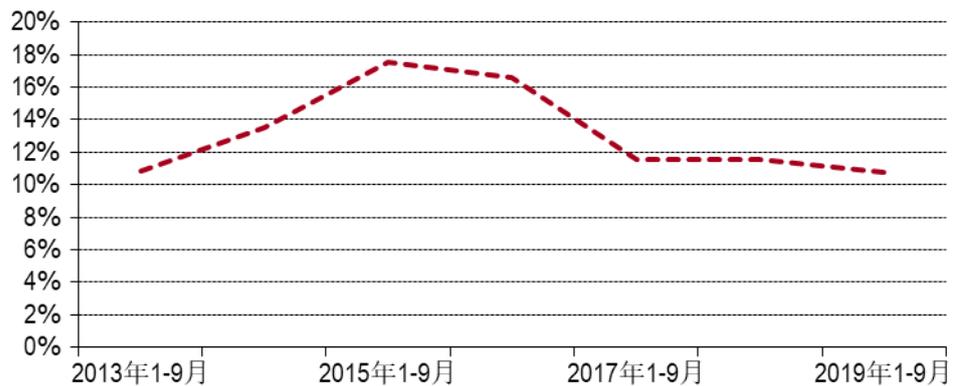


## 资产质量向好

**期间费用率小幅下降0.7个百分点至10.8%，降至近6年新低，费用控制较好**

19年前三季度期间费用控制较好，尽管行业景气度高位运行，但期间费用率由去年同期的11.5%下降至10.8%。这是近6年来的最低值。从2015年以来，期间费用率呈现同比逐季下降的态势。除了平均销售费用同比提升16%外，平均管理费用和财务费用同比分别下降3%和13%，这导致了期间费用率由去年同期的11.5%下降至10.8%。

图表 12. 上市煤企平均期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

**每股经营现金流同比减少6%，比每股收益高71%**

前三季度每股经营活动现金流净值同比减少6%至1.08元，但仍比每股收益高71%。这或与煤价下跌下行业景气度有所回调有关。

图表 13. 上市煤企历史前三季度每股经营现金流同比变动



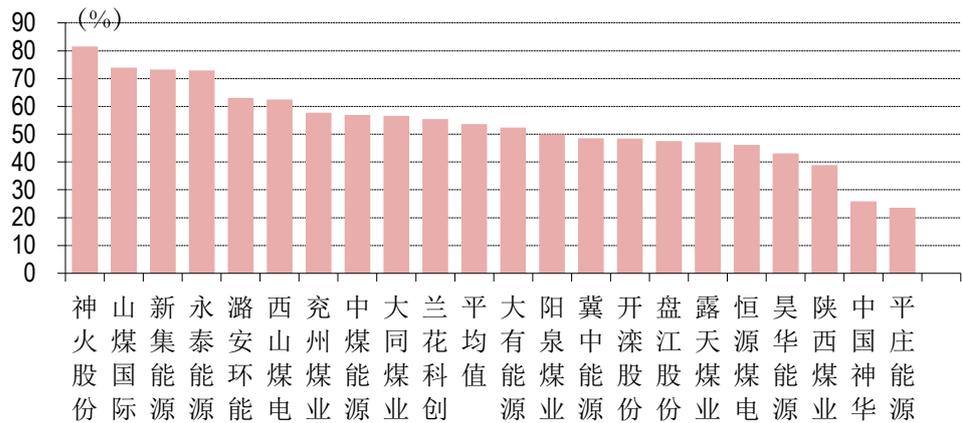
资料来源：万得，中银国际证券

**资产负债率继续小幅下降至54%，缓慢下滑，未来仍有下降空间**

资产负债率小幅下降1个百分点至54%，为2015年以来的新低，与14年水平相似，但仍在历史偏高位置。资产负债率较高的神火股份下降3个百分点到82%，新集能源下降6个百分点到73%，山煤国际大幅下降7个百分点到74%。但是永泰能源没有变化仍在73%。

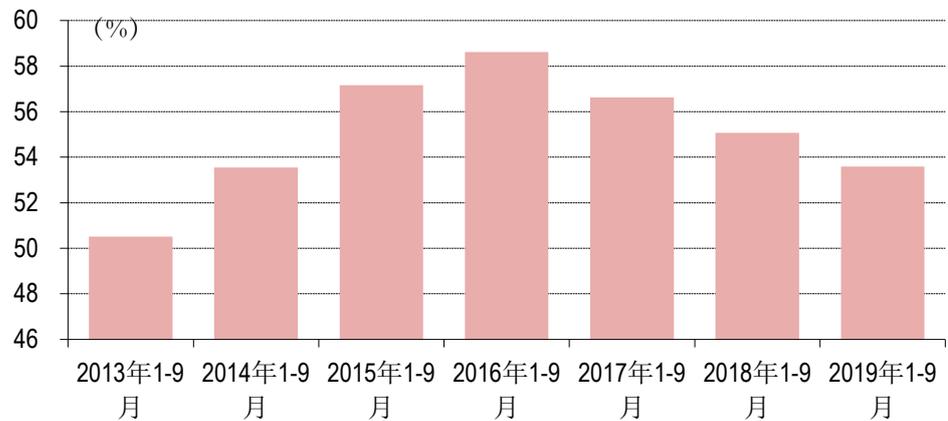


图表 14. 2019 年前三季度资产负债率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 煤炭上市公司平均资产负债率近年缓慢下滑

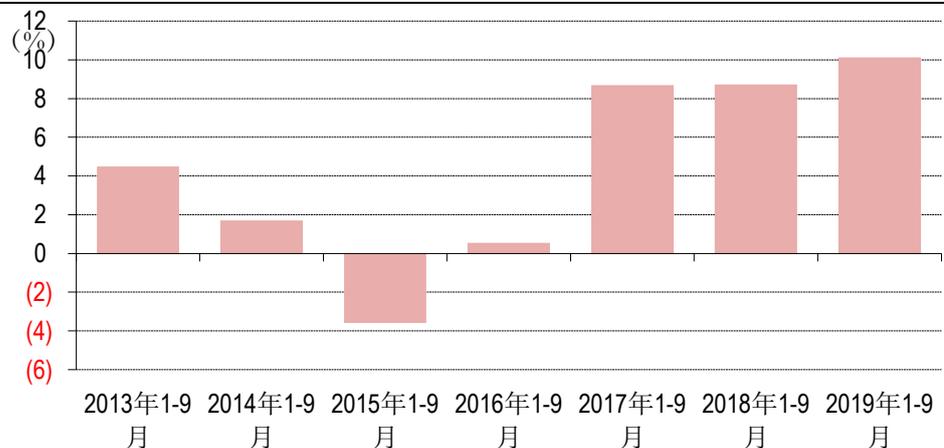


资料来源：万得，中银国际证券

### 净资产收益率 (ROE) 增长 1.4 个百分点到 10.1%，表现较好

前三季度上市煤炭企业平均 ROE 为 10.1%，同比增加 1.4 个百分点，表现较好，为近年新高。

图表 16. 上市煤企平均 ROE



资料来源：万得，中银国际证券



## 2019 年前三季度煤价及行业表现：震荡下行

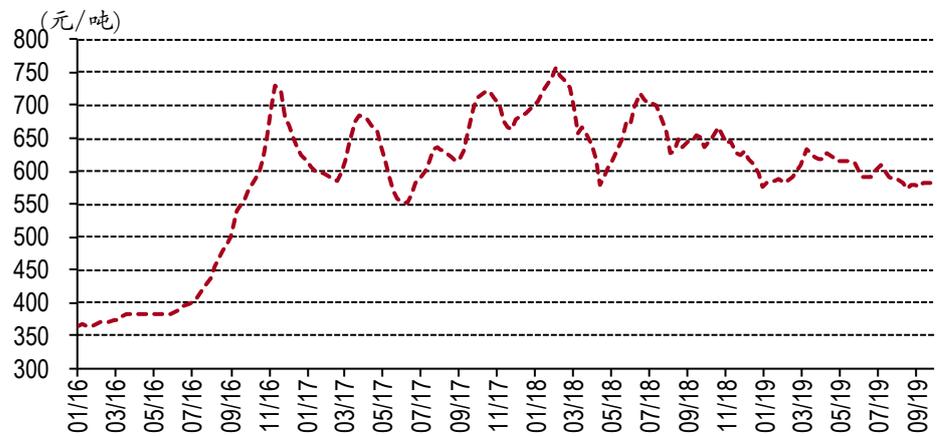
2019 年前三季度,动力煤市场价同比下跌 11%, 跌幅与上半年同比跌幅一样。前三季度年度长协煤与去年同期一样, 跌幅小于上半年同比 0.9% 的跌幅。统计局数据, 今年前 9 个月, 煤炭开采和洗选行业营业收入同比增长 3.9%, 增速呈缓慢下降趋势; 营业利润和利润总额同比减少 3.2%, 连续 8 个月负增长。今年总体行业表现差于去年, 主要与煤价下跌有关, 随着煤价震荡下行, 总体行业景气度显示有所下降。

图表 17.煤价与业绩的关系



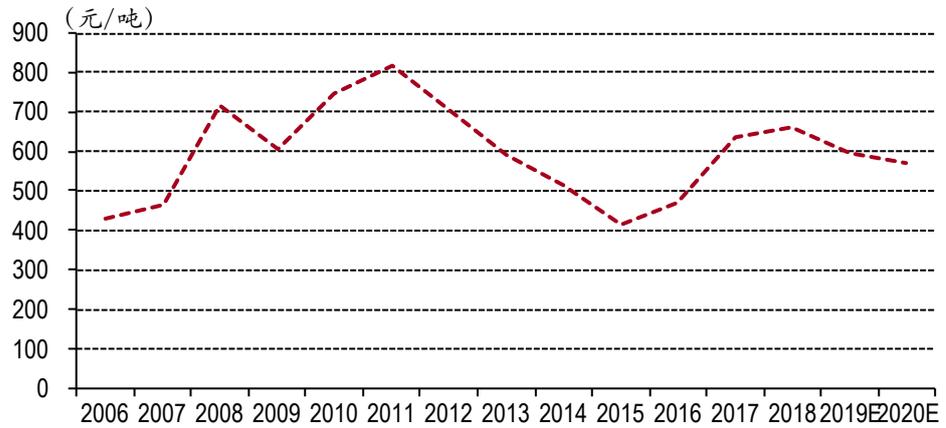
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 18. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤 (山西优混) 平仓价



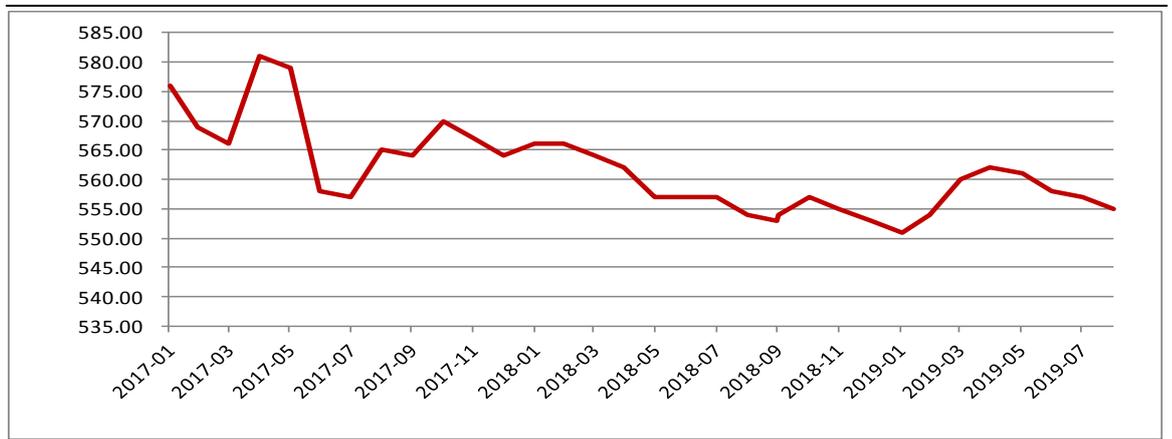
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 市场动力煤价格：秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价走势及预测



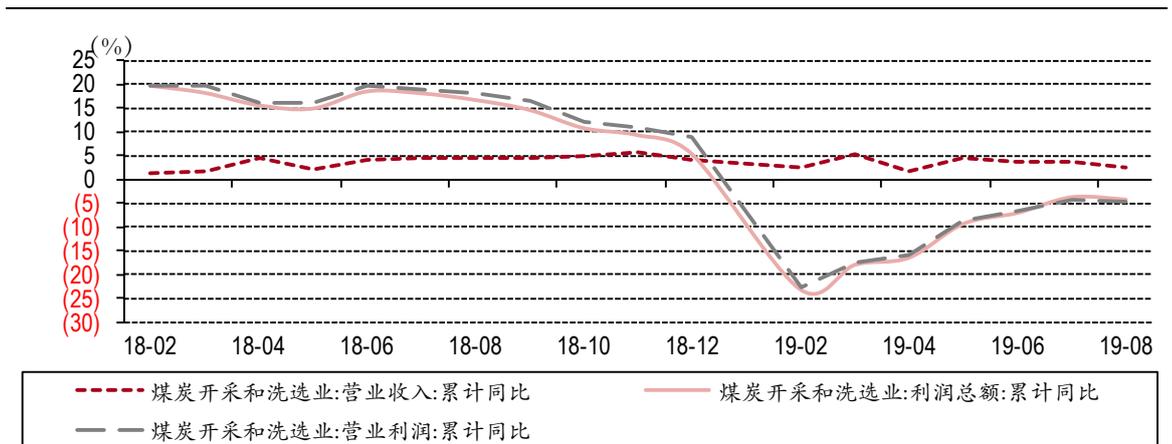
资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 长协煤价格：CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 煤炭行业经营情况



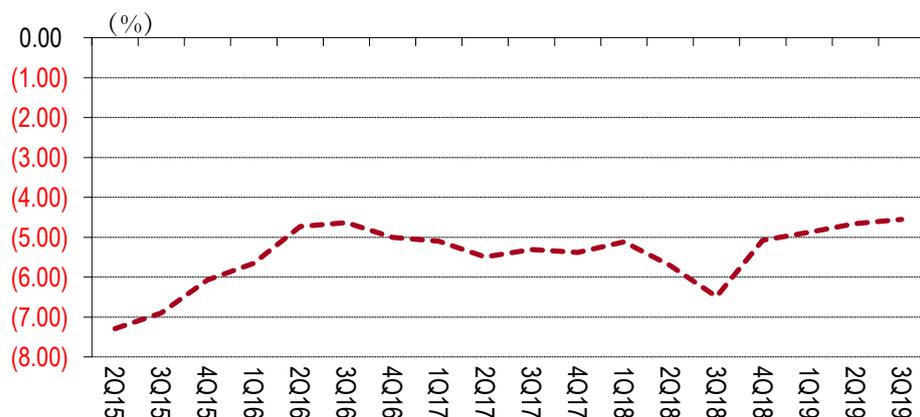
资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 基金持仓采矿业

时间	行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
3Q19	采矿业	3,542,532	0.26	1.59	6.14	(4.55)	(16.84)
2Q19	采矿业	4,259,905	0.32	2.04	6.70	(4.66)	8.72
1Q19	采矿业	3,919,580	0.29	1.91	6.79	(4.88)	(10.30)
4Q18	采矿业	4,369,549	0.34	2.79	7.87	(5.07)	13.93
3Q18	采矿业	3,835,373	0.29	2.23	8.72	(6.49)	3.45
2Q18	采矿业	3,707,413	0.29	2.07	7.79	(5.71)	(13.16)
1Q18	采矿业	4,300,647	0.35	2.29	7.40	(5.12)	10.65
4Q17	采矿业	3,886,762	0.34	2.13	7.51	(5.38)	(5.41)
3Q17	采矿业	4,108,867	0.37	2.21	7.52	(5.31)	5.19
2Q17	采矿业	3,906,140	0.39	2.16	7.65	(5.49)	(16.27)
1Q17	采矿业	4,664,907	0.53	2.63	7.73	(5.10)	1.72
4Q16	采矿业	4,586,250	0.51	2.76	7.76	(5.00)	(6.00)
3Q16	采矿业	4,878,889	0.57	2.89	7.52	(4.63)	2.15
2Q16	采矿业	4,776,005	0.60	2.94	7.68	(4.73)	37.81
1Q16	采矿业	3,465,618	0.45	2.20	7.85	(5.65)	49.44
4Q15	采矿业	2,319,041	0.28	1.23	7.30	(6.07)	5.60
3Q15	采矿业	2,196,041	0.33	1.53	8.42	(6.90)	(30.59)
2Q15	采矿业	3,163,722	0.45	1.57	8.86	(7.29)	(5.02)
1Q15	采矿业	3,330,876	0.66	1.77	9.90	(8.13)	(3.13)

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 23. 采矿业相对标准行业配置比例



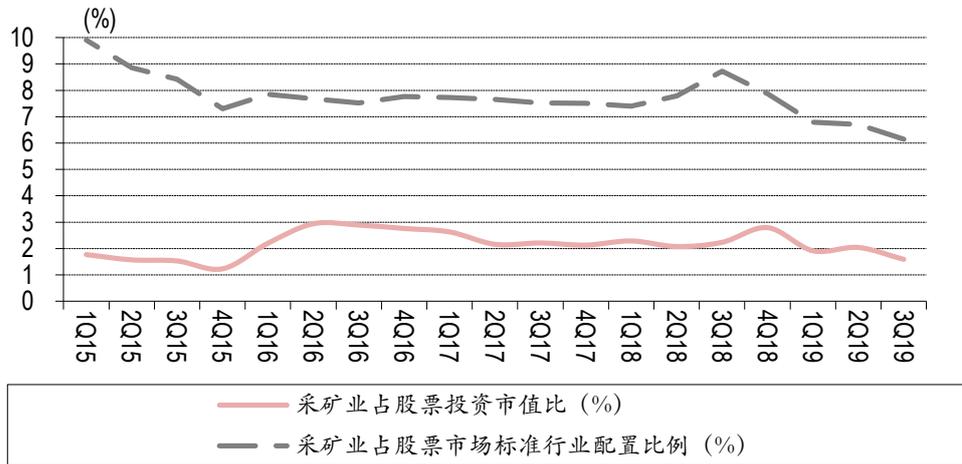
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 采矿业基金持仓占净值比例，近年新低



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 基金持仓采矿业



资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 26. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601918.SH	新集能源	未有评级	3.22	0.22	0.48	0.49	14.6	6.7	6.6
600740.SH	山西焦化	买入	6.90	1.21	0.72	1.00	5.7	9.6	6.9
600348.SH	阳泉煤业	买入	5.28	0.82	0.82	0.87	6.4	6.4	6.1
600546.SH	山煤国际	买入	6.97	0.11	0.55	0.63	63.4	12.7	11.1
601225.SH	陕西煤业	买入	8.54	1.10	1.14	1.21	7.8	7.5	7.1
600395.SH	盘江股份	未有评级	5.34	0.60	0.63	0.65	8.9	8.5	8.2
601699.SH	潞安环能	买入	6.85	0.89	1.10	1.13	7.7	6.2	6.1
600123.SH	兰花科创	未有评级	6.22	0.94	1.02	1.13	6.6	6.1	5.5
601088.SH	中国神华	未有评级	18.06	2.19	1.97	1.91	8.1	8.8	9.1
600157.SH	永泰能源	未有评级	1.41	0.06	0.07	0.08	23.5	20.1	17.6
600403.SH	大有能源	未有评级	3.93	0.38	0.41	0.43	10.3	9.6	9.1
000937.SZ	冀中能源	未有评级	3.60	0.32	0.33	0.34	11.3	10.9	10.6
000933.SZ	神火股份	未有评级	4.73	0.16	0.23	0.38	29.6	20.6	12.4
601898.SH	中煤能源	未有评级	4.90	0.40	0.37	0.43	14.5	13.3	11.4
002128.SZ	露天煤业	未有评级	8.16	1.24	1.30	1.33	6.6	6.3	6.1
600997.SH	开滦股份	未有评级	5.20	0.88	0.94	0.99	5.9	5.5	5.3
601101.SH	昊华能源	未有评级	5.37	0.59	0.60	0.65	9.1	9.0	8.3
601666.SH	平煤股份	未有评级	3.82	0.39	0.45	0.55	9.8	8.5	6.9
<b>A 股主要煤炭</b>									
<b>公司平均值</b>							<b>12.9</b>	<b>9.0</b>	<b>7.9</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019/11/07, 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