

煤炭开采行业政策点评

2020 年长协基准价维持稳定，龙头公司价值凸显

核心观点：

- **事件：**国家发改委下发 2020 年煤炭中长期合同相关通知，与去年基本一致。11 月 28 日，国家发改委下发《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，从进一步规范中长期签订的价、量、履约等方面做出安排。整体来看，相比《2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，在签约价格、长协数量以及履约形式等方面要求基本一致。
- **价格：**年度长协基准价维持稳定，其他合同煤定价也与 19 年一致。文件要求煤电双方应继续参照“基准价+浮动价”的定价机制，其中基准价方面，下水煤合同基准价由双方根据市场供需缺口协商确定，对协商不一致的，仍按 2019 年度水平执行。而浮动价方面，主要结合环渤海煤炭价格指数、CCTD 秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定，与去年文件一致。此外，文件继续要求完善各种中长期合同价格机制，针对季度、月度以及外购煤中长期合同定价也与去年要求一致，原则上规定在绿色区间运行，成本较高的外购煤不超过黄色区间上限（上限即 600 元/吨）。
- **数量：**中长期合同数量较 19 年合理增加，年协月协未明确规定。文件对于合同数量要求变化不大，中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源或采购量的 75% 以上，较 2019 年水平有合理增加（2019 年要求是不能低于上年水平）。通知再次明确不得采取违法捆绑、搭售等形式签订中长期合同，与 2019 年文件要求一致，关于年度、月度和现货等销售结构及数量，具体执行仍待观察。
- **运力及履约：**履约要求有所提高，产运需中长期合同不低于上年。文件要求合同一经签订必须严格履行，中长期合同全年履约率不低于 90%（与 19 年要求一致），同时今年文件新增对季度履约率要求不低于 80%。而对产运需中长期合同，文件要求合同数量不低于去年，并提出加大浩吉、瓦日铁路的倾斜力度。此外文件新增提到：经铁路部门确认运力的年度供需合同，日常中确属难以执行的，经产运需三方同意，可进行交易，增加了中长期合同的灵活性；以及发挥全国煤炭交易中心的作用。
- **行业观点：**长协基准价维持稳定好于预期，煤企盈利及现金流稳健性持续提升，龙头公司价值显现。总体来看，我们认为本次 2020 年中长期合同工作通知，维持了此前政策的持续性和连贯性，在 5500 基准价以及年协月协结构方面也维持了平稳的原则，好于市场此前预期。同时，对履约率要求提高也有助于煤企盈利稳健性提升，特别是季度间业绩波动可能减小。
行业方面，我们认为 2020 年煤炭市场价格有望维持绿色区间运行，中枢价格或在 535-570 元/吨之间。今年以来在煤价下降背景下煤炭企业盈利保持小幅增长（我们覆盖的 28 家煤炭开采公司前三季度合计归母净利润和扣非后净利分别为 827 亿元和 761 亿元，同比增长 11.3% 和 7.0%，神华、陕煤等公司业绩均好于预期），表明多数公司盈利受市场价格波动影响并不大。中长期看煤炭供需基本平衡，龙头公司的业绩也有望维持稳定。今年以来煤炭行业关注度较低，但煤价下跌行业的现金流盈利表明行业龙头公司的韧性较强，以神华为代表的公司 PB 已降至低于 1 的水平，处于历史最底部，未来板块估值有望提升。建议重点关注：中国神华、陕西煤业、兖州煤业、潞安环能等行业白马龙头。
- **风险提示：**宏观经济超预期下滑，下游需求低于预期，进口煤过快增长，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

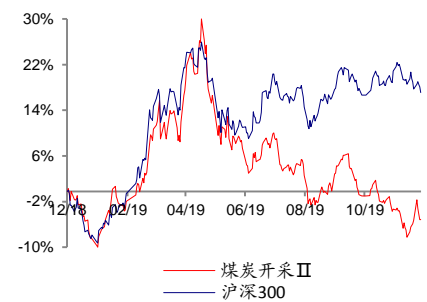
前次评级

买入

报告日期

2019-12-01

相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋炜



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：秦港中低 2019-11-24

卡煤价延续小幅上涨，龙头

公司价值显现

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	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
			收盘	报告日期		价值	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
			价				(元/股)							
中国神华	601088.SH	RMB	17.21	2019/10/29	买入	23.00	2.30	2.30	7.48	7.48	0.92	0.82	12.23	10.92
陕西煤业	601225.SH	RMB	8.48	2019/10/30	买入	11.06	1.16	1.23	7.28	6.92	1.47	1.30	20.15	18.81
兖州煤业	600188.SH	RMB	9.39	2019/10/28	买入	13.90	1.74	1.78	5.40	5.28	0.75	0.68	13.79	12.80
潞安环能	601699.SH	RMB	6.92	2019/11/22	买入	9.80	0.98	1.06	7.08	6.52	0.74	0.67	10.53	10.25
中国神华	01088.HK	HKD	15.16	2019/10/29	买入	19.70	2.30	2.30	5.92	5.92	0.73	0.65	12.23	10.92
兖州煤业股份	01171.HK	HKD	6.92	2019/10/28	买入	10.50	1.74	1.78	3.58	3.50	0.49	0.45	13.79	12.80

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

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

表 1: 2019和2020年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知比较

政策文件	2020年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知	2019年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知
发布单位	国家发改委	国家发改委
发布时间	2019年11月28日	2018年11月27日
价格——年度定价机制	<p>总体要求: 煤电双方应继续参照“基准价+浮动价”定价机制, 协商确定中长期合同价格。对双方协商能够达成一致意见的, 按双方商定的意见执行, 如双方不能达成一致意见, 应按以下原则执行:</p> <p>基准价, 下水煤合同基准价由双方根据市场供需情况协商确定, 对协商不一致的, 仍按2019年度水平执行; 铁路直达煤合同基准价由下水煤基准价格扣除运杂费后的坑口平均价格和供需双方2019年月度平均成交价格综合确定, 两类价格权重各占50%。</p> <p>浮动价, 下水煤合同与铁路直达煤合同的浮动价, 均可结合环渤海煤炭价格指数, CCTD秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定。</p>	<p>总体要求: 煤电双方应继续参照“基准价+浮动价”定价机制, 协商确定中长期合同价格。对双方协商能够达成一致意见的, 按双方商定的意见执行, 如双方不能达成一致意见, 应按以下原则执行:</p> <p>基准价, 下水煤合同基准价由双方根据市场供需情况协商确定, 对协商不一致的, 仍按不高于2018年度水平执行; 铁路直达煤合同基准价由下水煤基准价格扣除运杂费后的坑口平均价格和供需双方2018年月度平均成交价格综合确定, 两类价格权重各占50%。</p> <p>浮动价, 下水煤合同与铁路直达煤合同的浮动价, 均可结合环渤海煤炭价格指数, CCTD秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定。</p>
价格——季度、月度及其他定价机制	<p>季度、月度以及外购煤中长期合同等均应按年度中长期合同价格机制执行, 价格原则上应稳定在《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》(发改运行〔2016〕2808号)规定的绿色区间内。对确因采购成本较高的外购煤长协, 价格应不超过黄色区间上限。</p>	<p>各种中长期合同形式, 包括季度长协、月度长协以及外购煤长协等均应按照本通知明确的年度长协价格机制执行, 价格原则上应稳定在《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》(发改运行〔2016〕2808号)规定的绿色区间以内。对外购煤长协确因采购成本较高的, 价格应不超过黄色区间上限。</p>
签订数量	<p>总体要求: 及早签订数量相对固定、价格机制明确的煤炭中长期合同, 支持签订2年及以上量价齐全的中长期合同, 鼓励多签有运力保障的三方中长期合同。</p> <p>签约数量: 中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上, 较2019年水平有合理增加, 鼓励引导新投产煤矿签订更高比例的中长期合同。</p> <p>特别要求: 合同的数量、质量、价格机制、违约责任等内容应规范完整、真实有效, 不得脱离生产经营实际, 签订虚假合同。不得采取违法捆绑、搭售等形式签订中长期合同。</p>	<p>总体要求: 及早签订数量相对固定、价格机制明确的中长期合同, 鼓励支持更多签订2年及以上量价齐全的中长期合同, 鼓励产运需三方不断创新衔接方式, 多签直购直销合同和有运力保障的三方合同。</p> <p>签约数量: 中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上, 且不能低于上年水平。</p> <p>特别要求: 合同的数量、质量、违约责任等内容应规范完整、真实有效, 不得脱离生产经营实际和现有铁路港口运输能力, 不得违法采取捆绑签订的方式增加电力等用户企业采购成本。</p>
履约水平	<p>煤炭产运需企业要切实增强诚信意识, 合同一经签订必须严格执行, 中长期合同季度履约率不低于80%、全年履约率不低于90%。鼓励按照均衡原则将年度中长期合同分解到月, 铁路、港航企业优先安排运力。根据实际情况, 经铁路部门确认运力的年度供需合同, 日常中确属难以执行的, 经产运需三方同意, 可进行交易。</p>	<p>煤炭产运需企业要切实增强诚信意识, 合同一经签订必须严格履行, 全年中长期合同履约率应不低于90%。鼓励按照均衡原则将年度中长期合同分解到月, 并报铁路部门备案优先安排运力。为促进产运需平稳运行, 旺季煤炭企业每月合同执行量、淡季电力等重点用煤企业每月合同接收量原则上应不低于全年平均水平。</p>

数据来源: 国家发改委、广发证券发展研究中心

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。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

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。