

## 煤炭开采行业

### 2020 年投资策略：四问四答看煤炭

#### 核心观点：

- **问题 1：能源及煤炭需求还有潜力么？**过去 30 年在全球经济增速回落，能源需求仍维持约 2% 的复合增速，且与 GDP 增速呈中位数约 0.5 的弹性系数，其中煤炭主要下游电力行业弹性更高。过去 20 年中国能源结构中煤炭占比仅小幅下降，煤炭能源需求以稳为主，未来 2-3 年需求有望维持基本平稳。作为占比最高的煤炭下游，电力需求弹性比整体能源需求弹性更高。
- **问题 2：从供需和政策看，煤价会大幅下降么？**2019 年煤价下行符合预期，我们预计 2020-2022 年煤炭需求增速整体在 1-2%，而供给端预计年产量增长约 5000-6000 万吨，与需求增长基本匹配。2020 年长协中枢价格仍维持 535 元/吨，综合考虑供需我们认为未来三年供需基本平衡略宽松，煤价或小幅下跌至 535-570 元/吨中位水平。
- **问题 3：煤企企业盈利和分红可以持续么？**从煤价来看，由于长协销售占比提升以及产地供需格局向好，虽然港口市场煤价小幅下行，但多数上市公司煤价影响不大，包括神华、陕煤、兖煤等公司销售价格基本持平；从盈利看，煤炭上市公司占全行业产量约 30%，基本属于全行业盈利最好的资产，在煤价平稳或略下行的预期下，价格和盈利更具有稳定性，其中部分资源好成本较低的公司优势更为明显；从现金流看，2016 年以来煤炭上市公司经营性现金流也恢复至历史较好水平，资本开支相比高点也下降 50%，表明除了盈利企业现金流能力提升更为明显；从估值看，按照目前盈利煤炭板块分红收益率仅低于钢铁板块，而考虑到未来几年盈利和现金流稳健性较高，整体股息率有望维持在 5.0% 左右，在市场利率下行趋势下，煤炭板块特别是龙头公司价值凸显。
- **问题 4：如何评估煤企的效率和估值？**从经营效率看，相比较国际油气龙头，国内煤炭龙头公司盈利和现金流稳健性较高，经营效率也更高。特别是在能源景气度较低的 2015 和 2016 年，半数以上的油气公司出现亏损，而神华在最低点 ROE 仍达到 5% 以上。此外，以神华、陕煤为代表的国内煤炭公司历史上 ROE 明显高于多数油气公司，而资产负债率则更低；从估值看，目前多数国际能源龙头公司 PE(TTM) 在 10-20 倍之间变动，而国内煤炭公司多数处于 5-9 倍水平，估值处于历史低位。此外，国际能源公司目前 PB 在 1-2 倍之间变动，而按照历史记账净资产更为低估的国内煤炭公司 PB 则下降至 1 倍以内。
- **总体结论：稳盈利高股息，龙头公司价值凸显，重点关注神华、陕煤、兖煤、潞安等行业白马龙头。**2019 年以来煤价整体下降，但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。第 3 季度各公司整体归母净利润环比增长 6.4%），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。而和海外主流能源公司相比，国内煤炭龙头公司经营效率高，盈利能力强，估值折价程度也更高。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：**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

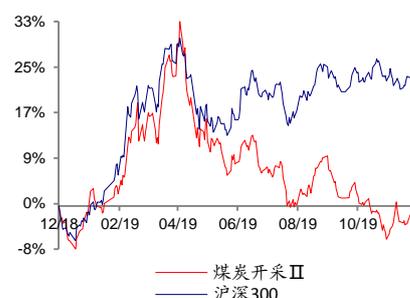
前次评级

买入

报告日期

2019-12-16

#### 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：

宋伟



SAC 执证号：S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

#### 相关研究：

煤炭开采行业周报：电厂日耗 2019-12-08

同环比继续改善，产业链库存压力减小，龙头公司价值显现

煤炭开采行业周报：煤价整体 2019-12-01

延续平稳，2020 年中长期合同基准价维持稳定，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(%)	
			收盘价	报告日期		价值	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
			价					(元/股)						
中国神华	601088.SH	RMB	17.28	2019/10/29	买入	23.00	2.30	2.30	7.51	7.51	0.92	0.82	12.23	10.92
陕西煤业	601225.SH	RMB	8.58	2019/10/30	买入	11.06	1.16	1.23	7.37	7.00	1.48	1.32	20.15	18.81
兖州煤业	600188.SH	RMB	9.46	2019/10/28	买入	13.90	1.74	1.78	5.44	5.32	0.75	0.68	13.79	12.80
潞安环能	601699.SH	RMB	6.91	2019/11/22	买入	9.80	0.98	1.06	7.07	6.51	0.74	0.67	10.53	10.25
中国神华	01088.HK	HKD	15.5	2019/10/29	买入	19.70	2.30	2.30	6.06	6.06	0.74	0.66	12.23	10.92
兖州煤业股份	01171.HK	HKD	7.01	2019/10/28	买入	10.50	1.74	1.78	3.63	3.55	0.50	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

## 目录索引

一、问题 1: 能源及煤炭需求还有潜力么? .....	6
(一) 全球: 过去 30 年能源需求稳健增长, 与 GDP 成 0.3-0.8 弹性系数 .....	6
(二) 国内: 能源消费弹性系数有所下降, 但仍维持 2-3% 增速 .....	7
(三) 增长: 预计全球能源维持小幅增长, 中国为重要增长点 .....	8
(四) 能源结构: 过去 20 年煤炭占比仅小幅下降, 煤炭能源需求以稳为主 .....	11
二、问题 2: 从供需和政策看, 煤价会大幅下降么? .....	14
(一) 近两年回顾: 供给稳健需求回落, 煤价中枢虽小幅回落但整体好于预期 .....	14
(二) 中长期预判: 未来几年供需维持基本平衡, 煤价延续中高位运行 .....	17
三、问题 3: 煤企企业盈利和分红可以持续么? .....	22
(一) 煤价: 2017 年以来长协煤价延续平稳, 多数上市公司商品煤综合售价受港口 市场煤价变化影响小 .....	22
(二) 盈利: 龙头公司盈利稳健性高, 其他公司历史负担消化后, 盈利能力也有望 继续加强 .....	24
(三) 现金流: 被市场忽视, 多数公司经营性现金流净额处于 2010 年以来最好水平 .....	25
(四) 分红: 板块整体股息率高, 分红政策稳定, 龙头公司价值凸显 .....	28
四、问题 4: 如何评估煤企的效率和估值? .....	30
(一) 经营效率: 国内煤炭公司盈利能力强, 资本结构也更健康 .....	30
(二) 估值: 目前国内煤炭公司估值处于底部区域, 相比较历史估值折价也更明显 .....	34
(三) 股息率: 国内煤炭龙头平均股息率在 5.0% 以上, 对标国际能源龙头也毫不逊 色 .....	36
五、总体结论: 稳盈利高股息, 龙头公司价值凸显, 重点关注神华、陕煤、兖煤、潞安等 行业白马龙头 .....	38
风险提示 .....	40

## 图表索引

图 1: 全球一次能源增速和 GDP 增速表现出相近的趋势	6
图 2: 全球能源需求弹性整体处在 0.2-0.9 之间	7
图 3: 中国能源需求和 GDP 的增长趋势相近, 表现出一定的周期性	7
图 4: 中国能源需求弹性整体呈下降趋势	8
图 5: 2011-2050 年 EIA 对全球能源消费预期及其增速	8
图 6: 2010-2040 年 BP 对全球能源消费预期及其增速	9
图 7: 2015-2050 年 EIA 对中国能源消费预期及其增速	11
图 8: 2015-2040 年 BP 对中国能源消费预期及其增速	11
图 9: 近 30 年来看, 煤炭需求占比变化较小, 仅小幅下降	11
图 10: 煤炭在我国能源结构中占据主要的地位, 近年来煤炭占比略下降	12
图 11: 中国电力需求稳健增长	12
图 12: 煤炭供给和主要下游产量同比增速变化	15
图 13: 2019 年以来港口动力煤价中枢小幅回落 (单位: 元/吨)	16
图 14: 2019 年产地焦煤价格中枢整体保持基本平稳 (单位: 元/吨)	16
图 15: 2019 年以来房地产开发投资韧性较强	18
图 16: 2020 年稳增长预期下, 基建投资有望继续修复	18
图 17: 神华年度长协价格在 550-580 元/吨之间窄幅波动 (单位: 元/吨)	22
图 18: 2018 年以来山西焦煤长协价格也高位维稳 (单位: 元/吨)	23
图 19: 行业整体盈利处于历史中位水平 (单位: 亿元)	24
图 20: 行业上市公司整体盈利更优 (单位: 亿元)	24
图 21: 煤炭行业目前股息率处于各行业前列, 仅略低于钢铁 (单位: %)	28
表 1: 2011-2050 年 EIA 对全球各地区能源消耗预期 (千兆英热单位)	9
表 2: 1995-2040 年 BP 对全球各地区能源消耗预期 (百万吨油当量)	10
表 3: 近 30 年我国总发电量及结构变化 (单位: 亿千瓦时)	13
表 4: 2019 年以来港口和产地代表煤种价格 (单位: 元/吨, 更新至 12 月 13 日)	16
表 5: 全国和各省区产量和产能数据 (单位: 亿吨)	19
表 6: 2014-2022 年行业供需平衡表 (单位: 亿吨)	19
表 7: 2019 和 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知比较	21
表 8: 2010 年以来市场煤价和主流上市公司商品煤综合售价变化 (单位: 元/吨)	23
表 9: 2010-2019 年主要煤炭上市公司净利润概况 (单位: 亿元)	24
表 10: A 股各板块经营性现金流净额概况 (单位: 亿元)	26
表 11: 2010-2019 年主要煤炭上市公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元)	27
表 12: 2010-2019 年行业代表性公司计划资本开支和实际完成情况 (单位: 亿元)	

.....	27
表 13: 2010-2018 年主流煤企分红概况.....	28
表 14: 国际能源行业主要公司盈利概况 (单位: 亿元, 人民币, 更新至 2019 年 12 月 13 日) .....	30
表 15: 国际能源行业主要公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元, 人民币) .....	31
表 16: 国际能源行业主要公司 ROE 概况 (单位: 亿元, 人民币) .....	32
表 17: 国际能源行业主要公司资产负债率概况 (单位: 亿元, 人民币) .....	33
表 18: 国际能源行业主要公司 PE(TTM)估值概况 .....	34
表 19: 国际能源行业主要公司 PB(MRQ)估值概况 .....	35
表 20: 国际能源行业主要公司股息率概况 .....	37
表 21: 煤炭上市公司盈利预测 .....	40

## 一、问题 1：能源及煤炭需求还有潜力么？

我们的观点：

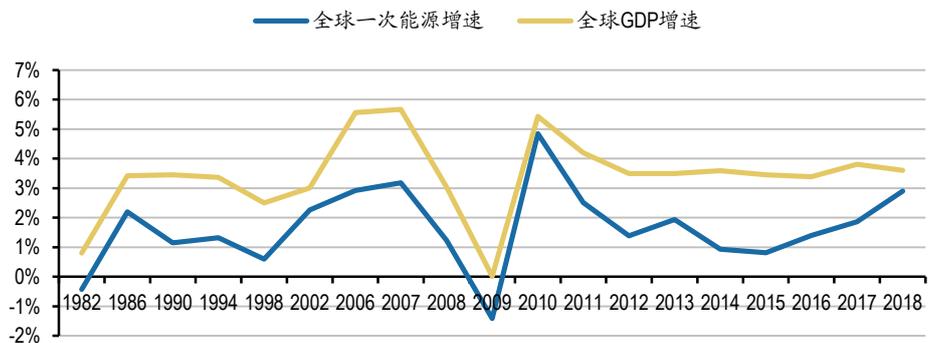
1. 过去30年在全球经济增速回落后，能源需求仍维持约2%的复合增速；根据EIA和BP等权威机构预测，未来30年预计全球能源维持小幅增长，中国为重要增长点。
2. 全球和中国能源需求增速与GDP增速呈正相关关系，经济下行后维持中位数约0.5的弹性系数，未来20年中国能源需求将维持中位数1.5%的增速。
3. 过去20年全球及中国煤炭在一次能源消费结构占比均在下降，但中国资源条件决定煤炭将长期为最重要资源，预计未来10-20年能源结构变化仅负面影响煤炭增速约-0.5%。
4. 作为占比最高的煤炭下游，电力需求弹性比整体能源需求弹性更高。2003-2011年，我国经济还处于高速增长阶段，整体电力需求弹性在1.1左右。2012年以来随着经济增速平稳回落，目前电力需求弹性也回落到约0.71，但2012-2018年间社会用电量复合增速仍达到5.5%，明显高于全部一次能源增速（2.6%）。

### （一）全球：过去 30 年能源需求稳健增长，与 GDP 成 0.3-0.8 弹性系数

根据BP统计数据，2018年全球一次能源需求为138.64亿吨油当量，同比增长达2.9%。过去30年（1988-2018年）全球能源需求复合增速达到1.9%，虽然相比前一阶段（1965-1988年）复合增速3.3%略有下降，但整体仍维持了较稳健的增长。其中仅2019年由于GDP下降至约0.0%，能源需求负增长至-1.4%。

分析全球GDP与能源需求的历史增速，可以发现全球能源需求总量与经济发展相关，且表现出一定的周期性。除了部分阶段如1982年发生的世界经济危机、1990年日本经济危机和海湾战争、1998年的亚洲金融风暴、2008年全球金融危机，能源需求降低至1%以内的增速外，大部分年份能源需求增速稳定在1-5%。并且，弹性系数方面来看，全球能源需求弹性整体处在0.3-0.8区间内震荡。

图 1：全球一次能源增速和GDP增速表现出相近的趋势



数据来源：英国石油公司官网，广发证券发展研究中心

图 2: 全球能源需求弹性整体处在0.2-0.9之间

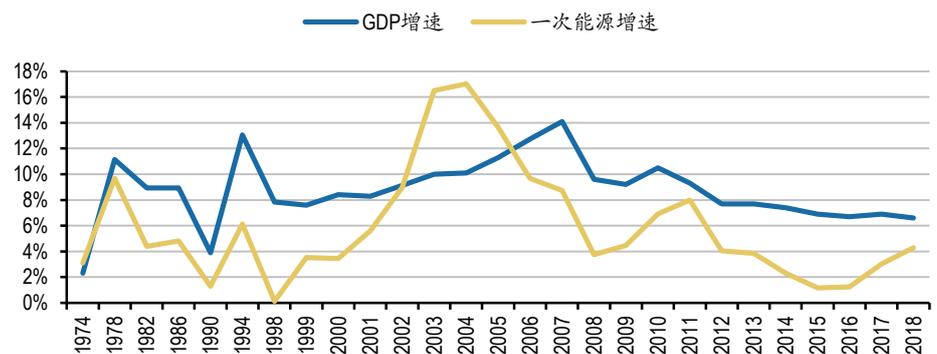


数据来源: 英国石油公司官网, 广发证券发展研究中心

## (二) 国内: 能源消费弹性系数有所下降, 但仍维持 2-3% 增速

2018年中国的一次能源需求为32.74亿吨油当量, 同比增长4.3%, 中国地区占全球能源消费量的24%和全球能源消费增长的34%。2012年以来国内GDP增速略有下行, 能源需求复合增速也下降至2.6%, 相比2002年-2012年复合增速9.2%有所下降, 但相比全球GDP及能源增速仍较高。而从能源需求增长与GDP增速弹性来看, 在经济增速下台阶后, 弹性系数也维持在0.4-0.6的水平。

图 3: 中国能源需求和GDP的增长趋势相近, 表现出一定的周期性



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 中国能源需求弹性整体呈下降趋势

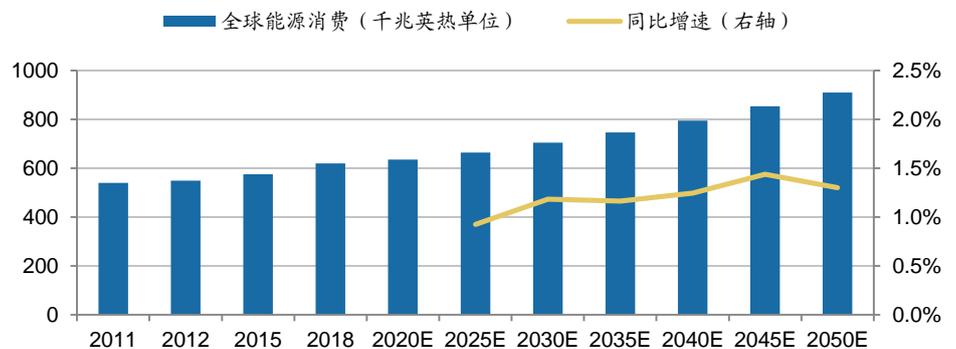


数据来源: 英国石油公司官网, 广发证券发展研究中心

### (三) 增长: 预计全球能源维持小幅增长, 中国为重要增长点

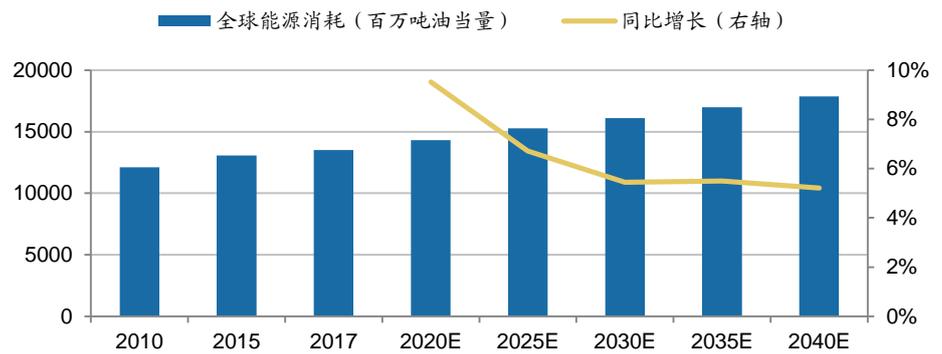
预计随着人口和经济的不断增长, 预计未来能源需求将继续保持小幅上升趋势。EIA在《2019年全球能源未来展望》中预期2050年全球能源消费为910.7千兆英热单位, 为2018年能源消费的1.5倍, 复合增速约1.2%。BP在《2019年能源展望》中认为未来能源需求将进一步上升, 但上升速度有所放缓。预计2040年, 全球能源消费178.7亿吨油当量, 2017-2040年复合增速约1.2%。

图 5: 2011-2050年EIA对全球能源消费预期及其增速



数据来源: 美国能源信息署官网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2010-2040年BP对全球能源消费预期及其增速



数据来源: 英国石油公司官网, 广发证券发展研究中心

分地区来看, EIA和BP均认为全球能源消费的主动力来源于非OECD成员国(中国、印度为主)。18年非OECD成员国总能源消费为370.6千兆英热单位, 占全球能源消费的比重为59.8%, EIA预计2040年其能源消费会达到526.7千兆英热单位, 占全球能源消费的比重为66.3%。非OECD国家的能源消费在2018-2050年期间增加了近70%, 而OECD国家的能源消费仅增加了15%。BP预计非OECD成员国2040年总能源消费为121.5亿吨油当量, 占全球的比重为68.0%。

非OECD成员国以中国、印度、中东为例, 他们的人口增长仍保持较快的增速, 经济发展潜力巨大, 未来对于能源的需求也会随之提高。EIA预计2040年, 中国、印度能源需求分别达195.5和83.7千兆英热单位, 占全球能源的比重为21.5%和9.2%。BP预计2040年中国、印度能源需求分别达4017和1928百万吨油当量, 占全球能源的比重为22.5%和10.8%。

OECD成员国的经济已经发展到一定的程度, 预期未来随着能源效率提高, 能源密集型产业增长减少, 对能源的需求增长也会进一步放缓。EIA和BP均预计未来美国、欧盟等发达国家能源需求缓慢小幅上升, 基本保持平稳态势。

综合来看, 按照BP和EIA的预计, 中国能源需求未来10-20年将维持稳健增长, 复合增速达到1.2%-1.5%的水平, 占全球能源需求比重也将持续提升。

表 1: 2011-2050 年 EIA 对全球各地区能源消耗预期 (千兆英热单位)

时间	2011	2012	2015	2018	2020E	2025E	2030E	2035E	2040E	2045E	2050E
中国	109.4	115	133.1	149.1	156.7	166.2	175.7	185.7	195.5	208.9	217.9
yoy%		5.1%	5.0%	3.8%	2.5%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	0.8%
印度	25	26.2	28.4	35.2	37.4	44.9	55.9	69.3	83.7	102.3	120.3
yoy%		4.8%	2.7%	7.4%	3.1%	3.7%	4.5%	4.4%	3.8%	4.1%	3.3%
美国	96.8	94.4	97.5	99.8	99.8	99.0	98.8	98.9	100.7	103.0	106.0
yoy%		-2.5%	1.1%	0.8%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%
OECD 欧洲	82	81.4	79.8	83.3	84.3	85.9	88.6	90.1	92.8	95.8	99.3
yoy%		-0.7%	-0.7%	1.5%	0.6%	0.4%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%
非洲	20.1	21.5	22.7	24.5	25.5	28.1	31.4	35.3	39.9	45.1	51.4
yoy%		7.0%	1.8%	2.6%	2.0%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%

俄罗斯	30.9	32.1	30.2	31.8	31.5	30.7	31.4	31.8	32.1	32.9	33.1
yoy%		3.9%	-2.0%	1.7%	-0.4%	-0.6%	0.5%	0.3%	0.1%	0.5%	0.1%
巴西	14.8	15.2	14.9	16.4	16.9	18.0	19.0	19.9	20.7	21.7	22.5
yoy%		2.7%	-0.7%	3.2%	1.5%	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%
日本	21.2	20.8	19.6	20.2	19.7	19.3	19.4	19.5	19.5	19.4	19.5
yoy%		-1.9%	-2.0%	1.0%	-1.3%	-0.4%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%
韩国	11.3	11.4	11.7	13.0	12.9	13.9	14.8	15.6	16.3	17.3	18.6
yoy%		0.9%	0.9%	3.6%	-0.5%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%
其他	129.0	131.3	137.5	146.7	150.3	159.0	170.2	181.0	193.7	207.3	222.1
yoy%		1.8%	1.5%	2.2%	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>全球能源消费</b>	<b>540.5</b>	<b>549.3</b>	<b>575.4</b>	<b>620.0</b>	<b>635.0</b>	<b>664.9</b>	<b>705.2</b>	<b>747.2</b>	<b>794.9</b>	<b>853.7</b>	<b>910.7</b>
yoy%		1.6%	1.6%	2.5%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%

数据来源：美国能源信息署官网、广发证券发展研究中心

表 2: 1995-2040 年 BP 对全球各地区能源消耗预期 (百万吨油当量)

时间	1995	2000	2005	2010	2015	2017	2020E	2025E	2030E	2035E	2040E
中国	891	1011	1803	2491	3010	3132	3462	3694	3839	3956	4017
yoy%		2.6%	12.3%	6.7%	3.9%	2.0%	3.4%	1.3%	0.8%	0.6%	0.3%
美国	2070	2260	2301	2236	2227	2235	2278	2280	2260	2239	2223
yoy%		1.8%	0.4%	-0.6%	-0.1%	0.2%	0.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
印度	252	317	394	538	687	754	860	1065	1300	1597	1928
yoy%		4.7%	4.4%	6.4%	5.0%	4.7%	4.5%	4.4%	4.1%	4.2%	3.8%
欧盟	1678	1748	1836	1775	1649	1689	1694	1651	1577	1520	1475
yoy%		0.8%	1.0%	-0.7%	-1.5%	1.2%	0.1%	-0.5%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
中东	352	415	554	714	848	897	956	1092	1215	1308	1391
yoy%		3.3%	5.9%	5.2%	3.5%	2.8%	2.1%	2.7%	2.2%	1.5%	1.2%
非洲	243	273	327	387	429	449	492	585	700	842	1019
yoy%		2.4%	3.6%	3.4%	2.1%	2.3%	3.1%	3.5%	3.7%	3.8%	3.9%
俄罗斯	656	613	640	668	677	698	713	718	728	741	750
yoy%		-1.3%	0.9%	0.9%	0.3%	1.6%	0.7%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%
巴西	157	188	210	264	299	294	317	368	410	451	485
yoy%		3.7%	2.2%	4.6%	2.6%	-0.8%	2.5%	3.0%	2.2%	1.9%	1.5%
其他	2265	2530	2828	3047	3234	3362	3531	3812	4066	4327	4578
yoy%		2.2%	2.3%	1.5%	1.2%	2.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%
<b>全球能源消耗</b>	<b>8565</b>	<b>9356</b>	<b>10894</b>	<b>12119</b>	<b>13060</b>	<b>13511</b>	<b>14304</b>	<b>15264</b>	<b>16095</b>	<b>16980</b>	<b>17866</b>
yoy%		1.8%	3.1%	2.2%	1.5%	1.7%	1.9%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%

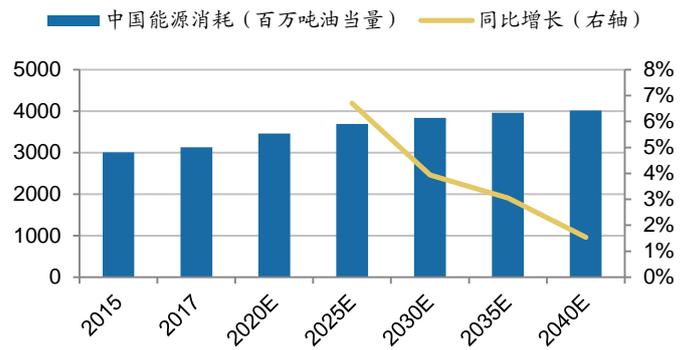
数据来源：英国石油公司官网、广发证券发展研究中心

图 7: 2015-2050年EIA对中国能源消费预期及其增速



数据来源: 美国能源信息署官网, 广发证券发展研究中心

图 8: 2015-2040年BP对中国能源消费预期及其增速

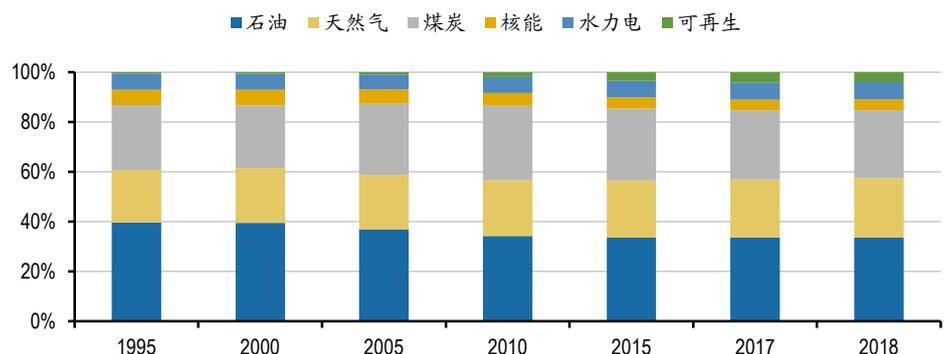


数据来源: 英国石油公司官网, 广发证券发展研究中心

#### (四) 能源结构: 过去 20 年煤炭占比仅小幅下降, 煤炭能源需求以稳为主

从全球一次能源需求的结构来看, 石油、天然气和煤炭占比合计达80%以上, 其中煤炭的需求占比自2010年以来微降, 从29.8%微降至27.2%, 煤炭能源整体的需求仍以稳定为主; 石油长期为需求最大的能源, 占比达到30%以上, 石油的占比从1995年-2010年呈下降趋势, 从39.6%下降到了34.2%, 2011年-2018年又平稳在33.5%左右; 天然气的占比自2005年开始呈上升的趋势, 从21.7%增长到了18年的23.9%; 可再生能源需求过去经历了较快增长, 但占比仍不高, 从1995年的0.5%提升到了2018年的4.1%。

图 9: 近30年来看, 煤炭需求占比变化较小, 仅小幅下降

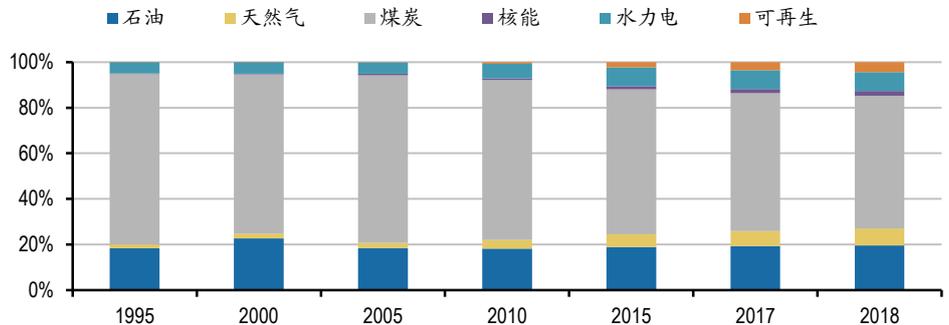


数据来源: 英国石油公司官网, 广发证券发展研究中心

分析中国能源需求的结构, 煤炭在能源结构中占主要地位, 这是由我国资源禀赋特征“多煤、贫油、少气”条件决定的。过去30年煤炭需求占比下降, 自1995年的74.7%下降到2018年的58.2%, 累计下降16.5个百分点, 但年复合影响增速仅约0.6个百分点, 对煤炭需求增长影响并不大, 而天然气由1995年的1.7%提高到2018年

的7.4%，水电由1995年的4.8%提高到2018年的8.3%。

图 10: 煤炭在我国能源结构中占据主要的地位，近年来煤炭占比略下降

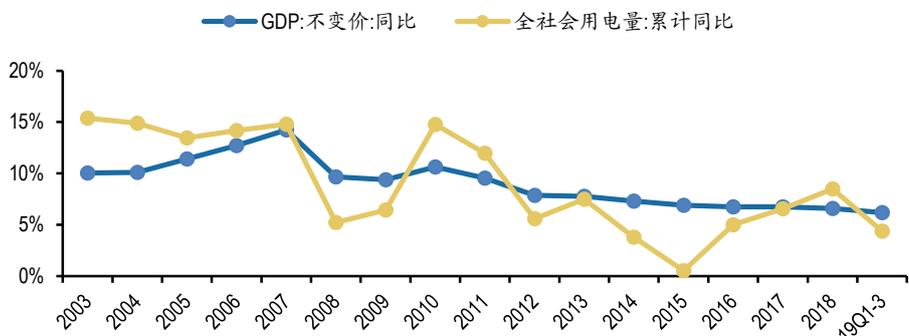


数据来源：英国石油公司官网，广发证券发展研究中心

作为煤炭行业的重要下游，相比全部一次能源，国内电力需求显示了更高的以及更稳健的增长。2018年和2019年前10月国内社会用电量增速分别为8.5%和4.4%，从电力需求的弹性来看，2003-2011年，我国经济还处于高速增长阶段，年均GDP增速接近11%，而年均社会用电量增速超过12%，整体电力需求弹性在1.1左右。2012年以来随着经济增速平稳回落，目前电力需求弹性也回落到约0.71，但2012-2018年间社会用电量复合增速仍达到5.5%，明显高于全部一次能源增速（2.6%）。

从发电结构来看，作为我国主体电源，火电发电量占比历史上曾高达84.2%，而近年来受能源结构调整、新能源发电占比提升等影响，2019年前10月占比已回落到71.6%，不过从火电发电量来看，历史上除2012年水电装机投产规模较大，对火电冲击较大外，火电发电量延续平稳增长趋势，特别是2012-2018年火电发电量复合增速也达到4.7%。

图 11: 中国电力需求稳健增长



数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

表 3: 近30年我国总发电量及结构变化 (单位: 亿千瓦时)

	发电量						发电量结构占比				
	总发电量	火电	水电	其他			火电	水电	其他		
				总计	核电	风电			总计	核电	风电
1989	5,795.7	4,623.4	1,171.8	0.5			79.8%	20.2%	0.0%		
1990	6,146.3	4,900.4	1,245.3	0.6			79.7%	20.3%	0.0%		
1991	6,711.0	5,471.4	1,241.5	-			81.5%	18.5%	-		
1992	7,446.9	6,137.3	1,300.2	9.4			82.4%	17.5%	0.1%		
1993	8,158.5	6,668.2	1,460.0	30.3			81.7%	17.9%	0.4%		
1994	9,090.4	7,240.0	1,703.7	146.7			79.6%	18.7%	1.6%		
1995	9,860.9	7,860.5	1,866.0	134.4			79.7%	18.9%	1.4%		
1996	10,549.1	8,567.1	1,831.0	151.1			81.2%	17.4%	1.4%		
1997	11,045.0	8,990.1	1,873.4	181.6			81.4%	17.0%	1.6%		
1998	11,387.5	9,290.2	1,949.4	148.0			81.6%	17.1%	1.3%		
1999	11,984.9	9,868.7	1,967.3	148.9			82.3%	16.4%	1.2%		
2000	13,256.4	10,866.8	2,211.7	177.8			82.0%	16.7%	1.3%		
2001	14,808.0	11,767.5	2,380.4	660.1	174.7		79.5%	16.1%	4.5%	1.2%	
2002	16,540.0	13,287.6	2,879.7	372.6	259.1		80.3%	17.4%	2.3%	1.6%	
2003	19,105.8	15,421.3	2,836.8	847.7	433.4		80.7%	14.8%	4.4%	2.3%	
2004	22,033.1	17,701.7	3,535.4	795.9	500.1		80.3%	16.0%	3.6%	2.3%	
2005	25,002.6	20,473.4	3,970.2	559.1	530.9		81.9%	15.9%	2.2%	2.1%	
2006	27,557.5	23,188.8	3,783.2	585.5	534.4		84.1%	13.7%	2.1%	1.9%	
2007	32,086.8	27,012.6	4,343.3	731.0	621.3		84.2%	13.5%	2.3%	1.9%	
2008	34,047.0	27,857.4	5,276.9	912.7	683.9	130.8	81.8%	15.5%	2.7%	2.0%	0.4%
2009	36,506.2	29,814.2	5,545.0	1,147.1	692.6	276.1	81.7%	15.2%	3.1%	1.9%	0.8%
2010	41,412.6	33,253.4	6,621.7	1,537.5	738.8	494.0	80.3%	16.0%	3.7%	1.8%	1.2%
2011	46,036.7	38,137.3	6,107.8	1,791.6	863.5	740.6	82.8%	13.3%	3.9%	1.9%	1.6%
2012	48,187.5	37,867.0	7,595.0	2,725.5	974.0	1,030.5	78.6%	15.8%	5.7%	2.0%	2.1%
2013	52,451.1	42,152.5	7,890.5	2,408.0	1,106.3	1,401.1	80.4%	15.0%	4.6%	2.1%	2.7%
2014	56,495.8	42,337.3	10,643.4	3,515.1	1,325.4	1,599.0	74.9%	18.8%	6.2%	2.3%	2.8%
2015	56,184.0	42,102.0	9,960.0	4,122.0	1,707.9	1,853.0	74.9%	17.7%	7.3%	3.0%	3.3%
2016	59,111.2	43,957.7	10,518.4	4,635.1	2,127.3	2,419.7	74.4%	17.8%	7.8%	3.6%	4.1%
2017	62,758.2	46,115.0	10,819.0	5,824.2	2,480.7	3,046.0	73.5%	17.2%	9.3%	4.0%	4.9%
2018	67,914.2	49,794.7	11,027.5	7,092.0	2,944.0	3,660.0	73.3%	16.2%	10.4%	4.3%	5.4%
19M1-10	58,741.7	42,041.4	10,012.6	6,687.7	2,826.0	3,250.0	71.6%	17.0%	11.4%	4.8%	5.5%

数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

## 二、问题 2: 从供需和政策看, 煤价会大幅下降么?

我们的观点:

1. 2019年煤价下行符合预期, 主要由于需求增速回落, 而供给端虽有部分产能释放但安监力度整体较严。
2. 预计2019-2022年煤炭行业需求小幅增长, 增速整体在1-2%, 增长主要来自电力和化工需求, 而供给端, 考虑到在建产能和淘汰落后产能, 预计年产量增长约5000-6000万吨, 跟需求基本匹配。
3. 2020年长协中枢价格仍维持535元/吨, 综合考虑供需, 我们认为2020年供需基本平衡略宽松, 煤价或小幅下跌至约540-560元/吨中位水平(2019年均价约590元/吨), 而2021-2022年或基本维持平稳。

(一) 近两年回顾: 供给稳健需求回落, 煤价中枢虽小幅回落但整体好于预期

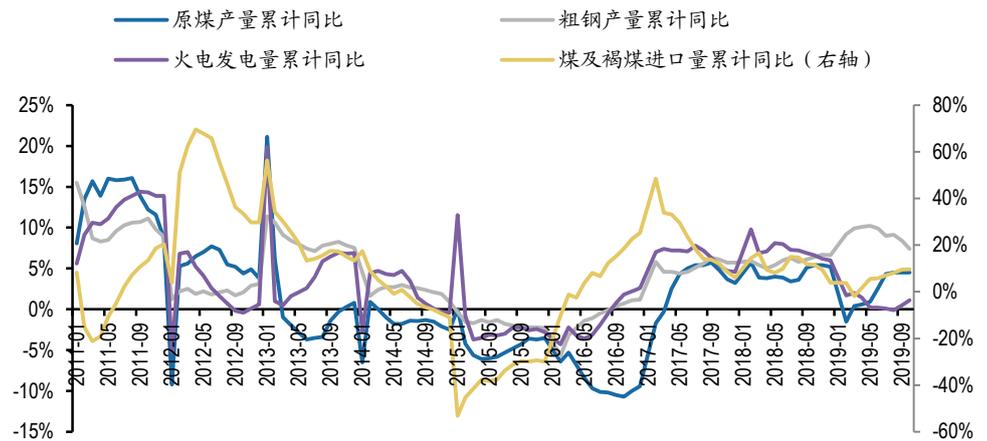
1. 供需: 今年上半年供给阶段性偏紧, 下半年以来供需趋于宽松, 临近年底有所改善

需求: 前10月火电总体表现低于预期, 9月以来明显改善, 钢铁、建材等行业耗煤延续小幅增长。年初以来, 一方面由于经济下行, 社会用电量增速放缓; 另一方面由于来水较好, 水电出力增加, 前8月火电发电量累计同比下降0.1%。9月以来随着水电出力减小, 火电发电量增速由负转正, 前10月累计同比增长1.1%(9月和10月单月火电发电量增速分别为6.0%和5.9%)。而其他下游行业均维持较高增速, 其中粗钢和水泥前10月产量同比增长7.4%和5.8%(2018全年增速分别为6.6%和3.0%)。

根据煤炭工业协会的统计, 今年前10个月全国煤炭消费量约32.47亿吨, 同比增长0.8%, 其中, 电力行业耗煤17.13亿吨, 同比增长1.0%; 钢铁行业耗煤5.36亿吨, 同比增长4.3%; 建材行业耗煤4.25亿吨, 同比增长2.7%; 化工行业耗煤2.38亿吨, 同比增长1.5%。

供给: 下半年供给释放有所加快, 9月以来进口量环比开始明显回落。年初陕西榆林地区煤矿发生安全事故, 上半年陕西榆林煤矿复产进度较慢、陕蒙地区煤管票管控较严, 产地供给维持偏紧状态, 下半年以来随着产地煤矿基本恢复正常, 前10月全国原煤产量累计同比增长4.5%。进口方面, 下半年来由于进口煤政策较为宽松, 同时进口煤价差优势较明显, 进口煤增量相对较大, 前11月进口2.99亿吨, 累计同比增长10.2%(2017和2018全年进口分别为2.71和2.81亿吨), 但9月以来环比开始明显回落(8-11月单月进口量分别为3295/3029/2569/2078万吨)。

图 12: 煤炭供给和主要下游产量同比增速变化



数据来源: 国家统计局、海关总署、广发证券发展研究中心

## 2. 价格: 年初以来煤价略超预期, 港口动力煤价中枢下滑, 产地煤价表现坚挺

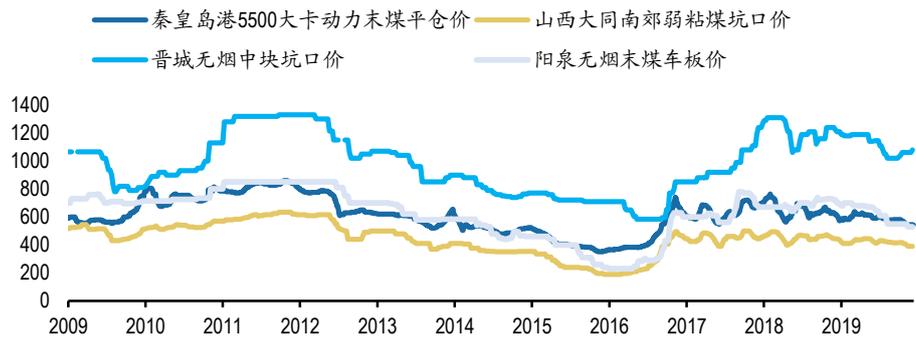
**动力煤:** 全年港口煤价中枢回落, 产地价格整体保持基本平稳。今年以来供需弱平衡格局下, 煤价中枢小幅回落, 秦港5500大卡动力末煤均价为590元/吨, 相比较18年全年均价647元/吨下降约8.8%, 11月以来煤价整体保持平稳, 价格波动范围仅约2元/吨。产地方面, 各主产地煤价表现略有分化, 代表性产地煤价变化整体保持基本平稳, 其中山西地区受港口煤价变化影响较大, 内蒙地区煤价降幅在1-2%左右, 而陕西受年初榆林矿难影响, 部分煤种供需偏紧, 煤价同比还有小幅提升。

**炼焦煤:** 港口和产地均价同比仅有小幅下跌, 近期煤价逐步企稳。由于下游钢铁和焦炭价格和盈利下滑, 对上游原材料价格打压力度加大, 采购需求放缓, 下半年以来焦煤价格弱势回落。不过11月以来由于山西地区发生重大煤矿安全事故, 安监力度加大, 产地焦煤供需好转, 焦煤价格逐步企稳。从代表性煤种来看, 由于今年煤价前高后低, 港口和产地均价同比仅小幅下降2.1%和1.1%。

**无烟煤:** 年初以来煤价回落幅度较大, 4季度块煤价格表现较好。由于下游化肥化工行业需求表现偏弱, 主要化肥化工产品价格高位回落, 无烟煤价承压下行。4季度由于民用需求启动, 块煤价格表现较好, 山西晋城、阳泉地区均价环比上涨约1.5%。

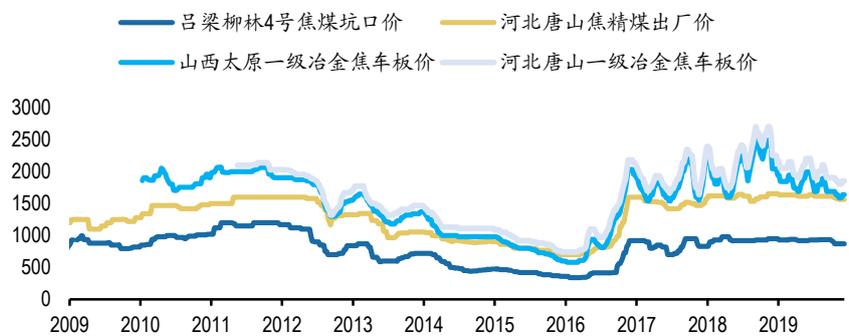
**焦炭:** 价格弹性仍较大, 近期焦炭价格稳中有升。年初以来焦企维持高开工, 受下游钢企利润和采购节奏影响, 焦炭价格波动仍相对较大, 主产地均价同比下降约11%。近期由于前期钢价上涨钢厂盈利改善, 钢企对原料价格上涨接受意愿提高, 焦炭价格延续稳中有升。

图 13: 2019年以来港口动力煤价中枢小幅回落 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 2019年产地焦煤价格中枢整体保持基本平稳 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 2019 年以来港口和产地代表煤种价格 (单位: 元/吨, 更新至 12 月 13 日)

产地	煤种	年初价格	当前价格	年初至今涨幅	18 年均价	19 年均价	同比涨跌幅	19Q1 均价	19Q2 均价	19Q3 均价	19Q4 均价	环比涨幅
<b>港口煤价</b>												
秦港 5500	动力煤	577	543	-5.9%	647	590	-8.8%	602	609	586	555	-5.2%
环渤海指数	动力煤	569	550	-3.3%	571	574	0.6%	574	578	577	566	-1.9%
京唐港主焦	炼焦煤	1,880	1,520	-19.1%	1,764	1,727	-2.1%	1,867	1,776	1,693	1,534	-9.4%
<b>产地煤价</b>												
大同南郊	弱粘煤	435	390	-10.3%	454	420	-7.4%	421	433	422	401	-4.9%
内蒙包头	精煤末煤	464	456	-1.7%	504	502	-0.6%	510	521	502	469	-6.7%
霍林郭勒	褐煤	368	328	-10.9%	339	331	-2.2%	353	327	317	327	3.1%
陕西榆林	动力块煤	500	515	3.0%	503	547	8.7%	526	580	554	527	-4.9%
<b>动力煤平均</b>				<b>-5.0%</b>			<b>-0.4%</b>					<b>-3.3%</b>
太原古交	2 号焦煤	1,800	1,370	-23.9%	1,636	1,619	-1.0%	1,756	1,662	1,597	1,418	-11.2%
吕梁柳林	4 号焦煤	1,760	1,400	-20.5%	1,645	1,605	-2.4%	1,746	1,650	1,573	1,410	-10.3%
河北唐山	焦精煤	1,655	1,565	-5.4%	1,612	1,615	0.2%	1,635	1,624	1,615	1,577	-2.3%
山东兖州	气精煤	1,185	900	-24.1%	1,055	1,046	-0.9%	1,098	1,111	1,030	924	-10.2%
河南平顶山	1/3 焦煤	1,500	1,510	0.7%	1,462	1,506	3.0%	1,500	1,504	1,510	1,510	0.0%

贵州水城	焦精煤	1,600	1,430	-10.6%	1,582	1,500	-5.2%	1,580	1,485	1,486	1,430	-3.8%
<b>炼焦煤平均</b>				<b>-14.0%</b>			<b>-1.1%</b>					<b>-6.3%</b>
山西阳泉	无烟中块	1,210	1,080	-10.7%	1,214	1,115	-8.2%	1,187	1,162	1,045	1,060	1.4%
山西晋城	无烟中块	1,190	1,060	-10.9%	1,193	1,095	-8.2%	1,167	1,142	1,025	1,040	1.5%
山西阳泉	无烟末煤	760	610	-19.7%	763	693	-9.3%	758	735	645	621	-3.7%
山西晋城	无烟末煤	690	530	-23.2%	691	620	-10.2%	688	665	575	541	-5.9%
<b>无烟煤平均</b>				<b>-16.1%</b>			<b>-9.0%</b>					<b>-1.7%</b>
河北唐山	一级冶金焦	2,150	1,850	-14.0%	2,230	1,990	-10.7%	2,072	2,056	1,959	1,847	-5.7%
山西临汾	一级冶金焦	1,990	1,690	-15.1%	2,122	1,833	-13.7%	1,915	1,896	1,805	1,685	-6.7%
山东潍坊	一级冶金焦	2,120	1,820	-14.2%	2,224	1,960	-11.9%	2,042	2,025	1,935	1,811	-6.4%
安徽淮北	一级冶金焦	2,540	1,950	-23.2%	2,368	2,175	-8.1%	2,317	2,165	2,160	2,033	-5.9%
<b>焦炭平均</b>				<b>-16.6%</b>			<b>-11.1%</b>					<b>-6.2%</b>

数据来源: Wind、煤炭资源网、广发证券发展研究中心

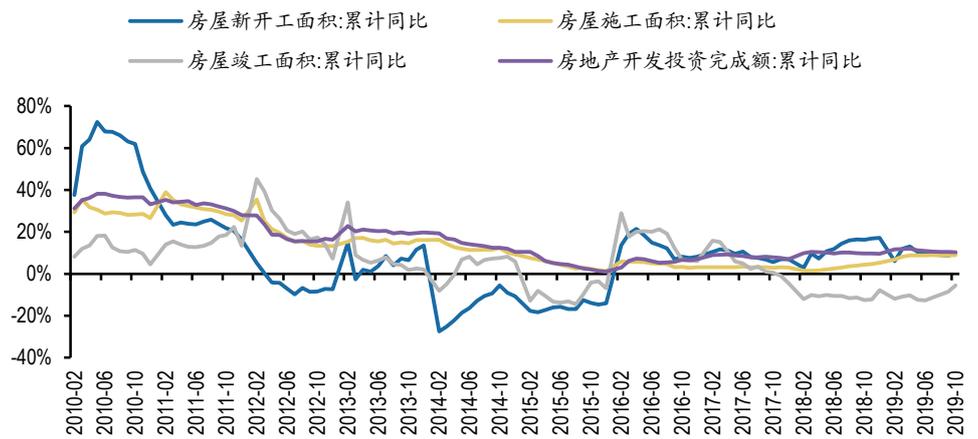
## (二) 中长期预判: 未来几年供需维持基本平衡, 煤价延续中高位运行

### 1. 需求: 宏观经济下行+能源结构调整预期下, 煤炭消费增速回落, 但消费量有望延续小幅增长

根据IMF预测, 2020-2022年中国GDP增速分别为5.82%、5.90%和5.70%, 在宏观经济增速下行预期下, 同时考虑到能源结构调整, 煤炭消费占比下降, 我们预计煤炭下游需求增速回落, 但消费量仍有望维持小幅增长, 总体我们预计2020-2022年煤炭消费量增速分别1.9%/1.9%/1.8%。其中:

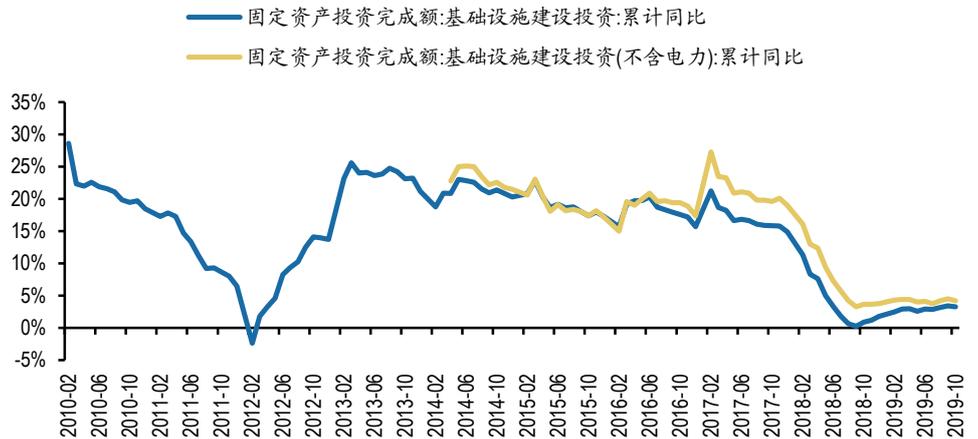
- ◇ **动力煤方面**, 煤电占动力煤消费结构比重在60%左右, 根据国家电力规划研究中心预测, “十四五”、“十五五”期间我国全社会用电量平均增速分别为4.9%、3.2%。而根据国网能源研究院预测, 我国煤电装机容量仍将经历十年左右小幅增长阶段, 将在2030年前后达峰, 峰值约为12-14亿千瓦, 而煤电由电量供应主体逐渐转变为电力供应和调峰主体, 将在我国电力系统中发挥“压舱石”作用, 煤电发电量达峰时间早于装机达峰两年左右。同时, 结合全球能源需求及电力需求弹性来看, 中长期国内电力行业消费弹性系数有望维持在0.5以上, 煤电发电量中位数增速也有望维持在约2%。
- ◇ **焦煤方面**, 2019年以来, 房地产投资表现持续好于预期, 前10月房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、房屋施工面积累计同比增长10.3%、10.0%和9.0% (2018全年增速分别为9.5%、17.2%和5.2%), 显示房地产投资韧性较强。基建投资方面, 2018年下半年以来, 在逆周期调节政策作用下, 基建投资开始逐步改善。根据广发宏观团队的研究观点, 目前稳增长政策还在继续, 估计基建投资增速在未来几个季度内将逐步修复, 逐渐靠近名义GDP的增速。此外, 根据发达国家经验, 当GDP增速下台阶后, 各国粗钢产量仍维持0-3%的增速。总体来看, 中长期焦煤需求也有望得到支撑。

图 15: 2019年以来房地产开发投资韧性较强



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16: 2020年稳增长预期下, 基建投资有望继续修复



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

## 2. 供给: 行业产能过剩状况明显改善, 未来3年产能和产量增加有限

近几年由于安监和环保监管趋严, 在产产能和在产产能均逐步规范。从新建产能来看, 内蒙、陕西和山西是新增产能的主要来源, 而湖南、黑龙江、河南、安徽、河北、山东等东中部地区, 由于去产能进展较快、资源衰减等原因, 近几年产能和产量下降也较快。中长期我国原煤生产向晋陕蒙新等主产地集中, 而东中部地区原煤生产和消费的不平衡趋势预计也更加突出。

根据国家能源局数据, 2018年底在建煤矿可贡献增量的产能约8亿, 剔除已联合试运转煤矿形成产能煤矿约5亿吨, 同时考虑部分整合矿投产困难, 以及超产治理, 预计未来新增产能约3.5亿吨, 而去产能仍有较大空间, 30万吨以下潜在去产能可能达到1.2亿吨, 此外120万吨以下煤矿产量整体限制, 考虑未来潜在去产能空间预计未来3年年均产能增加仅约5000万吨, 2019/2020/2021年供给端增速分别为1.7%/1.1%/1.3%, 供需总体处于基本平衡状态。

表 5: 全国和各省区产量和产能数据 (单位: 亿吨)

产能	2015	2016	2017	2018	18-17 增	18-15 增	产量		产量-产能		18 年 在建产能			
							17 年	18 年	17 年	18 年	在建 产能	已试 运转	在建 新增	已试 运转
<b>全国</b>	<b>35.0</b>	<b>34.6</b>	<b>33.4</b>	<b>35.3</b>	<b>1.9</b>	<b>0.2</b>	<b>34.5</b>	<b>35.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>	<b>10.6</b>	<b>3.7</b>	<b>8.0</b>	<b>3.1</b>
山西	8.9	9.5	9.0	9.6	0.6	0.8	8.5	8.9	-0.5	-0.7	3.1	0.7	1.8	0.4
内蒙古	7.6	7.8	8.2	8.5	0.3	1.0	8.8	9.3	0.6	0.7	2.8	1.2	2.5	1.1
陕西	3.9	3.7	3.8	4.4	0.6	0.6	5.7	6.2	1.9	1.8	1.8	1.1	1.5	1.0
新疆	0.7	0.7	0.6	1.6	1.0	0.9	1.7	1.9	1.1	0.3	0.2	0.0	0.2	0.0
贵州	1.7	1.7	1.5	1.6	0.0	-0.2	1.7	1.4	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.0
山东	1.7	1.5	1.5	1.5	-0.1	-0.2	1.3	1.2	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
河南	1.6	1.7	1.6	1.5	-0.1	-0.1	1.2	1.1	-0.4	-0.3	0.2	0.0	0.1	0.0
安徽	1.5	1.5	1.4	1.3	-0.1	-0.2	1.2	1.2	-0.3	-0.2	0.1		0.1	
黑龙江	1.1	1.1	1.0	0.9	-0.1	-0.2	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.3		0.2	
宁夏	0.8	0.8	0.7	0.7	-0.0	-0.1	0.7	0.7	0.0	0.0	0.5	0.4	0.5	0.4
<b>其他</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-2.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>

数据来源: 国家统计局、国家能源局、广发证券发展研究中心

表 6: 2014-2022 年行业供需平衡表 (单位: 亿吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>需求端-分煤种</b>	<b>41.2</b>	<b>39.7</b>	<b>37.5</b>	<b>38.2</b>	<b>38.6</b>	<b>39.2</b>	<b>40.0</b>	<b>40.7</b>	<b>41.5</b>
<b>需求增速</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.8%</b>
其中: 电力行业	-3.4%	-6.2%	0.3%	5.4%	5.7%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
化工行业	18.0%	8.4%	4.2%	5.0%	1.4%	8.0%	8.0%	8.0%	6.0%
建材行业	-1.1%	-8.0%	-0.6%	-3.2%	-1.4%	6.0%	2.0%	2.0%	2.0%
冶金行业	-1.4%	-3.6%	-1.4%	1.4%	-1.6%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>供给端</b>	<b>41.6</b>	<b>39.5</b>	<b>36.7</b>	<b>37.9</b>	<b>38.3</b>	<b>40.1</b>	<b>40.5</b>	<b>41.0</b>	<b>41.5</b>
<b>产量</b>	<b>38.7</b>	<b>37.5</b>	<b>34.1</b>	<b>35.2</b>	<b>35.5</b>	<b>36.9</b>	<b>37.5</b>	<b>38.0</b>	<b>38.5</b>
<b>产量增速</b>		<b>-3.5%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>
其中: 动力煤	29.1	30.3	27.5	28.7	29.6	30.9	31.5	32.0	32.5
增速			-9.0%	4.3%	3.0%	4.5%	2.0%	1.5%	1.5%
炼焦原煤	11.7	12.2	10.8	10.9	10.9	11.1	11.0	11.0	10.9
炼焦精煤	4.6	4.8	4.3	4.5	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4
增速			-10.4%	2.7%	-2.4%	2.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
无烟块煤	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
无烟和贫煤喷吹煤	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>进口量</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
<b>供需缺口 (需求-供给) *</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>

数据来源: 国家统计局、煤炭工业协会、煤炭资源网、海关总署、广发证券发展研究中心

**3. 价格：2020年各煤种长协基准价维持平稳，市场煤价中枢有望延续中高位运行**

**动力煤方面**，11月底，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，特别是年度长协基准价维持稳定，履约要求有所提高。我们认为2020年港口5500大卡动力煤市场价格有望维持在绿色区间运行，中枢价格或在535-570元/吨之间。

**炼焦煤方面**，根据煤炭资源网报道，11月19日，煤钢焦企业巨头齐聚广西南宁，参加2020年煤钢焦中长期合同洽谈衔接会。据悉，广西长协会议明确山西焦煤集团2020年长协价格维持稳定。由于焦煤行业集中度相对更高，主要八大焦煤企业议价能力较强，长协煤价维持稳定也对市场煤价形成有力支撑。

表 7: 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><b>总体要求:</b> 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><b>基准价,</b> 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><b>浮动价,</b> 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><b>总体要求:</b> 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><b>基准价,</b> 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><b>浮动价,</b> 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><b>总体要求:</b> 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><b>签约数量:</b> 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><b>特别要求:</b> 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><b>总体要求:</b> 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><b>签约数量:</b> 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><b>特别要求:</b> 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

### 三、问题 3：煤企企业盈利和分红可以持续么？

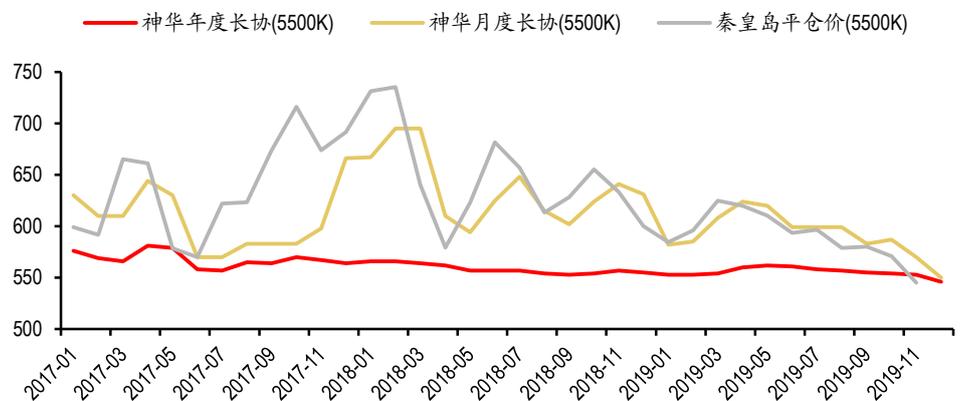
1. 由于长协销售占比提升以及产地供需格局向好，虽然港口市场煤价小幅下行，但多数上市公司煤价影响不大，包括神华、陕煤、兖煤等公司销售价格基本持平。
2. 煤炭上市公司占全行业产量约30%，基本属于全行业盈利最好的资产，在煤价平稳或略下行的预期下，价格和盈利更具有稳定性，其中部分资源好成本较低的公司优势更为明显。
3. 2016年以来煤炭上市公司经营性现金流也恢复至历史较好水平，资本开支相比高点也下降50%，表明除了盈利企业现金流能力提升更为明显。
4. 按照目前盈利煤炭板块分红收益率仅低于钢铁板块，而考虑到未来几年盈利和现金流稳健性较高，整体股息率有望维持在5.0%左右，在市场利率下行趋势下，煤炭板块特别是龙头公司价值凸显。

#### （一）煤价：2017 年以来长协煤价延续平稳，多数上市公司商品煤综合售价受港口市场煤价变化影响小

相比较市场煤价变化，2017年以来各代表性煤种长协煤价变化其实并不大，神华5500大卡动力煤年度长协价在550-580元/吨之间窄幅波动，而山西焦煤长协价近2年来高位维稳。

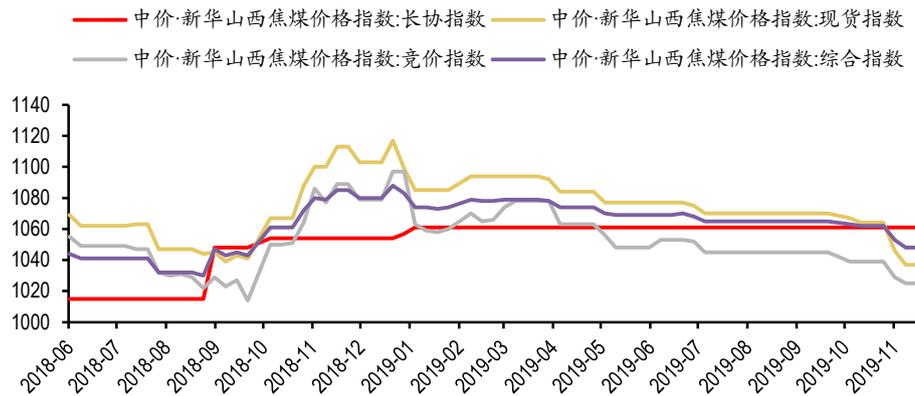
从主流上市公司实现的商品煤综合售价来看，由于长协占比高或者处于产地，煤价变化受港口市场价变化影响小。2019年前三季度，港口5500大卡动力煤均价相比较2018全年均价下降约50元/吨，但上市公司中多数煤价波动不大，如中煤、阳煤降幅在10-20元/吨，神华、兖煤基本稳定，陕煤均价略有上涨。

图 17：神华年度长协价格在550-580元/吨之间窄幅波动（单位：元/吨）



数据来源：Wind、煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图 18: 2018年以来山西焦煤长协价格也高位维稳 (单位:元/吨)



数据来源: Wind、新华网、广发证券发展研究中心

表 8: 2010年以来市场煤价和主流上市公司商品煤综合售价变化 (单位: 元/吨)

煤价/公司名称	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-3
港口动力煤——秦皇岛港 5500 卡平仓价	746	819	701	589	517	411	475	638	647	598
港口动力煤——环渤海动力煤 5500 大卡		817	704	590	522	427	460	585	571	577
港口炼焦煤——京唐港山西产主焦煤			1490	1193	999	818	969	1555	1,764	1775
产地动力煤——山西大同南郊弱粘煤价	535	608	542	439	366	255	297	452	454	455
产地动力煤——内蒙古霍林郭勒褐煤坑口价	173	224	230	190	146	112	160	306	339	332
产地动力煤——陕西榆林动力块煤坑口价	428	567	564	515	333	292	338	536	503	554
产地炼焦煤——山西太原古交 2 号焦煤车板价	1436	1522	1458	1197	907	695	811	1442	1,636	1666
产地炼焦煤——山西吕梁柳林 4 号焦煤	1482	1675	1459	1153	876	699	863	1433	1,645	1652
产地炼焦煤——河北唐山焦精煤出厂价	1439	1571	1471	1138	934	788	946	1501	1,612	1624
产地无烟煤——晋城无烟中块坑口价	957	1314	1181	962	802	729	676	976	1,214	1137
产地无烟煤——晋城无烟末煤坑口价	660	842	749	564	465	383	425	714	763	719
<b>主要煤炭价格</b>										
中国神华	409	436	428	391	351	293	317	425	429	426
兖州煤业	579	617	511	427	806	480	439	501	548	555
中煤能源	456	500	468	422	367	294	350	493	508	498
陕西煤业			369	308	261	189	233	370	373	396
西山煤电	710	809	705	578	463	361	407	663	675	-
潞安环能					434	317	341	542	565	-
阳泉煤业	489	548	513	426	347	242	259	400	437	411

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 盈利: 龙头公司盈利稳健性高, 其他公司历史负担消化后, 盈利能力也有望继续加强

**全行业:** 受益于煤价的快速提升和高位运行, 近年来煤炭行业收入和盈利也得到大幅改善。根据国家统计局数据, 2015-2018年行业规模以上企业利润总额分别为441、1091、2959和2888亿元(对应销售利润率分别为1.8%、4.7%、11.6%和12.8%), 其中2018年盈利距离历史高点2011年(4342亿元)仍有30%以上的差距。而2019年前10月, 行业盈利达2419亿元, 同比下降2.1%, 目前行业盈利恢复到2012-2013年水平。

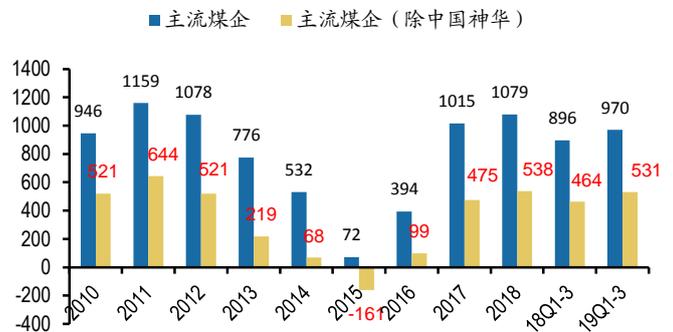
**上市公司:** 相比较全行业和集团公司, 上市公司资产质量普遍较好, 同时负担也更轻。2016年以来, 上市公司盈利改善也相对更明显, 我们关注的26家主流煤企2018年合计净利润(1078亿元)已恢复到2011-2012年的水平, 仅次于盈利最好的2011年(1159亿元)。

展望未来1-2年, 龙头公司中国神华一体化运营、煤炭长协占比高(年度+月度长协接近90%); 陕西煤业所在产地煤价受港口市场煤价影响小, 未来几年煤炭产量还有增量, 浩吉铁路开通后打开华东地区销售市场, 公司业绩盈利稳健性均较高。而其他公司过去几年历史负担基本消化完毕, 2018年盈利相比较历史最高平均还有约40-50%的差距, 预计2019年以后即使煤价下滑盈利能力也有望继续加强。

图 19: 行业整体盈利处于历史中位水平(单位: 亿元)



图 20: 行业上市公司整体盈利更优(单位: 亿元)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 9: 2010-2019年主要煤炭上市公司净利润概况(单位: 亿元)

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
<b>动力煤</b>											
中国神华	425.06	515.07	557.07	557.07	463.73	232.64	295.36	540.5	540.41	432.15	438.93
陕西煤业	82.59	136.77	104.85	62.7	28.12	-23.5	43.8	157.26	159.29	132.03	131.23
兖州煤业	90.13	86.44	55.84	2.99	18.58	8.31	22.93	78.62	106.56	75.03	89.89
中煤能源	75.71	103.05	100.1	42.96	12.22	-20.64	29.32	44.46	62.28	63.78	87.63
露天煤业	15.4	16.56	15.75	9.14	6.22	5.33	8.27	17.63	20.38	15.16	21.30
新集能源	12.5	13.45	13.37	0.13	-19.71	-25.63	2.84	1.15	4.07	10.23	20.88
山煤国际	13.49	16.69	14.97	7.09	-15.91	-22.64	6.54	10.88	14.12	14.50	14.58

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

大同煤业	20.85	22.75	9.5	-8.56	6.64	-18.29	4.58	13.81	11.77	11.10	10.73
恒源煤电	9.57	10.2	7.47	3.26	0.3	-13.75	0.4	11.1	12.23	6.89	7.18
上海能源	13.49	14.33	9.35	1.35	0.16	-0.3	4.13	3.15	5.82	7.27	6.22
靖远煤电	0.57	0.71	4.47	4.28	3.32	1.8	2.22	5.53	5.73	4.93	3.84
大有能源	0.09	14.08	18.71	12.06	0.97	-14.51	-20.67	4.19	6.19	6.80	1.26
郑州煤电	1.27	1.73	5.66	2.11	1.63	-6	-5.56	8.55	3.9	3.60	0.65
安源煤业	0.45	0.35	3.33	2.14	0.7	0.02	-21.43	-7.18	0.61	0.79	-0.92
<b>炼焦煤</b>											
淮北矿业	-	-	-	-	-	-	-	33.54	39.47	28.84	29.17
潞安环能	33.43	33.4	20.5	11.66	7.47	-0.42	7.1	24.66	19.41	21.08	21.45
西山煤电	27.94	30.05	19.95	12.74	3.5	2.11	4.51	18.38	21.49	17.54	19.29
开滦股份	8.76	7.95	5.12	3.21	1.6	-5.32	5.64	5.74	16.14	11.60	11.62
平煤股份	18.29	17.75	11.7	7.38	2.26	-21.41	7.08	15.4	8.83	6.13	10.20
冀中能源	24.87	30.47	23.15	11.22	-1.64	3.03	1.6	10.9	10.49	10.38	9.50
盘江股份	13.45	17.19	15.29	3.13	3.07	0.23	1.96	8.66	9.44	7.27	8.96
永泰能源	1.62	3.33	11.93	6.28	4.84	9.84	7.65	8.67	1.59	0.98	2.27
<b>无烟煤</b>											
神火股份	24.94	27.11	22.46	7.16	6.41	-0.21	4.54	16.93	20.91	2.48	22.48
阳泉煤业	8.75	13.16	9.28	5.31	1.95	0.54	0.13	7.24	8.26	15.37	16.69
昊华能源	12.38	15.68	16.78	8.76	-0.17	-1.2	-8.7	6.19	9.22	10.15	7.65
兰花科创	10.31	11.11	1.19	0.18	-4.12	-18.4	-10.25	3.06	-0.64	8.93	6.58
<b>总计</b>	<b>945.91</b>	<b>1,159.40</b>	<b>1,077.79</b>	<b>775.77</b>	<b>532.15</b>	<b>71.66</b>	<b>394</b>	<b>1,015.48</b>	<b>1,078.51</b>	<b>896.18</b>	<b>970.08</b>
<b>总计*</b>	<b>520.85</b>	<b>644.33</b>	<b>520.72</b>	<b>218.7</b>	<b>68.42</b>	<b>-160.98</b>	<b>98.64</b>	<b>474.98</b>	<b>538.1</b>	<b>464.03</b>	<b>531.15</b>

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

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

**1. 经营性现金流:** 横向比较来看, 近10年来, 煤炭板块经营性现金流净额一直处于 A 股各板块前列, 即便是行业景气度较低的 2015 年, 煤炭板块整体经营性现金流净额仍达到 741 亿元。而相比较盈利的波动, 经营性现金流其实更平稳。

具体来看, 2016 年以来, 煤炭上市公司经营性现金流改善情况普遍也较好, 多数公司 2018 年经营性现金流净额处于 2010 年以来的最好水平, 2019 年前三季度也稳中有升。2016-2018 年, 主要煤炭上市公司合计净利润从 394 亿元增长至 1079 亿元, 经营性净现金流从 1395 亿元增长至 2105 亿元, 复合增速分别达 65% 和 23%。而剔除中国神华后, 其余公司合计净利润从 99 亿元增长至 538 亿元, 经营性净现金流从 576 亿元增长至 1222 亿元, 复合增速分别达 134% 和 46%, 表明多数公司盈利和现金流都有明显改善。

**2. 资本开支:** 目前煤炭上市公司拥有的建设煤矿普遍较少, 过去 2 年部分公司资本开支略有恢复, 多数以维护性的资本开支为主, 仅有中煤、陕煤、兖煤等公司对存

续的的在建煤矿进行投资。而实际上，2012年以来主流煤企整体资本开支在持续下滑，2018年的资本开支不到2012年的一半。

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

表 10: A股各板块经营性现金流净额概况 (单位: 亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-3
CS 非银行金融	3101	1028	4471	2750	5353	4795	367	-2156	4956	9418
CS 银行	10989	17712	25749	12020	24701	57672	42968	9951	8677	5943
CS 石油石化	5086	4576	3944	4624	5371	4536	5202	5979	5801	3674
CS 电力及公用事业	1059	1043	1697	2265	2435	3043	2680	2387	2978	2802
CS 交通运输	1387	1132	1038	1055	1401	2001	1928	1975	2525	1931
<b>CS 煤炭</b>	<b>1177</b>	<b>1531</b>	<b>1223</b>	<b>890</b>	<b>876</b>	<b>741</b>	<b>1422</b>	<b>2002</b>	<b>2166</b>	<b>1432</b>
CS 基础化工	223	229	377	312	594	647	478	885	1399	977
CS 食品饮料	333	451	546	438	390	806	1095	899	1310	960
CS 钢铁	544	798	858	805	1186	739	1112	1443	1901	943
CS 家电	160	144	400	489	697	1058	788	665	1043	851
CS 电子元器件	80	104	156	278	313	549	581	832	1119	835
CS 通信	701	655	789	877	984	1129	990	1086	1336	823
CS 医药	227	187	324	339	391	596	673	719	1050	821
CS 汽车	607	460	642	790	839	1137	932	758	1130	777
CS 有色金属	180	333	361	503	556	523	583	541	1010	658
CS 建材	152	278	275	328	280	319	465	644	912	627
CS 农林牧渔	10	119	132	161	129	219	400	321	334	437
CS 轻工制造	74	66	132	124	166	58	274	330	496	357
CS 机械	412	-43	191	271	384	184	297	776	808	352
CS 传媒	90	50	101	181	213	288	290	350	474	266
CS 房地产	-878	-631	471	-754	-745	34	1689	401	2258	223
CS 综合	24	-18	102	141	92	10	61	-63	150	166
CS 餐饮旅游	53	39	64	51	52	71	118	110	129	116
CS 纺织服装	88	22	219	187	202	305	172	176	160	96
CS 电力设备	103	-182	207	212	223	426	505	94	313	49
CS 商贸零售	159	228	486	289	183	296	349	213	346	-24
CS 国防军工	21	10	-55	34	27	108	-67	94	80	-242
CS 计算机	20	59	134	115	151	264	243	174	325	-275
CS 建筑	-117	-398	325	486	880	2078	2941	943	982	-2621

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 11: 2010-2019年主要煤炭上市公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元)

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
<b>动力煤</b>											
中国神华	593.8	728.6	718.5	542.9	675.1	554.1	818.8	951.5	882.5	678.2	567.6
中煤能源	107.4	152.4	124.8	94.9	50.8	72.8	120.7	178.1	204.1	168.2	169.1
陕西煤业	114.5	151.0	49.2	59.7	1.2	-8.9	82.7	169.3	197.6	128.5	156.0
兖州煤业	62.9	189.2	81.2	29.6	56.6	28.2	64.2	160.6	224.3	126.5	148.3
新集能源	26.4	12.9	17.0	5.1	-11.9	-7.2	10.3	21.6	33.7	30.0	31.6
露天煤业	19.3	12.3	13.3	15.4	14.0	19.6	10.5	20.7	17.9	11.1	26.4
大同煤业	35.9	29.2	8.7	11.1	3.9	-15.9	26.6	29.8	35.3	25.7	19.5
上海能源	11.5	14.7	14.7	7.9	7.9	6.5	13.6	7.3	10.1	12.2	18.5
山煤国际	11.2	5.9	-6.4	11.5	9.9	5.8	39.1	54.5	37.6	12.1	16.2
恒源煤电	13.1	18.8	15.2	6.2	2.1	-2.3	19.4	27.5	23.8	12.5	12.6
靖远煤电	1.8	-0.1	1.1	4.6	0.2	-0.2	4.9	6.1	5.3	3.3	4.5
大有能源	0.4	17.3	40.6	7.3	1.0	-1.3	2.6	14.0	22.2	11.1	3.9
安源煤业	2.8	0.4	6.5	0.5	5.3	1.2	2.5	1.6	1.5	-1.0	0.7
郑州煤电	4.6	3.1	4.7	3.5	-3.1	-3.0	8.9	5.3	7.4	2.3	-0.9
<b>炼焦煤</b>											
淮北矿业								54.0	83.2	52.2	64.0
西山煤电	33.6	38.8	27.2	24.9	9.3	9.4	26.2	54.3	71.6	51.0	50.4
潞安环能	60.5	73.1	34.6	16.8	19.1	3.2	11.3	23.7	93.4	47.6	46.3
永泰能源	3.7	4.0	19.7	20.4	19.8	28.6	40.6	45.8	48.4	39.2	37.4
平煤股份	18.3	22.1	-2.9	-34.1	-25.4	-2.8	35.1	27.2	27.5	35.7	20.5
冀中能源	34.9	30.5	24.6	54.4	19.5	10.5	-2.4	42.4	31.0	23.3	20.3
开滦股份	12.2	18.6	15.7	15.0	15.1	11.8	8.9	17.9	33.2	24.3	16.8
盘江股份	11.5	23.8	14.3	9.1	7.7	5.5	-1.0	8.9	8.9	8.7	13.2
<b>无烟煤</b>											
昊华能源	8.4	10.1	8.1	3.5	1.7	-1.3	10.2	17.7	23.4	23.4	16.4
兰花科创	12.9	11.7	10.2	-3.9	0.8	0.0	0.7	13.4	21.9	11.2	8.4
神火股份	19.5	32.5	16.7	14.4	7.5	-7.4	6.1	11.0	4.2	5.5	7.7
阳泉煤业	42.8	49.4	16.8	25.8	12.1	9.8	34.2	28.7	37.6	12.0	7.4
<b>总计</b>	<b>1263.9</b>	<b>1650.6</b>	<b>1274.1</b>	<b>946.4</b>	<b>900.4</b>	<b>716.8</b>	<b>1394.9</b>	<b>1939.0</b>	<b>2104.5</b>	<b>1502.8</b>	<b>1418.7</b>
<b>总计*</b>	<b>670.1</b>	<b>922.0</b>	<b>555.6</b>	<b>403.5</b>	<b>225.3</b>	<b>162.7</b>	<b>576.0</b>	<b>987.5</b>	<b>1222.0</b>	<b>824.5</b>	<b>851.1</b>

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

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

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国神华	计划	411	362	501	675	504	369	200	350	290	271
	完成	289	396	525	480	448	354	294	262	232	-
中煤能源	计划	235	342	432	329	266	168	139	152	163	146
	完成	198	315	354	300	229	125	104	100	129	-

兖州煤业	计划	41	51	118	120	94	97	85	77	97	90
	完成	36	132	66	91	54	99	63	69	108	-
陕西煤业	计划	-	-	-	-	-	-	-	-	35	20
	完成	-	-	-	-	-	-	23	45	29	-

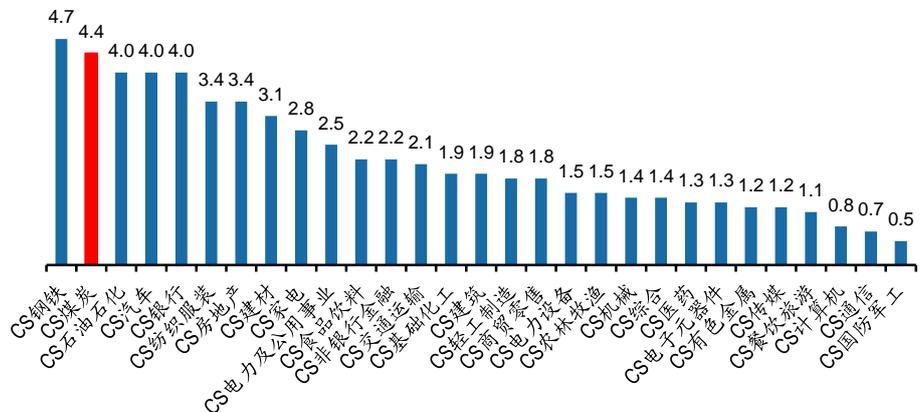
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

#### (四) 分红：板块整体股息率高，分红政策稳定，龙头公司价值凸显

目前煤炭行业平均股息率处于各行业前列，仅略低于钢铁。从各公司来看，行业龙头分红政策稳定，其中中国神华受益于一体化业务模式，抗风险能力强，分红比例稳定在40%左右，2016年进行了大比例特殊分红，截至三季度末，公司未分配利润近2300亿元，在手现金约960亿元，具备提高分红的能力。而陕西煤业、兖州煤业、中煤能源、盘江股份、潞安环能和阳泉煤业等公司近几年分红率也较稳定，兖州煤业2019年中期也进行了特殊分红。

考虑到未来几年盈利和现金流稳健性较高，整体股息率有望维持在5.0%左右，在市场利率下行趋势下，煤炭板块特别是龙头公司价值凸显。

图 21：煤炭行业目前股息率处于各行业前列，仅略低于钢铁（单位：%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 13：2010-2018年主流煤企分红概况

公司名称	分红率									股息率		
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2018A	2019 至今	最新
<b>动力煤</b>												
靖远煤电	9.4%	7.5%	11.2%	16.8%	10.3%	25.4%	20.6%	41.4%	39.9%	2.5%	3.2%	4.0%
中国神华	40.1%	39.9%	40.1%	39.6%	40.0%	39.4%	260.1%	40.2%	39.9%	9.4%	4.7%	5.1%
恒源煤电	36.9%	0.0%	35.6%	32.3%	0.0%	0.0%	0.0%	32.6%	33.6%	5.6%	5.8%	5.9%
兖州煤业	32.2%	32.5%	32.1%	7.7%	4.3%	5.7%	28.6%	34.8%	33.5%	2.9%	5.8%	16.3%

郑州煤电	0.0%	54.3%	30.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	0.0%	0.7%	1.8%
上海能源	13.6%	15.3%	31.3%	0.0%	0.0%	0.0%	16.0%	30.6%	30.6%	1.5%	2.6%	3.1%
中煤能源	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	41.5%	0.0%	25.5%	30.2%	30.1%	0.9%	1.4%	1.6%
大有能源	0.0%	45.5%	30.1%	30.0%	32.4%	0.0%	0.0%	30.4%	30.1%	1.5%	1.5%	2.1%
陕西煤业				34.4%	31.5%	0.0%	39.9%	40.0%	29.1%	3.3%	4.3%	5.2%
新集能源	29.6%	27.5%	13.8%	86.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	-	0.3%	0.3%
露天煤业	45.6%	41.4%	16.9%	14.5%	26.1%	30.6%	59.5%	27.9%	0.0%	3.4%	2.4%	4.9%
<b>炼焦煤</b>												
盘江股份	69.7%	55.0%	49.5%	103.5%	86.2%	71.3%	202.6%	66.0%	70.1%	4.4%	7.3%	6.9%
西山煤电	59.6%	22.4%	6.3%	3.0%	3.5%	4.5%	8.0%	8.0%	52.4%	0.4%	2.9%	5.2%
冀中能源	24.1%	19.0%	25.7%	19.5%	1115.2%	5.0%	144.8%	33.2%	40.5%	2.2%	2.8%	2.8%
淮北矿业								30.3%	30.6%	0.6%	2.8%	5.4%
开滦股份	14.2%	15.7%	30.4%	30.4%	31.2%	0.0%	36.8%	36.9%	30.3%	2.0%	3.3%	5.0%
潞安环能	33.5%	30.0%	30.1%	0.0%	8.2%	0.0%	31.4%	30.9%	30.1%	2.3%	3.7%	3.9%
山西焦化	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%	-	2.6%	2.9%
<b>无烟煤</b>												
阳泉煤业	10.0%	17.1%	30.1%	30.1%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	34.2%	3.6%	4.5%	5.4%
兰花科创	21.7%	20.6%	36.8%	30.0%	30.8%	832.3%	0.0%	32.2%	31.7%	1.6%	3.8%	4.8%
昊华能源	36.4%	26.9%	29.2%	31.5%	30.1%	48.3%	0.0%	30.7%	31.6%	1.1%	2.9%	3.6%
神火股份	18.1%	11.7%	28.3%	13.0%	0.0%	0.0%	13.9%	12.9%	11.9%	0.4%	0.5%	0.3%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 四、问题 4：如何评估煤企的效率和估值？

1. 相比较国际油气龙头，国内煤炭龙头公司盈利和现金流稳健性较高，经营效率也更高。特别是在能源景气度较低的2015和2016年，半数以上的油气公司出现亏损，而国内煤炭公司神华历史上年度盈利从未亏损，2015年仍实现净利润176亿元，ROE达到5%以上。神华、陕煤历史上ROE明显高于多数油气公司，资产负债率则明显低于多数油气公司，资本结构也更健康。

2. 从估值来看，目前多数国际能源龙头公司PE(TTM)在10-20倍之间变动，而国内煤炭公司多数处于5-9倍水平，估值处于历史低位。此外，国际能源公司目前PB在1-2倍之间变动，而按照历史记账净资产更为低估的国内煤炭公司PB则下降至1倍以内。

### （一）经营效率：国内煤炭公司盈利能力强，资本结构也更健康

在能源领域，作为大宗商品和传统化石燃料，煤炭和石油、天然气价格相关度较高。放眼国际能源行业，市值在人民币 800 亿元以上的公司主要以石油、天然气龙头公司为主，国内煤炭公司仅有中国神华和陕西煤业在列。

相比较国际油气龙头，国内煤炭龙头公司盈利和现金流稳健性也较高。特别是在原油行业景气度较低的 2015 和 2016 年，半数以上的油气公司出现亏损，而国内煤炭公司神华历史上年度盈利从未亏损，2015 年仍实现净利润 176 亿元，陕煤 2015 年剥离部分亏损落后矿井后，整体资产质量进一步提高，近几年盈利修复较快。

其他财务指标方面，神华、陕煤历史上 ROE 明显高于多数油气公司，显示国内煤炭公司盈利能力强。虽然处于重资产行业，神华、陕煤资产负债率则明显低于多数油气公司，资本结构也更健康。总体来看，国内煤炭公司经营效率高。

表 14：国际能源行业主要公司盈利概况（单位：亿元，人民币，更新至2019年12月13日）

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润								
			2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-3
XOM.N	埃克森美孚	20,550	2,587	2,821	1,986	1,990	1,049	544	1,288	1,430	612
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	16,095	1,948	1,671	998	910	126	317	848	1,603	1,052
CVX.N	雪佛龙	15,648	1,695	1,645	1,306	1,177	298	-34	601	1,017	674
601857.SH	中国石油	10,414	1,330	1,153	1,296	1,072	355	79	228	526	373
TTA.L	道达尔	10,076	1,002	889	711	260	330	430	564	786	613
BP_.L	BP 公司	8,919	1,619	728	1,430	231	-421	8	221	644	283
600028.SH	中国石化	6,041	732	639	661	465	324	467	512	616	442
ENB.N	安桥	5,440	62	45	36	74	12	106	149	145	-
COP.N	康菲石油	4,827	784	530	558	420	-288	-251	-56	429	458
SCL.L	斯伦贝谢	4,497	315	345	410	333	135	-117	-98	147	-741
EQNR.N	EQUINOR ASA	4,383	830	769	398	183	-277	-203	300	517	147

PSX.N	PHILLIPS 66	3,522	301	259	227	291	274	108	334	384	166
SU.N	森科能源公司	3,437	266	176	224	142	-93	22	232	166	-
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>3,437</b>	<b>448</b>	<b>477</b>	<b>457</b>	<b>368</b>	<b>161</b>	<b>227</b>	<b>450</b>	<b>439</b>	<b>371</b>
KMI.N	金德摩根	3,210	37	20	73	63	16	49	12	110	112
EOG.N	EOG 能源	3,081	69	36	134	178	-294	-76	169	235	148
VLO.N	瓦莱罗能源	2,703	132	131	166	222	259	159	266	214	96
MPC.N	马拉松原油	2,670	151	213	129	154	185	81	224	191	155
CNQ.N	加拿大自然资源	2,560	163	120	130	207	-30	-10	125	131	-
OXY.N	西方石油	2,363	427	289	360	38	-508	-40	86	284	33
ET.N	ENERGY TRANSFER	2,346	20	19	12	39	77	21	62	116	-
OKE.N	欧尼克	2,120	23	23	16	19	16	24	25	79	68
WMB.N	威廉姆斯	1,931	24	54	26	129	-37	-29	142	-11	51
PXD.N	先锋自然资源	1,627	53	12	-51	57	-18	-39	54	67	29
HAL.N	哈利伯顿	1,477	179	166	130	214	-44	-400	-30	114	37
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS	1,368	-2	-9	-16	-25	-21	-12	32	87	-
HES.N	赫斯公司	1,332	107	127	308	142	-198	-425	-266	-19	-13
PBA.N	PEMBINA PIPELINE	1,273	10	14	20	20	19	24	46	64	-
CXO.N	康休	1,111	35	27	15	33	4	-101	62	157	-17
LNG.A	CHENIERE 能源	1,090	-13	-21	-31	-34	-63	-42	-26	32	-21
FANG.O	DIAMONDBACK 能源	958	0	-2	3	12	-36	-11	32	58	51
CLR.N	大陆能源	870	27	46	47	60	-23	-28	52	68	41
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>	<b>858</b>	<b>91</b>	<b>64</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>-30</b>	<b>28</b>	<b>104</b>	<b>110</b>	<b>91</b>
601808.SH	中海油服	834	40	46	67	75	11	-115	0.3	1	21
CVE.N	CENOVUS ENERGY	834	91	63	38	39	29	-28	175	-134	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 15: 国际能源行业主要公司经营性现金流净额概况 (单位: 亿元, 人民币)

证券代码	证券简称	总市值	经营活动现金流量净额								
			2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-3
XOM.N	埃克森美孚	20,550	3487	3531	2738	2761	1970	1532	1965	2472	1653
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	16,095	2317	2900	2466	2756	1936	1430	2329	3643	2257
CVX.N	雪佛龙	15,648	2590	2440	2134	1926	1263	891	1340	2101	1532
601857.SH	中国石油	10,414	2902	2393	2885	3565	2613	2652	3667	3516	2394
TTA.L	道达尔	10,076	1595	1868	1808	1567	1295	1146	1458	1695	1279
BP_.L	BP 公司	8,919	1396	1282	1286	2004	1242	742	1237	1570	1285
600028.SH	中国石化	6,041	1506	1424	1519	1483	1658	2145	1909	1759	814
ENB.N	安桥	5,440	167	182	191	134	214	268	342	1058	-
COP.N	康菲石油	4,827	1238	875	981	1024	492	305	462	888	574
SCL.L	斯伦贝谢	4,497	389	420	597	686	557	434	370	392	225
EQNR.N	EQUINOR ASA	4,383	1175	1429	1011	1057	805	627	939	1352	847
PSX.N	PHILLIPS 66	3,522	315	270	367	216	371	206	238	520	220
SU.N	森科能源公司	3,437	617	559	578	471	322	292	466	533	-

601088.SH	中国神华	3,437	707	691	543	675	554	819	952	882	568
KMI.N	金德摩根	3,210	149	176	248	273	344	332	301	346	221
EOG.N	EOG 能源	3,081	288	329	447	529	233	164	279	533	450
VLO.N	瓦莱罗能源	2,703	254	331	339	260	364	334	358	300	270
MPC.N	马拉松原油	2,670	208	282	208	190	264	277	432	423	497
CNQ.N	加拿大自然资源	2,560	386	392	413	446	264	177	378	510	-
OXY.N	西方石油	2,363	774	711	788	677	218	235	326	526	380
ET.N	ENERGY TRANSFER	2,346	87	68	147	194	199	229	289	515	-
OKE.N	欧尼克	2,120	86	62	79	79	65	94	86	150	94
WMB.N	威廉姆斯	1,931	217	115	135	129	174	254	167	226	191
PXD.N	先锋自然资源	1,627	96	116	131	145	81	104	137	223	162
HAL.N	哈利伯顿	1,477	232	230	271	249	189	-118	161	217	90
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS	1,368	0.9	-1.6	2.2	0.7	0.4	0.0	64	129	-
HES.N	赫斯公司	1,332	314	356	297	273	129	55	62	133	96
PBA.N	PEMBINA PIPELINE	1,273	18	23	37	42	37	55	79	114	-
CXO.N	康休	1,111	76	78	83	102	58	96	111	176	146
LNG.A	CHENIERE 能源	1,090	-3	-7	-3	-8	-17	-28	80	137	77
FANG.O	DIAMONDBACK 能源	958	2	3	9	22	27	23	58	107	131
CLR.N	大陆能源	870	67	103	156	205	121	78	136	237	164
601225.SH	陕西煤业	858	151	49	60	1	-9	83	169	198	156
601808.SH	中海油服	834	63	87	85	102	66	27	55	42	11
CVE.N	CENOVUS ENERGY	834	206	215	203	186	69	44	159	109	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 16: 国际能源行业主要公司ROE概况 (单位: 亿元, 人民币)

证券代码	证券简称	总市值	ROE (%)								
			2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-3
XOM.N	埃克森美孚	20,550	27.3	28.0	19.2	18.7	9.4	4.6	11.1	11.0	4.5
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	16,095	19.5	14.9	10.3	8.5	1.2	2.6	6.8	11.9	7.7
CVX.N	雪佛龙	15,648	23.8	20.3	15.0	12.7	3.0	-0.3	6.3	9.8	6.1
601857.SH	中国石油	10,414	13.7	11.2	11.8	9.3	3.0	0.7	1.9	4.4	3.1
TTA.L	道达尔	10,076	19.1	15.2	11.6	4.7	5.6	6.5	8.2	10.1	7.5
BP_.L	BP 公司	8,919	24.9	10.1	18.9	3.1	-6.2	0.1	3.5	9.5	4.1
600028.SH	中国石化	6,041	16.4	13.0	12.2	8.0	5.1	6.7	7.1	8.5	6.1
ENB.N	安桥	5,440	12.2	7.4	5.2	9.3	1.4	10.3	7.2	4.5	-
COP.N	康菲石油	4,827	18.6	14.9	18.3	13.2	-9.7	-9.7	-2.6	20.0	19.3
SCL.L	斯伦贝谢	4,497	16.0	16.6	18.1	14.1	5.6	-4.4	-3.9	5.9	-34.9
EQNR.N	EQUINOR ASA	4,383	31.6	23.0	11.8	5.9	-10.2	-5.9	12.3	18.2	5.0
PSX.N	PHILLIPS 66	3,522	19.4	18.7	17.4	21.9	18.9	6.8	21.5	22.5	9.5
SU.N	森科能源公司	3,437	11.4	7.2	9.7	6.5	-4.9	1.0	9.9	7.4	-
601088.SH	中国神华	3,437	21.5	20.3	16.9	13.5	5.9	8.1	15.4	13.9	10.6
KMI.N	金德摩根	3,210	17.6	3.7	8.9	4.4	0.7	2.0	0.5	4.8	4.7

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

EOG.N	EOG 能源	3,081	9.5	4.4	15.3	17.6	-29.5	-8.1	17.1	19.2	10.4
VLO.N	瓦莱罗能源	2,703	13.3	12.1	14.5	18.1	19.4	11.3	19.4	14.3	6.4
MPC.N	马拉松原油	2,670	26.9	32.0	18.7	23.3	23.8	8.8	24.9	11.3	6.4
CNQ.N	加拿大自然资源	2,560	12.2	8.0	9.1	14.4	-2.3	-0.8	8.3	8.1	-
OXY.N	西方石油	2,363	19.3	11.8	14.2	1.6	-26.4	-2.5	6.2	19.7	1.6
ET.N	ENERGY TRANSFER	2,346	195.9	26.3	11.9	70.1	-	3.3	10.9	17.5	-
OKE.N	欧尼克	2,120	15.4	16.5	11.9	21.4	52.8	134.2	13.6	19.0	15.0
WMB.N	威廉姆斯	1,931	8.8	28.4	8.9	31.0	-7.7	-7.9	30.4	-1.3	5.1
PXD.N	先锋自然资源	1,627	17.4	3.4	-13.6	12.3	-3.2	-5.9	7.7	8.4	3.4
HAL.N	哈利伯顿	1,477	24.1	18.2	14.5	23.5	-4.2	-46.3	-5.2	18.6	5.4
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS	1,368	5.7	-36.7	-17.2	-29.6	-34.6	-29.6	90.6	177.1	-
HES.N	赫斯公司	1,332	9.7	10.2	22.1	9.9	-14.7	-36.2	-31.8	-2.7	-2.0
PBA.N	PEMBINA PIPELINE	1,273	16.5	8.6	7.4	6.7	5.9	5.9	8.1	9.1	0.0
CXO.N	康休	1,111	20.4	13.4	6.9	11.9	1.1	-20.1	11.6	16.5	-1.3
LNG.A	CHENIERE 能源	1,090	38.1	-518.2	-147.3	-	-	53.1	24.9	-41.1	40.8
FANG.O	DIAMONDBACK 能源	958	0.0	-12.4	8.3	14.9	-30.4	-5.9	10.8	8.9	5.2
CLR.N	大陆能源	870	24.4	27.0	21.5	21.9	-7.3	-8.9	16.7	17.5	9.2
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>	<b>858</b>	<b>37.9</b>	<b>22.8</b>	<b>11.5</b>	<b>2.9</b>	<b>-9.1</b>	<b>8.4</b>	<b>26.6</b>	<b>23.2</b>	<b>17.0</b>
601808.SH	中海油服	834	14.9	15.0	19.3	17.7	2.3	-28.0	0.1	0.2	6.0
CVE.N	CENOVUS ENERGY	834	16.6	10.3	6.7	7.4	5.5	-4.5	21.3	-14.3	-
<b>平均</b>			<b>23.4</b>	<b>-2.1</b>	<b>7.2</b>	<b>13.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>11.9</b>	<b>14.0</b>	<b>6.3</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 17: 国际能源行业主要公司资产负债率概况 (单位: 亿元, 人民币)

证券代码	证券简称	总市值	资产负债率 (%)								
			2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-3
XOM.N	埃克森美孚	20,550	51.4	48.6	48.0	48.2	47.5	47.4	44.2	42.7	45.2
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	16,095	50.5	47.3	49.3	51.1	51.8	54.2	51.4	49.3	51.3
CVX.N	雪佛龙	15,648	41.7	40.8	40.7	41.3	42.2	43.6	41.2	38.7	38.8
601857.SH	中国石油	10,414	43.5	45.6	45.8	45.2	43.9	42.7	42.6	42.0	47.0
TTA.L	道达尔	10,076	57.7	56.8	56.8	59.3	57.5	56.0	53.0	54.0	56.1
BP_L	BP 公司	8,919	61.6	60.2	57.3	60.4	62.4	63.2	63.7	64.0	65.1
600028.SH	中国石化	6,041	55.7	56.7	55.0	55.5	45.7	44.5	46.5	46.2	52.3
ENB.N	安桥	5,440	71.8	68.7	67.8	71.1	73.6	70.5	56.9	56.0	-
COP.N	康菲石油	4,827	57.1	58.7	55.5	55.1	58.9	60.8	58.0	54.2	49.9
SCL.L	斯伦贝谢	4,497	43.1	43.4	40.9	43.1	47.2	46.7	48.2	48.1	58.0
EQNR.N	EQUINOR ASA	4,383	62.9	59.2	59.8	61.4	63.3	66.4	64.1	61.8	65.0
PSX.N	PHILLIPS 66	3,522	46.1	56.7	55.0	54.8	50.7	54.1	49.6	50.0	53.9
SU.N	森科能源公司	3,437	48.4	48.7	47.4	47.8	49.6	49.7	49.3	50.9	-
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>3,437</b>	<b>34.1</b>	<b>33.0</b>	<b>34.8</b>	<b>32.9</b>	<b>35.0</b>	<b>33.2</b>	<b>33.7</b>	<b>30.9</b>	<b>25.9</b>
KMI.N	金德摩根	3,210	72.1	64.7	62.4	58.6	57.9	56.7	55.6	55.4	54.1
EOG.N	EOG 能源	3,081	49.1	51.4	49.6	49.0	52.0	52.5	45.4	42.9	42.2

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

VLO.N	瓦莱罗能源	2,703	61.6	59.3	57.8	53.4	51.8	54.8	54.3	54.7	57.9
MPC.N	马拉松原油	2,670	63.1	55.5	60.1	62.6	54.4	52.3	55.5	51.5	55.5
CNQ.N	加拿大自然资源	2,560	51.6	50.4	50.2	52.0	53.8	55.2	57.1	55.3	-
OXY.N	西方石油	2,363	37.3	37.6	37.5	37.9	43.9	50.1	51.0	51.4	67.3
ET.N	ENERGY TRANSFER	2,346	64.3	65.7	67.6	65.3	66.8	62.1	65.2	64.5	-
OKE.N	欧尼克	2,120	72.3	73.3	72.6	73.8	75.6	78.8	66.3	63.9	70.9
WMB.N	威廉姆斯	1,931	84.3	69.5	67.1	60.1	66.9	70.0	65.1	64.7	63.6
PXD.N	先锋自然资源	1,627	51.0	55.1	46.2	42.5	44.7	36.7	33.7	32.4	34.4
HAL.N	哈利伯顿	1,477	44.2	42.4	53.4	49.4	58.1	65.0	66.7	63.3	63.6
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS	1,368	131.4	63.6	80.7	89.1	94.5	97.1	96.4	95.5	-
HES.N	赫斯公司	1,332	52.5	51.2	42.0	42.1	40.3	45.5	46.5	49.2	53.0
PBA.N	PEMBINA PIPELINE	1,273	71.2	48.3	43.4	43.7	42.6	44.8	45.8	46.0	-
CXO.N	康休	1,111	56.5	59.6	60.8	55.2	45.1	37.1	35.1	28.6	29.2
LNG.A	CHENIERE 能源	1,090	105.9	51.2	70.6	80.1	91.8	96.5	95.6	94.0	95.7
FANG.O	DIAMONDBACK 能源	958	51.0	23.8	44.4	35.9	23.5	24.9	28.2	34.4	34.2
CLR.N	大陆能源	870	59.1	65.4	66.9	67.2	68.7	68.9	63.9	58.0	56.2
601225.SH	陕西煤业	858	48.3	53.3	51.3	51.8	56.6	52.4	44.4	44.9	38.9
601808.SH	中海油服	834	56.1	56.9	53.0	45.5	49.9	56.2	53.0	53.6	52.8
CVE.N	CENOVUS ENERGY	834	57.6	59.5	60.6	58.8	52.0	54.1	51.2	50.3	-
	平均		59.0	53.8	54.6	54.3	54.9	55.6	53.7	52.7	52.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 估值: 目前国内煤炭公司估值处于底部区域, 相比较历史估值折价也更明显

从PE估值来看, 目前多数国际能源龙头公司PE(TTM)在10-20倍之间变动, 而国内煤炭龙头公司神华和陕煤目前PE(TTM)分别为7.5倍和7.7倍, 估值处于历史低位。特别是相比较历史平均, 国内煤炭公司估值折价更明显。

从PB估值来看, 2012年以前的上一轮周期, 国内龙头公司和国际能源公司PB估值较接近, 高于荷兰皇家壳牌、雪佛龙、道达尔、BP等公司, 2012年以后国内煤炭公司PB估值回落明显。目前国际能源公司PB(MRQ)在1-2倍之间变动, 而神华近期PB估值回落到1倍附近, 估值也处于历史底部区域。

表 18: 国际能源行业主要公司PE(TTM)估值概况

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	最新	历史平均
XOM.N	埃克森美孚	11.5	9.5	10.1	12.6	13.1	29.8	34.2	17.1	16.9	19.9	16.9
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	9.4	7.5	8.7	15.6	28.8	4.9	32.7	17.4	10.1	10.4	14.8
CVX.N	雪佛龙	9.6	8.0	9.4	11.1	12.9	33.9	35.7	22.3	16.0	16.8	17.0
601857.SH	中国石油	14.2	12.9	13.0	11.3	26.2	-	-	50.1	24.1	24.8	21.3

TTA.L	道达尔	8.0	7.5	9.6	11.7	44.1	35.8	18.8	16.8	12.9	14.2	17.5
BP_L	BP 公司	-	2.6	7.1	12.5	13.9	-	-	31.2	16.7	24.8	13.2
600028.SH	中国石化	9.4	9.2	8.9	9.0	19.7	19.3	14.8	13.7	11.2	12.9	12.8
ENB.N	安桥		31.1	48.4	67.1	23.0	-	24.4	24.4	32.6	20.5	35.8
COP.N	康菲石油	8.7	6.7	10.0	10.0	0.9	-	-	-	9.9	8.1	8.1
SCL.L	斯伦贝谢	23.3	18.0	9.7	8.8	23.2	1.3	-	-	18.5	-	15.9
EQNR.N	EQUINOR ASA			0.6	1.2	1.1	1.1	-	5.4	9.3	11.2	3.1
PSX.N	PHILLIPS 66		5.2	8.7	11.6	9.7	13.5	24.7	10.4	8.4	10.9	11.5
SU.N	森科能源公司				14.2	33.7	-	31.9	19.8	15.5	11.2	23.0
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>13.8</b>	<b>10.7</b>	<b>8.1</b>	<b>6.8</b>	<b>11.9</b>	<b>18.7</b>	<b>14.4</b>	<b>9.5</b>	<b>8.4</b>	<b>7.5</b>	<b>11.9</b>
KMI.N	金德摩根	-	-	70.5	31.2	60.8	-	55.1	-	-	22.1	54.4
EOG.N	EOG 能源	-	24.1	47.1	25.7	17.2	-	-	-	13.9	14.6	28.9
VLO.N	瓦莱罗能源	19.5	9.6	9.3	9.2	7.6	8.7	15.3	10.9	12.8	16.8	9.6
MPC.N	马拉松原油	5.9	6.5	8.0	13.0	9.2	11.7	23.9	10.8	13.3	12.1	11.4
CNQ.N	加拿大自然资源		12.3	17.3	20.7	20.0	-	-	18.5	13.9	9.6	17.1
OXY.N	西方石油	15.3	11.0	15.8	12.9	2.1	-	77.0	38.9	13.0	31.7	22.8
ET.N	ENERGY TRANSFER		30.6	55.7	-	-	12.6	20.1	17.9	19.9	11.6	26.1
OKE.N	欧尼克	22.6	25.3	32.1	45.8	26.9	32.1	42.7	44.9	24.2	24.0	31.2
WMB.N	威廉姆斯	-	48.8	42.7	71.0	27.9	-	-	16.9	28.2	-	38.4
PXD.N	先锋自然资源	14.7	61.3	-	-	24.7	-	33.0	51.9	23.7	30.3	28.1
HAL.N	哈利伯顿	19.0	10.6	19.5	18.8	38.8	-	-	77.4	22.7	16.9	29.1
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS					-	-	-	29.1	15.9	14.8	22.5
HES.N	赫斯公司	10.3	12.3	9.2	6.6	-	-	-	-	-	-	11.4
PBA.N	PEMBINA PIPELINE			41.6	38.0	29.5	32.3	33.0	25.7	18.0	14.0	31.2
CXO.N	康休			27.7	51.5	37.8	37.5	32.3	25.0	21.2	12.2	33.3
FANG.O	DIAMONDBACK 能源			-	47.3	1.1	-	-	23.5	19.2	13.0	22.8
CLR.N	大陆能源	77.8	38.6	25.0	29.9	-	-	-	-	14.4	15.7	37.1
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>				<b>25.7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>	<b>7.7</b>	<b>13.8</b>
601808.SH	中海油服	21.2	17.7	16.0	12.7	19.7	-	-	-	4.1	31.9	15.9
CVE.N	CENOVUS ENERGY		17.2	22.0	30.2	18.0	17.9	-	-	1.7	50.9	17.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 19: 国际能源行业主要公司PB(MRQ)估值概况

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	最新	历史平均
XOM.N	埃克森美孚	2.6	2.5	2.4	2.4	2.0	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	2.2
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	1.4	1.2	1.2	1.3	1.1	0.9	1.1	1.4	1.1	1.1	1.2
CVX.N	雪佛龙	1.8	1.7	1.7	1.5	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5
601857.SH	中国石油	2.1	1.7	1.4	1.3	1.7	1.2	1.2	1.2	1.0	0.8	1.5
TTA.L	道达尔	1.4	1.2	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
BP_L	BP 公司	-	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5	1.4	1.2	1.3
600028.SH	中国石化	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	1.1	0.9	0.8	1.2
ENB.N	安桥					2.5	2.6	2.6	1.2	1.6	1.7	2.1

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

COP.N	康菲石油	1.5	1.4	1.6	1.7	1.4	1.4	1.8	2.5	2.1	1.9	1.7
SCL.L	斯伦贝谢	3.4	2.9	1.6	1.5	2.7	2.6	2.4	2.4	1.9	2.7	2.5
EQNR.N	EQUINOR ASA					0.1	0.1	1.6	2.0	1.5	1.5	1.1
PSX.N	PHILLIPS 66		1.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.9	2.2	1.8	2.0	1.9
SU.N	森科能源公司					1.2	1.3	1.5	1.7	1.5	1.4	1.4
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>
KMI.N	金德摩根	6.4	5.8	2.8	2.9	2.1	1.2	1.3	1.1	1.3	1.4	2.8
EOG.N	EOG 能源	2.3	2.2	2.8	3.4	2.8	3.8	4.1	3.9	2.5	2.1	3.0
VLO.N	瓦莱罗能源	0.9	0.9	1.2	1.4	1.5	1.3	1.6	2.0	1.7	1.8	1.3
MPC.N	马拉松原油	1.3	1.6	2.1	2.4	2.4	1.6	2.1	2.5	1.4	1.1	1.9
CNQ.N	加拿大自然资源					1.1	1.6	1.7	1.6	1.3	1.4	1.5
OXY.N	西方石油	2.3	1.8	1.7	1.7	1.7	2.3	2.3	2.8	1.8	1.3	2.1
OKE.N	欧尼克	3.1	4.1	4.9	15.6	15.1	33.5	32.5	4.1	4.4	4.8	11.9
WMB.N	威廉姆斯	2.3	8.4	5.3	5.8	4.1	3.3	3.6	2.4	2.2	2.0	3.9
PXD.N	先锋自然资源	2.3	2.2	3.0	4.0	2.5	2.7	2.7	2.6	2.0	1.9	2.6
HAL.N	哈利伯顿	3.6	2.2	2.8	3.5	2.2	3.2	4.4	4.4	2.2	2.1	3.2
HES.N	赫斯公司	1.3	0.9	1.1	1.1	0.8	0.8	1.0	1.7	2.0	2.1	1.2
PBA.N	PEMBINA PIPELINE					1.7	1.9	2.5	2.3	2.0	1.9	2.1
CXO.N	康休			2.8	3.4	2.3	2.5	2.4	2.3	1.0	0.8	2.4
FANG.O	DIAMONDBACK 能源			3.1	4.0	2.6	3.1	2.3	2.2	1.2	1.0	2.7
CLR.N	大陆能源	9.4	6.5	5.1	5.5	2.9	3.4	3.6	4.1	2.3	1.9	4.8
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>				<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
601808.SH	中海油服	3.3	2.6	2.4	2.1	2.1	1.4	1.6	1.5	1.5	2.2	2.1
CVE.N	CENOVUS ENERGY					1.4	1.3	0.8	0.7	0.8	0.8	1.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### （三）股息率：国内煤炭龙头平均股息率在 5.0% 以上，对标国际能源龙头也毫不逊色

相比国际龙头公司，国内煤炭企业经营效率和盈利稳定性更高。而从分红来看目前主流国际能源公司平均股息率在 4% 左右，市值最大的公司中埃克森美孚、荷兰皇家壳牌、雪佛龙等公司股息率分别为 5.0%、7.6% 和 4.1%，而国内煤炭龙头公司神华和陕煤目前股息率分别为 5.1% 和 5.2%，相比较而言也毫不逊色。

表 20: 国际能源行业主要公司股息率概况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元, 人民币)	股息率 (%)
XOM.N	埃克森美孚	20571	5.0
RDSA.L	荷兰皇家壳牌	15932	7.6
CVX.N	雪佛龙	15693	4.1
601857.SH	中国石油	10341	3.0
TTA.L	道达尔	9891	9.1
BP_.L	BP 公司	8887	7.4
600028.SH	中国石化	6005	7.7
ENB.N	安桥	5516	5.8
COP.N	康菲石油	4771	2.2
SCL.L	斯伦贝谢	4512	0.0
EQNR.N	EQUINOR ASA	4283	4.8
PSX.N	PHILLIPS 66	3501	3.2
SU.N	森科能源公司	3454	4.1
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>3437</b>	<b>5.1</b>
KMI.N	金德摩根	3208	4.7
EOG.N	EOG 能源	3065	1.4
VLO.N	瓦莱罗能源	2734	3.8
MPC.N	马拉松原油	2682	3.7
CNQ.N	加拿大自然资源	2498	3.8
OXY.N	西方石油	2363	7.3
ET.N	ENERGY TRANSFER	2227	10.1
OKE.N	欧尼克	2108	4.9
WMB.N	威廉姆斯	1957	6.4
PXD.N	先锋自然资源	1569	0.6
HAL.N	哈利伯顿	1408	3.1
CQP.A	CHENIERE ENERGY PARTNERS	1330	6.2
HES.N	赫斯公司	1324	1.6
PBA.N	PEMBINA PIPELINE	1266	5.0
CXO.N	康休	1085	0.7
LNG.A	CHENIERE 能源	1080	0.0
FANG.O	DIAMONDBACK 能源	943	0.8
CLR.N	大陆能源	864	0.2
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>	<b>855</b>	<b>5.2</b>
601808.SH	中海油服	817	0.4
CVE.N	CENOVUS ENERGY	813	1.6
平均			<b>4.0</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、总体结论：稳盈利高股息，龙头公司价值凸显，重点关注神华、陕煤、兖煤、潞安等行业白马龙头

综上所述我们认为，从全球能源需求来看，未来30年预计全球能源维持小幅增长，中国为重要增长点。过去20年中国能源结构中煤炭占比仅小幅下降，煤炭能源需求以稳为主，未来2-3年需求有望维持基本平稳。2019年以来煤价整体下降，但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。第3季度各公司整体归母净利润环比增长6.4%），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。而和海外主流能源公司相比，国内煤炭龙头公司经营效率高，盈利能力强，估值折价程度也更高。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。

### 1. 中国神华

公司拥有煤电路港航化的纵向一体化经营模式，盈利能力和抵御风险能力突出。公司主要盈利来自煤炭、电力和铁路运输业务，根据分部抵销前数据，2018年公司煤炭、运输、电力、煤化工分部实现利润总额396.1、188.7、101.5和7.1亿元，占比分别为56.5%、26.9%、14.5%和1.0%。公司煤炭业务长协占比高，销售价格远低于市场价，未来即使煤价下跌受影响也较小，而电力和铁路业务规模和盈利稳步提升。此外，公司分红政策稳定（除2016大额特殊派息外，近10年来公司正常分红比率维持在40%左右）。按照中国企业会计准则，预计2019-2021年公司EPS分别为2.30、2.30和2.32人民币元，对应A股19年动态PE分别为7.5倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速低于预期，下游需求不及预期，煤炭和主要产品价格超预期下跌等。

### 2. 陕西煤业

公司是优质动力煤行业龙头，资源禀赋好，吨煤盈利能力为行业最优。2019年前三季度公司实现归母净利润和扣非后净利分别为90.8亿元和89.2亿元，同比+2.5%和+0.6%。19Q3单季度归母净利润为32.1亿元，同比+10.0%，环比+3.7%，创公司上市以来单季度盈利新高。公司资源禀赋好，成长性突出。一方面，随着小保当一期、袁大滩煤矿、小保当二期投产，公司产量有望逐年提升。另一方面，公司销售结构有望逐步优化，浩吉铁路已投入运行，公司中长期将受益于铁路运力改善带来的销售结构改善。预计2019-2021年公司EPS分别为1.16元、1.23元和1.31元，对应19年动态PE为7.4倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速低于预期，下游需求不及预期，煤价超预期下跌，公司新建矿井建设进度低于预期。

### 3. 兖州煤业

公司产能和产量规模位于行业前列，经营在逐步改善。公司未来主要增长点在于：  
(1) 煤矿增产潜力较大。公司内蒙和澳洲地区已投产新矿、核增产能煤矿有望逐步达产。根据公司公告，2019年初公司转龙湾煤矿产能由500万吨核增到1000万吨，公司在内蒙地区大矿还包括营盘壕煤矿（1200万吨）、石拉乌素煤矿（1000万吨），三矿产能合计达3200万吨，而2018年实际原煤产量约1816万吨，2019前三季度合计产量为1278万吨。（2）煤化工业务规模扩大。根据年报，目前公司煤化工主要生产甲醇，包括榆林能化60万吨项目和鄂尔多斯能化90万吨项目。（3）随着汇兑损失、补缴社保等费用下降、新矿各项手续办理完成，成本费用趋于正常。按照中国企业会计准则，预计2019-2021年公司EPS分别为1.74、1.78和1.85人民币元，对应A股19年动态PE为5.4倍，维持“买入”评级。

风险提示：煤价超预期下跌，煤矿发生安全事故，公司成本费用过快上涨。

### 4. 潞安环能

公司是喷吹煤行业龙头，盈利能力居于行业首位。公司目前拥有在产煤炭产能4040万吨，公司煤炭业务规模领先，成本低，盈利能力以及盈利稳定性均优于同行，同时是行业中唯一享受所得税优惠的公司。此外，公司还拥有在产整合矿9座，产能840万吨，在建1座，产能90万吨。我们看好公司整合矿减量重组后产能提升、公司盈利水平有望稳中有升。公司还有望受益于山西国企改革。预计2019-2021年盈利预测EPS分别为0.98元、1.06元和1.08元，对应19年动态PE为7.1倍，维持“买入”评级。

风险提示：整合矿计提大额减值；产量释放低于预期；受需求增速下滑影响喷吹煤及电煤价格低于预期。

表 21: 煤炭上市公司盈利预测

重点公司	公司代码	投资评级	最新股价 (元/股)	广发预测 EPS (元/股)					基于广发预测的 PE				PB
				17A	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
蓝焰控股	000968.SZ	买入	10.33	0.53	0.7	0.78	0.84	0.94	14.8	13.2	12.3	11.0	2.3
西山煤电	000983.SZ	买入	5.78	0.50	0.57	0.63	0.67	0.71	10.1	9.2	8.6	8.1	0.9
露天煤业	002128.SZ	买入	8.24	1.07	1.24	1.30	1.35	1.43	6.6	6.3	6.1	5.8	1.0
瑞茂通	600180.SH	买入	6.86	0.7	0.47	0.51	0.66	0.83	14.6	13.5	10.4	8.3	1.1
兖州煤业	<b>600188.SH</b>	买入	<b>9.46</b>	<b>1.38</b>	<b>1.61</b>	<b>1.74</b>	<b>1.78</b>	<b>1.85</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>0.8</b>
阳泉煤业	600348.SH	买入	5.23	0.68	0.82	0.88	0.94	1.00	6.4	5.9	5.6	5.2	0.7
盘江股份	600395.SH	买入	5.80	0.53	0.57	0.70	0.73	0.75	10.2	8.3	7.9	7.7	1.3
山煤国际	600546.SH	增持	6.13	0.19	0.11	0.43	0.47	0.48	55.7	14.3	13.0	12.8	1.9
山西焦化	600740.SH	买入	6.87	0.12	1.21	1.45	1.50	1.55	5.7	4.7	4.6	4.4	1.0
淮北矿业	600985.SH	买入	9.29	0.41	1.68	1.68	1.72	1.72	5.5	5.5	5.4	5.4	1.1
开滦股份	600997.SH	增持	5.23	0.33	0.86	0.77	0.8	0.83	6.1	6.8	6.5	6.3	0.7
中国神华	<b>601088.SH</b>	买入	<b>17.28</b>	<b>2.26</b>	<b>2.21</b>	<b>2.30</b>	<b>2.30</b>	<b>2.32</b>	<b>7.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>1.0</b>
陕西煤业	<b>601225.SH</b>	买入	<b>8.58</b>	<b>1.04</b>	<b>1.1</b>	<b>1.16</b>	<b>1.23</b>	<b>1.31</b>	<b>7.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>1.5</b>
潞安环能	<b>601699.SH</b>	买入	<b>6.91</b>	<b>0.93</b>	<b>0.89</b>	<b>0.98</b>	<b>1.06</b>	<b>1.08</b>	<b>7.8</b>	<b>7.1</b>	<b>6.5</b>	<b>6.4</b>	<b>0.8</b>
中煤能源	601898.SH	增持	4.82	0.18	0.26	0.31	0.33	0.38	18.5	15.5	14.6	12.7	0.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 风险提示

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。

## 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 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义务。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。