



中性

# 煤炭行业 2020 年度策略

煤价延续下行，关注估值修复行情

在经济下行压力、清洁能源替代加速下，预计 2020 年需求增速只有 0.27%，增速回落。去产能进度大幅放慢，新产能加速释放，预计供给增速 5.0%，增速加快。2020 年煤价将延续下行，预计 19、20 年秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格下跌 11% 和 6% 至 588 元和 550 元。但行业市盈率为 8.2 倍，市净率 0.9 倍，均位于历史市盈率和市净率区间的最低位。具备较好安全边际。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、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、山西焦化、中国神华。

## 支撑评级的要点

- **清洁能源替代速度较快，有加速迹象：**2019 年上半年煤炭消费所占比重下降有进一步加快的趋势，下降 2.1 个百分点，而 2017、2018 年的煤炭消费所占比重只分别下滑 1.6、1.4 个百分点。2019 年 1-10 月，除火电以外的水电、风电、核电、太阳能发电等占总发电量的比例由去年同期的 27.1% 增长到 28.4%，增速为 1.3 个百分点，而 2017、2018 年同期，其增速仅分别为 0.6 和 0.3 个百分点，今年清洁能源的发电量的增速明显加快。2019 年经济下行压力明显，2020 年对于重资产行业仍艰巨。
- **预计 2020 年煤炭需求增速降为 0.27% 至 40.1 亿吨。**
- **产能释放加快：**尽管受到特殊事件带来供给收缩，但 19 年前 10 月煤炭产量增长 4.5%，并不低。2019 年前 8 个月，新核准产能同比增加 2 倍，核准速度明显加快，集中在三西和新疆地区。19 年 1-10 月煤炭固定资产投资增速大幅攀升 27%，比制造业增速大幅高 24 个百分点，比 18 年同期增速高 22 个百分点，也从一个侧面预示着未来投产进度的加快。
- **去产能进度将大幅减少。**16-18 年煤炭去产能 8.1 亿吨，年均 2.7 亿吨，提前 2 年完成“十三五”目标。预计 19、20 年分别去产能在 1 亿吨以上，进度将大幅减少。
- **预计 2020 年煤炭产量同比增加 4.8% 至 40.3% 亿吨，煤炭进口同比增长 7% 至 3.2% 亿吨（进口煤的价格优势仍明显），煤炭供应同比增长 5.0% 至 43.4 亿吨。**
- **预计 19、20 年秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格分别 588 元、550 元，同比下降 11%、6%。**但稳定的长协煤对业绩起到较大的平滑作用。
- **估值低，业绩稳，安全边际好：**行业 19 年市盈率为 8.2 倍，市净率 0.9 倍，均位于历史市盈率和市净率区间的最低位。行业业绩稳定，公共事业化趋势下基本面较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面偏悲观的预期比较充分，具备较好安全边际。
- **关注国企改革，兼并重组，资产注入、转型带来的投资机会。**

## 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、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、山西焦化、中国神华。

## 评级面临的主要风险

- 经济下行压力超预期；贸易战升级；清洁能源替代加速；对超产、违规违建矿的监管放松；业绩开始恶化；环保安检趋严且常态化；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

<b>需求：清洁能源的替代速度有加快迹象.....</b>	<b>5</b>
相比近年，2019年前10个月发电量增速明显回落，火电占发电量比例加速下降，水电、核电 加快增长.....	6
清洁发电替代加快.....	8
预计2019、2020年煤炭消费量增速分别为0.48%、0.27%.....	8
2019年经济下行压力明显，2020年对于重资产行业仍艰巨.....	9
<b>供应侧：产能加快释放，特殊事件带来阶段性供给收缩.....</b>	<b>12</b>
16-18年煤炭去产能8.1亿吨，提前2年完成十三五去产能目标。.....	12
尽管受到特殊事件带来供给收缩，但19年前10月煤炭产量增长4.5%，并不低。.....	12
产能释放加快，2020年供应增速加快.....	13
国际煤价大幅下降30%导致进口增长10%，目前进口煤价格优势仍然明显。.....	14
<b>煤炭价格及预测.....</b>	<b>16</b>
2019年煤价震荡回落中，符合政府调控意愿，低于市场预期，预计2020煤价仍将下滑。..	16
政府对煤价的掌控力加强：市场煤与长协煤走势不一，长协煤稳为主，平滑跌势.....	17
<b>煤炭企业的资产负债率缓慢下降中，总体仍偏高.....</b>	<b>19</b>
<b>估值.....</b>	<b>22</b>
<b>业绩及市场表现.....</b>	<b>26</b>
<b>投资机会推荐.....</b>	<b>30</b>
2020年的投资机会：.....	30
看好的煤炭股：低估值有业绩的龙头+题材股.....	30
<b>风险提示.....</b>	<b>31</b>



## 图表目录

图表 1. 煤炭和清洁能源消费增速.....	5
图表 2. 能源消费增速.....	5
图表 3. 我国煤炭消费量及增速.....	6
图表 4. 我国清洁能源占能源消费量比例.....	6
图表 5. 各类发电量占总发电量比例.....	7
图表 6. 各类发电量单月同比增速.....	7
图表 7. 各类发电量年度同比增速.....	7
图表 8 风电、核电、太阳能生物质等清洁发电占比提升较快.....	8
图表 9. 煤炭下游需求增速.....	8
图表 10. 下游行业占煤炭消费量的比例.....	9
图表 11. 沿海六大电厂煤炭日耗量同比下滑明显，表现近年最差.....	9
图表 12. 1-10 月工业增加值增速为近年新低.....	10
图表 13. 1-10 月固定资产投资累计增速为近年新低.....	10
图表 14. 房地产数据.....	10
图表 15. 基建投资增速较低.....	11
图表 16. 今年 PMI 大部分时间在临界点以下.....	11
图表 17. “十三五”前期煤炭去产能基本完成.....	12
图表 18. 我国原煤产量及增速.....	12
图表 19. 三西地区产量增加较快.....	13
图表 20. 不同时期、不同口径下煤炭产能情况.....	14
图表 21. 煤炭固定资产投资增速明显加快.....	14
图表 22. 我国原煤进口及同比增速.....	15
图表 23. 国际煤价持续大幅下跌.....	15
图表 24. 煤炭供需增速及预测.....	15
图表 25. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤（山西优混）平仓价.....	16
图表 26. 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格走势及预测.....	17
图表 27. 六大电厂库存高企，库存天数偏高抑制煤价.....	17
图表 28. CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格，与市场煤走势不一致.....	18
图表 29. 主要煤炭集团资产负债率.....	19
图表 30. 主要煤炭集团平均资产负债率.....	19
图表 31. 山西七大煤炭集团资产负债率.....	20
图表 32. 山西七大煤炭集团平均资产负债率仍然较高.....	20
图表 33. 截止 2019 年 9 月主要煤炭集团资产负债率.....	20



图表 34. 主要相关行业资产负债率.....	21
图表 35. 煤炭行业（中信）市净率-目前估值历史最低位 .....	22
图表 36. 煤炭行业（中信）市盈率-目前估值历史最低位 .....	22
图表 37. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位 .....	23
续图表 38. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位 .....	24
续图表 39. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位 .....	25
图表 40 主流煤炭公司历史前三季度平均主营业务收入增速.....	26
图表 41. 煤炭上市公司历年前三季度归母净利润平均增速 .....	26
图表 42. 上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅 .....	27
图表 43. 上市煤企毛利润率.....	27
图表 44. 上市煤企季度净利润率.....	27
图表 45. 上市煤企 ROE.....	28
图表 46. 19 年至今煤炭中信一级行业与沪深 300 走势的比较 .....	28
图表 47. 19 年至今各板块涨跌.....	28
图表 48. 19 年以来主要煤炭股涨跌 .....	29
图表 49. 报告中提及上市公司估值表 .....	30



## 需求：清洁能源的替代速度有加快迹象

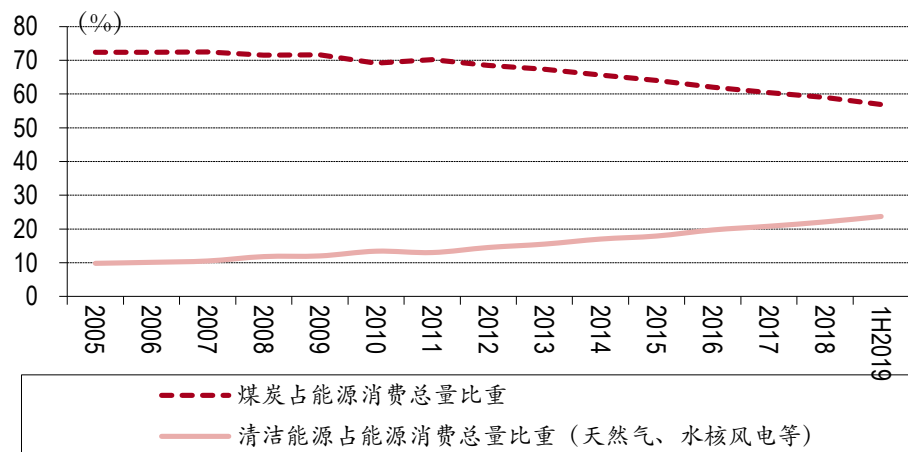
2019年2月国家统计局公布的2018年《国民经济和社会发展统计公报》，2018年能源消费总量46.4亿吨标准煤，比上年增长3.3%，增速加快0.4个百分点。煤炭消费量增长1.0%，增速加快0.6个百分点，原油消费量增长6.5%，增速加快1.4个百分点，天然气消费量增长17.7%，增速加快2.9个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的59%，比上年下降1.4个百分点；原油消费量占能源消费总量的19.2%，比上年上升1个百分点；天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的22.1%，上升1.3个百分点。全国万元国内生产总值能耗下降3.1%。

另据国家统计局数据，2019年上半年能源消费总量同比增长3.4%，增速比一季度回落0.1个百分点。其中，天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费占能源消费总量比重比上年同期提高1.6个百分点，煤炭消费所占比重下降2.1个百分点。

从2018年和2019年上半年看，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2018年煤炭的消费增速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%）。

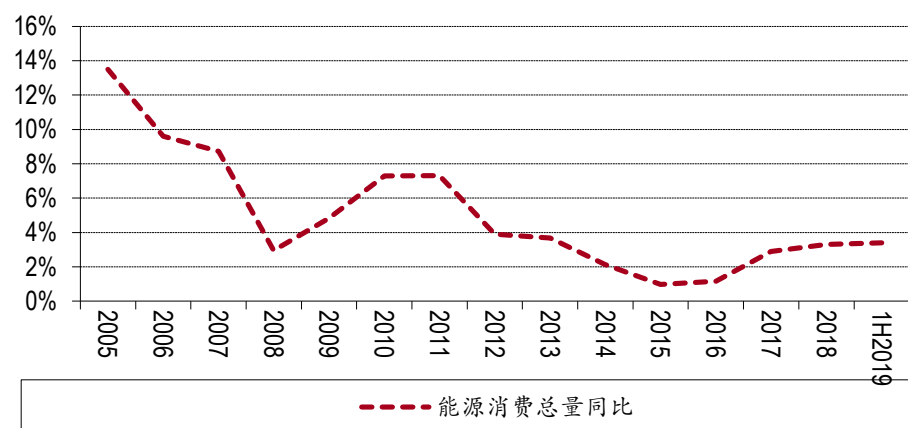
同时，近期清洁能源的替代作用仍然十分明显，有加快的迹象。2018年煤炭占能源消费比例基本延续前几年的下滑幅度，2019年上半年煤炭消费所占比重下降有进一步加快的趋势，下降2.1个百分点，而2017、2018年的煤炭消费所占比重只分别下滑1.6、1.4个百分点。

图表 1. 煤炭和清洁能源消费增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

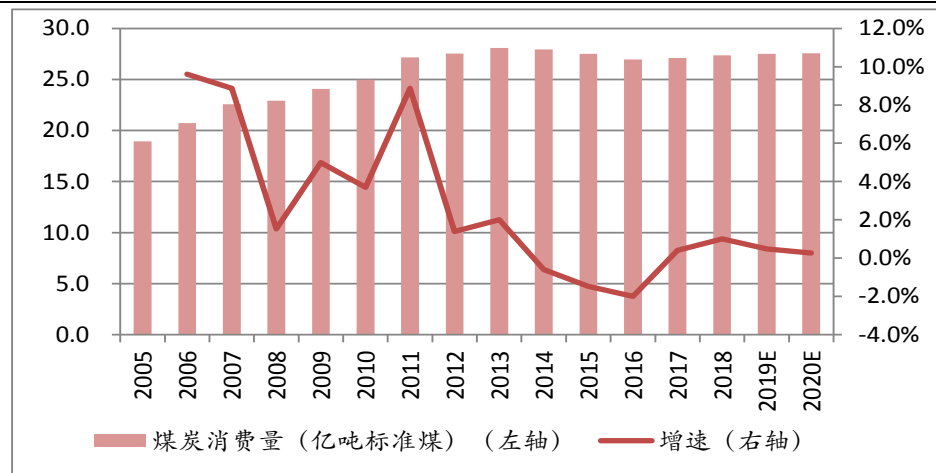
图表 2. 能源消费增速



资料来源：万得，国家能源局，中银国际证券

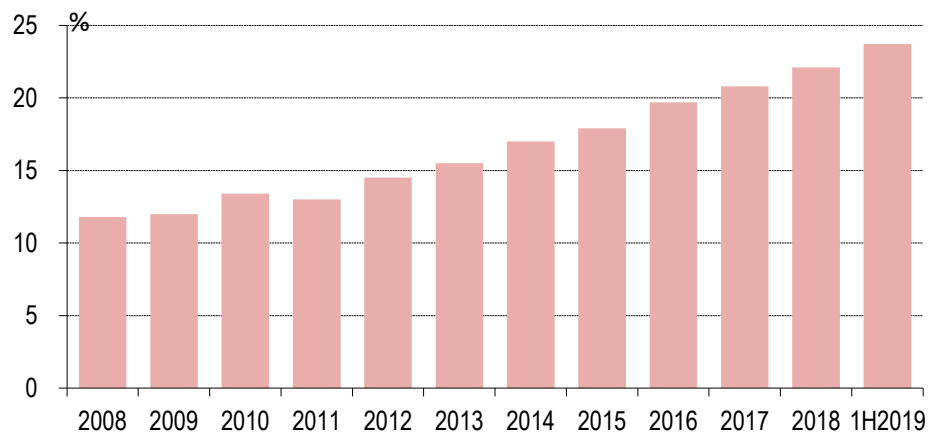


图表 3. 我国煤炭消费量及增速



资料来源：万得，国家能源局，中银国际证券研究预测

图表 4. 我国清洁能源占能源消费量比例



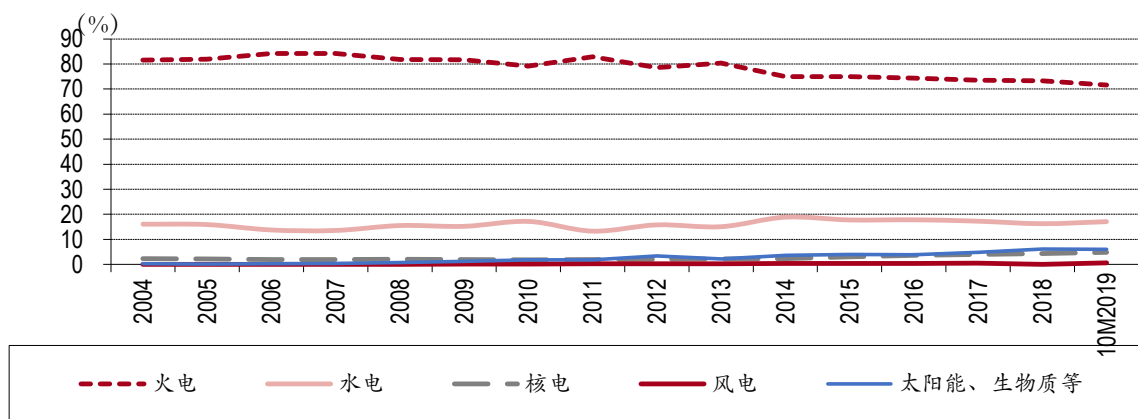
资料来源：万得，国家能源局，中银国际证券

### 相比近年，2019年前10个月发电量增速明显回落，火电占发电量比例加速下降，水电、核电加快增长

2019年1-10月份全国发电量同比增长3.1%，相比17、18年同期的6.0%，7.2%，增速大幅回落。2019年前十月火力发电量同比增速只有1%，相比17、18年同期的5.4%和6.6%，降幅更是巨大。今年以来发电量增速的大幅回落反映出经济下行压力的显现以及清洁能源的加快替代。水电、核电和风电的表现则较好，今年1-10月发电量同比增速分别为6.5%、19.3%和9.7%，与过去两年同期相比，水电（2.2%，4.6%）、核电（18%，15%）发电量增速加快，风电（25%，23%）有所放缓，但仍保持高速增长。

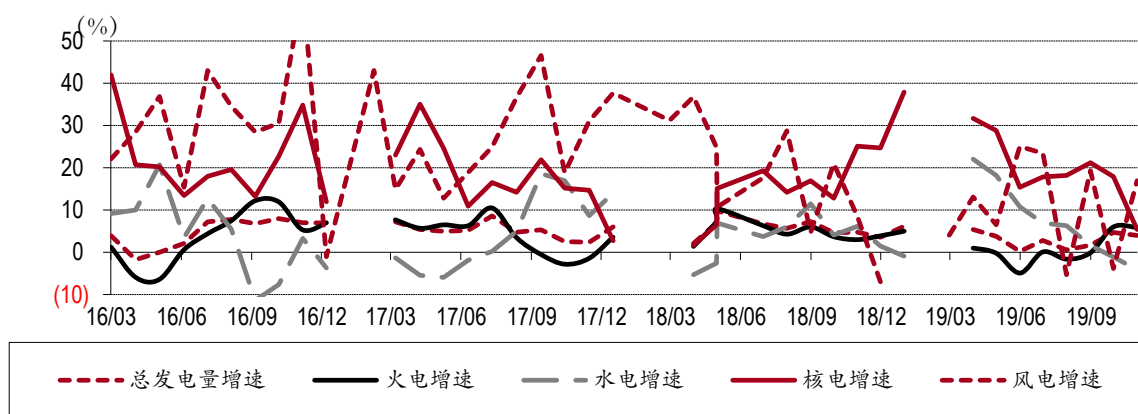
与2018年前10个月相比，火电占发电量的比例由72.9%下降至71.6%，下降了1.3个百分点；水电占比由16.9%上升至17.0%；核电占比由4.2%上升至4.8%（上升幅度较多）、太阳能生物质发电占比由5.5%上升至6.0%（上升幅度较多）；风电占比由0.5%上升至0.6%（微幅增长）。

图表 5. 各类发电量占总发电量比例



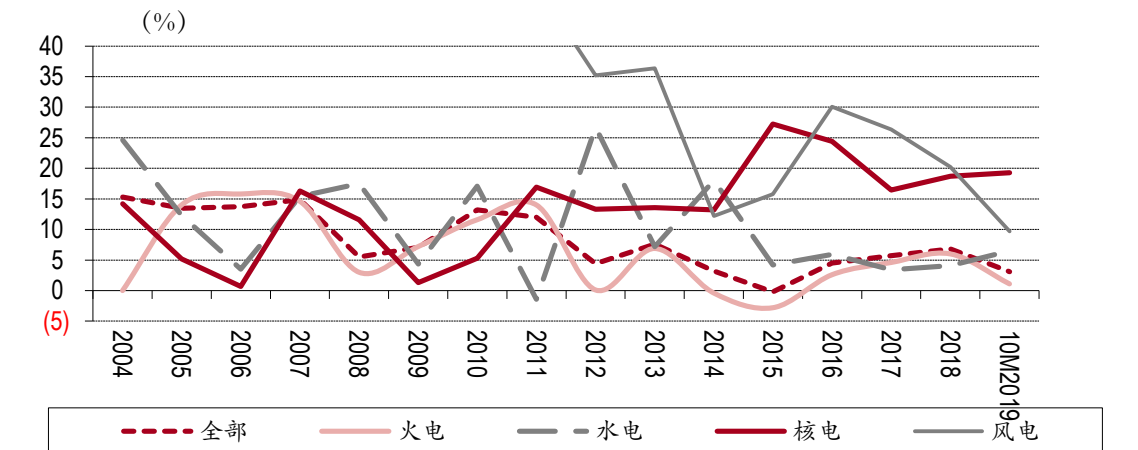
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 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 7. 各类发电量年度同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券



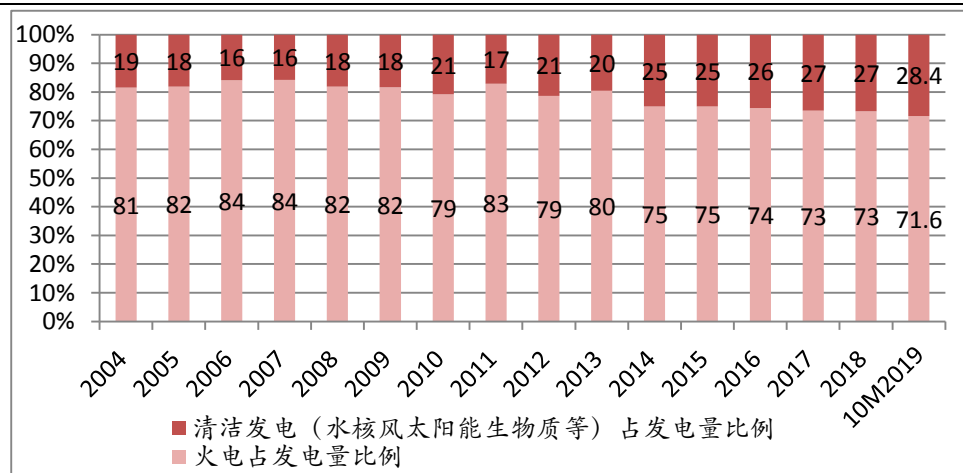
### 清洁发电替代加快

近年我们看到风电、核电、太阳能生物质等清洁发电正在加快替代火电。今年1-10月，除火电以外的水电、风电、核电、太阳能发电等占总发电量的比例由去年同期的27.1%增长到28.4%，增速为1.3个百分点，而2017、2018年同期，其增速仅分别为0.6和0.3个百分点，今年清洁能源的发电量的增速明显加快。

### 预计2019、2020年煤炭消费量增速分别为0.48%、0.27%

我们预计2019年煤炭下游各行业产量增速分别为：火电1.3%，生铁5.4%，水泥5.8%，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0.48%，微弱增长，比2018年的1%的增速回落0.52个百分点，回落一半左右。根据对2020年煤炭下游相关行业产量等测算，我们预计2020年煤炭消费量增速将进一步回落至0.27%。

图表8 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

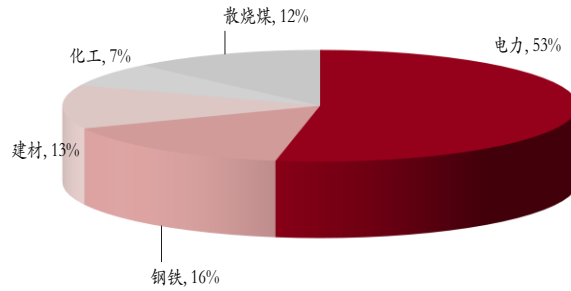
图表9. 煤炭下游需求增速

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
10M2019	1.1	5.4	5.8	3.5	N.A	N.A
2019E	1.3	5.0	6.2	1.5	(8.0)	0.48
2020E	1.2	3.5	4.0	1.2	(6.5)	0.27

资料来源：万得，煤炭工业协会，中银国际证券预测



图表 10. 下游行业占煤炭消费量的比例

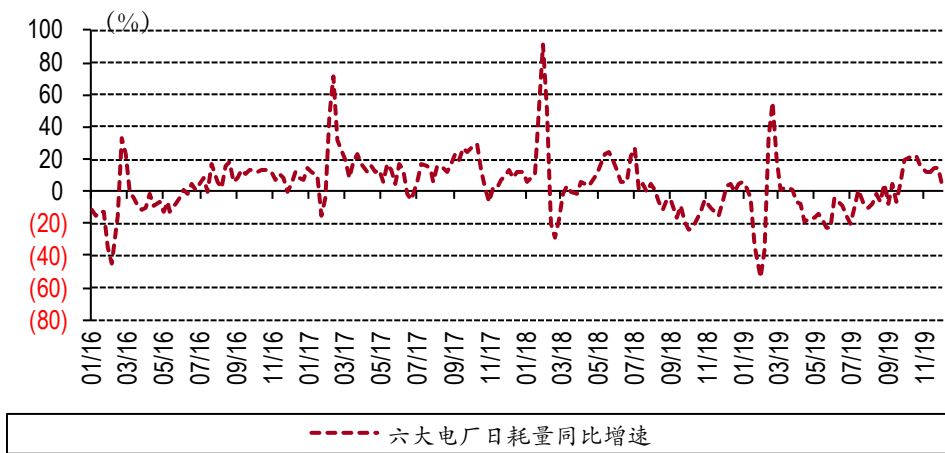


资料来源：万得，煤炭工业协会，中银国际证券预测

### 2019 年经济下行压力明显，2020 年对于重资产行业仍艰巨

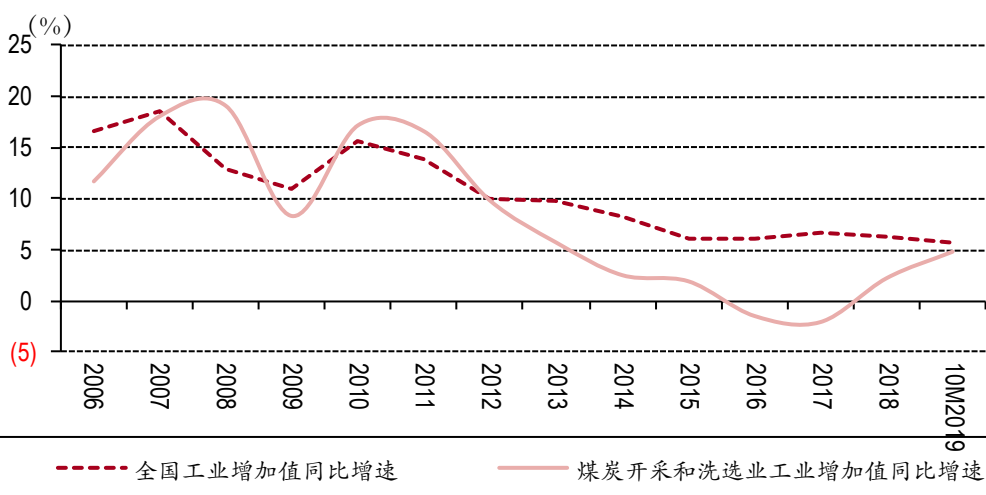
反应煤炭需求最客观的指标之一是电厂日耗量的同比变化（见下图），从今年 3 月以来一直为负值直到 9 月份，短期冲高后目前又逼近负增长，日耗量同比反映的需求情况是近年来最差的。从宏观面看，从工业增加值、基建投资增速、固定资产投资增速、PMI 等数据看，前三季度经济下行压力较大，近两个月有边际企稳的迹象，但并不代表基本面好转，经济转型的诉求较强，而货币政策受制于通胀中枢上行和房地产库存偏低对货币供给的弹性较大，预计仍以未定为主，重资产行业面临的压力仍然比较明显。

图表 11. 沿海六大电厂煤炭日耗量同比下滑明显，表现近年最差



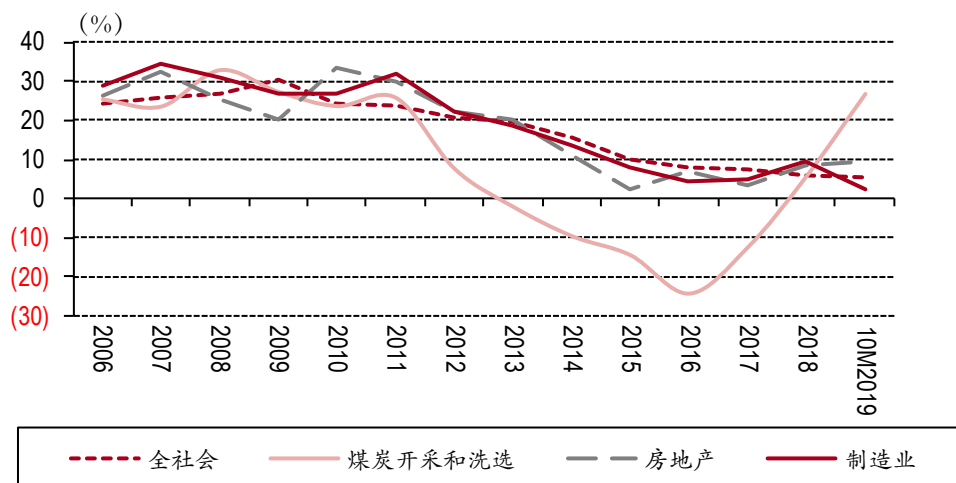
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 1-10 月工业增加值增速为近年新低



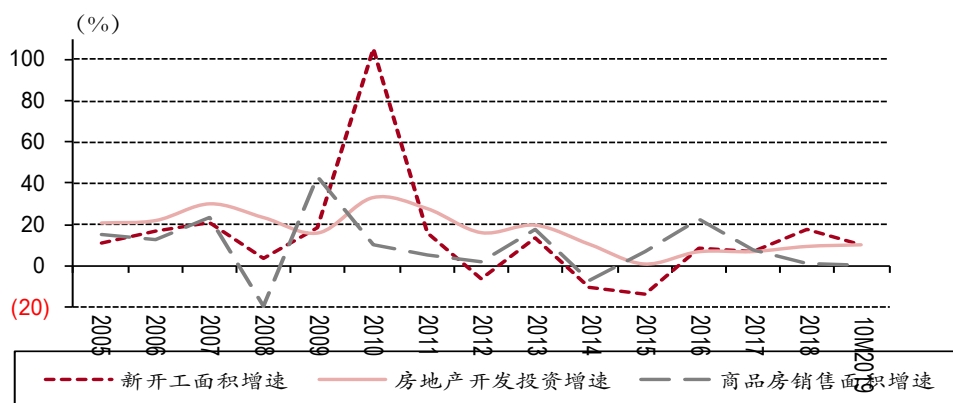
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 1-10 月固定资产投资累计增速为近年新低



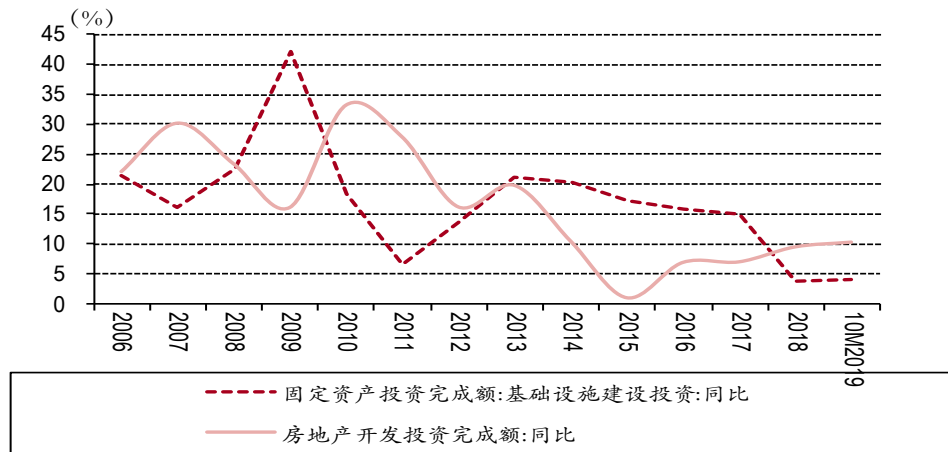
资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 房地产数据



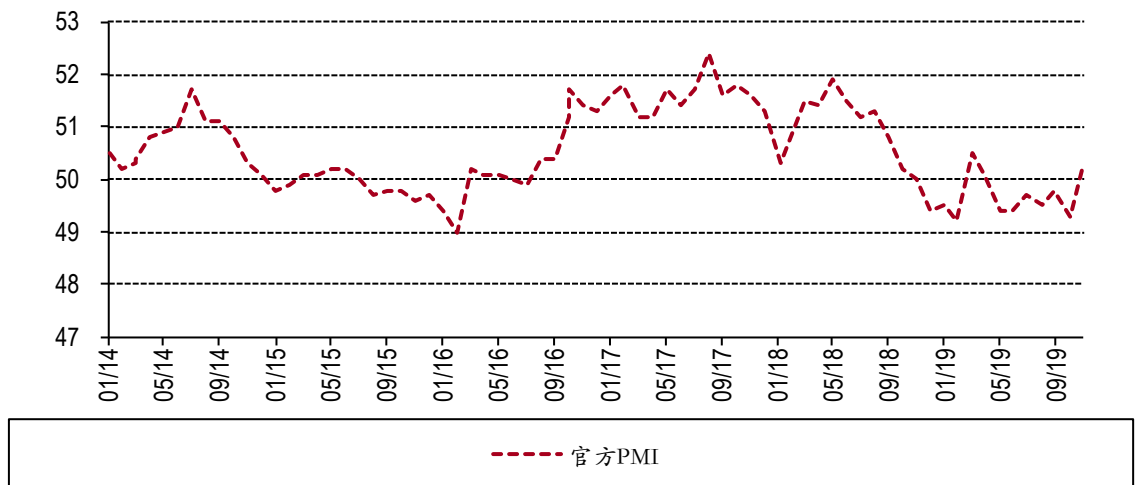
资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 基建投资增速较低



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 今年 PMI 大部分时间在临界点以下



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

### 16-18 年煤炭去产能 8.1 亿吨，提前 2 年完成十三五去产能目标。

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 2.7 亿吨。三年累计去产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”计划去产能 8 亿吨。2019 年 1 月 22 日，国家发改委新闻发言人孟玮在国家发展改革委就宏观经济运行情况举行发布会表示，煤炭“十三五”去产能目标已经基本完成。

我们认为 19、20 年仍会有每年 1 亿吨以上的去产能，去产能进度将大幅减少，但重点将转移至产能置换后，先进产能的核准、建设、投放。去产能的节奏从 16/17 年的基本上纯去落后、违规产能，过渡到 2018 年的去产能和产能置换后的先进产能入市并举，到 2019/2020 年的先进产能投放为主，去产能为辅的阶段。

图表 17. “十三五”前期煤炭去产能基本完成

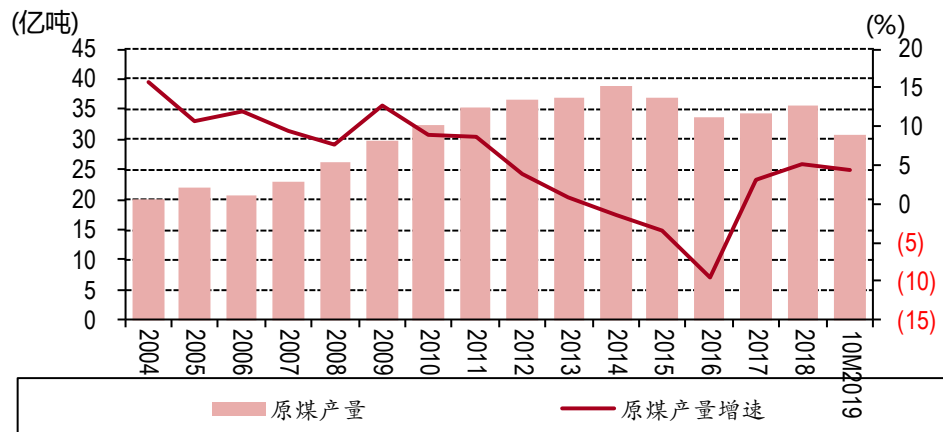
单位：亿吨	计划去产能	实际去产能
2016	2.5	2.9
2017	1.5	2.5
2018	1.5	2.7
总计	5.5	8.1

资料来源：国家发改委，国务院年度政府工作报告

### 尽管受到特殊事件带来供给收缩，但 19 年前 10 月煤炭产量增长 4.5%，并不低。

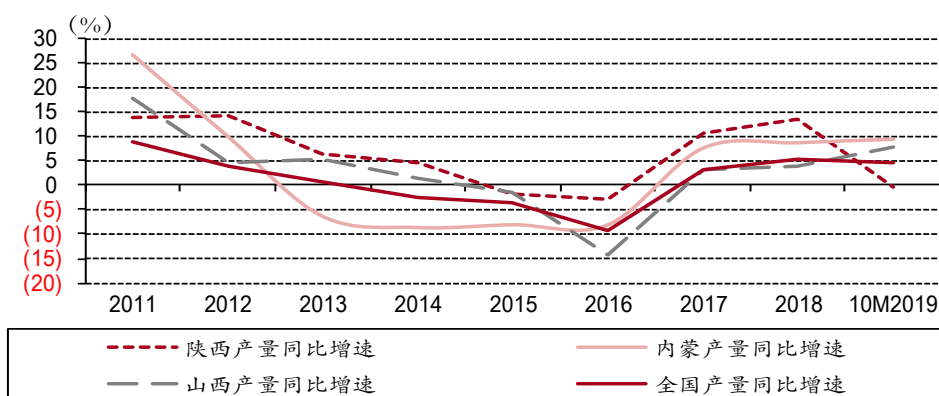
19 年前 10 个月我国原煤产量 30.6 亿吨，同比增加 4.5%。即便在年初煤炭主产地陕西神木特大矿难影响下，前 5 个月煤炭产量增速只有 0.6% 的情况下（如果没有矿难我们预计前 5 个月产量增速 5.3%，我们预计累计数月的大面积停产的影响在 5,000 万吨），70 周年国庆前供应受限，以及 10 月后多地矿难频发引发全国范围严格安检。4.5% 的产量增速这一数字实际并不低（与 2018 年同期产量增速持平）。

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. 三西地区产量增加较快



资料来源：万得，中银国际证券

\*注：陕西前10个月增速为负，主要是年初神木矿难已发连续数月的大面积停产

### 产能释放加快，2020 年供应增速加快

#### 新核准产能同比增加 2 倍，核准速度明显加快，集中在三西和新疆地区

据中国煤炭市场网，2019 年煤炭优质产能加速释放。2019 年前 8 个月国家发改委和国家能源局共核准煤矿 33 处，均为大型及特大型煤矿，其中 31 处为新建项目，2 处为改扩建项目，33 处煤矿新增产能约 1.61 亿吨/年；而去年同期共核准 14 处煤矿，新增产能 6,050 万吨/年，今年前 8 个月通过核准的项目数量比去年同期多 1 倍，净增产能同比增加 1.6 倍。

新核准产能主要集中于三西地区和新疆（33 处中 26 处来自以上四省/区），仅内蒙古一地新获得核准煤矿达 10 处，产能 6230 万吨/年，净增产能 6140 万吨/年，占净增产能约 38%。

国家能源局此前公布了截至 2018 年 12 月底煤炭产能的情况，生产和建设煤矿 3,373 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 1,010 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。2018 年的新增煤炭产能近 2 亿吨。根据煤炭资源网，2019 年一季度新增煤炭产能 1.436 亿吨，产能释放速度之快比较超预期。

#### 1-10 月煤炭固定资产投资增速同比增加 27%，比制造业高 24 个百分点，明显加快

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 1-10 月同比大幅攀升 27%，比制造业增速大幅高 24 个百分点，比 18 年同期增速高 22 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。

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 年煤炭产量同比增加 4.5% 至 38.5 亿吨，2019 年煤炭供应量（包括净进口）41.9 亿吨，同比增加 4.9%。预计 2020 年煤炭产量同比增加 4.8% 至 40.3 亿吨（已考虑到偏紧趋严的安全监管），2020 年煤炭供应量（包括净进口）同比增加 5.0% 至 43.4 亿吨，增速比 2019 年皆加快。

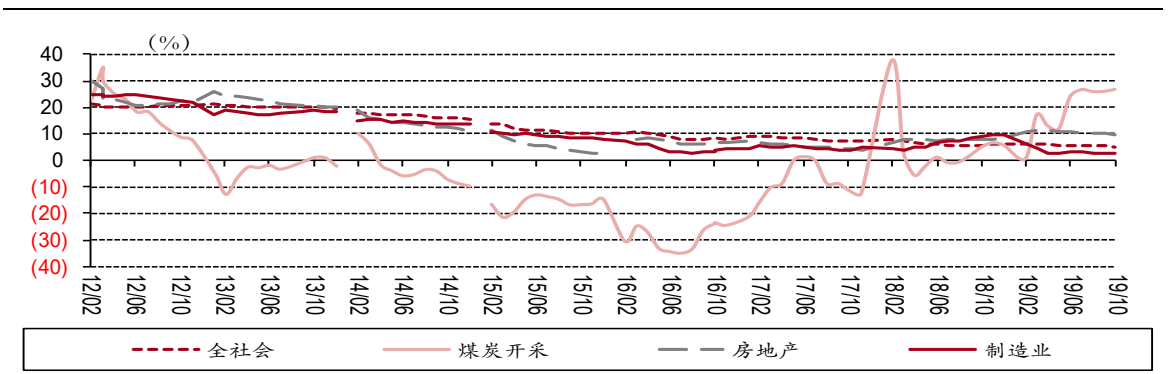


图表 20. 不同时期、不同口径下煤炭产能情况

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 21. 煤炭固定资产投资增速明显加快



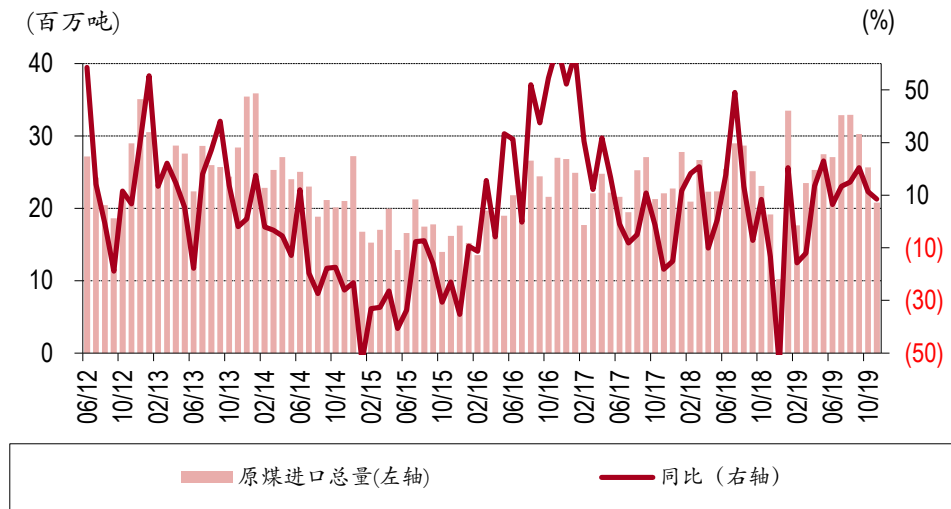
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 国际煤价大幅下降 30% 导致进口增长 10%，目前进口煤价格优势仍然明显。

2019 年 1-11 月，煤炭进口量 2.99 亿吨，同比增长 10.2%，相比 2018 年同期的 9.3% 增速加快。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。2019 年至今，国际三大煤种在全球煤炭需求明显不足，供应释放的背景下经历了持续大幅下跌，跌幅在 27%-34%。而国内煤价（秦皇岛 5500 大卡动力煤）同期只下跌了 11%。以广州港为例，截至目前，5,500 大卡动力煤价格，国内煤的价格比印尼和澳大利亚分别都贵 25 元，进口煤的价格优势仍然明显。2020 年预计国际市场的煤炭供大于求的情况会比中国更严重，预计年初进口煤限制宽松后预计进口仍会有较好增长。我们预计 19 年煤炭进口 3.1 亿吨，同比增长 10%，预计 2020 年煤炭进口同比增长 7% 至 3.2 万吨，增速仍然不低。



图表 22. 我国原煤进口及同比增速



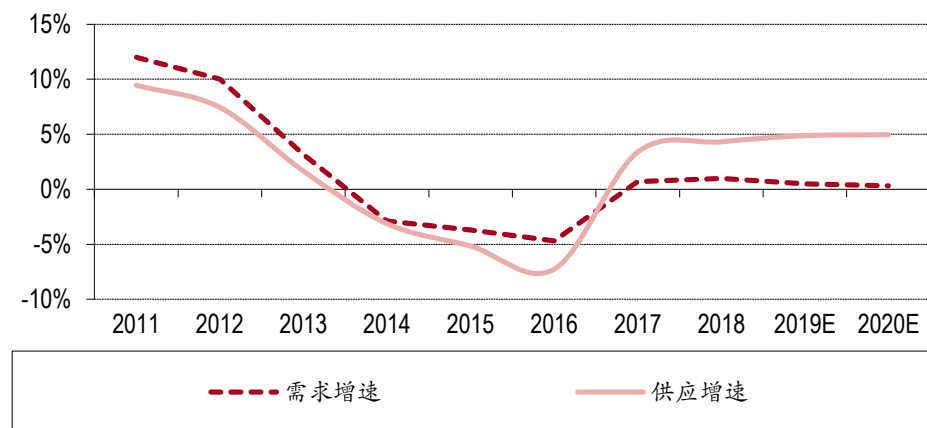
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 23. 国际煤价持续大幅下跌



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 煤炭供需增速及预测



资料来源: 万得, 中银国际证券研究预测

## 煤炭价格及预测

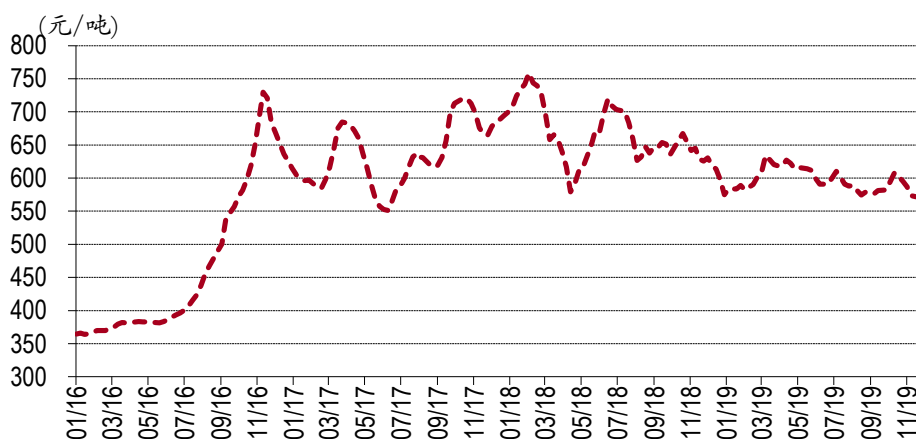
从 2016 年初供给侧改革实施以来，煤价在不到一年的时间内翻倍，截至 2016 年 11 月，煤价从 360 元飙升到逼近 750 元，此后 2017 年，由于大力度去产能，而新产能并未有效释放，供给不足，煤价仍做震荡上行，2017 年煤价同比上涨 35%，到 2018 年初达到 760 元的新高。16 年第三季度开始，国家发改委连续出台政策调控煤价，促使煤价回落到绿色区间，但是过程比较波折，在较严厉的安监环保、企业资金面改善有限、复产复工意愿不强和特殊事件影响下，供应并未如期释放，煤价并未如期回落。直到近二年来，随着单纯去产能转化为结构性去产能，随着新产能的释放加快，以及国有大矿的市场份额越来越大，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。

**2019 年煤价震荡回落中，符合政府调控意愿，低于市场预期，预计 2020 煤价仍将下滑。**

2019 年至今在供应释放较快、需求低迷的共振作用下，煤价震荡下行，特别是 7 月份以来跌势更加明显。预计 2019 年秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价平均 588 元，同比下跌 11.4%，低于市场年初预期。目前是旺季，但价格 543 元，为全年最低价，显示了明显的供大于求趋势。随着 2020 年经济转型的深入、较大的经济下行压力以及清洁能源替代速度，2020 年煤炭需求增速将由 0.48 回落至 0.27%，而供给侧方面，先进产能加速进场，国际供需宽松下进口煤优势不减，供应仍会面临较大释放压力，2019 年预计煤炭供应增速 5%，我们认为明年的煤价仍将持续下滑态势，将会向政府制定的绿色区间进一步回落。我们预计 2020 年秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格 550 元，同比下降 6%。

此外，今年以来，六大电厂库存高企，库存天数明显偏高，这也将成为抑制煤价，增加买方话语权的因素之一，将在明年继续发挥作用。

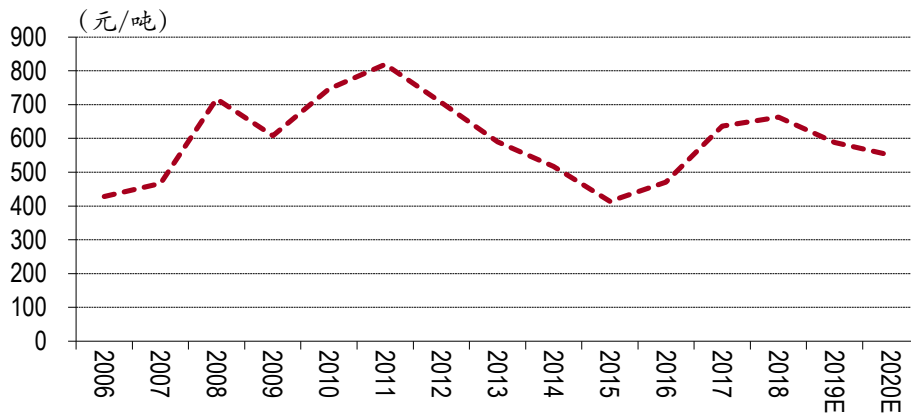
图表 25. 供给侧改革以来秦皇岛 5500 大卡动力煤（山西优混）平仓价



资料来源：万得，中银国际证券



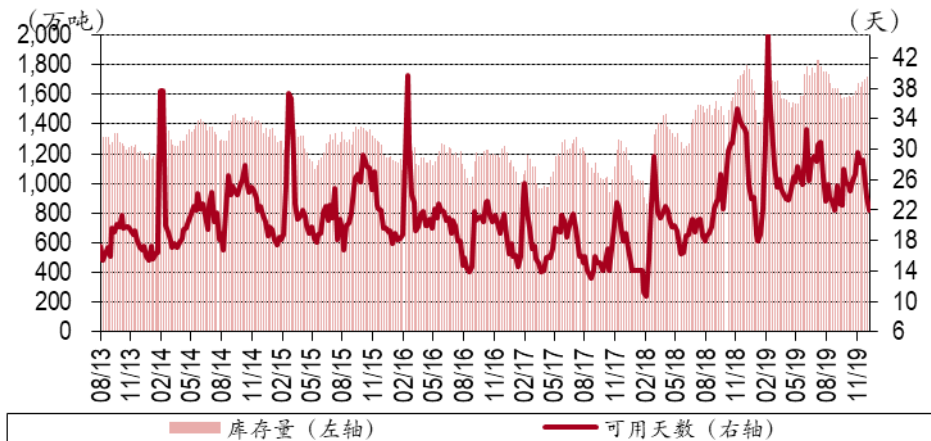
图表 26. 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格走势及预测



单位: 元/吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
秦皇岛 5500 大卡动力煤	428	467	717	608	746	819	706	590	517	414	471	636	663	588	550
增幅(%)	0	9	53	(15)	23	10	(14)	(16)	(12)	(20)	14	35	4	(11)	(6)

资料来源: 万得, 中银国际证券研究预测

图表 27. 六大电厂库存高企, 库存天数偏高抑制煤价

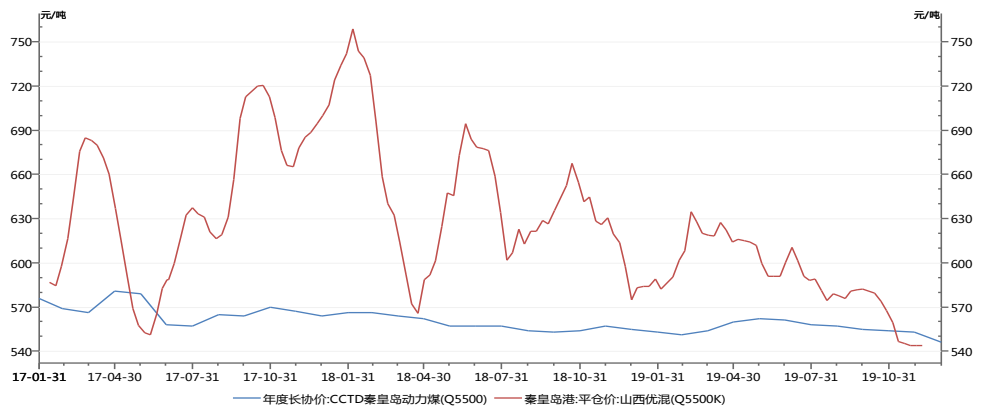


资料来源: 万得, 中银国际证券

### 政府对煤价的掌控力加强: 市场煤与长协煤走势不一, 长协煤稳为主, 平滑跌势

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 月 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。2019 年 CCTD 年度长协煤价格 555 元, 同比下降 0.6%。而市场煤的代表: 秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格预计 588 元, 同比下降 11%, 相比市场煤, 长协煤仅仅微跌。

图表 28. CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价格，与市场煤走势不一致



数据来源: Wind

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，截至 19 年 9 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 78%，仍高于全国平均水平，尽管从最高点只下降了 5 个百分点，且今年的速度放缓迹象，总体水平仍然偏高。

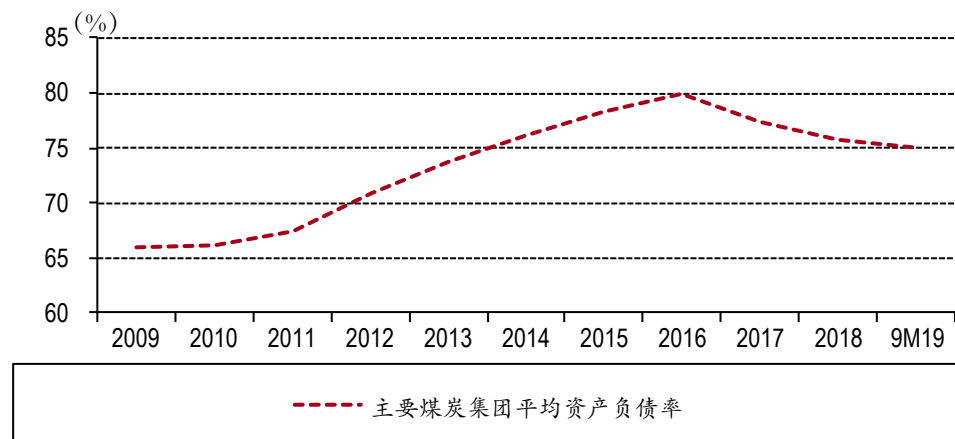
资产负债表仍在比较缓慢的修复中，供给侧改革的成果仍然要巩固，政府对于行业的态度未来可能仍是一边保护一边调控（尽量在绿色区间，防止大幅涨跌）。

图表 29. 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	9M19
大同煤业集团	69	67	69	73	80	83	85	85	79	79	78
潞安集团	70	73	72	75	80	82	83	84	79	79	77
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	73
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	85
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	73
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	82
开滦集团	56	58	63	65	69	70	73	71	71	71	71
兰花集团	52	52	50	57	59	63	66	70	70	69	70
山东能源集团	67	64	65	66	68	70	74	75	67	68	65
陕煤化集团	63	67	69	75	80	80	80	80	72	73	72
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	70
伊泰集团	61	55	52	55	60	64	68	69	65	62	61
郑州煤电集团	68	69	75	82	78	80	79	84	83	84	85
<b>平均值</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>76</b>	<b>75</b>
<b>山西七大煤炭集团平均值</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>81</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>79</b>	<b>78</b>

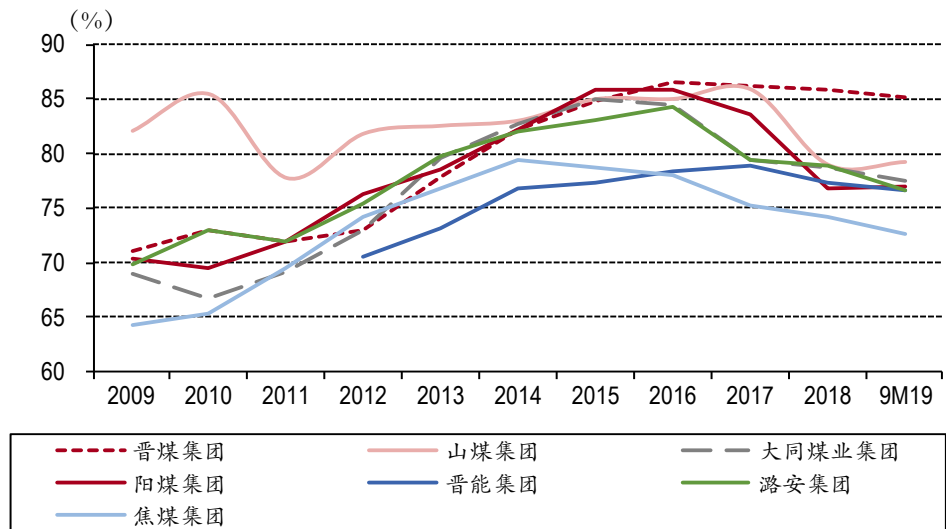
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 30. 主要煤炭集团平均资产负债率



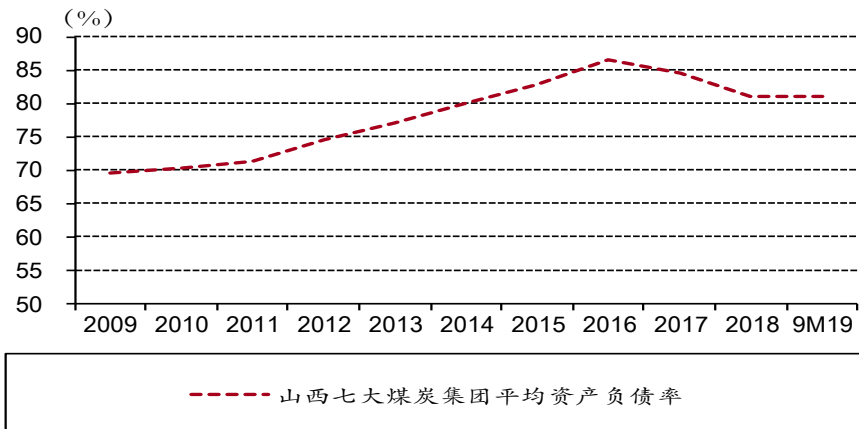
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 31. 山西七大煤炭集团资产负债率



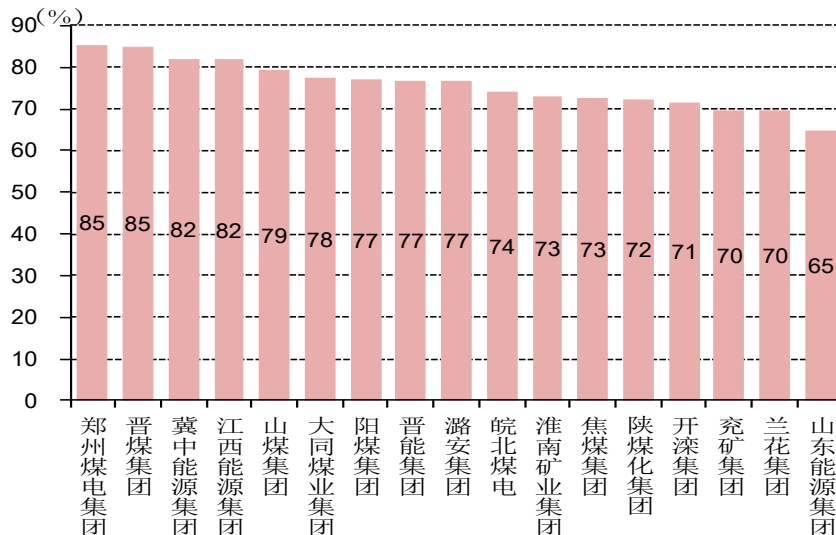
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 32. 山西七大煤炭集团平均资产负债率仍然较高



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 33. 截止 2019 年 9 月主要煤炭集团资产负债率

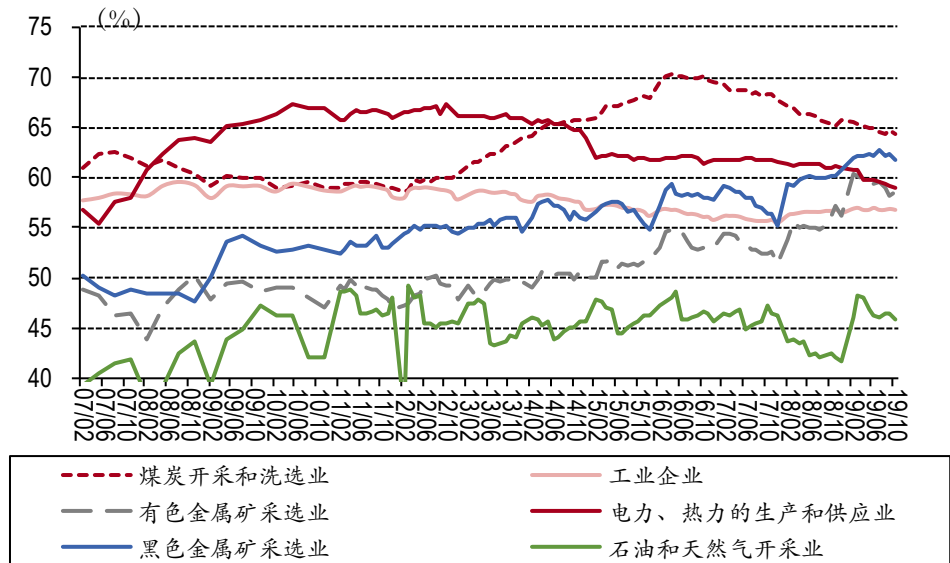


资料来源: 万得, 中银国际证券



从主要工业行业的资产负债率看，尽管供给侧改革以来，从最高的70%下降至64.4%（下降6个百分点），煤炭行业从14年开始就是全行业最高的，目前仍高于工业企业负债率（56.8%）7个百分点。从总体上来说仍是偏高水平。

图表 34. 主要相关行业资产负债率



资料来源：万得，中银国际证券



## 估值

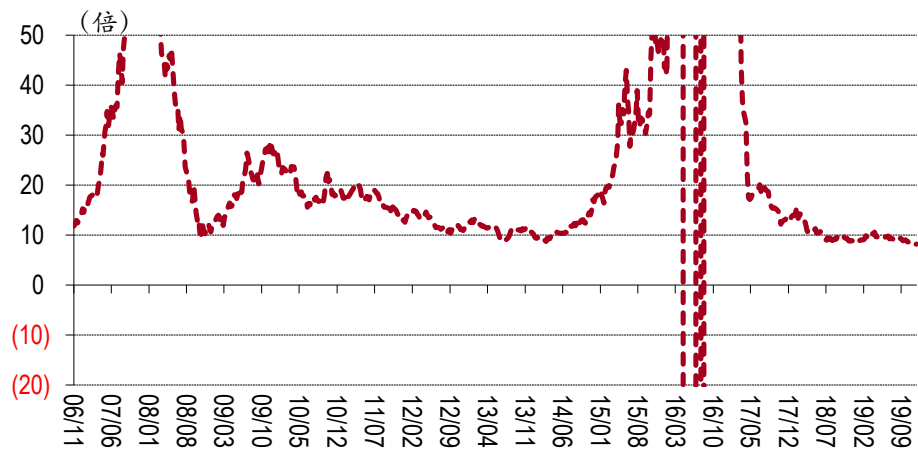
**历史最低位，从历史角度看具备较好安全边际：**目前煤炭板块主流煤炭公司平均 19 年市盈率为 8.2 倍，市净率 0.9 倍，位于历史市盈率和市净率区间的最低位，比 08 年金融危机时期还要低。我们认为行业业绩稳定，行业公共事业化趋势下基本面比较稳定且资产质量、盈利指标均较好，经济下行压力一致预期下市场对基本面预期比较充分，从估值看我们认为具备较好安全边际。

图表 35. 煤炭行业（中信）市净率-目前估值历史最低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 煤炭行业（中信）市盈率-目前估值历史最低位

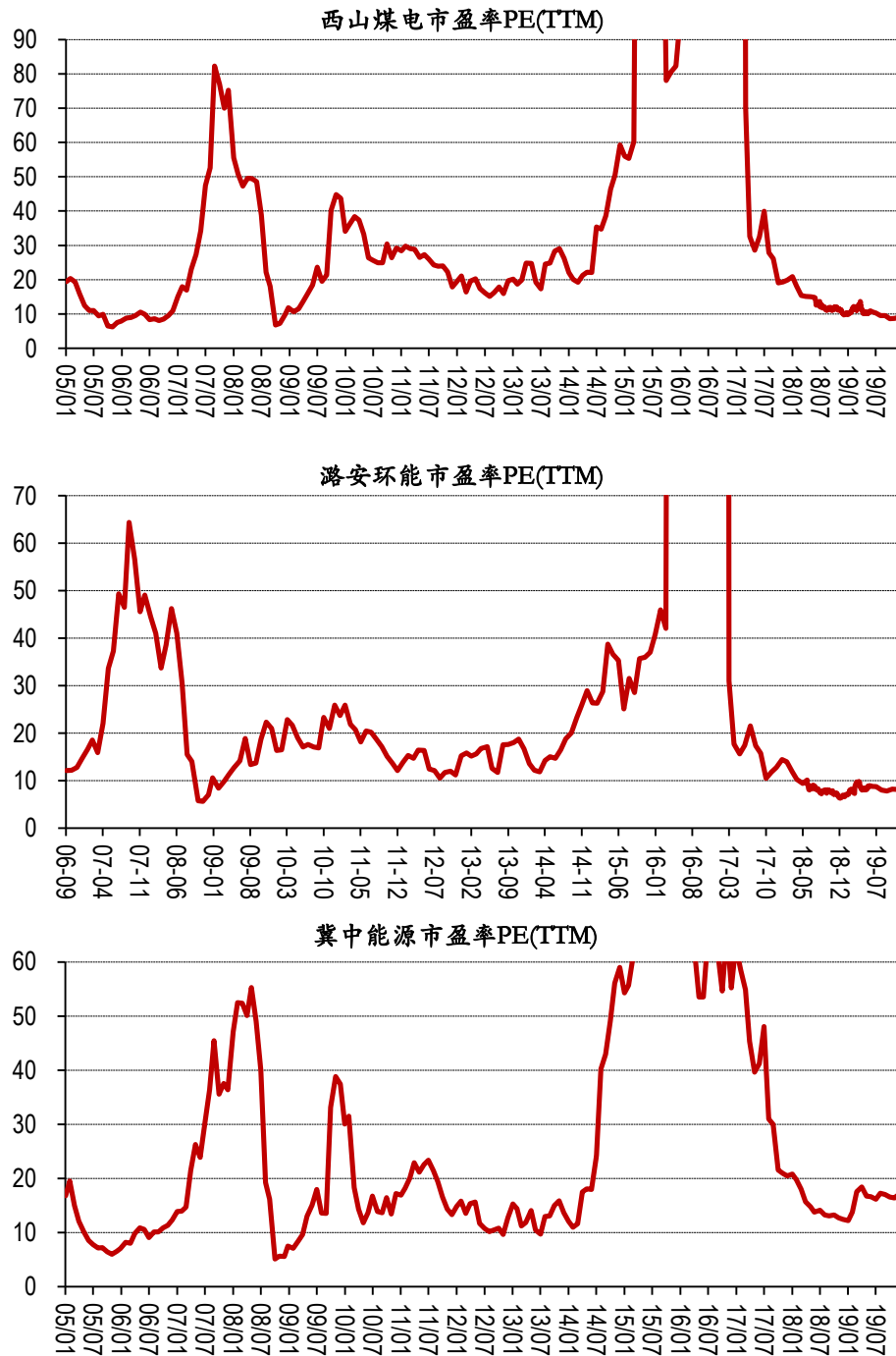


资料来源：万得，中银国际证券

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。



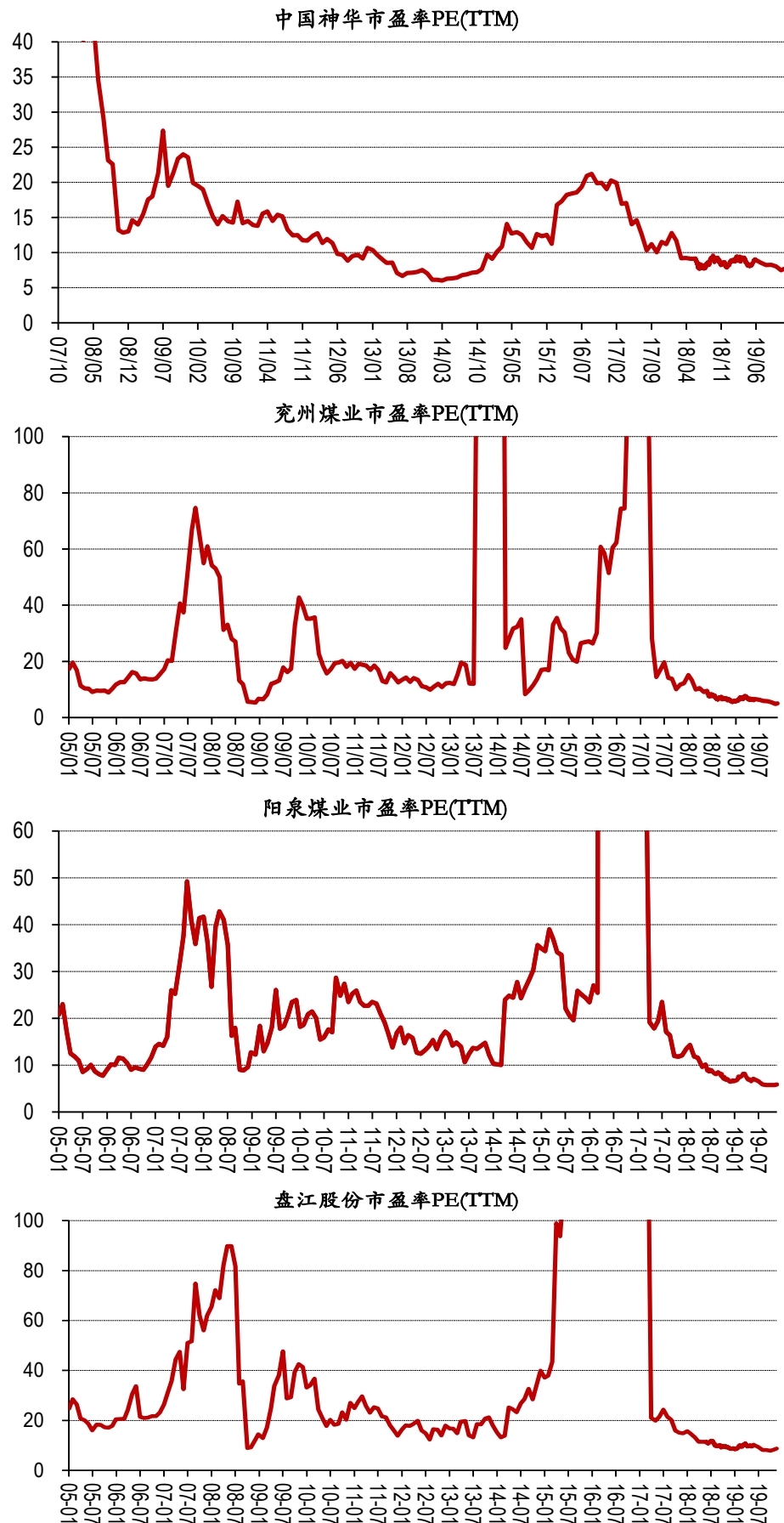
图表 37. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位



资料来源: 万得, 中银国际证券



续图表 38. 主要煤炭上市公司市盈率图-目前估值历史低位

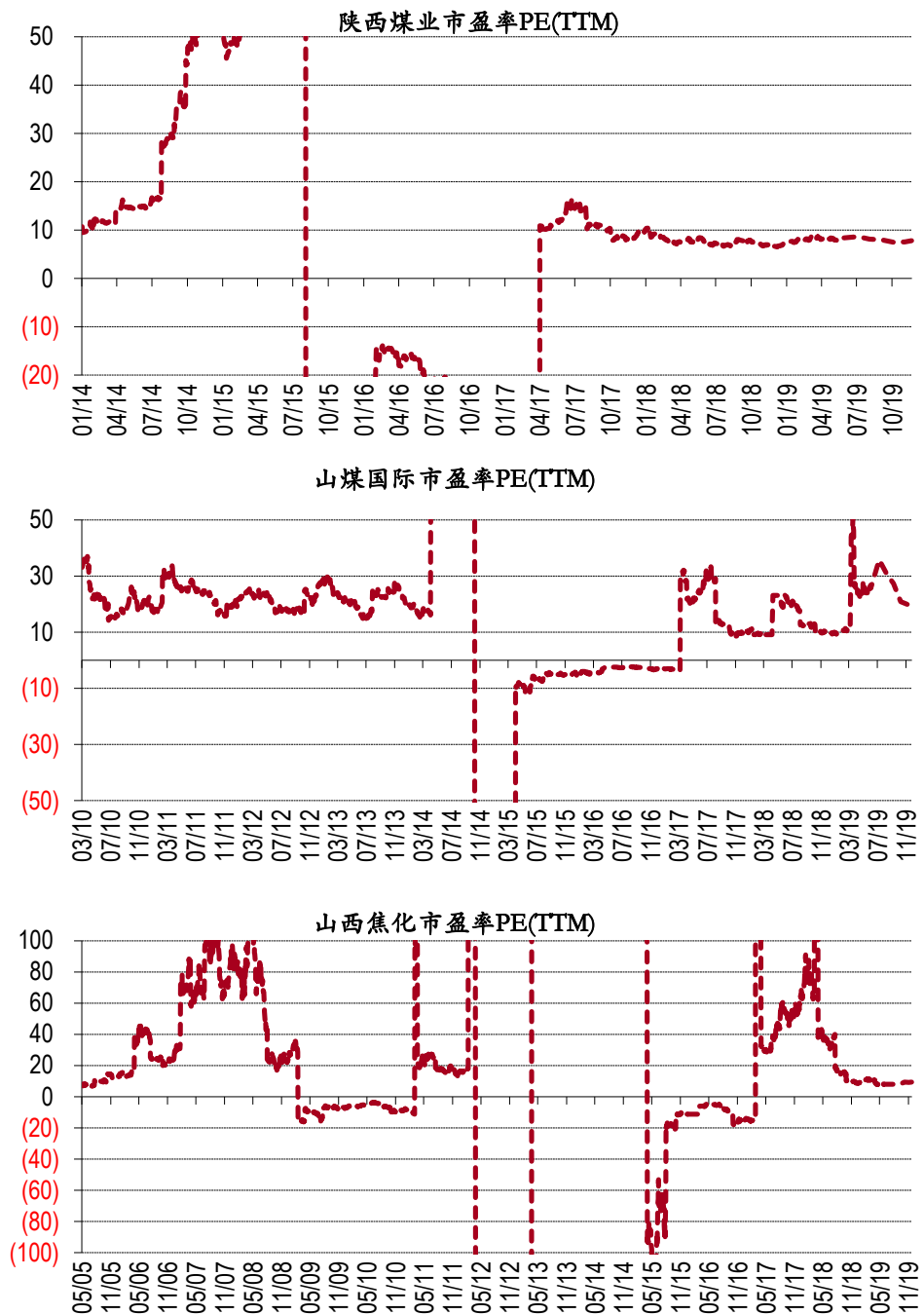


资料来源: 万得, 中银国际证券





续图表 39. 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, 中银国际证券



## 业绩及市场表现

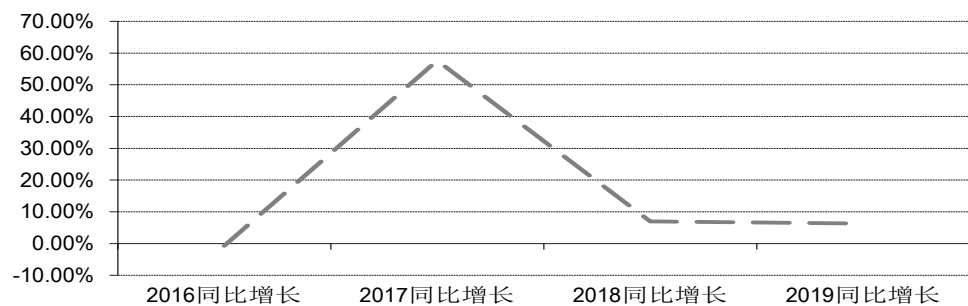
上市公司的业绩与煤炭价格的相关性很大。但从今年年初开始的业绩看，这种相关性正在减弱。

煤炭企业 19 年前三季度归母净利润同比增长 5%，好于预期。在市场煤价下跌 11%，长协煤价同比持平下，煤炭上市公司利润率继续攀升，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。

我们预计 19 年煤炭主流上市公司平均归母净利润同比增长中值在 5% 左右，利润率和资产质量保持较好状态，尽管煤价低于预期，但在长协煤的平滑作用以及资产负债表的修复下，上市公司的业绩情况或好于预期。我们预计 2020 年煤炭上市公司的业绩将基本持平或微跌。

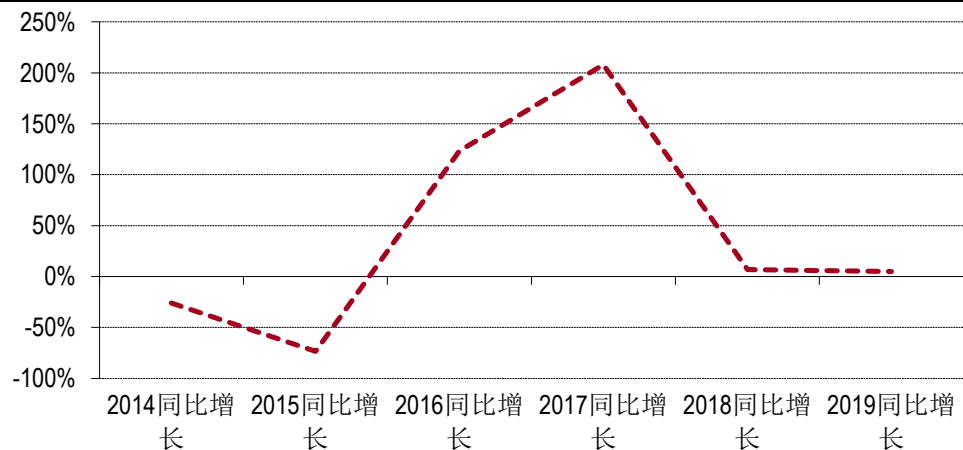
板块走势方面：19 年至今，煤炭（中信一级）板块涨幅 11.5%，低于沪深 300 涨幅 34.7%，也低于上证综指 21.6%。在全市场 29 个行业中排名 22 名，跑输大盘。前 4 个月板块基本跟随大盘，但 5 月之后，在煤价持续滑落，经济下行压力加大，中美贸易战升级下，煤炭板块走势明显落后大盘。

图表 40 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

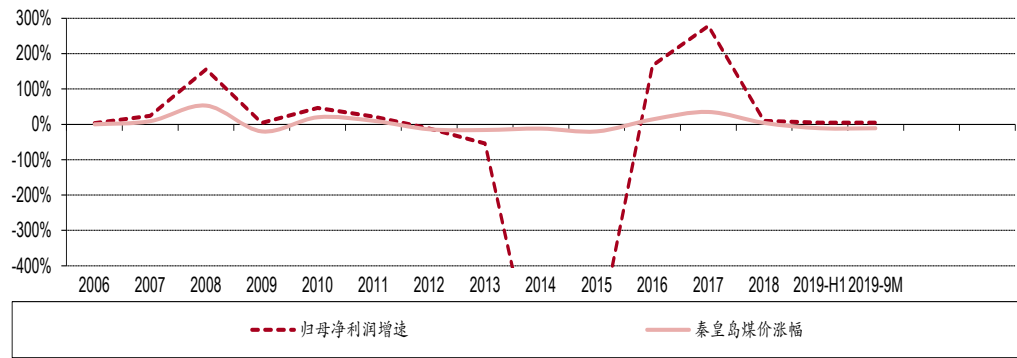
图表 41. 煤炭上市公司历年前三季度归母净利润平均增速



资料来源：万得，中银国际证券

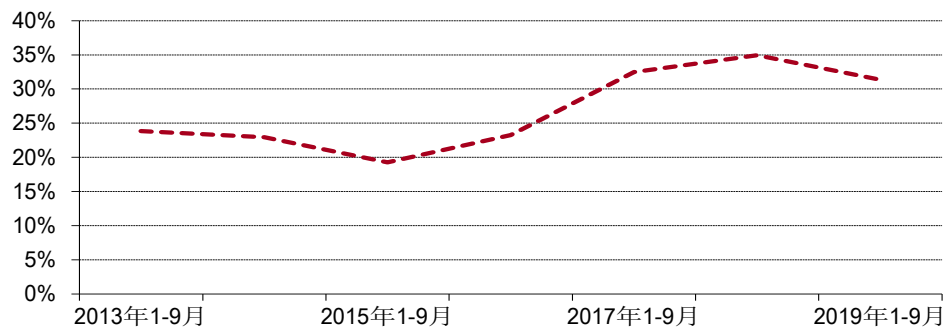


图表 42. 上市煤企归母净利润增速涨幅与煤价涨幅



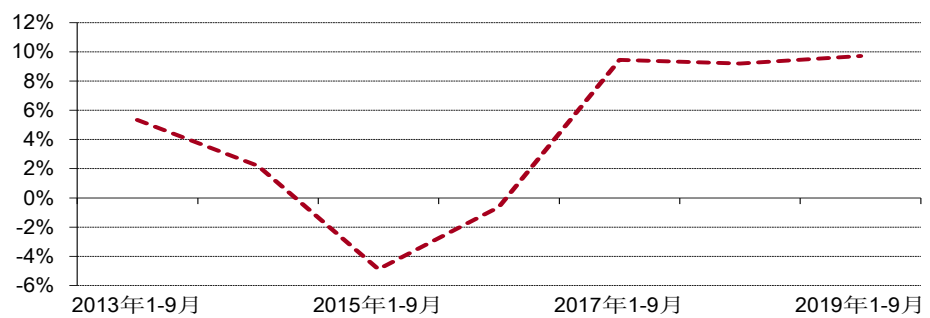
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 43. 上市煤企毛利润率



资料来源: 万得, 中银国际证券

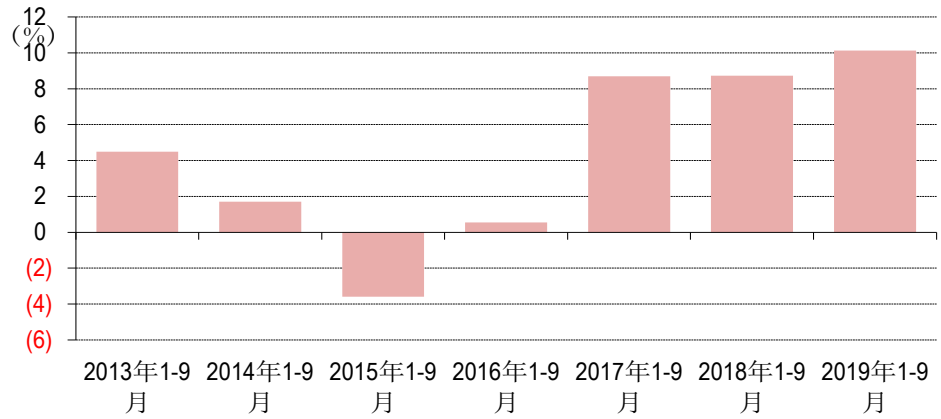
图表 44. 上市煤企季度净利润率



资料来源: 万得, 中银国际证券

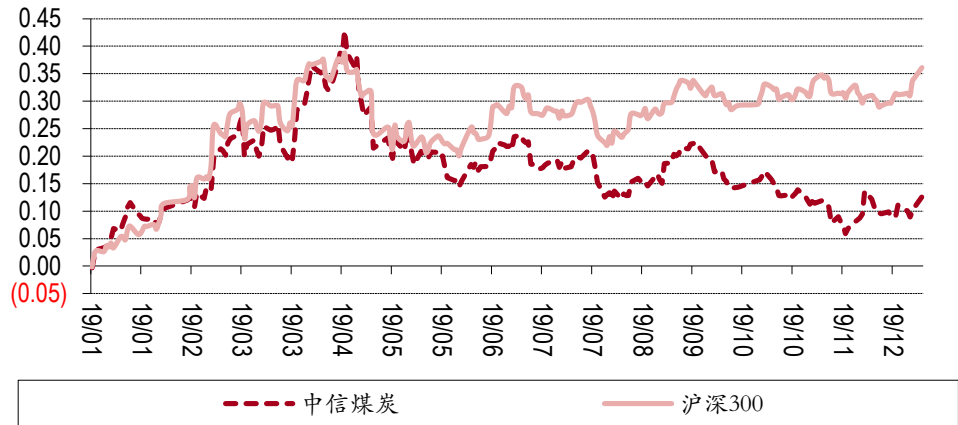


图表 45. 上市煤企 ROE



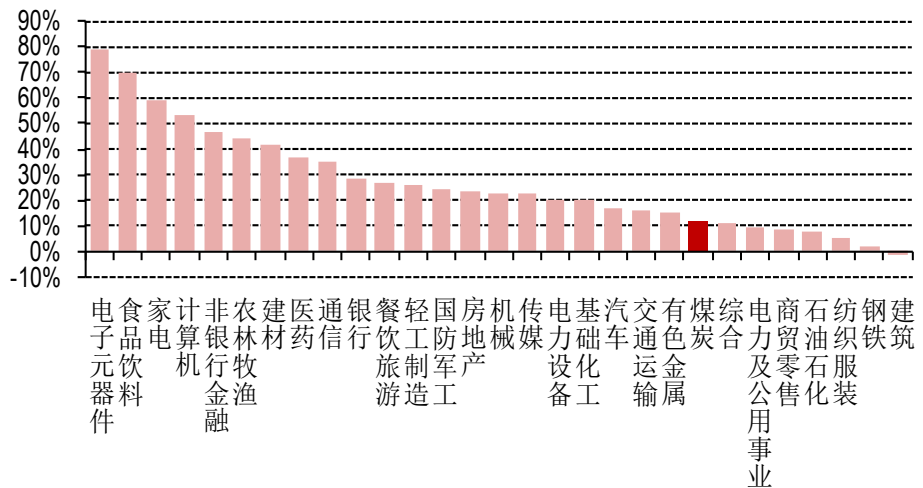
资料来源：万得，中银国际证券

图表 46. 19 年至今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

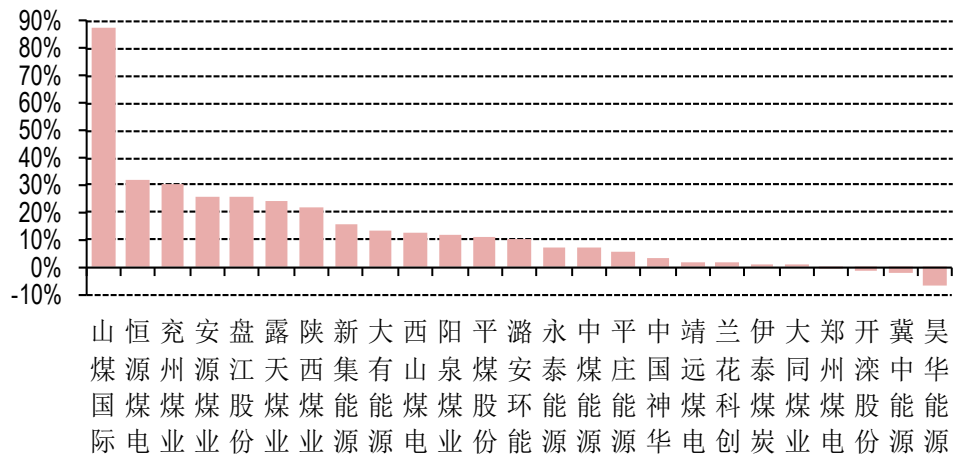
图表 47. 19 年至今各板块涨跌



资料来源：万得，中银国际证券



图表 48. 19 年以来主要煤炭股涨跌



资料来源：万得，中银国际证券



## 投资机会推荐

### 2020 年的投资机会:

1. 2019 年煤炭板块在供需宽松背景下煤价下跌，需求低迷，经济下行压力加大、中美贸易战升级风险偏好降低等多重压力下，表现欠佳，跑输大盘，涨幅位列 29 个行业的 22 名。2020 年在供需难以有明显改善，煤价大概率仍有所下滑的背景下，板块可能难以走出趋势性的独立行情。但是，在全球或中国悲观经济预期修正、贸易战或会有向好趋势、以及业绩表现较好的驱动下，可能会有波段性投资机会，特别是目前安全边际较好，估值历史低位（19 年市盈率 8.2 倍，市净率 0.9 倍）的背景下，有望带来波段性估值修复行情。
2. 今年以来矿难频发，特别是年初和年尾的死亡多人的矿难明显较多，带来大面积长时间停产、严监管下的阶段性供应偏紧，重特大矿难可能引发更严格更大面积的监管，带来供应超预期减少。
3. 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、19 年进展略显缓慢，关注 2020 年是否有加快的可能。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。

### 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、阳泉煤业并建议关注兖州煤业、中国神华、山西焦化。

图表 49. 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
600188.SH	兖州煤业	未有评级	9.73	1.61	1.76	1.71	6.0	5.5	5.7
601918.SH	新集能源	未有评级	3.43	0.22	0.48	0.49	15.6	7.1	7.0
600740.SH	山西焦化	增持	7.10	1.21	0.72	1.00	5.9	9.9	7.1
600348.SH	阳泉煤业	买入	5.32	0.82	0.82	0.87	6.5	6.5	6.1
600546.SH	山煤国际	买入	6.33	0.11	0.55	0.63	57.5	11.5	10.0
601225.SH	陕西煤业	买入	8.76	1.10	1.14	1.21	8.0	7.7	7.2
600395.SH	盘江股份	未有评级	5.86	0.60	0.63	0.65	9.8	9.3	9.0
601699.SH	潞安环能	买入	7.08	0.89	1.10	1.13	8.0	6.4	6.3
600123.SH	兰花科创	未有评级	6.33	0.94	1.02	1.13	6.7	6.2	5.6
601088.SH	中国神华	未有评级	17.67	2.19	1.97	1.91	8.0	8.6	8.9
600157.SH	永泰能源	未有评级	1.43	0.06	0.07	0.08	23.8	20.4	17.9
600403.SH	大有能源	未有评级	4.09	0.38	0.41	0.43	10.8	10.0	9.5
000937.SZ	冀中能源	未有评级	3.59	0.32	0.33	0.32	11.2	10.9	11.2
000933.SZ	神火股份	未有评级	5.07	0.16	0.64	0.38	31.7	7.9	13.3
601898.SH	中煤能源	未有评级	4.89	0.40	0.47	0.49	14.4	10.4	10.0
002128.SZ	露天煤业	未有评级	8.40	1.24	1.30	1.33	6.8	6.5	6.3
600997.SH	开滦股份	未有评级	5.35	0.88	0.94	0.99	6.1	5.7	5.4
601101.SH	昊华能源	未有评级	5.42	0.59	0.60	0.65	9.2	9.0	8.3
601666.SH	平煤股份	未有评级	3.89	0.39	0.45	0.55	10.0	8.6	7.1
<b>A 股主要煤炭公司平均值</b>							<b>12.9</b>	<b>8.2</b>	<b>8.0</b>

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 12 月 17 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，或者货币政策偏紧：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。

业绩恶化：近年来上市公司一直呈现较好的业绩。即便在煤价下跌中，凭借稳定且占比较大的长协煤，以及资产负债表的修复，业绩逆势增长。市场对良好业绩仍有期待。如果业绩恶化，低于预期将会影响股价。

## 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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