

公司研究/首次覆盖

2020年05月13日

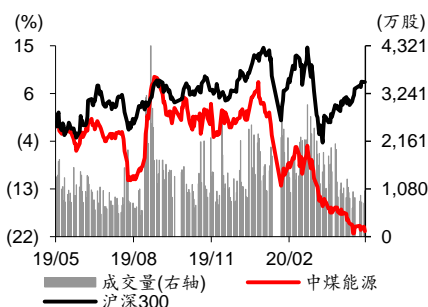
采掘/煤炭开采 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 3.78  
合理价格区间(元): 3.88~4.20

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 优化煤炭资源，煤化工成新盈利点

### 中煤能源(601898)

#### 中煤集团旗下上市公司，首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内、全球唯一能够从事煤机制造、煤炭开采、洗选加工、物流贸易，并具有煤炭全产业链优势的大型能源企业，公司现以煤炭为基础，发展煤化工等相关多元化业务。我们认为公司优势主要在：1) 煤炭有产能增长，且新产能更优质，煤化工已成为重要盈利点，且产能仍有增量；2) 2020-2021年煤价可能面临下行压力，2021年煤化工或受益于油价反弹，有望部分对冲煤炭业绩下行。我们预计公司20-22年EPS为0.32/0.45/0.58元，对应PE分别为11.9/8.4/6.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 公司煤炭资源储量多，未来仍有新增产能

2019年末，公司可采储量138亿吨，矿井主要分布在山西平朔、内蒙古呼和浩特、陕西榆横及新疆等矿区。公司目前合并口径在产年产能1.24亿吨，在建产能包括苇子沟、里必、大海则及依兰第三煤矿，核定年产能分别为240、400、1500、240万吨。公司产品以动力煤为主，焦煤、无烟煤为辅。此外，公司参股38.75%的中天合创拥有呼和浩特矿区葫芦素矿（年产能1300万吨）、门克庆矿（年产能1200万吨），均于2018年进入联合试生产，产量不计入公司煤炭产量，但按投资收益计入。

#### 煤化工发力，新增产能将优化煤化工布局

公司煤化工主要生产烯烃、尿素、甲醇等，截止2019年底，公司烯烃年产能120万吨、尿素年产能175万吨，其中图克尿素项目为亚洲最大单体尿素工厂。公司仍有两个在建项目——鄂煤化合成气制年产100万吨甲醇技术改造项目、榆林能化烯烃二期（75万吨烯烃/年），公司预计投产日期分别为2021年4月、2020年10月。此外，公司参股的中天合创是目前世界上最大规模的煤制烯烃项目，年产360万吨甲醇、137万吨聚烯烃。

#### 2021年油价反弹或提振煤化工盈利，对冲煤价下行

因海外疫情、全球经济低迷及减产协议不顺利，油价大跌，华泰化工在2020年4月13日发布报告《油价重挫下的化工行业：复盘与推演》，认为可参考2016年反弹，本次下跌后可能导致供给端出现新的协同；叠加各国宽松货币政策，我们认为2021年油价或反弹，煤化工产品价格将获改善。公司煤化工产品成本端主要为煤炭，我们判断2020-2021年煤炭价格将处于低迷状态，2021年煤化工产品或有盈利改善，对冲传统煤炭业务下行。

#### 2020年煤炭盈利承压，首次覆盖给予“增持”评级

我们采用分部估值法对公司进行估值。煤炭、煤化工可比公司PE（2020E，Wind一致预期）均值分别为11.0、12.6倍，考虑公司煤炭产能增长且资源优化，煤化工产能亦增长，我们分别对煤炭、煤化工部分2020年PE取12.0-13.0、13.5-14.5倍；此外，我们假设2020年公司煤炭、煤化工归母利润占比分别为87%、13%。综上，我们预测公司合理市值为514.6-556.8亿元，对应目标价3.88-4.20元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：油价持续下跌，新增产能投产不及预期，投资收益不及预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	13,259
流通A股(百万股)	9,152
52周内股价区间(元)	3.76-5.21
总市值(百万元)	50,118
总资产(百万元)	278,330
每股净资产(元)	7.41

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	104,140	129,294	130,110	147,171	167,479
+/-%	27.76	24.15	0.63	13.11	13.80
归属母公司净利润(百万元)	3,352	5,626	4,220	5,939	7,639
+/-%	46.28	67.83	(24.99)	40.72	28.63
EPS(元, 最新摊薄)	0.25	0.42	0.32	0.45	0.58
PE(倍)	14.95	8.91	11.88	8.44	6.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要点：煤炭、煤化工上下游协同优势增强 .....	3
核心逻辑.....	3
有别于市场观点.....	3
以煤炭为基础，发展相关多元化业务 .....	4
中煤集团旗下上市公司 .....	4
产能产品：煤电化一体化初见成效 .....	4
煤炭：现有在产年产能 1.24 亿吨 .....	4
煤化工：大力发展烯烃、尿素 .....	6
煤机：煤机产品国内市占率高 .....	7
煤电：煤电联动消化低热值煤 .....	7
参股联营：投资净收益日益重要 .....	8
财务指标：16 年后盈利改善较多 .....	9
煤炭价格下行，煤化工盈利或反弹.....	12
煤炭：需求承压较大，短期价格不乐观.....	12
政策：优化产能结构，控制消费总量 .....	12
供需：新能源冲击需求，动力煤承压 .....	14
煤化工：期待油价反弹抬升煤化工盈利.....	14
政策：从收紧煤化工到放开煤化工 .....	14
供需：2021 年油价或反弹，煤化工或受益.....	15
盈利预测与估值：煤化工或对冲煤价压力 .....	19
盈利预测：煤化工或提振部分业绩 .....	19
估值评级：首次覆盖给予“增持”评级.....	22
PE/PB - Bands .....	22
风险提示.....	22

## 投资要点：煤炭、煤化工上下游协同优势增强

### 核心逻辑

公司是中煤集团旗下上市公司，是国内乃至全球唯一能够从事煤机制造、煤炭开采、洗选加工、物流贸易，并具有煤炭全产业链优势的大型能源企业。我们认为公司优势主要在：

1) 公司新增煤炭产能在优质矿区，我们预计或能提升煤炭业务竞争能力。公司最大的矿区为山西平朔矿区，从全资子公司平朔集团数据看，平朔矿区盈利不佳，2017-2019年净利率仅为1.1%、0.2%、5.9%，而同期子公司中煤华晋的净利率为32.4%、29.6%、26.1%。2018-2019年，公司新增产能主要为纳林河二号和母杜柴登，均位于国内优质动力煤基地呼尔吉特矿区，后期公司新增产能里必煤矿（400万吨，公司预计2024年投产）为优质无烟煤，配套陕西榆林能源化工的为大海则（1500万吨，公司预计2022年投产），大海则位于优质动力煤基地榆横矿区。

2) 煤化工仍有新增产能，上下游协同优势将增强。截止2019年底，公司有两个煤化工在建项目，分别为鄂煤化合成气制年产100万吨甲醇技术改造项目、榆林能化烯烃二期（75万吨），公司预计分别于2021年4月、2020年10月投产。100万吨甲醇技术改造项目投产后，主要供给中煤蒙大公司生产聚烯烃；榆林能化烯烃二期投产后，一期和二期将形成产品品质差异和规模效益，此外，与榆林能化配套的大海则煤矿将于2022年投产，资源优势进一步增强。

3) 2021年煤化工盈利有望反弹，对冲公司传统煤炭业务下行。因近年来新能源装机量较多，冲击传统燃煤发电量，影响电煤需求，我们预计2020-2021年煤炭价格将下行；华泰化工在《油价重挫下的化工行业：复盘与推演》（2020.4.13）中认为后期产油国将形成新的生产协同，我们认为2021年油价有望止跌反弹，带动煤化工产品价格上行，公司煤化工原料为煤炭，公司煤化工业务盈利有望放大。

### 有别于市场观点

煤炭方面，我们认为2020-2021年是水电、核电、风电的投产高峰，期间燃煤发电、动力煤需求会受到压制，叠加新增的低成本煤炭产能，动力煤价可能持续低迷；2020-2021年低迷的煤价可能压制煤炭投资，2022-2025年新增煤炭产能少及新增清洁能源发电装机少，期间有望成为燃煤发电、动力煤需求的黄金期。

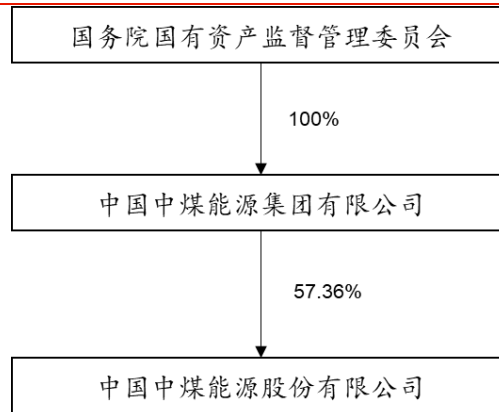
煤化工方面，如果主要产油国出现新的生产协同，叠加各国的宽松货币政策，2021年油价或迎来反弹，甲醇、聚乙烯、聚丙烯等煤化工品价格将获得改善。且公司煤化工品成本端主要为煤炭，我们判断20-21年煤炭价格将处于低迷状态，煤化工产品或有盈利改善。此外，年初以来全球虫害相对频繁，或将抬高农产品价格，若耕种恢复正常，利好化肥价格。

## 以煤炭为基础，发展相关多元化业务

### 中煤集团旗下上市公司

中煤集团旗下上市公司。2006年，中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）进行重组，并独家发起设立中国中煤能源股份有限公司（以下简称“公司”），同年12月在香港上市，2008年2月在上交所上市。

图表1：中煤能源最新股权结构



资料来源：中煤能源债券募集说明书，华泰证券研究所

中煤集团为公司控股股东，持股比例 57.36%，国务院国资委为公司实控人。截至 2020 年 5 月 12 日，公司总股本 133 亿股，总市值 501 亿元。此外，公司控股上市公司上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源公司”），持有其 62.43% 股权。

**具备煤炭全产业链优势。**公司立足煤炭生产、贸易，发展煤化工、煤矿装备制造、坑口发电等相关多元化业务，是国内乃至全球唯一能够从事煤机制造、煤炭开采、洗选加工、物流贸易，并能提供系统解决方案、具有煤炭全产业链优势的大型能源企业，是中国最大的煤炭贸易服务商之一。自 2014 年公司涉足煤化工，煤化工已成为公司盈利的第二引擎。

### 产能产品：煤电一体化初见成效

公司全力提升煤炭效益产量，着力推动煤炭清洁高效开发，大力推进煤电一体化项目建设，提高煤炭就地转化比例，凸显规模优势、集约发展。根据业务板块，我们将公司业务划分为煤炭、煤化工、煤矿装备、煤电业务及财务公司业务，煤炭、煤化工及煤电板块均有产能增长，我们认为公司具备内生成长性。

### 煤炭：现有在产年产能 1.24 亿吨

**公司矿区集中于晋蒙陕地区。**公司矿井主要集中在山西平朔矿区、山西乡宁矿区、内蒙古呼吉尔特矿区、江苏大屯矿区、陕西榆横矿区及黑龙江依兰矿区。截止 2019 年末，公司资源储量、可采储量分别为 233、138 亿吨，以动力煤为主。

图表2：2019 年末公司主要矿区资源储量、可采储量

主要省份	资源储量	可采储量	主要矿区
山西	75.9	40.76	平朔矿区是公司最大的煤炭矿区，位于晋北基地，是华北和西北煤炭生产省份中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一，且与大秦铁路相连；乡宁矿区拥有低硫、特低磷的优质炼焦煤资源。
蒙陕	140.5	89.36	内蒙古鄂尔多斯呼吉尔特矿区、陕西榆横矿区均是中国最重要的优质动力煤基地之一
江苏	7.36	2.61	大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东煤炭消费区的矿区之一
新疆	6.56	3.86	
黑龙江	3.09	1.36	黑龙江依兰矿区
合计	233.41	137.95	

资料来源：公司 2019 年年报，华泰证券研究所；单位：亿吨

**图表3：2019年末公司各煤炭品种资源储量、可采储量**

煤炭品种	资源储量	可采储量
动力煤	195.49	119.8
炼焦煤	34.72	16.31
无烟煤	3.2	1.84
合计	233.41	137.95

资料来源：公司2019年年报，华泰证券研究所；单位：亿吨

公司在产煤炭年产能1.24亿吨。截止2019年底，公司拥有生产、在建煤炭矿井23座（不含玉泉、沙拉吉达）、选矿厂16家，公司核定产能的合并、权益口径分别为14769、13558万吨，在产产能的合并、权益口径分别为12389、11494万吨。目前，公司在建煤矿为苇子沟、里必、大海则、依兰第三煤矿，核定年产能分别为240、400、1500、240万吨。

除平朔矿区的安太堡、安家岭和东露天煤矿为露天矿外，公司其余煤矿均为井工矿。公司产品以动力煤为主，仅大屯矿区、乡宁矿区生产焦煤。

**图表4：2019年底中煤能源煤炭产能**

矿区	煤矿名称	煤炭品种	公司持股比例	2019年核定产能	2019年在产产能	状态
上海能源公司（江苏）	江苏大屯矿区	姚桥煤矿	62%	445	445	
		孔庄煤矿	62%	144	144	
		徐庄煤矿	62%	180	180	
上海能源公司（新疆）	新疆106矿	动力煤	32%	120	120	
	苇子沟	动力煤	50%	240		在建
平朔集团	山西平朔矿区	安家岭露天矿	100%	2,000	2,000	
		安太堡露天矿	100%	2,000	2,000	
		东露天矿	100%	2,000	2,000	
		安太堡井工三矿	100%	1,000	1,000	
		安家岭井工一矿	100%	1,000	1,000	
		东坡（东坡公司）	100%	270	270	
		北岭	100%	90	90	
		小回沟	100%	300	300	
中煤华晋公司	山西乡宁矿区	王家岭矿	51%	600	600	
		华宁	51%	300	300	
		韩咀	51%	120	120	
		里必煤矿	51%	400		在建
西北能源公司	内蒙古呼吉尔特矿区	南梁	100%	300	300	
		纳林河二号	100%	800	800	
		母杜柴登	100%	600	600	
唐山沟公司		唐山沟	80%	120	120	
陕西榆林能源化工公司	陕西榆横矿区	大海则	100%	1500		在建
黑龙江煤化工公司	黑龙江依兰矿区	依兰第三煤矿	100%	240		在建
合计				14,769	12,389	

资料来源：国家能源局、公司债券募集说明书、公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨；注：西北能源公司沙拉吉达矿核定年产能800万吨，暂停开发；据北京产权交易所消息，2019年6月山西阳泉盂县玉泉煤业有限公司（以下简称“玉泉煤业”）100%股权及相关债权第三次挂牌转让，上海能源公司持有玉泉煤业70%股权，玉泉煤业核定年产能120万吨（非在产产能）

**图表5：2014-2019年公司煤炭产量、销量（扣除分部交易前）**

		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
产量	动力煤	10,639	8,661	7,127	6,690	6,822	9,145
	炼焦煤	801	886	972	864	891	1,039
	合计	11,440	9,547	8,099	7,554	7,713	10,184
销量	自产煤	10,609	9,754	8,067	7,500	7,667	10,195
	动力煤	9,991	8,862	7,095	6,640	6,792	9,162
	炼焦煤	618	892	972	860	875	1,033
	买断贸易煤	4,634	3,609	4,820	5,414	8,360	12,127
	进出口及国内代理	446	409	348	846	658	806
	合计	15,689	13,772	13,235	13,760	16,685	23,128

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨；注：公司2014-2016年销量数据为扣除分部交易后的数据

**2019年公司煤炭销量超过2亿吨。**公司销售煤炭来源包括除自产煤外，亦包括买断贸易煤、进出口及国内代理，其中进出口及国内代理主要收取代理费，公司少量自产煤、贸易煤销售给内部其他部门。2019年自产煤销量提升较多，主要因纳林河二号、母杜柴登两处煤矿投产。

公司煤炭由销售中心统一销售（大屯矿区除外），在主要煤炭生产矿区、消费区域分别设立分公司和区域公司，前者负责地销和产运销协调，后者负责区域市场拓展、销售及客户维护。公司近年来优化客户结构，在保证重点用户电煤供应的前提下，提高非电煤销售比例，向建材、冶金等价格承受能力强的客户倾斜。公司煤炭运输方式主要为铁路，通过自有铁路专线与国铁干线连接，如大屯矿区通过自有铁路专线与陇海线连接，可直达连云港等华东主要煤炭装运港口，平朔矿区则直接与大秦线连接。

从2016年12月开始，按国家发改委要求，公司下水动力煤定价机制分为年度长协、月度长协、现货价格，三种价格并行：长协年度价对应535定价机制，按照每月底最后一期环渤海指数和CCTD指数，确定下月执行价格；长协月度价参照市场其他大型煤炭企业确定；现货价格参照现货市场及CCI指数确定。

**煤化工：大力发展烯烃、尿素**

**公司现有烯烃产能120万吨、尿素产能175万吨。**公司在榆林、鄂尔多斯等煤炭资源丰富的区域发展煤化工，对外销售的煤化工产品为甲醇、聚乙烯、聚丙烯、尿素等。截止2019年底，按并表口径，公司烯烃产能120万吨（聚乙烯、聚丙烯各60万吨）、尿素产能175万吨，其中图克化肥项目为亚洲最大单体尿素工厂。

图表6：公司煤化工项目

煤化工子公司	持股比例	项目	产品	产能	原料	下游
中煤陕西榆林能源化工有限公司	100%	榆林烯烃项目	聚乙烯/聚丙烯	30/30	外购煤炭（大海则1500万吨煤矿2022年投产）—制甲醇（180万吨甲醇产能）—制烯烃	聚乙烯广泛用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯广泛用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等高浓度氮肥（氮含量46%）主要用于农业肥料和掺混肥，部分用于三聚氰胺和工业废气脱硝
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	蒙大工程塑料项目	聚乙烯/聚丙烯	30/30	博源联化年产120万吨甲醇和蒙大甲醇项目年产60万吨甲醇	甲醇广泛用于塑料、染料、有机合成等工业生产用途
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	100%	图克化肥项目	尿素	175	煤炭	氮肥、炸药
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	75%	蒙大甲醇项目	甲醇	60	煤炭	
中煤平朔集团有限公司	100%	平朔劣质煤综合利用示范项目	硝酸/硝酸铵	36/40	自产煤炭（高硫高灰劣质煤、锅炉燃料煤研石）—制合成氨—制硝酸铵、硝酸	

资料来源：公司年报，公司债募集说明书，华泰证券研究所；注：中天合创为公司参股公司；产能单位：万吨

图表7：公司2016-2019年煤化工产品产量、销量

		2016	2017	2018	2019
产量	聚烯烃	71.0	97.6	146.0	145.3
	聚乙烯	36.1	49.8	74.1	74.5
	聚丙烯	34.9	47.8	71.9	70.8
	尿素	197.5	199.6	185.6	199.1
	甲醇	65.1	62.5	72.2	94.6
	销量	聚烯烃	71.1	97.7	146.7
聚乙烯		35.8	50.0	74.4	75.2
聚丙烯		35.3	47.7	72.3	69.8
尿素		198.0	229.0	192.9	229.1
自产尿素		198.0	222.2	168.4	229.1
代售尿素		-	6.8	24.5	-
甲醇		70.6	71.9	71.9	95.8
自产甲醇		66.0	69.5	71.9	95.8
代售甲醇		4.6	2.4	-	-

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨；注：2018年公司聚烯烃产量提升，主要因蒙大工程塑料项目逐步达产

未来将新增 100 万吨甲醇、75 万吨烯烃产能。截止 2019 年底，公司有两个煤化工在建项目，分别为鄂煤化合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目、榆林能化烯烃二期（180 万吨煤制甲醇、75 万吨烯烃项目），公司预计分别于 2021 年 4 月、2020 年 10 月投产。100 万吨甲醇技术改造项目生产的甲醇主要供给中煤蒙大公司生产聚烯烃；榆林能化烯烃二期将在一期和二期之间形成产品品种差异和规模效益，进一步丰富公司由低到高的产品线。

图表8：公司在建煤化工项目

项目名称	煤化工子公司	产品、产能	原料	预计投产日期
榆林煤炭深加工基地项目（烯烃二期）	中煤陕西榆林能源化工有限公司	180 万吨煤制甲醇，45 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年高密度聚乙烯	外购煤炭——煤炭制甲醇——甲醇制烯烃	2020 年 10 月
合成气制年产 100 万吨甲醇技术改造项目	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	年产 100 万吨 MTO 级甲醇（折纯）	煤炭制甲醇——供给蒙大工程塑料项目	2021 年 4 月

资料来源：公司债券募集说明书，华泰证券研究所

### 煤机：煤机产品国内市占率高

公司部分中高端煤机国内市占率较高。煤炭装备主要由公司全资控股的中国煤矿机械装备有限责任公司（以下简称“中煤装备公司”）生产，中煤装备公司在国内煤机行业排名领先，主要生产刮板输送机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机及矿用电器等产品，并为国内外井工矿提供与开采设备相关的设计、制造、安装及调试等全面开采服务。公司煤机产品销售市场基本覆盖国内大型煤炭生产企业，研发生产的高端刮板输送机、高端支架、高端掘进机市场占有率居国内领先。

图表9：公司煤机产品国内市场占有率

	占公司该类产品销售额比重	2019 年前 9 月市占率
中高端刮板输送机	78.0%	58.5%
中高端液压支架	64.5%	17.3%
中高端采煤机	94.0%	29.0%
中高端电机	61.0%	68.0%
中高端掘进机及钻机	94.0%	11.0%

资料来源：公司债券募集说明书，华泰证券研究所

2017-2018 年，煤机销售收入增速较快。2016 年供给侧改革开始后，煤炭行业业绩复苏，部分煤炭企业扩大资本开支，2017-2019 年公司煤矿装备收入同比增速分别达到 37.5%、27.3%、17.3%；煤矿装备毛利率水平或受到钢材等原材料价格波动影响，2019 年钢材价格同比下行，煤矿装备毛利率改善。

图表10：2014-2019 年公司煤矿装备业务销售收入、毛利率

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
主要输送类产品	12.0	7.2	5.5	24.9	31.8	34.5
主要支护类产品	11.9	9.3	7.6	15.3	23.2	27.3
其他	37.5	33.3	27.2	15.2	15.5	20.9
销售收入合计	61.4	49.8	40.3	55.4	70.5	82.7
yoy, %		-18.8	-19.1	37.5	27.3	17.3
毛利率, %	19.2	19.9	19.6	14.5	15.1	16.0

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：亿元

### 煤电：煤电联动消化低热值煤

公司围绕鄂尔多斯、晋北、陕北、准东等九个千万千瓦级大型煤电基地，结合矿区资源条件、环境容量和外送通道，以参股、控股的方式重点发展山西、新疆、江苏等大型坑口燃煤电厂和低热值煤电。

在山西，公司主要依靠平朔集团公司，截止2019年底，平朔集团公司共有5座控股、参股电厂，装机总容量4090MW，年消耗劣质煤510万吨。此外，平朔集团公司2\*350MW电厂已取得除土地证外全部前置性合规手续，经山西省能源局审核，已具备上报国家能源局条件。江苏煤电业务主要在上海能源公司，截止2019年底，上海能源公司总装机容量820MW。新疆煤电业务主要在公司控股公司中煤能源新疆煤电化有限公司，中煤能源新疆煤电化有限公司对新疆准东五彩湾北二电厂2\*660MW项目参股50%。

### 参股联营：投资净收益日益重要

近三年投资净收益占营业利润20%。2016年以来，随着国内供给侧改革的进行及公司联营煤化工项目的投产，公司投资收益日益扩大，2016-2019年，公司投资收益占公司营业利润的比例分别为48%、20%、22%、21%。

图表11：2014-2019年公司投资收益

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
投资收益	5	4	16	12	19.22	24.84
营业利润	14.16	-27.62	34.32	62.29	88.89	119.73
投资收益占比	32%		48%	20%	22%	21%
其中：权益法核算的长期股权投资收益	1	4	6	11	19.16	24.75

资料来源：Wind，中煤能源财报，华泰证券研究所；单位：亿元

禾草沟、中天合创等需重点关注。禾草沟煤业核定产能500万吨，公司持股比例50%，禾草沟煤业盈利能力较公司全资子公司中煤华晋、平朔集团强，主要因禾草沟地处陕北基地，矿区更优质。禾草沟煤业2017-2019年净利率均比中煤华晋、平朔集团高，且同期对公司贡献的税前利润体量在4至6亿区间。

图表12：2014-2019年公司合营企业、联营企业在权益法下确认的投资损益

企业名称	持股比例	2014	2015	2016	2017	2018	2019
合营企业							
延安市禾草沟煤业有限公司	50.00%	-	-0.18	0.78	4.22	5.80	5.07
河北中煤旭阳焦化有限公司	45.00%	0.58	0.06	0.96	2.43	5.47	4.39
其他合营企业		-0.11	-0.08	-0.04	-0.03	-0.02	-0.06
小计		0.47	-0.19	1.70	6.62	11.25	9.41
联营企业							
中天合创能源有限责任公司	38.75%	-	-	-	0.48	4.39	7.71
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	21.43%	0.00	0.43	2.62	2.47	2.40	1.60
华晋焦煤有限责任公司	49.00%	-1.14	-	-	-	-	2.35
其他联营企业		1.76	3.36	1.79	1.31	1.12	3.68
小计		0.62	3.78	4.41	4.26	7.91	15.34
合计		1.09	3.59	6.11	10.88	19.16	24.75

资料来源：Wind，中煤能源财报，华泰证券研究所；单位：亿元

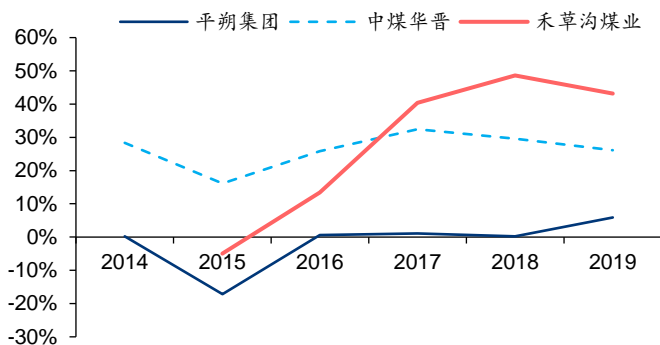
公司参股的焦煤、焦炭公司分别为旭阳焦化和华晋焦煤，焦炭、焦煤的价格及利润与钢铁行业相关，我们判断中长期钢铁行业盈利向下，旭阳焦化、华晋焦煤后续业绩可能承压。

公司参股的煤化工公司包括中天合创、延长榆能。中天合创是世界上最大的煤制烯烃项目，覆盖煤、甲醇、烯烃全产业链，煤炭部分供制甲醇，剩余外售。中天合创拥有呼吉尔特矿区两个特大型矿井，分别为核定产能1300万吨的葫芦素矿、核定产能1200万吨的门克庆矿，甲醇、聚烯烃的设计产能分别为360万吨、137万吨。延长榆能现有180万吨甲醇、30万吨聚乙烯、30万吨聚丙烯产能。

从净利率看，中天合创、延长榆能盈利能力不及公司子公司陕西榆林，但中天合创业绩体量较大，2019年贡献的税前业绩达到7.71亿元。公司对延长榆能持股比例较低，延长榆能2019年贡献的税前业绩仅1.60亿元，但随着延长榆能的延长靖边二期项目（180万吨煤制甲醇、60万吨烯烃）在2020年投产，延长榆能产能将翻番，我们认为业绩有望上行。

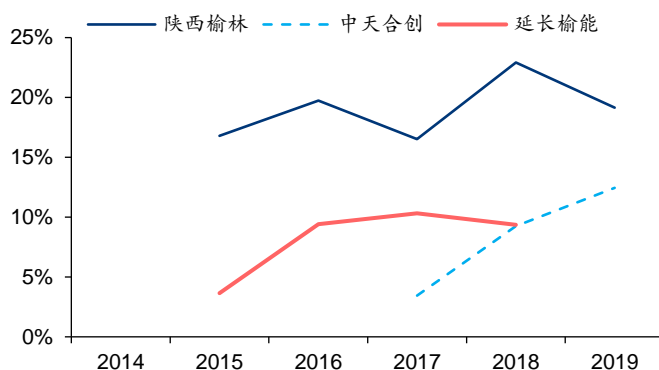


**图表13: 2014-2019年平朔集团、中煤华晋及禾草沟净利率**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表14: 2014-2019年陕西榆林、中天合创及延长榆能净利率**

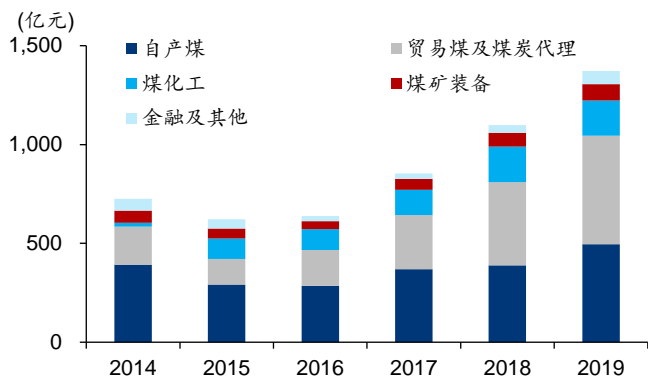


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 2019年延长榆能净利润 8.38 亿元, 营业收入数据缺失

**财务指标: 16年后盈利改善较多**

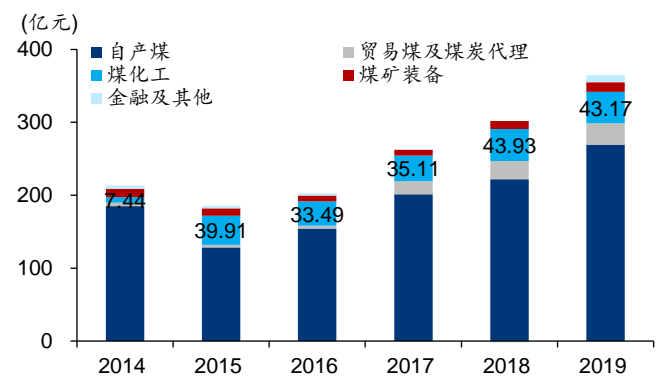
煤炭、煤化工贡献主要利润。2015年, 公司转让煤焦化业务, 随着聚烯烃、尿素、甲醇等产品的投产、达产, 煤化工营业收入、毛利润占比提升。

**图表15: 2014-2019年公司分部营业收入占比 (未抵消分部间数据)**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

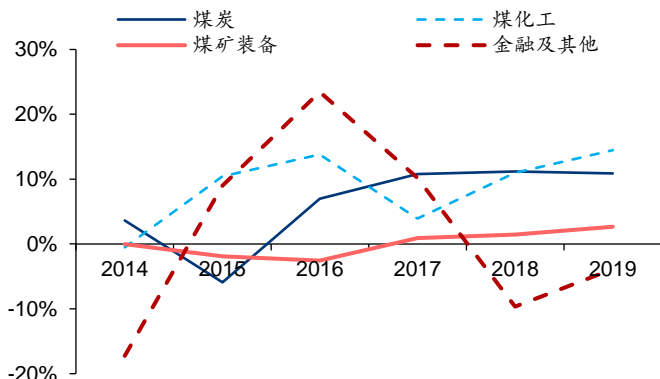
**图表16: 2014-2019年公司分部毛利润占比 (未抵消分部间数据)**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

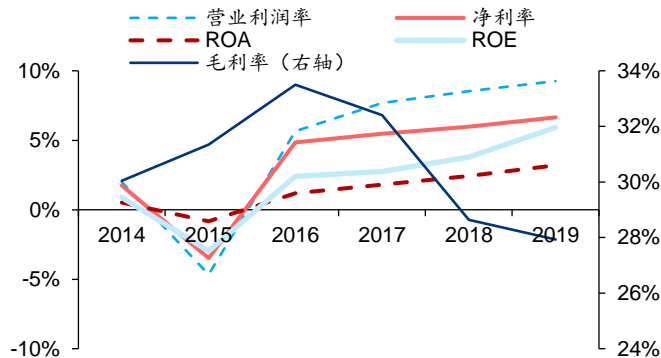
2016年开始的煤炭供给侧改革较大的提升了公司煤炭、煤矿装备的盈利能力。同时, 煤化工的投产扩大了公司的营业收入, 2017-2018年来的油价复苏保证了公司煤化工的利润。受益于煤价、油价的复苏, 2016-2019年公司盈利上行。

**图表17: 2014-2019年公司分部营业利润率 (未抵消分部间数据)**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

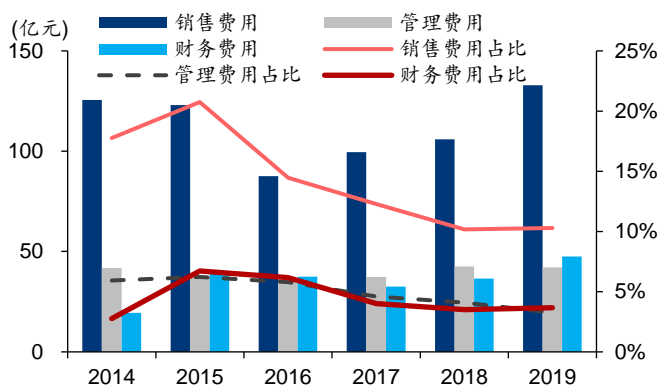
**图表18: 2014-2019年公司盈利能力数据**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

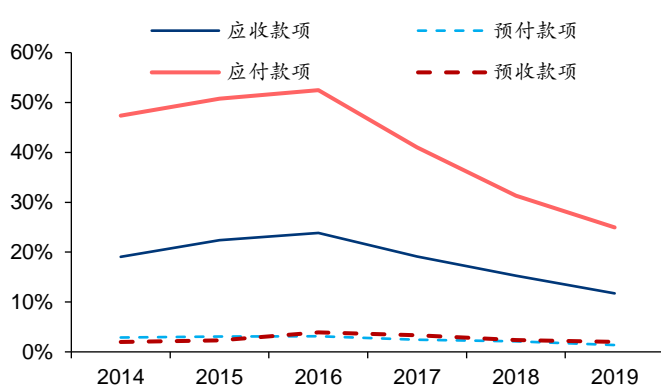
2016-2019年,受益于公司营收的复苏,公司四费规模扩张,但四费的营收占比表现平稳、小幅下降。

**图表19: 2014-2019年公司三费及三费营收占比**



注: 管理费用含研发费用, 2018、2019年研发费用分别为2.17、2.89亿元  
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表20: 2014-19年公司应收、应付、预收、预付款项占营业收入比例**

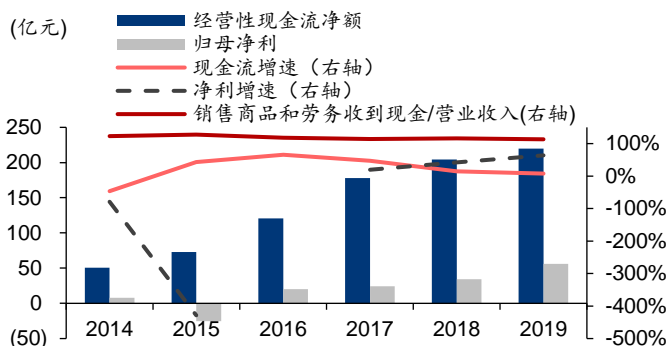


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**2019年债务到期压力大。**公司现金回收能力稳定, 销售商品和劳务收到现金/营业收入稳定在110%以上。2016-2019年, 公司业绩及经营性现金流净额同步增长。

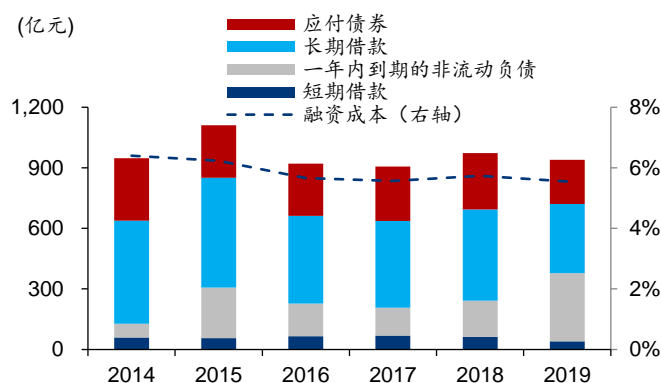
2015年后, 公司资产负债率、带息负债规模下降, 稳定在900-1000亿规模。2019年末, 从带息负债结构上看, 一年内到期的非流动负债规模较大, 公司偿还债务等有一定压力。

**图表21: 2014-2019年公司现金回收能力及经营性现金流**



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

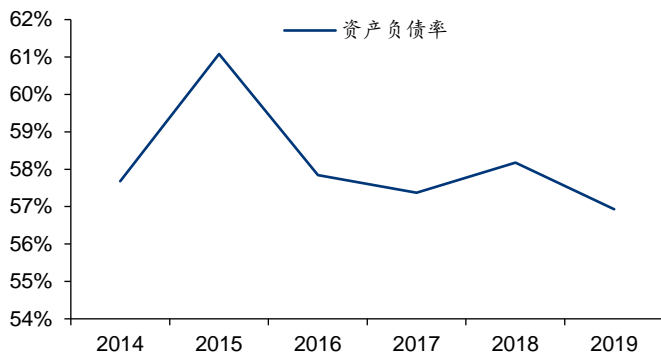
**图表22: 2014-2019年公司带息负债及融资成本**



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

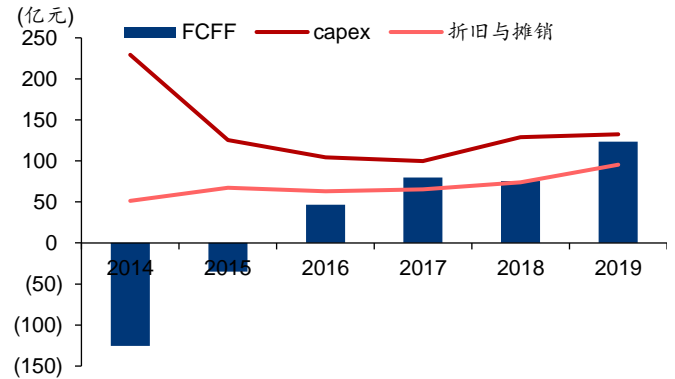
因煤矿项目及煤化工项目建设, 公司近年来资本开支较折旧、摊销规模大, 随着后续煤化工项目的投产, 公司资本开支有望下行, FCFE有望进一步改善。

图表23: 2014-2019年公司资产负债率



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

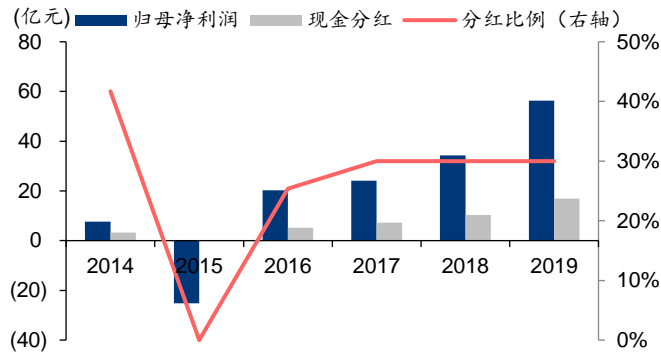
图表24: 2014-2019年资本开支、折旧、自由现金流



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

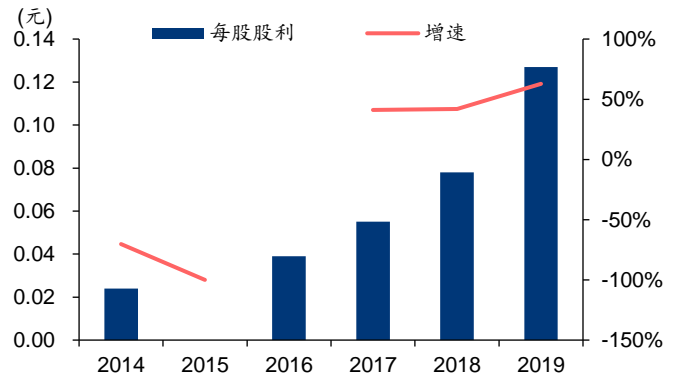
近年公司分红率在30%左右。2015年公司因亏损未进行分红, 2017-2019年, 公司分红率稳定在30%, 受益于盈利增长, 公司每股股利增长。

图表25: 2014-2019年现金分红及分红比例



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

图表26: 2014-2019年公司每股股利及同比增速



资料来源: 公司财报, Wind, 华泰证券研究所

## 煤炭价格下行，煤化工盈利或反弹

**煤炭：需求承压较大，短期价格不乐观**

**政策：优化产能结构，控制消费总量**

**2016-2018年压减产能8.1亿吨。**2016年2月《国务院关于化解煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见》发布，地方积极响应，全国25个地区计划压减煤炭产能8亿吨。2019年5月，发改委发布《中国煤炭行业“十三五”煤控中期评估及后期展望》，中国煤炭行业在2016-2018年间共退出产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”的阶段性目标。

**18年后以优化产能结构为主线。**2019年8月28日，国家发改委等六部门印发《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，华北、西北地区（不含新疆）30万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区30万吨/年以下煤矿数量原则上比2018年底减少50%以上。国家能源局2019年8月称全国30万吨产能以下的煤矿约2100处，若淘汰1300处，则最多可关停产能3900万吨。

**2018年末在产产能达到39.0亿吨。**根据国家能源局公告，截至2018年底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3373处，产能35.3亿吨；已核准（审批）、开工建设煤矿产能10.3亿吨，其中进入联合试运转的产能3.7亿吨，则在产产能达到39亿吨。

**有序发展神东陕北黄陇新疆四大基地。**2016年12月，国家发改委、国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出压缩东部、限制中部和东北、优化西部，即：降低鲁西、冀中、河南、两淮四大基地生产规模，控制蒙东（东北）、冀北、晋中、晋东、云贵、宁东六大基地生产规模，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆四大基地建设。

图表27：“十三五”煤炭行业规划之优化生产开发布局

各基地规划	各基地情况	2020年控制产量目标
加快大型煤炭基地外矿关闭退出	北京、吉林、江苏资源枯竭、产量下降，逐步关闭现有煤矿；福建、江西、湖北、湖南、广西、重庆、四川煤炭资源零星分布，开采条件差，矿井规模小，瓦斯灾害严重，水文地质条件复杂，加快煤矿关闭退出；青海做好重要水源地、高寒草甸和冻土层生态环境保护，加快矿区环境恢复治理，从严控制煤矿建设生产	大型煤炭基地外矿产量控制在2亿吨内
降低鲁西、冀中、河南、两淮煤炭基地规模	基地资源储量有限，地质条件复杂，煤矿开采深度大，部分矿井开采深度超千米、安全生产压力大；基地内人口稠密，地下煤炭资源开发与地面建设矛盾突出；重点做好资源枯竭、灾害严重煤矿退出，逐步关闭采深超过千米的矿井，合理划定煤炭禁采、限采、缓采区范围，压缩煤炭生产规模	鲁西1亿吨以内、冀中0.6亿吨、河南基地1.35亿吨、两淮1.3亿吨
控制蒙东（东北）、晋北、晋中、晋东、云贵、宁东大型煤炭基地生产规模	内蒙古东部生态环境脆弱，水资源短缺，控制褐煤生产规模，限制远距离外运，主要满足锡盟煤电基地用煤需要，通过锡盟-山东、锡盟-江苏输电通道，向华北、华东电网送电。东北地区煤质差，退出煤矿规模大，人员安置任务重，适度建设接续矿井，逐步降低生产规模	蒙东（东北）产量4亿吨
有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设	陕北、神东基地煤炭资源丰富、煤质好，煤层埋藏浅，地质构造简单，生产成本低，重点配套建设大型、特大型一体化煤矿。结合蒙西-天津南、上海庙-山东、神木-河北、榆横-潍坊四条外送电通道建设，配套建设一体化煤矿，变输煤为输电，向华北电网送电。结合榆林、鄂尔多斯等煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用（多联产）项目建设情况，有序建设配套煤矿，满足煤炭深加工用煤需要。增加外调规模，通过蒙西至华中等煤运通道向南方供煤，保障华中、华南地区淘汰小煤矿后的煤炭供应	陕北基地产量2.6亿吨，神东基地9亿吨
	黄陇基地适度建设大型煤矿，补充川渝等地缺口。黄陇基地渭北区域保有资源储量少，水文地质条件复杂，加快资源枯竭和灾害严重煤矿退出。黄陇基地陇东区域资源埋藏深，缺乏区位优势，煤炭开发仍需外输电力	黄陇基地产量1.6亿吨
	新疆基地煤炭资源丰富，开采条件好，水资源短缺，生态环境脆弱，市场相对独立，以区内转化为主，少量外调。结合哈密-郑州和准东-华东等疆电外送通道建设，配套建设大型、特大型一体化煤矿，满足电力外送用煤需要。	新疆基地产量2.5亿吨
	根据准东、伊犁煤炭深加工项目建设情况，适度开发配套煤矿，满足就地转化需求	

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，华泰证券研究所

因煤质下降、环境承载能力有限，晋北、晋中基地生产规模需控制，公司平朔、乡宁矿区产能较难扩张；陕北、神东、新疆基地因资源丰富、煤质好、埋藏浅，可重点配套大型、特大型一体化煤矿，公司主体开发的呼吉尔特矿区、在建的大海则即位于神东、陕北基地。

**图表28： 公司主要矿区及所在基地**

公司矿区分类	所在省市	所在煤炭基地	核定产能(含在建)煤矿名称	在建煤矿
大屯矿区	江苏徐州	鲁西基地附近	769万吨	姚桥、孔庄、徐庄
新疆矿区	新疆昌吉	新疆基地-准噶尔区-塔城白杨河矿区	360万吨	新疆106、苇子沟
平朔矿区	山西朔州	晋北基地	8660万吨	安家岭、安太堡、东露天矿、安太堡井工三矿、安家岭井工一矿、东坡、北岭、小回沟
乡宁矿区	山西临汾	晋中基地	1420万吨	王家岭矿、华宁、韩咀、里必
呼吉尔特矿区	内蒙古鄂尔多斯	神东基地-神东矿区-东胜煤田	1700万吨	南梁、纳林河二号、母杜柴登
榆横矿区	陕西	陕北基地-榆横矿区	1500万吨	大海则
				大海则(1500万吨)

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，公司债券募集说明书，华泰证券研究所

**多文件控制能源及煤炭消费总量。**2014年9月，国家能源局印发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》，提及至2020年力争使煤炭占一次能源消费比重下降到62%以内，电煤占煤炭消费比重提高到60%以上。2016年3月，国务院发布《“十三五”规划纲要》，要求2020年比2015年单位GDP能耗下降15%，非化石能源占一次能源消费比重上升至15%，能源消费总量控制在5000mtce以内。

**图表29：“十三五”规划《纲要》及《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014—2020年）》中的能耗目标**

	单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
单位GDP能耗	约束性指标 Tce/万元	0.561	0.532	0.513	0.497	0.490	0.477
非化石能源占一次能源消费比重	约束性指标 %	12.1	13.3	13.8	14.3	-	15.0
能源消费总量	预期性指标 Mtce	4299	4358	4490	4640	4860	≤5000
煤炭占一次能源消费比重	%	63.7	62.0	60.4	59.0	57.7	≤62
电煤占煤炭消费比重	%	51.4	67.6	63.1	65.6	-	≥60

资料来源：《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》，《“十三五”规划纲要》，Wind，华泰证券研究所；注：单位GDP能耗采用GDP不变价，以2019年名义GDP为不变价，对历年GDP进行调整

2019年，单位GDP能耗0.490tce，2018年，非化石能源占一次能源消费比重为14.3%，较2020年目标有差距，但煤炭占一次能源消费比重、电煤占煤炭消费比重已满足目标值。

**2020年电煤长协基准价为535元/吨。**2016年12月，国家发改委及煤、电、钢行业协会联合发布《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（以下简称“《备忘录》”），明确2016-2020年期内，在煤炭综合成本基础上，按照兼顾煤电煤钢双方健康稳定发展的原则，原则上以年度为周期，建立电煤钢煤中长期合作基准价格确定机制，以重点煤电煤钢企业中长期基准合同价为基础，建立价格预警机制。

**图表30： 动力煤价格预警机制**

	价格判定	价格波动幅度	价格范围(元/吨)	措施
绿色区域	价格正常	6%以内	500~570	充分发挥市场调节作用
蓝色区域	价格轻度上涨或下跌	6%~12%	570~600, 470~500	重点加强市场监测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要引导措施
红色区域	价格异常上涨或下跌	12%以上	>600, <470	启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制

资料来源：《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》，华泰证券研究所

2016年，《备忘录》确认2017年重点煤电企业动力煤基准价535元/吨，2018、2019、2020年基准价仍为535元/吨。发改委要求中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业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（2019年、2020年还要求不能低于上年水平），且全年中长期合同履约率应不低于90%。2020年，发改委在《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》中提及支持签订2年及以上量价齐全的中长期合同。

**供需：新能源冲击需求，动力煤承压**

我们在煤炭行业首次覆盖报告《行业长期有望向好，关注核心煤企》(2019.11.10)中阐述过：1) 水电投产高峰在2021-2022年，主要有乌东德、白鹤滩水电站；2) 因2016-2018年核电项目停批，2022-2023年是核电投产低谷期；3) 2019-2020年为风电抢装潮，2021年后风电装机量将维持平稳；4) 光伏新增装机量将较为平稳。

我们预测：2020-2021年是水电、核电、风电的投产高峰，期间燃煤发电、动力煤需求会受到压制，叠加新增的低成本煤炭产能，动力煤价可能持续低迷；前期低迷的煤价可能压制煤炭投资，2022-2025年新增煤炭产能少及新增清洁能源少，期间电煤需求或较好。

因新冠疫情，20Q1全社会用电量同比下降6.53%，20Q1水电、核电等新能源发电小时数同比下降，我们参考Q1增速下调全年新能源发电小时数增速，电煤需求2020、2021年增速从-10.2%、1.1%调整为-7.3%、-2.5%，2020年动力煤需求、价格有下行压力。

**图表31：2020-2030年煤炭供需平衡预测**

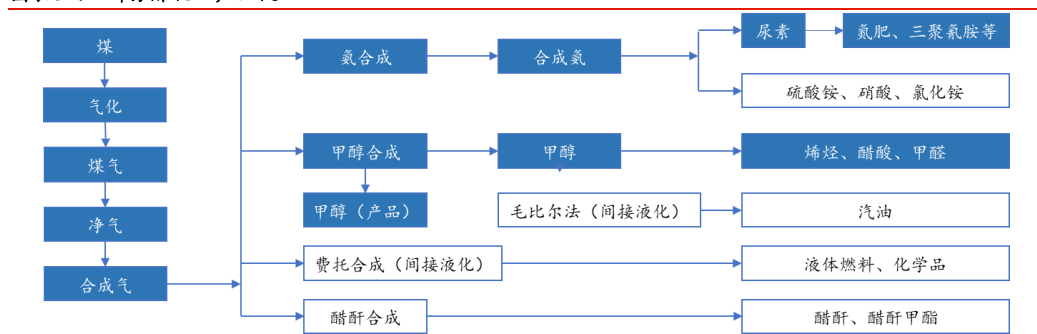
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
原煤产量	35.2	36.8	37.5	38.0	38.9	39.7	40.4	40.9	41.4	41.9	42.4	42.8	43.3	43.8
yoy,%	3.2	5.2	4.2	1.5	2.2	2.1	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
煤炭进口	2.7	2.8	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
yoy,%	6.1	3.8	6.6	-3.1	1.6	-0.8	0.4	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
煤炭出口	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy,%	-7.1	-39.7	22.3	-9.1	5.0	-2.4	1.2	-0.6	0.3	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
煤炭表观消费	37.9	39.6	40.4	40.9	41.8	42.5	43.3	43.8	44.3	44.8	45.2	45.7	46.2	46.7
yoy,%	3.5	4.6	2.0	1.2	2.2	1.9	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
电力	17.9	19.7	18.3	17.0	16.5	17.0	17.8	18.6	19.5	19.8	20.2	20.5	20.9	21.4
钢铁	5.9	6.4	6.7	6.6	6.4	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.0	5.9	5.9
建材	3.9	3.7	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2
化工	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.1
供热	2.4	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9
合计	32.7	35.3	34.6	33.2	32.7	33.3	34.2	35.1	36.1	36.5	36.9	37.3	37.8	38.4
yoy,	-1.5	7.8	-2.1	-4.0	-1.4	1.8	2.7	2.6	2.8	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
其中：炼焦煤	4.8	5.2	5.5	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8
yoy,%	1.8	7.8	5.0	-1.9	-1.9	-0.7	-0.6	-0.9	-0.9	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
动力煤	27.9	30.1	29.1	27.8	27.5	28.1	29.0	29.9	31.0	31.4	31.9	32.4	33.0	33.6
yoy,%	-2.1	7.8	-3.3	-4.4	-1.3	2.2	3.3	3.2	3.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
其他	5.1	4.3	5.8	7.7	9.0	9.2	9.1	8.7	8.2	8.3	8.3	8.4	8.4	8.3
yoy,%	53.9	-16.0	35.5	32.0	17.5	2.2	-2.0	-3.9	-5.9	1.1	0.7	0.3	-0.2	-0.7

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿吨；露天煤业首次覆盖报告《煤电铝联动，新能源助力》(2020.3.30)

**煤化工：期待油价反弹抬升煤化工盈利**

**政策：从收紧煤化工到放开煤化工**

**图表32：部分煤化工产业链**



资料来源：《煤化工工艺学》，Bainfo，华泰证券研究所

**煤化工有助于减少进口油气依赖。**石油、天然气及煤炭均是聚乙烯、聚丙烯的原料，基于我国富煤、贫油、少气的能源特点，发展煤化工有助于减少国内对进口油气的依赖程度。2007年，发改委发布《天然气利用政策》，禁止新建或扩建天然气制甲醇项目及甲醇下游。

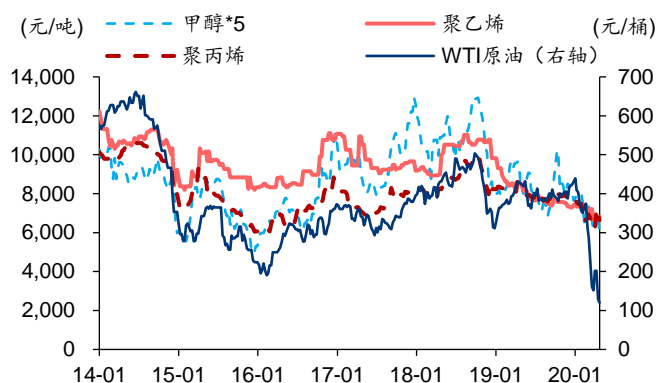
**煤化工产业政策从收紧到逐步放松。**因环保压力增加、煤化工盲目发展等问题，2014年国家能源局发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》，要求严格产业准入、规范项目审批等，提及没有列入国家示范的项目，各地禁止擅自违规立项建设。

2016年，得益于技术提升、油价上行，煤化工盈利改善，行业政策放松，国务院发布《政府核准的投资项目目录（2016年本）》，煤制烯烃、煤制甲醇审批权下放至省一级政府。2017年国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》提及发展煤制油、煤制烯烃等现代煤化工，并逐步形成鄂尔多斯、榆林、宁东、准东4个现代煤化工产业示范区。

**供需：2021年油价或反弹，煤化工或受益**

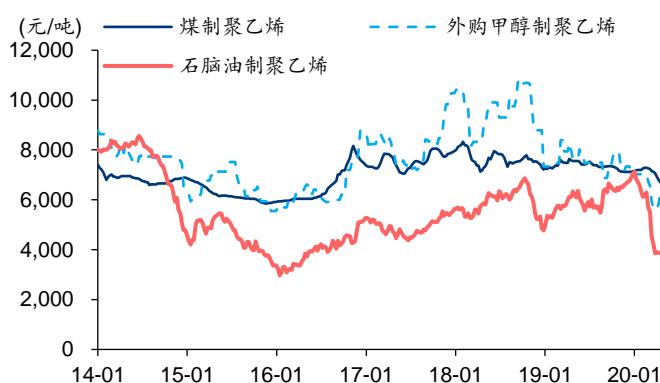
**2016年油价修复，煤化工利润改善。**石脑油（从原油中提取）制聚乙烯、聚丙烯成本较高，因此油价与聚乙烯、聚丙烯的价格、利润相关。此外，油价的波动是全球经济波动的结果，也增强了油价与聚乙烯、聚丙烯的相关性。尽管甲醇主要原料是煤炭，但据Baiinfo，2019年烯烃占到甲醇下游需求的57%，因此甲醇价格也与油价相关。

**图表33：2014年至今WTI原油价格与聚乙烯、聚丙烯、甲醇价格走势**



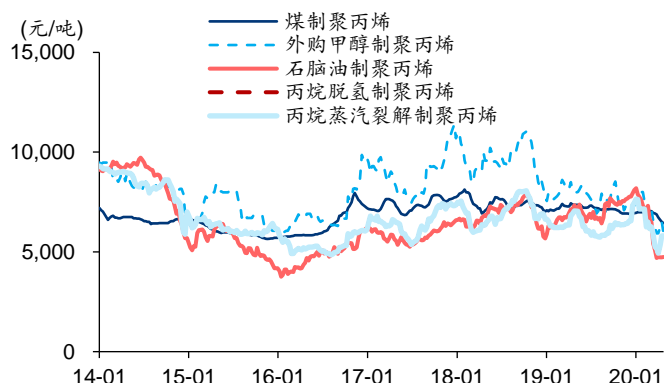
资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

**图表34：2014年至今国内聚乙烯成本对比**



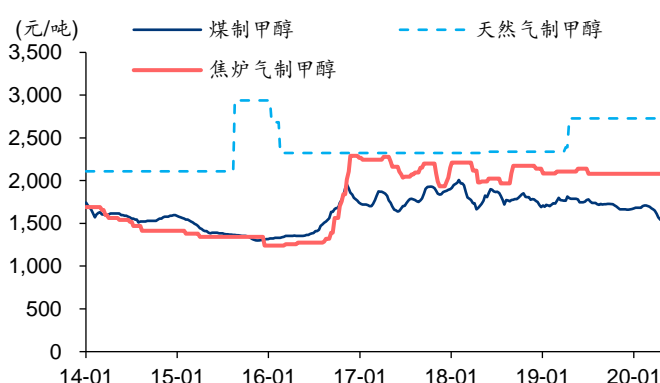
资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

**图表35：2014年至今国内聚丙烯成本对比**



资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

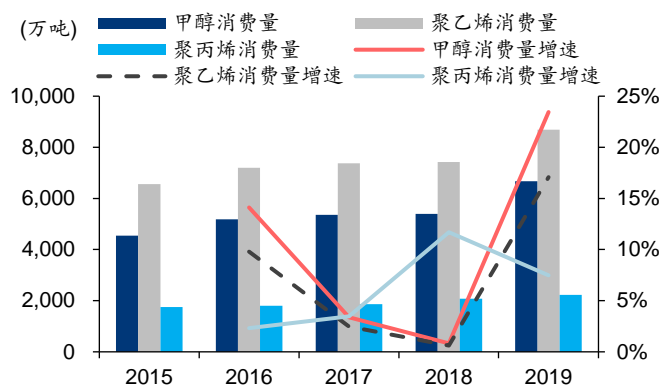
**图表36：2014年至今国内甲醇成本对比**



资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

2016-2019年，油价出现修复，甲醇、聚乙烯及聚丙烯的价格、利润向好。具体到消费端，甲醇、聚乙烯、聚丙烯消费量在不同年份也有较高的增速。

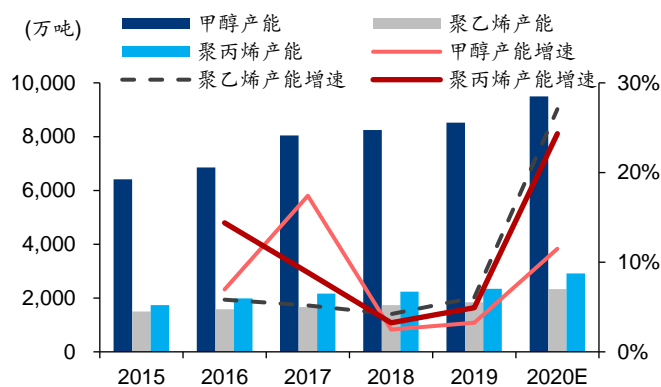
**图表37: 2015-2019年甲醇、聚乙烯、聚丙烯消费量及增速**



注：甲醇、聚丙烯为实际消费量，聚乙烯为表现消费量

资料来源：Baiinfo, 华泰证券研究所

**图表38: 2015-2020E 甲醇、聚乙烯、聚丙烯产能及增速**



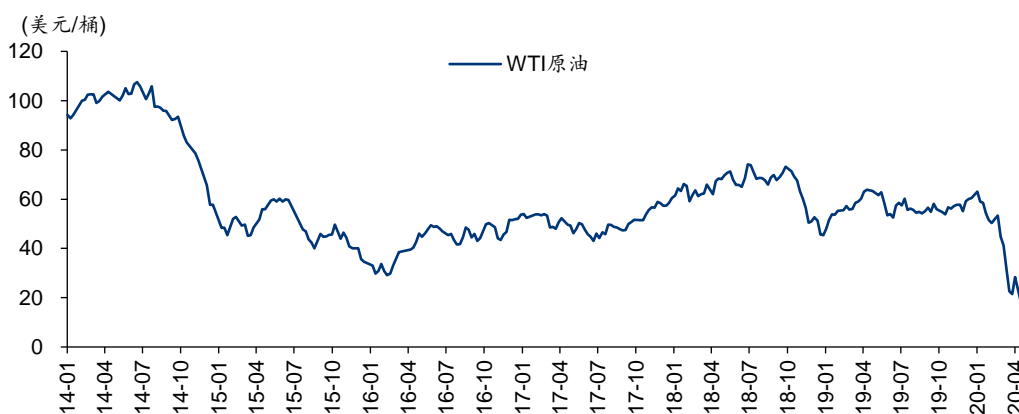
资料来源：Baiinfo, 华泰证券研究所

**利润修复，甲醇、烯烃产能增长较快，价格中枢承压。**据 Baiinfo 数据，预计 2020 年国内甲醇、聚乙烯、聚丙烯产能的同比增速分别为 12%、27%、24%，甲醇、聚乙烯、聚丙烯的产能增长较快，产品价格中枢有下行压力。公司甲醇自用为主、外售为辅，影响相对较小。

**疫情持续、全球经济低迷、减产协议不顺利，油价大跌。**2020 年初以来，中国、海外先后受新冠疫情影响，中国 20Q1 的 GDP 增速-6.8%，全球经济也出现较大的压力，石油需求、国际油价下行。2020 年 4 月，IMF 在《世界经济展望》预测 2020 年全球 GDP 增速-3.0%，并预测主要经济体美国、欧元区、中国、印度 2020 年 GDP 增速分别为-5.9%、-7.5%、1.2%、1.9%。

此外，减产协议的不顺利令国际油价雪上加霜。2020 年 3 月 6 日，据 CNBC 报道，俄罗斯对减产协议持负面态度，石油输出国组织及其盟国 (OPEC+) 最终未能达成新的深化减产协议。且后续沙特与俄罗斯相继宣布增产，互相报复。

**图表39: 2014年至今WTI原油现货价格**

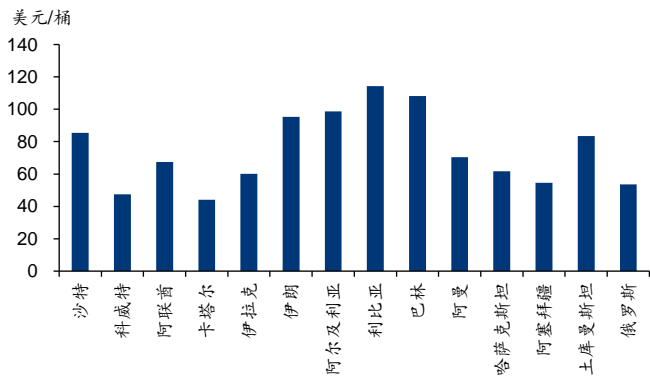


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

**产油国财政压力及页岩油运营成本或将催生新的减产平衡。**据 IMF 及 Bloomberg, 2019 年主要产油国的财政平衡油价介于 44 至 114 美元/桶，远高于当前油价，意味着若低油价持续，产油国政府赤字将大幅攀升，并逼迫削减开支。而从运营成本而言，据 2016 年 Rystad Energy 统计，全球主要产油国均在 35 美元/桶以下，俄罗斯、伊拉克、伊朗、沙特等主要产油国均低于 20 美元/桶，华泰化工组在 2020 年 4 月 13 日发布的报告《油价重挫下的化工行业：复盘与推演》(下文中涉及华泰化工观点均出自该报告) 中预计 2016-2019 年生产成本变动不大，意味着短期的低油价并不足以使其产生经营现金流流出而快速停产。

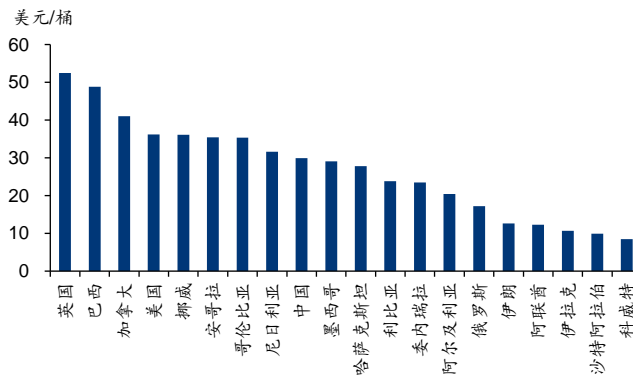


图表40: 2019年主要产油国财政平衡油价



资料来源: IMF, Bloomberg, 华泰证券研究所

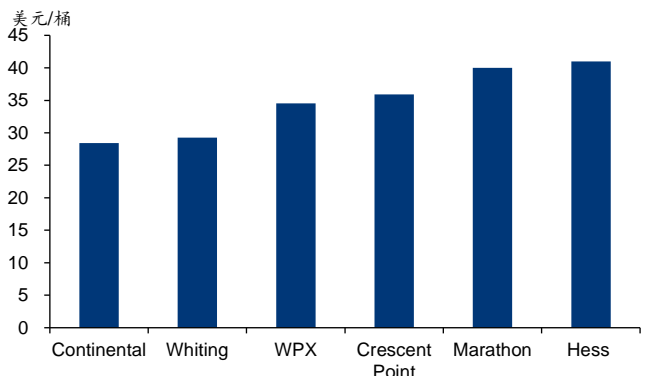
图表41: 2016年主要产油国运行成本



资料来源: Rystad Energy, 华泰证券研究所

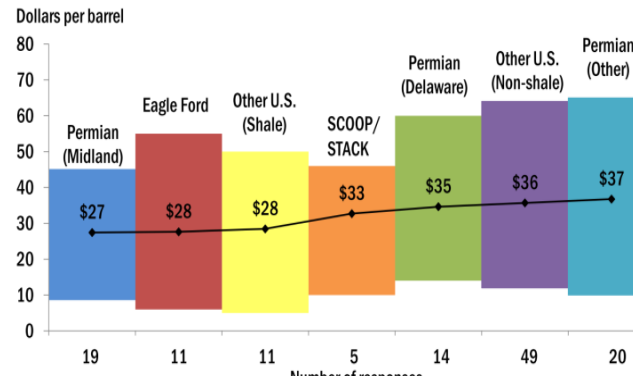
此外, 华泰化工组测算, 美国页岩油企业实际 EBITDA 覆盖利息的销售油价或显著高于 34.7 美元/桶。

图表42: 2018年美国主要页岩油企业运营成本



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表43: 2019年初美国主要产油区的运营成本



资料来源: Federal Reserve Bank of Dallas, 华泰证券研究所

在 OPEC 份额持续受压的背景下, 页岩油企业亦面临利息与债券兑付的双重压力, 华泰化工组认为更大范围内的原油减产协同, 或将成为拯救本轮需求放缓背景下低迷油价的救星。

2020年4月13日据财联社报道, OPEC+组织成员国初步达成减产协议, 内容包括今年5月-6月间减产原油 970 万桶/日, 7月开始至年底减产 800 万桶/日, 2021年1月至2022年4月减产 600 万桶/日, 沙特、阿联酋和科威特三国还将额外联手削减原油出口量 200 万桶/日。

**多国货币政策持续释放流动性, 有利于经济企稳、油价反弹。**在新冠肺炎对经济的早期影响阶段, 我国自2月以来通过货币政策持续释放流动性, 包括降低 MLF 利率、下调 LPR、新增再贷款贴现、定向降准等。

伴随海外疫情日趋严重, 出于对经济衰退、金融危机的担忧, 美联储相继通过回购、降息、恢复商业票据融资、提高货币互换频率及无限量 QE 等货币政策缓解阶段性流动性危机。除美国外, 3月以来其他国家亦陆续通过降低利率、购买 ETF、实施刺激政策等方式支撑经济。

从期货角度, 截至5月11日, WTI/Brent 期货远月合约均保持升水, 表明市场对油价回升的预期。参照历史上的4次大跌, 华泰化工认为从供需角度, 本次下跌在需求端出现了新的利空因素, 其反转可能类似于08年, 亦有可能出现大萧条。而从供给角度, 华泰化工认为可参考2016年的反弹, 本次下跌后可能导致供给端出现新的协同。

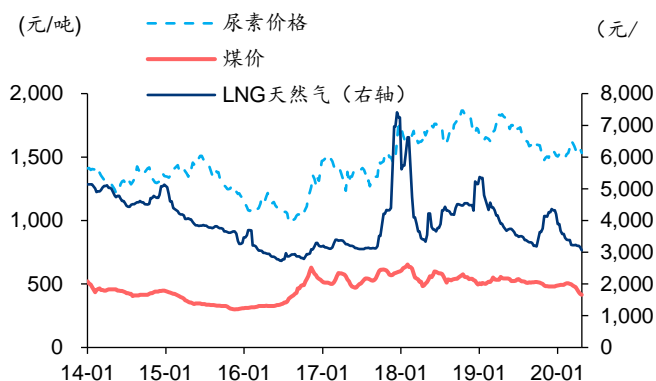
若油价后期反弹，叠加低煤价，煤化工或迎来盈利空间改善。我们认为，如果主要产油国出现新的生产协同，叠加各国的宽松货币政策，2021年油价或迎来反弹，甲醇、聚乙烯、聚丙烯等煤化工产品价格将获得改善。公司煤化工产品成本端主要为煤炭，我们判断2021年煤炭价格仍将处于低迷状态，公司煤化工产品或有盈利改善。

虫害等将抬高农产品价格，若耕种恢复正常，利好化肥价格。年初以来全球虫害相对频繁，2020年1月沙漠蝗虫灾害开始在非洲之角、红海沿岸和印巴边境大规模爆发，2020年2月蝗灾基本消退，但主要系产卵后自然死亡，后续若顺利孵化，沙漠蝗灾有可能二次爆发，据FAO官网3月31日最新报道在肯尼亚、埃塞俄比亚和索马里蝗虫快速繁殖，“令人震惊”的虫群正在形成；根据FAO预测，截至2020年4月全球草地贪夜蛾发生风险主要分布在非洲地区、中东地区、东南亚地区，其中非洲地区发生风险较高。

3月初全球受疫情影响，多个国家封锁粮食出口，因此相对推升大豆、玉米等农产品价格，农药、化肥价格年初至今也相对平稳，但疫情致使种植面积减少理论上并不利好农药、化肥需求。华泰化工认为后续全球疫情得到有效控制、农民耕种恢复正常后，虫害、异常气候的影响会抬高农产品价格、但不会减少种植面积，相当于只是降低亩产水平，因此对于农药、化肥需求而言都将是利好。

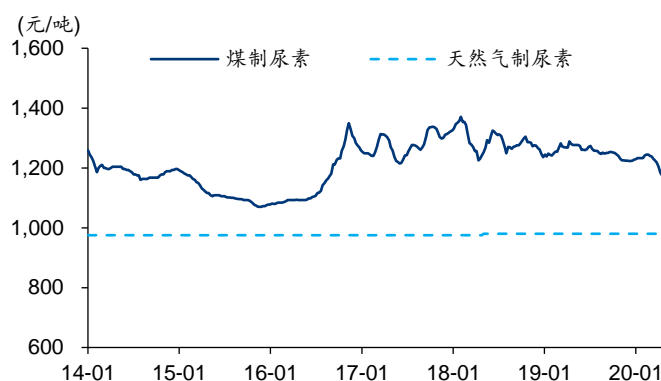
尿素原料主要是煤炭、天然气、焦炉气，下游主要为氮肥等，尿素价格与油价相关性弱，主要受产品供需影响。2017-2018年，尿素消费出现负增长，一定程度上压制行业资本开支，Baiinfo预计2020年国内尿素产能的同比增速为5%，增速相对较低。

图表44：2014年至今尿素与煤炭、LNG天然气价格走势



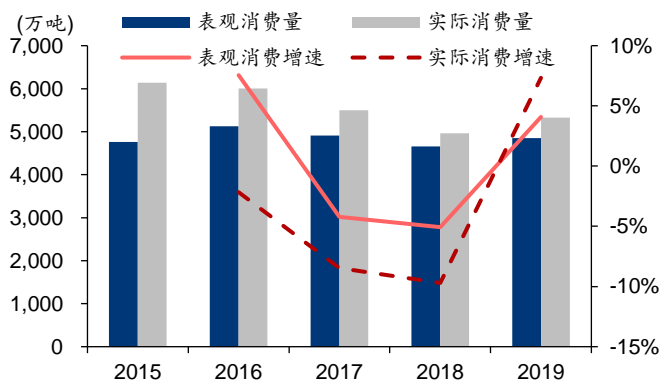
资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

图表45：2014年至今尿素成本对比



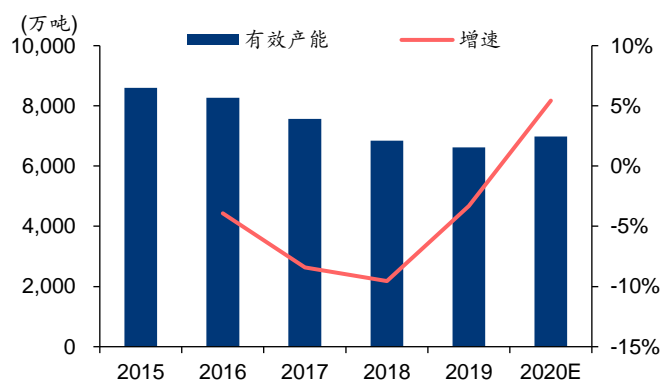
资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

图表46：2015-2020E 尿素产能及增速



资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

图表47：2015-2020E 尿素产能及增速



资料来源：Wind, Baiinfo, 华泰证券研究所

## 盈利预测与估值：煤化工或对冲煤价压力

### 盈利预测：煤化工或提振部分业绩

自产煤、煤化工是公司主要的盈利来源。2019年，在分部抵消前的营业利润中，煤炭、煤化工、煤矿装备、金融、其他的占比分别为81.8%、18.5%、1.6%、5.5%、-7.3%，煤炭、煤化工是公司营业利润的主要来源。在分部抵消前的煤炭业务毛利润中，自产煤占比90.1%，贸易煤及代理业务仅占比9.9%。故我们主要对自产煤、煤化工进行业绩预测。

**煤炭业务：新矿投产带来自产煤增量。**按新投产动力煤煤矿竣工时间，我们预计20-22年动力煤产量增量分别为218、240、930万吨；焦煤无新增产能，假设20-22年焦煤产量与2019年一致；公司历史自产煤产销率100%左右，假设20-22年自产煤产销率100%。

**煤化工：未来新增100万吨甲醇、75万吨烯烃产能。**鄂煤化合成气制甲醇技术改造项目（100万吨）、榆林能化烯烃二期项目（75万吨）公司预计分别于2021年4月、2020年10月投产，预计2020-2022年新增甲醇产量0、50、50万吨，新增聚乙烯产量0、30、0万吨，新增聚丙烯产量0、45、0万吨。公司尿素产能175万吨，2019年产量199万吨，产能利用率超过100%，假设公司2020-2022年尿素产量均为190万吨。公司历史产销率均在100%左右，我们假设公司2020-2022年产销率100%。

图表48：2020-2022年公司主要产品产销量预测

产量预测	单位	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭	万吨	7,554	7,713	10,184	10,402	10,642	11,572
动力煤	万吨	6,690	6,822	9,145	9,363	9,603	10,533
炼焦煤	万吨	864	891	1,039	1,039	1,039	1,039
聚烯烃	万吨	98	146	145	145	220	220
聚乙烯	万吨	50	74	75	75	105	105
聚丙烯	万吨	48	72	71	71	116	116
尿素	万吨	200	186	199	190	190	190
甲醇	万吨	63	72	95	95	145	195
销量预测		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
自产煤	万吨	7,500	7,667	10,195	10,402	10,642	11,572
动力煤	万吨	6,640	6,792	9,162	9,363	9,603	10,533
炼焦煤	万吨	860	875	1,033	1,039	1,039	1,039
聚烯烃	万吨	98	147	145	145	220	220
聚乙烯	万吨	50	74	75	75	105	105
聚丙烯	万吨	48	72	70	71	116	116
尿素	万吨	229	193	229	190	190	190
自产尿素	万吨	222	168	229	190	190	190
代售尿素	万吨	7	25	-	-	-	-
甲醇	万吨	72	72	96	95	145	195
自产甲醇	万吨	69	72	96	95	145	195
代售甲醇	万吨	2	-	-	-	-	-

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；注：上述数据均未扣除公司内部销量

**2020年煤价承压，煤化工或反弹。**需求下行叠加新能源冲击，我们认为2020年动力煤需求、价格有较大的下行压力，2021年降幅或收窄，2022年有望止跌反弹，假设2020-2022年秦港动力煤价格同比变动为-6%、-2%、4%，考虑公司年度长协价参照环渤海、CCTD定价，二者价格波动较秦港动力煤波动小，因此假设公司自产煤价格同比变动-3%、-1%、2%。中长期粗钢产量将维持低增速，叠加废钢产量增加、替代生铁，焦炭、焦煤需求将下行，我们对焦煤价格不乐观，预计2020-2022年焦煤价格延续下行态势。

华泰化工在2020年4月13日发布的报告《油价重挫下的化工行业：复盘与推演》中认为若油价修复，甲醇、聚乙烯及聚丙烯的价格有望向好；年初以来全球虫害相对频繁，或将抬高农产品价格，若耕种恢复正常，利好化肥价格。我们预计油价有望于2021年反弹，假设甲醇、聚乙烯、聚丙烯2020-2022年价格同比变动为-14%、15%、8%，尿素价格同比变动为3%、3%、3%。

图表49: 2020-2022年公司主要产品价格及假设

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
自产煤-动力煤	元/吨	439	442	431	418	414	422
自产煤-炼焦煤	元/吨	905	1,012	973	944	925	906
聚乙烯	元/吨	8,071	8,181	6,919	5,950	6,843	7,390
聚丙烯	元/吨	7,264	7,988	7,531	6,477	7,448	8,044
尿素	元/吨	1,444	1,819	1,763	1,821	1,881	1,943
甲醇	元/吨	1,912	2,100	1,543	1,327	1,526	1,648

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

预计2020年营业收入小幅下行。我们根据煤炭销量、煤炭价格及煤化工销量、煤化工价格假设预测煤炭及煤化工业务营业收入, 预计2020-2022年, 公司营业收入分别为1301、1472、1675亿元, 同比增速分别为0.6%、13.1%、13.8%。

图表50: 2020-2022年公司营业收入预测

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭	亿元	643	809	1,045	1,074	1,168	1,381
煤化工	亿元	127	180	178	156	235	259
其他	亿元	40	53	70	71	69	35
合计	亿元	811	1,041	1,293	1,301	1,472	1,675
yoy	%	33.8	28.4	24.2	0.6	13.1	13.8

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 注 其他包括煤矿装备、金融、内部交易抵消等

预计2020年营业成本小幅下行。煤炭业务自产煤成本中的折旧与摊销总额增长主要来自探矿权转采矿权等, 单吨人工成本假设3%增速(近5年来CPI为1.44%-2.90%, 人工成本增速略高于CPI), 单吨其他成本取近两年加权值。

图表51: 2020-2022年公司自产煤业务单吨成本假设

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
材料成本	元/吨	63	56	61	59	60	59
人工成本	元/吨	36	36	34	35	36	37
折旧及摊销	元/吨	47	47	53	51	49	44
维修支出	元/吨	14	13	12	12	12	12
外包矿务工程费	元/吨	18	24	34	30	32	31
其他成本	元/吨	47	43	28	33	31	32
合计	元/吨	224	218	222	221	220	217

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表52: 2017-2022年公司煤化工产品单吨成本假设

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
甲醇	元/吨	1,295	1,452	1,352	1,351	1,327	1,355
原料煤	元/吨	458	455	461	435	426	443
燃料煤	元/吨	174	173	175	165	161	168
电费	元/吨	114	109	109	109	109	109
加工制造	元/吨	550	715	606	642	630	634
聚乙烯	元/吨	5,676	6,265	5,523	5,189	5,177	4,996
甲醇	元/吨	4,899	5,706	5,152	4,752	4,761	4,574
加工制造	元/吨	777	559	371	437	415	423
聚丙烯	元/吨	5,723	6,244	5,424	5,132	5,086	4,951
甲醇	元/吨	4,838	5,678	5,129	4,748	4,733	4,588
加工制造	元/吨	885	572	291	384	353	364
尿素	元/吨	969	1,097	1,098	1,083	1,080	1,085
原料煤	元/吨	275	273	277	261	258	263
电费	元/吨	116	112	112	112	112	112
加工制造	元/吨	578	712	710	711	710	710

资料来源: 公司年报, Bainfo, 华泰证券研究所; 注: 参考Bainfo对2017-2019年甲醇、聚乙烯、聚丙烯、尿素成本的构成进行拆解

公司煤化工产品主要原料为煤、甲醇。煤炭为外购煤，价格变动幅度参考动力煤价格变动。甲醇分为自产、外购两个部分，公司蒙大烯烃所需甲醇包括自供、外购，随着鄂煤化合成气制甲醇技术改造项目（100万吨）投产，我们预计2021年蒙大聚烯烃生产所需甲醇外购部分减少，2022年实现自给自足，我们假设公司自供甲醇价格与外购甲醇价格变动幅度一致，综合计算自供及外购甲醇成本。煤化工的其他成本包括电费、加工制造费用，电费主要参考当地工业电价，加工制造费用取近两年加权均值。

我们根据煤炭、煤化工销量及对应单吨成本测算煤炭及煤化工业务营业成本。预测公司2020-2022年营业成本分别为960、1092、1246亿元。

**图表53： 2017-2022年公司营业成本预测**

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭	亿元	424	562	746	783	873	1,048
煤化工	亿元	92	136	135	126	171	175
其他	亿元	32	45	51	51	49	23
<b>合计</b>	<b>亿元</b>	<b>548</b>	<b>743</b>	<b>932</b>	<b>960</b>	<b>1,092</b>	<b>1,246</b>
yoy	%	36.0	35.5	25.4	3.0	13.8	14.1
毛利率	%	32.4	28.6	27.9	26.2	25.8	25.6
煤炭	%	34.0	30.5	28.6	27.1	25.3	24.1
煤化工	%	27.6	24.4	24.3	19.2	27.2	32.4
其他	%	21.7	14.3	27.6	28.7	29.7	33.1

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；注 其他包括煤矿装备、金融、内部交易抵消等

费用方面，销售费用中的运输费、港杂费、代理费、装卸费根据煤炭产销量估算，职工薪酬、劳务成本等则参考近年来CPI增速取3%同比增速，其他销售费用则取近两年加权值。管理费用中职工薪酬、劳务费取3%同比增速，其他管理费用取近两年加权值；研发费用中职工薪酬取3%同比增速，其他研发费用取近两年加权平均值；财务费用根据存款利率及公司债务成本测算。

**图表54： 2017-2022年公司期间费用、费用率预测**

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用	亿元	100	106	133	139	141	153
管理费用	亿元	36	40	39	41	42	43
研发费用	亿元	1	2	3	3	3	3
财务费用	亿元	33	37	48	43	42	36
销售费用率	%	12.3	10.2	10.3	10.7	9.6	9.2
管理费用率	%	4.4	3.9	3.0	3.2	2.8	2.6
研发费用率	%		0.21	0.22	0.22	0.20	0.17
财务费用率	%	4.1	3.5	3.7	3.3	2.8	2.2

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

此外，我们预计公司2020-2022年投资净收益分别为18.9、24.2、26.9亿元。其中，主要煤炭、煤化工企业我们通过“前一年净利润+单吨毛利润同比增加值\*销量\*75%”近似测算，其他合营企业、其他联营企业取近3年加权平均。

**图表55： 公司投资净收益预测**

	企业名称	持股比例	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合营企业	延安市禾草沟煤业有限公司	50.00%	4.22	5.80	5.07	4.58	4.42	4.74
	河北中煤旭阳焦化有限公司	45.00%	2.43	5.47	4.39	4.30	4.22	4.13
	其他合营企业		(0.03)	(0.02)	(0.06)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
联营企业	中天合创能源有限责任公司	38.75%	0.48	4.39	7.71	4.49	7.46	9.28
	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	21.43%	2.47	2.40	1.60	1.27	3.38	4.20
	华晋焦煤有限责任公司	49.00%	-	-	2.35	2.30	2.26	2.21
	其他联营企业		1.31	1.12	3.68	2.00	2.56	2.37
	<b>合计</b>		<b>10.88</b>	<b>19.16</b>	<b>24.75</b>	<b>18.90</b>	<b>24.24</b>	<b>26.89</b>

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 42.2、59.4、76.4 亿元，EPS 分别为 0.32、0.45、0.58 元，对应 PE 分别为 11.9、8.4、6.6（2020 年 5 月 12 日收盘价）。

### 估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

我们采用分部可比公司估值法对公司进行估值、评级，我们预测 2020 年公司煤炭、煤化工业务营业利润占比分别为 87%、13%，因公司未披露各分部净利润数据，我们假设煤炭、煤化工归母净利润占比分别为 87%、13%。可比煤炭公司选择新集能源、陕西煤业、阳泉煤业及冀中能源，可比化工公司选择宝丰能源、华鲁恒升、鲁西化工，截止 2020 年 5 月 12 日，可比煤炭公司、可比化工公司 PE（2020E）均值分别为 11.0、12.6 倍，考虑公司煤炭产能增长且资源优化，煤化工产能亦增长，我们分别对煤炭、煤化工部分取 12.0-13.0、13.5-14.5 倍。综上，我们预测公司合理市值为 514.6-556.8 亿元，按照 5 月 12 日总股本 132.6 亿股计算，目标价为 3.88-4.20 元，首次覆盖给予“增持”评级。

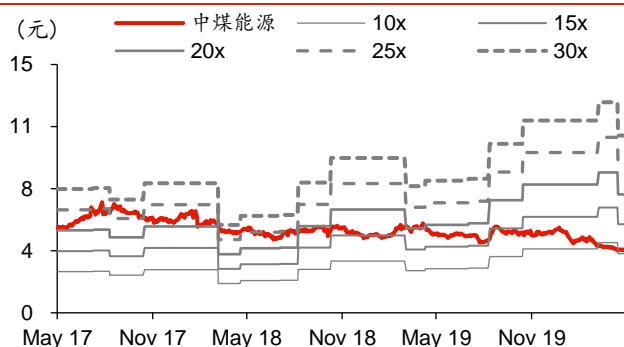
图表56：公司合理股价预测

可比公司估值		合理股价预测				
股票代码	股票简称	PE(2020E)	归母净利润 (2020E)	百万元	百万元	百万元
601918	新集能源	13.3	煤炭 (87%)	4220	3671	
601225	陕西煤业	7.3	煤化工 (13%)	549		
600348	阳泉煤业	7.7	估值			
000937	冀中能源	15.5			下限	上限
	<b>煤炭板块均值</b>	<b>11.0</b>	PE (2020E)			
600989	宝丰能源	13.6	煤炭	倍	12.0	13.0
600426	华鲁恒升	12.9	煤化工	倍	13.5	14.5
000830	鲁西化工	11.3	合理市值	百万元	51,463	55,683
	<b>煤化工板块均值</b>	<b>12.6</b>	煤炭	百万元	44,057	47,728
			煤化工	百万元	7,406	7,955
			总股本	百万股	13,259	
			<b>合理股价</b>	<b>元</b>	<b>3.88</b>	<b>4.20</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所；2020年5月12日数据，可比公司均取 Wind 一致预期

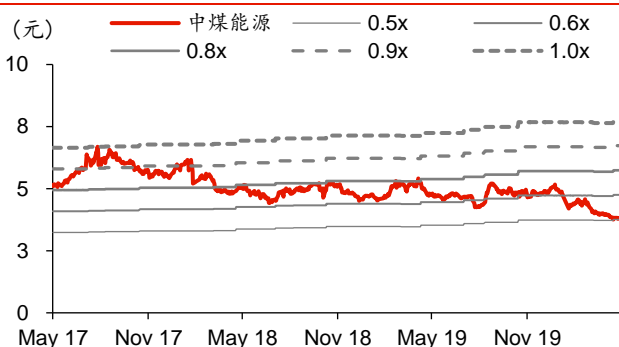
## PE/PB - Bands

图表57：中煤能源历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58：中煤能源历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

### 疫情发展超出预期

若海内外疫情发展超出预期，将对整体需求造成冲击，公司所有业务盈利能力或将均受到影响。

### 主要产油国不能形成新的协同

若主要产油国不能形成新的产油协同，油价或较难反弹，将影响公司煤化工业务盈利能力。

### 新建项目进度、投资净收益不及预期

若公司目前正在建的煤炭、煤化工项目进度不及预期，将影响公司煤炭、煤化工业务的盈利能力。此外，公司投资净收益较高，若联营、合营企业业绩较差，或拖累公司业绩。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	54,976	55,026	54,573	59,206	63,072
现金	23,879	25,604	25,029	25,221	26,498
应收账款	4,881	7,316	7,178	8,189	9,293
其他应收账款	1,885	3,147	3,088	3,523	3,997
预付账款	1,592	1,277	1,562	1,684	1,958
存货	8,280	8,170	9,173	10,151	11,695
其他流动资产	14,460	9,511	8,543	10,439	9,631
非流动资产	209,389	217,458	219,273	220,500	217,277
长期投资	19,982	24,332	22,882	23,365	23,204
固定投资	105,706	116,732	114,193	119,756	124,461
无形资产	42,563	46,662	46,012	45,362	44,708
其他非流动资产	41,138	29,732	36,186	32,017	24,905
资产总计	264,365	272,483	273,847	279,706	280,349
流动负债	68,848	83,672	85,301	91,456	89,550
短期借款	6,308	4,106	9,417	10,293	4,677
应付账款	18,756	18,707	20,917	23,178	26,693
其他流动负债	43,785	60,859	54,967	57,985	58,180
非流动负债	84,869	71,442	64,963	56,234	48,361
长期借款	45,317	34,243	27,088	18,626	10,600
其他非流动负债	39,552	37,199	37,876	37,608	37,761
负债合计	153,717	155,114	150,264	147,690	137,911
少数股东权益	18,540	20,196	22,796	26,275	30,826
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	38,751	38,850	38,850	38,850	38,850
留存公积	36,457	41,057	45,277	49,950	55,807
归属母公司股东权益	92,107	97,173	100,786	105,741	111,612
负债和股东权益	264,365	272,483	273,847	279,706	280,349

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	20,426	21,984	19,894	19,398	26,220
净利润	6,145	8,593	6,820	9,418	12,190
折旧摊销	7,469	9,549	9,143	9,843	10,866
财务费用	3,657	4,754	4,292	4,187	3,618
投资损失	(1,922)	(2,484)	(1,890)	(2,424)	(2,689)
营运资金变动	3,880	(144.93)	303.72	(516.65)	1,568
其他经营现金	1,196	1,718	1,225	(1,109)	667.76
投资活动现金	(14,617)	(8,657)	(10,414)	(7,555)	(5,547)
资本支出	9,434	10,946	13,666	9,413	8,313
长期投资	1,177	131.00	(1,449)	482.93	(160.98)
其他投资现金	(4,006)	2,420	1,803	2,342	2,605
筹资活动现金	(7,601)	(9,566)	(10,054)	(11,652)	(19,396)
短期借款	(1,288)	(2,201)	5,310	876.47	(5,616)
长期借款	682.08	(11,074)	(7,155)	(8,462)	(8,026)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(250.67)	98.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,744)	3,611	(8,209)	(4,067)	(5,753)
现金净增加额	(1,805)	3,765	(574.89)	191.63	1,277

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	104,140	129,294	130,110	147,171	167,479
营业成本	74,314	93,176	95,964	109,207	124,645
营业税金及附加	3,253	3,892	3,867	4,017	4,342
营业费用	10,594	13,286	13,873	14,120	15,339
管理费用	4,104	3,924	4,137	4,176	4,277
财务费用	3,657	4,754	4,292	4,187	3,618
资产减值损失	(1,109)	(688.18)	(276.19)	(620.27)	(758.37)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,922	2,484	1,890	2,424	2,689
营业利润	8,822	11,973	9,483	13,155	17,072
营业外收入	170.87	303.78	259.48	274.24	269.32
营业外支出	282.91	132.29	101.39	111.69	108.26
利润总额	8,710	12,145	9,641	13,317	17,233
所得税	2,565	3,552	2,820	3,900	5,044
净利润	6,145	8,593	6,820	9,418	12,190
少数股东损益	2,793	2,966	2,600	3,479	4,551
归属母公司净利润	3,352	5,626	4,220	5,939	7,639
EBITDA	19,948	26,276	22,917	27,185	31,556
EPS (元, 基本)	0.25	0.42	0.32	0.45	0.58

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.76	24.15	0.63	13.11	13.80
营业利润	47.48	35.72	(20.80)	38.72	29.78
归属母公司净利润	46.28	67.83	(24.99)	40.72	28.63
获利能力 (%)					
毛利率	28.64	27.93	26.24	25.80	25.58
净利率	3.22	4.35	3.24	4.04	4.56
ROE	3.64	5.79	4.19	5.62	6.84
ROIC	5.71	7.87	6.29	7.92	9.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.15	56.93	54.87	52.80	49.19
净负债比率 (%)	45.18	46.47	43.21	40.03	32.55
流动比率	0.80	0.66	0.64	0.65	0.70
速动比率	0.67	0.56	0.53	0.53	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.48	0.48	0.53	0.60
应收账款周转率	16.34	20.25	17.95	19.15	19.16
应付账款周转率	3.84	4.97	4.84	4.95	5.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.42	0.32	0.45	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.66	1.50	1.46	1.98
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.33	7.60	7.98	8.42
估值比率					
PE (倍)	14.95	8.91	11.88	8.44	6.56
PB (倍)	0.54	0.52	0.50	0.47	0.45
EV_EBITDA (倍)	5.20	3.94	4.52	3.81	3.28

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司