

煤炭开采

年报&一季报综述：煤价下跌压制业绩 Q2 或现全年低点

业绩表现：2019 年样本煤企盈利 904.3 亿元，同比增长 2.4%。2019 年，尽管煤价小幅下跌，但在产销量上升，企业财务杠杆率降低，资产结构优化的作用下，煤炭企业业绩仍然维持增长。我们统计的 27 家上市煤企 2019 年合计实现营业收入 10232.2 亿元，同比增长 7.9%；实现归母净利润 904.3 亿元，同比增长 2.4%；扣非后归母净利润 844.6 亿元，同比下降 3.3%。

财务表现：行业宽松格局逐步显现，煤企盈利能力下滑，资产负债率继续小幅下降。

- 盈利方面，我们统计的 27 家煤企毛利率、净利率、ROE 分别为 28.4%、10.9%、13.8%，较 2018 年分别下降 2.9%、0.9%、1.2%；
- 期间费用方面，煤企期间费用控制较好，基本维持稳定，期间费用率较 2018 年下降 0.9 个百分点至 10.9%；
- 偿债能力方面，煤企经营性活动现金流净额自 2015 年来首现向下拐点，2019 年煤企经营活动净现金流合计 1912.2 亿元，同比下降 12.7%；资产负债率均值 49.1%，较 2018 年下降 1.3 个百分点。

经营表现：销量增速高于产量，吨煤销售毛利下滑。

- 产销方面，2019 年煤企合计原煤产量 10.5 亿吨，同比增长 3.1%，煤炭销量 14.9 亿吨，同比增长 6.3%；
- 价格方面，2019 年煤企平均吨煤综合售价 451 元/吨，同比下滑 1.2%；吨煤销售成本 289 元/吨，同比上涨 2.6%；由于售价下滑、成本上涨，吨煤销售毛利较 2018 年下滑 7.2 个百分点至 163 元/吨。

受煤价下跌影响，2020 年 Q1 业绩同比大幅下滑。2020 年 Q1，港口现货均价同比下跌 7.3%，样本煤企实现营收 2285 亿元，同比下滑 3.6%，自 2016 年以来首次出现下滑。实现归母净利 196 亿元，同比下滑 25.1%，创下 2016 年以来最大跌幅。一季度样本煤企平均毛利率 26.6%，较去年同期下滑 3 个百分点，期间费用率仍控制较好，较去年同期下滑 0.4 个百分点至 10.3%。

后市展望：走出至暗时刻，煤价企稳反弹在即。当前我们对于煤价并不悲观，我们认为当前煤价已将市场多数利空反应在内，从当前时点往后看，利多因素逐步占据上风，“煤电长协初步意向已经达成”、“当前煤价下，北港近半产能处于亏损”、“电厂日耗已恢复去年同期水平且存进一步回升预期”、“迎峰度夏前的补库窗口”、“进口煤干预期再起”等种种迹象均将有助煤炭市场走出至暗时刻，煤价亦有望企稳反弹，但反弹高度仍需视下游需求回升速度。

投资策略：2020 年 Q2 业绩或现全年低点，下半年有望环比改善，建议左侧积极布局。我们坚定当下就是中国神华股价底部区域，但“精准抄底”难度极大，本着“价格比时间重要”的原则，推荐重点关注，积极配置。平煤股份作为中南地区焦煤龙头，其炼焦精煤售价稳定，三年累计股息保底 18%，其配置价值凸显，建议积极配置。山煤国际在控股股东变更为实力更强的焦煤集团后，其光伏业务有望乘势迎来更大支持，建议积极配置。此外建议关注高分红预期标的陕西煤业以及环保优势突出的循环经济模式焦化企业金能科技。

风险提示：在建矿井投产进度超预期，新建矿井项目批复加速，需求超预期细化，进口煤管控放松。

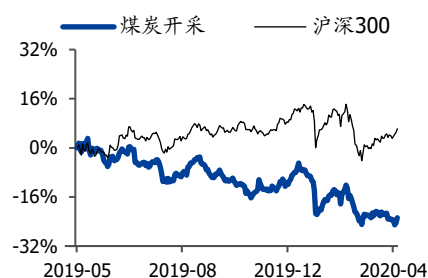
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601088	中国神华	买入	2.17	1.87	1.90	1.93	7.34	8.52	8.38	8.25
600546	山煤国际	增持	0.59	0.65	0.66	0.73	16.69	15.15	14.92	13.49
601666	平煤股份	增持	0.50	0.47	0.49	0.50	8.40	8.94	8.57	8.40
601225	陕西煤业	增持	1.16	1.01	1.01	1.04	6.50	7.47	7.47	7.25
603113	金能科技	—	1.13	0.85	1.22	1.68	9.57	11.42	7.91	5.77

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（未评级公司为 wind 一致预期）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 张津铭

邮箱：zhangjinming@gszq.com

相关研究

1、《煤炭开采：走出至暗时刻 煤价企稳在即》

2020-04-19

2、《煤炭开采：盯着库存判断煤价还可靠么？》

2020-03-24

3、《煤炭开采：疫情来袭，节后煤价怎么看？》

2020-02-01



内容目录

1.行情回顾	4
1.1.行业概况：供需宽松格局逐步显现，煤价高位回落	4
1.2.市场表现：不尽人意	8
2.2019年年报总结	9
2.1.业绩表现：2019年盈利同比增长2.4%	9
2.2.财务分析	10
2.2.1.盈利能力：毛利率、净利率、ROE均不同程度下滑	10
2.2.2.营运能力：应收账款、存货周转天数均同比下降	12
2.2.3.期间费用：期间费用率维持小幅下降，但内部结构有所分化	14
2.2.4.偿债能力：现金流现向下拐点，偿债能力稍有弱化	15
2.3.经营分析	17
2.3.1.产销：销量增速高于产量	17
2.3.2.价格：售价下滑，成本上升，毛利下降	19
3.2020年Q1：煤价下跌致盈利大幅下滑	20
4.后市展望：Q2业绩仍承压，但正走出至暗时刻	22
4.1.走出至暗时刻，煤价企稳反弹在即	22
4.2.投资策略：2020年Q2业绩有望现全年低点，建议左侧积极布局	24
5.风险提示	24

图表目录

图表 1: 供给侧改革已由总量性去产能全面转向加快先进产能释放	4
图表 2: 2019年我国原煤产量同比增长4% (亿吨)	5
图表 3: 2019年我国进口煤同比增长6.3% (万吨)	5
图表 4: 2020年1~3月我国原煤产量同比下降0.5% (万吨)	5
图表 5: 2020年1~3月我国进口煤数量同比增长28.4% (万吨)	5
图表 6: 2019年我国火电发电量同比增长2.4% (亿千瓦时)	6
图表 7: 2019年我国生铁产量同比增长5.3% (万吨)	6
图表 8: 2020年1~3月我国火电发电量同比下降8.2% (亿千瓦时)	6
图表 9: 2020年1~3月我国生铁产量同比增长2.4% (万吨)	6
图表 10: 截至4月30日，动力煤价格已跌至红色区间 (元/吨)	7
图表 11: 截至4月30日，京唐港主焦煤 (山西产) 较年初下跌5.7% (元/吨)	7
图表 12: 煤炭行业位居29个中信一级行业第28位 (截至4月30日)	8
图表 13: 中信煤炭板块公司涨跌幅排行 (截至4月30日)	8
图表 14: 煤企2019年业绩表现 (百万)	9
图表 15: 2019年煤企营业收入同比增长7.9% (亿元)	10
图表 16: 2019年煤企营业收入增速排行	10
图表 17: 2019年煤企归母净利增速排行	10
图表 18: 煤企2019年盈利能力	11
图表 19: 煤企毛利率、ROE历年走势	12
图表 20: 2019年煤企毛利率排行	12
图表 21: 2019年煤企ROE排行	12
图表 22: 煤企应收账款及存货周转情况 (百万) (天)	13
图表 23: 2019年煤企应收账款周转天数排行 (天)	14

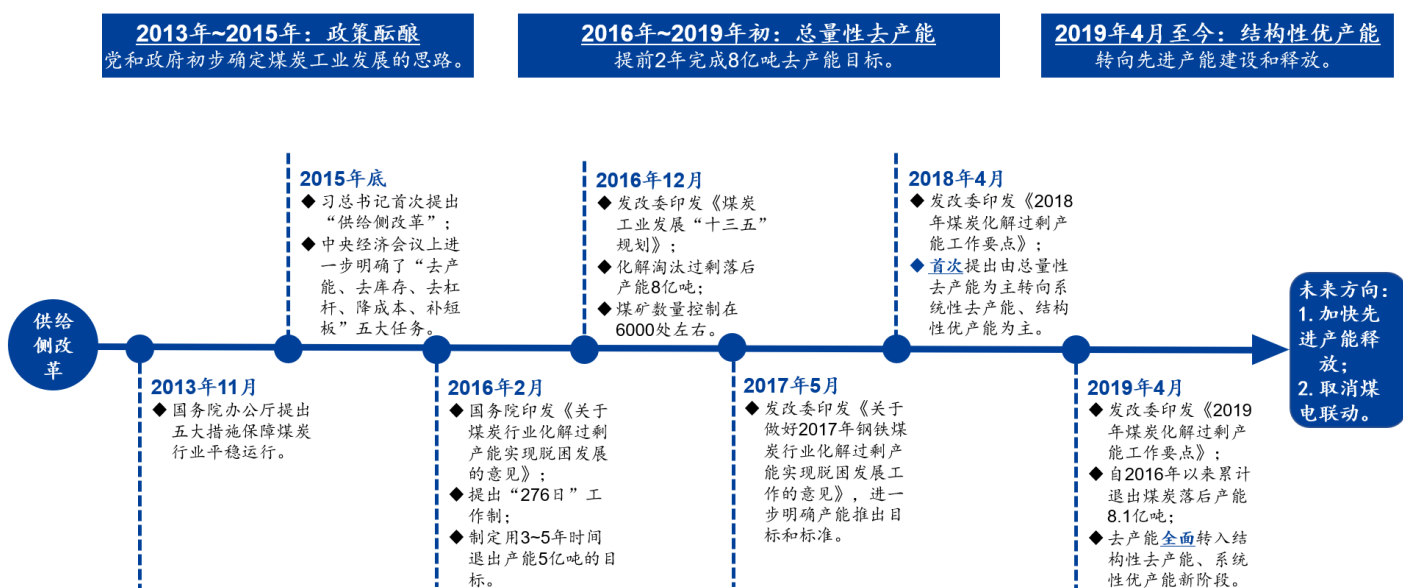
图表 24: 2019 年煤企存货周转天数排行 (天)	14
图表 25: 煤企期间费用情况	14
图表 26: 煤企期间费用率历年走势	15
图表 27: 2019 年煤企期间费用率排行	15
图表 28: 煤企偿债能力 (百万)	16
图表 29: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势	17
图表 30: 2019 年煤企资产负债率排行	17
图表 31: 煤企产销情况 (万吨)	17
图表 32: 2019 年煤企原煤产量排行 (剔除神华) (万吨)	18
图表 33: 2019 年煤企产量增速排行	18
图表 34: 2019 年煤企煤炭销量排行 (剔除神华) (万吨)	18
图表 35: 2019 年煤企销量增速排行	18
图表 36: 2019 年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况 (元/吨)	19
图表 37: 2019 年煤企吨煤售价排行 (元/吨)	20
图表 38: 2019 年煤企吨煤毛利排行 (元/吨)	20
图表 39: 2020 年 Q1 煤企营收同比下降 3.6%	20
图表 40: 2020 年 Q1 煤企营收增速排行	20
图表 41: 2020 年 Q1 煤企归母净利同比下降 25.1%	21
图表 42: 2020 年 Q1 煤企归母净利增速排行	21
图表 43: 2020 年 Q1 煤企毛利率同比下降 3 个百分点	21
图表 44: 2020 年 Q1 煤企毛利率排行	21
图表 45: 2020 年 Q1 煤企期间费用率同比下降 0.4 个百分点	21
图表 46: 2020 年 Q1 煤企期间费用率排行	21
图表 47: 节后煤价下跌分为四个阶段 (元/吨)	22
图表 48: 动力煤矿区环渤海港盈亏统计 (元/吨)	23
图表 49: 煤、电企业亏损数占比 (元/吨)	23
图表 50: 沿海 5 大电日耗 (截至 5 月 4 日) (万吨)	23
图表 51: 全国重点电日耗 (截至 4 月 27 日) (万吨)	23
图表 52: 沿海 5 大电库存 (截至 5 月 4 日) (万吨)	23
图表 53: 秦皇岛港煤炭库存 (截至 5 月 4 日) (万吨)	23

1. 行情回顾

1.1. 行业概况：供需宽松格局逐步显现，煤价高位回落

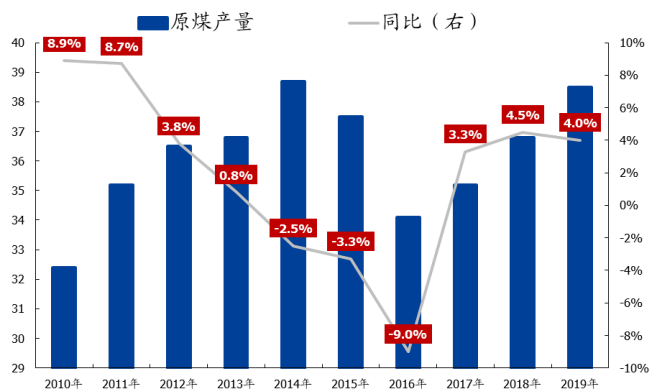
2019年产量前低后高，进口创自2014年来新高。2019年是自煤炭行业供给侧改革以来的第四年，去产能的主要目标已基本完成，后续在巩固去产能成果的基础上，政策导向已由“总量性去产能”全面转向“结构性去产能、系统性优产能”。在经过三年多来退出落后产能和释放先进产能的结构性调整后，我国的煤炭供给质量得到明显改善。尽管2019年年初受陕西榆林、内蒙银漫等矿难频发影响，各主产地尤其陕西地区煤矿安监力度骤然加剧，导致煤矿生产受限，2019年年初产量释放速度放缓。但随着时间推移，各矿陆续整改完毕后恢复正常生产，矿难影响逐步消退，外加先进产能的不断投产，原煤生产速度加快。据国家统计局数据，2019年全年，全国原煤产量38.5亿吨，同比增长4%，增速较2018年下降0.5pct。受国内外价差影响，2019年进口煤继续保持增长态势，全年累计进口3亿吨，同比增长6.3%，增速较2018年加快2.4pct，进口煤数量创下自2014年以来新高。

图表1：供给侧改革已由总量性去产能全面转向加快先进产能释放



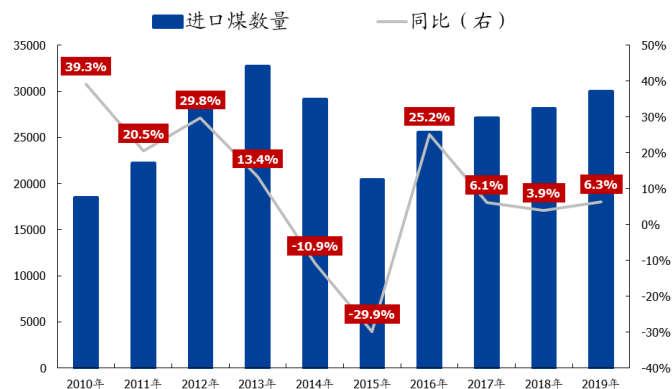
资料来源：国家发改委，能源局，国盛证券研究所

图表 2: 2019 年我国原煤产量同比增长 4% (亿吨)



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

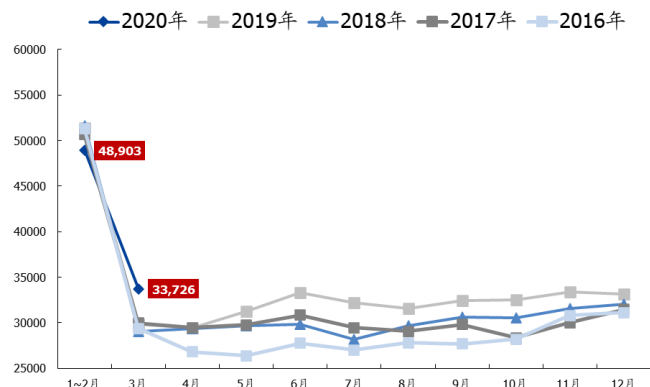
图表 3: 2019 年我国进口煤同比增长 6.3% (万吨)



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

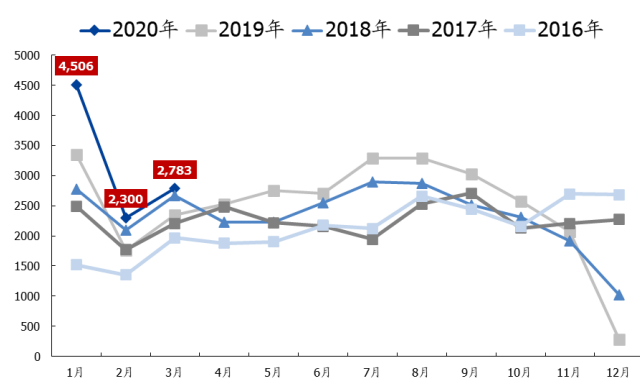
2020 年 Q1 原煤产量同比下滑 0.5%，进口煤同比增长 28.4%。受新冠疫情影响，年后上游煤矿复工受阻，2020 年 1~2 月，我国原煤产量增速同比下滑 6.3%。但自 2 月下旬以来，为响应国家能源保供号召，各大煤企纷纷加快复工复产进度，进入 3 月份后疫情对煤炭供应端影响已基本消除，煤炭企业已全面复工复产，供应能力显著增加。据国家统计局报，3 月我国原煤产量 3.37 亿吨，同比增长 9.6%，创下自供给侧改革以来新高。2020 年一季度，我国原煤累计产量 8.3 亿吨，同比微降 0.5%。进口煤方面，受年初集中通关以及国内外价差影响，2020 年一季度，我国累计进口煤炭 9578 万吨，同比大增 28.4%。

图表 4: 2020 年 1~3 月我国原煤产量同比下降 0.5% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

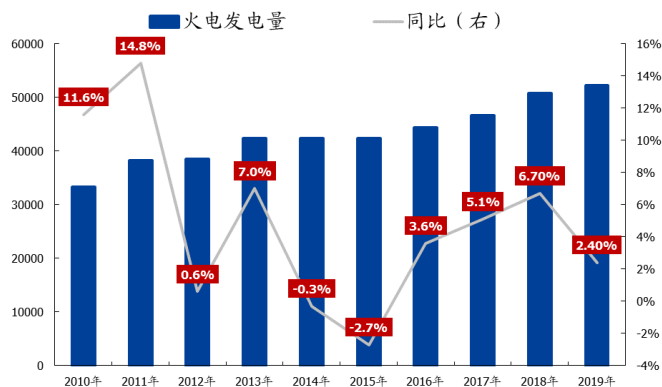
图表 5: 2020 年 1~3 月我国进口煤数量同比增长 28.4% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

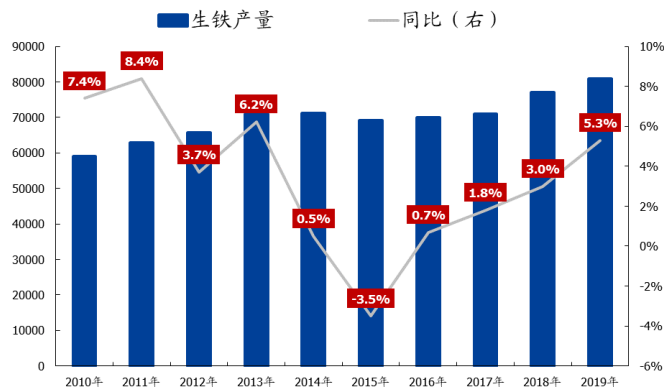
2019 年火电增速明显下滑，生铁产量大幅增长。伴随着我国经济由高速增长转向高质量发展，“能源消费总量、消费强度双控”以及结构调整，我国能源消费包括全社会用电量的年均增速在持续放缓。2019 年全年，全国全社会累计发电 7.5 万亿千瓦时，同比增长 4.7%，但受水电、新能源挤压影响，全国火电累计发电量 5.2 万亿千瓦时，同比增长 2.4%，增速较 2018 年下滑 4.3pct。2019 年全国生铁累计产量 8.1 亿吨，同比增长 5.3%，增速较 2018 年上升 2.3pct。

图表6: 2019年我国火电发电量同比增长2.4% (亿千瓦时)



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

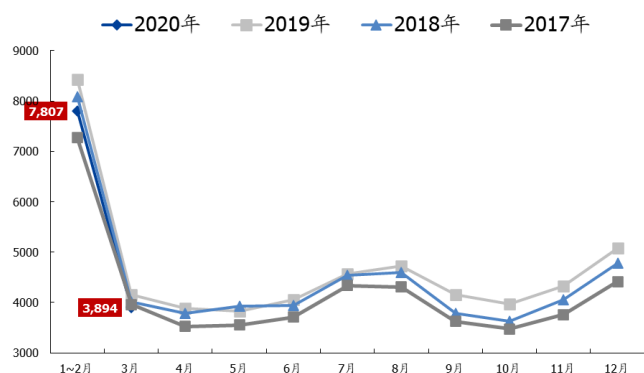
图表7: 2019年我国生铁产量同比增长5.3% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

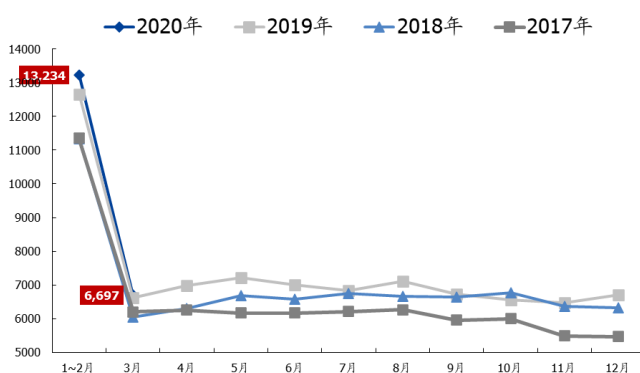
2020年Q1火电发电量同比下滑8.2%，生铁产量同比增长2.4%。受新冠疫情影响，年后下游企业复工复产普遍延期，1~3月份火电累计发电1.17万亿千瓦时，同比下滑8.2%，创同期历史最大跌幅。1~3月份生铁产量2亿吨，同比增长2.4%，增速较2018年下滑6.9pct。

图表8: 2020年1~3月我国火电发电量同比下降8.2% (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 2020年1~3月我国生铁产量同比增长2.4% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2019年，煤炭市场由供需平衡向平衡偏宽松过度，动力煤价格高位回落，焦煤价格高位震荡。

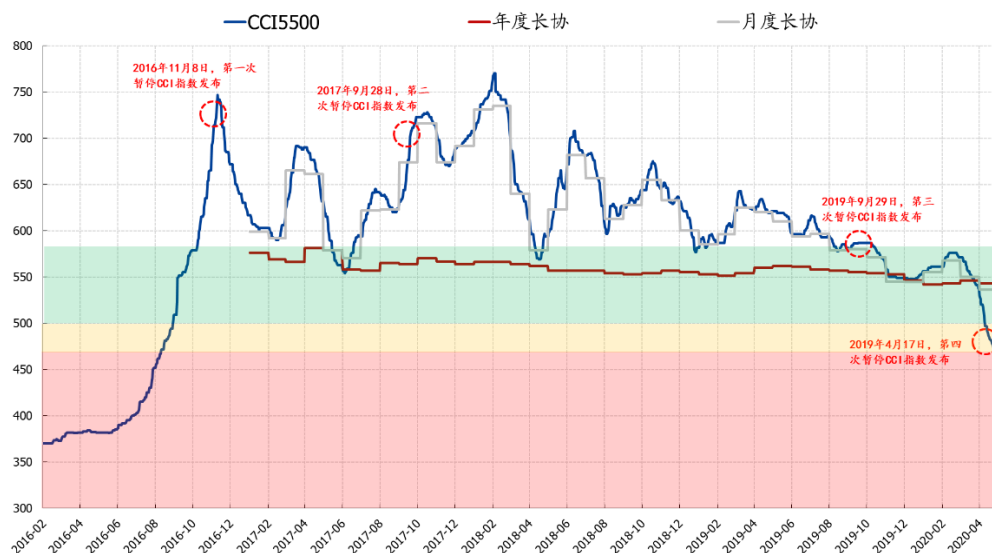
- 动力煤方面，在“国内供应稳定+运力保障+进口煤有效补充+下游高库存+需求增速减缓”的情况下，煤价波动幅度进一步收窄，价格中枢震荡下行，如愿步入“绿色区间”。2019年动力煤价格前高后低，全年CCI-5500动力煤现货均价592元/吨，同比下降9.3%。
- 焦煤方面，在钢铁行业供需两旺的背景下，2019年京唐港主焦煤（山西产）全年均价1716元/吨，同比下降2.7%。

2020年至今，新冠疫情来袭，由于煤炭市场“供给弹性明显大于需求”的特性，导致煤价先涨后跌，进入4月后国内供需失衡态势加剧，外加海外疫情爆发致使国际煤价暴跌，国内煤价跌幅扩大。

- 动力煤方面，2020年Q1，CCI-5500均价562元/吨，同比下跌7.3%。截至4月

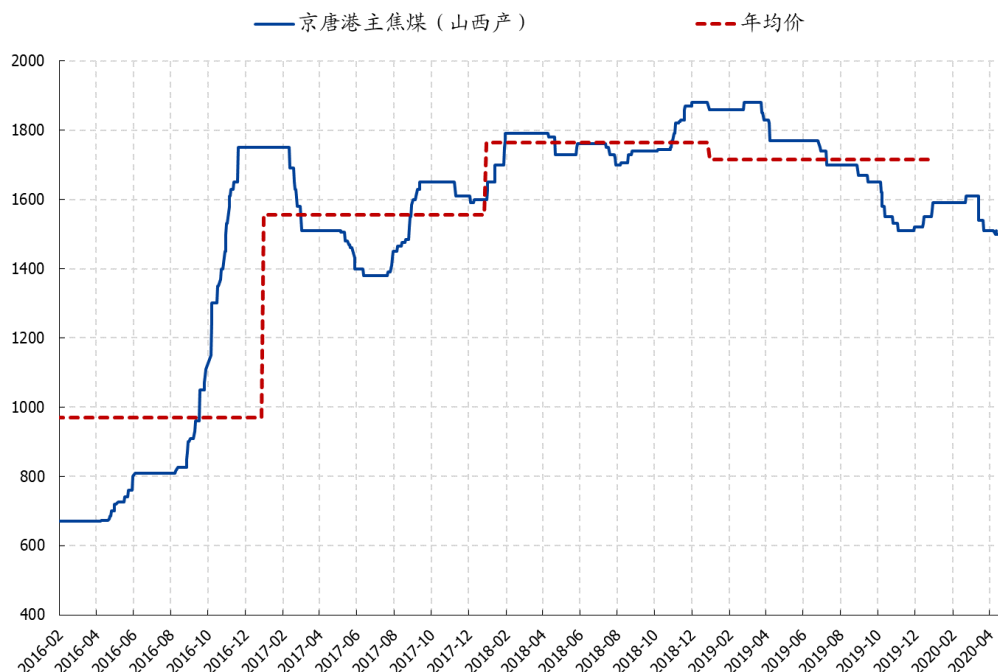
- 30日, CCI-5500 报收 469 元/吨, 已跌至红色区间 (<470 元/吨), 较年初下跌 87 元/吨, 跌幅高达 15.6%;
- 焦煤方面, 2020 年 Q1, 京唐港主焦煤(山西产)均价 1583 元/吨, 同比下跌 15.2%。截至 4 月 30 日, 京唐港主焦煤(山西产)报收 1500 元/吨, 较年初下跌 90 元/吨, 跌幅 5.7%。

图表 10: 截至 4 月 30 日, 动力煤价格已跌至红色区间 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 截至 4 月 30 日, 京唐港主焦煤(山西产)较年初下跌 5.7% (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

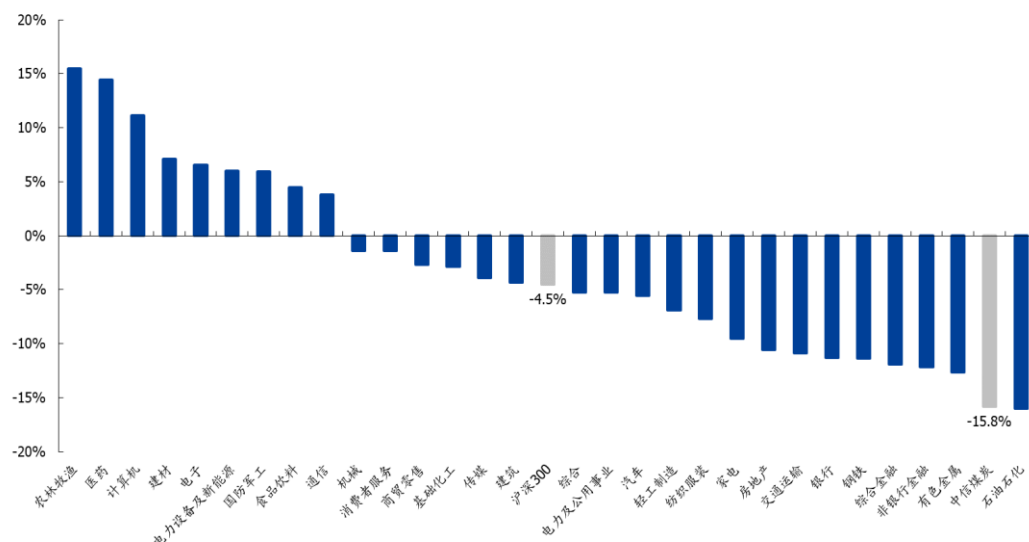
1.2. 市场表现：不尽人意

截至4月30日，上证指数下跌6.2%，沪深300指数下跌4.5%，中信煤炭指数下跌15.8%，跑输沪深300指数11.3个百分点，位居29个行业涨跌幅榜第28位。

个股方面，2020年至今，中信煤炭板块上市公司中2家上涨，36家下跌。

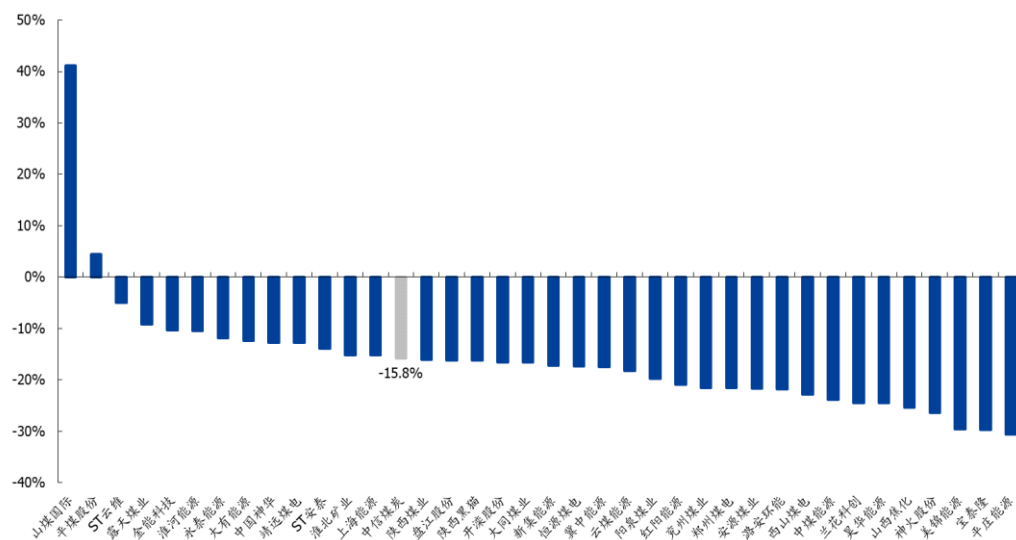
- 涨幅前二：山煤国际、平煤股份，分别上涨41.1%、4.5%；
- 跌幅前五：平庄能源、宝泰隆、美锦能源、神火股份、山西焦化，分别下跌30.7%、29.7%、29.6%、26.5%、25.3%。

图表 12：煤炭行业位居 29 个中信一级行业第 28 位（截至 4 月 30 日）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 13：中信煤炭板块公司涨跌幅排行（截至 4 月 30 日）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2019 年年报总结

2.1.业绩表现：2019 年盈利同比增长 2.4%

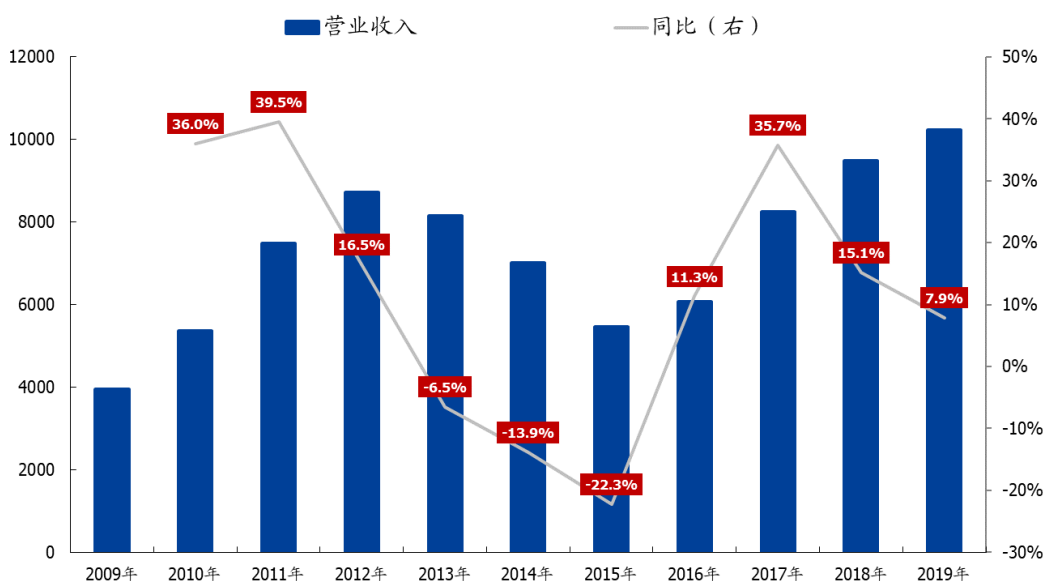
2019 年，尽管煤价小幅下跌，但在煤炭产能持续释放，销量上升，企业财务杠杆率降低，资产结构优化的作用下，煤炭企业业绩仍然维持增长。我们统计了 27 家上市煤企，2019 年全年合计实现营业收入 10232.3 亿元，同比增长 7.9%；实现归母净利润 904.3 亿元，同比增长 2.4%；扣非后归母净利润 844.6 亿元，同比下降 3.3%。若剔除神华后，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速均大幅提高，分别为 14.2%、6.2%、5%。

图表 14：煤企 2019 年业绩表现（百万）

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	8,230	19,155	7.8%	2,027	2,466	21.5%	1,899	2,350	28.9%
陕西煤业	57,224	73,403	28.3%	10,993	11,643	5.9%	11,075	11,153	0.7%
恒源煤电	5,900	6,002	1.6%	1,221	1,128	-7.5%	1,022	1,138	11.3%
新集能源	8,750	9,224	5.4%	261	576	120.4%	15	-287	-1978.3%
昊华能源	5,810	5,533	-4.8%	721	262	-63.6%	787	221	-71.9%
中煤能源	104,140	129,294	24.2%	3,435	5,626	67.8%	3,441	5,347	55.4%
上海能源	6,849	7,623	11.3%	661	575	-13.1%	577	573	-0.7%
中国神华	264,101	241,871	-8.4%	43,867	43,250	-1.4%	46,065	41,119	-10.7%
兖州煤业	163,008	200,647	23.1%	7,909	8,668	9.6%	8,491	7,472	-12.0%
山煤国际	38,143	37,657	-1.3%	220	1,173	432.8%	507	1,267	149.9%
红阳能源	7,311	6,690	-8.5%	113	26	-76.9%	-90	-63	29.8%
大同煤业	11,259	11,358	0.9%	660	897	36.0%	656	885	34.8%
郑州煤电	4,810	3,580	-25.6%	152	-922	-646.9%	125	-690	-654.0%
大有能源	7,861	5,903	-24.9%	651	77	-88.2%	647	68	-89.5%
平庄能源	2,224	2,154	-3.2%	-251	-78	68.9%	-311	-245	21.0%
靖远煤电	4,092	4,056	-0.9%	573	525	-8.4%	542	508	-6.3%
安源煤业	5,049	5,554	10.0%	64	19	-70.5%	110	11	-89.9%
西山煤电	32,271	32,955	2.1%	1,802	1,710	-5.1%	1,740	1,710	-1.7%
冀中能源	21,458	21,740	1.3%	872	901	3.4%	949	917	-3.3%
永泰能源	22,327	21,187	-5.1%	66	140	112.6%	-620	92	114.8%
开滦股份	20,460	20,072	-1.9%	1,363	1,150	-15.7%	1,371	1,143	-16.6%
盘江股份	6,090	6,458	6.0%	945	1,091	15.5%	896	1,039	16.0%
潞安环能	25,140	26,791	0.4%	2,663	2,379	1.4%	2,654	2,184	-7.1%
平煤股份	20,153	23,635	13.5%	715	1,155	61.6%	708	1,133	60.6%
兰花科创	8,529	7,947	-6.8%	1,081	663	-38.7%	1,090	671	-38.5%
阳泉煤业	32,684	32,658	-0.1%	1,971	1,701	-13.7%	1,733	1,577	-9.0%
淮北矿业	54,687	60,086	4.0%	3,549	3,628	1.9%	1,266	3,171	150.6%
合计	948,562	1,023,231	7.9%	88,305	90,430	2.4%	87,346	84,464	-3.3%
合计（剔除神华）	684,461	781,360	14.2%	44,438	47,180	6.2%	41,281	43,345	5.0%

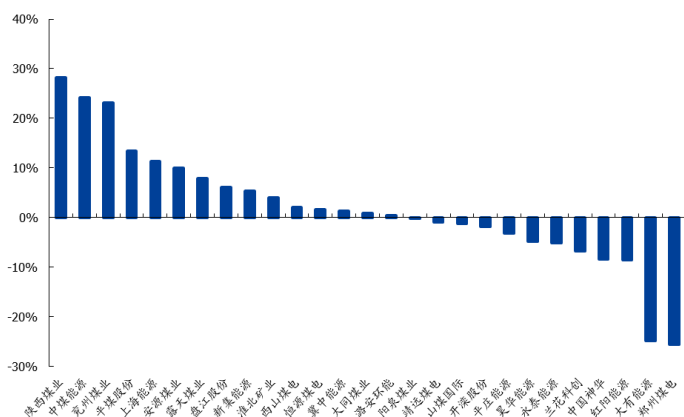
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 15: 2019 年煤企营业收入同比增长 7.9% (亿元)



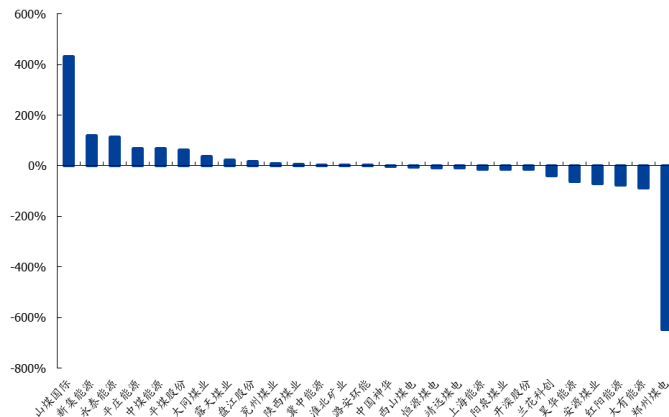
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2019 年煤企营业收入增速排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2019 年煤企归母净利润增速排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2. 财务分析

2.2.1. 盈利能力: 毛利率、净利率、ROE 均不同程度下滑

2019 年, 煤炭市场正由供需平衡向供需平衡略偏宽松过度, 煤价重心整体下移, 盈利能力下滑。

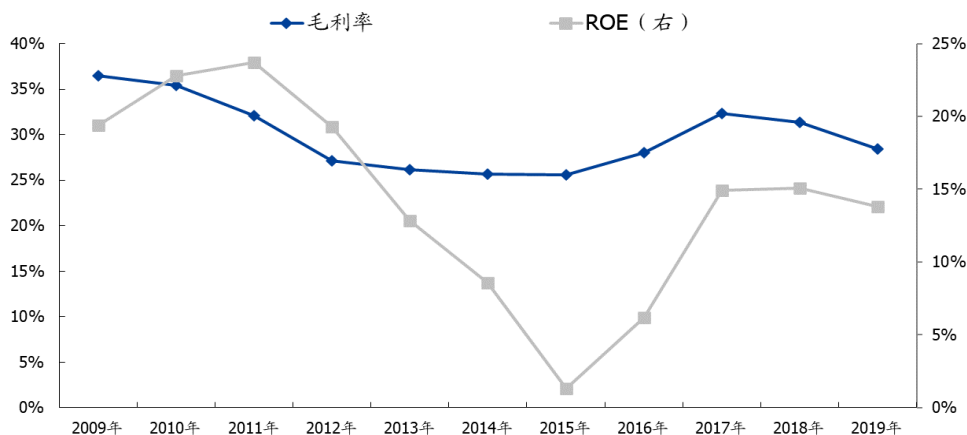
- **毛利率方面**, 煤企平均毛利率为 28.4%, 较 2018 年下降 2.9 个百分点, 其中排名前三的分别为大同煤业 (55.3%)、昊华能源 (53.9%)、恒源煤电 (44.6%);
- **净利率方面**, 煤企平均净利率为 10.9%, 较 2018 年下降 0.9 个百分点, 其中排名前三的分别为陕西煤业 (22.7%)、中国神华 (21.3%)、恒源煤电 (18.8%);
- **ROE 方面**, 煤企平均 ROE 为 13.8%, 较 2018 年降低 1.2 个百分点, 其中排名前三的分别为新陕西煤业 (21.4%)、淮北矿业 (20.1%)、露天煤业 (17.3%)。

图表 18: 煤企 2019 年盈利能力

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	44.5%	27.3%	-17.2%	24.8%	14.1%	-10.7%	17.6%	17.3%	-0.3%
陕西煤业	48.7%	40.9%	-7.8%	27.8%	22.7%	-5.1%	23.2%	21.4%	-1.8%
恒源煤电	45.8%	44.6%	-1.2%	20.7%	18.8%	-1.9%	16.6%	13.6%	-3.0%
新集能源	41.7%	40.2%	-1.5%	4.7%	8.2%	3.5%	5.2%	10.1%	4.9%
昊华能源	54.4%	53.9%	-0.5%	14.2%	7.4%	-6.8%	9.3%	3.5%	-5.8%
中煤能源	28.6%	27.9%	-0.7%	6.0%	6.6%	0.6%	3.8%	5.9%	2.1%
上海能源	31.0%	24.8%	-6.2%	8.5%	6.4%	-2.1%	7.2%	5.9%	-1.3%
中国神华	41.1%	40.7%	-0.4%	20.5%	21.3%	0.8%	13.9%	12.7%	-1.2%
兖州煤业	19.5%	13.9%	-5.6%	6.5%	5.5%	-1.0%	13.6%	13.9%	0.3%
山煤国际	20.0%	22.0%	2.0%	3.7%	4.2%	0.5%	4.2%	16.8%	12.6%
红阳能源	15.1%	15.7%	0.6%	1.5%	0.4%	-1.1%	2.1%	0.5%	-1.6%
大同煤业	51.6%	55.3%	3.7%	10.5%	12.0%	1.5%	11.9%	15.1%	3.2%
郑州煤电	34.3%	25.1%	-9.2%	8.1%	-22.0%	-30.1%	4.6%	-30.1%	-34.7%
大有能源	33.6%	27.0%	-6.6%	7.9%	0.2%	-7.7%	8.4%	1.0%	-7.4%
平庄能源	29.6%	22.9%	-6.7%	-11.3%	-3.6%	7.7%	-5.7%	-1.9%	3.8%
靖远煤电	28.7%	28.0%	-0.7%	14.0%	13.0%	-1.0%	8.1%	7.0%	-1.1%
安源煤业	13.3%	9.3%	-4.0%	1.2%	0.2%	-1.0%	7.8%	2.2%	-5.6%
西山煤电	31.8%	31.9%	0.1%	6.7%	6.1%	-0.6%	9.6%	8.5%	-1.1%
冀中能源	26.8%	23.2%	-3.6%	4.9%	5.5%	0.6%	4.5%	4.5%	0.0%
永泰能源	26.5%	29.6%	3.1%	0.7%	1.3%	0.6%	0.3%	0.6%	0.3%
开滦股份	16.4%	15.2%	-1.2%	7.9%	6.4%	-1.5%	13.8%	10.5%	-3.3%
盘江股份	33.9%	35.7%	1.8%	15.5%	16.9%	1.4%	14.5%	15.7%	1.2%
潞安环能	40.1%	38.7%	-1.4%	7.7%	8.6%	0.9%	11.8%	9.7%	-2.1%
平煤股份	19.8%	20.7%	0.9%	4.4%	5.6%	1.2%	5.8%	8.5%	2.7%
兰花科创	42.5%	36.4%	-6.1%	10.8%	6.7%	-4.1%	11.0%	6.4%	-4.6%
阳泉煤业	18.8%	18.1%	-0.7%	6.4%	5.5%	-0.9%	10.9%	7.8%	-3.1%
淮北矿业	20.3%	16.5%	-3.8%	7.2%	6.0%	-1.2%	37.8%	20.1%	-17.7%
均值	31.3%	28.4%	-2.9%	11.8%	10.9%	-0.9%	15.0%	13.8%	-1.2%

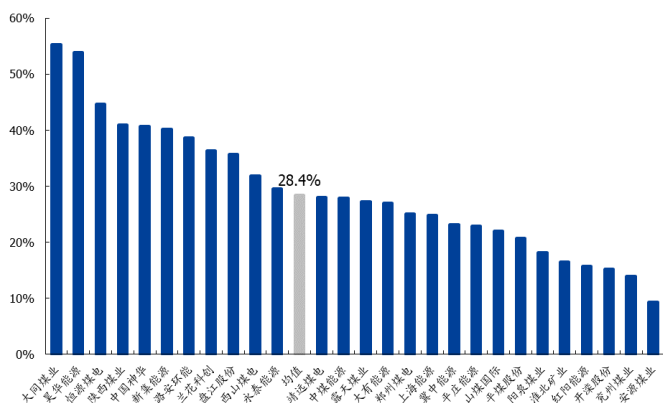
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 煤企毛利率、ROE 历年走势



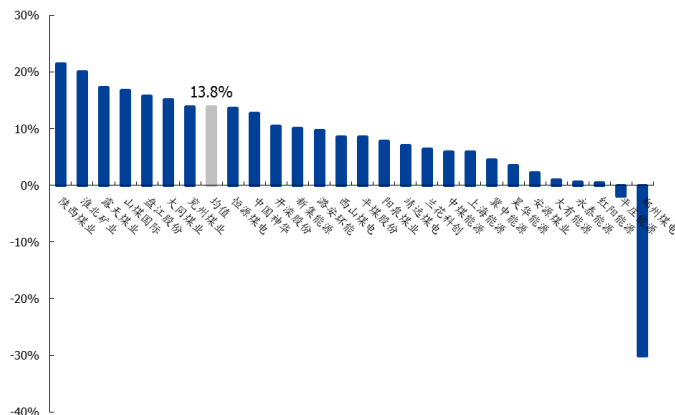
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 2019 年煤企毛利率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2019 年煤企 ROE 排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.2. 营运能力: 应收账款、存货周转天数均同比下降

近年来, 由于煤炭形势的持续好转, 煤企的市场地位和议价能力有所增强, 营运持续好转。

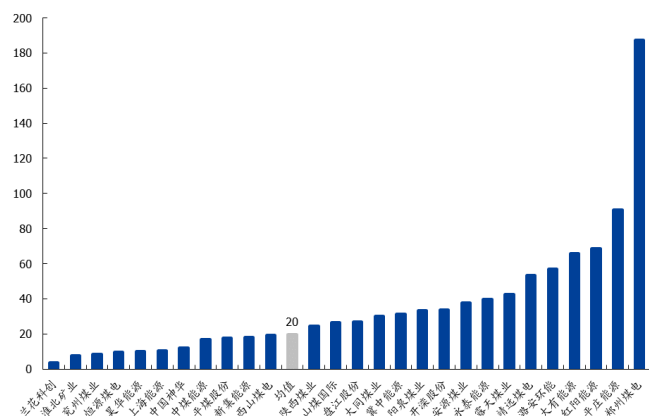
- **应收账款方面**, 2019 年煤企应收账款规模 576.8 亿元, 同比上升 10.3%; 应收账款周转天数 20 天, 同比下降 12.5%, 其中应收账款周转天数最低的公司分别为兰花科创 (4 天)、淮北矿业 (8 天)、兖州煤业 (8 天);
- **存货方面**, 2019 年煤企存货规模 456.1 亿元, 同比增长 15.4%; 存货周转天数 21 天, 同比下降 3.5%, 其中存货周转天数最低的公司分别为阳泉煤业 (8 天)、平庄能源 (9 天)、盘江股份 (9 天)。

图表 22: 煤企应收账款及存货周转情况 (百万) (天)

公司名称	应收账款			应收账款周转天数			存货			存货周转天数		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	2,687	1,855	-30.9%	104	43	-59.0%	341	1,401	310.4%	26	23	-14.1%
陕西煤业	4,151	5,868	41.4%	28	25	-10.9%	1,074	1,314	22.4%	12	10	-15.6%
恒源煤电	159	162	2.0%	11	10	-9.2%	271	333	22.5%	31	33	4.1%
新集能源	494	426	-13.8%	21	18	-13.9%	272	191	-29.7%	16	15	-7.8%
昊华能源	140	166	18.7%	11	10	-5.9%	328	331	0.9%	53	47	-12.9%
中煤能源	4,881	7,316	49.9%	20	17	-13.8%	8,253	8,170	-1.0%	38	32	-16.6%
上海能源	125	321	157.4%	8	11	27.3%	315	358	13.7%	22	21	-6.0%
中国神华	8,488	7,847	-7.6%	15	12	-18.2%	9,967	12,053	20.9%	25	28	10.5%
兖州煤业	4,729	4,495	-4.9%	9	8	-12.6%	5,127	7,300	42.4%	13	13	3.1%
山煤国际	2,965	2,624	-11.5%	29	27	-9.3%	1,664	1,487	-10.7%	20	19	-3.0%
红阳能源	1,110	1,442	29.9%	52	69	32.5%	315	399	26.7%	23	23	1.0%
大同煤业	998	901	-9.7%	39	30	-23.3%	322	450	39.9%	21	27	32.2%
郑州煤电	1,790	1,936	8.2%	137	187	36.6%	277	284	2.7%	35	38	6.5%
大有能源	1,084	1,074	-0.9%	53	66	24.4%	219	347	58.1%	18	24	35.1%
平庄能源	547	538	-1.7%	89	91	2.2%	40	40	0.3%	9	9	-8.3%
靖远煤电	289	917	217.1%	31	54	72.2%	324	245	-24.5%	37	35	-6.1%
安源煤业	582	589	1.3%	39	38	-3.5%	166	101	-39.0%	12	10	-21.5%
西山煤电	1,854	1,667	-10.1%	25	19	-22.8%	3,213	2,783	-13.4%	53	48	-9.6%
冀中能源	2,103	1,684	-19.9%	50	31	-37.6%	643	898	39.8%	16	17	2.5%
永泰能源	2,430	2,258	-7.1%	52	40	-23.0%	615	824	34.1%	13	17	33.2%
开滦股份	2,073	1,708	-17.6%	36	34	-5.3%	1,320	1,083	-17.9%	26	25	-2.3%
盘江股份	500	472	-5.7%	33	27	-16.9%	96	122	27.5%	10	9	-1.9%
潞安环能	3,642	4,823	32.4%	56	57	2.2%	739	869	17.6%	21	18	-17.9%
平煤股份	622	1,719	176.3%	23	18	-21.7%	1,111	1,455	31.0%	30	25	-17.1%
兰花科创	73	82	12.8%	6	4	-38.7%	499	577	15.6%	40	38	-3.0%
阳泉煤业	2,685	3,369	25.5%	31	33	8.5%	554	641	15.7%	8	8	-4.1%
淮北矿业	1,090	1,418	30.0%	4	8	75.1%	1,447	1,549	7.0%	6	11	71.3%
均值	52,288	57,676	10.3%	22	20	-12.5%	39,512	45,606	15.4%	22	21	-3.5%

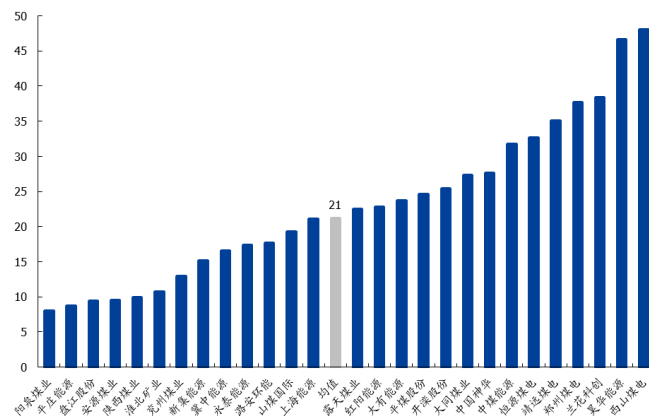
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2019 年煤企应收账款周转天数排行 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2019 年煤企存货周转天数排行 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.3.期间费用: 期间费用率维持小幅下降, 但内部结构有所分化

期间费用方面, 2019 年, 煤企期间费用合计 1111.6 亿元, 整体基本维持稳定, 但内部结构有所分化, 销售费用继续维持增长, 管理费用、财务费用持续改善。

- 销售费用 315.6 亿元, 同比增长 13.1%;
- 管理费用 545.7 亿元, 同比下降 3.4%;
- 财务费用 250.3 亿元, 同比下降 6.4%。

期间费用率方面, 2019 年, 煤企期间费用率 10.9%, 较 2018 年下滑 0.9 个百分点。期间费用率最低的三家公司分别为露天煤业 (5%)、开滦股份 (5.4%)、阳泉煤业 (5.6%)。

- 销售费用率 3.1%, 同比上升 0.1 个百分点;
- 管理费用率 5.3%, 同比下滑 0.6 个百分点;
- 财务费用率 2.4%, 同比下滑 0.5 个百分点。

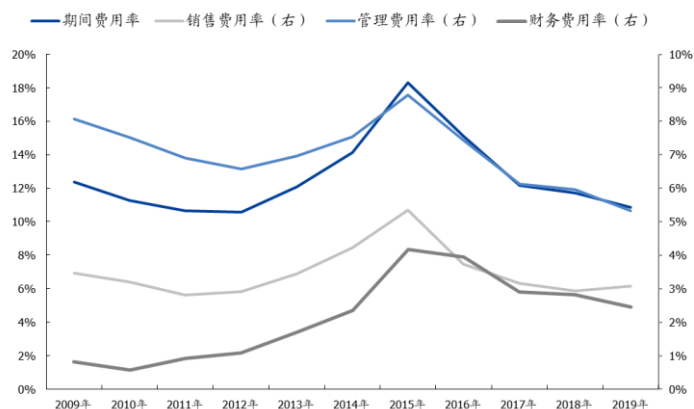
图表 25: 煤企期间费用情况

公司名称	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	5.3%	5.0%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	4.0%	2.1%	-1.9%	0.9%	2.6%	1.7%
陕西煤业	13.0%	12.2%	-0.8%	3.8%	3.8%	0.0%	9.1%	7.7%	-1.4%	0.1%	0.7%	0.6%
恒源煤电	13.2%	14.0%	0.8%	1.7%	1.7%	0.0%	15.9%	15.0%	-0.9%	1.9%	1.6%	-0.3%
新集能源	18.9%	16.3%	-2.6%	0.5%	0.4%	-0.1%	6.7%	6.0%	-0.7%	11.7%	9.9%	-1.8%
昊华能源	26.3%	34.9%	8.7%	10.7%	13.6%	2.9%	11.2%	15.2%	4.0%	4.6%	6.5%	1.9%
中煤能源	17.6%	17.0%	-0.6%	10.2%	10.3%	0.1%	4.1%	3.3%	-0.8%	3.5%	3.7%	0.2%
上海能源	13.8%	13.5%	-0.3%	2.2%	1.9%	-0.3%	10.3%	9.8%	-0.5%	1.4%	1.9%	0.5%
中国神华	9.3%	8.9%	-0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	7.7%	8.0%	0.3%	1.5%	1.0%	-0.5%
兖州煤业	9.3%	6.3%	-3.0%	3.7%	2.8%	-0.9%	3.6%	2.4%	-1.2%	2.1%	1.3%	-0.8%
山煤国际	7.9%	9.4%	1.5%	0.9%	2.7%	1.8%	3.5%	4.0%	0.5%	3.7%	3.1%	-0.6%
红阳能源	13.2%	13.2%	-0.1%	2.0%	1.6%	-0.4%	6.6%	6.3%	-0.3%	4.7%	5.3%	0.6%
大同煤业	27.3%	28.6%	1.3%	17.9%	19.4%	1.5%	3.8%	5.8%	2.0%	5.5%	5.0%	-0.5%
郑州煤电	16.9%	22.1%	5.2%	1.5%	2.1%	0.6%	9.5%	12.6%	3.1%	6.0%	7.5%	1.5%
大有能源	15.3%	20.5%	5.2%	1.8%	2.0%	0.2%	11.9%	18.7%	6.8%	3.5%	2.3%	-1.2%
平庄能源	33.2%	28.1%	-5.1%	2.0%	2.4%	0.4%	33.1%	27.5%	-5.6%	-1.9%	-1.5%	0.4%

靖远煤电	7.0%	7.2%	0.3%	1.7%	1.4%	-0.3%	5.1%	5.7%	0.6%	0.3%	0.3%	0.0%
安源煤业	8.7%	8.4%	-0.3%	1.2%	1.0%	-0.2%	3.2%	3.4%	0.2%	4.4%	4.3%	-0.1%
西山煤电	16.9%	16.4%	-0.5%	7.6%	7.0%	-0.6%	7.3%	7.8%	0.5%	2.8%	2.5%	-0.3%
冀中能源	14.3%	12.5%	-1.8%	1.7%	1.4%	-0.3%	10.4%	9.5%	-0.9%	2.8%	2.4%	-0.4%
永泰能源	24.2%	22.7%	-1.5%	0.5%	0.8%	0.3%	4.3%	4.5%	0.2%	20.0%	18.2%	-1.8%
开滦股份	5.2%	5.4%	0.3%	1.3%	1.3%	0.0%	2.5%	3.0%	0.5%	1.5%	1.5%	0.0%
盘江股份	11.8%	11.5%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	10.6%	12.0%	1.4%	1.5%	1.6%	0.1%
潞安环能	13.1%	14.5%	1.4%	1.5%	1.6%	0.1%	10.7%	10.9%	0.2%	4.0%	4.8%	0.8%
平煤股份	9.4%	8.6%	-0.8%	0.9%	0.9%	0.0%	4.8%	4.7%	-0.1%	5.3%	4.7%	-0.6%
兰花科创	21.5%	20.3%	-1.2%	2.7%	2.7%	0.0%	13.8%	13.0%	-0.8%	5.0%	4.6%	-0.4%
阳泉煤业	5.8%	5.6%	-0.2%	0.8%	0.7%	-0.1%	3.9%	4.4%	0.5%	1.7%	1.3%	-0.4%
淮北矿业	9.3%	7.4%	-1.9%	0.5%	0.4%	-0.1%	8.7%	7.1%	-1.6%	2.5%	2.0%	-0.5%
均值	11.7%	10.9%	-0.9%	2.9%	3.1%	0.1%	6.0%	5.3%	-0.6%	2.8%	2.4%	-0.4%

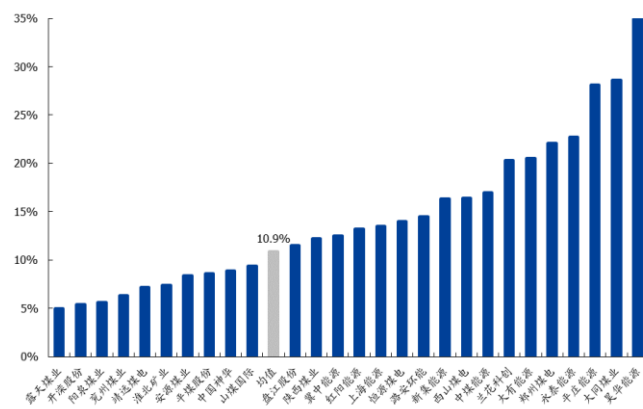
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 煤企期间费用率历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年煤企期间费用率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.4. 偿债能力: 现金流现向下拐点, 偿债能力稍有弱化

在行业宽松格局逐步显现的背景下, 公司的经营性活动现金流自 2015 年以来出现向下拐点, 偿债能力稍有弱化, 资产负债率维持小幅下降。

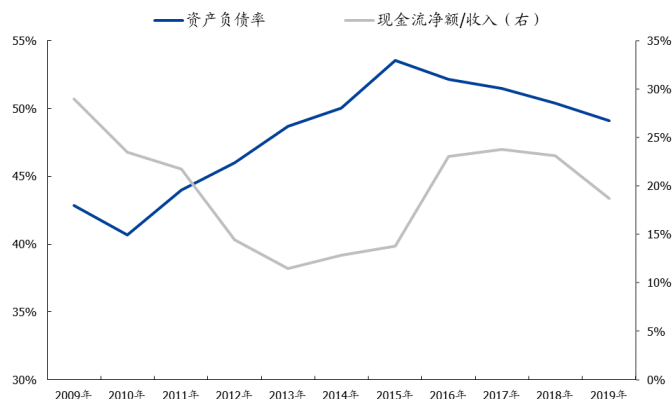
- 现金流方面, 2019 年, 煤企经营性活动现金流净额 1912.2 亿元, 同比下降 12.7%;
- 资产负债率方面, 2019 年各公司资产负债率均值 49.1%, 较 2018 年下降 1.3 个百分点;
- 营收现金比方面, 2019 年煤企营收现金比均值为 18.7%, 较 2018 年下降 4.4 个百分点。

图表 28: 煤企偿债能力 (百万)

公司名称	经营性活动现金流净额			资产负债率			经营性现金净额/营业收入		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	1,792	3,462	93.2%	30.2%	44.6%	14.4%	21.8%	18.1%	-3.7%
陕西煤业	19,758	19,200	-2.8%	44.9%	39.9%	-5.0%	34.5%	26.2%	-8.3%
恒源煤电	2,377	2,249	-5.4%	45.0%	42.8%	-2.2%	40.3%	37.5%	-2.8%
新集能源	3,375	3,434	1.7%	79.5%	75.6%	-3.9%	38.6%	37.2%	-1.4%
昊华能源	2,338	1,914	-18.1%	38.8%	57.1%	18.2%	40.2%	34.6%	-5.6%
中煤能源	20,414	21,984	7.7%	58.2%	56.9%	-1.3%	19.6%	17.0%	-2.6%
上海能源	1,011	2,012	99.0%	35.0%	40.4%	5.4%	14.8%	26.4%	11.6%
中国神华	88,248	63,106	-28.5%	31.1%	25.6%	-5.5%	33.4%	26.1%	-7.3%
兖州煤业	22,432	24,871	10.9%	58.3%	59.8%	1.5%	13.8%	12.4%	-1.4%
山煤国际	3,761	3,223	-14.3%	79.4%	75.9%	-3.4%	9.9%	8.6%	-1.3%
红阳能源	904	708	-21.7%	64.4%	65.1%	0.7%	12.4%	10.6%	-1.8%
大同煤业	3,528	2,695	-23.6%	61.0%	59.0%	-2.0%	31.3%	23.7%	-7.6%
郑州煤电	740	-128	-117.3%	65.6%	71.6%	5.9%	15.4%	-3.6%	-19.0%
大有能源	2,223	1,559	-29.9%	50.7%	61.0%	10.2%	28.3%	26.4%	-1.9%
平庄能源	-200	-222	11.0%	20.1%	20.7%	0.6%	-9.0%	-10.3%	-1.3%
靖远煤电	526	463	-12.0%	27.9%	28.5%	0.6%	12.9%	11.4%	-1.5%
安源煤业	147	176	19.6%	88.7%	88.8%	0.1%	2.9%	3.2%	0.3%
西山煤电	7,156	7,534	5.3%	64.0%	64.5%	0.5%	22.2%	22.9%	0.7%
冀中能源	3,104	3,462	11.5%	52.9%	49.6%	-3.3%	14.5%	15.9%	1.4%
永泰能源	4,839	5,169	6.8%	73.3%	73.1%	-0.2%	21.7%	24.4%	2.7%
开滦股份	3,320	2,609	-21.4%	49.5%	44.9%	-4.5%	16.2%	13.0%	-3.2%
盘江股份	888	1,742	96.2%	47.5%	46.5%	-1.0%	14.6%	27.0%	12.4%
潞安环能	9,340	4,460	-52.3%	65.6%	68.4%	2.8%	37.2%	16.6%	-20.6%
平煤股份	2,751	1,770	-35.7%	70.0%	70.0%	0.0%	13.7%	7.5%	-6.2%
兰花科创	2,194	832	-62.1%	54.4%	57.5%	3.1%	25.7%	10.5%	-15.2%
阳泉煤业	3,764	3,505	-6.9%	52.5%	50.8%	-1.7%	11.5%	10.7%	-0.8%
淮北矿业	8,320	9,434	13.4%	65.6%	64.4%	-1.1%	15.2%	15.7%	0.5%
小计	219,052	191,223	-12.7%	50.4%	49.1%	-1.3%	23.1%	18.7%	-4.4%

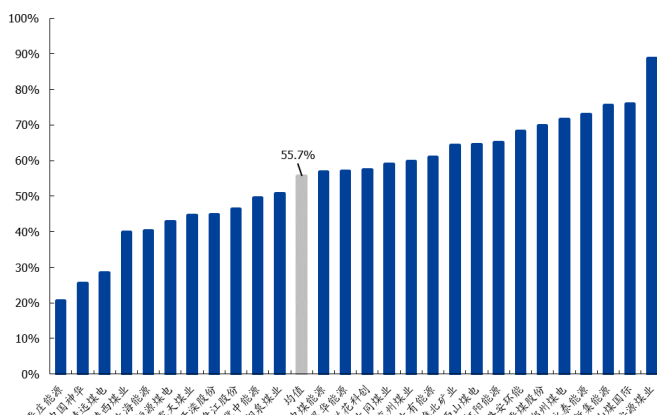
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年煤企资产负债率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.经营分析

2.3.1.产销: 销量增速高于产量

2019 年,我们统计的 27 家煤企共生产原煤 10.5 亿吨,同比增长 3.1%;销量 14.9 亿吨,同比增长 6.3%。若剔除神华后, 26 家煤企共生产原煤 7.67 亿吨,同比增长 6.2%;销量 10.4 亿吨,同比增长 10.8%。

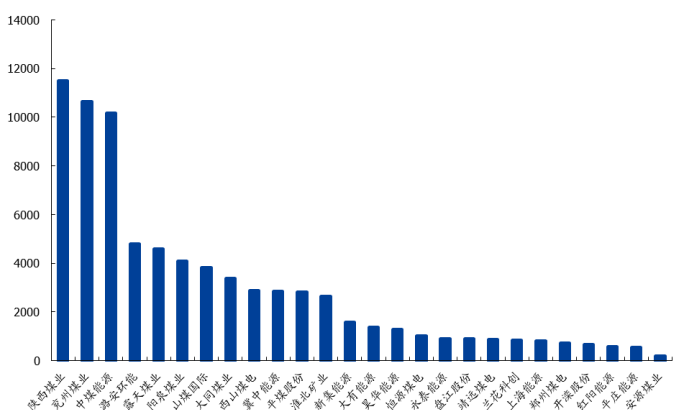
图表 31: 煤企产销情况 (万吨)

公司名称	产量			销量		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	4,713	4,600	-2.4%	4,710	4,607	-2.2%
陕西煤业	10,809	11,494	6.3%	14,293	17,849	24.9%
恒源煤电	1,061	1,030	-2.9%	888	837	-5.7%
新集能源	1,520	1,598	5.1%	1,500	1,599	6.6%
昊华能源	1,047	1,279	46.8%	1,292	1,460	34.7%
中煤能源	7,713	10,184	32.0%	16,685	23,128	38.6%
上海能源	779	813	0.6%	536	511	30.6%
中国神华	29,660	28,270	-4.7%	46,090	44,710	-3.0%
兖州煤业	10,590	10,639	0.5%	11,394	11,612	1.9%
山煤国际	3,441	3,841	11.6%	11,229	10,761	-4.2%
红阳能源	592	589	-0.6%	594	569	-4.2%
大同煤业	3,106	3,378	8.8%	2,639	2,820	6.9%
郑州煤电	812	721	-11.2%	834	712	-14.6%
大有能源	1,576	1,384	-12.2%	1,612	1,322	-18.0%
平庄能源	495	550	11.2%	497	552	11.0%
靖远煤电	935	882	-5.7%	938	886	-5.6%
安源煤业	217	211	-2.6%	225	190	-15.7%
西山煤电	2,745	2,889	5.3%	2,561	2,517	-1.7%
冀中能源	2,830	2,854	0.9%	2,854	2,895	7.8%

永泰能源	977	911	-6.7%	976	904	-7.3%
开滦股份	718	671	4.4%	304	308	1.2%
盘江股份	869	907	4.3%	739	817	10.5%
潞安环能	4,613	4,818	4.5%	4,236	4,405	4.0%
平煤股份	3,080	2,832	-8.1%	2,336	2,554	9.3%
兰花科创	755	862	14.1%	758	841	10.9%
阳泉煤业	3,854	4,101	6.4%	7,128	7,549	5.9%
淮北矿业	2,333	2,650	-10.7%	2,047	1,728	-15.6%
合计	101,839	104,959	3.1%	139,896	148,642	6.3%
合计(剔除神华)	72,179	76,689	6.2%	93,806	103,932	10.8%

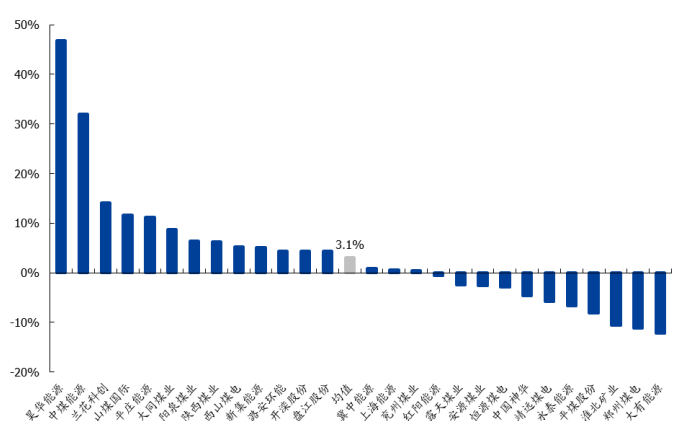
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 2019 年煤企原煤产量排行 (剔除神华) (万吨)



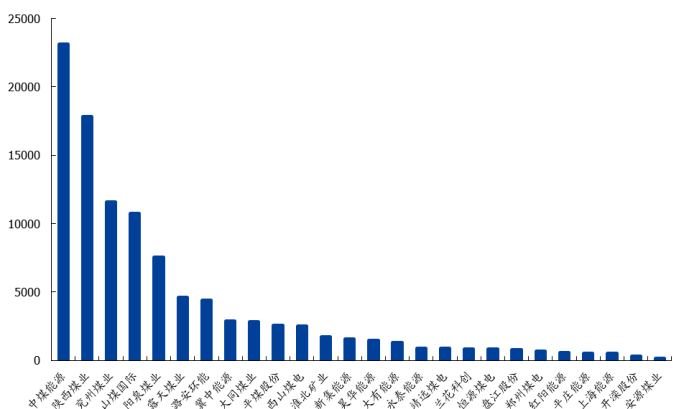
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 33: 2019 年煤企产量增速排行



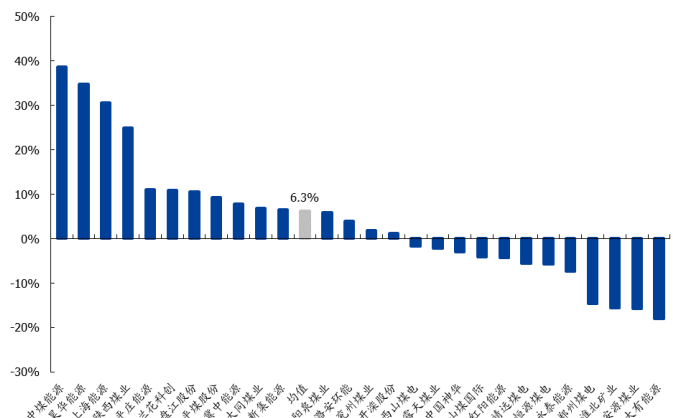
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 年煤企煤炭销量排行 (剔除神华) (万吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 35: 2019 年煤企销量增速排行



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

2.3.2. 价格：售价下滑，成本上升，毛利下降

售价方面，2019 年煤企吨煤综合售价 451 元/吨，同比下降 1.2%，远小于 CCI-5500 同期 9.3% 的跌幅，主因大部分煤企采取长协销售制度，其销售价格波动浮动小于港口现货；

成本方面，2019 年吨煤销售成本 289 元/吨，同比上涨 2.6%，主因人工成本和各项基金提取费用上升；

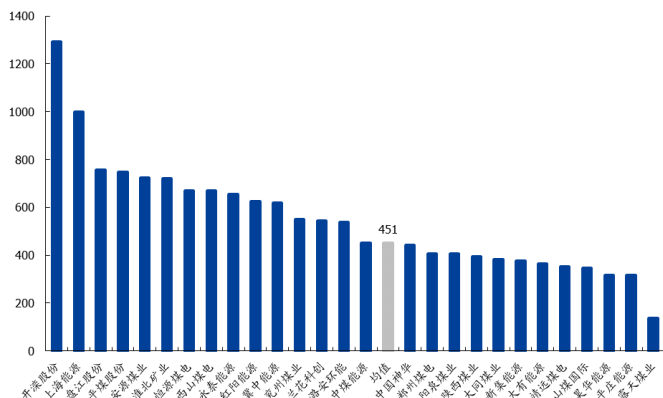
毛利方面，受售价下滑，成本上升影响，2019 年吨煤销售毛利 163 元/吨，同比下滑 7.2%。

图表 36：2019 年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况（元/吨）

公司简称	吨煤综合售价			吨煤销售成本			吨煤销售毛利		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
露天煤业	119	136	14.4%	61	70	15.7%	58	65	13.0%
陕西煤业	385	396	2.9%	194	232	19.5%	190	163	-14.1%
恒源煤电	627	671	7.0%	341	365	7.3%	286	305	6.6%
新集能源	374	377	0.7%	172	188	9.3%	202	189	-6.6%
昊华能源	366	317	-13.2%	146	120	-17.8%	219	197	-10.1%
中煤能源	485	452	-6.8%	337	323	-4.2%	148	129	-12.8%
上海能源	977	998	2.2%	523	587	12.3%	454	411	-9.5%
中国神华	445	442	-0.8%	320	322	0.7%	126	120	-4.8%
兖州煤业	548	549	0.2%	303	334	10.3%	245	215	-12.2%
山煤国际	330	345	4.7%	263	269	2.5%	67	76	13.2%
红阳能源	612	624	2.0%	463	482	4.2%	149	142	-4.9%
大同煤业	406	384	-5.5%	188	165	-12.3%	217	218	0.4%
郑州煤电	459	406	-11.4%	266	286	7.4%	192	120	-37.4%
大有能源	398	363	-8.8%	243	260	7.0%	155	103	-33.7%
平庄能源	338	316	-6.6%	224	234	4.3%	113	82	-28.1%
靖远煤电	342	351	2.6%	222	232	4.5%	120	119	-0.9%
安源煤业	675	723	7.1%	451	539	19.6%	224	183	-18.2%
西山煤电	675	670	-0.7%	300	279	-6.8%	375	391	4.2%
冀中能源	617	618	0.1%	433	459	6.2%	185	159	-14.2%
永泰能源	670	654	-2.4%	283	281	-0.9%	387	373	-3.6%
开滦股份	1194	1292	8.2%	702	755	7.6%	492	537	9.0%
盘江股份	785	757	-3.6%	522	495	-5.2%	263	262	-0.4%
潞安环能	545	538	-1.3%	319	312	-2.0%	226	226	-0.3%
平煤股份	698	747	7.0%	516	577	12.0%	182	169	-7.1%
兰花科创	647	544	-16.0%	315	306	-3.1%	332	238	-28.2%
阳泉煤业	437	406	-7.2%	27	27	0.0%	410	379	-7.6%
淮北矿业	689	721	4.7%	413	441	6.8%	276	280	1.5%
均值	457	451	-1.2%	281	289	2.6%	175	163	-7.2%

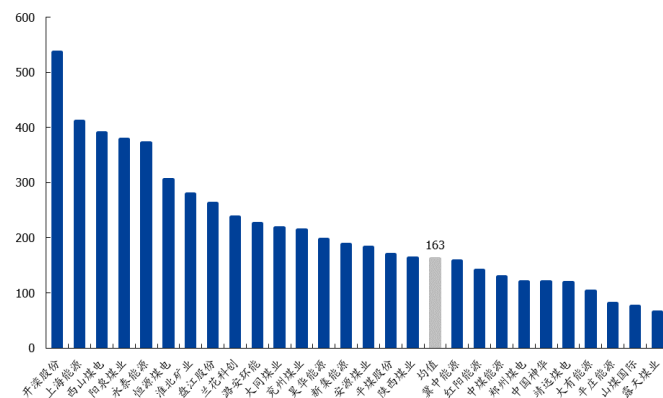
资料来源：各公司年报，国盛证券研究所

图表 37: 2019 年煤企吨煤售价排行 (元/吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 38: 2019 年煤企吨煤毛利排行 (元/吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

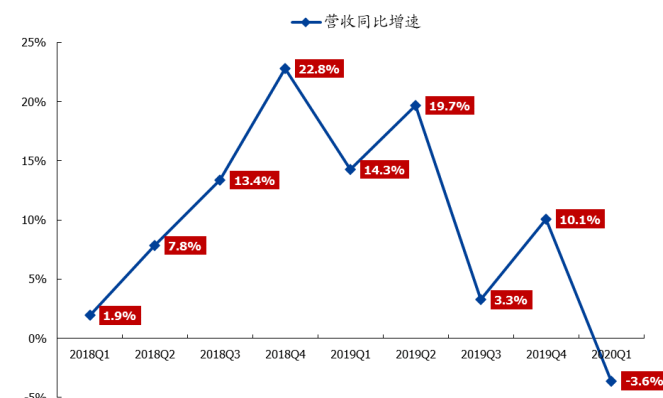
3.2020 年 Q1: 煤价下跌致盈利大幅下滑

业绩表现方面, 2020 年 Q1, 样本煤企实现营收 2285 亿元, 同比下滑 3.6%, 自 2016 年供给侧改革以来, 单季增速首次负增长。实现归母净利 196 亿元, 同比下滑 25.1%, 创 2016 年供给侧改革以来最大跌幅。

盈利能力方面, 2020 年 Q1, 样本煤企平均毛利率 26.6%, 同比下滑 3 个百分点, 环比 2019 年 Q4 基本持平。

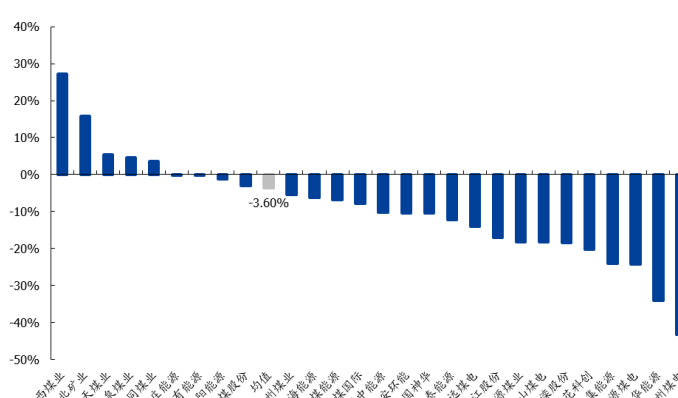
期间费用率方面, 2020 年 Q1, 样本煤企平均期间费用率 10.3%, 同比下滑 0.4 个百分点, 控制较好。

图表 39: 2020 年 Q1 煤企营收同比下降 3.6%



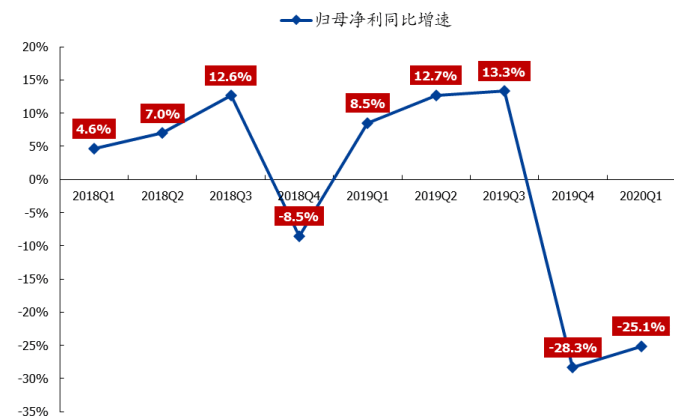
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 2020 年 Q1 煤企营收增速排行



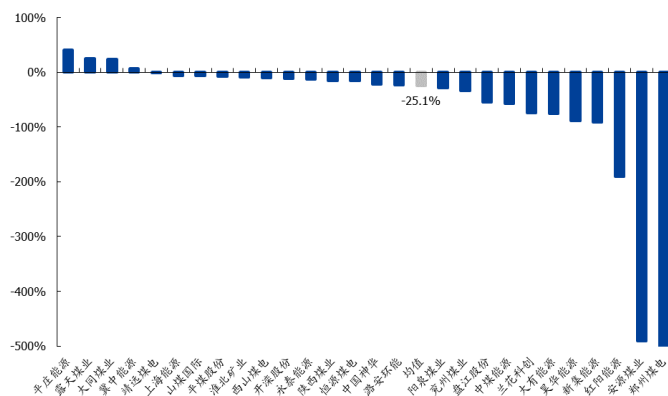
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2020 年 Q1 煤企归母净利同比下降 25.1%



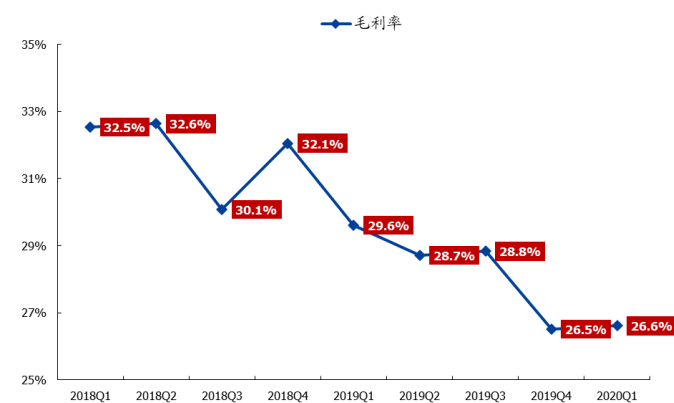
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 2020 年 Q1 煤企归母净利增速排行



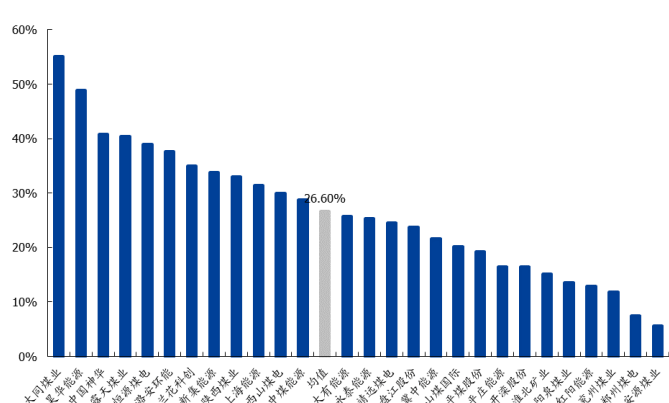
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 2020 年 Q1 煤企毛利率同比下降 3 个百分点



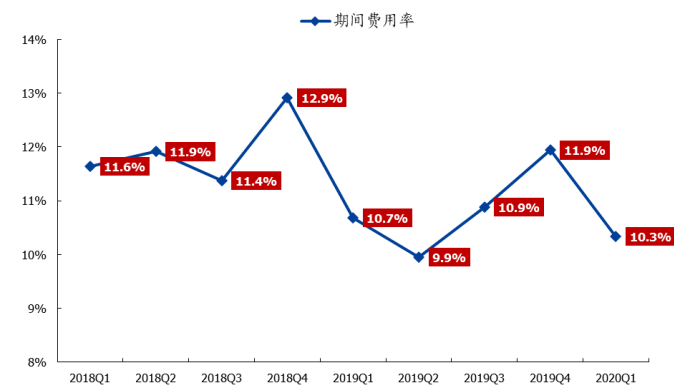
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2020 年 Q1 煤企毛利率排行



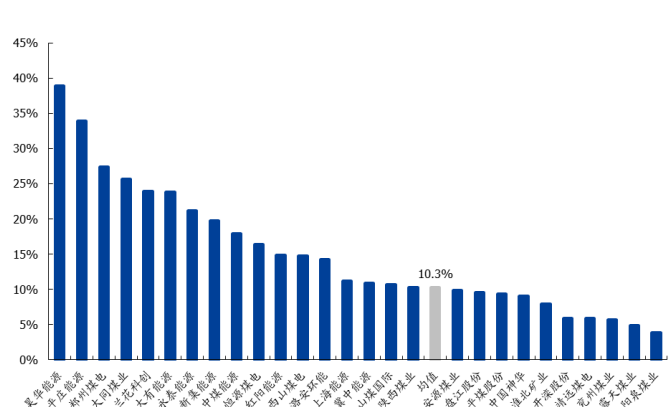
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 2020 年 Q1 煤企期间费用率同比下降 0.4 个百分点



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 2020 年 Q1 煤企期间费用率排行



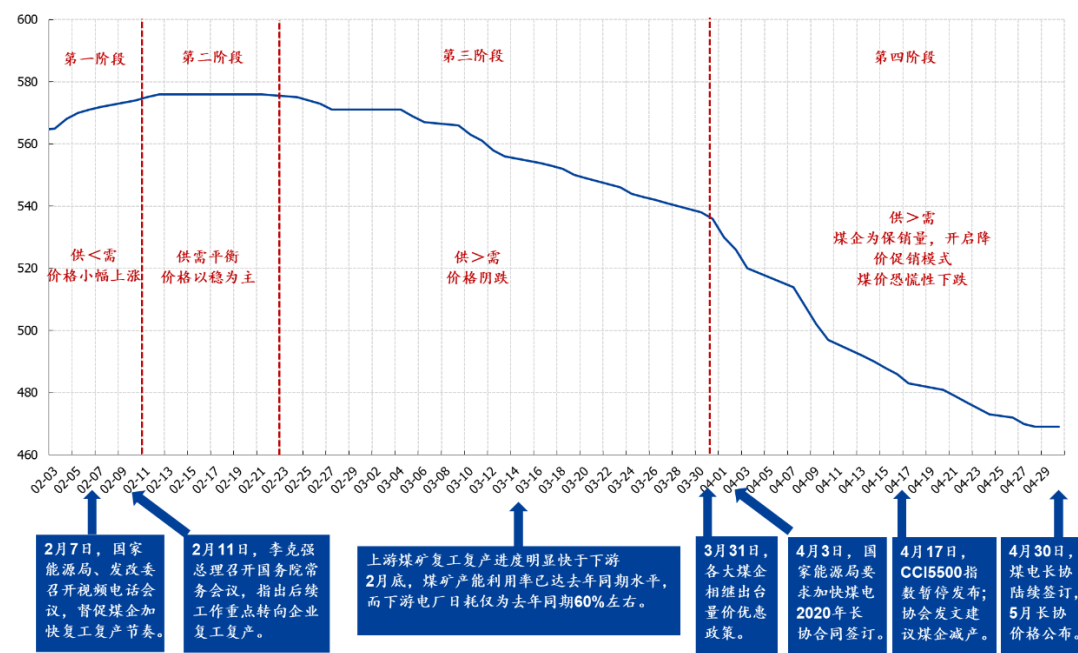
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.后市展望：Q2 业绩仍承压，但正走出至暗时刻

4.1.走出至暗时刻，煤价企稳反弹在即

进入 2020 年二季度后，由于下游需求仍未见明显回升，而上游供给早已恢复至正常水平，导致供需失衡态势加剧。且在煤电长协合同暂未签订的情形下，各大煤企为保销量纷纷采取降价促销策略，导致煤价恐慌性暴跌。截至 4 月 30 日，CCI-5500 报收 469 元/吨，已跌入红色区间（<470 元/吨），较今年高点（576 元/吨）跌幅已达 107 元/吨。

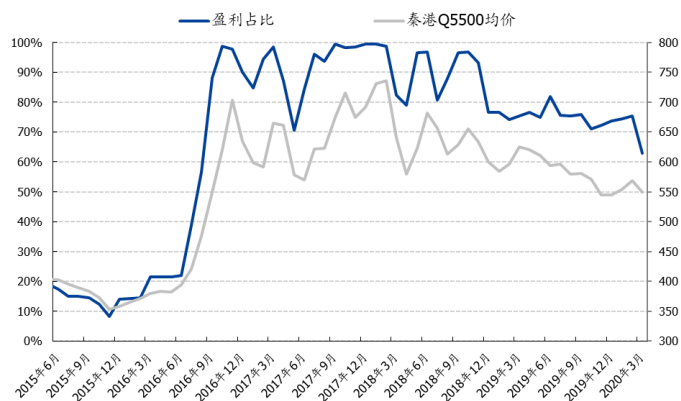
图表 47：节后煤价下跌分为四个阶段（元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

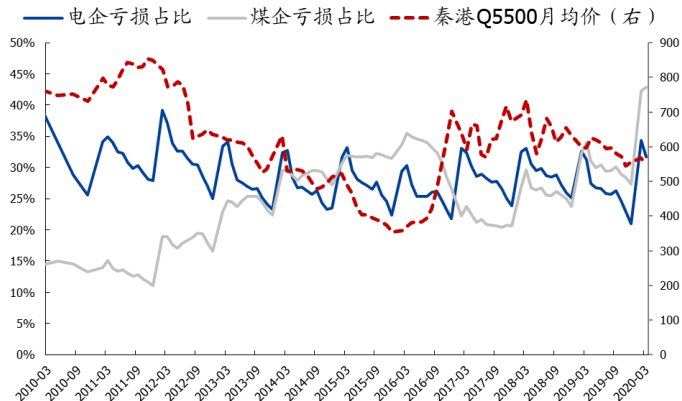
走出至暗时刻，煤价企稳反弹在即。当前我们对于煤价并不悲观，我们认为当前煤价已将市场多数利空反应在内，从当前时点往后看，利多因素逐步占据上风，“煤电长协初步意向已经达成”、“当前煤价下，北港近半产能处于亏损”、“电厂日耗已恢复去年同期水平且存进一步回升预期”、“迎峰度夏前的补库窗口”、“进口煤干预预期再起”等种种迹象均将有助煤炭市场走出至暗时刻，煤价亦有望企稳反弹，但反弹高度仍需视下游需求回升速度。

图表 48: 动力煤矿区环渤海港盈亏统计 (元/吨)



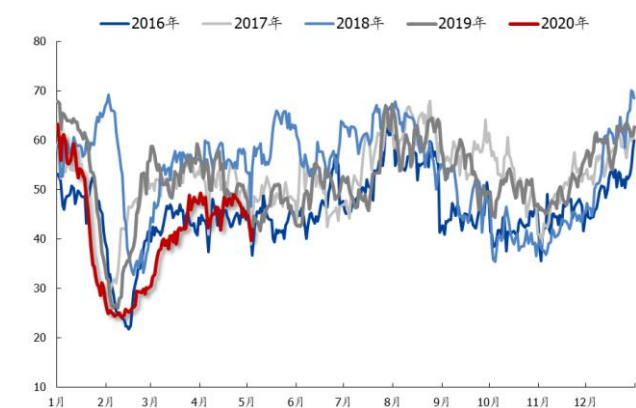
资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 49: 煤、电企业亏损数占比 (元/吨)



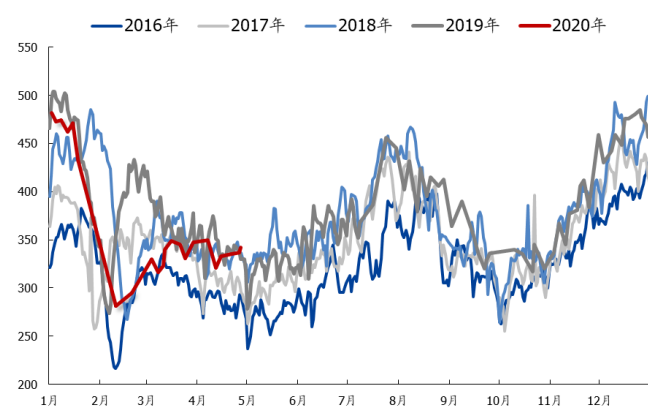
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 沿海 5 大电日耗 (截至 5 月 4 日) (万吨)



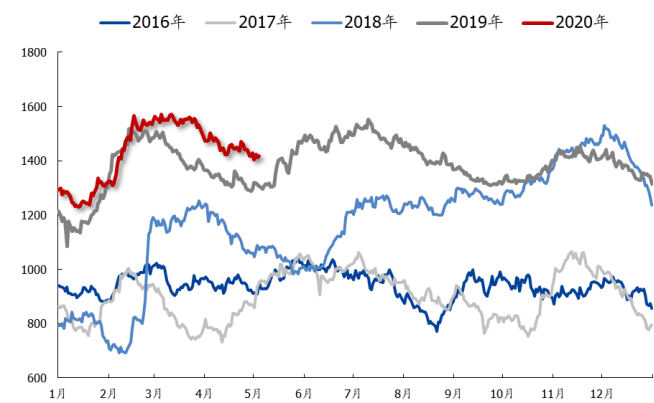
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 全国重点电日耗 (截至 4 月 27 日) (万吨)



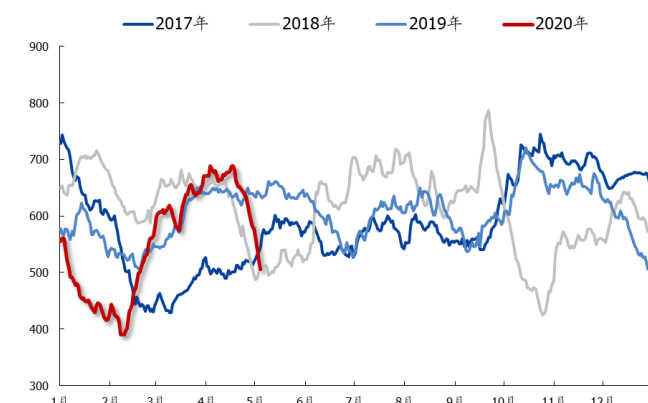
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 沿海 5 大电库存 (截至 5 月 4 日) (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: 秦皇岛港煤炭库存 (截至 5 月 4 日) (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2.投资策略：2020年Q2业绩有望现全年低点，建议左侧积极布局

2020年Q2业绩仍将承压，下半年有望环比改善，建议左侧积极布局。2020年4月，CCI-5500月均价490元/吨，较去年同期下跌21.7%，较2020年Q1均价562元/吨下跌13%。虽然我们认为短期煤价即将止跌企稳，但由于4月份跌幅较大，且后期反弹高度尚待观察，因此在煤企产销量没有明显增长的情况下，Q2业绩仍将承压，下半年有望环比改善，建议左侧积极布局。

我们坚定当下就是**中国神华**股价底部区域，但在外围剧烈震荡、市场情绪大幅波动下，“精准抄底”难度极大，本着“价格比时间重要”的原则，推荐重点关注，积极配置。**平煤股份**作为中南地区焦煤龙头，其炼焦焦煤售价稳定，三年累计股息保底18%，且公司于3月23日发布“控股股东再次增持股份计划”公告，拟在6个月内累计增持金额1~5亿元，其配置价值凸显，建议积极配置。**山煤国际**在控股股东变更为实力更强的焦煤集团后，其光伏业务有望乘势迎来更大支持，建议积极配置。此外建议关注高分红预期标的**陕西煤业**以及环保优势突出的循环经济模式焦化企业**金能科技**。

5.风险提示

在建矿井投产进度超预期。

受矿井建设主体意愿影响，在建矿井建设进度有可能加速，导致建设周期缩短，产量释放速度超过预期。

新建矿井项目批复加速。

受发改委政策调控影响，新建矿井的项目批复速度有可能提速。

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

进口煤管控放松。

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com