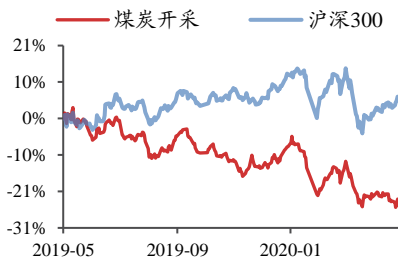


煤炭开采

2020 年 05 月 05 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-煤价跌幅收窄，政策底之后或迎市场底》-2020.5.3

《行业周报-跌入红色区间&协会号召稳价，煤价或见底企稳》-2020.4.26

《行业周报-宏观对冲政策力度加大，煤价寻底静待企稳》-2020.4.19

煤炭行业 2019 年报及一季报综述：2019 年业绩仍保持增长，2020 年或受疫情影响大

——行业深度报告

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **2019 年归母净利润同比增长，2020Q1 同比大降，2020 年业绩或受疫情影响大**关注的 28 家上市公司，2019 年合计实现归母净利润 875 亿元，同比上涨 4.1%，主因是非经常性损益和产销量同比增长；2020Q1 合计实现归母净利润 188 亿元，同比下降 25.8%，主要是由于煤炭价格同比大幅下降。2020 年二季度受新冠疫情影响，需求仍显疲弱，而且外需可能影响较大，当前动力煤价格已经跌入红色区间，煤炭协会已经号召煤企稳定煤炭市场价格，未来随着价格跌破行业平均现金成本线 458 元/吨，企业有望自发性减产以适应当前的较弱需求。当前政策上已现端倪，如限制进口煤以及要求煤电双方尽快签订长协等，政策底已现，未来煤炭价格将在市场调节下有望在触及市场底之后企稳反弹，预计二季度煤炭价格将是全年底部，三季度随着迎峰度夏的来临，以及海外疫情可能出现拐点，需求的上涨可能带动煤炭价格反弹，2020 年煤炭现货价格中枢可能在 520 元/吨左右。在全球利率下行背景下，当前多家煤企提高分红比率，低估值煤炭股有望迎来估值修复的机会。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

● 2019 年吨煤毛利大降，整体盈利能力弱于 2018 年

2019 年，28 家上市公司合计产量为 10.3 亿吨，同比上涨 3.9%；销量 13.5 亿吨，同比上涨 4.9%。平均销售价格为 452 元/吨，同比下降 0.1%；平均销售成本 294 元/吨，同比上涨 6.3%；平均毛利 158 元/吨，同比下降 10.0%。28 家上市公司，2019 年销售毛利率 25.5%，同比下降 2.6 个百分点；销售净利率 11%，同比下降 0.7 个百分点；ROE 为 11%，同比下降 0.4 个百分点。

● 2019 年期间费用率下降，应收账款周转天数微涨

从相对值来看，2019 年期间费用率 11.2%，同比下降 0.7 个百分点，其中，销售费用率 3.2%，同比增长 0.2 个百分点，管理费用率 5.4%，同比下降 0.5 个百分点，财务费用率 2.6%，同比下降 0.4 个百分点。应收账款同比微增，存货周转天数同比下降。28 家上市公司，2019 年应收账款周转天数平均为 38 天，同比上涨 1 天，涨幅 0.7%；存货周转天数 26 天，同比下降 3 天，降幅 9.1%。由于 2019 年煤炭基本面显宽松，煤企的市场主导地位有所弱化。

● 2019 年资产负债率继续下降，但现金流和偿债能力受回款影响

28 家上市公司，2019 年经营活动净现金流合计为 1822 亿元，同比下降 13.58%；资产负债率平均为 49.4%，同比下降 1.5 个百分点；现金流动负债比率 29.6%，同比下降 5.1 个百分点。

● **风险提示：**经济增速下行风险，供需错配引起的风险，可再生能源替代风险

目 录

1、 2019 年综述：煤价全年趋势下行，但业绩仍稳健	4
1.1、 2019 年煤炭供给显宽松，价格全年呈下行趋势	4
1.2、 归母净利润同比保持增长，主因非经常性损益&产销量同比增长	4
1.3、 产销同比继续上涨，主因新增产能投产	9
1.4、 煤炭售价微降但成本大增，吨煤毛利大降	10
1.5、 期间费用绝对值微增，但期间费用率下降	11
1.6、 公司整体盈利能力弱于 2018 年	12
1.7、 应收账款同比微增，存货周转天数同比下降	13
1.8、 资产负债率继续下降，但现金流和偿债能力受回款影响	14
2、 2020Q1 综述：煤价继续回落，业绩同比大幅下降	15
2.1、 2020Q1 煤价继续回落	15
2.2、 业绩同比明显下降，主因煤炭价格同比大幅下降	16
3、 2020 年业绩展望：5 月煤价寻底后或有望反弹	17
4、 投资策略：煤企高分红有望提升估值水平	17
5、 风险提示	18

图表目录

图 1： 2019 年秦港动力煤价格趋势下行（单位：元/吨）	4
图 2： 2019 年秦港动力煤均价趋势下行（单位：元/吨）	4
图 3： 2019 年京唐港主焦煤价格趋势下行（单位：元/吨）	4
图 4： 2019 年京唐港主焦煤均价趋势下行（单位：元/吨）	4
图 5： 2019 年 28 家公司营收同比增长（单位：百万元）	8
图 6： 2019 年 28 家公司净利润同比增长（单位：百万元）	8
图 7： 2019 年 28 家公司归母净利润同比增长（单位：百万元）	8
图 8： 2019 年 28 家公司扣非归母净利润同比下降（单位：百万元）	8
图 9： 2019 年 27 家（剔除神华）营收同比增长（单位：百万元）	8
图 10： 2019 年 27 家（剔除神华）净利润同比增长（单位：百万元）	8
图 11： 2019 年 27 家（剔除神华）归母净利润同比增长（单位：百万元）	9
图 12： 2019 年 27 家（剔除神华）扣非归母净利润同比增长（单位：百万元）	9
图 13： 2020Q1 秦港动力煤均价同比大跌（单位：元/吨）	15
图 14： 2020Q1 京唐港主焦煤均价同比大跌（单位：元/吨）	15
表 1： 2019 年 28 家上市公司营业收入和盈利同比增长（单位：百万元）	5
表 2： 2019 年 28 家上市公司扣非归母净利润同比下降（单位：百万元）	6
表 3： 2019Q4 单季度 28 家上市公司归母净利润环比大跌（单位：百万元）	7
表 4： 2019 年 28 家上市公司产销量同比增长（单位：万吨）	9
表 5： 2019 年 28 家上市公司吨煤毛利大跌（单位：元/吨）	10
表 6： 2019 年 28 家上市公司期间费用率同比下降	11
表 7： 2019 年 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降	12
表 8： 2019 年 28 家上市公司应收账款同比微增，但存货周转天数同比下降（单位：天）	13
表 9： 2019 年 28 家上市公司资产负债率同比下降，但现金流和偿债能力亦下降（单位：百万元）	14
表 10： 2020Q1 单季度 28 家上市公司营业收入和盈利同比大跌（单位：百万元）	16

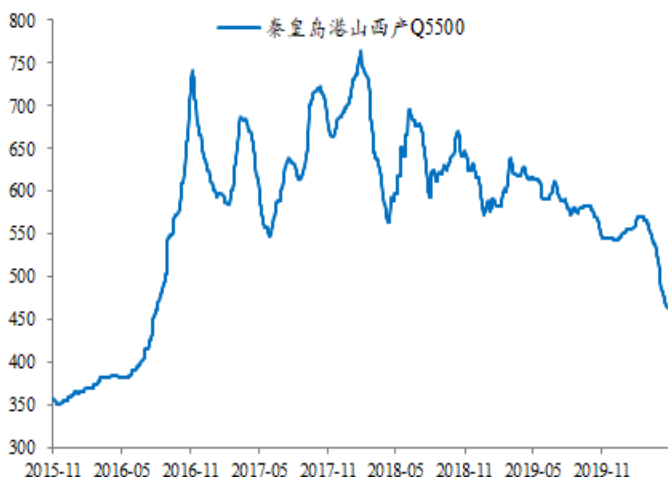
表 11: 主要煤炭上市公司盈利预测与估值.....	17
----------------------------	----

1、2019 年综述：煤价全年趋势下行，但业绩仍稳健

1.1、2019 年煤炭供给显宽松，价格全年呈下行趋势

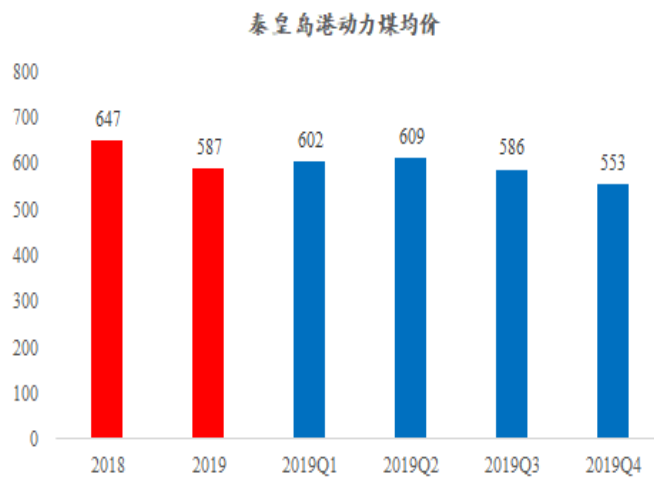
2019 年，随着煤炭新增产能的释放，煤炭供给整体显宽松，导致煤炭价格在 2019 年全年基本呈现下行状态。分煤种以及均价水平来看，2019 年秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 587 元/吨，同比下降 9.2%；2019 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1716 元/吨，同比下降 2.7%。

图1：2019 年秦港动力煤价格趋势下行（单位：元/吨）



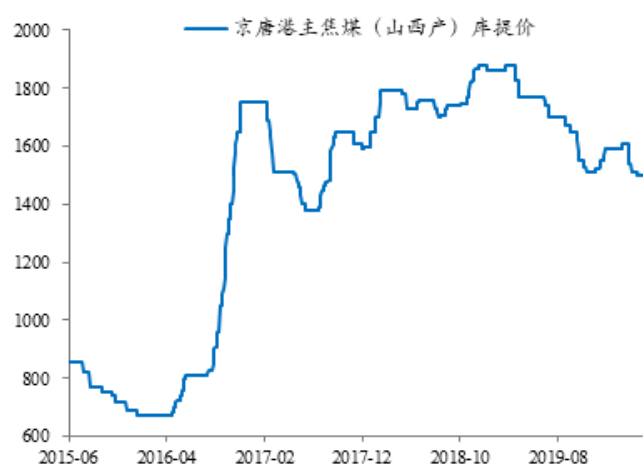
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2019 年秦港动力煤均价趋势下行（单位：元/吨）



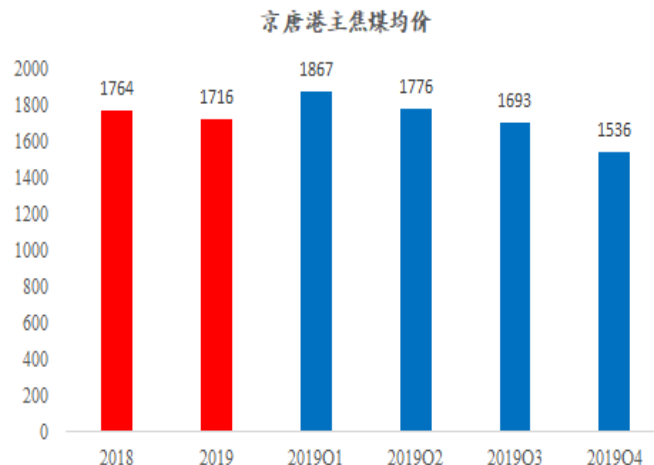
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年京唐港主焦煤价格趋势下行（单位：元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019 年京唐港主焦煤均价趋势下行（单位：元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、归母净利润同比保持增长，主因非经常性损益&产销量同比增长

业绩同比保持增长。我们重点关注的 28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业），2019 年合计实现营业收入 9822 亿元，同比上涨 7.4%；合计

实现净利润 1078 亿元，同比上涨 1.1%；合计实现归属母公司净利润 875 亿元，同比上涨 4.1%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2019 年合计实现净利润 562 亿元，同比上涨 6.9%；合计实现归属母公司净利润 443 亿元，同比上涨 10.0%。

表1：2019 年 28 家上市公司营业收入和盈利同比增长（单位：百万元）

公司 名称	2018 营业收入	2019 营业收入	同比 变动	2018 净利润	2019 净利润	同比 变动	2018 归母净利润	2019 归母净利润	同比 变动
靖远煤电	4,092	4,056	-0.9%	573	525	-8.4%	573	525	-8.4%
平庄能源	2,224	2,154	-3.2%	(251)	(78)	—	(251)	(78)	—
神火股份	18,835	17,618	-6.5%	(64)	569	—	239	1,345	463.3%
冀中能源	21,458	21,740	1.3%	1,049	1,203	14.7%	872	901	3.4%
西山煤电	32,271	32,955	2.1%	2,149	2,021	-6.0%	1,802	1,710	-5.1%
露天煤业	8,230	19,155	132.8%	2,038	2,706	32.8%	2,027	2,466	21.7%
郑州煤电	4,810	3,580	-25.6%	390	(787)	-301.5%	152	(922)	-704.7%
兰花科创	8,529	7,947	-6.8%	922	529	-42.6%	1,081	663	-38.7%
永泰能源	22,327	21,187	-5.1%	159	279	75.1%	66	140	112.6%
兖州煤业	163,008	200,647	23.1%	10,656	11,110	4.3%	7,909	8,668	9.6%
阳泉煤业	32,684	32,658	-0.1%	2,091	1,791	-14.4%	1,971	1,701	-13.7%
盘江股份	6,090	6,458	6.0%	944	1,091	15.5%	945	1,091	15.5%
安源煤业	5,049	5,554	10.0%	61	12	-80.9%	64	19	-70.5%
大有能源	7,861	5,903	-24.9%	619	10	-98.4%	651	77	-88.2%
上海能源	6,849	7,623	11.3%	582	489	-16.0%	661	575	-13.1%
山煤国际	38,143	37,657	-1.3%	1,412	1,580	11.9%	220	1,173	432.8%
恒源煤电	5,900	6,002	1.7%	1,223	1,126	-7.9%	1,221	1,128	-7.6%
开滦股份	20,460	20,072	-1.9%	1,614	1,280	-20.7%	1,363	1,150	-15.7%
大同煤业	11,259	11,358	0.9%	1,177	1,367	16.1%	660	897	36.0%
中国神华	264,101	241,871	-8.4%	54,041	51,540	-4.6%	43,867	43,250	-1.4%
昊华能源	5,810	5,533	-4.8%	826	408	-50.6%	721	262	-63.6%
陕西煤业	57,224	73,403	28.3%	15,929	16,632	4.4%	10,993	11,643	5.9%
平煤股份	20,153	23,635	17.3%	883	1,329	50.5%	715	1,155	61.5%
潞安环能	25,140	26,791	6.6%	1,941	2,297	18.3%	2,663	2,379	-10.7%
中煤能源	104,140	129,294	24.2%	6,228	8,593	38.0%	3,435	5,626	63.8%
*ST 大洲	1,589	1,439	-9.4%	(1,062)	(616)	—	(878)	(613)	—
红阳能源	7,311	6,690	-8.5%	112	25	-77.4%	113	26	-76.8%
新集能源	8,750	9,224	5.4%	407	754	85.4%	261	576	120.4%
合计	914,298	982,202	7.4%	106,650	107,785	1.1%	84,117	87,534	4.1%
合计（剔除神华）	650,197	740,331	13.9%	52,609	56,245	6.9%	40,250	44,284	10.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

扣非后业绩小幅下降。从扣非归母净利润来看，28 家上市公司 2019 年实现扣非归母净利润 792 亿元，同比下降 4.5%；非经常性损益 83 亿元，同比大增 596%。非经常性损益同比增长较大，主要是由于中国神华和兖州煤业的非经常性损益变动较大。如果剔除中国神华，27 家上市公司，2019 年合计实现扣非归母净利润 381 亿元，

同比增加 3.4%；非经常性损益 62 亿元，同比增加 82%。

表2：2019 年 28 家上市公司扣非归母净利润同比下降（单位：百万元）

公司 名称	2018 扣非归母净利润	2019 扣非归母净利润	同比 变动	2018 非经常性损益	2019 非经常性损益	同比 变动
靖远煤电	542	508	-6.3%	30.8	17.1	-44.5%
平庄能源	(311)	(245)	——	59.6	167.3	180.6%
神火股份	(2,279)	(1,570)	——	2,518.1	2,915.3	15.8%
冀中能源	949	917	-3.3%	(76.6)	(15.7)	——
西山煤电	1,740	1,710	-1.7%	62.4	0.1	-99.9%
露天煤业	1,899	2,350	23.8%	128.2	116.2	-9.3%
郑州煤电	125	(690)	-654.0%	27.9	(231.7)	-931.0%
兰花科创	1,090	671	-38.4%	(9.4)	(8.2)	——
永泰能源	(620)	92	——	686.3	48.5	-92.9%
兖州煤业	8,491	7,472	-12.0%	(582.5)	1,196.1	——
阳泉煤业	1,733	1,577	-9.0%	238.1	123.6	-48.1%
盘江股份	896	1,039	16.0%	49.3	52.2	5.9%
安源煤业	110	11	-89.9%	(45.6)	7.9	——
大有能源	647	68	-89.5%	4.5	9.0	102.6%
上海能源	577	573	-0.7%	84.0	1.4	-98.3%
山煤国际	507	1,267	149.9%	(286.9)	(94.4)	——
恒源煤电	1,022	1,138	11.3%	198.4	(10.2)	-105.2%
开滦股份	1,371	1,143	-16.6%	(8.1)	6.3	-177.2%
大同煤业	656	885	34.8%	3.4	12.9	275.6%
中国神华	46,065	41,119	-10.7%	(2,198.0)	2,131.0	——
昊华能源	787	221	-71.9%	(66.1)	41.0	——
陕西煤业	11,075	11,153	0.7%	(82.0)	490.1	——
平煤股份	708	1,133	59.9%	6.9	22.3	223.9%
潞安环能	2,654	2,184	-17.7%	8.9	194.6	2087.1%
中煤能源	3,441	5,347	55.4%	(6.7)	279.9	——
*ST 大洲	(878)	(498)	——	0.0	(115.4)	-1134278.0%
红阳能源	(90)	(63)	——	202.8	89.4	-55.9%
新集能源	15	(287)	-1978.3%	246.1	862.9	250.7%
合计	82,923	79,225	-4.5%	1,193.8	8,309.4	596.1%
合计（剔除神华）	36,858	38,106	3.4%	3,391.8	6,178.4	82.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

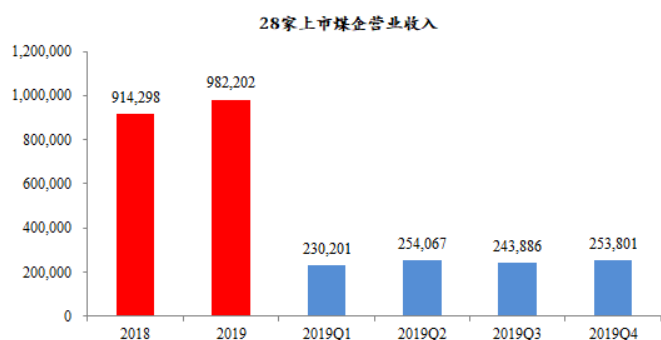
2019Q4 单季业绩明显下滑，主因计提大额资产减值。28 家上市公司 2019Q4 业绩仅为 86 亿元，环比 Q3 大幅下降 69%，然而前三季度单季的归母净利润基本维持在 250 亿元水平。如果剔除中国神华后，27 家上市公司 2019Q4 业绩仅为 25 亿元，环比 Q3 大幅下降 83%，然而前三季度单季的归母净利润基本在 130 亿元水平。2019Q4 单季业绩环比大降，主要是由于煤炭企业多数在四季度计提大额资产减值准备。

表3: 2019Q4 单季度 28 家上市公司归母净利环比大跌 (单位: 百万元)

公司 名称	2019Q1 归母净利润	2019Q2 归母净利润	2019Q3 归母净利润	2019Q4 归母净利润	Q4/Q3 环比变动
靖远煤电	150	126	107	141	32.2%
平庄能源	(176)	(11)	14	94	564.5%
神火股份	55	219	2,245	(1,178)	-152.5%
冀中能源	234	223	274	170	-38.1%
西山煤电	594	674	538	(96)	-117.9%
露天煤业	798	576	585	506	-13.5%
郑州煤电	6	4	(75)	(857)	—
兰花科创	210	335	195	(77)	-139.5%
永泰能源	32	59	40	9	-77.1%
兖州煤业	2,308	3,052	1,623	1,684	3.8%
阳泉煤业	529	534	534	104	-80.6%
盘江股份	296	326	275	195	-29.1%
安源煤业	19	(7)	(97)	105	—
大有能源	154	(43)	42	(76)	-281.7%
上海能源	243	239	187	(94)	-150.2%
山煤国际	221	286	292	375	28.6%
恒源煤电	237	258	225	409	82.4%
开滦股份	368	354	289	138	-52.1%
大同煤业	236	219	222	220	-0.8%
中国神华	12,587	11,656	12,845	6,162	-52.0%
昊华能源	219	228	155	(340)	-318.7%
陕西煤业	2,775	3,097	3,212	2,560	-20.3%
平煤股份	323	272	292	268	-8.3%
潞安环能	870	632	610	266	-56.4%
中煤能源	1,541	2,247	1,973	(135)	-106.8%
*ST 大洲	(31)	(53)	(4)	(525)	—
红阳能源	95	37	(121)	16	—
新集能源	408	331	1,198	(1,360)	-213.6%
合计	25,302	25,869	27,673	8,686	-68.6%
合计 (剔除神华)	12,715	14,213	14,828	2,524	-83.0%

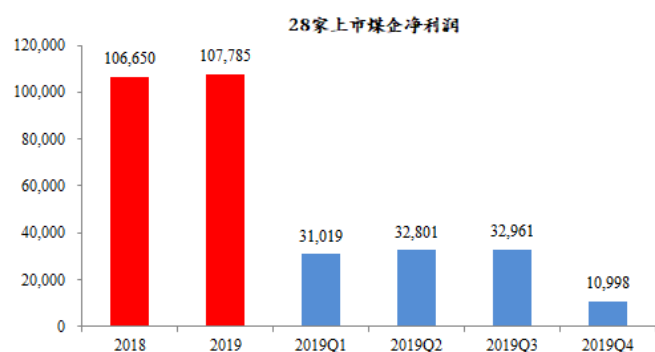
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5：2019年28家公司营收同比增长（单位：百万元）



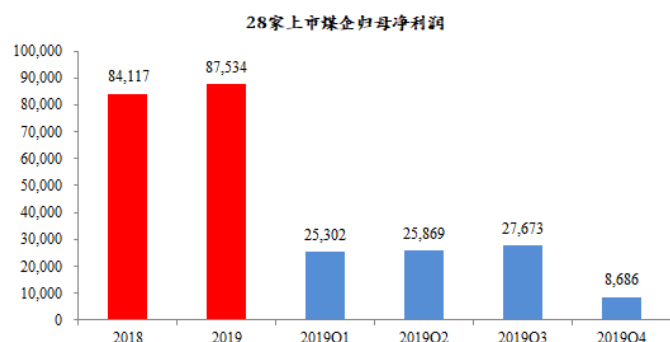
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019年28家公司净利润同比增长（单位：百万元）



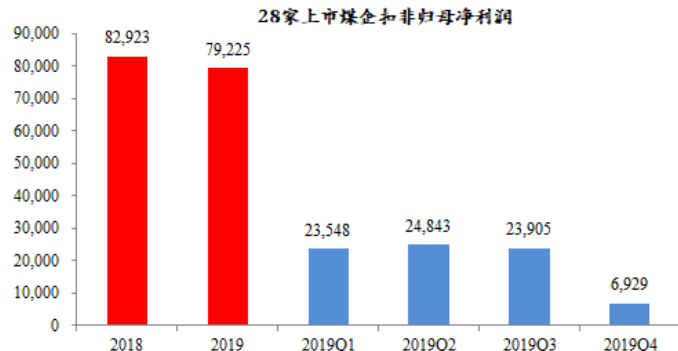
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019年28家公司归母净利润同比增长（单位：百万元）



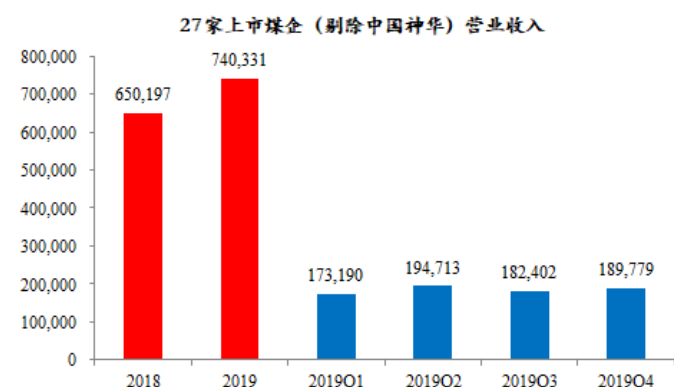
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019年28家公司扣非归母净利润同比下降（单位：百万元）



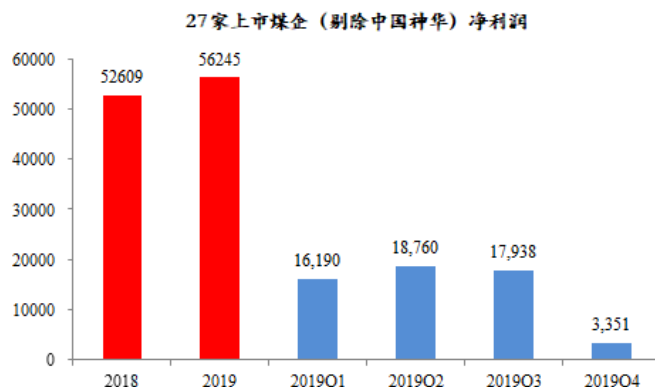
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019年27家（剔除神华）营收同比增长（单位：百万元）

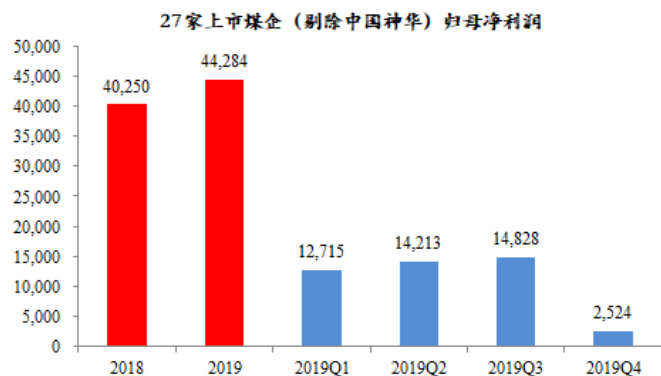


数据来源：Wind、开源证券研究所

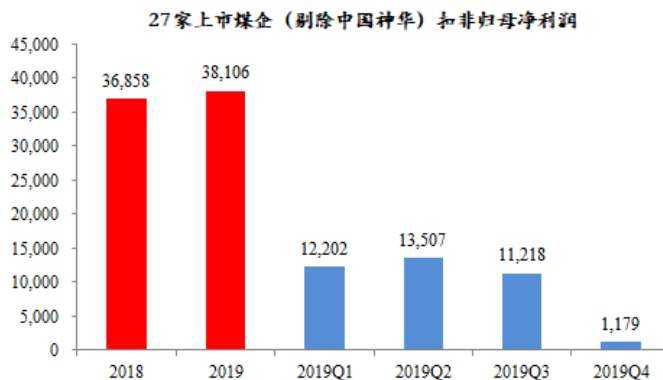
图10：2019年27家（剔除神华）净利润同比增长（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 2019年27家(剔除神华)归母净利润同比增长(单位:百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2019年27家(剔除神华)扣非归母净利润同比增长(单位:百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、产销同比继续上涨,主因新增产能投产

28家公司来看,2019年产量为10.3亿吨,同比上涨3.9%,销量13.5亿吨,同比上涨4.9%。如果剔除掉中国神华,27家公司来看,2019年产量为7.5亿吨,同比上涨7.5%,销量9.0亿吨,同比上涨9.2%。

表4: 2019年28家上市公司产销量同比增长(单位:万吨)

公司名称	2018产量	2019产量	同比变动	2018销量	2019销量	同比变动
靖远煤电	935	882	-5.7%	938	886	-5.6%
平庄能源	495	550	11.1%	497	551	11.0%
神火股份	564	551	-2.3%	548	569	3.7%
冀中能源	2,830	2,854	0.9%	2,845	2,895	1.8%
西山煤电	2,745	2,889	5.2%	2,561	2,517	-1.7%
露天煤业	4,281	4,600	7.5%	4,278	4,607	7.7%
郑州煤电	812	721	-11.2%	834	712	-14.6%
兰花科创	755	862	14.1%	758	841	10.9%
永泰能源	977	911	-6.7%	976	904	-7.3%
兖州煤业	10,590	10,639	0.5%	11,394	11,612	1.9%
阳泉煤业	3,854	4,101	6.4%	7,124	7,549	6.0%
盘江股份	869	907	4.3%	739	817	10.5%
安源煤业	217	211	-2.6%	225	190	-15.7%
大有能源	1,576	1,384	-12.2%	1,612	1,322	-18.0%
上海能源	779	813	4.5%	536	511	-4.6%
山煤国际	3,441	3,841	11.6%	11,229	10,761	-4.2%
恒源煤电	1,061	1,030	-2.9%	888	837	-5.7%
开滦股份	719	671	-6.6%	304	308	1.2%
大同煤业	3,106	3,378	8.8%	2,639	2,820	6.9%
中国神华	29,664	28,270	-4.7%	46,093	44,710	-3.0%
昊华能源	871	1,279	46.8%	1,084	1,460	34.7%

公司 名称	2018 产量	2019 产量	同比 变动	2018 销量	2019 销量	同比 变动
陕西煤业	10,809	11,494	6.3%	14,293	17,849	24.9%
平煤股份	3,080	2,832	-8.1%	2,336	2,554	9.3%
潞安环能	4,150	4,818	16.1%	3,806	4,405	15.7%
中煤能源	7,713	10,184	32.0%	7,661	10,176	32.8%
*ST 大洲	313	301	-3.8%	297	306	2.9%
红阳能源	592	589	-0.6%	594	569	-4.2%
新集能源	1,520	1,598	5.1%	1,500	1,599	6.6%
合计	99,317	103,162	3.9%	128,589	134,835	4.9%
合计（剔除神华）	69,652	74,892	7.5%	82,496	90,125	9.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、煤炭售价微降但成本大增，吨煤毛利大降

2019 年，28 家上市公司煤炭的平均销售价格为 452 元/吨，同比下降 0.1%；平均销售成本 294 元/吨，同比上涨 6.3%；平均毛利 158 元/吨，同比下降 10.0%；毛利率 35.0%，同比下降 3.9 个百分点。

表5：2019 年 28 家上市公司吨煤毛利大跌（单位：元/吨）

公司 名称	2019 销售价格	同比 变动	2019 销售成本	同比 变动	2019 毛利	同比 变动	2019 毛利率	同比 变动
靖远煤电	458	5.0%	330	6.0%	128	2.3%	28.0%	(0.7)
平庄能源	316	-6.6%	234	4.3%	82	-28.1%	25.8%	(7.7)
神火股份	752	3.1%	598	32.0%	154	-44.3%	20.5%	(17.4)
冀中能源	618	-0.2%	460	5.9%	159	-14.4%	25.7%	(4.3)
西山煤电	670	-0.7%	279	-6.8%	391	4.2%	58.3%	2.7
露天煤业	136	3.9%	70	5.1%	65	2.6%	48.1%	(0.6)
郑州煤电	406	-11.4%	286	7.4%	120	-37.4%	29.6%	(12.3)
兰花科创	614	-14.4%	250	-20.8%	364	-9.4%	59.3%	3.3
永泰能源	654	-2.4%	281	16.6%	373	-13.1%	57.0%	(7.0)
兖州煤业	549	-1.9%	334	111.6%	215	-46.5%	39.1%	(32.6)
阳泉煤业	406	-7.2%	331	-12.6%	75	27.6%	18.4%	5.0
盘江股份	758	-4.1%	496	-13.1%	262	19.1%	34.6%	6.7
安源煤业	723	7.1%	539	19.6%	183	-18.2%	25.4%	(7.8)
大有能源	363	-8.8%	260	7.0%	103	-33.7%	28.3%	(10.6)
上海能源	998	2.1%	587	12.2%	411	-9.6%	41.2%	(5.3)
山煤国际	345	27.3%	269	4.7%	76	445.9%	22.0%	16.9
恒源煤电	671	7.0%	365	7.3%	305	6.6%	45.5%	(0.2)
开滦股份	1,292	8.3%	755	7.7%	537	9.0%	41.5%	0.3
大同煤业	384	-5.5%	165	-12.3%	218	0.4%	56.9%	3.4
中国神华	442	-0.8%	322	0.7%	120	-4.8%	27.1%	(1.1)
昊华能源	317	-27.2%	120	-31.0%	197	-24.6%	62.1%	2.1
陕西煤业	396	2.9%	232	19.5%	163	-14.1%	41.3%	(8.2)
平煤股份	747	7.0%	472	-8.5%	275	50.9%	36.8%	10.7
潞安环能	538	-4.9%	312	-3.0%	226	-7.5%	41.9%	(1.2)

公司名称	2019 销售价格	同比 变动	2019 销售成本	同比 变动	2019 毛利	同比 变动	2019 毛利率	同比 变动
中煤能源	487	-4.0%	222	2.1%	265	-8.6%	54.4%	(2.7)
*ST 大洲	227	1.9%	131	6.2%	97	-3.4%	42.5%	(2.3)
红阳能源	624	2.0%	482	4.2%	142	-5.0%	22.7%	(1.7)
新集能源	377	0.7%	188	9.3%	189	-6.6%	50.0%	(3.9)
加权平均	452	-0.1%	294	6.3%	158	-10.0%	35.0%	(3.9)
加权平均（剔除神华）	458	0.2%	280	10.8%	177	-13.0%	38.7%	(5.9)

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、期间费用绝对值微增，但期间费用率下降

从绝对值来看，2019 年累计期间费用 1103 亿元，同比上涨 0.77%，其中，销售费用 319 亿元，同比上涨 13.5%，管理费用 528 亿元，同比下降 2.1%，财务费用 256 亿元，同比下降 6.7%；从相对值来看，2019 年期间费用率 11.2%，同比下降 0.7 个百分点，其中，销售费用率 3.2%，同比增长 0.2 个百分点，管理费用率 5.4%，同比下降 0.5 个百分点，财务费用率 2.6%，同比下降 0.4 个百分点；综合来看，相对值的同比下降，说明企业对期间费用管控具有成效。

表6：2019 年 28 家上市公司期间费用率同比下降

公司名称	2019 期间费用率	同比变动 百分点	2019 销售费用率	同比变动 百分点	2019 管理费用率	同比变动 百分点	2019 财务费用率	同比变动 百分点
靖远煤电	7.4%	0.2	1.4%	(0.4)	5.7%	0.6	0.3%	0.0
平庄能源	28.4%	(4.8)	2.4%	0.4	27.5%	(5.6)	-1.5%	0.3
神火股份	18.2%	2.1	2.9%	0.7	6.2%	2.5	9.2%	(1.2)
冀中能源	13.4%	(1.6)	1.4%	(0.3)	9.5%	(0.9)	2.4%	(0.4)
西山煤电	17.3%	(0.4)	7.0%	(0.6)	7.8%	0.4	2.5%	(0.2)
露天煤业	5.0%	(0.3)	0.3%	(0.0)	2.1%	(1.9)	2.6%	1.6
郑州煤电	22.2%	5.2	2.1%	0.6	12.6%	3.1	7.5%	1.5
兰花科创	20.3%	(1.2)	2.7%	0.0	13.0%	(0.8)	4.6%	(0.4)
永泰能源	23.5%	(1.3)	0.8%	0.3	4.5%	0.1	18.2%	(1.8)
兖州煤业	6.5%	(2.9)	2.8%	(0.8)	2.4%	(1.3)	1.3%	(0.8)
阳泉煤业	6.3%	(0.1)	0.7%	(0.1)	4.4%	0.5	1.3%	(0.5)
盘江股份	13.8%	1.4	0.3%	(0.1)	12.0%	1.4	1.6%	0.1
安源煤业	8.6%	(0.3)	1.0%	(0.3)	3.4%	0.2	4.3%	(0.2)
大有能源	23.0%	5.9	2.0%	0.3	18.7%	6.8	2.3%	(1.2)
上海能源	13.6%	(0.2)	1.9%	(0.3)	9.8%	(0.5)	1.9%	0.5
山煤国际	9.8%	1.6	2.7%	1.8	4.0%	0.5	3.1%	(0.7)
恒源煤电	18.3%	(1.2)	1.7%	0.0	15.0%	(0.9)	1.6%	(0.4)
开滦股份	5.8%	0.5	1.3%	(0.1)	3.0%	0.5	1.5%	0.0
大同煤业	30.1%	2.8	19.4%	1.5	5.8%	1.9	5.0%	(0.6)
中国神华	9.3%	(0.2)	0.3%	(0.0)	8.0%	0.3	1.0%	(0.5)
昊华能源	35.3%	8.7	13.6%	2.9	15.2%	3.9	6.5%	1.9
陕西煤业	12.3%	(0.8)	3.8%	(0.1)	7.7%	(1.3)	0.7%	0.6
平煤股份	10.3%	(0.6)	0.9%	0.0	4.7%	(0.1)	4.7%	(0.6)
潞安环能	17.3%	1.1	1.6%	0.1	10.9%	0.2	4.8%	0.7

公司 名称	2019 期间费用率	同比变动 百分点	2019 销售费用率	同比变动 百分点	2019 管理费用率	同比变动 百分点	2019 财务费用率	同比变动 百分点
中煤能源	17.2%	(0.6)	10.3%	0.1	3.3%	(0.8)	3.7%	0.2
*ST 大洲	29.6%	3.5	5.2%	(0.5)	16.9%	2.6	7.6%	1.4
红阳能源	13.2%	(0.1)	1.6%	(0.4)	6.3%	(0.2)	5.3%	0.5
新集能源	16.3%	(2.6)	0.4%	(0.1)	6.0%	(0.7)	9.9%	(1.8)
加权平均	11.2%	(0.7)	3.2%	0.2	5.4%	(0.5)	2.6%	(0.4)
加权平均 (剔除神华)	12.0%	(1.1)	4.2%	0.0	4.6%	(0.6)	3.1%	(0.5)

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.6、公司整体盈利能力弱于 2018 年

从销售毛利率来看, 28 家上市公司 2019 年加权平均值为 25.5%, 同比下降 2.6 个百分点; 从销售净利率来看, 28 家上市公司 2019 年加权平均值为 11%, 同比下降 0.7 个百分点; 从 ROE 来看, 28 家上市公司 2019 年加权平均值为 11%, 同比下降 0.4 个百分点。

表7: 2019 年 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降

公司 名称	2018 毛利率	2019 毛利率	同比变动 百分点	2018 净利率	2019 净利率	同比变动 百分点	2018 ROE	2019 ROE	同比变动 百分点
靖远煤电	28.7%	28.0%	(0.7)	14.0%	13.0%	(1.1)	8.1%	7.0%	(1.1)
平庄能源	29.6%	22.9%	(6.7)	-11.3%	-3.6%	7.7	-5.7%	-2.0%	3.8
神火股份	12.6%	14.8%	2.2	-0.3%	3.2%	3.6	4.0%	18.9%	14.9
冀中能源	26.8%	23.2%	(3.7)	4.9%	5.5%	0.6	4.5%	4.5%	0.0
西山煤电	31.8%	31.9%	0.1	6.7%	6.1%	(0.5)	9.5%	8.5%	(1.0)
露天煤业	44.5%	27.3%	(17.3)	24.8%	14.1%	(10.6)	17.6%	15.9%	(1.7)
郑州煤电	34.3%	25.1%	(9.2)	8.1%	-22.0%	(30.1)	4.6%	-29.0%	(33.6)
兰花科创	42.5%	36.4%	(6.0)	10.8%	6.7%	(4.1)	11.0%	6.4%	(4.6)
永泰能源	26.5%	29.6%	3.0	0.7%	1.3%	0.6	0.3%	0.6%	0.3
兖州煤业	19.5%	13.9%	(5.6)	6.5%	5.5%	(1.0)	13.5%	13.8%	0.4
阳泉煤业	18.8%	18.1%	(0.7)	6.4%	5.5%	(0.9)	11.6%	10.2%	(1.4)
盘江股份	33.9%	35.7%	1.8	15.5%	16.9%	1.4	14.5%	15.5%	1.0
安源煤业	13.3%	9.3%	(4.0)	1.2%	0.2%	(1.0)	7.8%	2.2%	(5.6)
大有能源	33.6%	27.0%	(6.5)	7.9%	0.2%	(7.7)	8.4%	0.1%	(8.2)
上海能源	31.0%	24.8%	(6.2)	8.5%	6.4%	(2.1)	7.2%	6.0%	(1.2)
山煤国际	20.0%	22.0%	2.0	3.7%	4.2%	0.5	4.8%	16.9%	12.1
恒源煤电	45.8%	44.6%	(1.3)	20.7%	18.8%	(2.0)	16.6%	13.7%	(2.9)
开滦股份	16.4%	15.2%	(1.2)	7.9%	6.4%	(1.5)	13.8%	10.6%	(3.2)
大同煤业	51.6%	55.3%	3.7	10.5%	12.0%	1.6	12.6%	15.1%	2.5
中国神华	41.1%	40.7%	(0.4)	20.5%	21.3%	0.8	13.9%	12.7%	(1.2)
昊华能源	54.4%	53.9%	(0.5)	14.2%	7.4%	(6.8)	9.3%	3.9%	(5.4)
陕西煤业	48.7%	40.9%	(7.8)	27.8%	22.7%	(5.2)	22.9%	21.5%	(1.4)
平煤股份	19.8%	20.7%	0.9	4.4%	5.6%	1.2	5.8%	8.5%	2.8

公司 名称	2018 毛利率	2019 毛利率	同比变动 百分点	2018 净利率	2019 净利率	同比变动 百分点	2018 ROE	2019 ROE	同比变动 百分点
潞安环能	40.1%	38.7%	(1.4)	7.7%	8.6%	0.9	12.1%	9.5%	(2.6)
中煤能源	28.6%	27.9%	(0.7)	6.0%	6.6%	0.7	3.8%	5.9%	2.2
*ST 大洲	27.8%	24.2%	(3.6)	-66.9%	-42.8%	24.1	-50.1%	-60.2%	(10.1)
红阳能源	15.1%	15.7%	0.6	1.5%	0.4%	(1.2)	2.1%	0.5%	(1.6)
新集能源	41.7%	40.2%	(1.5)	4.7%	8.2%	3.5	5.2%	9.1%	4.0
加权平均	28.1%	25.5%	(2.6)	11.7%	11.0%	(0.7)	11.4%	11%	(0.4)
加权平均（剔除神华）	24.4%	21.9%	(2.4)	8.1%	7.6%	(0.5)	9.9%	10.0%	0.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7、应收账款同比微增，存货周转天数同比下降

应收账款方面，2019 年 28 家上市公司应收账款周转天数平均为 38 天，同比上涨 1 天，涨幅 0.7%；存货周转天数 26 天，同比下降 3 天，降幅 9.1%。由于 2019 年煤炭基本面显宽松，煤企的市场主导地位有所下降，应收账款和存货周转天数出现分化。

表8：2019 年 28 家上市公司应收账款同比微增，但存货周转天数同比下降（单位：天）

公司 名称	2018 应收账款 周转天数	2019 应收账款 周转天数	同比 变动	2018 存货周转天数	2019 存货周转天数	同比 变动
靖远煤电	31	54	72.2%	37	35	-6.1%
平庄能源	89	91	2.2%	9	9	-8.3%
神火股份	4	13	193.5%	121	87	-28.4%
冀中能源	50	31	-37.6%	16	17	2.5%
西山煤电	25	19	-22.8%	53	48	-9.6%
露天煤业	104	43	-59.0%	26	23	-14.1%
郑州煤电	137	187	36.6%	35	38	6.5%
兰花科创	6	4	-38.7%	40	38	-3.0%
永泰能源	52	40	-23.0%	13	17	33.2%
兖州煤业	9	8	-12.6%	13	13	3.1%
阳泉煤业	31	33	8.5%	8	8	-4.1%
盘江股份	33	27	-16.9%	10	9	-1.9%
安源煤业	39	38	-3.5%	12	10	-21.5%
大有能源	53	66	24.4%	18	24	35.1%
上海能源	8	11	27.3%	22	21	-6.0%
山煤国际	29	27	-9.3%	20	19	-3.0%
恒源煤电	11	10	-9.2%	31	33	4.1%
开滦股份	36	34	-5.3%	26	25	-2.3%
大同煤业	39	30	-23.3%	21	27	32.2%
中国神华	15	12	-18.2%	25	28	10.5%
昊华能源	11	10	-5.9%	53	47	-12.9%
陕西煤业	28	25	-10.9%	12	10	-15.6%

公司 名称	2018 应收账款 周转天数	2019 应收账款 周转天数	同比 变动	2018 存货周转天数	2019 存货周转天数	同比 变动
平煤股份	23	18	-21.7%	30	25	-17.1%
潞安环能	56	57	2.2%	21	18	-17.9%
中煤能源	20	17	-13.8%	38	32	-16.6%
*ST 大洲	71	68	-4.3%	57	38	-33.7%
红阳能源	52	69	32.5%	23	23	1.0%
新集能源	21	18	-13.9%	16	15	-7.8%
算数平均	37	38	0.7%	29	26	-9.1%
算数平均（剔除神华）	38	39	1.0%	29	26	-9.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8、资产负债率继续下降，但现金流和偿债能力受回款影响

经营性现金流方面，28 家上市公司 2019 年合计为 1822 亿元，同比减少 286 亿元，降幅 13.58%；资产负债率平均为 49.4%，同比下降 1.5 个百分点；现金流动负债比率 29.6%，同比下降 5.1 个百分点。综合来看，煤企资产负债率继续下降，但现金流和偿债能力受回款影响有所下降。

表9：2019 年 28 家上市公司资产负债率同比下降，但现金流和偿债能力亦下降（单位：百万元）

公司 名称	2018 经营性现金流	2019 经营性现金流	同比变动 绝对值	2018 资产负债率	2019 资产负债率	同比变动 百分点	2018 现金流动 负债比率	2019 现金流动 负债比率	同比变动 百分点
靖远煤电	526	463	(63)	27.9%	28.5%	0.6	21.0%	20.2%	(0.8)
平庄能源	(200)	(222)	(22)	20.1%	20.7%	0.6	-21.0%	-25.5%	(4.5)
神火股份	422	131	(291)	85.7%	82.1%	(3.6)	1.0%	0.4%	(0.7)
冀中能源	3,104	3,462	358	52.9%	49.6%	(3.3)	21.0%	26.4%	5.4
西山煤电	7,156	7,534	378	64.0%	64.5%	0.5	30.4%	32.7%	2.3
露天煤业	1,792	3,462	1,670	30.2%	44.6%	14.4	49.8%	33.8%	(16.1)
郑州煤电	740	(128)	(868)	65.6%	71.6%	5.9	9.4%	-1.4%	(10.8)
兰花科创	2,194	832	(1,362)	54.4%	57.5%	3.1	22.4%	7.6%	(14.8)
永泰能源	4,839	5,169	330	73.3%	73.1%	(0.2)	10.5%	11.2%	0.7
兖州煤业	22,432	24,871	2,439	58.3%	59.8%	1.5	38.0%	33.9%	(4.1)
阳泉煤业	3,764	3,505	(259)	52.5%	50.8%	(1.7)	16.6%	17.7%	1.1
盘江股份	888	1,742	854	47.5%	46.5%	(1.0)	23.0%	45.4%	22.5
安源煤业	147	176	29	88.7%	88.8%	0.1	3.4%	3.4%	0.1
大有能源	2,223	1,559	(664)	50.7%	61.0%	10.2	26.4%	15.6%	(10.8)
上海能源	1,011	2,012	1,001	35.0%	40.4%	5.4	22.0%	41.0%	19.1
山煤国际	3,761	3,223	(538)	79.4%	75.9%	(3.4)	12.5%	14.0%	1.5
恒源煤电	2,377	2,249	(128)	45.0%	42.8%	(2.2)	48.0%	47.1%	(0.9)
开滦股份	3,320	2,609	(710)	49.5%	44.9%	(4.5)	34.4%	30.4%	(4.0)
大同煤业	3,528	2,695	(834)	61.0%	59.0%	(2.0)	32.6%	19.7%	(12.9)
中国神华	88,248	63,106	(25,142)	31.1%	25.6%	(5.5)	71.5%	66.1%	(5.4)
昊华能源	2,338	1,914	(424)	38.8%	57.1%	18.2	90.6%	30.0%	(60.6)

公司 名称	2018	2019	同比变动	2018	2019	同比变动	2018	2019	同比变动
	经营性现金流	经营性现金流	绝对值	资产负债率	资产负债率	百分点	现金流动 负债比率	现金流动 负债比率	百分点
陕西煤业	19,758	19,200	(558)	44.9%	39.9%	(5.0)	68.9%	68.8%	(0.1)
平煤股份	2,751	1,770	(981)	70.0%	70.0%	0.0	12.9%	7.5%	(5.3)
潞安环能	9,340	4,460	(4,880)	65.6%	68.4%	2.8	27.7%	11.2%	(16.5)
中煤能源	20,414	21,984	1,570	58.2%	56.9%	(1.3)	29.5%	26.3%	(3.3)
*ST 大洲	(317)	292	609	55.4%	63.9%	8.5	-16.0%	17.3%	33.3
红阳能源	904	708	(197)	64.4%	65.1%	0.7	10.5%	8.3%	(2.2)
新集能源	3,375	3,434	59	79.5%	75.6%	(3.9)	30.9%	31.7%	0.8
合计/ 加权平均	210,837	182,212	(28,624)	50.9%	49.4%	(1.5)	34.6%	29.6%	(5.1)
合计/ 加权平均 (剔除神华)	122,589	119,106	(3,482)	59.7%	59.1%	(0.6)	25.2%	22.9%	(2.4)

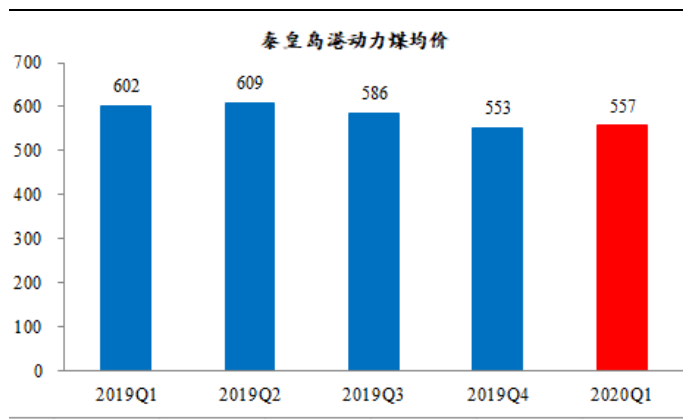
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、2020Q1 综述: 煤价继续回落, 业绩同比大幅下降

2.1、2020Q1 煤价继续回落

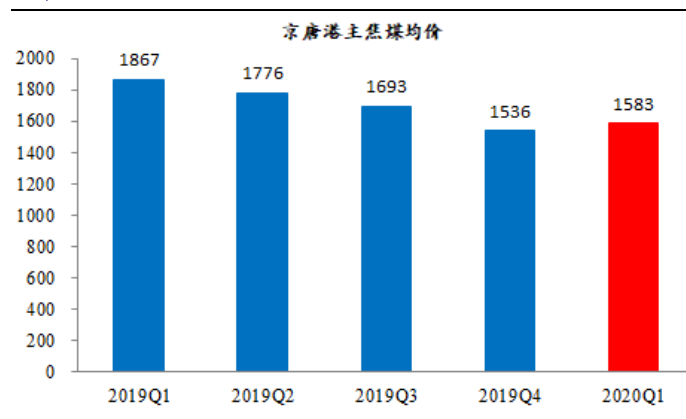
- 2020 年一季度, 在新冠疫情的影响下以及国际原油价格大幅的情况下, 煤炭价格在短暂反弹之后, 从 2 月中下旬开始快速回落, 以秦港 Q5500 平仓价来看, 从最高的 571 元/吨, 跌至 3 月底的 531 元/吨, 跌幅达 7.01%; 以京唐港主焦煤 (山西产) 库提价来看, 从最高的 1610 元/吨, 跌至 3 月底的 1510 元/吨, 跌幅达 6.21%。
- 分煤种以及均价水平来看, 2020Q1 年秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 557 元/吨, 同比下降 7.5%; 2020Q1 年京唐港主焦煤 (山西产) 均价为 1583 元/吨, 同比下降 15.2%。

图13: 2020Q1 秦港动力煤均价同比大跌 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020Q1 京唐港主焦煤均价同比大跌 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、业绩同比明显下降，主因煤炭价格同比大幅下降

我们重点关注的 28 家煤炭上市公司(不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业), 2020Q1 年合计实现营业收入 2180 亿元, 同比下降 5.3%; 合计实现净利润 234 亿元, 同比下降 24.5%; 合计实现归属母公司净利润 188 亿元, 同比下降 25.8%。如果剔除对行业影响较大的中国神华, 27 家煤炭上市公司, 2020Q1 合计实现净利润 117 亿元, 同比下降 27.9%; 合计实现归属母公司净利润 90 亿元, 同比下降 29.4%。同比业绩的下降主要是由于煤炭价格同比大幅下降。

表10: 2020Q1 单季度 28 家上市公司营业收入和盈利同比大跌 (单位: 百万元)

公司 名称	2019Q1 营业收入	2020Q1 营业收入	同比 变动	2019Q1 净利润	2020Q1 净利润	同比 变动	2019Q1 归母净利润	2020Q1 归母净利润	同比 变动
靖远煤电	1,265	1,087	-14.1%	151	149	-1.0%	150	149	-1.0%
平庄能源	403	402	-0.1%	(176)	(104)	-40.9%	(176)	(104)	-40.9%
神火股份	4,554	3,688	-19.0%	35	40	14.1%	55	39	-28.3%
冀中能源	5,646	5,065	-10.3%	296	272	-8.2%	234	251	7.0%
西山煤电	8,510	6,963	-18.2%	698	570	-18.4%	594	534	-10.2%
露天煤业	2,381	4,918	106.6%	805	1,094	35.9%	798	983	23.1%
郑州煤电	1,003	569	-43.3%	31	(144)	-562.6%	6	(150)	-2413.9%
兰花科创	1,889	1,507	-20.2%	178	22	-87.5%	210	54	-74.3%
永泰能源	5,261	4,620	-12.2%	61	62	1.9%	32	28	-13.3%
兖州煤业	48,244	45,605	-5.5%	3,017	1,861	-38.3%	2,308	1,528	-33.8%
阳泉煤业	8,089	8,452	4.5%	550	415	-24.6%	529	378	-28.6%
盘江股份	1,644	1,365	-17.0%	295	133	-55.1%	296	133	-55.1%
安源煤业	1,561	1,277	-18.2%	14	(75)	-641.8%	19	(74)	-490.8%
大有能源	1,570	1,565	-0.3%	141	29	-79.3%	154	37	-76.3%
上海能源	1,863	1,748	-6.1%	226	217	-4.1%	243	228	-6.1%
山煤国际	8,208	7,568	-7.8%	447	326	-27.2%	221	205	-7.1%
恒源煤电	1,624	1,230	-24.2%	235	201	-14.7%	237	200	-15.5%
开滦股份	5,702	4,648	-18.5%	425	358	-15.7%	368	324	-12.0%
大同煤业	2,637	2,732	3.6%	385	448	16.2%	236	292	23.6%
中国神华	57,011	51,077	-10.4%	14,829	11,750	-20.8%	12,587	9,807	-22.1%
昊华能源	1,389	917	-34.0%	260	25	-90.4%	219	25	-88.6%
陕西煤业	14,405	18,335	27.3%	3,782	3,409	-9.9%	2,775	2,356	-15.1%
平煤股份	5,710	5,826	2.0%	371	373	0.4%	323	300	-7.4%
潞安环能	5,620	5,560	-1.1%	843	631	-25.2%	870	695	-20.1%
中煤能源	29,552	27,512	-6.9%	2,590	1,405	-45.7%	1,541	648	-57.9%
*ST 大洲	322	230	-28.6%	(25)	(33)	32.9%	(31)	(35)	12.5%
红阳能源	1,853	1,832	-1.1%	95	(86)	-190.9%	95	(86)	-190.7%
新集能源	2,286	1,736	-24.1%	457	77	-83.1%	408	35	-91.5%
合计	230,201	218,035	-5.3%	31,019	23,423	-24.5%	25,302	18,778	-25.8%
合计(剔除神华)	173,190	166,958	-3.6%	16,190	11,673	-27.9%	12,715	8,971	-29.4%

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、2020 年业绩展望：5 月煤价寻底后或有望反弹

动力煤：4 月港口动力煤价在红色区域内继续下行至 464 元/吨，但近期跌幅已明显收窄。我们认为当前动力煤方面已经出现了一些积极的信号：一是上周煤炭协会多次发文号召煤企维护煤炭市场价格稳定；二是大型煤企积极响应减产保价；三是长协签订工作继续稳步推进，且仍以 535 元/吨为基准价。综合来看，动力煤基本面在逐步改善，动力煤价格有望在 5 月份企稳，三季度随着夏季迎峰度夏以及全球疫情的控制，需求有望恢复，下半年价格有望反弹，但全年价格中枢要低于去年。

炼焦煤：近期焦企受利润驱使开工率回升，从而导致焦煤需求有所改善，同时煤炭协会倡议炼焦煤企业减量化生产将使供给端收缩，供需基本面将有所改善；此外，焦炭提价对上游炼焦煤价格的压制有所缓解；综合来看，炼焦煤在供需基本面改善的情况下，价格有望企稳回升，下半年随着需求的恢复，价格有望反弹，但全年价格中枢要低于去年。

4、投资策略：煤企高分红有望提升估值水平

2020 年一季度以来，动力煤价格继续弱势下行，但秦港现货平仓价在跌入红色区域后，跌幅已明显收窄。我们认为在煤炭协会号召煤企维护煤炭市场价格稳定的倡议以及煤企自发减产保价的举措下，市场对煤价的悲观情绪有所修复。本周对维护煤价稳定的一些积极信号也相继出现，如：大型煤企与电力企业长协签订工作继续履行，维持了年度长协 535 元/吨的基准价；两会 5 月召开将近，煤企安全生产意识强化，减量化生产的意愿增强。虽然本周神华公布了 5 月份长协价格，其中年度长协价格 529 元/吨，环比下跌 14 元，月度长协 470 元/吨，环比下跌 66 元/吨，且月度长协也已处在黄色和红色区间分界线处，但根据长协计算公式来看，5 月长协价格是 4 月价格走势的体现，并不能代表 5 月价格的整体走势，所以 5 月价格走势仍取决于行业的基本面。如果从行业成本分析来看，当前动力煤价格已经击穿了环渤海到港完全成本线 478 元/吨，当前已有超过 40% 的企业出现亏损，如果价格再击穿到港现金成本线 458 元/吨，在现金亏损的情况下有可能倒逼煤企自发减产，价格也有望触底回升。当前煤炭价格在击穿政策底之后，市场底已为时不远。宏观对冲方面，本周政治局和国常会继续对当前经济形势下做工作部署，对湖北经济发展提出一揽子政策以及对新基建要求加快推进等。对于煤炭股而言，在全球利率下行背景下，当前煤炭股估值相对盈利能力大幅折价，且 2020 年以来多家煤企提高分红比率，高股息率的煤炭股投资价值凸显，有望迎来估值修复的机会。**高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。**

表11：主要煤炭上市公司盈利预测与估值

公司名称	股价	EPS			PE			PB
	2020.4.30	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
中国神华	15.93	2.17	2.05	2.10	7.3	7.8	7.6	0.88
陕西煤业	7.54	1.18	1.01	1.10	6.4	7.5	6.9	1.24
中煤能源	3.82	0.42	0.37	0.41	9.1	10.5	9.3	0.52
兖州煤业	8.29	1.76	1.48	1.56	4.7	5.6	5.3	0.78

公司名称	股价	EPS			PE			PB
	2020.4.30	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
兰花科创	4.85	0.58	0.57	0.62	8.4	8.4	7.8	0.52
潞安环能	5.68	0.80	0.98	1.06	7.1	5.8	5.4	0.65
盘江股份	5.12	0.66	0.56	0.67	7.8	9.1	7.6	1.14
西山煤电	4.73	0.54	0.51	0.55	8.7	9.3	8.7	0.70
冀中能源	3.02	0.26	0.19	0.21	11.8	15.5	14.3	0.51
阳泉煤业	4.44	0.71	0.57	0.68	6.3	7.7	6.5	0.62
平煤股份	4.20	0.50	0.47	0.51	8.5	8.9	8.2	0.68
上海能源	7.96	0.79	0.64	0.79	10.1	12.4	10.0	0.57
恒源煤电	4.94	0.94	0.88	0.91	5.3	5.6	5.4	0.66
开滦股份	4.54	0.72	0.57	0.64	6.3	8.0	7.1	0.62
大同煤业	3.67	0.54	0.45	0.48	6.8	8.2	7.6	0.90
露天煤业	7.86	1.28	1.32	1.46	6.1	6.0	5.4	0.87
山煤国际	9.85	0.59	0.58	0.68	16.7	17.1	14.4	2.90
神火股份	4.03	0.71	0.25	0.39	5.7	16.4	10.4	0.98
山西焦化	5.57	0.31	0.33	0.41	17.7	17.0	13.7	0.82
金能科技	9.68	1.13	0.85	1.22	8.6	11.4	7.9	1.14
蓝焰控股	7.76	0.58	0.70	0.81	13.4	11.1	9.5	1.69
淮北矿业	8.47	1.68	1.56	1.64	5.0	5.4	5.2	0.93
宝丰能源	8.44	0.54	0.58	0.75	15.6	14.6	11.3	2.56

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除宝丰能源、平煤股份外，其他所有公司的盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期。

5、风险提示

- **经济增速下滑风险。**2018 年中国 GDP 增速为 6.6%，2019 年初步核算经济增速为 6.1%。随着 2020 年新型冠状病毒对中国经济的冲击和影响，中国经济下滑风险加大，2020 年 GDP“保 6”形势严峻，市场预期偏悲观，可能对煤炭行业带来影响。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水力发电的快速增加可能会对火力发电产出替代效应。以风电、太阳能、核电为主要形式的新能源持续快速发展，并大力得到政策支持，长期来看火电存在替代风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835