

2020 年 05 月 06 日

煤炭

煤炭年报季一季报综述：2019 产销增长，2020 行业利润或受疫情影响下滑

■2019 年样本上市公司归母净利润下降 1.49%：动力煤子板块合计同比增长 4.10%，无烟煤子板块合计同比下降 30.41%；炼焦煤子板块合计同比增长 0.87%；焦炭子板块合计同比下降 52.31%。2019 年 Q4 归母净利润同比减少 35.70%，环比减少 60.18%。我们认为煤炭板块 Q4 业绩大幅下滑主要由于年末计提资产减值损失所致。2019 年港口动力煤价格同比下降 9.7%，上市公司利润降幅小于港口煤价降幅，其中主要原因来自于费用率的降低以及资产负债表的修复带来的良好结果正逐渐显现。2020 年一季度由于煤价大幅下降，行业利润普遍下滑，样本上市公司合计归母净利润 195.93 亿元，同比下降 27.34%，其中动力煤子板块实现净利润 158.47 亿元，同比下降 25.5%，无烟煤子板块实现净利润 4.57 亿元，同比下降 52.32%，炼焦煤子板块净利润为 30.65 亿元，同比下降 14.77%，焦炭子板块同比下降 80.3%至 2.25 亿元。

■2019 年产销增长，吨煤净利下滑：23 家样本上市公司中（不含焦炭公司），2019 年合计实现煤炭产量 9.74 亿吨，同比增长 3.91%，实现销量 13.02 亿吨，同比增长 5.40%。吨煤净利润 67 元/吨（加权平均），同比下降 2.68%。

■现金流方面，2019 年样本上市公司经营性现金流小幅下降，筹资性现金净流出规模扩大：样本公司全年经营性现金流实现 1856.8 亿元，较去年同期下跌 13.85%，投资性现金流实现-953.7 亿元，同比下降 15.37%，全年筹资性现金流实现 1046.94 亿元，净流出量较去年同期增长 18.47%。筹资性现金流净流出规模扩大，将在未来导致资产结构的持续改善以及财务费用的持续下降。投资性现金流净流出规模减弱，行业对产能的投资仍持续下行，因此也无需担心产能的无序扩张引发行业景气下滑。

■资本结构方面，资产负债率继续降低 1.44 个百分点：截至 2019 年年末，煤炭板块行业资产负债率为 45.22%，同比降低 1.44 个百分点，资产负债率整体呈现稳中有降的格局。

■预计煤价有望触底反弹：动力煤方面，需求有所改善。电力方面，随着天气转暖，空调需求逐步启动，以及复产复工推进，水泥、玻璃灯需求也在恢复，下游需求改善明显。此外进口煤被严格限制，中国需求的减少导致进口煤成交冷清，海外矿井出货困难。港口动力煤价格已经跌破了煤价绿色区间，据 Wind 数据，截至 3 月末，煤炭企业亏损面已经达到 43%，政策端干预预期较为强烈。同时煤企维护煤炭市场价格的减产保价也将在 5 月开始，同时两会召开在即，安全形势趋严，供给收缩预期强烈。价格有望止跌回升。

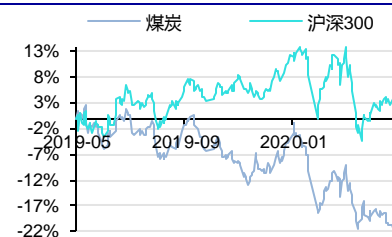
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-9.46	-24.58
绝对收益	-0.57	-9.13	-18.39

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

周报：动力煤市场情绪好转，价格有望止跌反弹 2020-05-05

周报：限制进口趋严，海外煤价大跌 2020-04-25

周报：多煤企号召减产，预计动力煤价格见底 2020-04-18

周报：主动去库存致煤价大跌，煤价预计两周内见底 2020-04-12

周报：低需求，高库存，长协对业绩的稳定性凸显 2020-04-05

■ **高盈利行业龙头公司有望享受估值溢价：**煤炭上市公司往往具备天然的资源禀赋差异，在同等煤价水平下，具备优异资源禀赋的龙头企业往往可以获取更高的利润，我们认为这类型企业或可享受相对更高的估值。节奏上，当前时点市场情绪比较低迷，推荐盈利稳定，历史高分红、高股息率标的，如中国神华、平煤股份、陕西煤业等。此外，还推荐向新能源转型标的**山煤国际与美锦能源**。

■ **风险提示：**经济大幅下行；煤价大幅下跌。

内容目录

1. 煤炭市场回顾：一季度供给恢复快于需求	4
2. 煤炭板块 2019 年业绩回顾	5
2.1. 营业收入：持续上涨，增幅 7.59%	5
2.2. 归母净利润：较去年同期下跌 1.49%	6
2.3. 费用分析：期间费用率同比下跌 0.74 个百分点	7
2.4. 产量情况：产销同比继续增长	8
2.5. 现金流分析：经营性净流入下跌明显，筹资性净流出规模减小	9
2.6. 资本结构：资产负债率较 2018 年全年下降 1.44 个百分点	12
3. 煤炭板块 2020 一季报业绩回顾	13
3.1. 一季度市场回顾：煤价受疫情影响下跌	13
3.2. 煤价下滑影响上市公司一季度业绩	14
4. 价格展望：煤价有望触底反弹	15
5. 投资建议	16
5.1. 行业盈利可持续，龙头有望享受估值溢价	16
5.2. 板块投资建议	16
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：秦皇岛动力煤价格走势	4
图 2：京唐港主焦煤价格走势	4
图 3：2019 年煤炭板块跑输沪深 300 指数	4
图 4：原煤产量恢复快于用电量恢复	13
图 5：沿海六大电厂日耗低于去年同期	13
图 6：煤炭社会库存高于去年同期	13
图 7：火电发电量增速放缓	15
图 8：生铁产量同比正增长	15
图 9：2020Q1 水泥产量下降	15
图 10：2018 年煤炭上市公司成本情况	16
表 1：2019 年全年样本煤炭上市公司营业收入汇总	5
表 2：2019 年全年样本煤炭上市公司归母净利润汇总	6
表 3：2019 年全年样本煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总	7
表 4：样本煤炭公司产销量情况	8
表 5：样本上市公司经营性净现金流梳理	9
表 6：全年煤炭板块投资性现金流梳理	10
表 7：全年煤炭板块筹资性现金流梳理	11
表 8：煤炭板块资产负债率梳理	12
表 9：2020Q1 样本上市公司营收与净利润梳理	14

1. 煤炭市场回顾：一季度供给恢复快于需求

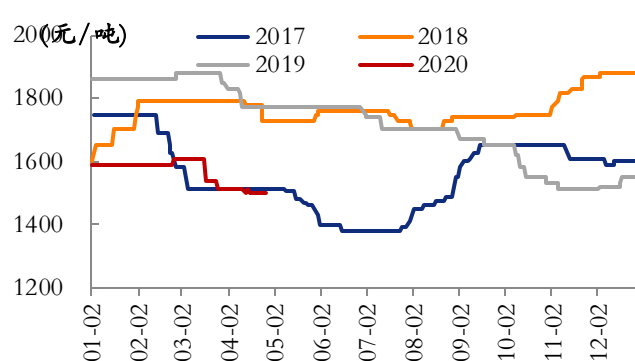
新建产能释放导致 2019 年港口煤价下跌。由于 2018-2019 年投产的新增产能较多，产量释放较快，据国家统计局数据，2019 年全年，全国原煤产量 38.5 亿吨，同比增长 4%。煤价在 2019 年呈现下行趋势，2019 年秦皇岛 Q5500 均价为 587 元/吨，同比下降 9.2%，京唐港主焦煤均价为 1716 元/吨，同比下降 2.7%。

图 1：秦皇岛动力煤价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

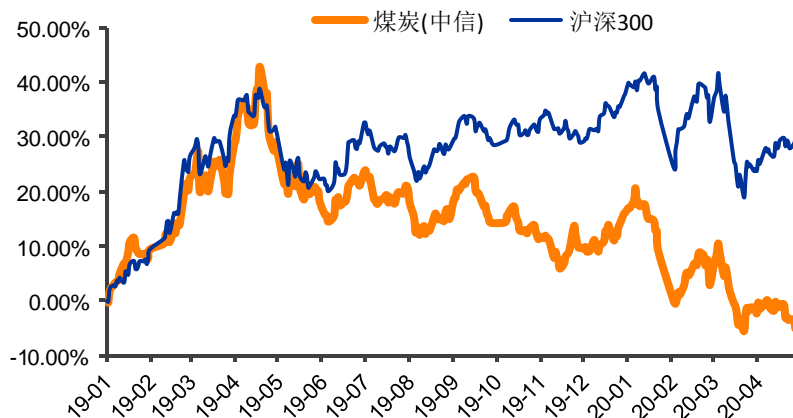
图 2：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

煤炭板块指数跑输沪深 300 指数。2019 年中信煤炭行业指数上涨 16.18%，跑输沪深 300 指数 21.77 个百分点。截止 3 月 31 日，今年以来中信煤炭行业指数下跌 15.96%，相对于沪深 300 指数跑输 4.74%。

图 3：2019 年煤炭板块跑输沪深 300 指数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股方面，2019 年，中信煤炭板块上市公司中 29 家上涨，8 家下跌。其中，涨幅前五的公司为美锦能源（193.77%）、山煤国际（110.24%）、兖州煤业（40.38%）、恒源煤电（34.73%）与云煤能源（30.97%）。其中转型的上市公司估值提升明显，美锦能源、山煤国际与红阳能源均向新能源转型，估值提升明显。跌幅榜前五的公司为陕西黑猫（-21.01%）、宝泰隆（-18.00%）、昊华能源（-16.73%）、ST 安泰（-8.46%）与山西焦化（-4.71%）。2020 年一季度，中信煤炭板块涨幅前五的公司为山煤国际（16.19%）、平煤股份（3.48%）、ST 安泰（2.52%）、大有能源（-4.15%）以及中国神华（-11.01%）。

2. 煤炭板块 2019 年业绩回顾

2.1. 营业收入：持续上涨，增幅 7.59%

2019 年全年板块营业总收入整体提高，在去年高基数的背景下上涨 7.59%，符合预期。其中，动力煤子板块合计同比增 9.66%，同比涨幅最多的前三家公司分别为露天煤业、陕西煤业与中煤能源，主要由于贸易量增加导致；无烟煤子板块合计同比降低 1.88%；炼焦煤子板块合计同比增 6.37%，同比涨幅最多的前三家公司分别为平煤股份、淮北矿业、潞安环能；焦炭子板块合计同比下降 4.66%，同比涨幅最多的前三家公司分别为 ST 云维、ST 安泰、云煤能源。

2019 年 Q4 营业总收入同比增长 8.6%，环比增长 2.85%。分子板块来看，动力煤、焦煤、无烟煤、焦炭的同比增速分别为 11.95%、1.42%、8.91%、-20.4%。

表 1：2019 年全年样本煤炭上市公司营业收入汇总

子行业	证券简称	2019 营业收入(亿元)			Q4 营业收入				
		2018	2019	同比	2018Q4	2019Q3	2019Q4	同比	环比
动力煤	靖远煤电	40.92	40.56	-0.88%	10.07	8.83	11.42	13.42%	29.44%
	平庄能源	22.24	21.54	-3.18%	7.12	6.17	5.94	-16.54%	-3.80%
	露天煤业	82.30	191.55	132.76%	23.08	46.86	49.36	113.81%	5.33%
	郑州煤电	48.10	35.80	-25.58%	11.56	9.31	6.67	-42.30%	-28.42%
	兖州煤业	1630.08	2006.47	23.09%	438.18	446.35	500.36	14.19%	12.10%
	安源煤业	50.49	55.54	10.01%	15.36	13.77	15.60	1.55%	13.28%
	大有能源	78.61	59.03	-24.91%	20.44	15.71	13.58	-33.57%	-13.55%
	上海能源	68.49	76.23	11.29%	16.62	18.92	20.56	23.68%	8.63%
	山煤国际	381.43	376.57	-1.27%	22.02	117.94	60.41	174.30%	-48.78%
	恒源煤电	59.00	60.02	1.72%	12.37	13.93	12.91	4.32%	-7.35%
	中国神华	2641.01	2418.71	-8.42%	700.17	614.84	640.22	-8.56%	4.13%
	陕西煤业	572.24	734.03	28.27%	160.92	181.69	226.49	40.74%	24.65%
	中煤能源	1041.40	1292.94	24.15%	270.03	332.07	350.55	29.82%	5.57%
	新集能源	87.50	92.24	5.41%	20.11	25.64	20.57	2.33%	-19.76%
动力煤合计		6803.82	7461.22	9.66%	1728.05	1852.04	1934.63	11.95%	4.46%
无烟煤	兰花科创	85.29	79.47	-6.83%	22.14	20.39	17.86	-19.35%	-12.41%
	阳泉煤业	326.84	326.58	-0.08%	73.98	89.68	81.64	10.35%	-8.97%
	昊华能源	58.10	55.33	-4.78%	14.91	14.98	13.12	-12.06%	-12.44%
无烟煤合计		470.23	461.37	-1.88%	111.04	125.05	112.61	1.42%	-9.94%
炼焦煤	冀中能源	214.58	217.40	1.31%	51.59	55.52	47.82	-7.31%	-13.87%
	西山煤电	322.71	329.55	2.12%	88.99	77.28	82.94	-6.79%	7.33%
	盘江股份	60.90	64.58	6.04%	16.46	16.58	15.14	-8.04%	-8.70%
	开滦股份	204.60	200.72	-1.90%	50.10	48.58	43.44	-13.29%	-10.58%
	平煤股份	201.53	236.35	17.28%	56.12	56.40	57.74	2.90%	2.38%
	淮北矿业	546.87	600.86	9.87%	98.59	157.46	138.34	40.32%	-12.14%
	潞安环能	251.40	267.91	6.57%	78.20	61.46	93.81	19.97%	52.64%
炼焦煤合计		1802.59	1917.37	6.37%	440.05	473.29	479.24	8.91%	1.26%
焦炭	美锦能源	151.47	140.90	-6.98%	46.57	30.68	32.91	-29.35%	7.25%
	ST 安泰	88.16	95.63	8.48%	24.37	24.41	23.87	-2.03%	-2.21%
	ST 云维	10.07	13.38	32.81%	2.60	4.97	5.76	120.97%	15.82%
	山西焦化	72.29	66.42	-8.12%	20.26	18.46	13.92	-31.29%	-24.61%
	云煤能源	53.99	57.26	6.05%	15.71	14.79	14.90	-5.20%	0.72%
	宝泰隆	35.60	27.26	-23.44%	9.56	5.81	5.92	-38.09%	1.89%

陕西黑猫	104.72	93.88	-10.36%	31.47	21.95	22.32	-29.10%	1.66%
金能科技	88.12	81.50	-7.51%	24.62	20.30	19.42	-21.11%	-4.34%
焦炭合计	604.42	576.22	-4.67%	175.16	141.37	139.00	-20.64%	-1.68%
煤炭板块合计	9681.07	10416.19	7.59%	2454.30	2591.75	2665.49	8.60%	2.85%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 归母净利润: 较去年同期下跌 1.49%

2019 年全年板块归母净利润缩减, 较去年同期下跌 1.49%。其中, 动力煤子板块合计同比增 4.10%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为新集能源、山煤国际、中煤能源; 无烟煤子板块合计同比下降 30.41%; 炼焦煤子板块合计同比增 0.87%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为平煤股份、盘江股份、冀中能源; 焦炭子板块合计同比下降 52.31%, 同比涨幅最多的前三家公司分别为云煤能源、ST 云维、金能科技。

2019 年 Q4 归母净利润同比减少 35.70%, 环比减少 60.18%。分子板块来看, 动力煤子板块的四季度归母净利润同比下降 23.19%, 环比下降 57%; 无烟煤合计同比下降 166.2%, 环比下降 135.39%; 炼焦煤板块同比下降 37.84%, 环比下降 58.96%; 而焦炭四季度同比下降 87.15%, 环比下降 69.76%。我们认为煤炭板块 Q4 业绩大幅下滑主要由于年末计提资产减值损失所致。

表 2: 2019 年全年样本煤炭上市公司归母净利润汇总

子行业	证券简称	全年归母净利润(百万元)			Q4 归母净利润				
		2018Y	2019Y	同比	2018Q4	2019Q3	2019Q4	同比	环比
动力煤	靖远煤电	572.78	524.74	-8.39%	80.11	106.97	141.43	76.53%	32.21%
	平庄能源	-251.02	-78.02	-68.92%	-199.03	14.20	94.33	-147.39%	564.46%
	露天煤业	2027.03	2466.49	21.68%	518.47	585.46	506.27	-2.35%	-13.53%
	郑州煤电	152.47	-921.90	-704.66%	-12.32	-75.09	-857.34	6859.12%	1041.72%
	兖州煤业	7908.90	8667.87	9.60%	2,404.89	1,622.85	1684.17	-29.97%	3.78%
	安源煤业	64.27	18.97	-70.48%	-17.19	-97.37	104.72	-709.07%	-207.55%
	大有能源	651.28	76.86	-88.20%	-21.77	41.74	-75.84	248.42%	-281.69%
	上海能源	661.31	574.51	-13.13%	-95.15	186.54	-93.63	-1.60%	-150.19%
	山煤国际	220.11	1172.72	432.80%	-183.37	291.57	375.01	-304.51%	28.62%
	恒源煤电	1220.76	1128.12	-7.59%	532.00	224.55	409.50	-23.03%	82.37%
	中国神华	43867.00	43250.00	-1.41%	8,589.00	12,845.00	6162.00	-28.26%	-52.03%
	陕西煤业	10992.83	11643.40	5.92%	2,128.71	3,212.42	2559.91	20.26%	-20.31%
	中煤能源	3434.58	5626.44	63.82%	-690.10	1,973.40	-134.69	-80.48%	-106.83%
	新集能源	261.33	576.07	120.44%	-646.55	1,197.69	-1360.26	110.39%	-213.57%
动力煤合计		71783.62	74726.27	4.10%	12387.71	22129.91	9515.57	-23.19%	-57.00%
无烟煤	兰花科创	1080.69	662.85	-38.66%	92.25	194.96	-77.01	-183.48%	-139.50%
	阳泉煤业	1971.27	1700.82	-13.72%	566.79	533.74	103.75	-81.70%	-80.56%
	昊华能源	721.17	262.17	-63.65%	-186.45	155.30	-339.58	82.13%	-318.66%
无烟煤合计		3773.14	2625.83	-30.41%	472.59	884.00	-312.85	-166.20%	-135.39%
炼焦煤	冀中能源	872.02	901.37	3.37%	23.29	274.25	169.76	628.74%	-38.10%
	西山煤电	1802.42	1710.22	-5.12%	279.71	537.72	-96.00	-134.32%	-117.85%
	盘江股份	944.94	1090.97	15.45%	218.55	274.63	194.84	-10.85%	-29.06%
	开滦股份	1363.21	1149.64	-15.67%	372.10	288.81	138.26	-62.84%	-52.13%
	平煤股份	715.16	1155.03	61.51%	185.69	291.96	267.65	44.14%	-8.33%
	淮北矿业	3549.31	3628.13	2.22%	1,086.03	907.69	794.77	-26.82%	-12.44%
	潞安环能	2662.96	2378.71	-10.67%	433.91	609.89	266.15	-38.66%	-56.36%
炼焦煤合计		11910.02	12014.06	0.87%	1513.26	2277.26	940.66	-37.84%	-58.69%

	美锦能源	1797.20	955.72	-46.82%	616.40	201.32	130.79	-78.78%	-35.03%
	ST 安泰	820.25	456.81	-44.31%	250.76	84.40	303.05	20.85%	259.07%
	ST 云维	13.01	12.60	-3.15%	-2.65	3.74	1.57	-159.31%	-58.07%
焦炭	山西焦化	1532.65	474.20	-69.06%	245.24	131.92	-425.12	-273.35%	-422.26%
	云煤能源	191.64	239.97	25.22%	106.96	109.59	27.92	-73.90%	-74.52%
	宝泰隆	342.58	70.41	-79.45%	66.32	-21.11	2.09	-96.85%	-109.90%
	陕西黑猫	325.27	28.79	-91.15%	121.99	34.35	15.38	-87.39%	-55.23%
	金能科技	1270.26	762.33	-39.99%	347.79	200.49	169.51	-51.26%	-15.45%
	焦炭合计	6292.86	3000.83	-52.31%	1752.81	744.70	225.19	-87.15%	-69.76%
	煤炭板块合计	93759.65	92367.00	-1.49%	16126.37	26035.88	10368.57	-35.70%	-60.18%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 费用分析: 期间费用率同比下跌 0.74 个百分点

2019 年全年板块期间费用较去年同期增加 0.35%，期间费用率同比下降 0.74 个百分点。其中，动力煤子板块期间费用合计同比增加 0.80%，期间费用率同比下降 0.90 个百分点，同比涨幅最多的公司为露天煤业，费用率下跌最多的公司的为兖州煤业；无烟煤子板块期间费用较去年同期增加 2.51%，期间费用率同比上升 0.50 个百分点；炼焦煤子板块期间费用合计同比增加 2.33%，期间费用率同比降低 0.3 个百分点，同比涨幅最多的公司分别为潞安环能，费用率下跌最多的公司的为淮北矿业；焦炭子板块期间费用合计同比下跌 7.81%，期间费用率同比下降 0.74 个百分点，同比增幅最多的公司为山西焦化，费用率下跌最多的公司的为宝泰隆。

表 3: 2019 年全年样本煤炭上市公司期间费用以及期间费用率汇总

子行业	证券简称	期间费用(百万元)			期间费用率(%)		
		2018	2019	同比	2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	284.50	293.84	3.28%	7.11%	7.36%	0.24%
	平庄能源	737.99	604.90	-18.03%	33.23%	28.42%	-4.82%
	露天煤业	438.43	954.07	117.61%	5.33%	5.03%	-0.30%
	郑州煤电	813.79	791.20	-2.78%	16.96%	22.17%	5.21%
	兖州煤业	15159.43	12712.32	-16.14%	9.40%	6.47%	-2.93%
	安源煤业	439.92	468.06	6.39%	8.86%	8.57%	-0.29%
	大有能源	1202.67	1212.67	0.83%	17.18%	23.04%	5.86%
	上海能源	944.39	1030.68	9.14%	13.85%	13.62%	-0.24%
	山煤国际	3026.75	3545.24	17.13%	8.18%	9.78%	1.60%
	恒源煤电	776.88	841.20	8.28%	19.48%	18.31%	-1.17%
	中国神华	24690.00	21634.00	-12.38%	9.52%	9.33%	-0.19%
	陕西煤业	7436.74	8944.16	20.27%	13.01%	12.26%	-0.76%
	中煤能源	18291.10	21963.35	20.08%	17.77%	17.21%	-0.56%
	新集能源	1654.35	1508.00	-8.85%	18.91%	16.35%	-2.56%
	动力煤合计	75896.95	76503.70	0.80%	11.16%	10.25%	-0.90%
无烟煤	兰花科创	1833.49	1612.49	-12.05%	21.10%	18.99%	-2.11%
	阳泉煤业	1881.34	1826.05	-2.94%	6.20%	6.30%	0.10%
	昊华能源	1525.55	1933.17	26.72%	20.40%	27.86%	7.47%
	无烟煤合计	5240.38	5371.71	2.51%	11.14%	11.64%	0.50%
炼焦煤	冀中能源	3074.29	2726.99	-11.30%	13.19%	11.64%	-1.55%
	西山煤电	5440.85	5403.90	-0.68%	16.34%	17.54%	1.20%
	盘江股份	717.33	742.31	3.48%	10.97%	11.65%	0.68%
	开滦股份	1057.42	1088.78	2.97%	5.09%	5.20%	0.12%
	平煤股份	1889.73	2036.90	7.79%	10.45%	9.15%	-1.30%

潞安环能	3297.65	3896.19	18.15%	15.66%	13.43%	-2.23%
淮北矿业	5087.65	4452.53	-12.48%	22.07%	8.62%	-13.45%
炼焦煤合计	15755.40	16123.17	2.33%	12.55%	12.25%	-0.30%
美锦能源	1394.43	1493.59	7.11%	8.48%	9.88%	1.40%
ST 安泰	695.21	491.51	-29.30%	7.58%	5.15%	-2.43%
ST 云维	23.51	20.06	-14.66%	1.93%	3.39%	1.46%
焦炭						
山西焦化	543.29	650.55	19.74%	6.82%	8.47%	1.65%
云煤能源	371.32	397.63	7.09%	7.62%	7.07%	-0.55%
宝泰隆	376.66	271.56	-27.90%	11.48%	9.66%	-1.82%
陕西黑猫	821.50	724.98	-11.75%	8.48%	7.47%	-1.01%
金能科技	365.38	391.97	7.28%	4.46%	4.54%	0.07%
焦炭合计	9400.82	8666.28	-7.81%	8.17%	7.36%	-0.80%
煤炭板块合计	106293.56	106664.87	0.35%	10.98%	10.24%	-0.74%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 产量情况: 产销同比继续增长

23 家样本上市公司中(不含焦炭公司),2019 年合计实现煤炭产量 9.74 亿吨,同比增长 3.91%,实现销量 13.02 亿吨,同比增长 5.40%。吨煤净利润 67 元/吨(加权平均),同比下降 2.68%。

表 4: 样本煤炭公司产销量情况

子行业	证券简称	产量			销量			吨煤净利		
		2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	935	882	-5.67%	938	886	-5.54%	61	59	-3.01%
	平庄能源	495	550	11.11%	497	551	10.87%	-51	-14	-71.96%
	露天煤业	4,281	4,600	7.45%	4,278	4,607	7.69%	47	54	12.99%
	郑州煤电	812	721	-11.21%	834	712	-14.63%	18	-129	-808.27%
	兖州煤业	10,590	10,639	0.46%	11,394	11,612	1.91%	69	75	7.54%
	安源煤业	217	211	-2.76%	225	190	-15.56%	29	10	-65.04%
	大有能源	1,576	1,384	-12.18%	1,612	1,322	-17.99%	40	6	-85.61%
	上海能源	779	813	4.36%	536	511	-4.66%	123	112	-8.88%
	山煤国际	3,441	3,841	11.62%	11,229	10,761	-4.17%	2	11	455.97%
	恒源煤电	1,061	1,030	-2.92%	888	837	-5.74%	137	135	-1.96%
	中国神华	29,664	28,270	-4.70%	46,093	44,710	-3.00%	95	97	1.64%
	陕西煤业	10,809	11,494	6.34%	14,293	17,849	24.88%	77	65	-15.18%
	中煤能源	7,713	10,184	32.04%	7,661	10,716	39.88%	45	53	17.12%
	新集能源	1,520	1,598	5.13%	1,500	1,599	6.60%	17	36	106.79%
	兰花科创	755	862	14.17%	758	841	10.95%	143	79	-44.72%
无烟煤	阳泉煤业	3,854	4,101	6.41%	7,124	7,549	5.97%	28	23	-18.58%
	昊华能源	871	1,279	46.84%	1,084	1,460	34.69%	67	18	-73.01%
	冀中能源	2,830	2,854	0.85%	2,845	2,895	1.76%	31	31	1.58%
	西山煤电	2,745	2,889	5.25%	2,561	2,517	-1.72%	70	68	-3.46%
炼焦煤	盘江股份	869	907	4.37%	739	817	10.55%	128	134	4.43%
	开滦股份	719	671	-6.68%	304	308	1.32%	448	373	-16.76%
	平煤股份	3,080	2,832	-8.05%	2,336	2,554	9.33%	31	45	47.72%
	潞安环能	4,150	4,818	16.10%	3,806	4,405	15.74%	93	82	-11.68%
合计		93,766	97,430	3.91%	123,535	130,209	5.40%	69	67	-2.68%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.5. 现金流分析：经营性净流入下跌明显，筹资性净流出规模减小

2019 年全年板块整体经营性现金流下降，偿债力度依旧较大。经营性现金流方面，受益煤炭价格恢复性上涨，上市公司经营性现金流呈现净流入，但同比下降明显。投资性现金流方面，2019 年行业全年仍整体呈现净流出的情况。筹资性现金流方面，行业筹资性现金流呈现净流出的情况，且净流出的增速较去年同期增加幅度较大。我们认为这是由于行业享受到供给侧改革红利，盈利恢复，自上而下去杠杆趋势明确所致。

经营性现金流方面，上市公司经营性现金流呈现净流入，同比下跌明显。行业全年经营性现金流实现 1856.8 亿元，较去年同期下跌 13.85%。动力煤子板块全年经营性现金流实现 1453.89 亿元，较去年同期下跌 12.73%。无烟煤子板块全年经营性现金流实现 62.51 亿元，较去年同期减少 24.65%。炼焦煤子板块全年实现经营性现金流 310.12 亿元，较去年同期减少 11.09%。焦炭子板块全年经营性现金流实现 30.27 亿元，较去年同期减少 47.35%。

表 5：样本上市公司经营性净现金流梳理

子行业	证券简称	经营性现金流(百万元)		
		2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	526.02	463.06	-11.97%
	平庄能源	-199.69	-221.67	11.01%
	露天煤业	1,792.12	3,462.03	93.18%
	郑州煤电	739.73	-128.31	-117.35%
	兖州煤业	22,432.40	24,871.08	10.87%
	安源煤业	146.75	175.58	19.65%
	大有能源	2,223.48	1,559.10	-29.88%
	上海能源	1,010.91	2,011.65	98.99%
	山煤国际	3,761.03	3,223.40	-14.29%
	恒源煤电	2,376.97	2,249.38	-5.37%
	中国神华	88,248.00	63,106.00	-28.49%
	陕西煤业	19,758.27	19,200.35	-2.82%
	中煤能源	20,414.37	21,983.92	7.69%
	新集能源	3,374.93	3,433.90	1.75%
动力煤合计		166,605.30	145,389.47	-12.73%
无烟煤	兰花科创	2,193.96	832.16	-62.07%
	阳泉煤业	3,763.88	3,505.05	-6.88%
	昊华能源	2,337.86	1,913.62	-18.15%
无烟煤合计		8,295.70	6,250.83	-24.65%
炼焦煤	冀中能源	3,104.02	3,462.17	11.54%
	西山煤电	7,155.93	7,533.82	5.28%
	盘江股份	887.98	1,742.10	96.19%
	开滦股份	3,319.73	2,609.46	-21.40%
	平煤股份	2,751.07	1,770.21	-35.65%
	淮北矿业	8,320.04	9,434.31	13.39%
	潞安环能	9,340.34	4,459.97	-52.25%
炼焦煤合计		34,879.11	31,012.04	-11.09%
焦炭	美锦能源	1,534.74	1,926.91	25.55%
	ST 安泰	552.57	119.60	-78.36%
	ST 云维	-41.79	-15.70	-62.43%
	山西焦化	593.16	91.31	-84.61%
	云煤能源	517.67	-280.91	-154.26%
	宝泰隆	431.65	218.35	-49.41%
	陕西黑猫	471.16	480.91	2.07%

金能科技	1,691.86	487.25	-71.20%
焦炭合计	5,751.01	3,027.72	-47.35%
煤炭板块合计	215,531.12	185,680.05	-13.85%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

投资性现金流方面，2019 年板块全年投资性现金流规模减少，投资意愿仍然较弱。行业全年投资性现金流实现-953.7 亿元，同比下降 15.37%。动力煤子板块全年投资性现金流实现-728.4 亿元，净流出量较去年同期下降 20.78%。无烟煤子板块全年投资性现金流实现 75.3 亿元，净流出量较去年同期增长 79%。炼焦煤子板块全年投资性现金流实现-104.78 亿元，净流出量较去年同期减少 18.03%。焦炭子板块全年投资性现金流实现-45.3-亿元，净流出量较去年同期增加 15.37%

表 6：全年煤炭板块投资性现金流梳理

子行业	证券简称	投资性现金流(百万元)		
		2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	-125.36	-398.50	217.88%
	平庄能源	-219.73	-187.35	-14.74%
	露天煤业	-2,282.57	-3,819.74	67.34%
	郑煤电	-23.58	-141.04	498.01%
	兖州煤业	-6,401.20	-5,971.99	-6.71%
	安源煤业	-212.51	-134.54	-36.69%
	大有能源	-379.40	-339.46	-10.53%
	上海能源	-1,011.28	-1,084.85	7.27%
	山煤国际	-4,782.18	1,344.92	-128.12%
	恒源煤电	-418.43	-1,078.72	157.80%
	中国神华	-53,056.00	-46,307.00	-12.72%
	陕西煤业	-7,955.46	-5,825.05	-26.78%
	中煤能源	-14,611.09	-8,657.01	-40.75%
	新集能源	-472.34	-239.83	-49.23%
动力煤合计		-91,951.13	-72,840.15	-20.78%
无烟煤	兰花科创	-738.81	-858.95	16.26%
	阳泉煤业	-3,266.13	-2,910.47	-10.89%
	昊华能源	-180.78	-3,760.75	1980.28%
无烟煤合计		-4,185.73	-7,530.17	79.90%
炼焦煤	冀中能源	-1,409.88	2,380.45	-268.84%
	西山煤电	-3,054.53	-2,774.46	-9.17%
	盘江股份	-619.30	-495.22	-20.04%
	开滦股份	-1,082.25	-634.91	-41.33%
	平煤股份	-2,633.14	-3,266.99	24.07%
	淮北矿业	-2,214.34	-4,197.40	89.56%
	潞安环能	-1,769.36	-1,489.05	-15.84%
炼焦煤合计		-12,782.80	-10,477.57	-18.03%
焦炭	美锦能源	-2,814.80	-942.45	-66.52%
	ST 安泰	-152.23	261.17	-271.57%
	ST 云维	64.41	45.16	-29.90%
	山西焦化	17.77	-555.77	-3227.94%
	云煤能源	-45.14	297.98	-760.10%
	宝泰隆	-298.55	-321.94	7.84%
	陕西黑猫	63.74	-1,063.88	-1769.03%
	金能科技	-622.22	-2,250.58	261.70%
焦炭合计		-3,787.01	-4,530.31	19.63%

煤炭板块合计	-112,706.66	-95,378.20	-15.37%
--------	-------------	------------	---------

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

筹资性现金流方面，板块筹资性现金流净流出同比增长，行业去杠杆依旧显著。板块全年筹资性现金流实现 1046.94 亿元，净流出量较去年同期增长 18.47%。动力煤子板块全年筹资性现金流实现 884.78 亿元，净流出量较去年同期增长 14.6%。无烟煤子板块全年筹资性现金流实现 17.9 亿元，去年为净流出。炼焦煤子板块全年筹资性现金流实现-144.71 亿元，净流出量较去年同期增加 309.56%。焦炭子板块全年筹资性现金流实现-35.36 亿元，净流出量较去年同期减少 46.12%。我们认为这是由于行业持续去杠杆所致，即上市公司在获得利润后先用于偿付利息与归还本息负债，而不是去投资扩张产能，因此我们预计未来煤炭板块上市公司财务费用有望继续下降。

表 7：全年煤炭板块筹资性现金流梳理

子行业	证券简称	筹资性现金流(百万元)		
		2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	-286.14	-178.91	-37.47%
	平庄能源	-202.86	-202.86	0.00%
	露天煤业	409.27	-140.58	-134.35%
	郑州煤电	-157.98	-24.69	-84.37%
	兖州煤业	-9,851.07	-23,371.88	137.25%
	安源煤业	-565.23	-178.95	-68.34%
	大有能源	94.81	-1,002.32	-1157.23%
	上海能源	-359.88	-628.75	74.71%
	山煤国际	-1,769.03	-3,686.68	108.40%
	恒源煤电	-1,201.23	-914.92	-23.83%
	中国神华	-44,715.00	-37,172.00	-16.87%
	陕西煤业	-7,956.53	-8,306.64	4.40%
	中煤能源	-7,614.28	-9,566.07	25.63%
	新集能源	-3,032.51	-3,102.49	2.31%
动力煤合计		-77,207.66	-88,477.75	14.60%
无烟煤	兰花科创	-1,386.27	752.82	-154.31%
	阳泉煤业	1,324.12	-782.51	-159.10%
	昊华能源	-1,003.30	1,819.94	-281.40%
无烟煤合计		-1,065.45	1,790.25	-268.03%
炼焦煤	冀中能源	-469.29	-1,899.92	304.85%
	西山煤电	-1,222.41	-4,777.03	290.79%
	盘江股份	202.66	-633.82	-412.75%
	开滦股份	-212.35	-1,463.79	589.32%
	平煤股份	1,904.74	494.93	-74.02%
	潞安环能	-3,736.65	-6,191.42	65.69%
炼焦煤合计		-3,533.31	-14,471.05	309.56%
焦炭	美锦能源	1,133.83	-842.04	-174.26%
	ST 安泰	-452.97	-268.35	-40.76%
	ST 云维	1.50	4.14	175.42%
	山西焦化	-72.10	-235.68	226.89%
	云煤能源	-335.80	79.48	-123.67%
	宝泰隆	-508.93	-168.45	-66.90%
	陕西黑猫	-727.65	-397.08	-45.43%
	金能科技	-96.48	1,087.79	-1227.47%
	淮北矿业	-5,503.97	-2,795.65	-49.21%
焦炭合计		-6,562.57	-3,535.84	-46.12%

煤炭板块合计	-88,368.98	-104,694.39	18.47%
--------	------------	-------------	--------

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.6. 资本结构：资产负债率较 2018 年全年下降 1.44 个百分点

上市公司资本结构持续改善，资产负债率较 2018 年全年下降 1.44 个百分点。从上市公司的角度看，煤炭板块上市公司资产负债率整体维持在平稳区间。其中，受到供给侧改革相关政策影响最为深远的动力煤公司相对资产负债率保持最低的水平。

表 8：煤炭板块资产负债率梳理

子行业	证券简称	资产负债率		
		2018	2019	同比
动力煤	靖远煤电	27.93%	28.54%	0.61%
	平庄能源	20.10%	20.67%	0.57%
	露天煤业	30.22%	44.58%	14.36%
	郑州煤电	65.62%	71.57%	5.95%
	兖州煤业	58.29%	59.81%	1.52%
	安源煤业	88.68%	88.75%	0.07%
	大有能源	50.74%	60.96%	10.22%
	上海能源	35.00%	40.35%	5.36%
	山煤国际	79.37%	75.95%	-3.43%
	恒源煤电	44.97%	42.81%	-2.16%
	中国神华	31.13%	25.58%	-5.55%
	陕西煤业	44.92%	39.87%	-5.05%
	中煤能源	58.18%	56.93%	-1.25%
	新集能源	79.46%	75.58%	-3.88%
动力煤合计		45.48%	43.19%	-2.29%
无烟煤	兰花科创	54.42%	57.50%	3.08%
	阳泉煤业	52.49%	50.75%	-1.74%
	昊华能源	38.82%	57.05%	18.23%
无烟煤合计		49.84%	54.03%	4.19%
炼焦煤	冀中能源	52.85%	49.57%	-3.29%
	西山煤电	64.01%	64.48%	0.47%
	盘江股份	47.46%	46.51%	-0.95%
	开滦股份	49.47%	44.95%	-4.52%
	平煤股份	69.96%	69.96%	0.00%
	淮北矿业	65.58%	64.44%	-1.14%
	潞安环能	65.57%	68.38%	2.81%
炼焦煤合计		50.25%	50.36%	0.12%
焦炭	美锦能源	56.66%	52.75%	-3.91%
	ST 安泰	71.42%	65.67%	-5.75%
	ST 云维	16.03%	25.17%	9.15%
	山西焦化	51.54%	47.20%	-4.34%
	云煤能源	40.74%	41.93%	1.20%
	宝泰隆	37.81%	36.81%	-1.01%
	陕西黑猫	47.86%	49.90%	2.04%
	金能科技	28.39%	31.96%	3.57%
焦炭合计		48.72%	46.84%	-1.88%
煤炭板块合计		46.67%	45.22%	-1.44%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

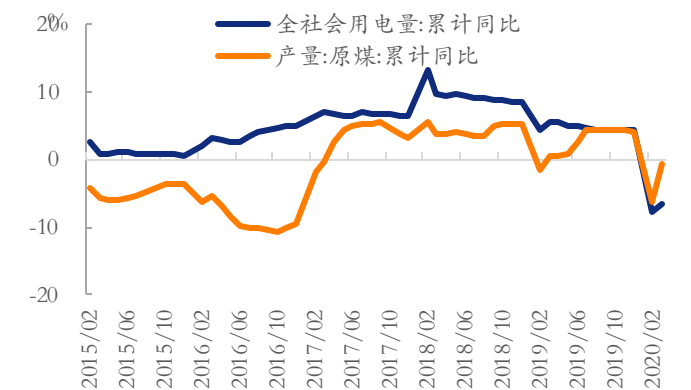
3. 煤炭板块 2020 一季报业绩回顾

3.1. 一季度市场回顾：煤价受疫情影响下跌

2020Q1 煤价受疫情影响下滑。截至 2020 年一季度，秦皇岛港 Q5500 动力煤均价为 557 元/吨，同比下降 7.5%；京唐港主焦煤均价为 1583 元/吨，同比下降 15.2%。

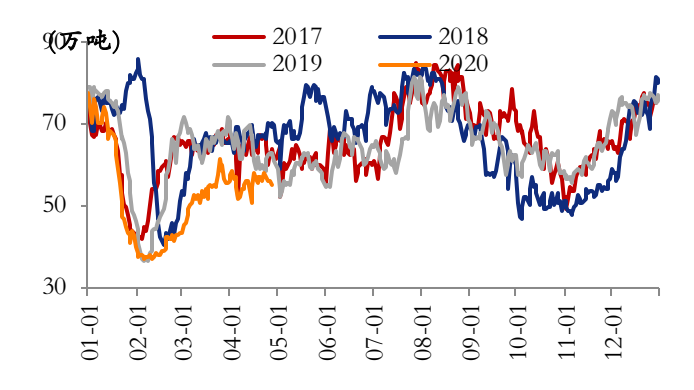
我们认为 2020 年一季度煤价下行的主要原因在于供给恢复的速度快于需求。新冠疫情爆发以来，政策层面要求保障能源供应，因此煤炭企业积极推进复工复产，造成煤炭供给的恢复早于下游需求。2020 年 1-3 月，全国原煤产量 8.3 亿吨，同比增长-0.5%；而一季度全社会用电量 15698 亿千瓦时，同比下降 6.53%。从电厂日耗来看，一季度沿海六大电厂的平均日耗量为 51.61 万吨，较去年同时期低 10.8 万吨，降幅 17.31%。由于需求恢复缓慢煤炭库存攀升，据煤炭资源网数据，2020 年 3 月社会煤炭库存为 2.27 亿吨，较去年同时期高 8971 万吨。库存的蓄水池作用也阻碍了煤价的上涨。后期随着需求修复，煤价有望反弹。

图 4：原煤产量恢复快于用电量恢复



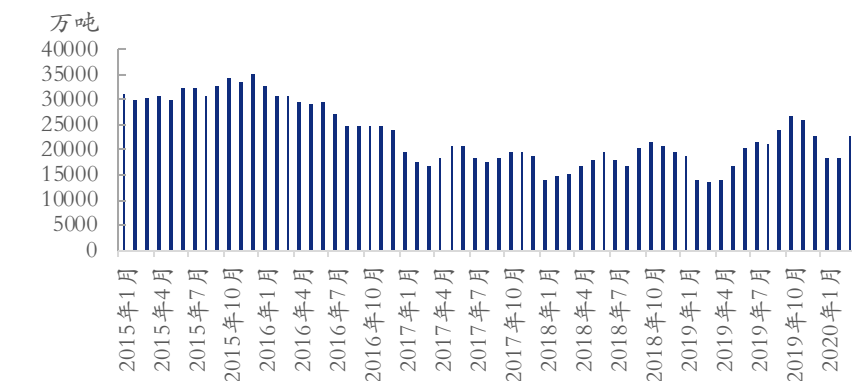
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：沿海六大电厂日耗低于去年同时



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：煤炭社会库存高于去年同期



资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

3.2. 煤价下滑影响上市公司一季度业绩

2020 年一季度,受煤价下行影响,样本煤炭企业合计实现营业收入 2154.5 亿元,同比下降 6.55%,其中动力煤子板块营收为 1646.3 亿元,同比下降 3.94%,无烟煤子板块营收为 108.86 亿元,同比下降 4.31%,炼焦煤子板块 294.26 亿元,同比下降 10.37%;焦炭子板块同比下降 29.8%至 105.18 亿元。利润方面,样本上市公司合计归母净利润 195.93 亿元,同比下降 27.34%,其中动力煤子板块实现净利润 158.47 亿元,同比下降 25.5%,无烟煤子板块实现净利润 4.57 亿元,同比下降 52.32%,炼焦煤子板块净利润为 30.65 亿元,同比下降 14.77%,焦炭子板块同比下降 80.3%至 2.25 亿元。

表 9: 2020Q1 样本上市公司营收与净利润梳理

子行业	证券简称	单季度营业收入 (亿元)			单季度归母净利润 (百万元)		
		2019Q1	2020Q1	同比	2019Q1	2020Q1	同比
动力煤	靖远煤电	1265.35	1087.16	-14.08%	150.46	148.96	-1.00%
	平庄能源	402.61	402.29	-0.08%	-175.79	-103.88	-40.91%
	露天煤业	2380.87	4918.17	106.57%	798.31	982.66	23.09%
	郑州煤电	1003.49	569.25	-43.27%	6.47	-149.71	-2413.91%
	兖州煤业	48243.54	45604.52	-5.47%	2308.40	1527.50	-33.83%
	安源煤业	1560.66	1277.03	-18.17%	19.01	-74.30	-490.83%
	大有能源	1569.65	1565.26	-0.28%	153.85	36.52	-76.26%
	上海能源	1862.67	1748.32	-6.14%	242.93	228.13	-6.09%
	山煤国际	8207.99	7567.81	-7.80%	220.54	204.99	-7.05%
	恒源煤电	1623.60	1230.36	-24.22%	236.55	199.83	-15.52%
	中国神华	57011.00	51077.00	-10.41%	12587.00	9807.00	-22.09%
	陕西煤业	14404.76	18334.98	27.28%	2774.54	2356.16	-15.08%
	中煤能源	29552.41	27512.23	-6.90%	1541.07	648.49	-57.92%
	新集能源	2286.22	1735.72	-24.08%	407.53	34.79	-91.46%
动力煤合计		171374.81	164630.10	-3.94%	21270.86	15847.15	-25.50%
无烟煤	兰花科创	1888.82	1507.19	-20.20%	209.92	53.97	-74.29%
	阳泉煤业	8088.62	8452.39	4.50%	529.21	377.67	-28.64%
	昊华能源	1389.26	916.85	-34.00%	218.64	24.99	-88.57%
无烟煤合计		11366.71	10876.43	-4.31%	957.77	456.63	-52.32%
炼焦煤	冀中能源	5646.31	5064.83	-10.30%	234.25	250.58	6.97%
	西山煤电	8510.31	6963.23	-18.18%	594.47	534.09	-10.16%
	盘江股份	1643.80	1364.60	-16.99%	295.54	132.65	-55.12%
	开滦股份	5702.37	4647.94	-18.49%	368.44	324.31	-11.98%
	淮北矿业	11751.08	14431.76	22.81%	909.43	828.46	-8.90%
	平煤股份	5710.02	5825.70	2.03%	323.50	299.70	-7.36%
	潞安环能	5619.54	5560.10	-1.06%	870.20	695.07	-20.13%
炼焦煤合计		32832.36	29426.41	-10.37%	3595.83	3064.86	-14.77%
焦炭	美锦能源	4315.88	2222.41	-48.51%	374.00	-58.87	-115.74%
	ST 安泰	2338.74	1539.00	-34.20%	19.72	-8.87	-144.99%
	ST 云维	193.77	236.08	21.83%	5.01	6.87	37.09%
	山西焦化	1441.70	1325.26	-8.08%	472.71	100.29	-78.79%
	云煤能源	1390.63	1065.84	-23.36%	19.51	2.26	-88.44%
	宝泰隆	782.99	635.85	-18.79%	77.48	6.19	-92.01%
	陕西黑猫	2520.66	1546.07	-38.66%	27.10	-60.49	-323.21%
	金能科技	1998.65	1947.65	-2.55%	145.51	237.47	63.19%
焦炭合计		14983.01	10518.15	-29.80%	1141.05	224.84	-80.30%
煤炭板块合计		230556.89	215451.09	-6.55%	26965.51	19593.47	-27.34%

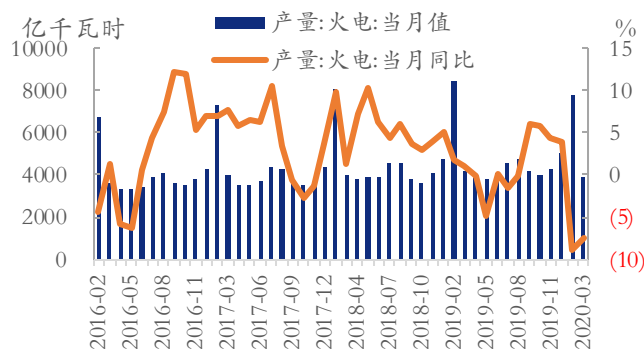
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 价格展望：煤价有望触底反弹

动力煤方面，价格有望触底反弹。1) 需求有所改善。电力方面，据 Wind 数据，5 月 5 日至 5 月 6 日的沿海电厂日耗水平已经超过去年同期，随着天气转暖，空调需求逐步启动，以及复产复工推进，水泥、玻璃灯需求也在恢复，下游需求改善明显。2) 进口煤被严格限制，据煤炭资源网，目前进口煤报关倍严格限制，中国需求的减少导致进口煤成交冷清，海外矿井出货困难。3) 政策调控以及减产预期较强。目前港口动力煤价格已经跌破了煤价绿色区间，据 wind 数据，截至 3 月末，煤炭企业亏损面已经达到 43%，政策端干预预期较为强烈。同时煤企维护煤炭市场价格的减产保价也将在 5 月开始，同时两会召开在即，安全形势趋严，供给收缩预期强烈。

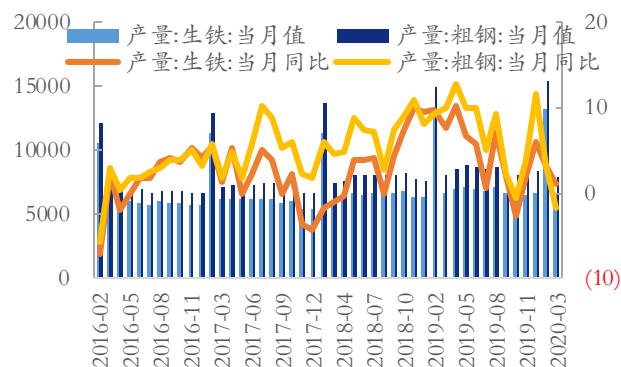
焦煤基本面改善，价格有望止跌回升。在焦化提涨后焦企一方面受利润驱使开工率回升，焦煤需求有所改善，另一方面对原材料的压力减弱，同时煤炭协会倡议减量化生产将使供给端收缩，焦煤基本面有所改善，价格有望止跌回升。

图 7：火电发电量增速放缓



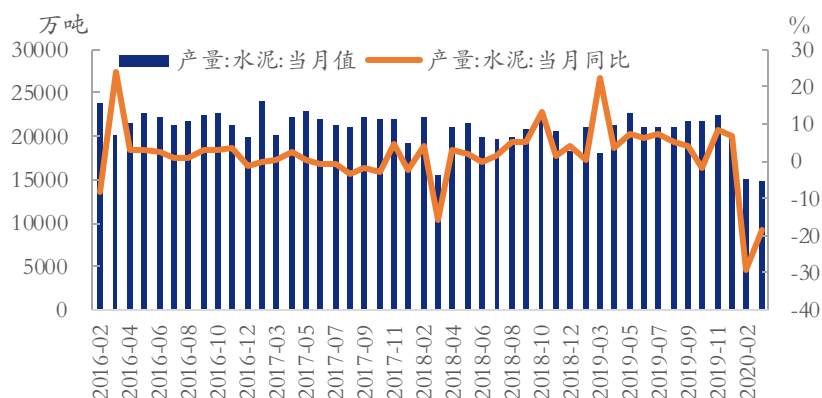
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：生铁产量同比正增长



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2020Q1 水泥产量下降



资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

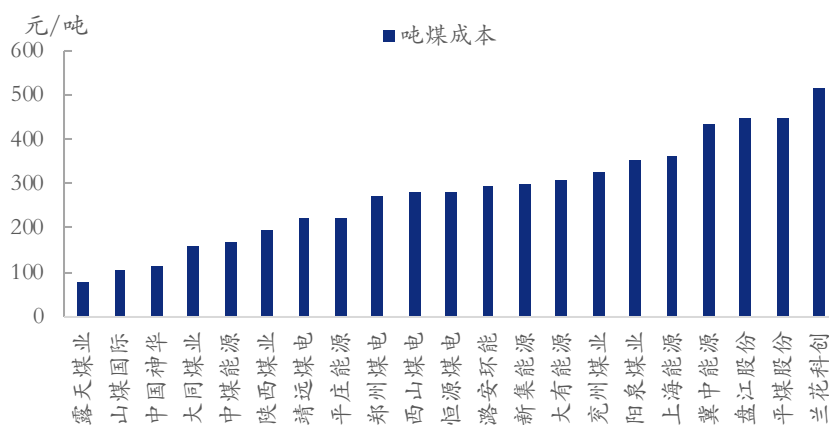
5. 投资建议

5.1. 行业盈利可持续，龙头有望享受估值溢价

我们认为，目前行业的盈利可持续。1) 从行业经营水平来看，全行业平均利润总额仅 51 元/吨，行业并不是暴利，全行业目前仍有 42% 的企业处于亏损状态，且行业资产负债率仍较高，利润表与资产负债表修复尚需时日。2) 从供需结构来看，根据前文，目前行业新建产能投产有望逐年减少，原煤产量增量将遇瓶颈，而在经济稳定的背景下，下游需求整体稳定。行业供需格局将确保煤价保持在相对高位水平。

行业龙头有望享受估值溢价。由于行业的特殊性，煤炭上市公司往往具备天然的资源禀赋差异，在同等煤价水平下，具备优异资源禀赋的龙头企业往往可以获取更高的利润，我们认为这类型企业有望享受相对更高的估值。

图 10：2018 年煤炭上市公司成本情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 板块投资建议

在市场情绪低迷的背景下，我们推荐盈利稳健，历史维持高分红，或明确高分红计划的高股息标的，建议关注中国神华、陕西煤业、平煤股份。

➤ 陕西煤业

新建产能释放增量：小保当二期预计将于 2020 年投产，有望贡献产量增量，是为数不多的有新建产能投产的上市公司之一。

低资产负债率，高现金流：截至 2019Q3 公司资产负债率仅 38.9%，经营性净现金流 156.02 亿元，账面货币资金 180.94 亿元，覆盖 85% 有息负债。

历史维持高分红，高股息：公司历史上年股利支付率 40% 左右，股息率维持 5% 以上，在同行业中极具吸引力。

➤ 中国神华

煤-电-运一体化产业龙头：“煤炭-电力-港口-铁路-运输-煤化工”全产业链龙头，外部风险不断内部化，有效抵御行业波动。

产量有望实现正增长：2019 年由于征地、证照等原因产量受影响的胜利、哈尔乌素等煤矿生产有望在 2020 年逐步恢复正常。同时，据公告，胜利一号露天煤矿生产能力由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年，产能核增 40%。公司产量有望实现正增长，预计公司产量增幅将在 3%~4% 左右。

未来三年分红比例不低于净利润 50%，股息率具备吸引力：据公告，2019 年公司拟派发现金红利约人民币 250.61 亿元（含税），以 4 月 24 日市值测算，股息率 8.31%。据公告，公司将 2019-2021 年度分红比率由 35% 提升至 50%。目前公司负债率 26.34%，2020 年资本开支计划仅 318.3 亿（主要投向为电厂和铁路港口建设）。公司现金充沛，资本开支减少，分红比率高，股息率处于行业领先水平，极具吸引力。同样高现金流的长江电力股价表现较好，主要原因是投资者对其稳定股息的认可，目前长江电力的股息率仅为 4% 左右，神华股息率 8.31%，未来估值有望向长江电力靠拢。

➤ 平煤股份

坚持精煤战略，保障煤炭综合售价：公司持续实施“精煤战略”，加大原煤入洗力度，深挖煤炭产品自身价值，由于精煤价格为混煤价格的 2-3 倍，精煤战略的实施有望保证综合售价，提升盈利能力。

2019 年股利支付率 60%，股息率 6.83%，未来持续高比例分红：据公告，公司拟每 10 股派发现金股利 3.02 元（含税），共计派发现金股利 6.93 亿元，占 2019 年属于上市公司股东的净利润的 60%，以 4 月 27 日市值测算股息率 6.83%。据公司 2019 年至 2021 年股东分红回报规划，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60% 且每股派息不低于 0.25 元人民币。以每股 0.25 元派息测算，未来三年公司保底股息率 5.65%（基于 2020 年 4 月 27 日收盘价测算），处于行业领先水平。

向新能源转型标的同样值得关注：

➤ 美锦能源

焦化行业格局转好，公司煤焦一体化稳定盈利：随着焦化行业去产能，行业过剩问题将有效解决，同时行业集中度将持续提升，盈利空间即将打开。公司目前权益产能 611 万吨，是目前 A 股上市公司最大焦化企业，焦炭价格上涨的业绩弹性最大。同时公司焦炭原料由自有煤矿供应，减弱了煤价上涨的影响。

做大焦化主业，深耕煤-焦-气-化产业链：据公告，公司通过落后产能置换，将建设华盛化工新材料项目，项目包含年产 385 万吨焦炭、30 万吨乙二醇、15.5 万吨 LNG、6 万吨硫酸，以及 12000Nm³/h 工业高纯氢（其中一期 2000Nm³/h、二期 10000Nm³/h），项目建成达产后，除主要产品焦炭外，焦炉煤气等副产品通过加压除杂、加氢合成等，深加工成为乙二醇、LNG；将烟尘脱硫，通过 WSA 制备硫酸；富氢气通过 PSA-H₂ 单元经变压吸附制取合格氢气产品；煤焦油、粗苯等副产品通过专门装置集中回收后，作为重要化工原料出售。

公司拥有完整的氢能产业链：1) 上游：公司焦炭产能副产焦炉煤气可提取氢气 5.1 万吨/年，可以满足 1.3 万辆中型卡车或 9000 辆客车一年的用量。此外，公司还有一座已经投运的加氢站和一座在建加氢站。2) 中游：国鸿氢能作为全球最大燃料电池电堆生产商之一，年产燃料电池电堆 2 万台，燃料电池动力总成 5000 台。鸿基创能是国内首家实现质子交换膜燃料电池膜电极大规模产业化的企业。鸿基创能设计产能 30 万平米，产品成本比目前

主流的膜电极低 20-30%。3) 下游: 飞驰汽车 2019 年销售的燃料电池汽车市场占比为 13.7%, 是国内产销氢燃料电池客车最多的企业之一。2020 年计划生产各种车型约 1500 辆, 以氢燃料电池车辆为主。到 2022 年实现年产 3000 辆的目标。

氢燃料电池业务继续扩张, 未来市场容量空间巨大: 据公告, 公司拟在山西综改示范区晋中经济技术开发区建设氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目 (一期), 项目包含年产 5000 套氢燃料电池动力系统、50 万 KW 氢燃料电池电堆生产能力以及办公、研发、共用动力等相关配套设施。公司在生产焦炭时副产大量氢气, 可以大批量低成本制氢, 制氢和发展加氢站拥有得天独厚的条件, 该项目将推进公司形成产业链闭环。公司在广东已经发展了较成熟的燃料电池基地, 晋中基地有望复制广东模式快速发展, 同时晋中基地属于山西能源改革综合示范区, 未来市场容量空间巨大。

➤ 山煤国际

煤炭生产板块成本低, 盈利强: 公司自产煤成本控制出众, 2019 年吨煤开采成本仅 115 元/吨, 在动力煤上市公司中仅次露天煤业。在煤价保持稳定的背景下, 公司煤炭生产业务有望持续保持较强盈利水平。

煤炭贸易板块持续剥离不良资产: 2016 年至今, 公司已累计四次合计以转让股权的形式剥离 25 家贸易子公司。剥离亏损贸易资产后公司业绩包袱明显减轻, 对业绩的拖累减少, 资产质量大幅提升, 有望实现公司利润的大幅增厚。

有望进军新能源领域: 公司与钧石能源签署《战略合作框架协议》, 拟共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目, 该项目是目前全球最大 HIT 生产线。HIT 电池被认为是高转换效率硅基太阳能电池的热点方向之一, 且预计在未来数年内, 通过硅片薄片化、降低银浆用量或推动国产化、提高单机生产设备产能等方式, 异质结技术生产成本有望降低一半。公司业绩和现金流均有望持续稳定改善, 资产负债表或将不断修复。同时公司积极进军光伏行业, HIT 是未来行业发展重要方向, 公司应获得高于单一煤炭公司估值。

6. 风险提示

经济大幅下行风险: 煤炭行业为周期性行业, 其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关, 经济下行将直接影响煤炭需求。

煤价大幅下跌风险: 板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售, 煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034