

中信证券研究部



祖国鹏
 首席煤炭分析师
 S1010512080004

核心观点

在资产减值的拖累下，公司 2018 年业绩仍有近 50% 的增长，显示公司盈利能力正在恢复改善期。未来三年公司煤炭及电力板块均有扩张，业绩增长有支撑。目前公司处于“破净”状态，长期看，特别是港股股价，有明显吸引力。

- **2018 年净利润增长近 50%**。公司 2018 年营业收入/净利润分别为 1041.40/34.35 亿元（同比分别+27.76%/+49.87%），EPS0.26 元。公司利润分配预案为每股派现 0.078 元（含税）。资产减值类项目合计 12.42 亿元，预计影响净利约 8.7 亿元。
- **商品煤产量增长 2%，煤炭盈利主要来自于焦煤矿井**。2018 年公司生产商品煤 7713 万吨（同比+2.10%），其中动力煤/炼焦煤产量分别为 6822/891 万吨（同比分别+1.97%/+3.13%），销量 1.56 亿吨（同比+21.33%），销售区域依然以华东为主。自产商品煤均价为 508 元/吨（同比+3.04%），其中动力煤 443 元/吨（同比+0.68%），焦煤 1012 元/吨（同比+11.82%）。自产煤单位销售成本 217.73 元/吨（同比-3.02%），主要由于单位材料成本下滑 11%。煤炭板块盈利主要来自于华晋焦煤矿，按核定产能推算预计吨煤净利可达 485 元，贡献归母净利润约 14.85 亿元，动力煤主力矿区平朔公司仅实现 0.46 亿元净利润。
- **各板块业务持续扩张，业绩即将进入收获期**。按公告披露，动力煤矿纳林河二号（800 万吨，66%权益）及母杜柴登（600 万吨，51%权益）两矿已于 2018 年投产，小回沟煤矿（焦煤，产能 300 万吨）将于今年内完成竣工验收，预计 2019 年煤炭板块有望增加 7~8 亿元的净利。远期，大海则煤矿（动力煤、产能 1500 万吨）预计 2020 年下半年试生产，里必煤矿（无烟煤、400 万吨，80%权益）建设也逐步推进，未来公司煤种结构将更为丰富。预计公司煤炭产量 2019~2021 年同比将分别增长 20%/5%/15%。电力方面，大屯 2×350MW 项目 1 号机组已成功投运，2 号机组预计于今年上半年投运，预计贡献 2019 年业绩增量约 1.5 亿元。新疆 2×660MW 电厂项目两台机组已具备试运行条件，平朔公司 2×660MW 低热值煤发电项目建设有序推进，随着煤电产业链的完善，公司现金流将更加稳定。
- **风险因素**：成本及减值波动较大；动力煤价波动，影响业绩增长等。
- **投资建议**：考虑成本费用及减值压力，我们调整公司 2019~2020 年 EPS 预测至 0.34/0.41（原预测为 0.44/0.42 元），给予 2021 年 EPS 预测 0.56 元。A 股当前价 5.26 元，对应 2019~2021 年 P/E 分别为 16/13/9x。给予 A 股目标价 7 元，对应 2018 年 P/B1x，按照历史估值习惯，给予港股（01898.HK）目标价 4.90 港元，均维持“买入”评级。

中煤能源	601898
评级	买入（维持）
当前价	5.26 元
目标价	7.00 元
总股本	13,259 百万股
流通股本	9,152 百万股
52 周最高/最低价	5.5/4.55 元
近 1 月绝对涨幅	11.68%
近 6 月绝对涨幅	4.78%
近 12 月绝对涨幅	-5.06%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	81,123.2	104,140.1	102,906.7	112,134.5	123,439.6
营业收入增长率	33.8%	28.4%	-1.2%	9.0%	10.1%
净利润(百万元)	2,414.4	3,434.6	4,448.0	5,441.7	7,476.0
净利润增长率	19%	42%	30%	22%	37%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.26	0.34	0.41	0.56
毛利率%	32%	29%	30%	31%	34%
净资产收益率 ROE%	2.71%	3.73%	4.65%	5.46%	7.08%
每股净资产 (元)	6.71	6.95	7.21	7.52	7.96
PE	29	20	16	13	9
PB	0.78	0.76	0.73	0.70	0.66

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	81,123	104,140	102,907	112,134	123,440
营业成本	54,831	74,314	71,670	76,886	81,658
毛利率	32.41%	28.64%	30.35%	31.43%	33.85%
营业税金及附加	2,666	3,252	3,396	3,700	4,074
销售费用	9,959	10,594	10,805	10,989	12,097
营业费用率	12.28%	10.17%	10.50%	9.80%	9.80%
管理费用	3,729	4,045	4,116	4,665	4,956
管理费用率	4.60%	3.88%	4.00%	4.16%	4.01%
财务费用	3,252	3,653	3,261	3,634	3,580
财务费用率	4.01%	3.51%	3.17%	3.24%	2.90%
投资收益	1,228	1,922	1,598	1,583	1,701
营业利润	6,229	8,889	10,435	13,549	18,409
营业利润率	7.68%	8.54%	10.14%	12.08%	14.91%
营业外收入	75	171	148	132	150
营业外支出	158	268	229	218	238
利润总额	6,147	8,792	10,354	13,463	18,321
所得税	1,701	2,565	2,412	3,596	4,835
所得税率	27.67%	29.17%	23.29%	26.71%	26.39%
少数股东损益	2,032	2,793	3,495	4,425	6,010
归属于母公司股东的净利润	2,414	3,435	4,448	5,442	7,476
净利率	2.98%	3.30%	4.32%	4.85%	6.06%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	18,728	23,861	24,416	26,062	28,753
存货	7,447	8,253	10,287	10,012	10,479
应收账款	15,514	4,881	16,483	14,717	13,622
其他流动资产	7,183	18,449	19,471	18,767	19,183
流动资产	48,871	55,444	70,658	69,558	72,037
固定资产	88,783	105,531	118,950	129,896	141,356
长期股权投资	19,158	19,982	19,982	19,982	19,982
无形资产	39,331	42,563	42,375	42,125	41,792
其他长期资产	52,696	41,138	40,728	42,599	38,903
非流动资产	199,968	209,214	222,035	234,602	242,032
资产总计	248,839	264,658	292,693	304,160	314,070
短期借款	6,956	6,308	20,621	23,600	20,349
应付账款	22,492	23,253	29,812	29,193	30,174
其他流动负债	33,483	39,547	39,799	40,313	40,619
流动负债	62,931	69,107	90,233	93,106	91,142
长期借款	43,084	45,317	45,317	45,317	45,317
其他长期负债	36,739	39,552	39,552	39,552	39,552
非流动性负债	79,823	84,869	84,869	84,869	84,869
负债合计	142,754	153,977	175,102	177,975	176,011
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	38,138	38,750	38,750	38,750	38,750
归属于母公司所有者权益合计	89,012	92,142	95,556	99,725	105,588
少数股东权益	17,073	18,540	22,035	26,460	32,470
股东权益合计	106,085	110,682	117,591	126,185	138,058
负债股东权益总计	248,839	264,658	292,693	304,160	314,070

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	6,147	8,792	10,354	13,463	18,321
所得税支出	-1,701	-2,565	-2,412	-3,596	-4,835
折旧和摊销	6,603	7,422	8,630	9,424	10,238
营运资金的变化	2,402	2,978	-8,668	2,299	1,163
其他经营现金流	4,356	3,787	2,555	2,429	2,252
经营现金流合计	17,807	20,414	10,460	24,019	27,139
资本支出	-8,509	-9,428	-20,000	-20,000	-15,000
投资收益	1,228	1,922	1,598	1,583	1,701
其他投资现金流	-2,732	-7,105	-1,521	-2,028	-2,705
投资现金流合计	-10,013	-14,611	-19,924	-20,446	-16,004
发行股票	51	3	0	0	0
负债变化	50,645	50,709	14,314	2,978	-3,251
股息支出	-729	-1,034	-1,034	-1,273	-1,613
其他融资现金流	-57,572	-57,292	-3,261	-3,634	-3,580
融资现金流合计	-7,604	-7,614	10,019	-1,928	-8,444
现金及现金等价物净增加额	190	-1,811	556	1,645	2,692

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	33.80%	28.37%	-1.18%	8.97%	10.08%
营业利润增长率	81.49%	42.70%	17.38%	29.85%	35.87%
净利润增长率	19.14%	42.25%	29.51%	22.34%	37.38%
毛利率	32.41%	28.64%	30.35%	31.43%	33.85%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	18.22%	19.70%	21.17%
净利率	2.98%	3.30%	4.32%	4.85%	6.06%
净资产收益率	2.71%	3.73%	4.65%	5.46%	7.08%
总资产收益率	0.97%	1.30%	1.52%	1.79%	2.38%
资产负债率	57.37%	58.18%	59.82%	58.51%	56.04%
所得税率	27.67%	29.17%	23.29%	26.71%	26.39%
股利支付率	30.20%	30.11%	28.61%	29.64%	29.45%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。