

中信证券研究部

核心观点



祖国鹏
 能源化工分析师
 S1010512080004

Q3 各煤种价格同比虽然依旧下滑，但环比改善明显，且坑口煤价环比涨幅高于港口。预计板块 Q3 净利环比约增长 18% 以上，同比降幅有望收窄。四季度预计煤炭供给缺乏向上的弹性，煤价整体维持高位，行业景气预期稳中向好。目前板块估值处于历史低位，龙头公司估值提升逻辑清晰，推荐业绩向好、股息率有保障的低估值龙头。

■ **三季度动力煤及焦炭价格同比跌幅收窄，焦煤、无烟煤价格降幅仍偏大。**2020 年 Q3（截至 9 月 28 日，下同）单季煤炭均价同比下跌 13.1%，分煤种看，动力煤同比跌幅最小，平均下降 4.56%，其中港口煤价基本持平，坑口煤价降幅较大；焦炭价格同比降幅约为 4.64%；炼焦煤和无烟煤大幅下降，跌幅分别达到 15.52% 和 17.51%。环比而言，动力煤均价环比上涨 7.51%，无烟煤均价环比下降 5.10%，焦煤均价环比下降 2.77%。

■ **预计板块 Q3 单季净利润环比上涨 18% 以上，前三季度业绩同比下降 13.5%。**以我们主要跟踪的上市公司为样本，预计 Q3 单季净利环比增长或超过 18%，但前三季度累计净利润同比或下降 13.5%，降幅较中报的 20% 进一步收窄。我们重点跟踪的公司中，预计有 8 家公司前三季度业绩可以实现正增长，其中 3 家公司同比增速可超过 15%（陕西煤业、冀中能源、平煤股份），多数公司均有望呈现单季环比改善的状态，利好市场对行业预期的修复。

■ **四季度煤价展望：旺季效应支撑煤价维持高位。**展望四季度，前期是“双焦”旺季，后期是动力煤旺季，旺季效应有望带动煤炭需求边际改善。虽然全国范围的安全监管因素在旺季保供下或有所弱化，但供给整体依然缺乏向上的弹性，在需求释放下，行业旺季料仍将是供需紧平衡的格局，支撑煤炭价格维持高位，有助于盈利能力进一步改善。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓影响煤炭需求。进口、安监等政策再度放松。

■ **投资策略。**关注业绩向好、股息率有保障的低估值龙头公司。目前煤价稳中向好，行业中短期改善的逻辑明确，板块估值也具备吸引力，具备防御属性。我们认为在资金推动和板块轮动的效应下，板块交易活跃度有机会继续上升，优质公司估值修复空间明确。推荐业绩向好、股息率有保障的低估值龙头公司：淮北矿业、中国神华（H+A）、陕西煤业、露天煤业及平煤股份。

煤炭行业

评级	中性（维持）
景气趋势	煤炭→
利润增长率	-10%YoY
估值水平	20P/E=9

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
淮北矿业	9.97	1.68	1.63	1.86	5.93	6.12	5.36	买入
中国神华	16.51	2.17	1.96	2.06	7.61	8.42	8.01	买入
陕西煤业	8.63	1.18	1.32	1.23	7.31	6.54	7.02	买入
露天煤业	10.13	1.28	1.35	1.47	7.91	7.5	6.89	买入
平煤股份	5.65	0.5	0.56	0.62	11.3	10.09	9.11	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 29 日收盘价

目录

今年以来全行业利润同比下滑，但财务负担不断减轻	1
不同煤种 Q3 均价同比降幅差异明显	2
预计主要煤企三季度业绩同比下降约 13.5%，但 Q3 单季环比增长或超 18%	3
四季度煤价展望：旺季效应或支撑煤价维持高位，全年业绩降幅有望进一步收窄	4
行业需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性	4
料供给短期仍有约束，整体向上弹性有限	6
下半年煤价环比上涨确定性高，或追平去年同期水平	8
风险因素	9
投资建议	9

插图目录

图 1: 规模以上煤企亏损金额.....	1
图 2: 规模以上煤企累计利润.....	1
图 3: 煤炭行业资产负债率.....	1
图 4: 煤炭行业财务费用及同比增速.....	1
图 5: PPI vs 工业增加值.....	5
图 6: M1 同比增速.....	5
图 7: 全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数.....	5
图 8: 三峡出库流量.....	5
图 9: 全国生铁月度产量及同比增速.....	6
图 10: 全国生铁月度产量及同比增速.....	6
图 11: 基建投资 vs 房地产投资.....	6
图 12: 房地产开发资金同比增速.....	6
图 13: 全国及煤炭主产省产量增速对比.....	7
图 14: 煤炭主产区新增产能预测.....	7
图 15: 进口煤折价及进口量对比.....	7
图 16: 国内外现货煤价对比.....	7
图 17: 坑口到港成本与港口售价之价差.....	8
图 18: 秦皇岛港煤炭均价预测.....	8
图 19: 产地焦煤价格预测.....	9
图 20: 天津港准一级冶金焦价格预测.....	9

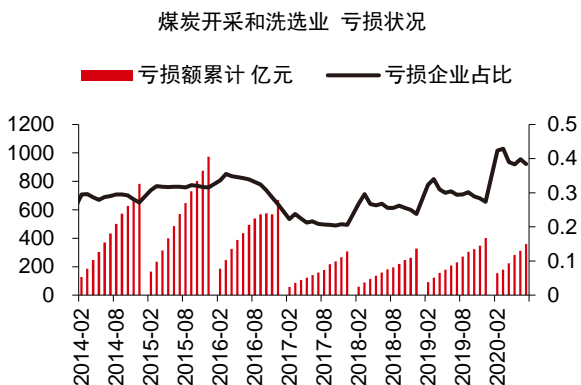
表格目录

表 1: 分煤种 2020 年 Q3 煤价统计表.....	2
表 2: 主要上市公司 2020 年三季度业绩预测表.....	3
表 3: 下半年煤炭上市公司业绩对价格敏感性分析.....	9
表 4: 主要上市煤企 PB 估值.....	10
表 5: 主要上市煤企盈利预测表.....	11

今年以来全行业利润同比下滑，但财务负担不断减轻

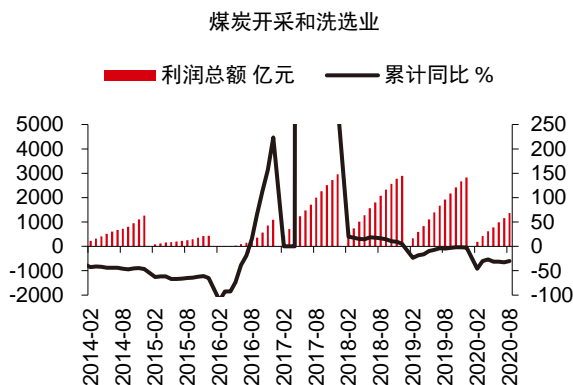
2020 年前三季度，煤价同比依然是下降趋势，但已经呈现边际改善的状态。从国家统计局公布的 2020 年前 7 个月规模以上企业统计数据来看，营业收入在 2000 万元以上的煤炭企业中亏损企业的比例为 38.37%，较上年同期的 29.43% 上升 8.94pcts，累计营业收入/成本分别同比下滑 11.5%/8.0%，累计利润总额同比下滑 32.8%，预计后续盈利还将逐月改善。

图 1：规模以上煤企亏损金额



资料来源：Wind，中信证券研究部

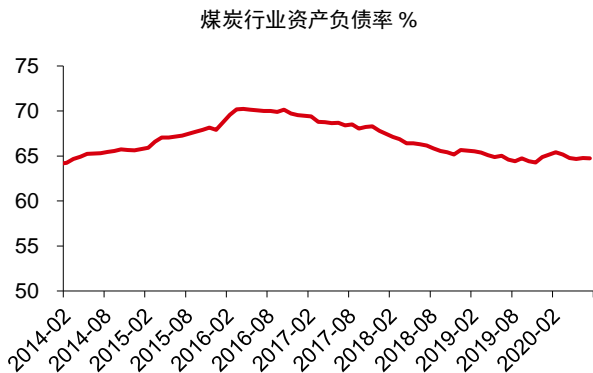
图 2：规模以上煤企累计利润



资料来源：Wind，中信证券研究部

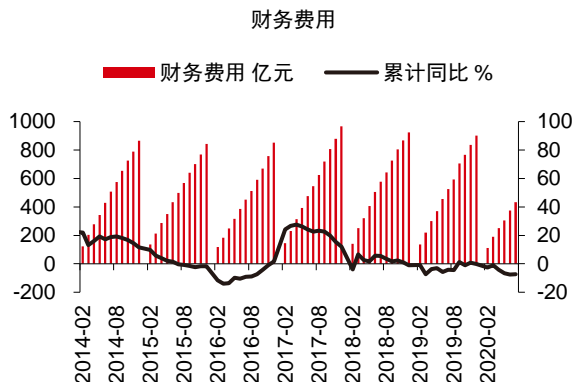
2017 年以来行业整体资产负债率处于下降的趋势，截至 2020 年 7 月，行业整体资产负债率为 64.73%，较去年同期小幅增加 0.13pcts，上半年宽松的流动性也为煤炭企业置换高成本债务提供了有利条件。从财务费用角度来看，截至今年 7 月，煤炭行业整体财务费用为 432.9 亿元，同比下滑 7.30%，也显示出煤炭行业财务负担不断减轻。

图 3：煤炭行业资产负债率（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：煤炭行业财务费用及同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

不同煤种 Q3 均价同比降幅差异明显

我们根据中国煤炭市场网（www.CCTD.com）的煤炭价格数据库，对不同煤种煤炭价格的变化情况进行了整理。

同比而言，2020 年第三季度煤价整体出现下滑，平均价格同比下滑 13.1%。分煤种看，动力煤同比跌幅最小，平均下降 4.56%，其中港口同比降幅在 1%~2%，基本持平去年同期；炼焦煤价格平均下降 15.52%，焦炭价格整体跌幅约为 4.64%。

环比而言，2020 年第三季度动力煤均价环比上涨 7.51%，坑口煤价涨幅高于港口煤价。第三季度无烟煤均价环比下降 5.10%，焦煤均价环比下降 2.77%，主要是山西区域价格偏弱，古交地区 2 号和 8 号焦煤价格环比降幅达 5%~6%。

表 1：分煤种 2020 年 Q3 煤价统计表（单位：元/吨）

		2020Q3	2020 前三季	2020 前三季同比	2020Q3 同比	2020Q3 环比	2020Q3 较 2020H1
动力煤							
秦皇岛 中转地 价格	大同优混（5800K）	604	577	-8.05%	-1.79%	11.33%	7.44%
	山西优混（5500K）	576	550	-8.21%	-1.77%	11.31%	7.42%
	山西大混（5000K）	503	485	-6.02%	-1.28%	10.67%	6.15%
	普通混煤（4500K）	447	436	-3.89%	0.09%	9.57%	4.46%
山东兖州	动力块煤（6000 大卡）	643	671	-4.50%	-8.02%	-1.53%	-5.76%
	混煤（5000 大卡）	482	506	-9.25%	-11.58%	-1.26%	-6.75%
内蒙古	鄂尔多斯混煤（4500 大卡）	225	211	0.17%	9.28%	17.67%	10.81%
	鄂尔多斯电煤（5500 大卡）	357	334	-12.09%	-4.08%	19.10%	11.17%
	鄂尔多斯动力块煤（6000 大卡）	417	436	-7.36%	-11.92%	-2.08%	-6.35%
陕西	陕西煤炭价格指数（动力煤）	385	385	-9.02%	-7.20%	3.14%	-0.29%
山西大同	大同（6000 大卡车板价）	439	424	-9.00%	-4.95%	12.73%	5.74%
	大同南郊（5500 动力煤车板价）	429	414	-9.26%	-5.05%	13.07%	5.98%
均值		459	452	-7.21%	-4.56%	7.51%	2.46%
冶金煤							
唐山地区	肥精煤	1464	1515	-5.60%	-8.20%	-2.91%	-4.86%
	焦精煤	1484	1535	-5.54%	-8.12%	-2.89%	-4.82%
山西太原古交	古交 2 号（车板含税）	1255	1355	-18.83%	-21.46%	-5.25%	-10.44%
	古交 8 号（车板含税）	1135	1233	-19.29%	-22.21%	-6.02%	-11.23%
京唐港 焦煤价格	主焦煤（澳大利亚产）	1330	1353	-16.08%	-14.65%	0.09%	-2.44%
	主焦煤（俄罗斯产）	1003	1020	-19.88%	-18.32%	-0.13%	-2.35%
	炼焦煤（中国产）	1440	1498	-15.76%	-14.96%	-1.99%	-5.54%
均值		1302	1358	-14.26%	-15.52%	-2.77%	-6.00%
无烟煤							
山西晋城	无烟中块（6800 大卡）	862	908	-14.92%	-14.42%	-4.23%	-7.40%
	无烟小块（6500 大卡）	782	833	-17.50%	-16.41%	-6.53%	-8.83%
	无烟末煤（6000 大卡）	543	570	-19.93%	-16.34%	-2.62%	-6.82%
山西阳泉	无烟洗中块（7000 大卡）	843	923	-15.84%	-20.84%	-5.68%	-12.18%
	无烟洗小块（7000 大卡）	768	856	-16.59%	-22.77%	-8.26%	-14.39%

	2020Q3	2020 前三季	2020 前三季同比	2020Q3 同比	2020Q3 环比	2020Q3 较 2020H1
无烟末煤（6200 大卡）	485	500	-23.04%	-16.45%	-0.55%	-4.34%
均值	714	765	-17.47%	-17.51%	-5.10%	-9.55%
全体均值(不含焦炭)	756	781	-13.27%	-13.14%	-0.55%	-4.55%
焦炭						
临汾产	1678	1662	-8.74%	-6.76%	4.14%	1.59%
唐山产	1848	1807	-7.87%	-2.63%	4.84%	3.49%
均值	1763	1735	-8.29%	-4.64%	4.51%	2.58%
全体均值	831	852	-12.55%	-11.90%	0.21%	-3.50%

资料来源：CCTD，中信证券研究部 注：数据统计截至 2020 年 9 月 28 日

■ 预计主要煤企三季度报业绩同比下降约 13.5%，但 Q3 单季环比增长或超 18%

我们根据不同煤种 2020 年前三季度煤价同比变动幅度、公司销售结构，历史财务报告中披露的成本、费用及产量情况，结合近期公司调研信息，推算上市公司 2020 年三季度报盈利情况。预计主要上市公司 2020 年三季度报净利润加总同比下降约 13.51%。若剔除中国神华的影响，则业绩下降或约 14%左右。

从三季度单季情况看，由于动力煤价格环比上涨幅度较大，另一些煤种价格环比保持不变或小幅下降，预计 Q3 单季度上市公司整体业绩环比增长幅度达到 18%以上。

表 2：主要上市公司 2020 年三季度业绩预测表（万元）

证券简称	Q3 单季净利润预测	三季度报预测	三季度报同比	Q3 单季环比	备注
动力煤为主的企业					
露天煤业	60,168	201,439	2.76%	39.91%	三季度季节性产量减少，剥离成本上升，考虑吨电解铝盈利每吨扩张 800 元
兖州煤业	113,547	573,534	-17.88%	-63.04%	海外煤价三季度较上半年下降 15%，国内煤价三季度较上半年平均上涨 5%
大有能源	5,607	16,134	5.66%	-18.45%	根据行业平均煤价波动幅推算
上海能源	24,704	71,942	7.68%	1.14%	根据行业平均煤价波动幅推算
山煤国际	36,275	80,813	1.31%	50.90%	业绩对煤价的弹性较大，三季度煤价相比上半年上涨 5%
恒源煤电	25,486	64,462	-10.30%	34.19%	根据行业平均煤价波动幅推算
大同煤业	18,233	62,263	-8.05%	22.76%	根据行业平均煤价波动幅推算
中国神华	1,174,674	3,240,474	-12.63%	8.25%	预计年度长协环比上半年增长 0.5%，月度长协、市场煤价较上半年上涨 5%
陕西煤业	670,581	1,169,172	28.71%	155.00%	煤价相比上半年上涨 5%，产量有增加，预计隆基投资收益增厚 40 亿元
中煤能源	170,789	401,744	-30.27%	2.82%	预计三季度平均煤价较上半年增长 3%，成本有所增加
新集能源	6,621	16,058	-91.71%	11.13%	根据行业平均煤价波动幅度推算
冶金煤为主的企业					
冀中能源	32,893	94,178	28.73%	-9.20%	成本费用环比有所增加，煤价较上半年平均上涨 2%
西山煤电	56,117	164,565	-8.89%	1.96%	预计煤价较上半年平均上涨 2%，成本费用平稳
盘江股份	21,896	56,283	-37.19%	3.67%	预计煤价较上半年平均上涨 3%

证券简称	Q3 单季净利润预测	三季度预测	三季度同比	Q3 单季环比	备注
淮北矿业	95,736	261,757	-7.62%	15.10%	预计煤价较上半年平均上涨 4%，成本费用平稳，建筑骨料业务贡献约 5000 万元业绩增量
平煤股份	39,541	110,270	24.27%	-2.99%	预计煤价较上半年平均上涨 3%，成本略有增加
潞安环能	61,549	178,394	-15.56%	30.02%	预计煤价较上半年平均上涨 2%，成本费用平稳
无烟煤为主的企业					
神火股份	32,709	53,985	-78.61%	88.57%	预计煤价较上半年平均上涨 2%，成本费用平稳，电解铝单位盈利增加约 500 元/吨
昊华能源	5,122	14,539	-75.84%	-25.96%	内蒙矿区煤价上涨 5%，但预计产量因安监影响有明显下降
兰花科创	9,882	24,530	-66.85%	6.82%	预计煤价较上半年平均上涨 2%，成本费用平稳，化肥板块预计随价格改善有明显减亏
阳泉煤业	40,713	112,826	-29.35%	18.54%	预计煤价较上半年平均上涨 2%，成本费用平稳
焦炭为主的企业					
山西焦化	33,696	78,616	-12.58%	-3.43%	根据行业平均焦炭价格波幅推算
美锦能源	40,355	46,759	-43.32%	228.32%	根据行业平均焦炭价格波幅推算
开滦股份	26,121	81,720	-19.20%	12.74%	根据行业平均焦炭价格波幅推算
宝泰隆	728	1,809	-73.52%	57.92%	根据行业平均焦炭价格波幅推算

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

预计 2020 年三季度业绩同比跌幅超过 50% 的公司主要有新集能源（同比-92%）、神火股份（同比-79%）、昊华能源（同比-76%，预计产量因安监影响有明显下降）、兰花科创（同比-67%）、宝泰隆（同比-74%）。

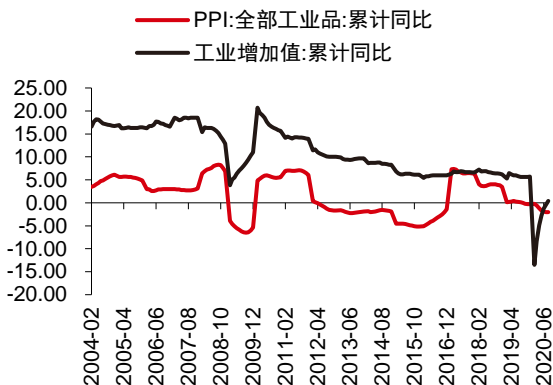
预计 2020 年三季度业绩同比增长超过 15% 的公司有陕西煤业（同比+29%，隆基股份股权处置收益贡献较大）、冀中能源（同比+29%，成本费用整体控制较好）、平煤股份（同比+24%，精煤比例提升、成本有效控制）。

■ 四季度煤价展望：旺季效应或支撑煤价维持高位，全年业绩降幅有望进一步收窄

行业需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性

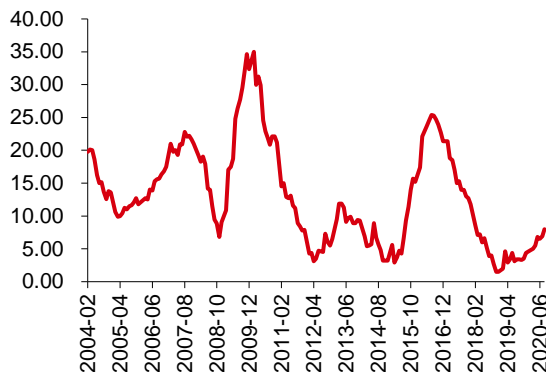
总体而言，PPI 指标与各煤种需求都有很强的相关性。宏观数据显示，PPI 单月同比增速低点大概率已经在 5 月份出现（5 月份同比-3.7%，8 月份已回升至-2.0%），工业增加值从单月数据看，自 4 月以来同比增速逐步扩张，8 月累计增速同比已转正，这些因素预示着动力煤需求也在改善趋势中。

图 5: PPI vs 工业增加值 (当月同比, %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

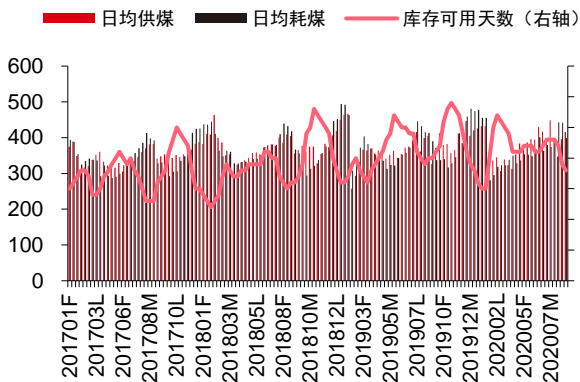
图 6: M1 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

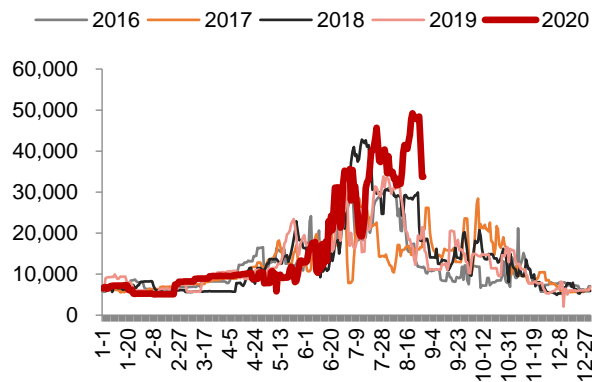
就高频数据而言,从重点电厂煤耗数据看,8月耗煤同比增速较7月有扩张,但进入9月后增速又有所收窄,从三峡出库流量看,水电对火电的挤压近期有所减弱。综合两大因素,预计下半年煤炭需求同比仍可维持正增长。我们预测下半年动力煤需求同比增速或在2~3%之间,或存在超预期的可能,主要变量是水电的出力。

图 7: 全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 三峡出库流量 (立方米/秒)

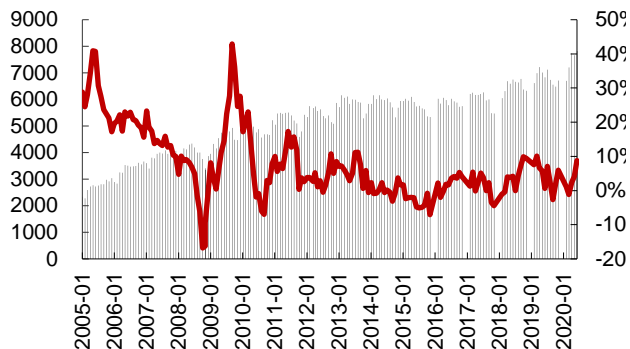


资料来源: Wind, 中信证券研究部

今年以来,“双焦”需求与其它工业品保持了类似的走势,受到“疫情”的冲击,2~4月份需求萎缩明显,但5月份开始,随着下游需求的恢复,黑色产业链的需求也走出谷底。产业链需求的扩张首先传导至焦炭,加之山东等地环保限产减产等措施,5~6月份焦炭集中完成了6次提价,中间虽有回调,但近期仍在继续提价,整体处于上涨通道。焦煤由于焦炭产量扩张受到限制,需求提振较滞后,但6月以来也处于稳中看涨的态势中,9月随着黑色产业链旺季的到来,近两月的提价预期也在增强。

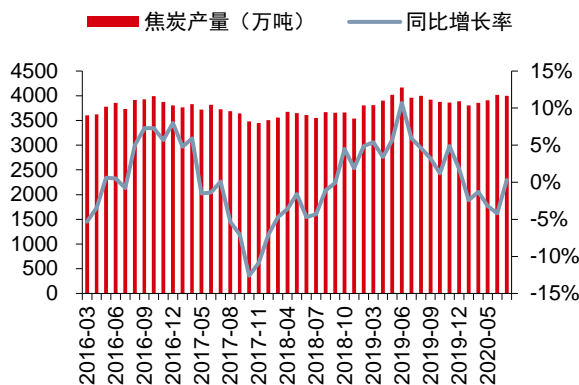
宏观数据层面而言,从投资产业链数据看,无论是地产投资还是基建投资的同比增速,也呈现逐步改善的趋势,其中房地产投资增速6月数据已经同比转正,8月增速进一步扩张(同比+4.6%),基建投资7月也转为正增长,8月同比增速为+2.20%。

图 9：全国生铁月度产量及同比增速（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

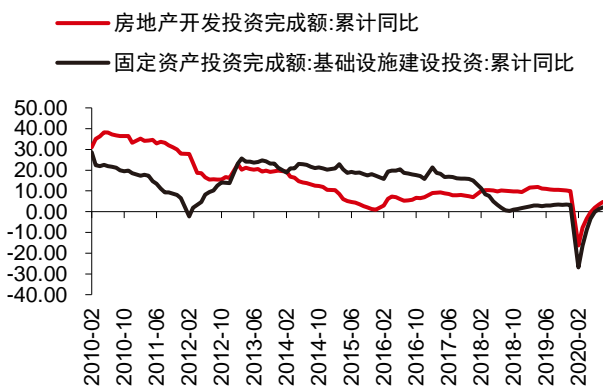
图 10：全国生铁月度产量及同比增速（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

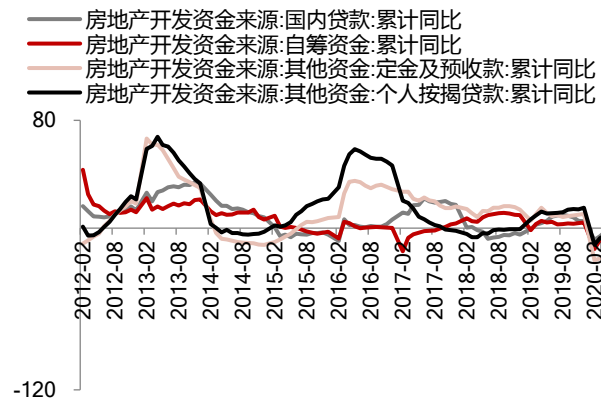
随着特别国债等财政支持效应的逐步显现，基建投资年内有望继续扩张。地产投资而言，随着上半年土地购置的增加，年内地产投资增速预计也将延续边际扩张的趋势，因此有望支撑生铁产量和焦煤/焦炭需求的增长。

图 11：基建投资 vs 房地产投资（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：房地产开发资金同比增速（%）

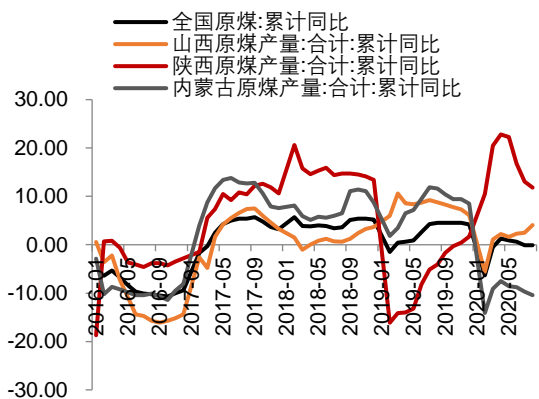


资料来源：Wind，中信证券研究部

料供给短期仍有约束，整体向上弹性有限

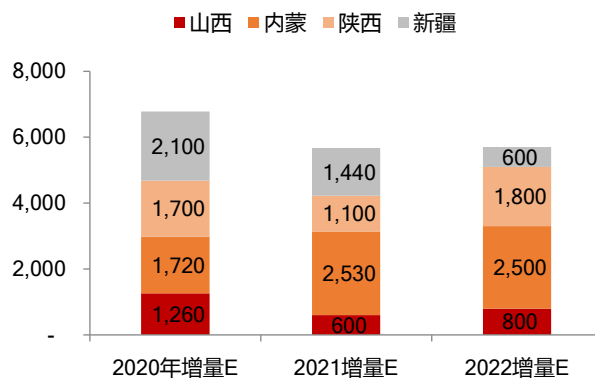
5 月全国原煤产量累计增速同比转正，说明疫情对煤矿开采的影响基本消失。但 7~8 月份，原煤产量累计增速又出现了同比负增长。影响产量的主要变量在于内蒙，内蒙因为矿权资源领域的整顿，个别违规煤矿已被要求停产，对各煤矿产量监管也较为严格，主要通过煤管票限制超产。此外，陕西地区 9 月中旬以来边际供给也在下降，主要是国家煤矿安监局全国煤矿安全生产综合督查工作在推进，一些安全不达标的煤矿生产受到影响。因此预计短期供给将继续受到约束，缺乏向上弹性。

图 13: 全国及煤炭主产省产量增速对比 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 煤炭主产区新增产能预测 (万吨)

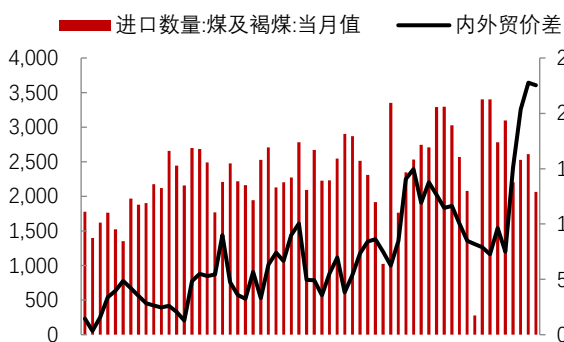


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

今年前 8 月, 陕西、山西及内蒙煤炭主产省份累计产量同比增速分别为+11.8%/+4.1%/-10.4%。陕西的高增速主要是由于去年矿难导致的低基数影响, 而内蒙则主要受到煤管票以及超产监管收严的影响。按照数据推算, 如果今年剩余 4 个月三大省份煤炭产量要达到同比持平的状态, 月均产量环比前 8 月, 山西可下降 1%, 陕西月均环比需增长 18%, 内蒙月均环比需增长 15%。在目前的监管政策下, 这一增速较难实现。

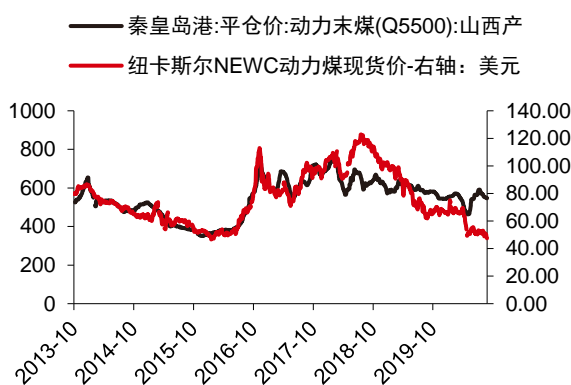
中期看, 产能仍属温和扩张阶段。预计 2020~2022 年“三西”+新疆地区年均有效新增产能约在 7000 万吨左右, 预计未来 2~3 年主产区新增产能或有 1000~2000 万吨的减少, 产量增速或有所下降, 产能周期处于温和扩张周期。同时, 行业的集中度不断提升, 有利于供给格局的优化, 平滑产量的释放节奏, 料行业很难再出现历史上供给无序扩张的状态。

图 15: 进口煤折价及进口量对比 (左轴: 元/人民币, 右轴: 万吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 国内外现货煤价对比 (元/吨、美元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

进口也是影响国内供给预期的主要变量, 因为进口煤折价优势明显, 导致在进口政策收紧的背景下, 进口量依然有增加的动力。从折价幅度看, 进口煤折价今年以来持续攀升, 从最初的 100 元人民币/吨左右拉大至目前的 200 元/吨以上, 尽管进口煤通关额度趋紧, 但逐月的进口量环比仍在提升, 不过从同比数值看, 增速已显著放缓。

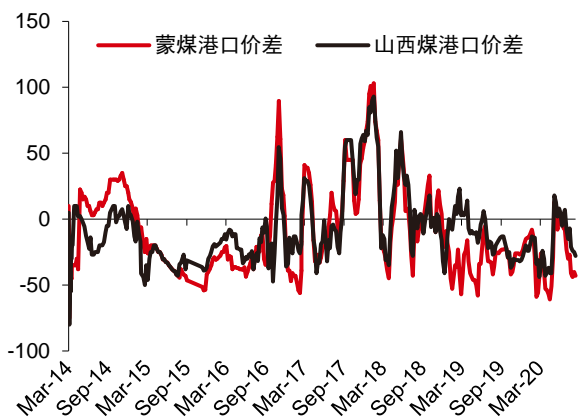
从目前预期看，预计进口煤的政策和进口量还将延续目前的状态，随着夏季用煤旺季的结束，月度环比进口量可能出现下降，待进入冬天旺季，进口量环比料会有显著提升，但总体看预计今年进口量还将压缩在 3 亿吨以内，对国内煤炭供给不会造成明显的压力。

下半年煤价环比上涨确定性高，或追平去年同期水平

目前，陕、蒙等坑口地区安全监管、“明盘”治理、限制超产等政策力度不减，坑口供给难有增加，加之非煤行业采购需求的增加，导致坑口价格持续强势，而北方港口动力煤则因为坑口成本的支撑，在需求有增加的情况下，价格迅速提升，上涨节奏也超出了市场预期。我们判断接下来影响供给的安监以及进口因素还将延续，无论是港口还是坑口，动力煤价 10 月之后将呈现正常的季节性波动，预计下半年均价明显强于上半年。

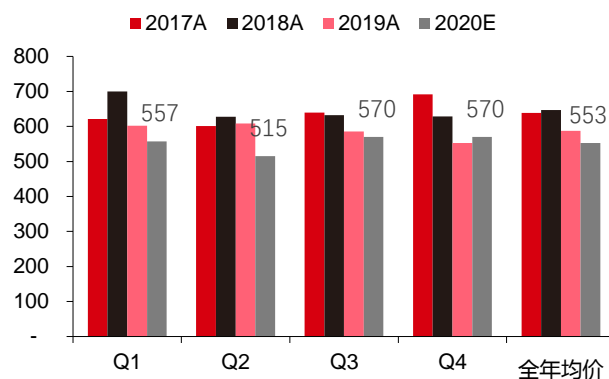
我们预计，四季度煤价走势或成 V 型，煤价中枢也有望保持在 570 元/吨左右的水平；动力煤全年均价 550~555 元/吨，同比降幅在 6%；下半年均价环比上半年增长约为 6%，同比基本持平，边际改善明显；下半年坑口动力煤基本也保持类似的波动幅度。

图 17: 坑口到港成本与港口售价之差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 18: 秦皇岛港煤炭均价预测 (元/吨)

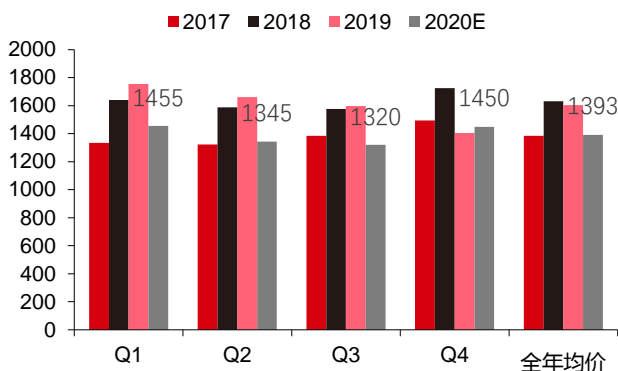


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

焦炭自 4 月份低点以来，至 6 月份连续上涨 6 轮，之后经过短暂调整，8 月再度出现连续提价，预计 10 月份依然处于旺季，焦炭价格上涨还有动能，预计下半年均价可以维持在 2000 元/吨左右，同比基本持平，全年均价或下跌 3~4% 左右。

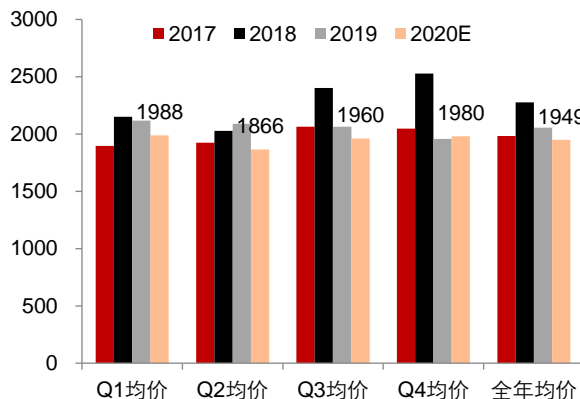
预计 2020 年全年焦煤(以太原古交地区主焦煤价格为代表)均价在 1400 元/吨左右，同比下滑约 10%。预计 2021 年焦炭环保去产能推进有望告一段落，焦炭产量或呈现一定的弹性，有利于焦煤价格的继续上涨。

图 19: 产地焦煤价格预测 (元/吨, 山西古交 2 号主焦煤坑口价)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

图 20: 天津港准一级冶金焦价格预测 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

按照我们预测, 下半年动力煤价环比改善约 6%, 焦煤价格环比基本持续, 焦炭环比上涨约 2%。我们按照上半年各上市公司的吨煤净利情况, 推算了上市公司下半年环比业绩弹性, 结合上述煤价假设, 预计吨煤盈利环比有望增长 10~15%。

表 3: 下半年煤炭上市公司业绩对价格敏感性分析 (单位: 元/吨)

2020 上半年吨煤净利润		吨煤净利润增厚 (元)							
		均价下跌 3%		均价下跌 1%		均价上涨 1%		均价上涨 3%	
动力煤	57	-5	-7%	-2	-2%	2	2%	5	7%
冶金煤	58	-6	-8%	-2	-4%	2	4%	5	11%
无烟煤	37	-4	-9%	-1	-3%	1	3%	4	9%
煤炭平均	51	-5	-8%	-1	-3%	1	3%	4	9%
焦炭	93	-22	-20%	-7	-7%	7	7%	22	20%

资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部测算。部分亏损企业从样本统计中剔除

风险因素

- 宏观经济增速放缓影响煤炭需求。
- 进口、安监等政策再度放松。

投资建议

从估值角度看, 目前板块超过 70% 的上市公司对应 P/B 估值在 1 倍以下, 属于历史较低的估值水平, 板块近 10 年的历史平均 P/B 估值是 1.5x 左右。如果从 P/E 角度看, 目前板块整体的估值水平仅为 8~9x, 同样属于历史估值相对较低的水平。从相对估值水平来看, 无论是 PE 还是 PB, 煤炭板块基本接近历史低点, 因此具备明显的估值优势。

表 4：主要上市煤企 PB 估值（单位：亿元）

证券代码	证券简称	市值	2020 年中报 归母净资产	2020 中报 P/B
601898.SH	中煤能源	432	1,198	0.36
601101.SH	昊华能源	47	104	0.45
600188.SH	兖州煤业	380	832	0.46
600348.SH	阳泉煤业	119	245	0.49
600123.SH	兰花科创	58	108	0.54
600997.SH	开滦股份	80	138	0.58
601015.SH	陕西黑猫	46	71	0.65
601001.SH	大同煤业	81	122	0.66
000780.SZ	*ST 平能	27	37	0.72
600121.SH	郑州煤电	25	34	0.72
601666.SH	平煤股份	132	178	0.74
000983.SZ	西山煤电	182	243	0.75
601088.SH	中国神华	3140	4,149	0.76
601699.SH	潞安环能	187	247	0.76
000552.SZ	靖远煤电	60	79	0.76
600971.SH	恒源煤电	68	89	0.77
600758.SH	红阳能源	42	53	0.79
600740.SH	山西焦化	90	111	0.80
600408.SH	*ST 安泰	17	20	0.88
601918.SH	新集能源	65	71	0.92
600985.SH	淮北矿业	217	228	0.95
002128.SZ	露天煤业	195	198	0.98
601225.SH	陕西煤业	863	812	1.06
600403.SH	大有能源	88	73	1.20
603113.SH	金能科技	82	63	1.31
600395.SH	盘江股份	99	74	1.34
600546.SH	山煤国际	199	113	1.77
000723.SZ	美锦能源	256	94	2.73

资料来源：Wind，中信证券研究部 *市值对应 2020 年 9 月 29 日

投资策略上，建议关注业绩向好、股息率有保障的低估值龙头公司。目前煤价保持平稳，行业中期改善的逻辑明确，板块估值也具备吸引力，具备防御属性。我们认为在资金推动和板块轮动的效应下，板块交易活跃度有机会继续上升，中期看估值修复空间明确。推荐业绩向好、股息率有保障的低估值龙头公司：淮北矿业、中国神华（H+A）、陕西煤业、露天煤业及平煤股份。

表 5：主要上市煤企盈利预测表

简称	当前股价(元)	目标价(元)	评级	EPS(元)				P/E(x)			
				19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
中国神华	16.51	19.6	买入	2.17	1.96	2.06	2.19	8	8	8	8
兖州煤业	9.56	11	买入	1.76	1.41	1.52	1.76	5	7	6	5
阳泉煤业	4.94	7.16	买入	0.71	0.55	0.70	0.72	7	9	7	7
盘江股份	6	7.35	买入	0.66	0.49	0.59	0.70	9	12	10	9
上海能源	9.22	11.24	买入	0.79	0.64	0.79	0.90	12	14	12	10
陕西煤业	8.63	12.00	买入	1.18	1.32	1.23	1.29	7	7	7	7
平煤股份	5.65	7.6	买入	0.50	0.56	0.62	0.70	11	10	9	8
潞安环能	6.26	8.78	买入	0.80	0.67	0.72	0.81	8	9	9	8
露天煤业	10.13	13.5	买入	1.28	1.35	1.47	1.70	8	8	7	6
中煤能源	3.97	5.9	买入	0.42	0.35	0.40	0.50	9	11	10	8
恒源煤电	5.7	6.15	买入	0.94	0.77	0.79	0.87	6	7	7	7
淮北矿业	9.97	14.9	买入	1.68	1.63	1.86	2.04	6	6	5	5
美锦能源	6.28	9.27	买入	0.23	0.15	0.21	0.24	27	42	30	26
冀中能源	3.94	6.00	买入	0.26	0.30	0.32	0.36	15	13	12	11
神火股份	4.72	7.01	买入	0.71	0.23	0.41	0.52	7	21	12	9
山煤国际	10.06	18.70	买入	0.59	0.51	0.59	0.64	17	20	17	16
兰花科创	5.1	5.65	增持	0.58	0.41	0.48	0.61	9	12	11	8
山西焦化	4.55	—	增持	0.31	0.25	0.36	0.55	15	18	13	8
西山煤电	4.45	4.7	增持	0.54	0.39	0.45	0.49	8	11	10	9
开滦股份	5.01	5.56	增持	0.72	0.57	0.59	0.69	7	9	8	7
新集能源	2.51	2.96	增持	0.22	0.11	0.15	0.19	11	23	17	13
昊华能源	3.93	4.45	增持	0.22	0.09	0.14	0.22	18	44	28	18
大同煤业	4.84	5.20	增持	0.54	0.50	0.52	0.60	9	10	9	8
红阳能源	3.21	—	持有	0.02	0.11	0.12	0.11	161	29	27	29
郑州煤电	2.03	—	持有	-0.76	-0.41	0.10	0.19	-3	-5	20	11
宝泰隆	3.48	—	持有	0.04	0.04	0.10	0.15	87	87	35	23

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 *股价对应 2020 年 9 月 29 日收盘价

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 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）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 及 35 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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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 2020 版权所有。保留一切权利。