

2018-7-16

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 煤炭行业

# 不变应万变，谨慎前行

## ——煤炭行业 2018 年中期策略

## 报告要点

### ■ 上半年：煤价向下，股价向下

上半年资金偏紧宏观向下，2 季度工业生产恢复微观向上。1 季度受资金偏紧、采暖季限产及春节假期影响，工业生产活动略有放缓，2 季度工业企业恢复生产及房地产加快周转回流资金使得工业生产需求集中释放。整体来看，上半年经济表现相对平稳。需求方面，1 季度主要下游产量表现略有回落，2 季度主要下游产量明显提升。供给方面，上半年受 2017 年低基数效应影响，1-5 月全国原煤产量 14 亿吨，绝对量与去年同期基本持平，其中 2 季度受环保督查影响，蒙西部分露天矿有减产现象。上半年库存相对稳定，不过结构出现一定分化，动力煤中转地及下游出现累库，而炼焦煤下游季节性去库存。

### ■ 下半年：煤价 V 型走势，总体震荡向下

利多因素难有增量，下半年煤价震荡。2017 年旺季煤价大涨主要与运能瓶颈有关，今年 5 月起呼铁局及太原局齐保运力，环渤海港口持续高调入。虽然上半年火电增速表现较好，旺季日耗提升至去年同期水平问题不大，但除非出现极端天气现象，否则旺季需求难大幅超预期。考虑到赶工的一次性因素、增加的运力，以及目前下游偏高的库存水平，预计旺季运力瓶颈难成为煤价助推剂。目前库存主要囤积在下游电厂及中转港口，相较于 2017 年由于库存低位运力不足的市场环境，目前高位库存大概率可以满足旺季消耗，而前期主动囤货的贸易商在需求不超预期的情况下会主动去库存，带动煤价回落，待挤出发运利润后若下游库存去至低位，基本面有望形成阶段性底部，仍待观察。另外下半年环保边际影响消除后部分矿井产能利用率有望提升，且仍有新增产能有望投产，预计仍有千万吨量级的边际增量，总体来看下半年煤价 V 型震荡向下。

### ■ 投资建议：阶段性反弹机会仍存，待时机成熟把握右侧机会

绝对收益较难，等待反弹机会。煤炭股趋势性机会在于行业景气变化，即未来景气度改善速度能否超越前期表现。即便当下行业具有高额利润，如若未来不能持续改善或已为景气高点，那么股价及估值均存在下行压力。在需求端难有超预期的表现下，当下处于景气高点，下半年煤价大概率呈 V 型走势，板块取得绝对收益较为困难，阶段性机会更多为悲观预期修复带来的反弹机会，或待基本面阶段性拐点确立，若宏观面能出现配合信号，或存在买入时点，依据我们的投资时钟以及基本面的判断，待时机成熟时把握右侧机会。

**风险提示：**

1. 地产政策收紧致终端需求大幅下滑；
2. 行业政策出现较大波动。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

联系人 丁晶

☎ (8621) 61118712

✉ dingjing2@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《市场煤过剩难改，港口煤价旺季难旺已成定局》  
2018-7-8

《动力煤港口旺季难旺，黑色步入淡季》2018-7-1

《动力煤港口煤价旺季难旺，相对收益宜谨慎前行》  
2018-6-24

## 目录

上半年：煤价向下，股价向下 .....	4
宏观微观背离，2 季度表现突出 .....	4
需求整体向好 .....	4
新增供给有限，环保政策干扰 .....	5
库存相对稳定但结构略有差异 .....	5
上半年板块弱势 .....	6
结构与总量 .....	7
相似的走势与不同的节奏 .....	8
供需紧平衡下的库存周期 .....	11
淡季电厂库存反季节性下滑 .....	12
港口高位库存为后市积蓄风险 .....	14
供给弹性仍在，运力瓶颈难有 .....	14
利多因素难有增量，下半年煤价 V 型走势 .....	15
下半年：阶段性反弹机会或存，等待右侧机会 .....	17
低估值 ≠ 买入理由，宜把握右侧机会 .....	17
悲观预期为后续反弹酝酿机会 .....	17
阶段性反弹机会仍存 .....	18

## 图表目录

图 1：M2 与 M1 剪刀差扩大 .....	4
图 2：年初以来 PMI 以及工业增加值同比增速维持高位 .....	4
图 3：土地购置费大增助推房地产开发投资完成额增速提升 .....	4
图 4：房地产销售下滑，新开工上升 .....	4
图 5：发电量同比增长，水电表现不及预期 .....	5
图 6：主要下游产量同比正增长 .....	5
图 7：上半年产量增量有限（万吨） .....	5
图 8：上半年蒙西供给维持高位（万吨） .....	5
图 9：下游电厂大幅累库（万吨） .....	6
图 10：上半年下游整体去焦煤库存（万吨） .....	6
图 11：上半年中信煤炭板块表现居行业第 15，跑输万得全 A .....	6
图 12：上半年中信煤炭板块个股表现 .....	7
图 13：长协煤与市场煤的价格“双轨制”（元/吨） .....	8
图 14：短期库存周期影响权重更大 .....	8
图 15：相似的煤价走势 VS 不同的节奏 .....	9
图 16：港口库存与煤价表现 .....	10

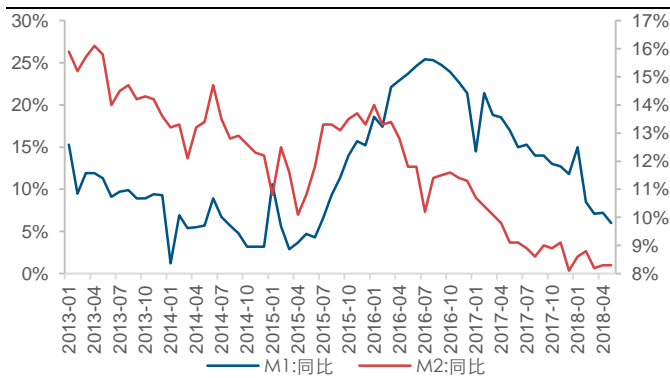
图 17: 电厂采购与煤价表现 .....	11
图 18: 库存周期 .....	12
图 19: 今年 5 月电厂耗煤激增 (万吨) .....	13
图 20: 5 月电厂库存被动去化万吨) .....	13
图 21: 2017 年电厂库存 (万吨) .....	13
图 22: 2018 年电厂库存 (万吨) .....	13
图 23: 5 月港口调入量提升 (万吨) .....	14
图 24: 5 月港口吞吐量高位 (万吨) .....	14
图 25: 5 月港口库存“搬家”(万吨) .....	14
图 26: 下游累库验证供给增量 (万吨) .....	15
图 27: 广州港库存同比变化不大 (万吨) .....	15
图 28: 运力瓶颈难成旺季煤价助推剂 (万吨) .....	15
图 29: 大秦线运量提升 (万吨) .....	15
图 30: 旺季日耗提升至去年同期水平问题不大 (万吨) .....	16
图 31: 下游港口库存高位 (万吨) .....	16
图 32: 煤炭板块估值与利润表现相关性 .....	17
图 33: 历年板块绝对表现与相对表现排名 .....	18
图 34: 煤炭股投资时钟 .....	19

## 上半年：煤价向下，股价向下

### 宏观微观背离，2 季度表现突出

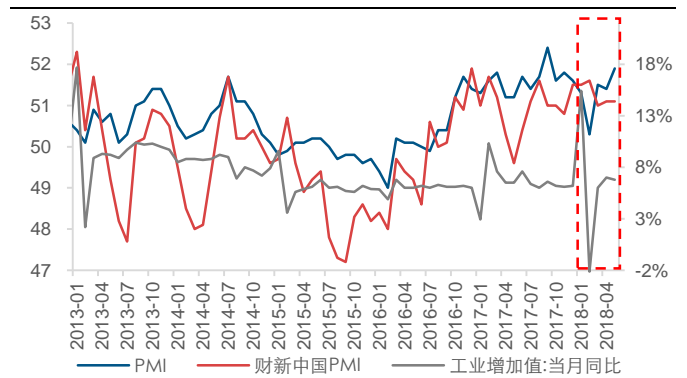
**资金面偏紧，2 季度工业生产恢复。**上半年宏观面资金偏紧，M2-M1 剪刀差持续扩大，但土地购置费同比大幅上升助推房地产投资增速提升。从实体经济表现来看，1 季度受资金偏紧、采暖季限产及春节假期影响，工业生产活动略有放缓，2 季度工业企业恢复生产及房地产加快周转回流资金使得工业生产需求集中释放。整体来看，上半年经济表现相对平稳。

图 1：M2 与 M1 剪刀差扩大



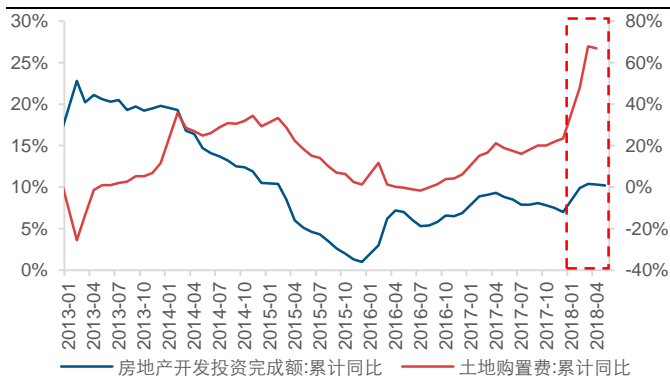
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：年初以来 PMI 以及工业增加值同比增速维持高位



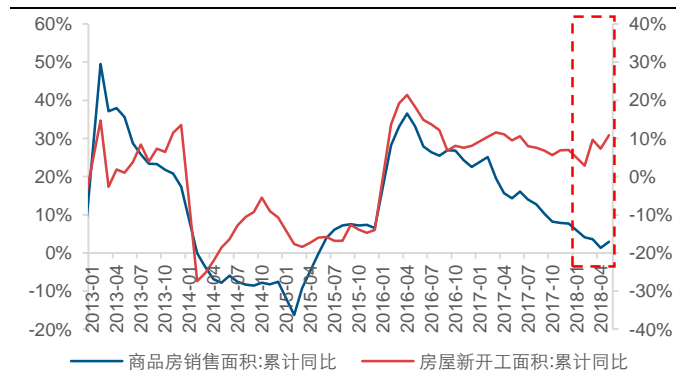
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：土地购置费大增助推房地产开发投资完成额增速提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

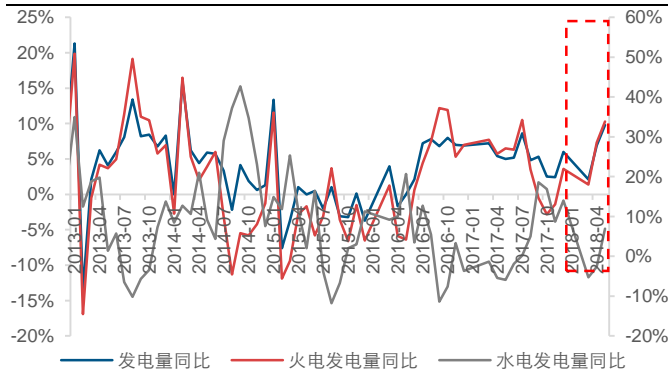
图 4：房地产销售下滑，新开工上升



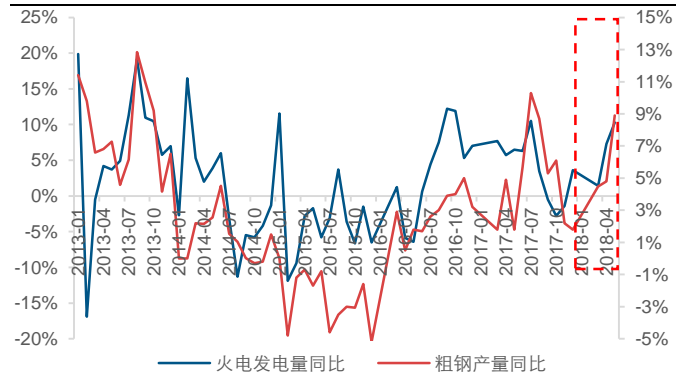
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 需求整体向好

**2 季度工业生产提速，上半年煤炭需求整体向好。**上半年工业生产节奏受冬季限产及下游赶工影响略有变化，1 季度主要下游产量表现略有回落，2 季度主要下游产量明显提升。得益于 2 季度工业生产集中释放，1-5 月发电量累计同比上升 8.5%，其中水电表现较为平淡，1-5 月同比上升 2.7%，为火电让出更多空间，同期火电累计同比为 8.1%。1-5 月粗钢产量累计同比增长 5.4%，不过废钢比例提升及环保趋严下焦炭产量累计同比下滑 2.9%。

**图 5: 发电量同比增长, 水电表现不及预期**


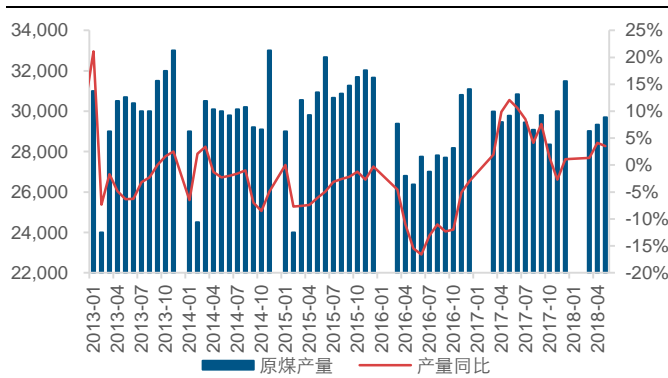
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 6: 主要下游产量同比正增长**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 新增供给有限, 环保政策干扰

上半年供给刚性, 下半年仍有少许增量。上半年受 2017 年低基数效应影响, 1-5 月全国原煤产量 14 亿吨, 累计同比上升 4%, 不过绝对量与去年同期基本持平, 边际供给蒙西表现也较为一致。其中, 2 季度受环保督查影响, 蒙西部分露天矿有减产现象。

**图 7: 上半年产量增量有限 (万吨)**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

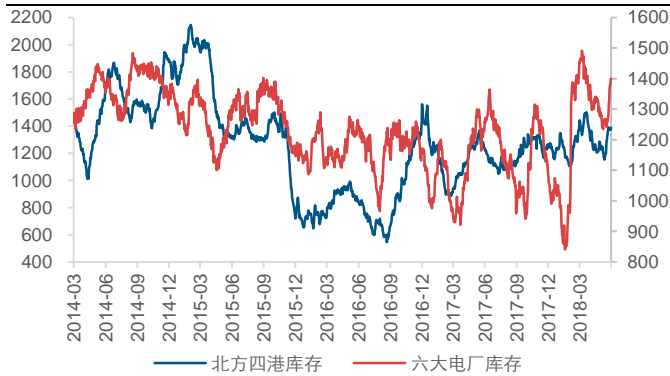
**图 8: 上半年蒙西供给维持高位 (万吨)**


资料来源: 内蒙古煤炭交易中心, 长江证券研究所

## 库存相对稳定但结构略有差异

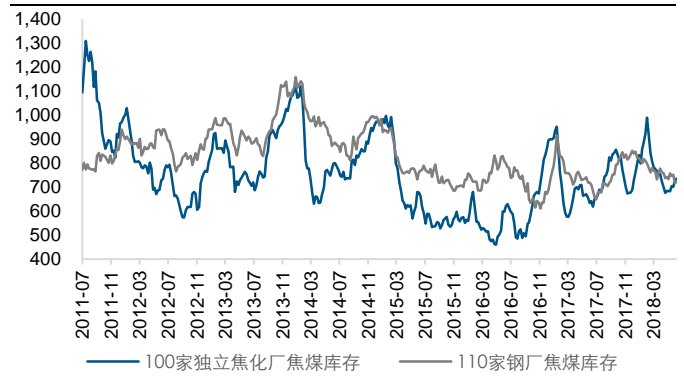
动力煤下游累库, 炼焦煤下游去库。上半年库存相对稳定, 不过结构出现一定分化。分煤种看, 动力煤中中转地及下游出现累库, 而炼焦煤下游季节性去库存, 与往年节奏变化不大, 我们会在后文详细分析。

图 9：下游电厂大幅累库（万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：上半年下游整体去焦煤库存（万吨）

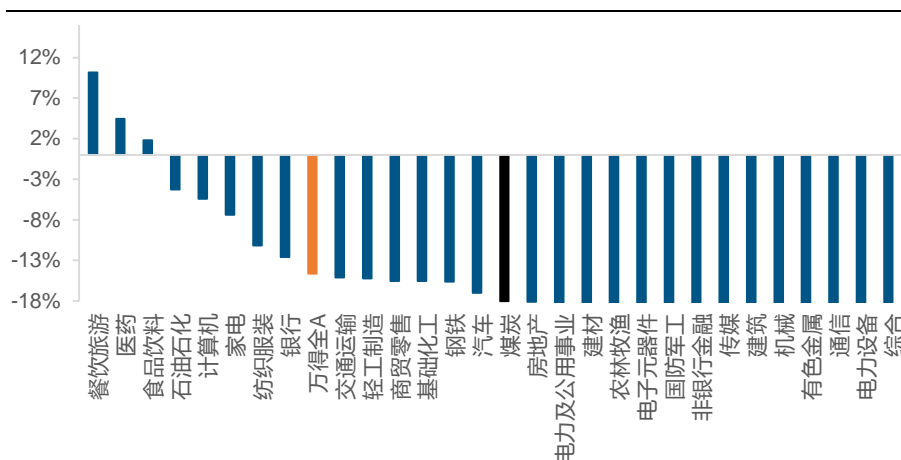


资料来源：Mysteel，长江证券研究所

## 上半年板块弱势

上半年煤炭板块跑输大盘，其中 2 季度板块反弹跑赢大盘。上半年中信煤炭板块下跌 18.05%，跑输万得全 A 指数 3.40 个百分点，居全行业第 15。分季度来看，1 季度煤炭板块下跌 10.38%，跑输万得全 A 指数 7.14 个百分点，居全行业第 28；2 季度煤炭板块下跌 8.55%，跑赢万得全 A 指数 3.24 个百分点，居全行业第 6。

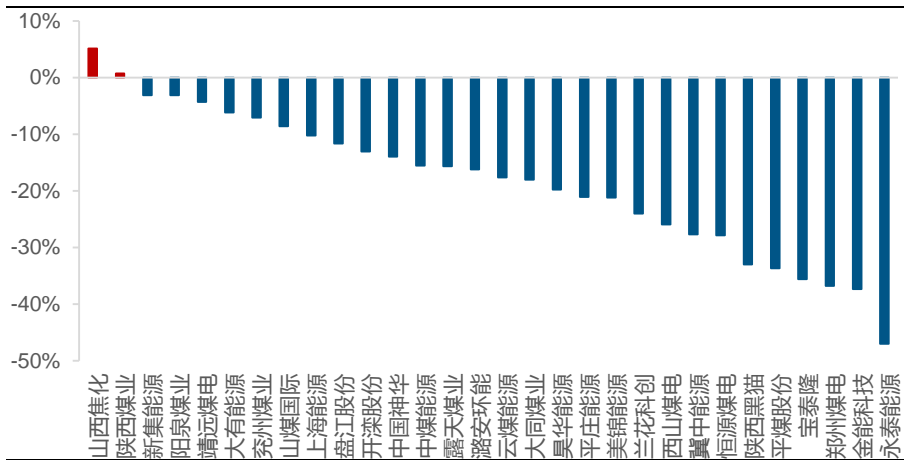
图 11：上半年中信煤炭板块表现居行业第 15，跑输万得全 A



资料来源：Wind，长江证券研究所

从个股来看，上半年具有绝对收益的个股包括山西焦化（5.11%）、陕西煤业（0.74%）。

图 12：上半年中信煤炭板块个股表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

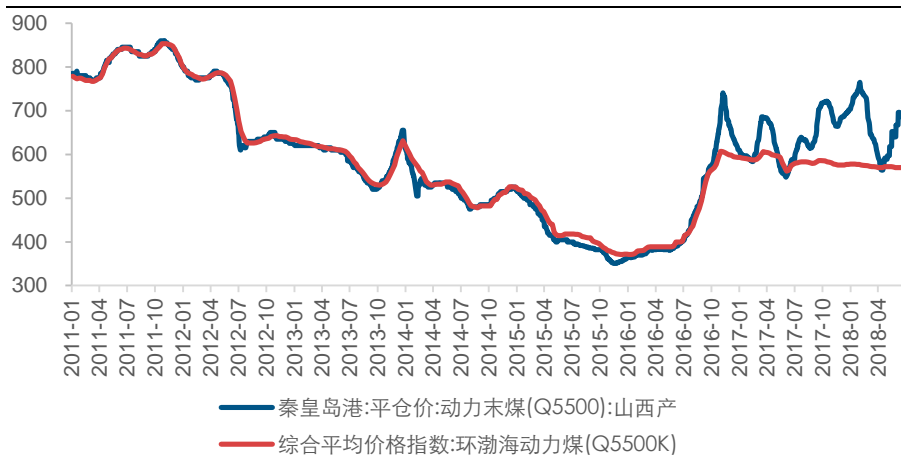
## 结构与总量

首先，我们需要明确一些煤炭价格的概念：

- 下水煤：**我国资源禀赋决定了煤炭“西煤东运、北煤南运”的运输格局，运输及成本方面的限制，使得主产地山西、内蒙煤炭需要经由环渤海港口通过海运的方式运输到南方电厂。经由水路运输的煤炭称为下水煤，一般将 5500 大卡环渤海动力煤作为下水煤的标准品。
- 长协煤：**现货市场中的煤炭销售分为长协煤及市场煤，所谓长协煤即为上下游企业签订的以年份计的长期兑现合同，煤炭长协合同的签订需要综合考虑煤企、电企、运输部门及政府部门各方意愿，保“量”不保“价”。2016 年 11 月冬季煤价高位，“保供应”号召下，大型煤企电企签订长期合同，按照神华、中煤的“基准价+浮动价”的长协定价模式，5500 大卡动力煤的基准价为 535 元/吨，浮动价依据上一个月最后一期环渤海指数和其他最后一期现货价格指数的和，由供需双方风险各担 50%，通常为月底制定次月价格。2017 年 11 月大型煤企电企陆续签订中长期合同，即 2018 年长协煤基准价与 2017 年相同，仍为 535 元/吨，仍然按照基准价+浮动价的方式定价。不同销售渠道的煤企长协定价参考的浮动价不同，下水煤企业参考港口现货价格指数，而地销煤企业参考当地坑口销售现货价格指数。虽然不同企业的长协煤比例也并不一致，不过目前经由环渤海港口下水的煤企长协煤比例较之前有所提高。

**市场煤宽幅震荡，对上下游实际影响弱化。**2016 年 10 月以来长协煤的定价机制锁定基准价，供需两端相对平稳（量较为稳定）的情况下价格走势相对平稳，而市场煤价格依据市场当期供需变化高位震荡，长协煤与市场煤价格走势分化。虽然市场煤价格明显高于长协煤，但由于主流下水煤企长协煤比例提高，市场煤价格的宽幅波动对其以及有长协煤保供的大型电企影响较小，对中小型电企、水泥厂及贸易商等影响程度较大。

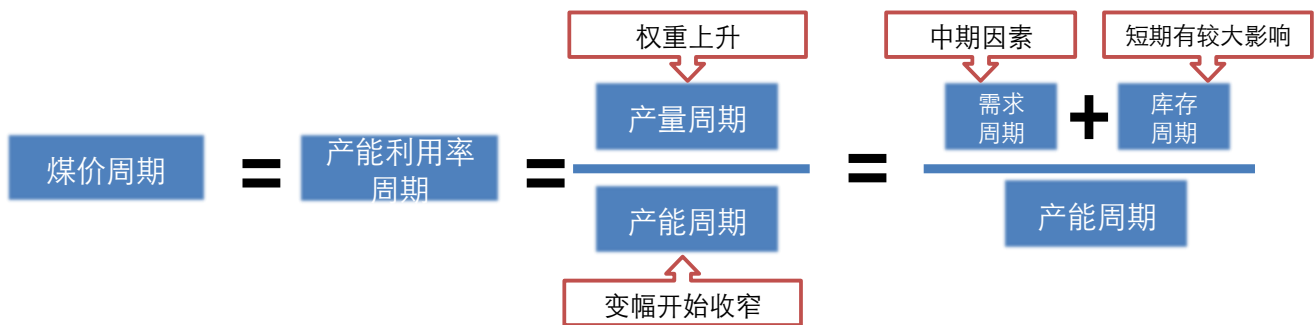
图 13：长协煤与市场煤的价格“双轨制”（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

市场煤阶段性价格上涨=市场煤阶段性供求紧张≠全市场煤炭供不应求。我们在 2017 年度策略中提到由于供给端 1-2 年内难以见到产能大幅释放，而需求端变化相对来说也不会很剧烈，对于短期煤价的变化库存周期的影响会更为重要。供需紧平衡的情况下，煤价会剧烈波动，但由于目前煤价“双轨制”运行，市场煤价格的上涨仅能反映市场煤供需，并不能够反映全市场的供需情况。换句话说，目前煤炭市场的问题是结构性问题，而非总量问题。

图 14：短期库存周期影响权重更大



资料来源：长江证券研究所

## 相似的走势与不同的节奏

供需紧平衡下，库存周期对煤价表现的影响至关重要。2017 年煤炭供需紧平衡，港口煤价宽幅震荡，2018 年总供需情况延续，紧平衡状态下煤价依然呈现高位震荡。从上半年港口煤价表现来看，似乎与 2017 年走势较为相似，但节奏略有不同，我们重新回顾 2017 年以来行业供需紧平衡下的煤价表现。

图 15: 相似的煤价走势 VS 不同的节奏

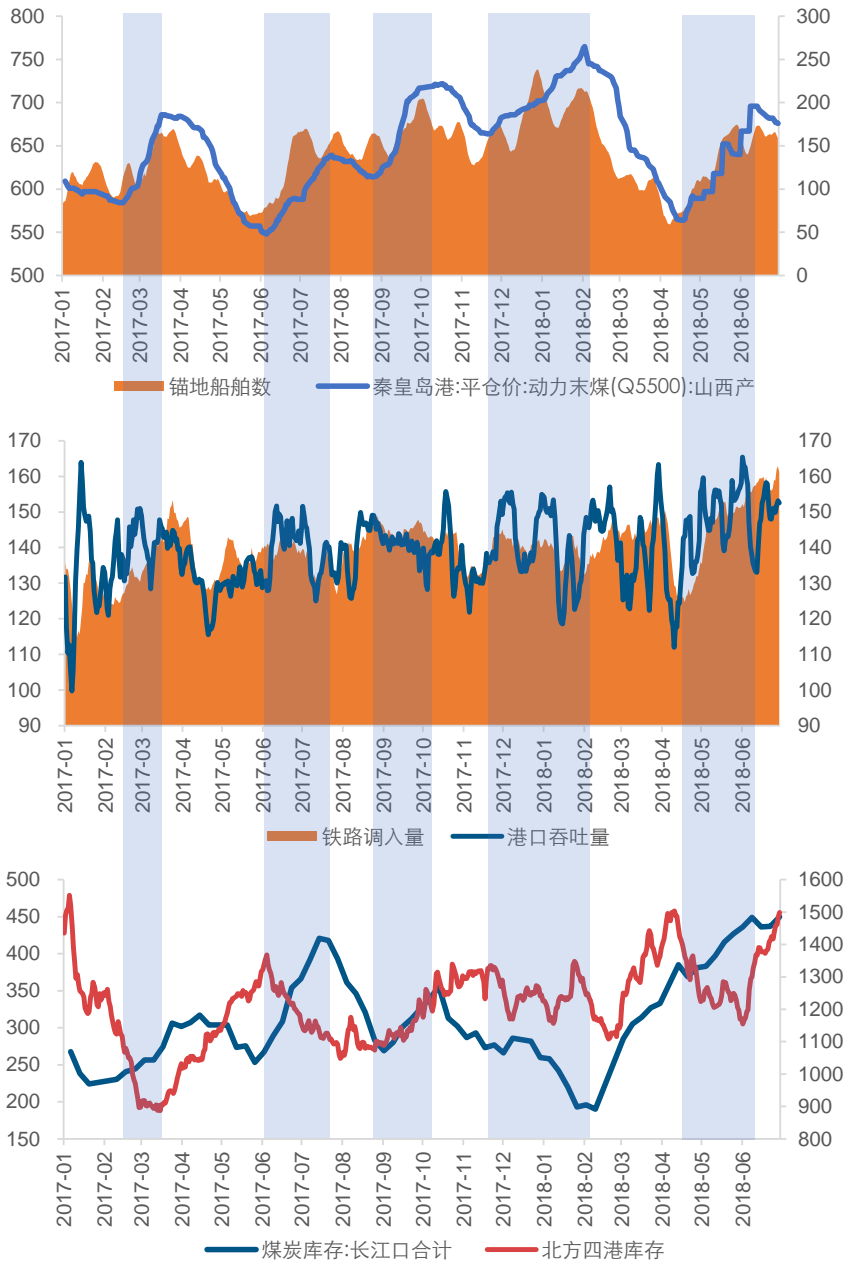


资料来源: Wind, 长江证券研究所

我们首先来回顾 2017 年以来港口煤价的波动原因:

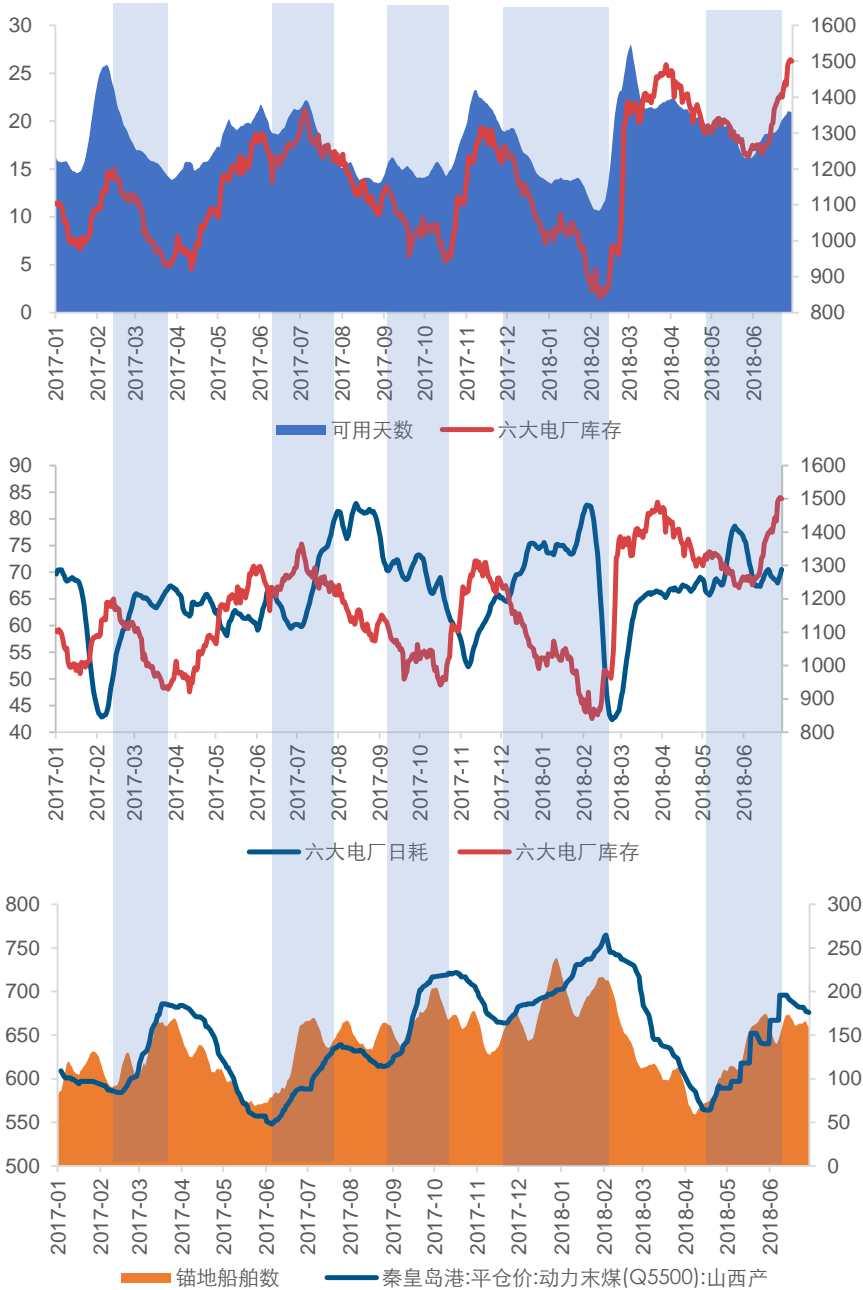
- **2017 年 2 月中旬至 3 月中旬上涨:** 节后库存水平整体不高, 随耗煤恢复, 电厂库存被动去化带动沿海采购提升, 而供给端受两会限产滞后恢复, 北方港口库存被动去化。
- **2017 年 6 月初至 7 月底上涨:** 耗煤季节性恢复, 采购提升但幅度并不剧烈, 贸易商囤货北方港口库存向江内港口搬家, 助涨煤价。
- **2017 年 9 月初至 10 月中旬上涨:** 前期去化至低位的港口库存为价格上涨酝酿机会, 恰逢淡季耗煤绝对水平不错, 库存去化较快, 电厂提前采购加上贸易商小幅囤货港口煤价上涨。
- **2017 年 12 月初至 2017 年 2 月初上涨:** 冬季耗煤需求激增, 电厂库存被动去化, 采购情绪高涨, 冬季运力不足下游消耗港口库存, 煤价再次上涨。
- **2018 年 4 月中旬至 6 月中旬上涨:** 淡季耗煤激增, 电厂库存被动去化, 采购情绪高涨, 江内贸易商囤货加剧北方港口库存去化程度, 煤价上涨。

图 16: 港口库存与煤价表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17：电厂采购与煤价表现

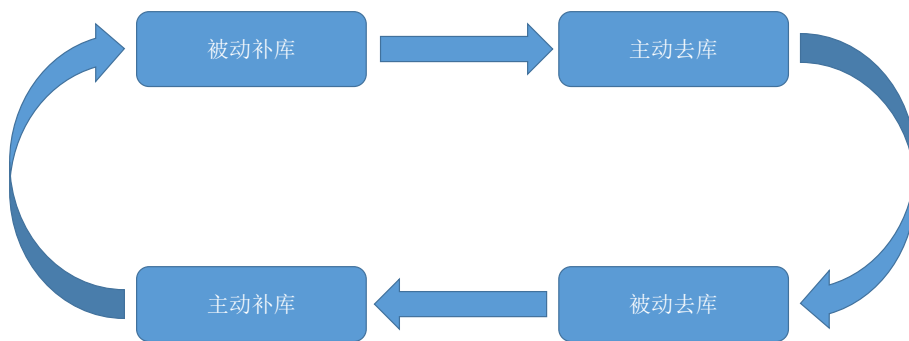


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 供需紧平衡下的库存周期

库存周期本质上是生产调整滞后于需求波动的结果，表现为库存变化对需求周期的扰动，使得产量周期不同于需求周期。库存周期一般遵循理论上的四阶段周期：主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存。

图 18：库存周期



资料来源：长江证券研究所

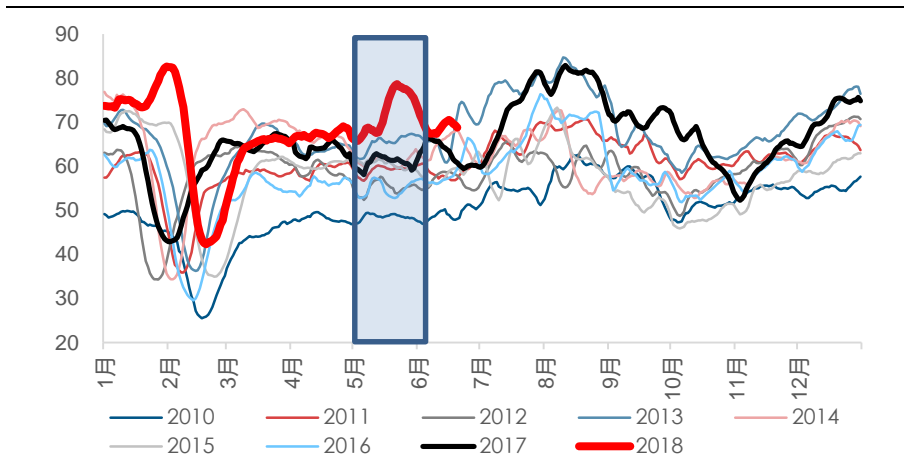
通过回顾 2017 年供需紧平衡以来的煤价表现，一般具备以下规律：

1. 供需紧平衡的情况下，季节性的供需缺口或者过剩会被放大，煤价振幅加大。
2. 煤价表现并不会与耗煤节奏一致，主要与补库时间节点有关。电厂库存主要为生产性库存，采购节奏随耗煤而动，耗煤不发生激烈变化的情况下，电厂采购符合季节性规律，通常淡季会出现累库现象；贸易商采购具备惯性及学习效应，通常会受前期采购策略的影响，即前期若因高煤价被动提升采购成本，后期会有提前补库的行为出现。
3. 库存的绝对水平及可用天数是影响主动补库意愿的主要原因。补库的前提需要库存在价格下跌阶段去化至较低的位置，而前期较好的需求表现会对后市形成惯性预期进而放大补库幅度。
4. 目前供需紧平衡的情况下，供给充足叠加高位库存，若需求表现相对一般则价格便会下跌，不过价格下跌至影响到生产的可能性也较小。

## 淡季电厂库存反季节性下滑

**5 月电厂耗煤超越季节性表现。**从需求端表现来看，今年 1 月下旬及 5 月电厂耗煤超越季节性表现，不过 2 月随春节临近耗煤节奏逐步恢复季节性节奏，整体表现与 2017 年同期较为类似。不同的是，今年 5 月下游工业企业赶工潮使得电厂耗煤激增，5 月全国火电发电量同比上升 10.3%，六大电厂日均耗煤 72.2 万吨，同比上升 18.74%。

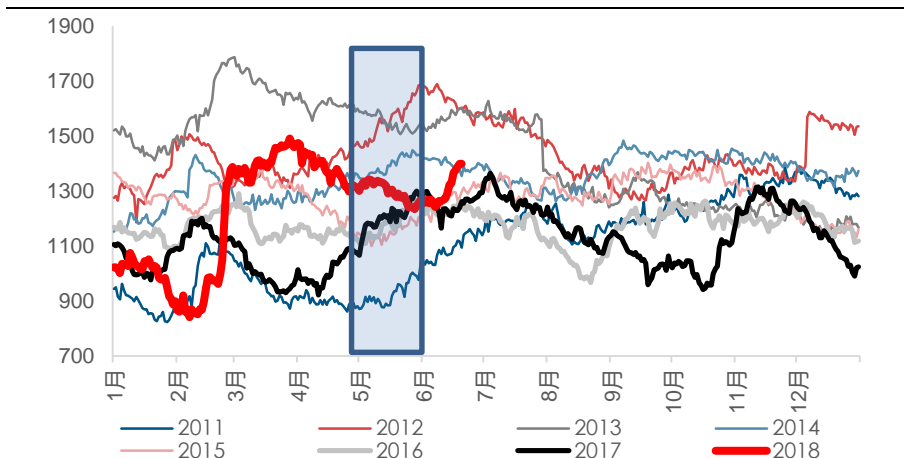
图 19: 今年 5 月电厂耗煤激增 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

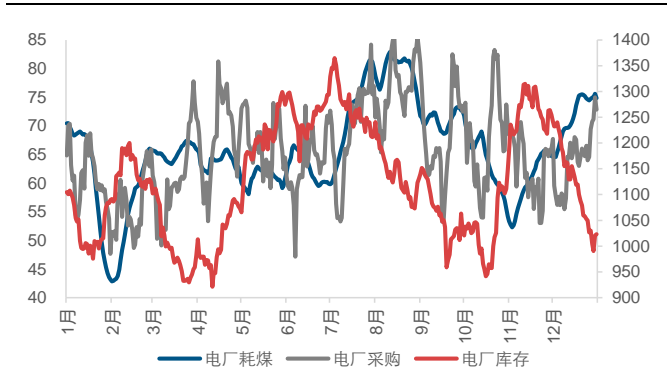
**5 月耗煤激增, 电厂采购提前。**从季节性表现来看, 5 月通常为电厂累库阶段, 为迎峰度夏做好准备, 今年在高日耗作用下, 电厂受耗煤激增及“学习效应”影响, 采购虽有提前但依然不抵较好的耗煤表现, 5 月电厂库存反季节性下滑主要是较好的耗煤掩盖了电厂的补库行为。

图 20: 5 月电厂库存被动去化(万吨)



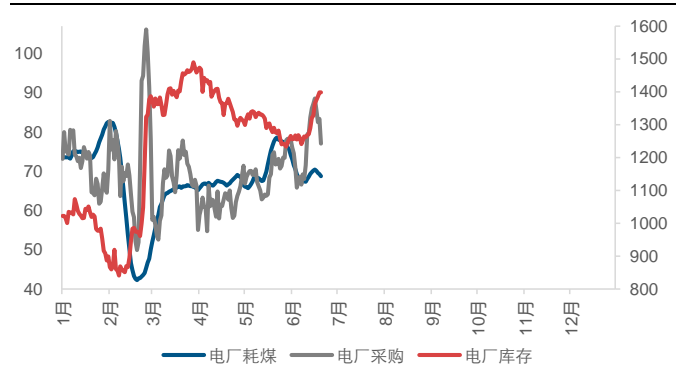
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 2017 年电厂库存 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 2018 年电厂库存 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 港口高位库存为后市积蓄风险

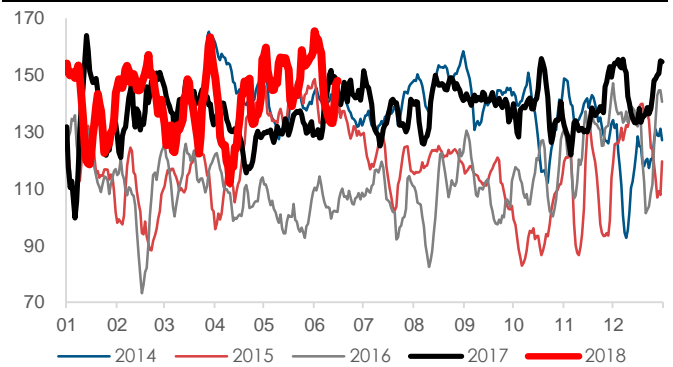
**5月环渤海港口库存“搬家”至江内港口。**5月环渤海港口库存未能有效累积，虽然电厂采购有提升，但库存依然处于去库状态，从港口库存表现来看，大秦线检修结束及呼铁局提升运力后，高调入量下环渤海港口库存并未出现累积，反而有去化现象，则必有库存“搬家”，5月江内港口库存频频暴库，贸易商看好后市，乐观情绪下提前囤货，也为后市积蓄风险。

图 23：5月港口调入量提升（万吨）



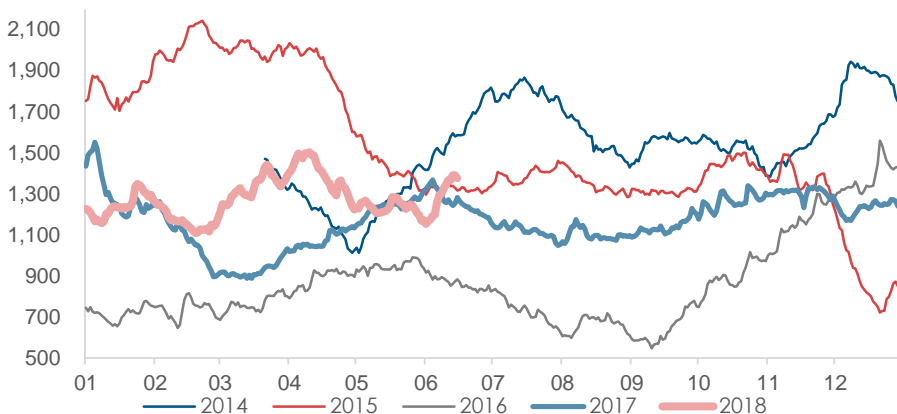
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 24：5月港口吞吐量高位（万吨）



资料来源：Mysteel, 长江证券研究所

图 25：5月港口库存“搬家”（万吨）

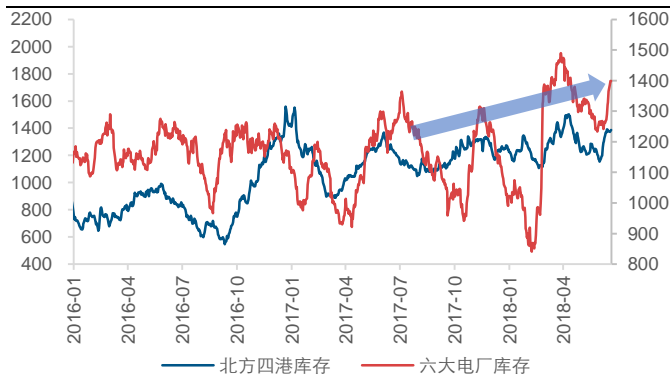


资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 供给弹性仍在，运力瓶颈难有

**下游累库验证供给增量，下半年预计仍有新增产能投产。**虽然我们从月度统计数据来看，1-5月全国原煤产量14亿吨，累计同比上升4%，绝对量与去年同期基本持平，不过2季度以来，电厂及港口库存明显上升，其中6月底全口径港口库存较年初上升超过1200万吨，6月下旬重点电厂库存较年初上升近800万吨，显示上半年在需求较好的情况下供给弹性依然较好，一方面与进口煤有关，1-5月累计进口煤炭1.21亿吨，同比上升8.2%，不过从相关港口来看绝对量整体变化不大，另一方面验证供给仍有增量（包含运力改善的影响）。下半年环保边际影响消除后部分矿井产能利用率有望提升，且仍有新增产能有望投产，预计有千万吨量级的边际增量。

图 26: 下游累库验证供给增量 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

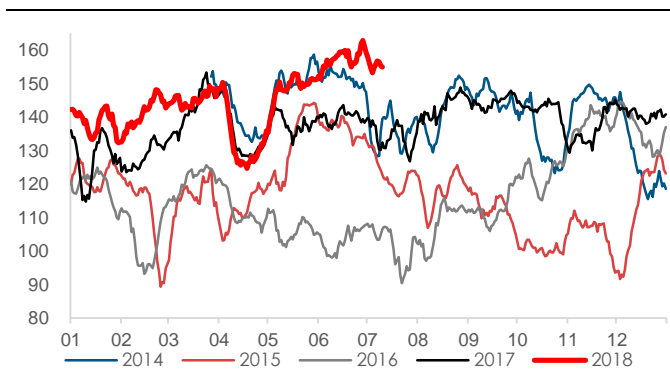
图 27: 广州港库存同比变化不大 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

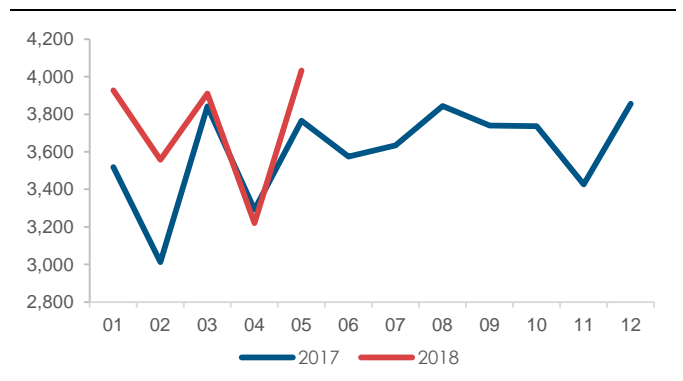
**运力瓶颈已逐步缓解, 旺季煤价难有助推剂。**2017 年旺季煤价大涨主要与运能瓶颈有关, 即汽运煤退出环渤海港口后, 铁运运力难有提升加之港口库存低位, 不足以满足旺季下游需求。今年 5 月呼铁局及太原局齐保运力, 我们可以看到的环渤海港口日均调入量同比增加近 20 万吨, 前 5 月大秦线累计煤炭运量 1.86 亿吨, 同比增长 7%。虽然上半年火电增速表现较好, 考虑到赶工的一次性因素以及增加的运力, 以及目前并不低的库存水平, 预计旺季运力瓶颈难成为煤价助推剂。

图 28: 运力瓶颈难成旺季煤价助推剂 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29: 大秦线运量提升 (万吨)

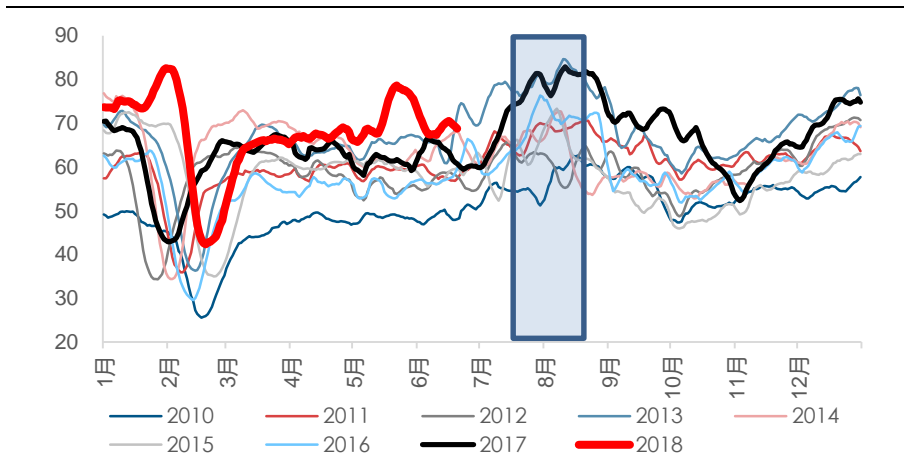


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 利多因素难有增量, 下半年煤价 V 型走势

**耗煤旺季回归季节性变化, 大幅超预期可能性较小。**5 月火电发电量激增, 主因地产开发商加快周转回流资金, 带动工业企业生产需求释放, 从主要工业企业开工情况可以印证。随旺季临近, 高温天气一方面虽然推动日耗季节性提升, 也对开工造成一定影响。由于我们无法对赶工情况进行预测, 我们只能对其给予中性判断。综合来看, 旺季日耗提升至去年同期水平问题不大, 大幅超过的可能性存在但为概率事件, 不宜作为预判的支持依据。

图 30: 旺季日耗提升至去年同期水平问题不大 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

下游库存大概率可以满足旺季需求, 待库存去化后或迎来基本面阶段性底部。除非旺季出现极端天气现象, 否则预计旺季需求难大幅超预期, 目前库存主要囤积在下游电厂及中转港口, 相较于 2017 年由于库存低位运力不足的市场环境, 目前不低的库存水平大概率可以满足旺季消耗, 而前期主动囤货的贸易商在需求不超预期的情况下会主动去库存, 带动煤价回落, 待挤出发运利润后随港口调入下滑及下游库存去至低位, 煤价或形成基本面阶段性底部。

图 31: 下游港口库存高位 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

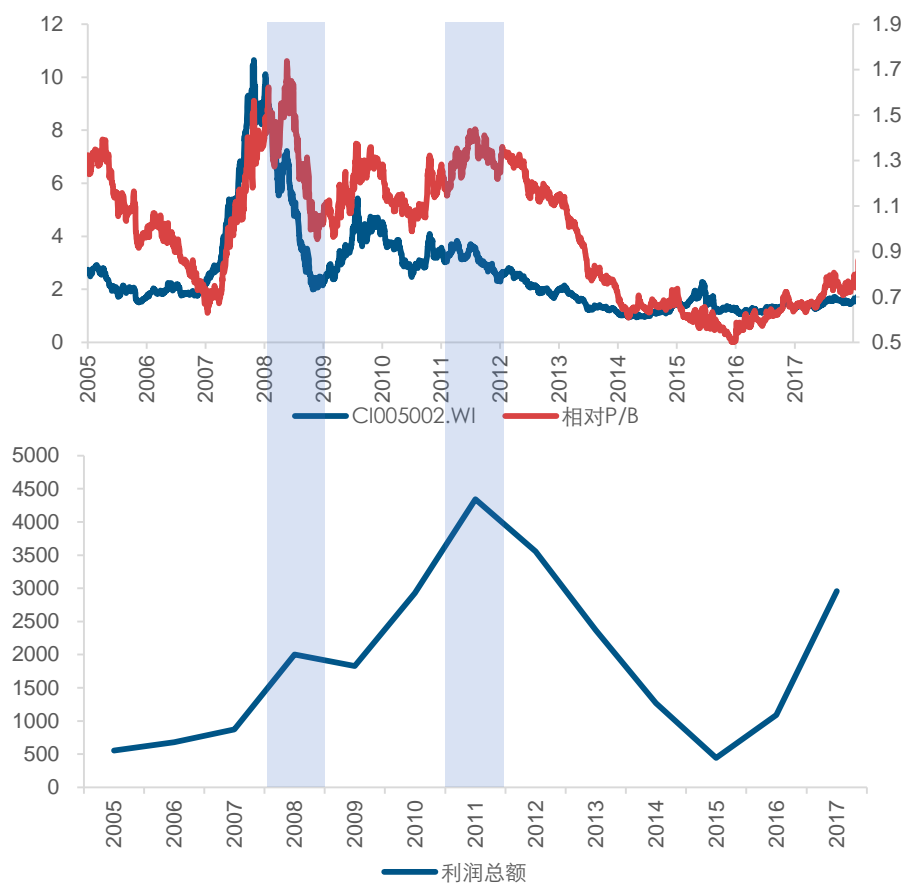
## 下半年：阶段性反弹机会或存，等待右侧机会

### 低估值 ≠ 买入理由，宜把握右侧机会

**趋势性机会看行业景气度的边际变化，高额利润难以提升板块估值。**煤炭股趋势性机会的核心逻辑在于行业景气度，但“景气”并非指当下景气度而是景气度的边际变化，即未来景气度改善速度能否超越前期表现。即便当下行业具有高额利润，如若未来不能持续改善，或已接近景气高点，那么股价及估值均存在下行压力。

**低估值并非买入理由，高弹性是股价的“双刃剑”。**上半年煤炭板块回调，截止 2018 年 7 月 11 日，中信煤炭 p/b 为 1.12，板块性价比凸显，主流标的市盈率亦降至 7 倍左右。对于低估值的煤炭股，当下时点究竟是否可以买入，我们认为，低估值并不足以构成煤炭股的买入理由。煤炭股天生资质优良，弹性大可以使得投资者在较短时间内获得数倍超额收益，但同时也是股价的“双刃剑”，即股价在相对便宜的位置如若未能有核心驱动力推动股价上涨，即便估值较低仍存下行风险。

图 32：煤炭板块估值与利润表现相关性



资料来源：Wind, 长江证券研究所

### 悲观预期为后续反弹酝酿机会

**宏观预期压制板块表现，悲观预期为后续反弹酝酿机会。**煤炭股作为强周期行业，受宏观预期影响较大，下半年“去杠杆”、“紧信用”背景下经济整体存下行压力，压制板块

表现，不过预期愈悲观，后续反弹可能性愈增强。回顾过往年份煤炭板块绝对表现与相对表现如下：

图 33：历年板块绝对表现与相对表现排名

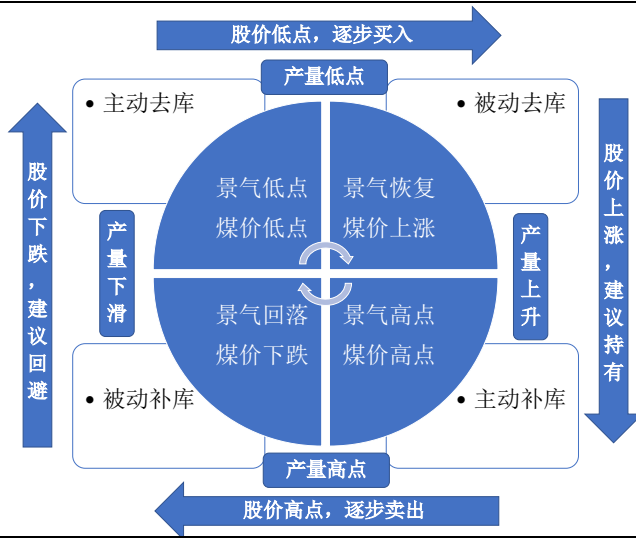
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
国防军工	非银行金融	煤炭	电力设备	汽车	电子元器件	银行
银行	银行	有色金属	医药	有色金属	医药	食品饮料
食品饮料	食品饮料	计算机	建筑	煤炭	计算机	传媒
房地产	有色金属	综合	农林牧渔	电子元器件	机械	餐饮旅游
商贸零售	房地产	基础化工	通信	家电	食品饮料	电力及公用事业
石油石化	上证综指	建筑	家电	计算机	国防军工	房地产
上证综指	机械	建材	电力及公用事业	建材	有色金属	上证综指
有色金属	商贸零售	纺织服装	食品饮料	国防军工	农林牧渔	石油石化
餐饮旅游	石油石化	医药	传媒	餐饮旅游	电力设备	煤炭
基础化工	钢铁	家电	基础化工	房地产	建材	家电
电力设备	国防军工	钢铁	建材	轻工制造	餐饮旅游	纺织服装
电子元器件	建材	交通运输	国防军工	综合	纺织服装	轻工制造
传媒	传媒	电力设备	商贸零售	商贸零售	商贸零售	钢铁
交通运输	汽车	汽车	纺织服装	纺织服装	传媒	通信
医药	农林牧渔	机械	电子元器件	机械	家电	医药
家电	电力设备	电力及公用事业	机械	食品饮料	综合	建筑
建材	餐饮旅游	非银行金融	综合	银行	汽车	交通运输
通信	通信	商贸零售	石油石化	非银行金融	基础化工	非银行金融
非银行金融	建筑	轻工制造	房地产	医药	通信	基础化工
农林牧渔	医药	房地产	计算机	基础化工	建筑	建材
机械	基础化工	农林牧渔	轻工制造	钢铁	轻工制造	汽车
电力及公用事业	纺织服装	餐饮旅游	银行	农林牧渔	煤炭	农林牧渔
汽车	轻工制造	食品饮料	上证综指	通信	石油石化	商贸零售
建筑	综合	国防军工	餐饮旅游	电力设备	电力及公用事业	机械
纺织服装	交通运输	石油石化	煤炭	上证综指	交通运输	综合
钢铁	煤炭	通信	非银行金融	交通运输	上证综指	国防军工
综合	家电	上证综指	汽车	石油石化	房地产	计算机
计算机	电子元器件	银行	交通运输	传媒	非银行金融	电子元器件
轻工制造	电力及公用事业	传媒	钢铁	电力及公用事业	钢铁	有色金属
煤炭	计算机	电子元器件	有色金属	建筑	银行	电力设备
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
房地产	传媒	非银行金融	计算机	食品饮料	食品饮料	餐饮旅游
非银行金融	计算机	建筑	餐饮旅游	家电	家电	医药
建筑	通信	房地产	通信	银行	煤炭	食品饮料
银行	电子元器件	银行	轻工制造	煤炭	非银行金融	石油石化
综合	国防军工	交通运输	纺织服装	石油石化	电子元器件	计算机
家电	家电	钢铁	农林牧渔	建筑	银行	家电
有色金属	医药	电力及公用事业	电子元器件	钢铁	钢铁	纺织服装
医药	电力设备	国防军工	基础化工	有色金属	建材	银行
电力及公用事业	综合	计算机	综合	建材	有色金属	上证综指
电子元器件	轻工制造	上证综指	传媒	汽车	上证综指	交通运输
汽车	餐饮旅游	综合	电力设备	基础化工	交通运输	轻工制造
餐饮旅游	商贸零售	餐饮旅游	机械	非银行金融	医药	商贸零售
上证综指	农林牧渔	机械	医药	纺织服装	石油石化	基础化工
建材	汽车	有色金属	房地产	上证综指	房地产	钢铁
石油石化	电力及公用事业	纺织服装	汽车	轻工制造	通信	汽车
基础化工	基础化工	汽车	家电	医药	汽车	煤炭
食品饮料	纺织服装	商贸零售	商贸零售	农林牧渔	餐饮旅游	房地产
轻工制造	石油石化	电力设备	建材	电子元器件	电力及公用事业	电力及公用事业
交通运输	交通运输	建材	国防军工	商贸零售	建筑	建材
钢铁	机械	通信	交通运输	机械	电力设备	农林牧渔
农林牧渔	银行	基础化工	食品饮料	电力设备	基础化工	电子元器件
煤炭	非银行金融	煤炭	电力及公用事业	综合	综合	国防军工
机械	上证综指	轻工制造	有色金属	电力及公用事业	机械	非银行金融
传媒	上证综指	家电	建筑	通信	商贸零售	传媒
国防军工	食品饮料	农林牧渔	上证综指	房地产	轻工制造	建筑
商贸零售	建筑	石油石化	银行	国防军工	农林牧渔	机械
纺织服装	房地产	食品饮料	石油石化	交通运输	国防军工	有色金属
计算机	钢铁	传媒	钢铁	餐饮旅游	计算机	通信
电力设备	有色金属	医药	煤炭	计算机	传媒	电力设备
通信	煤炭	电子元器件	非银行金融	传媒	纺织服装	综合

资料来源：Wind，长江证券研究所，注：标注色代表年内负收益

## 阶段性反弹机会仍存

绝对收益较难，反弹机会买点出现时可把握右侧机会。根据我们前文对基本面的判断，在需求端难有超预期的表现下，行业景气边际改善可能性不大，当下处于景气高点，下半年煤价大概率呈V型走势，板块取得绝对收益较为困难，阶段性机会更多为悲观预期修复带来的反弹机会，或待基本面阶段性拐点确立，若宏观面能出现配合信号，或存在买入时点，依据我们的投资时钟以及基本面的判断，待时机成熟时把握右侧机会。

图 34：煤炭股投资时钟



资料来源：长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。