

左前明 煤炭行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: +86 10 83326795  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

王志民 研究助理  
联系电话: +86 10 83326951  
邮箱: wangzhimin@cindasc.com

周杰 研究助理  
联系电话: +86 10 83326797  
邮箱: zhoujie@cindasc.com

**产品提示:**

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 煤炭行业: 兖州煤业、陕西煤业

2019年05月27日

### ➤ 本周行业观点: 淡季不淡-电企降煤价诉求强烈

1、煤价基本平稳:截至5月22日,港口方面,秦皇岛港山西产动力末煤(Q5500)平仓价612.0元/吨,较上周下跌2.0元/吨。动力煤价格指数(RMB):CCI 5500(含税)617.0元/吨,较上周下跌2.0元/吨。产地方面,山西大同南郊弱粘煤445.0元/吨,较上周持平;内蒙古鄂尔多斯东胜大块精煤428.0元/吨,较上周上涨2.0元/吨。国际煤价,纽卡斯尔港动力煤现货价80.65美元/吨,较上周下跌2.85美元/吨。截止5月22日动力煤主力合约期货贴水19.6元/吨。

2、需求整体仍偏弱运行:本周沿海六大电日耗均值为61.4万吨,较上周的60.8万吨增加0.5万吨,增幅0.9%,较18年同期的78.1万吨下降16.8万吨,降幅21.5%;5月23日六大电日耗为59.2万吨,周环比下降2.7万吨,降幅4.4%,同比下降19.3万吨,降幅24.6%,可用天数为27.3天,较上周同期增加0.9天,较去年同期增加11.0天。最新一期重点电厂日均耗煤319.0万吨,较上期增加5.0万吨,增幅1.6%;较18年同期下降10.0万吨,降幅3.0%。

3、港口库存继续增加,重点电厂存煤超过8000万吨。本周国内重要港口(秦皇岛、曹妃甸、国投京唐港)库存小幅增加,周内库存水平均值1331.4万吨,较上周的1316.0万吨增加15.4万吨,增幅1.2%;下游电厂库存方面,本周六大电厂煤炭库存均值1605.5万吨,较上周增加6.3万吨,增幅0.4%,较18年同期增加324.2万吨,增幅25.3%;最新一期全国重点电厂库存8072.0万吨,较上期增加195.0万吨,增幅2.5%,较18年同期增加1539.0万吨,增幅23.6%。截至5月22日秦皇岛港港口吞吐量周环比增加4.5万吨至65.0万吨。

4、焦炭焦煤板块:焦炭方面,山西、河北、山东等地焦企陆续开启焦炭价格第三轮提涨,幅度在100元/吨左右。河北某大型焦企涨后准一级冶金焦出厂承兑2090元/吨左右。近期山西、陕西部分地区焦企近期环保检查频繁,但暂未明显影响当地焦炭整体产量,当前主产地焦企厂内焦炭库存低位,焦企订单充足,焦企短期情绪偏乐观。钢厂方面近期高炉开工继续保持高位,部分钢厂厂内焦炭库存仍有小幅下滑情况,但库存整体表现较前期有好转现象,整体看焦炭市场后续重点关注钢焦企业受环保影响力度。焦煤方面,焦企利润回升,炼焦煤销售情况较好,煤矿厂内库存继续下降,另外近期主产地开工有小幅下滑情况,主要是受到部分煤矿工作面搬迁和设备维修的影响,但暂未对炼焦煤整体供应产生明显影响。整体看目前焦煤市场基本完成一轮普涨,部分启动补库存较早的一些焦企原料煤阶段性补库也基本到位,短期看焦煤市场稳中偏强运行,

但空间暂时相对有限。

5、我们认为，淡季煤价不淡反映出在弱需求下供给制约因素更为突出。在降电价的大背景下，近日根据我们调研，电企有下调煤价诉求，或促使大型煤企淡季顺势调整现货价格，我们判断将年度长协基准价 535 元调整至 520 元或难实现，整体影响不大。行业方面，受水电增速（1-4 月同比增速 13.7%）较高影响，火电（1-4 月同比增速 1.4%）表现相对一般，导致动力煤需求整体偏弱，此外，下游企业为降低即将到来的用煤高峰带来的价格增长过快的风险，采购逐渐下移到港口，导致近期环渤海重要港口库存创今年新高，库存调节弹性继续发挥作用，短期内煤源充足，下游补库周期将会降低，虽然产地煤价成本支撑，但港口煤价上涨难度亦有所提高，整体表现为弱平稳状态。焦煤方面，在焦炭已经开始第三轮提涨，焦企利润逐步好转的背景下，焦企维持较高开工率，目前多数焦企基本没有库存，炼焦煤销售情况较好，焦煤产地库存继续下降，焦煤矿涨价意愿增强。动力煤继续推荐估值优势明显，安全边际较高且具有成长性的兖州煤业（H、A），资源禀赋优异，内生增长空间较大的陕西煤业，和业绩稳健、现金流充沛的中国神华（H、A）三大核心标的，积极关注山西国改相关的西山煤电、大同煤业，以及动力煤标的中煤能源、露天煤业、新集能源等。炼焦煤积极关注西山煤电、淮北矿业、潞安环能、平煤股份等以及煤炭供应链管理金融公司瑞茂通。

6、风险因素：安全生产事故，下游用能用电部继续较大规模限产，宏观经济大幅失速下滑。

➤ 本期【卓越推】：兖州煤业（600188）、陕西煤业（601225）。

### 兖州煤业（600188）

（2019-05-24 收盘价 10.62 元）

➤ 核心推荐理由：1、一季度石拉乌素煤矿生产受限，未来陕蒙基地生产边际改善驱动公司成长。公司 2019 年一季度权益商品煤产量 2319.2 万吨，同比降 110.1 万吨（-4.53%），环比降 93.1 万吨（-3.86%）。公司商品煤产量的下降一方面是由于菏泽能化所属赵楼煤矿按新的核定产能组织生产使得产量同比下降 24.9 万吨（-29.16%），环比降 4.2 万吨（-6.49）至 60.5 万吨，另一方面由于昊盛煤业受安全环保政策影响，所属的石拉乌素煤矿煤炭生产受到限制使得产量同比下降 119.9 万吨（-73.11%），环比降 31.3 万吨（41.51%）至 44.1 万吨。此外 2019 年一季度山东本部商品煤产量 791.9 万吨，同比增 18.1 万吨（2.34%）；兖煤澳洲商品煤产量 881.8 万吨，同比增 48.9 万吨（5.87%）。自 4 月中旬以来，石拉乌素煤矿生产情况已明显好转，随着石拉乌素煤矿生产步入正轨以及转龙湾煤矿核增后产能的释放，陕蒙基地将贡献公司未来 2-3 年主要的产量增量。

- **2、精煤战略实施效果明显，一季度公司煤价同环比均有所上涨。**2019年以来公司重点抓精煤产量，一季度公司综合煤炭售价596元/吨，同比增45.94元/吨(8.36%)，环比增64.36元/吨(12.11%)。其中山东本部吨煤售价625元/吨，同比增29.65元/吨(4.98%)，环比降9元/吨(-1.42%)；兖煤澳洲吨煤售价647元/吨，同比增46.66元/吨(7.77%)，环比增26.24元/吨(4.22%)；陕蒙基地吨煤售价276.93元/吨，同比降14.43元/吨(-4.95%)，环比增6.47元/吨(2.39%)。随着精煤战略的延续，公司煤价有望保持相对坚挺。
- **3、山东本部成本控制效果良好，陕蒙基地盈利能力有所恢复，公司吨煤盈利能力增强。**2019年公司吨煤毛利259.64元/吨，同比增12.8元/吨(5.19%)，环比增32.30元/吨(10.55%)。吨煤毛利率43.59%，同比降1.31个pct，环比降0.80个pct。其中山东本部吨煤毛利367.20元/吨，同比增28.95元/吨(8.56%)，环比增3.89元/吨(1.07%)；毛利率58.78%，同比增1.94个pct，环比增1.45个pct。兖煤澳洲吨煤毛利360.05元/吨，同比增45.39元/吨(14.43%)，环比降15.36元/吨(-4.09%)，毛利率55.62%，同比增3.24个pct，环比降4.82个pct。陕蒙基地吨煤毛利91.05元/吨，同比降75.66元/吨(-45.39%)；环比增27.92元/吨(9.54%)，毛利率32.88%，同比降24.34个pct，环比增9.54个pct。
- **4、公司甲醇业务一季度盈利能力有所下降。**2019年一季度公司甲醇产量同比增长0.5万吨(1.11%)至45.7万吨，销量同比增长1.6万吨(3.60%)至46.1万吨。一季度甲醇综合售价1691.05元/吨，同比降388.22元/吨(18.67%)，单位生产成本1204.42元/吨，同比降31.28元/吨(2.53%)；单位毛利486.63元/吨，同比降356.85元/吨(42.31%)。甲醇业务一季度实现收入7.80亿元，同比降1.46亿元(15.75%)；实现毛利2.24亿元，同比降1.51亿元(40.24%)；毛利率28.78%，同比降11.79个pct，盈利能力有所下滑。公司在陕蒙地区两个合计产能160万吨/年的甲醇二期项目预计2019年下半年投产，在产能扩张产生的规模效应下，公司煤化工板块的盈利水平有望进一步提升。
- **5、公司一季度偿还78.85亿元有息债务，负债率持续下降。**截至2019年一季度末公司负债总额较2018年底的1187.26亿元降低94.21亿元至1093.05亿元，负债率由58.29%降至55.47%；其中有息债务由2018年底的706.42亿元降低78.85亿元至627.57亿元，有息负债率由34.68%降至31.85%。公司债务负担的降低，一方面利好公司盈利，另一方面增强公司抵抗周期波动的能力。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司19、20、21年EPS分别为1.75元、1.85元、1.88元，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**煤价短期波动风险、安全生产风险。
- **相关研究：**《20190429 兖州煤业(600188)一季报点评：业绩超预期增长，负债持续降低》

- 《20190401 兖州煤业（600188）年报点评：生产逐步正常，增量效益可期》
- 《20190226 兖州煤业（600188）子公司业绩突出超出市场预期》
- 《20181029 兖州煤业（600188）三季报点评：煤炭产量受限，业绩不及预期》
- 《20180827 兖州煤业（600188）中报点评：量价齐升，中报亮眼》
- 《20180528 兖州煤业（600188）：国内调控风声四起，澳洲基地坐享行业上行红利》
- 《20180430 兖州煤业（600188）境内外产量如期大幅释放，巩固行业龙头地位》
- 《20180325 兖州煤业（600188）2017 年年报点评：内生性增长强劲+高分红潜力的煤炭核心资产》
- 《20171227 兖州煤业（600188）：长协煤量占比较小，业绩更具弹性》
- 《20171207 兖州煤业（600188）：甲醇价格创三年新高，公司甲醇板块受益显著》
- 《20171204 兖州煤业（600188）：收购准东铁路股权完善产业链条，增厚利润同时打开陕蒙外运通道》
- 《20171129 兖州煤业（600188）：入股临商银行，产融结合“再下一城”》
- 《20171113 兖州煤业（600188.SH）陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产》

## 陕西煤业（601225）

（2019-05-24 收盘价 9.09 元）

- **核心推荐理由：1、核心提要：**我们认为当前市场虽认识到陕煤资源优、盈利强，但从估值角度仍然低估了其资源禀赋优势给其带来的核心竞争力与竞争壁垒，更低估了其作为西部龙头的资源整合潜力与内在发展潜力，尤其在“十三五”煤炭行业周期性向好的态势下，当前标的无论从静态还是动态看，无论从国内还是国际看，都属于严重低估。
- **2、安检趋严影响公司生产，一季度产量有所下滑。**公司报告期内煤炭产量 2396.44 万吨，同比降 129.52 万吨（-5.13%），环比降 406.83 万吨（-14.51%）。销量 3383.38 万吨，同比增 279.06 万吨（8.99%），环比降 707.73 万吨（-17.30%）。尽管 2019 年以来小保当一期等增量产能逐步投入运营，但 1 月 12 日的榆林矿难事故引发的安全大检查对公司陕北矿区产能释放造成干扰，使得一季度产量有所下滑，目前陕北矿区生产已恢复正常。

- **3、受益产地煤价上涨，公司吨煤盈利能力环比改善。**报告期内公司吨煤售价 421.23 元/吨，同比增 28.31 元/吨（7.20%），环比增 38.06 元/吨（9.93%）。吨煤毛利 186.89 元/吨，同比降 30.79 元/吨（-14.15%），环比增 26.68 元/吨（16.66%）。毛利率 44.37%，同比降 11.03 个 pct，环比增 2.56 个 pct。陕西煤炭交易中心数据显示，截至 2019 年 4 月 26 日陕西动力煤二季度均价 428.67 元/吨，较 2019 年一季度均价 426.55 元/吨略有上涨，公司二季度吨煤盈利能力有望继续提升。
- **4、公司债务持续下降，变身净现金公司。**截至 2019 年一季度末，公司债务总额较 2018 年底的 541.41 亿元下降 44.7 亿元至 496.71 亿元，负债率由 44.92% 下降 3.24 个 pct 至 41.68%；其中有息负债由 2018 年底的 175.16 亿元下降 8.55 亿元至 166.61 亿元，有息负债率由 14.53% 下降 0.55 个 pct 至 13.98%。2019 年一季度末公司账面货币资金 152.32 亿元，交易性金融资产 20.56 亿元，合计 172.88 亿元，大于有息债务，公司成为净现金公司。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 19、20、21 年 EPS 分别为 1.23、1.29、1.31 元，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅失速下滑；安全生产风险。

**相关研究：**《20190429 陕西煤业（601225）2019 年一季报点评：季度产量受限，环比改善可期》

《20190411 陕西煤业 2018 年报点评：18 年业绩亮眼，19 年步入产量释放期》

《20181030 陕西煤业（601225）季报点评：业绩稳增长下现金流充沛，回购股份彰显信心》

《20180810 陕西煤业（601225）业绩稳健增长下即将开启产量集中释放期》

《20180601 陕西煤业（601225.SH）资源禀赋优异的成长性煤炭核心资产》

## 研究团队简介

**左前明**，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

**王志民**，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

**周杰**，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

## 煤炭行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国投新集	601918	潞安环能	601699	平煤股份	601666	中国神华	601088
大同煤业	601001	开滦股份	600997	山煤国际	600546	大有能源	600403
中煤能源	601898	盘江股份	600395	阳泉煤业	600348	兖州煤业	600188
兰花科创	600123	郑州煤电	600121	昊华能源	601101	西山煤电	000983
新大洲	000571	神火股份	000933	平庄能源	000780	永泰能源	600157

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。