

供需缺口收窄，动力煤投资价值凸显

中性(维持)

市场表现 截至 2019.1.10



⑤ 2018 年行业落后沪深 300 4.04 个百分点，行业盈利能力稳定

2018 年煤炭行业（中信）跌幅 29.35%，排名行业第 14，同期沪深 300 指数下跌 25.31%，煤炭行业落后沪深 300 4.04 个百分点。

2018 年煤企盈利能力稳定，截止 2018 年三季度，中信煤炭 37 家煤企共实现营业收入 7096 亿元，同比上涨 6.29%，销售净利率 13.30%，去年同期净利率为 12.42%。

⑤ 供需紧平衡状态或将打破，价格向长协靠拢

我们预测 2019-2020 年总供给分别为 40.1 和 41.6 亿吨，需求量为 40 和 41 亿吨，对应供需缺口为 0.4 和 0.6 亿吨。我们认为明后年存在经济下行压力，假若真的发生需求端弱化，可能会出现供给略过剩的情况，2017-2018 年煤价十三五期间价格高点的可能性较大，未来两年煤价可能会有小幅下滑，但是由于供需缺口较小，可以通过调节进口煤数量将煤炭供需控制在紧平衡水平，我们预测未来煤价会逐步回归到发改委定的 535 元/吨的区间，也就是现在大多电厂的长协区间，下降幅度在 10% 以内。

⑤ 动力煤仍然较为强势，焦煤需求或有所下降

2018 年火电发电量较为强劲，截止 11 月份数据，火电发电量同比上涨 6.2%，总发电量由 5.7 万亿千瓦时上涨到 6.1 万亿千瓦时，上涨 6.2%，火力发电占比没有明显变化，仍维持 73%，火电仍是最主要的发电方式。焦煤的下游钢铁受到房地产和基建影响较大，受到经济增速放缓的影响，2019 年房地产增速也会相对放缓，因此总的来看，2019 年更多的是一个修复期，不会出现需求暴增或者大幅上涨的情况。

⑤ 投资策略和重点公司

投资方面，优先级是动力煤>焦炭>焦煤，并可关注煤层气行业。个股方面，我们推荐产量稳定，有新建产能预期，业绩稳定的龙头股以及有煤改气政策支持的标的：陕西煤业（601225）、中国神华（601088）、蓝焰控股（000968）

⑤ 风险提示

1、宏观经济下行，火电、钢铁消费量大幅下滑；2、地缘政治等国际事件影响；3、天然气政策不及预期。

联系人：陈周飞

执业证书号：S1490518110001

电话：010-85556194

邮箱：

chenzhoufei@hrsec.com.cn

联系人：王闻

电话：010-85556168

邮箱：

wangwenyj@hrsec.com.cn

目 录

一、煤炭行业 2018 年回顾.....	4
1、行业指数落后沪深 300 指数，PB 低于历史平均水平.....	4
2、煤炭公司盈利能力平稳，资产负债表修复仍需时间.....	5
二、供需紧平衡状态或将打破，价格向长协靠拢.....	6
1、长协占比提升的影响凸显，未来价格振幅或将收窄.....	6
2、供需平衡有所动摇，进口煤调控对冲国内供给过剩.....	9
三、2019 年煤炭行业整体展望.....	13
1、需求端内忧外患并存.....	13
2、火电主力地位短期难以改变，动力煤 2019 年仍较为强势.....	16
3、钢铁需求端下行压力较大，焦煤需求可能有所下降.....	18
4、产量向三西地区靠拢，铁路运输承压或释放季节性机会.....	19
5、十三五规划只剩最后两年，煤层气行业价值凸显.....	20
四、投资策略和重点公司.....	21
1、陕西煤业（601225）：动力煤龙头公司，参股蒙华铁路.....	22
2、中国神华（601088）：动力煤龙头，产量释放.....	23
3、蓝焰控股（000968）：优质煤层气资源，产量短期有增长.....	24
五、风险提示.....	25

图表目录

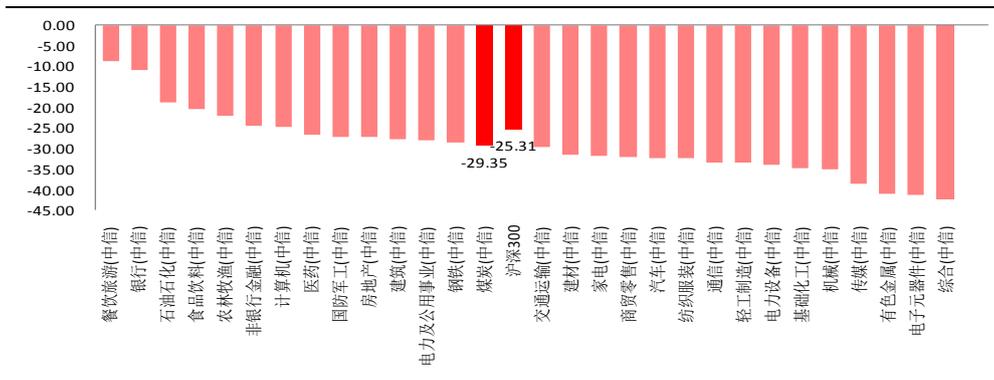
图表 1: 中信行业指数涨幅(2018 年)	4
图表 2: 23 家上市公司分煤种涨幅 (2018 年)	4
图表 3: 中信煤炭 PB-BAND(2011-2018)	5
图表 4: 中信煤炭板块收入和净利率情况	5
图表 5: 行业期间费用率变化	6
图表 6: 资产负债表变化	6
图表 7: 流动比率和速动比率变化	6
图表 8: 动力煤价格变化	7
图表 9: 炼焦煤价格变化	8
图表 10: 无烟煤价格变化	8
图表 11: 分煤种煤价变化	9
图表 12: 全国生产和建设煤炭产能情况	10
图表 13: 在建产能分省市情况 (2017VS2018)	11
图表 14: 在建矿组成占比	12
图表 15: 煤炭供需平衡表预测	13
图表 16: 我国宏观经济增速	14
图表 17: 世界银行预测: 全球 GDP 实际增长率	14
图表 18: 欧盟 GDP 实际增长率 (当季同比)	14
图表 19: 美国 GDP 实际增长率 (当季同比)	15
图表 20: 美国制造业 PMI 指数	15
图表 21: PMI 新出口订单	16
图表 22: 火电占比 (2017)	16
图表 23: 火电占比 (2018)	16
图表 24: 发电量累计和同比变化	17
图表 25: 水电站投产进度	17
图表 26: 动力煤供需平衡表	18
图表 27: 山西 2 号和 4 号焦煤坑口价	18
图表 28: 炼焦煤供需情况	19
图表 29: 房地产开发投资累计同比	19
图表 30: 三西地区原煤产量占比	20
图表 31: 煤改气政策时间表	21
图表 32: 能源消费占比情况	21
图表 33: 陕西煤业盈利预测表	23
图表 34: 中国神华盈利预测表	24
图表 35: 蓝焰控股盈利预测表	24
图表 36: 2019 年重点推荐上市公司盈利预测情况	25

一、煤炭行业 2018 年回顾

1、行业指数落后沪深 300 指数，PB 低于历史平均水平

2018 年煤炭行业（中信）跌幅 29.35%，排名行业第 14，同期沪深 300 指数下跌 25.31%，煤炭行业落后沪深 300 4.04 个百分点。

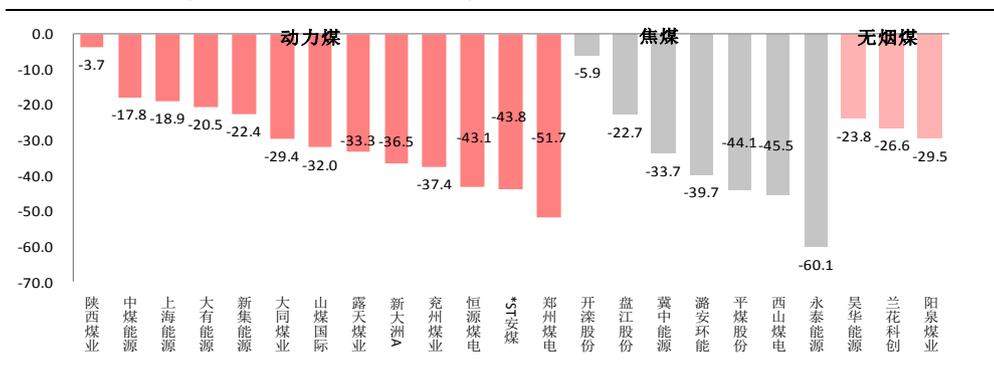
图表 1：中信行业指数涨幅(2018 年)



数据来源：WIND，华融证券整理

从我们之前筛选的 23 家盈利能力较好的上市公司来看，在 2018 年即使公司盈利的情况下也是全部下跌，其中，动力煤中陕西煤业下跌幅度最小，是整个煤炭板块中表现最好的标的，其他跑赢大盘的分别是中煤能源、上海能源、大有能源、新集能源；焦煤方面除了受益于焦炭价格大幅上涨的开滦股份跌幅为 5.9%以外，其他均大幅下跌，无烟煤板块跌幅都比较稳定，都在 20-30% 这个区间，基本和沪深 300 跌幅接近，其中跌幅最小的为昊华能源。

图表 2：23 家上市公司分煤种涨幅（2018 年）



数据来源：WIND，华融证券整理

2011-2018 年煤炭行业的 PB 均值为 1.67，煤炭价格高企的时期煤炭板块

对应估值在 2-3 倍之间，而当前煤价已处于历史高位，但是对应行业 PB 仅为 1 倍，远低于历史平均水平，无论和历史高煤价情况还是历史平均 PB 相比，当前行业的 PB 水平都偏低，有较大的修复空间。

图表 3：中信煤炭 PB-Band(2011-2018)

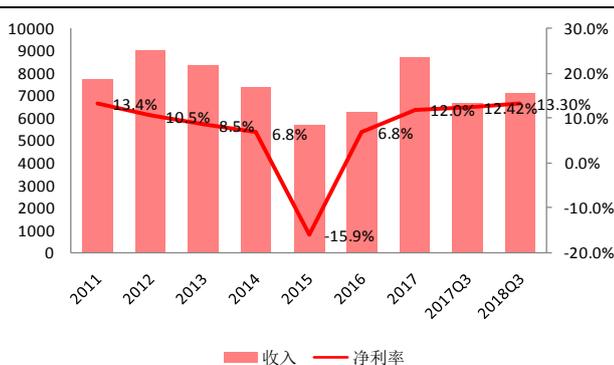


数据来源：WIND，华融证券整理

2、煤炭公司盈利能力平稳，资产负债表修复仍需时间

2018 年煤价总体来看仍是处于高位，因此煤企盈利能力也得到提升，截止 2018 年三季度，中信煤炭 37 家煤企共实现营业收入 7096 亿元，同比上涨 6.29%，预计全年可实现 8500 亿元以上收入。截止 2018 年 3 季度，煤炭行业净利率 13.30%，去年同期净利率为 12.42%。公司净利率水平小幅上涨主要得益于行业各公司管控能力增强，期间费用率逐年下降，目前已经稳定在 11%，这也保证了行业盈利能力的稳定。

图表 4：中信煤炭板块收入和净利率情况



数据来源：WIND，华融证券整理

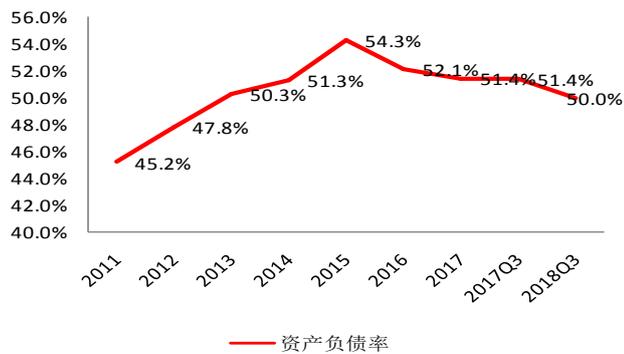
图表 5: 行业期间费用率变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

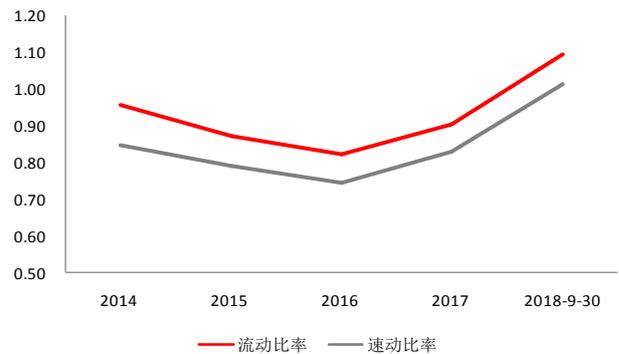
从供给侧改革开始后,煤炭行业的整体负债情况也得到好转,2015年资产负债率为54%,经过了3年的修复时间,2018年到达50%。流动比率和速动比率分别从0.82和0.74上涨到1.1和1.01。我们认为资产负债率40-45%是比较健康的区间,达到这一目标仍需要3-4年时间,因此未来几年是煤企修复资产负债表的时期。

图表 6: 资产负债表变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 7: 流动比率和速动比率变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

二、供需紧平衡状态或将打破,价格向长协靠拢

1、长协占比提升的影响凸显,未来价格振幅或将收窄

煤炭价格受到供给侧改革的影响,在经历了几年连续下跌后从2016年四季度开始上涨,并延续至今维持高位。全年来看,各个煤种的价格波动基本仍是遵循淡旺季的周期变化,比较值得注意的是动力煤2018年最高点出现在一季度,并未像2017年一样出现冬季大幅上涨的预期,但是综合全年走势来看,

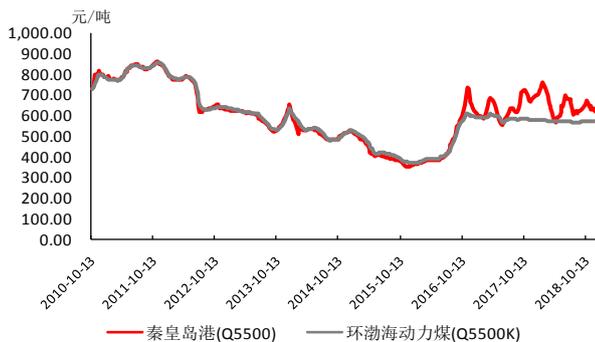
2018 年煤价仍是处于高位。

为了方便理解，我们按照用途将煤炭分为动力煤、焦煤、无烟煤，分别来看一下这三种煤 2018 年的价格情况：

动力煤：对比一下去年 2018 年的煤价情况，2017 年环渤海动力煤均价为 585 元/吨，秦港（Q5500）均价为 640 元/吨，2018 年，环渤海动力煤均价 571 元/吨，秦港均价 650 元/吨，对比可得，环渤海动力煤下降 14 元/吨，秦港上涨 10 元/吨，和 2017 年煤价相比变化不大。

仔细分析一下环渤海动力煤价和港口煤价，环渤海动力煤价反映的是电厂采购的价格，多以年度和月度长协为主，港口煤价则更多的反应的是即时市场价。先说一下环渤海动力煤价格，全年表现仍然是较为稳定，这点和 2017 年情况基本一致；港口煤价的变化可以从图上明显看出来，2018 年港口煤价的波动的振幅已经明显不如 2017 年大，这主要原因是长协煤的占比提升，降低了煤炭的市场价格波动，我们认为随着未来长协占比和签订时间的延长，港口煤价的振幅会进一步收窄，价格中枢会趋于稳定。

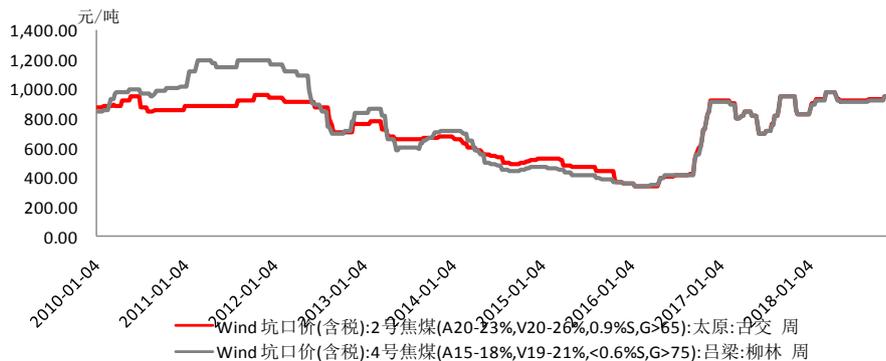
图表 8：动力煤价格变化



数据来源：WIND，华融证券整理

焦煤：2017 年，2 号和 4 号焦煤均价为 840 元/吨和 838 元/吨，2018 年 2 号和 4 号焦煤均价分别为 930 元/吨和 930 元/吨，同比上涨 10.7%和 10.9%，焦煤的价格整体呈现上涨趋势，一是由于 2018 年钢厂利润较好，钢价相对稳定，二是由于焦煤本省的稀缺性也对价格高企有一定支撑。另一个值得注意的是 2 号和 4 号焦煤价格基本已经同步，这也是由于焦企和钢厂签订的长协占比逐年提高，使得焦煤的市场价格波动空间逐渐缩小，价格日趋稳定。

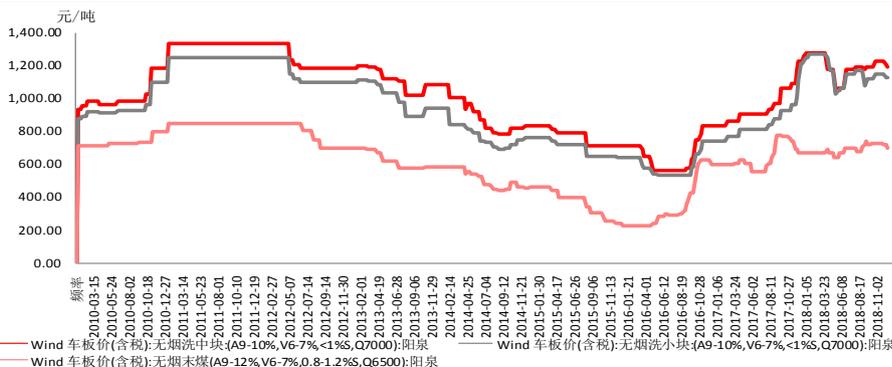
图表 9: 炼焦煤价格变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

无烟煤: 2018 年无烟煤中块、小块、末煤的均价为 1192 元/吨、1167 元/吨和 690 元/吨, 同比分别上涨 24.8%、35.5%和 7.3%, 无烟煤价格是 2018 年三种煤中涨幅最大的, 主要也是化工行业的部分产品的价格上涨带动的, 2019 年来看受到宏观经济增速放缓的影响, 化工产品价格会有一定下调, 无烟煤价格较 2018 年会有 10%左右的下跌。

图表 10: 无烟煤价格变化



数据来源: WIND, 华融证券整理

煤炭行业自 2012 年开始进入寒冬, 在 2016 年底迎来了煤价上涨, 当前价格虽然是说处于高位, 但是距离 2011-2012 年最高的均价仍有 20%的空间。整体来看, 2018 年煤企受益于高煤价, 盈利能力得到提升, 但是 4 年低迷造成的高资产负债率仍是煤企长期面临的主要问题, 修复资产负债表是一个长期过程, 并且需要煤价处于一个相对稳定并且较高的水平, 这也和长协占比越来越高的趋势相吻合, 在这种趋势下, 我们认为未来煤价的波动性会逐渐减小, 未签订长协的市场价也会围绕长协价波动, 这在三种煤上均会有所表现。

图表 11: 分煤种煤价变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
动力煤年均价								
秦皇岛 Q5500	819	700	587	515	410	473	640	650
同比		-15%	-16%	-12%	-20%	15%	35%	2%
环渤海动力煤	808	704	589	522	427	459	585	571
同比		-13%	-16%	-11%	-18%	7%	27%	-2%
焦煤年均价								
2号焦煤	909	843	693	552	476	494	840	930
同比		-7%	-18%	-20%	-14%	4%	70%	11%
4号焦煤	1172	933	702	530	414	494	838	930
同比		-20%	-25%	-24%	-22%	20%	69%	11%
无烟煤年均价								
无烟中块	1327	1233	1110	892	768	662	955	1192
同比		-7%	-10%	-20%	-14%	-14%	44%	25%
无烟小块	1247	1153	1004	782	734	605	861	1176
同比		-8%	-13%	-22%	-6%	-18%	42%	37%
无烟末	849	785	625	511	365	355	642	690
同比		-7%	-20%	-18%	-29%	-3%	81%	7%

数据来源: WIND, 华融证券整理

2、供需平衡有所动摇，进口煤调控对冲国内供给过剩

煤炭价格的变化归根结底是受到市场上供需关系的影响,2012年煤价下跌的原因就是煤炭产能过剩引起的,而随着供给侧改革的影响,煤价到2016年开始回升。“十三五”期间要化解淘汰过剩产能共8亿吨,根据实际情况来看,2016年已退出产能2.9亿吨,2017年1.5亿吨已经完成,2018年截至8月份去产能任务已经完成1.5亿吨的80%,我们预计2018年基本可以完成全年任务,三年共计退出产能5.9亿吨,还剩余2.1亿吨,2019-2020年预计会持续退出产能1.2亿吨和0.9亿吨。

2018年国家能源局公告称,截至2018年6月底,取得安全生产许可证等证照的生产煤矿3816处,产能34.91亿吨/年,也就是指我国煤炭在产产能为34.91亿吨/年,已核准的在建煤矿1138处,产能9.76亿吨/年,进入联合试运转的煤矿201处,产能3.35亿吨/年。

图表 12: 全国生产和建设煤炭产能情况

	获得许可证煤矿		核准在建矿		联合试运转矿	
	个数	产能 (亿)	个数	产能 (亿)	个数	产能 (亿)
2017	4271	34.1	1228	10.53	231	3.68
2018	3816	34.91	1138	9.76	201	3.35

数据来源: 国家能源局, 华融证券整理

比较一下 2017 年和 2018 年能源局发布的数据变化, 总产能由 34.1 亿吨上升至 34.91 亿吨, 获得安全许可证的矿个数从 4271 下降到 3916 个, 每个矿的平均产能由 798 万吨上涨至 915 万吨, 说明 2018 年的去产能在关闭小产能的矿井上效果明显, 另外还有部分以往未获批的产能 2018 年陆续获批, 能源局的数据也逐渐变得更加精确。核准在建矿方面萎缩大概 7700 万吨产能, 个数也有所下降, 这也侧面反映出目前新批产能速度放缓, 未来新建产能的投产速度也会有所放慢。联合试运转方面变化约 3000 万吨, 结合其他新增产能投产速度也较缓慢的情况, 我们推测 2018 年实际联合试运转正式投产的量也就在 5000 万吨左右。

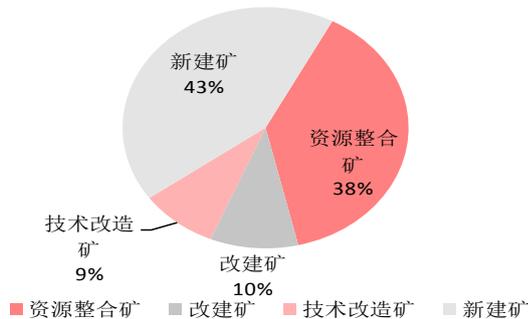
图表 13: 在建产能分省市情况 (2017vs2018)

	亿吨	资源整合		改建矿		技术改造		新建		联合试运转		在建合计	
		建设规模	新增产能	建设规模	新增产能	建设规模	新增产能	建设规模	新增产能	建设规模	新增产能	建设规模	新增产能
山西	2017	2.90	1.20	0.10	0.06	0.00	0.00	0.20	0.20	0.40	0.20	3.20	1.46
	2018	2.41	1.09	0.09	0.06	0.00	0.00	0.30	0.30	0.53	0.24	2.81	1.45
陕西	2017	0.80	0.60	0.06	0.03	0.20	0.10	0.80	0.80	1.30	1.10	1.86	1.53
	2018	0.63	0.48	0.06	0.03	0.24	0.16	0.84	0.84	0.94	0.83	1.76	1.51
内蒙古西部	2017	0.20	0.10	0.30	0.20	0.40	0.20	1.60	1.60	1.40	1.30	2.50	2.10
	2018	0.20	0.11	0.36	0.24	0.41	0.24	1.67	1.67	1.41	1.34	2.63	2.26
全国合计	2017	4.50	2.10	1.20	0.80	0.80	0.50	4.30	4.30	3.70	3.10	10.80	7.70
	2018	3.84	1.95	1.00	0.63	0.88	0.51	4.25	4.25	3.39	2.86	9.97	7.35
三西合计	2017	4.90	2.31	1.86	1.24	1.61	0.94	7.57	7.57	6.51	5.74	15.93	12.06
	2018	3.24	1.69	0.51	0.32	0.64	0.40	2.81	2.81	2.88	2.41	7.20	5.22
三西占比	2017	87%	90%	38%	36%	75%	60%	60%	60%	84%	84%	70%	66%
	2018	84%	86%	51%	51%	72%	78%	66%	66%	85%	84%	72%	71%

数据来源：国家能源局，华融证券整理（备注：三西地区为山西、陕西和内蒙古西部）

在建矿中，资源整合矿占比最高，产能 3.84 亿吨，占 38%，较去年占比下降 3%，整合矿主要集中在山西、陕西和内蒙古西部地区，整合矿多为历史遗留矿，实际投产率不足 20%，主要原因有两点，一是整合矿本身资质差，开采成本高，二是由于煤企经历长期低迷后，资金紧张，投入到整合矿上的资本开支有限。虽然整合矿存在在建矿中占比高，但是未来可能贡献的产能有限。我们可以极端的假设这部分变化，也就是 6600 万吨全部转化为实际产量，从 2017 到 2018 年整合矿的产量变化来看，预计未来整合矿每年的产能贡献应该在 6000-7000 万吨。

图表 14: 在建矿组成占比



数据来源: WIND, 华融证券整理

新建矿、改建矿和技术改造矿, 产能分别为 4.25、1、0.88 亿吨, 分别占 43%、10%、9%, 新建矿占比有所提升, 这部分资质相对好一些, 但是由于政策上规定先进产能核增产量要求等量置换, 需要签订协议、上报核增产能方案、经相关部门审批等手续才能投产, 进展也较为缓慢。从实际产量变化来看, 2017 到 2018 年产能也只变化了 500 万吨, 三西地区的新建矿占比大幅提升 6%, 说明这部分的增量未来主要也会来自于资源优质的三西地区, 我们预计这部分未来每年产能应该在 4000-5000 万吨。

进入联合试运转的部分产能为 3.39 亿吨, 一般联合试运转到验收投产时间为 6 个月, 我们认为这部分产量应该在 2018 年底已经陆续投产了, 因此对 2018 年之后的产量贡献可能并不多。

可以从煤炭供需平衡表中明显看到, 在 2014 和 2015 年出现严重供大于求的情况, 这也是导致煤价在这两年价格持续低迷的主要原因, 随着供给侧改革出台, 供给端大幅缩减, 产能过剩的情况逐渐得到改善, 甚至出现了 2016 年底到 2018 年供给短缺的情况。我们预测 2019 年宏观经济增速应该在 6.3% 左右, 较 2018 年增速放缓, 需求端减弱, 针对未来供需情况的预测, 我们主要假设如下:

- 1) 产量主要来自于在产矿, 这部分不包括在建矿和联合试运转的产量, 而且大部分都符合环保和先进产能的要求, 而 2018 年这些矿产量接近满产, 因此我们假设未来产量增速为 1.2%。
- 2) 进口量是 2018 年调节煤炭市场价格的主要手段之一, 用以弥补国内煤炭缺口, 未来仍将维持这个趋势。我们预测未来进口量会大概率在 2.5 亿吨上下波动, 海关会根据市场煤炭供需的情况进行季节性调整, 目的主要是为了维持国内煤价的稳定性。

- 3) “十三五”去产能任务共计 8 亿吨，截止 2018 年共计去产能 5.9 亿吨，未来两年年有 2.1 亿吨去产能任务，我们预计 2019-2020 年每年去产能量为 1.2 和 0.9 亿吨。
- 4) 新增产能主要来自于在建产能和联合试运转产能，2018 年中旬联合试运转产能 3.3 亿吨，我们预计大部分已经在 2018 年陆续投产，保守估计 2018 年有 1 亿吨的余量，而受到整合矿和在建矿等周期较长的影响，投产率较低，我们预计 2019-2020 年新增产能约为 1.5 和 1.8 亿吨。

由此计算出来 2019-2020 年总供给分别为 40.1 和 41.6 亿吨，需求量为 40 和 41 亿吨，对应供需缺口为 0.4 和 0.6 亿吨。不同于我们去年对 2018 年供需紧平衡的判断，我们认为明后年存在经济下行压力，假若真的发生需求端弱化，可能会出现供给过剩的情况，从目前预测来看，2017-2018 年应该是十三五期间的煤炭价格高点，未来两年煤价应该会有小幅下滑，但是由于供需缺口仍然较小，可以通过调节进口煤数量将煤炭供需控制在紧平衡水平，因此煤价也不会出现大幅下行，我们预测未来价格会逐步回归到发改委之前定的 535 元/吨的区间，也就是现在大多电厂的长协区间，下降幅度在 10% 以内。

图表 15: 煤炭供需平衡表预测

(亿吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总消费	41.1	42.4	41.1	39.7	38.4	39	39.5	40	41
增速		3.16%	-3.07%	-3.41%	-3.27%	1.56%	1.28%	1.27%	2.50%
总供给	42.71	43.51	44.67	41.91	38.6	39.0	39.3	40.4	41.6
产量	36.5	36.8	38.7	36.8	33.6	34.4	35.0	35.4	35.8
产量增速		0.82%	5.16%	-4.91%	-8.70%	2.38%	1.20%	1.20%	1.20%
进口量	2.88	3.27	2.91	2.04	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5
出口量	0.09	0.07	0.05	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
去产能					2.9	1.5	1.5	1.2	0.9
新增投产产能					1.5	2	1.2	1.5	1.8
库存	3.42	3.51	3.11	3.12	2.5	2.0	2.2	2.3	2.4
供需缺口	1.61	1.11	3.57	2.21	0.22	0.0	-0.2	0.4	0.6

数据来源：国家统计局、海关数据，华融证券整理

三、2019 年煤炭行业整体展望

1、需求端内忧外患并存

煤炭行业与世界和中国的宏观经济都息息相关，在煤炭供给处于较平稳的状态下，需求端一旦低于预期，会对整个行业造成较大的冲击，我们认为 2019 年煤炭行业可能会面临来自内在和外在因素的双重影响。

内忧主要来自国内宏观经济增速下滑的担忧，2017 年国内 GDP 累计同比保持在 6.9% 的水平，2018 年逐渐下滑，截止三季度末下降至 6.7%，我们预计 2019 年增速水平在 6.3% 上下，较 2018 年增速进一步放缓，如若经济增速下降至 6.3% 以下则会导致需求端如钢铁、火电等大幅疲软，进而使得煤炭行业景气度受到影响。

图表 16：我国宏观经济增速



数据来源：wind，华融证券整理

外患主要来自于两个方面，一是世界经济不景气，二是美国贸易战的影响。

世界银行预测 2018 年是 GDP 实际增长率最高点，之后在 2019 年开始出现下滑。从实际情况来看，欧盟的 GDP 实际增长率从 2017 年中旬以后出现明显下滑，当前已经远低于世界银行预测的全球 GDP 增速。

图表 17：世界银行预测：全球 GDP 实际增长率



数据来源：wind，华融证券整理

图表 18：欧盟 GDP 实际增长率（当季同比）



数据来源：wind，华融证券整理

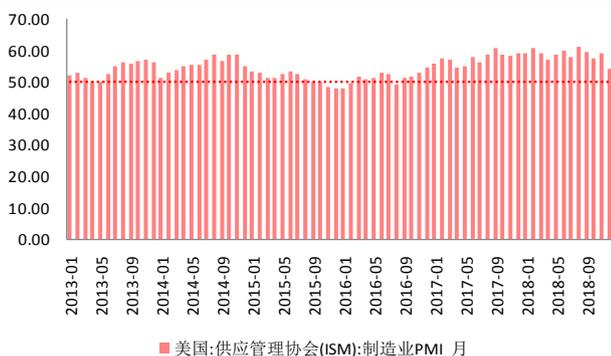
不同于其他国家经济增速下滑明显,美国 2018 的 GDP 增速接近顶峰,经济形势一片大好,但是我们可以从美国经济的先行指标对未来走势进行推断。美国制造业 PMI 指数以 50 为分界线,低于 50 意味着衰退,高于 50 表明扩张。从 2018 年后半年开始这个指标急剧下降,2018 年 12 月份达到 15 个月最低点,从历史经验来看,美国制造业 PMI 的低点会领先商业低潮 1-4 个月,因此我们也可以推测 2019 年 4 季度之前,美国经济大概率会同 2018 年后半年下滑趋势一致,呈下降势,因此可以得出结论,2019 年世界经济下行的概率较高,即使美国也不例外。

图表 19: 美国 GDP 实际增长率 (当季同比)



数据来源: wind, 华融证券整理

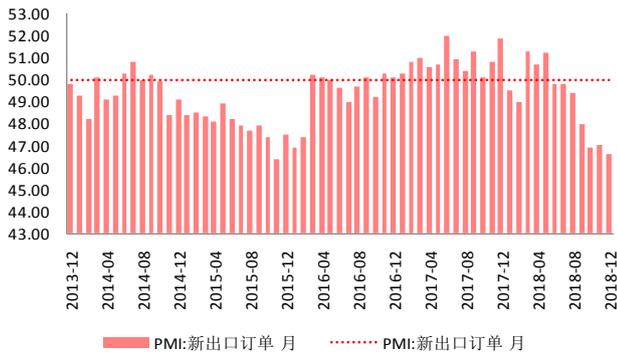
图表 20: 美国制造业 PMI 指数



数据来源: wind, 华融证券整理

另一个影响来自中美贸易战,时至今日贸易战仍没有定论,选取中国制造业 PMI 新出口订单指数作为判断依据,由于该指数是领先指标,和出口增速存在正相关关系,领先出口增速 4-6 个月的变化,但是受到贸易战的影响,该指数从 2018 年 6 月份开始已经连续 7 个月低于分界线 50,因此我们预测 2019 年出口增速较 2018 年会明显放缓,国内制造业需求会出现疲软。

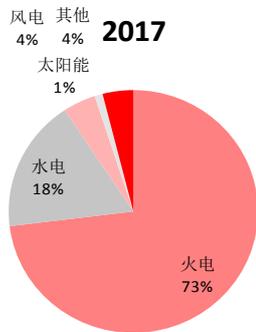
图表 21: PMI 新出口订单



数据来源: wind, 华融证券整理

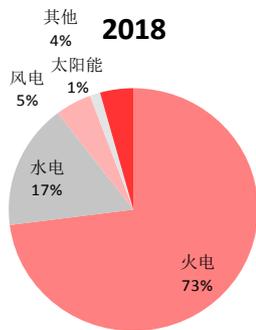
2、火电主力地位短期难以改变，动力煤 2019 年仍较为强势

图表 22: 火电占比 (2017)



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 23: 火电占比 (2018)

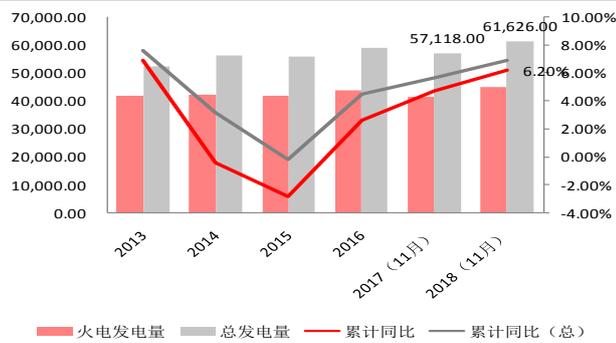


数据来源: wind, 华融证券整理

2018 年火电发电量较为强劲，截止 11 月份数据，火电发电量同比上涨 6.2%，总发电量由 5.7 万亿千瓦时上涨到 6.1 万亿千瓦时，上涨 6.2%，火力

发电占比没有明显变化，仍维持 73%。

图表 24：发电量累计和同比变化



数据来源：wind，华融证券整理

虽然政策上有未来发展清洁能源的要求，但是从各发电占比的情况来看，火电仍是最主要的发电方式，水电是除火电占比最高的发电方式，19 年基本没有新增水电投产的计划，因此 2019 年火电的主力地位仍然稳定。

图表 25：水电站投产进度

上市公司	在建容量(万千瓦时)	电站名称	预计投产时间
长江电力	2620	乌东德、白鹤滩	2020-2022
华能水电	493	黄凳、苗尾、乌弄龙、大华桥、里底	2018-2019
国投电力	482	两河口、杨房沟	2012-2023
国电电力	218	双江口	2018-2023
桂冠电力	160	观音岩	2019-2023

数据来源：wind，华融证券整理

考虑到 2019 年经济增速放缓以及其他外界影响，我们下调 2019 年火电需求端的增速，16-17 年增速为 1.3%，我们预计 2018 年消费增速应该在 1.5%，考虑这些负面因素以及环保压力，我们假设 2019-2020 年需求增速在 1%，测算出来的动力煤供需未来两年仍是紧平衡，这对我们之前判断动力煤价格保持在发改委的 535 元/吨水平也有一定支撑。

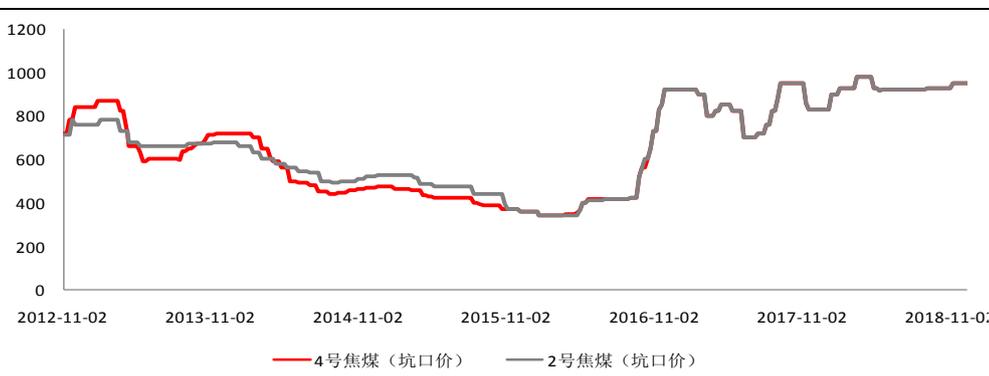
图表 26: 动力煤供需平衡表

(亿吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总消费	29.9	31.4	31.2	31	31.4	31.87	32.19	32.51
增速		5.02%	-0.64%	-0.64%	1.29%	1.50%	1.00%	1.00%
总供给	34.64	33.19	31.3	28.7	29.9	30.5	31.11	31.73
产量	32.8	31.7	30.33	27.53	28.85	29.39	29.96	30.58
产量增速		-3.35%	-4.32%	-9.23%	4.79%	1.87%	1.94%	2.08%
出口量	0.06	0.05	0.04	0.07	0.05	0.04	0.05	0.05
进口量	1.9	1.54	1.01	1.24	1.1	1.15	1.2	1.2
供需缺口	4.74	1.79	0.1	-2.3	-1.5	-1.37	-1.08	-0.78

数据来源: wind, 华融证券整理

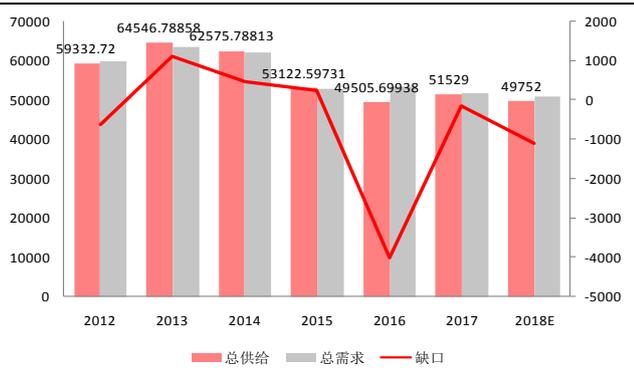
3、钢铁需求端下行压力较大，焦煤需求可能有所下降

焦煤在我国是稀缺煤种，16个主要煤矿分布在山西、贵州、安徽、河南、河北等地，焦煤主要用来冶炼焦炭，和焦炭产量比例为1.3:1，而焦炭80%以上又是用在钢铁行业，因此焦煤价格间接受到钢铁行业的影响。2018年焦煤价格较去年走势相对平稳，2号焦煤均价930元/吨，较去年上涨100元/吨，也是得益于2018年钢价较高。从供需方面来看，焦煤的稀缺性使得焦煤自2015年就供给略显不足，未来大概率仍是延续这个趋势。

图表 27: 山西2号和4号焦煤坑口价


数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 28: 炼焦煤供需情况



数据来源: WIND, 华融证券整理

焦煤的下游钢铁受到房地产和基建影响较大,从 2018 年数据来看,基建的增速大幅下滑,2019 年政府方面如果放宽财政政策,基建的增速会有所回升,但是也应该在 10%上下,较难回到 20%以上,房地产投资增速 2018 年有所上涨,但是受到经济增速放缓的影响,2019 年房地产增速也会相对放缓,因此总的来看,2019 年钢铁需求端不容乐观,2019 年更多的是一个修复期,不会出现需求暴增或者大幅上涨的情况,更大可能需求下滑导致钢价下跌。

另外一点就是焦煤企业去年到 2018 年多数也签订了长协,未来长协占比会进一步提升,焦煤市场价格的波动也会减小。我们认为在 2019 年经济增速放缓的大环境下,长协是对焦煤价格企稳有着积极作用的,但是焦煤稀缺性的原因会对价格有一定支撑作用,但是总的来看,随着经济增速放缓,我们预测 2019 年焦煤价格也会有所下滑,较 2018 年下跌 30-50 元/吨水平,均价在 900 元/吨的水平。

图表 29: 房地产开发投资累计同比

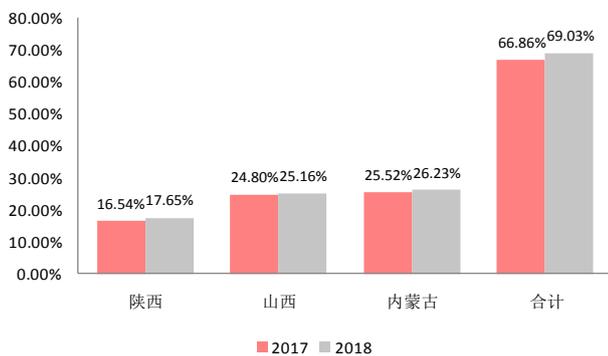


数据来源: WIND, 华融证券整理

4、产量向三西地区靠拢,铁路运输承压或释放季节性机会

动力煤是煤炭中占比最高的煤种，而焦煤、无烟煤等煤种由于稀缺性，产量增幅不大，因此原煤的增量主要来自于动力煤。按地区产量来看，三西地区，也就是山西、陕西、内蒙古西部地区的产量占比提升了 2.17 个百分点，这是因为新增产能大部分都集中在三西地区，因此未来产量的增长也会集中在三西地区。产量的增长伴随的是运力的承压，由于现在的三条主要铁路大秦线、神黄线、蒙冀线基本都接近满负荷，因此未来产量的增长会使得运力相对紧张，2018 年一季度出现高煤价，就由于运力不足导致供给没跟上的原因，在 2019 年运力仍然没有明显突破的时候，大概率还会出现季节性的运输瓶颈，届时煤炭市场价会有上涨的动力，会出现一定季节性反弹。

图表 30：三西地区原煤产量占比



数据来源：wind，华融证券整理

5、十三五规划只剩最后两年，煤层气行业价值凸显

煤炭虽然仍是我国最主要的能源，但是煤炭作为能源未来储量逐渐减少，在安全和环保限制的双重压力下，行业未来发展前景不容乐观。

和煤炭以及石油资源相比，天然气具有热值高、环保的优势，能减少空气中二氧化硫、二氧化碳、氮氧化合物和粉尘的排量，开发天然气已经成为我国现代化能源建设的重要组成部分。

煤层气是一种清洁能源，用途和天然气类似，我国十三五规划中明确指出“2020 年力争天然气消费占比达 10%”，煤改气的发展也符合我国天然气发展规划。2013 年，我国发布《大气污染防治行动计划》标志着煤改气的开始，后各地区也陆续出台煤改气相关政策，目前我国煤改气已经进入全面实施推进阶段。

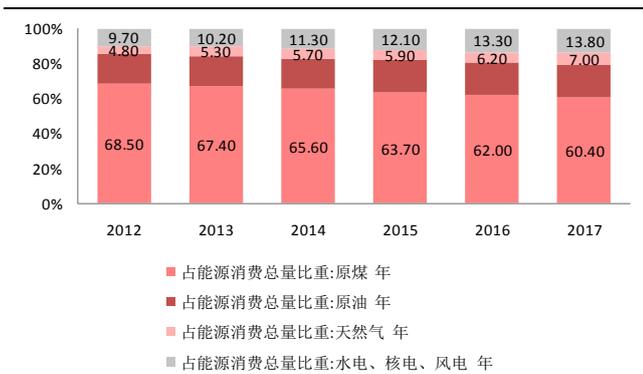
图表 31: 煤改气政策时间表

时间	部门	文件
2016.06	环保部	《京津冀大气污染防治强化措施(2016-2017)》
2016.12	发改委	《天然气发展“十三五”规划》
2017.1	能源局	《能源发展“十三五”规划》
2017.3	环保部、发改委	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》

数据来源: 华融证券整理

根据国家统计局资料显示, 天然气消费占比在总能源消费中的比例逐年提高, 截止 2017 年天然气在我国能源占比达到 7%, 距离十三五目标仍有较大的差距, 十三五规划最后两年是 2019 和 2020 年, 随着煤层气的逐步推进, 预计政府会在这方面给予更强烈的支持力, 我们看好明后年煤层气行业的发展。

图表 32: 能源消费占比情况



数据来源: 国家统计局, 华融证券整理

四、投资策略和重点公司

受长协占比提高影响, 预计 2019 年各煤种价格波动的空间都会收窄, 宏观经济增速放缓, 煤价上涨动力不足。另一方面, 煤炭供需差距仍然较小, 进口煤炭的季节性调节有利于稳定煤价, 煤价大幅下跌的可能性较小, 我们预计预计 2019 年煤价较 2018 年下跌 5-10%。

投资方面, 较为稳妥的是动力煤, 主要原因煤价稳定期动力煤的盈利能力优于其他煤种, 其次弹性较大的是焦炭, 这主要是由于上游焦煤价格相对较高, 下游钢铁行业季节性周期给了焦炭更多的灵活性, 受到基建投资增速放缓的影响, 我们认为 2019 年焦煤的弹性较小, 并且焦煤企业资产负债率的修复程度也不如动力煤, 另外, 在天然气十三五规划降至的最后两年, 煤层气或许会获得政策性的扶持, 可能是 2019 年超预期的行业。总结来看, 投资优先级是动力煤>焦炭>焦煤, 并可关注煤层气行业。

1、陕西煤业（601225）：动力煤龙头公司，参股蒙华铁路

陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能公司、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日设立的股份有限公司，并于 2014 年 1 月 28 日在上海证券交易所上市。公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务，主导产品为优质动力煤、化工及冶金用煤，产品主要用于电力、化工及冶金等行业。公司煤炭板块业务收入占 85%，毛利贡献为 85%，煤炭业务是公司收入的最主要来源。

公司拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨，可采储量 109.6 亿吨，储量在 A 股上市煤炭公司中仅次于央企中国神华和中煤能源。97% 以上的煤炭储量属于优质煤，多位于陕北、彬黄等优质煤产区。公司煤种具有高发热量、低硫、低磷、低灰的优点，是优质的环保动力、冶金及化工用煤，在市场上具有较强的品牌影响力。截止 2018 年三季度，公司实现营业收入 411.3 亿元，同比上涨 4.38%，实现归母净利润 88.6 亿，同比上涨 9.86%。

公司投资逻辑主要有三点：

- 1) 优质矿井占比高，未来产量有增长预期。陕煤目前拥有控股矿井 15 对，先进产能矿井 7 对，达到一级安全质量标准矿井共 13 对，占总产能近 90%，公司拥有的优质矿井达 90%。在建矿井小保当矿设计一期生产能力 1500 万吨，预计 2019 年可以投产，是 2019 年产能有增量的公司。
- 2) 完全成本低，净利润弹性大。公司 2017 年煤炭板块毛利率 55.4%，在 2018 年其他公司成本大幅上涨的情况下，公司毛利率仍然维持 54.68% 的水平，主要得益于公司的成本管控能力增强，期间费用率从 2017 年 16% 下降至 2018 年 12%。我们预测 2019 年公司成本控制能力和 2018 年持平，毛利率仍可维持 50% 以上水平，测算吨煤净利可达 100 元/吨，产量 2019-2020 年预测为 9300、9800 万吨。
- 3) 公司连续几年分红率都在 40% 左右，且盈利能力较好。

公司 2018 年预计可实现利润 105 亿左右，2019 年可实现 107 亿的净利，对应 EPS 为 1.08 元，PE 不到 8 倍，作为龙头公司估值修复空间大，建议积极关注。

图表 33: 陕西煤业盈利预测表

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	33,131.7	50,927.0	51,104.5	48,791.8	51,320.3
同比增长(+/-%)	1.9%	53.7%	0.3%	-4.5%	5.2%
归母净利润 (百万元)	2,754.9	10,449.4	10,997.6	10,763.5	11,847.4
同比增长(+/-%)	-192.2%	279.3%	5.2%	-2.1%	10.1%
每股收益 (元)	0.28	1.04	1.10	1.08	1.18
PE	27.12	7.15	6.79	6.94	6.31
PB	2.17	1.69	1.48	1.23	1.05

数据来源: WIND, 华融证券整理

2、中国神华 (601088): 动力煤龙头, 产量释放

中国神华是全球第二大煤炭上市企业, 经营煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务, 是全产业链一体化运营的龙头。公司 26 个煤矿, 总产能 3.49 亿吨/年 (含在建产能)。

中国神华作为全产业一体化运营的龙头公司, 具有穿越煤炭、火电等周期行业的特点, 在周期行业明显波动的情况下, 公司具有强大的抗风险能力, 投资要点如下:

- 1) 全产业链一体化运营, 可以更强的抵御风险, 在煤价可能下跌时, 火电盈利好转。
- 2) 19 年产量有增幅。哈尔乌素矿停产影响了 2017 和 2018 年的产量, 但是 2019 年可恢复至 2700 万吨, 未来可能达到核准的 3500 万吨水平,
- 3) 高分红。公司连续 7 年始终维持 40% 的分红比例, 去年股息率 4.7%, 16 年股息率高达 13%。

我们预计公司 2019 至 2020 年的净利润可达 460 和 471 亿元, 对应 EPS 2.32 和 2.37 元, 估值不足 8 倍, 估值处于低位, 具有一定的估值修复空间。

图表 34：中国神华盈利预测表

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	183,127.00	248,746.00	260,924.00	261,005.00	265,804.00
同比增长(+/-%)	3.42%	35.83%	4.90%	0.03%	1.84%
归母净利润（百万元）	22,712.00	45,037.00	45,937.74	46,098.32	47,179.42
同比增长(+/-%)	40.68%	98.30%	2.00%	0.35%	2.35%
每股收益（元）	1.14	2.26	2.31	2.32	2.37
PE	15.82	7.98	7.82	7.80	7.62

数据来源：WIND，华融证券整理

3、蓝焰控股（000968）：优质煤层气资源，产量短期有增长

公司主营业务为煤矿瓦斯治理及煤层气勘探、开发与利用业务。公司作为行业内的龙头企业，形成了煤层气勘探、抽采、输送、销售等完整产业链，掌握了具有独立自主知识产权且较为完善煤层气地面抽采技术。未来投资要点主要如下：

- 1) 天然气政策的鼓励。未来两年将是天然气迅速发展的时期，而煤层气作为储量丰富、环保清洁的能源，未来价值会逐渐凸显。
- 2) 公司新中标 4 个煤层气勘探区块的勘探权，当前进度符合预期，未来有望实现产量大幅增长。

我们预计 2019-2020 可实现利润预计为 8 和 9 亿元，对应 EPS 为 0.83 和 0.93 元，PE12.9 和 11.44，估值相对较低，修复空间较大。

图表 35：蓝焰控股盈利预测表

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1,250.96	1,903.72	2,200.11	2,506.24	2,789.53
同比增长(+/-%)	-18.40	52.18	15.57%	13.91%	11.30%
归母净利润（百万元）	384.46	489.40	664.32	799.88	901.65
同比增长(+/-%)	45.50	27.30	35.74%	20.41%	12.72%
每股收益（元）	0.49	0.51	0.69	0.83	0.93
PE	13.87	33.19	15.53	12.90	11.44

数据来源：WIND，华融证券整理

图表 36: 2019 年重点推荐上市公司盈利预测情况

股票简称	收盘价 (2019/1/5)	EPS			PE			评级
		18E	19E	20E	18E	19E	20E	
陕西煤业	7.47	1.10	1.08	1.18	6.79	6.94	6.31	推荐
中国神华	18.06	2.31	2.32	2.37	7.82	7.80	7.62	推荐
蓝焰控股	10.66	0.69	0.83	0.93	15.53	12.90	11.44	推荐

数据来源: 华融证券整理

五、风险提示

- 1, 宏观经济下行, 火电、钢铁消费量大幅下滑
- 2, 地缘政治等国际事件影响
- 3, 天然气政策不及预期

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

陈周飞，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn