

煤炭 II

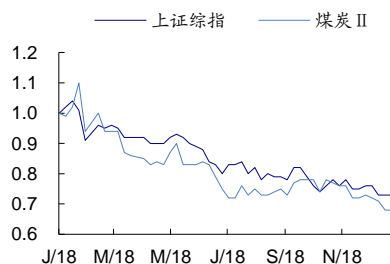
煤炭行业 2019 年年度策略

超配

(维持评级)

2019 年 01 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

否极泰来，龙头优先

相关研究报告:

《煤炭行业 9 月投资策略: 煤炭供需双弱, 焦炭价格或将回调》——2018-09-03  
 《煤炭行业 2018 年中报前瞻: 煤企盈利小幅增长, 看好焦炭板块机会》——2018-07-31  
 《煤炭行业 2018 年中期投资策略: 旺季煤价看涨, 降准利好煤炭》——2018-07-17  
 《煤炭行业二季度投资策略: 煤价上涨带动反弹, 看好转型成长煤炭股》——2018-05-01  
 《煤炭行业 2018 年 3 月投资策略: 经济向好超预期, 焦煤旺季行情可期》——2018-03-16

证券分析师: 王政

电话: 0755-81981807  
 E-MAIL: wangzheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100004

● 回顾 2018: 供需两旺, 煤价均价小幅抬升

2018 年前 11 月火电、生铁、水泥产量同比增速分别为 6.2%、2.4%、2.3%，预测 2018 年煤炭需求增速 2%-3%，增速较 2017 年 0.4%进一步提升，煤炭需求旺盛受益于火电发电量同比较大程度增长和地产投资维持高增速。供给主要受政策影响，为使煤价回归合理区间，发改委鼓励释放先进产能，预计 2018 年原煤产量同比增长 5.4%。2018 年供需两旺且供给略大于需求。煤价呈现前高后低走势，全年煤价均价 649 元/吨，比 2017 年均价小幅上涨 11 元/吨。

● 展望 2019: 供需转向宽松, 煤价回归绿色区间

2018 年前 11 月地产销售同比增速由 2017 年 7.7%下降至 1.4%，历史看地产销售领先地产投资 2-10 个月见底，2019 年地产投资下行将拖累煤炭需求。另外中美贸易战对经济影响存在较大不确定性。预计 2019 年火电、生铁、水泥产量同比增速分别为 2%、1%、1%，煤炭需求增长 0-1%，增加 0-3700 万吨。供给受政策调控，发改委计划 2019 年增加 1-1.2 亿吨煤炭产量，我们预计 2019 年国内煤矿新增产量 1.1 亿吨，进口煤量与 2018 年持平，总供给增长 3%。2019 年供需转向宽松，预计煤价均价为 560 元/吨。

● 长期展望: 煤炭供需再平衡, 长期围绕均衡价格波动

根据煤炭十三五规划，2015 到 2020 年煤炭去产能 8 亿吨，测算产能利用率由 2015 年 66%上升至 80%，煤矿数量由 9700 处降至 6000 处，煤炭企业数量由 6000 家降至 3000 家以下，产业集中度大幅提升。政策通过调节国内煤炭产量和进口煤量影响供给，目标将煤价稳定在绿色区间 500-570 元/吨。我们预计环渤海动力煤长期均衡价格为 560 元/吨，京唐港山西产主焦煤长期均衡价格为 1500 元/吨，长治喷吹煤长期均衡价格为 840 元/吨。长期煤价围绕均衡价格小幅波动。

● 投资建议: 估值处于历史底部, 煤炭股否极泰来

2019 年 1 月 3 日申万煤炭开采行业指数市净率为 0.97 倍，是 2000 年以来板块 PB 估值最低水平具有安全边际。货币政策进一步宽松、中美贸易战有望缓和、煤炭股盈利好于预期，预计 2019 年上半年煤炭股将迎来类似 2012 年上半年的反弹行情，板块指数有望上涨 20%-30%。优选行业龙头，龙头煤企产量有增长空间、价格更加稳定、具有可持续竞争优势，有望长期保持较高稳定盈利。

● 推荐标的

焦煤龙头: 西山煤电。动力煤龙头: 中国神华、陕西煤业。

● 风险提示

宏观经济失速风险、供给过度释放风险

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
000983	西山煤电	买入	5.43	17,080	0.68	0.71	8.0	7.6
601088	中国神华	买入	18.51	367,361	2.39	2.46	7.7	7.5
601225	陕西煤业	买入	7.63	76,100	1.15	1.21	6.6	6.3

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>回顾 2018: 供需两旺, 煤价均价小幅抬升</b> .....	<b>4</b>
需求: 煤炭需求向好, 受益火电和地产投资高增速 .....	4
供给: 政策鼓励释放先进产能, 煤炭产量出现较快增长 .....	6
煤价: 煤价前高后低, 全年均价抬升 .....	8
<b>展望 2019: 供需转向宽松, 煤价回归绿色区间</b> .....	<b>9</b>
需求: 需求增速下滑, 全年预计增长 0-1% .....	9
供给: 鼓励释放先进产能, 全年预计增长 3% .....	11
煤价: 回归绿色区间, 环渤海煤价均价预计为 560 元/吨 .....	12
<b>长期展望: 煤炭供需再平衡, 长期围绕均衡价格波动</b> .....	<b>13</b>
供给侧改革化解过剩产能, 供需格局由过剩转向平衡 .....	13
兼并重组产业集中度提升, 大企业煤价话语权增强 .....	14
政策积极调控煤价, 有助煤价稳在绿色区间 .....	15
2019 年煤价为均衡价格, 煤价长期有望围绕均衡价格波动 .....	16
<b>投资建议: 估值处于历史底部, 煤炭股否极泰来</b> .....	<b>21</b>
煤炭板块估值处于历史底部 .....	21
预期决定煤炭股涨跌, 2019 煤炭股否极泰来 .....	22
优选具有可持续竞争优势的行业龙头 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>27</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>27</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 2018 年沿海六大电厂日耗情况 .....	4
图 2: 沿海六大电厂库存趋势性攀升 .....	5
图 3: 沿海六大电厂煤炭库存可用天数同比上升 .....	5
图 4: 基建投资增速由 2017 年 19% 下降至 2018 年前 11 月的 3.7% .....	5
图 5: 2018 年房地产投资增速进一步上行 .....	6
图 6: 2018 年新开工面积同比增速回升 .....	6
图 7: 房地产销售面积增速呈下行趋势 .....	6
图 8: 商品房待售面积持续下行 .....	6
图 9: 2018 年前 11 月原煤产量同比增速 5.4% .....	7
图 10: 原煤产量 2018 年 8 月后显著回升 .....	7
图 11: 进口煤采取平控政策全年与 2017 年基本持平 .....	8
图 12: 2018 年煤价前高后低均价抬升 .....	8
图 13: 房地产投资对煤价影响大于基建投资 .....	9
图 14: 房地产销售领先地产投资 2-10 月 .....	10
图 15: 全社会发电量与火电发电量同比增速比较 .....	11
图 16: 历史生铁产量和水泥产量增速对比 .....	11
图 17: M1 同比增速通常领先于煤价 1-2 年 .....	13
图 18: 2016 年以来煤炭行业大力去产能 .....	14
图 19: 煤炭行业产能利用率不断提升 .....	14
图 20: 进口煤调控对煤价产生影响 .....	15
图 21: 历史动力煤价格走势及未来长期均衡价格预测 .....	17
图 22: 历史螺纹钢价格走势及未来长期均衡价格预测 .....	18
图 23: 历史焦炭价格走势及未来长期均衡价格预测 .....	19
图 24: 历史炼焦煤价格走势及未来长期均衡价格预测 .....	20
图 25: 历史喷吹煤价格走势及未来长期均衡价格预测 .....	21
图 26: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系 .....	22
图 27: 2018 年前三季度煤炭板块营业收入增长 6% .....	23
图 28: 2018 年前三季度煤炭板块归母净利润增长 11% .....	23
图 29: 2019 年上半年煤炭股将迎来类似 2012 年上半年反弹行情 .....	24
表 1: 煤炭三大下游增速及煤炭总需求增速 .....	4
表 2: 预测 2019 年动力煤均价为 560 元/吨 .....	13
表 3: 煤炭行业兼并重组事件总结 .....	14
表 4: 煤炭行业十三五规划产业集中度相关指标 .....	15
表 5: 《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》具体内容 .....	16
表 6: 历史动力煤价及未来均衡价格预测 .....	16
表 7: 历史螺纹钢价格及未来均衡价格预测 .....	17
表 8: 历史焦炭价格及未来均衡价格预测 .....	18
表 9: 历史炼焦煤价格及未来均衡价格预测 .....	20
表 10: 历史喷吹煤价格及未来均衡价格预测 .....	21
表 11: 煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较 .....	21
表 12: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较 .....	22
表 13: 重点公司盈利预测及估值 .....	26

## 回顾 2018：供需两旺，煤价均价小幅抬升

### 需求：煤炭需求向好，受益火电和地产投资高增速

煤炭前三大下游是火电、钢铁、建材行业，分别约占总需求的 44%、20%、8%。火电是最主要的煤炭需求，近年来火电发电量增速不断提升，由 2015 年-2.8% 上升到 2018 年前 11 月的 6.2%。2018 年前 11 月生铁、水泥产量同比增长 2.4%、2.3%，2018 年前 11 月煤炭需求增速预计为 2%-3%，我们假设 2018 年前 11 月煤炭需求增速就是 2018 年全年煤炭需求增速，增速较 2017 年 0.4% 进一步提升，煤炭需求增长主要是下游火电拉动。火电超预期，一方面和 2018 年年初天气比往年寒冷以及夏天比往年炎热有关，一方面由于地产投资维持较高增速。

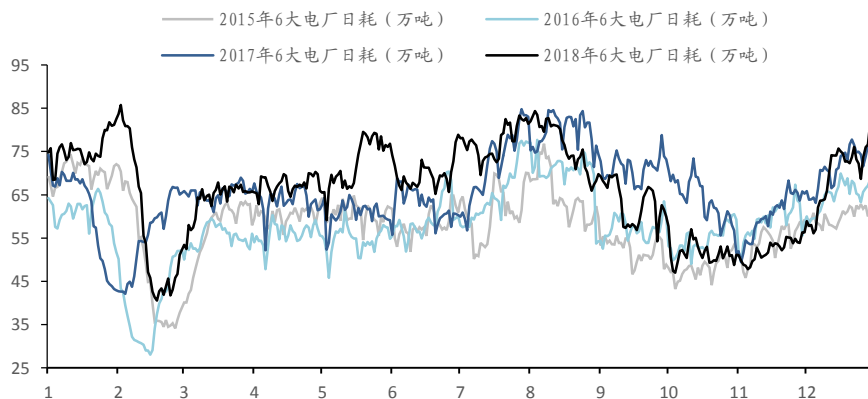
表 1：煤炭三大下游增速及煤炭总需求增速

	火电发电量增速	生铁产量增速	水泥产量增速	需求量(亿吨)	需求增速
2015 年	-2.8%	-3.5%	-4.9%	39.70	-3.6%
2016 年	2.6%	0.7%	2.5%	38.46	-3.1%
2017 年	4.6%	1.8%	-0.2%	38.61	0.4%
2018 年前 11 月	6.2%	2.4%	2.3%	39.38-39.77	2%-3%

资料来源:wind、国家统计局、国信经济研究所整理和预测

沿海六大电厂日耗反应火电需求前高后低。1-7 月沿海六大电厂日耗除 2 月由于过年影响同比出现下降以外，大部分时间都是同比上升，8-11 月日耗同比转为下降，12 月天气寒冷导致日耗再次同比上升。

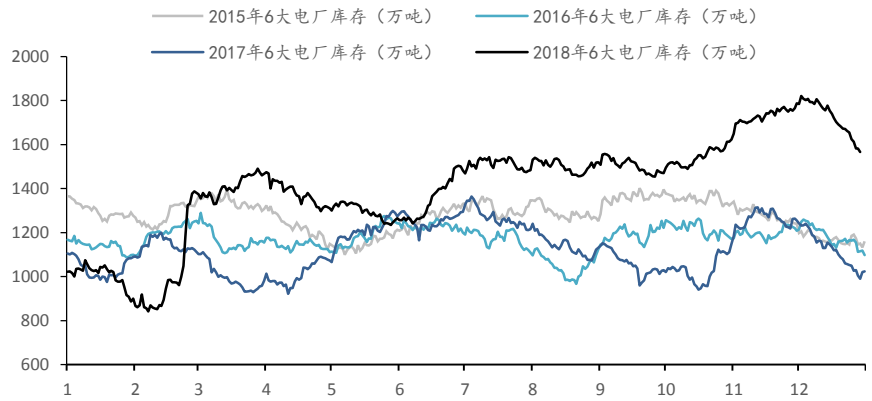
图 1：2018 年沿海六大电厂日耗情况



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

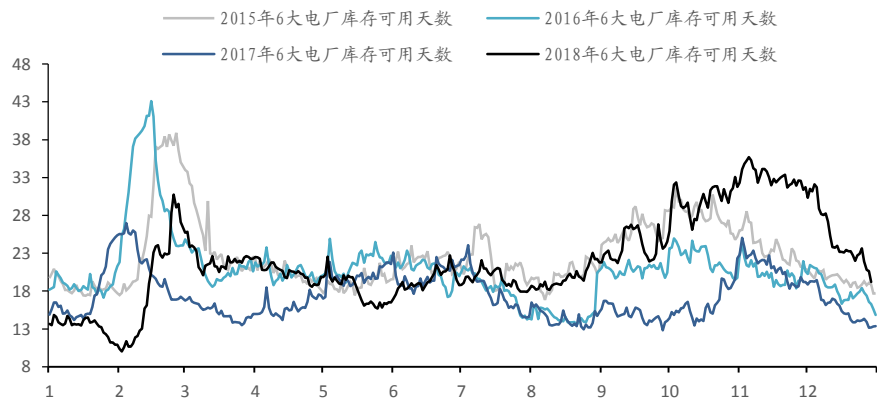
沿海六大电厂库存和库存可用天数同比上升，对煤价起到抑制作用。沿海六大电厂库存 2 月以后开始不断走高，高于 2015 年以来历史同期水平，库存可用天数自 2018 年 6 月以后基本高于 2017 年同期水平。电厂库存和库存可用天数保持在较高水平，表明煤炭供需格局在向宽松转变，对煤价上涨起到抑制作用，下半年煤价没有再创新高，而是呈下降趋势。

图 2: 沿海六大电厂库存趋势性攀升



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

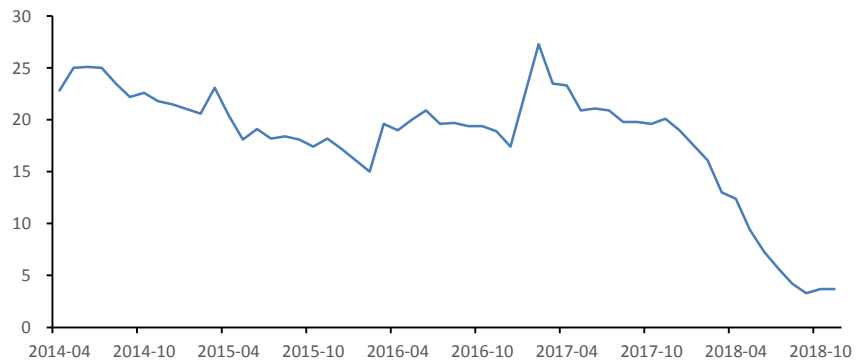
图 3: 沿海六大电厂煤炭库存可用天数同比上升



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

煤炭终端需求主要来源于地产投资和基建投资。基建投资受去杠杆影响 2018 年出现较大幅度下滑，基建投资增速由 2017 年的 19%下降至 2018 年前 11 月的 3.7%。基建投资增速下滑对煤炭需求造成一定拖累。

图 4: 基建投资增速由 2017 年 19%下降至 2018 年前 11 月的 3.7%



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2018年地产投资强劲拉动煤炭需求增长。2018年前11月地产投资增速由2017年7.0%提升至9.7%。房地产新开工面积增速由2017年的7%提升至2018年前11月的16.8%，表明当下开发商开工建设积极。商品房待售面积继续下降，由2017年底的5.89亿平方米下降至5.26亿平方米，房地产继续去库存。房地产销售面积同比增速由2017年的7.7%下降至2018年前11月的1.4%，销售出现较大下滑但未转负。地产强劲主要得益于此前去库存政策、利率仍处于较低水平以及地产商加快开工回笼资金，地产投资维持较高增速是今年拉动煤炭需求的主要原因。

图 5：2018 年房地产投资增速进一步上行



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年新开工面积同比增速回升



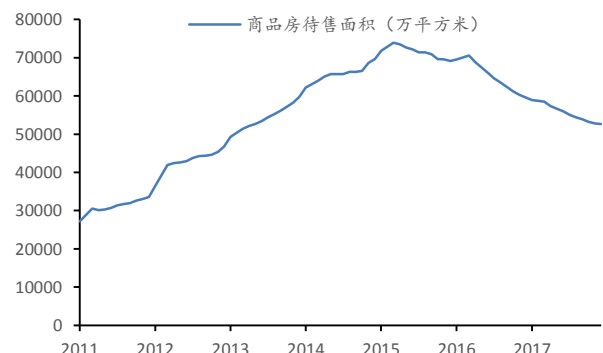
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 7：房地产销售面积增速呈下行趋势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 8：商品房待售面积持续下行

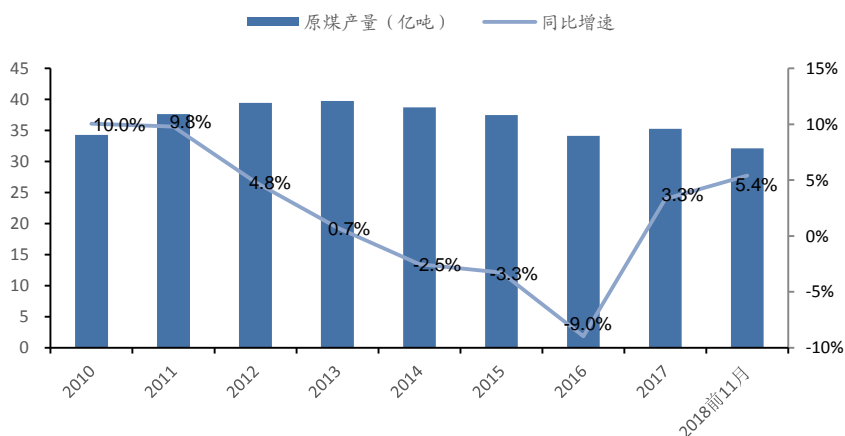


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**供给：政策鼓励释放先进产能，煤炭产量出现较快增长**

供给主要受政策影响。2016 年去产能达 2.9 亿吨同时实施 276 政策，原煤产量减少 3.36 亿吨至 34.11 亿吨，同比下降 9%，2017 年继续去产能 2.5 亿吨同时取消 276 政策，煤炭产量增加 1.09 亿吨至 35.24 亿吨，同比增长 3.2%。2018 年提出去产能 1.5 亿吨，同时为使煤价回归合理区间，发改委鼓励加快释放先进产能，2018 年 1-11 月原煤产量同比增长 5.4%。

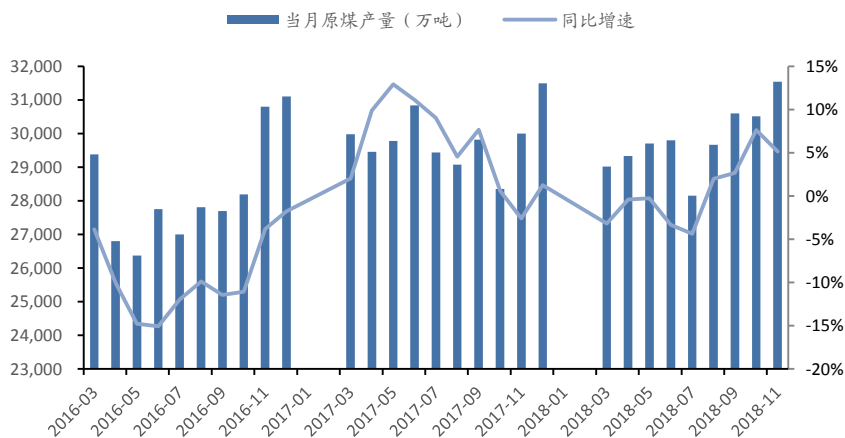
图 9: 2018 年前 11 月原煤产量同比增速 5.4%



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2018 年 8 月之后月度煤炭产量增加明显。2018 年 8 月之前，月度原煤产量同比下降，8 月之后月度原煤产量无论同比还是环比均出现增长，2018 年 9、10、11 月月度原煤产量分别为 3.06、3.05、3.15 亿吨，同比增长 2.7%、7.6%、5.2%，2016 年以来首次连续三个月保持在 3 亿吨以上高位。随着新增产能逐步投产，下半年煤炭供给释放加快。

图 10: 原煤产量 2018 年 8 月后显著回升



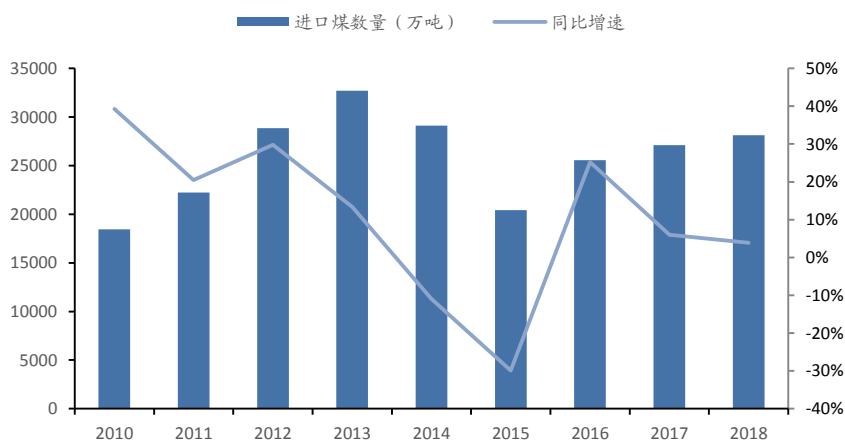
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2018 年进口煤量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，略高于 2017 年全年进口煤量。2018 年发改委采取进口煤平控政策，即 2018 年与 2017 年进口煤总量基本持平，淡旺季之间进行进口煤量调整以平滑煤价大起大落。

假设 2018 年全年原煤产量同比增长 5.4%，进口煤增长 3.9%，测算 2018 年煤炭总供给为 39.95 亿吨，同比 2017 年增长 5%。



图 11: 进口煤采取平控政策全年与 2017 年基本持平

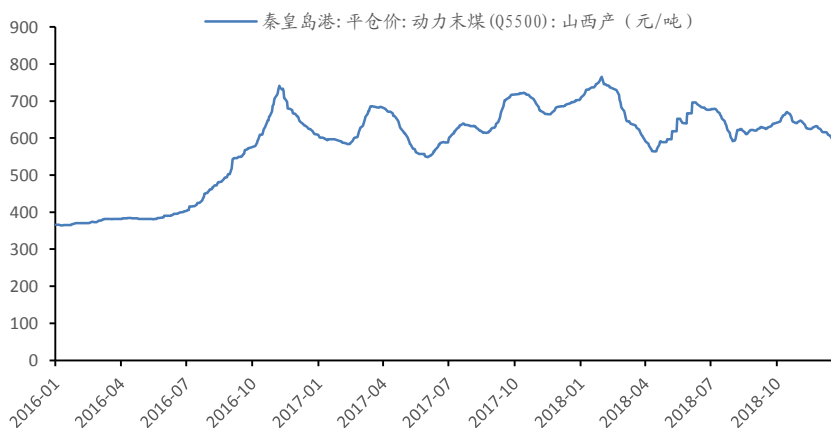


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 煤价: 煤价前高后低, 全年均价抬升

根据上文供需分析, 2018 年煤炭全年需求 2%-3% 增长, 供给增长 5%, 供需两旺供给略大于需求。煤价呈现前高后低走势, 2 月 2 日环渤海动力煤价最高达到 765 元/吨, 12 月 29 日收于 577 元/吨, 年中煤价呈现宽幅波动。全年煤价均价 649 元/吨, 比 2017 年均价 638 元/吨上涨 11 元/吨。煤价除了受供需影响, 也受到政策的较大影响。

图 12: 2018 年煤价前高后低均价抬升



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

1 月 1 日至 2 月 2 日, 煤价由 702 元/吨上涨至 765 元/吨。由于 2018 年年初天气较往年寒冷, 春节在 2 月 16 日导致 1 月下游需求比往年好, 日耗不断攀升至 2 月 2 日最高到 86 万吨, 沿海六大电厂库存持续下降, 煤价也出现持续上涨, 达到了 2016 年煤价上涨周期以来最高价 765 元/吨。

2 月 2 日至 4 月 18 日, 煤价由 765 元/吨下降至 564 元/吨。2 月上旬发改委表示不允许有高于 750 元/吨的煤炭进港, 大型煤企带头稳价, 之后春节临近日耗出现同比走弱需求转差, 3 月日耗同比持平需求不及预期, 沿海六大电厂库存持续攀升, 煤价在此期间大幅下跌 201 元/吨。

4 月 18 日至 6 月 13 日, 煤价由 564 元/吨上涨至 696 元/吨。4 月初浙江、福建、广东等地先后暂停二类港口的煤炭进口业务。4 月 16 日据经济观察报消息,



中国已开启对于一类港口的煤炭进口限制措施，从煤炭通关时间等方面控制进口总量。4月开始日耗同比增速开始转正并逐步扩大，沿海六大电厂库存开始下降，沿海电厂为迎峰度夏增大采购力度，在限制进口煤和需求双重影响下，煤价快速反弹。面对快速上涨煤价，5月中下旬，发改提出增产量、增产能、增运力、增长协、增清洁能源、调库存、减耗煤、强监管、推联营等9项措施，发布《关于公布煤炭市场违法违规行为举报方式的通知》，严厉打击违法违规炒作煤价、囤积居奇等行为。政策大力调控下，煤价上涨止步于6月13日。

6月13日至8月3日，煤价由696元/吨下降至592元/吨。前期政策调控起到稳定市场作用，日耗同比增速开始下降夏季高日耗并未超去年同期，电厂补库存结束按需采购，沿海六大电厂库存开始回升，煤价出现回调。

8月3日至10月18日，煤价由592元/吨上涨至670元/吨。日耗8月开始同比走弱，煤炭月度产量开始增长，煤价却出现上涨，沿海六大电厂库存存在1500万吨左右震荡。我们认为主要原因是电厂为冬季旺季以及担忧进口煤限制而提前加大采购。

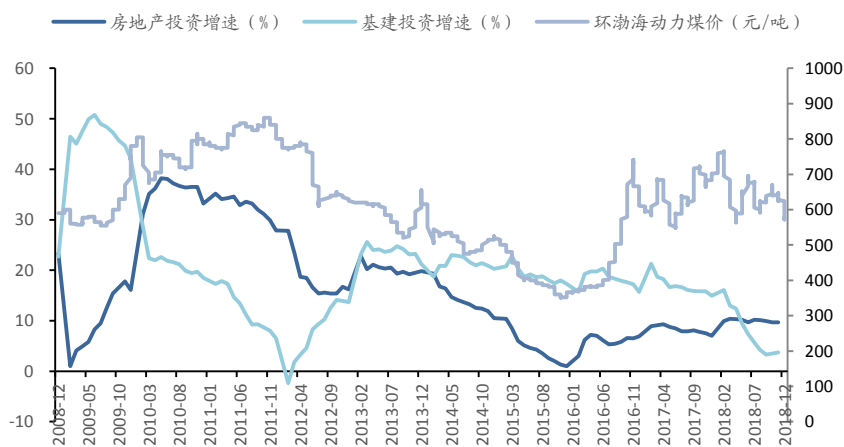
10月18日至12月29日，煤价由670元/吨下降至12月27日572元/吨，随后反弹5元至12月29日577元/吨。电厂提前补库存结束，进入11月取暖季后日耗并未超预期，进口煤虽然平控但10、11月进口煤量下降低于预期，沿海电厂库存持续攀升至12月上旬1800万吨高水平。12月中旬后日耗同比走高并转正，进口煤平控前11月已达2017年全年进口量，12月进口煤量仅1023万吨，12月沿海电厂库存开始回落，煤价在12月27日到572元/吨后止跌反弹。

## 展望 2019：供需转向宽松，煤价回归绿色区间

### 需求：需求增速下滑，全年预计增长 0-1%

房地产投资增速下降或拖累 2019 年煤炭需求。煤炭终端下游主要是地产和基建投资，通过比较历史地产投资增速和基建投资增速与煤价的关系，发现地产投资增速和煤价有较强的正相关，基建投资增速和煤价相关性不高，2016-2018 年地产投资上升周期类似 2009-2011 年，背景都是大规模宽松财政政策或货币政策刺激，房地产投资增速维持高位时间都是 3 年，预计 2019 年地产投资与经济情况类似 2012 年。

图 13：房地产投资对煤价影响大于基建投资

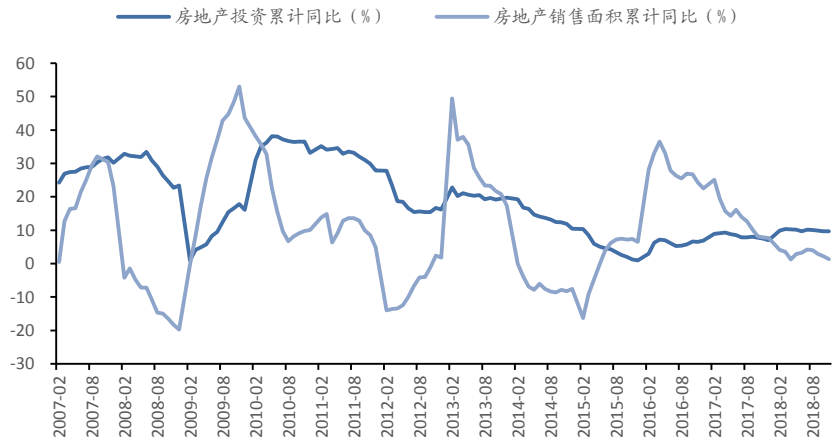


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2018 年前 11 月地产销售同比增速由 2017 年 7.7%下降至 1.4%，呈现持续下行趋势，历史看房地产销售面积累计同比增速低点分别是 2008 年 12 月-19.7%，

2012年2月-14.0%、2015年2月-16.3%，当前地产销售同比增速仍为正未来还有下行压力。历史看地产销售领先地产投资2-10个月见底，当前销售下行将导致2019年地产投资下行。2019年为稳经济可能出台放松地产政策，但从销售传导到投资会有一定滞后，首先政策要引起地产销售触底反弹，然后通常滞后2-10个月才会导致投资触底反弹，因此我们预计2019年全年地产投资有较大下行压力，拖累煤炭需求。

图 14： 房地产销售领先地产投资 2-10 月

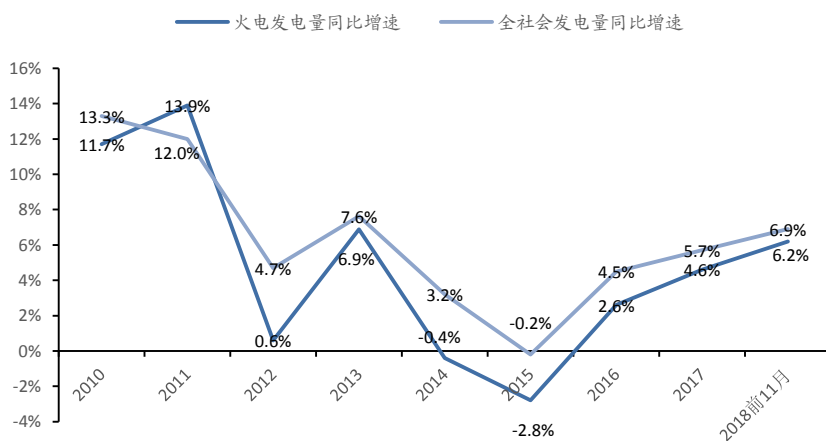


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

中美贸易战对经济影响的不确定性。目前美国已对 2500 亿美元的中国产品征收进口税，其中 500 亿美元的产品征收 25%，2000 亿美元的产品征收 10%。如果 2019 年 3 月 1 日前若双方谈判无法达成一致，则 2000 亿美元商品的关税税率将由 10% 升至 25%。2017 年我国 GDP 为 12.3 万亿美元，如果中国对美出口减少 500 亿美元，对 GDP 影响约为 0.4%，大约影响煤炭需求 2000 万吨。如果中国对美出口减少 1000 亿美元，对 GDP 影响约 0.8%，大约影响煤炭需求 4000 万吨。

预计 2019 年火电发电量同比增速为 2%，火电耗煤增速为 0-1%。2018 年前 11 月火电发电量同比增速 6.2%、对煤炭需求增长起主要贡献。2018 年前 11 月全社会发电量同比增速为 6.9%，接近 2013 年 7.6%，而 2014 年由于地产投资下行导致全社会发电量增速降至 3.2%，2019 年受房地产投资下行和中美贸易战冲击，经济增速有望下行，假设 2019 年全社会发电量同比增速降至 3%，2017 年火电发电量增速比全社会发电量增速低一个百分点左右，主要由于其他发电形式增速更高，我们预计 2019 年火电发电量同比增速同样低于全社会发电量同比增速一个百分点，则 2019 年火电发电量同比增速为 2%。考虑技术改进所带来的供电煤耗下降，火电耗煤增速为 0-1%。

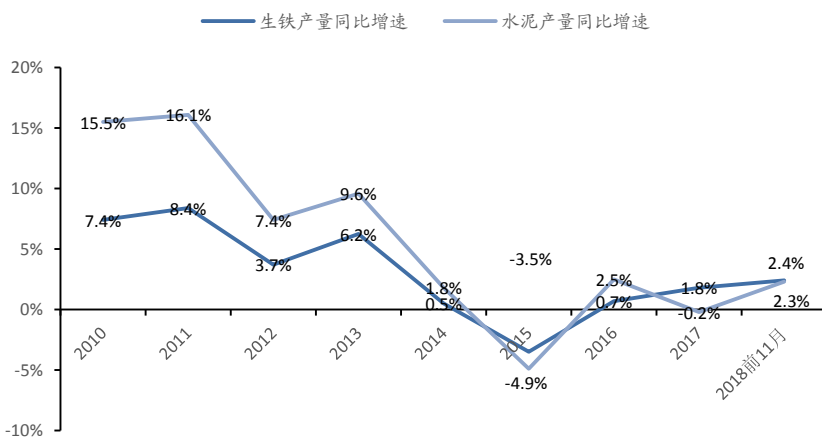
图 15: 全社会发电量与火电发电量同比增速比较



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

预计 2019 年生铁、水泥产量同比增速均为 1%，耗煤增速为 0-1%。2018 年前 11 月生铁产量同比增速 2.4%、水泥产量同比增长 2.3%，生铁和水泥主要终端下游也是地产和基建投资，2019 年地产投资下行基建投资上行，总体看需求仍会有所下滑，2019 年为保经济预计环保限产会有所放松，进而促进钢铁和水泥行业供给释放，我们预计 2019 年生铁、水泥产量同比增速 1%，考虑技术改进所带来的耗煤下降，预计钢铁行业耗煤和水泥行业耗煤增速均为 0-1%。

图 16: 历史生铁产量和水泥产量增速对比



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

我们对 2019 年煤炭需求判断，受地产投资下行和中美贸易战不确定性影响，煤炭需求增速将会下滑，从 2018 年 2-3% 增速下降至 2019 年 0-1% 增速。预计火电发电量同比增长 2%，火电耗煤 0-1%，生铁产量同比增长 1%，生铁耗煤增长 0-1%，水泥产量同比增长 1%，水泥耗煤增长 0-1%。

**供给：鼓励释放先进产能，全年预计增长 3%**

供给主要受政策调控。根据钢之家网站信息，2018 年 12 月底发改委召开钢铁煤炭煤电供需形势分析会议提到：1、2019 年要坚定的淘汰落后产能，坚定的增加优质产能，坚定的控制进口，不仅要总量控制，各月还要做出计划安排。2、要及早储备规划一些煤炭新建项目，及早出台煤炭调峰能力的相关政策。3、更加有效的减少煤炭消费，用经济的手段采取更加有效的措施控制煤炭消费。4、

2019年煤炭产量按照新增1-1.2亿吨考虑，同时也要防范煤炭价格过快下滑，提前准备把各煤矿产能的30%作为调峰产能，在煤价跌破绿色区间时，对调峰产能实行276个工作日。

我国目前在建产能能够满足1-1.2亿吨新增产量。截至2018年6月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿产能34.91亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿产能9.76亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿产能3.35亿吨/年。一般煤矿建设周期是4年，假设2019年投放的产能是 $(9.76-3.35)/4=1.6$ 亿吨，16-18年已累计去产能6.9亿吨，煤炭十三五规划要求到2020年去产能8亿吨，2019、2020年每年还要去产能5500万吨，假设2019年因去产能减少产量3000万吨，计算得出2019年实际增加产量大概为 $1.6-0.3=1.3$ 亿吨，能够满足发改委希望的新增产量1-1.2亿吨。

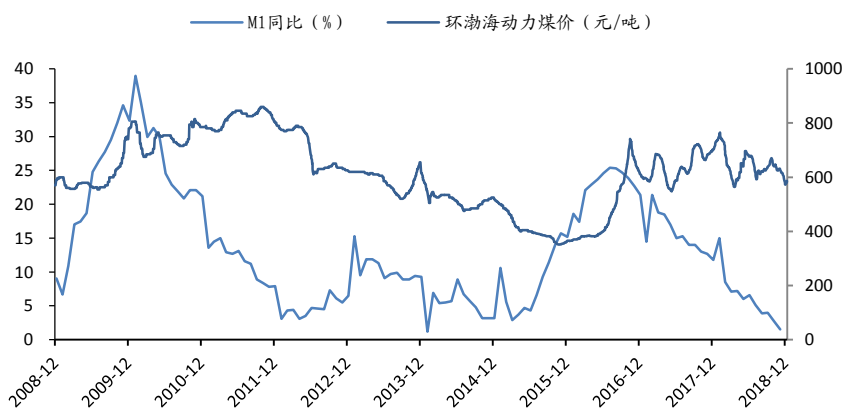
我们预计2019年国内新增产量1.1亿吨，进口煤零增长，总供给增长3%。2018年全年产量按前11月5.4%产量增速测算，2018年原煤产量预计为37.1亿吨，根据煤炭十三五规划到2020年我国煤炭产量达到39亿吨，我们预测2019年煤炭产量增长1.1亿吨，同比增长3%。2018年进口煤2.81亿吨，2019年预计政策仍将控制进口煤总量，假设进口煤量维持在2.81亿吨左右水平，测算2019年煤炭总供给即国内煤炭产量加进口煤量同比增速为3%。

### 煤价：回归绿色区间，环渤海煤价均价预计为560元/吨

根据我们供需测算，2018年煤炭需求增长2-3%，供给增长5%，2019年煤炭需求同比增长0-1%，增加0-3700万吨，供给增长3%，增加1.1亿吨。2018年煤价前高后低，表明后期供给略大于需求，2019年供需格局将进一步宽松，煤价面临下行压力。但煤价很难跌破绿色区间，发改委在12月底的2019年钢铁煤炭煤电供需形势分析会议中，提出2019年也要防范煤炭价格过快下滑，把各煤矿产能的30%作为调峰产能，在煤价跌破绿色区间时，对调峰产能实行276个工作日制度。目前生产煤矿产能40亿吨左右，调峰产能为12亿吨，按照276个工作日生产相对正常330个工作日生产意味着限产16%，即减少1.92亿吨产能，占在产产能的5%。如果煤价跌破绿色区间，通过276政策煤炭供需过剩格局可以扭转，煤价也会再次回升至绿色区间。

根据历史规律，发现M1同比增速较煤价有1-2年领先性，M1代表流动性，而流动性是经济的先行指标，煤价可以侧面反映经济的状况，因此M1同比增速领先于煤价。2010年1月M1同比增速见顶，煤价在随后的2011年11月见顶，领先煤价近2年时间。2014年11月降息开始，M1迎来拐点，煤价在随后的2015年11月见底，领先煤价1年。M1同比增速于2016年7月见顶，煤价在2018年2月见顶，领先煤价1年半时间。目前M1同比增速仍未见底，预计煤价见底最快也要1年后，从M1同比数据看，也印证2019年煤价会有较大下行压力。

图 17: M1 同比增速通常领先于煤价 1-2 年



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2009-2011 年煤炭周期类似 2016-2018 年煤炭周期，时间跨度均是 3 年左右，主要均靠地产投资拉动，未来地产投资增速下滑也将导致煤价回调。参考 2011-2012 年动力煤价变化。2011 年煤价均价 819 元/吨，2012 年下跌 118 元/吨下降 14%，2018 年煤价均价为 649 元/吨，预测 2019 年煤价下跌 14%至 560 元/吨。发改委要求 2019 煤炭季度长协、月度长协以及外购煤长协价格原则上应稳定在绿色区间 500-570 元/吨以内，对外购煤长协确因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限 600 元/吨，市场煤价应该不会偏离 600 元/吨过多，预计 2019 年煤价高点在 620 元/吨左右，如果煤价低于 500 元/吨会重启 276 政策收缩供给，因此煤价很难跌破 500 元/吨，我们预计 2019 年环渤海动力煤价全年在 500-620 元/吨区间波动，全年均价 560 元/吨。

表 2: 预测 2019 年动力煤均价为 560 元/吨

年份	动力煤均价 (元/吨)	年度价格差 (元/吨)	同比变化
2011	819		
2012	701	-118	-14%
2013	589	-112	-16%
2014	517	-72	-12%
2015	411	-106	-21%
2016	475	64	16%
2017	638	163	34%
2018	649	11	2%
2019E	560	-89	-14%

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

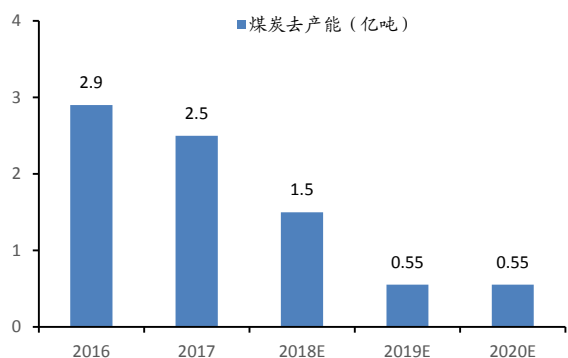
## 长期展望：煤炭供需再平衡，长期围绕均衡价格波动

### 供给侧改革化解过剩产能，供需格局由过剩转向平衡

2016 年初开启煤炭行业供给侧改革，去产能是重要一环。根据煤炭十三五规划，到 2020 年煤炭去产能 8 亿吨，减量重组 5 亿吨。2016、2017 年计划去产能 2.5 亿吨、1.5 亿吨，实际去产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨，2018 年计划去产能 1.5 亿吨，如按计划完成去产能，则 2016-2018 年将总共去产能 6.9 亿吨，总产能由 2015 年底 57 亿吨降至 2018 年 50 亿吨，产能利用率由 66% 上升至 74%。2020 年去产能 8 亿吨目标达成后，总产能降至 49 亿吨，根据煤炭十三五规划，2020 年煤炭产量预计为 39 亿吨，则 2020 年产能利用率进一步提升至 80%。

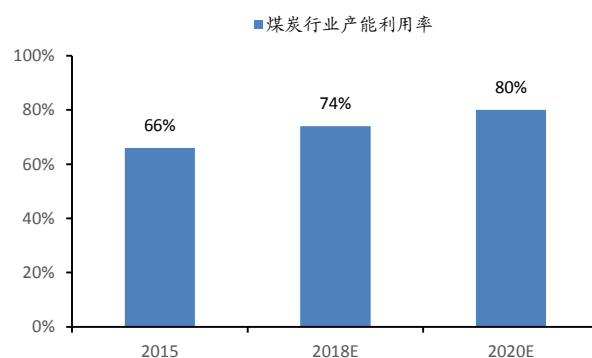


图 18: 2016 年以来煤炭行业大力去产能



资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

图 19: 煤炭行业产能利用率不断提升



资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

2012 年至 2015 年, 在行业需求增速下滑的情况下, 大量新增产能不断投放, 煤炭行业出现严重供大于求, 煤价持续下跌。2016 年开启供给侧改革过剩产能开始出清, 煤价出现大幅上涨, 2015 年环渤海煤价均价为 411 元/吨, 2016 年回升至 475 元/吨, 2017 年大幅上升至 638 元/吨, 煤炭行业供需格局也由供大于求转为供不应求, 2018 年新增产能释放产量增长 5.4%, 供需矛盾缓和, 2018 年环渤海煤价为 649 元/吨, 与 2017 年基本持平, 2018 年煤炭行业供需格局转向平衡。

### 兼并重组产业集中度提升, 大企业煤价话语权增强

煤炭行业加快兼并重组。2018 年初国家发改委联合 12 部委发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》要求, 通过兼并重组, 实现煤炭企业平均规模明显扩大, 上下游产业融合度显著提高, 到 2020 年底, 争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团。

2016 年 7 月, 中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建国源煤炭资产管理有限公司, 负责央企煤炭资源整合。2017 年 8 月, 国电集团与神华集团重组为国家能源投资集团, 成为我国规模最大的煤炭和电力企业。与此同时, 地方煤炭企业也在积极推进兼并重组。2017 年 9 月山西省国资委将其持有的省属七大煤炭集团的控股股东股权全部注入到山西省国有资本投资运营公司。2018 年 2 月江苏山西六大能源国企共建苏晋能源公司, 实现跨区域煤电上下游兼并重组。2018 年 7 月贵州省重组盘江煤电集团, 整合全省煤炭和火电资源。2018 年 9 月由山西焦煤集团牵头的中国焦煤品牌集群成立, 进一步增强我国焦煤企业联系。2018 年 11 月辽宁省 9 家省属国有企业组建辽宁能源产业控股集团, 统一协调辽宁省煤炭生产, 发挥规模和产业集群效应。

表 3: 煤炭行业兼并重组事件总结

时间	兼并重组事件
2016 年 7 月	中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建的中央企业煤炭资产管理平台公司即国源煤炭资产管理有限公司成立运行, 煤炭资源整合由中煤集团主要负责, 目前已整合 2 亿吨左右央企煤炭资产。
2017 年 8 月	国电集团与神华集团重组为国家能源投资集团, 成为我国规模最大的煤炭和电力企业。
2017 年 9 月	山西省国资委将其持有的省属 7 家煤炭集团同煤集团、焦煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋煤集团、山煤集团、晋能集团的控股股东股权全部注入到了山西省国有资本投资运营公司。
2018 年 2 月	六大能源国企共建苏晋能源公司, 该公司由江苏国信集团、中煤平朔集团、同煤集团、中电国际、晋能集团、大唐集团等共同投资成立, 注册资本为 60 亿元, 其中江苏国信持股 51%, 通过资本纽带将山西煤炭资源和江苏用电市场进行有效对接, 借此打通煤电产业链上下游。
2018 年 7 月	贵州省重组盘江煤电集团, 通过整合全省煤炭和火电资源, 盘江煤电集团将打造成为贵州省以煤电为龙头骨干的全产业链集团。
2018 年 9 月	中国焦煤品牌集群在京成立, 共有 8 家发起单位, 其中山西焦煤集团为主席单位, 其他发起单位有山东能源集团、龙煤集团、淮北矿业集团、冀中能源集团、平煤神马集团、开滦集团以及沈阳煤业集团, 2018 年 11 月中旬兖矿集团加入中国焦煤品牌集群。
2018 年 11 月	辽宁省能源产业控股集团有限责任公司由 9 家省属国有企业组建而成, 主要涉及煤炭、金融、页岩油、机械等 10 余个产业。整合后新集团煤炭核定生产能力 6525 万吨, 发电权益装机容量 429.41 万千瓦, 新集团将统一协调辽宁省煤炭生产, 发挥规模和产业集群效应。

资料来源: 国信证券经济研究所整理

根据煤炭十三五规划，从 2015 年至 2020 年，大型煤炭基地产量比重将由 93% 提升至 95% 以上，大型煤矿产量比重由 73% 上升至 80%，煤矿数量由 9700 处降至 6000 处，煤炭企业数量由 6000 家降至 3000 家以下，5000 万吨级以上大型煤炭企业产量比重将从 55% 上升至 60%，至 2020 年煤炭产业集中度将进一步提高，大企业煤价话语权增强。

表 4: 煤炭行业十三五规划产业集中度相关指标

指标	2015 年	2020 年
大型煤炭基地产量比重	93%	95%
大型煤矿产量比重	73%	80%
5000 万吨级以上大型煤炭企业产量比重	55%	60%
煤矿数量(处)	9700	6000
企业数量(家)	6000	<3000

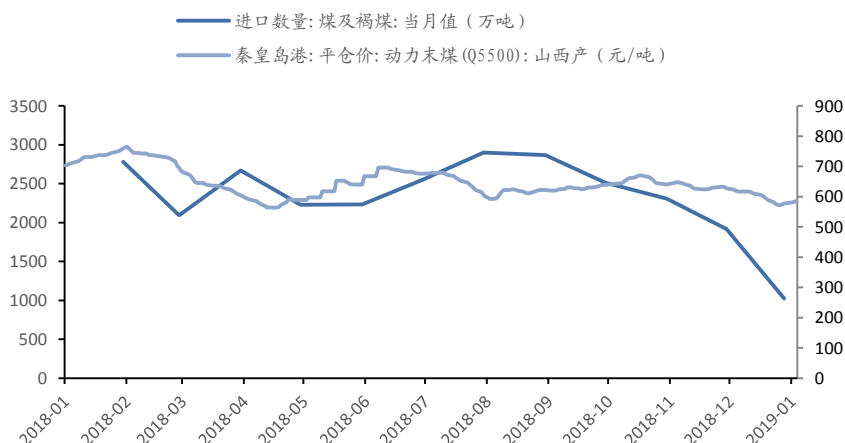
资料来源:煤炭工业发展十三五规划, 国信证券经济研究所整理

### 政策积极调控煤价, 有助煤价稳在绿色区间

政策可以有效调控国内煤炭供给。煤炭行业国企占多数且是关系国计民生的能源行业, 国家有强大的管控力。政策通过淘汰过剩产能、实施 276 个工作日制度、加强安检和环保等措施, 减少国内煤炭供给, 2016 年煤价大幅上涨就是得益于以上措施强有力实施。2017 年之后煤炭行业出现供给紧张, 政策通过释放新增产能增加供给, 煤价逐步平稳。政策对国内煤炭供给有较强的调控能力。

政策调控进口煤影响供给。2017 年我国原煤产量 35.24 亿吨, 进口煤量为 2.71 亿吨, 进口煤占总供给的 7%, 是我国煤炭供给的重要补充。2017 年 5 月 10 日, 国务院常务会议上指出要坚决控制劣质煤进口, 明确提出管控进口煤。2018 年实施进口煤总量平控、淡旺季调节的政策, 在 2018 年 2-3 月煤价大幅下跌后加大进口煤限制, 4、5 月进口煤量下降煤价随即开启反弹, 6 月进口煤价大幅上涨后放松进口煤限制, 6-8 月进口煤增加, 煤价开始下降。2010 年至 2018 年进口煤量在 1.8-3.3 亿吨区间波动, 进口煤有较大调节空间, 进口煤调控也会影响煤价。

图 20: 进口煤调控对煤价产生影响



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

政策的目的是将环渤海动力煤价长期稳定在绿色区间 500-570 元/吨。2017 年初政府发布《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》, 设定煤价绿色区间为 500-570 元/吨, 此价格水平兼顾了煤电的利益, 能够充分反映国内煤矿的生产成本和用户的承受能力, 有利于煤电上下游行业和谐发展。煤电双方实



施“中长期合同制度”和“基础价+浮动价”的定价机制，政策要求规模以上煤炭、发电企业集团签订的 2019 年中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的 75%以上，以 535 元/吨为基础参考市场价格进行浮动定价。政策长期目标是将环渤海动力煤价控制在 500-570 元/吨绿色区间。

表 5: 《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》具体内容

主要要求	具体内容
有效防范煤炭价格异常波动	动力煤绿色区间为 500~570 元/吨、黄色区间为 570 元~600 元/吨或 470~500 元/吨、红色区间为 600 元/吨以上或 470 元/吨以下。当价格位于绿色区域，充分发挥市场调节作用，不采取调控措施；当价格位于蓝色区域，重点加强市场监测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施；当价格位于红色区域，启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制。
建立平抑煤炭价格异常波动的响应机制	炼焦煤中长期合同，以“基准价加级差”的定价方式，以重点炼焦煤企业与钢铁企业签订的中长期基准合同价为基础，建立价格异常波动预警机制。在基准价的基础上对数量大、运距远、还款快的用户给予一定程度的优惠。
建立和完善煤炭储备体系	当市场现货煤炭价格异常上涨时，有关部门投放煤炭储备，加强对流通消费企业最高库存情况的监督检查，严格查处价格违法行为，加强中长期合同履行监管，商请铁路部门集中运输低成本煤炭等措施；行业协会加强行业自律，提醒会员企业按合理价格采购或者销售煤炭。
科学实施并严格执行减量生产制度	当市场现货煤炭价格异常下降时，有关部门采取加大煤炭储备，加强对生产流通消费企业最低库存情况的监督检查、严格查处低价倾销行为，加强中长期合同履行监管等措施；煤炭行业协会引导会员企业以销定产、不低于成本销售煤炭，电力、钢铁行业协会引导会员企业按合理价格采购煤炭等。
推动煤炭供需中长期合同的签订与履行	建立完善政府储备、企业社会责任和企业商业储备有机结合、互为补充的煤炭储备体系，在不同时段按要求落实最低库存和最高库存制度，有效应对煤炭市场可能出现的异常波动情况。
	根据市场供求状况和价格走势，制定供需调节预案，科学实施 276 个工作日减量生产制度，当价格过快上涨时，有序释放煤炭产能，当价格过快下跌时，有序减少产能释放。
	鼓励煤炭供需双方签订中长期合同，锁定煤炭购销数量，明确价格调整机制，并建立奖励和惩戒机制。

资料来源：国家发改委、国信证券经济研究所整理

## 2019 年煤价为均衡价格，煤价长期有望围绕均衡价格波动

### 1、环渤海动力煤长期均衡价格 560 元/吨

我们估算 2019 年动力煤均价在 560 元/吨。计算 2011-2015 年煤炭行业从顶峰到谷底一个周期动力煤平均价格是 608 元/吨，2013 年是煤炭行业景气度中等的年份，煤炭价格为 589 元/吨。考虑到国家政策致力于将煤炭价格稳定在绿色区间 500-570 元/吨，同时燃煤上网电价从 2013 年 0.427 元/千瓦时下降至 2017 年 0.372 元/千瓦时，政策以降低社会成本为目标持续下调电价对煤价形成压力，所以我们预测未来长期动力煤均价会在绿色区间内，低于 2011-2015 年煤炭均价 608 元/吨，接近 2013 年均价 589 元/吨水平。据统计 2014 年煤炭行业亏损面达到 70%，而 2014 年煤价均价是 517 元/吨，我们认为未来煤炭行业均衡价格应高于此价格。综合以上，我们预测未来动力煤长期均衡价格为 560 元/吨。

表 6: 历史动力煤价及未来均衡价格预测

年份	年度环渤海煤价均价 (元/吨)	价格绝对值变化 (元/吨)	价格百分比变化
2009	596		
2010	746	150	25%
2011	819	73	10%
2012	701	-118	-14%
2013	589	-112	-16%
2014	517	-72	-12%
2015	411	-106	-20%
2016	475	64	15%
2017	638	163	34%
2018	649	11	2%
2019E	560	-89	-14%
2011-2015 平均	608		
预测未来长期均价	560		

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理与预测

图 21: 历史动力煤价格走势及未来长期均衡价格预测



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 2、京唐港山西产主焦煤长期均衡价格 1500 元/吨

焦煤长期价格受下游钢铁和焦炭的价格的影响。2019 年钢铁行业受地产投资下行以及中美贸易战不确定性的冲击，需求将受到拖累，供给端由于企业不断加大环保改造以及环保政策防止一刀切，未来环保限产对供给的影响会逐步减小。预计 2019 年钢铁价格将会下行。我们认为 2019 年较 2018 年经济形式类似 2012 年相较 2011 年，均是从小周期顶点回落，2012 年钢价下跌 16%，我们预计 2019 年螺纹钢价格下跌 15%，均价为 3500 元/吨。

统计 2011 至 2015 年螺纹钢价格从高位到低位整个周期的价格均价为 3479 元/吨，我们认为 3500 元/吨是一个钢铁长期均衡的价格。根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，到 2020 年压减 1-1.5 亿吨粗钢产能，钢铁前 10 家钢铁企业产业集中度由 2015 年 34%提高到 60%，产能利用率由 2015 年的 70%提高到 80%，钢铁行业供需更加均衡。如果未来需求出现大变动，政策有可能会通过产能增减以及环保政策调节供给，使钢价保持合理均衡水平。我们预计钢价长期有望在 3500 元/吨均衡价格上下波动。

表 7: 历史螺纹钢价格及未来均衡价格预测

年份	年度螺纹钢:HRB400 20mm 上海均价 (元/吨)	价格绝对值变化 (元/吨)	价格百分比变化
2011	4702		
2012	3957	-745	-16%
2013	3555	-402	-10%
2014	3048	-508	-14%
2015	2135	-912	-30%
2016	2412	277	13%
2017	3807	1,396	58%
2018	4119	312	8%
2019E	3500	-619	-15%
2011-2015 平均	3479		
预测未来长期均价	3500		

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

图 22: 历史螺纹钢价格走势及未来长期均衡价格预测



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

2018 年前 11 月生铁产量同比增长 2.4%，焦炭产量同比下降 0.1%，焦炭供需趋紧导致 2018 年焦炭价格同比上涨 16%。展望 2019 年，受地产投资下行影响下游钢铁产量难以大幅增加，供给端由于焦炭企业不断加大环保改造以及环保政策防止一刀切，未来环保限产对焦炭供给的影响会逐步减小。钢铁价格下行也会对焦炭价格冲击，参考 2012 年焦炭价格下行 16%以及预计 2019 年钢铁价格下跌 15%，我们预计 2019 年焦炭价格下跌 15%，均价为 1850 元/吨。

长期看，焦化行业“十三五”发展规划提到在“十二五”末期的 6.87 亿吨焦化产能水平上化解过剩产能 5000 万吨，根据《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，提出河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标，制定“以钢定焦”方案，加大独立焦化企业淘汰力度。截止 2016 年，4.3 米及以下焦炉仍是主流，产能占比在 48.1%左右。而山西省近 70%的焦炉炉型为 4.3 米及以下焦炉。到 2020 年焦炭行业有望持续去产能，需求可能会有小幅下滑，总体焦化行业产能利用率提升，供需趋于平衡。

表 8: 历史焦炭价格及未来均衡价格预测

年份	唐山二级冶金焦炭年度均价 (元/吨)	价格绝对值变化 (元/吨)	价格百分比变化
2011	2041		
2012	1706	-335	-16%
2013	1440	-266	-16%
2014	1115	-325	-23%
2015	867	-248	-22%
2016	1193	327	38%
2017	1871	678	57%
2018	2177	306	16%
2019E	1850	-327	-15%
2011-2015 平均	1561		
预测未来长期均价	1850		

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

图 23: 历史焦炭价格走势及未来长期均衡价格预测



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

2018年1-10月,焦煤精煤产量3.58亿吨,同比下降3.2%,进口焦煤量5691万吨,同比下降1.8%。而我国原煤产量28.99亿吨,同比增长5.4%,进口煤总量2.52亿吨,同比增长11.5%,在全国原煤产量和进口量增长的同时,焦煤精煤产量和进口焦煤量均出现同比下降,反应当前焦煤供给端紧张,焦煤产量下降主要是因为环保趋严导致大量洗煤厂关停、山西检查超产超采安检力度较大、山西凌志涉黑事件以及焦煤矿矿难导致事发地焦煤产量下降。2018年1-10月焦炭产量同比下降1%,焦煤供给下降幅度大于需求下降幅度,焦煤价格2018年上涨13%。

展望2019年,需求端的焦炭产量预计变化不大,供给由于焦煤稀缺性及较少新增产能投放,供给端难有增量,受地产投资下行对整个钢铁产业链影响,钢价、焦炭价格下跌对焦煤价格压力,参考2012年焦煤价格下跌11%以及预计2019年钢铁价格下跌15%,我们预计2019年焦煤价格下跌15%,均价为1500元/吨。

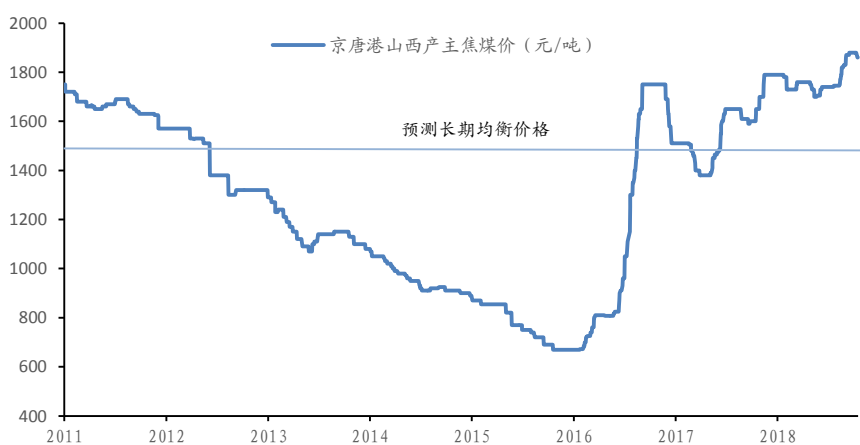
焦煤具有稀缺性,世界炼焦煤资源占全球煤炭资源总量的10%,我国焦煤储量占全国煤炭总储量的27%,其中最稀缺和重要的主焦煤和肥煤储量占炼焦煤资源的36%,分别仅占中国煤炭储量的5.81%和3.53%。炼焦煤作为一种稀缺、不可替代的战略资源,长期看供给趋紧。需求端钢铁和焦炭产量基本保持平稳,长期煤价有望维持在中高价位水平。2018年9月,山西焦煤集团牵头成立“中国焦煤”品牌集群,9家国内主流焦煤生产企业加入,通过品牌运营和共同协作,焦煤长协机制将更加稳固,长期看炼焦煤价格会更加平稳运行。我们预计长期焦煤价格有望维持在1500元/吨的水平。焦煤维持较高价格水平,也为焦炭和钢铁价格形成支撑。

表 9: 历史炼焦煤价格及未来均衡价格预测

年份	年度京唐港山西产主焦煤均价 (元/吨)	价格绝对值变化 (元/吨)	价格百分比变化
2011	1673		
2012	1490	-183	-11%
2013	1193	-298	-20%
2014	999	-193	-16%
2015	818	-182	-18%
2016	969	151	19%
2017	1555	586	60%
2018	1764	209	13%
2019E	1500	-264	-15%
2011-2015 平均	1217		
预测未来长期均价	1500		

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

图 24: 历史炼焦煤价格走势及未来长期均衡价格预测



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

### 3、长治地区喷吹煤长期均衡价格为 840 元/吨

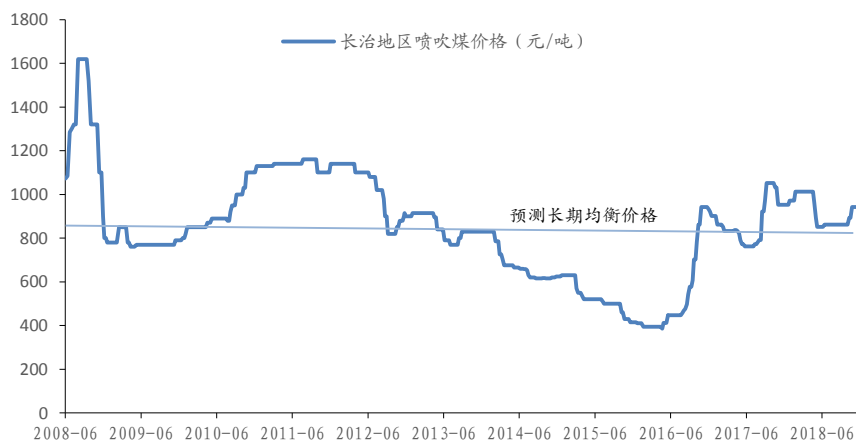
喷吹煤属于冶金煤，稀缺性低于主焦煤高于动力煤。我们认为 2018-2019 年煤炭行业变化类似 2011-2012 年，均是煤炭周期从顶峰开始出现回落，2012 年喷吹煤价较 2011 年下跌 114 元/吨，2018 年喷吹煤均价低于 2011 年，2019 年下降幅度预计低于 2012 年，我们预测 2019 年喷吹煤均价下跌 82 元/吨至 840 元/吨。同时，我们计算 2011-2015 年煤炭行业从顶峰到谷底的一个周期喷吹煤平均价格是 840 元/吨，2013 年是煤炭行业处于中等景气程度时段，当时喷吹煤价为 848 元/吨。受供给侧改革、产业集中度、国家调控煤价在绿色区间的影响，未来长期喷吹煤价有望维持在合理价格水平，我们预测 2019 年及以后长期喷吹煤均衡价格为 840 元/吨。

表 10: 历史喷吹煤价格及未来均衡价格预测

年份	长治喷吹煤车板价年度均价 (元/吨)	价格绝对值变化 (元/吨)	价格百分比变化
2011	1135		
2012	1021	-114	-10%
2013	848	-173	-17%
2014	670	-178	-21%
2015	514	-156	-23%
2016	556	42	8%
2017	875	319	57%
2018	922	47	5%
2019E	840	-82	-9%
2011-2015 平均	840		
预测未来长期均价	840		

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

图 25: 历史喷吹煤价格走势及未来长期均衡价格预测



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 投资建议：估值处于历史底部，煤炭股否极泰来

### 煤炭板块估值处于历史底部

从市净率看，2019 年 1 月 3 日申万煤炭开采行业市净率为 0.97 倍，是 2000 年以来板块 PB 估值最低水平。2000 年以来平均市净率为 3.10 倍，最小值为 0.97 倍，最大值为 11.32 倍。

表 11: 煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较

	当前 PB	统计区间最低 PB	统计区间最高 PB	统计区间 PB 均值	当前 PB 历史分位
数值	0.97	0.97	11.32	3.10	历史最低

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

从市盈率看，目前煤炭板块估值处于历史较低水平。2019 年 1 月 3 日申万煤炭行业市盈率为 9.1，除去由于利润过小导致的 PE 过高年份，我们测算利润较正常的 2003 年至 2014 年以及 2017 年 5 月至今板块平均市盈率为 20.9 倍，最小值为 7.1 倍，最大值为 64.5 倍，当前 PE9.1 倍排在前 4.4% 低的历史 PE 水平。

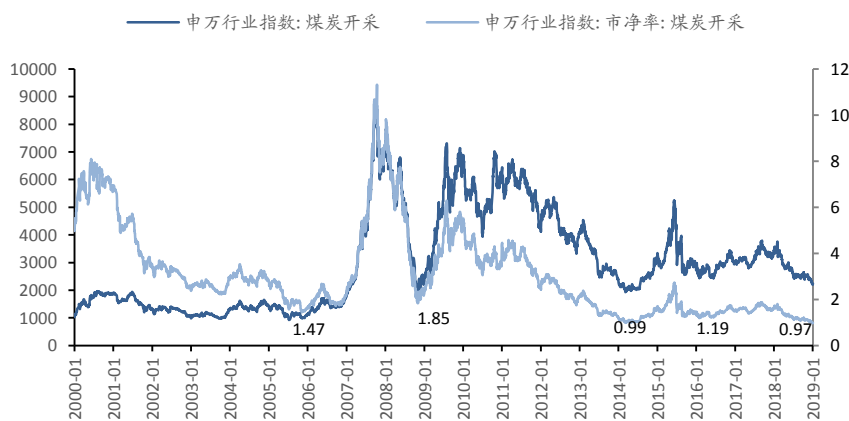
表 12: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较

	当前 PE	统计区间最低 PE	统计区间最高 PE	统计区间 PE 均值	当前 PE 历史分位
数值	9.1	7.1	64.5	20.9	4.4%

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

从历史煤炭板块 PB 和煤炭板块指数走势看,低 PB 通常是较好的投资机会。2005 年 6 月到 2006 年 3 月,市净率基本在 1.5 倍至 2 倍之间较低水平,之后煤炭板块迎来大涨。2008 年 10-11 月 PB 降至 1.85 倍,此后煤炭指数大涨。2014 年 1 月到 7 月,煤炭板块 PB 降到 1 倍附近,此后煤炭板块大涨。2016 年 3 月市净率达到 1.19 倍后,煤炭股开启上涨。以上四个阶段导致此后煤炭板块大涨的原因有所不同,2014 年是在煤价下行阶段但降息降准无风险利率下降带动板块上涨,其余三个阶段是由于预期后续煤价大涨导致。2018 年煤炭行业盈利处于历史较高水平,我们预计 2019 年煤炭行业盈利下行至历史中位盈利水平,此后行业盈利有望保持在均衡水平。目前煤炭板块 PB 是历史最低的 0.97 倍,市场已经反应过度悲观预期,当前煤炭股具有很强安全边际。

图 26: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系



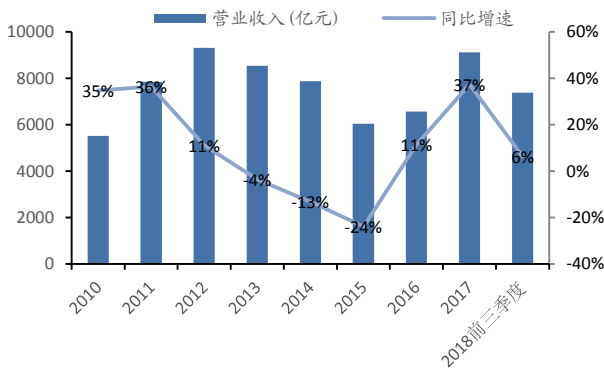
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 预期决定煤炭股涨跌, 2019 煤炭股否极泰来

2018 年煤炭股业绩小幅增长。2018 年环渤海动力煤均价同比上涨 11 元/吨至 649 元/吨,申万煤炭板块上市公司 2017 年营业收入 9120 亿元,同比增长 37%,归母净利润 902 亿元,同比增长 155%。2018 年前三季度营业收入 7382 亿元,同比增长 7%,归母净利润 792 亿元,同比增长 11%,预计 2018 年全年营业收入与净利润增速预计与前三季度相差不大。煤炭股 2018 年业绩小幅增长,但增速较 2017 年有所回落。

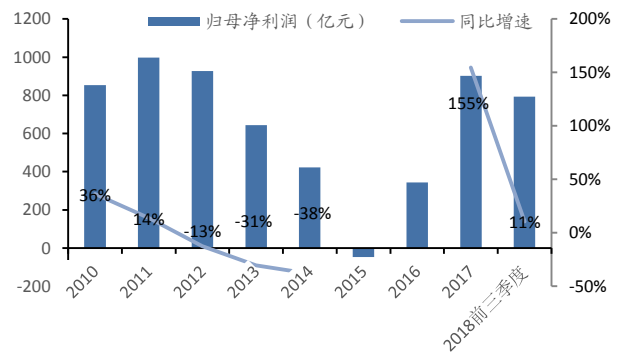


图 27: 2018 年前三季度煤炭板块营业收入增长 6%



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 2018 年前三季度煤炭板块归母净利润增长 11%



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**行业小周期见顶，悲观预期致煤炭股回调。**申万煤炭指数 2 月 5 日达到高点后开启回落，煤炭指数高点与煤价高点吻合，市场预期本轮煤炭价格周期顶点。虽然全年看煤价均价和业绩仍有小幅增长，但市场预期行业未来将开始下行周期，煤炭指数 2018 年开始回落。2019 年 1 月 3 日申万煤炭指数收于 2201 点，低于 2015 年底煤价处于历史最低位供给侧改革还未开始时的申万煤炭指数，反应出市场对未来煤炭股极度悲观，悲观的原因是未来中国经济下行压力以及中美贸易战不确定性。

**货币政策释放进一步宽松信号。**12 月 19 日至 21 日中央经济工作会议关于货币政策方面的表述出现变化，由 11 月的“稳健的货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门”已改为“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。”对比发现去掉了“中性”、“把好货币供给总闸门”。1 月 4 日央行会议稳健的货币政策保持松紧适度。进一步强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。叠加近期全面降准 1 个百分点及总理视察银行机构，显示未来货币政策将进一步宽松。

**中美贸易战有望缓和。**2018 年 12 月初 G20 峰会中美两国元首达成共识，停止加征新的关税，并指示两国经济团队加紧磋商，朝着取消所有加征关税的方向，达成互利双赢的具体协议。如果在 2019 年 3 月前无法达成贸易谈判，我国 2000 亿美元出口美国商品关税还是有可能从 10%上调至 25%。目前我国积极参与贸易谈判，特朗普面对美国股市下跌表达和我国最终达成贸易协议持乐观态度，我们认为中美目前都面临经济和股市下行压力，双方有较大可能达成双赢的贸易协议，之前市场担心中美贸易战的悲观预期有望缓和。

**煤炭股盈利有望好于预期。**目前申万煤炭指数和板块估值已经低于 2016 年初煤价在最低部还未开展供给侧改革时的申万煤炭指数和估值，说明市场目前对煤炭行业未来盈利预期比 2016 年初煤炭行业在最差的时期更加悲观。我们认为市场已过于悲观，我们预计 2019 年煤价均价从 649 元/吨降至 560 元/吨，之后煤价会在 560 元/吨长期均衡价格上下小范围波动，不会回到 2015 年行业最差时期。另外，由于发改委要求目前龙头煤企大部分煤炭均以长协定价，2019 年市场煤价大幅下降但长协煤价或仅小幅下滑，部分龙头煤企产量还会有增长，2019 年煤炭股盈利有望好于市场预期。

**2019 年上半年煤炭股有望重演 2012 年上半年煤炭股反弹行情。**2018 年煤炭行业基本面和煤炭股走势类似 2011 年，煤价均价上涨，但市场已预期行业将在 2011 年见顶未来逐步下行，煤炭股股价在 2011 年提前反应开启下跌。2012 年煤价如期开启下跌，但煤炭股股价是区间震荡，2011 年上半年在煤价下跌时煤炭股迎来反弹，申万煤炭开采指数最高上涨 30%，主要由于 2011 年 12 月再次开启降准周期货币政策由收紧转为宽松，当前我们迎来货币政策进一步宽松以及

中美贸易战有望缓和将促进催化煤炭股上涨，

**当前煤炭板块主要投资逻辑：**货币政策释放进一步宽松信号，中美贸易战有望缓和，煤炭股盈利有望好于预期，煤炭板块达到历史最低 PB 估值具有很强安全边际，预计 2019 年上半年煤炭股将迎来类似 2012 年上半年的反弹行情，板块指数上涨 20%-30%。

图 29：2019 年上半年煤炭股将迎来类似 2012 年上半年反弹行情



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 优选具有可持续竞争优势的行业龙头

**龙头公司资源储备丰富产量仍有增长空间。**煤炭行业产业集中度不断提升，根据煤炭十三五规划，从 2015 年至 2020 年大型煤炭基地产量比重将由 93% 提升至 95% 以上，大型煤矿产量比重由 73% 上升至 80%，5000 万吨级以上大型煤炭企业产量比重将从 55% 上升至 60%。煤炭行业在淘汰落后产能同时，鼓励先进产能投放，行业龙头企业拥有丰富的煤炭资源储备和雄厚的资金实力，有望通过兼并重组或自身建设煤矿，不断提升煤炭产量，扩大市场占比。上市公司中，山西省政府有意将西山煤电打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头，2017 年母公司山西焦煤集团煤炭产量是上市公司的 3.8 倍，未来集团优质资产有望注入上市公司。陕西煤业小保当矿一号矿井设计产能 1500 万吨、二号矿井设计产能 1300 万吨有望在 2019-2020 年陆续投产释放产量。中国神华内蒙古新街台格庙矿区总体规划获批，远期新增规划矿井建设总规模 6200 万吨/年。

**龙头公司对煤价掌控力强煤价更稳定。**政策要求大型煤企 75% 以上煤炭产量采用长协销售，实施“中长期合同制度”和“基础价+浮动价”的定价机制，大型煤企对煤价有较强话语权，动力煤价格方面神华和中煤等龙头煤企煤价有较强影响力，焦煤方面山西焦煤集团焦煤价格是行业重要参考。由于大型煤企多数煤炭通过长协价销售，煤炭售价波动小于市场价格波动，煤价下跌龙头公司盈利变化幅度较小。中国神华自产煤主要通过年度长协价销售，2018 年神华年度长协价均价为 560 元/吨远低于市场价，如果 2019 年煤价均价跌至 560 元/吨，神华年度长协价预计下跌 10-20 元/吨，下降 2%-4%。西山煤电 90% 左右焦煤采取长协定价，长协煤价较市场价低 100-200 元/吨，未来市场煤价下跌公司长协煤价变动幅度较小，价格更加稳定。

**龙头公司具有可持续的竞争优势，长期有望维持较高盈利水平。**龙头煤炭企业通常具有独特资源优势，这种优势具有可持续性，很难被打破。比如中国神华和陕西煤业凭借优质的动力煤资源和先进采掘技术，在动力煤企业中开采成本低盈利能力强，西山煤电隶属于全国最大焦煤集团，占据我国最优质的焦煤资源。煤炭龙头还具有政策优势，龙头煤企为国家重要央企或省属国企，是政策

重点支持对象，供给侧改革淘汰落后产能和中小煤矿，鼓励龙头煤炭企做大做强。煤炭行业做为基础能源行业，出于能源安全考虑行业长期必将维持在正常盈利水平，而龙头企业凭借持续的竞争优势，盈利能力超过行业平均，长期有望维持在较高盈利水平。煤炭股投资优选具有可持续竞争优势的行业龙头。

#### 重点推荐公司：

推荐焦煤龙头股：**西山煤电**。动力煤龙头股：**中国神华、陕西煤业**。

#### 西山煤电（000983）

西山煤电是拥有我国最优质焦煤资源的龙头焦煤企业。2017年原煤产量2498万吨，精煤产量1100万吨，电力发电131亿度，焦炭产量431万吨。主要产品为焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等，煤炭资源储量41.58亿吨，可采储量23.56亿吨。公司大部分煤炭采用长协定价，公司煤炭售价有望维持高位，独有的优质焦煤资源为公司提供可持续的竞争优势。

国企改革排头兵，集团资产有望注入。2017年山西省副省长考察西山煤电时强调，切实用好西山煤电上市平台，充分发挥好市场化融资功能，将西山煤电打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大。公司大股东山西焦煤集团是国内规模最大、煤种最全的炼焦煤生产企业，2017年集团煤炭产量是上市公司的3.8倍，未来集团优质焦煤资产有望注入上市公司。

公司煤炭产量维持稳定，大部分煤炭采用长协定价，煤价波动较小。电力方面动力煤价回落有助盈利改善。焦炭价格高企有助提升焦化业务盈利。我们预计公司2018-2020归母净利润分别为20.45/21.42/22.47亿元，增长30.3%/4.8%/4.9%，对应EPS 0.65/0.68/0.71。考虑到公司拥有最优质焦煤资源，未来集团优质资产有望注入，参考行业平均估值，给予2018年12倍PE，目标价7.8元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 中国神华（601088）

中国神华是我国最大的煤炭生产企业，业务涵盖煤炭、电力，铁路、港口、航运，煤化工等煤炭全产业链。公司煤炭产销量及盈利均位居全国煤企首位，发电方面，公司装机容量与利润总额在所有电力上市公司中位居第二。铁路方面，公司运营全国第二大煤运铁路。2017年母公司神华集团与国电集团合并成立国家能源投资集团，成为全国最大的煤炭与电力企业。对公司而言，国电集团有1.67亿吨煤炭需要外购，占中国神华销量的42%，产量的57.6%，有助拓展公司煤炭销售。煤电重组后未来煤价将更加稳定，公司盈利波动趋于平稳。

公司2018年H1收入1274亿元，同比增长5.69%，归母净利润229.77亿元，同比下降5.5%。业绩下滑主要原因是部分矿井停减产导致，业绩符合预期。基于公司核定产能高于产量以及政策鼓励先进产能释放，我们预计2018-2020公司煤炭产量仍将增长，公司年度长协煤价小幅下滑，电力业务受益煤价下行盈利回升，预计公司2018-2020年归母净利润为476/489/499亿元，盈利增速为5.6%/2.7%/2.2%，对应EPS 2.39/2.46/2.51元，考虑到公司煤炭行业龙头地位以及盈利波动趋于平稳，参考行业平均估值，给予2018年10倍PE，目标价24元，“买入”评级。

#### 陕西煤业（601225）

陕西煤业是我国优质动力煤龙头企业，2017年煤炭产量10097万吨，位居A股煤炭上市公司第二，仅低于中国神华。公司已获得产能置换指标，小保当矿一号矿井核准产能已由800万吨提升至1500万吨，有望在2019年开启联合试运转并逐步投产，小保当矿二号矿井设计产能1300万吨预计2020年底投产。预蒙华铁路预计于2019年底投运，陕北矿区年产约7000万吨的优质煤炭将有望进入价格较高的华中市场，有助扩大市场空间，提升吨煤盈利。公司在煤炭企业中盈利能力最强，2017年公司ROE（摊薄）、销售净利率、销售毛利率分别为23.6%，31%、55%、在所有A股上市煤企中位列第一。

由于小保当一、二号矿井将陆续投产，预计 2019-2021 年公司煤炭产量年均复合增速为 8%，2020 年后受益蒙华铁路开通有望提升吨煤盈利，坑口煤价变化小于港口且公司煤炭 30%长协销售，预计公司煤价 2019 年小幅下滑后维持平稳。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 115/121/127 亿元，增长 10.1%/5.3%/4.6%，对应 EPS 1.15/1.21/1.27 元，考虑到公司是煤炭行业盈利能力最强的公司，未来仍有产量增长和蒙华铁路开通带来的业绩成长性，参考行业平均估值，给予 2018 年 9 倍 PE，目标价 10.4 元，“买入”评级。

**表 13: 重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (2019 年 1 月 11 日)	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000983	西山煤电	买入	5.43	0.65	0.68	0.71	8.3	8.0	7.6	0.87
601088	中国神华	买入	18.51	2.26	2.39	2.46	8.2	7.7	7.5	1.15
601225	陕西煤业	买入	7.63	1.04	1.15	1.21	7.2	6.6	6.3	1.53

数据来源: wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 宏观经济失速风险。

我们对 2019 年煤价预期隐含宏观经济出现正常回调的风险，类似 2012 相比 2011 年经济回调。但如果经济出现大的危机进而产生失速风险，煤炭需求将超预期下滑，对煤价的判断面临下调的可能。

### 供给过度释放风险。

我们假设 2019 年及以后煤炭基本达到供需平衡，政策通过调控供给将煤炭稳定在绿色区间 500-570 元/吨，如果煤价跌破绿色区间政府将出台收缩供给政策抬升煤价。但如果发生供给过度释放同时政策调控供给不力，对煤价的判断面临下调的可能。



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032