

煤炭行业观点重大调整:

榆林限产执行超预期+内蒙矿难再添阴影, 3-5月动煤价格难言看空

推荐 (维持)

事项:

- 2月23日内蒙银漫矿业发生特大安全生产事故, 造成22人死亡。近几日, 事件不断发酵, 锡林郭勒展开安全大检查, 安监风险骤然升高。

评论:

- 前期观点。**之前我们提出, 基于元宵节后榆林需求已经恢复, 而名义上两批复产仅占表内产能的51%, 供需的不匹配并未导致榆林煤价暴涨, 认为榆林供需矛盾尚不尖锐。基于锡林郭勒地区煤矿以央企为主, 生产相对较为规范, 安全检查影响有限, 所以供给收缩预期偏弱。随着两会结束和采暖季结束, 供需面对两次冲击。与此同时, 2019年供需由2018年宽平衡转向紧平衡, 煤价中枢下移。叠加下水煤面临核电和双控的替代效应, 6大电日耗同比应当偏弱。基于此, 我们之前认为3-5月份动力煤价格将下行, 认为低点应当低于去年最低点的564元/吨, 目标550元/吨。
- 调整1: 榆林煤矿基本已得到复产批复, 但真实产量低于预期, 内蒙矿难再添阴影。**目前名义上可复产煤矿占榆林市在产产能的98%, 占在产+在建产能的74.8%。但由于存在复产申请流程, 实际在产产能并未达到该数值, 且作为超产主体的大量表外中小民营矿井并未复产, 导致供应端实际偏紧。作为结果, 陕煤下水港的黄骅港近期库存和调入下滑较为显著, 直达市场口径的重点电厂供应和库存也出现快速下滑, 榆林减产程度超出之前预期。据国投安信统计, 2018年鄂尔多斯和榆林各销售煤炭6.64亿吨和4.36亿吨, 较表内在产产能分别超1.23亿吨和1.27亿吨。背靠1.12榆林矿难再添2.23银漫矿难, 产地安监压力骤升, 若两大主要超产区均将“治超”作为核心抓手, 这或将使得全市场去重新测算2019年供需平衡表。
- 调整2: “预期3-5月份煤价将下降”面对安监压力持续升级, 淡季下跌空间料将在被动去库+主动补库中耽搁。**此次榆林政策执行力度超预期叠加内蒙矿难, 矿井违规生产的问题再次被放到台面上, “治超”或将改变2019年宽平衡的供需格局, 使得年度动煤价格中枢难以显著下移。在2019年动力煤原有的供需平衡表内, 产量增长为1.2亿吨, 需求增加0.5亿吨, 原有产出缺口弥合, 供需关系有紧转松, 煤价中枢下移。但榆林+鄂尔多斯事件导致了0.35-1.13亿吨的供给收缩, 能再次将供需平衡表由宽松转为紧张。这种转换发生的前提在于榆林和鄂尔多斯的治超能得到严格执行。以此为前提, 3月份重点电厂将持续处于去库的状态, 然后北方港和6大电厂以此进入去库周期, 进而导致4-5月份重点电厂库存由中性转为偏低, 由补库支撑淡季价格, 造成“3-5月份动力煤价格将下行”的预期落空。而在补库结束叠加供给恢复中, 旺季煤价可能再次出现上涨乏力的迹象。
- 投资建议:**前期春节躁动的行情中本质上由流动性驱动, 但近期由于流动性边际增量有限, 大盘“标的慌”的轮动行情中。叠加宏观经济在二次触底的预期下, 环比稳定的EPS成为防守的首选。而煤炭中尤其是焦煤价格2018Q4和2019Q1环比均较为稳定, 成为EPS较为稳定的细分领域。我们继续坚定推荐估值优势较为显著的淮北矿业、山西焦化, 重点关注潞安环能。动力煤领域, 动力煤往下预期得到有效遏制, 但由于价格同比和环比均处于下降趋势, 若无供给收缩的持续发酵, 同样从估值优势出发选择兖州煤业。
- 风险提示:**榆林内蒙超产治理不及预期。

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

证券分析师: 严鹏

电话: 021-20572535

邮箱: yanpeng@hcyjs.com

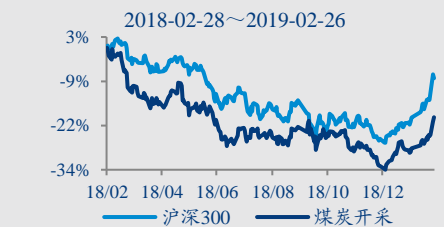
执业编号: S0360518070001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	36	1.0
总市值(亿元)	9,432.95	1.61
流通市值(亿元)	7,854.02	1.85

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	12.42	13.55	-17.12
相对表现	-3.29	2.74	-6.59



相关研究报告

《煤炭行业周报(20190218-20190224): 焦煤价格平稳, 布局煤炭股属谨慎看多后市》

2019-02-25

目录

观点重大调整：榆林限产执行超预期+内蒙矿难再添阴影，3-5月动煤价格难言看空	4
（一）调整 1：榆林煤矿基本已得到复产批复，但真实产量低于预期，内蒙矿难再添阴影	4
（二）调整 2：“预期 3-5 月份煤价将下降”面对安监压力持续升级，淡季下跌空间料将在被动去库+主动补库中 耽搁.....	5
（三）调整 3：投资建议从“预计煤价下行与看多板块股票并行”转为“静待供给端发酵，并看多板块股票，核心 选择指标在于 PE 优势”	6

图表目录

图表 1 重点电厂供耗存数据	4
图表 2 黄骅港调入、库存数据	5
图表 3 动力煤供需平衡表	5
图表 4 煤炭板块上市公司公开数据	6

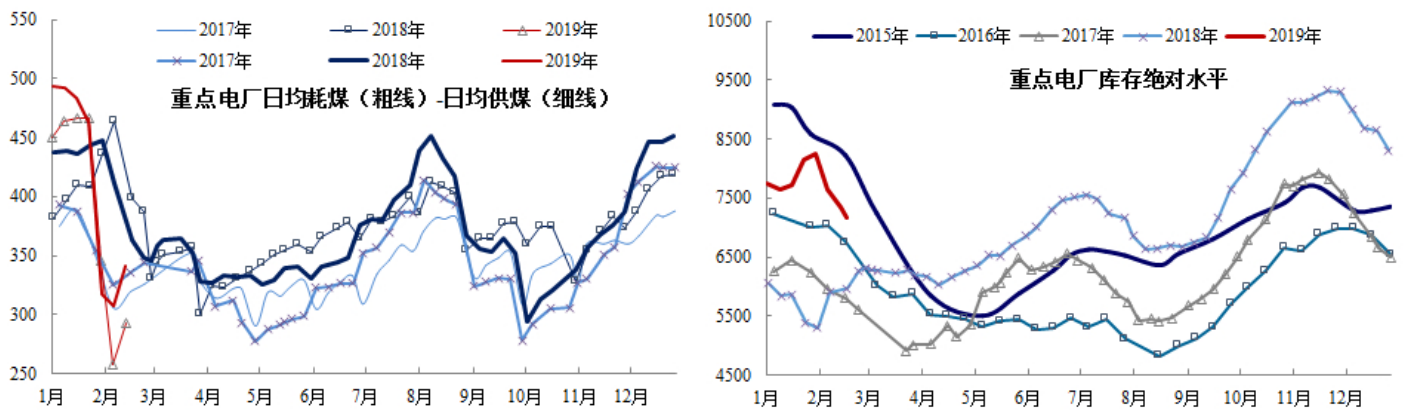
观点重大调整：榆林限产执行超预期+内蒙矿难再添阴影，3-5月动煤价格难言看空

前期观点：之前我们提出，基于元宵节后榆林需求已经恢复，而名义上两批复产仅占表内产能的51%，供需的不匹配并未导致榆林煤价暴涨，认为榆林供需矛盾尚不尖锐。基于锡林郭勒地区煤矿以央企为主，生产相对较为规范，安全检查影响有限，所以供给收缩预期偏弱。随着两会结束和采暖季结束，供需面面对两次冲击。与此同时，2019年供需由2018年宽平衡转向紧平衡，煤价中枢下移。叠加下水煤面临核电和双控的替代效应，6大电日耗同比应当偏弱。基于此，我们之前认为3-5月份动力煤价格将下行，认为低点应当低于去年最低点的564元/吨，目标550元/吨。

（一）调整1：榆林煤矿基本已得到复产批复，但真实产量低于预期，内蒙矿难再添阴影

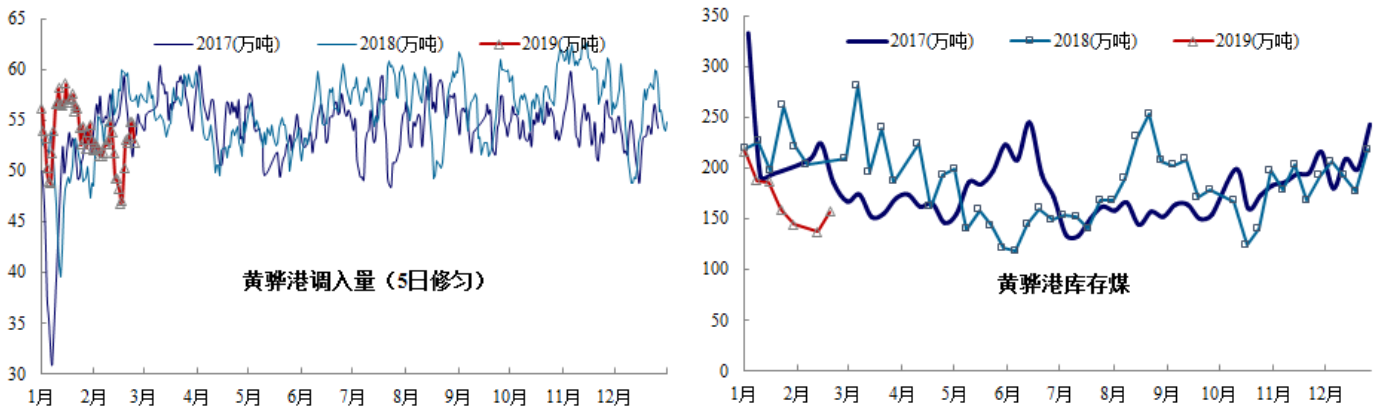
根据《全市第一、二批同意申请复工复产煤矿清单》统计，目前已经批复2.05亿吨煤矿进行复产，若考虑神华在榆林地区的大柳塔-活鸡兔、榆家梁、哈拉沟、石圪台、锦界能源公司、榆林神华能源公司（郭家湾和青龙寺）7矿合计1.06亿吨产能，合计可复产产能3.11亿吨（其中郭家湾在两个数组中均被统计，提出后可复产产能为3.03亿吨），占榆林市在产产能的98%，占在产+在建产能的74.8%，可见名义上大部分可复产。但由于存在复产申请流程，实际在产产能并未达到该数值，且作为超产主体的大量表外中小民营矿井并未复产，导致供应端实际偏紧。作为结果，陕煤下水港的黄骅港近期库存和调入下滑较为显著，直达市场口径的重点电厂供应和库存也出现快速下滑，榆林减产程度超出之前预期。据国投安信统计，2018年鄂尔多斯和榆林各销售煤炭6.64亿吨和4.36亿吨，较表内在产产能分别超1.23亿吨和1.27亿吨。背靠1.12榆林矿难再添2.23银漫矿难，产地安监压力骤升，若两大主要超产区均将“治超”作为核心抓手，这或将使得全市场去重新测算2019年供需平衡表。

图表1 重点电厂供耗存数据



资料来源：wind、华创证券

图表 2 黄骅港调入、库存数据



资料来源: wind, 华创证券

(二) 调整 2: “预期 3-5 月份煤价将下降” 面对安监压力持续升级, 淡季下跌空间料将在被动去库+主动补库中耽搁

在我们之前的报告中, 我们认为“结构性补库”的脉冲式涨价后煤价将在 3-5 月份迎来下跌, 且低点低于去年低点的 564 元/吨。这背后的核心动机在于不看好“安全大检查”对产量的有效影响。从经验来看, 全国安监级别最高、范围最广、力度最大当属 2017 年 7-10 月由国务院发起的全国安监大检查, 在那一轮检查中陕西和山西煤炭产量环比显著增加, 仅内蒙有明显降幅, 2018 年超产问题依旧严重。但此次榆林政策执行力度超预期叠加内蒙矿难, 矿井违规生产的问题再次被放到台面上, “治超”或将改变 2019 年宽平衡的供需格局, 使得年度动煤价格中枢难以显著下移。在节奏上, 由于全国两会于 3 月 05 日开始, 持续 2 周多时间, 期间的安全生产一直以来都是敏感问题。期间煤矿复工预计整体较为缓慢, 超产短时间内也难以恢复。1) 在煤价偏悲观的假设下, 神华 1 亿吨产能始终不停产, 榆林已批复的产能在两会前全部能复产, 但超产一直到两会后放开; 鄂尔多斯安检不影响产量, 但导致超产阶段性停止, 两会后同样放开。1-3 月合计上, 榆林共减产 700 万吨 (3.36 亿吨煤矿春节前按照额外多放假一周计算) +1750 万吨 (3.36 亿吨煤矿均在 2 月 15 后 3 月 20 前复产, 复产期间按照综合 50% 的产能利用率计算, 扣除春节复产周期算 40 天) 共计 2450 万吨, 鄂尔多斯影响 1000 万吨, 两地合计 3450 万吨的供给; 2) 在煤价偏乐观的假设下, 榆林地区 (除神华 1 亿吨) 产能基本到两会后才能复产, 且治超持续到 6 月份; 鄂尔多斯治理超产同样持续到 6 月份。榆林共减产榆林共减产 700 万吨 (3.36 亿吨煤矿春节前按照额外多放假一周计算) +3500 万吨 (3.36 亿吨煤矿均 3 月 20 日后复产) +3075 万吨 (4-6 月治超的量), 合计 7275 万吨; 鄂尔多斯治超影响 4000 万吨; 两地合计共 1.13 亿吨。

在 2019 年动力煤原有的供需平衡表内, 产量增长为 1.2 亿吨, 需求增加 0.5 亿吨, 原有产出缺口弥合, 供需关系有紧转松, 煤价中枢下移。但榆林+鄂尔多斯事件导致了 0.35-1.13 亿吨的供给收缩, 能再次将供需平衡表由宽松转为紧张。这种转换发生的前提在于榆林和鄂尔多斯的治超能得到严厉执行。以此为前提, 3 月份重点电厂将持续处于去库的状态, 然后北方港和 6 大电厂以此进入去库周期, 进而导致 4-5 月份重点电厂库存由中性转为偏低, 由补库支撑淡季价格, 造成“3-5 月份动力煤价格将下行”的预期落空。而在补库结束叠加供给恢复中, 旺季煤价可能再次出现上涨乏力的迹象。

图表 3 动力煤供需平衡表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产量	27.54	28.74	29.60	30.80
净进口	1.89	1.96	2.12	1.92

	2016年	2017年	2018年	2019年
总供给	29.43	30.69	31.72	32.72
电力	19.11	18.81	19.71	20.36
冶金	1.42	1.44	1.54	1.54
化工	2.07	1.76	1.75	1.95
建材	4.95	3.06	2.83	2.83
供热	2.20	2.32	2.65	2.65
其他	1.25	3.98	3.70	3.35
总需求	31.01	31.37	32.17	32.68
供需缺口	-1.58	-0.68	-0.45	0.05

资料来源: wind、华创证券

(三) 调整 3: 投资建议从“预计煤价下行与看多板块股票并行”转为“静待供给端发酵, 并看多板块股票, 核心选择指标在于 PE 优势”

前期春节躁动的行情中本质上由流动性驱动, 但近期由于流动性边际增量有限, 大盘“标的慌”的轮动行情中。叠加宏观经济在二次触底的预期下, 环比稳定的 EPS 成为防守的首选。而煤炭中尤其是焦煤价格 2018Q4 和 2019Q1 环比均较为稳定, 成为 EPS 较为稳定的细分领域。我们继续坚定推荐估值优势较为显著的淮北矿业、山西焦化, 重点关注潞安环能。动力煤领域, 动力煤往下预期得到有效遏制, 但由于价格同比和环比均处于下降趋势, 若无供给收缩的持续发酵, 同样从估值优势出发选择兖州煤业。

图表 4 煤炭板块上市公司公开数据

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股息率 (近 12 个月, %)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	一致预测净利润 (FY1) 亿元	预测 PE 2018	2018 预告 业绩上限	上限对应 PE
600188.SH	兖州煤业	511.8	4.6	6.8	1.0	77.1	6.6	未预告	-
002128.SZ	露天煤业	138.6	3.5	6.7	1.2	20.0	6.9	20.2	6.9
601918.SH	新集能源	87.8	0.0	34.9	1.7	12.8	6.9	2.5	34.9
601101.SH	昊华能源	80.9	2.4	9.0	1.0	11.5	7.0	7.5	10.8
600971.SH	恒源煤电	66.5	5.4	7.9	0.9	9.5	7.0	未预告	-
603113.SH	金能科技	89.6	2.9	8.9	2.0	12.4	7.3	13.3	6.7
600985.SH	淮北矿业	247.1	0.1	9.9	1.6	34.3	7.2	35.8	6.9
600348.SH	阳泉煤业	140.5	3.5	7.5	0.9	18.4	7.6	22.4	6.3
600997.SH	开滦股份	107.7	1.8	9.1	1.1	13.6	7.9	14.1	7.6
601225.SH	陕西煤业	887.0	4.7	8.1	1.8	120.9	7.3	109.9	8.1
600123.SH	兰花科创	87.9	2.9	8.5	0.9	10.7	8.2	11.6	7.6
601699.SH	潞安环能	244.4	3.5	7.9	1.0	30.0	8.2	未预告	-
600740.SH	山西焦化	146.0	0.0	11.0	1.4	17.0	8.6	16.0	9.1
000552.SZ	靖远煤电	70.2	3.3	10.4	1.0	7.9	8.9	未预告	-
601088.SH	中国神华	4,139.0	4.4	9.3	1.3	461.0	9.0	440.0	9.4
600395.SH	盘江股份	91.4	6.3	9.5	1.3	9.9	9.2	未预告	-

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股息率 (近 12 个 月,%)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	一致预测净利润 (FY1) 亿元	预测 PE 2018	2018 预告 业绩上限	上限对应 PE
000983.SZ	西山煤电	197.6	0.6	11.5	1.0	19.0	10.4	未预告	-
601001.SH	大同煤业	81.0	0.0	13.5	1.5	7.6	10.7	6.9	11.7
600546.SH	山煤国际	74.3	0.0	10.6	2.2	6.7	11.0	未预告	-
600403.SH	大有能源	106.4	1.4	14.4	1.4	9.1	11.7	7.4	14.3
601666.SH	平煤股份	97.3	0.0	11.1	0.8	8.3	11.7	未预告	-
000937.SZ	冀中能源	149.8	2.4	14.0	0.7	11.3	13.2	未预告	-
000723.SZ	美锦能源	217.7	3.8	15.7	3.8	15.7	13.9	20.0	10.9
601898.SH	中煤能源	686.8	1.1	16.7	0.7	47.7	14.4	36.0	19.1
600121.SH	郑州煤电	35.4	0.0	20.0	1.0	2.1	16.6	1.8	20.2
601015.SH	陕西黑猫	77.2	0.3	27.3	1.4	2.7	28.8	未预告	-
600157.SH	永泰能源	272.1	0.0	122.7	1.1	8.3	33.0	1.0	272.1

资料来源: wind、华创证券

钢铁煤炭组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500