

榆林复产跟踪点评

动煤淡季跌价趋势真的确立了吗？

推荐（维持）

事项：

- 1月12日榆林百吉矿业发生特大矿难，造成21人死亡；2月23日内蒙银漫矿业再次发生特大安全生产事故，造成22人死亡。在安全生产风险骤升的背景下，榆林严格执行复产申请审批制度，目前已经公布3批共3.36亿吨产能复产申请名单，在“谁验收、谁签字、谁负责”的问责机制下，煤矿实际生产情况仍不乐观。在坑口偏紧的格局下，神木6200大卡动力煤产地估价指数矿难至今年3月8日累涨146元/吨，附近的鄂尔多斯5500大卡动力煤产地估价指数矿难至今年3月11日累涨81元/吨。但与此同时，港口CCI5500大卡动力煤自3月8日转跌，下跌11元/吨，神木6200跌14元/吨，鄂尔多斯跌2元/吨，产地港口似有共振下跌的迹象，但趋势是否确立仍有疑虑。

结论：

- 预计价格下跌空间有限，补库与成本共同支撑价格。**在产地端，我们认为此次榆林的安全监管存在明显的差异性，复产大概率不及预期。但考虑到采暖结束带来的日耗下滑基本已经兑现完毕，可产地价格在供需尖锐对立的背景下未按照季节性回调，导致产地价格的水位与当下的真实需求水位存在一定的不匹配，产地价格确实存在水分。若按照最极端的方式挤水分，向北方港的发运成本将降至620-630元/吨一带。但在复产不及预期的预期中，水分很难挤干，3月份港口的发运成本大概率将在630元/吨以上盘旋。在港口端，澳煤报关持续偏慢的情况下，大秦线将在4月迎来常规检修，港口库存将面临考验。在去库进程中，港口贸易商情绪有望逐步企稳，将价格维持在现货库存成本线620元/吨以上，若考虑发运成本，目前的港口现货价格在3月已经基本没有下跌的空间。4月价格则还需要关注榆林黑煤治理情况和内陆电厂补库节奏。
- 投资建议：**结合近期盘面的风险偏好，业绩预期稳定的煤炭股有望成为防御性配置的不错选择。细分板块上，我们继续坚定推荐供给有担忧需求稳定的焦煤板块，具体标的为估值优势较为显著的淮北矿业和山西焦化，重点关注潞安环能。在榆林复产至矿难前水平前，动煤价格有望在3-4月份平稳运行，现货价格预计在620元/吨上方运行。同样从估值优势出发，动煤选择兖州煤业，建议重点关注露天煤业。
- 风险提示：**榆林内蒙超产治理不及预期、日耗继续大幅下滑。

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)	9,238.67	1.54
流通市值(亿元)	7,693.0	1.77

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.73	14.11	-12.81
相对表现	-1.14	-0.16	-3.21



相关研究报告

《煤炭行业周报（20190304-20190310）：双焦继续平稳运行，动煤有望高位持稳》

2019-03-10

目录

榆林跟踪点评：动煤淡季跌价趋势真的确立了吗？	4
（一）在对供给警惕性消退的过程中，可能会遭遇申请与复产的鸿沟	4
（二）季节性需求回落已然结束，库存结构非常健康	5
（三）预计价格下跌空间有限，补库与成本共同支撑价格	7
（四）投资建议：煤价平稳中期待周期补涨，核心选择指标仍在 PE 优势	7
风险提示	8

图表目录

图表 1 供改以来重大矿难对价格趋势的影响	4
图表 2 申请复产产能与表内产能对比	5
图表 3 重点电厂日耗	5
图表 4 6 大电厂日耗	5
图表 5 重点电厂库存	6
图表 6 6 大电厂库存	6
图表 7 北方四港库存	6
图表 8 长江口库存	6
图表 9 内陆电厂库存可用天数	6
图表 10 内陆电厂库存绝对水平	6
图表 11 公路运价与煤价	7
图表 12 公路运价与煤价	7
图表 13 煤炭板块上市公司公开数据	7

榆林跟踪点评：动煤淡季跌价趋势真的确立了吗？

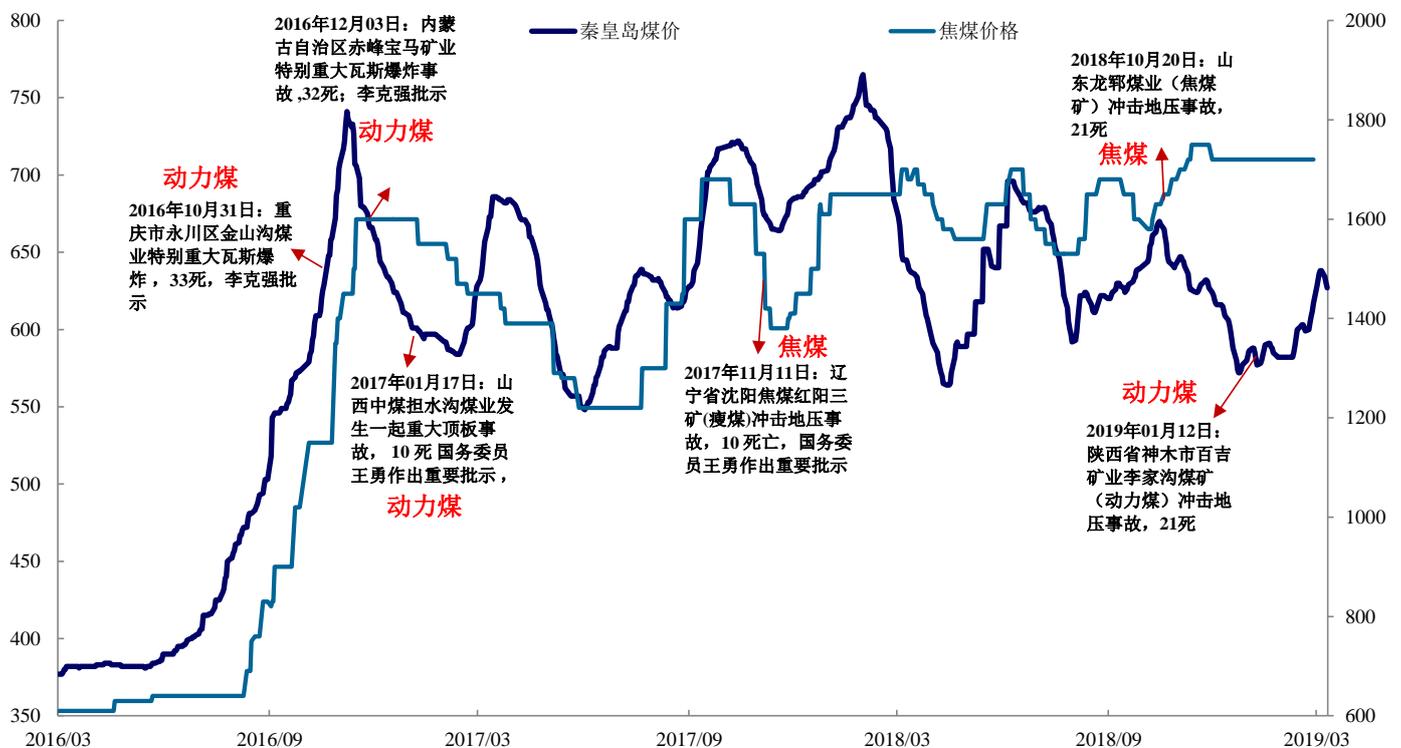
1月12日榆林百吉矿业发生特大矿难，造成21人死亡；2月23日内蒙银漫矿业再次发生特大安全生产事故，造成22人死亡。在安全生产风险骤升的背景下，榆林严格执行复产申请审批制度，目前已经公布3批共3.36亿吨产能复产申请名单，在“谁验收、谁签字、谁负责”的问责机制下，煤矿实际生产情况仍不乐观。在坑口偏紧的格局下，神木6200大卡动力煤产地估价指数矿难至今年3月8日累涨146元/吨，附近的鄂尔多斯5500大卡动力煤产地估价指数矿难至今年3月11日累涨81元/吨。但与此同时，港口CCI5500大卡动力煤自3月8日转跌，下跌11元/吨，神木6200跌14元/吨，鄂尔多斯跌2元/吨，产地港口似有共振下跌的迹象，但趋势是否确立仍有疑虑。

（一）在对供给警惕性消退的过程中，可能会遭遇申请与复产的鸿沟

在当下的价格结构中，离产地距离越远、预期对定价影响越大的动力煤价格呈现出越早、越剧烈的跌价趋势，而坑口价格则更为强势，这意味着此次价格压力传导是自外向内的，触发因素为预期的转向。驱动价格预期由涨转跌的核心因素在于两点：1)前期造成产地供需关系产生矛盾的停产完全消退；2)采暖结束带来需求边际下滑，且持续在低位徘徊，而这两点均来自于历史经验。

供给端的经验在于，同等规模的山东矿难对供给端的冲击仅2周便结束了；历史上，其他相似规模的矿难也未在价格端造成持续性的影响。但此次榆林矿难的处理上，呈现出了比较明显的差异性：1)与同期发生矿难的锡林郭勒相比，榆林处理力度显著偏强；2)与历史矿难相比，榆林矿难对供给端的冲击造成了价格巨大的涨幅。横向纵向的差异显示，榆林矿难的处理流程背后是地方政府对安全生产的需求比历史上的矿难、比其他主要产区要迫切得多，这基本等于说榆林此轮的安全监管会持续性更长、力度更大。

图表1 供改以来重大矿难对价格趋势的影响



资料来源：华创证券整理

从目前的复产申请进度看，分三批共批准3.36亿吨产能申请复工复产，据调研消息反馈，其中第一批基本检查完成等待签字复产，第二、第三批尚无明显的进展。从复产的产能占比和煤矿数量占比来分析，仍被排除在复产申

请名单之外的主要是神木的小煤矿。与此同时，榆林地区对明盘煤矿的态度发生明显的转折，涉及产能按照煤炭江湖不完全统计在亿吨级别。因此，我们认为当下推进迅速的复产申请并不等于供给恢复至矿难前水平指日可待，反倒是可能在对供给的警惕性日渐消退的过程中遭遇从申请到复产的鸿沟。值得重申的是，澳煤（2018 年进口 5126 万吨高卡动力煤）进口通关尚处于迟缓状态，其对高卡煤供应的冲击与榆林供给收缩共振尚存在可能性，供给担忧这个主体尚未远去。

图表 2 申请复产产能与表内产能对比

	榆林表内产能				申请复产占比			
	在产: 万吨	数量: 座	在建: 万吨	数量: 座	产能	数量	产能占比	数量占比
神木	20660	77	3085	24	19410	29	94%	38%
府谷	4720	47	2980	23	6170	41	131%	87%
榆阳	4630	18	2790	10	7280	18	157%	100%
横山	885	13	600	11	750	7	85%	54%
合计	30895	155	9455	68	33610	95	109%	61%

资料来源: 国家能源局、华创证券

（二）季节性需求回落已然结束，库存结构非常健康

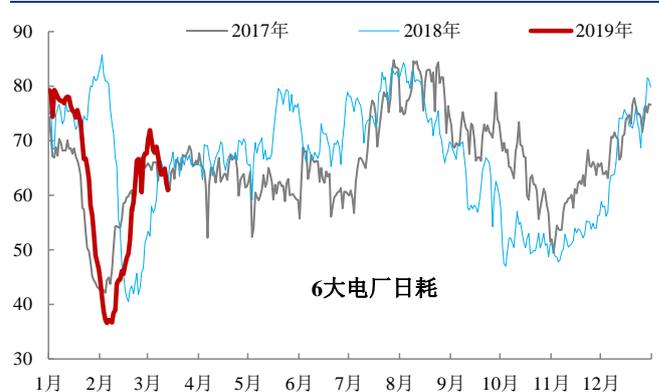
在今年的气温区域结构中，北方偏暖南方偏冷。根据中国天气网的统计，过去 10 天，北方气温同比高 1~4℃，其中内蒙古东部和东北地区中北部偏高幅度达 5~9℃，而南方却同比偏低 1~2℃，且均处于回升的趋势中。这使得北方采暖提前结束、南方居民用电出现回落，从而造成近 2 周日耗的快速下滑，季节性需求提前触底。

图表 3 重点电厂日耗



资料来源: wind、华创证券

图表 4 6 大电厂日耗



资料来源: wind、华创证券

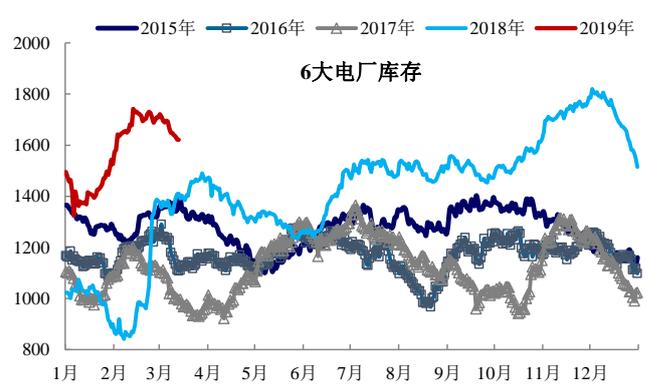
在库存结构方面：1) 坑口、站台本就处于低位的库存在近 2 个月供需失衡中得到进一步消耗，基本无库存；2) 北方四大主流港口库存基本处于全年的低位；3) 沿海电厂库存同比明显偏高，而内陆电厂库存处于全年低位；4) 长江口库存也去化至 2018 年年均值附近。再各环节中，明显偏高的只有沿海电厂，但他们的策略在“保库存”的约束下基本随着日耗波动，对价格作出反应式的主动去库存很难再次出现，因此不太能对港口价格形成有力压制。

图表 5 重点电厂库存



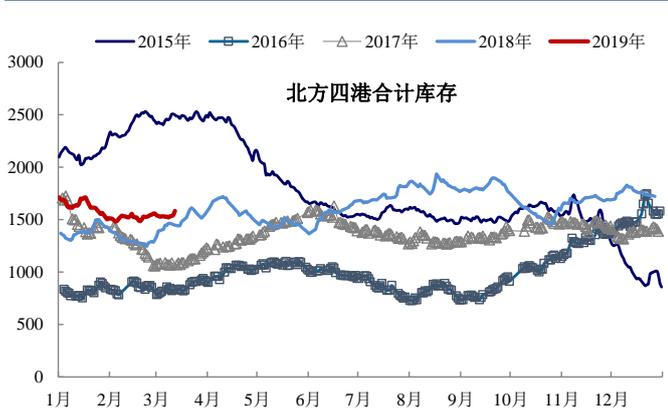
资料来源: wind、华创证券

图表 6 6大电厂库存



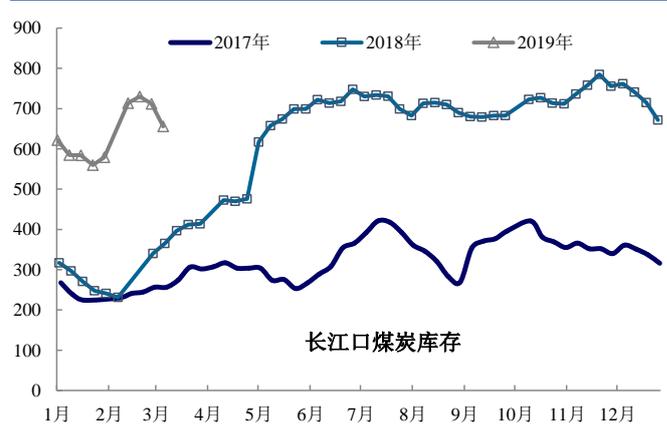
资料来源: wind、华创证券

图表 7 北方四港库存



资料来源: wind、华创证券

图表 8 长江口库存



资料来源: wind、华创证券

图表 9 内陆电厂库存可用天数



资料来源: wind、华创证券

图表 10 内陆电厂库存绝对水平



资料来源: wind、华创证券

（三）预计价格下跌空间有限，补库与成本共同支撑价格

在产地端，我们认为此次榆林的安全监管存在明显的差异性，复产大概率不及预期。但考虑到采暖结束带来的日耗下滑基本已经兑现完毕，可产地价格在供需尖锐对立的背景下未按照季节性回调，导致产地价格的水位与当下的真实需求水位存在一定的不匹配，产地价格确实存在水分。若按照最极端的方式挤水分，向北方港的发运成本将降至 620-630 元/吨一带。但在复产不及预期的预期中，水分很难挤干，3 月份港口的发运成本大概率将在 630 元/吨以上盘旋。在港口端，澳煤报关持续偏慢的情况下，大秦线将在 4 月迎来常规检修，港口库存将面临考验。在去库进程中，港口贸易商情绪有望逐步企稳，将价格维持在现货库存成本线 620 元/吨以上，若考虑发运成本，目前的港口现货价格在 3 月已经基本没有下跌的空间。4 月价格则还需要关注榆林黑煤治理情况和内陆电厂补库节奏。

图表 11 公路运价与煤价



资料来源: wind、华创证券

图表 12 公路运价与煤价



资料来源: wind、华创证券

（四）投资建议：煤价平稳中期待周期补涨，核心选择指标仍在 PE 优势

结合近期盘面的风险偏好，业绩预期稳定的煤炭股有望成为防御性配置的不错选择。细分板块上，我们继续坚定推荐供给有担忧需求稳定的焦煤板块，具体标的为估值优势较为显著的淮北矿业和山西焦化，重点关注潞安环能。在榆林复产至矿难前水平前，动煤价格有望在 3-4 月份平稳运行，现货价格预计在 620 元/吨上方运行。同样从估值优势出发，动煤选择兖州煤业，建议重点关注露天煤业。

图表 13 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

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
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	-
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

风险提示

榆林内蒙超产治理不及预期、日耗继续大幅下滑。

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	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@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