

从去产能到调结构，煤运版图变革在即

——煤炭行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**煤炭供给侧改革从“去总量”走向“调结构”。**2019年是煤炭供给侧改革第四年，未来两年重心将由“去总量”转向“调结构”。改革取得阶段性成果之后，去产能力度将边际趋缓。虽然经历了2016年中期以来两年多的复苏，但从行业负债率、亏损企业比例等指标来看，煤炭行业整体仍未从根本上走出困境，控制债务风险与为实体经济降成本的矛盾依然存在。与2018年不同的是，当前实际产能相比需求留有余量，进口政策调节手段趋于灵活，下游库存储备充足，这些因素将显著增加调控效果。煤价有望维持合理区间运行，不会出现大起大落行情。

◆**煤矿事故将成为全年扰动产能释放节奏的最大因素。**供给侧改革边际趋弱后，投资者对煤炭供给端的突发事件愈加敏感，供给研究开始由“望远镜”向“显微镜”过渡。2019年初以来矿难事故频发，根据历史经验煤价与安全事故频率具有相关性，安全生产领域历史欠账可能有短期集中暴露的风险。

◆**运输是调结构核心环节，蒙华铁路将重构煤运格局。**不论是从产能规划还是各地煤矿“生命成本”的角度，在调结构时期，中、东部地区产能加速退出，新增产能向“三西”集中释放，加剧煤炭铁路运输负荷。蒙华铁路将于2019年10月开通，作为我国唯一的南北煤运专线，投产后将改变国内煤运格局。蒙华铁路运输成本与目前的“海进江”方式相比存在约70元/吨的差价，中间运输环节成本红利将由煤企、电厂共同分享。

◆**燃料电池：煤炭清洁利用春天已不遥远。**未来制氢环节将呈现煤制氢、工业副产制氢、可再生能源制氢三大技术路线并存格局。加氢站作为燃料电池汽车的先导环节，其规划布局决定了制氢技术路径的演化：先沿海，后内陆；沿海走化工副产制氢模式，内陆则是煤制氢与可再生能源制氢并存。

◆**投资建议：**维持煤炭行业“增持”评级，我们认为从时间和空间两个维度存在阶段性投资机会：（1）安全事故成为扰动产能释放主要因素。（2）蒙华铁路将于10月开通，它是调结构阶段的重要项目，将改变国内煤炭运输格局。标的方面推荐受益煤炭产能结构调整及运输格局变化的行业龙头**陕西煤业**、**中国神华**，煤制氢主题性投资机会建议关注**美锦能源**。

◆**风险分析：**煤矿安全事故风险；宏观经济大幅下滑导致需求收缩；蒙华铁路开通时间及运量可能不及预期。

重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601225	陕西煤业	8.64	1.10	1.04	1.01	7.9	8.3	8.6	增持
601088	中国神华	18.56	2.21	2.14	2.09	8.4	8.7	8.9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月3日

增持（维持）

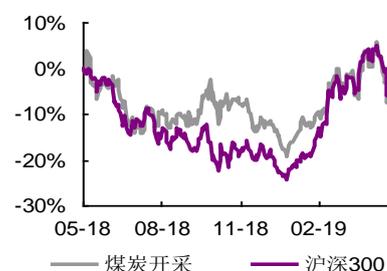
分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

2019 年是煤炭供给侧改革的第四年，未来两年重心将由“去总量”转向“调结构”。改革取得阶段性成果之后，去产能力度将边际趋缓。在行业缺乏趋势性投资机会的情况下，如何看待全年投资热点和节奏是本篇策略报告探讨的主题。

我们区别于市场的观点

虽然经历了 2016 年中期以来两年多复苏，但从行业负债率、亏损企业比例等指标来看，煤炭行业整体仍未从根本上走出困境，控制债务风险与实体经济降成本的矛盾依然存在。

与 2018 年不同的是，当前实际产能相比需求留有余量，进口政策调节手段趋于灵活，下游库存储备充足，这些因素将显著增加调控效果。煤价有望维持合理区间运行，不会出现大起大落行情。

投资观点

维持煤炭行业“增持”评级，我们认为从时间和空间两个维度存在阶段性投资机会：（1）安全事故成为扰动产能释放的主要因素。（2）蒙华铁路将于 10 月开通，它是调结构阶段的重要项目，将改变国内煤炭运输格局。

标的方面推荐受益煤炭产能结构调整及运输格局变化的行业龙头**陕西煤业**、**中国神华**，煤制氢主题性投资机会建议关注**美锦能源**。

目 录

1、 煤炭去产能从总量走向结构	4
1.1、 去产能总量目标边际下降，区域结构变化显著	4
1.2、 2019 供需趋于宽松，煤价将维持合理价格区间	5
1.3、 进口政策和库存制度成为重要的煤价稳定器	6
2、 煤矿事故将成为全年扰动产能释放节奏的最大因素	7
2.1、 安全生产已引起高度重视	7
2.2、 南北方特征各异，两湖一江地区“生命成本”极高	9
2.3、 若发生煤矿事故，各地影响的煤种不同	10
2.4、 煤价与事故频率具有相关性，应对当前二者背离情况引起重视	11
3、 运输是调结构核心环节，蒙华铁路将重构煤运格局	13
3.1、 作为经济性最高的一次能源，运费占终端价格的比重达 40%	13
3.2、 经历库存去化后，运输正在成为旺季供给的瓶颈	14
3.3、 环保因素“意外”影响煤炭供应：从港口到公路	16
3.4、 首条南北走向的煤运大动脉，关注度与日俱增	17
4、 燃料电池：煤炭清洁利用春天已不遥远	20
4.1、 煤制氢是我国煤炭清洁利用的突破口	20
4.2、 煤炭资源与燃料电池汽车初期布局逆向分布	22
5、 投资建议	22
5.1、 陕西煤业（601225.SH）：蒙华铁路直接受益标的，先进产能将打开业绩弹性	23
5.2、 中国神华（601088.SH）：全产业链布局对冲周期波动，具有高分红预期	24
5.3、 美锦能源（000723.SZ）：煤气化资源优势，布局燃料汽车全产业链	25
6、 风险分析	25

1、煤炭去产能从总量走向结构

2019 年是煤炭供给侧改革的第四年，改革已取得阶段性成果。未来两年任务目标将由“去总量”走向“调结构”。在控制煤炭行业债务风险与降低下游实体经济成本的主要矛盾下，引导煤价保持平稳回归合理区间是政策核心调控目标。

与 2018 年不同的是，当前实际产能相比需求留有余量，进口政策调节手段趋于灵活，下游库存储备充足，这些因素将显著增加调控效果。

1.1、去产能总量目标边际下降，区域结构变化显著

2018 年，全国淘汰落后煤炭产能 832 处，完成了 1.5 亿吨的去产能目标。本轮煤炭行业供给侧改革累计化解过剩产能 6.9 亿吨，已完成“十三五”煤炭去产能目标 8 亿吨的 86%。

根据国家能源局 2018 年 12 月底产能公告，我国现有生产煤矿 3373 处，产能 35.3 亿吨，比上年同期分别减少 534 处，增加 3885 万吨；现有建设煤矿 1010 处，产能 10.3 亿吨，比上年同期分别减少 146 处，增加 10001 万吨。

表 2：2017-2020 年去产能计划及实际去产能情况（单位：万吨）

	2017 年		2018 年		2019-2020 年
	计划	实际	计划	实际	计划
山西	2000	2265	2300	2330	-
陕西	-	90	210	581	-
内蒙古	880	660	405	1110	-
全国	15000	14950	15000	15000	11000

资料来源：中国煤炭网，光大证券研究所

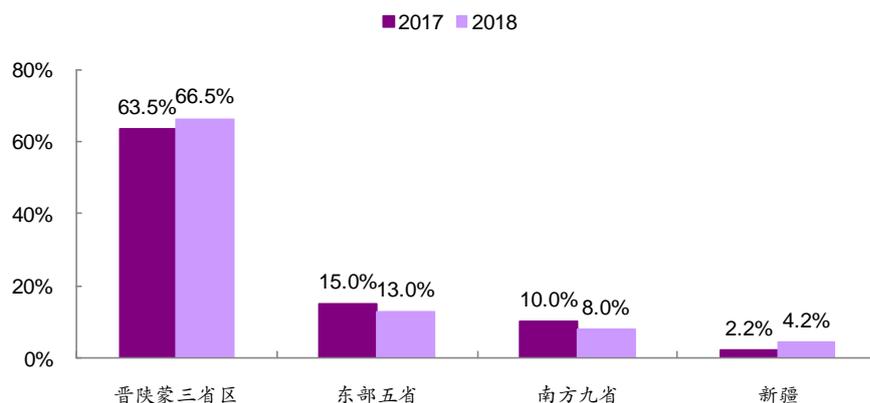
分区域来看，东部、南方省份煤炭产能延续收缩趋势，新增产能向资源赋存条件好、开采成本低、安全保障程度高的山西、陕西、内蒙古、新疆等地区集中释放。2018 年晋陕蒙、新疆总产能 30.3/1.9 亿吨，全国产能占比较上年提升 3/2 个百分点；东部五省、南方九省总产能 5.9/4 亿吨，下降 2/2 个百分点。

表 3：2018 年 12 月底全国产能汇总（单位：亿吨）

区域	生产矿	建设矿	总产能
全国	35.3	10.3	45.6
其中：晋陕蒙三省区	22.6	7.7	30.3
东部五省	5.4	0.5	5.9
南方九省	3.2	0.8	4
东北三省	1.6	0.3	1.9
新疆	1.7	0.2	1.9

资料来源：国家能源局，光大证券研究所（注：东部五省包括河北、河南、山东、江苏、安徽；南方九省包括福建、江西、湖北、湖南、广西、四川、重庆、云南、贵州）

图 1：东部、南方产能收缩，新增产能向晋陕蒙和新疆地区集中释放



资料来源：国家能源局，光大证券研究所

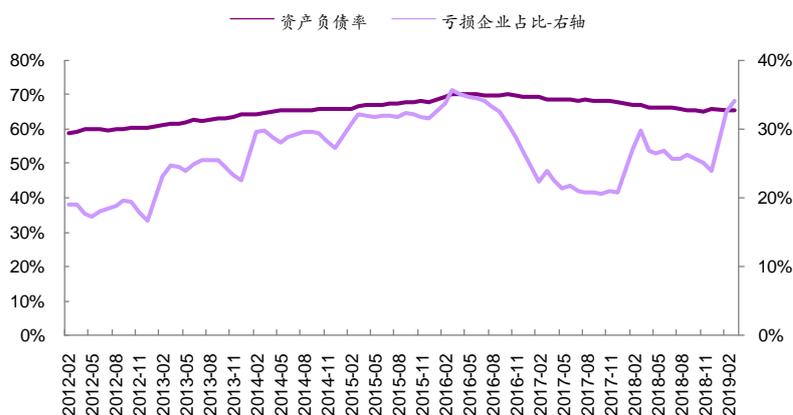
1.2、2019 供需趋于宽松，煤价将维持合理价格区间

截至 2018 年末，全国具有生产资格的合规产能约 41.6 亿吨/年（包括在产煤矿、建设中的改扩建煤矿、联合试运转煤矿）。随着优质产能加速投放，未来有效产能将增加。

当前煤炭供给侧核心矛盾在于行业风险与经济转型之间的平衡。2018 年煤炭行业资产负债率仅比上年下降 2 个百分点，亏损企业占比回升 4 个百分点。虽然经历了 2016 年中期以来两年多复苏，行业仍未从根本上走出困境，若产能过剩加剧可能导致群体性债务违约风险的出现。

另一方面能源供应体系在减轻税费负担等降成本方面短期难以取得重大突破，需要通过稳煤价来支持实体经济，特别是新兴产业的发展。因此，从政策角度来看，确立煤炭合理价格区间，引导行业长协价格体制完善将是贯穿全年的调控目标。

图 2：2018 年煤炭行业资产负债率、亏损企业占比分别为 66%/24%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2018 年煤炭供需缺口较上年收窄，我们预计 19 年将边际宽松。煤炭建设有其固有规律，一座煤矿从立项至合法生产，周期往往长达 6-8 年时间。全国进入联合试运转的煤矿产能供给 3.74 亿吨，预计未来 2 年年均增量 1

亿吨左右。2018 年动力煤消费量同比增速 2.3%，假设未来两年动力煤消费量增速接近发电量增速为 3%，那么 19-20 动力煤需求年均增加 1 亿吨，2019 年供需缺口约 0.5 亿吨。

表 4：2018 年供需缺口较上年收窄（单位：亿吨）

	煤炭消费量		进出口			煤炭产量		库存减量	可供量		平衡差额
	数量	增长率	进口	出口	净进口	数量	增长率		数量	增长率	
2017	38.6	0.4%	2.7	0.08	2.6	35.2	3.3%	0.21	38	2.9%	-0.6
2018	39.8	3.0%	2.8	0.05	2.8	36.8	4.5%	-0.27	39.3	3.5%	-0.5

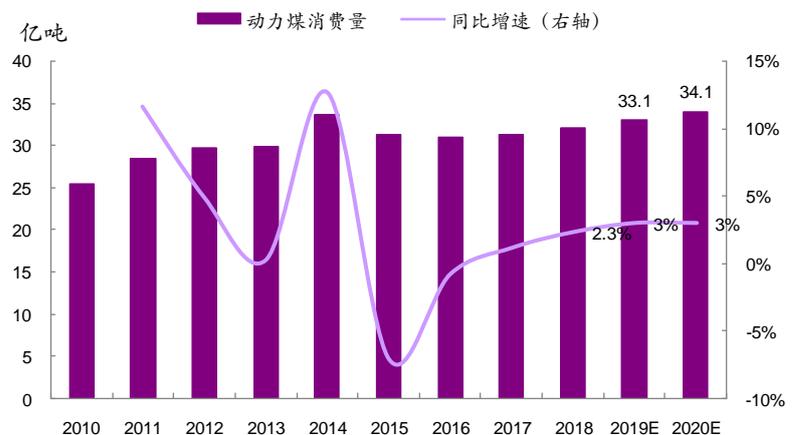
资料来源：煤炭运销协会，光大证券研究所

表 5：2019 年煤炭实际产量预计增加 1.04 亿吨

产能来源	2019 年边际产量增量 (亿吨)	2020 年边际产量增量 (亿吨)
1.合法建设煤矿	0.48	0.48
2.核准煤矿	0.71	0.58
3.产能核增煤矿	0	0
4.去产能 (-)	0.15	0.15
合计	1.04	0.91

资料来源：国家能源局，光大证券研究所测算

图 3：在 3% 增速假设下未来 2 年动力煤需求年均增加 1 亿吨



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

1.3、进口政策和库存制度成为重要的煤价稳定器

2016 年下半年以来，进口煤成为调控煤价的灵活有力手段——煤价高时增加进口平抑价格，煤价下跌时减少进口支撑价格。虽然进口政策存在 1 个月左右的时滞，但对港口煤价的调控作用显著，二者呈负相关。从政策调控频率上可以看到 2018 年至今明显增多，调控方式与手段更加灵活，成为引导煤价形成合理区间的有效工具。

表 6：2017 年以来进口煤调节政策不断强化

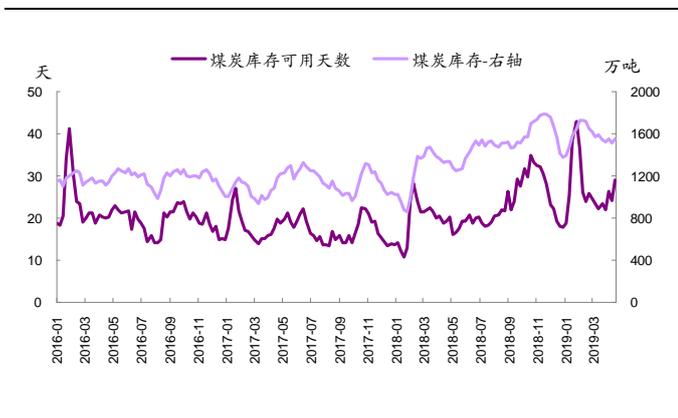
时间	机构	进口调节措施
2016 年 4 月	商务部	禁止自朝鲜进口煤炭
2017 年 2 月	发改委	全面暂停进口朝鲜煤
2017 年 5 月	发改委	国家二类港口通过时间由 1 周延长至 3-4 周

2017年7月	国务院、 发改委	禁止省级政府批准的二类口岸经营煤炭进口业务
2018年4月	发改委	对一类口岸的进口煤进行限制
2018年10月	发改委	发改委召开沿海六省关于进口煤炭会议
2018年11月	海关	18年底之前基本不再安排进口煤炭通关,进口量不超过17年
2019年1月	海关	因配额问题,北方港口即日起海关将严控澳洲进口焦煤
2019年3月	海关	澳大利亚煤炭通关时间由40天延长至4个月

资料来源: 国家发改委, 煤炭市场网, 光大证券研究所整理

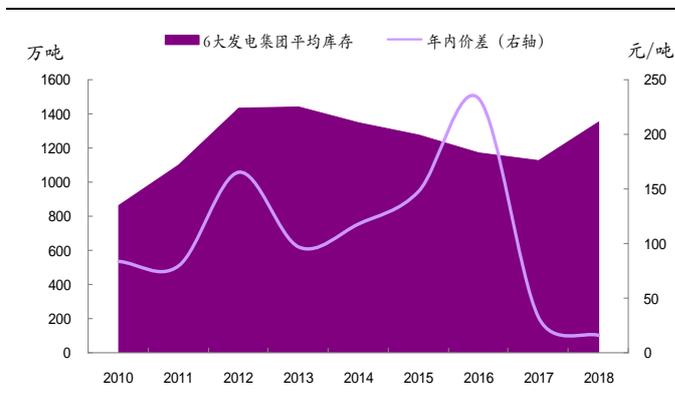
2018年导致煤炭价格旺季不旺的重要因素之一就是库存向下游环节转移, 电厂库存增加。根据《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见(试行)》, 为了提高煤炭社会库存水平减少煤价波动, 重点电厂库存量原则上不少于15天耗煤量, 电厂高库存下煤价不易出现暴涨暴跌。

图4: 库存制度实施后电厂库存中枢上移



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图5: 电厂高库存下煤价不易出现暴涨暴跌



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、煤矿事故将成为全年扰动产能释放节奏的最大因素

供给侧改革边际趋弱后, 投资者对煤炭供给端突发事件愈加敏感, 供给研究开始由“望远镜”向“显微镜”过渡。年初以来矿难事故频发, 根据历史经验煤价与安全事故频率具有相关性, 安全生产领域的历史欠账可能会有短期集中暴露的风险。

2.1、安全生产已引起高度重视

2019年1月12日陕西神木百吉矿业李家沟煤矿发生事故, 造成21人死亡。根据国家应急管理部大数据统计, 榆林矿难当周传播总量超过23000次, 成为周度关注度最高事件。不到两个月时间, 2月23日内蒙古银漫矿业再次发生事故, 造成21人死亡。2月25日, 国家煤监局发布《关于深刻吸取内蒙古银漫矿业公司2·23事故教训进一步做好全国“两会”期间煤矿安全生产工作的通知》, 要求全国加强煤矿安全监督检查, 严格复工复产验收。

安全监管将制约煤炭产能释放进度，给产能发挥带来一定不确定性。10月份将迎来建国70周年大庆，在此期间全国煤矿安全和环保监管将更加严格，煤矿产能可能会有所波动。

图6：内蒙古银漫矿业事故造成21人死亡



资料来源：CCTV，光大证券研究所

图7：陕西榆林李家沟事故造成21人死亡



资料来源：CCTV，光大证券研究所

事实上，对于煤炭生产安全问题市场已经有2年以上时间未给予足够的重视。根据严重程度，这两次矿难都属于重大安全事故，而2017年同级别煤矿事故发生6起以上，但是社会关注度却远低于这两次矿难，安全生产的警钟已经敲响。在煤炭行业，虽然我国煤矿生产技术已大幅提升，但与发达国家相比进步空间依然较大。特别重大、瓦斯类煤矿事故是重点防范与关注的对象。地域差异在于北方矿难后果更加严重，而南方频率更高。

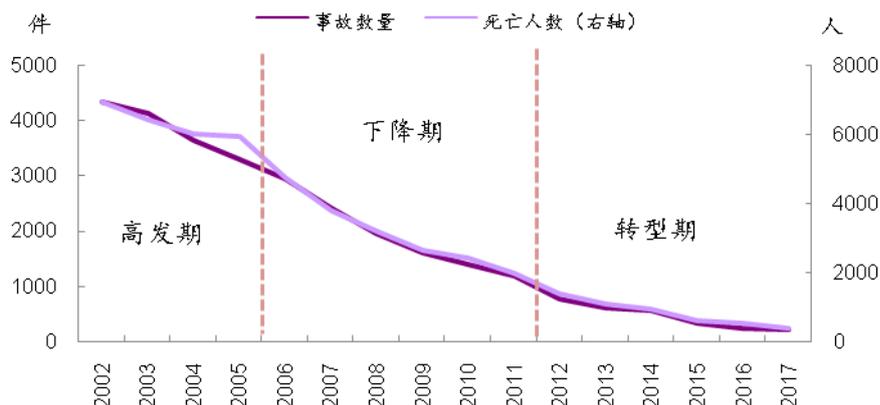
自2002年以来，我国煤矿事故数量、死亡人数大幅下降，基本可分为3个主要阶段：

(1) 高发期(2002-2005)：2000年前因煤炭行业不景气导致了安全投入不足、安全欠帐问题。2002年我国经济高速发展，煤炭行业进入“黄金十年”。过去的中小型矿井来不及进行规模改造，随着井下从业人员数量增多，开采强度增大，再加上开采技术水平、机械化水平及从业人员素质在短时间内整体不会有太大的提高以及管理上对煤炭安全的不够重视，导致煤矿事故频发。

(2) 递减期(2006-2011)：随着2005年开始《关于坚决整顿关闭不具备安全生产条件和非法煤矿的紧急通知》等法规的颁布，政府对小型非法矿井进行了大幅度的整顿。煤矿事故总数及死亡人数逐年减少，但是每年降低的幅度也在减小。行业高盈利吸引社会资金进入，短时间内矿井数量迅速增多，事故发生率处于一个较高的状态。

(3) 转型期(2012至今)：产能严重过剩叠加进口煤冲击使煤炭行业进入寒冬，再加上国家在环境保护治理方面的政策实施，大量小型矿井及安全投入力度不大的矿井开始关停，2012年开始煤矿事故明显减少。

图 8：2002-2016 煤矿事故大致分为 3 个时期

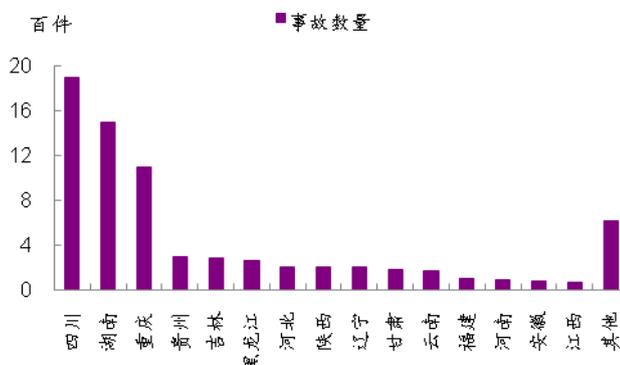


资料来源：刘艳亮《2002-2016 年我国煤矿事故统计分析及预防措施》，张盈盈《2017 年我国煤矿死亡事故统计分析》，光大证券研究所

2.2、南北方特征各异，两湖一江地区“生命成本”极高

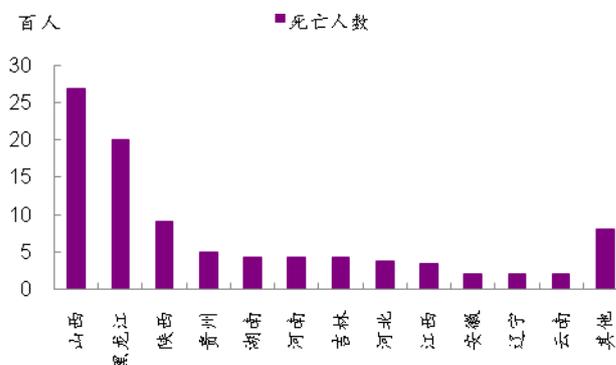
从事故地域分布来看，四川、湖南、重庆、贵州是我国煤矿事故较多的省份，自 2002-2016 年该 4 省共发生 5 265 起煤矿事故，占事故总数的 67%。四省都是南方地区，南方煤矿地质条件复杂，如瓦斯含量高、煤层厚度变化大；南方多数为小型矿井，机械化水平低，导致事故频发。山西、黑龙江、陕西三省死亡人数较多，上述地区资源赋存条件好以大型煤矿为主，一旦发生事故伤亡也更大。

图 9：南方省份煤矿事故频率较高



资料来源：刘艳亮《2002-2016 年我国煤矿事故统计分析及预防措施》，光大证券研究所

图 10：山西、黑龙江、陕西事故危害较大



资料来源：刘艳亮《2002-2016 年我国煤矿事故统计分析及预防措施》，光大证券研究所

全国各省 2017 年矿难死亡人数，用各省煤炭产量除以这一数字，得到的便是吨煤“生命成本”。该数值越低意味着生产每吨煤炭背后有更多的遇难者。湖北、湖南、江西地区由于地理条件原因，以小煤矿为主且矿井瓦斯含量高。以湖南为例其煤炭“生命成本”为内蒙古的 225 倍。2016 年供给侧改革以来，三省已经着手大力退出煤炭领域，这一趋势将不可逆转。

表 7：“两湖一江”吨煤“生命成本”极高

省份	2017 死亡人数	2017 产量 (万吨)	产量/死亡人数 (万吨/人)
内蒙古	10	87857	8786
山西	19	85398	4495
陕西	13	56959	4381
山东	4	12945	3236
安徽	6	11724	1954
云南	4	4392	1098
河南	17	11688	688
河北	9	6010	668
贵州	28	16551	591
福建	2	1107	554
四川	11	4659	424
甘肃	9	3712	412
吉林	4	1635	409
重庆	3	1172	391
青海	3	715	238
黑龙江	32	5440	170
辽宁	24	3611	150
江西	9	782	87
湖北	7	311	44
湖南	48	1860	39

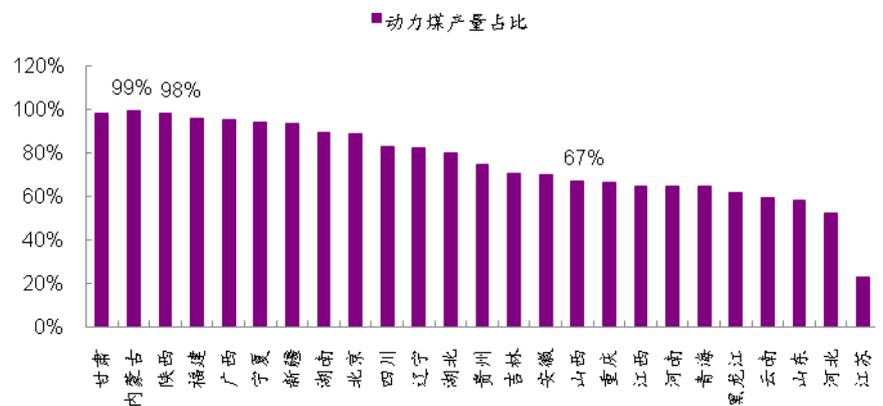
资料来源：张盈盈《2017 年我国煤矿死亡事故统计分析》，Wind，光大证券研究所

2.3、若发生煤矿事故，各地影响的煤种不同

根据用途煤炭大致可分为动力煤、炼焦煤与无烟煤三类。我国幅员辽阔，各省煤炭赋存条件存在差异。在煤矿事故发生以后，停产、安检等限产措施对象并不因煤种不同而有差别，都采取“一刀切”的严格安检手段。因此，各地资源分布条件决定了对不同煤种产量的影响。

截至 2017 年底，我国三大煤炭产地内蒙古、陕西、山西动力煤占本省原煤产量比重为 99%/98%/67%，若因煤矿事故触发限产，内蒙古、陕西主要影响动力煤供应。

图 11：2017 年内蒙、陕西几乎都是动力煤

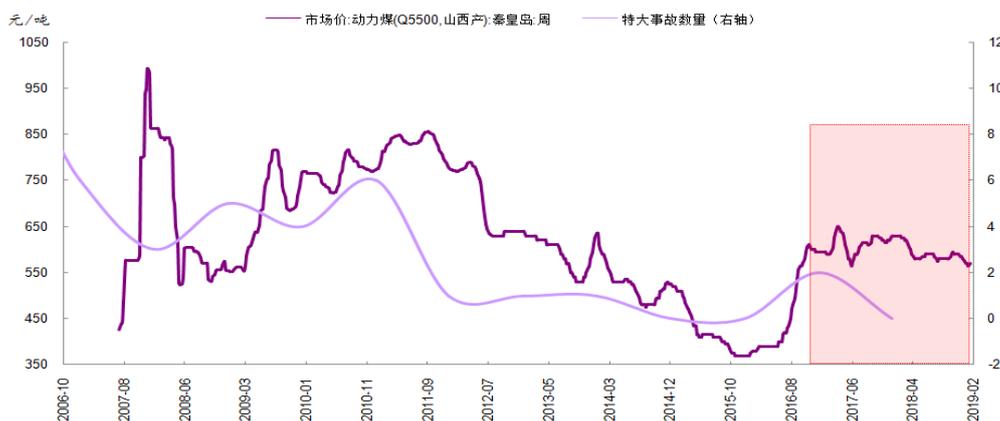


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.4、煤价与事故频率具有相关性，应对当前二者背离情况引起重视

煤价与特大事故发生数量具有较强的相关性，行业景气度高时部分生产企业为了追求经济利益而违法生产是导致事故发生的主要原因。2010年以来随着煤价的大幅下滑，煤炭行业进入寒冬，特大事故发生数量也跟着下降。

图 12：煤价与事故频率具有相关性，二者在 2016 年发生背离



资料来源：兰泽全《2001-2017 煤矿特别重大事故统计分析》，Wind，光大证券研究所

2012年后煤炭企业面临大面积亏损，不少煤矿实际处于停产停工状态，经营效益的低迷也使得煤企在设备维护、安全检查等方面形成欠账。在行业景气度回升，设备利用率上行周期时，历史遗留问题将逐渐显现。

图 13：2012 年以来煤炭固定资产连续 5 年下滑



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所

煤炭企业固定投资包括新建/扩建矿井，辅助设备更新维护两大块。固定投资总量的下降并不能必然推导出企业设备维护、安全投入不足的结论。为了厘清煤炭企业此方面的投入程度，我们选择了煤矿设备指标——各类煤机产量指标。

煤炭采掘是个系统性的复杂工程，采煤机的多少影响煤矿产量，液压支架、皮带输送机、矿灯、防爆电动机等属于辅助生产设备。辅助设备不能对产量产生直接影响，但是对煤矿的安全系数有较大影响。通过“单位煤机配

套辅助设备指标”，可以观测到不同年份配套生产设备的投入情况，从侧面反映煤企在生产安全方面的投入。

2011-2015年，单位采煤机配套设备均大幅下降，其中下降幅度最大的辅助设备有掘进机（-65%）、煤矿专用仪器仪表（-77%）、矿灯（-57%），防爆电动机（-36%），上述设备对井下作业、工人安全均有重要作用。可见，在煤炭行业低谷期，煤炭企业压缩辅助设备、安全维检费用支出，为煤矿生产安全增添隐患。

表 8：2011-2015 年，煤企在辅助生产设备上的投入大幅下滑（单位：台）

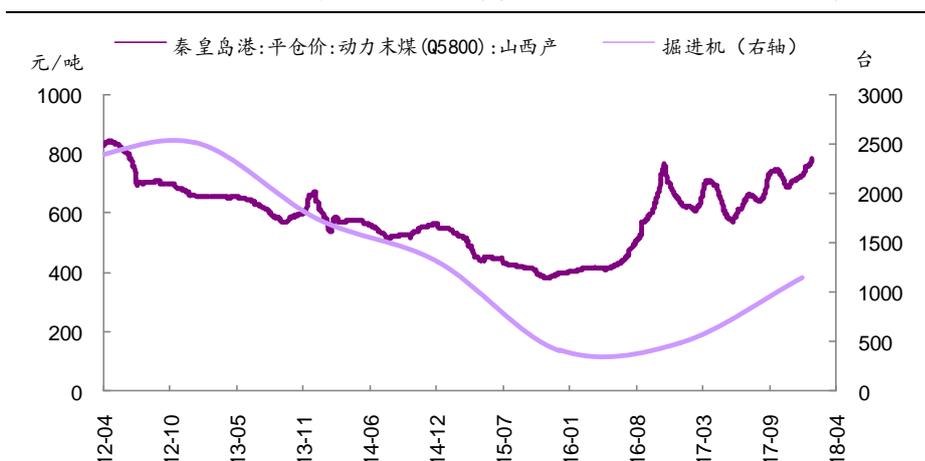
单位采煤机配套设备	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
掘进机	2.3	1.6	1.6	1.5	0.8	1.1	2.1
刮板输送机	5.0	2.9	3.9	3.5	3.9	3.7	4.1
皮带输送机	4.9	2.6	3.7	3.6	3.6	4.4	4.5
液压支架	91	63	77	69	83	91	99
煤矿专用仪器仪表	668	254	303	380	158	344	608
矿灯	575	118	164	158	251	254	273
防爆电动机	4947	3092	3058	3344	3448	3166	5267

资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

2016年下半年煤炭景气度回升以来，煤企加大了“还欠账”力度，我们以掘进机与液压支架作为观测对象，两项辅助设备2016/2017年增速由负转正。但从两个角度看，历史欠账填补力度仍旧不足：

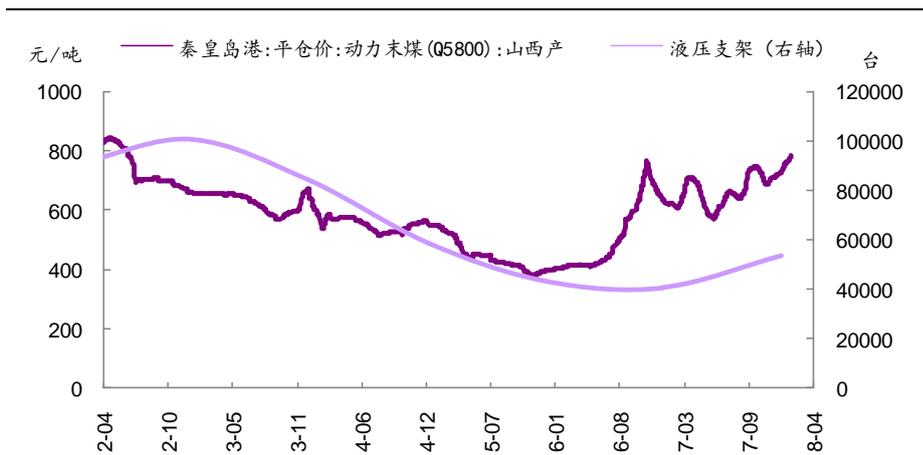
- 2017年煤炭行业盈利水平已接近2012年，但是以掘进机、液压支架为例，2017年新增数量不足2012年的一半。
- 冰冻三尺非一日之寒，2016/17年的增量不足以修复过去5年的历史欠账。2016年辅助设备增量仅占2012-2015年累计降幅的1/6左右，意味着未来在增速不变的情况下，还需要3年的补漏时间。

图 14：2017 煤企盈利水平接近 2012 年，但新增掘进机不足 2012 年的一半



资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

图 15：2017 煤企盈利水平接近 2012 年，但液压支架不足 2012 年的一半



资料来源：煤炭工业协会，Wind，光大证券研究所

3、运输是调结构核心环节，蒙华铁路将重构煤运格局

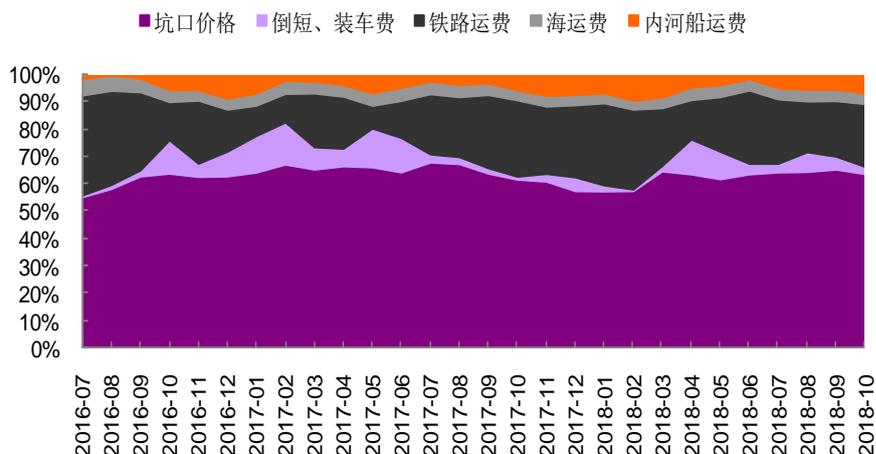
不论是从产能规划还是各地煤矿“生命成本”的角度，在调结构时期，中、东部地区产能加速退出，新增产能向“三西”集中释放，加剧煤炭铁路运输负荷。蒙华铁路将于 2019 年 10 月开通，作为我国唯一的南北煤运专线，投产后将改变国内煤运格局。

3.1、作为经济性最高的一次能源，运费占终端价格的比重达 40%

煤炭在我国一次能源中具有明显的经济性，由于单位热值低、供需市场逆向分布，运输成为煤炭价格体系的重要环节。煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60% 左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运费。

图 16：运输环节占煤炭终端价格的 40%



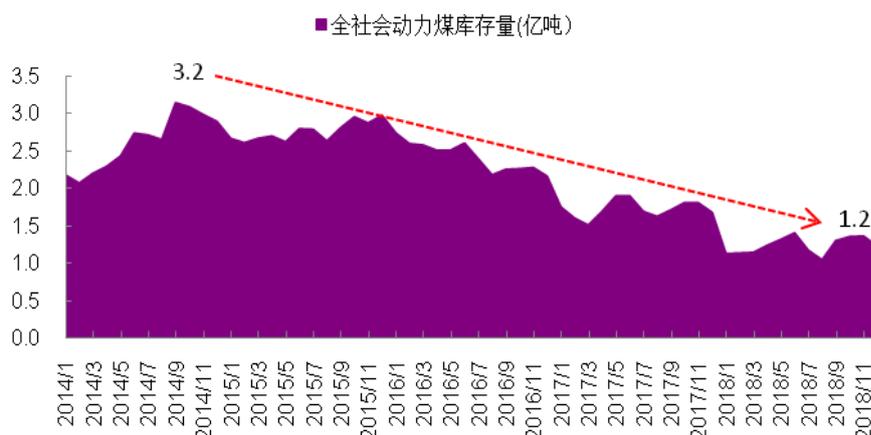
资料来源：Wind，光大证券研究所

基于资源禀赋条件，我国一次能源中煤炭具有极高的经济性。但容易被忽略的是，煤炭虽然价格低，但能源效率远不及石油与天然气。相同质量的煤炭热值仅为石油的 60%，低廉运输成本是煤炭“以量补质”的重要前提。同理，一旦运输成为下游需求的掣肘因素，煤炭的经济性将受到冲击。

3.2、经历库存去化后，运输正在成为旺季供给的瓶颈

上一轮产能投放周期（2009-2012）积累了大量煤炭库存，在全社会煤炭库存严重过剩的情况背景下，煤炭季节性需求所引起的运力矛盾被掩盖。经历了 3 年多时间的去库存后，当前库存水平仅为高点时的 1/3。库存的大幅下降将促使旺季运力瓶颈的出现，上游容易发生有煤运不出的困境。

图 17：库存的大幅下降将使旺季运力矛盾再次出现

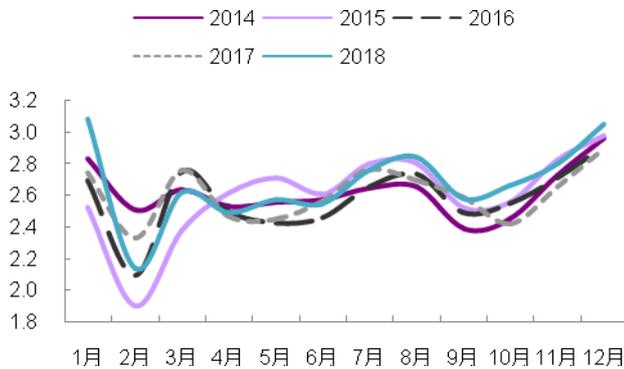


资料来源：煤炭资源网，光大证券研究所

基于一般认知，当某种商品发生短缺或者过剩时，价格容易呈现单边上涨/下跌的走势。对于煤炭而言，2012-2015/2016 的煤价单边行情反映了严

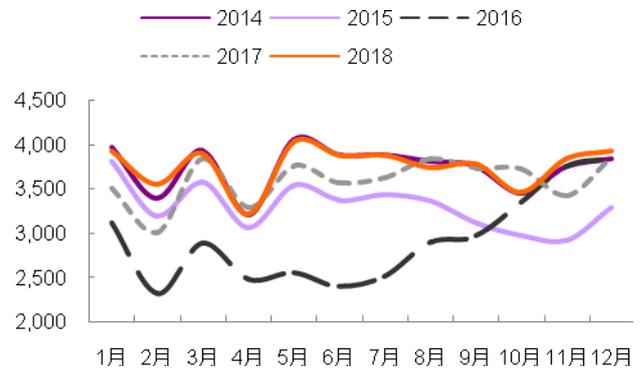
重过剩与短缺的极端情形。夏冬两季是下游需求的旺季，随着供需趋向平衡季节需求弹性远大于供给弹性，价格季节规律逐步重现。

图 18: 动力煤下游需求季节性显著 (单位: 亿吨)



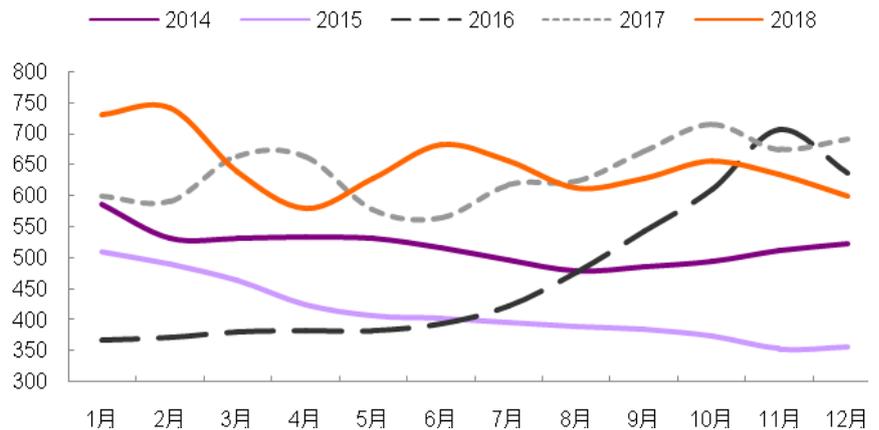
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 煤运铁路大秦线运量呈季节性规律 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 中国神华新建巴准、准池等煤炭生产腹地铁路陆续投入运行, 分流大秦线运量导致 16 年运量大幅下滑。黄骅港运力饱和后大秦线运量修复)

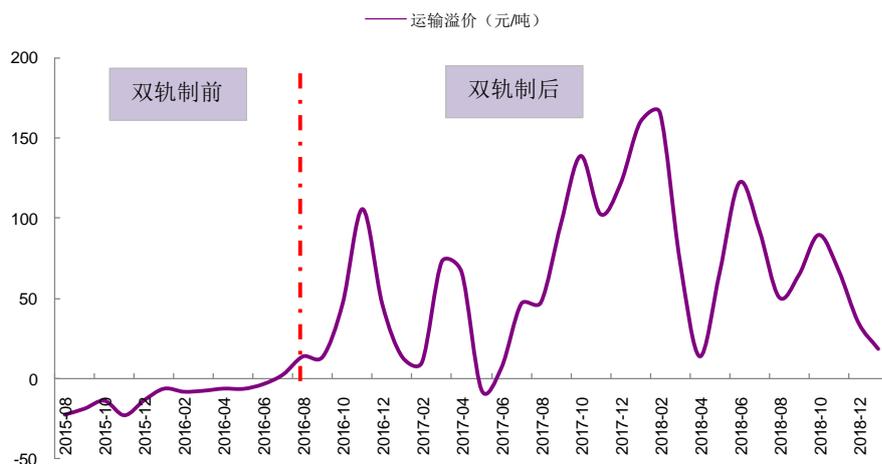
图 20: 2017 年起煤价恢复季节性规律 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

双轨制体系下, 煤炭市场被割裂为计划煤与市场煤两个市场。相比于市场煤, 计划煤不仅价格更低而且匹配了铁路运力。当旺季来临, 在运力存在瓶颈的情况下计划煤将挤占原本属于市场煤的运输份额。由于市场煤运力供给受限, 下游客户不得不支付更高的运输费用, 导致运输溢价的出现。

图 21：2016 年双轨制重启后运力瓶颈下的溢价出现



资料来源：Wind，煤炭市场网，光大证券研究所（注：运费溢价=市场煤价格-长协煤价格）

3.3、环保因素“意外”影响煤炭供应：从港口到公路

在华北、沿海等主要消费地，煤炭主要在生产侧运输/储存，以及消费侧工业锅炉、散煤环节产生大气污染，时间上往往发生于每年冬季采暖期间：

- 生产侧：由于靠近下游消费地，煤炭装卸、运输、储存环节都容易引起大量的扬尘污染，直接影响重点监控地区的空气质量。
- 消费侧：火电行业超过 70% 已完成超低改造，90% 完成脱硫脱硝改造。秋冬季的大气污染源主要是工业锅炉与民用散煤，二者虽然消费量很低，但对空气污染影响巨大。

从《2018-19 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》可以发现，除了常规的产能限制、消费控制之外，政策首次将交通运输环节纳入重点调控领域，调整对象包括港口、储运站以及公路。而这些并非以调控煤价为目的的环保措施却成为影响煤炭运输的“意外”因素。

表 9：《行动方案》首次对交通运输做出详细规定

类别	具体措施	对煤炭影响
考核指标	大气质量为考核指标	煤电基本脱硫脱硝，无影响
消费控制	燃煤总消费量控制	量小，无影响
限制产能	限制煤炭产能	量小，无影响
	钢铁、有色、化工、建材等行业停产	导致第四季度需求
交通运输	矿山整治	区域内露天矿少且占比极低，无影响
	港口禁收汽运煤	港口库存下降，加剧价格波动
	公路运输转铁路运输	运力瓶颈下挤占市场煤份额，加剧旺季煤价上涨
	储煤场封闭改造	中转地库存下降，加剧价格波动

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

3.4、首条南北走向的煤运大动脉，关注度与日俱增

蒙华铁路是唯一一条横跨南北的煤运重载专线铁路，北起内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉站，南至江西省吉安，全线长 1837 公里是大秦铁路的 3 倍。铁路上接陕西能源“金三角”地带，下至中部两湖一江，形成铁路、水路的联合运输。铁路规划设计输送能力为 2 亿吨，建成运营初期输送能力 1 亿吨，计划于 2019 年 10 月投运。

图 22：蒙华铁路线路分布



资料来源：大公网

沿海六省及中部地区是煤炭运输的主要目的地，其中沿海由环渤海港口发运，中部地区则在上海港/宁波港转运后通过海进江的方式抵达中部。根据地方政府工作报告规划，江西、湖北、湖南未来将实现省内煤炭产业的完全退出，下游消费地 2020 年的供需缺口将扩大 2.6 亿吨，其中仅“两湖一江”就占增量的 45%。

随着产能的进一步退出，未来“两湖一江”将新增 1.2 亿吨煤炭调入量，基本匹配蒙华铁路开通初期 1 亿吨运力。在具备经济性的情况下，调入量将优先流向湖北、湖南两地，合计 0.85 亿吨。

表 10：2020 年“两湖一江”将新增 1.2 亿吨煤炭调入量（单位：万吨）

区域	省份	十三五计划去产能	2017 年产能	去产能力度	2016 消费量	2020E 消费量	缺口边际变化
沿海	广东	0	0		16135	18876	2741
	福建	600	1936	31%	6827	7987	1760
	广西	520	1068	49%	6518	7625	1627
	上海	0	0		4626	5412	786
	浙江	0	0		13948	16317	2369

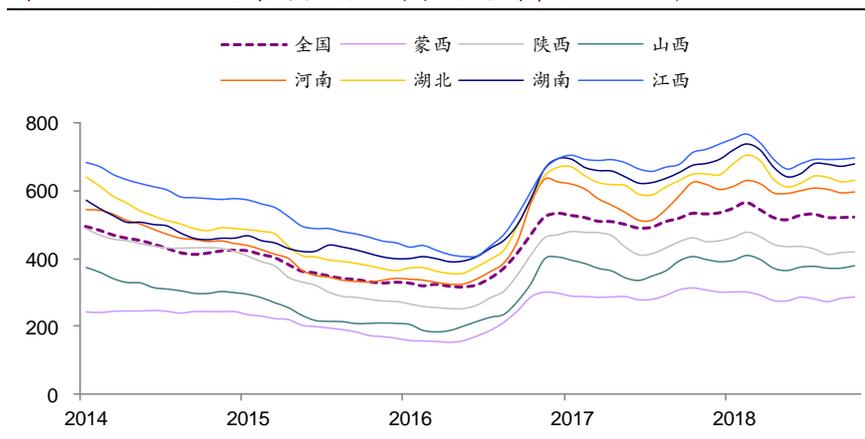
	江苏	836	1405	60%	28048	32812	5600
中部	湖南	3040	3002	101%	11444	13388	4984
	江西	1868	1779	105%	7618	8912	3162
	湖北	1610	1221	132%	11686	13671	3595
合计		8474	10411		106850	124999	26623

资料来源：煤炭工业协会，光大证券研究所测算

湖北、湖南、江西由于气候、铁路等不利因素的存在，两湖一江已成为全国电煤到厂价格较高的省份：

- 气候因素：冬季既是北方的采暖期，又是南方水力发电的枯水期，北方供暖增加煤炭消费，湖南、湖北水力发电受制增加火电，导致煤炭季节缺口显著。
- 铁路因素：目前主要调入铁路通道焦柳、西康、襄渝、宁西和京广、京九线等国铁线路。这些线路属于客货混运，春运期间优先保障客运导致煤炭运力不足。
- 海进江因素：“三西”煤炭资源地通过铁路东运到北方沿海煤炭下水港秦皇岛港等，经5万吨级海轮运到长江口的上海、南通等港，再转3000~5000吨级的江轮上溯长江到湘鄂赣，路途遥远且时间很长。

图 23：两湖一江电煤价格明显高于全国（单位：元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

受煤炭产地、运力等因素制约，华中地区煤炭供应形势总体偏紧。近年来的全国价格指数表明，两湖一江（湖北、湖南、江西）的电煤价格指数总体高于产煤大省（如“三西”地区、河南等），且高于全国均值。我们认为，随着蒙华铁路建成投运，沿线地区非产煤大省（湖北、湖南、江西）优质煤炭的供给能力提升，上述区域的煤价有望进入下行区间。

与现有的“海进江”相比，陕西、蒙西地区煤矿在“铁路直达”方式下具有价格优势，价差较为明显。具体到下游湖北、湖南、江西三省，价格差湖北最大，江西价差有限，预计陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为蒙华铁路未来主要煤运线路。

表 11：陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为蒙华铁路未来主要煤运线路（单位：元/吨）

始发地	目的地	运输方式	始发价	运费 1	终到价 1	运费 2	终到价 2	运费 3	终到价 3
陕西	湖北	蒙华铁路	420	164	584	175	594.76	185	605
		海进江	630	73	703	73	703	73	703
		价差			-118		-108		-98
	湖南	蒙华铁路	420	191	611	203	623	215	635
		海进江	630	98	728	98	728	98	728
		价差			-117		-105		-93
	江西	蒙华铁路	420	257	677	273	693	289	709
		海进江	630	109	739	109	739	109	739
		价差			-62		-46		-30
蒙西	湖北	蒙华铁路	411	202	613	214	625	227	638
		海进江	630	73	703	73	703	73	703
		价差			-90		-78		-65
	湖南	蒙华铁路	411	228	639	243	654	257	668
		海进江	630	98	728	98	728	98	728
		价差			-89		-74		-60
	江西	蒙华铁路	411	294	705	312	723	331	742
		海进江	630	109	739	109	739	109	739
		价差			-34		-16		2
山西	湖北	蒙华铁路	634	104	738	111	745	118	752
		海进江	630	73	703	73	703	73	703
		价差			36		42		49
	湖南	蒙华铁路	634	131	765	140	774	148	782
		海进江	630	98	728	98	728	98	728
		价差			37		45		54
	江西	蒙华铁路	634	240	874	255	889	270	1144
		海进江	630	109	739	109	739	109	739
		价差			135		150		405

资料来源：Wind，光大证券研究所测算（注：“海进江”模式下，假设上游煤炭从环渤海港口发货，以港口平仓价作为始发价；运费 1/2/3 分别假设铁路吨公里运费为 0.16/0.17/0.18 元/吨·公里，得到终到价 1/2/3。）

由于运力瓶颈的存在，当动力煤需求旺季时（例如每年的采暖季以及夏季用电高峰期间），时常发生有煤送不出的情况。海进江运输方式将环渤海煤炭价格压力直接向长江内陆传导。未来若能够通过蒙华铁路补充华中地区电煤需求，那么以秦皇岛港为代表的环渤海港口压力将得到大幅缓解。波动率的回落有利于煤、电两方生产活动及盈利的稳定。

图 24：供给侧改革后，煤炭季节性波动剧烈（单位：元/吨）



资料来源：易煤网、Wind，光大证券研究所

蒙华铁路开通后，沿线矿区的煤炭将由原来的铁水联运方式变为直达运输。相比水路运输，铁路受天气影响较小，具有更高的可靠性与运输效率，煤炭到达时限将大大缩短。

点对点、门到门交易比重提升，使贸易商市场空间受到挤压。在铁路运力存在瓶颈的情况下，如何获得铁路车皮、打通运输渠道成为困扰煤企的重要问题，贸易商的投机行为亦抬升了行业成本。根据前述测算，蒙华铁路设计运力能够充分满足华中地区市场需求。运力提升后，煤炭等低货值产品的市场半径扩大，区域市场壁垒弱化，行业内不同公司分化加剧，低生产成本、资源禀赋优异煤企的市场份额将得到提升。

蒙华铁路运输成本与目前的“海进江”方式相比存在约 70 元/吨的差价，中间运输环节成本红利将由煤企、电厂共同分享。

4、燃料电池：煤炭清洁利用春天已不遥远

未来制氢环节将呈现煤制氢、工业副产制氢、可再生能源制氢三大技术路线并存格局。加氢站作为燃料电池汽车的先导环节，其规划布局决定了制氢技术路径的演化：先沿海，后内陆；沿海走化工副产制氢模式，内陆则是煤制氢与可再生能源制氢并存。

4.1、煤制氢是我国煤炭清洁利用的突破口

2019 年氢能源首次写入《政府工作报告》，政府工作任务中明确“将推动充电、加氢等设施建设”。其实自 2011 年以来有关部门已经从战略、产业结构、科技、财政等方面相继发布了一系列政策，引导鼓励氢燃料电池等氢能产业发展。随着氢能应用技术发展逐渐成熟，以及全球应对气候变化压力的持续增大，氢能产业关注度日益提升，氢能及燃料电池技术作为实现低碳环保发展的重要创新技术，正在迎接一轮高速发展窗口。

我国已将发展氢能提升到国家战略层面，《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》为我们描绘了中国氢能发展蓝图：

- **初期阶段 (2016-2020)**：制氢环节布局工业副产氢气回收、煤基制氢、可再生能源制氢三大技术，在 2020 年燃料电池车辆达到 1 万辆，加氢站数量达到 100 座，行业总产值达到 3000 亿元。

- **中期阶段 (2021-2030)**：加速可再生能源制氢推广，到 2030 年燃料电池达车达到 200 万辆，加氢站达到 10000 座。
- **远期阶段 (2031-2050)**：加速煤机低碳制氢推广和绿色氢能供给方式多元化，加氢站覆盖全国，燃料电池车保有量达 1000 万辆

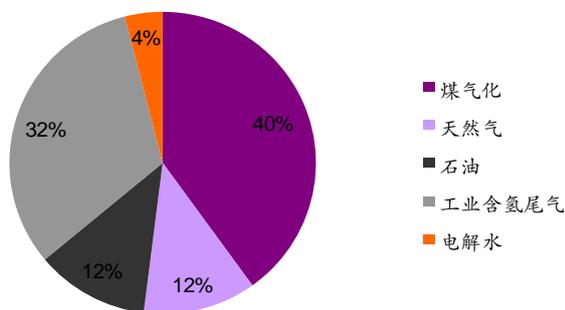
表 12：我国氢能产业基础设施发展规划

阶段	时间	制氢	氢能储存与运输	氢能利用及基础设施
初期	2016-2020	1.工业副产氢气回收	1.气态储氢 (35Mpa)	1.燃料电池运输车辆 (示范)
		2.煤基制氢	2.拖车、液氨罐车运输	2.到 2020 年，氢能现代有轨电车达到 50 列；燃料电池车达到 1 万辆；加氢站达到 100 座
		3.示范可再生能源制氢	3.气态储存 (70Mpa 示范)	
中期	2021-2030	可再生能源制氢推广	1.液态及其他方式储存	1.燃料电池车辆及发电应用、氢能轨道交通及船舶等推广
			2.管道输送	2.到 2030 年，燃料电池车达到 200 万辆；加氢站达到 10000 座
远期	2031-2050	1.煤基低碳制氢推广	1.长距离管道输送	加氢站覆盖全国，燃料电池运输车辆保有量达 1000 万辆；燃料电池发电推广应用
		2.绿色氢能供给方式多元化	2.安全、可靠的氢能储存及运输体系	

资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所

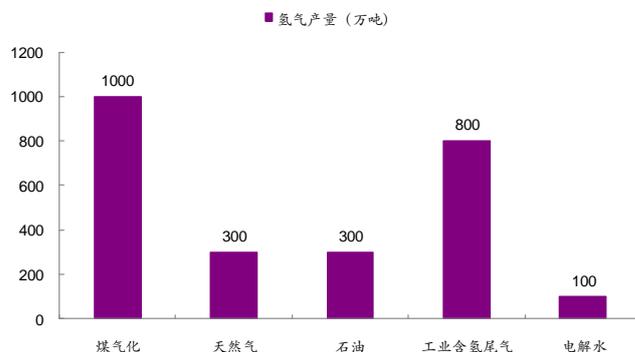
我国煤气化、工业尾气副产氢是最主要的氢气来源，2017 煤气化、工业副产氢分别为 1000/800 万吨，占比 40%/32%。我国煤炭资源储量丰富，天然气对外依存度高达 30%，核能、可再生能源等仍处于发展当中。从资源禀赋及能源利用现状等因素出发，煤炭气化制氢、可再生能源制氢前景广阔。从能源安全、经济发展稳定等现实角度考虑，煤制氢是煤炭清洁利用问题的极佳突破口。

图 25：2017 年我国煤气化制氢占比达 40%



资料来源：北极星电力网，光大证券研究所

图 26：2017 煤气化、工业含氢尾气制氢约 1000/800 万吨



资料来源：北极星电力网，光大证券研究所

在几种制氢路径中，煤制氢的优势主要表现在三个方面：

- **原料可获得性。**我国作为煤炭大国，煤炭在一次能源占比达 60%，资源丰富且易得。
- **原料成本低。**煤炭相比天然气等能源具有明显的价格优势。天然气制氢成本约为 2 元/立方米，而煤炭制氢的成本在 0.8 元/立方米左右。
- **煤制氢技术成熟，可规模化生产。**

4.2、煤炭资源与燃料电池汽车初期布局逆向分布

我国的煤炭资源与当前阶段的加氢站、制氢企业地域上呈逆向分布。煤炭资源地理分布上的总格局是西多东少、北富南贫。区域分布上，华北地区占 58%。其中山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、宁夏等 6 省，其资源总量占全国的 80%。山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州等五省煤炭探明储量占全国比重达 81% 以上。

煤炭资源、煤化工产业集中于“三北”地区，但根据当前加氢站的布局规划，氢能需求主要集中在长三角、珠三角等相对发达地区。鉴于运输成本在外部供应加氢站成本结构中比重较大，必然面临储运问题。不同于已经具备大规模管道运输体系的天然气，煤制氢现在主要用车辆运输。车辆运输的经济运输半径一般在 100 千米以内。超过这个距离后运输成本变高，煤制氢的经济性将大幅下降。

图 27：氢气制造业多分布于东部沿海地区



资料来源：车创网（注：颜色越深表示氢气制造业越密集）

5、投资建议

2019 年煤炭供给侧改革由“去总量”转向“调结构”，去产能力度边际趋缓。虽然经历了 2016 年中期以来两年多的复苏，但从行业负债率、亏损企业比例等指标来看，仍未从根本上走出困境，控制煤炭行业债务风险与为实体经济降成本的矛盾依然存在。

下游库存水平、进口煤政策、实际产能等因素增加了今年政策调控的效果，煤价有望维持合理区间运行，难以出现趋势性行情。维持煤炭行业“增持”评级，我们认为从时间和空间两个维度存在阶段性投资机会：（1）建国 70 周年大庆背景下，安全事故成为扰动产能释放的主要因素。（2）蒙华铁路将于 10 月开通，它是调结构阶段的重要项目，将改变国内煤炭运输格局。

标的方面推荐行业龙头**陕西煤业**、**中国神华**，煤制氢主题性投资机会建议关注**美锦能源**。

5.1、陕西煤业(601225.SH)：蒙华铁路直接受益标的，先进产能将打开业绩弹性

◆坐拥陕北核心煤炭资源，先进产能释放在即：

陕西煤业目前在建煤矿包括小保当一号井、小保当二号井和袁大滩煤矿，3 矿合计规模 2100 万吨/年，投产后对应权益产能增长 17.2%。2018 年公司归母净利润 109.9 亿元，同比增长 5.2%；2019Q1 归母净利润 27.8 亿元，同比下降 2.4%。公司占据我国核心矿区资源、具备成本优势，在产量确定增长的情况下业绩将得到保障。

◆入选 MSCI 指数，优质能源资产受益海外资金配置提升：

2018 年 5 月陕西煤业被纳入 MSCI 新兴市场指数，标的有望享受纳入 MSCI 后带来的增量资金涌入。首批被纳入 MSCI 指数的成分股中，银行、非银金融、医药生物等三大行业的公司数量最多，传统能源类公司较低，具体到煤炭行业仅 3 家公司入选，此次入选显示出海外投资者对公司行业地位的认可。MSCI 计划未来将 A 股大盘股纳入因子从 5%扩大到 20%，继 5 月调整之后下一实施时间为 19 年 8 月，未来海外增量资金有望进一步提升标的估值。

◆蒙华铁路直接受益标的，区域铁路网将给公司带来超额收益：

陕西省相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势。随着 2019 年下半年蒙华铁路以及重要支线靖神铁路（陕煤集团控股）建成投运，陕北矿区红柳林矿、张家峁矿、柠条塔矿三个千万吨级矿井以及目前在建小保当一、二号矿所生产的优质煤炭产品将进入川渝、鄂湘赣等地区市场。随着“北煤南运”、“西煤东运”通道的逐步打通，公司对外运输能力有望显著提升。

◆盈利预测与投资评级：

公司动力煤热值高、硫份低，在煤炭市场上具有较强的议价能力，2019 年蒙华铁路开通后销售渠道将更加通畅，上调 2019、2020 年的盈利预测，预计公司 2019、2020 年的归母净利润分别为 104.4、100.9 亿元（调整前分别为 99.2、92.4 亿元），新增 2021 年的预测归母净利润为 95.7 亿元。预计公司 2019~2021 年的 EPS 分别为 1.04、1.01、0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 8.3、8.6、9.0 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：

煤炭需求超预期回落，小保当一号、袁大滩矿投产进度低于预期等。

表 13：陕西煤业业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	50,927	57,224	55,814	55,076	54,338
营业收入增长率	53.7%	12.4%	-2.5%	-1.3%	-1.3%
净利润（百万元）	10,449	10,993	10,434	10,090	9,567
净利润增长率	279.3%	5.2%	-5.1%	-3.3%	-5.2%
EPS（元）	1.04	1.10	1.04	1.01	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.6%	21.7%	17.7%	15.6%	13.6%
P/E	8.3	7.9	8.3	8.6	9.0
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价选自 2019-6-3 收盘价）

5.2、中国神华（601088.SH）：全产业链布局对冲周期波动，具有高分红预期

◆煤电陆港全产业链覆盖，业绩稳定：

经过多年发展布局，公司目前已经完成煤炭、电力、铁路、港口的全产业链覆盖。2018 年公司归母净利润 438.7 亿元，同比下降 2.6%；2019 Q1 归母净利润 125.9 亿元，同比增长 8.2%。

◆参股蒙华铁路，运输优势进一步提升：

回顾中国神华过去十年的发展历史，朔黄铁路为公司奠定行业龙头地位发挥了重要作用。朔黄铁路是我国西煤东运线路中经济性最高的煤运专线，这一不可复制的护城河使企业平稳度过行业寒冬。2015 年煤炭行业周期底部，A 股仅两家煤炭公司保持盈利其中之一便是中国神华。蒙华铁路是我国唯一的南北煤运专线，公司抓住时机积极参与投资 10% 股权，未来新街台格庙矿区及神东矿区有望通过蒙华铁路外运。

◆现金流充沛，具有高分红预期：

上市以来公司历史分红率高达 47%，为股东创造了丰厚的投资回报。根据公司利润分配方案，2018 年每股拟分配现金股利 0.88 元。同时，《公司章程》规定每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东净利润的 35%。2018 年公司经营性净现金流 882.5 亿元，年末货币资金 722.1 亿元，现金流充沛具有高分红预期。

◆盈利预测与投资评级：

2019 年初以来行业加大了长协煤调控力度，公司作为动力煤龙头受长协价调整影响较大，下调 2019、2020 年的盈利预测，预计公司 2019、2020 年的归母净利润分别为 425.3、416.0 亿元（调整前分别为 440.1、423.7 亿元），新增 2021 年的预测归母净利润为 388.8 亿元。预计公司 2019~2021 年的 EPS 分别为 2.14、2.09、1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 8.7、8.9、9.5 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：

煤炭需求超预期回落，长协煤价格下调，上网电价超预期下行，电力需求超预期回落等。

表 14：中国神华业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	248,746	264,101	253,761	251,986	248,604
营业收入增长率	35.8%	6.2%	-3.9%	-0.7%	-1.3%
净利润（百万元）	45,037	43,867	42,527	41,602	38,881
净利润增长率	98.3%	-2.6%	-3.1%	-2.2%	-6.5%
EPS（元）	2.26	2.21	2.14	2.09	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.9%	13.4%	12.1%	11.0%	9.6%
P/E	8.2	8.4	8.7	8.9	9.5
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价选自 2019-6-3 收盘价）

5.3、美锦能源（000723.SZ）：煤气化资源优势，布局燃料汽车全产业链

公司在煤炭主业升级发展的同时，加大力度推动转型创新发展项目落地。根据“一点（整车制造）、一线（燃料电池上下游产业链）、一网（加氢站网络）”总体规划，在氢能领域进行全产业链布局。

2018 年公司收购控股了国内最大的氢燃料电池客车企业飞驰汽车，在氢能应用领域奠定了坚实基础。同时，与广东鸿运高新技术投资有限公司共同出资设立广州鸿锦投资有限公司，通过投资拓展氢能产业链上下游环节，致力于推动燃料电池技术自主化、产业化，打通产业链关键环节，打造具备国际竞争实力的氢能产业集群。

公司业务板块在炼焦过程中焦炉煤气富含 50% 以上氢气，在低成本制氢和发展加氢站等方面拥有得天独厚的优势条件。飞驰汽车目前已经成为国内生产氢燃料电池客车首次实现出口的公司。作为当前国内少数具备实际量产能力及运营调试经验的氢能源整车制造公司，飞驰汽车已研发出 3 个系列燃料电池客车，并分别投入佛山三水区、云浮市区的氢能公交线路运行。

风险提示：煤炭价格下跌风险；加氢站项目建设进度低于预期；飞驰汽车订单数量不及预期。

6、风险分析

1. 安全事故对新增产能投放有较大影响，对于事故发生时间、地区我们无法做出准确预测。

2. 若宏观经济大幅下滑将导致煤炭需求骤降，从而带来价格风险。

3. 蒙华铁路设计产能 2 亿吨/年，初期产能 1 亿吨/年，预计于 2019 年 10 月开通，实际开通时间和期初运量可能不及预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼