

## 6月煤视角月度展望：

# 焦煤占优，EPS不是煤炭股的关键

任志强 S0360518010002

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

# 6月展望：焦煤占优，EPS不是煤炭股的关键

## □ 5月回顾：动煤遭遇需求负增长，双焦区间运行

1) 动力煤：5月5500秦港末煤平仓价在592-616元/吨之间运行，基本符合月初的判断。价格下跌的主要驱动因素在于重点电厂补库结束，并以此为前提遭遇电煤需求负增长，电厂日耗持续偏低导致电厂库存被动累积。与此同时，澳洲低价进口煤资源涌入电厂，导致北港成交边际有所弱化。

2) 焦煤：安泽主焦5月份在1600-1650元/吨区间内运行，完全符合月初的判断。价格止跌源于焦化厂脱离亏损，上涨源于焦化厂利润已经较为丰厚，钢厂+焦化厂对焦煤进行边际补库，导致价格恢复性上涨。

3) 焦炭：吕梁准一5月份在1850-2050元/吨区间运行，上沿高于预期。焦炭价格在港口高库存的背景下超预期完成3轮提涨，主要是基于生铁产量维持高位，焦炭供需偏紧且叠加环保限产预期，焦炭低库存的华北钢厂高炉复产是启动因素。

## □ 6月展望：动煤现货坑口港口预计共振下跌，焦炭稳中偏弱，焦煤价格预计最为稳定

1) 动力煤：若工业生产维持现状或者恶化，秦港动煤将迎来半年度级别的下跌。对于6月，供给端有恢复预期，需求端三产+居民用电攀升将驱动日耗回升，供需面预计将在6月中下旬重回平衡状态。在旺季高库存的背景下，港口煤价在6月突破年度长协价格或者现货出现提涨的概率均不大。预计价格呈现为坑口+港口共振下跌的趋势，现货短期有望跌至580元/吨附近，月度区间预计为570-600元/吨，中轴为590元/吨，不断产生市场煤和月度长协之间的套利空间。

2) 焦煤：进口煤宽松压制京唐港澳主焦的涨幅，但山西焦煤在焦化厂高利润的补库行为驱动下，供需关系整体较为紧张。在焦炭价格平稳且焦炉满产的背景下，焦煤的涨价尚未结束，月度走势以稳为主。关于价格区间，2019年安泽准一料仍将是1550-1750元/吨之间运行，中轴为1650元/吨，而当前安泽主焦完成了70元/吨的涨幅，刚好位于价格中枢上。

3) 焦炭：站在6月的时间尺度上，焦化行业环保预期至今全无动静，需求端生铁产量接近极值，全流程样本库存维持顶部震荡，焦炭供需双强且基本平衡。在结构上，南方钢厂及港口对焦炭现货涨价形成强力压制；对涨价有接受度的主要是华北低库存的钢厂，其本周库存也拐头上扬，但仍有补库需求。预计现货价格以月中为界限，前稳后跌，吕梁准一出厂价格区间依旧为1650-2050元/吨。

## □ 投资建议：股票看估值

股票：二季度煤炭股EPS整体平稳，盈利呈现4-5月强于6月的趋势。站在6月，动力煤的弱势将会对板块造成一定的不利影响，但由于煤炭股板块估值已经处于近5年的底部，煤价通过EPS对市值的影响显著低于估值的影响，所以季度级别的EPS不重要，重要的是煤价的底在何处。按照我们的预期，2019年煤价中轴为600元/吨，区间为560-650元/吨，煤企盈利跌幅在10%以内，煤炭股配置思路为龙头标的+一线破净股。

□ 风险提示：住宅新开工超预期。

SECTION 1

---

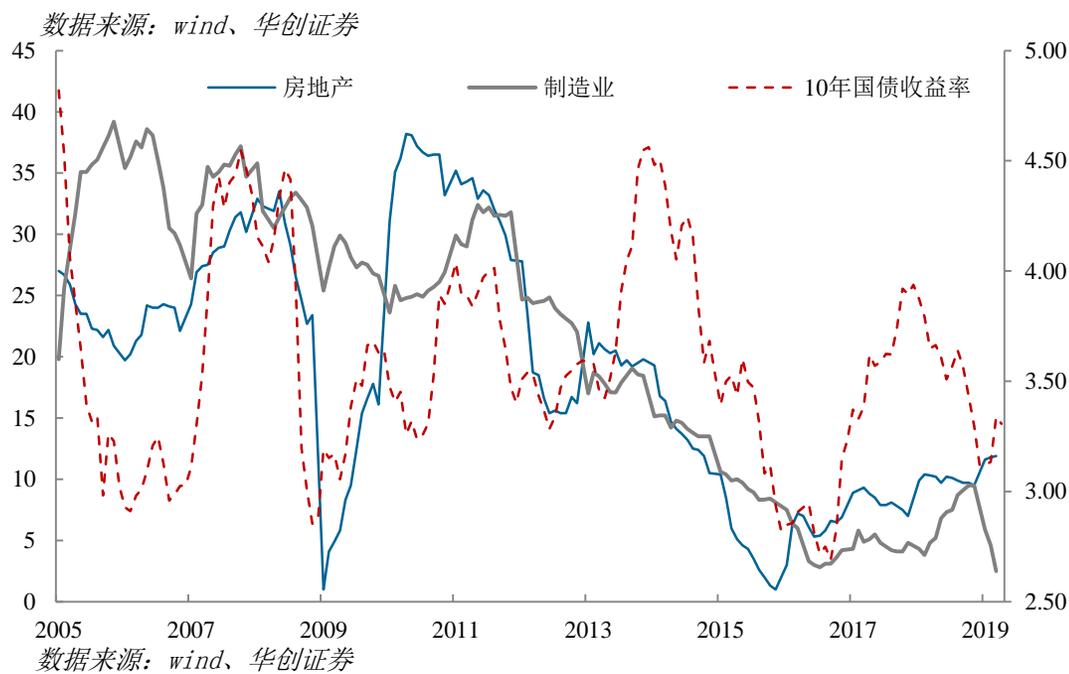
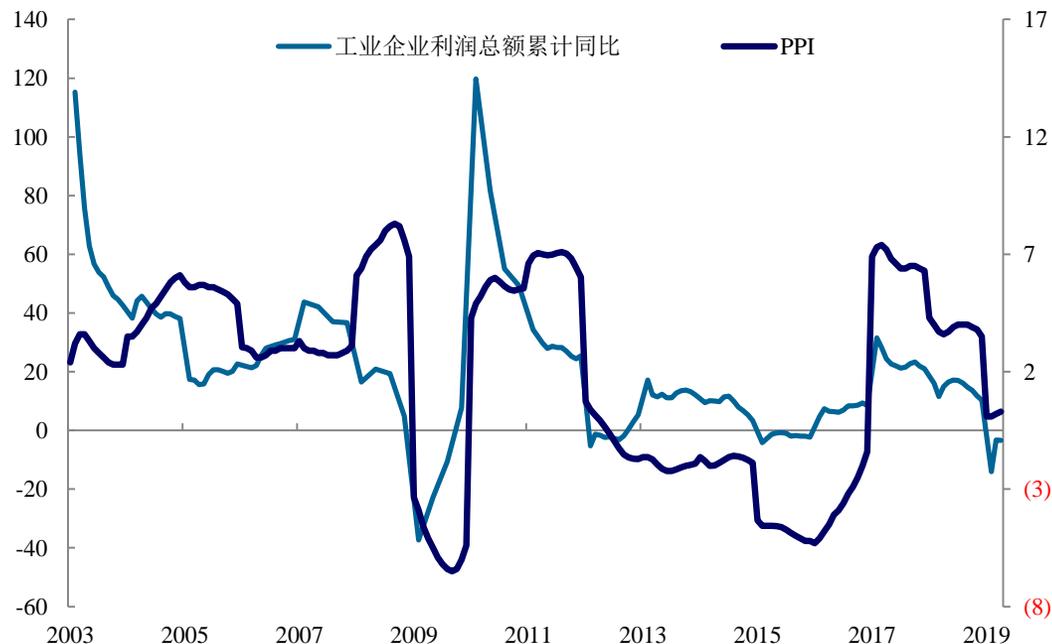
**宏观：工业生产消极，地产新开工难下滑**

# 工业：悲观的预期，消极的生产

1) 工业的产量和价格是同向变化的，利润总额的变动方向与ROE的方向是一致的。在当下，工业品价格同比仍有涨幅，而结合用电的情况看，产量端却出现了十分保守的态度，持续保持主动降产量降库存的状态中。

2) 在投资端，目前工业的ROE仍处于高位，利率处于低位，资金环境是十分有利于投资的。但实际情况是，制造业固定资产投资完成额累计同比增速从2018年的9.5%快速降低至2.5%，可谓心态十分消极。

3) 工业生产的消极主要来自于两部分，一是地产销售端复苏动能较弱，出口端又遭遇新订单的滑坡。这样的格局直接导致了电煤需求遭遇负增长。



# 地产：低利率驱动力减弱，新开工难下滑

1) 按照以往的经验，低利率+股市小牛，地产上“钱”的游戏就会快速启动，迹象为销售端的快速复苏。但当下的局面是，以10年期国债到期收益率（月均）为代表的资金成本从3.94%一度降低至3.12%，降幅高达82个BP，但住宅销售增速的恢复却十分疲软。究其原因，还是货币市场的低利率向房贷利率的传导并不顺畅，并时常伴有“房住不炒”的微调，这奠定了今年销售难大幅增长的基调。

2) 当下“政策对冲”的基调不会变，地产的资金环境难以直接逆转，意味着地产的到位资金将维持弱稳震荡的格局。对于新开工而言，土地城角断的大幅回落是下拽的作用，但由于“政策放松”预期叠加“土储”正常的前提，新开工将在2019年整年维持正增长，环比大幅下滑概率较低，类似2013年。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

SECTION 2

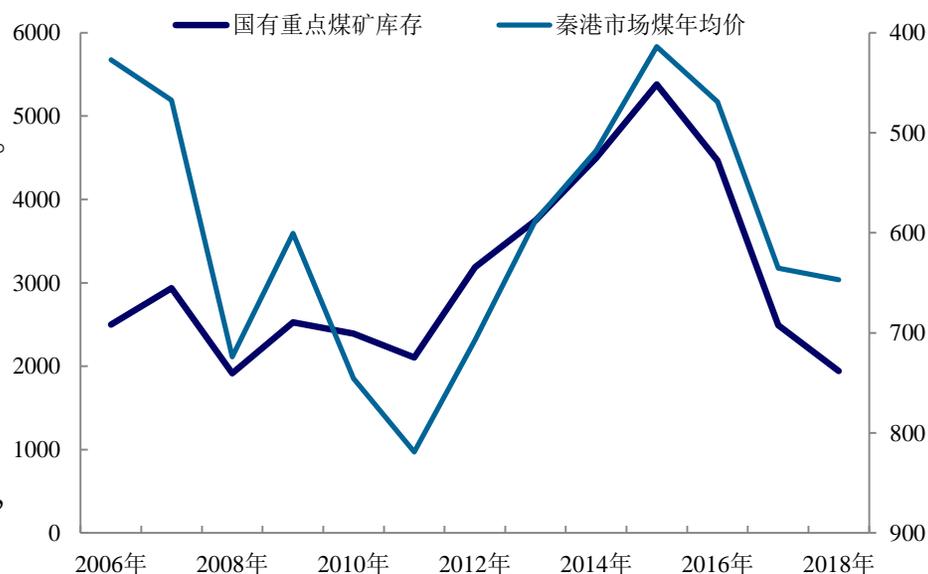
---

## **动力煤：现货遭遇需求危机**

# 供需：矿难影响表外，紧平衡格局持续

1) 根据供需平衡表测算2019年供需平衡表逐步转宽松，从被动的煤矿库存与最敏感的市场煤价格中枢的相关性角度判断，2019年的价格中枢缓步下行但维持高位，三级跳无法考验年度长协价格。市场煤价格的底在560元/吨，月度长协的底在575元/吨，年度长协的底在555元/吨以上，市场煤价格的顶在650元/吨，市场煤价格中枢在605元/吨，相对年初预期提高15元/吨。

2) 按照汾渭能源测算，榆林矿难+进口减量在2月份造成了4000万吨左右的供需缺口。而按照我们模拟的全口径库存看，市场在2月+3月上旬共消耗库存2700万吨，而去年同期库存累积了2200万吨，即对供需缺口的影响达到4900万吨。虽然供给剧烈减量，但在表内的铁路发运和重点电的日耗均无变化，影响在表外。



数据来源: wind、华创证券

| 动力煤供需平衡表 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 产量       | 27.54 | 28.74 | 29.60 | 30.35 |
| 净进口      | 1.89  | 1.96  | 2.12  | 1.92  |
| 总供给      | 29.43 | 30.69 | 31.72 | 32.27 |
| 电力       | 19.11 | 18.81 | 19.71 | 20.30 |
| 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 | 32.62 |
| 供需缺口     | -1.58 | -0.68 | -0.45 | -0.34 |

数据来源: wind、华创证券

# 库存：主动补库进入下半场，总库存走势横盘是关键

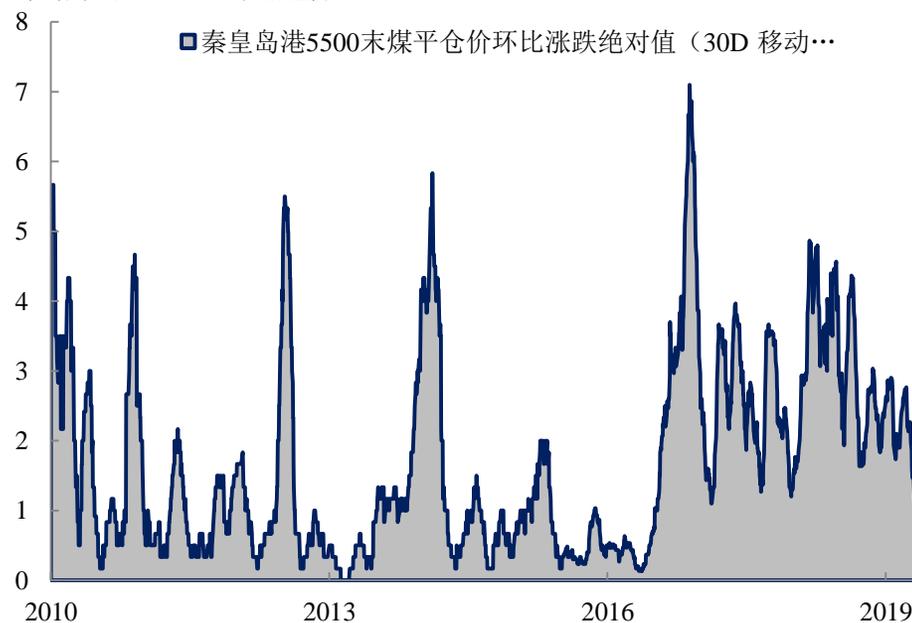
1) 按照煤价的周期，主要分为三个阶段：**a) 被动去库阶段**，即供给或者需求的变动导致供需关系趋紧，消费端库存被动去化，价格完成主升阶段；**b) 主动补库阶段**，即消费端为抵抗高煤价进而采取高库存策略，不断推高消费端的中转地、港口和电厂库存，价格维持高位震荡；**c) 被动补库阶段**，即因为需求回落的问题，供需关系逐步趋于宽松，电厂由于无法及时调整采购量，导致库存周转率下降而导致累积出天量库存，价格快速调整。按照上一轮后期划分，2013-2014年底属于被动补库；2015-2016年9月属于被动去库阶段，2016年9月到至今属于主动补库阶段。

2) 目前仍处于主动补库阶段，因为供给弹性不足叠加需求韧性而尚未进入被动累库阶段。但以6大电厂为代表的需求端库存端已经进入较高的水平，形成了对港口价格显著的压制作用。在真实需求不差+高库存的框定下，**2018年下半年以来，港口煤价波动率大幅下滑，高供给考验需求，库存走势在临界值上起舞。**

3) 供给端的增长主要来自于产能的提升和产能利用率的提高，从官方公布的数据肯，**煤矿产能利用率在2016-2018年这轮小周期中从71%提升至80%，为最主要原因。**而2016和2017年两年中产能净减少2亿吨，其中去产能5亿吨，产能净投放3亿吨，而投放的产能据我们的统计结果显示2017年并表在产能1.6亿吨，为产能投放的主要来源。根据行业吨煤固投和Capex的情况，后续扣除并标量产量增长速度将放缓，而需求端由于地产韧性和出口回升，增速有望超预期，煤价有望高位低波动持稳，为库存周期下半场。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

# 产地：需求走弱，坑口价格显著趋弱

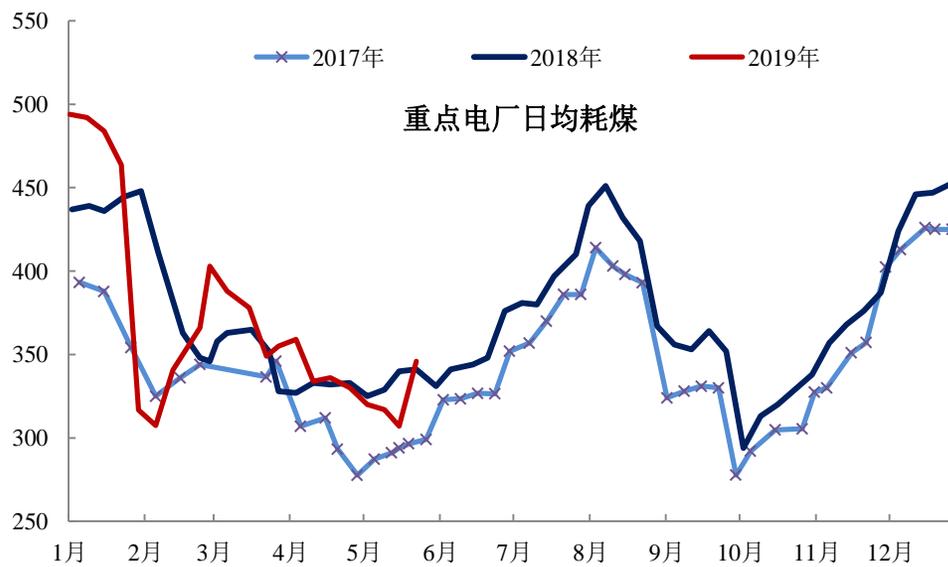
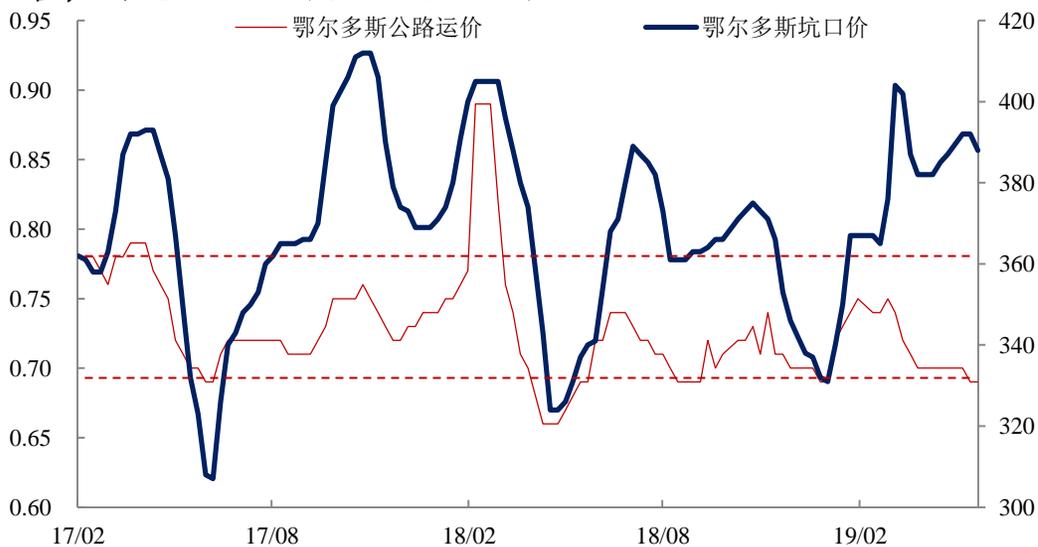
1) 目前陕西和内蒙均相对矿难（1月14日）前出现了65元/吨和47元/吨的溢价，意味产地的供需关系尚未回到矿难前的水准。这种溢价的背后主要由两部分组成，供给端黑煤至今未能放量，非法生产仍然受限；需求端重点电厂前期积极组织货源进行补库，导致坑口供需持续紧张。

2) 在上月的第三周，重点电厂口径库存接近7900万吨，按照7-8月日耗均值为420万吨，19天可用天数顶格计算，极限库存也只需要7980万吨，即重点电厂补库已经结束。随着重点电厂补库的结束，坑口需求出现回落，价格与短倒运费共振下行，导致坑口价格明显趋弱。

3) 在出口的掣肘下，制造业生产出现不小的障碍，发电数据快速下滑，导致电厂进入被动累库的状态，若后续无改善，将造成坑口价格较大的压力。



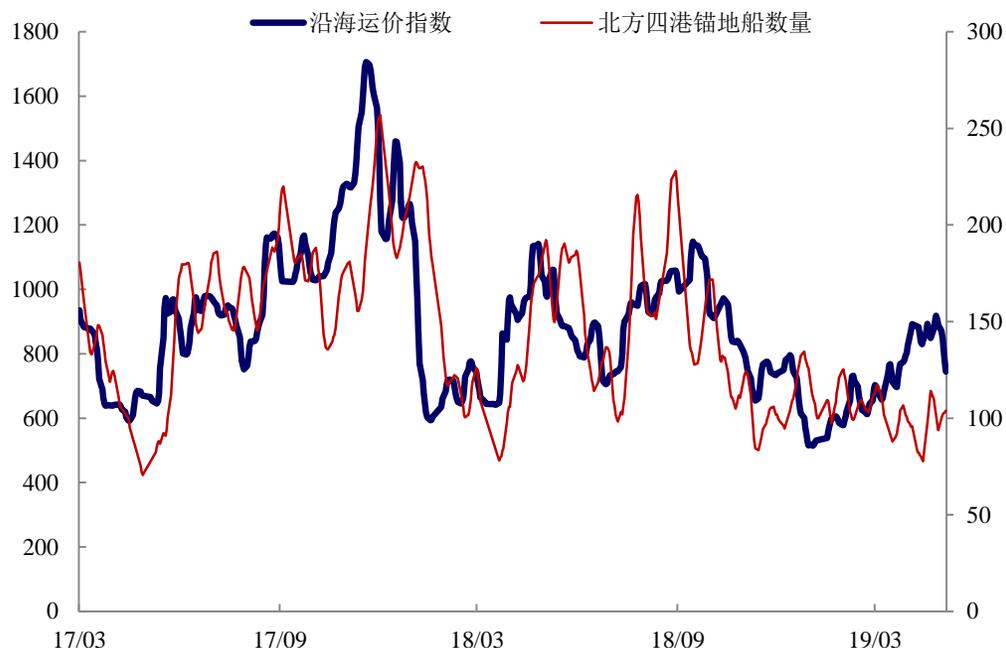
数据来源: wind、华创证券



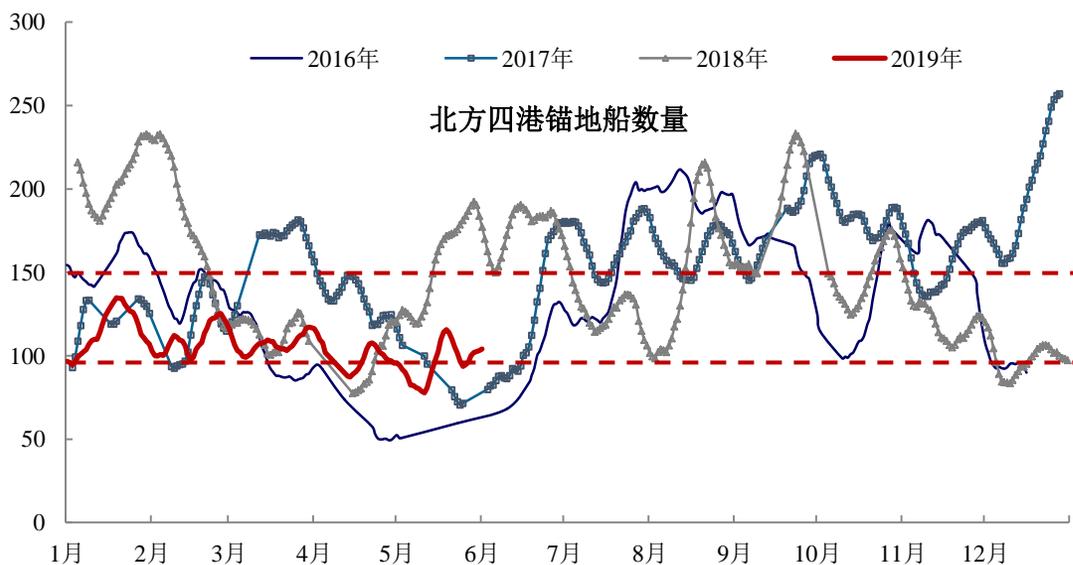
# 港口：寡淡成交，自燃风险

1) 5月重点电厂日耗均值为321万吨/天，去年同期为340万吨/天，同比增长-6%，扣除4%口径的影响，实际下滑10%。2018年重点电厂日耗均值374，同比增长9%，5月因为极端天气同比增长15%，近似认为天气影响6%，则今年重点电扣除天气导致的高基数影响，至少有-4%的负增长，需求显著转弱。

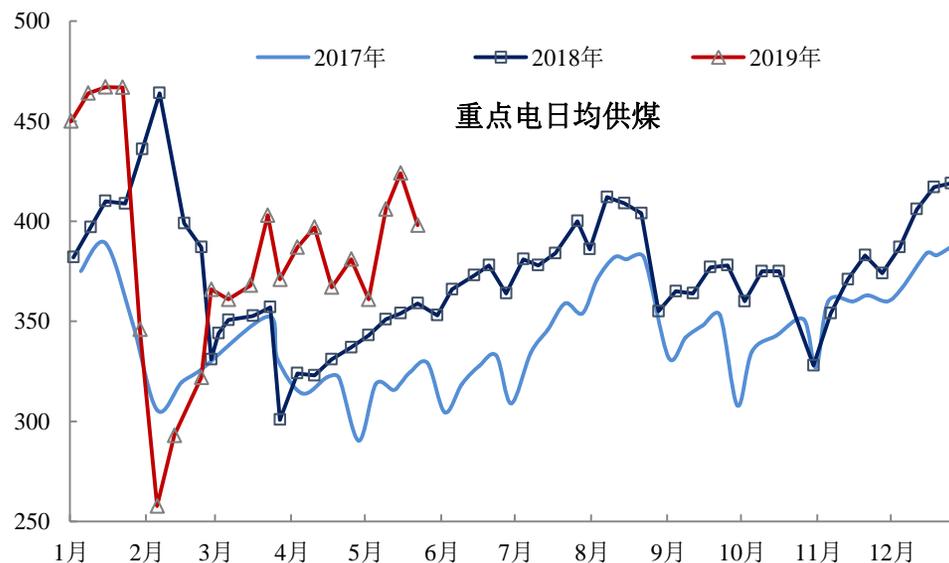
2) 因为实际需求偏淡，内陆和沿海电厂均高库存，无论对坑口还是对港口的需求都显著转弱，导致港口成交维持淡季水平。从沿海运价的走势观察，需求仍在边际放缓。特别值得强调的是，今年因为港口的存煤时间较长，降雨叠加高温，或将很容易造成自燃，贸易商很容易因此颗粒无收，当煤价加速下跌的过程中可能遭致情绪化抛盘。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



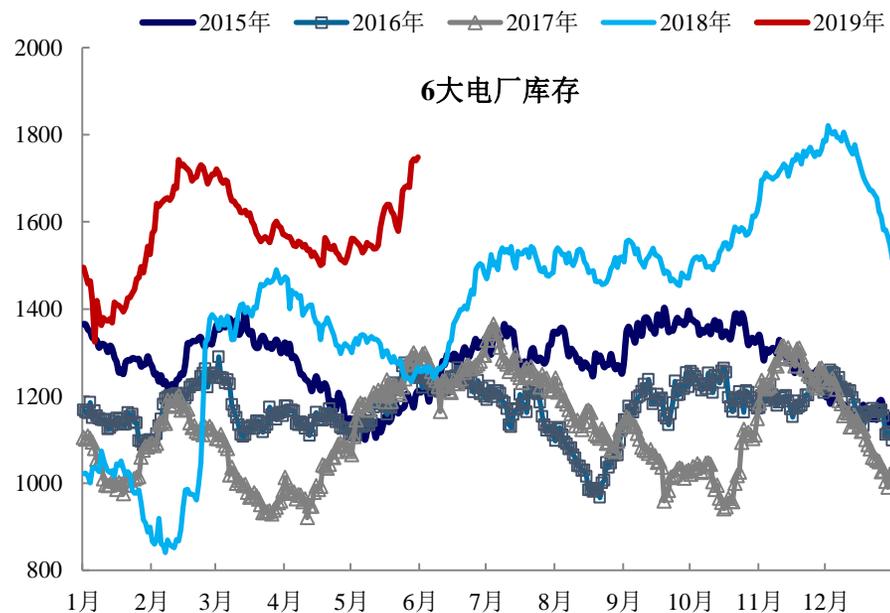
数据来源: wind、华创证券

# 库存：旺季补库结束

1) 重点电厂口径库存接近7900万吨，按照7-8月日耗均值为420万吨，19天可用天数顶格计算，极限库存也只需要7980万吨。目前重点电厂库存已经8500万吨，5月以来以日均26万吨/天的速度累库，预计在6月中旬库存将突破9000万吨，达到冬储水平。而6大电厂今日库存直线攀升，目前已经达到了1749万吨，创年内新高，距离最高点的1821万吨仅有72万吨的差距。在当下，终端电厂库存已经处于绝对高位，且处于快速被动累积的通道中。

2) 在北港，四大主力港的合计库存为1594万吨，接近近3年高点1715万吨，且处于累积的通道中，其累库主要原因是港口吞吐量不足。

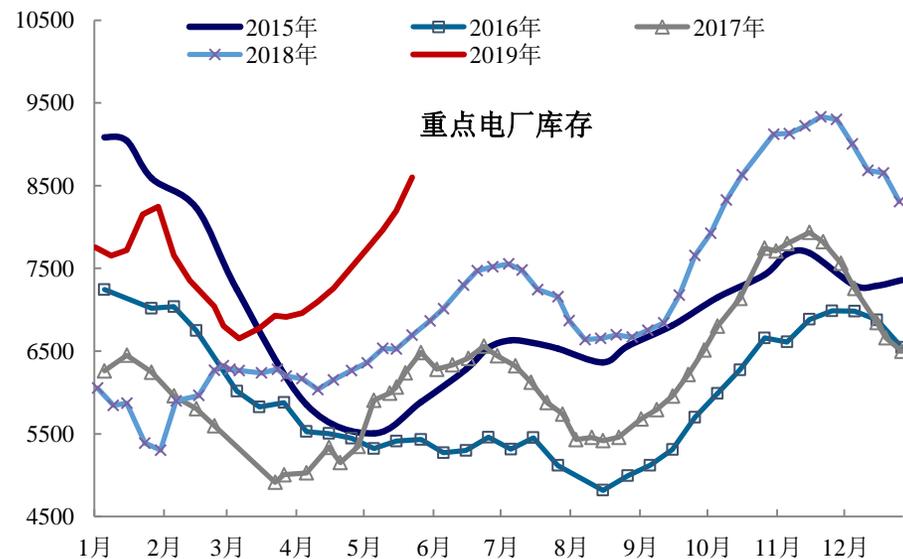
3) 站在港口的角度，下游电厂已经过度补库且处于被动累库的进程中，港口吞吐量低于调入量导致被动累库，在高堆存费和自燃的压力下，持续酝酿悲观情绪。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

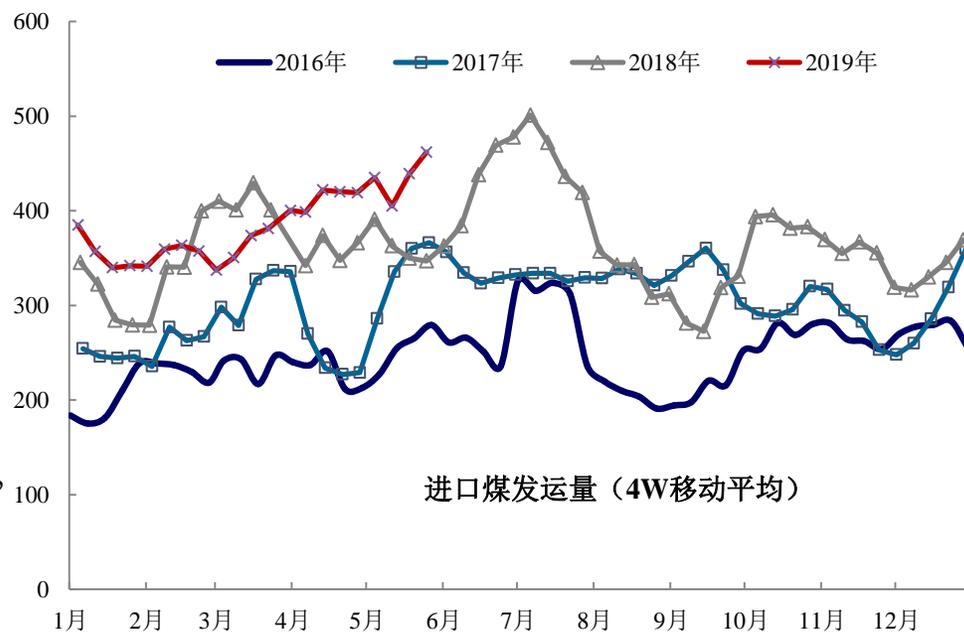


数据来源: wind、华创证券

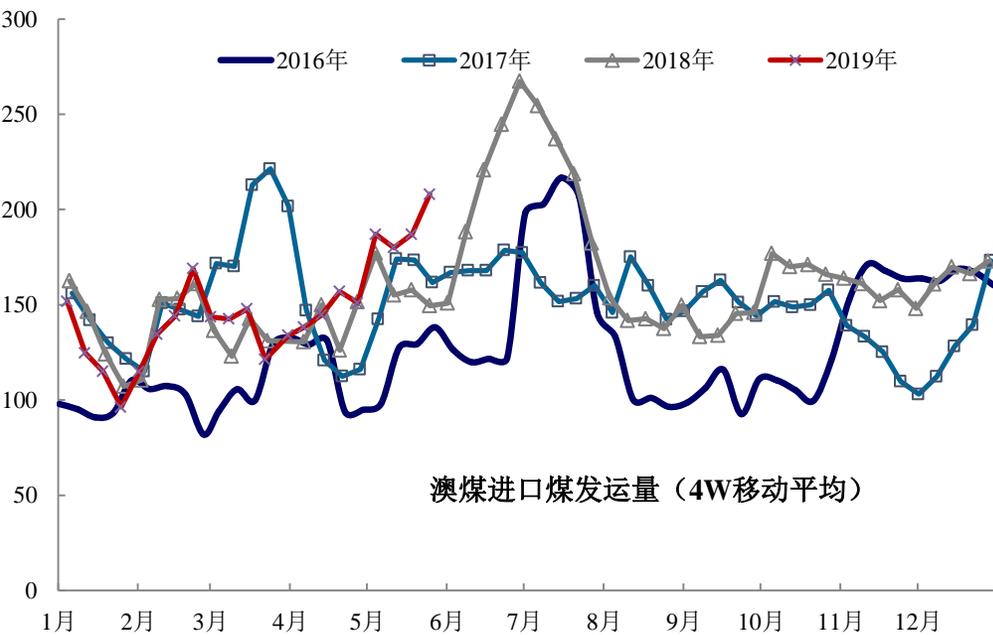
# 进口：低价澳煤流入电厂推高库存，边际削弱北港成交

1) 从2-4月的进口数据中可以发现，随着时间的推移，延长通关时间对澳煤进口量的限制作用正在逐步解除，在2-3月进口量接近腰斩的澳洲高卡近期月进口量也回升至4月的305万吨，焦煤4月进口量更是攀升至2018年年均值以上达到272万吨。这背后的机理在于进口商在高价差的趋势下接受滞期，形成低周转、高发运高通关的澳煤进口局面。

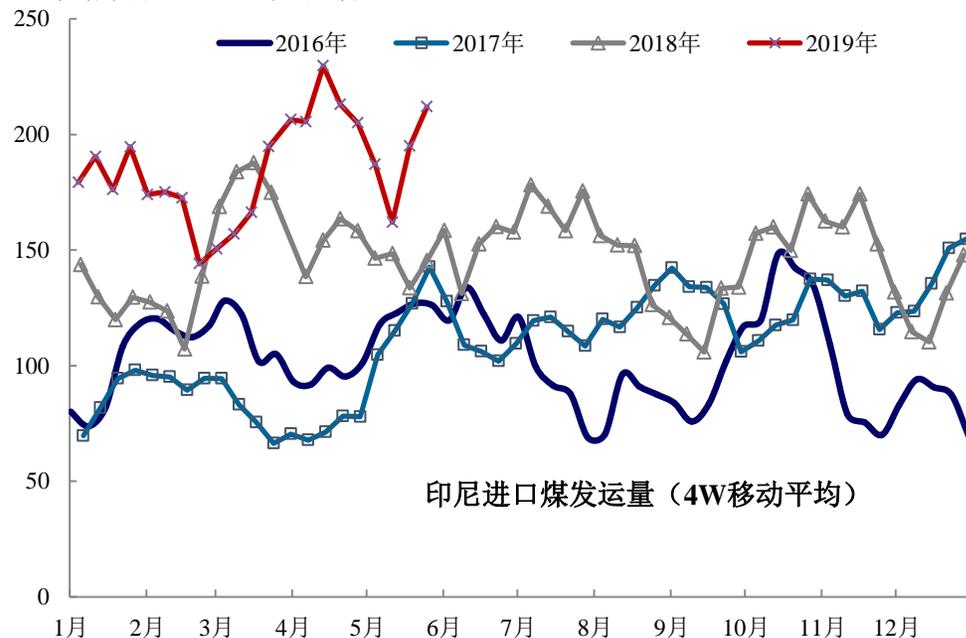
2) 目前澳洲煤到华南港的价格在520元/吨附近，即使算上北上运费30元/吨+10-20元/吨的滞期费，运至北港成本也仅560-570元/吨，与当前北港价格存在20-30元/吨之间；若以华南港结算，价差更是高达100元/吨以上，套利空间巨大。但由于澳煤无法无量供应，该部分低价资源对港口价格冲击有限，到货基本进入了电厂，间接降低了对北港的采购需求。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



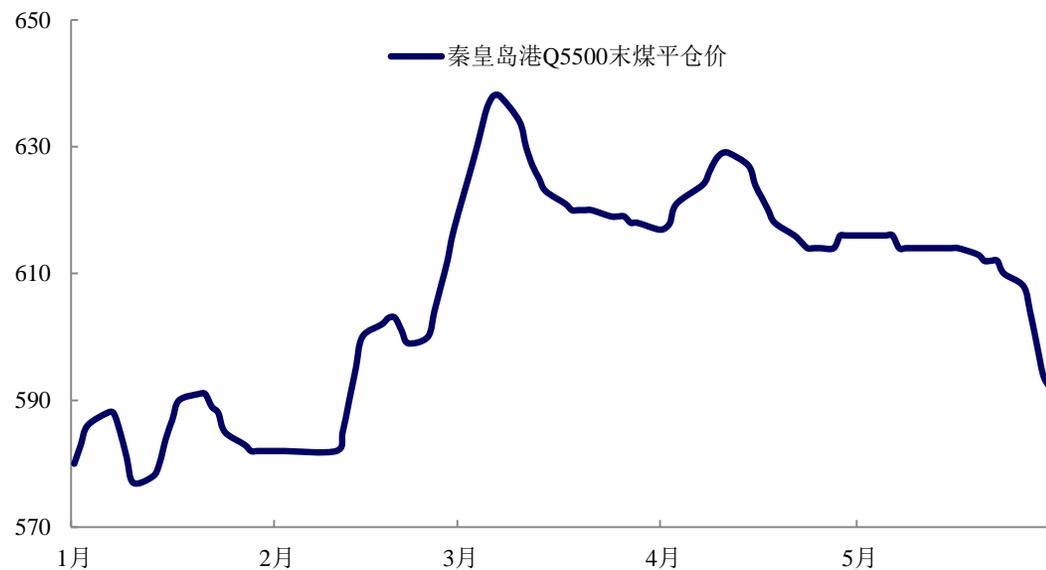
数据来源: wind、华创证券

# 6月价格预判：需求破局，坑口港口共振下跌

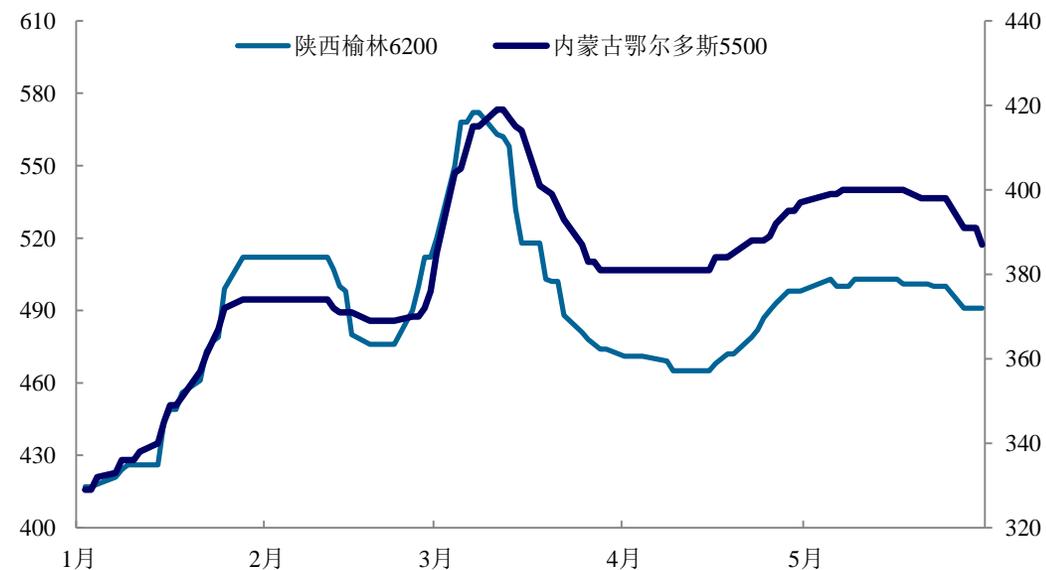
1) 季度级别上，电煤处于低利率、地产销售复苏乏力和出口持续回落的宏观组合中，地产销售新周期的启动被货币市场到放贷利率传导不畅压制，出口受贸易战影响订单持续回落。悲观预期下，制造业的投资和生产双双下行，导致火电机组耗煤负增长，形成高库存、供需平衡被需求下行打破的恶劣局面。若工业生产无法逆转，电煤需求持续负增长，秦港动煤预计将迎来半年度级别的下跌。

2) 月度级别上，供给端榆林黑煤至今未能复产，需求端随着气温回升，三产+居民用电攀升将驱动日耗回升，供需面预计将在6月中下旬重回平衡状态，需求端库存有望边际去化，现货直接跌破年度长协价格的概率几乎为零。但在高库存的基础上，需求端库存去化并不能带来采购量的增加，港口现货旺季涨价的概率基本为零，且在高堆存费+自燃风险下，可能导致踩踏式的下跌（这种下跌会在旺季酝酿情绪性反弹的动力，反弹幅度一般低于10元/吨）。坑口紧张的供需局面在补库结束后，预计将迎来趋势性下跌，此轮有望消灭坑口对矿难前的全部溢价。

3) 价格预测：我们预计6月价格呈现为坑口+港口共振下跌的趋势，现货短期有望跌至580元/吨附近，月度区间预计为570-600元/吨，中轴为590元/吨，不断产生市场煤和月度长协之间的套利空间。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

SECTION 3

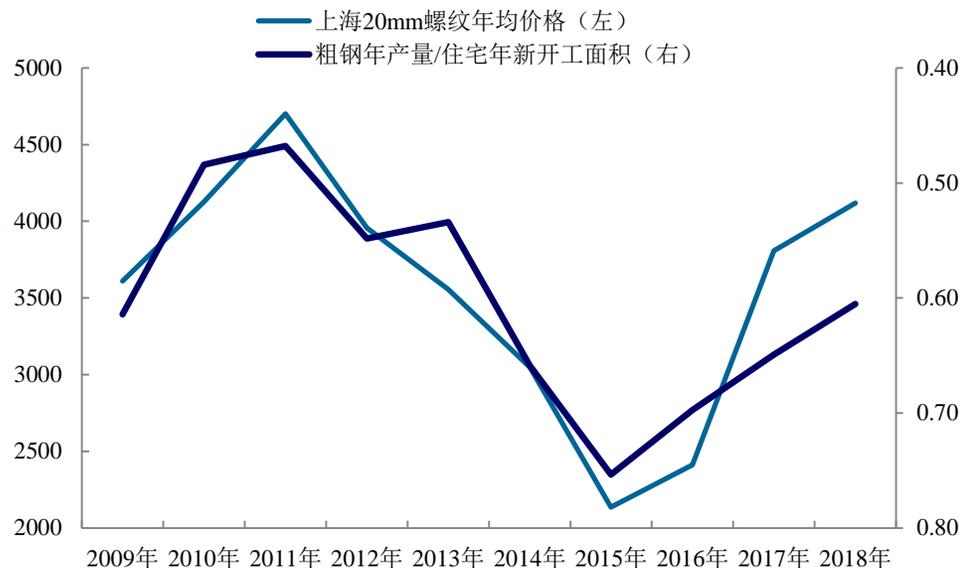
---

**双焦：高炉强生产保护需求，价格持续区间运行**

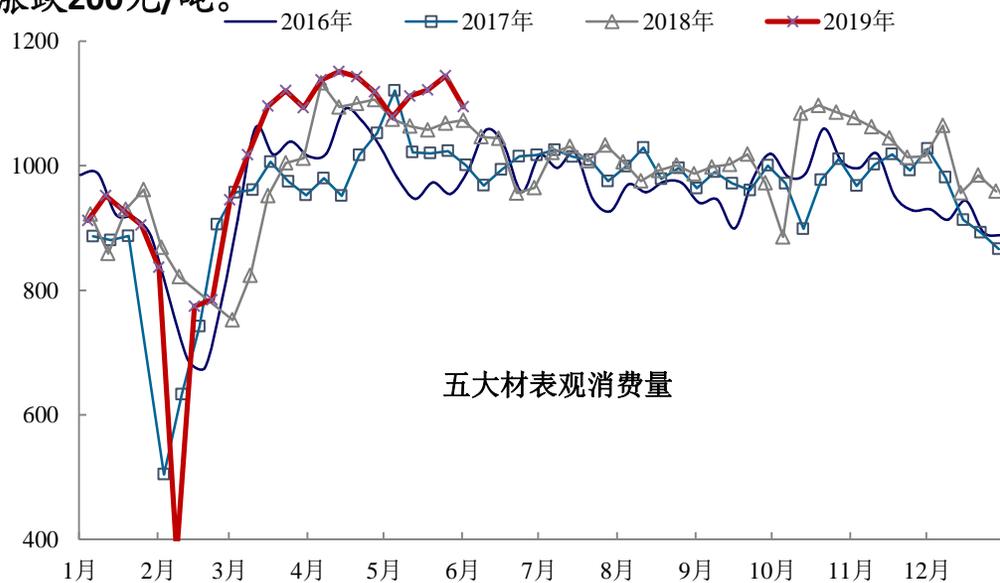
# 住宅新开工：增速在10%以下易引发超季节性下跌

1) 按照历史的经验，粗钢产量/住宅新开工面积的比值同一方向运行时，即粗钢增量慢于需求增量，螺纹年均价格方能保持平稳。目前，1-4月粗钢累计同比增速为10%，照此线性外推，今年粗钢产量将是10.2亿吨，若希望保持螺纹年均价维持在4120元/吨以上，住宅新开工面积需在16.9亿平米，即同比增速需大于10%。截至4月底，住宅1-4月累计新开工4.3亿平米，同比增长13.80%，而螺纹1-4月均价为3897元/吨，同比略有上升。如果新开工面积增速降至10%以下，在高供给容易引发恐慌性超季节性下跌。

2) 在低利率的环境下，住宅销售和开发资金来源难出大问题，即新开工面积增速将围绕当下13.8%的累计增速上下小幅震荡，螺纹价格在3600（电炉亏损100对应价格）-4000元/吨之间运行，长流程螺纹吨毛利中枢为500元/吨，淡旺季围绕3800元/吨的中轴上下涨跌200元/吨。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: Mysteel、华创证券

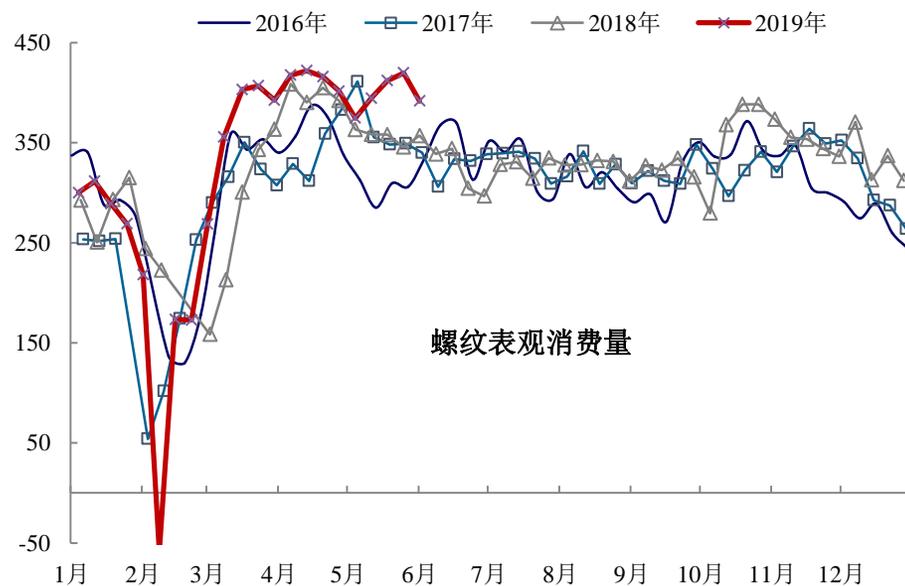


数据来源: Mysteel、华创证券

# 螺纹：熟悉又陌生的淡季，现货下跌才刚开始

1) 在大家记忆可以触及的2017年和2018年，螺纹市场本质上并没有经历真正的淡季，在2017年，整个淡季都是清理地条钢；在2018年，淡季遭遇地产资金压力下的赶工潮。当时间行进至2019年，地产新开工仍维持高位，但“赶工”的必要性在削弱，同时对住宅新开工面积10%以上增速的供给端随时都可能激起恐慌，虽同样是淡季，此次将平添不少陌生感或者说不确定感。

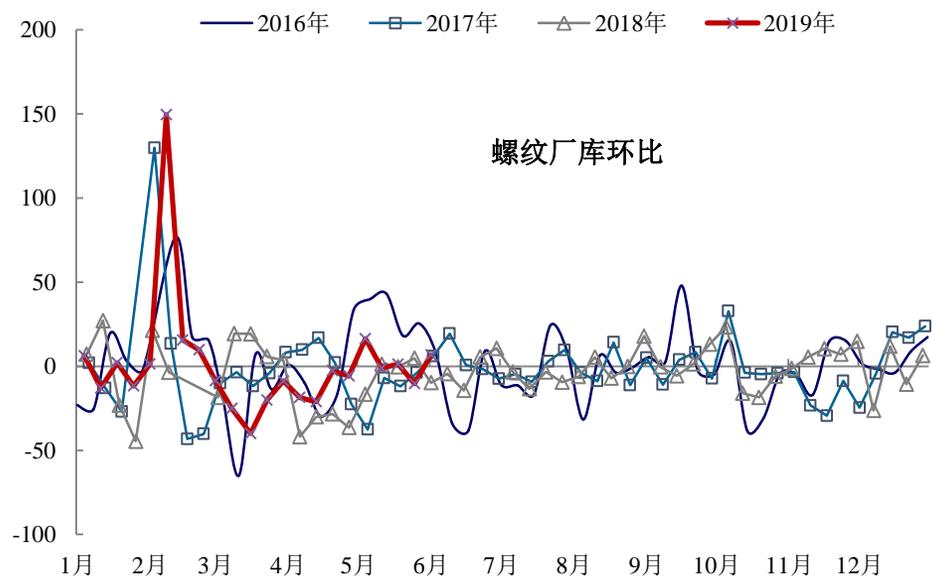
2) 在非恐慌的情景假设下，螺纹淡季表需下滑均在10%以上。2019年周耗高点以420万吨计，低点周耗至少在378万吨；按照今年贸易商偏谨慎，以直发为主的风格，预计累库将持续发生在厂库。在“天量供给”的舆论氛围内，钢厂有限信心下大概率以降价走货为主。因此，若无地产新开工增速再超预期，螺纹淡季下跌才刚开始，现货预计可至3700元/吨附近，长流程吨钢毛利预计为300元/吨。



数据来源: Mysteel、华创证券



数据来源: Mysteel、华创证券

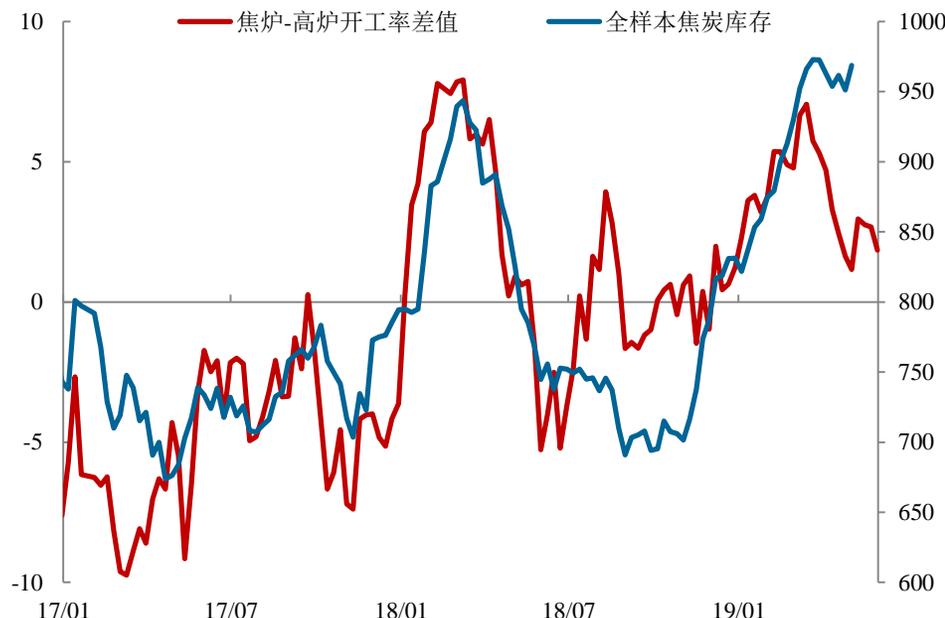


数据来源: Mysteel、华创证券

# 焦炭：高炉利润收缩下，焦化利润预计向中轴回归

1) 在螺纹现货下跌启动的判断下，高炉螺纹吨毛利将从当下500元/吨附近回落至300元/吨，煤焦钢整体利润需重新分配。在价格回落的进程中，热轧及后续产品将率先进入亏损，从而导致高炉生产趋弱，检修增加，从而增强对焦炭的议价能力，导致焦化厂利润从当下的区间上沿向下沿运动（利润区间为-100--+300，中轴为100元/吨）。

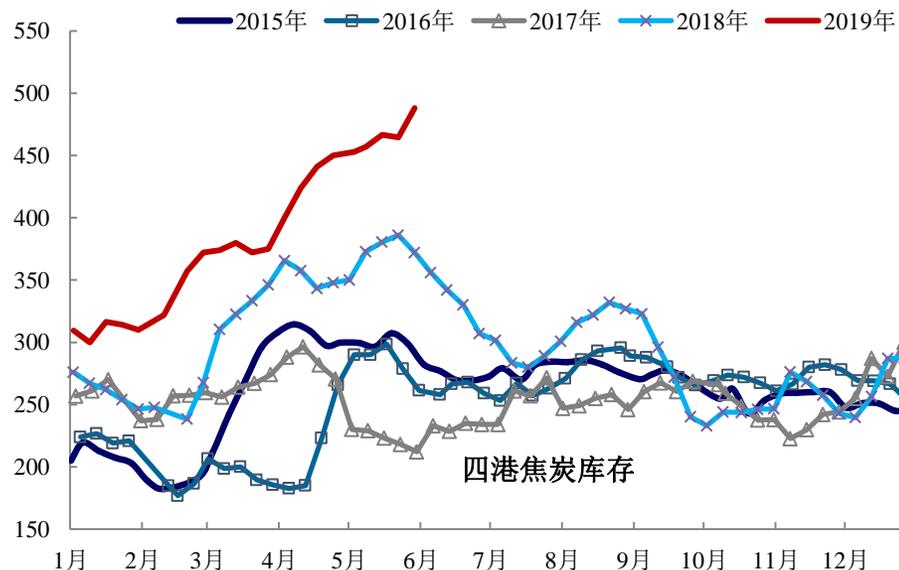
2) 站在6月的时间尺度上，焦化行业环保预期至今全无动静，需求端生铁产量接近极值，全流程样本库存维持顶部震荡，焦炭供需双强且基本平衡。在结构上，南方钢厂及港口对焦炭现货涨价形成强力压制；对涨价有接受度的主要是华北低库存的钢厂，其本周库存也拐头上扬，但仍有补库需求。预计现货价格以月中为界限，前稳后跌，吕梁准一出厂价格区间依旧为1650-2050元/吨。



数据来源: Mysteel、华创证券



数据来源: Mysteel、华创证券

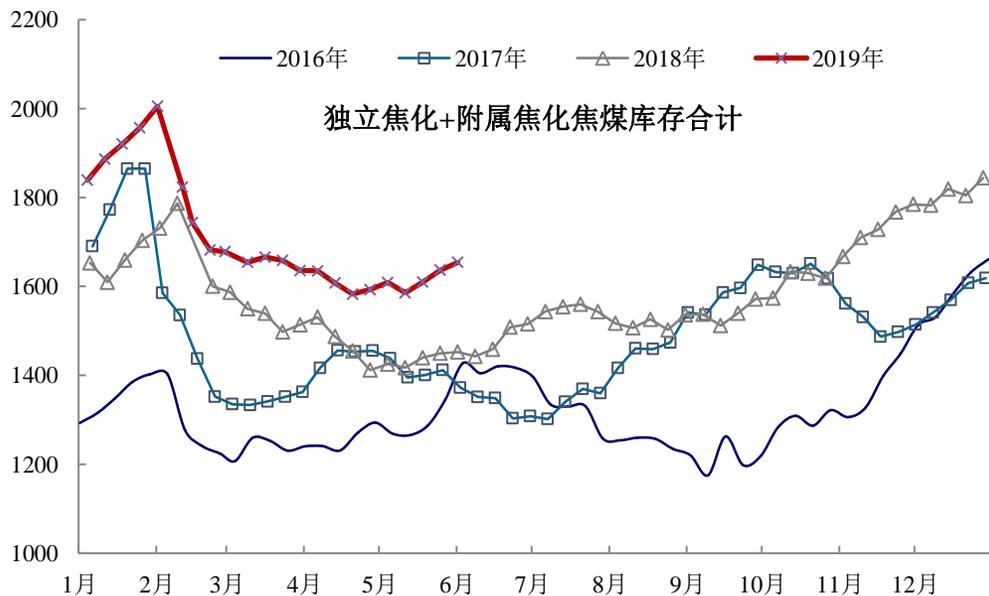


数据来源: Mysteel、华创证券

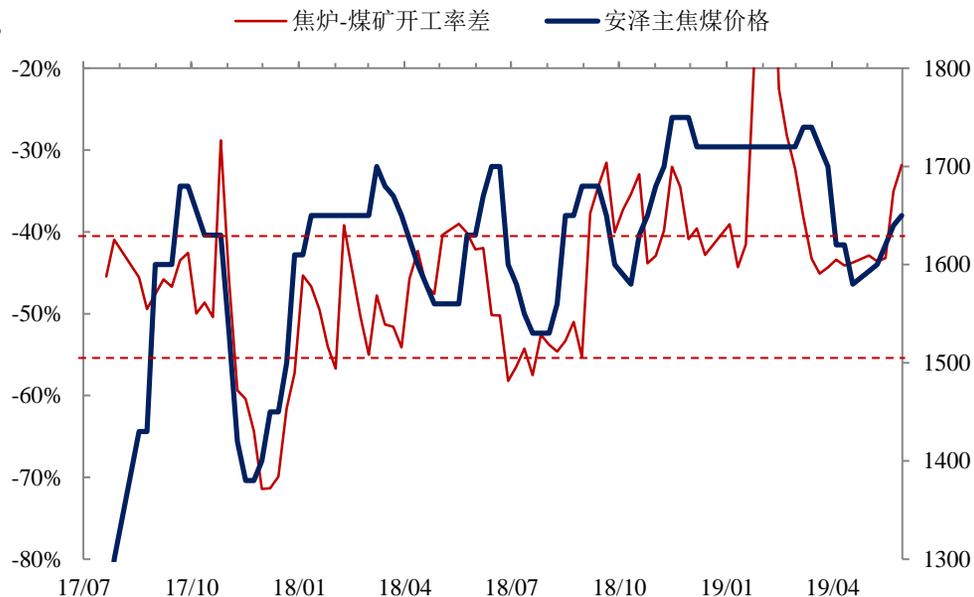
# 焦煤：国产再收缩，焦煤涨价尚未结束

1) 进口焦煤供应充足，山西焦煤供应偏紧。3月的进口数据显示，澳洲焦煤并未受到进口限制的影响，4月澳焦煤进口272万吨，超越2018年澳焦煤进口月均值。与此同时，蒙古焦煤进口量创单月新高的369万吨，进口焦煤供应持续增加。与此同时，吕梁焦煤矿产能利用率因为部分矿井的问题出现明显降低，导致山西焦煤供应偏紧。

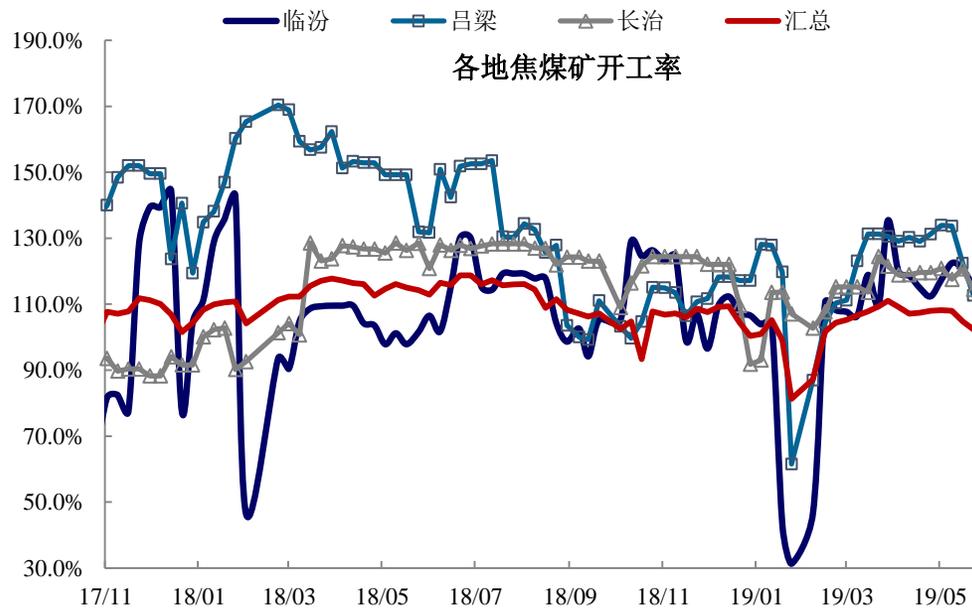
2) 终端略有补库，焦煤涨价尚未结束。进口煤宽松压制京唐港澳主焦的涨幅，但山西焦煤在焦化厂高利润的补库行为驱动下，供需关系整体较为紧张。在焦炭价格平稳且焦炉满产的背景下，焦煤的涨价尚未结束，月度走势以稳为主。关于价格区间，2019年安泽准一料仍将是1550-1750元/吨之间运行，中轴为1650元/吨，而当前安泽主焦完成了70元/吨的涨幅，刚好位于价格中枢上。



数据来源: Mysteel、华创证券



数据来源: Mysteel、华创证券



数据来源: Mysteel、华创证券

住宅新开工超预期。

## 证券分析师：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。

电话：021-20572571

执业编号：S0360518010002

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

## 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。