

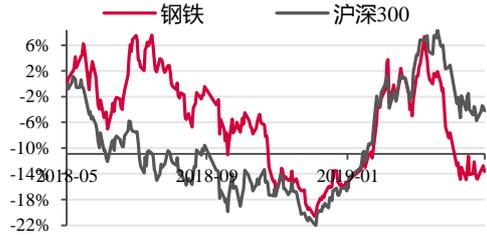
行业弱势下关注细分领域机会

2019年06月04日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
钢铁	-6.50	-10.34	-13.64
沪深300	-6.95	-0.77	-4.24

周策

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

王绍玲

wangsl1@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

0731-89955751

相关报告

- 《钢铁: 钢铁煤炭行业2019年4月月报: 钢材需求结构分化, 煤炭季节性旺季来临》  
2019-05-12
- 《钢铁: 钢铁煤炭行业2019年3月月报: 钢材库存正常去化, 动力煤内外价差进一步拉大》  
2019-04-08
- 《钢铁: 钢铁行业2019年1-2月统计局数据点评: 限产力度减弱, 1-2月粗钢产量增幅较大》  
2019-03-18

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
陕西煤业	1.10	8.25	1.17	7.76	1.39	6.53	推荐
平煤股份	0.30	13.90	0.60	6.95	0.67	6.22	推荐
金岭矿业	0.17	19.97	0.49	10.83	0.48	10.98	推荐
常宝股份	0.50	9.19	0.72	8.11	0.75	7.74	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **钢铁: 需求结构分化下关注特钢领域。**原料层面, 铁矿石价格上涨, 直接导致钢厂铁水成本抬升, 利润快速收缩。2017年全年, 钢厂不含税的铁水成本均值为1972.44元/吨, 2018年为2084.34元/吨, 2019年以来为2189.00元/吨, 较2018年上涨5.04%。2019年以来, 钢材下游需求分化显著, 主要体现为两点: 一是地产投资韧性较强及基建投资发力, 地产和基建对应的螺纹钢等长材表现优于其他品种; 二是受益油气开采景气回升, 细分领域管材表现抢眼。通常来讲, 国内油田的平均开采成本在60美元/桶左右, 判断2019年原油价格中枢70美元/桶, 油价高于临界线, 国内油田具备盈利空间, 投资意愿将增强。
- **煤炭: 焦煤全年造好, 动力煤季节性行情到来。**我国每年的焦煤消耗量在6.5-7亿吨水平, 进口焦煤所占的比重10%左右。我国煤炭资源丰富, 但燃值较高的焦煤资源相对不足, 进口焦煤对国内焦煤的补充具有重要作用。2019年2月, 大连港海关发布禁止澳大利亚的煤炭通关的通知, 随后, 各港口先后增强了对澳洲进口煤炭的检疫措施, 延长通关时间。2019年, 下游钢铁行业环保限产力度较弱, 钢厂高炉开工率较高, 对原料需求增加较多, 焦煤需求旺盛。供需两端的共同作用下, 焦煤供应持续紧张, 利好焦煤价格。临近7月, 全国气温回升明显, 夏季用电高峰即将到来, 电力需求将有所提高, 动力煤季节性需求提升, 在没有进口煤冲击的情况下, 动力煤供给在季节性旺季还是保持紧平衡态势, 价格有支撑。
- **重点标的:** 遵从自上而下的选股方式, 强势的铁矿石价格下, 选择国内较纯的铁矿标的**金岭矿业**; 油气开采投资持续向好, 选择油气业务比重较大的**常宝股份**; 蒙华铁路开通, 陕蒙地区充分收益, 选择陕西煤炭龙头**陕西煤业**; 钢厂开工率较高, 选择受益的焦煤龙头**平煤股份**。
- **风险提示:** 钢材价格超预期下跌; 原材料价格持续上涨; 环保政策趋严; 水电持续高增长; 电力需求走弱; 澳洲煤炭进口限制松动。

## 内容目录

<b>1 钢铁：需求结构分化下关注特钢领域</b>	<b>4</b>
1.1 一季报回顾：行业景气下行，利润快速收缩	4
1.2 原料价格波动，铁矿石强势涨价	5
1.2.1 “矿难+飓风”推升铁矿石价格	5
1.2.2 发货量减少，铁矿石价格高位难跌	6
1.2.3 国内铁矿石开采企业开始盈利	7
1.2.4 矿价上涨，对钢厂利润侵蚀严重	8
1.3 需求分化，特钢领域表现较好	8
1.3.1 库存去化尾声，长强板弱格局未变	8
1.3.2 油气开采需求较好，关注细分领域管材	9
<b>2 煤炭：焦煤全年造好，动力煤季节性行情到来</b>	<b>10</b>
2.1 一季报回顾：二线龙头盈利回归	10
2.2 澳煤进口被限制，推升焦煤价格	11
2.2.1 国内焦煤供应不足，需进口补充	11
2.2.2 澳煤通关限制，国内焦煤供应紧张	12
2.3 电厂补库已开启，动力煤季节性行情到来	13
2.3.1 电厂补库已开启	13
2.3.2 来水丰富，但水电替代将减弱	13
2.3.3 季节性旺季来临，需求一触即发	14
2.4 蒙华铁路开通，陕蒙地区充分受益	14
2.4.1 现有煤炭物流以西煤东运为主	14
2.4.2 “坑口价+物流费用”定价模式下，物流成本是关键因素	16
2.4.3 蒙华铁路开通，陕蒙地区南向物流费用降低	16
<b>3 重点标的</b>	<b>17</b>
3.1 金岭矿业	17
3.2 常宝股份	18
3.3 陕西煤业	19
3.4 平煤股份	19
<b>4 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：2019 年 Q1 申万钢铁板块营收仍创近年新高	4
图 2：2019 年 Q1 申万钢铁板块归母净利润大幅下滑	4
图 3：2019 年 Q1 全国 20mm 螺纹钢均价低于上年同期	5
图 4：2019 年 Q1 上海 3.0mm 热轧板卷价格大幅低于上年同期	5
图 5：2019 年 Q1 生铁产量高于上年同期（累计同比）	5
图 6：2019 年 Q1 粗钢产量高于上年同期（累计同比）	5
图 7：2019 年以来进口铁矿石价格涨幅较大	6
图 8：2019 年以来国内铁矿石价格中枢抬升	6
图 9：2019 年北方港口铁矿石到货量偏低	7
图 10：港口铁矿石库存高位回落（单位：万吨）	7
图 11：2019 年 Q1 国内铁矿企业利润回升（单位：亿元）	7

图 12: 2019 年 Q1 国内铁矿企业毛利率回升 (单位: %)	7
图 13: 2019 年以来铁水成本快速抬升	8
图 14: 主要钢材品种合计库存去化接近尾声	9
图 15: 螺纹钢社会库存去化速度开始放缓	9
图 16: 线材社会库存去化速度较快	9
图 17: 热卷社会库存去化提前结束	9
图 18: 油气开采投资与原油价格变动具有高的相关性	10
图 19: 2019 年 Q1 上市煤企营收同比增长率 (单位: %)	11
图 20: 2019 年 Q1 二线煤炭龙头盈利回归 (同比增长率, 单位: %)	11
图 21: 近年来进口焦煤数量变动较小	11
图 22: 焦煤进口数量没有明显的季节性	11
图 23: 2018 年我国各地区焦煤进口量 (万吨)	12
图 24: 2018 年我国焦煤进口来源结构	12
图 25: 2018 年 10 月之后进口焦煤数量变动较大	12
图 26: 2019 年 2 月后, 澳洲焦煤进口比重减小	12
图 27: 2019 年以来焦煤供给波动较大 (单位: 万吨, %)	13
图 28: 2019 年以来焦煤需求稳步增长 (单位: 万吨, %)	13
图 29: 电厂补库已经提前开启 (6 大发电集团场库)	13
图 30: 电厂库存可用天数处于近年来较高位置	13
图 31: 2019 年水电产量增速为近年最高 (同比增长率)	14
图 32: 6 大发电集团日均耗煤量开始回升	14
图 33: 我国煤炭产量向“三西”地区集中	15
图 34: 我国东南部煤炭消费量较大	15
图 35: 我国现有运煤通道以西煤东运为主	15
图 36: 蒙华铁路线路图	15
图 37: 铁矿石内外矿价格具有较高相关性 (单位: 元/吨)	18
图 38: 内外矿价差接近相对低点 (单位: 元/吨)	18
图 39: 油套管在油井管中使用比例较高	19
图 40: 公司业绩与中石油、中石化资本开支相关性高	19
表 1: 2019 年 Q1 四大矿山发货量减少明显 (单位: 万吨)	6
表 2: 两桶油历年勘探、炼化领域的资本开支情况 (单位: 亿元)	10
表 3: 重要运煤线路运费价格行情 (汽运: 2019 年 5 月 22 日价格)	16
表 4: 煤炭到达两湖一江物流成本测算 (元/吨)	17

## 1 钢铁：需求结构分化下关注特钢领域

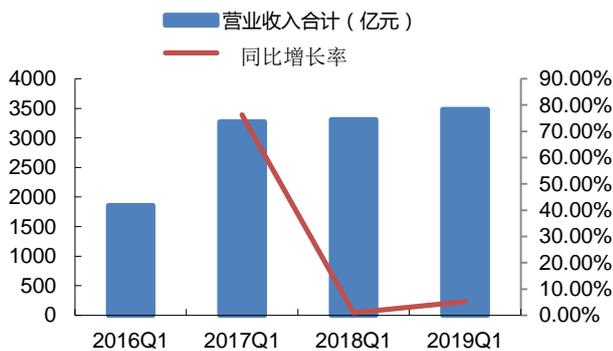
### 1.1 一季报回顾：行业景气下行，利润快速收缩

2019年一季度，申万32家钢铁上市企业（剔除本钢B）营收合计为3597.23亿元，同比增长5.08%。2019年一季度，全国20mm螺纹钢均价为3826.50元/吨，上海3.0mm热轧板卷均价为3817.00元/吨，同比上年同期分别下降1.64%、7.69%，螺纹热卷价格倒挂，热卷价格下跌幅度远远大于螺纹，长强板弱格局未变。

产量方面，2019年1-3月，全国累计产生铁1.95亿吨，同比增长9.30%，上年同期为增长-1.18%，累计生产粗钢2.31亿吨，同比增长9.90%，上年同期为增长5.42%。整体来看，产品产量较上年同期有较大幅度的增长，弥补了价格下降的缺口，2019年Q1，钢铁行业营收仍然实现微增，营收总规模创近年同期新高。

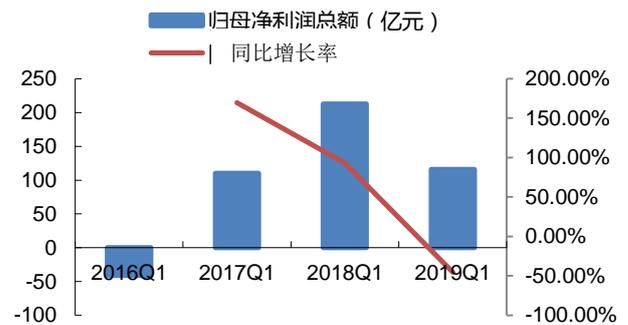
利润方面，2019年一季度，申万32家钢铁上市企业（剔除本钢B）归母净利润合计为118.51亿元，较上年同期下滑45.16%，上年同期为增长90.96%。行业利润快速收缩，主要受到两个方面的因素影响，一是产品价格下跌，二是原材料价格快速上涨，其中，原材料价格上涨为主要因素。产品价格下跌的主要因素为采暖季限产放松，产能受限程度较低，钢材产量增加，供给相对宽松。原材料上涨因素主要是铁矿石价格上涨。

图 1：2019 年 Q1 申万钢铁板块营收仍创近年新高



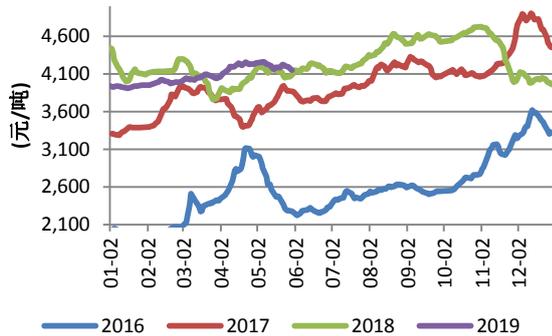
资料来源：wind，财富证券

图 2：2019 年 Q1 申万钢铁板块归母净利润大幅下滑



资料来源：wind，财富证券

图 3: 2019 年 Q1 全国 20mm 螺纹钢均价低于上年同期



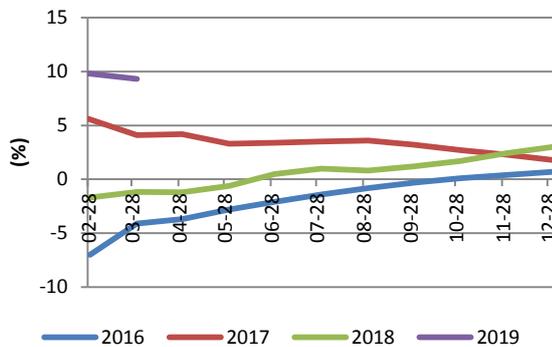
资料来源: wind, 财富证券

图 4: 2019 年 Q1 上海 3.0mm 热轧板卷价格大幅低于上年同期



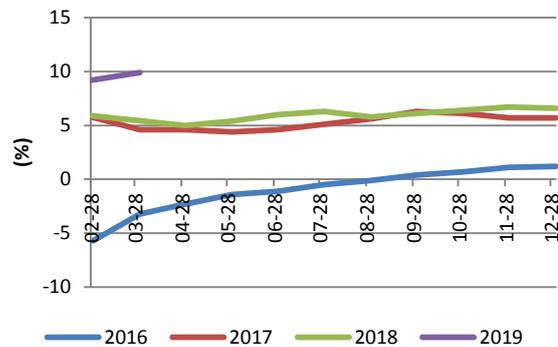
资料来源: wind, 财富证券

图 5: 2019 年 Q1 生铁产量高于上年同期 (累计同比)



资料来源: wind, 财富证券

图 6: 2019 年 Q1 粗钢产量高于上年同期 (累计同比)



资料来源: wind, 财富证券

## 1.2 原料价格波动, 铁矿石强势涨价

### 1.2.1 “矿难+飓风”推升铁矿石价格

2019 年 1 月 25 日, 全球最大的铁矿石生产商淡水河谷位于巴西东南部米纳斯吉拉斯州的一座尾矿坝发生溃堤事故, 造成超过 300 人失踪, 淡水河谷因此暂停了部分铁矿石生产和码头运营业务。1 月 29 日, 淡水河谷宣布关闭其铁矿石生产南部系统共计 4000 万吨产能, 其中包括 1100 万吨球团精粉产能, 2 月 4 日, 淡水河谷东南系统 Brucutu 矿区被当地政府要求关停, 理由是环保资质不过关, 3 月 15 号, 米纳斯吉拉斯州法院同样以环保资质不过关为由, 关停淡水河谷 Timbopeba 矿区 1280 万吨产能, 合计影响产能达 8280 万吨, 占全球海运铁矿石供应量的 6%。

2019 年 3 月, 澳大利亚飓风来袭, 力拓位于皮尔巴拉地区的铁矿石发运受到影响。4 月, 力拓公布削减皮尔巴拉地区 2019 年的铁矿石出货量, 年度发货目标降至 3.38-3.5 亿吨的下限 3.38 亿吨, 同时向部分长协客户宣布不可抗力。无独有偶, 澳洲的另一大铁矿

石产商必和必拓也发布热带气旋 Veronica 会造成铁矿石 600-800 万吨减产的公告。

在巴西和澳洲的铁矿石生产巨头先后出现问题后，2019 年全年铁矿石供给短缺已成为相对确定事件，铁矿石价格大幅上涨。2019 年以来，青岛港 62%粉矿均价为 87.63 美元/吨，2018 年同期为 70.93 元/吨，铁矿石涨幅达 23.54%。近日，上述铁矿石品种价格上涨到 108.62 美元/吨，价格中枢在不断抬升，钢厂的原料压力进一步增加。

进口铁矿石价格的快速上涨，国内铁矿石的性价比开始凸显，使用量增加，国产铁矿石价格也开始上涨，年初以来，山东淄博地区的 63%球团矿均价为 1086.00 元/吨，较上年同期的上涨幅度为 11.27%。

图 7：2019 年以来进口铁矿石价格涨幅较大



资料来源：wind，财富证券

图 8：2019 年以来国内铁矿石价格中枢抬升



资料来源：wind，财富证券

### 1.2.2 发货量减少，铁矿石价格高位难跌

四大矿山发布的财报显示，2019 年第一季度，四大矿山发货量合计为 2.65 亿吨，环比减少 13.80%，同比减少 4.70%。四大矿山中，受矿难影响的淡水河谷发货量同比下滑 11.10%，受飓风影响的力拓发货量同比减少 7.90%，资源禀赋相对较差的 FMG 发货量同比增长了 11.10%，说明铁矿石价格整体上涨过程中，低价低品位矿石的受青睐程度增加。

表 1：2019 年 Q1 四大矿山发货量减少明显（单位：万吨）

矿山	2019Q1	2018Q4	2018Q1	环比	同比
力拓	8021.9	9140.6	8714.6	-12.2%	-7.9%
必和必拓	6360.9	6551.5	6704.8	-3.0%	-2.7%
FMG	4800	4920	4160	-2.4%	15.4%
淡水河谷	7287	10098.8	8195.3	-27.8%	-11.1%
合计	26469.8	30710.9	27774.7	-13.8%	-4.7%

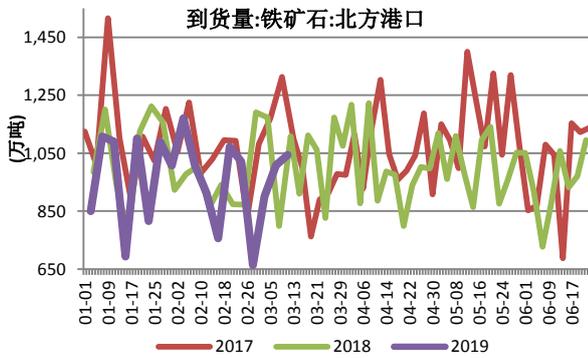
资料来源：四大矿山官网，财富证券

从北方港口的铁矿石到货量来看，矿难及飓风对发货量造成了限制，2019 年铁矿石到货量处于 3 年来同期的较低位置。与此同时，国内港口铁矿石库存快速下跌，库存水平由 1 月中旬的 1.47 亿吨快速下跌至 1.33 亿吨，库存消耗速度为近年来最快。

从近期的发货及到港情况来看，年内铁矿石边际增加产量有限，供给紧张局面将有

望维持。在寡头垄断市场下，力拓和必和必拓充分受益于铁矿石价格上涨，享受价格红利情况下，不会增加发货量至价格下跌。目前铁矿石价格高位，新的刺激因素出现之前，难以大幅上涨，但价格高位敏感性大大增加，若新的供给扰动因素出现，将刺激价格进一步上涨，目前矿价高位难跌。

图 9：2019 年北方港口铁矿石到货量偏低



资料来源：wind，财富证券

图 10：港口铁矿石库存高位回落 (单位：万吨)



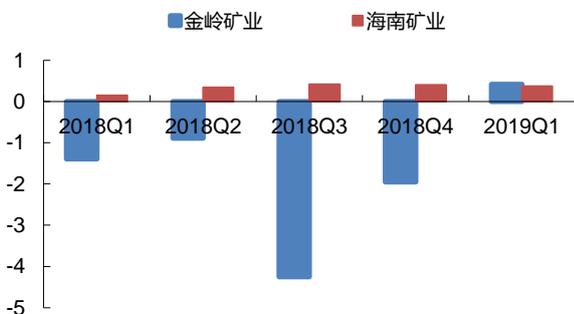
资料来源：wind，财富证券

### 1.2.3 国内铁矿石开采企业开始盈利

国内铁矿石开采方式多为成本较高的井下开采，平均品位在 20-30%，资源禀赋较差，开采出来的铁矿石原矿需要进行破碎、磨矿、磁选、浮选等工艺流程，选出品位在 65% 以上的铁精粉。较高的开采成本叠加复杂的选矿工艺推升了国内铁矿石的开采成本。普氏 62% 铁矿石指数在 65 美元/吨左右，国内较好的矿企达到盈亏平衡点，2019 年以来，铁矿石价格上涨，国内矿石生产企业的盈利空间已经打开，相关企业开始受益。

国内铁矿石相关上市企业有海南矿业和金岭矿业。2019 年 Q1，两家企业的经营业绩均有较大幅度的改善，其中，金岭矿业 2019 年第一季度的营业利润为 4200 万元左右，2018 年全年均为亏损状态。两家公司的销售毛利率均在 2019 年一季度有所提升，海南矿业、金岭矿业的毛利率分别由 2018 年的 6.57%、24.12% 上升至 2019 年 Q1 的 10.33%、25.38%，国内铁矿石生产企业在铁矿石价格上涨后的盈利改善情况显著。

图 11：2019 年 Q1 国内铁矿企业利润回升 (单位：亿元)



资料来源：各公司公告，财富证券

图 12：2019 年 Q1 国内铁矿企业毛利率回升 (单位：%)



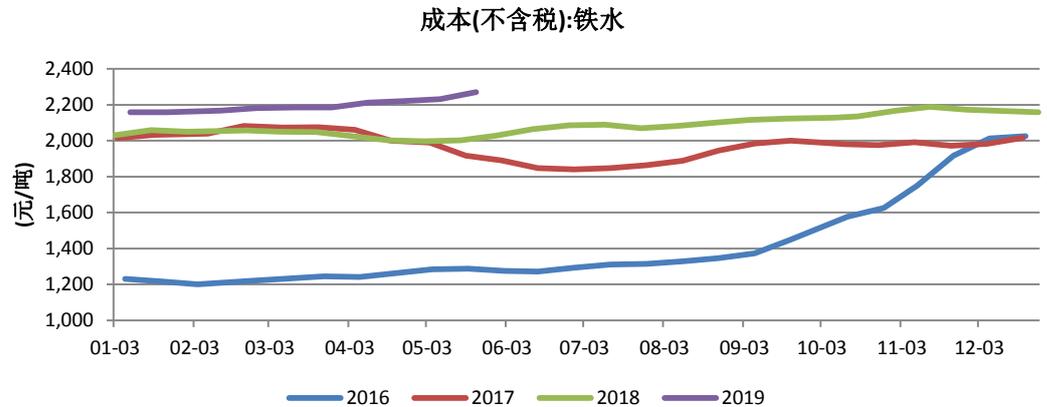
资料来源：各公司公告，财富证券

### 1.2.4 矿价上涨，对钢厂利润侵蚀严重

铁矿石价格上涨，直接导致钢厂铁水成本抬升，利润快速收缩。2017 年全年，钢厂不含税的铁水成本均值为 1972.44 元/吨，2018 年为 2084.34 元/吨，2019 年以来为 2197.10 元/吨，较 2018 年全年上涨 5.41%。

钢厂的铁水成本构成中，铁矿石和焦炭合计占比超过 90%，2018 年唐山二级冶金焦均价为 2148.59 元/吨，2019 年以来为 1965.33 元/吨，较 2018 年下降 183.26 元/吨。按照生产 1 吨铁水需要 0.5 吨焦炭来计算，焦炭价格下跌降低铁水成本为 91.63 元/吨，则由铁矿石价格上涨对钢厂利润的侵蚀接近 200 元/吨。

图 13：2019 年以来铁水成本快速抬升



资料来源: wind, 财富证券

### 1.3 需求分化，特钢领域表现较好

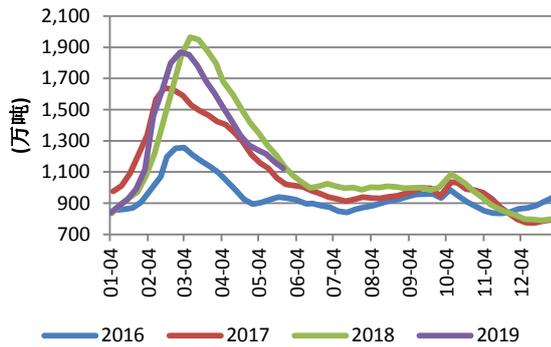
2019 年以来，钢材下游需求分化显著，主要体现为两点：一是地产投资韧性较强及基建投资发力，地产和基建对应的螺纹钢等长材表现优于其他品种；二是受益油气开采景气回升，细分领域管材表现抢眼。

#### 1.3.1 库存去化尾声，长强板弱格局未变

管中窥豹，我们以社会库存去化情况来感知下游需求的变化。从当前的情况看，社会库存去化拐点已现，主要钢材品种中，螺纹钢库存去化速度开始放缓，去化速度已经弱于上年同期，热卷社会库存拐点已现，库存开始提前回升，卷板需求弱于上年。整体来看，库存去化接近尾声，建材类产品螺纹钢和线材社会库存去化情况明显好于卷板类产品，需求层面体现出长强板弱格局，与年初对需求结构分化的预期吻合。

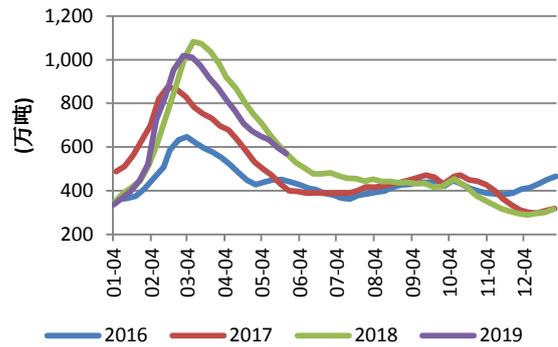
后续来看，基建发力作用还将继续体现，汽车消费持续疲软，年内难以看到大幅回升的可能，中厚板对应的造船、工程机械等行业景气高点已过，需求难以支撑，全年长强板弱的格局不会改变。

图 14：主要钢材品种合计库存去化接近尾声



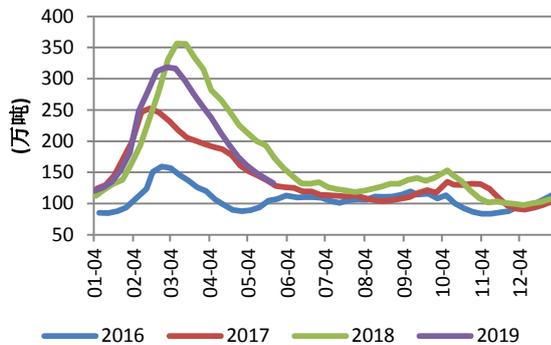
资料来源：wind，财富证券

图 15：螺纹钢社会库存去化速度开始放缓



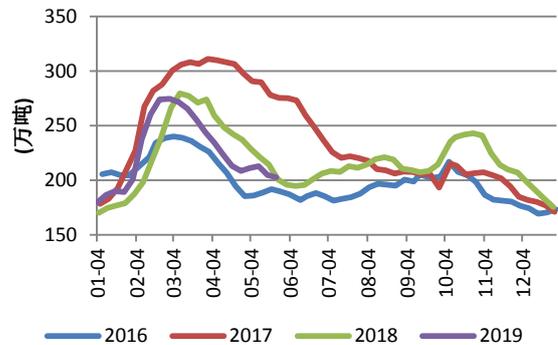
资料来源：wind，财富证券

图 16：线材社会库存去化速度较快



资料来源：wind，财富证券

图 17：热卷社会库存去化提前结束



资料来源：wind，财富证券

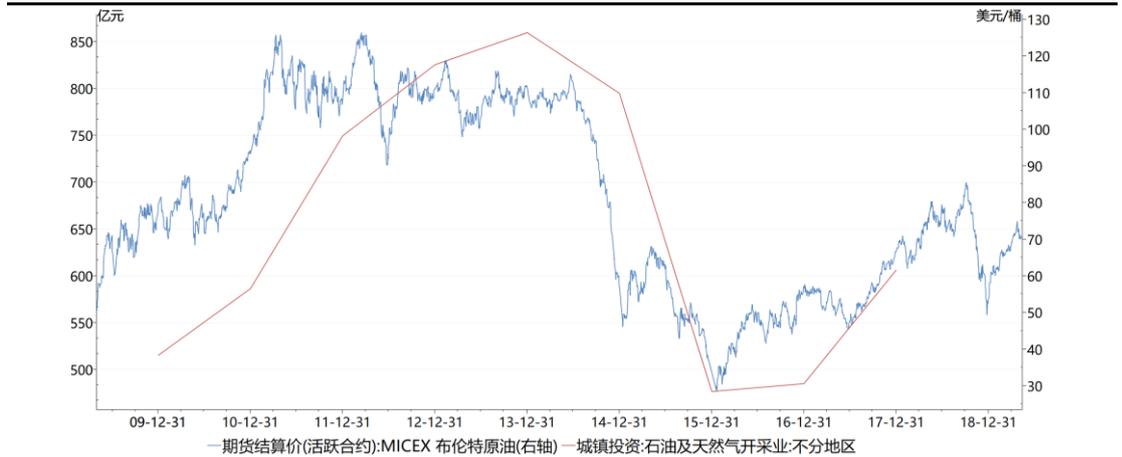
### 1.3.2 油气开采需求较好，关注细分领域管材

国内的油气开采投资意愿与原油价格具有较高的相关性，原油价格走高，投资意愿增强，原油价格走低，投资意愿降低。在上一轮油价的高点 2010-2013 年，布伦特原油价格长时间维持在 110 美元/桶以上，国内油气开采投资也达到峰值 850 亿元/年左右。通常来讲，国内油田的平均开采成本在 60 美元/桶左右，当油价高于该临界线，国内油田开始具备盈利空间，投资意愿将增强。

对于原油价格，财富证券周期研究中心维持对原油价格中枢 70 美元/桶的判断。从投资意愿上来看，国内油气开采的投资热情并没有消退。

中石油和中石化的资本开支情况也与油价具有较高的相关性，上一轮的资本开支高峰为 2011-2013 年。从投资额度上看，2019 年，中石油、中石化的资本开支仍处于扩张状态，投资额度上还未达到上轮高点，2020 年仍有上升空间。对应到钢材品种，油气开采需求复苏，油气管材生产企业受益。

图 18: 油气开采投资与原油价格变动具有高的相关性



资料来源: wind, 财富证券

表 2: 两桶油历年勘探、炼化领域的资本开支情况 (单位: 亿元)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	同比
总额	2322	2668	2762	2844	3525	3187	2917	2022	1724	2162	2560	3006	17%
中国													
勘探与	1570	1290	1609	1622	2272	2264	2215	1578	1302	1620	1961	2282	16%
开发													
石油													
炼化	203	426	442	428	360	267	310	157	128	177	153	388	154%
天然气与	368	748	536	626	729	574	329	204	203	245	265	178	-33%
管道													
中国													
总额	1073	1100	1137	1302	1587	1851	1546	1124	765	994	1180	1363	16%
勘探与	577	516	527	587	783	1053	802	547	322	313	422	596	41%
开发													
石化													
炼化	125	155	200	258	322	261	180	151	143	211	279	279	0%

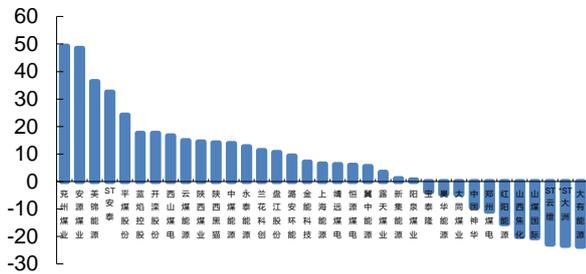
资料来源: 中石油、中石化历年年报, 财富证券

## 2 煤炭: 焦煤全年造好, 动力煤季节性行情到来

### 2.1 一季报回顾: 二线龙头盈利回归

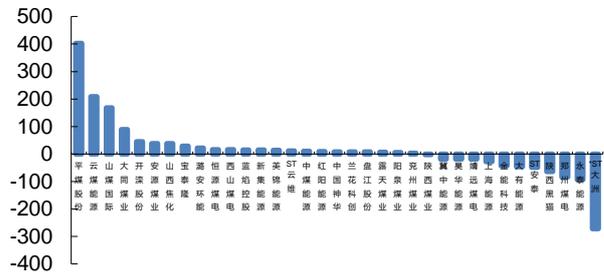
2019 年一季度, 秦皇岛 5500 大卡/千克动力煤均价为 601.40 元/吨, 2018 年同期为 621.67 元/吨, 动力煤价格高位小幅回落。申万采掘板块煤炭开采子板块上市企业中, 兖州煤业、安源煤业、美锦能源营收同比增幅较快。从归母净利润同比增速来看, 平煤股份、云煤能源、山煤国际、大同煤业同比增速居前, 龙头企业中国神华、陕西煤业、兖州煤业同比增速分别为 8.20%、-2.35%、3.60%, 整体来看, 二线龙头企业盈利回升, 山煤国际、潞安环能、大同煤业等公司经营改善明显, 在煤炭价格相对稳定的情况下, 二线龙头业绩弹性更好。

图 19: 2019 年 Q1 上市煤企营收同比增长率(单位: %)



资料来源: wind, 财富证券

图 20: 2019 年 Q1 二线煤炭龙头盈利回归(同比增长率, 单位: %)



资料来源: wind, 财富证券

## 2.2 澳煤进口被限制，推升焦煤价格

### 2.2.1 国内焦煤供应不足，需进口补充

与动力煤不同，焦煤进口数量一直相对稳定，2014 年以来，除 2015 年外，进口焦煤数量一直维持在 6000 万吨左右的水平。从进口的时间规律来看，2017 年 4 月进口数量较大，进口量达 846.31 万吨，为近年来的最高水平，其余时间单月进口数量在 400-700 万吨水平，没有明显的季节性规律。

我国每年的焦煤消耗量在 6.5-7 亿吨水平，进口焦煤所占的比重在 10% 左右。我国煤炭资源丰富，但燃值较高的焦煤资源相对不足，进口焦煤对国内焦煤的补充具有重要作用。

图 21: 近年来进口焦煤数量变动较小



资料来源: wind, 财富证券

图 22: 焦煤进口数量没有明显的季节性

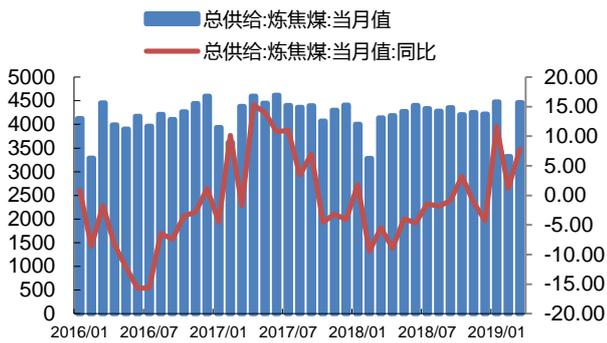


资料来源: wind, 财富证券

从进口的结构来看，澳大利亚和蒙古为我国焦煤进口的主要来源地，2018 年，二者合计占进口量的比重达 87%，其中，澳洲比重达 44%，是我国最大的焦煤进口来源国。蒙古进口焦煤主要通过呼和浩特海关通关，澳洲进口焦煤分散到各个沿海港口通关，反应到进口地区上，内蒙、辽宁、福建等地为主要的焦煤进口地。

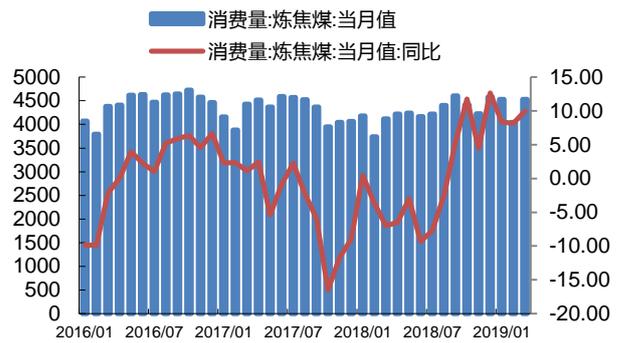


图 27: 2019 年以来焦煤供给波动较大(单位:万吨,%)



资料来源: wind, 财富证券

图 28: 2019 年以来焦煤需求稳步增长(单位:万吨,%)



资料来源: wind, 财富证券

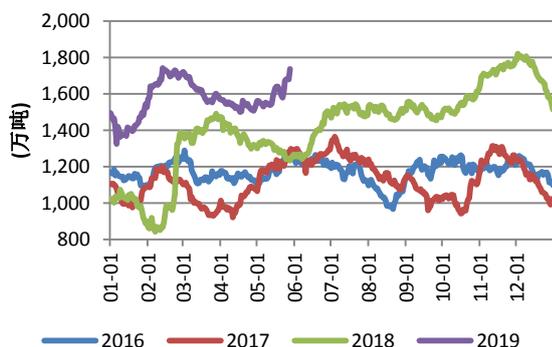
## 2.3 电厂补库已开启, 动力煤季节性行情到来

### 2.3.1 电厂补库已开启

动力煤需求具有较强的季节性, 每年 4-5 月, 下游需求季节性走弱, 水电替代作用明显, 为全年动力煤需求较弱季节, 与此同时, 动力煤价格也会季节性走弱, 电厂通常会在该时间段内进行补库。

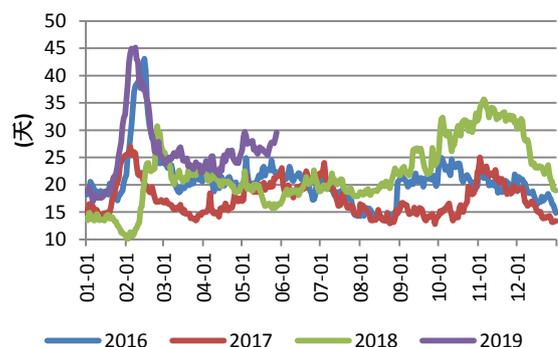
从当前时点来看, 坑口价格上涨逐步传导到港口, 电厂在买涨不买跌的心态下, 补库时点已经提前开启。电厂补库预计在 5 月已经完成, 补库完成之后, 季节性旺季逐步开启, 消费量将有所提升。从库存可用天数来看, 高比例长协机制的采用, 使得煤炭价格波动性减弱, 电厂为防止季节性煤炭价格上涨, 2018 年下半年以来一直维持高库存策略。目前来看, 煤炭价格不存在大幅下行的基础, 电厂对煤炭价格的恐高情绪下, 年内不会改变高库存策略。

图 29: 电厂补库已经提前开启(6 大发电集团场库)



资料来源: wind, 财富证券

图 30: 电厂库存可用天数处于近年来较高位置



资料来源: wind, 财富证券

### 2.3.2 来水丰富, 但水电替代将减弱

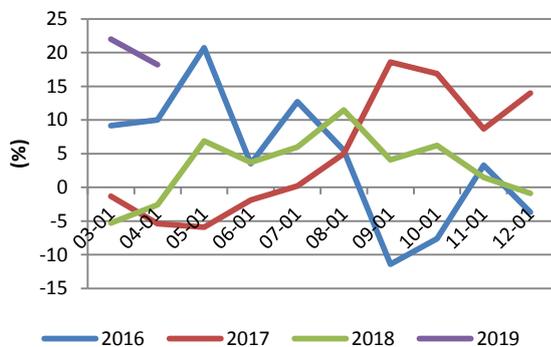
2019 年是厄尔尼诺年, 太平洋东部和中部的海水大范围持续异常偏暖, 对天气的影响体现在来水丰富, 汛期比较长。气象专家预测, 厄尔尼诺现象持续整个夏天的概率为

70%，受此影响，今年南方地区降水丰富，水电持续高增长。2019年1-4月水利发电累计同比增长率为13.70%，同期总发电量增速为4.10%，火力发电增速为1.40%，南方来水比较丰富，对火电的替代作用明显。

从雨水的地域分布来看，3-4月为南方雨季，7-8月为北方雨季，从水利设施来看，西南地区水电最丰富，其次为长江流域的湖南湖北两省，北方地区地势平缓，水利发电适宜地点较少，水利设施相对较少。后续来看，随着雨水北移，水利发电站减少，水电对火电的替代作用将减弱。

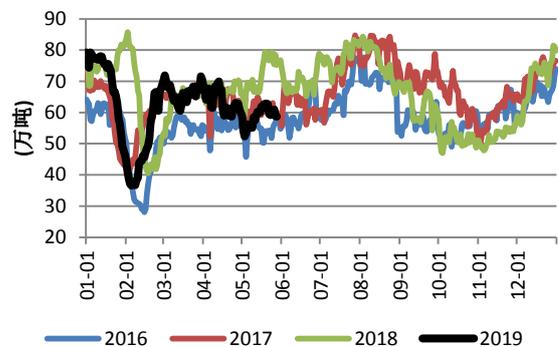
从6大发电集团的日均耗煤量来看，经历4月的低点后，耗煤量在近期有所反弹，煤炭需求有所回升，但去年高基数效应下，同比数据在5月不会体现。

图 31：2019 年水电产量增速为近年最高（同比增长率）



资料来源：wind，财富证券

图 32：6 大发电集团日均耗煤量开始回升



资料来源：wind，财富证券

### 2.3.3 季节性旺季来临，需求一触即发

临近7月，气温回升明显，夏季用电高峰即将到来，电力需求将有所提高，煤炭季节性需求提升，在没有进口冲击的情况下，煤炭供给在季节性旺季还是保持紧平衡态势，煤炭价格有支撑。

从目前来看，对煤炭季节性需求的干扰因素有两个，一是厄尔尼诺年充沛的雨水环境下，水电对火电的替代作用明显，二是宏观经济不确定性较强，电力需求整体减弱的担忧。针对水电情况，已经在上节中给予阐述，下半年整体压力不大。2019年4月，发电量同比增速为3.80%，1-4月累计增速为4.10%，全年来看，减税降费的政策刺激效果尚未显现，下半年随着经济回暖，电力需求也将有回暖，全年增速有望达到4.50%。

从当前来看，上半年南方雨水丰富，1-4月火电累计同比增速仅1.40%，火电需求过度压制下，季节性旺季的来临叠加水电走弱将快速提振需求，火电需求一触即发，煤价反弹速度可能很快。

## 2.4 蒙华铁路开通，陕蒙地区充分受益

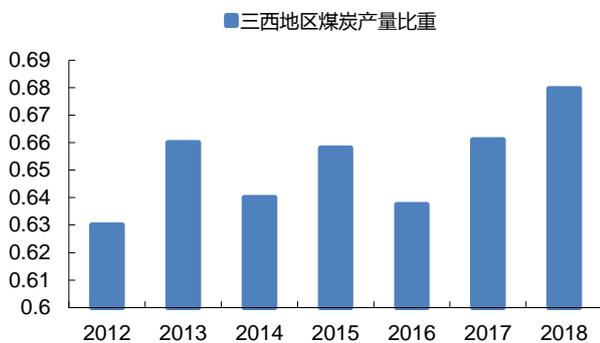
### 2.4.1 现有煤炭物流以西煤东运为主

由于资源禀赋的原因，我国煤炭资源主要集中在西北地区，经历了 2016-2018 年的去产能之后，煤炭产量进一步向山西、陕西、内蒙古西部的“三西”地区集中，2018 年晋陕蒙三省的煤炭产量合计达 24.1 亿吨，占全国煤炭产量的比重达 68%，较 2012 年的 22.9 亿吨、63% 有进一步的提升。

从煤炭消费属地来看，晋陕蒙三省的煤炭消费量合计约为 9.2 亿吨，三地每年的煤炭外运量接近 14 亿吨。山东、河北、江苏、浙江、安徽、广东等煤炭消费量较大的地区均位于东南部，煤炭物流运输上就要求西煤东运、北煤南运。

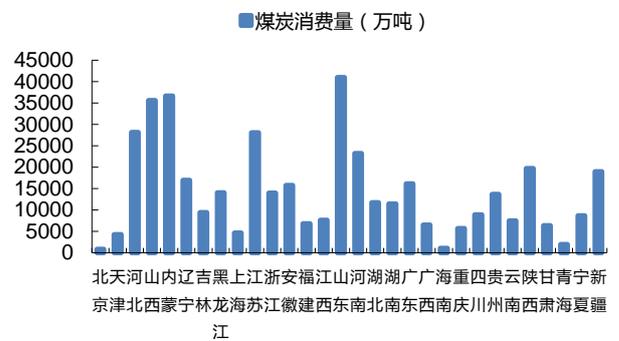
从煤炭运输上看，西北地区煤炭运到北方港口，再通过低成本的海运方式运抵东南部沿海地区，性价比高，物流成本相对便宜，故现有煤炭物流以西煤东运为主。

图 33：我国煤炭产量向“三西”地区集中



资料来源：wind，财富证券

图 34：我国东南部煤炭消费量较大



资料来源：wind，财富证券

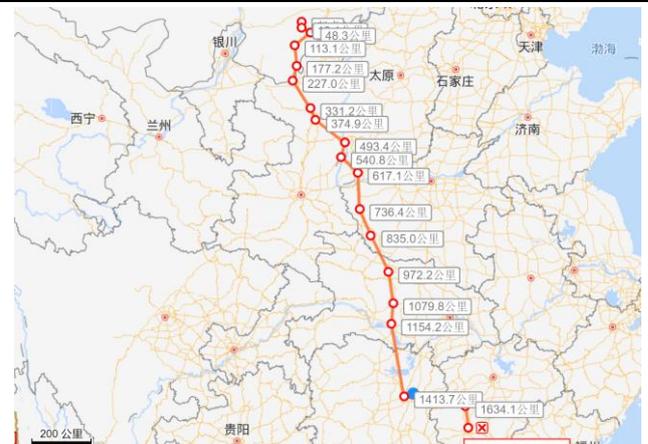
我国现有的煤炭运输通道包括大秦线（山西大同—河北秦皇岛港）、神朔—朔黄线（榆林神府—山西朔州—河北黄骅港）、瓦日线（山西瓦塘—山东日照港）等。主要运煤通道均为东西向铁路，且除神朔—朔黄线外（神华集团专用），其他均为山西地区的煤炭外运通道，陕蒙地区运煤通道相对缺乏。

图 35：我国现有运煤通道以西煤东运为主



资料来源：新浪博客<sup>1</sup>，财富证券

图 36：蒙华铁路线路图



资料来源：百度地图，财富证券

<sup>1</sup>[http://blog.sina.com.cn/main\\_v5/ria/private.html?uid=2883256094](http://blog.sina.com.cn/main_v5/ria/private.html?uid=2883256094)

#### 2.4.2 “坑口价+物流费用”定价模式下，物流成本是关键因素

在港口等煤炭中转地，相同煤炭品质的价格应差异不大。由于煤炭资源属地与中转地距离远近不一，物流速度与运输条件差异较大，决定了各煤炭主产区煤炭运输费用差距巨大。通常来说，运输距离越远，运输费用越高，公路运输费用高于铁路运输。对于运输费用较高的地区而言，相对刚性的运输费用下，只有降低坑口销售价格，最终销售费用才能在港口等中转地有竞争力。

我国的煤炭主产区中，鄂尔多斯东胜、陕西榆林、山西大同到秦皇岛港的公路运输距离分别是：1013公里、1024公里、636公里。陕蒙地区在运输距离上较山西地区没有优势，同时，铁路线路铺设不完善也进一步增加了运输成本。从运输费用上来看，陕蒙地区到北方港口的运输费用通常在200元/吨以上，占据中转地价格比重超过1/3，在中转地结算价格中，运输费用是关键因素。

表3：重要运煤线路运费价格行情（汽运：2019年5月28日价格）

货物	线路	运距(km)	运费(元/吨)
动力煤	神木-黄骅港	770	230
动力煤	包府路-黄骅港	960	240
动力煤	包府路-京唐港	1020	245

资料来源：mysteel，财富证券

#### 2.4.3 蒙华铁路开通，陕蒙地区南向物流费用降低

蒙华铁路是我国南北向的重要煤炭运输通道，北起内蒙古自治区鄂尔多斯境内浩勒报吉南站，途经蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣7省区，南至京九铁路吉安站。线路全长1814.5公里，规划年运输能力超过2亿吨。

蒙华铁路在陕西省境内320多公里，经过榆林、延安、渭南等9站，其中，榆林、渭南是我国最重要的煤炭生产基地，榆林已探明的煤炭储量为1490亿吨，预测储量达2720亿吨，榆林市煤炭生产产能约3.1亿吨，占全国煤炭总产能的8.9%左右，渭南探明煤炭储量50亿吨左右。

蒙华铁路在鄂尔多斯境内180多公里，乌审旗以南为双线，以北为单线。规划了浩勒报吉、阿布达尔、乌审旗、陶利庙南、纳林河5个煤炭集运站，连接浩勒报吉、营盘壕、嘎鲁图及周边矿井，纳林河二号及周边矿井等铁路专线。周边铁路系统发达，有东乌铁路、南部铁路等与蒙华铁路接轨，直接吸引纳林河、呼和浩特、高头窑等矿区的煤炭，还可通过南部铁路和东乌铁路、包神铁路等吸引新街矿区、神东矿区及准格尔西南部、东胜周边的煤炭。鄂尔多斯市是内蒙古最主要的煤炭生产基地，现探明储量2102亿吨，2018年的煤炭产量超过7亿吨。

对于山西地区来说，蒙华铁路在山西境内仅经过山西运城一站，运城每年的煤炭产量在800-900万吨左右，产量较小，即使吸引周边地区的煤炭，体量也较小。

蒙华铁路下游连接的消费地区主要是湖北、湖南、江西三个省份。2018年，湖北、

湖南、江西三个地区的煤炭产量分别为 819 万吨、1692.9 万吨、530.5 万吨，消费量则分别达 1.17 亿吨、1.14 亿吨、7614 万吨，三地处于我国煤炭资源相对匮乏地区，合计每年的煤炭净流入量可达 2.7 亿吨以上，煤炭调入量大。目前的三地的煤炭调运方式有两种，一是国铁直达，另一种是海进江方式，其中，国铁直达主要是调运山西地区煤炭。

经过简单测算，蒙华铁路从内蒙乌审旗站、陕西靖边站到达“两湖一江”地区的物流成本分别可节约 60-80 元/吨、40-60 元/吨。从物流费用上来看，蒙华铁路的开通对“两湖一江”地区的物流成本降低作用显著，且内蒙地区受益更加明显。从煤炭集运来源来看，陕西、内蒙、山西占比分别为 64%、28%、8%，预计陕西地区将成为蒙华铁路煤炭集运来源的重要基地。

表 4：煤炭到达两湖一江物流成本测算（元/吨）

	湖北武昌			湖南岳阳			江西新余		
	国铁直达	铁转水 秦皇岛、曹妃甸-长江口-江船	蒙华铁路 铁路到荆州港水转江船	国铁直达	铁转水 秦皇岛长江口-江船	蒙华铁路 直达	国铁直达	铁转水 秦皇岛-长江口-江船-九江-铁路	蒙华铁路 直达
内蒙古乌审旗站	310	310	250	325	315	239	345	380	300
陕西靖边站	260	305	230	287	310	217	305	370	285
山西河津站	170	--	178	190	--	164	230	--	231

资料来源：《煤炭江铁海》微信公众号，财富证券（蒙华铁路运费按 0.18 元/吨/公里测算）

### 3 重点标的

投资标的的选择上，遵从自上而下的选股方式，强势的铁矿石价格下，选择国内较纯的铁矿标的金岭矿业；油气开采投资持续向好，选择油气业务比重较大的常宝股份；蒙华铁路开通，陕蒙地区充分收益，选择陕西煤炭龙头陕西煤业；钢厂开工率较高，选择受益的焦煤龙头平煤股份。

#### 3.1 金岭矿业

公司主要产品为铁精粉及球团矿，铁精粉含铁量 65% 以上，球团矿品位在 63%-64%，均为国内主要的铁矿石品种。公司具备 120 万吨铁精粉，50 万吨球团矿的生产能力，2018 年，公司生产铁精粉 120.20 万吨，球团矿 25.01 万吨，铁精粉和球团的毛利占比分别为 69.07% 和 18.09%，铁矿石业务比重较高。公司铁精粉生产基地位于山东本部，主要客户是山东省内钢铁厂，球团生产基地位于新疆喀什，主要客户为新疆八一钢铁。

图 37: 铁矿石内外矿价格具有较高相关性 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 38: 内外矿价差接近相对低点 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

从铁矿石的价格走势来看, 内外价格走势通常具有较高的相关性, 且国内铁矿石价格跟随外矿价格变动。2019 年年初以来, 外矿价格持续高涨, 并在近期突破 100 美元/吨大关, 国内铁精粉价格也跟随性上涨, 从价差上来看, 近期内外矿价差已经接近较低的位置, 后续大概率将修复。公司自身产品的定价模式也是跟随普氏指数定价, 价格跟随外矿价格变动, 铁矿石价格上涨, 公司将充分受益。

2018 年, 公司铁精粉、球团矿的税前完全成本为 491.65 元/吨、548.31 元/吨, 按照当前淄博地区 65% 铁精粉价格来算, 公司铁精粉产品有 380 元/吨左右的毛利, 铁精粉均价每上涨 10 元/吨, 增厚公司业绩 1200 万元左右, 在产品价格上涨过程中, 公司业绩弹性较大。

预计公司 2019 年铁精粉及球团矿产量将维持 2018 年水平, 铁精粉和球团矿价格均会有较大程度的上涨。预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 13.43 亿元、13.97 亿元、13.27 亿元, 归母净利润分别为 2.92 亿元、2.89 亿元、2.75 亿元, EPS 为 0.49 元、0.48 元、0.46 元, 对应 PE 估值为 10.83 倍、10.98 倍、11.53 倍, 参考上轮矿价高点公司所处 20 倍左右 PE 估值区间, 给予公司 2019 年 16-18 倍 PE, 合理区间为 7.84-8.82 元, 给予“推荐”评级。

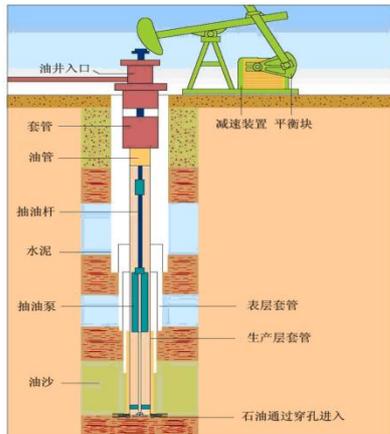
### 3.2 常宝股份

公司立足于钢管和医疗服务双主业发展, 钢管产品主要为油套管和锅炉管, 2018 年, 公司油套管、锅炉管和医疗服务三块业务的毛利比重分别为 49.01%、22.00%、16.10%。公司是国内重要的石油天然气管道生产企业, 是中石油“能源一号网”的供应商之一, 在行业内具有领先地位。

在油气开采领域, 油井管是重要的生产物资, 占整个油气开采成本的 20-30%, 在油井管中, 油套管是消耗性产品, 占油井管使用量的 75%。油套管是公司主要的生产产品, 2018 年, 公司共生产无缝钢管 54.71 万吨, 较 2017 年增加 7.4%。

从历史情况看，公司业绩与油气行业的资本开支相关性较大，2016 年以来，两桶油的资本开支在逐年增加，油气开采行业景气度开始回升，油气开采产业链受益。

图 39：油套管在油井管中使用比例较高



资料来源：常宝股份招股说明书，财富证券

图 40：公司业绩与中石油、中石化资本开支相关性高



资料来源：wind，中石油、中石化历年年报，财富证券

盈利预测：假设公司油气套管业务在 2019 年有较大幅度的增加，其他业务保持稳定。预计 2019-2021 年公司实现营业收入 67.74 亿元、70.45 亿元、66.92 亿元，实现归母净利润 6.89 亿元、7.23 亿元、7.08 亿元，EPS 为 0.72 元、0.75 元、0.74 元，对应的 PE 估值 8.11 倍、7.74 倍、7.90 倍。参考公司的历史估值，给予公司 2019 年 14-16 倍 PE 估值，合理区间为：10.08-11.52 元，给予“推荐”评级。

### 3.3 陕西煤业

公司是我国西北地区的主要煤炭生产基地，拥有煤炭地质储量 161 亿吨，可采储量 98 亿吨，煤炭资源位于陕北、彬黄等优质主产区。2018 年共生产原煤 1.08 亿吨，同比增长 7.05%，销售煤炭 1.46 亿吨，对陕北地区的价格形成具有一定的影响力。2019 年，公司仍有小保当 1 号煤矿、袁大滩矿共计超过 1500 万吨的新增产能释放，煤炭产量将进一步提升。

从区位上看，公司主要矿区距离川渝地区和蒙华铁路消费地“两湖一江”地区具有运输距离的优势，市场定位主要集中在中西部地区，形成了“中部看陕煤，沿海看神华”的竞争格局。蒙华铁路开通，公司将成为最受益的主体之一。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年将实现营业收入 589.52 亿元、645.23 亿元、672.72 亿元，实现归母净利润 117.31 亿元、139.46 亿元、140.89 亿元，对应的 EPS 为 1.17 元、1.39 元、1.41 元，PE 估值为 7.85 倍、6.60 倍、6.54 倍。公司将充分受益于蒙华铁路的开通，给予公司 2019 年 9-10 倍 PE 估值，合理区间为：10.53-11.70 元，维持“推荐”评级。

### 3.4 平煤股份

公司的煤炭品种为高品质的焦煤，自身拥有较全面的焦煤煤种，可以依靠自身完成

配煤，主要出售的产品为冶炼精煤，用于冶金行业。

2018年下半年，公司更换了新的管理层，经营重心从原来的安全生产转变为业绩增长，2019年，公司的精煤产量有望超过1000万吨，增幅超过12%。从焦煤价格走势来看，下游钢厂开工率较高，焦煤需求旺盛，进口受限，全年焦煤价格有望高位运行。公司焦煤对主要客户的定价方式为季度长协定价，定价方式可以平滑价格波动，体现了公司凭借资源禀赋在产业链上的话语权。

盈利预测：预计2019-2021年公司将分别实现营收225.72亿元、230.24亿元、241.74亿元，实现归母净利润14.13亿元、15.82亿元、17.65亿元，EPS为0.60元、0.67元、0.75元，对应的PE估值为7.97倍、6.22倍、5.58倍。参考公司的历史估值，给予2019年9-10倍PE估值，合理区间为5.40-6.00元，维持“推荐”评级。

#### 4 风险提示

风险提示：钢材价格超预期下跌；原材料价格持续上涨；环保政策趋严；水电持续高增长；电力需求走弱；澳洲煤炭进口限制松动。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438