

煤炭 II

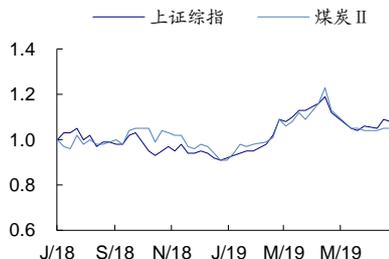
煤炭行业 2019 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 7 月 04 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《煤炭行业 2019 年年度策略: 否极泰来, 龙头优先》——2019-01-14
- 《煤炭行业 9 月投资策略: 煤炭供需双弱, 焦炭价格或将回调》——2018-09-03
- 《煤炭行业 2018 年中报前瞻: 煤企盈利小幅增长, 看好焦炭板块机会》——2018-07-31
- 《煤炭行业 2018 年中期投资策略: 旺季煤价看涨, 降准利好煤炭》——2018-07-17
- 《煤炭行业二季度投资策略: 煤价上涨带动反弹, 看好转型成长煤炭股》——2018-05-01

证券分析师: 王政

电话: 0755-81981807
E-MAIL: wangzheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100004

行业投资策略

看好焦炭焦煤价格上涨, 板块估值修复可期

● 预计下半年经济回升, 市场悲观预期有望扭转

通过分析历史降准周期对经济和煤价的影响, 我们发现经济在首次降准后半年至一年左右见底反弹, 我们预计 2019 年下半年经济将企稳回升, 保守情况回升至 2019 年 Q4, 煤价保守情况下上涨至 2020 年 5 月。支撑经济和煤炭需求企稳回升主要是地产投资增速维持高位以及基建投资增速回升。市场对经济和煤炭行业悲观预期有望逐步扭转。

● 基本面向好, 当下更看好焦炭焦煤股

6 月下旬唐山钢铁限产趋严推动钢价上涨, 钢价上涨有望带动三季度焦炭和焦煤价格上行。2019 年 1-5 月, 生铁、焦炭产量累计同比增速分别为 8.9%、5.8%, 1-4 月焦煤产量同比增速为 3.4%, 焦炭、焦煤需求增长均高于供给增长助推价格上行。2019 年 1-5 月火电发电量累计同比增速仅为 0.2%, 焦炭焦煤需求好于动力煤。焦煤是钢铁工业重要的原料之一, 与作为燃料的动力煤具有不同属性, 炼焦煤作为一种稀缺、不可替代的战略资源, 长期看需求将不断增长供给将逐渐趋紧。焦炭预计在 2019-2020 年会持续推进去产能, 供需格局有望不断改善。当下更看好焦炭焦煤股。

● 估值历史底部区域, 布局正当时

从市净率看, 2019 年 7 月 1 日煤炭开采行业市净率为 1.19 倍, 处于 2000 年以来板块 PB 估值前 7% 水平。从市盈率看, 2019 年 7 月 1 日申万煤炭行业市盈率为 11.3 倍, 处于前 15% 低的历史 PE 水平。目前低估值表明市场已经较大幅度反应悲观预期, 当前煤炭股具有很强安全边际。煤价将迎较长上涨周期, 煤炭企业中期盈利有望超预期, 流动性有望进一步宽松、中美贸易问题阶段性缓和有望带动煤炭股上涨。重点推荐焦炭焦煤股: 山西焦化、西山煤电、宝丰能源。

● 风险提示:

地产投资增速大幅下滑风险, 供给过度释放风险

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600740	山西焦化	买入	8.73	13,235	1.24	1.35	7.1	6.5
000983	西山煤电	买入	6.10	19,222	0.68	0.71	9.1	8.7
600989	宝丰能源	增持	11.94	87,560	0.58	0.82	20.9	14.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

在 2018 年 4 月开始的降准刺激作用下，预计下半年经济企稳回升。焦炭焦煤供需格局好于动力煤，价格弹性优于动力煤，预计三季度焦煤焦炭价格将迎来较大幅度上涨，当下更看好焦炭焦煤股。煤价将迎较长上涨周期、煤炭企业中期盈利有望超预期、流动性有望进一步宽松、中美贸易问题阶段性缓和有望带动煤炭股上行。目前煤炭板块 PB、PE 处于历史底部区域，具有很强安全边际。重点推荐焦炭焦煤股：山西焦化、西山煤电、宝丰能源。

核心假设或逻辑

第一，在 2018 年 4 月开启的降准货币政策刺激下，2019 年下半年经济有望企稳回升，经济迎来上行周期，煤炭股将受益经济周期上行。

第二，6 月下旬受唐山钢铁限产趋严影响，钢价开始上涨，预计随后将带动焦炭焦煤价格较大幅度上涨，利好焦炭焦煤股。

第三，流动性有望进一步宽松，市场预计美国 7 月大概率降息，全年有望降息两次，美国开启降息周期有助国内流动性进一步放松。

第四，估值底部，具有安全边际，估值修复可期，目前煤炭股处于历史盈利中高位水平，且预计下半年煤价将延续上升趋势，但是煤炭股估值处于历史底部，反应市场对煤炭股很悲观预期，未来即使出现基本面恶化，下行空间也会比较有限。我们预计大概率煤炭行业基本面仍上行，估值修复可期。

与市场预期不同之处

市场对下半年经济很悲观，我们分析了历史三次降准周期，首次降准半年至一年左右经济会企稳回升，在 2018 年 4 月降准刺激的作用下，预计 2019 年下半年经济将迎来上行周期。

市场并未认识到下半年焦煤焦炭价格有望较大幅度上涨，我们认为 6 月下旬以来钢铁价格上涨，将会带动焦炭焦煤价格上涨，今年以来焦炭、焦煤供需格局不断向好，支撑焦炭焦煤价格走高。

市场认为焦煤股和动力煤股同一性质股票给予近似的估值。我们认为动力煤受环保控煤和新能源替代影响，未来需求存在不确定性。而焦煤是冶炼钢铁原料，全球经济不断发展钢铁产量将持续增长，焦煤是长期需求向好、不可替代，供给逐步枯竭的稀缺资源，焦煤股合理估值应高于动力煤股。

股价变化的催化因素

第一，动力煤、焦煤、焦炭价格上涨

第二，出台货币宽松政策。

第三，出台加大固定资产投资的政策。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，地产投资增速大幅下滑风险。

第二，供给过度释放风险。

内容目录

预计下半年经济回升，市场悲观预期有望扭转	5
历史数据验证，降准后半年至一年经济触底回升.....	5
地产投资高位基建投资增速回升，拉动经济与煤价上行.....	7
权威人士对经济判断，印证经济迎上行周期.....	9
基本面向好，当下更看好焦炭焦煤股	9
短期钢价上涨，带动焦炭焦煤价格上涨.....	9
中期供需格局向好，焦炭焦煤价格呈上行趋势.....	11
长期看焦煤具有稀缺性不可替代性，焦煤焦炭长期供给趋紧.....	12
投资建议：估值历史底部区域，布局正当时	13
煤炭板块估值处于历史底部区域，具有较强安全边际.....	13
四个重要因素，看好 2019 下半年煤炭股.....	14
重点推荐公司：山西焦化、西山煤电、宝丰能源.....	15
风险提示	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 2008 年以来 4 次降准周期降准和降息情况	5
图 2: 降准后半年至一年左右经济触底回升	6
图 3: 降准后煤价见底通常回升 17-34 个月	7
图 4: 2016 年以来地产投资增速呈上行趋势	7
图 5: 2016 年以来商品房待售面积持续下滑	8
图 6: 2019 年基建投资增速有望较大回升	8
图 7: 2019 年 6 月下旬唐山限产趋严导致钢价上涨	10
图 8: 每一轮钢价上涨均带动焦炭价格上涨	10
图 9: 每一轮焦炭价格上涨均带动焦煤价格上涨	11
图 10: 2016 年以后生铁产量增速高于焦炭产量增速	12
图 11: 火电发电量和生铁产量同比增速比较	12
图 12: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系	14
图 13: 2018 年以来环渤海煤价季度均价	15
表 1: 2008 年以来 4 次降准周期	5
表 2: 降准与 GDP 增速的关系	6
表 3: 降准与煤价的关系	7
表 4: 2015 年以后焦煤供给趋紧	13
表 5: 煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较	13
表 6: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较	14
表 7: 重点公司盈利预测及估值	16

预计下半年经济回升，市场悲观预期有望扭转

历史数据验证，降准后半年至一年经济触底回升

2008年以来我国经历四次降准周期，如果以降准期间首次降准月份和最后一次降准月份来界定降准周期则分别是第一次 2008 年 10 月至 2008 年 12 月，第二次 2011 年 12 月至 2012 年 5 月，第三次 2015 年 2 月至 2016 年 3 月，第四次 2018 年 4 月至 2019 年 1 月。第四次降准周期有可能 2019 年 1 月是最后一次降准，也有可能后续还有降准，取决于央行是否认为经济已经企稳。

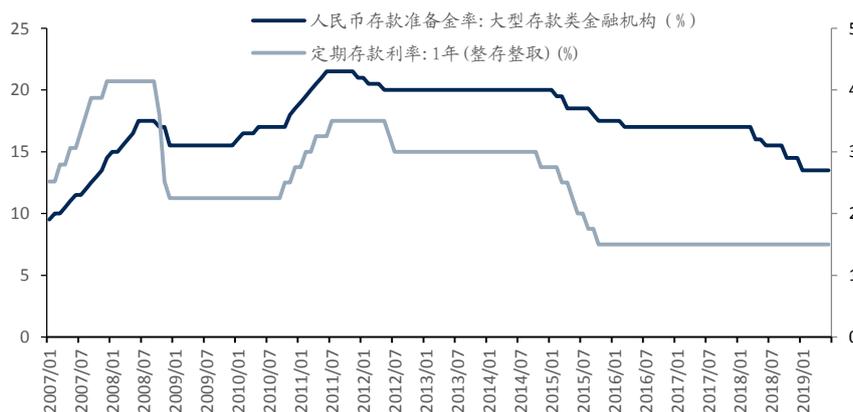
第一次降准周期历时 3 个月，存款准备金率从 17.5% 下降 2% 至 15.5%，同时伴随降息，基准利率由 4.14% 降至 2.25%。第二次降准周期历时 6 个月，存款准备金率从 21.5% 下降 1.5% 至 20%，同时伴随基准利率由 3.5% 降至 3%。第三次降准周期历时 14 个月，存款准备金率从 20% 下降 3% 至 17%，伴随基准利率由 3% 降至 1.5%。第四次降准周期历时 10 个月，存款准备金率从 17% 下降 3.5% 至 13.5%，没有伴随降息可能考虑到基准利率已经处于较低水平。第四次降准周期从降准幅度来看，超过前三次降准周期。不过由于利率已经较低至今未降息，预计刺激效果弱于第一次和第三次降准周期，强于第二次降准周期。

表 1: 2008 年以来 4 次降准周期

时间	降准周期(月)	降准幅度	期间降准下降情况	降息幅度	期间 1 年期定期存款利率下降情况
1 2008-10 至 2008-12	3	2%	2008-10 由之前 17.5% 降 0.5%，2008-12 降 1.5% 至 15.5%。	1.89%	2008-10 月由之前 4.14% 降 0.54%，2008-11 月降 1.08%，2008-12 降 0.27% 至 2.25%。
2 2011-12 至 2012-5	6	1.5%	2011-12 由之前 21.5% 降 0.5%，2012-2 降 0.5%，2012-5 降 0.5% 至 20%。	0.50%	2012-6 由之前 3.50% 降 0.25%，2012-7 降 0.25% 至 3%。
3 2015-2 至 2016-3	14	3%	2015-2 由之前 20% 降 0.5%，2015-4 降 1%，2015-9 降 0.5%，2015-10 降 0.5%，2016-3 降 0.5% 至 17%。	1.50%	2014-11 由之前 3% 降 0.25%，2015-3 降 0.25%，2015-5 降 0.25%，2015-6 降 0.25%，2015-8 降 0.25%，2015-10 降 0.25% 至 1.5%。
4 2018-4 至 2019-1	10	3.5%	2018-4 由之前 17% 降 1%，2018-6 降 0.5%，无 2018-10 降 1%，2019-1 降 1% 至 13.5%。	无	无

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 1: 2008 年以来 4 次降准周期降准和降息情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

降准后半年至一年经济触底回升，回升周期通常 4-8 个季度。第一次降准周期首次降准是在 2008 年 10 月，2 个季度后 GDP 增速在 2009 年一季度见底至 6.4%，之后 GDP 增速上升了 4 个季度，至 2010 年 Q1 的 12.2% 见顶。第二次降准周期首次降准是 2011 年 12 月，3 个季度后 GDP 增速在 2012 年三季度见底至 7.5%，直到 2013 年 Q4，GDP 增速均在 7.5% 以上企稳，企稳周期为 5

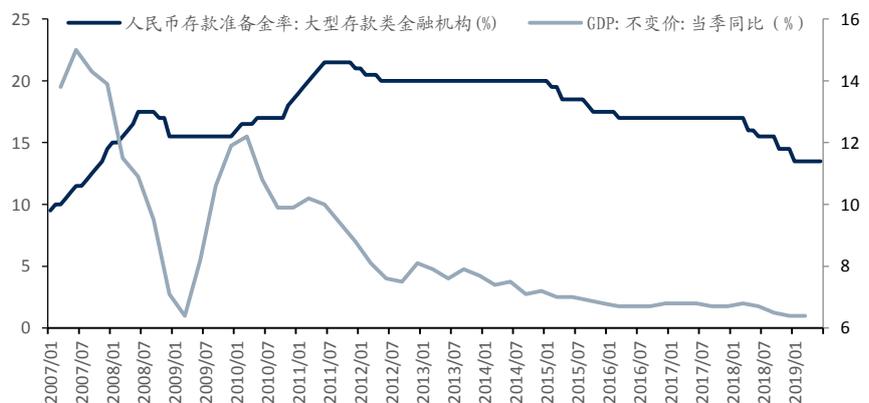
个季度。第三次降准周期首次降准是 2015 年 2 月，4 个季度后 2016 年 Q1 GDP 增速见底至 6.7%，之后 GDP 增速回升至 2018 年 Q1 的 6.8% 见顶，回升周期为 8 个季度。降准后经济会触底回升主要是货币政策刺激对经济有拉动作用。根据前三次规律，第四次降准周期首次降准是 2018 年 4 月，我们预计首次降准后 2 个季度至 4 个季度 GDP 增速见底，2018 年 Q4 GDP 增速降至 6.4% 后，2019 年 Q1 维持 6.4%，有可能 2018 年 Q4 经济已经触底，也有可能 2019 年 Q2 经济触底。历史看 GDP 回升周期 4-8 个季度，假设 2018 年 Q4 经济触底，最早经济见顶也要在 2019 年 Q4，如果 2019 年 Q2 经济触底，GDP 上升周期持续 8 个季度，则 GDP 最终见顶有望到 2021 年 Q2。因此，我们认为 2019 年下半年经济有望企稳回升，至少回升至 2019 年 Q4，乐观的情况经济有望持续回升至 2021 年 Q2，平均来看预计会到 2020 年 Q3。

表 2: 降准与 GDP 增速的关系

	降准周期	GDP 增速见底时间	首次降准距离 GDP 增速见底时间	GDP 增速见顶或企稳时间	GDP 上升或企稳周期
1	2008-10 至 2008-12	2009Q1	2 个季度	2010Q1	4 个季度
2	2011-12 至 2012-5	2012Q3	3 个季度	2013Q4	5 个季度
3	2015-2 至 2016-3	2016Q1	4 个季度	2018Q1	8 个季度
4	2018-4 至 2019-1	预计 2018Q4-2019Q2	预计 2-4 个季度	预计 2019Q4-2021Q2	预计 4-8 季度

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

图 2: 降准后半年至一年左右经济触底回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

降准后一般 8-10 个月煤价见底，回升或企稳周期通常 17-34 个月。第一次降准周期首次降准是在 2008 年 10 月，3 个月后煤价见底，之后煤价上升了 34 个月见顶。第二次降准周期首次降准是 2011 年 12 月，8 个月后煤价见底，之后煤价企稳震荡 17 个月见顶。第三次降准周期首次降准是 2015 年 2 月，10 个月后煤价见底，之后煤价上涨 27 个月见顶，第四次降准周期首次降准是在 2018 年 4 月，煤价在 9 个月后的 2018 年 12 月触底，2019 年以来煤价呈震荡上行趋势，根据前三次规律，我们预计煤价上涨周期为 17-34 个月，推测此轮煤价周期见顶时间预计在 2020 年 5 月至 2021 年 10 月，平均会在 2021 年 1 月。因此 2019 年下半年煤价预计仍呈上涨趋势。

表 3: 降准与煤价的关系

降准周期	煤价见底时间	首次降准距离煤价见底时间	煤价见顶时间	煤价上涨时间(月)
1 2008-10 至 2008-12	2008-12	3 个月	2011-10	34 个月
2 2011-12 至 2012-5	2012-7	8 个月	2013-12	17 个月
3 2015-2 至 2016-3	2015-11	10 个月	2018-2	27 个月
4 2018-4 至 2019-1	2018-12	9 个月	预计 2020-5 至 2021-10	预计 17-34 个月

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

图 3: 降准后煤价见底通常回升 17-34 个月



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

地产投资高位基建投资增速回升, 拉动经济与煤价上行

影响煤炭需求主要是地产投资和基建投资。地产投资增速 2015 年触底回升, 2016-2018 年地产投资增速分别为 6.9%、7.0%、9.5%, 2019 年 1-5 月地产投资增速为 11.2%。在投资增速不断增长情况下, 地产库存持续去化, 商品房待售面积依然不断下降, 由 2016 年 2 月最高 7.39 亿平方米下降至 2019 年 5 月 5.09 亿平方米, 已下降 30%, 表明地产依然供不应求, 未来仍看好地产投资增速维持较高水平。

图 4: 2016 年以来地产投资增速呈上行趋势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2016 年以来商品房待售面积持续下滑



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资增速有望企稳回升。2018 年基建投资增速出现较大幅度下滑，2019 年在经济面临一定压力情况下，基建成为稳增长的重要工具。2019 年一季度，全国发行地方政府债券 1.4 万亿元，相较于 2018 年一季度 2195 亿元的发债规模，今年同期发债量增长了约 5.4 倍。2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，《通知》允许部分地方政府专项债券可作为符合条件的重大项目资本金，并鼓励金融支持专项债项目，测算有望新增基建投资 1 万亿左右，拉动基建投资 5% 左右。2019 年前 5 月基建投资累计同比增速为 2.6%，预计 2019 年基建投资增速将会较大回升。

图 6: 2019 年基建投资增速有望较大回升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

供给方面，上半年陕西神木矿难，对陕西煤炭产量造成较大冲击，前 4 月陕西原煤产量同比下降 14%，减少 2319 万吨。陕西严查煤企超产，预计全年陕西煤炭产量下降 1 亿吨左右（包含未在统计中私采的煤）。下半年将迎建国 70 周年大庆，预计煤炭安全检查将更加严格，较大程度限制煤炭供给。

目前市场对煤炭行业短期和长期均比较悲观，我们认为市场的悲观预期有望逐步扭转。我们认为下半年煤炭需求增长供给受限，预计煤价将震荡上行。长期看随着供给侧改革推进，未来新增供给将很少，而中国经济将逐步企稳回升，

煤炭行业长期将处于较合理盈利水平。

权威人士对经济判断，印证经济迎上行周期

副总理刘鹤在 2019 年 5 月的一次采访中提到对中国经济看法：“中国经济从经济周期角度看，2018 年触底，现在走入上升期，对中长周期中国经济非常乐观。需求侧中国有巨大的消费市场和投资市场。供给侧正推动供给体系改革，产业竞争力、产品竞争力、企业竞争力将全面提升。从政策角度宏观层面看，货币政策、财政政策还有充分的空间，微观角度看，企业家也是有信心的。相信中国经济会保持平稳健康发展的良好态势，其中最核心问题是预期问题和信心问题。”从中可以看出，副总理刘鹤对 2019 年经济的判断是迎来上升期。

央行行长易纲在 2019 年 6 月一次采访中对中国经济看法：“通过经济模型预测，我们看到中国经济依然韧性十足，且势头强劲。今年的财政政策力度非常强，把制造业等行业增值税下调了三个百分点，从 16% 调降至 13%，还下调了社保费率，今年积极的财政政策力度很大，可能是有史以来最大的。”可以看出，央行行长易纲认为目前中国经济势头良好。

基本面向好，当下更看好焦炭焦煤股

短期钢价上涨，带动焦炭焦煤价格上涨

唐山限产趋严导致钢价上涨。由于 6 月份以来，唐山空气质量持续不降反升，在全国重点城市排名末位，6 月 23 日唐山市发布《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，要求加大钢铁企业停限产力度。8 月 1 日以前，绩效评价为 A 类的首钢迁钢，沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁，烧结机（球团）、高炉、转炉、石灰窑限产 20%；其他钢铁企业烧结机（球团）、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于 50%，高炉于 6 月 27 日前停产到位。8 月 1 日之后，视全市空气质量和气象条件情况再决定上述停限产措施是否延续执行。各地要对停限产的钢铁企业派驻驻企监督员，每天巡检次数不少于 4 次；市委市政府督查室、市生态办、市工信局要组成专门检查组，对钢铁企业停限产落实情况不间断进行明察暗访。

根据 Mysteel 实时调研钢企停限产情况统计，唐山钢企已基本按照政策执行停产。截止 6 月 28 日，唐山共计新增 21 家长流程钢厂 29 座高炉执行相关限产文件，总容积 30880m³，影响铁水日产量约 8.17 万吨。唐山高炉共 64 座处于检修，检修容积 57060m³，影响铁水日产量约 15.84 万吨，产能利用率 41.05%，较前一周降 39.3%，进入七月份仍将有部分钢厂需加大限产力度。唐山此次限产对钢铁供给造成较大冲击，6 月下旬钢价企稳回升，由 6 月 18 日最低 3850 元/吨上涨至 7 月 1 日 4070 元/吨。

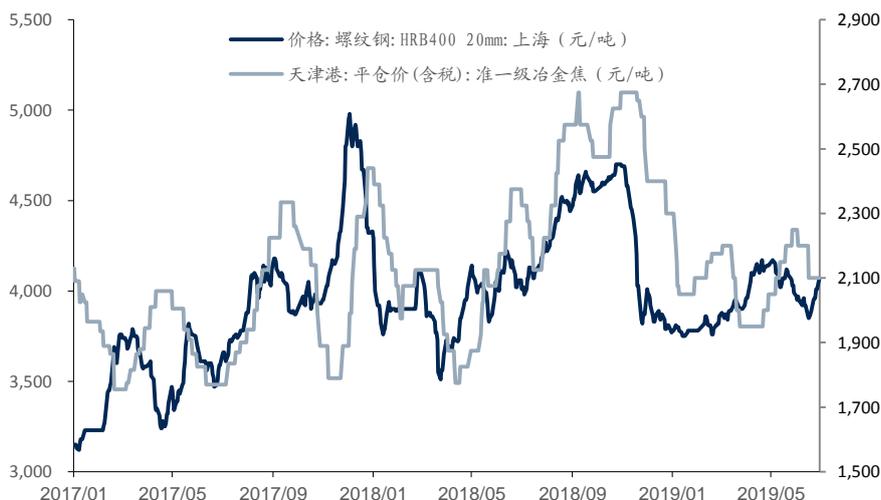
图 7: 2019 年 6 月下旬唐山限产趋严导致钢价上涨



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

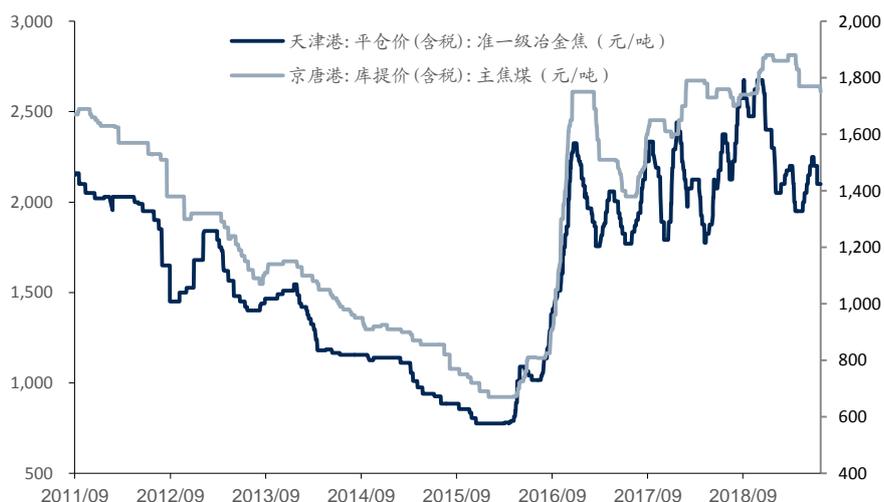
钢价上涨会带动焦炭价格上涨, 焦炭价格上涨带动焦煤价格上涨。观察 2017 年以来每一轮钢价上涨, 之后必然带动焦炭价格上涨。长期看焦炭价格领先于焦煤价格上涨或下跌。背后的原因是钢铁、焦炭、焦煤同属一个产业链, 通常钢铁需求向好或供给收缩, 带动钢价上涨, 钢价上涨后刺激钢铁产量增加带动焦炭需求增加, 进而焦炭价格上涨。焦炭价格上涨带动焦煤需求增加, 进而带动焦煤价格上涨。另外, 由于同属一条产业链利润会在不同产业间再分配, 当钢价上涨后钢铁利润增厚, 钢企对焦炭价格的打压就会减轻, 利好焦炭价格提价, 焦炭利润增加后也会减小对焦煤价格打压, 利好焦煤价格提价。因此, 我们认为此次唐山限产导致钢价上涨, 之后一定会带动焦炭焦煤价格上涨。虽然钢铁限产短期利空焦炭需求, 但推高钢价后会带动其他非限产区域钢铁产量增长, 而且唐山 8 月限产解除后, 唐山钢铁产量也会恢复, 带动焦炭焦煤需求增加, 从而拉动焦炭焦煤价格上涨。

图 8: 每一轮钢价上涨均带动焦炭价格上涨



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9：每一轮焦炭价格上涨均带动焦煤价格上涨



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

三季度焦炭限产有望加大，助推焦炭价格上涨。6月29日，山西省生态环境保护督察小组召开中央生态环境保护督察及督察“回头看”整改推进会，提到对网上公开曝光的太原清徐焦化项目建设，主要领导要亲自研究解决。从7月1日起，将组织开展全省违法排污大整治百日清零专项行动，依法严肃查处生态环境领域违法行为，为保障“二青蓝”、做好秋冬季大气污染防治、迎接第二轮中央生态环保督察、改善山西省生态环境质量打下坚实的基础。从8月份起，山西省生态环境保护督察将在11个市全面展开。山西是焦炭产量第一大省份，也是环境污染较严重省份，三季度山西如果出台较严格的焦炭环保限产政策，将会很大程度利好焦炭价格。

三季度焦煤供给有望受限，助推焦煤价格上涨。全国现有冲击地压矿井产能约4亿吨/年，一半以上属于冶金与化工用煤，4月底发布《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》，对采深超千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿，具备灾害防治能力且治理到位的，在现有产能基础上要核减20%产能，不符合安全条件的则停产整改和关闭退出。下半年将迎建国70周年大庆，煤矿安全问题将会越来越受到重视。焦煤矿通常开采深度较深，安全隐患较大，安检加强会限制焦煤供给释放。我们预计三季度焦煤供给可能会进一步受限，利好焦煤价格上涨。

中期供需格局向好，焦炭焦煤价格呈上行趋势

钢铁产量增速高于焦炭焦煤产量增速。2019年1-5月，生铁产量累计同比增速为8.9%，焦炭产量累计同比增速为5.8%，2019年1-4月焦煤产量同比增速为3.4%，2019年以来焦炭、焦煤需求增长高于供给增长，焦炭焦煤供需格局不断向好。2015年6月以前，生铁产量同比增速通常小于焦炭产量同比增速，焦炭价格相较钢铁处于弱势地位。2015年6月以后，生铁产量同比增速高于焦炭产量同比增速，焦炭供需格局不断向好，2016年以来焦炭价格呈上行趋势，且价格弹性强于钢铁。另外，2019年下半年经济企稳回升利好焦炭、焦煤价格。我们预计2019年下半年焦炭焦煤价格仍将呈上涨趋势，焦煤价格受长协定价影响，预计价格缓慢提涨，焦炭价格向上弹性较大，预计会高于钢价。

图 10: 2016 年以后生铁产量增速高于焦炭产量增速



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年以来, 焦煤焦炭需求好于动力煤。2019 年 1-5 月生铁产量累计同比增速为 8.9%, 火电发电量累计同比增速仅为 0.2%, 而 2016-2018 年火电发电量增速高于生铁产量增速。主要是因为钢铁需求旺盛叠加环保限产放松导致生铁产量增速提高, 火电受控煤和新能源发电替代影响产量增速下滑。预计 2019 年焦煤焦炭需求增速好于动力煤, 2019 年下半年焦煤焦炭价格会强于动力煤, 因此更看好焦炭焦煤股。

图 11: 火电发电量和生铁产量同比增速比较



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

长期看焦煤具有稀缺性不可替代性, 焦煤焦炭长期供给趋紧

炼焦煤是钢铁工业重要的原料之一, 与作为燃料的动力煤具有不同属性。在国家加大节能减排和环境保护背景下, 未来动力煤作为化石能源所占的比例将下降, 而炼焦煤作为一种稀缺、不可替代的战略资源, 长期看焦煤需求将不断增长供给会逐渐趋紧。

焦煤具有稀缺性, 世界炼焦煤资源占全球煤炭资源总量的 10%, 根据国家安监局统计, 中国炼焦煤已探明的资源储量为 2804 亿吨, 占世界炼焦煤查明储量的 13%, 仅占全国煤炭总储量的 27%, 其中最稀缺和重要的主焦煤和肥煤储量

占炼焦煤资源的 36%，仅占中国煤炭储量的 5.81%和 3.53%。

2018 年，焦煤精煤产量 4.35 亿吨，同比下降 2.4%，进口焦煤量 0.65 亿吨，同比下降 6.41%。而我国原煤产量 36.83 亿吨，同比增长 4.5%，进口煤总量 2.76 亿吨，同比曾长 3.9%，在全国原煤产量和进口量增长的同时，焦煤精煤产量和进口焦煤量均出现同比下降，反应焦煤供给端紧张，2015 年以来每年焦煤产量增速均低于原煤产量增速。焦煤产量下降主要是因为环保趋严导致大量洗煤厂关停、山西检查超产超采和安检力度较大、焦煤矿淘汰产能多且新增产能少。

表 4：2015 年以后焦煤供给趋紧

	焦煤精煤产量 (亿吨)	同比增速	进口焦煤量 (亿吨)	同比增速	原煤产量 (亿吨)	同比增速	进口煤量 (亿吨)	同比增速
2011	5.36	7.5%	0.45	-5.5%	37.64	9.8%	2.22	20.5%
2012	5.40	0.7%	0.54	20.1%	39.45	4.8%	2.89	29.8%
2013	5.70	5.6%	0.75	40.6%	39.74	0.7%	3.27	13.4%
2014	5.63	-1.2%	0.62	-17.3%	38.74	-2.5%	2.91	-10.9%
2015	4.83	-14.2%	0.48	-23.6%	37.47	-3.3%	2.04	-29.9%
2016	4.36	-9.8%	0.59	24.4%	34.11	-9.0%	2.56	25.2%
2017	4.46	2.3%	0.69	17.1%	35.24	3.3%	2.71	6.1%
2018	4.35	-2.4%	0.65	-6.41%	36.83	4.5%	2.76	3.9%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

焦炭供给方面，政策提高了焦化行业进入壁垒。工信部 2014 年 3 月颁布的《焦化行业准入条件（2014 年修订）》，对焦化企业布局、工艺装备、环境保护、清洁生产、资源与能源消耗等方面制定了严格的准入条件。例如，新建捣固焦炭化室高度必须 5.5 米及以上、企业生产能力 100 万吨/年及以上、吨焦耗水从 3.5 吨降低为 2.5 吨，焦炉煤气利用率从 95%提高到 98%、水循环利用率从 85%提高到 95%等。上述要求对新建或改扩建焦化企业在资金、规模、技术和环保等方面提出了更高的要求。

焦化行业将继续推进去产能。中国炼焦行业协会 2016 年发布《焦化行业“十三五”发展规划纲要》，提出“十三五”期间，淘汰落后产能 5,000 万吨。2018 年 7 月 3 日国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，其中明确：“京津冀及周边地区实施‘以钢定焦’，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右”。2018 年 9 月 21 日，生态环境部等 18 个单位印发了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。其中明确提出“河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作”。焦化行业 2019-2020 年将加快淘汰落后产能，长期看焦炭供给将趋紧。

投资建议：估值历史底部区域，布局正当时

煤炭板块估值处于历史底部区域，具有较强安全边际

从市净率看，2019 年 7 月 1 日煤炭开采行业市净率为 1.19 倍，处于 2000 年以来板块 PB 估值前 7%水平。2000 年以来平均市净率为 3.05 倍，最小值为 0.97 倍，最大值为 11.32 倍。目前 PB 估值水平远小于历史平均值。

表 5：煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较

	当前 PB	统计区间最低 PB	统计区间最高 PB	统计区间 PB 均值	当前 PB 历史分位
数值	1.19	0.97	11.32	3.05	7%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

从市盈率看，目前煤炭板块估值处于历史较低水平。2019 年 7 月 1 日申万煤炭行业市盈率为 11.3 倍，除去由于利润过小导致的 PE 过高年份，我们测算利润

较正常的 2003 年至 2014 年以及 2017 年 5 月至今板块平均市盈率为 20.6 倍，最小值为 7.1 倍，最大值为 64.5 倍，当前 PE11.3 倍排在前 15% 低的历史 PE 水平。

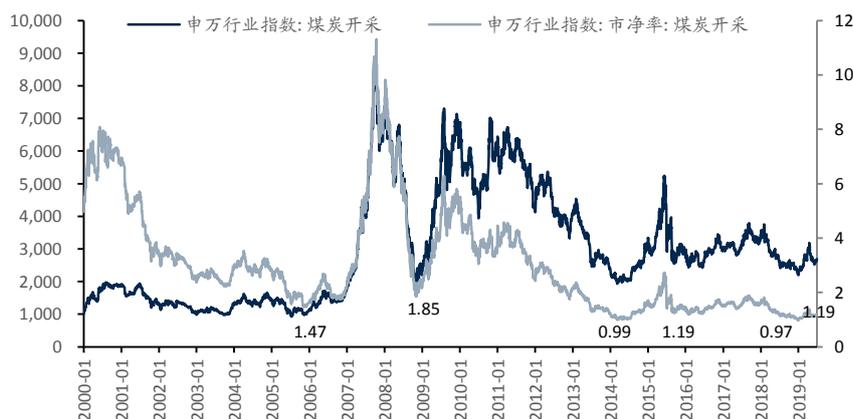
表 6: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较

	当前 PE	统计区间最低 PE	统计区间最高 PE	统计区间 PE 均值	当前 PE 历史分位
数值	11.3	7.1	64.5	20.6	15%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

从历史煤炭板块 PB 和煤炭板块指数走势看，低 PB 通常具有较好的投资机会。2005 年 6 月到 2006 年 3 月，市净率基本在 1.5 倍至 2 倍之间较低水平，之后煤炭板块迎来大涨。2008 年 10-11 月 PB 降至 1.85 倍，此后煤炭指数大涨。2014 年 1 月到 7 月，煤炭板块 PB 降到 1 倍附近，此后煤炭板块大涨。2016 年 3 月市净率达到 1.19 倍后，煤炭股开启上涨。以上四个阶段导致此后煤炭板块大涨的原因有所不同，2014 年是在煤价下行阶段但降息降准无风险利率下降带动板块上涨，其余三个阶段是由于预期后续煤价大涨导致。我们预计 2019 年下半年煤价继续上涨，有利于煤炭股上行。目前煤炭板块 PB 是历史低位的 1.19 倍，市场已经反应较悲观预期，当前煤炭股具有很强安全边际，下半年煤价上涨有望带动估值修复。

图 12: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

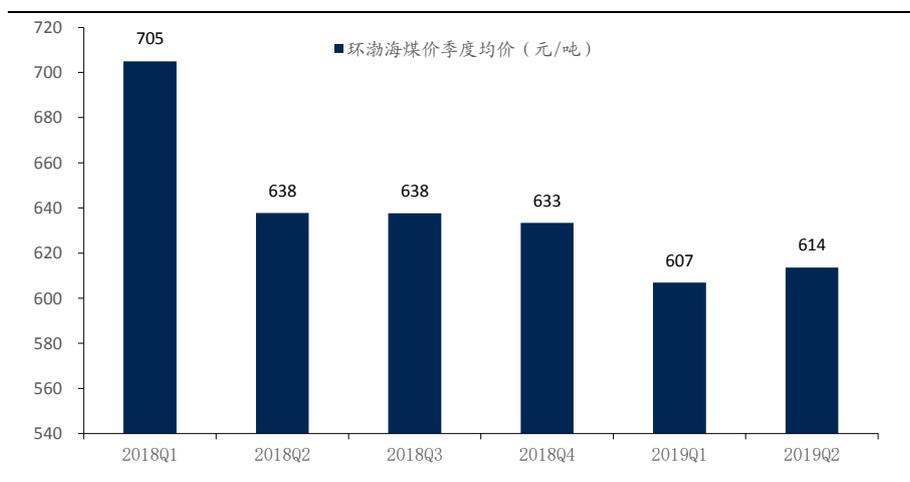
四个重要因素，看好 2019 下半年煤炭股

煤价将迎较长上涨周期推动煤炭股上行。由于 2018 年 4 月开启降准周期的影响，我们认为 2019 年下半年经济有望企稳回升，至少回升至 2019 年 Q4，乐观的情况经济有望持续回升至 2021 年 Q2，平均会到 2020 年 Q3。推测此轮煤价周期见顶时间预计在 2020 年 5 月至 2021 年 10 月，平均会在 2021 年 1 月。煤价迎来较长时间上行周期，催化煤炭股上涨。三四季度焦煤焦炭价格有望大幅上行，催化焦炭焦煤股。

煤炭企业中期盈利有望超预期。市场认为煤炭行业迎来业绩下行期，2019 年煤企盈利将下滑。2019 年 Q1 煤价 607 元，较 2018 年 Q1 低 98 元，下降 14%。但一季度仍有很多龙头煤企归母净利润正增长，如中国神华增长 8.2%，兖州煤业 3.6%，西山煤电 15.8%，山西焦化 37.6% 等。主要原因是煤企销售大多以长协定价，市场煤价下跌对公司盈利影响较小，部分煤企产量增长有助提升盈利。2019 年 Q2 环渤海煤价均价为 614 元吨，环比高于 2019 年 Q1 煤价均价，二季度煤价同比下降 4%，降幅小于一季度。二季度煤企增值税率由 16% 降至 13%，

有望增厚煤企盈利，因此我们预计 2 季度煤企盈利同比增速将高于一季度煤企盈利增速，超市场预期。

图 13: 2018 年以来环渤海煤价季度均价



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

流动性有望进一步宽松。美国 7 月有较大概率开启降息，全年有望降息 2 次，国内流动性有进一步宽松预期。今年 4 月召开的国务院常务会议上要求工农中建交 5 家国有大型商业银行要带头，确保今年小微企业贷款余额增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低 1 个百分点。全年看流动性有望进一步宽松。

中美贸易问题阶段性缓和。6 月底 G20 中美首脑会谈后，美国决定不征收新的 3000 亿商品美元关税，中美将重启贸易谈判。中美都表示希望能够达成彼此都可接受的贸易协议，之前市场担心中美贸易战升级的悲观预期有望缓解。

重点推荐公司：山西焦化、西山煤电、宝丰能源

山西焦化（600740）

公司是山西焦化龙头，拥有 354 万吨/年焦炭产能，2018 年焦炭销量 300 万吨，主要受环保限产影响。公司工艺和装备的技术水平均处于国内先进水平。公司所属的山西焦煤集团是全国规模最大、煤种最全、煤质优良的炼焦煤生产企业，控股股东丰富的炼焦煤资源是公司发展煤焦化产业、构建企业竞争优势的关键。

公司收购优质焦煤公司中煤华晋 49% 股权于 2018 年 3 月并表。中煤华晋产能 1020 万吨，主产优质焦煤，盈利能力突出，2018 年 Q2 至 2019 年 Q1 贡献投资收益分别为 4.47、3.20、1.82、6.35 亿元，2019 年 Q1 投资收益环比大幅增长，创并表以来单季度最高投资收益，表明中煤华晋盈利能力不断提升。

预计未来焦炭供需格局趋紧，公司做为山西焦化行业龙头，焦化盈利有望增长。焦煤是不可替代稀缺资源长期价格看涨，中煤华晋作为优质的焦煤企业盈利有望不断提升贡献受益，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 18.85/20.52/22.21 亿元，同比增长 23.0%/8.9%/8.2%，对应 EPS 1.24/1.35 /1.46 元。考虑到公司实现焦煤全产业链布局，盈利能力和抗风险能力较强，参考行业平均估值，给予 2019 年 10 倍 PE，合理估值 12.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

西山煤电（000983）

西山煤电是拥有我国最优质焦煤资源的龙头焦煤企业。2018 年原煤产量 2745 万吨，精煤产量 1170 万吨，电力发电 159 亿度，焦炭产量 438 万吨。煤炭产

品涉及主焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等各类焦煤品种，煤炭资源储量 41.58 亿吨，可采储量 23.56 亿吨。公司大部分煤炭采用长协定价，公司煤炭售价有望维持高位，独有的优质焦煤资源为公司提供可持续的竞争优势。

国企改革排头兵，集团资产有望注入。2017 年山西省副省长考察西山煤电时强调，切实用好西山煤电上市平台，充分发挥好市场化融资功能，将西山煤电打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大。公司大股东山西焦煤集团是国内规模最大、煤种最全的炼焦煤生产企业，2017 年集团煤炭产量是上市公司的 3.8 倍，未来集团优质焦煤资产有望注入上市公司。

公司煤炭产量维持稳定，大部分煤炭采用长协定价，煤价波动较小。电力方面动力煤价回落有助盈利改善。焦炭价格高企有助提升焦化业务盈利。我们预计公司 2019-2021 归母净利润分别为 21.43/22.47/24.22 亿元，增长 18.9%/4.9%/7.8%，对应 EPS 0.68/0.71/0.77 元。考虑到公司拥有最优质焦煤资源，未来集团优质资产有望注入，参考行业平均估值，给予 2019 年 12 倍 PE，我们将合理估值由 7.80 元上调至 8.16 元，维持“买入”评级。

宝丰能源（600989）

公司地处宁东能源化工基地，拥有 4 座煤矿（在产 2 座，产能 510 万吨/年，在建 2 座，产能 300 万吨/年），业务包括焦炭（400 万吨/年）、烯烃（60 万吨/年）及精细化工品（58 万吨）三大板块。2018 年公司实现营业收入 131 亿元，净利润 37 亿元。

公司盈利能力在现有上市煤炭和焦化公司中最强。2018 年公司 ROE（加权）为 30.3%，在现有上市煤炭和焦化公司中排名第一。2018 年毛利率为 46.9% 排名第四，前三名分别是昊华能源、大同煤业、陕西煤业，全部为煤炭企业。如果单看公司焦化业务（包含焦煤）的毛利率为 51.8%，仅低于昊华能源排名第二。公司 2018 年净利率为 28.3%，在现有上市煤炭和焦化公司中排名第一。

公司煤制烯烃二期项目预计下半年投产，预计到 2020 年公司将新增年产 300 万吨煤炭、220 万吨甲醇、60 万吨烯烃的产能，在提高原料煤保障能力和经营规模的同时，进一步降低生产成本，提升盈利能力。公司远期计划在 2022 年建成煤制烯烃三期项目，再新增年产 600 万吨甲醇、180 万吨烯烃、57 万吨精细化工品，将成为全国单一基地内煤制烯烃规模最大的标杆项目。

公司煤矿、煤制烯烃产能将陆续释放增厚盈利，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 42.6/60.3/69.9 亿元，同比增速 15.2%/41.6%/15.9%，EPS 为 0.58/0.82/0.95 元。对比其他可比公司，虽然公司估值高于传统化工龙头企业以及煤化工企业，但考虑到公司上市后流通股比例小，享受估值溢价，另看好公司 3-5 年内成为国内煤制烯烃标杆项目，盈利水平保持较快的增长，给予公司 2020 年 20 倍 PE，维持合理估值 16.4 元，维持“增持”评级。

表 7：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (2019 年 7 月 3 日)	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600740	山西焦化	买入	8.73	1.01	1.24	1.35	8.7	7.1	6.5	1.32
000983	西山煤电	买入	6.10	0.57	0.68	0.71	10.8	9.1	8.7	0.99
600989	宝丰能源	增持	11.94	0.50	0.58	0.82	24.2	20.9	14.8	3.91

数据来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

地产投资增速大幅下滑风险。

我们预计由于地产库存不断下降，地产投资增速能够维持较高水平。如果由于政策加大地产调控，导致地产投资增速大幅下滑，煤炭需求可能会受到较大冲击，煤价将会有下行压力。

供给过度释放风险。

我们认为经过供给侧改革后，煤炭行业新增产能有限，安全环保检查趋严都将限制煤炭供给，如果发生供给过度释放同时政策调控供给不力，对煤价的判断面临下调的可能。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032