

2019年08月30日

动力煤中期策略：蒙华铁路改变能源格局，下半年机会不在煤而在长源电力

——动力煤及动力煤运输行业研究系列报告之一

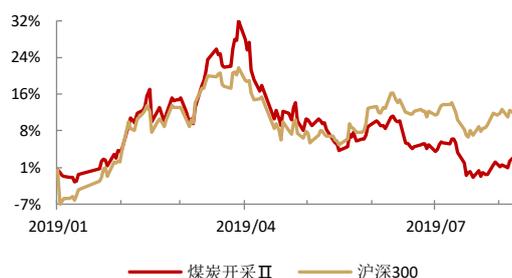
报告摘要：

- ▶ **蒙华铁路预计10月投运，动力煤行业将迎来运输体系的变局。**自1992年大秦铁路以及1999年朔黄铁路投运以来，重载铁路西煤东运的格局已经持续了将近三十年。我们预计蒙华铁路于2019年10月投运，自此，我国煤炭重载铁路的运输格局将从“西煤东运”过渡到“西煤东运+北煤南运”。
- ▶ **中国几乎最低开采成本的煤炭产区将由蒙华铁路连接到中国几乎电煤到厂价最高的煤炭消费区。**蒙华铁路上游的蒙西和陕北是我国优质煤炭产能的重要边际增量。2016年供给侧改革后，这个片区新开煤矿以规模效应显著、较高安全标准的大矿为主。而蒙华铁路下游的两湖一江（湖南、湖北和江西）地区，由于煤炭运输不便以及自产量萎缩，承担了我国几乎最高的电煤到厂价格。
- ▶ **判断蒙华铁路投运将带来煤炭价格体系的变化，未来动力煤期货价格参照的现货标准或许需要改变：北方七港的煤炭下水量将减少，秦皇岛港动力煤报价在价格体系中的地位将降低，未来荆州港煤炭的报价在价格体系中的地位会增强。**根据WIND数据，2019年上半年北方七港煤炭的下水量为3.8亿吨，年化近8亿吨，蒙华铁路设计运力为2亿吨，两湖一江地区2017年煤炭消费量3.2亿吨，而2018年自产量只有2305万吨。按照上述数据推算，2018年两湖一江地区每年的煤炭外调量约2.9亿吨，超过了蒙华铁路的设计运力。我们估计北方七港煤炭下水量中有一亿吨左右的存量来自两湖一江，未来这部分运量或许会挪至蒙华，所以未来蒙华铁路进入华中的第一个内河港——荆州港的煤炭报价在市场中的地位会提升。
- ▶ **蒙华铁路开通，加上现有的国铁，两湖一江区域将彻底进入能源的“三天包邮区”，火电厂的议价能力将大幅提升，该区域煤炭的必要库存将从现在一个月左右大幅下降至半个月左右。**对两湖一江地区而言，现有“西煤东运+海进江”煤炭运输模式，若起点从山西计算，到两湖一江的火电厂需要半个月左右甚至更长时间，对于承担刚性发电任务的火电厂而言，采取的应对措施只能保持较高库存。但是蒙华开通之后，大约三天时间，陕北的煤炭就可以达到荆州港或岳阳港。
- ▶ **蒙华铁路将带来煤炭铁路运输企业的竞争，将终结长达三年的煤炭铁路运输高景气。**2016年开始的供给侧改革客观上造成了煤炭产区加速从沿海转移至“三西”（内蒙古西部、陕西和山西）地区，增加了西煤东运需求。同时，2016年9月开始的公路治超及2017年上半年开始的北方港口限制汽运煤，改变了西煤东运中汽运和铁路的比例。所以，2017至2018年，煤炭的铁路运力紧张了，不但大秦铁路运量从2015年低谷恢复，蒙冀铁路和瓦日铁路也上量。大秦铁路运价也从折扣恢复至原价。

评级及分析师信息

行业评级：中性

行业走势图



分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话：0755-83025232

联系人：卓乃建

邮箱：zhuonj@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：0755-83025232

联系人：李承鹏

邮箱：licp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：0755-83025232

但蒙华开通之后，市场可能会重新出现 2015 年底朔黄铁路上游的巴准线和准池线开通时的状况，运输企业之间的竞争将利空北方港口煤价。

► **蒙华铁路开通后，北方港口的必要库存也将下降，且除了运输将宽松，陕北近年新开的低成本煤炭产能将冲击市场。**

2016 年供给侧改革之后新增的低成本产能，由于 2017-2018 年西煤东运力紧张以及 2019 年上半年的矿难影响，并没有对动力煤市场造成很大的冲击。蒙华铁路开通之后，这些产能出产的高热值煤炭将绕开秦皇岛，三天左右，就能直接运到中国电煤到厂价几乎最高的两湖一江地区。届时，大家会发现，北方七港的必要库存也应该是下降的。

► **中期影响煤价走势的关键因素：蒙华铁路投运带来的北方港口以及长江中游必要库存下降的预期，叠加正常季节性淡季，以及叠加目前历史高位的 6 大电厂库存，动力煤价格未来两个月将承受巨大压力。**如前所述，在蒙华铁路预期发酵之后，一部分煤炭不需要走西煤东运在北方港口下水了，对应的北方港口的库存也不需要那么多了，那么北方港口将会有持续的去库存。同样地，由于蒙华铁路缩短了煤炭供给的时间，两湖一江地区也将同时开始去库存。

► **2019 年动力煤中期策略：就股票而言，2019 年下半年投资机会不在煤炭而在长源电力等火电公司。**我们推断，各种因素叠加，动力煤的价格或许会在较短时间跌至“绿色区间”，火电行业将迎来整体的 ROE 回升。由于长源电力火电占比高，机组位于湖北武汉、荆州以及荆门，这个区域是蒙华铁路进入华中地区第一站，成本节省最优，长源电力将被动最受益。

► **风险因素：进口煤的影响以及人民币汇率。**2017-18 年，因西煤东运运力紧张、产地供需紧平衡，进口煤确实曾经是一个重要的调剂北方港口及沿海煤价的方式。从 2019 年初开始，我们认为，若剔除春节前后的矿难影响，运输已不紧张，国内煤炭供给也趋宽松，进口煤对煤市的影响在边际趋弱，下半年进口煤因素对煤价的支撑作用或许被高估，除非人民币汇率出现比较大的波动，但是，我们认为人民币汇率应该会基本维持稳定。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
000966	长源电力	5.37	买入	0.19	0.31	0.49	0.68	28.3	17.3	11.0	7.9

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部和国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。