

炼化景气下行 煤炭行业分化

——“不一样的财报解读”系列之能源开采2019年

2019年11月08日

看好/首次

能源开采

深度报告

三季度报

分析师	罗四维	电话: 010-66554047	邮箱: luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519080002
研究助理	徐昆仑	电话: 010-66554050	邮箱: xukl@dxzq.net.cn	

投资摘要:

宏观经济承压, 能源消费稳定增长。在全球宏观经济下行、中美贸易战打打停停的大背景下, 19年前三季度我国能源消费仍然保持了较好的增长趋势。石油、天然气和煤炭消费量同比分别增长7.6%/10.3%/1.9%。

竞争加剧, 能源开采板块营收增加盈利下滑。19年前三季度国际原油价格维持中位震荡偏弱的格局, 油气公司以量补价增大原油产出。板块整体营收5.23万亿元, 同比增长6.23%, 增速放缓。但与此同时以恒力石化为代表的新增产能的释放也导致行业竞争加剧, 板块整体盈利水平有所受损。19年前三季度能源开采板块实现利润总额2983亿元, 同比下降14.5%。

板块分化明显, 能源设备板块利润大增, 未来成长趋势明朗。受益于原油价格复苏及国家保障能源安全的需要, 油气公司增大上游勘探开发资本开支, 能源设备板块显著受益。19年前三季度共实现归母净利润46.72亿元, 同比增长接近300%。其中19Q3单季度实现归母净利润24.08亿元, 环比依旧增长21.42%, 业绩仍在持续向好修复当中。看好进军海外市场、与页岩油气开发相关性更高的油服企业。重点推荐压裂机行业龙头: **杰瑞股份**。

油气价格低迷, 石油天然气板块19Q3盈利大幅下滑。19年前三季度石油天然气板块实现营收4.24万亿元, 同比增长6.36%。增速明显放缓, 自2018年以来首次单季度营收增速低于10%。19年前三季度板块毛利率18.98%, 同比环比分别下降2.18/0.26个百分点。实现利润总额1601亿元, 同比下降24%; 其中三季度单季度实现利润总额436亿元, 环比下降33%。新增产能的释放加剧行业竞争, 将加速落后产能的淘汰。具有更灵活产品结构和成本优势的龙头企业将充分受益, 重点推荐民营大炼化龙头企业: **恒力石化、恒逸石化**。国家管网公司的成立将快天然气产业链市场化改革, 天然气产业将迎来黄金发展期。推荐关注天然气产业链投资机会, 受益于管道建设加快的**中油工程**, 以及优质城燃企业**深圳燃气**。

煤价小幅震荡, 行业分化强者愈强。19年前三季度煤炭产销同比均小幅增长, 吨煤毛利小幅下降。前三季度煤炭板块共实现营业收入总额7092.5亿元, 同比增长7.5%; 实现归母净利润765.0亿元, 同比增长8.9%。产能压减执行力度将决定行业未来景气度, 整个行业当下处于分化期初显马太效应, 强者愈强将是行业未来的主题。重点推荐业绩有保证、低估值、高股息率的龙头公司**中国神华、陕西煤业**。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	19E	20E	21E	19E	20E	21E		
杰瑞股份	1.30	1.72	2.09	23.19	17.61	14.45	3.06	强烈推荐
恒力石化	1.30	1.52	2.11	12.99	11.16	8.01	3.18	强烈推荐
恒逸石化	1.12	1.71	1.90	13.10	8.63	7.76	1.84	强烈推荐
中油工程	0.23	0.30	0.39	16.33	12.40	9.54	0.84	强烈推荐
深圳燃气	0.39	0.45	0.52	21.78	18.49	16.12	2.13	未评级
中国神华	2.29	2.38	2.42	8.30	7.99	7.85	1.04	强烈推荐
陕西煤业	1.14	1.26	1.49	7.55	6.79	5.77	1.40	强烈推荐

资料来源: wind、公司财报、东兴证券研究所注: 深圳燃气盈利预测取自wind一致预期

目 录

1. 2019 年三季度总结：宏观经济下行，板块业绩承压	4
1.1 行业概况：能源消费稳定增长，竞争加剧利润下滑	4
1.2 市场表现：板块涨幅靠后，板块分化明显	6
2. 分板块业绩：石油天然气冲高回落，能源设备稳步增长，煤炭行业震荡分化	7
2.1 石油天然气：民营炼化投产，行业竞争加剧	7
2.2 能源设备：业绩持续改善，未来可期	8
2.3 煤炭：煤价小幅震荡，行业分化强者恒强	9
3. 投资建议：关注能源安全背景下，油服、天然气和煤化工产业链投资机会	11
3.1 投资主线一：能源安全背景下，油气资本开支增加利好油服板块	11
3.2 投资主线二：天然气板块迎来长期增长	12
3.3 投资主线三：蒙华铁路通车将改变现有煤炭运输格局，利好“三西”煤炭外运	14
4. 风险提示	15
相关报告汇总	15

表格目录

表 1：“十三五”天然气行业发展主要指标	13
----------------------------	----

插图目录

图 1:我国 GDP 同比增速不断下行	4
图 2:2019 前三季度原油表现消费量及增速	4
图 3:2019 前三季度天然气表现消费量及增速	4
图 4:2019 前三季度煤炭销量及增速	4
图 5:能源开采板块营收变化（单位：亿元）	5
图 6:能源开采板块利润总额变化（单位：亿元）	5
图 7:能源开采板块毛利率变化（%）	5
图 8:能源开采板块净资产收益率变化（%）	5
图 9:2019 年至今 A 股各板块表现（截止 11 月 1 日）	6
图 10:近一年原油价格（单位：美元/桶）	7
图 11:近一年天然气价格（单位：美元/百万英热单位）	7
图 12:石油天然气板块营收及增速	7
图 13:石油天然气板块毛利率及利润总额	7
图 14:能源设备板块总营业收入	8
图 15:能源设备板块归母净利润	8

图 16:能源设备板块毛利率净利率变化.....	8
图 17:能源设备板块资产负债率变化.....	8
图 18:2019 年 1-9 月煤企原煤产量排行 (剔除神华)	9
图 19:煤企原煤 2019 (1-9 月) 产量同比增速	9
图 20:煤企合计营业收入及同比增速	9
图 21:煤企 2019 (1-9 月) 营业收入同比增速排行	9
图 22:2019 (1-9 月) 煤企应收账款周转天数排行	10
图 23:2019 (1-9 月) 煤企存货周转天数排行	10
图 24:上市煤企平均销售毛利率、ROE 历年走势	10
图 25:2019 (1-9 月) 煤企毛利率排行	10
图 26:我国原油产量及进口量 (万吨):	11
图 27:“三桶油”勘探开发资本开支情况	11
图 28:全球油气资本开支回升:	12
图 29:油服板块估值(PB)处于历史底部.....	12
图 30:我国天然气供需缺口扩大 (单位: 十亿立方米)	12
图 31:我国已探明天然气储量 (单位: 十亿立方米)	12
图 32:我国天然气需求量预测.....	13
图 33:气化人口不断增长.....	13
图 34:中国煤炭产量分布.....	14
图 35:中国煤炭消费量分布.....	14
图 36:湖北、湖南、江西三省煤炭产销缺口.....	14
图 37:当下鄂湘赣区位煤炭外调形式.....	14
图 38:浩勒报吉站周边煤炭矿区分布.....	15
图 39:蒙华铁路陕西沿线煤炭矿区分布.....	15

1. 2019 年三季度报总结：宏观经济下行，板块业绩承压

1.1 行业概况：能源消费稳定增长，竞争加剧利润下滑

在全球宏观经济下行、中美贸易战打打停停的大背景下，19 年我国经济下行压力较大，工业库存周期筑底。2019 年前三季度和当季度 GDP 增速分别为 6.2%/6%，分别环减 0.1pp/0.2pp 整体经济降中趋稳，仍在筑底阶段。能源消费与宏观经济形势相关性较高，但从 19 年能源消费数据来看，受益于宽松周期的开启，我国能源消费仍然保持了较好的增长趋势，行业整体营收仍在稳定增长。

- ◆ 原油消费增速稳中有升。2019 年 1-9 月，我国原油消费 5.1 亿吨，同比增长 7.59%。民营炼化的投产成为 2019 年石油石化行业最轰动的新闻，恒力石化、浙江石化将带来 4000 万吨/年的炼能增长，促进原油消费进一步增加。根据国家统计局公布的数据显示，2019 年 1-9 月汽柴煤消费同比增长仅有 1%/-10.8%/3.1%。工业化工品消费成了拉动原油消费的主力，化工行业仍处于类库存周期当中。
- ◆ 天然气消费增速加快。2019 年 1-9 月，我国天然气消费 2241 亿立方米，同比增长 10.3%，继续维持在 10% 以上的较高增速。集中煤改气的热潮之后，天然气消费的增长趋于稳定，增速较去年同期下降 7.4 个百分点。但天然气作为清洁替代能源，在工业和居民生活中的消费占比不断提升，且符合我国的能源结构，未来增长趋势确定。
- ◆ 煤炭消费稳中有升。2019 年以来，我国经济继续转型调整，1-8 月煤炭销量 19.9 亿吨，同比增长 1.9%。煤炭需求方面，前三季度我国火电发电量 3.80 万亿千瓦时，同比增长 0.5%；生铁产量 6.12 亿吨，同比增长 6.3%。

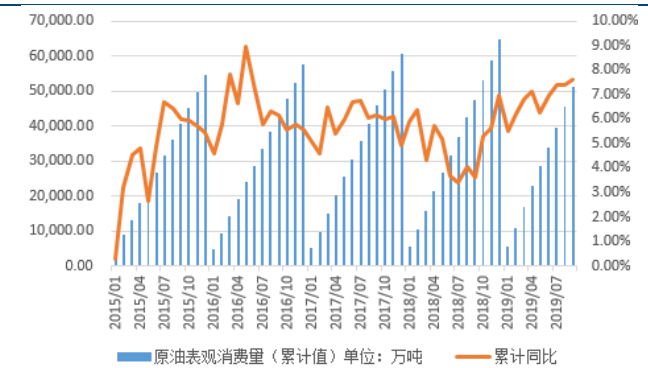
图 1:我国 GDP 同比增速不断下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

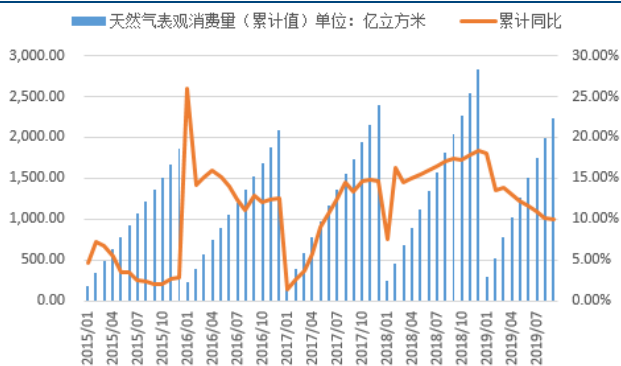
图 3:2019 前三季度天然气表观消费量及增速

图 2:2019 前三季度原油表观消费量及增速

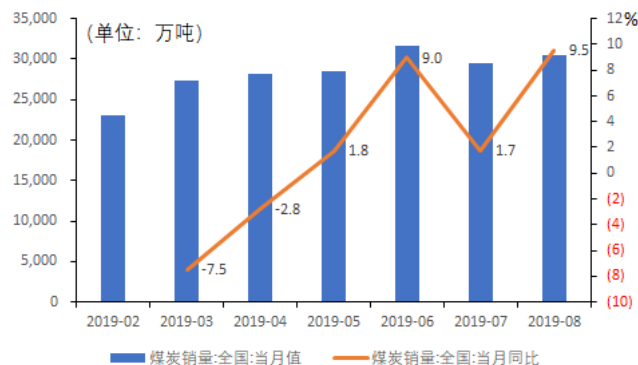


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4:2019 前三季度煤炭销量及增速



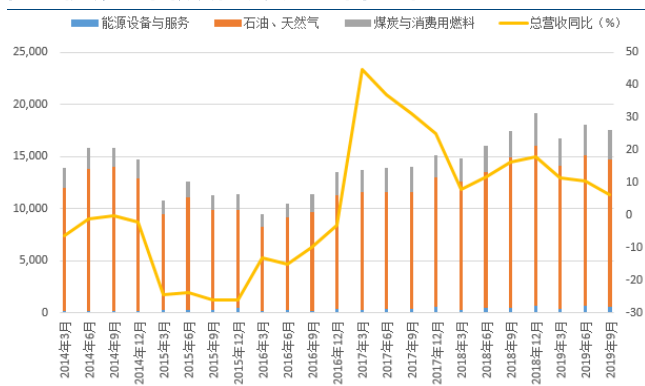
资料来源：wind、东兴证券研究所



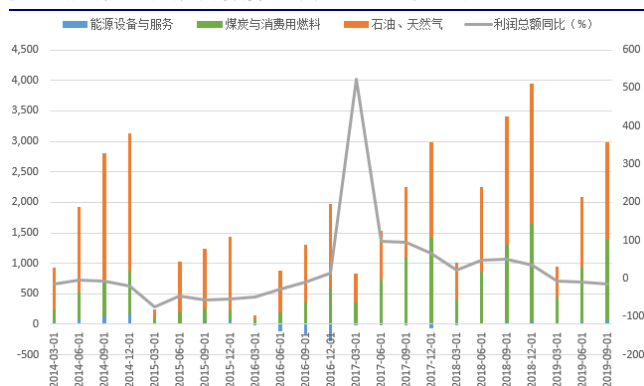
资料来源：wind、东兴证券研究所

能源开采行业整体处于景气下行周期当中，营收增长盈利下滑。19 年 1-9 月 Brent 原油价格冲高回落持续震荡，均价 64.8 美元/桶，较去年同期下降 6.7 美元/桶。但几大炼化一体化项目的投产使得原油加工总量上升，弥补了油价下跌的影响。同时上游油气公司勘探开发资本开支明显增加，油服行业订单增多贡献较大营收增幅（20.3%），板块整体营收 5.23 万亿元，同比增长 6.23%。增速较去年同期增速下降较多，但仍维持正增长态势。

但是油价的下跌影响了主要油气公司的盈利水平，同时新增产能的释放也导致行业竞争加剧。比如民营炼化的投产带来较多的炼油产能，同时国内乙二醇、PTA、PX 等主要化工品 19 年新增产能较多，产品价格不断下滑。具体体现就是能源开采板块整体利润总额的同比下滑：19 年前三季度能源开采板块实现利润总额 2983 亿元，同比下降 14.5%。行业整体景气度呈现下滑态势，但板块也出现分化，能源设备与服务子板块实现利润总额 69.6 亿元，同比大增 107%，板块景气修复趋势已经明朗。

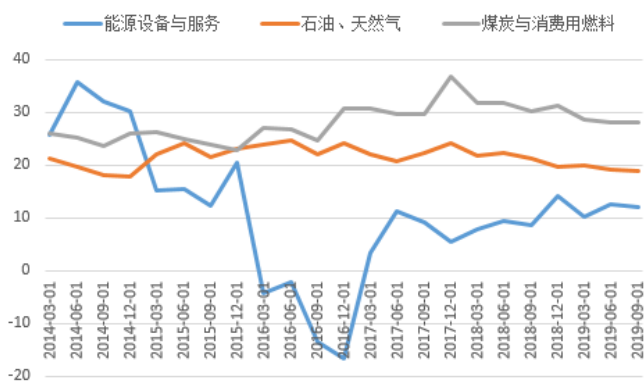
图 5: 能源开采板块营收变化（单位：亿元）


资料来源：wind、东兴证券研究所

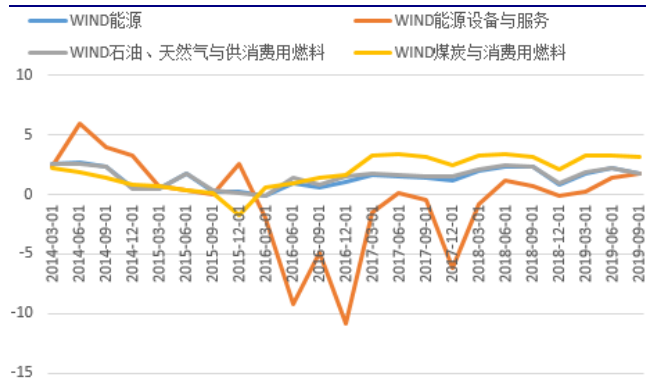
图 6: 能源开采板块利润总额变化（单位：亿元）


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7: 能源开采板块毛利率变化（%）
图 8: 能源开采板块净资产收益率变化（%）



资料来源：wind、东兴证券研究所



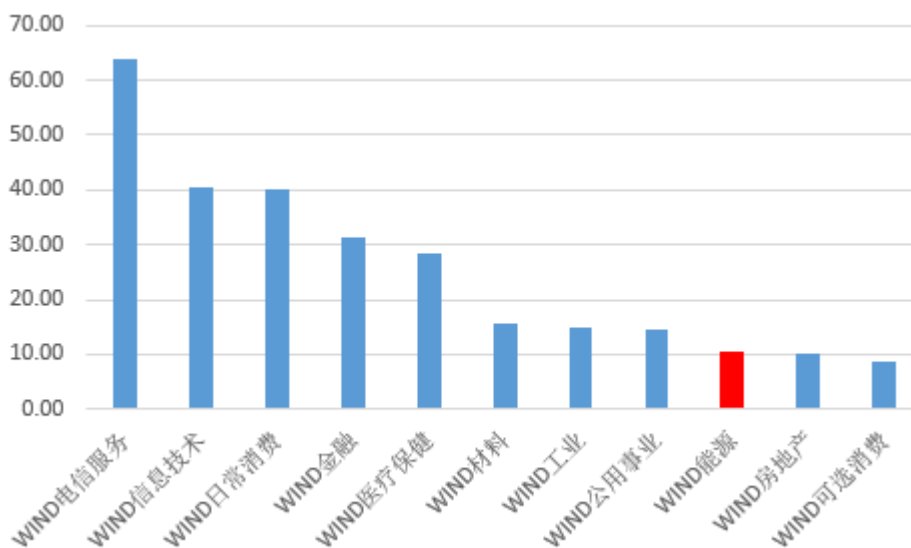
资料来源：wind、东兴证券研究所

从子板块销售毛利率和净资产收益率来看，整体呈现出稳中略有下降态势，能源设备与服务板块持续修复表现亮眼。具体来看，受到原油价格二季度冲高回落保持震荡影响，19Q3 石油天然气板块毛利率 18.98%，同比、环比分别下降 2.18/0.26 个百分点。煤炭与消费用燃料板块整体趋稳，19Q3 销售毛利率和净资产收益率分别为 28.2%和 3.1%，行业增长源自消费量的提升。能源设备与服务板块自 17 年来就处于景气回升当中，截止至 19Q3 行业在 15-16 景气低谷的积压订单也已经基本完成。19Q3 净资产收益率 1.71% 为近 5 年来最高水平。

1.2 市场表现：板块涨幅靠后，板块分化明显

2019 年以来，大盘迎来反弹，截止 11 月 1 日，上证指数上涨 18.62%，沪深 300 指数上涨 31.28%。Wind 能源指数上涨 10.62%，跑输沪深 300 指数 20.66 个百分点，位居 11 个板块涨跌幅榜第 9 位，整体表现不佳。

图 9:2019 年至今 A 股各板块表现（截止 11 月 1 日）



资料来源：wind、东兴证券研究所

但部分优质企业依然凭借良好的管理和逆势扩张的经营战略，获得了超过市场平均水平的业绩增长和股

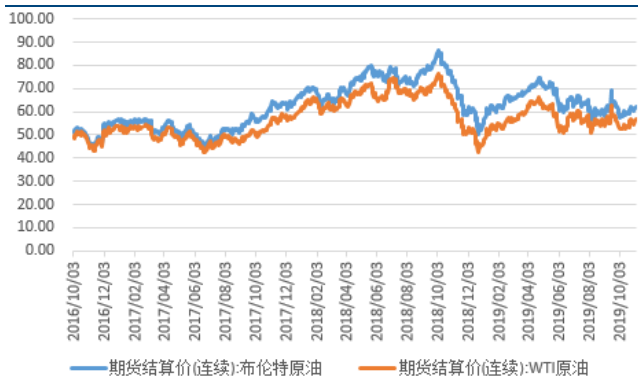
价表现。行业也出现明显分化，能源设备与服务板块中就出现了较多表现优异的油服公司，比如杰瑞股份、中海油服等。年初至今涨幅前五名分别为美锦能源(+152%)、杰瑞股份(+100%)、山煤国际(+95%)、中海油服(+75%)、潜能恒信(+58%)，跌幅较大的前五名企业分别为上海石化(-16.6%)、陕西黑猫(-19.5%)、伊泰 B 股(-21.4%)、ST 中天(-39.2%)、ST 仁智(-63.3%)。

2. 分板块业绩：石油天然气冲高回落，能源设备稳步增长，煤炭行业震荡分化

2.1 石油天然气：民营炼化投产，行业竞争加剧

2019 年原油价格以震荡为主，地缘政治事件依然主导了原油价格走势。一季度在美国对伊朗制裁问题上，豁免令的到期加剧了伊朗原油出口的担忧，油价迎来一轮强反弹行情。随后美国对伊态度有所缓和，加之美国页岩油产量在新建原油管道投产的催化下不断走高，原油价格逐渐走弱。下半年虽有沙特阿美原油产区遭遇无人机袭击这样的小插曲，但市场依然表现出对于原油需求端的担忧。布伦特原油价格围绕着 60-65 美元/桶左右震荡走弱，价格中枢相较于 16-17 年有所抬升。

图 10:近一年原油价格(单位:美元/桶)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 11:近一年天然气价格(单位:美元/百万英热单位)



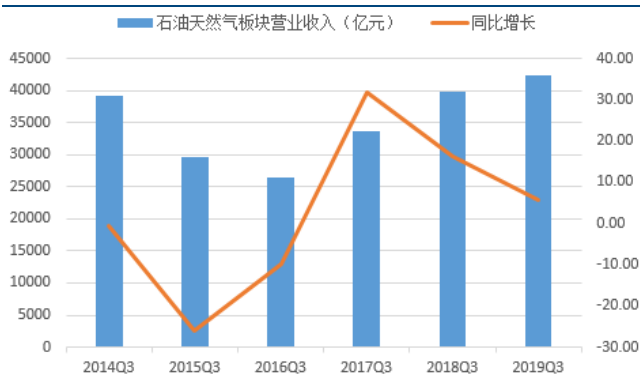
资料来源: wind、东兴证券研究所

油价走势的疲软也影响到石油天然气公司的盈利。19 年前三季度石油天然气板块实现营收 4.24 万亿元，同比增长 6.36%。增速明显放缓，自 2018 年以来首次单季度营收增速低于 10%。宏观经济下行，需求端压力显现。营收增长一方面来自于油气公司原油产量增长以量补价，另一方面炼化规模化、一体化建设仍在如火如荼进行当中，投产放量带来营收增长。

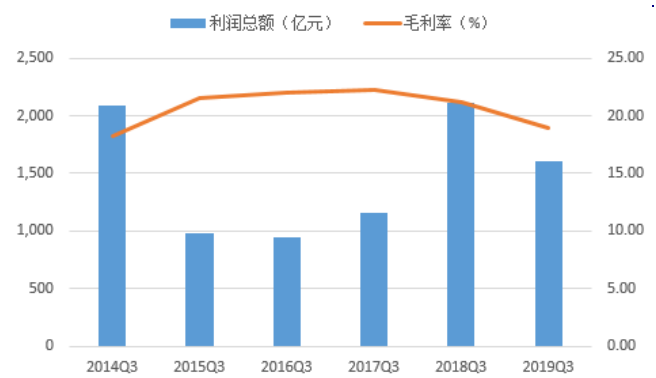
行业竞争加剧，盈利能力下降。17-18 年的行业高景气刺激了较大规模的产能扩张，19 年新增产能逐渐放量。除去恒力石化、浙江石化两大民营炼化的投产之外，乙二醇、MTO 等也都迎来较多新增产能。我国炼油产能过剩较多，乙二醇、PX 等诸多产品自给能力也将大幅提升趋于平衡，未来石化行业产品的结构性改革迫在眉睫。19 年前三季度板块毛利率 18.98%，同比环比分别下降 2.18/0.26 个百分点。实现利润总额 1601 亿元，同比下降 24%；其中三季度单季度实现利润总额 436 亿元，环比下降 33%，相较于去年三季度高点更是下滑 40%。

图 12:石油天然气板块营收及增速

图 13:石油天然气板块毛利率及利润总额



资料来源：wind、东兴证券研究所

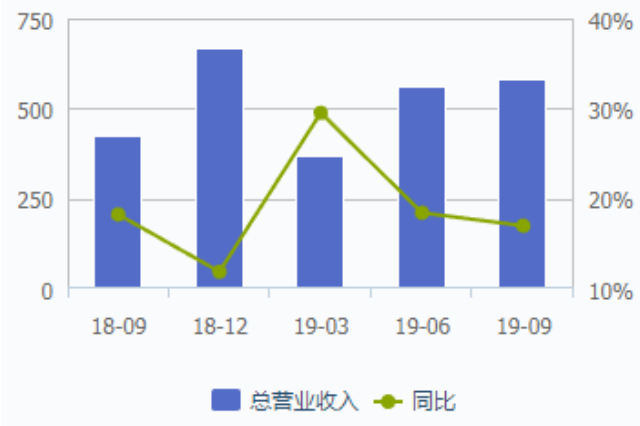


资料来源：wind、东兴证券研究所

2.2 能源设备：业绩持续改善，未来可期

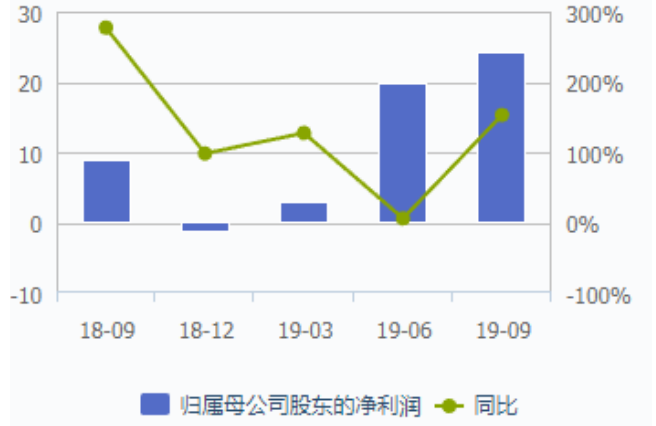
业绩持续改善，能源设备子板块一枝独秀。随着 17 年来原油价格复苏回升至中油价区间，上游油气公司逐渐增加勘探开发资本开支，行业景气逐渐向下游传导至能源设备产业链。行业内公司订单大幅增加，19 年前三季度能源设备板块实现营收 1564 亿元，同比大增 40.6%，且今年二季度以来呈现出持续向好的态势。伴随着营收增长，板块实现归母净利润也出现了大幅增加。19 年前三季度共实现归母净利润 46.72 亿元，同比增长接近 300%，表现异常耀眼。其中 19Q3 单季度实现归母净利润 24.08 亿元，环比依旧增长 21.42%，业绩仍在持续向好修复当中。

图 14: 能源设备板块总营业收入



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15: 能源设备板块归母净利润

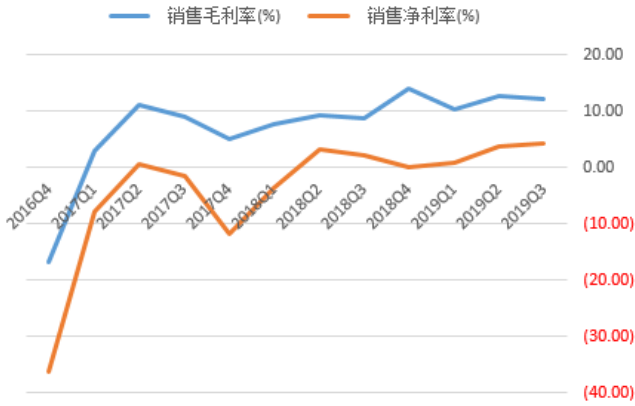


资料来源：wind、东兴证券研究所

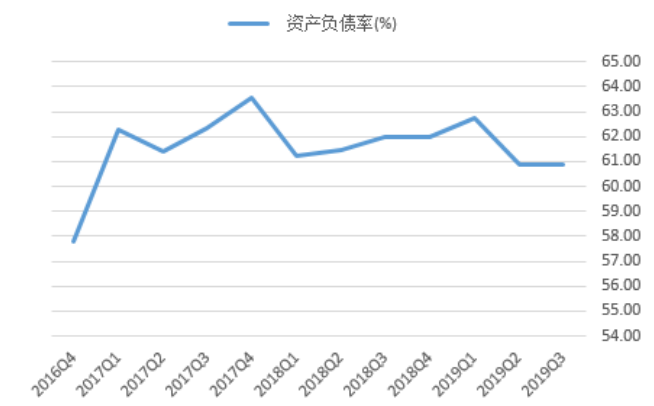
受益于上游资本开支回升，板块盈利能力大幅改善。一般来说，原油价格上涨传导至油服公司盈利增加需要 1-2 年的传导周期。2014-2016 年间原油价格大幅下跌，全球油气公司大幅削减资本开支。订单数量减少，油田服务行业竞争加剧，全行业盈利能力大幅下滑。随着低油价时期企业接取的低利润率订单逐渐执行完毕、新增订单盈利能力回升，板块毛利率自 2017 年起转正，净利率自 2018 年起转正。伴随着企业业绩改善，板块整体资产负债率也不断下降，经历了高油价时期的非理性扩张之后，大部分企业的资产减值也已集体完毕。未来在国家保障能源安全的战略指引下，三桶油资本开支有望成为脱离油价的恒定考核指标，能源设备板块将迎来长期繁荣。

图 16: 能源设备板块毛利率净利率变化

图 17: 能源设备板块资产负债率变化



资料来源: wind、东兴证券研究所

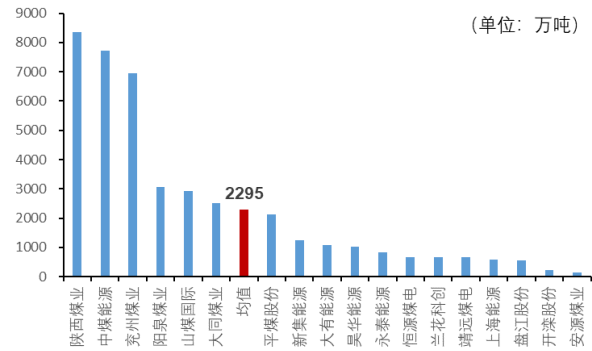


资料来源: wind、东兴证券研究所

2.3 煤炭：煤价小幅震荡，行业分化强者恒强

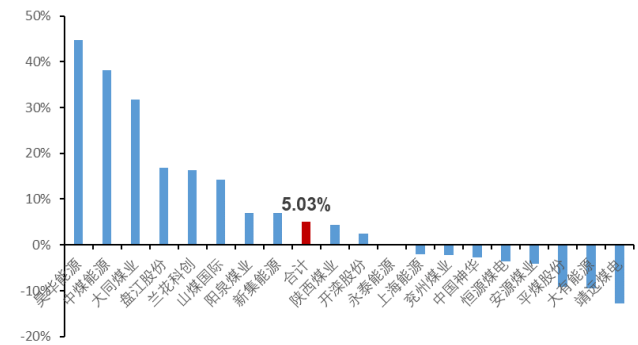
煤炭产销量同比均有增长。2019 年前三季度已公布经营业绩数据的 19 家上市煤企共生产原煤 6.3 亿吨，同比增长 5.0%；公布经营业绩数据的 20 家上市煤企销量 9.7 亿吨，同比增长 6.4%。若剔除神华后，18 家煤企共生产原煤 4.1 亿吨，同比增长 9.5%；19 家煤企销量 6.3 亿吨，同比增长 11.7%。

图 18:2019 年 1-9 月煤企原煤产量排行（剔除神华）



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 19:煤企原煤 2019（1-9 月）产量同比增速



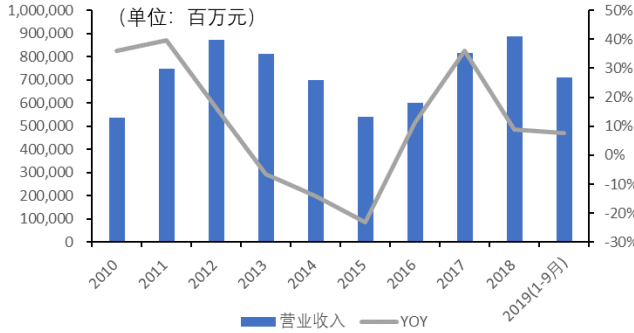
资料来源: wind、东兴证券研究所

成本上涨售价下降，吨煤毛利下降。售价方面，2019 年前三季度已公布经营业绩数据的 19 家上市煤企综合煤炭售价 564 元/吨，同比下降 0.9%；公布经营业绩数据的 17 家上市煤企单位销售成本 333 元/吨，同比上涨 3.0%；吨煤销售毛利 207 元/吨，同比下降 7.6%。

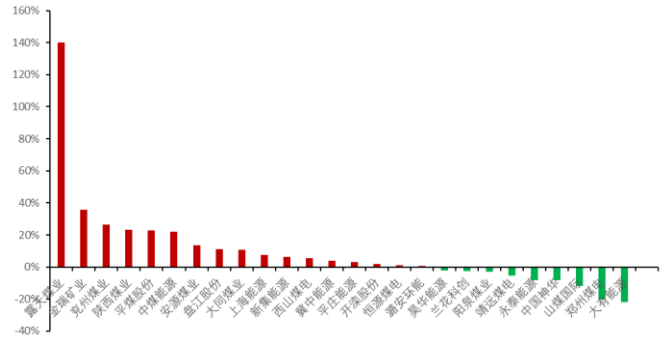
以量补价，煤企业绩进一步增长。我们统计了煤炭开采及洗选板块的 26 家上市煤企，前三季度共实现营业收入总额 7092.5 亿元，同比增长 7.5%；实现归母净利润 765.0 亿元，同比增长 8.9%；扣非后归母净利润 727.5 亿元，同比增长 3.7%。若剔除神华后，归母净利润和扣非后归母净利润增速均有所提高，分别为 12.7%、8.5%。

图 20:煤企合计营业收入及同比增速

图 21:煤企 2019（1-9 月）营业收入同比增速排行



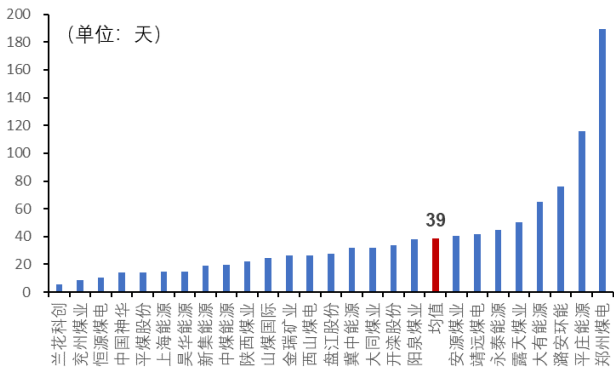
资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

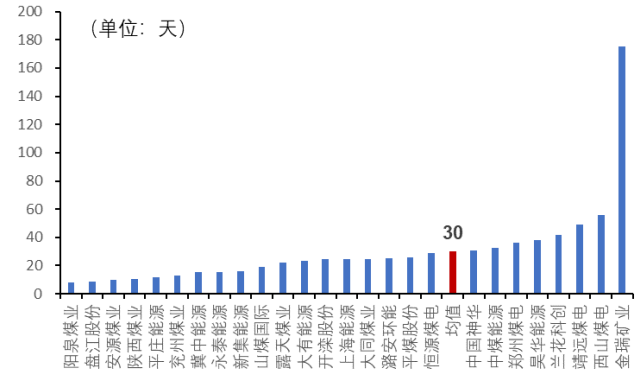
应收账款、存货周转天数均同比下降，资产负债表持续修复。近年来由于煤炭行业形势好转，煤企的市场地位和议价能力逐渐增强，运营持续好转。应收账款方面，2019 年前三季度煤企应收账款规模 624.9 亿元，同比上涨 10.1%；应收账款周转天数 39 天，同比下降 12.2%。存货方面，2019 年前三季度煤企存货规模 460.0 亿元，同比上涨 8.7%；存货周转天数 30 天，同比下降 7.9%。

图 22:2019（1-9 月）煤企应收账款周转天数排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 23:2019（1-9 月）煤企存货周转天数排行

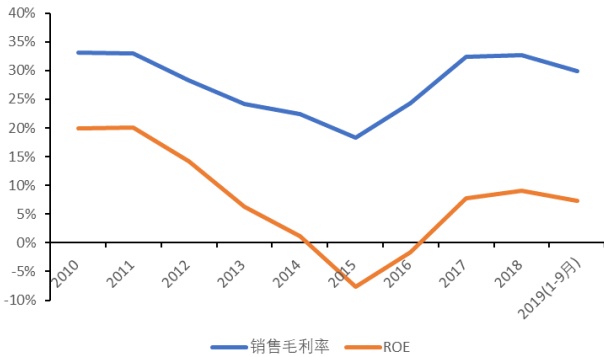


资料来源：wind、东兴证券研究所

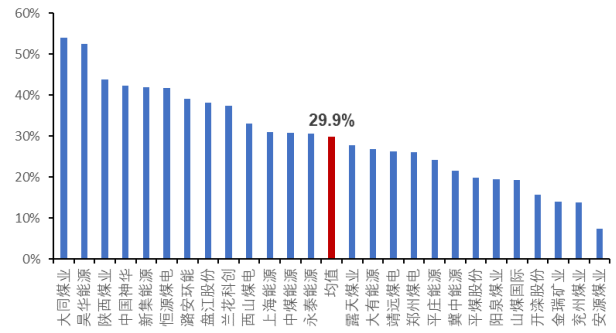
现金流同比下降，盈利能力下滑，行业分化明显。毛利率方面，煤企平均毛利率为 29.9%，较去年同期降低 3.7 个百分点，其中排名前三的分别为大同煤业（54.0%）、昊华能源（52.4%）、陕西煤业（43.7%）；净利率方面，煤企平均净利率为 9.7%，较去年同期降低 2.1 个百分点，其中排名前三的分别为新集能源（29.1%）、陕西煤业（25.9%）、中国神华（24.7%）。

图 24:上市煤企平均销售毛利率、ROE 历年走势

图 25:2019（1-9 月）煤企毛利率排行



资料来源: wind、东兴证券研究所



资料来源: wind、东兴证券研究所

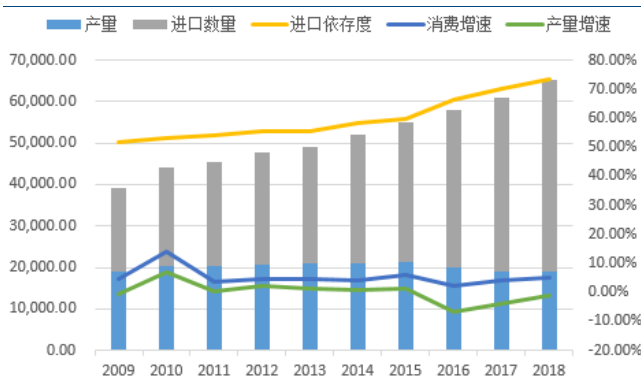
煤价小幅震荡，行业分化强者愈强。动力煤方面，四季度全国煤炭形势仍将维持紧平衡状态，预计四季度动力煤均价约 595~585 元/吨，同比变化-3.0%~-1.3%。炼焦煤方面，预计四季度焦煤市场将小幅下调，京唐港主焦煤均价约 1600-1650 元/吨，同比变化-9.9%~-7.1%。中长期看来，我们预计行业处于调整期，产能压减执行力度将决定行业未来景气度。在煤炭行业前三季度供需平衡及煤价维持高位运行的背景下，整个行业当下处于分化期初显马太效应，强者愈强将是行业未来的主题。个股方面，我们重点推荐业绩有保证、低估值、高股息率的龙头公司**中国神华、陕西煤业**。

3. 投资建议：关注能源安全背景下，油服、天然气和煤化工产业链投资机会

3.1 投资主线一：能源安全背景下，油气资本开支增加利好油服板块

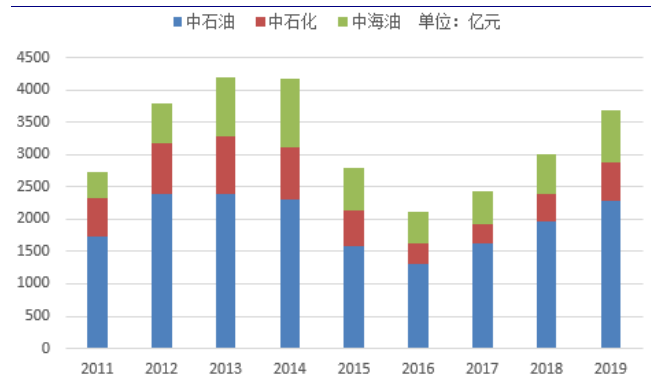
我国油气对外依存度极高，三桶油加大资本开支保障能源供应。我国是全球能源消费第一大国，但油气资源禀赋较为有限。2018 年我国进口原油占比超过 73%，达到 4.6 亿吨，已经大幅越过了国际公认的 50% 警戒线；2018 年天然气进口依存度达到 44%，双双创下新高。为保国家能源供应安全，5 月 24 日国家能源局组织“三桶油”召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，首次在油气勘探开发行业提出“七年行动”计划。中国石油将进一步加大风险勘探投资，2019-2025 年每年安排 50 亿元，是目前年投资额的 5 倍。中国海油提出，到 2025 年勘探工作量和探明储量翻一番。2019 年，中国石化勘探开发资本支出 596 亿元，同比增加 41%。

图 26:我国原油产量及进口量 (万吨):



资料来源: EIA、东兴证券研究所

图 27: “三桶油” 勘探开发资本开支情况

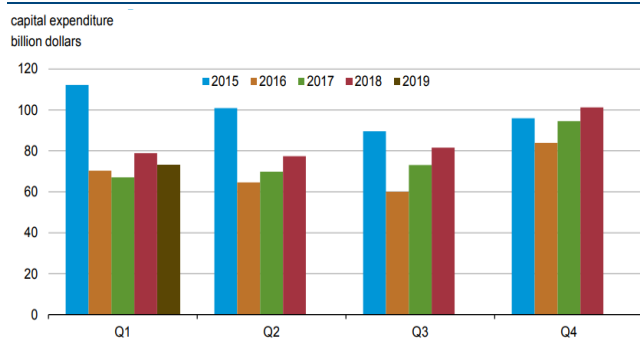


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

地缘政治风险溢价提升，油价上涨推动上游资本开支增加。原油供给成为近年来影响原油价格的关键因素，地缘政治不稳定加大原油供给风险。随着沙特阿美核心产油区遭到无人机袭击的“黑天鹅”事件发生，地缘政治风险溢价将提升。随着原油价格复苏，全球油气行业资本开支自 16 年以来有明显回升。2018 年全球油气行业资本开支超过 3400 亿美元，连续三年上涨，但是距离 2015 年的投资高点仍有较大增长空间。国际原油价格将为资本开支的增长持续提供动力。

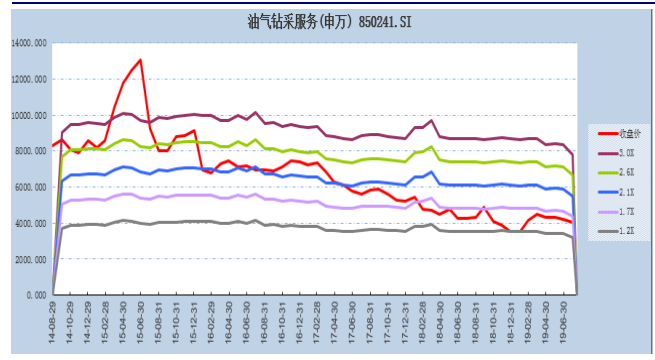
看好进军海外市场、与页岩油气开发相关性更高的油服企业。民营企业集中在设备端和技术服务端，企业众多、布局分散且规模较小。市场化改革深化，参考美国油气发展历程，民营企业将会获得更多机会。常规油气开发进入瓶颈，增产有限；页岩油气开采将会成为未来主要增量。具有相关开发经验并更早进入全球市场的油服企业会更早发力。当前板块估值水平位于历史底部，公司业绩率先反转。板块后续上涨空间较大。

图 28:全球油气资本开支回升:



资料来源: EIA、东兴证券研究所

图 29:油服板块估值(PB)处于历史底部



资料来源: wind、东兴证券研究所

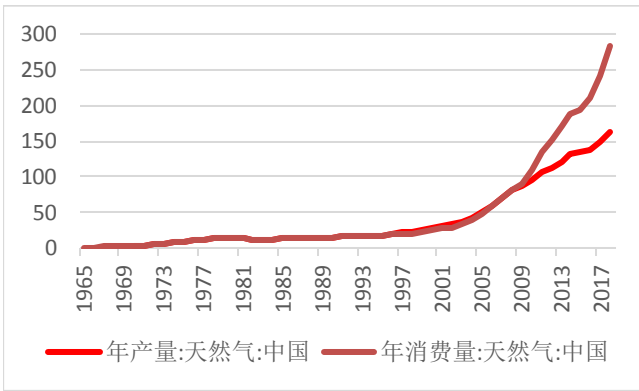
3.2 投资主线二：天然气板块迎来长期增长

我国天然气已探明资源量、产量持续增长。我国 2018 年天然气已探明储量为 6.1 万亿立方米，占世界总份额的 3.1%；总产量为 1615 亿立方米，较 2017 年增长率为 8.3%。由此可见，我国天然气储量较大，产出较小，增长潜力显著。

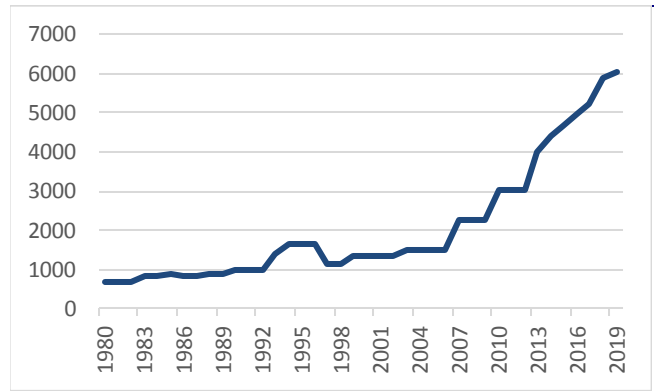
天然气消费加速，供需缺口不断扩大。受到油气价格低迷影响，近几年我国天然气产量增速放缓。而在煤改气及“大气十条”政策的执行下，天然气需求快速增长。2018 年，我国天然气产量为 1615.3 亿立方米，消费量为 2830 亿立方米，供需缺口达 1220 亿立方米。目前我国城镇化稳步推进，城镇人口不断增加，城镇管网设施不断完善，城市居民天然气用量将持续增长。

图 30:我国天然气供需缺口扩大(单位: 十亿立方米)

图 31:我国已探明天然气储量(单位: 十亿立方米)



资料来源: wind、东兴证券研究所



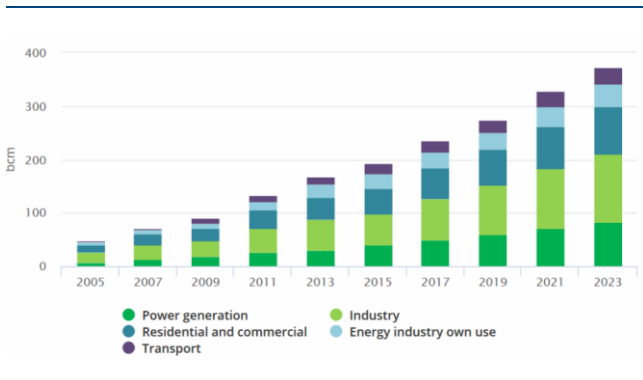
资料来源: wind、东兴证券研究所

供需缺口持续扩大，进口天然气高速增长。据《天然气发展“十三五”规划》，目标至 2020 年天然气产量达到 2070 亿立方米，其中，常规天然气产量 1670 亿立方米，页岩气产量 300 亿立方米，煤层气产量 100 亿立方米。综合保供能力要求达到 3600 亿方以上，产需缺口约为 1,530 亿立方米。

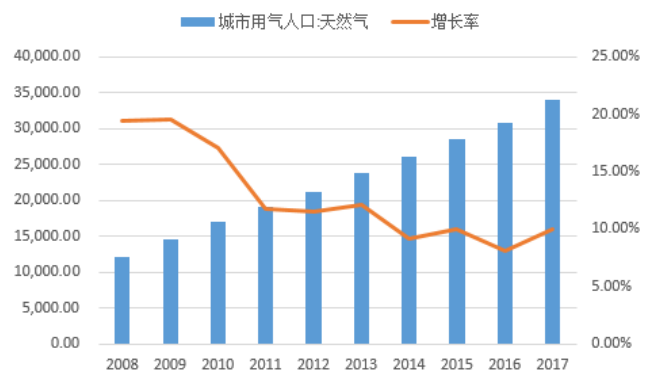
表 1:“十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015 年	2020 年	年均增速
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3~10	
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9%

资料来源: 天然气发展十三五规划、东兴证券研究所

图 32:我国天然气需求量预测


资料来源: IEA、东兴证券研究所

图 33:气化人口不断增长


资料来源: Wind、东兴证券研究所

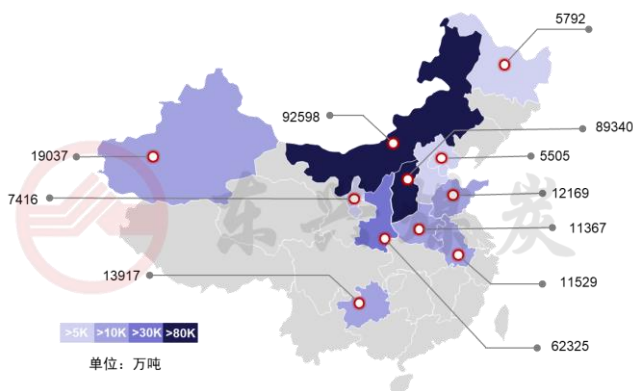
国家管网公司成立在即，将加快天然气产业发展。2019 年 3 月 19 日，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，将组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。国家油气管网公司的成立将解决以下问题：

- ◆ 有利于加快管道设施建设。管网公司引入社会资本解决资金问题，独立运营再无分割担忧，必将加快管道设施建设的节奏；
- ◆ 优化油气市场结构，打破基础设施垄断。管网公司对所有上游气源公平开放，有利于更多市场主体参与原油和天然气的进口与贸易当中，丰富供应渠道；
- ◆ 有利于推进油气价格市场化改革。管输成本按照管道运营资本和有效资产基础上准许收益率 8% 定价，统筹管理减少中间环节降低成本，降低终端用气价格推动全国用气量增长。同时利于政府管住中间门站价格，为逐步放开市场化定价做好铺垫。
- ◆ 有利于提高管网输运效率，加快下游消费增长。管网的统筹协调将利于地域间天然气供需调控，地区内供需趋于均衡，LNG 接收站中转效率也将会大幅提升。

3.3 投资主线三：蒙华铁路通车将改变现有煤炭运输格局，利好“三西”煤炭外运

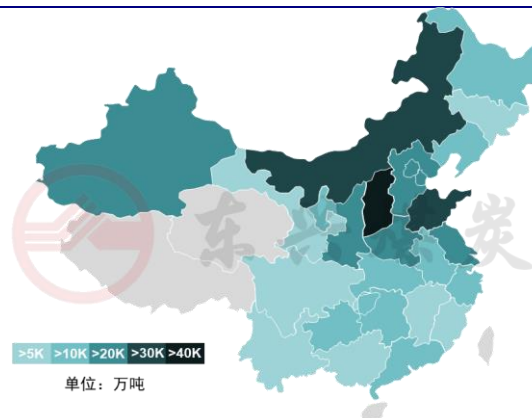
我国煤炭资源供需分布不均，煤炭运输效率整体偏低。煤炭分布北多南少，西多东少，而煤炭消费却大都集中在东部沿海地区、南方地区，尤以环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区最为集中。产需逆向的分布结构促使我国“北煤南运”“西煤东调”煤炭运输格局的形成。

图 34: 中国煤炭产量分布



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

图 35: 中国煤炭消费量分布



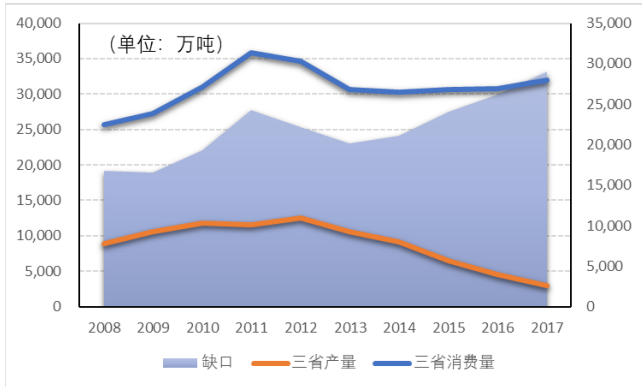
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

当下我国主要三西地区煤炭外运方式是铁水联运，先通过大秦线等西煤东运主干线运往环渤海海港，再通过海运运网华东地区。蒙华铁路通车将改变现有煤炭运输格局。作为国家“北煤南运”新的战略大通道，北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，是年计划运输量达 2 亿吨的重载铁路。

供给侧结构性改革使中东部省份的消费缺口继续拉大。2017 年，蒙华铁路覆盖省份湖北、湖南和江西的煤炭总产销缺口达到 2.9 亿吨，缺口连续 4 年增加。内蒙古、陕西两地煤炭南下赣鄂湘三省主要通过“铁水联运”或“铁路绕行”等方式，这不仅运费高（吨煤平均运费 230 元/公里）而且耗时长。蒙华铁路的通车预计降低约 35 元吨煤运费并实现 3 天内到达。

图 36: 湖北、湖南、江西三省煤炭产销缺口

图 37: 当下鄂湘赣区位煤炭外调形式



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

地区	铁路	水路	公路
湖北	京广、焦柳、京九、湘渝-汉丹-武九、浙赣	长江、汉江	三省位于铁路运输通道末端，煤炭铁路运输受限，公路运输在调运中发挥重要作用。
湖南	京广、焦柳、石长-益永、湘黔	长江、湘江	
江西	京九、浙赣、赣龙（海进江煤炭）	赣江、信江、抚河、饶河、修水	

资料来源：CNKI、东兴证券研究所

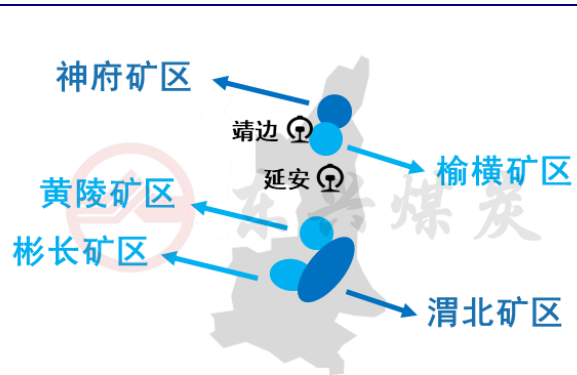
蒙华铁路通车利好三西地区煤炭龙头中国神华和陕西煤业。国家能源投资集团有限责任公司在内蒙古省产煤量 2.2 亿吨，其中 80% 以上位于东胜煤田，而蒙华铁路北部起点站浩勒报吉位于东胜煤田区。蒙华铁路开通直接利好国家能源旗下上市公司中国神华的煤炭南下。此外，陕西煤业的产煤基地主要位于榆横矿区、黄陵矿区和彬长矿区，可通过靖神铁路等与蒙华铁路接轨将煤炭运往华中地区。

图 38: 浩勒报吉站周边煤炭矿区分布



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

图 39: 蒙华铁路陕西沿线煤炭矿区分布



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

4. 风险提示

原油价格大幅波动、行业政策出现重大变化、下游需求不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	天然气行业深度：管网建设加速 天然气迎来发展黄金期	2019-05-07
公司	中国神华（601088）：一体化运营模式带动企业高效运转	2019-07-26

公司	中油工程(600339.SH)深度报告：行业复苏业绩增 低估值凸显投资价值	2019-08-21
公司	恒逸石化(000703.SZ)半年度报告点评：并购整合强化主业 布局文莱纵向延伸	2018-08-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。