

## 动力煤龙头陕西煤业和中国神华：冬天里的一把火

**主要观点：中国神华和陕西煤业，绝对收益和相对收益特征兼具。**

► **当前情况下，本轮动力煤价下跌预期已基本消化。**

自2018年初以来，动力煤的现货指数5500大卡CCI指数已从770元/吨下跌至549元/吨（-29%）。在煤炭股持续低迷近两年的当前，市场预期煤价或比现货价格更低，我们认为现货煤价短期虽尚未见底，但本轮动力煤中长期下跌的预期已基本为市场消化。

► **首先，我们从供需关系来看，明年动力煤供需的边际增速均预计维持在1-2%，中长期价格中枢基本企稳。**

(1) **国内产能：**“十三五”的8亿吨去产能计划已基本完成，但30万吨/年以下煤矿预计将在未来2年分类处置，截至2018年底，该类合计产能13854万吨；同时，先进产能将逐步释放，根据国家能源局网站，截至2018年底，尚未进入联合试运转的新建矿井2.83亿吨，根据发改委网站，2019年核准产能边际增量1.56亿吨，这些产能预计将在未来3-5年内释放。综合来看，我们预计未来2年内年均产量边际增量在7000-8000万吨，增速在2%左右；

(2) **进口：**今年1-10月进口煤累计2.76亿吨，累计同比+9.6%，进口增速超出年初预期，考虑到一方面国内煤价已跌至与进口煤价差较小的水平，另一方面考虑到进口煤政策在托底煤价方面或许同样能发挥作用，我们预计2020年进口煤量大概率略有下降，因此明年全国煤炭供给增速预计在1-2%之间；

(3) **需求：**在目前火电仍为基础能源情况下，考虑明年6%左右的GDP增速，我们认为全年用电需求在5%左右，新能源占比逐渐提升，明年火电发电量增速预计维持在1-2%（2019年1-10月累计增速+1.1%）；煤化工对动力煤的需求增速较高，对冲钢铁、建材、散煤等对动力煤需求可能的增速下降，预计明年全年动力煤需求增速在1-2%之间。

► **其次，从政策角度来看，动力煤价目前已回归“绿色区间”，对煤价有向下压力的政策风险已基本解除。**

根据汾渭资源的动力煤成本数据，当港口煤价跌至500元/吨，约一半的煤炭产能将处于亏损状态。事实上，从供给侧改革以来，煤炭行业的资产负债率从2016年中最高的约70%降至2019年9月的约65%，仍处于高位。而从人工成本来看，根据Wind数据，煤炭行业从业人员约321万人，较2016年底的

评级及分析师信息

行业评级：推荐

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

分析师：卓乃建

邮箱：zhuonj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100003

联系电话：0755-83025232

研究助理：李承鹏

邮箱：licp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：0755-83025232

400 万人有所下滑，但负担仍然较重。且随着安监环保日趋严格，在该方面以及资源税等方面的成本开支逐年增长。我们认为煤炭行业本轮去产能周期并未彻底修复煤炭企业的资产负债表，低成本的煤炭企业将在当前煤价水平下凸显其超越行业的优质盈利水平。

**► 短期内我们对煤价仍然看跌，并非由于中长期供需因素，而是主要源自目前仍高企的库存和浩吉铁路开通带来的库存习惯的改变。**

自 2019 年 9 月底以来的动力煤价格较快下跌，我们认为并不是因为重新出现了严重的供大于求，而主要是由于政策导向及浩吉铁路投运后下游库存习惯的改变。浩吉铁路投运后，两湖一江地区海进江部分为具有成本优势的铁路直达所取代，运输时间从长达近 1 月缩短至约 3 天，不再需要那么多库存。

由于库存习惯改变，库存还需要继续降低，而且 1 月份进口配额重新放开，叠加 2020 年春节较早，所以煤价的低点应该出现在春节前后。若秦港动力煤价跌至 500 元左右，一方面考虑政策角度的逆周期调节，另一方面市场角度来看，煤炭企业生产积极性会受影响，生产和供需会重新平衡。

因此，我们对短期煤价仍看下跌至一季度，触发政策底，市场或许能在一季度重新看到 2016 年供给侧改革之后第一次从压煤价转换到托煤价。

**► 推荐标的：中国神华、陕西煤业、露天煤业。底部绝对收益明显，看好近期相对收益。**

站在当前时点上，无论从 EV/自由现金流，从 PE/PB，还是从股息率来看，我们认为中国神华、陕西煤业、露天煤业等优质煤炭股都具有明显的底部绝对收益特征。

即便在 500 元/吨左右的煤价位置，根据偏保守的盈利预测，陕西煤业只有 9 倍市盈率；中国神华 A 股目前只有 9 倍市盈率，港股只有 7 倍市盈率。且中国神华按 A 股算不到 3500 亿市值的公司，按港股算 2700 亿市值的公司，是手握超 1000 亿元人民币的类现金资产。上述两家公司绝对收益特征非常明显，或许会迎来估值修复。

我们以“经营活动现金流净额-构建固定、无形及其他长期资产支付的现金”来作为自由现金流的测算，以“货币资金+交易性金融资产-净负债”作为净现金的测算，以 2019 年 11 月 22 日的收盘价测算，可得神华的 EV/自由现金流仅约 5 年，陕西煤业仅约 6 年，而中国神华的股息率约 5%，陕西煤业不考虑回购的股息率约在 4.5-5%。

**风险提示**

宏观经济系统性风险；水电来水超预期；新能源在技术上的进步超预期；进口煤政策放宽超预期。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS(元)				2018A	2019E	2020E	2021E
601088.SH	中国神华	17.3	买入	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601225.SH	陕西煤业	8.29	买入	1.13	1.11	1.04	1.07	7.49	7.47	7.97	7.75
002125.SZ	露天煤业	8.23	买入	1.05	1.29	1.21	1.17	7.95	6.38	6.80	7.03

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所（目标价以2019年11月22日收盘价为基准）

### 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分析师，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、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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。