

华西证券2020年资本市场峰会——分论坛行业策略报告

从运输/能源数据看经济结构调整带来的机会

交运煤炭行业2020年度策略报告

交运煤炭行业首席分析师：丁一洪

SAC NO: S1120519070001

分析师：洪奕昕

SAC NO: S1120519070001

分析师：卓乃建

SAC NO: S1120519070001

研究助理：李承鹏

SAC NO: S1120519070001

2019年11月28日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司
- 风险提示

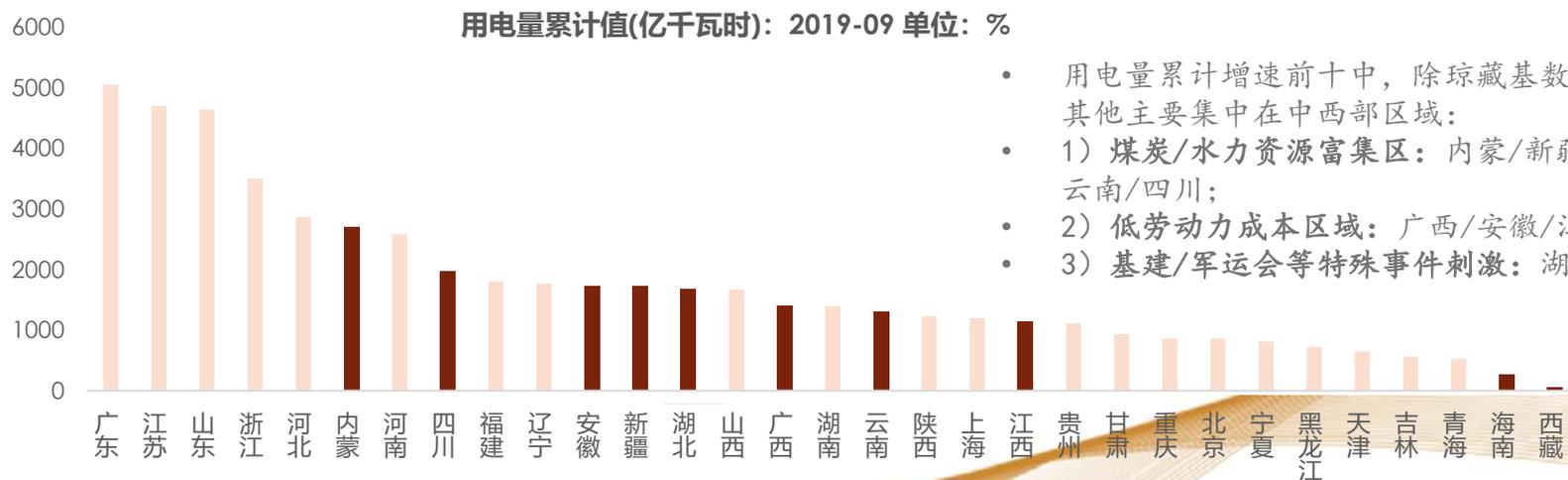
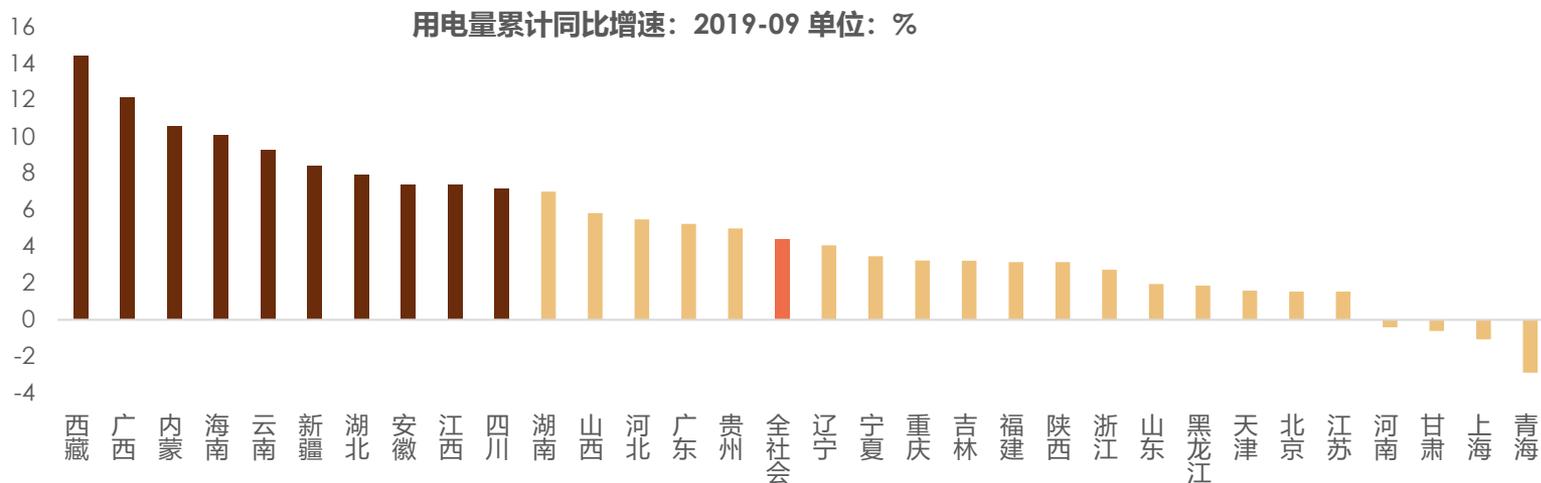
目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司
- 风险提示

电力 | 资源与人力成本优势区域维持高增长

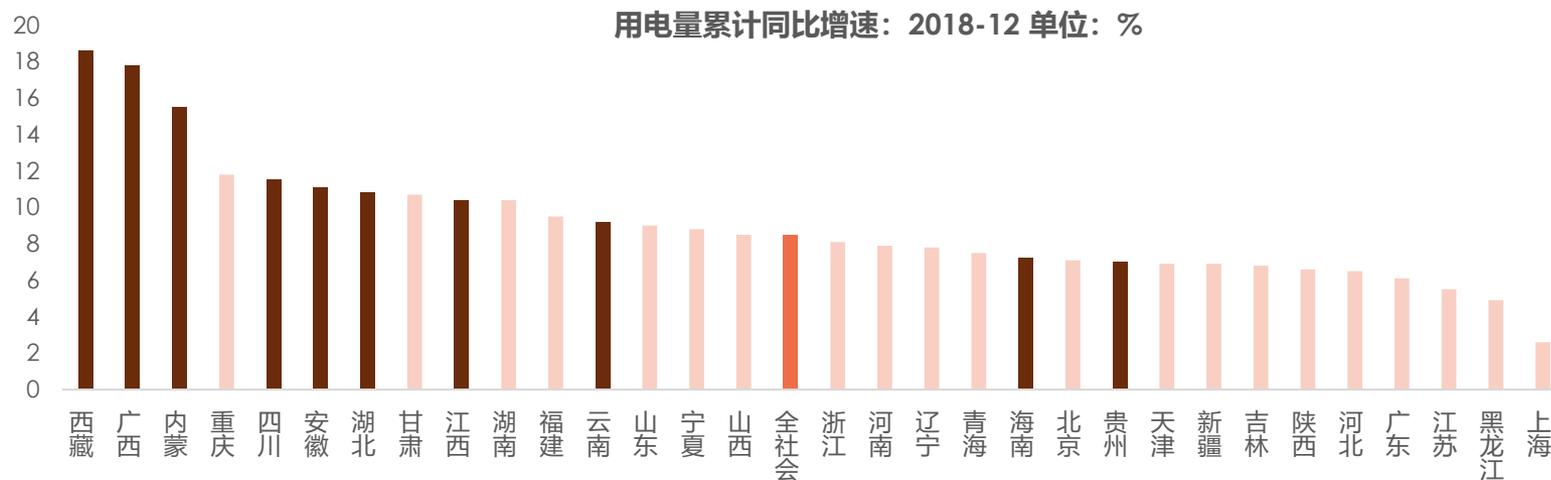
- 我们对2019年1-9月/2018年/2017年的用电量/工业用电量/发电量数据进行分析，主要得出以下结论：
- 根据Wind数据，2019年1-9月，全社会用电量前十的省市区分别为西藏、广西、内蒙、海南、云南、新疆、湖北、安徽、江西、四川。
- 其中除西藏/海南基数低、波动较大外，其他用电量增速较高的区域主要集中在中西部：
- 1) 煤炭/水力资源富集区：内蒙/新疆/云南/四川等；
- 2) 低劳动力成本区域：广西/安徽/江西等；
- 3) 基建/招商引资/特定项目较大的区域：湖北/广西/等。
- **这在一定程度上反映了目前我国产业向中西部资源与人力成本优势区域转移的趋势，根据对2017/18年全社会用电量增速的比较，2018年开始，该趋势逐渐明显。**
- 根据可得的工业用电量数据，广西、内蒙、云南工业用电的高增速对其全社会用电高增速有较大贡献，进一步印证了产业向中西部资源/人力成本优势区域转移的趋势。
- 同时，我们分析了2019年1-9月各省市发电/火力发电量的同比增速，并与用电量增速进行比较：
- 1) 在用电量前十的省份中，多数省市区的发电量亦有较高增速；而江西自身发电增速不足，需要特高压外调补充；另外湖北受今年来水不佳的三峡外调电量影响，发电量增速亦较低；
- 2) 在用电量增速并不高的省份中，青海/宁夏/陕西的发电量增速却名列前茅，一定程度上反映了特高压外调发力，我国的电力调运系统不断完善。

电力 | 2019前三季度，用电量累计值及同比增速



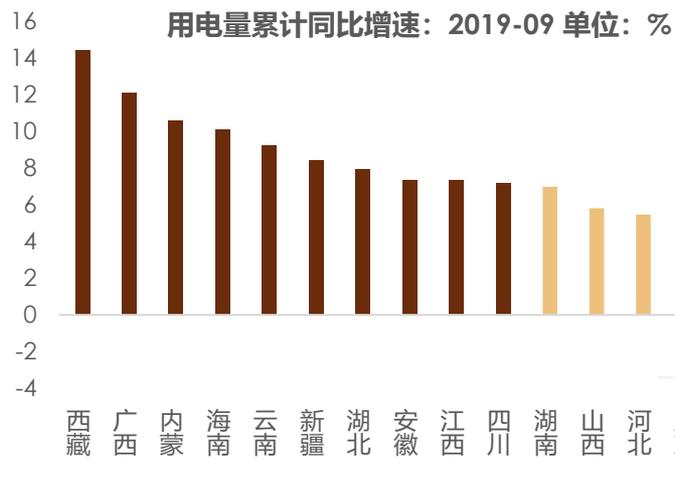
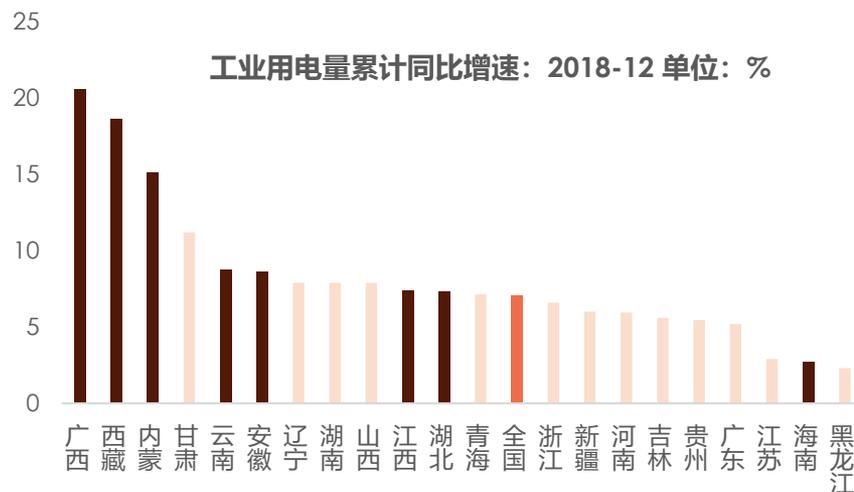
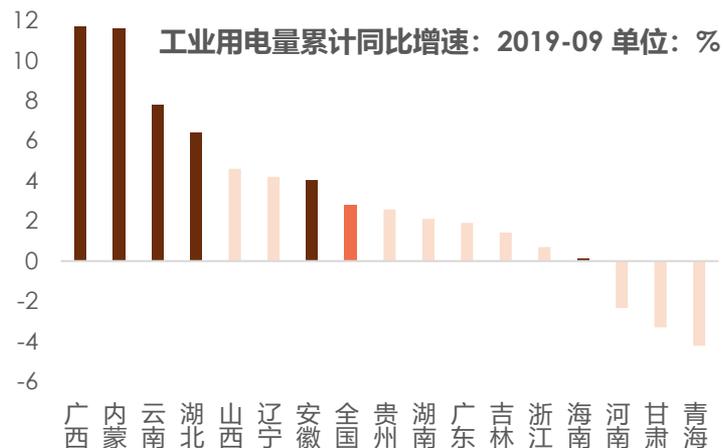
资料来源：WIND，华西证券研究所

电力 | 资源/劳力富集区高增速趋势18年逐步显现



资料来源：WIND，华西证券研究所

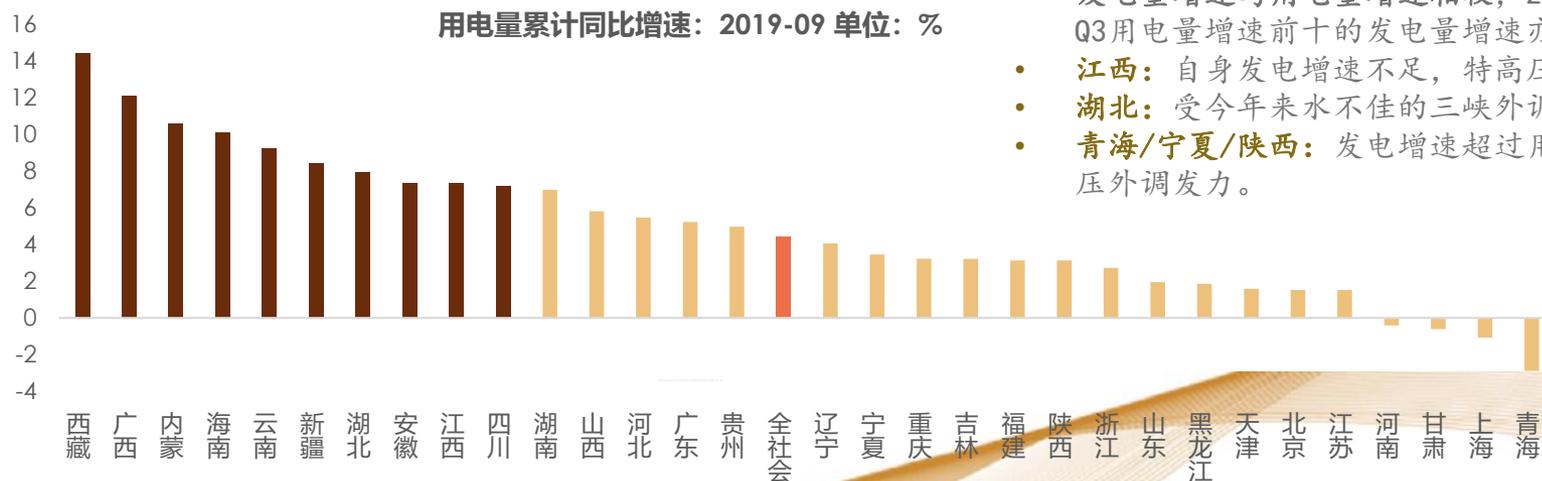
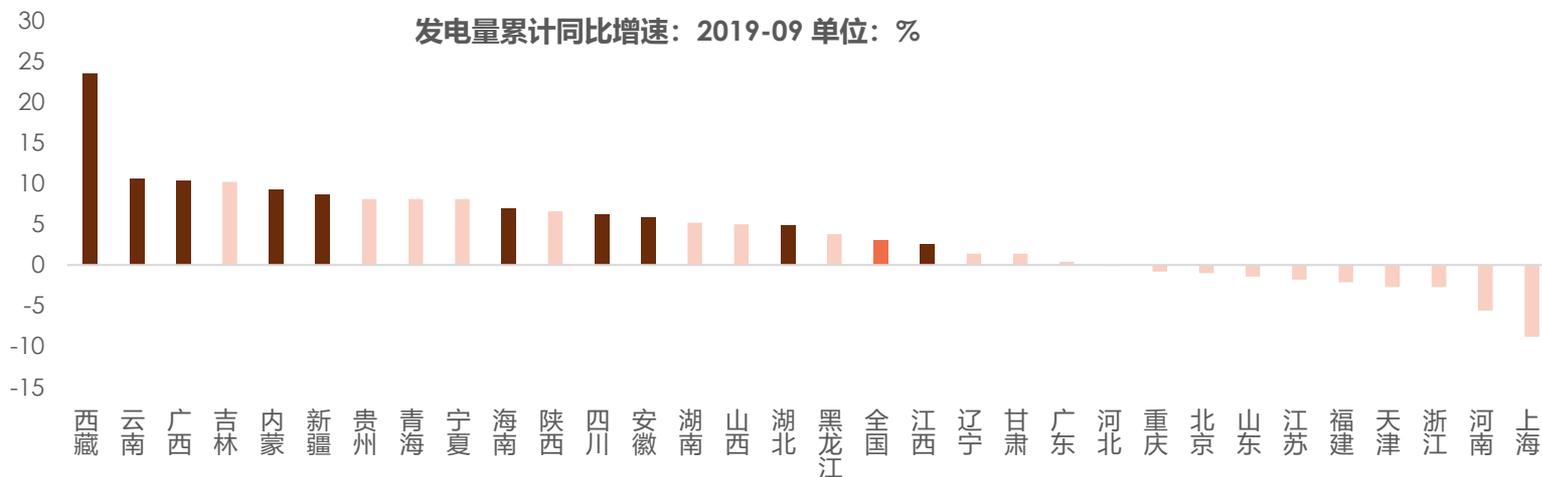
电力 | 工业用电: 广西/内蒙/云南高增速



- 工业用电量数据部分, 由于wind数据不全, 图中仅显示部分省份的同比增速, 其中2018年数据中, 云南、新疆为第二产业用电同比增速, 以此近似工业用电同比增速。
- 在现有数据中, 除西藏低基数波动大外, **广西、内蒙、云南工业用电的高增速对其全社会用电高增速有较大贡献, 或显示了产业向资源/人力成本优势区域转移。**

资料来源: WIND, 西藏自治区2018年度全区经济运行情况, 内蒙古自治区工信厅, 北极星电力网, 中国煤炭资源网, 新疆维吾尔自治区发改委网站, 华西证券研究所

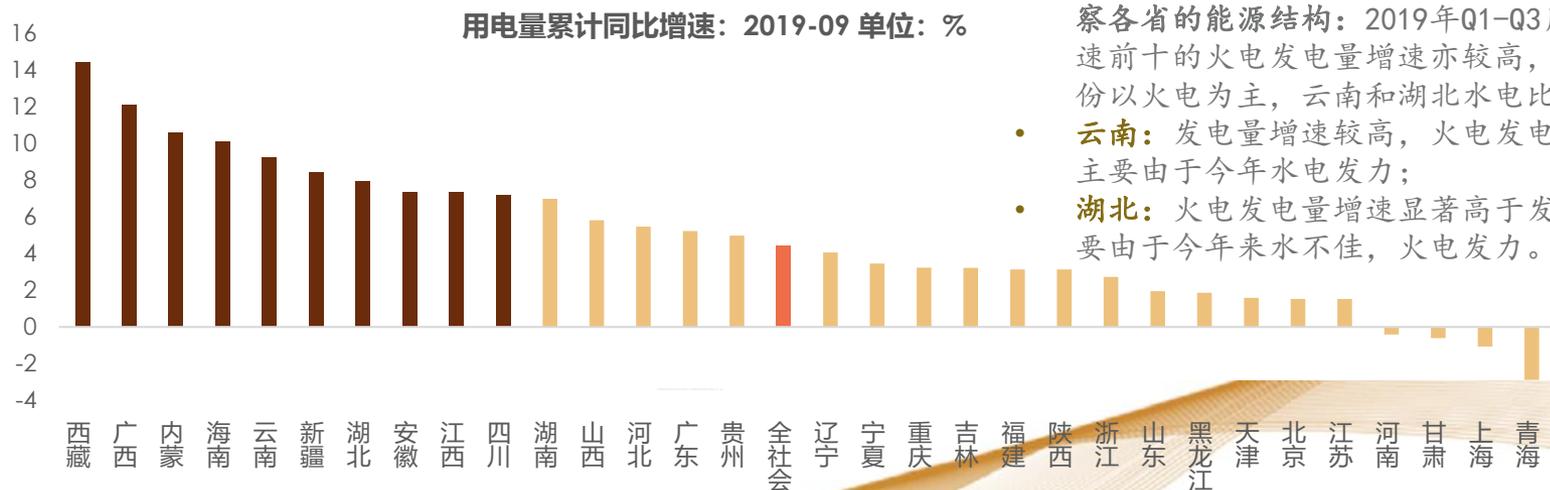
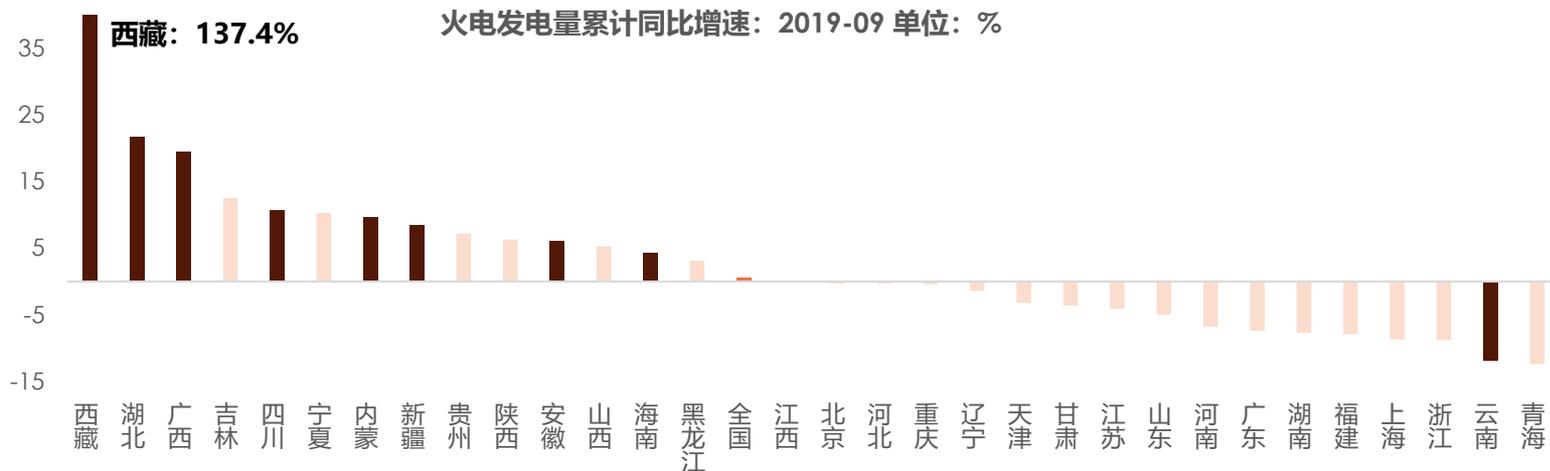
电力 | 江西电力需外调，青宁陕电力外送增加



- 发电量增速与用电量增速相较，2019年Q1-Q3用电量增速前十的发电量增速亦较高；
- **江西**：自身发电增速不足，特高压外调补充；
- **湖北**：受今年来水不佳的三峡外调电量影响；
- **青海/宁夏/陕西**：发电增速超过用电，特高压外调发力。

资料来源：WIND，华西证券研究所

电力 | 火电发电：沿海全线下跌，滇鄂受水电影响



- 火电发电量增速与发电量增速相较，可以观察各省的能源结构：2019年Q1-Q3用电量增速前十的火电发电量增速亦较高，大部分省份以火电为主，云南和湖北水电比例偏高；
- **云南**：发电量增速较高，火电发电量负增长，主要由于今年水电发力；
- **湖北**：火电发电量增速显著高于发电量，主要由于今年来水不佳，火电发力。

资料来源：WIND，华西证券研究所

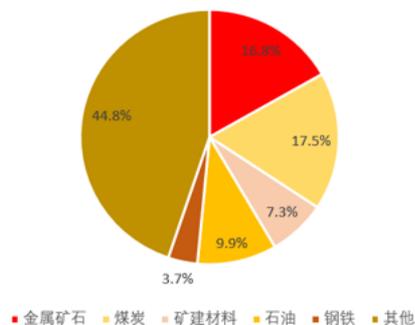
目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司
- 风险提示

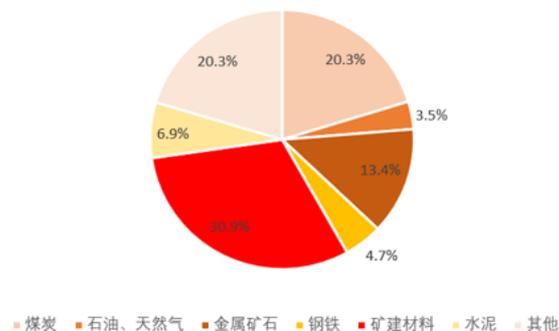
港口 | 内河港口高增速主要反映房地产等内需

- 2019H1港口货物吞吐量分化明显，沿海同比+3.1%，而内河+18%，外贸吞吐量仅+2.5%，周期品需求靠内需拉动。
- 1、外贸货物在沿海港口货物吞吐量中占比高达40%左右，在内河中只占比10%左右，这个比例多年保持相对稳定，所以判断是内需拉动了内河货物吞吐量的增长，继而拉动了全国的货物吞吐量的增速。
- 2、除石油外，按照WIND 2017年的数据，仅金属矿石、煤炭、矿建材料和钢铁四项，在沿海主要港口的货物吞吐量中占比即达到约45%。同样，按照WIND 2016年的数据，在内河港口的货物吞吐量中，跟房地产和基建相关的煤炭、金属矿石、钢铁、矿建材料和水泥占比比沿海更高，达到了约76%。虽然超过一半的煤炭是用于发电的，但是即使剔除这部分，房地产相关度也很高。
- 所以我们推断，**2019年上半年，与房地产和基建相关的需求拉动了内河主要港口货物吞吐量的增长继而拉动了全国的港口货物吞吐量的增速。**

2017年沿海主要港口金属矿、煤炭、矿建材料、石油、钢铁及其他货物吞吐量占比分别为
 16.8%/17.5%/7.3%/9.9%/3.7%/44.8%



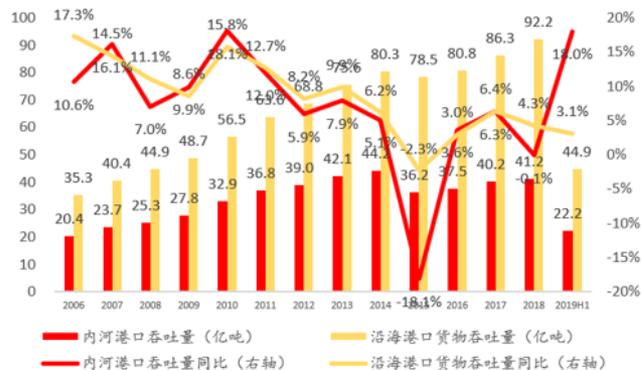
2016年内河主要港口煤炭、石油及天然气、金属矿石、钢铁、矿建材料、水泥、其他货物吞吐量占比分别为
 20.3%/3.5%/13.4%/4.7%/30.9%/6.9%/20.3%



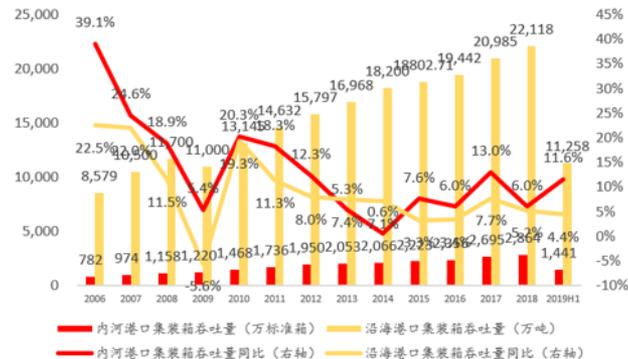
资料来源：WIND，华西证券研究所

港口 | 内河港口增速明显高于沿海

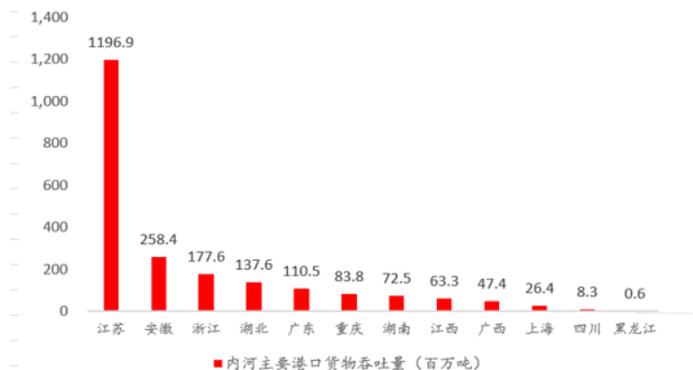
2019年H1内河、沿海港口货物吞吐量同比增速分别为+18.0%/+3.1%



2019年H1内河、沿海港口集装箱吞吐量同比增速分别为+11.6%/+4.4%



2019年H1各省内河主要港口货物吞吐量



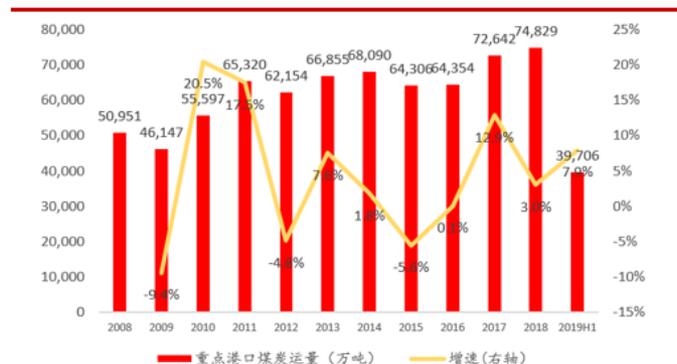
2019年H1各省内河主要港口货物吞吐量增速



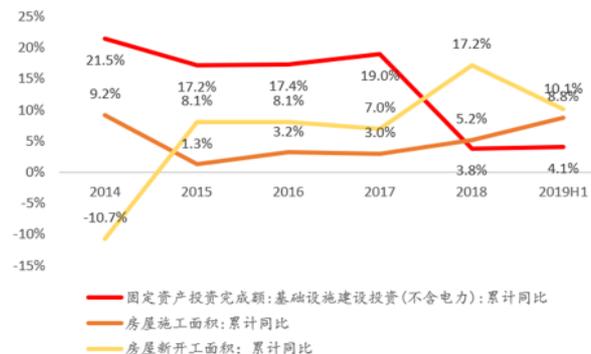
资料来源：WIND，交通运输部，华西证券研究所

港口 | 重点大宗商品及房地产增速

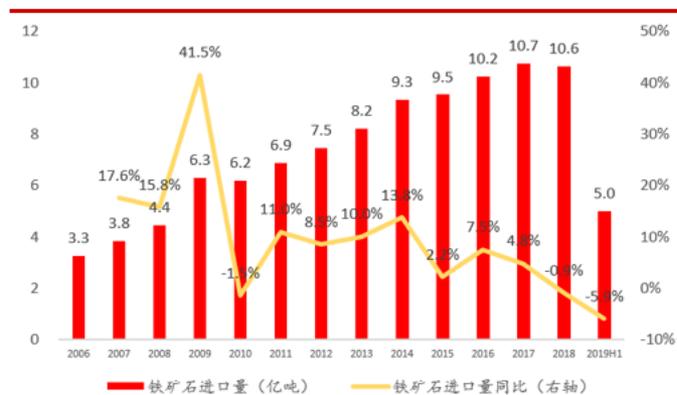
2019年H1重点港口煤炭运量4亿吨，同比+7.9%



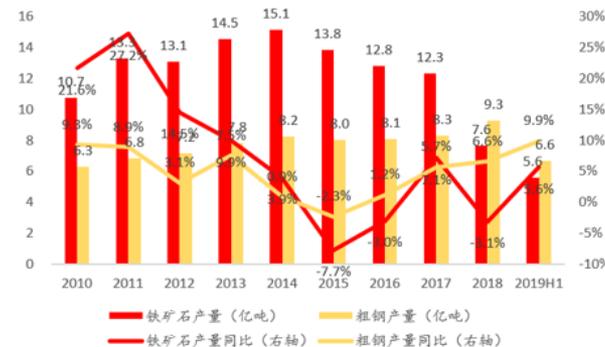
2019年H1基础设施建设固定资产投资完成额、房地产施工面积、房屋新开工面积同比分别为+4.1%/+8.8%/+10.1%



2019年H1铁矿石进口量为5亿吨，同比-5.9%



2019年H1铁矿石、粗钢产量同比增速分别为+5.6%/+9.9%



资料来源: WIND, 华西证券研究所

目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司

快递 | 数据分类

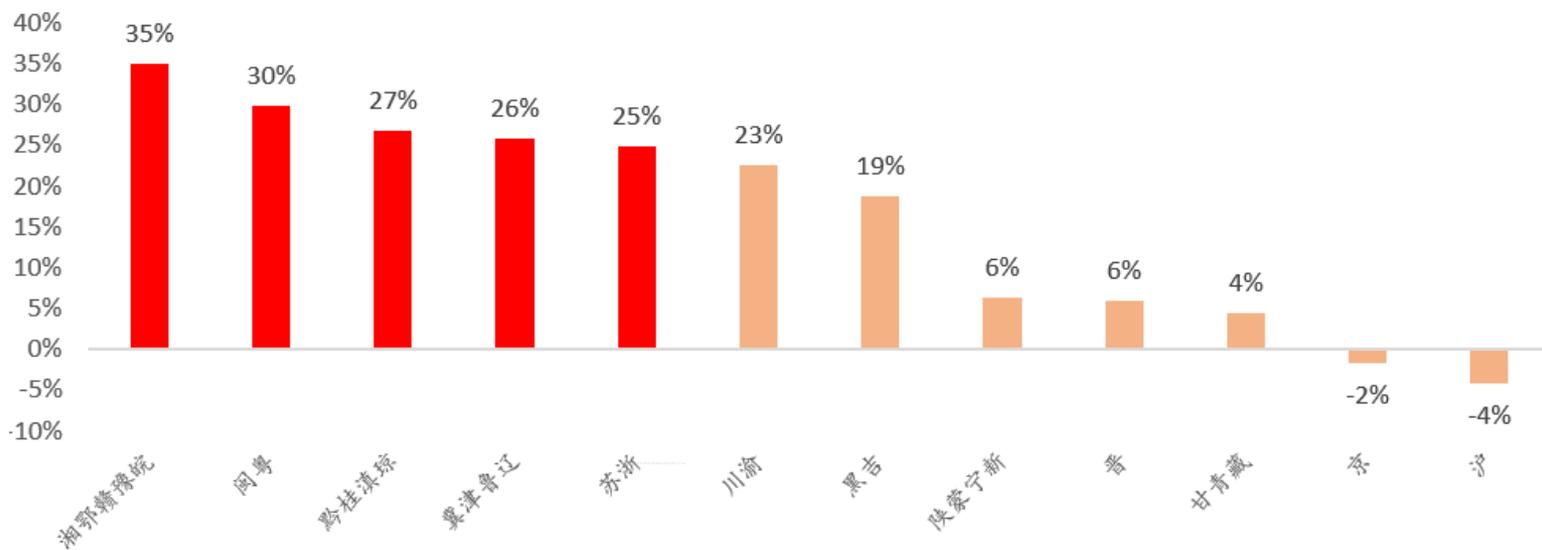
- 根据地理、交通、资源和人口等特点，我们按照12个区域来分析交运数据。由于港澳台数据在可得性上存在难度，暂不纳入分析范围。
- 北京和上海我们单独列示。无论从人口增速，还是发电量、用电量、机场货邮吞吐量等数据的特征来看，北京和上海都是和周边地区有明显区别的。津冀鲁辽四个省都是环渤海省份，特别是津冀是环北京。苏浙毗邻上海，但是又和上海不同。
- 湘鄂赣豫皖五省是传统的劳动力输出省份，近年来迎来沿海产业的转移和劳动力的回流，经济越发有活力。
- 陕蒙宁新四省区是新兴的资源省份。传统的煤炭大省山西，我们视为存量的资源省份。黑龙江和吉林，由于煤炭资源已经进入衰竭周期，发展工业的成本逐渐增加，我们一并考虑研究。其次，综合考虑地理和经济，我们还划分了川渝地区、甘青藏地区和黔桂滇琼地区。

省份及直辖区	区域特征
京	首都
沪	上海
津、冀、鲁、辽	环渤海地区
苏、浙	长三角地区
闽、粤	大珠三角地区
湘、鄂、赣、豫、皖	中部劳动力资源丰富的地区
陕、蒙、宁、新	新兴资源优势地区
晋	存量资源地区
黑、吉	煤炭资源衰竭地区
川、渝	西部人口聚集区
甘、青、藏	西部
黔、桂、滇、琼	西南

资料来源：华西证券研究所

快递 | 中西部地区快递增速高于全国

- 根据Wind数据，2019年上半年，全国规模以上快递业务量达到277亿件，同比+26%，相比2018年全年增速下降了1个百分点，但仍然高增长。
- 上半年，全国31个省（自治区、直辖市），快递业务量排名前五的地区分别为安徽（+41%）、河南（+40%）、云南（+37%）、吉林（+35%）、江苏（+34%）。其中享有人口红利的湘鄂赣豫皖地区增速达35%，排名第一。
- 而北京、上海等地区出现负增长，分别为-2%、-4%。过去几年北京、上海地区的快递业务量增速持续下滑。2015至2019H1北京规模以上快递业务量增速分别为+27%、+39%、+16%、-3%、-2%；上海分别为+33%、+52%、20%、12%、-4%。
- 我们认为人均快递量显示了一个地区消费的活跃程度，而人均快递量的变动趋势则在一定程度上揭示了该地区消费活跃趋势。结合2017、2018年数据看，我们判断中西部地区的消费情况日趋活跃。

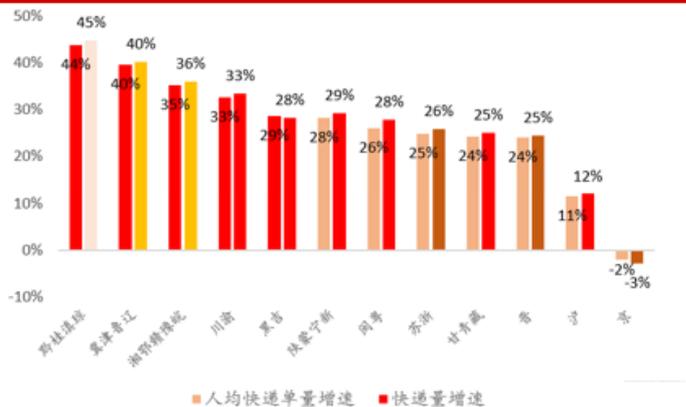


资料来源：WIND，华西证券研究所

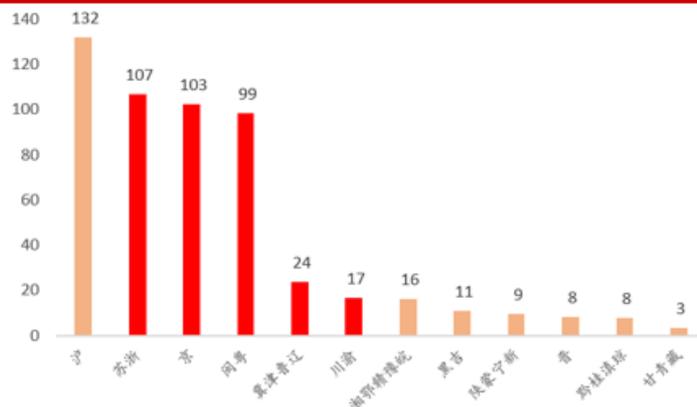
快递 | 人均快递单量中西部高增长

- 我们以地区的快递业务量除以该地区的常住人口数计算人均快递单量，我们认为人均快递单量显示了一个地区的消费活跃程度，而人均快递单量的增速变化则反应了该地区的消费活跃程度的变化趋势。
- 我们按区域进行划分，并以2018年数据为例，人均快递单量排名前三的分别为上海、苏浙、北京，分别为132单、107单、103单，而中西部地区的人均快递单量普遍靠后，但是空间巨大。但是从人均快递单量的增速情况看，黔桂滇琼、冀津鲁辽、湘鄂赣豫皖地区排名前三，分别为+44%、+40%、+35%。
- 同时，人均快递单量增速的排名情况与快递业务量增速的排名情况基本一致，考虑人口数据相对稳定，所以我们预计2019H1人均快递单量增速排名第一的为湘鄂赣豫皖地区。
- 从人均快递单量的增速情况看，我们推测中西部地区的消费将越发活跃。

2018年黔桂滇琼、冀津鲁辽、湘鄂赣豫皖地区人均快递单量增速排名前三



2018年沪、苏浙、京、闽粤人均快递单量排前四，和其它地区的差异巨大



资料来源：WIND，华西证券研究所

目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司
- 风险提示

- 区域机会：把握产业转移下中西部投资机会
 - 1) 内蒙/广西/云南等地的用电量/发电量增速双高，反应需求的增长；
 - 2) 尤其是广西省，市场关注度仍较低，具有可挖掘的投资机会；
 - 3) 湖北省可关注其用电量的高增速是否可持续。
- 物流机会：区域工业发展，运输物流先行
 - 1) 西南沿海港口，以及西江流域/长江上游内河港口受益于产业转移的机会；
 - 2) 中欧班列等运费优惠带来的陆路物流运输机会。

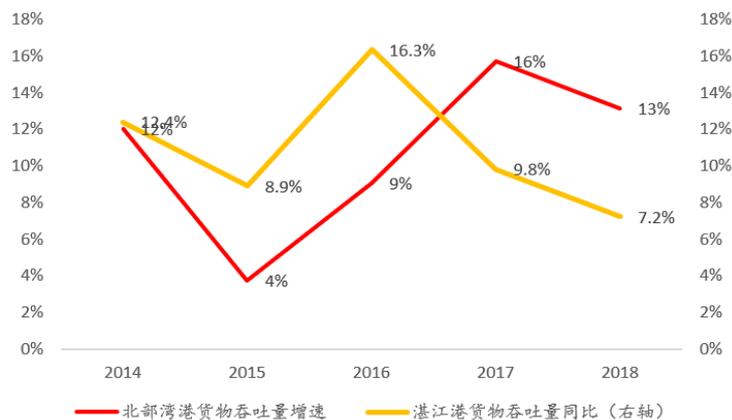
重点公司

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601088.SH	中国神华	16.90	买入	2.21	2.23	2.14	2.15	8.28	7.58	7.90	7.86
601225.SH	陕西煤业	8.04	买入	1.13	1.11	1.04	1.07	7.49	7.24	7.73	7.51
002128.SZ	露天煤业	7.90	买入	1.05	1.29	1.21	1.17	7.95	6.12	6.53	6.75
002928.SZ	华夏航空	10.72	增持	0.63	0.76	0.87	0.96	29.70	14.11	12.32	11.17
600017.SH	日照港	2.79	增持	0.21	0.21	0.22	0.24	13.46	13.29	12.68	11.63
000582.SZ	北部湾港	8.54	增持	0.40	0.55	0.67	0.79	21.82	15.53	12.75	10.81
601298.SH	青岛港	6.59	增持	0.60	0.60	0.65	0.70	14.22	10.98	10.14	9.41
002930.SZ	宏川智慧	14.52	增持	0.45	0.44	0.49	0.62	57.44	33.00	29.63	23.42

资料来源：Wind，华西证券研究所（以上表内收盘价为2019年11月15日收盘价）

投资策略 | 重点公司

- 推荐标的：北部湾港
- 预计公司2019-21年归母净利润分别为9/11/13亿元，对应EPS分别为0.55/0.67/0.79元，同比分别9%/10%/11%，对应PE分别16/13/11倍，给予公司“增持”评级。



盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3711.24	4210.66	4757.13	5410.76	6034.07
YoY (%)	23.93%	13.46%	12.98%	13.74%	11.52%
归母净利润(百万元)	595.08	645.77	902.76	1097.66	1290.95
YoY (%)	31.73%	8.52%	39.80%	21.59%	17.61%
毛利率 (%)	36.43%	36.95%	38.03%	39.07%	40.02%
每股收益 (元)	0.36	0.40	0.55	0.67	0.79
ROE	8.20%	7.01%	9.18%	10.32%	11.14%
市盈率	24.20	22.30	15.95	13.12	11.16

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

投资策略 | 广西投资机会

地区	9月工业用电量				1-9月累计工业用电量			
	总量 (亿千瓦时)	排位	同比增长 (%)	排位	总量 (亿千瓦时)	排位	同比增长 (%)	排位
全区总计	100.43		14.4		890.44		11.7	
南宁市	4.88	7	88.7	14	62.70	11	8.1	6
柳州市	9.27	13	7.5	3	88.93	13	-5.4	1
桂林市	5.78	10	41.1	12	50.74	9	15.1	12
梧州市	4.20	3	14.9	4	36.37	3	5.7	4
北海市	4.46	4	16.3	6	39.10	4	2.0	3
防城港市	6.13	11	29.3	11	51.32	10	10.5	8
钦州市	5.50	8	16.0	5	48.78	8	10.7	9
贵港市	5.72	9	43.6	13	46.11	7	10.3	7
玉林市	3.47	2	26.9	10	32.78	2	7.6	5
百色市	32.18	14	24.5	9	258.28	14	31.3	14
贺州市	4.61	6	22.6	8	40.06	5	16.7	13
河池市	3.08	1	0.7	2	31.56	1	0.7	2
来宾市	8.62	12	18.0	7	74.88	12	14.7	11
崇左市	4.51	5	-12.1	1	44.81	6	13.4	10

说明：因本表指标均为逆指标，故其排位均为升序排位。

资料来源：广西统计局，华西证券研究所

目录

- 电力：资源与人力成本优势区域维持高增长
- 港口：外贸拖累沿海港口，内需拉动内河增速
- 快递：中西部地区是增长亮点
- 投资策略：布局整体被低估的资源类、物流类公司
- 风险提示

风险提示

- **宏观经济系统性风险**
- 若在宏观经济下行周期中，需求的超预期下滑或将给资源类公司的价、物流类公司的量带来下行压力；
- **港口或物流收费政策性下降**
- 在整体经济存压、降成本压力仍然存在的情况下，港口或物流收费存在政策性的下压风险；
- **产业转移进度不及预期**
- 由于资金、政策、建设进度等因素，诸如钢铁、造纸、电解铝等向资源或人力成本优势区域的转移进度可能不及预期，接受转移地区的经济增长或低于预期。

团队介绍

- **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。先后就职于立信会计师事务所、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，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。曾就职于申万宏源资管、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。

谢 谢！

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>

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。