

中性

2020年4月行业观点

煤价持续下跌中，关注需求及政策发力

近一个多月煤价下跌8%，超市场预期，主要是供应充足而需求持续低迷，库存高企。4月水电开始发力，煤价仍有下跌空间。离绿色区间下限500元仅4.8%的空间，市场基本认可可能跌到500元，关注后续政策对供应侧的收紧措施。业绩披露期板块业绩稳定、高分红形成利好，对冲部分煤价下跌。2季度个股业绩压力加大，我们预计2020年盈利预测可能下调10%-30%。建议重点关注需求侧的变化和政策发力。

支持评级的要点：

- **煤价持续下跌。**从2月21日至今，秦皇岛5500大卡动力煤平仓价由571元下跌至525元，下跌46元或8.1%，且跌势仍在延续中，超过市场预期。此价格离政府希望的绿色区间的下限只有25元或4.8%的距离，是16年9月以来的新低，且是第一次市场煤的价格超过年度长协煤的价格（年度长协煤价格4月为543元）
- **需求持续低迷。**煤价下跌最主要的原因是需求持续低迷，节后恢复缓慢，未见明显起色。沿海六大电厂的日耗量平均57万吨，比去年同期仍低15%。同样反映需求的秦皇岛锚地船舶数量目前只有8艘，而去年同期34艘，同比大幅下降76%。需求是决定板块走势的关键，建议重点关注，何时有起色，到什么程度仍有较大不确定性。
- **库存不断累积至近年高位，已经入汛，水电开始发力，对煤价不利。**秦皇岛库存近两个月快速攀升72%至670万吨的近年高位。沿海六大电厂库存天数29天，比去年同期高6天，库存升至近年的历史新高附近。4、5月是动力煤的传统消费淡季，目前我国已经进入汛期，水电开始发力。高库存、弱需求将进一步抑制采购行为，或对煤价不利。
- **4月份煤价仍不乐观，离500元的绿色区间下限仅一步之遥，关注后续供应侧调控行为。**持续下跌中，我们认为市场已经基本认可煤价可能跌到500元，毕竟可跌的幅度已经不大了。如果煤价跌破500元，不排除减产、限产、限制进口等供给侧调控工具出台。可能会带来短期交易性机会。
- 需要注意的是，如果煤价跌破500元，且没有有效行为阻止下跌，将是再次低于预期，对股价不利，提醒届时关注。
- 业绩披露期对煤炭板块比较有利，因为高分红，年报和一季报业绩相对稳定和跌幅有限，会部分抵消煤价持续下跌的利空影响。
- 行业2季度业绩压力会更明显。2020年预计秦皇岛5500大卡动力煤价格煤下跌12%，预计煤炭公司2020年业绩下调幅度在10%-30%之间。
- **投资建议：**建议重点关注优质龙头绩优公司陕西煤业、中国神华、潞安环能、阳泉煤业、山西焦化、以及高股息经营较好的公司如兖州煤业、平煤股份、盘江股份。
- **风险提示：**政府调控不利，经济下行超预期，全球疫情超预期，清洁能源替代加速。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

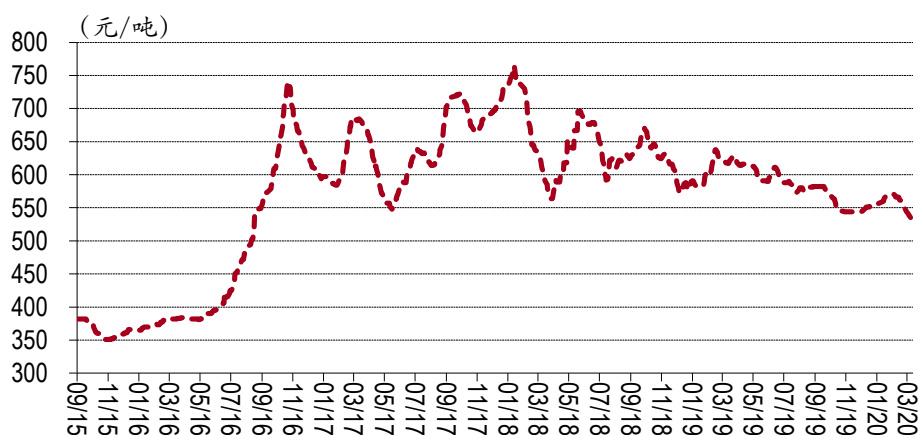
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036

一. 近期煤炭市场表现差于预期

(1) 近一个多月煤价持续下跌 8%，创 3 年半以来的新低，逼近绿色区间的下限，首次低于长协价。

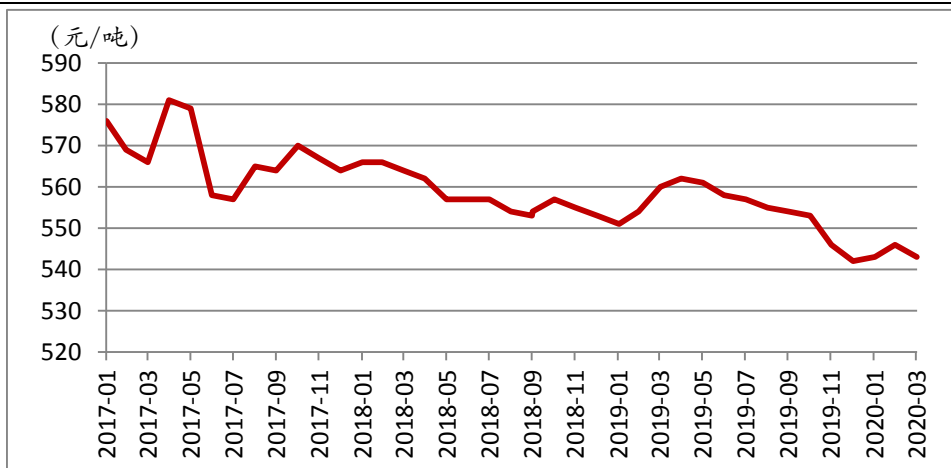
从 2 月 21 日至今，煤价连续下跌，秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价由 571 元下跌至 525 元，下跌 46 元或 8.1%，且跌势仍在延续中，超过市场预期。此价格离政府希望的绿色区间的下限只有 25 元或 4.8% 的距离，是 16 年 9 月以来的新低。并且是第一次市场煤的价格超过年度长协煤的价格（年度长协煤价格 4 月为 543 元）

图表 1. 秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价持续下跌至 3 年半新低



资料来源：万得，中银证券

图表 2. CCTD 秦皇岛动力煤 5500 大卡年度长协价高于现货价



资料来源：万得，中银证券

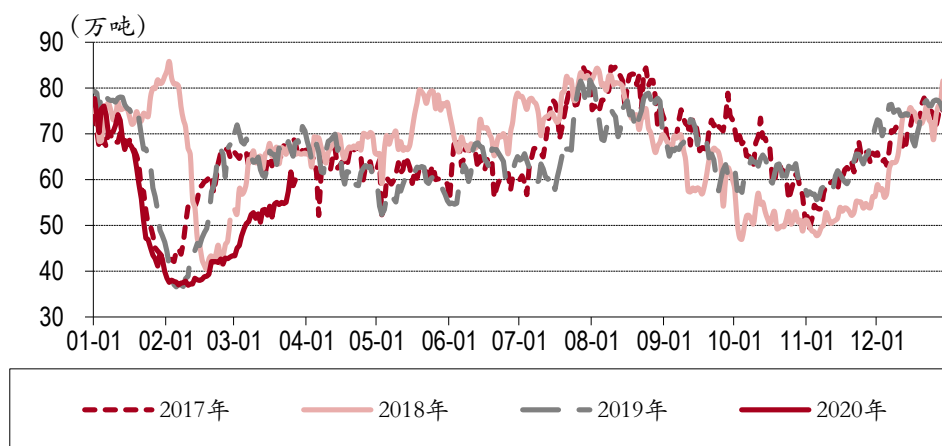
(2) 煤价下跌最主要的原因是需求持续低迷，节后恢复缓慢，未见明显起色

截至 3 月 27 日的一周，沿海六大电厂的日耗量平均 57 万吨，比去年同期仍低 15%。

同样反映需求的秦皇岛锚地船舶数量目前只有 8 艘，而去年同期 34 艘，同比大幅下降 76%。

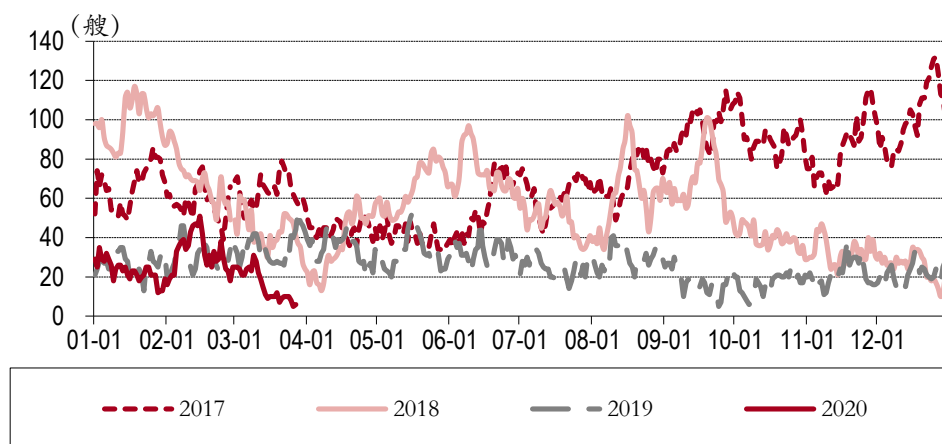
需求是决定板块最重要的因素，何时有起色，到什么程度仍有较大不确定性。

图表 3. 六大电厂日耗量比去年同期低 15%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 秦皇岛锚地船舶非常少，只有往年的 16%



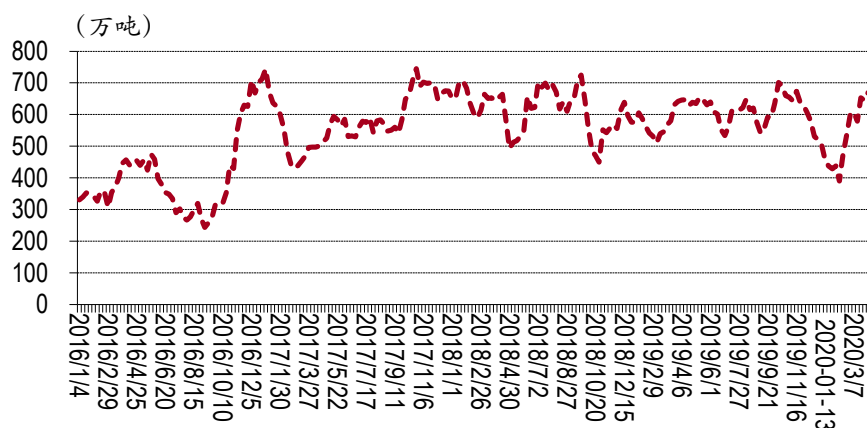
资料来源：万得，中银证券

(3) 库存不断累积至近年高位，已经入汛，水电开始发力

受到供应恢复较快而需求恢复缓慢的影响，近一个月以来，港口、消费地等各个环节的库存不断累积，目前均在近年高位。其中，秦皇岛库存近两个月快速攀升 72% 至 670 万吨的近年高位。截至 4 月 1 日，沿海六大电厂库存天数 29 天，比去年同期高 6 天，库存升至近年的历史新高附近。

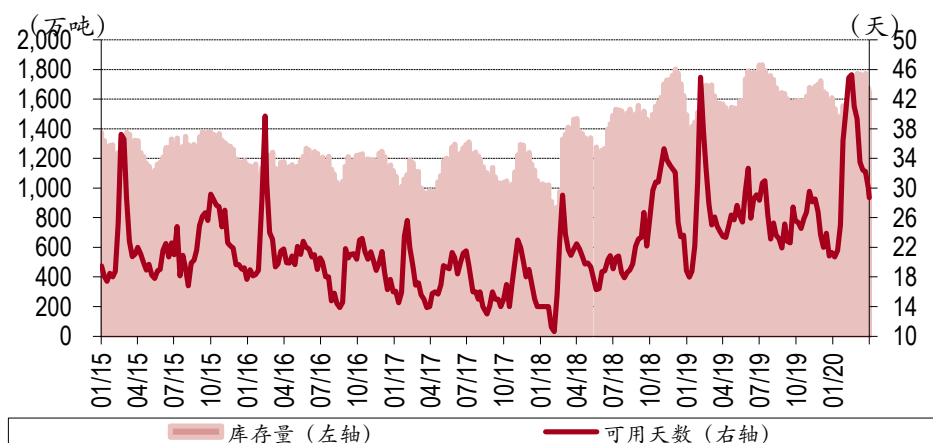
4、5 月是动力煤的传统消费淡季，目前我国已经进入汛期，水电开始发力。高库存、弱需求将进一步抑制采购行为，或助推煤价的下跌。

图表 5. 近两个月秦皇岛库存快速攀升 72%至近年高位



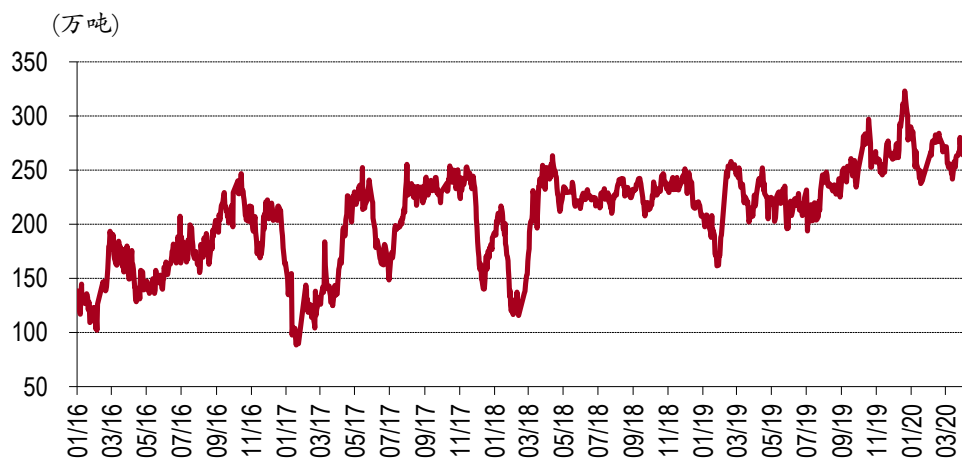
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 沿海六大电厂库存及天数都在历史高位



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 南方最大的煤炭进口港广州港库存高企



资料来源：万得，中银证券

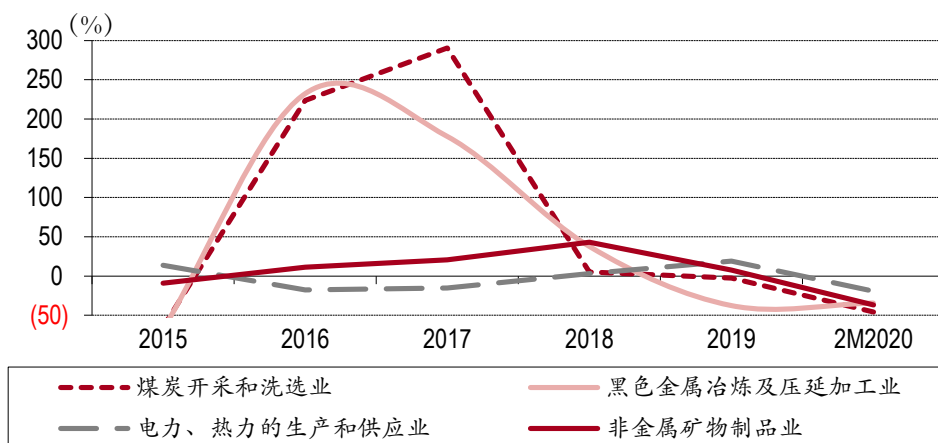
(4) 煤炭行业1-2月利润总额累计降幅较大(下降45.6%),表现欠佳,低于平均水平(工业、制造业)、同业(石油及天然气开采、采矿业)及下游行业(电力、钢铁、水泥等)。

据国家统计局3月27日公布的数据,1月至2月,全国规模以上工业企业实现利润总额4,107.0亿元,同比下降38.3%。其中,煤炭开采和洗选业实现营业收入2,513.1亿元,同比下降16.3%;实现营业成本1,826.1亿元,同比下降12.9%;实现利润总额192.0亿元,同比下降45.6%。

1月至2月,采矿业实现利润总额553.1亿元,同比下降21.1%;制造业实现利润总额3,005.7亿元,同比下降42.7%;电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额548.2亿元,同比下降23.2%。在41个工业大类行业中,4个行业利润总额同比增加,37个行业减少。其中,石油和天然气开采业同比增长23.7%,煤炭开采和洗选业同比下降45.6%,黑色金属冶炼和压延加工业同比下降34.4%,电力、热力生产和供应业同比下降19.4%,非金属矿物制品业同比下降37%。

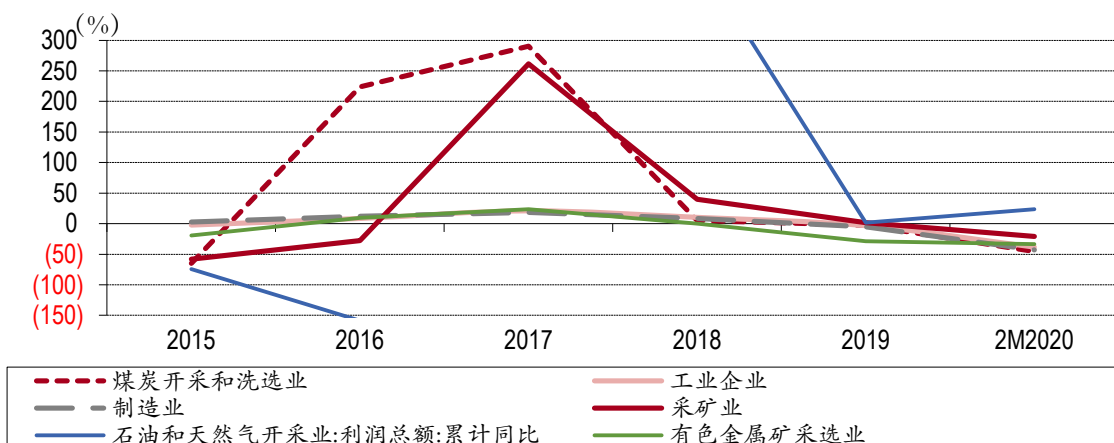
通过比较,可以看出,1-2月行业的盈利情况欠佳,跑输同业(石油及天然气开采+23.7%,采矿业-21.1%)、下游(电力-23.2%,钢铁-34.4%,水泥-37%)及行业平均水平(工业-38.3%,制造业-42.7%)。

图表8. 煤炭和下游行业利润总额增速比较



资料来源: 万得, 中银证券

图表9. 煤炭和同业及行业平均利润总额增速比较



资料来源: 万得, 中银证券

(5) 海外疫情扩散对进口的影响：需求的减少大于供应的减少，海外煤价预计将下跌

今年前两个月，煤炭进口保持了去年以来的高增长，同比增速33%，即便考虑去年12月控制进口通关大部分放到今年1月的影响，根据万得数据，19年12月到20年2月进口煤炭同比增长16%，增速仍然比较大。目前，随着海外疫情的扩散，海外市场同时出现了供应和需求的减少。我们认为需求的减少将大于供应，海外煤价将面临进一步下跌的风险。供应方面主要是印尼、南非、哥伦比亚等地的煤矿关停的现象比较多，而澳洲、蒙古、俄罗斯等地的影响目前比较有限。从我国煤炭进口结构看，动力煤方面，19年我国从印尼、南非、哥伦比亚占进口煤的20%多，远不及澳洲、俄罗斯的70%左右的占比，所受供应的影响有限。焦煤方面，19年我国从澳洲、蒙古、俄罗斯进口焦煤占比93%，这些地方的煤矿生产比较正常，可能在港口、贸易、通关方面有影响，但供应大致仍是比较充足的。

主要煤炭消费国中国、印度库存高企，需求下滑明显，抑制煤炭贸易

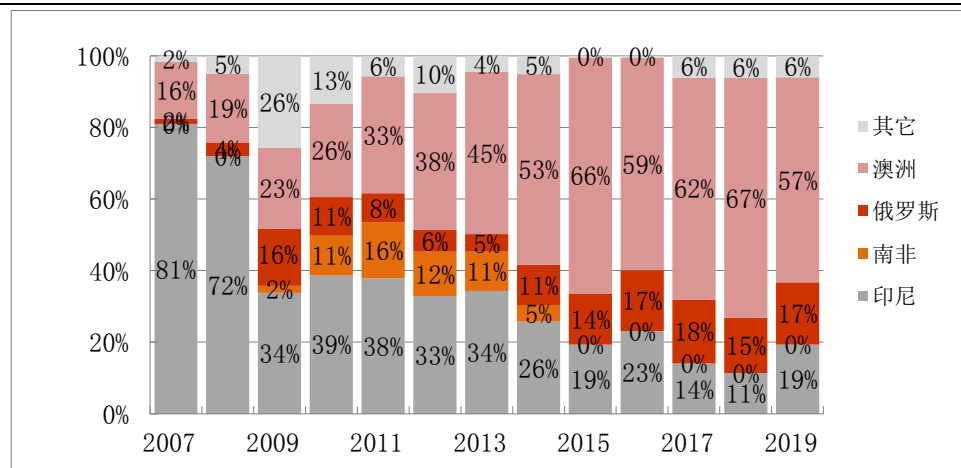
相比供应，我们认为由于疫情原因导致各国采取封闭措施，经济活动疲软，需求的减少幅度和影响要大于供应。我国是世界第一大煤炭消费国，目前的需求非常低迷，迟迟未见明显起色，而且库存高企。印度是世界煤炭第二大消费国，煤炭是其第一大能源，和我国目前的情况相似，需求差，库存高。据煤炭资源网报道，3月18日以来，10天的时间，印度的能源消费下降了26%，在西部工业发达地区，其能源消费下降了34%之多。截至3月31日，随着煤炭消费量的下降，印度的电厂的库存达到4,250万吨，存煤天数25天，而坑口煤炭库存6,450万吨，可用天数近38天，库存均创新高。

相比国内煤价近一个月以来的下跌，国际煤价目前比较坚挺，甚至有小幅反弹，但这种趋势没有持续性，国际煤价预计未来会重回下跌通道。

需求低迷，库存高企，政策导向，国际煤价近期坚挺，我国煤炭进口或受到抑制

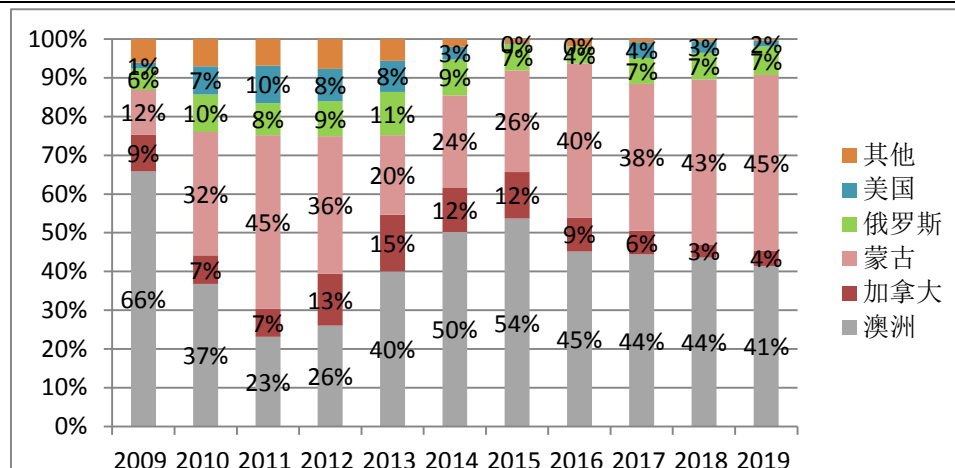
我们认为今年国家对煤炭进口的政策导向不会变，特别是国内煤价持续下跌逼近绿色区间的下限的背景下，控制进口仍将是主基调。近期国际煤价比较坚挺，且国内需求低迷，库存高企，也会从市场自发调整方面抑制进口需求。这样，进口的抑制未来可能会在一定程度上缓解国内煤价的下跌。

图表 10. 中国动力煤进口分国别



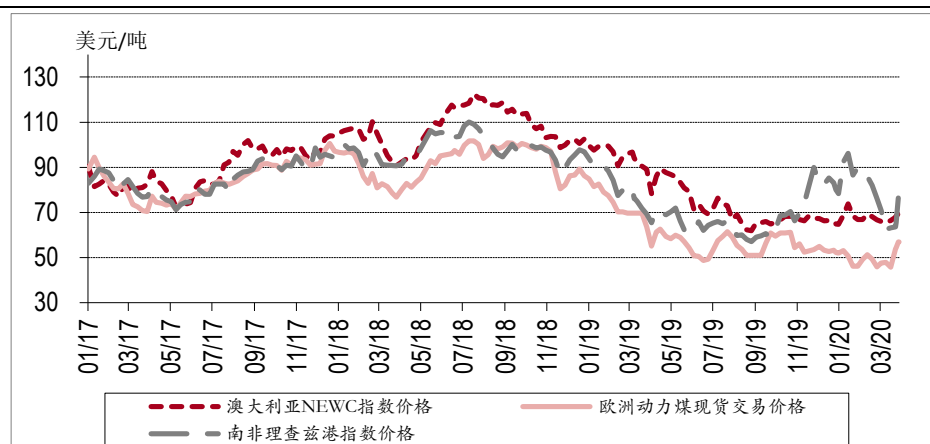
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 我国冶金煤进口国别占比



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 国际煤价



资料来源：万得，中银证券

二. 4 月份的煤价仍不乐观，离 500 元的绿色区间下限仅一步之遥，关注后续供应侧调控行为。

目前的秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 525 元，离 500 元的绿色区间下限仅 25 元，或 4.8%。在持续下跌中，我们认为市场已经基本认可煤价可能跌到 500 元，毕竟可跌的幅度已经不大了。根据 2017 年 1 月 11 日，国家发改委、中国电力企业联合会、中国钢铁工业协会四部门联合签署的名为《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，煤价在 470-500 元为蓝色区间，政府会“重点加强市场监测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施。”我们认为，随着行业行政化程度的巩固，未来如果煤价跌破 500 元，不排除会有减产、限产、限制进口煤等供给侧调控工具出台。可能会有交易性机会。

需要注意的是，如果煤价跌破 500 元，且没有有效行为阻止下跌，煤价将会是再次低于预期，可能对股价不利，建议届时关注。

三. 业绩披露期，高分红，年报和一季报业绩相对跌幅有限，会部分抵消煤价持续下跌的利空影响

目前的业绩披露期对煤炭个股比较有利，一是由于近期高分红个股增多，比如平煤、神华分别大幅提升其19-21年分红比例至当年可分配利润的60%和50%，提升市场对其他绩优个股高分红的预期，带来相应个股及其板块整体估值提升。二是2019年业绩预计比较稳健，同比基本持平，利润指标高位运行可期。2020年一季报业绩会有小幅下降，但幅度不会太大。

四. 煤价低于预期，2季度业绩压力会更明显，预计2020年业绩下调幅度在10%-30%之间。

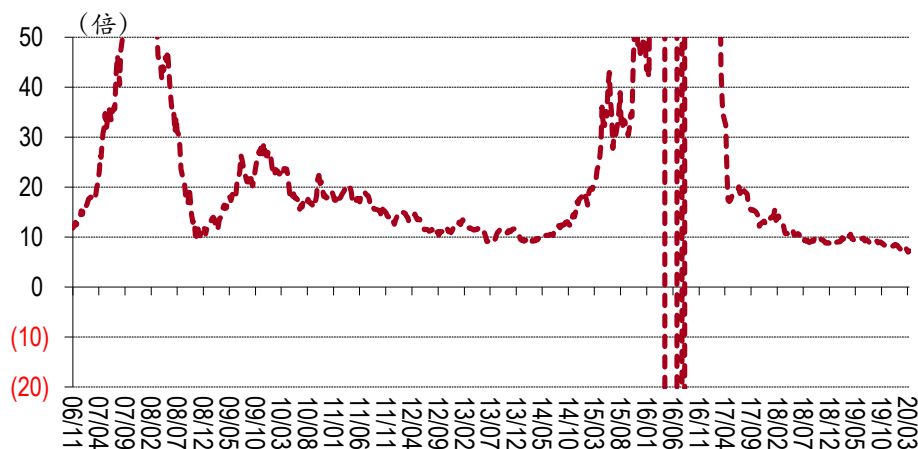
2020年1季度，秦皇岛5500大卡动力煤平仓价均价557元，同比下跌7.5%。2020年1季度年度长协煤544元，同比下跌1.6%。考虑到去年同期煤价较高，2019年2季度秦皇岛5500大卡动力煤平仓价均价高达609元，即使不考虑持续降价，目前的价格比其低14%，2019年2季度年度长协价561元，即使不考虑仍有下降空间，目前4月份长协价比去年2季度低3.2%，因此总体看，预计今年2季度的业绩存在比1季度更明显的下跌压力。

随着疫情的演绎和对经济影响程度差于预期，由于年初市场对2020年动力煤市场价的预测大概在550元左右，目前看可能跌破530元，市场煤价将由原先同比下跌6%下调至12%左右，由于煤价的预期下调，我们认为年报后，2020年煤炭公司的业绩下调幅度中值可能在10%-30%之间。

五. 市净率市盈率再次跌破历史新低

根据万得统计，截至4月1日，CS煤炭开采洗选业市盈率7.3倍，市净率0.85倍。双双位于历史最低值（市盈率不考虑16年前后全行业亏损经营期）。即便考虑2020年业绩可能有10%-30%的下调空间，20年市盈率预计在8.0倍-9.5倍之间，仍在历史区间的绝对地位。

图表 13. 煤炭行业市盈率历史最低 (TTM, 整体法)



资料来源：万得，中银证券

注：16年前后全行业亏损，市盈率急剧下降至负数

图表 14. 煤炭行业市净率历史最低 (整体法, 最新)



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 政府调控不利, 经济下行超预期, 全球疫情超预期, 清洁能源替代加速。

图表 15. 主要煤炭公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(元)			价格 (元)	市盈率(倍)			每股净资产(元)	市净率(倍)
			2018	2019E	2020E		2018	2019E	2020E		
600188.SH	兖州煤业	未有评级	1.61	1.76	1.71	8.52	5.3	4.8	5.0	11.5	0.74
601918.SH	新集能源	未有评级	0.22	0.48	0.49	2.72	12.4	5.7	5.6	2.8	0.96
600740.SH	山西焦化	增持	1.21	0.72	1.00	5.23	4.3	7.3	5.2	7.0	0.75
600348.SH	阳泉煤业	买入	0.82	0.82	0.87	4.57	5.6	5.6	5.3	7.3	0.62
600546.SH	山煤国际	买入	0.11	0.55	0.63	8.44	76.7	15.3	13.4	3.2	2.61
601225.SH	陕西煤业	买入	1.10	1.14	1.21	7.50	6.8	6.6	6.2	5.6	1.33
600395.SH	盘江股份	未有评级	0.60	0.63	0.65	5.33	8.9	8.5	8.2	4.3	1.24
601699.SH	潞安环能	买入	0.89	1.10	1.13	5.78	6.5	5.3	5.1	8.8	0.66
600123.SH	兰花科创	未有评级	0.94	1.02	1.13	5.20	5.5	5.1	4.6	9.4	0.55
601088.SH	中国神华	未有评级	2.19	1.97	1.91	16.00	7.2	7.8	8.0	17.4	0.92
600157.SH	永泰能源	未有评级	0.06	0.07	0.08	1.30	21.7	18.6	16.3	1.9	0.67
600403.SH	*ST大有	未有评级	0.38	0.41	0.43	3.90	10.3	9.5	9.1	3.6	1.09
000937.SZ	冀中能源	未有评级	0.32	0.33	0.32	3.00	9.4	9.1	9.4	5.9	0.51
000933.SZ	神火股份	未有评级	0.16	0.64	0.38	4.13	25.8	6.5	10.9	4.5	0.92
601898.SH	中煤能源	未有评级	0.40	0.47	0.49	3.95	11.7	8.4	8.1	7.4	0.54
002128.SZ	露天煤业	未有评级	1.24	1.30	1.33	7.29	5.9	5.6	5.5	8.2	0.89
600997.SH	开滦股份	未有评级	0.88	0.94	0.99	4.67	5.3	5.0	4.7	7.1	0.66
601101.SH	昊华能源	未有评级	0.59	0.60	0.65	4.00	6.8	6.7	6.2	7.1	0.56
601666.SH	平煤股份	未有评级	0.39	0.45	0.55	4.15	10.6	9.2	7.5	5.9	0.70
中银国际 A 股主要煤炭公司平均值							12.5	7.3	7.1	6.8	0.80

资料来源: 万得, 中银证券

*注: 市净率不包括山煤国际

股价截止日 4 月 1 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371