

黃金炙手可熱，“黑金”有望接力？力量能源動力十足

2020-08-11 香港智遠

雖然今年還剩下三分之一的時間，但是現在仍可以肯定的說，2020年無疑是近十年最波動震盪的一年。不管是新冠疫情帶來的全球經濟放緩，還是當下變化莫測的全球局勢，都使得各行業面臨嚴峻考驗。但與此同時，“危中有機”這一道理已經被無數次驗證，不管是年初的口罩概念還是近期的黃金，都迎來多年未見的歷史性行情。但除了目前已經被炒至歷史高位的科技醫藥和黃金之外，近期黑色系期貨也逐漸火熱，這也讓筆者關注到煤炭等相關板塊。今天就聊聊下半年開始煤炭股還有何機會。

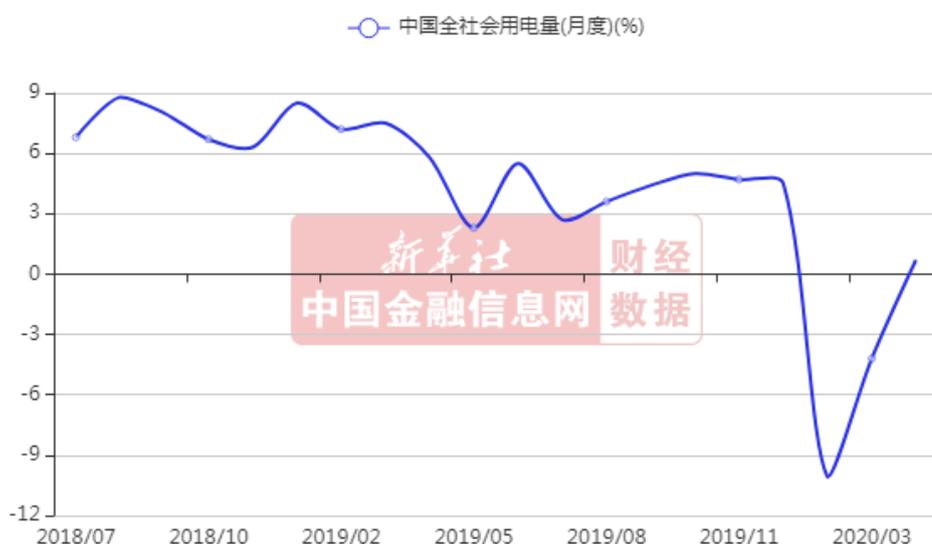
短期：下半年迎來傳統旺季

今年上半年煤炭市場先後受新冠肺炎疫情等因素影響“幾經波折”，總結起來經歷了三個運行階段，包括3、4月份的“價格坍塌”，又迎來了5、6月的觸底反彈，總體來看是先高位下行，之後觸底反彈至年初水準。

图1 动力煤期现价（元/吨）



從煤價的走勢來看，行業基本面的短期探底應該能說基本結束。而對於下半年的煤價走勢，不妨從需求與供給端來推測。**需求方面**，隨著第二季度後半段我國經濟呈現補償性恢復，全社會用電量在 4 月實現同比回正、5 月增速達到正常水準、6 月按此前國家電網資料來看有望實現高速增長。當然，還不能忘記今年最重要的國策概念——“新基建”。包括雄安新區也已經有大量項目正在恢復建設，下半年集中趕工的行情依然可期，鋼鐵、水泥、玻璃等產品需求將持續恢復，耗煤的需求也將隨之釋放。



（資料來源：新華社）

而**供給方面**，雖然我國經濟活動和用電需求仍保持相對旺盛，但從重點電廠庫存來看僅略低於 2019 年同期水準，後續補庫需求有限；且 6 月以來我國各地汛情頻發，水電出力一改 1-5 月的枯水局面，預計在 Q3 仍將保持較高出力擠壓火電需求，因此預計 Q3 煤價進一步增長空間有限。不過，當前的煤價已經足夠讓煤炭走出此前低煤價的悲觀局面，預計全年基本面表現好於之前預期。

另外還要注意的，由於上半年進口煤數量大幅增加，年度進口煤配額趨向於緊張，從 5 月份開始，多數港口開始延長通關時間，其中南方一些電廠明確要求停止使用進口煤。具體來看，中國多數港口進口煤額度已用盡，沒有額度的電廠將不允許其裝船靠卸，部分海關回收剩餘額度並重新發放，嚴控剩餘額度的釋放速度，進口煤管控趨嚴。因此，儘管進口煤價仍有優勢，但由於缺少進口額度，加之後期政策仍存在不確定性，國內終端進口煤需求受限。

由此來看，強勢的需求疊加供給收縮，煤價有望實現快速提升，這也給各大煤企的業績修復提供了良好的基礎。總結起來一句話，**煤企的好日子是要來了。**

而相對於行業內龍頭公司的增長基數，市值稍小但是往期經營表現較好的煤企有望獲得更大的反彈力度。拿力量能源（1277.HK）來說，公司是除龍頭企業外，業內為數不多擁有全產業鏈佈局的煤企。其中公司最主要的資產是地下煤礦大飯鋪煤礦，該煤礦位於中國內蒙古鄂爾多斯市准格爾旗，採礦面積約為 9.6 平方公里，於 2019 年 12 月 31 日，擁有符合 JORC 規範的煤炭資源量約 413.5 百萬公噸，其中包括探明煤炭資源量 109.1 百萬公噸、控制煤炭資源量 247.8 百萬公噸，以及推斷煤炭資源量 56.6 百萬公噸。另外在入洗方面，公司擁有一家年處理能力為 5 百萬公噸的洗煤廠，可洗選原煤以生產各種煤炭產品。此外在**煤炭裝載和運輸**方面，力量能源通過持股 45%的**肖家裝載站及其配套鐵路支線**將自產或外購的煤炭產品經大准鐵路及大秦鐵路輸往秦皇島，擴充秦皇島的煤炭貿易業務。肖家站每小時的平均處理能力可達 5,000 噸。

在煤價企穩反彈的大背景下，高品質的煤炭產品將更受追捧，而產品優質的煤企更有機會脫穎而出。力量能源旗下大飯鋪煤礦自產主營動力煤產品“力量 2”具有

低硫及環保的特性，是符合國家能源環保要求的優質煤炭。“力量 2”相關產品已成為各港口的品牌煤種，成功吸引了大量發電廠及貿易客戶。力量能源憑藉高品質的煤炭產品“力量 2”，獲得了一定的叫價權，盈利能力也持續提升。

(单位：元人民币)	2017年	2018年	2019年
营业收入	17.50亿	24.43亿	27.36亿
同比增长	66.40%	39.70%	11.98%
毛利率	45.60%	44.90%	39.03%
净利润	5.40亿	8.07亿	8.33亿
同比增长	290.90%	49.40%	3.26%
净利率	30.86%	33.07%	30.45%

(力量能源近年業績指標)

而從過往的業績來看，公司的經營持續保持優異，近三年的淨利年複合增速達到**24.2%**。另外比較亮眼的部分還是公司的盈利能力，公司往期毛利率保持在**45%**左右，在**2019**年煤價下降的大環境下，毛利率也能維持在**39%**水準，而作為對比，在港股上市的煤炭龍頭企業中，中國神華（**1088.HK**）煤炭分部**2019**年毛利率為**20.4%**，兗州煤業股份（**1171.HK**）煤炭分部**2019**年毛利率則為約**37.28%**，公司在管理經營上的優勢也更加顯著。也正因如此，在下半年煤價回暖後，公司的業績或許能有更好的表現。近期也快到港股密集的中期業績公佈期了，公司也將於本月**19**日公佈中期業績，在去年煤價有所下行的環境下，力量能源的盈利能力都能做到優於同行業平均水準，今年的中期業績筆者認為非常值得期待。

長期：第三次行業並購機會

回到行業方面，除了短期能看得見的需求釋放之外，筆者認為還有一個更不容忽視的行業趨勢，即是企業間的並購重組。其實從行業的歷史來看，並購動作一直是煤炭行業的擴張手段之一。“十五”末到“十一五”期間的第一輪重組，主要為提高產業集中度，組建了寧煤集團、龍煤集團等一批省級煤炭產業集團。“十二五”期間的第二輪重組，主要是圍繞煤炭上下游產業鏈企業進行，如，華能集團兼併重組甘肅華亭煤業，同煤集團重組漳澤電力。而當前第三輪的特點主要是通過資本整合，實現煤炭行業佈局優化和產業結構調整，相比起前兩次由政府主導、政策推動，現階段的兼併重組更加走向市場化。也正是依靠行業內的整合格局，或將為煤炭行業帶來新機遇，煤炭企業的議價能力將有所提升。有餘力的煤企或許也將逐漸開啓“買買買”的擴張模式。

當然，機會肯定是給有準備的人抓住的，特別是疫情期間的停工停產，已經讓一大票煤企自顧不暇，所以要想享受到這波並購重組的紅利，“打鐵還要自身硬”的重要性自然不言而喻。龍頭煤企自然不必說，中小煤企方面也不乏有餘力的公司。以力量能源為例，公司自 2014 年以來一直保持經營淨現金流入，截至 2019 年底，公司擁有**現金及其等價物 4.97 億元**人民幣，負債率為**-6.6%**，在健康的經營狀況下，公司規模仍有大幅擴張機會。

但對於不同體量的公司來說，所選的並購路徑或許將有不同。強如中國神華這樣的龍頭國企更加強調煤炭產業上下游的重組整合，如此前與中國國電集團公司的合併，通過產業鏈上下游企業進行重組或發展大比例交叉持股，打造全產業鏈競爭優勢，更好發揮協同效應。而作為中小體量的上市公司，則可以通過圍繞主業

進行行業內部整合，通過上市平臺的杠杆效應，推動資源資產化及證券化，實現市值規模的有效提升。

高股息保底

當然除了行業存在利好外，在當前降准降息的預期下，煤炭股普遍具有的高股息率的特點，部分優質公司股息率展望超過 6%，安全邊際較高。比如中國神華（1088.HK）股息率超過 8%，兗州煤業股份（1171.HK）則超過 7%，**力量能源（1277.HK）的股息率更是接近 14%**，顯著高於大多數債券產品，在資本利得項風險有限的背景下，配置已經具有足夠吸引力。在當前市場風格切換、順週期行業再獲市場青睞的趨勢之下，煤炭股也確實有望迎來資金輪轉機會。而上半年炒完黃金之後，下半年“黑金”的機會是否正在出現？