

君子藏器于身 待时而动 顺势而为

——煤炭行业 2019 年年度投资策略报告

2018 年 12 月 14 日

中性/下调

煤炭

年度报告

投资摘要:

核心观点:

放眼 2019 年,受宏观经济下滑影响,预计需求增速较今年略有放缓,但新增产量亦相对有限,煤炭市场仍将维持供需均衡。价格方面,经历过年初的暴涨后,下游用户开始主动增库,抑制了煤价的上涨空间,后续在长协政策的引导下,预计煤价中枢小幅下移,全年呈现先抑后扬走势。

供给端放量有限。为理清供给端产能投放进度,我们对表内外所有在建矿井建设情况逐一核实,预计 2019 年新增产量 8825 万吨。去产能方面主要以引导南方地区落后产能退出为主,涉及在产产能约 1500 万吨。而进口煤作为调控供需、煤价的重要举措,弹性随煤价波动,预计未来仍以平控为主。综合考虑,预计 2019 年煤炭供给净增约 7325 万吨,同比增长 2%。

需求增速回落。2019 年我国经济面临较大下行压力,煤炭需求增速料将有所放缓,但并不会出现断崖式下滑。一方面,电力需求在“电能替代、居民需求和新兴产业”的支撑下,仍有望维持 6% 以上增速,成为拉动煤炭消费的压舱石。另一方面,受益于油价上涨和国家能源战略需要,煤化工发展潜力巨大,化工用煤有望维持 5% 以上增长,成为拉动煤炭消费的新亮点。我们预计 2019 年煤炭消费量约 40 亿吨,同比增长 1.8%。

价格中枢小幅下移。预计 2019 年煤价维持区间窄幅震荡格局,波动重心略微下移,但由于明年新增产量有限,且国家有意通过进口煤调控政策对煤价托底,因此煤价不具备大幅下跌基础,中枢有望维持在 610-630 元/吨区间。

投资策略:基于我们对煤价中枢小幅下移的判断,煤炭板块的整体业绩恐将下滑,下调行业评级至“中性”,虽然板块的趋势性机会难寻,但仍可把握阶段性、结构性机会。我们建议关注三条主线:业绩受煤价波动影响较小的煤电一体化企业,重点关注中国神华;未来供给端有显著增量的优质公司,重点关注陕西煤业、昊华能源、中煤能源;优质焦煤企业,重点关注潞安环能、开滦股份。

风险提示:需求大幅下滑,煤价大幅下跌,产能释放进度超预期。

分析师:郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理:张津铭

010-66554013

zhangjm@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	36	1.01%
重点公司家数	-	-
行业市值	8525.18 亿元	1.65%
流通市值	7139.33 亿元	1.93%
行业平均市盈率	9.56	/
市场平均市盈率	13.92	/

行业指数走势图



资料来源:东兴证券研究所

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
陕西煤业	1.04	1.16	1.27	7.62	6.80	6.22	1.56	强烈推荐
中国神华	2.26	2.39	2.43	8.55	8.10	7.98	1.21	推荐
昊华能源	0.52	0.98	1.07	12.58	6.64	6.10	0.94	强烈推荐
潞安环能	0.93	1.04	1.13	8.22	7.35	6.74	0.95	推荐
中煤能源	0.18	0.41	0.47	27.33	12.13	10.39	0.71	推荐
开滦股份	0.33	0.82	0.87	18.94	7.25	6.87	0.92	未评级

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

注:未评级公司采用 wind 一致性预测

相关研究报告

- 《煤炭行业报告:可冷身上衣正单 心忧炭贱愿天寒》2018-12-10
- 《煤炭行业报告:煤电长协谈判重启 关注业绩稳健龙头》2018-12-04
- 《煤炭行业报告:港口煤价止跌企稳 焦炭首轮提降落地》2018-11-26
- 《煤炭行业报告:政策托底仍需日耗发力 焦炭价格高位拐点将至》2018-11-19

目 录

1. 煤市的变与不变	5
1.1 变化一：高库存贯穿全年	5
1.2 变化二：煤价呈现淡季不淡 旺季不旺	6
1.3 变化三：内陆电厂与沿海电厂日耗分化加剧	6
1.4 变化四：表外产能逐步回归表内	7
1.5 不变：稳煤价、去杠杆的总目标不动摇	9
2. 明后两年产能释放力度有限	9
2.1 表内：在建产能虽多但边际贡献有限	10
2.2 表外：产能集中释放需至 2021 年.....	13
2.3 去产能：加大引导南方地区落后产能退出	14
2.4 进口煤：调控供需、煤价的重要举措	16
3. 经济放缓 需求承压	17
3.1 电力：煤炭消费的“压舱石”.....	18
3.1.1 电能替代、居民用电支撑用电需求.....	18
3.1.2 电煤消费增速小幅回落	20
3.2 钢铁：地产趋弱 基建托底 需求承压	21
3.2.1 地产：韧性仍存.....	21
3.2.2 基建：政策托底 基建投资有望触底回升	22
3.3 建材：水泥行业高景气延续 需求稳中有升	23
3.4 煤化工：现代煤化工极具发展潜力	24
4. 价格展望	25
4.1 供需双弱 缺口收窄	25
4.2 动力煤：先抑后扬 价格中枢略有下移	26
4.3 焦煤：紧平衡格局依旧 价格高位震荡	26
4.4 焦炭：弹性十足 关注政策落地情况	27
5. 投资策略：伺机而动 紧抓三条主线	27
5.1 陕西煤业：陕煤有道回购显 阡陌海内禀赋异	28
5.2 中国神华：全产业链一体化运营 熨平周期波动	28
5.3 昊华能源：西山煤尽期可汗 腾龙换鸟谱新章	29
5.4 潞安环能：低估值喷吹煤龙头	29

表格目录

表 1:煤炭最低和最高库存制度	6
表 2:表内合法生产煤矿产能变化	7
表 3:在建矿井产能变化（不含新建）	10
表 4:能源局口径内新建矿井未来产能投放进度	11

表 5:表内在建矿井投产进度预估	12
表 6:未纳入能源局口径的新批复矿井未来产能投放进度	13
表 7:表外新批复矿井投产进度预估	13
表 8:煤炭行业去产能进展情况	14
表 9:各省市去产能完成情况（截止 2018 年 7 月）	14
表 10:南方地区≤9 万吨/年煤矿产能情况	16
表 11:电能替代相关政策	19
表 12:全国发电结构预测	20
表 13:供需平衡表	25

插图目录

图 1:环渤海港口煤炭库存	5
图 2:江内口岸煤炭库存	5
图 3:沿海六大电煤炭库存	6
图 4:全国重点电厂煤炭库存	6
图 5:煤价淡季不淡 旺季不旺	7
图 6:内陆电厂与沿海六大电日耗走势分化	7
图 7:重点区域在产产能变化情况	8
图 8:在产产能增量来源	8
图 9:煤炭行业资产负债率位居工业企业首位	9
图 10:山西七大煤企资产负债率居高不下	9
图 11:供给端产量释放速度	9
图 12:新建矿井区域分布	11
图 13:新建矿井规模分布	11
图 14:≤30 万吨/年产能大幅下降	15
图 15:国内外价差	16
图 16:进口煤限制政策对进口量和煤价波动影响	17
图 17:煤炭下游行业耗煤占比	18
图 18:2009-2018 年前 10 个月用电情况	18
图 19:2009-2018 年年度用电情况	18
图 20:城乡居民用电情况	19
图 21:城乡居民用电增速	19
图 22:房屋新开工与施工、竣工面积出现分化	21
图 23:期房销售与现房销售出现分化	21
图 24:商品房销售面积持续下行	22
图 25:房地产开发投资与待售面积	22
图 26:7 月 23 日以来基建“补短板”相关政策梳理	23
图 27:水泥产量 1-10 月累计同比增涨 2.6%	23

图 28:煤化工产业链.....	24
图 29:截止 2017 年底我国部分现代煤化工项目发展概况.....	25
图 30:1-10 月炼焦煤产量同比下降 3.2%.....	27
图 31:炼焦煤供需平衡情况.....	27
图 32:1-10 月焦炭产量同比下降 1%.....	27
图 33:焦炭价格跟随钢价波动.....	27

1. 煤市的变与不变

山，若遇上春风，则换上了嫩绿的新装；煤，若遇上库存，则改变了价格波动的节奏。山，若披上冬雪，就着上了素裹的银装。煤，若恰逢双控，就造成了日耗的分化。山在变，山亦不变，变得是表象，不变的是初衷。

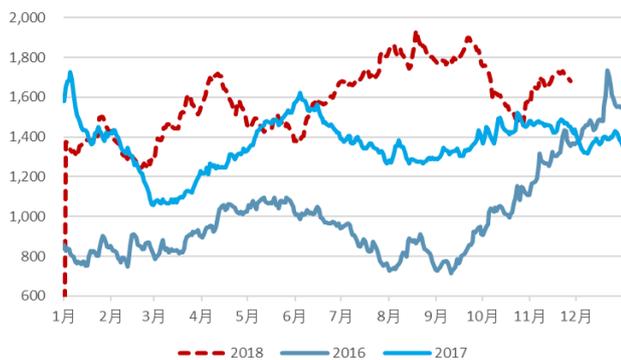
2018 年的煤炭市场受众多政策叠加的影响，与以往相比发生了一些明显的变化，如库存水平始终维持高位、煤价反季节波动、沿海与内陆电厂日耗分化等。我们认为这些变化在未来一段时间内将为成为一种常态，只有弄清这些变化背后形成的原因，掌握煤炭市场新的运行规律，才可能对煤价走势进行准确的预判。

1.1 变化一：高库存贯穿全年

今年煤炭市场与以往最明显区别在于港口及沿海电厂库存始终处于高位，这在很大程度上抑制了今年煤价的大幅波动，究其原因，我们认为：

- ◆ 在经历了今年一季度由于需求旺盛、调运困难等原因引发的局部供需错配导致煤价暴涨后，下游电厂纷纷改变补存策略，开启淡季补库模式；
- ◆ 各地重点电厂提高可用天数红线，建立煤炭最低库存和最高库存制度考核办法，沿海部分电厂将次年的并网电量与库存挂钩；
- ◆ 受环保检查影响，一方面上游煤矿库存减少，产地库存下移至港口，另一方面部分露天煤场关停致使中转环节库存量下降，隐形库存显性化。

图 1:环渤海港口煤炭库存



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2:江内口岸煤炭库存



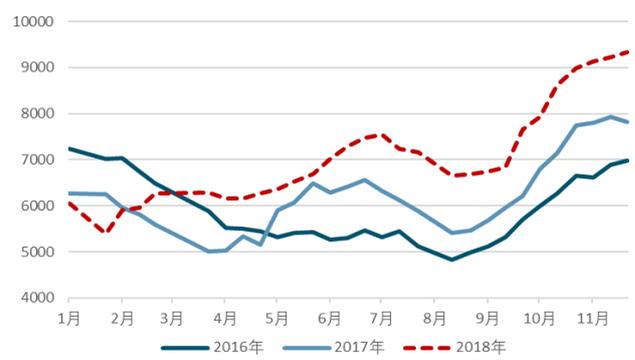
资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

图 3:沿海六大电煤炭库存



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4:全国重点电厂煤炭库存



资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

表 1:煤炭最低和最高库存制度

类别	具体情况	库存标准	迎峰度夏度冬及重大活动期间	
最低库存	区域存煤标准	晋、陕、蒙等主产区燃煤电厂	15 天	常态低库存基础上提高 5-10 天
		其他地区燃煤电厂	20 天	
	电厂存煤标准	运距≤50km 的燃煤电厂	5 天	
		50km<运距≤100km 燃煤电厂	汽运 7 天、铁运 10 天	
		运距>100km 的燃煤电厂	15 天	
		铁水联运的燃煤电厂	20 天	
	燃烧褐煤的燃煤电厂	10 天		
最高库存	原则上不超过两倍的最低库存		常态高库存基础上适当上浮 10-20 天	

资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

1.2 变化二：煤价呈现淡季不淡 旺季不旺

由于今年下游各环节普遍实施“淡季补库”和“高库存”策略，外加水泥、建材、钢铁等行业充当淡季需求的接棒者，以往“淡季走弱、旺季走强”的模式不再适用于当下煤炭市场。今年煤炭市场表现为“淡季不淡、旺季不旺”的特征，价格总体以“振幅逐步收窄，重心缓步下移”的“N”型状态呈现。

1.3 变化三：内陆电厂与沿海电厂日耗分化加剧

今年我国火电发电量快速增长，但全国重点电厂与沿海电厂日耗出现明显分化，甚至多次出现沿海六大电日耗同比明显下降，而以内陆为主的全国重点电厂日耗同比增长的局面，我们认为出现该局面主要涉及三个方面原因：

- ◆ 内陆省份，如湖北、湖南、江西等火力发电量大幅增长；
- ◆ 沿海省份出于环保考虑，采取能源“双控”策略，严控煤炭消费总量，加大外购电采购力度；

◆ 沿海省份新能源（核电、太阳能）挤占火电份额。

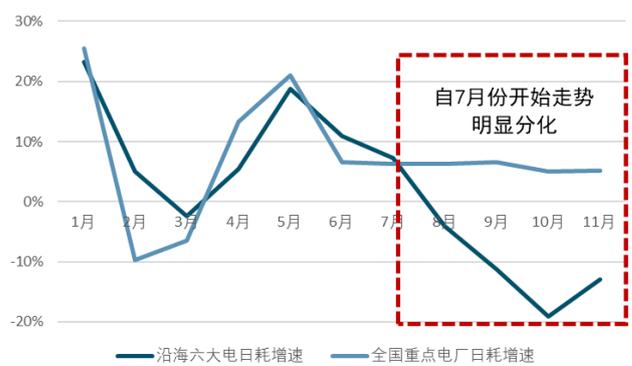
上述现象的出现使得传统分析中以沿海六大电日耗代表电煤需求的逻辑淡化。同时也是今年港口煤价走势与坑口煤价走势长时间分化的一个重要原因，而这种分化极易产生港口进煤发运倒挂现象，同时又给港口煤价牢固的成本支撑。

图 5:煤价淡季不淡 旺季不旺



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6:内陆电厂与沿海六大电日耗走势分化



资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

1.4 变化四：表外产能逐步回归表内

合法产能增量主要来源于表外转表内。我们对能源局公布的 2017 年底和 2018 年 6 月的全国煤矿产能数据进行统计，发现自供给侧改革去产能以来，具备安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿产能首次出现回升，由 17 年底的 33.36 亿吨上升至 18 年 6 月的 34.91 亿吨，我们将各省份产能数据逐一进行对比发现，产能增量主要集中在新疆、山西、陕西和内蒙地区，且新增产能中主要以“表外转表内”和“联合试运转转固”为主，并未带来明显边际贡献。

- ◆ 山西：产能增量 4325 万吨，其中表外转表内占 22%，联合试运转转固占 38%；
- ◆ 内蒙：产能增量 780 万吨，其中表外转表内占 84%；
- ◆ 陕西：产能增量 2354 万吨，其中表外转表内占 10%，联合试运转转固占 80%；
- ◆ 新疆：产能增量 8270 万吨，其中表外转表内占 100%。

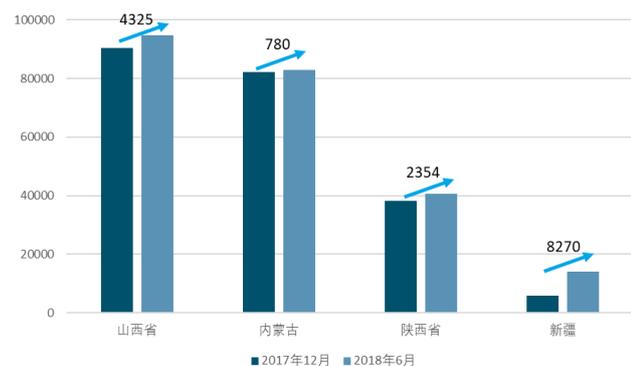
表 2:表内合法生产煤矿产能变化

省市	表内生产煤矿产能			备注
	2017 年 12 月	2018 年 6 月	差值 (18-17)	
北京市	370	370	0	
河北省	7516	7366	-150	
山西省	90490	94815	4325	表外转表内：22%；联合试运转转固：38%
内蒙古自治区	82225	83005	780	联合试运转转固：84%

辽宁省	4100	4054	-46	
吉林省	1994	2078	84	
黑龙江	9791	9985	194	
江苏省	1360	1360	0	
安徽省	14301	14361	60	
福建省	816	573	-243	
江西省	1412	1100	-312	
山东省	15281	15126	-155	
河南省	15536	15626	90	
湖北省	315	306	-9	
湖南省	2539	2545	6	
广西壮族自治区	744	735	-9	
重庆市	1893	1893	0	
四川省	6072	6182	110	
贵州省	15251	15514	263	
云南省	3024	3202	178	
陕西省	38175	40529	2354	表外转表内：10%；联合试运转转固：90%
甘肃省	4909	4934	25	
青海省	646	646	0	
宁夏回族自治区	7246	7195	-51	
新疆维吾尔自治区	5846	14116	8270	表外转表内：100%
新疆生产建设兵团	1748	1473	-275	
合计	333600	349089	15489	

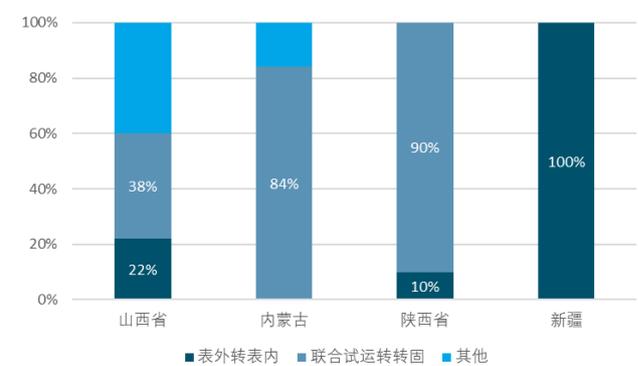
资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

图 7:重点区域在产产能变化情况



资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

图 8:在产产能增量来源



资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

1.5 不变：稳煤价、去杠杆的总目标不动摇

虽然煤炭行业在供给侧改革后，煤价大幅上涨，煤企的盈利水平明显回升，信用融资状况也持续好转，但由于煤企的历史负担过于沉重，其资产负债表修复进度缓慢。统计局数据显示，截止2018年10月，煤炭开采和洗选业资产负债率仍高达65.4%，位居工业企业行业首位。考虑到本轮供给侧改革的核心目的是企业去杠杆，因此煤企的资产负债率若要恢复至合理水平就要求煤价需稳定在一个相对合理的区间，即稳煤价、去杠杆的终极目标不能动摇。

图 9:煤炭行业资产负债率位居工业企业首位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10:山西七大煤企资产负债率居高不下



资料来源：各集团财报、东兴证券研究所

2. 明后两年产能释放力度有限

未来两年边际增量有限。目前，市场上关于未来煤炭产能投放的进度众说纷纭，多数认为我国煤炭产量已步入加速释放阶段，实际情况到底如此？为理清未来煤炭供给端产能的投放速度，我们在对目前所有在建矿井的建设情况逐一进行核实、分析后，认为明后两年产量释放力度相对有限，产量的大规模释放或集中在2021年左右。

图 11:供给端产量释放速度

表内：+7285万吨 表外：+1540万吨 去产能：-1500万吨	表内：+5680万吨 表外：+1100万吨 去产能：-1500万吨	表内：+6880万吨 表外：+7330万吨
---	---	--------------------------



资料来源：东兴证券研究所

2.1 表内：在建产能虽多但边际贡献有限

在建产能中资源整合、改扩建和技术改造类矿井虽体量巨大，但产量释放力度有限。截止 2018 年 6 月底，能源局公布在建矿井产能合计 10 亿吨，其中新建矿井产能 4.3 亿吨，其他在建矿井产能 5.8 亿吨。虽然其他在建矿井产能占比超过半数，但我们认为该部分产能短时间并不能带来边际增量，理由有两点：

- ◆ 其一，由于这 5.8 亿吨的在建产能中有 1.2 亿吨已进入联合试运转状态，产量或早已释放，因此即使该部分矿井后续能顺利转固正式投产，其对产量的边际贡献也极其有限；
- ◆ 其二，这 5.8 亿吨的在建矿井均由资源整合、改扩建、技术改造等类型构成，而上述类型矿井由于股权复杂、资金匮乏、资源枯竭、地质条件复杂、安全生产压力较大等因素导致投产进度极其缓慢，多数矿井长时间处于停工、停产状态，未来不具备产量释放潜力。

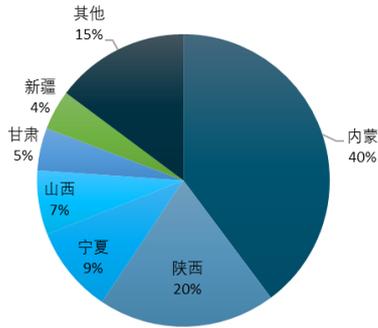
对比 17 年底和 18 年中能源局公布的在建矿井（不含新建）产能数据也可发现，在这半年期间，在建矿井产能仅减少 4400 万吨，降幅 7% 左右。为弄清该部分产能去向，我们对产能变化较大的山西、贵州和云南等地这半年间的数据进行对比分析，发现减少的产能中以联合试运转转固和去产能退出为主，能实际贡献增量的产能占比约 20%。因此，我们认为该部分在建产能虽然体量较大，但可释放出的产量极其有限，乐观预计未来每年可释放产量约 2000 万吨。

表 3:在建矿井产能变化（不含新建）

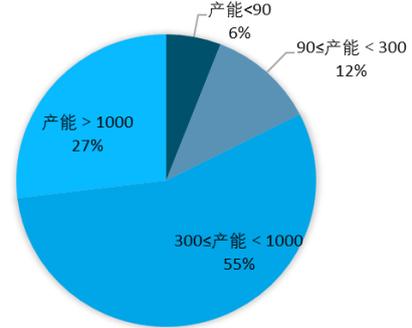
类型	资源整合			改扩建		
	17 年 12 月	18 年 6 月	差值(18-17)	17 年 12 月	18 年 6 月	差值(18-17)
在建产能合计	41399	38913	-2486	12126	9993	-2133
——联合试运转	9792	7587	-2205	2138	1862	-276
——其他在建	31607	31326	-281	9988	8131	-1857
类型	技术改造			总计		
	17 年 12 月	18 年 6 月	差值(18-17)	17 年 12 月	18 年 6 月	差值(18-17)
在建产能合计	8456	8636	180	61981	57542	-4439
——联合试运转	1945	2240	295	13875	11689	-2186
——其他在建	6511	6396	-115	48106	45853	-2253

资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

新建产能以大型矿井为主，具备产量释放能力。我们对 4.3 亿吨的新建矿井按照产能规模进行分类，其中≥90 万吨/年的矿井 90 处，合计产能 4 亿吨，占比 94%。

图 12:新建矿井区域分布


资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

图 13:新建矿井规模分布


资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

新建矿井中多数产能已获释放。为了解新建矿井（包含联合试运转）未来产能投放进度，我们对其中产能规模≥90 万吨/年的矿井建设、生产情况逐一核实，发现其中约 65%的产能早已投产，仅是因手续不全等问题一直处于在建状态，未来对供给端的边际变化无实质性影响。**在尚未投产的约 1.4 亿吨产能中，我们预计 2019 年新增产量 5285 万吨，2020 年新增产量 3680 万吨。**

表 4:能源局口径内新建矿井未来产能投放进度

地区	产能投放进度（万吨）		
	2019 年	2020 年	≥2021 年
山西	1740	0	1100
内蒙	650	1300	1350
陕西	1090	120	0
新疆	345	745	600
宁夏	260	395	210
黑龙江	1000	340	0
安徽	0	300	300
山东	100	80	0
甘肃	100	400	1200
四川	0	0	120
合计	5285	3680	4880

资料来源：国家能源局、各地区设计院、各集团债券募集书、东兴证券研究所

表 5:表内在建矿井投产进度预估

序号	地区	煤矿	类型	产能	建设单位
2018 年					
1	山西	山西小回沟煤业有限公司小回沟煤矿	新建	300	中煤能源
2	山西	山西潞安矿业(集团)有限责任公司古城煤矿	新建	800	潞安集团
3	山西	山西潞安矿业集团慈林山煤业有限公司李村煤矿	新建	300	潞安集团
4	山西	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	新建	300	冀中能源集团
5	山西	山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司	新建	240	兰花科创
6	内蒙	杭锦旗西部能源开发有限公司红庆梁煤矿	新建	600	昊华能源
7	内蒙	内蒙古智能煤炭有限责任公司麻地梁煤矿	新建	400	皖北煤电集团
8	陕西	陕西彬长孟村矿业有限公司孟村煤矿	新建	400	陕煤化集团
9	陕西	陕煤小保当矿业有限公司小保当一号	新建	800	陕西煤业
10	陕西	陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	新建	800	陕煤化集团
11	黑龙江	神华国能宝清煤电化有限公司朝阳露天煤矿	新建	1100	神华集团
12	甘肃	甘肃万胜矿业有限公司甜水堡二号煤矿	新建	240	华电煤业
2019 年					
1	内蒙	内蒙古开滦宏丰煤炭有限公司红树梁煤矿	新建	500	开滦集团
2	陕西	陕西省榆林市大梁湾煤矿有限公司	新建	120	榆林众合能源投资
3	陕西	陕西涌鑫矿业有限责任公司沙梁煤矿	新建	120	陕北矿业+府谷国资委
4	陕西	神木县香水河矿业有限公司	新建	120	榆神能源开发建设公司
5	新疆	优派能源(新疆)矿业有限公司阜康小黄山煤矿	新建	90	优派能源投资公司
6	新疆	伊宁矿区北区伊犁四号煤矿	新建	1000	新汶矿业集团
7	宁夏	神华宁夏煤业集团金家渠煤矿	新建	400	神华集团
8	黑龙江	哈尔滨市依兰第三煤矿	新建	240	中煤集团
9	山东	兖煤菏泽能化有限公司万福煤矿	新建	180	兖州煤业
2020 年					
1	内蒙	神华集团有限责任公司塔然高勒煤矿	新建	800	神华集团
2	内蒙	吉林郭勒二号露天煤矿	新建	1440	铁法煤业
3	宁夏	宁夏庆华集团煤化集团有限公司韦二煤矿	新建	150	庆华能源
4	安徽	安徽省亳州煤业有限公司信湖煤矿	新建	300	淮北矿业
5	甘肃	华能甘肃能源开发有限公司核桃峪煤矿	新建	800	华能集团
2021 年及以后					
1	山西	东大煤矿	新建	500	晋煤+山西煤销集团
2	山西	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	新建	600	美锦能源集团
3	新疆	国投哈密能源开发有限责任公司大南湖七号煤矿	新建	600	中煤集团
4	宁夏	宁夏阳光矿业公司永安煤矿	新建	120	阳光投资集团
5	安徽	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	新建	300	中煤新集
6	甘肃	庆阳新庄煤业有限公司新庄煤矿	新建	800	华能集团
7	四川	四川芙蓉集团实业有限责任公司新维煤矿	新建	180	川煤集团

资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

2.2 表外：产能集中释放需至 2021 年

新批复项目明年两年投产相对有限。在之前《量有余且路阡陌 车马喧而独厚陕》的报告中，我们曾对 2016 年底重启核准煤矿项目以来，国家发改委、能源局核准的煤矿进行过细致分析，截止 2018 年 11 月底，相关部门共核准煤矿 46 座，产能合计 23490 万吨。经与能源局公布的 2018 年 6 月底煤矿产能数据进行比对分析，发现其中部分煤矿已并入能源局统计口径，仅剩母杜柴登、纳林河、小保当二号等 24 座矿井，合计产能 12610 万吨暂未纳入能源局统计口径。因此，我们亦对尚未回归表内的矿井建设、生产情况逐一进行核实，预计 2019 年贡献增量 1540 万吨，2020 年贡献增量 1100 万吨。

表 6:未纳入能源局口径的新批复矿井未来产能投放进度

地区	产能投放进度（万吨）		
	2019 年	2020 年	≥2021 年
山西	0	0	1650
内蒙	700	300	2800
陕西	400	400	1740
新疆	440	400	900
贵州	0	0	240
合计	1540	1100	7330

资料来源：国家能源局、各地区设计院、各集团债券募集书、东兴证券研究所

表 7:表外新批复矿井投产进度预估

序号	地区	煤矿	类型	产能	建设单位	批复单位	批复时间
2018 年							
1	内蒙古	纳林河矿区纳林河二号井	新建	800	中煤集团	发改委	2017 年 10 月
2	内蒙古	呼吉尔特矿区母杜柴登矿井	新建	600	中煤集团	发改委	2017 年 10 月
2019 年							
1	陕西	榆神矿区小保当二号煤矿	新建	800	陕煤化	发改委	2017 年 12 月
2	新疆	阿艾矿区大平滩煤矿	新建	240	国电集团	能源局	2017 年 5 月
3	新疆	大南湖矿区西区大南湖五号煤矿	新建	400	徐矿集团	能源局	2017 年 5 月
2020 年							
1	内蒙古	霍林河矿区达来胡硕煤矿	新建	600	吉林煤业	发改委	2018 年 3 月
2	新疆	伊宁矿区北区二号露天煤矿一期	新建	400	庆华能源	能源局	2018 年 6 月
3	新疆	三道岭矿区砂墩子煤矿一期	新建	300	潞安集团	能源局	2018 年 2 月
2021 年及以后							

1	内蒙古	贺斯格乌拉矿区南露天煤矿	新建	1500	国电集团	发改委	2017年11月
2	内蒙古	内蒙古准格尔矿区龙王沟煤矿	新建	1000	大唐集团	发改委	2018年7月
3	陕西	榆横矿区北区大海则煤矿	新建	1500	中煤集团	发改委	2018年11月
4	陕西	榆神矿区一期规划区郝家梁煤矿	新建	120	榆林创投	能源局	2017年6月
5	陕西	榆神矿区一期规划区双山煤矿	新建	120	个人	能源局	2017年5月
6	新疆	准东西黑山矿区西黑山露天煤矿一期	新建	400	华电煤业	能源局	2017年7月
7	山西	乡宁矿区谭坪煤矿一期工程	新建	400	山西焦煤	能源局	2017年12月
8	山西	离柳矿区三交一号煤矿	新建	600	晋煤集团	发改委	2017年3月
9	山西	霍东矿区中峪煤矿	新建	500	山西焦煤	发改委	2018年5月
10	山西	晋城矿区车寨煤矿项目	新建	150	晋煤集团	能源局	2018年2月
11	贵州	盘江矿区南区马依西一井	新建	240	盘江股份	能源局	2018年5月

资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

2.3 去产能：加大引导南方地区落后产能退出

随着供给侧改革的深入推进，去产能工作取得了显著成效，8亿吨的去产能目标有望提前完成。在今年4月发布的《2018年煤炭化解过剩产能工作要点》中提出未来去产能的重点由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，并明确南方地区煤矿退出标准。通过系统性分析我国目前的产能结构并结合该文件的要求，我们预计未来两年在去产能过程中每年涉及在产产能约1500万吨。

8亿吨去产能目标“大头落地”。自2016年2月《国务院关于化解煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见》发布以来，经过两年多的时间，各大煤企对高成本和低效矿井已基本完成淘汰，累计去除产能5.7亿吨，已完成“十三五”全国煤炭产能退出任务的71%，预计未来两年仅需完成约1.5亿吨的去产能任务。

表 8:煤炭行业去产能进展情况

目标	2016年	2017年	2018年	2016年-2020年累计
国家	25000	15000	15000	80000
地方上报	29340	15729	10612 (1-7月)	82281
实际完成	31702	16333	8762	—

资料来源：煤炭运销协会、东兴证券研究所

表 9:各省市去产能完成情况（截止 2018 年 7 月）

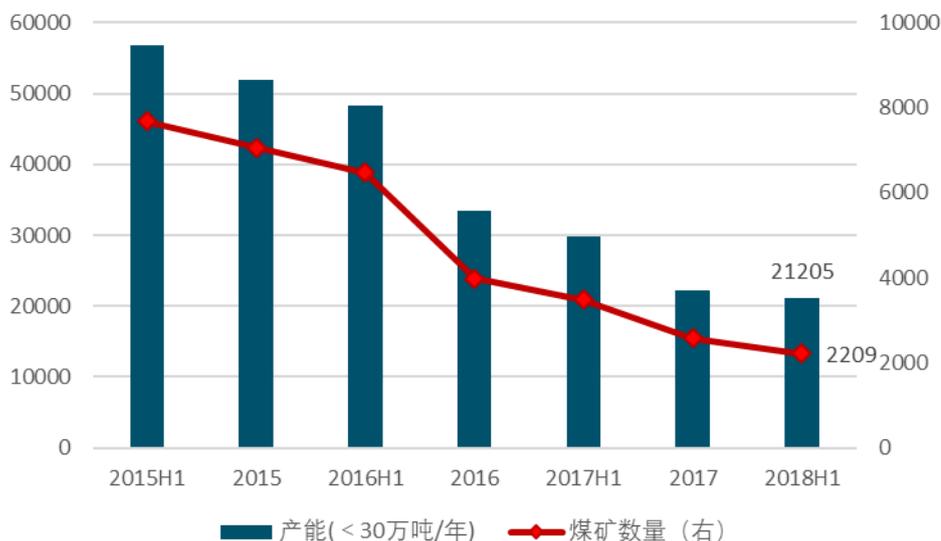
省份	2016年	2017年	2018年	合计	省份	2016年	2017年	2018年	合计
全国	31752	16333	8762	56847	河南省	2388	2012	—	4400
北京市	180	—	—	180	湖北省	1011	—	—	1011
河北省	1450	1125	1062	3637	湖南省	2073	542	258	2873
山西省	2325	2265	2300	6890	广西省	236	246	90	572
内蒙古	330	1080	1110	2520	重庆市	2084	264	197	2545

辽宁省	1361	1020	361	2742	四川省	2303	1648	—	3951
吉林省	1643	266	—	1909	贵州省	2107	1749	1458	5314
黑龙江	1010	72	—	1082	云南省	1896	169	58	2123
江苏省	818	18	—	836	陕西省	2934	96	—	3030
安徽省	967	705	690	2362	甘肃省	409	240	456	1105
福建省	297	244	—	541	青海省	9	132	—	141
江西省	1547	333	257	2137	宁夏	107	593	—	700
山东省	1960	351	465	2776	新疆	307	1163	—	1470

资料来源：煤炭运销协会、东兴证券研究所

30万吨/年以下的落后产能不断被淘汰。去产能政策实施以来，我国一直坚持把提高供给体系质量作为主攻方向，通过“去小上大”不断优化资源配置，扩大优质增量供给。2015年至今，我国煤炭供给体系中<30万吨/年的矿井产能规模不断压缩，由5.7亿吨减少至2.2亿吨，降幅高达63%。

图 14 ≤30 万吨/年产能大幅下降



资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

保守预计明后两年年均退出在产产能 1500 万吨。发改委于今年 4 月发布《2018 年煤炭化解过剩产能工作要点》，《要点》中提到“要适当提高南方地区煤矿产能退出标准，有序引导退出<30 万吨/年煤矿”。保守起见，我们适当降低标准，假定仅将福建、江西、湖北、湖南、广西、重庆、四川、贵州、云南等地区≤9 万吨/年煤矿纳入去产能计划。据统计，截止 2018 年 6 月，上述南方地区≤9 万吨/年煤矿产能合计 4209 万吨，其中在产产能 3813 万吨，假定该部分产能在 2020 年底前全部关闭退出，我们预计 2019 年和 2020 年每年退出产能约 1500 万吨。

表 10:南方地区≤9 万吨/年煤矿产能情况

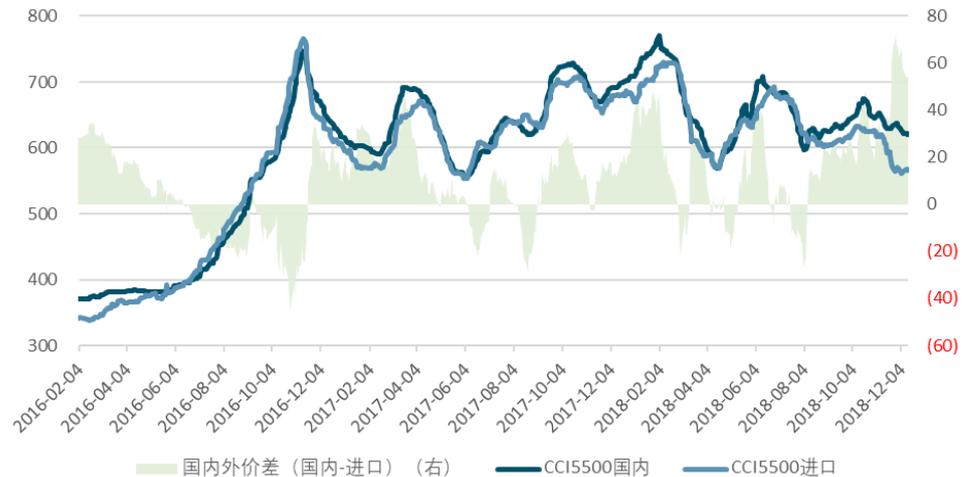
省份	在产		在建		在产+在建	
	产能	煤矿数量	产能	煤矿数量	产能	煤矿数量
江西省	647	190	9	1	656	191
湖北省	231	44	117	13	348	57
湖南省	1474	231	18	2	1492	233
广西壮族自治区	45	6	—	—	45	6
重庆市	—	—	—	—	0	0
四川省	1137	143	252	28	1389	171
贵州省	0	56	—	—	0	56
云南省	279	72	—	—	279	72
合计	3813	742	396	44	4209	786

资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

2.4 进口煤：调控供需、煤价的重要举措

国内外价差是进口煤核心优势。自 2016 年我国煤炭行业供给侧改革以来，国内煤价持续反弹，国内外价差扩大，进口煤优势凸显。受此影响，近年来下游企业不断加大进口煤采购力度，我国煤炭进口量亦随之大幅增长。

图 15:国内外价差

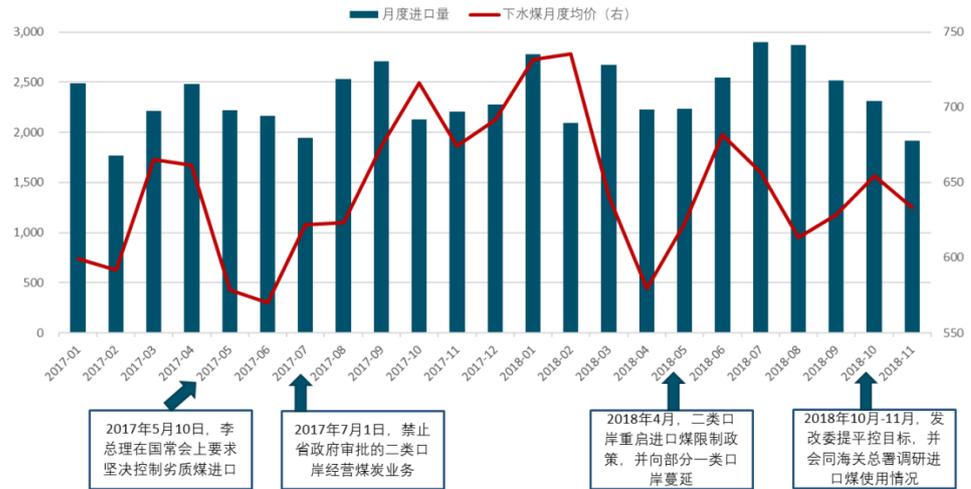


资料来源：wind、东兴证券研究所

今年平控目标虽已流产，但严控进口煤初衷从未改变。为守住国内煤炭行业利润，将供给侧改革红利最大程度留在国内，发改委曾在广州于 10 月 2 日召开的进口煤会议中提出今年底煤炭进口量要实现平控的目标。虽然截至今年 11 月，我国已累计进口 2.7 亿吨，同比增长 9.3%，已超过去年全年总量，但结合 11 月以来发改委会同海关总署相关人员密集调研南方各省进口煤使用情况来看，其“严控”进口煤之意不可谓不

强。我们预计今年进口总量有望达到 2.9 亿吨左右。

图 16:进口煤限制政策对进口量和煤价波动影响



资料来源：wind、国家发改委、东兴证券研究所

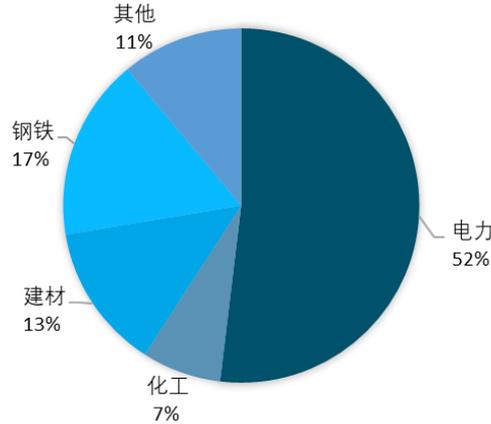
预计 2019 年进口煤仍以平控为主，进口弹性随煤价波动。近年来，我国已将进口煤作为煤炭市场稳供应、调价格的重要砝码，采取“有控有进”的动态调控机制。进口煤政策也将进一步服务于国家对煤炭市场宏观调控的大局，并不拘泥于具体数量，在煤价大幅上涨时适度放开，下跌时有所收紧，将稳定煤价放在首要位置。

3. 经济放缓 需求承压

煤炭的下游主要包括电力、钢铁、建材和化工，综合各行业的增速和占比情况，我们预计 2019 年煤炭消费增速 1.8%，新增需求约 7100 万吨。

- ◆ 电力：在“电能替代、居民需求和新兴产业”的支撑下，预计 2019 年发电量增速仍有望保持在 6% 以上，成为拉动煤炭消费的主要因素；
- ◆ 钢铁：受房地产投资放缓影响，未来钢铁增长空间有限，预计 2019 年粗钢需求稳中略升，带动钢铁耗煤增长 0.5%；
- ◆ 建材：虽然房地产市场存在一定的不确定性，但基建投资的回暖有望对水泥行业需求端形成支持，预计 2019 年水泥产量基本持平；
- ◆ 化工：目前我国现代煤化工正处高速发展阶段，未来潜力巨大，预计 2019 年化工耗煤增速 5%。

图 17:煤炭下游行业耗煤占比



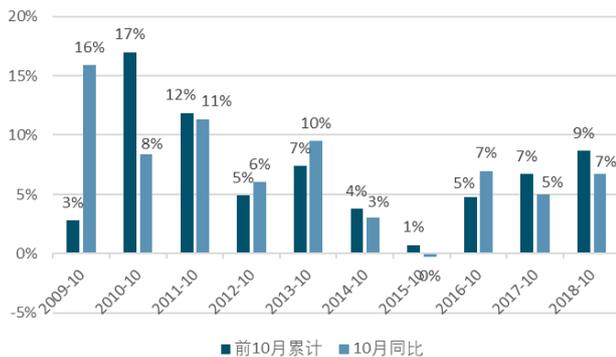
资料来源：煤炭运销协会、东兴证券研究所

3.1 电力：煤炭消费的“压舱石”

在“三个驱动，一个支撑”的支持下，我们认为 2019 年电力需求仍有望保持 6% 以上的增长。

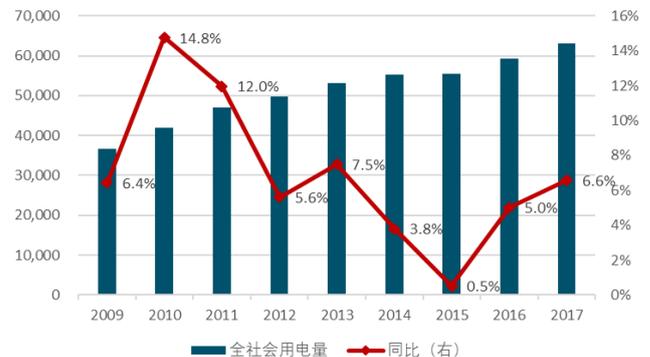
用电增长已连续三年超预期。2018 年 1-10 月，全社会用电量累计 56552 亿千瓦时，同比增长 8.7%，远超中电联 5.5% 的预测。且从过去三年的电力增长来看，电力需求自 2015 年增速触底回升以来，已经连续 3 年超市场预期，均保持在 5% 以上的增长。

图 18:2009-2018 年前 10 个月用电情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19:2009-2018 年年度用电情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.1.1 电能替代、居民用电支撑用电需求

驱动一：电能替代。电能替代是指在终端能源消费时，使用电能替代传统的化石能源，主要有“以电代煤”和“以电代油”形式，主要集中在第二和第三产业。2016 年、2017 年我国分别完成电能替代 1152 亿、1286 亿千瓦时，2018 年前三季度，全国累计完

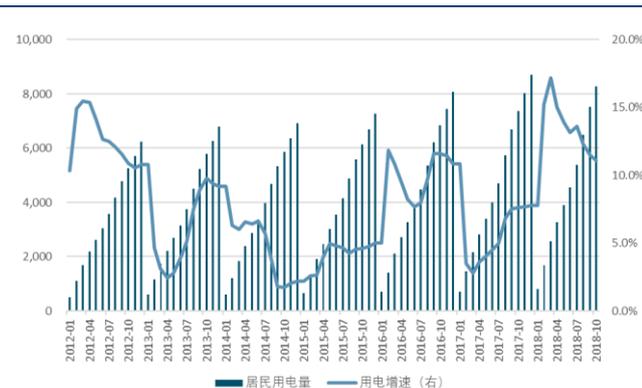
成电能替代 1216 亿千瓦时, 占全社会用电量的 2.4%, 对用电增长的贡献率达 29.1%, 上拉用电增速 2.6 个百分点。**2019 年即使随着工业需求走弱电能替代进度有所放缓, 但在政策执行和环保要求的大背景下, 我们预计明年仍有望达成 1300 亿千瓦时的替代目标, 拉动用电增速 2 个百分点以上。**

表 11: 电能替代相关政策

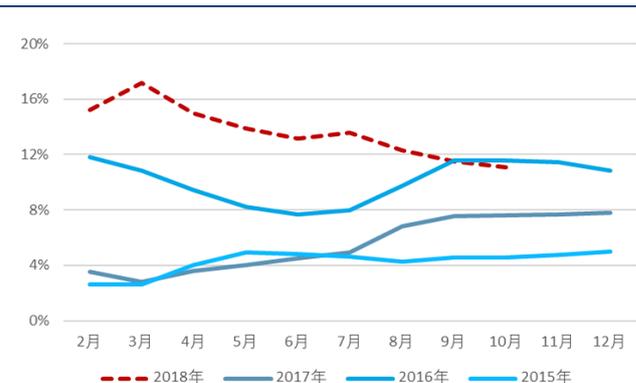
时间	政策	发布部分	主要内容
2014 年 6 月	能源发展战略行动计划 (2014-2020)	国务院	加快构建清洁、高效、安全、可持续发展的现代能源体系, 积极发展能源替代。
2016 年 5 月	关于推进电能替代的指导意见	发改委、能源局等	带动电能占终端能源消费比重提高约 1.5%, 促进电能消费比重达到 27%。
2016 年 11 月	电力发展“十三五”规划	发改委、能源局等	城乡电气化水平明显提高, 电能占终端能源比重达到 27%, 电能替代新增用电量约 4500 亿千瓦时。
2017 年 10 月	北方清洁取暖会议	国家电网	提出 2020 年力争完成 5800 亿千瓦时电能替代目标
2018 年 2 月	关于提升电力系统调节能力的指导意见	发改委、能源局	确保 2020 年替代电量达到 4500 亿千瓦时, 电气化率提升至 27%。

资料来源：各部委网站、东兴证券研究所

驱动二：居民需求。1-10 月, 二产用电比重为 68.2%, 较去年同期下降 1.5 个百分点, 三产和居民生活用电增速分别为 13.0% 和 11.1%, 较去年同期分别提高 2.4 和 3.5 个百分点, 合计用电比重为 30.7%, 较去年同期提升 2.3 个百分点, 对全社会用电量增长的贡献率合计达 41.5%, 较去年同期提高 3.6 个百分点。**未来随着城镇化率和人均收入的进一步提高, 居民用电仍有望维持 10% 以上的增速。**

图 20: 城乡居民用电情况


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 21: 城乡居民用电增速


资料来源：wind、东兴证券研究所

驱动三：装备制造业和数据中心。今年以来, 传统行业用电低速增长的同时, 新兴产业用电增速遥遥领先。前三季度, 计算机通信设备制造业、通用设备制造业用电增速分别为 13.4% 和 10.4%, 均高于制造业用电增速。除此之外, 服务业中的数据中心和

比特币矿机的耗电量近年来成倍增长，虽然目前缺少相关的权威数据，但若对标美国数据中心，我国未来仍有很大的提升空间，我们认为未来互联网流量增长和云计算需求的爆发将是新经济发展用电需求增长的主要驱动力。

支撑：电网建设的快速发展。近年来，农网升级改造、输电网和跨区输电通道建设力度不断加大，电力供应和资源配置能力不断加强，为电力消费增长创造了条件，提供了有利支撑。前 10 个月，全国完成跨区送电 3995 亿千瓦时，同比增长 13.1%，跨省送电 10798 亿千瓦时，同比增长 15.8%。

结合当下的用电数据和我所宏观组对经济周期的判断，我们预计 2018 年全社会用电量增速可达 8%。未来我们认为上述所提及“三个驱动”的用电需求在目前行业发展和经济周期下行的背景下是可持续的，其更多的是受到行业和政策的影响，与 GDP 关联度较弱，且在电网建设的支撑下，为电力消费的持续增长创造了良好条件，提供了有利支撑。综合考虑 18 年高基数和经济下行风险的影响，我们预计 2019 年全社会用电量将呈现前低后高的走势，用电量增速 6.2%，2020 年用电增速为 5.8%。

3.1.2 电煤消费增速小幅回落

1-10 月，全国规模以上电厂火电发电量 40686 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速较去年同期提高 1.2 个百分点。未来随着节能降耗和清洁能源的发展，火电发电量占比会有所下滑，但火电作为发电基础负荷的地位不可撼动。综合考虑水电和其他可再生能源的挤压作用，我们预计 2019-2020 年火电发电量占比由 2017 年的 70.9%下降至 70.2%和 69.3%，据此预测火电发电量增速分别为 4.7%和 4.3%。

表 12:全国发电结构预测

时间	2016	2017	2018E	2019E	2020E
发电量	5990	6418	6931	7361	7788
yoy	5.2%	6.5%	8.0%	6.2%	5.8%
火电	4289	4551	4852	5079	5296
yoy	2.4%	5.2%	6.6%	4.7%	4.3%
水电	1181	1194	1241	1296	1332
yoy	6.2%	1.7%	3.9%	4.4%	2.8%
核电	213	248	291	339	389
yoy	24.4%	16.5%	17.4%	16.3%	15.0%
风电	241	306	374	427	491
yoy	30.1%	26.3%	22.3%	14.1%	14.9%
太阳能	66	118	173	221	280
yoy	72.0%	75.4%	46.9%	27.4%	27.0%
发电量占比	2016	2017	2018E	2019E	2020E
火电	71.2%	70.9%	70.0%	69.0%	68.0%
水电	19.6%	18.6%	17.9%	17.6%	17.1%

核电	3.5%	3.9%	4.2%	4.6%	5.0%
风电	4.0%	4.8%	5.4%	5.8%	6.3%
太阳能	1.1%	1.8%	2.5%	3.0%	3.6%

资料来源：中电联、东兴证券研究所

3.2 钢铁：地产趋弱 基建托底 需求承压

我们通过对钢铁下游产业的判断，认为 2019 年钢铁行业需求呈现稳中趋缓的格局，在地产趋弱、基建托底的背景下，预计全年粗钢需求稳中略升，带动钢铁耗煤增长 0.5%。

3.2.1 地产：韧性仍存

房地产 2018 年展现出超强韧性，尤其以新开工面积的高速增长最为突出。展望未来，在经济下行压力较大的背景下，我们认为政策会在坚持“去杠杆”和“稳增长”大体保持平衡的原则下向“稳增长”倾斜，房地产的地位会有所抬升。在未来地产调控政策趋缓、货币宽松以及低库存的背景下，预计 2019 年房地产新开工面积仍有望维持 10% 左右的增速，开发投资有望维持 5% 左右，并不会出现断崖式下跌。

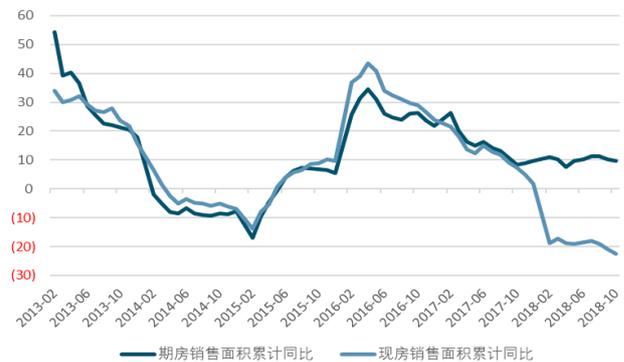
高周转、抢预售致新开工前置。2018 年 1-10 月，房屋新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比增速分别为 16.3%、4.3% 和 -12.5%，新开工和施工、竣工形成明显背离。这是因为在融资紧约束的背景下，地产开发商为获得流动性，普遍采取高周转和抢预售的方式加快资金回款速度，致使新开工面积增速明显强于施工和竣工面积。

图 22:房屋新开工与施工、竣工面积出现分化



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 23:期房销售与现房销售出现分化



资料来源：wind、东兴证券研究所

销售形势虽严峻，但并不会对新开工造成显著影响。2018 年 1-10 月，商品房销售面积累计同比增速 2.2%，连续 3 个月处于回落态势。销售的持续走弱会加大开发商的资金流动压力，对房企拿地、新开工和施工形成一定掣肘。但是，我们认为房企并不会明显压缩新开工规模，这是因为房地产项目的土地成本和资金成本已占据总成本达相当比例，尽快推动项目达到销售状态是获得现金回流的前提，我们预计 2019 年房

地产新开工面积仍有望维持在 5%-10%左右的水平。

利率见顶，库存托底。本轮房地产政策自收紧以来已持续 2 年多时间，成为自 2007 年以来的最长阶段。当前在国内外形势不确定性增强的背景下，房地产行业的调控政策存在放松可能，货币环境也在逐步放松，一二线城市利率已有所松动。而且近年来房地产待售面积一直以两位数的速度下降，目前房地产待售面积处于较低水平。因此，我们预计未来房地产投资回落的幅度也会相对有限，2019 年房地产开发投资可以保持 5%左右的增长，并不会出现断崖式下跌。

图 24:商品房销售面积持续下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 25:房地产开发投资与待售面积



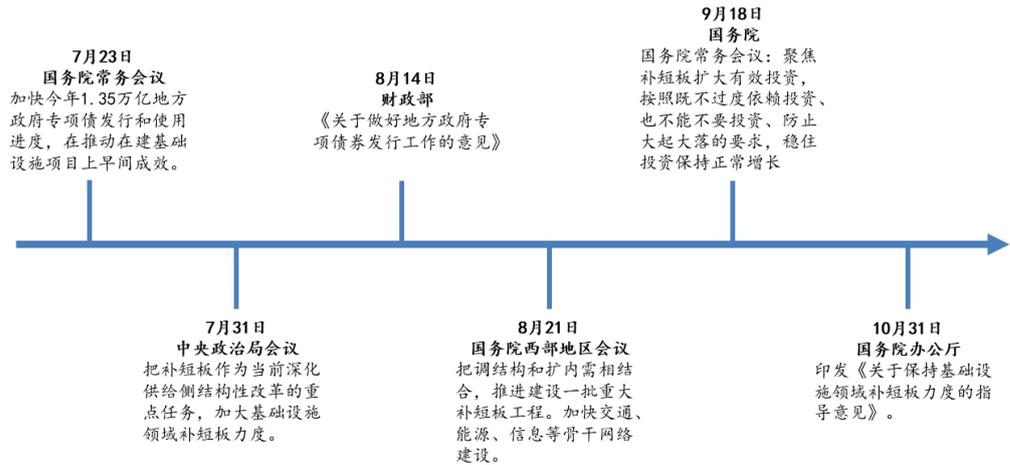
资料来源：wind、东兴证券研究所

3.2.2 基建：政策托底 基建投资有望触底回升

以史为鉴，基建投资具有明显的逆周期调控作用，在经济周期下行时，政府通常会通过积极的财政政策来提高基建投资增速。展望 2019 年，中美贸易战对外需的负面冲击将会逐渐体现，我国经济增长面临一定的压力。我们认为 2019 年仍会实施“积极的”财政政策，且力度较 2018 年进一步加大，保障基建“补短板、保在建”的顺利推进。我们预计 2019 年基础投资增速将触底回升，全年投资增速有望回升至 8%左右。

政策托底信号明显，基建投资下滑趋势有所放缓。近年来，受中央政府控制和规范地方债务、PPP 管控收紧的影响，基建投资增速一路下行。但自今年下半年来，为缓解经济下滑的压力，国家密集出台政策，加大基础设施建设领域补短板的力度。1-10 月份基建投资增速（不含电力）自今年来首次出现反弹（3.7%），较 1-9 月提升 0.4 个百分点。未来随着补短板项目的逐步落地和 PPP 清库的完成，基建投资增速有望探底回升，

图 26:7 月 23 日以来基建“补短板”相关政策梳理

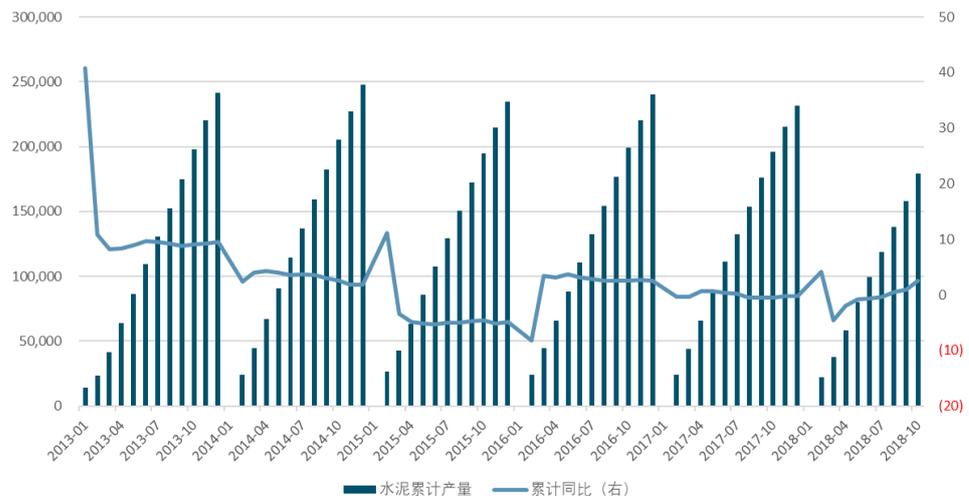


资料来源：各部委网站、东兴证券研究所

3.3 建材：水泥行业高景气延续 需求稳中有升

建材行业的主要耗煤产品为水泥，而水泥的景气程度主要受下游基建投资、房地产开发和农村市场等固定资产投资影响较大。今年水泥行业供给侧改革步入成熟期，行业供需关系相对稳定，水泥企业的盈利能力不断提升，基本都以满产满销为主。1-10月，全国水泥累计产量 17.95 亿吨，同比增长 2.6%。展望 2019 年，我们认为虽然房地产市场存在一定的不确定性，但基建投资的回暖有望对水泥行业需求端形成支持，综合基建投资和地产投资的判断，我们对 2019 年国内水泥市场需求持中性偏乐观的态度，预计水泥产量有望持稳或小幅上升。

图 27:水泥产量 1-10 月累计同比增涨 2.6%

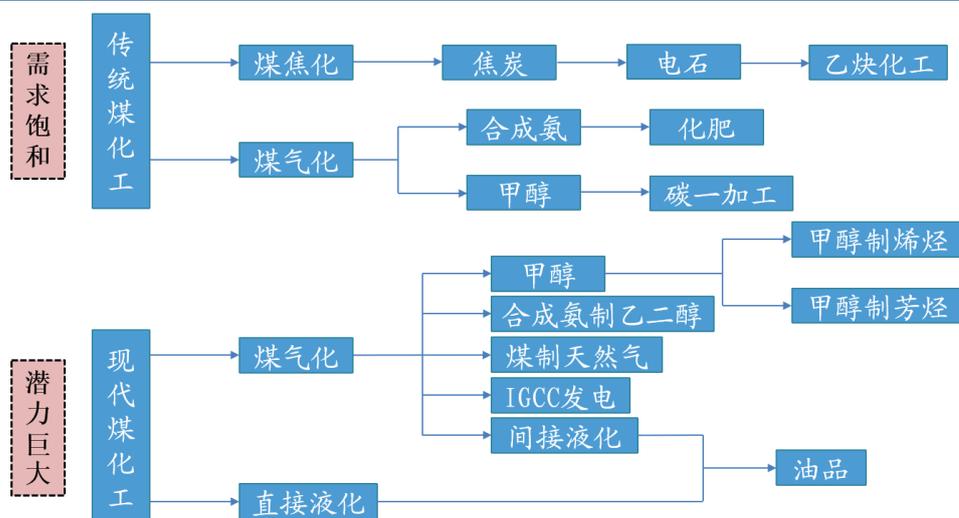


资料来源：wind、东兴证券研究所

3.4 煤化工：现代煤化工极具发展潜力

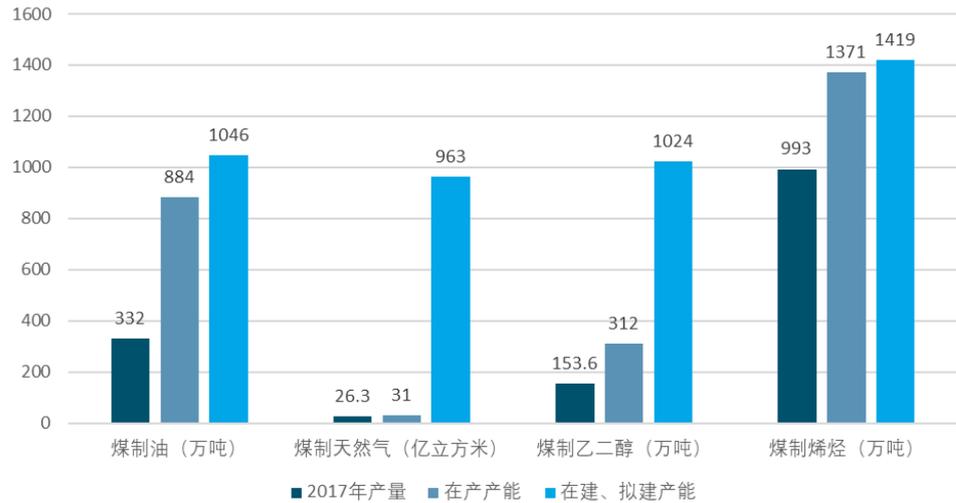
化工行业耗煤产品主要分为两类，一类是以煤制合成氨、煤制甲醇为代表的传统煤化工，一类是以煤制气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇为代表的新型煤化工，综合考虑传统煤化工和新型煤化工对于耗煤的贡献，我们预计 2019 年化工行业耗煤整体增速在 5% 左右。

图 28:煤化工产业链



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

- ◆ **传统煤化工增长空间有限。**合成氨和甲醇产量的 70-80% 均是以煤炭为原料加工而成，受到其下游尿素产量减少的影响，合成氨产量增速持续下滑，截止 2018 年 6 月，合成氨累计产量同比下滑 5.6%，后续随着政府大力推进农用化肥使用零增长，预计 2019 年仍存在较大下行压力。甲醇产量增速近三年来震荡下行，截止 2018 年 6 月，甲醇增速进一步放缓至 2.6%，随着下游新增设备的减少，预计 2019 年增速仍将进一步下行。整体看来，传统煤化工行业已达到天花板，上涨空间极其有限，我们预计 2019 年传统煤化工行业耗煤量基本保持稳定或略有下滑。
- ◆ **新型煤化工未来发展潜力巨大。**自 2016 年环保部重启核准现代煤化工项目以来，伴随着油价一路上涨，新型煤化工产业快速发展，成为拉动化工耗煤的主力军。截至 2016 年底，我国煤制油、煤制天然气产能分别为 884 万吨/年和 31 亿立方米/年。而在 2017 年发布的《能源发展“十三五”规划》中提出，“十三五”期间煤制油、煤质天然气生产能力应达到 1300 万吨/年和 170 亿立方米/年左右，意味着我国未来现代煤化工发展潜力巨大。除此之外，受制于我国“富煤、贫油、少气”的能源结构，我国对石油和天然气的进口依存度一直居高不下。大力发展现代煤化工有利于拓展石油化工原料来源，解决石油、天然气及化工产品过度依赖进口的问题，对于保障我国的能源安全具有重要的战略意义。

图 29:截止 2017 年底我国部分现代煤化工项目发展概况


资料来源：智研咨询、东兴证券研究所

4. 价格展望

4.1 供需双弱 缺口收窄

根据我们对供需两端的测算，预计 2019-2020 年煤炭市场总体呈现供需双弱局面，供需缺口将进一步收窄，整体仍维持供需平衡态势。

- ◆ 供给：未来新增产能主要来源于新建矿井陆续建成投产，预计 2019-2020 年原煤产量分别为 37.05 亿吨、37.58 亿吨，同比分别增长 2.0%、1.4%。
- ◆ 需求：综合考虑火电、钢铁、水泥、化工等行业的增速和占比情况，预计下游需求明年两年仍可维持小幅增长，2019-2020 年煤炭消费量分别为 40.09 亿吨和 40.72 亿吨，同比分别增长 1.8%、1.6%。

表 13:供需平衡表

		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
需求侧							
电力行业	火电耗煤	18.65	18.85	19.87	21.12	22.03	22.89
	yoy	-6.2%	1.1%	5.4%	6.3%	4.3%	3.9%
钢铁行业	钢铁耗煤	6.25	6.26	6.35	6.45	6.48	6.48
	yoy	-3.6%	0.2%	1.4%	1.5%	0.5%	0.0%
建材行业	建材耗煤	5.24	5.24	5.07	5.09	5.09	5.09
	yoy	-8.0%	0.0%	-3.2%	0.3%	0.0%	0.0%
化工行业	化工耗煤	2.52	2.63	2.76	2.89	3.04	3.19
	yoy	8.4%	4.5%	5.0%	4.8%	5.0%	5.0%

四大行业耗煤总量	32.65	32.98	34.05	35.54	36.63	37.64
yoy	-5.0%	1.0%	3.2%	4.4%	3.1%	2.8%
四大行业耗煤占比	87.8%	88.2%	88.9%	90.2%	91.4%	92.4%
其他行业耗煤	4.55	4.40	4.23	3.85	3.46	3.08
yoy	-3.0%	-3.2%	-3.9%	-9.0%	-10.0%	-11.0%
国内煤炭消费量	37.20	37.38	38.28	39.39	40.09	40.72
消费增速	-4.6%	0.5%	2.4%	2.9%	1.8%	1.6%
供给侧						
国内煤炭产量	36.85	33.39	34.45	36.32	37.05	37.58
yoy	-3.5%	-9.4%	3.2%	5.4%	2.0%	1.7%
进口量	2.04	2.56	2.71	2.90	2.90	2.90
出口量	0.05	0.09	0.08	0.05	0.05	0.05
净进口	1.99	2.47	2.63	2.85	2.85	2.85
供需缺口（供-需）	1.64	-1.53	-1.20	-0.23	-0.19	-0.29

资料来源：煤炭运销协会、东兴证券研究所

4.2 动力煤：先抑后扬 价格中枢略有下移

转眼间煤炭行业供给侧改革已进行两年有余，在经历过煤价的暴涨后，供给侧改革的重点也在逐步转变，由最初的“去产能、限产量”到如今“去产能和保供应并举，把保供应放在首位”。展望 2019 年，我国宏观经济下行的压力依然存在，动力煤需求增速较今年或略有放缓，动力煤供需缺口将进一步收窄，叠加铁路运力的改善，区域性供需错配得到缓解，动力煤整体将由供需紧平衡向供需平衡逐渐过渡，而中下游的高库存策略或继续平滑淡旺的煤价波动。我们预计 2019 年煤价大概率维持区间窄幅震荡格局，波动重心略微下移，但由于明年新增产量有限，且国家有意通过进口煤调控政策对煤价托底，因此我们认为动力煤不具备大幅下跌的基础，中枢有望维持在 610-630 元/吨区间。

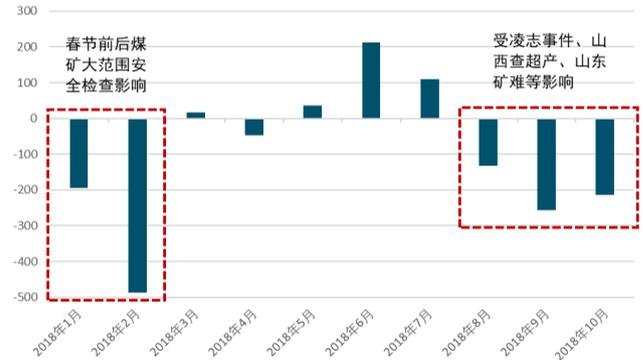
4.3 焦煤：紧平衡格局依旧 价格高位震荡

今年以来，焦煤受环保、查超、安全以及各种突发事件影响，供给始终处于偏紧状态。1-10 月份全国炼焦精煤累计产量 35819 万吨，同比下降 3.2%，远高于焦炭产量下降幅度，焦煤供给存在一定缺口。

当前正值年末，又逢矿难频发，山西、山东等地安全检查力度加大，多数煤矿由于已完成年初计划，现以保安全为主，产量短时间内难以得到释放，预计焦煤偏紧情况会延续至明年一季度末。长期而言，我们认为往后环保、安全的高压检查仍有望保持常态化，且新投产矿井中涉及焦煤较少，焦煤供给端难以放量。此外，山西焦煤联合龙煤、山东能源、淮北矿业等 8 家国内炼焦煤企业联合创立焦煤集群品牌联盟，使得焦煤生产企业在黑色系中的议价能力得到进一步加强，伴随着山西焦煤年底再次上调焦煤长协价格，我们预计 2019 年焦煤价格将维持高位震荡格局，有望成为黑色系中最为强势的品种。

图 30:1-10 月炼焦煤产量同比下降 3.2%


资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

图 31: 炼焦煤供需平衡情况


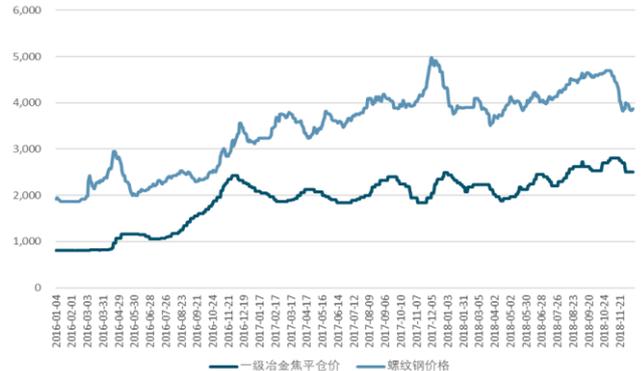
资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

4.4 焦炭：弹性十足 关注政策落地情况

2018 年是焦炭行业的去产能元年，环保政策频发，去产能进程加速。1-10 月份，全国焦炭累计产量 3.6 亿吨，同比下降 1%，在环保去产能和行业整合的大背景下，焦炭供应整体上呈偏紧状况。展望 2019 年，虽然经济预期较为悲观，但房地产韧性尚在，基建投资也有政策托底，需求料不会出现台阶式下滑。明年应重点关注“以钢定焦”和“4.3 米焦炉产能置换”政策，若政策能够严格实施，预计会产生短时间的供需错配，影响焦炭价格大幅波动，否则，焦炭价格将更多跟随库存周期及钢材利润波动。

图 32:1-10 月焦炭产量同比下降 1%


资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

图 33: 焦炭价格跟随钢价波动


资料来源：sxcoal、东兴证券研究所

5. 投资策略：伺机而动 紧抓三条主线

基于我们对煤价中枢小幅下移的判断，煤企依靠价格上涨带动业绩边际改善的难度较大，上市公司业绩或将分化，煤炭板块的整体盈利恐将下滑，因此下调行业评级至“中性”。虽然板块的趋势性机会难寻，但仍可把握阶段性、结构性机会：

- ◆ 对宏观经济预期的过度悲观导致股价被错杀，存在估值修复可能；
- ◆ 终端需求及下游库存季节性波动带来的投资机会；
- ◆ 宏观经济的超预期带来周期性板块的估值提升。

投资标的方面，我们建议紧抓以下三条主线：

- ◆ 业绩受煤价波动影响较小的煤电一体化企业，重点关注中国神华；
- ◆ 未来供给端有显著增量的优质公司，重点关注陕西煤业、昊华能源、中煤能源；
- ◆ 优质焦煤企业，重点关注潞安环能、开滦股份；

5.1 陕西煤业：陕煤有道回购显 阡陌海内禀赋异

资源禀赋优异，手握亿吨高效产能，未来三年皆有增量。公司资源禀赋优越，储量超百亿，97%的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤产区，呈现一高三低（高发热量、低硫、低磷、低灰）的特点。未来两年随着小保当矿、袁大滩矿等优质矿井陆续建成投产，公司业绩将稳步提升。

高分红潜力巨大。自煤炭行业供给侧改革以来，公司盈利状况持续好转，资产负债率持续回落，未来随着在建项目陆续完工投产，公司资本开支将逐步下滑，未来高分红潜力巨大。

股份回购彰显公司价值。公司通过回购股份，使得每股对应的收益、净利润和权益均会增加，相应的投资价值也得到提升，预计 EPS 有望增厚 5%~7%，进一步彰显公司价值。

盈利预测：我们预计公司 2018 年-2020 年实现归母净利润分别为 116.5 亿元、127.4 亿元和 140.3 亿元；EPS 分别为 1.16 元、1.27 元和 1.40 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，煤价大幅下跌，煤矿投产进度不及预期。

5.2 中国神华：全产业链一体化运营 熨平周期波动

深耕煤炭全产业链，业绩无畏煤价波动。中国神华是全球第一大煤炭上市企业，同时经营电力、铁路、港口、航运、煤化工等每天相关产业链业务。全产业链一体化运营有助于其获取产业链各环节利润，也可抵御煤价波动风险。

手握优质煤炭资源。公司坐拥神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区，所产煤炭煤质优良，属低灰、特低硫、特低磷、中高发热量的优质动力煤。目前在产与在建的 26 座主要矿井中，千万吨级产能矿井共 15 座，占比高达 58%。

公司盈利稳定、现金流充沛，分红预期强烈。

盈利预测：我们预计公司 2018 年-2020 年实现归母净利润分别为 475.5 亿元、482.8 亿元和 502.7 亿元；EPS 分别为 2.39 元、2.43 元和 2.53 元，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，煤价大幅下跌。

5.3 昊华能源：西山煤尽期可汗 腾龙换鸟谱新章

“煤-化-运”一体化格局初步成型。在京西矿区退出和产量逐步下滑的情况下，公司积极推进外埠项目，扩展后备资源。目前已在鄂尔多斯境内开展煤炭开采、铁路运输和煤化工等业务，“煤-化-运”一体的产业布局初步形成，产业链优势逐步显现。

内蒙矿区产能加速释放，隐藏的黑金亟待挖掘。在京西矿区逐步退出的背景下，公司积极拓展外埠资源，目前在内蒙矿区拥有高家梁（600万吨/年）和红庆梁（600万吨/年）两座煤矿，并在积极开展巴彦淖尔项目（1000万吨/年）的前期工作。

依托京能集团，推动融合发展。公司未来将依托京能集团的股东优势，聚焦国内煤炭资源，不断开发优质煤炭项目以支撑公司后续发展，按照京能集团定位将公司逐步打造成服务于首都的大型综合性能源企业。

盈利预测：我们预计公司 2018 年-2020 年实现归母净利润分别为 11.8 亿元、12.9 亿元和 13.7 亿元；EPS 分别为 0.98 元、1.07 元和 1.14 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：煤及甲醇价格下跌，非洲煤业巨亏，项目建设进度不及预期。

5.4 潞安环能：低估值喷吹煤龙头

国内喷吹煤龙头，全国煤炭行业唯一高新企业。潞安环能是全国最大的喷吹煤基地，也是全国煤炭企业唯一连续获评的高新技术企业，企业形象和影响力突出，获取资金和政策支持能力较强。

资源禀赋优异。公司在产矿井 13 座，总产能 4020 万吨/年，其中 11 座入选先进产能行列，先进产能达 3740 万吨/年。公司主产低硫、低磷、低灰、高热量的优质动力煤和炼焦配煤，市场竞争力强劲，大客户群体稳定。由于公司资源禀赋和生产条件优异，成本控制出色，受煤价持续高位运行的影响，公司业绩释放可期。

山西国改再提速，集团资产注入可期。集团现有未上市矿井产能约 3400 万吨，山西国改进程加速推进，公司有望受益山西国改实现整体上市，集团煤炭资源一旦注入，可显著提升公司业绩。

盈利预测：我们预计公司 2018 年-2020 年实现归母净利润分别为 31.1 亿元、33.9 亿元和 36.1 亿元；EPS 分别为 1.04 元、1.13 元和 1.21 元，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，煤价大幅下跌，国改进度不及预期。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张津铭

中国矿业大学（北京）硕士，6年煤炭行业从业经验，2018年加入东兴证券研究所，从事煤炭行业研究。

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。