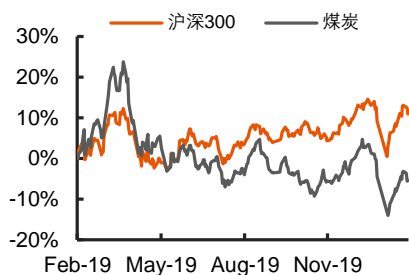


煤炭行业区域专题报告——陕西篇

受益战略西移，煤炭后起之秀

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*周期*区域能源报告——新疆篇：国家能源供应基地，内陆向西开放窗口》 2020-02-07
 《行业动态跟踪报告*煤炭*安监收缩供给，需求继续好转》 2019-12-22
 《行业专题报告*煤炭*区域能源供应地，全面融入长三角》 2019-12-18
 《行业年度策略报告*煤炭*稳稳的煤价，分化的机会》 2019-12-09
 《行业动态跟踪报告*煤炭*供给增速回落，需求继续好转》 2019-11-18

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
 S1060511020001
 0755-22625476
 CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

樊金璐 一般从业资格编号
 S1060118040069
 010-56800134
 FANJINLU749@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

报告梳理了陕西煤炭资源和产业特点，分别从资源情况、供给需求、产业发展等方面进行了研究，重点分析了陕煤集团的情况。

- **陕西煤炭资源丰富，煤种煤质优异。**截止 2016 年底，省内查明保有资源储量 1639.5 亿吨，占全国的 10.3%，排第 4 位。由于陕北地区煤炭埋藏浅、赋存条件好，且易建设大型特大型矿井，煤炭生产成本较低，以陕西煤业为例，2018 年煤炭生产成本为 127 元/吨，在全国范围内看，仅次于低成本的露天煤矿。陕北侏罗纪煤田以长焰煤、不粘煤为主，具有“三低一高”特点，售价较高。
- **煤炭生产战略西移，陕西显著受益。**根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，西部新开工煤矿将占到全国的 80%，2016-2019 年新核准产能中陕西占 30%。2019 年，陕西煤炭产量位居全国第三，占比由 2000 年的 1% 提高到 17%。主产地包括榆林、咸阳、延安、铜川、渭南和宝鸡等地，其中榆林产能占全省的 72%。全省单井平均产能 192 万吨/年，居全国第三。企业方面，主要有陕煤、榆能、中国神华、中煤、兖矿等大型煤企。
- **煤炭消费增速较快，以高耗能为主。**2017 年全省煤炭消费量为 2.0 亿吨，是 2000 年的 7.3 倍。煤炭消费以高耗能产业为主，2018 年，全省规模以上工业煤炭消费量 1.65 亿吨，其中六大高耗能行业煤炭消费量 1.61 亿吨，占比 97.4%。未来随着陕西能源基地的建设，煤炭消费量将进一步提高。
- **陕西周边“三面”缺煤，浩吉打通南北。**去产能导致陕西周边缺煤，除内蒙、山西外，周边均为净调入区，且调入量呈现逐年增长态势，陕西东南、西北、西南区 2017 年分别调入 4 亿吨、0.64 亿吨、0.45 亿吨。国家要求 30 万吨/年以下矿井逐步退出，陕西周边地区 30 万吨/年及以下产能占全国的 66%，未来缺煤情况或进一步加剧。浩吉铁路开通破解了陕西运输瓶颈。
- **陕煤集团：省内最大煤炭开发主体。**作为陕西省内最大的煤炭企业集团，陕煤以“煤炭开采、煤化工”为主业、“燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路投资、科技、金融、现代服务”协调发展。在 2019 年世界 500 强中位列第 281 位，2018 年煤炭产量位列中国煤炭企业 50 强第 4 位。从资源储量、产量、营收、资产规模、负债率等方面与国内前十大煤炭集团进行对比，陕煤集团综合实力处于国内煤企前列。
- **投资建议：**陕西煤炭资源丰富，煤种煤质优异，优质的资源条件和煤质在成本和售价端有较大优势。随着煤炭生产战略西移，陕西显著受益。去产能导致陕西周边缺煤，未来 30 万吨以下煤矿退出将加大供需缺口，随着浩吉铁路运力释放，陕西煤炭可以直达两湖一江地区。陕西煤业和中国神华在陕北拥有亿吨级煤炭产能，且陕西煤业未来仍有新产能投产，考虑到煤炭价格趋于平稳，公司估值低、股息率高，推荐陕西煤业和中国神华。

- **风险提示：**1.受疫情影响、房地产下行等因素影响，复工缓慢，可能出现煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求低迷导致煤炭消费量和煤价出现大幅下降；2.随着新核准产能的释放，可能出现阶段性产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌，影响煤企利润；3.太阳能、风能、天然气以及其他低成本、低排放新能源技术出现大量替代煤炭，导致煤炭需求下降，煤炭价格大幅下降；4.榆林地区民营煤矿数量较多，若发生安全事故，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响；5.全球经济不景气，对能源需求下降，国内外煤炭价差扩大，进口可能进一步大幅增加，导致煤炭进一步过剩。

正文目录

一、 陕西煤炭资源丰富，煤种煤质优异	6
1.1 资源丰富，开采条件好	6
1.2 煤质优异，售价较高	7
二、 煤炭生产战略西移，陕西显著受益	10
2.1 煤炭战略西移凸显陕西地位	10
2.2 陕西煤炭产量位居全国第三	10
2.3 陕西产能集中在陕北地区	11
三、 煤炭消费增速较快，高耗能产业为主	13
3.1 省内煤炭消费增长较快	13
3.2 煤炭消费以高耗能产业为主	14
四、 陕西周边“三面”缺煤，浩吉打通南北	16
4.1 陕西周边缺煤，去产能加大供需缺口	16
4.2 浩吉铁路破解陕西煤炭运输瓶颈	18
五、 陕煤集团：省内最大煤炭开发主体	18
5.1 整体概况	18
5.2 煤炭板块	20
5.3 煤化工板块	22
5.4 钢铁板块	23
5.5 电力板块	25
六、 十大煤炭集团对比	25
七、 投资建议	28
八、 风险提示	28

图表目录

图表 1	陕西主要煤矿地质探明储量及煤种分布	6
图表 2	陕北基地是国家十四个大型煤炭基地之一	7
图表 3	陕西煤炭资源保有总量全国第四（亿吨）	7
图表 4	陕煤集团主要煤矿煤种煤质情况	7
图表 5	价格与热值基本呈现成线性关系（以 5000 大卡/千克煤价 500 元/吨为基准）	8
图表 6	陕北煤炭基地以低硫煤为主	8
图表 7	富油低阶煤分质利用产业链	9
图表 8	榆林煤炭价格波动低于港口，两者价差逐步缩小（元/吨）	9
图表 9	晋陕蒙新四省（区）产量占全国比例的变化	10
图表 10	2000 年以来，陕西煤矿产量占全国比例由 1% 上升到 17%	11
图表 11	2000 年以来陕西煤炭产量增速	11
图表 12	榆林产能（在产+在建）占全省的 72%	12
图表 13	2016-2019 年陕西省新核准（核增）煤炭产能	12
图表 14	陕西在产煤矿以大、中型煤矿为主（2018 年）	13
图表 15	全国主要产煤省份煤矿单井平均产能（2018 年，单位：万吨/年*座）	13
图表 16	陕西煤炭消费增速整体较快	14
图表 17	陕西省从 2001 年开始由煤炭调入省变为调出省（亿吨）	14
图表 18	陕西省六大高耗能行业消费煤炭占全省工业消费的 97.4%	15
图表 19	2003 年以来陕西发电量保持增长态势	15
图表 20	2015 年以来陕西电煤消费量显著增长	15
图表 21	陕西及周边分为五个区域	16
图表 22	陕西周边地区“三面”缺煤（万吨）	16
图表 23	2018 年底全国 30 万吨/年及以下产能情况	17
图表 24	2018 年底陕西周边地区 30 万吨/年及以下产能占全国的 66%	17
图表 25	蒙华铁路直达华中地区，具有明显运距优势	18
图表 26	陕煤集团发展历程	19
图表 27	2014 年以来陕煤集团营业总收入（亿元）	19
图表 28	2018 年陕煤集团各板块营收占比	20
图表 29	2018 年陕煤集团各板块毛利润占比	20
图表 30	2014 年以来陕煤集团毛利（亿元）	20
图表 31	2014 年以来陕煤集团各板块毛利率	20
图表 32	2014 年以来陕煤集团净利润（亿元）	20
图表 33	2014 年以来陕煤集团归母净利润（亿元）	20
图表 34	陕煤集团主要矿井简况（万吨、年、万吨/年）	21
图表 35	陕煤集团 2016 年-2019 年上半年煤炭产量及销量（万吨）	22
图表 36	陕煤集团 2016-2019 年上半年煤炭成本及售价（元/吨）	22

图表 37	陕煤集团 2016-2019 年上半年煤化工产品产量及销量 (万吨)	23
图表 38	陕煤集团 2016 年-2019 年上半年主要煤化工产品售价 (元/吨)	23
图表 39	陕煤集团 2016 年-2019 年上半年钢铁产品产能、产量、销量情况 (万吨/年、万吨)	24
图表 40	陕煤集团 2016 年-2019 年上半年钢铁产品售价 (元/吨)	24

一、 陕西煤炭资源丰富，煤种煤质优异

1.1 资源丰富，开采条件好

陕西煤炭资源丰富，截止 2016 年底，查明保有资源储量 1639.5 亿吨，占全国的 10.3%，排第 4 位。资源富集程度高，渭河以北的五大煤田总含煤面积约 5.49 万平方公里，总资源储量 4096.9 亿吨，占全省总资源储量的 99.96%。

陕北侏罗纪煤田：包括神府、榆神、榆横矿区，煤炭厚度大、埋藏浅（大部分位于 300 米以浅）、倾角小、地质构造简单、水文地质条件简单、瓦斯含量低，开采条件很好，适合建设大型特大型矿井，综合来看资源条件上乘。

陕北三叠纪煤田：包括子长、横山等矿区，煤种为气煤，主要用于炼焦配煤、低温干馏等，构造极为简单，开采条件好。

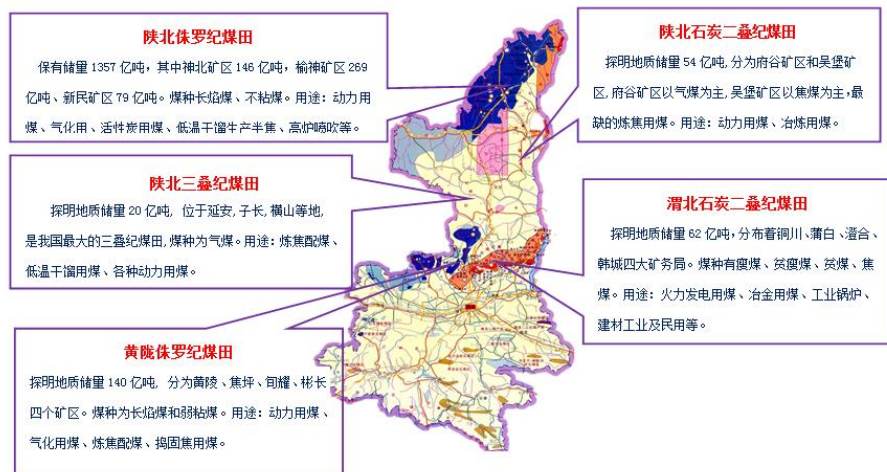
黄陇侏罗纪煤田：包括彬长、旬耀等矿区，煤层埋藏深度 500-800 米，部分区域水文地质条件复杂、瓦斯比较大，开采条件逊于陕北。

陕北石炭二叠纪煤田：包括府谷、吴堡矿区，府谷矿区以气煤为主，吴堡矿区以焦煤为主，构造简单，开采条件较好。

渭北石炭二叠纪煤田：包括韩城、澄合、蒲白、铜川矿区，所剩资源不多、开采条件差、地质灾害严重。陕北三叠纪煤田府谷矿区水文地质条件复杂。

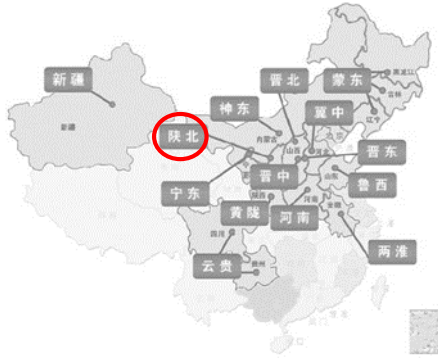
由于陕北地区煤炭埋藏浅、赋存条件好，且易建设大型特大型矿井，煤炭生产成本总体较低，以陕西煤业为例，2018 年煤炭生产完全成本为 127 元/吨，在全国范围内看，仅次于低成本的露天煤矿。

图表1 陕西主要煤矿地质探明储量及煤种分布



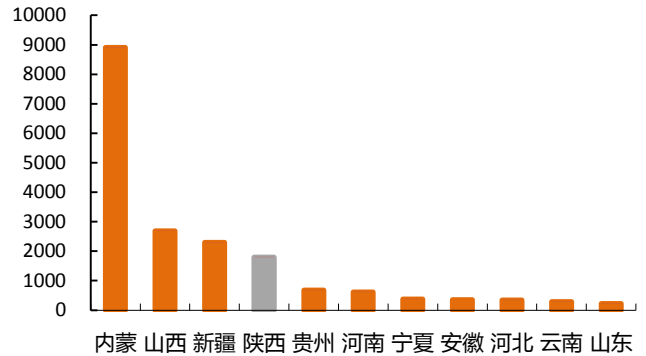
资料来源：煤炭科学研究总院，平安证券研究所

图表2 陕北基地是国家十四个大型煤炭基地之一



资料来源:国家能源局, 平安证券研究所

图表3 陕西煤炭资源保有总量全国第四(亿吨)



资料来源: 中国煤炭地质总局, 平安证券研究所

1.2 煤质优异，售价较高

陕北侏罗纪煤田以长焰煤、不粘煤为主，具有“三低一高”——“特低灰、特低硫、特低磷、高发热量”特点，平均热值 5500 大卡/千克以上，有“环保煤”的美誉，已被全国多城市指定为城市环保专用煤，可用作动力用煤、气化液化用煤、低温干馏生产半焦。黄陇侏罗纪煤田以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主，主要特征是低灰、特低硫、低磷、高发热量、高挥发分、富油、有一定粘结性，可用作动力用煤、气化液化用煤、炼焦配煤。陕北石炭二叠纪煤田、陕北三叠纪煤田和渭北石炭二叠纪煤田变质程度较高，主要是炼焦配煤、贫瘦煤、贫煤及少量无烟煤。

图表4 陕煤集团主要煤矿煤种煤质情况

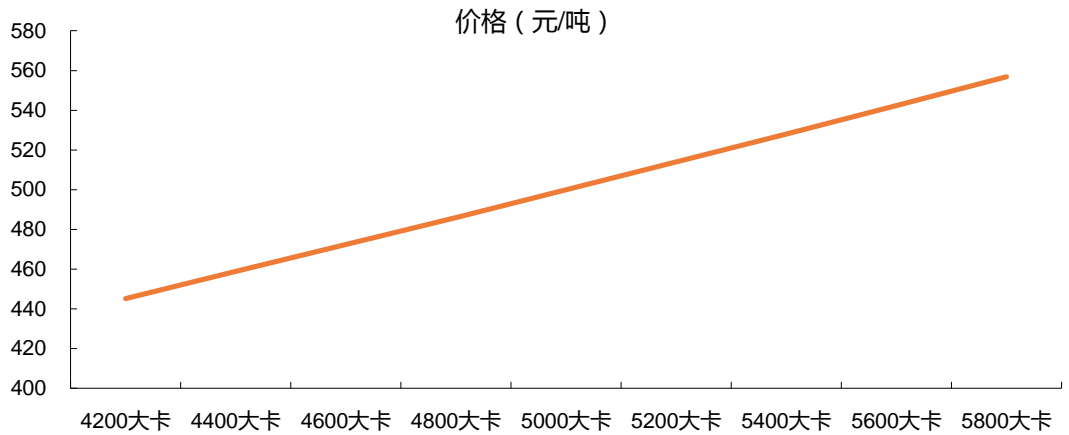
名称	煤种	参考热值(kcal/kg)	煤质
陕北矿区			低硫-特低硫、特低磷、低-特低灰；富油
韩家湾	不粘煤、长焰煤	5100	
孙家岔	长焰煤	5300	
柠条塔	不粘煤、长焰煤	5500	
红柳林	不粘煤、长焰煤	5500	
张家峁	不粘煤、长焰煤	5200	
袁大滩	不粘煤、长焰煤	6000	
小保当一号矿	不粘煤、长焰煤	6000	
小保当二号矿	不粘煤、长焰煤	6000	
彬黄矿区			低硫、低磷、中低灰、富油
黄陵一号矿	中粘煤、弱粘煤和气煤	5000	
黄陵二号矿	中粘煤、弱粘煤和气煤	5600	
建新煤矿	不粘煤、长焰煤	5100	
建庄煤矿	弱粘煤、气煤	5300	
大佛寺	不粘煤	5300	
胡家河	不粘煤	5600	
文家坡	不粘煤	5400	
渭北矿区			低硫、低磷、中灰、富油
玉华矿	不粘煤	5200	
下石节	不粘煤	5600	
陈家山	不粘煤	5200	
柴家沟	长焰煤	5400	

资料来源: 煤炭科学研究总院, 平安证券研究所

(1) 发热量与煤价成正比

煤炭作为燃料，主要利用的是其能量，发热量是重要指标，发热量越高，煤价相应越高。对动力用煤来说，煤炭结算价格=基准价格+质量调整价+其他因素调整价。基准价由发热量 ($Q_{net, ar}$) 来决定。

图表5 价格与热值基本呈现成线性关系 (以 5000 大卡/千克煤价 500 元/吨为基准)



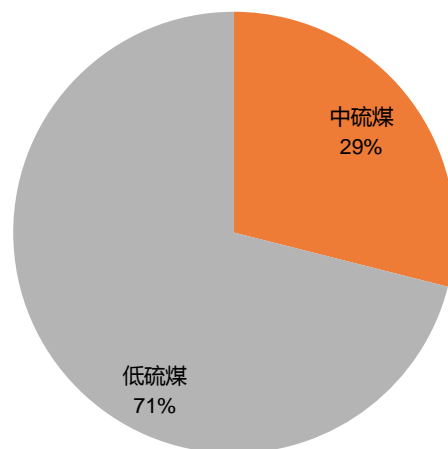
资料来源：动力煤质量升贴水标准，平安证券研究所

(2) 灰分是惰性物质，硫分是有害物质

灰分是煤中的惰性物质，其含量的高低对煤炭燃烧、化工转化等有一定影响。电厂使用超过设计灰分的煤，会引起锅炉热效率下降以及供电煤耗和厂用电率的升高，增加了磨损以及维修的成本，也增加烟气除尘负荷。高灰煤可以通过洗选降低灰分，但也增加了成本，降低优质商品煤数量。一般要求灰分低于 20%。陕北煤炭灰分范围为 6%-17%。

硫分是煤中的一般有害物质，燃烧产物主要为二氧化硫，同时伴有三氧化硫的形成，是大气污染防治的重要污染物。燃料中硫分的增加直接增加了脱硫成本，如石灰石用量、制浆电耗、浆液循环泵电耗、氧化风机电耗、石膏脱水等成本增加。在超低排放的背景下，一般电厂要求电煤含硫量低于 1%。太原煤炭价格指数对于下水动力煤现货质量升贴水标准中，以 4500 大卡、硫分在 0.51%-0.8% 之间为例，每相差 0.01 百分点的硫分可升水 0.5 元/吨。陕北地区煤炭大多为硫分小于 1% 的低硫煤。

图表6 陕北煤炭基地以低硫煤为主



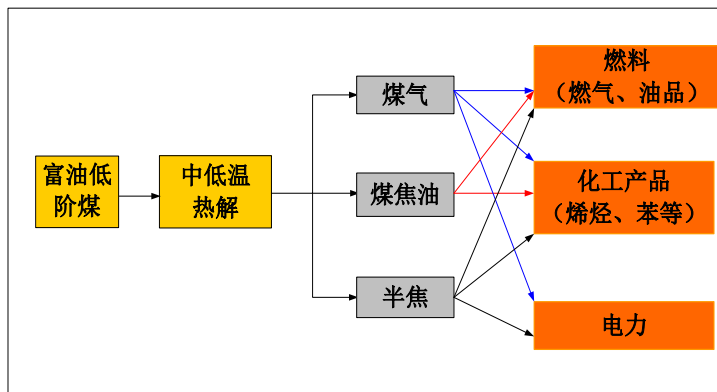
资料来源：煤炭科学研究总院，平安证券研究所；注：低硫煤硫分小于 1%，中硫煤硫分 1%-2%

(3) 富油低阶煤分质利用附加值高

煤炭分质利用是指以煤为原料，集煤热解（高温热解、低温热解）、煤气化、化工合成、发电、供热、废弃物资源化利用等单元工艺构成的新型能源利用系统。煤炭热解提质技术先热解将煤气中的焦油、净煤气、芳烃等高附加值组分分离出来，得到具有更高经济价值的清洁燃料和化工品，剩余固体再进行燃烧或气化，避免了高附加值组分的燃烧浪费，能效更高，经济效益更好。

《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020年)》《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，把开展煤炭分级分质梯级利用作为“十三五”重点工作。根据煤炭科学研究总院研究，煤中含油率在7.5%以上，煤炭分质利用项目具有较好经济性，陕北大部分煤含油率在12%以上。

图表7 富油低阶煤分质利用产业链

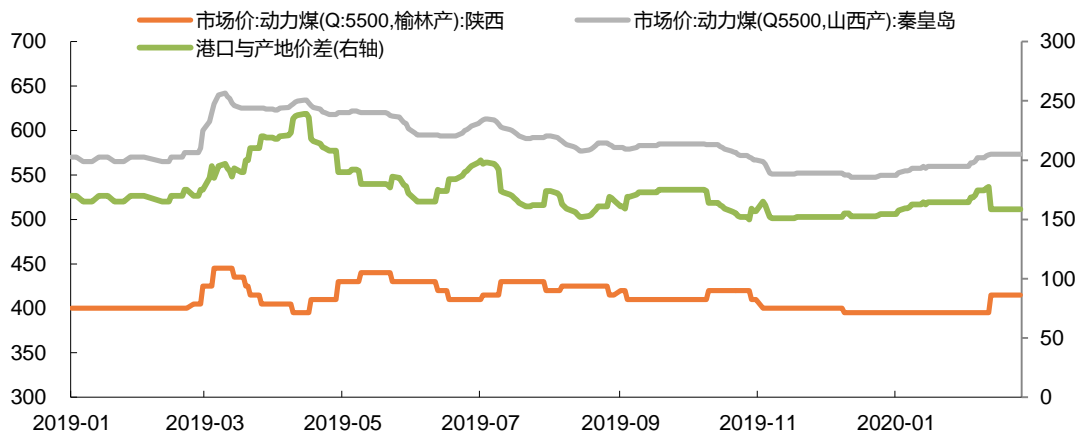


资料来源：煤炭科学研究总院，平安证券研究所

(4) 煤质优异带来价格优势

2019年，受煤炭供给增加、需求偏弱等因素影响，全国煤炭价格整体下降。但是，由于陕北动力煤以低硫低灰高热值动力煤为主，电厂采购作为配煤提高煤质，相对较为稀缺，价格较为坚挺。2019年，陕北榆林动力煤（Q5500）全年均价413.5元/吨（同比增长21元/吨，增幅5.4%），而同期秦皇岛港动力煤（Q5500）全年均价588.1元/吨（同比下降5元/吨，降幅0.8%）。

图表8 榆林煤炭价格波动低于港口，两者价差逐步缩小（元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

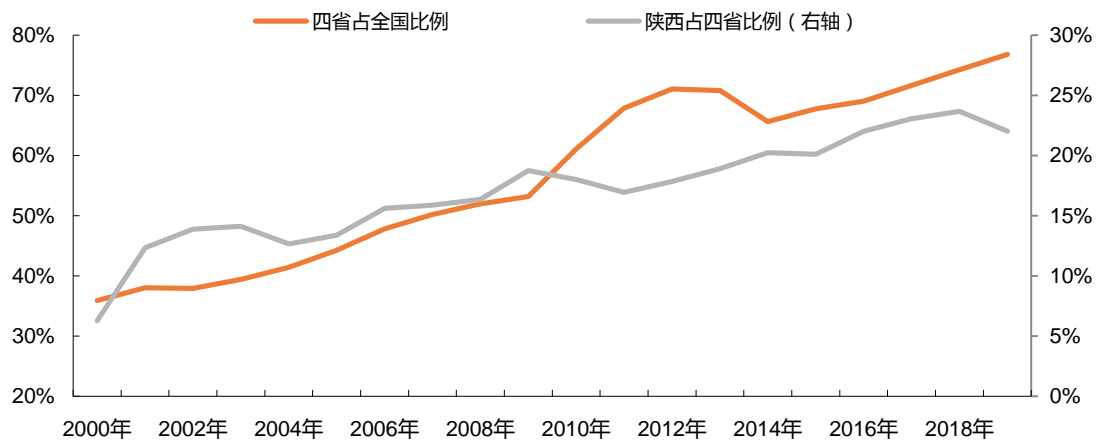
二、煤炭生产战略西移，陕西显著受益

2.1 煤炭战略西移凸显陕西地位

西部省区煤炭资源丰富，且相对集中，是国家大型煤炭基地集中区，未来发展潜力巨大，具备接替煤炭战略西移的能力。根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中东部、优化西部，明确提出煤炭开发要向内蒙古、陕西、新疆三个省区转移，其新开工煤矿规模将占到全国的 80%。

煤炭生产重心持续向晋陕蒙新等资源禀赋好、竞争能力强的地区集中。2019 年，晋陕蒙新四省（区）原煤产量占全国的 76.8%，相比 2000 年提高 40.9 个百分点；其中，2019 年，陕西产量占晋陕蒙新四省（区）的比例为 22%，相比 2000 年提高 15.8 个百分点。

图表9 晋陕蒙新四省（区）产量占全国比例的变化



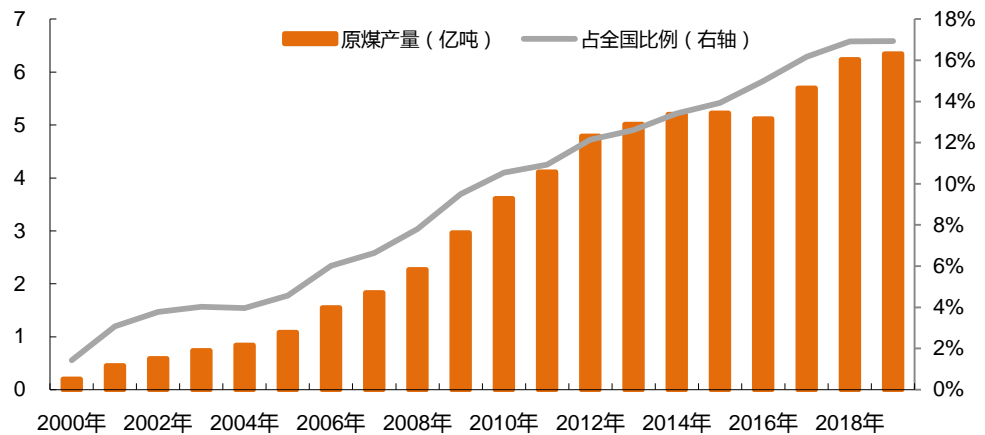
资料来源：Wind，平安证券研究所；注：四省是指晋陕蒙新四省（区）

2.2 陕西煤炭产量位居全国第三

随着煤炭开发技术水平不断提高，陕西省煤炭产量显著增加。2000 年以来，依托优质煤炭资源优势，原煤产量不断增加，稳居全国第三位，产量占全国比例由 2000 年的 1% 提高到 2019 年的 17%。2019 年陕西原煤产量达到 6.34 亿吨原煤，是 2000 年的 31.7 倍，年均复合增长 20%。

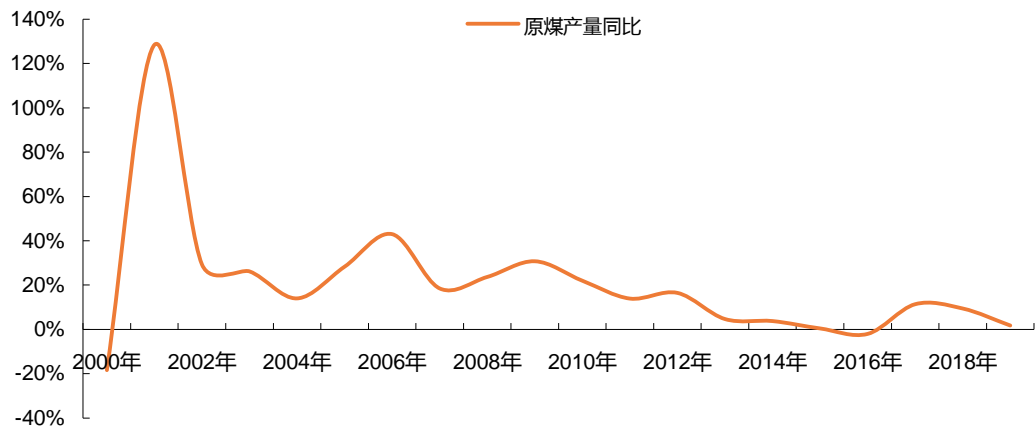
从增速看，2000–2012 年陕西原煤产量增速保持快速发展势头，增速基本保持在两位数以上增长；2013 年后，受宏观经济形势和煤炭价格影响，增速开始下降至个位数，2016 年降至历史低点 -2.1%；2017 年和 2018 年增速明显回升；2019 年受榆林矿难影响，增速有所放缓，预计随着新产能逐步释放，增速逐渐步入良性发展轨道。

图表10 2000年以来，陕西煤矿产量占全国比例由1%上升到17%



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表11 2000年以来陕西煤炭产量增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

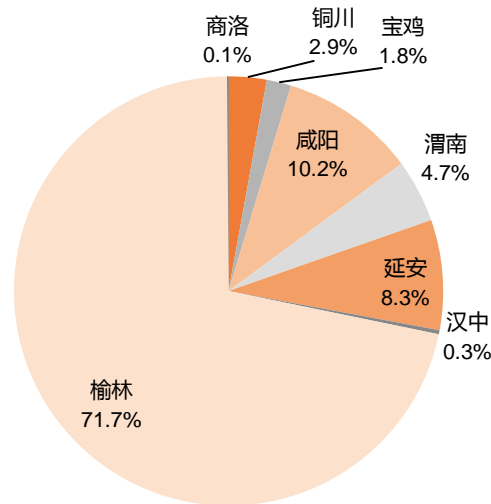
2.3 陕西产能集中在陕北地区

(1) 榆林产能占全省的72%

从地区看，陕西省煤矿产能集中在榆林市、咸阳市、延安市、渭南、铜川五市，其中榆林市产能占全省产能的72%。

从企业看，陕西省属煤炭企业陕西煤业化工集团一家独大，榆林市属国有企业陕西榆林能源集团产量排省内第二位，两家企业分别位居2019年全国煤炭企业煤炭产量50强的第4、第28（按2018年产量排名），陕煤和榆能产量分别为16023、2221万吨，共占全省产量的29%。省内其他产能主要集中于国家能源集团、中煤集团等央企以及兖州煤业、山东能源等企业。其中国家能源集团拥有约1亿吨/年产能。

图表12 榆林产能（在产+在建）占全省的72%



资料来源：国家能源局、平安证券研究所

（2）新产能促结构优化

根据陕西国土资源厅信息，陕西省在“十三五”期间计划退出煤矿 4706 万吨，截止 18 年底全国提前完成“十三五”去产能目标任务。同时，在新增产能方面，2016-2019 年，国家发改委、国家能源局新增核准产能中，陕西地区产能有 1.25 亿吨，占全国新增产能的 30%。

煤矿结构方面，陕西省以大、中型煤矿居多，截至 2018 年底，陕西省内生产煤矿共 231 座，其中 1000 万吨/年及以上煤矿 11 座，500-1000 万吨/年煤矿 13 座，120-500 万吨/年煤矿 60 座，30-120 万吨/年煤矿 142 座，120 万吨/年及以上生产煤矿产能占比达 81.3%。平均产能方面，231 处生产煤矿产能 44378 万吨/年，单井平均产能 192 万吨/年，居全国第三。

图表13 2016-2019 年陕西省新核准（核增）煤炭产能

序号	年份	煤矿名称	规模（万吨/年）
1	2016	陕西彬长矿区文家坡煤矿	400
2	2017	陕西庙孤矿区沙梁煤矿	120
3	2017	陕西永陵矿区招贤煤矿	240
4	2017	陕西榆神矿区一期规划区双山煤矿	120
5	2017	陕西榆神矿区一期规划区大梁湾煤矿	120
6	2017	陕西榆神矿区一期规划区神树畔煤矿	120
7	2017	陕西榆神矿区一期规划区郝家梁煤矿	120
8	2017	陕西榆神矿区一期规划区千树塔煤矿	120
9	2017	陕西榆神矿区三期规划区隆德煤矿改扩建	500
10	2017	陕西彬长矿区雅店煤矿	400
11	2017	陕西榆神矿区小保当二号煤矿	1300
12	2017	陕西彬长矿区小庄煤矿	600
13	2017	陕西彬长矿区孟村煤矿	600
14	2017	陕西榆神矿区曹家滩煤矿	1500
15	2018	孟村煤矿	600
16	2018	榆横矿区北区大海则煤矿	1500
17	2019	澄和矿区山阳煤矿	300
18	2019	西卓煤矿	300

19	2019	榆神矿区郭家滩煤矿	1000
20	2019	榆横矿区北区巴拉素煤矿	1000
21	2019	永陇矿区麟游区园子沟煤矿	800
22	2019	金鸡滩煤矿(核增)	700
23	合计		12460

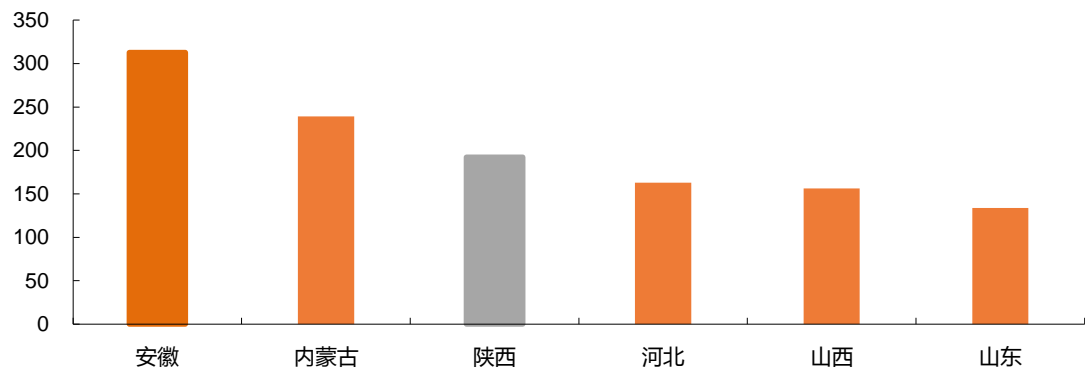
资料来源：国家发改委、国家能源局、平安证券研究所

图表14 陕西在产煤矿以大、中型煤矿为主(2018年)

万吨/年	≥1000	500-1000	120-500	30-120	0-30	合计
煤矿数量(座)	11	13	60	142	5	231
数量占比	4.8%	5.6%	26.0%	61.5%	2.2%	100%
煤矿产能(万吨/年)	16000	8200	11865	8268	45	44378
产能占比	36.1%	18.5%	26.7%	18.6%	0.1%	100%

资料来源：国家能源局、平安证券研究所

图表15 全国主要产煤省份煤矿单井平均产能(2018年,单位:万吨/年*座)



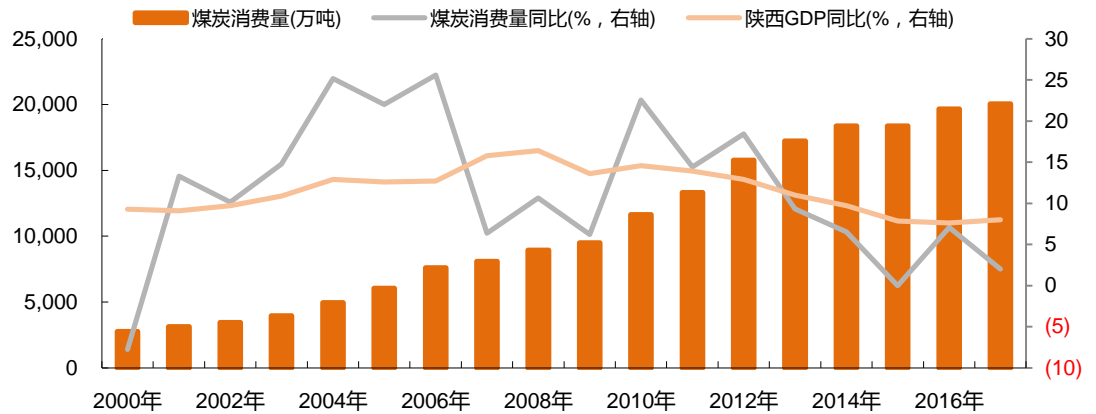
资料来源：国家能源局、平安证券研究所

三、煤炭消费增速较快，高耗能产业为主

3.1 省内煤炭消费增长较快

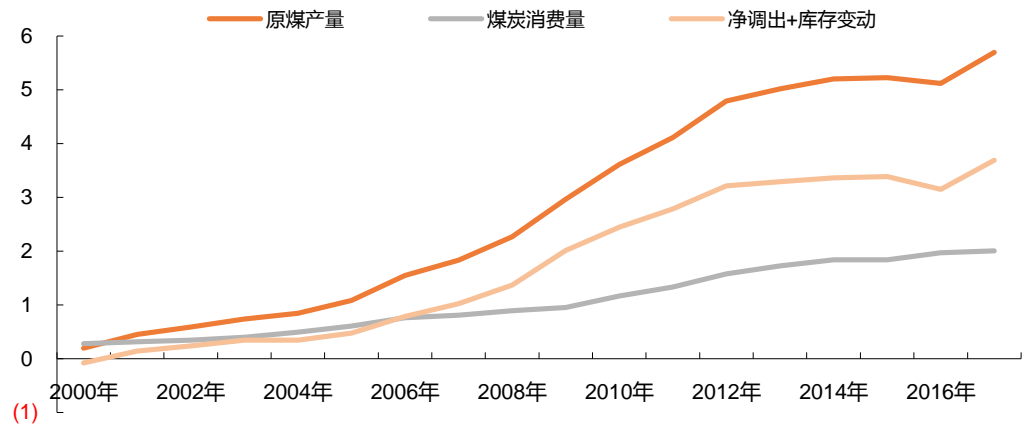
近年来，陕西煤炭消费量不断提高，2017年全省煤炭消费量为2.0亿吨，是2000年的7.3倍，同时受益于国内经济的快速发展，陕西煤炭外供量2017年增长到3.7亿吨。

图表16 陕西煤炭消费增速整体较快



资料来源: wind、平安证券研究所

图表17 陕西省从 2001 年开始由煤炭调入省变为调出省 (亿吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

3.2 煤炭消费以高耗能产业为主

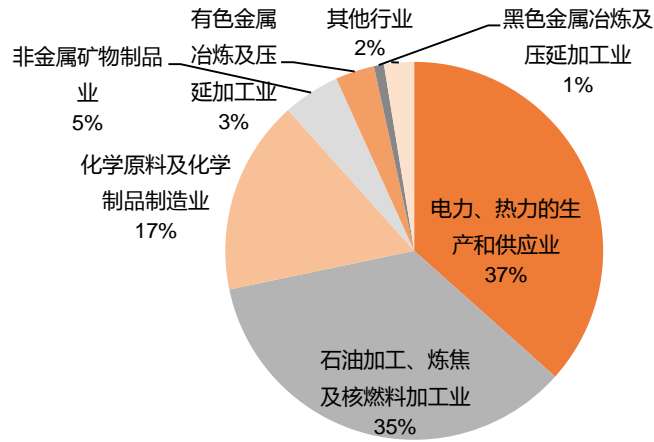
根据陕西省统计局发布的《陕西煤炭产业高质量发展探究》，2018 年，全省规模以上工业煤炭消费量 16534.65 万吨，其中六大高耗能行业煤炭消费量 16110.5 万吨，占比 97.4%。

分行业看，电力、热力的生产和供应业煤炭消费量 6051.05 万吨，占整个规上工业煤炭消费量的 36.6%；石油加工、炼焦及核燃料加工业煤炭消费量为 5807.21 万吨，占整个规上工业的 35.1%；化学原料及化学制品制造业煤炭消费量为 2754.06 万吨，占整个规上工业的 16.7%；仅这三大行业的煤炭消费量占六大高耗能行业的比重就达到 90.7%，在六大高耗能行业中处于主导地位。非金属矿物制品业煤炭消费量为 804.14 万吨，占规上工业的 4.9%；有色金属冶炼及压延加工业煤炭消费量 551.86 万吨，占规上工业的 3.3%；黑色金属冶炼及压延加工业煤炭消费量 142.19 万吨，占规上工业的 0.9%；其他行业 424.14 万吨，占规上工业的 2.6%。

未来随着陕西能源基地的建设，煤炭消费量将进一步提高。陕北能源化工基地是全国第一个能源重化工基地，按照“煤向电力转化，煤电向载能产品转化，煤油气盐向化工产品转化”的思路，截止 2018 年底，基地火电装机容量达到 1573 万千瓦，年产精甲醇 220 万吨/年、聚氯乙烯 135 万吨/年、兰炭

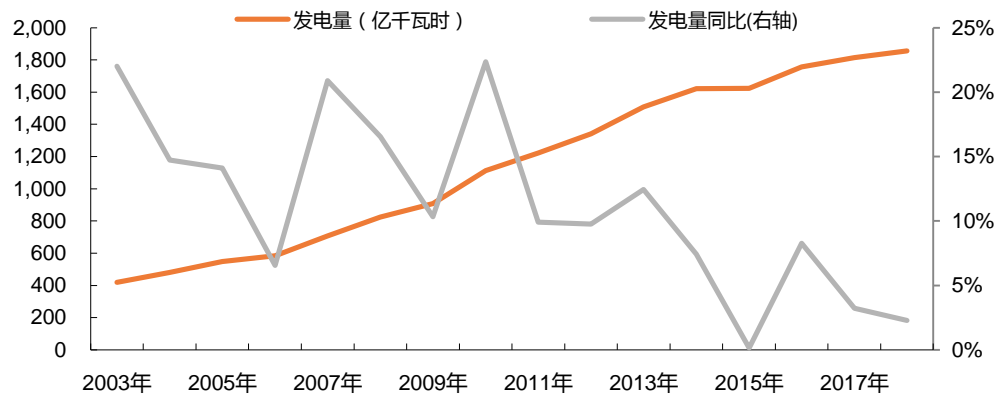
5000 万吨/年、烯烃 240 万吨/年、金属镁 50 万吨/年。未来随着煤炭分质利用、煤制乙二醇等项目的推进，区域煤炭消费需求进一步提升。

图表18 陕西省六大高耗能行业消费煤炭占全省工业消费的 97.4%



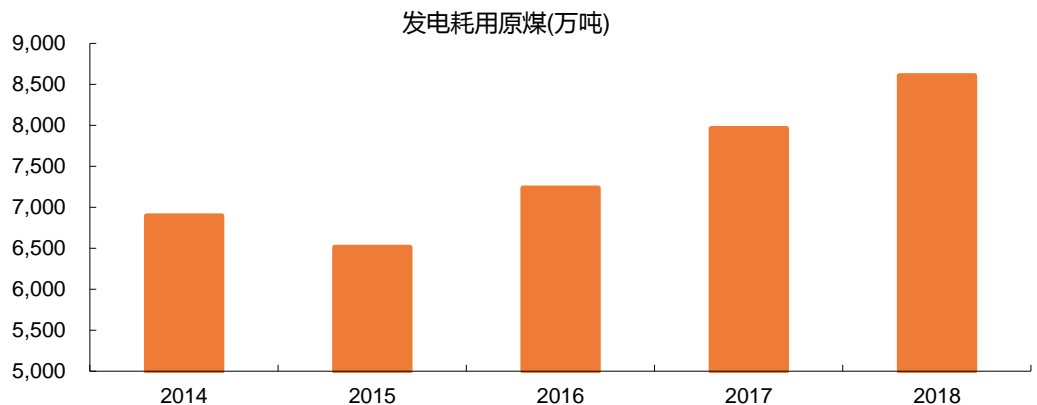
资料来源：陕西煤炭产业高质量发展探究、平安证券研究所

图表19 2003 年以来陕西发电量保持增长态势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表20 2015 年以来陕西电煤消费量显著增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

四、 陕西周边“三面”缺煤，浩吉打通南北

4.1 陕西周边缺煤，去产能加大供需缺口

(1) 去产能导致陕西周边缺煤

为了研究方便，我们把陕西及周边分为五个区域，即陕西省及陕西西北、东北、东南、西南。根据2015-2017年的煤炭生产消费平衡，从调入调出来看，陕西西北、东南、西南区均为净调入区，且呈现逐年增长态势，2015-2017年陕西西北调入量分别为3416、3090、6353万吨；2015-2017年陕西东南调入量分别为33869、36636、39970万吨；2015-2017年陕西西南调入量分别为1143、2121、4529万吨。经过四年去产能，陕西西南、东南等地煤炭产能大幅下降，而新增产能主要集中在新疆、内蒙、山西和陕西，陕西周边煤炭紧缺的局面难以在短期内改变。

图表21 陕西及周边分为五个区域



资料来源：百度地图，平安证券研究所

图表22 陕西周边地区“三面”缺煤（万吨）

位置	省(区)市	2015年 净调入	2016年 净调入	2017年 净调入	2017年相对2015年净 调入变化
陕西西北	宁夏	1268	1251	3705	2437
	甘肃	2149	1838	2649	500
	小计	3416	3090	6353	2937
陕西东北	内蒙	-55372	-51359	-49262	6110
	山西	-57508	-48771	-42457	15051
	小计	-112879	-100130	-91718	21161
陕西东南	河南	10766	11370	10981	215
	湖北	10605	11064	11465	860

	湖南	7307	8469	10544	3237
	江西	5191	5732	6979	1789
	小计	33869	36636	39970	6101
陕西西南	重庆	2300	3498	4475	2174
	四川	2936	2442	3196	260
	贵州	-4093	-3819	-3142	951
	小计	1143	2121	4529	3386
陕西		-34063	-32057	-36890	-2827

资料来源: Wind, 平安证券研究所

(2) 国家要求 30 万吨/年以下矿井逐步退出

2019 年 8 月 19 日, 国家发展改革委等六部委研究制定了《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》, 提出通过三年时间, 力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以下, 华北、西北地区(不含南疆)30 万吨/年以下煤矿基本退出, 其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50%以上。

根据 2018 年底产能, 30 万吨/年以下煤矿产能 13854 万吨/年(1181 处), 平均产能 11.73 万吨/年。预计 2021 年底前退出近 1 亿吨产能。同时, 30 万吨/年产能还有 1 亿吨/年。根据统计, 陕西周边地区 30 万吨/年及以下产能占全国的 66%, 未来缺煤情况或进一步加剧。

图表23 2018 年底全国 30 万吨/年及以下产能情况

规模	产能(万吨/年)	数量(处)	平均产能(万吨/年)
30 万吨/年以下	13854	1181	11.73
30 万吨/年	10410	347	30

资料来源: 国家能源局、平安证券研究所

图表24 2018 年底陕西周边地区 30 万吨/年及以下产能占全国的 66%

序号	省份	规模(万吨/年)
1	河南	807
2	重庆	324
3	湖南	1034
4	贵州	2550
5	江西	594
6	甘肃	158
7	湖北	189
8	四川	3545
	小计	9201

资料来源: 国家能源局、平安证券研究所

4.2 浩吉铁路破解陕西煤炭运输瓶颈

陕北煤炭曾面临运输难的问题，煤炭需经过公铁水联运才能到底华南华中地区，这一问题随着浩吉铁路开通逐步解决。

浩吉铁路北起东乌铁路浩勒报吉站，途经内蒙、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西，终至江西省吉安市，铁路全长 1814 公里，开通初期开办车站 77 座，设计时速 120 公里，规划年运输能力 2 亿吨以上。浩吉铁路连接了蒙陕甘宁能源“金三角”和鄂湘赣等华中地区，是北煤南运国家战略运输通道，是衔接多条煤炭集疏运线路、点网结合、铁水联运的大能力、高效率煤炭运输系统和国家综合交通运输系统的重要组成部分。浩吉铁路建设对完善综合交通运输体系和铁路网布局，开发蒙陕甘宁地区煤炭资源，保证鄂湘赣等华中地区能源供应，促进沿线经济社会发展具有重要意义。

浩吉铁路由北至南依次与东乌线、太中线、南同蒲线、陇海线、宁西线、焦柳线、襄渝线、汉丹线、长荆线、京广线、沪昆线、京九线等多条铁路衔接，增强了我国铁路南北向能力和路网灵活性，填补了区域路网空白，完善了路网结构。

图表25 蒙华铁路直达华中地区，具有明显运距优势



资料来源:煤炭科学研究总院, 平安证券研究所

五、 陕煤集团：省内最大煤炭开发主体

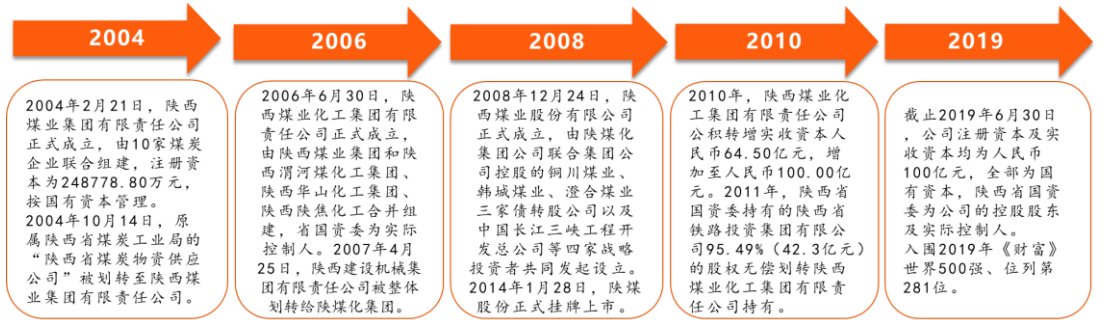
5.1 整体概况

作为陕西省内最大的煤炭企业集团，陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”或“集团”）是以“煤炭开采、煤化工”为主业、“燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路投资、科技、金融、现代服务”协调发展的国有特大型能源化工企业。其前身为陕西煤业集团有限责任公司，截止 2018 年 12 月末，集团公司纳入合并报表的企业共 56 家，在 2019 年《财富》世界 500 强排行榜中位列第 281 位、其 2018 年煤炭产量位列中国煤炭企业 50 强第 4 位。

(1) 发展历程

陕煤集团的前身为陕西煤业集团有限责任公司。2004年2月21日，陕西煤业集团有限责任公司正式挂牌成立。2006年6月，陕西煤业集团有限责任公司和陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司的国有股权合并，按照现代企业制度合并组建为现公司。截至目前，公司注册资本100亿元，陕西省国资委为公司控股股东及实际控制人。

图表26 陕煤集团发展历程



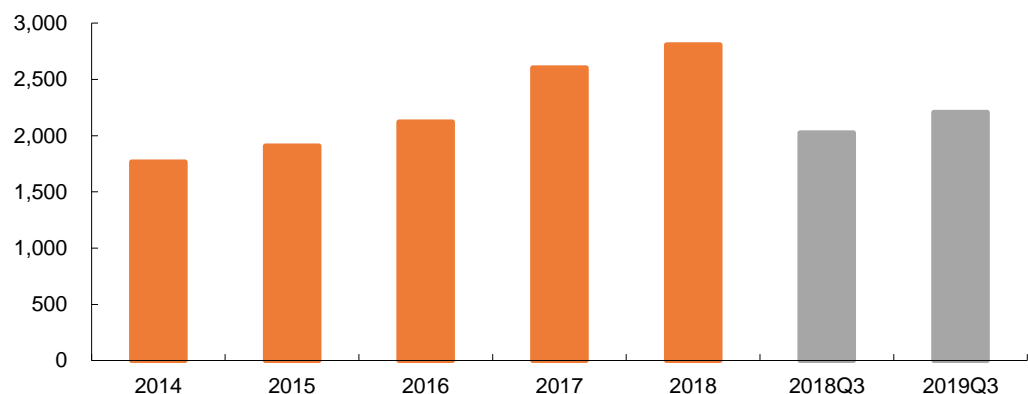
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

(2) 营收情况

陕煤集团2014-2018年营业总收入分别为1766.22亿元、1906.14亿元、2120.95亿元、2600.89亿元、2805.87亿元，呈逐年增长态势。收入构成方面，2018年煤炭业务和钢铁业务在主营业务收入中的比重同比有所上升，化工业务在主营业务收入中的比重同比有所下降。2018年煤炭业务实现收入637.41亿元，同比增长28.52%，主要系煤炭销售量价齐升所致；钢铁业务实现收入776.18亿元，同比增长16.30%，主要系钢材价格增长所致；化工业务实现收入529.67亿元，同比下降16.88%，主要系部分化工产品产销量下降所致。2019年前三季度营业收入为2206.53亿元，同比增长9%。

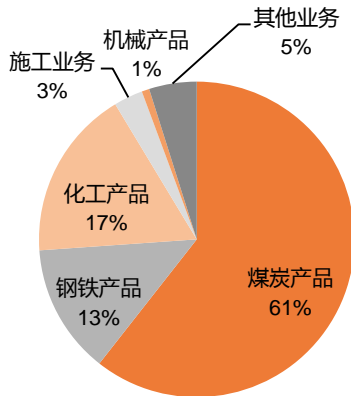
2014-2018年及2019年上半年，集团毛利率分别为13.08%、9.15%、12.29%、18.83%、19.54%和18.10%。2016年-2018年，毛利率不断回升，主要得益于2016年以来煤炭价格的回升。煤炭业务板块毛利率相对其他业务板块始终较高。

图表27 2014年以来陕煤集团营业总收入（亿元）



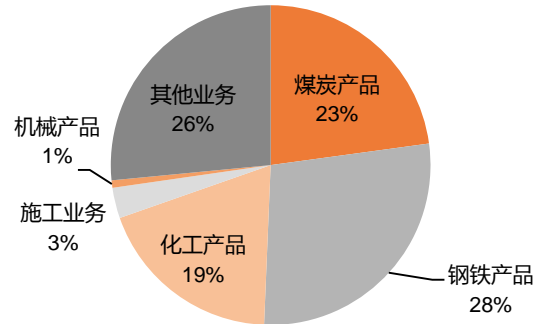
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

图表28 2018年陕煤集团各板块营收占比



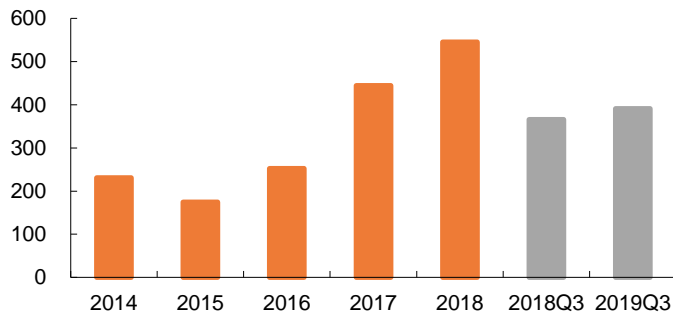
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

图表29 2018年陕煤集团各板块毛利润占比



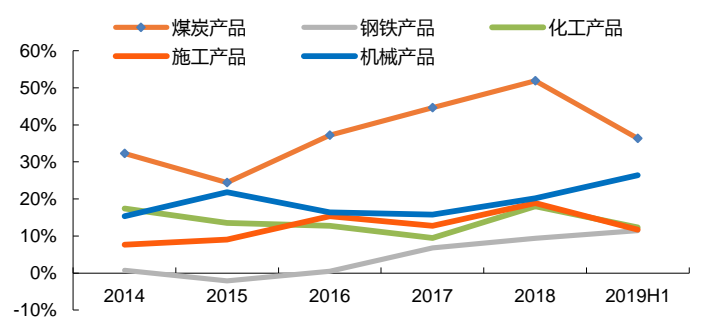
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

图表30 2014年以来陕煤集团毛利（亿元）



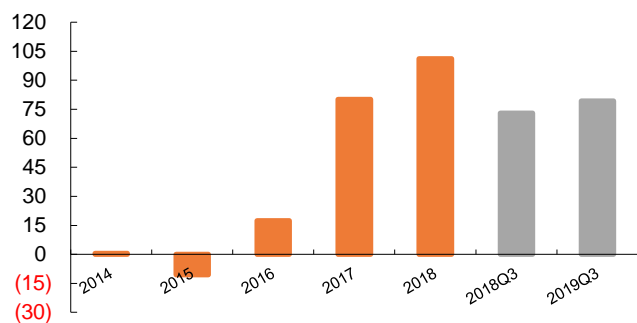
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

图表31 2014年以来陕煤集团各板块毛利率



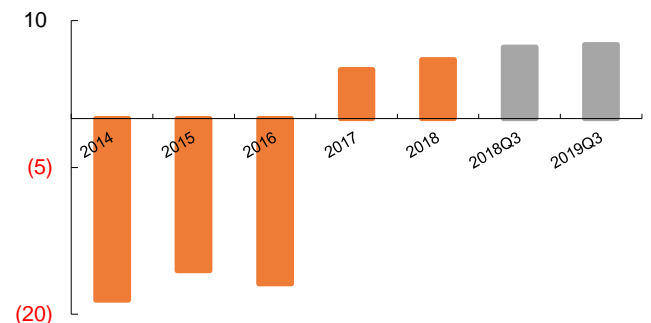
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

图表32 2014年以来陕煤集团净利润（亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表33 2014年以来陕煤集团归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

5.2 煤炭板块

(1) 资源储量

截至 2019 年 6 月末，集团拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，资源优势明显。陕西省政府明确将集团作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量达到 300-400 亿吨，随着未来神府南区的勘探和开发，集团资源储备将进一步大幅增加。此外，集团代陕西省政府交纳小壕兔、尔林兔和曹家滩矿权价款 118 亿元，此三处矿权储量达到 179 亿吨。

目前集团主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，下设铜川矿务局、蒲白矿业公司、澄合矿业公司、韩城矿业公司、黄陵矿业公司和陕北矿业公司等 8 家主要煤炭生产企业，拥有全资和控股生产矿井 36 座，其中，正常生产矿井 29 座、试生产阶段矿井 3 座、在建矿井 4 座。

图表34 陕煤集团主要矿井简况（万吨、年、万吨/年）

序号	名称	煤种	资源总量	可采储量	剩余可采年限	产能
1	红柳林煤矿	长焰煤	178,820	126,641	64.9	1,500
2	张家峁煤矿	长焰煤	75,116.2	48,547.5	37.3	1,000
3	柴家沟煤矿	长焰煤	3,461.1	2,089.9	16	100
4	陈家山煤矿	不粘煤	7,659.3	4,563.4	2.4	180
5	柠条塔煤矿	不粘煤、弱粘煤	232,528.6	156,414.6	66.8	1,800
6	石节煤矿	长焰煤	8,046.5	4,792.9	19.9	185
7	玉华煤矿	长焰煤	24,397.6	14,816.7	47.5	240
8	黄陵一号煤矿	气煤	37,418.5	29,191.4	37.4	600
9	黄陵二号煤矿	弱粘煤	83,247.8	56,728.2	54.5	800
10	大佛寺煤矿	不粘煤	96,588.1	58,801.6	75.4	600
11	胡家河煤矿	不粘煤	84,436.1	37,048.1	57	500
12	韩家湾煤矿	不粘煤	6,825.4	4,036	10.3	300
13	建新煤矿	弱粘煤	17,124	10,093	19.4	400
14	文家坡煤矿	不粘煤	71,878.3	33,440.3	64.3	400
合计			927,547.5	587,204.6		

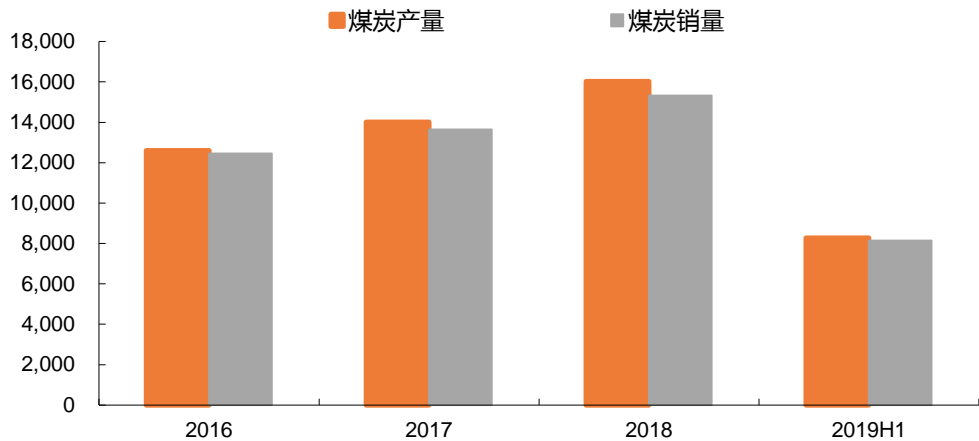
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

（2）产量及销量

在煤炭产量方面，2016-2019 年上半年，公司在产矿井煤炭产量分别为 1.26 亿吨、1.40 亿吨、1.60 亿吨、0.83 亿吨。

在煤炭销售方面，煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主，2016-2019 年上半年，公司煤炭销量分别为 1.25 亿吨、1.37 亿吨、1.53 亿吨、0.81 亿吨。公司煤炭销售的主要区域包括省内、华中、西南、华东以及进入环渤海港口辐射东南沿海区域，其中，省内销量占销售总量的 63.31%。

图表35 陕煤集团 2016 年-2019 年上半年煤炭产量及销量 (万吨)



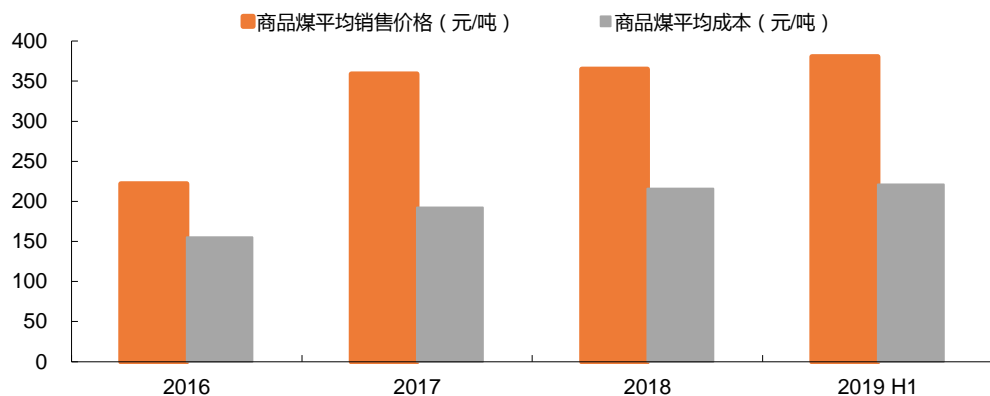
资料来源: 债券募集说明书、平安证券研究所

(3) 煤炭成本及售价

售价方面, 受去产能政策变化影响, 煤炭市场供不应求, 动力煤价格呈现上涨趋势。公司 2016 年商品煤平均售价为 222.01 元/吨, 比 2015 年 163.07 元/吨的平均价格水平上升了 58.94 元/吨, 涨幅为 36.14%。2017 年煤炭价格持续上涨, 公司商品煤平均售价为 358.98 元/吨, 较 2016 年上升 136.97 元/吨。2018 年公司商品煤平均售价为 364.82 元/吨, 较 2017 年上升 5.84 元/吨。

成本方面, 2016 年-2019 年上半年商品煤平均成本为 155.27 元/吨、192.26 元/吨、215.74 元/吨、221.15 元/吨, 呈现上涨趋势。一方面是人员成本提高, 另一方面与地方政府提高资源税、征收土地复垦基金有关, 预计成本未来趋于平稳。

图表36 陕煤集团 2016-2019 年上半年煤炭成本及售价 (元/吨)



资料来源: 债券募集说明书、平安证券研究所

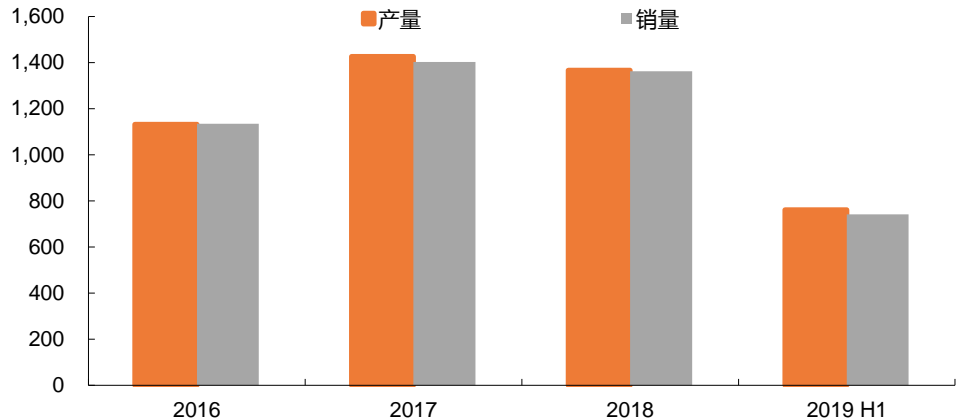
5.3 煤化工板块

煤化工产业是集团重点打造的煤炭下游产业, 其原材料主要为集团内部采购的煤炭。生产的煤化工产品主要销往下游农业和部分化工行业企业。该板块经营主体主要为陕西化工集团有限公司, 主要产品是尿素、聚丙烯、聚氯乙烯、甲醇(渭化集团)等产品。

(1) 主要煤化工产品产能、产量及销量情况

2018年集团化工产品总产量1,366.86万吨,销量1,362.62万吨。2018年集团主要化工产品销量为:尿素169.23万吨、甲醇79.84万吨、聚氯乙烯114.5万吨、焦炭295.43万吨和烧碱78.95万吨,全年化工业务实现收入529.67亿元,占集团主营业务收入的18.98%。

图表37 陕煤集团2016-2019年上半年煤化工产品产量及销量(万吨)

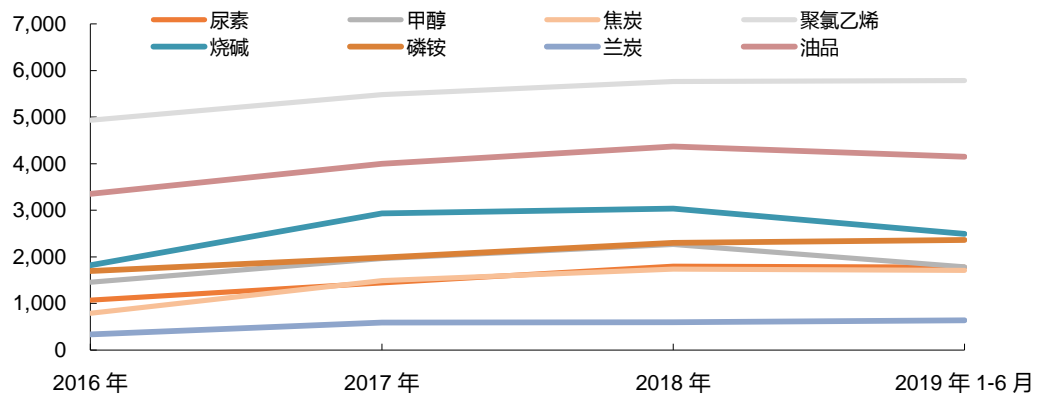


资料来源:债券募集说明书、平安证券研究所

(2) 主要煤化工产品售价

从销售价格来看,2016年以来,集团主要化工产品价格持续上升;2019年1-6月,集团主要化工产品销售价格有所下降。

图表38 陕煤集团2016年-2019年上半年主要煤化工产品售价(元/吨)



资料来源:债券募集说明书、信用评级报告、平安证券研究所

5.4 钢铁板块

钢铁业务作为集团“煤-焦-铁”产业链的最终一环,是集团业务的重要组成部分,主要由陕煤集团下属子集团陕西钢铁集团有限公司运营。截至2019年6月末,陕钢集团总资产366.01亿元,拥有陕西龙门钢铁(集团)有限责任公司、陕西龙门钢铁有限责任公司和陕钢集团汉中钢铁有限责任公司三个控股子公司。

(1) 产能、产量、销量情况

2018 年全年，钢铁板块生铁产量 1,029 万吨，粗钢产量 1,138 万吨，钢材产量 1,003 万吨。整体来看，受下游需求不足，产能相对过剩影响，钢铁板块产量出现了普遍下滑。

图表39 陕煤集团 2016 年-2019 年上半年钢铁产品产能、产量、销量情况 (万吨/年、万吨)

产品	科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
生铁	产能	-	996	996	996
	产量	-	987.02	1029	540.14
	销量	-	-	-	-
粗钢	产能	-	1000	1000	1000
	产量	629.73	1023.8	1138	611.44
	销量	119.1	114.76	145.73	53.85
钢材	产能	-	1290	1290	1290
	产量	730.27	913.01	1003	571.34
	销量	601.19	902.87	1078.48	553.97

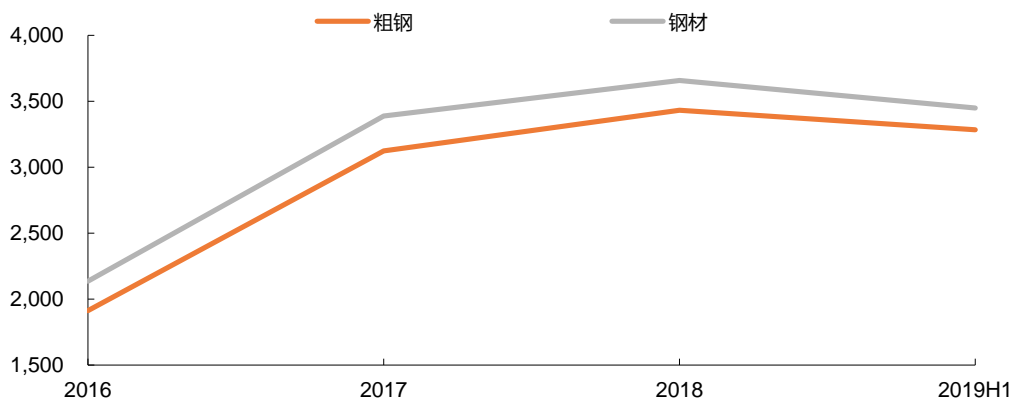
资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

(2) 产品售价及成本

产品成本方面，受钢材价格略有回升的影响，原材料价格也有所上涨，带动主要产品成本同比有所提高，已通过全面开展炉料优化、工艺技术攻关、成本费用控制以及优化劳务用工等措施，降低生产工艺过程中的费用支出，控制钢、铁材的产品成本上涨幅度。

产品售价方面，国家去产能政策逐步落实，钢材价格有所回暖。2018 年，钢材价格回升，陕钢集团钢材平均售价为 3,659.33 元/吨，粗钢平均售价为 3,432.85 元/吨，2019 年 1-6 月，陕钢集团钢材平均售价为 3,448.69 元/吨，粗钢平均售价为 3,285.12 元/吨。

图表40 陕煤集团 2016 年-2019 年上半年钢铁产品售价 (元/吨)



资料来源：债券募集说明书、平安证券研究所

5.5 电力板块

在电力方面，集团主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，通过建设矿区配套煤矸石综合利用电厂和瓦斯发电项目及与大型发电集团建立战略合作关系，以加大煤炭就地转化力度，全面提高资源综合利用效益。2012年集团抓住历史机遇与华电、大唐、华能等电力集团合作，重组整合了11个在役燃煤电厂，合作在建电厂7个，权益装机容量达到1,179万千瓦，煤电一体化战略迈出了实质性步伐。2019年1-6月，集团实现发电量1,071,343万千瓦时，售电量994,212万千瓦时。

六、 十大煤炭集团对比

根据中国煤炭工业协会公布的数据，按照产量排名，前十大煤炭集团依次为国家能源集团、中煤集团、兖矿集团、陕煤集团、山能集团、大同煤业、山焦集团、晋能集团、冀中能源、阳煤集团。我们分别从资源储量、产量、营收、资产规模、负债率等方面进行对比，整体看，陕煤集团综合实力处于十大煤企前列。

资源储量：截至2018年，陕煤集团资源储量300.5亿吨，排名第五。

煤炭产量：2018年，陕煤集团产量为16023万吨，排名第四。

营业收入：2018年，陕煤集团营业收入2806亿元，排名第三。

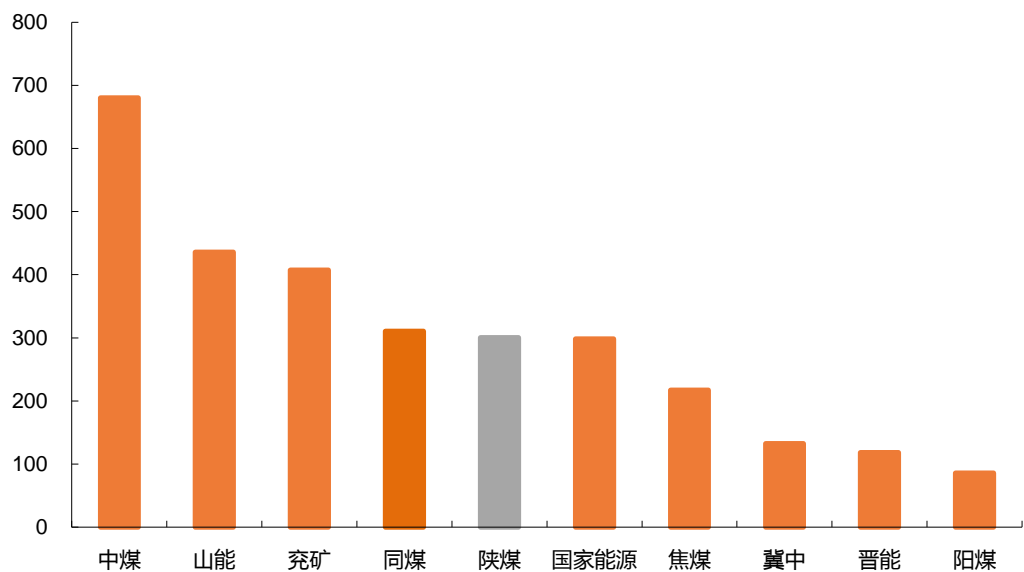
资产规模：截至2018年底，陕煤集团资产规模为5009亿元，仅次于国家能源集团，排名第二。

归母净利润：2018年，陕煤集团归母净利润6亿元，排名第四。

煤炭板块毛利率：2018年，陕煤集团煤炭业板块营业收入818亿元，毛利率高达51.5%，排名第一。

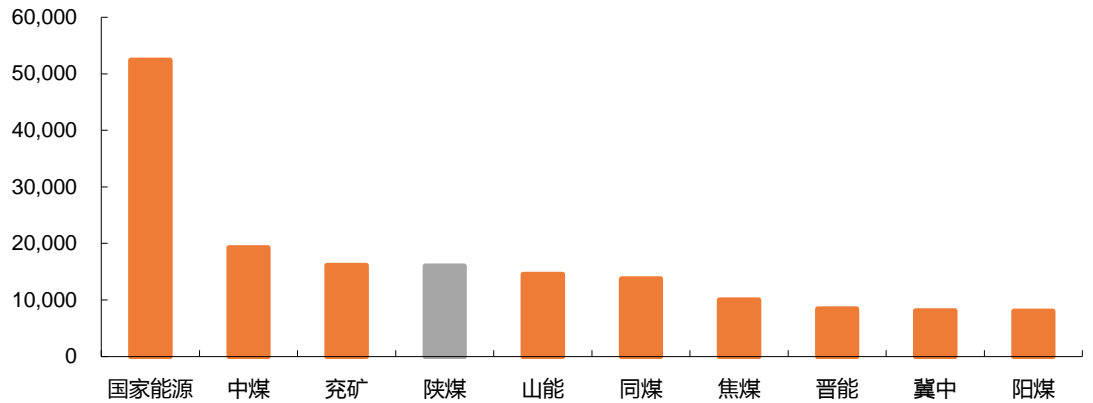
资产负债率：截至2018年底，陕煤集团资产负债率72.9%，居十大煤企中游。

图表41 陕煤集团煤炭资源储量排名第五（亿吨）



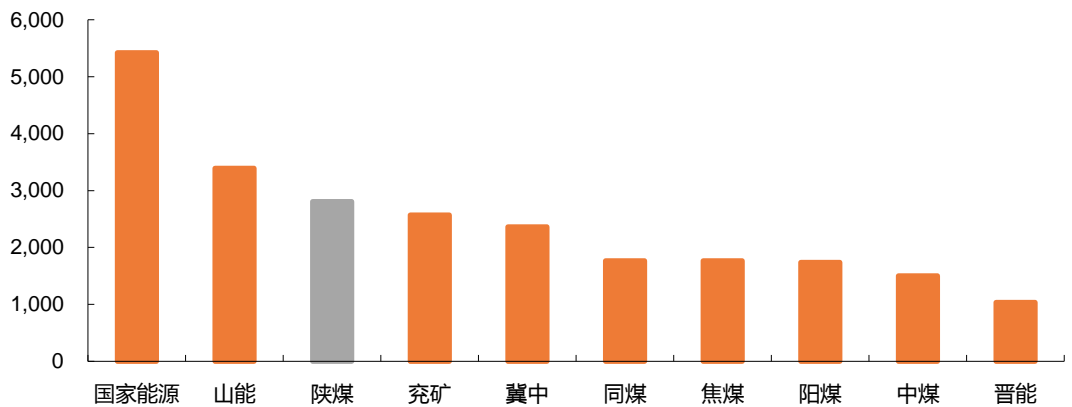
资料来源：跟踪评级报告，平安证券研究所；注：国家能源储量参考中国神华数据

图表42 2018年陕煤集团煤炭产量排第四（万吨）



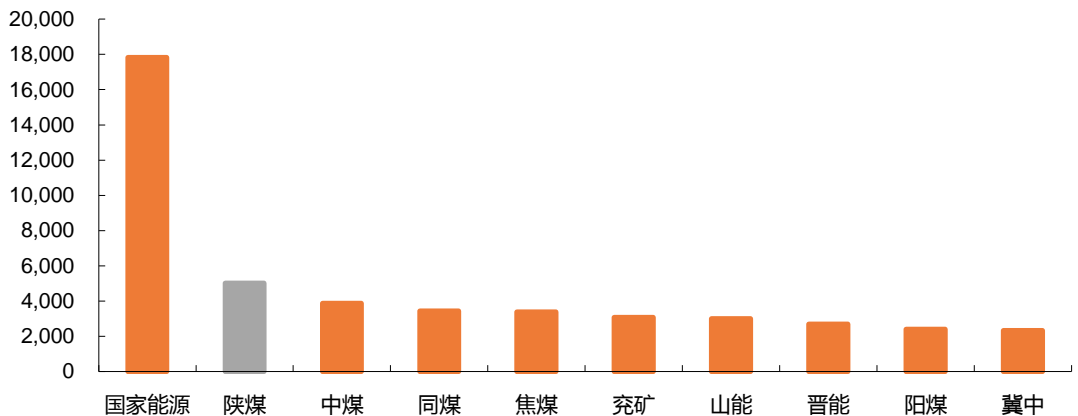
资料来源：跟踪评级报告，平安证券研究所

图表43 2018年陕煤集团煤炭营业收入排第三（亿元）



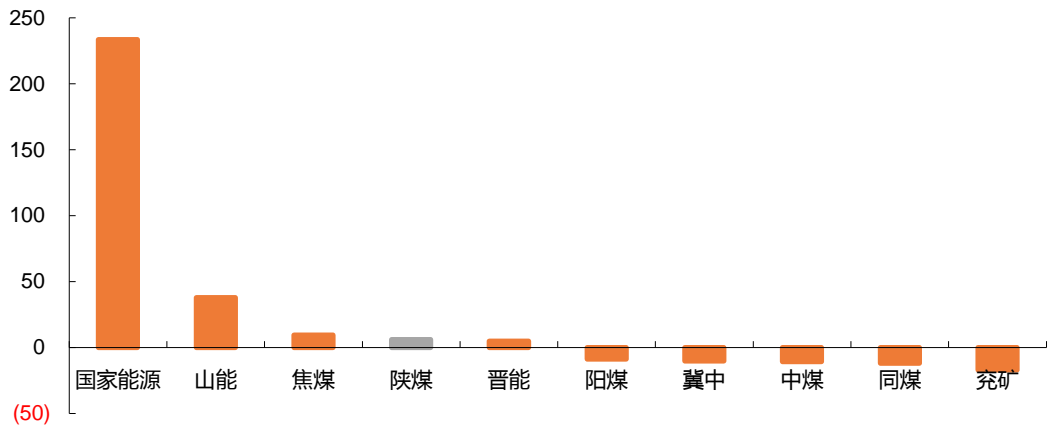
资料来源：跟踪评级报告，平安证券研究所

图表44 2018年底陕煤集团资产规模排名第二（亿元）



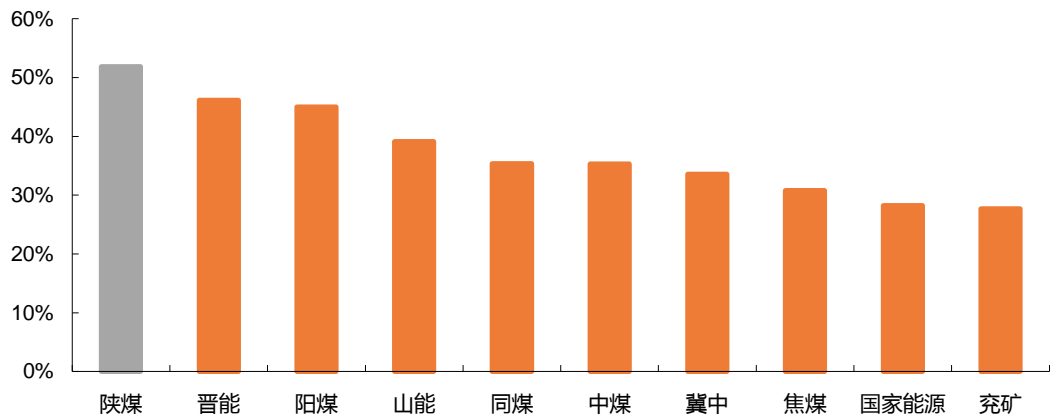
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表45 2018年陕煤集团归母净利润排名第四（亿元）



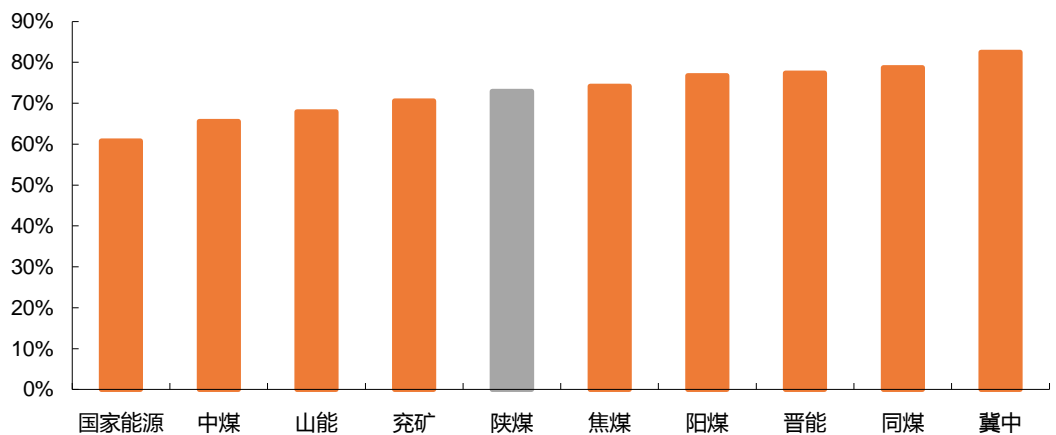
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 2018年陕煤集团煤炭板块毛利率排名第一（亿元）



资料来源: wind, 跟踪评级报告, 平安证券研究所

图表47 2018年陕煤集团资产负债率在十大煤企中居中游



资料来源: wind, 跟踪评级报告, 平安证券研究所

七、投资建议

陕西煤炭资源丰富，煤种煤质优异，优质的资源条件和煤质在成本和售价端有较大优势。随着煤炭生产战略西移，陕西显著受益，西部新开工煤矿规模将占到全国的 80%，2016-2019 年新核准产能中陕西占 30%。去产能导致陕西周边缺煤，未来 30 万吨以下规模煤矿退出会加大供需缺口，随着浩吉铁路运力释放，陕西煤炭可以直达两湖一江地区。陕西煤业和中国神华在陕北拥有亿吨级的煤炭产能，且陕西煤业未来仍有新产能投产，考虑到煤炭价格趋于平稳，公司估值低、股息率高，推荐陕西煤业和中国神华。

八、风险提示

- **煤炭需求大幅下降。**受疫情影响、房地产下行等因素影响，下游复工缓慢，可能出现煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求低迷导致煤炭消费量和煤价出现大幅下降。
- **煤炭产能大量释放。**随着新核准产能的释放，可能出现阶段性产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌，影响煤企利润。
- **新能源的替代加快。**太阳能、风能、天然气以及其他低成本、低排放新能源技术出现大量替代煤炭，导致煤炭需求下降，煤炭价格大幅下降。
- **煤矿安全事故影响。**榆林地区民营煤矿数量较多，若发生安全事故，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。
- **进口煤炭大幅增加。**全球经济不景气，对能源需求下降，国内外煤炭价差扩大，疫情过后进口可能进一步大幅增加，导致煤炭进一步过剩。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033