



# 黎明破晓，高胜率与安全性兼备

## 煤炭行业2023年中期投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

# 核心观点

## 1. 煤炭基本面复盘：2021-2022价格经历高位震荡，2023年5月有望探底反弹

2021年经济复苏，2022年国际能源危机，煤炭价格经历高位震荡。2022年10月以来，暖冬及疫情优化后经济弱复苏，煤价持续回调，2023年港口煤价多次探底1000元，经济企稳复苏叠加迎峰度夏，利多因素逐渐聚集，现货煤价有望探底反弹。

## 2. 后期展望：短期或已触底，无需过度担忧进口冲击，夏季煤价或有望超预期

**动力煤方面：**国内产量增量以核增为主，且多数均已释放，新批矿井有限，当前煤企新建产能意愿不强，未来几年供给仍受限。需求上，5月将逐渐进入夏季，电煤日耗将持续反弹，水电乏力叠加夏季高温预期，市场煤占比小，动力煤旺季价格或有超预期表现。**炼焦煤方面：**供给端无新增产能，高危矿井退出仍存减量，全年进口量或将达到疫情前水平，无需过度担忧进口冲击；需求端，基建投资维持高位，地产竣工向好有望向开工端传导，炼焦煤库存低位，经济复苏下，需求预期改善带来价格底部反弹。

## 3. 积极稳妥推进碳中和，能源转型大幕开启

原油稳产增产，天然气较快上产，煤炭产能维持合理水平，增强能源保障能力&积极稳妥推进绿色低碳转型。碳中和背景下，煤企新建矿资本开支有限，煤企盈利丰厚现金充沛，传统能源转型大幕已经开启，能源转型是煤企意愿与能力的匹配。

## 4. 低估值&高分红&国资重地，传统能源演绎价值重估

煤炭股估值处在历史底部区域，PE估值对应2023年业绩多为4-5倍，板块高ROE而PB却大幅折价。28家煤炭上市企业，26家为央企，煤企高分红契合国企ROE考核，众多公司股息率在10%以上，传统能源价值重估正在演绎。

## 5. 投资建议：高胜率与安全性兼备，多主线布局

**投资主线一：高分红兼具高弹性受益标的。**当前行业新增产能受限，部分公司通过资产注入或自建矿的形式继续享受高成长。受益标的：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际。**投资主线二：经济复苏及冶金煤弹性受益标的。**焦煤处于景气底部，库存处于低位，经济复苏有望带来需求改善。受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）。**投资主线三：稳健高分红受益标的。**几乎不受年度长协比例提高政策影响，业绩稳健且高分红。受益标的：中国神华、陕西煤业。**投资主线四：中特估预期差最大受益标的。**部分煤炭央企估值偏低，中特估带来价值重估。受益标的：中煤能源。**投资主线五：新能源转型布局标的。**能源转型带来成长且享受更高估值，受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

## 6. 风险提示：经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

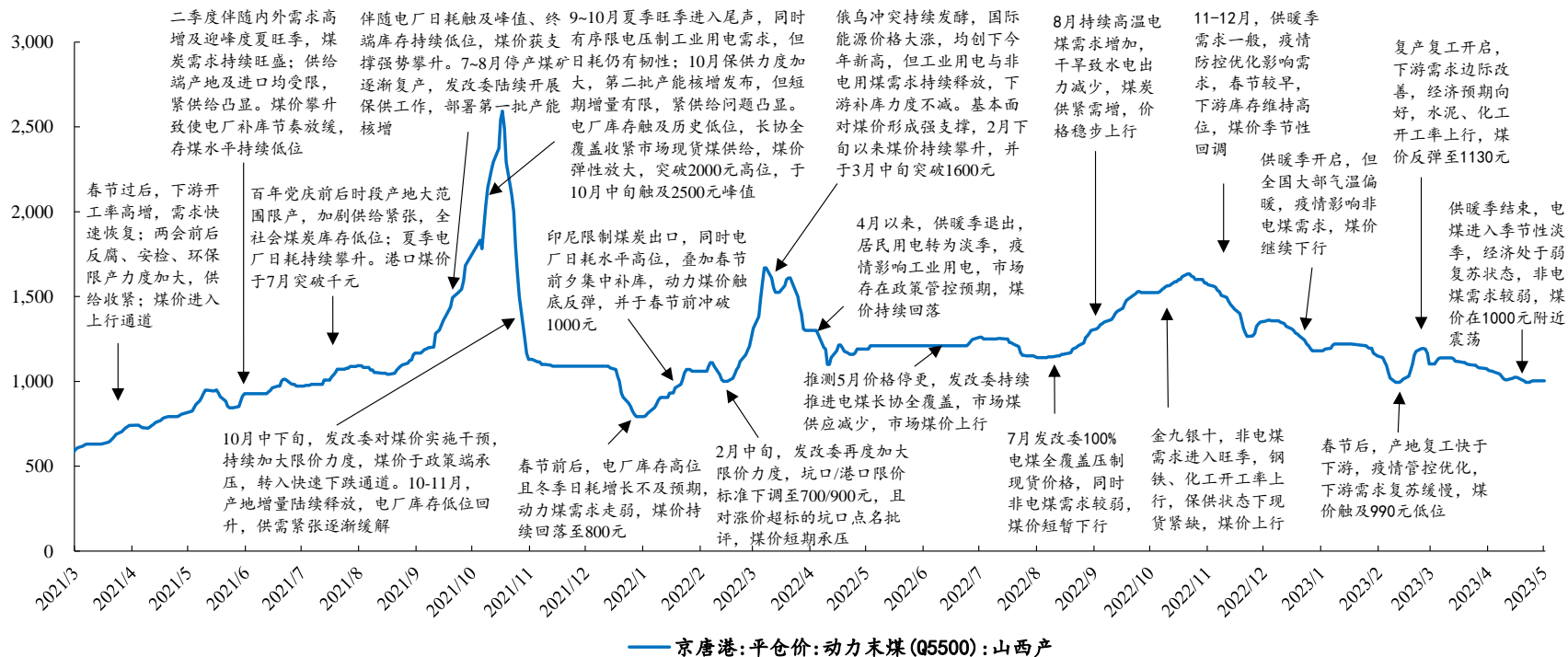
6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

7

风险提示

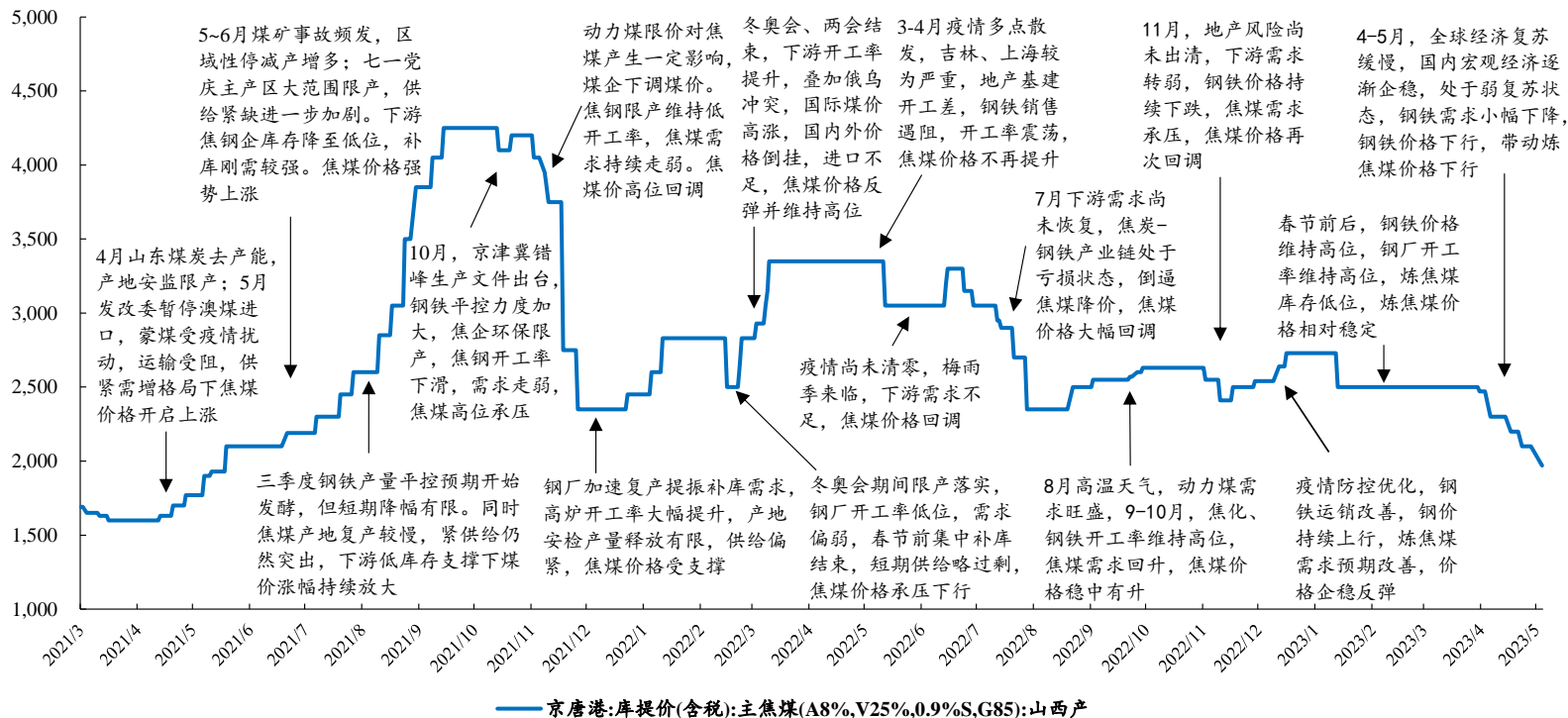
图1：2021-2022动力煤价格高位，2023年有望探底反弹（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

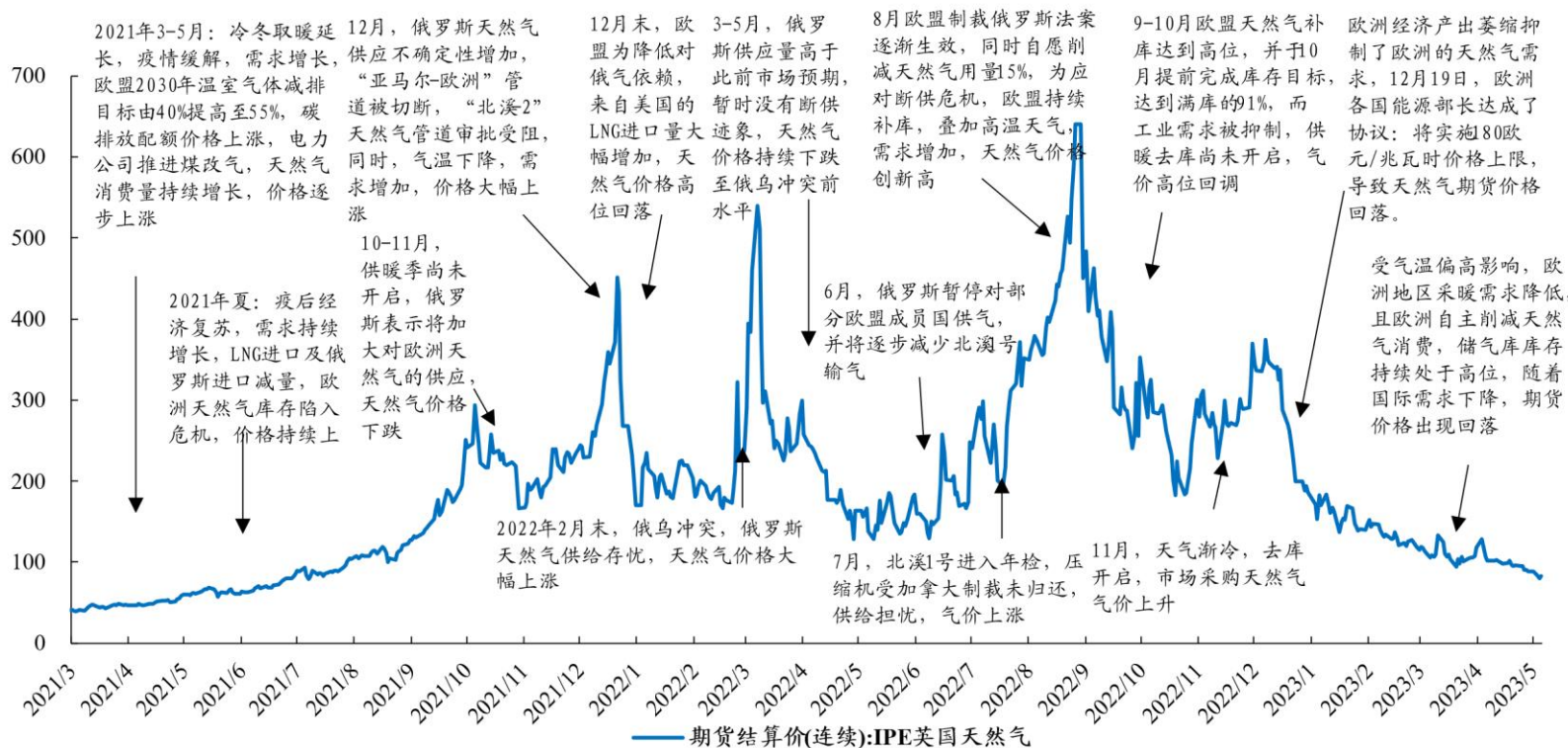
# 1.2 炼焦煤复盘：2021-2022价格高位震荡，2023年5月有望探底结束

图2：2021-2022炼焦煤价格高位震荡，2023年5月有望探底（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021以来欧洲能源价格持续上涨，2022年俄乌冲突下价格高位震荡，2023年天气偏暖致价格回落（便士/色姆）



数据来源：Wind、开源证券研究所



# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

**动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期**

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

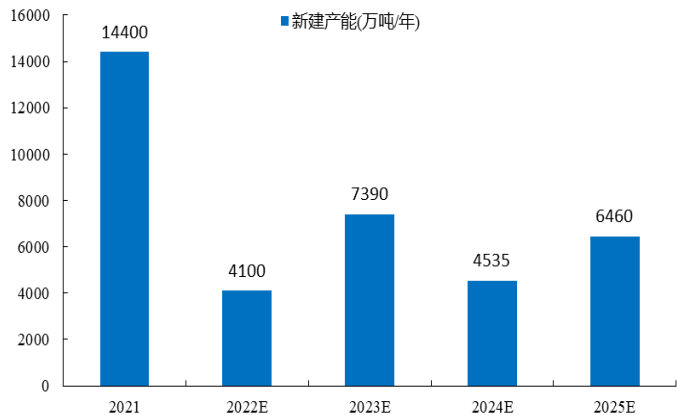
7

风险提示

## 2.1 海外供给：煤炭新建产能有限，俄乌冲突导致供需错配

- 煤炭新增产能增速下滑。** 根据IEA对海外主要煤矿项目梳理，测算2022-2025年新建煤矿投产产能分别为4100、7390、4535、6460万吨，相较于2021年的1.44亿吨明显回落。
- 欧盟禁俄煤致供应短缺。** 2022年8月11日，欧盟禁止进口俄罗斯煤炭的法案正式实施，2023年2月5日起，欧盟将禁止进口俄罗斯包括柴油在内的成品油。2021年欧盟进口煤炭约1.1亿吨，其中约5100万吨来自俄罗斯。欧洲进口的俄煤大部分产自俄罗斯最西部且靠近乌克兰的顿涅茨煤田，因运距问题短期内很难找到替代国，这部分煤炭供给预计将在全球供给中消失，预计2023年将减少5000-6000万吨。

图4：预计2022-2025年海外煤炭新建产能明显低于2021年



数据来源：IEA、开源证券研究所

表1：2021年全球煤炭贸易走向，俄煤占欧洲进口约一半（单位：艾焦耳）

| 来源          | 去向          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |              | 总计 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----|
|             | 加拿大         | 墨西哥         | 美国          | 中南美         | 欧洲          | 独联体         | 中东          | 非洲          | 中国          | 印度          | 日本          | 韩国          | 其他亚太地区      |              |    |
| 加拿大         | -           | -           | 0.03        | 0.04        | 0.09        | ↑           | 0.00        | ↑           | 0.29        | 0.05        | 0.21        | 0.27        | 0.06        | 1.05         |    |
| 美国          | 0.15        | 0.02        | -           | 0.26        | 0.59        | ↑           | ↑           | 0.14        | 0.30        | 0.35        | 0.25        | 0.08        | 0.01        | 2.14         |    |
| 哥伦比亚        | 0.04        | 0.03        | 0.08        | 0.51        | 0.63        | ↑           | 0.09        | 0.01        | 0.11        | 0.09        | 0.02        | 0.08        | 0.04        | 1.73         |    |
| 欧洲          | ↑           | ↑           | ↑           | 0.01        | -           | 0.08        | ↑           | 0.02        | 0.01        | 0.10        | ↑           | ↑           | 0.02        | 0.25         |    |
| <b>俄罗斯</b>  | <b>0.01</b> | <b>0.01</b> | <b>0.01</b> | <b>0.13</b> | <b>2.11</b> | <b>0.10</b> | <b>0.07</b> | <b>0.25</b> | <b>1.46</b> | <b>0.17</b> | <b>0.51</b> | <b>0.60</b> | <b>0.58</b> | <b>5.99</b>  |    |
| 其他独联体       | -           | -           | -           | 0.00        | 0.14        | 0.49        | ↑           | ↑           | 0.01        | 0.01        | ↑           | -           | 0.01        | 0.67         |    |
| 南非          | 0.00        | -           | 0.02        | 0.01        | 0.08        | -           | 0.07        | 0.17        | 0.18        | 0.80        | 0.01        | 0.08        | 0.51        | 1.93         |    |
| 其他非洲地区      | -           | -           | ↑           | 0.02        | 0.03        | -           | ↑           | 0.05        | 0.03        | 0.12        | 0.01        | 0.03        | 0.01        | 0.30         |    |
| 澳大利亚        | 0.00        | 0.00        | 0.00        | 0.24        | 0.64        | ↑           | 0.02        | 0.03        | 0.32        | 1.46        | 3.17        | 1.66        | 2.08        | 9.63         |    |
| 中国          | ↑           | ↑           | ↑           | 0.01        | 0.02        | ↑           | ↑           | ↑           | -           | 0.05        | 0.08        | 0.02        | 0.09        | 0.29         |    |
| 印尼          | -           | -           | 0.01        | 0.00        | 0.02        | -           | 0.00        | ↑           | 3.23        | 1.53        | 0.56        | 0.55        | 2.67        | 8.58         |    |
| 蒙古          | -           | -           | -           | -           | 0.00        | 0.00        | -           | -           | 0.45        | -           | -           | ↑           | -           | 0.45         |    |
| 其他亚太地区      | ↑           | ↑           | ↑           | 0.01        | 0.02        | ↑           | 0.01        | ↑           | 0.13        | 0.13        | 0.03        | 0.03        | -           | 0.37         |    |
| 世界其他地区      | ↑           | ↑           | ↑           | 0.01        | 0.02        | ↑           | 0.01        | ↑           | 0.01        | 0.01        | ↑           | ↑           | 0.01        | 0.08         |    |
| <b>进口总计</b> | <b>0.20</b> | <b>0.06</b> | <b>0.15</b> | <b>1.25</b> | <b>4.38</b> | <b>0.67</b> | <b>0.29</b> | <b>0.68</b> | <b>6.54</b> | <b>4.90</b> | <b>4.86</b> | <b>3.41</b> | <b>6.08</b> | <b>33.47</b> |    |

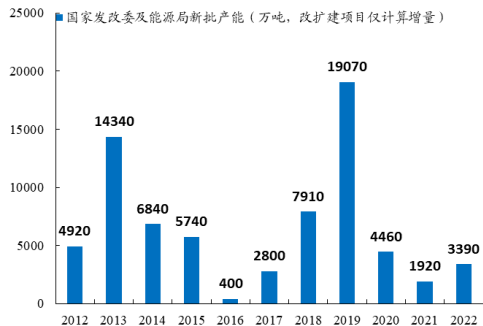
数据来源：IEA、开源证券研究所



## 2.2 国内供给：新增产能有限，且受安全生产影响

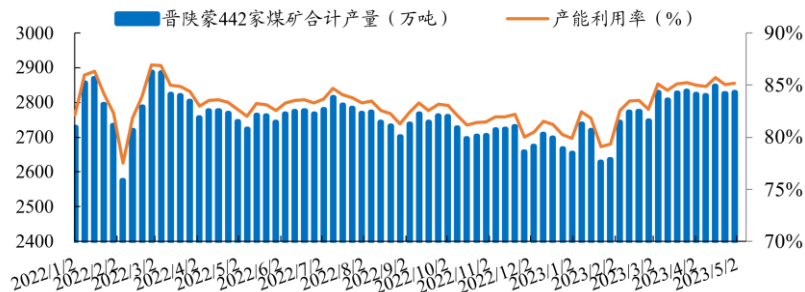
- **新批产能有限，且短时无法贡献产量。**新建矿是增加供应的最主要形式。2020年煤价处在发改委的政策管控区间，煤炭供需基本平衡，政策层面对于新增煤矿项目持谨慎态度，新批建煤矿项目大幅减少；2021年提出碳中和政策，煤企面对2030年的碳达峰目标，投建新矿井的意愿明显减弱，资本开支主要用于矿井的维护以及机械化、智能化的更新替代，且新建矿基本需要3年左右，短期无法供应更多产量。2020年以来新疆新批复产能明显增加，新疆煤炭大多就地消化，对内地煤炭供需影响不大。
- **核增产能增量有限，且同样需要时间。**核增产能是增加供应的一种辅助形式，可以通过两种方式：一是对之前已生产但证照不全的产能进行核增，可立刻释放产量；二是对原有矿进行改扩建或技改，但释放产量仍需要一定时间。2021年四季度的保供基本以第一种方式为主，合计增加产能约2.2亿吨，但此类核增基本已是最大限度的挖潜，后续继续核增将以第二种方式为主。2022年以来发改委多次提到全国要增加产能3亿吨，但投产时间尚不确定，2022年新批复产能仅3390万吨，2023年并未见新批产能。
- **2023年矿难频发，产能释放受约束。**增产保供背景下，煤矿生产高负荷，采掘接续紧张的问题愈发突出。同时，2023年以来安全事故频发，尤其内蒙阿拉善盟的特大矿难致使安监进一步收紧，各省纷纷展开安全生产大检查，国家矿山安全监察局对煤矿安全专项整治活动将持续至2023年底，将对煤矿开工率存在制约，同时将会严厉打击黑煤生产。

图5：2020年以来，新批产能数量明显减少



数据来源：发改委、能源局、开源证券研究所

图6：煤矿较难长期维持高开工率



数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

## 2.3 进口煤：同比大增，环比增量有限，全年增量或有限

- **2023Q1进口量大增，存在低基数效应。**2023年1-3月进口煤累计同比增长96.5%，进口量同比大增。主要原因：一是2022Q1基数较低，疫情防控优化和海外煤价回调致进口大增；二是原定2023年4月1日起恢复进口煤炭关税，2023Q1或存在进口抢购现象。
- **分国别看，主要进口国环比增长已有限。**2023Q1俄煤进口量同比+150.6%，环比+17.9%，印尼煤进口量同比+41.5%，环比-6.8%，蒙煤进口量同比+486.6%，环比+9.8%。进口煤环比增长10.3%，环比增量已有限，且第一大进口来源印尼煤环比已下跌，蒙煤、俄煤进口已达高位，通关和运输已遇瓶颈，且短期内国内煤价回落亦影响进口意愿。
- **全年增量或有限，进口冲击无需过度担忧。**对比近几年Q1与全年进口量看，2023年Q1进口量明显高于2021和2022年Q1，但与2020年Q1接近，而2020-2022年全年进口量均保持在3亿吨上下，我们预计全年进口量或在3.2亿吨左右，无需过度担忧进口煤冲击。

图7：2023年Q1煤炭累计进口量同比大增（万吨，%）

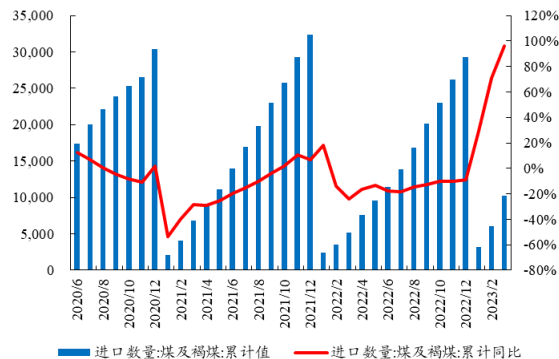


图8：分国别，2023Q1煤炭进口同比大增，但环比涨跌互现（万吨）

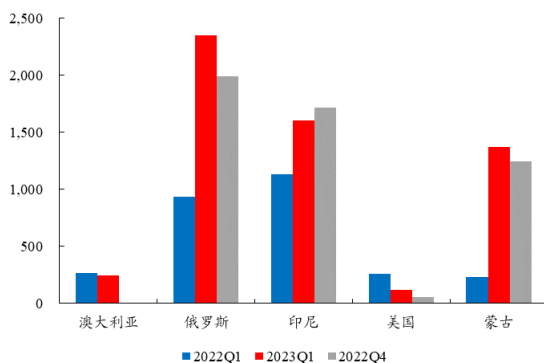
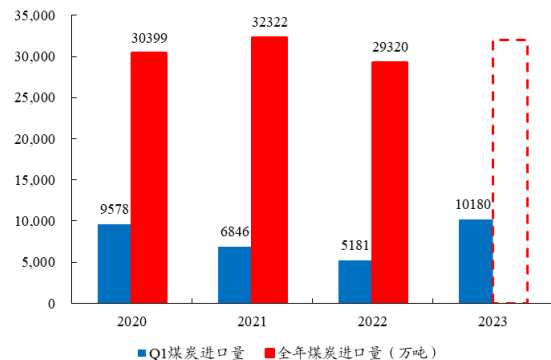


图9：2023年全年进口煤增量或有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

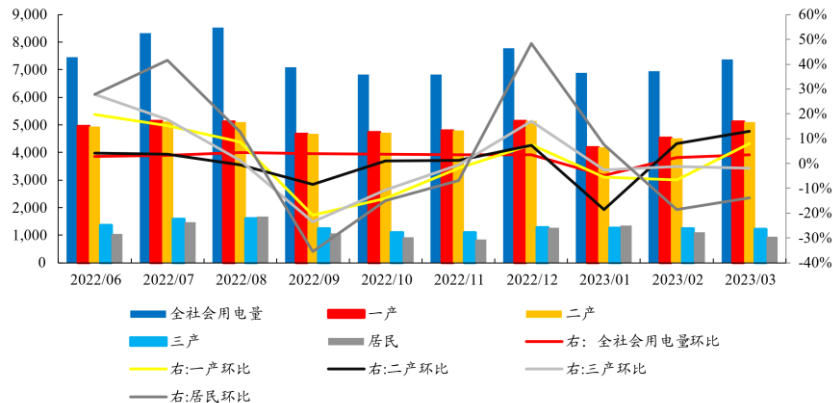
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4 国内需求：新增火电装机&经济复苏，贡献用电增量

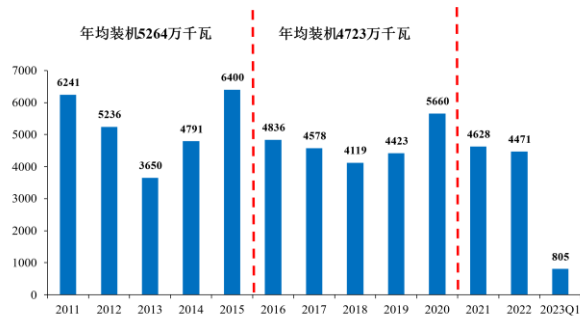
- **Q1经济复苏超预期。**一季度GDP增速4.5%，基础设施投资增长8.8%，制造业投资增长7.0%，经济超预期回升；社会融资规模增量为5.38万亿元，比2022年同期多7079亿元，刷新历史同期新高；4月28日政治局会议指出我国当前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力得到缓解，经济运行实现良好开局。
- **第一、二产业用电需求高增。**一季度全社会用电量2.12万亿千瓦时，同比增长3.6%，其中一季度第一产业用电量265亿千瓦时，同比增长9.7%；第二产业用电量1.38万亿千瓦时，同比增长4.2%。此外，随着新能源汽车渗透率、新能源设备陆续投入，新兴产业快速发展也将促进用电需求。
- **新增火电装机支撑动力煤需求增长。**新能源发电稳定性不足的问题愈发显著，火电成为兜底能源安全的最终屏障。2022年火电核准5315万千瓦，新建火电进入窗口期，大功率火电机组将陆续投建，预计未来火电装机增长将带来煤炭需求增量。

图10：第二产业用电量增速明显（亿千瓦时）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：按照以往规律，下半年火电装机较多（万千瓦）

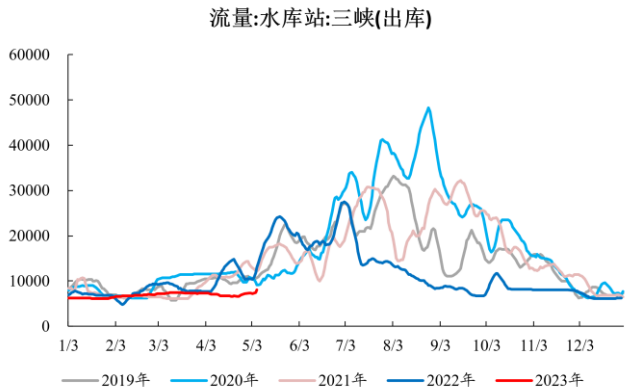


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.5 国内需求：水电乏力&高温预期，夏季煤炭或有超预期表现

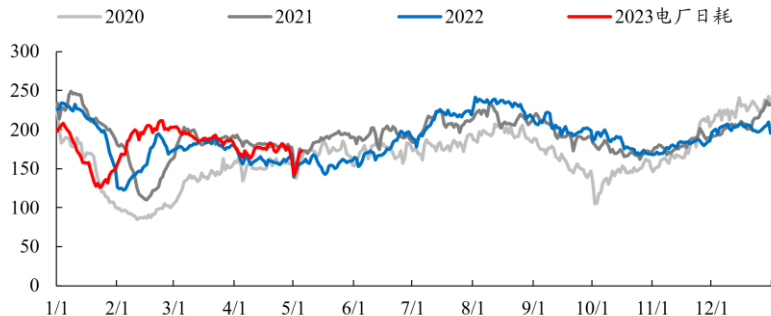
- **水电发电量减少，煤电成为替代能源。**根据中电联数据，一季度我国规模以上电厂水电发电量同比下降8.3%，主因水库蓄水不足以及2023年以来降水持续偏枯，三峡出库流量处于近几年最低点。一季度规模以上电厂火电发电量同比增长1.7%，煤电仍是当前我国电力供应的最主要电源，在来水明显偏枯时将弥补水电出力的不足，充分发煤电挥兜底保障作用。
- **预计夏季高温，或将拉动煤炭需求。**5月已至，全国气温陆续升至20°C以上，当前电煤日耗水平已开始反弹，“迎峰度夏”或将拉动电煤需求。根据国家气候中心预测，预计2023年夏季，全国大部地区气温接近常年同期到偏高，其中河南南部、安徽西部、江西西北部、湖南北部、湖北、重庆大部、四川东部、陕西南部、甘肃西部、新疆大部等地偏高1~2°C，上述地区高温（日最高气温 $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）日数较常年同期偏多，可能出现阶段性高温热浪。

图12：三峡来水较往年偏枯（立方米/秒）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：临近夏季，日耗有望超预期反弹（万吨）

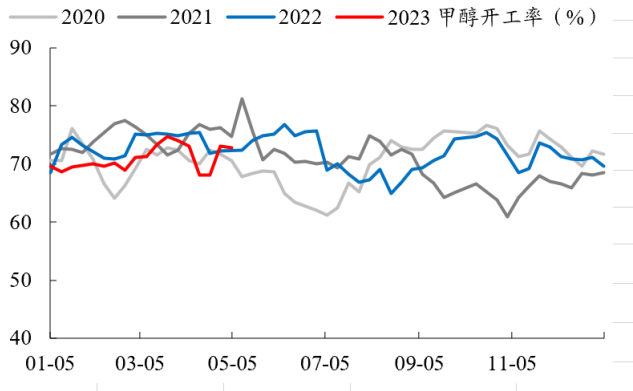


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.6 国内需求：煤化工与建材支撑非电行业煤炭需求

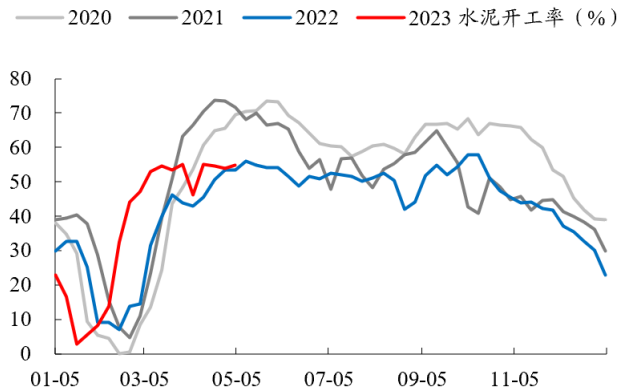
- **甲醇开工率逐渐向上。**供应端内地春检进入尾声装置陆续重启，截至4月27日甲醇开工率73.06%，环比+4.96%，且五一节后甲醇开工率继续提升，后期计划回归产能较多。当前甲醇价格仍处低位，甲醇开工率未出现明显回落，随着经济复苏进程加快，预计下游需求将逐渐提升，甲醇开工率有望维持上涨，以煤制甲醇为代表的煤化工对非电煤需求有望逐渐抬升。
- **水泥呈现复苏态势。**水泥下游应用领域主要为房地产、基建、农村建设，2023年2月国家发改委发布通知，强调“申报项目的专项债资金总需求应是全年专项债额度的3倍”，且资金将优先支持在建项目，以“尽快形成实物工作量”为主要目标。2023年春节后，基建复苏节奏快于地产，对水泥需求形成一定支撑，2023年3月以来水泥开工率较稳定，整体维持缓慢复苏态势。以水泥为代表的建材需求对非电煤需求形成支撑。

图14：甲醇开工率逐渐提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：水泥进入开工旺季

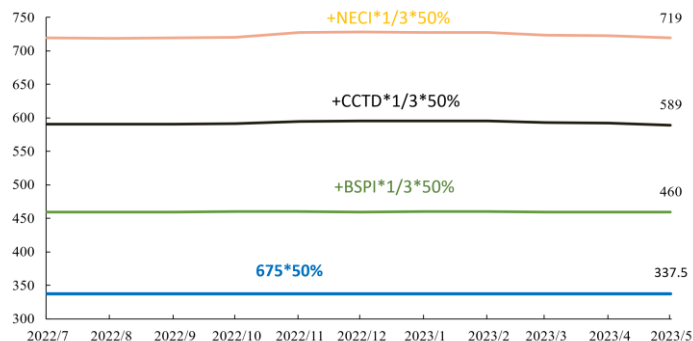


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

## 2.7 动力煤价格双轨制，现货煤价探明底部仍具向上弹性

- **电煤以长协为主。**新版年度长协规定动力煤中长期交易港口价格合理区间为570—770元，基准价为675元，并且要求电厂长协签订率履约率均达到100%。电煤现货价格上限为不超过年度长协的1.5倍，即港口不超过1155元/吨。此外对主要产煤省份的坑口现货售价也明确了价格上限，坑口长协价多为按照区间上限运行，当前电煤以长协为主，价格较为稳定。
- **港口现货价格底部或已探明。**自2023年2月起，港口现货煤价探底至1000元/吨后立刻反弹，最低港口煤价千元支撑已得到多次验证，截至2023年5月5日国内秦港Q5500动力煤平仓价998元/吨，环比持平。随着经济复苏，气温回升，用电需求有望大幅增加，且非电需求进入旺季，利多因素聚集，动力煤价格具有较强向上动能。
- **非电用煤价格具有较大弹性。**对于水泥、化工、冶金等用煤，发改委文件也明确了其在一定程度上不受限价管控，在电煤保供政策下，非电煤占据市场煤的比例大幅下降，当前港口价更多体现出的是非电市场煤的价格弹性，随着需求增加，市场煤占比减小，非电煤或具有较大弹性。

图16：新版长协定价合理区间为570-770元/吨



数据来源：Wind、国家发改委、开源证券研究所

图17：港口现货价1000元/吨底部已经过多次验证



数据来源：Wind、开源证券研究所



## 2.8 预计2023年供需缺口仍在，动力煤仍具向上动能

- 基于供需基本面关键假设，我们对2023年煤炭供需平衡进行测算，预计2023年全煤炭口径或存在6000万吨供给缺口，而动力煤口径或存在4000万吨供给缺口，煤炭基本面仍将表现为供不应求，煤炭价格仍有向上的动能，电煤价格有政策约束会贴近管控上限运行，非电煤仍具有较强向上动能。

表3：预计2023年煤炭供需呈紧平衡状态（亿吨）（动力煤口径）

| 动力煤         | 2019A       | 2020A       | 2021A       | 2022A       | 2023E       |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>总需求</b>  | <b>35.0</b> | <b>35.7</b> | <b>38.5</b> | <b>42.3</b> | <b>44.0</b> |
| 发电耗煤        | 20.5        | 20.9        | 22.5        | 23.6        | 24.8        |
| 供热耗煤        | 2.8         | 2.9         | 3.2         | 3.0         | 3.2         |
| 冶金耗动力煤      | 1.6         | 1.7         | 1.7         | 1.7         | 1.8         |
| 建材耗煤        | 3.0         | 3.2         | 3.1         | 2.9         | 3.1         |
| 化工耗煤        | 1.9         | 2.0         | 2.2         | 2.3         | 2.4         |
| 其他耗煤        | 5.1         | 5.0         | 5.6         | 8.7         | 8.7         |
| <b>总供给</b>  | <b>35.0</b> | <b>35.9</b> | <b>38.5</b> | <b>42.3</b> | <b>43.6</b> |
| 动力煤产量       | 32.8        | 33.6        | 35.8        | 40.0        | 41.1        |
| 动力煤净进口量     | 2.2         | 2.3         | 2.7         | 2.3         | 2.5         |
| <b>供需缺口</b> |             |             |             |             | <b>0.4</b>  |

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：预计2023年煤炭供需呈紧平衡状态（亿吨）（全煤炭口径）

| 全煤炭口径             | 2019A       | 2020A       | 2021A       | 2022A       | 2023E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>需求假设（同比变化）</b> |             |             |             |             |             |
| 发电耗煤              | 4.0%        | 1.7%        | 8.1%        | 4.9%        | 5.0%        |
| 供热耗煤              | 6.2%        | 2.8%        | 12.1%       | -7.8%       | 6.0%        |
| 冶金耗炼焦煤            | 7.0%        | 2.0%        | -2.2%       | 2.0%        | 5.5%        |
| 冶金耗动力煤            | 3.6%        | 7.5%        | -1.4%       | 0.9%        | 5.0%        |
| 建材耗煤              | 7.0%        | 6.6%        | -2.8%       | -6.4%       | 6.0%        |
| 化工耗煤              | 11.2%       | 2.5%        | 10.7%       | 3.7%        | 4.5%        |
| <b>供给假设（同比变化）</b> |             |             |             |             |             |
| 国内煤炭产量            | 5.6%        | 2.6%        | 5.9%        | 10.4%       | 2.5%        |
| 净进口量              | 6.3%        | 2.4%        | 6.6%        | -9.8%       | 10.8%       |
| <b>总需求</b>        | <b>40.4</b> | <b>41.3</b> | <b>43.9</b> | <b>47.9</b> | <b>49.9</b> |
| 发电耗煤              | 20.5        | 20.9        | 22.5        | 23.6        | 24.8        |
| 供热耗煤              | 2.8         | 2.9         | 3.2         | 3.0         | 3.2         |
| 冶金耗炼焦煤            | 5.5         | 5.6         | 5.5         | 5.6         | 5.9         |
| 冶金耗动力煤            | 1.6         | 1.7         | 1.7         | 1.7         | 1.8         |
| 建材耗煤              | 3.0         | 3.2         | 3.1         | 2.9         | 3.1         |
| 化工耗煤              | 1.9         | 2.0         | 2.2         | 2.3         | 2.4         |
| 其他耗煤              | 5.1         | 5.0         | 5.6         | 8.7         | 8.7         |
| <b>总供给</b>        | <b>40.4</b> | <b>41.3</b> | <b>43.9</b> | <b>47.9</b> | <b>49.3</b> |
| 国内煤炭产量            | 37.5        | 38.4        | 40.7        | 45.0        | 46.1        |
| 净进口量              | 2.9         | 3.0         | 3.2         | 2.9         | 3.2         |
| 库存释放              | 0.0         | (0.2)       | 0.0         | 0.0         | -           |
| <b>供需缺口</b>       |             |             |             |             | <b>0.6</b>  |

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

**炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹**

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

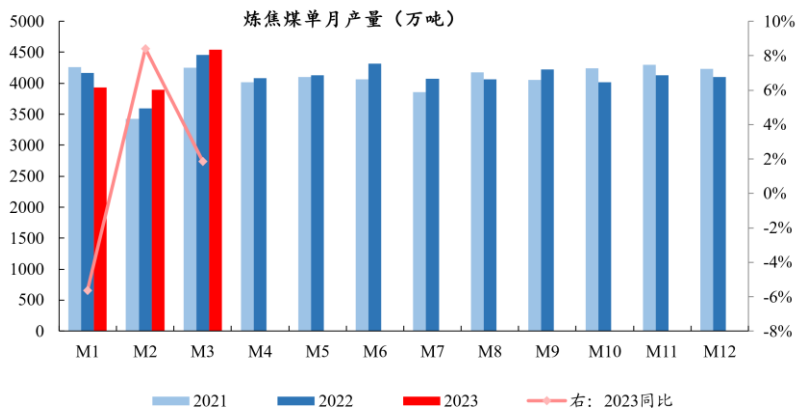
7

风险提示

## 3.1 炼焦煤国内供给无明显增量

- **未来新增产能非常有限。**一是炼焦煤用于“煤焦钢”产业链，成本可以向下游传导，政策层面对炼焦煤供给没有太多的支持倾向，自2019年以来几乎没有批复过新产能，且煤炭保供核增等也只适用于动力煤；二是炼焦煤资源相对稀缺，且由于煤化程度和地质因素，矿井多为埋藏较深的井工矿，新资源较少；三是碳中和大背景下，煤企对井工矿新投产意愿较弱。
- **未来可能存在减量。**一是动力煤供给紧张时，炼焦煤企业受到政策的指导会降低洗选率，多产动力煤少产炼焦精煤；二是炼焦煤因为煤质好埋藏深，更容易出现安全隐患，各地仍在对高危、冲击地压煤矿进行淘汰关停，如山东省要求省内涉及到千米以下采面的相关矿井全部暂停生产；三是随着部分煤矿资源已经枯竭，出煤量逐渐减少。
- **产量增速明显低于动力煤。**2022年国内炼焦煤产量4.9亿吨，同比+0.7%（同期动力煤+9.0%）；2023年1-3月炼焦煤产量1.2亿吨，同比+1.2%（同期动力煤+4.9%）。保供政策主要针对动力煤，炼焦煤几乎无明显增量。

图18：保供背景下，炼焦煤增量并不明显

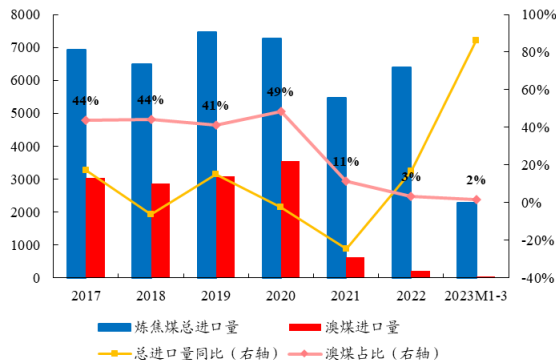


数据来源：Wind、开源证券研究所

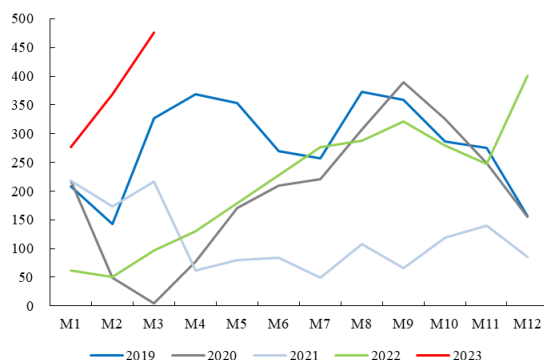
## 3.2 炼焦煤进口或以恢复疫情前水平为目标

- **澳洲炼焦煤时有通关，但量有限。**澳煤被禁前，澳洲炼焦煤进口量占我国炼焦煤总进口量的40%以上，进口量在3000万吨左右，2020年10月澳煤被禁后，进口量大幅下滑，2023年Q1澳炼焦煤进口量35.8万吨，澳煤进口时有通关，但量有限，国内炼焦煤进口增量主要来自蒙煤和俄煤，考虑到蒙煤和俄煤对澳煤的替代，炼焦煤总进口或以恢复疫情前7000万吨水平为目标。
- **蒙煤单月进口已达高位，未来通关或受限。**随着疫情防控优化，2022年以来蒙煤通关量逐渐恢复，2023年Q1三大口岸日均通关在1000车高位，3月进口量继续增加或因原定于4月1日恢复进口煤关税，进口煤存在抢通关现象。蒙煤未来通关或将下降：一是2023年3月8日开始，甘其毛都口岸环保检查禁止监管区内露天堆放散煤，集装箱必须进入煤棚内翻箱作业，势必影响通关效率；二是蒙古国正在实施煤炭电子交易与边境价格结算制度，口岸贸易企业进口积极性减弱。
- **俄煤进口大幅提升后，已遇运力瓶颈。**欧盟禁运俄煤后，俄煤出口中国持续增加，2023年Q1中国进口俄罗斯炼焦煤高达712万吨，同比+113.5%，环比Q4+14.9%。受西方制裁下，俄罗斯大力兜售煤炭，但自2022年9月以来，俄罗斯已出现运力不足问题，俄罗斯东部地区运输基础设施相对落后，基础设施建设短期改善有限，预计俄煤进口难再有提升空间。

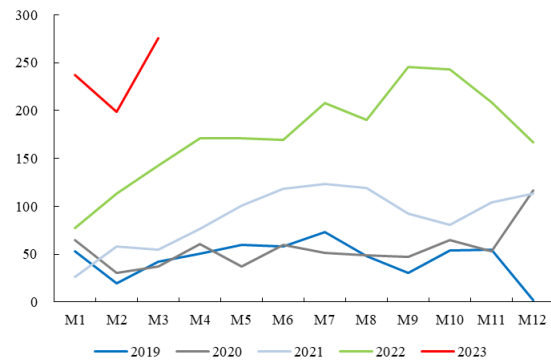
图19：炼焦煤进口量以恢复疫情前水平为目标（万吨）图20：蒙炼焦煤单月进口量已达历史高位（万吨）图21：运力瓶颈影响俄炼焦煤进口继续提升（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

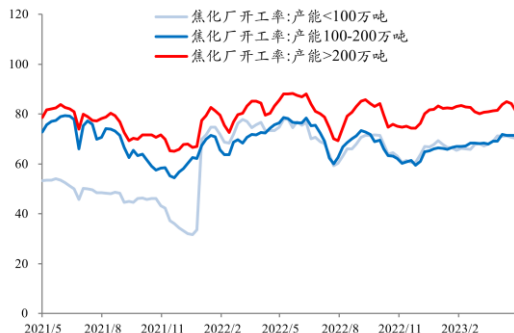


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3 炼焦煤需求有望受经济复苏催化

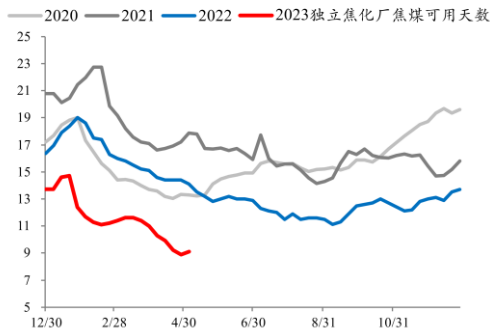
- **钢厂开工率较高，焦煤库存低位。**前期地产稳增长政策频出，焦化厂和钢厂高炉开工率维持上行趋势，钢厂开工率位于近5年高点，炼焦煤需求预期有望改善。此外钢厂及焦化厂的炼焦煤库存处于历史低位，存在补库需求。
- **房地产仍是稳增长的重要选项。**我国提出GDP5%左右的增长目标，经济增长离不开房地产的催化。1-3月份，我国商品房销售额30545亿元，增长4.1%，其中住宅销售额增长7.1%。房地产销售回暖将为房企提供现金流，进一步提高地产开工率。
- **基建投资增速有望维持较高水平。**基建仍是稳增长重要抓手，此前政府多次强调全面加强基础设施建设，基建投资增速一直维持较高水平。1-4月我国建筑业PMI分别为56.4%、60.2%、65.6%、63.9%，均远超50%荣枯线。此外，我国“新基建”快速发展，也将拉动钢铁需求。

图22：下半年焦化厂开工率有望上行（%）



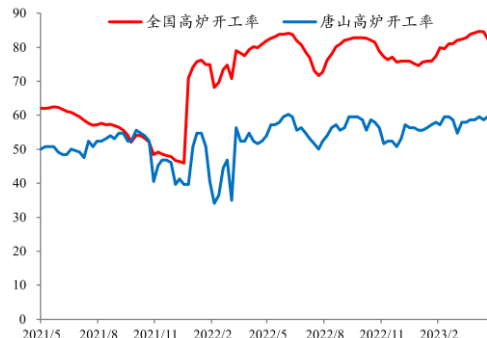
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：炼焦煤库存持续低位（天）



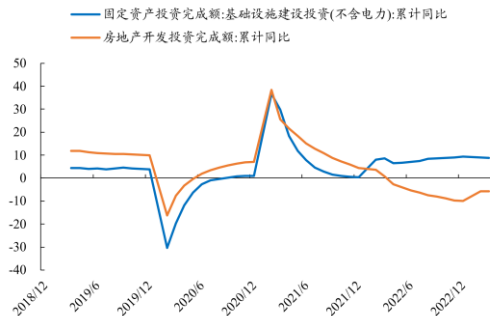
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：钢厂开工率高位震荡（%）



数据来源：Wind、CCTD、开源证券研究所

图25：房地产投资有望筑底回升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 3.4 煤价判断：短期止跌，经济复苏下煤价有望底部反弹

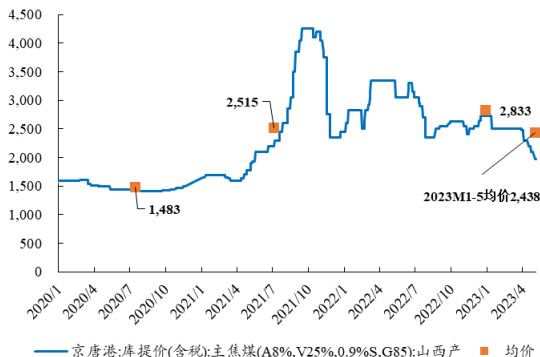
- **炼焦煤价格无需过度悲观，经济复苏下煤价有望回升。**当前钢厂开工率维持高位，焦化厂和钢厂的炼焦煤库存持续下跌处于历史底部，基建投资维持高位，房地产竣工好转，有望向开工传导，政府工作报告提出GDP增速为5%左右的目标，预计相应的稳增长政策将在二季度落实和体现，政策利好持续发力，炼焦煤需求受益经济复苏，价格有望回升。
- **2023年供需紧平衡，价格有望底部反弹。**截至2023年5月5日，峰景矿硬焦煤价格报255美元/吨，已连续三日回升，考虑到炼焦煤库存低位，经济复苏下的需求改善，炼焦煤供给几乎无增量，2023年全年基本面或整体表现为供需紧平衡，煤价有望底部反弹。

表5：预计2023年炼焦煤供需呈紧平衡状态（亿吨）

| 假设及供需       | 2019A       | 2020A       | 2021A       | 2022A       | 2023E       |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| GDP增速       | 6.0%        | 2.2%        | 8.1%        | 3.0%        | 5.5%        |
| 冶金耗焦煤同比增速   | 7.0%        | 2.0%        | -2.2%       | 2.0%        | 5.5%        |
| 焦煤国内产量-累计   | 4.70        | 4.85        | 4.90        | 4.94        | 4.98        |
| 同比增速        | 8.2%        | 3.1%        | 1.0%        | 0.7%        | 1.0%        |
| 焦煤净进口量-累计   | 0.73        | 0.72        | 0.55        | 0.64        | 0.70        |
| 同比增速        | 15.6%       | -2.1%       | -23.9%      | 16.4%       | 10.0%       |
| <b>总需求</b>  | <b>5.47</b> | <b>5.58</b> | <b>5.45</b> | <b>5.56</b> | <b>5.87</b> |
| 冶金用焦煤       | 5.47        | 5.58        | 5.45        | 5.56        | 5.87        |
| <b>总供给</b>  | <b>5.44</b> | <b>5.57</b> | <b>5.45</b> | <b>5.57</b> | <b>5.68</b> |
| 炼焦煤产量       | 4.70        | 4.85        | 4.90        | 4.94        | 4.98        |
| 炼焦煤净进口量     | 0.73        | 0.72        | 0.55        | 0.64        | 0.70        |
| <b>供需缺口</b> |             |             |             |             | <b>0.2</b>  |

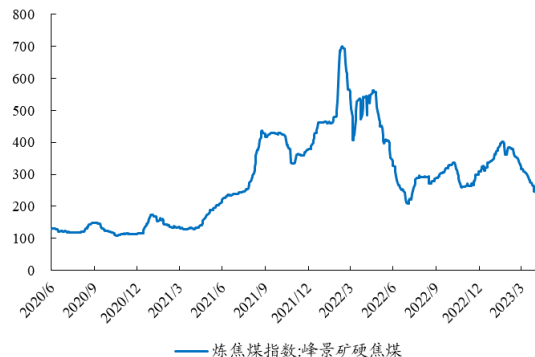
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：Q1京唐港价格中枢处于高位（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：海外炼焦煤价格回调后已止跌（美元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所



# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

**能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启**

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

7

风险提示

## 4.1 能源政策：能源安全&积极稳妥推进碳中和

- **能源安全与能源转型成关键词。**《2023年能源工作指导意见》、二十大报告等重磅文件多次强调能源安全，要积极稳妥推进绿色低碳转型，原油稳产增产，天然气较快上产，煤炭产能维持合理水平，加强煤炭安全托底保障，加强煤炭清洁高效利用，重点控制化石能源消费。能源安全与能源转型成为政策关键词。

表6：主要政策文件均强调能源安全与能源转型

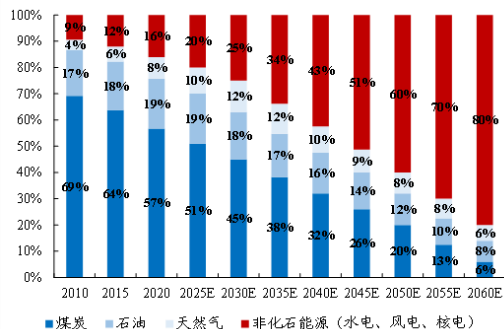
| 时间      | 部门      | 政策              | 内容                                                                                                                                                                             |
|---------|---------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023.4  | 能源局     | 《2023年能源工作指导意见》 | <b>增强能源保障能力&amp;积极稳妥推进绿色低碳转型。</b> 原油稳产增产，天然气较快上产， <b>煤炭产能维持合理水平</b> ，电力充足供应。深入推进能源领域碳达峰工作，加快构建新型电力系统，大力发展非化石能源，夯实新能源安全可靠替代基础， <b>加强煤炭清洁高效利用，重点控制化石能源消费</b> ，扎实推进能源结构调整优化。      |
| 2023.3  | 中央政府    | 2023年政府工作报告     | 发挥煤炭主体能源作用，增加煤炭 <b>先进产能</b> 。保粮食 <b>能源安全</b> ，稳步推进节能降碳，统筹能源安全稳定供应和绿色低碳发展，科学有序推进碳达峰碳中和。单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降， <b>重点控制化石能源消费</b> 。                                             |
| 2022.10 | 中央政府    | 二十大报告           | <b>积极稳妥推进碳达峰碳中和</b> 。立足我国能源资源禀赋，坚持 <b>先立后破</b> ，有计划分步骤实施碳达峰行动。深入推进能源革命， <b>加强煤炭清洁高效利用</b> ，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快规划建设新型能源体系，统筹水电开发和生态保护，积极安全有序发展核电，加强能源产供储销体系建设， <b>确保能源安全</b> 。 |
| 2022.3  | 发改委、能源局 | 《“十四五”现代能源体系规划》 | <b>增强油气供应能力</b> ，加大国内油气勘探开发。 <b>加强煤炭安全托底保障</b> ，以发展 <b>先进产能</b> 为重点，加快推动 <b>落后煤矿</b> 关闭退出。加快推动能源 <b>绿色低碳转型</b> ，促进新能源占比逐渐提高， <b>推动煤炭和新能源优化组合</b> 。                             |

资料来源：发改委、能源局、政府网站、开源证券研究所

## 4.2 碳中和背景下，新建产能意愿受约束

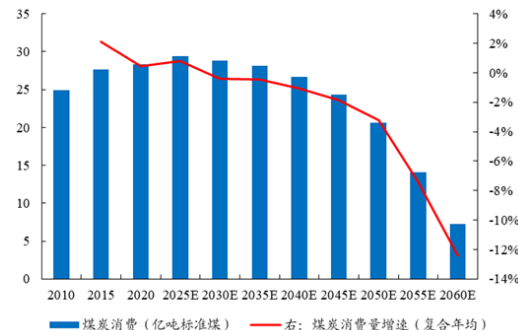
- **双碳政策限制煤炭消费预期。**2021年10月，《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》两份纲领文件发布，明确“十四五”时期将严控煤炭消费增长，2025年非化石能源消费比重达到20%左右，2030年非化石能源消费比重达到25%左右，2060年非化石能源消费比重达到80%以上。
- **煤企新建产能意愿明显减弱。**碳达峰、碳中和已成行业共识，远期煤炭需求的大幅下降必将对现在煤企新建产能产生负面影响。一般煤矿开采期限为50年以上，且审批与新建煤矿时间长，短期内难出产量，新建矿已不是煤企最优选择。2020年以来，煤企新建产能意愿大幅减弱，新能源新材料等能源转型已经开启。
- **预计未来新批产能受到严格控制。**《2023年能源工作指导意见》明确原油稳产增产，天然气较快上产，煤炭产能维持合理水平，《“十四五”现代能源体系规划》要求加快推动落后煤矿关闭退出。煤炭在能源安全上起托底保障作用，预计未来新批建产能将受严格控制，煤炭清洁高效利用将受政策支持。

图28：预计2060年非化石能源消费占比将达80%



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

图29：预计煤炭消费量于2030年前后达峰



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

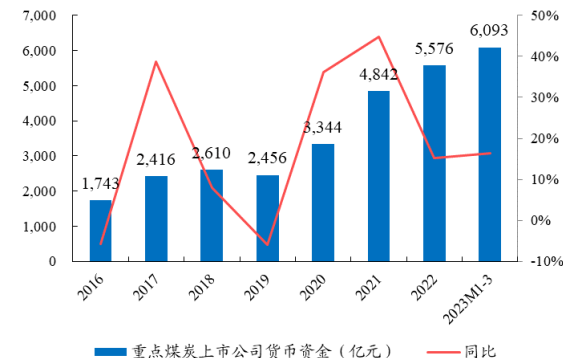
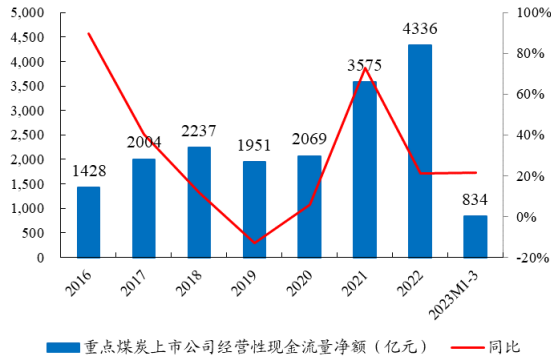
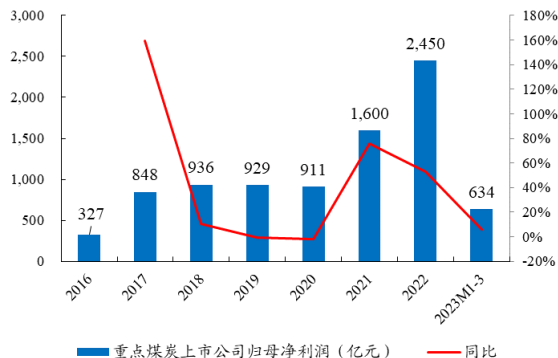
## 4.3 高盈利下能源转型正当时

- **煤企开启高盈利，现金流充沛。**煤炭行业持续高景气，在新增供给受约束情况下，煤炭供给有望维持偏紧格局，行业高盈利有望长时间持续。2022年，重点煤炭上市公司归母净利达2450亿元，同比+53.1%，经营性现金流量净额4336亿元，同比+21.3%，货币资金5576亿元，同比+15.2%。2023年Q1煤企盈利继续增长，重点煤炭上市公司归母净利634亿元，同比+5.7%，经营性现金流量净额834亿元，同比+21.4%，货币资金6093亿元，同比+16.3%。
- **能源转型是煤企意愿与能力的匹配。**煤炭行业景气上行，煤企盈利稳步提升，碳中和背景下，煤企煤炭主业资本开支意愿减弱，煤企持有大量现金，行业高盈利持续支撑传统能源转型，为确保未来市场地位与竞争优势，能源转型已成煤企共识。同时，煤炭清洁高效利用与低碳转型受到政策大力支持，能源转型是大势所趋，高盈利下煤企能源转型正当时。

图30：2021年以来煤炭上市公司归母净利持续增长

图31：2021年以来煤炭上市公司现金流大幅增长

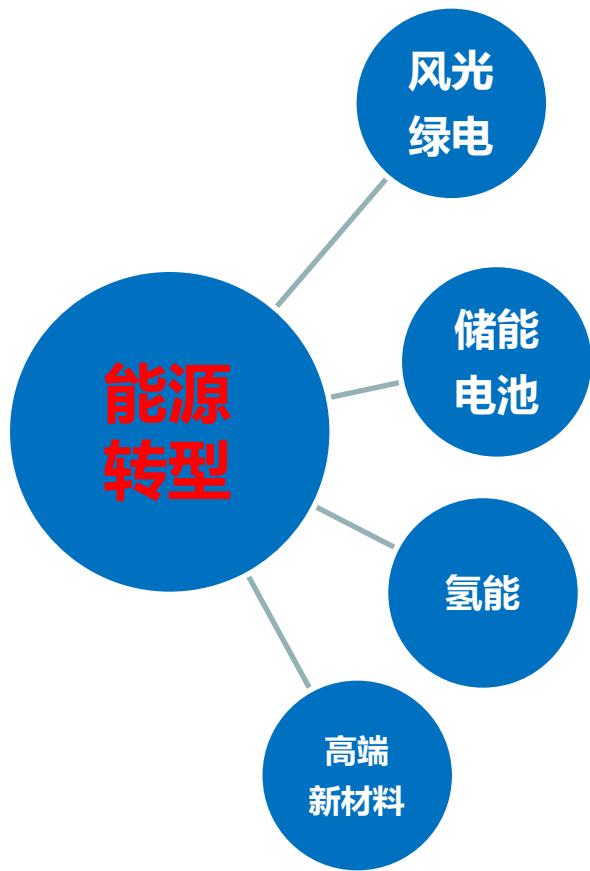
图32：煤企持有大量货币资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所



- **运营型路线：**投资额较小（项目可分解），技术门槛较低，无风险成本，建成期短并可分批建设，建成即可形成稳定现金流，煤企在火电运营上有经验，下游主要客户为电厂，绿电转型优势明显。
- **电投能源：**绿电运营规模最大，运营项目2.17GW，“十四五”末有望超过7GW。
- **盘江股份：**规划“风光火储”多能互电源项目612万千瓦。
- **靖远煤电、兖矿能源、中国神华、中煤能源：**规划布局绿电产业。
- **技术型路线：**储能技术不成熟，前期投资额大，有风险成本，建成期较长，短期无收益，后期投资回报高，但煤企没有技术和管理经验，需与技术团队合作。
- **华阳股份：**布局钠离子电池全产业链，与中科海钠合作，1GWh电芯厂已投产。
- **永泰能源：**布局钒矿&全钒液流电池全产业链。
- **灰氢（或副产氢）：**一般需要煤化工或气头化工产业链，副产氢综合运用发展氢能产业链具有先发优势和成本优势。**美锦能源：**全方位布局氢能产业链；
- **绿氢（电解水）：**需要投资风光发电及电解水槽等设备，成本相对较高。
- **宝丰能源：**煤化工产业链耦合绿氢；**广汇能源：**推动制氢、输氢、储氢、用氢一体化。
- **产业链延伸，发展高端新材料：**需配备煤化工产业链，下游延伸发展高端新材料，传统能源企业向科技型企业转型。
- **兖矿能源、中国神华、中煤能源、宝丰能源：**煤化工向下游延伸发展新材料。

# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

**中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值**

6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

7

风险提示



## 5.1 低估值、高分红&国资重地，板块有望整体提估值

- **低估值安全边际高。**煤企未来伴随着煤价高位，盈利能力明显增强。根据对煤企2023年业绩预测，众多公司估值仅为4-5倍。
- **高分红成为趋势。**随着煤价中枢维持高位，煤企没有太多新建矿的资本开支，高分红成为趋势，如中国神华2022-2024年度现金分红比例由2019-2021年的不低于50%提高至不低于60%，陕西煤业分红比例承诺从不低于40%提升到不低于60%。
- **煤炭行业乃国资重地。**28家煤炭上市公司中仅2家民企，煤炭行业是典型的国资重地。高分红、低估值，煤企股息率高企，众多公司股息率在10%以上，“中特估值”政策下，煤炭股高胜率和安全性兼备，板块有望整体提估值。

表7：多数重点煤炭公司属于高股息率和低估值品种

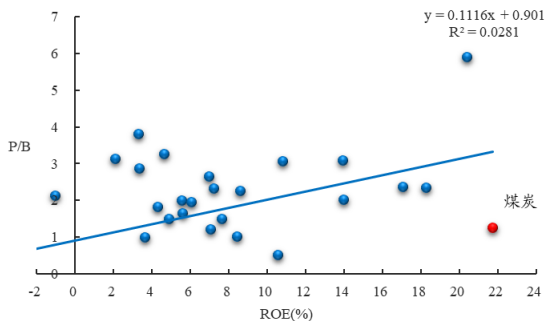
| 证券代码      | 上市公司 | 市值 (亿元)  |       | 归母净利润 (亿元) |       | PE  | PB    | 2022年分红比例 | 2022股息率 | 2023年分红比例<br>(假设同2022年水平) | 2023股息率 |
|-----------|------|----------|-------|------------|-------|-----|-------|-----------|---------|---------------------------|---------|
|           |      | 2023/5/8 | 2022A | 2023E      | 2023E |     |       |           |         |                           |         |
| 600546.SH | 山煤国际 | 297      | 69.8  | 73.8       | 4.0   | 2.2 | 63.9% | 15.0%     | 63.9%   | 15.9%                     |         |
| 601699.SH | 潞安环能 | 617      | 141.7 | 149.3      | 4.1   | 1.2 | 60.2% | 13.8%     | 60.2%   | 14.6%                     |         |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 1,742    | 307.7 | 344.2      | 5.1   | 2.0 | 70.0% | 12.4%     | 70.0%   | 13.8%                     |         |
| 000983.SZ | 山西焦煤 | 552      | 107.2 | 119.2      | 4.6   | 1.5 | 63.5% | 12.3%     | 63.5%   | 13.7%                     |         |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 2,024    | 351.2 | 301.2      | 6.7   | 1.8 | 60.2% | 10.4%     | 60.2%   | 9.0%                      |         |
| 601666.SH | 平煤股份 | 231      | 57.2  | 63.7       | 3.6   | 1.0 | 35.2% | 8.7%      | 35.2%   | 9.7%                      |         |
| 600256.SH | 广汇能源 | 608.6    | 113.4 | 167.9      | 3.6   | 1.9 | 45.8% | 8.5%      | 45.8%   | 12.6%                     |         |
| 601088.SH | 中国神华 | 6,304    | 696.3 | 730.1      | 8.6   | 1.5 | 72.8% | 8.0%      | 72.8%   | 8.4%                      |         |
| 600123.SH | 兰花科创 | 147      | 32.2  | 36.3       | 4.1   | 0.9 | 35.4% | 7.8%      | 35.4%   | 8.7%                      |         |
| 600985.SH | 淮北矿业 | 344      | 70.1  | 77.5       | 4.4   | 1.0 | 37.2% | 7.6%      | 37.2%   | 8.4%                      |         |
| 000933.SZ | 神火股份 | 364      | 75.7  | 75.9       | 4.8   | 2.1 | 29.7% | 6.2%      | 29.7%   | 6.2%                      |         |
| 600348.SH | 华阳股份 | 342      | 70.3  | 73.1       | 4.7   | 1.2 | 30.0% | 6.2%      | 30.0%   | 6.4%                      |         |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 174      | 30.4  | 35.0       | 5.0   | 1.1 | 34.6% | 6.1%      | 34.6%   | 7.0%                      |         |
| 600395.SH | 盘江股份 | 147      | 21.9  | 25.5       | 5.8   | 1.2 | 40.1% | 6.0%      | 40.1%   | 7.0%                      |         |
| 601101.SH | 昊华能源 | 94       | 13.4  | 29.9       | 3.1   | 0.8 | 36.4% | 5.2%      | 36.4%   | 11.6%                     |         |
| 601898.SH | 中煤能源 | 1,234    | 182.4 | 257.4      | 4.8   | 0.9 | 30.0% | 4.4%      | 30.0%   | 6.3%                      |         |
| 000552.SZ | 甘肃能化 | 161      | 31.7  | 36.5       | 4.4   | 1.2 | 20.4% | 4.0%      | 20.4%   | 4.6%                      |         |
| 002128.SZ | 电投能源 | 314      | 39.9  | 44.4       | 7.1   | 1.1 | 28.1% | 3.6%      | 28.1%   | 4.0%                      |         |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：陕西煤业盈利预测来自Wind一致预期，其他为开源证券研究所预测）

## 5.2 煤炭行业高ROE、低PB，估值折价明显

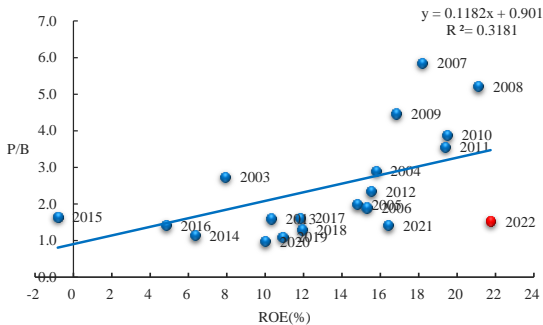
- **PB-ROE角度，煤炭行业明显处于其他行业PB-ROE均衡线以下。**考虑到煤炭的周期属性，从市净率角度出发，对煤炭行业等28个行业现阶段市净率（PB-LF）和ROE-TTM进行回归分析，发现煤炭行业位于PB-ROE均衡线的下方，且距离均衡线比较远，表现出高ROE，低PB的特点，估值折价明显。通过回归分析，当前煤炭行业21.7%的ROE对应市净率应为3.33，截至2023年5月5日，煤炭板块实际市净率仅1.26，市净率估值折价62.1%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。
- **煤炭行业ROE处于历史高位，但市净率仍处于低位。**对2003-2022年煤炭行业PB-ROE进行回归分析，2017-2022连续六年PB-ROE都位于均衡线以下，且2022年进一步远离均衡线，当前板块处于“高ROE、低PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，估值存在明显折价。当前ROE已处近20年高位，但PB仍处低位，当前ROE对应的PB应为3.47，实际PB折价63.7%。

图33：煤炭相比A股其他行业位于PB-ROE均衡线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2017-2022年煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下，估值折价



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显。**2022年，年度长协基准价675元，较2020-2021年的535元大幅提升，2022年以来，动力煤年度长协价格高位稳定。比例方面：随着发改委对煤炭中长期合同监管工作的重视，2022年电煤中长期合同比例逐渐提升。长协价格稳定、比例提升，煤企盈利有望高位确定，确定性逻辑带来估值重构。
- **中国神华周期属性弱化&高分红带来估值重构。**2020年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。中国神华体量较大，具有“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及煤炭板块。2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转，2021年11月以来中国神华PE基本都高于板块PE。2023年5月5日，中国神华PE为8.57倍，煤炭板块平均PE为6.64倍，中国神华高29.1%，PE差距进一步拉大。中国神华盈利稳健&高分红带来估值重构。

图35：新版长协价格高位稳定



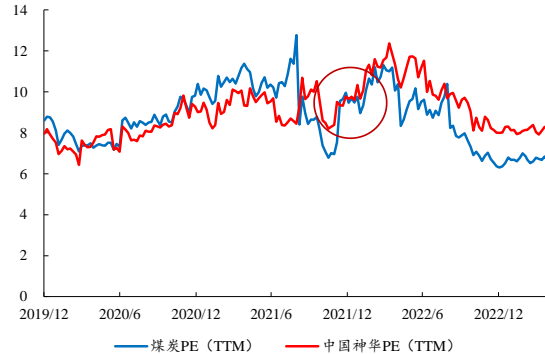
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2020年以前中国神华PE始终低于板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

- “中特估值”政策频发，煤炭企业充分受益。**  
 政策高度重视国央企价值实现与估值提升，强调要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系。我国煤炭企业拥有上市公司28家，其中5家为央企体系，19家为省属国企体系，2家为市属国企体系，2家为民营企业，煤炭行业是典型国资重地。
- 净资产收益率替换净利润指标，考核指标促进国企高分红。** 国企考核指标从“两利四率”到“一利五率”转变，强调了国企盈利质量的重要性，对净资产收益率的考核也将加大国企分红率。煤炭行业低估值、高分红非常契合央企国企估值提升的逻辑，有望迎来基本面与政策面共振，估值将具备大幅提升空间。
- 五家煤炭央企具备提估值基础。** 煤炭行业共有五家央企，分别为中国神华（隶属国家能源投资集团）、中煤能源（隶属中煤能源集团）、电投能源（隶属国家电力投资集团）、新集能源（隶属中煤能源集团）和上海能源（隶属中煤能源集团）。五家煤炭央企2022年ROE均超过15%，均处于高盈利低估值状态。

表8：政策高度重视央企国企价值实现与估值提升

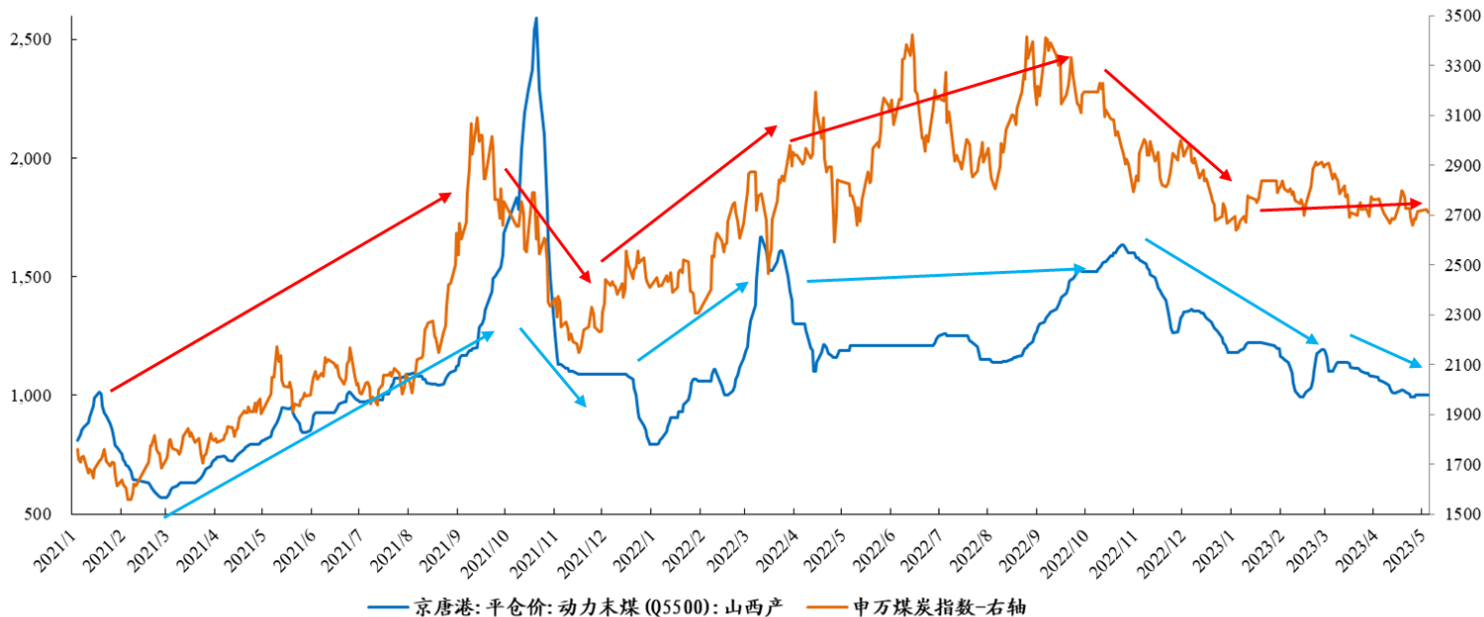
| 日期         | 部门/机构 | 事件                                         | 主要内容                                                                                                                                                                                                           |
|------------|-------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/10/5  | 国务院   | 《关于进一步提高上市公司质量的意见》                         | 发挥证券市场价格、估值、资产评估结果在国有资产交易定价中的作用，支持国有企业依托资本市场开展混合所有制改革。科学界定国有控股上市公司治理相关方的权责，健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制。                                                                                                              |
| 2022/5/27  | 国资委   | 《提高央企控股上市公司质量工作方案》                         | 促进上市平台完善产业布局、提升资产质量和运营效率；稳步做精增量，继续孵化和推动更多优质资产对接多层次资本市场；推动上市平台布局优化和功能发挥，完善中国特色现代企业制度，健全国有控股上市公司治理机制。                                                                                                            |
| 2022/11/21 | 证监会   | 2022年金融街论坛年会                               | 证监会主席易会满提出要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。                                                                                                                                  |
| 2022/12/2  | 上交所   | 制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》 | 制定新一轮央企综合服务相关安排，服务推动央企估值回归合理水平，服务助推央企进行专业化整合，服务完善中国特色现代企业制，将服务推动央企估值回归合理水平，推动打造一批旗舰型央企上市公司。                                                                                                                    |
| 2023/1/5   | 国资委   | 中央企业负责人会议                                  | 乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能；切实加大科技创新工作力度，着力打造一批创新型国有企业，着力锻造国家战略科技力量；着眼加快实现产业体系升级发展，深入推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快打造现代产业链链长，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。 |
| 2023/2/2   | 证监会   | 2023年证监会系统工作会议                             | 深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。                                                                                                           |
| 2023/2/28  | 国资委   | 中央企业提高上市公司质量工作专题会                          | 统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。                                                                                                                                        |
| 2023/3/3   | 国资委   | 国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动                    | 国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。                                                                                     |
| 2023/3/5   | 国务院   | 《政府工作报告》                                   | 切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。                                                                                                                                    |

资料来源：国务院、证监会、国资委、上交所、开源证券研究所

## 5.5 煤价&股价复盘：周期属性弱化，估值提升开启

- **2022年以来，煤炭行业周期属性弱化。**复盘煤价与股价，2021年12月-2022年3月，煤价走势呈现“V”字型，而股价波动上涨，2022年4-9月，煤价平缓波动，股价波动上行并创年内新高，2023年以来，煤价继续探底，而股价未进一步下跌。
- **煤企估值提升或已开启。**电煤长协价格的相对稳定以及长协签约率的提升，必将导致煤企盈利趋于稳定，煤炭行业周期属性趋于弱化，股价不再随现货煤价大幅波动，煤企估值提升或已开启。

图38：2022年，股价与煤价关联性不如2021年



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

6

**投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局**

7

风险提示



## 6.1 煤炭板块高胜率与安全性兼备

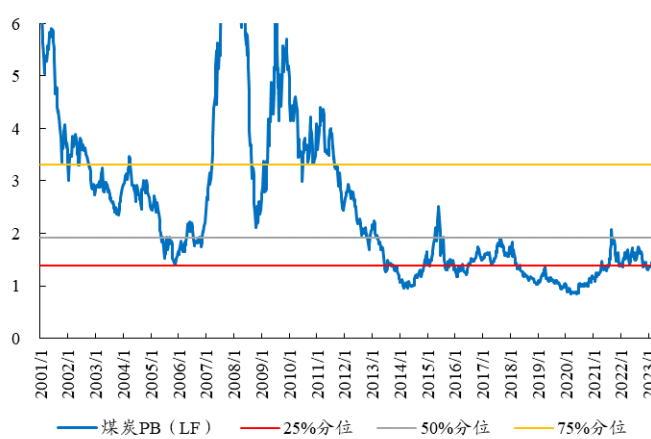
- **煤炭板块具有高胜率。**如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，都得到了资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚得超额收益。
- **煤炭板块安全性兼备。**煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE已低于10%分位数，PB处于25%分位数以下。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率500%+，内蒙溢价率200%+），伊泰煤炭溢价50%回购H股并港股退市，均证明当前煤炭企业价值被严重低估，中国神华从2021年11月以来开启估值提升，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。

图39：当前煤炭板块PE处于历史底部区域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：当前煤炭板块PB处于历史估值25%分位以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.2 投资策略：多主线布局，底部配置正当时

- 投资主线一：高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）。**当前行业新增产能受限的情况下，仍有部分公司通过资产注入或者自建矿的形式，继续享受高成长。受益标的：**山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际。**
- 投资主线二：经济复苏及冶金煤弹性受益标的。**焦煤处于景气底部，地产等稳增长政策频出，经济复苏有望带来需求改善。受益标的：**平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）。**
- 投资主线三：稳健高分红受益标的。**几乎不受年度长协比例提高政策的影响，业绩稳健且高分红。受益标的：**中国神华、陕西煤业。**
- 投资主线四：中特估预期差最大受益标的。**部分煤炭央企估值极低，中特估带来价值重估。受益标的：**中煤能源。**
- 投资主线五：新能源转型布局标的。**能源转型布局新兴领域，新业务带来成长且享受更高的估值。受益标的：**华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。**

表9：受益标的盈利预测

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE    |       |       | PB  | 评级 |
|-----------|------|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|----|
|           |      |             | 2023/5/8   | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |     |    |
| 601101.SH | 昊华能源 | 94          | 13.4       | 29.9  | 32.9  | 7.0   | 3.1   | 2.8   | 0.85  | 买入  |    |
| 601666.SH | 平煤股份 | 231         | 57.2       | 63.7  | 67.5  | 4.0   | 3.6   | 3.4   | 1.03  | 买入  |    |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 174         | 30.4       | 35.0  | 37.2  | 5.7   | 5.0   | 4.7   | 1.13  | 买入  |    |
| 600123.SH | 兰花科创 | 147         | 32.2       | 36.3  | 40.5  | 4.6   | 4.1   | 3.6   | 0.90  | 买入  |    |
| 601699.SH | 潞安环能 | 617         | 141.7      | 149.3 | 151.7 | 4.4   | 4.1   | 4.1   | 1.17  | 买入  |    |
| 600546.SH | 山煤国际 | 297         | 69.8       | 73.8  | 75.6  | 4.3   | 4.0   | 3.9   | 1.76  | 买入  |    |
| 000983.SZ | 山西焦煤 | 552         | 107.2      | 119.2 | 103.4 | 5.1   | 4.6   | 5.3   | 1.54  | 买入  |    |
| 600985.SH | 淮北矿业 | 344         | 70.1       | 77.5  | 81.5  | 4.9   | 4.4   | 4.2   | 0.96  | 买入  |    |
| 601898.SH | 中煤能源 | 1,234       | 182.4      | 257.4 | 277.3 | 6.8   | 4.8   | 4.5   | 0.89  | 买入  |    |
| 000933.SZ | 神火股份 | 364         | 75.7       | 75.9  | 80.2  | 4.8   | 4.8   | 4.5   | 2.06  | 买入  |    |
| 002128.SZ | 电投能源 | 314         | 39.9       | 44.4  | 47.6  | 7.9   | 7.1   | 6.6   | 1.07  | 买入  |    |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 2,024       | 351.2      | 301.2 | 308.8 | 5.8   | 6.7   | 6.6   | 1.83  | 未评级 |    |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 1,742       | 307.7      | 344.2 | 364.0 | 5.7   | 5.1   | 4.8   | 2.00  | 买入  |    |
| 600256.SH | 广汇能源 | 609         | 113.4      | 167.9 | 213.2 | 5.4   | 3.6   | 2.9   | 1.91  | 买入  |    |
| 600348.SH | 华阳股份 | 342         | 70.3       | 73.1  | 78.1  | 4.9   | 4.7   | 4.4   | 1.25  | 买入  |    |
| 603113.SH | 金能科技 | 77          | 2.5        | 8.3   | 12.2  | 30.9  | 9.2   | 6.3   | 0.92  | 买入  |    |
| 600395.SH | 盘江股份 | 147         | 21.9       | 25.5  | 31.0  | 6.7   | 5.8   | 4.7   | 1.21  | 买入  |    |
| 601088.SH | 中国神华 | 6,304       | 696.3      | 730.1 | 746.8 | 9.1   | 8.6   | 8.4   | 1.52  | 买入  |    |
| 000552.SZ | 甘肃能化 | 161         | 31.7       | 36.5  | 39.8  | 5.1   | 4.4   | 4.1   | 1.18  | 买入  |    |
| 600989.SH | 宝丰能源 | 956         | 63.0       | 92.7  | 130.3 | 15.2  | 10.3  | 7.3   | 2.72  | 买入  |    |
| 000723.SZ | 美锦能源 | 346         | 22.1       | 27.2  | 31.2  | 15.7  | 12.7  | 11.1  | 2.40  | 买入  |    |
| 600157.SH | 永泰能源 | 344         | 19.1       | 27.8  | 30.3  | 18.0  | 12.4  | 11.4  | 0.77  | 买入  |    |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：已评级标的盈利数据来自于开源证券研究所预测，未评级标的盈利数据来自于Wind一致预期

# 目录

## CONTENTS

1

煤价复盘：供需失衡致能源危机，价格高位震荡

2

动力煤：煤价仍具向上动能，三季度有望超预期

3

炼焦煤：低库存且需求复苏，价格有望底部反弹

4

能源政策：维持推进碳中和，能源转型大幕开启

5

中特估值：高分红&国资重地，传统能源拔估值

6

投资策略：高胜率与安全性兼备，多条主线布局

7

风险提示

- **经济增速下行风险。**新冠疫情反复，中国经济存在下行压力，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧为主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    | 备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |
|------|------------------|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 证券评级 | 买入（buy）          | 预计相对强于市场表现20%以上；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现5%~20%；     |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。       |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券