



## 煤炭

优于大市（维持）

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

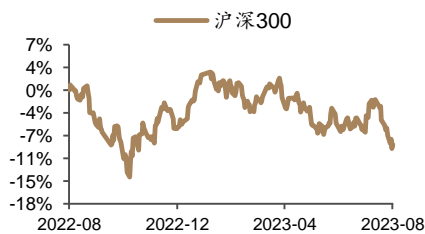
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

### 研究助理

薛磊

邮箱：xuelei@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

- 《煤炭行业周报：日产量创年内新低，宏观调控下需求有韧性》，2023.8.19
- 《中煤能源（601898.SH）：盈利稳健有增量，估值提升有空间》，2023.8.17
- 《煤炭行业月报：原煤产量&进口环比下滑，需求保持旺盛》，2023.8.16
- 《煤炭行业2023年中期策略：需求底部已现，长期价值凸显》，2023.8.16
- 《煤炭行业周报：供紧需稳，双焦反弹可期》，2023.8.13

# 供需格局切换，双焦反弹可期

## 焦炭、焦煤行业投资策略

### 投资要点：

- **宏观预期改善，双焦需求有望回升。**焦煤具有一定稀缺属性，在我国属于战略性资源。焦煤焦炭组成的产业链较为单一，钢铁是双焦的核心下游需求，而钢铁一半以上的需求用于建筑业，因此建筑业的景气度将直接影响双焦价格。2020年下半年以来，地产开工及投资增速持续下行且逐渐向上游传导；2021年前三季度地产出现下跌，地产对钢铁需求出现减弱，双焦整体表现不佳，持续偏弱运行。2023年年初以来，以“稳增长、扩内需”为主线，国家出台多项宏观政策，地产端以“保交楼”、“认房不认贷”为代表的政策频发，地产预期改善。我们认为随着房地产平稳恢复，钢铁需求提升有望推动双焦价格上涨。
- **焦炭短期供给有望收缩，把握资源错配下投资机会。**1) 我国焦炭产能长期过剩，产量部分用于出口。我国是全球焦炭生产大国，多年来产量一直位居世界前列。2022年中国焦炭产量为4.7亿吨，焦炭净出口842吨。截至2023年中全国焦化企业约326家，涉及在产产能5.91亿吨，主要集中在晋冀蒙等省份。2) 环保政策趋严，供给格局有望改善。随着近年来供给侧改革持续深化，各地陆续开启淘汰落后产能行动。根据山西省发布的焦化行业高质量发展意见，到2023年底山西省焦化企业全面实现超低排放改造，关停4.3米焦炉及不达超低排放标准的其他焦炉。预计今年2023年下半年山西待淘汰4.3米及以下焦炉产能约2440万吨。产能置换期间的资源错配将推动焦煤价格提升，短期投资价值凸显。
- **焦煤短期过剩在好转，长期供给依然缺乏弹性。**1) 我国焦煤供给以国内生产为主，进口补充为辅，2023年1-5月的焦煤进口量占总供给的比例为15.4%。2) 2023年炼焦煤供需压力最大时刻是在3月份，此后虽然仍有月度级别过剩，但过剩量在逐月减少，核心变化在于需求有所提升，且进口量有所下降。当前铁水产量处于历史同期高位，同时下游焦炭、原料煤库存偏低，焦化厂开工率保持稳定。随着“金九银十”的到来，项目工程开工较多，焦煤需求有支撑。3) 长期来看，我国焦煤供给依然缺乏弹性，国内生产趋于稳定，进口恐受约束。首先，炼焦煤产量增速远小于原煤；其次，“碳中和”一定程度上约束煤炭新增产能，而焦煤占总新增产能的比例仅为17.5%；最后，IEA预测到2025年全球冶金煤产量将有所下滑，或将对我国焦煤进口形成制约。
- **投资建议：**我们认为7月24日政治局会议召开后，煤炭行业基本面和预期有望发生重大变化，在供给稳健释放后，需求预期的改善将成为助推板块估值修复的重要因素，前期受压制的双焦领域修复有望更强，且中长期看，低资本开支下的高分红和中国特色估值体系将推动行业估值持续提升，**建议关注：双焦弹性。**复苏预期下，和投资端相关的品种在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹的空间，且未来在供给端收缩的情况下，焦炭存在更大的盈利提升空间，焦炭板块将有望明显受益，建议关注，**焦炭：**中国旭阳集团、陕西黑猫、美锦能源、开滦股份；**焦煤：**潞安环能、盘江股份、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤、兰花科创。
- **风险提示：**海外经济衰退幅度超预期；国内经济复苏力度不及预期；基建固定资产投资资金使用不及预期

## 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级	
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	上期	本期
600985.SH	淮北矿业	2.83	3.00	3.18	4.53	3.98	3.75	买入	买入
600740.SH	山西焦化	1.01	0.57	0.71	5.37	8.93	7.18	未有评级	未有评级
600997.SH	开滦股份	1.17	1.06	1.11	5.82	5.78	5.48	未有评级	未有评级
000723.SZ	美锦能源	0.52	0.50	0.56	17.66	14.80	13.33	未有评级	未有评级
601015.SH	陕西黑猫	0.14	0.26	0.38	33.36	16.91	11.84	未有评级	未有评级
000983.SZ	山西焦煤	2.09	1.51	1.61	4.45	5.53	5.20	未有评级	未有评级
601699.SH	潞安环能	4.74	3.52	3.58	3.56	4.54	4.47	未有评级	未有评级
000937.SZ	冀中能源	1.26	1.62	1.51	5.04	3.90	4.19	未有评级	未有评级
600157.SH	永泰能源	0.09	0.10	0.12	17.80	14.20	12.55	未有评级	未有评级
600123.SH	兰花科创	2.82	2.19	2.37	4.73	3.98	3.68	未有评级	未有评级
603113.SH	金能股份	0.29	0.90	1.48	31.13	8.82	5.37	未有评级	未有评级

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所预测（淮北矿业）、德邦研究所

注：收盘价对应日期为2023年8月23日；淮北矿业采用德邦研究所预测，其余皆采用wind一致预期

## 内容目录

1. 上半年煤价复盘：需求引领前期价格偏弱 .....	6
1.1. 炼焦煤现货复盘 .....	6
1.2. 焦炭现货复盘 .....	6
2. 宏观预期改善，双焦需求有望回升 .....	7
2.1. 前期地产下行，双焦前期偏弱运行 .....	7
2.2. 需求见底，复苏提速 .....	7
3. 供给格局决定业绩弹性，焦炭>焦煤 .....	11
3.1. 焦炭供给格局：产能结构趋于优化，短期供给有望收缩 .....	11
3.1.1. 我国焦炭供给整体宽松，落后产能陆续淘汰 .....	11
3.1.2. 短期供给有望收缩，资源错配下焦炭价值凸显 .....	12
3.1.3. 吨焦利润收窄，焦企生产率下降 .....	13
3.2. 焦煤：短期过剩在好转，长期供给依然缺乏弹性 .....	14
3.2.1. 下游需求回暖，短期供需重归平衡 .....	14
3.2.2. 国内产量保持稳定&进口受到约束，长期增量有限 .....	15
4. 投资建议：弹性优先，分红成长兼具 .....	17
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：炼焦煤价格复盘（元/吨） .....	6
------------------------	---

图 2: 焦炭价格复盘 (元/吨) .....	6
图 3: 焦煤焦炭消费量同比与新屋开工面积关系 .....	7
图 4: 焦煤焦炭消费量同比与地产开发投资完成额累计同比关系 .....	7
图 5: 建筑业投资完成额累计同比 .....	8
图 6: 2021 年钢铁下游需求分类 .....	8
图 7: 水泥发运率月均值% .....	9
图 8: 石油沥青开工率% .....	9
图 9: 制造业固定资产投资完成额累计同比% .....	10
图 10: 247 家钢铁企业日均消耗量 (万吨) .....	10
图 11: 247 家钢铁炼焦煤库存 (万吨) .....	10
图 12: 中国进口及出口焦炭数量 (万吨) .....	11
图 13: 2022 年焦炭出口国一览 .....	11
图 14: 中国焦化企业产能情况 (2022-2023H1) .....	11
图 15: 5 年地区退出产能 (万吨) .....	11
图 16: 2017-2018H1 年各类型焦炭产能比例 .....	12
图 17: 2022-2023H1 年各类型焦炭产能比例 .....	12
图 18: 焦企吨焦利润 (元) .....	13
图 19: 230 家独立焦化厂焦炭日均产量 (万吨) .....	13
图 20: 焦煤供给以国内生产为主, 进口补充为辅 .....	14
图 21: 我国炼焦煤进口来源丰富 .....	15
图 22: 我国焦煤主要来源的占比变化 .....	15
图 23: 国内独立焦化厂 (230 家) 的焦炉生产率 (%) .....	15
图 24: 全国日均铁水产量 (万吨) .....	15
图 25: 原煤、炼焦原煤、炼焦精煤产量对比 (亿吨, %) .....	16
图 26: 2016 年以来, 不同煤种的日均产量 (万吨/天) .....	16
图 27: 2023-2027 年全国煤炭新增产能预测 (万吨) .....	16
图 28: 2020-2025 年全球冶金煤产量 (百万吨) .....	17
图 29: 2020-2025 年全球冶金煤贸易发展趋势 (百万吨, %) .....	17
表 1: 助力房地产相关经济政策 .....	8
表 2: 近年来焦炭行业环保政策 .....	12
表 3: 4.3 米及 5.5 米焦炉产能 .....	13
表 4: 炼焦精煤月度供需对比 (万吨) .....	15

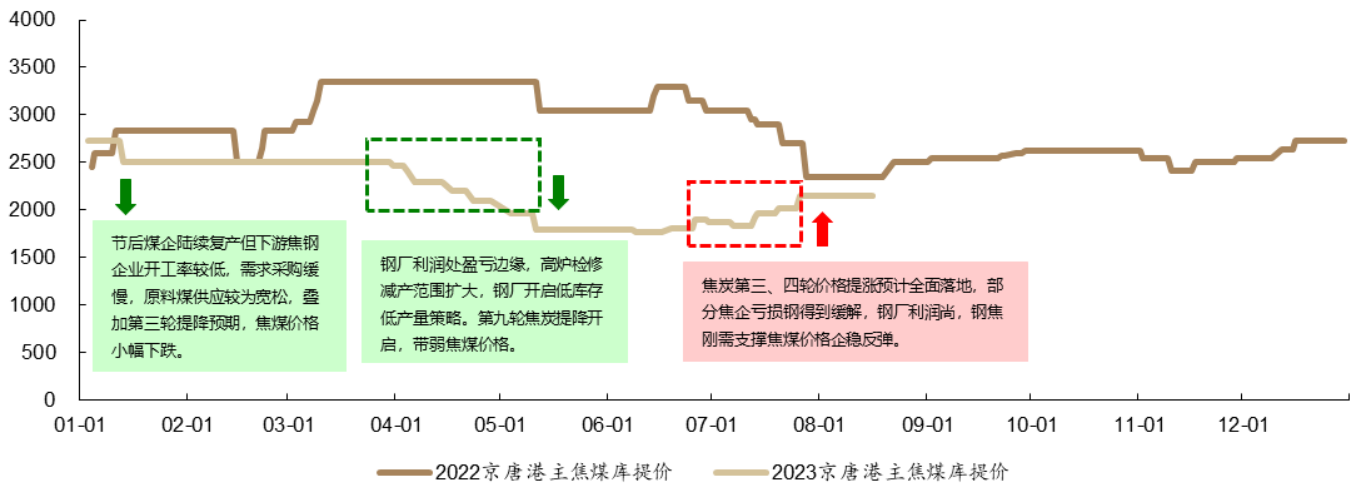


## 1. 上半年煤价复盘：需求引领前期价格偏弱

### 1.1. 炼焦煤现货复盘

**炼焦煤现货复盘：**2023 年年初，煤企陆续开始节后复工复产，但下游焦钢企业开工率较低，采购需求弱，原料供应宽松叠加第三轮提降预期，焦煤价格出现小幅下跌；2023 年 4 月，钢厂利润处于盈亏边缘，高炉检修减产范围扩大，钢厂开启低库存低产量策略，第九轮焦炭提降开启带弱焦煤价格；2023 年 7 月，焦炭第三、四轮价格提涨落地，部分焦企亏损得到缓解，钢厂利润尚，钢焦刚需支撑焦煤价格企稳反弹。

图 1：炼焦煤价格复盘（元/吨）

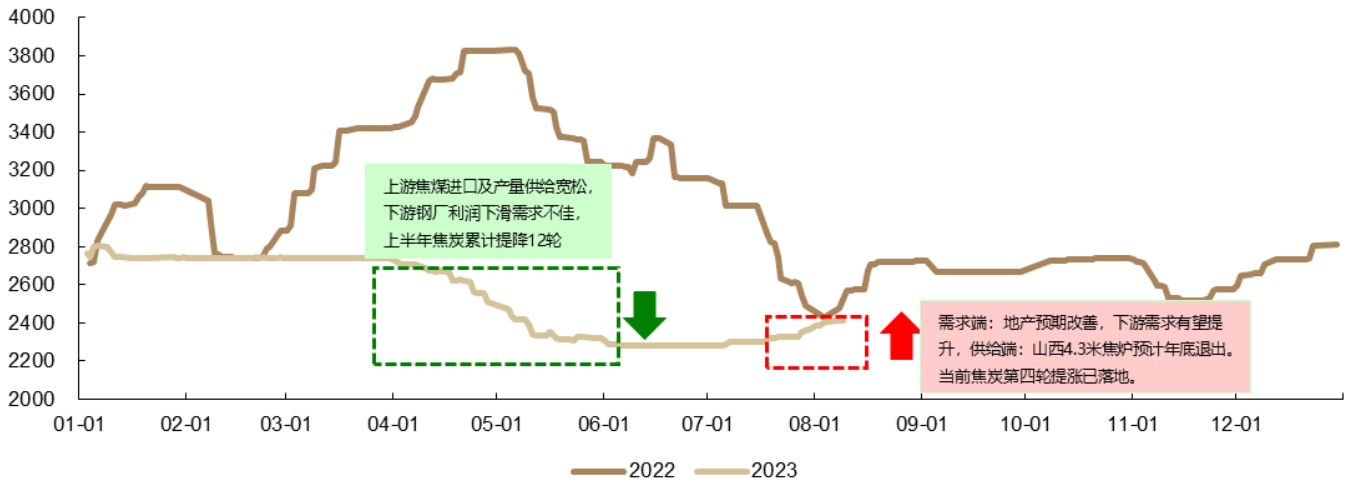


资料来源：Wind、生意社、新华社、煤炭资源网、我的钢铁网等、德邦研究所

### 1.2. 焦炭现货复盘

**焦炭现货复盘：**2023 年 4 月，原料煤价格持续下跌，焦煤成本支撑减弱；焦企开工率较高，主动减产意愿不强，焦炭供应仍然过量，但下游钢材产品价格偏弱运行，钢材利润出现下降，焦炭采购意愿降低；2023 年 6 月钢材价格出现上涨，利润恢复，高炉开工，焦炭需求增加，焦炭价格止跌企稳，上半年焦炭累计提降 12 轮；2023 年 7 月，原材料价格上涨，焦企利润空间收缩，部分焦企减产，供应偏紧，叠加 4.3 米焦炉退出、地产改善等预期，焦炭 7 月落实第三轮涨价，累计涨幅达 200 元/吨。

图 2：焦炭价格复盘（元/吨）



资料来源: Wind、煤炭资源网、生意社、中宏网山西官方账号、德邦研究所

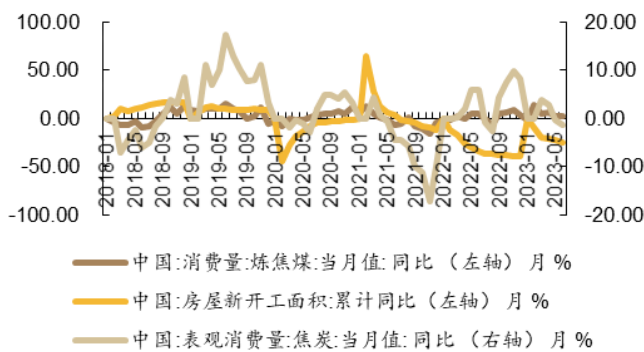
## 2. 宏观预期改善，双焦需求有望回升

### 2.1. 前期地产下行，双焦前期偏弱运行

焦煤作为重要的高热值煤种，下游应用涵盖钢铁、冶金及化工等多个领域，在我国属于战略性资源，具有一定的稀缺属性。焦煤及焦炭组成的产业链较为单一，主要以“煤-焦-钢”为主，钢铁是焦煤焦炭的核心下游。钢铁又主要用于建筑业、机械等领域。根据 Mysteel 数据统计，按照传统用钢消费，2022 年建筑业中基建和地产的钢材消费比为 1:2，当前下游地产对钢铁需求仍是主导。

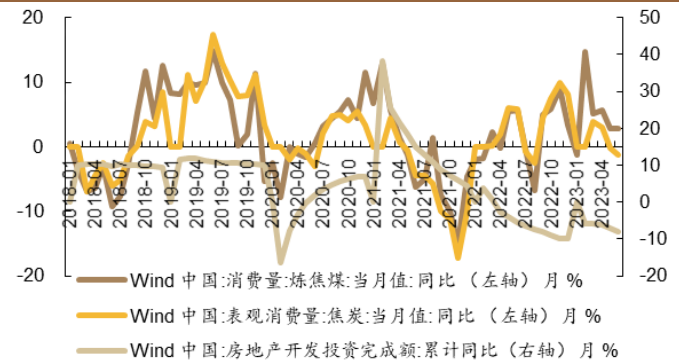
**前期地产下行，消费量出现下跌。**房地产对双焦传导需求较为直接，过程通常为：拿地——开工——预售——投资——双焦需求——交房。2011 年以来焦煤消费增速与房屋新开工面积增速变化高度相关，且在地产投资增速较大的时期具有一定韧性，焦炭消费增速走势与焦煤类似，但增速波动更大。2020 年下半年，地产开工及投资增速持续下行且逐渐向上游传导，市场对双焦需求担忧加大。2021 年前三季度地产整体呈现下跌趋势，地产端出现了“低开工、高待售”的局面，下游地产对钢铁需求出现减弱，双焦处于偏弱运行状态。

图 3：焦煤焦炭消费量同比与新屋开工面积关系



资料来源: Wind、德邦研究所

图 4：焦煤焦炭消费量同比与地产开发投资完成额累计同比关系

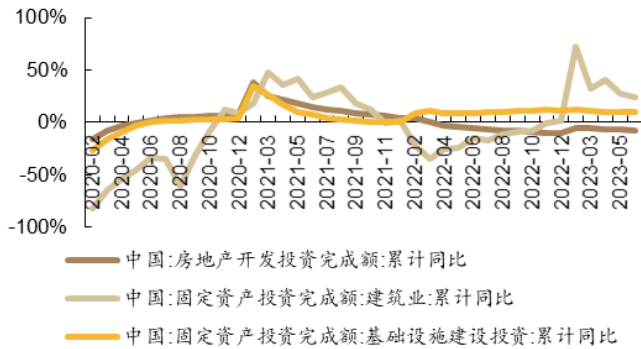


资料来源: Wind、德邦研究所

### 2.2. 需求见底，复苏提速

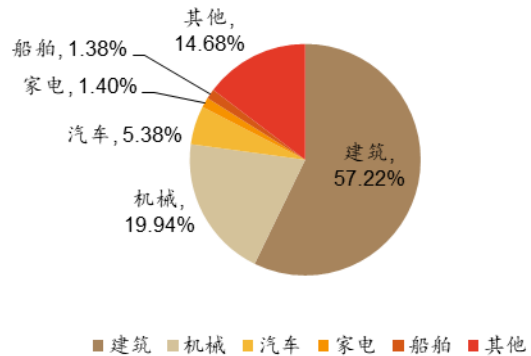
建筑业是钢铁主要需求来源，经济复苏有望带动建筑业回暖。根据《经济形势与钢铁市场分析》中数据，2021年钢铁下游需求中约57%来自于建筑，机械是第二大应用领域。在前期经济下行叠加政策调控下，地产行业投资出现明显收缩，带弱建筑业及钢铁需求。2023年上半年，OMO、MLF、LPR利率下调，逆周期政策出台彰显政府稳增长决心，政策的连续出台有望为市场注入活力，经济复苏将加速二、三产业需求，推动固定投资端需求增加。我们认为下游地产、基建等领域的预期向好，将催化钢铁需求提升，推动双焦价格上涨。

图 5：建筑业投资完成额累计同比



资料来源：Wind、德邦研究所

图 6：2021 年钢铁下游需求分类



资料来源：《2021 年经济形势与钢铁市场分析》魏建新、德邦研究所

### 地产：宏观预期改善，看好焦煤表现

地产预期改善，焦煤性价比凸显。自今年年初以来，城中村改造问题多次在中央高级别会议上被提及。4月28日政治局会议中明确提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；7月21日，国务院常务会议中对4月政治局提议做出具体落实，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；7月24日，中央政治局会议再次提及推动城中村改造；7月28日，超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议在京召开。区别于棚改和老旧小区改造，城中村聚焦超大及特大城市，对农村集体用地及房屋进行征收补偿。根据2022年10月公布的《2021年城市建设统计年鉴》统计，截至2021年末，全国共有超大、特大城市19个。当前，已有上海、广州等超大特大城市宣布了改造计划。根据上海计划，2023年启动“城中村”改造项目10个，到2032年底城中村改造全面完成；广州2023年将重点推进127个城中村项目，力争完成2000亿固定资产投资目标用于城市更新。政策定调积极，宽松预期进一步强化，将有效拉动地产下游消费需求，预计焦煤需求或将迎来回升。

2023年国务院发布的《政府工作报告》指出：建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。“保交楼”、“认房不认贷”等相关政策的出台将进一步促进地产行业健康发展，地产整体需求有望得到边际改善。

表 1：助力房地产相关经济政策

时间	文件/会议/政策	核心内容
----	----------	------

2022.11	金融 16 条	在“保交楼”方面提出:支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。支持国家开发银行、农业发展银行按照有关政策安排和要求,依法合规、高效有序地向经复核备来的借款主体发放“保交楼”专项借款,封闭运行、专款专用,专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付
2022.11	楼市“三支箭”	“第一支箭”:11月21日,人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会,央行拟发布“保交楼”贷款支持计划:至2023年3月31日前央行将向商业银行提供2000亿元免息再贷款,支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”,封闭运行、专款专用; “第二支箭”:11月8日,交易商协会发布消息称,将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,额度预计为2500亿元; “第三支箭”:11月28日,证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施,包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。
2023.01	《改善优质房企资产负债表计划行动方案》	央行将推出“保交楼”专项借款计划、“保交楼”贷款支持计划:保交楼专项借款再新增1500亿元(2022年8月已推出2000亿元“保交楼”专项借款);设立2000亿元“保交楼”贷款支持计划(2022年11月已推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划)
2023.03	2023年政府工作报告	建立实施房地产长效机制,扩大保障性住房供给,推进长租房市场建设,稳地价、稳房价、稳预期,因城施策促进房地产市场健康发展。
2023.07	住房和城乡建设部座谈会	“认房不认贷”政策:不管购房者有没有贷款记录,只要购房者证明其名下无房,其就可以按照首套房认定;如果购房者名下已经有一套房,则无论是否贷款,贷款有无还清,再买房,都按照二套房来认定。银行办理贷款时,不会考虑购房者历史贷款记录。

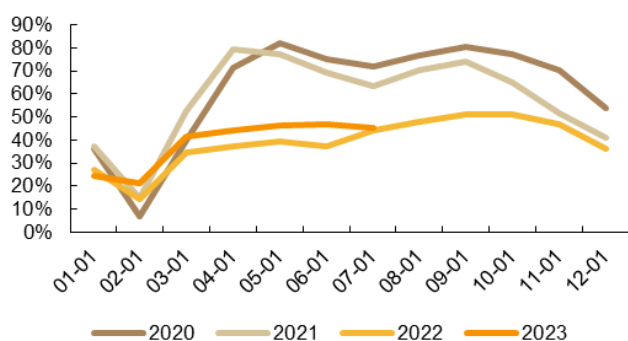
资料来源:银保监会、央行、国务院、新华社等、德邦研究所

### ➤ 基建: 专项债发行迎来提速, 板块复苏显现

专项债发行迎来提速, 基建板块出现复苏。根据国务院政府报告会议, 2023年安排地方政府专项债券3.8万亿, 加快实施“十四五”重大工程, 实施城市更新行动。1-3月份, 中国发行地方政府债券2.1万亿元。7月24日召开的中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”, 要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕, 原则上在10月底前使用完毕。截至7月底还有1.34万亿额度待发行, 如果按照9月底之前发完的要求计算, 意味着8月、9月月均发行规模在0.67万亿左右。

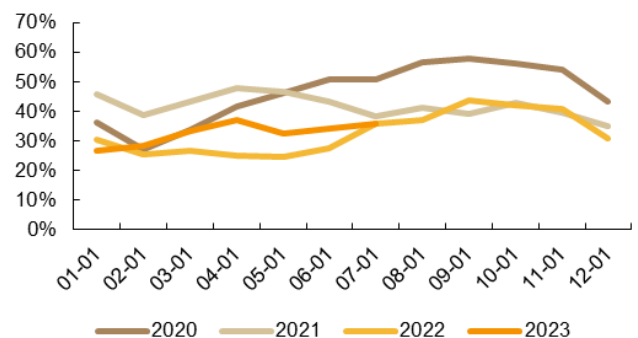
从下游开工数据来看, 7月水泥发运率为45.1%, 较去年同期提升近1PCT; 石油沥青装置开工率较去年同期低0.2PCT, 虽然仍大幅低于2018-2021年同期均值的43.2%左右, 但7月下旬石油沥青开工率快速上升, 至月底已高于过去四年中的三年同期水平。各种数据指标表明, 基建端实物工作量出现提升迹象。

图7: 水泥发运率月均值%



资料来源: Wind、德邦研究所

图8: 石油沥青开工率%

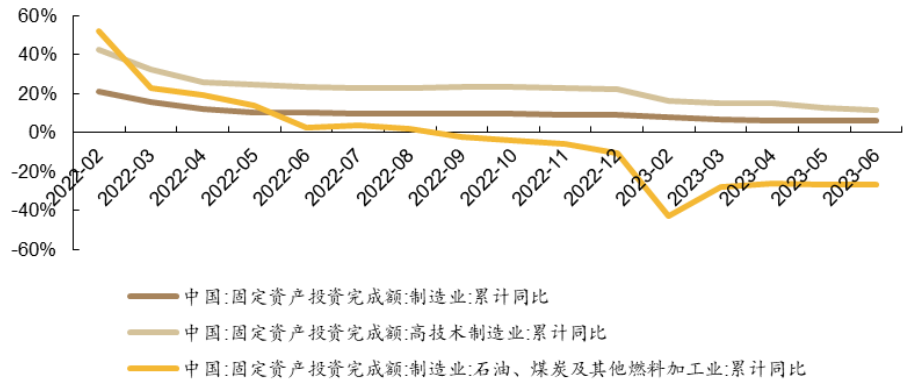


资料来源: Wind、德邦研究所

### ➤ 制造业: 投资结构趋于改善, 高技术制造业投资力度加大

1—6月全国固定资产投资（不含农户）243113亿元，同比增长3.8%，增幅较1—5月回落0.2个百分点。其中制造业固定投资增长6%，增速有所放缓但仍高于整体固定资产投资增速。近年来，制造业和基础设施投资成为拉动固定资产投资增长的主要力量。分类别看，以计算机、通信汽车等为代表的高技术制造业固定资产投资完成额表现良好，2023年6月累计同比11.8%，较制造业固定投资高出5.8PCT，而石油、煤炭等加工业受到“碳达峰”等环保政策影响，投资力度出现大幅下降，6月累计同比为-26%。制造业固定投资结构改善，以高科技为代表的制造业固定资产投资将替代传统能源类投资，成为中坚力量。

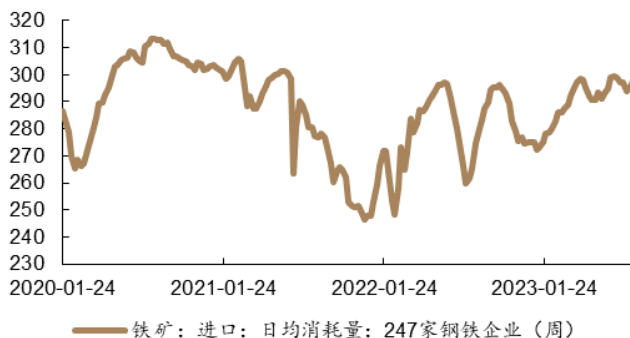
图 9：制造业固定资产投资完成额累计同比%



资料来源：Wind、德邦研究所

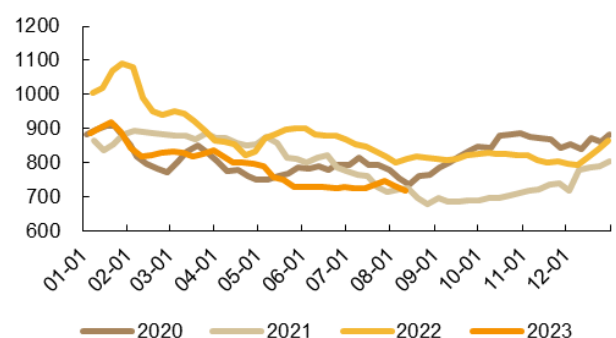
**钢厂库存维持低位，未来补库有空间。**自年初以来，247家钢厂企业日均消耗量呈现增长趋势，截至2023年8月11日，钢厂企业日均消耗量为297.8万吨，较去年同期增加32.42万吨。在日耗量增长的过程中，钢厂受到双焦价格剧烈波动影响，补库意愿表现较弱。2023年1-8月初，唐山钢坯成本价格最低为2982元/吨，最高为3679元/吨，波动较为剧烈，由于成本端较难把控，钢厂开始低采购低库存策略转嫁风险。当前，钢厂焦煤库存仍处于近年来较低位置，并未出现大幅累库现象，未来存在较大补库空间。

图 10：247 家钢铁企业日均消耗量（万吨）



资料来源：Mysteel、德邦研究所

图 11：247 家钢铁炼焦煤库存（万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

### 3. 供给格局决定业绩弹性，焦炭>焦煤

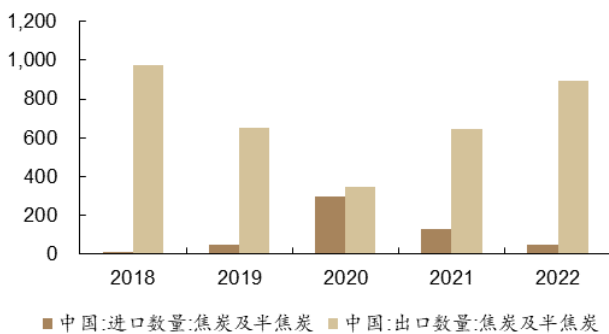
#### 3.1. 焦炭供给格局：产能结构趋于优化，短期供给有望收缩

##### 3.1.1. 我国焦炭供给整体宽松，落后产能陆续淘汰

焦炭是固体燃料的一种，由煤在约 1000°C 的高温条件下经干馏获得，其主要成分为固定碳，用于冶炼钢铁或其他金属。

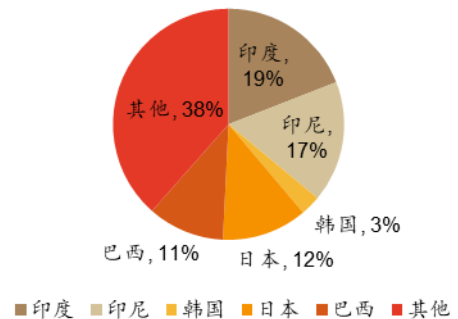
我国焦炭供给整体较为宽松，产量部分用于出口。我国是全球焦炭生产大国，多年来产量一直位居世界前列。2022 年，中国全年焦炭产量为 4.7 亿吨，累计增长 1.3%。焦炭产量除满足国内需求外，部分用于出口，2022 年我国焦炭出口 893 万吨，净出口 842 吨。在出口国中，印度是目前我国第一大出口国，2022 年占总出口量的 19%，其它主要出口国包括印尼、日本等。

图 12：中国进口及出口焦炭数量（万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

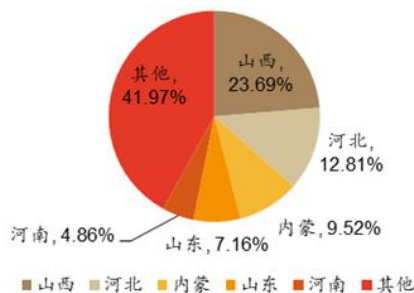
图 13：2022 年焦炭出口国一览



资料来源：Wind、德邦研究所

全国产能仍处于过剩状态，落后产能陆续淘汰。从产能上看，根据 Mysteel 数据统计，2022 年底至 2023 年中全国冶金焦焦化企业约 326 家，涉及全国冶金焦在产产能 5.91 亿吨，主要集中在山西、河北、内蒙、山东等省份，其中山西焦炭产能约为 1.4 亿吨，位居全国第一，占全国焦化总产能的 23.7%，其次为河北的 7571 万吨和内蒙古的 5626 万吨。随着近年来去产能行动逐渐深化，为政府响应号召，各地陆续开启淘汰落后产能行动。近三年山东、江苏、河北、河南等省 4.3 米焦炉淘汰已基本完成。

图 14：中国焦化企业产能情况（2022-2023H1）



资料来源：Mysteel、《中国焦化企业地图册》、德邦研究所

图 15：5 年地区退出产能量（万吨）

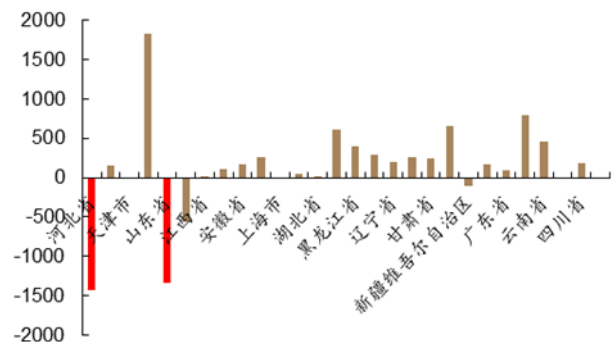
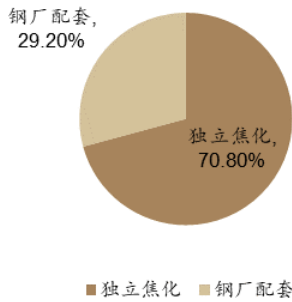
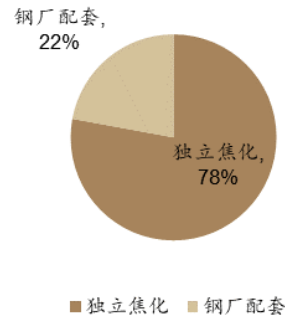


图 16: 2017-2018H1 年各类型焦炭产能比例



资料来源: Mysteel、《中国焦化企业地图册》、德邦研究所

图 17: 2022-2023H1 年各类型焦炭产能比例



资料来源: Mysteel、《中国焦化企业地图册》、德邦研究所

### 3.1.2. 短期供给有望收缩，资源错配下焦炭价值凸显

环保政策趋严，低效产能产量大幅压缩。2016 年后，在供给侧改革下，煤、钢产能扩张速度放缓，处于产业链中游的焦炭产能出现收缩但较为缓慢，国内焦炭供给整体呈现出过剩的局面。2018 年 6 月起，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确未来三年大气污染防治工作总体思路及目标。《行动计划》以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为重点，将重点区域通过严禁新增产能、产能置换改造及淘汰产能退出的方式对钢铁、焦化产能进行进一步压减。2021 年，国务院发布《焦化行业“十四五”发展规划纲要》，深化供给侧结构性改革，进一步加强行业关键技术、工艺、装备研发和推广应用。2022 年，《“十四五”节能减排综合工作方案》发布，提出“十四五”节能减排主要目标为“到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10%以上、10%以上。”

表 2: 近年来焦炭行业环保政策

时间	政策文件	政策内容
2016	《焦化行业“十三五”发展规划纲要》	1) 提升行业协同发展能力。中国炼焦行业协会将加强与政府部门的有效协调，积极争取焦化企业节能减排奖励和融资政策，建立焦化行业科学发展评价体系、服务协调平台、技术创新平台以及与相关产业相互融合的新业态；2) 促进各项污染物达标排放；3) 提高企业安全生产管理水平；4) 发挥焦化产业园区发展优势。
2018	《打赢蓝天保卫战三行动计划》	1) 重点区域严禁新增钢铁、焦化、电解铝、铸、水泥和平板玻璃等产能；严格执行钢铁、水泥、平板玻璃等行业产能置换实施办法；2) 重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右；3) 2020 年，河北省钢铁产能控制在 2 亿吨以内；列入去产能计划的钢铁企业，需一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。
2020	《焦化行业规范条件》	《条件》规范了焦化行业的工艺与设备、产品质量、环境管理的标准，提出焦化生产企业应满足《产业结构调整指导目录(2019 年本)》及地方相关政策要求，常规焦炉、半焦炉须同步配套煤气净化和利用设施；热回收焦炉须同步配套热能回收设施；钢铁联合企业焦炉须同步配套干熄焦装置和焦炉煤气精脱硫装置。
2021	《焦化行业“十四五”发展规划纲要》	坚持全流程系统优化理念，开展清洁生产，源头控制污染物产生，到 2025 年焦化废水产生量减少 30%，氮氧化物和二氧化硫产生量分别减少 20%；优化固体废弃物处理工艺，固体废弃物资源化利用率提高 10% 以上。
2022	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10% 以上、10% 以上。

资料来源: 国务院、中国煤炭资源网、澎湃新闻、人民资讯等、德邦研究所

产能置换周期打开供需缺口，把握资源错配投资机会。根据 2022 年 6 月山西省发布的焦化行业高质量发展意见指出，到 2023 年底前，山西省焦化企业全面实现超低排放改造，关停 4.3 米焦炉及不达超低排放标准的其他焦炉。根据 Mysteel 5 月底

调研统计，全国碳化室高度 4.3 米及以下产能约 1.03 亿吨，根据山西政策，预计今年淘汰 4.3 米焦炉主要集中在山西区域，2023 年下半年山西待淘汰 4.3 米及以下焦炉产能约 2440 万吨。2023 年山西省生态环境厅等六部门联合印发《山西省减污降碳协同增效实施方案》，方案规定 2023 年底前全面关停退出碳化室高度 4.3 米焦炉以及达不到超低排放要求的其他焦炉，并且提出逐步淘汰 1200 立方米以下高炉。

受到产能置换影响，短期内焦炭供给端会形成一定收缩。落后产能的淘汰通常是集中式的，而焦炭项目从立项焦炉，需要经历备案、环境评估等工作。由于新增产能建设速度较为缓慢，新产能的释放滞后将带来焦炭短期供需缺口，供给端收缩将增加焦炭价格弹性。

表 3：4.3 米及 5.5 米焦炉产能

省份	碳化室高度	产能合计 (万吨)	产能合计
山西	4.3 米及以下	2443	11448
	5.5 米及以下	9005	
河北	4.3 米及以下	43	8006
	5.5 米及以下	7963	
山东	4.3 米及以下	0	4385
	5.5 米及以下	4385	
内蒙古	4.3 米及以下	1800	5710
	5.5 米及以下	3910	
河南	4.3 米及以下	102	2354
	5.5 米及以下	2252	
其他	4.3 米及以下	5945	24050
	5.5 米及以下	18105	
总计	4.3 米及以下	10333	55953
	5.5 米及以下	45620	

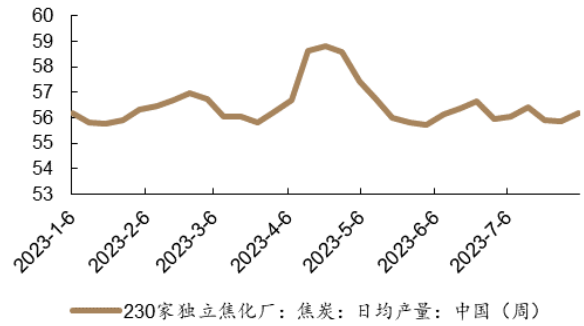
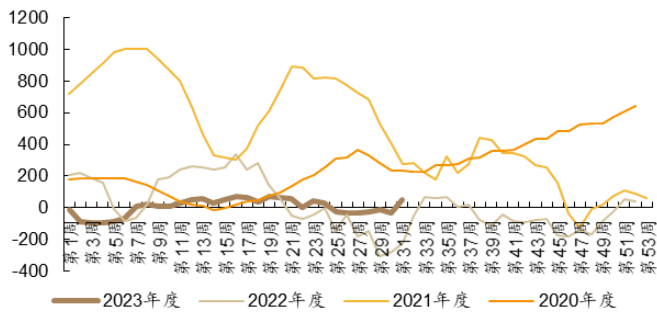
资料来源：Mysteel、德邦研究所

### 3.1.3. 吨焦利润收窄，焦企生产率下降

前期吨焦利润较低，焦企生产率下降。2020 年，山西、河南等地受到落实去产能及环保治理影响，焦炭产能释放受限，而生铁产量增长，供需矛盾推动焦炭价格及焦企利润上升；2021 年地产“三道红线”政策实施，地产开工及投资增速持续下行且逐渐向上游传导，市场对双焦需求担忧加大，焦煤下游需求减弱带弱焦企利润，2021 年四季度起两次触及盈亏平衡线。截至 2023 年 7 月 28 日，虽然第三提涨已经落地，行业吨焦利润仍为 -35 元，大部分焦企投产意愿较弱，短期内供给端释放效应预计不会过于显著。

图 18：焦企吨焦利润 (元)

图 19：230 家独立焦化厂焦炭日均产量 (万吨)



资料来源: Mysteel、德邦研究所

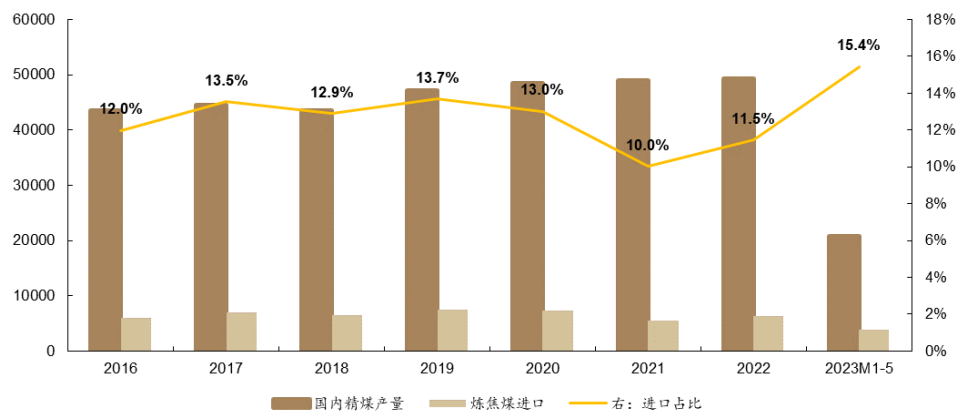
资料来源: Mysteel、德邦研究所

### 3.2. 焦煤: 短期过剩在好转, 长期供给依然缺乏弹性

#### 3.2.1. 下游需求回暖, 短期供需重归平衡

焦煤供给以国内生产为主, 进口补充为辅。我国煤炭资源相对丰富, 焦煤供给以国内生产为主, 进口补充为辅。2022年, 国内炼焦精煤产量为49350万吨, 炼焦煤进口量为6384万吨, 进口占比为11.5%; 2023年1-5月, 国内产量为20730万吨, 进口为3787万吨, 进口占比达到15.4%。

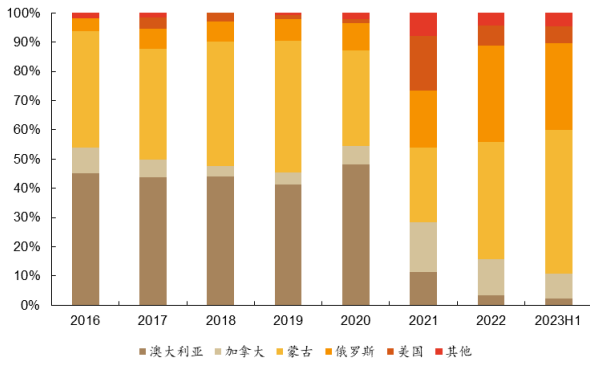
图 20: 焦煤供给以国内生产为主, 进口补充为辅



资料来源: Wind、德邦研究所

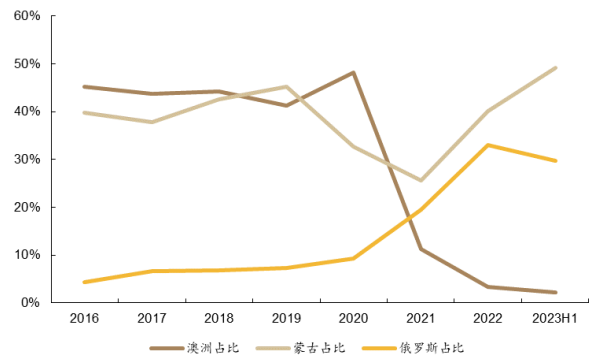
进口来源丰富, 蒙古、俄罗斯为主要进口国。我国焦煤进口数量较为稳定, 2016年以来每年进口量维持在5900-7500万吨之间。焦煤进口数量相对稳定得益于进口来源相对丰富, 不依赖某个单一国家, 我国焦煤主要从澳大利亚、加拿大、蒙古、俄罗斯、美国等国家进口。2020年之前, 澳大利亚、蒙古是我国焦煤的主要进口来源, 占比位列前二。在2021年对澳煤施行禁运之后, 国际焦煤贸易流完成更迭, 俄罗斯成为我国焦煤进口增量的主要补充, 占比大幅提升。截至2023年6月, 蒙古、俄罗斯焦煤占比分别为49.2%、29.7%。

图 21：我国炼焦煤进口来源丰富



资料来源：Wind、德邦研究所

图 22：我国焦煤主要来源的占比变化



资料来源：Wind、德邦研究所

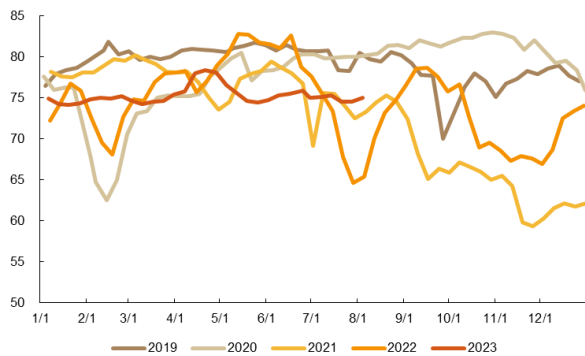
随着需求回暖，短期过剩在好转。2023 年炼焦煤供需压力最大时刻是在 3 月份，此后虽然仍有月度级别过剩，但过剩量整体呈现减少趋势，核心变化在于需求有所提升，且进口量有所下降。由于夏季高温和唐山环保政策趋严等影响，铁水产量有所下滑，但整体处于历史同期高位。同时鉴于下游焦炭、原料煤库存偏低，焦化厂开工率一直保持稳定。随着“金九银十”的到来，预计项目工程开工较多，焦煤需求有支撑。

表 4：炼焦精煤月度供需对比 (万吨)

	有效供应量	净进口量	炼焦用煤量	供需缺口
2023 年 6 月	4174	771	4900	44
2023 年 5 月	4258	668	4912	14
2023 年 4 月	4106	838	4893	51
2023 年 3 月	4539	960	5147	351
2023 年 2 月	3892	691	4739	-156
2023 年 1 月	3935	620	4566	-12

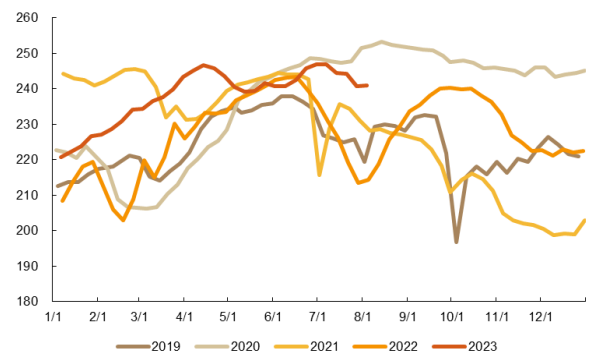
资料来源：中国煤炭资源网、德邦研究所

图 23：国内独立焦化厂 (230 家) 的焦炉生产率 (%)



资料来源：Wind、德邦研究所

图 24：全国日均铁水产量 (万吨)



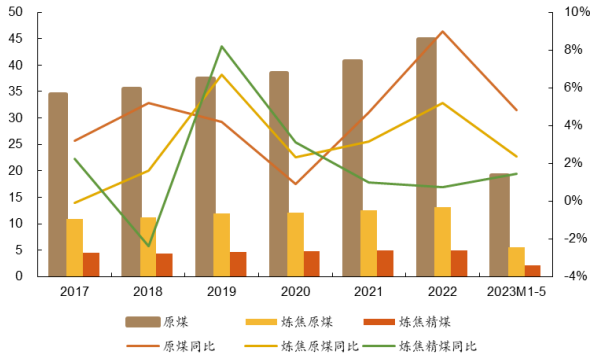
资料来源：Wind、德邦研究所

### 3.2.2. 国内产量保持稳定&进口受到约束，长期增量有限

2021 年保供取得成效，但焦煤产能未得到显著释放。2016 年以来，原煤产量大幅增长，除 2019 和 2020 年以外，原煤产量增速均高于炼焦煤、精煤。截至

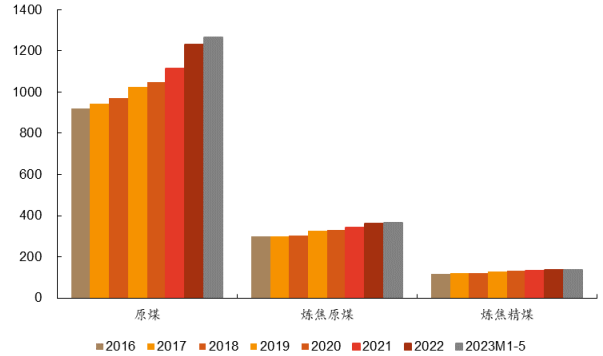
2023年5月底，我国实现原煤产量19.12亿吨，同比增长4.8%；炼焦原煤产量5.53亿吨，同比增长仅2.4%；炼焦精煤产量2.07亿吨，同比增长仅1.5%。2021年之后，原煤与炼焦煤、精煤产量增速差距拉大，主要因为保供推动产能核增，但并未释放焦煤产能。从日均产量来看，2023年前5月的原煤日均产量为1266.2万吨，相较于2020全年的日均产量提升20.6%；2023年前5月的炼焦原煤日均产量366.1万吨，相较于2020全年的日均产量提升10.2%；2023年前5月的炼焦精煤日均产量137.3万吨，相较于2020全年的日均产量仅提升3.6%。

图 25：原煤、炼焦原煤、炼焦精煤产量对比（亿吨，%）



资料来源：Wind、德邦研究所

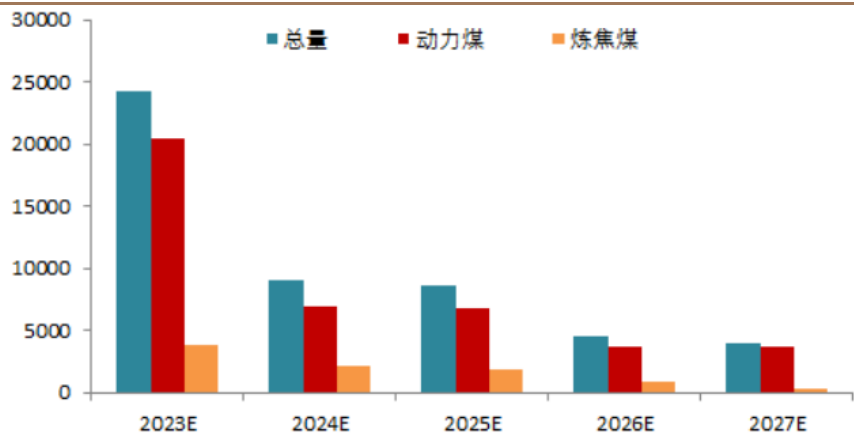
图 26：2016 年以来，不同煤种的日均产量（万吨/天）



资料来源：Wind、德邦研究所

双碳时代下，煤炭新增产能有限，且大部分为动力煤。“双碳”时代，煤炭企业新建煤矿的意愿较低，未来新增产能或逐年递减。根据汾渭报告，2023-2027年全国新增煤炭产能预计50318万吨，其中动力煤新增41535万吨，占总新增产能的82.5%；炼焦煤新增产能8783万吨，占总新增产能的17.5%。由于炼焦煤一般为井工矿，建设周期较长，一般为3-5年。如果算上前期手续审批的时间，炼焦煤投产则需要更长的时间，因此未来国内焦煤产能释放有限。

图 27：2023-2027 年全国煤炭新增产能预测（万吨）

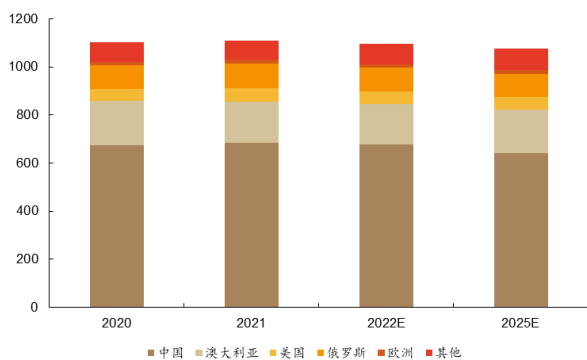


资料来源：汾渭、煤炭资源网、德邦研究所

全球冶金煤供应紧张，我国进口将受到一定程度约束。根据IEA数据，2022年全球冶金煤产量为10.96亿吨，同比减少1.3%；2025年全球冶金煤产量预计为10.78亿吨，2022-2025年CAGR为-0.6%，产量下滑导致供应紧张。贸易方面，IEA预测到2025年全球冶金煤贸易量将继续增长6%。值得注意的是，冶金煤属于稀缺资源，供需双方资源并不匹配，这是导致贸易量增长的核心因素。虽然中国是全球冶金煤需求最大的国家，但国内生产保持稳定，而作为需求较大的印度、日本等国家，自身供给能力相对匮乏，未来将是冶金煤进口的主要国家，我

国冶金煤进口方面或受到挤压，增量空间有限。

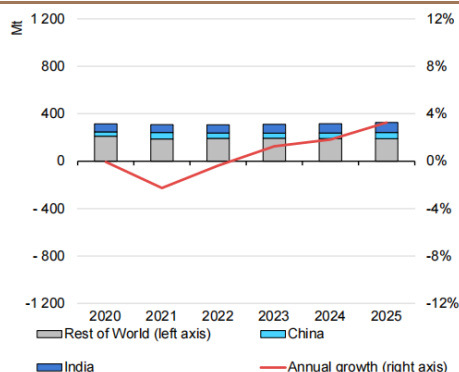
图 28: 2020-2025 年全球冶金煤产量 (百万吨)



资料来源: Wind、德邦研究所

注: 2022 年数据为估算值, 2025 年数据为预测值。

图 29: 2020-2025 年全球冶金煤贸易发展趋势 (百万吨, %)



资料来源: IEA、德邦研究所

## 4. 投资建议: 弹性优先, 分红成长兼具

我们认为 7 月 24 日政治局会议召开后, 煤炭行业基本面和预期有望发生重大变化, 在供给稳健释放后, 需求预期的改善将成为助推板块估值修复的重要因素, 前期受压制的双焦领域修复有望更强, 且中长期看, 低资本开支下的高分红和中国特色估值体系将推动行业估值持续提升, 建议关注:

**双焦弹性。**复苏预期下, 和投资端相关的品种在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹的空间, 且未来在供给端收缩的情况下, 焦炭存在更大的盈利提升空间, 焦炭板块将有望明显受益, 建议关注, **焦炭:** 中国旭阳集团、陕西黑猫、美锦能源、开滦股份; **焦煤:** 潞安环能、盘江股份、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤、兰花科创。

## 5. 风险提示

- 1) 海外经济衰退幅度超预期。
- 2) 国内经济复苏力度不及预期。
- 3) 基建固定资产投资资金使用不及预期。

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。