

# 煤炭开采

证券研究报告  
2019年04月22日

## 需求不弱供给可控，继续看好煤炭板块估值修复

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

彭鑫 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518110002  
pengxin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《煤炭开采-行业专题研究:再论山西能源国改,路在何方?》 2019-04-19
- 2 《煤炭开采-行业研究周报:20190414一周煤炭动向:投机需求坚挺、高炉复产导致焦企库存下滑,焦炭短期乐观》 2019-04-14
- 3 《煤炭开采-行业研究周报:20190407一周煤炭动向:港口发运利润倒挂动力煤价格反弹,焦企利润压缩向上游施压》 2019-04-07

**1. 宏观预期修复,需求不悲观。**3月份经济数据公布,超预期的经济数据使得市场对宏观悲观预期逐渐修复。我们认为宏观数据向微观靠拢,验证我们之前观点 2019 年需求不悲观:3月重点电厂日耗均值 369.7 万吨,同比增加 11.7 万吨;4月上旬重点电日耗 340 万吨,同比增加 12 万吨。我们看好今年的房地产投资和基建。房地产投资方面,去年是新开工特别好,中后端投资施工环节进展比较慢。今年预计新开工这块占比会弱一些,但后端会进一步增强,房地产投资的韧劲在。基建方面,2019 年基建将成为补短板的一个重要手段。2018 年 12 月,中央经济工作会议明确提出,“加大基础设施等领域补短板力度”。紧信用环境下的融资受阻是制约去年基建投资的主要矛盾之一,19 年 1 月社融增速迎来拐点,3 月份社融数据大超预期,经济 19Q2 有望企稳,随着宽信用政策逐步发挥效果以及财政政策方面降增值税税率等实施大规模的减税,基建逐步回升,预计整体需求不弱。

**2. 供给端释放可控。**2019 年 3 月煤炭产量 2.98 亿吨,同比增长 2.7% (未经调整增速为 2.8%),2019 年 Q1 煤炭产量 8.13 亿吨,同比仅增长 552 万吨,增幅 0.68%。2019 年初主产地连续重大矿难,使得超产、安全监察特别严格。另外,榆林地区复产进度缓慢,截止目前陕西榆林共 4 批煤矿复产,合计产能 3.82 亿吨,榆林核定产能 4.8 亿吨,表内产能还有近 1 亿吨未复产,去年产量 6.2 亿吨,表外产能也未复产,目前榆林地区煤管票管控严格,黑煤打击大,产量增量小于年初市场预期。进口端来看,2019 年我国进口煤及褐煤 7463 万吨,同比下降 1%,可以看到进口端管控较为到位,预计今年进口量不会超过去年,因此 2019 年煤炭供给端释放可控。另外,我们通过对在建存续矿井、新建矿井的分析,认为 2020 年后至少 5 年的时间里,新增矿井产量增量有限,供给端保持相对稳定。

**3. 煤价保持高位震荡,继续看好煤炭板块估值修复。**根据上文所述,我们认为下游需求不悲观,宏观预期修复,煤炭供给端释放可控,且 2020 年后目前在建矿井逐步投产完成,新建产能建设周期长,成本高,驱动弱,未来 10 年煤炭供给端增量有限。因为我们认为煤价难以回到过去那么低的水平,未来将总体保持高位震荡。目前煤价在上,而煤炭股估值在历史底部,继续看好煤炭板块估值修复。

**风险提示:**宏观经济大幅下滑,煤价大幅下跌,新增产能大量释放,进口煤放开

## 内容目录

1. 宏观预期修复，需求不悲观 .....	3
2. 供给端释放可控 .....	4
2.1. 在建矿井未来可贡献多少增量? .....	4
2.2. 新建矿井建设周期长、成本高，驱动弱 .....	7
2.2.1. 2014 年以来煤炭行业固定资产投资增速负增长 .....	7
2.2.2. 新建矿井成本高 .....	9
3. 煤价保持高位震荡，继续看好煤炭板块估值修复 .....	9

## 图表目录

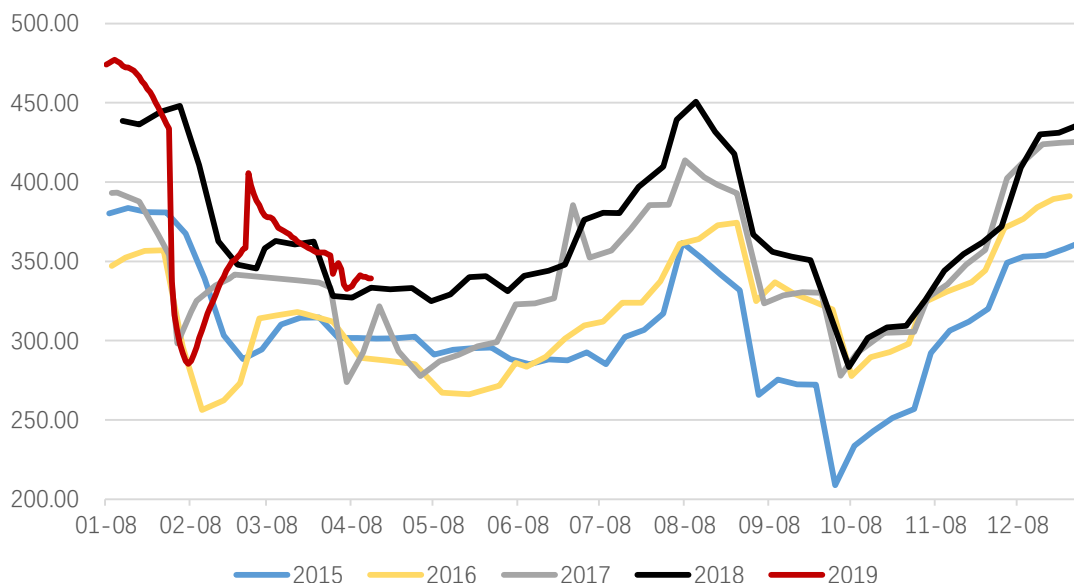
图 1：样本重点电厂日均耗煤（统一口径）-万吨 .....	3
图 2：房屋新开工和施工面积增速（%） .....	3
图 3：基建投资增速自 18 年 3 季度反弹（%） .....	3
图 4：全国重大煤矿安全事故占比 .....	5
图 5：煤炭开采固定资产投资同比增速（%） .....	8
图 6：资本支出与折旧摊销 .....	8
图 7：煤价在上，PE 在下 .....	9
表 1：我国矿井产能情况 .....	4
表 2：未合法化矿井对比 .....	4
表 3：60 万吨以下矿井规模 .....	6
表 4：内蒙古“十三五”期间续建煤矿 .....	6
表 5：2020 年后在建矿井能释放部分有限 .....	7

## 1. 宏观预期修复，需求不悲观

3 月份经济数据公布，超预期的经济数据使得市场对宏观悲观预期逐渐修复：3 月社会融资规模增量 2.86 万亿元，同比增加 1.27 万亿元，预期 1.85 万亿，前值 7030 亿元；新增人民币贷款 1.69 万亿元，同比增加 5700 亿元，预期 1.25 亿元，前值 8858 亿元；M2 余额 188.9 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月高 0.6 个百分点，创 13 个月新高。3 月份制造业 PMI 为 50.5%，比上月上升 1.3 个百分点，重回临界点以上。

我们认为宏观数据向微观靠拢，验证我们之前观点 2019 年需求不悲观：3 月重点电厂日耗均值 369.7 万吨，同比增加 11.7 万吨；4 月上旬重点电日耗 340 万吨，同比增加 12 万吨。

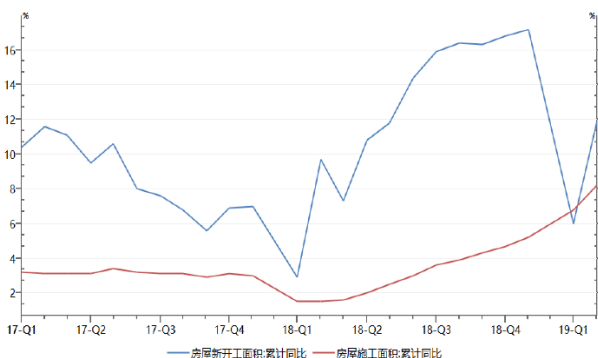
图 1：样本重点电厂日均耗煤（统一口径）-万吨



资料来源：煤炭市场网，天风证券研究所

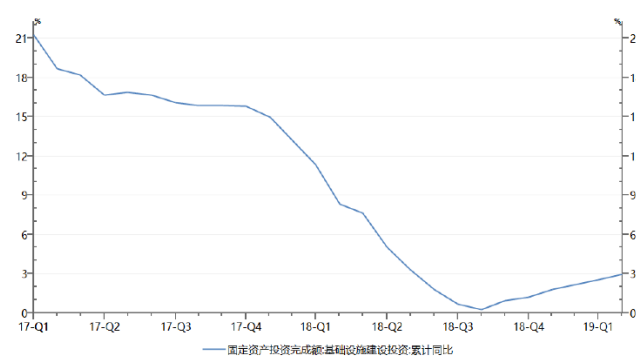
我们看好今年的房地产投资和基建。房地产投资方面，去年是新开工特别好，中后端投资施工环节进展比较慢。今年预计新开工这块占比会弱一些，但后端会进一步增强，房地产投资的韧劲在。基建方面，2019 年基建将成为补短板的一个重要手段。2018 年 12 月，中央经济工作会议明确提出，“加大基础设施等领域补短板力度”。紧信用环境下的融资受阻是制约去年基建投资的主要矛盾之一，19 年 1 月社融增速迎来拐点，3 月份社融数据大超预期，经济 19Q2 有望企稳，随着宽信用政策逐步发挥效果以及财政政策方面降增值税税率等实施大规模的减税，基建逐步回升，预计整体需求不弱。

图 2：房屋新开工和施工面积增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：基建投资增速自 18 年 3 季度反弹（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 供给端释放可控

2019年3月煤炭产量2.98亿吨，同比增长2.7%（未经调整增速为2.8%），2019年Q1煤炭产量8.13亿吨，同比仅增长552万吨，增幅0.68%。2019年初主产地连续重大矿难，使得超产、安全监察特别严格。另外，榆林地区复产进度缓慢，截止目前陕西榆林共4批煤矿复产，合计产能3.82亿吨，榆林核定产能4.8亿吨，表内产能还有近1亿吨未复产，去年产量6.2亿吨，表外产能也未复产，目前榆林地区煤管票管控严格，黑煤打击大，产量增量小于年初市场预期。进口端来看，2019年我国进口煤及褐煤7463万吨，同比下降1%，可以看到进口端管控较为到位，预计今年进口量不会超过去年，因此2019年煤炭供给端释放可控。

另外，我们通过对在建存续矿井、新建矿井的分析，认为2020年后至少5年的时间里，新增矿井产量增量有限，供给端保持相对稳定。

### 2.1. 在建矿井未来可贡献多少增量？

根据国家能源局公布的数据，截止2018年12月底，我国建设煤矿产能合计10亿吨！10亿吨的在建规模着实给人一种未来煤炭产能又将严重过剩的错觉，而实际上这近10亿吨的煤炭产能真实贡献的未来增量的有多少呢？

表1：我国矿井产能情况

	生产煤矿		建设煤矿			
			建设规模		进入联合试运转煤矿	
	个数（处）	产能（亿吨/年）	个数（处）	产能（亿吨/年）	个数（处）	产能（亿吨/年）
截止2018年12月底	3994	35.27	1010	10.3	203	3.71
截止2018年6月底	3816	34.91	1138	9.76	201	3.35
截至2017年12月底	3907	33.36	1156	10.19	230	3.57
截至2017年6月底	4271	34.1	1228	10.53	231	3.68

资料来源：国家能源局，天风证券研究所

#### （1）手续不全或超产至少已释放产能2.8亿吨

对比国家能源局公布的我国各生产矿井产能数据和2018年各省产量数据，我们可以发现陕西省、内蒙古、新疆三省存在大量手续不全或超产的在产产能。具体来看，截止2018年12月陕西省生产矿井产能4.4亿，2018年产量为6.23亿，说明手续不全或超产的在产产能至少有1.8亿（不考虑黑煤未统计进入国家能源局产量口径）。同样，内蒙古至少有7203万吨、新疆至少有1311万吨类似产能。全国类似产能合计为2.8亿吨。这部分产能即使未来“合法化”也无法贡献产量增量。

表2：未合法化矿井对比

省份	截止2018年12月底			产量（万吨）	未合法化矿井（万吨）
	生产矿井（万吨/年）	建设矿井（万吨/年）	联合试运转煤矿（万吨/年）		
北京市	220	0	0	172.6	
河北省	6,672	1,005	0	5505.3	
山西省	96,320	31,225	7,330	89340	
内蒙古	85,395	28,495	12,470	92597.9	7,203
辽宁省	3,964	255	210	3375.9	
吉林省	2,001	60	0	1517.7	
黑龙江省	8,790	2,822	0	5791.6	
江苏省	1,360	45	0	1245.8	

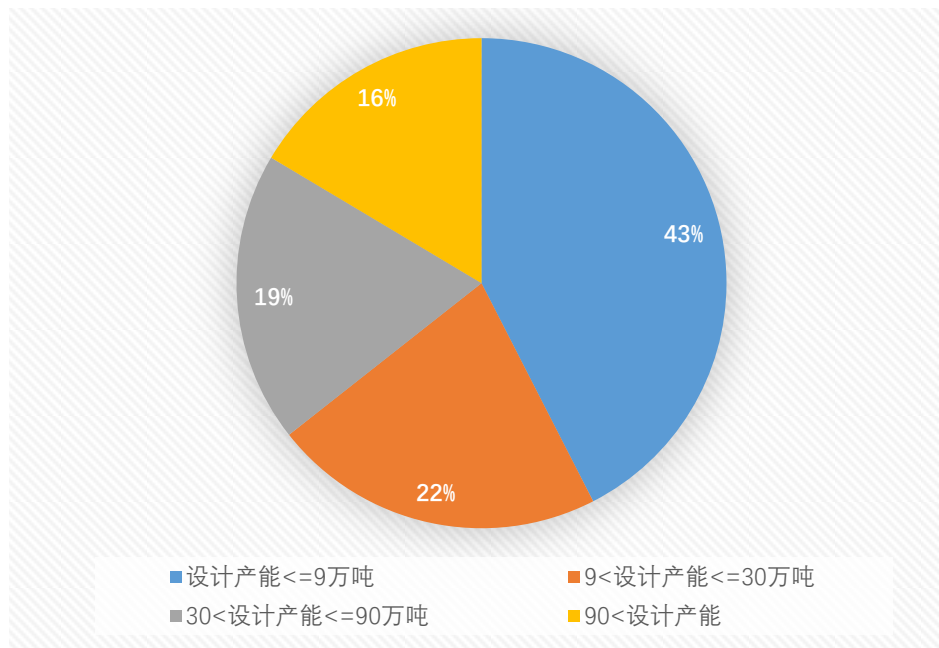
安徽省	13,441	645	0	11529.1	
福建省	549	525	60	917.7	369
江西省	984	9	0	530.5	
山东省	14,748	360	90	12169.4	
河南省	14,638	2,220	75	11366.6	
湖北省	189	144	0	81.9	
湖南省	1,280	84	0	1692.9	413
广西	735	186	0	470.7	
重庆市	1,667	166	0	1187	
四川省	6,152	1,464	27	3516.3	
贵州省	15,727	1,710	90	13917	
云南省	4,214	5,817	2,217	4539.4	325
陕西省	44,378	17,571	10,385	62324.5	17,947
甘肃省	4,744	2,200	330	3575.1	
青海省	715	970	0	773.4	58
宁夏	7,060	5,140	3,700	7416.2	356
新疆	17,726	2,660	90	19037.3	1,311
合计	353,669	105,778	37,074	354,592	27,982

资料来源：能源局截止 2018 年底数据，天风证券研究所

## (2) 在建矿井中 60 万吨以下小矿 2.5 亿吨预计难以投产

地方小煤矿是我国特殊历史年代的产物，在低办矿标准和缺乏规范化管理的条件下，得到较快速的发展。多数小煤矿普遍存在着管理松散、采煤方法和工艺简单、基础设施和设备落后，生产系统不尽可靠、安全技术措施不够完善等现象，这也使得小煤矿成了矿难的高发阵地。

图 4：全国重大煤矿安全事故占比



资料来源：各省安监局，天风证券研究所

未来煤矿向大中型矿井集中是必然趋势。2018 年去产能工作任务要点中提出“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/年以下（不含 30 万吨/年）煤矿；属

于开采范围与国家级自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠的 30 万吨/年以下(不含 30 万吨/年)煤矿,以及福建、江西、湖北、湖南、广西等南方地区 9 万吨/年及以下(含 9 万吨/年)煤矿,纳入 2018 年去产能范围”。国家发改委副主任连维良表示“将加快提高煤炭行业集中度,30 万吨及以下小煤矿将按照‘再退出一批、推动兼并重组一批、涉及保障民生和布局需要的少量保留一批’的原则,该关闭的坚决关闭,该退出的也决不留情。”同时有关部门要严格安全准入,对 4 类煤矿立即停止审核,即(1)新建产能低于 30 万吨/年的矿井;(2)新建和改扩建后产能低于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出矿井;(3)新建采深超 1000 米和改扩建采深超 1200 米的大中型矿井、新建和改扩建采深超 600 米的小型矿井;(4)新建高于 500 万吨/年的煤与瓦斯突出矿井、高于 800 万吨/年的冲击地压或高瓦斯矿井。同时,严把资源整合项目审批关,防止低水平重复建设。近年来新投产的矿井中基本没有 60 万吨以下矿井,随着煤矿安全生产的愈发重视,60 万吨以下的在建矿井预计将长期处于停建或未来退出状态,这部分矿井产能合计 2.3 亿吨。

表 3: 60 万吨以下矿井规模

煤矿产能规模	产能合计(万吨)
9 万吨以下	261
9 万吨-30 万吨	8787
30-60 万吨	13,645
<b>合计</b>	<b>22,693</b>

资料来源:能源局截止 2018 年底数据,天风证券研究所

### (3) 续建项目中有很大一部分为项目配套矿井

经过前期煤炭市场供过于求、煤价低迷的背景下,大多在建产能放弃建设,继续建设产能或新建的产能多为与下游配套的矿井。2017 年 6 月 30 日内蒙古下发的《内蒙古自治区能源发展“十三五”规划》提到未来“十三五”期间,建成投产煤矿项目 35 项,总规模 2.5 亿吨左右。续建煤矿项目 19 项,总规模 1.4 亿吨左右,其中鄂尔多斯 1.2 亿吨、呼伦贝尔 2000 万吨左右。围绕煤电和煤化工基地配套用煤项目,拟新开工并建成煤矿项目 16 项,总规模 1.2 亿吨左右,其中鄂尔多斯新增产能 6500 万吨、锡林郭勒新增产能 4500 万吨、通辽新增产能 600 万吨左右。可以看到,内蒙古“十三五”期间续建煤矿项目中煤化工项目配套矿井 1.2 亿吨,占比高达 86%,这部分产能都就地转化,对全国煤炭市场来说影响有限。

表 4: 内蒙古“十三五”期间续建煤矿

序号	名称	规模/万吨
1	呼伦贝尔市鄂温克旗敏东一矿	500
2	呼伦贝尔市鄂温克旗扎尼河露天矿	600
3	呼伦贝尔市海拉尔区大唐谢尔塔拉露天矿	700
4	准格尔旗开滦集团红树梁煤矿及选煤厂	500
5	准格尔旗华兴能源唐家会煤矿及选煤厂	500
6	国源矿业龙王沟矿井及选煤厂	1000
7	内蒙古同煤鄂尔多斯矿业公司色连一号煤矿及选煤厂	500
8	鄂尔多斯市中北煤化工公司色连二号煤矿及选煤厂	400
9	伊泰煤炭公司塔拉壕煤矿及选煤厂	600
10	中天合创能源有限责任公司葫芦素煤矿及选煤厂	1300
11	中天合创能源有限责任公司门克庆煤矿及选煤厂	1200
12	国电建投内蒙古能源有限公司察哈素煤矿	1000
13	伊泰广联集团红庆河煤矿	1500

14	内蒙古汇能煤电集团尔林兔煤矿	800
15	内蒙古银宏能源开发有限公司泊江海子煤矿	300
16	杭锦旗西部能源开发有限公司红庆梁煤矿	600
17	鄂尔多斯市尧矿转龙王湾煤矿	500
18	皖北煤电公司麻地梁煤矿	600
19	鄂尔多斯永煤矿业投资公司马泰壕煤矿一期	400
<b>总计</b>		<b>13500</b>

资料来源：内蒙古“十三五”规划，天风证券研究所

#### (4) 2020年后目前在建产能中能贡献增量的仅为3000万吨左右

经过上述分析，我们将目前在建矿井中的10.3亿拆解成若干部分：

- (1) 目前手续不全或超产已释放产能部分约2.8亿吨；
- (2) 随着煤矿安全工作的重视以及大型矿井集中度的提高，60万吨以下小矿预计难以准入投产，这部分产能约2.3亿吨；
- (3) 内蒙煤化工项目配套矿井约1.2亿吨。

因此10.3亿在建矿井中约6.3亿难以贡献有效产能增量。根据煤炭工业协会预测，2019年企业排产新增煤炭产量1亿吨左右，以新投产煤矿60%开工率测算，2019年在建矿投产1.7亿吨，假设2020年投产进度和2019年一致，则到2020年末目前近10亿在建产能中能贡献未来增量的十分有限，预计仅在3000万吨左右。

表5：2020年后在建矿井能释放部分有限

	建设产能（亿吨）
在建矿井	10.3
(1) 手续不全或超产至少已释放产能	2.8
(2) 60万吨以下小矿预计难以准入投产	2.3
(3) 内蒙煤化工项目配套矿井	1.2
<b>在建矿井中难以贡献增量部分</b>	<b>6.3</b>
(4) 2019年全年投产（产能口径）	1.7
(5) 2020年全年投产（产能口径）	1.7
<b>2020年在建产能部分剩余</b>	<b>0.3</b>

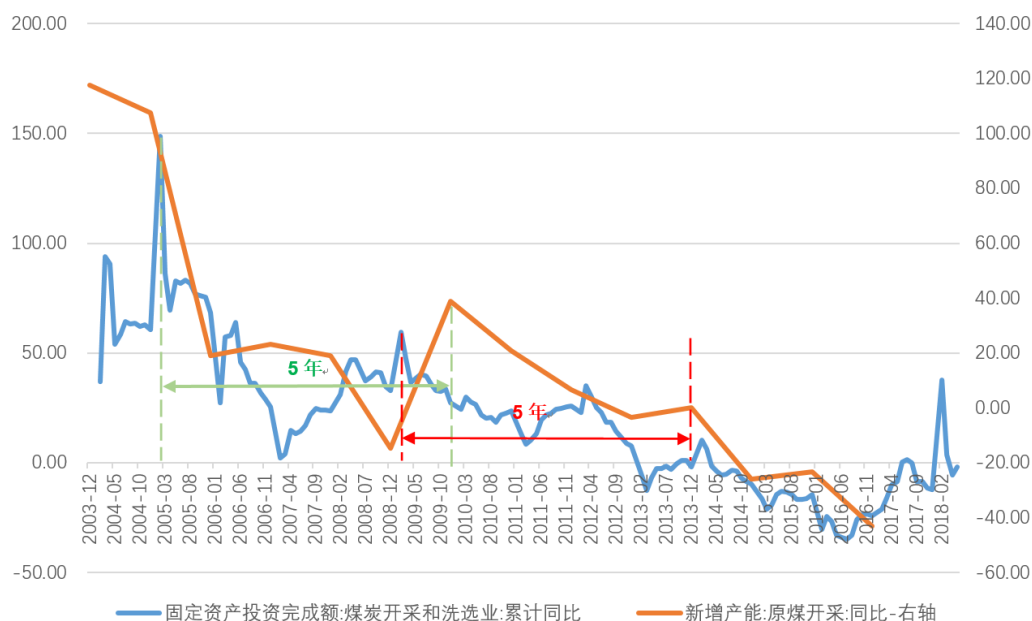
资料来源：国家能源局，内蒙古“十三五”规划，天风证券研究所

## 2.2. 新建矿井建设周期长、成本高，驱动弱

### 2.2.1. 2014年以来煤炭行业固定资产投资增速负增长

从历史数据来看，行业固定资产投资增速变化领先于新增产能变化5年左右，对应煤矿建设周期5年时间。受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌影响，2014年以来煤炭开采和洗选业固定资产投资均为负增长。2018年2月行业固定资产投资同比由负转正，随后在增速在正负之间转换，2018年10月开始行业固定资产增速才保持5%左右较为稳定的水平。

图 5：煤炭开采固定资产投资同比增速（%）



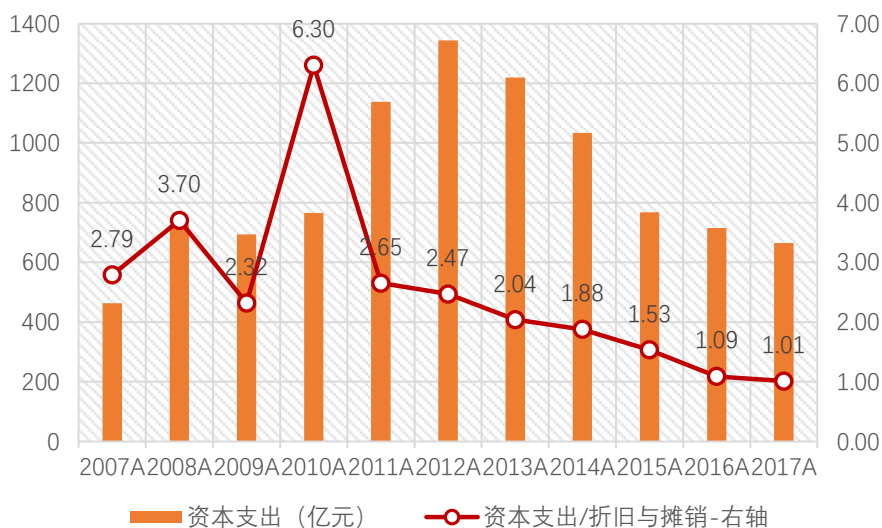
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为这部分固定资产投资主要用于设备更迭和煤矿安全维护。我们统计了上市煤企 2007 年以来“资本支出”情况，发现从 2013 年开始上市煤企资本支出金额开始下滑，其中 2013-2015 年间下滑速度较快，2016-2017 年下滑减速，减速原因为目前“资本支出”已在低位，历史对比来看处于近 10 年来的最低水平。

“资本支出”简单来讲即为企业的投资支出，企业进行连续投资主要目的有两类：

(1) 弥补折旧与摊销，(2) 增加再投资，扩大净经营性资产规模；即我们通常所讲的“资本支出=净经营长期资产增加+折旧摊销”。将“资本支出”与“折旧与摊销”这两个数据进行比较，发现“资本支出/折旧与摊销”从 2010 年的 6.30 下降至 2017 年的 1.01，即目前上市煤企的资本支出数额基本只覆盖折旧摊销数额，换言之目前煤企的资本支出以维持简单再生产为主。

图 6：资本支出与折旧摊销



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年国土部出台的《关于支持煤炭钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中提出：从 2016 年起，3 年内停止煤炭划定矿区范围审批。虽然在煤炭去产能任务大头落地，煤炭



供给偏紧的情况下，2018年5月自然资源部发布煤炭政策调整通知，原“2016年起，3年内停止煤炭划定矿区范围审批”的规定提前停止执行。以煤矿5年建设周期来看，即使2018年下半年马上新批矿井，在2023年前也难以贡献增量。

### 2.2.2. 新建矿井成本高

以发改委2019年批复的内蒙古查干淖尔矿区查干淖尔一号井、新疆苇子沟煤矿一期工程、新疆准东五彩湾矿区一号矿井一期工程项目等三个项目为例，三个矿井的产能分为500万吨/年、240万吨/年、600万吨/年，项目总投资（不含矿业权费用）分别为31.64亿元、19.83亿元以及36.14亿元，测算出吨建设成本为632.8元/吨、826.25元/吨、602.33元/吨，另外还有采矿权价款和产能置换成本等。

综合来看，2020年后目前在建矿井逐步投产完成，新建产能建设周期长，成本高，驱动弱，未来10年煤炭供给端增量有限。

## 3. 煤价保持高位震荡，继续看好煤炭板块估值修复

根据上文所述，我们认为下游需求不悲观，宏观预期修复，煤炭供给端释放可控，且2020年后目前在建矿井逐步投产完成，新建产能建设周期长，成本高，驱动弱，未来10年煤炭供给端增量有限。因为我们认为煤价难以回到过去那么低的水平，未来将总体保持高位震荡。目前煤价在上，而煤炭股估值在历史底部，继续看好煤炭板块估值修复。

图7：煤价在上，PE在下



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com