



Research and
Development Center

紧平衡叠加边际成本定价，焦煤价格中枢高位运行

煤炭行业研究

2019年05月24日

左前明 煤炭行业首席分析师

周 杰 研究助理

王志民 研究助理

证券研究报告

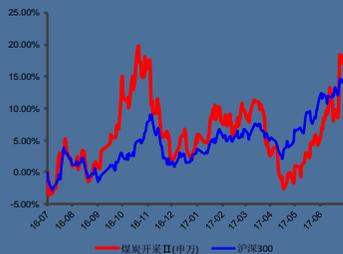
行业研究

煤炭行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2018.12.10

煤炭行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

左前明 煤炭行业首席分析师
 执业编号: S1500518070001
 联系电话: +86 10 83326795
 邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 研究助理
 联系电话: +86 10 83326797
 邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 研究助理
 联系电话: +86 10 83326951
 邮箱: wangzhimin@cindasc.com

紧平衡叠加边际成本定价, 焦煤价格中枢高位运行

2019年05月24日

本期内容提要:

- ◆ **1、资源储量较低叠加高开发强度下, 我国焦煤资源稀缺性将更加突出。** 在世界煤炭资源中褐煤占比 1/3 以上, 在硬煤 (包括烟煤和无烟煤) 资源中, 炼焦煤不足资源量的 1/10; 我国炼焦煤查明资源储量 3037.34 亿吨, 其中, 气煤和 1/3 焦煤占比 45.73%, 焦煤占比 23.61%, 我国炼焦煤资源储量结构分布不均衡, 炼焦配煤所占比重过大, 主焦煤资源较为稀缺。另一方面, 从开采强度来看, 截止 2016 年底, 世界炼焦精煤产能约为 11.71 亿吨, 其中, 中国炼焦精煤产能约为 7.07 亿吨, 占世界炼焦精煤产能的 60.4%; 世界炼焦精煤产量约为 9.22 亿吨, 其中, 中国炼焦精煤产量约为 5.04 亿吨, 占世界炼焦精煤产量的 54.66%。我国炼焦煤产能及产量均居世界首位, 资源开采强度过大, 其未来稀缺性将更为突出。
- ◆ **2、受全球经济下行影响, 钢铁增产放缓, 焦煤消费大概率保持平稳。** 全球 PMI 指数见顶回落, 欧、美、日增速下行, 中国制造业受经济下行以及贸易摩擦影响, 房地产及制造业景气度的低迷将直接导致上游钢材需求减弱。从全球未来需求增量来看, 粗钢消费量增长将主要由几个新兴市场带动, 而中国作为全球最大的粗钢消费国, 由于房地产及基础设施建设较之前有所放缓, 我们预计粗钢消费量将在 2019 年保持稳定, 从 2020 年开始或将逐渐减少, 未来中国钢铁产量增速或将被印度等其他新兴市场超越。
- ◆ **3、焦煤供需紧平衡叠加边际成本定价, 支撑价格中枢高位运行。** 在煤-焦-钢产业链中, 一般来说, 钢铁价格上涨引起焦炭价格的上涨, 继而引起焦煤价格的上涨, 反之亦然; 且各个节点的利润分配整体来看是较为稳定的, 煤-焦-钢产业链的价格领先时间在 1-2 个月之间。现阶段, 螺纹钢、焦炭和焦煤价格差处于历史平均水平, 在不考虑外界进口焦煤大幅波动因素下, 炼焦煤供需紧平衡, 焦煤价格大概率继续高位运行。另一方面, 我国山西地区煤炭开采成本较低, 但安徽、河南等地开采成本较高, 在边际成本定价模式下, 将使煤价中枢长期抬升, 西南和中南地区的高成本需求将成为全国煤价维持高位的重要因素, 且 16 年以来焦煤库存去化效果显著, 低库存导致中间调节弹性不足, 加剧焦煤供需的错配问题, 支撑价格中枢高位运行。
- ◆ **4、重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。** 从市值/储量比的情况来看, 西山煤电、盘江股份、平煤股份位居前三; 从吨煤净利来看, 开滦股份、盘江股份、淮北矿业位

居前三;从市净率(PB)看,平煤股份、冀中能源、西山煤电位居前三;从净资产收益率(ROE)来看,淮北矿业、盘江股份、开滦股份位居前三。在综合考虑资产收益、业务结构、当前估值水平以及未来资产注入潜力的基础上,且未来19、20年去产能影响较大区域在我国西南部的云贵川地区,以及两湖一江地带,重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。

- ◆ **风险因素:** 一是宏观经济大幅度放缓、失速;二是下游非电力部门政策性限产。

目录

一、国际焦煤资源赋存较为稀缺	1
二、资源储量较低叠加高开发强度下，我国焦煤资源稀缺性更加凸显	3
三、受全球经济下行影响，钢铁增产放缓，焦煤消费大概率保持平稳	11
四、焦煤供需平衡叠加边际成本定价，支撑价格中枢高位运行	16
五、重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司	21
六、分析结论	25
七、风险因素	26

表目录

表 1: 2010-2016 年世界主要炼焦精煤生产国产量情况 (万吨)	2
表 2: 2011-2016 年全国分煤种炼焦煤原煤产量情况 (万吨)	6
表 3: 2017、2018 年全球主要国家粗钢产量	11
表 4: 焦煤上市公司资源储量情况 (收盘日期: 5 月 22 日)	21
表 5: 煤炭业务营业收入占比情况	22
表 6: 煤炭业务毛利占比情况	22
表 7: 吨煤盈利能力情况	23
表 8: 煤炭资产注入潜力以及在在建产能情况	23
表 9: 2018 年主要焦煤公司财务指标情况	24
表 10: 主要焦煤公司估值情况 (收盘日期: 5 月 22 日)	24

图目录

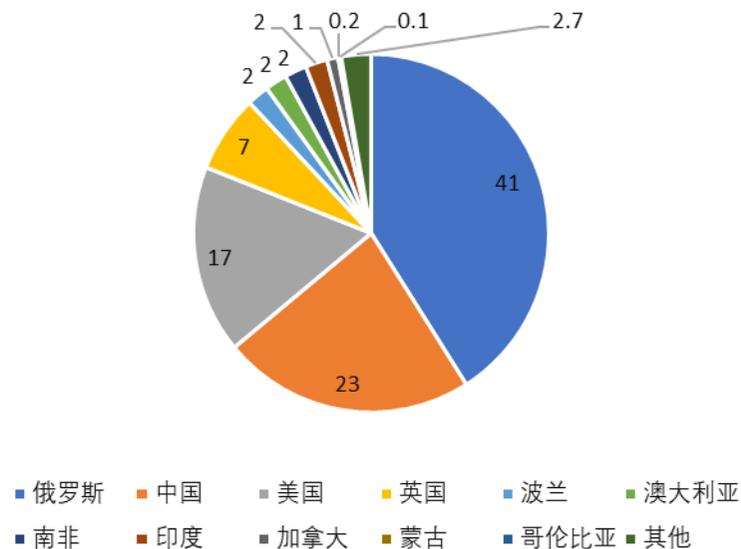
图 1: 世界炼焦煤资源主要分布在俄罗斯、中国、美国、英国 (%)	1
图 2: 中国炼焦煤产能占世界炼焦煤产能的 60.4% (%)	2
图 3: 除山西外炼焦煤绝大多数资源分布在中东部资源匮乏且条件恶劣省份 (亿吨)	3
图 4: 我国优质焦煤查明资源储量占比较低 (%)	4
图 5: 截至 2017 年初我国优质焦煤产能占比较低	5
图 6: 全国炼焦精煤产量整体呈现下滑趋势	5
图 7: 中国炼焦煤对国外进口量依存较高	7
图 8: 中国炼焦煤出口量始终维持较低水平	8
图 9: 产地、消费地、中转地炼焦煤库存逐渐下降	8
图 10: 下游企业炼焦煤库存量自 18 年下半年开始呈逐步增加趋势 (万吨)	9
图 11: 生产企业炼焦煤库存量基本持平 2012 年水平 (万吨)	10
图 12: 16 年下半年以来炼焦煤库存量整体水平较低 (万吨)	10
图 13: 2018 年全球各主要国家及地区粗钢产量分布 (亿吨)	11
图 14: 2015-2019 年 2 月中国房地产开工及销售情况	12
图 15: 2015-2019 年 1 月全球 PMI 指数走势	13
图 16: 澳大利亚工业、创新与科学部预计 2020 年全球粗钢产量增加到 18 亿吨	14
图 17: 主要炼焦煤进口国铁水产量 (百万吨)	15
图 18: 主要钢铁生产国炼焦煤进口量情况 (百万吨)	15
图 19: 螺纹钢的价格较焦煤、焦炭价格领先 (元/吨)	17
图 20: 螺纹钢、焦炭和焦煤价格差处于历史平均水平 (元/吨)	17
图 21: 我国炼焦煤供给由过剩转为偏紧，库存持续下降，焦煤价格高位稳定运行 (万吨)	19
图 22: 2016 年下半年开始，炼焦煤供需缺口逐步加大 (%)	19
图 23: 边际成本定价下，焦煤价格或将持续高位运行	20

一、国际焦煤资源赋存较为稀缺

1、国际炼焦煤资源储量较为稀缺

在世界煤炭资源中，各类煤的分布不均衡，焦煤资源较为稀缺。据 CCTD 估计，世界煤炭资源中褐煤占 1/3 以上，在硬煤（包括烟煤和无烟煤）资源中，炼焦煤不足资源量的 1/10。在总量约 13430 亿吨的炼焦煤资源中，肥煤、焦煤和瘦煤约占 1/2，其经济可采储量约有 5500 亿吨-6000 亿吨，其中，低灰、低硫的优质炼焦煤资源仅有约 800 亿吨，优质资源较为稀缺。

图 1：世界炼焦煤资源主要分布在俄罗斯、中国、美国、英国（%）



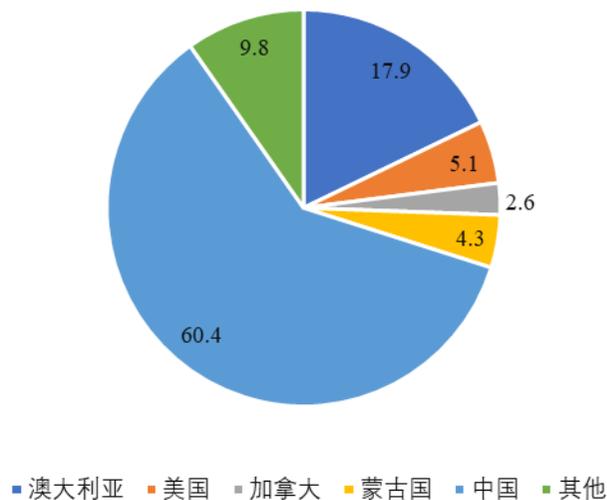
资料来源：CCTD 信达证券研发中心

世界可采储量炼焦煤资源的 80%集中在俄罗斯(41%)、中国(23%)和美国(17%)三个国家，其余国家占比较小，英国约占 7%，澳大利亚、波兰、南非和印度分别约占 2%，加拿大约占 1%，其他国家约占 3%。

2、中国是世界炼焦煤开采强度最大的国家

截至 2016 年底，世界炼焦精煤产能约为 11.71 亿吨，其中，中国炼焦精煤产能约为 7.07 亿吨，占世界炼焦精煤产能的 60.4%，澳大利亚炼焦精煤产能约为 2.10 亿吨，占世界炼焦精煤产能的 17.9%，澳大利亚和中国炼焦精煤产能合计占世界炼焦精煤产能的 78.3%。

图 2: 中国炼焦煤产能占世界炼焦煤产能的 60.4% (%)



资料来源: CCTD 信达证券研发中心

2017 年世界炼焦精煤产量约为 10.40 亿吨, 其中, 中国炼焦精煤产量约为 4.46 亿吨, 占世界炼焦精煤产量的 42.88%, 澳大利亚炼焦精煤产量约为 1.99 亿吨, 占世界炼焦精煤产量的 19.13%, 澳大利亚和中国炼焦煤产量合计占世界炼焦精煤产量的 62.01%。

表 1: 2010-2016 年世界主要炼焦精煤生产国产量情况 (万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
世界	99605	104415	106416	109650	109864	104187	92191
澳大利亚	16293	14671	14694	17349	18930	19306	19900
美国	6865	8166	8130	7786	7272	5737	5182
加拿大	2815	2945	3109	3406	3105	2714	2641
俄罗斯	6688	6536	7277	7380	7632	7795	8050
蒙古国	1936	2372	2198	2264	2139	1951	2805
中国	56117	61219	62773	62554	61577	57191	50387

资料来源: IEA、CCTD 信达证券研发中心

注: 蒙古国为炼焦煤

二、资源储量较低叠加高开发强度下，我国焦煤资源稀缺性更加凸显

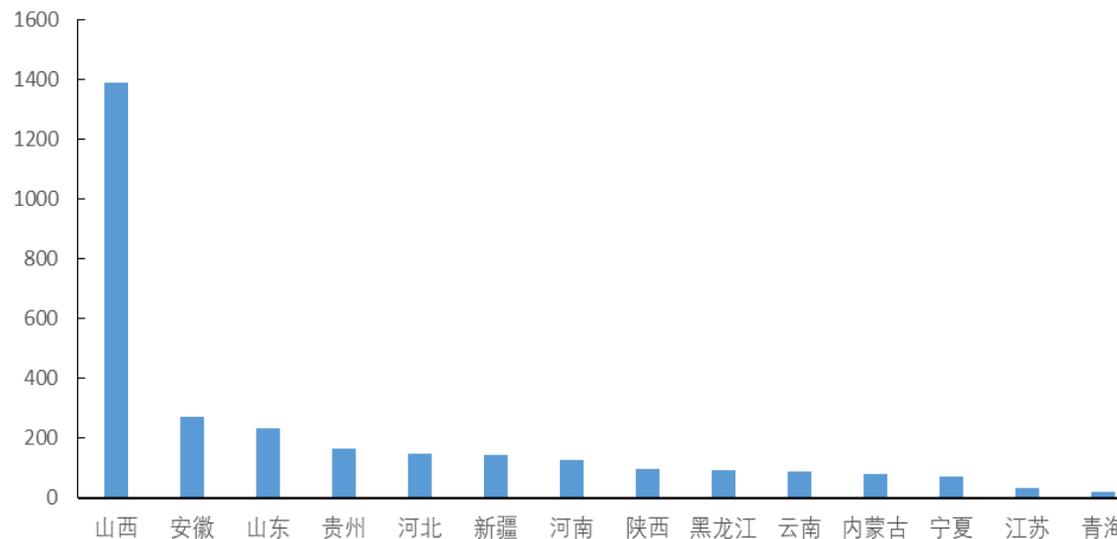
1. 我国炼焦煤资源稀缺性较为突出且开发条件较差

1.1 我国炼焦煤资源储量较低

根据《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》（以下简称《规定》）所称的特殊和稀缺煤类，是指具有某种煤质特征、特殊性能和重要经济价值，资源储量相对较少的煤炭种类，包括肥煤、焦煤、瘦煤和无烟煤等。《规定》显示第六条国家对特殊和稀缺煤类实行生产总量控制，并加强规划管理，优化开发布局。第十条新建大中型特殊和稀缺煤类煤矿投产后 10 年内，原则上不得通过改扩建、技术改造（产业升级）、资源整合（兼并重组）和生产能力核定等方式提高生产能力。

我国炼焦煤查明资源储量 3037.34 亿吨，其中，基础储量 914.36 亿吨、资源量 2122.98 亿吨。其中，山西炼焦煤查明资源储量 1387 亿吨，占比 47%，其余省份炼焦煤赋存条件较差，多为高瓦斯、地质灾害严重矿井且井型规模较小。

图 3：除山西外炼焦煤绝大多数资源分布在中东部资源匮乏且条件恶劣省份（亿吨）

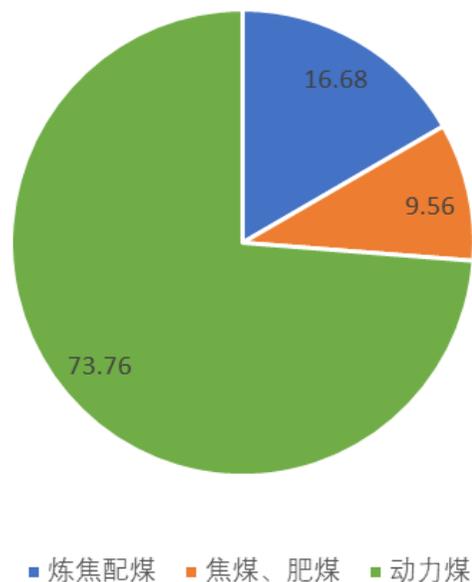


资料来源：CCTD 信达证券研发中心

1.2 我国优质焦煤资源赋存较少、占比较低

炼焦煤属于中、高变质烟煤，我国炼焦煤资源储量有限，炼焦煤资源结构性矛盾十分突出，炼焦煤的主要煤种焦煤、肥煤的探明储量相对较低，气煤、瘦煤等炼焦配煤煤种所占比重相对较大。目前，全国炼焦煤查明资源储量 3037.34 亿吨，其中，气煤和 1/3 焦煤占比 45.73%，焦煤占比 23.61%，我国炼焦煤资源储量结构分布不均衡，炼焦配煤所占比重过大，优质焦煤赋存较少、占比较低。

图 4：我国优质焦煤查明资源储量占比较低（%）



资料来源：CCTD 信达证券研发中心

2. 我国炼焦煤资源开采强度较大，未来新增产能有限

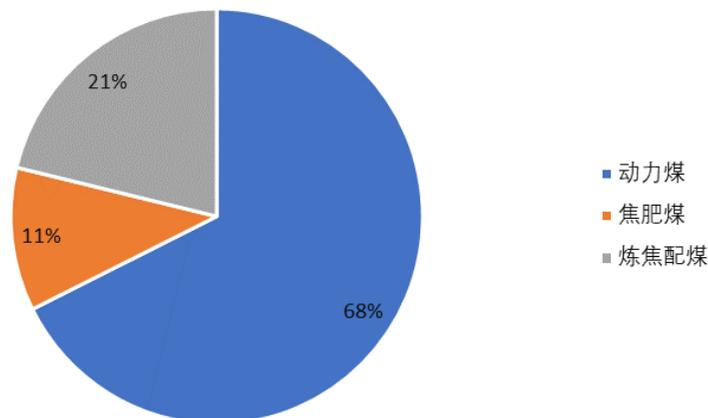
2.1 我国炼焦煤产能基本情况

2016 年炼焦煤退出产能 1 亿吨以上，2017 年初全国炼焦煤实际产能 15 亿吨。

2016 年我国炼焦煤关闭退出产能 1 亿吨以上，据 CCTD 不完全统计，除内蒙、吉林、江苏、江西、重庆、新疆六省份外，全

国炼焦煤矿井 2016 年退出产能为 9362 万吨。截止 2017 年初全国炼焦煤产能为 17 亿吨，其中在建产能 1.7 亿吨，已形成产能 15 亿吨。

图 5: 截至 2017 年初我国优质焦煤产能占比较低



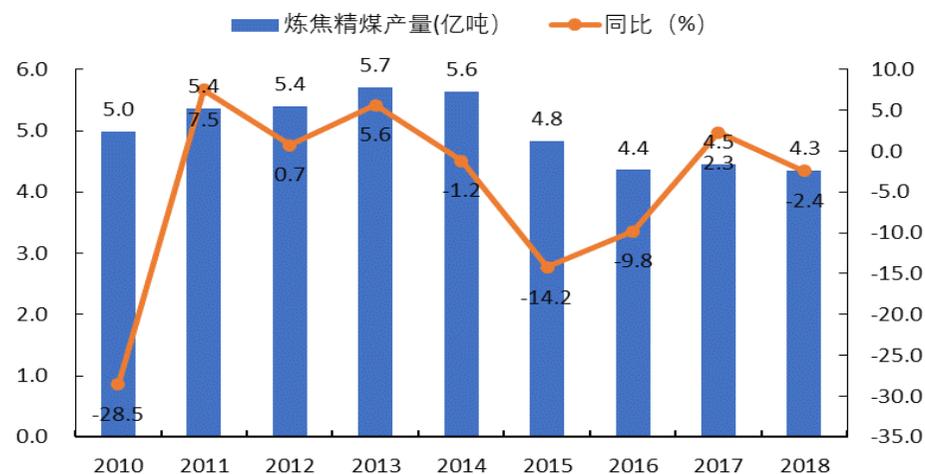
资料来源: CCTD 信达证券研发中心

煤炭去产能不局限于已形成产能的生产、改扩建、停产等矿井，对于长期停建的在建矿井和规模较小、不符合未来发展规划的新建未开工矿井均纳入到去产能范围。2016 年退出的在建矿井产能为 195 万吨，退出已形成产能为 9113 万吨。截止 2017 年初全国炼焦煤产能为 17 亿吨，其中在建产能 1.7 亿吨，已形成实际产能 15 亿吨。

2.2 我国炼焦煤产量基本情况

全国炼焦煤产量现状。“十二五”期间受经济持续下滑，需求低迷，产能过剩问题凸显，炼焦煤产量增速持续放缓，自 2014 年开始出现负增长，整体趋势呈现下滑趋势，2018 年炼焦精煤产量 4.3 亿吨左右，同比下滑 2.4%。

图 6: 全国炼焦精煤产量整体呈现下滑趋势



资料来源: CCTD 信达证券研发中心

分煤种来看, 贫瘦煤、1/3 焦、气煤等煤质较差, 降速明显快于其他煤种。根据 CCTD 最新数据, 2016 年贫瘦煤降幅在 9.9% 左右, 1/3 焦煤降幅在 12% 左右, 气煤与其他分不出牌号煤种降幅在 15-20% 左右。

表 2: 2011-2016 年全国分煤种炼焦煤原煤产量情况 (万吨)

煤种		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
合计	产量	124707	129530	128947	128063	123347	109125
	同比增速	2.2%	3.9%	-0.5%	-0.7%	-3.7%	-11.5%
贫瘦	产量	9874	11692	9920	10802	10627	9576
	同比增速	10.2%	18.4%	-15.2%	8.9%	-1.6%	-9.9%
瘦煤	产量	8052	6741	6781	6609	6374	5822
	同比增速	11.2%	-16.3%	0.6%	-2.5%	-3.6%	-8.7%
焦煤	产量	25221	27765	24876	26887	27531	25642
	同比增速	5.1%	10.1%	-10.4%	8.1%	2.4%	-6.9%
肥煤	产量	10894	11472	11816	10612	9851	9057
	同比增速	-10.6%	5.3%	3.0%	-10.2%	-7.2%	-8.1%
1/3 焦	产量	16912	16120	17844	16863	15884	13971
	同比增速	0.0%	-4.7%	10.7%	-5.5%	-5.8%	-12.0%
气肥	产量	8834	6237	8964	11587	12105	11092

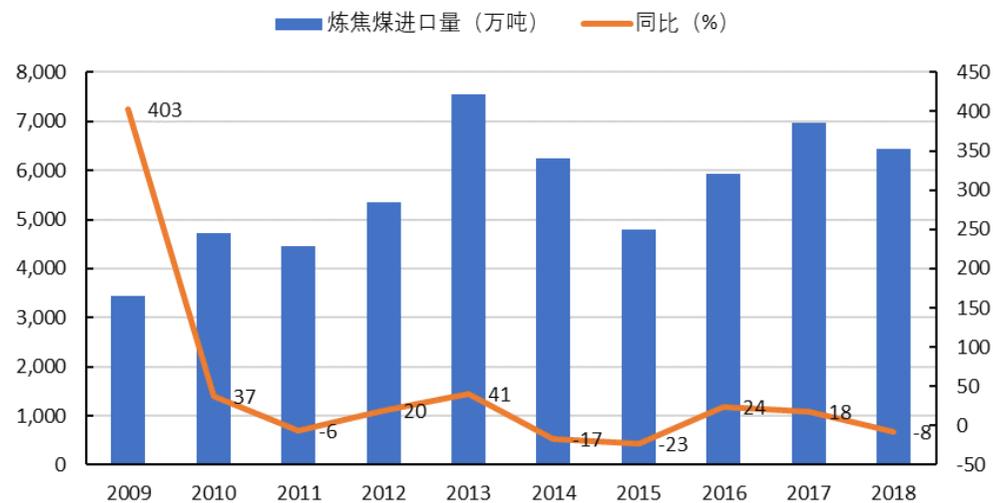
	同比增速	8.3%	-29.4%	43.7%	29.3%	4.5%	-8.4%
气煤	产量	41629	45544	43249	41077	38394	31895
	同比增速	-0.2%	9.4%	-5.0%	-5.0%	-6.5%	-16.9%
其他	产量	3290	3960	5497	3625	2582	2070
	同比增速	13.5%	20.3%	38.8%	-34.1%	-28.8%	-19.8%

资料来源: CCTD 信达证券研发中心

3. 18 年我国炼焦煤进口量下降 7.6% 左右

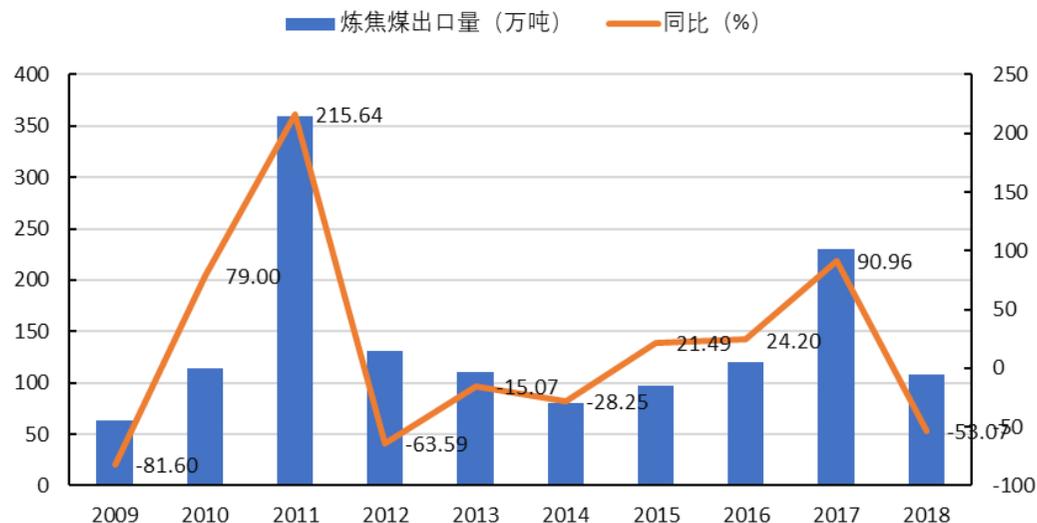
“十二五”期间，由于煤炭行业固定资产投资大幅提升，我国炼焦煤产量逐渐满足社会消费需求，炼焦煤进口量自 2013 年达到高峰 7539 万吨，同比增速高达 40.7%，之后炼焦煤进口量开始逐渐回落。2018 年炼焦煤进口量约 6443 万吨，同比下降 7.6% 左右，净进口量约 6335 万吨，同比下降 6.04%。

图 7: 中国炼焦煤对国外进口量依存较高



资料来源: CCTD 信达证券研发中心

由于我国炼焦煤下游需求较大且产量有限，我国炼焦煤出口量始终维持较低水平，2018 年出口量更是下降到 108 万吨，大幅下降 53% 左右。

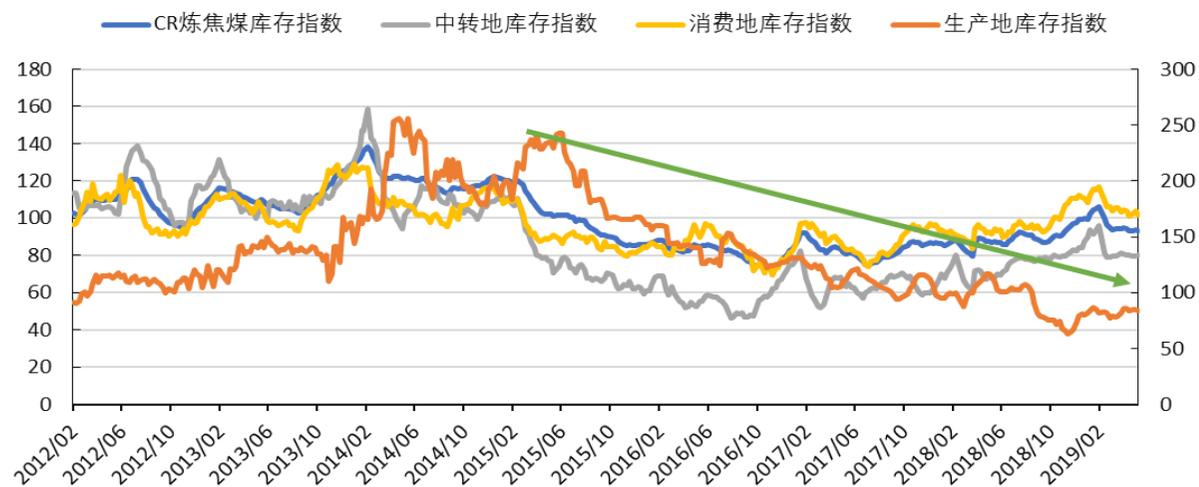
图 8：中国炼焦煤出口量始终维持较低水平


资料来源: CCTD 信达证券研发中心

4、焦煤库存去化效果显著，低库存导致中间调节弹性不足

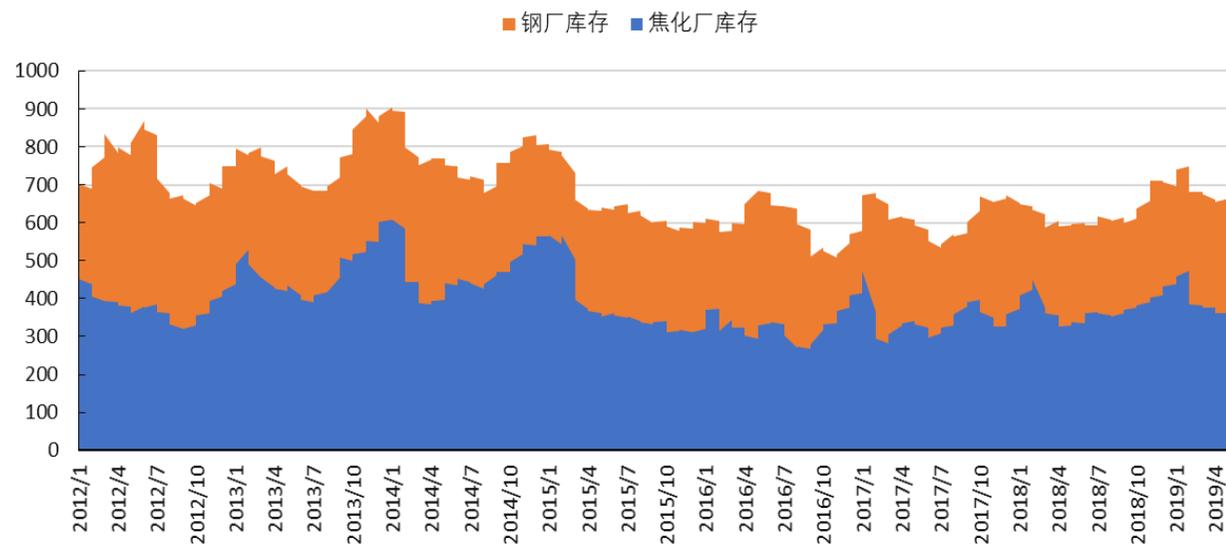
从焦煤库存来看，2019年3月全社会炼焦煤库存量低至843万吨，低于3029万吨的历史平均水平。2008年的“4万亿”计划，导致我国固定资产投资快速提升，工业产能得到爆发式扩张，直接导致钢铁等工业品严重产能过剩，在14-15年社会主要以消化库存为主，焦煤消费量出现负增长，焦煤价格大幅下降。经过14-15年煤炭价格过低的行业背景下，焦煤企业基本处于全行业亏损状态，焦煤行业产能自然出清，2016年开始焦煤的社会库存得以消化。截至2019年3月我国全社会炼焦煤库存量为843万吨，低于市场历史3029万吨的平均水平，低库存带来的弹性不足或将加剧煤炭供需的错配问题。

图 9：产地、消费地、中转地炼焦煤库存逐渐下降

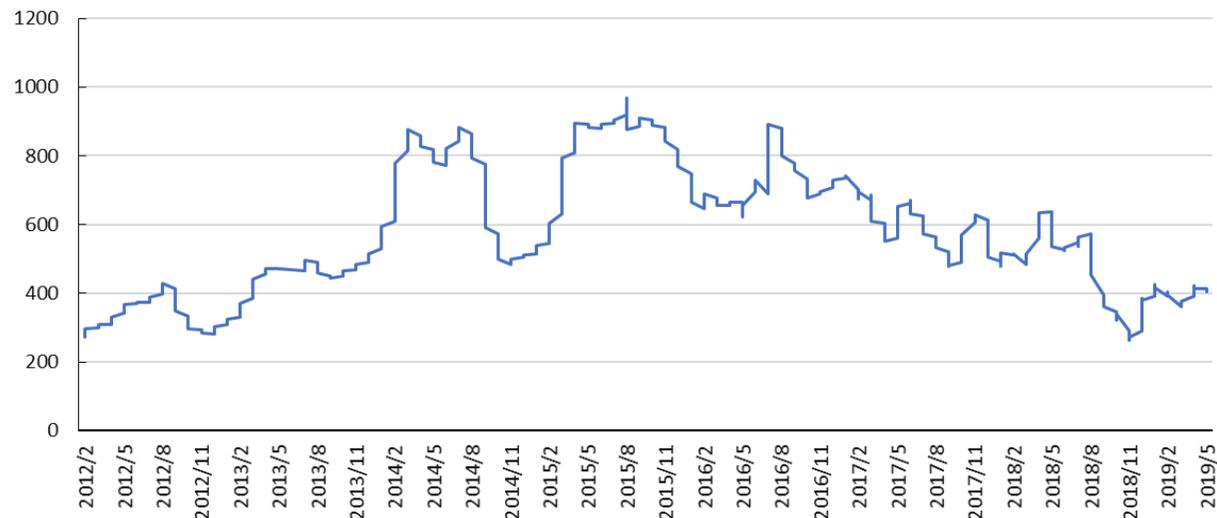


资料来源：中国煤炭资源网 信达证券研发中心

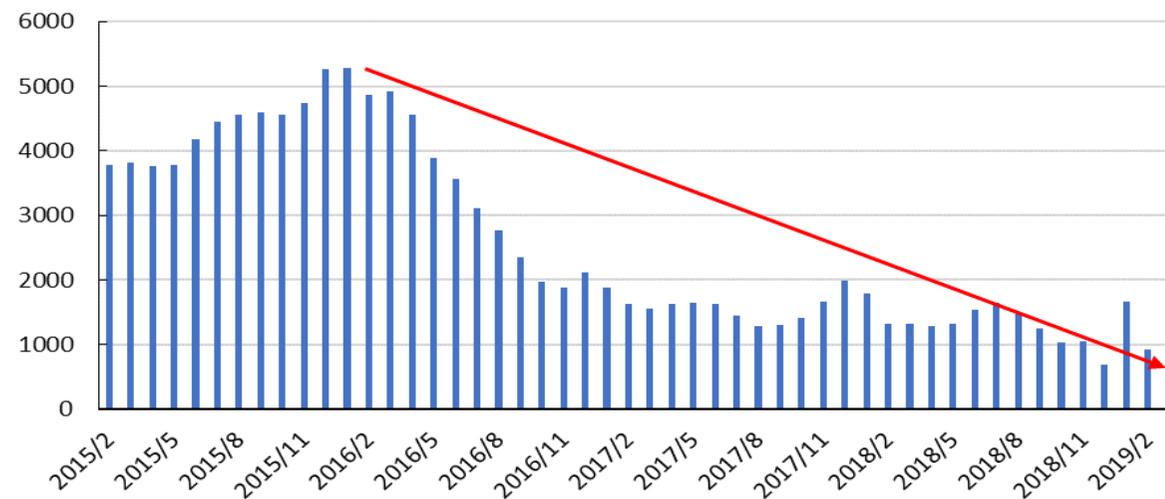
图 10：下游企业炼焦煤库存量自 18 年下半年开始呈逐步增加趋势（万吨）



资料来源：中国煤炭资源网 信达证券研发中心

图 11: 生产企业炼焦煤库存量基本持平 2012 年水平 (万吨)


资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

图 12: 16 年下半年以来炼焦煤库存量整体水平较低 (万吨)


资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

三、受全球经济下行影响，钢铁增产放缓，焦煤消费大概率保持平稳

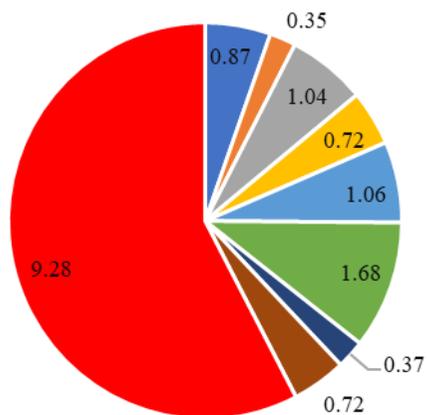
1、2018 年全球钢铁产量小幅增长

根据国际钢铁协会最新数据，2018 年全球粗钢总产量达到 17.88 亿吨，同比增长 4.68%。其中，中国地区粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 11.61%。此外，印度、美国、俄罗斯、韩国等国家粗钢产量均同比上涨。

从全球粗钢供给结构来看，中国地区占比总供给量的 51.90%。此外，日本、欧盟、印度、美国合计占比 26.06%。

图 13: 2018 年全球各主要国家及地区粗钢产量分布 (亿吨)

■ 美国 ■ 巴西 ■ 日本 ■ 韩国 ■ 印度 ■ 欧盟28国 ■ 土耳其 ■ 俄罗斯 ■ 中国



资料来源: WorldSteel, 信达证券研发中心整理

表 3: 2017、2018 年全球主要国家粗钢产量

国家	2018 (亿吨)	2017 (亿吨)	同比增长率 (%)
中国	9.28	8.23	11.61
日本	1.04	1.05	-0.32
印度	1.06	1.01	4.94
美国	0.87	0.82	6.23
俄罗斯	0.72	0.71	0.26

韩国	0.72	0.71	2.02
德国	0.42	0.43	-1.99
土耳其	0.37	0.38	-0.57
巴西	0.35	0.34	1.08
欧盟 28 国	1.68	1.68	-0.50

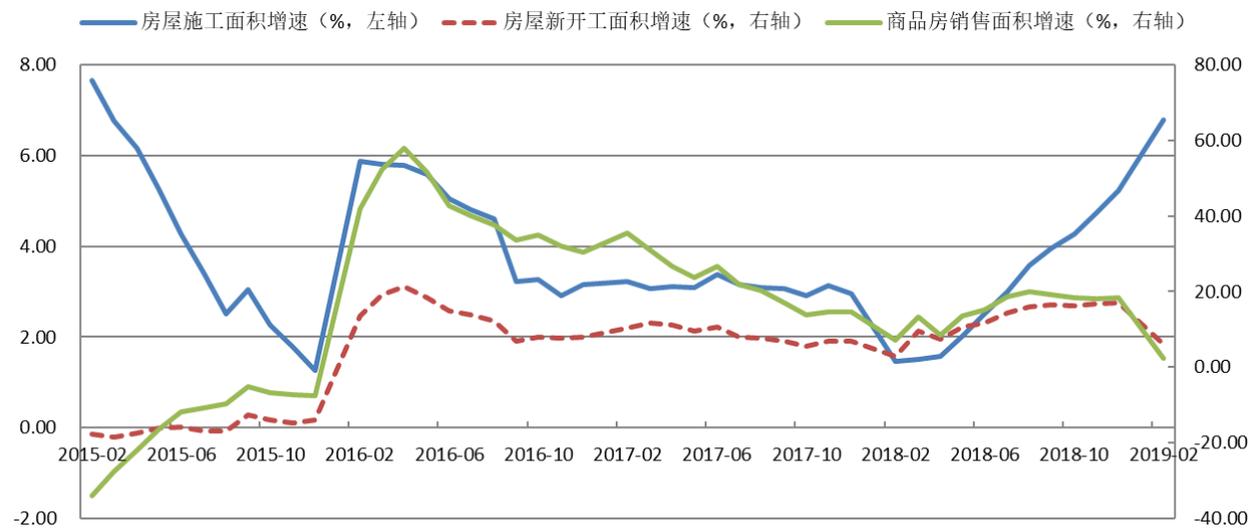
资料来源：国际钢铁协会，信达证券研发中心整理

2、受全球经济见顶下行影响，房地产与制造业低迷钢铁需求增量有限

作为拉动全球钢铁需求的主要动力，房地产、加工制造业景气度的变化将直接对于上游钢材需求产生影响。中国作为全球 50% 的钢材生产及消耗国，国内房地产行业开工及销量增速对于钢材的需求影响尤为明显。

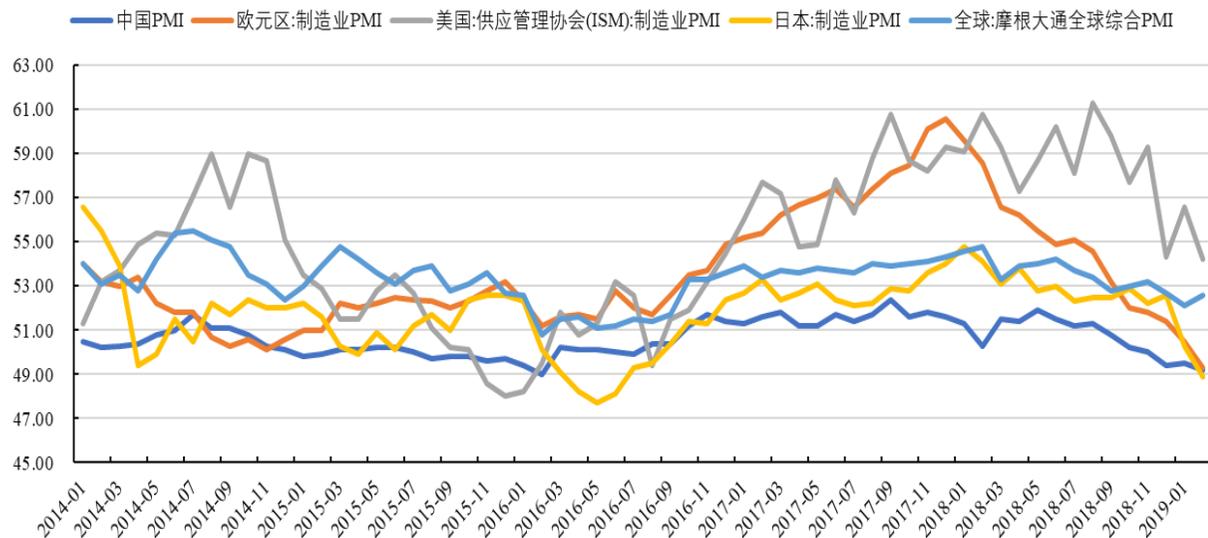
2016-2019 年 2 月，随着国内宏观经济的进一步稳定，中国房地产施工面积增速逐步增大。但房屋新开工面积、商品房销售面积增速由于受到宏观经济政策的调控而逐步下降。从 2015-2019 年 2 月 PMI 指数来看，全球 PMI 指数见顶回落，欧、美、日增速下行，中国制造业受经济下行以及贸易摩擦影响，制造业投资不确定性增加。另一方面，当前中美贸易战趋于缓和，从最新领先指标货币金融数据来看，1-2 月社融新增 5.31 万亿元，同比增加 1.05 万亿元，整体呈现反弹态势；此外，基建（含水电燃气）投资同比 2.5%，较去年全年回升 0.7 个百分点，此前连续三个月回升，1-2 月房地产投资增速为 11.6%，较 2018 年全年回升 2.1 个百分点，固投在基建和房地产带动下有所回暖。整体而言，在我国宏观逆周期调节下，经济保持了总体平稳，钢铁需求总体上较为稳定。

图 14：2015-2019 年 2 月中国房地产开工及销售情况



资料来源: CEIC, 信达证券研发中心整理

图 15: 2015-2019 年 1 月全球 PMI 指数走势



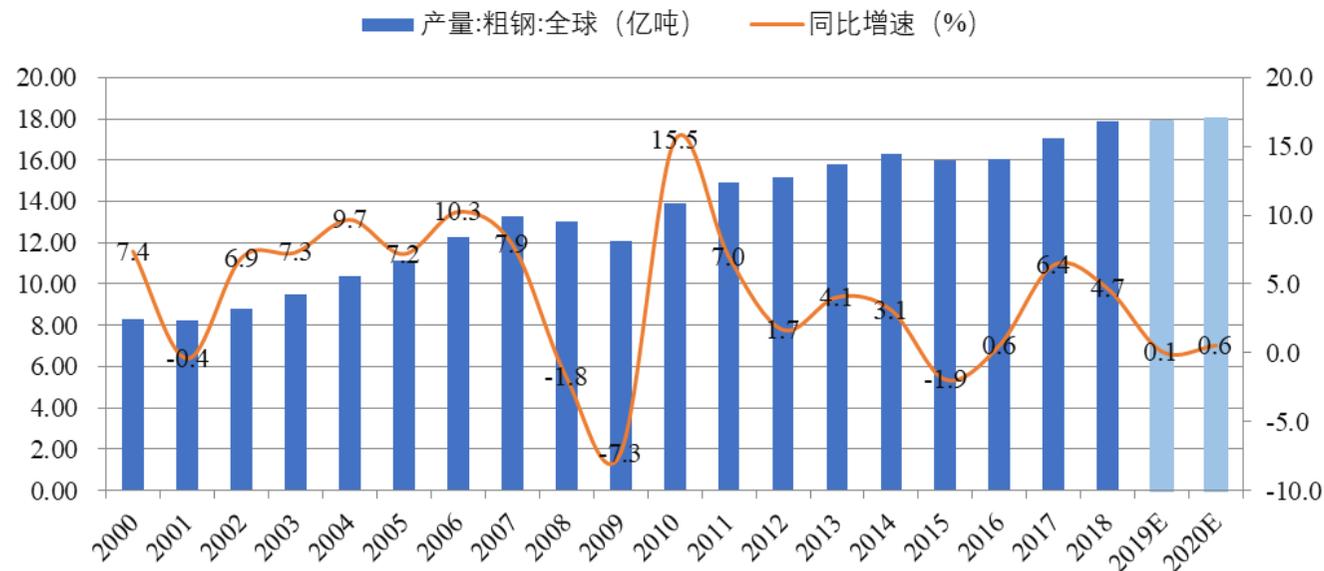
资料来源: FMG, 信达证券研发中心整理

3、未来全球钢铁增量弱势且主要来自除中国以外的新兴市场

2019 年全球钢铁产量预计呈现弱增长态势，主要增量来自除中国以外的国家和地区。澳大利亚工业、创新与科学部在其 2018 年发布的资源与能源季度报告中称，由于主要钢铁生产国的粗钢生产量增长与消费量基本保持同步，所以预计全球粗钢产量将从 2017 年的 17 亿吨增加到 2020 年的 18 亿吨。与 2018 年强劲的粗钢消费增速相比较，由于全球经济见顶回落，我们预计 2019-2020 年全球粗钢消费增速将有所放缓，从全球未来需求增量来看，粗钢消费量增长将主要由几个新兴市场带动，而中国作为全球最大的粗钢消费国，由于房地产及基础设施建设较之前有所放缓，我们预计粗钢消费量将在 2019 年保持稳定，从 2020 年开始或将逐渐减少，未来中国钢铁产量增速或将被印度等其他新兴市场超越。

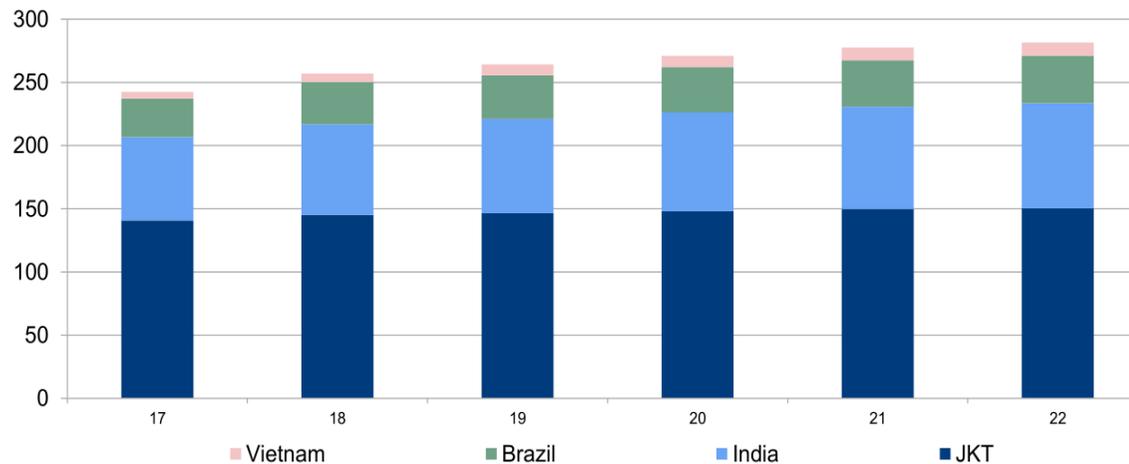
从 2018 年全球 7995 万吨新增粗钢产量结构来看，中国地区新增粗钢产量达到 5998 万吨，占全球新增产量的 75.02%。2018 年以来，随着中国环保限产政策及供给侧改革对于国内钢铁产量的限制，中国国内钢铁供给端逐步减弱，这也是导致 2016 年下半年以来钢铁价格上涨的主要因素。因此，从国内钢铁行业整体“弱供给”的供需关系来看，2019-2020 年钢铁产量难以出现大规模增长。

图 16: 澳大利亚工业、创新与科学部预计 2020 年全球粗钢产量增加到 18 亿吨



资料来源: Wind 信达证券研发中心 澳大利亚工业、创新与科学部

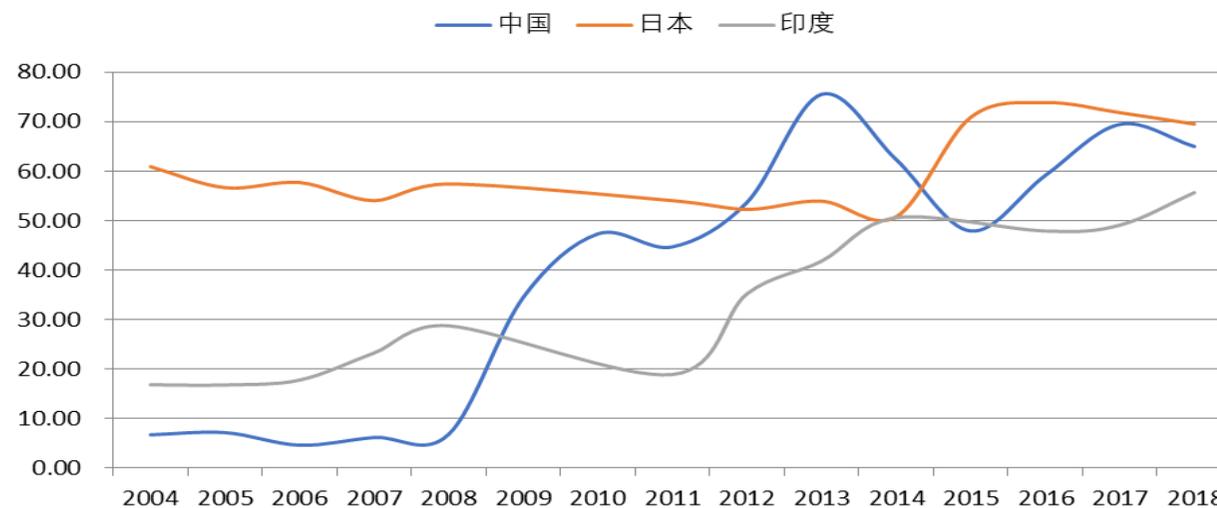
图 17: 主要炼焦煤进口国铁水产量(百万吨)



资料来源: CRU 信达证券研发中心

印度在 2018 年超过日本成为世界第二大钢铁生产国, 2018 年印度粗钢产量同比增速为 4.94%, 产量达到 1.06 亿吨, 印度钢铁部预计 2019 年粗钢产量将达到 1.7 亿吨, 而根据印度的钢铁战略目标, 印度将在 2030 年~2031 年实现 3 亿吨钢铁的生产目标。但是, 印度要想实现其目标仍存在一些障碍, 包括对焦煤等原材料的依赖以及土地和金融的限制; 此外, 印度国内钢铁表观消费量增长是否足以吸纳预测的粗钢产量的快速增加目前尚不清楚。

图 18: 主要钢铁生产国炼焦煤进口量情况 (百万吨)



资料来源: CRU 信达证券研发中心

世界其他国家钢材需求反弹推动粗钢产量增加,但是长期来看,未来钢铁产量增长或将受到一定限制,炼焦煤需求大概率保持平稳。2018年世界其他国家和地区(不包括中国和印度)粗钢产量同比增长2.23%。18年印度、美国、韩国、俄罗斯粗钢产量同比增速分别为4.94%、6.23%、2.02%、0.26%。此外,美国,特朗普总统的基础设施支出计划仍然存在很大的不确定性,早先预期的钢材需求大幅增长可能不会发生,至少在短期内不会出现。另一方面,考虑到全球制造业PMI指数见顶下行,长期来看,未来钢铁产量增长动力或受到一定限制,炼焦煤需求大概率保持平稳。

四、焦煤供需紧平衡叠加边际成本定价,支撑价格中枢高位运行

1、煤-焦-钢产业链价值分配中焦煤价格或将持续高位运行

在煤-焦-钢产业链中,价格传递逻辑较为简单,一般来说,钢铁价格上涨引起焦炭价格的上涨,继而引起焦煤价格的上涨,反之亦然;且各个节点的利润分配整体来看是较为稳定的。一方面,2016年5月,螺纹钢价格从2000元/吨左右领先上涨,焦炭价格从7月开始上涨,焦煤价格从7-8月份经过价格稳定后开启上涨模式,从一般规律来看(排除焦煤供给端受限引起的价格上涨情况),煤-焦-钢产业链的价格领先时间在1-2个月之间。

现阶段，螺纹钢、焦炭和焦煤价格差处于历史平均水平，在不考虑外界进口焦煤等因素影响下，炼焦煤供需紧平衡下，焦煤价格大概率继续高位运行。2018年螺纹钢、焦炭和焦煤价格差大幅高于历史平均水平，带动上游焦煤原材料价格继续小幅拉涨，2018年京唐港主焦煤库提价均价1764元/吨，较2017年的1555元/吨上涨13.5%。2019年伴随供需紧张局面有所缓解，螺纹钢、焦炭和焦煤价格差回归到历史平均水平，焦煤价格大概率维持高位运行水平。

图 19: 螺纹钢的价格较焦煤、焦炭价格领先 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

图 20: 螺纹钢、焦炭和焦煤价格差处于历史平均水平 (元/吨)



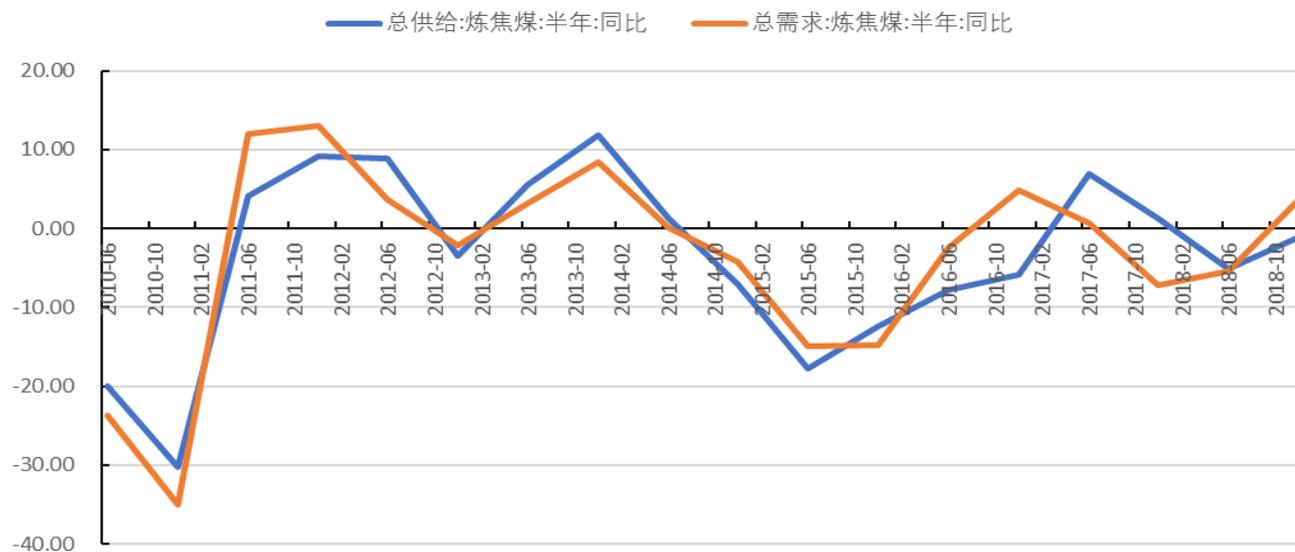
资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

2016年下半年开始, 我国炼焦煤供给由过剩转为偏紧, 伴随焦煤库存的快速下滑, 供给弹性不足, 炼焦煤价格快速上涨, 并持续高位运行。伴随煤炭行业进入下行周期, 煤炭价格持续下滑, 煤企经营效益走差直至出现全行业亏损, 煤炭开采洗选行业固定资产投资下滑, 煤炭产能开始进入长周期的自然出清, 到2016年经过多年的产能出清, 焦煤供给端连年下滑, 2016年下半年焦煤产量增速为-5.82%, 供给端持续收缩, 但是需求端从2016年下半年开始回暖, 需求增速从上半年的-2.45%提升至下半年的4.92%, 炼焦煤供给由过剩转为偏紧, 焦煤库存被快速消化, 供给端的库存调节弹性不足, 焦煤价格由16年上半年的600元/吨快速上涨至1500元/吨左右, 并持续高位运行。

图 21: 我国炼焦煤供给由过剩转为偏紧, 库存持续下降, 焦煤价格高位稳定运行 (万吨)


资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

图 22: 2016 年下半年开始, 炼焦煤供需缺口逐步加大 (%)

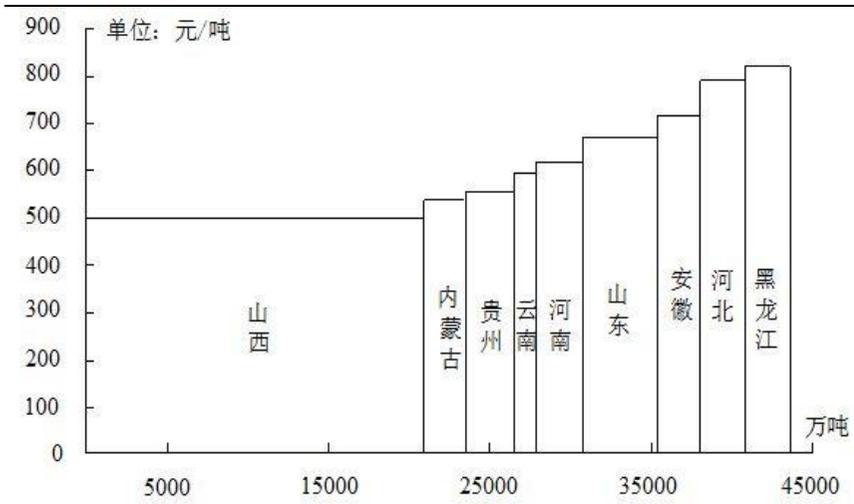


资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

2、焦煤供需紧平衡叠加边际成本定价，支撑价格中枢将继续高位

在煤炭供需紧平衡下，新增产能释放缓慢，边际成本定价下，煤炭价格或将持续高位运行。我国的山西地区焦煤资源丰富，产量较大，煤炭开采成本较低，但是整体来看，安徽、河南等地的开采成本较高，在边际成本定价模式下，将使煤价中枢长期抬升，西南和中南地区的高成本需求将成为全国煤价维持高位的支撑因素。

图 23: 边际成本定价下，焦煤价格或将持续高位运行



资料来源: 信达证券研发中心

五、重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司

炼焦煤上市公司有西山煤电、潞安环能、平煤股份、冀中能源、盘江股份、开滦股份、淮北矿业等。

1、从资源储量方面来看，西山煤电、淮北矿业及潞安环能可采储量位居前三，从市值/储量比的情况来看，西山煤电、盘江股份、平煤股份位居前三，从一定程度上说明存在被低估的可能性。

表 4: 焦煤上市公司资源储量情况 (收盘日期: 5月 22 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	煤炭保有资源量 (亿吨)	煤炭可采储量 (亿吨)	市值/储量
000983.SZ	西山煤电	196.0	41.58	23.56	8.32
600395.SH	盘江股份	94.0	61.88	10.5	8.95
601666.SH	平煤股份	97.3	19.41	9.7	10.03
600985.SH	淮北矿业	246.1	30.25	13.6	18.10
601699.SH	潞安环能	232.4	29.43	11.4	20.39
000937.SZ	冀中能源	139.9	32.29	7.0	19.99
600997.SH	开滦股份	100.4	5.95	3.9	25.73

资料来源: Wind 各公司公告 信达证券研发中心

2、从煤炭业务营收占比情况来看，根据 18 年年报统计数据，煤炭业务营业收入占比超过 80% 的公司有冀中能源、盘江股份、潞安环能、平煤股份；煤炭业务毛利占比超过 90% 的公司有平煤股份、盘江股份、西山煤电、潞安环能、冀中能源。

表 5：煤炭业务营业收入占比情况

上市公司	2014	2015	2016	2017	2018
冀中能源	76.72%	81.96%	85.00%	83.82%	82.11%
西山煤电	-	48.89%	49.02%	55.19%	53.54%
淮北矿业	-	-	-	-	25.79%
盘江股份	91.73%	93.33%	94.74%	95.39%	95.94%
开滦股份	14.60%	15.70%	8.11%	12.43%	20.11%
平煤股份	90.10%	86.81%	84.34%	76.38%	88.35%
潞安环能	89.85%	88.12%	91.43%	89.40%	86.32%

资料来源：各公司公告 信达证券研发中心

表 6：煤炭业务毛利占比情况

上市公司	2014	2015	2016	2017	2018
淮北矿业	-	-	-	-	50.79%
开滦股份	42.59%	63.80%	45.41%	53.56%	48.01%
潞安环能	99.75%	97.82%	94.44%	97.10%	91.92%
盘江股份	102.19%	96.89%	91.93%	94.98%	94.20%
平煤股份	99.47%	92.17%	97.24%	96.88%	98.63%
西山煤电	79.95%	83.08%	84.93%	95.08%	93.69%
冀中能源	96.10%	87.26%	95.15%	95.75%	91.50%

资料来源：各公司公告 信达证券研发中心

3、从吨煤盈利能力（吨煤售价、吨煤成本、吨煤毛利、吨煤净利）来看，根据 18 年年报数据，焦煤板块上市公司吨煤售价均值为 593.66 元，吨煤成本均值为 371.35 元，吨煤毛利均值为 222.31 元，吨煤净利均值为 85.21 元，吨煤毛利由高到低的排行分别是西山煤电、潞安环能、开滦股份、盘江股份、淮北矿业、冀中能源和平煤股份；吨煤净利由高到低的排行分别是开滦股份、盘江股份、淮北矿业、西山煤电、潞安环能、冀中能源和平煤股份。

表 7：吨煤盈利能力情况

公司	吨煤售价 (元/吨)	吨煤成本 (元/吨)	吨煤毛利 (元/吨)	吨煤净利 (元/吨)
西山煤电	629.46	279.43	350.02	74.68
潞安环能	600.68	358.75	241.93	66.27
平煤股份	553.60	425.75	127.85	32.36
冀中能源	622.66	436.40	186.26	45.29
盘江股份	672.35	448.55	223.80	109.15
开滦股份	573.28	348.74	224.53	164.26
淮北矿业	503.58	301.82	201.76	104.43

资料来源：各公司公告 信达证券研发中心

4、从集团公司煤炭资产注入的潜力以及在建产能来看，我们统计了上市公司集团部分产能情况，目前来看，西山煤电母公司山西焦煤集团尚有产能 5840 万吨，潞安集团尚有 4150 万吨的产能，排在第三位的开滦集团也有 2510 万吨产能。从上市公司在建矿井来看，盘江股份下属马依公司和恒普公司尚有在建产能 1380 万吨。

表 8：煤炭资产注入潜力以及在建产能情况

公司名称	上市公司体外产能 (万吨)	上市公司在建产能 (万吨)
西山煤电	5840.00	-
平煤股份	1022.00	-
潞安环能	4150.00	-
冀中能源	1777.00	-
盘江股份	664.00	1380 (5 座矿井)
开滦股份	2510.00	-
淮北矿业	1756.00	-

资料来源：各公司公告 信达证券研发中心

5、从盈利指标来看，ROE 由高到低的排行分别是淮北矿业、盘江股份、开滦股份、潞安环能、西山煤电、平煤股份和冀中能源；ROA 由高到低的排行分别是淮北矿业、开滦股份、盘江股份、西山煤电、潞安环能、平煤股份和冀中能源；ROIC 由高到低的排行分别是淮北矿业、盘江股份、开滦股份、西山煤电、潞安环能、平煤股份和冀中能源。

表 9：2018 年主要焦煤公司财务指标情况

项目	淮北矿业	开滦股份	潞安环能	盘江股份	平煤股份	西山煤电	冀中能源
营业收入 (亿元)	546.87	204.60	251.40	60.90	201.53	322.71	214.58
增速 (%)	9.58	10.23	6.78	0.14	-2.84	12.62	5.28
归母净利 (亿元)	35.49	13.63	26.63	9.45	7.15	18.02	8.72
增速 (%)	23.08	163.92	-4.29	7.72	-48.06	14.87	-18.07
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	83.20	33.20	93.40	8.88	27.51	71.56	31.04
增速 (%)	54.05	85.97	293.58	-0.62	1.28	31.67	-28.62
毛利率	20.35	16.42	40.15	33.90	19.81	31.78	26.84
净利率	7.22	7.89	7.72	15.51	4.38	6.66	4.89
ROE	20.85	12.95	11.14	14.38	5.56	9.11	4.38
ROA	18.88	9.88	5.94	9.13	4.92	6.68	4.47
ROIC	13.73	11.98	9.37	13.41	7.02	9.47	5.51

资料来源: Wind 信达证券研发中心

6、从估值情况来看,根据最新年报数据以及 5 月 22 日收盘价,从动态市盈率 (PE) 看,淮北矿业、开滦股份、潞安环能、盘江股份、平煤股份、西山煤电、冀中能源的市盈率 (PE) 依次升高;从市净率 (PB) 看,平煤股份、冀中能源、西山煤电、开滦股份、潞安环能、盘江股份、淮北矿业依次升高。

表 10：主要焦煤公司估值情况 (收盘日期: 5 月 22 日)

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	2019 年	2020 年	2021 年	市净率 PB(LF)
600985.SH	淮北矿业	5.5	6.6	6.4	6.2	1.4
600997.SH	开滦股份	6.8	8.3	7.8	7.7	0.9
601699.SH	潞安环能	8.2	7.7	7.4	6.9	0.9
600395.SH	盘江股份	9.7	9.2	8.7	8.2	1.3
601666.SH	平煤股份	10.0	7.9	7.4	7.0	0.69
000983.SZ	西山煤电	10.4	9.9	9.5	9.3	0.89
000937.SZ	冀中能源	17.1	14.2	13.5	13.1	0.7

资料来源: Wind 信达证券研发中心

注: 除平煤股份和西山煤电 2019-2021 年市盈率是信达证券预测外,其余为 Wind 一致预期

综上所述，重点关注优质标的，淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。从市值/储量比的情况来看，西山煤电、盘江股份、平煤股份位居前三；从吨煤净利来看，开滦股份、盘江股份、淮北矿业位居前三；从市净率（PB）看，平煤股份、冀中能源、西山煤电位居前三；从净资产收益率（ROE）来看，淮北矿业、盘江股份、开滦股份位居前三。在综合考虑资产收益、业务结构、当前估值水平以及未来资产注入潜力的基础上，且未来 19、20 年去产能影响较大区域在我国西南部的云贵川地区，以及两湖一江地带，重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。

六、分析结论

1、资源储量较低叠加高开发强度下，我国焦煤资源稀缺性将更加突出。

在世界煤炭资源中褐煤占比 1/3 以上，在硬煤（包括烟煤和无烟煤）资源中，炼焦煤不足资源量的 1/10；我国炼焦煤查明资源储量 3037.34 亿吨，其中，气煤和 1/3 焦煤占比 45.73%，焦煤占比 23.61%，我国炼焦煤资源储量结构分布不均衡，炼焦配煤所占比重过大，主焦煤资源较为稀缺。另一方面，从开采强度来看，截止 2016 年底，世界炼焦精煤产能约为 11.71 亿吨，其中，中国炼焦精煤产能约为 7.07 亿吨，占世界炼焦精煤产能的 60.4%；世界炼焦精煤产量约为 9.22 亿吨，其中，中国炼焦精煤产量约为 5.04 亿吨，占世界炼焦精煤产量的 54.66%。我国炼焦煤产能及产量均居世界首位，资源开采强度过大，其未来稀缺性将更为突出。

2、受全球经济下行影响，钢铁增产放缓，焦煤消费大概率保持平稳。全球 PMI 指数见顶回落，欧、美、日增速下行，中国制造业受经济下行以及贸易摩擦影响，房地产及制造业景气度的低迷将直接导致上游钢材需求减弱。从全球未来需求增量来看，粗钢消费量增长将主要由几个新兴市场带动，而中国作为全球最大的粗钢消费国，由于房地产及基础设施建设较之前有所放缓，我们预计粗钢消费量将在 2019 年保持稳定，从 2020 年开始或将逐渐减少，未来中国钢铁产量增速或将被印度等其他新兴市场超越。

3、焦煤供需紧平衡叠加边际成本定价，支撑价格中枢高位运行。在煤-焦-钢产业链中，一般来说，钢铁价格上涨引起焦炭价格的上涨，继而引起焦煤价格的上涨，反之亦然；且各个节点的利润分配整体来看是较为稳定的，煤-焦-钢产业链的价格领先时间在 1-2 个月之间。现阶段，螺纹钢、焦炭和焦煤价格差处于历史平均水平，在不考虑外界进口焦煤大幅波动因素下，

炼焦煤供需紧平衡，焦煤价格大概率继续高位运行。另一方面，我国山西地区煤炭开采成本较低，但安徽、河南等地开采成本较高，在边际成本定价模式下，将使煤价中枢长期抬升，西南和中南地区的高成本需求将成为全国煤价维持高位的重要因素，且16年以来焦煤库存去化效果显著，低库存导致中间调节弹性不足，加剧焦煤供需的错配问题，支撑价格中枢高位运行。

4、重点关注优质标的淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。从市值/储量比的情况来看，西山煤电、盘江股份、平煤股份位居前三；从吨煤净利来看，开滦股份、盘江股份、淮北矿业位居前三；从市净率（PB）看，平煤股份、冀中能源、西山煤电位居前三；从净资产收益率（ROE）来看，淮北矿业、盘江股份、开滦股份位居前三。在综合考虑资产收益、业务结构、当前估值水平以及未来资产注入潜力的基础上，且未来19、20年去产能影响较大区域在我国西南部的云贵川地区，以及两湖一江地带，重点关注淮北矿业、西山煤电及西南部焦煤上市公司。

七、风险因素

一是宏观经济大幅度放缓、失速；二是下游非电力部门政策性限产。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。