

煤炭开采

坚守核心资产，关注焦煤股破净修复及山西国改

煤市新常态。2019年的煤市受矿难、进口政策等诸多因素影响，与往年相比有些许变化：其一，受年初榆林矿难影响，主产区产量分化，“陕减晋增”致煤价“陕强晋弱”；其二，受西电东输及核电等新能源挤压，沿海六大电日耗数据指导性弱化；其三，进口煤限制政策频出，全年平控目标未变，但下半年结构或有调整；其四，增厚无形资产致负债率下降，但负债总额仍处高位，减负尚需时日。

今明两年产量释放相对平稳。为理清未来煤炭供给端产能的投放速度，我们在对目前所有在建矿井的建设情况及投产进度逐一进行核实、分析后，认为今明两年产量释放力度相对有限，预计19年新增产量10010万吨，20年新增产量11825万吨，产量的大规模释放或集中在21年前后。

动力煤港口价格先抑后扬，中枢略有下移。展望下半年，安监对供给端的影响或将逐步弱化，在高库存和需求不及预期的背景下，7~8月煤价或出现回调。后续随着国庆70周年的临近，煤矿安监有望再次加强，产地供给或再次受限，与此同时，夏季用煤高峰过后，煤炭进口或再次收紧，叠加冬储补库的影响，煤价有望迎来一波反弹。但总体而言，后续随着优质产能的释放、铁路增运计划和一系列减税降费政策的出台，港口煤价中枢有望进一步下移至590~600元/吨。

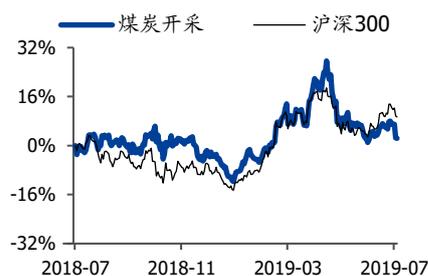
焦煤价格高位震荡。考虑到焦煤未来产能增量极其有限，下游需求总体平稳，且去年11月山西焦煤集团联合龙煤、山东能源、淮北矿业等8家国内炼焦煤企业联合创立焦煤集群品牌联盟，使得焦煤生产企业在黑色系中的议价能力得到进一步加强，我们预计下半年焦煤价格仍将维持高位震荡格局，下跌幅度有限。

投资策略：我们认为市场下半年整体呈现“动弱焦强”格局，但值得注意的是，由于动力煤消费结构的变化导致港口与产地间的联动进一步弱化，以榆林为代表的陕西主产区价格最为强势，后续这一现象也有望延续。我们建议关注三条主线：一是关注煤炭板块中的核心资产，如中国神华、陕西煤业、西山煤电；二是关注低PB焦煤股，如平煤股份；三是关注山西国改概念的潞安环能、山煤国际。

风险提示：在建矿井投产进度超预期、新建矿井项目批复加速、需求超预期下滑、进口煤管控放松。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《煤炭开采：山西开展能源革命综合改革试点》2019-05-30
- 2、《煤炭开采：关于煤炭供给格局的“3问3答”》2019-05-30

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600546	山煤国际	—	0.11	0.46	0.52	0.58	29.90	13.15	11.56	10.50
601699	潞安环能	—	0.89	1.01	1.06	1.12	7.48	7.89	7.56	7.14
601666	平煤股份	—	0.30	0.49	0.55	0.58	11.62	8.67	7.75	7.43
000983	西山煤电	—	0.57	0.63	0.68	0.70	9.60	9.36	8.69	8.42
601088	中国神华	—	2.21	2.24	2.26	2.27	8.14	8.49	8.39	8.36
601225	陕西煤业	—	1.10	1.13	1.19	1.24	6.77	8.11	7.66	7.34

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（未评级公司为wind一致预期）



内容目录

1.2019年煤市新常态	5
1.1.主产区产量分化，山西异军突起	5
1.2.沿海六大电数据指导性弱化	6
1.2.1.沿海六大电与全国重点电装机分布差异较大	7
1.2.2.沿海地区外购电比例不断提高	8
1.2.3.核电机组密集投产挤压火电份额	11
1.3.进口煤平控目标不变，但结构有所变化	13
1.4.煤企降负债仍需时日	15
2.未来两年产能大幅扩张尚未到来	16
2.1.表内（能源局口径内）：在建产能虽多但边际贡献有限	17
2.1.1.资源整合、改扩建和技术改造类矿井虽体量巨大，但产量释放力度有限	17
2.1.2.新建产能以大型矿井为主，具备产量释放能力	17
2.2.表外（能源局口径外）：产量大规模释放需至2021年	18
2.3.去产能：19年收官之年	19
2.3.1.保守预计19年受去产能影响将减少产量约1800万吨	19
2.3.2.2020年~2021年去产能压力明显减轻	20
3.价格展望：动弱焦强	21
3.1.供需双弱	21
3.2.动力煤：先抑后扬，中枢略有下移	22
3.2.1.产地供给边际宽松	24
3.2.2.高库存抑制煤价上涨空间	25
3.2.3.铁路运费相继下调降低港口平仓成本	26
3.3.焦煤：供给刚性支撑价格高位震荡	27
3.3.1.焦煤新增产能有限，供给相对刚性	28
3.3.2.需求料将承压，但总体可控	29
4.投资策略：坚守核心资产，关注焦煤破净股修复	30
4.1.主线一：坚守核心资产	30
4.2.主线二：关注焦煤破净股的PB修复	32
4.3.主线三：山西国改步入决胜之年，能源革命刻不容缓	33
5.风险提示	34

图表目录

图表 1: 2019年5月原煤产量同比增长3.5% (万吨)	5
图表 2: 2019年1~5月累计原煤产量同比增长0.9% (万吨)	5
图表 3: 各省市原煤产量 (万吨)	6
图表 4: 2019年1~5月“晋陕蒙”累计产量增速	6
图表 5: 2019年1~5月“晋陕蒙”各月产量增速	6
图表 6: 沿海六大电与全国重点电厂、火电发电增速自18年7月以来分化加剧	7
图表 7: 沿海六大电装机分布 (MW)	7
图表 8: 全国重点电装机分布 (MW)	8
图表 9: 部分特高压线路 (万千瓦)	8
图表 10: 跨区输电量不断提升 (亿千瓦时)	9
图表 11: 跨区输电呈现明显季节性波动 (亿千瓦时)	9

图表 12: 跨区输电占用电量比例.....	9
图表 13: 各省市净输入排名 (亿千瓦时)	10
图表 14: 沿海地区净输入电量不断提高 (亿千瓦时)	10
图表 15: 沿海地区净输入电量占用电量比例逐年提升.....	10
图表 16: 广东发电、用电增速情况	11
图表 17: 江苏发电、用电增速情况	11
图表 18: 浙江发电、用电增速情况	11
图表 19: 上海发电、用电增速情况	11
图表 20: 近年核电机组投产明细 (万千瓦)	12
图表 21: 广东核电产量 (亿千瓦时)	13
图表 22: 江苏核电产量 (亿千瓦时)	13
图表 23: 浙江核电产量 (亿千瓦时)	13
图表 24: 辽宁核电产量 (亿千瓦时)	13
图表 25: 限制进口煤事件梳理.....	14
图表 26: 近年我国进口煤总量变化 (万吨)	14
图表 27: 我国动力煤进口 (当月) 概况 (万吨)	15
图表 28: 我国动力煤进口 (累计) 概况 (万吨)	15
图表 29: 我国炼焦煤进口 (当月) 概况 (万吨)	15
图表 30: 我国炼焦煤进口 (累计) 概况 (万吨)	15
图表 31: 煤炭行业资产负债率位居工业企业首位	16
图表 32: 煤炭行业负债下降缓慢.....	16
图表 33: 山西七大煤企无形资产大幅上升 (亿元)	16
图表 34: 山西七大煤企负债总额小幅上升 (亿元)	16
图表 35: 我国煤炭产量释放进度.....	17
图表 36: 在建矿井 (不含新建) 产能变化情况 (万吨/年)	17
图表 37: 表内 (能源局口径) 新建矿井产能投放进度 (万吨/年)	18
图表 38: 表外 (能源局口径外) 新建矿井产能投放进度 (万吨/年)	19
图表 39: 2019 年符合退出标准煤矿产能 (万吨/年)	20
图表 40: 产能 < 30 万吨/年的落后产能不断去化 (万吨/年)	21
图表 41: 2018 年 12 月底我国煤矿 (< 30 万吨/年) 产能结构 (万吨/年)	21
图表 42: 供需平衡表 (亿吨)	22
图表 43: 秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	23
图表 44: CCI5500 价格指数 (元/吨)	23
图表 45: 陕西榆林动力煤 Q5500 价格 (元/吨)	23
图表 46: 山西大同南郊动力煤 Q5500 价格 (元/吨)	23
图表 47: 内蒙鄂尔多斯动力煤 Q5500 价格 (元/吨)	23
图表 48: 陕西榆林矿难事件梳理.....	24
图表 49: 陕西省在产矿井数 (截至 6 月 27 日) (处)	25
图表 50: 陕西省周旬产量 (截至 6 月 27 日) (万吨)	25
图表 51: 榆林市原煤产量 (万吨)	25
图表 52: 陕西省原煤产量 (万吨)	25
图表 53: 沿海六大电日耗 (万吨)	26
图表 54: 沿海六大电库存 (万吨)	26
图表 55: 全国重点电日耗 (万吨)	26
图表 56: 全国重点电库存 (万吨)	26
图表 57: 部分铁路降费政策.....	27

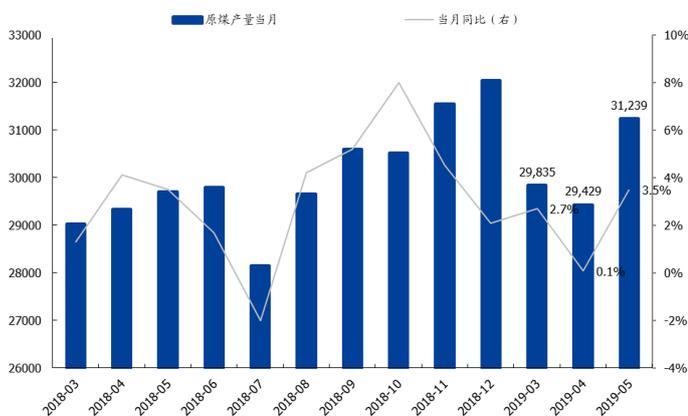
图表 58: 炼焦精煤供需平衡情况 (万吨)	27
图表 59: 京唐港山西主焦煤库提价 (元/吨)	28
图表 60: 山西柳林主焦煤出矿价 (元/吨)	28
图表 61: 炼焦烟煤产量 (万吨)	28
图表 62: 炼焦精煤产量 (万吨)	28
图表 63: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)	29
图表 64: 焦化厂、钢厂开工率维持高位	29
图表 65: 高低品位铁矿价差不断缩小 (美元/吨)	29
图表 66: 焦炭产量大幅提升 (万吨)	30
图表 67: 生铁产量大幅提升 (万吨)	30
图表 68: 煤炭主要上市公司基本信息	31
图表 69: 煤炭主要上市公司经营数据	31
图表 70: 煤炭主要上市公司可采储量 (亿吨)	32
图表 71: 煤炭主要上市公司煤炭板块毛利率	32
图表 72: 炼焦精 (中信) 与焦煤价格复盘	32
图表 73: 炼焦煤上市公司市净率 (截至 7 月 5 日收盘)	33
图表 74: 山西国企改革进程梳理	34
图表 75: 山西上市煤企基本信息	34

1.2019年煤市新常态

1.1.主产区产量分化，山西异军突起

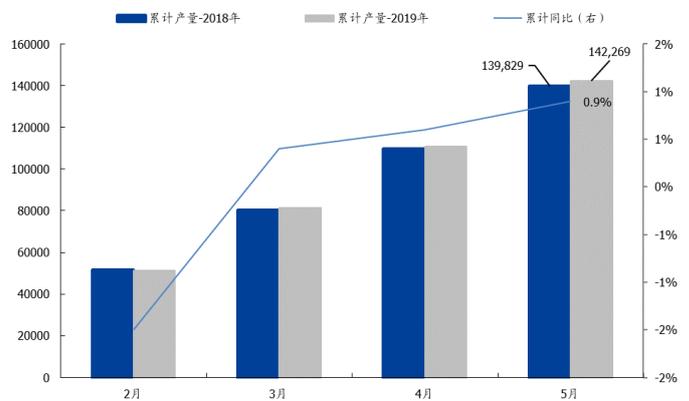
矿难影响日趋弱化，供给增速有所加快。受年初陕西榆林、内蒙银漫等矿难频发影响，上半年各主产地尤其陕西地区煤矿安监力度骤然加剧，导致煤矿生产受限，产量释放速度整体放缓。但随着时间推移，各矿陆续整改完毕后恢复正常生产，矿难影响逐步消退，外加先进产能的不断投产，原煤生产速度加快。据国家统计局最新数据，2019年5月，全国原煤产量3.1亿吨，同比增长3.5%，增速较上月加快3.4个百分点；1~5月，全国累计生产原煤14.2亿吨，同比增长0.9%，增速较去年同比收窄3.1个百分点。

图表1：2019年5月原煤产量同比增长3.5%（万吨）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表2：2019年1~5月累计原煤产量同比增长0.9%（万吨）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

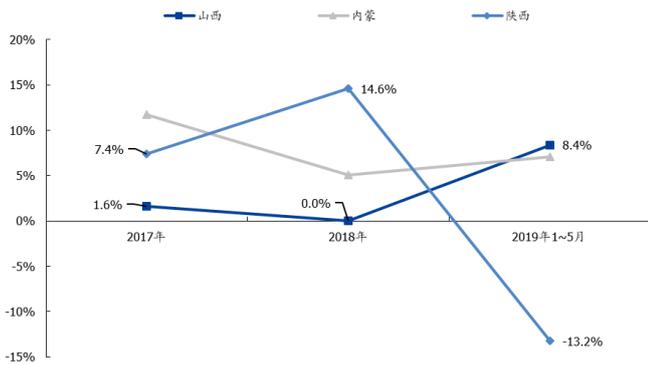
山西产量同比大增，异于往常。据统计局数据显示，2019年1~5月累计原煤产量超过5000万吨以上的省份有4个(晋陕蒙新)，合计生产原煤10.7亿吨，占全国产量的75.4%。由于各地安监形势略有差异，上述省份中原煤产量增减互现。作为矿难事发地的陕西地区原煤产量增速同比大幅转负，而山西一改常态，产量释放速度较前几年明显加快，为保证全国煤炭的稳定供应功不可没。

图表3: 各省市原煤产量(万吨)

地区	5月原煤产量	环比	同比	累计原煤产量	累计同比
内蒙古	9211.5	10.0%	15.0%	40664.1	7.2%
山西省	8477.1	5.7%	7.6%	38231.6	8.4%
陕西省	4638.7	7.8%	-10.6%	20262.6	-13.2%
新疆	1558.4	-0.2%	4.2%	8074.6	2.1%
贵州省	1099.7	8.7%	10.1%	4664.4	8.7%
山东省	1019.1	0.6%	-5.6%	4880.4	-7.1%
安徽省	935.7	2.3%	0.3%	4587.6	-3.9%
河南省	897.3	3.4%	-7.8%	4397.8	-7.0%
宁夏	602.4	0.7%	0.1%	2990.4	-2.3%
河北省	453.4	-0.1%	-5.2%	2278.8	-6.6%
黑龙江省	435.9	3.9%	-8.0%	2017.9	-7.1%
云南省	411.6	1.3%	0.0%	1841.7	-3.0%
甘肃省	292.9	2.4%	-5.0%	1541.6	0.0%
四川省	289.5	-1.1%	-2.0%	1392	-7.4%
辽宁省	266.7	3.6%	-4.1%	1338.7	1.7%
吉林省	112.2	-5.9%	-23.7%	536.6	-22.7%
湖南省	109.6	3.6%	-17.8%	558.9	-19.2%
重庆市	105.7	-2.8%	1.9%	478.4	-2.4%
江苏省	85.6	-4.4%	-25.0%	468.9	-12.3%
青海省	81	26.4%	-3.9%	326.4	-8.1%
福建省	79.6	-4.4%	-15.7%	349.3	-9.2%
江西省	37.6	-3.3%	12.4%	188.1	4.4%
广西	31.9	8.9%	-21.7%	161.1	-17.3%
北京市	4	0.0%	-79.9%	27.5	-69.2%
湖北省	2.4	14.3%	-60.2%	9.2	-47.7%

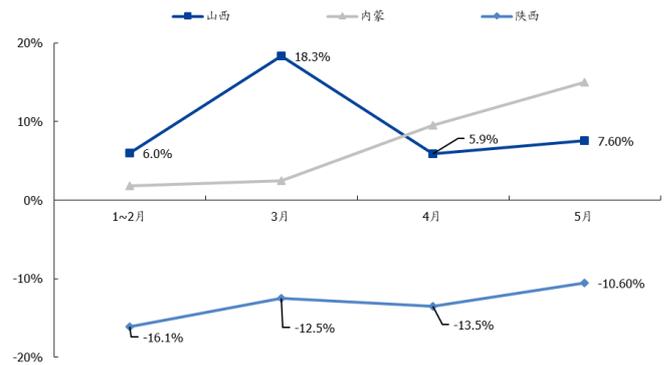
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表4: 2019年1~5月“晋陕蒙”累计产量增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表5: 2019年1~5月“晋陕蒙”各月产量增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

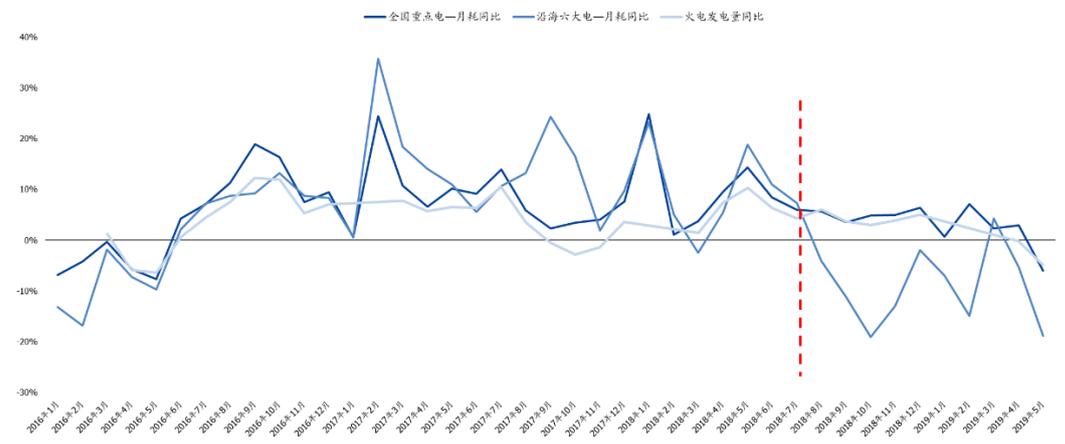
1.2.沿海六大电数据指导性弱化

自18年7月以来, 沿海六大电数据与全国重点电厂及火电发电量增速出现明显分化, 我们认为出现该局面主要涉及三个方面原因:

- 全国重点电厂与沿海六大电装机分布差异较大;

- 沿海省份出于环保考虑，采取能源“双控”策略，严控煤炭消费总量，加大外购电采购力度；
 - 沿海省份新能源（核电、风电）挤占火电份额。
- 上述现象的出现使得传统分析中以沿海六大电日耗代表电煤需求的逻辑淡化。同时也是今年港口煤价走势与坑口煤价走势长时间分化的一个重要原因，而这种分化极易产生港口进煤发运倒挂现象，同时又给港口煤价牢固的成本支撑。

图表 6: 沿海六大电与全国重点电厂、火电发电增速自 18 年 7 月以来分化加剧



资料来源: sxcoal, wind, 国盛证券研究所

1.2.1. 沿海六大电与全国重点电装机分布差异较大

无论从火电装机的地域分布还是装机容量而言，沿海六大电与全国重点电差异均较为明显，上述差异是造成两者日耗分化的前提条件。

- 沿海六大电：装机容量合计约 12384MW，装机地区以浙江、广东、江苏、上海为主；
- 全国重点电：装机容量 52768MW，约占全国火电装机容量一半，装机地区以华北、华东、华中为主。

图表 7: 沿海六大电装机分布 (MW)

地域分布	装机容量	装机占比
浙江	3435	27.7%
广东	2916.4	23.6%
江苏	1821.4	14.7%
上海	1395.8	11.3%
福建	838	6.8%
辽宁	774.4	6.3%
山东	687.5	5.6%
广西	515	4.2%
合计	12383.5	100.0%

资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 8: 全国重点电装机分布 (MW)

地域分布	装机容量	装机占比
华北电网	13830.3	26.2%
华东电网	11838.3	22.4%
华中电网	9456	17.9%
南方电网	6897.1	13.1%
东北电网	6144.8	11.6%
西北电网	4601.8	8.7%
合计	52768.3	100%

资料来源: sxcoal、国盛证券研究所

1.2.2. 沿海地区外购电比例不断提高

特高压助力跨区送电。近年来,沿海地区高速发展带动区域用电量猛增,由于此前跨区送电建设不足,当地政府为满足电力供应而不断在区域内新建火电设施,导致沿海地区火电密度远超全国平均水平,环境承载能力迅速降低,空气污染愈演愈烈,地方陷入经济发展与环境治理的矛盾之中。与此同时,西部地区能源充足,经济结构单一,环境尚有一定的承载空间。“西电东输”、“沿海地区以电代煤”是优化全国资源配置,同时满足东、西部长期利益的战略举措。且随着特高压的大规模建成投产,为跨区送电提供了保障,有效解决了国内发用电不均衡的情况。

图表 9: 部分特高压线路 (万千瓦)

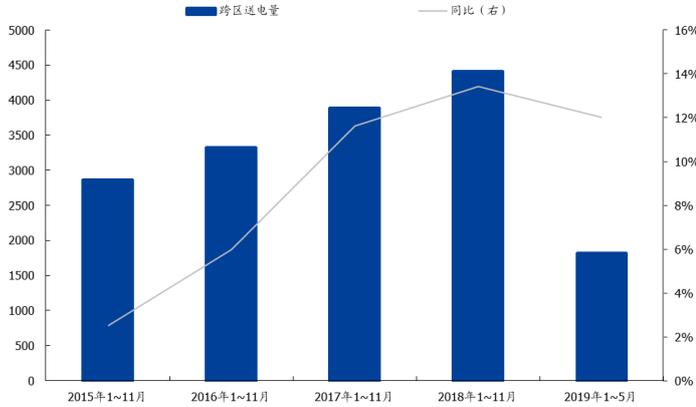
线路名称	交易电能	起始站点	输送能力
长南荆交流	水火互补	山西长治、河南南阳、湖北武汉	南送 70; 北送 120
天中直流	大型风电、火电基地打捆疆电外送	新疆哈密、河南郑州	400-540
祁韶直流	风火打捆,甘肃风电、煤电打捆送华中	甘肃酒泉、湖南韶山	360-450
灵绍直流	风光火、宁夏清洁能源入浙	宁夏灵州、浙江绍兴	300-800
锡泰直流	风火打捆,满足华东用电需求	内蒙古锡盟、江苏泰州	350-550
鲁固直流	风光火,东北、蒙东基地能源送华北	内蒙古通辽市扎鲁特旗,山东青州	350-560
雁淮直流	风火,山西能源基地送华东	山西朔州、江苏淮安	250-570
锦苏直流	水电,四川水电送华东	四川西昌、江苏苏州	320-720
复奉直流	水电,四川水电送华东	四川宜宾、上海	200-640
宾金直流	水电,四川水电送浙江	四川宜宾、浙江金华	300-800
银东直流	风光火,宁夏、甘肃能源基地送山东	宁夏宁武坑口电站、山东胶州	400
高岭直流	风火,东北送华北、京津唐	辽宁绥中、河北秦皇岛	150-300
昭沂直流	风光火、西北电网送山东	内蒙古鄂尔多斯、山东临沂	300-500
吉泉直流	新能源、疆电送浙江、安徽、江苏	新疆昌吉、安徽古泉	200-800
灵宝直流	实现华中、西北电网联网	河南三门峡灵宝市	111
德宝直流	水电,四川水电送西北电网	四川德阳、陕西凤翔	300
龙政直流	水电,三峡水电送华东	湖北宜昌、江苏常州	300
宜华直流	水电,三峡水电送华东	湖北宜昌、上海	300
葛南直流	水电,三峡水电送华东	湖北葛洲坝、上海	118
林枫直流	水电,三峡水电送华东	湖北荆门、上海	300
江城直流	水电,三峡水电送南方电网	湖北江陵、广东惠州	300

资料来源: 易煤研究院, 国盛证券研究所

跨区输电量不断提升且呈现明显季节性。近年来,随着特高压的快速建设,跨区送电比例不断提高。2018年1~11月全国跨区域输电累计达到4409亿千瓦时,同比增幅13.4%;2019年1~5月全国跨区输电累计1820亿千瓦时,同比增幅12%,占全国电量的6.5%。

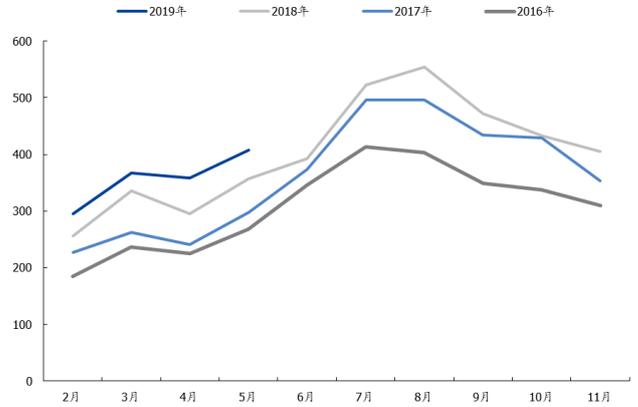
外送电中由于水电占比较大，因此跨区输电呈现明显的季节波动，一般从2月起输电量抬升，直至8月达到顶峰，随后持续回落。这一季节性特征极大的缓解了“迎峰度夏”期间沿海地区的电厂负荷，为电网的平衡运行提高了有利保障。

图表 10: 跨区输电量不断提升 (亿千瓦时)



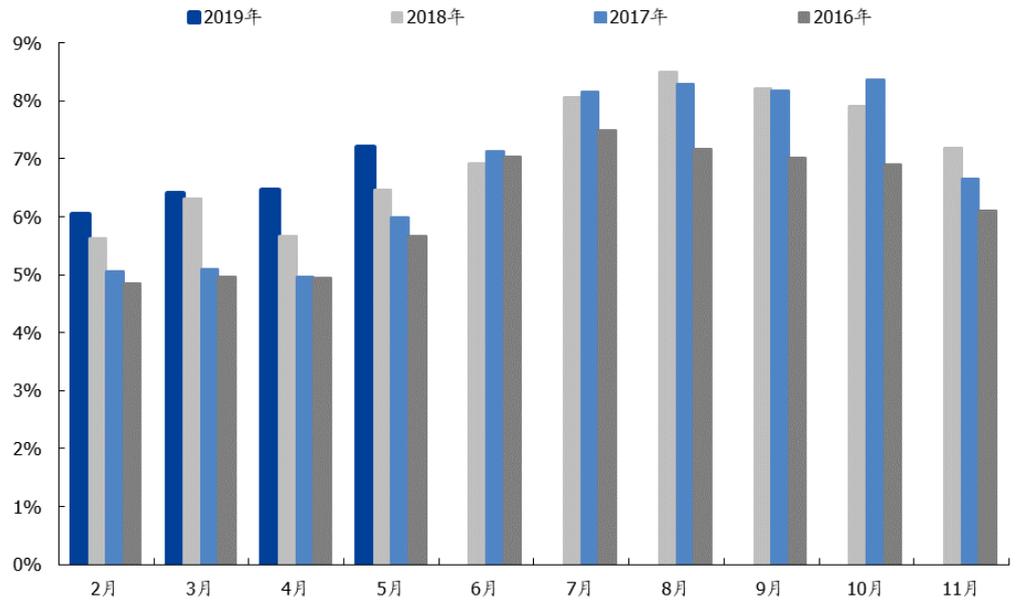
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 跨区输电呈现明显季节性波动 (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 跨区输电占用电量比例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

沿海地区多为净输入省份。由于特高压多以沿海地区作为输送终点，因此沿海地区多为净输入省份，且净输入电量占该省用电比重不断提高：

- 广东：2018年净输入电量1581亿千瓦时，较2016年增长33.3%，占全省用电量的29.6%，较2016年提高4.8个百分点；
- 江苏：2018年净输入电量913亿千瓦时，较2016年增长76.4%，占全省用电量的18.2%，较2016年提高6.7个百分点；
- 浙江：2018年净输入电量870亿千瓦时，较2016年增长80.1%，占全省用电量的23.4%，较2016年提高8.3个百分点；

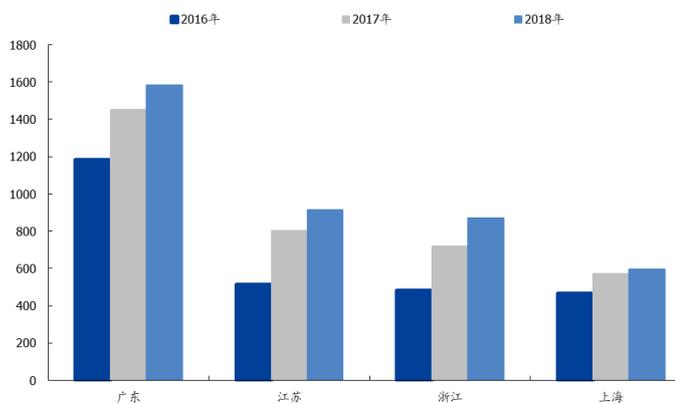
- 上海: 2018年净输入电量594亿千瓦时, 较2016年增长27.4%, 占全省用电量的46.5%, 较2016年提高8.3个百分点;

图表 13: 各省市净输入排名 (亿千瓦时)

省市	输出	输入	净输入	用电量	净输入/用电
广东	153.9	1735.1	1581.3	5335.0	29.6%
江苏	110.2	1023.3	913.1	5004.0	18.2%
浙江	141.3	1011.4	870.1	3726.0	23.4%
河北	343.4	1086.3	742.9	2999.0	24.8%
上海	118.5	712.9	594.4	1277.0	46.5%
山东	10.8	586.4	575.6	4875.0	11.8%
北京	6.8	552.9	546.1	898.0	60.8%
河南	15.2	384.2	369.0	2801.0	13.2%
辽宁	246.3	545.2	298.9	1870.0	16.0%
湖南	61.4	317.6	256.2	1412.0	18.1%
重庆	53.6	296.4	242.8	918.0	26.5%
天津	152.7	309.0	156.4	700.0	22.3%
江西	0.2	100.8	100.6	1165.0	8.6%
广西	102.4	187.4	85.0	1390.0	6.1%

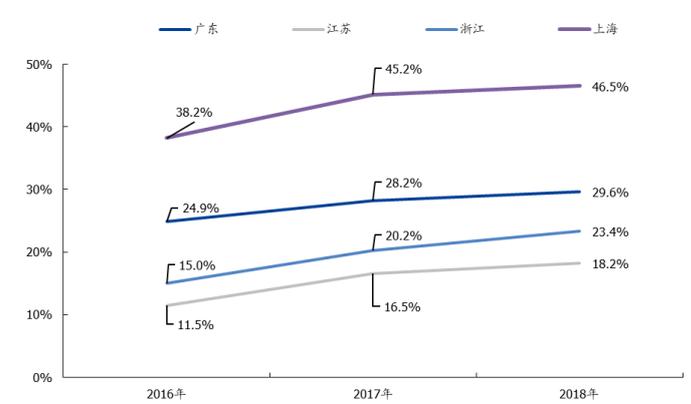
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 沿海地区净输入电量不断提高 (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 沿海地区净输入电量占用用电量比例逐年提升

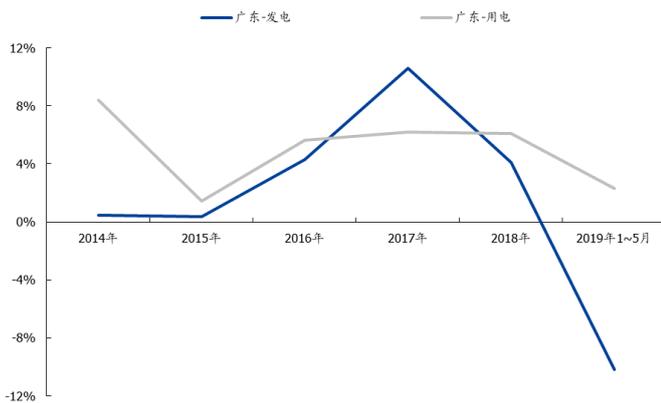


资料来源: wind, 国盛证券研究所

外来电净输入比例越大, 发电与用电背离越显著。沿海地区受外来电净输入影响, 发电量与用电量自2016年以来持续背离, 具体而言:

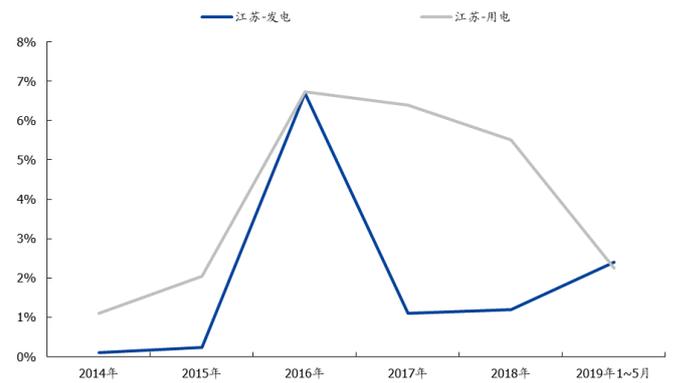
- 广东: 2019年1~5月发电量增速-10.2%, 用电增速2.3%;
- 江苏: 2019年1~5月发电量增速2.4%, 用电增速2.2%;
- 浙江: 2019年1~5月发电量增速-1.3%, 用电增速4.1%;
- 上海: 2019年1~5月发电量增速-8.6%, 用电增速0.6%。

图表 16: 广东发电、用电增速情况



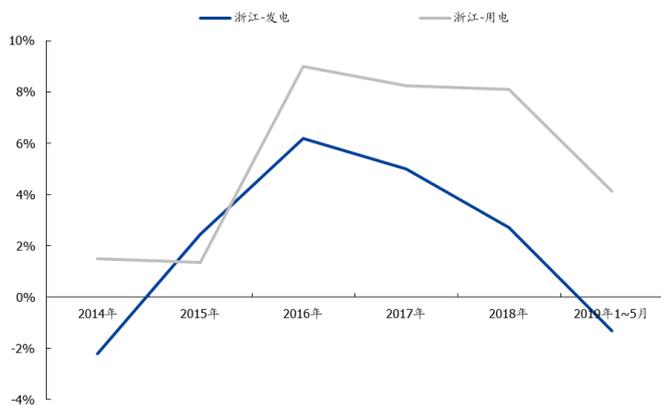
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 江苏发电、用电增速情况



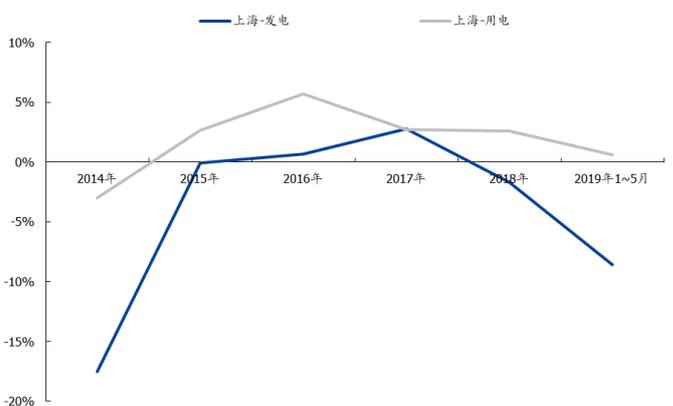
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 浙江发电、用电增速情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 上海发电、用电增速情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2.3.核电机组密集投产挤压火电份额

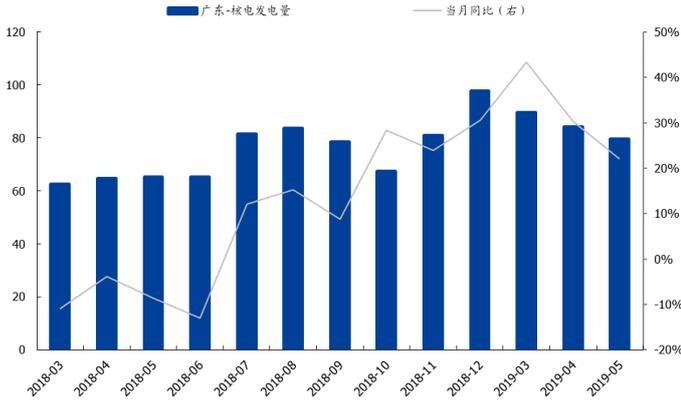
在能源转型的背景下，沿海地区多数早已实施“能源双控”政策，严控煤炭消费总量，提高新能源发电占比。沿海地区新能源以核电和风电为主，尤其核电在 18 年迎来密集投产，全年共投产 8 台核电机组，装机容量合计 1008.8 万千瓦，其中 7 台机组均在 18 年下半年投产，严重挤压了火电发电份额。

图表 20: 近年核电机组投产明细 (万千瓦)

2018 年已投产明细							
序号	核电厂机组号	地址	装机容量	开工时间	投产时间	状态	运营主体
1	田湾核电 3 号机	江苏	112.6	2012 年 12 月	2018 年 2 月	在役	中核电力
2	台山 1 号机组	广东	175	2009 年 12 月	2018 年 6 月	在役	中国广核
3	阳江 5 号机组	广东	108.6	2013 年 9 月	2018 年 7 月	在役	中国广核
4	三门核电 1 号机	浙江	125	2009 年 4 月	2018 年 9 月	在役	中核电力
5	海阳核电 1 号机	山东	125	2007 年 12 月	2018 年 8 月	在役	国家电投
6	海阳核电 2 号机	山东	125	2009 年 9 月	2018 年 10 月	在役	国家电投
7	三门核电 2 号机	浙江	125	2009 年 12 月	2018 年 11 月	在役	中核电力
8	田湾核电 4 号机	江苏	112.6	2013 年 9 月	2018 年 12 月	在役	中核电力
小计			1008.8				
2019 年拟投产明细							
序号	核电厂机组号	地址	装机容量	开工时间	投产时间	状态	运营主体
9	阳江 6 号机组	广东	108.6	2013 年 12 月		在建	中国广核
10	台山 2 号机组	广东	175	2010 年 4 月		在建	中国广核
小计			283.6				
2020 年拟投产明细							
序号	核电厂机组号	地址	装机容量	开工时间	投产时间	状态	运营主体
11	田湾核电 5 号机	江苏	111.8	2015 年 12 月		在建	中核电力
12	福清核电 5 号机	福建	115	2015 年 5 月		在建	中核电力
13	红沿河 5 号机组	辽宁	111.9	2015 年 3 月		在建	中国广核
14	石岛湾 1 号机组	山东	20	2012 年 8 月		在建	华能集团
小计			358.7				
2021 年拟投产明细							
序号	核电厂机组号	地址	装机容量	开工时间	投产时间	状态	运营主体
15	田湾核电 6 号机	江苏	111.8	2016 年 8 月		在建	中核电力
16	福清核电 6 号机	福建	115	2015 年 12 月		在建	中核电力
17	红沿河 6 号机组	辽宁	111.9	2015 年 7 月		在建	中国广核
小计			338.7				
2022 年拟投产明细							
序号	核电厂机组号	地址	装机容量	开工时间	投产时间	状态	运营主体
18	防城港 3 号机组	广西	115	2015 年 12 月		在建	中国广核
19	防城港 4 号机组	广西	115	2016 年 12 月		在建	中国广核
20	霞浦核电厂	福建	60	2017 年 12 月		在建	中核电力
小计			290				

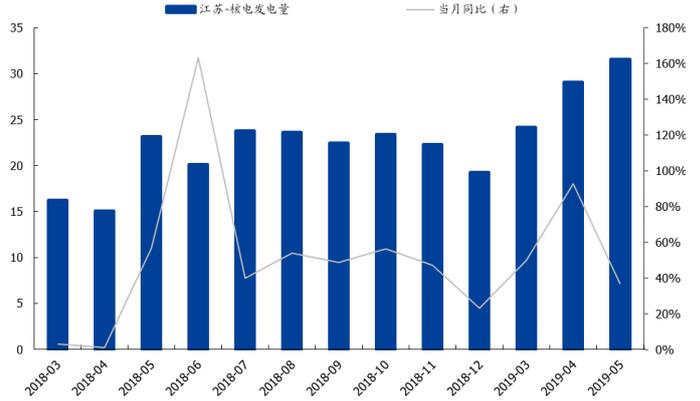
资料来源: 北极星电力, 国盛证券研究所

图表 21: 广东核电产量 (亿千瓦时)



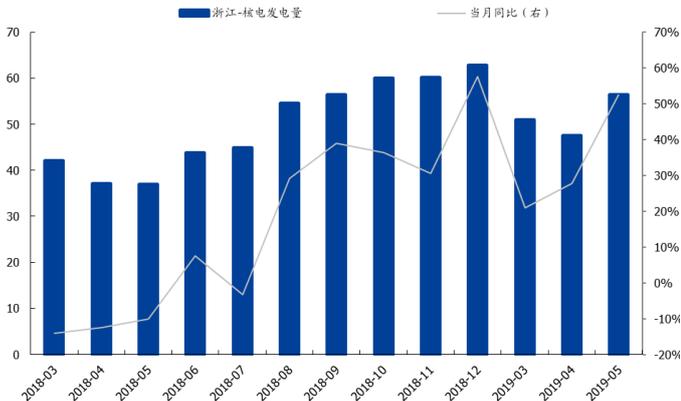
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 江苏核电产量 (亿千瓦时)



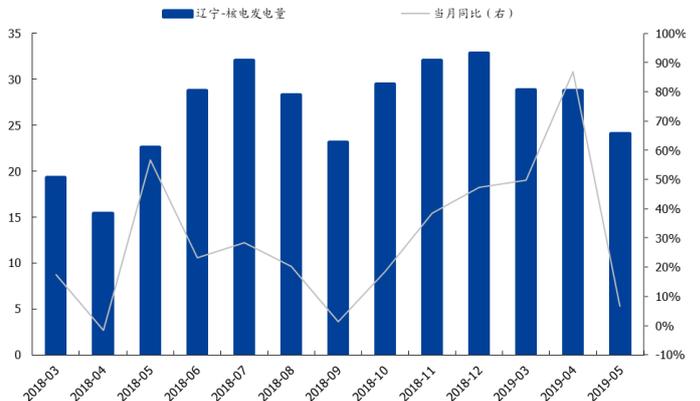
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 浙江核电产量 (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 辽宁核电产量 (亿千瓦时)

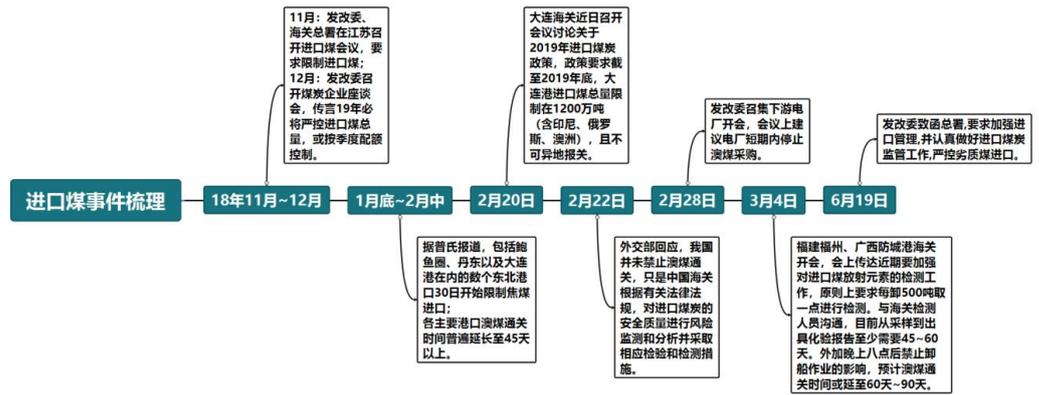


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.进口煤平控目标不变, 但结构有所变化

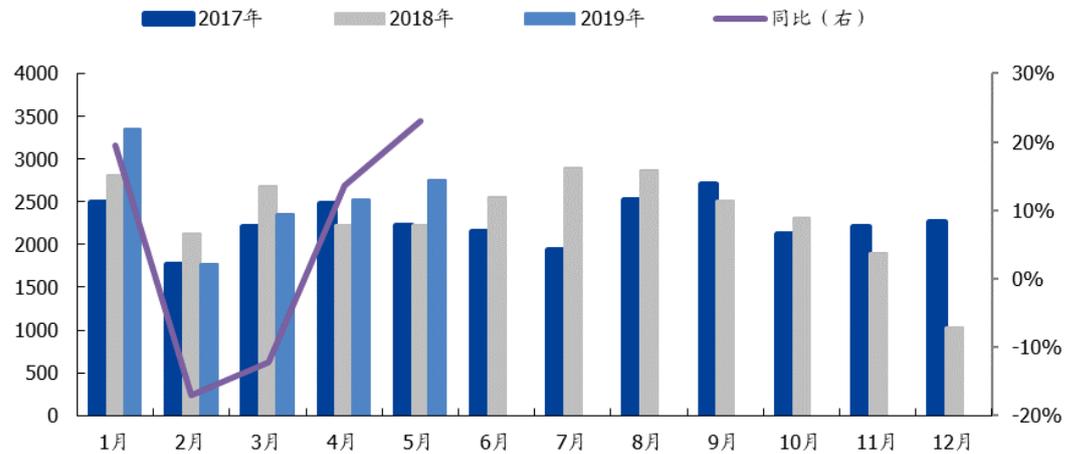
严控进口煤初衷未变。自 18 年年底来, 进口煤限制政策频出, 尤其今年 2 月份以来, 我国加强了对进口煤的有害元素检测, 延长进口煤通关时间, 部分港口的通关时间由原先 5~10 天大幅增加至 45~60 不等。据海关总署数据显示, 2019 年 1~5 月份, 我国共进口煤炭 12739 万吨, 同比微增 5.6%, 但 5 月受此前积压进口煤陆续通关影响, 当月进口煤炭 2747 万吨, 环比增长 8.6%, 同比大增 23.1%, 且仍有继续上升之势。近日, 发改委致函海关总署, 要求各地海关加强进口煤管理, 认真做好进口煤炭监管工作, 严控劣质煤进口。我们认为此举意在提醒各地海关注意进口煤额度管理, 以防上半年进口量大增从而导致全年进口煤平控目标流产。

图表 25: 限制进口煤事件梳理



资料来源: 煤炭江湖, 国盛证券研究所

图表 26: 近年我国进口煤总量变化(万吨)

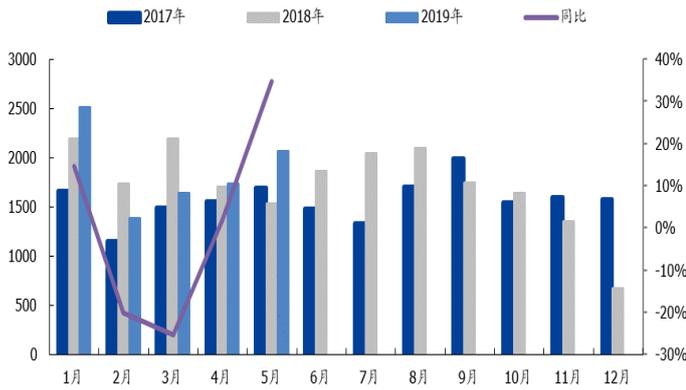


资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

今年以来动力煤进口总量基本持平, 焦煤进口大幅增长, 但后续若为完成进口煤平控目标, 我们认为后焦煤影响或大于动力煤。分品种而言, 2019年1~5月, 我国共进口动力煤9348万吨, 同比微降0.2%; 进口焦煤2976万吨, 同比大增31.6%。由此可见, 此轮限制进口煤主要针对动力煤, 而焦煤方面无论是澳洲焦煤还是外蒙焦煤均未受到限制, 我们认为这主要是由于:

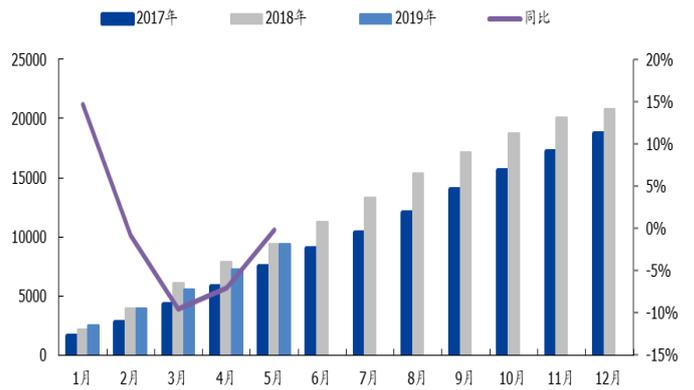
- **焦煤尤其是主焦煤供给相对刚性:** 受去年山东矿难影响, 部分煤矿产能核减, 且今年主产区安监力度明显加大, 煤矿复产有所延后, 导致国内焦煤结构性紧缺;
- **下游需求旺盛:** 据Mysteel数据显示, 3~5月全国247家钢厂高炉产能利用率月度均值较去年同期高2.5~4.5个百分点, 全国230家独立焦化企业产能利用率月度均值较去年同期高0.4~2.3个百分点, 均显示下游需求旺盛;
- **进口焦煤价格优势明显:** 据测算, 澳洲主焦煤(A10.5, V21, S0.6, G85, Y17, CSN8, CSR72)的税后价格较春节后高点大幅下跌6.7%, 跌幅超过100元/吨, 而今年以来, 国内焦煤价格明显高于进口煤价格, 且多数时间高50-120元/吨。

图表 27: 我国动力煤进口(当月)概况(万吨)



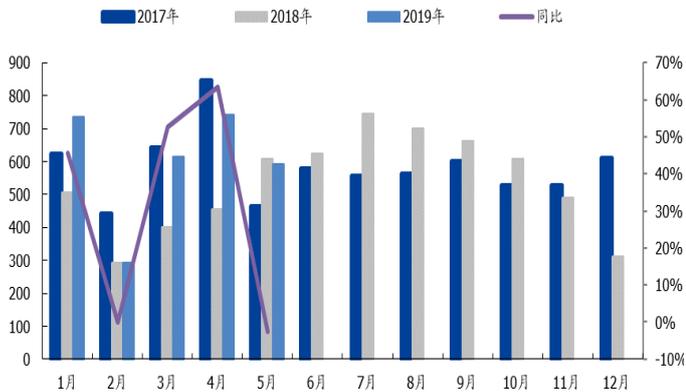
资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 28: 我国动力煤进口(累计)概况(万吨)



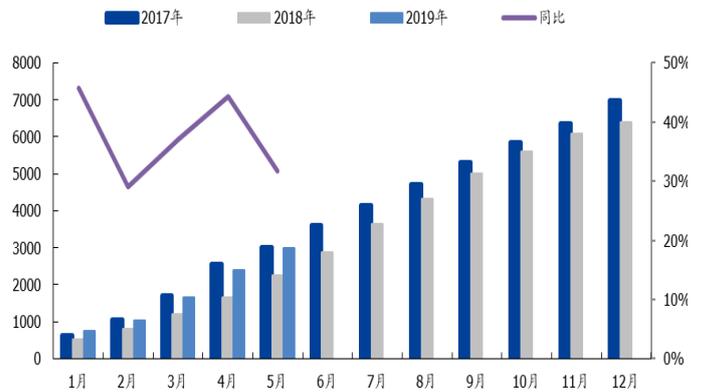
资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 29: 我国炼焦煤进口(当月)概况(万吨)



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 30: 我国炼焦煤进口(累计)概况(万吨)

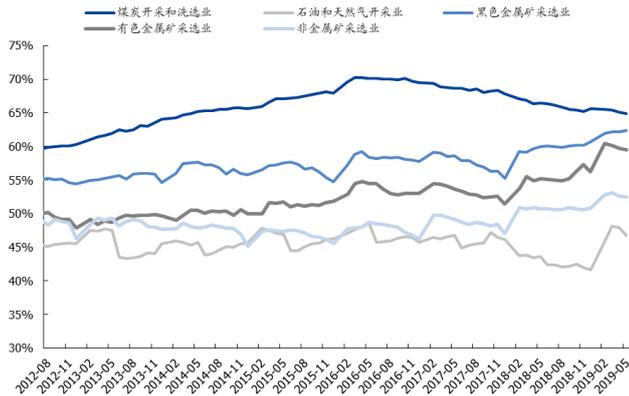


资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

1.4.煤企降负债仍需时日

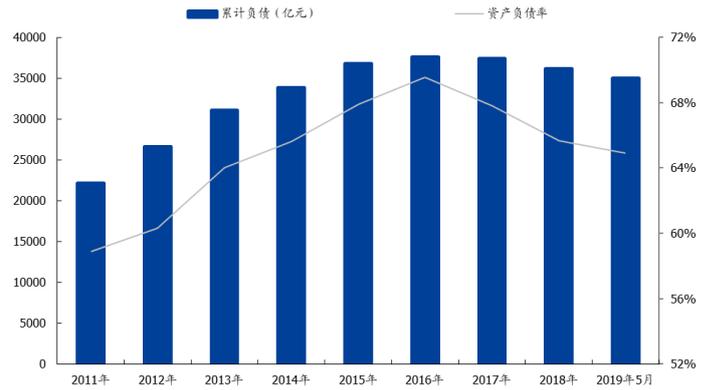
虽然煤炭行业在供给侧改革后, 煤价大幅上涨, 煤企的盈利水平明显回升, 信用融资状况也持续好转, 但由于煤企的历史负担过于沉重, 其资产负债表修复进度缓慢。据统计, 截至 2019 年 5 月, 煤炭开产和洗选业资产负债率仍高达 64.9%, 位居工业企业行业首位, 累计负债自 2016 年最高点以来仅下降 6.7%。

图表 31: 煤炭行业资产负债率位居工业企业首位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

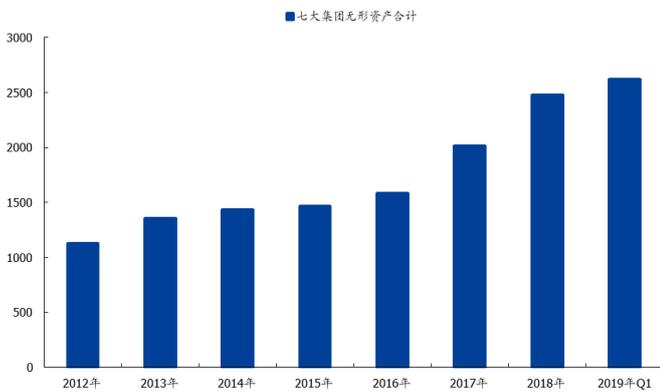
图表 32: 煤炭行业负债下降缓慢



资料来源: wind, 国盛证券研究所

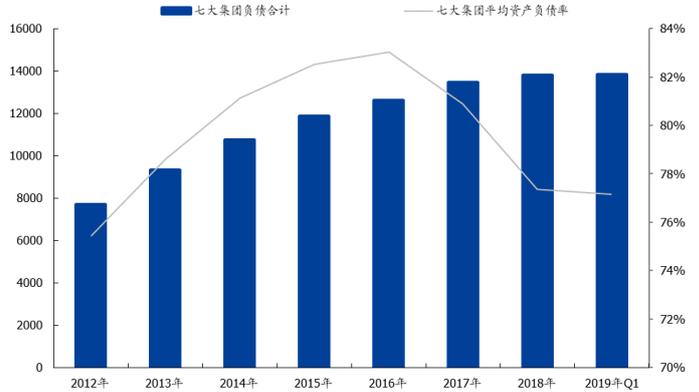
山西煤企偿债压力并未减轻。由于行业中各企业经营状况差距较大,为了更好的反应行业的平均水平,我们选取山西七大煤炭集团(焦煤、山煤、晋能、同煤、阳煤、晋煤、潞安)作为观察标的。我们发现山西煤企自2016年经营状况好转以来,负债总额仍维持小幅增长态势,企业偿债压力并未减轻。但企业为完成国资委降杠杆的考核目标,不得不采取增厚总资产的方式(采矿权重新评估、发永续债)来降低资产负债率。且据我们调研了解,煤企虽与当地政府签订“三供一业”剥离合同,但由于政府财力有限,该部分费用在未来2~3年内仍将由煤企承担,煤企短期内负担仍显沉重。我们认为为解决上述问题,未来仍需煤价稳定在一个相对合理的区间,以时间换空间,最终完成减轻煤企偿债压力和历史负担的终极目标。

图表 33: 山西七大煤企无形资产大幅上升(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 山西七大煤企负债总额小幅上升(亿元)



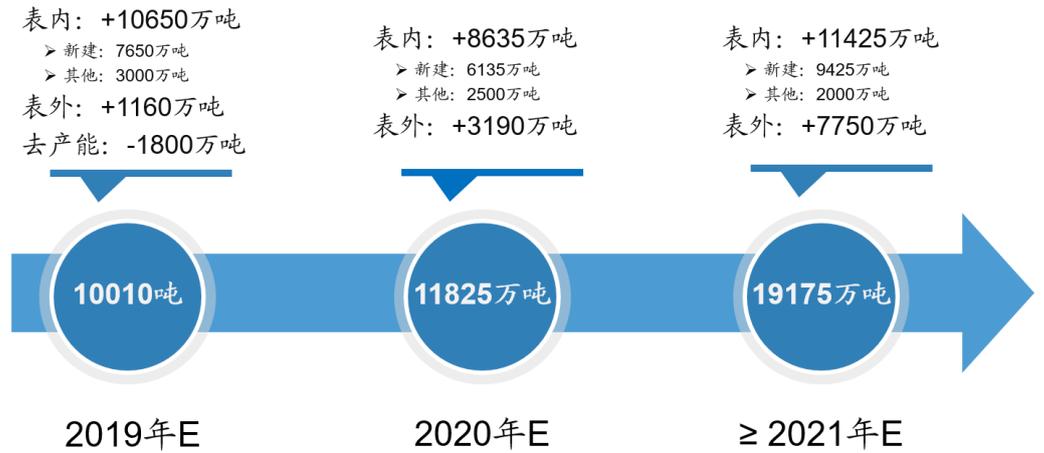
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2. 未来两年产能大幅扩张尚未到来

今明两年产量释放相对平稳,拐点或现2021年。目前,市场上关于未来煤炭产能投放的进度众说纷纭,多数认为我国煤炭产量已步入加速释放阶段,实际情况到底如此?为理清未来煤炭供给端产能的投放速度,我们在对目前所有在建矿井的建设情况逐一进行核实、分析后,认为今明两年产量释放力度相对有限,产量的大规模释放或集中在2021

年前后（详细分析参考我们早前发布的《关于煤炭供给格局的“3问3答”》）。

图表 35: 我国煤炭产量释放进度



资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

2.1.表内（能源局口径内）：在建产能虽多但边际贡献有限

2.1.1.资源整合、改扩建和技术改造类矿井虽体量巨大，但产量释放力度有限

对比 18 年 6 月和 12 月能源局公布的在建矿井（不含新建）产能数据可发现，在这半年期间，在建矿井产能减少 5959 万吨，降幅 13%。为弄清该部分产能去向，我们对产能变化比较大的山西、陕西、云南等地这半年间数据进行对比分析，发现其中去产能占到半数以上，能实际贡献增量的产能占比约 40%（在建产能进入联合试运转）。结合此前对上半年在建产能变化和产能利用率的判断，我们认为在建矿井（不含新建）部分 2018 年共释放产量约 3500~4000 万吨，且受资源禀赋的制约，后续产能释放进度或有所放缓，乐观预计 2019~2020 年分别释放产量 3000 万吨、2500 万吨。

图表 36: 在建矿井（不含新建）产能变化情况（万吨/年）

类型	资源整合			改扩建		
	18年6月	18年12月	差值	18年6月	18年12月	差值
在建产能合计	38913	33671	-5242	9993	11751	1758
—联合试运转	7587	7407	-180	1862	3566	1704
—其他在建	31326	26264	-5062	8131	8185	54

类型	技术改造			总计（资源整合+改扩建+技术改造）		
	18年6月	18年12月	差值	18年6月	18年12月	差值
在建产能合计	8636	7861	-775	57542	53283	-4259
—联合试运转	2240	2416	176	11689	13389	1700
—其他在建	6396	5445	-951	45853	39894	-5959

资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

2.1.2.新建产能以大型矿井为主，具备产量释放能力

为了解新建矿井（包含联合试运转）未来产能投放进度，我们对其中产能规模≥90万吨/年的矿井建设进度、生产情况逐一核实，发现其中近一半的产能早已投产，仅因手续不

全等问题一直处于在建状况，未来对供给端无边际影响。在尚未投产的约**2.3亿吨**产能中，我们预计**2019年**释放产量约**7650万吨**，**2020年**释放产量约**6135万吨**。

图表 37: 表内 (能源局口径) 新建矿井产能投放进度 (万吨/年)

省市	产能投放进度		
	2019年 E	2020年 E	≥2021年 E
山西	1150	290	2100
内蒙	2400	1840	2700
陕西	2000	1100	1000
新疆	700	700	600
宁夏	100	375	315
黑龙江	1000	120	120
安徽	0	200	400
云南	140	490	150
河南	0	240	300
贵州	40	180	380
山东			180
甘肃	120	600	1000
四川	0	0	180
合计	7650	6135	9425

资料来源: 国家能源局, 上市公司年报, 集团发债说明书, 各地区设计院, 国盛证券研究所

2.2.表外 (能源局口径外): 产量大规模释放需至 2021 年

今明两年产量释放速度相对有限。自 2016 年底重启核准煤矿项目以来，我们对国家发改委、能源局核准的煤矿进行统计，截至 2019 年 6 月底，相关部门共核准煤矿 72 座，产能合计 3.85 亿吨/年。经与能源局公布的 2018 年 12 月底煤矿产能数据进行对比分析，发现其中大部分煤矿已并入能源局口径，仅剩大海则、郭家滩、巴拉素等 31 座矿井，合计产能 1.53 亿吨/年暂未纳入能源局口径。我们对尚未回归表内的 31 座矿井建设进度、生产情况逐一核实，由于上述煤矿多数于**2018年**下半年年后批复，故今明两年产能释放速度相对有限，预计**2019年**贡献增量约**1160万吨**，**2020年**贡献增量约**3190万吨**，大规模释放需至**2021年**后。

图表 38: 表外(能源局口径外)新建矿井产能投放进度(万吨/年)

省市	产能投放进度		
	2019年E	2020年E	≥2021年E
山西	0	350	1100
内蒙	780	800	1450
陕西	0	600	3700
新疆	300	1140	1340
青海	0	80	100
甘肃	0	60	60
宁夏	80	160	0
合计	1160	3190	7750

资料来源: 国家能源局, 上市公司年报, 集团发债说明书, 各地区设计院, 国盛证券研究所

2.3.去产能: 19年收官之年

随着供给侧改革的深入推进, 去产能工作取得显著成效, 提前两年完成“十三五”去产能目标任务。近日, 国家发改委、工信部和能源局联合发布了《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》(以下简称《要点》), 《要点》中明确提出19年去产能的具体标准。通过系统性分析我国目前的产能结构并结合《要点》的要求, 我们预计2019年去产能过程中涉及在产产能约3600万吨/年, 由于其中部分矿井目前已处于停产或减产状况, 以50%的产能利用率计算, 将导致产量减少约1800万吨, 而2020年~2021年按目前去产能政策推算对其产量无实质性影响。

2.3.1.保守预计19年受去产能影响将减少产量约1800万吨

发改委于19年5月发布《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》(以下简称《要点》), 《要点》中明确提出2019年基本退出以下煤矿:

- 晋陕蒙宁等4个地区30万吨/年以下煤矿;
- 冀辽吉黑苏皖鲁豫甘青新等11个地区15万吨/以下煤矿;
- 其他地区9万吨/年及以下的煤矿;
- 长期停产停建的30万吨/年以下“僵尸企业”煤矿;
- 30万吨/年以下冲击地压、煤与瓦斯突出等灾害严重煤矿。

我们对符合前三条标准的煤矿产能进行梳理, 约3600万吨/年的在产产能将于2019年底前退出, 考虑到部分煤矿早已处于减产或停产状态, 产能利用率仅约50%, 因此, 我们预计2019年去产能部分将减少产量约1800万吨。

图表 39: 2019 年符合退出标准煤矿产能 (万吨/年)

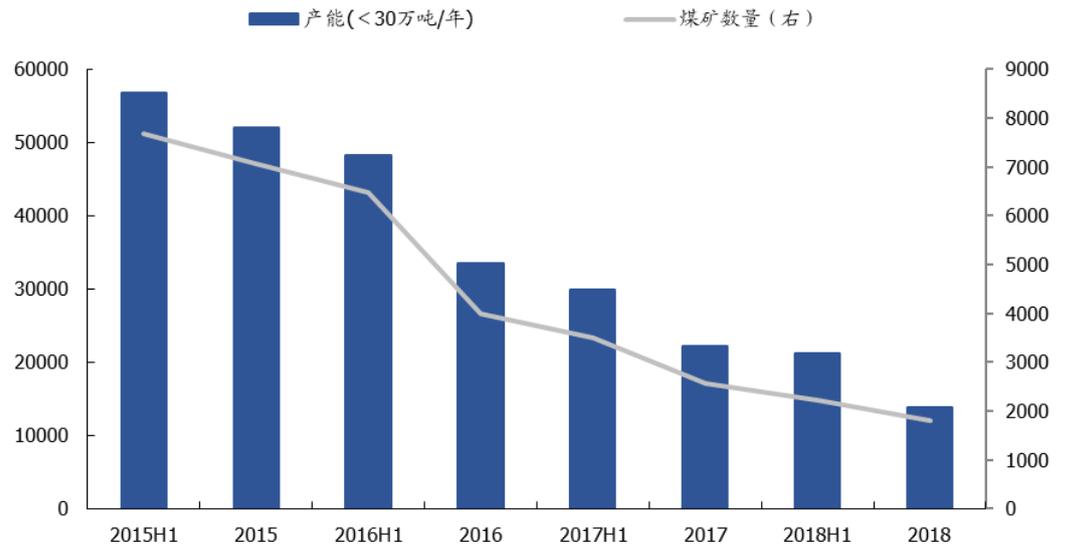
退出标准	省市	产能≤9		9 < 产能 < 15		15 ≤ 产能 < 30	
		煤矿数	产能	煤矿数	产能	煤矿数	产能
晋陕蒙宁 (< 30 万 吨/年)	山西省	14	0				
	陕西省	13	45				
	内蒙古	21	0				
	宁夏	2	0				
	小计	50	45				
冀辽吉黑 苏皖鲁豫 甘青新 (< 15 万 吨/年)	河北省	11	0				
	辽宁省	0	0				
	吉林省	9	18				
	黑龙江	421	1229	5	60		
	江苏省						
	安徽省	3	0				
	山东省	7	0				
	河南省	22	0				
	甘肃省	2	0				
	青海省	1	0				
新疆	14	15	1	12			
小计	490	1262	6	72			
其他 (≤ 9 万 吨/年)	北京市	1	0				
	福建省	11	0				
	江西省	128	531				
	湖北省	37	114				
	湖南省	225	271				
	广西	5	45				
	重庆市	9	0				
小计	615	2209					
合计		1155	3516	6	72		

资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

2.3.2.2020 年~2021 年去产能压力明显减轻

30 万吨/年以下的落后产能是未来去产能的主攻方面。去产能政策实施以来, 我国一直坚持把提高供给体系质量作为主攻方向, 通过“去小上大”不断优化资源配置, 扩大优质增量供给。2015 年至今, 我国煤炭供给体系中 < 30 万吨/年的在产矿井产能规模不断压缩, 由 5.7 亿吨减少至 1.4 亿吨, 降幅高达 76%。

图表 40: 产能 < 30 万吨/年的落后产能不断去化 (万吨/年)



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

在 4 月底发改委印发的《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》中提出未来通过严格执法关闭一批、实施产能置换退出一批、改造升级提升一批, 进一步压减 30 万吨/年以下煤矿数量, 力争到 2021 年底, 全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。

图表 41: 2018 年 12 月底我国煤矿 (< 30 万吨/年) 产能结构 (万吨/年)

产能分布	在产		在建		合计	
	煤矿数	产能	煤矿数	产能	煤矿数	产能
≤9 万吨	1155	3516	29	261	1184	3777
9 < 产能 < 30	650	10338	199	3207	849	13545
< 30 合计	1805	13854	228	3468	2033	17322

资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

截至 2018 年 12 月底, 我国煤矿中产能 < 30 万吨/年 (在产+在建) 的数量合计 2033 处, 涉及产能 1.7 亿吨。若考虑到 2019 年产能 ≤ 9 万吨/年的煤矿基本退出, 则意味着 2020 年~2021 年仅需退出不到 50 处煤矿, 且我们预计以在建产能退出为主, 对在产产能影响较小。

3. 价格展望: 动弱焦强

3.1. 供需双弱

根据我们对供需两端的测算, 预计短期内煤炭市场总体呈现供需双弱局面, 供需格局由平衡向平衡略偏宽松过度。

- 供给短期释放有限: 自 2016 年供给侧改革以来, 虽然煤价和行业景气度已明显回升, 但由于新建矿井产能释放需一定建设周期, 因此短期内产能难以进入加速扩张阶段;
- 需求乏善可陈: 2019 年 1~5 月, 火电发电量增速大幅下滑至 0.2%, 虽然生铁产量

同比增长 8.9%，水泥产量同比增长 7.3%，但我们认为生铁、水泥的高速增长难以持续，未来煤炭整体需求将随宏观经济增速放缓而放缓，消费量增速或维持在 1%~1.5% 之间。

图表 42: 供需平衡表 (亿吨)

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
		需求侧					
电力	火电耗煤	18.85	19.87	20.96	21.38	22.02	22.68
	yoy	1.1%	5.4%	5.5%	2.0%	3.0%	3.0%
钢铁	钢铁耗煤	6.26	6.35	6.22	6.53	6.66	6.73
	yoy	0.2%	1.4%	-2.00%	5.0%	2.0%	1.0%
建材	建材耗煤	5.24	5.07	5.02	5.17	5.27	5.33
	yoy	0.0%	-3.2%	-1.0%	3.0%	2.0%	1.0%
化工	化工耗煤	2.63	2.76	2.83	2.91	3.07	3.27
	yoy	4.5%	5.0%	2.5%	3.0%	5.5%	6.5%
四大行业耗煤总量		32.98	34.05	35.03	36.00	37.04	38.02
yoy		1.0%	3.2%	2.9%	2.8%	2.9%	2.6%
四大行业耗煤占比		87.7%	88.2%	89.8%	91.3%	92.5%	93.6%
其他行业耗煤		4.60	4.55	3.96	3.44	3.00	2.61
yoy		-3.1%	-1.2%	-13.0%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
国内煤炭消费量		37.59	38.60	38.99	39.44	40.03	40.62
消费增速		0.5%	2.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%
		供给侧					
国内煤炭产量		34.11	35.20	36.80	37.50	38.60	39.60
yoy		-9.4%	3.2%	4.5%	1.9%	2.9%	2.6%
进口量		2.56	2.71	2.81	2.81	2.81	2.81
出口量		0.09	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05
净进口		2.47	2.63	2.76	2.76	2.76	2.76
供需缺口 (供-需)		-1.01	-0.77	0.57	0.82	1.33	1.74

资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

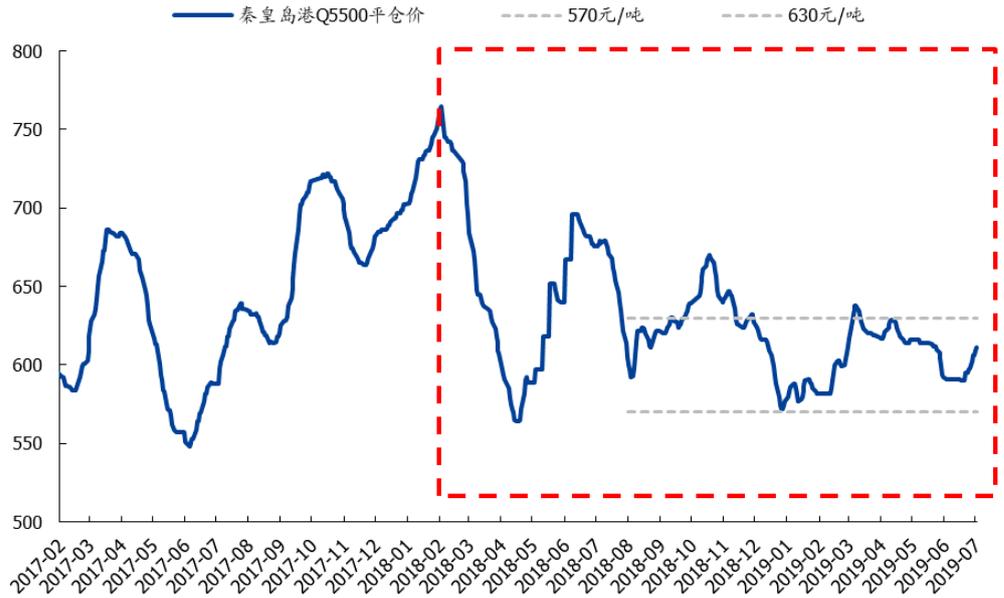
3.2. 动力煤: 先抑后扬, 中枢略有下移

由于当今下游用户普遍采用“淡季补库+高库存”策略, 这使得以往“淡季走弱、旺季走强”的模式不再完全适用于当下煤炭市场。港口煤价自 18 年以来, 呈现高点逐次降低, 波动幅度逐步收窄的运行态势。19 年上半年, 港口煤价波动区间进一步收窄至 577~638 元/吨, 均价 605 元/吨, 较去年同期下降 9.1%。

展望下半年, 安监对供给端的影响或将逐步弱化, 在高库存和需求不及预期的背景下, 7~8 月煤价或出现回调。后续随着国庆 70 周年的临近, 煤矿安监有望再次加强, 产地供给或再次受限, 与此同时, 夏季用煤高峰过后, 煤炭进口或再次收紧, 叠加冬储补库的影响, 煤价有望迎来一波反弹。但总体而言, 后续随着优质产能的释放、铁路增运计划和国家一系列减税降费政策的出台, 港口煤价中枢有望进一步下移至 590~600 元/吨。

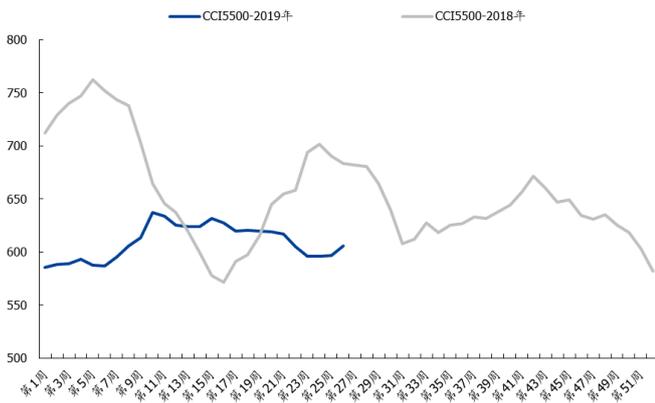
港口产地分化。值得注意的是, 虽然我们认为动力煤港口煤价中枢或略有下移, 但由于动力煤消费结构的变化导致港口与产地间的联动进一步弱化, 价格分化加剧。且由于年初矿难影响, 各主产区安监及生产形势有所差异, 供需格局松紧有异, 导致主产区价格有所分化。以榆林为代表的陕西主产区价格最为强势, 山西地区由于产量加速释放, 价格疲软, 后续这一现象也有望延续。

图表 43: 秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)



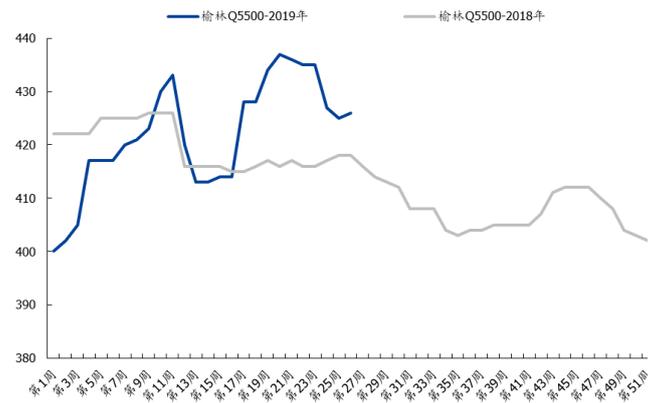
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: CCI5500 价格指数 (元/吨)



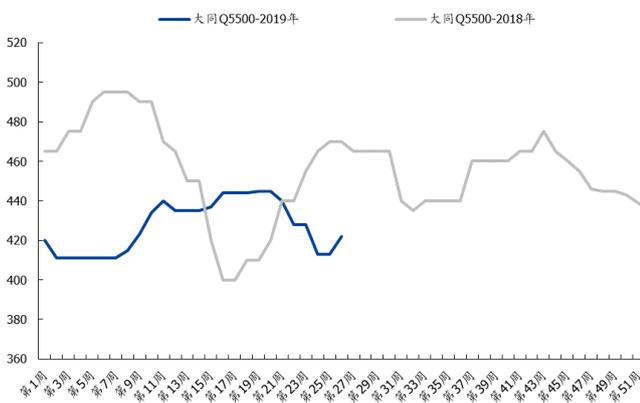
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 陕西榆林动力煤 Q5500 价格 (元/吨)



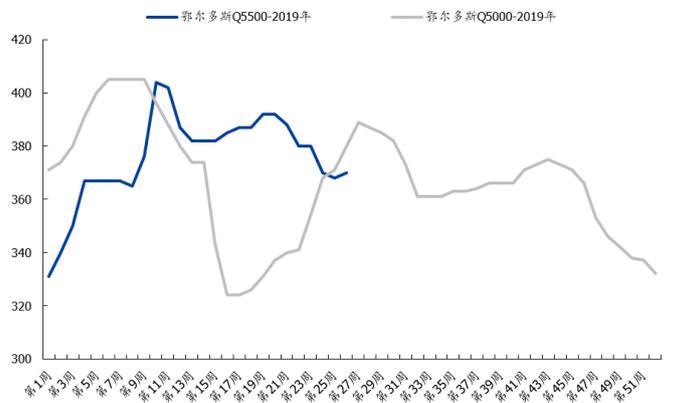
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 山西大同南郊动力煤 Q5500 价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 内蒙鄂尔多斯动力煤 Q5500 价格 (元/吨)

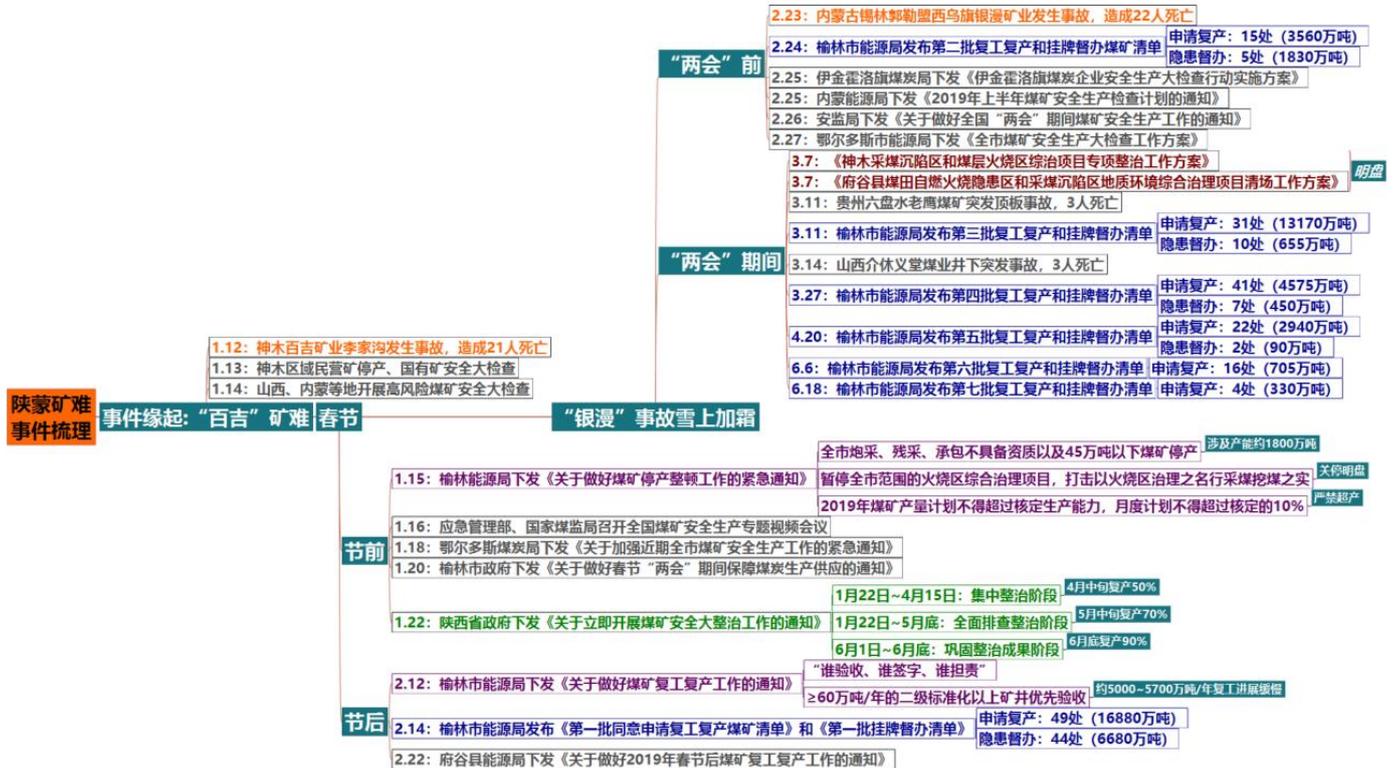


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2.1. 产地供给边际宽松

发展决不能以牺牲人的生命为代价，陕西“1.12”矿难事故后，上至国家下至地方各个层面均出台相应政策、通知，要求加强对煤矿安全检查力度。导致一季度榆林地区几乎所有煤矿都曾停产自查整改，对陕西省原煤产量造成了巨大影响。下半年随着隐患督办煤矿整改完毕后逐步复产以及优质产能建成投产，产量释放力度将大于上半年，供给端边际宽松。

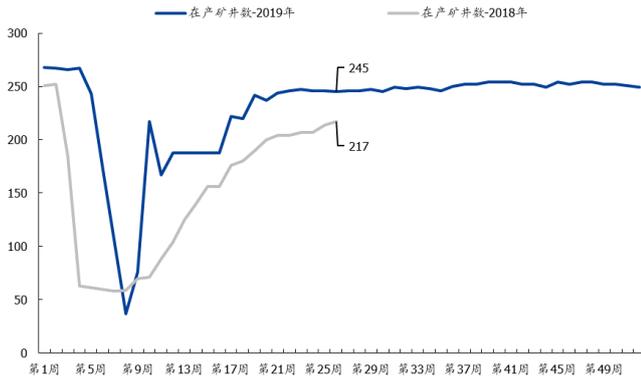
图表 48: 陕西榆林矿难事件梳理



资料来源: 陕蒙各相关部门, 国盛证券研究所

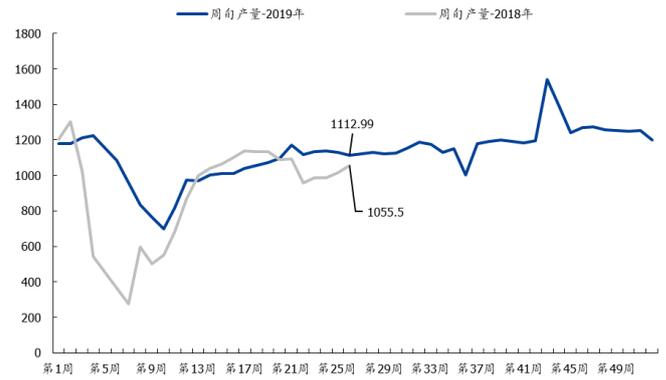
停产煤矿陆续复产，产量缓慢抬升。据陕西煤监局数据显示，截至6月27日，陕西省矿井数431处，正常生产矿井217处，环比上周增加3处，较去年同期减少28处；陕西省原煤周旬产量1056万吨，环比上周增产41万吨，较去年同期减少57万吨。后续随着隐患督办煤矿整改完毕后逐步复产，产量释放有望提速。

图表 49: 陕西省在产矿井数 (截至 6 月 27 日) (处)



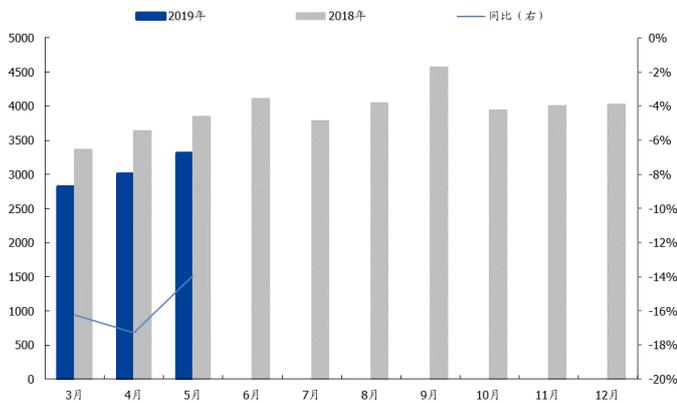
资料来源: 陕西省煤监局, 国盛证券研究所

图表 50: 陕西省周旬产量 (截至 6 月 27 日) (万吨)



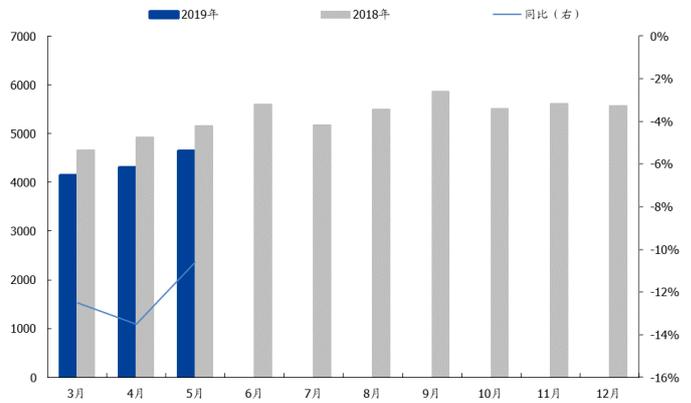
资料来源: 陕西省煤监局, 国盛证券研究所

图表 51: 榆林市原煤产量 (万吨)



资料来源: 榆林市统计局, 国盛证券研究所

图表 52: 陕西省原煤产量 (万吨)

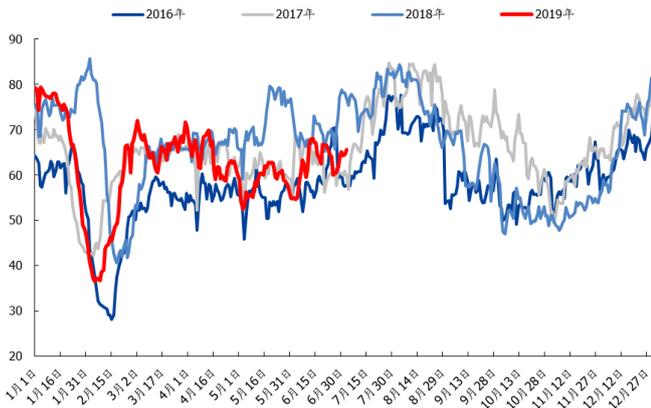


资料来源: 陕西省煤监局, 国盛证券研究所

3.2.2. 高库存抑制煤价上涨空间

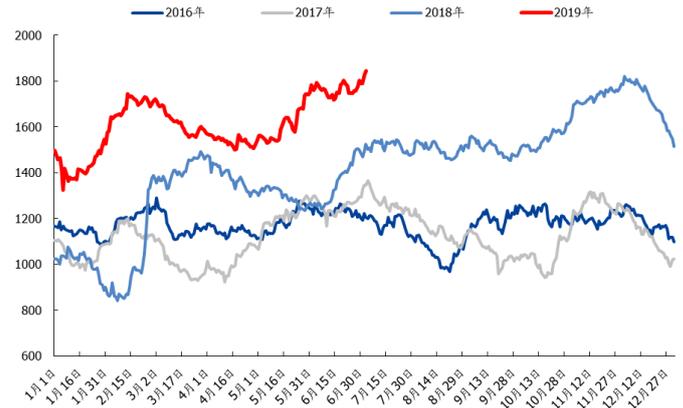
在经历了 2018 年一季度由于需求旺盛、调运困难等原因引发的局部供需错配导致煤价暴涨后, 下游电厂纷纷采取了高库存策略, 企图抑制煤价大幅波动。由于电厂原料煤采购中均包括一定比例的长协煤, 且长协煤的调入有其固定节奏, 若下游需求走弱, 会导致电厂被动累库。当前时点下, 沿海电厂和全国重点电厂库存均处历史绝对高位, 后续或通过需求快速提升被动消化库存, 或通过放缓市场煤采购节奏主动去库。就目前状况而言, 在用电增速放缓, 水电、核电挤压火电份额的背景下, 后续电厂大概率通过控制采购节奏主动去库, 或将对煤价造成一定压力。

图表 53: 沿海六大电日耗 (万吨)



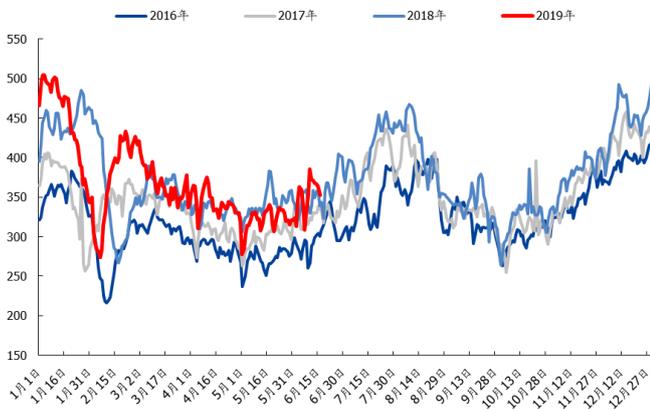
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 沿海六大电库存 (万吨)



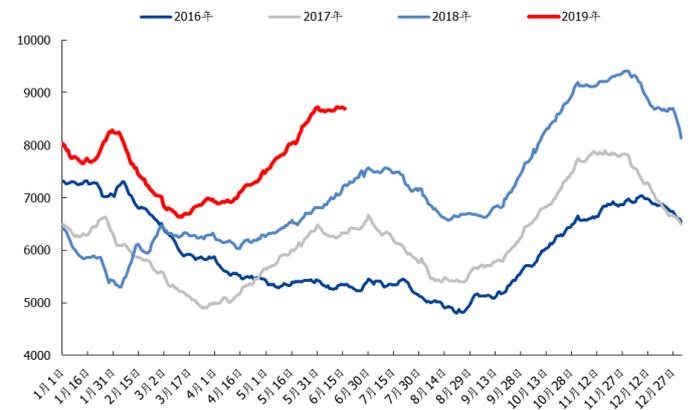
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 全国重点电日耗 (万吨)



资料来源: cctd, 国盛证券研究所

图表 56: 全国重点电库存 (万吨)



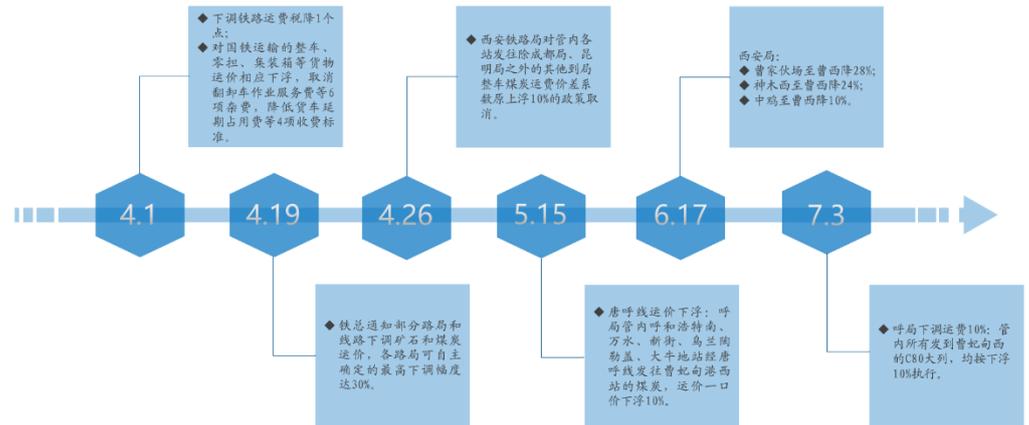
资料来源: cctd, 国盛证券研究所

3.2.3. 铁路运费相继下调降低港口平仓成本

近期, 铁总及各铁路局纷纷出台政策下调煤炭铁路运费, 这无疑会降低港口发运成本, 后续一旦坑口价格出现松动或港口煤价上涨致使贸易商有利可图时, 港口调入量必然回升, 沿海市场供需再现结构性宽松, 抑制煤价上涨空间。

- 一方面, 年初矿难以来, 由于榆林当地供应持续偏紧, 产地价格飙涨, 导致港口发运倒挂, 高卡煤紧缺。为缓解上述情况, 虽然政策多次鼓励加快推进先进产能释放, 但远水解不了近渴, 单纯依靠产能释放短期内难以缓解港口发运倒挂现象, 因此各铁路局纷纷下调运费, 缓解、甚至消除发运倒挂现象;
- 另一方面, 为深入贯彻落实党中央、国务院“减税降费”政策, 完成国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划(2018~2020年)》中全国铁路货运量增长30%的目标, 铁总印发《中国铁路总公司关于优化部分地区货运价格策略的通知》, 优化部分货运价格, 提高铁路货物发运量。

图表 57: 部分铁路降费政策



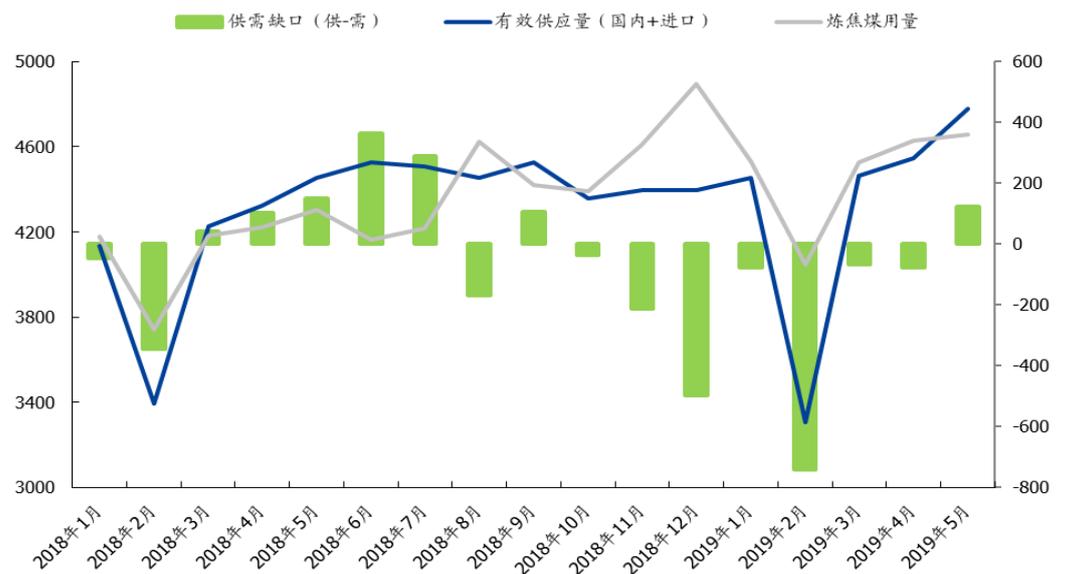
资料来源: 煤炭江湖, 国盛证券研究所

3.3.焦煤: 供给刚性支撑价格高位震荡

考虑到焦煤未来产能增量极其有限,下游需求总体平稳,且去年11月山西焦煤集团联合龙煤、山东能源、淮北矿业等8家国内炼焦煤企业联合创立焦煤集群品牌联盟,使得焦煤生产企业在黑色系中的议价能力得到进一步加强,我们预计下半年焦煤价格仍将维持高位震荡格局,下跌幅度有限。

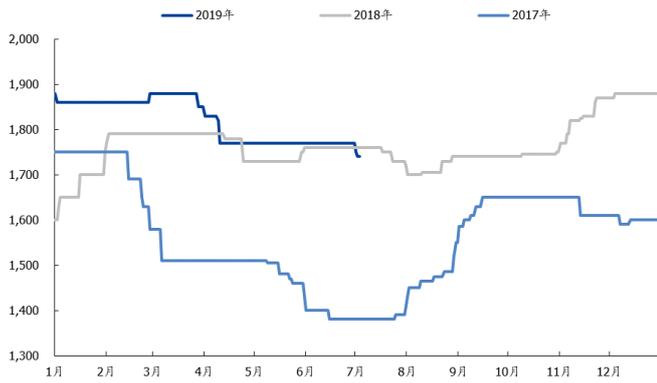
自去年三季度“凌志事件”、山西查超、山东龙郛矿难以来,炼焦煤市场长时间存在供应缺口,导致炼焦煤价格持续高位运行。今年上半年炼焦煤市场总体表现较为平稳,价格波动幅度维持在150元/吨以内。

图表 58: 炼焦精煤供需平衡情况(万吨)



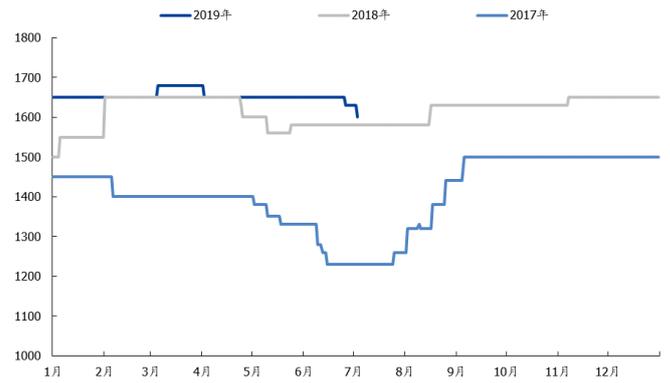
资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 59: 京唐港山西主焦煤库提价 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 山西柳林主焦煤出矿价 (元/吨)



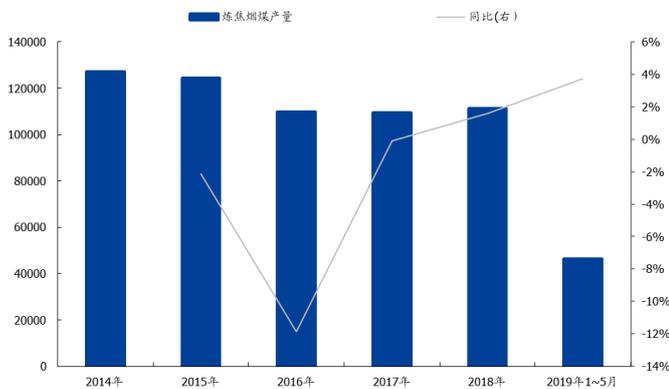
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3.1. 焦煤新增产能有限，供给相对刚性

由于炼焦煤属我国稀缺资源，因此自 2016 年我国煤炭资源整合、淘汰落后产能等政策实施以来，无论炼焦原煤还是炼焦精煤，产量波动幅度明显收窄，供给总体平稳。

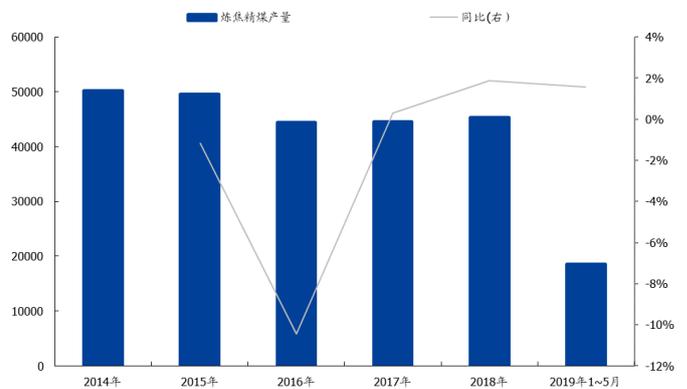
- ▶ 短期而言，由于炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井，我们认为往后环保、安全的高压检查有望维持常态化，外加上半年焦煤进口量大幅上涨，后续若对进口煤采取管控措施，或对焦煤进口影响较大，这都限制了焦煤有效供给的释放；
- ▶ 中长期而言，我们在对目前所有新建矿井进行梳理过程中发现，在约 200 多个新建煤矿中，仅有约 8 座煤矿，合计产能 2640 万吨/年属于炼焦煤矿井，其体量相对于每年约 11 亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低，炼焦煤未来增量极其有限。

图表 61: 炼焦煤产量 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 62: 炼焦精煤产量 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 63: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)

序号	地区	煤矿名称	类型	煤种	产能	建设单位
1	山西	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	新建	焦煤、1/3焦煤、肥美	600	美锦能源
2	山西	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	新建	主焦煤	300	冀中能源
3	山西	山西晋煤太钢能源三交一号煤矿	新建	焦煤、肥煤	600	晋煤集团
4	山西	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	新建	焦煤、肥煤、瘦煤	240	铁法煤业集团
5	安徽	安徽省亳州煤业有限公司信湖煤矿	新建	焦煤、气肥煤	300	淮北矿业
6	安徽	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	新建	气煤、1/3焦煤	300	中煤新集
7	河南	中国平煤神马集团梁北二井	新建	瘦煤、焦煤、肥煤	120	平煤集团
8	山东	兖煤菏泽能化有限公司万福煤矿	新建	肥煤、焦煤	180	兖州煤业
合计					2640	

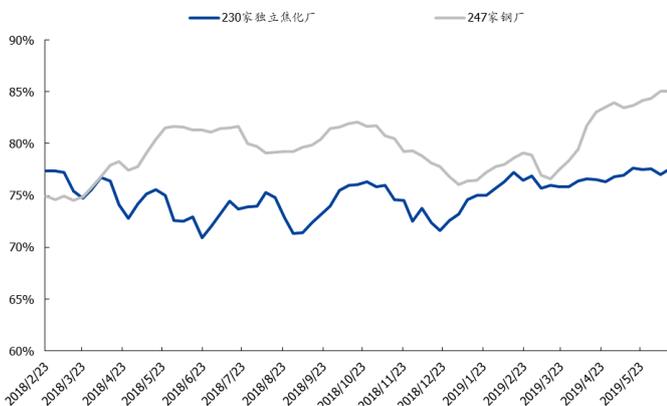
资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

3.3.2. 需求料将承压, 但总体可控

在环保检查力度放松, 国家对焦化、钢铁行业严禁“环保一刀切”的政策背景下, 由于黑色产业链利润可观, 上半年焦化厂、钢厂高炉开工率均维持高位, 对原料需求较为旺盛。下半年虽然地产投资增速料将走弱, 但专项债对基建投资的拉升或对冲部分经济下行压力。总体来说, 我们对下半年焦煤尤其是主焦煤的需求并不悲观。

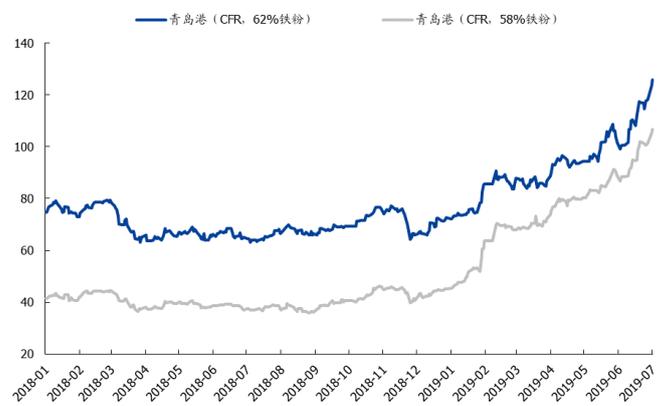
- 一方面, 今年以来生铁产量明显高于往年, 长流程炼钢在废钢价格偏高的影响下占据主导, 这以情况助推了原料市场需求;
- 另一方面, 自今年年初以来铁矿价格大幅飙涨, 部分钢厂为节约成本, 加大了低品位铁矿用量, 由于铁矿品位每下降 1%, 焦炭用量需提高 2%, 这也拉动了下游焦炭需求。

图表 64: 焦化厂、钢厂开工率维持高位



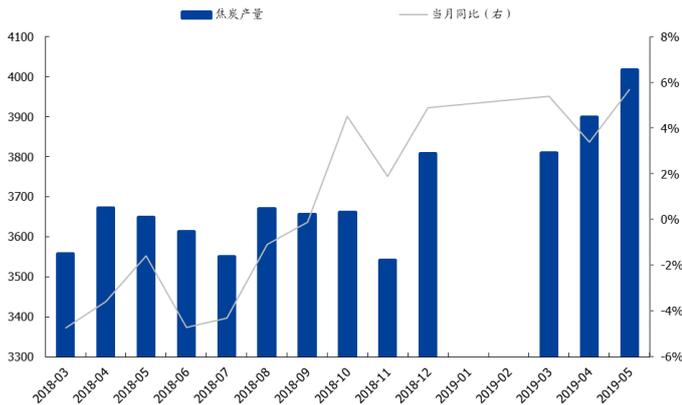
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 65: 高低品位铁矿价差不断缩小 (美元/吨)



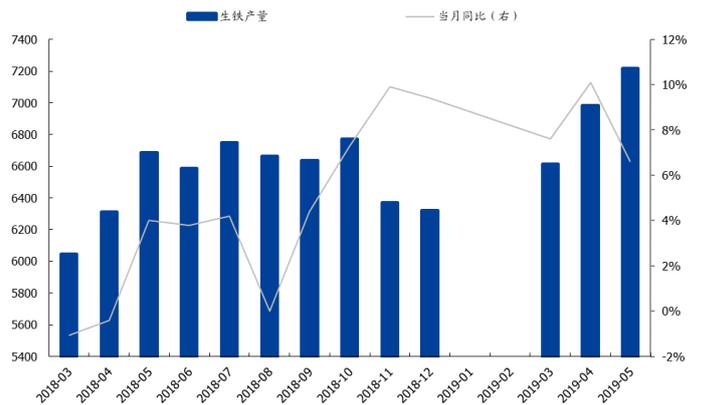
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 焦炭产量大幅提升 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 生铁产量大幅提升 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4. 投资策略: 坚守核心资产, 关注焦煤破净股修复

4.1. 主线一: 坚守核心资产

煤炭企业的核心竞争力来源于自身的资源禀赋、产业布局及股东背景, 其中:

- **资源禀赋:** 包括煤种、煤质、矿区地理位置、开采条件等。其中煤种、煤质决定下游客户类型并显著影响销售价格; 矿区地理位置决定运输成本; 开采条件决定开采成本和安全成本投入。
- **产业布局:** 上下游一体化布局有利于企业抵抗煤价下行压力, 平滑业绩波动;
- **股东背景:** 决定未来获取资源的难易程度。

综合比较, 我们认为应重点关注:

- **中国神华:** 简单的地质条件造就超低开采成本, 全产业链布局平抑业绩波动;
- **陕西煤业:** 陕北矿区煤质优异, 蒙华铁路开通助力拓宽销售半径, 背靠陕煤化 (陕煤化自身拥有百亿后备资源, 且作为省属唯一煤企, 在省内资源整合、矿区规划建设等方面具有无可比拟得优势);
- **露天煤业:** 地处蒙东, 东北地区缺煤的市场环境造就其极强得议价能力, 收购霍煤鸿骏打造煤电铝一体化布局;
- **西山煤电:** 所属煤种属优质炼焦煤品种, 是稀缺、保护性开采煤种, 其控股股东焦煤集团作为国内最大的焦煤生产企业, 手握大量优质资源, 后续有望逐步注入上市。

图表 68: 煤炭主要上市公司基本信息

公司	煤种	地理位置	产业布局	股东背景
中国神华	褐煤、不粘、长焰	神东、准格尔、胜利、宝日希勒	煤电化陆港航	央企
中煤能源	不粘、长焰、气、1/3焦、瘦、无烟	平朔、乡宁、内蒙呼吉尔特	煤电化	央企
陕西煤业	不粘、弱粘、长焰、气、贫瘦、瘦	渭北、彬黄、陕北	煤	省属国企
大同煤业	不粘、弱黏、长焰、气、1/3焦	大同	煤化建	省属国企
露天煤业	褐煤	蒙东霍林河	煤电铝	央企
兖州煤业	褐煤、不粘、气、焦	山东、陕西、内蒙、澳洲	煤电化运	省属国企
昊华能源	不粘、长焰、无烟	京西、内蒙	煤化运	地方国企
淮北矿业	气、1/3焦、焦、肥、瘦、贫	淮北	煤焦	省属国企
冀中能源	气、1/3焦煤、焦、肥、瘦	河北、山西、内蒙	煤电建化	省属国企
潞安环能	瘦、贫瘦、贫	山西	煤焦	省属国企
盘江股份	1/3焦、焦、贫瘦、瘦	贵州盘江矿区	煤电	省属国企
平煤股份	1/3焦、焦、肥	河南平顶山	煤	省属国企
山煤国际	弱粘、长焰、气、1/3焦、焦、贫瘦	大同、长治、临汾	煤	省属国企
西山煤电	气、焦、肥、瘦、贫瘦	山西晋中	煤电焦化材	省属国企
阳泉煤业	贫、贫瘦、无烟	山西阳泉、寿县	煤	省属国企
兰花科创	无烟	山西沁水	煤化	地方国企

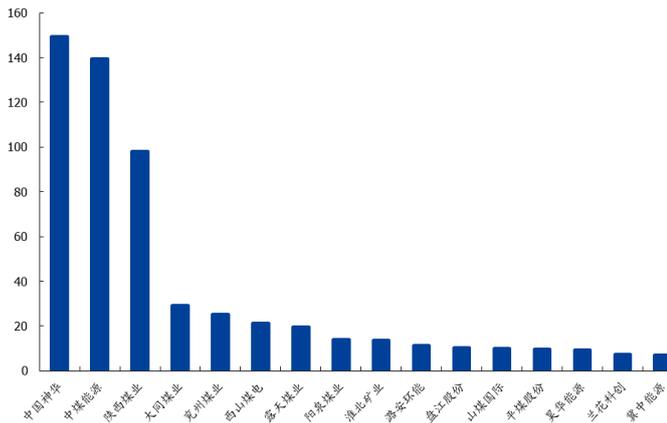
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 69: 煤炭主要上市公司经营数据

公司	可采储量 (亿吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	吨煤售价 (元/吨)	生产成本 (元/吨)	煤炭板块 毛利率	煤炭板块 收入占比	煤炭板块 毛利占比
中国神华	149.5	29,660	46,090	429	113	28.2%	58.8%	54.2%
中煤能源	139.6	7,713	15,565	508	218	30.5%	77.3%	82.8%
陕西煤业	98.1	10,809	14,293	373	127	49.5%	96.1%	97.6%
大同煤业	29.2	3,105	2,639	406	145	53.6%	95.1%	98.8%
露天煤业	19.7	4,713	4,710	139	77	44.4%	79.6%	79.3%
兖州煤业	25.4	9,510	11,394	548	246	44.7%	38.3%	87.8%
昊华能源	9.4	1,047	1,292	366	160	60.0%	81.3%	89.6%
淮北矿业	13.6	2,801	2,047	687		40.1%	25.8%	50.8%
冀中能源	7.0	2,830	2,845	617	445	29.9%	82.1%	91.5%
潞安环能	11.4	4,150	3,806	565		43.1%	85.6%	91.9%
盘江股份	10.5	869	739	785	380	33.3%	95.9%	94.2%
平煤股份	9.7	3,080	2,603	655	449	22.3%	88.4%	99.6%
山煤国际	10.1	3,441	11,229	315	106	66.3%	97.1%	98.7%
西山煤电	21.3	2,745	2,561	675		55.6%	53.5%	93.7%
阳泉煤业	14.1	3,854	7,128	437		19.2%	95.3%	97.5%
兰花科创	7.4	755	758.05	647	236	56.3%	62.9%	83.4%

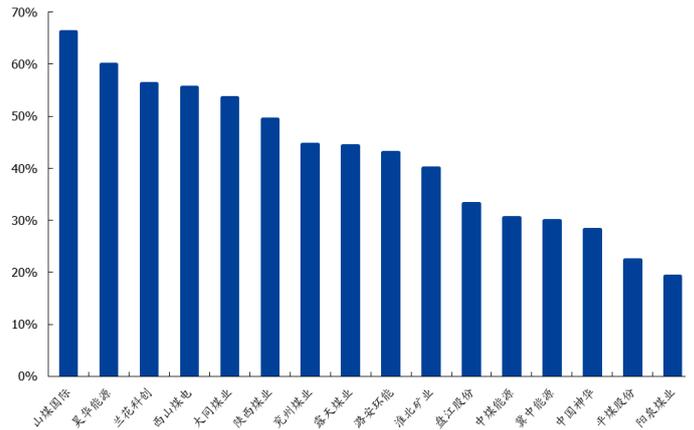
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (注: 神华、中煤、阳煤由于含有大量外购煤拉低其毛利率)

图表 70: 煤炭主要上市公司可采储量 (亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 71: 煤炭主要上市公司煤炭板块毛利率



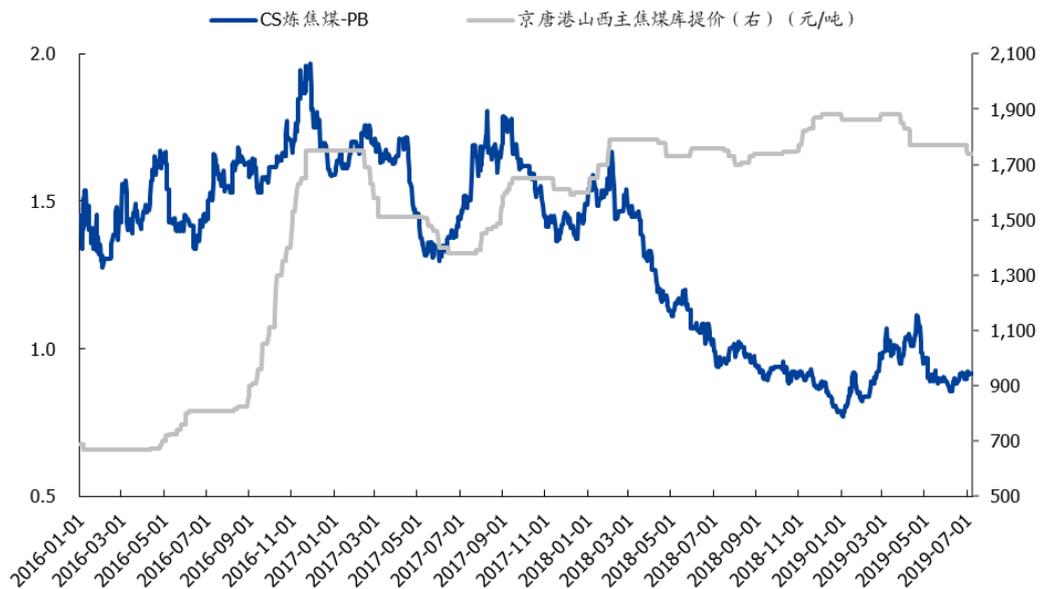
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2. 主线二: 关注焦煤破净股的 PB 修复

从储量上看, 炼焦煤 (气煤、气肥煤、1/3 焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤), 约占我国煤炭总储量的 24%, 属稀缺资源, 尤其在炼焦工艺中起到骨干作用的肥煤、焦煤最为紧缺。2019 年来, 焦煤价格一直维持高位, 但受对宏观经济放缓的担忧, 焦煤股却呈现大规模破净状态。在炼焦煤供给弹性不足, 未来新增产能极其有限的背景下, 炼焦煤尤其主焦煤价格大概率高位运行, 焦煤企业全年业绩稳健, 其基本面对焦煤股的 PB 修复提供了强力支撑。

综合资源储量及市净率考虑, 我们建议重点关注 PB 处于行业及自身历史绝对低位的平煤股份及西山煤电。

图表 72: 炼焦精 (中信) 与焦煤价格复盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 73: 炼焦煤上市公司市净率 (截至 7 月 5 日收盘)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	可采储量 (亿吨)	市值/储量 (元/吨)	市净率 PB (LF)
000937.SZ	冀中能源	138.2	6.95	19.88	0.69
601666.SH	平煤股份	102.7	9.68	10.61	0.77
600997.SH	开滦股份	99.7	3.88	25.70	0.95
000983.SZ	西山煤电	191.9	21.34	8.99	0.98
601699.SH	潞安环能	246.8	11.37	21.71	1.01
600395.SH	盘江股份	100.1	10.49	9.55	1.44
600985.SH	淮北矿业	254.4	13.57	18.75	1.56

资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

4.3. 主线三: 山西国改步入决胜之年, 能源革命刻不容缓

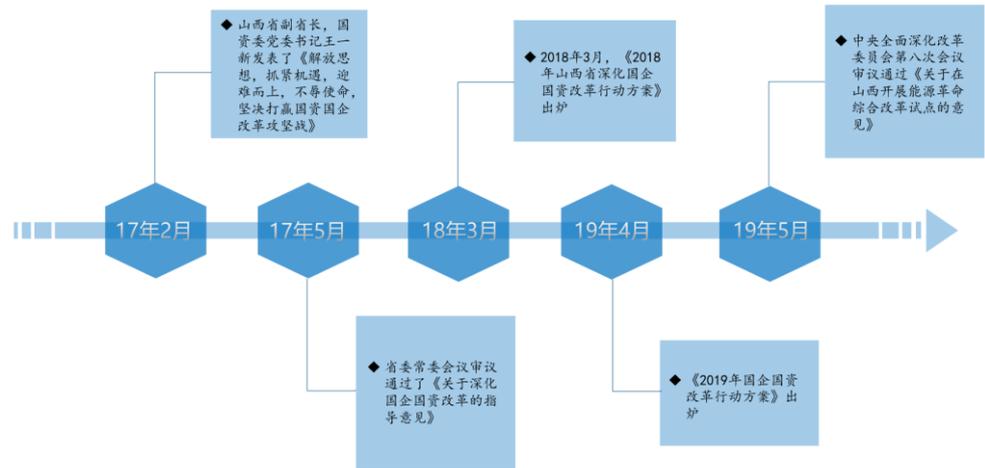
今年以来, 山西省国改文件频出, 省委书记骆惠宁表示“一定要进一步增强责任感和紧迫感, 以非常之力、恒久之功, 推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵”。自 2016 年供给侧改革以来, 煤炭企业效益明显好转, 资本运作能力有所提升, 随着山西国企改革和能源革命综合试点的推进, 山西省煤企未来在企业重组、提高资产证券化率和混改方面或将进入加速落地阶段, 我们建议重点关注不涉及信达股权问题的潞安环能、山煤国际。

山西省自 2017 年新一届领导班子上台后, 对国企改革高度重视, 省委书记骆惠宁亦明确提出了山西“国企国资已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行”的说法, 并于 17 年 5 月公布了国企国资改革的“1+N”政策体系, 同时出台《关于深化国企国资改革的指导意见》。经过两年时间, 重点推动了现代化工、燃气、文旅、大地、云时代、交控、航空等一批专业集团重组, 国有资本运营平台也应运而生, 但作为山西省国资重要支柱的煤炭行业改革进度略显缓慢。

2019 年 4 月, 山西省委办公厅、省政府办公厅正式印发《2019 年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》, 明确提出要重点推进煤机、燃气、焦煤等领域的深度重组, 打造全球焦煤能源旗舰企业。

2019 年 5 月 29 日, 习主席主持召开中央全面深化改革委员会第八次会议, 审议通过了《关于在山西开展能源革命综合试点的意见》(以下建成《意见》), 《意见》指出山西要通过综合改革试点, 努力在提高能源供给体系质量效益、构建清洁低碳用能模式、推进能源科技创新、深化能源体制改革、扩大能源对外合作等方面取得突破, 争当全国能源革命排头兵(详细内容参考我们此前发布的《山西开展能源革命综合改革试点》)。

图表 74: 山西国企改革进程梳理



资料来源: 山西省政府相关网站, 国盛证券研究所

图表 75: 山西上市煤企基本信息

	山煤	同煤	潞安	阳泉	焦煤
上市公司产量 (万吨)	3,441	3,105	4,150	3,854	2,745
上市公司核定产能 (万吨/年)	3,210	2,830	4,040	3,730	3,020
集团公司产量 (万吨)	3,529	13,721	8,580	8,200	10,011
集团公司核定产能 (万吨/年)	4,230	15,630	10,110	8,050	9,375
上市公司产量占集团比例	97.5%	22.6%	48.4%	47.0%	27.4%
上市公司产能占集团比例	75.9%	18.1%	40.0%	46.3%	32.2%
是否涉及信达退出问题	否	是	否	是	是

资料来源: 公司年报, 各集团发债募集书, 国盛证券研究所

5. 风险提示

在建矿井投产进度超预期。

受矿井建设主体意愿影响, 在建矿井建设进度有可能加速, 导致建设周期缩短, 产量释放速度超过预期。

新建矿井项目批复加速。

受发改委政策调控影响, 新建矿井的项目批复速度有可能提速。

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响, 导致煤炭需求下滑, 煤炭市场出现严重供过于求得现象, 造成煤价大幅下跌。

进口煤管控放松。

取消进口煤限制, 导致供给增加, 煤炭行业供需失衡, 煤价大幅下跌。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com