

动力煤需求疲软，焦炭产能收缩预期加强



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——煤炭行业 2019 年四季度策略报告

核心观点

❖ 前三季度煤价及板块表现复盘

板块方面，1-5 月煤炭板块在供给存收缩预期、煤价韧性较强的背景下表现与大盘走势基本持平，6-9 月煤炭板块受煤矿安监放松、供给放量，中下游高库存对煤价压制明显影响表现相对疲软，跑输大盘。煤炭价格方面，年初矿难引起煤矿供给收缩主导了一季度煤炭价格的上行，二季度煤炭价格在需求较弱背景下持续回落，三季度需求环比好转，但中下游高库存对电厂购煤需求影响较大，煤价整体低位震荡。

❖ 四季度动力煤展望：短期内需求疲软难逆转，煤炭整体供需趋于宽松

供给端，国庆过后煤矿安监力度或将放松，晋陕蒙等煤炭主产区优质产能集中释放将促使煤炭产量稳步增长。进口煤方面，今年 1-8 月全国煤炭进口量在进口煤价格优势明显等因素的影响下大幅增长 8% 至 2.2 亿吨，测算四季度剩余进口煤额度仅余 6095 万吨，同时考虑到四季度煤炭供需整体宽松背景下进口煤政策存收紧可能，判断四季度进口煤数量或将出现回落。需求端，火电方面，前三季度火电发电量受第二、三产业及居民用电量回落及水电挤出效应影响回落幅度较大，四季度火电发电增速回落趋势在工业用电需求疲软背景下难有逆转，短期内火电耗煤需求仍相对偏弱，但市场对电厂冬储仍存在一定预期，当前电厂库存与往年同期基本持平，伴随着电厂库存的消耗，电厂在冬季前或将进行阶段性补库，关注电厂冬储对煤炭价格的支撑；建材方面，专项债发力下四季度基建投资有望回暖，同时地产施工存量需求仍在高位，建材耗煤需求韧性较强；煤化工方面，传统煤化工用煤需求保持平稳，新型煤化工项目未来投产有望为化工用煤需求带来新增量。整体来看，四季度煤炭价格中枢在核心需求较弱、供给放量，中下游煤炭库存相对较高背景下仍有下行压力。

❖ 四季度焦化行业展望：产能收缩预期加强，焦炭中长期价格中枢有望抬升

2019 年前三季度，焦炭实现供需两旺，整体供需平衡偏松，焦炭价格环比回落。四季度影响焦炭价格的主要变量将是焦化主产区去产能进展：2019 年下半年山东省将压缩焦炭产能 1031 万吨，关注后续落地情况；山西省 8 月份发布去产能行动方案，但山西省去产能或主要以调结构为主，产能总量变动不大；今年以来江苏省内焦化去产能有所放缓，年内或难有较大动作；河北省内焦化产能调整以结构性调整为主。整体看山东省焦化去产能对今年四季度焦炭供给影响较大，明年江苏省去产能动作也值得关注，中长期来看，伴随焦炭产能收缩，焦炭价格中枢有望抬升。

❖ 风险提示：国内外宏观经济形势调整；行业政策变化

☑ 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 能源/煤炭
报告时间 | 2019/10/7

☑ 分析师

陈雳

证书编号：S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

☑ 联系人

许惠敏

证书编号：S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

王磊

证书编号：S1100118070008
010-66495929
wanglei@cczq.com

☑ 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、前三季度煤炭价格及板块表现复盘	4
二、国内煤炭产量稳步增长，煤炭进口增速维持高位	5
2.1. 煤炭产量稳步增长，产能向晋陕蒙地区集中	5
2.2. 暑期煤炭进口量处于高位，四季度进口煤额度较少	6
三、短期内需求疲软难逆转，煤炭整体供需趋于宽松	7
3.1. 前三季度火电需求整体疲软，电厂冬储有望提振需求	7
3.2. 专项债发力下基建有望回暖，建材耗煤需求韧性较强	10
3.3. 传统煤化工用煤需求平稳，新型煤化工有望贡献需求增量	11
3.4. 四季度煤价中枢存下行压力，关注电厂冬储节奏	12
四、焦炭产能收缩预期加强，中长期价格中枢有望抬升	13
4.1. 2019 年以来焦炭供需平衡偏松，价格同比回落	13
4.2. 焦炭产能收缩预期加强，焦炭中长期价格中枢有望抬升	14
风险提示	18

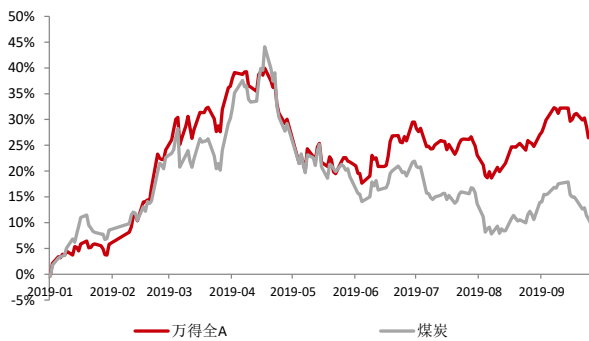
图表目录

图 1:	煤炭板块走势.....	4
图 2:	2019 年以来煤炭板块涨幅.....	4
图 3:	CCI5500 大卡动力煤价格指数.....	5
图 4:	鄂尔多斯动力煤 (Q5500) 坑口价.....	5
图 5:	动力煤总需求及总供给.....	5
图 6:	动力煤供需缺口.....	5
图 7:	原煤产量及同比.....	6
图 8:	晋陕蒙地区煤炭产量及全国产量占比.....	6
图 9:	煤炭进口量及动力煤价格.....	6
图 10:	历年煤炭进口量对比.....	6
图 11:	1-8 月进口煤分煤种占比.....	7
图 12:	1-8 月主要煤炭进口国进口量比重.....	7
图 13:	我国动力煤消费结构.....	7
图 14:	火电发电量及同比.....	7
图 15:	2019 年电力需求回落明显.....	8
图 16:	水电发电量及同比.....	8
图 17:	六大电厂日耗煤均值.....	8
图 18:	发电集团煤炭库存.....	9
图 19:	重要港口煤炭库存.....	9
图 20:	水泥产量及同比.....	10
图 21:	基建投资韧性仍存.....	10
图 22:	专项债发行速度 (2018-2019).....	11
图 23:	房地产市场单月拿地数据 (2011-2019).....	11
图 24:	生铁产量及同比.....	13
图 25:	粗钢月产量变动情况.....	13
图 26:	焦煤价格.....	14
图 27:	山西焦炭价格.....	14
图 28:	焦煤供需及供需同比.....	14
图 29:	焦炭供需及供需同比.....	14
表格 1:	部分在建煤化工项目.....	11
表格 2:	部分新型煤化工项目综合能耗.....	12
表格 3:	四大产区焦化去产能政策梳理.....	16
表格 4:	川财证券煤炭股票池.....	18

一、前三季度煤炭价格及板块表现复盘

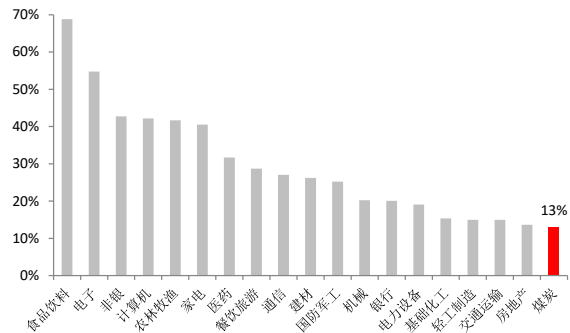
三季度煤炭板块表现差强人意。1-5月煤炭板块在供给收缩预期、煤价韧性较强的背景下表现与万得全A指数走势基本持平，6-9月煤炭板块受煤矿安监放松、供给放量，中下游高库存对煤价存在压制影响表现相对疲软，跑输大盘，2019年以来（截止9月30日）万得全A指数累计上涨27.12%，煤炭板块累计上涨9.94%，涨幅在各板块中排名相对靠后。

图 1：煤炭板块走势



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止2019年9月30日

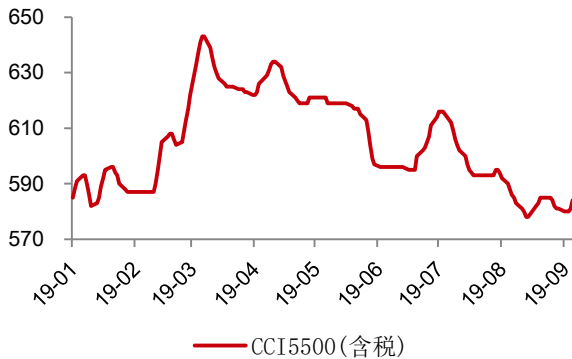
图 2：2019年以来煤炭板块涨幅



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止2019年9月30日

年初矿难引起煤矿供给不足主导一季度煤价，二季度煤炭价格在需求淡季背景下持续回落，三季度煤炭需求环比好转，但中下游高库存对购煤需求影响较大，煤价整体低位震荡。年初，神木矿难影响产地煤矿供给，煤矿供给低位支撑煤炭价格持续上涨，至1月末矿难影响逐渐消除，煤炭价格回归供需。2-3月煤炭价格受产地开工不足影响持续上涨，需求端弱势加剧煤价震荡，3月末供应回复促使煤价拐头向下。4-6月港口煤、坑口煤走势出现分化，坑口煤价受制于煤炭需求淡季、沿海电厂日耗回落影响持续下跌，港口煤则由于煤管票严格、环保安监等因素稳中有涨。进入7月份，高温天气促使电厂日耗上涨，但水电替代叠加电厂高库存仍对煤炭需求形成一定压制，港口煤价格仍较为疲软。8月以来，持续半年之久的煤矿安全检查有所放松，动力煤供应较前期充足，电厂库存经前期消耗有所下降，但中下游高库存背景下下游需求难向上游充分传导，市场煤采购需求较差，煤炭价格低位震荡。

图 3：CCI5500 大卡动力煤价格指数



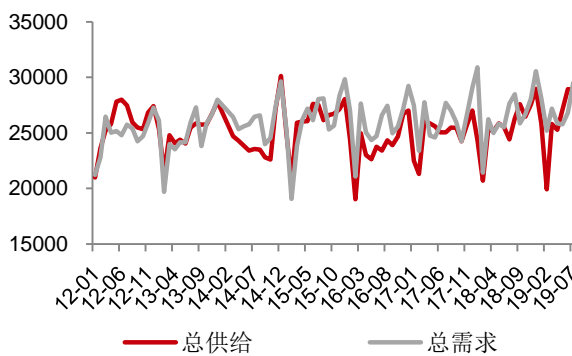
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止 2019 年 9 月 30 日

图 4：鄂尔多斯动力煤（Q5500）坑口价



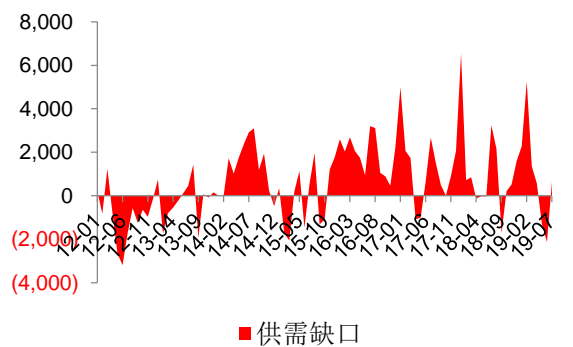
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止 2019 年 9 月 30 日

图 5：动力煤总需求及总供给



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止 2019 年 9 月 30 日

图 6：动力煤供需缺口



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止 2019 年 9 月 30 日

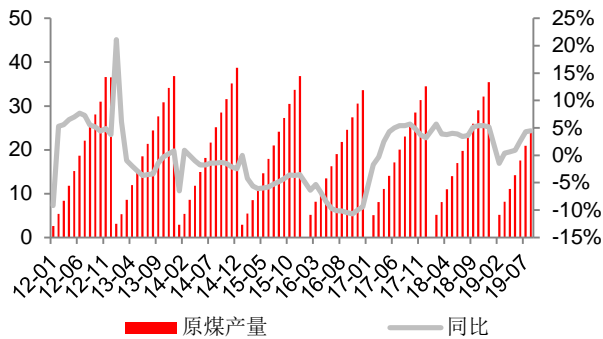
二、国内煤炭产量稳步增长，煤炭进口增速维持高位

2.1. 煤炭产量稳步增长，产能向晋陕蒙地区集中

整体看前三季度煤炭产量稳步增长，产能向晋陕蒙地区集中。2018 年 8 月中国规模以上原煤产量 3.16 亿吨,同比增长 5%；1-8 月份，全国原煤累计产量 24.09 亿吨，同比增长 4.5%。同时，伴随着河南等中部地区和辽宁等东北地区的产能去化，我国煤炭产能向山西、陕西、内蒙古等煤炭主产区集中。前 8 月山西、内蒙古地区煤炭产量达到 6.38、6.71 亿吨，同比增速达到 11.26%、13.49%。晋陕蒙地区煤炭产量放量促使三地区煤炭产量在全国的占比较高，当前稳定在 70%左右。

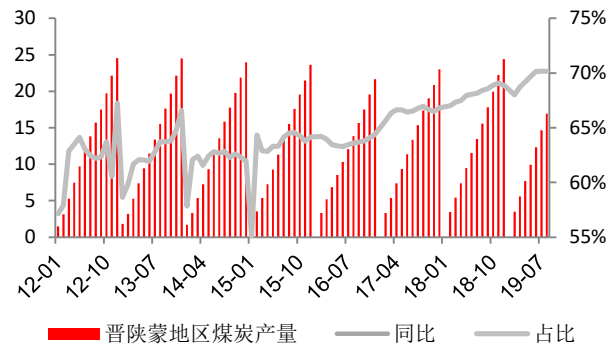
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 7：原煤产量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿吨

图 8：晋陕蒙地区煤炭产量及全国产量占比



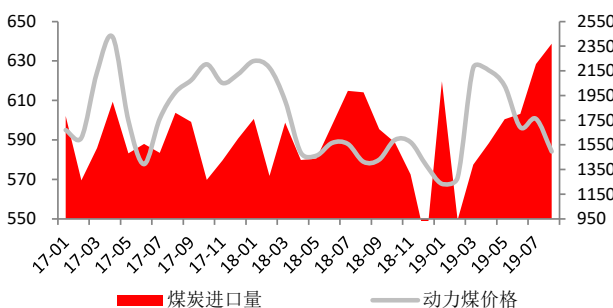
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿吨

2.2. 暑期煤炭进口量处于高位，四季度进口煤额度较少

暑期煤炭进口量处于高位，四季度进口煤额度较少。进口煤方面，2018 年 1-8 月，全国累计进口煤及褐煤 2.2 亿吨，累计同比增长 8%，其中，7、8 月份煤炭进口量由于暑期需求旺盛、进口煤价格优势明显等因素处于高位，达到 3288、3295 万吨。以 2018 年全年额度计算，四季度剩余进口煤额度仅余 6095 万吨，四季度进口煤数量或将出现回落。

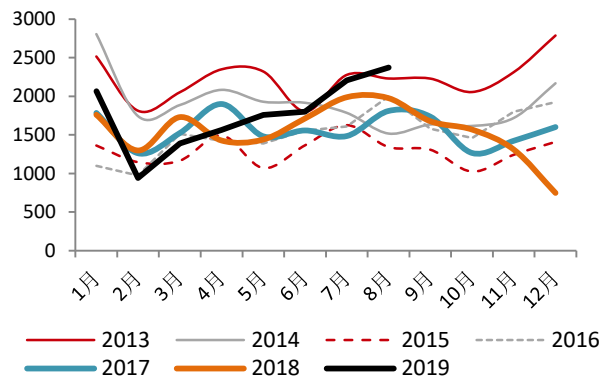
四季度进口煤政策存收紧预期。进口煤作为调节国内市场煤价的重要工具，其政策松紧程度与国内煤炭供需状况息息相关，考虑到四季度煤炭供需整体将呈现偏宽松的态势，推测后续进口煤政策或有收紧可能。

图 9：煤炭进口量及动力煤价格



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨；动力煤价格选取秦皇岛 5500K 动力煤市场价

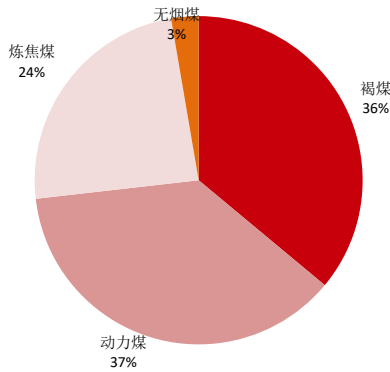
图 10：历年煤炭进口量对比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

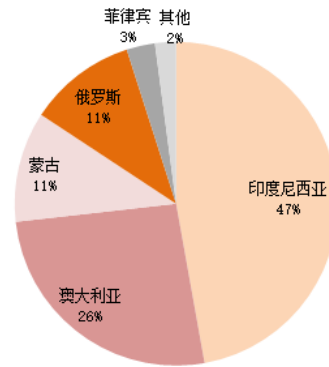
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 11：1-8 月进口煤分煤种占比



资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 12：1-8 月主要煤炭进口国进口量比重



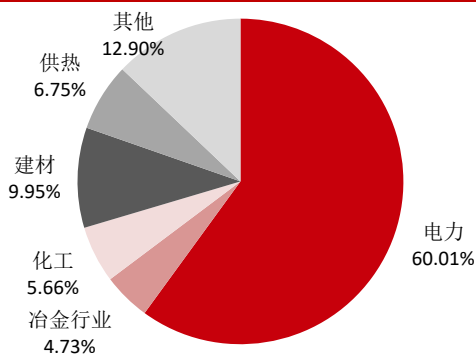
资料来源：Wind，川财证券研究所；

三、短期内需求疲软难逆转，煤炭整体供需趋于宽松

3.1. 前三季度火电需求整体疲软，电厂冬储有望提振需求

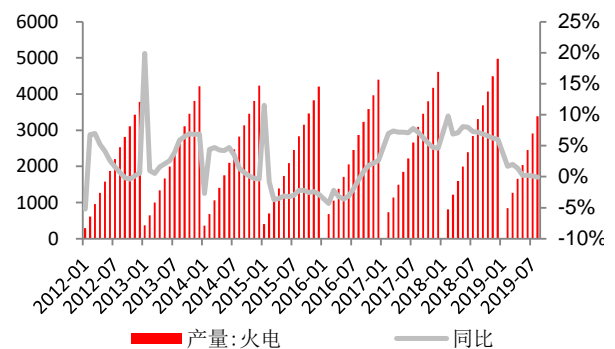
前三季度火电发电量回落幅度较大。前 8 月实现火电发电 33853.20 亿千瓦时，同比回落 0.10%，相较于去年同期 7.20% 的增速回落幅度较为明显。我们认为火电发电量增速大幅回落或有：1) 经济下行压力增大背景下全社会用电量增速回落，至 8 月份全社会用电量增速回落至 4.45%，第二、三产业及居民用电量均出现不同程度回落；2) 水电发电量大幅增长挤压火电空间，前 8 月水电发电量达到 7811.1 亿千瓦时，同比增速高达 9.30%，水电发力对火电的压制较大。

图 13：我国动力煤消费结构



资料来源：Wind，川财证券研究所；据 19 年前 9 月相关数据测算

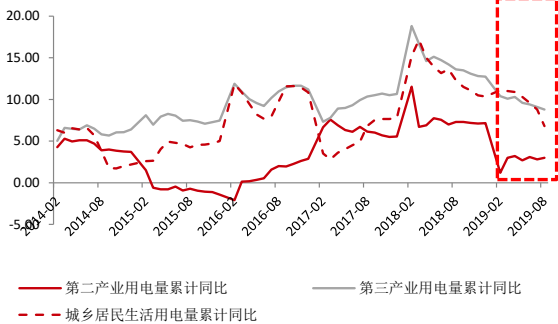
图 14：火电发电量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿千瓦时

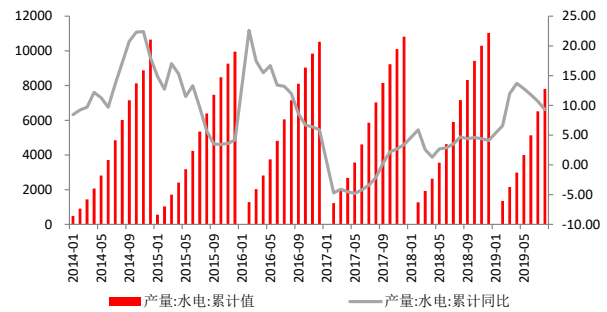
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15：2019 年电力需求回落明显



资料来源：Wind，川财证券研究所；据 19 年前 9 月相关数据测算

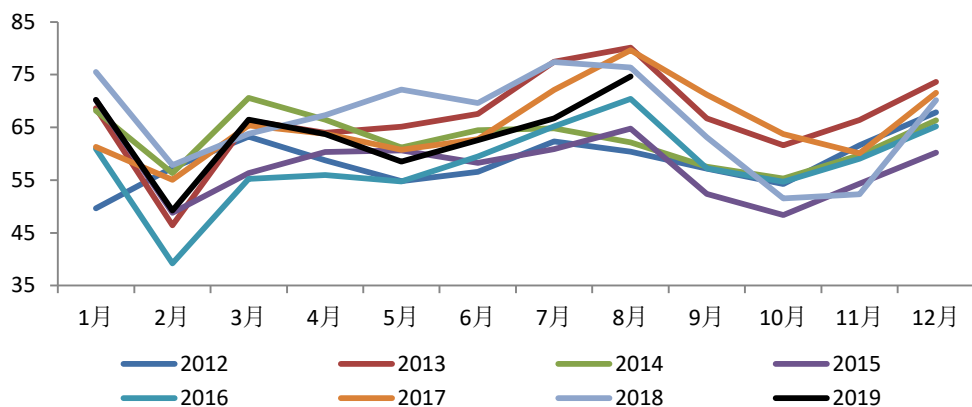
图 16：水电发电量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿千瓦时

我们从六大电厂日耗煤情况对今年以来电厂耗煤节奏做个简要回顾。1 月份电厂耗煤受春节来临工厂停工、工业用电减少等因素影响相对较弱，1 月底六大电厂日耗煤月环比减少 33.5 万吨至 46.4 万吨。2 月份为传统淡季，春节至正月十五期间工业用电量降至年底低点、电厂耗煤随之回落。进入 3 月，工厂复工促使下游需求环比好转，月末电厂日耗恢复至 70 万吨左右水平。4-5 月沿海电厂发电机组检修及水电发力促使电厂耗煤持续回落。6 月份北方地区天气升温、居民用电量出现增长，但南方地区雨水天气叠加水电挤出促使电厂耗煤反弹幅度有限。7、8 月份正式进入暑季，居民用电量回升带动电厂日耗煤环比上升，但同比来看工业用电需求不佳叠加水电等清洁能源发力促使电厂日耗较往年同期明显偏低，电厂用煤需求难言乐观。

图 17：六大电厂日耗煤均值

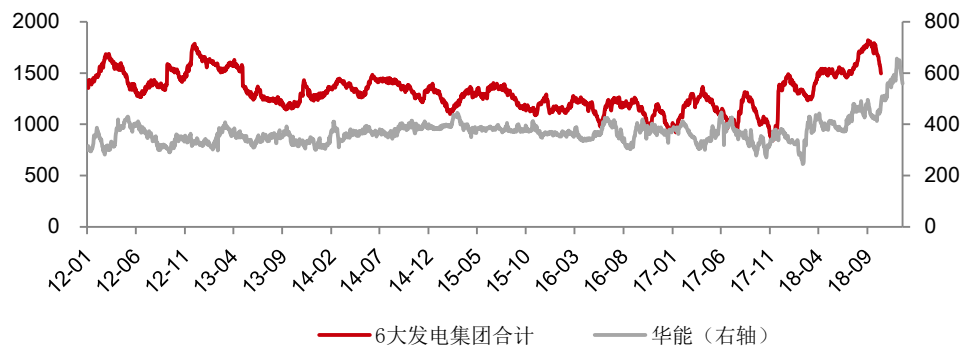


资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

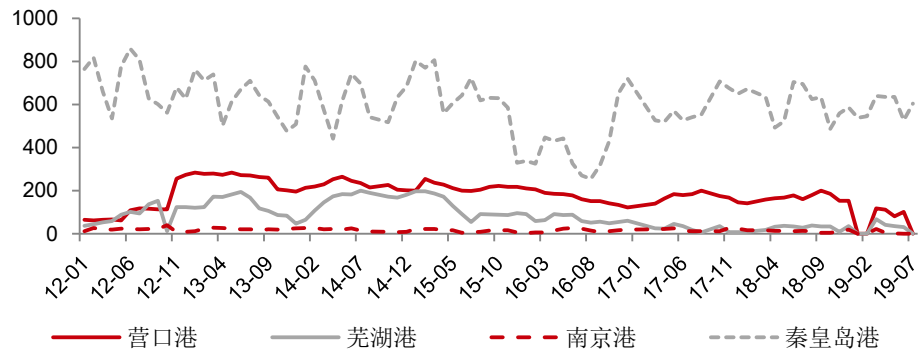
关注电厂冬储对煤炭价格的支撑。整体看,当前动力煤中下游库存仍相对较高,其中电厂及港口库存出现了一定分化,港口库存较往年同期偏高,但电厂库存与往年同期基本持平,伴随着电厂库存的消耗,电厂在冬季前或将进行阶段性补库,但考虑到当前电厂日耗处于低位、短期内需求疲软难以逆转,电厂或难进行大规模补库,小规模补库对煤炭价格拉动作用有限、更多起到支撑作用。

图 18: 发电集团煤炭库存



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 19: 重要港口煤炭库存



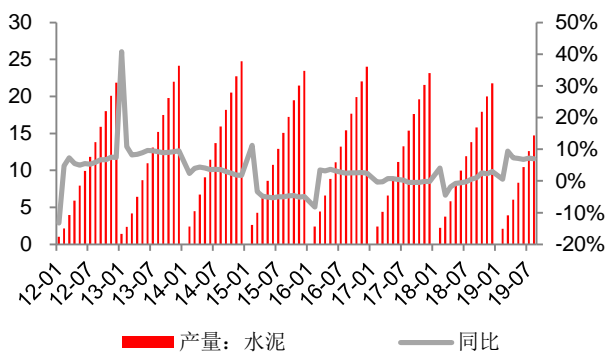
资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

3.2. 专项债发力下基建有望回暖，建材耗煤需求韧性较强

专项债发力下四季度基建增速或将小幅提升，建材耗煤需求韧性较强。建材是除电力以外动力煤的第二大重要下游，其中又以水泥的用量最大。从下游需求来看，水泥下游需求与建筑直接挂钩，基建、房地产投资对水泥需求影响较大。基建方面，自 2018 年年底密集批复项目后，2019 年以来专项债等基建资金投放明显前置。截止 8 月份，专项债投放量已经达到全年额度的 91%。资金投放支撑下，基建投资额从去年年底 1.8% 持续回升至 1-8 月份 3.2%，整体提振幅度有限。考虑发改委已明确表态提前下达明年的专项债券部分新增额度，四季度基建投资增速预计仍将有小幅抬升，从而一定程度支撑水泥需求。

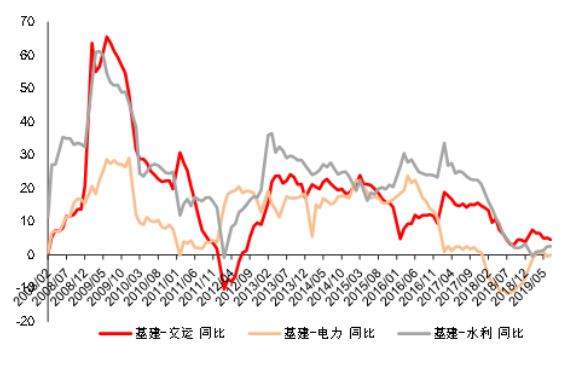
房地产方面，自 2018 年年中房屋销售增速回落后，市场对房地产投资保持悲观态度。边际影响最大的房屋新开工面积单月同比增速由一季度两位数增速逐步跌至 7-8 月份 5%-7%。四季度新开工预期仍然谨慎，但预计年内新开工面积仍能保持正数。但考虑存量需求仍在高位（施工面积），房地产施工水泥需求下滑速度缓慢。

图 20：水泥产量及同比



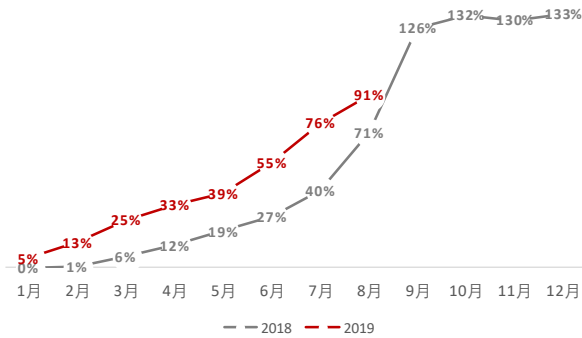
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 21：基建投资韧性仍存



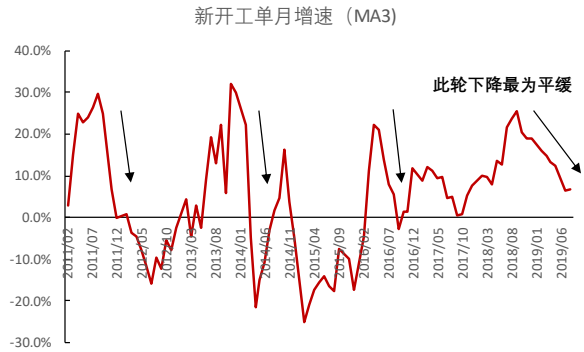
资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 22：专项债发行速度（2018-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 23：房地产市场单月拿地数据（2011-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

3.3. 传统煤化工用煤需求平稳，新型煤化工有望贡献需求增量

传统煤化工用煤需求维持平稳。煤化工分为传统煤化工和新型煤化工，传统煤化工主要是煤制甲醇以及煤制合成氨等等，此部分需求维持平稳，未来主要提供增量煤炭需求的主要是新兴煤化工。

新型煤化工发展如火如荼，未来或将成为新的煤炭需求点。我国现代煤化工经历了“十一五”和“十二五”的快速发展，技术创新和产业规模均走在世界前列，已建成了煤制油、煤制烯烃、煤制天然气、煤制乙二醇等一批现代煤化工示范工程，形成了一定产业规模。“十三五”以来，现代煤化工相关领域项目立项、建设明显加快，《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》明确提到“十三五”期间，重点开展煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用、煤制化学品、煤炭和石油综合利用等 5 类模式以及通用技术装备的升级示范，持续做好投运项目的工程标定和后评价工作，不断总结经验教训，推动煤炭深加工产业向更高水平发展。当前仍有多个煤化工项目在建，未来投产可期，新型煤化工或将成为新的煤炭需求点。

表格 1. 部分在建煤化工项目

类型	项目名称	设计规模
乙二醇	大庆禾工新兴能源乙二醇项目	40
	内蒙古久泰新材料乙二醇项目	100
	内蒙古国储能源煤制乙二醇项目	60
	华鲁恒升乙二醇项目	50
	神华榆林循环经济煤炭综合利用项目	40
煤制气	伊犁新天煤化工煤制气	20
	大唐集团阜新 40 亿方煤制气	40

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

煤制烯烃	内蒙汇能 16 亿立方煤制气	16
	安徽淮化集团煤制烯烃项目	49
	南京诚志煤制烯烃项目	60
	山西焦煤集团煤制烯烃项目	60

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

表格 2. 部分新型煤化工项目综合能耗

指标名称	煤制油 (直接液化)		煤制油 (间接液化)		煤制天然气	
	基准值	先进值	基准值	先进值	基准值	先进值
单位产品综合能耗, 吨标准煤/吨 (千标立方米)	≤1.9	≤1.6	≤2.2	≤1.8	≤1.4	≤1.3
单位产品原料煤耗, 吨标煤/吨 (千标立方米)	≤3.5	≤3.0	≤3.3	≤2.8	≤2.0	≤1.6
单位产品新鲜水耗, 吨/吨 (千标立方米)	≤7.5	≤6.0	≤7.5	≤6.0	≤6.0	≤5.5
能源转化效率 (%)	≥55	≥57	≥42	≥44	≥51	≥57

资料来源: 《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》, 川财证券研究所

3.4. 四季度煤价中枢存下行压力, 关注电厂冬储节奏

此小节我们对以上煤炭供需的分析进行汇总, 并对四季度煤炭价格走势做出预测。

供给端, 国庆过后煤矿安监力度将有放松, 晋陕蒙等煤炭主产区优质产能集中释放将促使煤炭产量稳步增长。进口煤方面, 价格优势促使 1-8 月全国煤炭进口量大幅增长 8% 至 2.2 亿吨, 测算四季度剩余进口煤额度仅余 6095 万吨, 同时考虑到四季度煤炭供需整体将呈现偏宽松背景下进口煤政策存收紧可能, 判断四季度进口煤数量或将出现回落。

需求端, 火电方面, 前三季度火电发电量受第二、三产业及居民用电量回落及水电挤出效应影响回落幅度较大, 四季度火电发电增速回落趋势在工业用电需求疲软背景下难有逆转, 短期内火电耗煤需求仍相对偏弱, 但市场对电厂冬储仍存在一定预期, 当前电厂库存与往年同期基本持平, 伴随着电厂库存的消耗, 电厂在冬季前或将进行阶段性补库, 关注电厂冬储对煤炭价格的支撑; 建材方面, 专项债发力下四季度基建投资有望回暖, 同时地产施工存量需求仍在高位,

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

建材耗煤需求韧性较强；煤化工方面，传统煤化工用煤需求保持平稳，新型煤化工项目未来投产有望为化工用煤需求带来新增量。

整体来看，四季度煤炭价格中枢在核心需求较弱、供给放量，中下游煤炭库存相对较高背景下仍有下行压力。

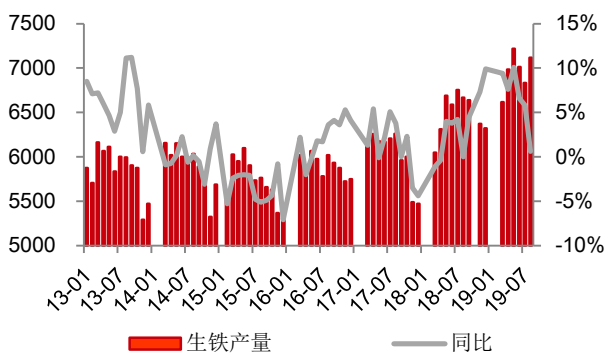
四、焦炭产能收缩预期加强，中长期价格中枢有望抬升

4.1. 2019 年以来焦炭供需平衡偏松，价格同比回落

前三季度生铁产量持续增长、焦炭需求相对旺盛。今年以来环保限产趋于宽松叠加钢铁需求维持韧性促使生铁产量增加，2019 年前 8 月生铁产量 5.45 亿吨，同比增加 6.90%，考虑到前 8 月焦炭出口量达到 477 万吨，同比下降 25.40%，则前 8 月对应焦炭需求量为 25002 万吨，按照 1.5 吨焦煤炼出 1 吨焦炭来计算，对应的焦煤需求量为 37503 万吨。

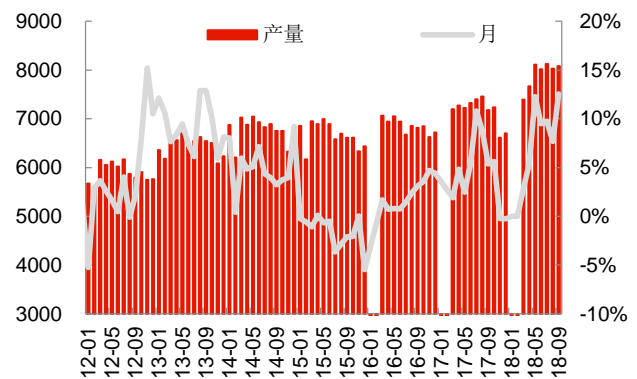
焦炭供需平衡偏松，价格同比回落。2018 年前 8 月焦炭产量 3.15 亿吨，同比上涨 6.7%。2019 年以来，焦炭供需两旺、整体平衡偏松，焦炭价格环比回落，利润收缩。

图 24：生铁产量及同比



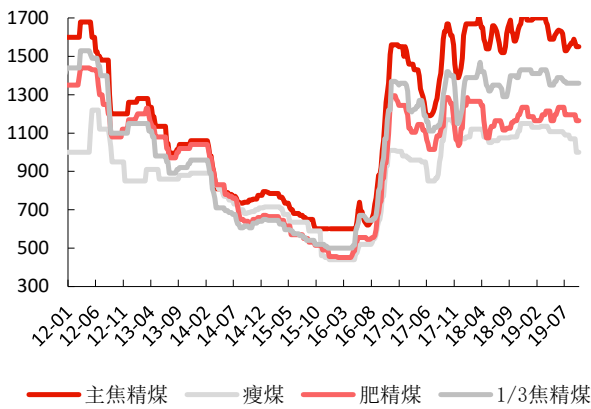
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 25：粗钢月产量变动情况



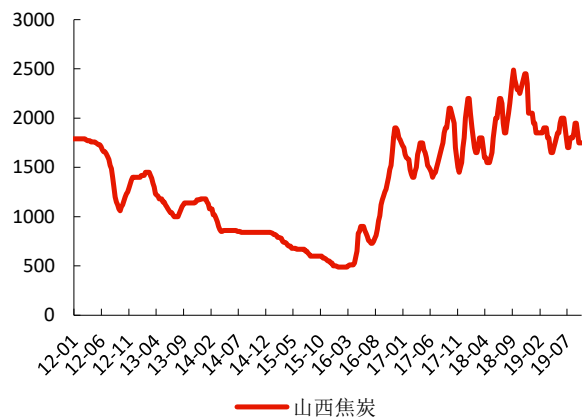
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 26: 焦煤价格



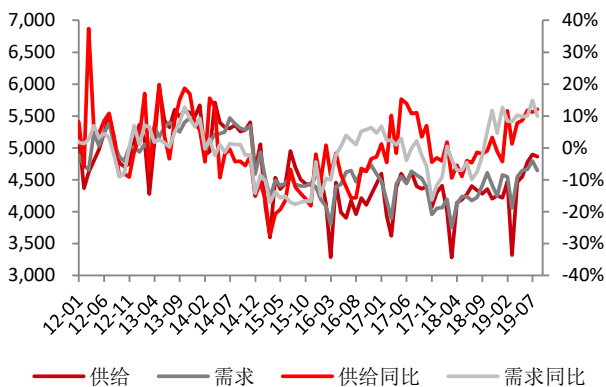
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 27: 山西焦炭价格



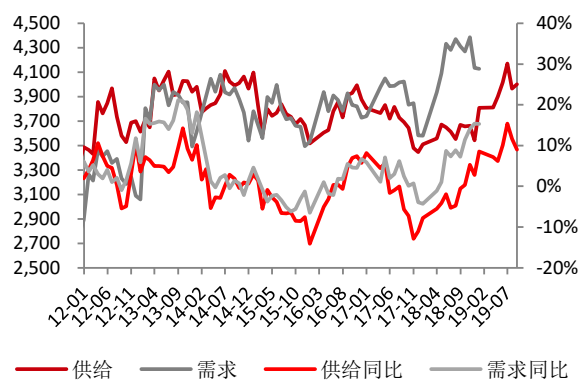
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 28: 焦煤供需及供需同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 29: 焦炭供需及供需同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

4.2. 焦炭产能收缩预期加强, 焦炭中长期价格中枢有望抬升

4.2.1 2019 年下半年山东省将压缩焦炭产能 1031 万吨

7月2日, 山东省政府发布《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》, 其中对压减省内焦化产能做出了具体规定。

《指导意见》要求山东省 2019 年压减焦化产能 1031 万吨, 2020 年压减 655 万吨。《指导意见》提出要求利用 5 年左右时间, 将全省煤炭消费争取净压减 5000 万吨的工作目标, 并提出了严控新增煤炭产能、压减高耗能行业产能等重点任务。在焦化行业方面, 《指导意见》指出: 1) 严格核查清理在建焦化产能, 违规产能一律停止建设; 2)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019年7月底前，制定出台全省焦化行业产能总量压减和转型升级方案，明确焦化产能压减清单和重点措施；3) 2019年压减焦化产能1031万吨，2020年压减655万吨，两年共压减1686万吨。

山东压减焦化产能或对江苏、江西、福建等省份焦化市场扰动更大。我们从总量及结构两方面探讨山东焦炭去产能对焦化市场的影响。总量上，目前山东省共有焦炭产能6000万吨左右，2019年要求压减的1031万吨产能在全省产能占比达到17%，去产能对山东省内焦炭供给影响不可忽视；同时，由于山东省60%的焦炭销往省外，主要销售地以华东地区为主，山东限产或对江苏、江西、福建等对外采焦炭依赖度较高省份的焦化市场扰动更大，考虑到唐山、武安等地环保限产趋严带来钢材价格抬升、南方钢厂有超产动力提升焦炭需求及南方钢厂为避开下半年山东去产能、焦炭供给不足而提前补库两方面因素，我们判断后续南方焦炭价格上行空间较大。在结构方面，参考山东省政府前期发布的高耗能行业高质量发展实施方案，去产能或将促使山东省内单厂区产能小于100万吨及焦炉焦化室高度在5.5米以下的焦化厂退出市场，从而提升山东省焦化行业的产业集中度及优化省内焦化厂生产装备。

4.2.2 焦炭主产区焦化去产能政策梳理

除上文提到的山东地区焦炭去产能情况以外，我们梳理四大焦炭主产区中的剩余三个省的焦化去产能政策，对后续焦化去产能状况作出测算。

● 山西省焦化去产能对省内焦化产能影响更多体现在结构上

山西8月份发布《焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》，要求省内焦化产能控制在1.47亿吨以内，当前山西在产焦化产能与文件要求的产能目标基本一致，《行动方案》执行或对山西省内有效焦化产能总量影响有限，其对山西焦化产能影响更多体现在结构上，文件要求到2022年省内先进产能占比达到60%以上，当前山西省内焦化装备产能比例为大机焦26%、普通机焦66%、热回收焦炭产能8%，若至2022年底大机焦产能占比达到60%，则对应的落后产能占比为40%，即5900万吨，则需置换的落后产能将达到5000万吨左右。产能置换动作或将造成短期焦炭产量波动，建议关注后续山西省产能置换节奏。

● 河北省2019-2020年将压减焦化产能400万吨左右

河北省当前焦化去产能的纲领性文件为《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》，文件要求在2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停、并要求坚持关小促大，严格实施产能减量置换（不低于1.25:1）。河北省当前具有焦化产能8500万吨，落后产能为1800万吨，若进行减量置换，需压减焦化产能400万吨。此外，河北省还面临着以钢定焦、到2020年钢焦比达到0.4左右的要求，在压减落后产能400万吨后河北省焦化产能将降至8100万吨，与钢焦比要求较为贴合（2020年河北省钢铁产能将降至2亿吨）。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

● 2019 年以来江苏地区焦化去产能执行进度有所放缓

江苏省当前焦化去产能的纲领性文件为《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》，文件要求 2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦，徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50% 的炼焦产能。2018 年，徐州地区焦化厂去产能执行的较为严格，徐州地区 1500 万产能在 2018 年年内已经关停；2019 年以来，江苏地区焦化去产能执行进度或因经济发展平衡问题有所放缓，建议持续关注江苏地区焦化去产能推进状况。

表格 3. 四大产区焦化去产能政策梳理

	文件	涉及焦化产能	推进情况
山东	《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》	2019 年压减 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨	开始推进
江苏	《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》	2019 年年底前关停 1800W	徐州地区 1500W 年内已关停
河北	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	2018/2019/2020 分别停 500W/300W/200W	开始推进
山西	《焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》	全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内	尚未开始

资料来源：《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》、《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》、《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》、《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》，川财证券研究所

焦化产能实质性压减或主要集中在山东、江苏等地区。今年 7 月山东省政府发布焦化去产能文件，指出 2019 年将压减省内焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨。除山东地区外，焦化主产区中未来将有实质性去产能动作还有江苏地区，按照江苏省去年 8 月发布的去产能文件，江苏省将只保留徐州市 50% 焦化产能及 5000m³ 以上的特大型高炉配套的焦化产能（沙钢焦化），其余产能全部退出，预计江苏地区去产能幅度将达到 1700 万吨左右；但就去产能节奏来看，今年以来江苏焦化去产能动作有所放缓，预计江苏地区剩余的去产能任务或将集中在明年完成。建议持续关注山东、江苏等地焦化去产能落地情况，伴随着后续焦化产能实质性收缩，焦炭的价格中枢或有提升可能。

表格 1 焦炭上市企业对比

地区	股票名称	焦化产能	焦炭收入占比	炉型	干熄焦
山西	山西焦化	360	71%	6m*6	在建
	美锦能源	620	100%	5m	是
陕西	陕西黑猫	500	42%	4.3m*3、5.5m*8	在建
山东	金能科技	230	48%	4.3m*2、7m*2	是
黑龙江	宝泰隆	130	70%	5.5m*2	是
云南	云煤能源	320	76%	4.3m*4、5.5m*2、6m*2	是

资料来源：Wind，川财证券研究所，估值以 20190930 当日收盘价计算

表格 4. 川财证券煤炭股票池

	收盘价	EPS (元/股)				PE				流通市值
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	亿元
600740.SH 山西焦化	7.75	1.21	1.10	1.17	1.23	6.40	7.03	6.60	6.31	117.49
000968.SZ 蓝焰控股	10.67	0.70	0.78	0.91	1.06	15.24	13.62	11.74	10.04	103.23
600348.SH 阳泉煤业	5.20	0.82	0.85	0.89	0.93	6.34	6.12	5.86	5.57	125.06
601088.SH 中国神华	18.69	2.21	2.22	2.25	2.26	8.48	8.42	8.31	8.25	3082.17
601699.SH 潞安环能	7.33	0.89	1.09	1.17	1.21	8.24	6.74	6.28	6.07	219.27
600971.SH 恒源煤电	5.56	1.22	0.99	1.07	1.10	4.55	5.63	5.18	5.04	66.72
000937.SZ 冀中能源	3.53	0.25	0.24	0.25	0.24	14.30	14.81	14.30	14.54	124.73
600997.SH 开滦股份	5.53	0.86	0.83	0.87	0.88	6.43	6.63	6.32	6.29	87.81
600123.SH 兰花科创	6.54	0.95	0.91	1.10	1.16	6.91	7.16	5.94	5.66	74.71
000723.SZ 美锦能源	9.29	0.44	0.42	0.48	0.51	21.11	22.13	19.16	18.17	380.82
600395.SH 盘江股份	5.15	0.57	0.63	0.67	0.71	9.02	8.17	7.71	7.25	85.24
600508.SH 上海能源	9.01	0.92	-	-	-	9.79	-	-	-	65.12
000552.SZ 靖远煤电	2.49	0.25	-	-	-	9.94	-	-	-	56.95
601001.SH 大同煤业	4.23	0.39	0.50	0.53	0.53	10.85	8.50	8.04	7.99	70.80
601225.SH 陕西煤业	8.78	1.10	1.13	1.19	1.24	7.98	7.79	7.40	7.10	878.00
601898.SH 中煤能源	4.78	0.26	0.45	0.49	0.52	18.38	10.69	9.71	9.17	437.47
600188.SH 兖州煤业	10.69	1.61	1.81	1.86	1.97	6.64	5.91	5.74	5.42	316.42
601666.SH 平煤股份	3.81	0.30	0.53	0.56	0.59	12.58	7.23	6.76	6.43	89.96
600121.SH 郑州煤电	2.40	0.15	0.12	0.14	0.16	15.98	20.74	17.11	14.84	29.24
601918.SH 新集能源	2.91	0.10	0.41	0.47	0.52	28.81	7.09	6.15	5.57	75.38
000983.SZ 西山煤电	5.89	0.57	0.64	0.68	0.70	10.30	9.15	8.67	8.40	185.61
002128.SZ 露天煤业	8.29	1.24	1.32	1.39	1.45	6.69	6.28	5.95	5.73	159.30
600546.SH 山煤国际	6.11	0.11	0.51	0.60	0.66	55.55	11.91	10.24	9.27	121.13
601015.SH 陕西黑猫	3.41	0.26	-	-	-	13.12	-	-	-	55.58

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 相关 EPS、PE 预测为 Wind 一致预期; 2019 年 9 月 30 日收盘价

风险提示

国内外宏观经济形势调整

国内外宏观经济形势的变化可能影响到行业的整体表现。

行业政策变化

煤炭行业供给、价格等方面政策调控力度较大, 行业政策发生变化将会较大程度影响行业。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004