

煤炭开采

煤炭行业投资策略报告：

——未来 2-3 年供需低增长，价格有支撑

评级：增持（维持）
分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

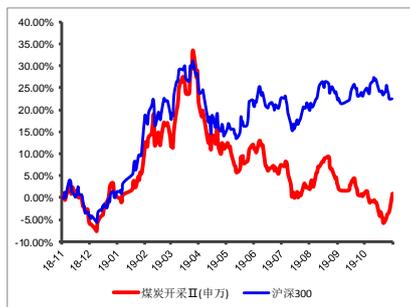
Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	38
行业总市值(百万元)	809,683
行业流通市值(百万元)	189,697

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
陕西煤业	8.63	1.04	1.10	1.23	1.31	8.3	7.8	7.0	6.6	1.53	买入
兖州煤业	9.92	1.38	1.61	1.80	1.86	7.2	6.2	5.5	5.3	0.79	买入
潞安环能	7.17	0.93	0.89	1.00	1.13	7.7	8.1	7.2	6.3	0.81	买入
中国神华	17.8	2.26	2.21	2.31	2.36	7.9	8.1	7.7	7.5	1.02	买入
西山煤电	5.94	0.50	0.57	0.78	0.83	11.9	10.4	7.6	7.2	0.88	买入
淮北矿业	9.70	0.41	1.68	1.67	1.70	23.	5.8	5.8	5.7	1.15	买入
露天煤业	8.52	1.07	1.24	1.41	1.57	8.0	6.9	6.0	5.4	1.03	买入

备注

投资要点

- 未来 2-3 年煤炭产业供给端判断：新增产量预计有序可控，进口量预计高位回落。**行业新增产量主要来自于三个方面：（1）联合试运转煤矿产能利用率提升；（2）未进入联合试运转的在建煤矿逐渐投产；（3）违法违规煤矿合法化后的产能利用率提升。考虑煤企资本开支谨慎以及环保安全形势趋严，2019/2020/2021 年国内新增产量依然可控，预计产量分别为 38.0/39.0/40.0 亿吨，对应增速分别为 3.3%、2.6%、2.6%。进口量方面，2019 年预计小幅上涨，由于内外煤价差缩小以政策预期调控，我们预计进口煤量将高位回落，假设 2019/2020/2021 年煤炭进口量分别约 3.0/2.8/2.5 亿吨，对应增速分别约 6.6%、-6.7%、-10.7%。
- 未来 2-3 年煤炭产业需求端判断：2019 年以来需求端表现有所分化，由于发电整体增速下滑以及水电挤占，火电行业消费增速放慢，而环保政策调整下钢铁、建材行业需求增速加快。**考虑用电需求刚性以及固定资产投资仍有增长空间，我们预计火电、焦炭、水泥皆小幅增长。根据测算，我们预计 2019/2020/2021 年煤炭消费总量约 40.0/40.8/41.7 亿吨，对应增速分别约 2.8%、2.0%、2.3%。
- 未来 2-3 年价格判断：动力煤预计震荡区间 500-600 元/吨，焦煤小幅弱势震荡为主。**2019 年以来，由于中下游库存高位，叠加长协煤销售稳定以及进口煤冲击，动力煤价出现一定的下滑，预计全年均价跌幅 9% 左右；展望未来 2-3 年，煤炭行业供需低增长，韧性犹存，估计煤价在历史均值附近震荡时间较长，预计区间 500-600 元/吨。2019 年焦煤的供需关系较为健康，预计主焦煤价格中枢同比基本持平；展望未来 2-3 年，虽然下游钢铁随着固定资产投资增速预期走弱，价格有下滑风险，但焦煤供给端约束能力较强，我们预计焦煤价格以小幅弱势震荡为主。
- 陕西煤炭产业分析：产能结构不断优化、浩吉铁路开通打开华中市场。**陕西省确定了“稳定渭北、积极建设彬长、重点开发陕北”的富有弹性的整合开发战略，2016 年以来彬长、陕北矿区优质产能加速释放。浩吉铁路的开通可以基本解决陕西省陕北矿区煤炭外运问题，销售市场有望逐步打开并多元化，议价能力有望逐步增强；同时随着铁路运力问题缓解，煤炭运输成本有望下降，上述地区煤炭业务毛利率有望提升。
- 新疆煤炭产业分析：疆电东送+二产高增速支撑强劲需求。**以建设国家级大型煤炭基地为重点，培育大型煤炭企业集团为途径，新疆 2016 年以来加速了产能释放力度。近年来，新疆自治区火电产量增速非常强势，一方面是因为疆电东送配套线路不断完善，省内多余电力通过特高压外送后不存在消纳压力；另外一方面是由于新疆电价较为低廉，有色行业（电解铝）、光伏制造行业（多晶硅、硅片生产）以及化工行业的众多企业在新疆投产建线，省内二产用电量增速维持在较高水平。
- 煤炭产业风险提示：（1）经济周期风险；（2）资源储量减少风险；（3）成本上升风险；（4）新能源替代风险；（5）煤炭进口量影响风险；（6）运输风险；（7）安全生产风险。**

内容目录

[Table_Industry].....	- 1 -
一、供给侧改革以来煤炭产业重要政策梳理.....	- 5 -
二、煤炭产业供需格局判断：供需低增长，价格有支撑.....	- 6 -
产出：产能释放能力增强，但新增产量依然可控.....	- 6 -
进口：海外煤价格优势明显，2019年进口量预计小幅上涨.....	- 10 -
需求：表现有所分化，火电行业消费增速放慢，钢铁建材行业需求增速加快.....	- 12 -
库存：动力煤中高位库存成常态，焦煤库存受环保限产节奏影响明显.....	- 13 -
未来三年行业供需格局展望：供需皆低增长.....	- 15 -
动力煤与焦煤价格展望：动力煤震荡区间 500-600 元/吨，焦煤小幅弱势振荡为主.....	- 16 -
三、陕西省：产能结构不断优化、浩吉铁路开通打开华中市场.....	- 19 -
产业政策：加速推进行业整合，鼓励优质产能集中释放.....	- 19 -
市场空间：浩吉铁路开通，省内煤炭打开华中市场.....	- 20 -
供需情况：产量加速释放、需求增速不断下滑.....	- 23 -
四、新疆自治区：疆电东送+二产高增速支撑强劲需求.....	- 24 -
产业政策：严禁新建小煤矿，优质产能极大释放.....	- 24 -
市场空间：疆电外送配套线路不断落地，打开下游需求空间.....	- 25 -
供需格局：短期产量释放有望趋缓，二产带动省内火电增速强势.....	- 25 -
四、煤炭产业风险提示.....	- 26 -
经济周期风险.....	- 27 -
资源储量减少风险.....	- 27 -
成本上升风险.....	- 27 -
新能源替代风险.....	- 27 -
煤炭进口影响风险.....	- 27 -
运输风险.....	- 27 -
安全生产风险.....	- 27 -

图表目录

图表 1：2016 年以来煤炭产业重要政策梳理.....	- 6 -
图表 2：煤炭行业产能结构划分（按矿井产能）.....	- 7 -
图表 3：煤炭行业产能结构划分（按矿井数量）.....	- 7 -
图表 4：生产煤矿产能结构对比.....	- 7 -
图表 5：建设煤矿产能结构对比.....	- 7 -
图表 6：2018 年底在建矿井产能结构（亿吨）.....	- 8 -
图表 7：2018 年底联合试运转矿井产能结构（亿吨）.....	- 8 -
图表 8：建设煤矿产能按区域分布对比.....	- 8 -

图表 9: 2019 年 1-10 月全国分地区规模以上企业原煤产量 (单位: 万吨) ..	10
图表 10: 近三年我国主要煤种进口量情况 (万吨)	11
图表 11: 2018 年我国煤炭进口主要来源地.....	11
图表 12: 2017 年以来进口煤放开或限制措施一览表.....	11
图表 13: 进口与国内 5500 大卡煤价差 (元/吨)	12
图表 14: 2019 年 1-10 月份进口煤量同比增 9.6%	12
图表 15: 煤炭的下游需求结构 (2018 年)	12
图表 16: 2019M1-M10 火电行业的煤炭需求表现一般	13
图表 17: 2019M1-M10 钢铁和建材行业的煤炭需求向好.....	13
图表 18: 全国国有重点煤矿煤炭库存 (万吨)	13
图表 19: 主流港口煤炭库存 (万吨)	14
图表 20: 重点电厂煤炭库存量 (万吨)	14
图表 21: 钢厂开工率与钢厂炼焦煤库存 (% , 万吨)	14
图表 22: 焦化开工率与焦化厂炼焦煤库存 (% , 万吨)	14
图表 23: 煤炭供需平衡表预测	16
图表 24: 近年来煤炭行业主营业务收入及增速.....	17
图表 25: 近年来煤炭行业销售利润总额及增速.....	17
图表 26: 2019 年动力煤均价有所回落.....	17
图表 27: 煤价预计未来 2-3 年在价格中枢附近震荡.....	18
图表 28: 2019 年焦煤均价同比预计基本持平.....	18
图表 29: 陕西煤业三大矿区商品煤产量情况 (万吨)	19
图表 30: 陕西矿井数 (个) 及单井规模 (万吨) 情况.....	20
图表 31: 陕西省煤炭在产产能情况 (万吨)	20
图表 32: 我国西煤东运主要铁路线路 (浩吉铁路开通前)	21
图表 33: “三西”地区煤炭外运核心铁路.....	21
图表 34: 2017 年陕西煤业各地区煤炭业务情况 (万元)	22
图表 35: 靖神、浩吉 (蒙华) 铁路对接铁路网示意图	23
图表 36: 陕西省煤炭产量 (万吨) 及同比变化.....	23
图表 37: 陕西省火电产量 (亿千瓦时) 及增速情况.....	24
图表 38: 陕西省全社会用电量 (亿千瓦时) 及增速.....	24
图表 39: 新疆维吾尔自治区 2017-2018 煤矿数 (个) 和单井规模 (万吨)	25
图表 40: 新疆维吾尔自治区 2017-2018 煤炭产能 (万吨) 以及产能占全国产能比重	25
图表 41: 疆电东送主要配套线路.....	25
图表 42: 新疆维吾尔自治区原煤产量情况 (万吨)	26
图表 43: 新疆火电产量 (亿千瓦时) 及增速情况.....	26

图表 44: 新疆全社会用电量 (亿千瓦时) 及增速 - 26 -

一、供给侧改革以来煤炭产业重要政策梳理

- 2016 年以来，随着供给侧结构性改革的推进，政府部门相继出台了一系列煤炭产业重磅政策文件，先后就推进落后产能淘汰、产能减量置换、优化产能结构、推进煤电双方签订中长协等做了重要安排，主要产业政策跟踪梳理如下。
- 2016 年 2 月，国务院出台《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，该文件着眼于推动煤炭行业供给侧结构性改革，对进一步化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展从总体要求、主要任务、政策措施、组织实施四个方面对煤炭行业化解过剩产能的问题给出了指导意见。此后 2 月至 6 月各部委陆续出台专项配套政策文件，内容主要包括：（1）3—5 年内退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨；（2）全国所有煤矿按照 276 个工作日重新核定产能（现有产能乘以 0.84）；（3）设立专项奖补资金规模 1000 亿，用于员工分流及去产能。此外各地方也积极响应，全国 25 个地区共计划去煤炭产能 8 亿吨，涉及职工 150 万人左右。
- 2016 年 12 月，国家发改委和国家能源局发布了《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出“十三五”煤炭行业发展的主要目标是到 2020 年基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系。具体来说，一是集约：化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨，并且生产结构进一步优化，产业集中度进一步提高。二是安全：煤矿事故死亡人数下降 15% 以上，百万吨死亡率下降 15% 以上，并且煤矿职业病危害防治取得明显进展，煤矿职工健康状况显著改善。三是高效：煤矿采煤机械化程度达到 85%，掘进机械化程度达到 65%。四是绿色：资源综合利用水平提升，煤层气（煤矿瓦斯）产量 240 亿立方米，利用量 160 亿立方米；煤矸石综合利用率 75% 左右，矿井水利用率 80% 左右；土地复垦率 60% 左右；原煤入选率 75% 以上，煤炭产品质量显著提高。
- 2017 年 4 月，发改委下发了《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》（发改能源〔2017〕609 号），就进一步加快建设煤矿产能置换增减挂钩工作进行部署，加快产能置换有助于培育和发展先进产能、淘汰落后产能，最终促进煤炭产业结构调整 and 转型升级。
- 2017 年 9 月，国家发改委发布《关于做好煤电油气运保障工作的通知》，通知提出，加快推进煤炭优质产能释放，加强运输协调保障，全力保障重点地区发电供暖煤炭供应，加快推进煤电油气运信用体系建设。
- 2017 年 11 月，发改委印发《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，支持企业自主签订合同，鼓励工序双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量因达到自有资源量或采购量的 75% 以上。
- 2017 年 12 月，国家发改委、国家能源局、国家环保部等 12 部委联合印发了《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》发改运行〔2017〕2118 号。文件明确，支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等。到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现

代化煤炭企业集团。

- 2018年4月，发改委等六部委联合下发了《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2018〕554号），提出要不断提高煤炭供给体系质量，“由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主。适当提高南方地区煤矿产能退出标准，严格治理各种违法违规行，加强煤矿建设项目分类管理，坚决退出违法违规和不达标的煤矿，加快退出安全保障程度低、环保问题突出且整改不到位的煤矿。适应新形势新要求，加快北煤南运大通道建设，更多发挥北方优质先进产能作用，统筹做好去产能和保供应相关工作，促进煤炭供需总体平衡和价格基本稳定。加快长效机制建设，强化产能置换指标交易等市场化手段，积极推进煤电联营和兼并重组，持续优化煤炭开发布局，大力推动转型升级，促进煤炭行业高质量发展。”
- 2019年5月，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改革试点的意见》，山西正式成为全国首个能源改革试点，意见强调推进能源科技创新等重要举措，“煤制油”等新型煤化工发展的战略意义进一步增强。

图表 1: 2016 年以来煤炭产业重要政策梳理

日期	相关部门	政策文件	主要内容
2016年2月	国务院	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	着眼于推动煤炭行业供给侧结构性改革，实现脱困发展
2016年2月至6月	发改委等各部委	煤炭行业化解过剩产能专项配套政策文件	(1) 3—5年内退出产能5亿吨、减量重组5亿吨；(2) 全国所有煤矿按照276个工作日重新核定产能（现有产能乘以0.84）；(3) 设立专项奖补资金规模1000亿，用于员工分流及去产能
2016年12月	发改委、能源局	《煤炭工业发展“十三五”规划》	到2020年基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系
2017年4月	发改委	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	就进一步加快建设煤矿产能置换增减挂钩工作进行部署
2017年9月	发改委	《关于做好煤电油气运保障工作的通知》	加快推进煤炭优质产能释放，加强运输协调保障，全力保障重点地区发电供暖煤炭供应，加快推进煤电油气运信用体系建设
2017年11月	发改委	关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知	要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量因达到自有资源量或采购量的75%以上
2017年12月	发改委等各部委	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等
2018年4月	发改委等各部委	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主
2019年5月	中央全面深化改革委员会	《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》	山西正式成为全国首个能源改革试点，意见强调推进能源科技创新等重要举措

来源：政府网站、中泰证券研究所

二、煤炭产业供需格局判断：供需低增长，价格有支撑

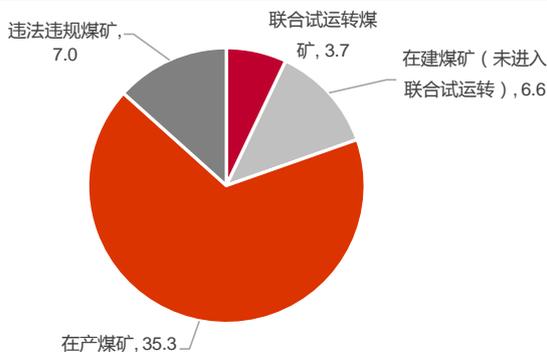
产出：产能释放能力增强，但新增产量依然可控

- 截至2018年底，煤炭行业存在合法产能45.6亿吨，非法产能约7亿吨。2019年3月26日，国家能源局发布2019年第2号公告，截至2018年12月底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.3亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年。
- 根据中煤协2019年3月份发布的《2018煤炭行业发展年度报告》，截至2018年底煤矿总数量5800处，平均产能约92万吨/年，行业总产能仍有约53亿吨，这也就意味着行业仍存在1400多处、合计7亿多吨的

违法违规产能。

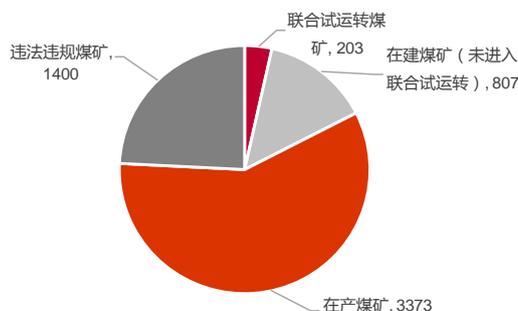
- 2015 年底，全国煤矿总数 1.08 万处，平均产能约 53 万吨/年，总产能 57 亿吨。供给侧改革三年内，行业矿井数量减少约 5000 处，单井产能规模提升约 40 万吨/年，行业规模化程度明显提升。

图表 2: 煤炭行业产能结构划分 (按矿井产能)



来源：能源局、中煤协、中泰证券研究所

图表 3: 煤炭行业产能结构划分 (按矿井数量)



来源：能源局、中煤协、中泰证券研究所

- 100 万吨以下的煤矿数量占比 73.9%，而 100 万吨及以上煤矿产能占比 74.9%。从在产矿井的数量来说，截至 2018 年底，100 万吨以下的煤矿多达 2493 处，占煤矿总数的 73.9%，其次为 100-500 万吨 (占比 22.6%)，500 万吨以上 (3.5%)，在产矿井数量上面小而分散的特点仍然比较明显。而 2018 年 6 月底，100 万吨以下的煤矿多达 2940 处，占煤矿总数的 77.0%，可以看出行业产能退出主要集中在 100 万吨以下的小型煤矿。从在产矿井的产能来说，100 万吨及以上煤矿产能 26.4 亿吨，占总产能 74.85%，贡献了行业主要产量，其次为 30-100 万吨 (占比 21.2%)，30 万吨以下 (3.9%)。

图表 4: 生产煤矿产能结构对比

截至 2018 年 12 月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500 万吨及以上	11.64	33.01%	118	3.50%
100-500 万吨	14.76	41.84%	762	22.59%
30-100 万吨	7.49	21.22%	1312	38.90%
30 万吨以下	1.39	3.93%	1181	35.01%
合计	35.27	100.00%	3373	100.00%
截至 2018 年 6 月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500 万吨及以上	11.03	31.60%	111	2.91%
100-500 万吨	14.81	42.42%	765	20.05%
30-100 万吨	7.42	21.25%	1311	34.36%
30 万吨以下	1.65	4.73%	1629	42.69%
合计	34.91	100.00%	3816	100.00%

来源：能源局、中泰证券研究所

图表 5: 建设煤矿产能结构对比

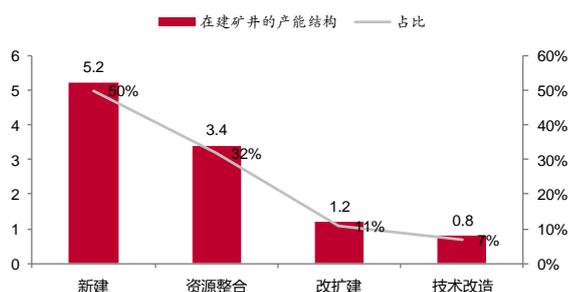
截至 2018 年 12 月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500 万吨及以上	4.44	42.09%	49	4.85%
100-500 万吨	2.63	24.91%	155	15.35%
30-100 万吨	3.14	29.72%	578	57.23%
30 万吨以下	0.35	3.28%	228	22.57%
合计	10.56	100.00%	1010	100%
截至 2018 年 6 月	总产能	产能占比	煤矿数	煤矿数占比
500 万吨及以上	3.58	35.70%	45	3.95%
100-500 万吨	2.64	26.27%	158	13.88%
30-100 万吨	3.35	33.33%	609	53.51%
30 万吨以下	0.47	4.71%	326	28.65%
合计	10.04	100%	1138	100%

来源：能源局、中泰证券研究所

- 在建矿井的产能主要由新建和资源整合构成，“滇晋蒙”贡献主要增量。在建矿井的产能主要由新建、资源整合、改扩建和技术改造等 4 个方面构成。截至 2018 年底，在建矿井产能 10.3 亿吨，其中新建矿井产能 5.2 亿吨、占比 50%，资源整合矿井产能 3.4 亿吨、占比 32%，改扩建矿井产能 1.2 亿吨、占比 11%，技术改造矿井产能 0.8 亿吨、占比 7%；已

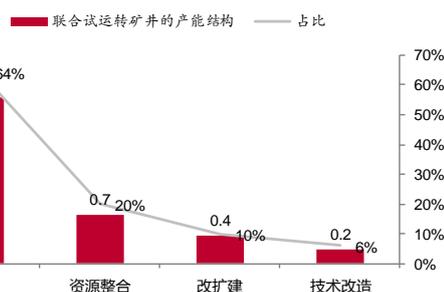
经进入联合试运转的在建矿井中，新建矿井产能 2.4 亿吨、占比 64%，资源整合矿井产能 0.7 亿吨、占比 20%，改扩建矿井产能 0.4 亿吨、占比 10%，技术改造矿井产能 0.2 亿吨、占比 6%。从区域来看，在建产能增量来自云南、山西和内蒙，3 个省份在建产能规模分别新增 0.35、0.28、0.17 亿吨，合计新增 0.8 亿吨，占新增产能的 155%，其他省份在建产能皆为零增长或负增长，已经进入联合试运转的在建产能增量主要来自山西、云南和陕西，3 个省份联合试运转产能分别新增 0.21、0.20、0.16 亿吨，合计新增 0.6 亿吨，占新增产能的 159%。

图表 6: 2018 年底在建矿井产能结构(亿吨)



来源: 能源局、中泰证券研究所

图表 7: 2018 年底联合试运转矿井产能结构(亿吨)



来源: 能源局、中泰证券研究所

图表 8: 建设煤矿产能按区域分布对比

省份	2018年12月					2018年6月					建设产能增量	联合试运转产能增量
	建设产能	产能占比	煤矿数	联合试运转产能	产能占比	建设产能	产能占比	煤矿数	联合试运转产能	产能占比		
山西	31225	30%	277	7450	20%	28410	28%	293	5345	16%	2815	2105
内蒙古	28495	27%	81	12050	32%	26780	27%	86	14130	42%	1715	-2080
陕西	17571	17%	153	10930	29%	17627	18%	177	9360	28%	-56	1570
宁夏	5140	5%	23	3700	10%	5300	5%	26	3400	10%	-160	300
黑龙江	2822	3%	58	0	0%	3077	3%	72	15	0%	-255	-15
新疆	2270	2%	7	90	0%	2695	3%	10	195	1%	-425	-105
河南	2220	2%	52	90	0%	2370	2%	56	105	0%	-150	-15
云南	5817	6%	129	2217	6%	2298	2%	94	231	1%	3519	1986
甘肃	2200	2%	13	330	1%	2200	2%	13	300	1%	0	30
贵州	1710	2%	28	90	0%	1735	2%	31	135	0%	-25	-45
四川	1464	1%	79	27	0%	1602	2%	88	42	0%	-138	-15
河北	1005	1%	30	0	0%	1161	1%	35	60	0%	-156	-60
安徽	645	1%	3	0	0%	1145	1%	3	0	0%	-500	0
青海	970	1%	12	0	0%	1138	1%	20	0	0%	-168	0
福建	525	0%	26	60	0%	756	1%	51	48	0%	-231	12
山东	360	0%	5	90	0%	405	0%	6	135	0%	-45	-45
湖南	84	0%	4	0	0%	378	0%	24	0	0%	-294	0
湖北	144	0%	8	0	0%	372	0%	28	63	0%	-228	-63
辽宁	255	0%	4	210	1%	255	0%	4	210	1%	0	0
新疆兵团	195	0%	3	0	0%	195	0%	3	0	0%	0	0
广西	186	0%	6	0	0%	186	0%	6	0	0%	0	0
重庆	166	0%	5	0	0%	166	0%	5	0	0%	0	0
吉林	60	0%	2	0	0%	90	0%	4	0	0%	-30	0
江苏	45	0%	1	0	0%	45	0%	1	0	0%	0	0
江西	9	0%	1	0	0%	9	0%	1	0	0%	0	0
北京	0	0%	0	0	0%	0	0%	0	0	0%	0	0
合计	105583	100%	1010	37334	100%	100395	100%	1138	33774	100%	5188	3560

来源: 能源局、中泰证券研究所

- 我们认为，行业新增产量主要来自于三个方面，未来 2-3 年预计增量皆可控制：（1）公告的联合试运转煤矿产能利用率提升；（2）未进入联合试运转的公告在建煤矿局部投产；（3）未公告的违法违规煤矿合法化后的产能利用率提升。
- 已经进入联合试运转的在建煤矿：
 - （1）新建煤矿：2018 年底建设规模 2.4 亿吨，蒙陕宁三省占总规模约 92%，根据我们调研及统计，不少煤矿在前期证照不齐全时候已经投产，即使试运转结束，产量增加空间也有限。虽然煤企资本开支依然谨慎，但仍有相当一部分的矿井，预计随着产能利用率的提升会贡献新增产量。
 - （2）资源整合煤矿：2018 年底建设规模 0.74 亿吨，主要集中在山西和陕西两个省份，由于其生产条件复杂、安全系数较低、股权结构复杂、融资难度大，我们预计该类型矿井投产难度大，产量贡献较为有限。
 - （3）技术改造煤矿以及改扩建煤矿：技术改造煤矿和改扩建煤矿是在原有产能的基础上提高生产效率或生产能力，2018 年底二者合计产能规模 0.6 亿吨，整体规模偏小，预计贡献新增产量较少。
- 未进入联合试运转状态的在建煤矿：能源局公布的数据，2018 年底在建矿井（未进入联合试运转）中新建煤矿产能约 2.8 亿吨，核心区域晋陕蒙宁为 1.13 亿吨，考虑煤企资本开始意愿不强，叠加新建煤矿需要三年左右时间以及联合试运转半年，我们预计该类矿井能贡献部分增量。
- 未公告的非法矿：2018 年底产能规模约为 7 亿吨，部分不合规大型矿井加快产能置换以及手续审批，实现合法化，已经初步生产或未来可能投产的该类矿井逐渐释放产量，但考虑安全、环保形势趋严，整体释放的产量有序可控。

- 榆林矿难事故冲击短期行业供给，1-10 月原煤产量增速恢复至 4.5%。2019 年初“1.12”榆林煤矿事故造成 21 人不幸遇难，陕西煤矿大面积停产，1-4 月全国煤炭产量累计增速仅为 0.6%，但是进入 5、6 月份以后随着陕西地区煤矿生产逐渐放开，全国原煤产量供应能力恢复。2019 年 10 月份全国原煤（规模以上）产量 3.25 亿吨，同比增长 4.4%，1-10 月份，全国原煤累计产量 30.6 亿吨，同比增长 4.5%。

图表 9: 2019 年 1-10 月全国分地区规模以上企业原煤产量 (单位: 万吨)

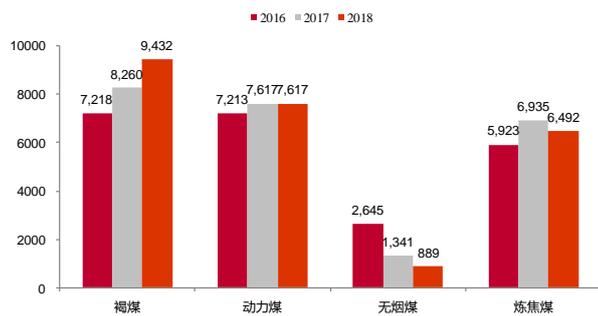
地区	2019年1-10月累计	去年同期累计	同比增减%	2019年10月当月	去年同期单月	同比增减%
全国	306308.7	293048.6	4.5	32486.8	31126.9	4.4
内蒙古自治区	84539.1	77256.4	9.4	8713.5	8671.3	0.5
山西省	80245.8	74413.9	7.8	8174.2	7822.0	4.5
陕西省	50985.4	51127.5	(0.3)	6194.9	5584.9	10.9
新疆自治区	18857.2	16206.3	16.4	2104.5	1849.7	13.8
贵州省	10584.9	9590.1	10.4	1119.0	995.0	12.5
山东省	9916.4	10299.8	(3.7)	999.6	893.2	11.9
安徽省	9161.7	9425.1	(2.8)	912.4	926.9	(1.6)
河南省	9048.4	9618.5	(5.9)	968.3	953.0	1.6
宁夏自治区	6067.2	6061.7	0.1	592.3	583.6	1.5
河北省	4248.1	4772.1	(11.0)	379.4	430.8	(11.9)
黑龙江省	4184.7	4611.6	(9.3)	480.5	550.6	(12.7)
云南省	3805.4	3700.0	2.8	408.5	341.7	19.5
甘肃省	2959.0	3005.2	(1.5)	309.8	255.4	21.3
四川省	2774.2	3013.2	(7.9)	275.5	304.7	(9.6)
辽宁省	2708.3	2730.6	(0.8)	264.0	274.2	(3.7)
湖南省	1140.1	1356.8	(16.0)	109.1	128.1	(14.8)
吉林省	1023.5	1343.9	(23.8)	88.1	115.2	(23.5)
重庆市	957.5	982.8	(2.6)	84.4	94.1	(10.3)
江苏省	934.1	1059.2	(11.8)	96.7	102.4	(5.6)
青海省	728.5	702.4	3.7	85.0	75.1	13.2
福建省	693.6	773.6	(10.3)	64.4	74.3	(13.3)
江西省	362.5	381.7	(5.0)	35.8	44.1	(18.9)
广西自治区	318.2	383.3	(17.0)	24.9	40.2	(38.1)
北京市	36.1	164.3	(78.0)	0.0	8.2	0.0
湖北省	28.8	68.4	(57.9)	2.0	8.3	(75.4)

来源: 统计局、中泰证券研究所

进口: 海外煤价格优势明显, 2019 年进口量预计小幅上涨

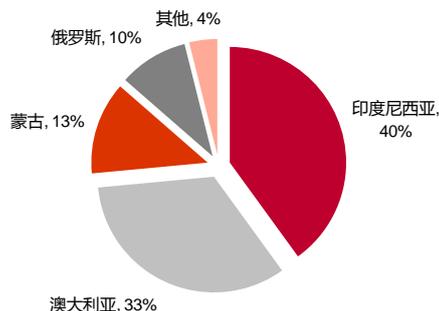
- 我国煤炭进口主要来自澳洲、印尼、俄罗斯和蒙古。按国别来看, 褐煤主要来自印尼, 占比约 95%; 动力煤主要来自澳大利亚、俄罗斯和印尼, 占比分别为 68%、16%、12%; 炼焦煤主要来自澳大利亚和蒙古、俄罗斯, 占比分别为 44%、43%、7%。无烟煤主要来自俄罗斯和澳大利亚, 占比分别为 82%、16%。可以看出, 我国煤炭进口主要来自澳大利亚、印尼、俄罗斯和蒙古, 2018 年四国合计进口量约 2.3 亿吨, 占国内主要进口国进口总量的 96%。

图表 10: 近三年我国主要煤种进口量情况 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 2018 年我国煤炭进口主要来源地



来源: wind、中泰证券研究所

- **进口干预成为政府调控煤价重要手段之一。**自 2017 年以来,政府总会在国内供需矛盾弱化的时期,出台限制性措施,保护国内供给侧改革的成果,稳定国内煤炭价格体系以及减少外汇支出等;在煤炭消费旺季等时期,或又放开煤炭进口,促进煤炭行业保供应稳价格。
- **2019 年 1 月份限制进口风云再起。**1 月末东北地区鲅鱼圈、丹东以及大连港等多个港口开始限制进口澳洲焦煤,2018 年我国从澳洲进口焦煤 2826 万吨,占国内焦煤总供应量(约 5 亿吨)的 5.7%。此次大幅延长通关时间迫使用煤企业采取异地报关等方式来实现间接进口。

图表 12: 2017 年以来进口煤放开或限制措施一览表

时间	措施	主要内容
2019.1	限制	大连港等北方港口大幅延长澳洲焦煤的进口通关时间
2018.10	限制	国家发改委在广州召开沿海六省关于煤炭进口会议表示今年底煤炭进口还是要平控
2018.6	放开	限制政策适度放松,有电厂合同背书的进口煤正常放行
2018.4	限制	福建、广东等地区部分一类港口首次开启煤炭进口限制,被要求延长通关时间;禁止二类口岸煤炭进口业务
2017.12	放开	暂时取消2017年7月份采取的进口煤限制
2017.7	限制	沿海二类港口(省级人民政府批准开放并管理)首次禁止进口煤炭船舶靠泊卸货
2017.5	限制	国务院总理李克强在国务院常务会议上指出,要坚决控制劣质煤进口

来源: 政府公告、中泰证券研究所

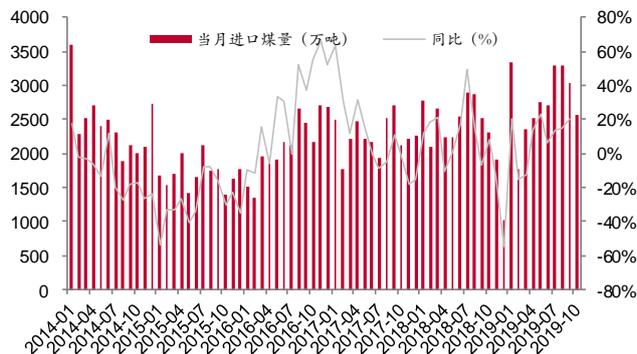
- **海外煤炭价格优势明显。**由于主产国煤炭供应稳定、全球经济增速回落、中国清关等因素,2019 年以来海外煤价跌幅较深,内外煤价差明显扩大,1-9 月份 CCI 进口 5500(含税)动力煤价格指数比 CCI5500(含税)动力煤价格指数平均便宜 73 元/吨,而 2018 年同期仅为 14 元/吨。2019 年 10 月份平均价差为 56 元/吨,较前期有所收窄。
- **2019 年进口量预计小幅上涨。**2019 年 1-10 月份,煤炭总进口量 2.76 万吨,同比增加 9.6%。展望全年,虽然政府对进口煤额度的管控意愿依然存在,但是海外煤价格优势明显,预计全年进口煤量约 3 亿吨以上(2018 年为 2.81 亿吨)。

图表 13: 进口与国内 5500 大卡煤价差 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 2019 年 1-10 月份进口煤量同比增 9.6%

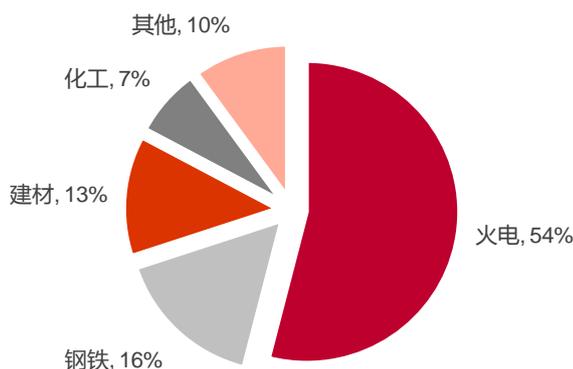


来源: wind、中泰证券研究所

需求: 表现有所分化, 火电行业消费增速放慢, 钢铁建材行业需求增速加快

- **下游四大行业耗煤占比 90%。**根据中煤协 2019 年 3 月份发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，2018 年煤炭市场供需实现基本平衡，2018 年煤炭消费总量约 38.8 亿吨，同比增加 1%，其中电力行业全年耗煤 21 亿吨左右，钢铁行业耗煤 6.2 亿吨，建材行业耗煤 5 亿吨，化工行业耗煤 2.8 亿吨，其他行业耗煤约 3.8 亿吨，4 大行业消费量占比分别为 54%、16%、13%和 7%，合计为 90%。

图表 15: 煤炭的下游需求结构 (2018 年)



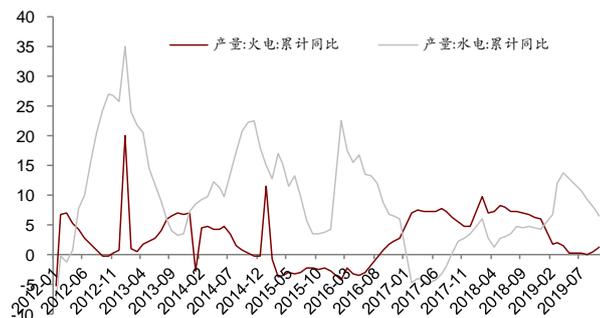
来源: 中煤协、中泰证券研究所

- **火电行业消费增速放慢。**工业增加值增速下滑叠加水电出力较多，火电行业需求增速放慢。1-10 月份，国内工业增加值累计同比增加 5.6%(上年同期为 6.4%)，工业产出增速放慢拖累了全社会电力生产水平，1-10 月全社会发电量累计同比增速 3.1%，而上年同期增速为 7.2%。从主要

发电主体来看，火电 1-10 月累计同比增长 1.1%（上年同期为 6.6%），水电 1-10 月累计同比增长 6.5%（上年同期为 4.6%）。

- **焦化和水泥行业需求增速加快。** 环保政策调整背景下，钢铁和建材行业开工率处于较高水平。1-10 月，焦炭产量累计同比 5.6%，水泥产量累计同比 5.8%。

图表 16: 2019M1-M10 火电行业的煤炭需求表现一般



来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 2019M1-M10 钢铁和建材行业的煤炭需求向好



来源: wind、中泰证券研究所

库存: 动力煤中高位库存成常态，焦煤库存受环保限产节奏影响明显

- **上游: 煤矿煤炭库存持续下降，供给端缺乏弹性。** 去产能叠加近年来安监、环保因素不断打压煤企生产与存储，全国国有重点煤矿煤炭库存自 2015 年 11 月达到 5655.6 万吨高点后开始不断下滑，目前基本维持在 2000 万吨左右，2019 年 2 月由于陕西矿难引发的煤矿停产使得重点煤矿煤炭库存一度仅剩 1500 万吨。

图表 18: 全国国有重点煤矿煤炭库存(万吨)



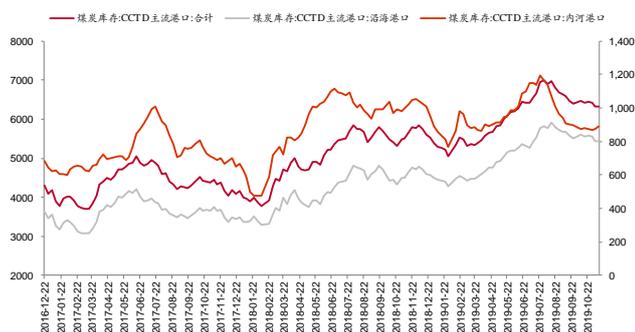
来源: wind、中泰证券研究所

- **动力煤库存由上游向中下游转移，中下游高库存逐渐常态化。** 由于近年

来煤炭主产地逐渐向“三西”地区集中，导致煤炭的产地和下游煤炭消费地距离越来越远。在供给端库存弹性很小的状况下，上游供给和中游运输一旦出现问题，动力煤价格便存在大幅波动可能。为了平滑波动，从2018年二季度开始中游港口和下游终端电厂便主动维持高库存以抵御煤价大幅波动的潜在可能。

- 2018年全国主流沿海港口煤炭库存均值为4185万吨，同增573万吨；2019年1-9月均值为5041万吨，同增1000万吨。
- 2018年全国重点电厂动力煤库存均值为7096万吨，同增972万吨；2019年1-8月均值为8097万吨，同增1224万吨。

图表 19: 主流港口煤炭库存 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 重点电厂煤炭库存量 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- **焦煤库存:** 受下游环保限产节奏影响明显。2018-2019年采暖季取消“一刀切”的限产措施，焦化厂和钢厂的开工率提升幅度明显，2019年1-9月独立焦化厂开工率均值为80.0pct，同比上升2.28pct；钢厂高炉开工率均值为67.4pct，同比上升0.24pct。下游开工率的提升使得原本高位的焦煤库存持续去化，焦化厂、钢厂焦煤库存分别由2019年1月末的1051和954万吨下降至9月末的794和864万吨。

图表 21: 钢厂开工率与钢厂炼焦煤库存 (%，万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 焦化开工率与焦化厂炼焦煤库存 (%，万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

未来三年行业供需格局展望：供需皆低增长

- 结合中煤协 2018 年度数据以及行业 1-10 月供需数据，我们对未来三年行业供需平衡表预测如下：
 - 2019/2020/2021 年火电产量同比分别增加 1.5%、2.0%、2.5%，考虑单位能耗的下降，火电耗煤量分别约为 21.3、21.7、22.2 亿吨。
 - 2019/2020/2021 年生铁产量同比分别增加 6.5%、3.0%、3.0%，考虑单位能耗的下降，生铁耗煤量分别约为 6.6、6.8、7.0 亿吨。
 - 2019/2020/2021 年水泥产量同比分别增加 6.5%、3.0%、3.0%，考虑单位能耗的下降，水泥耗煤量约为 5.3、5.5、5.7 亿吨。
 - 2019/2020/2021 年化工用煤方面，考虑新型煤化工项目的投产，煤化工耗煤量分别为 3.1、3.3、3.6 亿吨。
 - 2019/2020/2021 年其他行业耗煤方面，考虑环保高压下散煤逐渐被替代，预计其他行业耗煤量分别下滑至 3.7、3.5、3.3 亿吨。
 - 根据测算，我们预计 2019/2020/2021 年煤炭消费总量约 40.0/40.8/41.7 亿吨，对应增速分别约 2.8%、2.0%、2.3%。
 - 根据前述假设，2019/2020/2021 年国内新增产量依然可控，预计产量分别为 38.0/39.0/40.0 亿吨，对应增速分别为 3.3%、2.6%、2.6%。
 - 进口量方面，2019 年预计小幅上涨，假设由于内外煤价差缩小以政策调控，2020-2021 年进口量有所下滑，假设 2019/2020/2021 年煤炭进口量分别约 3.0/2.8/2.5 亿吨，对应增速分别约 6.6%、-6.7%、-10.7%。
 - 出口量方面，整体对供需格局影响小，假设出口量较为稳定，2019/2020/2021 年煤炭出口量分别约 500/500/500 万吨。
- 通过以上假设分析，我们预计 2019、2020、2021 年煤炭行业供需基本平衡，全社会库存逐年小幅上移，但整体韧性犹存。

图表 23: 煤炭供需平衡表预测

名称	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭总消费量 (万吨)	388,889	399,599	407,681	417,030
火电发电量 (亿千瓦时)	49,231	49,969	50,969	52,243
增速	7.3%	1.5%	2.0%	2.5%
度电耗煤 (g/kwh)	427	426	426	425
火电耗煤 (万吨)	210,000	212,870	216,872	222,033
火电耗煤占比	54%	53%	53%	53%
生铁产量 (万吨)	77,105	82,117	84,581	87,118
增速	3.0%	6.5%	3.0%	3.0%
吨生铁耗煤 (吨/吨)	0.80	0.80	0.80	0.80
生铁耗煤 (万吨)	62,000	66,022	68,003	70,043
生铁耗煤占比	16%	17%	17%	17%
水泥产量 (万吨)	217,667	231,815	238,770	245,933
增速	3.00%	6.50%	3.00%	3.00%
吨水泥耗煤 (建材全口径, 吨/吨)	0.23	0.23	0.23	0.23
建材行业耗煤 (万吨)	50,000	53,317	54,917	56,565
建材行业耗煤占比	13%	13%	13%	14%
化工耗煤 (万吨)	28,000	30,500	33,000	35,500
化工耗煤占比	7%	8%	8%	9%
四大行业耗煤总量 (万吨)	350,000	362,710	372,792	384,141
四大行业耗煤占比	90%	91%	91%	92%
其他行业耗煤 (万吨)	38,889	36,889	34,889	32,889
国内煤炭消费量 (万吨)	388,889	399,599	407,681	417,030
国内煤炭产量 (万吨)	368,000	380,000	390,000	400,000
进口量 (万吨)	28,132	30,000	28,000	25,000
出口量 (万吨)	493	500	500	500
库存变化 (万吨)	6,750	9,901	9,819	7,470

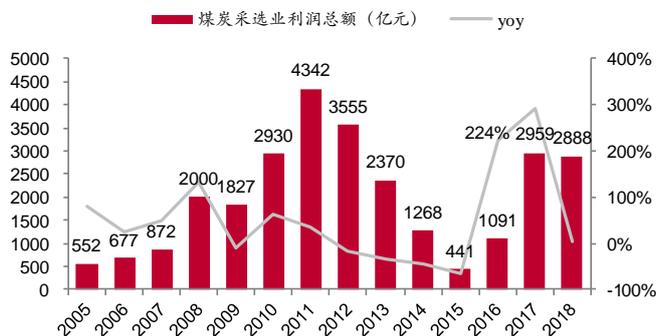
来源: 中煤协、wind、中泰证券研究所

动力煤与焦煤价格展望: 动力煤震荡区间 500-600 元/吨, 焦煤小幅弱势振荡为主

- 2018 年行业主营业务收入达到 2.3 万亿元, 利润总额约为 0.29 万亿。2011 年煤价见顶之后, 煤炭行业盈利水平开始持续下滑, 随着 2016 年煤价反转, 业绩从 3 月份触底反弹。2018 年, 煤炭行业主营业务收入达到 2.3 万亿, 同比增加 5.5%; 销售利润总额达到 2888 亿元, 同比增长 5.2%, 是 2011 年行业峰值 (2011 年为 4342 亿元) 的 67%。

图表 24: 近年来煤炭行业主营业务收入及增速


来源: 中泰证券研究所

图表 25: 近年来煤炭行业销售利润总额及增速


来源: 中泰证券研究所

- 中长期动力煤煤价预计维持在中高位。** 中长期来看, 国内经济维持中高速增长, 煤炭需求预计将保持相对稳定。供给侧来看, 持续淘汰落后产能预计将使得产能规模不断收缩, 政府鼓励优质产能的释放, 有效产能将与需求不断匹配, 预计煤价总体会有较强支撑, 十三五期间有望维持在中高位水平。
- 2019 年动力煤价中枢有所下移。** 2016 年 2 月开始供给侧结构性改革, 三年内合计淘汰落后产能 8 亿吨, 落后产能淘汰叠加新增产能释放缓慢, 煤价呈现恢复性上涨, 2016/2017/2018 年动力煤均价分别为 475/638/647 元/吨, 同比分别增加 15%、34%、1%。2019 年以来, 随着中下游库存高位, 长协煤销售稳定, 以及进口煤冲击, 动力煤价出现一定的下滑, 2019 年 1 月 1 日至 11 月 22 日均价为 592 元/吨, 同比下降 9%。

图表 26: 2019 年动力煤均价有所回落


来源: wind、中泰证券研究所

备注: 2019 年从 1 月 1 日至 11 月 22 日

- **复盘煤价历史，目前动力煤价格处于中枢水平。**2003 年至今，秦皇岛港山西优混（Q5500K）均价是 562 元/吨，根据前述分析，预计未来 2-3 年行业供需皆是低增长，韧性犹存，估计煤价在均值附近震荡时间较长，我们预计未来 2-3 年动力煤震荡区间 500-600 元/吨。

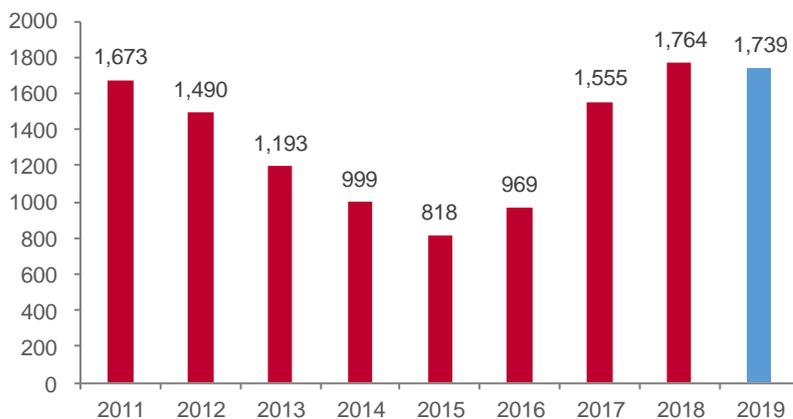
图表 27：煤价预计未来 2-3 年在价格中枢附近震荡



来源：wind、中泰证券研究所

- **2019 年焦煤价格中枢有望同比持平，未来 2-3 年小幅弱势振荡为主。**一是焦煤企业前期资本开支较低，叠加山东、安徽等地超千米老矿核减产能，供给端释放的弹性很小；二是下游焦企环保限产的力度同比有放松。因此焦煤的供需关系 2019 年较为健康，1-10 月京唐港山西产主焦煤库存均价为 1756 元/吨，同比增长 11 元/吨（或 0.6%），预计全年焦煤价格中枢同比持平。展望未来 2-3 年，下游钢铁随着固定资产投资预期走弱，价格有下滑风险，但焦煤供给端约束能力较强，我们预计焦煤价格以小幅弱势震荡为主。

图表 28：2019 年焦煤均价同比预计基本持平



来源：wind、中泰证券研究所

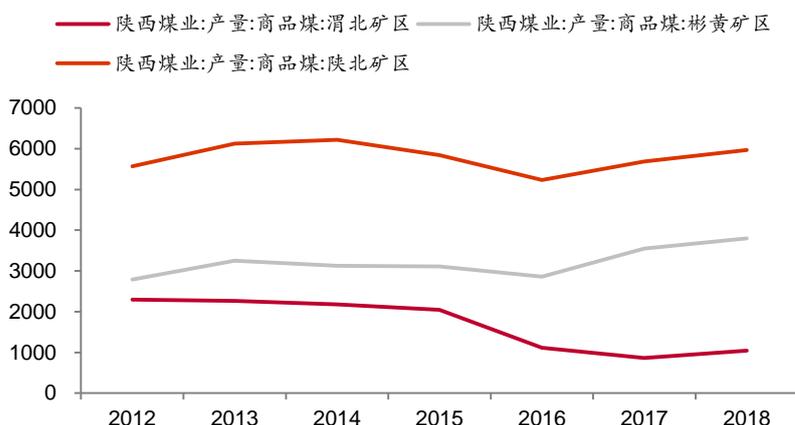
备注：2019 年从 1 月 1 日至 11 月 22 日

三、陕西省：产能结构不断优化、浩吉铁路开通打开华中市场

产业政策：加速推进行业整合，鼓励优质产能集中释放

- **稳定渭北、积极建设彬长、重点开发陕北。**2010 年发改委发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组的若干意见》，我国煤炭行业兼并重组进度进一步加快。目前在我国主要煤炭大省中，山西、河南已基本完成煤炭行业整合，陕西、内蒙古等则在加速推进区域内煤炭行业整合。在煤炭企业兼并重组的政策方面，陕西省确定了“**稳定渭北、积极建设彬长、重点开发陕北**”的富有弹性的整合开发战略，充分考虑各地区的资源禀赋差异，以满足各地区的实际开采需要以及当地群众的生活需要为原则加以区别整合。从陕西煤业三大矿区近年来商品煤产量情况也可以看出，近年来渭北矿区落后产能逐步关停，产量下滑；彬长、陕北矿区优质产能不断释放，产量稳定上涨。

图表 29：陕西煤业三大矿区商品煤产量情况（万吨）

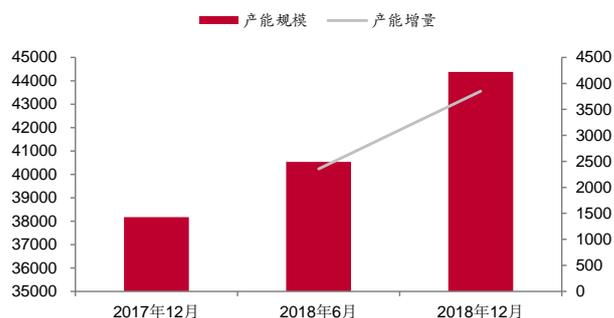


来源：wind、中泰证券研究所

- **优质产能加速释放叠加落后产能出清，单井规模不断提升。**2013 年 3 月 18 日，国家能源局联合国家煤矿安全监察局发布了《关于做好 2013 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》，要求有关部门要大力支持大中型煤矿企业发挥资金、技术和管理优势，兼并重组小型煤矿企业，提高小煤矿的技术。2016 年 2 月国务院《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】7 号文）提出，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，退出产能 5 亿吨左右，减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。在去产能不断进行的同时，近年来陕西省屡次提出要以重大转化项目配套煤矿建设为重点，加快黄陇煤炭基地和陕北煤炭基地开发，努力提升煤矿现代化建设水平。在优质产能加速释放叠加落后产能出清的共同作用下，陕西省煤炭产能结构不断优化，近年来单井规模呈现不断上升趋势。

图表 30: 陕西矿井数 (个) 及单井规模 (万吨) 情况


来源: 国家能源局、中泰证券研究所

图表 31: 陕西省煤炭在产产能情况 (万吨)


来源: 国家能源局、中泰证券研究所

市场空间: 浩吉铁路开通, 省内煤炭打开华中市场

- 我国煤炭资源区域主要分布在华北、西北地区, 集中在昆仑山—秦岭—大别山以北的北方地区, 以山西、陕西、内蒙古等省区的储量最为丰富, 而煤炭消费却大都集中在东部沿海地区、南方地区, 尤以环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区最为集中。这样的产需逆向结构分布, 也催生了我国特有的“西煤东运”、“北煤南运”的煤炭运输体系。长期以来, 铁路以其运力大、速度快、成本低、能耗小等优势, 一直都是煤炭的主要运输方式。在铁路主要干线的货运量中, 煤炭占了很大比重。其中, “三西”主要煤运通路所占比例高达 90%。
- 我国的主要铁路运煤通道, 基本上都集中在“三西”煤外运通道、出关运煤通道和向华东地区调运煤炭的铁路运输通道。其中我国“三西”地区煤炭铁路外运通道主要由北通路 (大秦、朔黄、张唐、丰沙大、集通、京原)、中通路 (晋中南、邯长、胶济、石太、太焦、和邢) 和南通路 (陇海、侯月、新菏、西康、宁西) 三大横向通道组成。在上述主要铁路线中, 以大秦、朔黄、张唐和晋中南四条铁路最为重要, 一方面上述四条铁路合计运能达 12 亿吨, 具备规模效应; 另一方面, 四大铁路均直达东部沿海港口 (秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港、日照港), 经其运载的煤炭可直接在港口下水并输出至东南沿海几大煤炭主要消费省份。
- 浩吉铁路开通前陕西地区煤炭外运运力有限。在浩吉铁路开通前陕西省煤炭由铁路出省主要有两个途径, 一是经神朔-朔黄线由黄骅港下水, 但由于朔黄线本身主要承担了山西、陕西两省的煤炭外运任务, 所以其运力一直较为紧张, 这使得陕西省煤炭的横向运力一直不够理想。第二个途径是经包西线将煤炭运往华中地区, 但包西线设计运能仅为 2500 万吨, 实际运输能力仅为 2000 万吨, 这使得陕西省北煤南运的能力更为受限。

图表 32：我国西煤东运主要铁路线路（浩吉铁路开通前）

线路分类	疏运布局	线路名称	运能	线路起止	线路全长
北通路	运输的煤炭主要产自平朔、大同、河保偏、准格尔、东胜、神府、乌达、海勃湾等矿区及宁夏地区，煤炭被运往秦皇岛、天津、京唐、曹妃甸和黄骅等港口进入铁水联运网络。	大秦铁路	4.5 亿吨	山西大同-河北秦皇岛	653 公里
		朔黄铁路	3.5 亿吨	山西朔州-河北黄骅港	598 公里
		张唐铁路	2 亿吨	张家口-唐山曹妃甸	525 公里
		丰沙大铁路	8500 万吨	北京市丰台-山西大同	379 公里
		集通铁路	2400 万吨	内蒙古集宁-通辽北	945 公里
		京原铁路	2300 万吨	北京市石景山-山西原平	418 公里
中通路	运输的煤炭主要来自阳泉、西山、吕梁、晋中、潞安、晋城等矿区，与京广、京沪和京九三大主要南北通道交汇并通往青岛港。	晋中南铁路	2 亿吨	山西吕梁-山东日照港	1260 公里
		邯长铁路	2 亿吨	河北邯郸-山西长治	220 公里
		胶济铁路	1.3 亿吨	山东青岛-山东济南	384 公里
		石太铁路	1 亿吨	河北石家庄-山西太原	243 公里
		太焦铁路	9000 万吨	山西太原-河南焦作	398 公里
		和邢铁路	4000 万吨	山西和顺-河北邢台	135 公里
南通路	南通线运输的煤炭主要来自陕西，主要供应两湖等内陆省份。	陇海铁路	4500 万吨	甘肃兰州-江苏连云港	1759 公里
		侯月铁路	8000 万吨	山西侯马-河南月山	252 公里
		新菏铁路	1700 万吨	河南新乡-山东菏泽	175 公里
		西康铁路	9000 万吨	新丰镇站-旬阳站	267 公里
		宁西铁路	2400 万吨	西安新丰镇-南京永宁	1030 公里

来源：煤炭资源网、中泰证券研究所

图表 33：“三西”地区煤炭外运核心铁路



来源：中原期货年报、中泰证券研究所

- **运力受限导致市场空间集中在西北地区。**受制于陕西省煤炭铁路外运的瓶颈，省内公司煤炭业务基本集中在西北地区。受此影响省内龙头（比如陕西煤业等）在我国煤炭主要消费地华东、华南、华中地区煤炭营收占比及市场占有率均较低。此外，由于铁路运力不足造成煤炭外运成本

较高，导致销售给华东、华南地区的煤炭业务毛利率远低于省内煤炭销售的毛利率，本该是煤炭主要消费地区的煤炭业务反而拖累了企业整个煤炭业务的盈利能力。

图表 34：2017 年陕西煤业各地区煤炭业务情况（万元）

分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	毛利率同比增减 (%)
西北地区	3092537.89	1253848.88	59.46	53.4	16.24	增加 12.97 个百分点
华中地区	711450.89	292688.61	58.86	46.71	7.7	增加 14.90 个百分点
华南地区	18233.09	13514.07	25.88	22.24	16.44	增加 3.69 个百分点
华东地区	498197.21	282 43.69	43.23	13.84	2.3	增加 6.41 个百分点
西南地区	213782.5	102883.66	51.87	106.95	73.39	增加 9.31 个百分点
东北地区	9783.25	6522.61	33.33	99.05	88.44	增加 3.76 个百分点
华北地区	548715.37	318890.27	41.88	118.26	83	增加 11.19 个百分点
合计	5092700.2	2271191.79	55.4	53.71	21.09	增加 12.01 个百分点

来源：wind、中泰证券研究所

- **浩吉铁路已于 2019 年 9 月 28 日全线贯通。**浩吉铁路是国内最长运煤专线——蒙西到华中煤运铁路，北起内蒙古浩勒报吉站，终点到达江西省吉安市，线路全长 1837 公里，规划设计输送能力为 2 亿吨/年，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。由于 2016 年前山西不但是我国原煤产量最多的省份，也是我国最大的煤炭输出省，其输出量占全国省际煤炭流量的近二分之一，因此，我国煤炭的基本流向是“西煤东运”，由山西出产，经大秦铁路运往东部地区。而随着山西煤炭的产量下降、蒙陕甘宁地区煤炭资源的相继开发，当前省际煤炭交流中，原有的“西煤东运”无法适应目前的产业变化，“北煤南运”势在必行。因此，浩吉铁路的开通，不仅能够实现“北煤南运”的能源布局调整，对于我国的煤炭运输的运量以及运力的保证，也将发挥极大的作用。
- **浩吉铁路开通解决陕北矿区煤炭外运问题，打开华中市场。**由于前期陕西省确定的“稳定渭北、积极建设彬长、重点开发陕北”的整合开发战略，目前省内大部分优质煤炭资源都集中在陕北矿区，其中包括了陕西煤业红柳林、柠条塔、张家峁核定产能分别为 1500、1800 和 1000 万吨，这三个千万吨级矿井以及 18 年刚刚投产的小保当矿（核定产能为 1600 万吨）。小保当矿设有铁运装车站，能够实现坑口煤炭通过皮带运输直接装入火车车皮中，所配套的靖神铁路是“南北大通道”浩吉铁路的重要支线，已于 2019 年 9 月 28 日与浩吉铁路同步开通，与红柠铁路、冯红铁路、榆横铁路直连直通。对外与蒙华铁路、包西铁路、太中银铁路、神朔铁路、瓦日铁路互联互通，实现陕北矿区优质煤炭的“北煤南运”、“西煤东运”发展目标。浩吉铁路的开通可以基本解决陕西省陕北矿区煤炭外运问题，省内企业在华中、华东、华南等地区的销售市场有望逐步打开并多元化，议价能力有望逐步增强；同时随着铁路运力问题缓解，煤炭运输成本有望下降，上述地区煤炭业务毛利率有望大幅提升。

图表 35: 靖神、浩吉(蒙华)铁路对接铁路网示意图

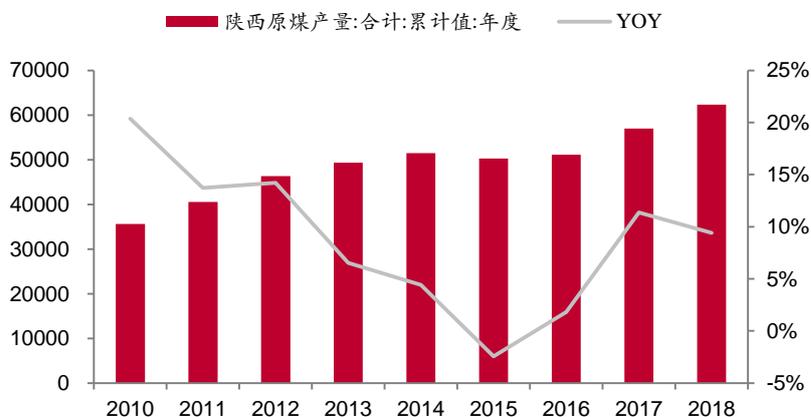


来源: 陕西榆林日报、中泰证券研究所

供需情况: 产量加速释放、需求增速不断下滑

- **供给: 16 年开始产量加速释放, 19 年由于年初矿难影响产量前低后高。**
自 2016 年开始, 陕西省煤炭产量同比重拾升势, 且近几年随着去产能边际影响趋弱、优质产能不断释放, 产量开始加速释放。进入 2019 年, 由于神木百吉矿业事故影响, 1 月 23 日陕西人民政府启动了“立即开展煤矿安全大整顿”工作, 在通知中明确了整顿立即开展, 直到今年 6 月底结束, 受此影响榆林地区大部分煤矿停产整顿, 导致一季度陕西省原煤产量同比下滑 24.12%。后期随着停产煤矿逐步复产, 陕西省原煤产量加速释放, 1-10 月同比仅下降 0.3%。未来在不发生大型矿难的前提下, 陕西省煤炭产量加速释放的态势大概率不会逆转。

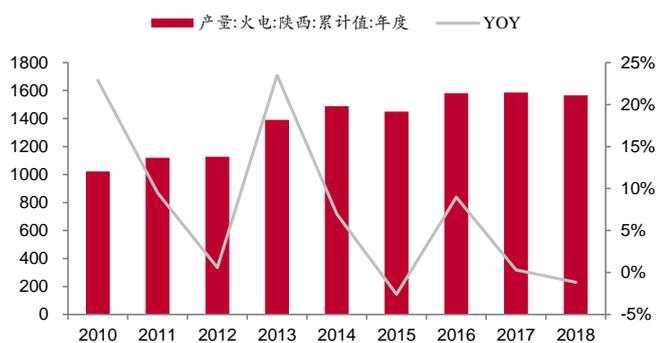
图表 36: 陕西省煤炭产量(万吨)及同比变化



来源: wind, 中泰证券研究所

- **需求: 省内火电增速、全社会用电量增速不断下行。**近年来陕西省全社会用电量增速与省内火电产量增速基本与国内 GDP 增速以及全社会用

电量增速走势相同。具体来看，2016-2019年1-8月陕西省全社会用电量增速分别为11.7%、9.55%、6.62%和2.3%；2016-2018年陕西省火电产量增速分别为8.98%、0.32%和-1.17%。全社会用电量增速下滑的主要原因是第一产业和第二产业（尤为重要）用电量下滑，第三产业对用电量则形成支撑作用。考虑到目前的经济下行压力，省内用电量和火电产量增速存在进一步下滑的可能。

图表 37: 陕西省火电产量(亿千瓦时)及增速情况


来源: wind、中泰证券研究所

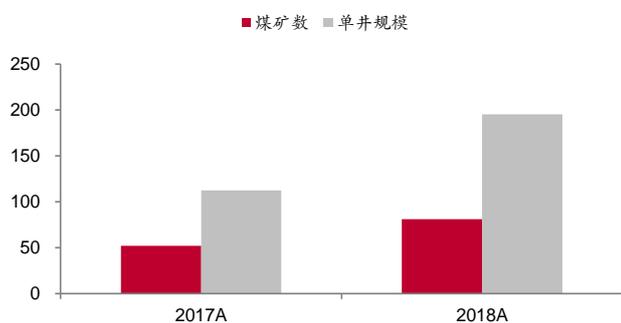
图表 38: 陕西省全社会用电量(亿千瓦时)及增速


来源: wind、中泰证券研究所

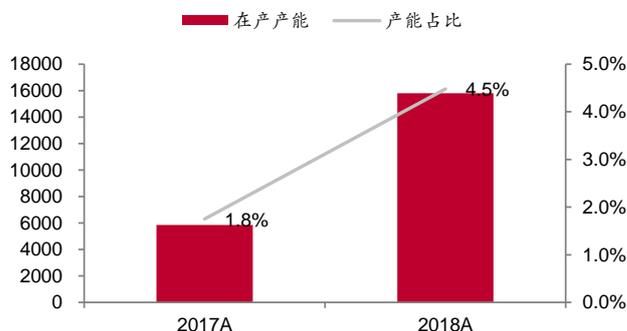
四、新疆自治区: 疆电东送+二产高增速支撑强劲需求

产业政策: 严禁新建小煤矿, 优质产能极大释放

- 以建设现代化大型煤炭基地为目标。**新疆“十二五”规划纲要提出, 建设国家第 14 个现代化大型煤炭基地。其中, 吐哈煤田以“疆煤东运”为主, 适度发展煤电及电力外送; 准东煤田重点发展煤电及现代煤化工, 参与“疆煤东运”; 伊犁煤田以发展现代煤化工为主, 适度发展煤电; 库拜煤田以供应南疆四地州生产生活用煤为主, 适度发展煤电及煤焦化。2018 年 4 月新疆自治区发布“十三五”规划中指将以建设国家级大型煤炭基地为重点, 以培育大型煤炭企业集团为途径, 争取到 2020 年, 构建开发有序、总量可控、布局合理、集约高效、安全绿色的自治区煤炭工业体系, 为建设团结和谐、文明进步、安居乐业的社会主义美丽新疆提供能源保障。
- 严禁新建小煤矿, 优质产能极大释放。**2018 年 12 月, 新疆发改委发布文件提出将提高煤炭行业准入门槛, **禁止建设年产 45 万吨以下能力的改扩建矿井和年产 120 万吨以下能力的新建煤矿**(南疆三地州及个别边远缺煤地区除外)。与此同时, 近年来新疆自治区不断发布政策鼓励优质产能有序释放, 神华、中煤等大型煤企不断进驻新疆开发煤炭资源。在严禁新建小煤矿和鼓励优质产能释放的大背景下, 近年来新疆自治区单井规模有了极大提升, 截至 2018 年底单井规模接近 200 万吨(195 万吨)。2018 年全年优质产能投产接近 1 亿吨(9960 万吨)。

图表 39: 新疆维吾尔自治区 2017-2018 煤矿数 (个) 和单井规模 (万吨)


来源: 国家能源局、中泰证券研究所

图表 40: 新疆维吾尔自治区 2017-2018 煤炭产能 (万吨) 以及产能占全国产能比重


来源: 国家能源局、中泰证券研究所

市场空间: 疆电外送配套线路不断落地, 打开下游需求空间

- **疆电外送特高压线路不断落地。**与陕西省不同, 在疆煤东运和疆电东送两种打开市场空间的途径中, 新疆选择了后者。近年来, 疆电东送的特高压线路不断落地, 为疆煤下游需求打开空间。具体来看, 输送功率为 800 万千瓦的哈密南-郑州±800 千伏项目、1200 万千瓦的昌吉-古泉±1100 千伏项目和准东-皖南±1100 千伏项目已经分别于 2014、2018 和 2019 年投运。哈密北-重庆±800 千伏项目、伊犁-巴基斯坦±660 千伏项目和准东-成都±1100 千伏项目计划建设, 未来若上述线路全部落地, 将进一步极大刺激下游需求的增长。

图表 41: 疆电东送主要配套线路

线路名称	类型	输送功率 (万千瓦)	投运时间
哈密南-郑州±800 千伏	特高压直流	800	2014 年
昌吉-古泉±1100 千伏	特高压直流	1200	2018 年
准东-皖南±1100 千伏	特高压直流	1200	2019 年
哈密北-重庆±800 千伏	特高压直流	-	待建
伊犁-巴基斯坦±660 千伏	特高压直流	-	待建
准东-成都±1100 千伏	特高压直流	1200	待建

来源: 北极星电力网, 中泰证券研究所

供需格局: 短期产量释放有望趋缓, 二产带动省内火电增速强势

- **供给: 近年来产量保持两位数增长, 短期新增产能不足。**伴随前文提到的近年来自治区内优质产能不断释放, 新疆维吾尔自治区原煤产量也大幅增长, 16、18 年均保持了两位数的增长。由于 2018 年投产了大量产能, 2019 年 1-10 月新疆维吾尔自治区原煤产量 (18857 万吨) 同比增长 16.4%, 在维持两位数增长的同时释放速度有所加快。从在建产能看, 截至 2018 年 12 月新疆维吾尔自治区在建产能仅为 2270 万吨, 在 2018 年的投产高峰过后未来短期内新增产能不足, 产量释放有望趋缓。

图表 42: 新疆自治区原煤产量情况 (万吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 需求: 火电产量增速强势。**近年来新疆自治区火电产量增速非常强势, 2019年1-10月火电产量同比增速为11.28%, 达到了两位数的正增长。火电产量增速较高的原因有二, 其一是前文提到的疆电东送配套线路不断完善, 省内多余电力通过特高压外送后不存在消纳压力, 对火电产量有正向作用; 其二是由于新疆电价较为低廉, 近年来有色行业(电解铝)、光伏制造行业(多晶硅、硅片生产)以及化工行业的众多企业在新疆投入大量资金开办工厂、建设新的产线, 因此省内二产用电量增速很快, 带动全省用电量增速维持在较高增速, 显著拉动了电力需求, 从而带动火电产量增速保持在较高水平。

图表 43: 新疆火电产量 (亿千瓦时) 及增速情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 44: 新疆全社会用电量 (亿千瓦时) 及增速



来源: wind、中泰证券研究所

四、煤炭产业风险提示

经济周期风险

- 煤炭行业与宏观经济周期运行状况息息相关，国内经济增速有可能将在未来一段时间内有所回落，火电、焦炭、钢铁、建材、化工等主要煤炭消费行业虽保持一定的增长，但增速有所放缓，对煤炭需求的增速也可能下降。市场供需的变化直接影响煤炭价格的波动，将直接对公司的业绩产生较大影响。

资源储量减少风险

- 煤炭储量将随着煤炭的开采而逐渐减少，此外收购和新建煤矿均须获得政府批准。如果政府不予批准或延迟批准，或有关政策发生对经营者不利的调整，都可能导致经营者连续有效开发煤炭储量的能力下降，从而可能影响经营者的盈利能力及发展前景。

成本上升风险

- 近年来，受煤炭开采条件复杂、大型设备检修、安全和环保投入不断加大、个别矿井产量下降等因素影响，煤炭成本控制压力较大。

新能源替代风险

- 随着科学技术的发展进步，传统能源的综合利用效率大幅提高，同时新型清洁能源开发、利用的研究不断取得突破性进展，水能、天然气、风能、核能和太阳能等清洁能源已得到大力开发利用，对煤炭产生较大的替代效应。此外，随着消费者环保意识的提高，对能源清洁性的要求也逐步提高，煤炭行业面临发展洁净煤技术和开发煤炭替代产品的形势。

煤炭进口影响风险

- 受国际国内煤炭供求关系及价格变化影响，2016年-2019年全国煤炭进口量连续上升，未来随着全球经济一体化的不断发展，以及世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对公司的煤炭生产、销售业务产生一定的影响。

运输风险

- 煤炭产品主要依靠铁路运输，从全国情况来看，煤炭产量的60%是依靠铁路运输，同时，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽车运输来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本，但对煤价上涨起到了一定促进作用，总体来说，如果不能保证充足的运力将会对企业煤炭产品销售带来重大不利影响。

安全生产风险

- 受自然条件、生产特点等影响，煤炭和煤化工等产品生产过程中安全风险较高，安全管理难度较大。在生产过程中可能会面临水害、瓦斯爆炸、煤尘爆炸、有害气体涌出、煤层自燃发火、顶板冒落等安全风险，同时还可能面临周边小煤矿乱挖滥采造成的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。