

估值见底，弹性可期

——煤炭行业年度投资策略回顾与展望



核心观点

❖ 板块估值已降至历史底部

2019年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大盘走势基本持平；6-10月煤炭板块受煤矿安监放松、供给放量，电厂、港口高煤炭库存对煤价压制明显影响表现相对疲软，跑输大盘；11月下旬板块迎来了估值修复行情、呈现了为期一周的短期反弹。当前行业盈利水平处于历史均值以上，但板块市盈率、市净率均处于历史底部（PE为8.6倍、PB为0.97倍），板块估值存在一定的修复空间。

❖ 供给压力较大，需求或有抬升，动力煤价格有支撑

2018年开始，随着煤炭先进产能释放，国内煤炭总产能止降回升。2019年煤炭总产能预计增加1.9亿吨至37亿吨，增速5.4%，2020年煤炭产能增速预计5.1%，2021年之后产能进入平稳期；2020年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，价格优势下今年煤炭进口量同比大增，考虑到国内煤炭供应能力及煤炭运力提升，预计明年煤炭进口量或将环比小幅回落。需求端，火电方面，2019年国内电力需求偏弱，叠加水力发电挤占火电，年内电煤需求疲软，考虑到当前经济韧性仍存、明年为水电投产小年等因素，预计2020年火电增速将高于今年。建材方面，明年基建投资增速有望继续回升，同时地产施工存量需求仍在高位，建材耗煤需求韧性较强。整体来看，2020年煤炭供给端压力仍旧较大，需求端或略有抬升，煤炭价格仍有下行可能，但考虑到当前港口煤价已经跌至550元/吨，发改委要求动力煤绿色区间在500-570元/吨之间，预计煤价500元/吨强支撑难破。2020年动力煤煤价下行空间预计在20-30元/吨左右，煤价整体下行空间有限。

❖ 焦煤价格或承压下行，焦炭中长期价格中枢有望抬升

焦煤压力主要源自海外需求疲弱以及海外焦煤产能扩张、产量放量。2019年供需趋松促使海外焦煤价格从上半年200美金跌至下半年150美金附近。2020年，海外焦煤产量仍有4.3%的增量，而需求端除中国外铁水产量预计难有明显增量，焦煤供需依然偏弱，煤价预计在130-150美金左右成本线低位徘徊。而随着新一年的进口窗口打开，国内焦煤承压，或回吐当前溢价。

2020年影响焦炭价格的主要变量之一或是焦化主产区去产能进展：山东省压减焦化产能1686万吨或将于2020年上半年实质性落地；2019年以来江苏省内焦化去产能有所放缓，考虑到2020年为江苏省去产能任务的截止年，我们认为明年江苏焦化去产能进度或将加速。山东省、江苏省焦化去产能对2020年焦炭供给影响较大，伴随焦炭去产能落地，焦炭价格中枢或有望抬升。

❖ 维持行业“增持”评级，两条投资主线值得关注

2020年动力煤价格仍有下行可能但空间不大，我们建议关注资源储备优势突出，煤炭全产业链一体化布局、抗周期能力较强的煤企，相关标的为中国神华、中煤能源、陕西煤业；在焦炭细分行业，2020年焦炭价格中枢伴随焦炭去产能落地有望实现抬升，建议关注环保标准较高，产品兼具深度及广度，具备一定成长性的优质焦企，相关标的为金能科技。

❖ 风险提示：火力发电增速不及预期；进口煤政策调整

☑ 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部/能源团队
行业评级 | 增持
报告时间 | 2019/12/16

☑ 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、2019 年以来煤炭价格及板块表现复盘	5
二、国内煤炭产量稳步增长，煤炭进口量或将回落	7
2.1. 煤炭总产能继续提高，产量稳步增长	7
2.2. 价格优势促使今年煤炭进口量增幅较大，明年煤炭进口量或将环比小幅回落	8
三、需求或有抬升，动力煤价格有支撑	10
3.1. 明年火电增速有望环比抬升，火电耗煤将获增量	10
3.2. 2020 年基建投资有望继续回升，建材耗煤需求韧性较强	12
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	13
3.4. 供给压力较大，需求或有抬升，煤价韧性较强	15
3.5. 行业整合趋势加剧，煤电联营值得期待	16
四、焦炭产能收缩预期加强，中长期价格中枢有望抬升	18
4.1. 2019 年以来焦炭供需平衡偏松，价格同比回落	18
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	20
五、进口冲击下，国内焦煤价格或承压下行	22
风险提示	25

图表目录

图 1:	煤炭板块走势.....	5
图 2:	2019 年以来煤炭板块涨幅.....	5
图 3:	CCI5500 大卡动力煤价格指数.....	6
图 4:	鄂尔多斯动力煤 (Q5500) 坑口价.....	6
图 5:	动力煤总需求及总供给.....	6
图 6:	动力煤供需缺口.....	6
图 7:	中国煤炭产能 (2016-2023E).....	7
图 8:	煤炭新增产能按煤种分布 (2016-2019E).....	7
图 9:	原煤产量及同比.....	8
图 10:	晋陕蒙地区煤炭产量及全国产量占比.....	8
图 11:	煤炭进口量及动力煤价格.....	9
图 12:	历年煤炭进口量对比.....	9
图 13:	2019 年 1-10 月进口煤分煤种占比.....	10
图 14:	2019 年 1-10 月主要煤炭进口国进口量比重.....	10
图 15:	我国动力煤消费结构.....	10
图 16:	火电发电量及同比.....	10
图 17:	2019 年电力需求回落明显.....	11
图 18:	水电发电量及同比.....	11
图 19:	六大电厂日耗煤均值.....	12
图 20:	基建投资增速分行业.....	13
图 21:	地方政府专项债投放量.....	13
图 22:	70 大中城市房屋价格指数.....	13
图 23:	房企拿地数据 2019 年年中转负.....	13
图 24:	国能投集团稳居多项世界第一.....	18
图 25:	中国神华已形成产业链一体化布局.....	18
图 26:	中国神华营业收入及同比.....	18
图 27:	中国神华归属母公司股东净利润及同比.....	18
图 28:	生铁产量及同比.....	19
图 29:	粗钢月产量变动情况.....	19
图 30:	焦煤价格.....	19
图 31:	山西焦炭价格.....	19
图 32:	焦煤供需及供需同比.....	19
图 33:	焦炭供需及供需同比.....	19
图 34:	焦煤峰景指数.....	23
图 35:	焦煤内外进口价差.....	23
图 36:	海外焦煤成本线.....	23
图 37:	海外焦煤供应增速.....	23
图 38:	国内焦煤产能增速 (2016-2019E).....	24
图 39:	国内外铁水产量对比.....	24
表格 1:	进口煤限制政策演进.....	8

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

表格 2.	部分在建煤化工项目.....	14
表格 3.	部分新型煤化工项目综合能耗.....	14
表格 4.	中国神华煤炭长协煤定价公式.....	16
表格 5.	四大产区焦化去产能政策梳理.....	21
表格 6.	焦炭上市企业对比	24
表格 7.	焦煤上市企业对比	24
表格 8	煤炭板块上市公司盈利、估值对比.....	25

一、2019 年以来煤炭价格及板块表现复盘

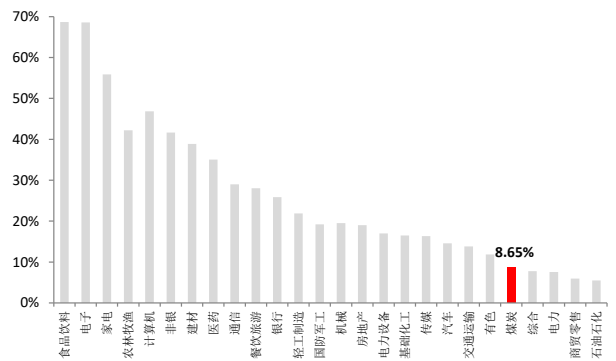
下半年煤炭板块表现差强人意。2019 年 1-5 月煤炭板块在供给收缩预期、煤价韧性较强的背景下表现与万得全 A 指数走势基本持平，6-10 月煤炭板块受煤矿安监放松、供给放量，电厂、港口高煤炭库存对煤价存在压制影响表现相对疲软，跑输大盘；11 月下旬板块迎来了估值修复行情、呈现了为期一周的短期反弹。从整年的维度来看，煤炭板块表现弱于大盘，2019 年以来（截止 12 月 13 日）万得全 A 指数累计上涨 28.60%，煤炭板块累计上涨 8.65%，涨幅在各板块中排名相对靠后。

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 12 月 13 日

图 2：2019 年以来煤炭板块涨幅



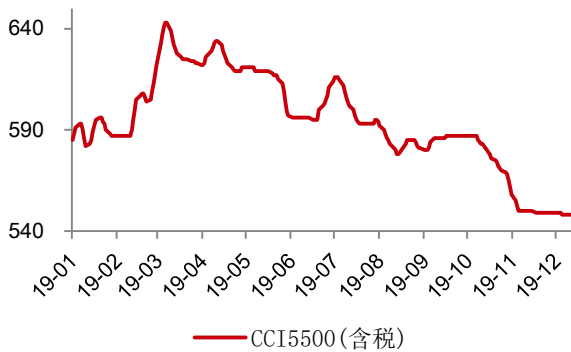
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止 2019 年 12 月 13 日

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，年中以来电厂、港口高煤炭库存对电厂采煤需求影响较大，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 月末供应恢复促使煤价拐头向下。4-6 月港口煤、坑口煤走势出现分化，港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，坑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。进入 9 月，电厂耗煤需求季节性走弱，电厂库存降幅有所缩窄、采煤需求受到抑制，尽管水泥开工上行促使建材

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

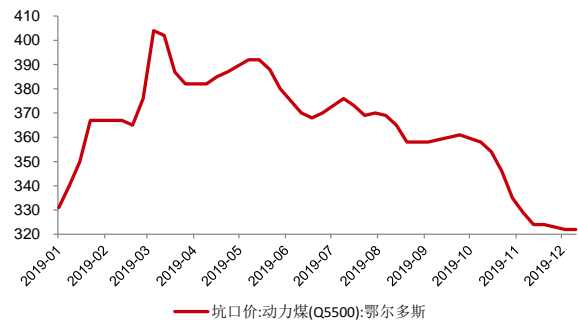
耗煤需求增长,但难以对冲电煤下行压力,期间大秦线检修亦对市场影响有限,煤炭供需偏宽松,煤炭价格持续下行。10月,电厂煤耗水平稳步提升,但电厂在高库存背景下仍以采购长协煤为主,市场煤需求偏弱,且国庆后煤矿开工有所回升,供给增加,供需宽松维持,煤价继续承压。11月以来,煤矿安全事故频发、煤矿安监趋紧促使供应量收缩,同时进口煤额度环比下降进一步压缩煤炭供给,需求端电厂耗煤继续恢复,冷空气影响下煤耗水平已高于去年同期,但终端电厂采煤需求在高库存影响下仍相对偏弱,煤炭价格弱势运行。考虑到今年冬季大概率为暖冬,动力煤供应平稳,电厂和港口煤炭库存仍在高位,预计煤价年内仍将维持弱势。

图 3: CCI5500 大卡动力煤价格指数



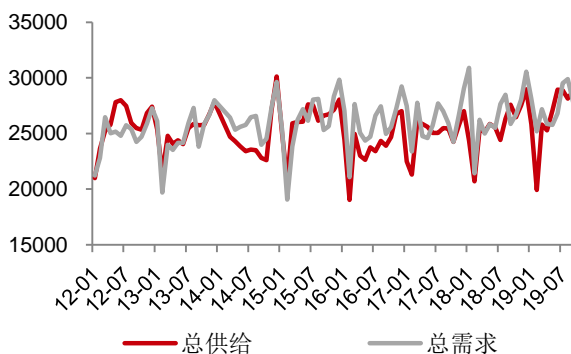
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 4: 鄂尔多斯动力煤(Q5500)坑口价



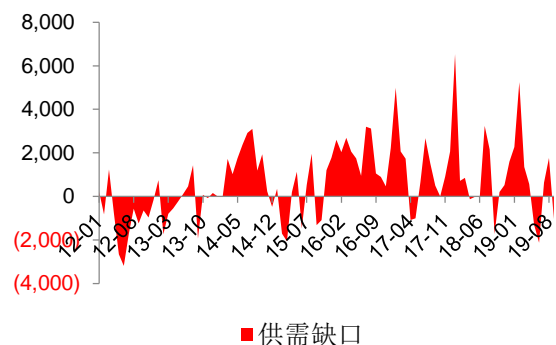
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 5: 动力煤总需求及总供给



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 6: 动力煤供需缺口



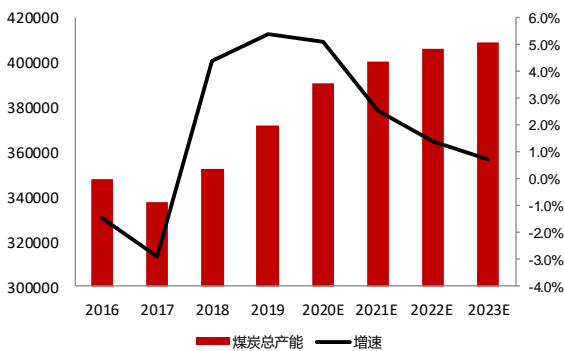
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

二、国内煤炭产量稳步增长，煤炭进口量或将回落

2.1. 煤炭总产能继续提高，产量稳步增长

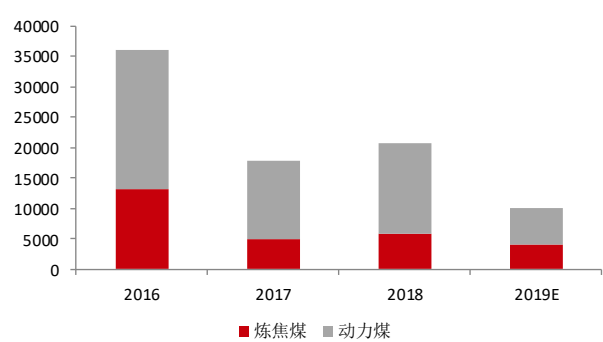
2020年煤炭产能增速预计达到5%左右。2018年开始，随着煤炭先进产能释放，国内煤炭总产能止跌回升。2016-2018年国家能源局口径的煤炭总产能增速分别为-1.4%、-2.9%和4.4%。根据国家能源局数据，2019年煤炭总产能预计增加1.9亿吨至37亿吨，增速5.4%；2020年煤炭产能增速预计5.1%，2021年之后产能进入平稳期。

图 7：中国煤炭产能（2016-2023E）



资料来源：国家能源局，川财证券研究所；单位：万吨

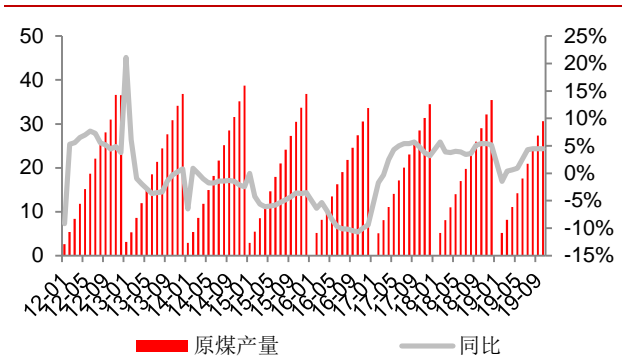
图 8：煤炭新增产能按煤种分布（2016-2019E）



资料来源：汾渭能源，川财证券研究所；单位：万吨

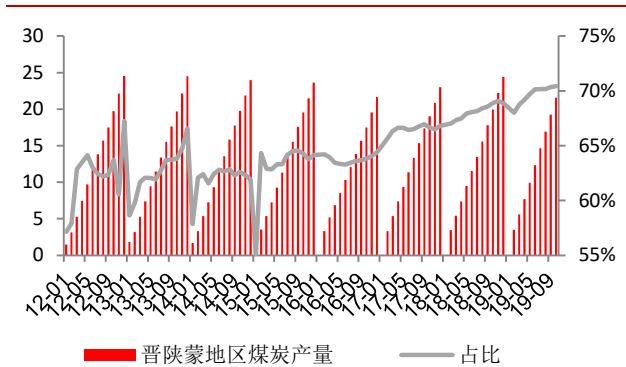
2019年煤炭产量稳步增长，晋陕蒙等主产区产量占比在70%左右。2018年1-10月份，全国原煤累计产量30.63亿吨，同比增长4.5%。同时，伴随着河南等中部地区和辽宁等东北地区的产能去化，我国煤炭产能向山西、陕西、内蒙古等煤炭主产区集中。1-10月山西、内蒙古地区煤炭产量达到8.02、8.45亿吨，同比增速达到10.28%、11.47%。晋陕蒙地区煤炭产量放量促使三地区煤炭产量在全国的占比较高，当前稳定在70%左右。

图 9：原煤产量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿吨

图 10：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. 价格优势促使今年煤炭进口量增幅较大，明年煤炭进口量或将环比小幅回落

2019 年煤炭进口平控执行较松，价格优势等因素促使今年煤炭进口量涨幅较大。2019 年煤炭进口平控执行较松，1-10 月动力煤进口累计 9548 万吨，同比增加 222 万吨，增长 2.38%。从全年来看，进口煤价格优势明显、确保煤炭供应以及国内用户多元化采购策略，是今年进口煤快速增长的驱动力。尽管年内剩余月份进口煤份额所剩较小，但考虑到冬季煤炭保供等因素，严控进口煤并不现实，我们认为四季度进口量可能与去年类似，同比三季度下降，但仍将维持同比增长。

对于明年的煤炭进口形势，我们认为 2020 年进口煤限制政策仍将维持平控要求，但考虑到国内煤炭供应能力及煤炭运力提升，预计明年煤炭进口量或将环比小幅回落。

表格 1. 进口煤限制政策演进

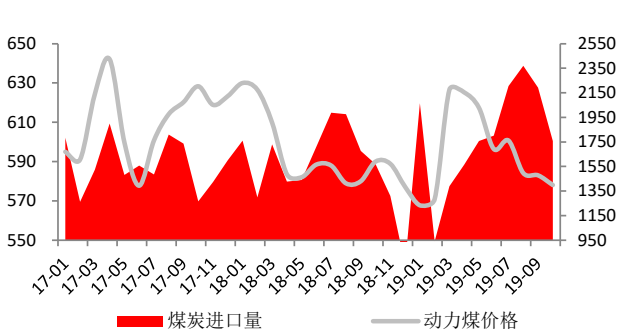
时间	进口煤政策
2017 年 7 月 1 日	根据《商品煤质量管理暂行办法》规定，我国开始禁止省级政府批准的二类口岸经营煤炭进口业务。
2017 年 12 月下旬	发改委口头通知相关政府部门，暂时取消进口煤限制持续至 2018 年 2 月 15 日。
2018 年 1 月 9 日	国家能源局与主要电力企业进行会谈，内容包括评估此前取消对进口煤炭限制性措施的政策影响，讨论电厂使用进口煤炭和电煤供应等问题，同时寻求电力企业对当前电煤供应的政策建议等。
2018 年 4 月	进口限制令再度开启。福建、广东、浙江等几个主要煤炭进口省份均已对进口煤采取了限制措施。

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

2018年6月	发改委表示进口煤政策可以向终端用户适度倾斜，政策出台后，华东、华南等地港口通关时间明显缩短，煤炭进口量再创新高。
2018年10月	国家发改委在广州召开沿海六省关于煤炭进口会议。今年底煤炭进口还是要平控，进口指标不再增加按原来计划执行，进口煤限制政策再次重启。
2018年11月14日-15日	国家发改委分别在江苏和广州召开煤炭进口煤会议。会议精神：在今年年底之前，基本不再安排进口煤炭通关。只有个别为保障冬季供电有紧急需求的电厂，可以通过上属集团公司向发改委进行申请豁免。
2018年12月14日	发改委召集五大电及相关企业召开进口煤专题会议，传达了相关指示：1、进口煤总量仍平控，19年控制在18年幅度不增不减；2、作为电力企业重降本增效要渠道的进口煤，19年将会精准调控，正在制定研究把总量配给终端企业，类似于厂矿直接对接的方式，充分利用好平控的总量。
2019年1月	因配额问题，鲅鱼圈、丹东港和大连港在内的东北部港口对澳洲进口炼焦煤进行限制
2019年3月	中国多个港口已经对从澳大利亚进口的煤炭实行更加严格的通关手续，澳煤通关时间由年初的40天进一步延长至近3个月
2019年10月	东南沿海福州、广州港口停止进口煤的报关

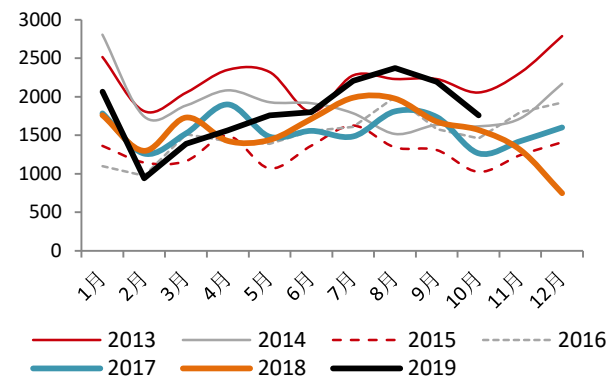
资料来源：发改委、国家能源局网站，川财证券研究所

图 11：煤炭进口量及动力煤价格



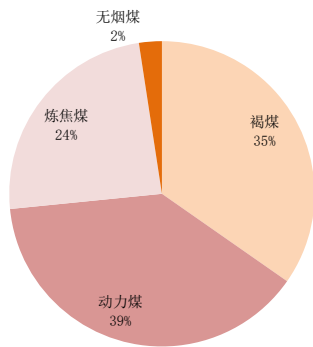
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨；动力煤价格选取秦皇岛 5500K 动力煤市场价

图 12：历年煤炭进口量对比



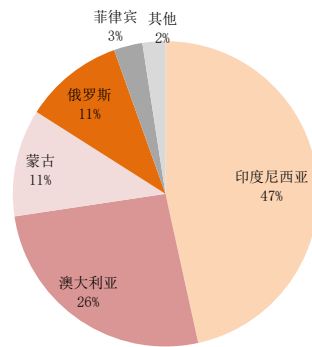
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 13：2019 年 1-10 月进口煤分煤种占比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 14：2019 年 1-10 月主要煤炭进口国进口量比重



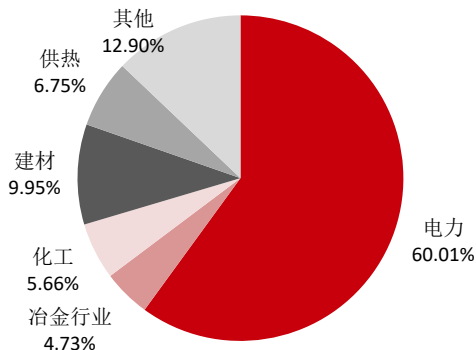
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

三、需求或有抬升，动力煤价格有支撑

3.1. 明年火电增速有望环比抬升，火电耗煤将获增量

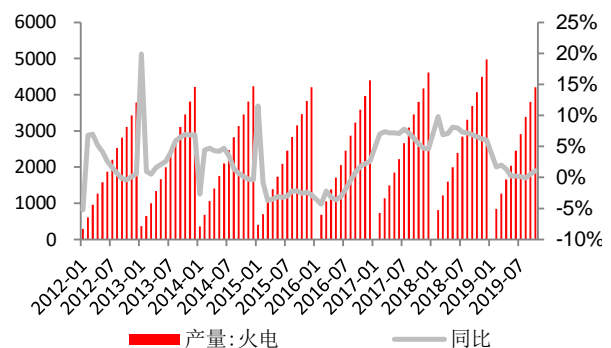
2019 年以来火电发电量增速同比降幅较大。1-10 月实现火电发电 42041.40 亿千瓦时，同比上升 1.10%，相较去年同期 6.60% 的增速回落幅度较大。我们认为火电发电量增速大幅回落或有：1) 经济下行压力增大背景下全社会用电量增速回落，1-10 月份全社会用电量增速回落至 5.0%，第二、三产业及居民用电量均出现不同程度回落；2) 水电发电量大幅增长挤压火电空间，1-10 月水电发电量达到 10012.60 亿千瓦时，同比增速高达 6.50%，水电发力对火电的压制较大。

图 15：我国动力煤消费结构



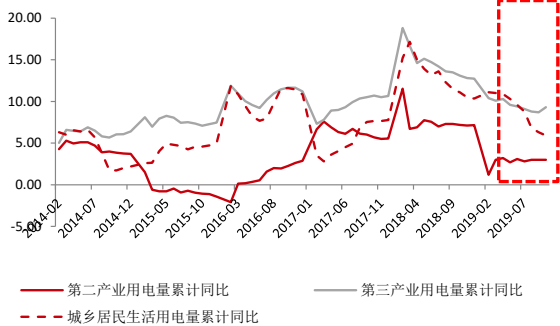
资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 16：火电发电量及同比



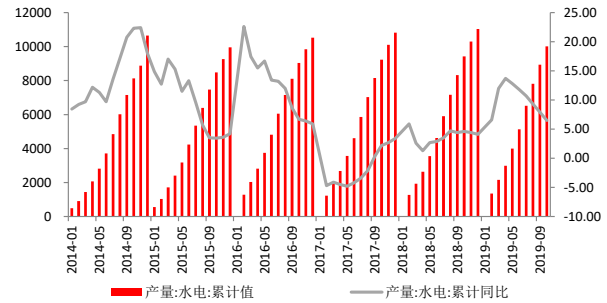
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿千瓦时

图 17：2019 年电力需求回落明显



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

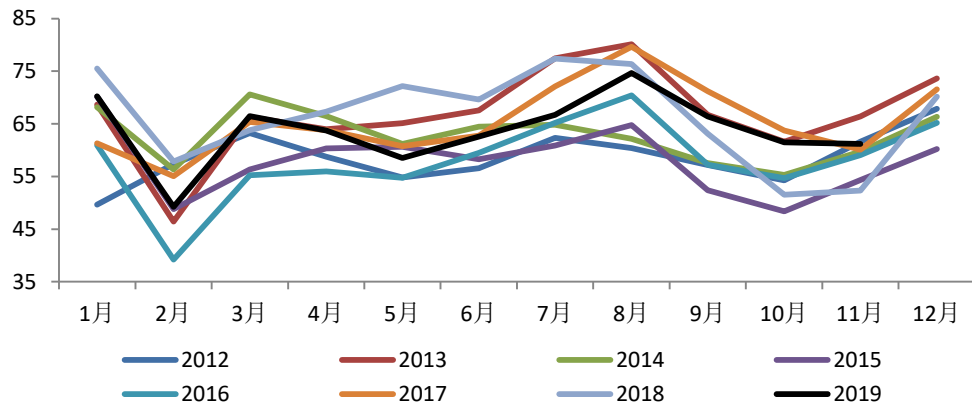
图 18：水电发电量及同比



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。9、10 月需求淡季到来，电厂日耗持续下降，9 月末六大电厂日耗煤月环比回落 8.6 万吨至 62.5 万吨，10 月末六大电厂日耗煤月环比回落 3.6 万吨至 58.3 万吨。进入 11 月，天气转冷叠加水电出力减弱促使电厂日耗回升，11 月底沿海六大电厂日耗煤较上月增加 13.2 万吨至 71.5 万吨，明显高于去年同期。

图 19：六大电厂日耗煤均值



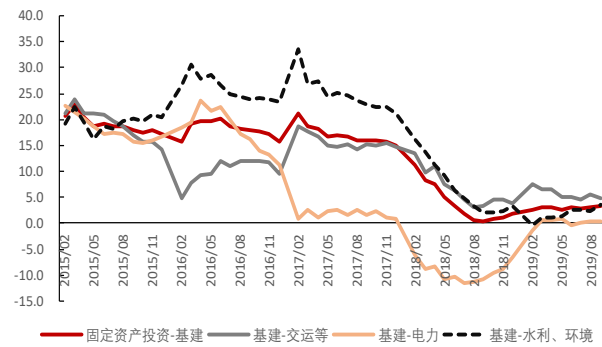
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

2020 年火电发电量增速将环比提升。2019 年 1-10 月全国发电量同比增长 3.1%，较去年同期的水平回落明显，预计 2019 年全年全国发电量增速在 3-4% 左右。考虑当前经济形势以稳为主，地产投资韧性仍存，基建投资持续回暖，我们判断 2020 年全国发电量增速或在 3%-4% 之间。在能源结构方面，明年风电装机或迎来抢装、核电装机增速由高位回落、光伏装机增速受补贴下降影响逐渐放缓、水电迎来投产小年，在以上因素的影响下明年火电发电增速有望显著高于今年水平，或在 2% 左右。

3.2. 2020 年基建投资有望继续回升，建材耗煤需求韧性较强

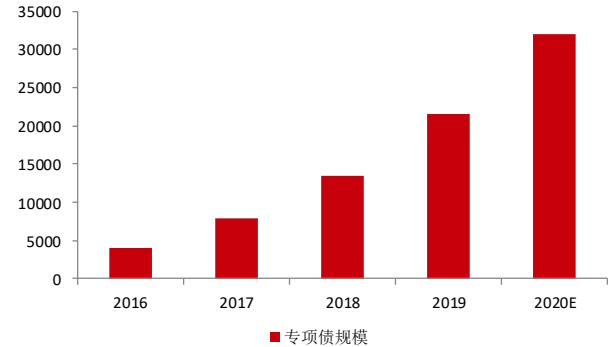
基建托底政策意图较强，2020 年基建投资回升有望延续，从而一定程度支撑水泥需求。建材是除电力以外动力煤的第二大重要下游，其中又以水泥的用量最大。从下游需求来看，水泥下游需求与建筑直接挂钩，基建、房地产投资对水泥需求影响较大。基建方面，2018 年 11 月份以来，基建托底政策意图较强，去年 11 月份至今发改委共批复基建项目 1.8 万亿，创近三年峰值。2019 年 9 月，国常会明确提出“按规定提前下部分 2020 年新增地方政府债务限额”；11 月 27 日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，要求适当调整基础设施项目最低资本金比例；11 月 29 日，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。考虑 2020 年为“十三五”收官之年，基建项目抢工期诉求较强。加上资金支持，2020 年基建投资回升有望延续，从而一定程度支撑水泥需求。

图 20: 基建投资增速分行业



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 21: 地方政府专项债投放量



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

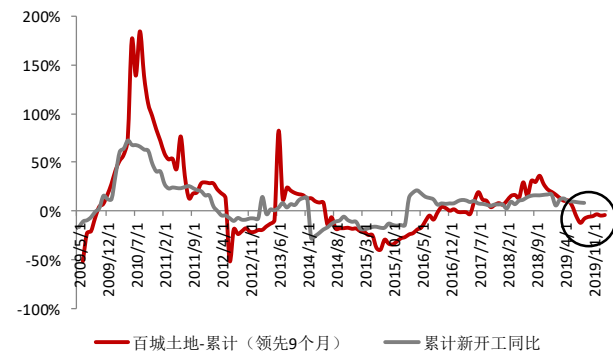
房地产方面, 考虑 2020 年经济整体下行压力仍大, 地产投资仍是拉动经济的重要动力, 房地产调控政策预计维持当前“因城施策”基调。自 2018 年年中房屋销售增速回落, 市场对房地产投资保持悲观态度。采用拿地数据作为新开工面积 6-9 个月的领先指标, 2019 年年中, 百城拿地数据首次转负, 且下半年以来维持负增长, 推算房地产新开工面积预计从 2020 年二季度开始增速进一步下滑, 但考虑到存量需求仍在高位 (施工面积), 房地产施工水泥需求下滑速度或相对缓慢。

图 22: 70 大中城市房屋价格指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 房企拿地数据 2019 年年中转负



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

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。

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

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 2. 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
	内蒙汇能 16 亿立方煤制气	16
煤制烯烃	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 3. 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，吨标煤/吨 (千标立方米)	≤7.5	≤6.0	≤7.5	≤6.0	≤6.0	≤5.5

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

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. 供给压力较大,需求或有抬升,煤价韧性较强

此小节我们对以上煤炭供需的分析进行汇总,并对2020年煤炭价格走势做出预测。

供给端,2018年开始,随着煤炭先进产能释放,国内煤炭总产能止跌回升。2019年煤炭总产能预计增加1.9亿吨至37亿吨,增速5.4%;2020年煤炭产能增速预计5.1%,2021年之后产能进入平稳期,2020年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,价格优势下今年煤炭进口量同比大增,全年或将达到1亿吨,考虑到国内煤炭供应能力及煤炭运力提升,预计明年煤炭进口量或将环比小幅回落。

需求端,火电方面,2019年国内电力需求偏弱,叠加水力发电挤占火电,年内电煤需求疲软,考虑到当前经济韧性仍存,明年为水电投产小年,预计2020年火电增速将高于今年,预计火电煤耗量将稳定增长。建材方面,明年基建投资增速有望回升,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,2020年煤炭供给端压力仍旧较大,需求端或略有抬升,煤炭价格仍有下行可能,但考虑到当前港口煤价已经跌至550元/吨,发改委要求动力煤绿色区间在500-570元/吨之间,预计煤价500元/吨强支撑难破。2020年动力煤煤价下行空间预计在20-30元/吨左右,煤价整体下行空间有限。

长协煤价格波动远小于市场煤,高比例长协促使煤企综合煤炭售保持稳定。由于中国神华的长协煤定价方式在市场具有代表性,我们以中国神华为例探讨长协煤合同对煤企煤炭综合售价的影响。由于中国神华年度长协煤价格包含基准价(535元/吨),月度长协煤价格受到CCTD5500价格及API8指数等指标的平滑,神华公司年度长协煤及月度长协煤价格波动远小于市场煤。对于煤炭企业而言,长协煤为公司锁定了中长期煤炭市场,保障了煤炭综合售价的稳定性。

表格 4. 中国神华煤炭长协煤定价公式

长协煤种类	定价公式
年度长协煤	年度长协价格=基准价格 535 元/吨*50%+ (秦皇岛环渤海指数+ CCTD 秦皇岛港煤炭价格指数+沿海电煤采购价格指数) /3*50%
月度长协煤	月度长协煤=[上月末 CCTD5500+上月末 API8 指数*上月末汇率*(1+17%)+上月末 CCI 动力煤 5500 价格]/3

资料来源：煤炭江湖，川财证券研究所

3.5. 行业整合趋势加剧，煤电联营值得期待

3.5.1 行业整合趋势加剧，煤企合并有利于增强行业议价能力

煤企合并为大势，产业集中度提升有望增强行业对下游议价能力。在煤炭产业中长期政策指导下，煤企合并将会是煤炭企业发展的大方向。在我国现阶段针对煤炭产业供给侧改革的相关文件中，监管层多次明确指出要促进行业兼并重组，推动煤炭企业合并，提升产业集中度，从而弱化煤炭供给市场上的竞争，增强煤炭行业对于下游的议价能力。

中长期煤企兼并重组成主旋律。《煤炭工业发展“十三五”规划》明确提出支持优势煤炭企业兼并重组，培育大型骨干企业集团，提高产业集中度。支持山西、内蒙古、陕西、新疆等重点地区煤矿企业强强联合，组建跨地区、跨行业、跨所有制的特大型煤矿企业集团，推动煤炭生产要素在全国范围内的优化配置。同时“十三五”规划也在集约发展方面设置目标，要求煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，到 2020 年大型煤炭基地产量占 95%以上；要求产业集中度进一步提高，到 2020 年煤炭企业数量 3000 家以内，5000 万吨级以上大型企业产量占 60%以上。

3.5.2 政策文件密集出炉，煤电联营值得期待

煤电联营，既可以解决煤电矛盾，又能多创效益。火电是煤炭行业最重要的下游，实行煤电联营，既可以解决煤电矛盾，又能多创效益，是原有体制下煤炭、发电两大产业划分过细的校正。

监管层对于煤电联营政策支持力度大。2016 年发改委印发《关于发展煤电联营的指导意见》，明确指出优先规划符合重点方向的煤电联营项目，优先将相关煤矿和电源纳入煤炭和电力发展规划；将煤电一体化项目的项目用电纳入配套电厂用电范围；在同等排放和能耗条件下，电网调度优先安排煤电一体化及其他煤电联营项目电量上网。2018 年国家能源局发布《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》，提出鼓励发展多种形式的煤电联营、优先将煤电联营项目纳入发展规划、优先释放煤电联营企业优质产能、优先落实煤电联

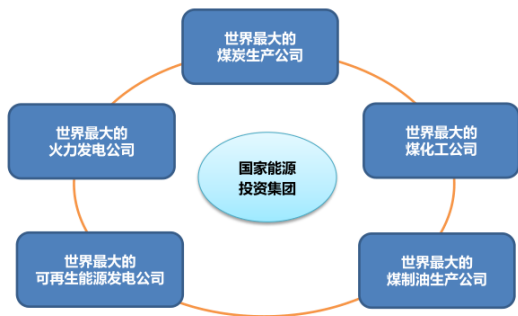
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

营煤矿去产能债权债务处理措施、优先对煤电联营提供投融资支持等。2019年10月国家发改委、国家能源局印发《关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知》，《通知》明确了煤电联营的方向、实现形式等；其中还指出，重点发展坑口煤电一体化，优化推进中东部省份煤电联营，支持北方地区清洁取暖项目实施煤电联营，鼓励发展低热值煤综合利用，支持异地煤电交叉持股，鼓励通过合并重组实施煤电联营。伴随着煤电联营相关配套政策的出台与实施，煤电联营步伐有望加速。

国电集团与神华集团合并是煤电联营历程上里程碑式的事件，推荐关注中国神华。2017年11月28日，由国电集团和神华集团合并重组的国家能源投资集团有限责任公司在北京成立。这家“巨无霸”能源企业拥有四个“世界之最”：世界最大的煤炭企业、世界最大的火力企业、世界最大的可再生能源发电企业和世界最大的煤化工公司。从公司层面来看，合并必然会有利于公司在发挥协同效应的基础上形成全产业链竞争优势。从行业层面看，国电神华重组是煤电联营的纵深推进，是煤电联营历程上的里程碑事件。综合考虑监管层对煤电联营的积极态度，后续或将推进更多煤电联营项目，煤电联营步伐有望加快。

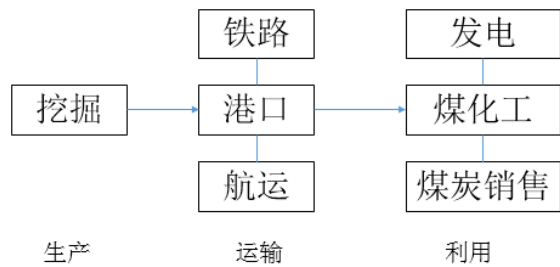
标的方面，推荐关注中国神华（601088），主要逻辑如下：1）公司主营业务是煤炭、电力的生产和销售，铁路、港口和船舶运输，煤制烯烃等，是唯一实现煤炭产业链一体化的上市煤企。特有的纵向一体化经营方式可以带来独特的竞争优势：其一，产业链上下游深度合作，资源共享；其二，一体化的经营模式可提供稳定、可靠的供应保障和内部消费市场，平缓价格波动、稳定收益；其三，公司业务覆盖煤炭全产业链，有助于公司规模化和集群化发展，发挥规模经济优势，降低运营成本；2）国电集团与神华集团合并是煤电联营历程上里程碑式的事件，合并必然会有利于公司在发挥协同效应的基础上形成全产业链竞争优势。政府文件明确指出将煤电一体化项目的项目用电纳入配套电厂用电范围；在同等排放和能耗条件下，电网调度优先安排煤电一体化及其他煤电联营项目电量上网。政府未来可能会出台更多推动煤电联营的政策措施，公司发展战略顺应当前政策方向，后续或将享受到更多政策红利。

图 24：国能投集团稳居多项世界第一



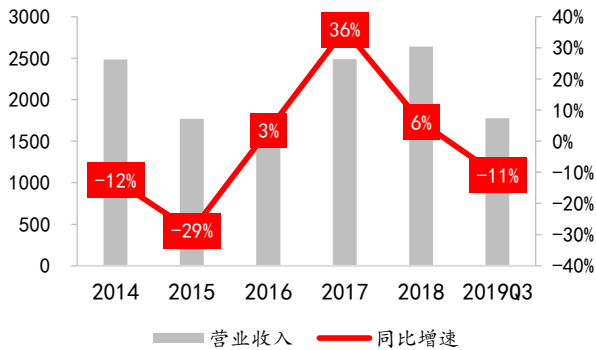
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 25：中国神华已形成产业链一体化布局



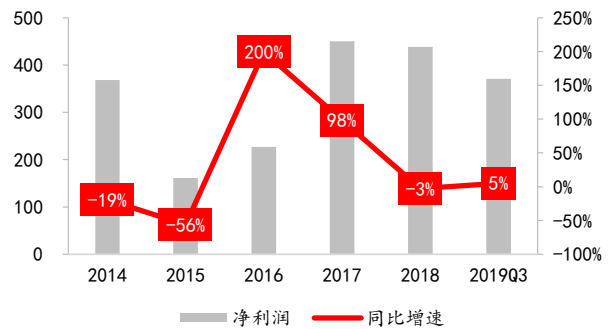
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26：中国神华营业收入及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 27：中国神华归属母公司股东净利润及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

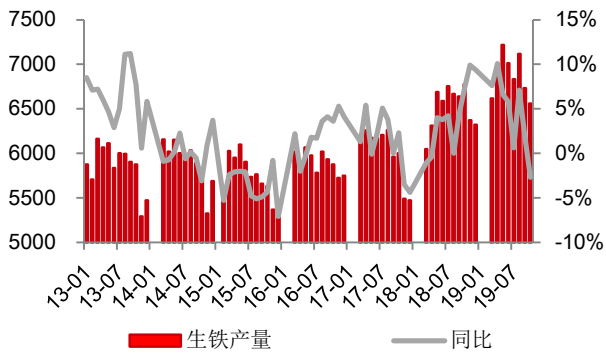
四、焦炭产能收缩预期加强，中长期价格中枢有望抬升

4.1. 2019 年以来焦炭供需平衡偏松，价格同比回落

2019 年以来生铁产量持续增长、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 1-10 月生铁产量 6.75 亿吨，同比增加 5.40%，考虑到 1-10 月焦炭出口量达到 543 万吨，同比下降 30.0%，则 1-10 月对应焦炭需求量为 27543 万吨。

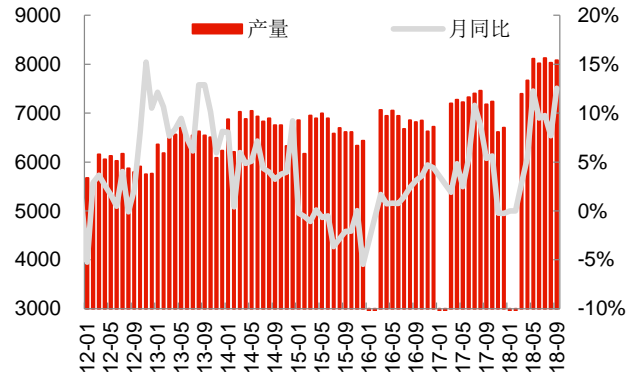
焦炭供需平衡偏松，价格同比回落。2019 年 1-10 月焦炭产量 3.93 亿吨，同比上涨 5.60%。2019 年以来，焦炭供需两旺、整体平衡偏松，焦炭价格环比回落，利润收缩。

图 28：生铁产量及同比



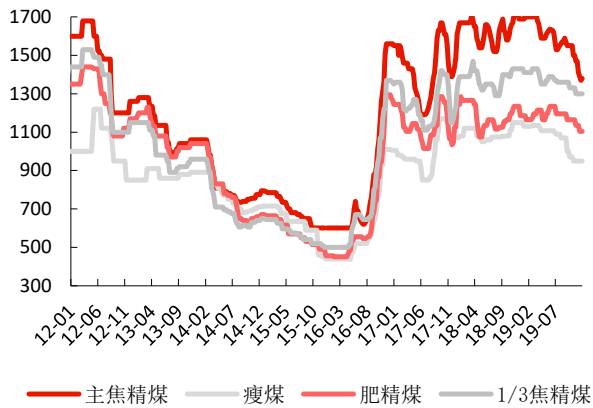
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 29：粗钢月产量变动情况



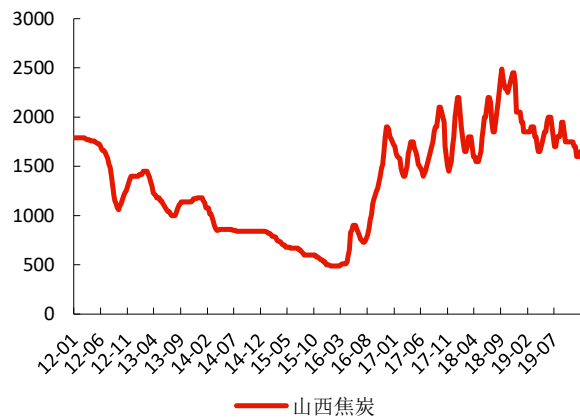
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 30：焦煤价格



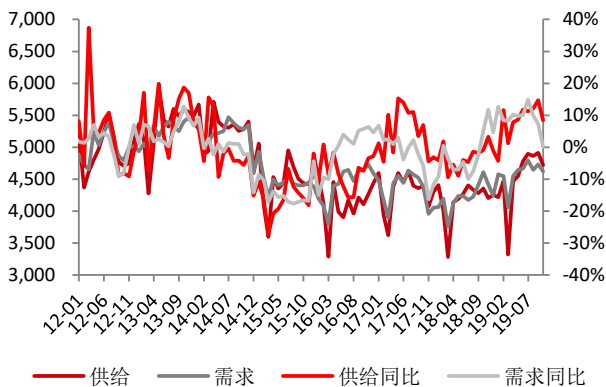
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 31：山西焦炭价格



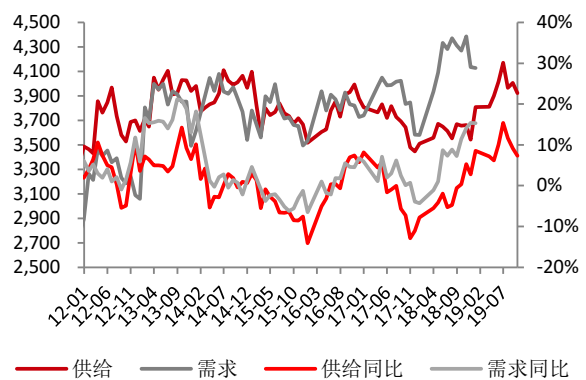
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 32：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 33：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 山东压减焦炭产能 1686 万吨或将于 2020 年上半年落地

2019 年 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，市场对于焦炭产能收缩预期又起。

《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) 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。

2020 年上半年山东焦化去产能或将实质性落地。据《指导意见》，山东省两年内将压减焦化产能 1686 万吨，其中 2020 年压减任务须于 2020 年 4 月底前完成。截止 2019 年 11 月底，山东地区焦化去产能执行进度低于预期，就目前结果来看，今年山东仅淘汰了 185 万吨的落后产能，距离年底 1031 万吨的目标相距较远，据调研了解，省内多数焦企对去产能保持谨慎态度，表示将严格按照政府要求如期退出，预计 12 月山东各市将会集中出台相应政策淘汰相应焦化产能，结合 2020 年焦化压减任务需在 4 月底前完成，2020 年上半年山东地区焦化去产能或将实质性落地。

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。

4.2.2 2020 年江苏省焦化去产能进度或将加快

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

山西省于 2019 年 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

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

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 年底之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）。

● 2020 年以来江苏省焦化去产能进度或将加快

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 年底之前，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 年底之前，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 年底之前对现有 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，考虑到 2020 年为《实施意见》要求的去产能的截止年，我们认为 2020 年江苏地区焦化去产能进度或将加速，建议持续关注江苏地区焦化去产能推进状况。

表格 5. 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	截止 2019 年 11 月底，压减产能 185 万吨
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》	2020 年底之前退出焦化产能 1800 万吨	正在推进
河北	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	2018/2019/2020 年分别关停 500 万吨/300 万吨/200 万吨	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	正在推进

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

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；单位：万吨

2020 年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，指出两年内山东省将压减焦化产能 1686 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（沙钢焦化部分产能），其余产能全部退出，预计江苏地区去产能幅度将达到 1800 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 6 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；单位：万吨；

五、进口冲击下，国内焦煤价格或承压下行

2019 年焦煤价格表现与动力煤类似，截止 11 月末，柳林地区主焦煤由年初 1730 元/吨跌至 1380 元/吨，跌幅 20%；澳洲硬焦煤峰景煤矿由年初 200 美金跌至 153 美金，跌幅 24%。

与动力煤不同是，国内焦煤供需格局尚算温和，2019 年 1-10 月国内铁水需求累计增加 6.3%，国内焦煤供需稳健。焦煤压力主要源自海外需求疲弱冲击以及海外焦煤产能扩张、产量放量，供给端，2016 年以来，海外焦煤进入扩产周期且增量释放加速，2016、2017、2018、2019 年海外焦煤产量增速分别为 4.3%、1.5%、7.4%和 5%，需求端，欧盟、美国和印度年自二季度开始需求

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

快速萎缩，2019 年全年全球铁水产量增速仅仅持平，供需趋松促使海外焦煤价格从上半年 200 美金跌至下半年 150 美金附近。

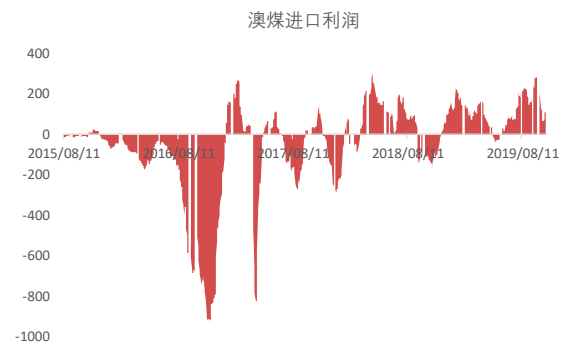
2020 年，海外焦煤产量仍有 4.3%增量，而除中国外铁水产量预计难有明显增量，焦煤供需依然偏弱，煤价预计在 130-150 美金左右成本线低位徘徊。而随着新一年的进口窗口打开，国内焦煤承压，或回吐当前溢价。

图 34：焦煤峰景指数



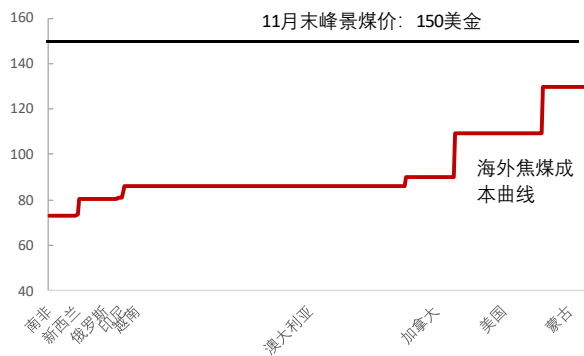
资料来源：FMG，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 35：焦煤内外进口价差



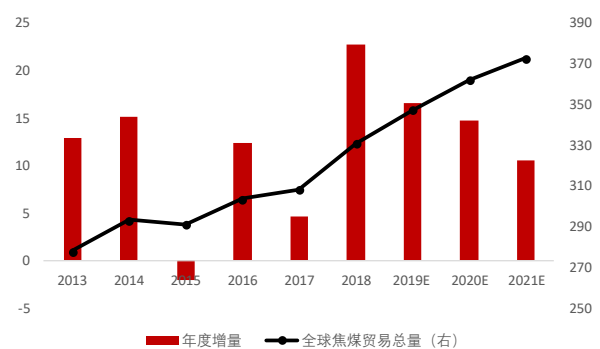
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 36：海外焦煤成本线



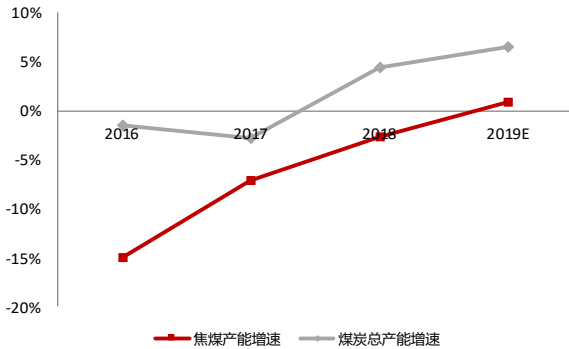
资料来源：FMG，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 37：海外焦煤供应增速



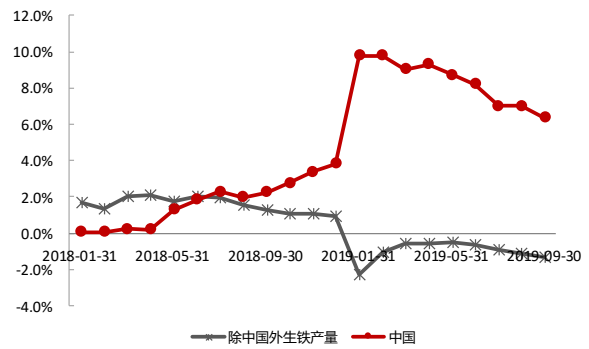
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 38: 国内焦煤产能增速 (2016-2019E)



资料来源: 国家能源局, 川财证券研究所; 单位: %

图 39: 国内外铁水产产量对比



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 美元/吨

表格 7 焦煤上市企业对比

股票名称	焦煤产量	焦煤收入占比	主要煤种	产地
西山煤电	1290	50%	主焦煤	山西太原、吕梁、临汾
山西焦化	1020	90% (投资收益)	主焦煤	山西
潞安环能	1400	100%	喷吹煤	山西、河北、湖北、河南
冀中能源	1640	80%	1/3 焦煤	河北、河南
盘江股份	330	90%	焦煤、肥煤	贵州
开滦股份	330	20%	肥煤	河北
平煤股份	700	100%	1/3 焦煤、肥煤	河南平顶山
淮北矿业	2400	28%	主焦煤、肥煤	安徽

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨;

表格 8. 煤炭板块重点上市公司盈利、估值对比

	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB	流通市值
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	(LF)	亿元
000968.SZ 蓝焰控股	10.33	0.78	0.92	1.10	13.23	11.28	9.40	2.32	99.94
600348.SH 阳泉煤业	5.23	0.84	0.86	0.90	6.23	6.06	5.78	0.71	125.78
601088.SH 中国神华	17.28	2.26	2.28	2.31	7.64	7.58	7.48	0.99	2849.65
601699.SH 潞安环能	6.91	1.04	1.14	1.18	6.63	6.07	5.86	0.79	206.71
600971.SH 恒源煤电	5.8	0.91	0.96	0.96	6.35	6.07	6.05	0.85	69.60
000937.SZ 冀中能源	3.52	0.25	0.24	0.23	14.16	14.55	15.06	0.59	124.38
600997.SH 开滦股份	5.23	0.85	0.89	0.89	6.19	5.89	5.90	0.74	83.04
603113.SH 金能科技	10.35	1.22	1.35	1.68	8.48	7.65	6.16	1.28	69.96
600123.SH 兰花科创	6.24	0.85	0.98	1.07	7.34	6.39	5.83	0.66	71.29
000723.SZ 美锦能源	8.25	0.41	0.46	0.49	20.25	17.93	16.84	4.22	338.19
601101.SH 昊华能源	5.31	0.55	0.68	0.72	9.74	7.79	7.34	0.75	63.72

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

600395.SH	盘江股份	5.8	0.66	0.68	0.72	8.82	8.50	8.09	1.35	95.99
600508.SH	上海能源	9.17	1.07	1.15	1.16	8.56	8.00	7.93	0.67	66.27
000552.SZ	靖远煤电	2.48	0.23	0.22	0.19	10.89	11.34	12.83	0.75	56.72
600157.SH	永泰能源	1.38	0.70	0.71	0.08	1.97	1.94	17.38	0.72	171.48
601001.SH	大同煤业	4.25	0.42	0.41	0.40	10.05	10.45	10.60	1.11	71.13
601225.SH	陕西煤业	8.58	1.12	1.15	1.22	7.65	7.46	7.03	1.52	858.00
601898.SH	中煤能源	4.82	0.47	0.49	0.52	10.33	9.75	9.33	0.65	441.13
600188.SH	兖州煤业	9.46	1.81	1.80	1.86	5.24	5.26	5.08	0.75	280.02
600758.SH	红阳能源	4.19	-	-	-	-	-	-	1.01	55.39
601666.SH	平煤股份	3.82	0.50	0.53	0.55	7.69	7.20	6.94	0.65	90.20
600397.SH	安源煤业	2.67	-	-	-	-	-	-	3.47	26.43
000780.SZ	平庄能源	2.95	-	-	-	-	-	-	0.78	29.92
601918.SH	新集能源	3.34	0.40	0.49	0.55	8.25	6.80	6.07	1.18	86.52
000983.SZ	西山煤电	5.78	0.66	0.67	0.69	8.75	8.63	8.39	0.86	182.14
600792.SH	云煤能源	3.31	-	-	-	-	-	-	0.98	32.77
002128.SZ	露天煤业	8.24	1.36	1.40	1.44	6.05	5.87	5.71	1.00	158.34
600546.SH	山煤国际	6.13	0.51	0.59	0.65	11.92	10.30	9.44	1.90	121.52
601015.SH	陕西黑猫	3.02	-	-	-	-	-	-	0.88	49.22
601011.SH	宝泰隆	4.23	-	-	-	-	-	-	1.10	68.14

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截止至 2019 年 12 月 13 日, 部分采用 Wind 一致预期;

风险提示

火力发电增速不及预期

火力发电为动力煤核心需求, 若 2020 年火电增速回升不及预期, 动力煤需求将受到较大影响。

进口煤政策调整

若 2020 年进口煤政策趋于宽松或执行层面不够严格, 则海外低价焦煤将对国内焦煤市场产生较大冲击, 国内焦煤价格或因此产生较大跌幅。

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：000000000857

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