

煤炭

行业年度策略

2020年“焦强动弱”格局或将逆转

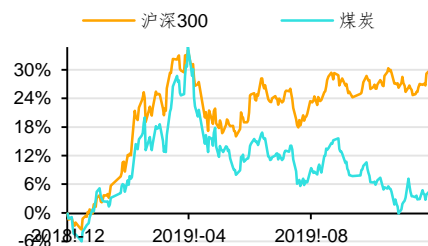
投资要点

- ◆ **2019年煤种价格分化加剧：**2019年动力煤与焦煤价格分化加剧，其中动力煤从高点累计调整22个月，调整幅度为14.5%，焦煤4季度价格同比才开始出现下跌，累计跌幅为4.3%，焦煤相对动力煤和喷吹煤的溢价率在2019年加速上行至历史高位。
- ◆ **煤种分化的终极原因来自制造业和地产的分化：**供给不是导致煤种价格分化的主要原因，2019年焦煤产量增幅为6.89%，较动力煤高1.8个百分点；动力煤和焦煤消费占比最大的分别为制造业和建筑，制造业和地产投资增速在2019年裂口扩大，年内增幅落差维持在6-7个百分点间，是导致煤种价格分化的主因。通过对产业链条的拆解计算，地产间接与直接耗用的焦煤和动力煤比重分别为41%和18%。
- ◆ **2020年地产仍是影响煤价的核心变量：**地产销售对投资的领先意义弱化，主要原因仍处补库周期。观测土地市场和库存消耗周期，地产补库可能进入中后期，拐点难以准确预测，但风险逐步累加；2015年以来钢材消费滞后地产投资的时间缩短为3个月左右；根据我们的情景分析，假设其他条件不变，2020年地产施工下降5%，对应焦煤和动力煤需求分别下降2.06%和0.89%。
- ◆ **2020年产能释放缓，但产量释放仍有余波：**截至2019年底晋陕蒙在建大型矿井产能约为8700万吨，其中山西大部分矿井的投产时间为2021年；2019年下半年投产矿井在2020年达产，以鄂尔多斯为例，预计已投产矿井达到完全达产将释放产量约3700万吨。综合考虑，预计动力煤新增产量8000万吨左右，较2019年大幅下降。
- ◆ **动力煤公司业绩拥有三重保障，焦煤短、长期拐点可能叠加：**动力煤沿海需求出现企稳势头，制造业投资向下空间不大；供大于求收窄，供需新增产量差值较2019年缩减60%以上；动力煤公司合同比例75%以上，长协价维持不变，2020年业绩基本锁定。山西焦煤新增产能的集中释放在2021年，2020年价格仍唯地产马首是瞻，后期风险逐步加大；废钢利用进入长期拐点区域，在钢材产量不变的情况下，废钢使用每上升1个百分点，焦煤的需求减少1.3个百分点，焦煤在短、长期拐点叠加影响下，存在下行风险。
- ◆ **建议配置龙头动力煤公司：**2019年煤炭板块跑输指数，跌幅位居各板块第三位，下行风险已经获得较大释放，PB估值回到历史低位，按照上年分红测算，11家公司股息率高于5%，我们建议配置业绩稳定的动力煤龙头公司，中国神华、陕西煤业、露天煤业；焦煤公司看好西南龙头盘江股份。
- ◆ **风险提示：**经济增速低于预期；地产政策松动或景气持续时间超预期；安全、环保、进口政策变化；重大安全事故。

投资评级

同步大市-A 维持

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.00	-6.74	-23.72
绝对收益	5.05	-4.42	7.57

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.com.cn

相关报告

- 煤炭：生产缩减，动煤去库，双焦强势-煤炭行业数据周报-20191216 2019-12-16
- 煤炭：沿海电厂日耗在低基数上实现高增长，山西拟淘汰焦炭落后产能3700万吨-煤炭行业数据周报-20191209 2019-12-09
- 煤炭：\2020年动力煤合同价格初定，冀鲁关停焦炭落后产能-煤炭行业数据周报-20191202 2019-12-02
- 煤炭：安全与环保监管再次升级-煤炭行业数据周报-20191125 2019-11-25
- 煤炭：电厂囤煤压价，煤焦企稳有望-煤炭行业数据周报-20191118 2019-11-18

内容目录

一、报告主要观点.....	4
二、煤种价格分化.....	4
(一)、煤种价格变化的现状与历史.....	4
1、焦强动弱格局加剧.....	4
2、煤种涨跌幅的历史表现.....	6
(二) 原因分析.....	6
1、供给不是主因，焦煤产量增幅更高.....	6
2、下游需求强弱差异是价格分化主因.....	7
(三) 最终的驱动在于下游的下游.....	8
1、两大行业消费结构的对比.....	8
2、制造业与地产投资差异.....	9
二、2020年的地产仍是核心变量.....	10
(一) 地产可能的周期位置及对不同煤种的影响.....	10
1、地产的先行因素失灵.....	10
2、寻找新的先行指标.....	10
3、地产投资与钢材消费的变化时滞.....	11
4、2020年地产投资变动对钢铁、电力行业的影响情景分析.....	12
(二) 供应的释放力度有望放缓.....	13
三、2020年煤炭价格判断.....	15
(一) 动力煤的三重韧性.....	15
1、需求走稳回升.....	15
2、供需过剩差缩小.....	15
3、长协价格锁定.....	16
(二) 冶金煤的高弹性特点显现.....	16
1、供应释放高峰过去，需求看地产.....	16
2、需求长期变化的拐点逐步接近.....	17
四、投资策略：估值风险已获释放.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图 1：2018 年钢铁行业消费.....	5
图 2：2019 年新增电力消费份额.....	5
图 3：焦煤相较于动力煤和喷吹煤的溢价率变化.....	5
图 4：动力煤与焦煤的产量增幅对比.....	7
图 5：火电与生铁产量增速.....	7
图 6：2015 年-2019 年动力煤供需边际变化对比.....	8
图 7：2015 年-2019 年焦煤供需边际变化对比.....	8
图 8：钢筋与冷轧薄板产量增速.....	8
图 9：水泥与挖机产量增长.....	8
图 10：2018 年钢铁行业消费份额.....	9
图 11：2019 年新增电力消费份额.....	9
图 12：2019 年地产与制造业的裂口扩大.....	9

图 13: 制造业用电消费	10
图 14: 地产投资与钢材价格的关系	10
图 15: 商品房销售、新开工与施工同比增速	10
图 16: 2002-2019 年地产库存 单位: 万平米.....	10
图 17: 房地产土地购置面积及增速	11
图 18: 地产可售周期 单位: 年.....	11
图 19: 十大城市商品房可售面积 单位: 万平米	11
图 20: 2005 年以来地产投资与滞后 6 钢材消费增速拟合	12
图 21: 2005 年以来地产投资与滞后 3 个月钢材消费增速拟合	12
图 22: 地产对煤炭行业的影响权重	13
图 23: 2015-2019 重点电厂煤炭日耗 单位: 万吨/日	15
图 24: 2015-2019 沿海电厂日耗 单位: 万吨/日	15
图 25: 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格及长协价格对比 单位: 元/吨.....	16
图 26: 2017-19 年焦原煤产量增量.....	17
图 27: 2017-2019 年分省焦原煤产量增量.....	17
图 28: 废钢使用率及预测.....	17
图 29: 1989-2019 以来铁钢比及钢铁差 单位: 万吨.....	17
图 30: 唐山某烧结车间烧结成本 单位: 元/吨.....	18
图 31: 商品房销售、新开工与施工同比增速	18
图 32: 2002-2019 年地产库存 单位: 万平米.....	18
图 33: 商品房销售、新开工与施工同比增速	19
图 34: 2002-2019 年地产库存 单位: 万平米.....	19
表 1: 历次周期分煤种价格最高涨跌幅 单位: 元/吨.....	6
表 2: 2020 年地产施工面积变动对煤炭和电力消费的影响	13
表 3: 晋陕蒙在建大型矿井预计投产时间	14
表 4: 鄂尔多斯 2019 年已投产矿井达产情况及 2021 年预计释放产量	14
表 5: 2017-2020 年动力煤产量增长与需求增量对比.....	15
表 7: 煤炭重点上市公司估值及投资评级.....	19

一、报告主要观点

2016 年以来，经济增长速度放缓，供给侧改革后煤炭供应的增长速度也在降低，行业进入存量市场，原周期分析方法论和工具体系因周期波动幅度的平缓而部分失效；同时在经济转型初期，经济增长模式的转变也给煤炭行业运行带来新的变化，可能或将成为影响行业发展的主旋律。从研究的角度，我们的关注焦点需要从总量的变动转移至更加细微的结构性变化，研究上需要提升体小察微的辨识度，更好的识别行业运行的新动向并以此确立相应的投资策略。

基于此，2018 年以来我们先后推出《后“供改”时代的失衡与再平衡》、《风起于青萍之末》、《周期潮落，整合云涌》等报告，分别从区域煤炭市场的失衡、供应格局的集中、沿海煤炭市场格局的变化等角度对行业的结构性变化做出分析和判断。本报告我们则以 2019 年煤种价格分化的现象为切口，剖析引致的原因，并以此对 2020 行业供需和价格方向做出方向性解析。

报告主要结论包括以下几个方面：

- ✓ **动力煤与焦煤的分化原因在于需求差异。**2019 年是近年焦煤供应的释放力度最大的年度，产量增速高于动力煤；需求增速分化是造成焦强动弱的主要原因。
- ✓ **钢材、火电产量增速差异分别对应了地产和制造业投资增速的差异，2019 年二者增速剪刀差扩大，全年维持 6-7 个百分点的差异。**
- ✓ **地产行业对焦煤、动力煤的需求占比分别为 41%和 18%。**在 2020 年地产施工面积同比下降 5%的情景假设下，拉动焦煤和动力煤需求分别下降 2.06%和 0.89%。
- ✓ **供需增量对比下，动力煤下行压力趋缓，焦煤则可能面临短期与长期拐点叠加的风险。**2020 年产能的释放力度放缓，产量释放余波仍存，在进口不变的情况下，火电消费增长 4%则动力煤可以达到相对平衡状态；动力煤公司通过长协业绩锁定较强；焦煤新增产能投放多在 2021 年，2020 年仍要看地产开工建设的变化，随着地产补库进入中后期，风险逐步累加；废钢利用进入长期变化的拐点，短、长拐点可能叠加，焦煤价格风险相对较大。
- ✓ **主配动力煤子板块，精选焦煤公司。**板块全年跑输指数，PB 估值达到历史低位，景气下行风险较大程度得到释放。参考 2018 年分红率，11 家公司股息率高于 5%。建议配置全国或区域动力煤龙头，焦煤相对看好区域市场相对独立且有需求增量、公司内生成长空间较大的盘江股份。

二、煤种价格分化

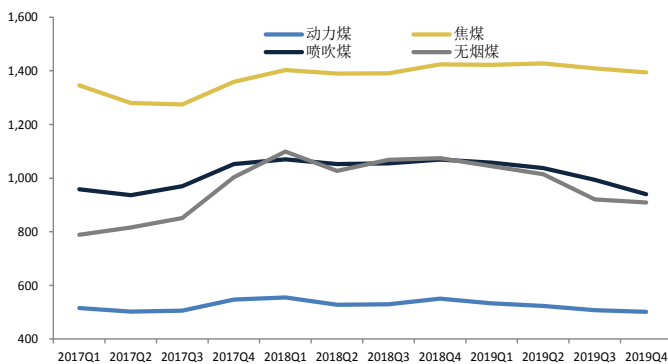
（一）煤种价格变化的现状与历史

1、焦强动弱格局加剧

2019 年以来动力煤和焦煤的价格走势出现了分化，一方面分化时间持续较长，另一方面涨跌幅差异较大，比价偏离正常区间，创历史新高。

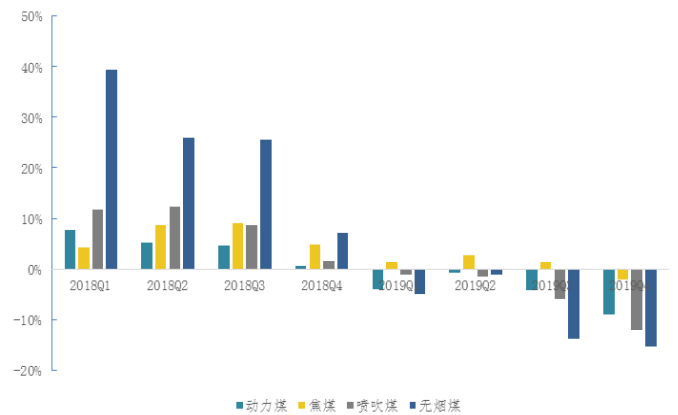
从调整的时间来看，动力煤的高点正在 2018 年 1 季度，除了 2018 年 4 季度受矿难影响出现阶段性反弹外，其余均为下行趋势，从高点开始计算目前已经持续 22 个月；焦煤的按照季度计算的高点在 2019 年 2 季度，仅 2019 年 3、4 两个季度下行，调整时间 6 个月，同比数据在则 2019 年 4 季度首次下行。从调整的幅度来看，动力煤累计下调 14.84%，焦煤较最高点下跌幅度为 4.31%。

图 1：2018 年钢铁行业消费



资料来源：Wind，华金证券研究所

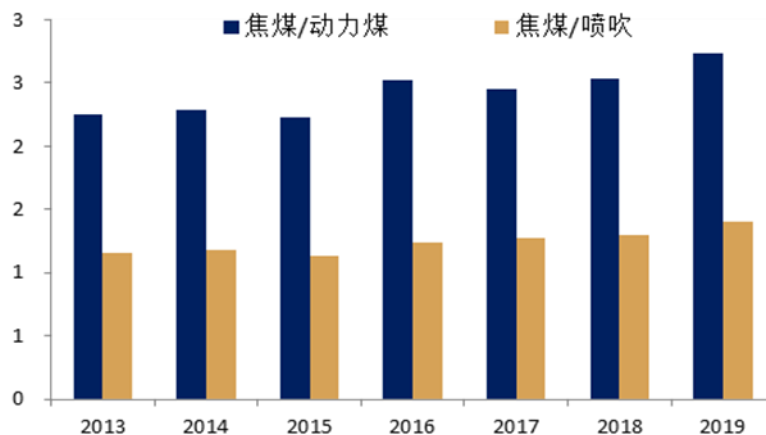
图 2：2019 年新增电力消费份额



资料来源：Wind，华金证券研究所

不同煤种之间尽管用途有差异，但部分煤种可以在两个用途间切换与替代，因此不同煤种之间通常保持一个相对平稳的合理比价，如焦煤通常是动力煤的 2.2 左右，焦煤与喷吹煤之间的比价维持在 1.2 左右，但进入 2019 年，上述系数呈现快速走高趋势，截至 12 月初，焦/动比达到 2.8 左右，焦/喷比达到 1.5 左右，均为历史相对高位。

图 3：焦煤相较于动力煤和喷吹煤的溢价率变化



资料来源：煤炭资源网，华金证券研究所

2、煤种涨跌幅的历史表现

从历史走势来看，煤种价格在周期拐点的时间差异通常在 2-6 个月间，仅个别年份出现过 11 月的时滞；从价格变动的幅度来看，焦煤通常大于动力煤，但趋势一致。

表 1：历次周期分煤种价格最高涨跌幅 单位：元/吨

	煤种	年度涨幅	时点/价格	时点/价格	最高变动幅度
2004 年-2008 年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2004 年 10 月	2007 年 10 月	
		最低点/高点	810	2310	185.19%
	动力煤	峰值时点	2005 年 1 月	2008 年 9 月	
		最低点/高点	151	676	347.68%
2007 年-2008 年 (下行周期)	焦煤	峰值时点	2007 年 10 月	2009 年 6 月	
		高点/低点	2310	1110	-51.95%
	动力煤	峰值时点	2008 年 9 月	2008 年 12 月	
		高点/低点	676	453	-32.99%
2009 年-2011 年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2009 年 6 月	2011 年 5 月	
		低点/高点	1110	1640	47.75%
	动力煤	峰值时点	2008 年 12 月	2011 年 12 月	
		低点/高点	453	650	43.49%
2011 年-2016 年 (下行周期)	焦煤	峰值时点	2011 年 5 月	2016 年 4 月	
		高点/低点	1640	619	-62.26%
	动力煤	峰值时点	2011 年 12 月	2016 年 2 月	
		高点/低点	619	230	-37.16%
2016 年-2018 年 (上行周期)	焦煤	峰值时点	2016 年 4 月	2019 年 11 月	
		低点/高点	619	1560	152.02%
	动力煤	峰值时间	2016 年 2 月	2018 年 10 月	
		低点/高点	230	558	142.61%

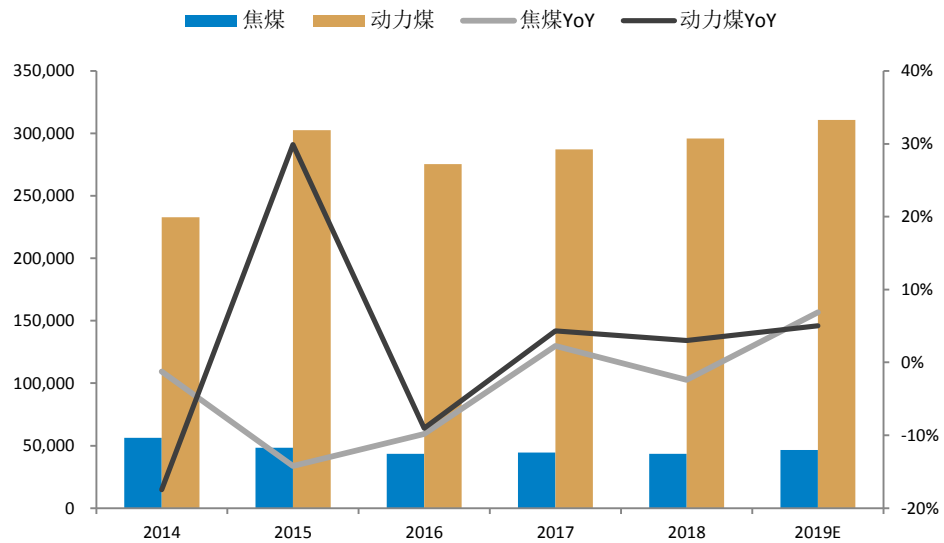
资料来源：Wind，煤炭市场网，华金证券研究所

(二) 原因分析

1、供给不是主因，焦煤产量增幅更高

从供给来看，2019 年以来动力煤和焦煤的产量增速较上年均呈现小幅加速态势，按照前 10 个月产量数据年化，焦煤产量增速为 6.89%，较动力煤产量增速高 1.8 个百分点。2019 年是焦煤产量释放速度较快的一年，但并没有引致价格的疲弱。

图 4: 动力煤与焦煤的产量增幅对比

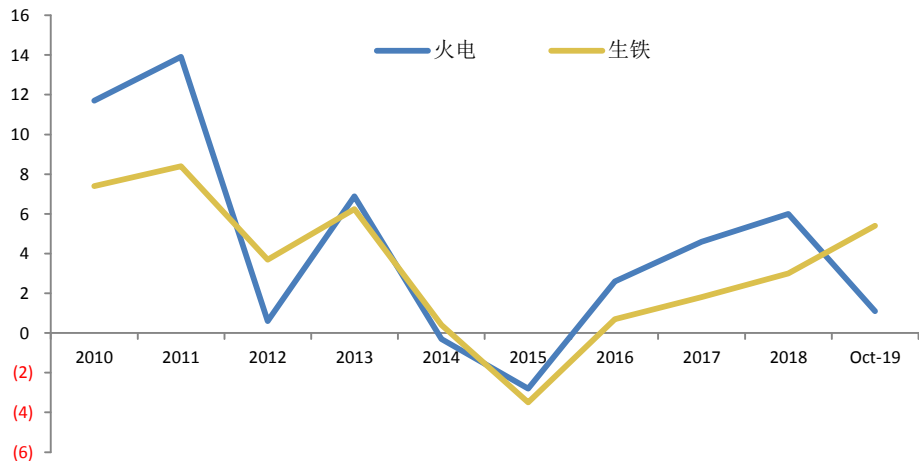


资料来源: 煤炭资源网, 华金证券研究所

2、下游需求强弱差异是价格分化主因

2019 年 1-11 月, 焦炭、生铁、粗钢、钢材产量增速分别为 5.9%、5.1%、7.0%、10%, 而火电发电量的增速仅为 1.1%, 强弱对比明显。一方面表明供给侧改革以来, 行业的供需和价格走势的主导力量已经完全由供给让位于需求, 另一方面也解释了二者价格走向差异的原因。

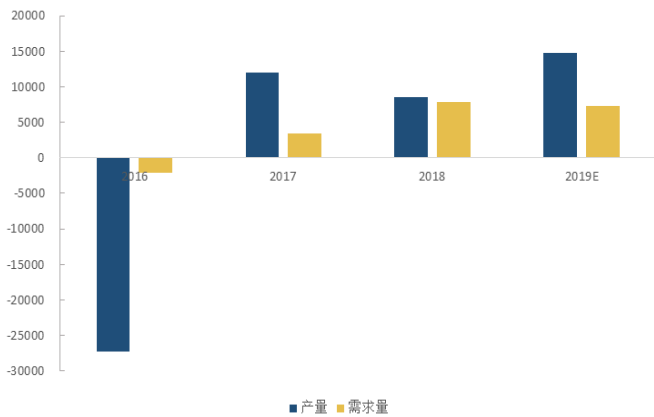
图 5: 火电与生铁产量增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

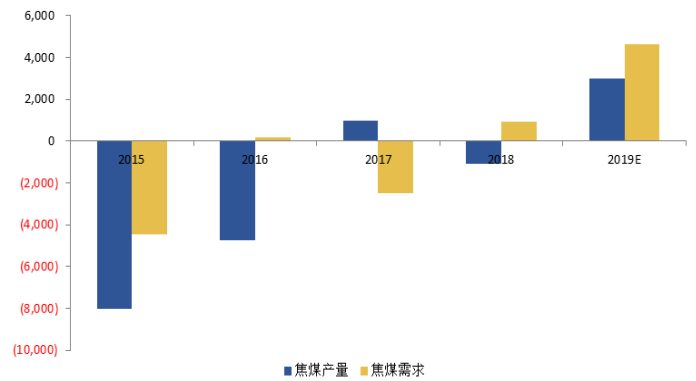
根据前 10 个月数据年化计算, 2019 年动力煤产量、需求新增量分别为 1.48 亿吨和 0.78 亿吨, 为 2016 年以来供需差额最大的一年; 焦煤产量与需求 (按照焦炭产量折算) 的年增量分别为 2995 万吨和 4644 万吨。

图 6：2015 年-2019 年动力煤供需边际变化对比



资料来源：wind, 金证券研究所

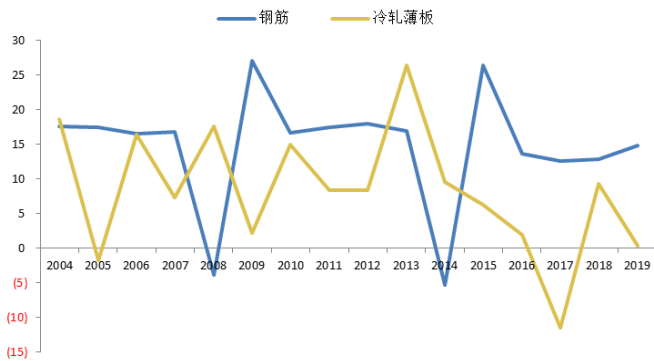
图 7：2015 年-2019 年焦煤供需边际变化对比



资料来源：煤炭市场网, 华金证券研究所

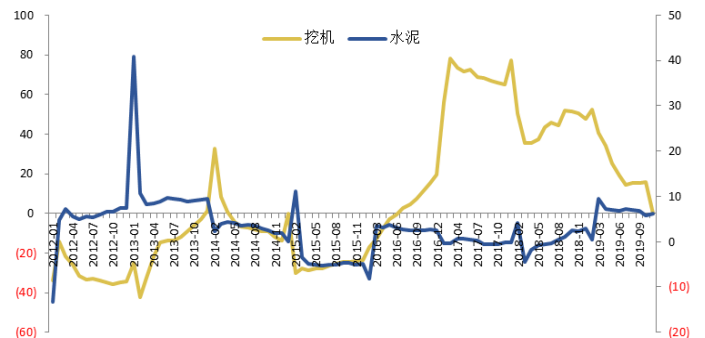
分拆钢材内部不同品种的产量增速可见，分化现象同样存在，产量增幅较大的主要是用于建筑行业钢筋，而用于汽车、家电等行业板材产量增速呈现下滑趋势，与钢筋产量增速背离；结合挖机和水泥的产量增速可以进一步看出，地产、建筑产业链条的需求拉动不同是造成了动力煤和焦煤之间价格差异的源头。

图 8：钢筋与冷轧薄板产量增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 9：水泥与挖机产量增长



资料来源：Wind, 华金证券研究所

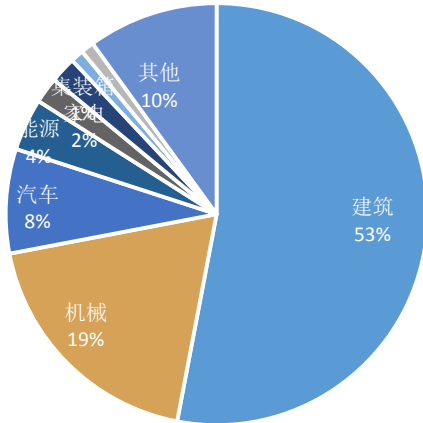
（三）最终的驱动在于下游的下游

1、两大行业消费结构的对比

电力与钢材的消费结构存在较大程度的关联和重合，其中钢铁及相關的高耗能行业是电力最重要的消费行业。这一传统认识使得市场一度认为两个行业的波动基本一致，从历史来看也的确如此，但 2019 年以来二者却走出了差异性的走势。

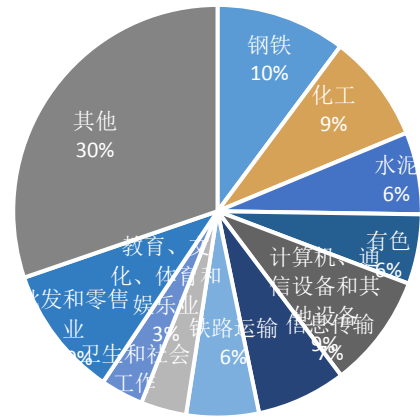
2018 年建筑行业占据钢材消费比重为 53%，机械、汽车占比分别为 19%和 8%；电力的消费结构中，制造业占比达到 50.04%，其中钢材、水泥、化工、有色等高耗能制造业占用电量的比重达到 27.60%。

图 10：2018 年钢铁行业消费份额



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 11：2019 年新增电力消费份额

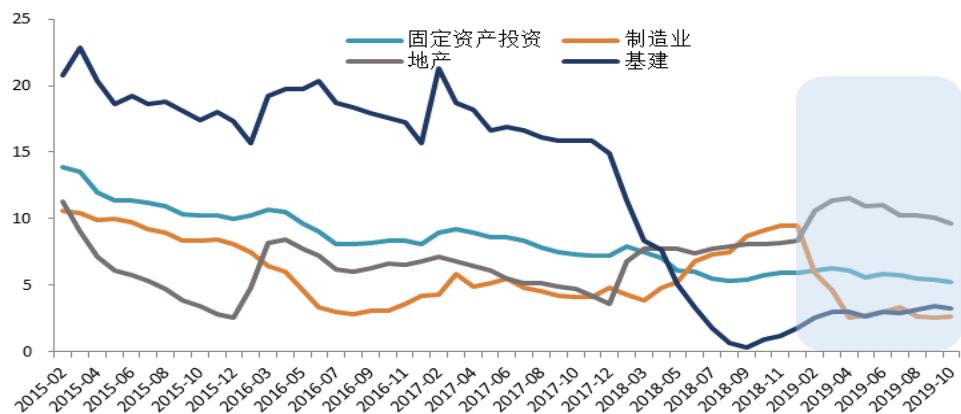


资料来源：Wind，华金证券研究所

2、制造业与地产投资差异

2019 年初制造业和地产行业投资增速开始出现重大裂口，截止 2019 年 10 月，制造业、房地产投资增速分别为 9.6%和 2.6%，增速差全年均维持在 7-9 个百分点之间。

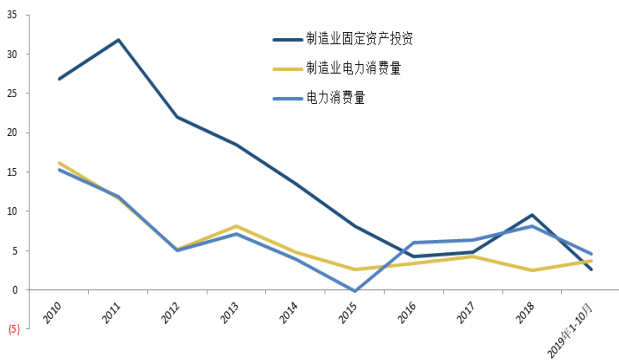
图 12：2019 年地产与制造业的裂口扩大



资料来源：Wind，华金证券研究所

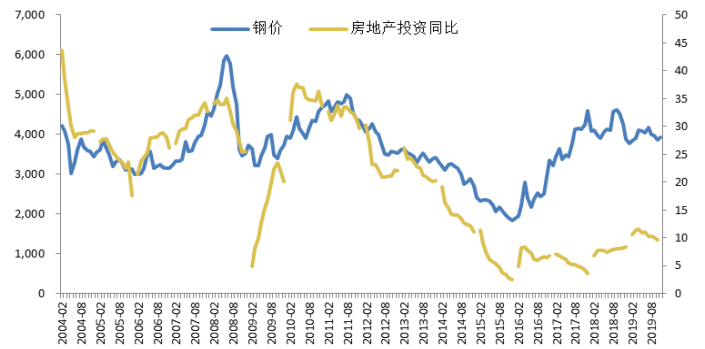
制造业投资的低迷导致制造用电消费增速低位徘徊，2019 年 10 月，制造业固定资产投资增速为 2.6%，较 2018 年下降 6.9 个百分点，制造业用电增速为 2.73%，较上年提高 1.25 个百分点，较整体用电量增速低 0.88 个百分点。在拆解了地产对钢材、电力的拉动比重后，我们推测 2019 年制造业用电的增速的小幅提升大概率也是来自地产。地产投资增速与钢材价格则保持了高度的相关性。

图 13: 制造业用电消费



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 地产投资与钢材价格的关系



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、2020 年的地产仍是核心变量

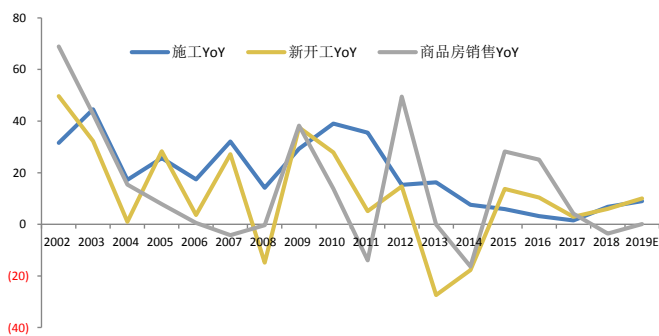
(一) 地产可能的周期位置及对不同煤种的影响

1、地产的先行因素失灵

从历史数据来看，房屋销售数据领先房屋新开工 6-9 个月。但是 2015 年以来这轮地产周期中，历史经验再次失灵：一方面房屋销售数据与开工不再存在先后关系，2018 年以来二者甚至出现走势背离，另一方面，房地产的周期回升已经持续 4 年而未见结束迹象。

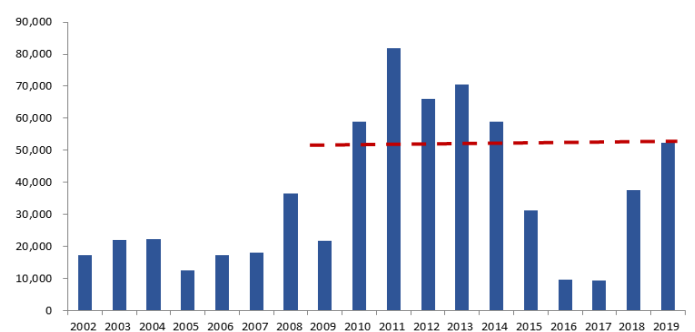
销售领先效应失灵的主要原因在于地产的低库存。在经历 2015-2017 年持续的去库存后，地产库存在 2016 和 2017 年达到历史低位，开发商加大开工施工力度主要是为了补库，销售的影响退而居其次。

图 15: 商品房销售、新开工与施工同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 2002-2019 年地产库存 单位: 万平米



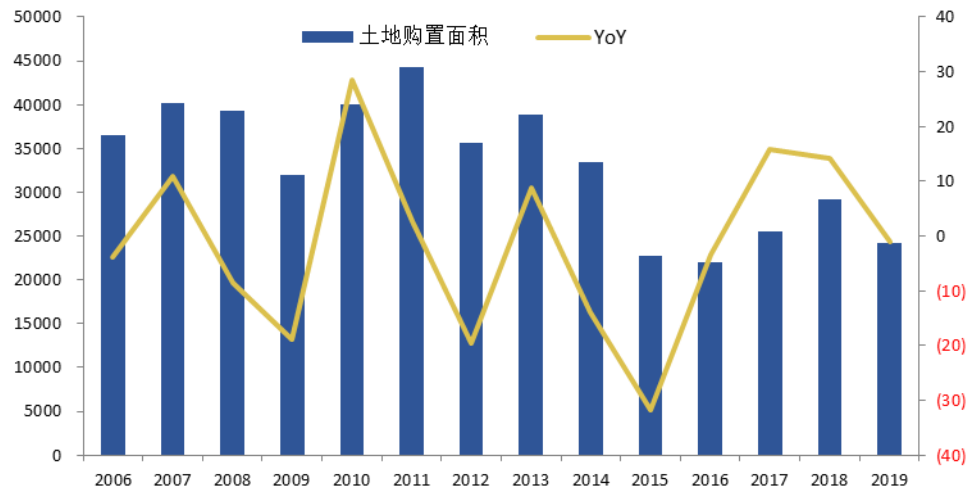
资料来源: Wind, 华金证券研究所

2、寻找新的先行指标

鉴于传统领先指标暂时失效，未来投资和施工情况我们选取两个方面的指标来进行跟踪和观测，一是土地购置变化趋势，这是可供新开工的基础储备；其次我们采用地产施工面积除以销售面积得出地产库存的可用周期，这一指标可以兼顾库存和销售两个方面的变动。

从土地购置情况来看，仍未出现转向迹象。11 月份 100 个大中城市住宅类土地成交面积 322.47 万平方米，环比增加 16.21%，同比增加 7.10%。

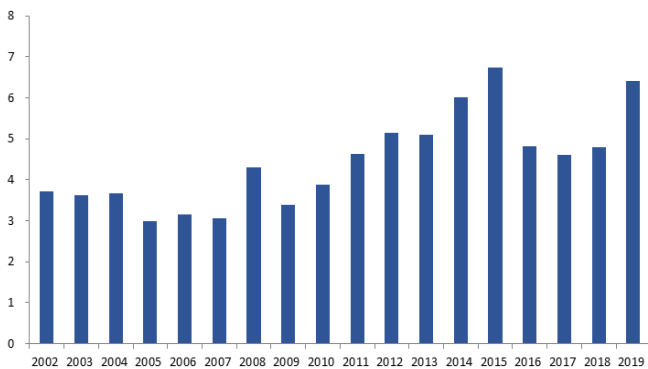
图 17：房地产土地购置面积及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

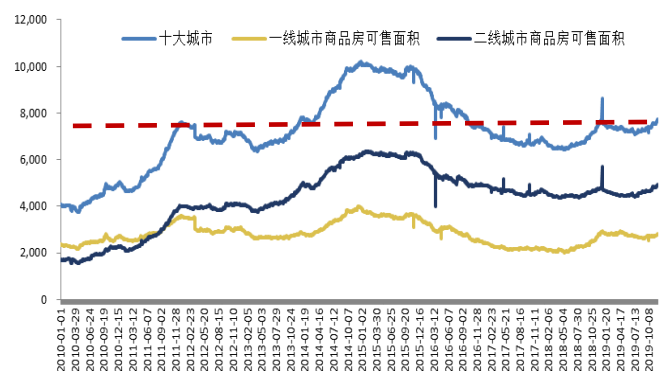
从库存消耗的周期来看，2019 年这一水平已经回升到历史的次高位，从十大城市的可售面积水平来看，已经回升到 2016 年和 2014 年的水平，二者均预示着房地产补库阶段已经进入中后期，尽管拐点难以判断，但风险逐步累积。

图 18：地产可售周期 单位：年



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 19：十大城市商品房可售面积 单位：万平方米

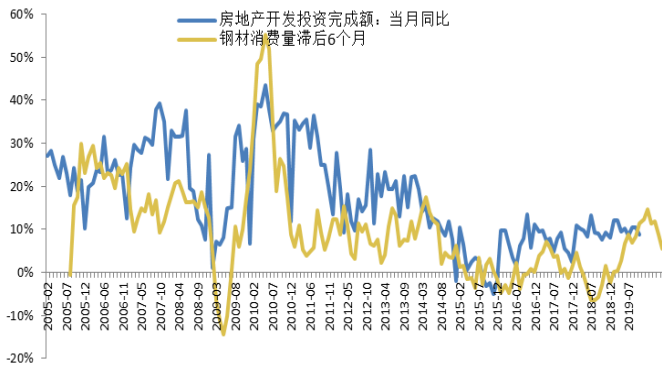


资料来源：Wind, 华金证券研究所

3、地产投资与钢材消费的变化时滞

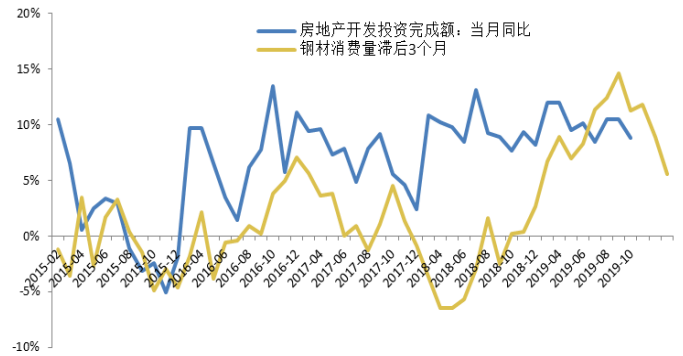
在大致了解地产周期位置后，我们进一步关注地产周期与中游钢铁行业的传导时滞。通过拟合历史数据，2005年以来，房地产投资增速与滞后6个月的钢材消费增速相关性最强；但是2015年以来，投资增速与滞后三个月的钢材消费量的相关度最高，传导时滞明显缩短。

图 20：2005 年以来地产投资与滞后 6 个月钢材消费增速拟合



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 21：2005 年以来地产投资与滞后 3 个月钢材消费增速拟合

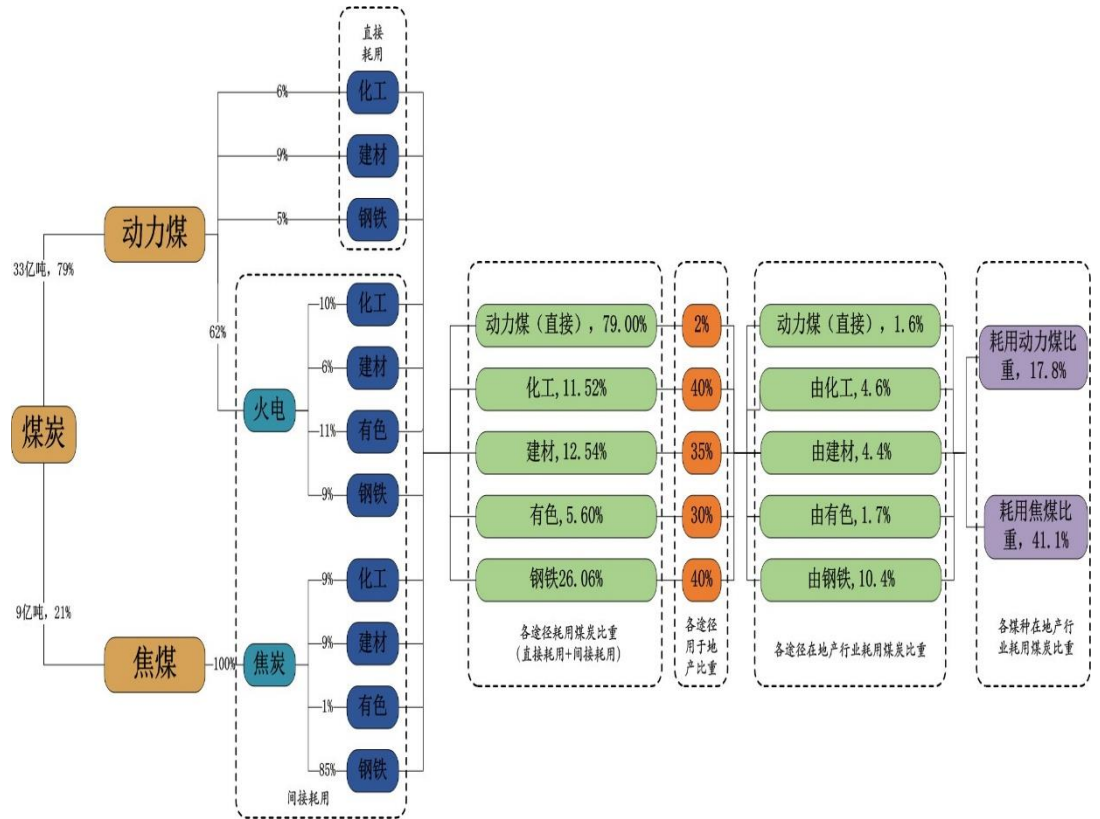


资料来源：Wind, 华金证券研究所

4、2020 年地产投资变动对钢铁、电力行业的影响情景分析

在地产所处周期位置的大致框定和地产对钢铁行业的影响时滞明确后，我们需要对地产相关指标变化对钢材、火电的需求的影响幅度作出测算。通过对煤炭-火电-主要耗电行业用于地产比重以及煤炭-焦炭-钢铁-地产两个产业链条的拆解和合并计算后，我们测算出地产直接或间接消费的焦煤和动力煤比重，分别为 41%和 18%。

图 22: 地产对煤炭行业的影响权重



资料来源: Wind, 华金证券研究所

以上我们分析了当前核心变量对于煤炭行业的影响权重、传导机制以及 2020 年这个变量可能变化的方向。最后一步, 我们通过不同的情景假设, 测算 2020 年地产施工变化可能变化区间对钢材和电力消费的影响幅度。根据我们的测算结果, 在 2020 年地产施工下降 5% 的情景下, 将减少钢材消费 2%、电力消费 0.9%。

表 2: 2020 年地产施工面积变动对煤炭和电力消费的影响

施工面积变动	新增钢材消费	相对 2019 年变化	新增电力消费	相对 2019 年变化
-5%	-1911	-2.06%	-4940049	-0.89%
5%	1911	2.06%	4940049	0.89%
10%	3823	4.11%	9880099	1.78%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

需要说明的是, 在我们的框架里, 仅包含的钢铁、电力直接下游所对应的到地产需求, 一些中间行业, 如钢铁行业下游的机械行业, 其中的重卡、挖机等子行业与地产的相关性较大, 其对煤炭的间接拉动尚未计算在内, 使我们的测算结果存在一定程度低估的可能。

(二) 供应的释放力度有望放缓

价格来自供需双方力量的对比, 2019 年也是供给释放力度较大的年度, 按照前 10 月的数据年化计算, 2019 年动力煤新增产量为 1.48 亿吨, 焦煤新增产量接近 3000 万吨。从在建矿井的

情况来看，2020 年投放的力度明显减缓，其中蒙西、陕西合计新增的产能约 5500 万吨左右，山西的在建产能集中投放时间在 2021 年。

表 3: 晋陕蒙在建大型矿井预计投产时间

省份	地区	煤矿	产能	预计投产时间
蒙西	鄂尔多斯	鄂尔多斯市国源矿业开发有限责任公司龙王沟煤矿	1000	2020
	鄂尔多斯	内蒙古开滦宏丰煤炭有限公司红树梁煤矿	500	2020 年 1 月联合试运转
	鄂尔多斯	神华集团有限责任公司塔然高勒煤矿	800	2020 年 10 月
	鄂尔多斯	内蒙古上海庙矿业有限责任公司新上海一号煤矿	400	2020 年
	小计		2700	
陕西	榆林市	陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	1500	2019 年部分验收
	榆林市	陕西小保当矿业有限公司小保当二号煤矿	1300	2020
	小计		2800	
山西	长治市	山西潞安矿业(集团)有限责任公司古城煤矿	800	2020
	晋城市	山西煤炭运销集团东大能源有限公司东大煤矿	500	2021
	晋城市	国投晋城能源有限公司里必煤矿	400	2021
	吕梁市	山西晋煤太钢能源有限责任公司三交一号煤矿	600	2022
	吕梁市	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	600	2021
	吕梁市	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	240	2021
	小计		3140	
晋陕蒙	合计		8640	

资料来源: 国家能源局, 华金证券研究所

从产量释放来讲，2019 年后半年投产的项目从投产到达产阶段的产量释放余波。根据我们通过各种方式的调研了解估算，以蒙西的鄂尔多斯为例，已投产未达产矿井可能在 2020 年带来约 3700 万吨左右的产量增量。

表 4: 鄂尔多斯 2019 年已投产矿井达产情况及 2021 年预计释放产量

煤矿	设计产能	投产时间	2019 年达产率	预计 2020 年释放产量
内蒙古伊泰广联煤化有限责任公司红庆河煤矿	1500	2019 年 6 月		750
中天合创能源有限责任公司葫芦素煤矿	1300		65%	455
中天合创能源有限责任公司门克庆煤矿	1200		73%	324
国电建投内蒙古能源有限公司察哈素煤矿	1000	2019 年 8 月		580
内蒙古昊盛煤业有限公司石拉乌素煤矿	1000		25%	750
乌审旗蒙大矿业有限责任公司纳林河二号煤矿	800		90%	80
鄂尔多斯市伊化矿业资源有限责任公司母杜柴登煤矿	600		90%	60
杭锦旗西部能源开发有限公司红庆梁煤矿	600	2018 年	100%	0
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司塔拉壕煤矿	600	已达产	100%	0
内蒙古珠江投资有限公司青春塔煤矿	600	2019 年 7 月		354
内蒙古同煤鄂尔多斯矿业投资有限公司色连一号煤矿	500	已投产未验收		0
内蒙古黄陶勒盖煤炭有限责任公司巴彦高勒煤矿	400	2018 年 12 月		0
内蒙古智能煤炭有限责任公司麻地梁煤矿	400	2019 年 10 月		336
内蒙古银宏能源开发有限公司泊江海子煤矿	300		100%	0
合计	10800			3689

资料来源: 国家能源局, 华金证券研究所

三、2020 年煤炭价格判断

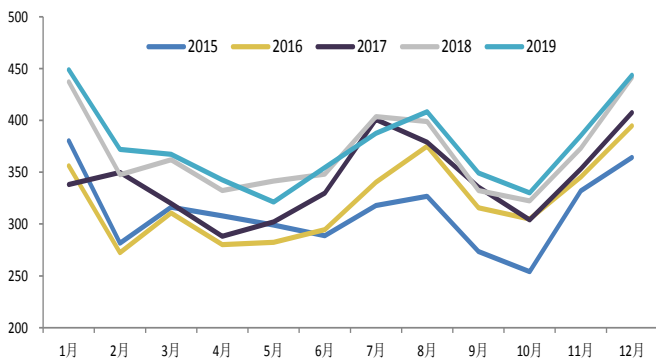
通过以上对 2019 年煤种价格走势分化的现象和引致这些变化驱动因素分析，我们需要对动力煤和焦煤的未来价格走势做出各自独立的判断。

(一) 动力煤的三重韧性

1、需求走稳回升

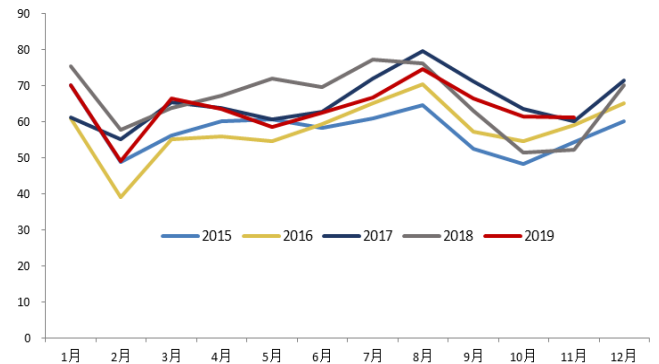
2019 年以来重点电厂煤耗同比增速维持在 3%左右的水平，沿海电厂则在 2018 年高开低走的基础上出现企稳的迹象。我们预计 2020 年火电煤耗能够维持 3%左右的增速。

图 23: 2015-2019 重点电厂煤炭日耗 单位: 万吨/日



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

图 24: 2015-2019 沿海电厂日耗 单位: 万吨/日



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

2、供需过剩差缩小

在火电需求 3%的增长和进口量维持不变的假设下，根据我们以上对拟投产矿井和已投产未达产矿井的梳理，我们预计 2020 年动力煤产量增长约 8000 万吨，尽管供给增长仍大于需求的增长，但缺口较 2019 年大幅收拢。

表 5: 2017-2020 年动力煤产量增长与需求增量对比

年度	产量增量	需求增量	供需差
2017	11960	3407	-8553
2018	8601	7860	-741
2019E	14824	7273	-7551
2020E	7770	5366	-2404

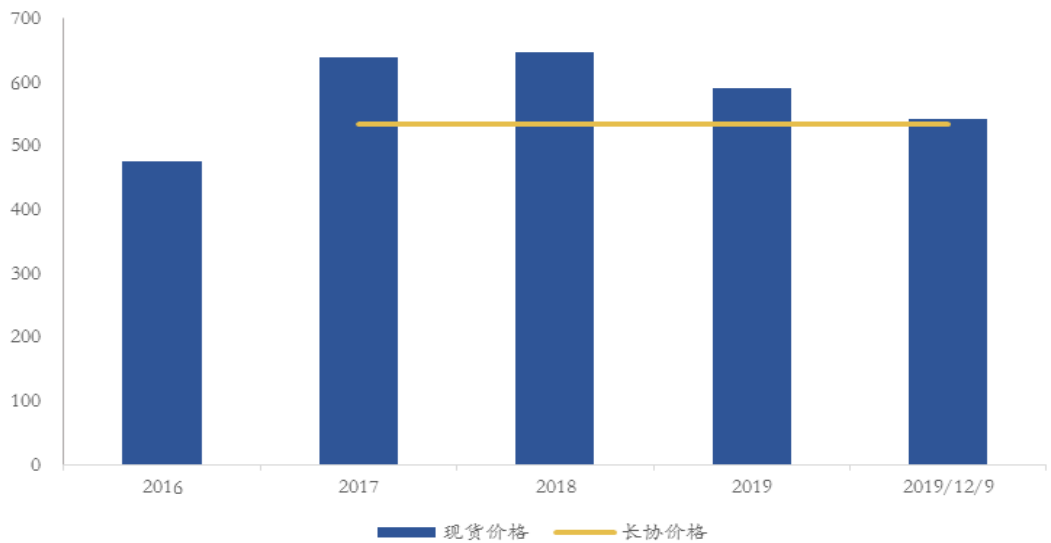
资料来源: Wind, 华金证券研究所

3、长协价格锁定

根据发改委 12 月初发布的《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，要求下水煤合同基准价由供需双方商定，协商不一致的仍按 2019 年合同价格执行，同时要求中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75%以上，较 2019 年水平有合理增加，鼓励引导新投产煤矿签订更高比例的中长期合同，支持签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同。

目前现货市场价格与长协价格基本弥合，合同价格和比例确定后，2020 年动力煤公司的业绩基本锁定。在需求平衡的假设下，供应释放力度减缓，预计现货价格下行空间不大。

图 25：秦皇岛 5500 大卡动力煤价格及长协价格对比 单位：元/吨



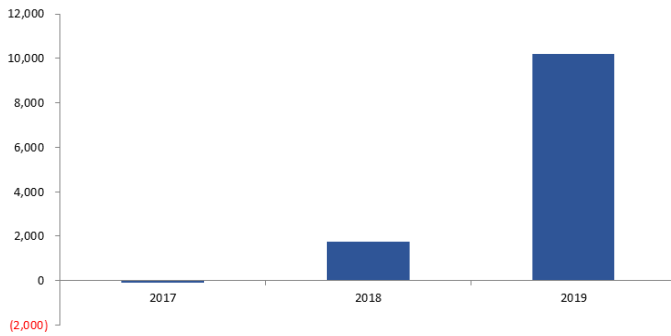
资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 冶金煤的高弹性特点显现

1、供应释放高峰过去，需求看地产

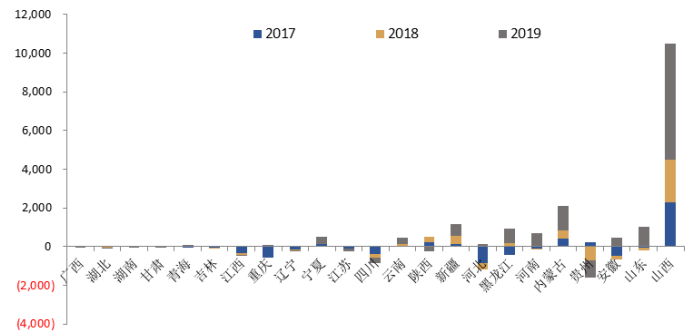
2019 年是焦煤产能集中释放的一年，按照焦原煤产量口径来看，预计 2019 年产量增长超过 1 亿吨，其中山西贡献近 60%，内蒙古、山东分别贡献 12.6%和 9.9%。由表 3 可以看出，山西整合矿投产高峰基本过去，在建的大型矿井集中投产时间在 2021 年。焦煤价格表现更多依赖地产产业链拉动下的需求变化，可能带来的需求变化区间我们在前文已有论述。相对动力煤而言，焦煤的向下弹性和风险较大，而板块的机会在于地产的超预期。

图 26: 2017-19 年焦原煤产量增量



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

图 27: 2017-2019 年分省焦原煤产量增量



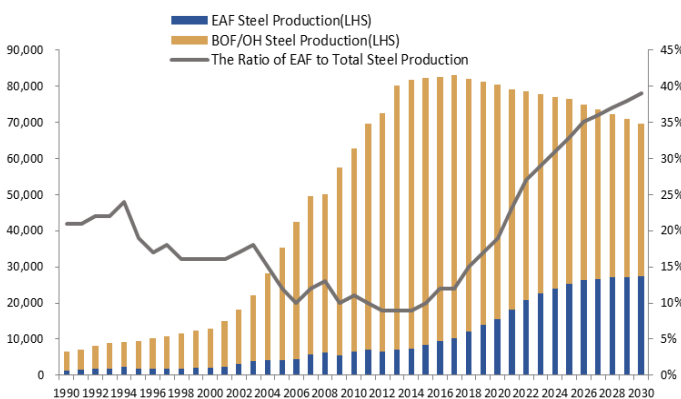
资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

2、需求长期变化的拐点逐步接近

如果从更长的一个时间来看, 焦炭、焦煤的需求长期拐点渐行渐近。随着我国钢铁蓄积量的不断增加, 社会废钢资源产生量与日俱增, 废钢铁资源的综合利用比例也会不断攀升。预计到 2030 年, 社会钢铁积蓄量将达到 130 亿吨-135 亿吨。随着废钢的累积, 短流程电炉炼钢的比重必然上升。根据 Mysteel 调研数据显示, 2019 年电弧炉厂总产能 1.7 亿吨, 2020 年预计新增产能 1489 万吨, 计划淘汰产能 920 万吨, 实际净增加 569 万吨。此外, 随着环保标准的提升, 烧结环节的成本逐渐上移, 利用废钢的短流程炼钢的成本优势也会增强。

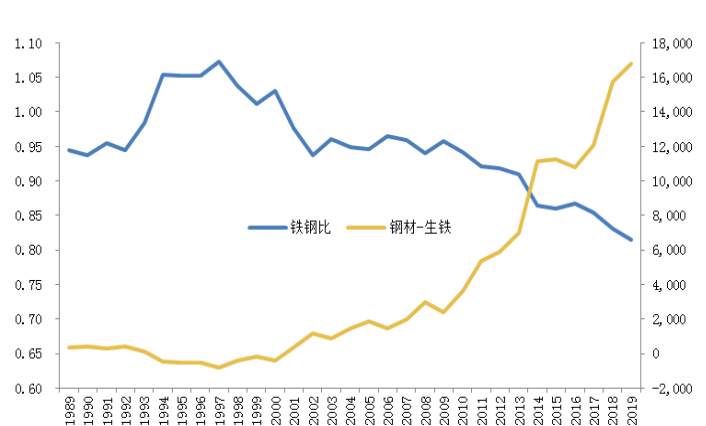
即使不考虑钢材产量的下降, 废钢资源使用比例每上升一个百分点, 焦煤需求将下降 1.3 个百分点。随着废钢使用率的上升, 焦煤需求长期下降的拐点正在临近。

图 28: 废钢使用率及预测



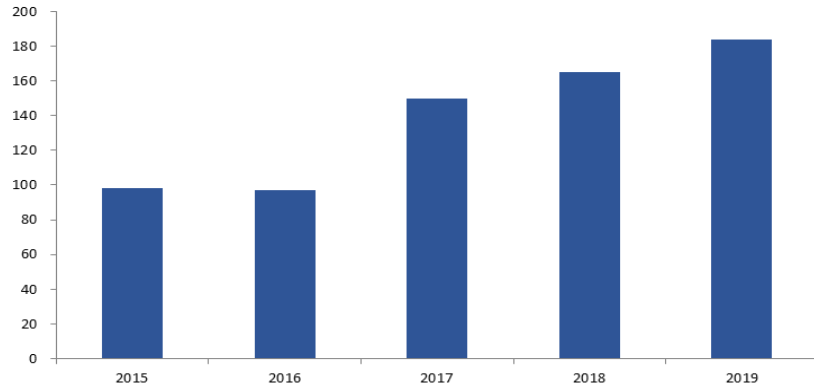
资料来源: Hatch, 华金证券研究所

图 29: 1989-2019 以来铁钢比及钢铁差 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 30：唐山某烧结车间烧结成本 单位：元/吨

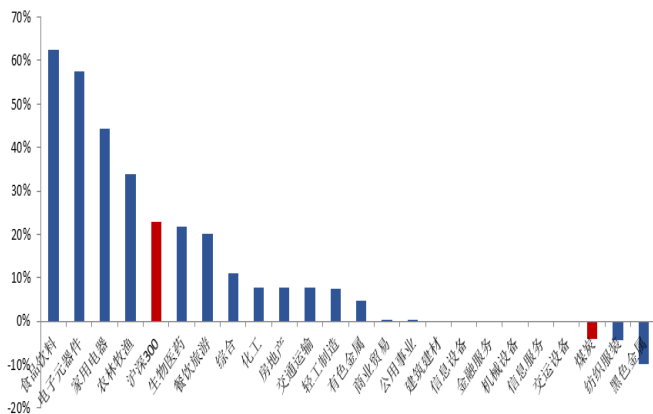


资料来源：调研了解，华金证券研究所

四、投资策略：估值风险已获释放

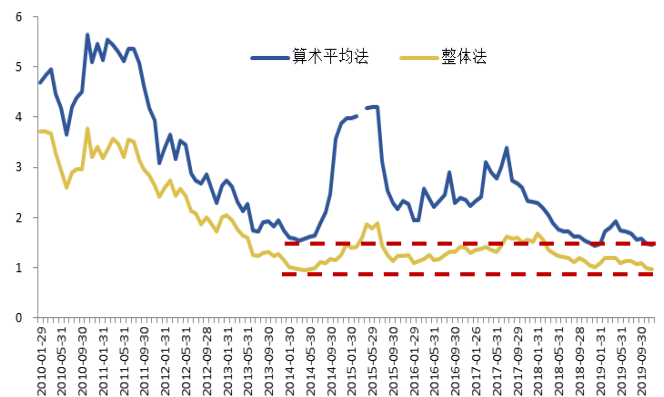
2019 年煤炭板块跑输指数，跌幅位居第三位，仅次于钢铁和纺织服装。从 PB 估值来看，板块估值已经降低至历史低位。表明市场已经较大程度的反映了行业景气下行的风险。

图 31：商品房销售、新开工与施工同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

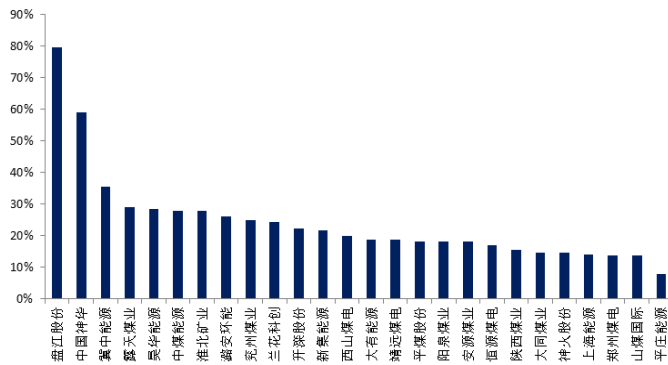
图 32：2002-2019 年地产库存 单位：万平米



资料来源：Wind，华金证券研究所

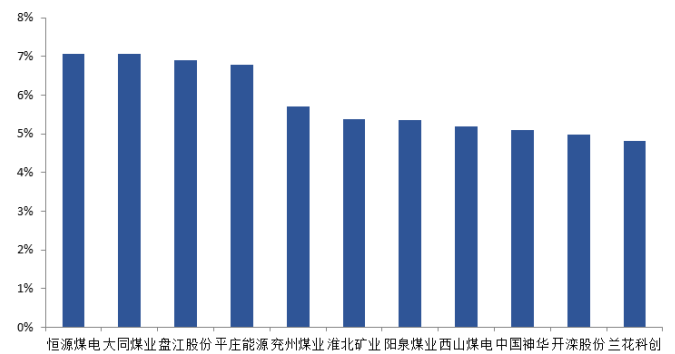
介入行业整体下行周期仍未完成，我们维持行业同步大市-A 评级不变。分子板块来看，动力煤板块供给释放放缓，需求持续下滑空间不大，长协合同价格确定、比例确定，业绩锁定能力强，建议配置高分红品种，相对看好中国神华、露天煤业、陕西煤业。

图 33: 商品房销售、新开工与施工同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 34: 2002-2019 年地产库存 单位: 万平米



资料来源: Wind, 华金证券研究所

焦煤仍然是弹性品种，产能的释放在 2021 年，2020 年的主要变量仍唯地产马首是瞻，下行风险逐渐累积；长期废钢的替代比例进入从量变到质变的阶段，引发焦煤需求减少。短长周期叠加，焦煤相对其他煤种的溢价有缩小的趋势。我们建议关注区域市场相对封闭且有需求增量、自身内生、外延成长空间较大、分红率和股息率较高的盘江股份。

表 6: 煤炭重点上市公司估值及投资评级

代码	简称	PE			PB	投资评级
		2018A	2019A	2020A		
601088	中国神华	8.3	8.1	7.6	7.4	增持-A
600395	盘江股份	9.3	8.2	9.1	9	增持-A
601225	陕西煤业	8.1	8.1	7.2	6.4	增持-A
002128	露天煤业	7.8	7.5	7	6.5	增持-A
601699	潞安环能	8.7	8.4	8.2	6.9	增持-A
600188	兖州煤业	5.9	5.6	5.6	4.7	增持-A
600348	阳泉煤业	6.3	6.4	6.2	6.1	增持-A
000983	西山煤电	12.7	13.7	12.4	11.7	增持-A
600997	开滦股份	7.8	10.4	8.2	8.2	中性-A

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价为 12 月 19 日

五、风险提示

- 经济增速低于预期
- 地产政策松动或景气持续时间超预期
- 安全、环保、进口政策变化
- 重大安全事故

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com