

2019年12月29日

煤炭

## 煤炭平稳，焦炭或具备向上弹性

■当前煤价处于合理区间。从价格来看，截止12月27日秦港均价为587元/吨，假设全年保持该水平，也仅好于全行业陷入亏损的2014-2016年水平。从利润角度来看，当前煤价水平下，仍有三分之一的煤炭企业处于亏损状态；行业平均利润总额仅79元/吨，也仅高于行业全面亏损时期，在扣除相关税费后，几乎所剩无几，因此当前煤价水平并不能言“高”。行业至少应该维持当前价格水平，才能避免行业继续发生金融风险。

■新建产能顶峰已过，预计20年产量增速仅1.3%。2020年预计可投产新建产能9280万吨/年，此后投放产能逐年减少。2020年可投产的新建产能规模预计为9280万吨/年。考虑矿井的投产时间，以及部分小矿井继续去产能，实际产量增速预计1.5%。而前期由于固定资产投资下滑造成的产能瓶颈也有望到来，2021年起，可投产的新建产能将逐年减少，煤炭产量增加后备力量不足，预计产量增速逐年下降。同时，各地小矿井还会陆续关停，导致非主产省分产量均出现下降。预计2020年煤炭供应量33.63亿吨，同比增长仅1.3%。

■经济平稳，下游需求稳定。电力方面，水电由于核电的投高峰已过，2020年新能源发电对火电的压制将减弱。钢铁方面主要考虑长流程对短流程的替代，预计粗钢产量小幅下降，但生铁产量有望保持平稳。水泥产量预计在基建的刺激下保持相对稳定的增长。煤化工方面，2019-2020年适逢煤化工项目投产大年，并且当前油价水平下煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等项目已经可以实现盈利，因此预计将持续拉动煤炭需求。预计需求增速0.5%。

■价格中枢小幅下移，坑口煤价表现强势。从供需格局来看，2020年煤炭行业基本供需平衡，预计秦皇岛港Q5500均价在575元/吨左右，较2019年降低1.5%。坑口方面，在浩吉铁路通车，铁路运力释放的背景下，煤炭运力瓶颈得以突破，同时需求逐步向中西部转移，产地坑口价的走势有望相对于港口价格更为强势，利好上市公司业绩释放。

■高盈利行业龙头公司有望享受估值溢价：煤炭上市公司往往具备天然的资源禀赋差异，在同等煤价水平下，具备优异资源禀赋的龙头企业往往可以获取更高的利润，我们认为这类型企业或可享受相对更高的估值。节奏上，建议煤价触底时关注动力煤，推荐动力煤标的陕西煤业、露天煤业与中国神华；宏观预期改善时建议关注炼焦煤板块，推荐标的为淮北矿业与潞安环能，焦炭标的建议关注开滦股份、山西焦化、金能科技以及中国旭阳集团。此外，还推荐向新能源转型标的山煤国际与美锦能源。

■风险提示：1) 经济大幅下行风险；2) 煤价大幅下跌风险；3) 在建矿井投产进度超预期；4) 焦炭行业去产能不及预期。

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.07	-2.88	-29.40
绝对收益	1.81	1.62	5.23

周泰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517090001  
zhoutai@essence.com.cn

### 相关报告

- 周报: 库存下降, 安检升级 2019-12-22
- 周报: 中央经济会议强调要坚持稳字当头, 动力煤需求无需过度担忧 2019-12-14
- 周报: 安全检查与需求共振, 煤价有望企稳反弹 2019-12-07
- 山西省预计压减焦化产能 3700 万吨/年 2019-12-04
- 周报: 长协基准价下调担忧解除 2019-12-01

## 内容目录

1. 市场表现回顾.....	5
2. “煤价过高”是个伪命题.....	6
2.1. 当前煤价并不“高”，而是处于合理区间.....	6
2.2. 供给侧改革进入 2.0.....	8
3. 供给：投产高峰已过，产能瓶颈将至.....	10
3.1. 矿难频发影响产量释放，进口量明显增长.....	10
3.2. 供给预测：在建产能投产高峰将过.....	11
3.3. 焦炭产能过剩已经解决，环保加速去产能.....	13
4. 需求：整体保持平稳.....	17
4.1. 地产仍存韧性，基建拉动用钢需求.....	17
4.2. 电力：火电压力减弱.....	18
4.3. 钢铁建材预计保持平稳.....	21
4.4. 煤化工迎来高增速.....	22
5. 价格预测：港口煤价基本持平，坑口价格走强.....	25
5.1. 供需平衡表.....	25
5.1.1. 动力煤供需平衡表.....	25
5.1.2. 炼焦焦煤供需平衡表.....	26
5.1.3. 焦炭供需平衡表.....	26
5.2. 价格判断.....	27
6. 运力瓶颈突破，坑口煤价强势.....	28
6.1. 浩吉铁路通车，运力瓶颈突破.....	28
6.2. 坑口煤价保持强势.....	29
7. 投资建议：板块估值处于历史底部，有望随业绩回升.....	30
7.1. 板块估值处于历史底部.....	30
7.2. 行业盈利可持续，龙头有望享受估值溢价.....	31
7.3. 板块投资建议.....	31
8. 风险提示.....	35

## 图表目录

图 1：煤炭板块跑输沪深 300 指数 22 个百分点.....	5
图 2：焦炭子板块表现最佳.....	5
图 3：向新能源转型标的领涨.....	5
图 4：秦皇岛港动力煤均价处于历史较低水平.....	6
图 5：火电产能持续扩张.....	6
图 6：火电利用小时数下滑.....	6
图 7：亏损企业数增加，亏损面扩大.....	7
图 8：吨煤税前利润处于历史偏低水平.....	7
图 9：行业负债总额提升.....	7
图 10：财务费用仍相对较高.....	7
图 11：煤炭板块（中信）流动比率与速度比率下降.....	7
图 12：1-11 月原煤产量同比上涨 4.5%.....	10
图 13：煤炭进口量同比大增.....	10
图 14：煤炭社会库存增加约 1600 万吨.....	10

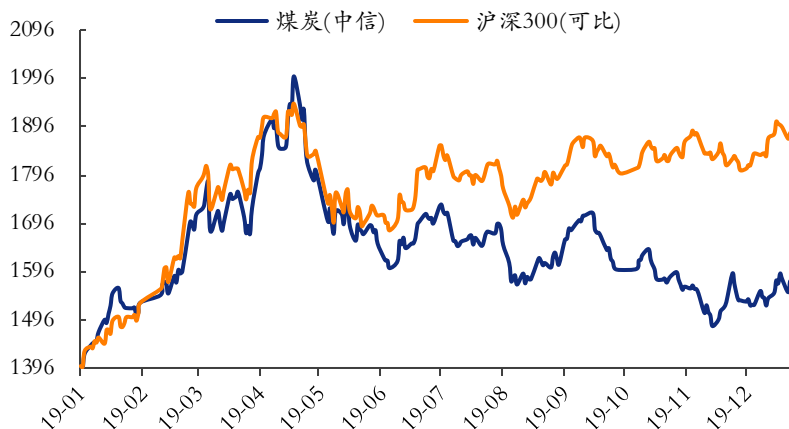
图 15: 行业固定资产投资高峰集中在“四万亿”时期.....	11
图 16: 上市公司购建固定资产支付的现金持续下降.....	11
图 17: 钢铁煤炭负债下降有限.....	11
图 18: 采掘、钢铁与公用事业的信用利差.....	11
图 19: 焦炭板块上市公司净利润情况.....	14
图 20: 非主产地焦炭产量下降.....	14
图 21: 焦炭行业历年新增产能情况.....	14
图 22: 土地购置面积下降.....	17
图 23: 房屋新开工面积同比增速下降.....	17
图 24: 房地产投资完成额累计同比.....	17
图 25: 基建投资完成额及增速.....	18
图 26: 19 年 6 月后地方专项债月度融资规模明显增加.....	18
图 27: 中国用电量结构.....	18
图 28: 中、美、日、韩用电结构.....	18
图 29: 火电发电量及增速.....	19
图 30: 水电发电量及增速.....	19
图 31: 生铁与粗钢均保持高增速.....	22
图 32: 废钢价格持续上涨.....	22
图 33: 水泥产量以及增速.....	22
图 34: 全球尿素生产以气头为主 (截至 2017 年) .....	23
图 35: 国内尿素生产以煤头为主 (截至 2017 年) .....	23
图 36: 布伦特原油价格走势.....	24
图 37: 煤质烯烃成本构成.....	24
图 38: 2017 年各省份的煤炭供需缺口情况 (产量-消费量) .....	28
图 39: 浩吉 (蒙华) 铁路示意图.....	28
图 40: 大同南郊 Q5500 动力煤坑口价.....	29
图 41: 陕西榆林 Q5500 动力煤坑口价.....	29
图 42: 内蒙古鄂尔多斯 Q5200 动力煤坑口价.....	29
图 43: 秦皇岛港 Q5500 动力煤价格.....	29
图 44: 板块股价仅略高于 2016 年年初.....	30
图 45: 煤炭板块 PE 处于历史底部.....	30
图 46: 煤炭板块 PB 处于历史低位.....	30
图 47: 2018 年煤炭上市公司成本情况.....	31
表 1: 各省市去产能执行情况 (单位: 万吨/年) .....	8
表 2: 原煤产量向晋陕蒙主产地集中, 非主产地产量负增长.....	8
表 3: 在建产能拆分.....	12
表 4: 2019-2020 年投产矿井不完全统计.....	12
表 5: 2019-2020 年压减焦化产能明细.....	15
表 6: 主要水电在建项目.....	19
表 7: 2019-2020 年商运核电机组.....	20
表 8: 电力结构现状及预测.....	20
表 9: 新型煤化工成本概览.....	23
表 10: 在建新型煤化工项目名录.....	24
表 11: 动力煤供需平衡表.....	25

表 12: 炼焦精煤供需平衡表.....	26
表 13: 焦炭供需平衡表.....	27
表 14: 浩吉铁路与原有运输方式运费比较.....	28

## 1. 市场表现回顾

按照中信证券行业分类，截至 2019 年 12 月 27 日，中信煤炭板块累计涨幅 11.9%，跑输沪深 300 指数 21.9 个百分点，上半年走势与大盘基本一致，下半年起开始出现分化，主要由于宏观经济预期转差与港口煤价下降的共同作用。

图 1：煤炭板块跑输沪深 300 指数 22 个百分点

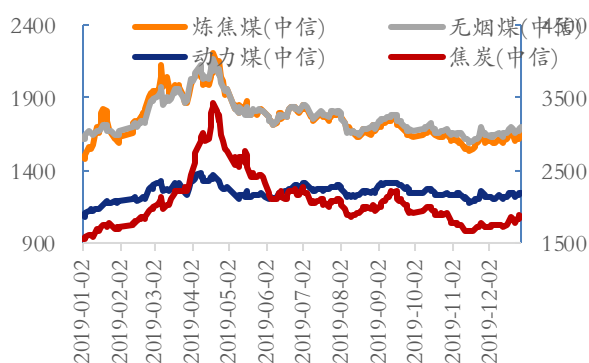


资料来源：Wind，安信证券研究中心

截至 12 月 27 日，子板块中表现最佳的为焦炭子板块，涨幅 20.7%，跑输沪深 300 指数 13 个百分点，主要由于行业去产能造成的供需格局改善提升行业景气，所以优于其他煤炭板块；动力煤子板块涨幅为 12.5%，动力煤长协价保持稳定，市场对动力煤业绩稳定较为认可。炼焦煤子板块涨幅 7.7%，由于经济预期较差，即便焦煤价格保持相对高位，但走势仍弱于动力煤。表现最差的为无烟煤子板块，涨幅为 3.5%，跑输沪深 300 指数 30.2 个百分点。

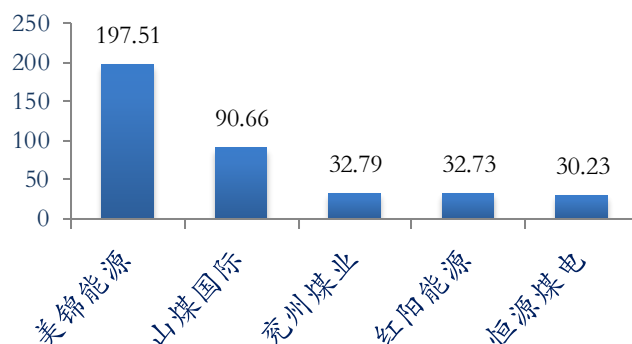
个股方面，截至 12 月 27 日，涨幅前五的个股分别为美锦能源(197.51%)，山煤国际(90.66%)，兖州煤业(32.79%)，红阳能源(32.73%)以及恒源煤电(30.23%)。综合来看，涨幅居前的为向新能源转型标的，估值提升明显。

图 2：焦炭子板块表现最佳



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：向新能源转型标的领涨



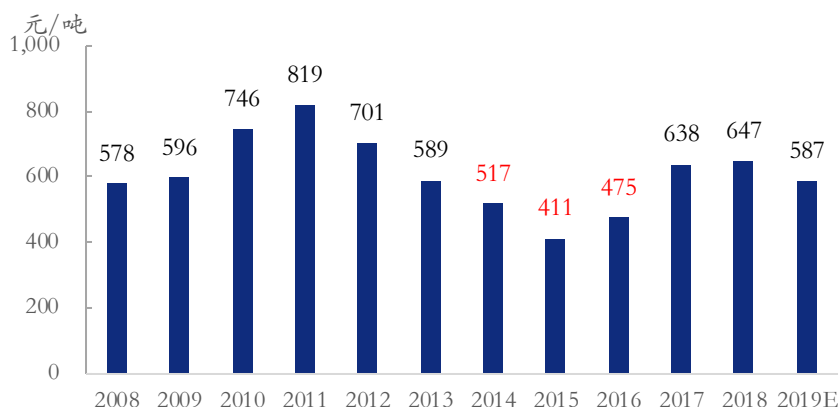
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. “煤价过高”是个伪命题

### 2.1. 当前煤价并不“高”，而是处于合理区间

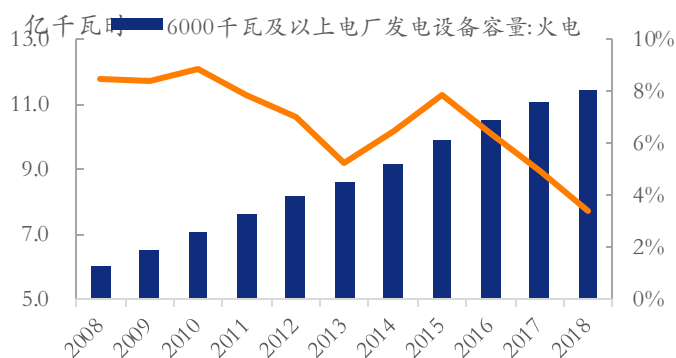
当前煤价仅高于全行业亏损时期，并不是侵吞下游火电企业利润的主因。市场有声音认为当前煤价过高，增加了火电企业的燃煤成本，挤压了火电企业的利润。而从当前的煤价来看，截止 12 月 27 日港口均价为 587 元/吨，假设全年保持该水平，也仅好于全行业陷入亏损的 2014-2016 年水平。所以，我们认为，火电的盈利需首先从自身寻找原因，火电装机规模的快速扩张与利用小时数下降是导致电力企业利润下滑的首要原因。

图 4：秦皇岛港动力煤均价处于历史较低水平



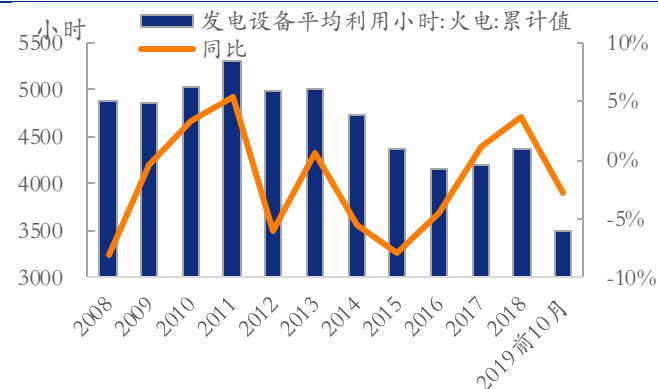
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：火电产能持续扩张



资料来源：wind，安信证券研究中心

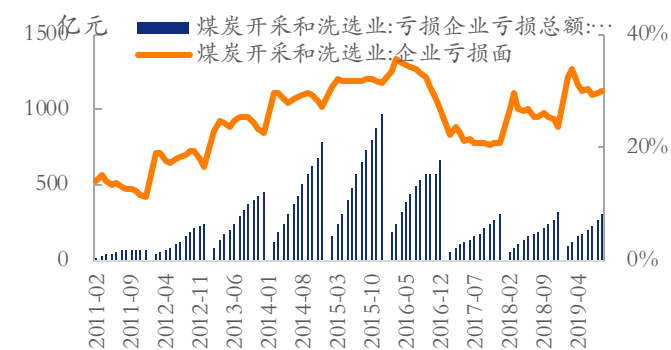
图 6：火电利用小时数下滑



资料来源：wind，安信证券研究中心

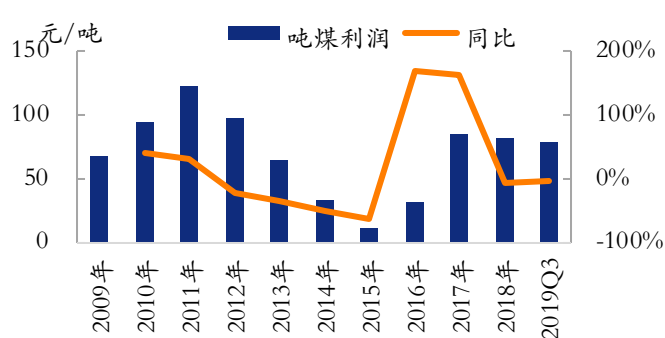
从利润角度来看，行业利润并不丰厚。1) 随着港口煤价的下滑，我们可以看到煤炭企业前三季度的亏损面扩大，由 2018 年底的 23.75% 扩大到 30.12%，即当前煤价水平下，仍有三分之一的煤炭企业处于亏损状态；2) 行业平均利润总额仅 79 元/吨，也仅高于行业全面亏损时期，在扣除相关税费后，几乎所剩无几，因此当前煤价水平并不能言“高”。行业至少应该维持当前价格水平，才能避免行业继续发生金融风险。

图 7：亏损企业数增加，亏损面扩大



资料来源：wind，安信证券研究中心

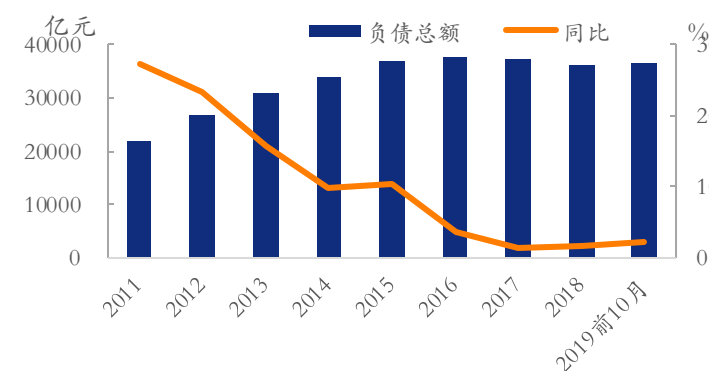
图 8：吨煤税前利润处于历史偏低水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

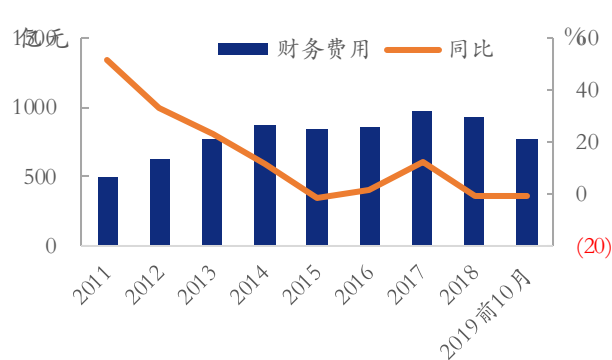
行业债务负担仍然沉重，财务费用高。据 Wind 数据，截至 2019 年 10 月，煤炭行业的负债 36520.3 亿元，同比增长 2.2%。行业仍然面临较沉重的债务负担。2019 年前 10 月行业财务费用合计 765.6 亿元，同比下降 1%，降幅并不明显。

图 9：行业负债总额提升



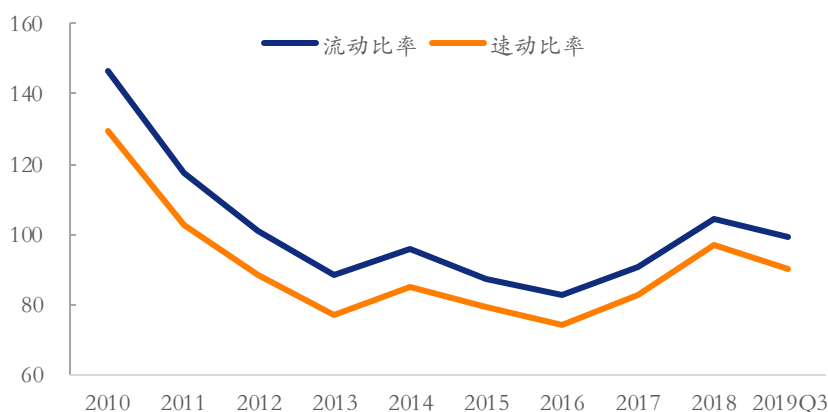
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：财务费用仍相对较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：煤炭板块（中信）流动比率与速动比率下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2.2. 供给侧改革进入 2.0

发改委“十三五”任务已经完成，但各省市仍积极去产能。据发改委，2016-2018 年分别完成煤炭去产能 2.9/2.5/2.6 亿吨，合计去产能 8.1 亿吨，“十三五”煤炭行业去产能的主要目标基本完成。但实际各省市 2019 年仍在去产能。

表 1：各省市去产能执行情况（单位：万吨/年）

省份	2016		2017		2018		2019		合计	
	产能	矿井数	产能	矿井数	产能	矿井数	产能	矿井数	产能	矿井数
山西	2325	25	2265	27	3090		1895	18	9575	70
央企	3512	53	2703		1265		45	1	7525	54
贵州	2107	121	1749	120	1038	74	1617	95	6511	410
河南	2388	100	2012	101	465	10	549	5	5414	216
河北	1400	54	1125	32	1401	30	1003	28	4929	144
四川	2303	169	1648	114	594	68			4545	351
湖南	2073	318	542	76	903	135			3518	529
陕西	2934	62	96	5	183	8	210	78	3423	153
云南	1896	123	169	15	1246	135	48	7	3359	280
山东	1960	66	452	5	465	10	162	4	3039	85
安徽	967	10	705	4	1190		165	1	3027	15
重庆	2084	344	264	10	200	5			2548	359
辽宁	1361	44	959	184	361	25			2681	253
吉林	1643	64	266	9	605	26			2514	99
黑龙江	1010	15	76	5	1093	207			2179	227
江西	1547	232	333	62	371	73			2251	367
内蒙	330	10	810	16	1110	22	400	12	2650	60
新疆	274	21	1163	114	462	22	144	4	2043	161
湖北	1011	158	207	31	717	96			1935	285
甘肃	397	48	240	10	538	28	57	6	1232	92
宁夏	107	8	450	24	318				875	32
福建	297	49	244	36	210	34	261	23	1012	142
江苏	818	11	18	1			180	1	1016	13
广西	236	13	246	23	147	13	94	4	723	53
青海	9	2	69	10	69	10			147	22
新疆兵团	232	11	50	5	0	0			282	16
北京	180	2	0	0	100	1			280	3
总计	35401	2133	18861	1039	18141	1032	6830	287	79233	4491

资料来源：各省市煤炭厅公告，安信证券研究中心

**原煤产量向主产地集中。**通过梳理 2016 年以来各省份原煤产量发现，原煤产量逐步向晋陕蒙主产地集中，非主产地产量负增长。其中，东北地区，江苏、福建等沿海地区原煤产量下降速度较高。一方面，新建产能多集中在晋、陕、蒙三省；另一方面其他省份煤炭生产成本较高，受益于供给侧改革推进，大量高成本矿井陆续关停。此外，煤炭铁路运力释放，尤其是蒙冀铁路、浩吉铁路通车，也使得华中等省份不再担心煤炭供应安全，主动关停意愿加强。

表 2：原煤产量向晋陕蒙主产地集中，非主产地产量负增长

省份	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-11 月	
	原煤产量 (万吨)	累计同比(%)	原煤产量 (万吨)	累计同比(%)	原煤产量 (万吨)	累计同比(%)	原煤产量 (万吨)	累计同比 (%)
山西	81641.5	-14.4	85398.9	3.3	89340	3.7	88774.8	7.3
内蒙古	83827.9	-8.1	87857.1	7.6	92597.9	8.7	94413.2	9.4



陕西	51151.4	-2.8	56959.9	10.6	62324.5	13.4	56982.6	0.4
贵州	16662.2	-2.3	16551.4	3.9	13917	4.4	11833.6	10.5
山东	12813.5	-9.6	12945.6	2.3	12169.4	-6.1	10910.6	-2.9
新疆	15834	1.2	16706.5	5.6	19037.3	6.4	21192.4	14.7
河南	11905.3	-12.1	11688	-1.8	11366.6	-1.5	10014.4	-5.5
安徽	12235.6	-8.7	11724.4	-4.4	11529.1	-2.3	10081.7	-2.3
河北	6484.3	-12.5	6010.8	-6.4	5505.3	-7.7	4662.7	-9.8
宁夏	6728.4	-10.7	7353.4	7.9	7416.2	0.8	6661.5	-0.8
黑龙江	5623.2	-11.5	5440.4	-3.9	5791.6	3	4670.6	-11.8
辽宁	4082.1	-13	3611	-14.9	3375.9	-6.5	3007.3	-0.7
湖南	2595.5	-11	1860.5	-26	1692.9	-3.2	1254.4	-16.5
四川	6076.2	-3.9	4659.9	-16.5	3516.3	-0.6	3048.4	-8.5
云南	4251.8	-8.6	4392.9	4.5	4534.9	5.8	4293.3	4.5
甘肃	4236.9	-2.8	3712.3	-9.7	3575.1	-3.5	3284.7	-0.6
重庆	2419.7	-27.9	1172.1	-48.1	1187	1.2	1048.1	-1.9
吉林	1643.1	-37.3	1635.3	0.5	1517.7	-9.6	1118.5	-23.5
江西	1432.1	-30.2	782.1	-38.4	530.5	-13.5	400.8	-6.5
江苏	1367.9	-28.7	1278.5	-6.5	1245.8	-2.6	1029.9	-11.2
青海	774.6	-3.8	715.5	-8.6	773.4	3.8	872.2	14.4
福建	1346.7	-10.1	1107	-16.2	917.7	-10.7	755.7	-10.5
湖北	547.4	-21.6	311.6	-36.5	81.9	-57.9	33.5	-55.1
北京	317.6	-29.4	255	-19.7	176.2	-30.9	36.1	-78.9
广西	399.6	1.1	415.4	0.3	470.7	10.5	340.1	-20.1
合计	336398.6	-9.4	344545.6	3.2	354590.8	5.2	340721.3	4.5

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

另一方面, 安监层面也在以小煤矿为抓手, 推进供给侧改革进行。今年以来矿难频发, 除一月陕西神木矿难以外, 仅 10 月至今共发生大小安全事故 6 起, 安全检查逐步趋严, 政策端也不断出台政策促使高风险小煤矿退出:

- 2019 年 5 月 6 日, 国家发改委发布《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》, 2019 年基本退出以下煤矿: 晋陕蒙宁等 4 个地区 30 万吨/年以下、冀辽吉黑苏皖鲁豫甘青新等 11 个地区 15 万吨/年以下、其它地区 9 万吨/年及以下的煤矿。(据我们测算, 大约涉及煤炭产能约 3600 万吨左右)。
- 国家发展改革委、国家煤矿安监局等六部委研究制定了《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》。力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内, 华北、西北地区(不含新疆) 30 万吨/年以下煤矿基本退出, 其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50%以上。
- 11 月 27 日, 国家煤矿安监局安全监察司发布《国家煤矿安全监察局关于开展煤矿安全集中整治的通知》称, 国家煤矿安监局决定自即日起, 开展为期 3 个月的煤矿安全集中整治。截止 12 月 2 日, 山西公布第一批安全隐患名单, 停产产能合计 705 万吨。
- 12 月 19 日, 贵州省人民政府发布紧急通知, 要求深刻吸取安龙县广隆煤矿“12·17”重大煤与瓦斯突出事故教训, 进一步加强煤矿安全生产工作, 30 万吨/年以下煤矿立即停止生产, 县级煤矿安全监管必须派员与驻矿安监员一起, 组成工作组盯守煤矿停产情况, 杜绝非法违法生产。8 个煤矿安全生产集中整治省级督查组, 即赴各地开展煤矿安全生产集中整治。30 万吨/年及以上煤矿, 立即开展瓦斯突出矿井等级复核和瓦斯参数测定, 进行预防核查。根据国家能源局煤炭产能公示梳理, 约涉及产能 2250 万吨/年。

整体来看, 行业仍在化解过剩产能, 且行业利润并不丰厚, 因此煤价保持在目前中高位是合理的。

### 3. 供给：投产高峰已过，产能瓶颈将至

#### 3.1. 矿难频发影响产量释放，进口量明显增长

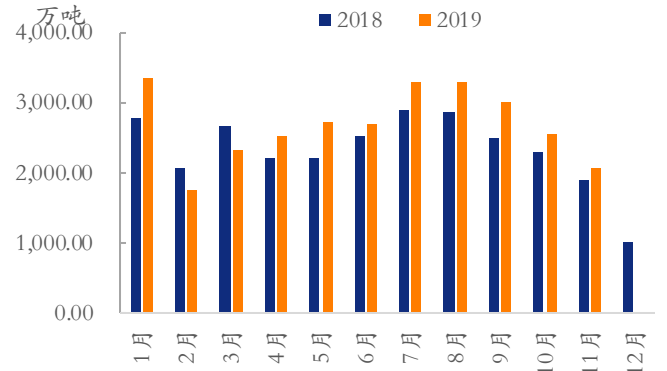
供给端矿难频发，安全检查常态化，抑制产量增长。受矿难影响，安全检查趋严，产量释放有限，据国家统计局数据，1-11月全国原煤产量34.07亿吨，同比增长4.5%，其中陕西省由于矿难停产原因产量微幅增长，2019年1-11月，陕西省原煤产量5.7亿吨，同比增长0.4%。

图 12：1-11 月原煤产量同比上涨 4.5%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：煤炭进口量同比大增

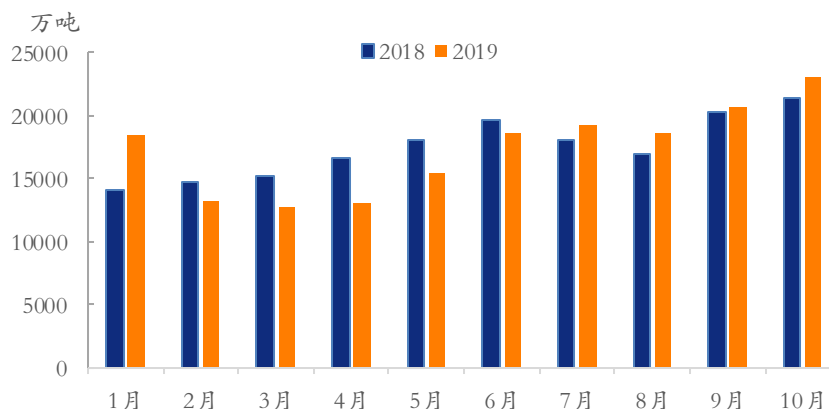


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1-11月进口量同比大增，对国内煤炭市场形成冲击。据海关总署数据，1-11月累计进口煤及褐煤2.99亿吨，同比增长10.2%，净增加量为2652.5万吨，相当于国内供给增加0.72%，其中动力煤净增加1448万吨，炼焦煤增长972万吨。动力煤进口量快速增加对国内煤炭市场的冲击比较明显，尤其是使得7、8月传统旺季，但也是进口煤单月峰值，导致动力煤价格逆势走弱。年末进口煤限制政策重归，预计全年进口量3.1亿吨。目前进口煤限制政策重新启动，各口岸通过限制异地报关等措施限制煤炭进口，预计全年进口量约在3.1亿吨左右。

高库存主要由于进口量增加导致。据煤炭资源网，截至10月底全口径库存比去年同期增加大约1600万吨，其中煤矿库存持平，沿海电厂库存持平，重点电厂库存增加。我们认为库存增加的主要原因是净进口量同比增加约2500万吨，假进口量与去年持平，库存量理论上下降900万吨，对应供给存在900万吨左右的缺口。

图 14：煤炭社会库存增加约 1600 万吨



资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

### 3.2. 供给预测：在建产能投产高峰将过

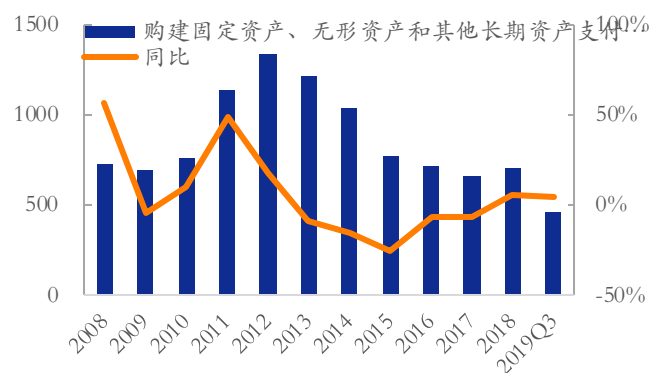
固定资产投资持续下降，行业无意愿与能力新建产能。2012年以后，煤炭行业的固定资产投资始终呈现负增长的趋势。目前煤炭行业的固定资产投资将主要用于设备更迭和煤矿安全维护。据国家统计局数据，固定资产投资从2013年开始大幅下降，2013-2017年固定资产投资合计为19639亿元，下降11.83%，可以推断新建产能也将呈现逐年减少的趋势。2018年全年预计煤炭行业固定资产投资同比转正，但仍然处于十年来最低水平。从前十月数据来看，预计2019年行业固定资产投资的绝对量依然少于2015年水平。固定资产投资的下降预示新建产能的减少，因此未来行业将遭遇长期产能瓶颈。从上市公司角度来看，截止2019Q3上市公司购建固定资产支付的现金绝对量也呈现相同的趋势。

图 15：行业固定资产投资高峰集中在“四万亿”时期



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：上市公司购建固定资产支付的现金持续下降

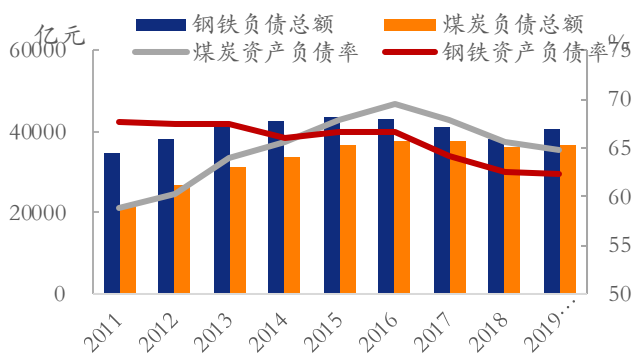


资料来源：Wind，安信证券研究中心

资金问题阻碍新建产能的增加。由于煤炭企业过去几年经营状况不佳，目前行业负债率依然高达65%，依靠自有资金很难支持新建产能。同时，金融机构对煤炭企业仍持有偏谨慎的态度，融资难，融资成本高的背景下，煤炭企业不具备建设产能的经济能力。

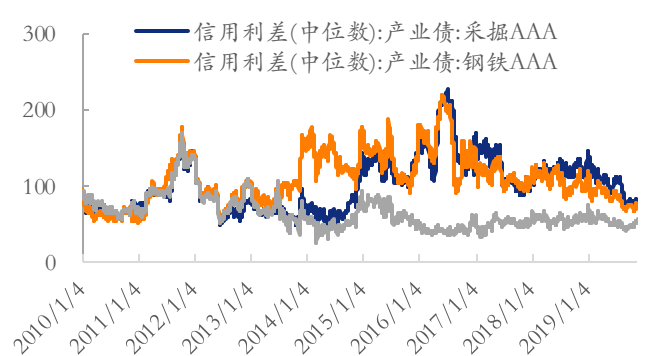
在上述背景下，考虑5年左右的建设周期，假设产业端在当下转变心态开始新建产能，这批产能可以贡献产量也在5年以后，因此预计未来5年以内煤炭行业供给端的增速将始终维持低迷。

图 17：钢铁煤炭负债下降有限



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：采掘、钢铁与公用事业的信用利差



资料来源：Wind，安信证券研究中心

在建产能中待投产产能3.26亿吨。据国家能源局数据，2018年年底在建产能合计为10.56亿吨，其中进入联合试运转3.72亿吨，停缓建产能0.26亿吨，根据目前产业政策未来预计

退出的 30 万吨/年以下产能合计 0.17 亿吨, 剩余产能中剔除实际已投产产能与部分预计不会建设的资源整合产能, 剩余待投产的产能为 2.2 亿吨。根据能源局的批复, 2019 年实际核准产能 1.96 亿吨, 其中实际已投产 0.9 亿吨, 待投产 1.06 亿吨。2018-19 年合计待投产产能为 3.26 亿吨, 其中预计 2019 年投产 0.85 亿吨, 2020 年投产 0.93 亿吨, 后续可投产产能将越来越少。

**表 3: 在建产能拆分**

2018 年末在建总产能 (亿吨/年)		10.56
其中:	联合试运转	3.72
	已停建/退出	0.26
	30 万吨以下产能	0.17
	剩余在建	6.41
	其中:	
	实际已投产	2.66
	资源整合	3.11
	待投产	2.2
2019 年新核准		1.96
其中:	已投产	0.9
	待投产	1.06
2018-19 合计待投产产能		3.26
其中:	2019 投产	0.85
	2020 投产	0.93
	2021 及以后	1.48

资料来源: 国家能源局, 安信证券研究中心

根据调研以及相关公告, 粗略统计 2019 年投产的新建产能规模合计为 8540 万吨/年。2020 年可投产的新建产能规模预计为 9280 万吨/年。考虑矿井的投产时间, 以及部分小矿井继续去产能, 实际产量增速预计 1.3%, 此后几年预计增速持续回落。

**表 4: 2019-2020 年投产矿井不完全统计**

2019 年投产矿井 (预计)				
序号	矿井	产能 (万吨/年)	建设单位	备注
1	山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司	240	兰花科创	表内
2	山西小回沟煤业有限公司小回沟煤矿	300	中煤能源	表内
3	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	240	铁法煤业集团	表内
4	内蒙古智能煤炭公司麻地梁煤矿	400	皖北煤电集团	表内
5	内蒙古吉林郭勒二号露天煤矿	1440	铁法煤业集团	表内
6	哈密能源有限公司大南湖矿区西区五号煤矿	400	徐矿集团	表内
7	新汶矿业集团 (伊犁) 能源开公司一矿	1000	新汶矿业集团	表内
8	华能滇东矿业分公司白龙山煤矿一井	300	华能集团	表内
9	云南能投威信煤炭有限公司观音山煤矿一井	180	云南能源投资	表内
10	贵州水城矿业 (集团) 公司文家坝二矿	120	贵州水矿集团	表内
11	陕西永陇矿区麟游区园子沟煤矿	800	陕西投资集团	表外
12	五间房矿区西一号煤矿	800	华润集团	表外
13	上海庙矿区长城五号煤矿	180	新汶矿业	表外
14	阿艾矿区大平滩煤矿	240	国电集团	表外
15	中联润世露天煤矿	400	义马煤业集团	表外
16	石头梅一号露天煤矿一期	500	新疆能源	表外
17	榆横矿区巴拉素煤矿	1000	陕西延长石油	表外
2019 年投产产能合计		8540		
2020 年投产矿井 (预计)				

序号	矿井	产能 (万吨/年)	建设单位	备注
1	神华集团有限责任公司塔然高勒煤矿	800	神华集团	表内
2	内蒙古开滦宏丰煤炭有限公司红树梁煤矿	500	开滦集团	表内
3	鄂尔多斯市国源矿业开发有限责任公司龙王沟煤矿	1000	大唐集团	表内
4	内蒙古锡林河煤化工有限责任公司贺斯格乌拉露天煤矿	1500	国电集团	表内
5	陕西小保当矿业有限公司小保当二号煤矿	1300	陕西煤业	表内
6	宁夏庆华集团煤化集团有限公司韦二煤矿	150	庆华能源	表内
7	哈尔滨市依兰第三煤矿	240	中煤能源	表内
8	安徽省亳州煤业有限公司信湖煤矿	300	淮北矿业	表内
9	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	300	中煤新集	表内
10	华能滇东矿业分公司雨汪煤矿一井	300	华能集团	表内
12	贵州水城矿业(集团)公司肥田煤矿	120	碧云建设投资	表内
13	兖矿贵州能化有限公司龙凤煤矿	120	兖矿集团	表内
14	华能甘肃能源开发有限公司核桃峪煤矿	800	华能集团	表内
4	准东西黑山矿区西黑山露天煤矿一期	400	华电煤业	表外
5	伊宁矿区北区二号露天煤矿一期	400	庆华能源集团	表外
8	乡宁矿区谭坪煤矿一期工程	400	山西焦煤	表外
9	霍东矿区中峪煤矿	500	山西焦煤	表外
10	晋城矿区车寨煤矿项目	150	晋煤集团	表外
2020年投产产能合计		9280		表外

资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

备注：表内指2018年末国家能源局公告产能，表外指国家能源局新批复产能

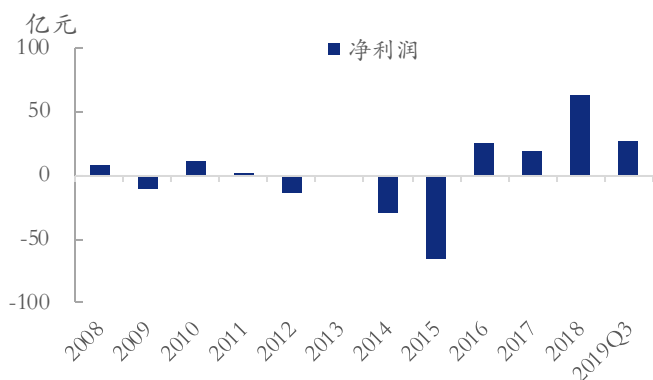
**大多数新建产能并不是市场有效供给。**新建煤炭产能多有配套项目，并不以煤炭的形势流向市场，而是加工成高附加值产品。以中煤能源的纳林河二号井（800万吨/年）为例，该矿井处于纳林河工业园区内，园区设有1）内蒙古博大实地化学有限公司年产100万吨合成氨、100万吨尿素、120万吨联碱项目；2）内蒙古卓正煤化工有限公司120万吨年煤制甲醇项目；3）内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司60万吨年煤制甲醇项目；4）规划建设年产100万吨PVC100万吨纯碱项目、30万吨新型建材项目、年产100万吨废渣综合利用水泥粉磨站项目，引进2×30万千瓦热电项目和30万吨煤制甲醇项目。这些项目预计可以完全消化纳林河二号井所产原煤，并不参与电煤市场交易，因此对市场的影响有限。

**煤炭进口量预计保持平稳。**从政策层面来看，进口煤量调整是作为国内价格的重要调节机制，煤价下行的时候为国内煤价提供托底，即如果煤价出现大幅调整，政策可能会趋于严格，对价格底部形成支撑。总体而言，预计进口量难言增加，预计仍将保持3亿吨的左右水平。

### 3.3. 焦炭产能过剩已经解决，环保加速去产能

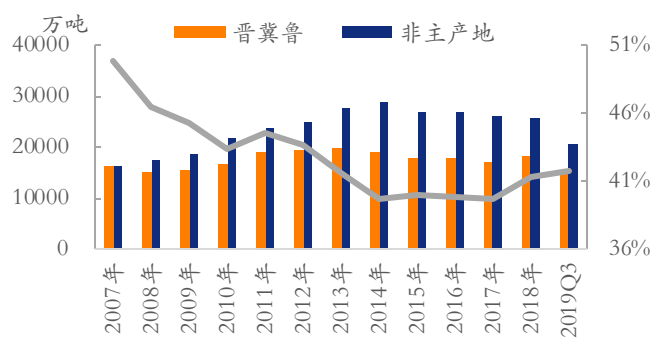
**焦化行业已经开始市场化去产能。**焦炭价格在2011年年末开始下跌，直至2015年年末下跌结束，最低点仅815元/吨。从上市公司利润来看，2012-2015年上市的焦化企业出现连续亏损，由此推断，未上市的独立焦化企业盈利同样不容乐观。行业景气低迷以及接连亏损已经逼迫许多焦化企业产能退出，尤其非主产地区由于获取原材料的成本较高以及离消费市场较远的原因导致产能退出较多，焦炭产量逐步向主产地集中。

图 19: 焦炭板块上市公司净利润情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 非主产地焦炭产量下降

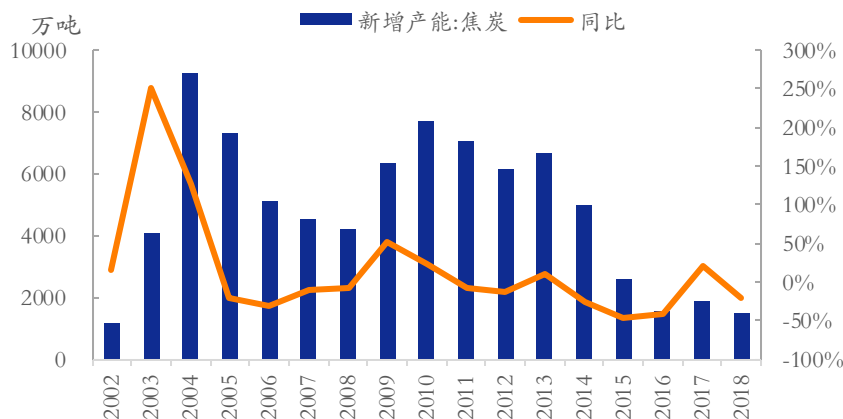


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

截止 2018 年年底, 焦化行业实际产能利用率 88% 左右。市场一直沿用 2015 年统计的 602 家焦化企业和 6.5 亿吨焦炭产能的数字, 但近些年行业不断有产能退出, 6.5 亿吨的产能数字并未扣除淘汰的焦化厂和关停的焦炉数量, 因此推断存在一定失真。考虑实际退出后, 测算 2018 年真正有效产能可能只有 5 亿吨左右, 2018 年产量 4.38 亿吨, 产能利用率 88%。在较高实际产能利用率的背景下, 供给端的变化将对价格造成相对较大的影响。

新增产能下降明显, 2018 年新建产能处于历史低位。由于前期的亏损, 行业高额利润已不复存在, 焦炭企业盈利情况开始在盈亏平衡点附近徘徊, 行业新增产能开始大幅下降。2014 年新增产能降至 4996 万吨, 同比下降 25.3%, 到 2015、2016 年, 新增产能同比降幅均超过 40%。2017 年虽然有小幅回升, 但 2018 年新增产能继续下降至 1470 万吨, 为除 2002 年以来的最低点。在目前行政干预下, 焦化行业采取“减量置换”, 总产能只降不增。

图 21: 焦炭行业历年新增产能情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

限产与去产能并行, 助推焦炭价格走高。2017 年起, 在环保问题的带动下, 焦化行业开始执行秋冬季环保限产, 但多为减产量但不减产能。2018 年开始, 焦化行业在环保的驱动下也开始去产能, 2018 年京津冀及周边、汾渭平原以及江苏等地纷纷出台政策采取“以钢定焦”、“沿江环太湖地区独立焦化企业关停”、淘汰“运行时间 10 年以上 4.3m 以下高炉”等措施压减焦化产能。从 2019 年起, 在《打赢蓝天保卫战三年行动计划》“在重点地区继续控制煤炭消费总量”的背景下, 今明两年焦化行业不仅仅局限于限产, 而是面临产能大量关停。

目前焦化行业的去产能分为两大类型, 一类是以山西为代表的主产省份, 所进行的是淘汰 4.3

米焦炉和热回收焦炉，同时进行减量置换。如山西规划 12 个焦化工业园，将所有置换产能入园，提高集中度和综合利用水平。同时新建产能的建设预计会大幅低于预期，主要是经历过去年行业长期不盈利，焦化企业普遍负债率高，融资难度大，新建的资金压力极大，建设周期将严重长于预期。

第二类是以江苏、山东为代表东部省份，地域经济发达，对焦化行业依赖度极低，同时面临排污指标、用煤指标不足的问题，基于行业性关停当地焦化行业，给其他高附加值产业，这类关停是不会有任何置换。

根据京津冀及周边地区 2019-2020 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案、汾渭平原 2019-2020 年大气污染防治综合治理攻坚行动方案、长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚行动方案以及山东省《煤炭消费压减工作总体方案（2019-2020 年）》，山西省关于太原、忻州、阳泉、长治、临汾市压减过剩焦化产能工作方案的批复，上述文件要求 2019 年压减焦化产能 3446 万吨以上，占焦炭总产能的 6.2%，2020 年压减焦化产能 3583 万吨，占焦炭总产能的 6.4%，两年合计压减焦炭产能 7029 万吨，占焦炭总产能的 12.6%。

在《打赢蓝天保卫战三年行动计划》“在重点地区继续控制煤炭消费总量”的大背景下，我们预期其他重点地区也会出台类似方案促使落后焦化产能退出，但由于山西省 4.3m 焦炉产能最多，因此预计最终山西省产能退出最多。

表 5：2019-2020 年压减焦化产能明细

地区	淘汰方向	日期	备注
太原	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	淘汰 4 家企业，合计产能 310 万吨
长治	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	完成化解山西金通焦化公司等 3 家企业 214 万吨焦炭产能过剩任务
晋中	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	淘汰焦炭产能 130 万吨
运城	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	淘汰焦炭产能 60 万吨
临汾	建成区及周边重污染企业搬迁退出	2019 年 12 月底前	对佛塑集团临汾经纬分公司企业实施停产并启动搬迁，完成山西东方恒略精密铸造有限公司（钢铁部分）、山西远中焦化有限公司、山西三维瑞德焦化有限公司和山西顺泰实业有限公司关停退出淘汰历史大图和焦化有限公司焦化三厂（71 万吨）、山西吕梁耀龙煤焦铁有限公司（40 万吨）、山西新星冶炼集团有限公司（60 万吨）、山西楼东俊安煤气化有限公司（40 万吨）等 4 家企业合计 211 万吨
吕梁	压减焦炭产能	2019 年 10 月底前	列入淘汰退出清谈的洛阳榕拓焦化减少煤炭消费 60%
洛阳	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	通过以锌定焦、以钢定焦措施严控东岭焦化产能
宝鸡	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	退出焦炭产能 50 万吨
石家庄	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	关停榕丰焦化 1 座 5.5m 焦炉、通宝焦化 1 组 4.3m 焦炉、蓝海焦化 1 组 4.3m 焦炉、东方焦化 1 组 4.3m 焦炉。压减焦炭产能 60 万吨
唐山	压减焦炭产能	2019 年 11 月底前	淘汰焦炭产能 120 万吨
邯郸	压减焦炭产能	2019 年 10 月底前	淘汰焦炭产能 40 万吨
邢台	压减焦炭产能	2019 年 10 月底前	落实省焦化产能调整方案要求
济南	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	落实省焦化产能调整方案要求
济宁	焦炉淘汰	2019 年 12 月底前	落实省焦化产能调整方案要求
聊城	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	落实省焦化产能调整方案要求
滨州	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	落实省焦化产能调整方案要求
淄博	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	淄博鑫港燃气有限公司
德州	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	金能科技股份有限公司
菏泽	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	山东巨铭能源科技有限公司
临沂	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	山东焦化集团铸造焦有限公司、临沂金兴焦电有限责任公司
泰安	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	新泰正大焦化有限公司
潍坊	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	山东同泰能化有限公司
南京	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	梅钢公司 2019 年停产一台 75 万吨焦炉
徐州	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	推进强盛煤气、腾达焦化、华裕煤气 3 家企业月 320 万吨产能淘汰
苏州	压减焦炭产能	2019 年 12 月底前	退出焦炭产能 220 万吨

淮安	压减焦炭产能	2019年12月底前	淘汰淮钢特钢股份有限公司焦炭产能40万吨
盐城	压减焦炭产能	2019年12月底前	定制江苏安和焦化有限公司关停方案，杜策东台市政府加快推进淘汰焦炭产能进度
太原	压减焦炭产能	2020年10月底前	退出焦炭产能660万吨
长治	压减焦炭产能	2020年10月底前	退出焦炭产能906万吨
临汾	压减焦炭产能	2020年10月底前	退出焦炭产能992万吨
忻州	压减焦炭产能	2020年10月底前	退出焦炭产能250万吨
阳泉	压减焦炭产能	2020年10月底前	退出焦炭产能120万吨
枣庄	压减焦炭产能	2020年12月底前	退出盛隆化工有限公司等170万吨产能
潍坊	压减焦炭产能	2020年12月底前	退出潍坊振兴焦化有限公司等135万吨产能
泰安	压减焦炭产能	2020年12月底前	退出山东恒信集团焦化有限公司等1180万吨产能
临沂	压减焦炭产能	2020年12月底前	退出山东焦化集团铸造焦有限公司等170万吨产能

资料来源：省市委办公厅网站，mysteel，安信证券研究中心

从目前政策来看，部分省份允许焦化行业进行减量置换，但一方面先关停，后建设，产能投放存在时间差，影响产量；另一方面，目前焦化产能投资相对较大，以美锦能源为例，据公告，公司拟投资建设400万吨/年焦化项目，总投资规划为73.75亿元，测算吨焦投资成本约1800元/吨，在前期行业亏损的背景下，有能力投资新建产能的企业预计较少，因此行业产能预计整体保持净退出状态，且基于部分省份不批复新建产能，预计行业产能集中度有望大幅提高。

焦炭行业去产能不断落实，行业供需格局将由之前的过剩变为净短缺，预计到2020年以后，产业集中度提升，困扰行业的两大难题有望全面解决，行业景气恢复，有望实现持续盈利。



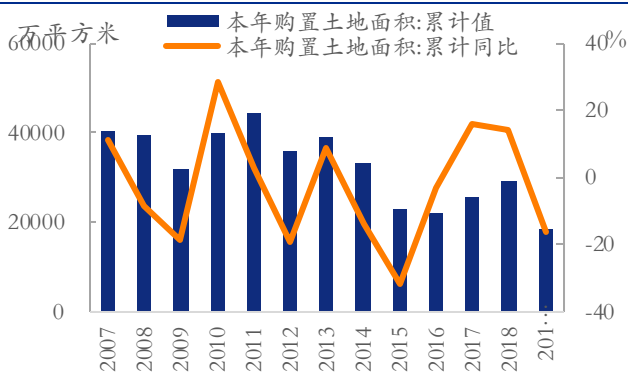
## 4. 需求：整体保持平稳

### 4.1. 地产仍存韧性，基建拉动用钢需求

当前经济增速换挡已经成为共识，政府降税减费等政策陆续推出，据中央经济工作会议精神，明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，经济增长仍是稳字当头：

**地产方面，地产投资仍存韧性。**2019年前10月，我国房地产开发投资完成额累计同比达10.3%，房屋新开工面积累积同比增长10.0%，房屋施工面积累积同比增长9.0%。2019年地产行业的韧性，带动粗钢产量保持高增长。2020年在货币政策放松的背景下，地产行业有望继续展现出较高的韧性，随着开工端走弱，竣工端走强，地产端钢材消费或将温和回落，但在高基数下，也有望表现出较强的需求拉动作用。首先，中央经济工作会议再次明确“房住不炒”，政策调控再次全面放松的可能性较小；其次，地产固定资产投资和新开工增速2020年或将明显下降。从2019年初开始，我国购置土地面积进入负增长，前10个月，土地购置面积累计18382.8万平方米，同比下降16.3%。高周转环境下，土地购置面积增速的下降反映出房地产开发商预期较差，在一定程度上会影响未来地产新开工增速。

图 22：土地购置面积下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：房屋新开工面积同比增速下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：房地产投资完成额累计同比

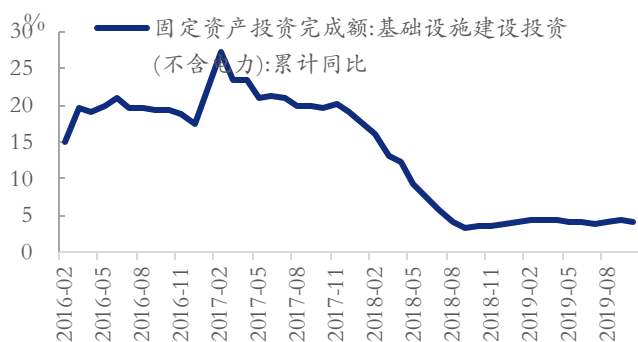


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**基建有望拉动用钢需求。**2019年6月，据《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；2019年9月，国常会提

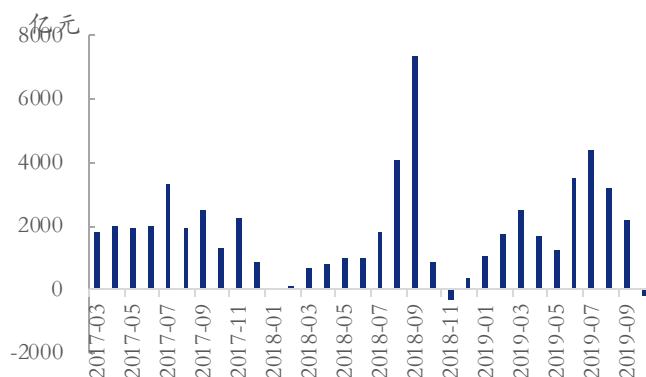
出“按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，同时扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域”。11月，国常会会议提出两项举措，一是降低部分基础设施项目最低资本金比例；二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益性、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%。随着各项促基建政策的落地，我们预期2020年我国基建有望弥补地产需求回落影响的钢材消费。在地方专项债等政策的加持下，基建资金来源有望改善，这将提振基建投资，基建有望拉动用钢需求。

图 25：基建投资完成额及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：19 年 6 月后地方专项债月度融资规模明显增加



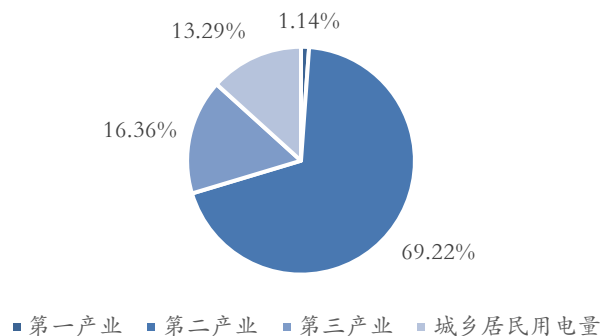
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 4.2. 电力：火电压力减弱

影响火电发电量的主要因素有二，一是社会总用电量水平；二是新能源对火电的替代，这部分主要为水电与核电，其余新能源虽然装机增速较快，但发电量占比仍然较小，中期来看对火电的替代有限，因此暂不考虑。

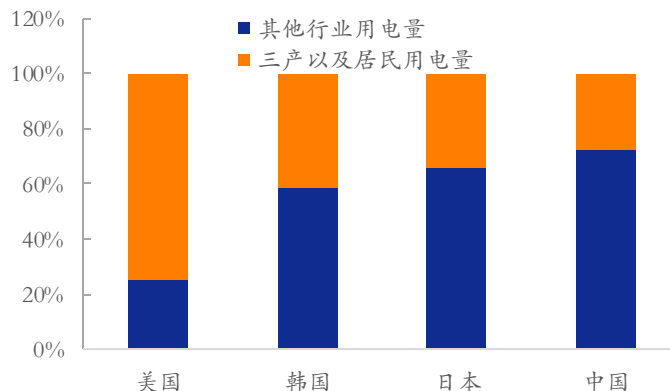
2019 年以来社会用电量增速稳定，其中民用电与第三产业用电为增速核心。1-10 月社会用电量增速为 4.4%，其中三产和居民合计用电增速 9.5%与 5.9%，对用电同比的贡献率分别为 40.5%与 6.42%。我国三产与居民生活用电量合计占比约为 30%，较去年同时期增长 1.01 个百分点，而美国同时期居民用电占比为 75%，与我国文化背景相近的韩国服务业与居民生活用电占比则为 42%，日本为 34%，与之相比，未来我国民用电还有较大提升空间。

图 27：中国用电量结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：中、美、日、韩用电结构

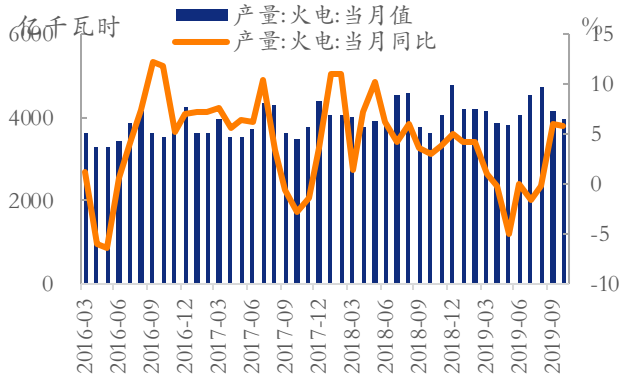


资料来源：Wind 安信证券研究中心

注：图 25 中日本为 2015 年数据，其余为 2019 年 1-10 月数据

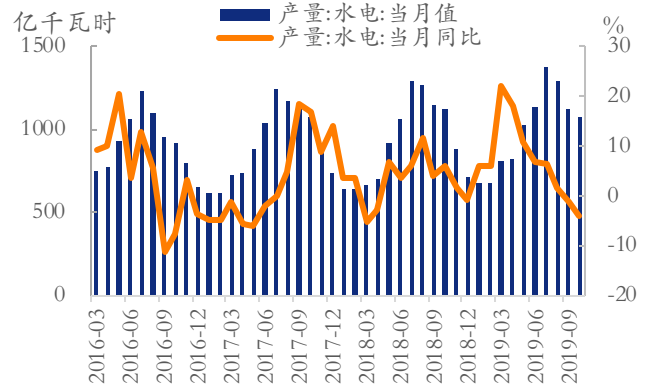
从新能源对煤电替代的角度来看，总冲击有限。2019年前11月社会发电量增速为3.4%，而火电增速仅1.6%，主要由于水电以及新能源发电量挤压所致。4月起长江、澜沧江流域和北方流域汛期水情良好，叠加部分机组投产，2019年1-11月全国水电机组发电量10826亿千瓦时，同比增加5.4%，1-11水电利用小时数同比增加141小时。

图 29：火电发电量及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：水电发电量及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

水电行业发展较为充分，行业装机增速放缓。2019-20年是水电投产小年。据中电联，2019年约有216万千瓦（大型机组为华能乌龙弄水电机组99万千瓦，其余机组均较小），2020年则将仅有148万千瓦机组投产。在建装机集中在金沙江、雅砻江流域，后续资源开发难度逐渐增大。未来三年内预计仅有3座（200万千瓦以上）大型水电站投产，合计装机2920万千瓦，其中两座超1000万千瓦的水电站均来自金沙江流域。另外，国内尚未开发的水电多集中在开发条件较差、难度较高的上游，比如金山江、雅砻江和大渡河等。水电开发的难度进一步增加也将是水电装机容量难以大幅增长的主要原因之一。

表 6：主要水电在建项目

项目	流域	总装机 (万千瓦)	投资额(亿元)	开工时间	计划投产时间	建设单位
白鹤滩	金沙江	1600	1779	2017.08	2021-2022	长江电力
乌东德	金沙江	1020	1000	2015.12	2020-2021	长江电力
杨房沟	雅砻江	150	170	2015.07	2021-2022	国投电力、川投能源
两河口	雅砻江	300	664	2014.10	2021-2022	国投电力、川投能源
叶巴滩	金沙江	224	258	2016.11	2025	华电集团
巴塘	金沙江	75	103	2018.09	2022	华电集团
金沙	金沙江	56	74	2011.12	2020-2021	川能集团
硬梁包	大渡河	112	161	2016.08		华能泸定水电
白马	乌江	53	102			大唐集团
银江	金沙江	39	41.2	2019.7	2025	川投能源
扎拉	玉曲河	103	68	2017	2020	
双江口	大渡河	200	200	2015.07	2024	
玛尔挡	黄河	150	217	2016.07	2022-2023	

资料来源：Wind，安信证券研究中心

核电投产高峰已过：1-11月我国核电发电量为3151亿千瓦时，同比增加513亿千瓦时，增幅18.8%，以度电耗标煤310g测算，对煤炭的替代约1590.3万吨。2019年为核电投产大年，且当前核电站全部在沿海一带，对沿海煤炭消费冲击将格外明显。

2019 年有田湾 4 号、阳江 6 号、台山 2 号、海阳 2 号机组投产，涉及装机容量 535.7 万千瓦，2020 年预计将投产福清 5 号、红沿河 5 号机组，装机容量合计 226.9 万千瓦。

表 7：2019-2020 年商运核电机组

运营商	地区	核电站	机组	堆型	装机容量 (万千瓦)	开工时间	计划商运
中核	江苏连云港	田湾	4#	WWER-1000	106	2013/9/27	2019
			5#	CNP1000	108.9	2015/12/27	2021
			6#	CNP1000	108.9	2016/10/29	2022
	福建福清	福清	5#	HPR1000	115	2015/5/7	2020
			6#	HPR1000	115	2015/12/22	2021
	福建霞浦	霞浦	1#	CFR600	60	2017/12/29	2023
中广核	广东阳江	阳江	6#	ACPR1000	108.6	2013/12/23	2019
			1#	EPR	175	2009/12/21	2018
	广东台山	台山	2#	EPR	175	2010/4/15	2019
			3#	HPR1000	118	2015/12/24	2022
	广西防城港	防城港	4#	HPR1000	118	2016/12/23	2022
			5#	ACPR1000	111.9	2015/3/29	2020
国电投	辽宁大连	红沿河	6#	ACPR1000	111.9	2015/7/24	2021
			2#	AP1000	125	2010/9/16	2019
	山东烟台	海阳	1#	CAP1400	153.4	待定	2023
			2#	CAP1400	153.4	待定	2023
	山东威海	石岛湾	1#	HTR200	21.1	2012/12/9	2019
			2#	HTR200	21.1	2012/12/9	2019
华能	山东威海	石岛湾	1#	HTR200	21.1	2012/12/9	2019
2019 合计					535.7		
2020 合计					226.9		
2021-2023 合计					1165.5		

资料来源：国家核安全局，安信证券研究中心

下表是我们对 2019~2020 年电力状况预测，2019 年 1-11 月全社会发电量为 64796 亿千瓦时，同比增加 3.4%，其中火电发电量为 46522 亿千瓦时，同比增长 1.6%，12 月供暖需求转暖，预计用电量难以下滑，预计全国全年总发电量增速预计在 3%左右，火电发电量预计增速在 1.5%左右。

2020 年在偏悲观预期下，全社会发电量增速预计会下滑至 4%左右，水电增速预计在 2%左右，核电发电量增速将在 11%左右，综合测算火电发电量预计增速回落至 2.5%左右。

表 8：电力结构现状及预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018A	2019E	2020E
累计装机量 (GW)	1069	1168	1256	1372	1496	1647	1889	2023	2147	2235
同比	11%	9%	8%	9%	9%	10%	15%	7%	6%	4%
火电	769	827	875	921	975	1039	1087	1133	1174	1213
水电	236	253	269	300	322	339	341	354	363	366
风电	47	65	78	94	117	150	165	185	206	226
光伏	2	4	9	19	30	45	130	183	228	278
核电	13	15	16	19	22	29	36	38	47	52
新增装机 (GW)	97	83	106	113	136	122	134	124	87	76
火电	58	48	46	54	64	48	46	41	39	25
水电	17	16	31	22	17	13	13	9	4	3
风电	18	13	16	23	33	18	20	21	20	35
光伏	2	5	10	11	15	35	53	45	25	50

核电	2	1	3	3	7	8	2	9	5	3
利用小时数 (小时)										
火电	5304	4982	5012	4739	4329	4165	4209	4361	4300	4315
水电	3019	3590	3318	3669	3590	3621	3579	3613	3620	3650
风电	1875	1929	2080	1990	1727	1742	1948	2095	2100	2100
光伏					1131	1133	1120	1120	1150	1150
核电	7759	7855	7893	7787	7350	7042	7108	7208	7350	7400
发电量(十亿 千瓦时)	4585	4747	5264	5456	5604	5911	6276	6791	7016	7297
同比	12%	4%	11%	4%	3%	6%	6%	8%	3%	4%
火电	3814	3787	4215	4205	4097	4396	4612	4979	5044	5229
同比	15%	-1%	11%	0%	-3%	7%	6%	8%	1.50%	2.5%
水电	611	760	789	944	1114	1052	1082	1103	1168	1189
同比	-8%	24%	4%	20%	18%	-6%	3%	2%	6%	2%
风电	74	103	140	156	185	211	306	350	381	418
同比	51%	39%	36%	11%	19%	14%	45%	14%	9%	10%
光伏			9	25	38	66	146	205	241	262
同比				178%	52%	74%	121%	40%	18%	9%
核电	86	97	111	126	170	213	248	294	344	384
同比	16%	13%	14%	14%	35%	25%	16%	19%	17%	11%
发电量占比										
火电	83.18%	79.78%	80.07%	77.07%	73.11%	74.03%	71.22%	71.84%	70.27%	69.89%
水电	13.32%	16.01%	14.99%	17.30%	19.88%	17.71%	16.99%	15.91%	16.27%	15.89%
风电	1.61%	2.17%	2.66%	2.86%	3.30%	3.55%	4.18%	5.05%	5.30%	5.58%
光伏	0.00%	0.00%	0.17%	0.46%	0.68%	1.11%	1.41%	2.96%	3.36%	3.50%
核电	1.88%	2.04%	2.11%	2.31%	3.03%	3.59%	3.98%	4.24%	4.80%	5.13%

资料来源: Wind, 中电联, 安信证券研究中心

### 4.3. 钢铁建材预计保持平稳

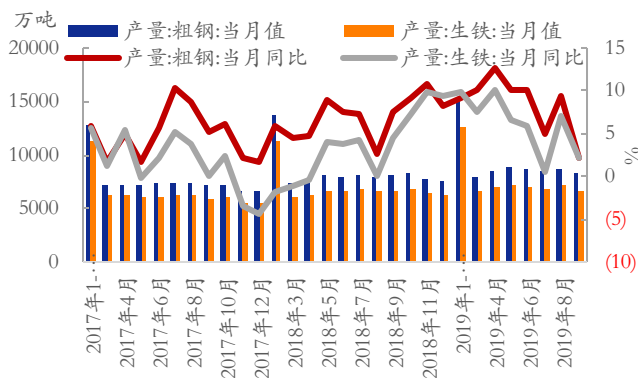
#### ➤ 钢铁: 粗钢产量可能小幅下滑, 但生铁产量坚挺

展望 2020 年, 废钢价格坚挺, 后期电炉钢产量压减。2019 年 1-10 月, 粗钢产量 8.29 亿吨, 同比增加 7.4%, 生铁产量 6.75 亿吨, 同比增加 5.4%, 增速逐步加快。去年限产时期减产的主要以电炉钢为主, 而今年的废钢供给相对于去年更紧, 废钢价格更加坚挺, 因此大概率仍先压减电炉产量, 而长流程受影响有限, 同时压减电炉也有望帮助钢铁行业打开利润空间, 更加利好焦炭价格。

粗钢总产量会出现小幅下滑, 但下降主要是高成本的电炉钢, 生铁产量相对平稳。我们预计 2020 年粗钢产量增速在-2%左右, 但考虑到生铁对废钢的替代, 下降的产量主要来自于由于利润重心下移而退出的电炉钢, 相对生铁产量仍将增加。

在去产能的催化下, 焦炭供给有望得到实质性的收缩, 行业供需格局好转, 集中度显著提升, 行业在价格走高的同时行业议价能力明显提升。根据供需平衡表预测, 预计 2020 年起, 焦化行业将出现净短缺, 行业盈利提升。

图 31：生铁与粗钢均保持高增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 32：废钢价格持续上涨

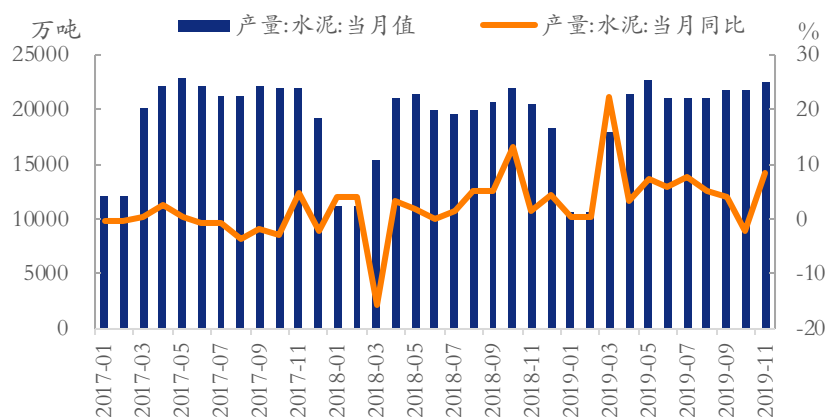


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### ➤ 建材：预计维持较高增速

建材方面，水泥产量在 2019 年实现超预期增长，截止 11 月产量累计同比增长 6.1%。目前水泥行业价格相对强势，行业利润丰厚，竞争格局良好，行业景气整体较好，随着基建项目的推进，预计 2020 年产量增速在 3% 左右。

图 33：水泥产量以及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 4.4. 煤化工迎来高增速

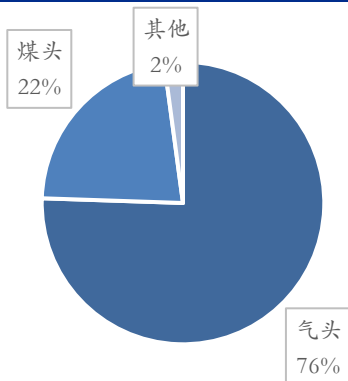
### ➤ 传统煤化工保持平稳

截至 2017 年，我国约有 73% 的尿素采用煤气化生产，其中采用新型气化技术的水煤浆法产能占比约为 22%，气头约占 22%。而全球范围来看，76% 的尿素生产以气头为主。

天然气价格维持高位，气头尿素成本压力提升。于大气治理政策不断加强，煤改气、油改气持续推进，2017 年至今，天然气消费量延续高增长态势。据 Wind 数据，2019 年 1-10 月，

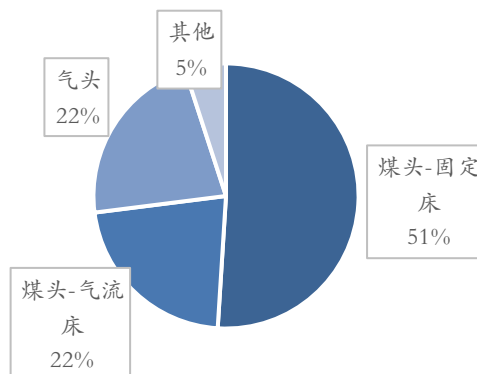
天然气表观消费同比增长 8.97%，需求大增的背景下天然气价格走高，国内天然气资源缺乏，产量仅占消费量的 57% 左右，煤改气持续推进，天然气价格将持续维持高位，因此**煤头尿素逐步具备成本优势**。传统煤化工耗煤量主要表现为煤头对气头的替代过程，但尿素行业产能格局虽然改善，但产量呈现持续下降趋势，综合考虑预计传统化工耗煤量将保持平稳。

图 34：全球尿素生产以气头为主（截至 2017 年）



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

图 35：国内尿素生产以煤头为主（截至 2017 年）



资料来源：中国报告网，安信证券研究中心

### ► 新型煤化工高速发展

目前油价水平下，现代煤化工已经具备成本竞争力。现代煤化工（又称为新型煤化工、煤炭深加工）是指以煤为主要原料生产多种清洁燃料和基础化工原料的煤炭加工转化产业。现代煤化工产业主要包括煤制油（煤直接液化、煤间接液化）、煤制天然气、煤制化学品（含烯烃、芳烃、乙二醇等）、低阶煤分质分级利用等领域。当国际原油价格高于 50 美元/桶时，煤制烯烃项目具备成本竞争力；原油价格高于 60 美元/桶时，煤制芳烃项目具备成本竞争力；原油价格高于 55 美元/桶时，煤制乙二醇项目具备成本竞争力。截止 12 月 17 日，布伦特原油的均价为 64.26 美元/桶，根据下表，在当前油价水平下，新型煤化工已经全部具备成本竞争力，且近年来也进入了新型煤化工项目的投产期。

表 9：新型煤化工成本概览

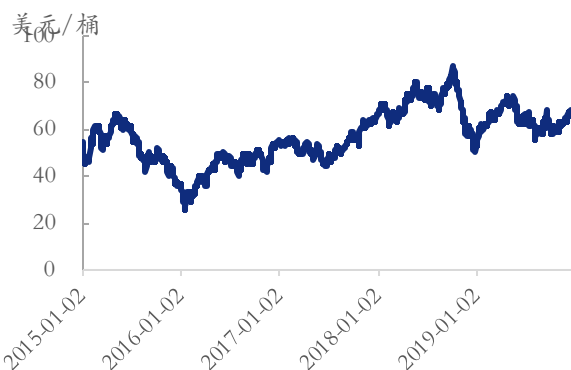
新型煤化工项目	盈亏平衡线 (美元/桶)	现金成本 (美元/桶)	
煤制油	直接液化	55-60	36-40
	间接液化	60-65	39-43
	焦油加氢	60-65	43-48
煤制化学品	烯烃	45-50	33-38
	乙二醇	50-55	39-44
	芳香烃	55-60	42-46

资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

注：盈亏平衡对应英国布伦特原油价格

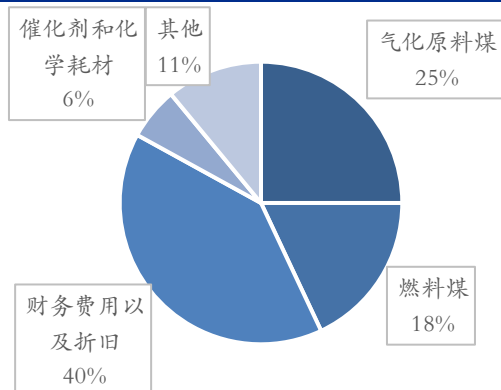
只要油价高于现金成本，新型煤化工依旧有扩产动力。2018 年末油价出现深度跳水，未来走势不明。但是由于新型煤化工特点是固定资产投资巨大，少则几十亿，大则几百亿。高投入意味着高折旧，所以成本中隐含巨额非付现的折旧成本。目前时点油价下，大多煤化工处于盈亏平衡状态，但现金流依然十分充沛，未来即使油价继续下跌，只要高于现金成本，预计开工依然将保持高负荷。

图 36: 布伦特原油价格走势



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 煤质烯烃成本构成



资料来源: 亚化咨询, 安信证券研究中心

新型煤化工进入密集投产期, 未来耗煤量迅速攀升。2018 年起, 煤制乙二醇等新型煤化工项目进入密集投产期, 2019-2021 年仍旧有项目陆续投产, 预计拉动耗煤需求 2000 万吨左右。

表 10: 在建新型煤化工项目名录

项目名称	设计规模	所在地区	建设时间	预计投产时间
1 内蒙古伊霖化工	20 万吨/年	内蒙古	2017/11/8	2019.年 3 月
2 恒力 (大连) 石化	90 万吨/年	辽宁	2018/9/2	2019 年 9 月 30 日
3 湖北三宁煤制乙二醇项目 (一期)	40 万吨/年	湖北		2019 年 12 月
4 渭化集团 30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年	陕西	2016/11/1	2019 年
5 明拓 (内蒙古) 资源综合利用有限公司矿热炉气高效综合利用制乙二醇项目	12 万吨/年	内蒙古		2019 年
6 苏新能源和丰有限公司	40 万吨/年	新疆		2019 年
7 兖矿荣信化工	40 万吨/年	内蒙古		2019 年
8 新杭能源乙二醇装置的扩能改造	70 万吨/年	内蒙古		2019 年年末
9 新疆天业一期	60 万吨/年	新疆	2017/8/1	2019 年年末
10 青海大美尾气综合利用制烯烃项目	180 万吨/年	青海		2019 年上半年
11 精细化工有限公司 50 万吨/年费托烷烃精细分离项目	50 万吨/年	内蒙古	2018/5/29	2019 年 6 月
12 神华榆林循环经济煤炭综合利用项目一阶段	40 万吨/年	陕西	2017/6/15	2020 年
13 陕西华彬正开	30 万吨/年	陕西	2018/3/23	2020 年
14 南龙宇煤化工有限公司	20 万吨/年	河南	2018/3/19	2020 年
15 致本精细化学	40 万吨/年	新疆		2020 年底
16 延长榆能化一期填平补齐项目	180 万吨/年煤制甲醇、 60 万吨/年烯烃	陕西	2018/9/3	2020 年
17 天津渤化化工发展有限公司“两化”搬迁改造项目	180 万吨/年	天津		2020 年
18 内蒙伊泰煤制油 200 万吨煤炭间接液化示范项目	200 万吨/年	内蒙古	2017/6/8	2020 年底
19 内蒙古久泰新材	100 万吨/年	内蒙古	2017/9/29	2021 年
20 陕煤集团榆林化学有限公司	180 万吨/年	陕西		2021 年 6 月底
21 内蒙汇能二期煤制天然气工程	16 亿 Nm <sup>3</sup>	新疆	2018/5/22	2021 年
22 中化二建中标汇能煤制天然气项目建安工程	10.2 亿 Nm <sup>3</sup>	内蒙古	2019/7/1	2021 年 6 月
23 新疆中泰集团 400 万吨/年重油和煤炭深加工一体化示范项目	400 万吨/年	新疆		2021 年 6 月
24 内蒙古北控京泰能源发展有限公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目	40 亿 Nm <sup>3</sup>	内蒙古	2019/4/1	2023 上半年
25 蒲城清洁能源二期项目	360 万吨/年煤制甲醇、 120 万吨/年烯烃	陕西	预计 2018 年动工	2025 年

资料来源: 北极星电力网, 安信证券研究中心



## 5. 价格预测：港口煤价基本持平，坑口价格走强

### 5.1. 供需平衡表

#### 5.1.1. 动力煤供需平衡表

主要假设如下：

- 火电 2019-2021 年发电单耗为 306 克/千瓦时、306 克/千瓦时、305 克/千瓦时；
- 生铁单耗为 0.6；
- 水泥 2019-2021 年单耗分别为 105、104、104

表 11：动力煤供需平衡表

动力煤	2014	2015	2016	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
生产量(百万吨)	3372	3189	2920	3074	3064	3141	3172	3204
增速		-5.40%	-8.40%	5.30%	1.00%	2.50%	1.00%	1.00%
进口量(百万吨)	229	156	198	203	215	224	214	213
增速		-31.80%	26.90%	2.80%	5.70%	4.20%	-4.50%	-0.30%
出口(百万吨)	5	4	8	6	6	6	7	7
总供给(百万吨)	3595	3341	3110	3272	3301	3359	3379	3410
增速		-7.10%	-6.90%	5.20%	0.90%	1.70%	0.60%	0.90%
火电发电量(亿千瓦时)	423	421	440	461	489	496	508	519
增速		-0.50%	4.50%	4.80%	6.00%	1.50%	2.50%	2.00%
发电标准煤耗(克/千瓦时)	318	314	310	308	307	306	306	305
发电耗标煤(百万吨)	1347	1320	1363	1420	1500	1520	1558	1582
发电耗煤原煤(百万吨)	1814	1812	1908	2053	2100	1935	1983	2013
生铁产量(百万吨)	712	691	701	711	729	765	722	733
增速		-2.90%	1.40%	1.40%	2.50%	5.00%	1.50%	1.50%
生铁单耗	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
冶金行业耗煤(百万吨)	285	276	280	284	292	306	289	293
水泥产量(百万吨)	2476	2348	2403	2316	2369	2488	2550	2575
增速		-5.20%	2.30%	-3.60%	2.30%	5.00%	2.50%	1.00%
水泥单耗(千克/吨)	108	107	107	107	107	105	104	104
水泥耗煤(百万吨)	267	251	257	248	254	261	265	268
建材行业耗煤(百万吨)	535	502	514	506	529	523	503	558
煤化工	150	165	140	147	169	194	224	257
增速		10.00%	-15.20%	5.00%	15%	15%	15%	15%
化工行业耗煤	167	183	156	163	188	216	248	286
其他行业耗煤量	716	602	439	386	348	320	294	265
		-15.90%	-27.10%	-12.00%	-10.00%	-8.00%	-8.00%	-10.00%
总需求	3516	3376	3297	3393	3457	3300	3317	3415
需求增速		-3.40%	-2.30%	3.90%	3.30%	-4.50%	0.50%	2.90%
供给-需求	79	-35	-187	-121	-156	58	62	-4

资料来源：Wind，安信证券研究中心

根据以上假设以及上文中供给与需求的判断，我们通过供需平衡表测算得，2019-2021 年包含火电、冶金、建材与化工四大行业在内的耗煤量分别为 33 亿吨、33.17 亿吨与 34.15 亿吨，增速分别为-4.5%、0.5%与 2.9%。而供给端 2019-2021 年增速分别为 1.7%、0.6%与 0.9%；供需缺口分别为 5800 万吨、6200 万吨、-400 万吨，供需相对平衡。

### 5.1.2. 炼焦精煤供需平衡表

主要假设：

- 2019-2021 年全国炼焦精煤产量增速为 4.5%、1.0%以及-0.5%；
- 2019-2021 年全国炼焦精煤进口量增速为 15%、-4%、1%；
- 2019-2021 年全国焦炭产量增速为 5.7%、-2%以及-1%，焦炭单耗为 1.2；

表 12：炼焦精煤供需平衡表

炼焦精煤	2014	2015	2016	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
生产量 (百万吨)	502	496	444	446	454	474	475	472
增速		-1.20%	-10.50%	0.40%	1.90%	4.50%	1.00%	-0.50%
进口量 (百万吨)	62	48	58	68	65	75	72	73
增速		-23%	21%	16%	-4%	15%	-4%	1%
出口 (百万吨)	1	1	1	2	1	1.5	1.5	1.5
总供给 (百万吨)	564	543	501	511	518	548	546	544
增速		-3.60%	-7.80%	2.00%	1.40%	5.78%	-0.44%	-0.37%
焦炭产量 (百万吨)	480	448	449	431	438	463	454	449
增速		-6.70%	0.30%	-3.90%	1.50%	5.70%	-2.00%	-1.00%
焦炭单耗	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
炼焦耗煤 (百万吨)	576	538	539	518	526	556	549	546
增速		-6.70%	0.20%	-3.90%	1.50%	5.62%	-1.18%	-0.59%
供给-需求	-12	6	-38	-7	-8	-8	-3	-2

资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

经我们测算，2019-2021 年炼焦精煤总需求量为 5.56 亿吨、5.49 亿吨以及 5.46 亿吨，增速分别为 5.62%、-1.18%以及-0.59%。2020 年需求增速虽然下滑，但仍存在供需缺口，有望确保焦煤价格保持高温。

### 5.1.3. 焦炭供需平衡表

主要假设：

- 2019-2021 年全国焦炭产量增速为 5.2%、-2%以及-1%
- 2019-2021 年全国生铁产量增速为 5%、0.05%以及-0.4%
- 焦炭/生铁转化系数：假设 2014-2018 转化系数为 0.48，2019-2020 年由于铁矿石品味降低，转化系数为 0.49

表 13: 焦炭供需平衡表

项目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
产量 (万吨)	47636	47981	44778	44912	43143	43820	46099	45177	44725
增速%		0.73%	-6.68%	0.30%	-3.94%	1.57%	5.20%	-2.00%	-1.00%
进口 (万吨)	3.48	0.04	0.38	0.05	0.97	9.09	23	30	30
增速%		-98.85%	850.00%	-86.84%	1840.00%	837.11%	10.01%	0.00%	0.00%
出口 (万吨)	467	856	986	1022	809	975	628	570	483.6
增速%		83.30%	15.19%	3.65%	-20.84%	20.52%	-35.59%	-9.24%	-15.16%
总供给 (万吨)	47172	47125	43792	43890	42335	42854	45494	44637	44271
增速%		-0.10%	-7.10%	0.20%	-3.50%	1.20%	6.22%	-1.94%	-0.82%
粗钢产量 (万吨)	77904	82270	80383	80837	83173	92826	100716	98047	96865
增速%		5.60%	-2.29%	0.56%	2.89%	11.61%	8.50%	-2.00%	-1.00%
生铁产量 (万吨)	70897	71159.9	69141.3	70074	71075.9	77105.4	80960.7	81001	80677
增速%		0.40%	-2.80%	1.30%	1.40%	8.50%	5.00%	0.05%	-0.40%
铁/钢比	91.00%	86.50%	86.00%	86.70%	85.50%	83.10%	80.39%	82.61%	83.29%
冶金焦需求 (万吨)	34031	34157	33188	33636	34116	37011	38861	38881	38725
其他行业需求 (万吨)	8508	8539	8297	8409	8529	6531	6204	5956	5724
总需求 (万吨)	42538	42696	41485	42044	42646	43542	45065	44837	44449
增速%		0.40%	-2.80%	1.30%	1.40%	2.10%	3.50%	-0.51%	-0.88%
供给-需求	4634	4429	2308	1846	-311	-688	429	-200	-178

资料来源: Wind, Mysteel, 统计局, 工信部, 中国煤炭市场发展报告, 中焦协, 百川资讯, 各省、市地区政府官网, 统计公报, 安信证券研究中心

在去产能的催化下, 焦炭供给有望得到实质性的收缩, 行业供需格局好转, 集中度显著提升, 行业在价格走高的同时行业议价能力明显提升。根据供需平衡表预测, 预计 2020 年起, 焦化行业将出现净短缺, 行业盈利提升。

## 5.2. 价格判断

### ➤ 动力煤: 港口煤价基本持平

根据供需平衡表, 动力煤仍旧为供给紧平衡, 因此价格中枢预计持续保持高位, 截止 2019 年 12 月 27 日秦皇岛 Q5500 卡动力煤均价为 587 元/吨, 较 2018 年下降 9.24%, 预计 2020 年全年均价约在 575 元/吨左右, 较 2019 年降低 2.04%。

### ➤ 炼焦煤: 优质焦煤供给负增长, 价格保持高位

截至目前, 炼焦煤价格始终保持高位, 截至 12 月 27 日, 京唐港主焦煤均价为 1723 元/吨, 降幅 2.05%。焦煤由于资源稀缺, 优质的焦煤资源随着逐年开采而减少, 预计焦煤精煤产量也随着优质资源下降而呈现负增长局面, 随着海外焦煤价格的冲击减弱以及下游焦炭行业的景气提升, 预计价格中枢仍将上移, 预计 2020 年均价为 1750 元/吨, 同比 2019 年的 1716 元/吨增长 1.98%。

### ➤ 焦炭: 去产能持续, 价格有望上涨

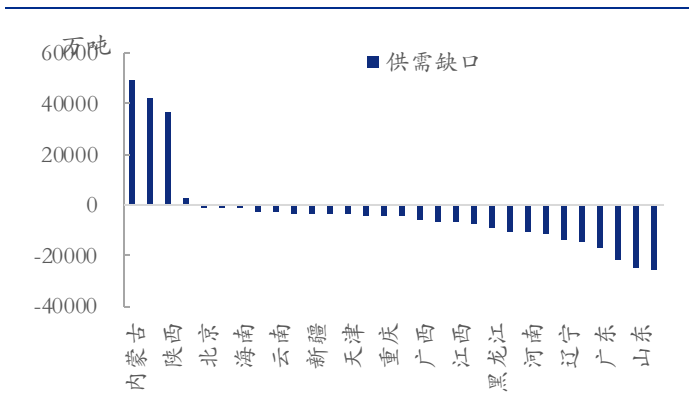
据 Wind 数据, 截止 12 月 27 日天津港一级冶金焦价格均价为 2164 元/吨, 同比降 9%。预计 2020 年焦炭供给在环保去产能的作用下持续收缩, 需求端生铁产量保持稳定, 预计将出现比较明显的供需错配, 价格中枢有望上移, 预计 2020 年全年均价为 2300 元/吨, 上涨 6.3%。

## 6. 运力瓶颈突破，坑口煤价强势

### 6.1. 浩吉铁路通车，运力瓶颈突破

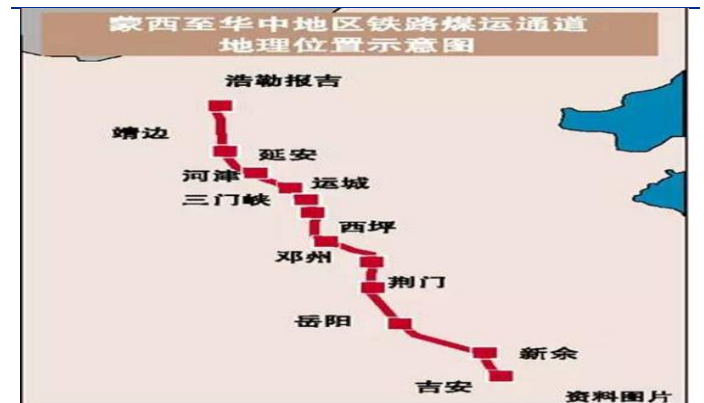
我国煤炭供需存在区域性失衡，瓦日线运能增长潜力大。我国煤炭供给主要集中于晋陕蒙地区，需求主要集中于环渤海、长三角以及华中地区，因此供需结构存在区域性失衡。在煤炭供需存在区域性失衡的形势下，现有的大秦线、朔黄线、张唐线、瓦日线成为西煤东送的四条主要通道，合计设计运力超过 12 亿吨/年，占比原煤产量约为 34%。1) 大秦线运能 4.6 亿吨，2017 年以来基本满负荷运行，大秦线增量空间有限；2) 朔黄铁路 3.5 亿吨，2018 年运量达 3.16 亿吨，整体增量空间在 2000-3000 万吨左右；3) 瓦日铁路 2018 年运量 3395 万吨，与其 2 亿吨的运能相比未来增量空间较大，且日照港的煤炭运输能力也尚未完全释放，运能潜力较大。

图 38：2017 年各省份的煤炭供需缺口情况（产量-消费量）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 39：浩吉（蒙华）铁路示意图



资料来源：北极星电力网，安信证券研究中心

浩吉铁路通车，进一步打开晋陕蒙需求市场。浩吉（蒙华）铁路北起内蒙古浩勒报吉站，终点到达江西省吉安市，是我国规模最大的运煤专线，纵贯蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣 7 省区，全长 1837 公里，铁路设计输送能力为 2 亿吨/年（建成运营初期输送能力达到 1 亿吨/年）。浩吉铁路上游煤炭资源丰富，作为“三西”地区未来唯一的中部地区运煤通道，其煤源自东胜、乌海、准格尔、包头、榆林、彬长、黄陵、蒲白、彬长等动力煤矿区，下游为两湖一江重点缺煤省市。浩吉铁路的开通将在一定程度上“熨平”因资源禀赋差异带来的各种区域性结构性问题。一方面，浩吉铁路的开通将修复中部地区结构性区域矛盾，平抑西南部地区的高煤价，另一方面对于上游煤炭企业来说，运输瓶颈打破，煤企业有望凭借成本优势获取西南部市场的市场份额。

表 14：浩吉铁路与原有运输方式运费比较

运输方式	线路	铁路距离 (公里)	铁路综合运价率 (元/吨公里)	铁路运费 (元/吨)	海运-江内运费 (元/吨)	长江运费 (元/吨)	运费合计	与浩吉线差距
海进江	准东-大秦-海运-长江	1100	0.1551	170.6	40	30	240.61	50.89
海进江	神朔黄-海运-长江	853	0.1551	132.3	40	30	202.30	12.58
海进江	包西-蒙冀线-曹西	1250	0.1551	193.9	40	30	263.88	74.16
浩吉铁路	乌审旗-荆门	1054	0.18	189.7	0	0	189.72	0.00

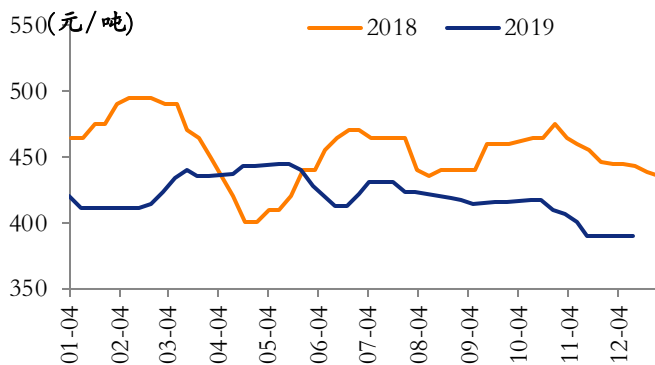
资料来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

## 6.2. 坑口煤价保持强势

**主产地需求边际改善。**一方面，华东各省市均在执行压减煤炭消费总量的任务，除提升新能源发电以外提升外购电占比是相对最可靠的路径；另一方面，晋陕蒙地区在加快推进“西电东送”的背景下，逐步实现电力的就地转化。此外，如电解铝等高耗能行业也在逐渐向内蒙古等地区转移。因此，主产地的区域需求相对于港口而言存在边际改善。

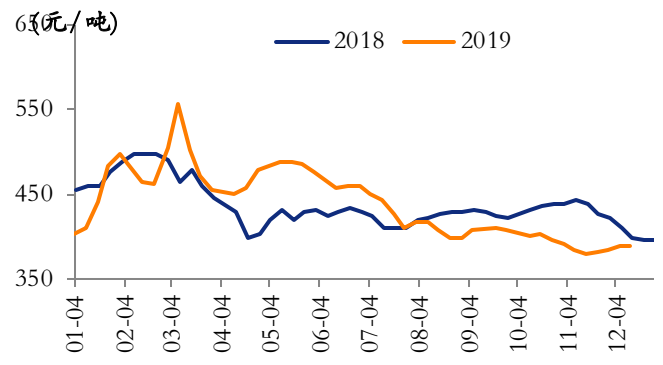
**今年坑口煤价走势均强于港口煤价。**截止12月17日，秦皇岛港动力煤均价为589元/吨，较2018年下降9.3%，同时期山西大同南郊动力煤均价为419.5元/吨，同比下降7.57%；陕西榆林动力煤均价为437.3元/吨，基本与去年持平；内蒙古鄂尔多斯东胜动力煤均价为360.5元/吨，同比下降1.74%。以山西为中心的运煤铁路已经成网，大秦铁路、瓦日铁路、朔黄铁路等总计煤炭外运能力达到7亿吨，而陕西外运铁路相对较少，因此在运力瓶颈打破后陕西煤价走势最强。

图 40：大同南郊 Q5500 动力煤坑口价



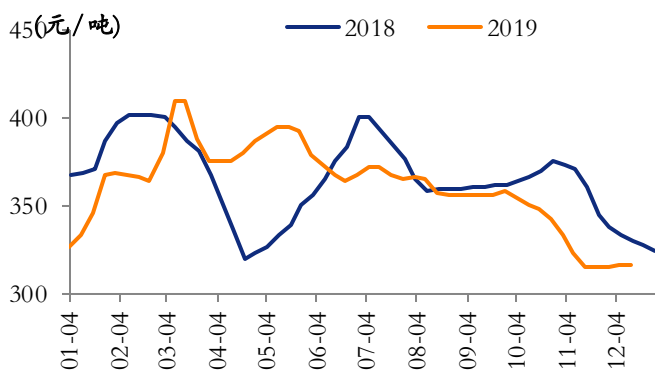
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：陕西榆林 Q5500 动力煤坑口价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 42：内蒙古鄂尔多斯 Q5200 动力煤坑口价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 43：秦皇岛港 Q5500 动力煤价格



资料来源：Wind，安信证券研究中心

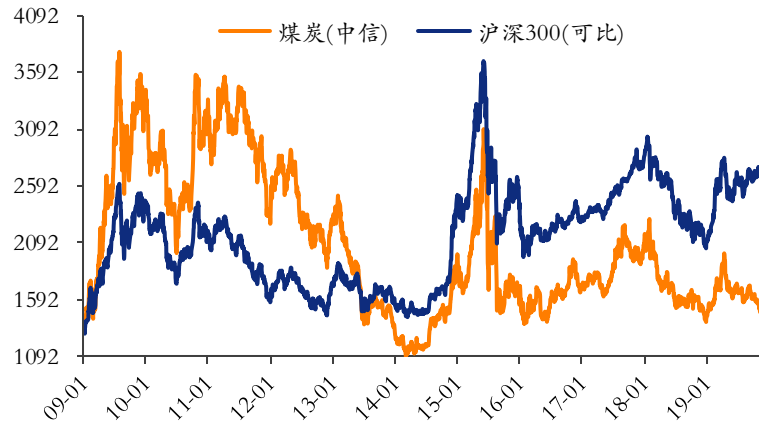
在铁路运力瓶颈得以突破，需求逐步向中西部靠拢的前提下，产地坑口价对港口的折价幅度将越来越小。由于大多数煤炭企业以坑口价销售，因此产地对港口折价减小的趋势利于上市公司业绩释放。

## 7. 投资建议：板块估值处于历史底部，有望随业绩回升

### 7.1. 板块估值处于历史底部

截至 2019 年 12 月 17 日，煤炭板块仅略高于 2016 年年初，但供给侧改革以来，行业供需格局已经扭转，行业利润情况远好于 2016 年年初水平，目前煤炭板块确实被低估，未来随着行业利润的回升，资产负债表的修复，板块估值有望重新回升。

图 44：板块股价仅略高于 2016 年年初

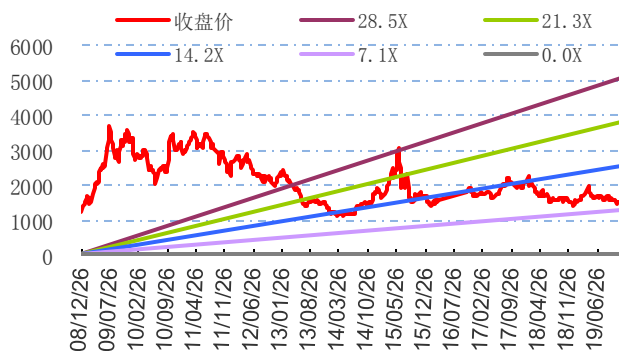


资料来源：Wind，安信证券研究中心

目前煤炭行业的估值处于历史底部，随着盈利好转估值有望修复。截至 2019 年 12 月 17 日，中信煤炭板块 PE、PB 分别为 8.9 倍与 1.0 倍，处于历史偏低水平。历史最低 PE 与 PB 基本出现在 2014 年 2 月左右，彼时煤炭行业黄金十年已过，煤价从 2013 年年末的 620 元/吨迅速下降至 510 元/吨，之后小幅反弹至 520 元/吨，行业盈利迅速缩水。而目前行业盈利还在恢复期，行业景气明显改善，估值回升为合理事件。

综上，随着煤价的高位稳定，市场对行业盈利能力认可度的提升，行业估值有望随之修复。

图 45：煤炭板块 PE 处于历史底部



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 46：煤炭板块 PB 处于历史低位



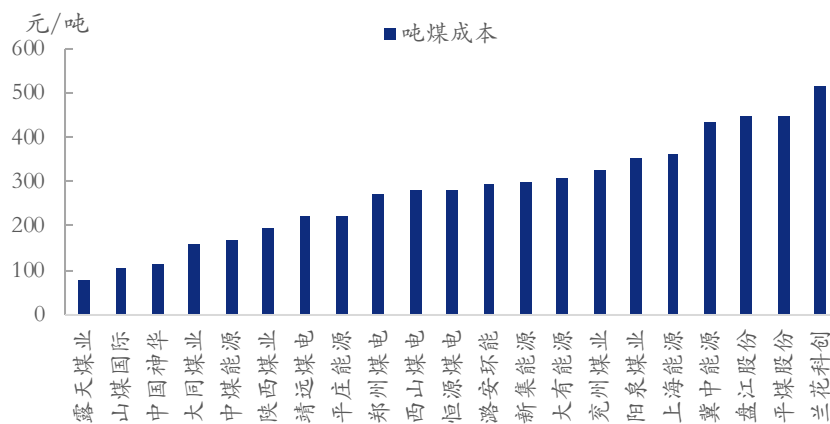
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 7.2. 行业盈利可持续，龙头有望享受估值溢价

我们认为，目前行业的盈利可持续。1) 从行业经营水平来看，全行业平均利润总额仅 79 元/吨，行业并不是暴利，全行业目前仍有三分之一的企业处于亏损状态，且行业资产负债率仍较高，利润表与资产负债表修复尚需时日。2) 从供需结构来看，根据前文，目前行业新建产能投产有望逐年减少，原煤产量增量将遇瓶颈，而在经济稳定的背景下，下游需求整体稳定。行业供需格局将确保煤价保持在相对高位水平。

行业龙头有望享受估值溢价。由于行业的特殊性，煤炭上市公司往往具备天然的资源禀赋差异，在同等煤价水平下，具备优异资源禀赋的龙头企业往往可以获取更高的利润，我们认为这类型企业有望享受相对更高的估值。

图 47：2018 年煤炭上市公司成本情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 7.3. 板块投资建议

动力煤方面，我们主要推荐历史高分红、高盈利稳定性、高现金流公司：

### ➤ 陕西煤业

**新建产能释放增量：**小保当二期预计将于 2020 年投产，有望贡献产量增量，是为数不多的有新建产能投产的上市公司之一。

**低资产负债率，高现金流：**截至 2019Q3 公司资产负债率仅 38.9%，经营性净现金流 156.02 亿元，账面货币资金 180.94 亿元，覆盖 85%有息负债。

**历史维持高分红，高股息：**公司历史上年股利支付率 40%左右，股息率维持 5%以上，在同行业中极具吸引力。

### ➤ 露天煤业

**区域市场需求旺盛，公司经营环境大幅好转：**公司销售半径主要辐射蒙东地区、吉林以及辽宁等地。这些区域均为煤炭资源逐渐枯竭区域，即便需求不增长，由于当地煤炭产量下降也将带来更多的煤炭需求空间。除此以外，如电解铝等高耗能行业也逐步向蒙东地区迁移，区

域市场供给偏紧的局面将加剧，公司煤炭售价有望受益于此而持续走高。

**霍煤鸿骏股权过户完成，形成“煤-电-铝”一体化产业链：**一是增加一体化效应，由于电耗为电解铝成本的重要组成部分，霍煤鸿骏自备电厂具有距离煤炭产地近的优势，就近消纳煤炭从而形成较好的产业链带动效应；二是目前电解铝去产能，供需格局有望好转促进价格上涨。

#### ➤ 中国神华

**煤-电-运一体化产业龙头：**“煤炭-电力-港口-铁路-运输-煤化工”全产业链龙头，外部风险不断内部化，有效抵御行业波动。

**业绩稳定，现金充沛：**由于征地问题，预计公司 2020 年产量小幅下降，公司煤价多以长协销售，价格波动小，业绩稳定。2019 年前三季度公司经营性净现金流 567.57 亿元，资产负债率 26.05%，资产结构健康，现金流充沛，在稳健增长的基础上具备长期稳定高分红能力。历史维持高分红，高股息：公司历史上年股利支付率 40%左右，股息率维持 5%以上，在同行业中极具吸引力。近几年煤炭行业供需基本平衡，公司盈利稳健，现金流优势明显，同时公司上市以来始终维持稳定高分红，估值有望回升。

炼焦煤方面，我们推荐具备资源优势以及高现金流公司：

#### ➤ 淮北矿业

**华东地区优质焦煤生产商，区位优势明显：**根据公告，公司所处淮北矿区北接齐鲁，西连中原，东临江苏，南靠浙赣，区位优势明显。

**精煤洗出率高，焦炭盈利增强，估值低：**公司年产量稳定在 3000 万吨左右，其中精煤洗出率 40%左右，居上市公司前列，且预计 2020 年信湖矿（300 万吨/年）投产，产量有望增加。

#### ➤ 潞安环能

**公司现金流改善明显：**截至 2019 年三季度，公司账面共有货币资金 177.41 亿元，可覆盖 98%的有息负债。叠加整合矿带来的资产减值已经基本处理完毕，公司轻装上阵，业绩有望充分释放。

**拟 4 倍 PE 收购集团资产，有望增厚业绩：**公司拟 4 倍 PE 收购集团慈林山煤业 540 万吨/年煤炭产能，收购标的年化可实现净利润可达 1.65 亿元，理论可使公司净利润增厚 6.19%。

焦炭行业的供需格局将在 2020 年随着产能退出持续改善，行业盈利空间将被打开，因此，体量大更有望受益于焦炭价格上涨带来的业绩弹性。相关焦炭标的如下：

#### ➤ 开滦股份

**煤焦化一体化产业优势：**公司地处华北重要的炼焦焦煤基地、钢铁生产基地和煤炭焦炭集散地，拥有良好的区位优势、资源优势和相对完善的产业链条。主要产品包括洗精煤、焦炭以及甲醇、纯苯等化工产品，产业链一体化优势明显。公司煤炭 810 万吨/年，范各庄矿（480 万吨/年）及吕家坨矿（330 万吨/年），公司煤炭产量保持稳定，确保焦炭成本保持相对稳健。

**焦化绑定钢厂，产销量将维持稳健。**公司拥有炼焦能力 660 万吨/年，分别位于迁安（330 万吨/年，50%）、唐山（220 万吨/年，94%）、承德（110 万吨/年，51%），均位于钢铁大省河北境内，具备贴近下游的产业链一体化优势。公司焦炭产能分别于首钢、承钢合作，销路



有保障。且河北省同样面临焦化产能退出，公司有望受益与行业整合。

### ➤ 山西焦化

**焦化行业龙头，受益区域产能集中。**公司拥有焦炭产能 360 万吨/年，以及 30 万吨/年焦油加工、34 万吨/年焦炉煤气制甲醇、10 万吨/年粗苯精制等生产能力。从目前的产业政策来看，以淘汰 4.3m 焦炉为主，公司为 JN60 型焦炉，碳化室高度为 6m，不受政策影响，且有望受益与区域产能集中。

**收购中煤华晋 49%股权完成，投资收益值得期待。**公司收购山西中煤华晋能源有限责任公司（焦煤产能 1020 万吨）49%股权完成，一方面原材料供应能力进一步提升，另一方面中煤华晋盈利能力较强，2018 全年公司投资收益 11.16 亿元、2019Q3 投资收益 14.79 亿元。

**化工业务布局加深，打造业务新增长点。**公司目前正在稳步推进 100 万吨/年焦炉气制甲醇综合改造项目和 60 万吨/年甲醇制烯烃项目，结合未来待建的 100 万吨/年煤甲醇项目打造新型煤化工完备产业链，打造新的业务增长点，提升抗风险能力。

### ➤ 金能科技

**深耕精细化工产业链。**公司以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，打造了独特的“3+3”循环经济产业链，实现了原料与能源的双循环。目前已形成产能规模 230 万吨焦炭、30 万吨煤焦油深加工、22 万吨炭黑、10 万吨苯加氢、10 万吨甲醇、6 万吨白炭黑、1.5 万吨对甲基苯酚、1 万吨山梨酸及山梨酸钾。

**具备环保改造提前量，受限产影响小。**在焦化行业提标改造的大潮中，公司厂界已经实现特别限制排放，后续预计环保投入少，并且环保检查时对产量的影响较小。

除以上 A 股标的以外，可以关注港股标的**中国旭阳集团**：**1) 全球最大民营焦企**：据公告，是全球最大的独立焦化生产商、全球最大的焦化粗苯加工商及中国最大的焦炉煤气制甲醇生产商。旭阳集团 2018 年生产焦炭 450.19 万吨，合营企业（参股比例 45%）生产焦炭 352.27 万吨，在独立焦化厂中规模第一。**2) 产业链深加工，一体化规模优势强**。公司控股化工品产能 219 万吨，是中国最大的工业萘制苯酐及焦炉煤气制甲醇生产商，产量约占中国总产量的 14%及 6.8%；全球最大的焦化粗苯加工商，加工量占全球总加工量约 7.4%；全球第五大煤焦油加工商，加工量占全球总加工量 2.8%，公司深耕产业链使公司具备煤化工纵向一体化优势。**3) 有望逐渐通过轻资产模式实现业务扩张**。焦化行业落后产能淘汰持续，公司通过技术输出、运营托管模式参与市场整合。在赚取服务费和托管费的同时扩大市占率以及影响力，有望成为未来业务扩张主要增长点。

向新能源转型标的同样值得关注：

### ➤ 美锦能源

**焦化行业格局转好，公司煤焦一体化稳定盈利**：随着焦化行业去产能，行业过剩问题将有效解决，同时行业集中度将持续提升，盈利空间即将打开。公司目前权益产能 611 万吨，是目前 A 股上市公司最大焦化企业，焦炭价格上涨的业绩弹性最大。同时公司焦炭原料由自有煤矿供应，减弱了煤价上涨的影响。

**美锦能源焦化项目开工建设速度有望加快**：根据山西省焦化行业压减过剩产能专项工作领导

小组办公室发布关于太原、忻州、阳泉、长治、临汾市压减过剩焦化产能工作方案的批复文件，由于清徐、阳曲现有 4.3m 焦炉担负着部分城市居民用气任务，太原市要加快现有焦炉关停，“按照谁先关停、谁先减排、谁先受益”的原则，同步启动美锦、亚鑫、梗阳 3 户企业备案手续较完善的一期项目环评手续办理，分期推动项目开工建设。据公告，美锦能源拟开工建设 400 万吨/年焦化配套乙二醇项目，该项目有望加快建设，同时由于承担居民供气责任，原有焦炉有望在新焦炉建成后关停。

**积极布局氢能产业链，未来发展空间巨大：**1) 国鸿氢能作为全球最大燃料电池电堆生产商，年产燃料电池电堆 2 万台，燃料电池动力总成 5000 台。2018 年国内市场份额超过 70%。2018 年我国公告目录中接近 50% 的燃料电池汽车采用国鸿氢能电堆。2) 鸿基创能是国内首家实现质子交换膜燃料电池膜电极大规模产业化的企业。鸿基创能计年设计产能为 30 万平米，产品成本比目前主流的膜电极低 20-30%。3) 飞驰汽车是中国最大氢燃料电池客车企业。2018 年氢燃料电池客车市占率 43%，列全国第一；2019 年，飞驰汽车的经营目标是完成燃料电池车 1000 台。4) 新的工业园如青岛美锦小镇、嘉兴汽车产业园等陆续建设，公司燃料电池业务布局全国。

### ➤ 山煤国际

**煤炭生产板块成本低，盈利强：**公司自产煤成本控制出众，2018 年吨煤开采成本仅 106 元/吨，在动力煤上市公司中仅次露天煤业。在煤价保持稳定的背景下，公司煤炭生产业务有望持续保持较强盈利水平。

**煤炭贸易板块持续剥离不良资产：**2016 年至今，公司已累计四次合计以转让股权的形式剥离 25 家贸易子公司。剥离亏损贸易资产后公司业绩包袱明显减轻，对业绩的拖累减少，资产质量大幅提升，有望实现公司利润的大幅增厚。

**有望进军新能源领域：**公司与钧石能源签署《战略合作框架协议》，拟共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目，该项目是目前全球最大 HIT 生产线。HIT 电池被认为是高转换效率硅基太阳能电池的热点方向之一，且预计在未来数年内，通过硅片薄片化、降低银浆用量或推动国产化、提高单机生产设备产能等方式，异质结技术生产成本有望降低一半。公司业绩和现金流均有望持续稳定改善，资产负债表或将不断修复。同时公司积极进军光伏行业，HIT 是未来行业发展重要方向，公司应获得高于单一煤炭公司估值。

## 8. 风险提示

### 1) 经济大幅下行风险:

煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济下行将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

### 2) 煤价大幅下跌风险:

板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

### 3) 在建矿井投产进度超预期:

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

### 4) 焦炭行业去产能不及预期

虽然焦炭主要产区落后产能淘汰规模基本确定，且环保形势极为严格，但在具体的执行中可能会存在低于预期的情况，致使产能集中度提升力度低于预期。

## ■ 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

周泰声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
		聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034