



煤炭行业2021年投资策略报告

——稳健前行

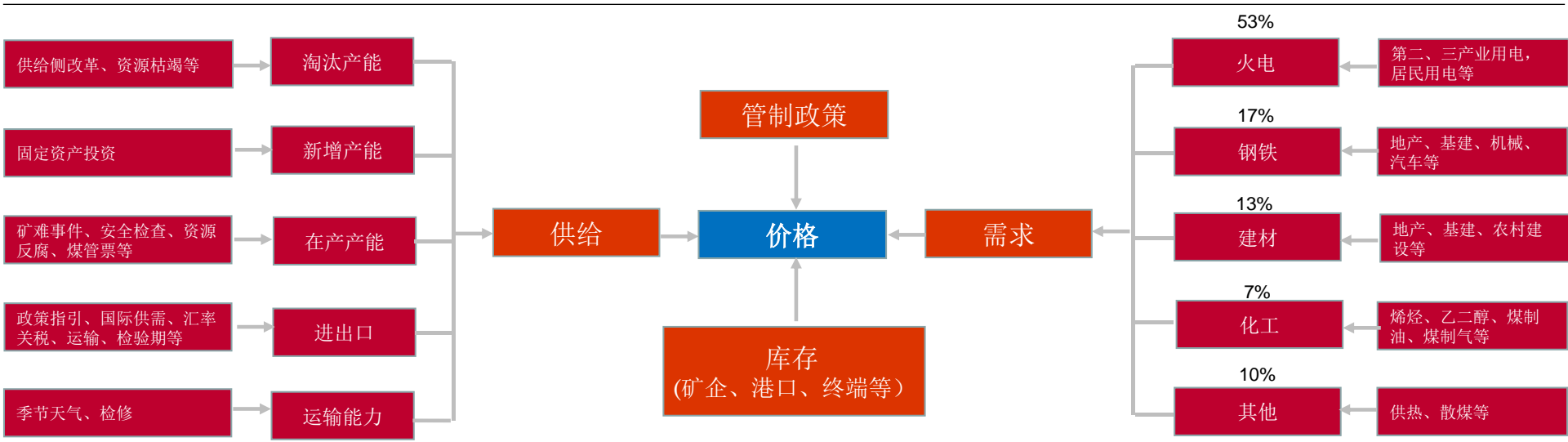
分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

邮箱：chenchen@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

图表：煤炭产业研究框架



来源：wind、行业协会，中泰证券研究所
备注：火电、钢铁等下游需求占比数据来源于2019年

煤炭行业2021年投资策略报告之投资要点

- **供给端判断：国内煤矿产量温和扩张，进口量预计稳中有降。**“十三五”期间，供给侧改革助力行业落后产能快速出清和产能结构大幅优化。展望“十四五”，受制于前期较低的资本开支，即使一批新建矿井投产以及部分矿井证照办理齐全后扩产，预计只带来温和的产量扩张。受平控政策及限制澳洲煤进口等因素影响，预计2021年进口量稳中有降。
- **需求端判断：火电行业消费增速预计改善，钢铁建材行业消费预计略增。**随着疫情影响的减弱，国内经济增速回升，我们预计2021年火电行业煤炭消费增速会有所改善。全社会固定资产投资仍有增长空间，预计钢铁、建材行业煤炭需求仍会略增。
- **价格展望：2021年动力煤、焦煤价格中枢预计平稳略升。**回顾2020年，受到疫情、经济增速下滑等影响，动力煤、焦煤价格中枢皆有所下滑，但下半年以来随着需求回升、供给受限等因素共同推动下煤价回升幅度较快。展望2021年，我们预计2021年将在2020年基础上继续消化一定的社会库存，煤炭行业供需格局紧平衡，动力煤、焦煤价格中枢预计平稳略升。
- **投资策略：预计未来几年煤价将在中高位，龙头煤企将维持较为稳健的盈利水平，具有产能增长的企业盈利还会有增长。**煤企资本开支少、集团持股比例高，煤企近年来分红比例逐渐提升，龙头煤企仅为7-8倍PE低估值，三年累计股息率约20%，具有较强吸引力，看好板块估值的修复。重点推荐标的：**淮北矿业、陕西煤业、金能科技、中国神华、山西焦煤、盘江股份、平煤股份、露天煤业**等。
- **风险提示：（1）经济增速不及预期风险；（2）政策调控力度过大风险；（3）可再生能源持续替代风险；（4）煤炭进口影响风险；（5）测算误差风险。**

目 录

一、供需格局展望：行业产能结构持续优化，预计2021年供需紧平衡

二、煤价展望：有望在中高位波动，2021年中枢预计略有提升

三、投资策略：稳中求进，看好优质头部公司

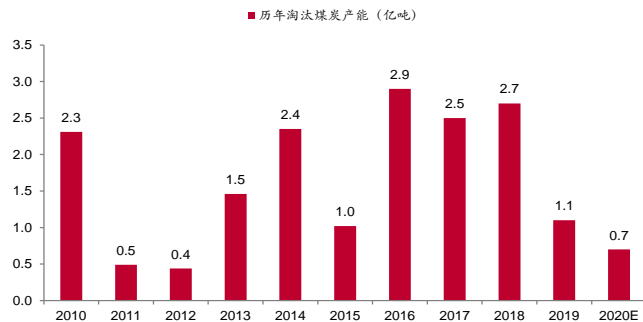
四、风险提示

一、供需格局展望：行业产能结构持续优化，预计2021年供需紧平衡

“十三五”期间累计淘汰落后产能约10亿吨，产能结构持续优化

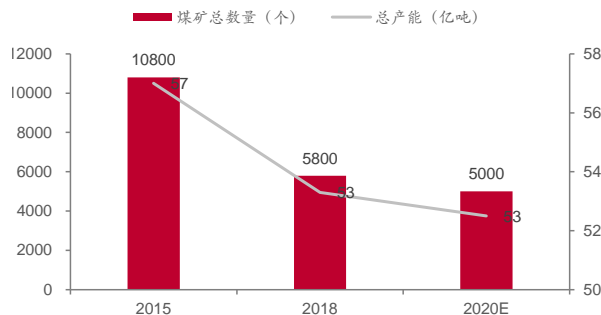
- “十三五”期间累计淘汰落后产能约10亿吨。根据对各地公告统计，2016-2018三年煤炭行业合计淘汰落后产能8.1亿吨，2019年淘汰产能约1.1亿吨，2020年预计淘汰产能约7000万吨。根据中煤协统计，2015年底行业矿井数量和总产能1.08万处、57亿吨，2018年约为5800处、53.3亿吨。考虑产能置换等因素，我们预计2020年底约为5000处、约53亿吨。（备注：2020年发改委文件规划煤矿数量降到约5000处，2019年至2020年行业核增产能约1亿吨以上）
- 行业CR10产量占比预计从2015年41%提升至2020年的52%。2020年行业加快兼并重组，山西焦煤集团吸收合并山煤集团，山东能源和兖矿集团合并，同煤、晋煤、晋能等为主体的晋能控股成立，行业集中度进一步提升。

图表：历年来煤炭去产能规模（亿吨）



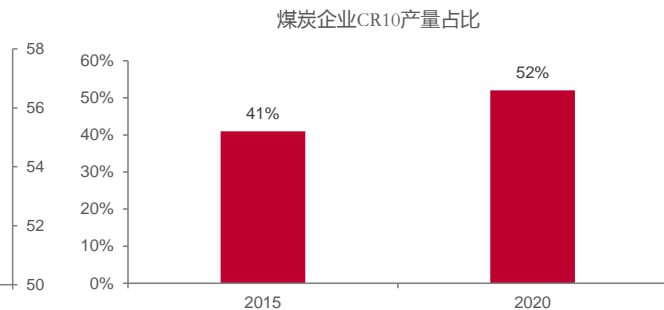
来源：工信部、中煤协、中泰证券研究所

图表：历年来煤矿数量及总产能



来源：中煤协、能源局、中泰证券研究所

图表：行业CR10产量占比变化情况



来源：中煤协，中泰证券研究所

2、国家矿山安监局公告的合规在产产能（2019年底）

图表：2019年底各省份煤矿核定生产能力统计

- 国家应急管理部矿山安监局的公告：截至2019年底，全国26个产煤省（区）煤矿3129座，核定生产能力超36.1亿吨，单井规模为115万吨/年，其中晋、蒙、陕三地在产产能分别约10.0、9.0、5.0亿吨/年，占比分别为28%、25%和14%，合计约为67%。

序号	省份	产能(万吨/年)	矿井数量(座)	产能占比(%)	单井规模(万吨/年)
1	山西	99475	643	28%	155
2	内蒙古	89700	383	25%	234
3	陕西	49773	251	14%	198
4	新疆	16908	77	5%	220
5	河南	14162	185	4%	77
6	山东	14003	102	4%	137
7	贵州	13352	249	4%	54
8	安徽	12696	41	4%	310
9	黑龙江	8165	304	2%	27
10	宁夏	7355	22	2%	334
11	四川	6283	314	2%	20
12	河北	6105	37	2%	165
13	甘肃	4693	37	1%	127
14	云南	4178	121	1%	35
15	辽宁	3465	20	1%	173
16	新疆建设兵团	1780	21	0%	85
17	重庆	1748	42	0%	42
18	吉林	1481	32	0%	46
19	湖南	1224	81	0%	15
20	青海	1130	17	0%	66
21	江苏	1114	6	0%	186
22	江西	829	82	0%	10
23	广西	686	18	0%	38
24	福建	609	33	0%	18
25	湖北	120	10	0%	12
26	北京	100	1	0%	100
合计		361134	3129	100%	115

来源：国家矿山安监局，中泰证券研究所



图表：2020年1-10月各省份规模以上企业煤炭产量对比（万吨）

序号	地区	2020年1-10月 累计	去年同期累计	同比增减 (%)	2020年10月 当月	去年同期当月	同比增减 (%)
	全国	312742.7	312560.4	0.1	33662.8	33184.7	1.4
1	山西	86728.8	81744.5	6.1	9543.5	8382.6	13.8
2	内蒙古	80126.7	89386.8	(10.4)	8547.6	9184.6	(6.9)
3	陕西	55404.1	51259.7	8.1	6064.8	6258.8	(3.1)
4	新疆	21631.1	19223.2	12.5	2394.2	2065.2	15.9
5	贵州	9482.2	9642.7	(1.7)	1148.9	1036.5	10.8
6	安徽	9206.1	9161.7	0.5	921.6	912.4	1.0
7	山东	9202.7	9969.5	(7.7)	892.5	991.3	(10.0)
8	河南	8682.9	8882.9	(2.3)	898.5	955.6	(6.0)
9	宁夏	6739.9	6323.2	6.6	742.7	612.3	21.3
10	黑龙江	4191.6	4113.6	1.9	491.7	486.1	1.1
11	河北	4187.2	4193.3	(0.1)	386.5	379.4	1.9
12	云南	4120.8	4022.5	2.4	443.7	459.6	(3.5)
13	甘肃	3204.8	2932.4	9.3	321.0	310.9	3.2
14	辽宁	2568.3	2704.2	(5.0)	235.8	264.0	(10.7)
15	四川	1861.1	2763.7	(32.7)	159.6	273.6	(41.7)
16	青海	923.0	874.2	5.6	86.7	106.5	(18.7)
17	重庆	900.8	976.0	(7.7)	11.3	87.0	(87.0)
18	江苏	876.3	934.1	(6.2)	85.2	96.7	(11.9)
19	湖南	863.3	997.1	(13.4)	93.4	100.4	(6.9)
20	吉林	852.1	1044.1	(18.4)	86.1	90.5	(4.9)
21	福建	529.3	712.2	(25.7)	58.8	66.7	(11.9)
22	江西	226.8	344.8	(34.2)	28.2	36.0	(21.7)
23	广西	201.7	327.1	(38.4)	15.9	25.9	(38.7)
24	湖北	31.4	27.1	16.0	4.8	2.0	133.4

■ 疫情、内蒙查腐等影响2020年生产节奏，预计全年产量同比略增。

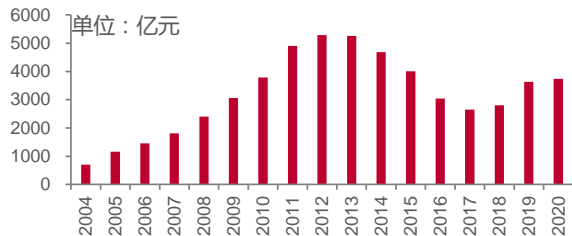
- 供给侧改革以来，国内煤炭资源开采往晋陕蒙集中，2019年晋陕蒙三省份产量占比70%（2015年为64%）。
- 受疫情影响，2020年1-2月原煤产量同比下降6.3%，3、4月份随着政策号召保障能源供应以及供给端快速复工复产，原煤产量分别同增9.6%和6.0%，而该时期下游需求尚未恢复，导致该阶段出现年内煤价最低点。
- 5月份以来，随着内蒙地区倒查过去二十年涉煤腐败问题的推进，当地产量下滑较为明显。
- 今年1-11月全国原煤累计产量同比增长0.4%，预计全年产量同比略增。

4、预计未来几年内，行业新增产量小幅正增长

■ 行业固定资产投资水平决定了未来产出水平

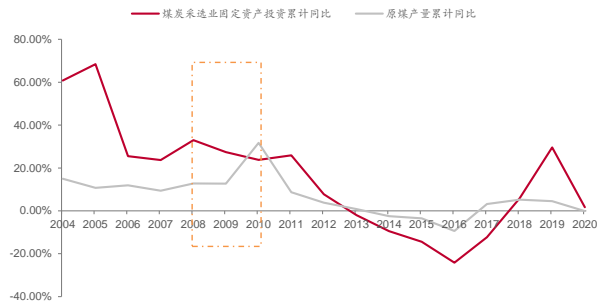
- 行业产量增速大约滞后于固定资产投资增速2-3年，2013-2017行业固定资产投资持续负增长，2018、2019、2020年实现+5.9%、+29.6%、+2.8%（2020年为1-10月份数据），但绝对投资额显著偏低（2019年为3600多亿元，而2012、13年皆为5200多亿元），我们预计未来几年煤矿新增产量小幅正增长。
- 从主要的上市公司也可以看出，资本开支较为谨慎（兖煤、中煤资本开支较大一部分用于煤化工项目建设）。

图表：历年来煤炭行业固定资产投资额



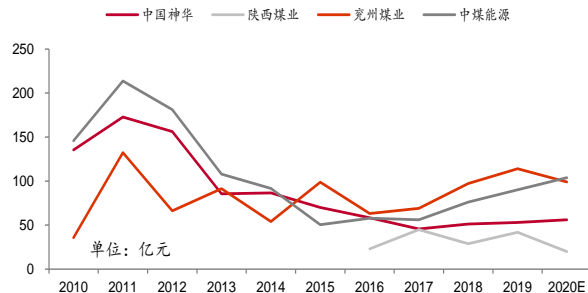
来源：wind，中泰证券研究所
备注：2020年数据为预测值，假设前10月增速为全年增速

图表：固定资产投资增速与原煤产量增速对比



来源：wind，中泰证券研究所
备注：2020年为前10个月数据

图表：四家大型煤企资本开支情况



来源：上市公司公告，中泰证券研究所

5、预计未来几年内，行业新增产量小幅正增长

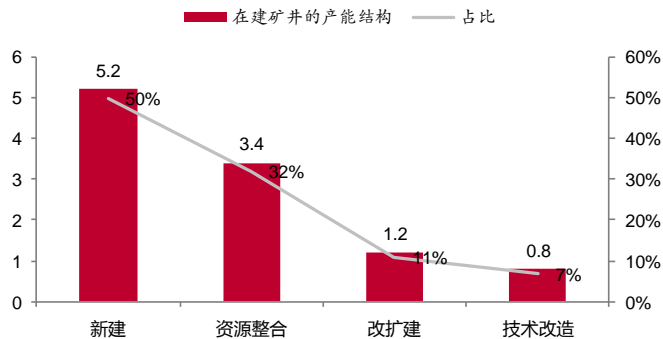
■ 在建矿井将贡献未来产出增量，其产能主要由新建和资源整合构成

➢ 在建矿井的产能主要由新建、资源整合、改扩建和技术改造等4个方面构成。截至2018年底，在建矿井产能10.3亿吨，其中新建矿井产能5.2亿吨、占比50%，资源整合矿井产能3.4亿吨、占比32%，改扩建矿井产能1.2亿吨、占比11%，技术改造矿井产能0.8亿吨、占比7%。在建项目中已经进入联合试运转的3.7亿吨矿井中，新建矿井产能2.4亿吨、占比64%，资源整合矿井产能0.7亿吨，改扩建矿井产能0.4亿吨，技术改造矿井产能0.2亿吨。

■ 2019年至今发改委新核准煤矿项目约2.4亿吨，绝大部分属于表外转表内

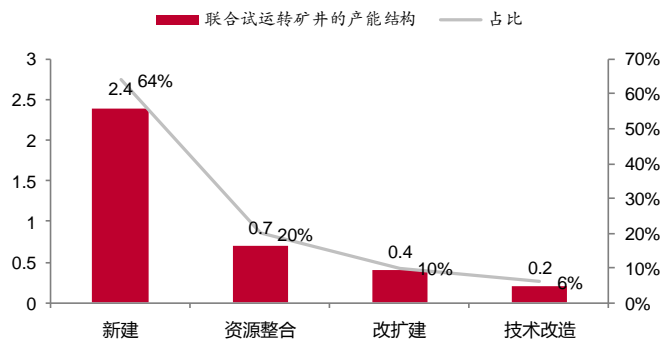
➢ 2019年发改委共核准煤矿43座，合计产能为2.1亿吨；2020年年初至12月份，发改委共核准煤矿16座，合计产能为0.27亿吨。上述产能基本上都属于未经核准擅自开工建设的违规煤矿，项目核准更多是表外转表内，对实际新增产量影响有限。

图表：2018年底在建矿井产能结构（亿吨）



来源：能源局、中泰证券研究所

图表：2018年底联合试运转矿井产能结构（亿吨）

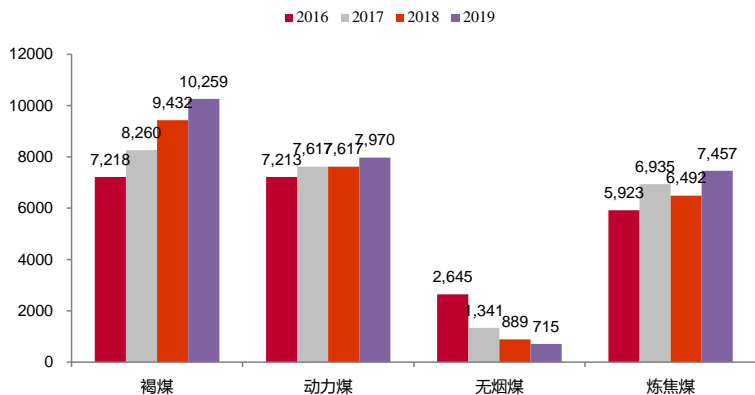


来源：能源局、中泰证券研究所

6、进口煤平控政策延续，2021年预计稳中有降

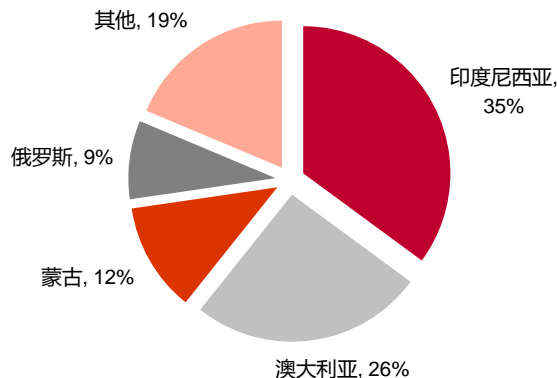
- 进口煤主要来自印尼、澳大利亚、蒙古和俄罗斯等四国。2019年，我国累计进口褐煤1.03亿吨，动力煤0.8亿吨，炼焦煤0.75亿吨，无烟煤0.07亿吨，占比分别为39%、30%、28%和3%。2019年进口来源国主要是印尼（1.05亿吨），澳大利亚（0.8亿吨），蒙古（0.4亿吨），俄罗斯（0.3亿吨），占比分别为35%、26%、12%和9%。
- 进口煤是国内煤炭供给的重要补充。2019年全年进口量约3.0亿吨，出口量603万吨，产量37.46亿吨，进口量占国内表观消费量比重为7.4%。

图表：近四年国内进口煤种结构（万吨）



来源：海关总署，中泰证券研究所

图表：2019年国内进口煤来源地结构

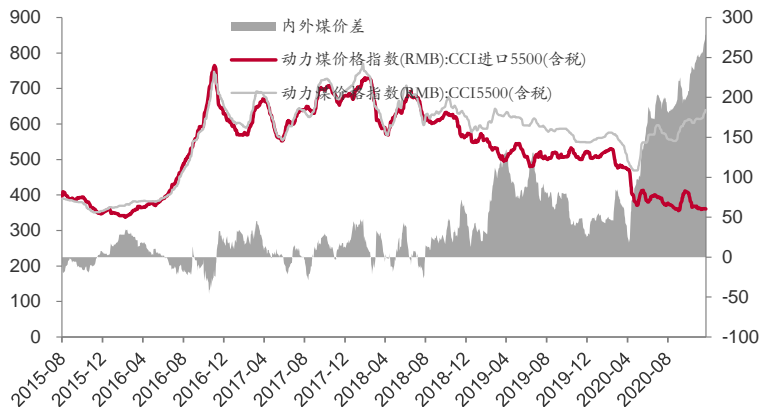


来源：海关总署，中泰证券研究所

7、进口煤平控政策延续，2021年预计稳中有降

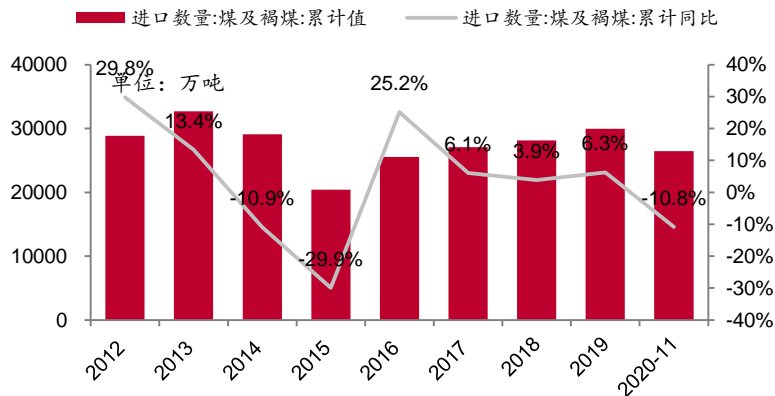
- **海外煤炭价格优势明显。**由于疫情导致海外经济增速回落、中国限制通关等因素，2020年外煤价格优势依然明显，当前CCI进口5500(含税)动力煤价格指数比国内CCI5500(含税)动力煤价格指数便宜约200元/吨以上。
- **限制澳煤进口风云再起，对炼焦煤影响更为显著。**1-11月份国内进口煤及褐煤累计为2.65亿吨(-10.8%)，其中5月以来持续负增长。2019年，中国从澳大利亚进口动力煤4569万吨，炼焦煤3084万吨，分别占国内动力煤、焦煤表观消费量比重为1.4%、5.7%，澳洲焦煤低硫、高粘结性，停止进口对炼焦煤煤价形成支撑。

图表：海外煤炭价格优势依然明显（元/吨）



来源：wind，中泰证券研究所

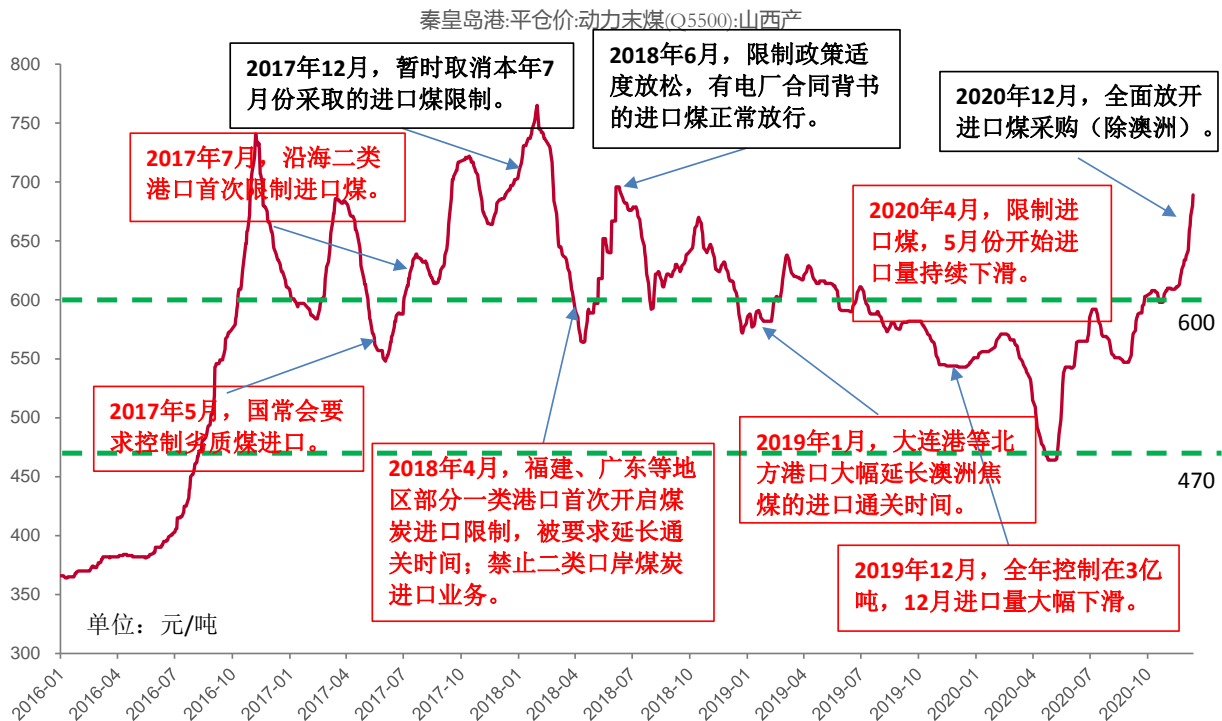
图表：2020年前11月进口煤量同比增长-10.8%



来源：海关总署，中泰证券研究所

8、进口煤平控政策延续，2021年预计稳中有降

图表：2016年以来进口煤调控措施一览表



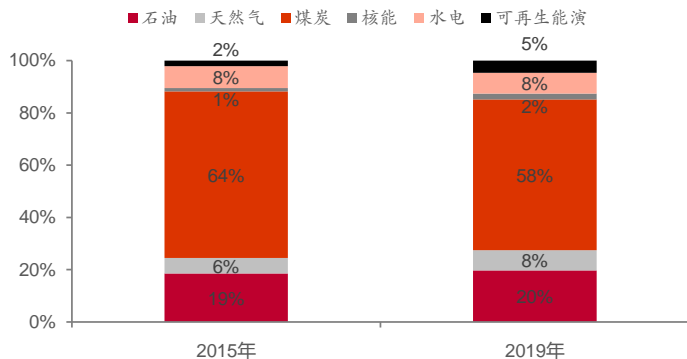
- 进口干预成为政府调控煤价重要手段之一。自2017年以来，政府总会在国内供需矛盾弱化的时期，出台限制性措施，保护国内供给侧改革的成果，稳定国内煤炭价格体系以及减少外汇支出等。预计2021年，进口煤平控政策延续，2021年进口量预计稳中有降。

9、煤炭下游需求主要看火电、钢材、建材和煤化工等

■ 四大行业耗煤占比90%

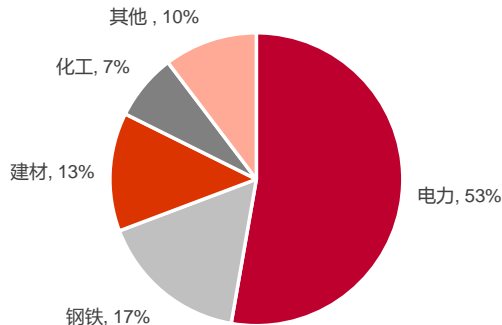
- 根据中煤协与能源局统计，2018年煤炭消费总量约38.8亿吨，同比增加1%，2019年继续增长1%，煤炭行业需求韧性依然较强。
- 火电、钢铁、建材和煤化工行业等4大行业，消费量占比分别为53%、17%、13%和7%，合计为90%。

图表：2019年煤炭在我国一次能源占比为58%



来源：BP能源，中泰证券研究所

图表：2019年煤炭下游需求结构示意图



来源：中煤协，中泰证券研究所
备注：2019年前10月数据



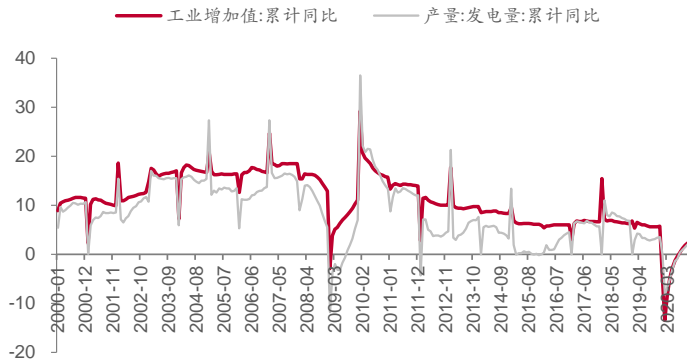
■ 工业增加值增速企稳回升，2020年火电行业产出4月份以来逐渐恢复正常

➢ 4月以来，国内经济活动在受疫情影响后逐步恢复，工业增加值增速1-11月累计为2.3%；全国发电量单月同比增速从4月开始转正，1-11月累计为2.0%。

➢ 从主要发电主体来看，火电发电量1-11月同比增速为+0.3%，水电为+4.9%，风电+10.7%，核电+5.0%，太阳能+8.1%。

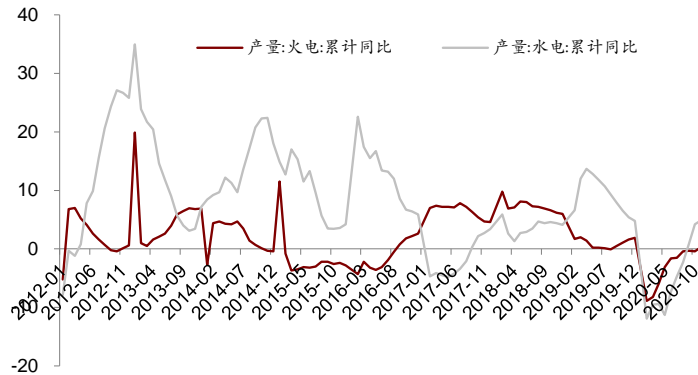
■ 展望2021年，随着经济活动的进一步复苏（wind一致预测中国2021年GDP增速将达到8.9%，2020E为2.1%），工业产出增速回升，火电发电同比增速有望改善。（见下页预测模型）

图表：发电量增速与工业增加值增速息息相关



来源：wind，中泰证券研究所

图表：2020年1-11月火电发电量同比增速为0.3%



来源：wind，中泰证券研究所



图表：火电发电量的预测模型

分产业用电量（单位：亿千瓦时）	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
第一产业	634	680	746	780	857	900	945
第二产业	42345	44674	47878	49362	50489	52509	54084
第三产业	8680	9609	10834	11863	11960	13754	15129
居民用电	8152	8788	9697	10250	10822	11363	11932
全社会用电合计	59811	63751	69155	72255	74128	78526	82090
YOY	5.1%	6.6%	8.5%	4.5%	2.6%	5.9%	4.5%
分产业用电占比	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
第一产业	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%
第二产业	70.8%	70.1%	69.2%	68.3%	68.1%	66.9%	65.9%
第三产业	14.5%	15.1%	15.7%	16.4%	16.1%	17.5%	18.4%
居民用电	13.6%	13.8%	14.0%	14.2%	14.6%	14.5%	14.5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
分产业用电增速	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
第一产业	5.4%	7.3%	9.8%	4.5%	9.9%	5.0%	5.0%
第二产业	2.9%	5.5%	7.2%	3.1%	2.3%	4.0%	3.0%
第三产业	11.2%	10.7%	12.7%	9.5%	0.8%	15.0%	10.0%
居民用电	10.8%	7.8%	10.3%	5.7%	5.6%	5.0%	5.0%
全社会发电量合计	60591	64529	69940	73253	74877	79319	82919
发电量增速	5.2%	6.5%	8.4%	4.7%	2.2%	5.9%	4.5%
用电/发电	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
GDP增速	6.7%	6.8%	6.6%	6.1%	2.1%	8.9%	5.3%
电力消费弹性系数	76%	97%	128%	73%	123%	66%	86%
火电发电量	43609	45877	49231	50450	50820	52804	54122
火电量增速	2.4%	5.2%	7.3%	2.4%	0.7%	3.9%	2.5%
火电发电量占比	72.0%	71.1%	70.4%	68.9%	67.9%	66.6%	65.3%

来源：中电联，wind，中泰证券研究所

■ 火电发电量的预测模型假设条件：

➤ 结合2020年1-10月各产业、居民用电增速，假设2020年第一产业/第二产业/第三产业/居民部门用电增速分别为9.9%、2.3%、0.8%、5.6%。

➤ 假设2021、2020两年平均经济增速恢复至2019年度水平，用电增速亦相应恢复，预计2021年第一产业/第二产业/第三产业/居民部门用电增速分别为5.0%、4.0%、15.0%、5.0%。

➤ 假设2022年经济增速恢复至2019年度水平，预计2022年第一产业/第二产业/第三产业/居民部门用电增速分别为5.0%、3.0%、10.0%、5.0%。

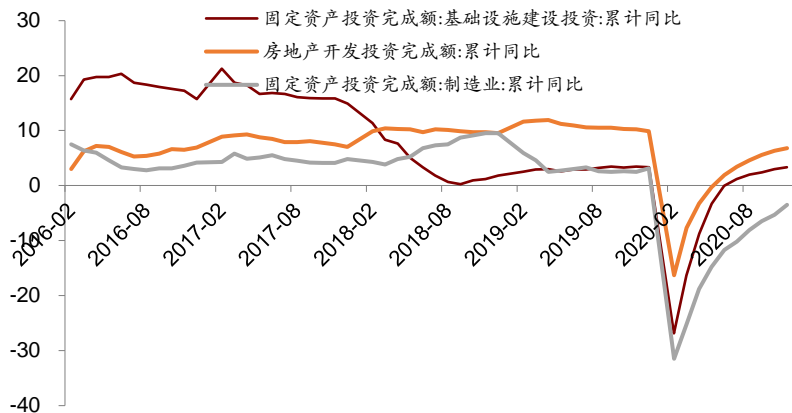
➤ 结合近年来趋势，预计2020/21/22年，火电发电量占比分别下降1.0/1.3/1.3pct。

■ 预计2020/21/22年，火电发电量增速分别为0.7%、3.9%和2.5%。

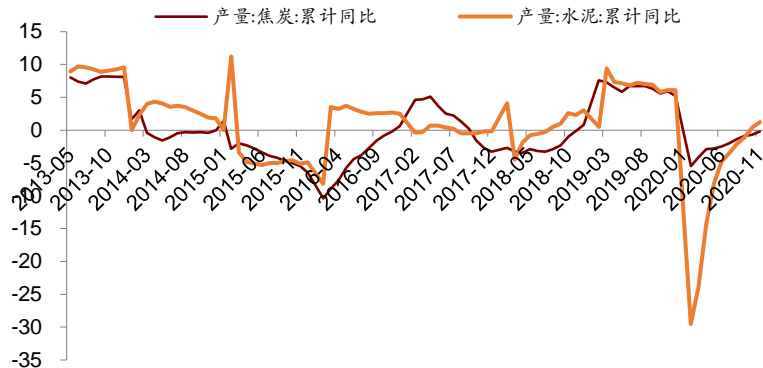
基建地产是稳经济重要发力点，2021年钢材建材需求预计表现平稳

- 2020年1-11月，基建固定资产投资累计增长3.32%，房地产固定资产投资累计增长6.8%。地产和基建仍是经济增长的重要发力点，对上游大宗商品需求有较强支撑。预计2021年钢铁、建材行业煤炭需求仍会略增。
- 2020年1-11月生铁产量累计增速4.2%；焦炭受制于去产能政策产量有所下滑，1-11月累计为-0.2%；1-11月水泥产量累计增速1.2%。

图表：4月以来基建和地产单月投资增速持续为正（单位：%） 图表：4月以来钢铁和水泥单月产量平稳增长（单位：%）



来源：wind，中泰证券研究所

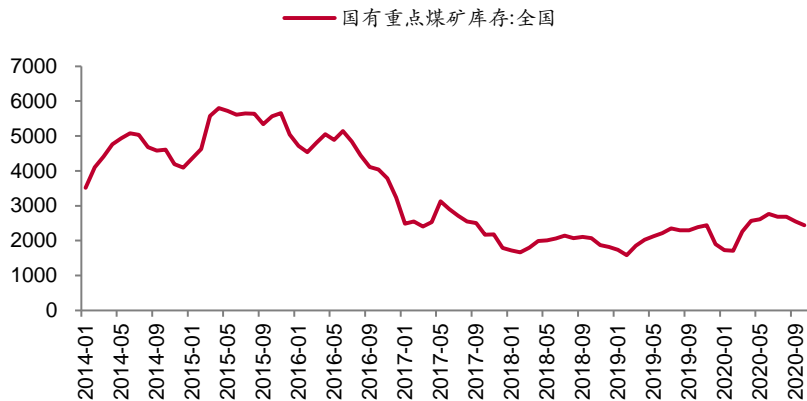


来源：wind，中泰证券研究所

13、上游产地煤炭库存维持低位水平

- 上游：产地煤炭库存维持低位水平，供给端缺乏弹性。
- 去产能叠加近年来安监、环保因素不断打压煤企生产与存储，全国国有重点煤矿煤炭库存自2015年11月达到5656万吨高点后开始不断下滑，目前基本维持在2000-3000万吨左右，相当于全国日煤炭产量2-3倍。
- 截至2020年12月中旬，生产企业动力煤库存量1455万吨，相当于全国日煤炭产量1.5倍。

图表：国有重点煤矿库存水平（万吨）



来源：wind，中泰证券研究所

图表：当前动力煤生产企业库存量偏低

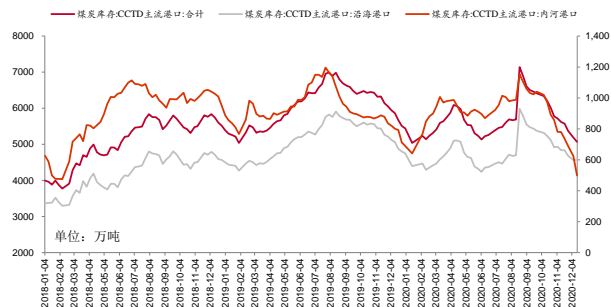


来源：煤炭资源网，中泰证券研究所

14、动力煤中下游库存：港口库存偏低

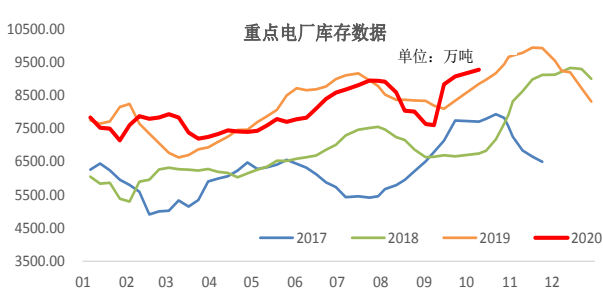
- 近年来煤炭主产地逐渐向“三西”地区集中，导致煤炭的产地和下游消费地距离越来越远。在供给端库存弹性很小的状况下，上游供给和中游运输一旦出现问题，动力煤价格便存在大幅波动可能。为了平滑波动，从2018年二季度开始下游终端电厂便主动维持高库存以抵御煤价大幅波动的潜在可能。
- 截至2020年12月中旬，CCTD主流港口煤炭库存为5071万吨，同比下降约792万吨，相比年初下降369万吨。
- 截至2020年10月15日，全国重点电厂库存量为9281万吨，同比上升301万吨，相比年初上升1441万吨；库存可用天数为29天，同比上升3天，相比年初上升13天。

图表：2020年全国主流港口煤炭库存有所下滑



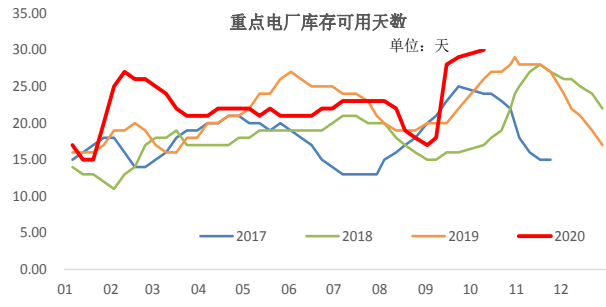
来源：wind，中泰证券研究所

图表：重点电厂煤炭库存情况



来源：煤炭资源网，中泰证券研究所

图表：重点电厂煤炭可用天数情况



来源：煤炭资源网，中泰证券研究所

15、炼焦煤中下游库存:港口库存偏低

■ 炼焦煤港口库存偏低

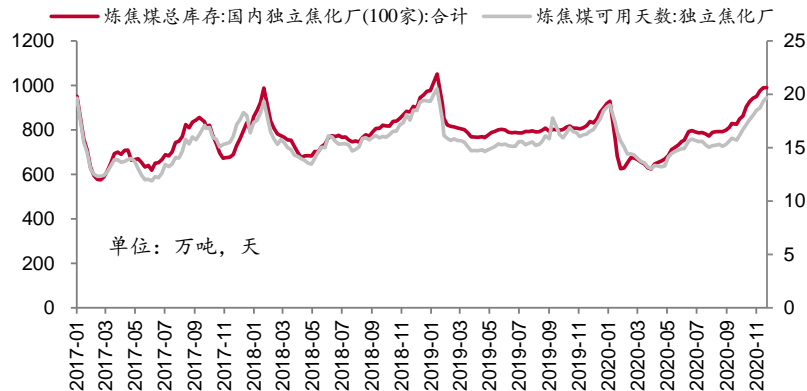
- 截至12月11日，六港口炼焦煤库存306万吨，同比下降367万吨，相比年初下降294万吨；
- 截至12月11日，独立焦化厂（100家）焦煤库存990万吨，同比增加152万吨，相比年初增加110万吨；可用天数19.7天，同比增加3.1万吨，相比年初增加2.0天。我们判断，终端炼焦煤库存上升也与焦化行业去产能导致焦煤消费量减少等有关。

图表：港口焦煤库存水平明显低于上年



来源：wind，中泰证券研究所

图表：当前独立焦化厂焦煤库存同比略有上涨



来源：wind，中泰证券研究所

16、2020-2022年煤炭行业供需平衡表测算

图表：煤炭供需平衡表测算（2020-2022年）

名称	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭总消费量（万吨）	397,389	401,504	412,405	420,819
火电发电量（亿千瓦时）	50,450	50,803	52,784	54,104
增速	2.4%	0.7%	3.9%	2.5%
度电耗煤（g/kwh）	454	453	452	451
火电耗煤（万吨）	229,000	230,142	238,639	244,116
火电耗煤占比	58%	57%	58%	58%
生铁产量（万吨）	80,937	84,336	86,023	87,744
增速	5.0%	4.2%	2.0%	2.0%
吨生铁耗煤（吨/吨）	0.80	0.80	0.80	0.80
生铁耗煤（万吨）	65,000	67,595	68,809	70,044
生铁耗煤占比	16%	17%	17%	17%
水泥产量（万吨）	233,036	235,832	240,549	245,360
增速	6.10%	1.2%	2.0%	2.0%
吨水泥耗煤（建材全口径，吨/吨）	0.16	0.16	0.16	0.16
建材行业耗煤（万吨）	38,000	38,379	39,068	39,770
建材行业耗煤占比	10%	10%	9%	9%
化工耗煤（万吨）	30,000	32,000	34,000	36,000
化工耗煤占比	8%	8%	8%	9%
四大行业耗煤总量（万吨）	362,000	368,115	380,516	389,930
四大行业耗煤占比	91%	92%	92%	93%
其他行业耗煤（万吨）	35,389	33,389	31,889	30,889
国内煤炭消费量（万吨）	397,389	401,504	412,405	420,819
国内原煤产量（万吨）	385,000	386,925	398,533	409,293
国内商品煤产量（万吨）	371,525	373,383	384,584	394,968
进口量（万吨）	29,967	28,000	27,000	25,000
出口量（万吨）	603	400	400	400
库存变化（万吨）	3,500	-522	-1,221	-1,251

■ 结合中煤协、统计局的数据以及前文的分析，我们对未来三年行业供需平衡表预测如下：

■ 根据测算，我们预计2020/2021/2022年年煤炭消费总量约40.2/41.2/42.1亿吨，对应增速分别约1.0%、2.7%、2.0%，具体如下：

➢ 2020/2021/2022年火电产量同比分别增加0.7%、3.9%、2.5%，假设单位能耗年下滑0.2%，火电耗煤量分别约为23.0、23.9、24.4亿吨。

➢ 2020/2021/2022年生铁产量同比分别增加4.2%、2.0%、2.0%，假设单位能耗年下滑0.2%，生铁耗煤量分别约为6.8、6.9、7.0亿吨。

➢ 2020/2021/2022年水泥产量同比分别增加1.2%、2.0%、2.0%，假设单位能耗年下滑0.2%，水泥耗煤量约为3.8、3.9、4.0亿吨。

➢ 2020/2021/2022年化工用煤方面，考虑新型煤化工项目的投产，预计煤化工耗煤量分别为3.2、3.4、3.6亿吨，同比分别增长6.7%、6.3%和5.9%。

➢ 2020/2021/2022年其他行业耗煤方面，考虑环保高压下散煤逐渐被替代，预计其他行业耗煤量分别下滑至3.3、3.2、3.1亿吨，同比分别下降5.7%、4.5%和3.1%。

■ 根据前述假设，2020/2021/2022年国内新增产量有序可控，预计原煤产量分别为38.7/39.9/40.9亿吨，对应增速分别为0.5%、3.0%、2.7%。

■ 进口量方面，基于前文稳中有降的判断，假设2020/2021/2022年煤炭进口量分别约2.8/2.7/2.5亿吨，对应增速分别约-6.6%、-3.6%、-7.4%。

■ 出口量方面，整体对供需格局影响小，假设出口量较为稳定，2020/2021/2022年煤炭出口量分别约400/400/400万吨。

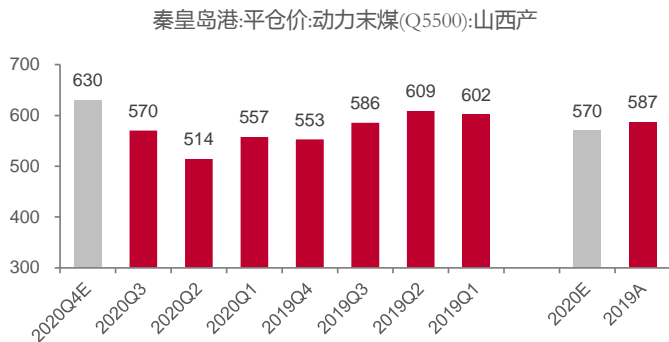
■ 通过以上假设分析，我们预计2021年将在2020年基础上继续消化一定的社会库存，煤炭行业供需格局紧平衡。

来源：wind、中煤协、中电联、中泰证券研究所

二、煤价展望：有望在中高位波动，2021年中枢预计略有提升

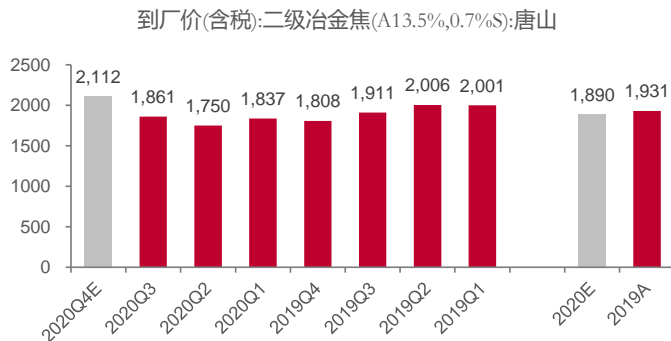
1、2020年煤价复盘

图表：秦皇岛5500动力煤季度价格走势



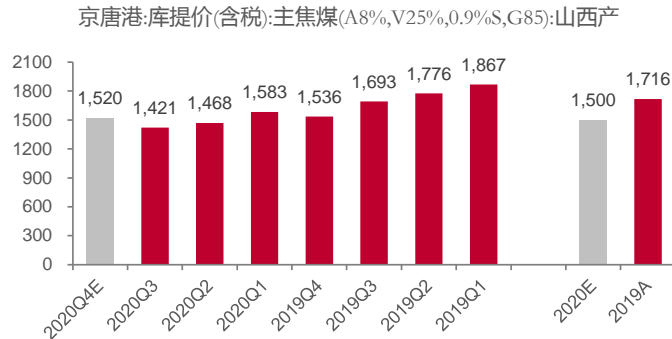
来源：wind，中泰证券研究所

图表：唐山二级冶金焦季度价格走势



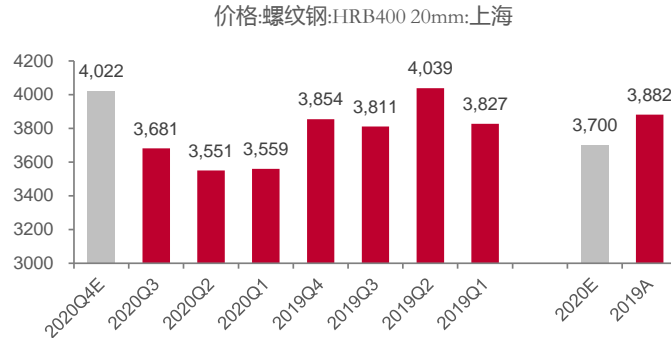
来源：wind，中泰证券研究所

图表：京唐港主焦煤季度价格走势



来源：wind，中泰证券研究所

图表：上海螺纹钢季度价格走势



来源：wind，中泰证券研究所

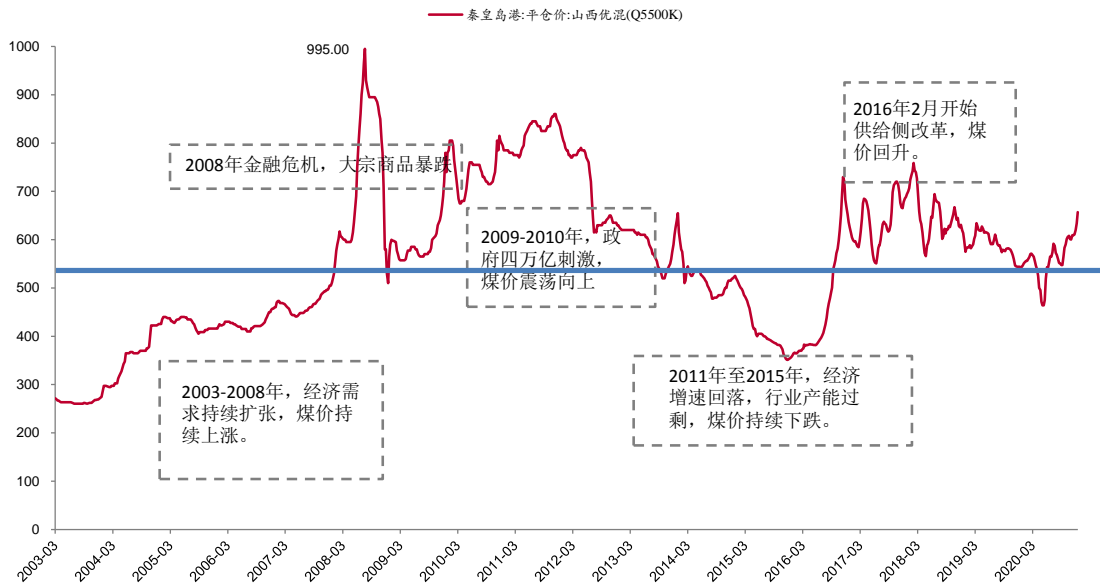
- **动力煤**：2020年预计均价570元/吨，同比下降约3%。
- **炼焦煤**：2020年预计均价1500元/吨，同比下降约13%。
- **焦炭**：2020年预计均价1890元/吨，同比下降约2%。
- **螺纹钢**：2020年预计均价3700元/吨，同比下降约5%。

2、动力煤价格探讨：将在什么区间波动？

■ (1) 从供需层面看动力煤价波动：

- 从中期维度看，我们认为煤价已经进入新常态区间，价格波动性减弱，未来几年大致区间就位于500-600元/吨之间。展望2021年，我们认为煤炭供需关系预计比2020年更为健康，动力煤价格中枢预计平稳略升。
- 从历史复盘看，2003年至今，秦皇岛港山西优混（Q5500K）均价约是560元/吨，供需皆是低增长的状态下，估计煤价在均值附近震荡时间较长。

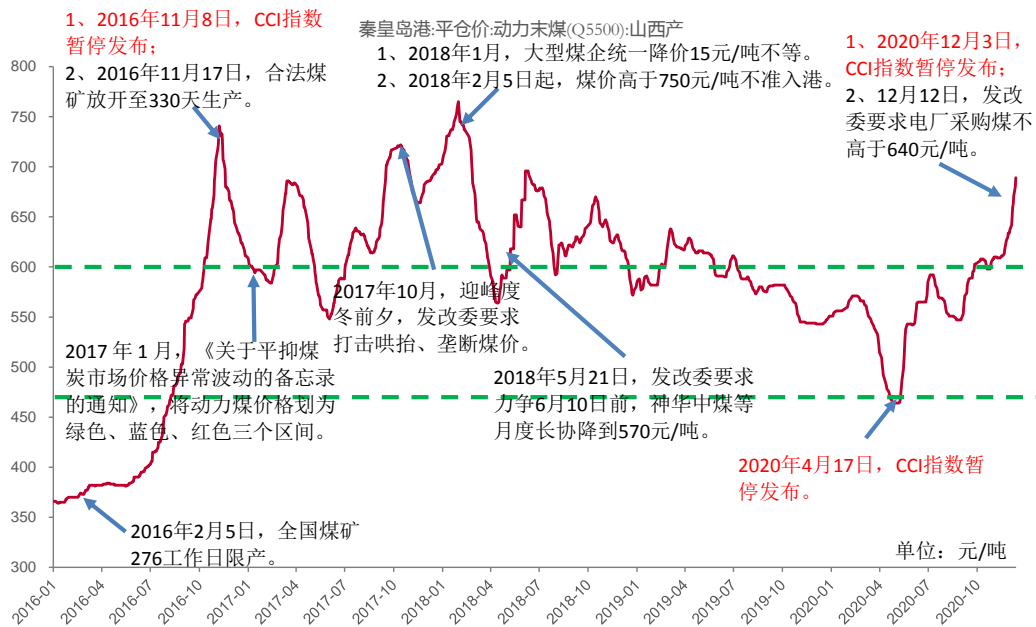
图表：2003年至今动力煤均价约为560元/吨



3、动力煤价格探讨：将在什么区间波动？

- (2) 从政策导向看动力煤价波动：2016年底《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，将动力煤价格划分为红色（大于600元/吨或小于470元/吨）、黄色（570-600元/吨或470-500元/吨）、绿色（500-570元/吨）三个区间。

图表：2016年以来政府对煤价的指导措施



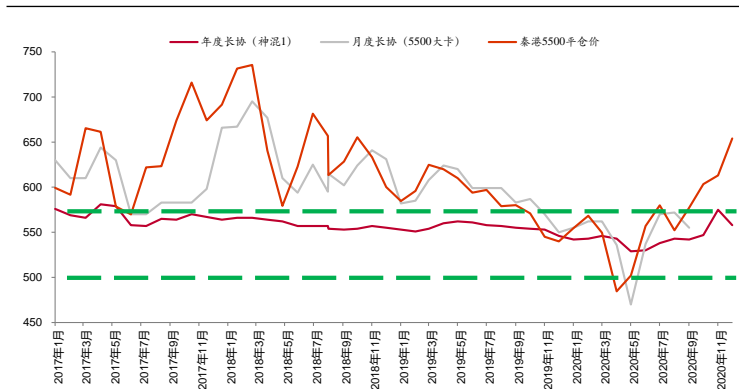
来源：wind，煤炭资源网，中泰证券研究所

4、动力煤价格探讨：将在什么区间波动？

■ (3) 从定价体系看动力煤价波动：

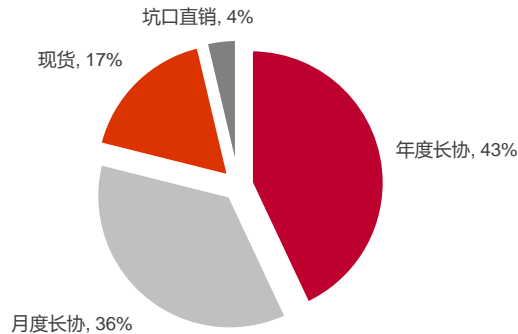
- 煤电双方签订长协，有利于保供稳价，是政策鼓励的方向。神华2020H1商品煤销售结构，年度长协、月度长协、现货、坑口直销占比分别为43%、36%、17%和4%。
- 2020年年度长协均价为545元/吨，同比下降11元/吨（或-2%），535元/吨为基准的年度长协大部分时间波动小且低于现货价格。

图表：年度、月度长协以及现货价格走势



来源：wind，中国神华，中泰证券研究所

图表：神华2020H1商品煤销售结构



来源：wind，中泰证券研究所

5、焦炭价格探讨：将在什么位置波动？

- 2020年焦炭去产能引发供应端偏紧。2020年焦炭行业去产能如火如荼，山东、山西、河南、河北等主产区，大力淘汰4.3米落后产能，根据MYSTEEL统计，如果按照相关文件来执行，2020年预计净淘汰产能2100万吨，考虑新建焦炭投产节奏滞后、下游需求增长、整体厂内库存低位，我们预计2021年焦炭价格有望同比持平或略增。

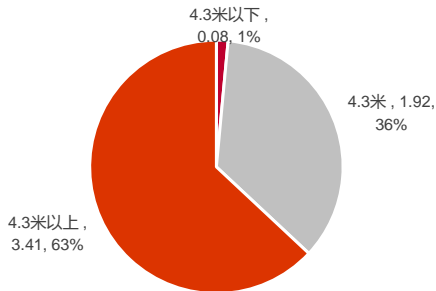
图表：2020年焦化产能新增淘汰统计

名称	Mysteel: 2020年焦化产能新增淘汰统计 (新增100%, 淘汰100%)												
产能情况	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	95		180	390	366	760			46	1471	120	4174	7602
新增	240	85	145	72	185	267.5	235	702	315	1001	706	1545	5498
新增-淘汰	145	85	-35	-318	-181	-492.5	235	702	269	-471	586	-2629	-2104

来源：Mysteel，中泰证券研究所；

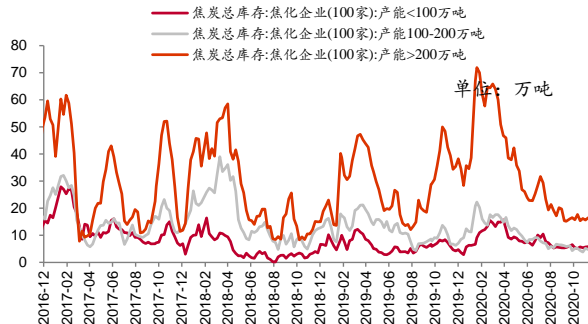
备注：假设淘汰按照相关文件100%执行，新增按计划100%投产

图表：2020年焦炭行业产能结构（亿吨、%）



来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表：焦化厂厂内库存持续处于低位

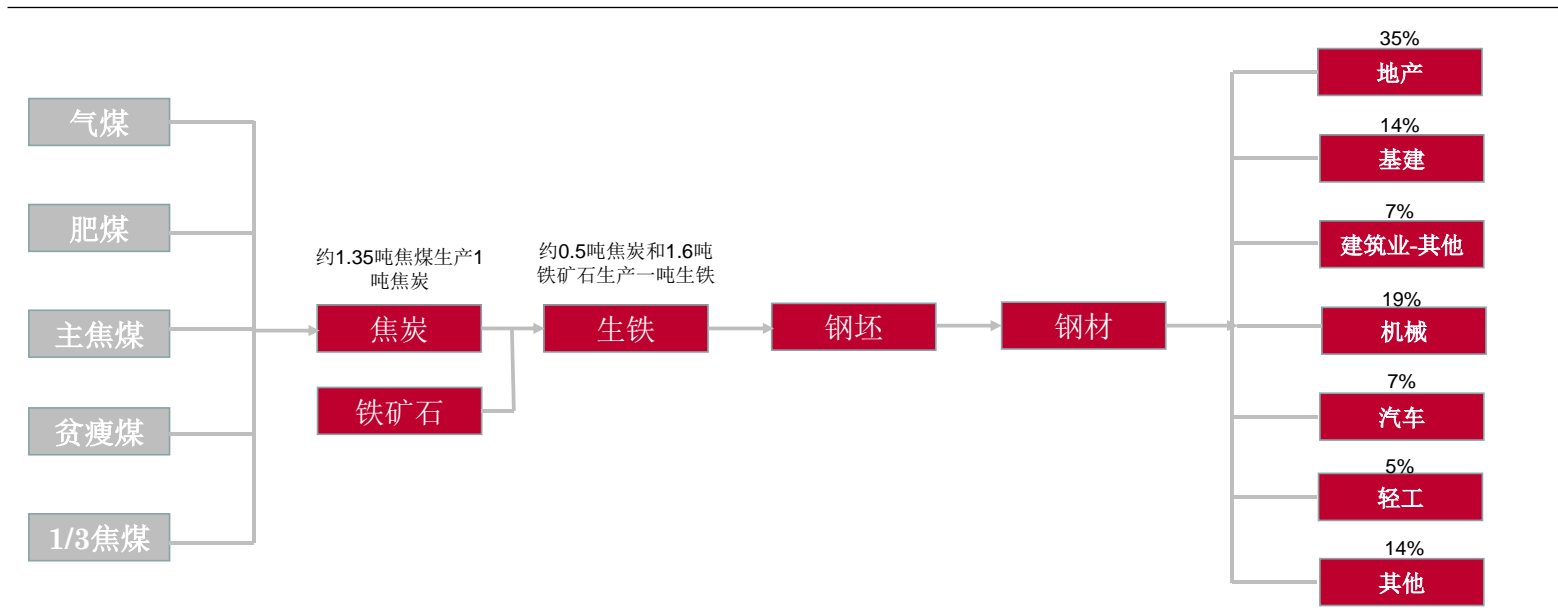


来源：wind，中泰证券研究所

6、炼焦煤价格探讨：将在什么位置波动？

- **焦煤价格判断：**受到疫情和下游焦炭去产能政策影响，2020前三季度煤价格表现比较疲软，京唐港主焦煤库提价从年初的1590元/吨下跌至9月下旬的1410元/吨，随着下游焦炭价格强势上涨、焦煤供应偏紧，焦煤价格持续攀升至当前1600元/吨。考虑到地产和基建仍将是稳定经济的重要动力且进口端制约仍较大，2021年焦煤价格有望同比持平或略增。

图表：焦煤-焦炭-钢铁产业链示意图



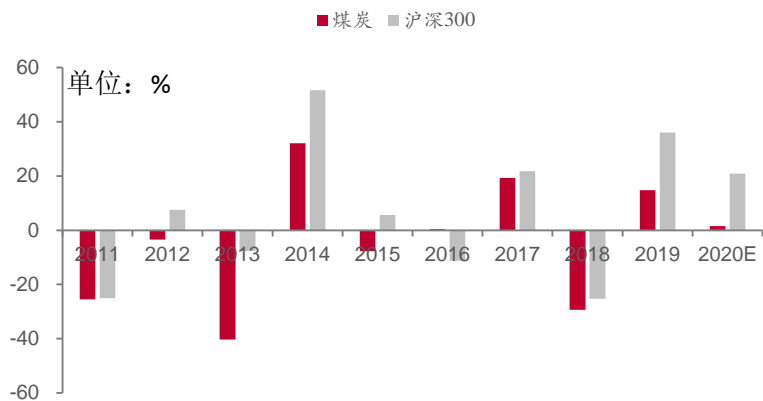
来源：wind、行业协会、中泰证券研究所
备注：钢材下游需求结构为2019年数据，来源统计局

三、投资策略：稳中求进，看好优质头部公司

1、2020年煤炭开采板块表现复盘

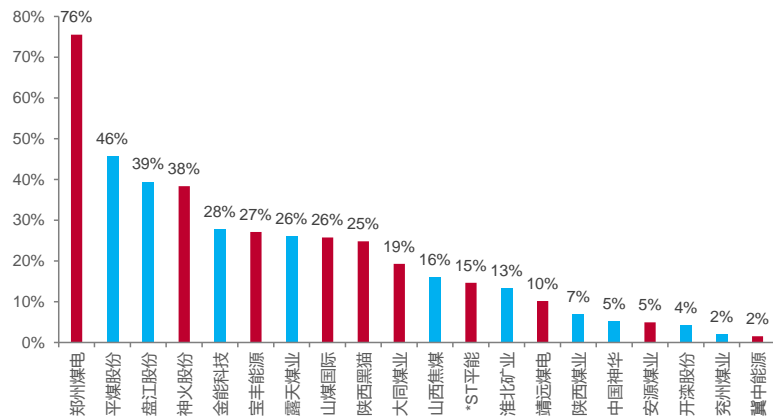
- 截至2020年12月16日收盘，煤炭板块累计涨幅1.6%，大幅跑输沪深300涨幅20.9%，连续4年跑输大盘。
- 截至2020年12月16日收盘，年度涨幅较好的个股，包括焦煤标的平煤、盘江、山焦、淮北等，焦炭标的金能、宝丰等，煤炭+电解铝标的的神火、露天等，动力煤标的陕煤、神华等，转型标的山煤国际等。

图表：2017-2020年煤炭板块连续跑输沪深300指数



来源：wind，中泰证券研究所
 备注：2020年为截至2020年12月16日收盘

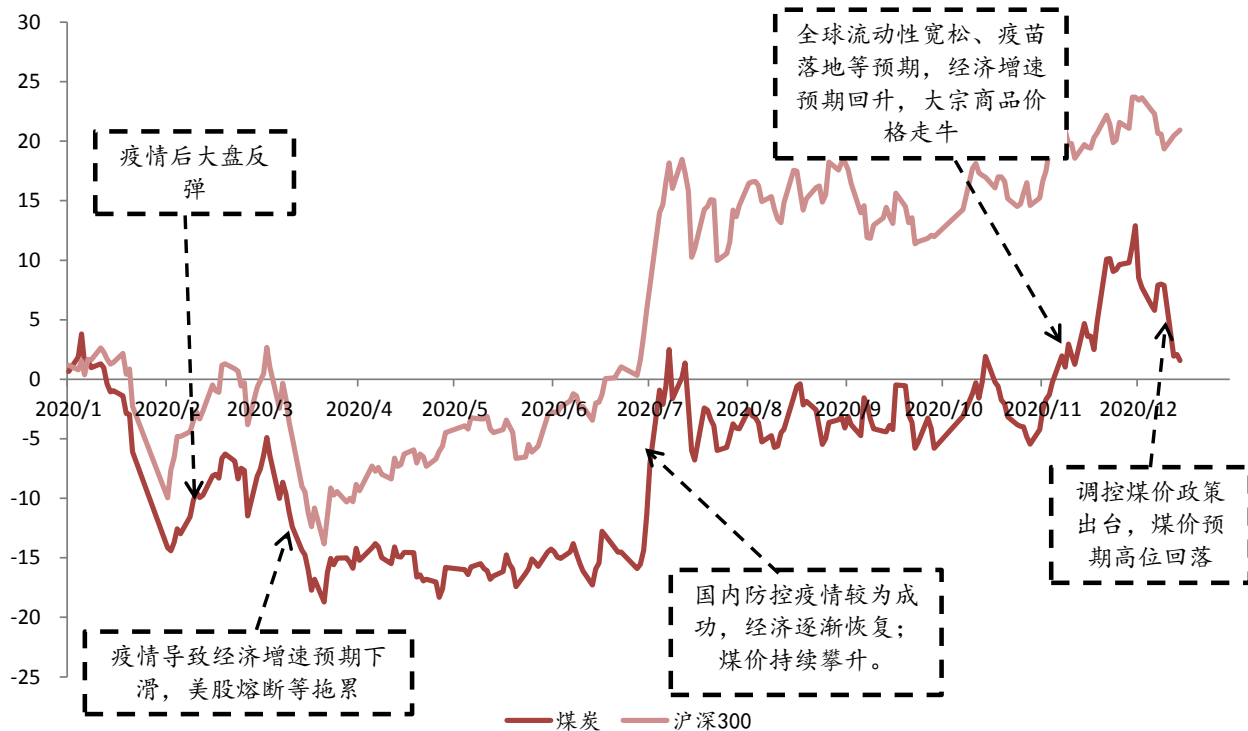
图表：2020年煤炭个股涨幅排行



来源：wind，中泰证券研究所
 备注：2020年为截至2020年12月16日收盘

2、2020年煤炭开采板块表现复盘

图表：2020年煤炭板块表现复盘



3、稳中求进，看好优质头部公司

- 板块估值处于历史底部区域。截至12月16日，煤炭开采指数（申万分类）市净率为1.06，处于破净边缘；市盈率（TTM）为12.3倍，大部分龙头煤企PE在7-8倍，皆处于历史底部位置。截至12月16日，煤炭开采指数PE(TTM)/沪深300指数PE(TTM)为0.8，处于历史底部区域，历史中位数1.3，历史平均数为1.7。
- 煤企资本开支少、集团持股比例高，龙头煤企近年来分红比例逐渐提升，包括神华、陕煤、兖煤、平煤等，从供需格局和政策走向上来看，我们认为煤价未来几年将在中高位，龙头煤企将维持较为稳健的盈利水平，具有产能增长的企业盈利还会有增长，龙头煤企7-8倍PE低估值，三年累计股息率约20%，具有较强吸引力，看好板块估值的修复。

图表：当前煤炭行业估值处于历史底部位置



来源：wind，中泰证券研究所

图表：煤炭指数相对沪深300估值也处于底部位置



来源：wind，中泰证券研究所

4、稳中求进，看好优质头部公司

- **重点推荐：**1、**淮北矿业**（低估值区域性焦煤龙头，焦煤、砂石骨料、煤焦化等多项业绩增长点齐头并进）；2、**陕西煤业**（资源禀赋优异的成长龙头，业绩稳健高分红）；3、**金能科技**（盈利能力强的焦炭公司，青岛PDH新项目将成公司增长引擎）；4、**中国神华**（煤企巨无霸，业绩稳定高分红）；5、**山西焦煤**（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；6、**盘江股份**（持续高分红，具有成长性的西南冶金煤龙头）；7、**平煤股份**（高分红的中南地区焦煤龙头，减员增效空间大）；8、**露天煤业**（蒙东地区褐煤龙头，煤炭稳健电解铝有弹性）。

图表：重点公司盈利预测与估值

公司名称	股价（元）	EPS（元/股）							PE							评级
		16A	17A	18A	19A	20E	21E	22E	16A	17A	18A	19A	20E	21E	22E	
中国神华（+）	17.74	1.14	2.26	2.21	2.17	2.09	2.15	2.21	16	8	8	8	8	8	8	买入
陕西煤业（+）	9.23	0.28	1.04	1.10	1.18	1.31	1.08	1.16	33	9	8	8	7	9	8	买入
兖州煤业（+）	10.18	0.42	1.38	1.61	1.76	1.46	1.29	1.45	24	7	6	6	7	8	7	买入
露天煤业（+）	10.39	0.50	1.07	1.24	1.28	1.32	1.43	1.54	21	10	8	8	8	7	7	买入
中煤能源	4.11	0.15	0.18	0.26	0.42	0.37	0.42	0.47	27	23	16	10	11	10	9	未评级
新集能源	2.66	0.09	0.01	0.10	0.22	0.11	0.15	0.19	29	296	26	12	24	18	14	未评级
大同煤业	5.25	0.11	0.36	0.39	0.54	0.50	0.52	0.60	48	15	13	10	11	10	9	未评级
淮北矿业（+）	10.55	0.34	0.41	1.68	1.68	1.68	1.79	1.91	31	26	6	6	6	6	6	买入
山西焦煤（+）	5.36	0.14	0.50	0.44	0.42	0.45	0.61	0.65	39	11	12	13	12	9	8	买入
盘江股份（+）	8.00	0.12	0.53	0.57	0.66	0.59	0.65	0.71	68	15	14	12	14	12	11	买入
平煤股份（+）	5.44	0.32	0.58	0.30	0.50	0.55	0.61	0.67	17	9	18	11	10	9	8	买入
潞安环能（+）	6.05	0.29	0.93	0.89	0.80	0.68	0.72	0.83	21	7	7	8	9	8	7	买入
冀中能源（+）	3.61	0.07	0.30	0.25	0.26	0.31	0.35	0.40	52	12	15	14	12	10	9	增持
*ST永泰（+）	1.40	0.06	0.05	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	25	29	264	124	70	47	35	持有
金能科技（+）	13.80	0.70	1.05	1.88	1.13	1.30	1.65	2.13	20	13	7	12	11	8	6	买入
开滦股份（+）	5.42	0.35	0.33	0.86	0.72	0.64	0.76	0.89	15	16	6	8	8	7	6	增持
美锦能源	6.34	0.30	0.26	0.44	0.23	0.20	0.41	0.47	21	24	14	28	32	16	13	未评级
神火股份（+）	7.40	0.18	0.19	0.13	0.71	0.37	0.53	0.70	41	38	57	10	20	14	11	买入
瑞茂通	5.73	0.52	0.70	0.47	0.41	0.47	0.54	0.61	11	8	12	14	12	11	9	未评级
简单平均									29	30	27	17	15	12	10	
剔除异常（负值及超过500）后平均									29	30	27	17	15	12	10	

来源：wind、中泰证券研究所

备注：股价取2020年12月16日收盘价，标注（+）的公司为中泰煤炭团队预测EPS，其他为wind一致预期。

四、风险提示

- **(1) 经济增速不及预期风险。**中小城市房地产市场降温、地方政府财政吃紧、与美国贸易问题等，都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- **(2) 政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **(3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- **(4) 煤炭进口影响风险。**随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生一定的影响。
- **(5) 测算误差风险：**本报告中火电发电量、煤炭供需等测算均是基于一定假设前提的，存在假定条件达不到测算不及预期的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。