



开源证券

煤价超预期，掘金正当时

煤炭行业2021年中期投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

姓名 任金星（联系人）

证书编号：S0790120060011

邮箱：renjinxing@kysec.cn

2021年5月11日

1. 2021年全年展望：基本面向好，煤价中枢上移

动力煤：供紧需旺，价格高位已成定局。预计全年动力煤价格整体偏强运行。一方面，后疫情时代中国内外双循环经济增长动力强劲，有望带动全年耗煤需求；另一方面，澳煤禁运延续将使进口规模收缩，同时产地环保、安全限产形成扰动，供给端趋紧，弹性收紧，且政策对于价格管控趋向宽松，利好动力煤价格中枢上移。

炼焦煤：供给趋于收紧，有望助力价格走强。尽管炼焦煤需求端受到焦钢限产影响，但在供给端较强的收紧预期下，炼焦煤价格有望获得支撑，其中山东去产能预计将于2021年底前落实，澳煤禁令延续收紧焦煤进口，预计供给明显收紧或将于下半年刺激焦价继续走强。

焦炭：焦价预期仍将偏强震荡运行。受益钢铁限产钢价持续走高，盈利改善情况下钢企对于原材料成本敏感程度下降，对于焦炭涨价接受程度相对提升，焦价向上有一定空间；由于焦煤供给格局趋向收紧，焦煤价格或呈上行趋势，压缩煤焦价差，因此焦炭价格向下或因成本端获得支撑。综合来看，焦炭价格不存在极端的向上或向下的驱动力，预计下半年焦价或于相对高位震荡运行。

2. 碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益

“碳中和”背景下，煤炭需求或于2030年触及天花板，但短期内能源支柱地位不会动摇。“碳中和”政策将推动供改政策持续深化，行业集中度加速提升，产能将进一步向资源禀赋好、开采条件好的西部地区集中。龙头煤企可在存量竞争中实现突围。

3. 四维度布局

稳健业绩+高分红，类债券属性凸显。受益标的：中国神华、平煤股份、盘江股份、陕西煤业、淮北矿业；

新产业布局，激发中长期增长潜力。受益标的：山煤国际、金能科技、华阳股份、中国旭阳集团；

国改深化，专业化整合提升主业实力。受益标的：山西焦煤、潞安环能、晋控煤业；

经济复苏带动高弹性股业绩增长。受益标的：兖州煤业、神火股份；

4.风险提示：经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

目录

CONTENTS

1

煤炭：基本面向好，煤价中枢显著上移

2

焦炭：焦炭需求有韧性，价格受前支撑

3

碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益

4

煤企盈利明显改善，估值低位有望修复

5

投资建议：四维度布局，高煤价下掘金

6

风险提示

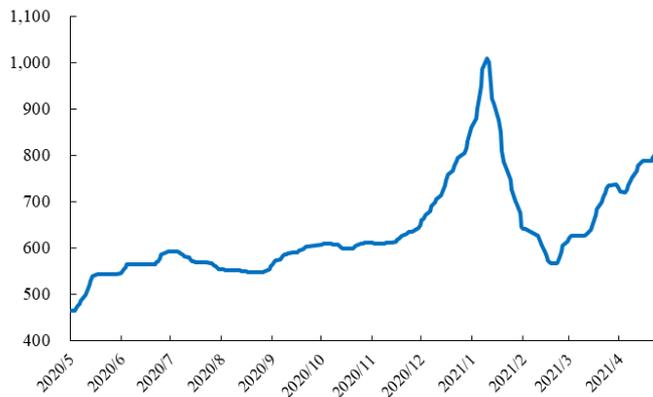
1.1 一季度煤价复盘：节前高位回落，节后强势反弹

2021年一季度动力煤及炼焦煤价格经历深V反转

2021年一季度，煤炭价格以春节假期为分水岭，整体呈现“节前高位回落、节后强势反弹”的深V走势。

- 春节前，产地端供给偏紧，叠加冬季旺盛的采暖需求以及焦钢厂高开工率下的焦煤需求，动力煤及炼焦煤价格均达到阶段高点，其中动力煤价格更是一度超预期上涨至1000元/吨的高位；
- 春节期间，产地保供维持正常生产，供给侧逐渐宽松，而下游开工率回落，同时冬末采暖需求减弱，动力煤及炼焦煤价格均有所回落；
- 春节后，下游工企复工复产加速，需求快速恢复，同时两会前后产地因反腐、安检、环保等政策因素限产力度加大，供给再度收紧，动力煤及炼焦煤价格实现快速反弹。

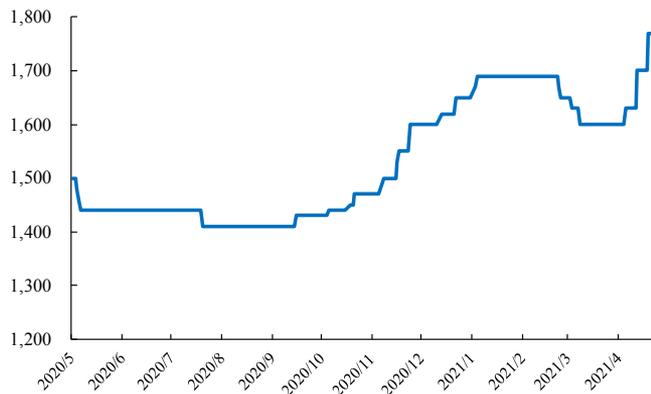
图1：2021Q1动力煤价格到达千元高点后经历深V反转（元/吨）



— 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q1炼焦煤价格高位下探后开启强势反弹（元/吨）



— 京唐港:库提价(含税):主焦煤:山西产

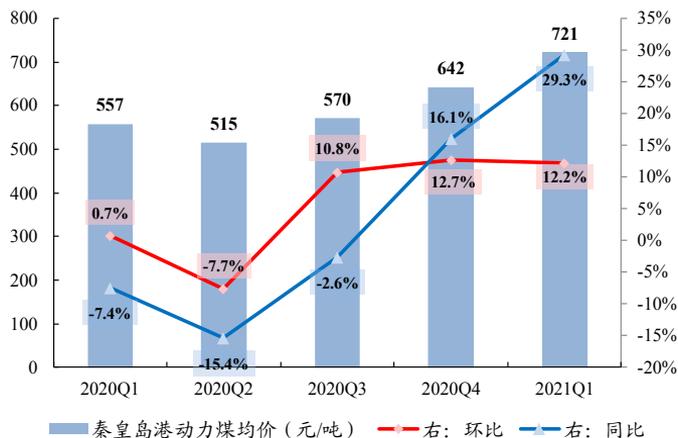
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 一季度煤价复盘：煤炭平均价格明显上涨

2021Q1动力煤及炼焦煤价格同/环比均明显上涨

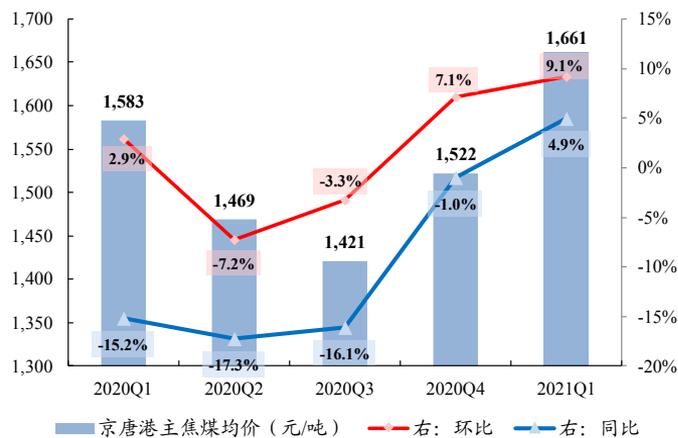
分煤种以及均价水平来看，2021Q1年秦港动力煤山西产Q5500均价为721元/吨，同比上涨29.3%；2021Q1年京唐港主焦煤（山西产）均价为1661元/吨，同比上涨4.9%。整体来看，2021Q1动力煤及炼焦煤价格均明显上涨。

图3：2021Q1秦港动力煤均价同比/环比均大涨（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q1京唐港主焦煤均价同比/环比均大涨（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 供给端由松转紧，产地限产因素增多难以放量

供给端由松转紧，产地限产因素增多难以放量

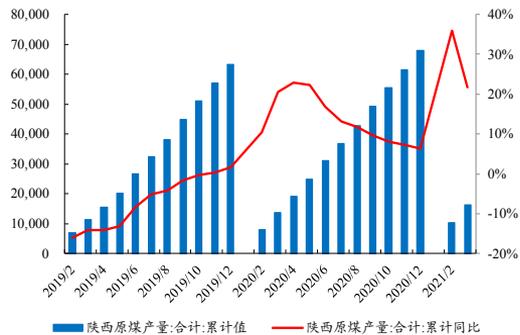
产地方面，Q1煤炭累计产量9.7亿吨，实现同比大幅增长16%。除去2020年同期疫情导致基数偏低的原因外，产地保供是增产的主要原因。一季度（主要为1-2月）为保障旺盛的供暖用煤需求，在国家能源保供政策的大力支持下，产地煤矿开工率高企，同时春节期间保持正常生产，产量大幅增长，供给端趋向宽松。而春节后，进入3月随着气温回升保供政策逐渐退出，同时“两会”召开致使反腐、环保、安全等因素成为焦点，各主产地纷纷加大相关政策限产力度，供给端重新收紧。因此3月累计煤炭产量同比增速呈边际下降趋势。

图5：2021Q1煤炭累计产量同比大增（亿吨）



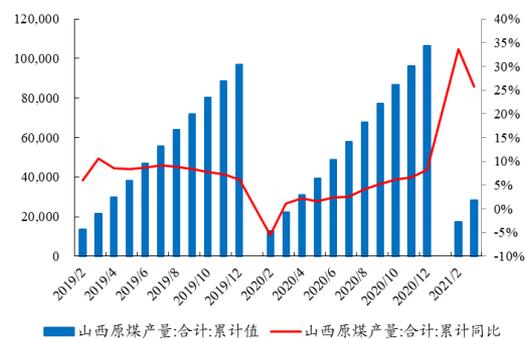
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021Q1陕西省煤炭累计产量同比大增（万吨）



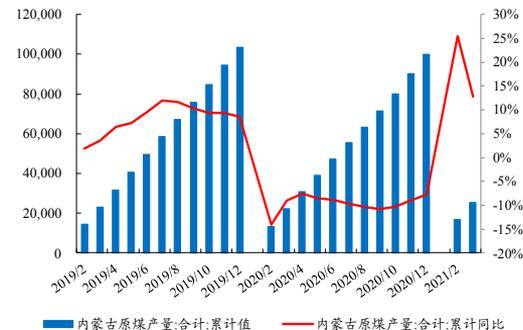
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021Q1山西省煤炭累计产量同比大增（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021Q1内蒙古煤炭累计产量同比大增（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 进口规模大幅缩减，进一步收紧供给

进口规模大幅缩减，进一步收紧供给

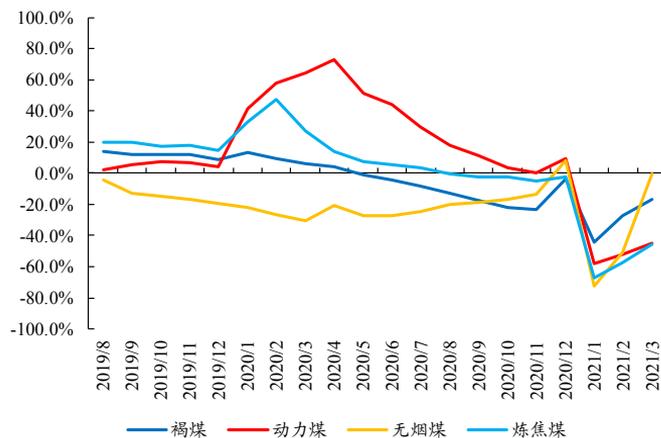
- 进口方面，Q1煤炭进口量累计6846万吨，同比大降28.5%。主观来看，自2020年澳煤禁运后，政策方面或有意对能源进口实行合理控制，一定程度缩减了煤炭进口；客观来看，可用于替代澳煤的印尼煤（动力煤）、蒙煤（炼焦煤）均受到其国内疫情因素扰动影响，导致进口规模下降。
- 分煤种来看，一季度累计进口量中，炼焦煤同比降幅最大，达45.5%；广义动力煤（动力煤及褐煤）同比降幅达30.2%。

图9：2021Q1煤炭累计进口量同比大降（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021Q1各主要煤种累计进口量同比增速均为负值



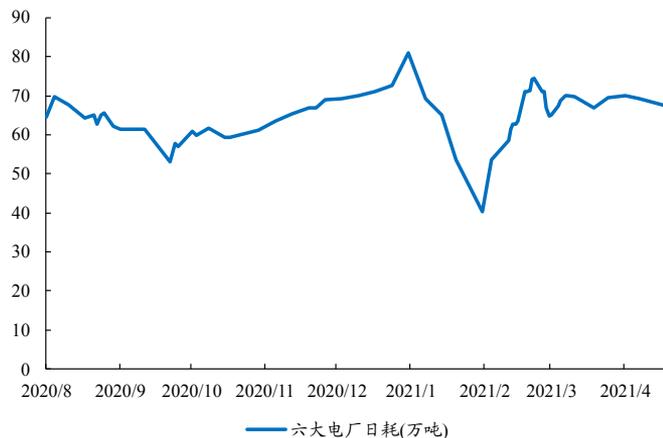
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 一季度发电量强势增长，旺盛需求支撑电厂日耗高位

一季度发电量强势增长，旺盛需求支撑电厂日耗高位

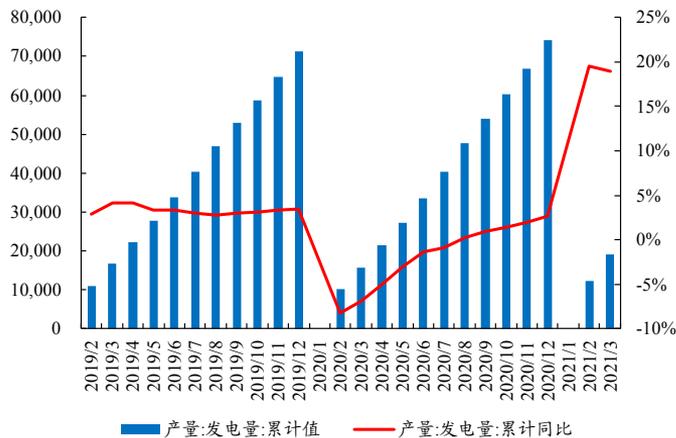
动力煤需求方面，春节前的旺盛需求主要来自于冷冬背景下的超预期供暖需求，六大电厂日耗于2021年1月达到峰值，约80万吨。春节期间，随着供暖季接近尾声，居民用电负荷减弱，同时工企休假开工率回落，工业用电负荷也接近低位，动力煤需求出现短暂弱势。春节后，在“就地过年”倡议下，下游工业企业复工复产明显加速，工业用电成为电厂耗煤的主要需求支撑。电厂日耗在工业用电负荷带动下大幅反弹，基本达到秋冬旺季高位水平。根据国家统计局数据，2021年一季度累计发电量19051亿千瓦时，同比增长19%，其中3月单月火电发电量达4952亿千瓦时，同比增长达25.7%。

图11: 2021年3月六大电厂日耗重回高位



数据来源：中国煤炭资源网、开源证券研究所

图12: 2021Q1累计发电量同比大幅增长



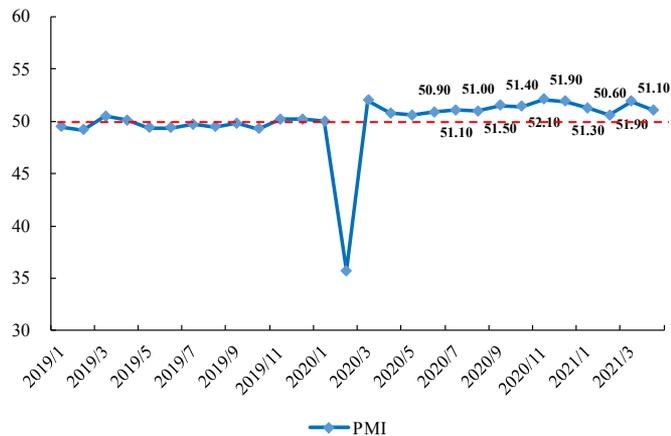
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 动力煤旺盛需求的背后，是强劲的经济增长动力

动力煤旺盛需求的背后，是强劲的经济增长动力

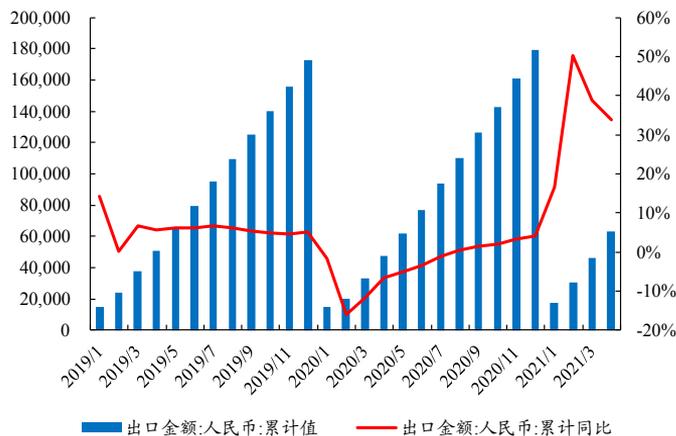
具体来看，支撑一季度发电量及动力煤需求的根本原因在于我国率先控制疫情背景下，经济增长的强大动力。2021年4月PMI指数为51.1，这是自2020年3月以来，我国PMI指数连续14个月站上50%的荣枯线。同时，海外疫情的持续发展导致海外企业开工率难以恢复，为国内出口制造业带来了大量市场需求，大幅提振了国内工业企业的生产积极性。根据海关总署数据，2021年截至4月累计出口金额达63255亿美元，同比增速达到33.8%。

图13：2020年3月以来，我国PMI连续14个月站上50荣枯线



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2021Q1我国出口金额同比大幅增长（亿美元）



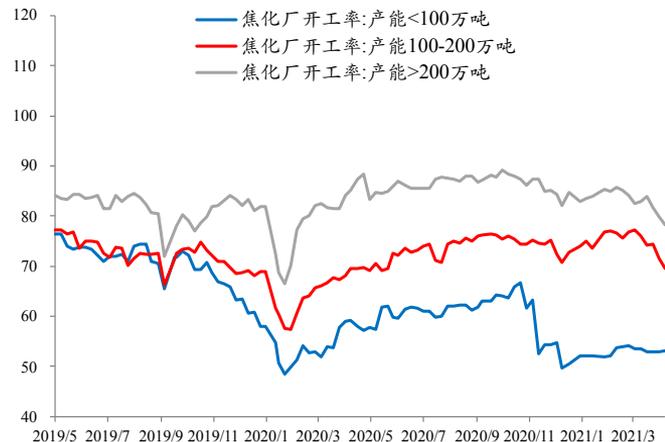
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7 炼焦煤需求受到扰动，主因焦钢企限产

炼焦煤需求受到扰动，主因焦钢企限产

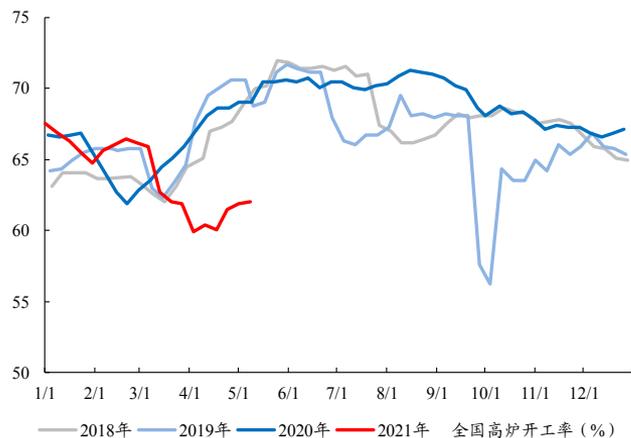
自2021年3月开始，以唐山为主的华北地区钢铁主产地开始严格实施环保限产政策，其中唐山更是实行常态化限产，导致钢企高炉开工率下滑，唐山高炉开工率降至50%以下。同时，焦企随后也开展了环保限产，开工率逐渐下滑。焦钢企的限产政策对炼焦煤需求有所压制。

图15：2021年1-4月焦企开工率高位下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021年1-4月全国高炉开工率由高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8 炼焦煤供给或将进一步收紧 - 山东去产能

炼焦煤供给趋紧因素一：山东发力焦煤去产能

山东省印发文件《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》。文件综合考虑煤矿资源禀赋、开采条件、灾害威胁程度等因素，要求到2021年，全省30万吨/年及以下8处煤矿全部关闭，核定产能240万吨；关闭退出19处采深超千米冲击地压煤矿，核定产能3160万吨，两项合计淘汰产能3400万吨。

- **淘汰产能省内占比接近三成：**根据山东省能源局数据，截至2020年底，省内在产煤矿共有96处，产能合计12656万吨。由此测算，此次淘汰产能在省内占比达26.9%，数量占比达28.1%。
- **淘汰矿井均为炼焦煤矿：**从煤种来看，此次退出煤矿主产煤种主要为炼焦煤品种，将进一步加剧全国炼焦煤紧供给格局。根据山东省煤监局数据，2020年全年山东省煤炭产量共计10922万吨，产能利用率为86.3%，若以此为假设，本轮产能退出或将减少炼焦煤产量2934万吨，按洗选率40%精煤口径约为2020年全国炼焦精煤产量的2.4%。
- **省内产能增量仅180万吨：**新建产能仅有兖州煤业的万福煤矿一处，主产1/3焦煤，产能180万吨，远低于去产能幅度，无法对去产能形成对冲。
- 因此可以预见，本轮去产能不仅对省内煤炭供给造成较大影响，也将会带来全国范围内炼焦煤供给的大幅收紧。

图17：山东省印发文件《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》

山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组文件

鲁动能〔2021〕3号

山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组 关于印发《全省落实“三个坚决”行动方案 （2021—2022年）》的通知

各市新旧动能转换综合试验区建设领导小组，省新旧动能转换综合试验区建设领导小组成员单位，省有关部门、单位：

根据省新旧动能转换综合试验区建设领导小组扩大会议要求，现将《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》印发给你们，请抓好贯彻落实。

山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组

2021年4月12日

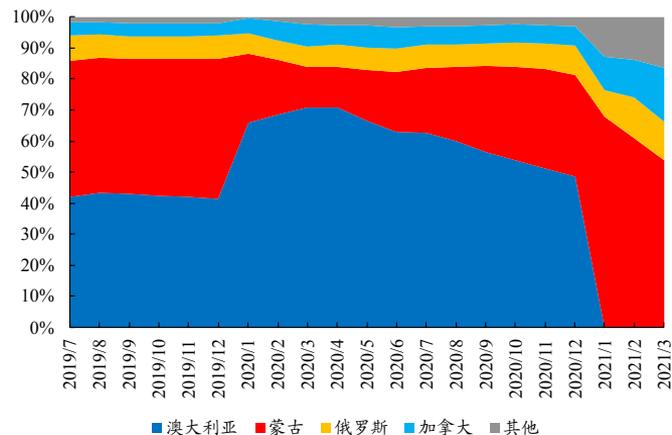
资料来源：山东省政府官网

1.9 炼焦煤供给或将进一步收紧 – 进口严格限制

炼焦煤供给趋紧因素二：进口持续偏紧，短期澳煤难放开

炼焦煤进口存在缩减预期。自2020年10月以来，澳煤禁运仍在持续。5月6日，国家发改委声明宣布，将无限期暂停与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下一切活动，因此来看，短期内澳煤重新开放已经基本没有可能。而蒙煤由于煤质及跨区域调运等问题，难以对澳煤形成有效替代，且通关频繁受到其国内疫情扰动。国内炼焦煤进口规模或将明显收紧。

图18：2021年1-3月累计进口澳洲炼焦煤占比已经归零



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：国家发改委声明宣布，将无限期暂停与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下一切活动

热门搜索：油价 债券
请输入关键字

首页 机构设置 新闻动态 政务公开 政务服务

首页 > 新闻动态 > 新闻发布

国家发展改革委关于无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动的声明

发布时间：2021/05/06 来源：国际司 [打印]

微博 微信

国家发展改革委关于无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动的声明

近期，澳大利亚联邦政府某些人士基于冷战思维和意识形态偏见，推出系列干扰破坏两国正常交流合作的举措。基于澳联邦政府当前对中澳合作所持态度，国家发展改革委决定，自即日起，无限期暂停国家发展改革委与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下一切活动。

Proclamation of the National Development and Reform Commission of the People's Republic of China on the Indefinite Suspension of All Activities under China-Australia Strategic Economic Dialogue

Recently, some Australian Commonwealth Government officials launched a series of measures to disrupt the normal exchanges and cooperation between China and Australia out of Cold War mindset and ideological discrimination. Based on the current attitude of the Australian Commonwealth Government toward China-Australia cooperation, the National Development and Reform Commission of the People's Republic of China decides to indefinitely suspend all activities under the framework of the China-Australia Strategic Economic Dialogue jointly held by the National Development and Reform Commission of the People's Republic of China and relevant ministries of the Australian Commonwealth Government.

资料来源：国家发改委

1.10 煤炭供需平衡测算：预计2021年全年供需紧平衡

基于供需基本面关键假设，我们对2021年煤炭供需平衡进行测算，预计2021年全年或存在0.5亿吨供需缺口，全年煤炭供需或达到紧平衡。

表1：2021年煤炭供需平衡测算主要假设

	2018A	2019A	2020A	2021E
需求假设（同比变化）				
发电耗煤	4.8%	4.0%	1.7%	1.8%
供热耗煤	14.5%	6.2%	2.8%	4.5%
冶金耗炼焦煤	-0.7%	7.0%	2.0%	2.6%
冶金耗动力煤	6.9%	3.6%	7.5%	3.0%
建材耗煤	-7.8%	7.0%	6.6%	3.5%
化工耗煤	-0.9%	11.2%	2.5%	5.5%
供给假设（同比变化）				
国内煤炭产量	2.9%	5.6%	2.6%	3.0%
净进口量	5.2%	6.3%	2.4%	-15.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：预计2021年煤炭供需呈紧平衡状态（亿吨）

	2018A	2019A	2020A	2021E
总需求	38.0	40.4	41.3	42.7
发电耗煤	19.7	20.5	20.9	21.2
供热耗煤	2.7	2.8	2.9	3.0
冶金耗炼焦煤	5.1	5.5	5.6	5.7
冶金耗动力煤	1.5	1.6	1.7	1.8
建材耗煤	2.8	3.0	3.2	3.3
化工耗煤	1.7	1.9	2.0	2.1
其他耗煤	4.4	5.1	5.0	5.5
总供给	38.0	40.4	41.3	42.1
国内煤炭产量	35.5	37.5	38.4	39.6
净进口量	2.8	2.9	3.0	2.6
库存释放	(0.3)	0.0	(0.2)	-
供需缺口				0.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.11 结论：2021年动力煤及炼焦煤或将偏强运行

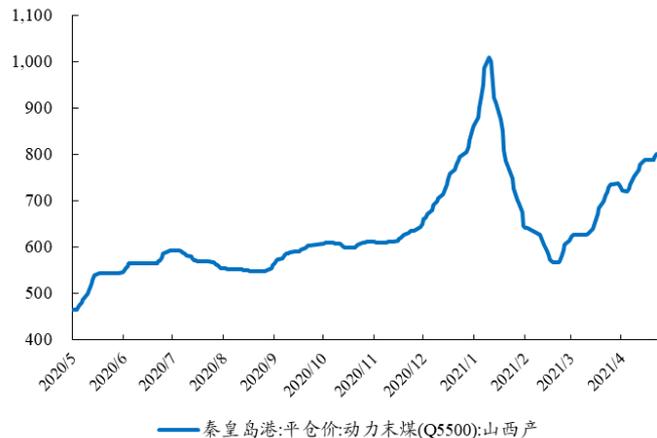
动力煤：供紧需旺，价格高位已成定局

预计全年动力煤价格整体偏强运行。一方面，后疫情时代中国内外双循环经济增长动力强劲，有望带动全年耗煤需求；另一方面，澳煤禁运延续将使进口规模收缩，同时产地环保、安全限产形成扰动，供给端趋紧，弹性收紧，且政策对于价格管控趋向宽松，利好动力煤价格中枢上移。

炼焦煤：供给趋于收紧，有望助力价格走强

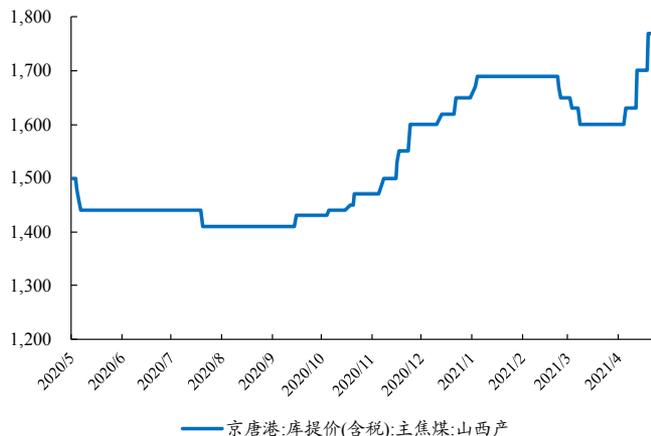
尽管炼焦煤需求端受到焦钢限产影响，但在供给端较强的收紧预期下，炼焦煤价格有望获得支撑，其中山东去产能预计将于2021年底前落实，因此我们预计供给明显收紧或将于下半年刺激炼焦煤价格继续走强。

图20：2021Q1动力煤价格到达千元高点后经历深V反转（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2021Q1炼焦煤价格高位下探后开启强势反弹（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

煤炭：基本面向好，煤价中枢显著上移

2

焦炭：焦炭需求有韧性，价格受前支撑

3

碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益

4

煤企盈利明显改善，估值低位有望修复

5

投资建议：四维度布局，高煤价下掘金

6

风险提示

2.1 一季度焦价复盘：焦炭价格经历深V反转

2021年1月，焦炭紧供给催化焦价强势攀升

2020年是焦化行业严格落实去产能政策的关键一年，伴随落后产能的退出，焦炭供给持续收紧，对焦价形成强势支撑。焦炭价格于2020年下半年开始连续经历十余轮提涨，并于2021年1月末上涨至阶段性高点，唐山二级冶金焦价格最高达到2800元/吨，相较2020年8月阶段性低点价格涨幅达1000元/吨。

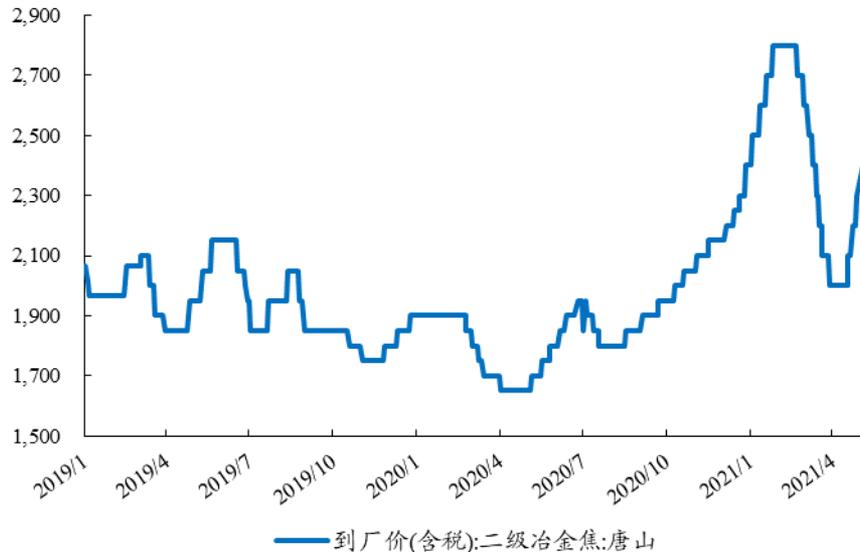
2021年2月-3月，钢企环保限产压制焦炭需求，焦价回调

2月开始，华北地区受空气污染影响，对钢铁企业启动严格的环保限产政策，其中重要主产地唐山更是实施常态化限产，大幅压制了焦炭需求，导致焦炭供给格局由紧转松，焦价高位快速回调，启动8轮提降，降幅800元/吨。

2021年4月至今，焦企限产收紧供给，焦价开启反弹

4月起，以山西为主的焦炭主产地开始发力环保限产，在严格的环保督察工作下，焦化企业开工率出现明显下滑，焦炭供给再度收紧。同时，钢企环保限产影响有所缓和，伴随钢价高企，在高利润驱使下钢企开工率稳步回升。焦炭基本面发生转变，供给由宽松转为紧平衡。基本面支持下，焦价开启反弹。

图22：2021年初以来，焦炭价格经历深V反转（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 焦炭需求仍有韧性，供给宽松幅度有限

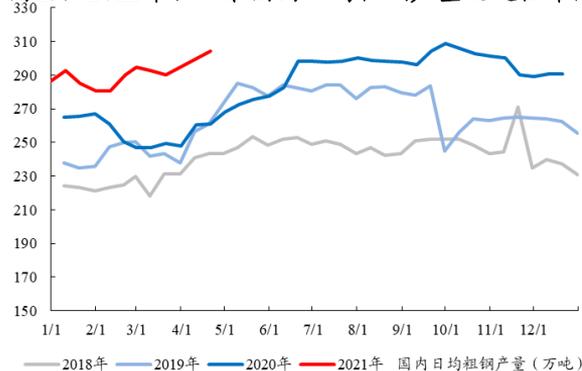
需求端：钢企环保限产不改焦炭需求韧性

在持续向好的经济增长背景下，钢铁需求仍较旺盛，一季度以来国内日均粗钢产量持续攀升至300万吨，远超往年同期水平。同时钢企环保限产政策影响渐弱，全国高炉开工率于4月下旬开始逐渐稳步回升。同时，钢企焦炭库存也降至低位，存在较强补库预期，短期内也为焦炭需求提供支持。全年来看，“两新一重”指引下新老基建共同发力，“碳中和”背景下特高压电网布局、风光电建设、新能源汽车普及等多方面贡献钢铁需求增长点，钢铁需求增长势头不减。从而将带动焦炭需求实现平稳增长。但由于政策倾向于推进全年钢铁产量压减，需关注实际执行力度及范围情况。

供给端：下半年新增产能投放，供给宽松幅度或有限

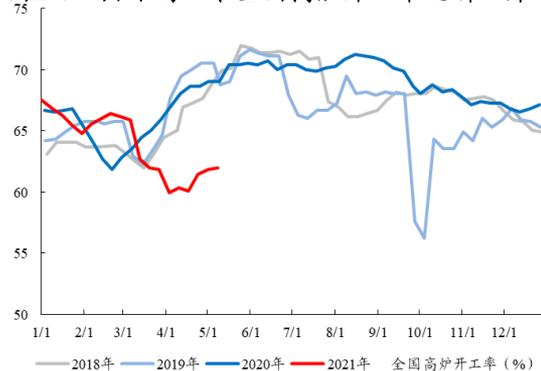
4月以来，随着供暖季结束，部分因承担供暖任务而延期淘汰的产能陆续开始落实退出，短期内对焦炭供给有一定收紧的作用。全年展望，预计下半年部分置换产能将陆续投产出焦，但考虑到主产地区在“碳中和”以及能耗双控政策趋严的背景下，部分产能投放进度或受限制，对焦炭供给影响或相对有限，供给端存在一定程度的宽松预期。

图23：2021年初以来国内日均粗钢产量远超往年同期



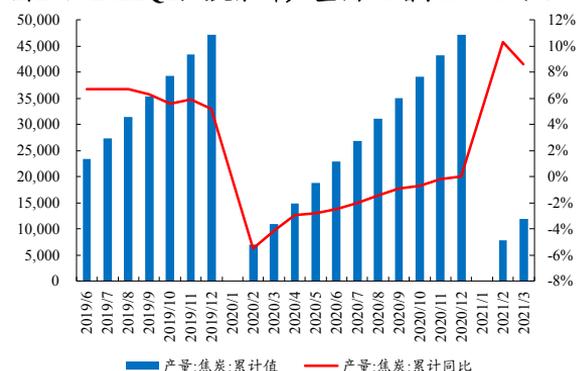
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：4月下旬以来全国高炉开工率逐渐回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2021Q1焦炭累计产量同比增长8.6%（万吨）

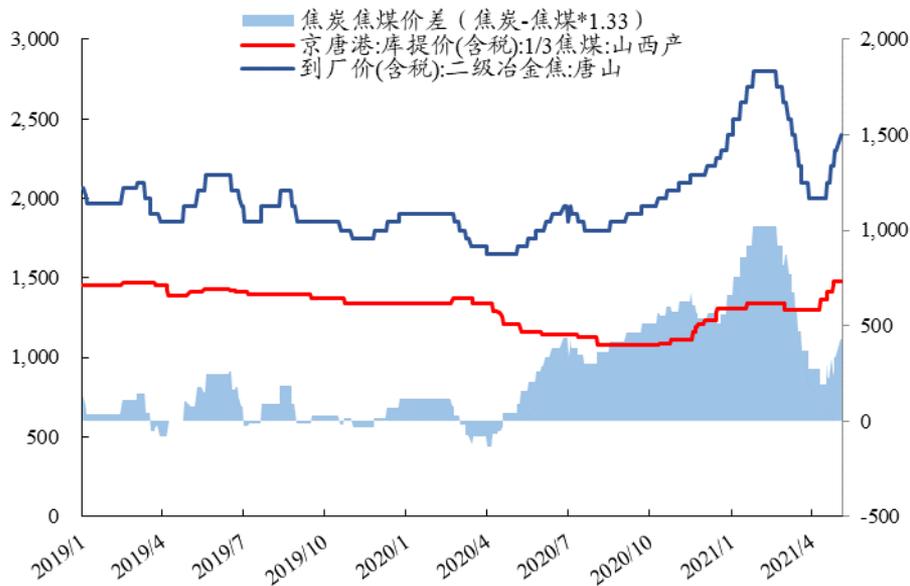


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 结论：焦价预期仍将偏强震荡运行

- 一方面，受益钢铁限产，钢价持续走高，预计年内仍将保持强势，因此在盈利得到实质性改善的情况下，钢企对于原材料成本敏感程度下降，对于焦炭涨价接受程度相对提升，焦价向上有一定空间；
- 另一方面，由于焦煤供给格局趋向收紧，焦煤价格或呈上行趋势，压缩煤焦价差，因此焦炭价格向下或因成本端获得支撑。
- 综合来看，焦炭价格不存在极端的向上或向下的驱动力，预计下半年焦价或与相对高位震荡运行。

图26：2021年初以来，煤焦价差下降至相对低位（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

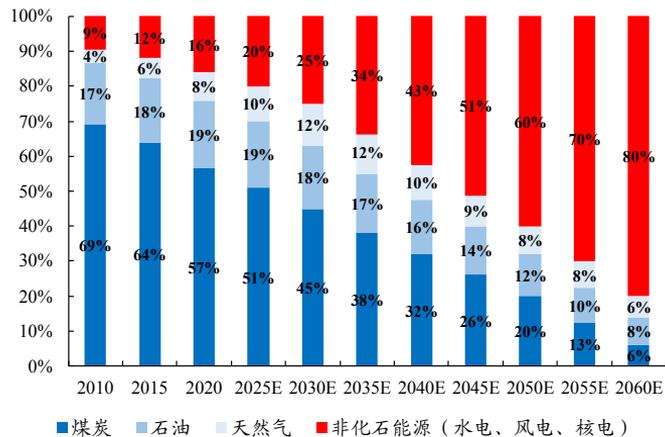
CONTENTS

- 1 煤炭：基本面向好，煤价中枢显著上移
- 2 焦炭：焦炭需求有韧性，价格受前支撑
- 3 **碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益**
- 4 煤企盈利明显改善，估值低位有望修复
- 5 投资建议：四维度布局，高煤价下掘金
- 6 风险提示

煤炭需求或于2030年触及天花板，但短期内能源支柱地位不会动摇

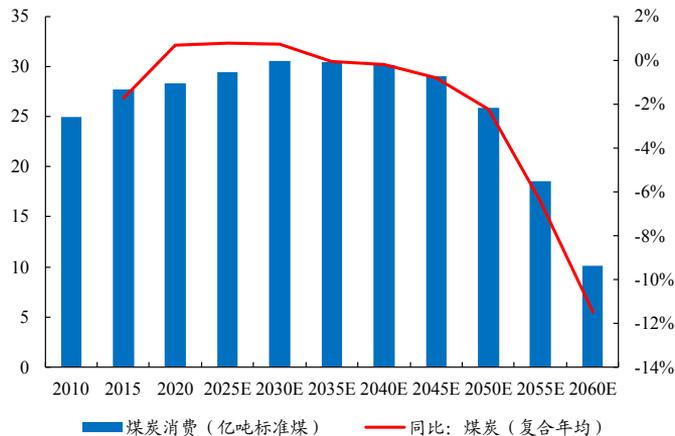
根据国家统计局数据，2020年全国能源消费总量为49.8亿吨标准煤，其中56.8%为煤炭消费，约为28.3亿吨标准煤。在“碳中和”背景下，我们认为煤炭消费量或将呈先增后降趋势：短期内煤炭作为能源支柱仍有增长，但增速或持续放缓，预计于2030年前后伴随“碳达峰”而触及需求天花板，其后伴随风光电等非化石能源机组装机量的提升，火电占比下降，煤炭作为能源的消费量将持续下滑。短期来看（2035年之前）根据国家发改委发布的“十四五”规划和2035年远景目标纲要，煤炭仍起到能源兜底的作用。短期内，风光电等清洁能源仍面临消纳、储能的问题，尚无法稳定供应电力，“富煤、贫油、少气”的能源结构也决定了在国家积极降低能源对外依赖的战略背景下，在保障国家能源的安全稳定供应方面，煤炭作为国内能源压舱石的地位短期内无法替代。

图27：预计到2060年，非化石能源消费占比达到80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：预计到2030年前后，煤炭能源消费将到达峰值



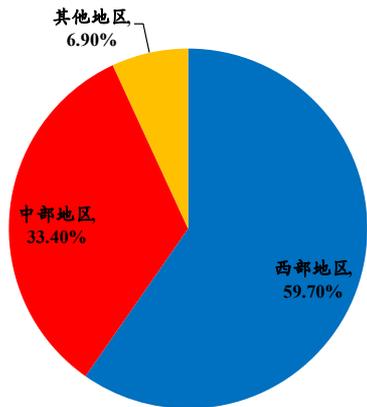
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 “碳中和”加速推进行业供给侧改革

供改政策持续深化，行业集中度加速提升

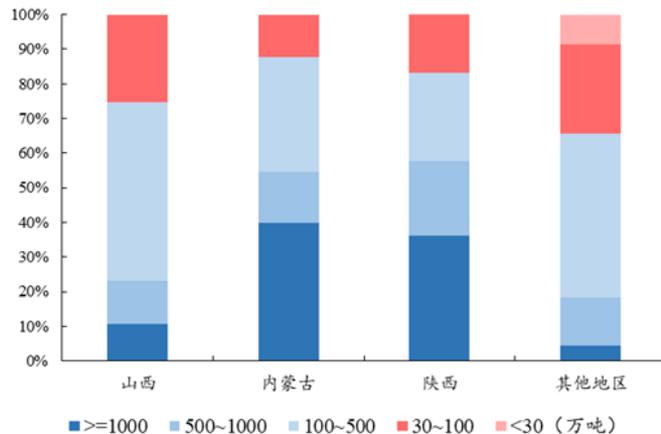
根据中煤协制定的煤炭行业“十四五”发展规划，化解过剩产能、淘汰落后产能仍是下一阶段推动行业转型升级的重点任务，到“十四五”末，全国煤矿数量将减少到4000处左右。具体来看，煤炭产能将更多的集中在大型煤企手中，行业集中度仍有提升空间，并且伴随小产能加速退出单矿产能规模将进一步提升。2020年，全国煤矿数量约4700处；国内前8家大型企业原煤产量为18.55亿吨，以产量计算CR8为47.6%；平均单矿产能为110万吨。另一方面，产能将进一步向资源禀赋好、开采条件好的西部地区集中，不具备大规模资源赋存、开采效率较差的东部、中部地区将持续发力退出落后产能。2020年西部地区产量占比为59.7%，中部地区占比为33.4%，其余地区占比为6.9%，由此可见，在“碳中和”背景下，全国产能供给仍有优化调整的空间。

图29：2020年全国煤炭产量集中在西部地区



数据来源：中煤协、开源证券研究所

图30：2019年中小产能主要集中在晋陕蒙以外其他地区



数据来源：国家煤炭安监局、开源证券研究所

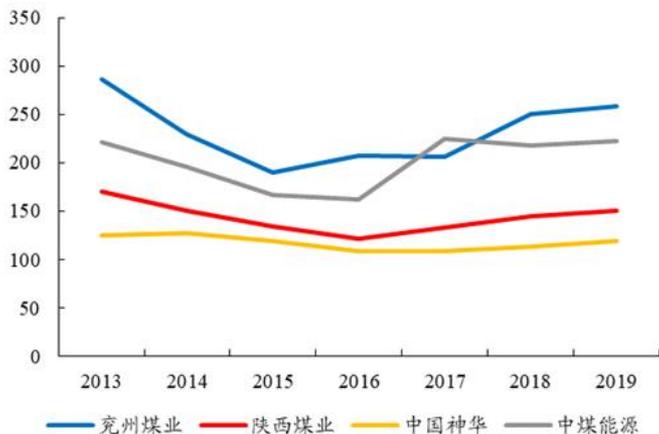
短期来看，供给收紧，龙头煤企受益定价优势

在2030年碳达峰前，煤炭需求仍有增长空间，而煤炭供给端在经历“十三五”供给侧改革之后产能增量受到政策约束，2018年以来产量同比增速持续放缓，随着“十四五”加快推进中小产能退出，供给弹性相对难以释放，相比之下，需求增速或快于供给增速，因此会导致煤炭供需处于紧平衡状态。作为供给端的主要存量，龙头煤企的定价能力将得到提升，在优势煤价作用下获益。

长期来看，需求收缩，龙头煤企具备防御优势

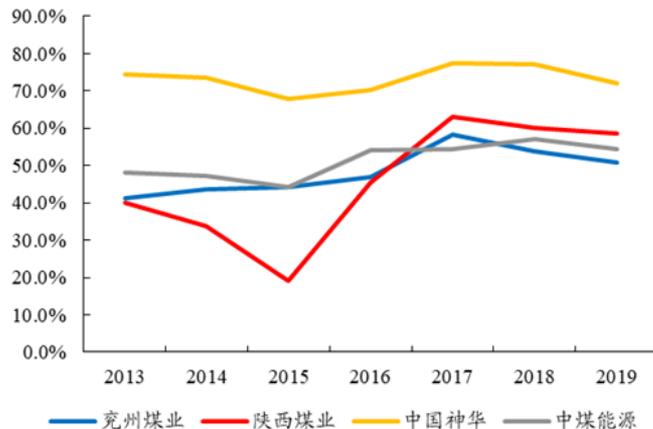
在2030年碳达峰之后，由于非化石能源的加速替代作用，煤炭消费量或逐步下滑。需求端的持续收缩将会对煤价形成打压，势必会引起煤炭行业的竞争与变革。在这个阶段，龙头煤企通过资源禀赋，优质的开采条件，规模效应，以及高度机械化、智能化、信息化装备，所打造出的低成本优势将更能对冲煤价下行所带来的影响，从而保障盈利能力的稳定性和持续性。

图31：动力煤龙头中，中国神华、陕西煤业自产煤吨煤成本领先行业（元/吨）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图32：动力煤龙头中，中国神华、陕西煤业自产煤毛利率领先行业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

煤炭：基本面向好，煤价中枢显著上移

2

焦炭：焦炭需求有韧性，价格受前支撑

3

碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益

4

煤企盈利明显改善，估值低位有望修复

5

投资建议：四维度布局，高煤价下掘金

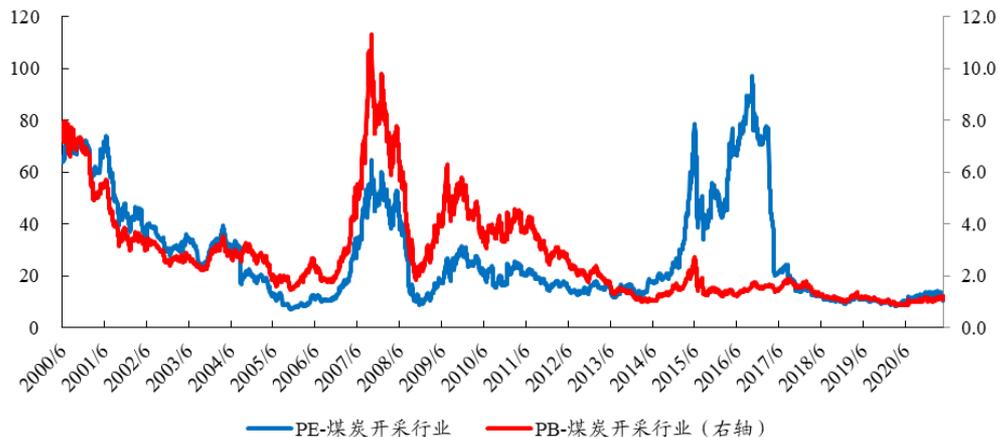
6

风险提示

纵向比较，煤炭行业估值低位且折价明显

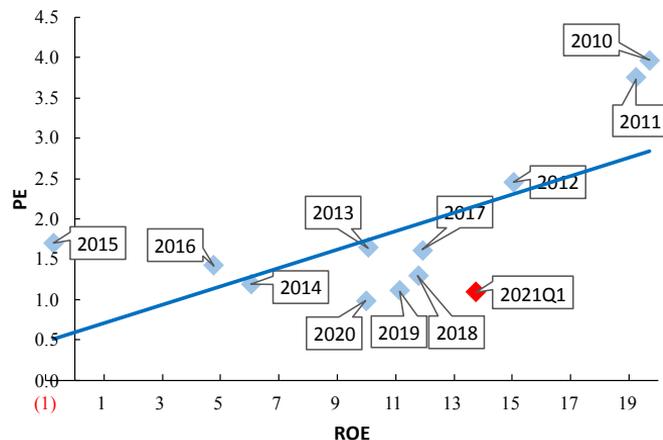
当前煤炭行业PE及PB均处于历史低点，PE仅10倍左右，PB仅1.2倍左右。而2017年以来，伴随供给侧改革深化，煤炭行业盈利能力已得到显著改善，2020年在疫情冲击下仍有亮眼表现，2020年行业平均ROE为10%，2021Q1盈利性大幅提升，单季年化ROE达到13.8%。通过对从2010年到2021Q1十年间我国煤炭开采行业对应的市净率与净资产回报率进行回归分析，我们得到PB-ROE组合十年来的走势以及均衡线，可以发现，2020年及2021Q1煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下。可见，相对于盈利改善的基本面，当前煤炭行业整体估值仍然存在折价。

图33：2020年以来煤炭行业PE、PB均处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2020年及2021Q1煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

煤炭：基本面向好，煤价中枢显著上移

2

焦炭：焦炭需求有韧性，价格受前支撑

3

碳中和深化行业供改，龙头煤企最受益

4

煤企盈利明显改善，估值低位有望修复

5

投资建议：四维度布局，高煤价下掘金

6

风险提示

5.1 投资建议

• 维度一：稳健业绩+高额分红，凸显投资价值

受益于煤炭行业供给侧改革不断深化，煤企业绩趋于稳健。2020年报及2021一季报均表现出相关煤企出色的业绩韧性，以及后疫情时代的盈利改善趋势。在此基础上持续稳定实施高分红政策，凸显长期投资价值。

受益标的：中国神华、平煤股份、盘江股份、陕西煤业、淮北矿业。

• 维度二：新产业布局，激发中长期增长潜力

目前新型产业布局已成为多数煤企产业升级的趋势，新能源、新材料是主要方向，或在集团层面或在上市公司层面，或以控股自建或以财务投资方式，有望对冲传统能源的业绩波动。同时，传统煤化工企业也迎来新机遇，开展与新型石油化工及精细化工的融合，促进产业升级。

受益标的：山煤国际（布局光伏）、金能科技（布局PDH）、华阳股份（集团布局新材料）、中国旭阳集团（布局精细化工）。

• 维度三：各地国改深化，专业化整合提升主业实力

各地煤炭企业都在深化改革，未来横向纵向整合、以及混改是方向，混改多以资产注入的形式，可以实现股权多元化以及公司治理能力的提升。

受益标的：山西焦煤、潞安环能、晋控煤业。

• 维度四：经济复苏提升周期股整体估值水平，关注高弹性品种

后疫情时代随着全社会加速复工复产，经济复苏趋势已经基本确立，各项经济数据已经连续数月得到验证，有利于提升煤炭股的估值水平，关注高弹性品种。

受益标的：兖州煤业（煤化工&海外煤价高弹性）、神火股份（电解铝高弹性）。

表3: 受益标的盈利预测与估值

上市公司	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE			PB	评级
	2021/5/11	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021/5/11	
高分红受益标的												
中国神华	20.97	391.7	464.05	474.31	1.97	2.34	2.39	10.64	8.96	8.77	1.10	买入
盘江股份	7.59	8.6	13.51	14.78	0.52	0.82	0.89	14.57	9.26	8.53	1.68	买入
平煤股份	8.07	13.9	20.76	22.73	0.60	0.88	0.97	13.35	9.17	8.32	1.13	买入
淮北矿业	13.75	34.7	45.33	49.59	1.60	2.04	2.23	8.59	6.74	6.17	1.27	买入
陕西煤业	12.68	148.8	140.44	143.85	1.54	1.40	1.44	8.23	9.03	8.81	1.67	未评级
布局新产业受益标的												
山煤国际	7.76	8.3	13.95	16.65	0.42	0.70	0.84	18.48	11.09	9.24	1.98	买入
金能科技	19.88	8.9	17.55	21.89	1.28	2.06	2.57	15.53	9.65	7.74	1.93	买入
华阳股份	6.54	15.1	18.95	17.64	0.63	0.79	0.73	10.38	8.30	8.92	0.86	未评级
中国旭阳集团 (H股)	5.95	17.0	36.01	41.41	0.42	0.88	1.01	14.17	6.76	5.88	0.00	未评级
国改受益标的												
潞安环能	11.15	19.3	40.60	23.01	0.65	1.36	0.77	17.15	8.20	14.48	1.16	买入
山西焦煤	7.36	19.6	32.98	36.78	0.48	0.81	0.90	15.41	9.09	8.18	1.59	买入
晋控煤业	8.44	8.8	16.24	12.70	0.52	0.97	0.76	16.23	8.70	11.12	1.68	未评级
高弹性受益标的												
神火股份	13.97	3.6	25.56	32.88	0.19	1.15	1.47	73.53	12.15	9.50	3.88	买入
兖州煤业	15.38	71.2	118.59	129.76	1.46	2.43	2.66	10.54	6.33	5.78	1.40	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上表中已评级标的的盈利预测来自开源证券研究所, 未评级公司盈利预测来自于Wind一致预期

- **经济增速下行风险。**2020年受全球范围内新冠疫情冲击影响，中国经济存在下行压力。“两会”提出对2020年经济增速不设具体目标，也反映出经济增长承压的严峻形势。作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济的回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券