

煤炭开采

供需矛盾难解，价格上行，弹性为王——2021年中期策略

伴随全球经济复苏预期不断加强，价格上涨逻辑强化，通胀预期提振顺周期板块配置价值。年初至今，煤炭板块累计涨幅 **17.8%**，跑赢沪深 300 指数 **16.5pct**，位居行业（中信）涨跌幅中排名第 4 位。

行业展望：供给难放量，集中度提升，行业迎高质量发展新时代。我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在 70% 以上，近年来煤炭消费比重持续下降，2018 年、2019 年分别为 59%、57.7%，2025 年我们预计降至 53%，但煤炭消费总量仍处于高位。“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限（固定资产投资难以支撑产量大幅释放+“3060”背景下各主体新建意愿较弱）、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

动力煤：供需矛盾难解，煤价中枢上移。当前对动力煤市场影响最大的是供给端，而供应端最大的不确定性即在于政策。相关部门要求煤企在保证安全的前提下增产增供，但由于安全、环保政策的矛盾性，动力煤国内供应或难有明显增长。且进口方面由于澳煤受限叠加国外煤价暴涨导致进口利润收缩，短期内也难以明显放量。而需求端随着“迎峰度夏”用煤高峰的到来，外加目前库存水平整体偏低，下游用户补库需求逐步释放，届时将带动煤价再次上涨。展望全年，安监、环保压力持续加大，进口煤管控（澳煤）亦难言放松。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，根据我们对动力煤供需两端的测算，预计 2021 年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局，全年中枢或上移至 750 元/吨附近，较 2020 年均价上涨 170 元/吨。

炼焦煤：供需缺口凸显，格局持续向好，价格长牛延续。在国内炼焦煤供给不足，未来新增产能极其有限的背景下，需要通过大量进口满足国内需求，对外依存度不断提升。目前来看，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，澳煤进口停滞将造成约 3500 万吨减量，外蒙因疫情及通关方式影响，难以弥补澳煤减量空缺，且品质略逊于澳煤。短期而言，在国内、进口双收缩叠加需求递增的背景下，焦煤价格将迭创新高；长期而言，焦煤需求难以替代，且未来供应收缩幅度明显大于需求，焦煤长牛格局延续。

投资策略。价格上行周期中，看好煤炭销售结构中中长协占比偏低、附带化工业务、业绩弹性大的低估值标的，重点推荐**晋控煤业、陕西煤业**，建议关注**潞安环能、兖州煤业、中煤能源**。看好稀缺焦煤股的投资机会，重点推荐**山西焦煤、淮北矿业、平煤股份**，建议关注**盘江股份**。积极布局山西国企改革，重点推荐**山西焦煤、晋控煤业**。焦炭领域重点推荐**金能科技、中国旭阳集团**。

风险提示：在建矿井投产进度超预期，需求超预期下滑，上网电价大幅下调，

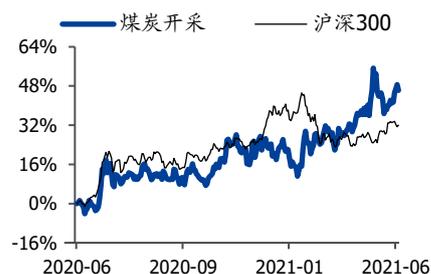
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601001.SH	晋控煤业	买入	0.52	1.57	1.69	1.83	14.37	4.76	4.42	4.08
000983.SZ	山西焦煤	买入	0.48	0.78	0.86	0.91	15.40	9.47	8.59	8.12
600985.SH	淮北矿业	买入	1.56	2.07	2.28	2.30	7.70	5.80	5.27	5.22
603113.SH	金能科技	买入	1.04	1.80	2.23	2.73	17.94	10.37	8.37	6.84
601225.SH	陕西煤业	买入	1.49	1.43	1.49	1.52	8.03	8.37	8.03	7.88
601666.SH	平煤股份	买入	0.59	0.88	0.97	1.00	12.49	8.38	7.60	7.37
601088.SH	中国神华	买入	1.97	2.31	2.40	2.49	10.29	8.78	8.45	8.14

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 《煤炭开采：供需矛盾难解，煤价有望再次上行》
2021-05-30
- 《煤炭开采：焦煤：唯有稀缺，方显珍贵》2021-05-28
- 《煤炭开采：政策调控人工降温，情绪转弱回归理性》
2021-05-23



内容目录

1.回顾：2021年上半年市场回顾.....	4
1.1.板块表现：涨幅居前，经济复苏伴随通胀抬头.....	4
1.2.持仓：伴随行业景气提升，仓位小幅回升.....	7
2.展望：供给难放量，集中度提升，行业迎高质量发展新时代.....	10
2.1.固定资产投资难以支撑产能大幅扩张.....	10
2.2.2020年以来新批复煤矿明显减少.....	11
2.1.煤企兼并重组驶入快车道，行业集中度显著提升.....	12
3.动力煤：供需矛盾难解，煤价中枢上移.....	14
3.1.回顾：政策扰动加剧，煤价大开大合.....	14
3.2.供需：矛盾难解，旺季面临较大缺口.....	15
3.3.展望：需求驱动煤价上行.....	17
4.焦煤：格局持续向好，价格长牛延续.....	18
4.1.回顾：节后价格触底，4月加速上行.....	18
4.2.供需：供应大幅收缩，缺口凸显.....	19
4.2.1.短期：国内、进口双收缩叠加需求递增.....	19
4.2.2.中长期：焦煤需求难以替代，且供应收缩幅度大于需求.....	20
4.3.展望：价格长牛延续.....	22
5.投资策略及重点个股评述.....	24
5.1.2021年下半年投资策略.....	24
5.2.重点个股评述.....	24
山西焦煤.....	24
晋控煤业.....	24
淮北矿业.....	25
金能科技.....	25
平煤股份.....	26
陕西煤业.....	26
中国神华.....	26
6.风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 中信行业累计涨跌幅（年初至6月4日）.....	4
图表 2: 煤炭子板块累计涨跌幅（年初至6月4日）.....	4
图表 3: 煤炭板块个股涨跌幅（年初至6月4日）.....	4
图表 4: 煤炭板块整体经营表现.....	5
图表 5: 动力煤板块经营表现.....	5
图表 6: 无烟煤板块经营表现.....	5
图表 7: 炼焦煤板块经营表现.....	6
图表 8: 焦炭板块经营表现.....	6
图表 9: 2019年~2021年主要煤企盈利概况（亿元）.....	6
图表 10: 各季度煤炭板块基金整体持仓情况.....	7
图表 11: 煤炭行业主动型基金重仓持仓占比.....	8

图表 12: 煤炭行业指数型基金重仓持仓占比.....	8
图表 13: 煤炭行业主动型基金个股持仓市值 (亿元)	8
图表 14: 煤炭行业指数型基金个股持仓市值 (亿元)	8
图表 15: 主动型基金个股持仓变动.....	9
图表 16: 指数型基金个股持仓变动.....	9
图表 17: 2016 年至今煤炭行业发展阶段.....	10
图表 18: 煤炭固定资产投资完成额及同比增速 (亿元)	11
图表 19: 2016 年至今国家能源局、发改委新批复煤矿情况 (万吨/年)	11
图表 20: 2020 年新批复煤矿中新疆产能占比高达 76.5%.....	11
图表 21: 2020 年至今新批复煤矿明细 (时间序列)	12
图表 22: 煤炭行业兼并重组驶入快车道	13
图表 23: 煤炭行业集中度变化 (亿吨)	13
图表 24: 煤炭行业集中度不断提高.....	14
图表 25: 2021 年至今动力煤价格走势 (元/吨)	15
图表 26: 21 年 1~4 月进口动力煤 7271 万吨, 同比减 25.1% (万吨)	16
图表 27: 内外贸煤价差 (元/吨)	16
图表 28: 供需矛盾难解, 动煤面临较大缺口 (万吨)	16
图表 29: 煤炭行业“三角关系”.....	16
图表 30: 预计全年煤价中枢将上移 170 元/吨 (元/吨)	17
图表 31: 动力煤供需平衡表 (亿吨)	18
图表 32: 2021 年至今炼焦煤价格走势 (元/吨)	19
图表 33: 2021 年焦化产能预计新增、淘汰统计 (万吨)	20
图表 34: 我国焦炭产量情况 (万吨)	20
图表 35: 炼铁长流程与短流程对比.....	21
图表 36: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)	21
图表 37: 全国炼焦精煤洗出率情况.....	22
图表 38: 炼焦煤价格走势 (元/吨)	23
图表 39: 炼焦煤供需平衡表 (万吨)	23

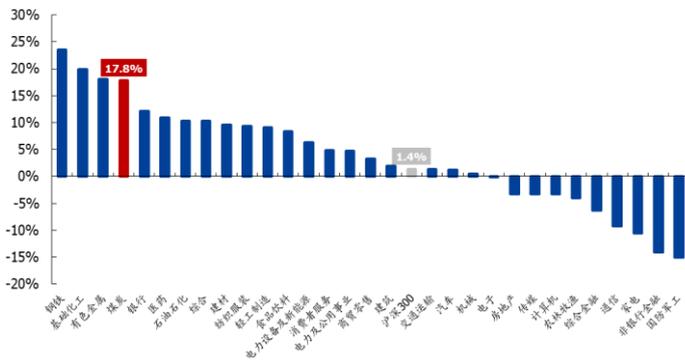
1. 回顾：2021年上半年市场回顾

1.1. 板块表现：涨幅居前，经济复苏伴随通胀抬头

年初至6月4日，煤炭板块累计涨幅17.8%，跑赢沪深300指数16.5pct，在所有行业（中信）涨跌幅中排名第4位。

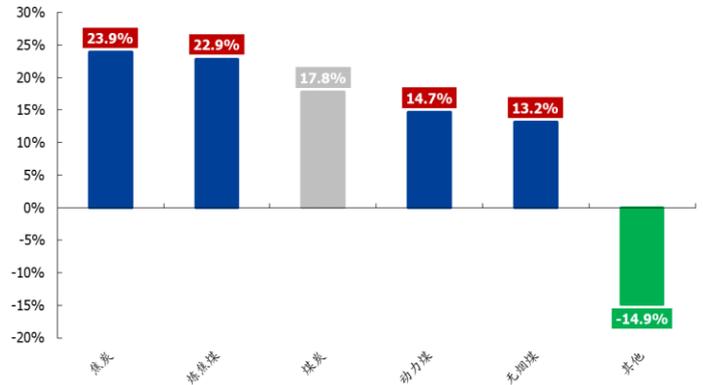
- 子板块而言，焦炭（23.9%）、炼焦煤（22.9%）子板块表现相对优异；
- 个股而言，陕西黑猫、潞安环能、云维股份、中煤能源、ST安泰等表现相对优异。

图表1：中信行业累计涨跌幅（年初至6月4日）



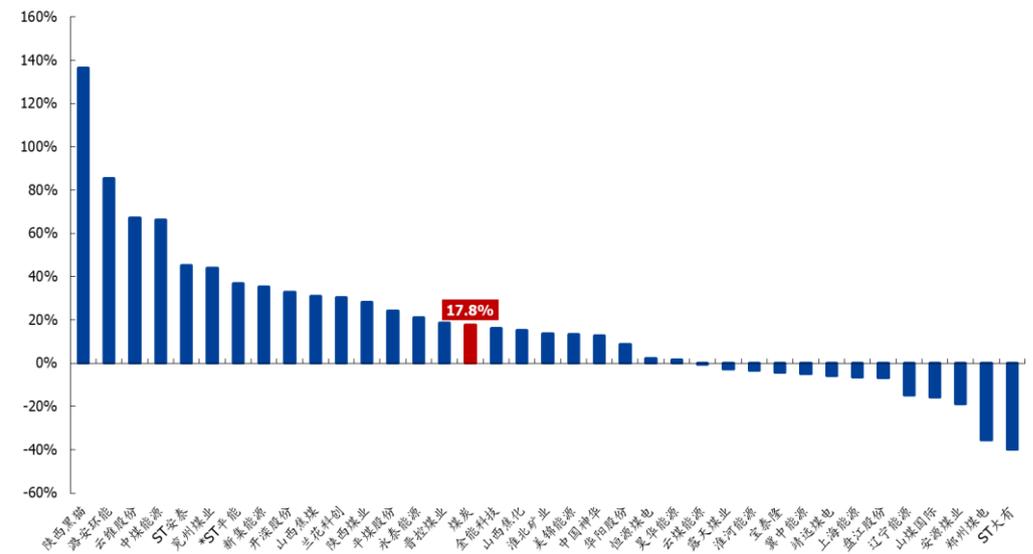
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：煤炭子板块累计涨跌幅（年初至6月4日）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：煤炭板块个股涨跌幅（年初至6月4日）



资料来源：wind，国盛证券研究所

从业绩基本面来看，受价格上涨影响，煤炭板块 Q1 单季利润创历史新高。分子板块而言，焦炭 Q1 业绩同比增速最快，主因吨焦利润在 Q1 创历史新高，最高达 1000 元/吨；炼焦煤 Q1 业绩增速略有下滑，主因春节期间主产区多数煤矿未放假，产量明显高于往年同期水平，导致煤矿库存出现一定累计，外加需求尚未完全恢复，价格稳中趋弱运行所致。

图表 4: 煤炭板块整体经营表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 动力煤板块经营表现



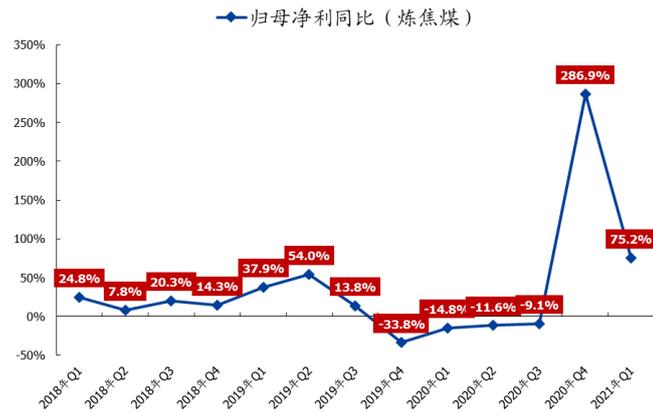
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 无烟煤板块经营表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 炼焦煤板块经营表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 焦炭板块经营表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2019年~2021年主要煤企盈利概况 (亿元)

子板块	公司	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	Q1 环比	Q1 同比
动力煤	露天煤业	5.85	5.06	9.83	4.30	6.46	0.12	10.11	8595.1%	2.9%
	淮河能源	1.08	3.31	0.64	2.29	1.68	0.14	1.77	1175.7%	175.4%
	晋控煤业	2.22	2.20	2.92	1.49	3.23	1.13	5.05	348.0%	73.1%
	上海能源	1.87	-0.94	2.28	2.44	1.30	0.66	1.92	190.8%	-15.9%
	靖远煤电	1.07	1.41	1.49	1.28	1.05	0.63	1.61	153.6%	7.8%
	中国神华	128.45	61.62	98.07	108.51	129.04	56.08	116.11	107.0%	18.4%
	中煤能源	19.73	-1.35	6.48	16.61	18.45	17.50	35.09	100.6%	441.1%
	山煤国际	2.92	3.75	2.05	2.40	2.00	1.81	3.19	75.9%	55.6%
	兖州煤业	16.23	16.84	15.28	30.72	10.91	14.31	22.51	57.3%	47.4%
	新集能源	11.98	-13.60	0.35	0.60	2.99	4.54	4.85	7.0%	1294.9%
	陕西煤业	32.12	25.60	23.56	26.30	64.93	34.04	33.71	-1.0%	43.1%
	恒源煤电	2.25	4.10	2.00	1.90	0.19	3.64	2.48	-31.8%	24.1%
	*ST 平能	0.14	0.94	-1.04	-0.55	-0.70	-5.33	-1.08	-79.7%	4.0%
	郑州煤电	-0.75	-8.57	-1.50	-1.61	-0.96	-5.37	-0.32	-94.1%	-78.7%
ST 大有	0.42	-0.76	0.37	0.69	0.34	-11.74	1.34	-111.4%	266.9%	
安源煤业	-0.97	1.05	-0.74	-0.06	-1.45	0.02	-0.22	-1086.7%	-71.0%	
无烟煤	兰花科创	1.95	-0.77	0.54	0.93	0.98	1.30	2.27	74.7%	320.3%
	华阳股份	5.34	1.04	3.78	3.43	3.73	4.10	4.62	12.6%	22.4%
	昊华能源	1.55	-3.40	0.25	0.69	0.09	-0.55	1.72	-409.7%	587.0%
炼焦煤	潞安环能	6.10	2.66	6.95	4.73	1.93	5.70	15.87	178.3%	128.3%
	山西焦煤	5.38	-0.96	5.34	5.50	5.17	3.55	9.10	156.5%	70.3%
	开滦股份	2.89	1.38	3.24	2.32	2.50	2.73	6.06	122.1%	86.9%
	淮北矿业	9.08	7.95	8.28	8.32	10.54	6.95	11.94	71.9%	44.1%
	平煤股份	2.92	2.68	3.00	4.08	3.37	3.43	5.45	58.7%	81.7%
	盘江股份	2.75	1.95	1.33	2.11	2.28	2.63	2.07	-21.1%	56.3%
	永泰能源	0.40	0.09	0.28	0.74	0.96	42.86	2.08	-95.1%	642.3%

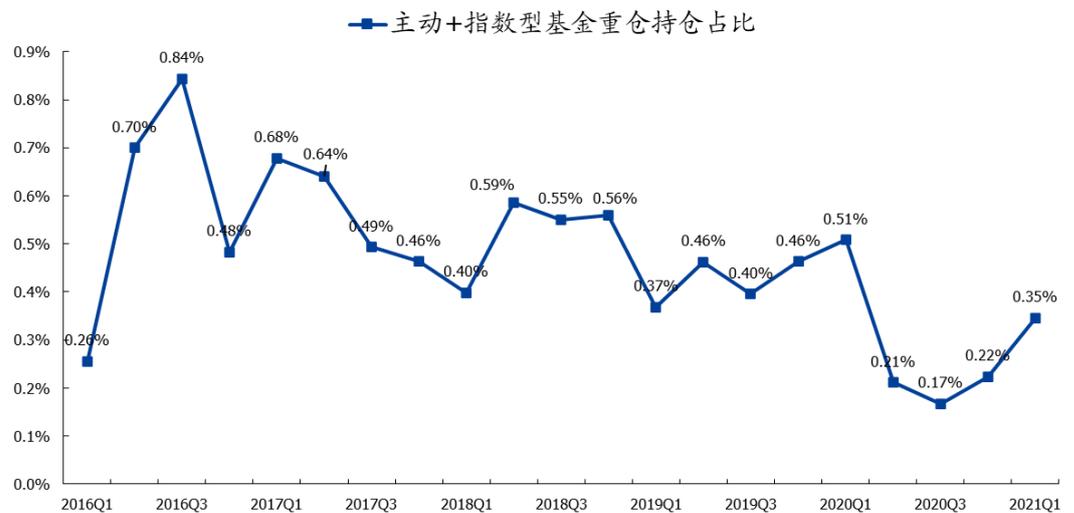
焦炭	冀中能源	2.74	1.70	2.51	3.62	2.58	-0.35	1.61	-565.5%	-35.8%
	山西焦化	1.32	-4.25	1.00	3.49	4.79	1.69	4.51	167.0%	350.2%
	美锦能源	2.01	1.31	-0.59	1.23	3.96	2.45	6.37	160.2%	-1181.2%
	陕西黑猫	0.34	0.15	-0.60	-0.32	1.17	2.54	5.25	107.0%	-967.8%
	金能科技	2.00	1.70	2.37	1.91	2.12	2.49	4.75	91.2%	100.1%
	云煤能源	1.10	0.28	0.02	-0.28	0.38	0.47	0.51	9.9%	2176.1%
	宝泰隆	-0.21	0.02	0.06	0.05	0.03	0.40	0.43	7.4%	595.0%
	ST 安泰	0.84	3.03	-0.09	0.16	0.56	2.70	2.55	-5.4%	-2976.1%
	云维股份	0.04	0.02	0.07	0.06	-0.01	0.04	0.04	-8.8%	-45.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2.持仓: 伴随行业景气提升, 仓位小幅回升

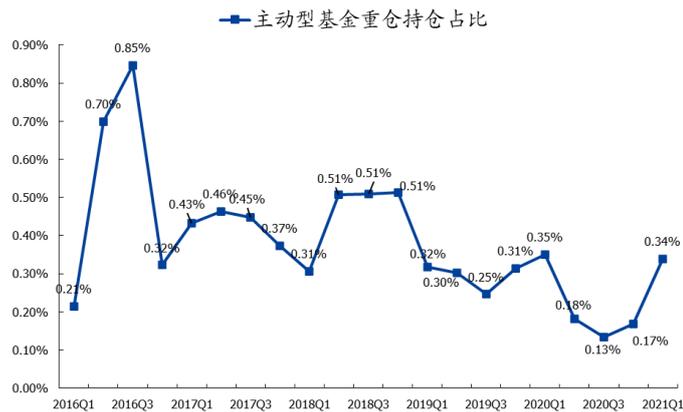
从持仓占比来看, 总体呈回升趋势, 主动型、指数型稍有分化。2021Q1 基金对煤炭持仓占比呈现回升趋势, 其中主动型基金(含普通股票型、偏股混合型和灵活配置型)对煤炭行业的持仓占比为 0.34%, 较 20 年 Q4 提高 0.17 个 pct; 指数型基金(含被动指数型和增强指数型)对煤炭行业的持仓占比为 0.38%, 较 20 年 Q4 下降 0.09 个 pct。两者合并对煤炭行业的持仓占比为 0.35%, 较 20 年 Q4 回升 0.12 个 pct。

图表 10: 各季度煤炭板块基金整体持仓情况



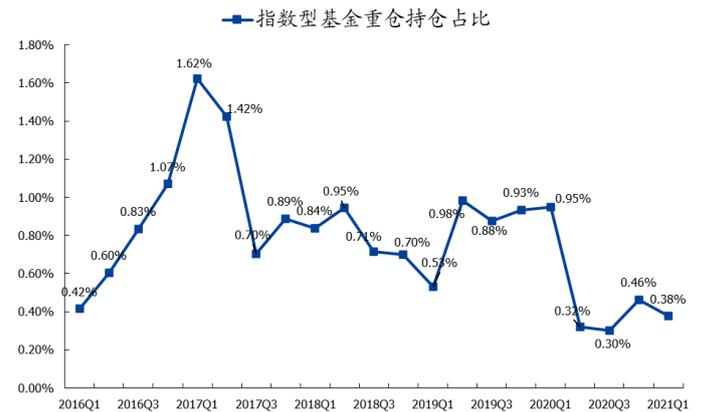
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 煤炭行业主动型基金重仓持仓占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

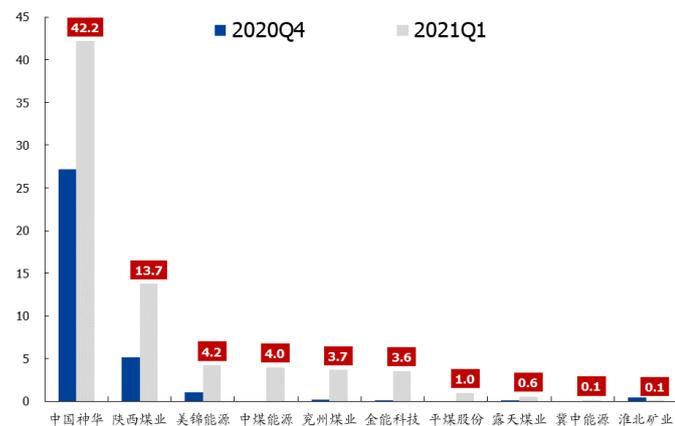
图表 12: 煤炭行业指数型基金重仓持仓占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

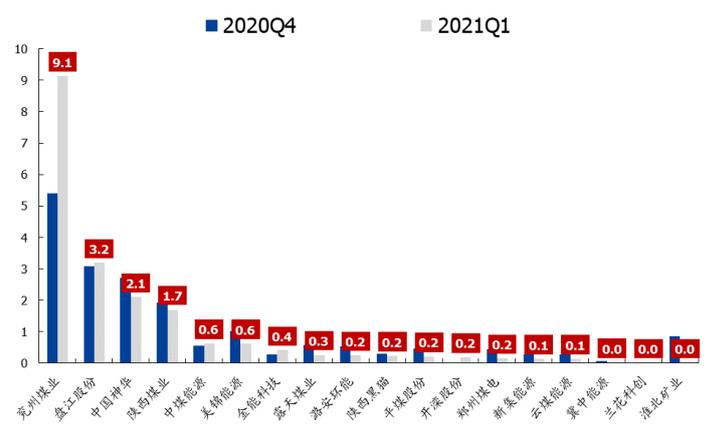
从持仓市值来看, 2021 年 Q1 煤炭行业主动型基金持仓前五的是中国神华、陕西煤业、美锦能源、中煤能源、兖州煤业, 占整体煤炭行业主动型基金持仓市值的比值为 92.7%, 较 2020 年 Q4 下降 5.5pct。2021 年 Q1 煤炭行业指数型基金持仓前五的是兖州煤业、盘江股份、中国神华、陕西煤业、中煤能源, 占整体煤炭行业主动型基金持仓市值的比值为 86.5%, 较 2020 年 Q4 提升 13.5pct, 抱团程度有所提升。

图表 13: 煤炭行业主动型基金个股持仓市值 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 煤炭行业指数型基金个股持仓市值 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从个股持仓变动来看, 主动型基金 2021 年 Q1 重仓个股中获得净增持的有 9 支个股, 多为动力煤板块个股, 相比 2020 年 Q4 基金持仓的标的数量有所减少; 新增持仓标的中煤能源、冀中能源, 陕西煤业由净减持变为净增持, 中国神华、美锦能源、兖州煤业、金能科技、露天煤业、平煤股份仍保持净增持状态。指数型基金 2021 年 Q1 净增持的有兖州煤业、盘江股份、开滦股份、中煤能源、金能科技、兰花科创、中国神华。

图表 15: 主动型基金个股持仓变动

排序	2021年Q1			2020年Q4		
	名称	持仓变动 (万股)	估算市值 (亿元)	名称	持仓变动 (万股)	估算市值 (亿元)
1	陕西煤业	6,864	7.6	中国神华	8816	15.9
2	中煤能源	6,484	4.0	平煤股份	420	0.2
3	中国神华	5,897	11.9	美锦能源	312	0.2
4	美锦能源	4,250	3.0	兖州煤业	230	0.2
5	兖州煤业	2,536	3.4	盘江股份	199	0.2
6	金能科技	1,897	3.5	淮北矿业	166	0.2
7	露天煤业	485	0.5	陕西黑猫	136	0.1
8	平煤股份	461.1	0.2	开滦股份	104	0.1
9	冀中能源	329.4	0.1	露天煤业	80	0.1
10	淮北矿业	-335.0	-0.4	金能科技	39	0.1
11				山煤国际	-1270	-1.1
12				陕西煤业	-2089	-2.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 估算市值使用季度末各股股价)

图表 16: 指数型基金个股持仓变动

排序	2021年Q1			2020年Q4		
	名称	持仓变动 (万股)	估算市值 (亿元)	名称	持仓变动 (万股)	估算市值 (亿元)
1	兖州煤业	1538	2.0	恒源煤电	4781	3.0
2	盘江股份	761	0.5	盘江股份	3930	3.1
3	开滦股份	232	0.2	兖州煤业	3575	3.6
4	金能科技	59	0.1	新集能源	862	0.3
5	兰花科创	21	0.0	陕西黑猫	704	0.3
6	冀中能源	-90	0.0	辽宁能源	671	0.3
7	郑州煤电	-195	-0.1	云煤能源	645	0.3
8	中煤能源	-202	-0.1	美锦能源	640	0.4
9	露天煤业	-277	-0.3	大有能源	625	0.3
10	云煤能源	-290	-0.1	昊华能源	586	0.3
11	陕西黑猫	-357	-0.2	郑州煤电	477	0.4
12	平煤股份	-392	-0.2	淮北矿业	416	0.5
13	潞安环能	-401	-0.2	露天煤业	267	0.3
14	新集能源	-431	-0.1	金能科技	163	0.3
15	中国神华	-462	-0.9	阳泉煤业	154	0.1
16	陕西煤业	-518	-0.6	开滦股份	52	0.0
17	美锦能源	-649	-0.5	山煤国际	13	0.0
18	淮北矿业	-752	-0.8	潞安环能	-53	0.0
19				中煤能源	-73	0.0
20				冀中能源	-195	-0.1
21				平煤股份	-308	-0.2
22				陕西煤业	-618	-0.6
23				中国神华	-644	-1.2

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 估算市值使用季度末各股股价)

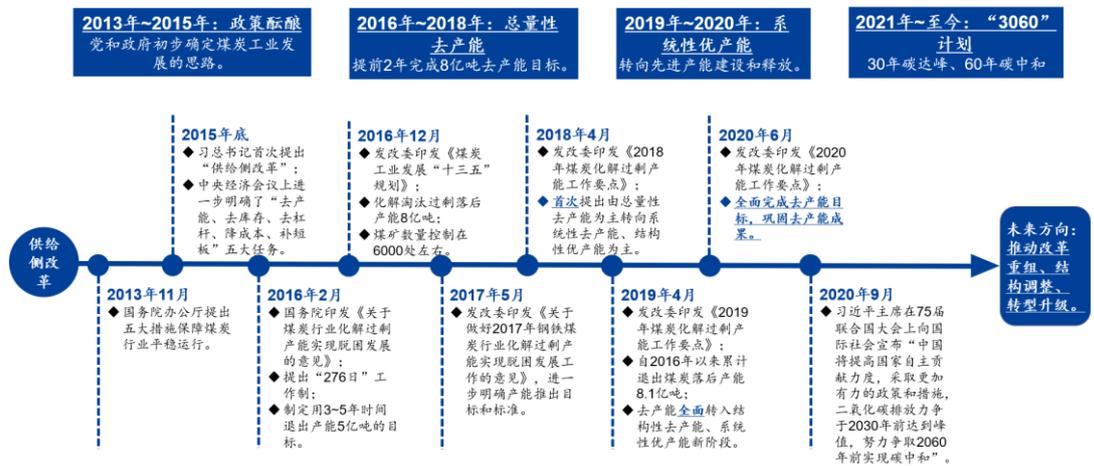
2. 展望：供给难放量，集中度提升，行业迎高质量发展新时代

我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在70%以上，近年来煤炭消费比重持续下降，2018年、2019年分别为59%、57.7%，2025年我们预计降至53%，但煤炭消费总量仍处于高位。“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限（固定资产投资难以支撑产能大幅释放+“3060”背景下各主体新建意愿较弱）、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

16年至今，煤炭行业大体经历三个阶段：

- 第一阶段（2016年~2018年）：供给侧改革前期，以总量性去产能为主要目标；
- 第二阶段（2019年~2020年）：供给侧改革后期，以结构性优产能为主要目标；
- 第三阶段（2021年至今）：“3060”计划提出，压减煤炭消费、降低碳排放成为主要目标。

图表 17：2016 年至今煤炭行业发展阶段



资料来源：国家发改委，国盛证券研究所

2.1. 固定资产投资难以支撑产能大幅扩张

固定资产投资难以支撑产能大幅扩张。一般而言，考虑到煤矿2~5年的建设周期，产能的增长一般滞后于投资2年左右，所以前两年产量的增长，主要源自上一轮投资的后期项目释放、高利润带动的产能利用率提高以及违法产能的合法化。展望未来，但我们认为未来产量并不会大幅释放。

- 一方面，虽然行业固定资产投资完成额增速基本转正（煤炭开采和洗选业固定资产投资增速自2013年连续5年负增长之后，2018年由负转正，2019年增速扩大，但2020年受新冠疫情影响，增速再度转负），但其绝对值远低于2012年，且当前煤矿建设成本以及安全投入远高于以前；
- 一方面，上一轮投资高峰出现在2012年左右，考虑到煤机设备7~9年的更新周期，目前正处于设备更新换代的高峰期；
- 一方面，目前煤炭行业整体负债仍然偏高，外加去年“永煤违约”时间发生后，各企业外部融资环境明显恶化，以及在“2030年碳达峰、2060年碳中和”提出后，银行对企业信贷支持力度有所减弱，所以当下企业新建产能意愿较弱。

图表 18: 煤炭固定资产投资完成额及同比增速 (亿元)

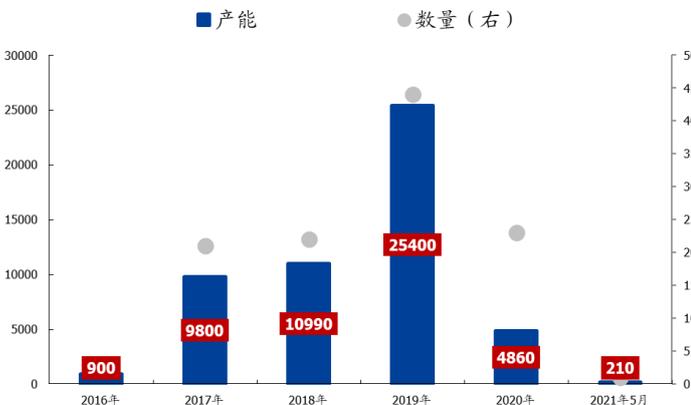


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.2020 年以来新批复煤矿明显减少

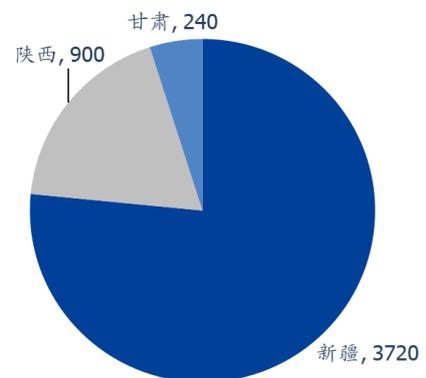
2020 年以来新批复煤矿项目明显减少, 且以新疆地区为主, 对市场影响有限。自 2019 年供给侧改革重心全面转向加快先进产能建设及释放后 (即由“总量性去产能”全面转向“系统性去产能、结构性优产能”), 相关部门明显加快了对新建煤矿项目的审批工作, 2019 年累计新批复煤矿 44 座, 合计产能 25400 万吨/年。随着“未批先建”等历史遗留问题的解决, 表外产能逐步回归表内, **2020 年新批复煤矿数量及产能显著下滑, 全年仅批复 23 个煤矿项目, 合计产能 4860 万吨/年, 其中 20 个落地新疆, 合计产能 3720 万吨/年。**虽然目前疆煤外运通道 (外送煤炭以哈密为主, 准东为辅) 在持续拓展中, 但无论是运距、成本还是时间, 相比于晋陕蒙仍显欠缺, 因此新疆煤炭多以就地消化 (发电、煤化工) 为主, 区域特性较强, 对全国煤炭市场尤其沿海地区影响有限。**2021 年至今, 更是仅批复 1 座煤矿, 产能 210 万吨/年。**

图表 19: 2016 年至今国家能源局、发改委新批复煤矿情况 (万吨/年)



资料来源: 国家发改委, 能源局, 国盛证券研究所

图表 20: 2020 年新批复煤矿中新疆产能占比高达 76.5%



资料来源: 国家发改委, 能源局, 国盛证券研究所

图表 21: 2020 年至今新批复煤矿明细 (时间序列)

序号	省份	煤矿	产能 (万吨/年)	投资额 (亿元)	批复部门	批复时间
1	陕西	韩城矿区王峰煤矿	300	41.8	能源局	2020/3/18
2	新疆	新疆沙湾矿区西区红山西煤矿	120	7.3	能源局	2020/6/10
3	甘肃	甘肃华亭矿区五举煤矿	240	32.7	能源局	2020/6/10
4	新疆	新疆哈密巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿	300	7.3	能源局	2020/7/31
5	新疆	新疆哈密巴里坤矿区吉郎德露天煤矿	300	9.7	能源局	2020/7/31
6	新疆	新疆克布尔碱矿区润田煤矿	120	10.6	能源局	2020/8/25
7	新疆	新疆阳霞矿区卡达希区轮台阳霞煤矿	120	11.4	能源局	2020/8/25
8	新疆	新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井一期	120	10.9	能源局	2020/8/25
9	新疆	新疆鄯善县七克台矿区资源整合区一号整合井田	150	8.4	能源局	2020/8/25
10	新疆	新疆和什托洛盖矿区陶和矿井一期工程	120	11.9	能源局	2020/9/9
11	新疆	新疆巴州阳霞矿区苏库努尔区玉鑫煤矿	120	13.8	能源局	2020/9/9
12	新疆	新疆昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程	120	15.0	能源局	2020/9/9
13	陕西	陕西榆横矿区南区赵石畔煤矿	600	65.0	发改委	2020/10/10
14	新疆	新疆阳霞矿区塔里克区二号矿井 (轮台卫东煤矿)	120	11.5	能源局	2020/11/18
15	新疆	新疆伊宁矿区北区干沟煤矿	240	12.0	能源局	2020/11/18
16	新疆	新疆七泉湖矿区星亮二矿	120	9.1	能源局	2020/11/18
17	新疆	新疆和什托洛盖矿区资源整合区泉龙煤矿	120	8.1	能源局	2020/11/18
18	新疆	伊宁矿区中伊泰伊犁矿业公司煤矿项目	450	20.89	能源局	2020/12/28
19	新疆	新疆伊宁矿区北区七号矿井一期项目	300	22.42	能源局	2020/12/28
20	新疆	新疆准东西黑山矿区北山露天煤矿一期工程项目	300	6.03	能源局	2020/12/28
21	新疆	新疆七克台矿区资源整合区二号整合井田项目	120	8.94	能源局	2020/12/28
22	新疆	新疆和什托洛盖矿区阿勒泰鑫泰矿业五号煤矿	120	4.69	能源局	2020/12/28
23	新疆	新疆昌吉白杨河矿区天业煤矿项目	240	17.01	能源局	2020/12/28
24	贵州	贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿二期工程项目	210	23.2	能源局	2021/3/2

资料来源: 国家发改委, 能源局, 国盛证券研究所

2.1. 煤企兼并重组驶入快车道, 行业集中度显著提升

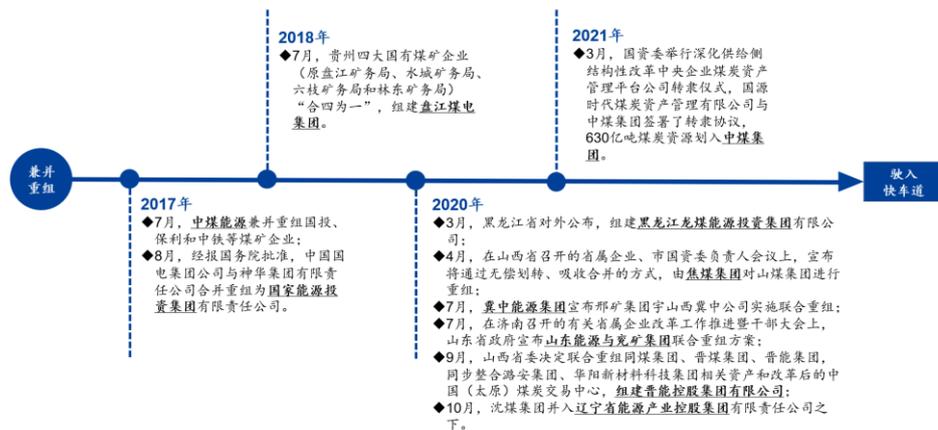
兼并重组是煤炭企业转型升级的必由之路。我国煤炭行业存在着主体分散、集中度偏低、产业布局不合理等问题, 推动煤炭企业兼并重组、转型升级, 是有效化解煤炭行业散、乱、弱等问题的重要举措。早在 2017 年 12 月, 国家发展改革委等 12 个部委联合发布了《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》(以下简称《意见》), 《意见》中提出以“坚持市场主导、企业主体和政府支持相结合; 坚持发展先进生产力和淘汰落后产能、化解过剩产能相结合; 坚持做强做优做大主业和上下游产业融合发展相结合; 坚持提高产业集中度和优化生产布局相结合”为原则。通过兼并重组, 实现煤炭企业平均规模明显扩大, 中低水平煤矿数量明显减少, 上下游产业融合度显著提高, 经济活力得到增强, 产业格局得到优化。到 2020 年底, 争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团, 发展和培育一批现代化煤炭企业集团。我们预计未来煤炭企业兼并重组将沿三个方向继续发力:

- 一是推动企业内部或跨企业的专业化整合, 以提高国有企业的产业集中度, 解决国有资本布局分散化, 难以形成集中优势的问题(如山西省成立“潞安化工集团”、冀

- 中能源集团对内部的邢矿集团与山西冀中公司实施联合重组。);
- 二是鼓励优势企业并购重组经营困难企业，帮助困难企业盘活资源，复苏振兴，有效控制与化解国有企业经营风险（如焦煤集团对山煤集团进行吸收合并）；
 - 三是继续推进强强联合，做强做优国有企业，打造一批高质量发展引领示范企业（如兖矿集团与山东能源集团进行重组合并）。

集中度显著提升，行业格局持续向好。神华集团与国电集团合并重组为国家能源投资集团，山东能源与兖矿集团联合重组成立山东能源集团，中煤能源兼并重组国投、保利和中铁等企业的煤矿板块，山西省战略重组成立晋能控股集团和山西焦煤集团，甘肃省、贵州省、辽宁省分别重组成立甘肃能源化工投资集团、盘江煤电集团、辽宁省能源投资集团。战略重组后，国家能源集团、晋能控股集团、山东能源集团、中煤能源集团等4家企业煤炭产量超过2亿吨，陕西煤业化工集团、山西焦煤集团等2家企业产量超过1亿吨，煤炭产业集中度大幅提升，培育打造了一批具有创建世界一流能源企业潜力的大型煤炭（能源）企业集团，推动煤炭行业高质量发展。

图表 22: 煤炭行业兼并重组驶入快车道



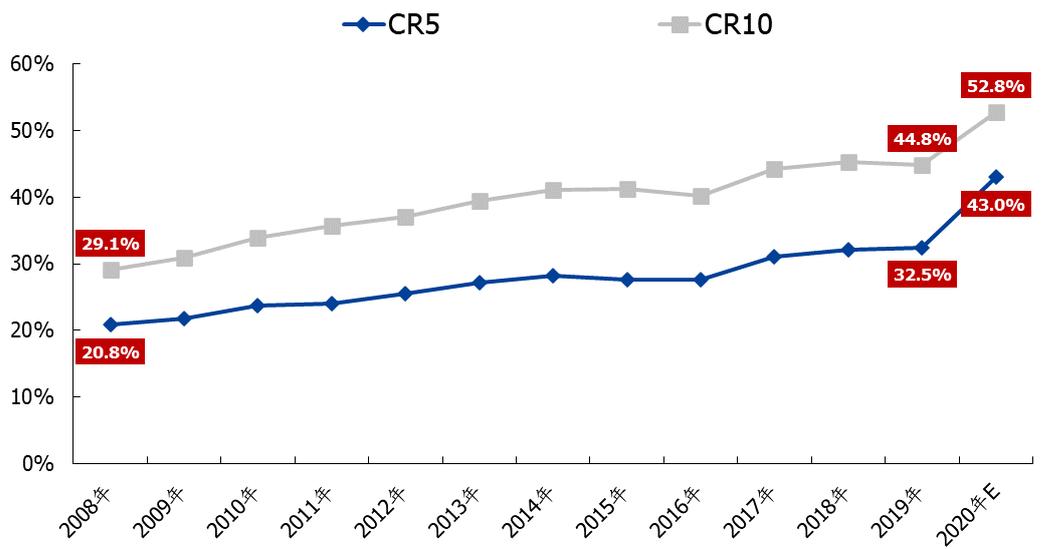
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 煤炭行业集中度变化(亿吨)

年份	全国煤炭产量	CR5		CR10	
		产量	占比	产量	占比
2008年	29.03	6.05	20.8%	8.45	29.1%
2009年	31.15	6.79	21.8%	9.63	30.9%
2010年	34.28	8.14	23.8%	11.60	33.8%
2011年	37.64	9.04	24.0%	13.41	35.6%
2012年	39.45	10.03	25.4%	14.62	37.1%
2013年	39.74	10.81	27.2%	15.69	39.5%
2014年	38.74	10.90	28.1%	15.94	41.1%
2015年	37.47	10.34	27.6%	15.44	41.2%
2016年	34.11	9.39	27.5%	13.70	40.2%
2017年	35.24	10.94	31.0%	15.59	44.2%
2018年	36.83	11.83	32.1%	16.66	45.2%
2019年	38.46	12.48	32.5%	17.23	44.8%

资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

图表 24: 煤炭行业集中度不断提高



资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

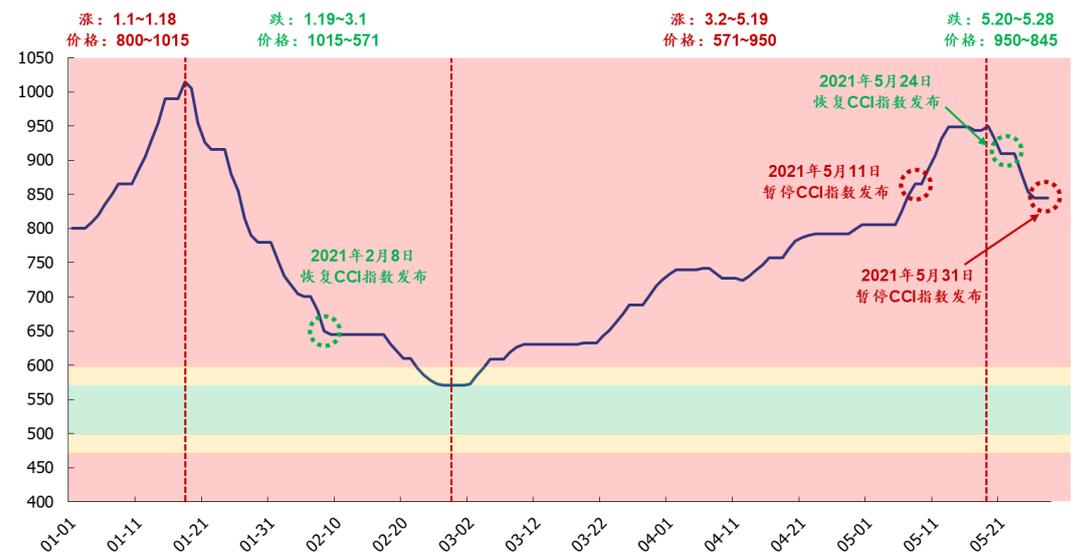
3. 动力煤: 供需矛盾难解, 煤价中枢上移

3.1. 回顾: 政策扰动加剧, 煤价大开大合

年初至今, 煤价受政策影响, 波动幅度明显加大:

- **第一阶段 (1月18日~1月18日):** 国内经济持续修复、冬季遭遇极寒天气民用取暖需求骤增, 供应端进口额度紧张叠加国内供应结构紧缺 (内蒙反腐&矿难频发致安监力度加大), 利多因素共振, 煤价创下历史新高;
- **第二阶段 (1月19日~3月1日):** 国常会部署能源保供工作, 各主产区和煤企纷纷响应号召, 春节期间亦正常生产, 加大保供力度。外加春节期间需求季节性下滑, 导致煤价快速下跌至年内低点;
- **第三阶段 (3月2日~5月19日):** 保供政策退出产量释放受限+下游需求超预期回升+进口大幅下滑, 煤价快速反弹;
- **第四阶段 (5月20日~5月28日):** 国常会一周内连续两次聚焦大宗商品价格, 并针对大宗商品价格快速上涨做出部署。受此影响, 市场情绪转弱, 叠加动力煤期货价格暴跌, 打击现货看涨情绪, 煤价高位回落;
- **第五阶段 (6月~至今):** 随着悲观情绪的逐步释放, 煤价重回基本面主导, 小幅上行。

图表 25: 2021 年至今动力煤价格走势 (元/吨)



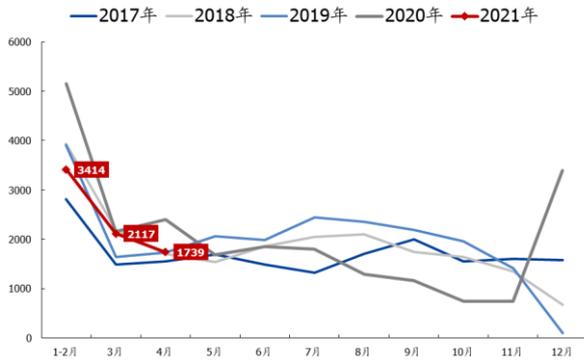
资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

3.2. 供需: 矛盾难解, 旺季面临较大缺口

供需矛盾难缓解, 旺季面临较大缺口。前期大宗商品价格过快上涨, 虽有碳减排、碳中和背景下供需矛盾的加持, 但上涨速度过快也的确反应存在一些非理性因素的干扰(资金助推和期货拉涨, 使现货价格愈加疯狂)。继 5 月 12 日国常会聚焦大宗商品涨价后, 5 月 19 日总理主持召开国务院常务会议, 再度部署做好大宗商品保供稳价工作。国常会一周内连续两次聚焦大宗商品价格, 十分罕见, 远超市场预期, 这也反应了大宗商品涨价问题已经引发上层的高度关注。受此影响, 市场情绪转弱, 叠加动力煤期货价格暴跌, 打击现货看涨情绪, 北方港口现货煤价高位回落。但当前无论从全国范围亦或沿海地区而言, 动力煤供需仍然呈现偏紧格局(供给难放量+需求高增长), 供需现实及预期仍然较好, 旺季面临较大缺口。

- **一方面, 安监、环保压力持续加大, 煤企增产力度或不及预期。**今年安全事故频发(贵州、新疆、山东矿难), 煤矿安全形势严峻, 地方政府和煤矿会将安全生产放在首位, 考虑到保供与安监之间的矛盾, 外加今年是建党 100 周年, 产地后续安监力度或超市场预期。因此, 即使在发改委要求“增产增供”的背景下, 国内煤企产量增量空间亦有限。5 月, 主产区安监、环保仍严, 山西应急管理厅以“一通三防、顶板、防止水”等为重点, 全面深入开展煤矿安全生产大排查; 陕西应急管理厅亦争对目前煤矿过快上涨可能导致的超产势头发文要求加强煤矿安全生产工作。
- **一方面, 进口煤短期补充作用有限。**随着国际煤价和运费大幅增长, 内外贸煤价差缩小, 某时段部分煤种甚至出现倒挂, 终端采购热情下降, 导致 1~4 月份全国进口动力煤同比下滑 25.1%。5 月, 国家发改委发布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, 澳煤 0 进口或将成为长期趋势, 考虑 2020 年我国进口动力煤中澳洲占比为 19%, 此举将进一步收紧动力煤供给。此外, 当前东南亚经济复苏较好导致煤炭需求旺盛, 进口煤价易涨难跌, 进口煤完税到岸价反而成为内贸煤价格的重要支撑。

图表 26: 21年1~4月进口动力煤 7271 万吨, 同比减 25.1% (万吨)



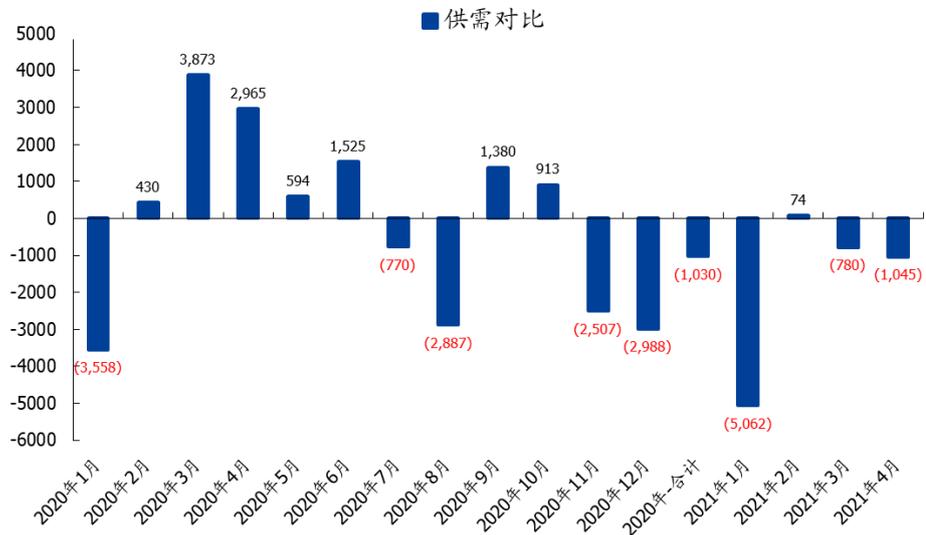
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 内外贸煤价差 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 供需矛盾难解, 动煤面临较大缺口 (万吨)



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 29: 煤炭行业“三角关系”



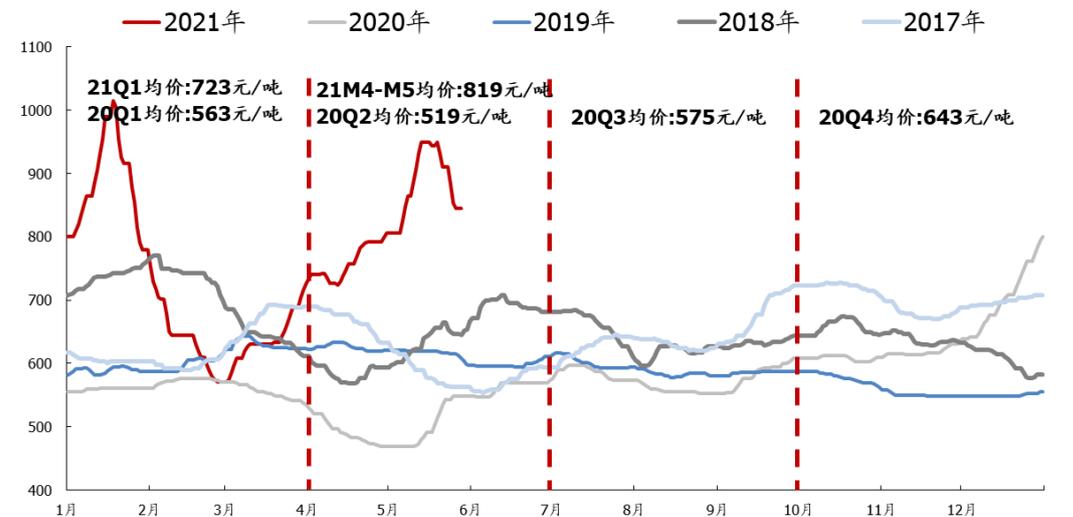
资料来源: 国盛证券研究所

3.3.展望：需求驱动煤价上行

当前对动力煤市场影响最大的是供给端，而供应端最大的不确定性即在于政策。相关部门要求煤企在保证安全的前提条件下增产增供，但由于安全、环保政策的矛盾性，动力煤国内供应或难有明显增长。且进口方面由于澳煤受限叠加国外煤价暴涨导致进口利润收缩，短期内也难以明显放量。而需求端随着“迎峰度夏”用煤高峰的到来，外加目前库存水平整体偏低，下游用户补库需求逐步释放，届时将带动煤价再次上涨。

展望全年，安监、环保压力持续加大，进口煤管控（澳煤）亦难言放松。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，根据我们对动力煤供需两端的测算，预计2021年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局，全年中枢或上移至750元/吨附近，较2020年均价上涨170元/吨。

图表 30: 预计全年煤价中枢将上移 170 元/吨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 5月31日后, 煤价指数暂停发布)

图表 31: 动力煤供需平衡表 (亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
供应端						
产量	28.24	29.05	30.65	31.90	32.24	33.24
yoy	-7.9%	2.8%	5.5%	4.1%	1.1%	3.1%
净进口量	1.89	1.95	2.13	2.21	2.29	2.29
yoy	24.4%	3.1%	9.4%	3.6%	3.9%	0.0%
总供应	30.05	31.02	32.83	34.15	34.54	35.57
yoy	-6.5%	3.2%	5.8%	4.0%	1.1%	3.0%
需求端						
电力用煤	18.19	18.81	20.11	20.58	21.05	22.95
yoy	3.5%	3.4%	6.9%	2.3%	2.3%	9.0%
建材用煤	3.15	3.14	2.88	3.21	3.25	3.32
yoy	1.2%	-0.3%	-8.4%	11.4%	1.5%	2.0%
化工用煤	1.62	1.79	1.75	1.94	1.99	2.11
yoy	0.9%	10.6%	-2.3%	11.2%	2.5%	6.0%
冶金用煤	1.39	1.44	1.54	1.60	1.76	1.79
yoy	1.9%	3.9%	6.9%	3.6%	10.0%	2.0%
供热耗煤	2.20	2.32	2.65	2.87	2.89	2.98
yoy	11.0%	5.2%	14.5%	8.1%	1.0%	3.0%
其他	4.39	3.98	3.75	3.62	3.69	3.54
yoy	-30.9%	-9.5%	-5.6%	-3.7%	1.9%	-4.0%
消费合计	30.94	31.48	32.68	33.81	34.64	36.69
yoy	-3.3%	1.7%	3.8%	3.4%	2.5%	5.9%
供需缺口						
供应-需求	-0.89	-0.46	0.15	0.34	-0.10	-1.13

资料来源: sxcoal, wind, 国盛证券研究所

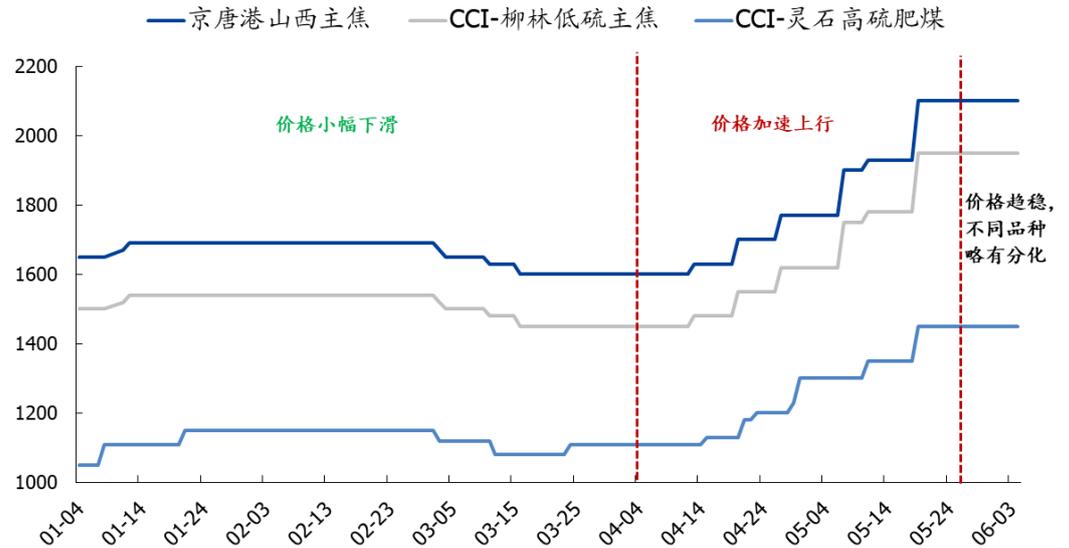
4.焦煤: 格局持续向好, 价格长牛延续

4.1.回顾: 节后价格触底, 4月加速上行

春节后价格触底, 4月加速上行:

- **第一阶段(年初~4月上旬):** 由于春节期间主产区多数煤矿未放假, 产量明显高于往年同期水平, 导致煤矿库存出现一定累计, 外加需求尚未完全恢复, 价格小幅下跌;
- **第二阶段(4月中旬~5月上旬):** 下游需求逐步恢复+国内供应受安监、环保压制+进口大幅减少(澳煤0通关、内蒙因疫情通关大幅下滑), 供需缺口显现, 价格加速上行;
- **第三阶段(5月中旬~至今):** 受近期政策调控及下游焦炭市场触顶承压等因素影响, 下游采购速度放缓, 库存压力稍显, 价格趋稳。配煤中的气煤、瘦煤或随着动力煤市场的降温价格有所回调。

图表 32: 2021 年至今炼焦煤价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2. 供需: 供应大幅收缩, 缺口凸显

4.2.1. 短期: 国内、进口双收缩叠加需求递增

供给方面, 国内有效供应面临逐步收缩。

- 一方面, 据 Mysteel 报道, 受山东济宁煤矿事故影响, 枣矿集团旗下省内煤矿暂时停产 (涉及产能 1500 万吨/年), 且考虑到炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井, 预计后期各省安检力度将适度加强, 将限制国内焦煤有效供给的释放;
- 一方面, 山东面临 3400 万吨/年关停压力。2021 年 4 月, 山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案 (2021—2022 年)》的通知, 要求关闭退出煤炭产能 3400 万吨, 均为炼焦煤矿井。按行业平均 72% 的产能利用率假设, 其涉及炼焦烟煤产量 2448 万吨, 约占山东省炼焦烟煤 (2020 年, 10661 万吨) 产量的 23%, 占全国炼焦烟煤 (2020 年, 121570 万吨) 产量的 2%; 按 40% 的炼焦精煤洗出率假设, 其涉及炼焦精煤产量 980 万吨年, 约占山东省炼焦精煤 (2020 年, 4393 万吨) 的 22.3%, 占全国炼焦精煤产量 (2020 年, 48510 万吨) 的 2%;
- 一方面, 进口亦面临较大缺口。目前, 澳煤依然处于受限状态, 其进口停滞将造成年约 3500 万吨进口减量, 短期内很难通过其他途径弥补 (国内存量煤矿有效供应面临逐步收缩、新建矿井数量有限+外蒙汽运通关效率提升幅度有限); 另一方面, 澳洲炼焦品质优异 (低灰、低硫、高粘结), 属主焦煤稀缺品种, 澳煤进口停滞将加剧我国主焦煤供应紧张的局面。

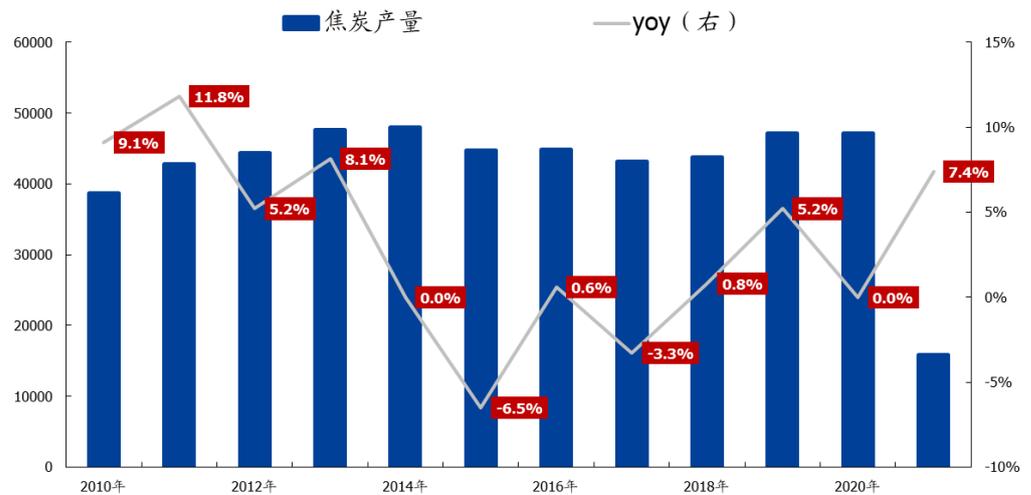
需求方面, 随着新建焦化产能陆续投产, 后期炼焦煤需求总体将会呈增长态势。据 Mysteel 调研统计, 2021 年预计淘汰焦化产能 2775 万吨, 新增焦化产能 6464.5 万吨, 全年净新增 3689.5 万吨。下游由净去化转为净投放状态, 推动焦煤需求递增, 且新增焦化产能设备多以大型焦炉为主, 优质低硫焦煤的需求量将大幅增加。2021 年 1-4 月我国焦炭产量 1.6 亿吨, 同比增长 7.4%。

图表 33: 2021 年焦化产能预计新增、淘汰统计 (万吨)

	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	396		994	50	55	566	42		212			460	2775
新增	916.25	1007	733.75	358	317.75	865	254	517.75	195	194	175	931	6464.5
净新增	520.25	1007	-260.25	308	262.75	299	212	517.75	-17	194	175	471	3689.5

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 34: 我国焦炭产量情况 (万吨)



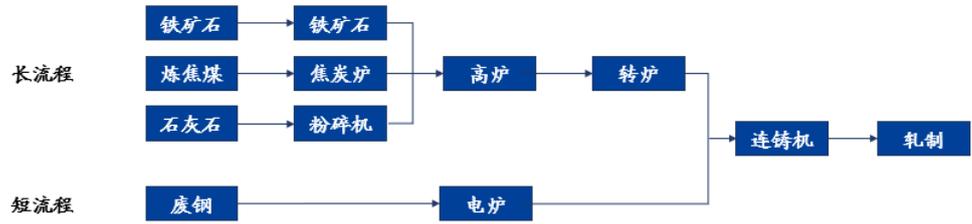
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2.2. 中长期: 焦煤需求难以替代, 且供应收缩幅度大于需求

焦煤、焦炭作为炼钢还原剂, 较难通过其他技术实现大范围替代。目前具备替代传统长流程炼钢潜力的技术工艺主要有短流程电炉钢和氢能炼钢技术, 但均存在一定发展障碍。

- **长流程氢能炼钢:** 利用氢气替代一氧化碳做还原剂, 可实现二氧化碳“零排放”。目前市场上主流制氢方法有焦炉煤气制氢、煤制氢、天然气制氢、石脑油制氢、电解水制氢等方法, 但**氢气成本高昂, 且储氢较难**。
- **短流程电炉钢:** 由废钢融化炼钢, 没有炼铁工序, 可大大减少二氧化碳排放。我国钢铁产量虽高, 但因处于城镇化率提升的阶段, 钢铁的生产年限较近, 未达到报废标准, 因此每年废钢资源较为有限。我国钢铁产能宏大, 对原材料需求较为旺盛, **废钢资源难以支撑钢铁对原材料的需求**。短流程炼钢中废钢占总成本的 75%以上, 对废钢价格敏感性较强、依赖性强, 且成本较高; 同时**废钢中的元素残余较多, 难以生产纯净钢板**。

图表 35: 炼铁长流程与短流程对比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

焦煤后备资源储备不足, 未来几乎无增产潜力。由于开发历史长, 大部分资源已被生产和在建矿井利用, 尚未利用的资源较少, 我们在对目前所有新建矿井进行梳理过程中发现, **在约 200 多个新建煤矿中, 仅有 7 座炼焦煤煤矿, 合计产能为 2640 万吨/年**, 其体量相对于每年约 12 亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低, 意味着炼焦煤未来面临增产潜力较小、后备资源储备不足的困境。此外, 从我国未来发展规划来看, 在提出 **“3060” 碳达峰、碳中和** 的背景下, 预计煤炭消费量的绝对值会在 2025 年以后面临下滑压力, **煤炭企业、金融机构均对于新建煤矿的投资意愿大幅减弱。**

图表 36: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)

序号	地区	煤矿名称	类型	煤种	产能	建设单位
1	山西	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	新建	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	600	美锦能源
2	山西	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	新建	主焦煤	300	冀中能源
3	山西	山西晋煤太钢能源三交一号煤矿	新建	焦煤、肥煤	600	晋煤集团
4	山西	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	新建	焦煤、肥煤、瘦煤	240	铁法煤业集团
5	安徽	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	新建	气煤、1/3 焦煤	300	中煤新集
6	河南	中国平煤神马集团梁北二井	新建	瘦煤、焦煤、肥煤	120	平煤集团
7	山东	兖煤菏泽能化有限公司万福煤矿	新建	肥煤、焦煤	180	兖州煤业
8	山西	山西离柳矿区吴家峁煤矿	新建	主焦、肥煤、瘦煤	300	焦煤集团
合计					2640	

资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

存量矿井面临资源枯竭等风险, 近年来洗出率持续下降。作为稀缺资源, 焦煤价格远高于动力煤、无烟煤, 在此驱动下, 经过多年开采, 大部分资源已被生产和在建矿井利用, 焦煤资源日趋紧缺; 且炼焦煤因变质程度、历史等因素, 矿井以井工矿为主, 资源禀赋逊于动力煤, 矿井安全条件、地理条件较差, 因此矿井产生超千米冲击地压的问题多集中于炼焦煤矿。此外, 由于存量矿井面临资源枯竭等风险, 近几年炼焦精煤洗出率持续降低, 2020 年全年洗出率为 39.9%, 同比下降 0.5 个 pct。

图表 37: 全国炼焦精煤洗出率情况

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年Q1
炼焦原煤(亿吨)	11.0	11.0	11.1	11.9	12.2	3.0
炼焦精煤(亿吨)	4.4	4.5	4.1	4.8	4.9	1.2
洗出率	40.5%	40.7%	37.1%	40.4%	39.9%	39.2%

资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

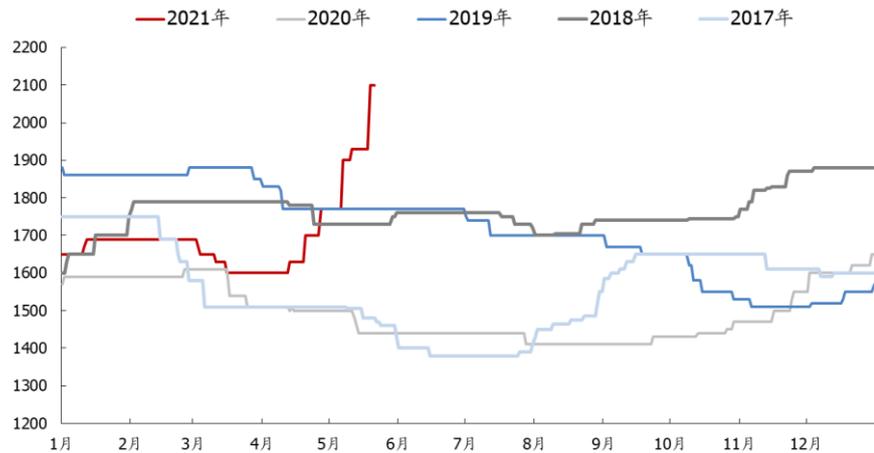
中长期来看，焦煤供给收缩幅度远大于需求，供需格局持续向好。

- **减产为短期手段，减排为长期趋势。**2020年年底，围绕碳达峰和碳中和时间节点，工信部便提出“要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降”，并在此后多个场合反复强调这一立场基调。碳达峰、碳中和下，在没有可以大范围替代“煤焦钢”路径的背景下，行业减排的最有效的手段即为降低产量；但**压减产量是短期手段而不是目的，未来碳排放指标或成钢企重点考核指标之一。**
- **钢铁需求仍有支撑。**钢材需求量的提升受城镇化率的提升拉动，十三届全国人大四次会议提出，“十四五”期间常住人口城镇化率提高到65%，**城镇化率尚有提升空间。**同时，“十四五”期间**“两新一重”指引下新老基建共同发力，有望支撑钢铁需求。**
- **焦煤供给收缩幅度远大于需求。**禁止澳煤进口、山东冲击地压产能清退带来的供应收缩为4,516万吨，收缩幅度已达8.1%（对比2020年焦精煤产量+进口总量），依据冶炼1吨粗钢需要0.44吨焦炭、生产1吨焦炭需消耗1.3吨焦煤计算，则将压减粗钢产量1.3亿吨，压减幅度为12.7%（对比2020年粗钢产量）；且焦煤存量矿井面临资源枯竭等风险，近年来洗出率持续下降，未来仍有收缩空间。考虑下游钢铁行业需求旺盛，将无法承受如此剧烈的压减幅度。由此来看，焦煤供给收缩幅度将远大于需求。

4.3.展望：价格长牛延续

焦煤供需缺口凸显，焦煤价格强势运行，将持续创高。我国优质低硫主煤资源有限，预计国内炼焦煤供应难有明显增量。进口方面，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，预计明年进口总体略偏紧。需求方面，随着焦炭去产能暂时告一段落，新建焦炉陆续投产，预计2021年焦炭产量呈现前低后高，焦煤需求也呈现逐步递增的状态，外加新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量大幅增加，可能会造成低硫主焦结构性紧张。

图表 38: 炼焦煤价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 炼焦煤供需平衡表 (万吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
国内供应							
炼焦精煤产量	44,438	44,571	45,406	48,060	48,510	48,972	48,615
yoy	-10.5%	0.3%	1.9%	5.8%	0.9%	1.0%	-0.7%
——山西 (增)	17,700	18,921	20,076	20,894	22,382	23,434	24,372
——山东	4,110	4,252	4,332	5,466	5,027	4,273	2,773
——贵州 (增)	3,749	3,861	3,539	3,132	2,540	2,693	2,773
——内蒙古 (增)	2,430	2,457	2,669	3,205	2,935	3,023	3,144
——安徽 (增)	2,490	2,480	2,608	2,858	2,972	3,172	3,472
——河南	2,676	2,628	2,610	2,506	2,359	2,264	2,128
——黑龙江	2,484	2,273	1,902	1,832	2,064	2,043	2,002
——河北	2,386	1,956	1,804	1,663	1,621	1,492	1,417
——云南 (增)	1,229	1,241	1,313	1,350	1,488	1,532	1,532
——新疆 (增)	905	955	1,089	1,643	1,798	1,887	2,001
——其他	4,279	3,547	3,464	3,511	3,325	3,158	3,001
进出口							
进口	5,923	6,935	6,490	7,466	7,256	5,130	5,850
——澳洲	2,682	3,098	2,868	3,094	3,536	0	0
——外蒙	2,356	2,627	2,768	3,377	2,377	3,500	4,000
——俄罗斯	262	462	443	544	673	800	900
——加拿大	519	425	221	301	466	530	600
——其他	104	323	191	149	205	300	350
出口	74	230	108	140	87	80	80
净进口	5,849	6,705	6,382	7,326	7,169	5,050	5,770
下游需求							
需求	53,391	51,451	51,952	55,204	55,771	58,002	58,582
yoy	1.2%	-3.6%	1.0%	6.3%	1.0%	4.0%	1.0%
——焦炭产量	44,912	43,143	43,820	47,126	47,116	49,001	49,491
——yoy	0.6%	-3.3%	0.8%	5.2%	0.0%	4.0%	1.0%
供需测算							
供需对比	-3,104	-175	-164	182	-92	-3,900	-4,117

资料来源: wind, sxcoal, 国盛证券研究所

5. 投资策略及重点个股评述

5.1. 2021年下半年投资策略

价格上行周期中，看好煤炭销售结构中长协占比偏低、附带化工业务的业绩弹性大的低估值标的。重点推荐：晋控煤业、陕西煤业，建议关注潞安环能、兖州煤业、中煤能源。

看好稀缺焦煤股的投资机会。从储量上看，炼焦煤（气煤、气肥煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤），约占我国煤炭总储量的24%，属稀缺资源，尤其在炼焦工艺中起到骨干作用的肥煤、焦煤最为紧缺。在国内炼焦煤供给弹性不足，未来新增产能极其有限的背景下，需要通过大量进口满足国内需求，对外依存度不断提升（尤其主焦煤&肥煤）。目前来看，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，后续澳煤进口数量或面临锐减，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，且品质略逊于澳煤。若澳煤进口长期受限，国内焦煤供需格局有望持续向好，主焦煤尤其紧缺。**重点推荐：淮北矿业、山西焦煤、平煤股份，建议关注盘江股份。**

布局山西国改。山西省今年对省属煤炭企业进行战略重组，形成晋能控股集团和焦煤集团能源产业“双航母”领航的新格局。在早前山西省印发的《关于深化国企改革指导意见》中，便指出要充分利用国有控股上市公司平台，对同质化竞争严重和产业关联性强的上市公司，以及未上市的资产业务，通过市场方式，推动专业化重组，打造具有鲜明产业特征和规模效益的上市公司。在4月王一新副省长主持召开的省属国企提高资产证券化率专题会议上指出省属国企要以上市公司平台为抓手，鼓励有条件的企业集团将全部资产注入上市公司，积极推进集团整体上市。**重点推荐：山西焦煤、晋控煤业。**

坚守核心资产。煤炭企业的核心竞争力来源于自身的资源禀赋、产业布局及股东背景。
重点推荐：

- **中国神华：**简单的地质条件造就超低开采成本，全产业链布局平抑业绩波动；
- **陕西煤业：**陕北矿区煤质优异，蒙华铁路开通助力拓宽销售半径，背靠陕煤化（陕煤化自身拥有百亿后备资源，且作为省属唯一煤企，在省内资源整合、矿区规划建设等方面具有无可比拟得优势）；
- **山西焦煤：**所属煤种属优质炼焦煤品种，是稀缺、保护性开采煤种，其控股股东焦煤集团作为国内最大的焦煤生产企业，手握大量优质资源，后续有望逐步注入上市。

5.2. 重点个股评述

山西焦煤

1) 资产注入序幕开启，焦煤板块龙头呼之欲出。20年12月现金收购520万吨焦煤产能，资产注入序幕开启；公司按照山西省委、省政府关于深化国资国企改革战略部署，拟通过资源资产化、资产资本化、资本证券化，**运用上市平台推动煤炭资源整合和专业化重组**，实现资源合理流动、组织、配置，**打造焦煤板块龙头上市公司。****2) 炼焦煤品质优异，竞争优势明显。**公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，地质构造简单，煤种齐全。**古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺、保护性开采煤种**，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，是大型炉焦用煤的理想原料。**3) 焦煤格局持续向好，价格长牛。**

风险提示：焦煤价格大幅下跌，资产注入进度低于预期。

晋控煤业

肩负集团资产上市重任，乘风而起成长可期。**1) 收购同忻煤矿32%股权，增厚权益产**

能**512万吨/年**。2020年12月，公司以28.7亿元现金收购控股股东晋能控股煤业集团持有的同忻煤矿（产能1600万吨/年）32%股权，增厚权益产能512万吨/年，投资收益有望大幅增长。截至2020年末，公司并表的矿井有塔山煤矿、忻州窑煤矿和色连煤矿共3座在产矿井，合计产能3210万吨/年，权益产能2223万吨/年，单井产能规模超千万。**2）晋能控股集团煤炭资产上市提速，未来成长空间巨大。**21年2月，山西国运召开省属企业“一企一策”考核签约大会，会上提出省属企业“资产证券化率达80%以上”的定量目标。公司所属的晋能控股集团拥有煤炭产能约4.4亿吨（全部由晋能控股煤业集团管理，体量为晋控煤业13.7倍），拥有煤炭储量600多亿吨，煤炭产能规模仅次于国家能源集团，位居山西省第一、全国第二，实力雄厚。未来晋能控股集团有望在政策促进下继续深化改革，提高资产证券化率，有计划地将煤炭资产逐步装入既有上市公司平台，未来成长空间巨大。**3）动力煤供需矛盾难解，全年煤价中枢大幅上移。**安监、环保压力持续加大，进口煤管控亦难言放松；而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，供需矛盾难解，预计全年中枢或上移750元/吨附近，较2020年均价上涨170元/吨，公司全年业绩可期。

风险提示：煤价大幅下跌，资产注入存在不确定性。

淮北矿业

公司为华东地区煤焦龙头，具有稳定的下游用户、良好的地理区位条件和运输优势，加之信湖煤矿投产，焦炉煤气综合利用、雷鸣科化建筑石料矿山等多个项目投产在即，公司业绩亦有望迎来持续增长。具体来看：**1）焦煤、焦炭景气度持续向好，Q2业绩值得期待。**2018年上市以来，公司焦煤、焦炭业务毛利贡献占比均在90%左右，考虑到公司焦煤售价季度调整和焦炭售价月度调整政策，价格上涨，业绩值得期待。**2）信湖、陶忽图促进公司业绩可持续发展。**信湖煤矿（主焦煤、300万吨/年）已于21年5月试生产，投产后将为公司原煤产量带来10%以上增长空间；陶忽图井田（高热值动力煤、800万吨/年）公司正在加快推进项目核准等前期准备工作，未来公司煤炭产能增长有力。**3）非煤矿山业务成为公司重点利润增长点之一。**目前瓦子口、王山窝、所里矿山三座建筑石料矿山已建成投产，随着雷鸣科化旗下矿山的陆续投产，未来建筑石料业务具备较大增长空间，有望成为新利润增长点。**4）低估值高股息。**根据我们盈利预测，公司2021年实现归母净利润46.0亿元，对应PE5.X，按37%分红比例计，对应股息率高达6.4%。

风险提示：煤价大幅下跌，焦炭价格大幅下跌，项目投产进度不及预期。

金能科技

公司为山东省独立焦化龙头企业，构建了独特的“3+3”循环产业链，实现煤化工与精细化工的深度整合，差异化竞争优势明显。**1）**焦炭行业进入产能置换周期（即4.3米焦炉的淘汰与5.5米以上大型焦炉的投产），供需缺口有望保持。此外，中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，议价能力增强，焦炭价格高位运行，预计“十四五”期间吨焦盈利水平较“十三五”有明显提升，公司焦化盈利持续向好。**2）**青岛项目陆续投产，业绩存翻倍空间。公司积极布局石油化工产业，实施“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，**青岛新建“48万吨绿色炭黑”项目已于1月底进入试生产，“90万吨/年丙烷脱氢”、“45万吨/年高性能聚丙烯”项目已于4月起陆续投产。**据测算，中性假设下，上述项目满产后预计将为公司带来**10.2亿/年**净利贡献，业绩存翻倍空间。

风险提示：焦炭、炭黑价格下跌，项目投产不及预期。

平煤股份

公司为国内品种最为齐全的炼焦煤和电煤生产基地之一，是中南地区最大的炼焦煤生产基地，具有稳定的下游用户、良好的地理区位条件。“精煤战略”、“降本提质”成效逐步显现，为公司高质量发展打下坚实基础。**1) 落实精煤战略，提升资源价值。**公司积极推行精煤战略，调整产品结构，增加高端产品供给，努力实现产品结构由动力煤和精煤并重逐步向以精煤为主转变，2020年公司精煤产销均创历史最好水平，产品结构持续优化。**2) 降本增效持续推进。**公司加强成本控制，大力实施“机械化代人，智能化减人”、“降本增效”战略，吨煤成本持续压降。**3) 高股息率彰显投资价值。**为积极回报股东、充分保障股东的合法权益，公司2020年每10股派发现金股利3.6元(含税)，共计分红8.3亿元，分红比率60.1%；以5月26日收盘价计，股息率高达5.5%。

风险提示：焦煤价格大幅下跌，精煤产量下滑。

陕西煤业

短期来看，量价齐升下，公司业绩大幅抬升。价格方面，公司煤炭售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益。公司煤炭销售以现货销售为主，长协占比不到40%，因此公司综合售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益。产量方面，据陕煤化集团官网报道，公司在建矿井小保当二号(产能1300万吨/年)已于2020年Q4进入联合试运转，今年将带来确定性增量贡献。

长期来看，背景强、禀赋优、布局广、高股息，长期投资价值凸显。**1) 背景强：**公司控股股东陕煤化集团是省内唯一一家省属煤炭集团，在省内获取资源、运力方面具有绝对优势。而公司作为陕煤化集团的唯一煤炭上市平台，在矿区开发建设、资源整合方面具有其他公司不可比拟的优势，战略地位显著。**2) 禀赋优：**公司可采储量97亿吨，可采近百年，煤炭平均热值高达5500cal/g，远超普通动力煤，在澳煤进口受阻，市场高卡煤结构性紧缺背景下尤为紧俏。成本方面，公司吨煤成本远低于行业平均水平，且由于采掘行业成本端无法复制的特殊性，超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河。**3) 布局广：**公司紧跟新能源发展步伐，通过投融资平台的有效使用，择机布局与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。2020年Q3公司因“西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”项目到期清算，减持隆基4.81%的股份，当期非流动资产处置损益高达47.3亿元。**4) 高股息：**结合公司发布的三年分红回报规划和对公司盈利预测，预计公司3年累计保底股息高达14.8%(以6月4日收盘价)，且随着公司资本开支接近尾声，未来分红能力有望逐步提升。

风险提示：煤价大幅下跌，产量释放不及预期。

中国神华

公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚，具有极强的竞争力。受益于公司“煤电化路港航”全产业链的协同效应和纵向一体化优势，使其即使在煤价下行周期中，业绩底部依然明确，抵御风险能力极强。**1) 煤炭量价齐升，全年业绩值得期待。**2021年1-4月，公司完成商品煤产量1.03亿吨，同比增长6.8%；完成商品煤销量1.59万吨，同比增长22.3%，产销均远超市场预期。外加动力煤供需矛盾难解，预计2021年市场总体呈现供需紧平衡格局，全年中枢或上移至750元/吨附近，较2020年均价上涨170元/吨。板块全年业绩值得期待。**2) 电力、铁路新建项目陆续投产。**电力方面，锦界煤电一体化项目三期工程已于1月5日通过168小时试运行；铁路方面，公司黄大铁路山东段建设进展顺利，神朔铁路3亿吨扩能改造工程稳步推进，计划2021年下半年完工，届时公司持续完善运输链条，优化运行速度和效率，利好未来可持续发展。

风险提示：煤价断崖式下跌，长协基准价下调，上网电价下调。

6.风险提示

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速，导致建设周期缩短，产量释放速度超过预期。

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

上网电价大幅下调。

2020年1月1日起将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，若电价下浮过大会压制煤炭价格。

澳煤进口管制放松。

取消澳煤进口限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com