

供给收缩促龙头煤企经营壁垒提升

煤炭行业2021年半年度策略报告

银河证券研究院

潘 玮，王秋蘅

2021.6

一 碳中和背景下煤炭行业迎高质量发展契机

二 动力煤：供给收缩促龙头煤企经营壁垒提升

三 炼焦煤：供需格局持续向好，景气度较优

四 焦炭：供给宽松预期有限，价格高位有支撑

五 投资建议：关注中国神华、陕西煤业、山西焦煤等

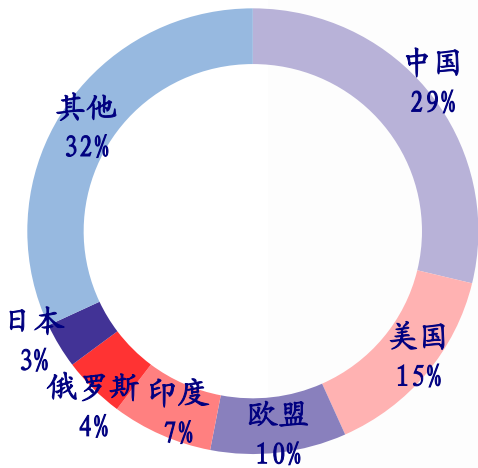
一 碳中和背景下煤炭行业迎高质量发展契机

(一) 碳中和背景：中国碳排放居世界之首，人均碳排放呈上升趋势

- 我国作为最大的发展中国家，2019年二氧化碳排放量达98.26亿吨，大约等于美国的2倍、欧盟的3倍，居于世界首位
- 人均方面，2019年我国人均二氧化碳排放量是世界平均水平的1.6倍，虽然距美国、欧盟、日本等发达经济体仍存在差距，但呈现不断上升趋势，改善能源结构迫在眉睫

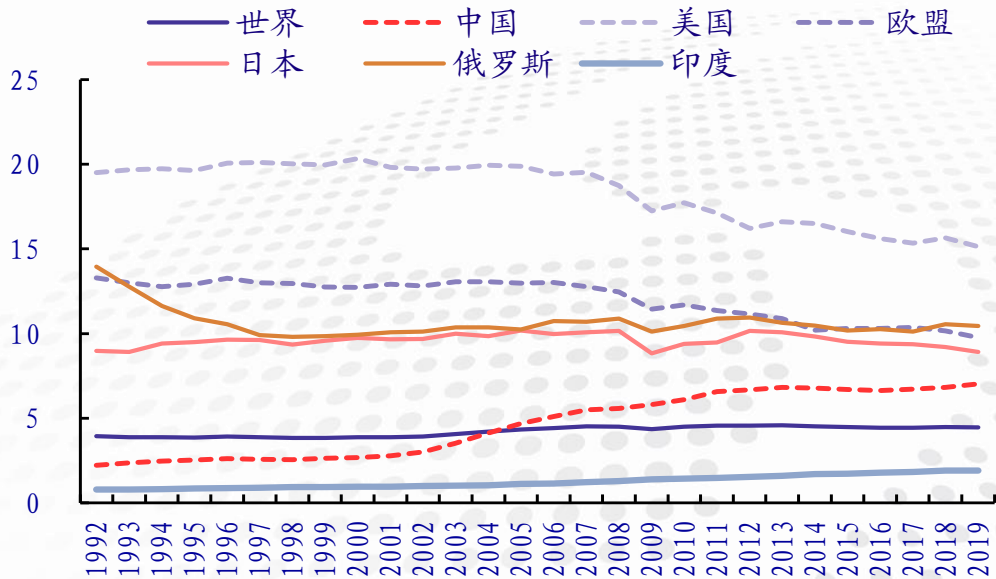
图：中国的碳排放在全球的占比居首位（2019年）

■ 中国 ■ 美国 ■ 欧盟 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 日本 ■ 其他



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：世界及主要国家人均碳排放量（吨/人）

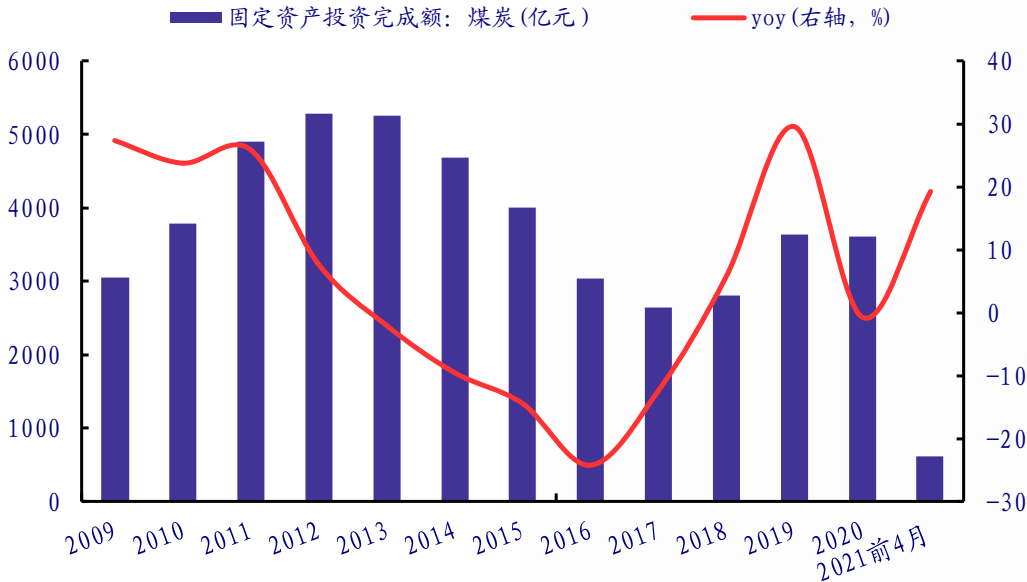


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(二) 固定资产投资位于低位，新批复产能逐年衰减

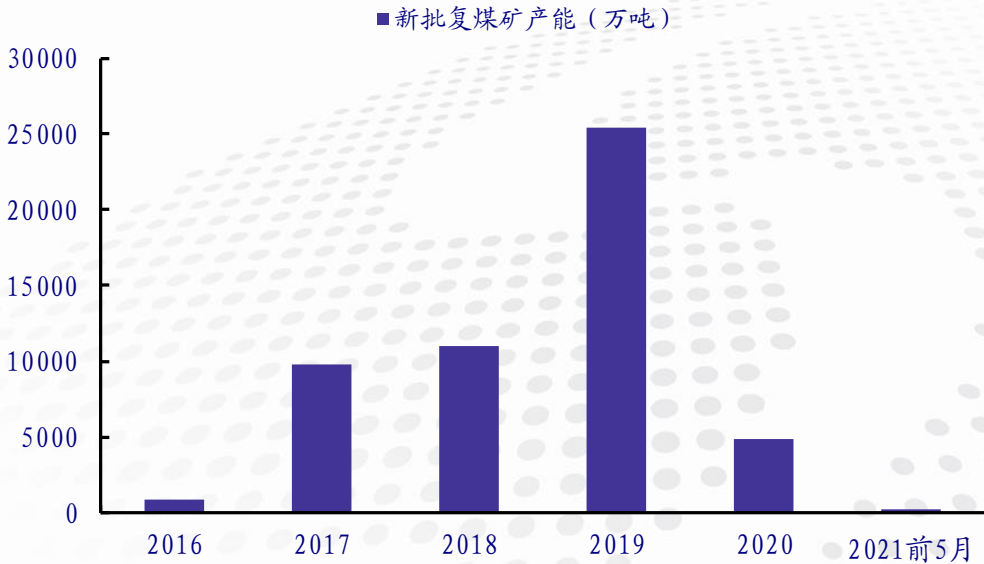
- 固定资产投资位于低位，产量难以大规模释放：**2013年后连续5年负增长，当前投资额绝对值仍远低于2012年，投资成本也逐年升高，煤企新建产能意愿不高
- 新批复煤矿个数及产能逐年衰减：**2016年供给侧改革开始后，新批复产能逐年衰减。2019年因为政策重心转向结构性优产能，该年份新批复产能较多。2020年之后，新批复产能继续显著下滑。

图：煤炭行业固定资产投资完成额及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：2016年至今能源局历年新批复煤矿产能情况（万吨）

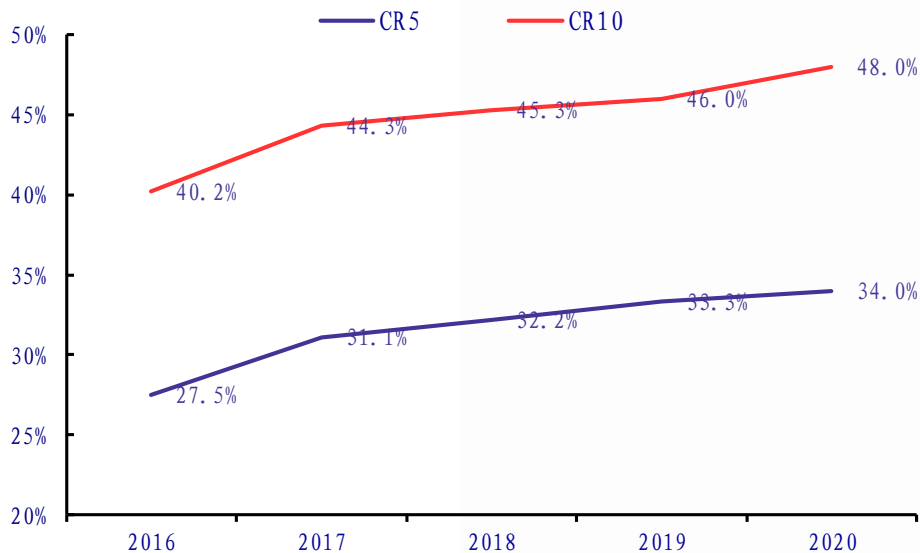


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(三) 行业集中度不断提升，资源布局进一步优化

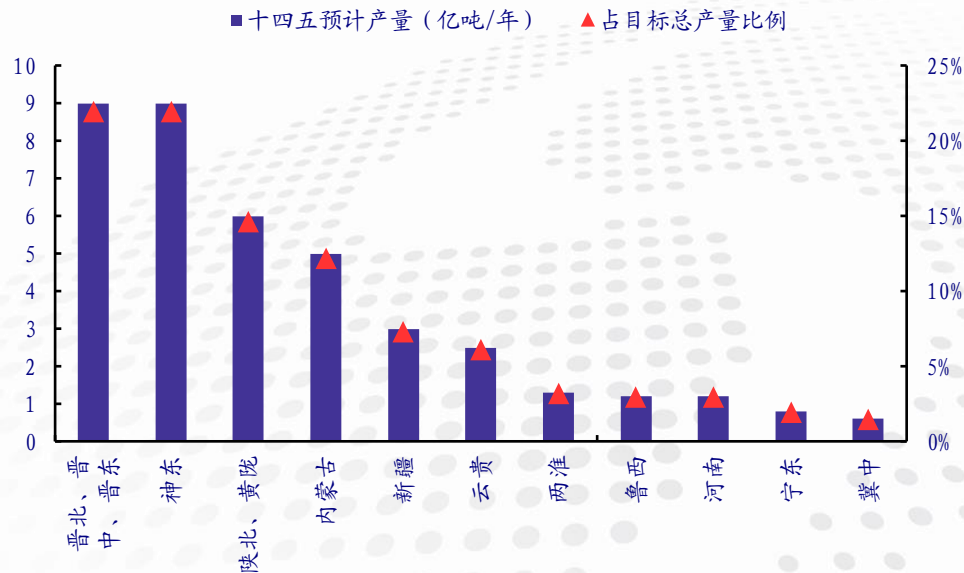
- 根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在41亿吨左右，煤炭消费量控制在42亿吨左右，优化煤炭资源开发布局，预计煤炭资源禀赋较优异的14个基地预计产量将达到39.6亿吨左右，占目标产量比例为96.6%。
- 预计晋陕蒙新等煤炭主产区新增优质产能将继续释放，南方部分省份如湖南、江西、重庆等落后煤炭产能还将进一步退出，未来增量进一步向晋陕蒙集中。

图：2016年至2020年行业集中度不断提升



资料来源：wind，煤炭工业协会，中国银河证券研究院

图：煤炭十四五规划对十四个煤炭基地产量的规划及占比



资料来源：wind，煤炭工业协会，中国银河证券研究院

(四) 碳达峰碳中和背景下煤炭迎高质量发展契机

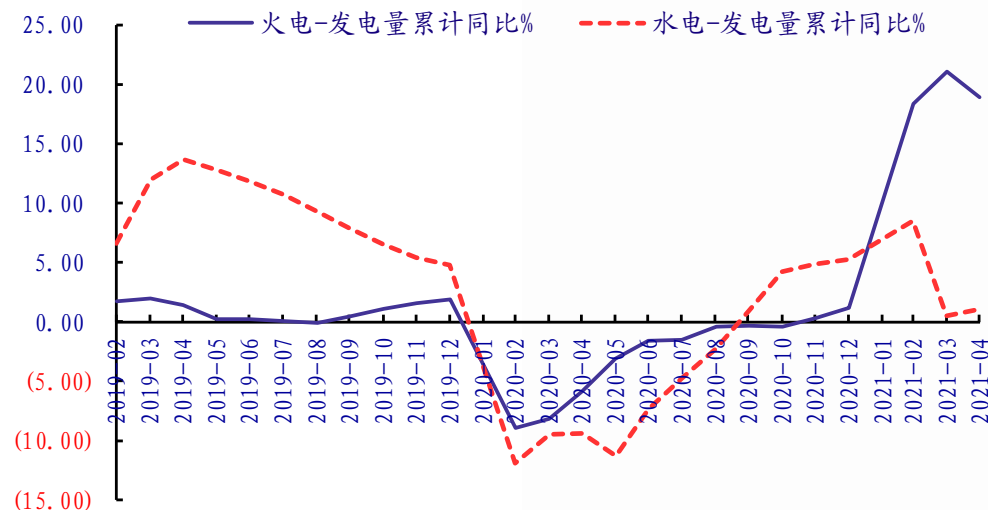
- **碳达峰之前，煤炭行业在能源领域仍具有明显优势。**新能源短期内难以取代煤炭成为基础能源，煤炭资源利用不受季节、气候影响，具有经济、可靠、稳定的优点，新能源短期内无法解决相关问题，也为煤炭发展提供了客观条件。从电力装机结构的角度来看，新能源装机和实现并网的过程需要煤电作为调峰电源，短期内煤炭基础地位变化有限，煤炭发展的优势依然存在。从碳达峰目标上看，到2030年碳达峰之前，非化石能源占一次能源的消费比重达到25%，煤电下降量有限并且仍旧将是主要的电力供应者。
- **碳中和背景下，煤炭行业的发展在于先进技术的突破和多元化转型。**碳达峰前的准备期，也就是2021-2030年，煤炭与煤电定位仍是基础能源，甚至2050年前，煤炭仍为重要能源。2030-2050年，新能源与煤炭处于竞争合作关系，煤炭配合新能源发展，煤电让路新能源发电。2050年之前，还有30年时间，煤炭领域有可能取得颠覆性的技术突破，促进煤炭利用的转型发展，碳移除与碳交易的发展也有可能为煤炭赢得更大发展空间，煤炭行业未来仍有时间推进相关创新技术的发展与碳汇的应用，来赢取更大可能的煤炭行业转型机会。

二 动力煤：供给收缩促龙头煤企经营壁垒提升

(一) 需求端：即将进入“迎峰度夏”动力煤消费旺季

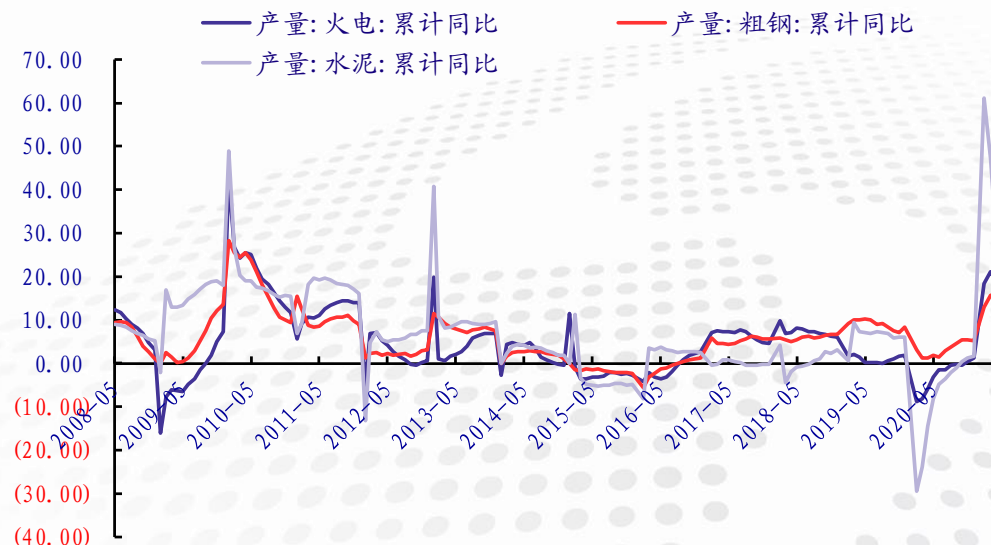
- 月度高频数据显示，火电发电量维持高增速，2021前4个月火电累计发电增速18.9%，与2019年相比，两年平均复合增速也位于6.5%的高速水平。
- 动力煤下游行业产品主要包括火电、粗钢、水泥等。2020年5月以来，火电、粗钢、水泥的产量累计同比增速均不断提升，当前都位于历史较高水平，支撑动力煤消费处于高位。

图：火电及水电发电量同比增速月度高频数据%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：动力煤下游主要行业产量增速（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

(一) 需求端：五年内动力煤仍稳健增长，远期消费量将下降

- 考虑到新能源发电仍具有不稳定特性，中期5-10年的维度考虑，火电仍是全社会电力供应的“压舱石”。在2060年火电将全部被清洁能源取代的较乐观估计假设下，我们对未来碳中和关键时间节点的动力煤需求分行业进行了预测：
- ✓ 预计2025年电力/冶金/化工/建材/供热/其他耗煤较2020年变动7.7%/-5.9%/5%/40.6%/-10.3%/0，2025年预计动力煤耗煤总量37亿吨，较2020年增长7.6%
- ✓ 预计2030年电力/冶金/化工/建材/供热/其他耗煤较2020年变动-5.3%/-23.5%/-10%/-21.9%/-31%/-24.3%，2030年动力煤耗煤总量30.2亿吨，较2020年下降15%。
- ✓ 预计2060年动力煤合计消费量8亿吨左右，较2020年下降77%。

表：动力煤需求分行业预测表（单位：亿吨）

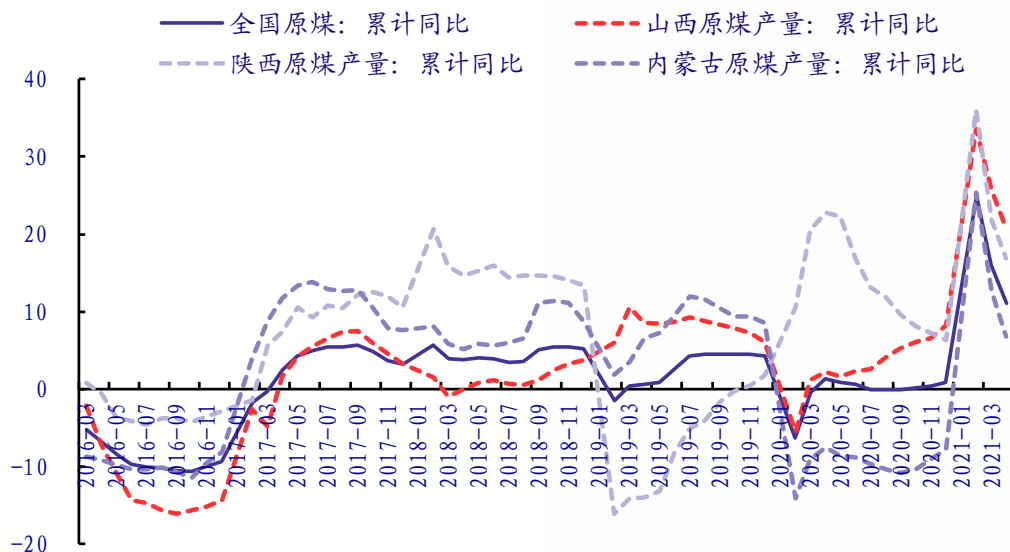
	2019A	2020A	2021E	2025E	2030E	2060E
电力耗煤	20.5	20.9	21.4	22.5	19.8	0
冶金耗煤	1.6	1.7	1.8	1.6	1.3	1
化工耗煤	1.9	2	2.1	2.1	1.8	1.5
建材耗煤	3	3.2	3.4	4.5	2.5	3
供热耗煤	2.8	2.9	3	2.6	2	1.1
其他耗煤	3.6	3.7	3.8	3.7	2.8	1.4
动力煤消费量合计	33.5	34.4	35.5	37.0	30.2	8.0
消费量合计同比		2.7%	3.4%			
较 2020 年变动				7.6%	-12.2%	-76.7%

资料来源：wind，中国银河证券研究院预测

(二) 供给端：1、产地供应持续偏紧，进口煤吸引力降低

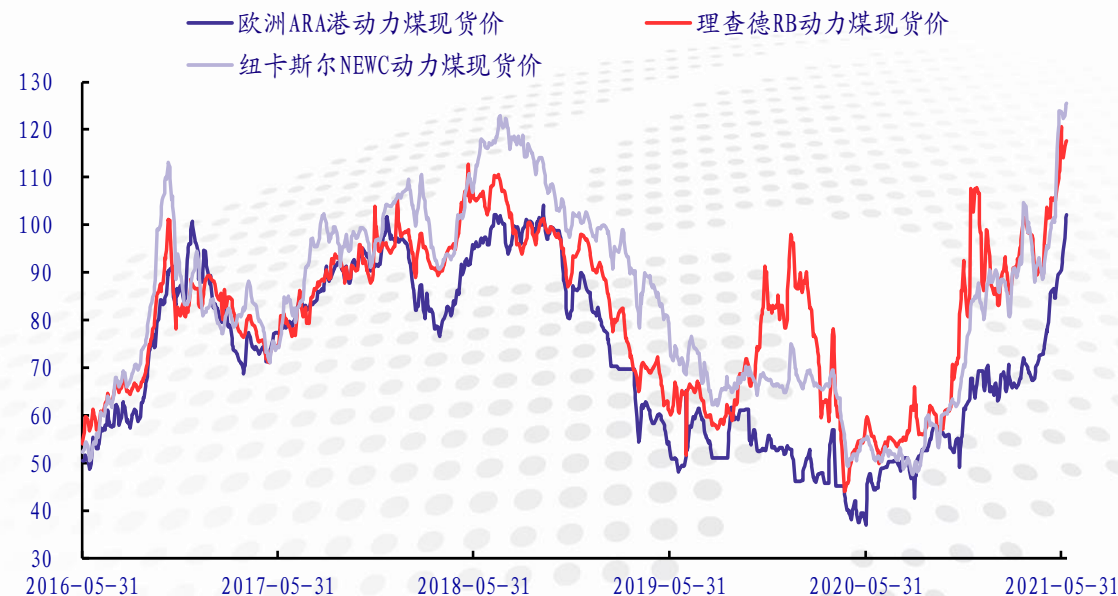
- 产地：2020年底，随着保供增产政策的推进，主产地产量增速迅速恢复，2021年全国煤炭产量前2月增速达25%；2021年前四个月，全国煤炭产量累计增速回落至11%，3、4月单月增速均为负（-0.2%/-1.8%），主产地产量增速均不同程度下滑，内蒙3、4月单月增速甚至下降至-5.8%/-7.6%，显示供给又再度偏紧，保供效果不显著。
- 进口：2021年1-4月，中国进口煤炭9012万吨，同比下降28%；随着世界主要经济体疫情缓解，煤炭消费复苏，海外煤价也大幅上涨，澳洲、欧洲、南非港口煤价同比翻番，进口煤价格优势大幅收窄。

图：全国及煤炭主产省份原煤产量累计同比增速（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：国际煤价走势（美元/吨）

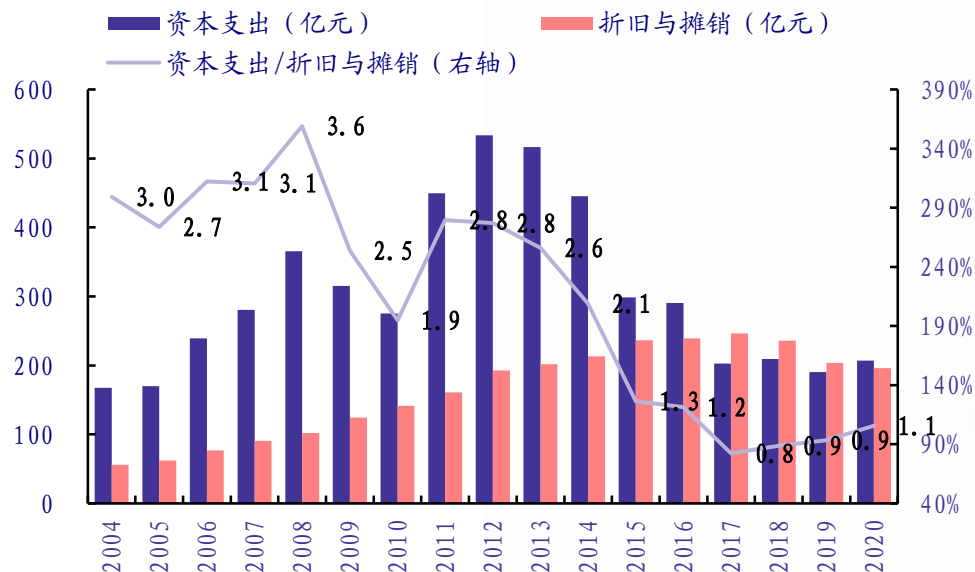


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(二) 供给端：2、安监压力加大，且龙头煤企产能加速收缩

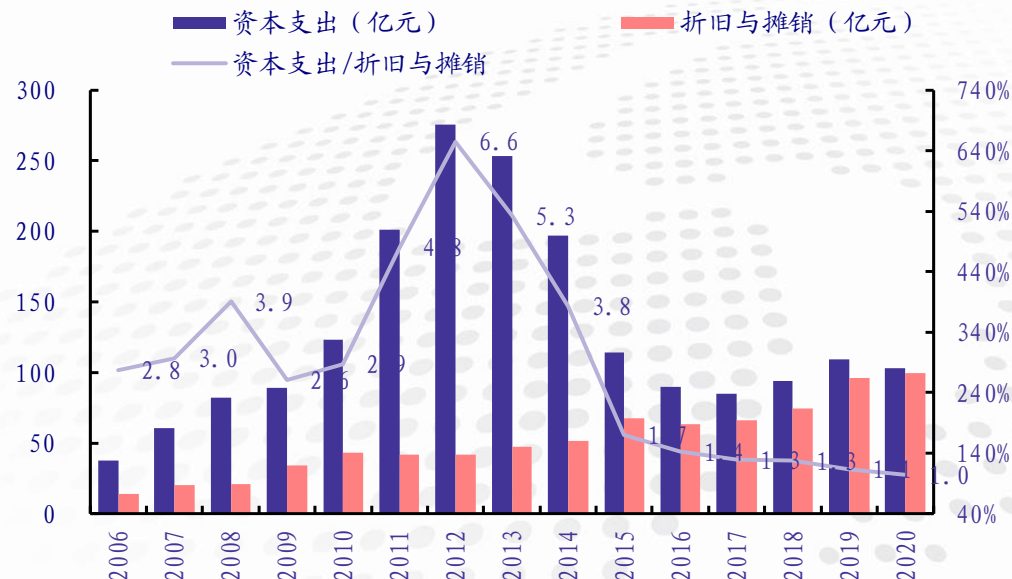
- 矿难频发，煤企安监压力加大。2021年初至今，煤矿开工率维持高位，开采强度提升，在此背景下，安全事故发生概率也在增加，6月4、5日相继发生两起煤与瓦斯事故，造成人员伤亡，引发安全部门高度重视。
- 以动力煤龙头企业中国神华（601088）、中煤能源（601898）为例，两家企业近年来资本支出都开始接近或者低于折旧摊销，资本开支的高点已过，趋势趋于稳定，企业的经营策略逐渐趋于保守。龙头煤企当下的较为保守的经营策略促使行业产能加速收缩。

图：中国神华历年资本开支和折旧摊销情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：中煤能源历年资本开支和折旧摊销情况

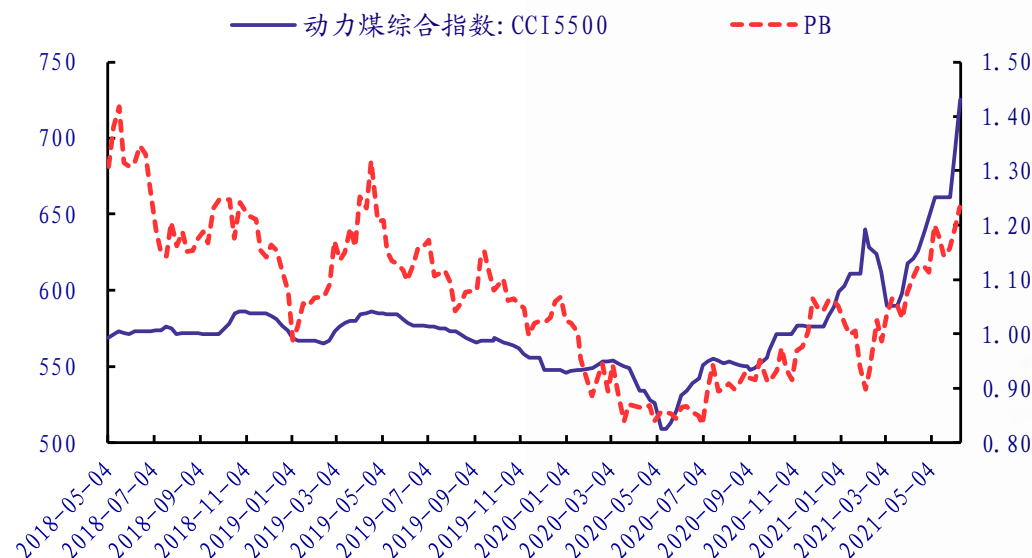


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(三) 煤炭价格波动是影响行业估值波动的核心因素

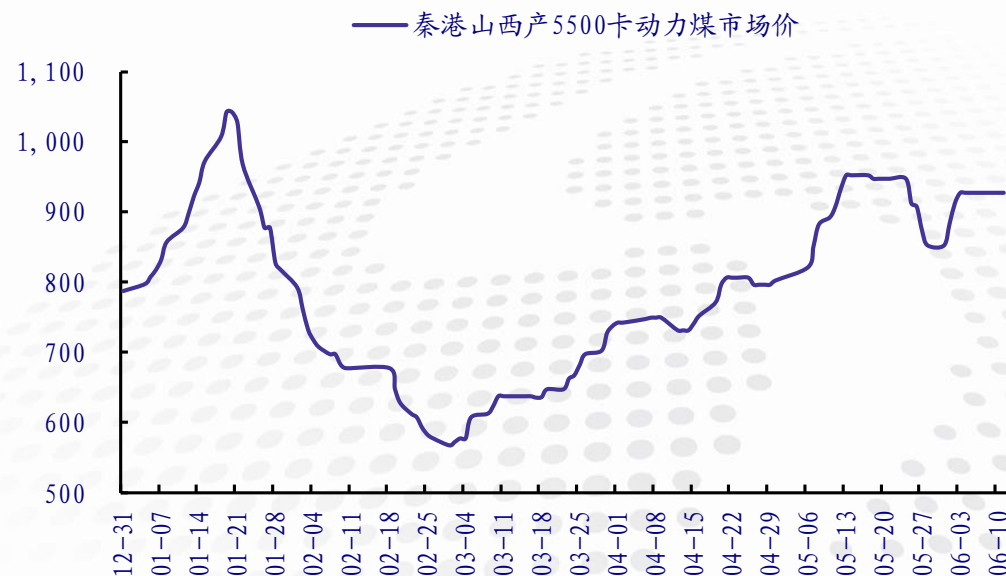
- 复盘指数及行业PB，可以看出，煤炭板块的估值波动与煤价波动趋于一致。年初至今，煤炭价格受政策影响波动显著加剧。
- ✓ 年初-1月中旬：冬季取暖旺季叠加国内煤炭供给结构性紧张，煤价创历史新高，突破1000元/吨
- ✓ 1月中旬-5月：国常会部署能源增产保供，春节期间停工停产需求下滑，煤价快速下跌，后受需求超预期回升，煤价快速反弹
- ✓ 5月下旬至今：国常会聚焦大宗商品价格，市场情绪受打压，叠加期货市场价格暴跌，传导至现货，当前受供给紧张基本面影响，价格略有反弹上行

图：过去3年煤价指数与煤炭板块PB综合走势图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图：2021年初至今动力煤价格走势（秦港山西产5500大卡，元/吨）

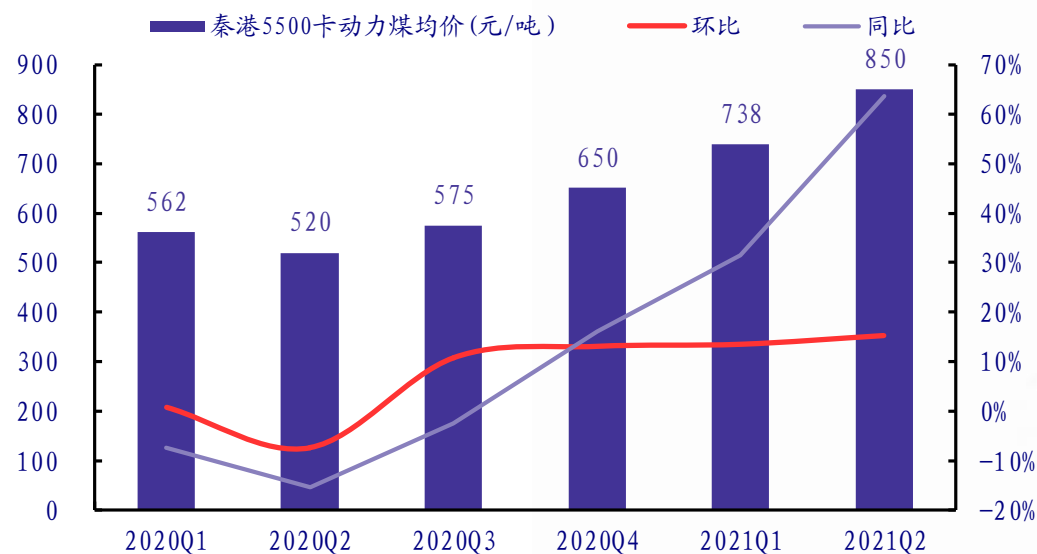


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 下半年展望：预计供需仍维持紧平衡，旺季煤价有支撑

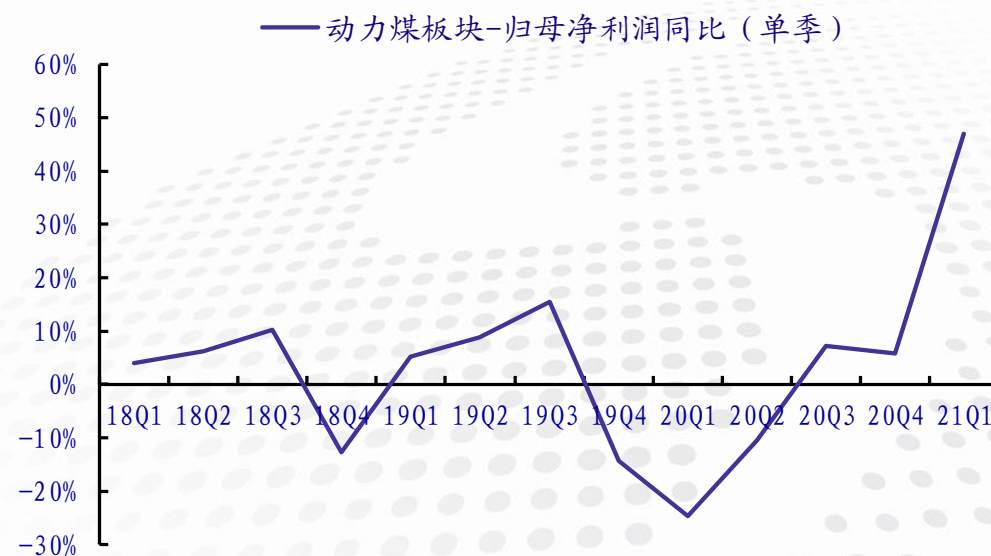
- 受2021年上半年均价上涨影响，动力煤板块Q1单季利润创历史新高。
- 下半年预判：
 - ✓ 需求：电煤需求保持相对高位，电厂补库需求旺盛，下游钢铁、建材产量维持高位拉动煤炭需求增长，整体保持增长
 - ✓ 供应：预计增产保供政策将陆续显效，但同时安监环保压力将制约煤炭产能释放，增长幅度有限
 - ✓ 煤价：预计6-7月份煤价仍将高位运行，8月后逐步进入淡季，煤价有望季节性回落，但整体均价仍高于2020年

图：2021Q1及Q2动力煤价同比环比均涨幅较高



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：动力煤归母净利润同比-单季



资料来源：wind，中国银河证券研究院

三 炼焦煤：供需格局持续向好，景气度较优

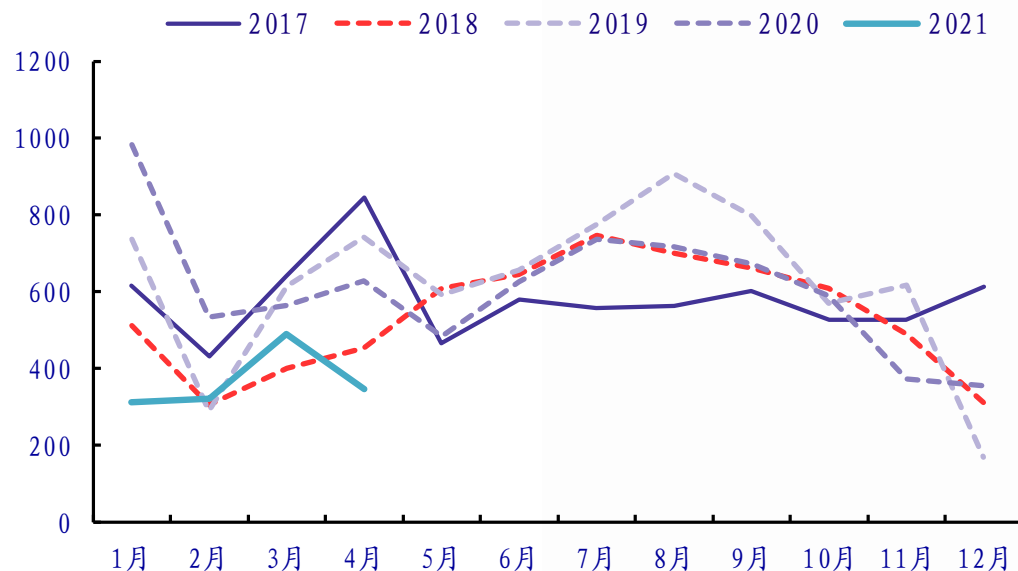
(一) 供给端：国内焦煤总体增产潜力小，政策决定供给弹性

- 炼焦煤属于稀缺资源，尤其是我国低硫优质主焦煤资源有限。
- 自2016年以来，炼焦原煤或者炼焦精煤的国内供给总体趋于平稳
以2020年为例：
 - ✓ 炼焦烟煤累计产量12亿吨，同比增2.3%，增速较2019年下滑4.4pct；
 - ✓ 炼焦精煤累计产量4.85亿吨，同比增0.9%，增速较2019年下滑4.9pct。
- 焦煤矿的国有化程度高，发改委、地方政府对煤炭的控制力度更高，导致焦煤弹性较大。**政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性**，在安监压力不断加大的前提下，未来焦煤行业的供给也将呈现持续收缩的趋势，焦煤行业利润空间得以稳定温和扩张

(一) 供给端：对外依存度不断提升，进口端扰动较大

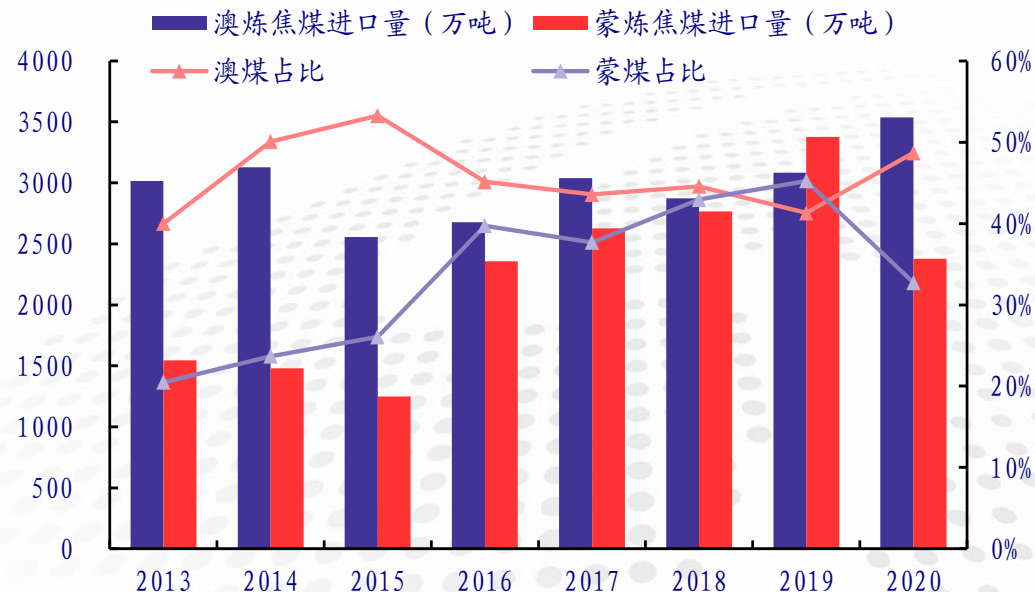
- 进口数量下降：我国炼焦煤进口依存度15%左右。2020年，炼焦煤进口数量为7262万吨，同比下降2.7%；2021年1-4月炼焦煤进口量创近五年1-4月份新低。
- 进口结构受限：澳洲和蒙古是我国炼焦煤进口的两大主要来源，合计占比81%。2020四季度以来，我国对澳煤进口实施限制，蒙古煤受其国内疫情影响，通关效率降低，两者皆对炼焦煤进口产生较大影响，且短期未看到明显改善

图：2017年-2021年各月份炼焦煤进口数量（万吨）



资料来源：wind, 海关总署、中国银河证券研究院

图：澳洲和蒙古是我国炼焦煤主要进口国



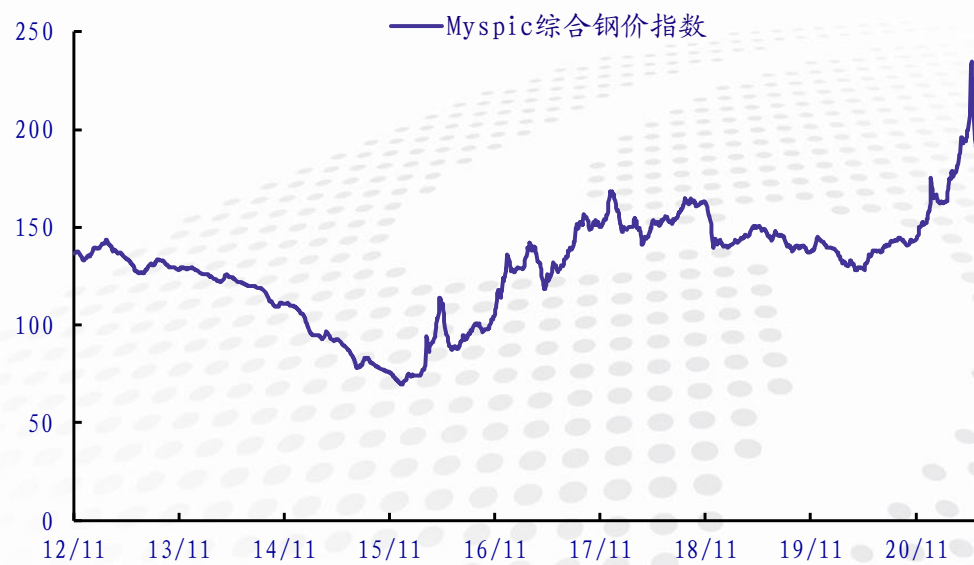
(二) 需求端：焦煤需求难以有效替代，供需格局向好推升价格

- 中期来看，焦炭焦煤在冶炼钢铁的流程中仍是刚需：焦炭作为冶金炼钢的还原剂，短期内具备成本和技术优势，较难被其他工艺大规模取代。
- 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，焦煤需求也会逐步增加。
- 新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤需求大幅增加，会造成低硫主焦煤的结构性紧张。
- **价格：**煤焦钢产业链的高景气度将动上游资源品价格不断提升，预计2021年焦煤价格中枢将持续上移。

图：炼焦煤价格中枢逐年上移



图：Myspic综合钢价指数



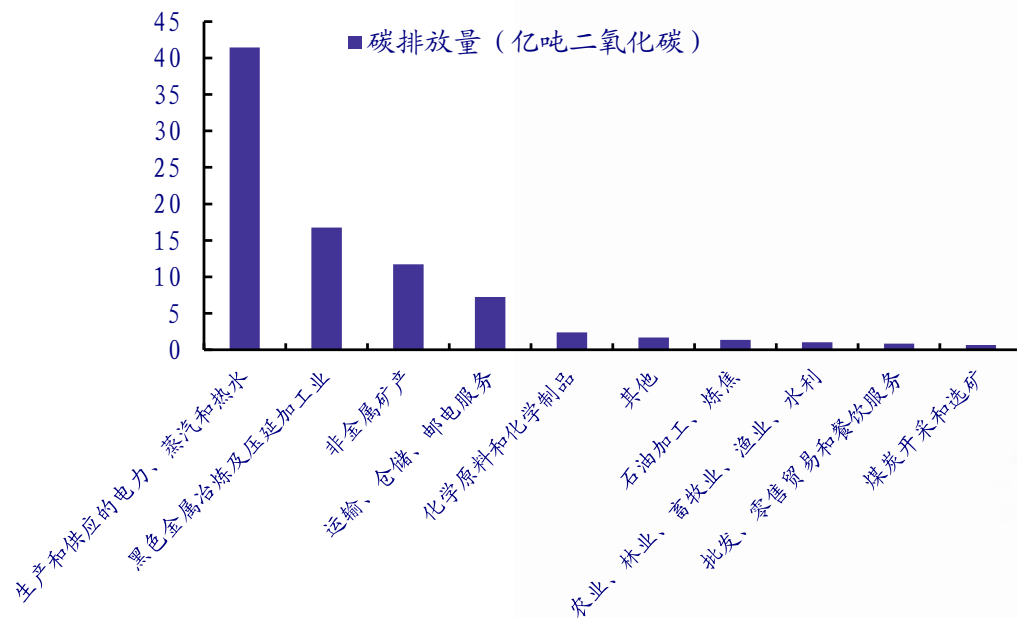
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

四 焦炭：供给宽松预期有限，价格高位有支撑

(一) 焦炭需求仍具韧性，钢铁行业迎来新的供给侧改革

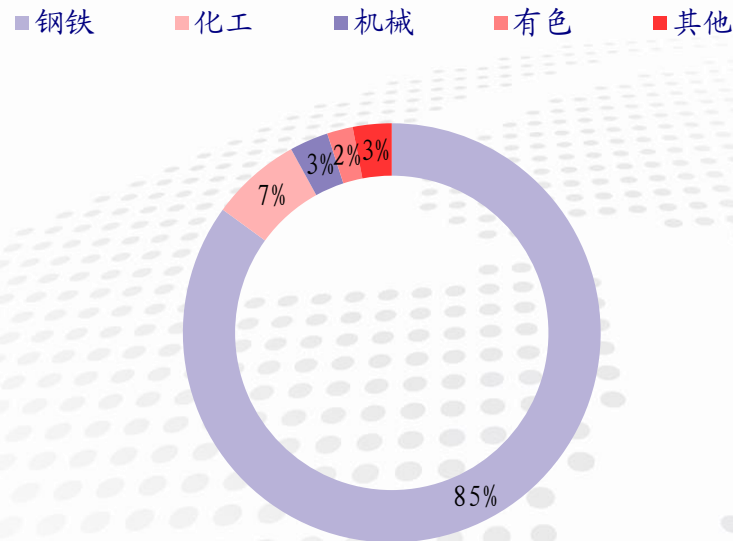
- 从我国焦炭消费结构来看，钢铁企业高炉用冶金焦用量占焦炭消费总量85%左右，钢铁冶炼行业是除“生产和供应的电力、蒸汽和热水”部门之外的碳排放的最大来源，是未来“碳中和”降低碳排放的重点行业之一
- 若未来压降粗钢产量有具体政策严格实施，2021年粗钢产量增速将大概率呈现不增或者下降趋势。市场或担心焦炭需求受到较大程度的抑制，我们认为，压降粗钢产量有助于改善钢材行业供需格局，钢材利润有望增厚，钢企对上游焦炭的价格接受程度也会随之提升，有助于焦企盈利维持在较好水平

图：分部门碳排放量前10的行业



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图：我国焦炭消费结构

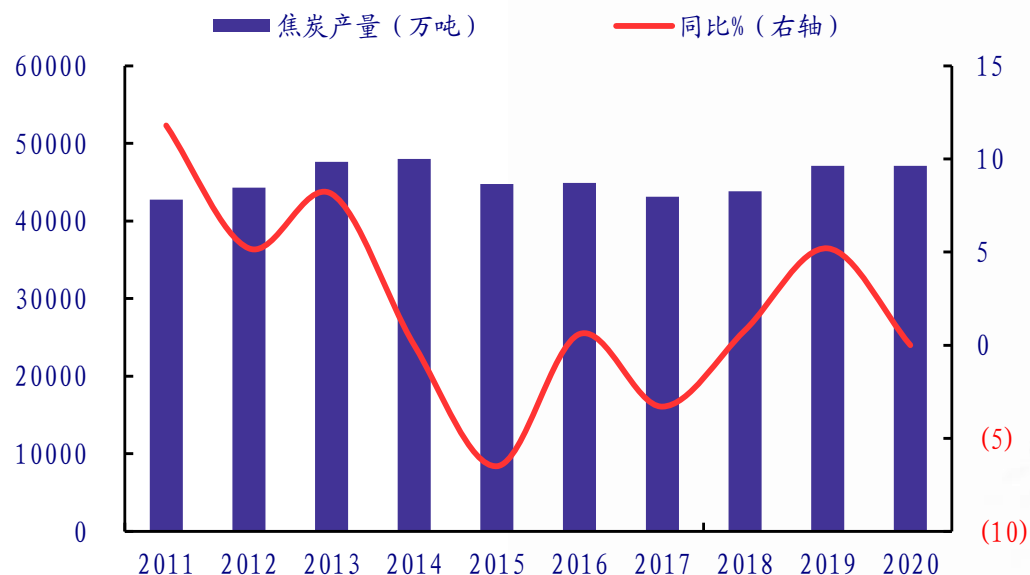


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(二) 供给端：新增产能投放因环保受限，供给宽松预期有限

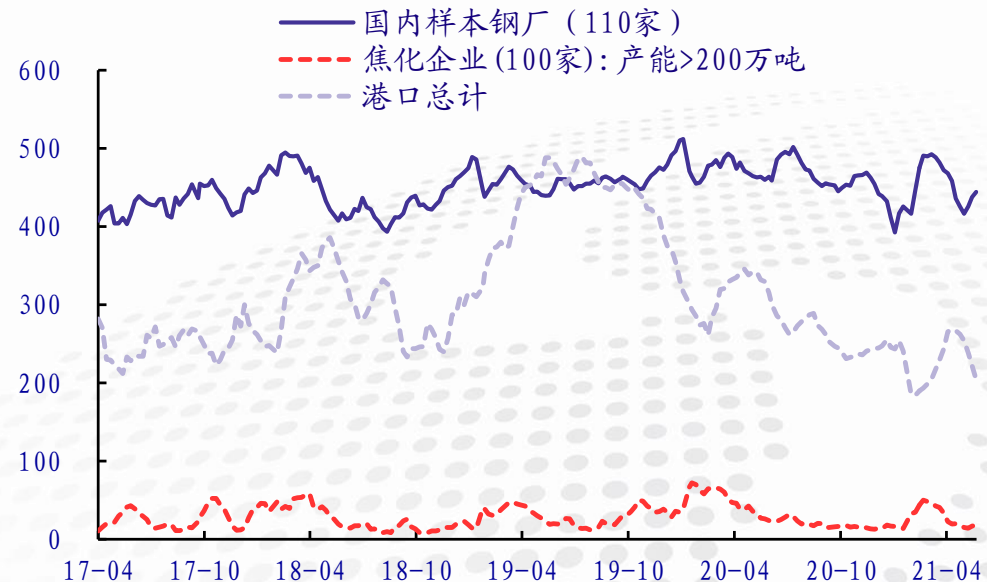
- 2020年由于部分省份集中执行焦炭去产能，导致焦炭产能阶段性偏紧，但是我们预计这种供给紧张的格局不会长期持续，焦化行业十四五规划对具体的产能控制目标和淘汰产能目标暂时并未明确
- 下半年，部分置换产能将陆续投产带来新增产能，但是考虑到区域环保限产及碳中和的背景下，产能投放进度会受到限制，对焦炭供给造成一定影响，供给宽松预期有限

图：焦炭产量及增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：焦炭行业供给端各环节库存走势（万吨）

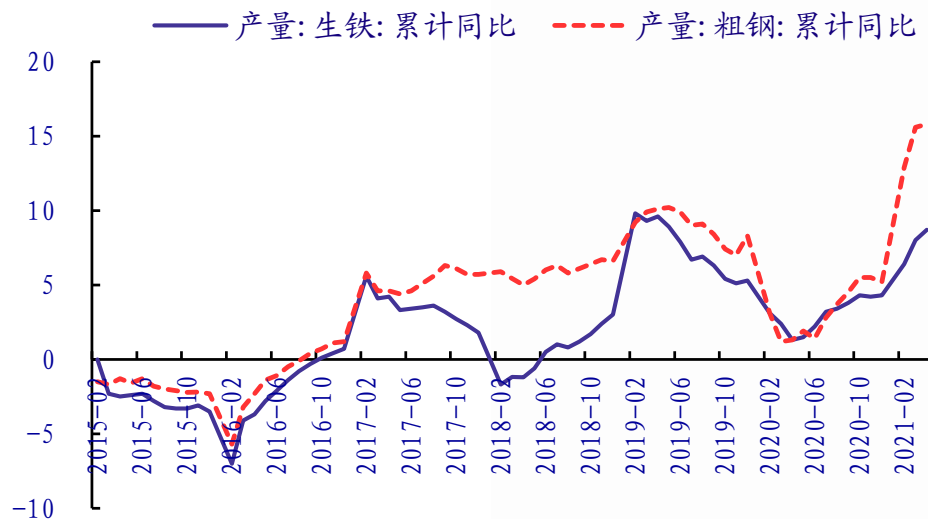


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(三) 价格：供给宽松有限，需求韧性较强，价格高位有支撑

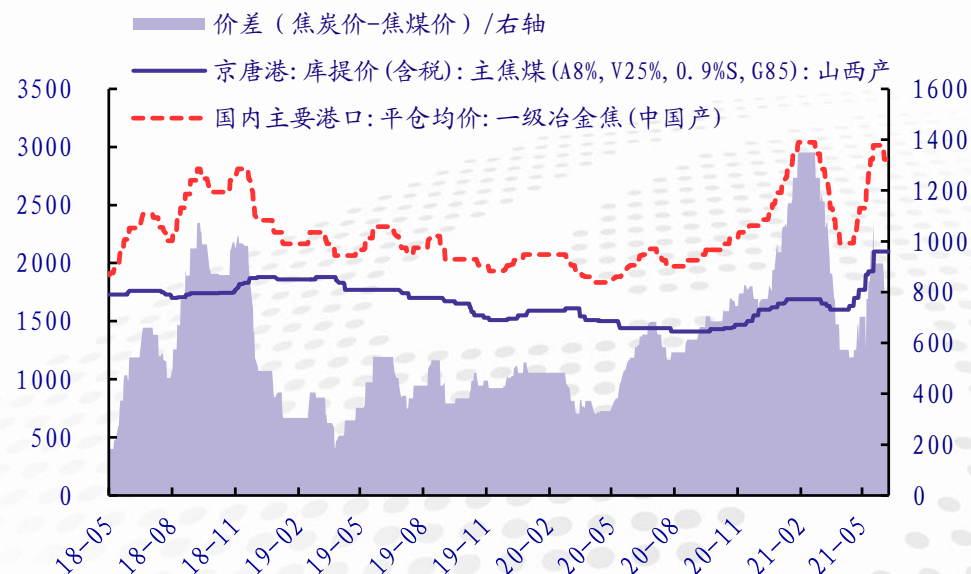
- 供给端，受环保限产及碳中和影响，下半年虽进入新产能投放期，但预计宽松幅度有限；
- 需求端，受经济复苏及持续向好推动，钢铁需求较强，粗钢产量处于历史较高水平，钢企库存位于低位，新基建中的特高压，新能源车等也持续创造钢铁需求
- 价格：2021一季度焦炭价格经历V型反转，近期焦价持续反弹，供需格局超预期，双焦价差收窄，焦炭未来价格高位有支撑

图：生铁及粗钢产品产量累计增速（%）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图：焦煤、焦炭价格走势及双焦价差（元/吨）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

五 投资建议：关注中国神华、陕西煤业、山西焦煤等

投资建议：关注中国神华、陕西煤业、山西焦煤等

- 碳中和的提出推动煤炭行业进入新一轮供给侧改革，迎来高质量发展契机。动力煤龙头企业资本开支高点已过，经营战略趋于保守，行业产能加速收缩牵引龙头煤企经营壁垒不断提升；进口煤因价格上涨较快吸引力降低；矿难频发导致安监压力加大，整体供给紧张局面不变。季节性考虑，“迎峰度夏”动力煤消费旺季即将到来，支撑动力煤消费提升及煤价高位。建议关注煤电一体化运营的龙头股**中国神华**以及成长性良好的**陕西煤业**。
- 受益于煤焦钢产业链高景气度，炼焦煤供需格局相对较优。焦煤总体增产潜力较小，对外依存度不断提升，进口端扰动较大，短期未见改善迹象，焦煤需求难以有效替代，格局向好推升价格中枢上移。建议关注国企改革预期强烈，成长性可行的焦煤行业龙头公司**山西焦煤**。

表：重点公司盈利预测及估值表

公司名称	股 价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		19A	20A	21E	22E	19A	20A	21E	22E
中国神华	20.58	2.17	1.97	2.18	2.25	9.47	10.45	9.44	9.15
陕西煤业	12.30	1.18	1.54	1.45	1.51	10.42	7.99	8.48	8.15
山西焦煤	8.18	0.54	0.47	0.62	0.69	15.07	17.13	13.19	11.86

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

银河煤炭团队介绍



☎：(8610) 8092 7613
✉：panwei@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130511070002

分析师：潘玮，煤炭行业分析师，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。



☎：(8610) 8092 7726
✉：wangqiuheng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130520050006

分析师：王秋衡，煤炭行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事煤炭行业及上下游相关产业链的研究工作。

分析师承诺：本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK