

煤炭开采

证券研究报告
2021年09月14日

21年H1总结及未来展望：板块业绩逐步兑现，高煤价下煤企盈利仍将逐季提升

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110002
pengxin@tfzq.com
吴鑫涛 联系人
wuxintao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《煤炭开采-行业研究周报:20210910一周煤炭动向：双焦供给持续受限，短期双焦价格易涨难跌》 2021-09-11
- 《煤炭开采-行业研究周报:20210903一周煤炭动向：产地供给扰动不断，双焦价格持续强势》 2021-09-05
- 《煤炭开采-行业研究周报:20210827一周煤炭动向：供需趋紧下，煤价持续高位，煤炭板块高景气有望持续》 2021-08-29

1. 煤炭板块上半年经营情况：量价齐升，板块业绩大幅上涨。动力煤方面，营收持续增长，板块业绩不断改善。2021年上半年，动力煤板块实现营业收入4798.52亿元，同比增长22.39%；归母净利润570.39亿元，同比增长54.59%。炼焦煤方面，量价齐升，炼焦煤板块毛利率同比上涨。2021年上半年，炼焦煤板块实现营业收入1194.13亿元，同比上升21.84%；归母净利润115.00亿元，增幅高达90.35%。焦炭方面，销量同比增加，带动焦炭板块业绩大幅上涨。2021年上半年，焦炭板块实现营业收入391.60亿元，同比上升68.90%；归母净利润76.03亿元，同比大增316.59%。

2. 供需持续偏紧，价格仍有支撑。短期来看，动力煤方面，由于国家新增产能对下游影响有限，叠加煤矿超产被严令禁止，供给增长有限。而需求端在冬季煤炭需求有望维持高位的情况下，预计动力煤价仍将高位运行。炼焦煤方面，安全环保检查持续严格，叠加澳洲进口持续限制，在下游钢厂需求良好的情况下，炼焦煤价格仍将偏强运行。焦炭方面，受环保安全检查影响，焦企开工率受到限制，而下游钢厂高炉开工率维持高稳，对焦炭的采购积极性良好，预计焦炭价格仍将偏强运行。长期来看，煤炭方面，由于固定资产投资整体呈下降趋势、新增煤矿资本开支加大，以及国家煤矿审批持续严格的情况下，煤炭供给增长有限。而需求方面，火电占比到30年仍将保持最高，煤炭需求或将维持增长。焦炭方面，在碳中和的影响下，氢能炼钢和电炉炼钢将是未来炼钢的主要发展方向。但是这两种新型炼钢方式都存在着高成本问题亟需解决，我们预计焦炭需求在“一四五”期间仍将保持增长，从而带动焦炭产量及炼焦煤需求增长。

3. 从煤炭行业整体的短期偿债能力来看，煤炭行业及其子板块的速动比率呈现出上涨趋势。2016年煤炭行业整体的速动比率为0.6387，到2021年上半年末增长为0.8591，涨幅为0.22个百分点。从煤炭行业整体的资产结构来看，煤炭行业及其子板块的资产负债率呈现出持续下降的走势，但21年上半年煤炭板块和动力煤板块开始出现上升趋势。2016年煤炭行业整体的资产负债率为52.14%，到2021年上半年末上升至54.02%，增幅为1.88个百分点。

4. 2021上半年煤炭板块基金重仓持股市值169.15亿，重仓比例0.33%。横向比较，煤炭板块重仓比例在中信一级行业中排名25。纵向来看，在2020年上半年出现明显下降，从Q1的0.29%降至Q3的0.11%，自2020年Q4后，煤炭板块持股市值占基金总市值比重有明显回升，2021年二季度重仓比例抬升0.06个百分点至0.35%。

投资建议：动力煤板块重点推荐中国神华和陕西煤业，建议关注兖州煤业。炼焦煤板块重点推荐山西焦煤，建议关注平煤股份和永泰能源。焦炭板块建议关注金能科技和中国旭阳集团。

风险提示：宏观经济不及预期；行业发展不及预期；煤炭价格不及预期等



内容目录

1. 21 年上半年煤炭板块经营情况.....	5
1.1. 动力煤板块半年度总结：营收持续增长，板块业绩不断改善.....	5
1.2. 炼焦煤板块半年度总结：量价齐升，炼焦煤板块毛利率同比上升.....	6
1.3. 焦炭板块半年度总结：销量同比增加，带动焦炭板块业绩大幅上涨.....	7
2. 煤炭价格未来展望.....	9
2.1. 动力煤：供需持续偏紧，价格仍有支撑.....	9
2.2. 炼焦煤：供应紧张，支撑价位高位运行.....	12
2.3. 焦炭：短期供需局面仍然紧张，价格将偏强运行.....	14
2.4. 煤炭板块长期展望：预计供应偏紧，消费继续增长，价格仍有支撑.....	16
2.4.1. 资本开支增加&项目审批严格，煤炭供给增长有限.....	16
2.4.2. 到 30 年火电仍占最高比重.....	18
2.5. 焦炭板块长期展望：需求替代难度高，产量或将保持增长.....	19
3. 煤炭企业偿债能力情况：21 年上半年煤炭板块偿债能力整体稍有降低，但仍处较好水准.....	22
4. 煤炭板块行情：.....	25
4.1. 市场行情：煤炭走势扭转，板块涨幅远超上证指数.....	25
4.2. 基金持仓情况：比重提升，煤炭板块重仓市值呈 U 字形发展趋势.....	25
4.3. 子板块分析.....	27
4.4. 个股分析.....	28
5. 重点上市公司.....	29
5.1. 中国神华.....	29
5.2. 陕西煤业.....	30
5.3. 山西焦煤.....	31

图表目录

图 1：动力煤半年度营业收入及增速.....	5
图 2：动力煤单季度营业收入及增速.....	5
图 3：动力煤半年度毛利率.....	5
图 4：动力煤单季度毛利率.....	5
图 5：动力煤半年度归母净利润及增速.....	5
图 6：动力煤单季度归母净利润及增速.....	5
图 7：炼焦煤半年度营业收入及增速.....	6
图 8：炼焦煤单季度营业收入及增速.....	6
图 9：炼焦煤毛利率.....	6
图 10：炼焦煤单季度毛利率.....	6
图 11：炼焦煤半年度归母净利润及增速.....	7
图 12：炼焦煤单季度归母净利润及增速.....	7
图 13：焦炭营业收入及增速.....	7

图 14: 焦炭单季度营业收入及增速	7
图 15: 焦炭半年度毛利率	7
图 16: 焦炭分季度毛利润	7
图 17: 焦炭年度归母净利润及增速	8
图 18: 焦炭单季度归母净利润及增速	8
图 19: 动力煤港口价及产地价	9
图 20: 原煤产量及同比	10
图 21: 煤炭进口累计值及同比	10
图 22: 发电量及同比	11
图 23: 火电发电量及同比	11
图 24: 炼焦煤价格 (元/吨)	12
图 25: 炼焦煤产量累计值	13
图 26: 炼焦煤累计进口量	13
图 27: 焦炭累计产量	14
图 28: 焦炭价格 (元/吨)	15
图 29: 焦企开工率 (%)	15
图 30: 生铁及粗钢累计产量	15
图 31: 焦炭可用天数及高炉开工率 (%)	16
图 32: 2010-2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比变化 (%)	17
图 33: 历年国家能源局审批煤矿项目	18
图 34: 2020 年上半年煤炭下游消费结构占比	18
图 35: 2020、2030、2060 年各类型电力装机容量 (万千瓦)	19
图 36: 2020、2030、2060 年发电量结构 (万亿千瓦时)	19
图 37: 2016-2020 年我国粗钢和生铁产量及同比	20
图 38: 我国不同类型发电项目的上网电价 (元/千瓦时)	20
图 39: 传统工艺和瑞典钢铁 HYBRIT 工艺流程比较	21
图 40: 煤炭及子板块速动比率走势	22
图 41: 煤炭及子板块资产负债率走势	23
图 42: 重点公司速动比率历年走势	24
图 43: 重点公司资产负债率历年走势	24
图 44: 煤炭及子板块涨跌幅走势	25
图 45: 2021 年上半年中信一级行业涨跌幅	25
图 46: 2021 年上半年中信一级板块重仓比例 (%)	26
图 47: 煤炭板块重仓持股比例走势	26
图 48: 2021 年上半年中信一级板块超/低配比例 (%)	27
图 49: 煤炭子板块重仓持股比例走势	27
图 50: 煤炭子板块重仓持股结	27
图 51: 煤炭子板块超/低配情况	28
图 52: 中国神华营业收入及增速	29
图 53: 中国神华归母净利润及增速	29
图 54: 陕西煤业营业收入及增速	30

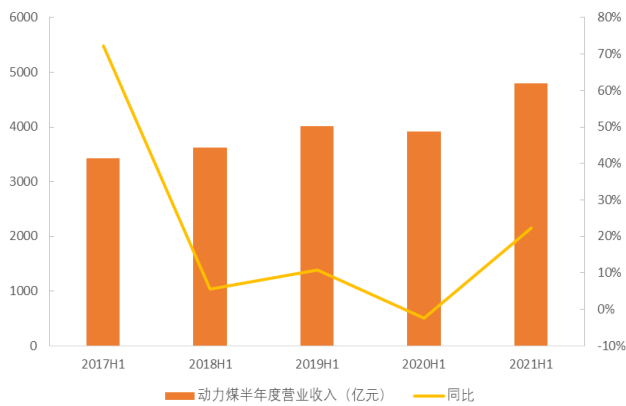
图 55: 陕西煤业归母净利润及增速.....	30
图 56: 山西焦煤营业收入及增速	31
图 57: 山西焦煤归母净利润及增速.....	31
表 1: 2021 年上半年煤炭板块经营数据	8
表 2: 新建 100 万吨煤重置成本	17
表 3: 扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本	17
表 4: 高炉炼铁化学过程.....	20
表 5: 各种制氢方法比较.....	22
表 6: 十大重仓股.....	28

1. 21 年上半年煤炭板块经营情况

1.1. 动力煤板块半年度总结：营收持续增长，板块业绩不断改善

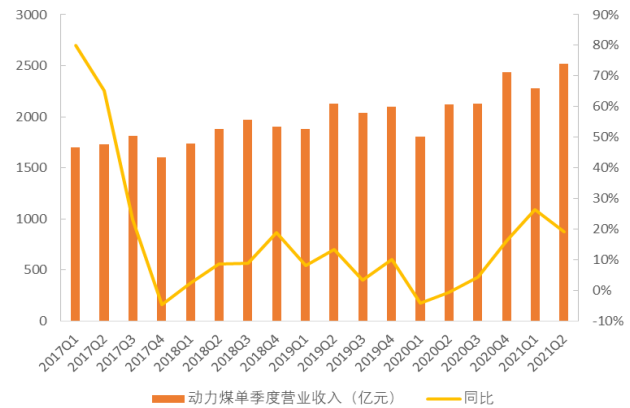
量价齐升，动力煤板块营收大幅增长。2021 年上半年，动力煤板块总销量实现 7.47 亿吨，同比增长 11.13%；售价均价 529.85 元/吨，同比增长 23.12%。量价齐升使得营业收入上升至 4798.52 亿元，同比增长 22.39%。上半年煤价持续走高，宏观经济稳定复苏等因素带来各终端需求进一步释放，各季度营业收入同比增长，营收不断提高。

图 1：动力煤半年度营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

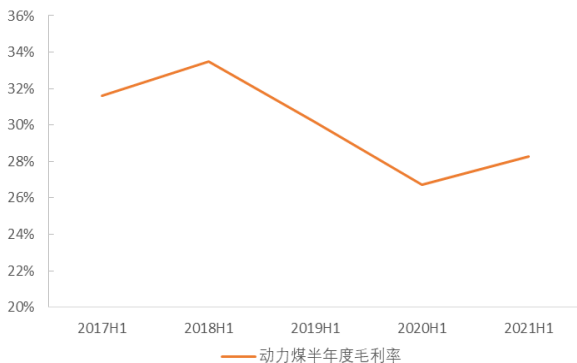
图 2：动力煤单季度营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

收入增幅大于成本，动力煤板块毛利率上升。2021 年上半年动力煤板块营业收入同比增长 22.39%，营业成本同比增长 19.88%，毛利润为 1355.7 亿元，同比增长 29.32%；收入增幅大于成本，毛利率为 28.25%，同比增长 1.51pct。

图 3：动力煤半年度毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：动力煤单季度毛利率

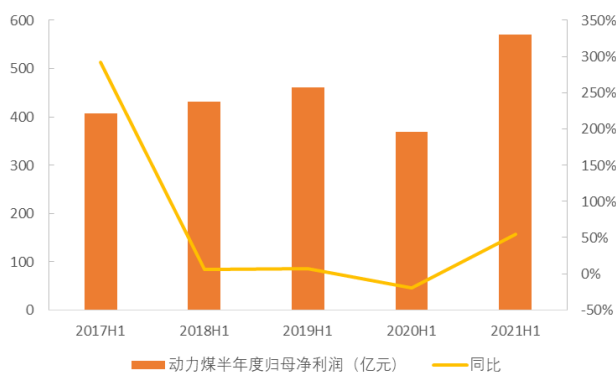


资料来源：Wind，天风证券研究所

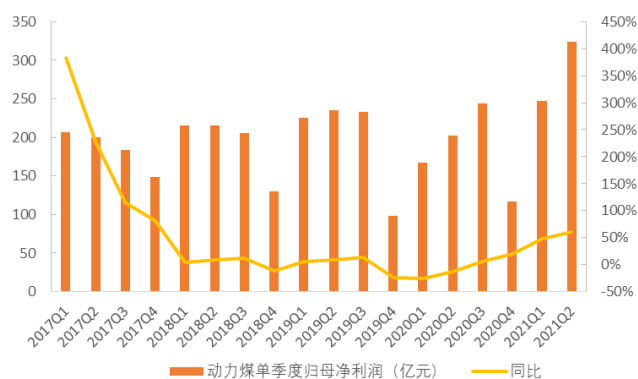
营收与毛利率齐涨，导致归母净利润大增。2021 年上半年动力煤板块营业收入增加 22.39%，毛利率增长 1.51pct，影响动力煤板块实现归母净利润 570.39 亿元，同比增长 54.59%。

图 5：动力煤半年度归母净利润及增速

图 6：动力煤单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

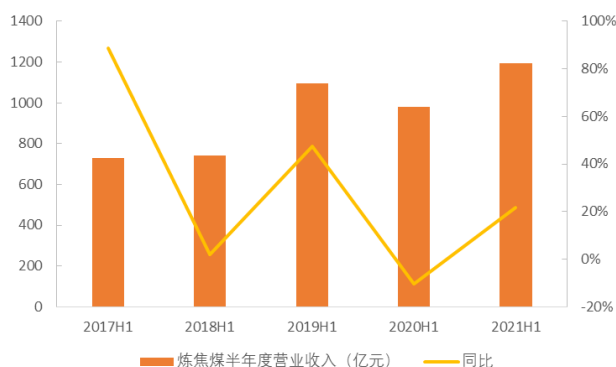


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 炼焦煤板块半年度总结：量价齐升，炼焦煤板块毛利率同比上升

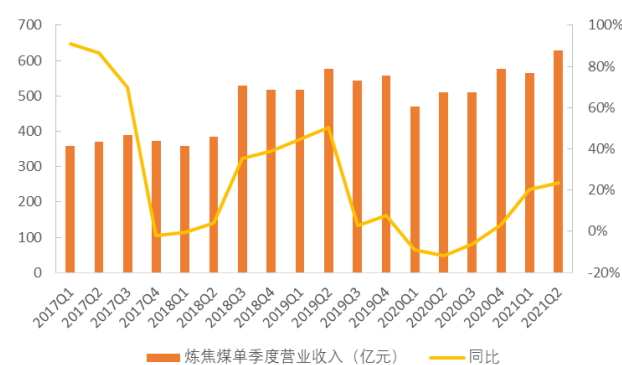
2021年上半年炼焦煤板块营业收入上升，同比增长21.84%。2021年上半年炼焦煤板块营业收入1194.13亿元，同比上升21.84%。2021年上半年炼焦煤板块总销量约9508.16万吨，同比上升11%；平均售价约731.56元/吨，同比上升13.74%。量价齐升，炼焦煤板块公司营业收入为1194.13亿元，同比上升21.84%。

图7：炼焦煤半年度营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：炼焦煤单季度营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021年上半年炼焦煤板块营业成本增幅不及营业收入，毛利润同比大增40.10%。2021年上半年炼焦煤板块营业收入同比增长21.84%，而营业成本均增长16.12%，影响板块实现毛利润328.19亿元，同比上升40.10%；实现毛利率27.48%，上升3.57个百分点。

图9：炼焦煤毛利率

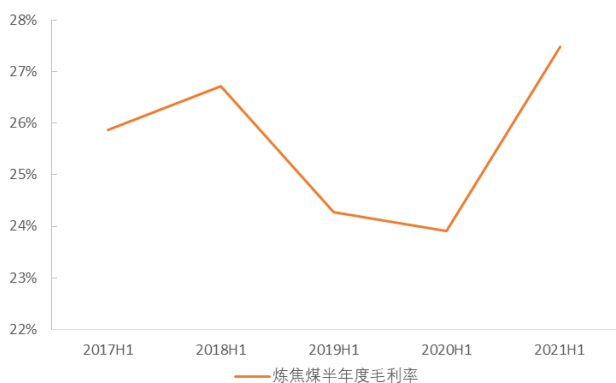


图10：炼焦煤单季度毛利率

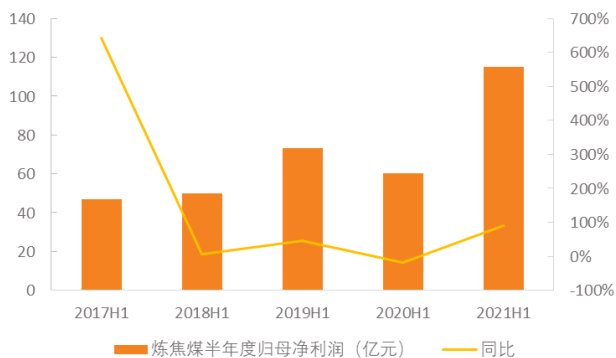


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

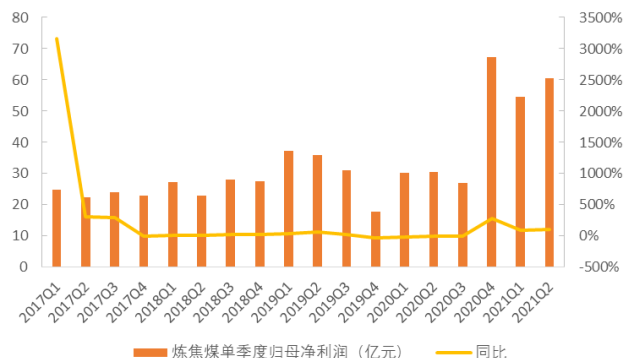
毛利率水平上升，2021 年上半年炼焦煤板块归母净利润上升。2021 年上半年炼焦煤板块归母净利润达 115.00 亿元，增幅高达 90.35%。单季度看，21 年 Q2 归母净利润明显高于近 5 年各季度的平均水平，增幅为 99.16%。

图 11：炼焦煤半年度归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：炼焦煤单季度归母净利润及增速

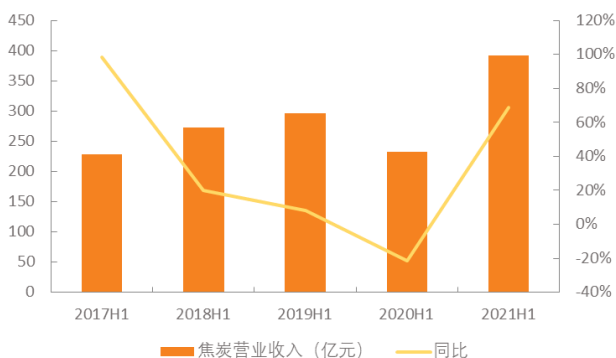


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 焦炭板块半年度总结：销量同比增加，带动焦炭板块业绩大幅上涨

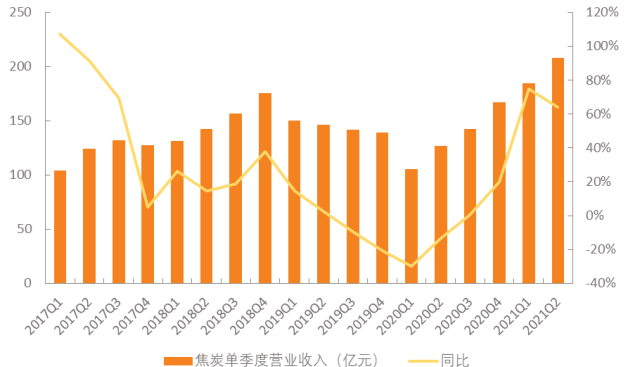
焦炭板块 2021 年上半年总销量上升，虽售价有所降低，但总体营业收入上升，单季度营收持续增长。2021 年上半年焦炭板块总销量约 893.33 万吨，同比增加 25.78%；平均售价约 4499.95 元/吨，同比下降 24.58%。板块公司营业收入为 391.60 亿元，同比上升 68.90%。分单季度来看，21 年 Q2 焦炭板块实现营业收入 207.62 亿元，同比增长 63.90%，实现了 2020 年以来的持续增长。

图 13：焦炭营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：焦炭单季度营业收入及增速

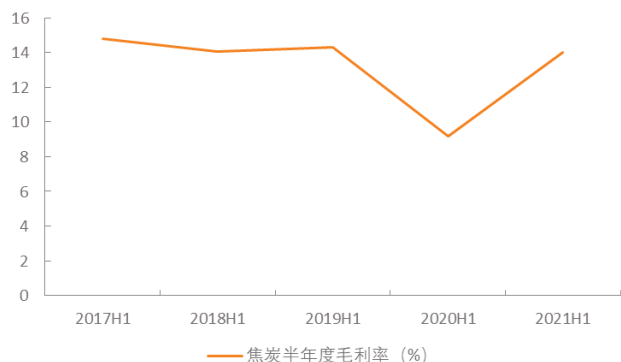


资料来源：Wind，天风证券研究所

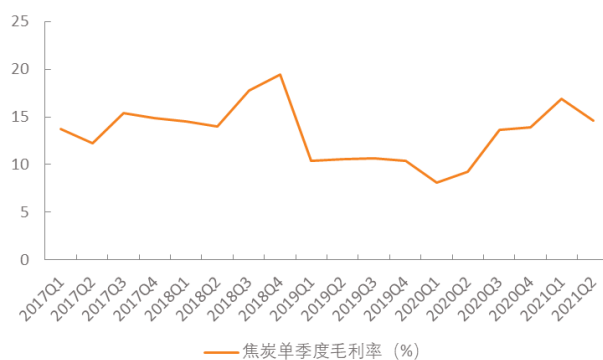
2021 上半年焦炭板块毛利率有所提高，但二季度环比有所回落。21 年上半年，焦炭板块营业收入同比增长 63.9%，而营业成本仅增长 51.86%，影响焦炭板块实现毛利率由 9.15%提升至 14.03%，与 2019 年同期持平，单季度毛利率也维持在较高水平。

图 15：焦炭半年度毛利率

图 16：焦炭分季度毛利润



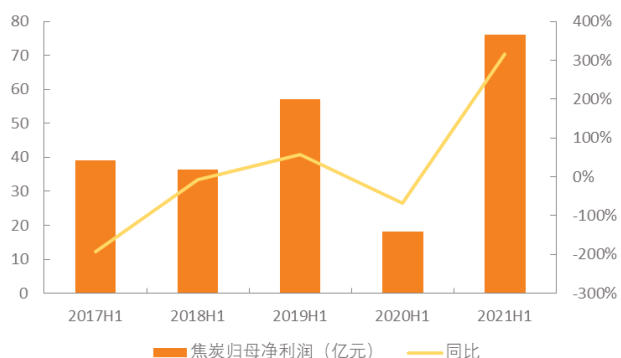
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

焦炭板块归母净利润同比增幅大, 单季度净利润值达近 5 年来最高。2021 年上半年焦炭板块营业收入、毛利率均有提升, 影响板块归母净利润提升为 76.03 亿元, 同比大增 316.59%。单季度归母净利润实现与 2020 年相比有极大增长, 已达到近 5 年来最大值。

图 17: 焦炭年度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 焦炭单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 2021 年上半年煤炭板块经营数据

公司	销量(万吨)	同比	均价(元/吨)	同比	煤炭收入(亿元)	同比	归母净利润(亿元)	同比
动力煤								
靖远煤电	483.87	10.53%	337.69	10.24%	16.34	21.85%	2.87	3.61%
*ST 平能	261.17	1.10%	327.76	-5.19%	8.56	-4.14%	-3.47	119.62%
露天煤业	2338.56	-0.19%	160.70	5.64%	37.58	5.44%	18.31	29.58%
郑州煤电	306.24	-4.74%	434.63	13.50%	13.31	8.12%	1.12	-136.01%
兖州煤业	5091.40	-24.71%	607.97	22.73%	309.54	-7.59%	60.42	31.35%
安源煤业	182.44	130.24%	917.56	27.33%	16.74	193.17%	-0.60	-25.00%
ST 大有	651.94	4.23%	562.32	48.60%	36.66	54.88%	2.31	120.00%
上海能源	283.72	-2.50%	802.90	-1.83%	22.78	-4.29%	4.37	-7.42%
山煤国际	3752.65	-32.64%	457.70	43.10%	171.76	-3.61%	8.46	90.11%
淮河能源	1051.61	137.78%	677.34	29.91%	71.23	208.89%	2.73	-6.83%
恒源煤电	372.93	8.94%	708.44	14.62%	26.42	24.86%	4.94	26.67%
晋控煤业	1441.69	6.41%	473.54	32.25%	68.27	40.73%	13.62	209.55%
中国神华	24080.00	17.29%	512.44	24.94%	1233.96	46.55%	260.26	25.99%

陕西煤业	13669.43	29.20%	500.45	36.70%	684.09	76.62%	82.86	66.19%
中煤能源	14825.00	28.21%	562.02	34.70%	833.19	72.70%	75.86	228.40%
新集能源	853.54	21.18%	527.24	26.06%	45.00	52.76%	11.55	1128.72%
兰花科创	497.71	27.43%	614.82	32.37%	30.60	68.69%	6.95	376.03%
华阳股份	3834.00	-3.96%	464.87	21.20%	178.23	16.41%	11.52	59.78%
昊华能源	709.79	14.85%	416.74	38.76%	29.58	59.38%	6.31	571.28%
炼焦煤								
冀中能源	1444.78	-3.99%	667.58	24.37%	96.45	16.75%	6.60	7.67%
山西焦煤	1490.00	43.55%	728.99	12.95%	108.62	62.22%	19.44	79.34%
永泰能源	666.10	11.63%	558.93	29.62%	37.23	44.69%	4.54	345.10%
盘江股份	521.10	1.30%	670.31	12.20%	34.93	13.67%	4.62	34.30%
淮北矿业	985.79	21.11%	732.91	6.07%	72.25	28.47%	25.18	51.69%
开滦股份	102.42	15.86%	1235.11	6.00%	12.65	22.82%	11.29	103.06%
平煤股份	1570.02	-0.40%	761.39	10.54%	119.54	10.10%	10.58	49.65%
潞安环能	2493.29	14.63%	609.24	28.00%	151.90	46.73%	33.27	184.85%
辽宁能源	234.66	-19.70%	619.62	11.22%	14.54	-10.69%	-0.53	-72.68%
焦炭								
美锦能源					88.26	91.12%	12.49	1914.52%
ST 安泰	111.17	3.60%	2121.98	41.87%	23.59	46.98%	4.43	6228.57%
ST 云维	2.70						0.08	-38.77%
山西焦化	179.65	14.51%	2063.46	39.50%	37.07	59.72%	13.75	206.24%
云煤能源	94.93	-5.98%	2346.99	43.33%	22.28	34.79%	1.11	-544.00%
宝泰隆	60.50	10.28%	2059.50	30.81%	12.46	44.21%	0.81	631.82%
陕西黑猫	337.02	77.70%	2177.32	44.30%	73.38	156.39%	8.38	-1010.87%
金能科技	107.36	9.74%	2632.27	36.78%	28.26	50.08%	9.23	115.15%

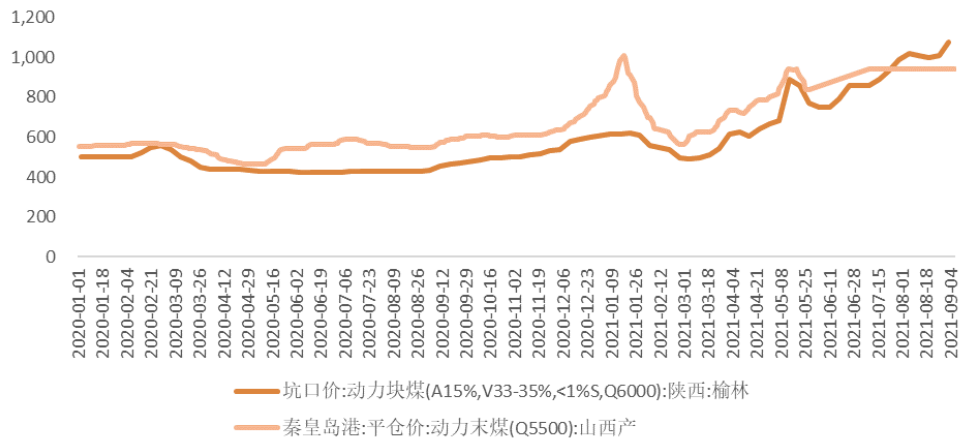
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 煤炭价格未来展望

2.1. 动力煤：供需持续偏紧，价格仍有支撑

二季度以来，供应端因安全检查、“七一”大庆等因素持续偏紧，虽然保供增产措施持续发酵，但增产效果不及预期。需求端，随着我国经济持续恢复，夏季用电高峰时期对煤炭需求量大幅增长。后续水泥、化工等前期错峰生产的行业陆续恢复正常生产，叠加东北煤炭冬储的需求释放，将继续对价格形成支撑。整体来看，动力煤供需前期持续处于供需偏紧状态。2021 年上半年秦皇岛动力煤价格均价为 758.80 元/吨，同比上涨 41.73%；2021 年上半年陕西动力煤价格均价为 650.00 元/吨，同比上涨 38.10%。

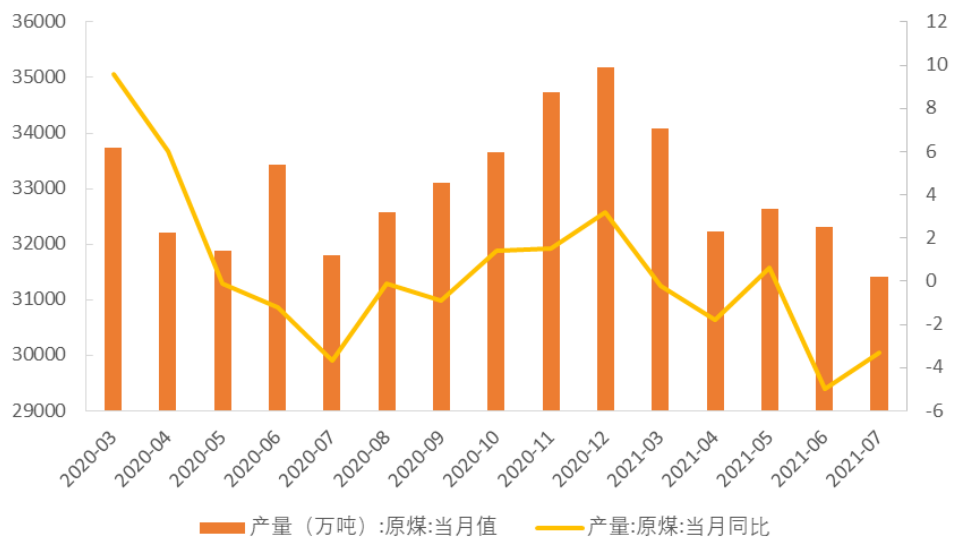
图 19：动力煤港口价及产地价



资料来源: Wind, 天风证券研究所

供给方面, 产地供应持续收紧。前期产地在保供政策影响下, 生产状况良好, 供应相对为宽松。二季度以来, 国家持续出台保供增产政策, 但效果不及预期, 叠加安全检查导致部分煤矿限产停产, 供应依旧偏紧。2021 年上半年原煤累计产量为 194867.4 万吨, 同比增加 7.94%。其中二季度原煤累计产量为 97811.6 万吨, 同比小幅增长 0.27%。

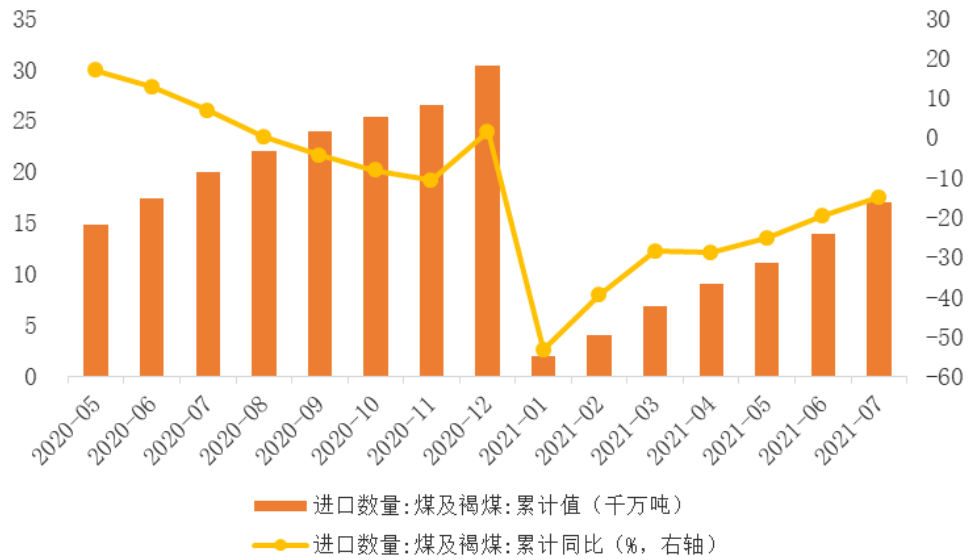
图 20: 原煤产量及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口方面, 煤炭进口累计同比下降 13.9%。受恶劣天气、疫情、铁路检修及其他多重因素影响, 澳大利亚、印尼、南非等主要动力煤供应国煤炭发运受阻。1-7 月, 我国煤炭累计进口量为 1.7 亿吨, 同比大幅下降 13.9%。

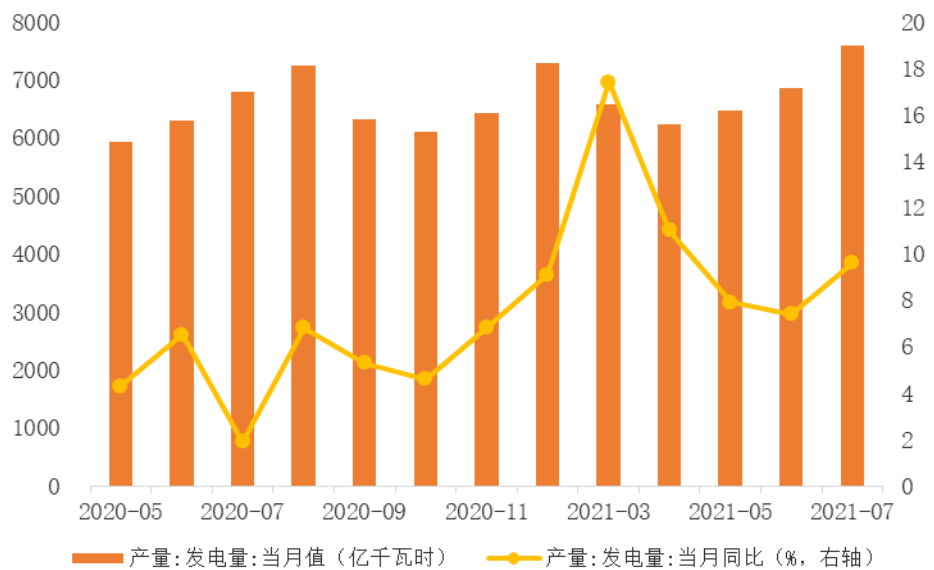
图 21: 煤炭进口累计值及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

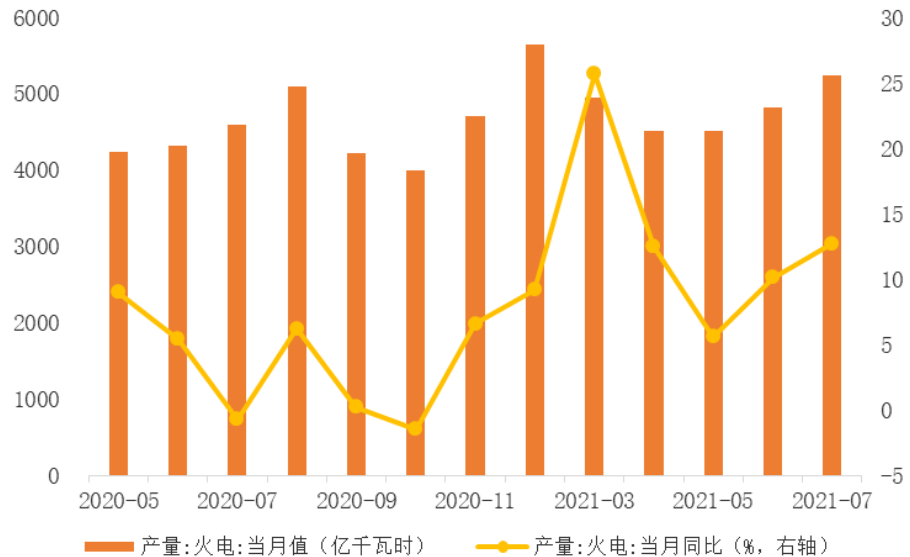
需求方面, 气温攀升, 夏季用电高峰带来需求释放。上半年, 我国经济快速发展, 用电需求不断攀升。1-6 月, 我国累计发电量 38717 亿千瓦时, 同比增长 13.7%。其中, 火电累计发电 28262 亿千瓦时, 同比增长 15%。

图 22: 发电量及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 火电发电量及同比



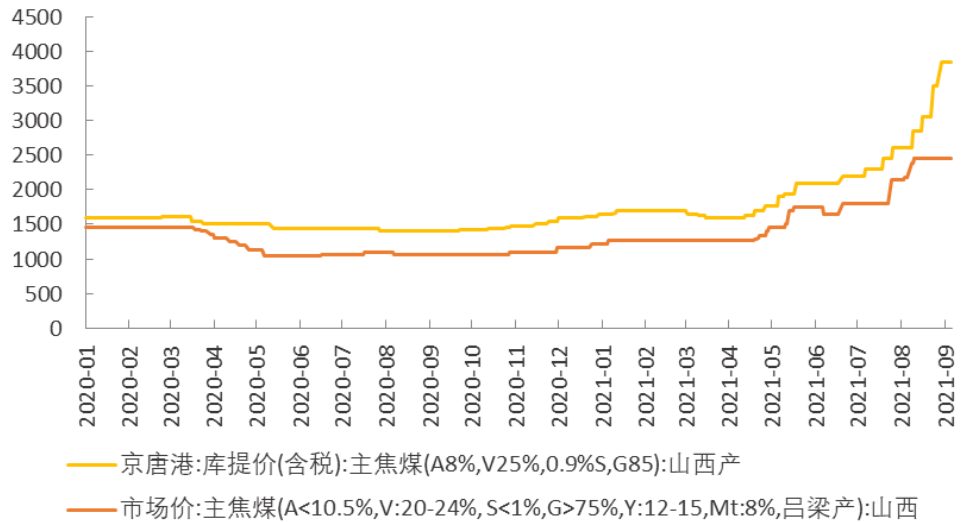
资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预计，供给端，在安全环保检查持续严格，以及秋季大秦线检修即将来临，预计煤炭供给将持续受限。新增产能方面，尽管7月初到8月底，各地区煤矿先后核准新增产能合约3.6亿吨/年，以内蒙地区增量最为显著。合计新增日均产量约达99万吨，日均增量约为9.19%。但目前下游电厂及港口库存仍然维持在低位，说明新增产能总体对动力煤市场影响较小。政策方面，根据今年3月1日开始的刑法修正案（十一），首次将未发生重大伤亡事故，但存在有现实危险的行为纳入刑法，煤矿超产行为将严令禁止。同时，在8月31日国家能源局发布的整改方案中，要求煤炭按照核定产能生产，并且对公告（核增产能）与环评批复产能不一致的历史遗留问题进行分类处置。整体煤炭供给增量有限。需求端，在整体库存低位，且冬季煤炭需求仍将维持高位的情况下，煤价支撑仍强。随着全国气温开始季节性降低，居民用电有所下降，电厂日耗逐步回落，但整体库存仍维持低位。随着前期错峰生产的水泥、化工等行业的用煤需求持续释放，以及北方地区也开始了采暖煤的储备，预计将继续对煤价形成支撑。

2.2. 炼焦煤：供应紧张，支撑价位高位运行

上半年，受安全环保检查频繁等影响，优质主焦煤、肥煤整体供应持续偏紧。同时，蒙古国受疫情等影响，上半年通关量不及预期，导致炼焦煤供应持续受限。上半年吕梁主焦煤市场价均价为1601.81元/吨，同比上涨25.39%。

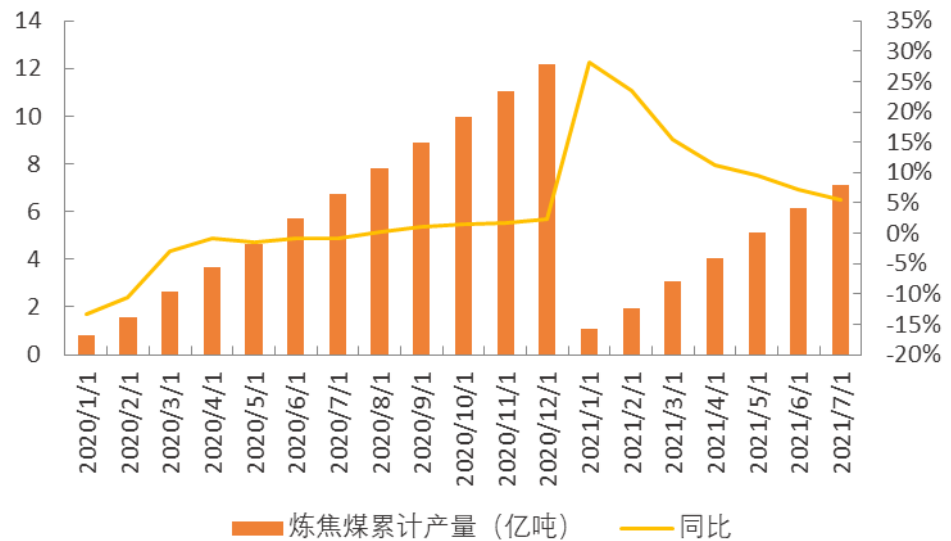
图 24：炼焦煤价格（元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

供给方面, 主产区煤矿安全检查频繁, 炼焦煤供应紧张。今年4月后, 山西、内蒙地区安全环保等各类检查频繁, 影响优质主焦煤、肥煤整体供应偏紧。上半年, 我国炼焦煤产量61333.5万吨, 同比增长7.25%。

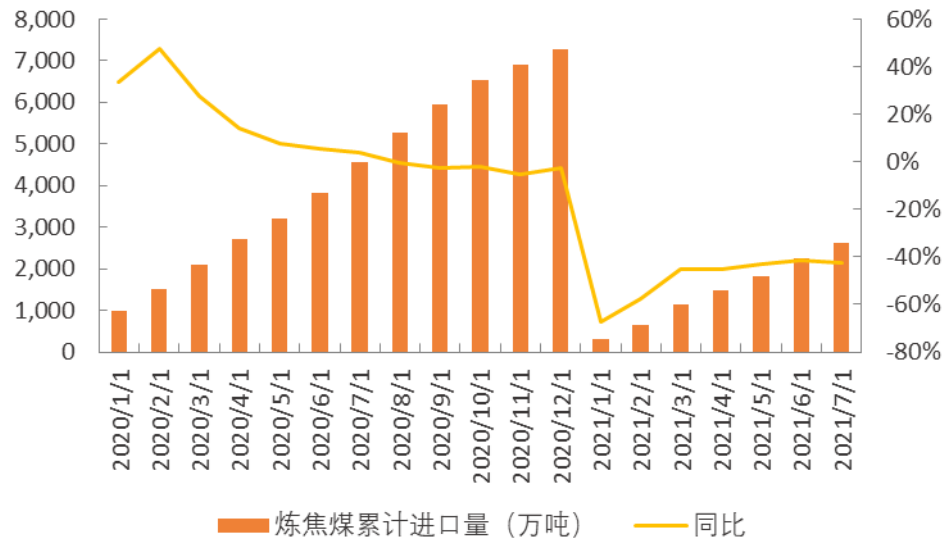
图 25: 炼焦煤产量累计值



资料来源: 煤炭资源网, 天风证券研究所

进口方面, 蒙煤进口不及预期导致叠加澳洲进口持续受限, 炼焦煤进口量下降严重。上半年, 我国炼焦煤进口总量 2236.17 万吨, 同比下降 41.42%。

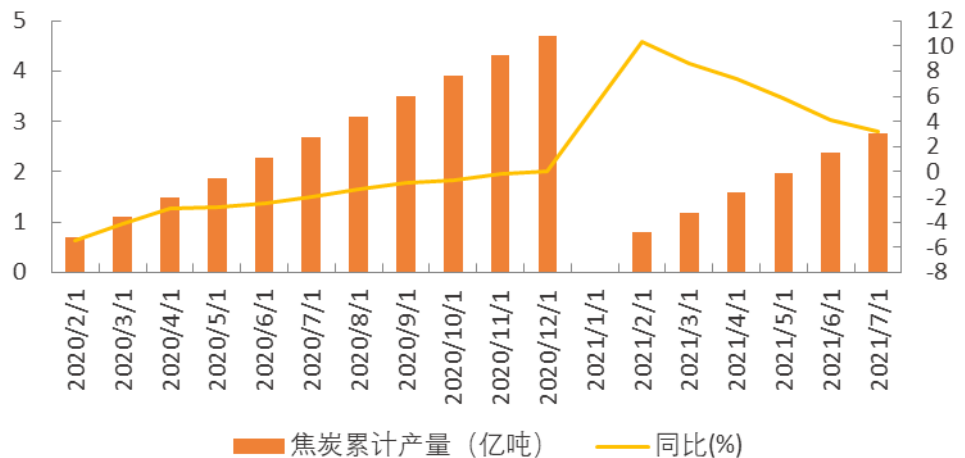
图 26: 炼焦煤累计进口量



资料来源: Wind, 天风证券研究所

需求方面, 焦企原料供应不足, 价格持续上探。前期焦炭市场走低, 焦企对原料煤多控制库存为主, 采购心态偏弱。后期产地煤矿停产限产范围持续扩大, 煤源供应局面紧张, 从而影响下游焦企积极补库。上半年, 我国焦炭产量 23709.1 万吨, 同比上升 4.10%。

图 27: 焦炭累计产量



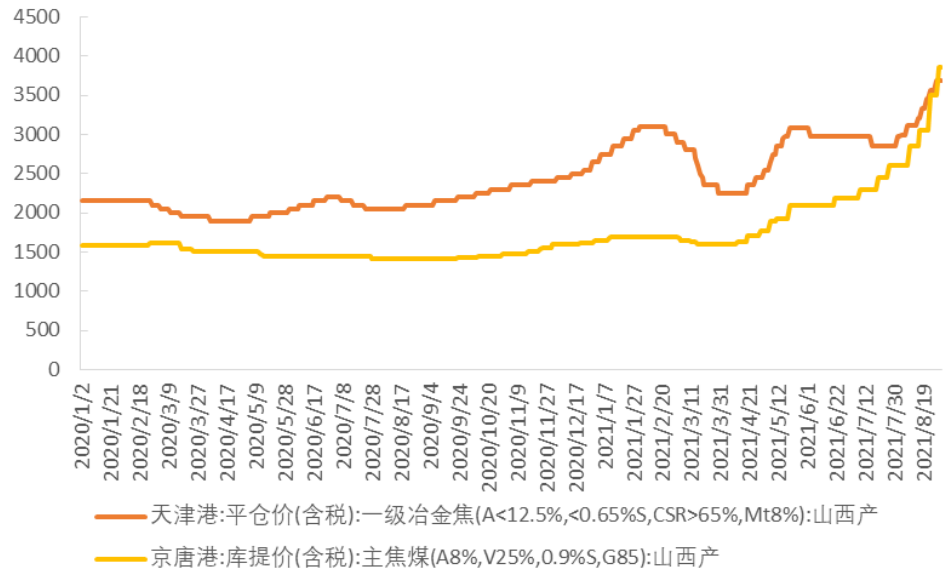
资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预计, 供给端, 安全环保检查将会持续严格, 供给增长有限。进口端, 今年以来, 我国从澳大利亚的进口量为 0, 表明政府仍然限制澳煤进口。而蒙古国由于疫情影响, 进口量不及预期。需求端, 随着督导组进入山东, 影响下游焦企开工率。但在下游钢厂需求良好的情况下, 焦企库存处于低位, 炼焦煤价仍有支撑。

2.3. 焦炭: 短期供需局面仍然紧张, 价格将偏强运行

受环保检查、原料煤价格上涨等因素影响, 焦炭价格已进行多轮提涨。2021 年上半年天津港一级焦平仓价均价为 2779.84 元/吨, 同比上涨 36.15%; 2021Q2 天津港一级焦平仓价均价为 2737.74 元/吨, 同比上涨 37.05%, 环比下降 85.59 元/吨, 降幅 3.03%。

图 28: 焦炭价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

供给方面, 受督导组进入山西, 叠加炼焦煤价持续上涨, 焦炭供给出现收缩。一季度, 受钢厂限产需求下降影响, 焦炭价格连续提降。但是在 4 月中央环保巡视组入驻山西后, 焦化为重点回头看领域, 主产地焦炭生产持续受限。上半年, 我国累计生产焦炭 23709.1 万吨, 同比上升 4.10%。

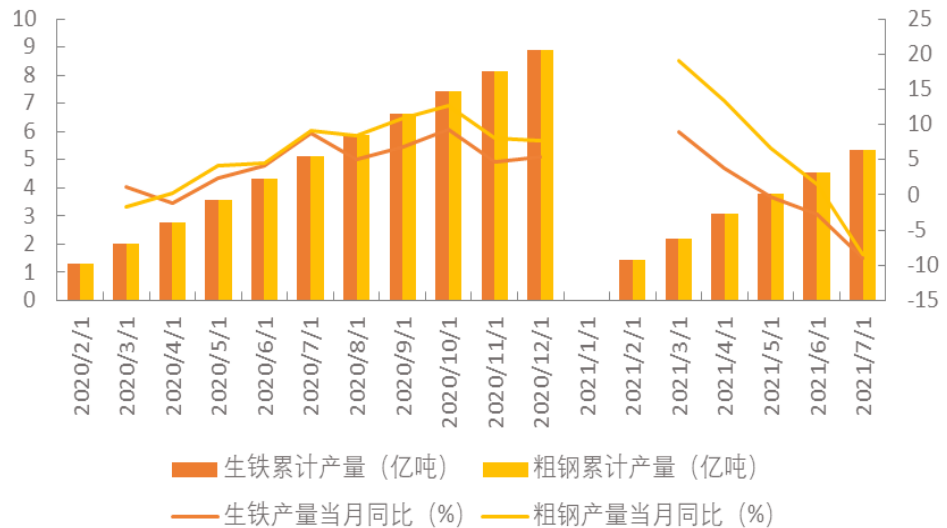
图 29: 焦企开工率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

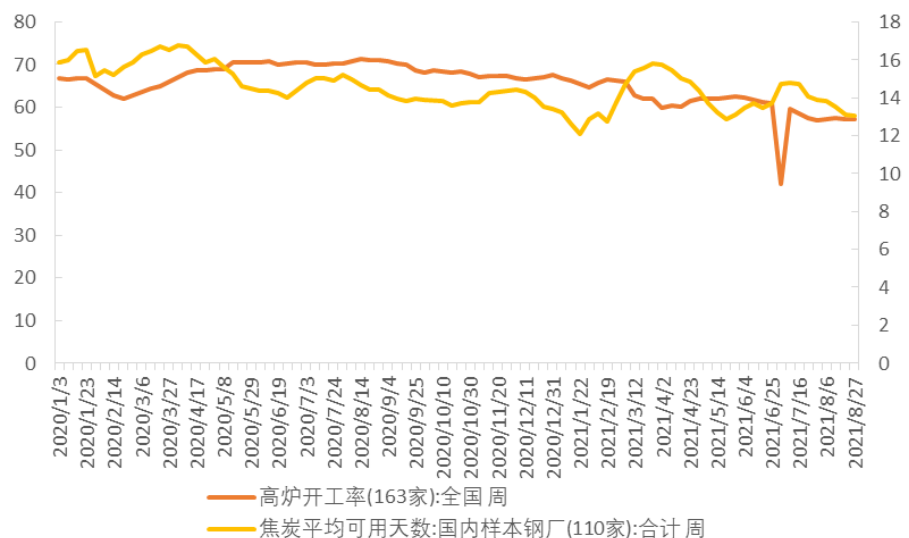
需求方面, 在年初工信部提出今年钢铁产量要同比下降的影响下, 唐山等主产地钢厂限产严格。到了 6 月, 随着成材季节性消费淡季以及钢厂盈利转差, 影响钢厂减产预期进一步加强。上半年, 我国累计生铁产量 45637.6 万吨, 同比上升 5.48%; 粗钢产量 56332.6 万吨, 同比上升 12.89%。

图 30: 生铁及粗钢累计产量



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 焦炭可用天数及高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预计，**供给端**，随着炼焦煤价持续上涨，焦企盈利下降叠加原材料紧缺，导致企业主动减产数量增多。叠加环保督察组入驻山东，影响焦企开工率，预计焦炭供给将持续受限。**需求端**，现阶段钢厂高炉开工率维持高稳，在焦炭供给受限预期下，采购积极性良好。截至 9 月 7 日，焦炭价格已连续 9 轮上涨，累计涨幅达 1160 元/吨。在炼焦煤价持续高位，焦炭供给受限的情况下，我们预计焦炭价格仍有支撑。

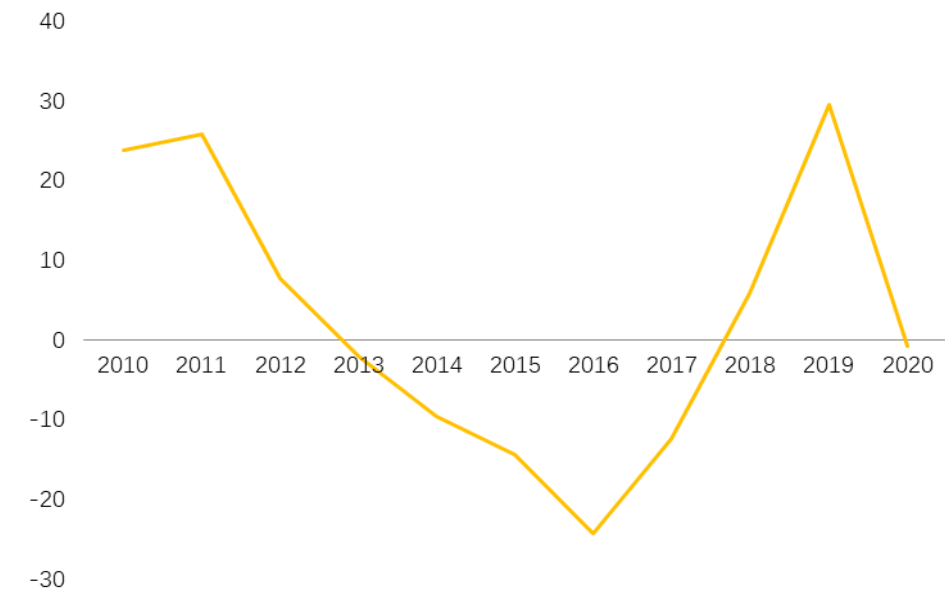
2.4. 煤炭板块长期展望：预计供应偏紧，消费继续增长，价格仍有支撑

2.4.1. 资本开支增加&项目审批严格，煤炭供给增长有限

行业固定资产投资完成额减少，新建矿产意愿减小。“十四五”末全国煤矿数量控制在 4000 处左右，较 2020 年的 4700 处持续下降，2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比下降 0.7%，行业资本开支将进入下行周期，企业新建矿产的意愿减小，煤炭供给处于

下降趋势。

图 32：2010-2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低。煤矿的重置成本可以分为三个部分，采矿权价值、产能置换费用和矿井的建设费用。由于我国要求将 30 万吨以下产能的煤矿逐步关闭，所以假设我们要建设目标为 100 万吨产能的煤矿。根据假设，2019 年新建 100 万吨煤矿的重置成本为 9.82 亿元，扩建 30 万吨产能煤矿至 100 万吨的重置成本为 9.49 亿元。2019 年煤矿重置成本较 2015 年有大幅度的提高。因此，在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低，我们预计煤炭上游产能能够得到的增加将十分有限。

表 2：新建 100 万吨煤重置成本

	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	1.1 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元
重置成本	5 亿元	9.82 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

表 3：扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本

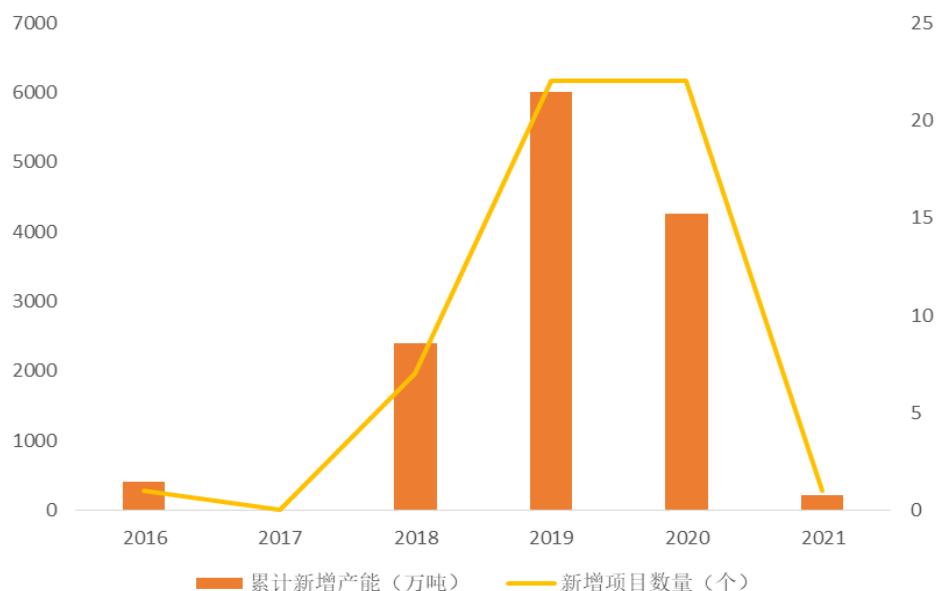
	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	0.77 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元
重置成本	5 亿元	9.49 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

去产能工作逐步落实，新增产能释放缓慢。央广网数据显示，2015 年，全国煤炭产能过剩

超 17 亿吨。十三五期间，煤炭行业在淘汰落后产能的同时，先进产能实现了有序替代，人员减少，行业科技水平大为提升。在碳达峰、碳中和目标约束下，各省份对新增产能实行严格管控。我国新建矿井产能缩小。2020 年国家能源局审批煤矿项目 22 个，其中 20 个项目在新疆。根据国家西电东送的项目规划，新疆生产的煤炭多用于就地转化为其他产品后输出，因此新疆新建的煤矿项目对我国的煤炭的供给影响较小。截至 2021 年 9 月 9 日，国家能源局审批的煤矿项目仅有 1 个，产能 210 万吨/年。

图 33：历年国家能源局审批煤矿项目

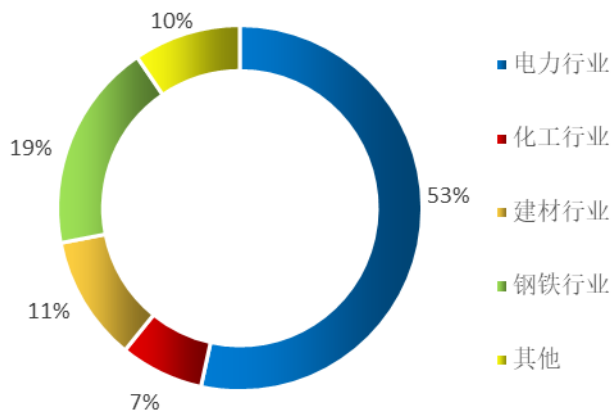


资料来源：国家能源局，天风证券研究所

2.4.2. 到 30 年火电仍占最高比重

煤炭下游消费稳定，电力行业占比最高。2020 年上半年中国煤炭下游消费主要有电力、钢铁、建材、化工四大领域，占比分别为 53%、19%、11%和 7%。由此可见，电力行业在煤炭消费中占有最大的比重，而电源结构中，火电又占到 7 成以上比重。

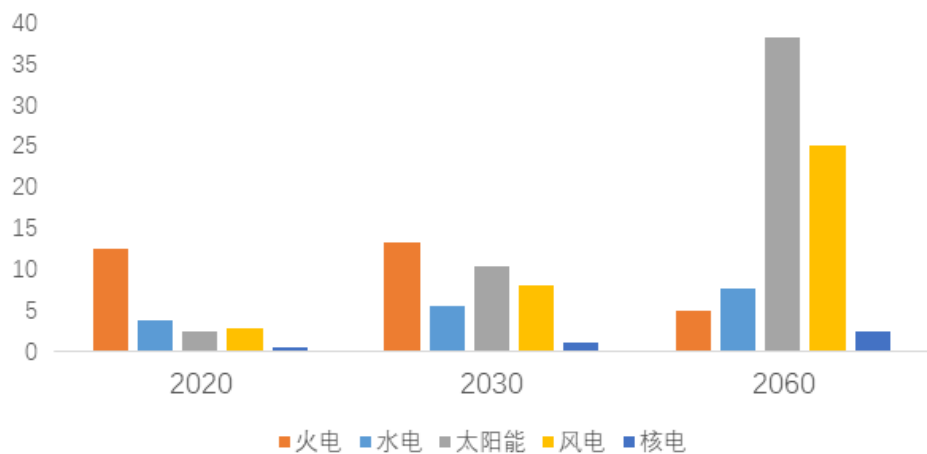
图 34：2020 年上半年煤炭下游消费结构占比



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

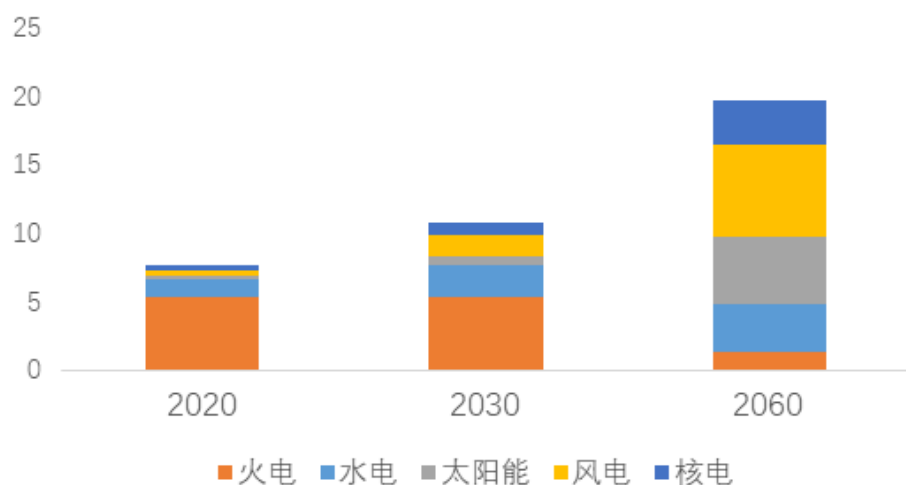
碳中和背景下，火电比重逐渐降低，但 2030 年前仍保有一定比重。根据《中国 2060 年前碳中和研究报告》预测，2030 年全国新能源总发电量占比将达 21%，2050 年高达 53%。未来高比例新能源电量的电力系统将从局部地区逐步向全国扩展。到 2030 年，着力推动绿电对油、气等化石能源的替代，存量火电全面参与调峰，火电装机量 13.17 万千瓦，在发电量结构中占比将近一半。到 2060 年，着力推动绿电对煤炭的替代，储能、氢能技术实现大规模成熟应用，绿电为核心的能源体系成为我国能源优化配置的主要平台，存量火电替换基本完成。

图 35：2020、2030、2060 年各类型电力装机容量（万千瓦）



资料来源：《中国 2060 年前碳中和研究报告》，天风证券研究所

图 36：2020、2030、2060 年发电量结构（万亿千瓦时）



资料来源：《中国 2060 年前碳中和研究报告》，天风证券研究所

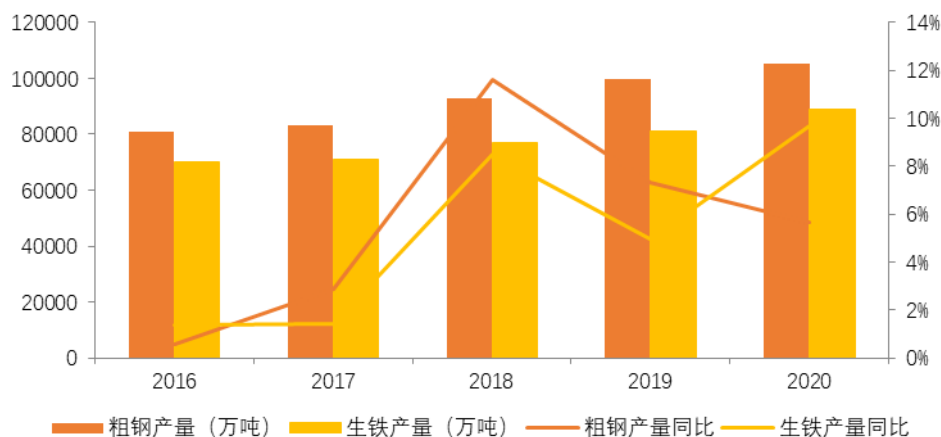
2.5. 焦炭板块长期展望：需求替代难度高，产量或将保持增长

2020 年钢铁产量、需求创新高。随着下游行业快速复苏，钢材消费创新高，企业效益持续恢复，实现利润小幅增长。据国家统计局公布的数据，2020 年，我国粗钢产量 10.53 亿吨，同比增长 5.2%；生铁产量 8.88 亿吨，同比增长 4.3%。产量高企的背后，是需求的快速

增长。据中钢协测算，2020年，我国粗钢表观消费量同比增长9%，钢材实际消费同比增长7%左右，其中建筑业增长10%、制造业增长4%。

“一四五”期间，钢铁需求增长将带动焦炭产量。中国物流与采购联合会副会长蔡进表示：“‘十四五’期间钢铁产业或者钢铁消费增长应该保持在3%-4%的水平，国内钢铁新增消费量或达到1.5亿吨到2亿吨。”钢铁消费需求旺盛，预测“十四五”期间我国生铁产量将维持在9亿吨左右。

图 37：2016-2020 年我国粗钢和生铁产量及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前，高炉炼铁仍是我国钢铁生产的主要力量，作为高炉炼铁的重要原料，焦炭在炼铁中起到三个作用：供热、还原剂、骨架作用。这些性质是煤所不具备的。作为还原剂，焦炭的碳含量达85%以上。另外在高炉炼铁过程中焦炭因为强度高可以起到骨架作用，而煤炭被压碎后则会造成高炉透气性下降。由于不可替代性，加之焦炭下游86%用作炼铁，焦炭在钢铁行业中需求仍然强劲；同时，焦炭是炼焦煤的主要产品，在炼焦煤下游应用中的比例高达90%以上，因此作为焦炭重要的原材料，炼焦煤的需求也将处于高位。

表 4：高炉炼铁化学过程

高炉炼铁化学过程

$C + O_2 = (\text{点燃}) CO_2 + \text{能量} (\text{提供热源})$

$CO_2 + C = (\text{高温}) CO (\text{还原剂})$

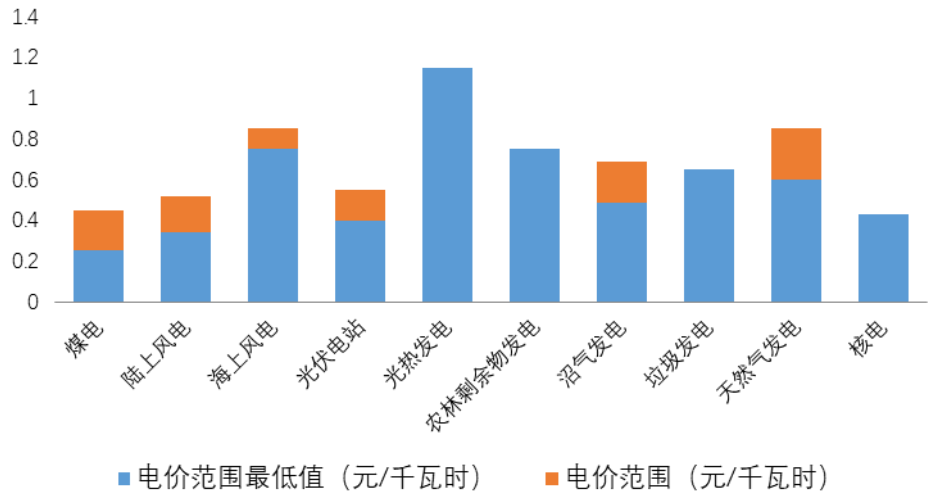
$3CO + Fe_2O_3 = (\text{加热}) 2Fe (\text{产品}) + 3CO_2$

$CaO + SiO_2 (\text{杂质}) = CaSiO_3 (\text{炉渣})$

资料来源：全球新能源网，天风证券研究所

当前炼钢产业主要分为长流程炼钢和短流程炼钢。多种因素制约，短流程炼钢如电炉炼钢尚不具备大规模发展条件。由于废钢价格高，电力供应紧张，我国对电炉炼钢的电价没有优惠，目前电炉钢的经济效益较低。若电炉钢比例进一步提高，短期内将面临废钢资源不足的问题，且受制于生产成本等因素，目前尚不具备大规模发展电炉炼钢的条件。常用的三相（交流）电弧炉电耗率在390~430kWh/t，平均为410kWh/t，以上海市10KV大工业用电电价为0.69元/度计算，电弧炉吨钢电耗成本达283元/吨，占电弧炉吨钢总成本的10%左右。从长期看，提升电炉钢比重必须解决其面临的电价问题。

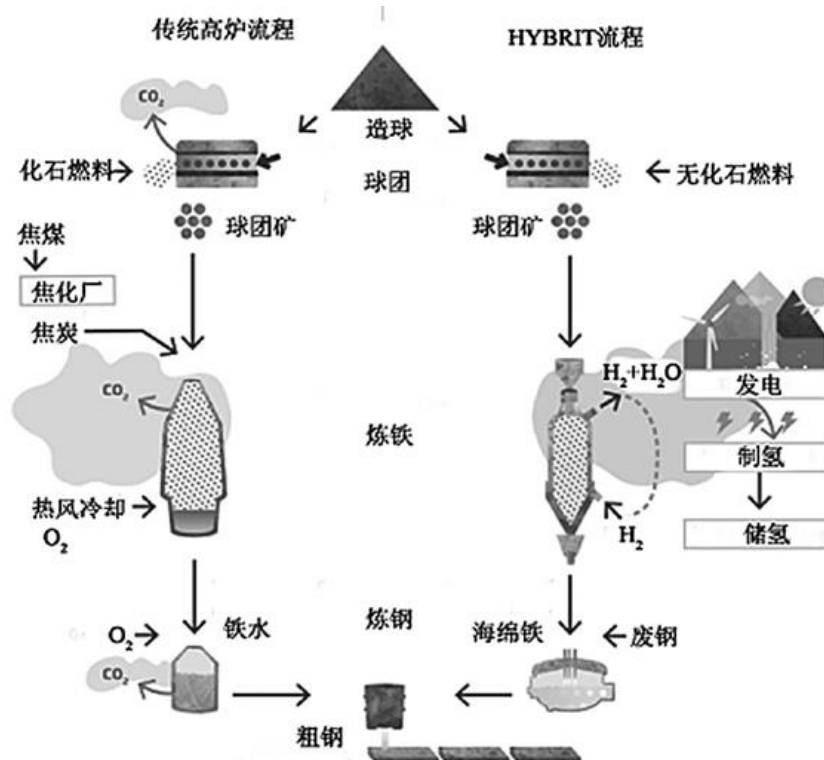
图 38：我国不同类型发电项目的上网电价（元/千瓦时）



资料来源：智汇光伏，天风证券研究所

氢能“零碳炼钢”承载厚望。燃料替代被寄予了“零碳炼钢”厚望。其中“氢”便被视为钢铁行业“脱碳”的重要突破口。清华大学等 18 家研究机构联合发布的《中国长期低碳发展战略与转型路径研究》指出，在生铁和粗钢生产过程中，以氢气直接还原技术取代传统焦炭利用的“零碳炼钢”，是钢铁生产过程深度脱碳的革命性技术。因此“以高温气冷堆的高温工艺热制氢，与氢气炼钢工艺相结合”是未来炼钢产业化发展的主要方向。

图 39：传统工艺和瑞典钢铁 HYBRIT 工艺流程比较



资料来源：烧结球团杂志公众号，天风证券研究所

甲醇重整制氢是制氢方式中成本较低、相对成熟的技术，但氢能炼钢仍需技术突破。目前工业制氢主要有几种方法：一是采用化石燃料制取氢气；二是从化工副产物中提取氢气；三是采用来自生物的甲醇甲烷制取氢气，四是利用太阳能、风能等自然能量进行水的电解。从经济性上看，制氢的成本很大程度上取决于原料的成本，随原料价格的波动非常

明显。就目前的原料价格水平看，焦炉气制氢和天然气制氢成本更低，但是如应用在燃料电池上，还需要额外投入加氢站、氢罐、运输等成本。而甲醇重整制氢可以直接与燃料电池组合，无需高价建造加氢站与氢罐。但“氢气炼钢”目前成本仍比较高，尚待技术突破。“要形成规模化应用，还需要时间。”

表 5：各种制氢方法比较

制氢方法	优势	劣势	适用规模	建设地点
天然气制氢	规模化制氢常用方法之一，适用范围广。	原料利用率低、工艺复杂、操作难度大；我国天然气缺乏。	适用于大规模生产，其制氢能力在每小时几万标方以上；经济规模在1000Nm ³ /h 以上。	天然气制氢建设地点受限于天然气供应；占地：(50m*30m) /1000Nm ³ /h。
焦炉气制氢	运转成熟、可靠，自动化程度高，利用副产物、成本低。	焦炉气是炼焦工业的副产品，具有污染。	焦炉气经过原料预处理后再通过变压吸附分离工艺可以得到约 8 万 Nm ³ /h 工业氢气。	只能依靠焦化企业就近兴建，占地面积小。
甲醇重整制氢	投资低、建成快、无污染等特点；原料可获得性高。	生产规模受限。	经济规模为 500-5000Nm ³ /h；最小 20Nm ³ /h，20-100Nm ³ /h 的装置可做移动模块。	在合理的距离内有甲醇供应；占地：(20m*15m) /1000Nm ³ /h。
电解水制氢	技术成熟，效率高，过程简单。	耗电量大，成本高。	规模小，国内单台最大制氢能力为 2000Nm ³ /h。	不受地域限制，占地：(50m*22m) /1000Nm ³ /h。

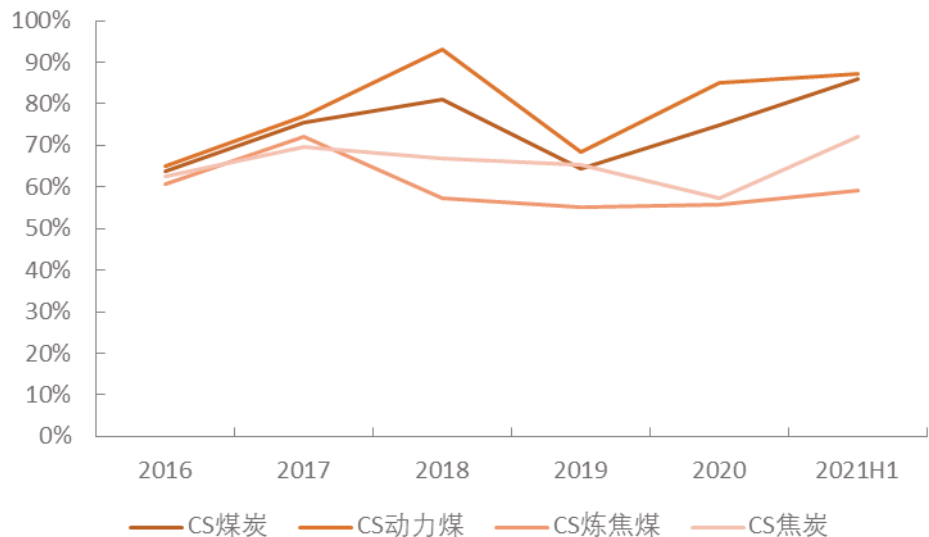
资料来源：广东合即得公众号，天风证券研究所

3. 煤炭企业偿债能力情况：21 年上半年煤炭板块偿债能力整体稍有降低，但仍处较好水准

从煤炭行业整体的短期偿债能力来看，煤炭行业及其子板块的速动比率呈现出上涨趋势。2016 年煤炭行业整体的速动比率为 0.6387，到 2021 年上半年末增长为 0.8591，涨幅为 0.2204。但从逐年的变化来看，煤炭行业及其子板块的速动比率在 2018 年至 2019 年间有不同程度的下降，其下降原因可能归结于在去杠杆的政策背景下，全行业积极减少自身的长期借款数额，而为了维持正常经营选择提高了流动负债的数额及比例，从而导致速动比率在短期内下降比较明显。但是从速动比率长期的走势来看，煤炭行业及其子板块对自身短期偿债能力的控制呈现出优化的趋势，煤炭行业整体的短期偿债能力有所提高。

分板块看，动力煤板块速动比率比煤炭行业整体水平高出 0.0145。在 2021 年上半年末，煤炭行业的子板块中动力煤板块的速动比率为 0.8736，比煤炭行业整体水平高出 0.0145；炼焦煤板块的速动比率为 0.5922，比煤炭行业整体水平低 0.2669；焦炭板块的速动比率为 0.7206，比煤炭行业整体水平低 0.1385。

图 40：煤炭及子板块速动比率走势

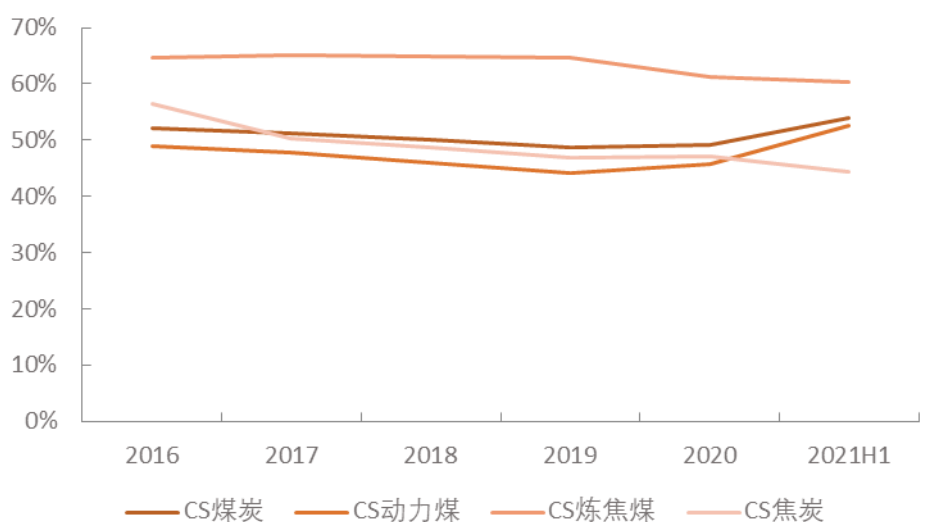


资料来源: Wind, 天风证券研究所

从煤炭行业整体的资产结构来看, 21 年前煤炭行业及其子板块的资产负债率呈现出持续下降的走势, 但 21 年上半年煤炭板块和动力煤板块开始出现上升趋势。国家自 2016 年起推行的去杠杆政策, 煤炭行业资产负债率持续走低, 但 21 年上半年煤炭板块和动力煤板块的资产负债率略有提高, 应收账款增加。2021 年上半年末煤炭行业整体的资产负债率为 54.02%, 与 2016 年的 52.14% 相比稍有增加, 增幅为 1.88 个百分点, 但总体仍处于可控水平。

分板块看, 动力煤和焦炭板块的资产负债率低于行业整体水平, 但炼焦煤板块和焦炭板块的资产负债率整体呈逐年下降趋势。在 2021 年上半年末, 煤炭行业的子板块中动力煤板块的资产负债率为 52.70%, 比煤炭行业整体水平低 1.32 个百分点; 炼焦煤板块的资产负债率为 60.27%, 高出煤炭行业整体水平 6.25 个百分点; 焦炭板块的资产负债率为 44.43%, 比煤炭行业整体水平低 9.59 个百分点。

图 41: 煤炭及子板块资产负债率走势

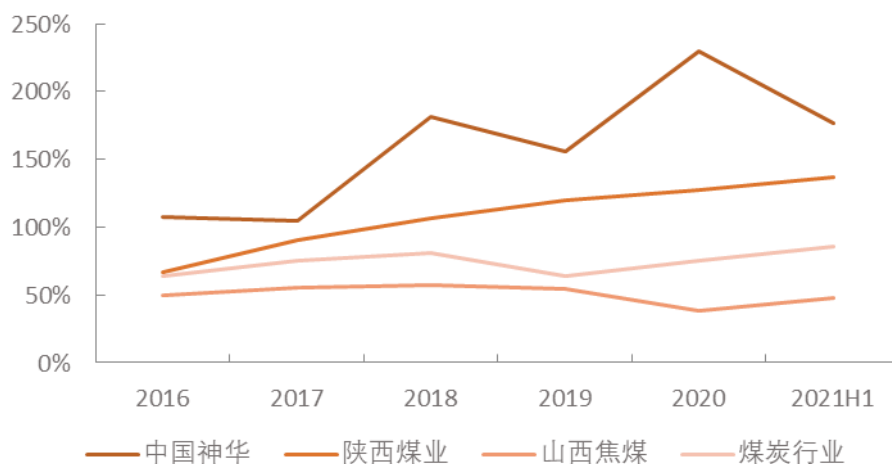


资料来源: Wind, 天风证券研究所

从重点公司的偿债能力来看, 中国神华与陕西煤业的速动比率自 2016 年以来呈现出持续上涨的趋势, 中国神华涨势略有波动, 但均始终高于行业平均水平。中国神华的速动比率

自 2016 年的 1.0707 上升至 2021 上半年的 1.7676，涨幅为 0.6969；陕西煤业的速动比率自 2016 年的 0.6682 增长为 2021 上半年的 1.3729，涨幅为 0.7047。两公司速动比率的数值与增幅均高于行业平均水平，体现出两公司短期偿债能力均较为优秀。而山西焦煤的速动比率则略低于行业平均水平，总体呈现出较平稳的趋势，但在近两年内有所下降，自 2019 年的 0.6437 下降至 2021 上半年的 0.4810，降幅为 0.1627。

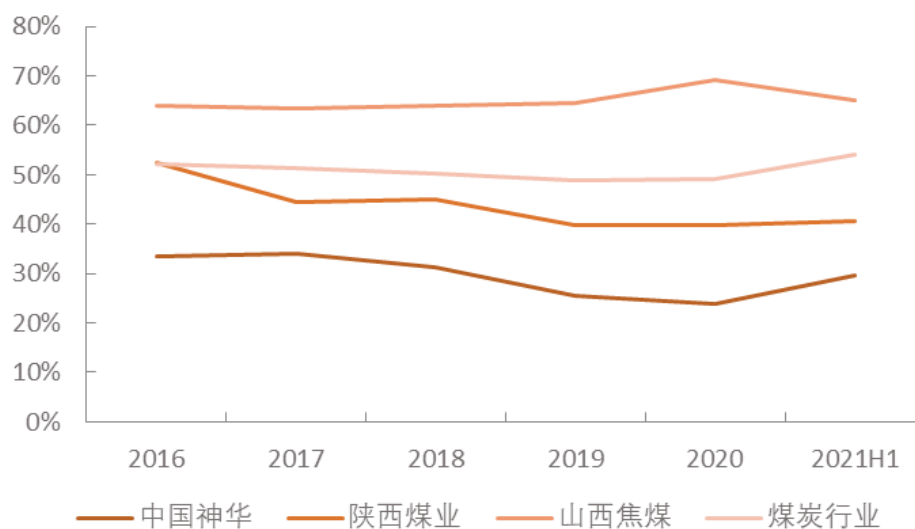
图 42：重点公司速动比率历年走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

重点公司的资产结构显示，中国神华与陕西煤业的资产负债率自 2016 年以来呈现出持续下降的趋势，虽在 21 年上半年有所反弹，但均始终低于行业平均水平。这体现出两家公司有较好的负债管理水平，且承担偏低的财务风险，长期偿债能力比较优秀。具体来看，中国神华的资产负债率从 2016 年的 33.54% 下降至 2021 上半年的 29.71%，下降了 3.83 个百分点，陕西煤业的资产负债率自 2016 年的 52.43% 下降至 2021 上半年的 40.61%，下降了 11.82 个百分点。而山西焦煤的资产负债率从 2016 年的 64.03% 上升为 2021Q1 的 65.13%，提高了 4.7 个百分点，且始终高于行业平均资产负债率。

图 43：重点公司资产负债率历年走势



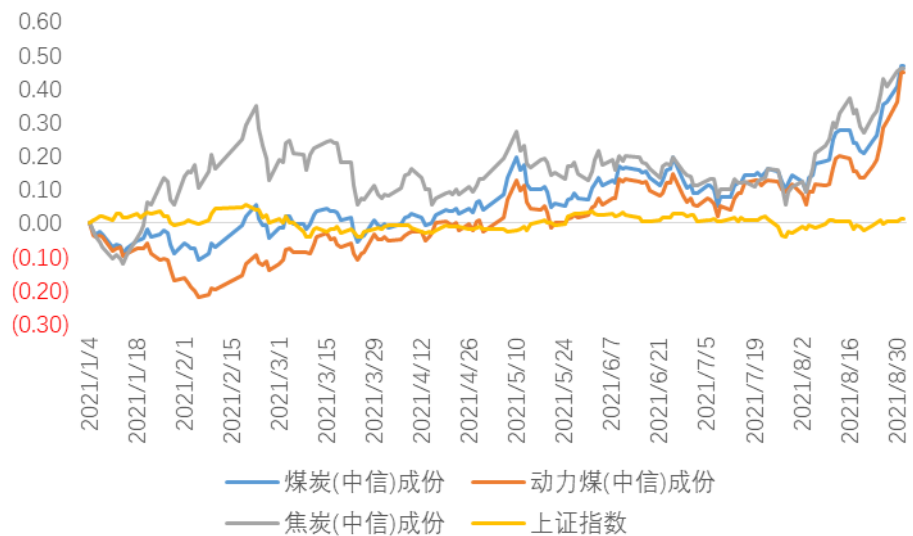
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 煤炭板块行情：

4.1. 市场行情：煤炭走势扭转，板块涨幅远超上证指数

自 2021 年 4 月以来，煤炭板块涨幅超过上证指数。上半年，煤炭板块整体呈上升走势，并在 4 月后跑赢上证指数。分板块来看，焦炭板块涨幅持续高于煤炭整体板块，而动力煤板块涨幅低于煤炭整体板块，但也在 5 月以后持续跑赢上证指数。截至 2021 年 9 月 1 日，上证指数较 2021 年初增长 1.17%，煤炭板块整体大幅上涨 46.88%。其中焦炭上涨 46.14%；动力煤板块上涨 44.76%。

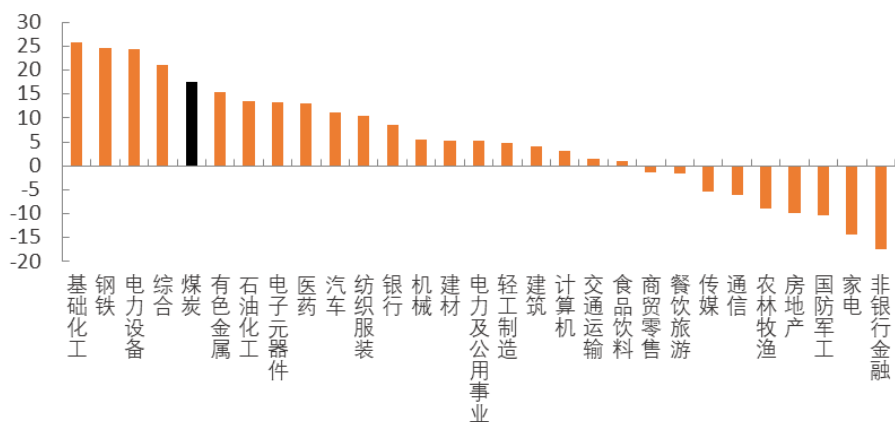
图 44：煤炭及子板块涨跌幅走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年上半年，煤炭板块涨幅位列中信 29 个行业第 5 名。上半年，煤炭板块整体呈上升走势，且其涨幅远超上证指数。截至 2021 年 6 月 30 日，上证指数较 2021 年初增长 3.40%，煤炭板块整体大幅上涨 17.51%，位列中信 29 个行业第 5 名。

图 45：2021 年上半年中信一级行业涨跌幅

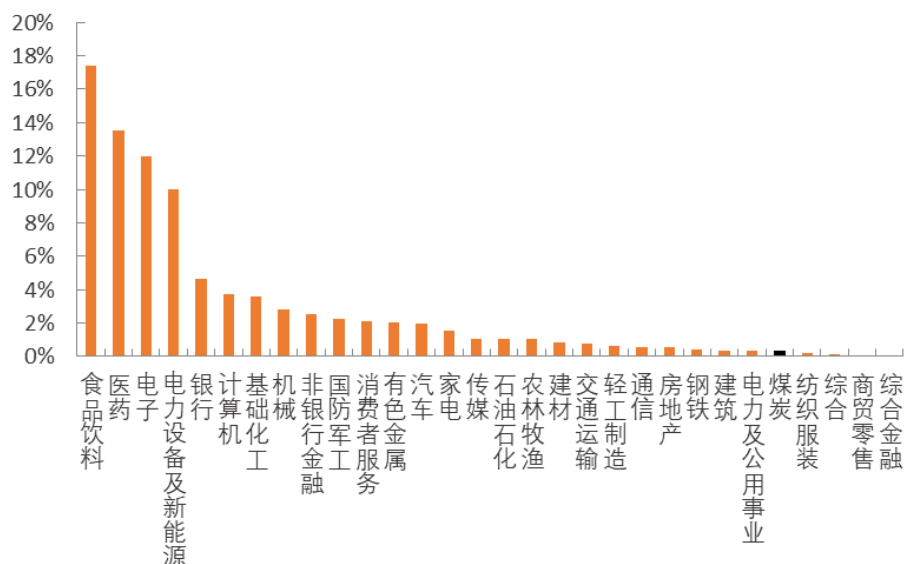


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 基金持仓情况：比重提升，煤炭板块重仓市值呈 U 字形发展趋势

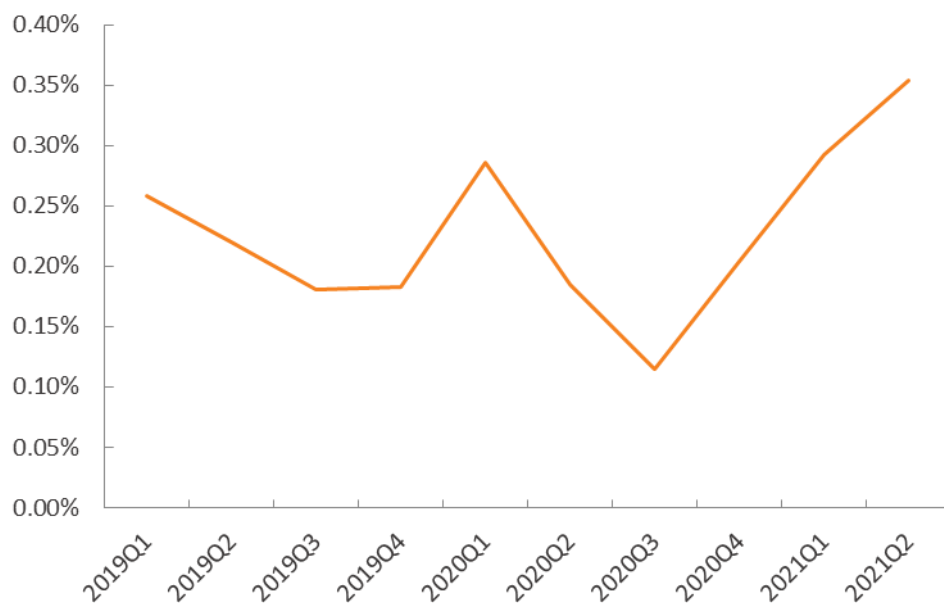
2021 上半年煤炭板块基金重仓持股市值 169.15 亿元，重仓比例 0.33%。横向比较，煤炭板块重仓比例在中信 29 个一级行业中排名 25。纵向来看，在 2020 年上半年出现明显下降，从 Q1 的 0.29% 降至 Q3 的 0.11%，自 2020 年 Q4 后，煤炭板块重仓持股市值占基金总市值比重有明显回升。2021 年二季度重仓比例抬升 0.06 个百分点至 0.35%，重仓持股总额为 99.24 亿元。

图 46：2021 上半年中信一级板块重仓比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

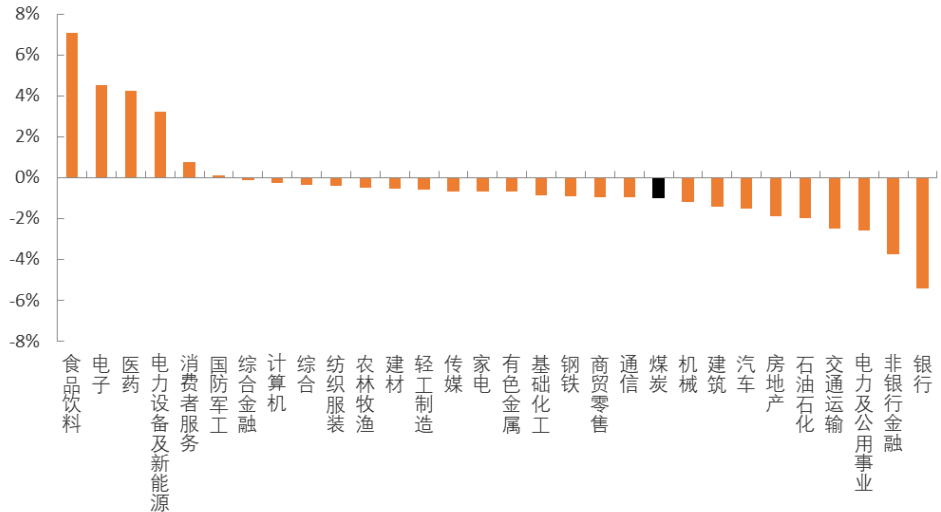
图 47：煤炭板块重仓持股比例走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

超/低配比例方面，2021 年上半年煤炭板块低配比例为 1.01%，在 23 个低配的中信行业中排名第 10。

图 48：2021 年上半年中信一级板块超/低配比例（%）

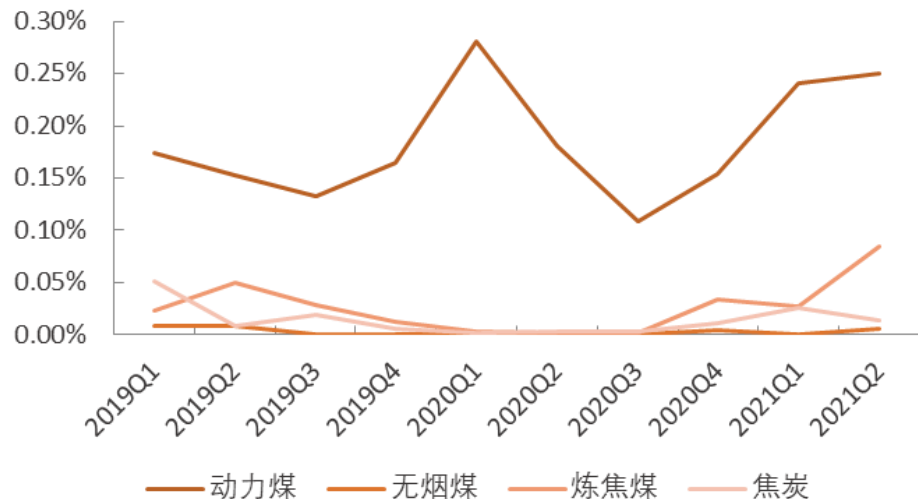


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 子板块分析

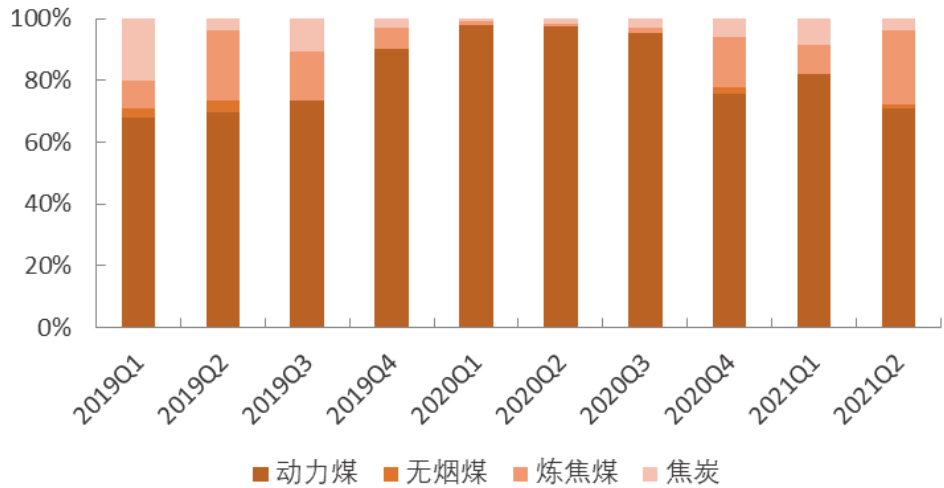
分板块看，动力煤、炼焦煤重仓比例提升，焦炭持仓比例下降。动力煤、焦炭以及炼焦煤 2021Q2 基金重仓持仓比例分别为 0.25%、0.01%及 0.08%。从煤炭板块重仓持股结构来看，动力煤板块重仓持股比例有所下降，炼焦煤重仓持股比例上升。截止 2021Q2 动力煤、焦炭以及炼焦煤重仓总额占比分别为 74.95% (YoY -13.3pct)、3.65% (YoY+0.25pct) 以及 21.4% (YoY + 13.05pct)，其中炼焦煤提升幅度最大。

图 49：煤炭子板块重仓持股比例走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

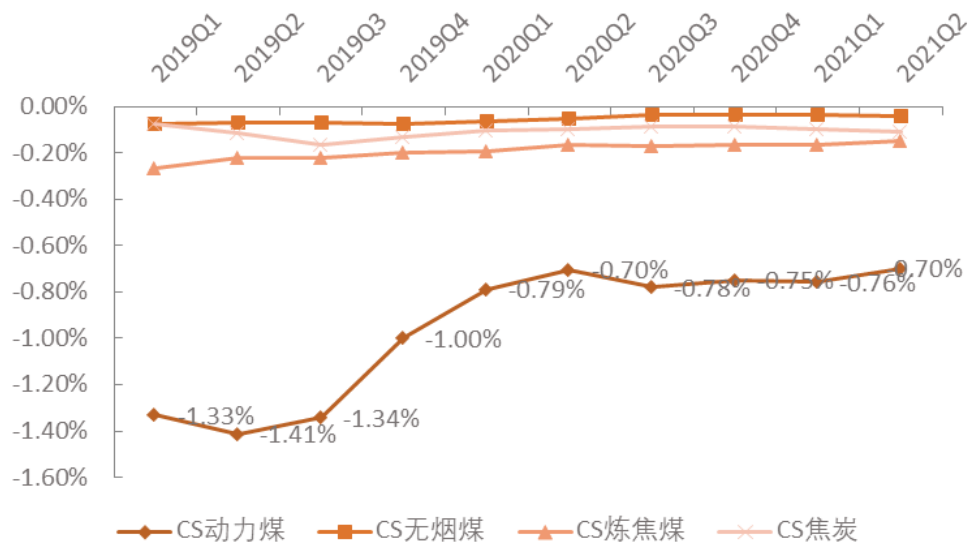
图 50：煤炭子板块重仓持股结



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从低配情况来看, 各子板块低配比例基本维持不变, 动力煤板块环比收窄 0.06pct, 低配比例为 0.70%; 炼焦煤板块环比收紧 0.02pct, 低配比例 0.15%; 焦炭板块低配比例 0.11%, 环比增加 0.01pct.

图 51: 煤炭子板块超/低配情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.4. 个股分析

根据基金持股比例排名, 2020 上半年基金持股比例最高的前十名公司分别是山煤国际、恒源煤电、淮北矿业、金能科技、露天煤业、陕西煤业、平煤股份、山西焦煤、华阳股份、中国神华, 2021 年上半年基金持股比例最高的前十名公司分别是淮北矿业、金能科技、潞安环能、兖州煤业、宝丰能源、陕西黑猫、恒源煤电、兰花科创、山西焦煤、平煤股份。其中淮北矿业、金能科技、恒源煤电、山西焦煤、平煤股份五家公司在两年的上半年都位列前十, 而潞安环能、兖州煤业、宝丰能源、陕西黑猫、兰花科创则是新晋基金持股比例前十的五家公司。

表 6: 十大重仓股

	2021H1		2020H1
淮北矿业	16.72%	山煤国际	5.41%
金能科技	14.53%	恒源煤电	4.40%
潞安环能	10.34%	淮北矿业	3.55%
兖州煤业	9.58%	金能科技	3.53%
宝丰能源	8.66%	露天煤业	3.24%
陕西黑猫	6.65%	陕西煤业	2.90%
恒源煤电	6.63%	平煤股份	2.79%
兰花科创	6.23%	山西焦煤	2.16%
山西焦煤	5.29%	华阳股份	2.11%
平煤股份	5.29%	中国神华	2.05%

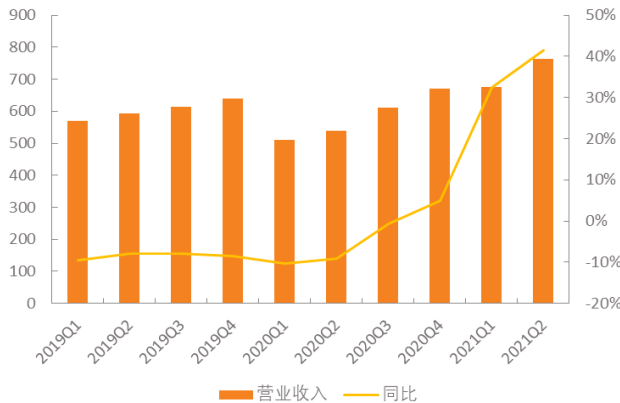
资料来源：wind，天风证券研究所

5. 重点上市公司

5.1. 中国神华

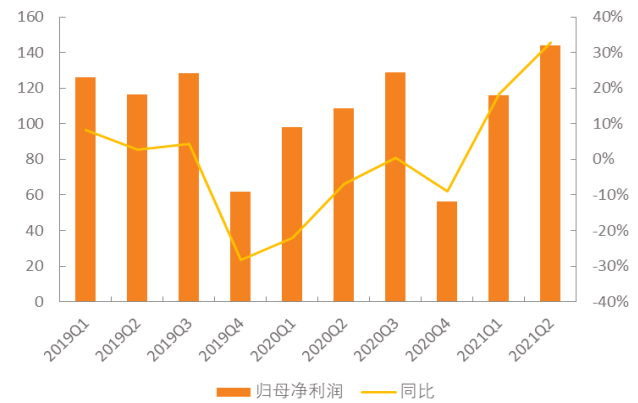
2021年8月28日，公司发布2021年半年度报告。上半年，公司实现营业收入1439.79亿元，同比+37.1%；归母净利润260.26亿元，同比+26.0%。分单季度看，二季度公司实现营业收入763.71亿元，环比+12.96%，同比+41.59%；归母净利润144.15亿元，环比+24.15%，同比+32.84%。

图 52：中国神华营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：中国神华归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

煤价上涨使收入与成本齐升，成本增幅大于收入导致煤炭业务毛利率小幅下降 2.9pct。公司煤炭业务实现营业收入 1233.96 亿元，同比增长 46.5%，占总营收的 85.74%。其中商品煤产量 1.524 亿吨，同比增长 4.7%；煤炭销售量 2.408 亿吨，同比增长 17.3%。**售价方面**，上半年煤炭市场需求旺盛，煤炭价格上涨，公司实现平均煤炭销售价格 499 元/吨，同比增长 25.4%。**成本方面**，受煤炭市场需求旺盛和煤价上涨影响，公司外购煤销售量和单位采购成本同比分别增长 39.7%和 55.5%，导致煤炭业务营业成本同比增长 52.4%，至 937.14 亿元。在营业成本增幅大于营业收入的情况下，上半年煤炭业务毛利率为 24.1%，同比下降 2.9pct。

燃煤采购价上涨导致发电业务成本大幅增长，从而影响发电业务毛利率下降 10.8pct。公

司发电业务实现营业收入 271.8 亿元，同比增长 20.2%，占总营收的 18.89%。上半年公司实现发电量 770.4 亿千瓦时，同比增长 22.6%，总售电量 720.4 亿千瓦时，同比增长 22.6%，占同期全社会用电量的 1.8%。**售价方面**，公司平均售电价 333 元/兆瓦时，同比小幅下降 1.2%。**成本方面**，燃煤采购价格上涨导致发电业务营业成本同比增长 37.8%，至 229.82 亿元。成本增幅大于收入，上半年发电业务毛利率为 15.4%，同比下降 10.8pct。

各运输业务量均实现同比增加，带动运输业务总营业收入增长。2021 年上半年公司运输业务实现营业收入 260.68 亿元，同比上升 16.23%，占总营收的 18.11%。受煤炭销售量增长等因素影响，公司自有铁路运输周转量实现 1500 亿吨公里，同比上升 12.5%。黄骅港和神华天津煤码头装船量分别同比增长 16.8%和 6.0%。航运周转量 530 亿吨海里，同比上升 23.5%。受到运输业务量增长的影响，叠加铁路修理费用同比增长、船舶租赁费上涨等因素，2021 年上半年运输业务整体毛利率为 47.92%，较 20 年同期下降 0.93 个百分点。

聚烯烃产品量价齐升，煤化工业务毛利上涨 25.5pct。2021 年上半年，公司煤化工业务实现营业收入 32.60 亿元，同比上升 35.3%，占总营收的 2.26%。子公司包头煤化工生产设备保持稳定高负荷运行，使产品产量达到商业化运行以来同期最高值，聚烯烃产品产量达 36.31 万吨，同比增长 4.64%。聚乙烯销售量 19.02 万吨，同比增长 4.5%；聚丙烯销售量 18.09 万吨，同比增长 10.2%。**售价方面**，受国际石油价格等因素影响，国内聚烯烃产品短期供不应求、价格上涨，聚乙烯销售价格为 6522 元/吨，同比上涨 29.7%，聚丙烯销售价格为 6905 元/吨，同比上涨 22.0%。在聚烯烃综合能耗同比下降 4.88%，单产品水耗同比下降 1.1%的情况下，公司成本基本与上年持平，从而影响上半年煤化工业务毛利率为 27.8%，同比增长 25.5pct。

积极落实“碳中和”目标，公司节能减排初有成效。能源结构转型方面，公司出资 40 亿元参与设立国能新能源产业投资基金，已陆续投资风电和光伏等新能源项目。公司出资设立的国能（潍坊）能源有限责任公司，完成 25 万千瓦光伏项目立项工作，远距离蒸汽输送项目已完成设计。**节能减排技术创新与应用方面**，公司强化煤电节能改造，推进综合能源开发利用，能耗指标持续改善。上半年本集团燃煤电厂售电标煤耗 300 克/千瓦时（2020 年上半年：310 克/千瓦时），同比减少 10 克/千瓦时。煤化工分部单位聚烯烃综合能耗同比下降 4.88%，单位产品水耗同比下降 1.1%。**碳捕集技术研究与应用方面**，上半年，锦界能源 15 万吨/年燃煤电厂燃烧后二氧化碳捕集和封存全流程示范项目顺利投运，为我国燃煤电站推进实现“近零排放”提供了技术支撑。**实施生态治理，增加碳汇方面**，公司积极参与建设“国家能源集团生态林”，上半年新增绿化面积 3,971.84 万平方米。

参与设立国能低碳基金，开拓绿色低碳领域业务。公司拟作为有限合伙人以自有资金出资 20 亿元参与设立国能低碳基金。国能低碳基金整体规模 60.01 亿元，有限合伙人包括中国神华（出资比例 33.33%）、国能资本（出资比例 33.33%）、龙源电力（出资比例 16.66%）、国电电力（出资比例 16.66%），国能基金管理公司担任普通合伙人及基金管理人。基金存续期 8 年，其中投资期 3 年（若基金投资进度未达预期，基金管理人有权将投资期限延长 1 年），其后为退出期。基金投资范围主要为绿色低碳项目的股权投资及并购，要求该类投资占比不低于基金投资规模的 80%。公司参与本次投资可以有效利用现有资金，提高资金使用效率，并间接开拓绿色低碳业务领域。

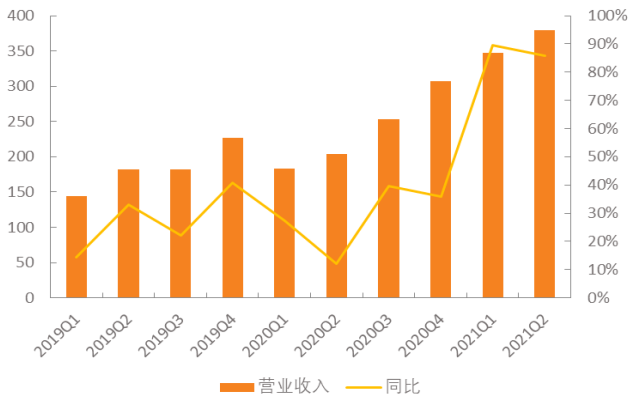
风险提示：宏观经济不及预期；公司业绩不及预期；基金设立不及预期等

5.2. 陕西煤业

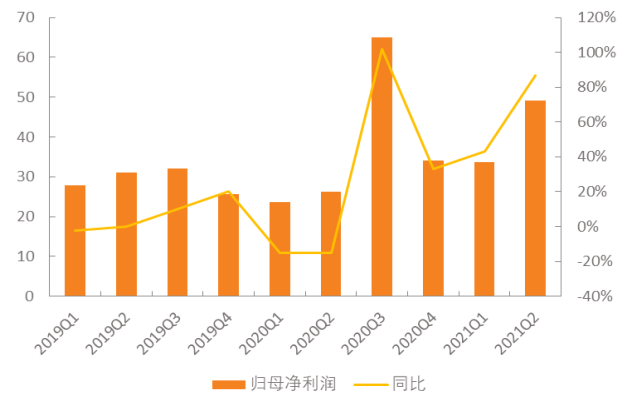
2021 年 8 月 31 日，公司发布 2021 年半年度报告。上半年，公司实现营业收入 726.69 亿元，同比+87.24%；归母净利润 82.86 亿元，同比+66.10%。分单季度看，二季度公司实现营业收入 379.03 亿元，环比+9.02%，同比+87.73%；归母净利润 49.15 亿元，环比+45.80%，同比+86.39%。

图 54：陕西煤业营业收入及增速

图 55：陕西煤业归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

量价齐升, 公司营收大幅增长。上半年公司煤炭销量和售价同比大幅增长, 影响公司实现营业收入 726.69 亿元, 同比上升 87.24%。**产销量方面,**上半年公司实现煤炭产量 7018.62 万吨, 同比增长 21.07%; 煤炭销量 13669.43 万吨, 同比增长 29.20%。其中, 铁路运输占比 44.17%, 同比下降 1.42pct, 公路及其他运输占比 55.83%。**售价方面,**上半年公司煤炭售价为 500.45 元/吨, 同比增长 49.01%。其中, 自产煤坑口价 453.19 元/吨, 同比增长 44.94%。**成本方面,**公司原选煤单位完全成本 238.27 元/吨, 同比增长 22.42%。其中, 相关税费增加 19.80 元/吨, 掘进成本增加 5.63 元/吨, 材料增加 4.38 元/吨。由于销售规模增长, 外购煤成本同步增加, 上半年公司营业成本达到 508.41 亿元, 同比增长 97.61%。收入增幅不及成本, 公司上半年毛利率为 30.04%, 同比下降 3.67pct。

财务费用由负转正, 期间费用率有所下降。2021 年上半年, 公司期间费用率为 5.62%, 同比下降 6.24pct。其中, 销售费用率为 0.81%, 同比下降 5.15pct。由于执行新收入准则, 销售费用中的运输费调整到营业成本, 导致同比下降。管理费用率为 4.69%, 同比下降 1.26pct。财务费用率 0.10%, 同比上升 0.17pct。由于上期子公司基建完工转生产经营, 借款利息费用化, 财务费用由 -2,602.86 万元增至 7,222.35 万元。研发费用率为 0.03%, 同比上升 0.01pct。

保供政策持续推进, 需求仍是煤价上涨的主要驱动力量。**供给方面,**7 月初至 8 月底, 各地区煤矿先后核准新增产能合约 3.6 亿吨/年, 以内蒙古地区增量最为显著, 合计新增日均产量约达 99 万吨。以 21 年 6 月日均产量 1077 万吨为参考, 增幅达 9.19%。但 8 月中下旬, 山西、陕西两省政府先后发出公告, 要求严禁以保供名义超强度超能力组织生产, 预计煤炭供应增量空间有限。**需求方面,**随着夏季用煤高峰逐渐回落, 前期错峰生产的水泥、化工行业陆续恢复正常, 叠加东北地区煤炭冬储, 煤炭需求持续释放, 仍将对动力煤价形成支撑。在供给仍紧, 需求持续释放的背景下, 动力煤价有望持续高位, 预计公司三季度业绩仍将保持增长。

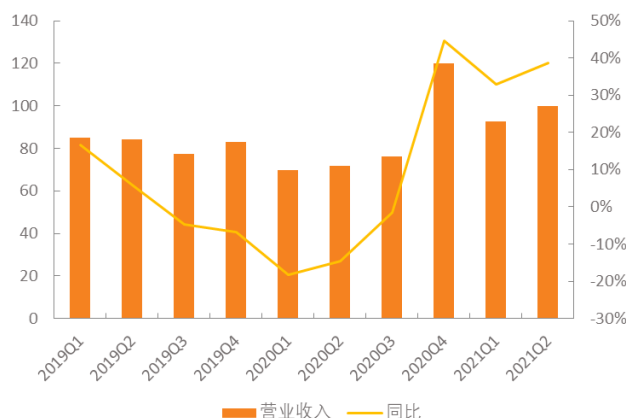
风险提示: 宏观经济不及预期, 煤炭价格不及预期; 公司盈利不及预期等

5.3. 山西焦煤

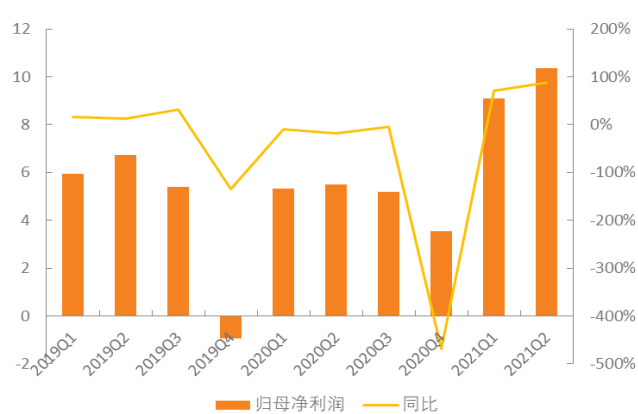
2021 年 8 月 6 日, 公司发布 2021 年半年度报告。上半年, 公司实现营业收入 192.27 亿元, 同比+23.37%; 归母净利润 19.44 亿元, 同比+60.66%。分单季度看, 二季度公司实现营业收入 99.68 亿元, 环比+7.66%, 同比+38.68%; 归母净利润 10.34 亿元, 环比+13.63%, 同比+88%。

图 56: 山西焦煤营业收入及增速

图 57: 山西焦煤归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

量价齐升叠加收购公司贡献业绩，公司归母净利润同比大增 60.66%。2021 年上半年，公司实现归母净利润 19.44 亿元，同比大幅增长 60.66%。量价方面，公司实现商品煤销量 1490 万吨，同比增长 21.14%；商品煤综合售价 724.97 元/吨，同比增长 10.49%。收购公司方面，2020 年 12 月 8 日，公司分别与山西汾西矿业（集团）有限责任公司、霍州煤电集团有限责任公司签订股权转让协议，支付 67.22 亿元现金收购水峪煤业 100% 股权，腾晖煤业 51% 股权。上半年，水峪煤业和腾晖煤业合计贡献净利润 3.93 亿元，占公司归母净利润的 20.24%，完成业绩承诺额的 44.97%。

煤炭业务毛利达 50.52%，仍是公司主要盈利点。上半年，公司实现营业收入 192.27 亿元，同比增长 23.37%。其中煤炭业务实现营业收入 108.62 亿元，同比增长 38.93%；占营收比重的 56.49%，同比增长 6.33pct。毛利率方面，上半年公司综合销售毛利率为 29.14%，同比-1.53pct。其中煤炭业务毛利率为 50.52%，同比-6.79pct（将运费及港杂费调整至主营业务成本核算）；电力热力业务毛利率为-6.55%，同比-12.47pct；焦炭业务毛利率为 4.20%，同比-0.22pct。

研发费用增长 51.81%，加快企业转型创新。2021 年上半年，公司期间费用合计 18.08 亿元，同比减少 28.62%（将运费及港杂费调整至主营业务成本核算所致）；期间费用率为 9.4%，同比-6.83pct。其中管理费用率 5.49%，同比-1.25pct；财务费用率 2.25%，同比-0.5pct；销售费用率 0.8%，同比-5.26pct；研发费用率 0.9%，同比+0.2pct。上半年，为加快转型创新，公司加大研发投入，实现研发费用为 1.65 亿元，同比增长 51.81%，其中：母公司同比增幅 25.61%；晋兴能源同比增幅 105.34%。

煤炭长协价格继续提涨，三季度公司业绩有望环比增长 28.92%。公司第三季度长协价格比上季度各煤种平均含税价约上涨 100 元/吨，考虑到公司长协占比约为百分之八九十左右。假设公司三季度煤炭销量为上半年洗精煤产量的平均值，即 374 万吨，预计三季度公司煤炭业务方面的业绩增量约为 2.99 亿元-3.37 亿元，环比有望增长 28.92%-32.59%。

资本运作股权收购，实现焦煤内部资源整合。2020 年 12 月 8 日，公司分别与山西汾西矿业（集团）有限责任公司、霍州煤电集团有限责任公司签订股权转让协议，支付 67.22 亿元现金收购水峪煤业 100% 股权，腾晖煤业 51% 股权。此举增加煤炭产能 520 万吨/年，增强持续盈利能力，实现整体经营业绩的提升。今年，公司于 8 月 9 日公告将收购集团旗下华晋焦煤 51% 的股权，可为公司增加焦煤权益产能 652.8 万吨/年。在焦煤价格持续高位的情况下，公司业绩有望大幅增长。

风险提示：宏观经济不及预期；公司价格上调不及预期；销量不及预期等

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com