

煤炭开采

2021年12月04日

长协基准价上调超预期，高长协标的率先受益

——长协基准价上调点评

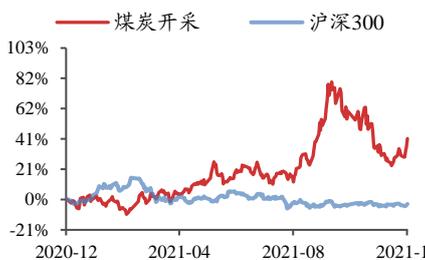
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-动力煤持稳运行，关注煤炭交易大会长协成果》-2021.11.28

《煤炭行业 2022 年度投资策略-碳中和加速能源变革，煤炭供给弹性临挑战》-2021.11.25

《煤炭行业 2022 年度策略-碳中和加速能源变革，煤炭供给弹性临挑战》-2021.11.24

● 煤交会长协成果超预期，基准价上调至 700 元

12月3日举行的全国煤炭交易会上，国家发改委公布了《2022年煤炭长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》，明确2022年动力煤长协“基准价+浮动价”的定价机制不变，5500大卡动力煤价格调整区间在550-850元之间，下水煤长协基准价为700元/吨，仍实行月度调价。非下水煤基准价则按照下水煤基准价扣除运杂费后的坑口价确定。此次调整后的基准价较此前的535元（2017-2021年适用）上调约31%，涨幅超预期。另外，相较于此前470-600元的价格区间，调整后的区间不仅整体大幅上移，同时区间范围也进一步拓宽，表明政策允许的煤价波动空间扩大。浮动价方面，在原有三大指数基础上新增“全国煤炭交易中心综合价格指数”，各按25%权重确定指数综合价格。

● 长协覆盖范围扩大&期限拉长，市场煤价波动性或弱化

征求意见稿提出2022年的煤炭长协签订范围进一步扩大：供应端，核定能力在30万吨及以上的煤炭生产企业原则上均被纳入签订范围；需求端，要求发电供热企业除进口煤以外的用煤100%签订长协。征求意见稿同时要求3年及以上长协签订量不少于各企业签订量的50%，而此前长协签订期限主要为未来1年。覆盖范围及时间期限的扩大进一步突出了长协锁量稳价的压舱石作用，同时市场煤交易量将大幅减少，预计未来动力煤市场价格波动性将显著弱化。

● 政策验证煤价中枢重塑逻辑，长协价或偏强运行

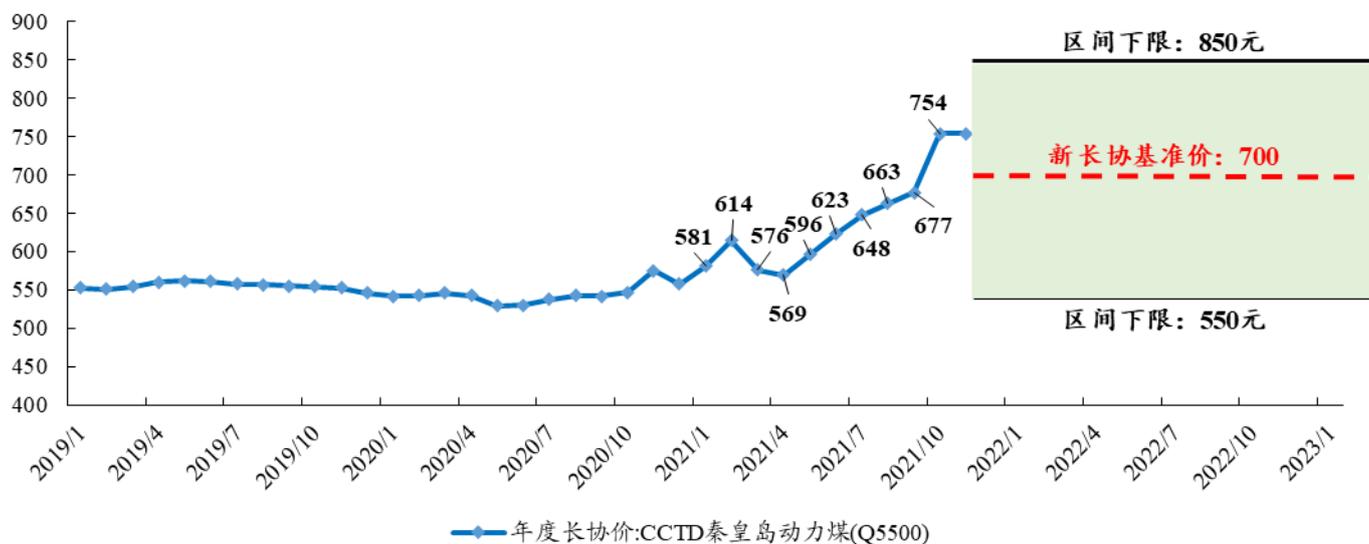
自10月19日发改委提出煤炭限价以来，港口及坑口动力煤价均大幅回落，截至12月3日秦港Q5500动力煤港口价格为1090元/吨，较10月高点下滑近60%，11月年度长协价则延续10月的754元/吨水平。政策限价压力下，市场普遍对于后市长协价格存在悲观预期。而此次长协基准价超预期上调将扭转市场预期，表明长协价格中枢仍具备一定上行空间，且从政策角度验证了煤价中枢重塑逻辑。后期判断，短期内迎峰度冬旺季需求有望高增，基本面或仍以紧供给为主，仍可在政策限制范围内支撑煤价高位。中长期展望，供给端煤矿项目获批政策门槛提高，未来2~3年新建产能对煤炭供给的增量补充有限，同时产能核增潜力空间有限；需求端，火电需求平稳增长趋势在“十四五”期间或不会改变，为动力煤需求提供支撑。基本面或将以紧平衡为主，或支撑长协价格在给定区间内偏强运行。

● 高长协比例及高分红煤企率先受益

长协价格中枢上移，高比例长协的动力煤龙头标的业绩改善趋势将获得延续，区间控价机制的确立也将减弱周期性波动，稳健业绩的确定性进一步提升。同时也将保障相关煤企维持高分红政策，高股息率凸显长期投资价值。造成煤炭股低估值的政策限价风险已基本释放，长协基准价的上调有望带动龙头煤企实现估值修复以及进一步的估值重塑。受益标的：中国神华、晋控煤业、陕西煤业、兖州煤业（高分红且海外煤价有弹性）。

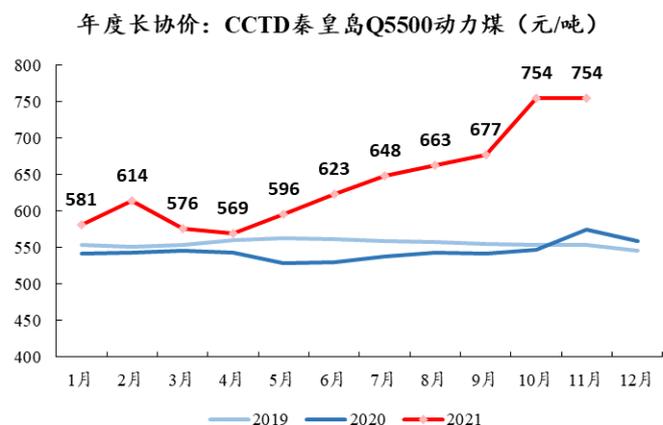
● 风险提示：经济增速下行风险；供需错配风险；可再生能源加速替代风险

图1: 2022 年长协基准价上调至 700 元/吨, 浮动区间为 550~850 元/吨 (单位: 元/吨)



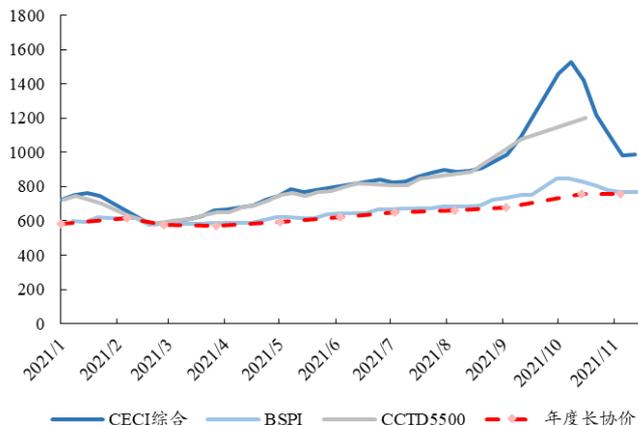
数据来源: 国家发改委、Wind、开源证券研究所

图2: 2021 年 11 月年度长协价为 754 元/吨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2021 年 10 月后长协相关指数有所回落 (元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 受益标的盈利及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			PB	评级
			2021/12/3	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
601088.SH	中国神华	4,490	559.7	585.7	608.1	8.0	7.7	7.4	1.22	买入	
601001.SH	晋控煤业	161	37.1	39.2	41.5	4.3	4.1	3.9	1.59	买入	
601225.SH	陕西煤业	1,289	186.3	196.0	208.0	6.9	6.6	6.2	1.56	未评级	
600188.SH	兖州煤业	1,238	179.8	202.2	206.4	6.9	6.1	6.0	2.16	买入	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 表中未评级标的盈利及估值数据来自于 Wind 一致预期, 已评级盈利及估值数据来自于开源证券研究所预测

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。

分析师承诺

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
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	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	预计行业弱于整体市场表现。

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。

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，已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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn