

煤炭

板块估值持续修复，关注能源转型个股

投资要点

- ◆ **供给端：11月煤炭产量同比环比双升。**2021年11月，全国煤炭产量3.71亿吨，同比增加4.6%，环比10月增3.85%。1-11月全国煤炭累计产量为36.74亿吨，同比增长4.2%，增速较上月升高0.2个百分点。
- ◆ **需求端：下游需求增速持续放缓。**投资增幅持续放缓。1-11月固定资产投资累计增速为5.20%，较上个月下降0.9个百分点，其中制造业、基建和房地产累计增速分别为13.7%、0.5%和6.0%。分行业看，以2021年1-11月累计增速来看，煤炭、焦炭、生铁、火电、水泥分别为4.20%、-1.60%、-4.20%、9.90%和-0.20%，煤炭产量增速高于焦钢产业链产品和水泥，而低于火电。从月度数据来看，原煤、焦炭、生铁、火电、水泥当月同比分别为4.60%、-17.40%、-16.60%、-2.50%和-18.60%。
- ◆ **库存端：电厂库存快速回补，焦煤库存有所回升。**电厂库存超过往年水平。截止2021年12月10日，库存3569万吨，月环比大增140.4%，同比上年增长40.42%。11月动力煤环渤海港口库存加速回补。截止2021年11月，全国主要港口库存月环比增加26.41%，较去年同期下降33.22%。12月初冶金煤库存开始回升。截止12月10日，焦煤总库存2143.84万吨，较上月同期增加0.11%。
- ◆ **进口端：澳煤恢复进口。**2021年11月当月进口煤炭3505.2万吨，同比增长198.06%，环比增30.11%，同比连续第5个月回升。1-11月累计进口2.92亿吨，同比增10.60%。10月份开始进口澳大利亚煤炭，其中炼焦煤进口77.79万吨，动力煤进口201.03万吨。
- ◆ **投资策略：估值持续修复，关注能源转型α。**价格企稳，需求预期或将改善。近月动力煤价格趋稳，电煤新长协价格提升31%，覆盖面更广，焦煤目前也从下跌企稳。供给端持续释放，库存已经超过常态水平。随着澳大利亚进口煤放开，进口也出现较大增长。考虑到供暖季和冬奥会等因素，动力煤需求或将坚挺到明年一季度结束。地产行业下行带动焦钢链条需求疲软，焦煤供需两弱格局延续。12月份经济工作会议强调六稳，提及逆周期调节政策、释放地产积极信号和煤化工用煤不纳入能源消费控制，有利于改善市场对未来需求端悲观预期。板块估值持续修复，个股机会亦值得期待。目前行业基本面夯实，煤企业绩有保障。当前价格企稳，新长协价格抬升，板块估值持续修复。看好兖矿能源、陕西煤业、中国神华。此外，在能源转型大背景下，个股机会亦值得期待，建议关注电投能源（布局光伏）、美锦能源（氢能源）、蓝焰控股（煤层气）。
- ◆ **风险提示：**价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口煤价格大跌；个股转型不及预期；其他扰动因素。

行业月度报告

投资评级

同步大市-A 维持

首选股票	评级
600188 兖矿能源	买入-B
601225 陕西煤业	增持-A
601088 中国神华	增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	48.36	48.36	48.36
绝对收益	50.48	50.48	50.48

分析师

 胡博
 SAC 执业证书编号: S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

- 煤炭：经济会议定调稳经济，以煤为主为基本国情 2021-12-12
- 煤炭：新长协制定超预期，估值修复正当时 2021-12-06
- 煤炭：年度投资策略：大浪淘沙沉者金 2021-11-30
- 煤炭：电煤企稳，关注长协定价变动 2021-11-29
- 煤炭：电煤逐渐企稳，行业再获2000亿国常会再贷款 2021-11-22

内容目录

一、供给：11月煤炭产量同比环比双升	3
1、11月单月同比增加4.6%，1-11月煤炭产量同比增4.2%.....	3
2、11月主产区产量持续释放	3
二、需求：下游需求增速整体趋缓.....	4
1、终端需求：投资增幅持续放缓	4
2、增速对比：下游需求增速持续放缓	4
3、火电：11月火电发电量当月同比降-2.5%.....	5
4、焦铁：11月焦炭、生铁产量延续同比下降趋势	5
三、库存：电厂库存快速回补，焦煤库存有所回升	8
四、进口：澳煤恢复进口	10
五、投资策略.....	11
六、风险提示.....	12

图表目录

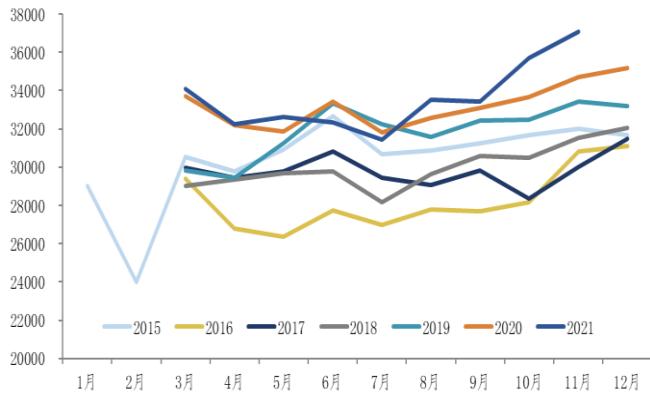
图 1：2015-2021 年 11 月全国煤炭当月产量 单位：万吨	3
图 2：2006 年-2021 年 11 月煤炭累计产量及增长率 单位:万吨.....	3
图 3：2019-2021 年 11 月晋陕蒙三省煤炭产量同比增速	3
图 4：2018-2021 年 11 月晋陕蒙煤炭产量及占比 单位：万吨	3
图 5：2015-2021 年 11 月固定资产投资增速	4
图 6：2015-2021 年 11 月房地产新开工与销售面积增速	4
图 7：煤炭主要下游行业产量当月增长率	5
图 8：煤炭主要下游行业产量累计增长率	5
图 9：2012-2021 年 11 月火电发电量及增长率 单位:亿千瓦时	5
图 10：2012 年-2021 年 11 月发电结构	5
图 11：2013-2021 年 11 月焦炭当月产量及增长率 单位：万吨	6
图 12：2013-2021 年 11 月生铁当月产量及增长率 单位：万吨.....	6
图 13：2013-2021 年 10 月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨	6
图 14：2013-2021 年 10 月生铁累计产量及增长率 单位：万吨	6
图 15：2014 年-2021 年 12 月中焦炭价格走势 单位：元/吨.....	6
图 16：2014-2021 年 12 月中螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	6
图 17：2016-2021 年 12 月中煤焦价差 单位：元/吨	7
图 18：2016-2021 年 12 月中单位生铁盈利 单位：元/吨	7
图 19：2019-2021 年沿海 8 省电厂库存情况 单位：万吨.....	8
图 20：港口库存情况 单位：万吨	8
图 21：冶金煤各环节库存 单位：万吨	9
图 22：2011 年-2021 年 11 月煤炭进口量及增速 单位：万吨	10
图 23：08 年-21 年 10 月分煤种进口量 单位：万吨.....	10
图 24：各板块月度收益率排名	11
表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅	11

一、供给：11月煤炭产量同比环比双升

1、11月单月同比增加4.6%，1-11月煤炭产量同比增4.2%

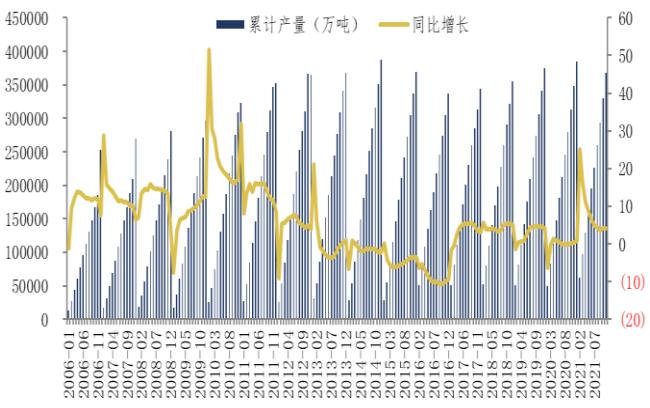
2021年11月，全国煤炭产量3.71亿吨，同比增加4.6%，环比10月增3.85%。1-11月全国煤炭累计产量为36.74亿吨，同比增长4.2%，增速较上月升高0.2个百分点。

图1：2015-2021年11月全国煤炭当月产量 单位：万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图2：2006年-2021年11月煤炭累计产量及增长率 单位：万吨



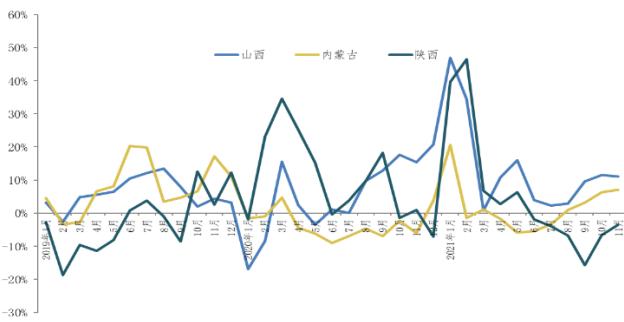
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

2、11月主产区产量持续释放

受保供增量影响，山西、陕西和内蒙三大主产区产量持续释放。根据煤炭市场网数据，11月份山西、内蒙古、陕西煤炭月度产量分别为10638.70万吨、9928.30万吨和5924.80万吨，同比分别变化11.05%、7.07%和-3.52%，环比10月份分别变化0.19%、9.21%和3.03%。10月晋陕蒙三省占全国煤炭产量的比重为72.58%，环比增长1.55个百分点。

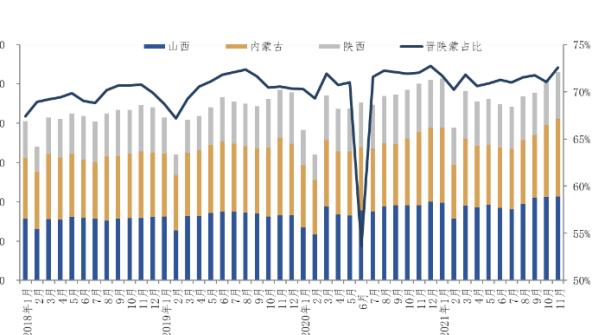
1-11月份，晋蒙陕煤炭累计产量分别为10.58亿吨、9.10亿吨和6.18亿吨，同比变动分别为12.05%、2.05%和2.97%。

图3：2019-2021年11月晋陕蒙三省煤炭产量同比增速



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图4：2018-2021年11月晋陕蒙煤炭产量及占比 单位：万吨



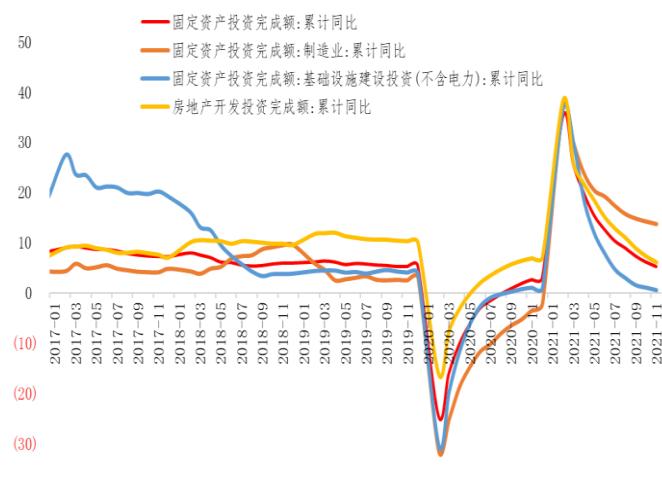
资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

二、需求：下游需求增速整体趋缓

1、终端需求：投资增幅持续放缓

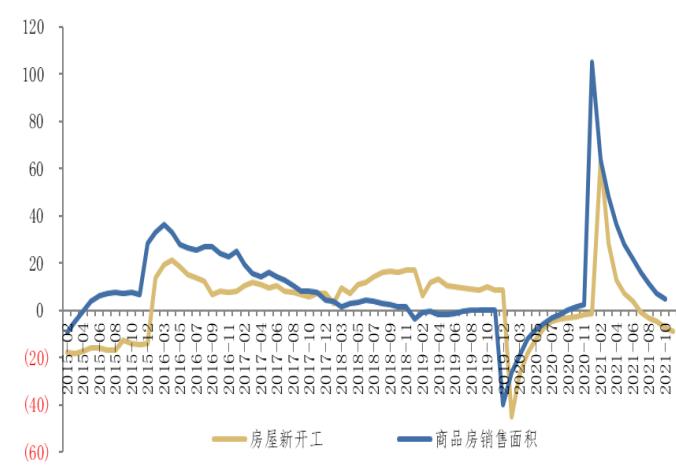
从终端需求来看，投资增幅持续放缓。1-11月固定资产投资累计增速为5.20%，较上个月下降0.9个百分点，其中制造业、基建和房地产累计增速分别为13.7%、0.5%和6.0%，分别较上月增速收窄0.5个百分点、0.5个百分点和1.2个百分点；从单月来看，11月份固定资产投资额为48259亿元，因低基数导致同比增196.65%，环比增0.55%；1-11月房地产新开工同比下降9.1%，销售面积同比上年同期增4.80%。

图5：2015-2021年11月固定资产投资增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

图6：2015-2021年11月房地产新开工与销售面积增速



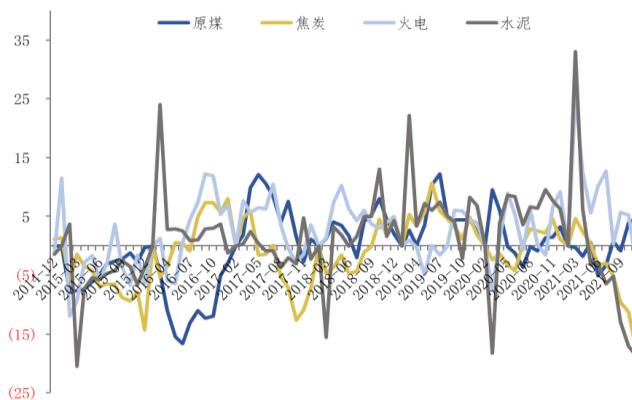
资料来源：WIND，华金证券研究所

2、增速对比：下游需求增速持续放缓

以2021年1-11月累计增速来看，煤炭、焦炭、生铁、火电、水泥分别为4.20%、-1.60%、-4.20%、9.90%和-0.20%，煤炭产量增速高于焦钢产业链产品和水泥，而低于火电。

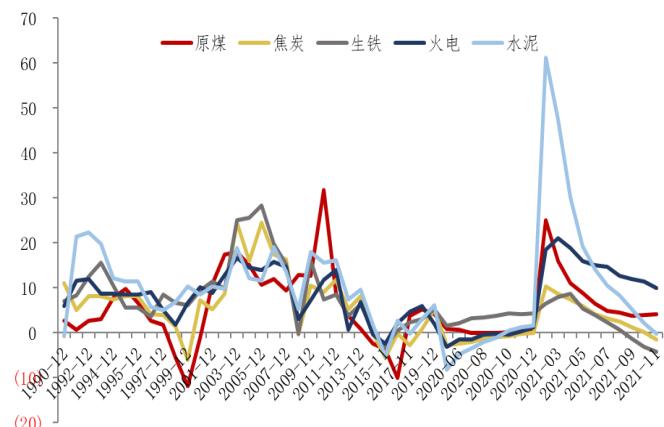
从月度数据来看，原煤、焦炭、生铁、火电、水泥当月同比分别为4.60%、-17.40%、-16.60%、-2.50%和-18.60%。

图 7: 煤炭主要下游行业产量当月增长率



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 8: 煤炭主要下游行业产量累计增长率



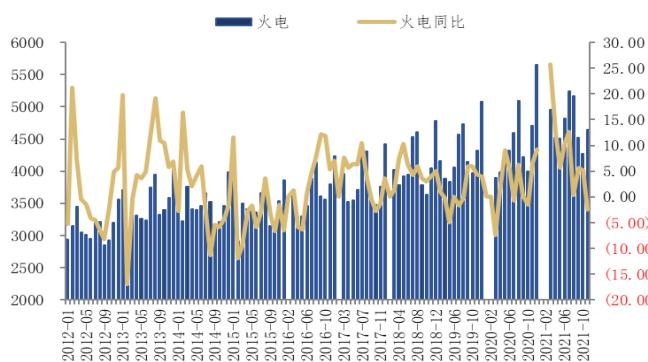
资料来源: WIND, 华金证券研究所

3、火电: 11月火电发电量当月同比降-2.5%

11月份全国当月发电量为6540亿千瓦时,同比上升0.2%,增速较上月下降2.80个百分点,环比降低2.30%;火电发电量为4645亿千瓦时,同比降低2.50%,增速较上月减少7.70个百分点,环比增加8.94%。截至11月,火电占全国发电量的比重为71.02%,环比增加4.33个百分点,较上年同期低2.22个百分点。

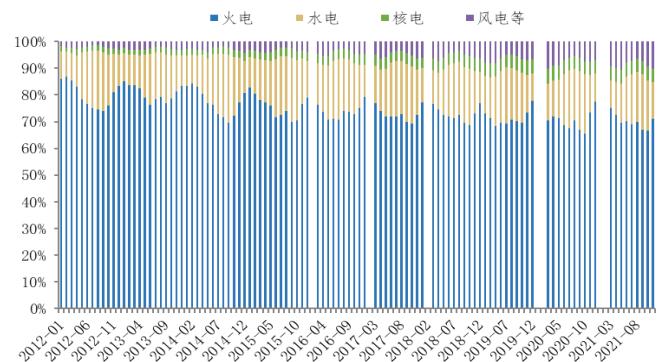
1-11月全国累计发电量为73872亿千瓦时,同比增长9.2%,增速较上月下滑0.8个百分点;其中火电发电量累计值为52227亿千瓦时,同比增长9.9%,增速较上月下降1.4个百分点。

图 9: 2012-2021年11月火电发电量及增长率 单位:亿千瓦时



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 2012年-2021年11月发电结构

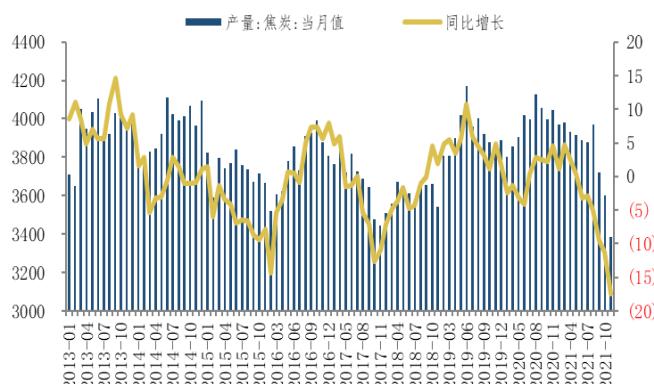


资料来源: Wind, 华金证券研究所

4、焦铁: 11月焦炭、生铁产量延续同比下降趋势

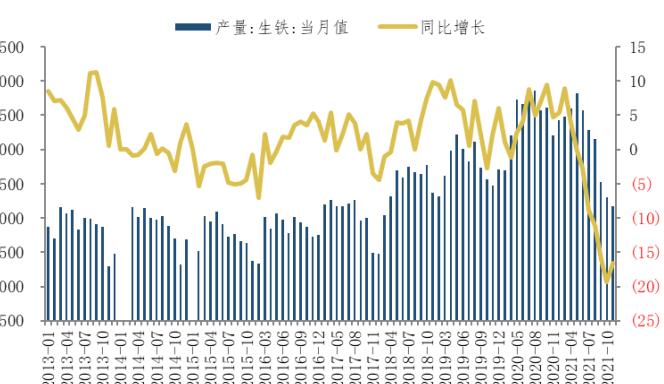
11月份焦炭产量为3385万吨,同比下降17.4%,环比下降5.95%,环比连续3个月下降;11月份生铁产量为6173万吨,同比下降16.60%,环比下降1.65%。

图 11: 2013-2021 年 11 月焦炭当月产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 2013-2021 年 11 月生铁当月产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

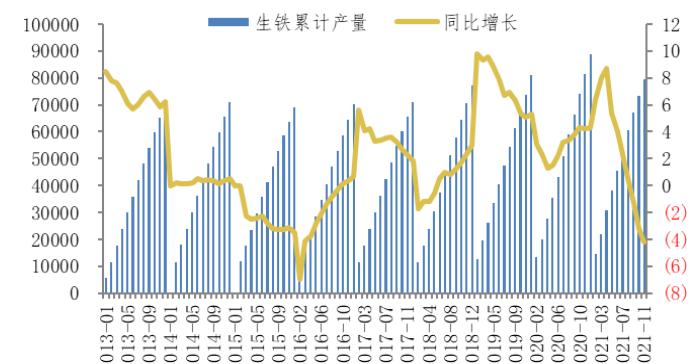
1-11 月，焦炭累计产量为 4.28 亿吨，同比降低 1.60%，增速较上月下降 1.7 个百分点，增速连续 9 个月下降；生铁累计产量 7.96 亿吨，同比下降 4.20%，增速较上月下降 1.0 个百分点。

图 13: 2013-2021 年 10 月焦炭累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

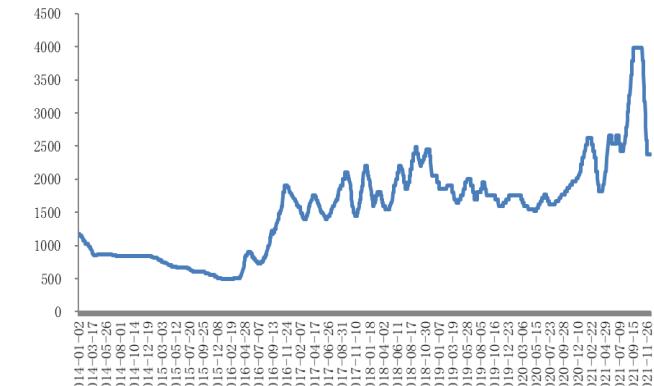
图 14: 2013-2021 年 10 月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

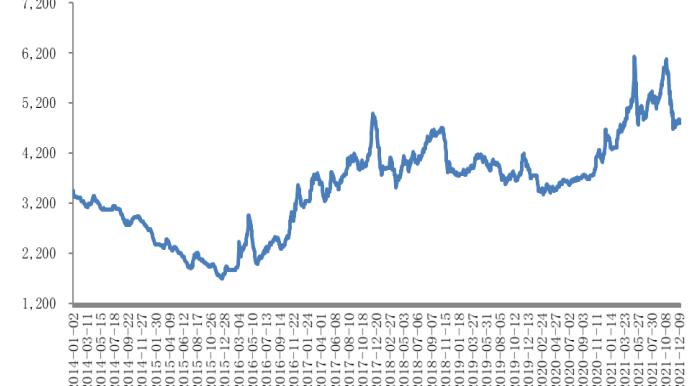
焦炭价格 11 月后半月至今持续回落，钢材价格向下调整。11 月中旬以来焦炭和螺纹钢价受需求端影响持续调整，截止 12 月 14 日，螺纹、高线价格分别较上月同期变化-0.41% 和 -1.74%。

图 15: 2014 年-2021 年 12 月中焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 2014-2021 年 12 月中螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

12月中焦炭、生铁盈利分化。11月中至12月中焦煤价格和焦炭价格均处于调整期，煤焦价差近期已从负转正，焦化厂处于微利状态；吨铁盈利受双焦降价影响持续走高。

图 17: 2016-2021 年 12 月中煤焦价差 单位: 元/吨

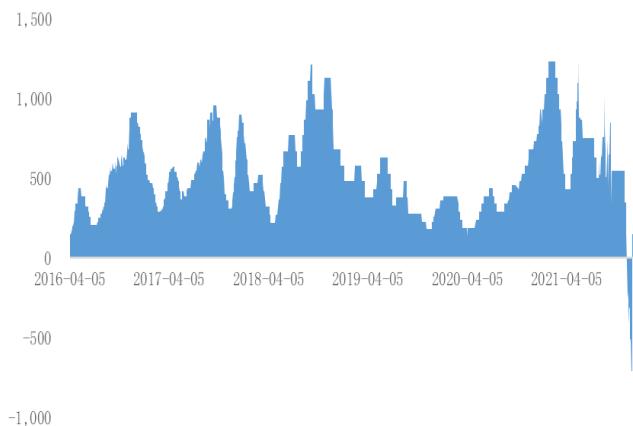
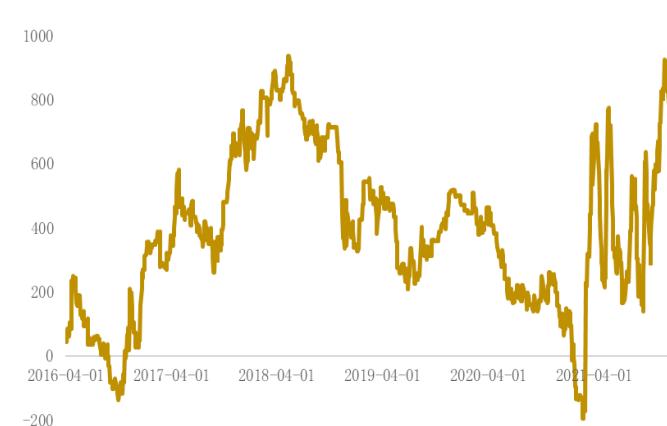


图 18: 2016-2021 年 12 月生铁盈利 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

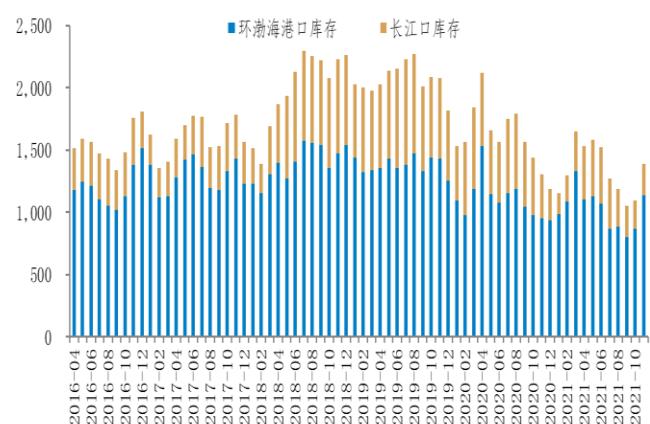
三、库存：电厂库存快速回补，焦煤库存有所回升

电厂库存超过往年水平。截止 2021 年 12 月 10 日，沿海 8 省电厂日耗 205 万吨，月环比上升 20.71%；库存 3569 万吨，月环比大增 140.4%，同比上年增 40.42%；可用天数为 17.4 天，较上月增加 1.2 天。

图 19：2019-2021 年沿海 8 省电厂库存情况 单位：万吨



图 20：港口库存情况 单位：万吨



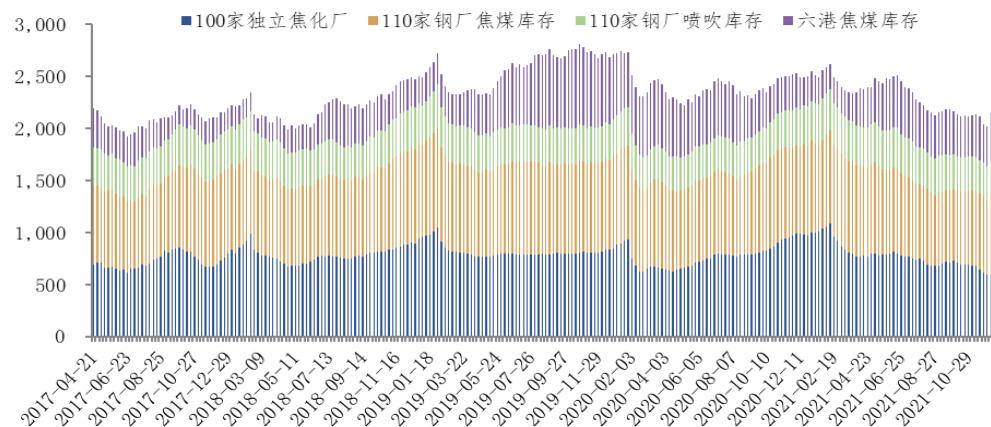
资料来源：Wind, 华金证券研究所

资料来源：煤炭市场网, 华金证券研究所

11 月动力煤环渤海港口库存加速回补。动力煤在 2、3 月出现累库后 4 月去库，5 月份小幅回升，6 月-9 月延续下降趋势，10 月库存开始回升，11 月库存提升速度加快。截止 2021 年 11 月，全国主要港口库存月环比增加 26.41%，较去年同期下降 33.22%，其中，长江口库存 249.0 万吨，月环比上升 8.14%，同比下降 61.38%；环渤海港口库存合计 1137.6 万吨，环比增加 31.34%，同比下降 20.53%。

12 月初冶金煤库存开始回升。焦煤库存自 2021 年 2 月份以来呈现去库趋势，自 4 月以来小幅回升，6 月-9 月受安全检查影响下持续去库，11 月以来需求乏力库存开始回补。截止 12 月 10 日，焦煤总库存 2143.84 万吨，较上月同期增加 0.11%，其中六大港口增 6.44%，钢厂和焦炭企业分别增加 7.70% 和降 13.13%；相较上年同期，总库存下降 14.06%，六大港口增 45.75%、钢厂和焦炭企业分别降 7.55% 和降 40.17%。

图 21：冶金煤各环节库存 单位：万吨



资料来源：Wind, 华金证券研究所

四、进口：澳煤恢复进口

2021年11月当月进口煤炭3505.2万吨，同比增长198.06%，环比增30.11%，同比连续第5个月回升。1-11月累计进口2.92亿吨，同比增10.60%。

图 22: 2011 年-2021 年 11 月煤炭进口量及增速 单位: 万吨

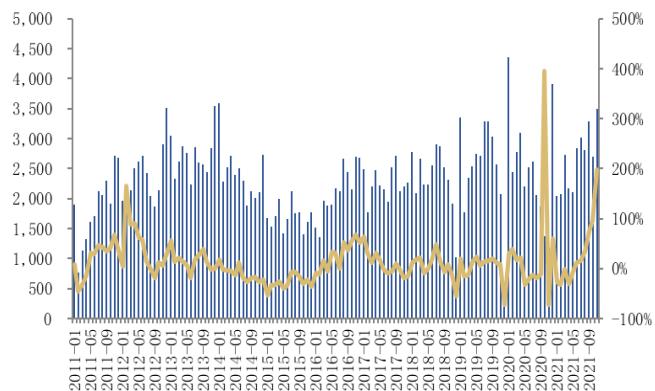
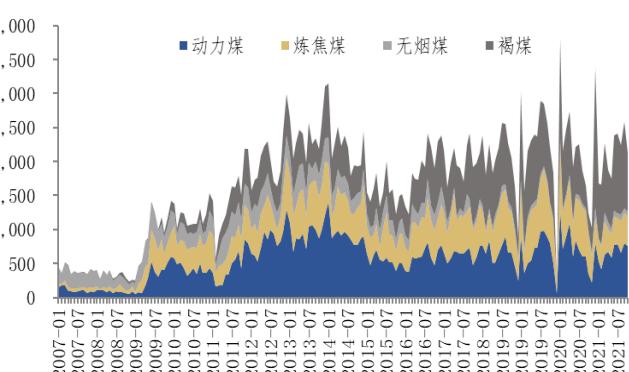


图 23: 08 年-21 年 10 月分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

从分煤种进口数据来看，2021年10月，动力煤进口环比、同比分别减少5.65%和增长117.55%，焦煤进口同比下降25.66%，环比上月增加0.86%。

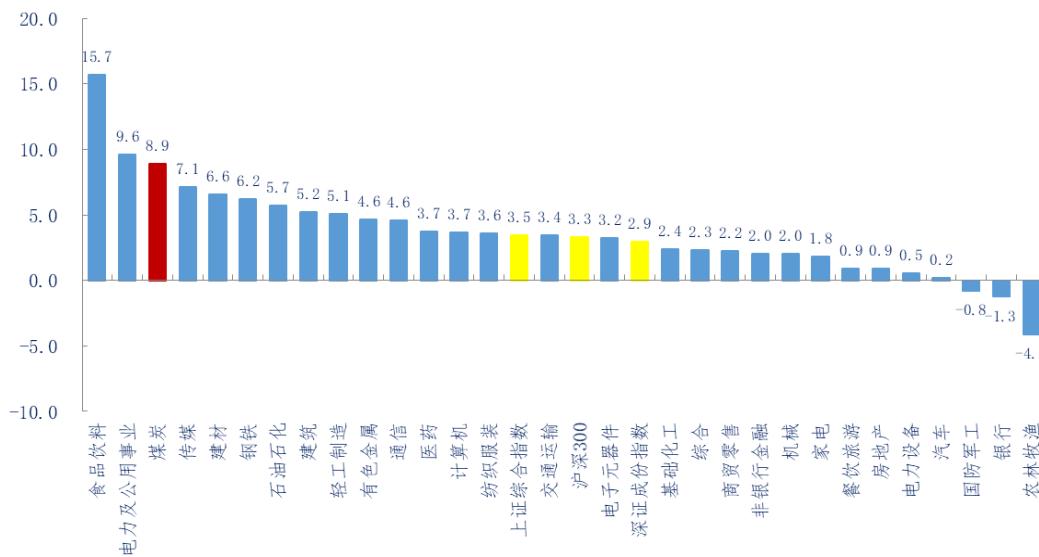
分国别来看，10月进口来源国中，来自美国的焦煤进口同比增长36850378.79%、环比降43.05%，加拿大焦煤进口同比增长11.53%、环比下降53.33%，来自俄罗斯焦煤进口同比增长23.71%、环比降13.27%；来自印尼的动力煤进口量同比、环比分别增长286.51%和降低24.98%。10月份开始进口澳大利亚煤炭，其中炼焦煤进口77.79万吨，动力煤进口201.03万吨。

五、投资策略

1、煤炭板块市场表现

近一个月以来，煤炭板块跑输沪深 300 指数，单月绝对收益率为 8.92%，相对收益率为 5.46%。
3 个月累计收益率为 -20.53%。

图 24：各板块月度收益率排名



资料来源：Wind，华金证券研究所，收盘价为 10 月 18 日

从近一个月的股票表现来看，受价格企稳、长协价格重新定价以及需求端改善政策等多因素影响，上市公司以涨为主，但结构上有一定分化。个股层面，领涨个股主要以能源转型等个股因素为主。其中排名前 5 的分别为电投能源(布局光伏)、美锦能源(氢能源)、蓝焰控股(煤层气)、永泰能源和中国神华。

表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
ST 平能	225.51%	ST 平能	23.33%	电投能源	40.05%
美锦能源	137.75%	美锦能源	18.32%	美锦能源	34.63%
兖矿能源	131.81%	电投能源	-0.38%	蓝焰控股	25.20%
华阳股份	127.53%	ST 大有	-2.47%	永泰能源	13.02%
昊华能源	103.29%	中国神华	-8.29%	中国神华	11.09%
潞安环能	87.01%	永泰能源	-10.75%	ST 平能	8.29%
兰花科创	79.93%	安源煤业	-16.02%	陕西煤业	8.23%
晋控煤业	78.95%	蓝焰控股	-16.31%	ST 安泰	6.80%
冀中能源	75.92%	郑州煤电	-17.18%	神火股份	6.05%
新集能源	63.37%	靖远煤电	-17.49%	新集能源	5.52%
平煤股份	63.30%	上海能源	-17.99%	平煤股份	5.45%
电投能源	60.03%	陕西煤业	-19.62%	华阳股份	4.91%
山西焦煤	56.72%	华阳股份	-21.25%	上海能源	4.36%
中煤能源	54.94%	ST 安泰	-23.79%	靖远煤电	3.46%
山西焦化	54.57%	恒源煤电	-25.09%	开滦股份	3.36%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
陕西煤业	45.15%	兰花科创	-25.84%	晋控煤业	3.14%
ST安泰	44.74%	平煤股份	-28.52%	恒源煤电	2.88%
蓝焰控股	41.81%	中煤能源	-31.73%	盘江股份	2.64%
永泰能源	35.46%	冀中能源	-32.09%	潞安环能	1.55%
开滦股份	35.34%	晋控煤业	-33.00%	兰花科创	1.42%
中国神华	32.25%	淮北矿业	-33.07%	中煤能源	1.29%
恒源煤电	28.17%	兖矿能源	-33.33%	ST大有	1.28%
上海能源	21.41%	盘江股份	-34.75%	安源煤业	1.07%
神火股份	19.85%	新集能源	-35.10%	郑州煤电	0.84%
靖远煤电	14.69%	开滦股份	-36.95%	冀中能源	0.17%
淮北矿业	8.46%	潞安环能	-38.14%	淮北矿业	-0.36%
郑州煤电	5.24%	昊华能源	-39.46%	山煤国际	-0.49%
ST大有	2.86%	山西焦化	-41.54%	山西焦化	-1.10%
山煤国际	-3.44%	山西焦煤	-42.39%	山西焦煤	-2.25%
盘江股份	-5.02%	山煤国际	-44.49%	兖矿能源	-3.31%
安源煤业	-7.21%	神火股份	-46.94%	昊华能源	-9.61%

资料来源：华金证券研究所，收盘价截止 11 月 15 日

2、投资策略：估值持续修复，关注能源转型α

价格企稳，需求预期或将改善。近月动力煤价格趋稳，电煤新长协价格提升 31%，覆盖面更广，焦煤目前也从下跌企稳。供给端持续释放，库存已经超过常态水平。随着澳大利亚进口煤放开，进口也出现较大增长。考虑到供暖季和冬奥会等因素，动力煤需求或将坚挺到明年一季度结束。地产行业下行带动焦钢链条需求疲软，焦煤供需两弱格局延续。**12** 月份经济工作会议强调六稳，提及逆周期调节政策、释放地产积极信号和煤化工用煤不纳入能源消费控制，有利于改善市场对未来需求端悲观预期。

板块估值持续修复，个股机会亦值得期待。目前行业基本面夯实，煤企业绩有保障。当前价格企稳，新长协价格抬升，板块估值持续修复。看好兖矿能源、陕西煤业、中国神华。此外，在能源转型大背景下，个股机会亦值得期待，建议关注电投能源(布局光伏)、美锦能源(氢能源)、蓝焰控股(煤层气)。

六、风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口煤价格大跌；个股转型不及预期；其他扰动因素。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡博、杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn