证券研究报告

行业报告 | 行业投资策略

2022年06月28日

能源开采

煤炭行业2022年中期策略：疫后复苏，黑金创富

作者：

分析师 张樨樨 SAC执业证书编号：S1110517120003

天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（首次评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

供应端：内忧外患，总量扩张有瓶颈

关于煤炭产能长期弹性不足的探讨：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出。

关于煤炭保供短期难度加大的探讨：长期资本进入意愿下降是根本，保供政策对民营产能的影响或许也是原因之一。

关乎煤炭供应的另一个重要因素：进口煤可能面临大幅下滑。

动力煤：旺季到来，主动去库进程快

两轮去库推升市场中枢，冬季有望再次迎来“2”字头：预期夏季煤价顶点在1600-1800元/吨之间，中枢1500元/吨左右；冬季煤价顶点在2000元/吨以上，中枢1800元/吨左右。

炼焦煤：疫后复苏，终端消费有保障

国际煤炭贸易的不稳定导致进口减量，从而加剧炼焦煤供需失衡，赶工状况下库存可能再创新低：预计主焦煤价格中枢从2021年的2500元/吨上升到3500元/吨，最高价格仍旧存在创新高的可能。

行业展望：关于煤炭行业两个重要问题的思考

思考一：这轮煤价上涨还能持续多久

思考二：这轮煤价上涨还有多少空间

风险提示：经济增长不及预期，房建恢复不及预期，建设产能投放超预期

目录

1. 供应端：内忧外患，总量扩张有瓶颈
2. 动力煤：旺季到来，主动去库进程快
3. 炼焦煤：疫后复苏，终端消费有保障
4. 行业展望：关于煤炭行业两个重要问题的思考
5. 投资观点和重点推荐
6. 风险提示

1
供应端：内忧外患，总量扩张有瓶颈

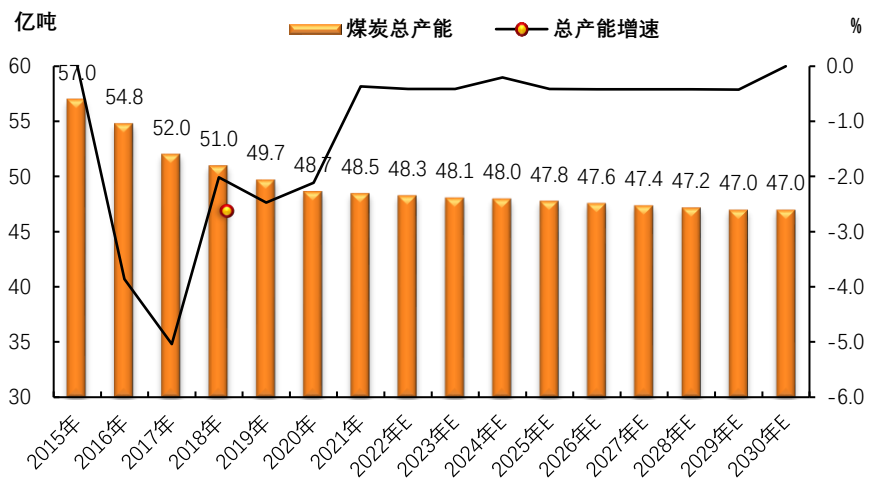
1、关于煤炭产能长期弹性不足的探讨：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出

- **原因一：**2016年-2020年连续5年的煤炭行业去产能，退出及淘汰了落后过剩产能9.6亿吨，并整合、置换一大批“违法先建” 的不合规煤矿，其中主要以民营煤矿为主。

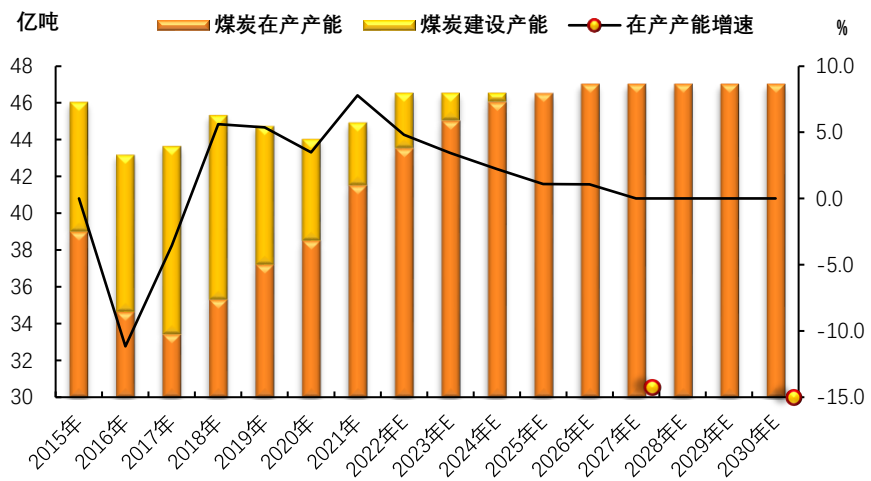
- **原因二：**“碳达峰、碳中和”政策以控制化石能源消费增速为目的，在中国几乎可以等同于是控制煤炭消费增速，对于商品型企业来说，消费发展的瓶颈将大幅抑制新增投资的进入，尤其是民间资本。

- **原因三：**在严格的限价政策环境下，我们判断后续新建煤矿售价或将低于市场现货价，利润空间的压缩导致成本回收周期拉长，以逐利为目的的民营资本投资意愿大幅下滑。

全国煤炭总产能



全国煤炭生产及建设产能



资料来源：国家能源局，各省能源局，天风证券研究所

2、关于煤炭保供短期难度加大的探讨：长期资本进入意愿下降是根本，上一轮超强保供已大幅透支民营产能是主因

- **为何民营中小型煤矿是保供的主力军：**国有企业建设煤矿，基于较高的安全等级考虑，因此产能核定审批基本等同于初期建设产能。民营煤矿以盈利为目的，尤其是中小型民营企业，煤矿建设期普遍安全等级考虑不足，因此最终产能核定审批经常小于实际建设产能，即“建大批小”。

- **民营中小型煤矿作为保供主力军的数据依据：**2021年TOP20龙头煤企，煤炭生产总量26.56亿吨，占全国煤炭总产量65%，同比2020年增加0.79亿吨；但同期全国煤炭总产量却比2020年增加了2.28亿吨，意味着非龙头中小型企业贡献了1.49亿吨的增量，是TOP20的1.89倍。

序号	企业名称	2021年产量（万吨）	2020年产量（万吨）	增减（万吨）
1	国家能源集团	57054	52694	4360
2	晋能控股集团	38396	34239	4157
3	山东能源集团	25519	27000	-1481
4	中煤能源集团	24679	22322	2357
5	陕煤集团	21011	19526	1485
6	山西焦煤集团	17422	15592	1830
7	潞安化工集团	9812	8716	1096
8	华能集团	8664	7607	1057
9	国家电投集团	7717	7939	-222
10	淮河能源集团	7426	7426	0
11	河南能源集团	6822	7656	-834
12	冀中能源集团	5881	7398	-1517
13	华电煤业集团	5358	6136	-778
14	华阳集团	5281	8836	-3555
15	辽宁能源集团	5131	5074	57
16	伊泰集团	4933	5497	-564
17	汇能集团	4000	3448	552
18	龙煤集团	3704	3634	70
19	开滦集团	3492	3458	34
20	中国平煤神马集团	3313	3545	-232
	TOP20合计	**265615**	**257743**	**7872**
	全国合计	**407136**	**384374**	**22762**

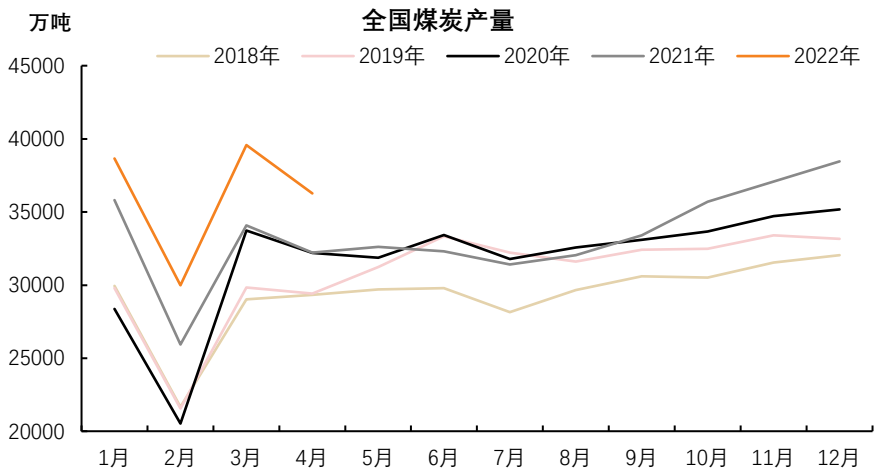
资料来源：国家统计局，中国煤炭工业协会，天风证券研究所

3、影响煤矿生产的重要因素：特大型重要会议面前，保供可能会选择短期让步

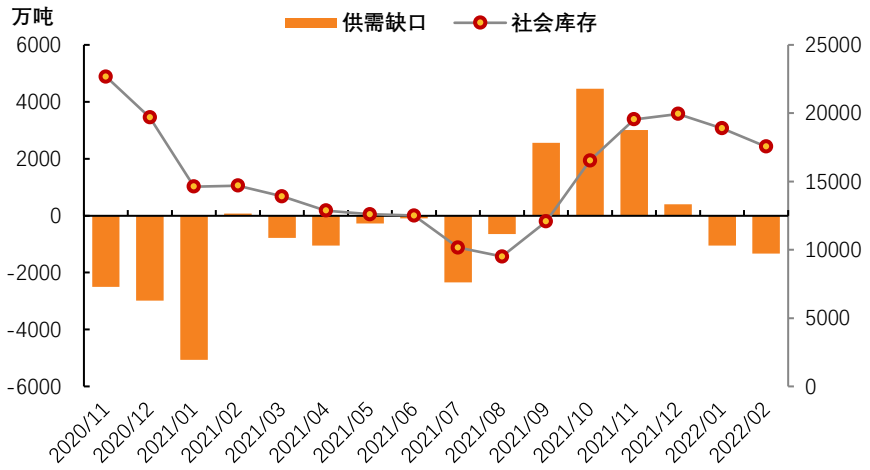
- **安全生产大于天：**2021年5月份大宗商品价格暴涨，国常会布局煤炭保供稳价的任务，但由于7月份是“建党百年”大庆，因此我们判断各地区煤矿安全检查趋于严格，当月煤炭产量仅有3.14亿吨，同比2020年减少约380万吨，环比6月份减少约900万吨。供需平衡数据显示，当月供需缺口放大到2345万吨，而同为旺季的8月份，当月供需缺口仅有648万吨。

- **四季度的重大会议：**2022年四季度，“二十大”与煤炭消费旺季同时到来，具有划时代意义的重大会议，以晋陕蒙为主产地的煤炭行业是否会再次迎来一次安全大检查是需要关注的问题。

全国煤炭产量



煤炭供需缺口及社会库存



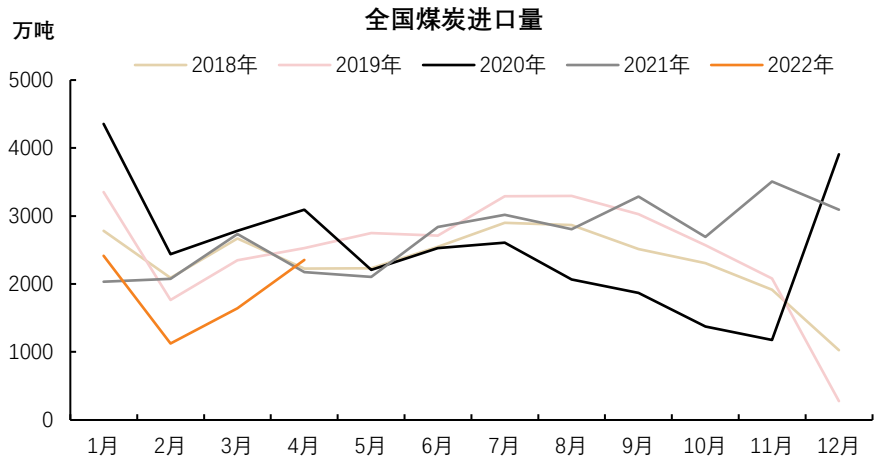
资料来源：国家统计局，中国煤炭资源网，天风证券研究所

4、关乎煤炭供应的另一个重要因素：进口煤可能面临大幅下滑

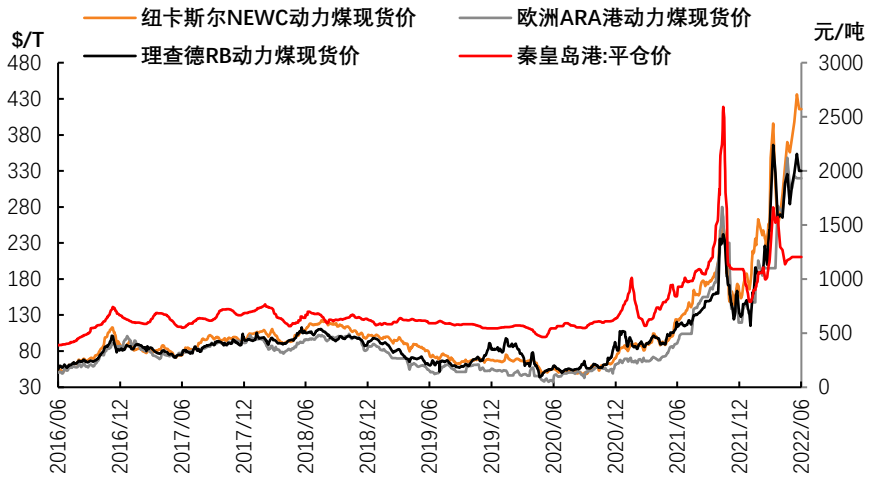
- **进口煤是沿海煤炭市场调节的关键：**2016年以来，中国年均进口煤炭2.89亿吨，由于进口煤主要供应于沿海地区，按照沿海港口年均下水发运内贸煤7.09亿吨算，沿海地区进口煤比例大约在28.96%，且由于沿海煤炭市场是全国煤炭市场的风向标，因此进口补充环节在供需结构中具有举足轻重的地位。

- **内外价差拉大是导致进口大减的直接原因：**受欧洲地缘冲突影响，国际煤价大幅飙涨，国际主流动力煤纽卡斯尔指数5月份以来均价406美金/吨，峰景硬焦煤指数均价493美金/吨，而国内煤价在疫情拖累及政策管控下相对稳定，环渤海价格指数5月以来中枢仅为1204元/吨，海外发运利润严重倒挂致使发运积极性严重受挫，我们预计2022年进口煤减少7000万-1亿吨左右，同比下滑大约30%。

全国煤炭进口量



国际主流煤价及国内煤价的对比鲜明



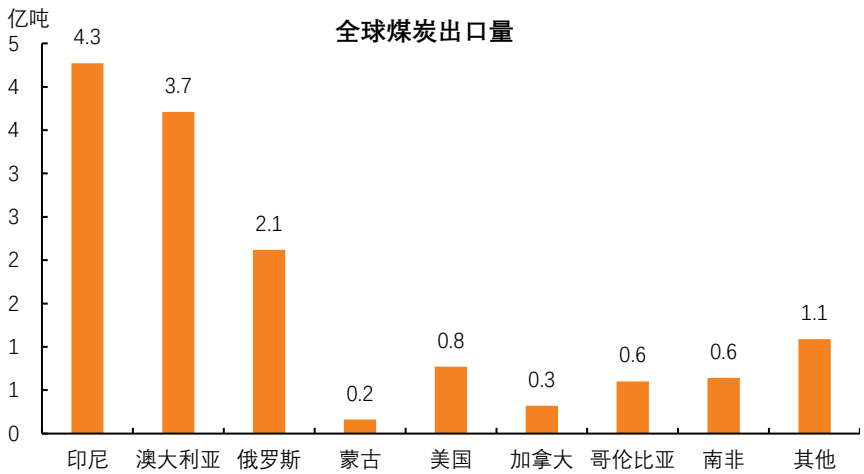
资料来源：国家统计局，中国煤炭资源网，WIND，天风证券研究所

5.1、国际煤价飙涨的主因一：俄罗斯在全球煤炭市场的龙头地位

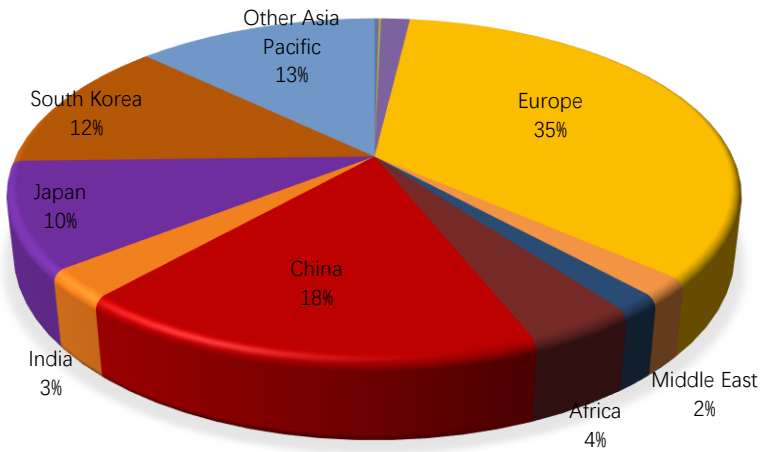
- **俄罗斯在全球煤炭市场的龙头地位：**根据数据显示，俄罗斯煤炭可开采储量高达1622亿吨，煤炭储量排名全球第二，仅次于美国；俄罗斯2021年煤炭产量4.37亿吨，出口量2.12亿吨。由于中国和印度的煤炭生产主要国内自用，基本不出口，美国生产煤炭也大部分自用，因此俄罗斯是全球第三大煤炭出口国，占2021年全球煤炭出口贸易量的15.5%。

- **欧洲流向占比相对较高：**根据BP数据显示，2020年俄罗斯煤炭出口结构中，欧洲占比高达35%，那么这说明在2021年有大约7400万吨的煤炭流向欧洲。按照欧盟公告将从8月份开始完全禁止进口俄罗斯煤炭，我们预期俄罗斯2022年出口减量至少4000万吨，国际干散货物流船一般会在禁运前较长时间停止靠泊俄罗斯港口，且由于冲突问题，波罗的海航线及黑海航线货运受到影响。如果后期禁令持续，我们测算2023年的减量或高达7000万吨。

2021年全球煤炭出口贸易量



俄罗斯煤炭出口流向比例



资料来源：中国煤炭经济网，BP，天风证券研究所

5.1、国际煤价飙涨的主因一：俄罗斯在全球煤炭市场的龙头地位

- **欧洲流向失去的影响一：**前文讲到俄罗斯每年大约有7400万吨煤炭流向欧洲，由于俄罗斯东西跨度较大，欧洲流向的西北港口与亚太区流向的远东港口运输线路完全不同，如果后期这部分出口受到影响，则很可能会面临无处可去的境地，并进而导致煤矿减产。

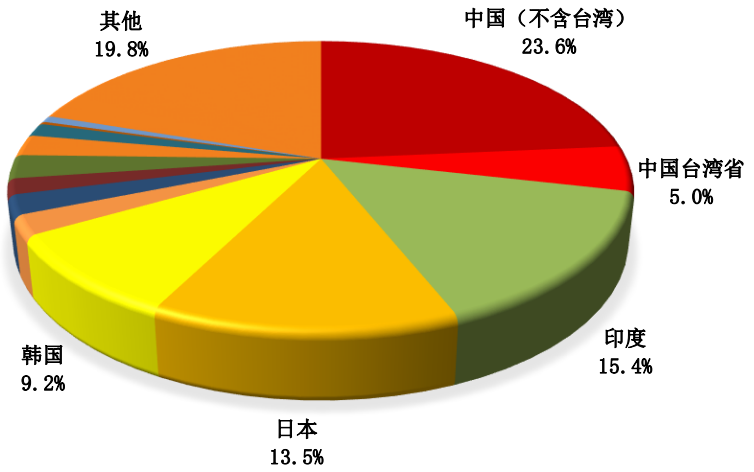
- **欧洲流向失去的影响二：**欧洲由于煤炭进口对俄罗斯进口依赖度高达50.26%，因此需要寻找新的进口国来补充，目前只有亚太的澳洲煤可以做到。但是澳洲煤一旦每年向欧洲输送7400万吨煤炭，则亚太区供需平衡瞬间就会被打破，因为亚太区才是煤炭贸易的主要消费地。从澳洲煤纽卡斯尔指数已经飙涨到400多美金/吨就能看到亚太区煤炭市场的格局已经被打破，或可进一步说明欧洲市场的买家已经开始布局新的货源地。

2021年欧洲能源对俄罗斯依赖度

类型	进口量	俄罗斯来源	占比
原油:百万吨	475.9	138.2	29.04%
管道气:十亿方	447.1	167.7	37.51%
LNG:十亿方	114.8	17.2	14.98%
天然气综合：十亿方	561.9	184.9	32.91%
煤炭：艾焦	3.9	1.96	50.26%

资料来源：中国煤炭经济网，BP，天风证券研究所

2021年全球煤炭进口结构



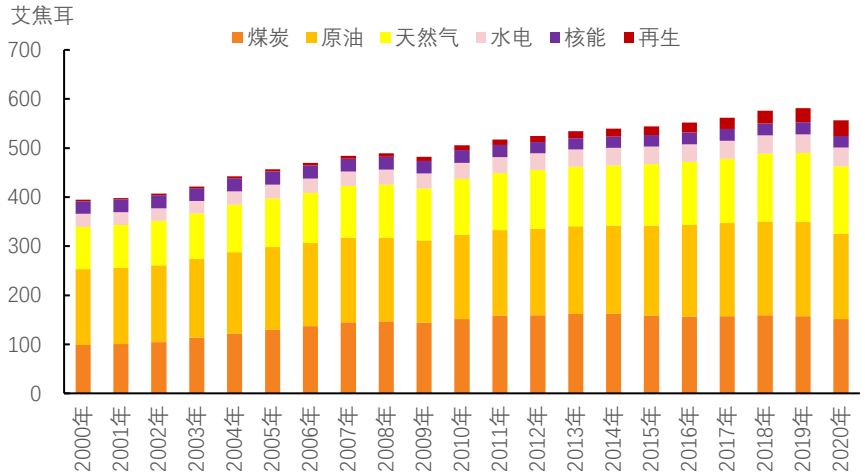
5.2、国际煤价飙涨的主因二：全球煤炭供应弹性的脆弱

- **全球去煤化导致能源消费结构改变：**随着生态环保的问题愈发突出，全球去煤化导致能源消费结构发生巨变，煤炭消费占比不断下降、天然气与清洁能源占比不断提升。但非化石能源的供应对气候依赖度相对较高，气候的不稳定可能导致能源供应体系的脆弱，能源结构的“先破后立”并不是明智之举。

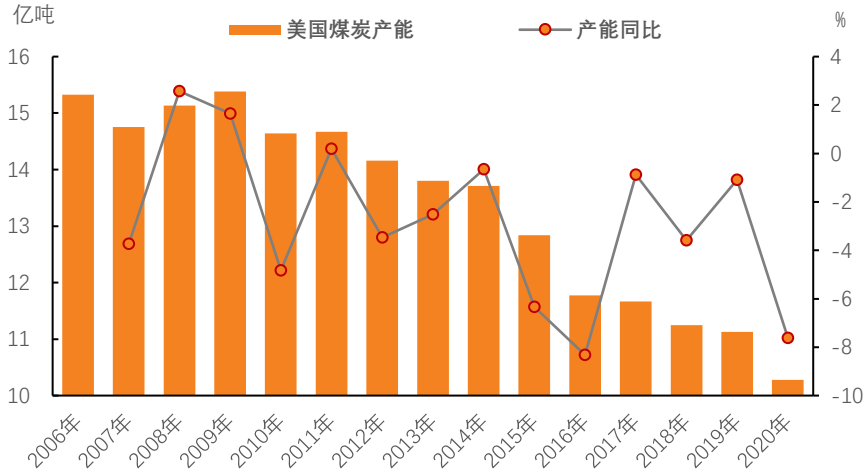
- **去煤化已导致全球主要产煤国产能下降：**全球主要产煤国针对煤矿建设的资本开支不断减少，以全球第一大煤炭储量国美国来说，煤炭产能从2010年的最高14.64亿吨下滑到2020年的10.28亿吨，削减度达30%。煤矿建设由于涉及环保等敏感问题，新进资本开支审批非常困难，而较长的煤矿建设周期也使得利润向供应端的传导难以流畅。

- **因此，全球煤炭供应弹性的脆弱与地缘冲突导致的俄罗斯煤炭贸易减量之间的矛盾，短时间可能难以调和。**

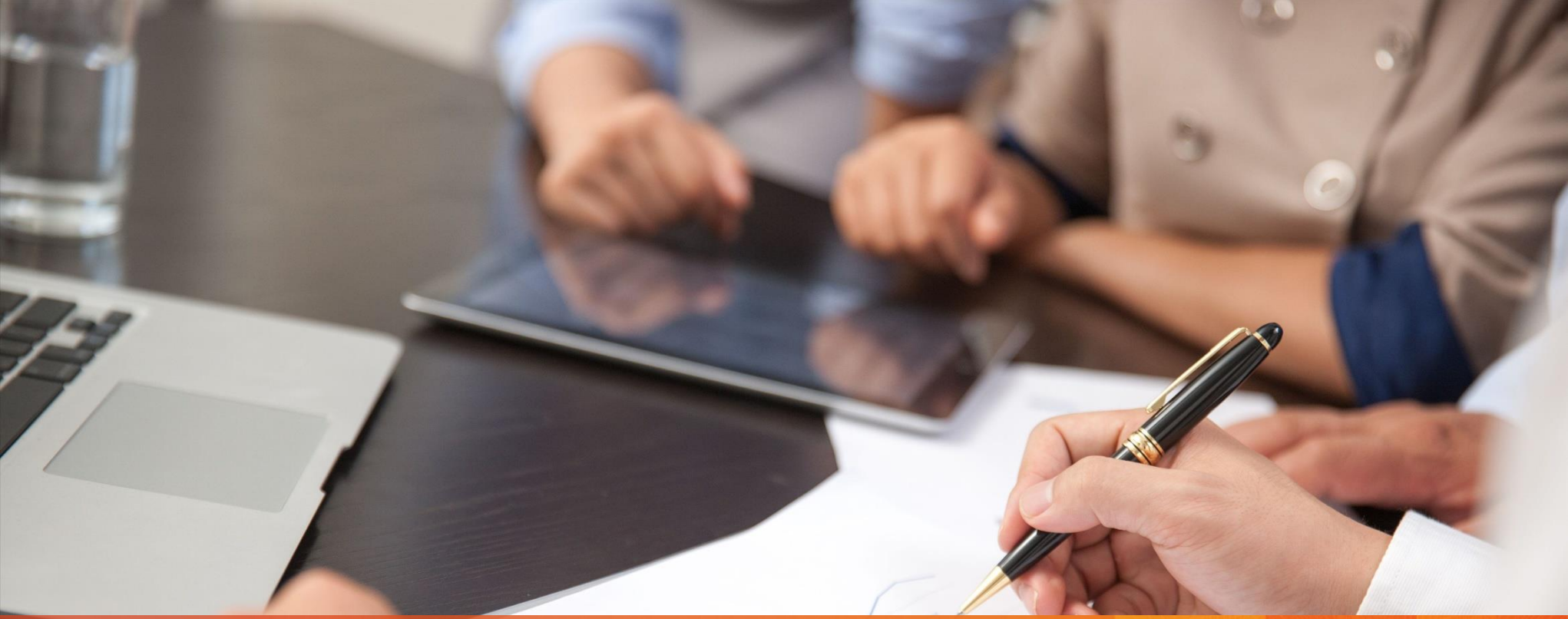
全球一次能源消费结构



美国煤炭产能逐年下降



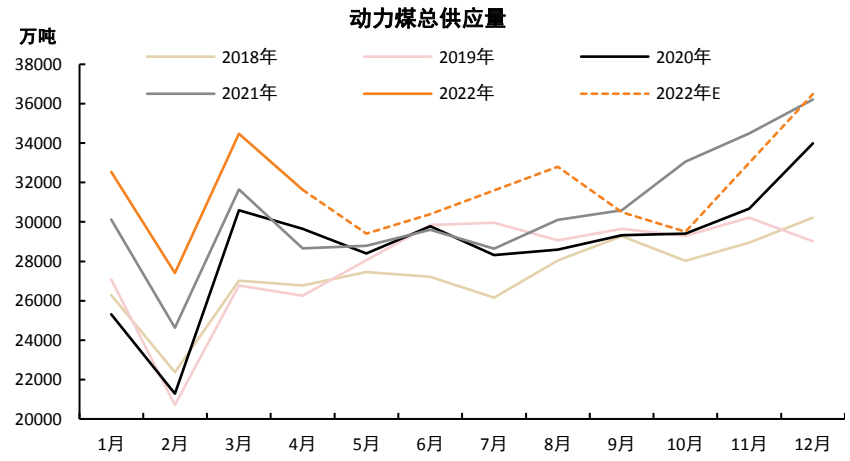
资料来源：EIA，BP，Wind，天风证券研究所

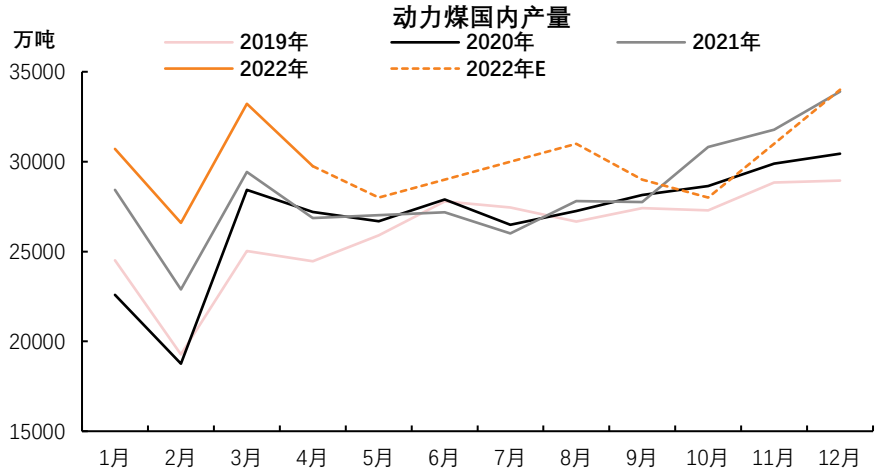


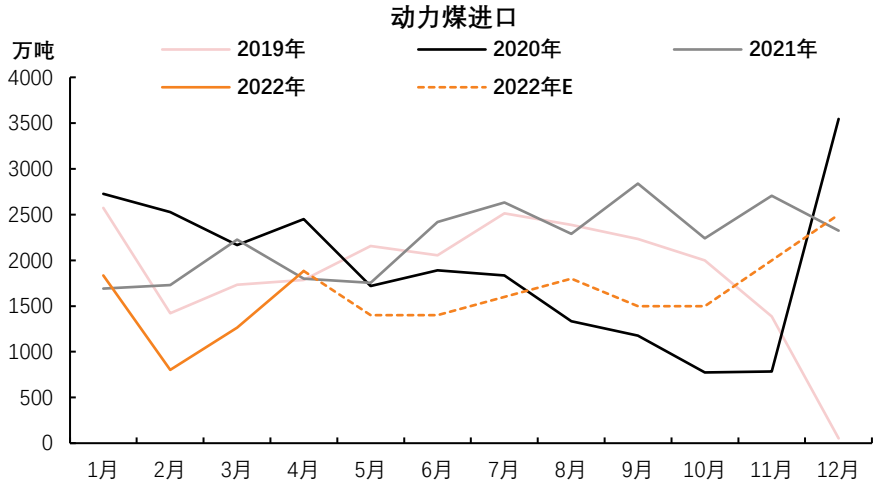
2
动力煤：旺季到来，主动去库进程快

1、动力煤供给：保供核心，总量仍有提升

- **国内生产有增量：**动力煤下游需求以发电为主，因此是保供主力，随着晋陕蒙动力煤矿产能的不断核增，国内产量仍然居高不下，我们预计2022年动力煤产量同比去年增加2亿吨。
- **海外进口难保障：**海外进口完全是利润驱动，价差倒挂情况下发运积极性下降，我们预计2022年动力煤进口量同比去年下滑7161万吨左右，是供应的主要拖累项。







资料来源：WIND，天风证券研究所

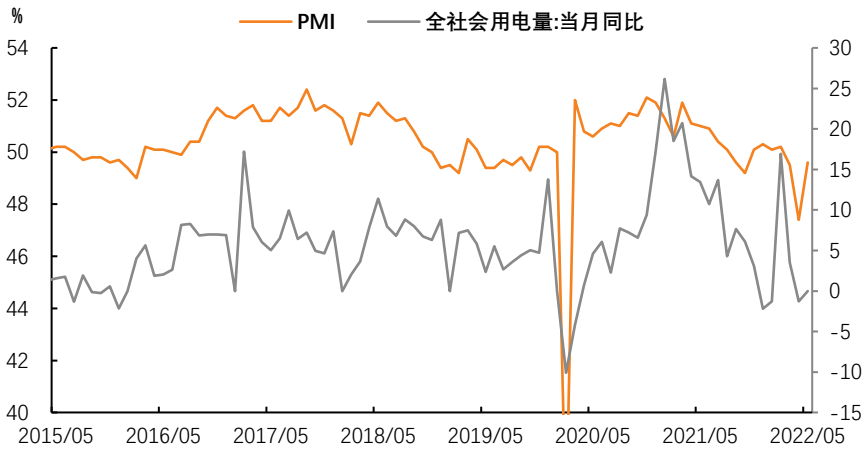
2、疫后经济复苏：复苏的高度取决于疫期下降的基数

- **疫情汹汹但尚未影响经济基本盘：**但从各项数据来看，疫情期间制造业投资与基建投资继续保持高位，出口增速与用电增速虽然下滑但基数与2021年持平甚至仍有增加，这足以表明中国经济护城河相对深厚，疫情的巨大冲击并未影响到经济的基本盘。

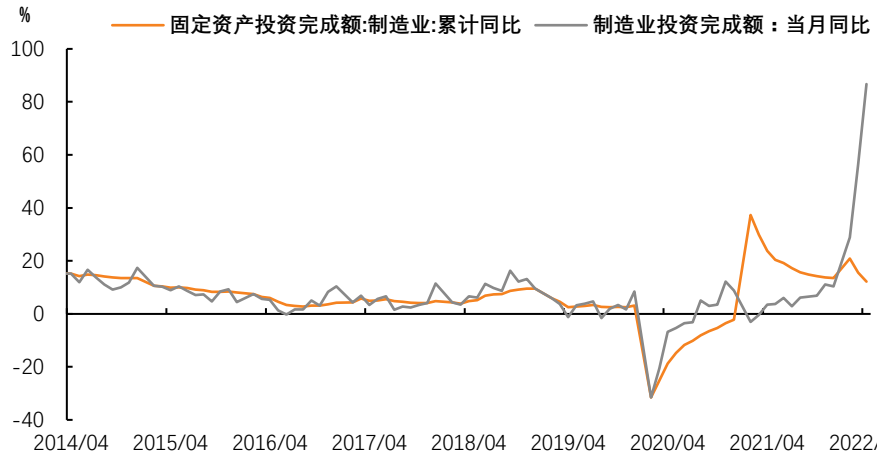
- **稳增长的主基调继续保持强劲：**一方面，在稳增长背景下，政策综合发力，在国内信贷环境的支持以及基建发力、房建改善拉动下，制造业投资仍延续相对积极的表现；另一方面，国内出口需求仍维持较高位置，出口韧性支撑商品需求，并进而支撑制造业景气度。

- **由于中国的用电结构主要以第二产业为主，因此制造业的景气度与不断复苏将带动用电量及能耗的恢复性增长。**

PMI指数回升代表经济开始恢复

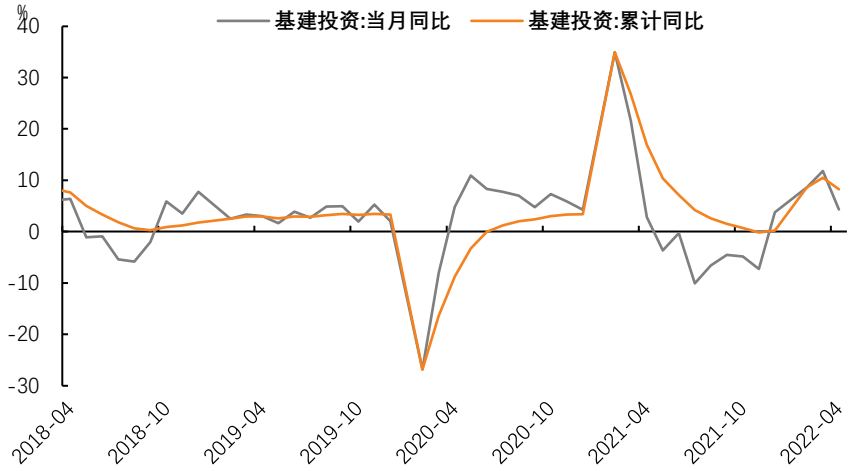


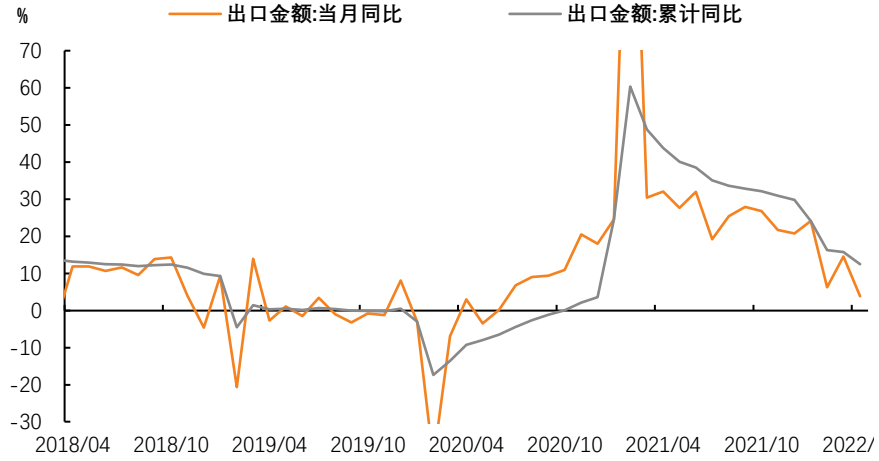
制造业投资连续保持高位

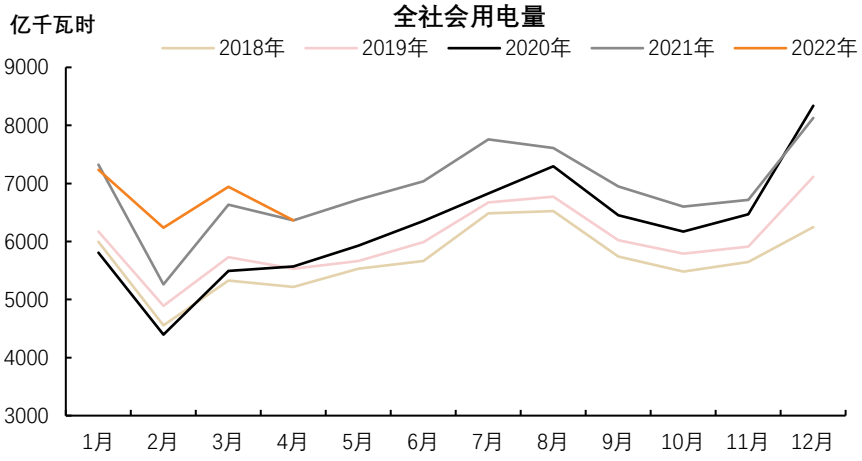


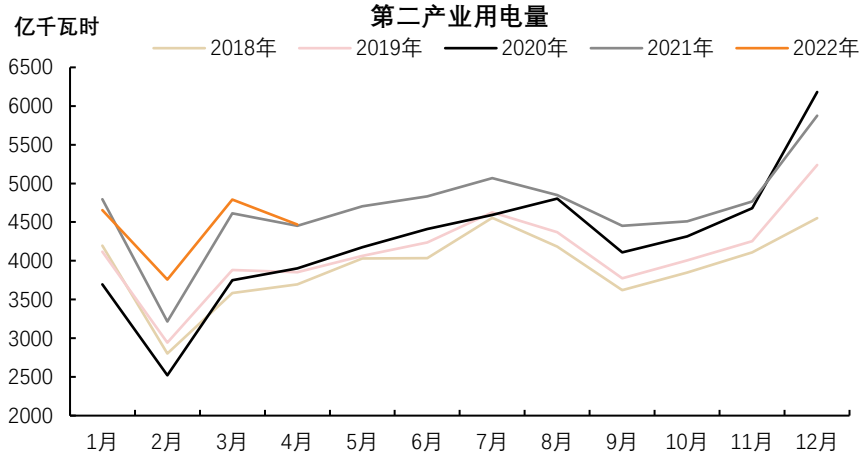
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、疫后经济复苏：复苏的高度取决于疫期下降的基数









资料来源：WIND，天风证券研究所

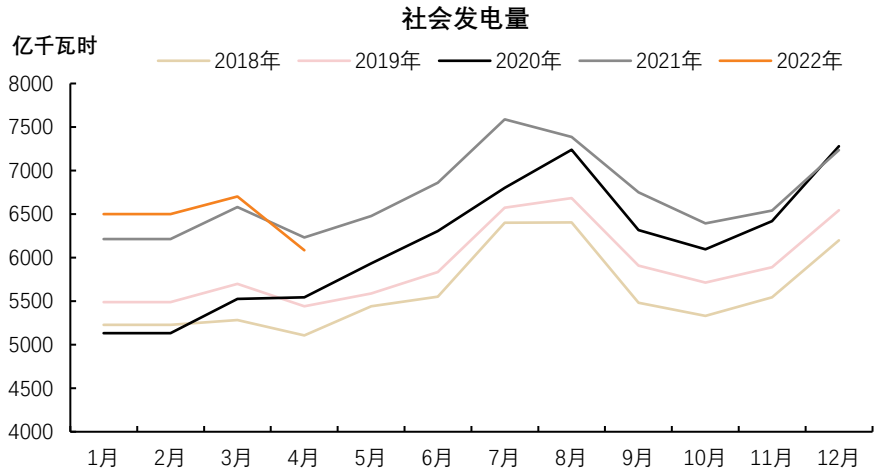
3、需求旺季：季节性特点是影响节奏的主要因素

- **季节性特点的不可抗力：**电力消费市场一般有两个明显的旺季，分别为夏季（6-8月）与冬季（11月-次年3月），从历史数据来看，夏季旺季月均用电量环比淡季4-5月均值增加15%-20%之间。而由于中国发电结构中大约70%是来源于火电，因此动力煤消费表现出与电力同样的季节性特点。

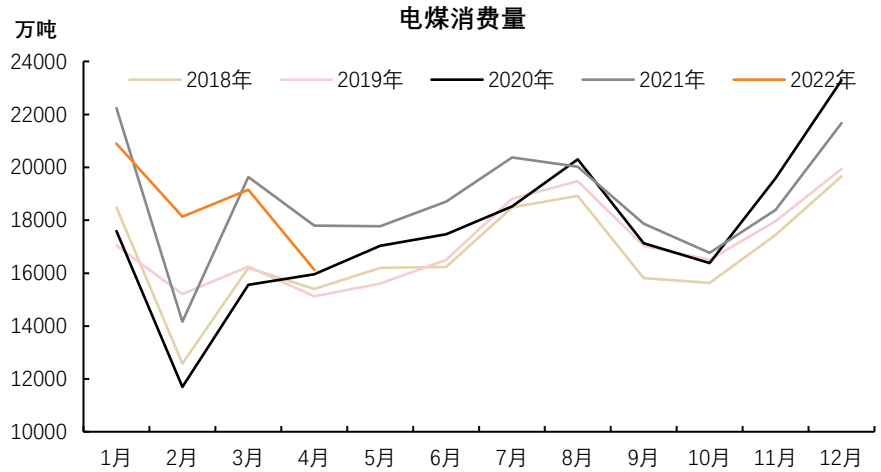
- **秋季淡季历来是淡季不淡：**煤炭市场除了正常的旺季之外，还有一个特点就是9-10月份的淡季经常会表现出淡季不淡的情况，主要原因在于下游经过连续三个月的去库之后，库存一般处于较低水平，为了迎接11月份的冬季旺季需要提前1-2月进行冬储补库。

- **对于煤炭消费来说淡旺季分明，但是对于实际采购来说，从二季度末就会开始进入长达半年的采购高峰期。**

社会发电量季节性



电煤消费量季节性



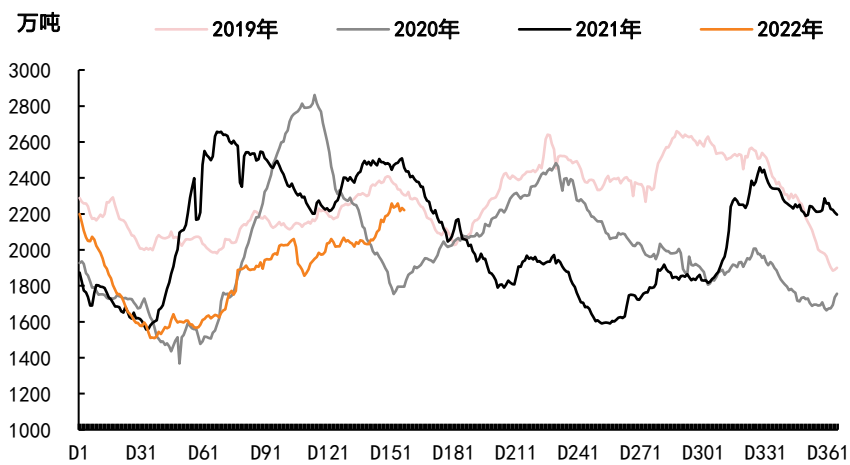
资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

4、总结：两轮去库推升市场中枢，冬季有望再次迎来“2”字头

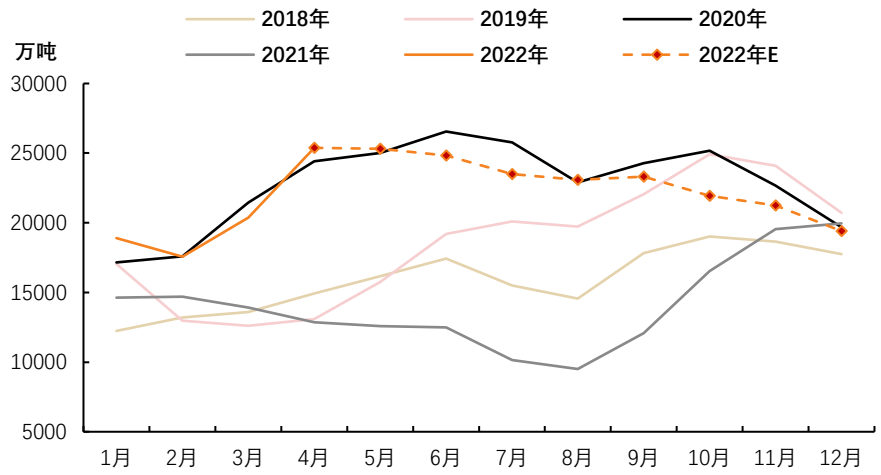
- **夏季市场可能只是弱增长：**在经济基本盘依旧稳定的情况下，后期的夏季旺季叠加经济复苏的双重效应会带来市场的第一波去库存进程。但由于之前社会库存相对较高，第一轮去库存主要以下游终端去库为主，因此涨价幅度相对较低。预期夏季秦皇岛港煤价顶点在1600-1800元/吨之间，中枢1500元/吨左右。

- **冬季市场可能是年内高峰：**夏季旺季带动的终端去库结束后，随之而来的就是秋季的终端冬储，从而将去库存由下游传导到上游，此时社会面完成一轮真正的库存去化。而由于冬季旺季持续时间更长、月度消耗更高，因此冬季的终端去库存可能会更加及时的传导至上游生产及贸易环节，社会总库存开始进入快速下滑期，同时推动价格进入持续上涨期。预期冬季秦皇岛港煤价顶点在2000元/吨以上，中枢1800元/吨左右。

环渤海港口总库存



动力煤社会库存



资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

3

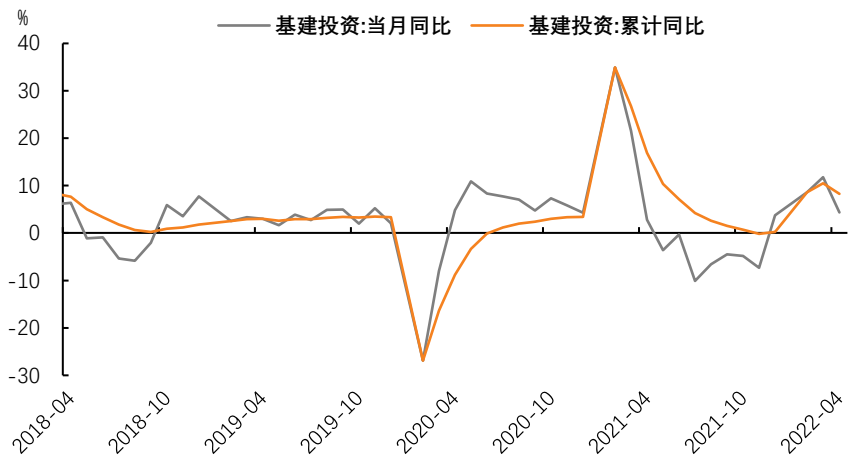
炼焦煤：疫后复苏，终端消费有保障

1、终端需求的复苏：滞后的需求只能靠不断赶工完成

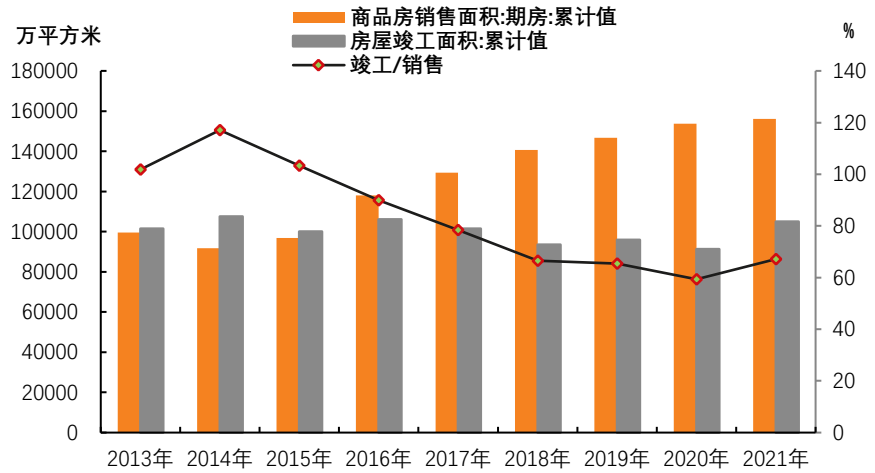
- **基建工程是稳定需求的利器：**基建投资在疫情期间虽有所下滑但基数稳定，项目施工的落地确实受到疫情影响较大，对钢材需求的拉动相对有限，滞后的工程大概率要通过赶工期来进行，前期的投资也会逐渐体现为后期的施工进度，尤其是在政策支持力度不断增强的情况下，钢材需求有望得以稳定。

- **存量施工是需求增长的主力：**毫无疑问地产才是拉动钢材需求的真正主力，以往的研究框架是“期房销售-资金回款-拍地拿地-新开工”的高周转模式，高周转模式的核心其实是期房销售，而期房销售的核心是地产行业投资信心，当前的市场环境下，我们认为投资者信心仍然有待恢复。**新格局下更可能是保交付的政策支持与天量待竣工项目支撑施工量的增加，从而拉动钢材需求实现增长。**

基建投资保持高位



保交付下的存量施工支撑



资料来源：WIND，天风证券研究所

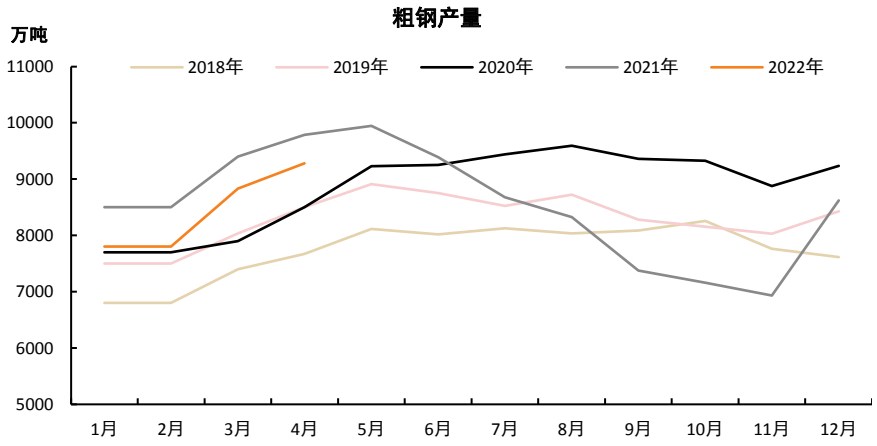
2、直接需求的增长：钢材利润的恢复是产业链增长的推手

- **粗钢产量得以高位维持的两大主因：**一方面，经济复苏叠加赶工期效应，钢材需求恢复后利润回升，并可能促进钢厂进一步提高生产计划；另一方面，钢铁行业达峰时间点的推迟使得行政干预的政策背景相对放松，且1-4月份粗钢产量已同比下滑10.3%，产量平控压力相对较小。

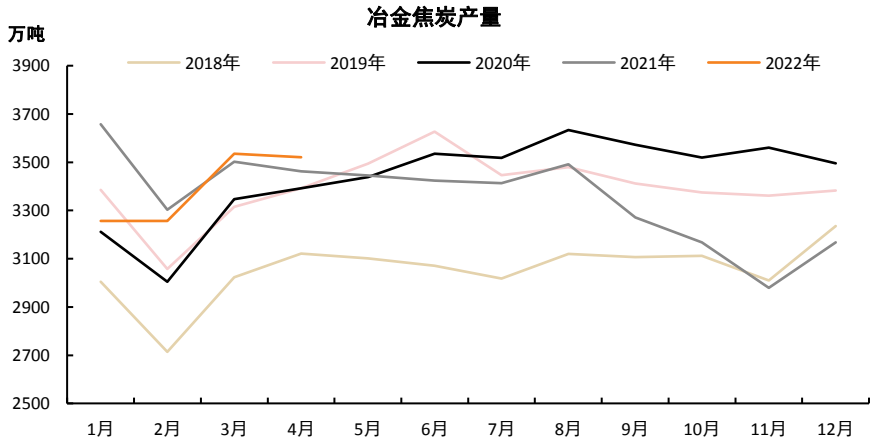
- **焦化厂的供应基本是跟随需求波动：**四五月份受到疫情影响，钢材需求下滑利润压缩，并进一步打压上游利润，从而导致焦化厂采购需求同步下滑，而随着产业链利润的向上修复，焦化厂开工率可能进一步提升。

- **产业链利润修复有利于炼焦煤的需求：**焦化企业生产积极性增加，有利于增加炼焦煤采购需求，尤其是在低库存情况下增量采购驱动会逐渐增强。

利润恢复后钢铁产量或将高位维持



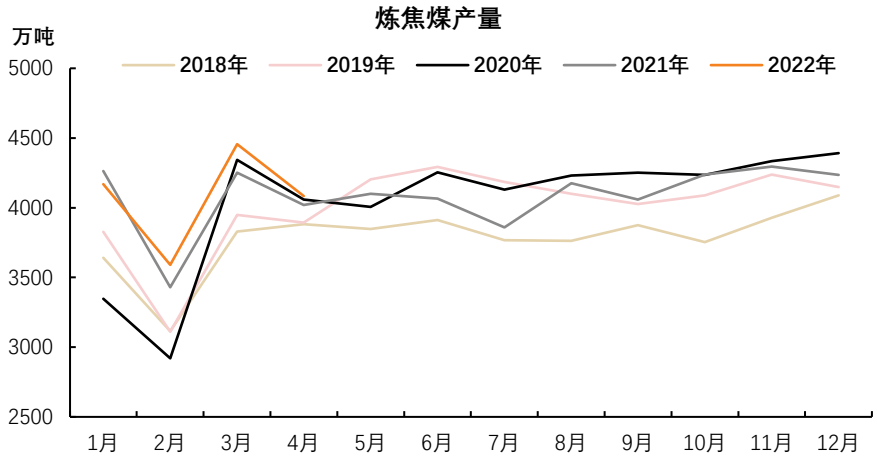
钢材需求恢复有利于拉动焦炭的生产

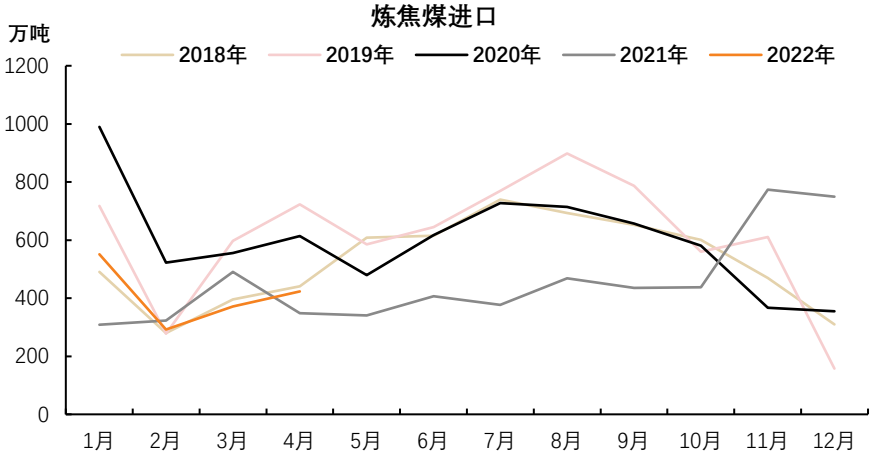


资料来源：WIND，天风证券研究所

3、炼焦煤供给：真正内忧外患的煤种

- **生产无弹性：**由于国内煤矿增产保供主要以动力煤为主，因此炼焦煤煤矿产能核增相对较少，预计2022年炼焦煤产量同比微增1000万吨左右，
- **进口继续下滑：**2021年澳洲炼焦煤进口同比减少2918万吨，但进口总量却只下降了1797万吨，主因在于进口利润驱动下北美炼焦煤大幅增加，而2022年进口倒挂下，北美炼焦煤更倾向于其他国家的发运。



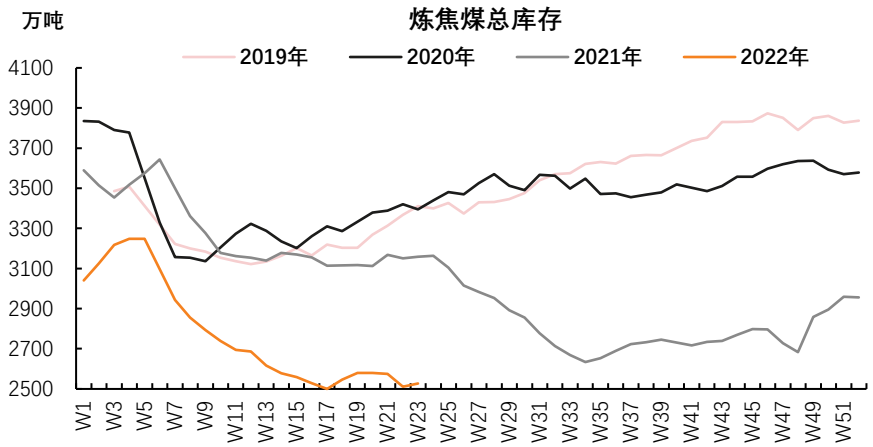


资料来源：WIND，天风证券研究所

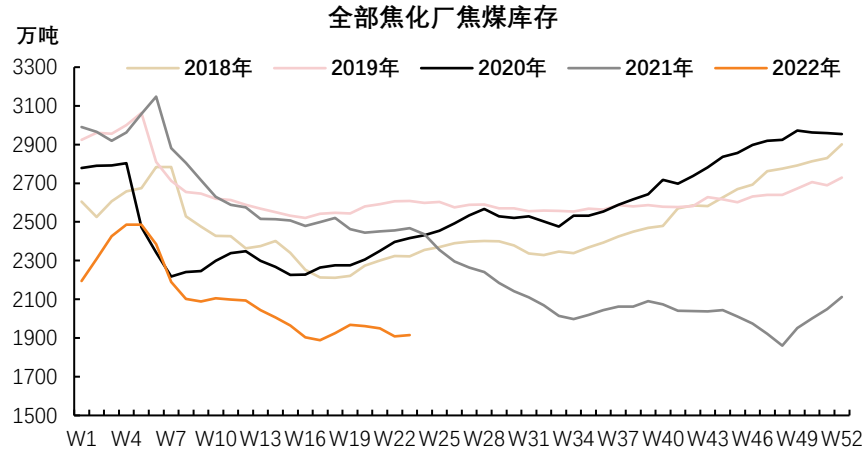
4、总结：低供给、低库存，容易放大需求的弹性

- **终端需求依旧有弹性：**在稳增长的政策基调下，地产放松政策持续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，我们认为钢材终端需求整体不悲观。
- **低库存的格局难以转变：**由于我国主焦煤对外依存度较高，国际煤炭贸易的不稳定导致进口减量，从而加剧炼焦煤供需失衡，疫情期间都难以大幅累积的库存，后期赶工状况下更可能再创新低。
- **低库存会放大需求的弹性：**预计主焦煤价格中枢从2021年的2500元/吨上升到3500元/吨，最高价格仍旧存在创新高的可能。

炼焦煤总库存



焦化厂炼焦煤库存



资料来源：WIND，天风证券研究所

4

行业展望：关于煤炭行业两个重要问题的思考

思考一：这轮煤价上涨还能持续多久？
—弱供给与硬需求的矛盾，短时间不可调和

- **弱供给与硬需求的矛盾，短时间不可调和：**我们认为本轮煤炭周期的进程必然会发生明显的变化，即不再是煤炭价格的上涨驱动煤炭本身产能的大幅扩张，而是驱动替代化石能源的新能源产能快速增加，这也就意味着本轮煤炭行业价格周期的核心是新能源的产能周期而不是化石能源的产能周期。当市场认为新能源发展进入快车道之时，其实也就认识到了传统化石能源的开发周期已经临近尾声。未来的碳达峰10年，也许是传统化石能源企业最后的辉煌10年，煤炭供需的持续紧平衡或许将带来煤炭价格的持续上涨与企业利润率的持续高位。

2016-2030年动力煤供需平衡表 单位：亿吨

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
煤炭产能	34.60	33.40	35.30	37.20	38.50	41.50	43.50	45.00	46.00	46.50	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
煤炭产量	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	40.70	43.00	44.20	45.00	45.50	45.80	46.00	46.00	46.00	46.00
煤炭进口	2.56	2.71	2.81	3.00	3.04	3.23	2.50	2.50	2.50	2.50	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
动力煤产量	28.24	29.05	30.65	31.36	32.24	34.00	36.00	37.20	38.10	38.80	39.10	39.30	39.40	39.40	39.30
动力煤进口	1.89	1.95	2.13	2.23	2.29	2.66	2.00	2.00	2.00	2.00	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
动力煤供给	30.13	30.99	32.77	33.59	34.53	36.66	38.00	39.20	40.10	40.80	41.20	41.40	41.50	41.50	41.40
动力煤需求	30.94	31.48	32.68	33.61	34.63	36.62	38.11	39.34	40.28	40.93	41.25	41.59	41.76	41.58	41.44
电煤需求	18.19	18.81	20.11	20.55	21.05	22.54	23.54	24.37	25.05	25.49	25.64	25.86	25.97	25.79	25.64
燃料煤需求	12.75	12.67	12.57	13.06	13.58	14.08	14.57	14.98	15.23	15.44	15.61	15.73	15.79	15.79	15.80
供需盈余	-8100	-4900	900	-157	-1032	400	-1071	-1446	-1802	-1327	-545	-1884	-2594	-866	-405
价格中枢	480	620	640	590	580	1000	1400	1650	1850	2000	*	*	*	*	*

资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

思考二：这轮煤价上涨还有多少空间？
—电煤长协比例是突破瓶颈的关键

- **电煤长协比例是突破瓶颈的关键：**基于煤炭市场长期处于紧平衡格局的基础逻辑，过度干预现货价格可能会造成市场乱象丛生，如何在降低电煤采购成本的基础上减少对市场的干预才是关键，而这个关键点就是电煤长协兑现比例。

- **燃煤电价的改革已打开一定的政策空间：**基于2021年燃煤电价改革后的情况，选取全国煤炭及电力市场核心区域华东区作为样本，对不同长协比例下的煤电联动进行敏感性测试，当电煤长协兑现率达到70%-80%之间，则可实现火电盈利与煤炭价格突破政策瓶颈的双赢。而电煤长协比例在70%-80%之间时，动力煤市场化比例介于49%-56%之间，此时仍可实现煤炭企业利润的高增长。

基于长协比例的煤电联动敏感性测试

电煤长协比例	华东现货价格：Q5500（元/吨）	煤价涨幅（%）	华东电煤长协：Q5500（元/吨）	电厂综合价格：Q5500（元/吨）	电厂入炉煤折算价格：Q4600（元/吨）	华东发电燃料成本：元/千瓦时	发电综合成本：元/千瓦时	华东燃煤上网基准电价：元/千瓦时	华东燃煤上网电价最高上浮：元/千瓦时
2021年	1000	*	640	892	694	0.291	0.416	0.395	0.474
40%	1192	19.20%	750	1015	790	0.332	0.474	0.395	0.474
50%	1280	28.00%	750	1015	789	0.332	0.474	0.395	0.474
60%	1415	41.50%	750	1016	790	0.332	0.474	0.395	0.474
70%	1635	63.50%	750	1016	790	0.332	0.474	0.395	0.474
80%	2080	108.00%	750	1016	790	0.332	0.474	0.395	0.474
90%	3400	240.00%	750	1015	789	0.332	0.474	0.395	0.474

资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

5
投资观点和重点推荐

重点推荐标的：中国神华、广汇能源

- **中国神华：**
  - **煤炭龙头，业绩稳健：**国内煤炭龙头企业，拥有中国最大规模的优质煤炭储量及上下游完整产业链，利润增长较为稳定。
  - **高分红、高股息：**盈利稳定、分红比例高，股息率连续两年10%以上。
- **广汇能源：**
  - **综合能源，价值兼具成长：**广汇能源是国内少有具备石油、天然气、煤炭三种传统能源资源的企业。
  - **天然气业务多样化：**自产煤原料和灵活贸易结构助力控成本，双碳背景下仍有大空间。
  - **煤炭产能不断增加：**产能核增适逢高价时代，利润空间可期。

资料来源：WIND，天风证券研究所

6
风险提示

风险提示

- **经济增长不及预期：**煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情频繁困扰下，存在经济增长不及预期的风险。
- **房建恢复不及预期：**房建市场是终端主要下游行业，受地产周期下滑及疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。
- **在建产能投放超预期：**煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

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

THANKS