

信义山证 汇通天下

证券研究报告

山证煤炭

报告原因：中期策略

2022年07月17日

煤炭行业 2022 年中期投资策略

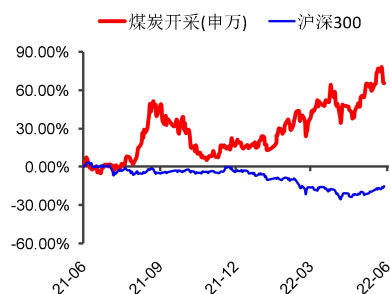
业绩确定，转型可期

维持评级

同步大市-A

行业研究/深度报告

煤炭行业近一年市场表现



相关报告：

《碳中和背景下煤炭行业的危与机》

分析师：

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

电话：18035127089

邮箱：liuguijun@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **上半年煤炭业绩高增长，板块表现优异。** 同时在保供政策力度持续加码下，国内煤炭产量同比有所提高，年初以来的煤炭供需紧张有所缓解。同时，由于俄乌地缘政治危机爆发，国际能源价格频创历史新高，煤炭进口价格与国产煤价格大幅倒挂，煤炭进口量减少，对我国煤炭价格形成了支撑。国内煤炭价格沿发改委限价上限运行，煤炭企业经营继续大幅好转，煤炭板块创新高。

➤ **稳经济政策发力，煤炭需求有望复苏。** 随着疫情的缓解，复工及稳增长政策发力，煤炭需求有望复苏，同时，随着 5 月份产量增回落，预示着短期内煤炭产能释放的速度将减缓，预计下半年国内煤炭产量难以大幅增加。同时，俄乌矛盾加剧背景下，预计欧洲煤炭缺口扩大，国际煤炭价格难以实质性回落，国内进口煤难以增量，煤炭行业高景气度有望延续。

➤ **能源危机重塑煤炭行业地位。** 中央经济工作会议明确提出要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，做好传统能源与新能源的优化组合。双碳目标下煤炭价格预计上有顶下有底；我国煤炭现有产能结构的问题存在，如中小煤矿产能 5 亿吨左右，占比 15%；同时，高瓦斯及瓦斯突出矿井占比合计 33%等，预计未来在能源危机缓解后，煤炭产能的供给侧改革仍有较大的空间。高景气周期为煤炭企业转型发展打下了良好基础，煤炭企业可根据产业布局、资源禀赋等情况开展转型业务的布局和发展。

➤ **重点公司关注：** 短、中期看存量煤炭资产的价值重估；未来在煤炭供给紧张的情况下，煤炭价格预计保持高位运行（沿发改委限价上限运行），煤炭上市公司业绩将表现为盈利高位且稳定，存量煤炭资产的价值将被重估，如中国神华、中煤能源、陕西煤业、电投能源、晋控煤业、山西焦煤、潞安环能等存量优质产能大的企业将持续受益。长期看煤炭企业转型方向和转型进展，建议寻找在煤炭领域内，有改革意愿和转型布局的进取型企业，及确定的转型方向和进展，关注华阳股份、电投能源、兖矿能源等。

风险提示： 关注经济超预期下行风险；国际能源价格不及预期风险；国内可再生资源超预期发力风险、煤矿安全生产风险等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 煤炭行业上半年基本面及行情复盘.....	5
1.1 国内煤炭供需整体平衡.....	5
1.1.1 国产煤量增、进口量减，但总供给增加.....	5
1.1.2 受疫情反复影响，上半年煤炭需求一般.....	7
1.1.3 煤炭转运效率较高，煤炭库存有所增长.....	9
1.2 煤炭价格维持高位，行业效益大幅提升.....	9
1.3 煤炭板块股票创阶段新高.....	10
2. 下半年行情展望.....	11
2.1 稳经济政策发力，煤炭需求有望复苏.....	11
2.2 下半年国内产量新增空间有限.....	12
2.3 进口煤预计仍将维持低位.....	13
2.3.1 受供应端抑制，加息或对国际能源价格作用有限.....	13
2.3.2 煤炭在能源危机下的替代作用凸显.....	13
3 能源危机叠加双碳目标下的煤炭行业再认识.....	14
3.1 能源危机重塑煤炭行业地位.....	14
3.2 双碳目标下煤炭价格预计上有顶下有底.....	15
3.3 高景气度下，煤炭企业转型布局渐入佳境.....	16
4. 投资策略.....	17
4.1 短期看存量煤炭资产的价值重估.....	17
4.2 中长期看转型方向和转型发展.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：2022 年 1-5 月国内煤炭产量同比增长.....	5
图 2：主要产煤省份煤炭产量同比增长.....	5
图 3：分区域煤炭产量.....	6
图 4：国际原油、天然气及煤炭价格大幅上涨.....	6
图 5：疫情后主要发达国家经济快速反弹.....	6
图 6：俄乌地缘政治危机爆发以来，以美国为首的发达国家对俄罗斯能源行业制裁步步加深.....	7
图 7：进口煤价格倒挂，尤其是长协煤与进口煤价差扩大.....	7
图 8：1-5 月份全国煤炭进口 9595 万吨，同比减少 13.6%.....	7
图 9：2022 年上半年疫情超预期反复，超过 2020 年.....	8
图 10：固定资产投资增速同比下行.....	8
图 11：2022 年 1-5 月全社会用电量增速下行.....	8
图 12：火电发电量下行，1-5 月同比减少 1.8%.....	8
图 13：1-5 月份生铁、粗钢、焦炭及水泥产量下滑.....	8
图 14：煤化工受益于成本优势，产量有所增长.....	8
图 15：截止 6 月 10 日，代表煤种大同弱粘煤、吕梁 4 号焦煤及晋城无烟中块煤分别上涨 18.95%、50%和 57.98%.....	10
图 16：2021 年规上煤炭企业营业收入和利润总额分别同比 2020 年增长 58%和 216%，超过黄金十年时期表现..	10
图 17：2022 年上半年疫情超预期反复，超过 2020 年.....	10
图 18：固定资产投资.....	10
图 19：细分板块指数表现.....	11
表 1：稳增长稳经济政策密集出台.....	11
图 20：新批复的煤矿不多.....	12

图 21：2021 年煤炭企业资本开支仍然不足.....	12
图 22：历次美元加息周期中，原油价格维持高位.....	13
图 23：布伦特原油价格高位波动，煤油比提高.....	13
图 24：历史美元加息过程中，原油价格仍然上涨.....	13
图 25：本轮通胀受供应端影响预计韧性较强.....	13
图 26：欧盟煤炭产量自 20 世纪以来持续下行.....	14
图 27：在制裁俄气背景下，欧洲煤电占比有望进一步提高.....	14
图 28：碳达峰前煤炭仍是我国能源结构中的主体能源.....	14
图 29：当前中国人均 GDP 仅为发达国家的约 1/4.....	14
图 30：在原油价格高位下，煤炭的原料属性逐步强化.....	15
图 31：主要行业领域电气化率及未来提升预期.....	15
图 32：我国煤炭产能结构，60 万吨/年以下占比 15%.....	15
图 33：高瓦斯及突出矿井合计占比超过 33%.....	15
图 34：2021 年煤炭板块经营现金流净额和自由现金流分别同比增加 75%和 63%，负债率 49.3%.....	16
图 35：近三年，煤炭板块上市公司分红持续提升.....	16

1. 煤炭行业上半年基本面及行情复盘

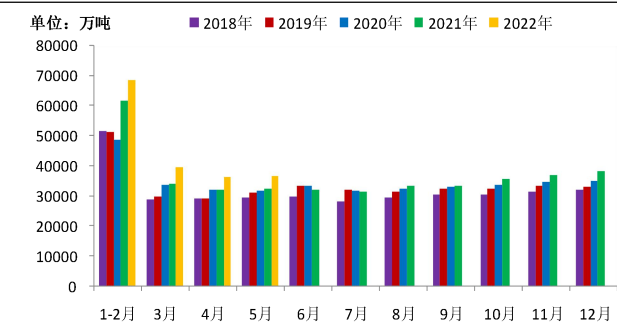
1.1 国内煤炭供需整体平衡

1.1.1 国产煤量增、进口量减，但总供给增加

保供政策频出，生产端扰动较少。5月，在国家发展改革委统一部署下，山西、陕西、内蒙古等重点省区发展改革委同市场监管部门，组织当地煤炭和电力企业、行业协会、煤炭交易中心召开专题会议，就国家发展改革委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号）和《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》（2022年第4号）的核心内容和政策要求，进行了系统讲解并现场释疑解惑，提醒督促煤炭生产经营者依法合规经营，引导煤炭价格运行在合理区间。自5月起，国家发展改革委连发价格调控监管政策系列解读，从限制中长期合同价格、各环节煤炭价格，到禁止捆绑销售现货涨价、严禁不合理提高流通费用，再到动力煤品种热值基准的界定，同时明确了哄抬价格处罚标准，禁止虚抬煤价，并督促各地发展改革委严格督查限价执行情况。至此，高煤价政策性风险剧增，主产地煤炭价格高位保持平稳。另一方面，2022年以来煤炭行业整体安全形势较好，安全事故少发，生产端扰动较小。

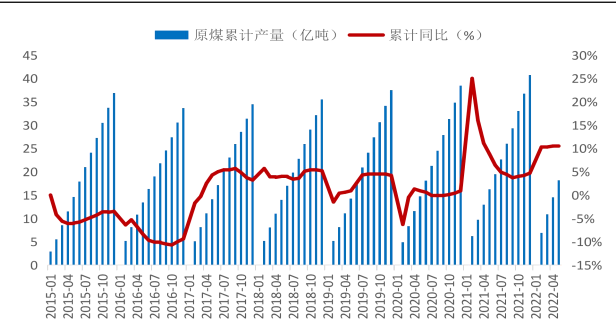
全国煤炭产量延续增长，但增速有所放缓。在保供政策发力下，国内煤炭企业通过核增产能、扩产、投产等措施努力新增煤炭产能，全国煤炭产量明显增长，根据国家统计局数据，2022年1-5月，全国煤炭产量18.14亿吨，同比增加10.4%；其中，1-2月、3月、4月、5月当月分别实现产量6.86亿吨、3.96亿吨、3.63亿吨和3.68亿吨，分别同比增加10.30%、14.80%、10.70%和10.30%。但4、5月份单月产量稳定在3.6亿吨左右，较3月份产量明显下降，煤炭产量增速回落。

图1：2022年1-5月国内煤炭产量同比持续增长



数据来源：wind、山西证券研究所

图2：主要产煤省份煤炭产量同比增长

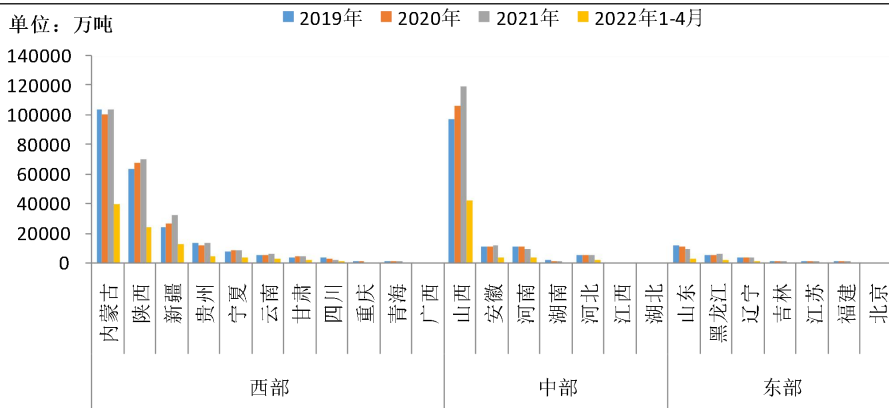


数据来源：wind、山西证券研究所

煤炭增量集中在“三西”和新疆，供给结构性矛盾加剧。分省区看，截止5月底，全国接近70%的产煤省区煤炭累计产量呈现增长态势，其中晋陕蒙新四省煤炭产量增速分别为9.3%、6.1%、17%和27%，四

省区贡献了全国煤炭产量增幅的 94%。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 CCTD 数据，5 月份山西、内蒙古、陕西煤炭月度产量分别为 9789.4 万吨、9607.9 万吨和 5943.2 万吨，同比分别变化 1.97%、25.29%和 2.39%，环比 4 月份分别变化-0.78%、-1.50%和-0.24%。5 月晋陕蒙三省占全国煤炭产量的比重为 72.41%，环比下降 0.41 个百分点。1-5 月份，晋蒙陕煤炭累计产量分别为 4.91 亿吨、4.73 亿吨和 2.94 亿吨，同比变动分别为 6.47%、16.82%和 3.54%。除了晋陕蒙主产区外，新疆和贵州对煤炭产量的增量贡献超过 5%。由于新疆和贵州离东南沿海消费地较远，其产量更多服务区域市场。五大产区之外的地区煤炭产量明显收缩，整体来看当前煤炭供给区域性不平衡持续加剧，对煤炭运输和调配要求较高，在供需紧平衡状态下易造成煤价波动。分区域看，西部地区除川渝外均实现增产，产量增加 5.5%；中部地区除山西、安徽两省外均明显减产，得益于山西增产，产量增加 9%；东部地区全面减产，产量减少 5.6%。

图 3：分区域煤炭产量



数据来源：wind、山西证券研究所

国际能源危机爆发，国际煤炭价格持续增长。本次国际能源危机的实质是主要发达国家在新冠疫情爆发的 2020-2021 年间通过超级宽松的货币政策对市场释放流动性，叠加在“气候危机”意识下，多年来能源开采矿业公司资本支出大幅减少的综合作用。进入到 2022 年俄乌地缘政治危机爆发，以美国为首的北约国家采取对俄罗斯产品尤其是能源出口限制的制裁政策，加剧了国际能源原油、天然气及煤炭的供应短缺，打乱了全球能源产品供应链体系，导致国际能源危机向深度化、长期化趋势发展的可能。

图 4：国际原油、天然气及煤炭价格大幅上涨

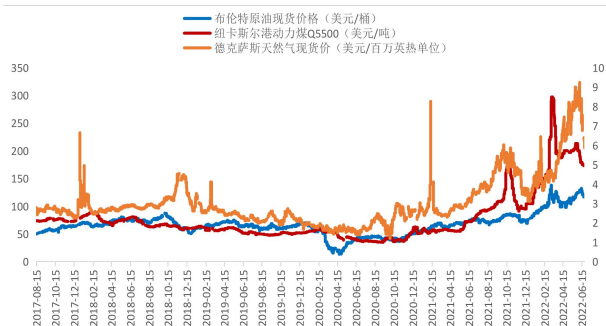
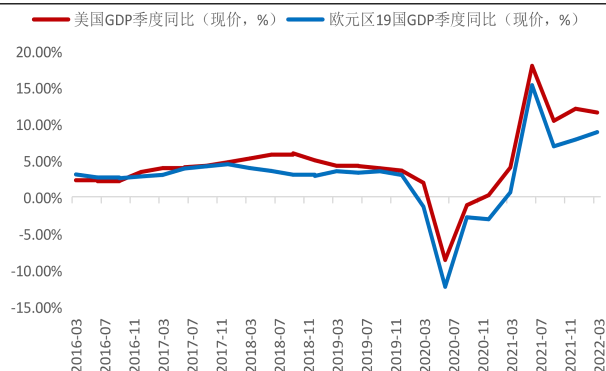


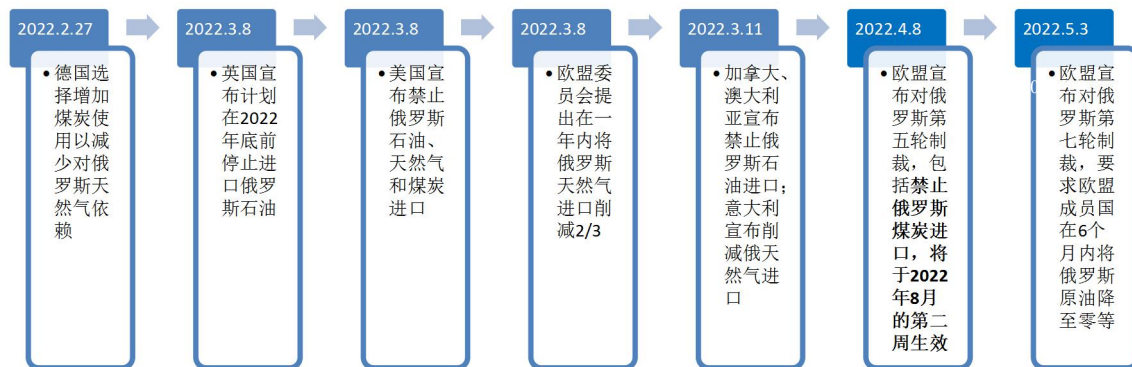
图 5：疫情后主要发达国家经济快速反弹



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

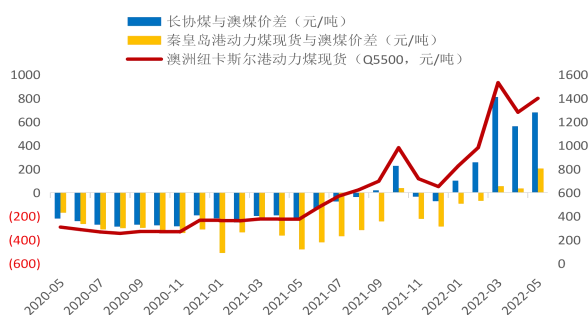
图 6：俄乌地缘政治危机爆发以来，以美国为首的发达国家对俄罗斯能源行业制裁步步加深



数据来源：wind、山西证券研究所

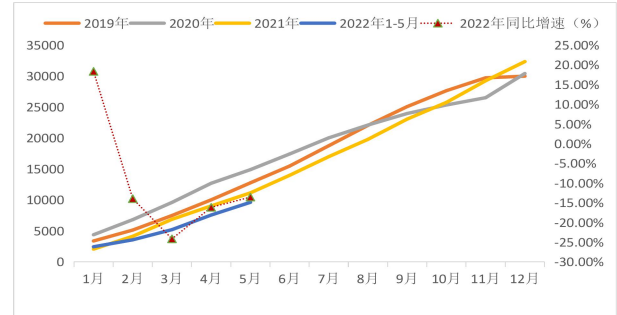
价格倒挂下，国内煤炭进口减量较多。在国际能源价格大涨的背景下，煤炭作为国内能源安全的压舱石作用凸显，国家采用保供稳价两手抓的综合手段，通过大幅提高长协煤占比，将煤价控制在较低的位置上，但同时与国际煤炭价格的价差扩大，进口煤炭的价格倒挂较为严重。虽然我国自5月1日起大幅提升对煤炭进口的优惠政策，取消煤炭进口关税，并一再提升煤炭通关效率，但煤炭进口总量仍延续下降态势。2022年1-5月份，全国累计进口煤炭9595.5万吨，为近6年同期最低水平，同比减少1506万吨，同比下降13.6%。其中5月份煤炭进口量为2055万吨，在去年同期基数低的情况下，同比仍下降2.3%；分国别煤炭进口情况看，由于国际市场煤源偏紧，供需矛盾加剧，在我国的主要进口煤来源国中，一半以上对我国的煤炭出口量呈现同比下降，其中来自南非、哥伦比亚等国的煤炭4月当月的通关量为零，此外来自俄罗斯、美国的煤炭通关量均有较大降幅。

图 7：进口煤价格倒挂，尤其是长协煤与进口煤价差扩大



数据来源：wind、山西证券研究所

图 8：1-5 月份全国煤炭进口 9595 万吨，同比减少 13.6%



数据来源：wind、山西证券研究所

1.1.2 受疫情反复影响，上半年煤炭需求一般

宏观经济表现一般。从终端需求来看，投资增速增速下修，制造业和地产投资有所下降，基建边际改善。1-5月固定资产投资累计增速为6.20%，较上个月减少0.60个百分点，其中制造业、基建和房地产累计增速分别为10.60%、6.70%和-4.00%，分别较上期增速收窄1.60个百分点、走扩0.20个百分点和收窄1.30个百分点；1-5月房地产新开工同比下降30.60%，销售面积同比上年同期下降23.60%。5月份以来，受疫

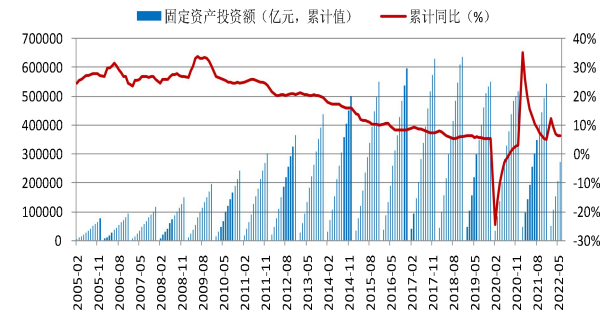
情冲击严重地区复工复产步伐加快，全国物流畅通程度不断提高，重点产业和企业保链稳链有序推进，工业生产结构性恢复和边际改善特征明显。5 月份固定资产投资、工业增加值、出口等同比增速均比上月有所回升，但经济下行压力犹存，对煤炭的消费需求偏弱。

图 9：2022 年上半年疫情超预期反复，超过 2020 年



数据来源：wind、山西证券研究所

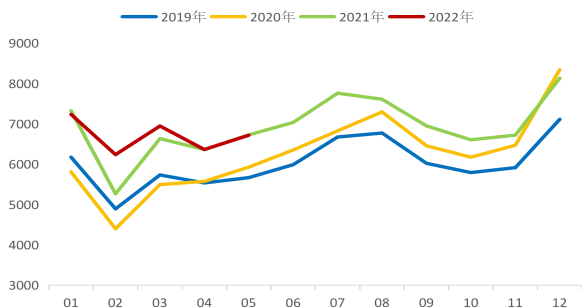
图 10：固定资产投资增速同比下行



数据来源：wind、山西证券研究所

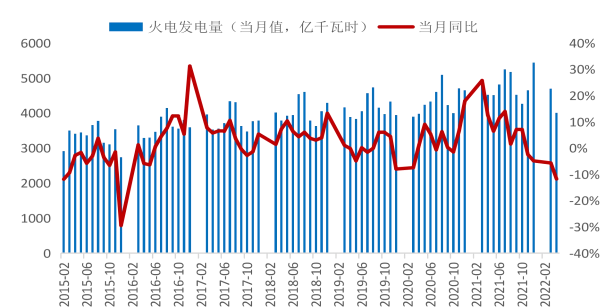
从主要耗煤行业产品产量和运行情况看，受疫情影响，下游产品增速下滑。一是电煤消费量进一步下滑。国内疫情与大范围降雨对工业及居民用电需求形成明显抑制作用，全社会用电量增速持续下降，前 5 个月，全社会用电增速放缓至 2.5%，增速环比下降 0.9 个百分点，同时，我国新能源装机高速增长带动风、光、水等清洁能源出力迅猛增长，使火力发电量增速进一步走弱至-3.5%，至 6 月中旬，电力行业对煤炭的需求依然延续弱势；二是钢铁行业煤炭消费量降幅收窄。前 5 个月生铁、粗钢、焦炭分别下降 5.9%、8.7% 和 0.5%，降幅环比分别收窄 3.5、1.6 和 2.2 个百分点，5 月份以来，钢铁产量环比呈现企稳，并带动钢铁行业煤炭需求增速止跌；三是建材行业受房地产行业低迷、疫情冲击、大范围降雨、成本上涨等多因素影响，旺季不旺，主要产品产量持续大幅下降，截止 5 月末，水泥累计产量同比下降 15.3%，同时，近期水泥熟料线产能利用率仍处于同比偏低水平，建材行业对煤炭需求保持下降态势；四是国际石油、天然气持续攀升，煤化工行业产能利用率在利润的驱动下，延续高位，主要煤化工产品甲醇、粗苯、煤焦油等主要产量继续呈现高速增长，化工煤需求保持快速释放。

图 11：2022 年 1-5 月全社会用电量增速下行



数据来源：wind、山西证券研究所

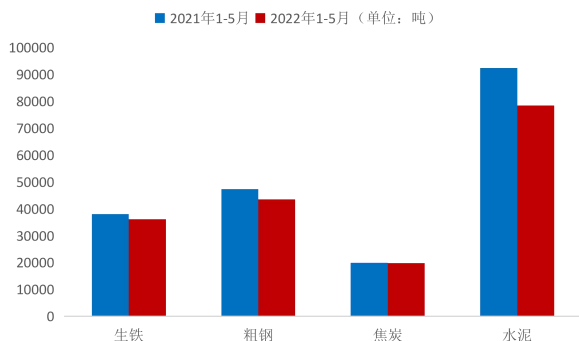
图 12：火电发电量下行，1-5 月同比减少 1.8%



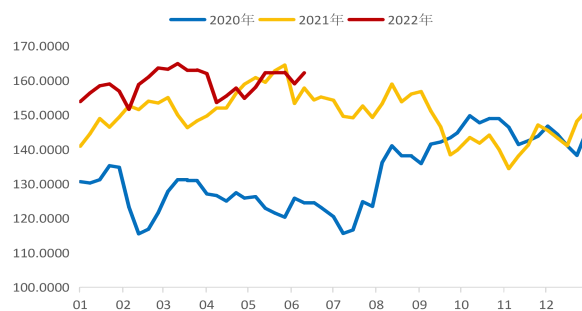
数据来源：wind、山西证券研究所

图 13：1-5 月份生铁、粗钢、焦炭及水泥产量下滑

图 14：煤化工受益于成本优势，产量有所增长



数据来源：wind、山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

1.1.3 煤炭转运效率较高，煤炭库存有所增长

从煤炭的转运效率看，各地区有关部门及企业积极落实货运物流保通保畅工作相关要求，全力提升煤炭物流效率，全国铁路、水路煤炭转运形势延续高效通畅，局部“瓶颈”问题已明显缓解。一是全国铁路煤炭发送量保持增长态势。前5个月，全国铁路煤炭发运量11.2亿吨，同比增长3.7%，其中电煤发送量超过8.6亿吨，同比增长5%。浩吉等多条主要运煤通道煤炭发送量保持快速增长；二是相关部门、港航企业全力保障煤炭等重点物资水路运输稳定畅通，南方江内港口的煤炭转运效率较上月呈现大幅提升，全国主要港口煤炭发运量增速进一步上行。前5个月，全国重点港口煤炭发运完成量同比增长2.9%，增速环比提升1.4个百分点，其中江内重点港口煤炭转运量由降转升。

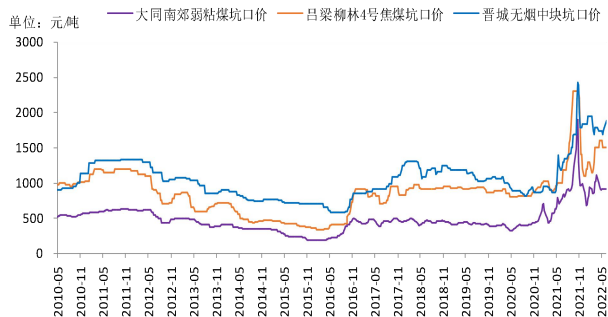
社会存煤水平全面回升。一是5月末，全国煤炭企业库存同比增加418万吨，增长8.2%；二是全国主要港口（煤炭中转、装卸港口共计73个）存煤总量5792万吨（动力煤存煤总量为5184万吨），同比虽仍有下降，但环比增加13%，近期仍保持上涨趋势，从区域结构看，环渤海港口以及华东、江内等港口存煤水平均呈现快速提升；三是电厂存煤水平连创历史同期新高，近期全国统调存煤超过1.6亿吨，同比增加5000万吨以上，存煤可用32天，同比增加10天以上，有力有效的确保了电煤用量安全。

1.2 煤炭价格维持高位，行业效益大幅提升

随着市场各环节价格合理区间的明确，煤炭中长期合同价格与市场贸易价格涨幅均呈现趋弱状态，并逐步向合理区间收敛。5月份国家统计局发布的煤炭开采和洗选业出厂价格同比涨幅较上月回落16.2个百分点，从市场价格表现看，逐步向合理区间回归。一是5500大卡下水动力煤中长期合同1-6月均价为721元/吨。其中6月份价格保持在719元/吨，较年初回落6元/吨，低于中长期交易价格合理区间上限51元/吨；二是截止6月12日，我会监测的大型企业鄂尔多斯5500大卡动力煤车板采购价格指数（OTPI）为712元/吨，环比上月基本持平。

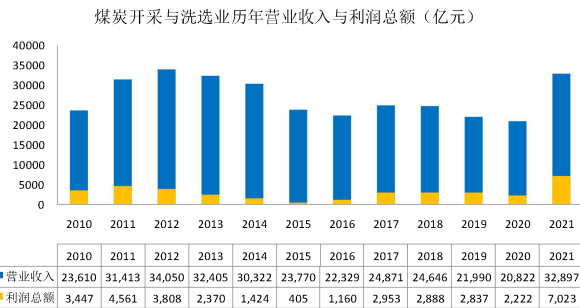
多重政策支持行业经济效益延续向好。今年以来，煤炭行业在多重利好的政策支持下，企业不断加快转型升级、提质增效进程，煤炭产量保持高速增长；行业经营、投资情况均呈现进一步向好态势。一是前5个月煤炭开采和洗选业增加值同比增长12.1%，高于规模以上工业增加值8.8个百分点；二是截止4月末，煤炭开采和洗选业固定资产投资同比上涨46%，其中民间固定资产投资同比上涨67.5%，大幅高于全国固定资产投资增速；三是企业营收及利润双增长。1-4月，全国规模以上煤炭企业营业收入13077.4亿元，同比增长64.1%；应收账款4744.3亿元，同比增长49.8%；规模以上煤炭企业资产负债率62.5%，同比下降4个百分点；利润总额3442.8亿元，同比增长199.3%。但现阶段，企业间发展不均衡的问题仍然存在，截止4月末，规模以上企业中仍有超过1/4的企业处于亏损状态。

图15：截止6月10日，代表煤种大同弱粘煤、吕梁4号焦煤及晋城无烟中块煤分别上涨18.95%、50%和57.98%



数据来源：wind、山西证券研究所

图16：2021年规上煤炭企业营业收入和利润总额分别同比增长58%和216%，超过黄金十年时期表现



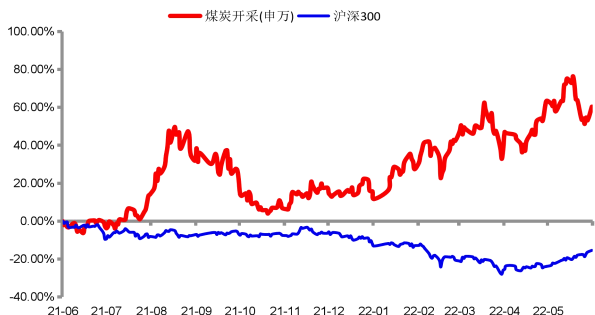
数据来源：wind、山西证券研究所

1.3 煤炭板块股票创阶段新高

截至2022年6月27日，申万行业分类煤炭开采指数今年以来累计上涨38.67%，跑赢沪深300指数60个百分点，位于行业板块第一位，表现十分可观。个股方面，山煤国际、兰花科创和晋控煤业等涨幅居前，而电投能源、永泰能源涨幅为负。

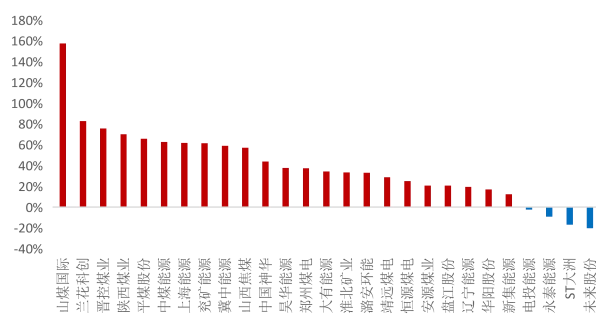
从煤炭行业指数表现来看，煤炭板块行情表现与煤炭价格呈现正相关关系，我们将煤炭开采指数与动力煤市场价进行比较来看，2022年煤炭价格波动较大，但整体远高于行业盈亏线，煤炭板块震荡走高，并于2022年6月14日创出2011年以来新高。

图17：2022年上半年疫情超预期反复，超过2020年



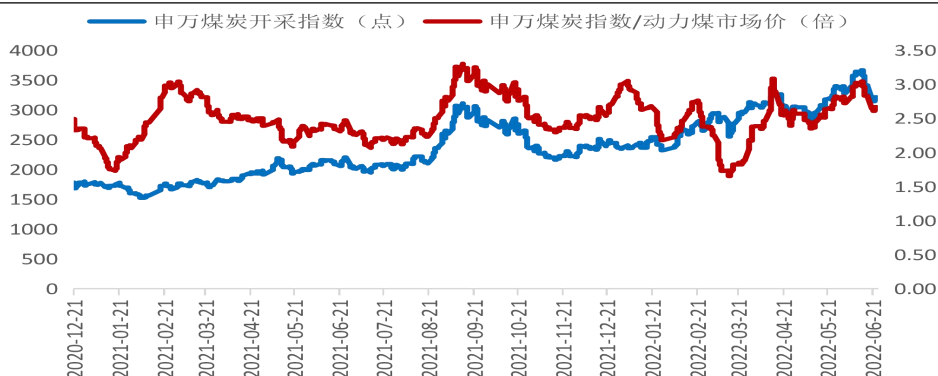
数据来源：wind、山西证券研究所

图18：固定资产投资



数据来源：wind、山西证券研究所

图 19：细分板块指数表现



数据来源：wind、山西证券研究所

2. 下半年行情展望

2.1 稳经济政策发力，煤炭需求有望复苏

下半年稳经济政策效果预计显现。从宏观经济看，我国将进一步高效统筹疫情防控和经济社会发展，《扎实稳住经济的一揽子政策措施》将快速推动政策在财政、货币金融、稳投资促消费、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定和保基本民生等方面落地见效。当前，我国经济已呈现恢复势头，出口、投资均呈现大幅回升，同时制造业景气指数已呈现向好态势，工业制造业供需两端复苏将有所加快，将带动能源的需求企稳回升。6月25日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院和中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的中国宏观经济论坛（CMF）发布了上半年中国宏观经济分析与预测报告。报告预测，基准情景下，上半年中国实际GDP增速为2.7%；下半年，随着疫情因素的极大缓和，在宏观政策全面发力和市场主体修复调整的共同作用下，受抑制的消费和投资需求将得到充分释放，产业链供应链得到有效恢复，中国经济将实现强劲反弹，下半年实际GDP增速有望达到6.4%。

表 1：稳增长稳经济政策密集出台

时间	会议/文件	经济稳增长主要内容
5月27日	全国稳住经济大盘电视电话会议	要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性， 努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。
5月6日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于发布以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，意见明确了以县城为重要载体的城镇化建设的发展目标和具体任务。
4月29日	中央政治局会议	全面加强基础设施建设，促进房地产市场平稳健康发展，努力实现全年经济社会发展预期目标。 全力扩大国内需求，发挥有效投资关键作用。强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设等。
4月26日	中央财经委会议	全面加强基础设施建设，明确构建现代化基础设施体系。 会议强调基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。

数据来源：公开信息整理，山西证券研究所

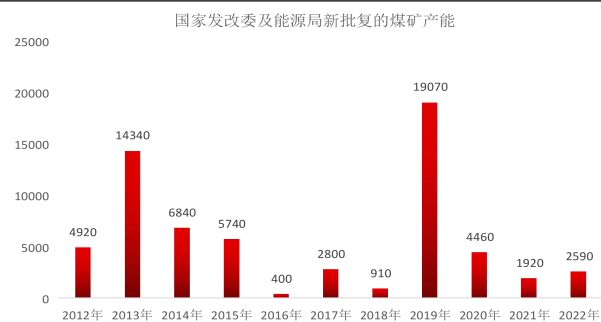
从主要耗煤行业看，煤炭消费量将有所恢复，总量或将止跌企稳。一是电煤消费量企稳回升。据气象

部门预测，今年夏季，我国中东部地区气温偏高，城乡居民生活用电量增速将恢复高位，同时各地复产复工加快推进，7、8月份工业订单集中赶工的概率较大，工业和制造业用电量将显著提升，随着电力消费逐步进入旺季，预计迎峰度夏期间电煤需求将呈现恢复性增长；二是钢铁、建材耗煤量保持低位运行。房地产行业整体依然低迷，加上近期南方持续强降雨，基础建设对钢铁和建材行业的拉动作用或将有限，钢铁、建材行业煤炭需求总体仍将呈现下降态势，不过近期土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数均在上月较高基数水平上继续上行，将带动相关行业企业经营活力有所好转，钢铁和建材行业煤炭消费降幅有望进一步收窄；三是化工耗煤量延续快速上涨。国际油价持续处于高位，利好煤化工行业的环境仍将延续，产能利用率高位运行将继续支撑化工煤需求的快速增长。

2.2 下半年国内产量新增空间有限

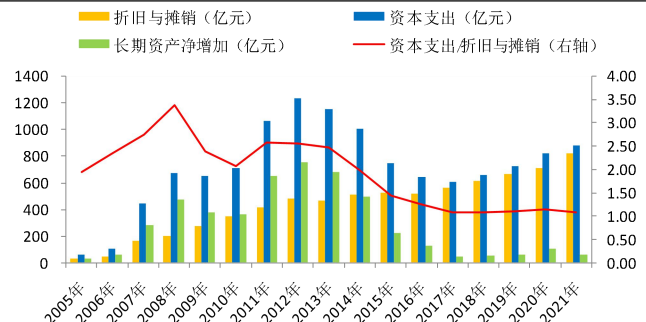
国内煤炭产量新增来源主要有三个：一是新批复矿井；二是产能核增；三是在产矿井技改提升产能。**新建矿是增加供应的最主要形式。**虽然相关部门提出新增3亿吨煤炭产能的规划，但新矿从建设到投产基本为3年左右，短期无法供应更多产量。且2020年以来更多批复产能位于新疆，新疆煤炭大多就地消化，对内地煤炭供需影响不大。**核增产能增量有限，且同样需要时间。**核增产能是增加供应的一种辅助形式，一般是指对之前已生产但证照不全的产能进行核增，可立刻释放产量；也可对原有矿进行改扩建或技改，但释放产量仍需要一定时间。2021年四季度的保供基本以第一种方式为主，合计增加产能约2.2亿吨，但在当前煤炭价格及盈利能力下，此类核增基本已是最大限度的挖潜，后续继续核增将以第二种方式为主，但短时间内难以释放。2022年3月初发改委提出的全国增加产能3亿吨，其中1.5亿吨技改即属于此种方式，投产时间尚不确定。另外，**2022年安监趋严，临时性产能或受制约。**2022年安全事故仍有发生，习总书记对全年安全生产做出重要指示，下半年将召开20大，预计矿山安全生产监管将从严，超产行为或将受到抑制，对临时性产能的释放形成制约。

图 20：新批复的煤矿不多



数据来源：wind、山西证券研究所

图 21：2021 年煤炭企业资本开支仍然不足



数据来源：wind、山西证券研究所

2.3 进口煤预计仍将维持低位

2.3.1 受供应端抑制，加息或对国际能源价格作用有限

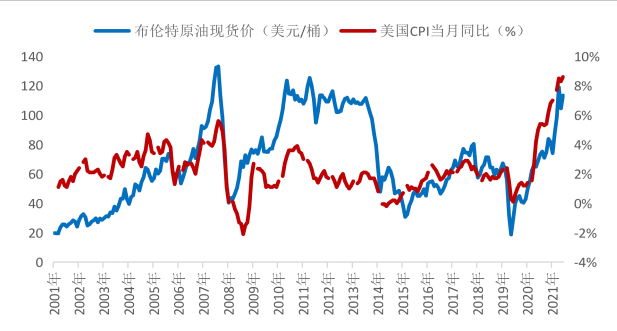
历史上美国通货膨胀与原油价格都密切相关，原油价格上涨到高位，美国通货膨胀走高引发加息，市场经济下滑，需求减少，从而引发国际原油价格下跌。但从下图来看，历史上在加息周期开始时，原油的价格大部分阶段还是上涨的，这是因为加息前期经济仍维持增长。同时，本轮加息周期背景是在俄乌地缘政治危机爆发，国际原油在供应端存在极大的不确定性，从历史上来看，与 2011 年叙利亚战争期间类似，我们认为即使加息引发美国经济有所衰退，但在供应端下行的背景下预计原油价格下跌幅度不大，并在较长时间内维持相对高位。

图 22：历次美元加息周期中，原油价格维持高位



数据来源：wind、山西证券研究所

图 23：布伦特原油价格高位波动，煤油比提高



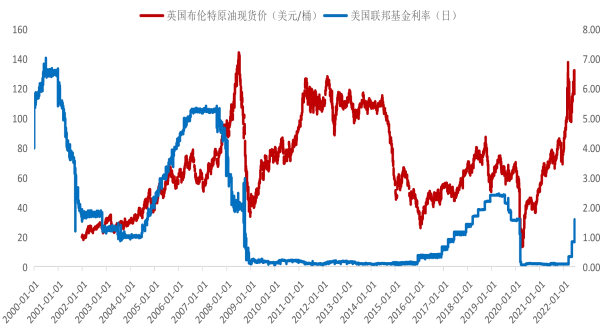
数据来源：wind、山西证券研究所

2.3.2 煤炭在能源危机下的替代作用凸显

在俄乌地缘政治危机持续的背景下，国际能源市场错综复杂的局面暂无明显改善迹象，根据双方博弈态势来看，俄乌战争即使有所缓解，西方国家对俄罗斯的制裁也难以在短期内结束，国际能源形式面临供应端缺口和供应链重整（如俄罗斯能源运输路线的变动等）的双重困境。战争之前，天然气发电为欧盟最主要的发电方式，无论制裁还是反制裁都将会给燃气发电带来缺口。同时考虑到部分禁运俄国石油的边际影响，可以预见电力缺口将会持续扩大，主要欧盟国家如德国、荷兰等都将重启燃煤电厂作为后期尤其是冬季电力供应的补充手段。欧盟在前几年的低碳发展模式下，煤炭产能关闭殆尽，在考虑到 8 月起对俄煤炭全部禁运、石油部分禁运前提下，预计 2022 年欧盟煤炭缺口约为 12730-13923 万吨；2023 年约为 13686-18208 万吨。欧盟的煤炭缺口需要从国际市场上补充，预计国际煤炭市场供需矛盾仍将持续，国际煤价回落空间有限，我国煤炭进口的比价优势较弱，从而导致我国煤炭进口量仍将维持低位。

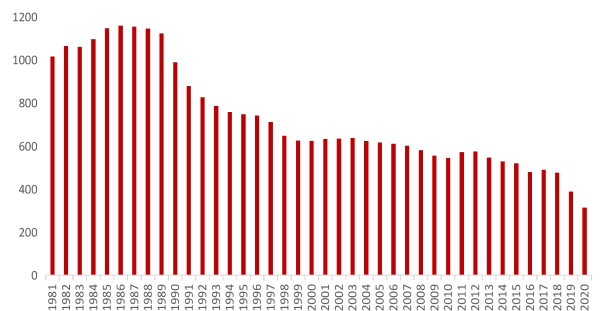
图 24：历史美元加息过程中，原油价格仍然上涨

图 25：本轮通胀受供应端影响预计韧性较强



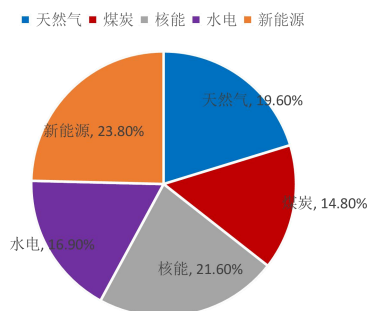
数据来源：wind、山西证券研究所

图 26：欧盟煤炭产量自 20 世纪以来持续下行



数据来源：wind、山西证券研究所

图 27：在制裁俄气背景下，欧洲煤电占比有望进一步提高



数据来源：wind、山西证券研究所

3 能源危机叠加双碳目标下的煤炭行业再认识

3.1 能源危机重塑煤炭行业地位

2021 年由于经济复苏能源消费增加，叠加国际化石能源长期资本支出不足导致的产能短缺显现，同时新能源波动较大，占比仍低，保障能力不足，叠加国际地缘政治危机的多发，造成国际能源危机爆发，2021 年国内发生了久违的限电危机，凸显了煤炭在我国能源结构的压舱石作用和主体地位。在这种背景下，中央经济工作会议明确提出要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，做好传统能源与新能源的优化组合，煤炭行业长期被忽视的倾向被纠偏。同时，在全球化逆行，国际能源局势日益复杂化的大趋势下，煤炭行业保障国家能源安全的资源价值将进一步显现。在长协煤价机制保障下，煤炭行业的经济效益也将得到保证。

图 28：碳达峰前煤炭仍是我国能源结构中的主体能源

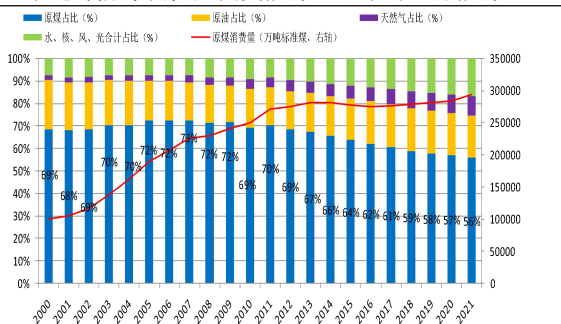
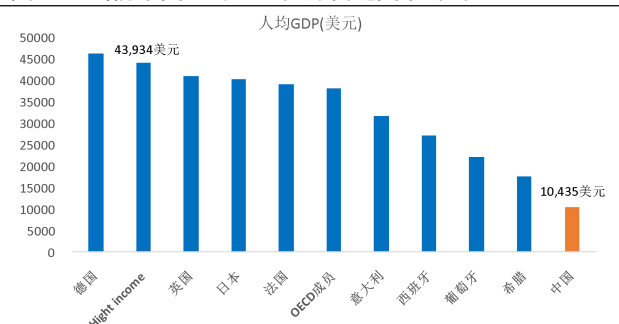


图 29：当前中国人均 GDP 仅为发达国家的约 1/4



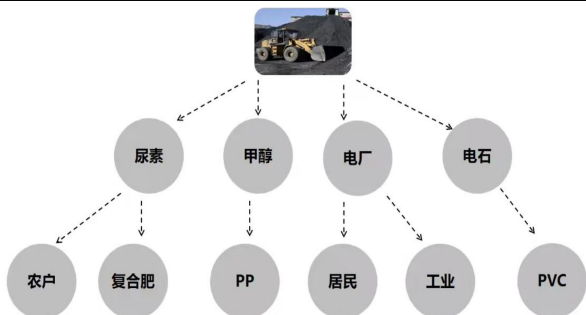
数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

3.2 双碳目标下煤炭价格预计上有顶下有底

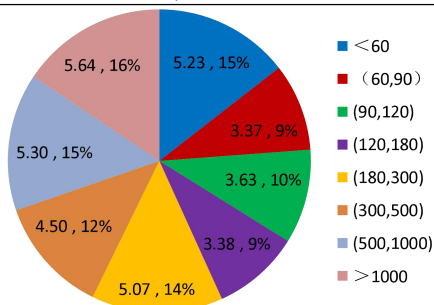
我国提出 2060 年之前实现碳中和，2030 年实现碳达峰。也就是说，由于经济发展阶段不同，我国目前能源消费总量仍有一定发展空间，能源总量需求的刚性及新能源替代的客观发展速度限制，将使煤炭主体能源地位在较长时期内都难以被取代。虽然在能源危机背景下，煤炭先进产能的释放加快，但由于我国煤炭现有产能结构的问题存在，如中小煤矿产能 5 亿吨左右，占比 15%；同时，高瓦斯及瓦斯突出矿井占比合计 33%等，预计未来在能源危机缓解后，煤炭产能的供给侧改革仍有较大的空间。同时，太低的煤炭价格对我国能源转型也不利，预计未来煤炭价格将维持上有顶下有底的状态，才能做好传统能源与新能源的优化组合。行业集中度提高和国企占比的提高，也使得国家对煤炭行业的调控能力增强。

图 30：在原油价格高位下，煤炭的原料属性逐步强化



数据来源：wind、山西证券研究所

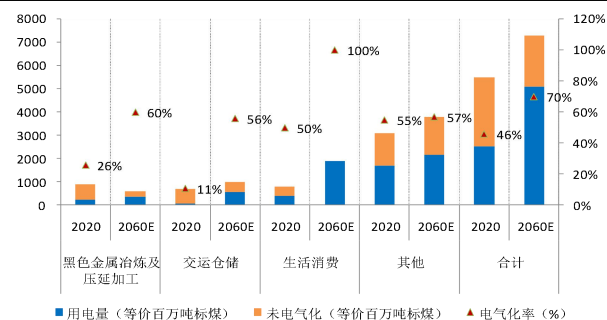
图 32：我国煤炭产能结构，60 万吨/年以下占比 15%



数据来源：wind、山西证券研究所

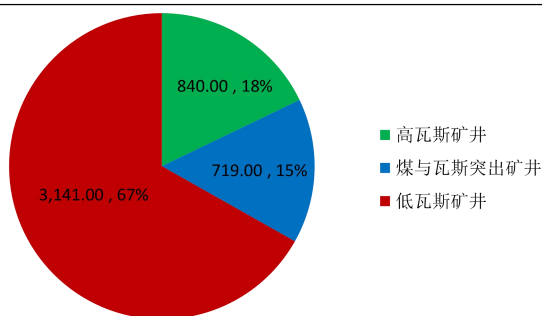
预计碳达峰及之后的平台期，煤炭高景气度均将延续。根据煤炭下游各行业减碳路径测算，我们认为 2025 年年煤炭需求可能达到峰值，大约 41.4 亿吨，而到 2030 年碳达峰时，煤炭需求约 39.3 亿吨，煤炭整体呈现紧平衡状态。而 2025-2030 直至 2035 年，一方面中小产能由于资源枯竭或将主动退出，而高瓦斯、突出矿井等因为安全原因或将被主动退出产能，煤炭供需由供给侧决定，仍将维持紧平衡。其中，炼焦煤由于进口来源变化，导致国内供需结构变化，叠加国内钢铁行业减碳成本及技术偏高，预计呈现较强的韧性。

图 31：主要行业领域电气化率及未来提升预期



数据来源：wind、山西证券研究所

图 33：高瓦斯及突出矿井合计占比超过 33%



数据来源：wind、山西证券研究所

表 2：碳达峰及平台期煤炭供需平衡表测算

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E
动力煤	电力行业耗煤	20.5	20.9	22.5	23.2
	增速 (%)	4.00%	1.70%	8.10%	3.20%
	化工行业耗煤	1.9	2.0	2.2	2.4
	增速 (%)	11.20%	2.50%	10.70%	8.20%
	建材行业耗煤	3.0	3.2	3.1	3.2
	增速 (%)	7.00%	6.60%	-2.80%	3.00%
	供热耗煤	2.8	2.9	3.2	3.4
	增速 (%)	6.20%	2.80%	12.10%	7.00%
	其他行业耗煤	5.1	5.0	5.6	5.5
	增速 (%)	3.00%	-1.96%	12.00%	-1.79%
	冶金行业耗煤	7.1	7.3	7.2	7.4
	增速 (%)	5.00%	2.82%	-1.37%	2.67%
	其中：动力煤	1.6	1.7	1.7	1.7
炼焦煤	炼焦煤	5.5	5.6	5.5	5.7
	增速 (%)	7.00%	2.00%	-2.20%	3.50%
煤炭需求合计		40.4	41.3	43.8	45.1
增速 (%)		4.30%	2.23%	6.05%	2.99%
动力煤供给	产量	37.5	38.4	40.7	42.2
	增速 (%)	5.60%	2.60%	5.90%	3.80%
	净进口量	2.9	3.0	3.2	2.5
	进口增速 (%)	6.30%	2.40%	6.60%	-23.00%
煤炭供给合计		40.4	41.4	43.9	44.7
增速 (%)		5.70%	2.48%	6.04%	1.85%
供需缺口					0.4

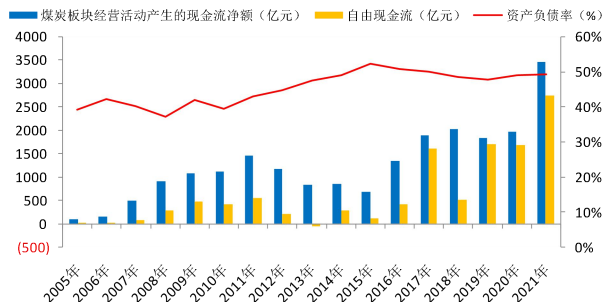
资料来源：国家统计局，Wind，煤炭工业协会，山西证券研究所

3.3 高景气度下，煤炭企业转型布局渐入佳境

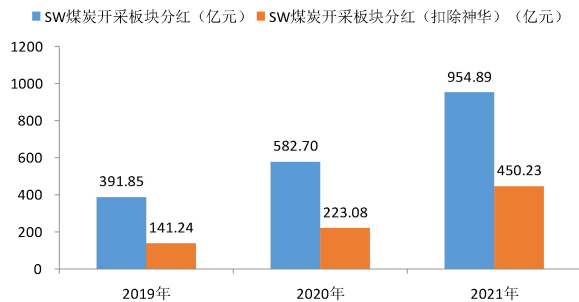
2020 年以来，煤炭价格明显上涨，煤炭企业业绩大幅提高，尤其是煤炭板块上市公司的营业现金流和自由现金流均大幅改善，2021 年煤炭板块合计经营现金流净额和自由现金流分别同比增加 75%和 63%，负债率 49.3%，同时上市公司通过高分红改善了集团公司财务状况，煤炭行业迎来高景气周期。与此同时，在碳中和背景下，未来传统能源企业的转型成为共识，目前大多数煤炭集团均有明确的转型规划，而当前的高景气度为煤炭企业转型提供了资金和时间的准备。

图 34：2021 年煤炭板块经营现金流净额和自由现金流分别同比增加 75%和 63%，负债率 49.3%

图 35：近三年，煤炭板块上市公司分红持续提升



数据来源：wind、山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

4. 投资策略

4.1 短期看存量煤炭资产的价值重估

未来在煤炭供给紧张的情况下，煤炭价格预计保持高位运行（沿发改委限价上限运行），煤炭上市公司业绩将表现为盈利高位且稳定，根据对 2022 年业绩预测及 2022 年半年报预披露业绩年化，众多公司估值仅为 4-6 倍，安全边际高。而炼焦煤仍具有明显周期属性，涨价仍是最强催化剂，看好复工及稳增长抬升需求，拉动炼焦煤价格一路上行。煤价高位下，存量煤炭资产的价值将被重估，如中国神华、中煤能源、陕西煤业、电投能源、晋控煤业、山西焦煤、潞安环能等存量优质产能大的企业将持续受益。

另外，随着煤炭业绩持续，上市公司现金分红能力突出。煤炭上市公司资本支出持续低位，资产负债率不高，为分红派息创造了条件。高分红致使公司股息率高企，众多公司股息率达 5% 以上，煤炭板块上市公司价值投资属性凸显。

4.2 中长期看转型方向和转型发展

寻找在煤炭领域内，有改革意愿和转型布局的进取型企业。这一次景气周期无论持续时间多长，未来随着碳达峰、碳中和时代的来临，煤炭业务预计不能撑起当前各大煤炭集团世界五百强的地位，因此转型是煤炭集团的必由之路，部分煤炭企业经顶层设计，已开展转型产业布局，并取得一定进展。当前煤炭企业转型主要集中在两个方向：新能源和新材料。根据各公司公告，可重点关注以下几个标的。

华阳股份：公司依托无烟煤行业高景气度及材料特性，布局钠离子电池负极材料及光伏面板、飞轮储能等新能源产业链。根据公开信息，公司控股股东华阳集团 6 月 12 日召开“钠离子电池千亿级产业规划会”，向新能源转型的布局逐步走向实处。**电投能源、兖矿能源**等公司根据所处地域的资源禀赋向光伏、风电等新能源转型。

5.风险提示

经济超预期下行风险。世界主要国家通胀压力高企，为应对通胀压力各国纷纷采取加息措施，加之新冠肺炎疫情以及乌克兰危机等，我国面临的外围风险挑战增多，经济发展压力依然存在。

国际能源价格不及预期风险。我们预期国际能源危机将在一定时期内延续，主要是俄乌地缘政治危机对全球能源供应及运输的打乱，若俄乌快速达成协议，国际能源价格可能超预期下行。

国内可再生能源超预期发力风险。当前化石能源价格高位，对电力及下游用能企业造成了一定的压力，国家有动力发展新能源及可再生能源，但受制于储能发展及新能源的成本降低仍需时间，若国家采取政策提高新能源及储能带来的成本压力的容忍度，则可能对煤炭需求造成较大的冲击。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

