



Research and
Development Center

煤炭年度策略：煤炭开启价值重估之路

煤炭开采

2022年12月11日

证券研究报告

行业研究

行业深度

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

煤炭年度策略：煤炭开启价值重估之路

2022年12月11日

本期内容提要：

◆ **2022年煤炭行业主要特点：**一是俄乌冲突重塑全球能源市场格局，能源安全独立问题凸显，能源转型最为激进的欧洲重返煤电并参与全球抢煤，助推全球煤炭能源价格高涨；二是我国能源政策导向更加重视能源安全，基于“富煤、贫油、少气”的资源禀赋国情，再次明确了“以煤为主”的能源结构；三是欧洲等国抢购叠加国内限价导致境内外煤炭市场价格总体倒挂，我国煤炭进口量近年来首次下降，进一步加剧国内煤炭供给紧张局面；四是强力推动电煤中长协保供，首度同步明确“港口+坑口”中长协和现货价格合理区间，在优先保障电煤供应充足的同时导致非电煤供给收缩，市场现货资源持续偏紧；五是去年下半年以来持续满负荷、超强度增产保供，矿井生产接续持续紧张，进而带来安全生产事故较往年同期大幅增长，高强度状态难以为继；六是煤炭行业资本开支回升，长期资本开支不足局面有所改善，但总体规模尤其是矿建投资规模仍较小。

◆ **供给端：**2022年1-10月，统计口径的全国规模以上企业煤炭产量36.85亿吨，相比去年同期增长10%，约3.5亿吨。但需关注的是，当前煤炭产量增加主要来源于生产煤矿的产能核增，存在大量表外产能转入表内，实际煤炭产量的边际增量有限，而且晋陕蒙新贡献增量的91%，供需区域结构错配和铁路运力制约矛盾凸显。展望明年，我们认为国际煤炭市场在俄罗斯煤炭禁售、欧洲重启煤电、东南亚快速发展、中国经济企稳复苏等背景下将进一步趋紧，挖潜、复工复产、核准新建等短期政策工具手段已基本用尽，过高的产能利用率也难以持续，预计统计口径产量增长将大幅放缓甚至不排除实际产量出现负增长。至“十四五”末，前期投资严重不足、新建煤矿严重滞后的问题将越加凸显。我们认为，当前产能周期下的有效供需不足问题依然是导致供需偏紧的主要因素，煤炭供给的核心矛盾转移至新增接续产能不足，即在建矿井产能储备少和整装待开发资源少，也决定着中短期内难以集中大幅新增产量。

◆ **需求端：**2022年1-10月，受宏观经济疲软影响，我国商品煤消费量35.7亿吨，同比增加0.6%。需要关注的是，西部地区的火电发电量与耗煤量保持高速增长态势且涨幅高于沿海省份，供需错配下结构性缺煤矛盾依旧存在。我们预计，**动力煤方面**，我国经济步入高质量发展阶段，随着我国居民生活水平的稳步提升与产业升级持续进行，“十四五”时期能源消费弹性和电力消费弹性有望保持刚性，叠加煤电建设项目加速推进，动力煤消费将继续保持增长态势。**炼焦煤方面**，由于基建、制造业对冲和钢铁行业短流程、废钢比的下降，房地产下行对于焦煤需求量的消极影响被大大削弱，而且在系列托底房地产与经济稳增长政策实施下，煤炭尤其是优质焦煤作为稀缺性资源，需求有望触底反弹，具有较高弹性。

◆ **价格端：**2021年以来，在全球经济疲弱尤其是中国经济低迷不振背景下，国内外煤炭价格大幅上涨并保持高位运行，今年价格中枢较2021年均价再度提升，如秦皇岛山西产动力末煤平仓价和京唐港山西主焦煤含税库提价的年内均价分别较2021年均价上涨46%、13%，在需求较差背景下的价格上行再次强有力地验证了我们最早提出的供给产能周期驱动的能源大通胀逻辑。值得关注的是，动力煤在今年3-6月下游需求较差、水电出力较好、原煤产量持续释放情况下的现货价仍高于去年同期水平，炼焦煤在今年地产严重下行、下游钢铁价格大幅回调情形下仍维持高位，海外煤价在俄乌冲突发生前也已出现较大幅度上涨。展望明年，基于我们对本轮供给产能周期驱动能源大通胀的底层判断，以及煤炭供需基本面持续偏紧的分析，我们认为煤炭价格最终仍将取决于供需基本面，且考虑到国内煤炭

中长协价格也已出现小幅抬升，我们预计明年煤炭现货市场将进一步趋紧，煤炭价格有望继续保持高位运行，价格中枢大概率进一步提升。

- ◆ **受益政策红利，煤炭企业即将开启价值重估之路。**从宏观政策看，国家能源政策导向由“十三五”时期调整能源结构为主要变为当前及“十四五”时期能源安全为主要，同时再次明确立足“以煤为主”国情，把加强煤炭清洁高效利用作为实现双碳目标的重要途径，强有力地回应了前期市场错误理解的煤炭将被完全替代的逻辑。且在缺电背景下，近期政策已经开始驱动新一轮煤电加快建设（煤炭最大下游），同时电力市场化加速推进，煤电矛盾有望纾解，煤价上涨也有望向下逐步传导。**从行业趋势看**，当前仍处在新一轮产能周期驱动的能源短缺初期，“十四五”乃至“十五五”初期煤炭供给侧受制于前期产能投资不足、新建煤矿严重滞后、产能建设周期超长等因素或将长期短缺，行业将处于供需趋紧的高景气上行周期。**从内在价值看**，近年来由于矿业权出让制度改革和煤价大幅上涨，以及建矿标准提高与建矿投资加大，导致重新获得既有煤炭资源和煤矿产能的成本大幅提高，若再考虑重建煤矿较长的投资期和资金时间价值，煤企现有的账面资产已难以合理反映其内在价值；**从市场价值看**，当前煤炭行业业绩持续高增而估值较低，甚至在 2022 年进一步压缩，充分反映了强现实和弱预期组合，加之煤炭公司普遍“现金牛”+“高分红”属性，这是板块较高安全边际的决定因素，展望明年行业盈利水平有望继续维持乃至进一步提升，未来估值修复空间较大。**我们认为，煤炭在能源政策导向调整与电力市场化加速推进背景下，叠加新一轮煤矿产能周期，供需将长期趋紧，高盈利、高现金、高分红、可持续的优质资产内在价值有望被逐步发现，市场价值也将最终向着内在价值逐步回归，煤炭已走向价值重估之路。**
- ◆ **投资评级：**我们认为，当前仍处于全球新一轮由产能周期为根本、货币超发为助推的能源大通胀初期，全球煤、油、气资源供给短缺问题在今后三年甚至更长时间周期维度或将趋于严峻。反观国内，煤炭供给结构性、区域性问题的仍较凸显，需求弹性依旧，供给弹性不足，煤炭供需偏紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”初期。与此同时，煤炭板块估值仍处于近 10 年来的历史底部，再考虑高业绩、高现金、高分红属性，叠加高景气、长周期、高壁垒特征，以及煤炭国央企在深化中国特色估值体系改革下带来的资产价值重估机遇，煤炭板块有望迎来一轮持续地业绩与估值双升历史性行情，煤炭已然走在了价值重估之路上。综合以上，我们继续全面看多煤炭板块，继续建议关注煤炭的历史性配置机遇。自下而上重点关注：一是内生外延增长空间大的兖矿能源、陕西煤业、广汇能源等；二是资产重估提升空间大的煤炭国央企中国神华、中煤能源等；三是全球资源特殊稀缺的优质炼焦公司平煤股份、山西焦煤、盘江股份、淮北矿业等。此外，建议关注受益煤矿开发建设、智能化改造和煤炭清洁高效利用的天地科技等。
- ◆ **风险因素：**全球经济严重衰退，宏观经济大幅失速下行；煤炭增产保供政策带来的短期波动；房地产继续严重下行及钢铁工业高质量发展进程严重滞后；重点公司发生煤矿安全生产事故，成本费用过快上涨，计提大额资产减值等。

目录

一、2022年以来煤炭行业回顾及主要特点	7
1. 2022年以来煤炭行业回顾	7
2. 2022年煤炭行业的主要特点	13
二、2023年煤炭行业展望	21
1. 政策端：党的二十大再次明确指出双碳工作必须守住能源安全底线	21
2. 供给端：增产保供政策工具已基本用尽，供给核心矛盾转移至新建矿井不足	22
3. 需求端：经济底部叠加稳增长，煤炭需求底部向上	26
4. 价格端：国内外煤炭价格有望保持高位运行，价格中枢或将进一步抬升	29
三、煤企开启价值重估之路	33
1. 受益政策红利，煤炭国央企有望迎来价值重估	33
2. 煤炭企业既有资产的真实价值已远高于账面价值，有必要进行资产重估	34
3. 煤炭企业集中度高，其高分红+“现金牛”属性有利于资产估值修复抬升	36
四、投资策略	37
1. 内生外延增长空间大的动力煤公司	37
2. 资产重估提升空间大的煤炭国央企公司	38
3. 全球资源特殊稀缺的优质炼焦公司	38
4. 受益煤矿开发建设、智能化改造和煤炭清洁高效利用的标的公司	39
五、供需平衡表	41
风险因素	42

表目录

表 1: 2022年1-10月晋陕蒙新原煤产量、占比与增量(万吨、%)	7
表 2: 2022年欧洲各国重返煤炭政策	14
表 3: 重点上市公司在煤炭开采行业的投资也呈下滑趋势(亿元)	21
表 4: 《“十四五”现代能源体系规划》优先强调保障安全	22
表 5: 2022年以来山西省保供政策一览	22
表 6: 疆煤外运运费估算表(千米,元/吨)	24
表 7: IEA预测的全世界2024年煤炭产量(百万吨)	25
表 8: 不同需求情形下推演2022年粗钢产量	29
表 9: 电钢比与转炉废钢比下降对2022年焦煤需求量的影响(万吨)	29
表 10: “十四五”能源规划主要变化——强调煤炭兜底保障的主体能源地位	33
表 11: 山西省采矿权基准价变动(元/吨)	35
表 12: 主要煤炭企业过去三年分红率情况	37
表 13: 重点上市公司估值表	40
表 14: 2022-2025煤炭供需平衡表(亿吨)	41

图目录

图 1: 近两年原煤产量快速增加	7
图 2: 2022年1-10月当月原煤产量均同比增加	7
图 3: 2020-2022M10我国当月煤炭进口量	8
图 4: 2020-2022M10我国煤炭主要进口来源(万吨)	8
图 5: 2020-2022年沿海八省区电厂可用天数(天)	8
图 6: 2016-2022M12我国炼焦煤库存情况(万吨)	8
图 7: 2014-2022年10月我国商品煤消费量与增速(亿吨、%)	8
图 8: 我国铁路煤炭发运量与煤炭产量增速对比(%)	9
图 9: 东部沿海地区火发电量占比	9
图 10: 西部地区火发电量占比	9
图 11: 2021年以来国内动力煤价格走势(元/吨)	10
图 12: 2021年以来国内炼焦煤价格走势(元/吨)	11
图 13: 2021年以来欧洲三港、纽港、南非港口煤炭价格指数变化(美元/吨)	11

图 14: 澳大利亚海角港峰景矿优质炼焦煤价格变化走势 (美元/吨)	12
图 15: 主要动力煤企业归母净利润同比增长率 (%)	12
图 16: 主要炼焦煤开采企业归母净利润同比增长率 (%)	12
图 17: 2022 年以来申万一级煤炭板块涨幅 (总市值加权平均, %)	13
图 18: 2022 年以来申万煤炭对比沪深 300 超额收益 (总市值加权平均, %)	13
图 19: 煤炭 (申万) 指数 PE-Band	13
图 20: 煤炭 (申万) 指数 PB-Band	13
图 21: 2020 年-2022 年 8 月欧洲煤炭净发电量 (TWh)	14
图 22: 2022 年 1-8 月欧洲发电量结构同比 (TWh)	14
图 23: 2012 年-2021 欧洲煤炭产量变化图 (百万吨)	15
图 24: 2012 年-2021 年欧洲煤炭进口量变化图 (百万吨)	15
图 25: 2020-2022M9 理查德/鹿特丹海运价格 (美元/吨)	15
图 26: 2020-2022M9 昆士兰/鹿特丹海运价格 (美元/吨)	15
图 27: 我国主要矿产能源对外依存度 (%)	16
图 28: 2019-2022M10 国内外动力煤价差 (元/吨)	16
图 29: 2022 前三季度动力煤进口量 (万吨, 元/吨)	16
图 30: 2022 年国内外主焦煤煤价差 (元/吨)	17
图 31: 2022 年炼焦煤进口量 (万吨, 元/吨)	17
图 32: 2012-2022M10 我国煤炭进口量变化 (亿吨, %)	17
图 33: 2012-2022M9 分煤种进口量 (%)	17
图 34: 铁路煤炭发运量占铁路货物发运量比重情况 (%)	18
图 35: 铁路电煤发运量占铁路煤炭发运量的比重情况 (%)	18
图 36: 2020-2022 年晋陕蒙三省煤炭产能利用率 (%)	18
图 37: 全国煤炭日产量变化图 (万吨)	18
图 38: 大型煤炭企业回采工作面月均单产 (万吨)	19
图 39: 大型煤炭企业掘进工作面月均单进 (米)	19
图 40: 2016-2022 煤矿安全事故数及死亡人数 (个, 人)	20
图 41: 年内煤矿安全事故主体类型占比 (%)	20
图 42: 我国煤炭采选业固定资产投资变化 (亿元, %)	20
图 43: 新建煤矿吨煤固定资产投资变化 (元/吨, 以陕西为例)	21
图 44: 2019-2022 年 10 月分地区新核准煤矿产能情况	23
图 45: 2019-2022 年 10 月分年度新核准煤矿产能情况	23
图 46: 中国焦原煤产量占比持续下降 (亿吨)	24
图 47: 中国炼焦精煤洗出率持续下降 (亿吨)	24
图 48: 2019-2022M9 主要产煤国产量 (亿吨)	25
图 49: 2019-2022M9 主要产煤国出口量 (亿吨)	25
图 50: 我国煤炭进口来源国结构变化 (%)	26
图 51: 除中国外的主要产煤国产量变化 (百万吨)	26
图 52: 全球及主要煤炭消费国 (地区) 消费量变化 (亿吨)	26
图 53: 2017 年以来煤炭消费弹性和煤炭消费增长率持续走高 (%)	27
图 54: 2021 年以来的煤电装机情况 (GW)	28
图 55: 2022 年分地区煤电装机情况 (GW)	28
图 56: 2015-2022M8 三大投资对固定资产投资的拉动 (%)	28
图 57: 2019-2022M9 月度粗钢产量、焦煤消费量变化	28
图 59: 山西吨煤产能-成本曲线 (亿吨, 元/吨)	31
图 60: 煤炭开采与洗选行业亏损企业占比和亏损总额	31
图 61: 2002 年以来秦皇岛港 5500 大卡价格走势 (元/吨)	31
图 62: 2018-2022 年国内长协和市场煤价格比较	32
图 63: 炼焦精煤国内供需缺口 (万吨)	32
图 64: 日本与嘉能可签订的动力煤年度合同价格涨幅达 2.45 倍 (美元/吨)	33
图 65: 煤炭板块不同性质企业数量占比 (%)	34

图 66: 煤炭板块不同性质企业市值占比 (%)	34
图 67: 全国新建矿井吨产能投资金额变动趋势 (元/吨)	35
图 68: 八家重点煤炭公司 PE 与利润增速对比	36
图 69: 八家重点煤炭公司 PB 与 ROE 对比	36

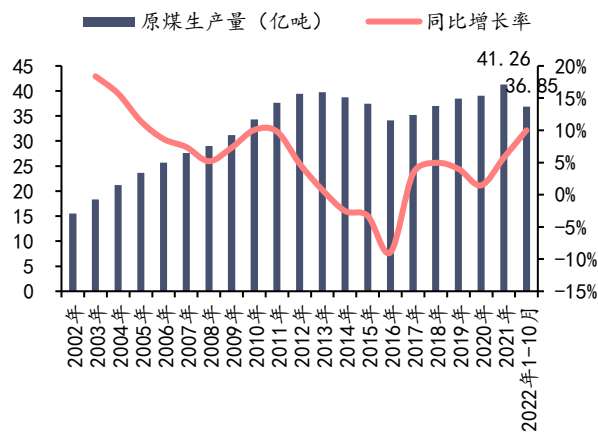
一、2022 年以来煤炭行业回顾及主要特点

1. 2022 年以来煤炭行业回顾

1.1 供需基本面：有效供给不足依然是导致供需偏紧的主要因素

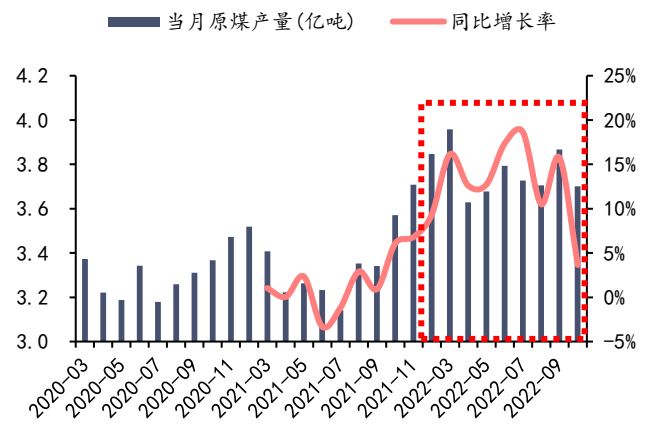
大力推动煤矿增产保供，今年以来全国原煤产量同比增加 10%，晋陕蒙新对产量增长贡献率达 90.5%。今年以来，国家大力推动煤矿增产保供，先后 5 次国常会明确要求煤炭增产保供，并提出通过核增产能、扩产、复工复产等手段，年内新增煤炭产能 3 亿吨的工作目标。在增产保供下，2022 年 1-10 月，全国规模以上企业煤炭产量 36.85 亿吨，相比去年同期增长 10%，使得煤炭供应能力较去年有显著提升。从月度产量看，随着增产政策的集中推进，1-7 月单月原煤产量增幅较快，单月产量最高为 3 月的 3.96 亿吨，单月最高增幅为 7 月的 18.62%，10 月以来产量增幅逐步下降至低点 3.64%。从重点产煤地区看，晋陕蒙新产量合计 29.8 亿吨，占全国的 80.9%，对产量增长的贡献率达 90.5%，充分发挥了产煤大省的保供作用。需要关注的是，一方面，生产节奏上，单月原煤产量起伏较大，反映了煤矿受安全监管、生产地质条件变化等影响很难持续保持高强度生产节奏；另一方面，当前原煤产量增加主要来源于煤矿产能核增，存在大量表外产能转入表内，实际煤炭产量的边际增量有限。

图 1：近两年原煤产量快速增加



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图 2：2022 年 1-10 月当月原煤产量均同比增加



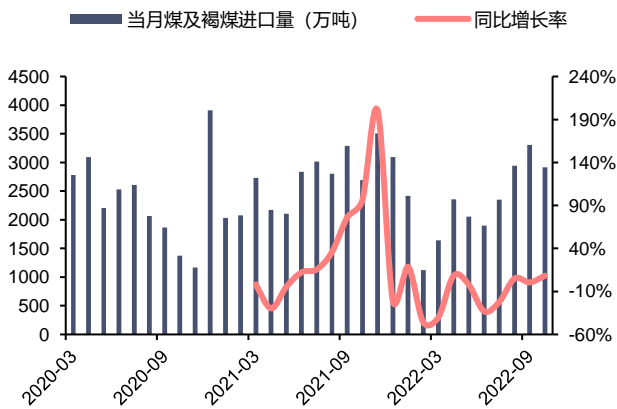
资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

表 1：2022 年 1-10 月晋陕蒙新原煤产量、占比与增量（万吨、%）

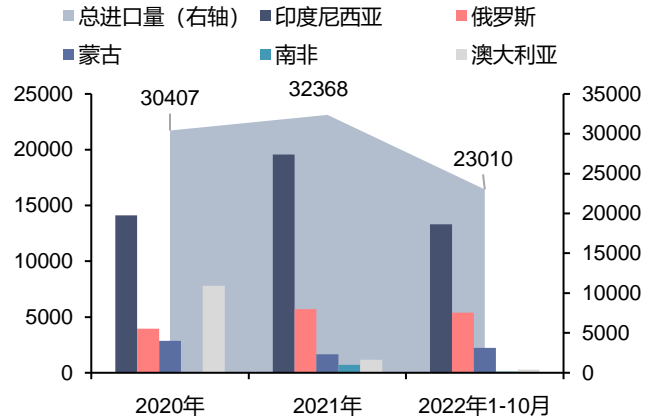
	2021 年产量	2022 年 1-10 月产量	占全国产量比例	较 21 年同期增加量	占全国增量比例
山西	119316.2	106920.6	29.0%	8689.6	22.4%
陕西	69993.8	61646.3	16.7%	4434.6	11.4%
内蒙古	103896.1	96971.8	26.3%	13738.3	35.4%
新疆	31991.9	32732.7	8.9%	8452.6	21.8%
合计	325198	298271.4	80.90%	35315.1	91.00%

资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

受进口煤价格倒挂影响，今年以来我国煤炭进口量同比下降 10.5%，但 8 月以后进口煤增量明显。进口煤是国内煤炭供给的有效补充，也是调整国内煤炭市场的重要补充。今年以来，受海外煤价高涨和国内价格管控的多重影响，2022 年 1-10 月，我国煤与褐煤进口总量 2.3 亿吨，同比下降 10.5%。从月度进口量看，1-7 月受海外煤炭价格持续上涨，进口煤价格严重倒挂，煤炭进口量相对萎缩，8 月以来随着海外煤价下跌和国内煤炭价格上涨，煤炭进口量逐步增加，1-10 月单月平均进口量 2301 万吨，较 2021 年单月均量 2697 万吨下降 14.7%。从进口来源看，主要来源于印尼（13308 万吨，占比 57.8%，同比增速-16.2%）、俄罗斯（5401 万吨，占比 23.5%，同比增速 12.9%）、蒙古国（2239 万吨，占比 9.7%，同比增速 60.5%）。

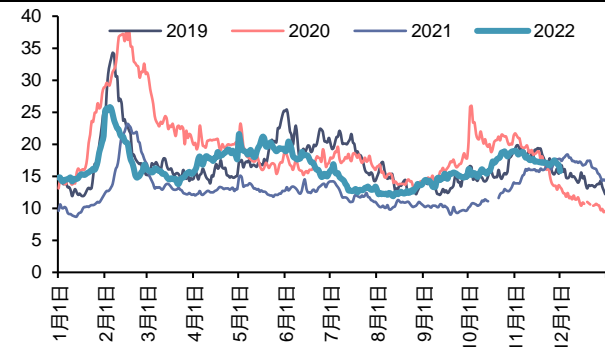
图 3：2020-2022M10 我国当月煤炭进口量


资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

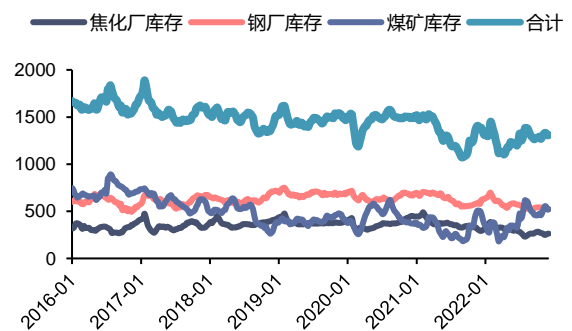
图 4：2020-2022M10 我国煤炭主要进口来源 (万吨)


资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心。

今年以来，动力煤库存高企，炼焦煤库存保持低位。动力煤方面，由于强力保供政策的实施，截止 2022 年 12 月 1 日，今年以来的沿海八省区电厂平均可用天数 16.4 天，整体高于 2021 年的 13.12 天，略低于 2019 年的 16.91 天和 2020 年的 18.96 天。炼焦煤方面，截止 2022 年 12 月 5 日，我国炼焦煤矿、焦化厂和钢厂库存量分别为 263、523、521 万吨，合计 1308 万吨，相比去年同期降低 5%，整体处于 2016 年以来相对较低水平，焦化厂和钢厂的炼焦煤库存一直处于低位水平。

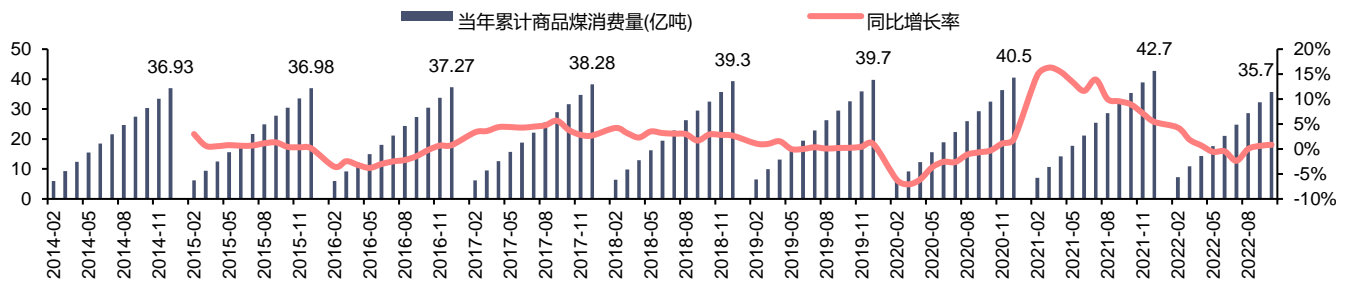
图 5：2020-2022 年沿海八省区电厂可用天数 (天)


资料来源：CCTD，信达证券研发中心 数据截止 2022 年 12 月 1 日。

图 6：2016-2022M12 我国炼焦煤库存情况 (万吨)


资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心 注：数据截止 2022 年 12 月 5 日。

今年以来煤炭消费 35.7 亿吨，同比增加 0.8%。今年以来，受疫情反复和国内经济低迷影响，全年商品煤消费量同比略增。2022 年 1-10 月，我国商品煤消费量 35.7 亿吨，同比增加 0.6%，增速较 2021 年同期的 8.9% 降低 8.1pt。从月度看，6 月，商品煤消费量同比下降 3.6%，但在随后的 8 月、9 月，由于水电出力不足和企业加快复工复产，商品煤消耗量分别为 3.8、3.6 亿吨，同比增加 6.6% 和 5.7%。

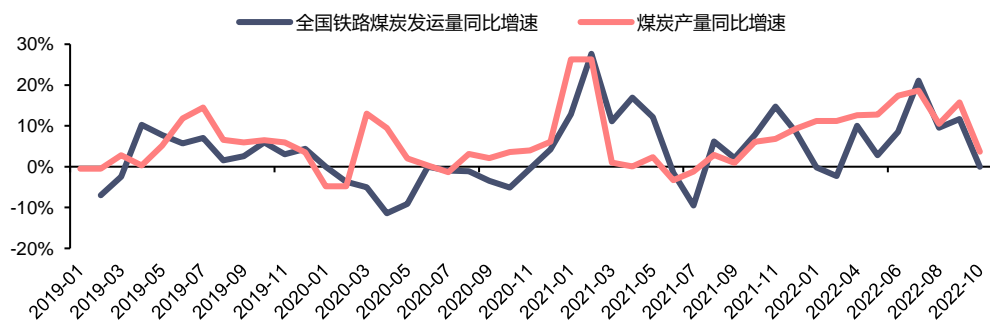
图 7：2014-2022 年 10 月我国商品煤消费量与增速 (亿吨、%)


资料来源：煤炭市场网，信达证券研发中心

沿海省份和西部地区的火电发电量与耗煤量均保持增长态势，产需错配下国内结构性缺煤矛盾持续凸显。我国煤炭资源“西多东少、北多南少”的分布特征决定着产需错配固有格局。从发电量看，2022年1-10月，东部沿海省份（包含辽宁、天津、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、广西）火电发电量合计21328亿千瓦时，占国火电发电量48188亿千瓦时的44%，发电绝对量较2021年同期减少2.9%。西部省份（山西、陕西、内蒙、宁夏、甘肃、新疆）火电发电量合计14381亿千瓦时，占全国比重为29.8%，较2021年的28.8%提高1pt，发电绝对量较2021年同期增加5.1%。从火电动力煤消耗量看，按照度电耗煤388g（折算5500大卡）测算，沿海火电动力煤消耗量达到8.28亿吨，西部省份火电动力煤消耗量达到5.58亿吨，分别较2021年同期增加-2.9%和5.1%。**需要说明的是，虽然沿海省份依然是重要的动力煤消费地，西部省份的煤炭产量也大幅增加（2022年1-10月同比增加16.04%），但西部省份的火电发电量和耗煤量也快速增加，在保证当地煤炭供应的同时将一定程度压缩沿海省份的供给增量。**

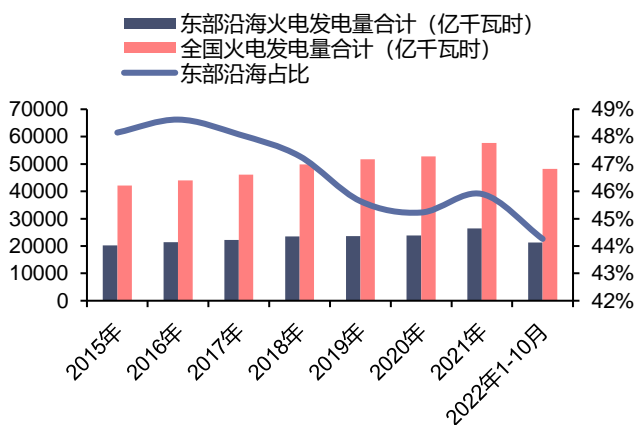
与此同时，当前全国增产保供背景下，全国煤炭产地尤其晋陕蒙新核增的煤炭产量需要铁路运输发往主消费地。2022年1-10月，全国累计铁路发运煤炭22.1亿吨，同比增长6%，增速明显小于全国煤炭产量的10.5%，而且铁路发运量的增加还包括原先的下水煤转移至铁路直供的情形。因此，受限于铁路运力短期难以快速改善，致使西部地区煤炭核增产能难以有效匹配至主消费地，进而持续导致阶段性供需偏紧。

图 8：我国铁路煤炭发运量与煤炭产量增速对比（%）



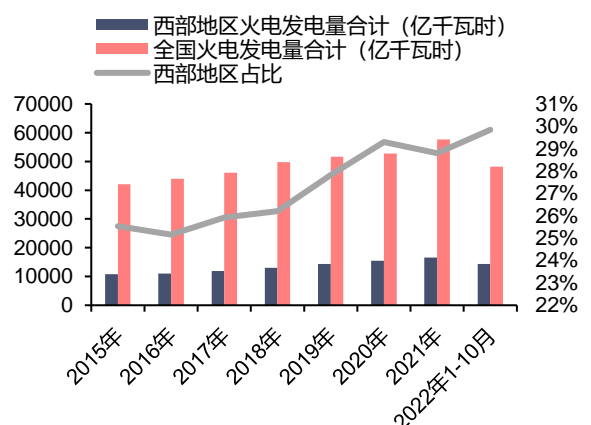
资料来源：Wind, IFind, 信达证券研发中心

图 9：东部沿海地区火电发电量占比



资料来源：iFind, 信达证券研发中心

图 10：西部地区火电发电量占比



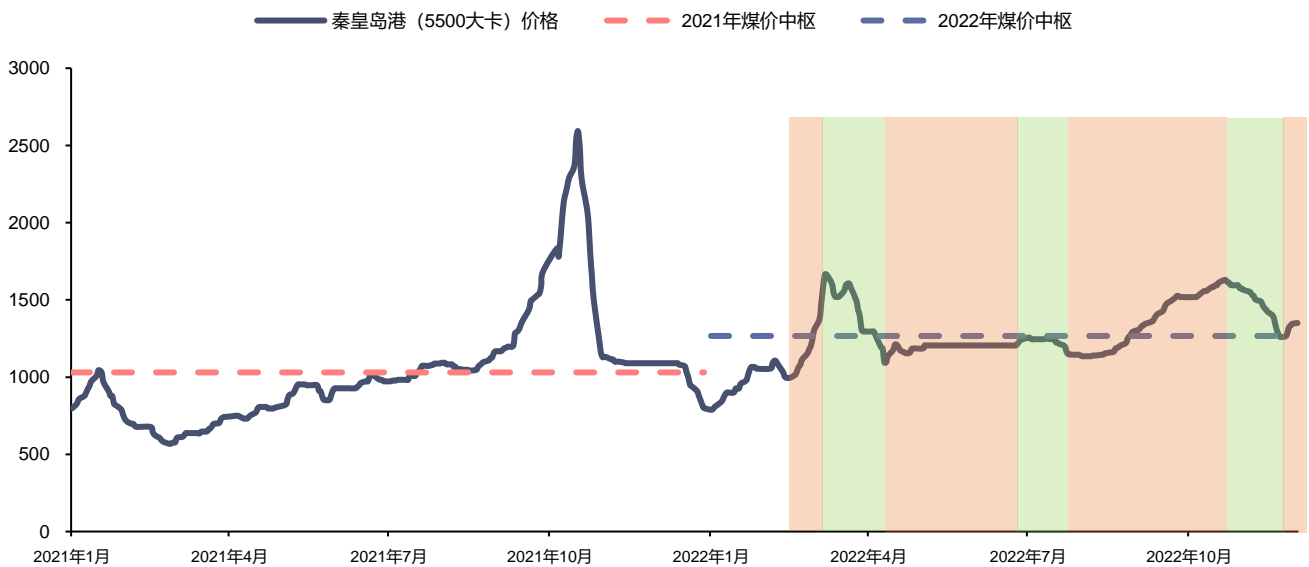
资料来源：iFind, 信达证券研发中心

1.2 价格走势：煤炭价格保持高位运行，价格中枢进一步抬升

国内动力煤价格保持高位震荡，年内累计涨幅达69%，价格中枢较2021年均价上涨23%。从煤价运行阶段看，2022年以来动力煤煤价大致可以分为6个阶段。以秦皇岛港动力末煤平仓价（山西产）为例：**第一阶段**：2022年3月随节后复工复产开始叠加俄乌冲突催化，

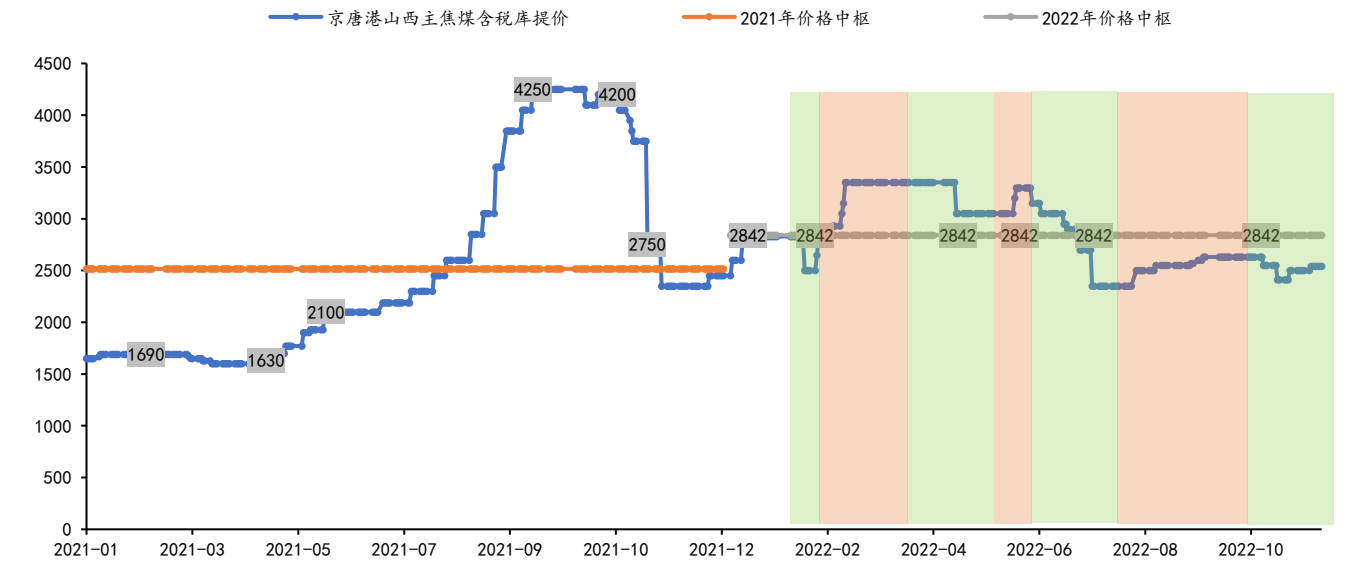
煤价迅速上涨达到 1664 元/吨，**第二阶段**：保供政策落地，3 月原煤产量 3.96 亿吨达到新高，水电出力相比去年提升，煤价回落，**第三阶段**：4 月末至 6 月随供暖季结束以及保供产量上升，供给偏紧情况有所好转。**第四阶段**：7 月中旬，发改委要求电煤长协全覆盖，多省出台政策抑制高耗能企业生产，煤价略有回调，**第五阶段**：8 月初到 10 月中旬以来受水电出力不足和非电用煤需求支撑，煤价再度开始上涨。**第六阶段**：10 月下旬动力煤社库达到高位，海外煤价下跌，共同作用下国内煤价进入调整。**第七阶段**：11 月下旬，随着海外煤价的快速上涨，国内煤价触底回升。从年内累计涨幅看，截止 2022 年 12 月 5 日，秦皇岛港动力末煤平仓价（山西产）煤价为 1350 元/吨，较年初 788 元/吨累计涨幅达到 71%。从价格中枢看，截止 2022 年 12 月 5 日，今年秦皇岛港动力末煤平仓价（山西产）价格中枢为 1266 元/吨，较 2021 年价格中枢 1030 元/吨累计上涨 23%。值得关注的是，即使在今年 3-4 月下游需求较差（动力煤消费量同比下降 2%、10%）、水电出力较好（水电同比增加 13%、13%）、原煤产量不断释放（原煤产量同比增加 16%、13%）的情况下，煤炭价格快速下跌至年内最低点 1095 元/吨，但该价格仍高于去年同期水平。

图 11：2021 年以来国内动力煤价格走势（元/吨）



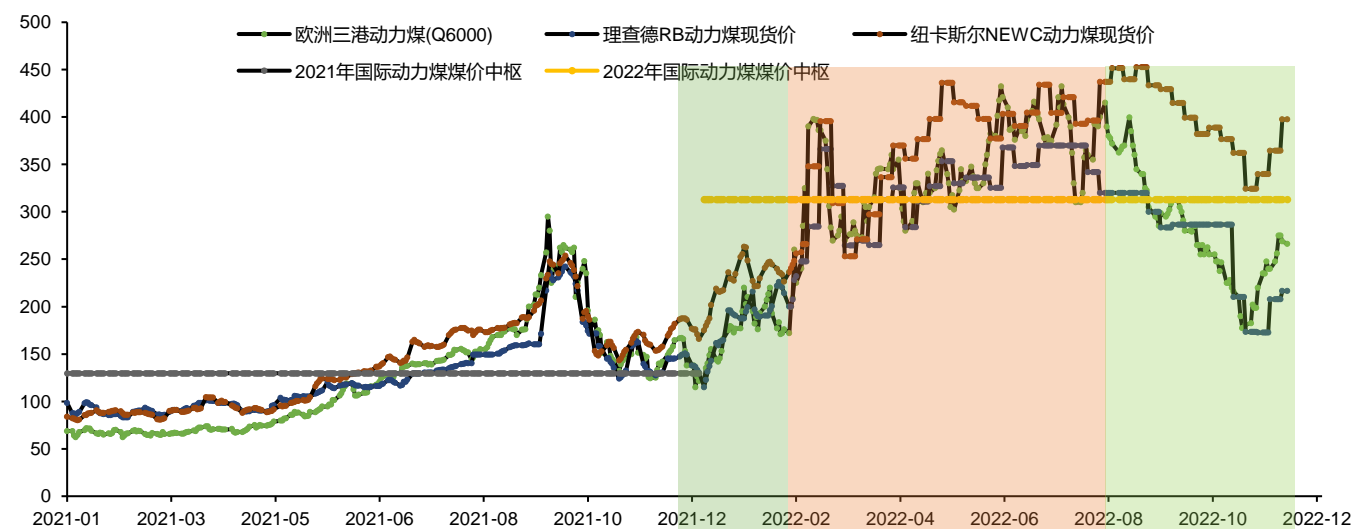
资料来源：Wind，煤炭资源网，信达证券研发中心，注：数据截止 2022 年 12 月 5 日

国内炼焦煤价格偏预期走强，价格虽回落至年初水平，但价格中枢较 2021 年均价上涨 11%。从煤价运行阶段看，2022 年炼焦煤价格运行大致可以分为七个阶段。以京唐港山西主焦煤含税提库价为例。**第一阶段**：2022 年 2 月春节结束开始复工复产，但下游库存处于高位，煤价一度回调。**第二阶段**：2 月末受到俄乌冲突影响，海外煤价上涨，带动国内炼焦煤价格涨到年内高点 3350 元/吨。**第三阶段**：4-6 月疫情多点反复，房地产板块下行等多种因素影响，下游拉运积极性不高，煤矿垒库煤价回调。**第四阶段**：六月中旬焦炭价格第二轮提涨落地，下游补库积极性提高，焦煤短暂偏强运行一周左右。**第五阶段**：7-8 月需求仍未好转，煤焦钢产业链持续亏损，焦煤价格继续大幅回调。**第六阶段**：9-10 月为传统旺季，二十大会议期间多地矿井限产，疫情影响产地产量对价格产生一定支撑。**第七阶段**：11 月，二十大会议结束，焦煤产量回升，焦炭第一轮提降落地，焦煤价格再次下滑。从年内累计涨幅看，截止 2022 年 12 月 5 日，京唐港山西主焦煤含税提库价为 2540 元/吨，基本与年初 2450 元/吨持平。从价格中枢看，截止 2022 年 12 月 5 日，今年京唐港山西主焦煤含税提库价价格中枢为 2842 元/吨，较 2021 年价格中枢 2533 元/吨累计上涨 11%。值得关注的是，今年以来受地产严重下行，钢铁、焦炭价格大幅回调的影响，焦煤下游需求预期转弱，焦煤价格阶段性承压，但总体价格表现较强势，价格中枢持续抬升。

图 12：2021 年以来国内炼焦煤价格走势（元/吨）


资料来源：Wind，煤炭资源网，信达证券研发中心，注：数据截止 2022 年 12 月 5 日

海外动力煤价格大幅上涨并保持高位运行，9 月以来价格有所回落，但年内价格中枢同比抬升 141%。**第一阶段：**2022 年年初至 2 月底，受到国际煤炭需求反弹的影响，国际煤价波动上涨，至俄乌冲突爆发前已经上涨至相对高位。2 月底至 9 月中旬，受俄乌冲突扰动，全球能源安全问题凸显，煤油气等能源资源预期供给减少，煤炭贸易格局重塑，海外煤炭价格快速攀升并维持高位，欧洲 ARA 港动力煤现货价由 2 月 24 日的 260 美元/吨上涨至 9 月 5 日的年内高点 339.5 美元/吨，涨幅达 31%。**第三阶段：**9 月中旬至今，欧洲的温暖天气叠加库存高企，煤炭需求几乎没有增长，海外动力煤价格持续下滑，12 月 5 日欧洲 ARA 三港动力煤现货价格为 266 美元/吨，基本恢复至今年 2 月俄乌冲突之前的水平。从价格中枢看，截止 2022 年 12 月 5 日，年内欧洲三港，理查德和纽港三地平均价格中枢为 313.08 美元/吨，较 2021 年中枢 129.73 美元/吨累计上涨 141%。**值得关注的是，自俄乌冲突之前 2021 年全球范围的煤炭价格已出现一轮上涨，今年的俄乌冲突作为不确定性事件，进一步催化煤炭价格的快速攀升。**

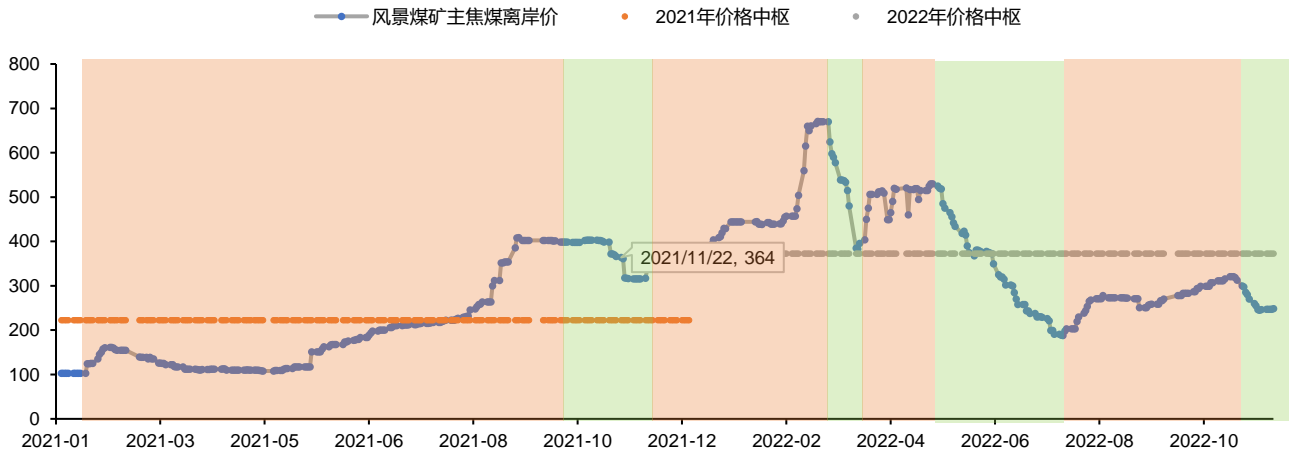
图 13：2021 年以来欧洲三港、纽港、南非港口煤炭价格指数变化（美元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：数据截止 2022 年 12 月 5 日，价格中枢为欧洲三港，理查德和纽港三地平均价格。

海外炼焦煤价格涨跌幅度较大，年内累计降幅达 30%，价格中枢抬升 67%。以澳大利亚昆士

兰州峰景矿离岸价为例，2022年年初，受拉尼娜强降雨引发澳煤减产，剩余产量以保焦煤长协为主，挤压市场煤供应，同时中国以外需求坚挺，导致炼焦煤价格高位上涨，在俄乌冲突爆发后的3月18日暴涨到670美元/吨并在随后的4-5月处于高位波动状态。但随后5月末至8月初，下游钢价走弱伴随供给好转，峰景矿离岸价一路下滑直至8月3日的年内最低点188美元/吨。随着8月10起欧盟全面禁止俄罗斯煤炭，伴随10月澳大利亚雨季对煤矿开采和发运的阻碍，峰景矿离岸价有所回升，截止12月5日价格为249美元/吨。

图 14: 澳大利亚海角港峰景矿优质炼焦煤价格变化走势 (美元/吨)

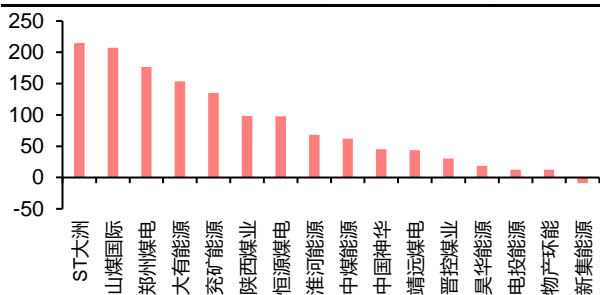


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心 注: 数据截止 2022 年 12 月 5 日

1.3 二级市场表现: 煤企业绩大幅改善、板块涨幅优于大盘

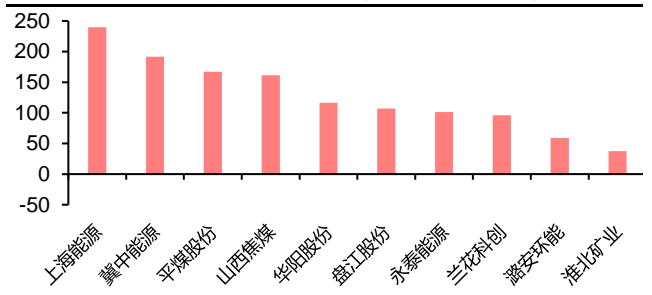
煤炭企业业绩保持高增长态势，板块净利润整体涨幅 71%。2022 年前三季度，煤炭企业经营业绩保持高增长态势，申万一级行业煤炭板块净利润 2543 亿元，同比增长 71%，排名第 4。从主要煤炭上市公司的归母净利润看，增幅较高的动力煤企业有：山煤国际（207%）、郑州煤电（177%）、大有能源（154%）、兖矿能源（135%）、陕西煤业（99%）、中煤能源（62%）、中国神华（45%）；增幅较高的炼焦煤企业有：上海能源（240%）、冀中能源（192%）、平煤股份（167%）、山西焦煤（161%）、华阳股份（107%）、盘江股份（107%）。

图 15: 主要动力煤企业归母净利润同比增长率 (%)



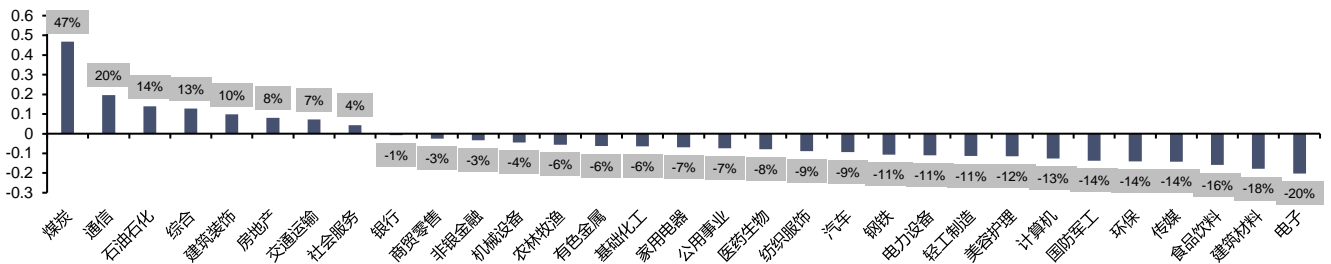
资料来源: iFind, 信达证券研发中心。注: 数据为 2022 年三季报。

图 16: 主要炼焦煤开采企业归母净利润同比增长率 (%)

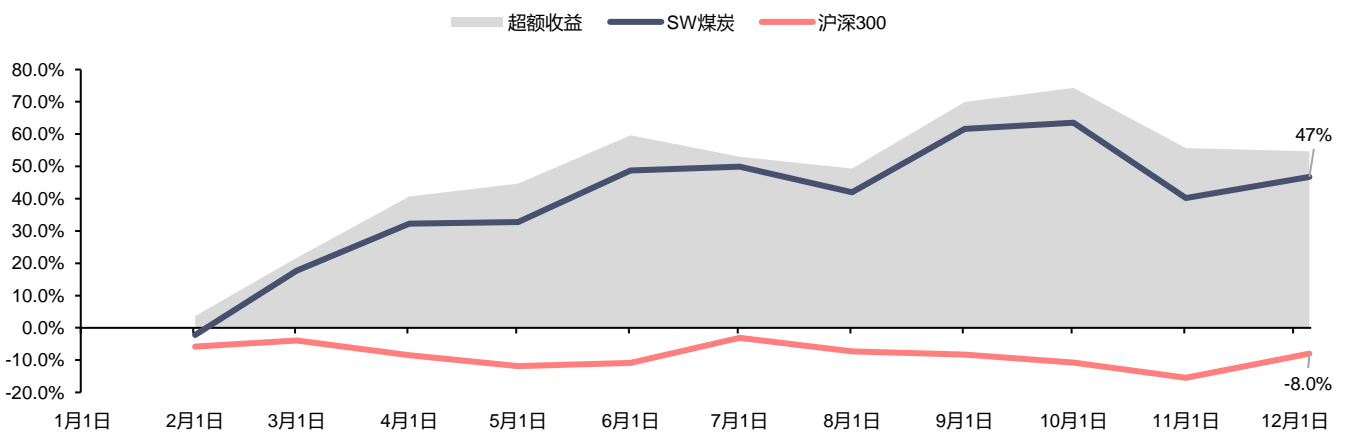


资料来源: iFind, 信达证券研发中心。注: 数据为 2022 年三季报。

煤炭板块整体涨幅居于首位，跑赢沪深 300，实现超额收益 54.7%。自 2022 年 1 月 1 日至 12 月 5 日，申万一级行业煤炭板块股价涨幅 47%，排名第 1。SW 煤炭涨幅跑赢沪深 300（-8.0%），实现超额收益 54.7%。

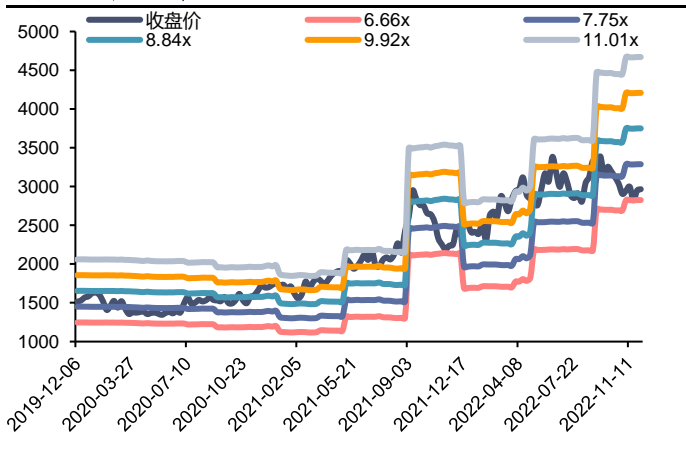
图 17：2022 年以来申万一级煤炭板块涨幅（总市值加权平均，%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：截止 2022 年 12 月 5 日。

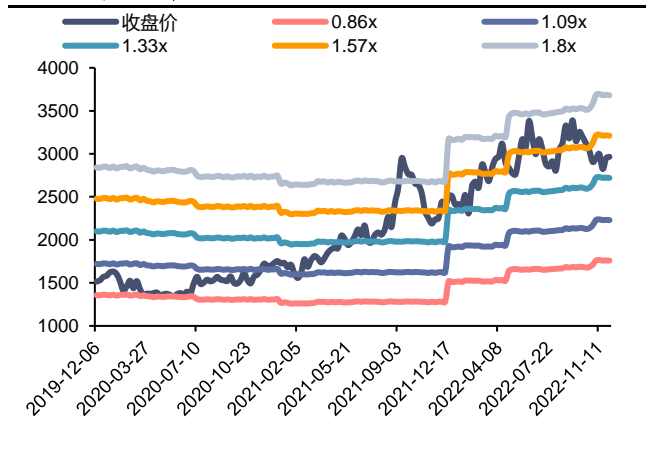
图 18：2022 年以来申万煤炭对比沪深 300 超额收益（总市值加权平均，%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：截止至 2022 年 12 月 5 日。

对比板块历史数据，当前估值处在低位。截至 12 月 5 日，板块 PE (TTM) 为 7.03x，处于历史 PE 的 5.36%分位，严重低估；PB 为 1.45x，处于历史 PB 的 65.45%分位。因此，总体看，板块当前估值依旧较低，板块估值有望回归均值并获得进一步提升。

图 19：煤炭（申万）指数 PE-Band


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：煤炭（申万）指数 PB-Band


资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，今年以来，煤炭板块整体涨幅居于行业前列，主要来源于煤炭企业业绩的大幅增长。但值得注意的是，板块股价涨幅（47%）仍低于板块净利润涨幅（71%），板块估值进一步压缩，估值水平仍处于历史低位，板块仍具有较大增长空间。

2.2022 年煤炭行业的主要特点

2.1 特点一：俄乌冲突重塑全球能源格局，欧洲重返煤电且参与全球抢煤

俄乌冲突下能源安全成为全球重大关切，欧洲各国重返煤电。俄乌冲突后，世界各国的能源安全不断受到冲击，传统化石能源需求的增长，油煤气价格的大幅上涨，尤其在俄罗斯向欧盟地区减少天然气供应量后，加剧了欧洲油气供应紧张形势，欧洲各国也向更为经济和安全的煤炭靠拢，多数国家能源产业政策转向煤炭和天然气，纷纷宣布重启煤电或延后退役煤电，进而改变了全球煤炭和原油的供应格局，使得欧洲乃至全球各国的能源安全受到冲击，能源独立问题凸显，全球能源发展已逐步由“气候安全”向“能源安全”转变。

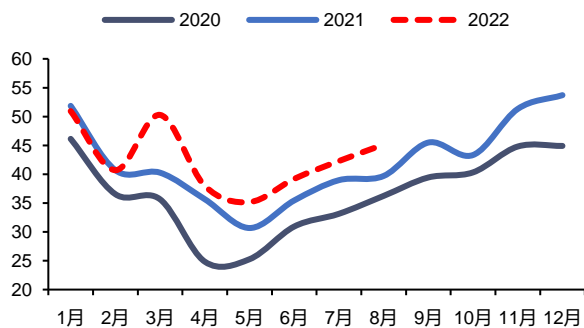
表 2：2022 年欧洲各国重返煤炭政策

时间	国家/地区	主要内容
2022 年 2 月 25 日	意大利	意大利总理德拉吉表示，为了摆脱对俄罗斯能源的依赖，首先要重新启动境内的燃煤发电厂。
2022 年 3 月 2 日	德国	德国副总理哈贝克表示，短期内德国可能不得不让燃煤电厂继续运转；中期将寻求向可再生能源的转变
2022 年 3 月 3 日	欧盟	欧盟委员会执行副主席蒂默曼斯表示，欧盟成员国在转向可再生能源前，可以在煤炭上停留更长时间，以避免对天然气的依赖。
2022 年 3 月 22 日	英国	英国政府计划延长原定在今年 9 月关停的一座燃煤电厂的服役年限。
2022 年 6 月 20 日	荷兰	荷兰政府取消了限制燃煤电厂以其最大输出功率的 35% 运行的上限。
2022 年 6 月 21 日	葡萄牙	葡萄牙环境部重申，该国无意在 2021 年关闭最后一家燃煤电厂后重新使用煤炭。
2022 年 6 月 24 日	波兰	波兰总理宣布，该国将在冬季采暖季之前将煤炭产量提高约 150 万吨。
2022 年 6 月 30 日	捷克	捷克国有矿业公司 OKD 将继续在该国东北部开采硬煤，至少到 2023 年底——并有可能延长至 2025 年——取消早先在 2022 年停止开采的计划。
2022 年 7 月 8 日	德国	德国通过了一揽子能源法，其中包括允许重新启动或延长燃煤发电寿命的规定、到 2030 年建立基于可再生能源的电力部门的目标，以及到 2030 年逐步淘汰煤炭的承诺。
2022 年 7 月 15 日	匈牙利	匈牙利政府发布了一项紧急法令，表示该国将增加国内褐煤产量，具体时间和范围尚不明确，并恢复该国马特拉煤电厂所有机组的生产
2022 年 9 月 7 日	意大利	意大利发布一项法规，授权非天然气发电厂（即燃煤发电厂等）在 2023 年 3 月之前以更高的产能运行。
2022 年 10 月 1 日	丹麦	丹麦政府命令 Ørsted 继续运营原定于 2023 年 3 月关闭的 407 兆瓦 Esbjerg3 燃煤机组，并恢复其 2016 年关闭的 380 兆瓦 Studstrup4 燃煤机组的运营。两者现在都将投入运营至 2024 年 6 月。
2022 年 10 月 3 日	法国	法国政府取消了限制其 1260 兆瓦 Cordemais 燃煤电厂每年运行超过 700 小时的上限。
2022 年 11 月 8 日	波兰	波兰国有资产部长表示，将放慢逐步淘汰其煤矿的速度，但政府结束波兰煤矿开采的日期仍为 2049 年。

资料来源：Europe Beyond Coal 等，信达证券研发中心整理

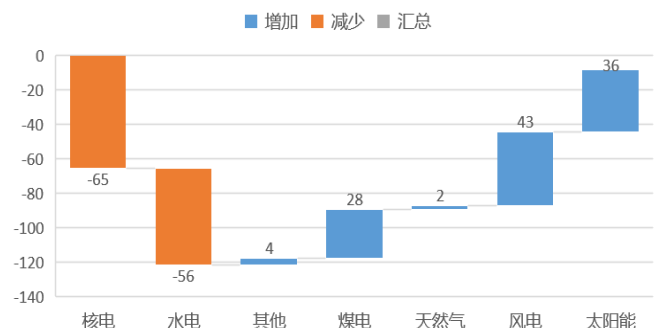
2022 年以来欧洲煤炭净发电量较过去两年大幅增长。2022 年以来，由于干旱导致的水力发电（-13.3%）和技术问题导致的核能发电量（-13.5%）急剧下降，截至 8 月，核电和水电下滑带来的净发电量缺口已达 122TWh，约占 2021 年全年净发电量的 3.5%。为弥补缺口，欧洲多国重返煤电，煤炭需求出现替代性提升，2022 年 1-8 月，欧洲煤炭累计发电量分别较 2021 年、2020 年同期增加 28TWh、45TWh，同比增幅 9.1%、16.6%。

图 21：2020 年-2022 年 8 月欧洲煤炭净发电量（TWh）



资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：统计范围为经合组织欧洲成员国。煤炭范围为煤、泥炭和人工煤气。

图 22：2022 年 1-8 月欧洲发电量结构同比（TWh）

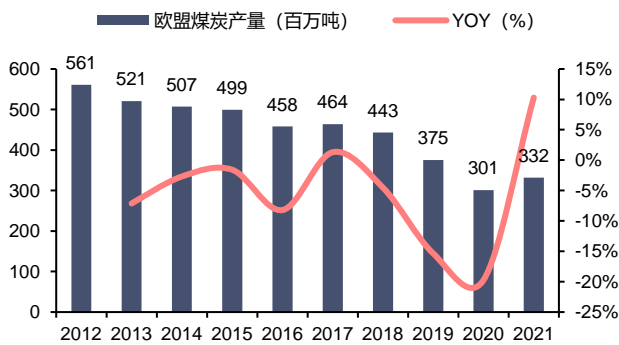


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：统计范围为经合组织欧洲成员国。煤炭范围为煤、泥炭和人工煤气。

2021 年欧盟煤炭产量和进口量均同比增加，2022 年主要煤炭国家继续保持正增长。煤炭产量方面，2021 年，欧盟煤炭产量为 3.32 亿吨，较 2020 年增长 10.3%，其中，主要集中在德

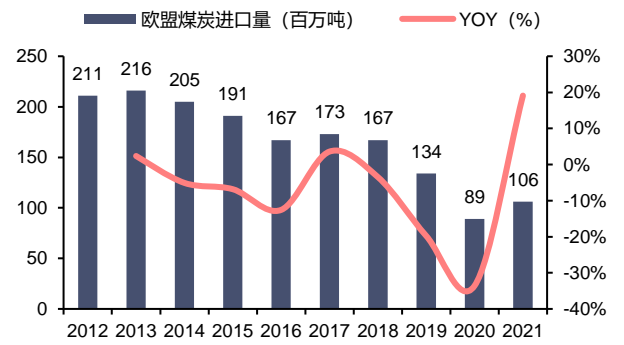
国（1.26亿吨，+17.6%）、波兰（1.07亿吨，+7%）、土耳其（0.74亿吨，+4.7%）。2022年1-9月，主要煤炭生产国产量再次增加，其中德国产量0.97亿吨，同比增长7.8%；波兰产量0.81亿吨，同比增长2.1%；土耳其产量0.40亿吨，同比增长19.3%（1-6月，褐煤）。**煤炭进口量方面**，2021年，欧盟煤炭进口量为1.06亿吨，较2020年增长19.1%，其中德国进口0.39亿吨，同比增加30.3%。据阿格斯(Argus)信息，2022年1-10月，西欧国家动力煤进口累计为0.72亿吨，比2021年同期的0.52亿吨增加0.2亿吨，同比增长38%。

图 23: 2012 年-2021 欧洲煤炭产量变化图 (百万吨)



资料来源: EURACOAL, 信达证券研发中心 注: 硬煤与褐煤加总。

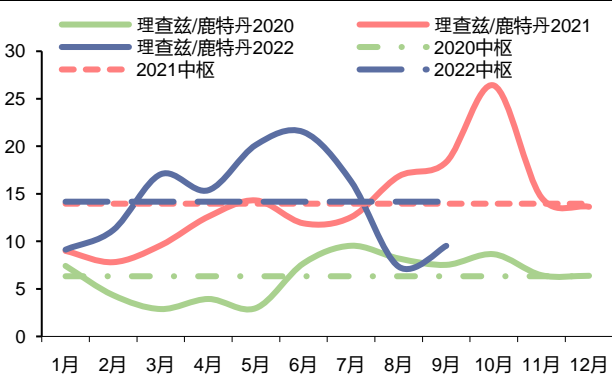
图 24: 2012 年-2021 年欧洲煤炭进口量变化图 (百万吨)



资料来源: EURACOAL, 信达证券研发中心

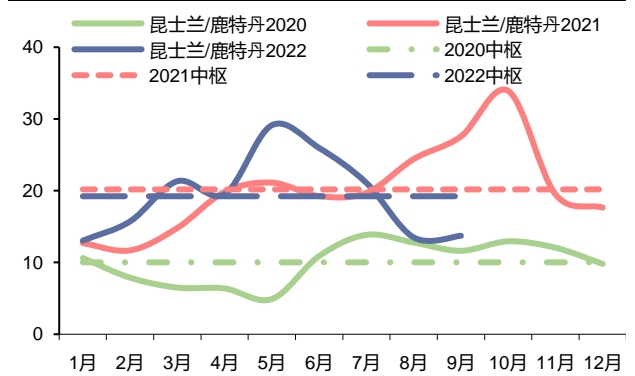
2021 年以来全球煤炭海运活跃，海运煤炭价格涨跌幅度较大，但整体处于高位。2021 年初至 2022 年 10 月中旬，随着世界经济的复苏，需求回暖，理查兹港/鹿特丹港、昆士兰港/鹿特丹港煤炭海运价格在 2021 年 10 月大涨至 26.4、33.92 美元/吨，分别同比+205%、162%。10 月中旬以后随着海运受铁矿石、煤炭等大宗商品价格下跌影响，煤炭海运价格持续降温，2022 年 2 月达到低点。随后煤炭运输市场继续回暖，货运价格于 2022 年 5 月达到年内高点，理查兹港/鹿特丹港、昆士兰港/鹿特丹港煤炭海运价格分别为 10.15、29.13 美元/吨，相较 2021 年同比+41%、38%，相较 2020 年同比+576%、494%。

图 25: 2020-2022M9 理查德/鹿特丹海运价格 (美元/吨)



资料来源: EURACOAL, 信达证券研发中心

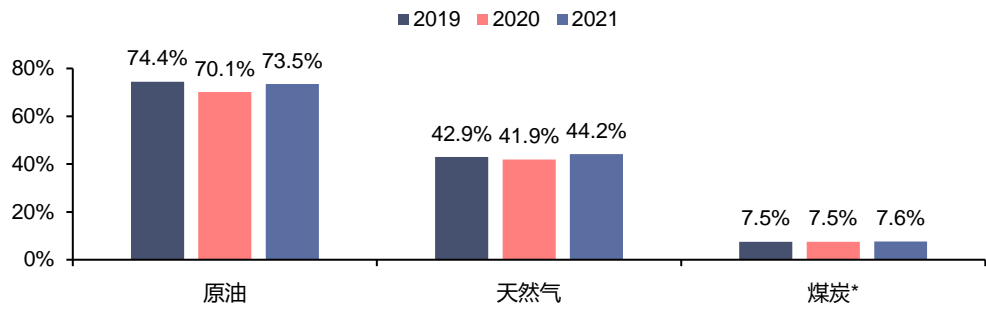
图 26: 2020-2022M9 昆士兰/鹿特丹海运价格 (美元/吨)



资料来源: EURACOAL, 信达证券研发中心

2.2 特点二: 能源安全背景下, 我国政策面重新确立“以煤为主”的能源结构

“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特征决定了我国以煤为主的基本国情。从我国主要能源矿产储量看，根据中国矿产资源报告（2022 版）统计数据，截至 2021 年底，煤炭储量（证实储量+可信储量）2078.85 亿吨，石油剩余探明可采储量 36.89 亿吨，天然气 63392.67 亿立方米，折算标煤后，煤炭占比为 91.4%，天然气为 4.7%，原油仅为 3.2%，其他占比 0.6%，煤炭储量占比远高于油气。从我国能源消费量看，虽然从 2012 年到 2021 年，煤炭消费占比从 68.5% 降至 56%，但仍占据重要位置，是我国能源安全稳定的最重要保障。从我国能源对外依存度看，我国煤炭依存度相对较低，原油和天然气对外依存度较高且逐年上涨，2021 年，我国煤炭、天然气、原油对外依存度分别为 7.6%、44.2%、73.5%。

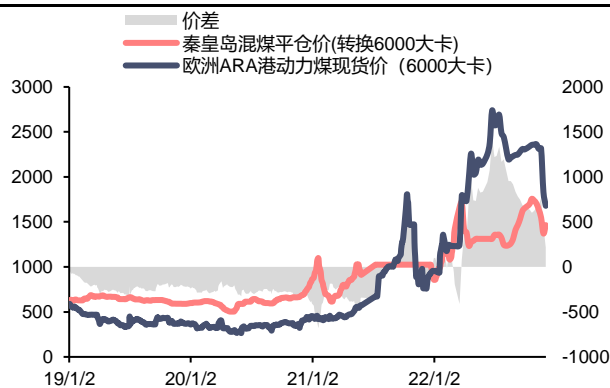
图 27：我国主要矿产能源对外依存度（%）


资料来源：Wind, IFind, CCTD，信达证券研发中心 注：*为进口量/消费量计算。2021 天然气数据为 11 月值。

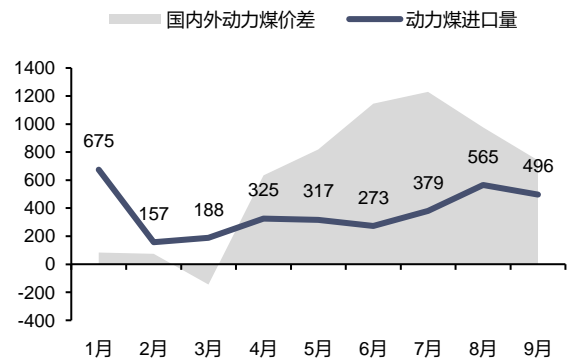
政策面重新确立“以煤为主”的能源结构。2021 年 9 月，习总书记视察国家能源集团榆林煤化工公司，主要指出“煤炭作为我国主体能源，要按照绿色低碳的发展方向，对标实现碳达峰、碳中和目标任务，立足国情、控制总量、兜住底线，有序减量替代，推进煤炭消费转型升级”。紧接着，10 月，习总书记视察胜利油田，明确指出“中国作为制造业大国，要发展实体经济，能源的饭碗必须端在自己手里”。再时隔三个月，2022 年 1 月，习总书记视察山西瑞光热电公司，明确指出“要夯实国内能源生产基础，保障煤炭供应安全。统筹抓好煤炭清洁低碳发展、多元化利用、综合储运这篇大文章，加快绿色低碳技术攻关，持续推动产业结构优化升级。”。2021 年底的中央经济工作会议和国家高层领导多次强调要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用。

2.3 特点三：国内外煤炭市场价格总体倒挂，我国煤炭进口量 2015 年以来首次下滑

2022 年动力煤进口价格倒挂持续 8 个月，最大价差达 1425 元/吨。以欧洲三港动力煤现货价作为对比，3 月起国内外煤炭价格出现价格倒挂现象且持续至今，最大价差达 1425 元/吨；6 月以来，由于海外煤价下跌和国内市场煤价上涨，倒挂价差稍有缓解。截止 12 月 2 日，秦皇岛港动力煤平仓价格（转换 6000 大卡）为 1464 元/吨，欧洲三港动力煤现货价为 1679 元/吨，价差仍有 214 元，如与纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价 2798 元/吨相比，仍存在 1334 的价差。值得注意的是，6 月以来，国内煤炭市场价格逐步上涨，叠加进口煤价下跌，方才逐步缩小价差，动力煤进口量逐渐环比增加。

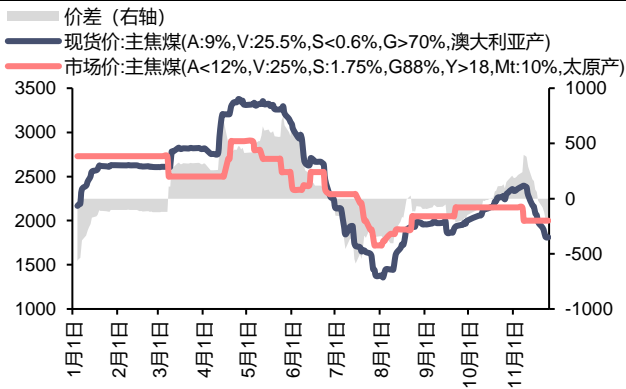
图 28：2019-2022M10 国内外动力煤价差（元/吨）


资料来源：Wind，煤炭资源网，信达证券研发中心

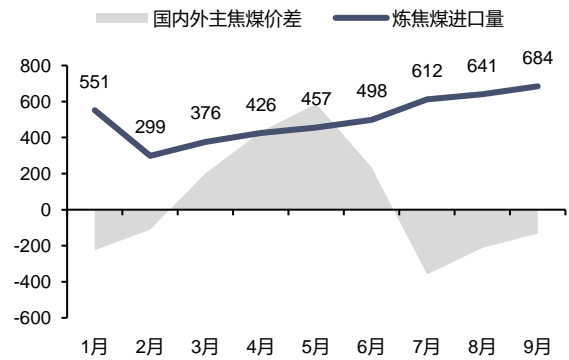
图 29：2022 前三季度动力煤进口量（万吨，元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2022 年以来国内外炼焦煤价格出现倒挂。年内国内外炼焦煤价差在-588~745 元/吨之间波动。3 月开始，国内外炼焦煤价格开始倒挂，5 月末是价差的最高点，达 745 元/吨，持续 2 个月。而后由于国外焦煤价格快速下行，价差逐渐缩小。10 月末，随着国内外焦煤价格的回升，出现了短暂的倒挂，直到国外焦煤价格快速下行，价差转负。

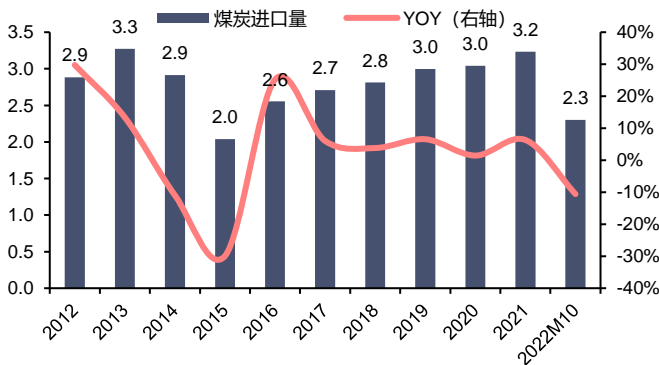
图 30: 2022 年国内外主焦煤价差 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

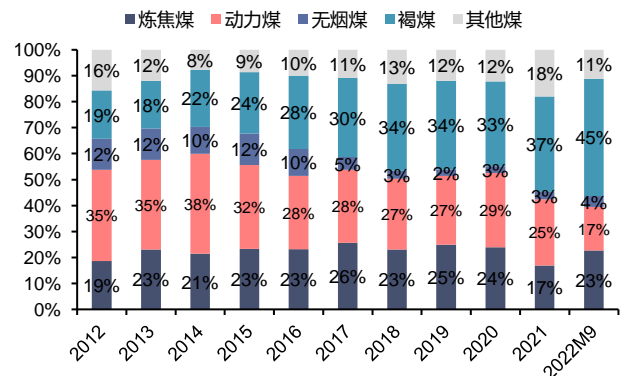
图 31: 2022 年炼焦煤进口量 (万吨, 元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年煤炭进口量同比下降 10.6%，2015 年以来今年全年煤炭进口量或将首次下滑。受到国内外煤炭价格的持续倒挂，2022 年 1-10 月，我国煤炭进口量累计达 2.3 亿吨，去年同期为 2.6 亿吨，累计同比-10.6%，也是 2015 年以来煤炭进口量首次出现下滑。值得关注的是，2012 年以来，我国进口煤中褐煤占比一般处于 18-34%，动力煤占比一般 25-38%，然而今年由于国内外煤炭价格严重倒挂，我国褐煤进口量占比高增至 45%，动力煤进口量占比下降至 17%。

图 32: 2012-2022M10 我国煤炭进口量变化 (亿吨, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 2012-2022M9 分煤种进口量 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 特点四: 强力推动电煤中长协保供, 铁路运力优先保障电煤供应

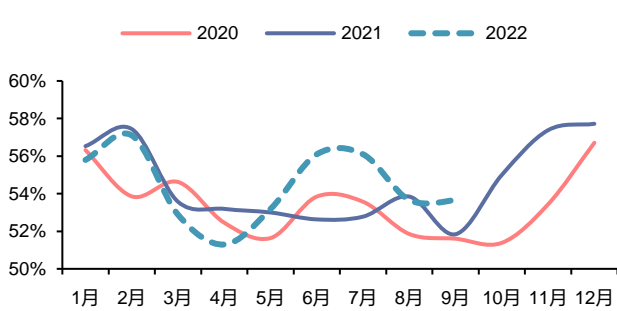
强力推动电煤中长协合同履行, 严格要求落实“三个 100%”。为落实电煤保供工作, 国家发改委、能源局等相关主管部门先后印发了《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案 (征求意见稿)》《关于进口煤应急保障中长期合同补签事项通知》等多项政策文件, 全力推动电煤保供工作。2022 年 7 月, 国家发改委召开 2022 年电煤中长期合同换签补签视频会议指出, 要严格落实电煤保供三个 100%, 即, 电煤保供签约率 100%, 履约率 100%, 执行合理的价格区间 100%, 并要求各相关责任主体要迅速抓好合同换补签工作。

电煤保供挤压其他煤炭供应, 今年电煤铁路发运量在 2021 年保供基础上再度增长 4.0%。

2021 年以来, 部分支线货运能力趋于饱和, 部分运煤专线超负荷运行, 铁路车皮“请车”困难, 保供电煤已经挤占其它行业煤炭运力需求。从煤炭铁路运量看, 2022 年, 煤炭产量、运输和供应的重心向鄂尔多斯、榆林地区偏移, 煤炭供应对铁路煤炭运输的依赖程度将进一步提高。2022 年 1-9 月, 铁路煤炭占铁路货物发运比重较 2021 年同期略有增加, 维持在 51%-57%水平, 均值为 54.4%, 较 2021 年同期均值 53.9%上升 0.5pt。从电煤铁路运量看, 铁路电煤占铁路煤炭发运比重较 2021 年明显增加, 维持在 76%-86%水平, 1-9 月均值为 80.4%,

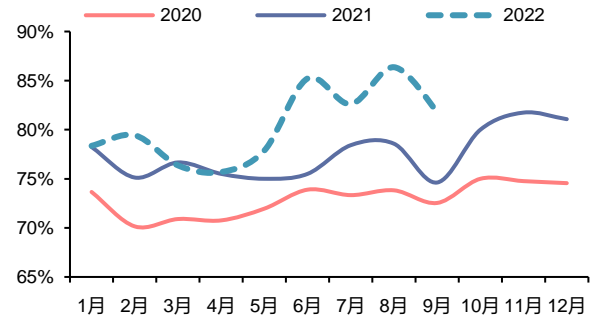
较 2021 年同期均值 76.4% 上升 4.0pt，较 2020 年同期均值 72.3% 上升 8.1pt。与此同时，炼焦煤、化工煤等非电煤企业为落实三个 100% 电煤保供方案，也需要承担一定的电煤保供任务，一定程度上也减少了非电煤供应。

图 34: 铁路煤炭发运量占铁路货物发运量比重情况 (%)



资料来源: 煤炭市场网, 信达证券研发中心

图 35: 铁路电煤发运量占铁路煤炭发运量的比重情况 (%)



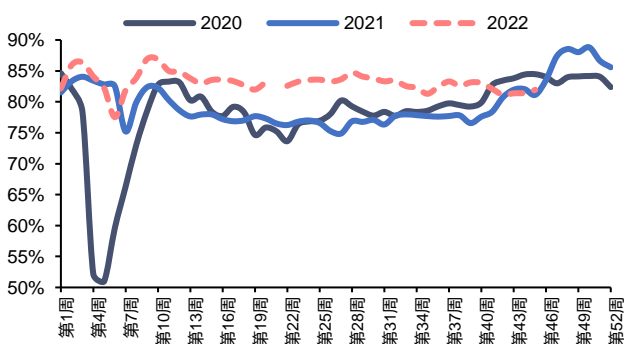
资料来源: 煤炭市场网, 信达证券研发中心

保障电煤供应价格稳定，首次同时明确“港口+坑口”中长协和现货价格合理区间。2016 年 12 月，国家发改委下发了《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》（发改运行〔2016〕2502 号），明确了“基准价+浮动价”的中长协价格定价和现货价的价格双轨制，但尚未设置明确的中长协和现货价格区间。2022 年，根据国家《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确了秦皇岛港下水煤 5500 千卡中长期交易含税合理价格区间为 570-770 元/吨，以及山西（370-570 元/吨）、陕西（320-520 元/吨）、内蒙（蒙西 260-460 元/吨、蒙东 3500 千卡的限价 200-300 元/吨）三个重点产区的煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间，并同时明确了现货价格不得高于中长协合理价格区间上限的 1.5 倍。值得关注的是，2016 年煤炭价格实施中长协政策以来，今年如此全面的明确“港口+坑口”中长协和现货价格合理区间尚属首次，政策力度越大也反映出煤炭价格管控之难。

2.5 特点五：生产接续持续紧张，安全生产事故大幅增长

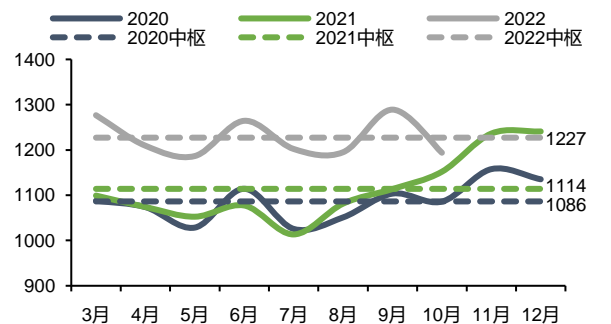
晋陕蒙煤矿产能利用率和全国煤炭日产量同比往年大幅提高，持续保持高位运行。作为我国煤炭增产保供的重要基地，截止 11 月 10 日，晋陕蒙三省煤矿产能利用率均值为 83.2%，远大于 2021 年同期的 78.6% 和 2020 年同期的 77.3%。与此同时，全国煤炭日均产量也同比往年大幅提高，1-10 月，全国日产原煤 1227 万吨，远远高于 2021 年同期的 1114 万吨与 2020 年同期的 1086 万吨。值得注意的是，尽管今年煤炭产能利用率和日产量持续保持高位水平，但产能利用率相较 2021 年四季度（2021 年 12 月晋陕蒙产能利用率处于 85-88% 区间）有所下降，相较年初提出的煤炭保供 1260 万吨/日目标下降 2.6pc，也仅有 3 月、6 月、9 月的日产量达到此目标，其他时段距离保供目标仍有一定差距，也反映出煤炭企业难以长时间保持高强度的生产作业效率，煤炭企业挖潜扩能潜力相对有限。

图 36: 2020-2022 年晋陕蒙三省煤炭产能利用率 (%)



资料来源: 煤炭市场网, 信达证券研发中心

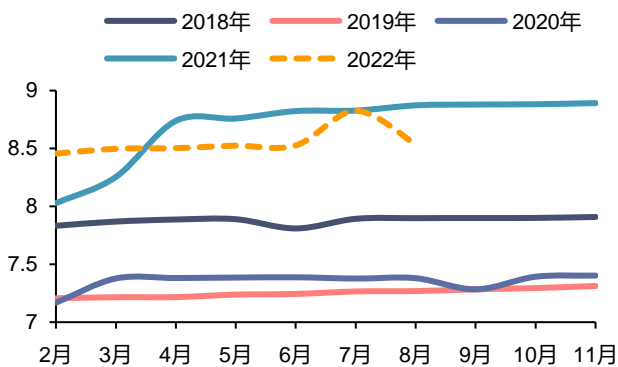
图 37: 全国煤炭日产量变化图 (万吨)



资料来源: CCTD, 信达证券研发中心

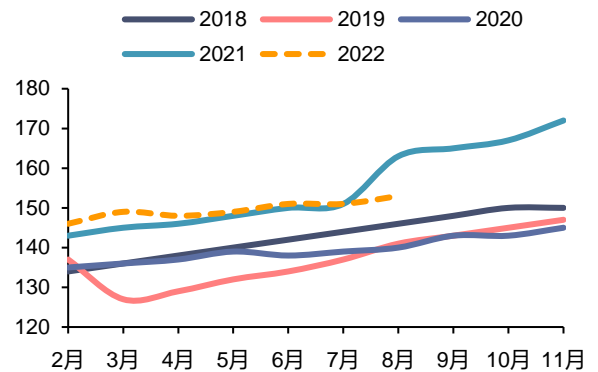
2021年以来大型煤企生产作业效率大幅高于往年同期，极易造成生产接续紧张。自2021年实施煤炭增产保供以来，大型煤企加强生产组织，生产作业效率显著高于往年同期并持续保持高位水平。其中，2021-2022年8月，大型煤企的回采工作面月均单产8.64万吨，相较2020年平均7.35万吨提高17.5%，相较2019年平均7.25万吨提高19.1%；掘进工作面月均单尺152.76m，相较2020年平均139.5m提高9.5%，相较2019年平均137.2m提高11.3%。值得注意的是，相较2021年，2022年1-8月的煤炭产量高于同期12.8%，然而大型煤企回采工作面月均单产低于同期0.7%，掘进工作面月均单进与去年同期基本持平，反映出今年大型煤企的工作面数量和采掘接续频次均高于去年同期，导致接续回采面准备不达标、安全煤量不足，将成为制约矿井后续采掘接替紧张的主要原因。

图 38：大型煤炭企业回采工作面月均单产（万吨）



资料来源：煤炭工业协会，信达证券研发中心

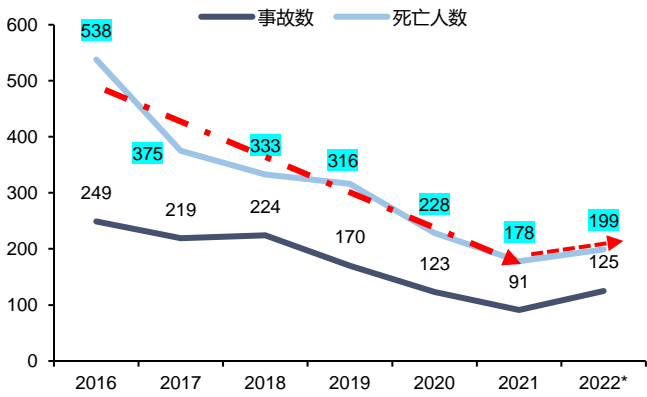
图 39：大型煤炭企业掘进工作面月均单进（米）



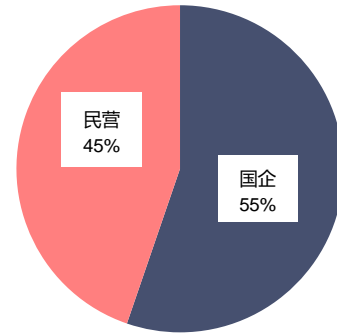
资料来源：煤炭工业协会，信达证券研发中心

当前我国 367 处煤矿采掘接续紧张，或将导致产量“断崖式”下降。据国家矿山安全监察局统计，当前，我国已确定的采掘接续紧张煤矿共计 367 处，涉及山西、内蒙古、黑龙江、四川、贵州、陕西、新疆等 22 个省（自治区），已超过正常生产矿井的 10%，实际情况可能要比数字更加严峻。尤其是部分高瓦斯和煤与瓦斯突出矿井以及存在水害、自燃发火等重大危险源的矿井（如炼焦煤、无烟煤矿井，及部分东北、中东部、西南地区动力煤矿），涉及灾害治理和巷道准备工作量大，采场能力不足，更容易造成采掘接续紧张。一旦出现采掘失调，极有可能导致煤炭产量“断崖式”下降，同时也可能酿成重大安全生产事故。

煤矿持续的高强度生产违背客观生产组织规律，导致今年以来煤矿安全生产事故显著增加。通常讲，煤矿生产讲究均衡均量生产，确保灾害治理充分以及生产组织的采掘平衡。去年以来，为持续保持高强度生产组织，完成年度保供任务，部分煤企违规采掘、减少设备检修和灾害治理时间，降低灾害治理标准，进而造成安全问题。据不完全统计，截止 11 月 21 日，我国煤矿已发生煤矿安全事故 125 起、死亡 199 人，相较 2021 年全年分别增加 37.36% 和 11.80%，打破了多年以来安全生产事故持续下降的有利局面。需要注意的是，从安全事故主体来看，今年国有煤矿和民营煤矿均发生安全生产事故，而且国有煤矿事故起数相较民营煤矿更多，甚至部分产能 1000 万吨级以上的特大型现代化国有煤矿也发生多起安全生产事故，安全生产形势极为严峻。

图 40: 2016-2022 煤矿安全事故数及死亡人数 (个,人)


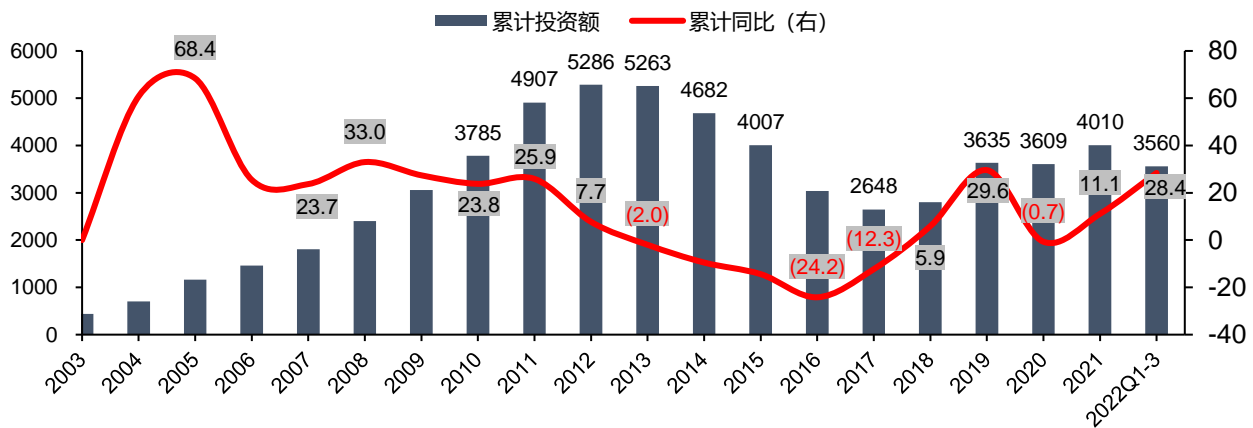
资料来源: 国家矿山安全监察局等, 信达证券研发中心整理 注: 2022*年数据截止 11 月 21 日; 2022 年数据统计不全。

图 41: 年内煤矿安全事故主体类型占比 (%)


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心注: 数据截止 11 月 21 日; 数据统计不全。

2.6 特点六: 煤炭行业资本开支增幅显著, 长期资本开支不足局面稍有缓解

长期资本开支长期不足, 成为导致国内煤炭产能供给紧张的重要因素。过去 5-10 年, 受到产能周期性过剩和低碳能源转型思潮影响, 煤炭产业发展信心不足, 煤炭企业新建矿井意愿不强, 资本开支大幅减少, “十三五”时期, 煤炭采选业资本开支合计 1.57 万亿元, 仅为“十二五”期间的 65.19%。长期资本开支不足, 导致在建产能储备不足, 也是造成短期国内煤炭产能难以快速改善的根本原因。

图 42: 我国煤炭采选业固定资产投资变化 (亿元, %)


资料来源: CCTD, 国家统计局, 信达证券研发中心

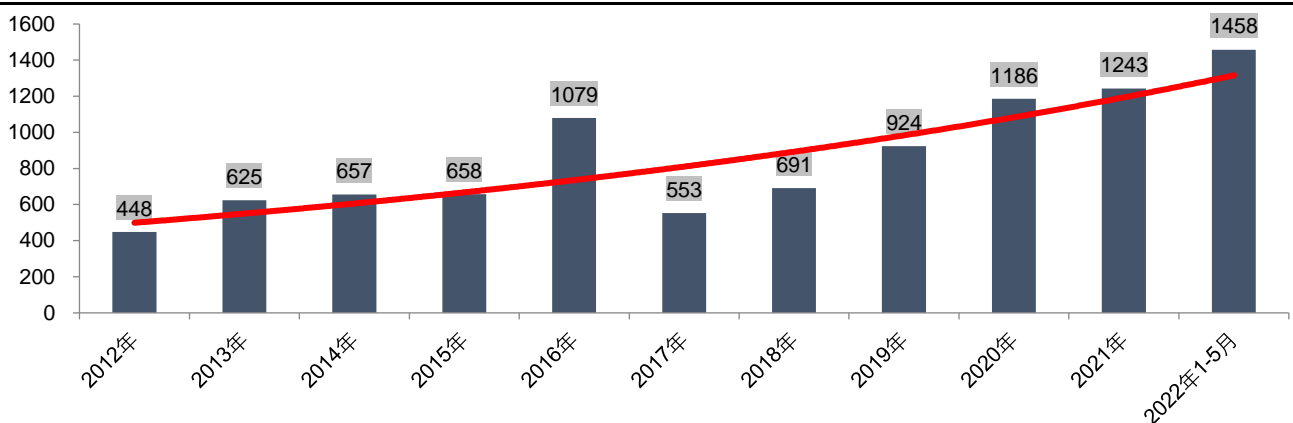
2021 年以来煤炭行业固定资产投资开始增加, 但绝对额仍低于“十二五”同期水平。2021 年以来煤炭采选业固定资产投资逐步提高, 2021 年固定资产投资完成额同比增速 11.1%, 2022 年 1-10 月固定资产投资完成额同比增幅达 28.4%, 增幅进一步扩大, 但年度投资完成总额仍低于“十二五”时期。而且, 相较过去十年, 2021 年起煤炭行业资本开支快速增加, 并不意味着新建矿井的投资大幅增加。主要原因是: 除生产矿井正常生产投资和在建矿井建设投资外, 一方面, 矿井智能矿山建设持续加快, 2022 年智能化工作面目标实现数量 1000 个以上, 较 2021 年末的 813 个增加 187 个, 智能矿山建设及配套的机械设备更新改造投资大幅增长; 另一方面, 为落实增产保供, 保证矿井正常生产接续, 现有生产井工煤矿加大准备和开拓巷道工程, 致使井巷工程投资快速增加, 以及山西、内蒙、陕西等多地明确要求加快在建矿井的工程进度使得续建矿井投资增加。

表 3: 重点上市公司在煤炭开采行业的投资也呈下滑趋势 (亿元)

企业	细分项目	2022 年计划	占全年总计划比重	2021 年完成	占全年总完成比重
中国神华	煤炭业务	61.57	18.88%	205.75	47.43%
陕西煤业	小保当二号矿井及选煤厂项目计划	7.89	19.02%	25.17	53.52%
兖矿能源	煤炭矿井基建	25.36	18.79%	26.18	16.04%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心整理

新建矿井吨产能投资显著增加, 导致相同规模固定资产投资总额形成的新增产能减少。当前, 新建或改扩建矿井整体投资显著增大。经统计国家发改委和能源局公告的煤矿核准项目情况, 以陕西地区为例, 吨产能投资整体保持逐年增加态势, 2021 年以来的新建煤矿项目吨产能平均投资 1350 元/吨, 约为 2012 年 448 元/吨的 3.0 倍。可见, 当前同等规模的固定资产投资总额形成的煤矿产能或将大幅减少。

图 43: 新建煤矿吨煤固定资产投资变化 (元/吨, 以陕西为例)


资料来源: 国家发改委、能源局, 信达证券研发中心 注: 上述投资不包含矿业权价款; 2016 年、2017 年仅核准 1 个项目, 样本误差大。由于整体核准项目的类型不同, 样本数量较小, 直接建矿投资仅反映趋势变化。

二、2023 年煤炭行业展望

1. 政策端: 党的二十大再次明确指出双碳工作必须守住能源安全底线

党的二十大再次强调立足能源资源禀赋稳妥推动碳达峰碳中和。党的二十大报告明确指出“积极稳妥推进碳达峰碳中和, 立足我国能源资源禀赋, 坚持先立后破, 有计划分步骤实施碳达峰行动, 深入推进能源革命, 加强煤炭清洁高效利用, 加快规划建设新型能源体系, 积极参与应对气候变化全球治理。”立足我国能源资源禀赋必须遵循“富煤、贫油、少气”的客观规律, 必须立足以煤为主的基本能源国情, 坚持先立后破和有计划分步骤实施再次强调在加快新型能源转型发展过程中必须保障煤炭等传统能源的安全稳定供应, 确保能源安全。总体上, 在我国一次能源结构中, 煤炭在较长时期内仍是我国的主体能源, 煤炭仍是保障能源安全稳定供应的压舱石。

现代能源体系规划由“十三五”强调能源转型转变为“十四五”更强调能源安全。具体而言, 国家发改委、国家能源局印发的《“十四五”现代能源体系规划》在基本原则部分将“保障安全, 绿色低碳”放在第一位, 而《“十三五”能源规划》关于安全的表述“筑牢底线, 安全发展”放在最后一位。而且, “十四五”能源规划中指导方针和主要目标之后的第一章就强调了“增强能源供应链稳定性和安全性”, 并着重提到了“加强煤炭安全托底保障”, “十三五”能源规划主要任务中并未专门提到能源安全。

表 4:《“十四五”现代能源体系规划》优先强调保障安全

	能源发展“十三五”规划	“十四五”现代能源体系规划
宏观背景	国内、国际能源消费增速明显回落、能源行业产能过剩严重——煤、石油、天然气价格大幅下降。	国内外能源消费量与增速持续超预期。资本开支不足导致的产能紧缺、供应不足问题凸显，供需偏紧格局显现。地缘政治冲突重塑全球能源格局，加速能源产品价格修复与上涨进程。
政策原则	-革命引领， 创新发展 -效能为本，协调发展 -清洁低碳， 绿色发展 -立足国内，开放发展 -以人为本，共享发展 -筑牢底线， 安全发展	- 保障安全 ，绿色低碳 -创新驱动，智能高效 -深化改革，扩大开放 -民生优先，共享发展

资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

2. 供给端：增产保供政策工具已基本用尽，供给核心矛盾转移至新建矿井不足

煤炭增产保供仍是主基调，但以产能核增为主的政策性工具已基本用尽，2023 年煤矿产能核增空间或将有限。2021 年以来，国家相关主管部门和地方政府出台了一系列强化煤炭产能增产保供的政策，主要产煤大省也制定实施了具体的煤炭增产保供方案，如《山西省煤炭增产保供和产能新增工作方案》《内蒙古进一步强化落实煤炭保供措施》《新疆自治区高效统筹疫情防控和能源保供工作指引》等，多措并举保障煤炭供应。当前主要的政策性增产工具手段包括：加大煤矿产能核增、加快在建矿井建设、实施先进煤矿二次产能核增、列入保供名单的核增煤矿按调整后的规模紧急保供生产、实施产能置换承诺、延长矿井试生产及加速进入满负荷试运转、有序解决矿井手续不全问题、协助解决露天矿临时用地审批问题、简化煤矿项目核准审批手续、加快停产停建煤矿复工复产、避免安全生产事故“一刀切”式停产整顿，以及对于严格落实“三个 100%”等。

我们认为，经过近两年的强力推动煤炭增产保供，我国煤炭增产保供政策工具手段已基本用尽，短期内的煤炭增产仍是依靠现有生产煤矿产能核增和产能利用率的再挖潜，但大部分具备核增产能的矿井已合法释放产量，即大量表外产能进入表内（我们已在信达能源《煤炭增产保供政策运行框架及对供给的影响》研报中已进行详细阐述），而且经过多轮的煤炭产能核增，大部分具备核增条件的煤矿已经核增，2023 年煤矿产能核增或将有限。

表 5: 2022 年以来山西省保供政策一览

文件	具体措施
山西省煤炭增产保供和产能新增工作方案	(1) 保供煤矿按核增后产能生产，加快手续办理。(2) 严禁煤矿企业擅自停产停工，严禁煤矿发生事故后搞“一刀切”式停产整顿。(3) 加快正常建设煤矿施工进度，尽快进入联合试运转。已进入试运转的煤矿要满负荷试运转。(4) 分类处置长期停缓建煤矿，加快推进开工复工和有序退出，2022 年、2023 年分别实现 4 座和 2 座开工建设。

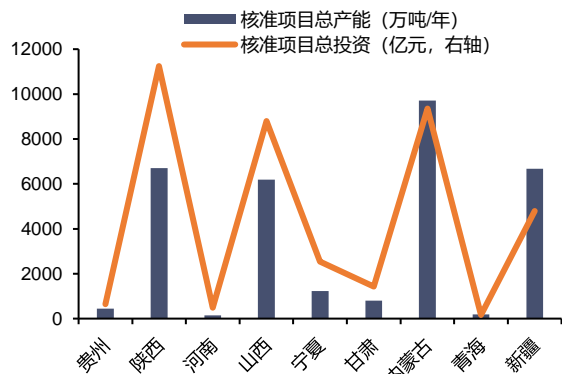
资料来源：山西省人民政府网站，信达证券研发中心

煤矿开工建设提速，但客观的建矿周期决定着短期产量难以集中释放。中长期看，煤炭供给最终取决于在建矿井和核准新建矿井。据国家能源局公开信息，2022 年以来，累计核准(含调整建设规模)煤矿项目 14 处、新增产能 6200 万吨/年以上，推动进入联合试运转试生产煤矿产能约 9000 万吨/年，进一步落实了煤炭增产保供的产能基础。与此同时，9 月 8 日，发改委迎峰度夏能源保供和迎峰度冬工作预安排全国电视电话会议提出明年新开工 4 亿吨，投产 3 亿吨。对于在建矿井，国家及地方政府均要求加大在建矿井建设进度，煤炭企业经营业绩也大幅改善，正常在建矿井施工进度或将加快，但受限于过去 3-5 年严重低迷的资本开支与新建煤矿行动，新增产能空间有限。据我们统计，2019-2022 年 10 月，国家发改委和能源局核准煤矿产能合计 32090 万吨，主要集中在西部地区，其中露天矿 5270 万吨，井工矿 26820 万吨。对于核准新建煤矿，国家发改委提出了明确的新开工计划，也将加大煤矿核准速度，但煤矿核准建设需要先后经过列入矿区总体规划、取得环评手续、办理采矿许可

证、申请开工备案批复、开工建设、试生产和竣工验收等手续，项目建设周期长（露天矿建矿周期1-2年，井工矿3-5年），且部分在建矿井已建成投产。

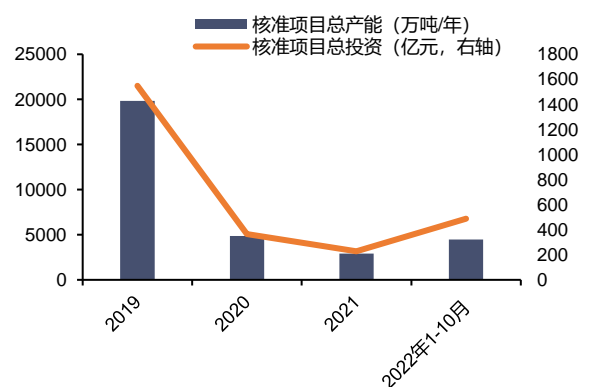
我们认为，加大煤炭勘察和煤矿项目核准建设是增加国内煤炭供给、缓解供需紧张的根本途径。国家相关主管部门也不断优化煤矿项目核准手续，尤其是将环评和产能指标等过去重要的前置性手续调整为承诺性后置补齐，煤矿核准前期手续时间也将相应减少，但其核心矛盾是在建矿井产能储备不足，已规划待开发整装矿权少、以及新建煤矿客观的建矿周期，决定着新核准煤矿难以短期集中贡献产量，且开采区域将进一步向西部转移，更加远离主要经济区域。

图 44：2019-2022 年 10 月分地区新核准煤矿产能情况



资料来源：能源局，发改委网站，信达证券研发中心整理。注：投资不含矿权成本。

图 45：2019-2022 年 10 月分年度新核准煤矿产能情况



资料来源：能源局，发改委网站，信达证券研发中心整理。注：投资不含矿权成本。

煤矿开发建设加速向晋陕蒙新转移，致使煤炭终端边际成本增加且更加受制于铁路运力。近年来，煤炭开发建设进一步向晋陕蒙新转移，尤其新疆地区煤矿开发建设提速，2022 年 1-10 月，新疆原煤产量 3.27 亿吨，同比增速 29.6%，外运量 6743 万吨，同比增速 98.6%。同时，新疆自治区印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》中将“增产保供、服务国家”列为首条基本原则，并提出“十四五”期间，预计新疆新增产能 1.6 亿吨和储备产能 0.8 亿吨，主要集中在准东和吐哈矿区，2025 年自治区煤炭产能将达 4.6 亿吨/年以上，产量将达 4 亿吨以上。根据信达能源《新疆煤炭供需与疆煤外运形势分析》研报分析，新疆区内煤炭消费量受益于低煤价持续多年快速增长，供需同样不宽松，满足区内需求后，预计每年新增外调煤炭 1,900 万吨用于支援全国煤炭保供工作（基于 2021 年底的煤矿产能口径统计，未充分考虑露天矿超产和新核准项目）。同时，铁路是疆煤外运的主要方式，现有的兰新线和临哈线出疆煤炭运力大致在 7000-8000 万吨/年，在不对既有线路改造的情况下极大限制了煤炭运输量，而且运输距离过长大幅增加终端边际成本，也一定程度上限制了疆煤合理外运区域，运送至川渝地区相对具有竞争力。

我们认为，新疆煤炭加速开发建设一定程度上有利于缓解国内煤炭紧张程度，但仍无法根本上扭转国内煤炭供给趋紧格局，且一旦通过疆煤外运来弥补中东部供需缺口，煤炭价格中枢的抬升就成了疆煤外运的必要前提。

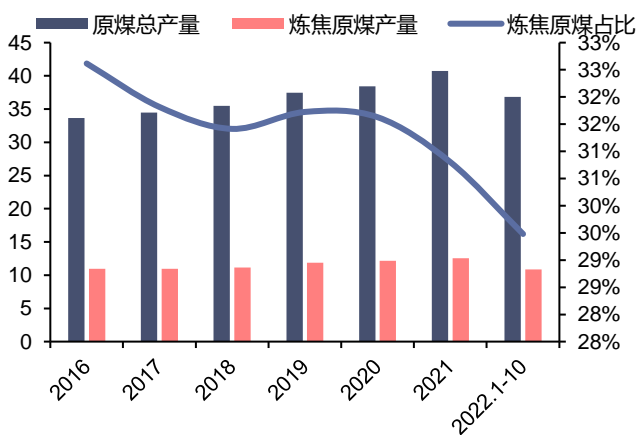
产需逆向分布格局导致铁路运力紧张问题持续凸显。今年以来，为落实煤炭长协保供，各省份签订点对点电煤保供协议，煤炭由西部的主产地通过铁路直接运输到南部的消费地，煤炭调度距离和调度时间大幅增加，导致铁路回空车辆较少，车皮调配紧张问题凸显。从具体的铁路运输情况看，大秦铁路煤炭运送能力基本保持满发（2022 年 1-9 月平均发运量和 2021 年持平），朔黄铁路主要用于神华集团自身煤炭运输，瓦日和蒙冀铁路干线煤炭运量虽有潜在空间但连接支线建设滞后且运距长、运费贵，浩吉铁路主要运输陕北矿区煤炭运力将近饱和且运费偏贵，保供电煤已经挤占其它行业煤炭运力需求。

表 6: 疆煤外运运费估算表 (千米, 元/吨)

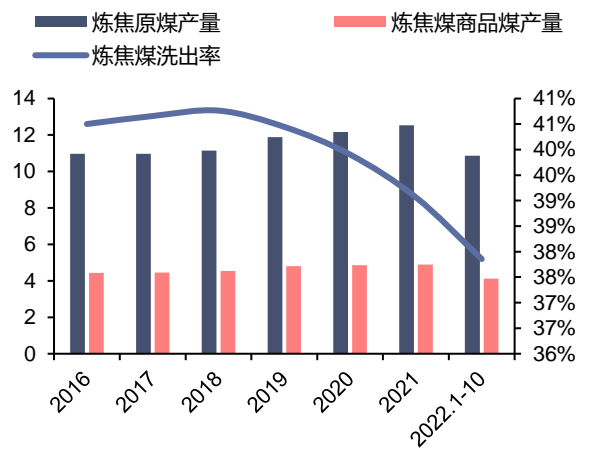
煤田	始发到达站	公路线 (运距 km)		总里程	运费	总成本	经济煤价
煤田	淖毛湖-重庆	淖毛湖-哈密 (京新)	哈密-重庆 (连霍、兰海)	2,543	1,272	1,422	1,572
		245	2298				
	淖毛湖-格尔木	淖毛湖-哈密 (京新)	哈密-格尔木 (连霍、柳格)	1,230	615	765	915
		245	985				
吐哈煤田	淖毛湖-兰州	淖毛湖-哈密 (京新)	哈密-兰州 (连霍)	1,577	789	939	1,089
		245	1332				
	淖毛湖-中卫	淖毛湖-哈密 (京新)	哈密-中卫 (连霍)	1,600	800	950	1,100
		245	1355				
准东煤田	将军庙-重庆	将军庙-哈密 (京新)	哈密-重庆 (连霍、兰海)	2,804	1,402	1,552	1,702
		506	2298				
	将军庙-格尔木	将军庙-哈密 (京新)	哈密-格尔木 (连霍、柳格)	1,491	746	896	1,046
		506	985				
	将军庙-兰州	将军庙-哈密 (京新)	哈密-兰州 (连霍)	1,838	919	1,069	1,219
		506	1332				
准东煤田	将军庙-中卫	将军庙-哈密 (京新)	哈密-中卫 (连霍)	1,861	931	1,081	1,231
		506	1355				
	将军庙-秦皇岛	将军庙-哈密 (京新)	哈密-秦皇岛 (京新、京藏)	3,004	1,502	1,652	1,802
	506	2498					

资料来源: 中国铁路地图, 高德地图, 信达证券研发中心整理 注: 按照新疆煤矿坑口成本 150 元/吨, 铁路综合运费 0.2 元/公里测算。

炼焦煤矿井稀缺性愈发凸显, 增产保供下且焦原煤质量下降严重。我国炼焦煤已查明的资源储量达 2765 亿吨, 炼焦煤基础储量为 1263 亿吨, 占世界总储量的 26.25%, 炼焦煤储量仅占我国煤炭总储量 27.65%, 其中经济可采储量 661 亿吨, 优质炼焦煤则更少。按照 2021 年炼焦原煤产量 (12.54 亿吨) 计算, 综合考虑煤矿回采率, 我国炼焦煤资源量仅能满足近几十年炼焦需求, 尤其是优质的主焦煤和肥煤资源量更少, 资源的耗竭速度更快。炼煤矿井基本为井工矿井, 往往具有地质生产条件差、开采工艺复杂、致灾因素多等不利因素, 矿井产量增加十分困难, 而且炼焦煤资源绝大部分资源已开发或即将开发, 新建煤矿项目较少, 焦煤资源的稀缺性愈发凸显。据煤炭资源网统计, 2016-2021 年, 我国每年焦原煤产量分别为 10.97、10.96、11.14、11.88、12.16、12.54 亿吨, 年化复合增长率仅为 2.7%, 远低于全国原煤年化复合增速 3.9%; 焦原煤占全国原煤产量比例已由 2016 年的 40.5% 下降至 2022 年 1-10 月的 29.5%。此外, 2019 年以来, 焦精煤洗选率逐步下降, 尤其是当前煤炭增产保供背景下, 部分焦煤企业为完成电煤保供任务, 增加电煤保供量, 进一步降低洗选率, 2022 年 1-10 月炼焦煤洗出率仅为 37.9%, 相较 2021 年的 39.1% 再次降低 1.2pt。

图 46: 中国焦原煤产量占比持续下降 (亿吨)


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 47: 中国炼焦精煤洗出率持续下降 (亿吨)


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

全球煤炭贸易格局加剧重塑, 主要出口国的煤炭出口量增加困难, 2023 年我国煤炭进口量或将进一步下降。从主要煤炭出口国看, 2021 年, 印尼煤炭出口 4.34 亿吨、澳大利亚煤炭

出口 3.67 亿吨、俄罗斯出口 2.12 亿吨，分别占全球煤炭贸易量 13.68 亿吨的 31.73%、26.83%、15.50%，合计占比 74.05%，为全球煤炭的主要出口国。然而，澳大利亚煤炭受极端暴雨天气、劳动力短缺等影响，1-10 月出口量同比下降 4.7%；俄罗斯因俄乌冲突受到西方制裁、能源企业撤资等影响，俄罗斯煤炭产量和出口量也均出现下降，降幅分别为-1.3%、-3.9%；印尼煤炭产量和出口量均较去年同期增加，增幅分别为 11%、6.3%。短期内主要煤炭出口国澳大利亚和俄罗斯的煤炭产量和出口量也难以大幅增加，印尼煤炭产量和出口量虽有明显增加，但受其国内煤炭需求拉动，以及不定期的煤炭禁止出口政策等影响，后续煤炭出口政策具有一定不确定性。

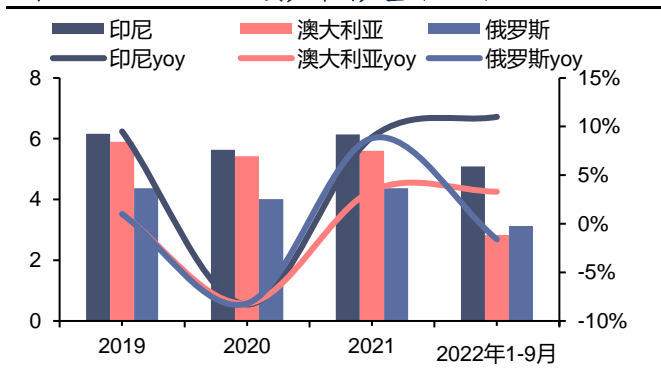
表 7: IEA 预测的全世界 2024 年煤炭产量 (百万吨)

国家/地区	2019	2020	2021	2024	2019-2020	2020-2021	CAAGR 2021-2024
亚太	5760	5729	5939	6182	-0.5%	3.7%	1.3%
中国	3724	3764	3925	3982	1.1%	4.3%	0.5%
印度	756	764	793	955	1.0%	3.7%	6.4%
澳大利亚	507	468	470	477	-7.7%	0.3%	0.5%
印度尼西亚	601	564	576	570	-6.1%	2.2%	-0.4%
北美	706	540	584	536	-23.5%	8.2%	-2.8%
美国	641	485	528	484	-24.4%	8.9%	-2.9%
中南美	92	56	73	68	-39.4%	31.5%	-2.5%
欧洲	531	446	475	378	-15.9%	6.4%	-7.3%
欧盟	374	301	329	247	-19.3%	9.2%	-9.1%
中东	2	2	2	2	-0.2%	3.7%	0.0%
欧亚大陆	578	526	556	580	-9.0%	5.8%	1.4%
俄罗斯	439	398	429	445	-9.4%	7.7%	1.2%
非洲	276	262	260	269	-5.2%	-0.5%	1.1%
全世界	7944	7560	7889	8014	-4.8%	4.3%	0.5%

资料来源: IEA, 信达证券研发中心

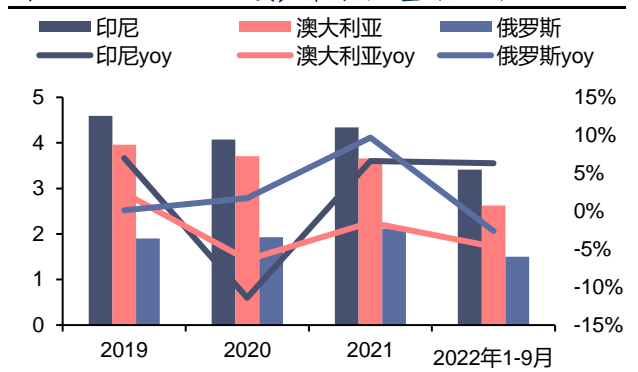
从我国煤炭进口量看。相较 2019 年尚未禁止澳大利亚煤炭进口时，1-10 月我国从印尼、俄罗斯和蒙古国的煤炭进口量均大幅增加，其中进口印尼煤炭占比由 46%提高至 58%，进口俄罗斯煤炭占比由 11%提高至 24%，蒙古国煤炭进口受疫情影响占比有所下降，现已一定程度上弥补了澳大利亚煤炭缺口，而且在强调确保能源资源供应链稳定的背景下，也不会过度依赖单一国家煤炭进口量。从全球煤炭贸易形势看，自 2020 年 11 月澳大利亚煤炭禁止煤炭出口中国大陆后，其主要煤炭出口转向日本、韩国、印度和中国台湾；自 2022 年 8 月欧盟禁运俄罗斯煤炭后，欧盟煤炭进口转向南非、美国、澳大利亚、印尼等国家，俄罗斯煤炭出口也转向印度、中国、日本和韩国等地区，全球煤炭贸易关系不断走向新平衡。

图 48: 2019-2022M9 主要产煤国产量 (亿吨)

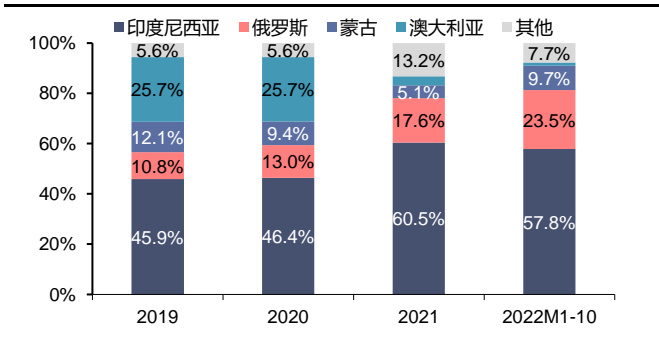


资料来源: 中国煤炭经济网, 信达证券研发中心。注: 澳大利亚 2022 年数据为 1-6 月。

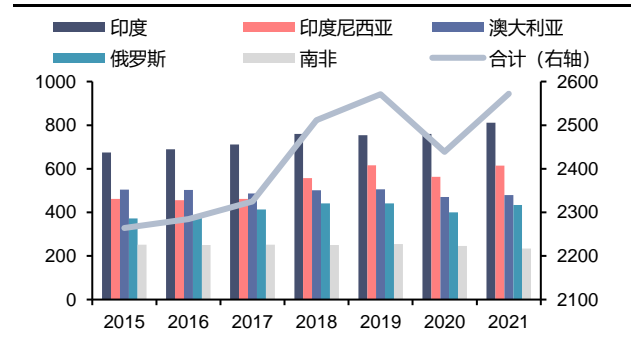
图 49: 2019-2022M9 主要产煤国出口量 (亿吨)



资料来源: 中国煤炭经济网, 信达证券研发中心

图 50: 我国煤炭进口来源国结构变化 (%)


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 51: 除中国外的主要产煤国产量变化 (百万吨)


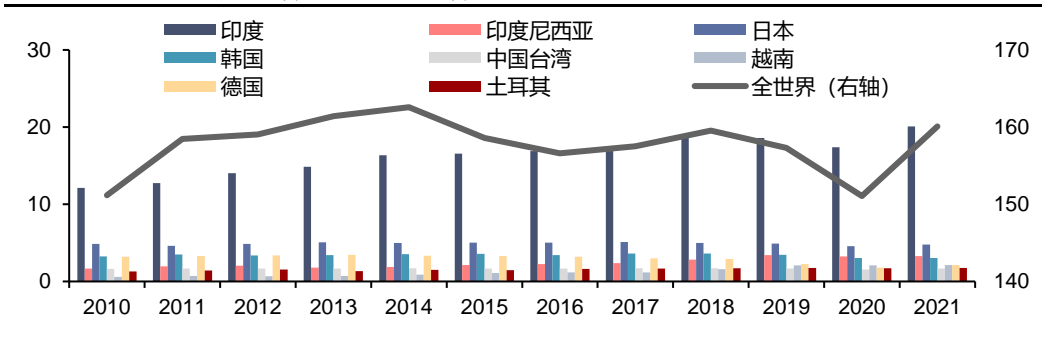
资料来源: BP, 信达证券研发中心

我们认为,当前能源安全优先叠加海外能源资源价格高涨背景下,许多国家开始在全球范围内抢购煤炭。然而,由于全球过去煤炭资本开支不足,全球煤炭也进入产能紧缩周期,主要出口国的煤炭出口量短期内难以大幅增加,更多的是全球煤炭贸易格局的重塑。再者,印度为代表的新兴经济体煤炭消费需求增速和煤炭进口量快速增加,而且欧盟等西方国家在 2023 年全面禁运俄罗斯煤炭,转向其他国家进口更多的煤炭,或将进一步加剧全球煤炭贸易紧张局面,进而加大我国煤炭进口难度。

3. 需求端: 经济底部叠加稳增长, 煤炭需求底部向上

短期经济增速下台阶,稳增长预期逐渐加强。今年以来,在党中央和地方政府一系列稳增长政策下,下半年经济增长逐步恢复,年内前三季度 GDP 累计增速为 3%,但仍属于近十年来相对较低水平。党的二十大报告明确提出统筹抓好疫情防控和经济社会发展,推动社会经济高质量发展。根据《财政蓝皮书:中国财政政策报告(2022)》预测,在疫情得到有效控制的条件下,2022 年我国 GDP 增速可能在 3.5%~5.0%区间,从中长期看,在有效防范化解公共风险的条件下,“十四五”期间经济增速能够达到 5.0%以上。虽然当前经济仍处于弱复苏阶段,但我们也应该看到随着防疫二十条措施的稳步实施,以及稳投资促消费、降息降准和稳定房地产市场等系列稳增长政策的落地,经济企稳回升的预期逐渐加强。

据 IEA 预测,全球煤炭消费绝对量保持正增长,但增速逐步放缓。根据 BP 统计数据,2021 年全球煤炭消费量 54.72 亿吨(标准煤),较 2020 年的 51.63 亿吨同比增加 6%,煤炭需求止跌反弹,其中煤炭消费绝对量和增速较大的国家为印度(6.87 亿吨,+15.4%)、中国(29.45 亿吨,+4.6%)、印尼(1.12 亿吨,+0.9%)。据国际能源署 IEA 预测,未来随着疫情影响的减退,俄乌冲突带来的各国对能源安全自主的依赖性,以及如印度,越南高速增长的发展中国家对廉价能源的需求,全球煤炭消费量逐年增加,但增速逐步放缓。

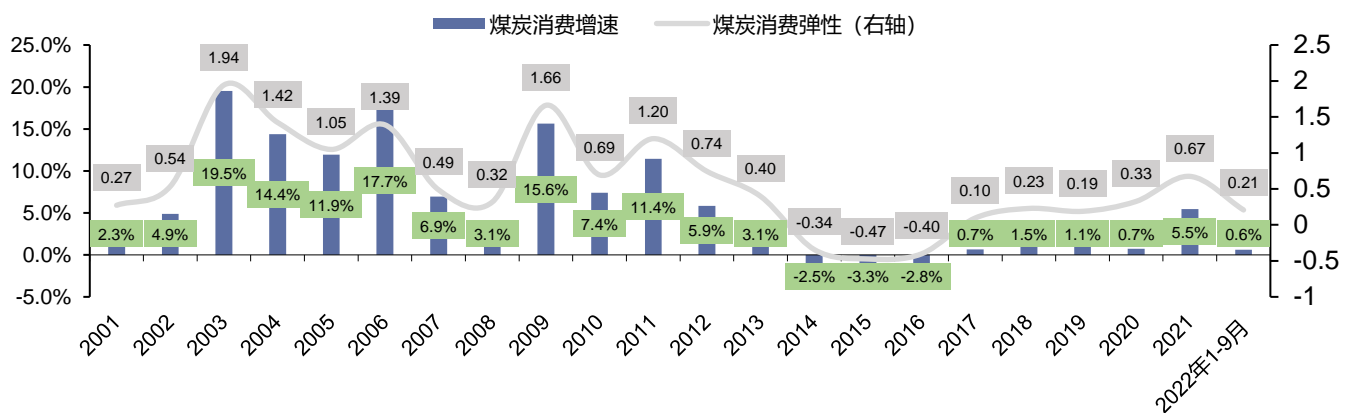
图 52: 全球及主要煤炭消费国(地区)消费量变化(亿吨)


资料来源: BP, 信达证券研发中心

近年来能源消费弹性和电力消费弹性呈刚性增长态势,“十四五”期间预计仍将保持增长态

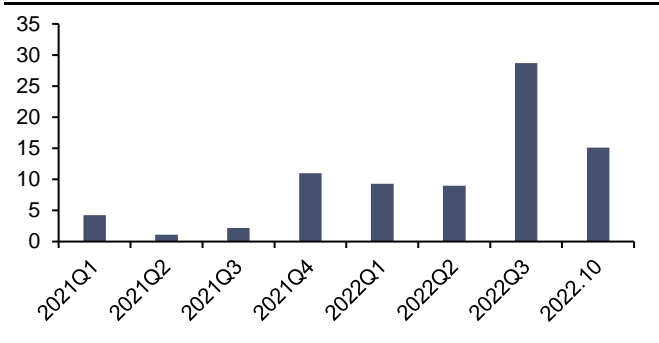
势。从煤炭整体消费看，2014年到2016年，煤炭消费连续三年下降，2017年起煤炭消费连续小幅上涨，煤炭消费量由2018年的27.6亿吨上升至2021年的29.3亿吨，煤炭消费弹性由2015年的-0.25上升至2021年的0.46。从三产+居民用电看，近十年来我国三产+居民生活用电量占比有了较大的提升，2021年两部门用电量占比31.24%，但相较于美国(+67.7%)和日本(57.91%)等发达国家仍有着巨大的发展空间。从用电行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业等新兴产业为2019-2021年用电量边际贡献前四的行业，边际贡献率(对电量增量贡献率超出其用电量占比的部分)分别为3.35%、1.66%、1.18%、1.04%，对能源的消耗强度亦毫不逊于传统高耗能行业(参见信达能源《煤炭开采行业深度报告：2020-2025电力电量分析与展望》)。我们认为，我国经济步入高质量发展阶段，新兴产业的产值规模持续增加，能耗/电耗水平也将持续提升，而且随着我国居民人均收入水平的进一步提升与产业升级持续进行，三产与居民生活用电量占比上行的趋势，在较长时间内都不会发生改变，将驱动我国全社会用电量继续快速上行，煤炭消费仍将保持增长态势。

图 53：2017 年以来煤炭消费弹性和煤炭消费增长率持续走高 (%)

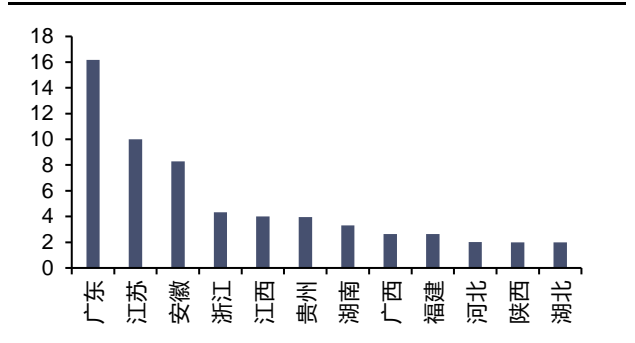


资料来源：煤炭资源网，Wind，信达证券研发中心

火电稳步增加，水电增速放缓，风光当量低，煤电建设有望提速进而有力支撑动力煤消费。能源结构调整下，火电发电量占比逐步下降但总量连续多年保持同比上升，2022年1-10月，火电发电量48187.9亿千瓦时，占比69.3%，较2021年的71.1%下降1.8pt。水电受可开发水能资源限制，近三年几乎已无增长空间，同时易受极端气候条件影响，2021年和2022年1-10月的水电发电量分别同比下降2.5%、上升2.7%。风电和光伏发电正处于高增长阶段，但其绝对量增量尚未能够覆盖电力绝对增量需求，同时面临消纳瓶颈。为避免再度出现拉闸限电现象，确保电力能源供应安全，国家加速煤电建设，煤炭消费或将迎来阶段性修复提升。2022年1-9月，我国新增火电发电能力2358万千瓦，其中，燃煤发电1139万千瓦，火电投资547亿元，同比增长47.5%。今年9月，国家发改委召开了煤炭保供会议，提出今明年火电将新开工1.65亿千瓦，考虑到煤电机组假设时间普遍在2年左右，大型项目3年左右，预计在2024-2025年左右逐渐形成规模。我们认为，当前加速推动煤电建设是基于统筹能源安全和绿色低碳转型的综合考量，随着我国煤电建设进入新阶段，带来的增量机组或将有力支撑动力煤需求。

图 54：2021 年以来的煤电装机情况 (GW)


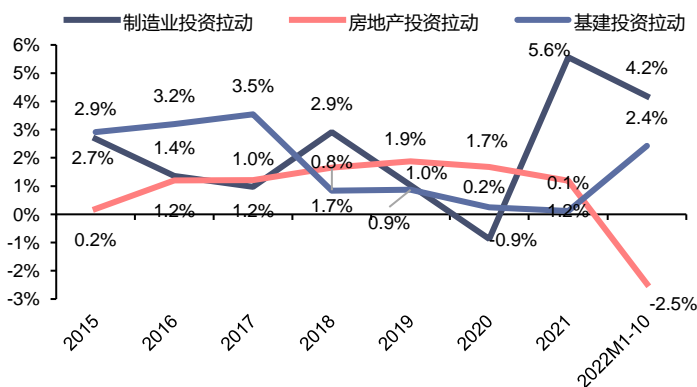
资料来源：信达证券研发中心整理

图 55：2022 年分地区煤电装机情况 (GW)


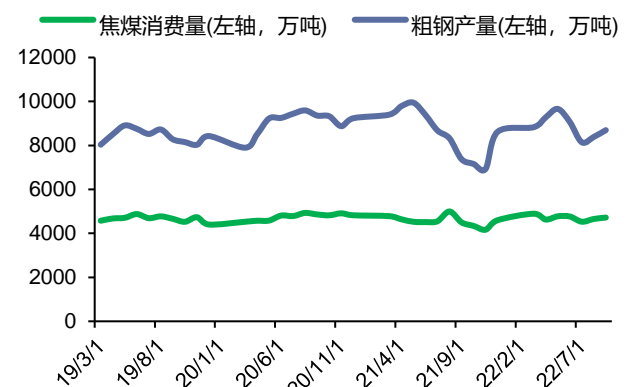
资料来源：信达证券研发中心整理

原料煤不占用能耗指标细则，一定时期内有利于非电煤消费。2021 年 12 月 28 日，国务院印发的“十四五”节能减排综合工作方案通知中提到各地“十四五”时期原料用能不纳入全国及地方能耗双控考核。随后内蒙古、浙江等省区积极跟进并落实。2022 年 11 月 1 日，国家发改委、统计局联合发布《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》，完善能源消耗总量和强度调控，部署推动原料用能不纳入能源消费总量控制相关工作，对煤化工下游需求的政策限制有所改善。2022 年 1 月，工业和信息化部、国家发改委和生态环境部联合印发文件《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，提出钢铁行业碳达峰时间为 2030 年，能源消耗目标为“吨钢综合能耗降低 2% 以上”，为将来一段时间内焦煤的需求提供了有力支撑。

在房地产投资增速趋于下行，“逆周期调节”发力带动基建投资增速上行，制造业投资增速趋稳的情况下，2022 年粗钢产量降幅有限。据统计局数据，2022 年 1-10 月，房地产、基建和制造业作为粗钢的主要下游产业，其固定资产投资增速分别为-8.8%、8.7%、9.7%，粗钢、水泥产量增速分别为-2.2%和-11.3%，基建、制造业等增长一定程度上对冲了房地产下行影响，除水泥外其余钢铁产量降幅并不明显，也带动相关煤炭消费企稳回升，而且钢铁库存也明显下降并处于历史低位，下游需求的边际改善正在发生。依据信达能源《我国炼焦煤需求总量与结构深度研究》报告，以 2021 年粗钢 10.33 亿吨为基准，按照保守-偏保守-中性-偏乐观-乐观五种不同情形测算，2022 年粗钢消费量增幅为-3.9%-2.2%。需要注意的是，据 Wind 信息，2022 年 1-9 月，我国折合粗钢净出口量 4,109 万吨，同比+15.3%，以及需要说明的是，我国粗钢平控政策的实施也会推动粗钢整体压减，但整体压减节奏有延缓迹象，预计政策压减约 1,800 万吨。

图 56：2015-2022M8 三大投资对固定资产投资的拉动 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 57：2019-2022M9 月度粗钢产量、焦煤消费量变化


资料来源：煤炭资源网，Wind，信达证券研发中心

表 8：不同需求情形下推演 2022 年粗钢产量

基准	固定资产投资完成额累计同比 (%)			粗钢表观需求 (亿吨)			净出口量 (亿吨)	粗钢产量 (亿吨)		
	房地产	基建	制造业	2021A	2022E	同比	2022E	2021A	2022E	同比
乐观估计	0.0%	9.8%	15.0%		10.07	1.6%			10.55	2.2%
有限乐观	-5.0%	9.8%	13.0%		9.88	-0.2%			10.37	0.4%
中性估计	-8.0%	9.8%	10.0%	9.90	9.71	-2.0%	4878	10.33	10.19	-1.3%
有限保守	-10.0%	9.8%	7.0%		9.55	-3.5%			10.04	-2.8%
保守估计	-12.0%	9.8%	5.0%		9.44	-4.7%			9.93	-3.9%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受粗钢生产工艺中长短流程减产幅度差异和长流中废钢添加量降低等综合影响, 焦煤需求量有望维持稳定或同比略增, 且优质炼焦煤相对更有市场。废钢价格高位、电价上涨叠加能耗双控政策, 年内电炉钢比大幅下降。根据信达能源《我国炼焦煤需求总量与结构深度研究》报告, 基于前述不同情形下的粗钢产量预测, 以及对粗钢长短流程生产工艺占比以长流程中废钢比的测算, 我们发现年内尽管粗钢产量大概率下降, 焦煤需求量仍有望维持稳定或同比略增。此外, 随着钢铁高质量转型发展中高炉大型化和提高高强钢等级的发展目标, 对焦煤品质也提出了更高要求, 具备低硫、中挥发分、中胶质层厚度 (25mm)、高粘结指数煤质特性的主焦煤、肥煤煤种优势将更大, 更具有市场竞争力。

表 9：电钢比与转炉废钢比下降对 2022 年焦煤需求量的影响 (万吨)

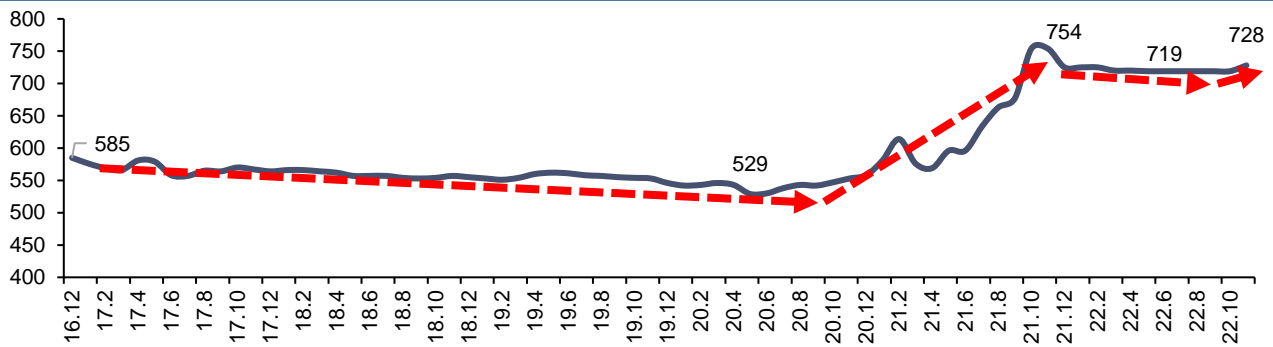
基准	预计粗钢产量	2022 年长流程产量	2022 年长流程铁水产量	铁水产量同比增量	拉动焦煤需求
乐观估计	105,541	95,514	81,512	4,677	2,004
有限乐观	103,681	93,832	80,076	3,241	1,389
中性估计	101,938	92,254	78,730	1,894	812
有限保守	100,428	90,887	77,563	728	312
保守估计	99,266	89,835	76,665	-170	-73
行政限产	101,513	91,869	78,401	1,566	671

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对于炼焦煤, 我们认为, 中短期由于基建、制造业对冲和钢铁行业电钢比、废钢比的下降, 房地产下行对于焦煤需求量的消极影响被大大削弱, 而且在系列经济稳增长政策实施下优质焦煤作为稀缺性资源, 需求弹性有望加大; 长期看, 优质炼焦煤作为全球稀缺性资源, 随着钢铁工业高质量发展的持续推进, 特钢特钢与高炉大型化趋势不断发展, 优质炼焦煤资源的稀缺特性将更加凸显。

4. 价格端：国内外煤炭价格有望保持高位运行，价格中枢或将进一步抬升

近年来动力煤年度中长协价格逐步抬升, 供需偏紧下后续长协价格有望进一步上调。自 2020 年以来, 伴随煤炭行业供给侧改革落后产能出清, 煤炭市场企稳回升, 煤炭中长协价格整体呈上涨趋势。2022 年 1-10 月, 在严格落实稳价政策下, 动力煤中长协价格始终稳定在 719 元/吨, 且与同品质市场煤价格存在大幅价差。而在 11 月, 临近签订次年长协合同之际, 依据中长协价格定价机制, 动力煤年度长协煤价格也实现了首次上涨, 由 719 元上调至 728 元/吨, 这反映了煤炭供给紧张的情况和煤价向市场靠拢的趋势, 也有利于提高煤企中长协合同履约率。我们预计长协价格将有望步入一轮小步慢涨的提升窗口期, 逐月小幅提升逐步向现货区间靠拢, 进一步体现出市场化改革的大方向。

图 58：2016 年以来动力煤长协价格走势（元/吨）


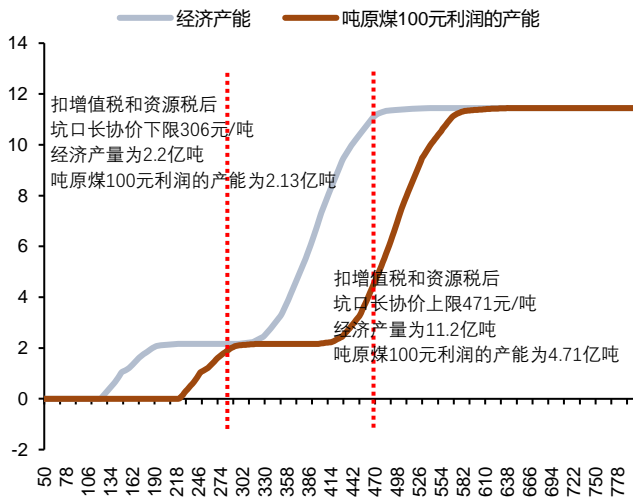
资料来源：煤炭市场网，信达证券研发中心。

电力市场化改革下电价上涨预期增强，有望进一步疏导抬升煤价。2022 年迎峰度夏期间多省份上调了高能耗企业电价，并对产品能耗超限企业实施惩罚性电价；在多省份 8-9 月出台的“十四五”规划中进一步强调要完善阶梯电价政策，强化电价作为能源价值信号的引导作用。2022 年 11 月，中电联发布《适应新型电力系统的电价机制研究报告》中强调了煤电在“容量价格”和“辅助服务”两方面的价值，提出为改善目前煤电价格倒挂的情况，建议按当前电煤长协价格，有序将全国平均煤电基准价调整到 0.4335 元/千瓦时。10 月以来多地电力市场化改革加速，如山东取消代购电输配电价峰谷分时，同时细化容量补偿分时峰谷系数，上午中午时段执行谷底容量补偿，甘肃发布《电力辅助服务市场运营暂行规则（征求意见稿）》，国家也出台《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》。我们预计在电力市场化改革大趋势下，或将有序向下游疏导电价，提高煤电的盈利水平，进而有望缓解政策端对动力煤价格的限制。（详见信达能源《电价发展趋势研判：风来千帆竞，潮涌逐浪高》）。

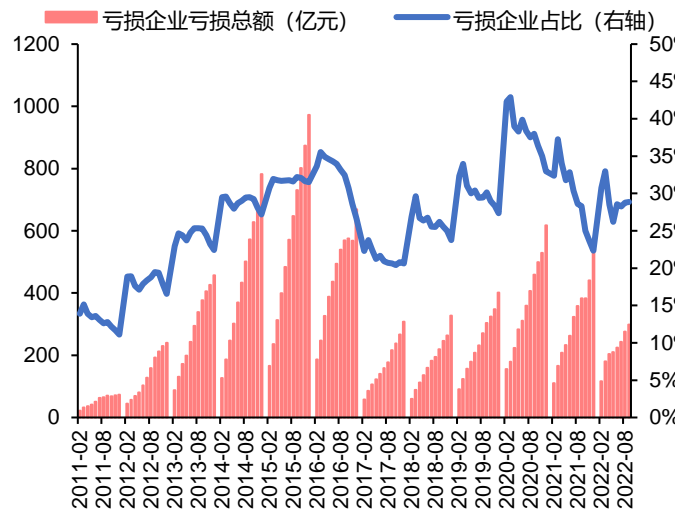
增产保供背景下部分高成本煤矿的产量释放，其刚性成本对合理价格区间上限有着较强支撑。煤炭开采企业与一般制造工业成本差异明显，受客观自然条件制约性强，辅助生产环节支出多、安全生产投入大、固定成本占比高，区域性差异大，其成本的决定性影响因素在于煤矿产能规模和煤层赋存条件。在增产保供政策下，煤矿需按照自有资源量的 80% 签订中长协保供合同，严格执行地方坑口限价（如山西地区 5500 大卡动力煤坑口含税价格区间 370-570 元/吨。），极大影响了企业效益，尤其对于部分产能规模小、开采年限久、开采系统复杂、安全投入大、社会负担重的中小型煤矿，矿井开采成本和完全成本均较高，当前严格执行现有中长协价格下仍处于亏损状态。

以山西地区为例，经煤炭资源网调研样本煤矿数据，结合各上市公司和煤企集团信评报告的公告数据，通过梳理分析山西省现有正常生产矿井的产能规模和地质生产条件，依据影响原煤开采成本的关键指标（矿井类型、产能规模、水害、瓦斯、冲击地压等）进行建模分析，我们分析得到山西省 2021 年的煤矿原煤生产成本为 94.5-429 元/吨，原煤完全成本为 122-528 元/吨（均不含资源税，该税费从价计征），以及不同成本区间下对应的煤矿产能，进而绘制山西省煤矿成本-产能曲线。即，在坑口上限 570 元/吨时，山西省煤矿经济产能仅为 11.2 亿吨，占全部在产产能的 98%，且经济产能随着上限价格下压而迅速下降。需要说明的是，受数据样本和研究手段限制，煤矿企业成本和产能曲线研究具有一定局限性，成本数据参照上市公司煤矿较多取值相对保守，而且未能够细致区分不同煤矿的煤质，均按照 5500 大卡的煤质测算价格，如对于部分煤质较差、成本更高的煤矿更容易亏损。

我们认为，当前增产保供背景下，煤炭管控价格上限具有较强的成本支撑，且仍有进一步提高上限值以稳定部分高成本产能释放保供的空间，进而使得优质产能煤矿盈利的高确定性愈加凸显。

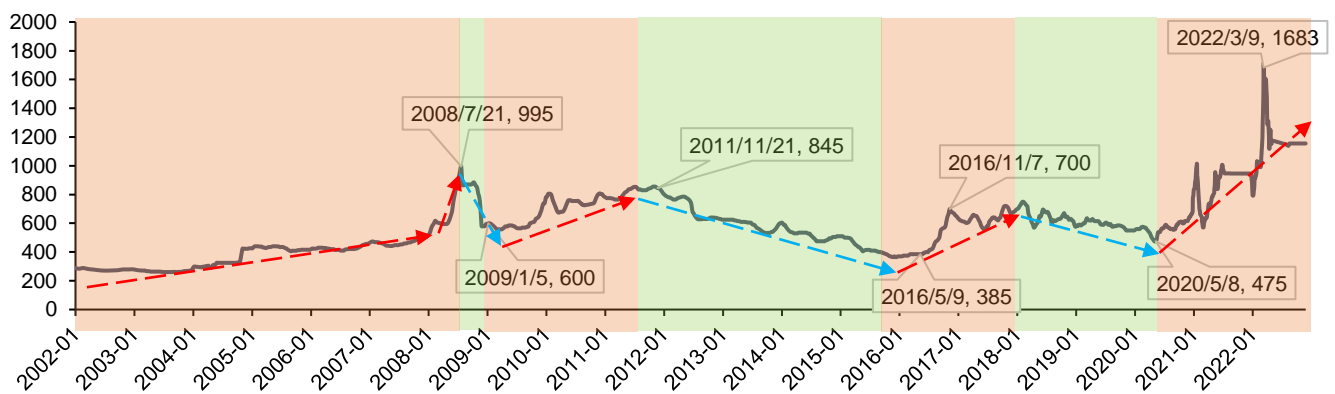
图 59：山西吨煤产能-成本曲线（亿吨，元/吨）


资料来源：信达证券研发中心测算。注：受研究方法和手段的限制，未能充分考虑其他因素对煤矿成本和不同煤质的价格影响。

图 60：煤炭开采与洗选行业亏损企业占比和亏损总额


资料来源：Wind，信达证券研发中心

煤炭有效产能不足和产能周期导致的供需紧平衡局面延续，或将使得本轮景气上行周期顶部显著拉长。2020年4月以来，由于“十三五”以来煤炭行业供给侧改革产能持续出清，叠加煤炭资本开支持续下降，煤炭产能进入新一轮紧缩周期，导致煤炭供需持续偏紧，进而从根本上推动本轮煤炭景气上行周期。然而，供给端，新建矿井建设周期至少3-5年，“十四五”内新增产能有限。而核增产能自去年来提前释放产量，未来对缓解供给短缺的边际贡献不足。需求端，煤炭仍然处在消费增长阶段，尤其是云南、四川等多地发生有序用电后，火电顶峰容量价值将进一步体现，未来煤电装机投资建设节奏有望加快，电力用煤需求将进一步提高。我们认为，煤炭行业长期资本开支不足导致的产能周期错配在中短期内难以改变，供需偏紧的格局或将持续存在，进而有望支撑煤价保持高位。

图 61：2002 年以来秦皇岛港 5500 大卡价格走势（元/吨）


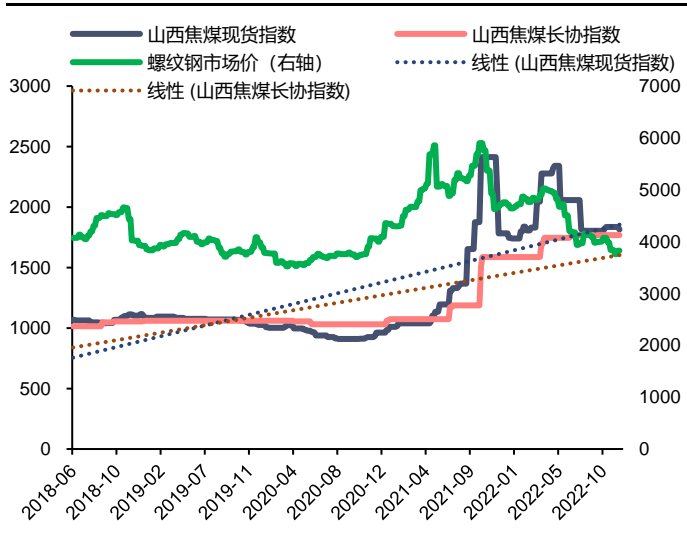
资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：数据截止 2021 年 12 月 5 日

综合上述分析，我们认为，在煤炭供给无弹性而需求有弹性的局面下，叠加煤炭长协保供的强力实施，现货流通量或将更加紧缺进而支撑煤价持续保持高位、中枢上扬。与此同时，随着现货价格中枢的提升，年度中长协价格也有望跟进提高，进而更好地体现煤炭供需基本面形势，反映能源安全的大背景下煤炭的真正价值回归。

炼焦煤供应紧缺有望支撑价格保持高位，伴随下游需求边际改善价格中枢或将进一步抬升。今年以来炼焦煤市场煤价整体维持在高位水平运行，价格中枢亦有大幅抬升，而且三季度以来焦煤市场价格小幅上涨。从焦煤长协价格看，大型焦煤企业主要以长协为主，端到端直

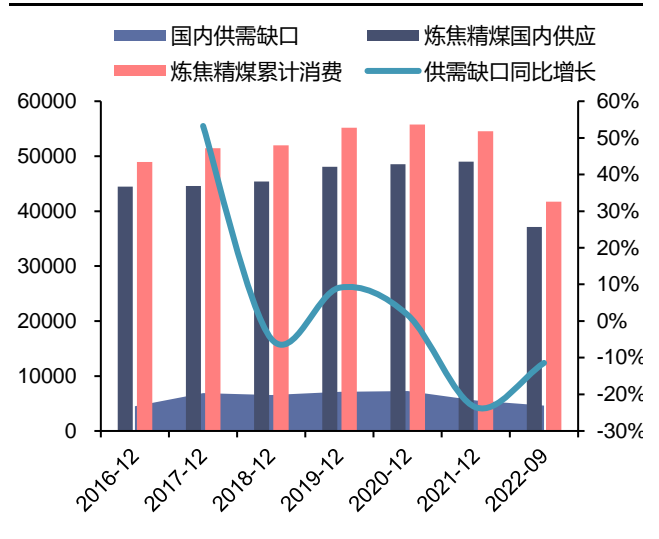
销直供,在今年地产严重下行背景下,大部分焦煤企业的执行的长协价格年内也未大幅调整,基本持平或象征性的略低。结合前述分析,需求端,短期由于基建、制造业对冲和钢铁行业电钢比、废钢比的下降,房地产下行对于焦煤需求量的消极影响被大大削弱,未来随着下游边际需求的持续改善,焦煤需求弹性有望加大。供给端,我国炼煤矿井基本均为井工矿,受限于资源条件、安全条件与开采条件,供给几乎无弹性甚至还有进一步收缩的风险,具体参阅信达能源《我国炼焦煤需求总量与结构深度研究》。站在当下,当前焦化厂和钢厂焦煤库存处于历史低位,临近春节钢厂面临补库需求,而山西焦煤主产地受疫情影响,焦煤产量和运输较为紧张,供需偏紧矛盾愈加凸显,不同产地价格已出现不同程度上涨。我们预计,未来 2-3 年炼焦煤尤其是优质主焦煤供给短缺问题仍将持续存在,叠加动力煤现货价格高位运行,焦煤价格将继续保持高位运行,整体易涨难跌。

图 62: 2018-2022 年国内长协和市场煤价格比较



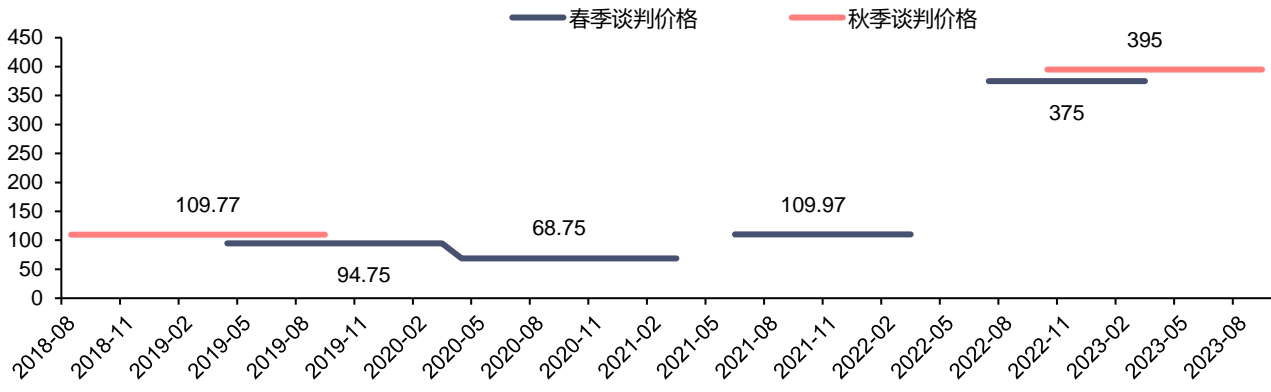
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 63: 炼焦精煤国内供需缺口 (万吨)



资料来源: 煤炭资源网, Wind, 信达证券研发中心

全球煤炭供需偏紧与贸易格局重塑背景下,伴随新一轮煤油气资源的补库需求,海外煤炭价格或将企稳回升并维持高位运行。2022 年前三季度,为确保国内能源安全,欧洲各国全力储备煤炭和天然气,海外煤价持续上涨,也助推库存水平升至历史高位,随后引起海外煤炭价格开始下跌。近期,随着欧洲各国气温下降,煤炭库存消耗加速,加之南非、澳洲、俄罗斯等国家因暴雨或劳资纠纷等原因煤炭供给收紧,进而煤炭供需偏紧下支撑海外煤价止跌回升。此外,国际贸易合约价格大幅提升,以日本年度动力煤采购合同为例,2022 年 7 月,日本新日铁住金株式会社 (Nippon Steel) 与全球矿商嘉能可集团 (Glencore) 达成春季动力煤年度采购合同,合同谈判价高达 375 美元/吨,相较 2021 年同期 109.07 美元/吨上涨 2.45 倍。同年 8 月,日本电企东北电力公司 (Tohoku Electric Power) 与全球矿商嘉能可 (Glencore) 达成秋季动力煤年度采购合同,合同价为 395 美元/吨,较春季谈判价格再度上涨 20 美元/吨。结合前述分析,全球煤炭供需关系持续偏紧,随着今年冬季库存的去化和次年各国煤炭新一轮的补库需求,欧洲各国禁止进口俄罗斯煤炭外或将全年参与全球抢煤,我们预计海外煤炭价格有望企稳回升并保持高位运行。与此同时,我们认为,本轮海外煤价上涨的本质原因是供给产能周期导致的紧缺,短期内难以改善,即使是在俄罗斯没有断供欧洲煤油气能源的情况下,煤炭等能源价格也会在供需错配的矛盾下维持高位,并在中长期呈上行趋势,其持续性和强度或将远超预期。

图 64：日本与嘉能可签订的动力煤年度合同价格涨幅达 2.45 倍（美元/吨）


资料来源：Reuters, Spglobal, Cmk, 信达证券研发中心

三、煤企开启价值重估之路

1. 受益政策红利，煤炭国央企有望迎来价值重估

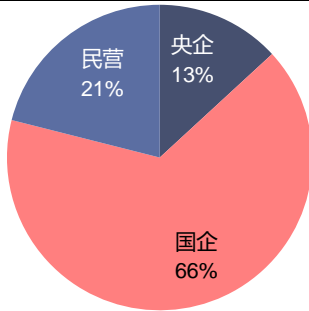
煤炭主体能源地位决定着煤炭企业有望在较长时间内获得稳定竞争优势，有利于提高资产重估价值。在 2020 年双碳战略提出后，各地都将减排去碳工作放在了空前重要位置，最为普遍的现象就是以“一刀切”的形式出台“去煤化”政策，这也引起部分投资者担忧煤炭企业的发展前景，也不看好煤炭投资。今年以来，国家能源政策导向由“十三五”时期调整能源结构为主要变为当前及“十四五”时期能源安全为主要，同时再次明确立足“以煤为主”国情，把加强煤炭清洁高效利用作为实现双碳目标的重要途径，强有力地回应了前期市场错误理解的煤炭将被完全替代的逻辑。与此同时，“十四五”能源规划相较“十三五”能源体系，也对煤炭消费作出了重大调整，虽然也提及要严格合理控制煤炭消费增长，但不再提出煤炭消费总量和消费比重的具体控制目标。煤炭既是燃料也是工业原料，这意味着煤炭在较长时间内有望获得稳定竞争优势，也决定着煤炭企业具有较长的发展久期，也有利于提升煤炭企业的资产重估价值。

表 10：“十四五”能源规划主要变化——强调煤炭兜底保障的主体能源地位

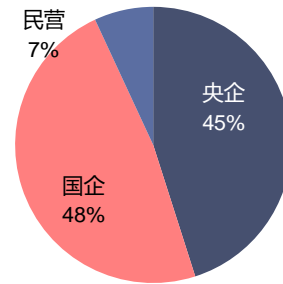
	《“十三五”规划》之煤炭	《“十四五”规划》之煤炭
不同点	着力降低煤炭消费比重，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内。煤炭消费比重降低到 58% 以下。 严格控制审批新建煤矿项目。严格控制新增产能，加快淘汰落后产能，有序退出过剩产能。 改造项目和生产能力核增项目，确需新建煤矿的，实行减量置换。	加强煤炭安全托底保障，严格合理控制煤炭消费增长。 加快在建煤矿建设投产，加快不具备安全生产条件的煤矿关闭退出。 加强节能降碳技术创新，深入推进循环经济发展。
相同点	加快散煤综合治理，大力推进煤炭分质梯级利用。 加快推进煤炭清洁高效利用。 加快研发煤炭机械化开采装备，加快智慧煤矿建设。 加快煤矿安全建设。	优化煤炭产能布局，增强煤炭跨区域供应保障能力。 大力推动煤炭清洁高效利用。 强化智能化和安全高效矿井建设，禁止建设高危矿井。 强化煤矿安全建设

资料来源：《“十三五”能源规划》，《“十四五”现代能源体系规划》，信达证券研发中心

探索建立中国特色估值体系，有助于推动煤炭企业价值重估。证监会主席在 11 月 21 日金融街论坛上表示，要“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”。截至去年底，央企控股上市公司家数仅占全市场的 7.6%，贡献了近 1/6 的市值、近 1/4 的净资产和超三成的利润，在资本市场中地位举足轻重，但估值存在不合理的情况。国央企在“探索建立中国特色估值体系”过程中价值有望得到重估。煤炭行业是国央企集中的典型行业。根据申万（2021 年）行业分类，煤炭行业共 38 家企业，其中 5 家央企，25 家国有企业，国央企数量占比达到 79%，国有煤炭企业的大股东平均股权占比超过 50%。从市值来看，五家央企总市值占比约 45%，30 家国央企市值占行业的 93%，煤炭行业的国央企占据了绝对地位。

图 65: 煤炭板块不同性质企业数量占比 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心注: 截止 2022 年 11 月 25 日。

图 66: 煤炭板块不同性质企业市值占比 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心注: 截止 2022 年 11 月 25 日。

深化国企改革明确提出提高央企控股上市公司治理, 煤炭国央企上市公司的市场价值与内在价值相匹配或将成为央企改革的未来方向。2020-2022 年, 国有企业全面贯彻落实《国企改革三年行动方案(2020—2022 年)》文件精神, 取得一系列重要的阶段性成果, 企业治理能力和核心竞争力不断提升, 企业发展环境也有着深刻变革。今年 5 月, 在国企改革三年行动方案行动的基础上, 国务院国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》, 进一步深化国央企上市公司改革, 明确提出解决同业竞争问题、加强市值管理、提高信息披露质量和提高股东回报能力等改革目标, 并做出具体的考核指标和工作进度, 努力推动上市公司市场价值与内在价值相匹配。因此, 随着改革方案的纵深推进, 国央企上市公司或将进一步推动上市平台布局优化, 更加重视资本市场表现, 加强对接资本市场, 也有必要重新评估企业的内在价值, 推动实现企业的内在价值与市场价值相匹配。值得关注的是, 煤炭国央企上市公司与其控股股东同业竞争的问题较为突出, 值此国企改革背景下, 煤炭企业资产注入预期有望加快。

煤炭产业利好政策频发, 产业发展环境有望改善, 也有利于煤炭企业价值被重新发现。2021 年以来国内外煤价持续飙升, 引发限电、煤电企业亏损等问题, 煤炭产业引发了国家高层的广泛关注。国常会多次涉及煤炭产业发展, 国家相关主管部门也出台多项政策支持煤炭行业, 如调整煤矿产能置换政策、加快煤矿建设项目核准审批、下发专项再贷款等。2021 年以来, 国家先后多次下发煤炭专项再贷款, 专门用于现代化煤矿建设、绿色高效技术应用、智能化矿山建设、煤矿安全改造、煤炭洗选、煤炭储备能力等煤炭安全生产和储备领域。从行业趋势看, 当前仍处在新一轮产能周期驱动的能源短缺初期, “十四五”乃至“十五五”初期煤炭供给侧受制于前期产能投资不足、新建煤矿严重滞后、产能建设周期超长等因素或将长期短缺, 行业将处于供需趋紧的高景气上行周期。且在缺电背景下, 近期政策已经开始驱动新一轮煤电加快建设(煤炭最大下游), 也将吸引更多的社会资本参与新一轮的煤炭产业周期, 同时电力市场化加速推进, 煤电矛盾有望纾解, 煤价上涨也有望向下逐步传导。值得关注的是, 煤炭产业在迎来国家高层和社会高度关注的同时, 有望迎来新一轮发展期, 在此期间, 煤炭企业既有的存量资产价值也将被重新发现, 也将有力推动煤炭企业价值重估工作。

2. 煤炭企业既有资产的真实价值已远高于账面价值, 有必要进行资产重估

矿业权出让制度改革叠加煤价上涨, 导致煤炭资源取得成本显著上升。中共中央办公厅、国务院办公厅于 2017 年印发《矿业权出让制度改革方案》, 要求以招标投标挂牌方式为主, 全面推进矿业权竞争出让, 完善矿产资源有偿使用制度, 将探矿权采矿权价款调整为矿业权出让收益, 并重新确定其价值。2018-2019 年期间, 各省市按照矿业权改革相关规定重新出台矿业权出让收益市场基准价, 以此指导矿业权出让收益。2020 年以来, 随着煤炭价格的持续上涨, 2018-2019 年公布执行的基准价已明显偏低, 已不能真实反映矿业权市场交易情况。为了维护国家矿产资源权益, 保证市场公平公正, 部分省市再次开始调整其采矿权市场基准价格, 如山西和甘肃已经完成 2022 年基准价的调整, 山东和河北已经公布基准价调整方案

的征求意见稿。以山西省为例，采矿业基准价均价由 2012 的 2.6 元/吨上涨至 2022 年 6.71 元/吨，涨幅达 156%。值得注意的是，煤炭企业所属煤矿采矿业资源取得的时间相对较早，取得成本较低，导致煤炭企业的采矿业账面价值是远低于真实价值的。同时，综合我们对煤炭能源供需形势的分析，在我国“以煤为主”的能源消费结构下，煤炭消费将长期维持在相对高位水平，煤矿采矿业资源稀缺性凸显，采矿业价值或将不断提高。

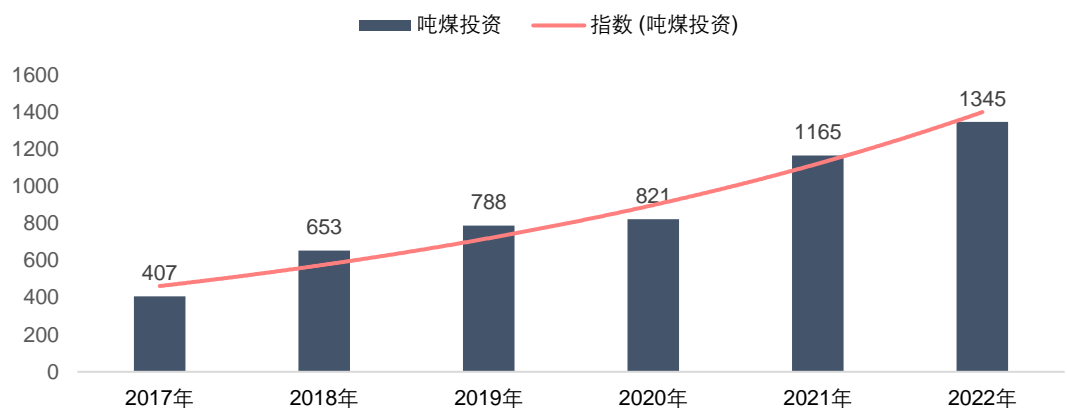
表 11: 山西省采矿业基准价变动 (元/吨)

煤种	2012 年	2018 年	2022 年	2022 年较 2018 年增幅
焦煤、1/3 焦煤、肥煤	3.78	7.2	9.4	149%
瘦煤、贫瘦煤、气煤、气肥煤、1/2 中黏煤	3.09	5.8	7.7	149%
无烟煤	3.26	6.2	7.2	121%
贫煤	2.76	5.1	7.3	164%
优质动力煤 (弱黏煤)	1.51	2.8	4.7	211%
其它煤种	1.35	2.4	4	196%
平均	2.63	4.92	6.71	156%

资料来源: 山西省自然资源厅公告, 信达证券研发中心

新建煤炭投资大幅增加，煤炭企业重建既有产能投资将远大于现有账面价值。当前，新建或改扩建矿井整体投资显著增大，主要体现在三个方面：一是随着煤炭建设工程定额的不断调整，以及矿井建设标准、行业验收要求的逐步提高，矿建、土建、安装工程投资增大，矿井直接建设投资大幅增加。二是 2016 年以来实施的煤炭行业供给侧改革，要求煤矿建设项目核准前或已核准未投产之前需购置产能置换指标，新增的产能购置费用加大了项目前期投资。三是 2017 年 2 月全面推进实施的矿业权有偿取得制度改革，使得矿业权权益金较原资源价款大幅提高，并要求新建矿井取得采矿许可证之前需至少缴纳 20% 的采矿业权出让收益，该首期价款列为资本化支出，加大了项目前期投资。可见，煤炭企业新建矿井的投资显著增加，而煤炭企业的相关资产经过多年折旧，其账面价值已经不能反映真实情况。我们认为，由于近年来新建矿井的投资成本显著增大，煤矿企业重新获得现有产能的重置成本将大大提高，在新一轮煤矿新建周期内的既有煤矿产能的真实价值理应被重新评估。此外，重建煤矿往往需要 3-5 年，投资期限长且资金时间价值高，加之既有煤炭产能却能够持续创造效益，更加彰显煤炭企业既有产能的资产价值。

图 67: 全国新建矿井吨产能投资金额变动趋势 (元/吨)



资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 信达证券研发中心 注: 1. 吨产能投资为当年度核准煤矿总投资/总产能, 仅反映增长趋势; 2. 不含矿业权价款

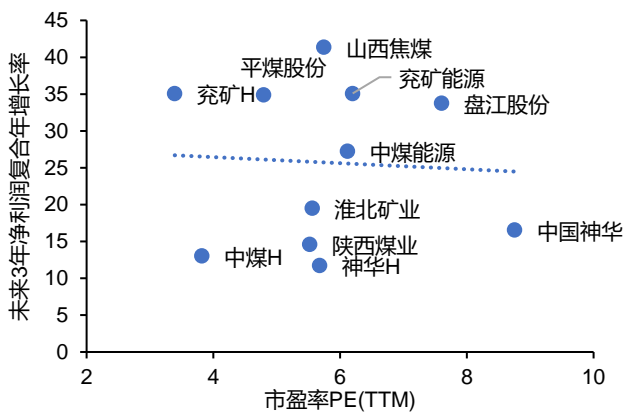
结合前述分析，我们认为，由于采矿业重估价值上升叠加煤矿重建投资大幅增加，在采矿业价格上涨和建矿投资上升的共同影响下，煤炭企业的既有资源和产能的资产价值需要重新被市场认识，其资产或将具有较大的提升空间。

3. 煤炭企业集中度高，其高分红+“现金牛”属性有利于资产估值修复抬升

煤炭行业集中度高，能源保供任务下承担社会责任同时也将受益政策红利，有利于提升资产价值。供给侧改革淘汰落后产能同时，行业集中度不断提升，资源向头部国企聚集。神华集团与国电集团合并重组为国家能源投资集团，山东能源与兖矿集团联合重组成立新山东能源集团，中煤能源兼并重组国投、保利和中铁等企业的煤矿板块等等。2016-2021 煤炭行业 CR5、CR10 产量占比分别由 27.9%、40.7% 上升到 40.9%、53.5%，头部效应更加显著。在落实能源保供方面中央企业积极承担社会责任，2021 年中央企业的煤炭产量首次突破了 10 亿吨。同时，央企在核增产能同样具有优势。国常会部署今年核增产能 3 亿吨，国家能源集团在今年上半年就已完成了 18 个煤矿 5800 万吨的产能核增，山西省 4 户省属煤炭企业共有 59 座矿井也正在申请核增产能 5280 万吨。虽然我们认为核增产能释放的边际增量有限，但煤炭央企承担着保障我国能源安全的重任，在煤矿新建项目核准和获取煤炭资源等方面也更具优势享受产业政策红利，同时在煤电联营、煤炭新能源优化组合等方面，煤炭央企也有望做出表率，积极实践落实政策，进而有助于提升资产价值。

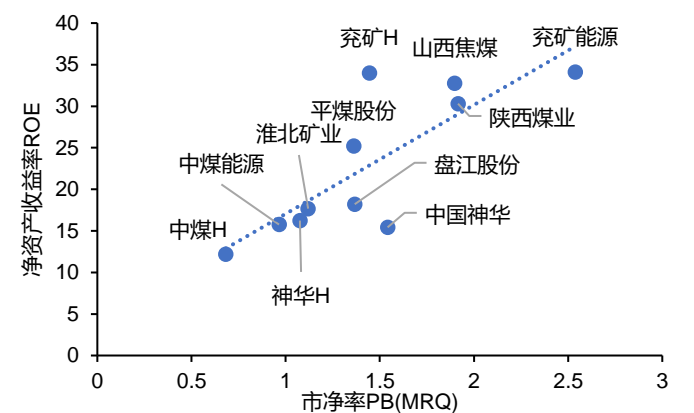
当前煤炭行业相较于其他行业，业绩增速更快而估值更低，有望迎来估值修复。从 PB-ROE 角度看，煤炭行业 2022 年预测 ROE 为 23.27%，大幅高于行业中位数 11.82，而 PB 仅为 1.53x，仍为被低估行业。从上市公司看，我们选取行业主要八家公司做估值对比，其中包括动力煤公司（兖矿能源、中国神华、陕西煤业、中煤股份）与炼焦煤公司（平煤股份、山西焦煤、盘江股份、淮北矿业），对比发现煤炭企业估值普遍较低，H 股处于严重低估状态。A 股 PE 均值为 7.74，H 股 PE 均值为 4.65；A 股 PB 均值为 1.98，H 股 PE 均值为 1.17。我们预计，伴随煤炭企业盈利稳定性提升及央企估值重估，煤炭板块整体估值有望迎来修复。

图 68：八家重点煤炭公司 PE 与利润增速对比



资料来源：Wind、公司公告，信达证券研究开发中心 注：净利润增速采用 Wind 未来三年一致预期的复合增速（截至 2022.11.29）

图 69：八家重点煤炭公司 PB 与 ROE 对比



资料来源：Wind、公司公告，信达证券研究开发中心（截至 2022.11.29）

高分红高股息，煤炭企业“现金牛”属性凸显，其资产具有较大估值提升空间。从分红能力看，煤炭企业高盈利下，实际现金流表现远远好于利润表现，实际可供投资与分红的自由现金流充裕。2021 年，煤炭行业共分红 1027 亿元，央企分红 1015 亿元，占比 99%。从分红意愿看，2021 年，煤炭行业分红比例大幅提高，2022 年部分煤企再次提高分红承诺，如中国神华、陕西煤业和广汇能源近期明确表示提高 2022-2024 年的分红承诺，而且，部分煤企虽未明确表示提高分红承诺，但实际分红比例高于分红承诺，如兖矿能源保持 50% 的高分红承诺，2021 年实际分红率为 60.87%。从实际分红看，在申万一级各行业 2021 年年度股息率中，煤炭板块以 5.4% 的股息率排名行业第 1。根据万得一致预期预测的煤炭国央企 2022 年利润，假设维持 2021 年分红率，煤炭国央企上市公司股息率为 8%（一致预测）；兖矿能源、中国神华、陕西煤业、平煤股份、山西焦煤平均股息率为 13.73%（信达预测），具体股息率见下

文重点关注投资标的。我们预计，得益于煤炭行业高景气周期，煤炭企业具备高盈利高现金、低资本开支高分红属性，未来分红的持续性及力度均有望加强，或将具有较大估值提升空间。

表 12：主要煤炭企业过去三年分红率情况

上市公司	市值	2019-2021 年累计分红额	分红率			股息率
			2019	2020	2021	2021
兖矿能源	1619.31	175.90	89.19	68.44	60.87	5.04
陕西煤业	1913.79	243.34	29.98	52.11	61.91	6.84
中国神华	5626.52	1114.89	57.94	91.81	100.39	8.51
广汇能源	671.68	26.24	0.00	0.00	52.46	3.91
中煤能源	1150.71	74.44	29.93	30.09	30.05	3.10
晋控煤业	227.79	6.69	0.00	0.00	14.37	2.94
平煤股份	286.39	32.86	59.99	60.07	60.21	6.14
山西焦煤	541.16	40.02	18.43	20.94	78.67	6.06
淮北矿业	351.07	44.86	35.93	42.85	36.33	4.95
盘江股份	156.49	21.83	60.68	76.78	73.24	5.49
潞安环能	562.38	33.08	30.06	30.05	30.01	3.58
美锦能源	429.18	8.54	0.00	0.00	33.27	2.02
华阳股份	401.64	24.77	39.59	39.95	34.03	2.99
山煤国际	333.25	33.56	10.14	15.83	62.91	9.32
冀中能源	242.75	53.00	39.20	179.94	128.99	14.56
兰花科创	165.65	12.00	34.47	30.49	36.42	5.17
山西焦化	151.42	9.30	31.97	35.92	30.49	2.54
大有能源	121.45	8.60	30.17	0.00	64.92	6.89
新集能源	119.16	3.24	8.99	10.70	7.45	1.52
上海能源	116.94	4.86	30.07	30.06	30.00	0.96
平均值			31.84	40.80	51.35	5.13
中位数			30.12	30.29	44.44	4.99

资料来源：Wind，信达证券研发中心

四、投资策略

当前仍处于全球新一轮由产能周期为根本、货币超发为助推的能源大通胀初期，全球煤、油、气资源供给短缺问题在今后三年甚至更长时间周期维度或将趋于严峻。反观国内，煤炭供给结构性、区域性仍较凸显，需求弹性依旧，供给弹性不足，煤炭供需偏紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”初期。与此同时，煤炭板块估值仍处于近 10 年来的历史底部，再考虑高业绩、高现金、高分红属性，叠加高景气、长周期、高壁垒特征，以及煤炭央企在深化中国特色估值体系改革下带来的资产价值重估机遇，煤炭板块有望迎来一轮持续地业绩与估值双升历史性行情，煤炭已然走在了价值重估之路上。综合以上，我们继续全面看多煤炭板块，继续建议关注煤炭的历史性配置机遇。自下而上重点关注：

1、内生外延增长空间大的动力煤公司

兖矿能源：公司主要经营领域为煤炭开采、煤化工等。2021 年公司实现营收 1519.91 亿元 (+29.30%)，归母净利润 162.59 亿元 (+128.30%)。作为国内唯一拥有澳洲煤炭资产的上市公司，充分受益于海外煤炭价格高涨。同时在煤化工领域，公司醇、氨生产能力持续扩张，精细化工集群建设进展顺利。公司具备内生外延持续成长能力，安全生产条件与资产质量较高，未来优质煤炭产能持续注入潜力较大。在当前供给周期主导的煤炭上行周期中，有望实现煤炭产品量价齐升，业绩快速增长。截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年

归母净利润分别为 369.3/501.7/597.2 亿元，PE 为 5.3x/3.9x/3.3x，维持“买入”评级。

陕西煤业：公司主营业务为煤炭的开采、洗选、加工、销售以及生产服务等。2021 年公司实现营收 1522.66 亿元 (+60.17%)，归母净利润 211.4 亿元 (+42.26%)。公司资源禀赋具有储量大、品质优、成本低的优势。同时，公司作为陕煤化集团下属唯一的上市平台，在获取陕西省内煤炭资源具备平台优势，目前彬长矿业集团下属的小庄、孟村煤矿供给 1200 万吨/年产能即将注入上市公司；同时公司也在积极收购集团优质探矿权（小壕兔矿井共 2300 万吨/年产能），外延增长将成为公司未来产量增长的主要来源。近年来公司现金活动流量净额逐步攀升、资本开支稳步下降，公司具备高分红的能力，同时积极布局新能源产业，投资收益丰厚，有利于未来的能源转型发展。**截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 357.7/333.4/355.8 亿元；PE 为 5.2x/5.6x/5.2x，维持“买入”评级。**

广汇能源：公司是国内唯一同时具有煤、油、气三种资源的民营企业，主要经营领域为天然气液化、煤炭开采、煤化工、油气勘探开发等。2021 年公司实现营收 248.65 亿元 (+64.3%)，归母净利润 50.03 亿元 (+274.4%)。公司立足新疆及中亚，拥有丰富的煤炭、石油和天然气资源，相比同行业呈现出数量充足、优质稀缺、成本低廉的优势。**截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 117.3/174.4/219.9 亿元，PE 为 5.8x/3.9x/3.1x，维持“买入”评级。**

2、资产重估提升空间大的煤炭国央企公司

中国神华：公司作为产业链一体化经营的龙头央企，主要业务包括煤炭生产、铁路运输、火力发电、煤化工等领域，多板块经营构筑公司经营护城河。2021 年公司实现营收 3352.16 亿元 (+43.71%)，归母净利润 502.69 亿元 (+28.34%)。公司高比例长协煤或将有力保障盈利的确定性，实施煤电路港航的一体化战略，保障公司业绩的稳定性。近年来企业负债水平持续下降，现金流充沛，连续多年提高分红率，2021 年分红率高达 100%，大力度回馈股东。**截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 780.5/926.1/1049.5 亿元，PE 为 7.5x/6.3x/5.6x，维持“买入”评级。**

中煤能源：公司作为行业唯一专营煤炭的大型央企，主要业务有煤炭开采、煤化工、煤矿装备制造等。公司是中煤集团下属核心上市公司。煤炭主业规模体量大，资源储量 270 亿吨位居行业第二、产能 1.3 亿吨，位列行业第四。公司长协煤比例高达 90%，将深度受益长协价格上涨趋势，盈利有望稳步提升。同时，公司存在内生增长空间，大海则煤矿（2000 万吨/年）于 2021 年底投产，预计逐步释放产量，2024 年有望达产。目前公司估值低于行业平均水平，具有向上修复空间。**截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 247.1/323.9/370.2 亿元，PE 为 5.1x/3.9x/3.4x，维持“买入”评级。**

3、全球资源特殊稀缺的优质炼焦公司

平煤股份：公司生产的主焦煤具有低灰分、低磷、低硫、低碱金属、高黏结系数与高胶质层厚度的特性，是中国乃至全球顶级的焦煤资源。2021 年公司实现营收 296.99 亿元 (+32.6%)，归母净利润 29.22 亿元 (+110.61%)。凭借产品的资源稀缺属性，公司形成了国内唯一以乙方（平煤股份）产品化验成果为准的销货结算模式；近年来，公司焦煤订单饱满，持续处于供不应求状态。同时，随着钢铁行业持续转型升级，高炉大型化趋势将进一步增加下游对主焦煤需求，且特种钢铁（高强钢）产量的增长将大大增加下游对于低硫主焦的需求。伴随着钢铁行业转型升级，公司的焦煤稀缺属性与价格弹性有望进一步凸显，推动公司利润快速增长。**截止 12 月 2 日收盘价，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 63.1/84.1/100.9 亿元，PE 为 4.5x/3.4x/2.8x，维持买入“评级”。**

山西焦煤: 公司焦煤资源储量与可采储量高于可比公司。公司所属矿区资源储量丰富,煤层赋存稳定,属近水平煤层,地质构造简单,并且煤种齐全。集团煤矿资产优质,公司资产注入空间大。截至 2021 年 12 月末,集团拥有煤炭矿井 109 座,选煤厂 45 座,原煤生产能力 2.07 亿吨/年,总设计洗选能力 1.46 亿吨/年。山西省目标在“十四五”期间省属企业资产证券化率达 80%以上,截止 2021 年末,山西焦煤集团资产证券化率为 15.52%,有大幅提高空间。公司目前计划收购集团华晋焦煤及明珠煤业股权,伴随集团资产成功注入,公司有望迎来产能与业绩双增。2021 年山西焦煤营业收入 452.85 亿元(同比增长 34.15%),归母净利润 41.66 亿元(同比增长 112.94%)。截止 12 月 2 日收盘价,我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 102.7/121.4/132.4 亿元,PE 为 5.2x/4.4x/4.0x,维持买入“评级”。

盘江股份: 公司是西南地区最大的煤炭以及炼焦煤生产企业,储量大、煤质优。公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的矿区之一,矿区煤炭资源储量丰富,截至 2020 年底,获得总资源量 324.7 亿吨,探明总资源量 192.5 亿吨,保有储量 186.3 亿吨,炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 47.97%。同时煤炭种类齐全。公司区位优势显著,合作关系稳定。西南地区区域市场进入壁垒高,一是运输距离较远,物流成本较高,煤炭产品缺乏竞争优势;二是北煤南下需要协调沿线几个铁路局,协调难度较大。公司内生成长属性持续兑现。公司马依西一井(120 万吨/年)今年 6 月进入联合试运转阶段后,公司现有产能达到 2220 万吨/年(含代管松河煤矿);发耳二矿西井一期(90 万吨/年)预计在 H2 进入联合试运转阶段。公司分红能力强。上市以来年均分红率大幅高于其他焦煤上市公司。2021 年盘江股份营业收入 97.26 亿元(同比增长 48.20%),归母净利润 11.72 亿元(同比增长 35.29%)。截止 12 月 2 日收盘价,我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 20.8/30.9/32.6 亿元,PE 为 7.4x/5.0x/4.7x,维持买入“评级”。

淮北矿业: 公司煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚。拥有焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等主要煤种,其中焦煤、肥煤、瘦煤等炼焦煤 2021 年的储量约占公司煤炭总储量的 70%以上。公司地处华东腹地,区位优势明显。相较于“三西”地区煤炭主产地,公司矿区位于华东腹地,对安徽省内及长三角、湖北、江西等地区形成良好辐射。华东地区经济发达,煤炭下游钢铁、水泥、电厂、煤化工等产业众多且分布密集,属煤炭高需求市场,保障了公司炼焦煤、动力煤等产品销路,同时也将有效消化公司未来新增产能。同时,公司未来成长属性持续兑现,信湖煤矿预计 2023 年达到满产状态,继续推升主焦煤产量;50 万吨/年甲醇产能以及 60 万吨/年乙醇产能预计分别于 2023 年和 2024 年正式投产;陶忽图煤矿建设正常,预计 2025 年左右可投入生产。公司未来在煤炭、煤化工领域具备持续的产能增长能力,借助公司自身区位、运输以及客户优势,预计公司盈利水平将进入新的成长周期。截止 12 月 2 日收盘价,万得一致预期淮北矿业 2022-2024 年归母净利润分别为 69.3/77.3/81.6 亿元,PE 为 5.0x/4.5x/4.3x。

4、受益煤矿开发建设、智能化改造和煤炭清洁高效利用的标的公司

当前,煤炭作为我国主体能源,肩负着保障我国能源安全的重任。在国家大力推进煤炭增产保供背景下,煤炭资源勘探开发建设加速推进,煤炭开采安全绿色智能化和清洁高效利用转型纵深推进,煤矿安全绿色智能开采水平和需求不断提升,拥有覆盖煤炭行业全产业链的天地科技或将迎来订单和业绩的快速增长。

天地科技: 公司是中国煤炭科工集团旗下唯一上市平台公司,也是煤矿智能化生产排头兵。公司结合煤矿生产实际与安全、环保监管要求,聚焦研发创新,集中科研力量,实现新技术、新装备的持续突破,打造了一系列具备标杆示范作用的煤矿智能化开采案例。近年,大型煤矿矿井智能化改造推进提速,根据公司统计,“十四五”期间至少 1000 处煤矿要实施智能化

建设，煤机装备增量需求较大，特别是对智能化、高端化设备的采购需求。受益于海内外能源价格持续高企，煤炭企业盈利水平大幅度好转，矿井智能化投入能力和意愿增加。国际市场方面，公司煤机已出口至美国、德国，并与印度、俄罗斯、印尼等产煤国家煤炭生产企业达成了合作，未来合作空间有望进一步增强。同时，在非煤矿山领域，公司凭借领先的智能化开采技术与装备水平，亦有较大开拓潜力。公司深度受益于煤炭行业的持续景气以及行业数字化转型升级，凭借自身过硬技术实力，公司有望在未来海内外煤机市场以及非煤矿山领域获得持续的成长。截止12月2日收盘价，万得一致预期天地科技2022-2024年归母净利润分别为23.6/27.4/31.3亿元，PE为9.5x/8.2x/7.1x。

表 13: 重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	归母净利润(亿元)				PE(X)				PB(X)	股息率 2022E
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
600188.SH	兖矿能源*	39.3	162.6	369.3	501.7	597.2	12.0	5.3	3.9	3.3	2.5	11.6%
600256.SH	广汇能源*	10.4	50.0	117.3	174.4	219.9	13.7	5.8	3.9	3.1	2.6	9.0%
601225.SH	陕西煤业*	19.2	211.4	357.7	333.4	355.8	8.8	5.2	5.6	5.2	1.8	11.9%
601088.SH	中国神华*	29.4	502.7	780.5	926.1	1049.5	11.6	7.5	6.3	5.6	1.5	13.4%
601898.SH	中煤能源*	9.5	132.8	247.1	323.9	370.2	9.4	5.1	3.9	3.4	1.0	5.9%
601666.SH	平煤股份*	12.2	29.2	63.1	84.1	100.9	9.7	4.5	3.4	2.8	1.4	13.4%
000983.SZ	山西焦煤*	12.9	41.7	102.7	121.4	132.4	12.7	5.2	4.4	4.0	1.9	15.3%
600395.SH	盘江股份*	7.2	11.7	20.8	30.9	32.6	13.1	7.4	5.0	4.7	1.4	9.9%
600985.SH	淮北矿业	14.0	47.8	69.3	77.3	81.6	7.3	5.0	4.5	4.3	1.1	7.2%
600582.SH	天地科技	5.4	16.2	23.6	27.4	31.3	13.8	9.5	8.2	7.1	1.1	4.9%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 标*公司为信达能源的盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预测。假设维持 2021 年的分红率不变, 对应当前股价的股息率。数据截止 2022 年 12 月 2 日。

五、供需平衡表

结合前述分析，2022-2025 年煤炭供需平衡表如下。

表 14：2022-2025 煤炭供需平衡表(亿吨)

	2019A	2020A	2021A	2022M1-10	2022E	2023E	2024E	2025E
全国商品煤消费量(亿吨)	39.34	40.20	42.54	35.17	43.58	44.38	45.29	46.11
YOY	/	2.19%	5.82%	/	2.44%	1.83%	2.07%	1.80%
电力行业耗煤(亿吨)	20.58	21.05	22.9	19.36	23.82	24.39	24.88	25.25
YOY	2.34%	2.31%	8.77%	2.81%	4.04%	2.37%	2.00%	1.50%
供热行业耗煤(亿吨)	2.87	2.89	3.24	2.36	3.31	3.40	3.51	3.61
YOY	8.07%	0.99%	12.06%	-1.31%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
化工行业耗煤(亿吨)	1.94	1.99	2.21	1.89	2.33	2.46	2.60	2.74
YOY	11.21%	2.48%	10.68%	2.71%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
建材行业耗煤(亿吨)	3.21	3.25	3.23	2.43	3.08	2.97	3.01	3.06
YOY	11.41%	1.50%	-0.89%	-10.85%	-4.76%	-3.50%	1.50%	1.50%
钢焦行业耗煤(亿吨)	7.12	7.33	7.15	6.08	7.19	7.27	7.37	7.48
YOY	7.50%	1.41%	1.19%	1.24%	0.61%	1.00%	1.50%	1.50%
其它(亿吨)	3.62	3.69	3.81	3.05	3.85	3.89	3.93	3.96
YOY	-3.65%	1.90%	3.38%	0.50%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
全国商品煤供给(亿吨)	39.53	40.09	42.47	37.31	45.04	45.70	46.31	46.80
YOY		1.42%	5.92%		6.06%	1.47%	1.33%	1.07%
国内原煤产量(亿吨)	38.46	39.00	41.30	36.85	44.35	45.20	45.84	46.36
YOY	4.43%	1.40%	5.90%	10.00%	7.38%	1.92%	1.42%	1.13%
国内商品煤产量(亿吨)	36.54	37.05	39.24	35.01	42.13	42.94	43.55	44.04
煤炭进口量(亿吨)	2.99	3.04	3.23	2.30	2.91	2.76	2.76	2.76
YOY	6.30%	1.50%	6.60%	-10.50%	-10.00%	-5.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind, CCTD, 煤炭资源网, 信达证券研发中心 注：2022 年煤炭产量大幅增加，导致库存大幅增加；2023 年起全国商品煤供给增速小于需求增速。

风险因素

全球经济严重衰退，宏观经济大幅失速下行；煤炭增产保供政策带来的短期波动；房地产继续严重下行及钢铁工业高质量发展进程严重滞后；重点公司发生煤矿安全生产事故，成本费用过快上涨，计提大额资产减值等。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了 解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。