南京证券 NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

政策积极需求强支撑，焦煤稀缺性溢价凸显

研　　究　　员　顾诗园
投资咨询证书号　S0620521120001
联　系　方　式　025-58519167
邮　　箱　sygu@njzq.com.cn

研　究　助　理　孙其默
联　系　方　式　025-58519170
邮　　箱　qmsun@njzq.com.cn

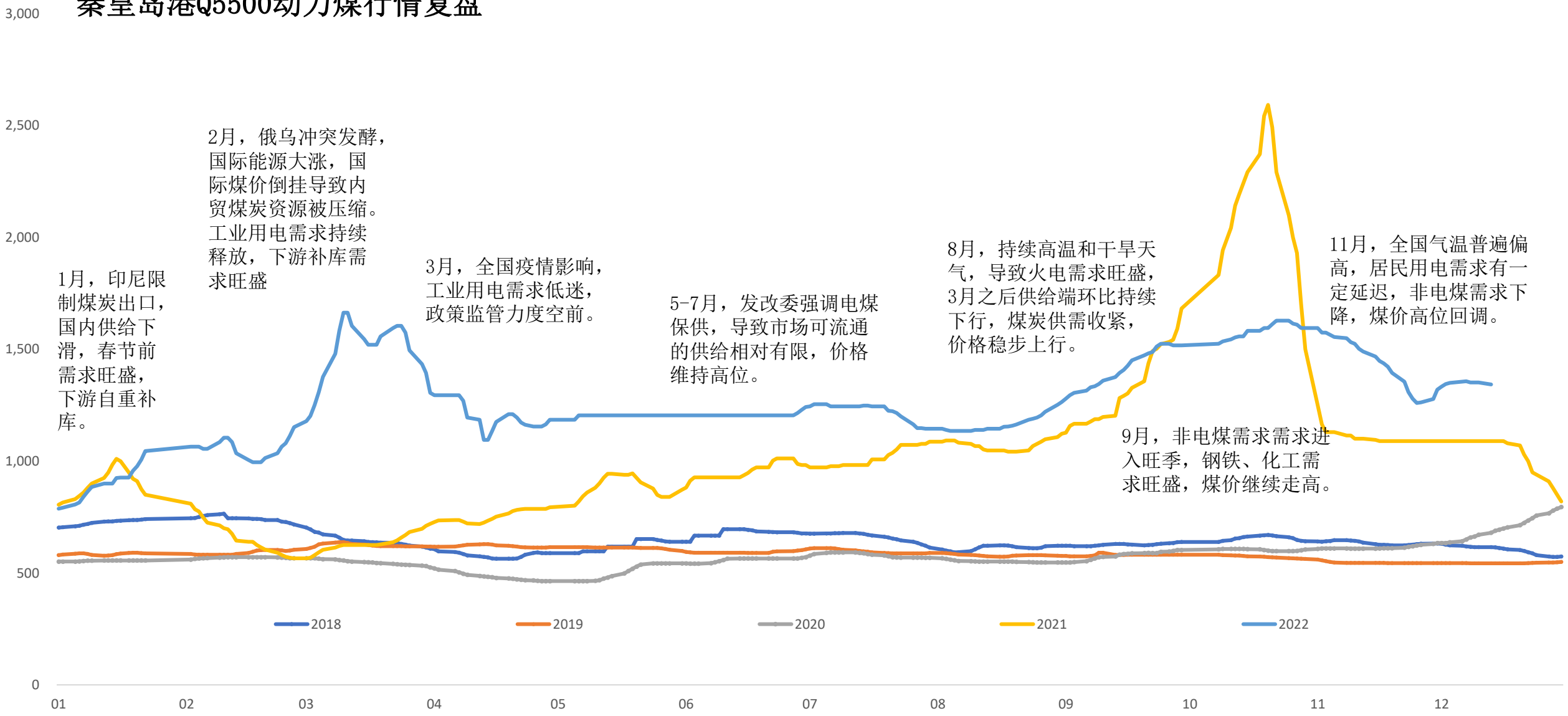
摘要：

- **2022年复盘：**在国内外复杂的环境下，国家能源安全问题凸显，我国以煤为主的能源结构短期内难以根本改变。2022年煤炭产量在保供稳价政策指导下大幅提升，长协订单80%覆盖，核增产能100%覆盖，使得下游企业供给的到有效果保障，价格的波动也得到了有效的控制。
- **2023年展望：**双碳政策下，对于新建矿井的审批相对保守，意味着后续产量释放的速度将放缓。需求端在稳增长的政策指导下，用电需求恢复增速相对保守。在国家保证能源安全的大背景下，动力煤供需格局将从供需紧缺转向区域供过于求，动力煤价格基本将在政策合理价格区间内维持高位运行。焦煤由于其资源禀赋的特殊性，供给增量相对有限，在2023年电煤长协保供订单总量提升的情况下，将压低炼焦烟煤的选洗率，导致炼焦精煤的供给增速远远低于全国原煤产量增速。同时澳煤进口限令限制了优质炼焦煤资源的供给来源。需求端，固定资产投资作为拉动2023年经济的首要工具，基础建设投资与制造业投资保持高速增长，房地产投资的拖累也将政策向好下逐步收窄。固定资产投资向好支撑钢材需求修复，钢厂利润修复开工率提升，原材炼焦煤库存低位，使得炼焦煤的补库需求将大幅提升。炼焦煤供需格局将逐步收紧，价格韧性较强有较大提升空间。
- **投资策略：**
  I. 第一条投资主线：高比例长协龙头动力煤企业，优质产能持续释放，长协价格波动小风险可控，企业盈利长期稳定，叠加企业现金流充沛，高比例分红。投资标的：**中国神华、陕西煤业、兖矿能源。**
  II. 第二条投资主线：优质炼焦煤龙头企业，供需格局收紧价格韧性强，同时炼焦煤价格不受限价影响，业绩弹性大。投资标的：**山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、平煤股份。**
- **风险提示：**保供政策下供给超预期增长；需求恢复低于预期，导致价格大幅下行。

目录

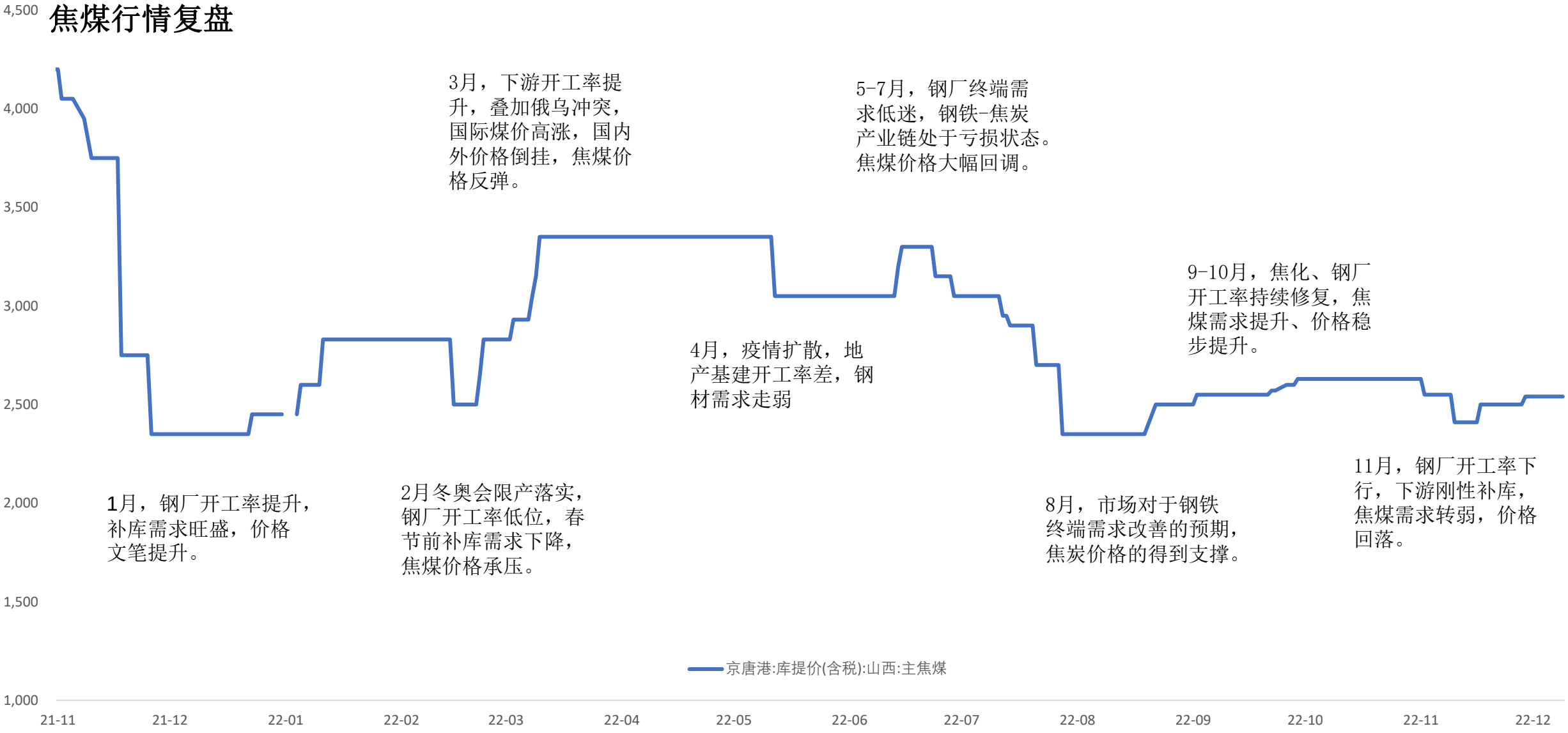
- **复盘2022年动力煤与炼焦煤价格**
- 2023年展望：
  - I. 动力煤展望：供需偏紧转向供需平衡再到区域供过于求
  - II. 炼焦煤展望：固定资产投资支撑钢材下游需求，焦煤补库需求价格韧性强劲
- 投资策略
- 风险提示

秦皇岛港Q5500动力煤行情复盘



资料来源：同花顺、南京证券研究所

焦煤行情复盘



资料来源：同花顺、南京证券研究所

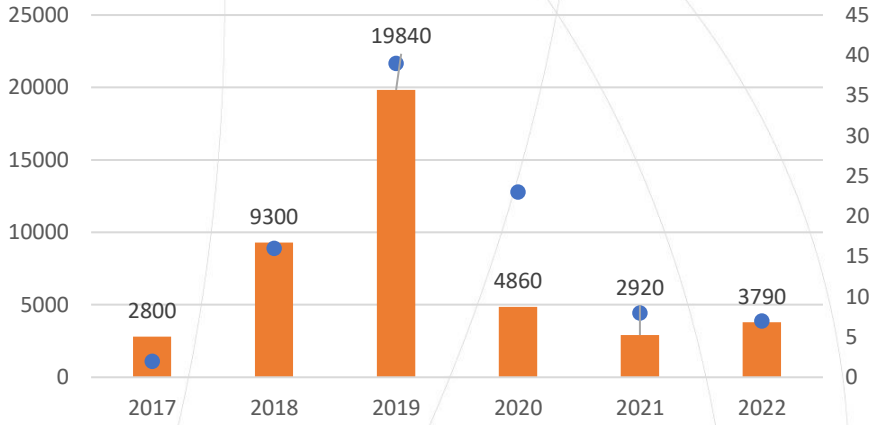
目录

- 复盘2022年动力煤与炼焦煤价格
- 2023年展望：
  - I. **动力煤展望：供需偏紧转向供需平衡再到区域供过于求**
  - II. 炼焦煤展望：固定资产投资支撑钢材下游需求，焦煤补库需求价格韧性强劲
- 投资策略
- 风险提示

国内供给端：核增产能来源于存量，提升核增产能面临挑战

- 国家发改委与能源局在2019年新批复的煤矿项目基本已经落地。之后新建煤矿项目的供给增量相对有限。短期增加产能的有效途径依然是挖掘现有煤矿的核增产能的空间。
- 自2021年中旬根据不完全统计，煤炭主产区山西、内蒙古、陕西和新疆总计核增产能4.5亿吨，调整或新增建设产能近0.95亿吨。第一阶段的核增产能，把之前的表外产能合法化相对容易完成，之后继续挖掘现有煤矿的产能会面临挑战。

国家发改委与能源局审批新项目



产能测算与产量预测

省份	在产产能（万吨）						
	2020	2021	2022			2023E	
			生产	在建	变化	生产	在建
全国	**360,094**	**356,354**	**411,692**	**22,385**	**55,338**	**428,441**	**17,651**
山西	99,475	99,151	106,040	-	6,889	106,040	-
内蒙古	89,280	89,615	99,535	15,600	9,920	112,760	14,390
陕西	49,863	50,376	67,440	-	17,064	67,440	-
新疆	16,908	18,369	31,273	5,435	12,904	33,447	3,261
其他	**104,568**	**98,843**	**107,404**	**1,350**	**8,561**	**108,754**	**-**
河南	14,162	13,907	15,700	-	1,793	15,700	-
山东	14,003	13,242	12,636	225	-606	12,861	-
贵州	13,352	10,460	17,820	1,125	7,360	18,945	-
安徽	12,696	12,486	12,500	-	14	12,500	-

PS：表格所示产能数据，2022年中陕西、山东截至日期6月30日，贵州截止日期为8月30日。其余数据为截止于年初。假设2022年20%的在建产能转换为生产产能。

各省份产能公告与相关新闻

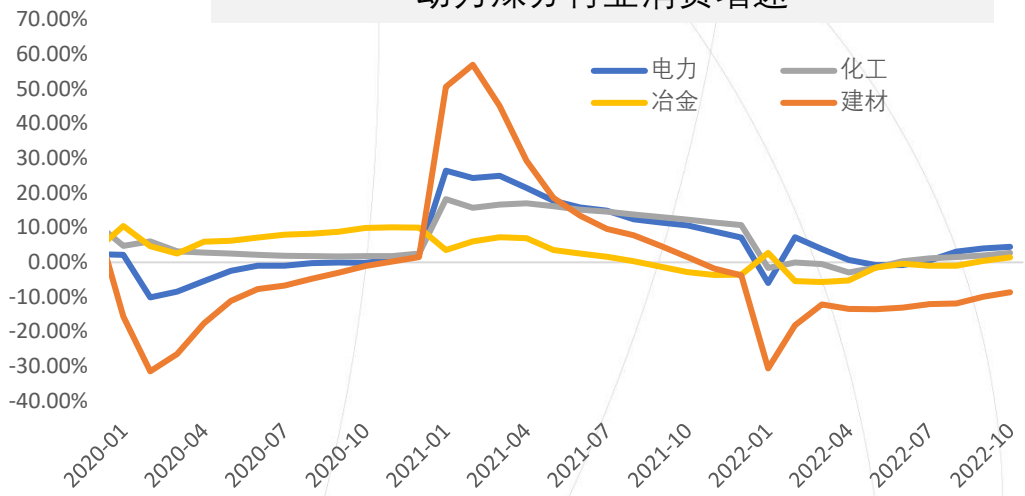
内蒙古	新闻与公告
2021年10月8日	该文件要求相关部门通知列入国家具备核增潜力名单的72处煤矿，可临时按照拟核增后的产能组织生产，共计核增产能**9835万吨**。
2022年1月2日	据内蒙古日报报道，2021年内蒙古，先后5批次核增115处煤矿，新增产能**1.69亿吨**，调增10处建设煤矿建设规模，增加产能**2160万吨**。
2022年11月11日	11月4日，内蒙古自治区能源局最新政策：自治区部分煤矿列入国家保供的煤矿，可以按照边生产边办手续要求，推进这批保供煤矿产能释放。本次共涉及产能核增煤矿42座，拟新增的产能**5150万吨**;涉及调整建设规模煤矿10座，拟新增的产能为**1910万吨**
2022年11月16日	该负责人介绍称，今年7月，内蒙古向国家发展改革委申请将238处能够快速释放产能的煤矿列入保供名单。截至目前，国家发展改革委已批复同意39处煤矿核增产能，新增产能**4955万吨/年**。
山西	
2021年10月6日	决定将2021年1-8月已完成全年产量的煤矿列入保供煤矿（**800万吨**），四季度在确保安全的情况下，可以正常组织生产；对2021年山西拟核增产能的98座煤矿列入保供煤矿（**5530万吨**），四季度在确保安全的情况下，可按照拟核增产能后的产能生产，同时启动核增手续办理工作
2022年11月16日	山西省政府办公厅日前印发通知提出，在安全生产的基础上，今年山西省煤炭产量将比2021年增加1.07亿吨，达到13亿吨；力争2023年比今年再增产**5000万吨**，全年达到13.5亿吨，充分发挥煤炭的兜底保障作用，强化能源保供。今年和明年分别实现**4座和2座开工建设**。
新疆	
2022年10月25日	截至2022年6月底，生产煤矿66处、**产能31273万吨/年**。首次公告生产煤矿4处、产能1740万吨/年；重新公告生产煤矿1处、产能70万吨/年；取消公告生产煤矿3处、产能241万吨/年；变更生产能力煤矿12处、增加产能5650万吨/年（均为2021年底纳入国家重点保供煤矿，应在2023年3月底前完成环评等相关手续办理，否则退回到原公告产能）。
2022年10月25日	截至2022年6月底，建设煤矿29处、**产能5435万吨/年**，其中：新建煤矿15处、**产能3295万吨/年**；改扩建煤矿14处、**产能2140万吨/年**。首次公告建设煤矿5处、产能540万吨/年；由原公告建设煤矿转为公告生产煤矿4处、产能1740万吨/年；由原公告生产煤矿改扩建转为建设煤矿2处、产能105万吨/年；调整建设规模煤矿1处、调增产能600万吨/年。

资料来源：国家发改委、能源局，山西省能源局，内蒙古省自治区能源局，国家矿山安全监察局陕西局，新疆维吾尔自治区发改委，山东省能源局，贵州省能源局，南京证券研究所

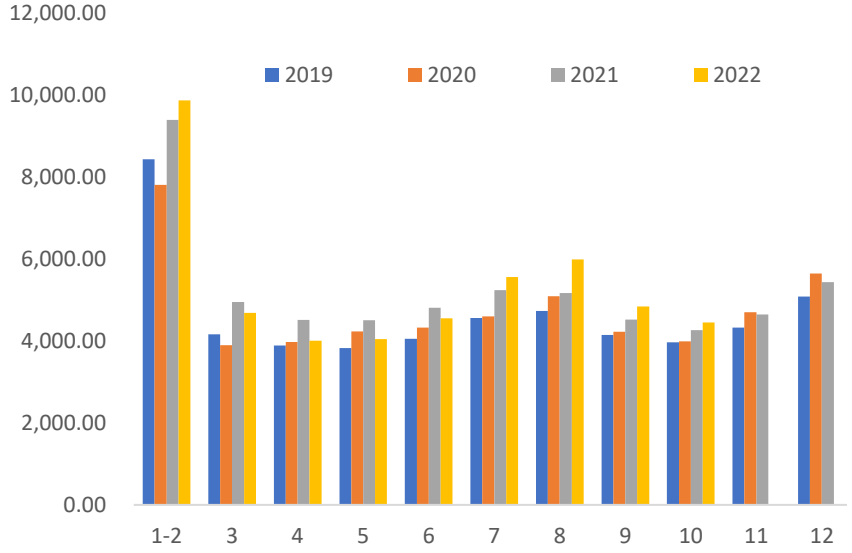
动力煤下游需求：经济修复支撑用电需求增长

- 自2022Q2疫情扰动，用电需求疲弱导致火电用煤量增速较弱，在夏季干旱水电出力有限，火电用煤量增速才有了一定提升。建材行业在地产下行周期中，同比显著下滑。整体2022年动力煤消费量增速相对有限。
- 2023年疫情的影响基本消除，“稳增长”主基调下，企业复工复产带来的用电需求提升。房地产行业宽松的方向不变，使得建材行业对动力煤消费量的拖累将会有所缓解。2023年动力煤消费量将稳定增长。

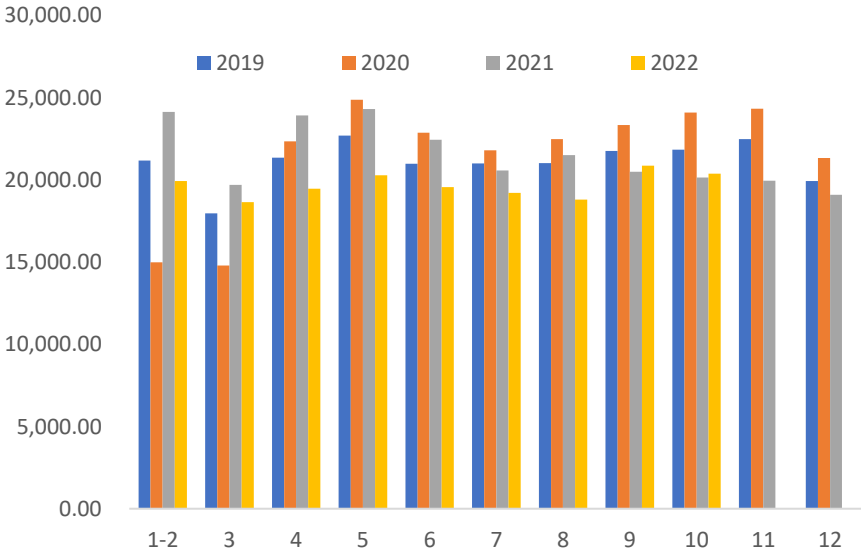
动力煤分行业消费增速



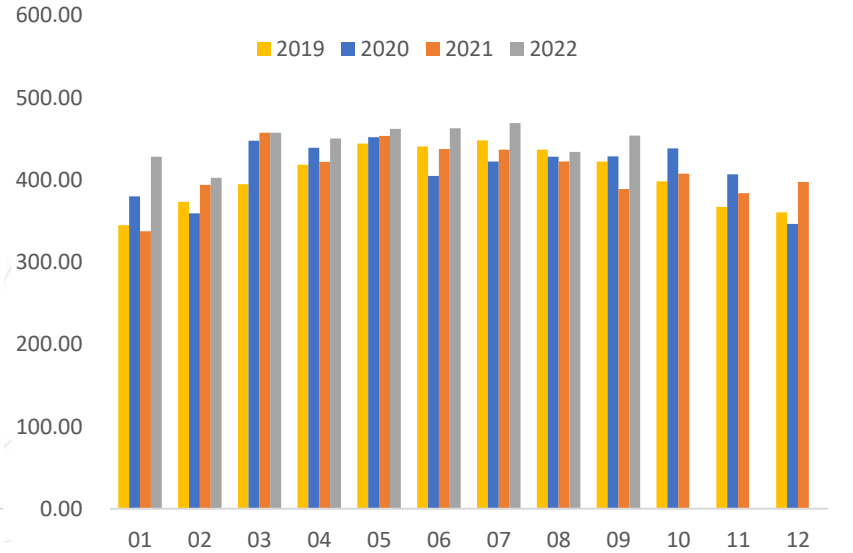
火电发电量



水泥产量



合成氨产量

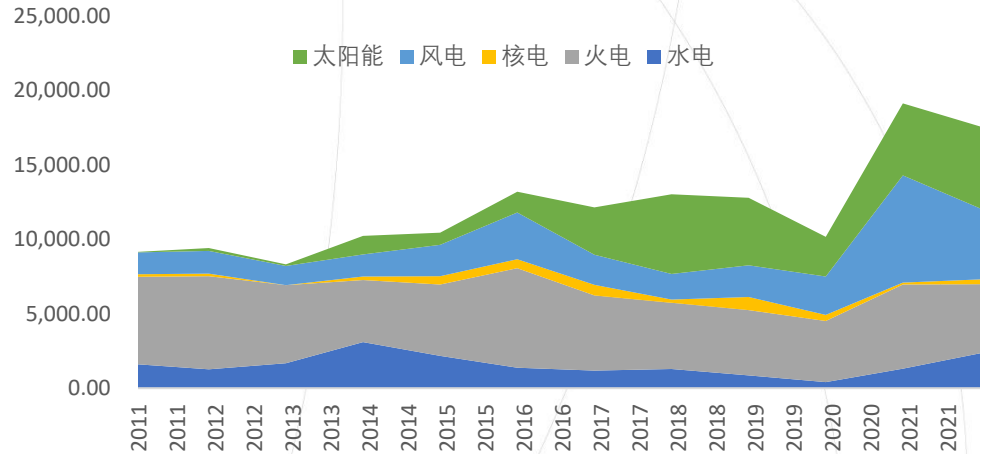


资料来源：通联数据、国家统计局、南京证券研究所

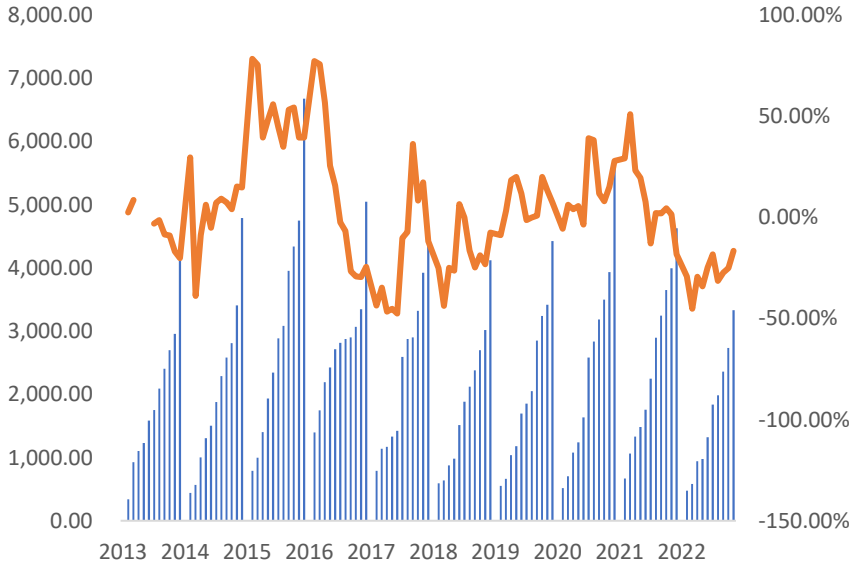
新增装机容量：可再生能源占比将逐步提升

- 从新增装机量的结构来开，可再生能源新增装机占比逐步提高。火电装增速在2020年后增速下行，主要原因是高煤炭价格导致，火电企业亏损，企业主动提升装机容量的动力不足。2019年后双碳政策下，水电火电新增装机出现了显著提升，特别是2020年煤炭价格大幅增长，可再生能源的性价比得到改善。
- 火电新增装机容量的下降，并不意味着火电发电量或者火电行业动力煤消耗量的显著下滑。

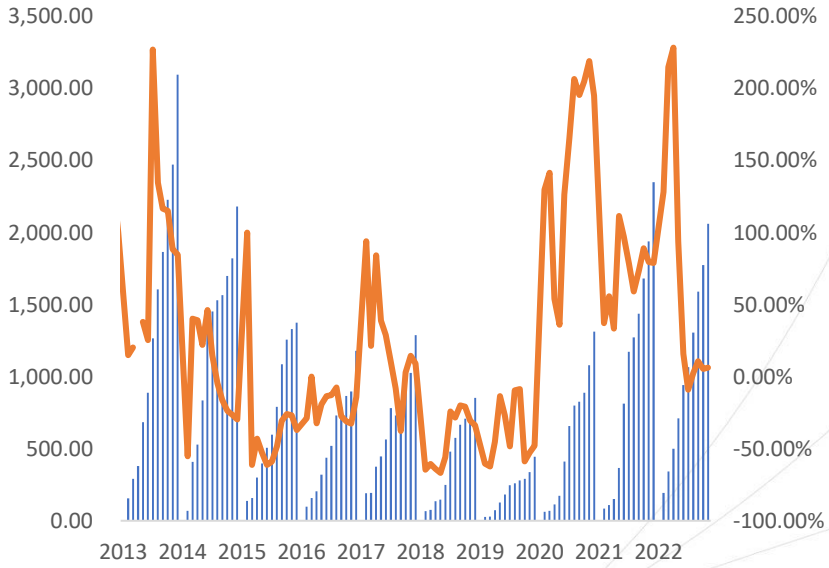
累计新增装机容量



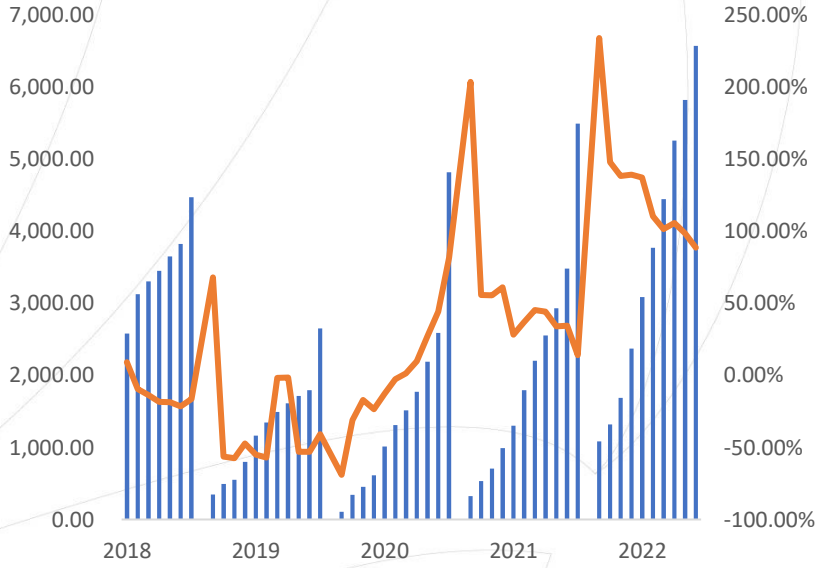
累计新增火电装机容量



累计新增水电装机容量



累计新增太阳能装机容量



资料来源：中国电力企业联合会、国家统计局、南京证券研究所

装机容量：“十四五”期间，火电发电量增速稳定

- 根据电力行业“十四五”发展规划研究，全国发电装机容量27.5亿千瓦，全国常规水电装机3.7亿千瓦，风电装机3.8亿千瓦，太阳能发电装机4.0亿千瓦，核电装机0.7亿千瓦，煤电装机国模力争控制在12.5亿千瓦以内。
- “十四五”期间，可再生能源装机量的增速覆盖，用电需求的增长，火电发电依然是能源自主安全的压舱石。
- **结论：**我国火电装机量使用率有充足的利用空间，新增火电装机量的下滑，并不代表着火电需求的下滑。

发电装机容量

(万千瓦)	发电装机容量	水电	火电	核电	风电	太阳能
2015	152,527	31,954	100,554	2,717	13,075	4,218
2016	165,051	33,207	106,094	3,364	14,747	7,631
2017	177,708	34,359	110,495	3,582	16,325	12,942
2018	190,012	35,259	114,408	4,466	18,427	17,433
2019	201,066	35,640	119,055	4,874	21,005	20,468
2020	220,204	37,028	124,624	4,989	28,165	25,356
2021	237,692	39,092	129,678	5,326	32,848	30,656
2025	275,000	43,500	125,000	7,000	38,000	40,000
CAGA	4.54%	3.27%	0.06%	7.01%	6.17%	9.55%

装机容量测算理论发电上限以及发电量占比

	水电		火电		核电		风电		太阳能	
	理论上限	使用率	理论上限	使用率	理论上限	使用率	理论上限	使用率	理论上限	使用率
2015	23,007	43.29%	72,399	58.15%	2,217	77.03%	9,414	17.85%	3,037	#N/A
2016	23,909	43.99%	76,388	57.55%	2,745	77.50%	10,618	19.90%	5,494	7.16%
2017	24,738	43.73%	79,556	57.96%	2,923	84.87%	11,754	22.93%	9,318	6.95%
2018	25,386	43.44%	82,374	60.45%	3,644	80.77%	13,267	24.52%	12,552	7.13%
2019	25,661	44.95%	85,720	60.26%	3,977	87.59%	15,124	23.65%	14,737	7.95%
2020	26,660	45.54%	89,729	58.84%	4,071	89.97%	20,279	20.44%	18,256	7.78%
2021	28,146	42.07%	93,368	61.80%	4,346	93.77%	23,651	23.96%	22,072	8.32%
2025	31,320	43.50%	90,000	74.17%	5,712	94.00%	27,360	24.00%	28,800	9.00%

资料来源：国家统计局、南京证券研究所

备注：发电量理论上限假设开动24小时，300天；核电为340天

煤炭供需格局2023年展望：

- 供给端：国内优质产能持续释放，受限于新建设矿井数量有限，挖掘存量煤矿核增产能的空间也在长期保供政策下弹性减弱。俄乌冲突对于国际能源市场的影响逐步减弱，煤炭出口国产能逐步释放叠加进口国经济衰退需求下行，使得国际煤炭价格高位回落。国际煤炭价格倒挂逐步收窄，进口煤性价比将有所提升。整体供给端增速放缓，供给提升的大方向没有改变。
- 需求端：2023年第一季度，春节假期之后，疫情影响基本消散，“稳增长”政策下复工复产积极推进，工业用电需求显著提升。固定资产投资支撑经济下，建材、钢铁和化工需求也将有所改善。受到疫情的长期影响，2023年的需求恢复相较于2020年来说会是弱复苏，煤炭需求增长依然面临较大挑战。
- **结论：**煤炭供需格局逐步从紧缺转向区域宽松，供给量提升的确定性与经济修复的不确定性使得动力煤缺少大幅上行的动力。

煤炭供需平衡表

（单位：万吨）	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供给端	**39.53**	**40.11**	**42.43**	**43.45**	**44.87**	**45.96**	**46.87**
原煤产量	38.46	39.02	41.26	44.56	45.90	47.05	47.99
YOY	4.0%	1.5%	5.7%	7.8%	2.8%	2.0%	1.5%
进口量	**3.00**	**3.04**	**3.23**	**2.90**	**3.10**	**3.15**	**3.20**
YOY	6.6%	1.4%	6.3%	-10.3%	6.9%	1.6%	1.6%
需求端	**39.33**	**40.22**	**42.08**	**43.05**	**44.18**	**45.44**	**46.55**
电力	20.58	21.05	22.54	23.56	24.33	25.06	25.79
建材	3.21	3.25	3.13	2.86	2.81	2.86	2.90
化工	1.94	1.99	2.21	2.27	2.38	2.49	2.59
钢铁	7.12	7.33	7.15	7.23	7.46	7.72	7.89
供热	2.87	2.89	3.24	3.28	3.31	3.37	3.41
其他	3.62	3.69	3.81	3.85	3.89	3.93	3.97
YOY							
总计	3.83%	2.25%	4.64%	2.30%	2.62%	2.86%	2.44%
电力	2.34%	2.31%	7.07%	4.50%	3.30%	3.00%	2.90%
建材	11.41%	1.51%	-3.78%	-8.60%	-2.00%	2.00%	1.40%
化工	11.21%	2.48%	10.67%	3.00%	5.00%	4.50%	4.00%
钢铁	5.65%	3.04%	-2.53%	1.20%	3.10%	3.55%	2.21%
供热	8.07%	0.99%	12.06%	1.00%	1.00%	2.00%	1.00%
其他	-3.65%	1.90%	3.37%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：同花顺、南京证券研究所

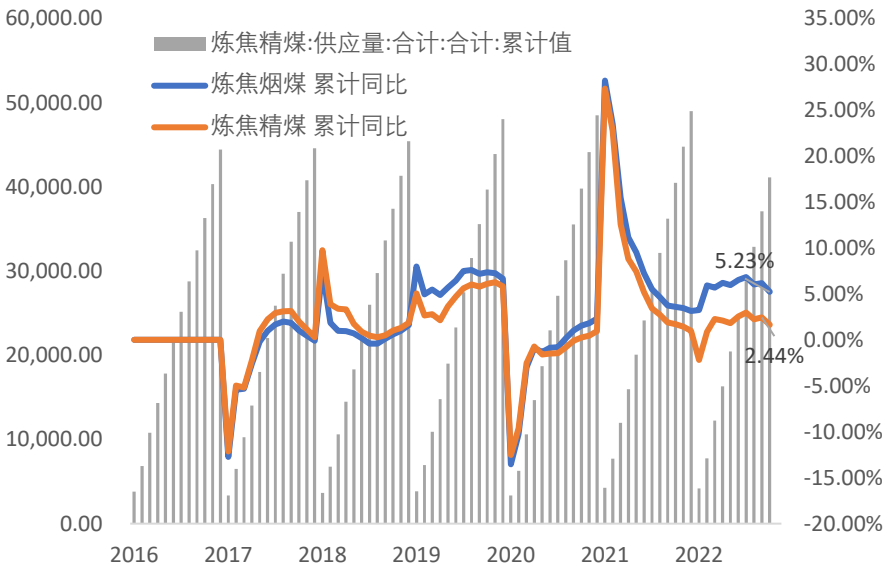
目录

- 复盘2022年动力煤与炼焦煤价格
- 2023年展望：
  - I. 动力煤展望：供需偏紧转向供需平衡再到区域供过于求
  - II. **炼焦煤展望：固定资产投资支撑钢材下游需求，焦煤补库需求价格韧性强劲**
- 投资策略
- 风险提示

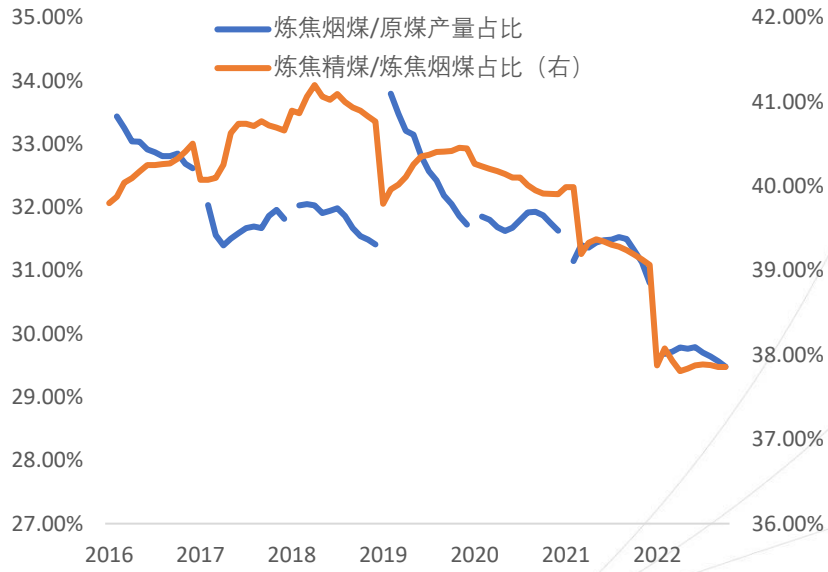
炼焦煤供给端：煤炭保供政策下，长协订单提升导致选洗率维持低位

- 国内供给端：焦煤稀缺性导致在煤炭保供的大背景下，炼焦烟煤的产量增幅相对较少，2022年1-11月累计增幅在5.23%。电煤保供的情况下，部分炼焦烟煤没有经过洗选被当作电煤使用，导致炼焦精煤的占比也出现了下滑。
- 海外供给端：自2020年10月其，由于地缘政治因素，国内停止了对澳大利亚煤炭的进口。蒙古、俄罗斯成为了我国炼焦烟煤的主要替代来源，但由于资源禀赋的差异，高强度炼焦煤依然较为稀缺。
- 供给端：全球经济衰退需求减弱，海外进口煤的性价比有所提升，炼焦烟煤进口量将有所提升。2023年电煤长协订单量提升3亿吨，导致炼焦精煤选洗率维持低位，优质炼焦煤（低灰、低硫、高粘结）的稀缺性将更加凸显。

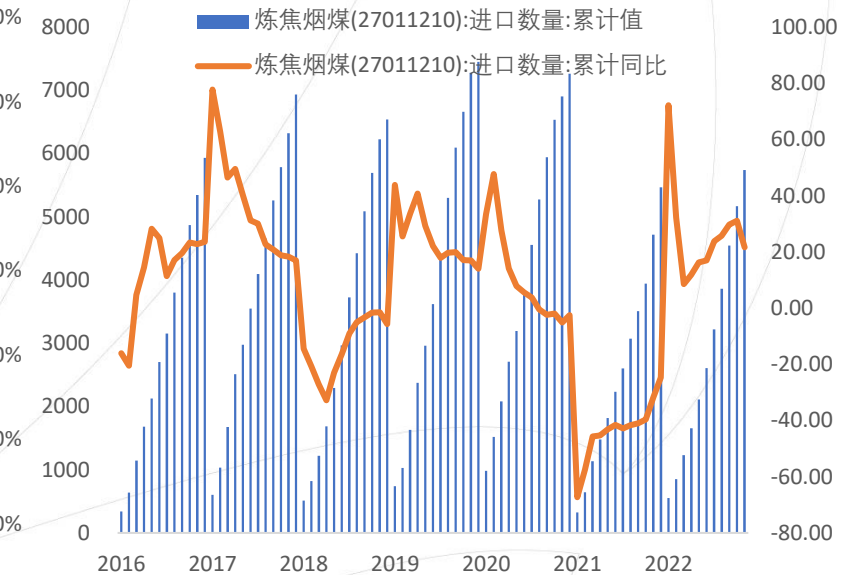
炼焦烟煤国内供给量



炼焦烟煤与精煤



炼焦烟煤进口

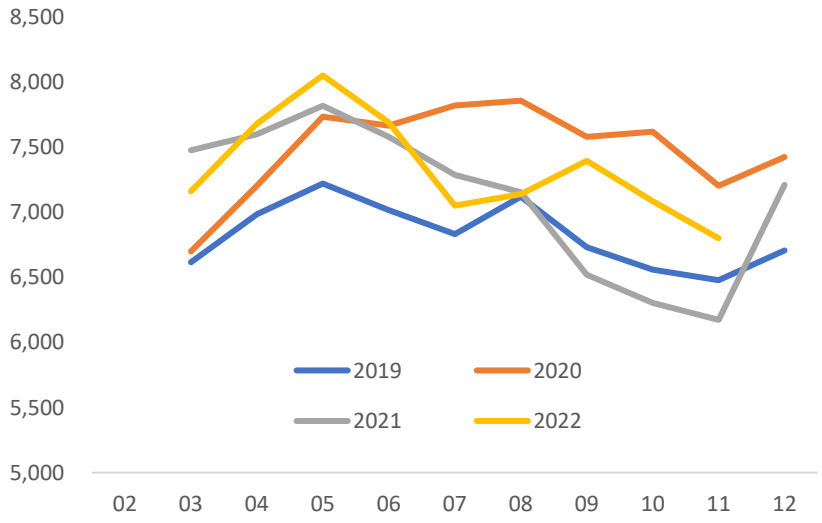


资料来源：同花顺、南京证券研究所

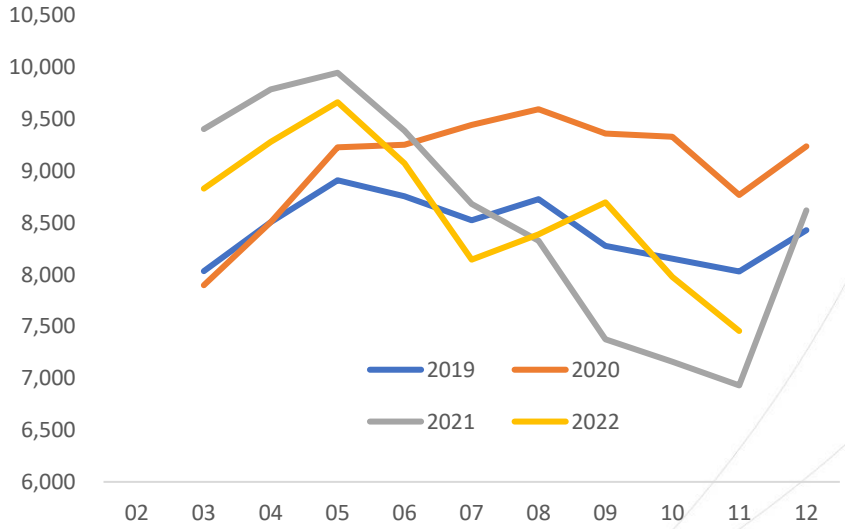
钢铁供给端：短流程成本倒挂，长流程产量占比提升，焦煤需求提升

- 2022年1-11月，生铁累计产量79505万吨，累计同比-0.4%；粗钢累计产量93511，累计同比-1.4%。
- 2022年生铁/粗钢比重有所回升，意味着长流程钢厂的份额出现了反弹。由于粗钢的铁元素供应主要来源于生铁与废钢，废钢供应紧缺原材料价格倒挂，短流程钢厂被迫大面积减产；长流程废钢相较于铁水丧失性价比，使得钢厂在转炉中下调了废钢使用比例，提升铁水产量，对应铁水原材料的消耗量也有所提升。

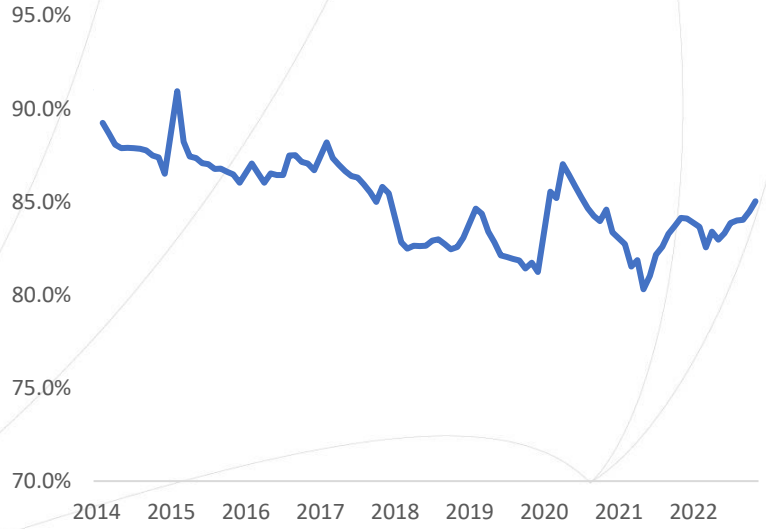
生铁产量



粗钢产量



生铁/粗钢比重变化

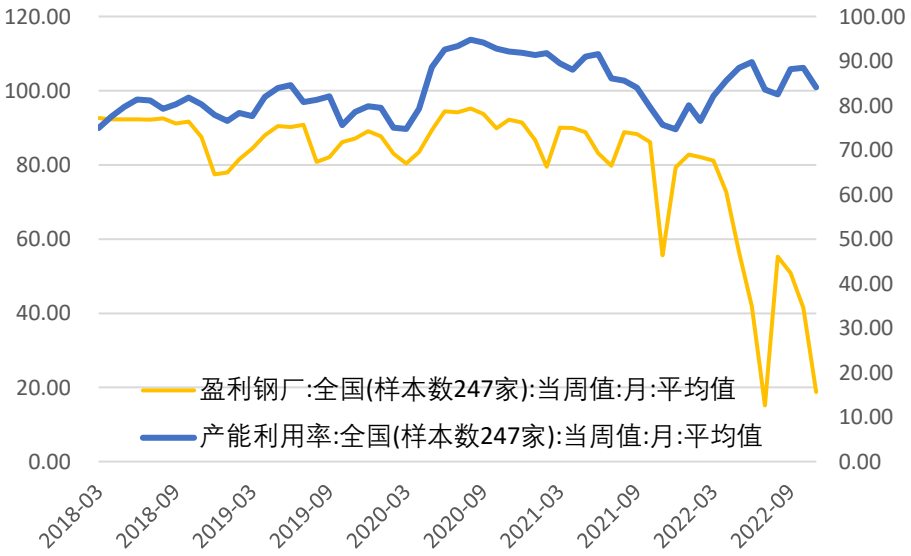


资料来源：国家统计局、南京证券研究所

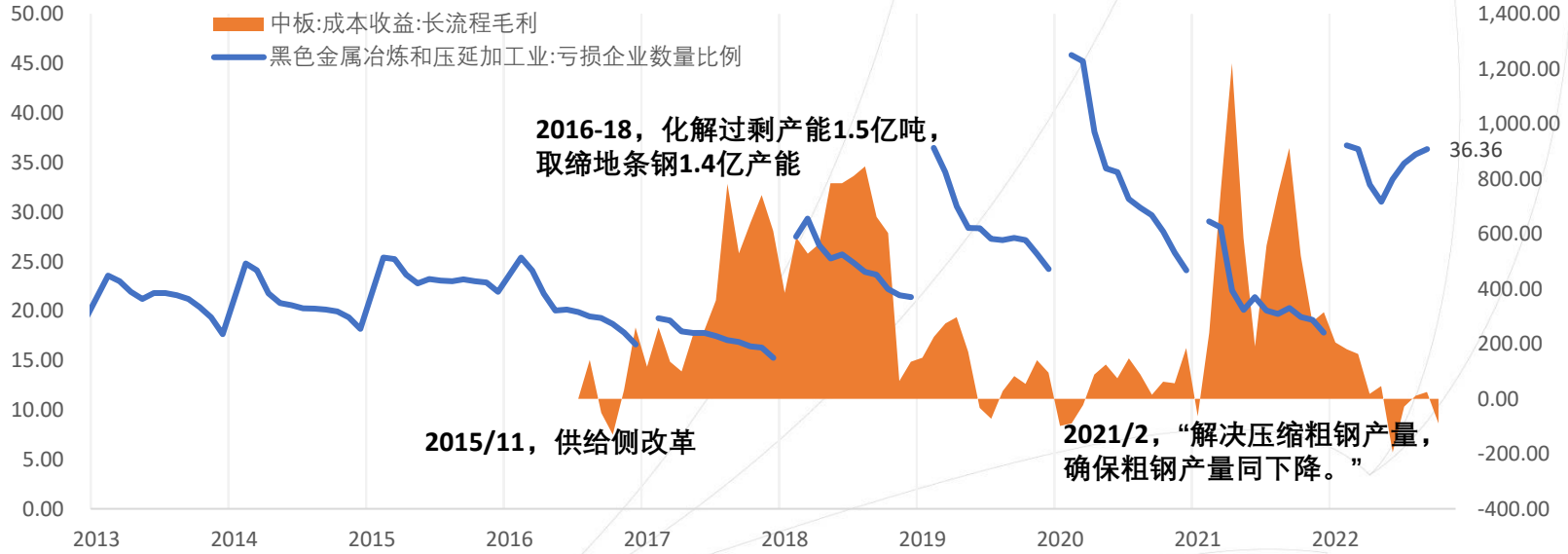
钢铁供给端：钢铁产量退出依然需要政策引导

- 钢铁供给侧改革产能置换后，高炉容量提升使得钢企的潜在产能提升。粗钢产量近年来持续上行，直到2021年工信部提出粗钢产量平减后，粗钢产量出现下行。2022年，政策层面没有明确的量化指标，但下游需求低迷导致行业亏损开工率低迷。预估2022年粗钢产量为10.15亿吨，同比减少1766万吨。
- 政策端，当下钢企亏损比例较高，且没有改善的趋势，2023年政策端提出产量平控甚至缩减的可能性大幅提升，政策向好有助建立终端消费市场信心，改善钢企亏损情况。
- 保守估计，2023年粗钢产量基本持平，由于长流程性价比相较于短流程高，使得铁水产量有一定提升。

钢铁盈利与产能利用率



黑色金属冶炼和压延加工业:亏损企业数量比例与中板长流程毛利润

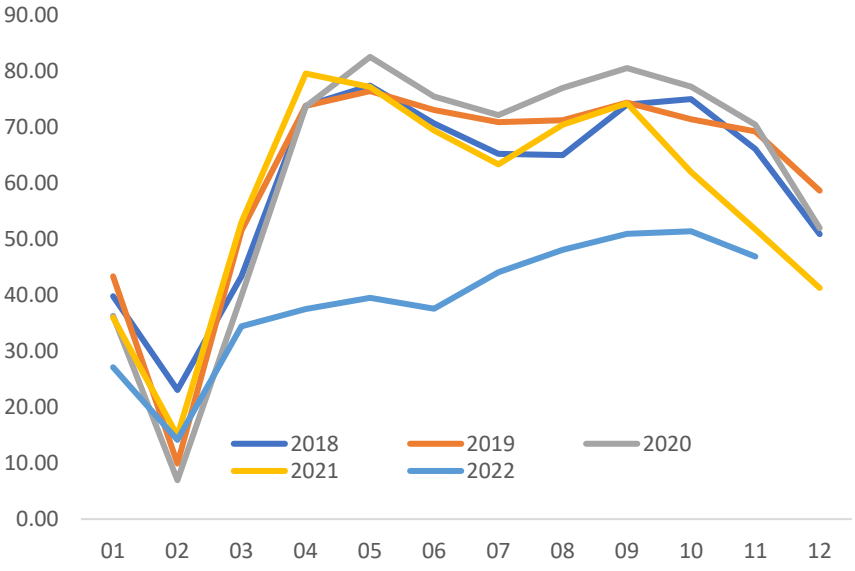


资料来源：国家统计局、南京证券研究所

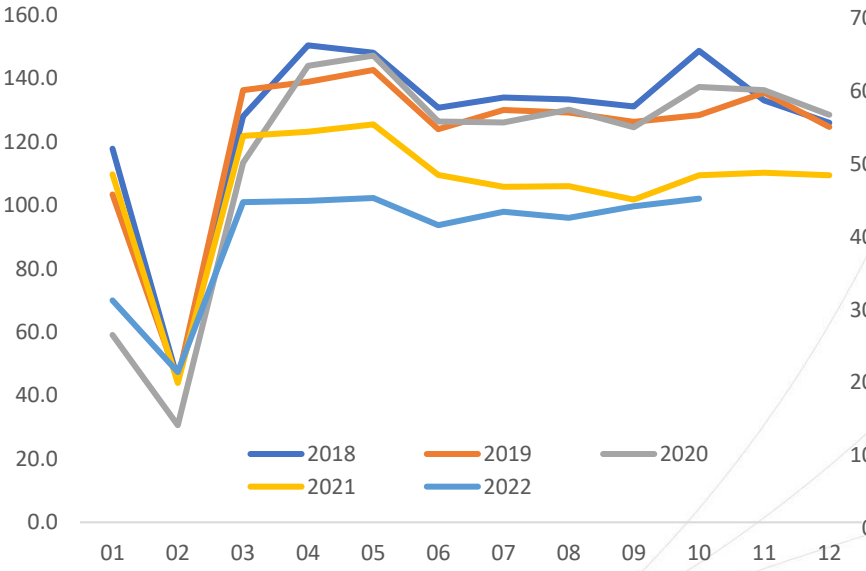
钢材需求端：投资端支撑经济增长，钢铁终端需求向好

- 2022年下游需求低迷影响钢材需求。从先行指标上来看，水泥发运、挖掘机开工和沥青开工率来看第四季度环比都有一定程度的恢复，但是同比依然有较大的差距，疫情以及房地产下行周期对于钢铁下游需求的影响是显著的。
- 2023年伴随防疫政策的转向，政策对于明年经济预计增长目标设定在了5%左右，在全球经济面临下行周期的大环境下，达到5%的目标依然面临挑战。货币政策方面，美国加息节奏放缓，保汇率压力减轻，货币政策有了更多调节空间。财政政策方面，为达到GDP的增长目标，对于投资端将会有更多的政策支持。消费因为疫情居民消费信心恢复依然需要时间，出口面临海外经济下行需求走弱，所以可控的只有投资端。投资端中，房地产政策底向基本面底的推进依然需要时间，所以**制造业和基础设施投资**将会是支撑明年经济的主要手段。

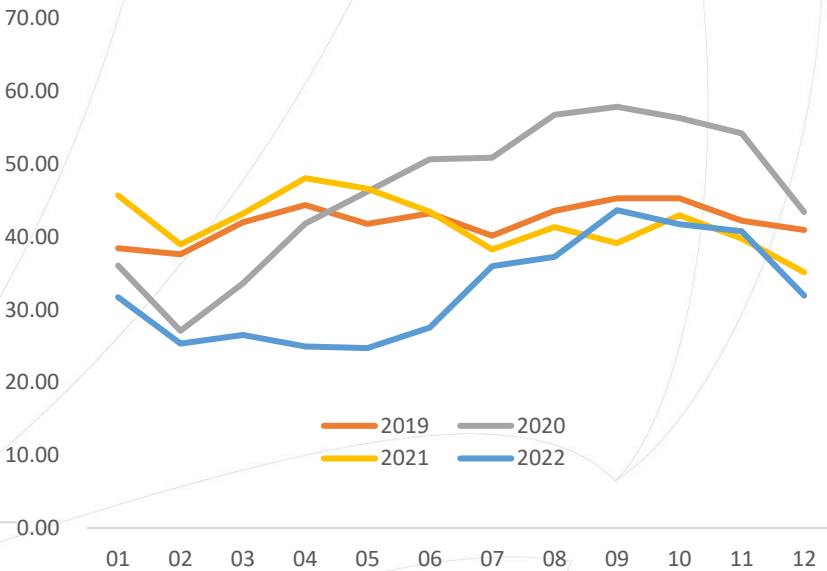
全国水泥发运率



中国挖掘机平均开工小时



沥青企业开工率

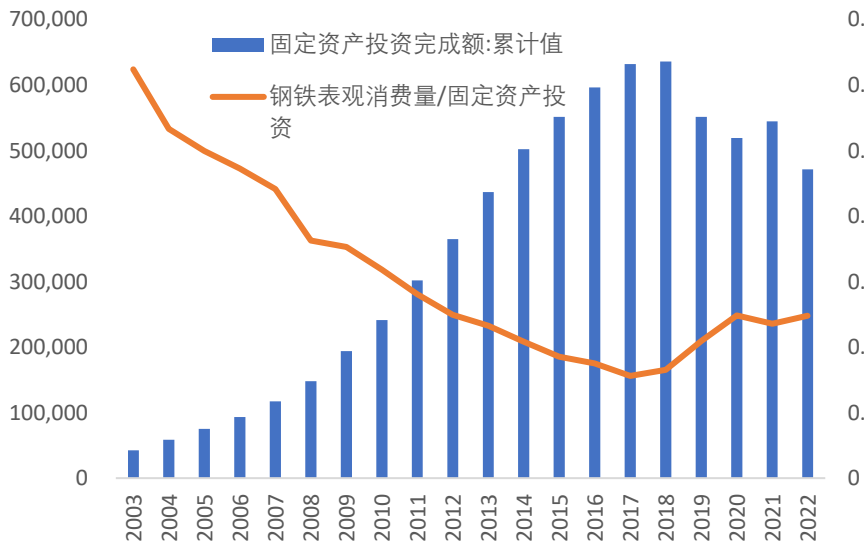


资料来源：通联数据、南京证券研究所

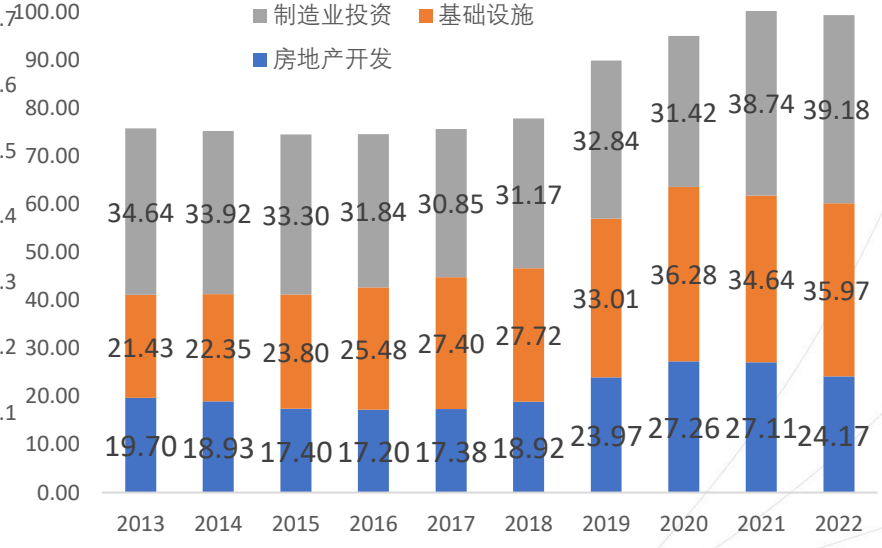
固定资产投资：投资成为经济支柱

- “十四五”更加重视制造业投资，各地对于制造业高质量发展提出了要求，相较于提升消费GDP占比，“十四五”把重心放在了发展高端制造与传统制造业产业升级这两大方向。2020之后，固定资产投资完成额出现了拐点，其中制造业投资完成额的占比出现了明显增加，制造业、基础设施、房地产开发固定资产投资额占比大幅提升。政策侧重点的转变带来单位固定资产完成额的钢铁消费量逐步提升。

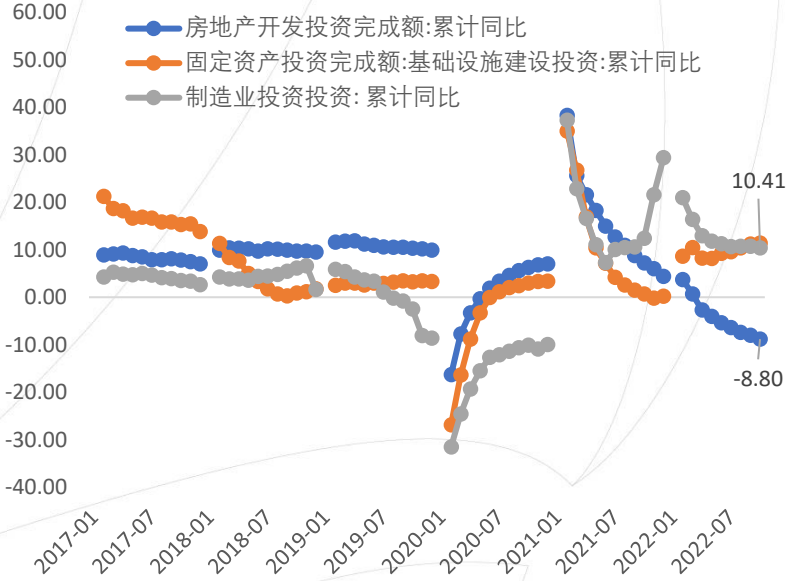
固定资产投资与单位钢铁表观需求



房地产、基建与制造业的占比



房地产、基建与制造业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、南京证券研究所

钢材需求：基础设施建设与制造业固定资产投资支撑钢铁消费

- 对于房地产固定资产投资额，我们认为至少需要到2023Q2增速才有转正的可能性。在长期政策收紧，房地产企业资金周转压力较大的背景下，房地产行业从政策底转向基本面底依然需要时间。在住房不炒的政策大方向下，对房企政策放松只是减轻了行业对经济的拖累，房企解决资金周转问题以及购房人消费信心的建立依然需要时间。所以，房地产固定固定资产投资额增速预计在-4%-0%;
- 对于基础设施建设固定资产投资额，李克强总理在9月28日主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议室提到，“依法依规提前下达明年专项债部分限额”。相较于过去几年，今天提前批下达的时间更早，显示出财政稳增长的迫切性。2022年提前批专项债占2022年新增专项债额度的比例在40%，假设这一比例不变，23年新增专项债额度会达到4.75万亿元，同比增加6000亿元。从专项债的投向来看，72%投向了基建领域。预计2023年新增专项债投向仍以基建，那么明年基建投资增速有望维持双位数增长。
- 对于制造业固定资产投资额，国家发改委将加大对于传统产业改造升级的投资力度，结合产业高端化、智能化、绿色化升级要求，谋划启动重大项目建设。预计2023年制造业固定资产投资增速也将维持较高水品。
- 中性假设，23年固定资产投资完成额增速为6%，推算初钢铁表观消费量预计在14.6亿吨。

2023年固定资产投资投资额与钢铁消费假设

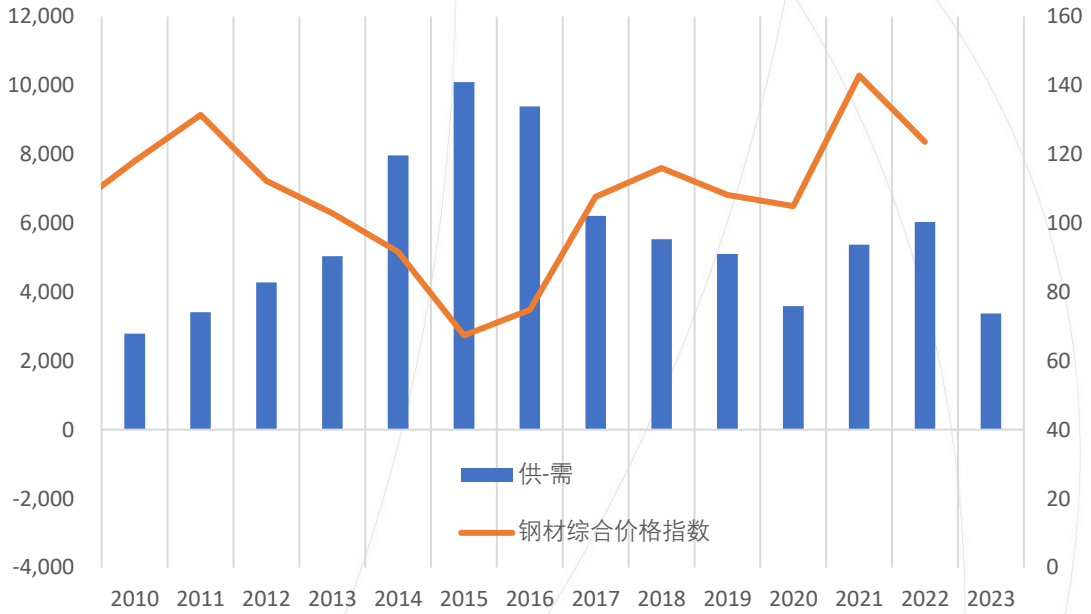
	假设	固定资产投资完成额:累计值	同比	房地产开发投资完成额:累计值	同比	基础设施建设投资:累计值	同比	制造业投资投资:累计值	同比	表观钢铁消费量
2023E	乐观	622,015	7.96	134,613	0.00	231,159	10.00	256,243	10.00	136,843
	中性	610,461	5.96	131,921	-2.00	226,956	8.00	251,584	8.00	134,302
	悲观	598,907	3.95	129,229	-4.00	222,753	6.00	246,925	6.00	131,760

资料来源：国家统计局、南京证券研究所

钢材供需格局：粗钢产量平减叠加钢材需求改善

- 23年钢材供需格局向好，钢材价格有提升的空间。需求端，“稳增长”政策主导下，固定资产投资作为明年经济增长的压舱石，支撑钢材需求。专项债额度提升，地方防疫开销削减、房企融资政策三支箭，资金层面也在逐步得到改善。供给端，双碳政策以及传统产业升级使得粗钢产量不会出现大幅增长，行业大比例亏损，政策端提出超预期减产要求将使得钢铁供过于求的情况，大幅改善。

2023年固定资产投资投资额与钢铁消费假设



2023年固定资产投资投资额与钢铁消费假设

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
钢材产量	112,350	113,801	104,818	110,552	120,477	132,489	133,667	133,667	137,677
YOY	0.60	2.30	0.80	8.50	9.80	7.70	0.60	0.00	3.00
进口	1,278	1,321	1,330	1,317	1,230	2,023	1,427	1,100	1,900
出口	11,240	10,849	7,541	6,934	6,429	5,367	6,690	6,481	6,000
表观消费量	102,259	104,415	98,610	105,022	115,376	128,903	128,289	127,636	134,302
供-需	10,091	9,386	6,209	5,530	5,102	3,586	5,378	6,031	3,375

资料来源：国家统计局、南京证券研究所

炼焦煤2023年供需情况总结

- 供给端：受限于资源禀赋以及电煤保供政策，国内炼焦煤供给释放受限。海外经济下行周期进口焦煤性价比提升，进口量将有所提升，但澳洲煤炭禁令使得优质炼焦煤供给受限。
- 需求端：钢材终端需求改善，钢材产量随之提升，拉动粗钢产量增速回正。由于短流程原材料废钢成本倒挂，导致长流程性价比提升，长流程市占率提升带动生铁产量增速快于粗钢产量。作为长流程重要原材料的炼焦煤需求也会出现明显增长。
- **结论：**2022年第四季度各地疫情以及防疫政策开放后停工停产导致春节前的赶工潮并没有到来，这部分的需求不是消失而是推迟到了2023年。明年春节后，投资带动整体经济稳步回暖叠加因资金问题停工项目的复工复产后带动钢材下游补库需求提升。钢厂利润修复开工率上行，焦煤全库存低位，焦煤补库需求带动焦煤价格上涨。

焦煤供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
生铁产量	70,074	71,076	77,105	80,937	88,752	86,857	87,552	89,870
粗钢产量	80,837	83,173	92,826	99,634	106,477	103,279	102,246	104,634
钢材产量	113,801	104,818	110,552	120,477	132,489	133,667	133,667	137,677
铁/钢	86.69%	85.46%	83.06%	81.23%	83.35%	84.10%	85.63%	85.89%
钢/材	71.03%	79.35%	83.97%	82.70%	80.37%	77.27%	76.49%	76.00%
焦煤需求	53,391	51,451	51,952	55,204	55,771	54,542	55,595	57,337
焦煤/铁	76.19%	72.39%	67.38%	68.21%	62.84%	62.80%	63.50%	63.80%
焦煤供给	50,369	51,504	51,942	55,525	55,752	54,460	56,018	57,138
焦煤供-需	(3,022)	53	(10)	321	(19)	(82)	423	(199)

资料来源：同花顺、南京证券研究所

投资策略

- **动力煤投资策略：**在保供稳价政策下，我国优质产能持续释放，对于新建矿井的审批在双碳政策依然是相对保守，这意味着后续产量释放的速度将有所放缓。需求端在稳增长的政策指导下，工业用电需求将积极释放。但是用电增速方面我们依然保守，一方面，国内下游需求的恢复需要时间，海外经济下行出口需求也是下行的趋势；另一方面，今年南方干旱导致水电供给不足的情况是小概率情况，预计明年火电发电量占比下行。在国家保证能源安全的大背景下，动力煤供需格局将从供需紧缺转向区域供过于求，动力煤价格基本将在政策合理价格区间内维持高位运行。
- 第一条投资主线：高比例长协龙头动力煤企业，优质产能持续释放，长协价格波动小风险可控，企业盈利长期稳定，叠加企业现金流充沛，高比例分红。投资标的：**中国神华、陕西煤业、兖矿能源**
- **炼焦煤投资策略：**焦煤由于其资源禀赋的特殊性，供给增量相对有限，在2023年电煤长协保供订单总量提升的情况下，将压低炼焦烟煤的选洗率，导致炼焦精煤的供给增速远远低于全国原煤产量增速。同时澳煤进口限令限制了优质炼焦煤资源的供给来源。需求端，固定资产投资作为拉动2023年经济的首要工具，基础建设投资与制造业投资保持高速增长，房地产投资的拖累也将政策向好下逐步收窄。固定资产投资向好支撑钢材需求修复，钢厂利润修复开工率提升，原材炼焦煤库存低位，使得炼焦煤的补库需求将大幅提升。炼焦煤供需格局将逐步收紧，价格韧性较强有较大提升空间。
- 第二条投资主线：优质炼焦煤龙头企业，供需格局收紧价格韧性强，同时炼焦煤价格不受限价影响，业绩弹性大。投资标的：**山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、平煤股份。**

风险提示

- 保供政策下供给超预期增长；
- 需求恢复低于预期，导致价格大幅下行。

免责声明

- 本报告仅供（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。南京证券股份有限公司
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推　　荐：预计6个月内该行业超越整体市场表现；
中　　性：预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回　　避：预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

买　　入：预计6个月内绝对涨幅大于20%；
增　　持：预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间；
中　　性：预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
减　　持：预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。