

证券研究报告

2023年12月03日

行业报告 | 行业投资策略

能源开采

煤炭行业2024年度策略：安监或成为市场主旋律

作者：

分析师 张樨樨 SAC执业证书编号：S1110517120003



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（首次评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

供应端：供给难度逐渐加大

供给难度逐渐加大的原因一：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出

供给难度逐渐加大的原因二：运力规划难以跟上保供进度

煤炭供应的另一个重要因素：进口煤总量或处于新的稳定阶段

动力煤：经济复苏，需求增长

由于冬季旺季持续时间更长、月度消耗更高，因此冬季的终端去库存可能会更加及时的传导至上游生产及贸易环节，社会总库存开始进入快速下滑期，同时推动价格进入持续上涨期。

炼焦煤：地产转好，预期差修复

在稳增长的政策基调下，地产政策连续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，煤焦钢产业链需求有望明显修复。

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；建设产能投放超预期；测算具有主观性，仅供参考

目录

1. 供应端：供给难度逐渐加大
2. 动力煤：经济复苏，需求增长
3. 炼焦煤：地产转好，预期差修复
4. 投资观点和重点推荐
5. 风险提示



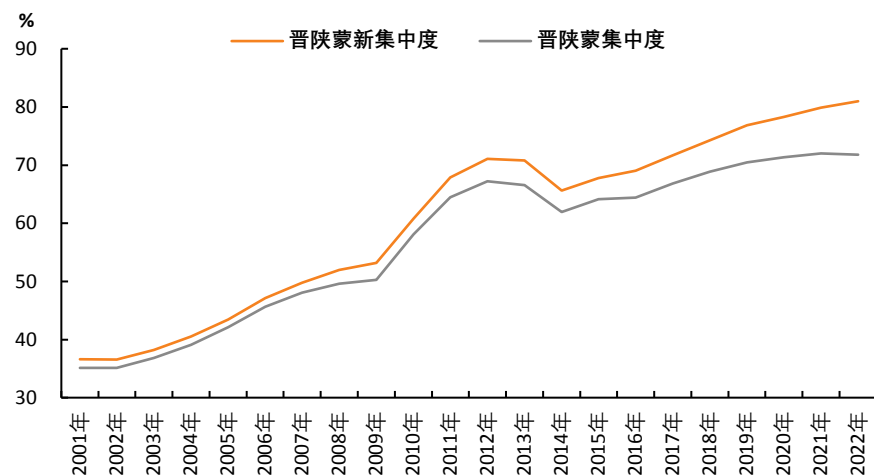
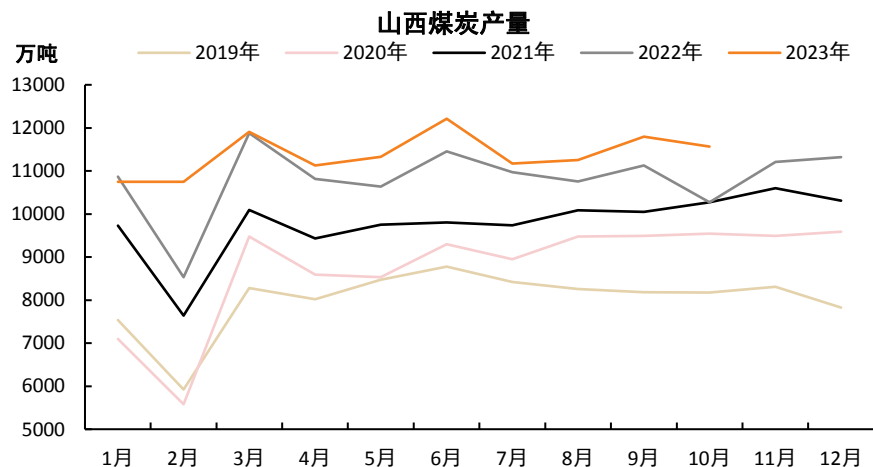
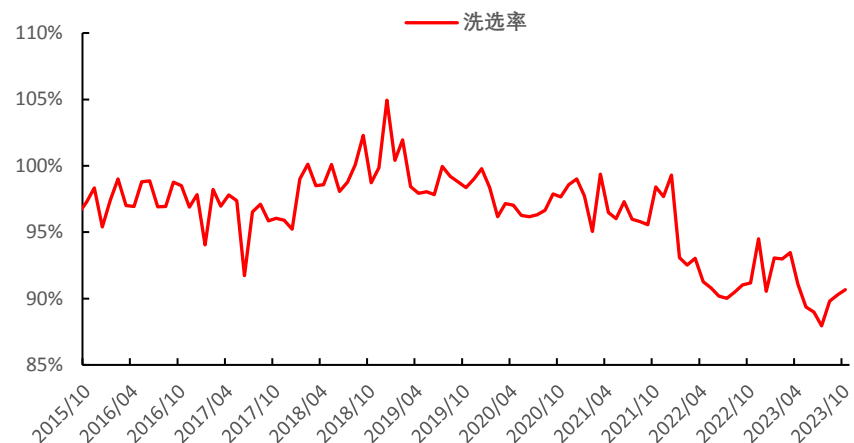
1

供应端：供给难度逐渐加大

1、强保供下的三大特点：质量下降、安全隐患上升、集中度过大

■ **快速核增或导致质量下降**：近10年来，商品煤（动力煤+炼焦精煤）的洗选率平均值在97.1%，2022年以来的洗选率下降为91.2%。依靠煤矿的超负荷生产，带来的质量与安全问题同样很严重！

■ **晋陕蒙集中度71.78%**：截至2022年底，晋陕蒙三省区煤炭集中度高达71.78%，且生产区域距离较近，在特殊情况下给区域运营管理及组织调运带来压力。

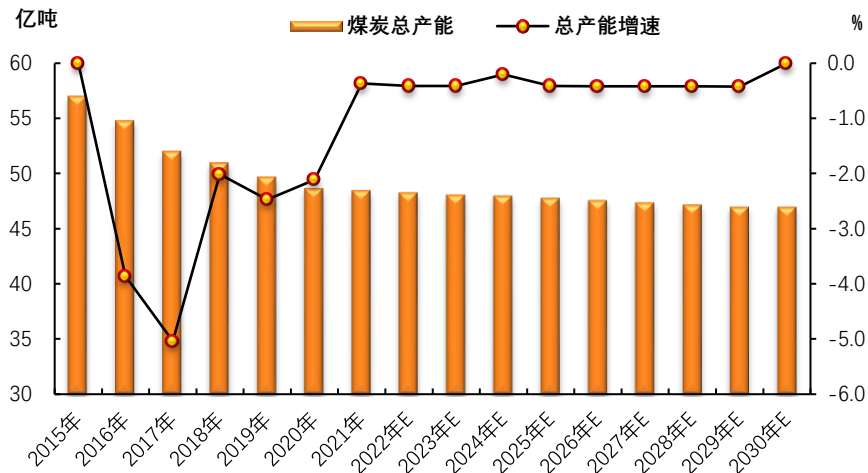


资料来源：WIND，天风证券研究所

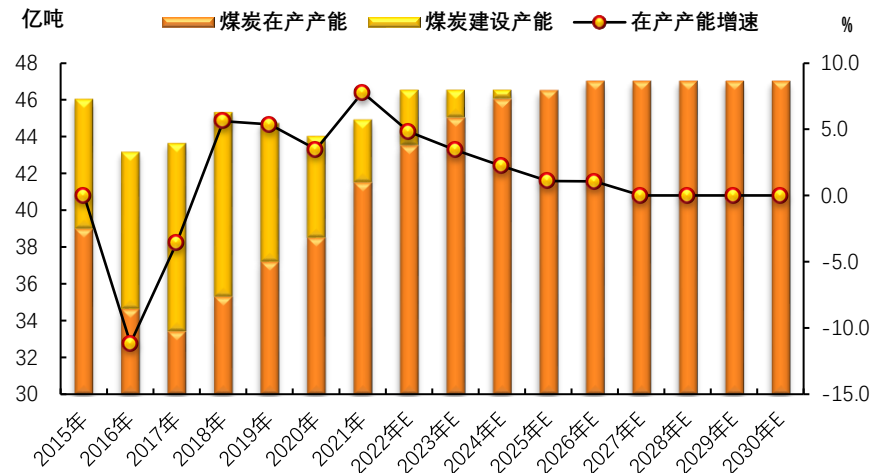
2、保供难度逐渐加大的原因一：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出

- **原因一：**2016年-2020年连续5年的煤炭行业去产能，退出落后产能10亿吨以上，并整合、置换一大批“违法先建”的不合规煤矿，其中主要以民营煤矿为主。
- **原因二：**“碳达峰、碳中和”政策以控制化石能源消费增速为目的，在中国几乎可以等同于是控制煤炭消费增速，对于商品型企业来说，消费发展的瓶颈或抑制新增投资的进入，尤其是民间资本。
- **原因三：**严格的限价政策导致新增、新建煤矿产能售价远低于市场现货价，利润空间的压缩导致成本回收周期拉长，以逐利为目的的民营资本投资意愿大幅下滑。

全国煤炭总产能



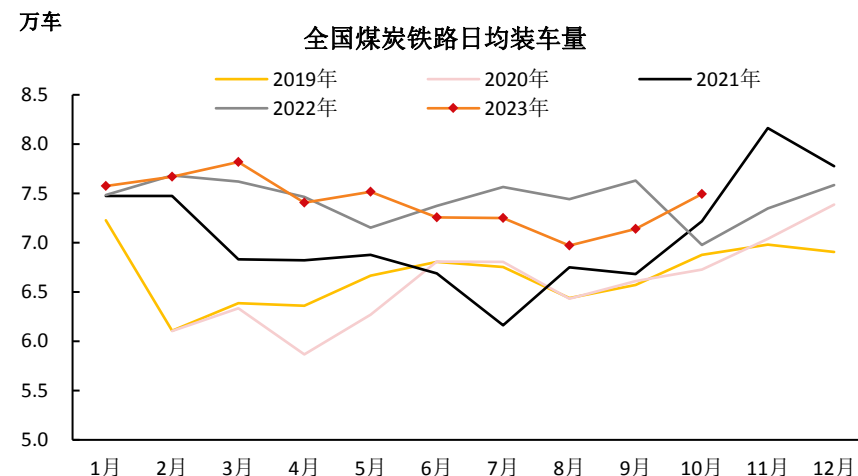
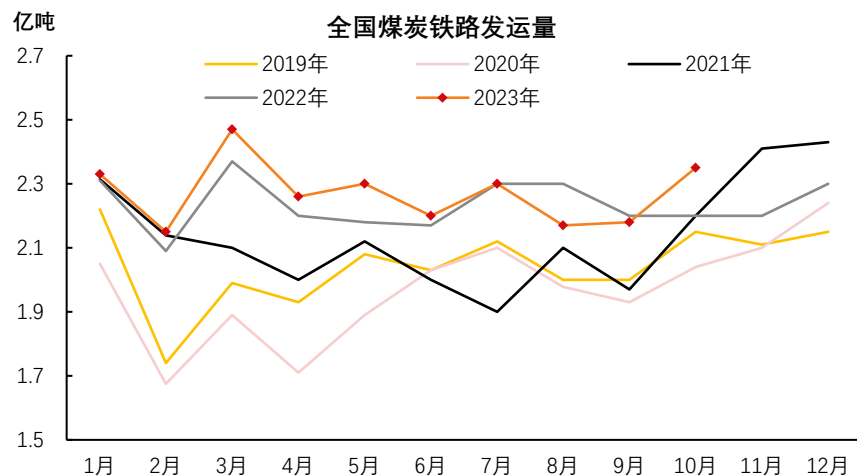
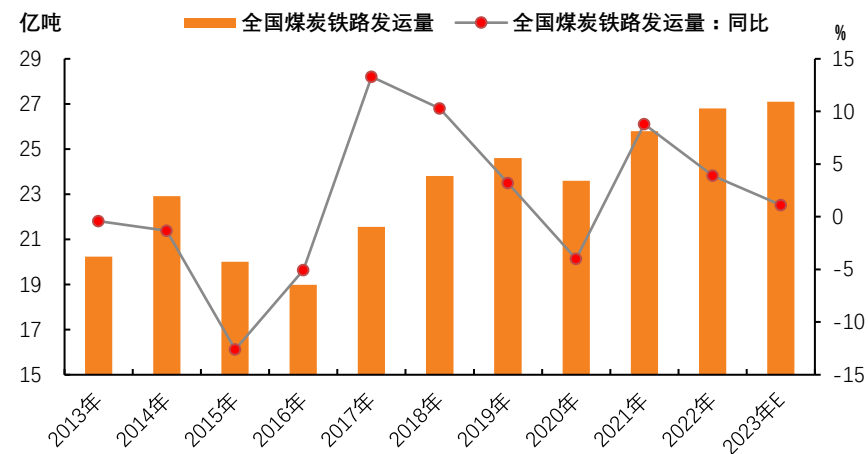
全国煤炭生产及建设产能



资料来源：国家能源局，国家发改委，地方能源局发改委，天风证券研究所

3、保供难度逐渐加大的原因二：运力规划难以跟上保供进度

- **全国铁路煤炭运输增量有限：**近几年保供以来，铁路煤炭发运量连续增加，尤其是晋陕蒙地区铁路运力处于持续饱和状态，后续或有出现运输事故的可能性。
- **我们预计2023年发运量突破27亿吨，**按照全国煤炭铁路运力运营情况，未来若无大规模运力规划建设，将成为阻碍煤炭产能释放的主要原因。

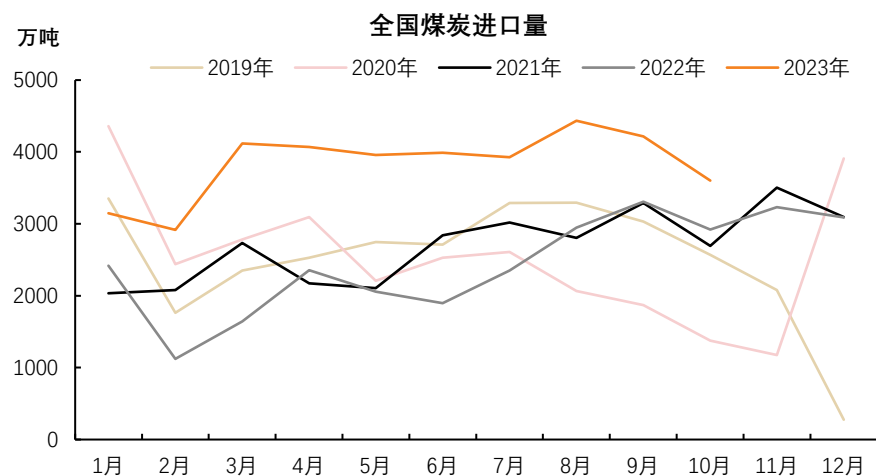


资料来源：WIND，天风证券研究所

4、关乎煤炭供应的另一个重要因素：进口煤总量或处于新的稳定阶段

- **进口煤是沿海煤炭市场调节的关键：**十三五以来，中国年均进口煤炭2.89亿吨，由于进口煤主要供应于沿海地区，按照沿海港口年均下水发运内贸煤7亿吨算，沿海地区进口煤比例大约在28.96%，且由于沿海煤炭市场是全国煤炭市场的风向标，因此进口补充环节在供需结构中具有举足轻重的地位。
- **通关放松是进口增量的主要原因：**我们认为从2022年保供以来，进口通关政策开始放松，但由于“欧洲能源危机”导致内外价差拉大，进口难以实现增量，但2023年价差回归后进口开始明显增加。而若2023年欧洲超量库存风险释放，未来贸易结构重新回归正常，我们预计2024年以后进口煤数量将维持在3.6-4亿吨的新稳定阶段。

全国煤炭进口量



资料来源：WIND，天风证券研究所

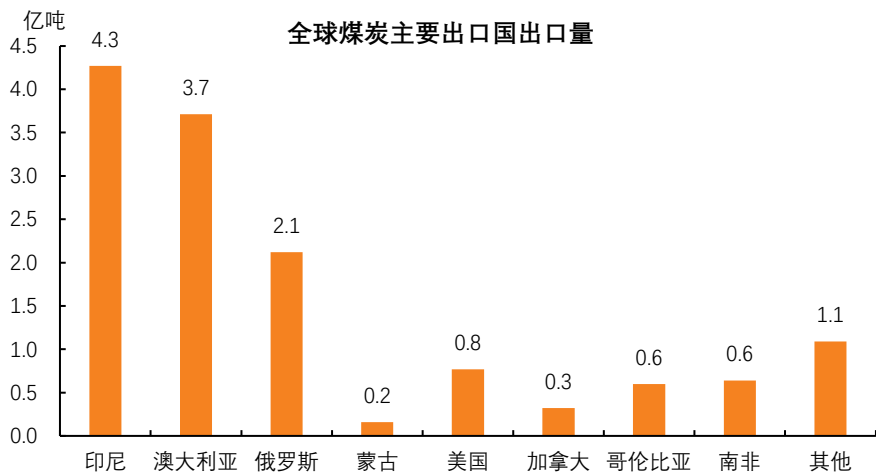
国内主流煤价与国际煤价价差（元/吨）



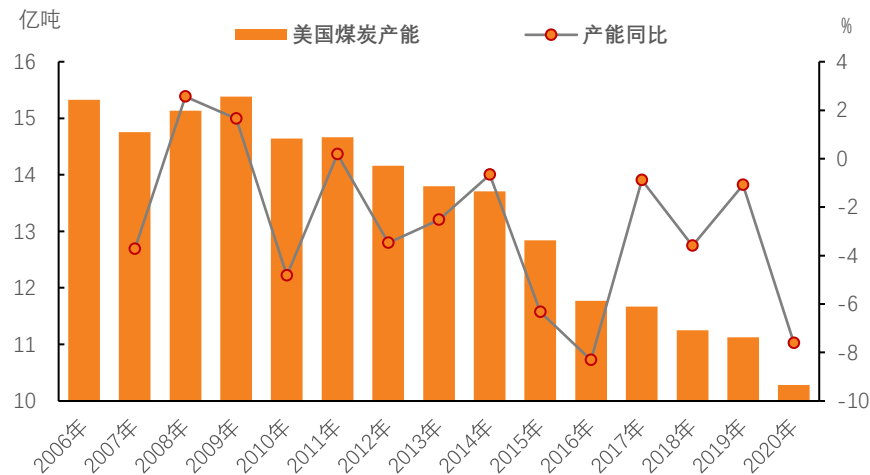
5、国际煤炭的主要逻辑：供应缺乏弹性

- **全球去煤化导致能源消费结构改变：**随着生态环保的问题愈发突出，全球去煤化导致能源消费结构发生巨变，煤炭消费占比不断下降、天然气与清洁能源占比不断提升。但新能源的供应对气候依赖度相对较高，我们认为气候的不稳定可能导致能源供应体系的脆弱，能源结构的“先破后立”并不是明智之举。
- **去煤化已导致全球主要产煤国产能下降：**全球主要产煤国针对煤矿建设的资本开支不断减少，以全球第一大煤炭储量国美国来说，煤炭产能从2009年的最高15.38亿吨下滑到2020年的10.28亿吨，削减度达30%。煤矿建设由于涉及环保等敏感问题，新进资本开支审批非常困难，而较长的煤矿建设周期也使得利润向供应端的传导难以流畅。
- **因此，全球煤炭供应弹性的脆弱与地缘冲突导致的俄罗斯煤炭贸易减量之间的矛盾，短时间可能难以调和。**

全球煤炭主要出口国



美国煤炭产能逐年下降



资料来源：EIA，中国煤炭资源网，天风证券研究所



2

动力煤：经济复苏，需求增长

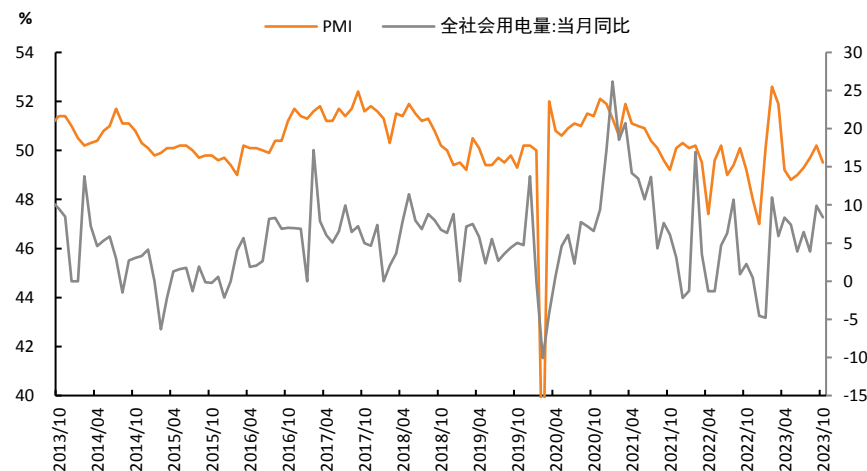
1、经济复苏：稳增长主基调保持强劲

- **2023年经济基本盘逐渐稳定：**从各项数据来看，2023年制造业投资与基建投资继续保持高位，出口增速虽有下滑但同比的基数较2022年仍有所增加，这足以表明中国经济护城河相对深厚，连续三年疫情的冲击并未明显影响到经济的基本盘。
- **稳增长的主基调继续保持强劲：**在稳增长背景下，政策综合发力，在国内信贷环境的支持以及基建发力、房建改善拉动下，制造业投资仍延续相对积极的表现，并进而支撑制造业景气度。
- **由于中国的用电结构主要以第二产业为主，因此制造业的景气度不断复苏预计将带动用电量及能耗的进一步增长。**

制造业投资连续保持高位

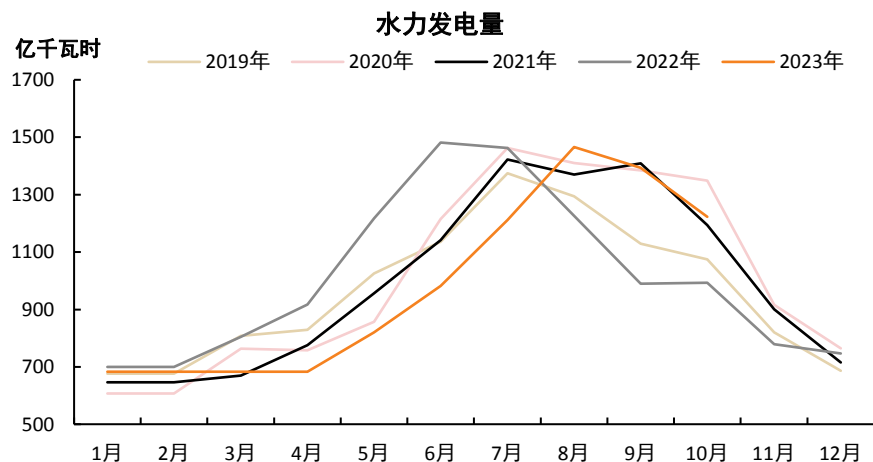
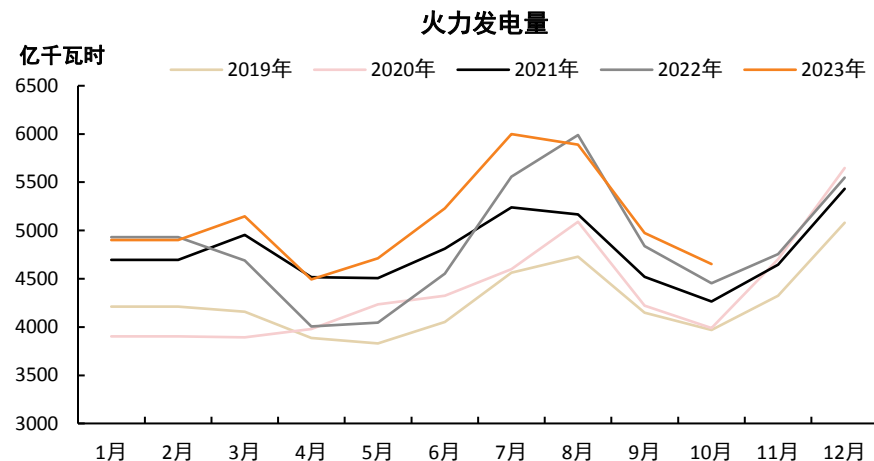
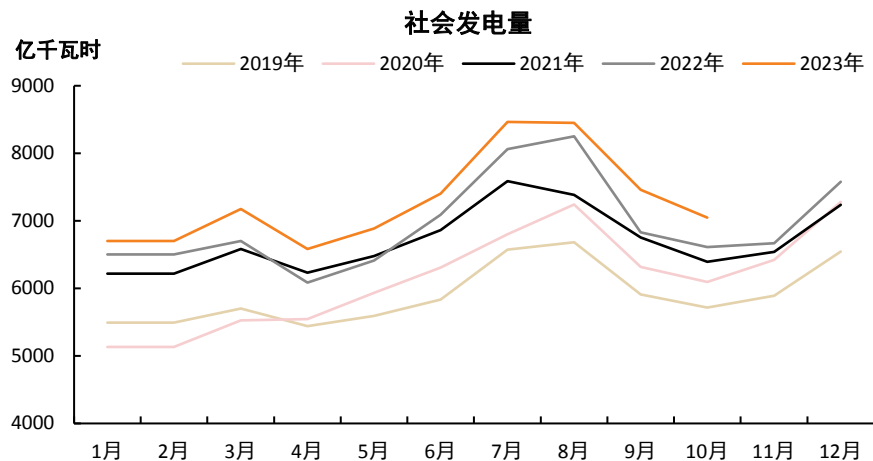


PMI指数逐渐恢复

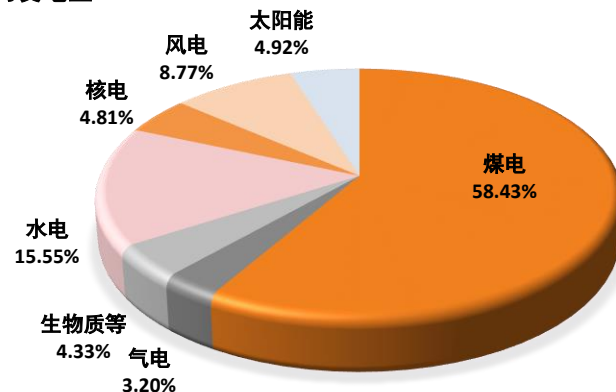


资料来源：WIND，天风证券研究所

2、绿电消纳仍是问题：清洁电的替代难以一蹴而就



2022年分结构发电量

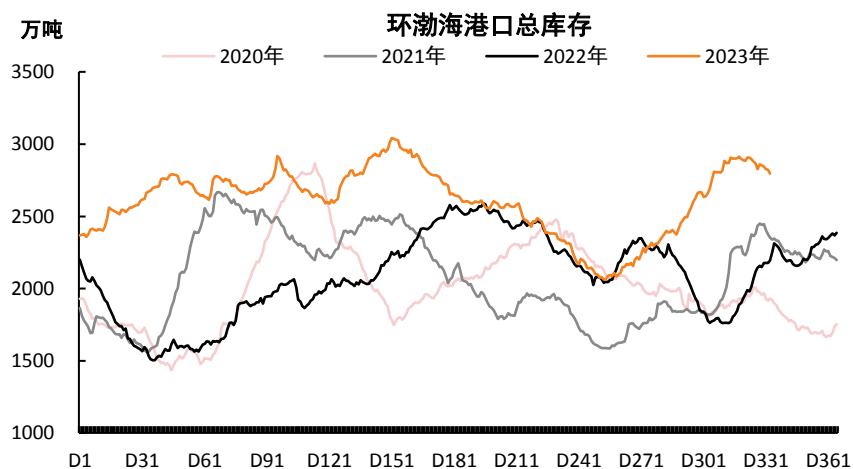


资料来源：WIND，天风证券研究所

3、需求旺季：季节性特点是影响节奏的主要因素

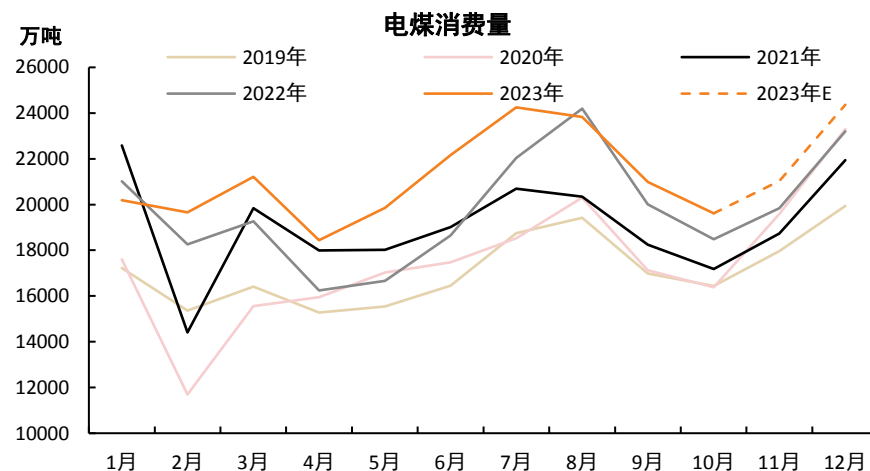
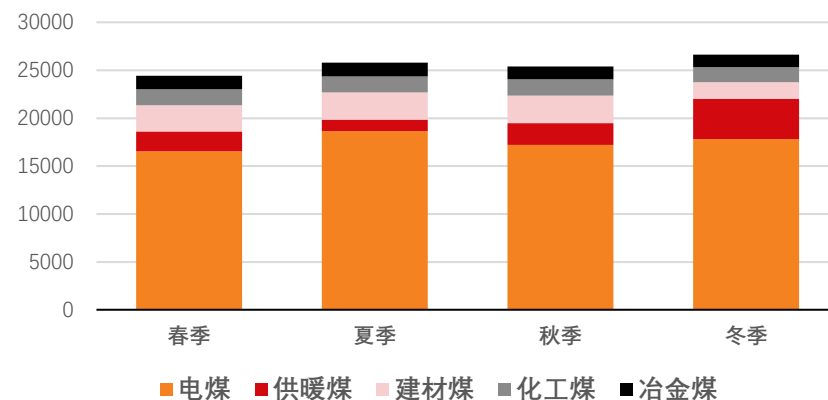
■ **秋季淡季历来是淡季不淡：**煤炭市场除了正常的旺季之外，还有一个特点就是9-10月份的淡季经常会表现出淡季不淡的情况，主要原因在于下游经过连续三个月的去库之后，库存一般处于较低水平，为了迎接11月份的冬季旺季需要提前1-2月进行冬储补库。

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



资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

动力煤需求结构



4、动力煤展望：紧平衡格局延续，产能周期继续弱化

■ **煤炭产能周期向需求端替代周期的转换：**本轮煤炭周期的属性可能会发生明显的变化，即不再是煤炭价格的上涨驱动煤炭产能的大幅扩张，而是驱动替代化石能源的新能源产能快速增加，这也就意味着本轮煤炭行业价格周期的核心是新能源的产能周期而不是化石能源的产能周期。当市场认为新能源发展进入快车道之时，其实也就认识到了传统化石能源的开发周期已经接近尾声，煤炭供需的持续紧平衡带来的是煤炭价格的持续上涨与企业利润率的持续高位。

2016-2030E年动力煤供需平衡表

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
煤炭产能 (亿吨)	34.60	33.40	35.30	37.20	38.50	41.50	44.00	45.00	46.00	46.50	46.80	47.00	46.80	46.60	46.50
煤炭产量 (亿吨)	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	40.70	45.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00
煤炭进口 (亿吨)	2.56	2.71	2.81	3.00	3.04	3.23	2.90	4.45	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
动力煤产量 (亿吨)	28.24	29.05	30.65	31.64	32.24	34.21	36.10	37.00	37.20	37.50	37.80	38.00	38.10	38.20	38.30
动力煤进口 (亿吨)	1.89	1.95	2.13	2.22	2.29	2.66	2.26	3.55	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
动力煤供给 (亿吨)	30.13	31.00	32.78	33.86	34.53	36.87	38.36	40.55	40.08	40.38	40.68	40.88	40.98	41.08	41.18
动力煤需求 (亿吨)	30.94	31.48	32.68	33.67	34.64	37.08	37.57	40.36	40.43	40.60	40.78	40.98	41.13	41.11	41.09
电煤需求 (亿吨)	18.19	18.81	20.11	20.52	21.05	22.90	23.78	25.82	25.73	25.74	25.83	25.94	26.02	25.94	25.86
燃料煤需求 (亿吨)	12.75	12.67	12.57	13.15	13.59	14.18	13.79	14.54	14.70	14.86	14.95	15.04	15.11	15.17	15.23
供需盈余	-8122	-4753	969	1942	-1082	-2073	7931	1922	-3501	-2241	-981	-1027	-1472	-325	866
价格中枢 (元)	480	620	640	590	580	1000	1240	950	1000	1100	*	*	*	*	*

资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

A photograph of a diverse group of business professionals in a meeting or conference, all clapping their hands. The image is partially obscured by an orange gradient overlay at the bottom.

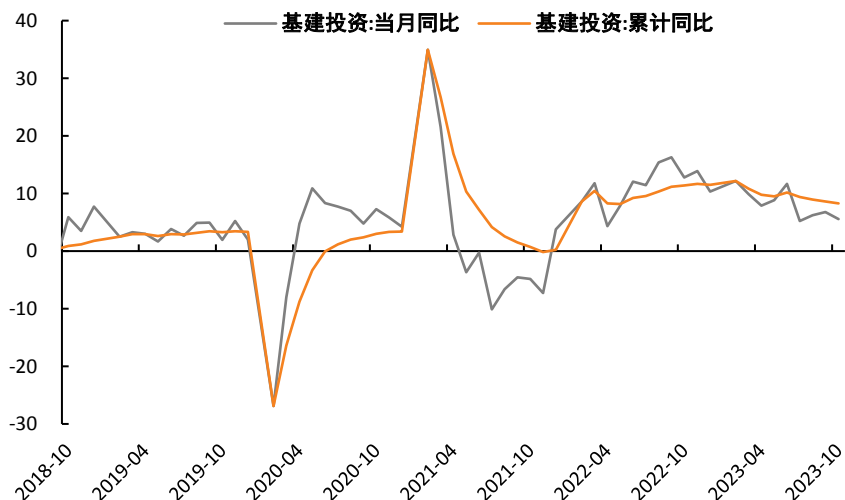
3

炼焦煤：地产转好，预期差修复

1、终端需求的复苏：基建增长与地产温和复苏的加成

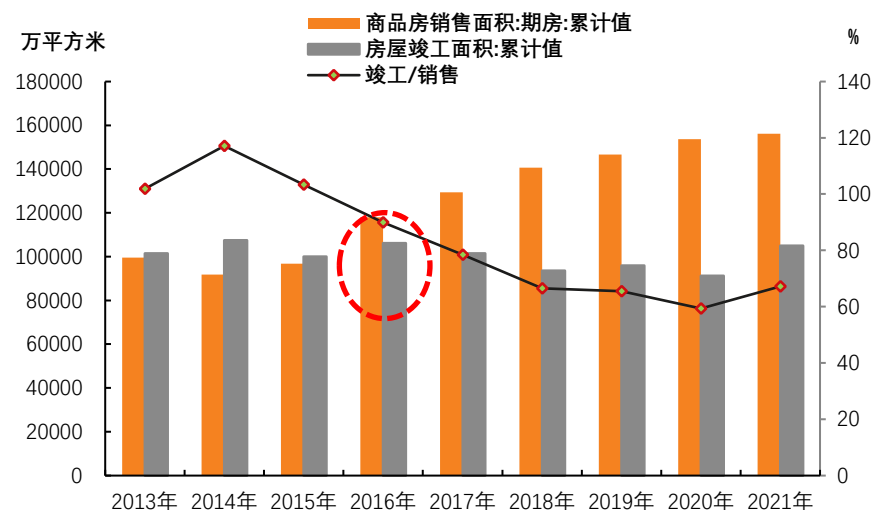
- **基建工程是稳定需求的利器：**基建投资在三年疫情期间虽有所下滑但基数稳定，项目施工的落地确实受到疫情影响较大，对钢材需求的拉动相对有限，滞后的工程大概率要通过赶工期来进行，前期的投资也会逐渐体现为后期的施工进度，尤其是在政策支持力度不断增强的情况下，钢材需求有望得以稳定。
- **地产温和复苏叠加存量施工是需求增长的主力：**地产是拉动钢材需求的真正主力，以往的研究框架是“期房销售-资金回款-拍地拿地-新开工”的高周转模式，高周转模式的核心其实是期房销售，而期房销售的核心是地产行业投资信心，当前的市场环境下，我们认为投资者信心仍然有待恢复。新格局下随着地产行业温和复苏，叠加保竣工下存量施工项目的完成，从而拉动钢材需求实现增长。

基建投资保持高位（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

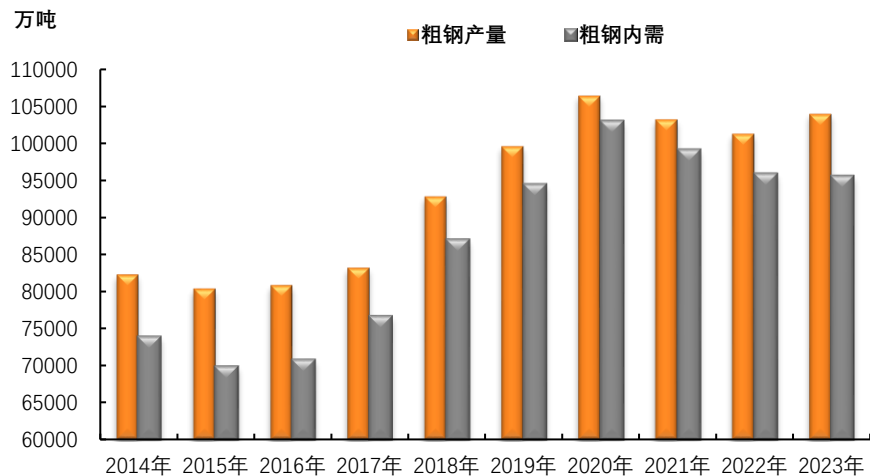
保交付下的存量施工支撑



2、直接需求的增长：钢材利润的恢复是产业链增长的推手

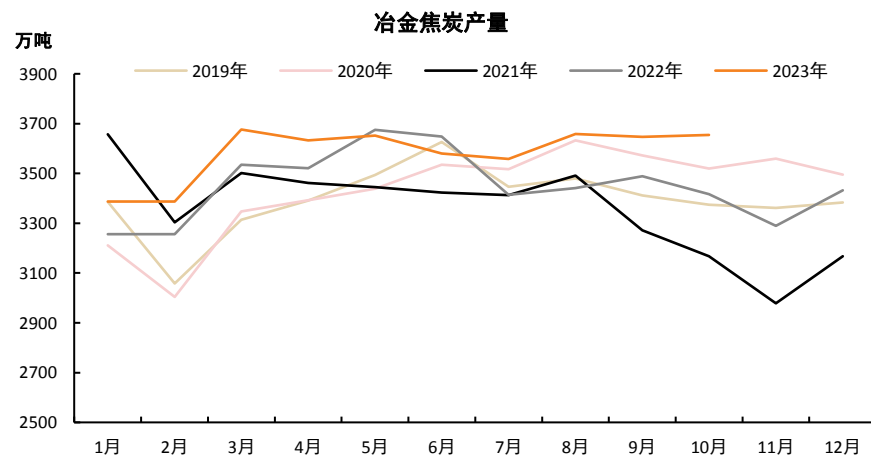
- **粗钢产量得以高位维持的两大主因：**一方面，经济复苏叠加赶工期效应，钢材需求恢复后利润回升，并可能促进钢厂进一步提高生产计划；另一方面，钢铁行业达峰时间点的推迟使得行政干预的政策背景相对放松。
- **焦化厂的供应基本是跟随需求波动：**前几年受到疫情影响，钢材需求下滑利润压缩，并进一步打压上游利润，从而导致焦化厂采购需求同步下滑，而2023年随着产业链利润的向上修复，焦化厂开工率较2022年下半年得以明显提升。
- **产业链利润修复有利于炼焦煤的需求：**焦化企业生产积极性增加，有利于增加炼焦煤采购需求，尤其是在低库存情况下增量采购驱动会逐渐增强。

利润恢复后钢铁产量将逐渐恢复



资料来源：WIND，天风证券研究所

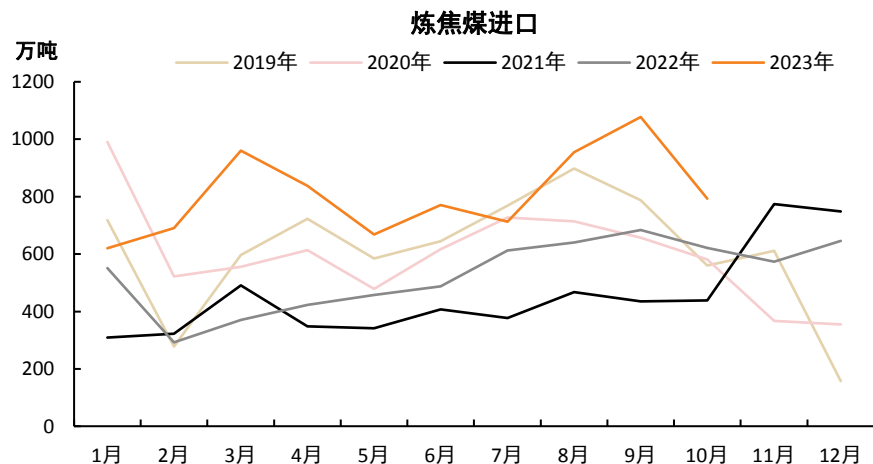
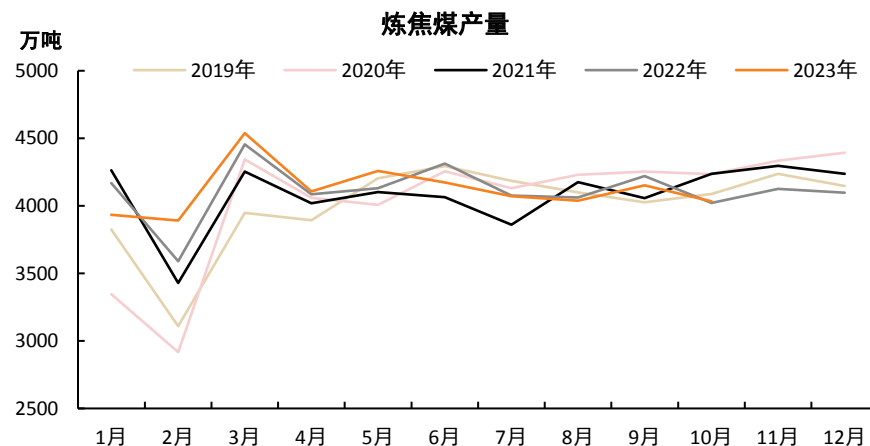
钢材需求恢复有利于拉动焦炭的生产



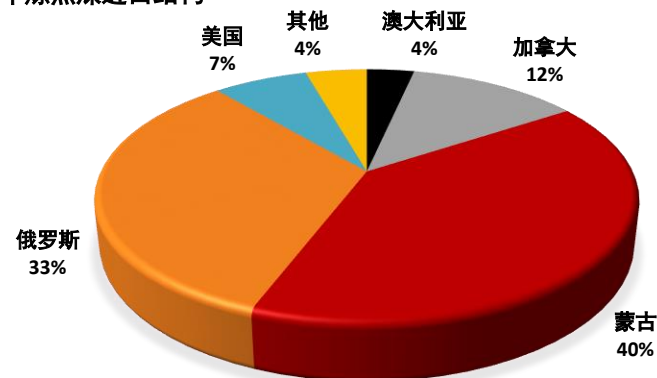
3、炼焦煤供给：真正内忧外患的煤种

■ **生产基本无弹性：**由于国内煤矿增产保供主要以动力煤为主，因此炼焦煤煤矿产能核增相对较少，预计未来炼焦煤产量大致持平甚至减少。

■ **进口结构仍存问题：**自2020年底以来，炼焦精煤尤其是低硫主焦煤进口量的减少，导致精煤供应结构分化严重，虽有北美及俄罗斯部分煤种补充，但主焦煤结构性差距依旧难以弥补。



2022年炼焦煤进口结构

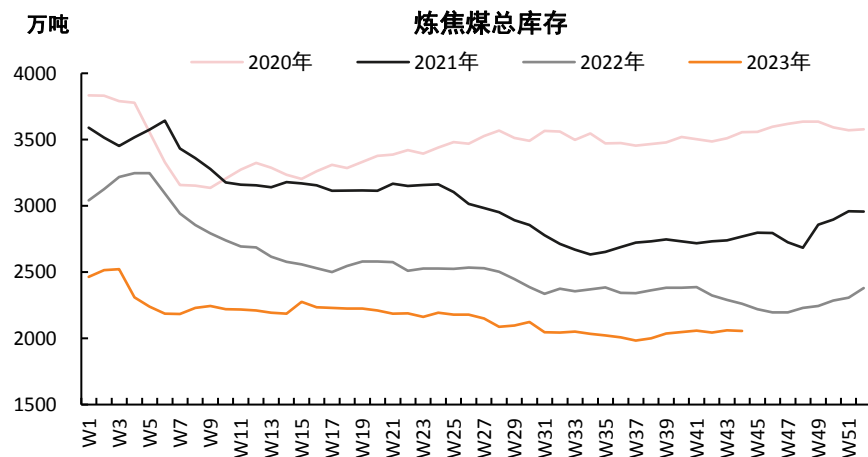


资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

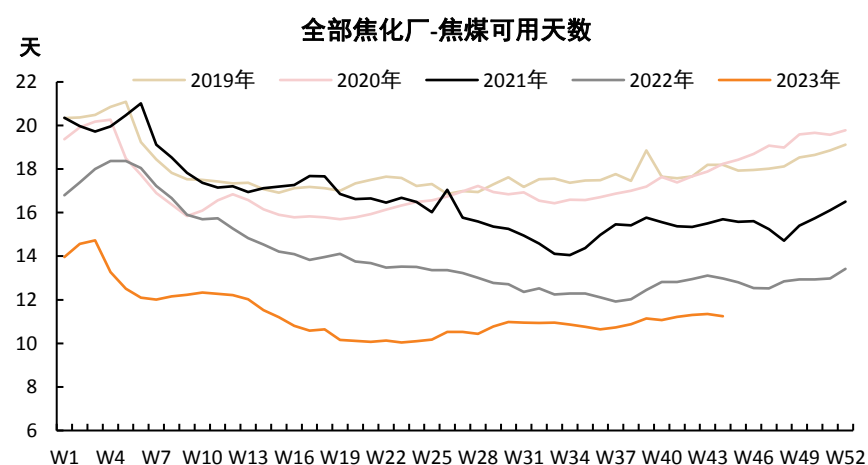
4、市场总结：低供给、低库存，容易放大需求的弹性

- **终端需求依旧有弹性：**在稳增长的政策基调下，地产放松政策持续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，钢材终端需求整体不悲观，尤其是放眼后期，存量施工支撑下建材钢材需求依旧有支撑。
- **低库存的格局难以转变：**由于中国煤种储量结构的问题，炼焦煤资源占比相对较少且储量逐渐衰减，因此在强保供时期难以增加炼焦煤产能，甚至特殊时点出现了配焦煤向电煤的跨界供应转移，从而导致整体供应不断恶化。
- **低库存会放大需求的弹性：**炼焦煤低库存的格局依旧没有实现改变，需求的温和复苏很可能会继续放大市场弹性。

炼焦煤总库存



焦化厂炼焦煤可用天数



资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所

5、炼焦煤展望：供需紧平衡，预期差有望修复

■ **煤焦钢产业链的负反馈格局基本结束**：在稳增长的政策基调下，地产“纠偏”政策连续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，钢材终端需求整体不悲观。由于我国主焦煤对外依存度较高，国际煤炭贸易的不稳定导致进口结构失衡，从而加剧炼焦煤结构性供需失衡，优质主焦煤溢价继续扩大。我们预计，2024年主焦煤价格中枢有望维持在2000元/吨，最高价格仍旧存在创新高的可能。

2016-2030年炼焦煤供需平衡表

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
煤炭产能 (亿吨)	34.60	33.40	35.30	37.20	38.50	41.50	44.00	45.00	46.00	46.50	46.80	47.00	46.80	46.60	46.50
煤炭产量 (亿吨)	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	40.70	45.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00
煤炭进口 (亿吨)	2.56	2.71	2.81	3.00	3.04	3.23	2.90	4.45	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
炼焦煤产量 (亿吨)	4.44	4.46	4.54	4.81	4.85	4.90	4.93	4.95	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
炼焦煤进口 (亿吨)	0.58	0.68	0.63	0.73	0.72	0.55	0.62	0.90	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
炼焦煤供给 (亿吨)	5.02	5.13	5.17	5.54	5.57	5.45	5.55	5.85	5.72	5.72	5.72	5.72	5.72	5.72	5.72
炼焦煤需求 (亿吨)	5.34	5.15	5.20	5.52	5.58	5.45	5.56	5.82	5.85	5.87	5.86	5.85	5.80	5.75	5.71
供需盈余	-3152	-171	-298	189	-112	-48	-100	265	-1266	-1499	-1377	-1255	-777	-299	56
价格中枢 (元/吨)	750	1400	1615	1588	1185	2080	2460	2000	2100	2200	*	*	*	*	*

资料来源：WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所



4

投资观点和重点推荐

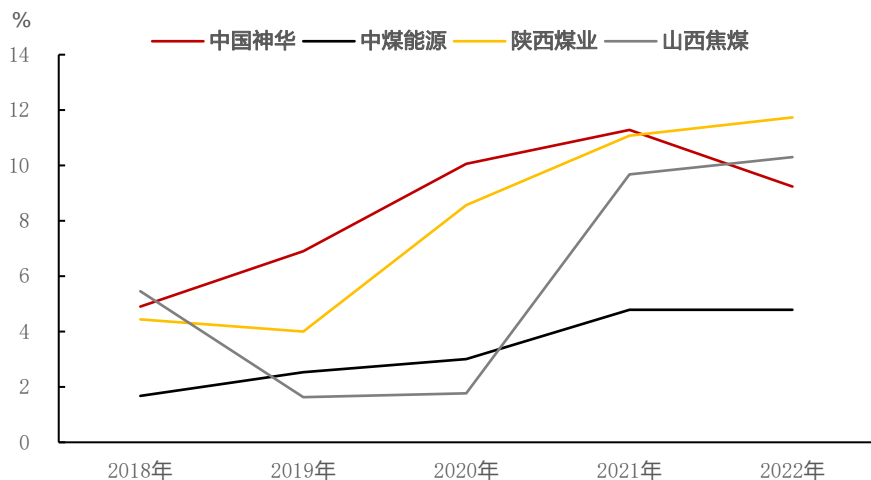
1、龙头煤炭企业的估值逻辑

——持续稳定高利润支撑下的资产升值

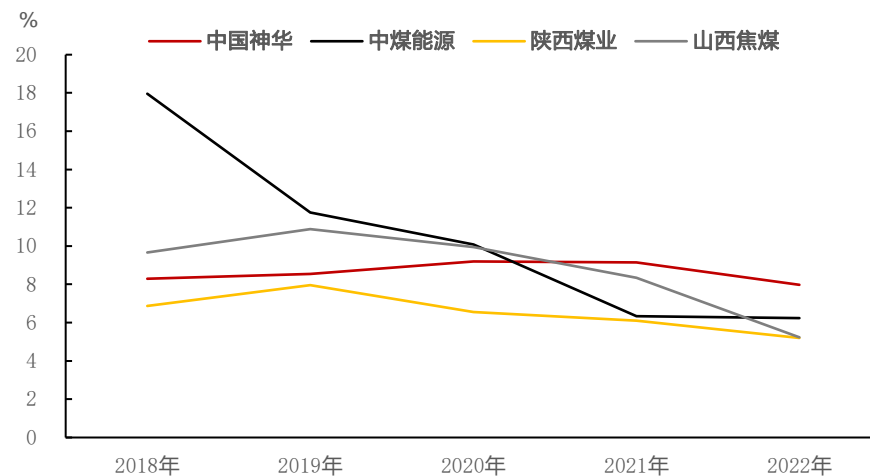
■ **传统周期逻辑的尽头：**煤炭行业作为大宗资源品行业，传统的投资估值逻辑是基于其商品价格周期的运行，而价格周期的核心是产能扩张周期。以产能周期作为基础估值逻辑的煤炭及能源资源品行业，其实有一个默认的共识就是每一次产能扩张都可以随着资本开支的增加而大量提升，但这显然与化石能源属于有限资源的自然属性完全相悖，“有限资源”的自然属性意味着周期估值的应用总有尽头。

■ **高利润、强现金下的估值重构：**煤炭供需的持续紧平衡带来的是煤炭价格的持续高位与企业利润率的持续高位，高利润强现金流之下，煤炭行业的估值逻辑逐渐改变，稳定的高回报与ROE的不断提升，带来的也是煤炭资产价值的不断提升。

龙头煤炭企业分红收益率



龙头煤炭企业PB/ROE



资料来源：WIND，天风证券研究所

2、重点推荐标的：中国神华

- **煤炭龙头，业绩稳健：**国内煤炭龙头企业，拥有中国最大规模的优质煤炭储量及上下游完整产业链，利润增长较为稳定。
- **高分红、高股息：**盈利稳定、分红比例高，2020、2021年股息率连续两年10%以上。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216.00	344,533.00	366,906.92	382,879.79	395,271.80
增长率(%)	43.71	2.78	6.49	4.35	3.24
EBITDA(百万元)	104,380.00	131,224.00	112,363.88	116,653.08	119,088.08
净利润(百万元)	50,269.00	69,626.00	62,645.15	63,054.05	64,089.12
增长率(%)	28.34	38.51	(10.03)	0.65	1.64
EPS(元/股)	2.53	3.50	3.15	3.17	3.23
市盈率(P/E)	12.23	8.66	9.63	9.56	9.41
市净率(P/B)	1.63	1.53	1.52	1.49	1.47
市销率(P/S)	1.83	1.75	1.64	1.57	1.53
EV/EBITDA	3.65	3.51	4.38	4.21	3.69

资料来源：WIND，天风证券研究所

A close-up photograph of several yellow, round pills. The pills are arranged in a diagonal line from the top left towards the bottom right. The numbers '80', '60', '40', and '25' are printed in dark red on the top surface of the pills. The background is a warm, golden-brown color with a soft, out-of-focus texture.

5 风险提示

风险提示

- **经济增长不及预期：**煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、地缘干扰加剧困扰下，存在经济增长不及预期的风险。
- **房建恢复不及预期：**房建市场是终端主要下游行业，受地产周期下滑及三年疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。
- **在建产能投放超预期：**煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。
- **测算具有主观性，仅供参考：**煤炭供给及需求测算具有一定主观性，仅供参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS