

# 供需紧平衡，板块延续高盈利与高股息 ——煤炭行业2024年投资策略

评级：推荐(维持)

陈晨(证券分析师)

S0350522110007

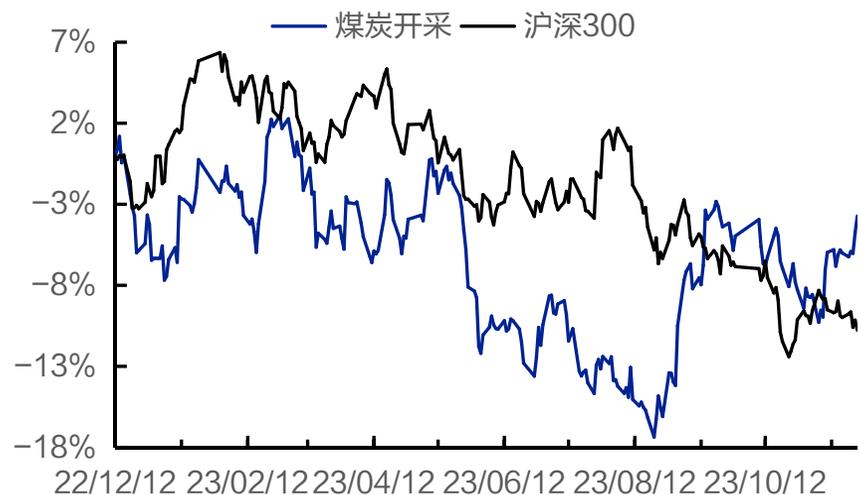
chenc09@ghzq.com.cn

王璇(证券分析师)

S0350523080001

wangx15@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	6.6%	8.8%	0.4%
沪深300	-4.5%	-8.9%	-13.3%

## 相关报告

《煤炭开采行业周报：发改委拟推出煤矿产能储备制度，产能建设任重道远（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-12-11

《煤炭开采行业周报：供需关系继续走强，年末重视板块投资机会（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-12-03

《煤炭开采行业周报：供需关系边际走强，板块有望迎来一波向上行情（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-27

《煤炭开采行业周报：煤炭行业再次发生事故，10月份煤炭需求依然保持增长势头（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-20

《煤炭开采行业周报：煤价调整风险释放充分，重视板块投资机会（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-12

# 重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2023/12/28	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	31.22	3.50	3.17	3.31	8.9	9.9	9.4	买入
601225.SH	陕西煤业	20.55	3.62	2.29	2.56	5.7	9.0	8.0	买入
600188.SH	兖矿能源	20.00	6.30	2.83	3.10	3.2	7.1	6.5	买入
601898.SH	中煤能源	9.69	1.38	1.59	1.73	7.0	6.1	5.6	买入
600546.SH	山煤国际	17.32	3.52	2.80	2.87	4.9	6.2	6.0	买入
600256.SH	广汇能源	7.16	1.73	1.08	1.36	4.1	6.6	5.3	买入
601699.SH	潞安环能	21.68	4.74	3.21	3.39	4.6	6.8	6.4	买入
000983.SZ	山西焦煤	9.73	2.09	1.24	1.31	4.7	7.8	7.4	买入
600348.SH	华阳股份	9.71	2.92	1.43	1.57	3.3	6.8	6.2	买入
000933.SZ	神火股份	16.66	3.39	2.54	2.95	4.9	6.6	5.6	买入
600985.SH	淮北矿业	16.31	2.83	2.65	2.83	5.8	6.2	5.8	买入
601666.SH	平煤股份	11.38	2.47	1.64	1.78	4.6	6.9	6.4	买入
600123.SH	兰花科创	10.88	2.82	1.53	1.70	3.9	7.1	6.4	买入
601918.SH	新集能源	5.16	0.80	0.95	1.00	6.5	5.4	5.2	买入
601001.SH	晋控煤业	12.14	1.82	1.73	2.20	6.7	7.0	5.5	买入

资料来源：Wind、国海证券研究所

- ◆ **行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前。**截至2023年12月26日，煤炭板块（申万一级）年初至今涨幅为4.1%，涨幅位列申万31个行业第3位。多数个股跑赢沪深300指数，业绩超预期及高分红标的涨幅居前。2020年以来公募基金持仓煤炭股比例逐渐上涨，在2022年下半年开始回落，截至2023年中，占比降低至0.87%。三季度煤炭板块再获青睐，多数个股获基金加仓，加仓最多的为兖矿能源（港股）、陕西煤业、中国神华、兖矿能源（A股）、山西焦煤等，龙头公司仍然是关注焦点。
- ◆ **复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄。**2023年，国内动力煤价格先抑后扬，波动幅度收窄，二季度价格偏弱，三季度开始价格走势较为强势，秦皇岛港动力煤年内均价（截至12月22日）为966元/吨。海外动力煤价格整体呈现前高后低，高卡煤波动较大，低卡煤波动收窄。动力煤长协价格稳定，全年年平均为714元/吨，强监管下履约明显提升。生产端，由于高强度保供生产，国内安全事故频发，安监对生产影响较大，进一步增产乏力，同时也导致煤质下降。进口成为国内煤炭供应重要增量，由于内外价差放大，为今年进口放量提供条件，1-11月，国内煤及褐煤进口量4.27亿吨，同比增长63%，其中动力煤进口3.37亿吨，同比增长64%，增量主要来源于印尼以及澳洲。下游需求方面，电力需求稳定增长，1-11月火电发电量56178亿千瓦时，同比增长5.7%，占全部发电量的69.6%，与2022年几乎持平；建材需求微降；化工需求维持较高水平，1-10月尿素产量同比增长6.85%，化工用煤等对市场煤形成较大影响。
- ◆ **复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年。**2023年，受宏观因素、政策预期、矿难安监等影响较大，国内焦煤价格呈V字型，京唐港主焦煤年内均价（截至12月25日）为2273元/吨。随着国内炼焦煤资源的持续开采，国内资源短缺问题逐步显现，进一步增产难度大，2023年1-11月国内炼焦原煤产量12.2亿吨，同比增长1.3%，较2022年增速（同比+5.18%）明显下滑；1-11月炼焦精煤产量4.5亿吨，同比减少0.13%。海运焦煤价格维持较高水平，澳洲焦煤进口有限，进口增量主要来源于蒙古和俄罗斯，1-11月我国进口炼焦煤9076.5万吨，同比增长58%。下游焦化产能仍有增长，据煤炭资源网预计全年焦化产能净增长584万吨，同时铁水产量维持较高水平，1-11月生铁产量达到8.1亿吨，同比增长1.8%。钢材需求端，房地产依然是拖累项，但基建投资、钢材直接出口以及汽车、家电、风电、船舶等制造业均有亮眼表现。
- ◆ **2024年展望：行业供需紧平衡，煤价依然乐观。**首先，国内产量增长依然有限，双碳背景下煤炭开采行业的资本开支非常有限，发改委实际核准、核增项目较少，此外安监强化或将成为新常态，在产产能开工率将受到影响。其次，2024年煤炭进口增量预计明显回落，印度及越南等地区经济发展空间大，煤炭需求量及进口量增长快，而主要出口国方面，蒙煤受到通关口岸制约预计出口增量有限，澳洲因国内劳动力短缺、运输等问题，可能会限制未来出口增长，而印尼、俄罗斯等煤炭出口量增长也有受阻预期。再者，国内需求增长预计依然可观，我们预计2024年火电发电量增速约在3%左右，钢铁产量有望继续小幅增长，煤化工行业用煤量仍具提升空间。据供需平衡表测算，预计2024年供需趋紧，存在小幅供应缺口。我们预计2024年动力煤价格将呈现窄幅波动态势，价格中枢预计在900-1000元/吨区间，焦煤价格中枢看涨，国内港口主焦煤均价预计在2500元/吨以上。

- ◆ **投资建议与行业评级：**在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头；纵观全球，国内钢铁生产成本具有较强优势，生铁产量仍有望实现正增长；油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求或将持续提升。开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。未来若干年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，建议淡化煤价阶段性波动，把握煤炭板块价值属性，维持行业“推荐”评级。
- ◆ **关注标的：**
  - ✓ 1、高分红高股息标的。资产质量高，分红比例高，现金奶牛类公司：中国神华、陕西煤业、山煤国际、潞安环能等；
  - ✓ 2、冶金煤标的。看好2024年焦煤价格表现，推荐优质冶金煤公司：潞安环能、淮北矿业、山西焦煤、平煤股份等；
  - ✓ 3、动力煤稳健标的。长协比例高、盈利稳健型公司：中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源等；
  - ✓ 4、动力煤弹性标的。（1）定价机制灵活类，海外及新疆地区动力煤市场化，业绩具备较大弹性，受益公司：兖矿能源、广汇能源等；（2）产能增长类，产能内生增长类公司：广汇能源等，集团资产注入预期类公司：晋控煤业等；（3）新能源转型类，绿电转型的：电投能源、兖矿能源、靖远煤电、中国神华、中煤能源等；储能电池转型受益标的：华阳股份；氢能转型的：美锦能源、兖矿能源、广汇能源等。
- ◆ **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 测算或有误差，以实际为准。

1

**行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前**

2

**复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄**

3

**复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年**

4

**2024年展望：供需紧平衡，煤价依然乐观，板块有望延续高盈利与高股息**

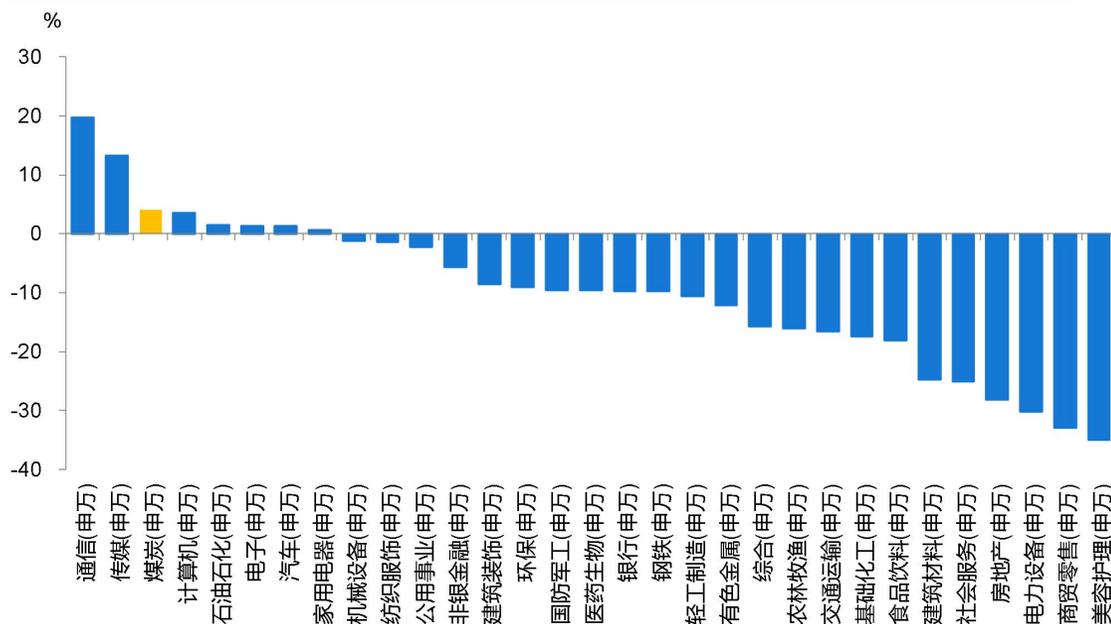
5

**投资建议及风险提示**

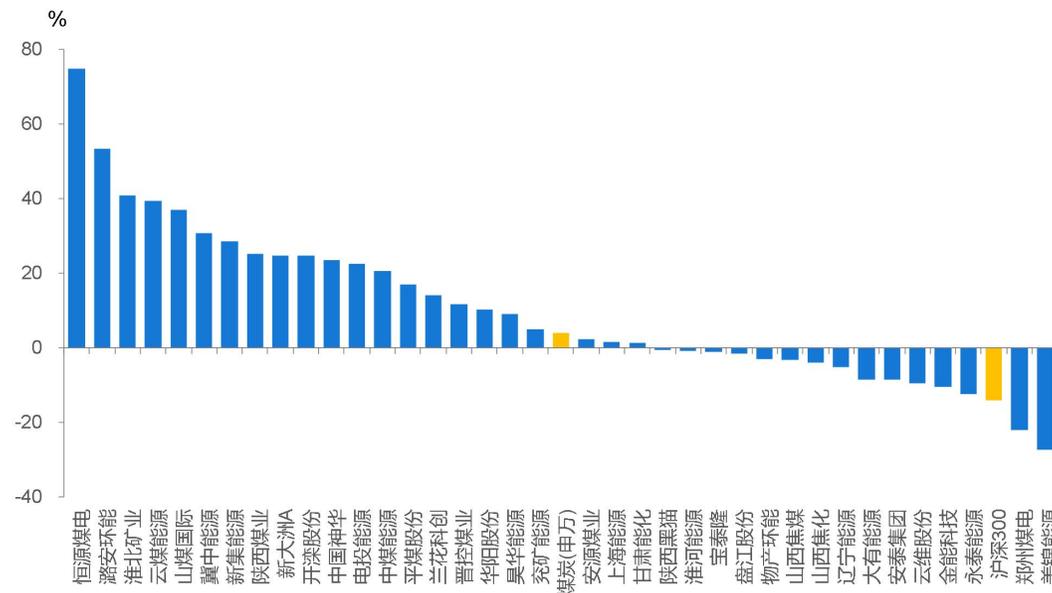
# 1.1、煤炭板块多数个股跑赢沪深300，业绩超预期与高分红涨幅居前

- ◆ 2023年煤炭板块涨幅位列申万31个行业第3位。截至2023年12月26日，煤炭板块（申万一级）年初至今涨幅为4.1%，涨幅位列申万31个行业第3位。
- ◆ 多数个股跑赢沪深300指数。从个股涨幅来看，截至2023年12月26日，恒源煤电（+74.8%）、潞安环能（+53.3%）、淮北矿业（+40.9%）、云煤能源（+39.5%）、山煤国际（+37%）等涨幅居前，中国神华、陕西煤业等行业龙头公司延续强势表现，涨幅分别达到23.5%、25.1%。沪深300年内下跌14.1%，煤炭板块多数个股均跑赢沪深300指数，业绩超预期及高分红标的涨幅居前。

图表：煤炭板块年内上涨4.1%



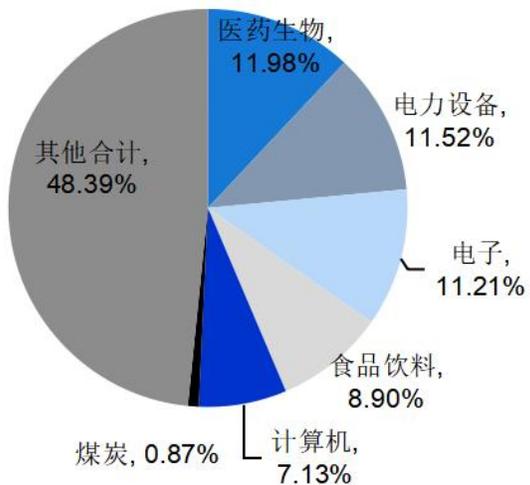
图表：多数个股跑赢沪深300指数



## 1.2、公募基金Q3加仓煤炭股

- ◆ 2020年以来基金持仓煤炭股比例逐渐上涨，在2022年下半年开始回落，截至2023年中，占比降低至0.87%。
- ◆ 2023年三季度煤炭板块再获青睐，多数个股获基金加仓，加仓最多的为兖矿能源（港股）、陕西煤业、中国神华、兖矿能源（A股）、山西焦煤等，龙头公司仍然是关注焦点。

图表：煤炭板块基金持仓占比为0.87% (2023H)



图表：公募基金持仓情况



## 1.2、公募基金Q3加仓煤炭股

图表：三季度基金加仓煤炭股

代码	名称	Q3持有基金数	Q3持股总量(万股)	Q3持仓变动(万股)	Q2持有基金数	Q2持股总量(万股)	Q2持仓变动(万股)
1171.HK	兖矿能源	51	16,898.95	8,834.55	21	8,064.40	-7,234.00
601225.SH	陕西煤业	191	32,823.94	7,697.15	128	25,126.80	-5,274.62
601088.SH	中国神华	245	19,709.08	4,629.62	171	15,082.08	469.91
600188.SH	兖矿能源	102	10,278.28	3,925.20	45	6,354.39	-4,830.12
000983.SZ	山西焦煤	46	13,366.86	3,749.63	34	9,617.23	-5,075.62
600546.SH	山煤国际	64	22,003.66	3,187.57	51	18,816.08	-353.03
1088.HK	中国神华	67	6,512.45	1,874.65	42	4,641.65	-1,516.80
601001.SH	晋控煤业	14	4,030.05	1,863.42	6	2,166.63	664.91
600997.SH	开滦股份	9	1,857.21	1,857.21	/	/	/
600985.SH	淮北矿业	51	6,060.44	1,232.89	16	4,827.55	-642.64
601666.SH	平煤股份	30	3,547.09	1,189.76	8	2,357.33	-20.76
600395.SH	盘江股份	10	14,943.84	1,100.80	11	13,843.03	9,724.85
600740.SH	山西焦化	3	1,025.94	1,025.94	/	/	/
600971.SH	恒源煤电	14	1,224.02	893.42	6	330.60	-618.72
601699.SH	潞安环能	51	9,580.31	689.11	34	8,891.21	-8,654.78
1898.HK	中煤能源	17	2,385.20	464.50	10	1,920.70	300.20
600403.SH	大有能源	1	445.01	445.01	/	/	/
600575.SH	淮河能源	3	423.24	423.24	/	/	/
002128.SZ	电投能源	30	4,301.76	344.64	17	3,957.12	3,260.88
601918.SH	新集能源	7	1,340.36	182.65	2	1,157.71	1,157.71
000937.SZ	冀中能源	5	527.09	182.63	3	344.46	-917.2902
600508.SH	上海能源	2	88.35	88.35	/	/	/
601898.SH	中煤能源	39	12,260.19	41.07	27	12,219.12	-951.98
600123.SH	兰花科创	2	18.82	9.32	1	9.50	-44.57
600925.SH	苏能股份	2	1.79	1.79	/	/	/

1

**行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前**

2

**复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄**

3

**复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年**

4

**2024年展望：供需紧平衡，煤价依然乐观，板块有望延续高盈利与高股息**

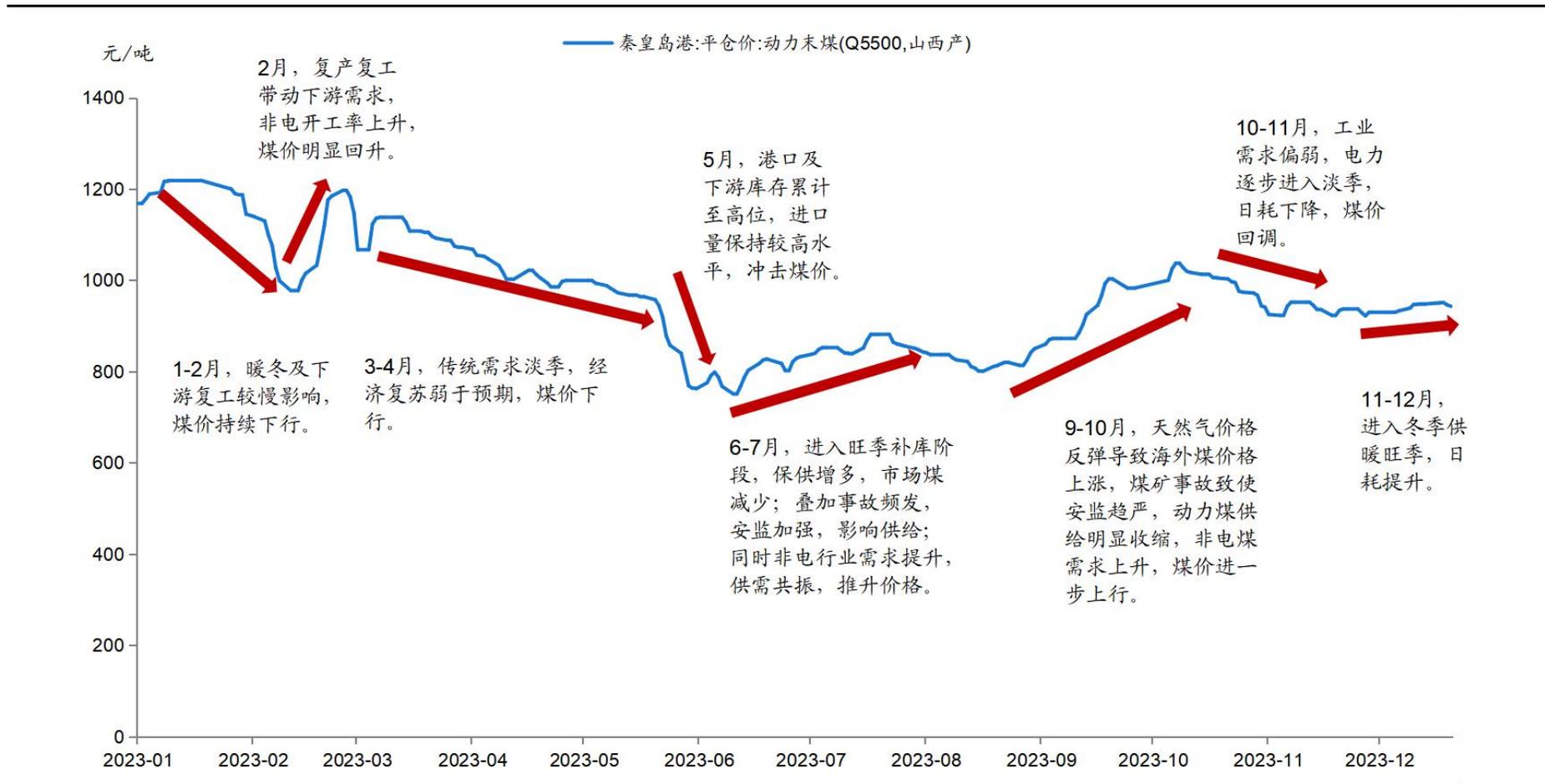
5

**投资建议及风险提示**

## 2.1、国内动力煤价格先抑后扬，波动收窄

- ◆ 2023年，国内动力煤价格先抑后扬，波动幅度收窄，二季度价格偏弱，三季度开始价格走势较为强势。煤价整体仍处于较好水平，秦皇岛港动力煤年内均价（截至12月22日）为966元/吨，较2022年全年均价下降304元。

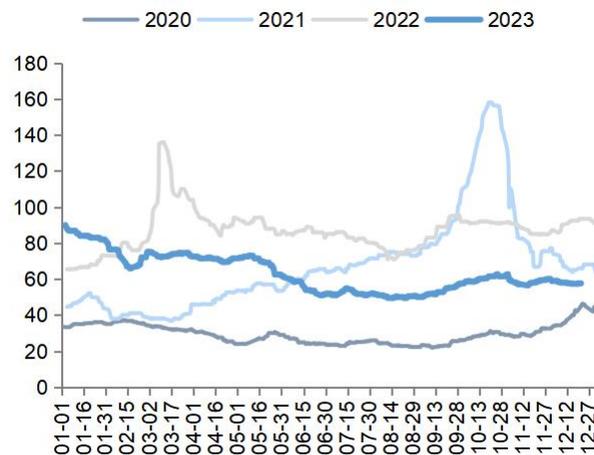
图表：国内动力煤价格复盘



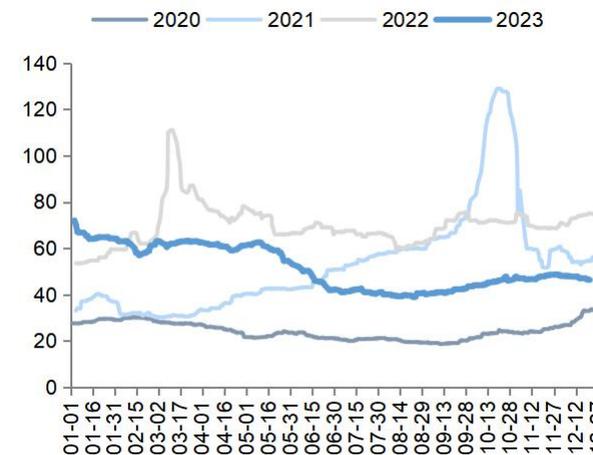
## 2.2、海外煤价前低后高，高卡煤波动较大

- ◆ 2023年海外煤价整体呈现前高后低，年初处于近几年高位，随后逐步回落，低于2021-2022年水平，但仍远高于2020年。
- ◆ 高卡煤与天然气价格关联度较高，截至2023年12月15日，纽卡斯尔动力煤现货价（Q6000）为157.01美元/吨，同比下降61.36%；截至12月22日，TTF现货价为10.74美元/百万英热，同比下降60.61%
- ◆ 低卡煤波动幅度小，截至2023年12月21日，印尼动力煤FOB价（Q3800）为46.3美元/吨，同比下降38.27%，波动浮动弱于高卡煤。

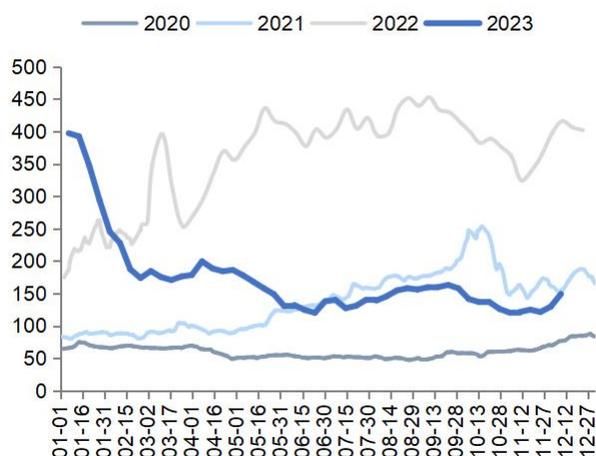
图表：印尼FOB价（Q4200，美元/吨）



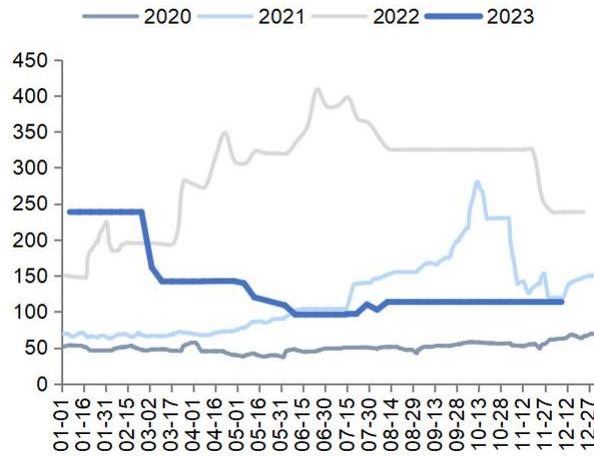
图表：印尼FOB价（Q3800，美元/吨）



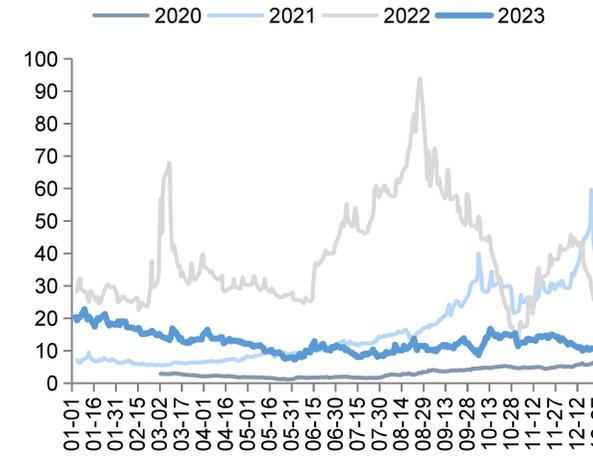
图表：纽卡斯尔港动力煤现货价（Q6000，美元/吨）



图表：欧洲ARA港动力煤现货价（Q6000，美元/吨）



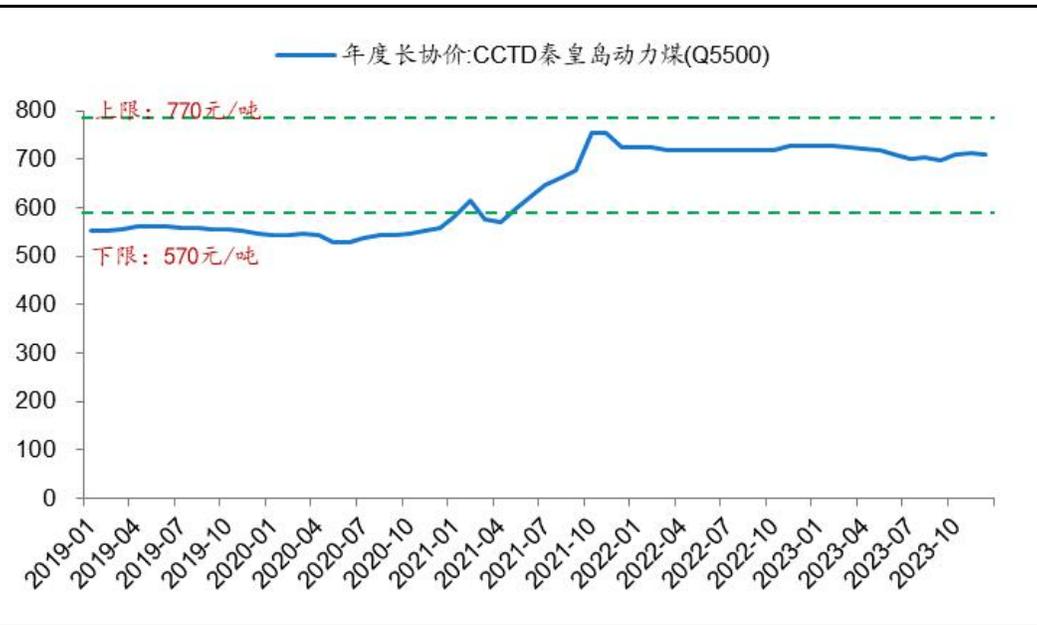
图表：天然气价格（TTF现货，美元/百万英热）



## 2.3、长协：动力煤长协价格相对稳定，履约提升

- ◆ 2023年长协均价为714元/吨。2023年，长协价格先跌后涨，最高价为1月的728元/吨，最低为9月的699元/吨，波动幅度较窄，2023年均价为714元/吨（截止12月8日），相较上一年下滑8元/吨。
- ◆ 2023年长协履约量和兑现率较往年有提升。根据中国神华公告，公司销售结构中，年度长协比例在2023年Q1-3提升至60%以上，同比增加6.7个百分点。此外，内蒙华电2022年长协煤的兑现率为80%以上，而2023年（截止7月12日）达到95%以上。

图表：长协价格相对稳定（元/吨）



图表：中国神华年度长协比例持续提升（百万吨）

中国神华	年度长协销量	同比	占比	占比变动 (pct)
2023Q1-3	200.2	21.1%	60.2%	6.70
2023H	124.3	18.9%	57.0%	7.30
2022A	221.5	6.5%	53.0%	9.90
2022H	104.5	5.3%	49.7%	8.50
2021A	207.9	9.4%	43.1%	0.60
2021H	99.2	12.3%	41.2%	-1.80
2020A	190	-1.7%	42.5%	-0.70
2020H	88.3	-10.9%	43.0%	-2.60

## 2.3、长协：2024年长协签订规模及范围要求缩小

- ◆ 2023年11月6日，国家发展改革委办公厅印发《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，主要对签约对象和期限、签约数量、价格机制、合同要求、签约信息公示、运力保障、进度安排、履约监管八个方面内容进行指导要求。整体而言，2024年方案更加聚焦核心发电供热企业，可执行性更强，中长期合同价格仍设置合理区间，签约量要求有所放松，预计2024年动力煤市场化程度将提高。

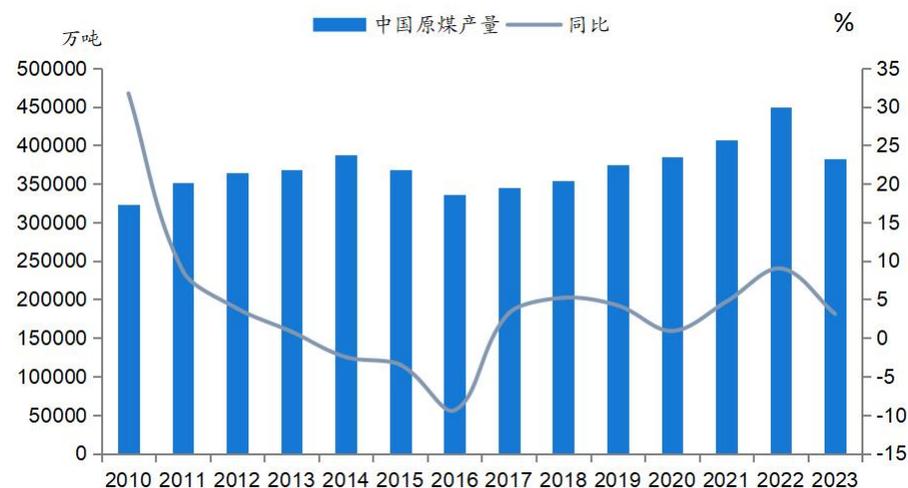
图表：2023年及2024年长协签约履约工作方案对比

工作方案	2024年	2023年	总结
签约对象	供：所有在产煤炭企业 需：统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂	供：所有在产煤炭企业 需：所有发电、供热用煤企业	
期限要求	一年以上，鼓励3-5年合同	一年以上，鼓励3-5年合同 地方供暖企业应当签订年度长协合同，双方协商一致可签季度合同	
数量要求	煤矿：原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的80%，其中2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。 电厂：签约需求量为本企业2023年国内耗煤量乘以上网电量比例（新投产机组按计划发电量测算），合同签订量不低于签约需求量的80%，鼓励按照100%签约。 月度：供需企业协商月度分解量，原则上淡季月份分解量不低于旺季分解量的80%。	产煤省：按2022年《煤炭安全保供责任书》明确的26亿吨任务目标分解中长期合同任务。 煤矿：原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的80%，不低于动力煤资源量的75%，其中2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。 电厂：最高可按2022年国内耗煤量的105%签约，鼓励双方按2022年下半年签订的量价齐全合同2倍数量签订2023年全年合同。 月度：供需企业协商月度分解量，原则上淡季月份分解量不低于旺季分解量的80%。	
价格机制	执行303号文件规定的合理区间，按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，由全国煤炭交易中心根据价格机制定期测算和发布	执行303号文件规定的合理区间，按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，下水煤合同基准价按5500大卡动力煤675元/吨执行，浮动价，实行月度调整，当月浮动价按全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数、CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数综合确定。选取以上3个指数每月最后一期价格，按同等权重确定指数综合价格。全国煤炭交易中心要根据价格机制定期测算每月中长期合同价格，报国家发展改革委确认后，每月最后一天对外发布，并作为下月中长期合同价格。	1、将需求方范围缩小，并且降低签约量要求； 2、定价方式中未具体提及基准价及浮动价具体情况，但仍执行合理区间的限制； 3、放松履约要求，可能减少实际履约量，而增加市场煤。
运力保障	产、运、需三方协商，签订合同，铁路运输应提前与运输企业协商计划，不超过供需双方实际能力和供应量。铁路运输企业应优先为数量明确、计划明晰的电煤中长期合同配置铁路运力，未完成电煤中长期合同运力配置前，暂不受理其他用煤合同运力配置。	产、运、需三方协商，签订合同，铁路运输应提前与运输企业协商计划，不超过供需双方实际能力和供应量。铁路运输企业应优先为数量明确、计划明晰的电煤中长期合同配置铁路运力，未完成电煤中长期合同运力配置前，暂不受理其他用煤合同运力配置。	
进度安排	2023年11月10日前完成签约信息报送和基础信息填报 2023年11月13日前完成签约信息公示 2023年11月30日前完成合同签订和录入 2023年12月10日前核对确定合同监管台账 2023年12月15日前推送国铁集团配置运力	2022年11月6日前完成任务分解和基础信息填报 2022年11月25日前衔接资源并完成合同签订和录入 2022年11月30日前核对确定合同监管台账 2022年12月3日前推送国铁集团配置运力	
监管履约	月度履约率不低于80%，季度不低于90%，全年足额完成，迎峰度夏、度冬期间要进一步提高履约比例。每月10日前在全国煤炭交易中心平台填报上一月履约情况。	按月分解，足额履约，“欠一补三”。每月10日前在全国煤炭交易中心平台填报上一月履约情况。	

## 2.4、生产：煤炭产量增加乏力，生产受安监影响较大

- ◆ 在持续的增产保供、挖潜核增工作之后，国内煤炭生产后续增长动力不足，1-10月实现煤炭产量38.3亿吨，同比增长3.1%，较前两年增速明显下滑。
- ◆ 国内煤炭生产受安监力度影响较大。由于年内煤矿安全生产事故频发，安监持续加码，生产受到一定影响。从日均煤炭产量来看，7月产量明显下滑，整体呈现V字型。从三西地区开工率来看，震荡下行趋势从7月上旬开始持续到8月底。高强度的保供生产势必对安全造成更大的压力，未来安监力度或仍将持续，进一步增产难度更大。

图表：原煤产量增加乏力（截至2023年10月）



图表：主产区煤炭日均产量 (万吨)

日均产量	山西	陕西	内蒙古	新疆	其他	合计
10月	373	214	325	106	236	1,254
9月	393	219	330	120	247	1,310
8月	363	209	317	114	229	1,233
7月	360	209	312	106	231	1,218
6月	407	220	327	97	249	1,300
5月	365	205	325	108	241	1,243
4月	371	216	317	122	244	1,272
3月	384	213	365	121	262	1,346
1-2月	364	191	335	128	226	1,244

图表：三西地区开工率



## 2.4、生产：煤质受保供影响较大

- ◆ 保供对量考核的特点，影响供应煤炭的质量。从煤炭工业协会公布的数据看，1-8月国内大型企业原煤产量20.8亿吨（约占国内产量2/3），同比增长3.8%，而洗煤产量为6.5亿吨，同比减少7.1%，洗煤量/原煤量为31%，2022年同期为35%。为完成保供任务，国内大型企业洗煤比例下降较多，影响供应的煤质。
- ◆ 从煤炭资源网统计及测算结果来看，2022年全国煤炭供应平均热值比上年下降200大卡/千克以上；进入2023年，电煤热值下降的趋势仍在持续，2023年1-4月电煤中长期合同兑现平均热值较上年同期再降低超过100大卡/千克。随着资源开采的推进，煤质下降也是必然趋势，对国内煤炭供应提出更高要求。
- ◆ 若按照热值下降100大卡计算，假设中长期合同煤炭兑现热值在4000-5000大卡/千克，则热值下降幅度达到2%-2.5%，若市场煤热值不变，据此估算，国内煤炭供应实际增速约为1%左右。

图表：大型企业洗煤量同比减少（万吨，%）

时间	2023年大型企业原煤产量			2023年大型企业洗煤总产量			洗煤量/ 原煤量
	累计原煤产量	同比增量	同比	累计洗煤产量	同比增量	同比	
2月	50,164	1,777	3.7	15,273	88	0.6	30.45%
3月	77,485	3,248	4.4	23,966	-2,576	-9.7	30.93%
4月	102,721	3,549	3.6	32,190	-768	-2.3	31.34%
5月	129,107	5,116	4.1	39,958	-318	-0.8	30.95%
6月	155,677	7,280	4.9	48,477	-1,034	-2.1	31.14%
7月	181,348	7,919	4.6	55,491	-977	-1.7	30.60%
8月	207,710	7,662	3.8	65,084	-4,987	-7.1	31.33%

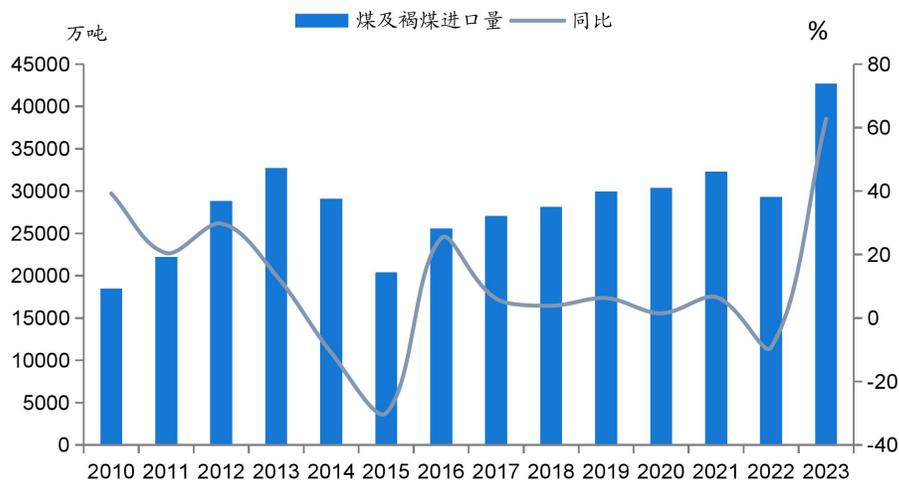
## 2.5、进口：进口量增加明显

- ◆ 2023年国内进口量增加较多，1-11月，国内煤及褐煤进口量4.27亿吨，同比增长63%，其中动力煤进口3.37亿吨，同比增长64%。进口增加是今年国内供应端最重要的变化因素。
- ◆ 从单月进口量来看，由于2022年上半年进口基数较低，2023年上半年进口放量，同比增速较高，对行业供给冲击较大。随着旺季需求提升和安检导致的国内供应收紧，进口对供给端的冲击有所减弱。

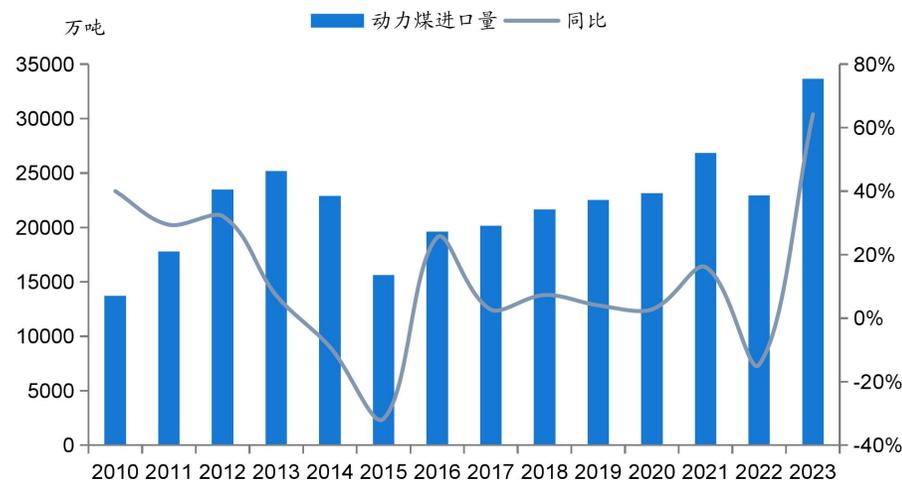
图表：煤炭单月进口量



图表：煤炭进口量 (截至2023年11月)



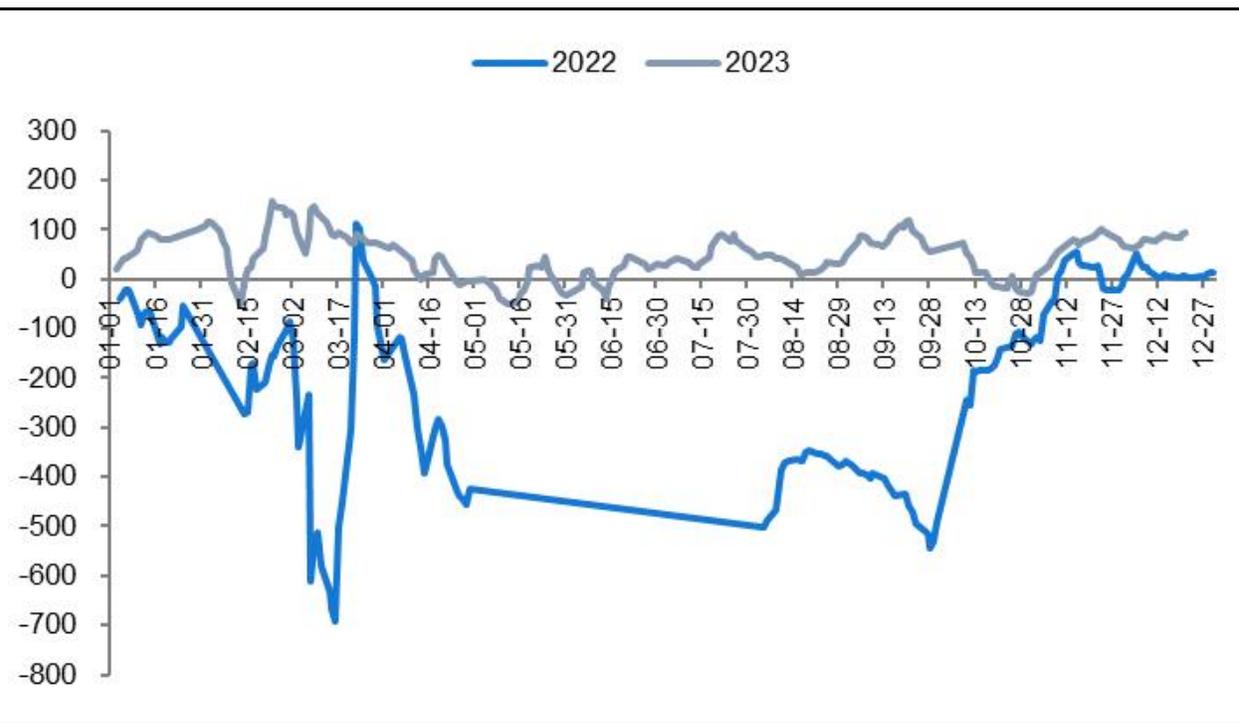
图表：动力煤进口量 (截至2023年11月)



## 2.5、进口：内外价差放大，为进口放量创造条件

- ◆ 国内和进口动力煤价差扩大，低卡煤进口经济性好，为国内进口放量创造条件。截至12月21日，秦皇岛港动力煤（Q5500）与澳洲进口动力煤价差为94.5元/吨，年内平均为48元/吨，进口贸易利润较2022年明显改善。

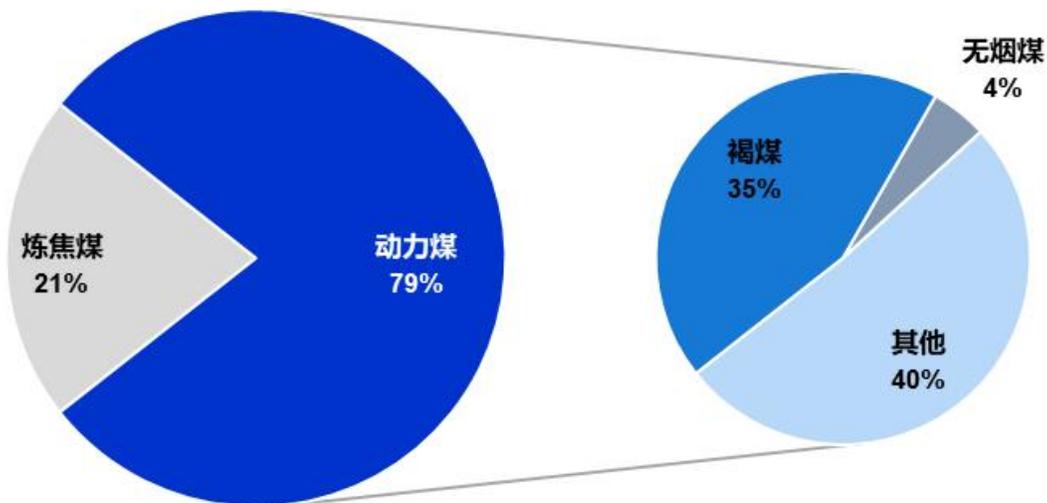
图表：动力煤内外价差（澳洲Q5500，元/吨）



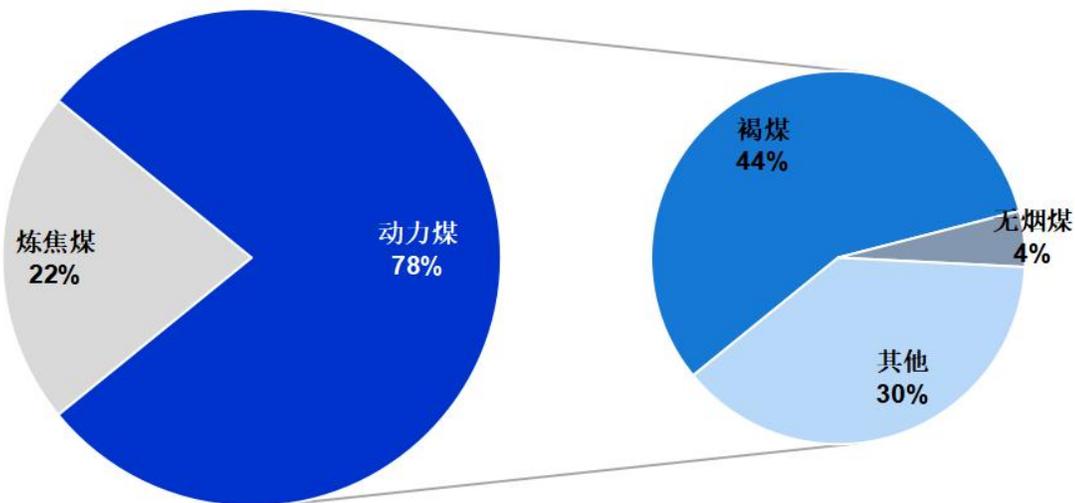
## 2.5、进口：进口褐煤占比下降

- ◆ 从结构来看，动力煤占比较为稳定，维持在78%-79%，但细分结构变化较大，褐煤占比较2022年明显下降，主要由于其他煤种进口量大幅增加。2022年我国进口褐煤1.3亿吨，主要来自于印尼（1.2亿吨），占全部进口量的44%，占动力煤进口量的57%。而2023年褐煤进口量增加不及其他煤种，1-11月褐煤进口量为1.5亿吨，占全部煤炭进口量的35%，占全部动力煤进口量的44%，主要来源国仍为印尼（1.4亿吨）。

图表：分煤种进口结构（截至2023年11月）



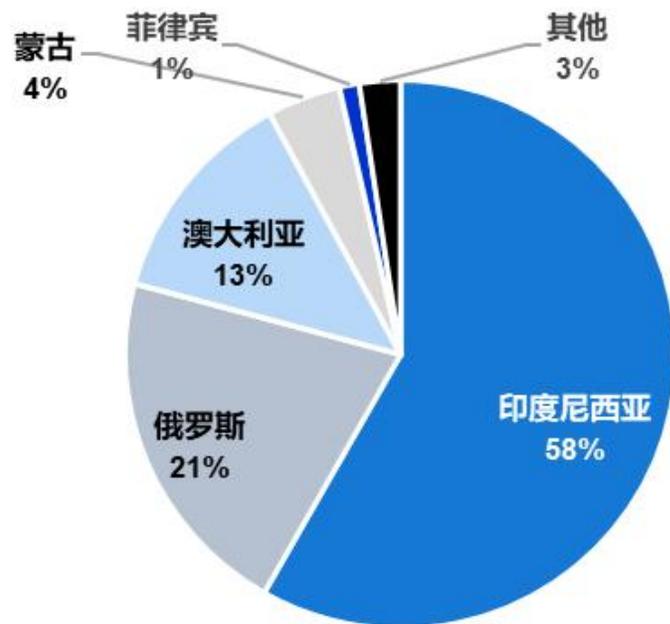
图表：分煤种进口结构（2022年）



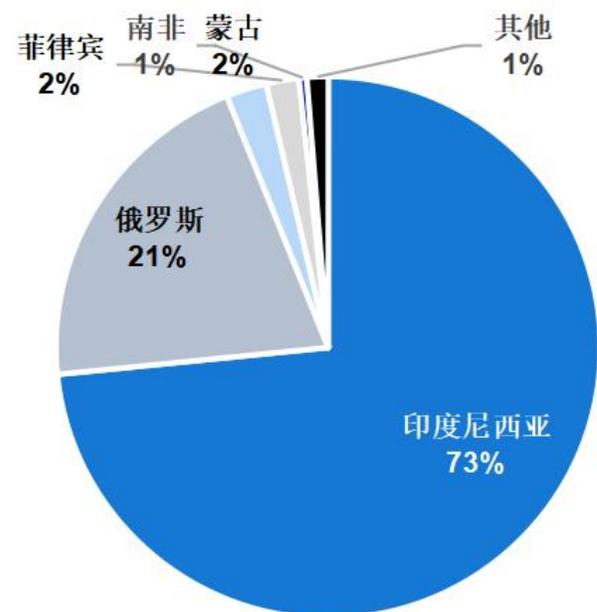
## 2.5、进口：澳煤进口部分恢复，印尼煤占比下降

- ◆ 从进口来源国看，印尼仍然是主要来源，但由于澳煤进口部分恢复，印尼占比下降明显。
- ◆ 印尼：1-11月，我国累计从印尼进口动力煤1.96亿吨（同比+30%），占动力煤进口总量的58%，而2022年占比达到73%。
- ◆ 澳煤：澳煤恢复进口，1-11月累计进口量达到4575万吨，其中95%为动力煤，澳洲动力煤占我国动力煤进口量的13%。
- ◆ 此外，今年1-11月进口俄罗斯动力煤（7031万吨）、蒙古动力煤（1453万吨）增速较快，分别达到68%、219%。

图表：动力煤进口来源国（截至2023年11月）



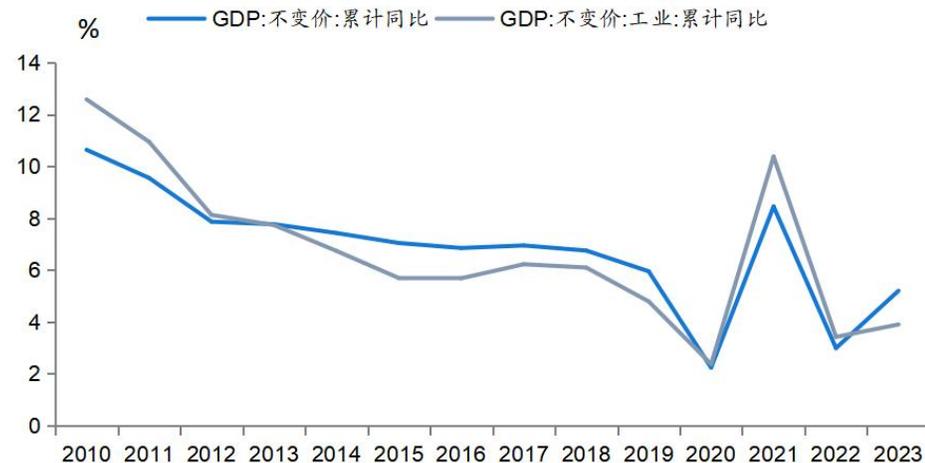
图表：动力煤进口来源国（2022年）



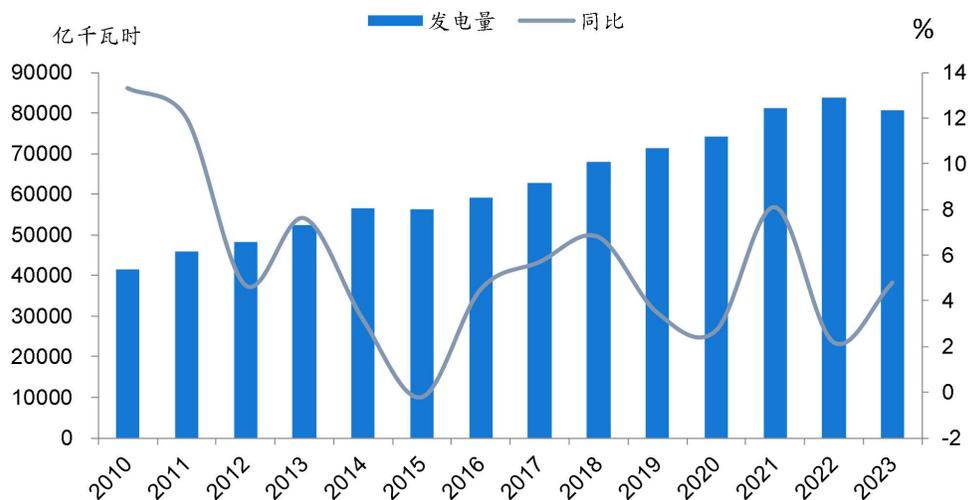
## 2.6、电力：GDP增速回升，带动用电需求

- ◆ 2023年1-9月，国内GDP同比增长5.2%，较2022年的3%回升明显，带动用电需求增长。
- ◆ 2023年1-11月，国内发电量80732亿千瓦时，同比增长4.8%，全社会用电量83678亿千瓦时，同比增长6.3%

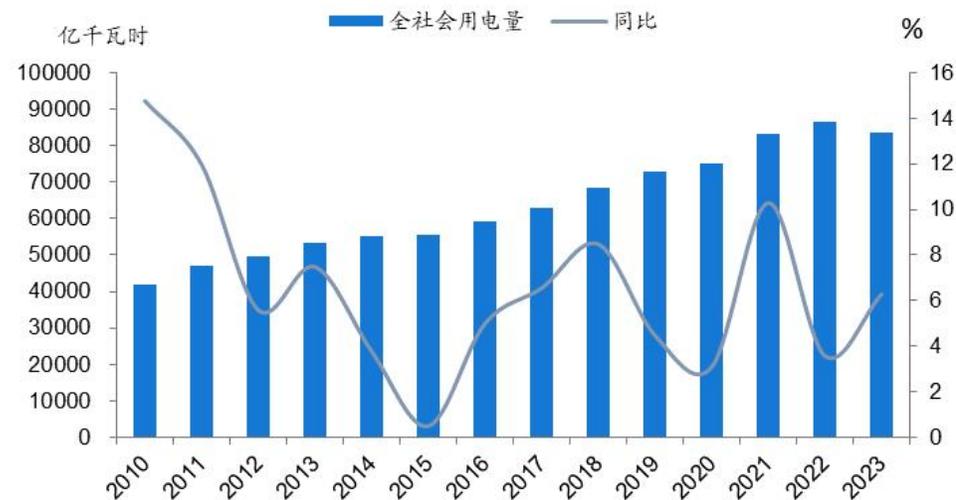
图表：GDP增速（截至2023年9月）



图表：国内发电量（截至2023年11月）



图表：全社会用电量（截至2023年11月）

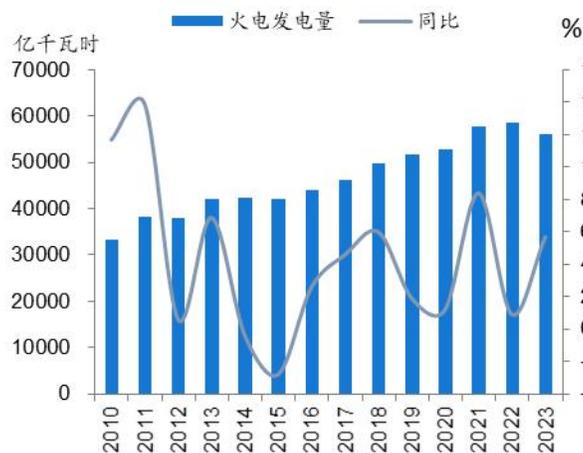


## 2.6、电力：水电波动较大，火电仍是主力

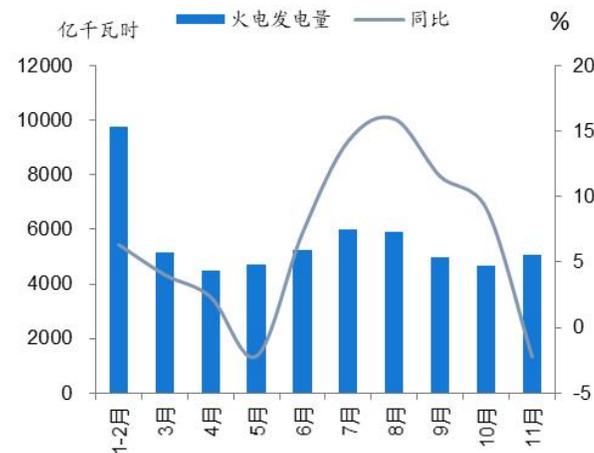
◆ 火电仍是发电主力。年内水电发电量年内前低后高，火电发电量前高后低，水电的高波动性对火电提出了更高要求。

◆ 1-11月，火电发电量56178亿千瓦时，同比增长5.7%，占全部发电量的69.6%，与2022年几乎持平；水电发电量10636亿千瓦时，同比减少6.2%，占比为13.2%，较2022年下降约1个百分点。风电、光伏及核电发电量占比提升至17%，随之而来的是发电端的波动性放大。

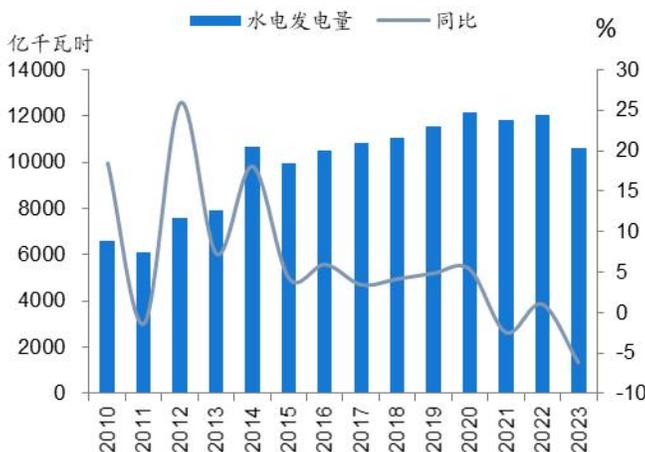
图表：火电发电量（截至2023年11月）



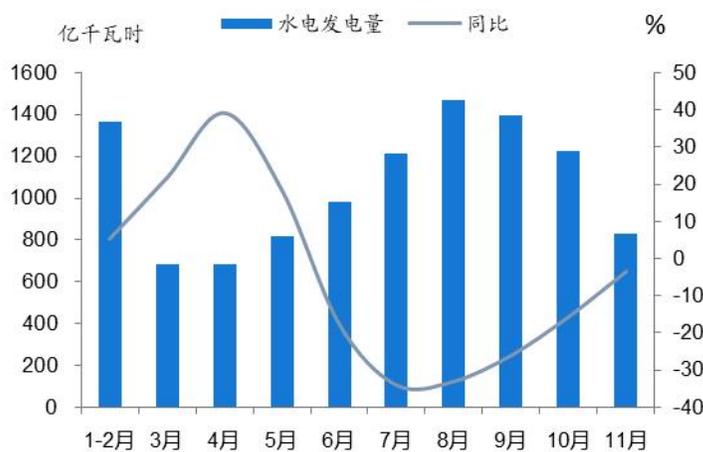
图表：2023年火电月度发电量（截至2023年11月）



图表：水电发电量（截至2023年11月）



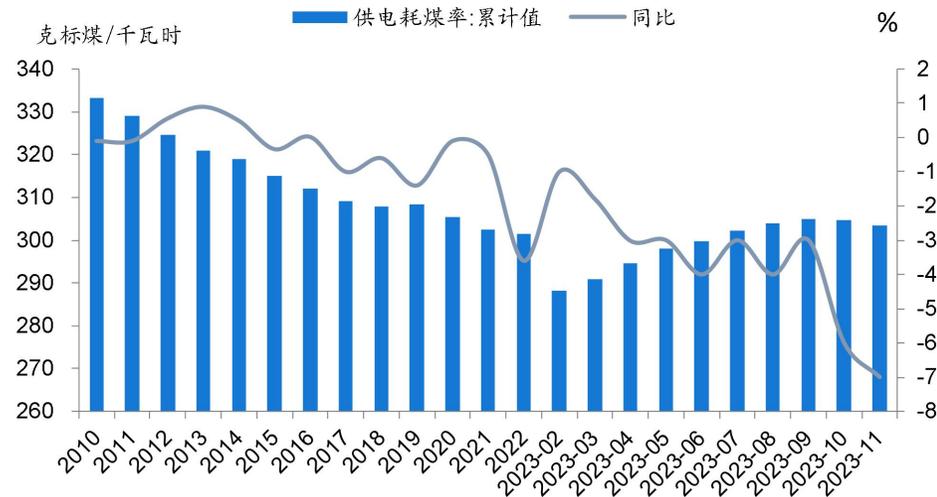
图表：2023年水电月度发电量（截至2023年11月）



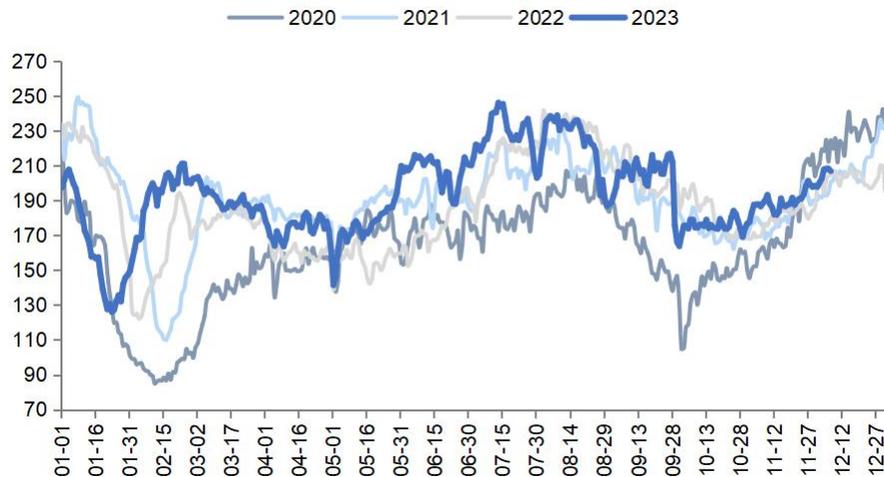
## 2.6、电力：发电量及发电耗煤率提升

- ◆ 发电耗煤率趋势性下降，但在今年罕见出现耗煤率同比提升，可见电厂进一步降耗难度大。1-9月累计耗煤率为304.9克标煤/千瓦时，同比增长0.56%，在10-11月耗煤率有所下降后，整体增速下降至-0.1%。
- ◆ 从电厂日耗来看，今年多数时间电厂日耗维持在近几年高位。截至12月7日，沿海八省电厂年内平均日耗为193.2万吨，同比增长3.5%；内陆十七省电厂年内平均日耗为351.6万吨，同比增长2.6%。

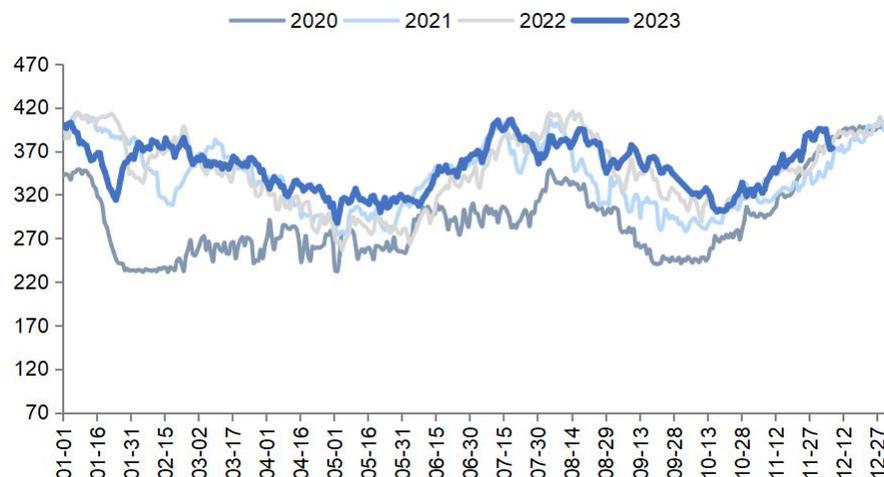
图表：发电耗煤率



图表：沿海八省电厂日耗（万吨/天）



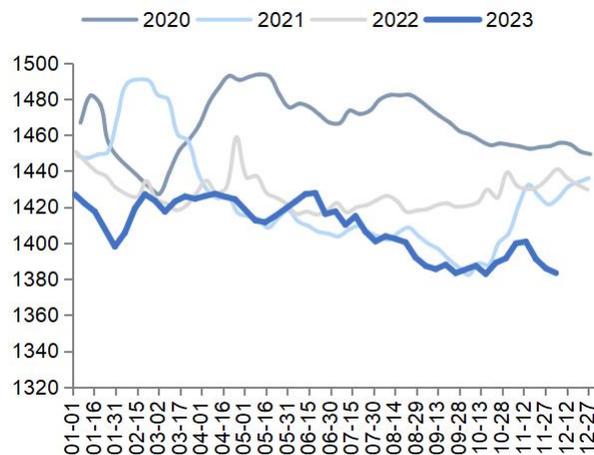
图表：内陆十七省电厂日耗（万吨/天）



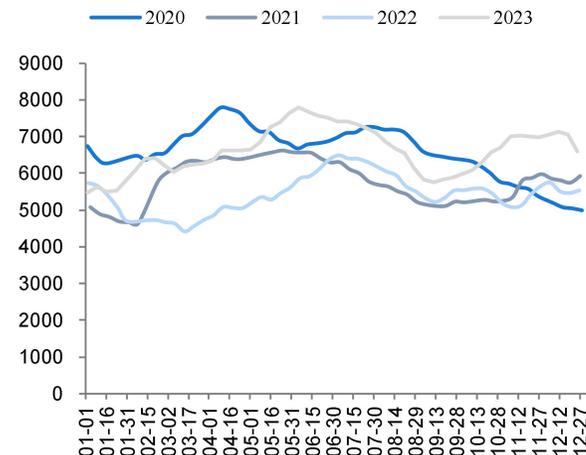
## 2.7、库存：生产企业低库存，港口库存偏高

- ◆ 生产企业销售较好，全年库存均处于低位。截至12月4日，生产企业动力煤库存为1383万吨，同比下降4%。
- ◆ 港口库存相对偏高。截至12月25日，北方港口库存达到3608万吨，同比+11.16%，南方港口库存达到2999万吨，同比+31.32%，主流港口库存合计达到6607万吨，同比+19.48%。

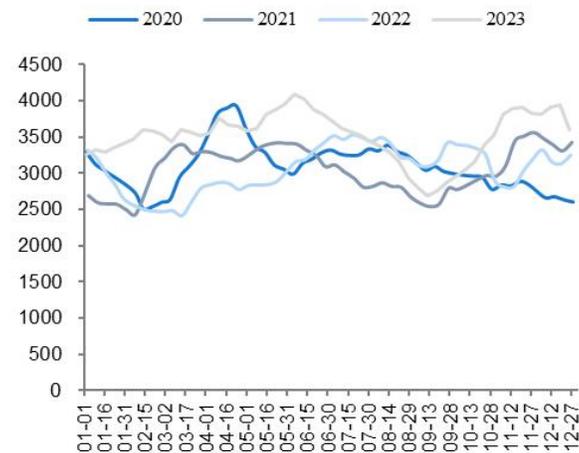
图表：生产企业动力煤库存（万吨）



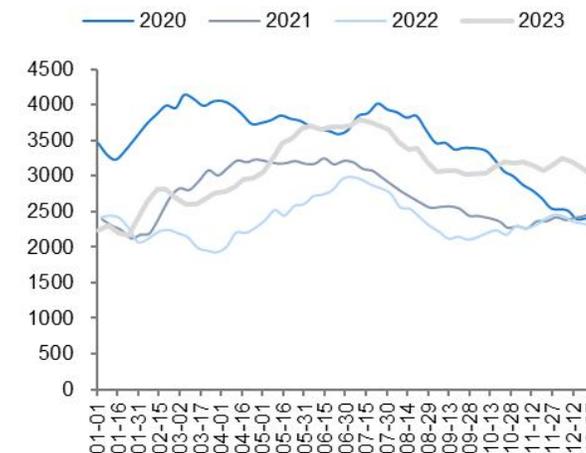
图表：主流港口煤炭库存（万吨）



图表：北方港口煤炭库存（万吨）



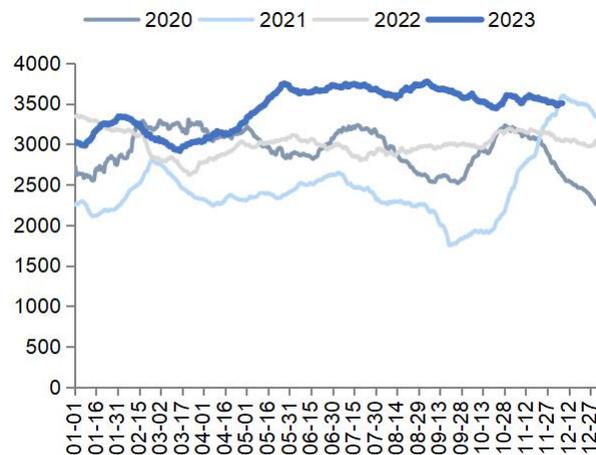
图表：南方港口煤炭库存（万吨）



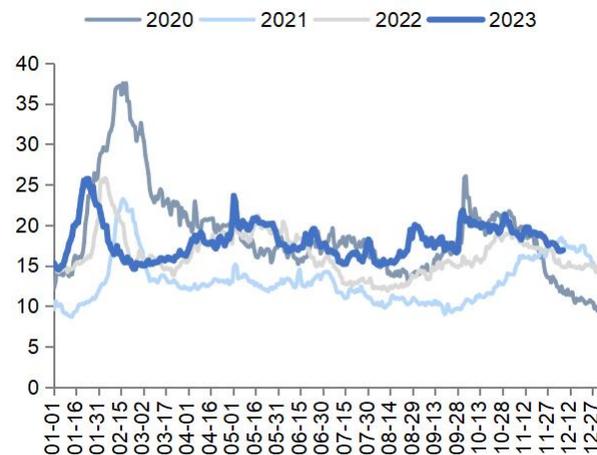
## 2.7、库存：政策要求，电厂维持高库存

各地明确最低库存要求，电厂维持高库存运行。为保证夏季及冬季旺季电力供应安全，各地针对电厂煤炭库存水平提出明确要求，多数要求可用天数不低于15天，甚至达到20-30天。而今年煤企保供兑现较好，供需两侧共同推动电厂高库存运行。

图表：沿海八省电厂库存（万吨）



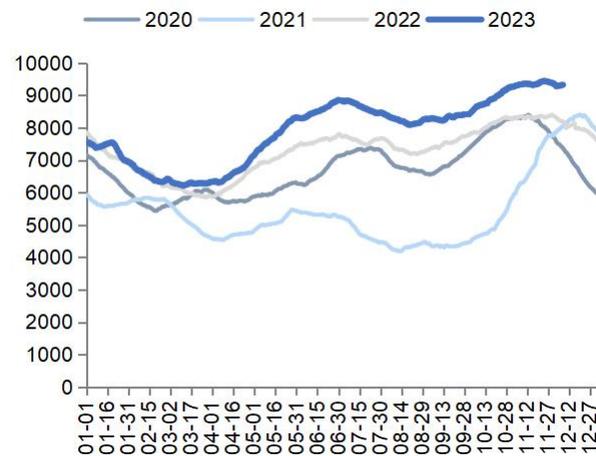
图表：沿海八省电厂可用天数（天）



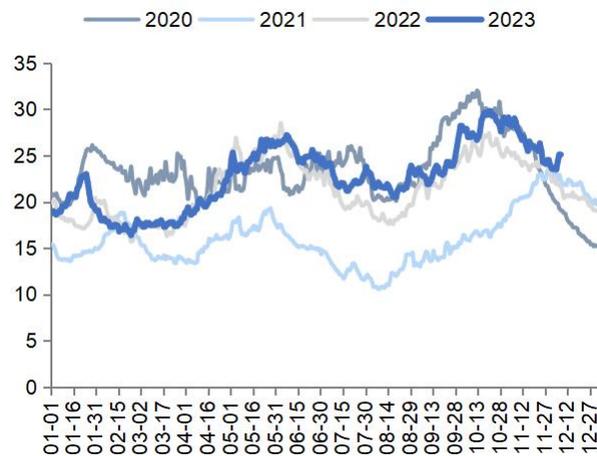
图表：部分省份电厂煤炭库存要求

地区	要求
山西	确保全省统调电厂存煤平均可用天数不低于20天，保持存煤可用天数15天以下电厂动态清零
内蒙古	重点调度的电厂存煤可用天数保持15天以下动态清零
宁夏	确保电煤库存可用天数保持在15天及以上
山东	确保电厂存煤可用天数不低于20天、目标25天、力争30天
安徽	确保电厂存煤可用天数不低于20天

图表：内陆十七省电厂库存（万吨）



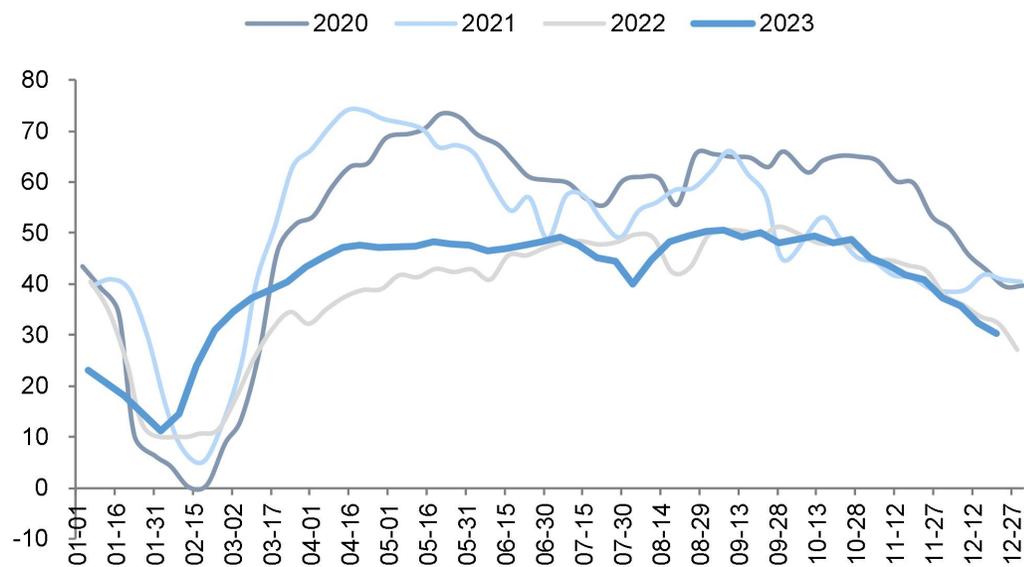
图表：内陆十七省电厂可用天数（天）



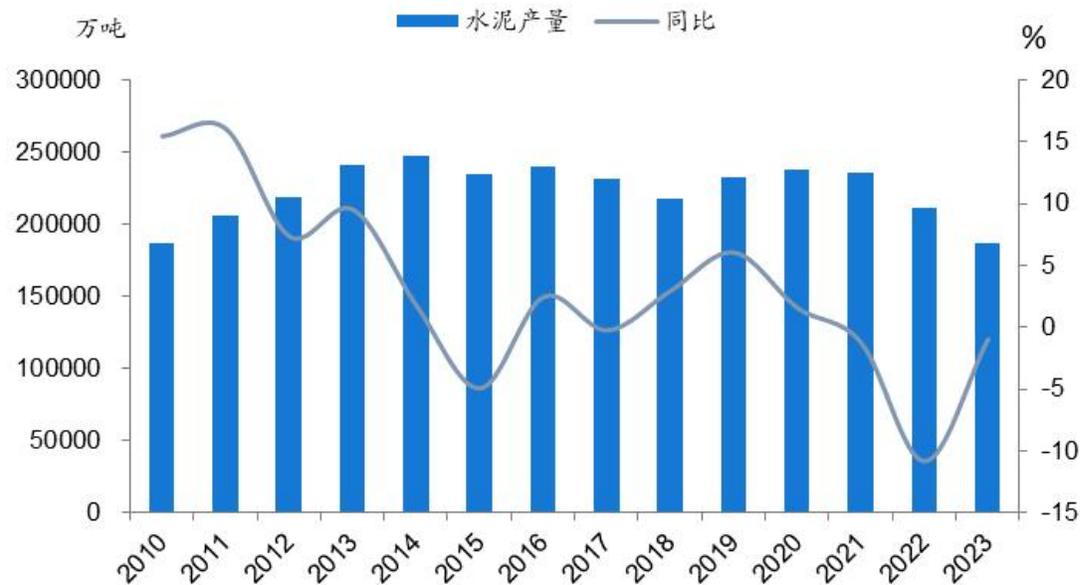
## 2.8、建材：水泥产量微降

◆ 由于地产投资疲软，水泥开工率维持低位，产量较去年同期微降。1-11月，水泥产量为18.7亿吨，同比减少0.9%。

图表：水泥开工率 (%)



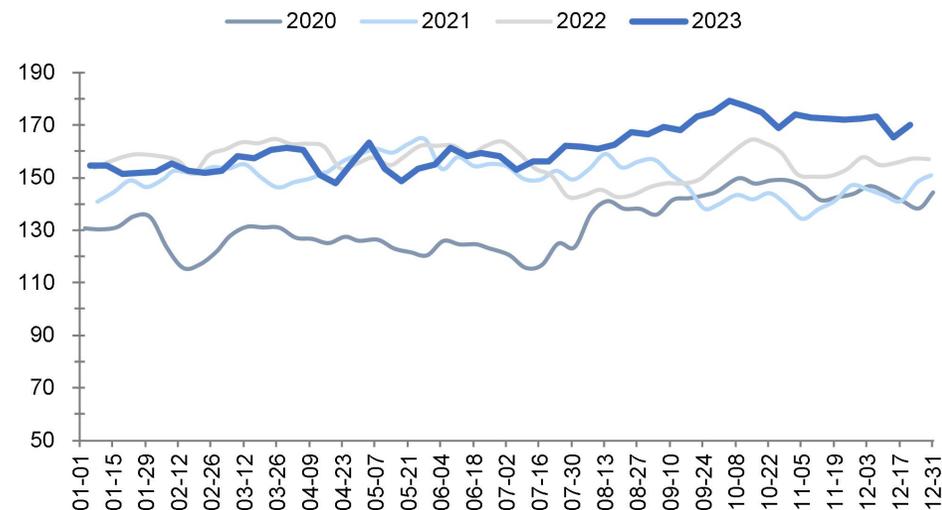
图表：水泥产量 (截至2023年11月)



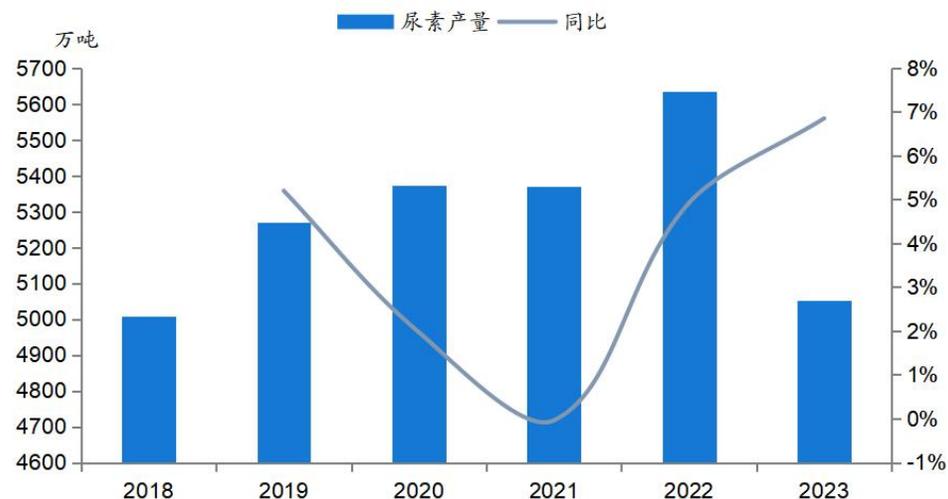
## 2.9、化工：化工需求旺盛，支撑市场煤价格

- ◆ 油价上涨推升甲醇需求，甲醇产量维持高位，尤其下半年提升明显。年内甲醇生产旺盛，甲醇产量处于近几年高位，截至12月21日，周均产量达到162万吨，较2022年增加3.9%。
- ◆ 尿素生产旺盛。1-10月国内尿素产量5052万吨，同比增长6.85%。

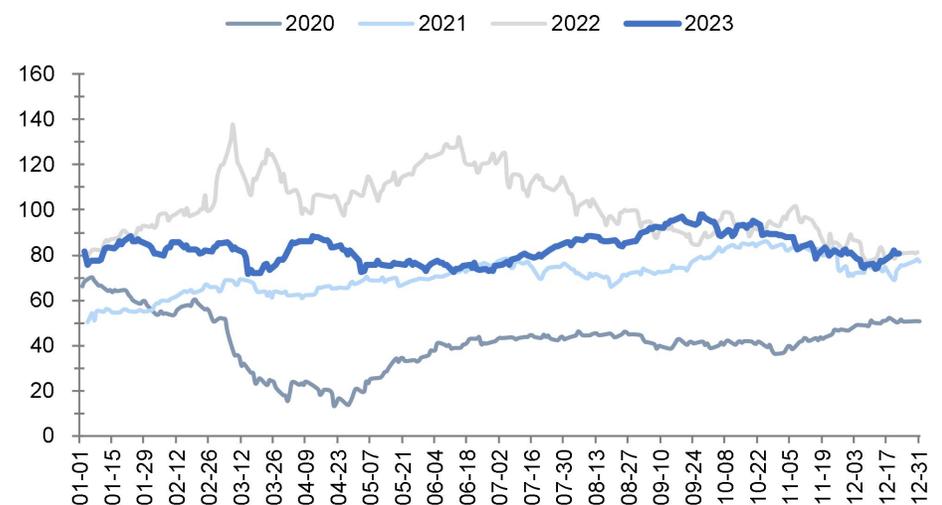
图表：甲醇周度产量（万吨）



图表：尿素产量（截至2023年10月）



图表：布伦特原油现货价（美元/吨）



1

**行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前**

2

**复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄**

3

**复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年**

4

**2024年展望：供需紧平衡，煤价依然乐观，板块有望延续高盈利与高股息**

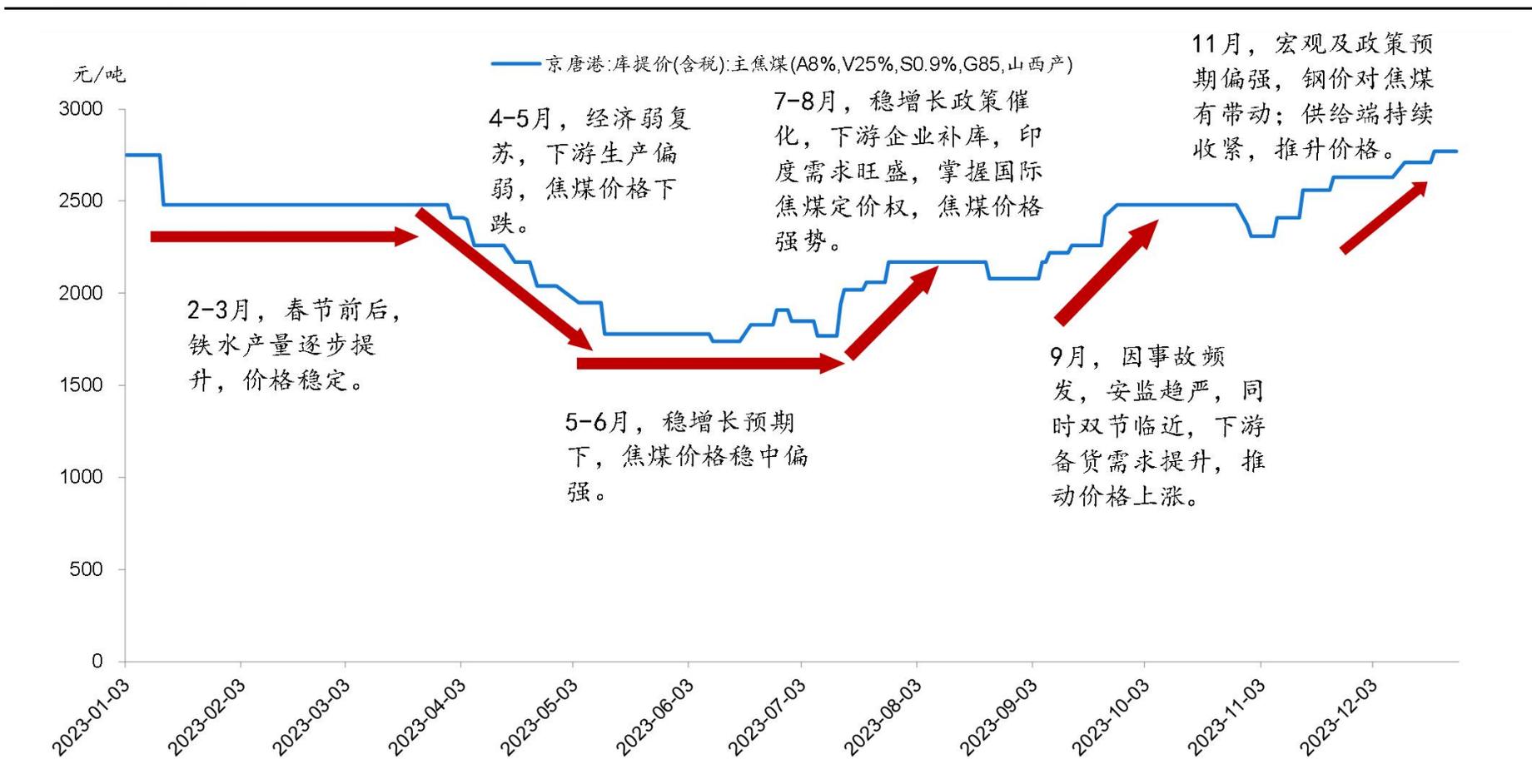
5

**投资建议及风险提示**

# 3.1、炼焦煤价格呈V字型

◆ 2023年，国内焦煤价格呈V字型，受宏观因素、政策预期、矿难安监等影响较大。二季度焦煤价格下跌较快，进入三季度陆续开始反弹。京唐港主焦煤年内均价（截至12月22日）为2273元/吨，较2022年均价下降567元/吨，较2021年均价下降255元/吨。

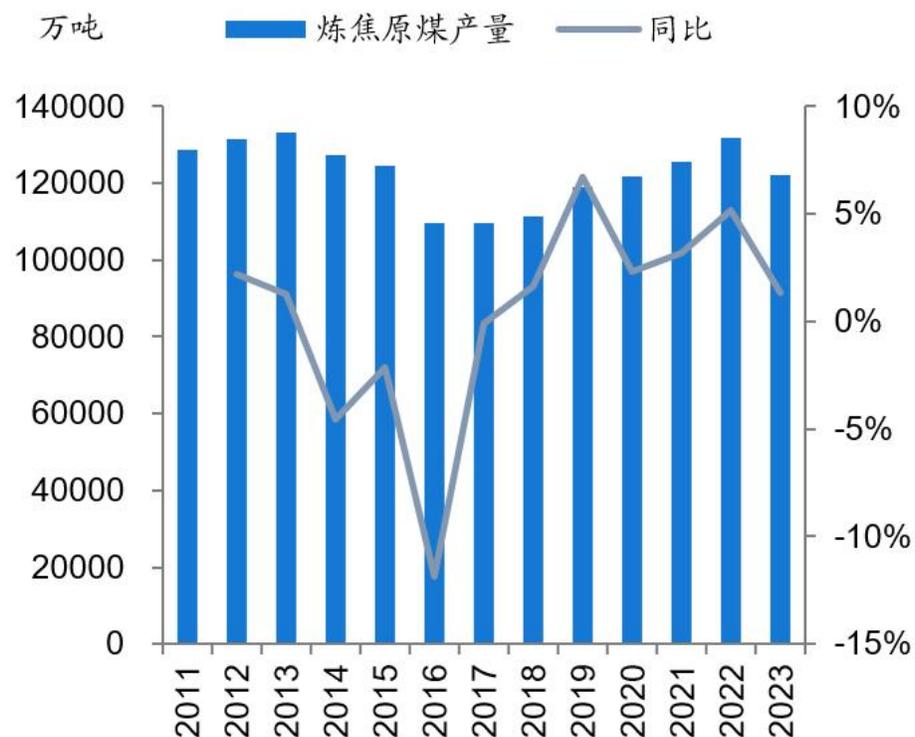
图表：国内炼焦煤价格复盘



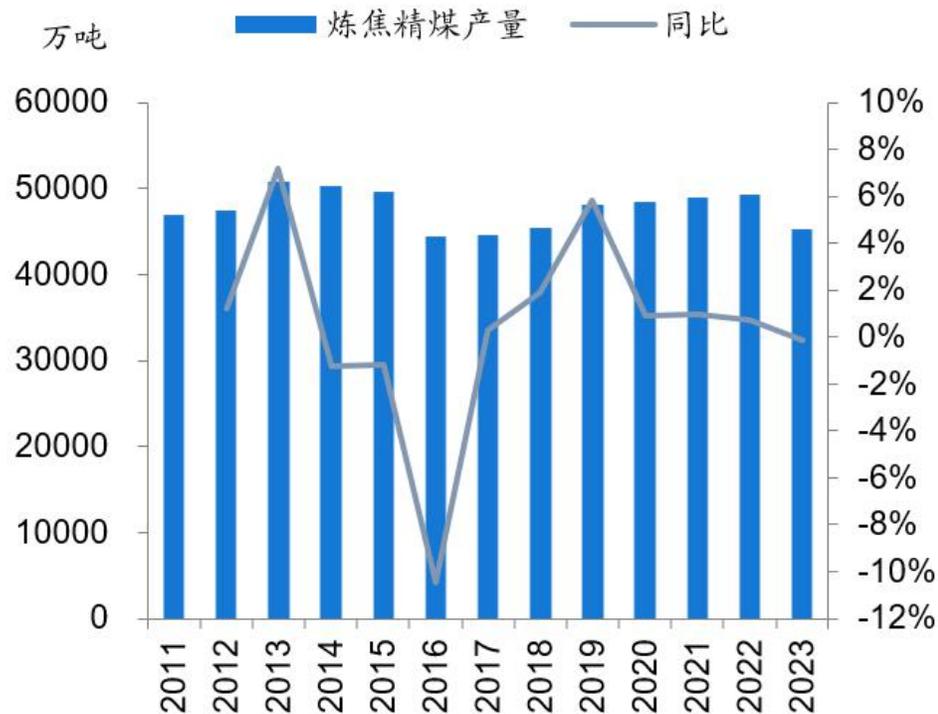
## 3.2、生产：炼焦煤产量增速下滑

- ◆ 随着国内炼焦煤资源的开采，国内资源短缺问题逐步显现，尽管市场供应紧张，但国内进一步增产难度大。2023年1-11月国内炼焦原煤产量12.2亿吨，同比增长1.3%，较2022年增速（同比+5.18%）明显下滑；1-11月炼焦精煤产量4.5亿吨，同比减少0.13%，几乎持平。
- ◆ 同时，随着优质资源的消耗，精煤洗出率有下降，精煤产量/原煤产量由2018年的41%下降至2023年的37%。

图表：炼焦原煤产量增速下滑（截至2023年11月）



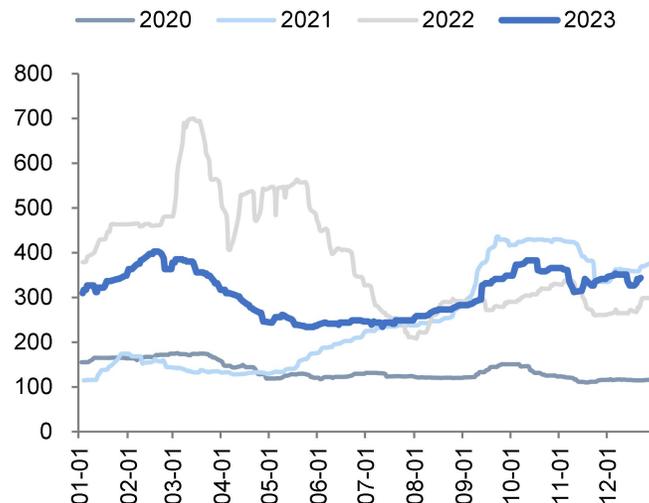
图表：炼焦精煤产量几乎持平（截至2023年11月）



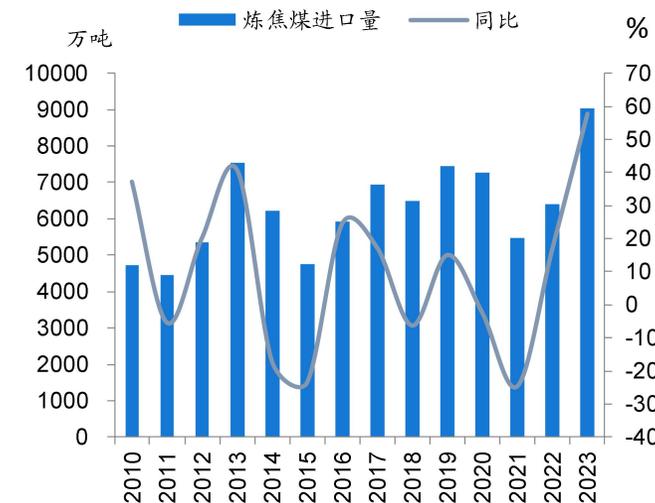
### 3.3、进口：进口大幅增长，蒙古、俄罗斯是主要来源

◆ **蒙古、俄罗斯进口放量。**1-11月我国进口炼焦煤9076.5万吨，同比增长58%，主要由于蒙古和俄罗斯进口焦煤放量，进口量分别达到4741万吨和2421万吨，同比分别增长116.3%和29.3%。

图表：峰景矿硬焦煤价格指数（美元/吨）



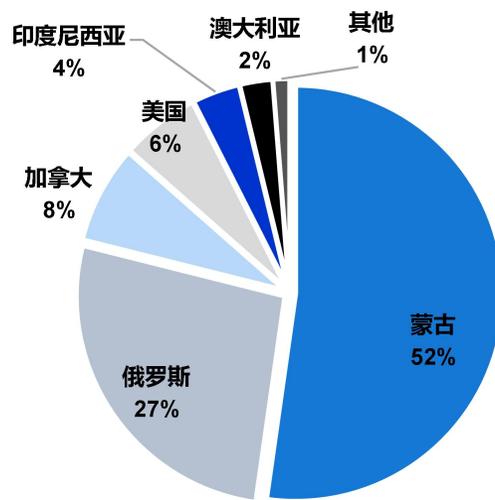
图表：炼焦煤进口量（截至2023年11月）



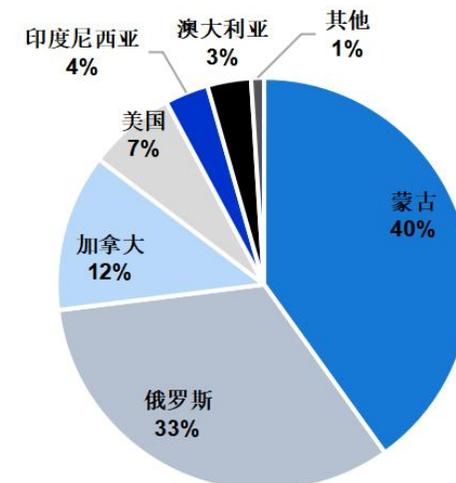
图表：炼焦煤主要进口来源（万吨）

进口来源	2023年1-11月	2022年1-11月	同比
合计	9076.5	5731.0	58.4%
蒙古	4741.3	2160.3	119.5%
俄罗斯	2420.9	1933.1	25.2%
加拿大	689.2	759.2	-9.2%
美国	550.0	420.7	30.7%
印度尼西亚	332.7	196.1	69.7%
澳大利亚	228.4	217.0	5.3%
其他	114.1	44.7	155.0%

图表：进口炼焦煤来源结构（截至2023年11月）



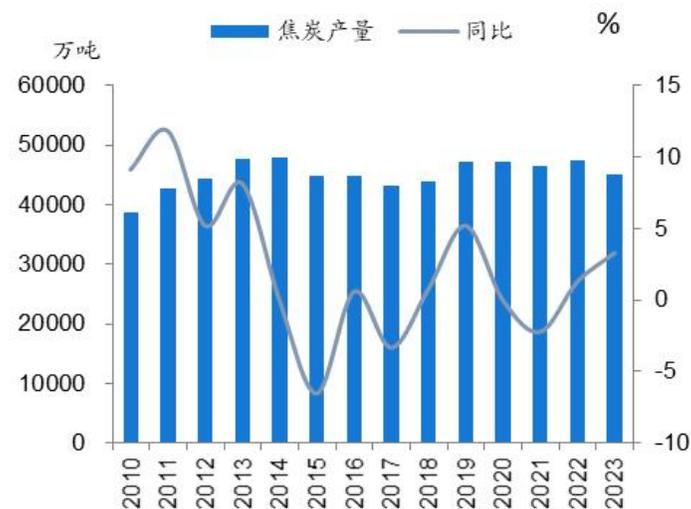
图表：进口炼焦煤来源结构（2022年）



### 3.4、焦炭：焦炭产能持续增长

- ◆ 产能置换升级，焦化行业规模持续增长。焦化行业持续推进产能升级置换，4.3米一下焦炉陆续淘汰，或置换升级，2022及2023年焦化产能分别净增长2657万吨和584万吨（煤炭资源网预计）。
- ◆ 随焦化产能提升，焦炭产量连续两年增长，1-11月全国焦炭产量4.5亿吨，同比增长3.3%，2022年产量为4.7亿吨，同比增长1.3%，连续两年增长。

图表：焦炭产量（截至2023年11月）



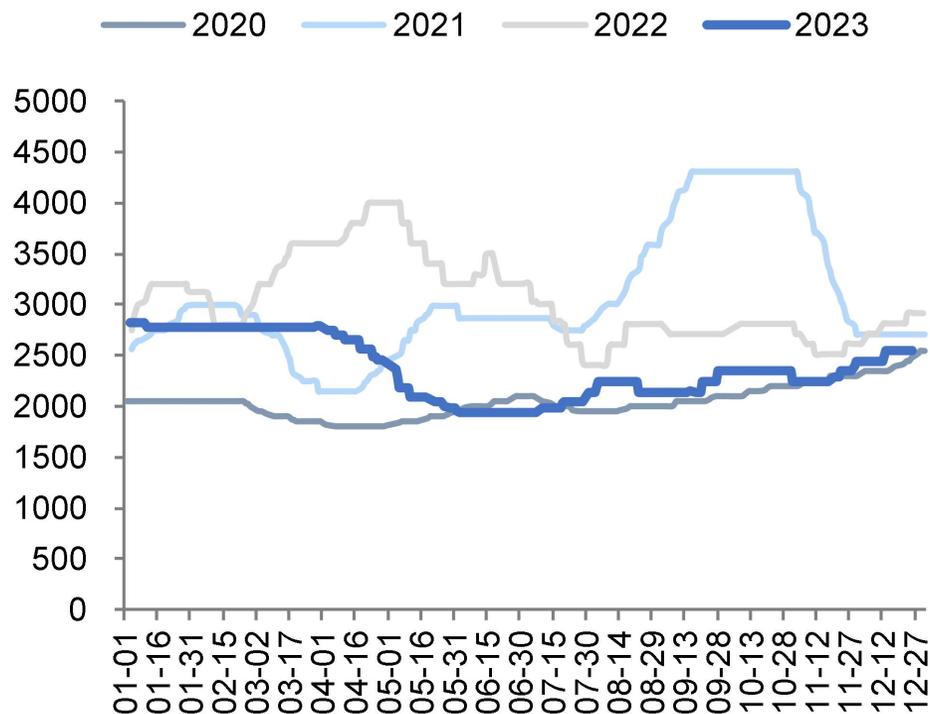
图表：焦炭新增产能及退出产能（万吨/年，截至2023年11月30日）

2022年	01月	02月	03月	04月	5月	06月	07月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
新增	707	287	278	612	213	355	149	563	325	658	508	602	5257
淘汰	476	60	203	265	45	60	320	60	125	100	671	215	2600
净增	231	227	75	347	168	295	-171	503	200	558	-163	387	2657
2023年E	01月	02月	03月	04月	5月	06月	07月	8月	9月	10月	11月	12月E	合计
新增	459	423	362	622	291	205	475	324	400	53	246	614	4524
淘汰			454	246	196	259	194	63	328	1296	200	634	3940
净增	459	423	-92	376	95	-54	281	261	72	-1243	46	-20	584

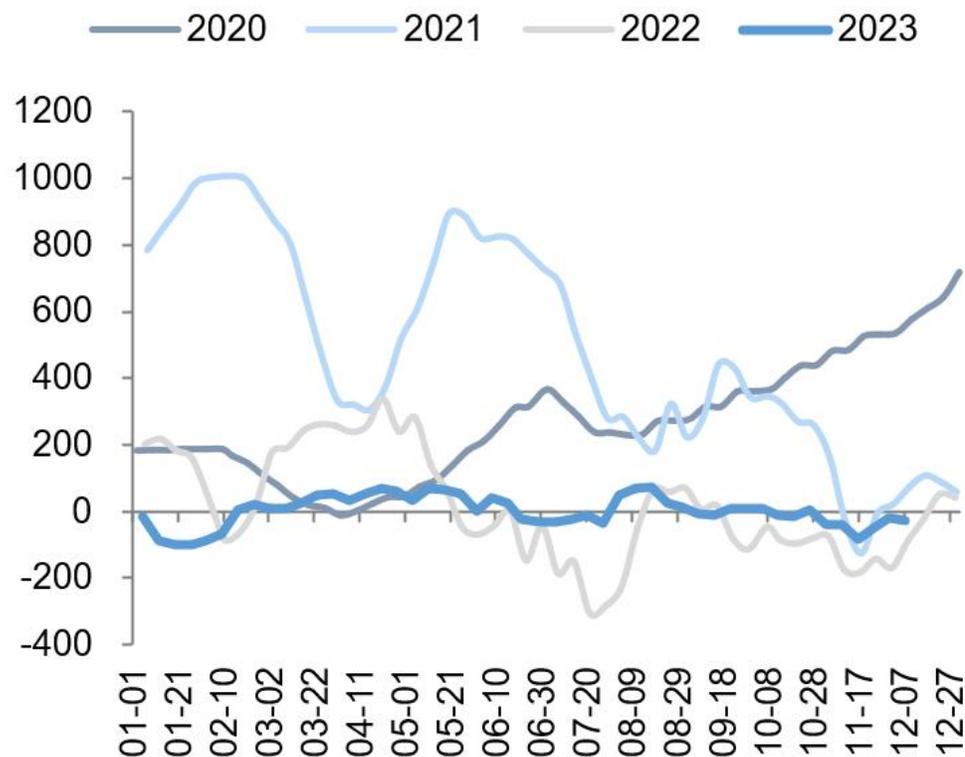
### 3.4、焦炭：焦炭价格偏弱，行业整体接近盈亏平衡

- ◆ 年内焦炭价格偏弱，且上半年跌幅较大，整体处于近几年低位。截至12月26日，天津港准一级冶金焦平仓价年内平均为2370元/吨，较2022年均价下跌22.3%。
- ◆ 全国平均吨焦盈利维持在盈亏平衡边缘，年内平均为1元/吨（截至12月7日）。

图表：天津港准一级冶金焦平仓价（元/吨）



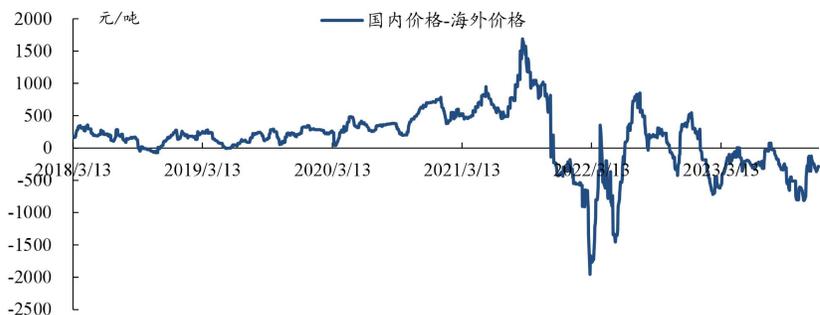
图表：全国平均吨焦盈利（元/吨）



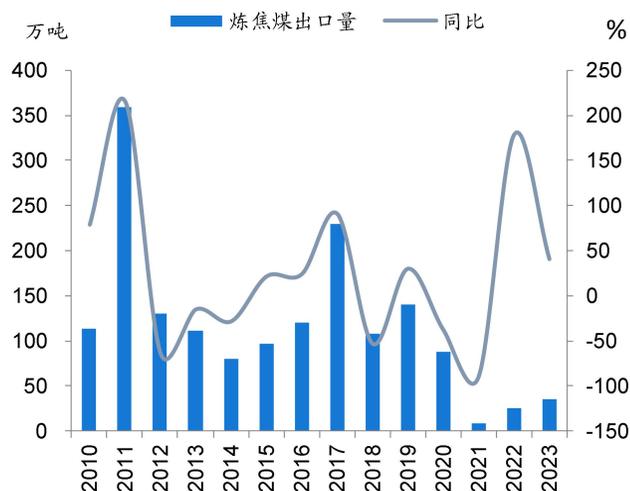
## 3.5、进出口：炼焦煤国内外价格倒挂，打开焦煤、焦炭出口空间

- ◆ 今年以来，多数时间澳洲焦煤与国内焦煤价格处于倒挂状态。
- ◆ 海外价格高位一方面限制了澳洲等地焦煤的进口，另一方面为国内焦煤及焦炭的出口打开空间。此前因为国内炼焦煤资源短缺，使得国内出口焦煤和焦炭分别在2021年和2020年达到近几年低点，但随着价格倒挂持续，刺激焦煤、焦炭的出口。今年1-11月我国出口炼焦煤35.5万吨，同比+41%，8-11月分别出口1.8、4.1、4.8、10.8万吨，持续增长；1-11月出口焦炭806万吨，同比-4.1%，8-11月维持在单月80万吨以上。
- ◆ 此外，山西焦煤集团在10月完成首船（四万余吨）自主出口配额炼焦煤外贸业务。

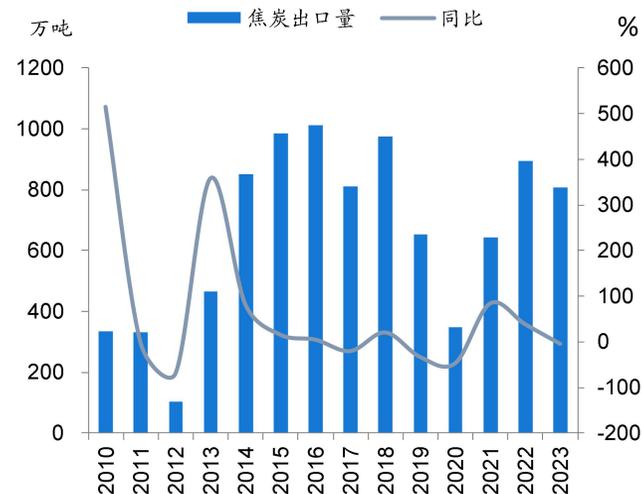
图表：国内港口主焦煤与澳洲主焦煤价差情况



图表：焦煤出口（截至2023年11月）



图表：焦炭出口（截至2023年11月）



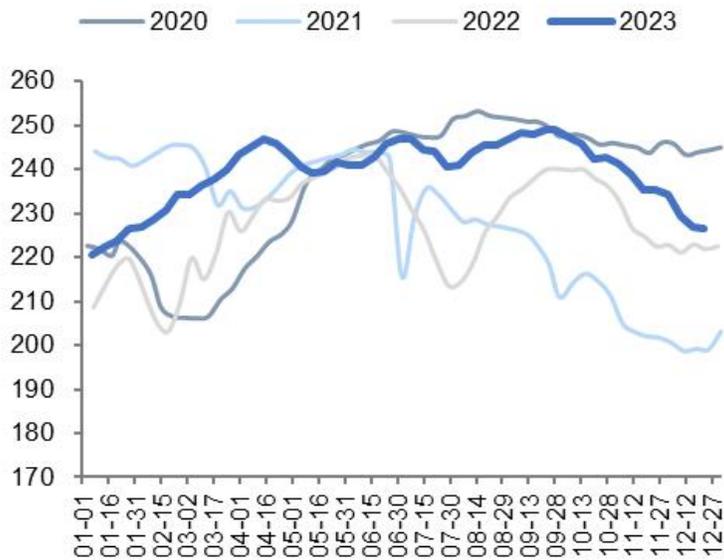
### 3.6、需求：铁水产量高位，平控或有放松，出口带动需求增长

- ◆ 今年铁水产量维持在较高水平，1-11月生铁产量达到8.1亿吨，同比增长1.8%。考虑稳增长需求，钢铁行业平控政策或有放松。虽然近期进入传统需求淡季，但铁水产量仍达到227万吨/天（12月22日），仅低于2020年同期。
- ◆ 而1-11月国内钢材出口同比增加2170万吨至8266万吨，增幅达到35.6%，对需求端拉动作用较大。

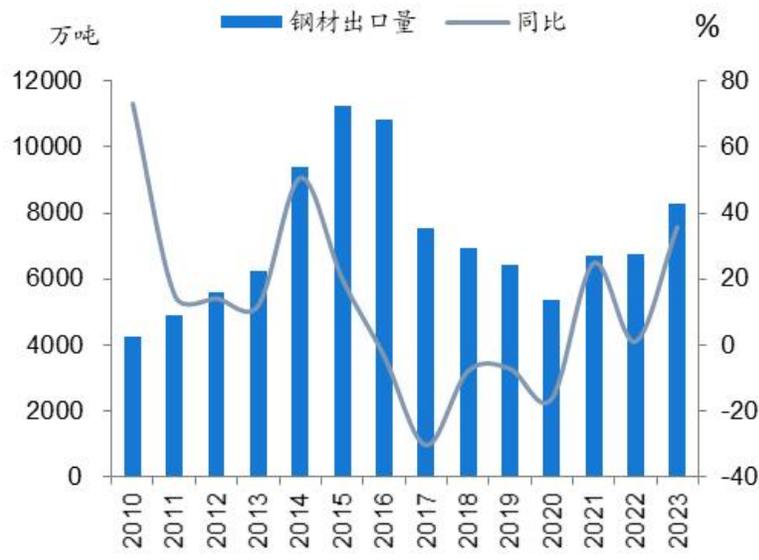
图表：生铁产量（截至2023年11月）



图表：247家样本钢厂日均铁水产量（万吨）



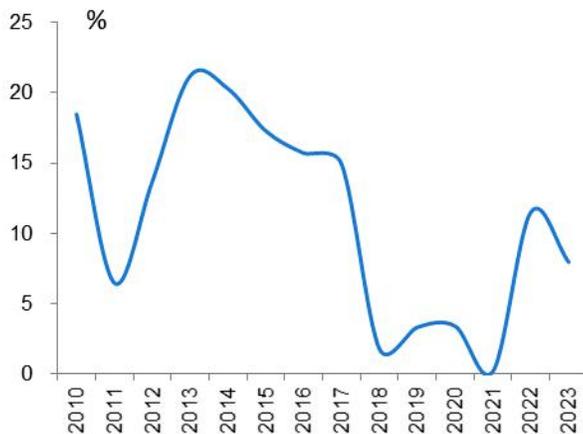
图表：钢材出口量（截至2023年11月）



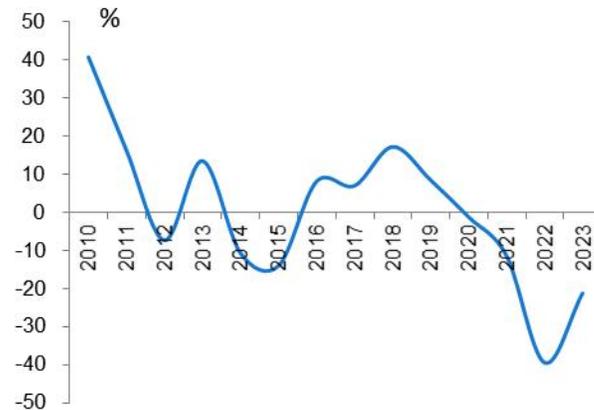
# 3.6、需求：基建、油气、铁路投资增速高，房地产拖累

- ◆ 从下游需求来看，基建增速较高，房地产维持负增长，油气、铁路投资增速高。
- ◆ 1-11月基础设施建设投资完成额同比增长8.0%，连续两年维持较高增长。
- ◆ 1-11月石油和天然气开采投资累计同比增长19.1%，连续两年高增长。
- ◆ 1-11月铁路运输业投资高增，累计同比增长21.5%，为2010年以来最高增速。
- ◆ 房屋新开工面积维持负增长，1-11月累计同比下降21.2%，是主要拖累项；受地产影响，挖掘、铲土运输机械产量同比下降20.7%。

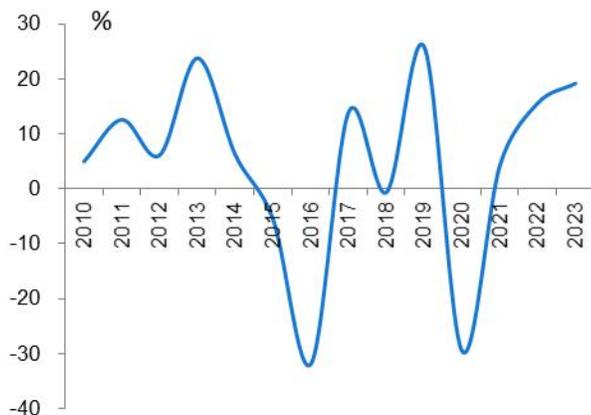
图表：基建投资同比增速（截至2023年11月）



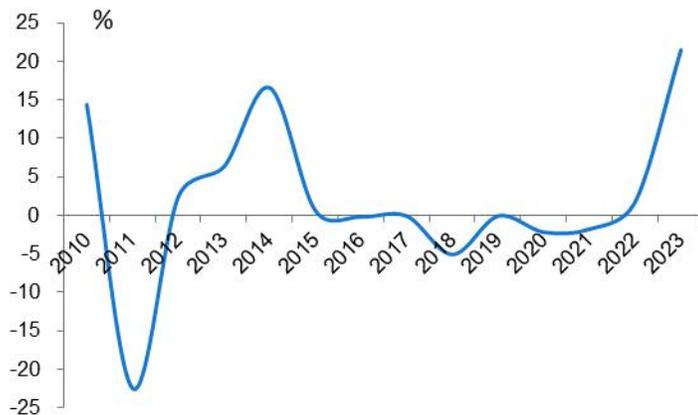
图表：房屋新开工面积同比增速（截至2023年11月）



图表：油气开采投资同比增速（截至2023年11月）



图表：铁路运输业投资同比增速（截至2023年11月）



图表：工程机械设备产量（截至2023年11月）



## 3.6、需求：制造业表现良好

◆ 制造业表现较好，家电、汽车、风电及船舶均有较高增速。

◆ 1-11月国内冰箱产量同比增长14.5%，空调产量同比增长12.6%，均为近5年以来最高增速。根据卓创资讯预测，2023年国内家电用钢量将达到2167万吨，同比增长14.7%。

◆ 1-11月国内汽车产量同比增长6.8%，增速较2022年高3.4个百分点，主要由于出口较好，1-11月出口总量达到441万辆，同比增长58%。根据卓创资讯预测，2023年国内汽车直接用钢量将达到5030万吨，汽车行业带动钢材消费总量达到5929万吨，同比增加9.94%。

◆ 1-11月全国新增风电装机规模达到47.39GW，同比增长111%，若全年维持该增速，我们测算风电装机用钢量将达到988万吨，较2022年增加519万吨。

◆ 1-11月国内造船完工量为3809万载重吨，同比增长12%。2022年国内船舶直接用钢量达到1200万吨（中国工业报）。

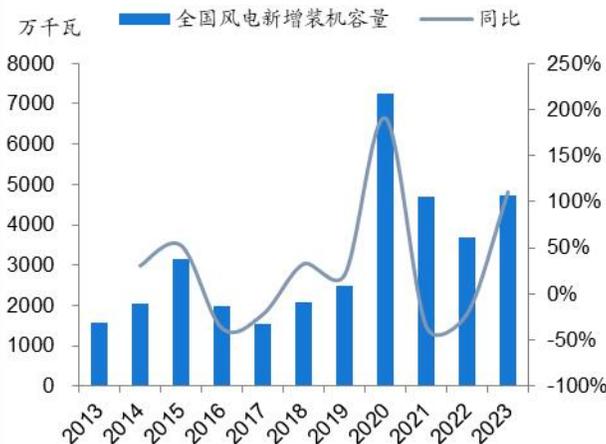
图表：空调及冰箱产量（截至2023年11月）



图表：汽车产量（截至2023年11月）



图表：风电新增装机容量（截至2023年11月）



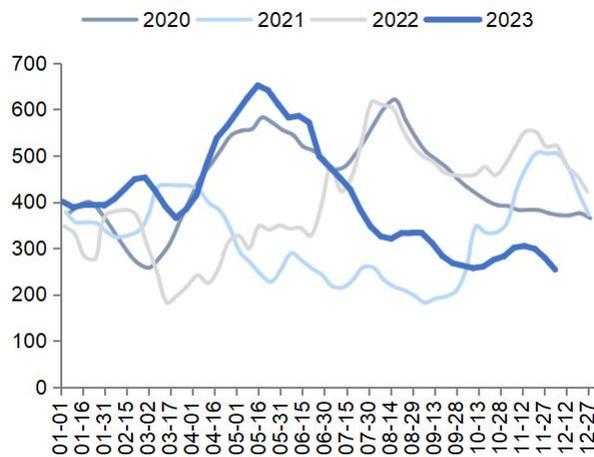
图表：造船完工量（截至2023年11月）



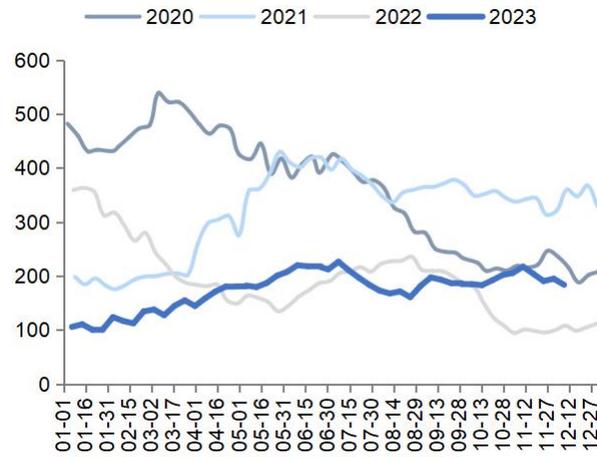
# 3.7、库存：炼焦煤库存低位运行

- ◆ 年内港口、焦化厂及干钢厂库存低位运行，生产企业库存也在下半年回落至近几年同期较低水平。
- ◆ 截至12月4日，生产企业炼焦煤库存为254万吨，同比下降54%。
- ◆ 截至12月8日，北方港口炼焦煤库存为184万吨，同比增长70%，仍远低于2020-2021年同期。
- ◆ 截至12月4日，钢厂炼焦煤库存为519万吨，同比下降1%，远低于2020-2021年同期。
- ◆ 截至12月4日，焦化厂炼焦煤库存为265万吨，同比增加1%，同样低于2020-2021年同期。

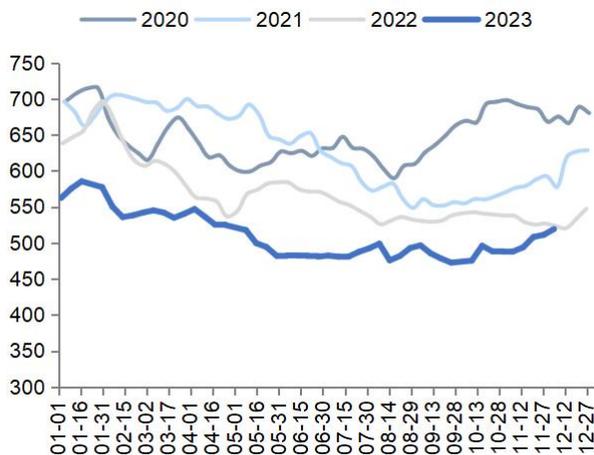
图表：生产企业炼焦煤库存 (万吨)



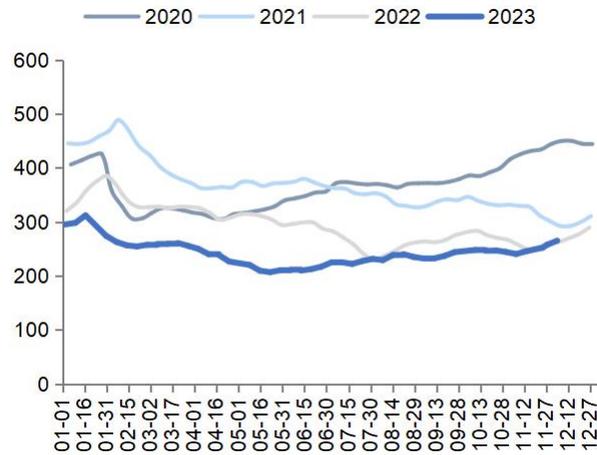
图表：北方港口炼焦煤库存 (万吨)



图表：钢厂炼焦煤库存 (万吨)



图表：焦化厂炼焦煤库存 (万吨)



1

**行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前**

2

**复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄**

3

**复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年**

4

**2024年展望：供需紧平衡，煤价依然乐观，板块有望延续高盈利与高股息**

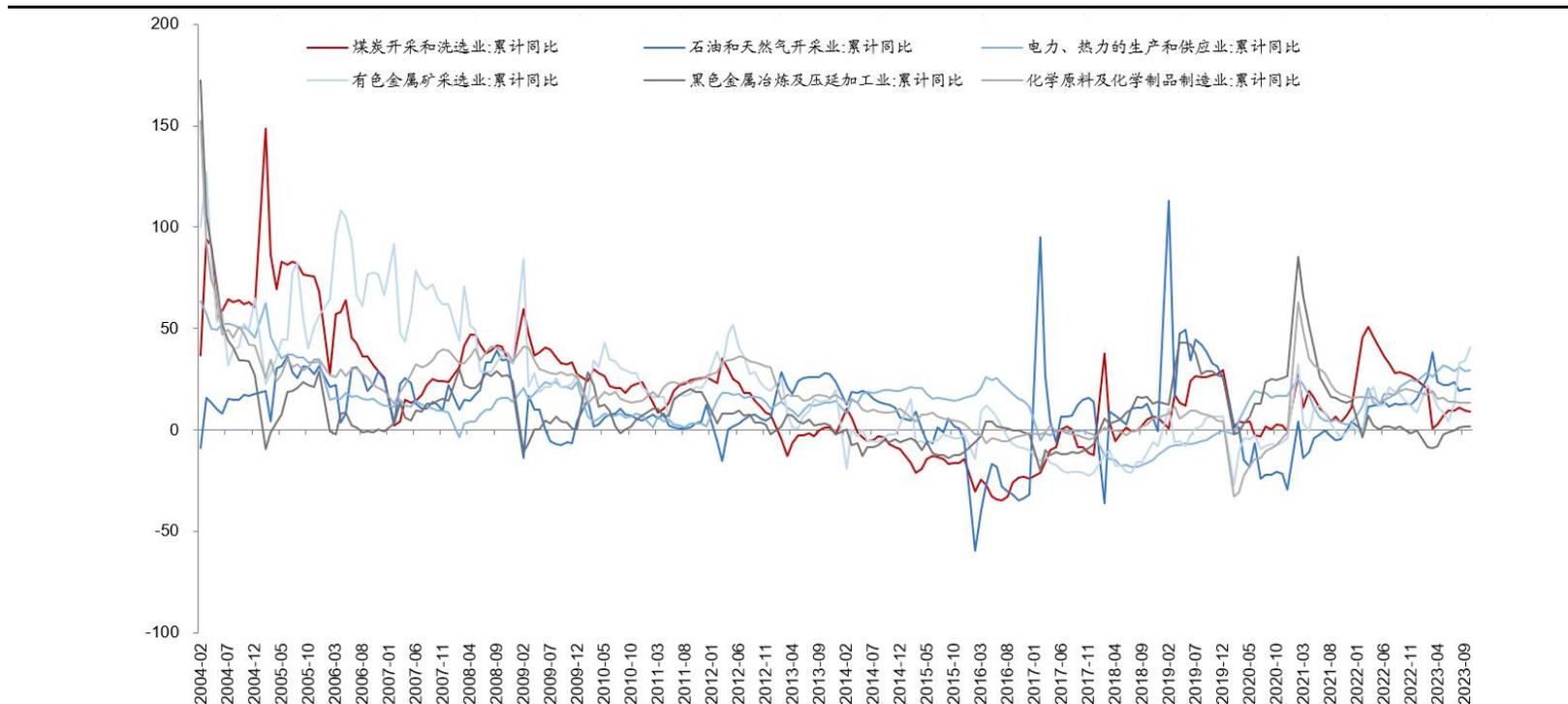
5

**投资建议及风险提示**

## 4.1.1、资本开支有限，供应约束长逻辑仍未被打破

- 过去二十年内，煤炭行业资本开支经历了三轮周期：（1）2004-2011年，煤炭行业进入工业产能大扩张时代；（2）2012-2016年，行业下行时期资本开支持续收缩；（3）2016年至今，行业资本开支温和回升，主要用于回补旧账及智能化建设投资等。
- 2022年煤炭行业资本开支累计投资额达到4988亿元，新增约978亿元，同比+24.4%；2022年，我国煤矿智能化建设加快推进，全国有近400座煤矿正在开展智能化建设，总投资规模超过1000亿元，已完成约470亿元（截至当年1月28日），建成智能化采掘工作面687个。
- 2023年，煤炭开采行业资本开支增速再次回落，2023M1-9增速仅为9%，在当前双碳政策预期下，预计未来全行业资本开支增长仍将有限。

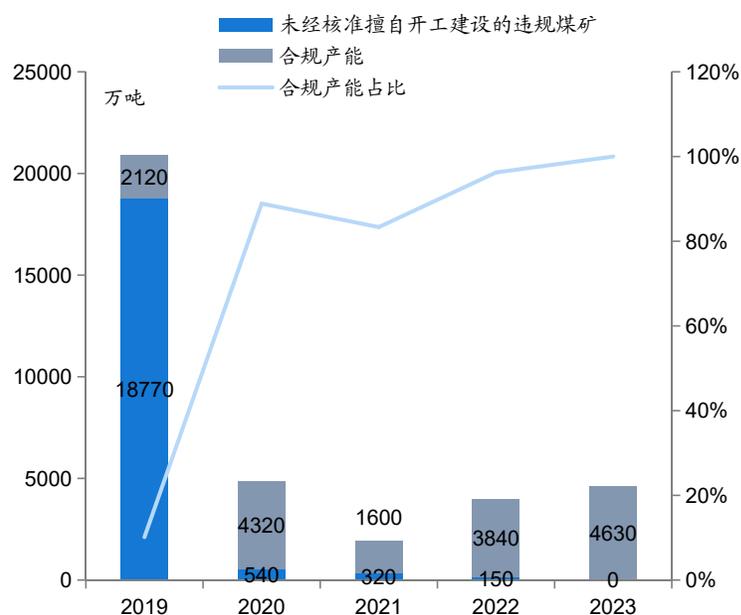
图表：我国化石能源行业资本开支增速情况（%）



## 4.1.2、我国实际核准、核增项目少

- ◆ 据能源局、发改委数据，2019年我国新核准煤矿产能合计约20890万吨/年，其中几乎全是未经核准擅自开工建设的违规煤矿，产能合计18770万吨/年，占比约89.9%，符合要求的正常矿井仅2120万吨/年，占比10%，由此推测当年实际产能释放有限。2020年以后，新核准产能下滑明显，2020-2022年分别新核准4860万吨/年、1920万吨/年以及3990万吨/年。
- ◆ 2023年，核准项目合计仅为4630万吨/年（截至2023年3月），约占我国2022年原煤产量的1.0%，主要集中在新疆、陕西和甘肃地区。
- ◆ 核增方面，2023年合计核增3830万吨/年（截至2023年9月），仅占我国2022年原煤产量的0.9%，涉及矿井核定产能合计约1.44亿吨/年。

图表：2019年以来我国煤矿新核准项目（截至2023年3月）



图表：2023年新核准项目合计4630万吨/年（截至2023年3月）

核准日期	矿井	所属公司	核定产能 (万吨/年)
2023年1月5日	水溪沟煤矿	维维能源开发有限公司	150
2023年1月5日	骆驼包北煤矿	新疆全荣骆驼包煤业	120
2023年1月29日	准东五彩湾矿区四号露天矿一期	新疆究矿其能煤业	1000
2023年2月1日	七泉湖矿区新城煤矿	吐鲁番市鑫隆矿业	120
2023年2月6日	界梁子北煤矿	伊犁宏禹矿业	240
2023年3月14日	永陇矿区	-	3000
合计			4630

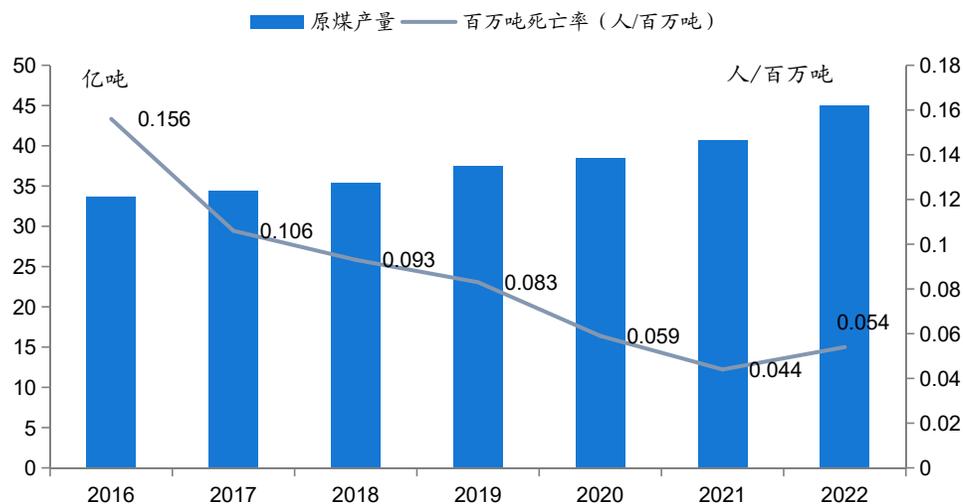
图表：2023年核增项目合计3830万吨/年（截至2023年9月）

日期	矿井	所属公司	核定产能 (万吨/年)	增加产能规模 (万吨/年)
2023年2月6日	小甘沟煤矿	呼图壁县煤炭多种经营有限责任公司	150	90
2023年2月6日	西沟煤矿	呼图壁县西沟煤炭	120	60
2023年2月6日	永安一号矿井	玛纳斯县永安煤业	120	30
2023年2月6日	顺通煤矿	新疆神新发展	120	50
2023年3月11日	花草滩煤矿	张掖市宏能煤业	180	90
2023年3月8日	塔拉壕煤矿	伊泰煤炭	1200	200
2023年5月31日	马莲台煤矿	宁夏宝丰能源集团	400	40
2023年5月31日	红四煤矿	宁夏宝丰集团红四煤业	300	60
2023年6月7日	龙王沟煤矿	大唐国源	1500	300
2023年6月9日	红树梁煤矿	开滦集团内蒙古	1000	500
2023年6月13日	麻地梁煤矿	皖北煤电	1000	200
2023年6月15日	魏家岭露天煤矿	内蒙华电	1500	300
2023年6月20日	邵寨煤矿	山东能源西北矿业邵寨煤业	240	120
2023年7月4日	友众煤矿	冀中能源段王煤业	120	30
2023年8月3日	不连沟煤矿	华电煤业	1800	300
2023年9月18日	东峰煤矿	山西兰花集团	150	30
2023年9月21日	榆树湾煤矿	榆神煤炭榆树湾煤矿	1800	600
2023年9月21日	曹家滩煤矿	陕煤曹家滩矿业	2500	800
2023年9月22日	宋新庄煤矿	宁夏能化	150	30
合计			14350	3830

# 4.1.3、安监强化是今年新变量，未来或将成为新常态

- ◆ 2022年增产保供期间，煤矿持续高强度高负荷运转，安全事故频发，百万吨死亡率也回升至0.054人/百万吨。
- ◆ 今年以来煤矿事故不断，生产后续增长动力不足，1-11月实现煤炭产量42.4亿吨，同比增长2.9%，较前两年增速明显下滑。7月开始，三西地区开工率震荡下行趋势，一直持续到8月底，同期全国日均煤炭产量也开始明显下滑，生产端扰动大。
- ◆ 鉴于内蒙新井煤业事故、永聚煤矿事故等影响严重，国务院办公厅及地方能源局、人民政府出台多项政策，对煤矿生产进行检查整治，安监强化或将成为未来煤炭开采行业新常态，也将对行业生产形成一定限制作用。

图表：2016年以来我国煤炭行业百万吨死亡率



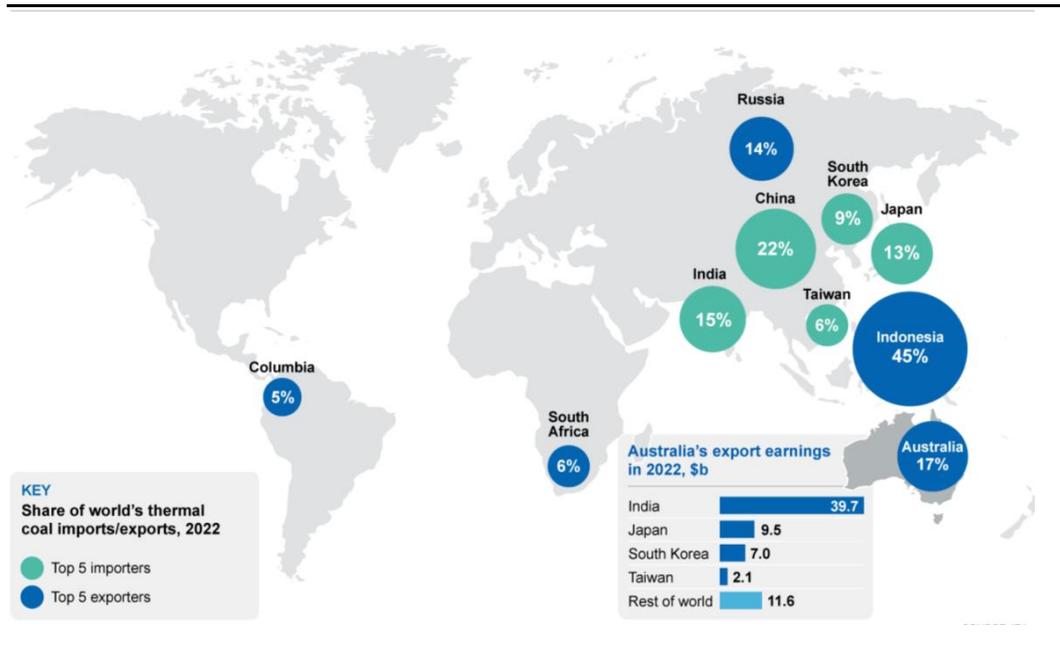
图表：年初以来全国煤炭行业安全生产政策文件梳理

时间	单位	政策名	政策内容
2023年2月	内蒙古自治区安全生产委员会	《内蒙古开展露天矿巡查重点查边坡角是否超设计规定等重大隐患》	组织对辖区内的露天矿开展巡查，重点巡查是否有高陡边坡、边坡角是否超过设计规定等重大隐患以及边坡监测系统是否失效、视频监控是否能清晰覆盖边坡等问题，一经发现此类重大隐患及问题，应立即责令停止作业，撤出作业人员及设备。
2023年4月	山西省人民政府	《山西出台15条措施从严管控煤矿采掘接续紧张》	从4月开始至12月底，山西各级煤矿安全监管部门对全省所有正常生产的煤矿开展煤矿采掘接续紧张专项整治，加强执法检查。对煤矿存在采掘接续紧张情形而不进行报备、也不落实限产停产措施，“三量”报表、台账，报告资料虚假，超能力超强度超定员组织生产，违规压缩灾害治理时间、挤占灾害治理空间、减少灾害治理措施、冒险组织生产等违法违规行为，要依法依规进行行政处罚。
2023年7月	国家矿山安监局	《国家矿山安全监察局多措并举严厉打击矿山瞒报谎报事故行为》	迅即派出2个由局领导带队的工作组，分赴山西忻州市和辽宁阜新市，现场督导山西忻州精诚铁矿事故瞒报核查工作和辽宁阜新弘霖煤矿瞒报事故调查工作，要求深挖细查，办成铁案，提级调查弘霖煤矿瞒报事故。
2023年9月	内蒙古自治区能源局	《内蒙古发布关于进一步做好煤矿安全生产工作的紧急通知》	结合今年开展的煤矿安全综合整治、煤矿重大事故隐患专项排查整治专项行动，并针对国家矿山安监局督导检查反馈问题和近期事故暴露出的突出问题，进一步聚焦整治重点，精准排查整治煤矿重大安全灾害和突出安全风险。要对所有煤矿逐个“过筛子”，确保所有企业、所有设施设备、所有从业人员全覆盖，确保不漏一企、不漏一矿。
2023年9月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	出台关于严格矿山安全生产准入、推进矿山转型升级、防范化解重大安全风险等方面意见。
2023年11月	国务院安委会办公室	《国家矿山安全监察局关于认真贯彻落实党中央领导同志重要指示精神切实做好今冬明春矿山安全生产工作的紧急通知》	对山西11个市开展矿山安全生产工作帮扶指导，同时对晋能控股集团有限公司、山西焦煤集团有限责任公司开展煤矿安全生产工作帮扶指导。

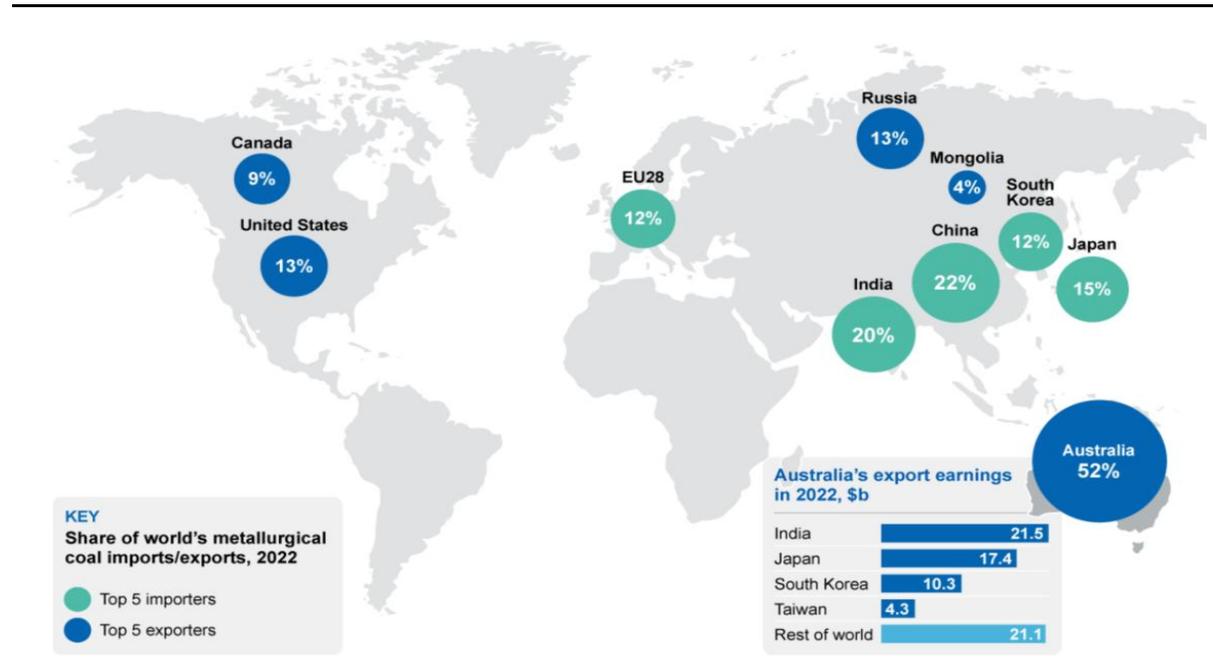
## 4.2、海外市场：需求增长点集中在印度等，主要供应国出口增量有限

- ◆ 海外供给格局，2022年主要进口国家仍然集中在亚洲地区，主要是中国、印度以及日韩，而供应国家因煤种不同而出现差异，炼焦煤主要出口国是澳洲、俄罗斯、美国和加拿大，动力煤出口国主要是印尼、澳洲和俄罗斯，少部分集中在南非和哥伦比亚。
- ◆ 明年主要关注：
  - ◆ 需求主要增长点印度，因经济发展韧性足，进口需求增长强劲，为海外提供煤价支撑，这一点在炼焦煤领域尤为明显；其次是越南，随着今年二季度以来国内经济的回暖，带动煤炭进口量大增，未来预计仍具较大增长空间。
  - ◆ 主要供给国家，蒙古煤炭出口增长显著，但主要出口我国，对国际市场影响相对较小，未来或将受到通关口岸制约，预计出口增量有限；其他增量国家中，澳洲因国内劳动力短缺、运输等问题，可能会限制未来出口的增长，而印尼、俄罗斯等动力煤主要出口国出口量增长也有受阻预期。

图表：2022年全球动力煤主要贸易流向



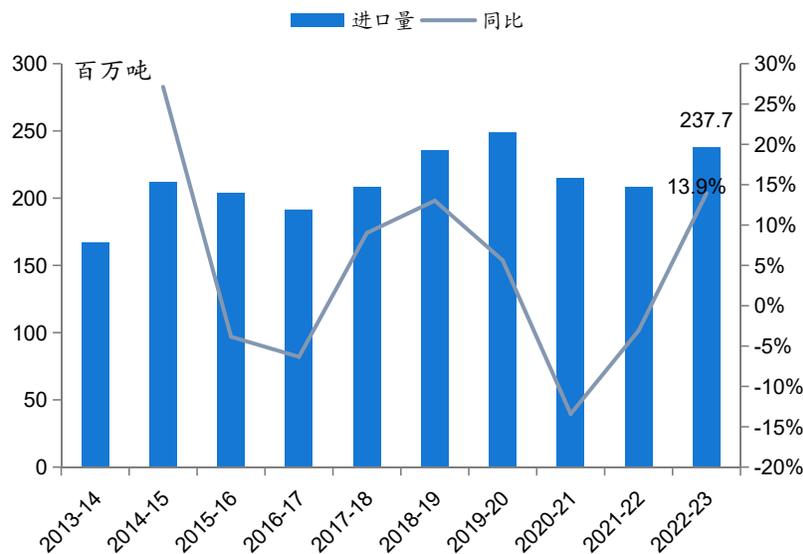
图表：2022年全球炼焦煤主要贸易流向



## 4.2.1、印度：2022-23财年煤炭进口增长近2900万吨

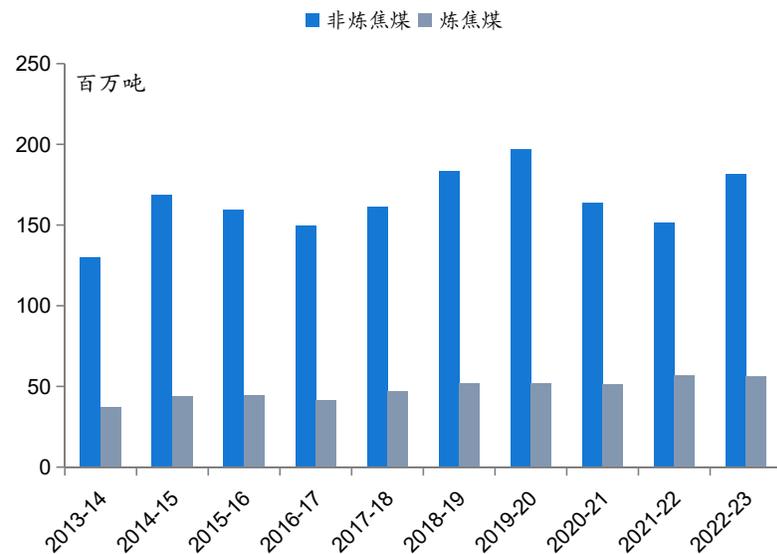
- ◆ 印度有充足的煤炭储备，但无法满足自己生产的需求，并且该国优质煤炭（低灰煤）的供应有限，由此存在供应缺口，需要靠进口弥补。印度1993-94年的进口政策，为煤炭颁布开放通用许可证（OGL），消费者可以根据自己的要求自由进口煤炭，其中优质非焦煤主要由沿海发电厂和其他工业用户进口，即纸张、海绵铁、水泥和自备发电厂；
- ◆ 2015-2021财年间，印度煤炭进口量整体在2-2.5亿吨区间波动，2022财年实现进口数量2.38亿吨，同比增长13.9%，约增加2900万吨。分煤种来看，主要进口非炼焦煤，在1.5-2亿吨区间内，占比分布在73%-78%，2022财年实现1.82亿吨，同比增长明显（+3011万吨，+19.9%），占比76%。炼焦煤进口量稳步上涨，从2015财年的4456万吨提升至2021财年的5712万吨，2022财年略有下滑，实现5605万吨（同比减少107万吨），占比为24%。

图表：印度煤炭进口量情况



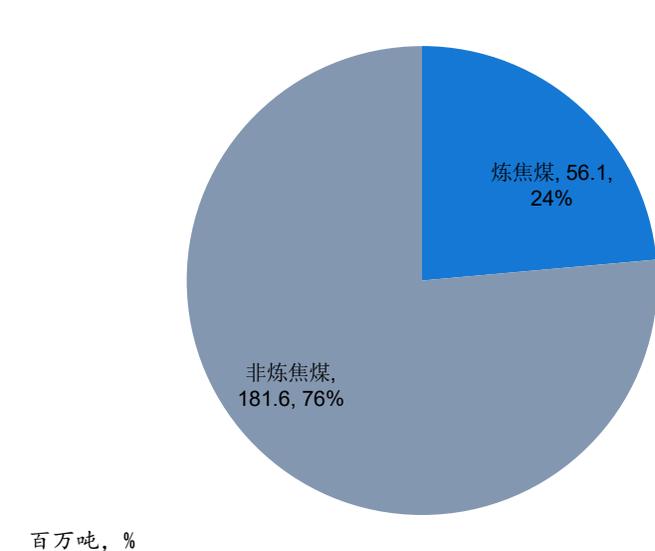
资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所  
注：2022-23财年数据为预审值

图表：印度煤炭进口分煤种情况



资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

图表：2022-2023财年印度进口分煤种情况

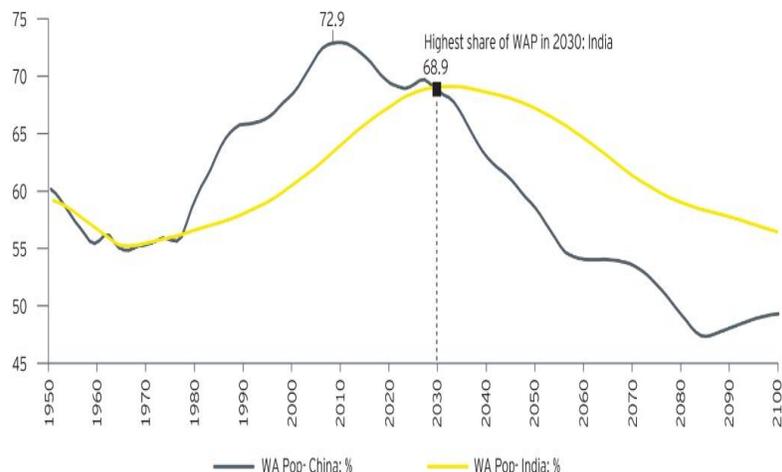


资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

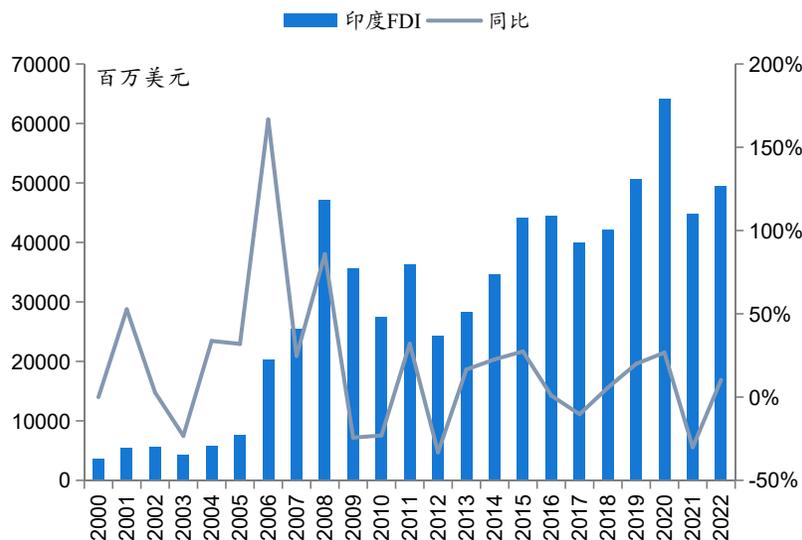
## 4.2.2、印度：经济增长动力源自人口红利+资本流入，未来仍有增长韧性

- ◆ 上世纪80年代以来，中国和印度的经济发展均受人口红利的推动，据EY数据，两国的工作人口占比都从1980年的55%附近开始提升，不同于中国2010年前后达峰（72.9%），印度工作人口占比的提升速率明显低于中国，达峰时间也较中国晚，预计于2030年达到峰值68.9%（劳动人口实现10.4亿），并在之后超过中国，这些年轻人口可增强印度在服务业和制造业的竞争优势，让印度经济增长保持韧性；
- ◆ 另一方面，2005-2008年、2012-2020年期间，印度FDI经历了两段快速增长时期，从50亿美元快速提升至接近500亿美元水平，随后出现几年的回落震荡，并于2012年开始再次出现显著增长，于2020年达到巅峰近640亿美元，国际资本快速流入也助力印度经济增长；
- ◆ 据世界银行预计，未来印度经济增长仍将保持韧性，2023-2025财年GDP增速分别预计达到+6.3%、+6.4%以及+6.5%，其中工业的增速不断提高，未来三年分别+5.7%、+6.4%以及+6.4%，逐渐成为国内经济发展的重要支撑，也有望持续提振国际能源市场，拉动国际煤炭进口需求。

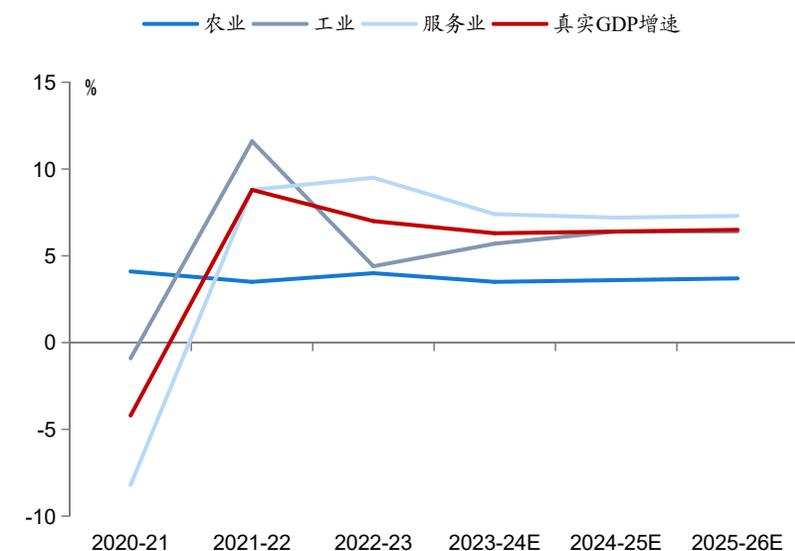
图表：中国和印度经济发展均受人口红利的推动



图表：2005-2020年期间印度FDI呈波浪式增长态势



图表：预计未来三年印度经济增长仍将保持韧性



## 4.2.3、印度：2022-23财年印度电煤需求量增长明显

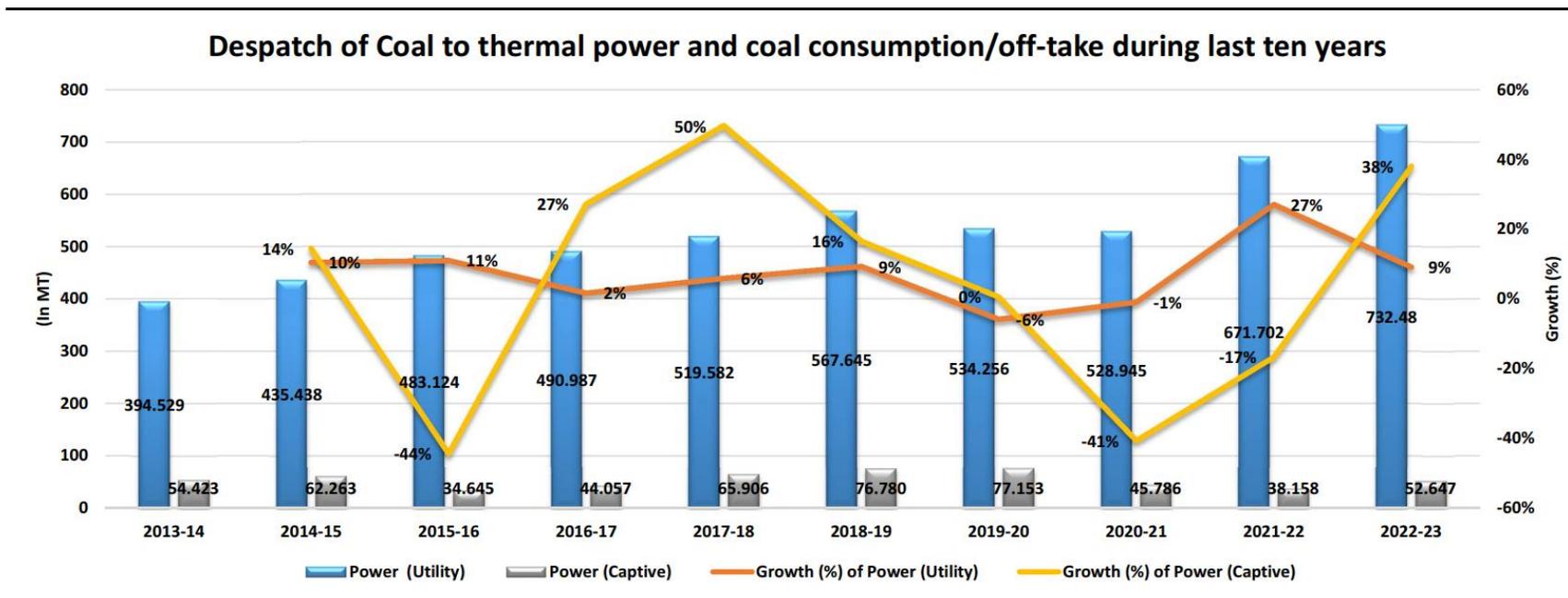
### ◆ 近十年来印度电煤增长分三阶段：

2013财年至2018财年，表现为公用机组电煤需求整体稳步增长，耗煤量从3.95亿吨提升至5.68亿吨，（增速在+2%至+11%），自备电厂电煤需求从5442万吨提升至7678万吨，但波动较大（增速在-44%至+50%）；

2019财年至2020财年，因疫情原因出现需求下滑，公用机组电煤需求分别下滑6%和1%，自备电厂电煤需求分别下滑0%和41%。

2021财年至2022财年，表现为公用机组和自备电厂同步上涨，耗煤量分别达到7.32亿吨和5265万吨，2022财年同比分别+9%、+38%，预计未来随着发电量的持续增长，电煤需求有望不断提升。

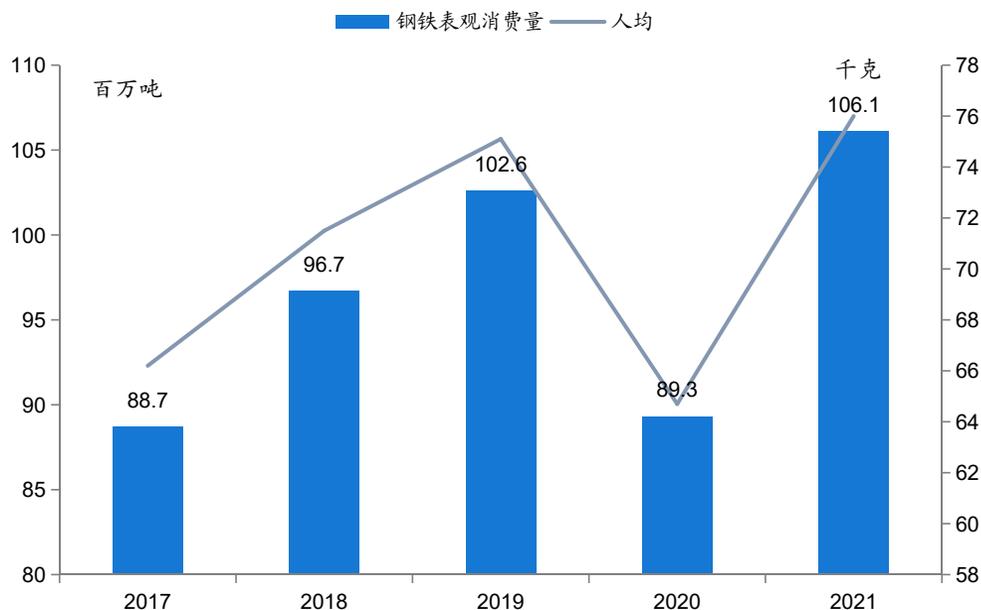
图表：过去十年印度电力部门耗煤量情况



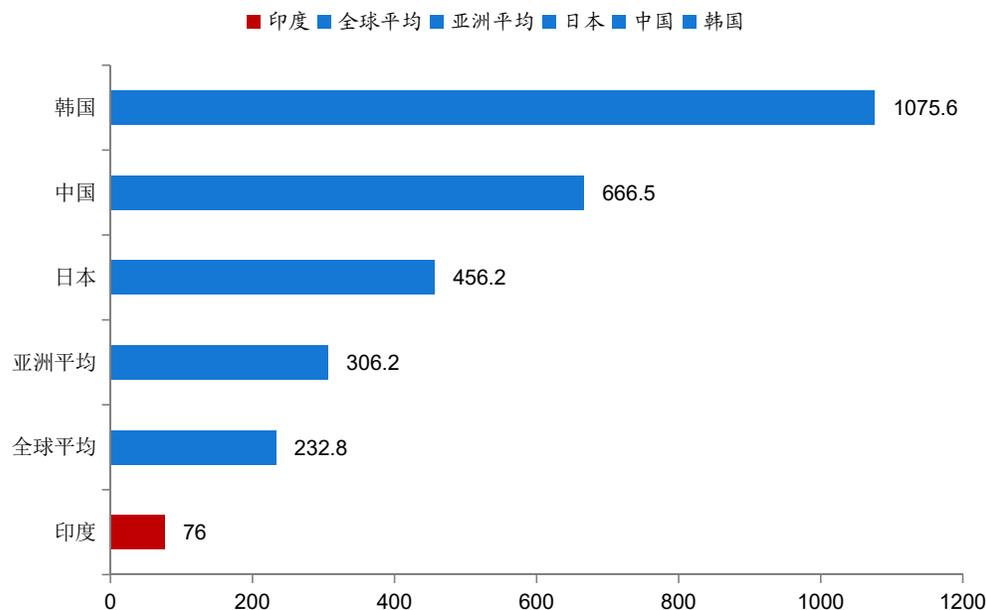
## 4.2.4、印度：高度重视制造业发展，但受基建水平拖累

- ◆ **印度高度重视发展制造业。**据India Today网信息，一方面，制造业是印度未来经济增长的重要潜力来源，同时当前印度多种产品高度依赖进口，包括重型机械、玩具和其他制造业商品，降低本国非必需品的进口依赖，也需要本国制造业的发力；另一方面，2020年疫情对以服务业为主体的印度经济造成重大打击，航空、酒店及旅游业等行业出现明显衰退，造就数以千万计的人出现失业，拯救就业强化了印度政府发展制造业的想法。在“印度制造”中就提及，实现印度自力更生的首要目标，就是将制造业在GDP的比重提升至25%，而当前只有14.9%（截至2023年6月）；
- ◆ **但当前基建水平不足以支撑制造业发展。**从钢材消耗角度看，虽然印度钢铁的表观消费量从2017年的0.89亿吨提升至2021年的1.06亿吨，但人均成品钢表观消费量仅为76千克（2021年数据），低于全球平均的232.8千克水平，在亚洲地区弱势更明显，仅为韩国的7.1%、中国的11.4%和日本的16.7%，发展基建显得更外重要。

图表：印度成品钢表观消费量情况



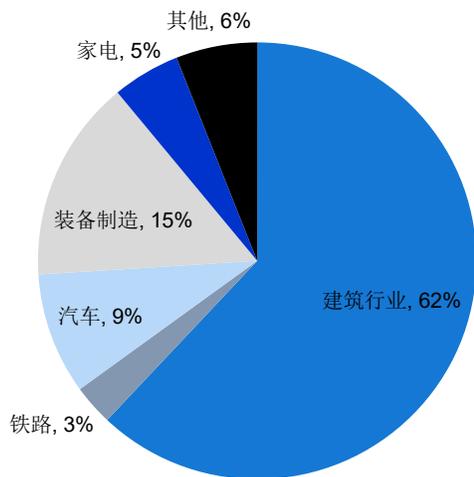
图表：2021年亚洲主要国家人均成品钢表观消费量（千克）



## 4.2.5、印度：预计2030财年粗钢产能达到3亿吨

- ◆ 印度加大基础设施建设支持力度。据新华丝路网信息，印度商工部部长戈亚尔2019年10月表示，在未来12年，印度将投资7000亿美元用于铁路建设。在公路建设上，印度交通运输部2019年曾指出，印度2020年的公路投资额将增加到3万亿卢比(约合420亿美元)。未来5年内，政府用于道路基础设施的总开支将达到17万亿卢比(约合2390亿美元)；
- ◆ 据《印度钢铁产业发展之路分析》指出，印度钢铁行业的下游主要是建筑行业，2021年的占比超过60%，若加上铁路部分需求，合计占比达到65%，预计上述规划基建项目将大幅刺激国内钢铁需求；
- ◆ 为匹配国内钢铁需求的增长，印度政府在《国家钢铁政策(2017)》中规划，计划到2030财年(截至2031年3月31日)，国内粗钢年产能提高至3亿吨，粗钢年产量达到2.55亿吨(平均值)，乐观情形下达到2.74亿吨。产能的提高每五年为一个阶段，第一阶段(2016年4月-2021年3月)增加粗钢产能2500万吨，第二阶段(2021年4月-2026年3月)再增加粗产能8900万，第三阶段(2026年4月-2031年3月)增加粗钢产能6400万吨。实际生产方面，粗钢产量从2018年的1.09亿吨提升至2022年的1.25亿吨，距离规划产量目标仍有巨大增长空间，预计2022-2030财年产量CAGR+9.4%(以平均值测算)。

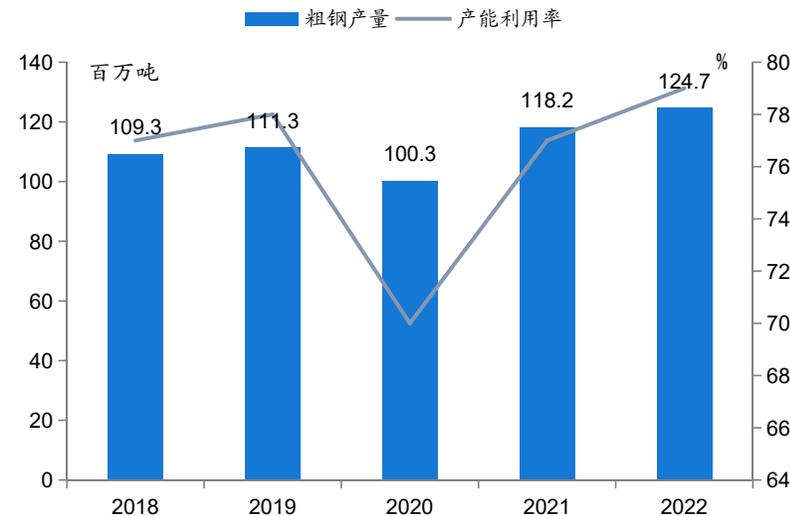
图表：2021财年印度钢铁行业下游需求占比



图表：预计印度2030财年粗钢产能达到3亿吨(百万吨)

	乐观情形	保守情形	平均值
粗钢产能	300	300	300
粗钢产量	274	235	255
生铁需求	25	21	23
人均钢材消费量	169	145	158

图表：印度近年粗钢产量整体呈现增长趋势



## 4.2.6、印度：强劲进口增量有望支撑海外焦煤价格

◆ **前提假设：** 1) 2020-2022财年煤炭需求为测算值，等于国内供应+进口； 2) 焦煤衡量口径为精煤（钢厂用）； 3) 不考虑印度国内库存变动；

◆ **重要假设：**

1) 假设未来印度经济发展仍保持韧性，前三年发电量增速维持+9%，未来放缓至+8%；同时，虽然新能源装机规模提升会挤兑火电发电占比，但预计实际建成时间会有所推迟，因此假设未来火电占比保持小幅下降；

2) 粗钢方面假设能在2030财年前后实现2.55亿吨产量规划目标；

3) 国内供应假设能在2030财年前后实现印度煤炭部制定15.5亿吨产量目标，但考虑到CIL当前资本开支主要集中在非煤领域，实际产能建设时间预计会有所推迟，由此我们放缓未来三年产量的增长速率；

4) 国内焦精煤洗出率维持在44%，未来焦原煤产量根据历史数据占比和未未来煤炭整体产量测算；

◆ **重要结论：**

1) 预计印度焦精煤进口量将从2022-23财年的5600万吨提升至2029-30财年的超过1.1亿吨，每年增量大约在700-900万吨之间；

2) 非炼焦煤方面，考虑印度国内产量不断释放，而需求也在持续增长，未来年度进口量预计可能在1.5-2.0亿吨之间，但也存在超预期增长的可能性，未来仍需关注印度国内产量增长计划的落实情况和需求实际表现。

图表：印度煤炭行业供需平衡表（百万吨）

	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27	2027-28	2028-29	2029-30
发电量（十亿度）	1381.9	1491.9	1624.5	1770.7	1930.0	2103.7	2272.0	2453.8	2650.1	2862.1
YOY	-0.5%	8.0%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
火电发电量（十亿度）	974.4	1201.6	1307.4	1416.5	1524.7	1640.9	1749.5	1864.9	1987.6	2118.0
YOY	-7.6%	23.3%	8.8%	8.3%	7.6%	7.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
火电占比	71%	81%	80%	80%	79%	78%	77%	76%	75%	74%

粗钢生产量	100.3	118.2	124.7	143.3	161.9	180.5	199.1	217.7	236.3	255.0
YOY	-10.0%	17.9%	5.5%	14.9%	13.0%	11.5%	10.3%	9.3%	8.5%	7.9%
焦精煤需求/粗钢产量	0.55	0.52	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49

国内煤炭需求*	926	981	1122	1220	1317	1420	1517	1620	1729	1844
YOY	0.0%	5.9%	14.4%	8.7%	7.9%	7.9%	6.8%	6.8%	6.7%	6.6%
焦精煤	56	62	61	70	79	88	98	107	116	125
YOY	7.3%	11.2%	-0.8%	14.5%	13.0%	11.5%	10.3%	9.3%	8.5%	7.9%
非焦煤+焦煤用于非钢领域	871	919	1061	1149	1237	1331	1420	1513	1613	1719
YOY	-0.5%	5.6%	15.4%	8.3%	7.6%	7.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%

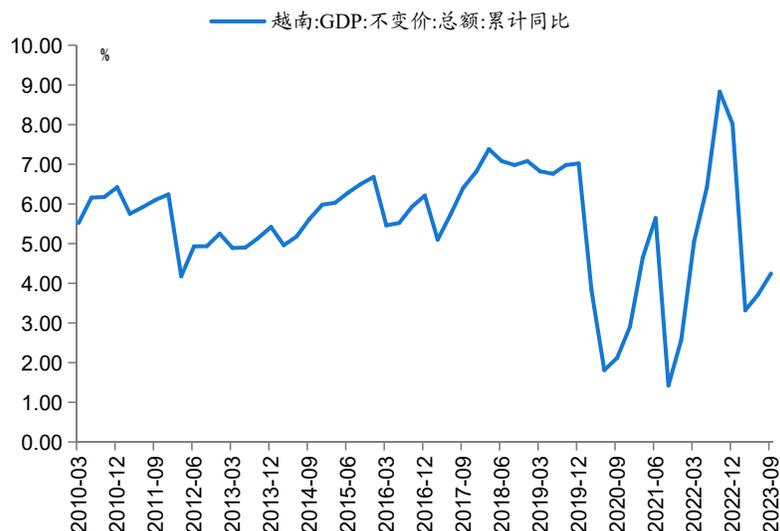
国内煤炭供应（原煤）	716	778	893	990	1,090	1,182	1,274	1,366	1,458	1,550
YOY	-2.0%	8.7%	14.8%	10.8%	10.1%	8.4%	7.8%	7.2%	6.7%	6.3%
CIL	596	623	703	780	840	898	956	1,014	1,072	1,130
YOY	-1.0%	4.4%	12.9%	10.9%	7.7%	6.9%	6.5%	6.1%	5.7%	5.4%
SCCL	51	65	67	70	80	84	88	92	96	100
其他	69	91	123	140	170	200	230	260	290	320
其中：										
焦煤原煤	45	52	61	67	74	80	87	93	99	105
钢厂消耗原煤	10	11	14	15	17	18	20	21	23	24
占比	22%	21%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
洗出率	46%	44%	38%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
焦精煤	4	5	5	7	8	8	9	9	10	11
非焦煤	671	727	832	923	1,016	1,102	1,187	1,273	1,359	1,445
非焦煤+焦煤用于非钢领域	706	767	879	975	1,073	1,164	1,254	1,345	1,435	1,526
焦煤占比	6.3%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%

煤炭进口	215	209	238	238	236	248	254	266	283	307
YOY	-13.4%	-3.0%	13.8%	0.3%	-0.9%	5.2%	2.4%	4.5%	6.6%	8.4%
焦精煤	51	57	56	63	72	80	89	97	106	114
YOY	-1.2%	11.6%	-1.9%	13.1%	13.3%	11.8%	10.6%	9.6%	8.7%	8.1%
非焦煤	164	152	182	175	164	168	165	168	177	193
YOY	-16.6%	-7.6%	19.9%	-3.8%	-6.1%	2.3%	-1.5%	1.9%	5.3%	8.6%

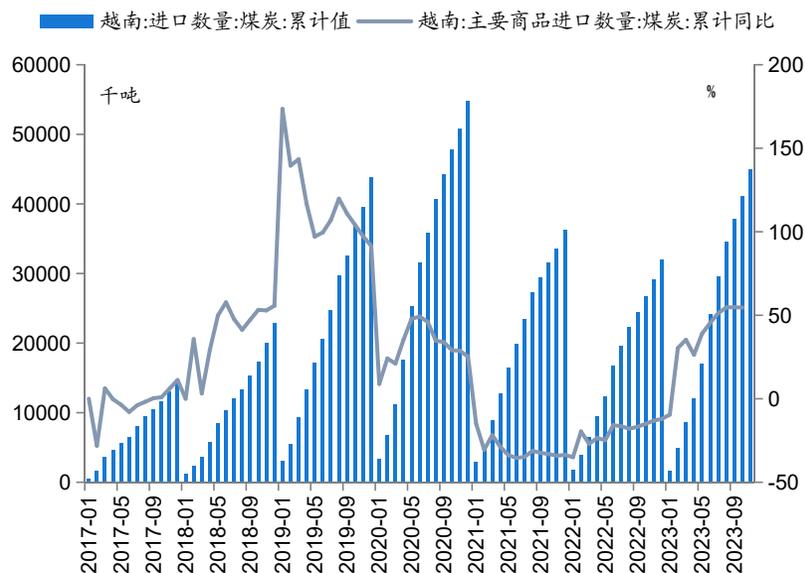
## 4.2.7、越南：东南亚地区另一重要需求增长点

- ◆ 受益于出口强劲、内需增长及外商投资增加等因素，2022年越南经济稳定增长，GDP首次突破4000亿美元，年内累计同比最高达到8.83%，2023年一季度受出口拖累，越南经济回落明显，2023Q1同比增速降至+3.3%，二季度开始逐步回升。据世界银行预测，未来越南随着进出口适度恢复以及私人投资的改善，经济将呈现恢复态势，预计2024年和2025年GDP增速分别缓慢恢复至+5.5%和+6.0%。
- ◆ 今年越南煤炭进口量大幅回升，2023年1-11月实现煤炭进口4497万吨，同比增长高达59.3%，是全球煤炭需求另一大重要支撑点。越南对煤炭进口的依赖程度也恢复至高位，2015年-2020年期间越南煤炭进口依赖度从4%快速提升至54%，2021年以后有所回落，2023年1-11月回升至50%，预计未来随着国内经济的恢复，越南煤炭进口量有望持续攀升。

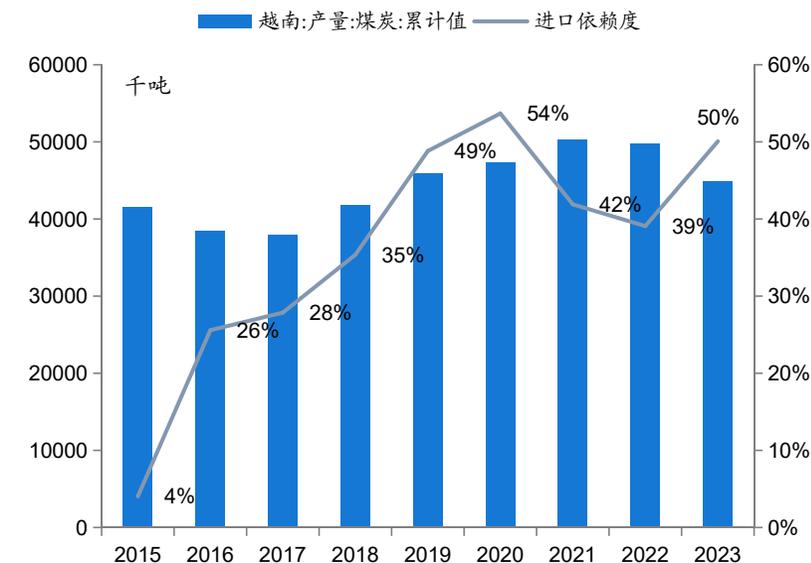
图表：越南GDP增长情况



图表：越南煤炭进口情况



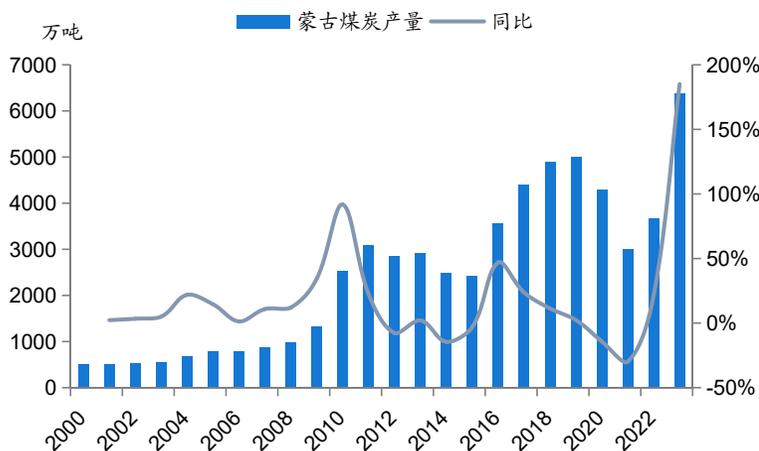
图表：越南高度依赖煤炭进口（2023年统计前11月）



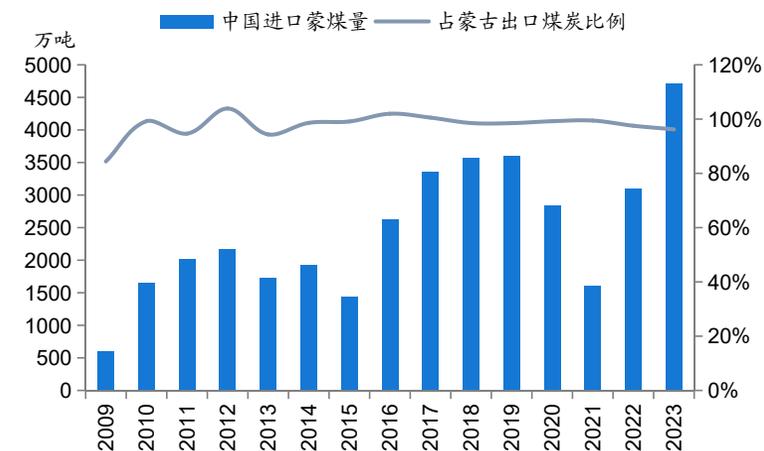
## 4.2.8、蒙古：出口我国以炼焦煤为主，对我国影响逐步提升

- ◆ 蒙古国煤炭产量受出口销售的影响较大。由于蒙古国基本没有大规模工业，煤炭开采及自我消化能力较低，煤炭主要用于出口。而蒙古是内陆国家，仅与我国和俄罗斯接壤，蒙煤几乎全部出口至我国，约占蒙古国出口总量的96%左右。
- ◆ 蒙古露天矿生产能力弹性较大，生产端受到制约不强，因此国内煤炭的生产销售情况主要受我国需求影响；
- ◆ 2020-2021年由于疫情影响，蒙煤进口通关受阻，蒙古国煤炭产量及出口都有明显下降。随着2022年疫情放开，产量和出口量均有明显提升，今年1-10月，蒙古国累计出口煤炭5440万吨，同比增加3125万吨（+135%）；
- ◆ 进口蒙煤中以炼焦煤为主，占比达到80%以上。蒙煤进口对我国影响逐步提升，当前进口量约占我国全部进口量的14%（2023前1-10月）。

图表：蒙古国煤炭产量



图表：蒙煤几乎全部出口至我国



图表：进口蒙煤以焦煤为主



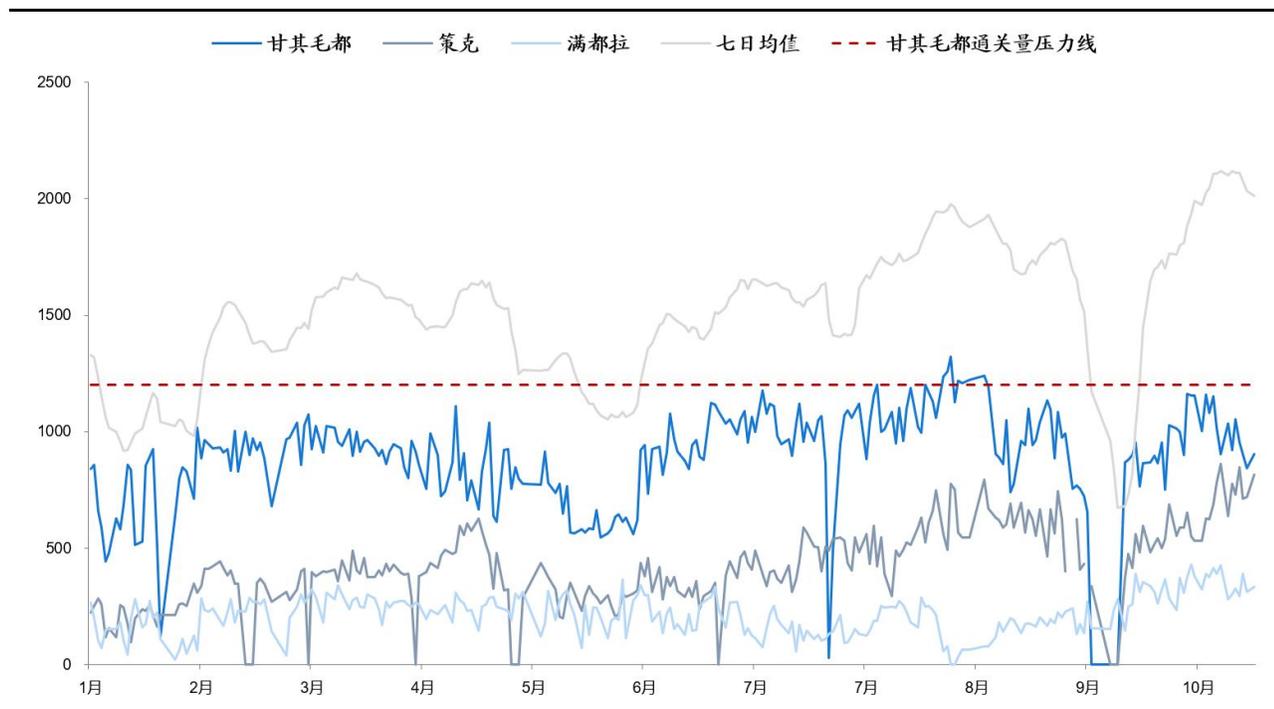
图表：蒙煤在我国煤炭进口中约占14%



## 4.2.9、蒙古：预计2024年蒙煤进口量在6000-7000万吨左右

- ◆ 从口岸实际通关量上看，甘其毛都口岸2023年日均通关车辆在890车，若剔除掉年初以及节假日的扰动后，日均通关量大数约在1000车，煤炭累计进口量大致在3343万吨（截至12月5日），可以看到当通车量达到1200车附近时，增长明显受到压制；策克口岸通车量下半年增长明显，但相对来说基数不高，影响相对较小。
- ◆ 我们认为当前进口通关能力是主要制约因素。未来进口增加主要通过甘其毛都口岸和策克口岸，具体增加的规模一方面取决于跨境铁路的建设进度，另一方面取决于国内需求情况。**短期进口量并不具备进一步大幅增加的能力，长期仍需观察甘其毛都跨境铁路（可新增3000万吨通关能力）建设的进展，以及策克口岸跨境铁路建成后带来的通关能力提升。**
- ◆ 随着拍卖交易的推行，蒙煤的交易市场化程度提升，我国进口蒙煤成本将较大提升，蒙煤比较优势缩小。若假设明年甘其毛都日均通车量能达到1200车（同比+20%），新增量大约在700万吨左右（假设2023年口岸实际进口量为3500万吨），**预计2024年蒙煤总体进口量在6000-7000万吨左右**，若仍按80%的焦煤比例计算，焦煤进口量将达到4800-5600万吨，动力煤进口量达到1200万吨-1400万吨。

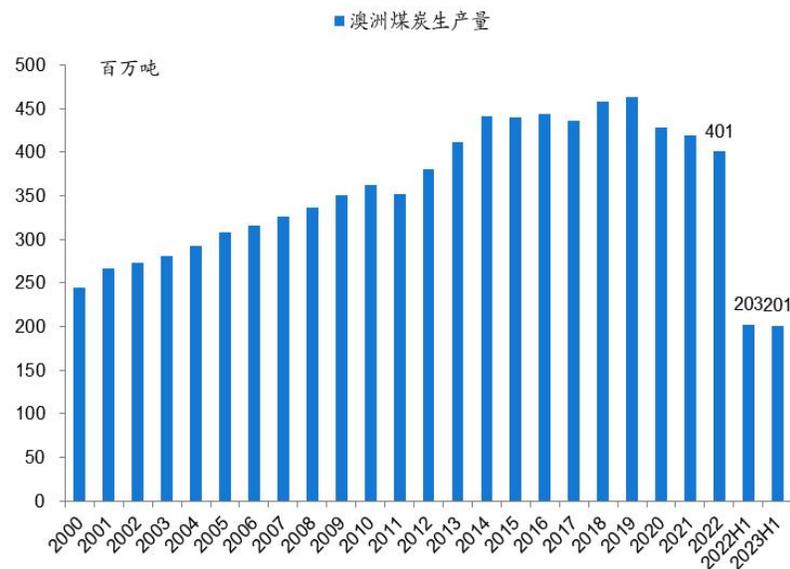
图表：蒙煤进口各口岸通关量（车）



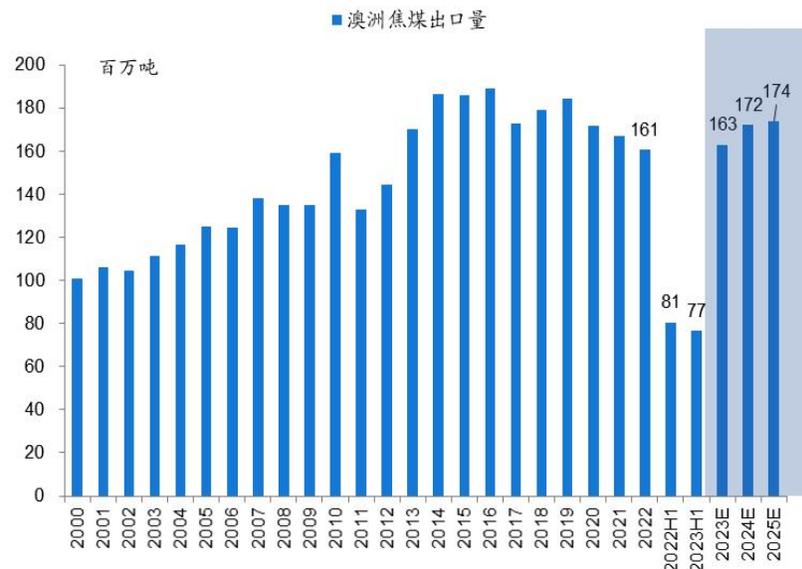
## 4.2.10、澳洲：预计2024年出口增速或将放缓

- 过去两年的强降雨天气影响了澳洲煤炭的生产，国内产量从2019年高位的4.6亿吨逐步下降至2022年4.0亿吨左右，这一现象持续到今年上半年，2023年上半年产量实现2.01亿吨，同比下降0.6%；
- 出口方面，据REQ预测，2023年出口量将到达3.59亿吨，同比+5.8%。但分化较为明显，炼焦煤出口持续下滑，2023年上半年出口下降至7700万吨，同比-5%，而动力煤出口在今年出现回升，实现出口9500万吨，同比+3.3%；
- 预计2024年澳洲煤炭出口增速放缓。**据REQ预测，考虑到澳洲国内可能存在的劳动力短缺现象，可能会限制煤矿生产，也会造成昆士兰州部分铁路运输问题，整体出口增长幅度有限，约增长1500万吨至3.74亿吨（+4.2%）。分煤种来看，2024年冶金煤出口增长900万吨至1.72亿吨（+5.5%），动力煤增长600万吨至2.02亿吨（+3.1%）。

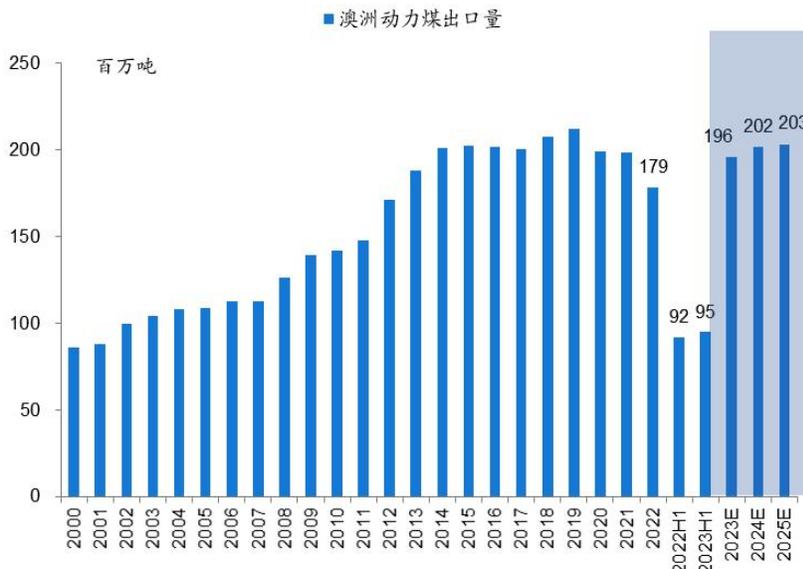
图表：澳洲煤炭生产情况



图表：澳洲焦煤出口情况



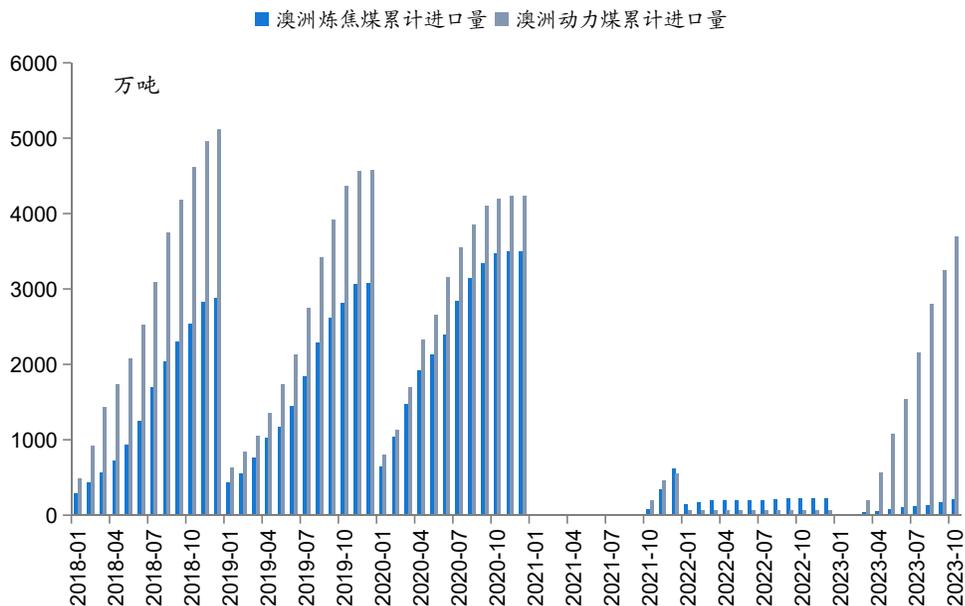
图表：澳洲动力煤出口情况



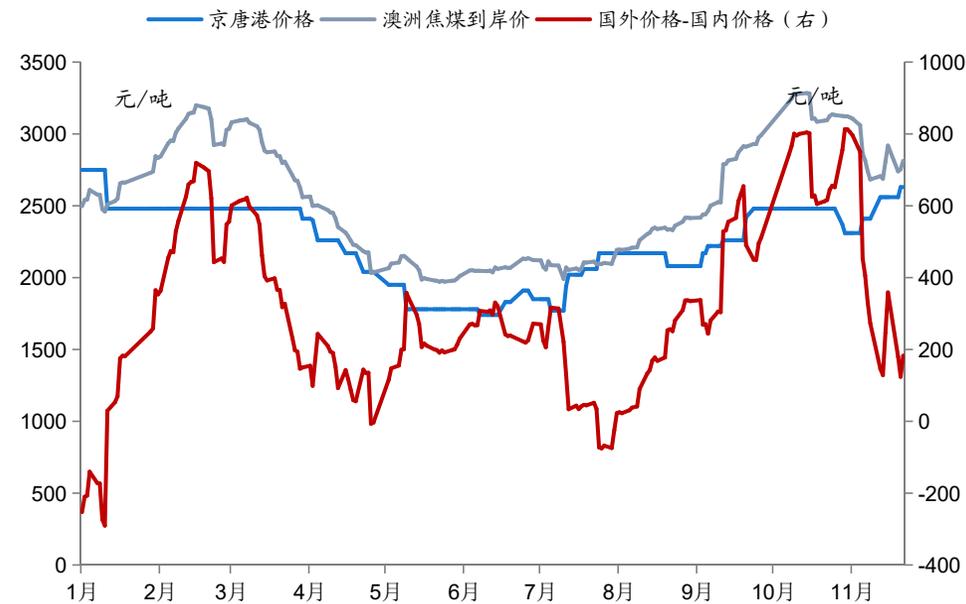
## 4.2.11、澳洲：出口我国数量在不同煤种间出现分化

- ◆ 在我国放开澳煤禁令后，澳洲动力煤出口我国数量快速恢复。而炼焦煤进口量却维持低位，主要原因有两点：（1）在2020年澳煤禁令生效后，我国焦煤进口格局已经逐渐转变至“蒙煤+俄煤”，而澳洲也转移至出口其他亚洲国家，格局已发生转变；（2）海内外价格价差倒挂仍然明显，年初以来，价差最高达到800元/吨，限制澳煤进口我国。
- ◆ **未来，预计2024年澳洲煤炭出口我国的数量将保持小幅增长，煤种间进口量分化现象或将延续。**考虑到国际贸易格局预计短期难改，海内外焦煤价格倒挂现象或将延续，澳洲焦煤进口难有价格优势，这将限制澳焦煤进口我国，而动力煤方面进口限制相对较小，到中国来仍有价格优势，预计将随澳洲出口总量同步小幅上涨，总体进口量维持小幅上涨态势。

图表：澳洲煤炭出口中国数量在不同煤种间出现分化



图表：2023年炼焦煤海内外倒挂明显



## 4.2.12、印尼、俄罗斯出口小幅回落，预计明年我国进口新增约1000万吨

- ◆ 印尼出口面临新一轮天气干扰，出口小幅回落。据REQ预测，新兴的厄尔尼诺现象给印尼运输带来新困难，干旱天气造成中、东加里曼丹地区较浅的气流和河流的运输中断。由于厄尔尼诺现象可能会持续3-4个季度，预计最长持续至2024年三季度，印尼的产出在短期内仍将受到轻微限制，出口预计也将小幅回落。
- ◆ 俄罗斯出口将小幅回落。俄罗斯为规避制裁将煤炭转移到其他市场的行为受到限制，表现在东行铁路（通往中国）仍然积压，动力煤出口由此受到限制，未来冶金用煤出口预计也将面临一些疲软，由此假设2024年出口量小幅回落。
- ◆ 综合来看，预计2023年我国煤炭进口量达到4.66亿吨，同比增长58.8%，预计2024年进口量增长接近1000万吨，至4.76亿吨左右，同比增长2.1%。

图表：我国2023-2025年煤炭进口量预测（万吨）

	2020	2021	2022	2023M1-10	2023E	2024E	2025E
澳大利亚	7808	1171	286	3944	5005	5215	5257
YOY		-85%	-76%		1650%	4.2%	0.8%
印度尼西亚	14099	19574	17065	18077	23038	22923	22831
YOY		39%	-13%		35%	-1%	0%
蒙古	2855	1644	3115	5405	5981	6998	8047
YOY		-42%	89%		92%	17%	15%
俄罗斯	3956	5699	6806	8720	10209	10035	9885
YOY		44%	19%		50%	-2%	-2%
其他国家	1689	4280	2060	2220	2348	2395	2443
YOY		153%	-52%		14%	2%	2%
合计进口量	<b>30407</b>	<b>32368</b>	<b>29332</b>	<b>38366</b>	<b>46581</b>	<b>47566</b>	<b>48463</b>
YOY		<b>6%</b>	<b>-9%</b>		<b>58.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>

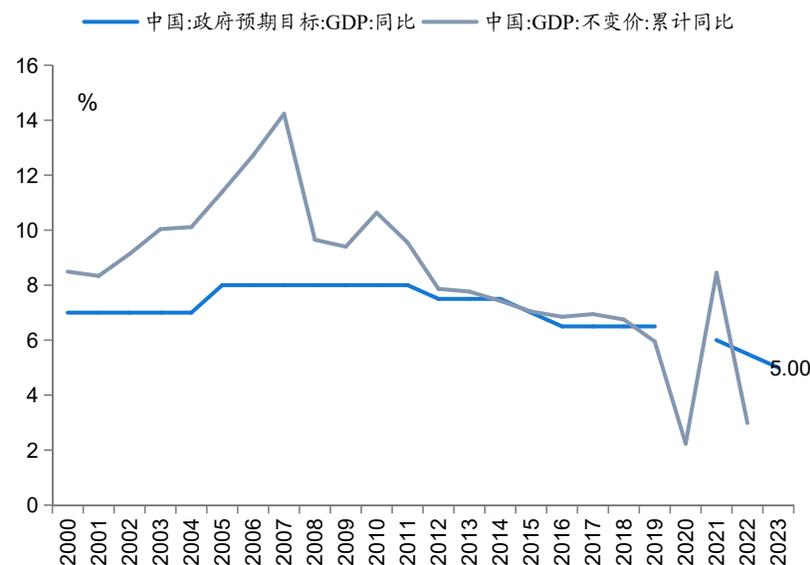
注：

- （1）2023年进口数量预测主要参考前十月实际数值；
- （2）2024年预测数值，除蒙煤以及“其他国家”进口数量由国海证券预测，其余增速预测来自REQ，此处不考虑全球贸易结构变化；
- （3）其他国家主要为加拿大、美国、南非以及菲律宾等国家。

## 4.3.1、预计2024年全社会用电量增速达到5.3%左右

- ◆ 展望2024年，中国的消费和服务业仍可以延续疫情后的复苏趋势，出口也将边际改善，财政政策温和扩张有助于提振整体经济增长，基建投资仍将保持增长，但增速或将有所放缓，预计2024GDP增速在+4.4%左右。而OECD、世界银行、亚开行以及IMF预测2024年GDP实际增长率分别为+4.7%、+4.6%、+4.5%以及4.2%，平均值在4.5%。
- ◆ 考虑到2021-2023年（1-10月）电力消费弹性维持在1.12-1.22水平区间内，平均值在1.18，由此推测2024年全社会用电量增速约在5.3%（以各机构GDP预测平均值计算）。

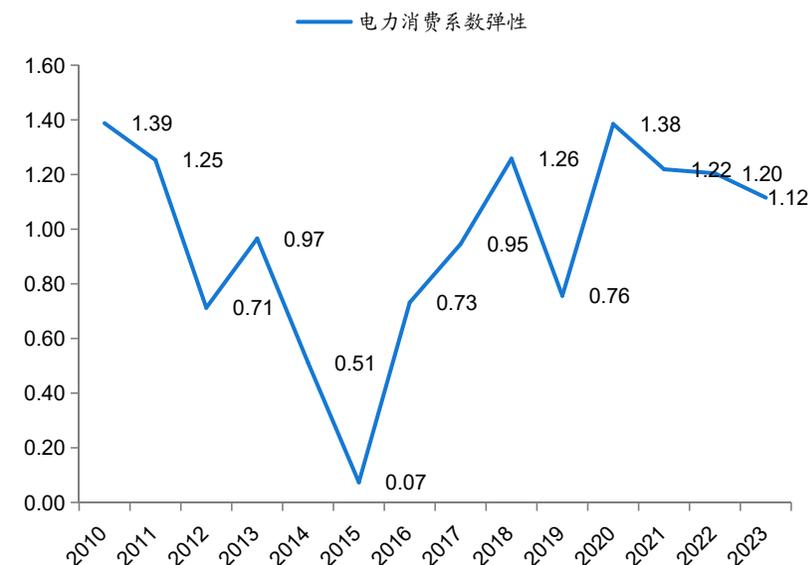
图表：政府预期GDP目标与实际同比情况



图表：各机构对中国经济实际增长率的预测 (%)

	2023E	2024E	2025E
OECD	5.16	4.70	4.24
世界银行	5.60	4.60	4.40
亚开行	4.90	4.50	-
IMF	5.01	4.16	4.12
平均值	<b>5.17</b>	<b>4.49</b>	<b>4.25</b>

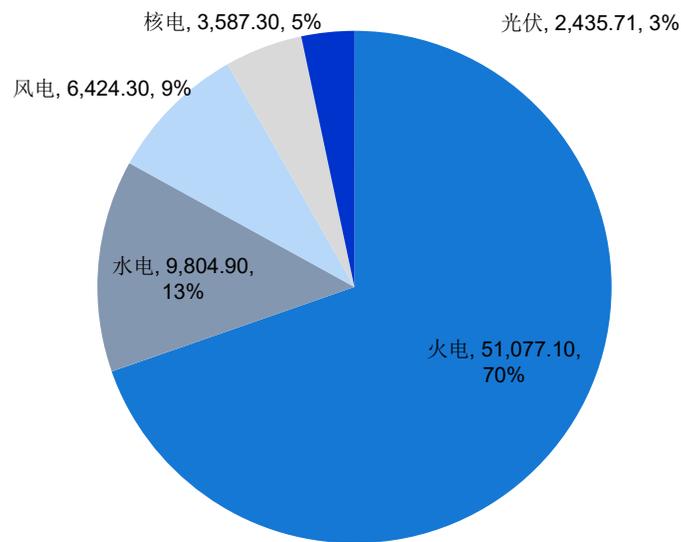
图表：近年来电力消费弹性维持在1.1-1.2水平



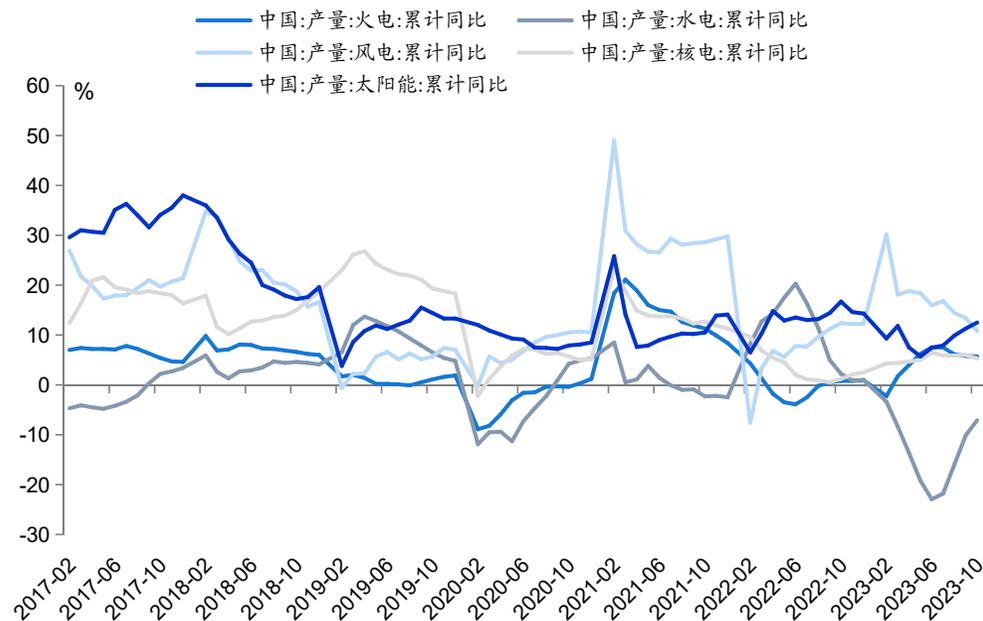
## 4.3.2、预计2024年火电发电量增速约为3%左右

- ◆ 2020年以来，我国发电结构相对稳定，火电发电仍是主体地位，占比约在70%左右，水电受天气影响明显，发电增速呈现高波动性；而绿电方面，风电、光伏发电规模始终保持较高增速水平，多数时间增速维持在10-20%区间内。
- ◆ 若假设2024年风电、光伏等绿电增速维持在10%-20%，结合15%的占比，预计对总发电量增速的贡献约在2%-3%，而水电具备高波动性，占比不到15%，假设2024年水电发电量同比增长5%-10%，预计对总发电量增速的贡献在1%左右，则剩余约2%的增速或由火电贡献。当前火电70%占比，因此综合来看，预计2024年火电发电量增速约在3%左右。

图表：我国发电结构（亿千瓦时、%，统计区间为2023M1-10）



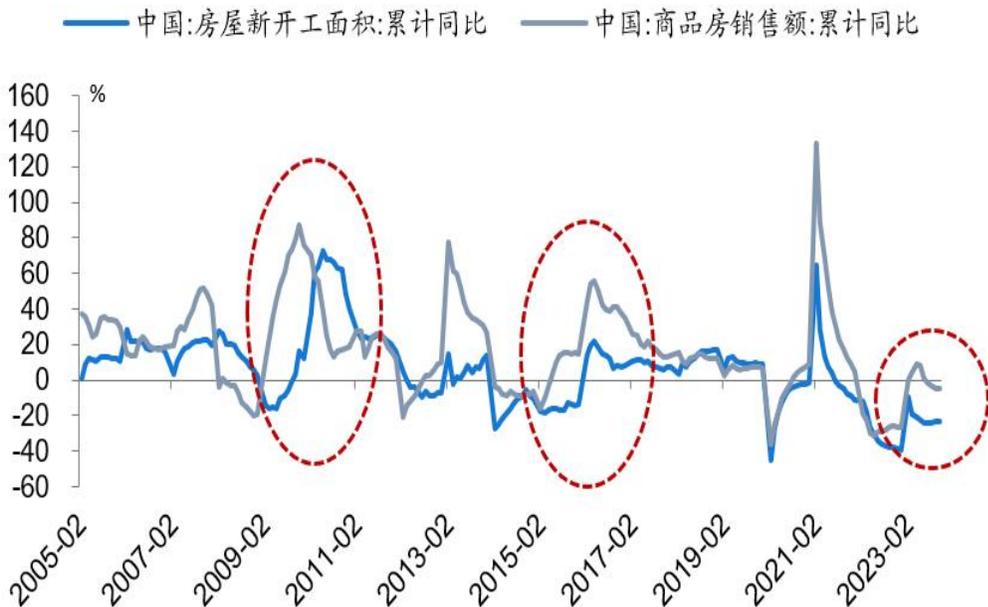
图表：我国发电分类型累计同比情况



### 4.3.3、地产对钢铁需求的拖累效应有望减缓

- ◆ 历史来看，商品房销售额的变动一般领先于新开工面积，而在2020年以后，两者变动趋于同步。各地区、各部门坚持“房住不炒”、因城施策，支持刚性和改善性合理住房需求，积极做好保交楼、保民生、保稳定工作，2023年一季度前期积压的购房需求集中释放，带动房地产市场有所改善。2023年1-10月，我国商品房销售额累计同比-4.9%，房屋新开工面积累计同比为-23.2%。
- ◆ 从实际投资上看，土地购置费、房地产开发投资额累计同比下滑幅度减缓，出现企稳迹象，预计明年新开工面积累计同比降幅或将收窄，对钢铁需求的拖累效应也将有所减弱。

图表：我国新开工、销售面积情况



图表：我国土地购置费、房地产开发投资额情况



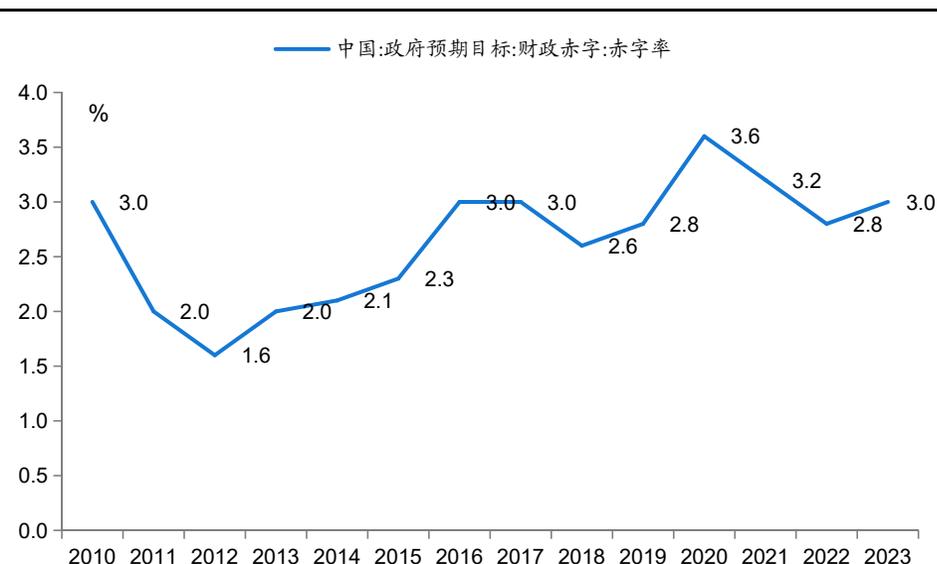
## 4.3.4、财政释放积极信号，利好基建投资

- ◆ **今年以来我国出台多项关于城中村改造政策**，提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，国务院副总理何立峰指出，积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。
- ◆ 10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年**四季度增发2023年国债1万亿元**，主要用于支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力，其中，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。2023年全国财政赤字由38800亿元提高至48800亿元，**预计财政赤字率由3%提高到3.8%**。
- ◆ **赤字率破“3%”是一种积极信号**。“3%”一直被欧盟等经济体视为衡量一国财政风险的警戒线之一，这个规则源自马斯特里赫特条约，我国财政赤字率和政府负债率在世界主要经济体中相对较低，目标赤字率自2010年以来仅2020/2021年两年超过3%，此次3.8%也是历史新高，财政方面释放出积极信号，有利于推动稳投资、稳增长，增强地方财力。

图表：今年以来城中村改造相关政策梳理

日期	会议	主要内容
2023年4月	中共中央政治局会议	因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023年7月	国务院常务会议	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。
2023年7月	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。

图表：我国赤字率历史情况



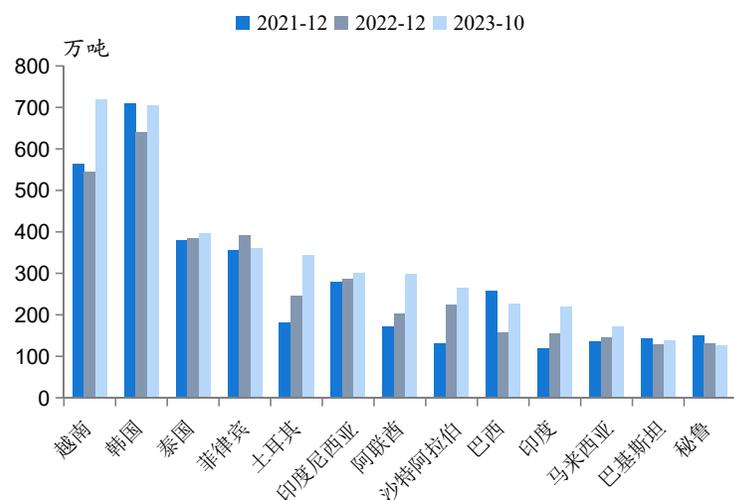
## 4.3.5、多行业同步出台稳增长工作方案，制造业增速有支撑

行业	政策文件	政策目标
钢铁	钢铁行业稳增长工作方案	2023年，钢铁行业供需保持动态平衡，全行业固定资产投资保持稳定增长，经济效益显著提升，行业研发投入力争达到1.5%，工业增加值增长3.5%左右；2024年，行业发展环境、产业结构进一步优化，高端化、智能化、绿色化水平不断提升，工业增加值增长4%以上。
有色金属	有色金属行业稳增长工作方案	2023—2024年，有色金属行业稳增长的主要目标是：铜、铝等主要产品产量保持平稳增长，十种有色金属产量年均增长5%左右，铜、锂等国内资源开发取得积极进展，有色金属深加工产品供给质量进一步提升，供需基本实现动态平衡。营业收入保持增长，固定资产投资持续增长，贸易结构持续优化，绿色化智能化改造升级加快，铜、铅等冶炼品单位能耗年均下降2%以上。力争2023年有色金属工业增加值同比增长5.5%左右，2024年增长5.5%以上。
石化化工	石化化工行业稳增长工作方案	2023—2024年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速5%左右。2024年，石化化工行业（不含油气开采）主营业务收入达15万亿元，乙烯产量超过5000万吨，化肥产量（折纯量）稳定在5500万吨左右。
建材	建材行业稳增长工作方案	2023—2024年，建材行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，2023年和2024年，力争工业增加值增速分别为3.5%、4%左右。绿色建材、矿物功能材料、无机非金属新材料等规上企业营业收入年均增长10%以上，主要行业关键工序数控化率达到65%以上，水泥、玻璃、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比超过15%，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。
机械	机械行业稳增长工作方案（2023-2024年）	2023—2024年，机械行业运行保持平稳向好态势，重点产业链供应链韧性和安全水平持续提升，产业发展质量效益不断增强。具体目标有：力争营业收入平均增速达到3%以上，到2024年达到8.1万亿元；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升；产业集群建设不断推进，培育一批具有竞争力的中小企业特色集群和10个左右千亿级具有国际竞争力的产业集群。
汽车	汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）	2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%，其中新能源汽车销量900万辆左右，同比增长约30%；汽车制造业增加值同比增长5%左右。2024年，汽车行业运行保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。
电力装备	电力装备行业稳增长工作方案（2023-2024年）	发挥电力装备行业带动作用，同时考虑目标可实现性，通过实施一系列工作举措，稳定电力装备行业增长，力争2023-2024年电力装备行业主营业务收入年均增速达9%以上，工业增加值年均增速9%左右。
轻工业	轻工业稳增长工作方案（2023—2024年）	2023—2024年轻工业增加值平均增速4%左右，规上企业营业收入规模突破25万亿元。重点行业规模稳中有升，主要产品国际市场份额保持稳定。新增长点快速发展，推广300项以上升级和创新产品，轻工百强企业竞争力进一步增强，培育升级50个规模300亿元以上轻工特色产业集群。轻工业在扩内需、促消费中的作用更加凸显，高端化、数字化、绿色化发展稳步推进，“增品种、提品质、创品牌”成效扩大，产业发展质量效益不断提升。
电子信息制造业	电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案	2023—2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速5%左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破24万亿元。2024年，我国手机市场5G手机出货量占比超过85%，75英寸及以上彩色电视机市场份额超过25%，太阳能电池产量超过450吉瓦，高端产品供给能力进一步提升，新增长点不断涌现；产业结构持续优化，产业集群建设不断推进，形成上下游贯通发展、协同互促的良好局面。

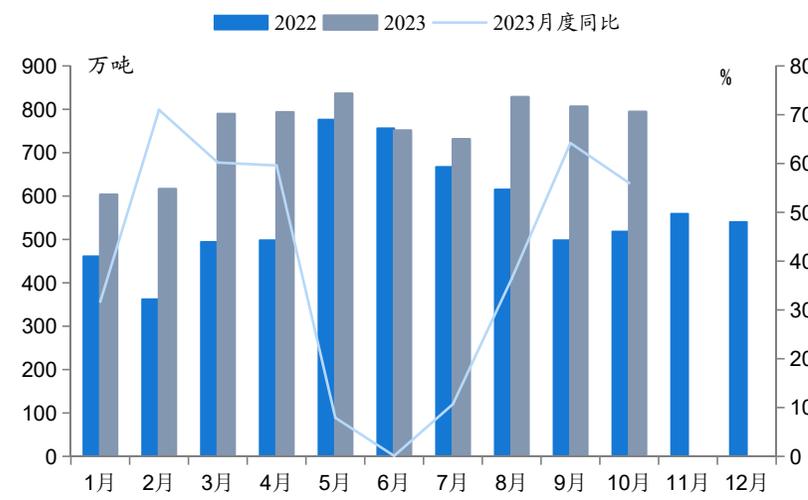
## 4.3.6、钢材出口强劲有望维持

- ◆ 越南、韩国是我国钢材出口的主要去向国，今年以来我国钢材出口强劲，主要增量在越南、韩国、土耳其、阿联酋、巴西以及印度等国，出口越南、韩国的钢材数量增长至700万吨左右。
- ◆ 钢材出口增长原因：（1）欧盟是世界主要产钢地区之一，2023年M1-10产量同比下滑8.8%，其中土耳其因通胀推升原材料成本，进而出现减产；（2）近年来以越南、泰国等为代表的东南亚国家钢铁行业发展迅猛（劳动力成本优势，吸引全球化大型钢厂转移到当地）；（3）国内钢材出口存在价格优势，截至12月1日，中国出口热轧板FOB价格为565美元/吨，低于印度出口FOB价（648美元/吨）以及土耳其出口FOB（650美元/吨），下半年人民币出现贬值后，优势更加明显。
- ◆ 当前越南政府以铁路、高速公路等基础设施建设，作为2021-2030年发展的首要目标，预计未来东南亚钢材需求增长仍有望保持，得益于海内外焦煤价格倒挂，国内钢材价格优势延续，出口强劲有望维持。
- ◆ 综合来看，地产对钢铁需求的拖累效应有望减缓，财政政策不断出台，制造业发展强劲，出口维持高位，预计2024年生铁产量仍将小幅增长。

图表：越南、韩国为我国钢材主要出口国家



图表：欧盟地区今年粗钢产量下滑明显



## 4.3.7、煤化工行业持续发展，用煤量仍具提升空间

- ◆ 据《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》指出，“十四五”时期是现代煤化工高质量发展的关键阶段，提出到“十四五”末，**建成煤制气产能150亿立方米，煤制油产能1200万吨，煤制烯烃产能1500万吨，煤制乙二醇产能800万吨，同时提出建设千万吨级低阶煤分质分级利用示范项目，建成3000万吨长焰煤热解分质分级清洁利用产能规模；**
- ◆ 近年来，在政策扶持下，我国在煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇等方面取得重要进展，截至2022年底，我国建成煤制油产能931万吨、煤制气产能61.25亿立方米、煤制烯烃产能1672万吨、煤制乙二醇产能1155万吨。
- ◆ 资本开支方面，自疫情后化工行业固定资产投资完成额快速恢复，2021年以来增速整体维持在10-20%区间内，2023年1-10月累计同比达到13.4%，预计煤化工用煤或将持续增长。

图表：“十四五”煤化工相关产能梳理及未来规划

具体项目	单位	2020年	2021年	2022年	2025年规划
煤制油	万吨/年	931	931	931	1200
煤（甲醇）制烯烃	万吨/年		1672	1672	1500
煤制乙二醇	万吨/年	489	675	1155	800
煤制气	亿立方米/年	51.05	61.25	61.25	150
长焰煤热解分质分级清洁利用	万吨/年	-	-	-	3000

图表：化工行业资本开支仍维持高位



## 4.3.8、供需平衡表

预测重要假设：

图表：煤炭行业供需平衡表

(1) 未来产业结构转型，经济增长背景下的电力需求持续增长：

预计2023年火电发电量增速为+5.5%，2024年保持+3.0%，度电煤耗分别为438g/kwh、437g/kwh；

(2) 地产稳增长政策不断出台，制造业发展强劲，基建投资继续发力：

预计2023年生铁产量同比增长为2.5%，2024年同比增长1.5%，吨生铁耗煤分别为0.79、0.79吨/吨；

预计2023年水泥产量同比-1%，2024年同比增长持平，2023、2024年吨水泥耗煤分别为0.16、0.16吨/吨；

(3) 政策支持鼓励高端煤化工项目发展，化工用煤需求具备增长的潜力：

预计化工耗煤每年增加1500万吨，2023、2024年化工耗煤量同比分别增长4.5%、4.3%；

(4) 预计其他行业耗煤总量每年降低500万吨。

(5) 预计国内原煤产量2023、2024年分别增长1.0%、1.0%；商品煤洗出率2023、2024年分别为94%、94%。

(6) 预计进口量2023、2024年分别增长58%、2.4%；出口量分别增长0%、0%。

据供需平衡表测算，预计2024年供需关系趋紧，存在小幅供应缺口。预计2024年动力煤价格将呈现窄幅波动态势，价格中枢预计在900-1000元/吨区间，焦煤价格中枢看涨，国内港口主焦煤均价预计在2500元/吨以上。

名称	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
煤炭总消费量(万吨)	397,000	402,297	418,277	421,093	436,346	445,283	454,426
火电发电量(亿千瓦时)	51,654	52,274	56,665	58,365	61,575	63,422	65,325
增速	1.9%	1.2%	8.4%	3.0%	5.5%	3.0%	3.0%
度电耗煤(g/kwh)	443	442	441	439	438	437	435
火电耗煤(万吨)	229,000	231,053	249,710	256,429	269,722	276,980	284,433
火电耗煤占比	58%	57%	60%	61%	62%	62%	63%
生铁产量(万吨)	80,937	84,417	80,787	80,141	82,145	83,377	84,627
增速	5.3%	4.3%	-4.3%	-0.8%	2.5%	1.5%	1.5%
吨生铁耗煤(吨/吨)	0.80	0.80	0.80	0.80	0.79	0.79	0.79
生铁耗煤(万吨)	65,000	67,592	64,491	63,783	65,182	65,961	66,750
生铁耗煤占比	16%	17%	15%	15%	15%	15%	15%
水泥产量(万吨)	233,036	236,765	233,923	208,660	206,573	206,573	206,573
增速	6.10%	1.60%	-1.20%	-10.80%	-1.0%	0.0%	0.0%
吨水泥耗煤(建材全口径,吨/吨)	0.16	0.16	0.16	0.16	0.161	0.161	0.160
建材行业耗煤(万吨)	38,000	38,492	37,916	33,720	33,282	33,183	33,083
建材行业耗煤占比	10%	10%	9%	8%	8%	7%	7%
化工耗煤(万吨)	30,000	30,660	32,160	33,660	35,160	36,660	38,160
增速		2.20%	4.89%	4.66%	4.5%	4.3%	4.1%
化工耗煤占比	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
四大行业耗煤总量(万吨)	362,000	367,797	384,277	387,593	403,346	412,783	422,426
四大行业耗煤占比	91%	91%	92%	92%	92%	93%	93%
其他行业耗煤(万吨)	35,000	34,500	34,000	33,500	33,000	32,500	32,000
增速		-1.4%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
国内煤炭消费量(万吨)	397,000	402,297	418,277	421,093	436,346	445,283	454,426
增速		1.3%	4.0%	0.7%	3.6%	2.0%	2.1%
国内原煤产量(万吨)	385,000	390,000	413,000	423,325	427,558	431,834	436,152
增速		1.3%	5.9%	2.5%	1.0%	1.0%	1.0%
国内商品煤产量(万吨)	367,290	368,550	388,220	397,926	399,767	403,765	407,802
增速		0.3%	5.3%	2.5%	0.5%	1.0%	1.0%
进口量(万吨)	29,967	30,400	32,322	25,857	40,855	41,855	42,855
增速		1.4%	6.3%	-20.0%	58.0%	2.4%	2.4%
出口量(万吨)	603	319	260	400	400	400	400
增速		-47.1%	-18.5%	53.8%	0.0%	0.0%	0.0%
总供给-总需求(万吨)	-346	-3,666	2,004	2,290	3,876	-64	-4,169

1

**行情复盘：高业绩与高股息标的涨幅居前**

2

**复盘动力煤：进口冲击，先抑后扬，波动收窄**

3

**复盘炼焦煤：供给主导，预期影响贯穿全年**

4

**2024年展望：供需紧平衡，煤价依然乐观，板块有望延续高盈利与高股息**

5

**投资建议及风险提示**

### ◆ 投资建议与行业评级：

- 在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新发电机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头；纵观全球，国内钢铁生产成本具有较强优势，生铁产量仍有望实现正增长；油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求或将持续提升。开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。未来若干年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，建议淡化煤价阶段性波动，把握煤炭板块价值属性，**维持行业“推荐”评级。**

### ◆ 关注标的：

- 1、高分红高股息标的。资产质量高，分红比例高，现金奶牛类公司：中国神华、陕西煤业、山煤国际、潞安环能等；
- 2、冶金煤标的。看好2024年焦煤价格表现，推荐优质冶金煤公司：潞安环能、淮北矿业、山西焦煤、平煤股份等；
- 3、动力煤稳健标的。长协比例高、盈利稳健型公司：中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源等；
- 4、动力煤弹性标的。（1）定价机制灵活类，海外及新疆地区动力煤市场化，业绩具备较大弹性，受益公司：兖矿能源、广汇能源等；（2）产能增长类，产能内生增长类公司：广汇能源等，集团资产注入预期类公司：晋控煤业等；（3）新能源转型类，绿电转型的：电投能源、兖矿能源、靖远煤电、中国神华、中煤能源等；储能电池转型受益标的：华阳股份；氢能转型的：美锦能源、兖矿能源、广汇能源等。

## 5.2、煤炭上市公司净货币资金与市值比

代码	名称	净货币资金	总市值2	净货币资金/总市值	PB
601001.SH	晋控煤业	103	213	0.49	1.32
601699.SH	潞安环能	260	675	0.39	1.39
600971.SH	恒源煤电	50	135	0.37	1.10
601225.SH	陕西煤业	443	2,012	0.22	2.33
601088.SH	中国神华	1,076	6,288	0.17	1.58
600508.SH	上海能源	18	101	0.17	0.78
601898.SH	中煤能源	161	1,329	0.12	0.93
600997.SH	开滦股份	16	125	0.13	0.88
000983.SZ	山西焦煤	66	568	0.12	1.53
600121.SH	郑州煤电	6	47	0.13	3.03
000552.SZ	甘肃能化	18	163	0.11	1.02
600925.SH	苏能股份	16	377	0.04	2.43
600546.SH	山煤国际	13	351	0.04	2.25
600725.SH	云维股份	1	35	0.03	9.85
000723.SZ	美锦能源	0	280	0.00	1.93
600985.SH	淮北矿业	-14	424	-0.03	1.16
600403.SH	大有能源	-10	93	-0.10	1.28
600348.SH	华阳股份	-32	359	-0.09	1.29
600575.SH	淮河能源	-11	93	-0.12	0.85
600123.SH	兰花科创	-21	166	-0.13	1.01
002128.SZ	电投能源	-47	326	-0.15	1.08
600989.SH	宝丰能源	-192	1,062	-0.18	2.89
601011.SH	宝泰隆	-14	66	-0.21	0.86
000937.SZ	冀中能源	-50	258	-0.19	1.19
601666.SH	平煤股份	-58	272	-0.21	1.22
601015.SH	陕西黑猫	-21	90	-0.23	1.15
600408.SH	安泰集团	-8	25	-0.33	1.18
601101.SH	昊华能源	-28	93	-0.30	0.83
600792.SH	云煤能源	-16	46	-0.36	1.34
600758.SH	辽宁能源	-18	48	-0.37	0.87
600256.SH	广汇能源	-179	467	-0.38	1.62
600740.SH	山西焦化	-57	129	-0.44	0.85
603113.SH	金能科技	-31	68	-0.45	0.81
600395.SH	盘江股份	-62	134	-0.46	1.13
600188.SH	兖矿能源	-679	1,525	-0.45	2.92
001286.SZ	陕西能源	-176	314	-0.56	1.36
600157.SH	永泰能源	-222	298	-0.75	0.65
601918.SH	新集能源	-108	140	-0.77	1.05
600397.SH	安源煤业	-31	30	-1.03	5.10

◆ 2016年供给侧结构性改革以来，煤炭企业在持续修复资产负债表，当前重点企业净货币资金与市值比例达到较高范畴。

◆ 备注：

- (1) 净货币资金=货币资金-有息负债；
- (2) 净货币资金为2023年三季度末数据，总市值及PB日期为2023年12月27日；
- (3) 表中净货币资金、总市值单位均为亿元。

## 5.3、越来越多的煤炭上市公司选择提高分红比例承诺

证券简称	2022年分红率	承诺期	分红承诺
山煤国际	63.9%	2024-2026	各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%。
兖矿能源	69.3%	2023-2025	各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约百分之六十，且每股现金股利不低于人民币0.5元。
中国神华	72.8%	2022-2024	每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的60%
陕西煤业	60.2%	2022-2024	各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%。
平煤股份	35.2%	2023-2025	每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的60%。
广汇能源	45.8%	2022-2024	连续三年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的90%，且每年实际分配现金红利不低于0.70元/股（含税）
冀中能源	79.3%	2023-2025	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的35%
潞安环能	60.2%	公司章程	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%。
恒源煤电	47.8%	公司章程	连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的百分之三十
山西焦煤	63.5%	2021-2023	以现金方式累计分配的利润应不少于该三年实现的年均可分配利润的百分之三十
开滦股份	49.7%	2023-2025	每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于公司股东净利润的百分之三十
淮北矿业	37.2%	2022-2024	每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的30%
昊华能源	36.4%	公司章程	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的30%。
兰花科创	35.4%	2023-2025	每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于公司股东净利润的30%
上海能源	30.3%	公司章程	最近三年以现金方式累计分配的利润不得少于最近三年实现的年均可分配利润的30%
中煤能源	30.0%	公司章程	每年以现金方式分配的利润不少于合并报表口径归属于上市公司股东的当年可供分配利润（以中国企业会计准则和国际财务报告准则下的金额孰低者为准）的20%。
华阳股份	30.0%	2021-2023	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%
晋控煤业	34.6%	公司章程	每年以现金方式分配的利润不低于公司最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十
电投能源	28.1%	2022-2024	连续三年以现金方式累计分配的利润不少于连续三年实现的年均可分配利润的百分之三十
盘江股份	40.1%	公司章程	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的10%。公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
甘肃能化	20.4%	2022-2024	以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%
新集能源	13.8%	公司章程	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。
永泰能源	/	2023-2025	现金红利总额不少于当年归属于上市公司股东的净利润的30%。
云煤能源	/	2022-2024	每年以现金方式分配的利润不少于每年实现可分配利润的百分之十，三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的百分之三十

## 5.4、煤炭上市公司具备高分红、高股息特征

证券代码	证券简称	总市值	盈利预测			PE			PB	2022年	2023E
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		分红率	股息率
000937.SZ	冀中能源	251	45	45.3	40.1	5.62	5.53	6.26	1.16	79.3%	14.33%
600546.SH	山煤国际	343	70	55	57	4.92	6.20	6.04	2.20	63.9%	10.31%
600188.SH	兖矿能源	1488	308	211	230	4.83	7.06	6.46	2.85	69.3%	9.81%
601699.SH	潞安环能	649	142	96	101	4.58	6.76	6.40	1.33	60.2%	8.90%
600971.SH	恒源煤电	132	25	22.9	24.8	5.25	5.77	5.31	1.07	47.8%	8.28%
000983.SZ	山西焦煤	552	107	71	74	5.15	7.82	7.43	1.49	63.5%	8.13%
601088.SH	中国神华	6203	696	630	657	8.91	9.85	9.44	1.56	72.8%	7.39%
600256.SH	广汇能源	470	113	71	89	4.15	6.61	5.26	1.63	45.8%	6.94%
600997.SH	开滦股份	121	19	16.8	17.1	6.54	7.20	7.08	0.85	49.7%	6.91%
601225.SH	陕西煤业	1992	351	222	248	5.67	8.99	8.04	2.31	60.2%	6.70%
600985.SH	淮北矿业	405	70	66	70	5.77	6.16	5.77	1.11	37.2%	6.03%
601101.SH	昊华能源	91	13	14.3	15.1	6.79	6.38	6.03	0.81	36.4%	5.71%
600508.SH	上海能源	100	17	18.1	21.8	5.77	5.53	4.61	0.77	30.3%	5.48%
601666.SH	平煤股份	263	57	38	41	4.60	6.93	6.39	1.18	35.2%	5.08%
600123.SH	兰花科创	162	32	23	25	5.01	7.11	6.41	0.99	35.4%	4.99%
601001.SH	晋控煤业	203	30	29	37	6.68	7.01	5.53	1.26	34.6%	4.94%
601898.SH	中煤能源	1285	182	210	229	7.04	6.11	5.60	0.90	30.0%	4.91%
600348.SH	华阳股份	350	70	51	57	4.99	6.81	6.19	1.26	30.0%	4.41%
002128.SZ	电投能源	322	40	44.3	47.7	8.08	7.28	6.75	1.07	28.1%	3.86%
600395.SH	盘江股份	134	22	11	14	6.09	12.03	9.34	1.12	40.1%	3.33%
000552.SZ	甘肃能化	164	32	22.8	25.6	5.17	7.18	6.40	1.03	20.4%	2.84%
601918.SH	新集能源	134	21	25	26	6.48	5.41	5.15	1.00	13.8%	2.55%

注：

(1) 市值数据截至2023年12月28日，市值及盈利单位为亿元；

(2) 2023年股息率计算根据当前市值、2022年分红率以及2023年预测盈利计算出来；

(3) 冀中能源、恒源煤电、开滦股份、昊华能源、上海能源、电投能源以及甘肃能化盈利预测来自wind一致预期，其余公司盈利为国海证券预测。

- ◆ 1) 经济增速不及预期风险。房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- ◆ 2) 政策调控力度超预期的风险。供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- ◆ 3) 可再生能源持续替代风险。国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- ◆ 4) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- ◆ 5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。
- ◆ 6) 测算或有误差，以实际为准。

## 能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

## 分析师承诺

陈晨, 王璇, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597