

# 煤炭行业研究框架

行业研究 · 深度报告

煤炭 · 煤炭

投资评级：超配（维持）

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

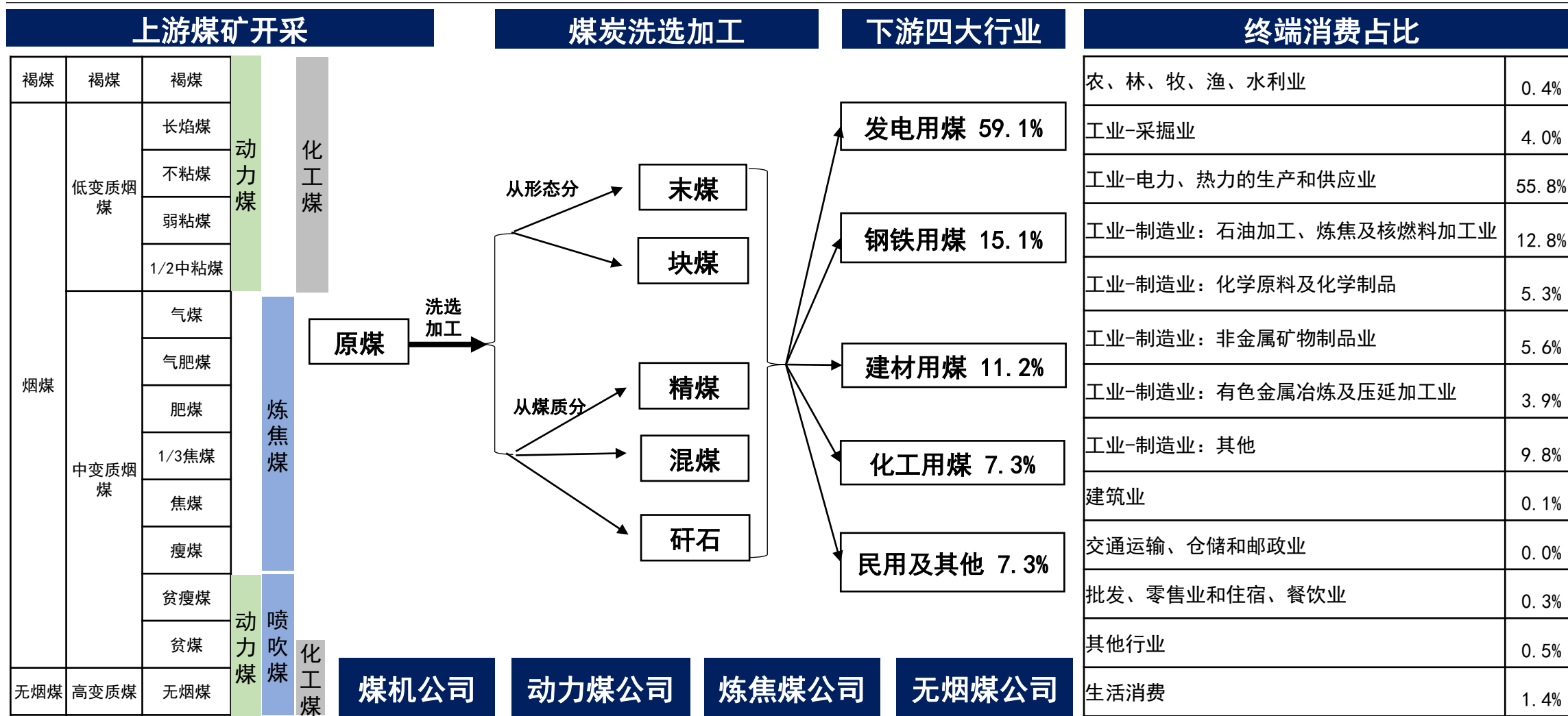
证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

图1：煤炭产业全景图



资料来源：国家统计局，中国煤炭运销协会，国信证券经济研究所整理

表1：煤炭供需预测及价格趋势（亿吨、元/吨）

指标		2010年	2014年	2015年	2020年	2022年	2023年
生产端（亿吨）	产量	34.3	38.7	37.5	39.0	45.6	46.6
	进口	1.8	2.9	2.0	3.0	2.9	4.7
需求端（亿吨）	商品煤消费量	34.9	36.9	37.0	40.5	43.2	46.5
	电力	-	19.6	18.4	21.9	24.6	27.5
	化工	-	2.3	2.5	2.9	3.2	3.4
	建材	-	5.7	5.3	4.9	5.2	5.2
	钢铁	-	6.3	6.3	7.3	6.8	7.0
	其他	-	3.0	4.5	3.5	3.4	3.4
价格（元/吨）	动力煤（广州港）	-	582	384	633	1412	1052
	动力煤（秦皇岛港）	746	518	414	568	1193	949
	炼焦煤（京唐港）	-	974	779	1495	2840	2283

资料来源：WIND，中国煤炭运销协会，国信证券经济研究所整理

## 1. 基础知识：煤种较多，分布不均

煤炭种类较多，按用途可分为动力用煤、炼焦用煤、化工用煤，2022年分别占比62.8%、28.9%、8.3%。我国占世界煤炭生产和消费的半壁江山，2022年煤炭产量、消费量分别为45.6亿吨、42.3亿吨，分别占世界51.8%、54.8%。我国煤炭供需错配，煤炭资源储量与产量集中在华北、西北，而煤炭消费集中在华北、华东。

## 2. 政策调控：安全保供，柔性供给

政策调控对煤炭行业的影响主要体现在供给和价格两方面。供给端，①2016年起，我国启动供给侧结构性改革，落后产能退出力度加大，先进产能稳步释放；②2020年，疫后全球经济企稳复苏，国内外需求快速增长，我国通过核增释放优质产能快速增加供给；③建立产量和产能储备制度，保障煤炭稳定供应；④煤矿安全生产监管阶段性扰动供给。价格端，①2022年5月，国家和地方明确动力煤中长期交易价格合理区间；②形成炼焦煤“2+4+4”协商定价机制。在供给侧结构性改革和长协价制度支撑下，煤炭行业高景气有望延续。

## 3. 供需格局：动态平衡，价格稳定

供给端维持稳定：动力煤方面，①国内产量：主产区晋陕蒙产量占比约75%，难有增量；国内供给增量在新疆，铁路建设有望提升疆煤外运能力；②国外进口：2023年进口量达到历史高位4.7亿吨，继续增长较难。焦煤方面，①国内产量：产地以山西、山东、安徽等为主，难有增量；②国外进口：蒙古进口有增长潜力。

需求端中长期维持稳定：中期看，煤炭仍将是我国的主要能源，长期看，煤炭定位将从能源供应主力转为兜底保障，未来我国非化石能源占比将稳步提升。

## 4. 煤炭公司：经营稳健，股息提升

2020年以来，随着煤炭价格的上涨，主要上市公司的营业收入、净利润实现稳健增长，且分红率提高、股息率改善，投资价值凸显。分板块看，动力煤板块公司多，千万吨级矿井多，中国神华是行业龙头；炼焦煤板块公司多集中在中东部，盘江股份和山西焦煤资源量多，潞安环能产量多；无烟煤板块公司少，集中在山西，华阳股份产量较大。

## 5. 投资建议：维持行业“超配”评级

煤炭是我国基础能源品。政策调控下实现安全保供和柔性供给，通过长协价格机制保障民生用煤，平抑价格波动。在供给侧结构性改革和长协价制度支撑下，煤炭行业高景气有望延续。煤炭价格平稳。主要煤炭公司经营稳健，股息提升，投资价值凸显，维持行业“超配”评级。

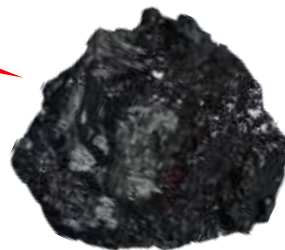
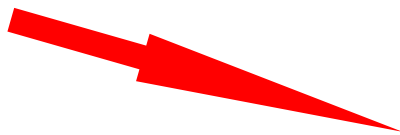
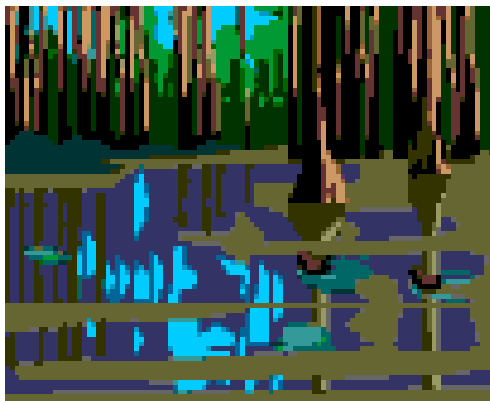
## 6. 风险提示：海外经济放缓；煤炭产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。

- [ 01 ] 基础知识：煤种较多，分布不均
- [ 02 ] 政策调控：安全保供，柔性供给
- [ 03 ] 供需格局：动态平衡，价格稳定
- [ 04 ] 股价驱动：煤价拐点，股息托底
- [ 05 ] 煤炭公司：经营稳健，股息提升

# 1. 基础知识：煤种较多，分布不均

# 基础知识 | 起源于古生物，褐煤-无烟煤成煤时间依次增长

图2：煤炭的起源



植物遗体经过1-5亿年的变化生成

资料来源：郭崇涛，《煤化学》，化学工业出版社，北京，1992；国信证券经济研究所整理

表2：煤炭源于古生物，褐煤到无烟煤成煤时间依次增长

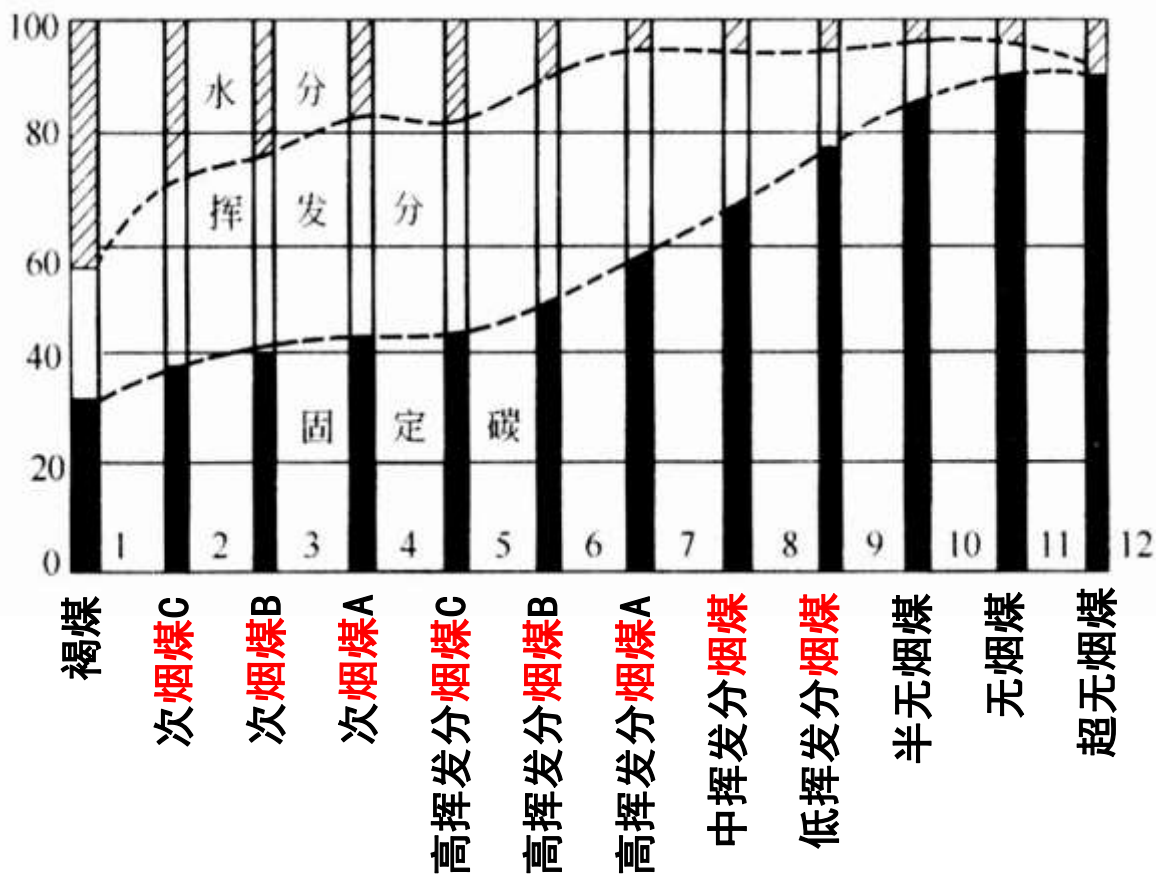
地质年代			植物种类	煤种	我国煤田举例	动物
代	纪	距今年代(百万年)				
远古代		2003				
		1453				
古生代	寒武纪	553	藻类植物	石煤	南方几省(浙江、湖南)	无脊椎
	奥陶纪	448				
	志留纪	381				
	泥盆纪	354	孢子植物	无烟煤	云南禄劝、广东台山	鱼类
		石炭纪				
		二迭纪		223		
中生代	三迭纪	185	裸子植物	烟煤	内蒙、新疆	爬行
	朱罗纪	157				
	白垩纪	125	被子植物	烟煤、褐煤	大同、阜新、萍乡	哺乳
第三纪	25	褐煤、烟煤		云南、广西、辽宁		
第四纪	3	褐煤、泥炭			古人	
	现代			泥炭		

越来越老

资料来源：郭崇涛，《煤化学》，化学工业出版社，北京，1992；国信证券经济研究所整理

# 基础知识 | 褐煤-无烟煤水分下降，发热量增加

图3：不同煤种的工业分析差异



资料来源：郭崇涛，《煤化学》，化学工业出版社，北京，1992；国信证券经济研究所整理

表3：我国煤的元素组成（干燥无灰基，%）

煤种	C	H	O	N	发热量 Q <sub>gr, daf</sub>	
泥炭	55-62	5.3-6.5	27-34	1-3.5	20.9-25.1	
低煤化程度褐煤	60-70	5.5-6.6	20-23	1.5-2.5	25.1-28.0	
高煤化程度褐煤	70-76.5	4.5-6.0	15-20	1.0-2.5	28.0-30.5	
烟煤	长焰煤	77-81	4.5-6.0	10-15	0.7-2.2	30.1-33.5
	气煤	79-85	5.4-6.0	8-12	1-1.12	32.2-5.5
	肥煤	82-89	4.8-6.0	4-9	1-2.0	34.7-36.8
	焦煤	86.5-91	4.5-5.5	3.5-6.5	1-2.0	35.1-37.1
	瘦煤	88-92.5	4.3-5.0	3-5	0.9-2.0	34.9-36.6
	贫煤	88-92.7	4.0-4.7	2-5	0.7-1.8	34.7-36.4
低变质无烟煤	88-93	3.2-4.0	2-4	0.8-1.5	34.7-36.2	
中变质无烟煤	93-95	2.0-3.2	2-3	0.6-1.0	34.3-35.1	
高变质无烟煤	95-98	0.8-2.0	1-2	0.3-1.0	32.2-34.3	

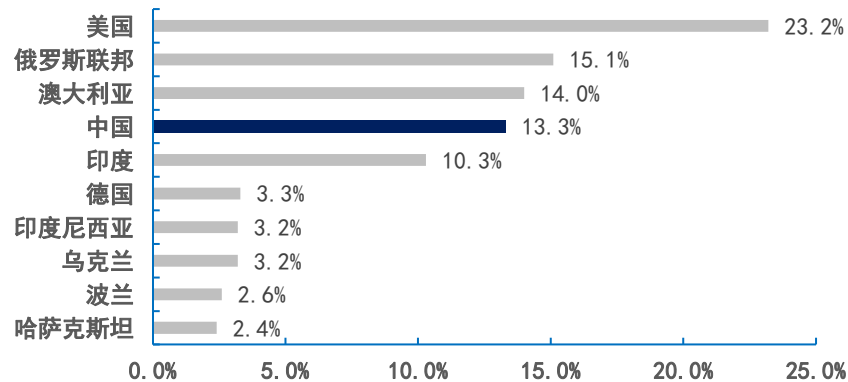
资料来源：郭崇涛，《煤化学》，化学工业出版社，北京，1992；国信证券经济研究所整理



# 基础知识 | 中国占世界煤炭生产和消费的半壁江山

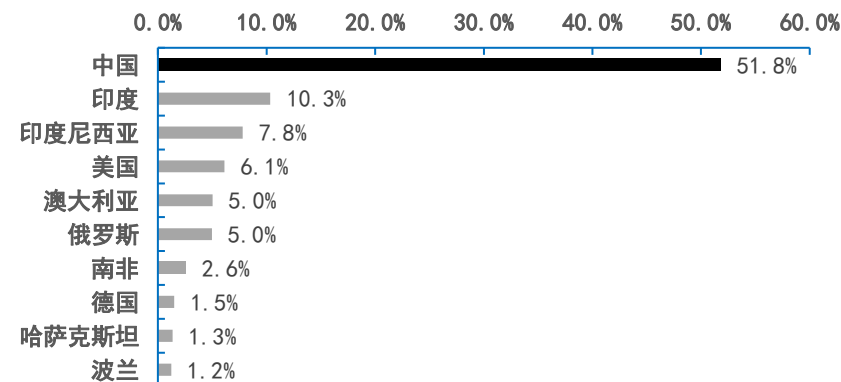
- **资源量第四**：截止2020年底，中国煤炭探明储量1431.97亿吨，占世界13.3%，仅次于美国、俄罗斯、澳大利亚；
- **产量、消费量第一**：2022年，中国煤炭产量45.6亿吨，占世界51.8%；中国煤炭消费42.3亿吨，占世界54.8%；
- **进口量第一**：2022年，中国进口煤炭2.9亿吨，占世界煤炭贸易量的18.0%。

图4：2020年底，中国煤炭探明储量占世界13.3%



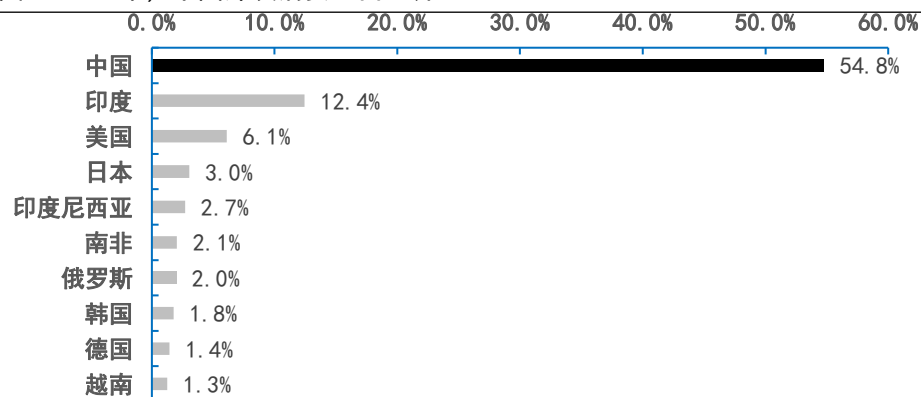
资料来源：BP能源统计年鉴，国信证券经济研究所

图5：2022年，中国煤炭产量占世界51.8%



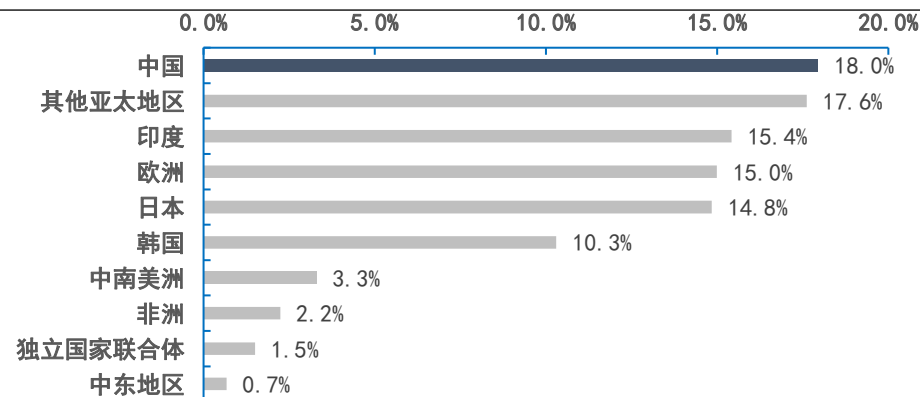
资料来源：BP能源统计年鉴，国信证券经济研究所

图6：2022年，中国煤炭消费量占世界54.8%



资料来源：BP能源统计年鉴，国信证券经济研究所

图7：2022年，中国煤炭进口占世界18.0%

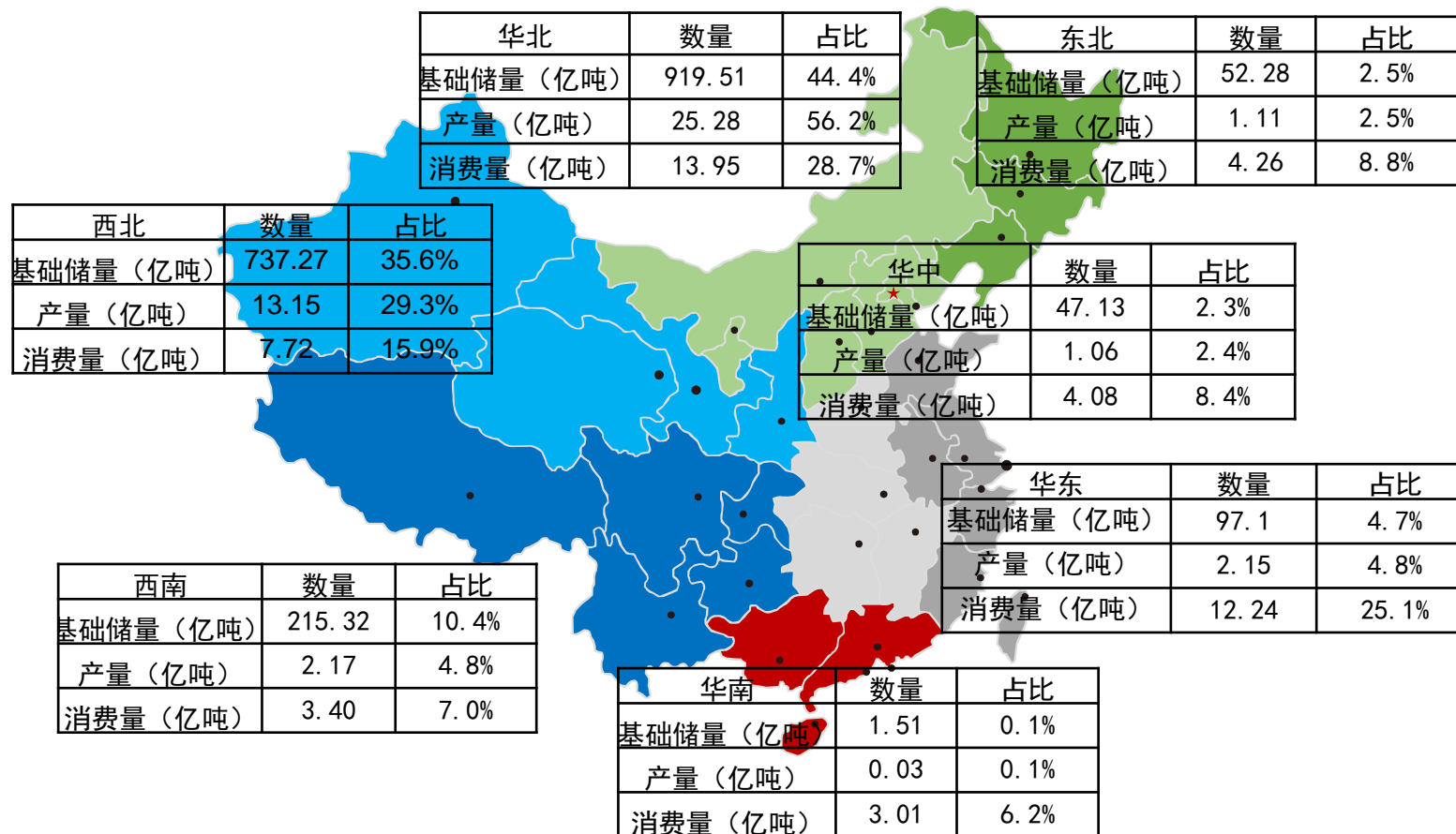


资料来源：BP能源统计年鉴，国信证券经济研究所

# 基础知识 | 我国煤炭资源丰富，区域分布不均衡

- **资源量与分布：**我国煤炭资源储量集中在华北、西北地区的晋陕蒙新四省，区域上华北占44.4%，西北占35.6%。
- **生产量与分布：**2022年，煤炭生产占一次能源的67.4%，华北和西北分别占煤炭产量的56.2%和29.3%。
- **消费量与分布：**2022年，煤炭消费占能源消费总量的56.2%，华北和华东分别占煤炭消费量的28.7%和25.1%。

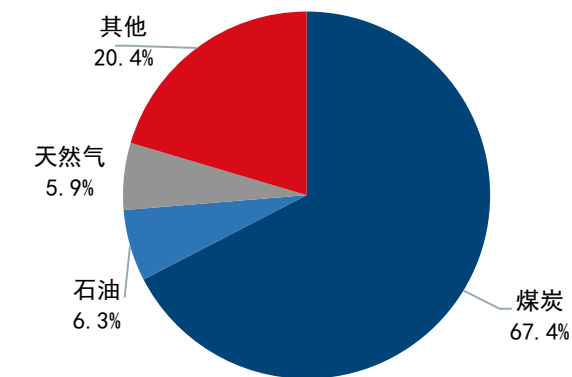
图8：我国不同区域煤炭储量、产量、消费量



资料来源：WIND，中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

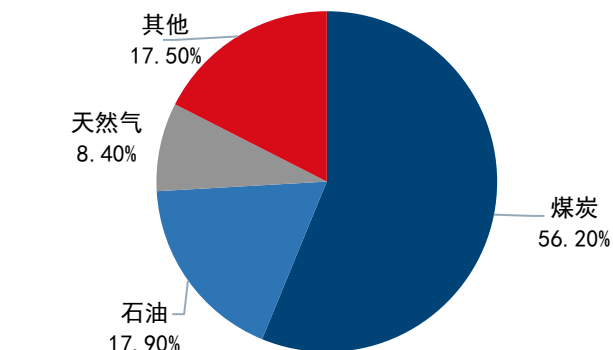
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图9：2022年一次性能源生产占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：2022年能源消费构成



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

# 基础知识 | 不同煤类分布不均衡，焦煤主要分布在中东部地区



- 我国煤炭资源种类齐全，全国各省区均有分布，但是不同种类煤炭的资源量差距较大，区域分布也并不均匀。
- ✓ 褐煤主要分布在我国东北地区的蒙东、黑龙江省和我国南方的云南省；
- ✓ 低变质烟煤约占我国煤炭资源近50%，且主要分布在我国北方鄂尔多斯盆地、沁水盆地和新疆地区；
- ✓ 中变质烟煤较少，主要分布在山西、河南、山东等省区；
- ✓ 高变质烟煤和无烟煤较少，主要分布在山西、贵州、四川和河南等地区。

表4：煤种及分布

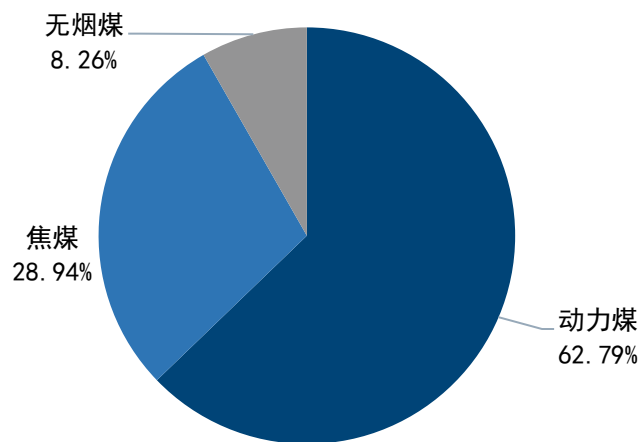
煤种	储量占比	分布
褐煤	约30%	主要分布在东北地区的蒙东、黑龙江省以及南方的云南省
低变质烟煤	接近50%	主要分布在北方鄂尔多斯盆地、沁水盆地和新疆地区
中变质烟煤	少量	主要分布在山西、河南、山东等省区
高变质烟煤和无烟煤	少量	主要分布在山西、贵州、四川和河南等地区

资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所

# 基础知识 | 按照用途分为动力用煤、炼焦用煤、化工用煤

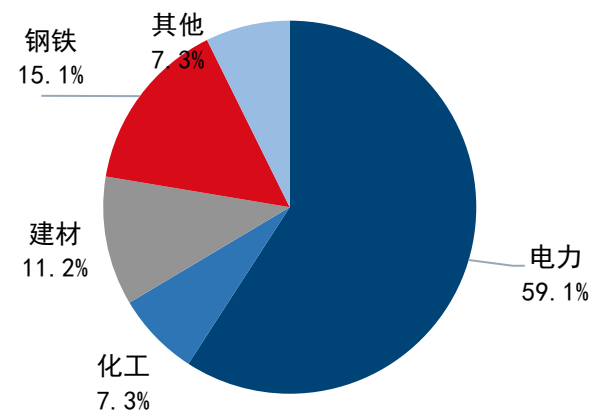
- **煤种：**按照用途分，主要分为动力用煤、炼焦用煤和化工用煤
  - ✓ 动力用煤：简称动力煤，用于作为动力燃料的煤炭，主要用于发电、供热等；
  - ✓ 炼焦用煤：简称炼焦煤，具有一定粘结性，在隔绝空气的高温条件下，可以生产焦炭的煤；
  - ✓ 化工用煤：简称化工煤，无烟块煤是重要的化工煤，无烟粉煤主要用于冶金高炉喷吹；随着技术进步，化工煤扩展到更多煤种。
- **煤种主产区域：**不同煤种主产区域不同，价格也不同
  - ✓ 动力煤：大同5500大卡动力煤、秦皇岛港5500大卡、环渤海5500大卡、ARA以及NEWC国际煤等；
  - ✓ 炼焦煤：柳林4号焦煤、古交2号焦煤、京唐港主焦煤、澳洲主焦煤、蒙5原煤等；
  - ✓ 化工煤：晋城、阳泉无烟块煤、榆林5800大卡等。
- **煤种占比不同：动力煤占比最高**
  - ✓ 2022年我国商品煤产量中，动力煤、炼焦煤、化工煤分别占比62.8%、28.9%、8.3%，动力煤占比最高；
  - ✓ 2023年，煤炭下游电力、钢铁、建材、化工消费占比分别为59.1%、15.1%、11.2%、7.3%，电力消费占比接近60%。

图11：2022年分煤种产量占比情况



资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

图12：2023年中国煤炭下游消费占比情况



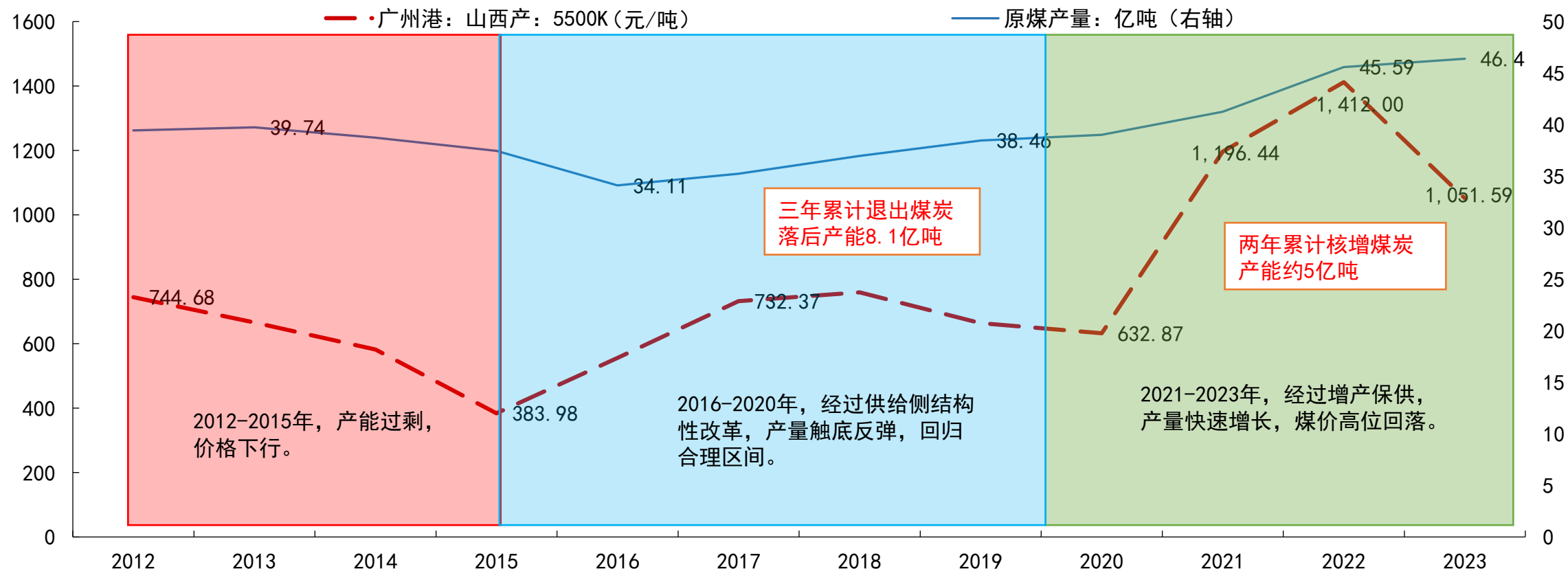
资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

## 2. 政策调控：安全保供，柔性供给

# 政策调控 | 淘汰落后并释放先进产能，产量产能储备保障能源安全

- 2012-2015年，产能过剩，价格下行。
- 2016年，供给侧结构性改革启动，落后产能退出力度加大，先进产能稳步释放，宏观经济企稳带动下游需求恢复，煤价上涨。
- 2020年，疫后全球经济企稳复苏，国内外需求快速增长，通过核增释放优质产能快速增加供给，平抑煤炭价格波动。

图13：政策调控下的煤炭产量与价格

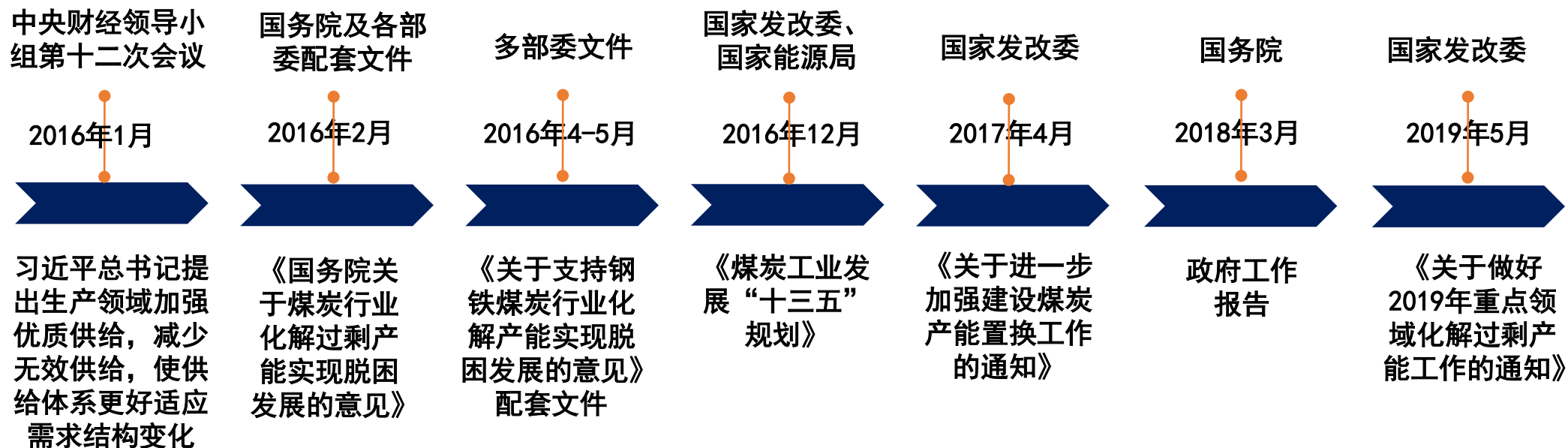


资料来源：WIND，政府官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 政策调控 | 去产能：2016-2018年，供给侧结构性改革优化产能结构

图14：2016-2018年，供给侧结构性改革优化产能结构



资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

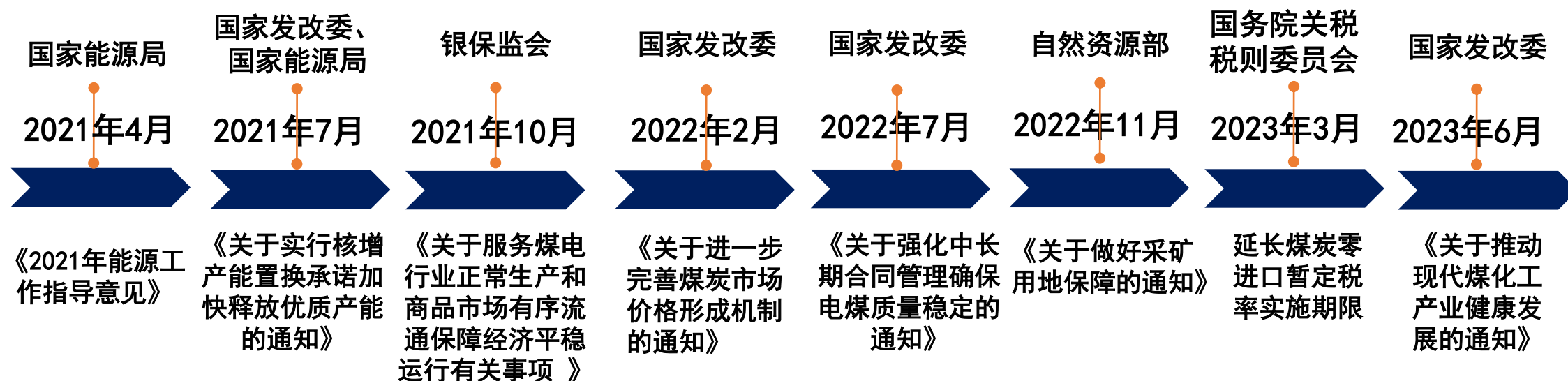
2016年2月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》：

- 《意见》明确，从2016年开始，用3至5年的时间，煤炭行业再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量。
- 《意见》明确9项主要任务：①严格控制新增产能；②加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能；③有序退出过剩产能；④推进企业改革重组；⑤促进行业调整转型；⑥严格治理不安全生产；⑦严格控制超能力生产；⑧严格治理违法违规建设；⑨严格限制劣质煤使用。

三年煤炭落后产能  
累计退出8.1亿吨。

# 政策调控 | 核增产能：2021-2023年，增产保供力促供需平衡

图15：2021-2023年，增产保供力促供需平衡



资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

表5：煤炭行业供给侧结构性改革&增产保供实施成果

指标	单位	2015年	2020年	2021年	2022年	2023年	累计年均增速 (2015-2020)	累计年均增速 (2020-2023)
煤炭产量	亿吨	37.5	39.0	41.3	45.6	46.6	0.8%	6.1%
煤炭消费量	亿吨	40.0	40.5	42.7	43.2	46.5	0.2%	4.7%
煤炭价格（广州港：5500K）	元/吨	384.0	632.9	1196.4	1412.0	1051.6	-	-
大型煤炭基地产量比重	%	92.3	96.6	-	-	-	-	-
大型煤矿产量比重	%	68	80	85	85	-	3.1%	-
煤矿数量	处	1.08	<4700	4500左右	<4400	-	-3.2%	-

两年累计核增煤炭产能约5亿吨。

资料来源：WIND，中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



# 政策调控 | 新建产能：建立产量和产能储备，保障煤炭稳定供应

**煤炭储备：**2010年，国家发改委便提出加快煤炭应急储备工作；2021年7月，国家发改委发布消息，国家正在推进煤炭储备能力建设，总的目标是在全国形成，相当于年煤炭消费量**15%、约6亿吨**的煤炭储备能力，其中政府可调度煤炭储备不少于2亿吨，接受国家和地方政府直接调度，另外4亿吨是企业库存，通过最低最高库存制度进行调节。

**产能储备：**12月《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》

**政策目的。**为深入贯彻落实党中央、国务院关于促进初级产品供给保障和价格稳定的决策部署，建立健全煤矿产能储备制度，保障煤炭稳定供应，夯实能源安全保障基础。

**总体目标。**到2027年，初步建立煤矿产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度煤炭产能储备。到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，**力争形成3亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。**

产能动态平衡：部分产能枯竭退出。

到2030年，新建10亿吨产能，其中储备煤炭产能3亿吨。

图16：《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》

总体要求

到2030年，力争形成3亿吨/年可调度产能储备

产能储备煤矿建设工作规则

设计产能



常规产能



储备产能

储备产能是指在常规产能基础之上预留的规模适度、用于调峰的产能，应急状态下按国家统一调度与常规产能同步释放，实现煤矿“向上弹性生产”。

产能储备煤矿的管理程序

申报条件



申报流程



确认程序



触发机制

中长期合同签订

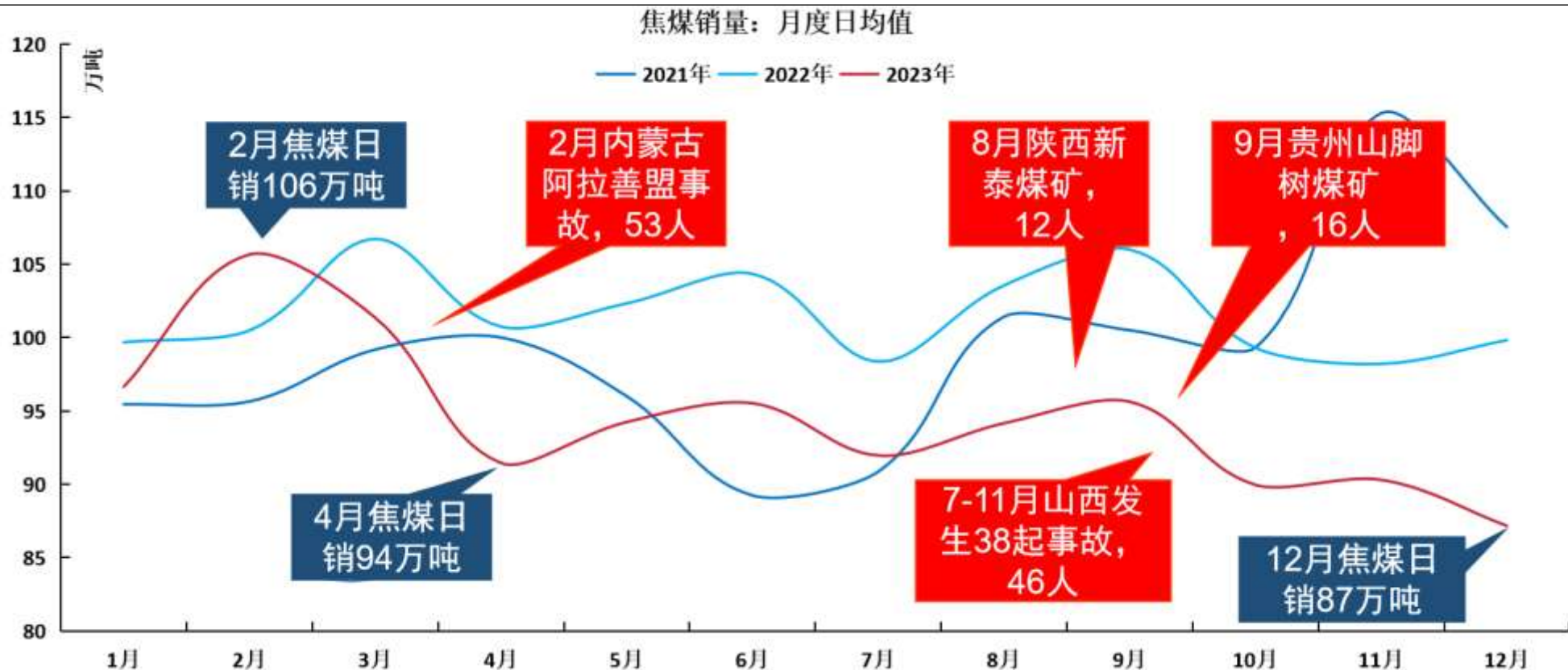
配套支持政策

给予产能置换政策优惠、优化调整矿区总体规划及规划环评要求、实施煤炭新增产能指标单列

资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

- 安全生产事故的发生以及安全监管政策对煤炭供给产生扰动。
- 2023年，矿山安全生产面临的形势异常严峻复杂。内蒙、山西、贵州、河南、黑龙江等煤炭主产地均面临安全检查、安全生产整顿、安全帮扶等政策的影响。

图24：安全生产管控对焦煤生产的影响

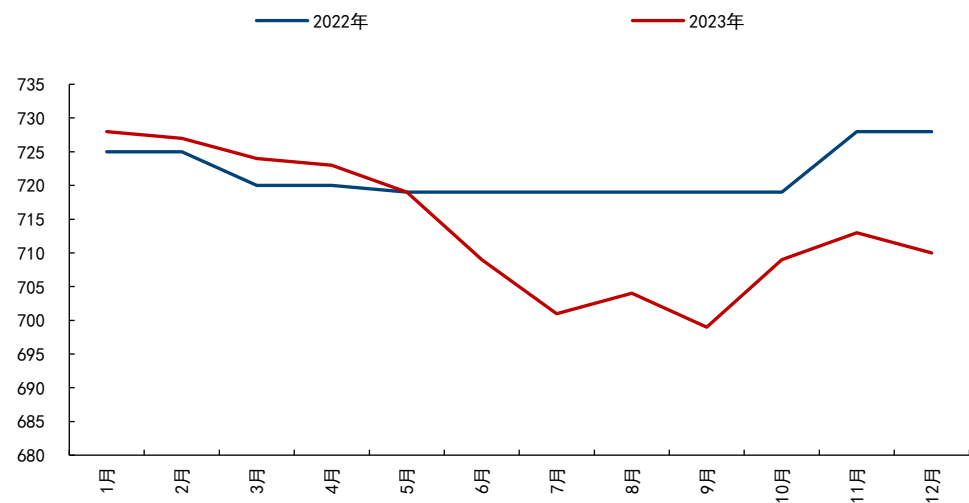


资料来源：WIND，政府官网，中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

# 政策调控 | 形成动力煤长协制度，长协价格稳中有升

- 2022年2月，国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号，简称303号文），明确了煤炭中长期交易价格合理区间；4月，印发2022年第4号公告（简称4号公告），明确了煤炭领域经营者哄抬价格的具体行为表现，实质上明确了煤炭现货价格合理区间。截至2022年5月底，国家和地方已明确煤炭中长期交易价格合理区间。
- **中长期合同价格维持稳定：**2023年，动力煤年度中长期合同5500大卡价格均值为713.8元/吨，同比下降7.8元/吨，大幅低于同期市场均价。

图17：动力煤长协煤价格（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

表6：主要港口和地区动力煤长协价格（元/吨）

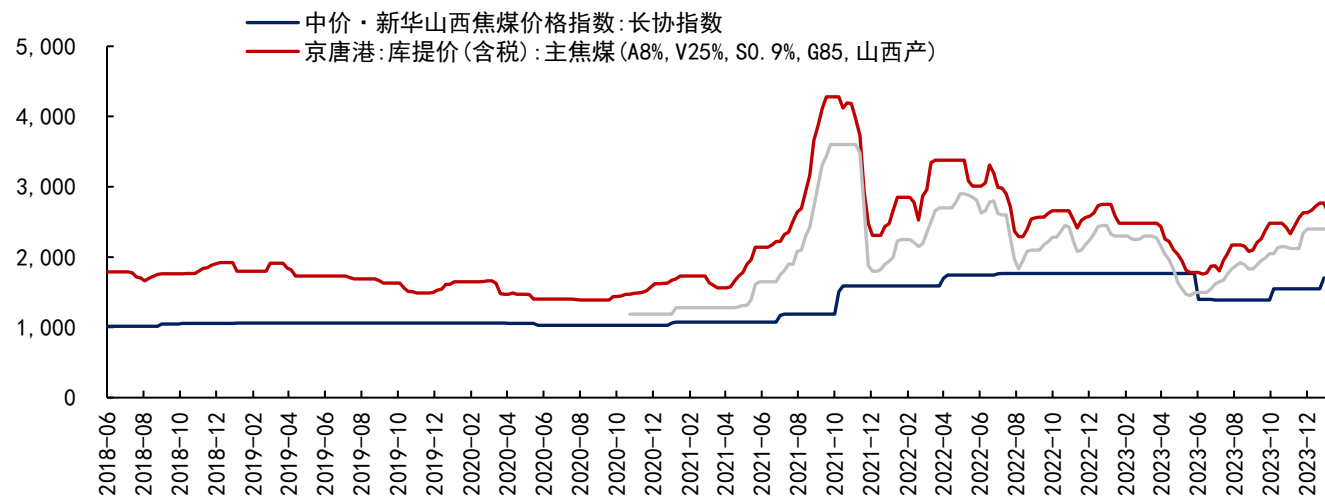
环节	地区	热值	中长期交易价格合理区间
港口	秦皇岛港	5500千卡	570-770
	山西	5500千卡	370-570
	陕西	5500千卡	320-520
	蒙西	5500千卡	260-460
出矿	蒙东	3500千卡	200-300
	河北	5500千卡	480-680
	辽宁	5500千卡	590-790
	山东	5500千卡	555-755
	安徽	5000千卡	545-745
	贵州	5000千卡	350-500
	山西	5500千卡	370-570
	陕西	5500千卡	320-520

资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

# 政策调控 | 炼焦煤“2+4+4”协商定价机制稳定焦煤市场

- **中国焦煤集群品牌联盟**：2018年9月20日，首届中国集群品牌论坛在北京举行，由山西焦煤集团为主席单位的中国焦煤品牌集群同时发布。包含山西焦煤、山东能源、龙煤集团、淮北矿业、冀中能源、平煤神马、开滦集团、沈阳煤业8家企业，主力为山西焦煤、龙煤集团和淮北矿业，集群自觉履行炼焦煤中长期合同，为中国钢铁提供1/3以上的保障，成为炼焦煤市场的“稳定器”与“压舱石”。
- **焦煤价格指数**：2019年12月，新华焦煤价格指数发布，以焦煤集群成员企业真实交易合同数据为基础编制而成，是国家级炼焦煤价格指数。
- **炼焦煤“2+4+4”协商定价机制**：2个协会、4个钢厂（河钢，宝武，鞍钢，湘钢）、4个焦企（龙煤，山能，山焦，淮北）共同商讨，强化“煤钢焦”上下游共识。
- **焦煤长协价格上涨**：年度定量，季度调价。2023年5月降至低点1450元/吨，随后价格波动上行，与市场煤价保持300-500元/吨空间。2024年一季度较2023年四季度上调约200元/吨。

图18：焦煤长协煤价格（元/吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

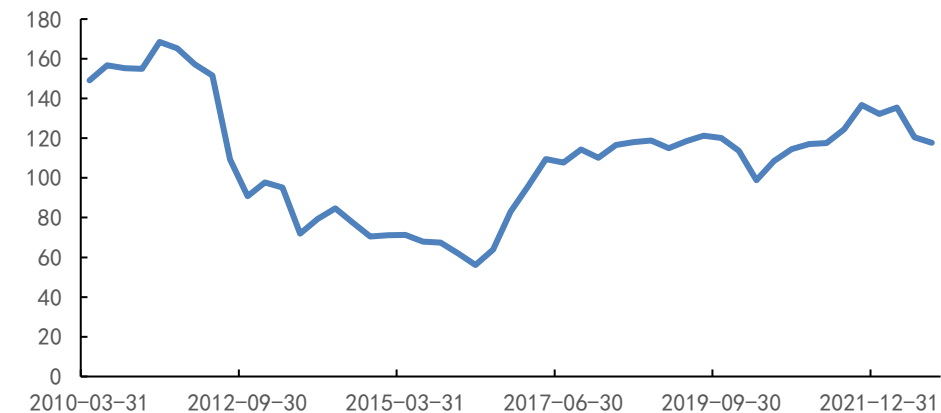
图19：“2+4+4”协商会议机制达成



资料来源：中国煤炭经济研究会，国信证券经济研究所整理

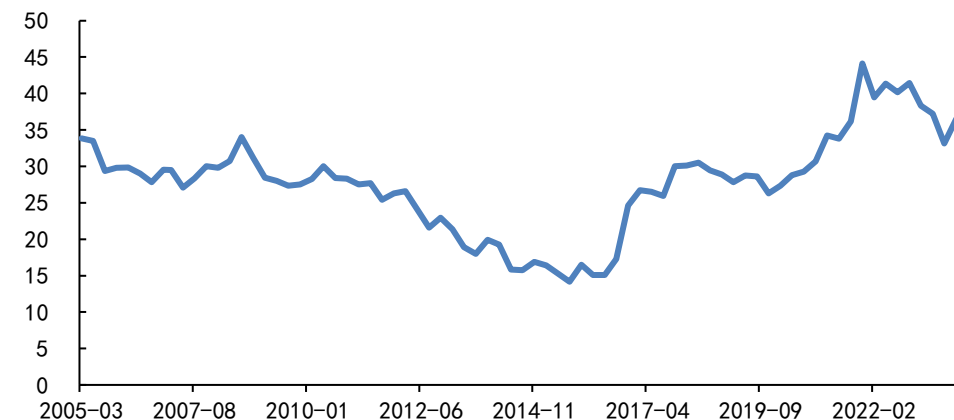
## ■ 在供给侧结构性改革和长协价制度支撑下，行业景气度有望延续。

图20：煤炭行业景气度回到高位



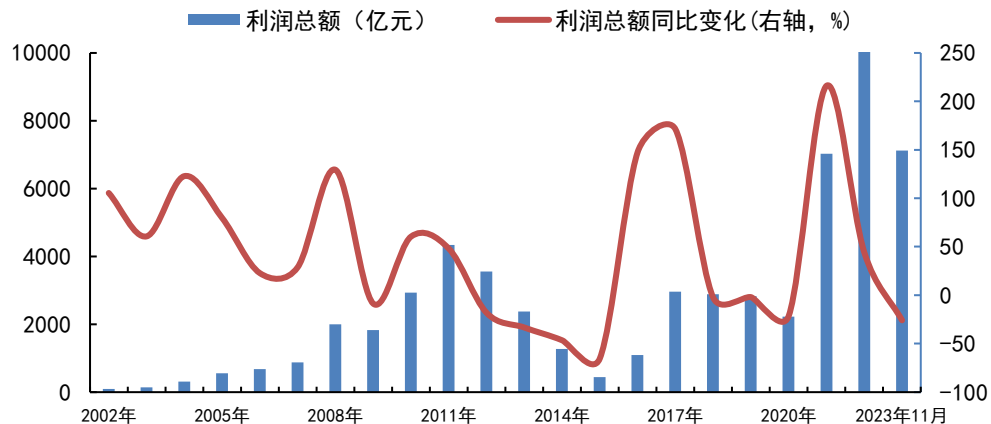
资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

图22：煤炭行业毛利率回升 (%)



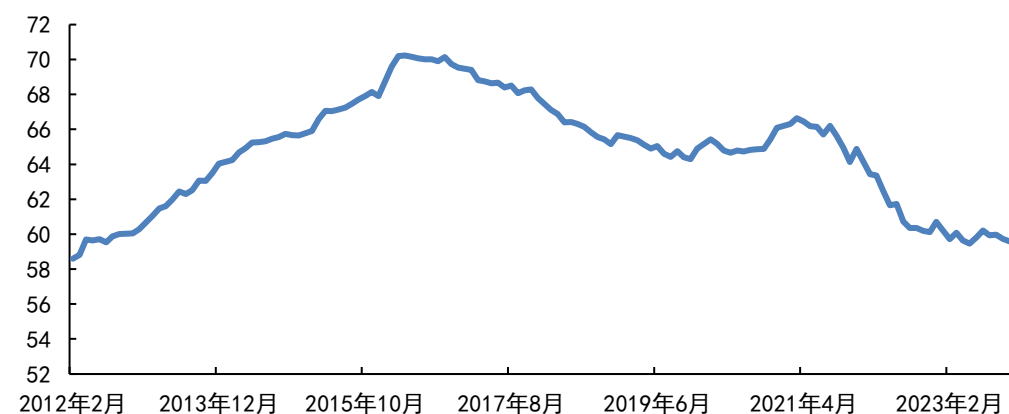
资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

图21：煤炭行业利润总额显著回升



资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

图23：煤炭行业资产负债率高位回落 (%)



资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

## 3. 供需格局：动态平衡，价格稳定

# 动力煤供应 | 动力煤主产区晋陕蒙新，难以进一步释放产量

- **动力煤生产**：我国动力煤供应以晋陕蒙为主，晋陕蒙难有增量，新疆有边际增量，与价格正相关。
- **动力煤进口**：进口居历史高位，未来增量有限。

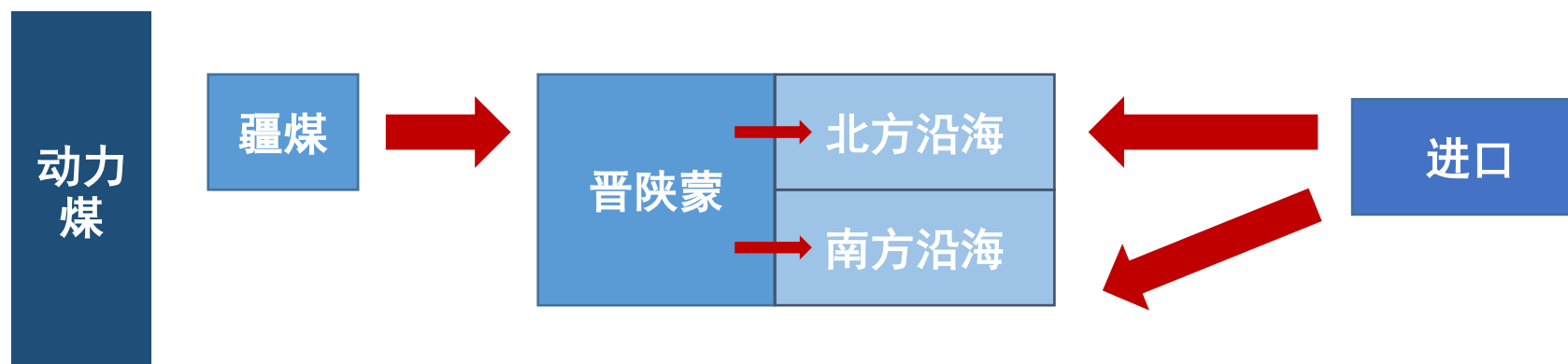
表7：动力煤产量与进口量（万吨）

动力煤产量和进口量		2022年	2022年同比增速	2023年	2023年同比增速
产量	山西产量	59560.30	11.7%	63023.33	5.8%
	陕西产量	70222.40	7.0%	71909.39	2.4%
	内蒙产量	110966.60	13.4%	113891.39	2.6%
	新疆产量	35255.40	32.4%	40211.86	14.1%
	国内其他地区产量	41679.70	8.9%	43763.14	5.0%
进口	进口：俄罗斯	4720.71	2.4%	6792.94	44.1%
	进口：蒙古	553.71	130.1%	1603.82	189.7%
	进口：澳大利亚	68.59	-87.6%	4967.90	7143.4%
	进口：印尼	16841.10	-12.7%	21624.20	28.3%
	进口：其他	758.10	-64.8%	2262.99	202.1%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理，注：动力煤进口量为进口总量与焦煤的差值

图25：我国动力煤供给格局



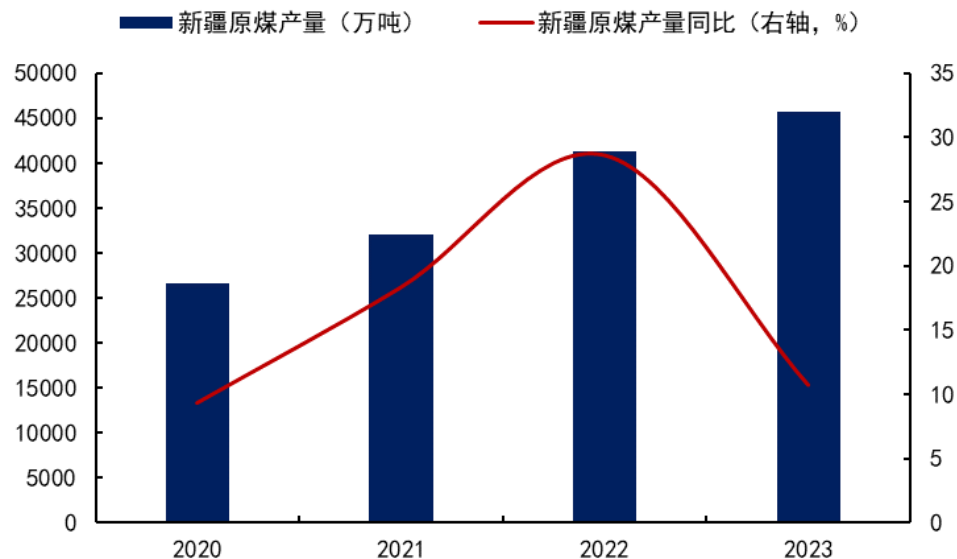
资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 动力煤供应 | 供给增量在新疆，外运量显著增加

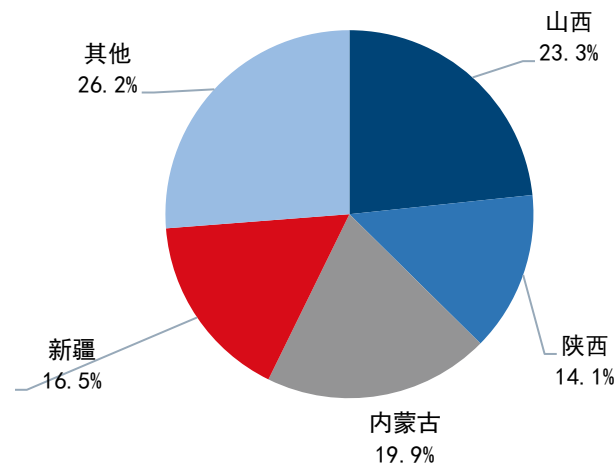
- **储量：**新疆作为丝绸之路经济带核心区，是国家重要的能源储备基地。新疆的煤炭资源丰富且分布集中，呈现北富南贫的格局。全区预测资源量为2.19万亿吨，占全国比重的40.5%；新疆查明资源量居全国第三位。
- **原煤产量：**2022年，新疆原煤产量4.1亿吨，同比增长28.6%，产量位居全国第四。2023年，新疆原煤产量大幅增长，生产原煤4.6亿吨，同比增长10.7%。
- **“十四五”规划：**新疆产能4.6亿吨/年以上，产量4亿吨以上。支撑“疆电外送”“疆煤外运”煤制油气战略基地等国家重大战略实施。
- **外运量：**2022年，疆煤外运数量是8677万吨。2023年，新疆表示要推进疆煤外运北、中、南通道扩能提升，力争疆煤外运8800万吨。2023年，疆煤铁路外运量达到6033万吨，同比增长9.8%。

图26：新疆原煤产量



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图27：新疆查明煤炭资源储量全国第三



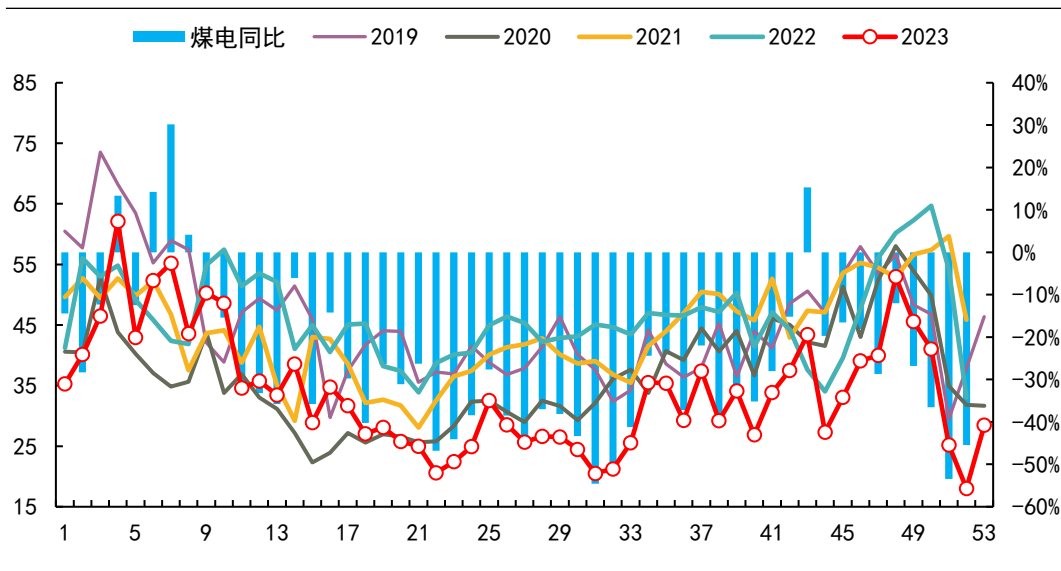
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



# 动力煤供应 | 煤炭进口维持高位，增量有限

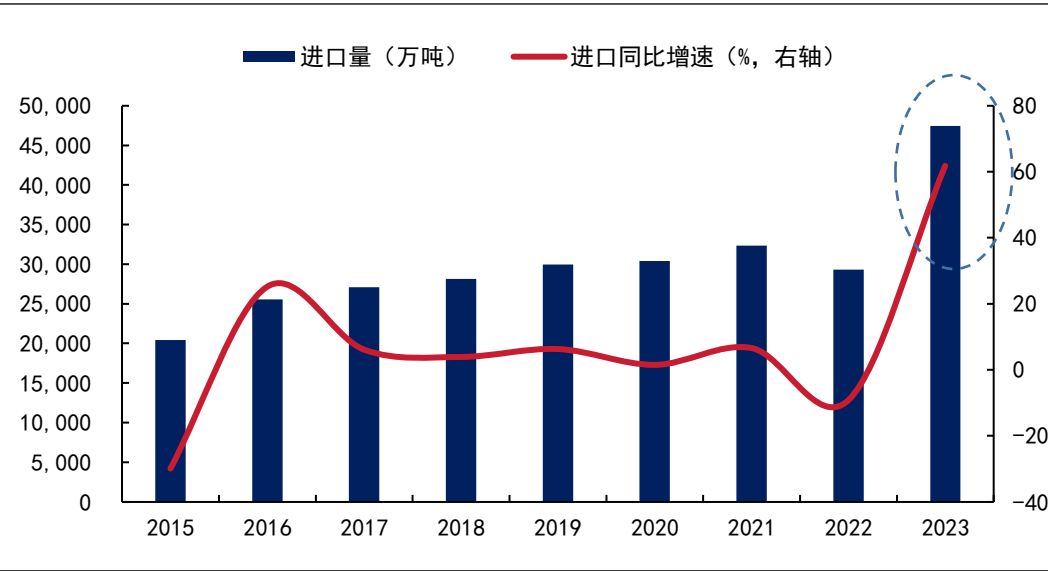
- 从历史上看我国进口煤大多时间在3亿吨左右，2023年达到4.74亿吨水平，同比增长61.8%。进口大幅增长主要因为极端天气减少，海外供暖和制冷的需求下降：1. 欧洲能源需求弱，2022年能源库存太高；2. 国内加大进口力度。
- 未来进口量难以超过2023年水平：预计2024年煤炭进口量仍然保持高位，但是进一步上涨的可能性较小，预计难以超越2023年水平，甚至可能下降。

图28：欧洲煤电周度平均发电功率（GW）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图29：煤炭进口数量及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

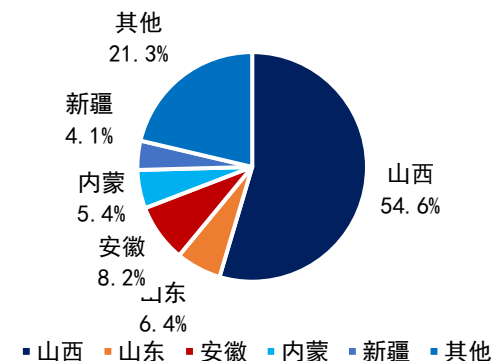
# 焦煤供应 | 国内供给平稳，蒙煤略有增量

- **焦煤生产**：我国焦煤供应以山西、山东、安徽等地为主，整体难有增量。
- **焦煤进口**：增量在蒙古国，2023年从蒙古国进口6716.4万吨煤炭。

表8：焦煤供应情况（万吨）

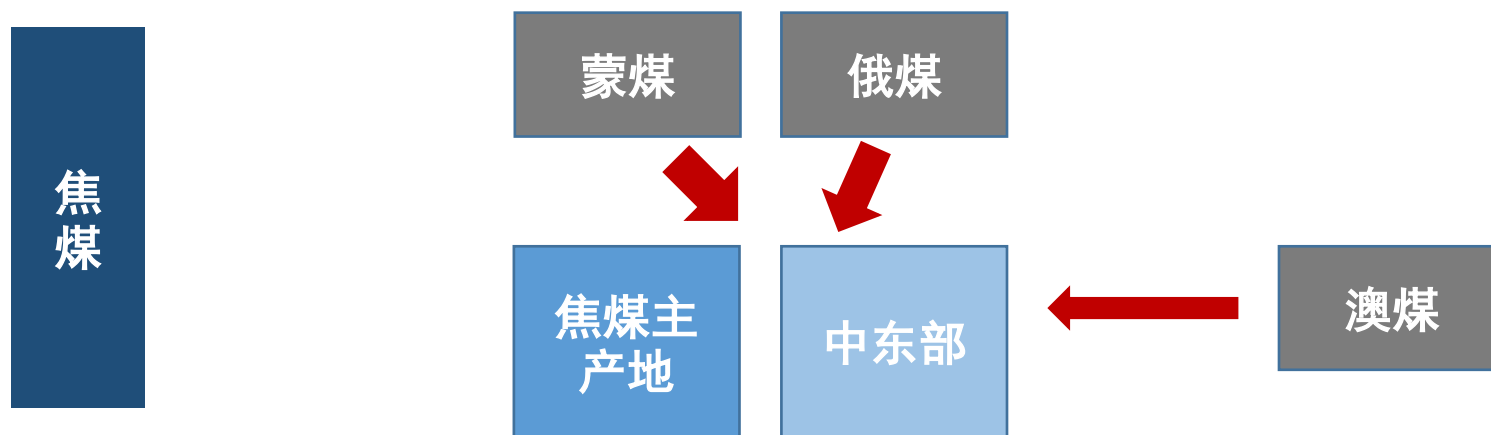
焦煤供应	2022年	2022年同比增速	2023年	2023年同比增速
山西	71154.30	7.8%	72634.87	2.1%
山东	8543.50	-6.0%	8497.32	-0.5%
安徽	10846.60	-0.7%	10875.32	0.3%
内蒙	6443.00	6.9%	7207.91	11.9%
新疆	6026.80	12.6%	5460.64	-9.4%
国内其他地区	28885.30	3.1%	28362.86	-1.8%
进口：俄罗斯	2100.05	95.6%	2607.41	23.7%
进口：蒙古	2560.62	82.4%	5392.81	110.6%
进口：澳大利亚	216.97	-64.9%	278.93	28.6%
进口：印尼	217.14	-13.5%	399.41	83.9%
进口：其他	1292.07	-36.3%	1511.59	17.6%

2023年焦煤产量分布



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

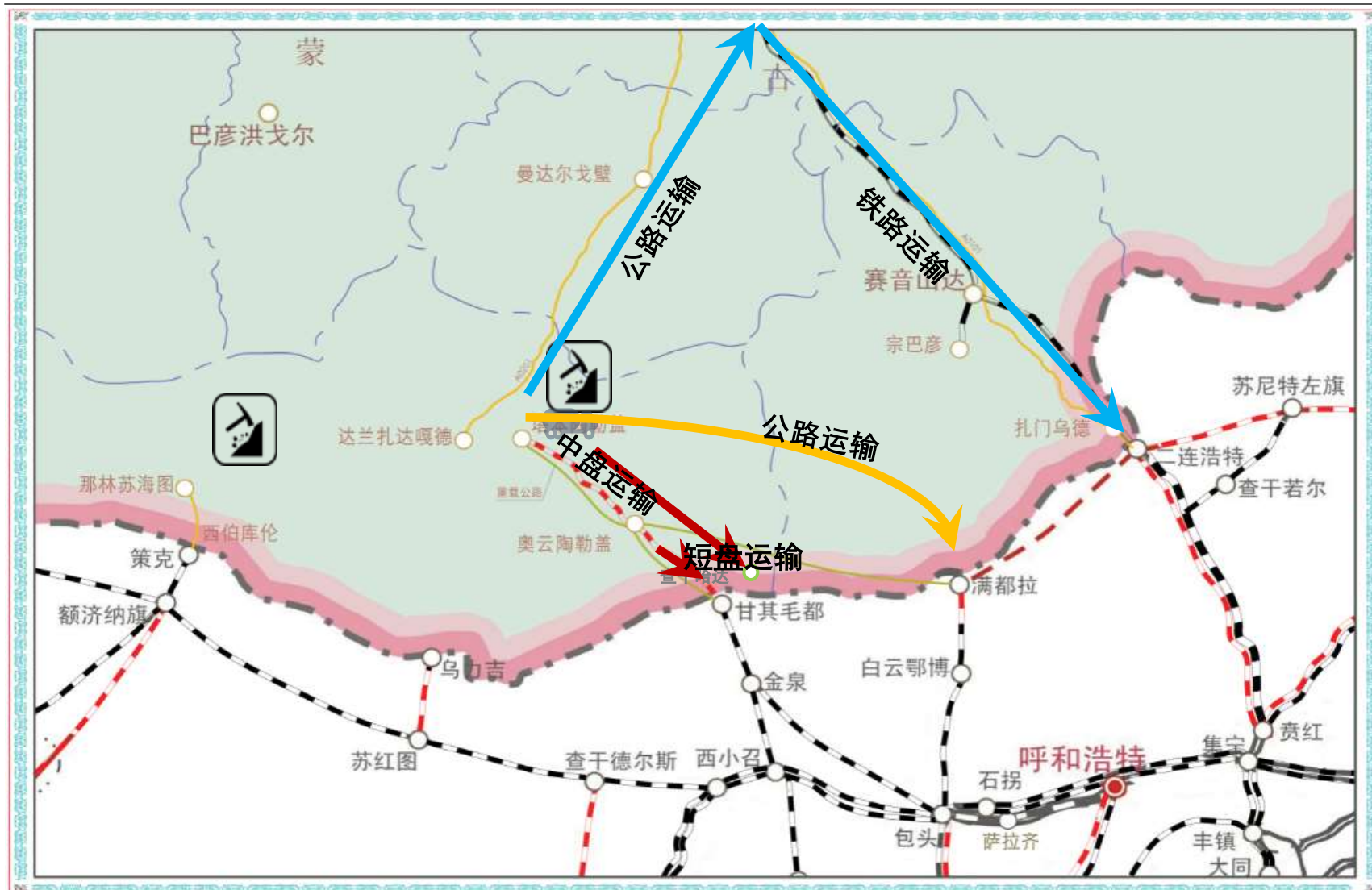
图30：我国焦煤供给格局



资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

# 焦煤供应 | 国内供给平稳，蒙煤略有增量

图31：蒙古煤炭运输线路示意图



线路一：  
塔矿-查干哈达-甘其毛都  
中盘汽运240km  
短盘汽运25km  
(集装箱车、散煤车、AGV)

线路二：  
塔矿-乔伊尔-二连浩特  
汽运/火运360km  
火运367km

线路三：  
塔矿-杭吉-满都拉  
中盘汽运/火运477km  
短盘汽运16km

近年蒙古煤进口量：  
2019年3605.8万吨，  
2020年2845万吨，  
2021年1602.9万吨，  
2022年3104万吨，  
2023年6716.4万吨；  
2024年预计7500万吨。

资料来源：百度地图，广利隆能源股份有限公司，国信证券经济研究所整理

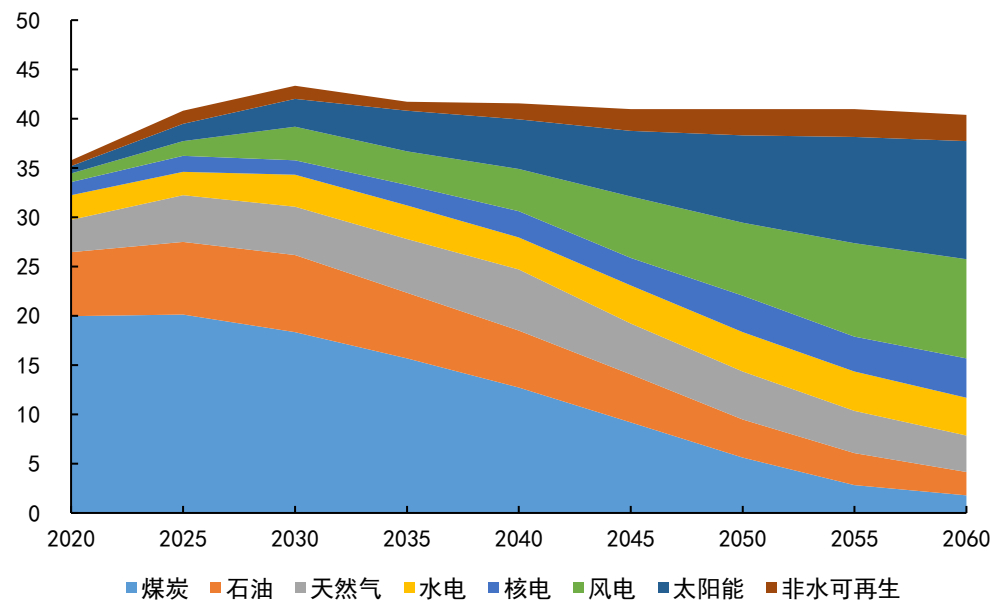
通关潜力：（满都拉1000万吨+甘其毛都4500万吨+策克3000万吨+二连500万吨）/0.9=1亿吨。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 需求刚性 | 短期“一煤独大”，长期转为“多元并存、多能互补”

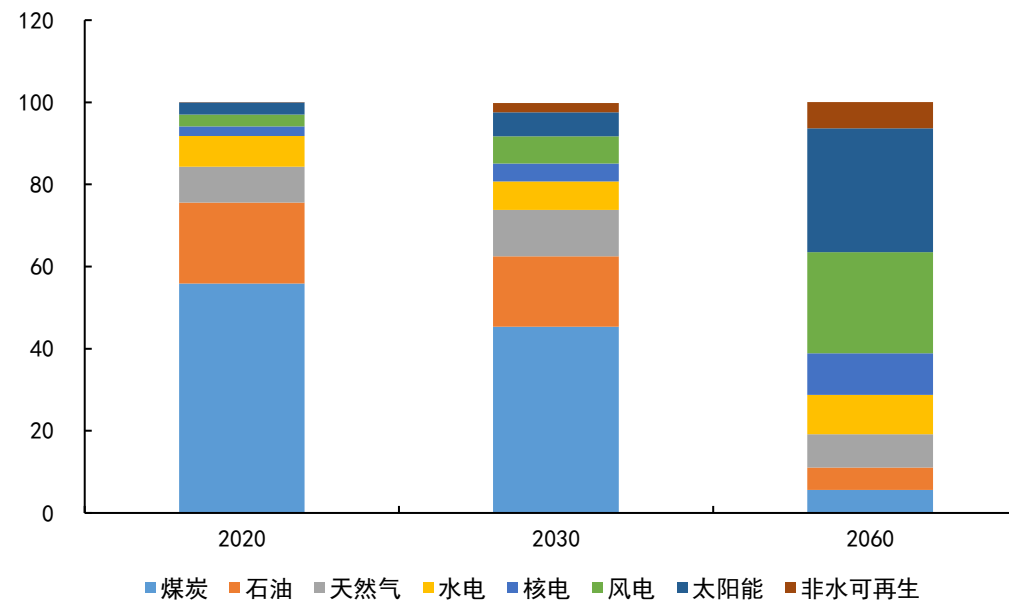
- **煤炭占比下降：**根据中石油研究，煤炭在一次能源结构中所占比重2020年、2030年和2060年分别为55.9%、45.4%和5.6%。
- **非化石能源占比稳步提升：**2030年升至26.1%，2035年前后超过煤炭占比，2060年达80.9%。

图32：中国分品种能源需求预测（亿吨标油）



资料来源：中国石油天然气集团有限公司，国信证券经济研究所整理

图33：中国一次能源结构预测（%）

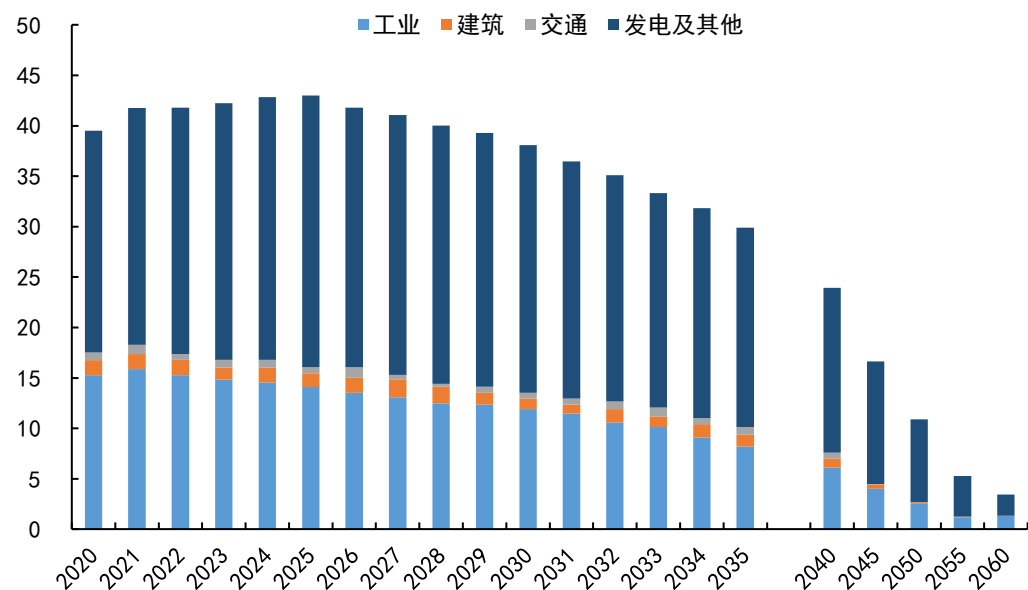


资料来源：中国石油天然气集团有限公司，国信证券经济研究所整理

# 需求刚性 | 煤炭定位将从供应主力转为兜底保障

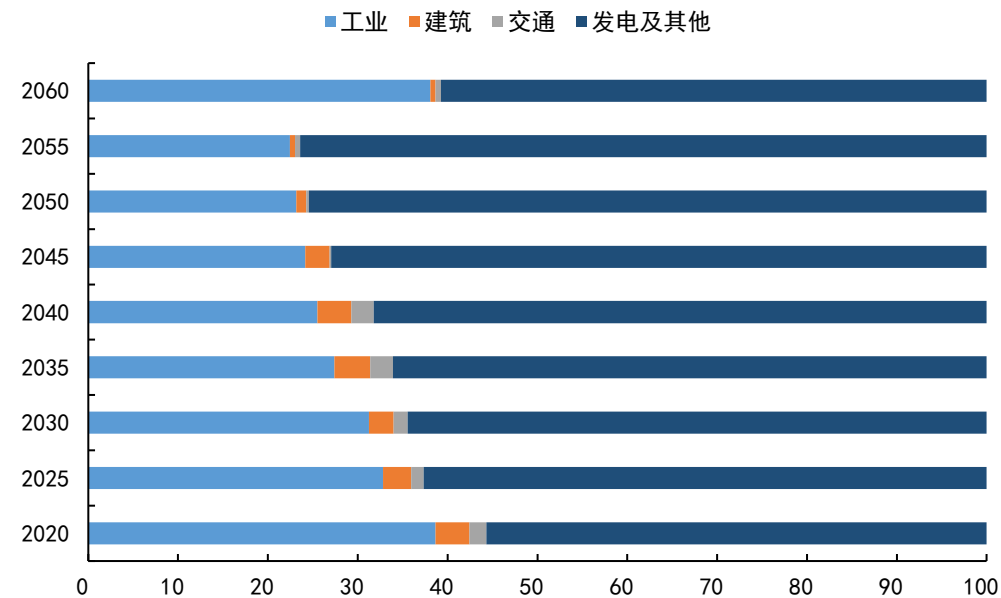
- **煤炭定位不断转变：**煤炭在能源系统中的定位，将从2030年以前的供应主力，转为2030-2040年间的支撑融合和2050-2060年间的应急兜底保障。
- **煤炭需求：**2025年前，煤炭需求较为平稳，约43亿吨，之后逐步下降至2060年的3.4亿吨；预计电煤占比将逐步提升。

图34：中国煤炭需求结构预测（亿吨）



资料来源：中国石油天然气集团有限公司，国信证券经济研究所整理

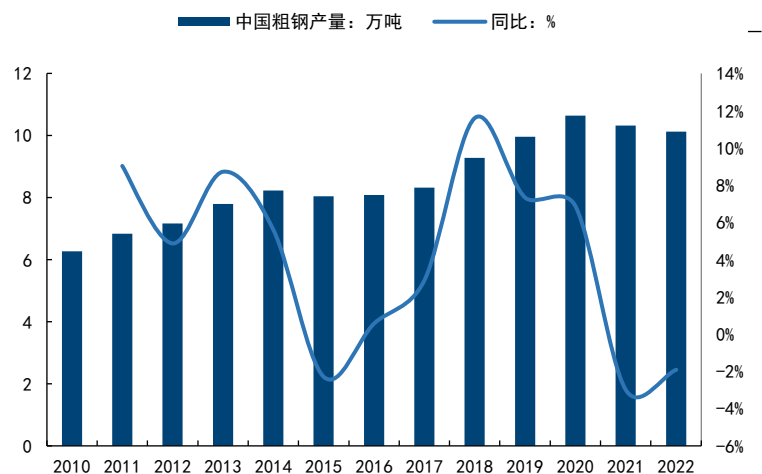
图35：中国分领域煤炭需求结构（%）



资料来源：中国石油天然气集团有限公司，国信证券经济研究所整理

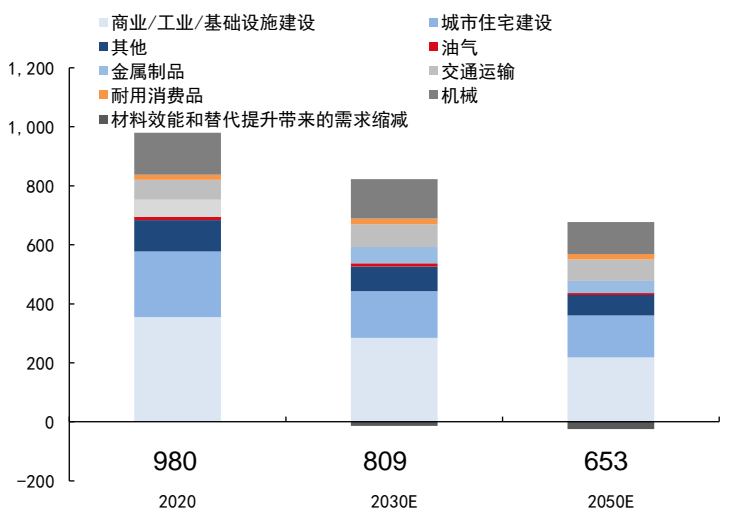
# 需求刚性 | 预计未来中国钢铁需求经历平台期后有所回落

- 预计“十四五”时期我国钢铁生产消费总体将维持在10亿吨规模的高位水平。
  - 麦肯锡预测，预计到2030年，中国钢铁表观需求约8亿吨，表观需求的缩减主要来自于3个方面：
    - ✓ 随着城市化和建筑业增速的放缓，钢铁新增需求将较往年减少；
    - ✓ 建筑行业材料效能提升（如使用高强钢）、新型替代材料的突破也将进一步削减钢铁的替换需求；
    - ✓ 随着国内供给侧结构性改革去库存的进一步深化，钢铁企业高位库存减少也将带来表观需求的下降。
- 未来，如果钢铁行业被纳入我国的碳价格体系，将可能推动钢铁需求进一步下降。



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 中国钢铁下游表观需求预测 (百万吨)



资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理  
注: ①其他事未分类的施工项目、库存变动及其他; ②在本世纪末全球平均气温上升不超过1.5°C的情景下预测

表9: 中国钢铁下游表观需求增速预测

钢铁下游表观需求	复合增长率 (20-30年)	复合增长率 (30-50年)
商业/工业/基础设施建设	-2.20%	-1.30%
城市住宅建设	-3.30%	-0.50%
其他	-2.50%	-1.00%
油气	-0.10%	-2.10%
金属制品	-0.50%	-1.50%
交通运输	1.50%	-0.30%
耐用消费品	0.90%	-0.10%
机械	-0.60%	-1.00%

资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理  
注: ①其他事未分类的施工项目、库存变动及其他; ②在本世纪末全球平均气温上升不超过1.5°C的情景下预测

# 价格判断 | 动力煤：油价70-80美元/桶支撑煤价中枢870-900元/吨



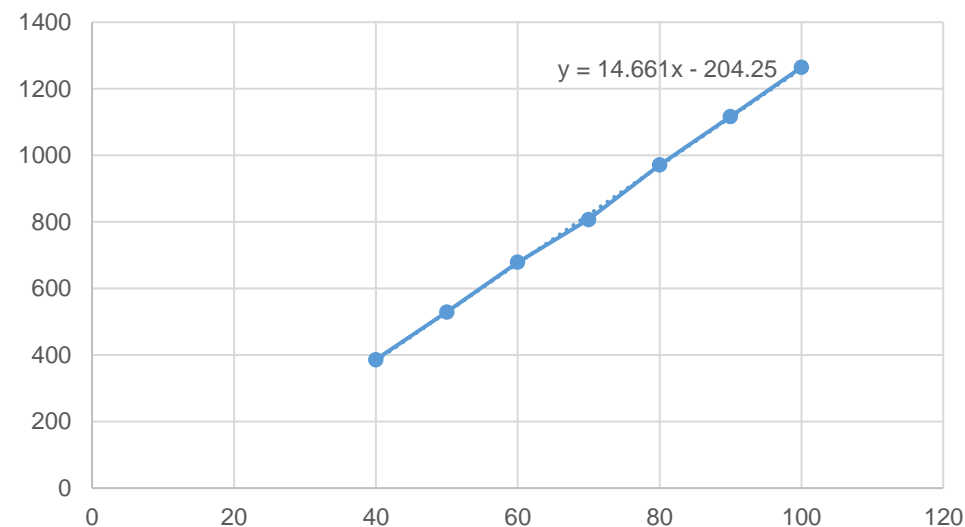
- 1. 国际油价70-80美元/桶支撑煤价中枢870元/吨。煤制油是替代石油供应的重要选择。按照2000万t/a炼化一体化项目和100万t/a间接法煤制油项目（陕西未来能源）进行比较测算。当国际油价为70-80美金，对应秦皇岛煤价807-971元/吨，中对应870元/吨。
- 2. 电煤900元/吨附近具有补库需求，且当煤价下跌到900元/吨以下，煤化工利润变好，支撑化工煤采购。
- 3. 油煤价差较大会带动煤化工用煤量，从而使价差回归。

表10：不同原油价格下的间接法煤制油项目对应的竞争煤价

序号	布伦特原油价格 (美元/桶)	石油路线成品油成本 (元/吨)	煤制油竞争煤价 (元/吨)	秦皇岛竞争煤价 (元/吨)
1	40	2984	136	386
2	50	3681	279	529
3	60	4378	429	679
4	70	5075	557	807
5	80	5772	721	971
6	90	6468	867	1117
7	100	7165	1015	1265

资料来源：王建立, 温亮, 《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》, 中国煤炭, 2021, 47 (3): 9-14; 国信证券经济研究所整理  
注：煤炭为5500大卡煤价

图38：煤价与油价关系



资料来源：王建立, 温亮, 《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》, 中国煤炭, 2021, 47 (3): 9-14; 国信证券经济研究所整理  
注：y代表秦皇岛5500大卡煤价（元/吨），x代表布伦特油价（美元/桶）

# 价格判断|动力煤：2024年1月电厂采购行为致煤价难以超过950元/吨

- 1. 电厂补库取决于库存水平（可用天数）以及是否可以盈利。
- 2. 从可用天数看，可用天数较低的地区有补库需求，随着电煤保供要求的提升，绝对库存保持高位。
- 3. 参考《电价的构成及其成本费用分析》，低碳世界，2015，15（2）：163-164。

按照电站运行9-14年的成本，在2024年电价水平下，河北、安徽、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东可承受的入炉煤价与港口950元/吨价差分别为-54、3、113、27、112、34、40、245元/吨。

- 考虑各个电厂从港口运输成本、装卸成本等，950元/吨港口价格下，河北、安徽、江苏、福建、山东等补库需求不强；上海、浙江、广东具有补库动力。

表11：各地电厂边际成本

省份	河北	安徽	江西	河南	湖北	湖南	上海	江苏	浙江	福建	山东	广东
可承受的入炉煤价（元/吨，含税）	896	953	1059	930	1065	1185	1063	977	1062	984	990	1195
秦皇岛港口煤价（元/吨）	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950
可承受入炉煤价与港口煤炭价差（元/吨）	-54	3	109	-20	115	235	113	27	112	34	40	245

资料来源：北极星电力网，国信证券经济研究所整理；

**小结：950元/吨煤价下，河北、安徽、江苏、福建、山东等补库动力不强。高日耗下，煤价维持高位，但煤价进一步向上空间有限。**

随着未来能源供需变化以及电价的变化，可承受入炉煤价可能会变化。



# 价格判断 | 动力煤：疆煤汽运成本支撑动力煤价格800元/吨以上

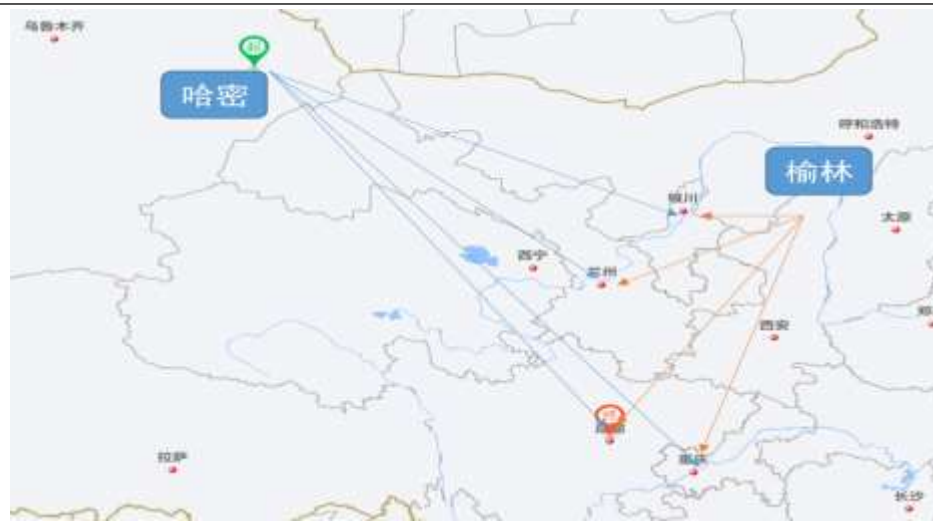
表12：铁路运输：哈密、准东和榆林成本对比

出发地	目的地	里程(公里)	单位运价(元/公里)	运输成本(元/吨)	坑口煤价(元/吨)	总成本(元/吨)
哈密 (淖毛湖)	甘肃兰州	1588	0.2	317.6	380	697.6
	宁夏中卫	1894	0.2	378.8	380	758.8
	重庆	2474	0.2	494.8	380	874.8
	秦皇岛	3681	0.2	736.2	380	1116.2
准东 (将军庙)	甘肃兰州	2216	0.2	443.2	210	653.2
	宁夏中卫	2522	0.2	504.4	210	714.4
	重庆	3102	0.2	620.4	210	830.4
	秦皇岛	4309	0.2	861.8	210	1071.8
榆林	甘肃兰州	771	0.2	154.2	790	944.2
	宁夏中卫	480	0.2	96	790	886
	重庆	1287	0.2	257.4	790	1047.4
	秦皇岛	1053	0.2	210.6	790	1000.6
哈密与榆林 运输差值	甘肃兰州			163.4	-410	-246.6
	宁夏中卫			282.8	-410	-127.2
	重庆			237.4	-410	-172.6
	秦皇岛			525.6	-410	115.6
准东与榆林 运输差值	甘肃兰州			289	-580	-291
	宁夏中卫			408.4	-580	-171.6
	重庆			363	-580	-217
	秦皇岛			651.2	-580	71.2

资料来源：新疆煤炭交易中心，国信证券经济研究所整理  
注\*：煤价为2023年11月3日价格

- 从火车运输成本看：准东最高、榆林最低。哈密煤炭运往甘肃、重庆，运输成本比榆林超200元/吨左右。坑口价格看准东最低、榆林最高，准东较榆林煤炭便宜600元/吨左右，哈密较榆林煤炭便宜400元/吨左右。新疆煤更具价格优势。
- 结论：新疆煤炭在甘肃、川渝等地区具备竞争力。哈密煤通过铁路运往川渝，按照哈密煤200-300元/吨（目前380元/吨），对应榆林煤约400-500元/吨，对应港口价格650-750元/吨。新疆煤维持5000万吨左右铁路外运量，因铁路运力限制。

图39：新疆煤炭外运对比



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

# 价格判断 | 动力煤：疆煤汽运成本支撑动力煤价格800元/吨以上

表13：公路运输：哈密、准东和榆林成本对比

出发地	目的地	里程（公里）	公路单位运价（元/公里）	运输成本（元/吨）	坑口煤价（元/吨）	总成本（元/吨）
哈密（淖毛湖）	甘肃兰州	1577	0.3	473.1	380	853.1
	宁夏中卫	1600	0.3	480	380	860
	重庆	2543	0.3	762.9	380	1142.9
	秦皇岛	2743	0.3	822.9	380	1202.9
准东（将军庙）	甘肃兰州	1838	0.3	551.4	210	761.4
	宁夏中卫	1861	0.3	558.3	210	768.3
	重庆	2804	0.3	841.2	210	1051.2
	秦皇岛	3004	0.3	901.2	210	1111.2
榆林	甘肃兰州	691	0.3	207.3	790	997.3
	宁夏中卫	447	0.3	134.1	790	924.1
	重庆	1260	0.3	378	790	1168
	秦皇岛	1053	0.3	315.9	790	1105.9
哈密与榆林运输差值	甘肃兰州			265.8	-410	-144.2
	宁夏中卫			345.9	-410	-64.1
	重庆			384.9	-410	-25.1
	秦皇岛			507	-410	97
准东与榆林运输差值	甘肃兰州			344.1	-580	-235.9
	宁夏中卫			424.2	-580	-155.8
	重庆			463.2	-580	-116.8
	秦皇岛			585.3	-580	5.3

资料来源：新疆煤炭交易中心，国信证券经济研究所整理  
注\*：煤价为2023年11月3日价格

- **从汽运成本看：**运输成本上准东最高、榆林最低。哈密煤炭运往甘肃、重庆，运输成本比榆林超300元/吨左右。坑口价格看准东最低、榆林最高，准东较榆林煤炭便宜600元/吨左右，哈密较榆林煤炭便宜400元/吨左右。新疆煤更具价格优势。
- **结论：**新疆煤炭在甘肃、川渝等地区具备竞争力。哈密煤通过公路运往川渝，按照哈密煤200-300元/吨（目前380元/吨），对应榆林煤约500-600元/吨，对应港口价格750-850元/吨。当新疆煤价格上涨或榆林煤价格下跌时，疆煤外运量将会有所下降。
- **与铁路运输相比，**公路从新疆通往甘肃、宁夏、重庆等地的里程数减少，随着公路单位运价的下降，公路运输将具备一定经济优势。

表14：哈密、准东和榆林运输成本对比（元/吨）

	哈密		准东		榆林	
	火运	汽运	火运	汽运	火运	汽运
甘肃兰州	697.6	853.1	653.2	761.4	944.2	997.3
宁夏中卫	758.8	860	714.4	768.3	886	924.1
重庆	874.8	1142.9	830.4	1051.2	1047.4	1168
秦皇岛	1116.2	1202.9	1071.8	1111.2	1000.6	1105.9

资料来源：新疆煤炭交易中心，国信证券经济研究所整理

## 1. 利多因素：

- **原料库存低位叠加以利好政策扰动：**近期宏观政策和地产政策的发布改善市场预期，煤焦钢上游原料上行。煤焦钢产业全产业链低库存背景下，原料的补库需求旺盛，焦煤期货受资金面驱动，整个价格易涨难跌。
- **国务院安委会办公室对山西省矿山安全生产帮扶指导：**为坚决贯彻落实习近平总书记重要指示精神，国务院安委会办公室决定对山西省矿山安全生产工作开展帮扶指导，深化矿山安全生产综合整治和重大事故隐患专项排查整治2023行动，着力解决和根治山西矿山领域重点难点堵点问题，推动矿山安全治理模式向事前预防转变。国务院安委会办公室帮扶指导工作组于2023年11月下旬进驻山西，至2024年5月结束，为期6个月左右。
- **煤矿安全事故多发频发：**部分焦煤矿开采年限较长、高瓦斯矿井开采风险高，焦煤矿容易发生煤矿安全事故，2023年事故主要发生在焦煤矿，影响焦煤供应。

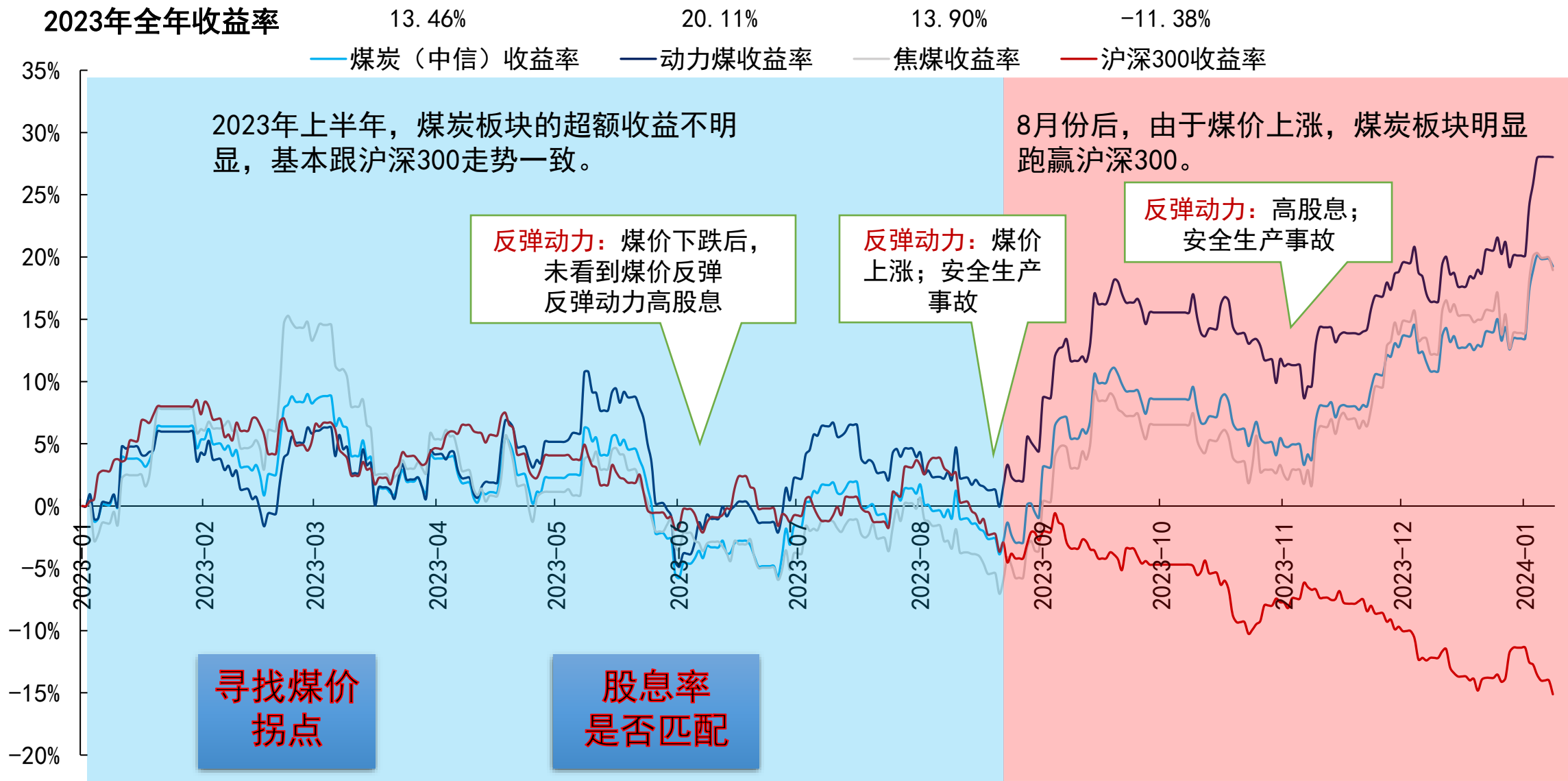
## 2. 利空因素：

- **事故矿井复产：**2023年年初以来，煤矿发生多起安全事故，考虑事故发生时间较长，部分煤矿经过整改验收或具备安全生产条件，可能增加供给。
- **蒙煤增量：**蒙煤在2024年仍可能进一步增加焦煤供给，大概增加500万吨以上。  
**蒙煤进口具备增长的潜力：**策克口岸500万吨（三分之一焦为主，公路提量，跨境火运开通）；满都拉200-300万吨（主焦，公路开通，新的监管库建成）；其他300万吨。

## 4. 股价驱动：煤价拐点，股息托底

# 股价驱动 | 驱动因子：煤价拐点与股息托底

图40：2023年板块股价走势分析

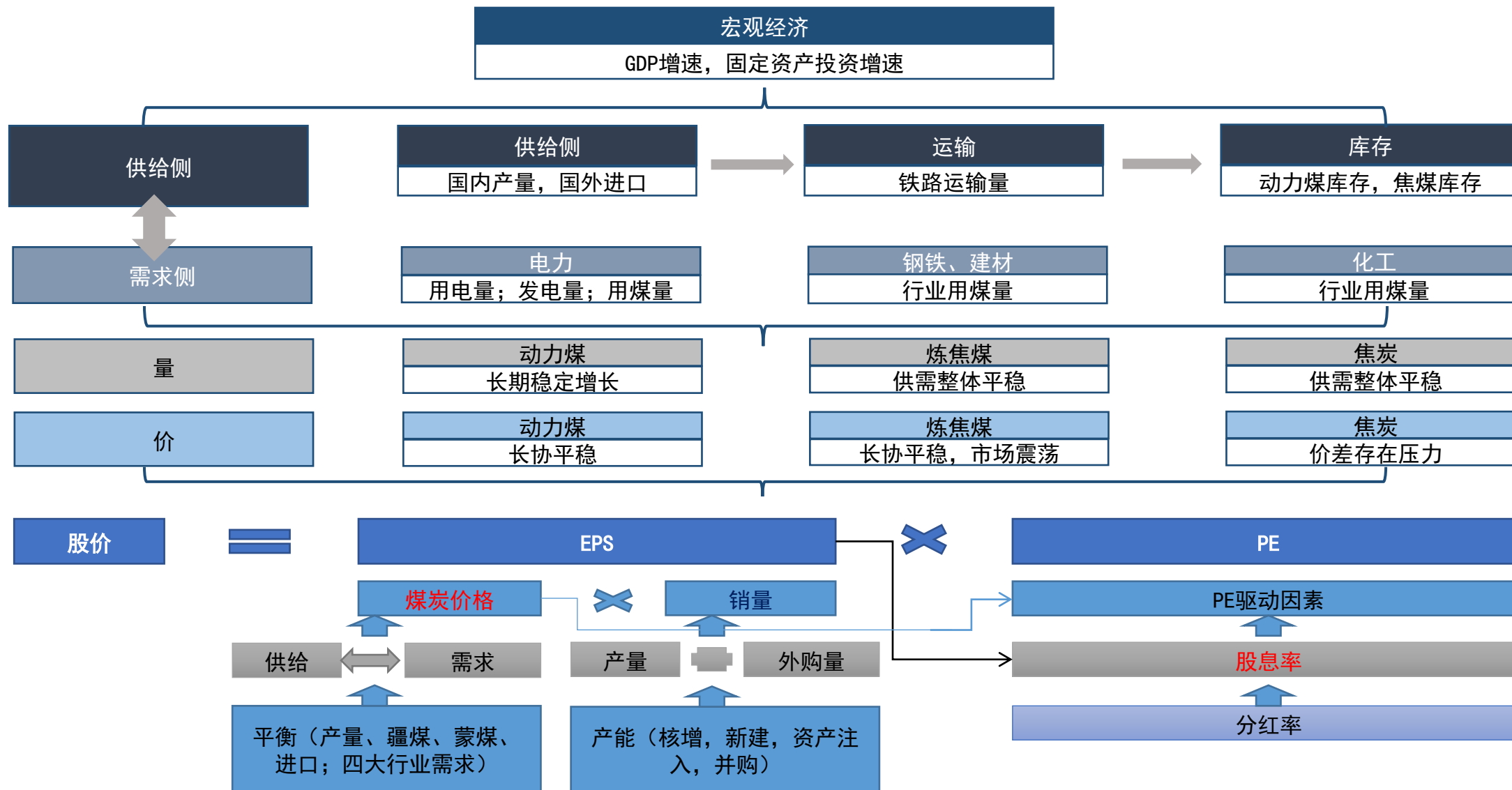


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 股价驱动 | 驱动因子：煤价拐点与股息托底

图41：煤炭板块股价驱动因子示意图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 5. 煤炭公司：经营稳健，股息提升

# 煤炭公司|三类煤炭公司，近几年业绩稳健增长



- **公司分类：**主要包括动力煤、炼焦煤、无烟煤公司，动力煤公司主要有中国神华、中煤能源、陕西煤业等，炼焦煤公司主要有山西焦煤、平煤股份、潞安环能等，无烟煤公司主要有华阳股份、兰花科创等。
- 2020年以来，随着煤炭价格的上涨，主要上市公司的营业收入、净利润实现稳健增长。

表15：2020年以来，主要煤炭上市公司业绩稳健增长

公司代码	公司名称	2020年营收 (亿元)	2021年营收 (亿元)	2022年营收 (亿元)	2020年扣非净利润 (亿元)	2021年扣非净利润 (亿元)	2022年扣非净利润 (亿元)
<b>动力煤</b>							
600188.SH	兖矿能源	2,149.92	1,519.91	2,008.29	65.35	162.12	304.66
600546.SH	山煤国际	354.22	480.54	463.91	8.53	49.65	71.88
600971.SH	恒源煤电	52.10	67.49	83.86	7.60	13.81	25.22
601001.SH	晋控煤业	109.05	182.65	160.82	8.74	44.59	29.76
601088.SH	中国神华	2,332.63	3,352.16	3,445.33	381.65	500.36	703.37
601225.SH	陕西煤业	948.60	1,522.66	1,668.48	91.17	204.80	294.11
601898.SH	中煤能源	1,409.61	2,311.27	2,205.77	57.48	130.76	181.12
601918.SH	新集能源	83.55	124.89	120.03	5.44	24.05	20.72
<b>炼焦煤</b>							
600508.SH	上海能源	76.54	101.56	126.34	6.57	3.38	14.77
000937.SZ	冀中能源	206.43	314.24	360.36	8.00	25.31	43.95
000983.SZ	山西焦煤	337.57	452.85	651.83	16.68	40.61	93.35
600395.SH	盘江股份	64.81	97.26	118.43	7.20	13.72	21.34
600985.SH	淮北矿业	522.76	649.61	690.62	31.75	45.93	69.71
601666.SH	平煤股份	223.97	296.99	360.44	14.59	29.19	57.45
601699.SH	潞安环能	259.72	451.47	542.97	18.92	77.78	143.66
<b>无烟煤</b>							
600123.SH	兰花科创	66.26	128.60	141.56	3.30	24.02	35.27
600348.SH	华阳股份	311.81	380.07	350.42	12.85	45.84	73.64

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理



# 煤炭公司|吨煤成本、收入、毛利差异大，焦煤公司整体占优



■ 从煤种看，动力煤吨煤成本、收入、毛利较低，炼焦煤吨煤成本、收入、毛利最高，无烟煤居中。

表16：分板块成本、收入、毛利比较

公司代码	公司名称	吨煤成本（元/吨）	吨煤收入（元/吨）	吨煤毛利（元/吨）
<b>动力煤</b>				
000552.SZ	甘肃能化	282.75	719.14	436.39
600188.SH	兖矿能源	485.52	1213.00	727.48
600546.SH	山煤国际	466.23	851.69	385.46
601001.SH	晋控煤业	280.17	574.00	293.83
601088.SH	中国神华	425.10	663.34	238.24
601225.SH	陕西煤业	398.31	722.98	324.67
601898.SH	中煤能源	541.88	726.06	184.18
601918.SH	新集能源	203.13	431.78	228.65
<b>炼焦煤</b>				
600508.SH	上海能源	744.10	1518.78	774.68
000937.SZ	冀中能源	639.89	1015.81	375.92
000983.SZ	山西焦煤	425.14	1290.02	864.88
600395.SH	盘江股份	543.14	905.90	362.76
600985.SH	淮北矿业	587.78	1159.90	572.12
601666.SH	平煤股份	737.96	1133.54	395.58
601699.SH	潞安环能	359.45	930.70	571.25
<b>无烟煤</b>				
600123.SH	兰花科创	303.21	864.38	561.17
600348.SH	华阳股份	364.54	709.71	345.17

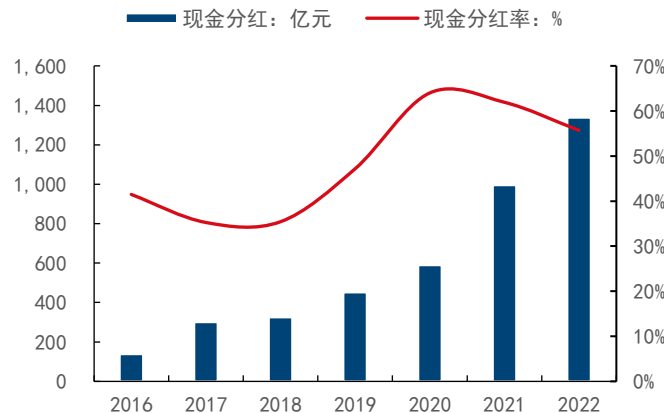
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

# 煤炭公司|板块分红水平显著提高，动力煤、焦煤板块分红率超50%



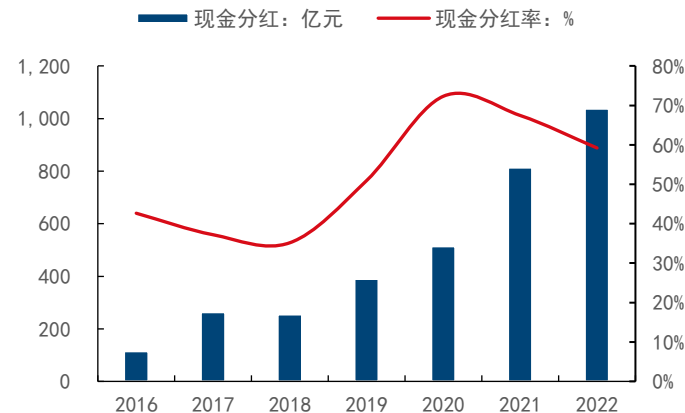
- 煤炭板块近3年现金分红水平显著提高；随着板块盈利能力的大幅改善，现金分红率水平维持高位。
- 分不同子板块来看，近几年动力煤、焦煤、无烟煤板块现金分红水平均有显著提升。其中，动力煤板块分红率最高，无烟煤板块分红率最低。2022年，动力煤、焦煤板块分红率均超50%。

图42：煤炭板块分红及分红率变化



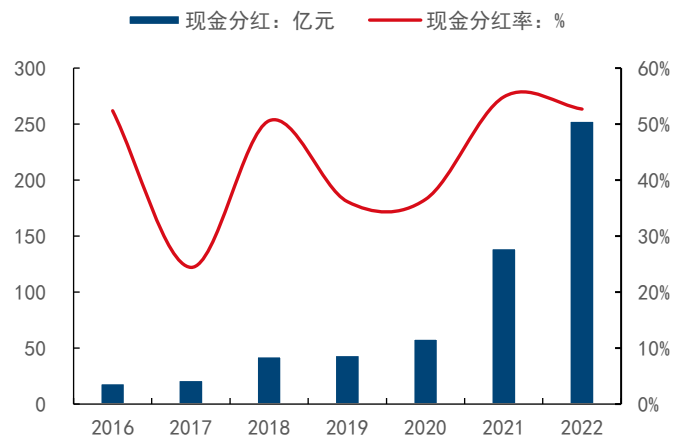
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：剔除2017年中国神华特别现金股息

图43：动力煤板块分红及分红率变化



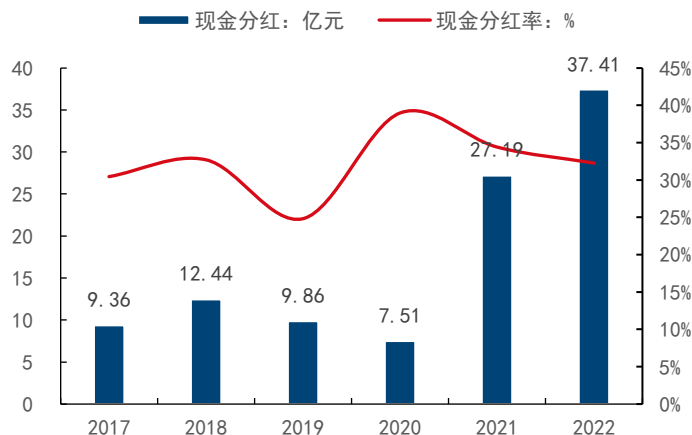
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：剔除2017年中国神华特别现金股息

图44：焦煤板块分红及分红率变化



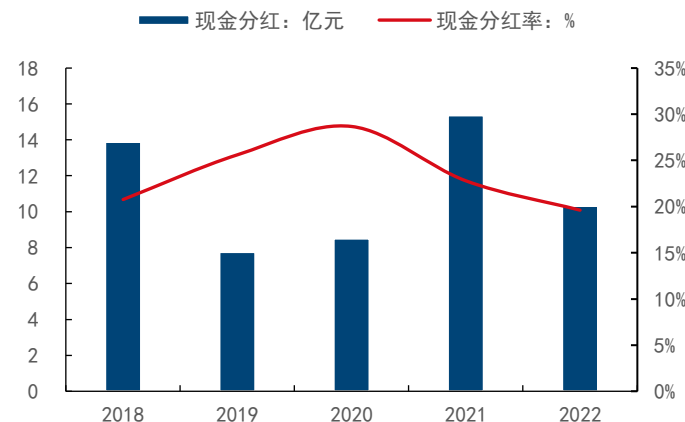
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图45：无烟煤板块分红及分红率变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图46：煤化工板块分红及分红率变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 煤炭公司|主要公司分红率提高、股息率改善，投资价值凸显



- 主要煤炭上市公司分红率显著提高。分红率方面，近3年，动力煤公司山煤国际、中国神华、陕西煤业、恒源煤电、晋控煤业，焦煤公司冀中能源、山西焦煤、潞安环能分红率提升明显。
- 主要煤炭上市公司股息率显著提高。近3年，随着分红率和盈利能力的提升，山煤国际、中国神华、陕西煤业、恒源煤电、晋控煤业、冀中能源、山西焦煤、潞安环能股息率显著提升；近3年，随着盈利能力的提升，兖矿能源、中煤能源、淮北矿业、平煤股份、兰花科创、华阳股份，股息率也有明显提高。

表17：煤炭板块主要公司近5年分红率及股息率变化

公司名称	股息率：%					分红率：%					
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	
<b>动力煤</b>											
000552.SZ 甘肃能化	3.28	3.28	3.28	4.92	4.59	39.93	43.58	50.34	47.14	20.37	
600188.SH 兖矿能源	2.34	6.85	4.33	6.93	15.03	33.54	89.19	68.44	48.70	55.93	
600508.SH 上海能源	1.85	1.58	1.83	1.02	4.82	30.60	30.07	30.06	30.00	30.32	
600546.SH 山煤国际	0.00	0.35	0.39	9.25	13.28	0.00	10.14	15.83	62.91	63.89	
600971.SH 恒源煤电	3.68	3.14	2.96	4.49	8.98	33.59	37.23	51.24	43.25	47.76	
601001.SH 晋控煤业	0.00	0.00	0.00	3.19	5.02	0.00	0.00	0.00	14.37	34.64	
601088.SH 中国神华	2.47	3.53	5.08	7.12	7.15	39.90	57.94	91.81	100.39	72.77	
601225.SH 陕西煤业	1.39	1.51	3.36	5.68	9.17	29.10	29.98	52.11	61.91	60.17	
601898.SH 中煤能源	0.63	1.02	1.08	2.42	3.32	30.11	29.93	30.09	30.05	30.02	
601918.SH 新集能源	0.17	0.33	0.58	1.16	1.82	9.91	8.99	10.70	7.45	13.80	
<b>炼焦煤</b>											
000937.SZ 冀中能源	1.31	1.31	5.22	13.05	13.05	40.52	39.20	179.94	128.99	79.27	
000983.SZ 山西焦煤	2.84	0.95	0.95	7.58	11.36	52.45	18.43	20.94	78.67	63.54	
600395.SH 盘江股份	6.44	6.44	6.44	6.44	6.60	70.06	60.68	76.78	73.24	40.11	
600985.SH 淮北矿业	2.84	3.41	3.69	3.98	5.97	30.60	35.93	42.85	36.33	37.16	
601666.SH 平煤股份	0.00	2.58	3.08	6.50	7.44	0.00	59.99	60.07	60.21	35.18	
601699.SH 潞安环能	1.14	1.02	0.83	2.87	12.14	30.11	30.06	30.05	30.01	60.17	
<b>无烟煤</b>											
600123.SH 兰花科创	2.59	1.73	0.86	6.48	8.64	31.71	34.47	30.49	36.42	35.44	
600348.SH 华阳股份	2.81	2.81	2.51	5.02	8.80	34.16	39.59	39.95	34.03	30.02	

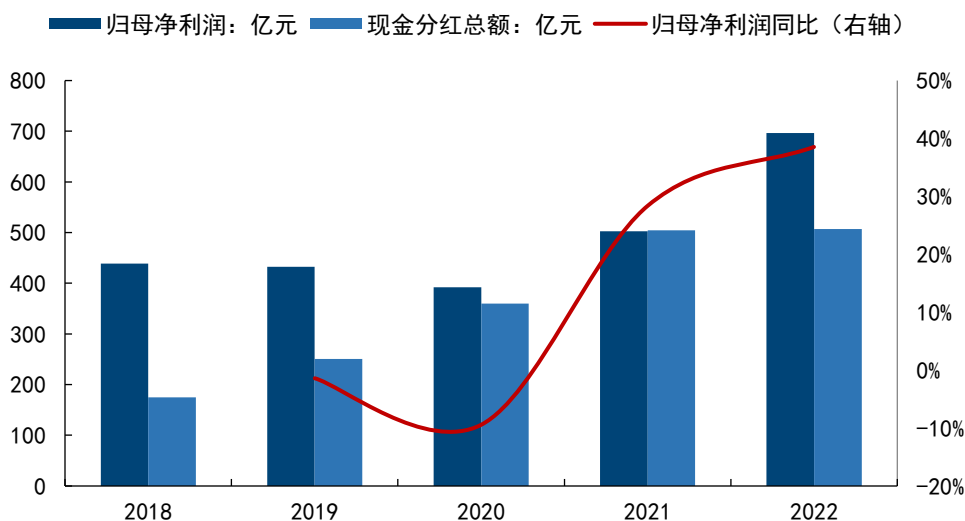
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理 注：股息率以2024年1月29日股价为基础计算

# 煤炭公司 | 中国神华通过高分红回报股东，获得投资者认可



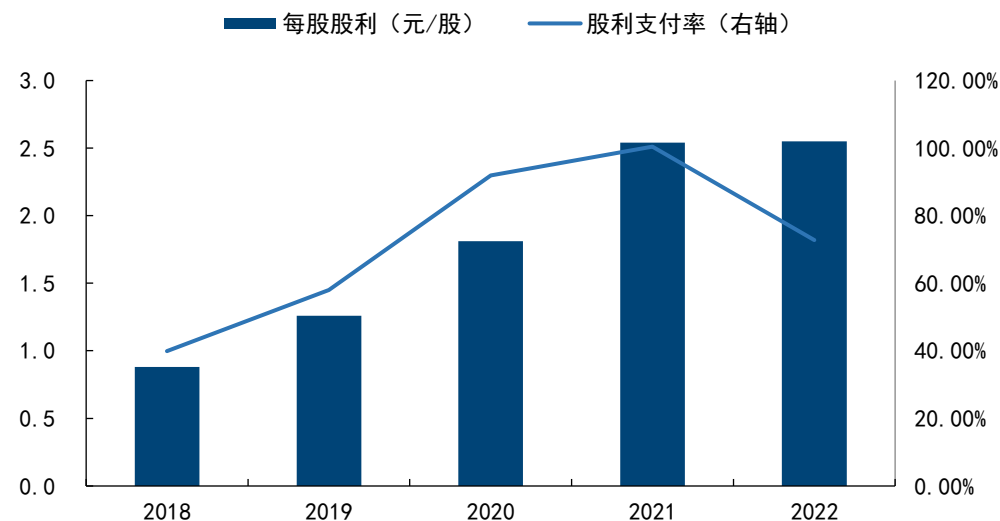
- **高分红回馈投资者彰显公司价值。**公司提出，为贯彻实施《中华人民共和国证券法》，加强投资者合法权益保护，回应投资者特别是中小投资者的诉求，经本公司2022年第一次临时股东大会批准，在符合《公司章程》规定的情形下，本公司2022-2024年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的60%。
- **供给侧结构性改革以来，公司利润稳定，股利支付率维持高位。**2021年，公司归母净利润502.7亿元，现金分红总额504.7亿元，分红率100.4%。2022年，公司归母净利润696.3亿元，同比增长39%；公司向股东每10股分派现金股利25.5元（含税），共计506.6亿元，占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的72.8%。

图47：2018年以来中国神华分红逐步增长



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图48：2018年以来中国神华股利支付率维持高位

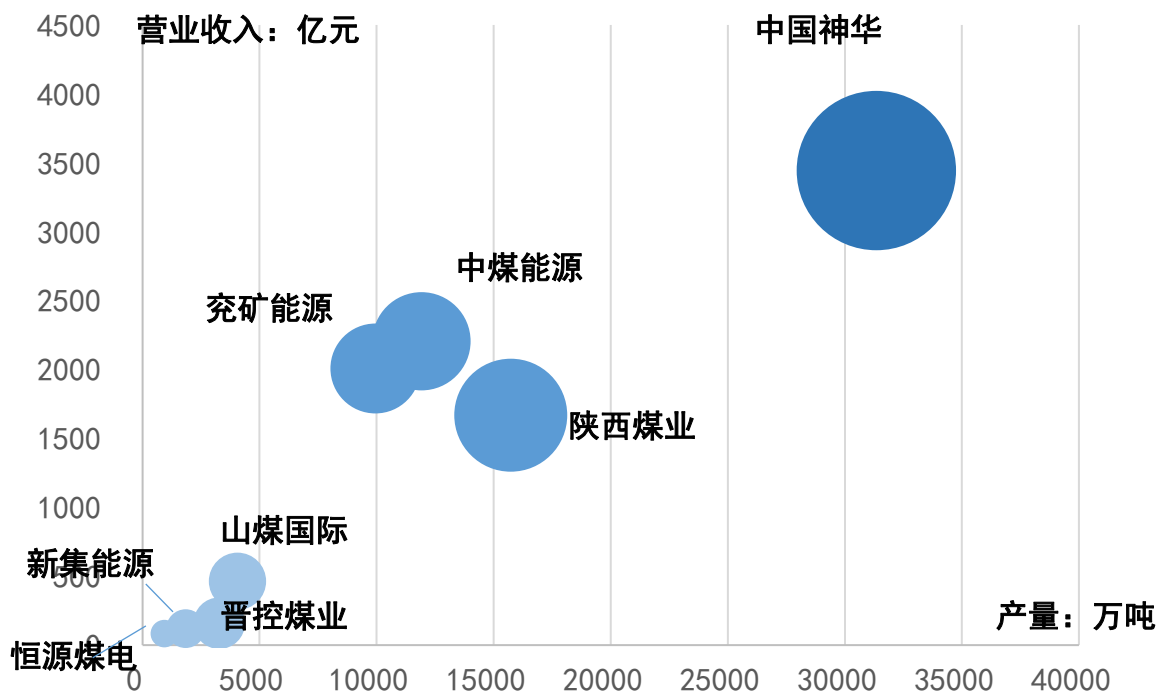


资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

# 煤炭公司 | 动力煤：千万吨级矿井多，中国神华是行业龙头

- **动力煤用于发电为主：**用于电力、工业锅炉、建材等行业，美国90%以上煤炭用于发电，未来我国电力用煤占比进一步提高。
- **动力煤亦可用于化工：**化工主要利用煤中的碳、氢元素，由于气化炉技术的发展，几乎所有煤种均可用于化工。
- **动力煤公司和煤矿：**数量多，规模大，主要有中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖矿能源等公司。动力煤千万吨级矿井较多。

图49：2022年动力煤主要公司产量及营业额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

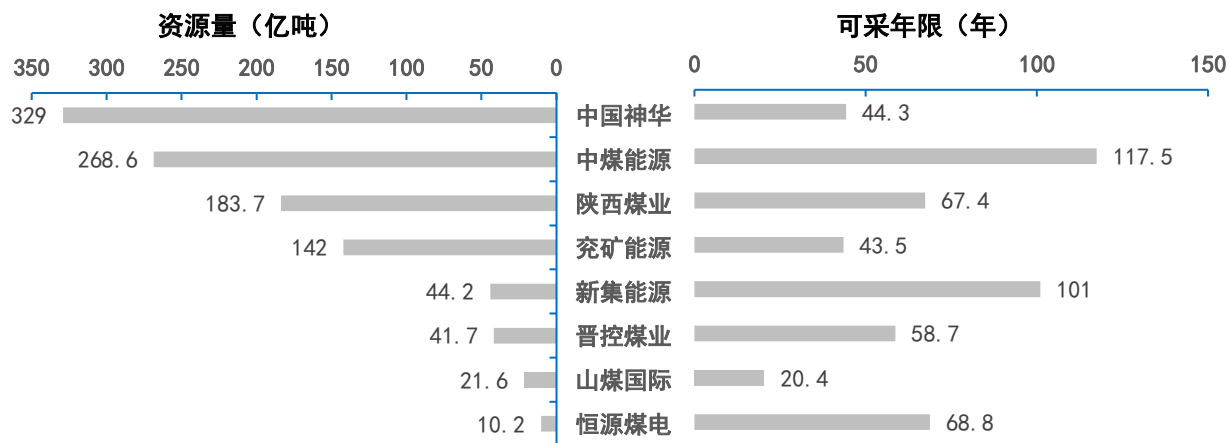
表18：千万吨大型煤矿不完全统计

序号	煤矿名称	产能	序号	煤矿名称	产能
1	天池能源南露天煤矿	4000	32	陕西未来能源金鸡滩煤矿	1500
2	神华准能哈尔乌素露天矿	3500	33	中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿活鸡兔井	1500
3	神华宝日希勒露天煤矿	3500	34	内锡林郭勒白音华煤电有限责任公司露天矿	1500
4	华能伊敏煤电露天矿	3500	35	神华亿利能源有限责任公司黄玉川煤矿	1300
5	神华准能集团黑岱沟露天矿	3400	36	云南省小龙潭矿务局布沼坝露天矿	1300
6	中煤能源股份平朔东露天煤矿	3000	37	中国神华能源股份有限公司榆家梁煤矿	1300
7	大唐胜利东二号露天煤矿	3000	38	神延煤炭有限责任公司西湾露天煤矿	1300
8	天池能源将军戈壁二号露天煤矿	3000	39	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二号露天煤矿	1300
9	中国神华补连塔煤矿	2800	40	陕煤小保当矿业有限公司小保当二号煤矿	1300
10	神华胜利一号露天煤矿	2800	41	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二号露天煤矿	1300
11	中煤平朔集团安家岭露天矿	2500	42	淮南矿业集团有限责任公司张集煤矿	1230
12	陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	2500	43	同煤浙能麻家梁煤业有限责任公司	1200
13	同煤大唐塔山煤矿有限公司	2500	44	平庄煤业有限责任公司元宝山露天煤矿	1200
14	中煤平朔安太堡露天矿	2000	45	中国神华能源股份有限公司石圪台煤矿	1200
15	中国神华布尔台煤矿	2000	46	国家能源宁夏煤业集团有限责任公司梅花井煤矿	1200
16	伊泰京粤酸刺沟矿业酸刺沟煤矿	2000	47	神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿	1200
17	白音华煤田三号露天矿	2000	48	内蒙古塔拉壕煤矿	1200
18	陕煤集团柠条塔	2000	49	保德康家滩	1200
19	陕煤小保当一号煤矿	2000	50	中煤新集能源股份有限公司刘庄煤矿	1100
20	中煤能源大海则煤矿	2000	51	陕煤集团神木张家峁矿业有限公司	1100
21	白音华煤田三号露天矿	2000	52	鄂尔多斯市国源矿业有限公司龙王沟煤矿	1000
22	露天煤业南露天煤矿	1800	53	中煤平朔集团有限公司井工一矿	1000
23	扎哈淖尔露天煤矿	1800	54	中煤平朔集团有限公司井工三矿	1000
24	不连沟煤矿	1800	55	霍林河露天煤业股份有限公司北露天煤矿	1000
25	陕西国华锦界能源锦界煤矿	1800	56	鄂尔多斯市转龙湾煤炭有限公司转龙湾煤矿	1000
26	中国神华大柳塔井	1800	57	中国神华能源股份有限公司万利一矿	1000
27	陕煤集团神木红柳林矿业	1800	58	陕西华电榆横煤电有限责任公司小纪汗煤矿	1000
28	榆林市榆神煤炭榆树湾煤矿	1800	59	国网能源哈密煤电有限公司大南湖一号矿井	1000
29	同煤国电集团同忻煤矿有限公司	1600	60	麻地梁煤矿	1000
30	中国神华上湾煤矿	1600	61	红树梁煤矿	1000
31	中国神华哈拉沟煤矿	1600	62	陕西榆横矿区北区可可盖煤矿	1000

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

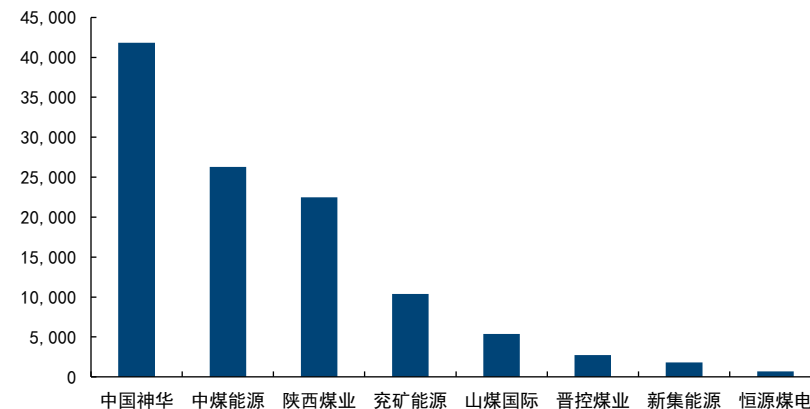
# 煤炭公司|动力煤：中国神华资源量多，中煤能源可采年限长

图50：2022年主要公司资源量及可采年限统计图



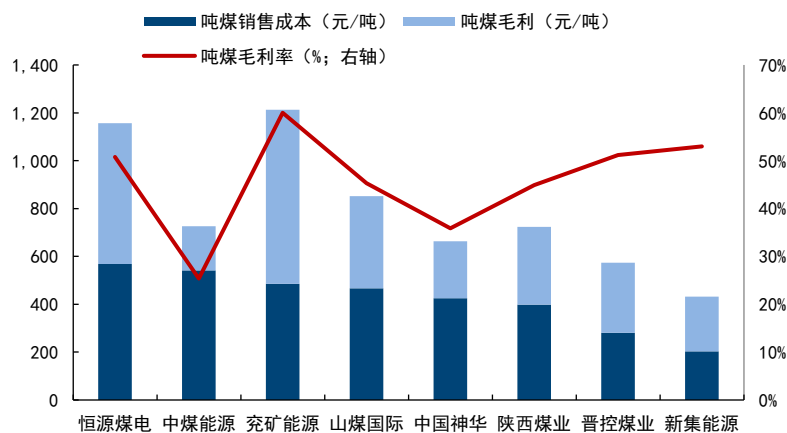
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图51：2022年主要公司商品煤销量（万吨）



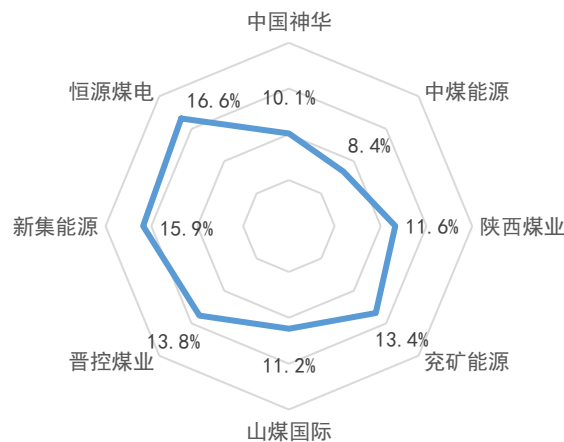
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图52：2022年主要公司吨煤销售成本、毛利、毛利率统计



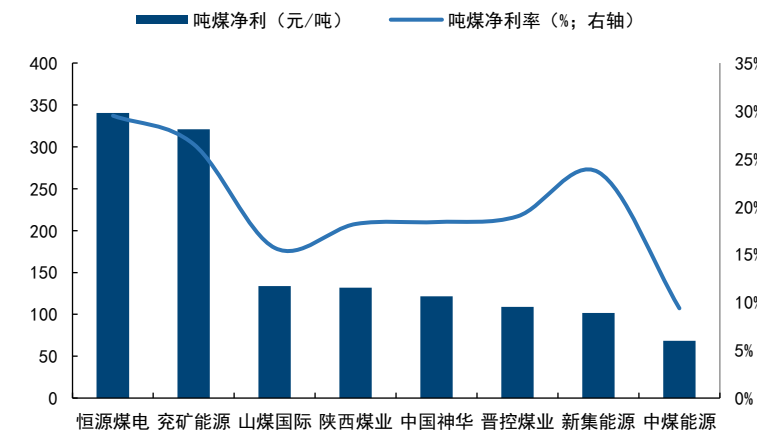
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图53：2022年主要公司期间费率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

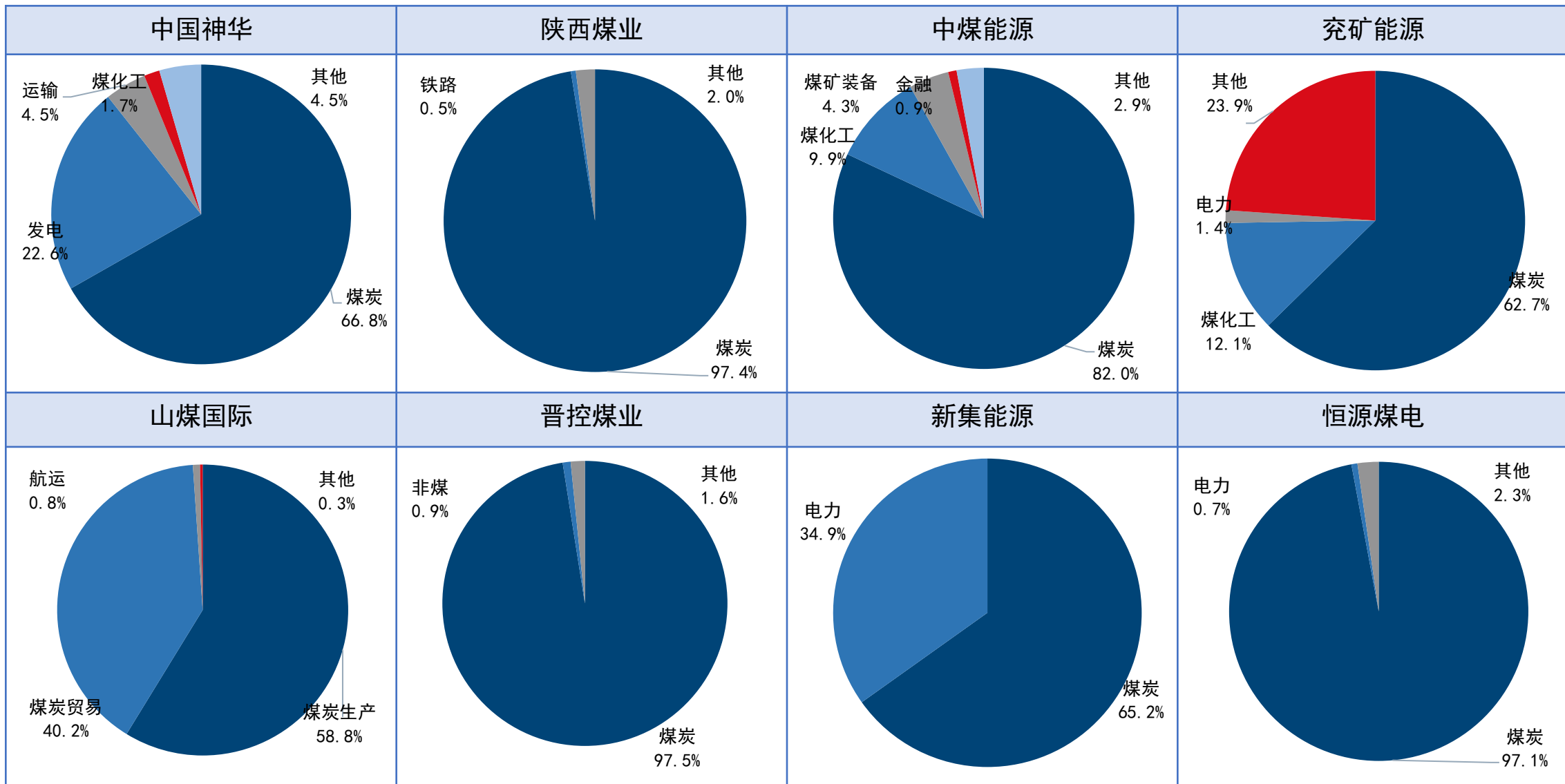
图54：2022年主要公司吨煤净利及净利率统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

# 煤炭公司|动力煤：神华、兖矿等产业延伸，陕煤、晋控等以煤为主

图55：2022年主要动力煤公司主营业务占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 煤炭公司|炼焦煤：资源储量较少，公司集中在中东部

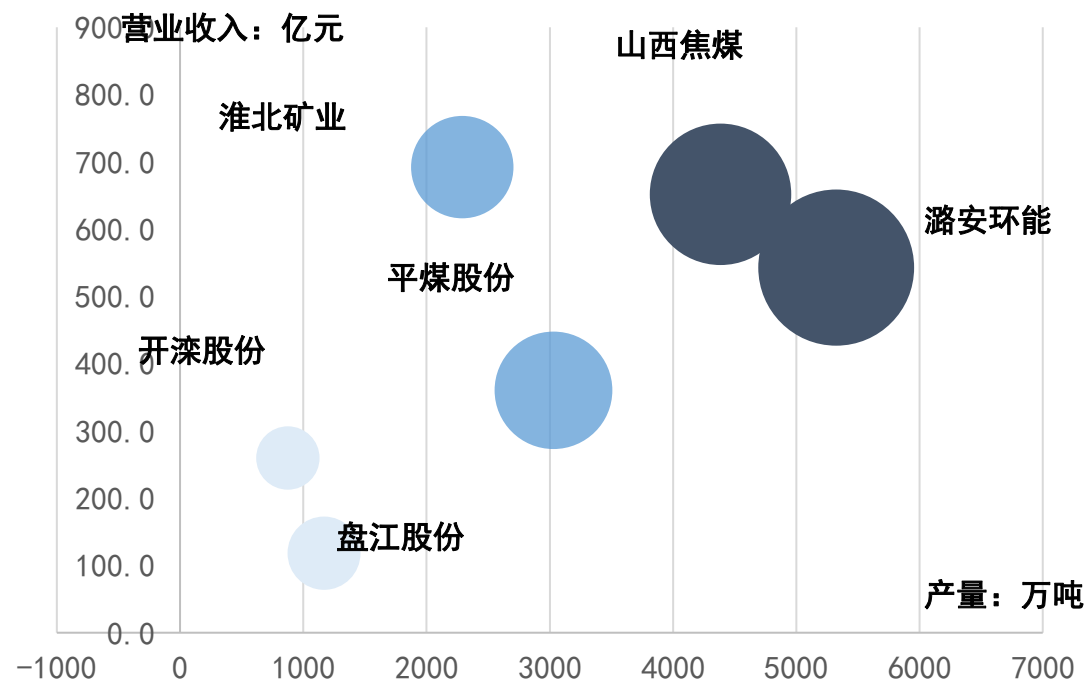
- **焦煤用于冶金行业：**焦煤产量约13亿吨，其中精焦煤约6亿吨，支撑我国约10亿吨粗钢产量。
- **焦煤公司：**资源储量少，焦煤公司数量少，分布在山西、安徽、贵州等地区，主要有山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、盘江股份等公司。

表19：2022年全国分省份炼焦煤产量及占比

省份	炼焦煤产量（万吨）	占全国炼焦煤产量比
山西	71154	53.9%
安徽	10847	8.2%
山东	8544	6.5%
内蒙古	6443	4.9%
新疆	6027	4.6%
贵州	5464	4.1%
黑龙江	5141	3.9%
陕西	4382	3.3%
河南	4084	3.1%
河北	3058	2.3%

资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所

图56：2022年焦煤主要公司产量及营业额



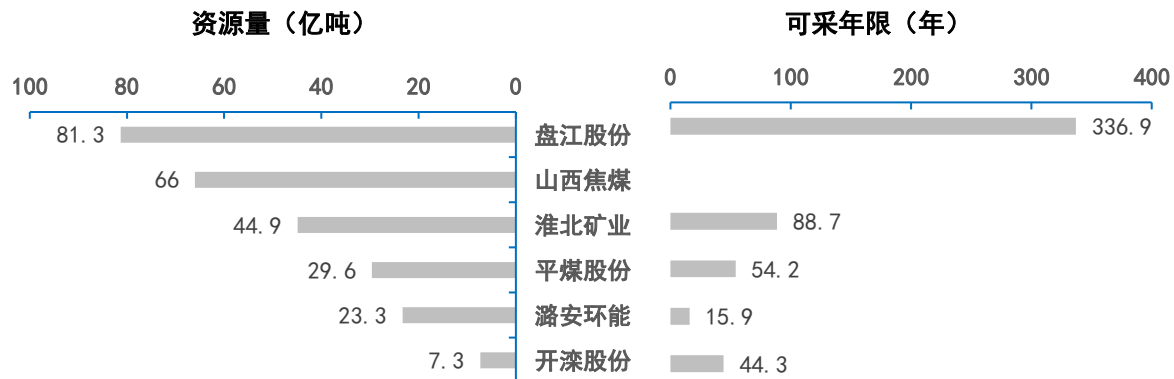
资料来源：WIND，国信证券经济研究所



# 煤炭公司|炼焦煤：盘江股份和山西焦煤资源量多，潞安环能产量多

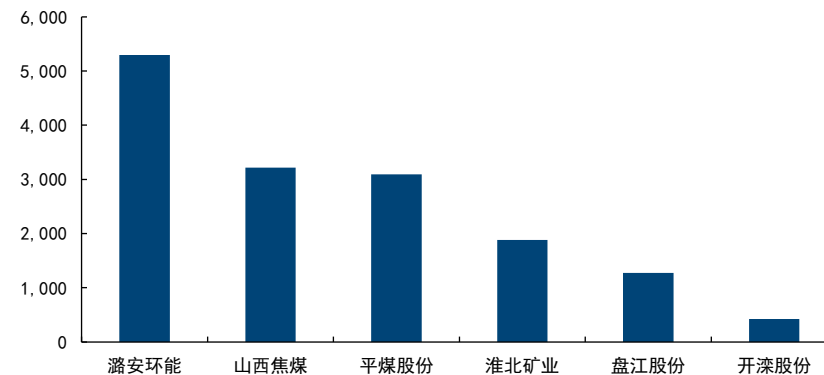


图57：2022年主要公司资源量及可采年限统计图



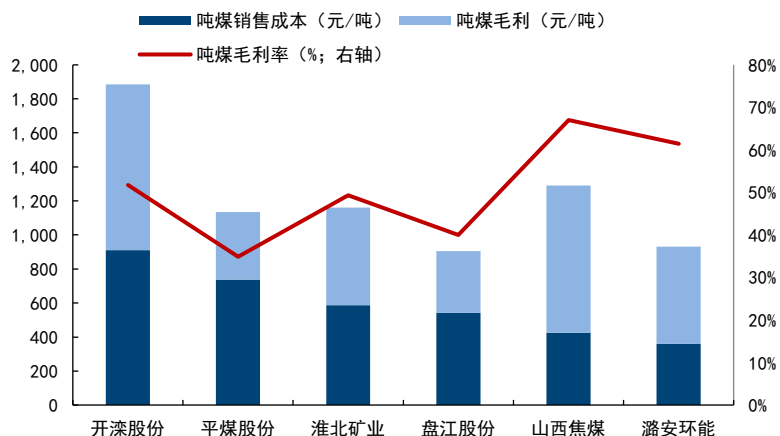
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图58：2022年主要公司商品煤销量（万吨）



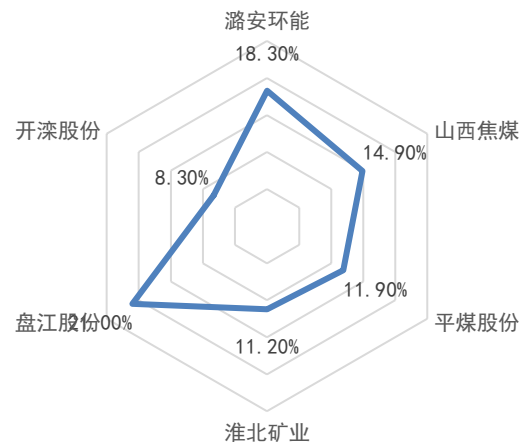
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图59：2022年主要公司吨煤销售成本、毛利、毛利率统计



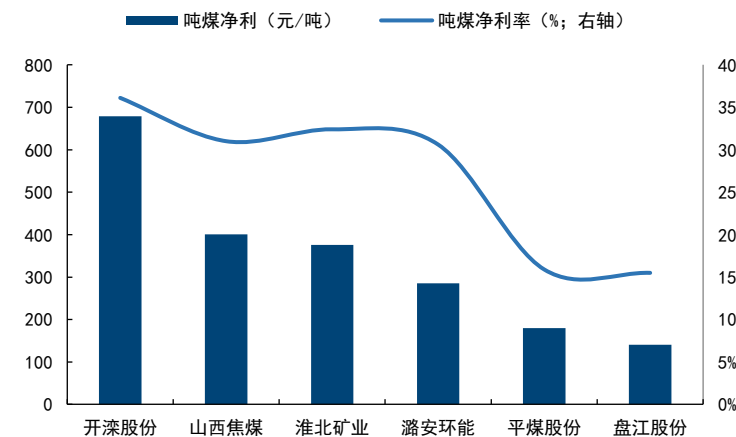
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图60：2022年主要公司期间费率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

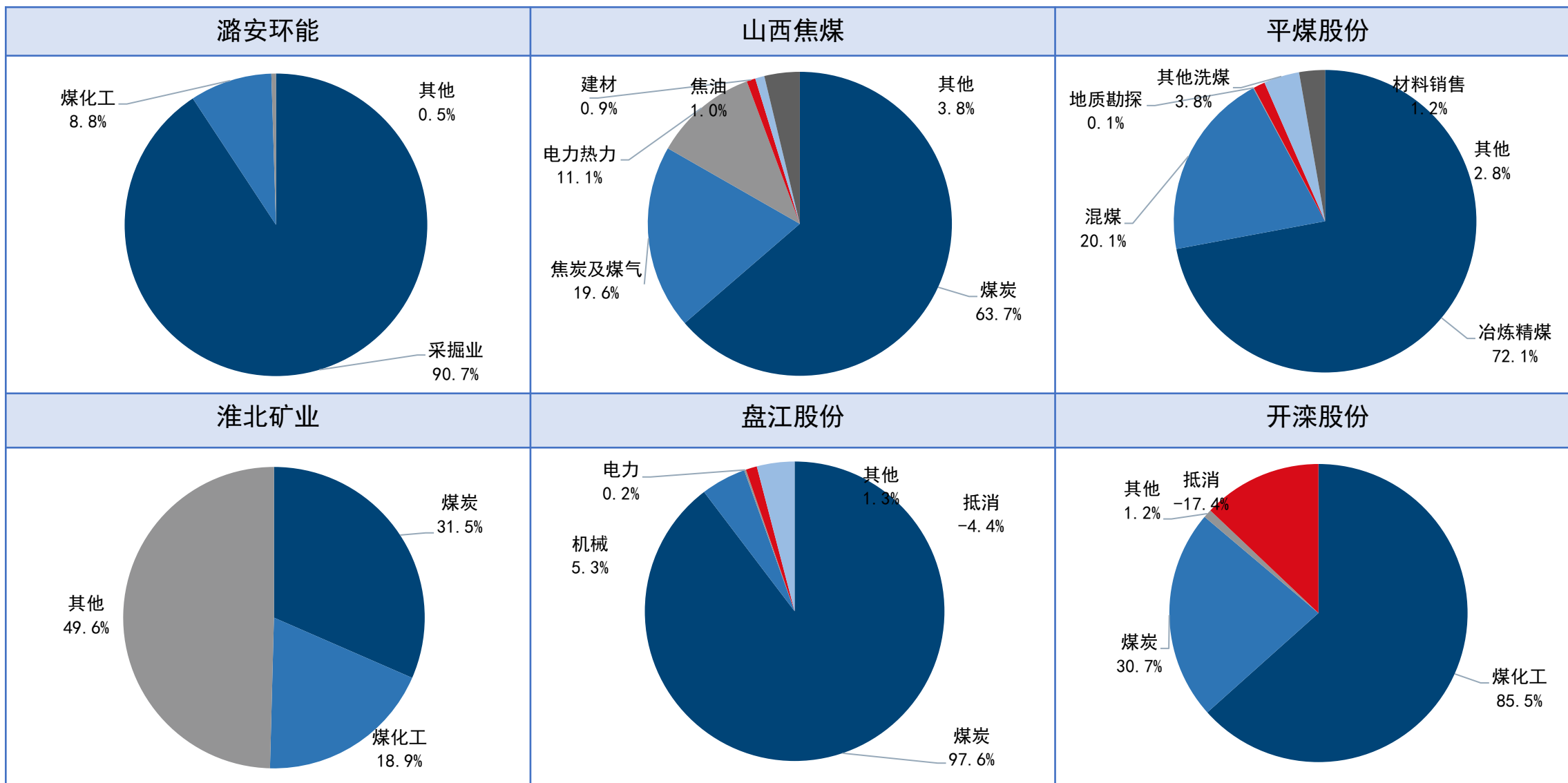
图61：2022年主要公司吨煤净利及净利率统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

# 煤炭公司|炼焦煤：山焦、淮北等产业延伸，潞安、盘江等以煤为主

图62：主要焦煤公司主营业务占比



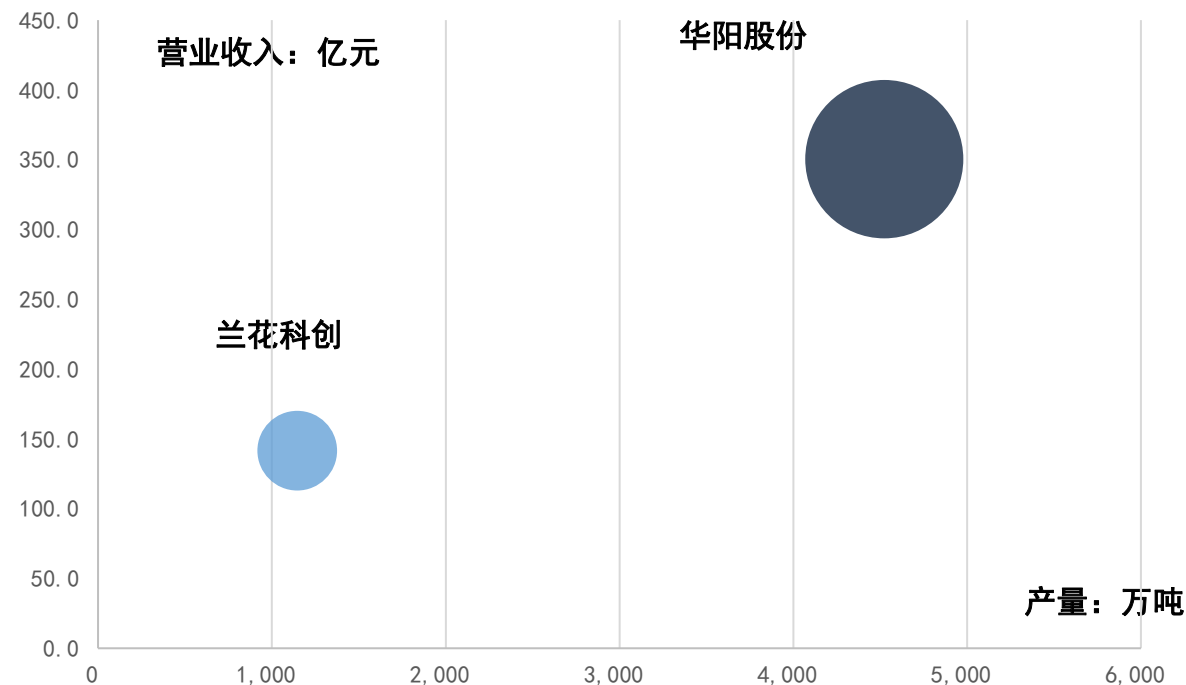
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 煤炭公司|无烟煤：资源相对稀缺，公司集中在山西

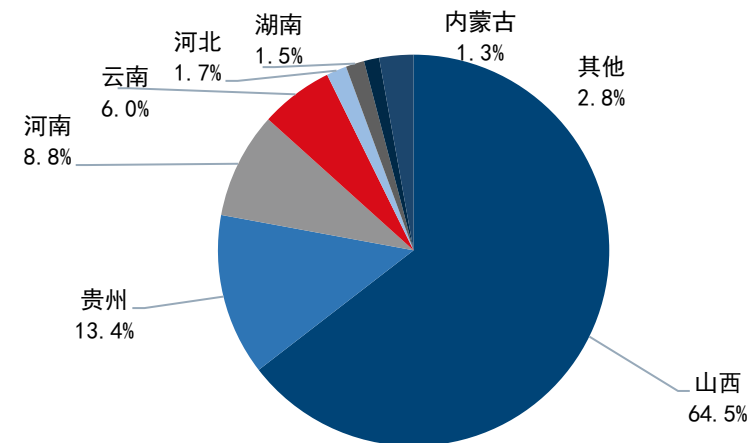
- 无烟煤主要用于化工、冶金和民用：块煤是优质的民用煤和化工煤，成块率在20%-40%，但由于技术进步，逐步被高卡动力煤替代；末煤可用于冶金喷吹。
- 无烟煤公司：资源储量相对较少，主要分布在山西、贵州、河南等地区，主要有华阳股份、兰花科创等公司。

图63：2022年无烟煤主要公司产量及营业额



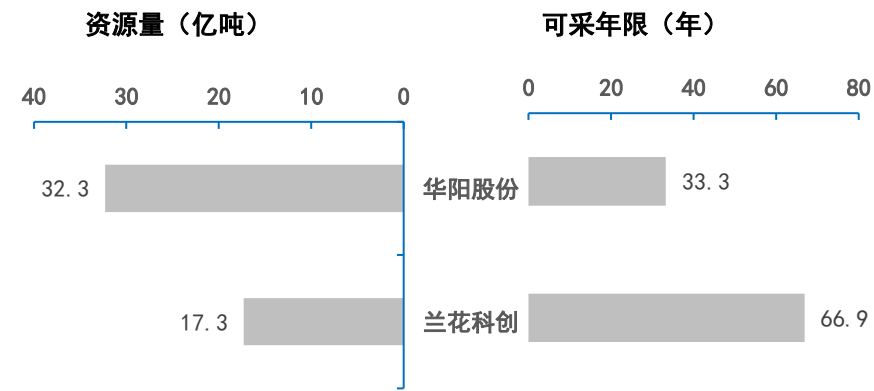
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图64：2022年全国分省份无烟煤产量及占比



资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所

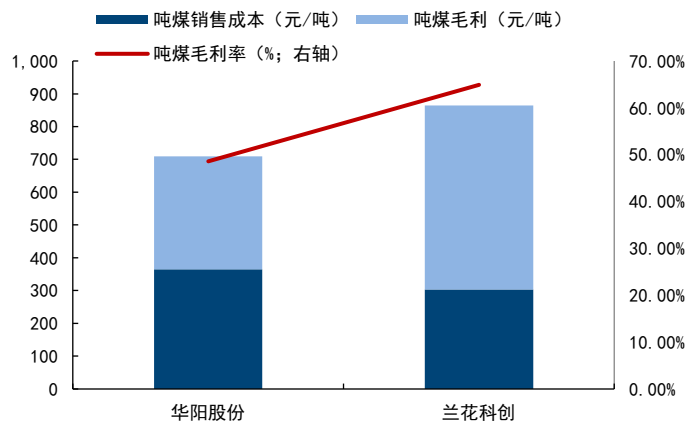
图65：2022年主要公司资源量及可采年限统计图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

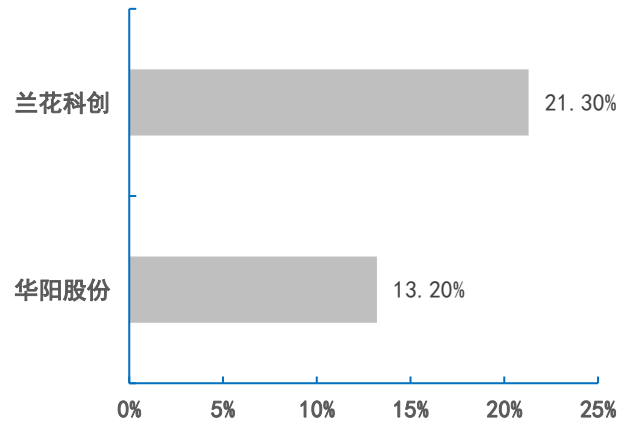
# 煤炭公司|无烟煤：以煤炭业务为主，华阳股份产量较大

图66：2022年主要公司吨煤销售成本、毛利、毛利率统计



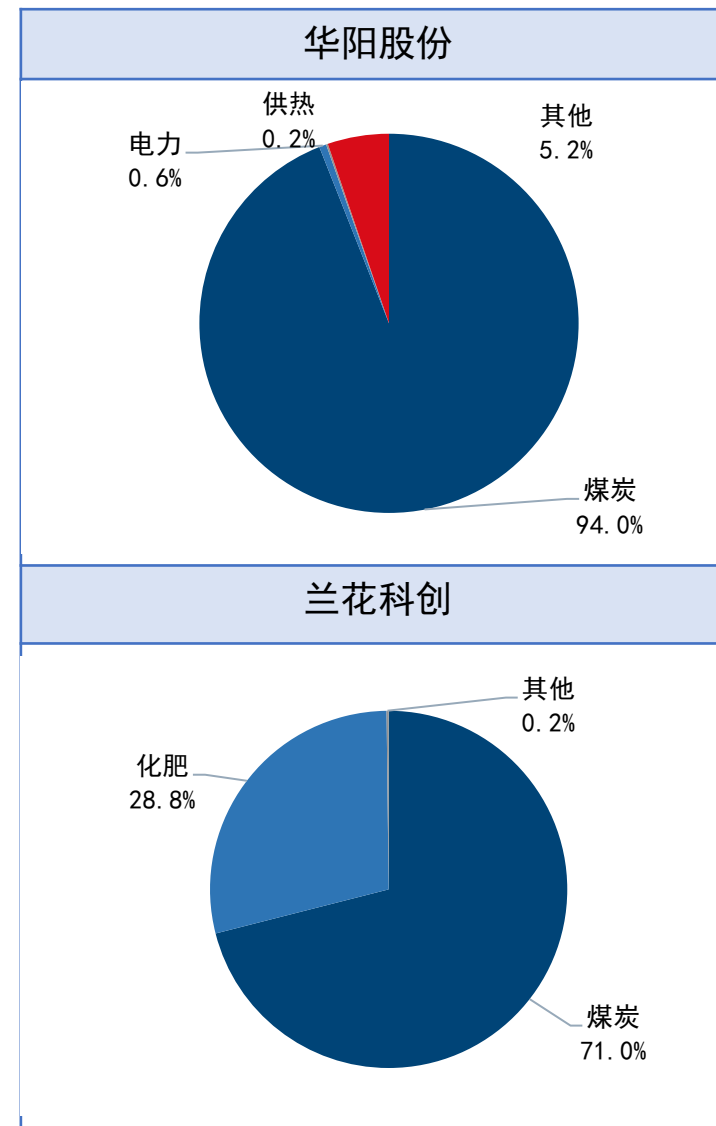
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图67：2022年主要公司期间费率



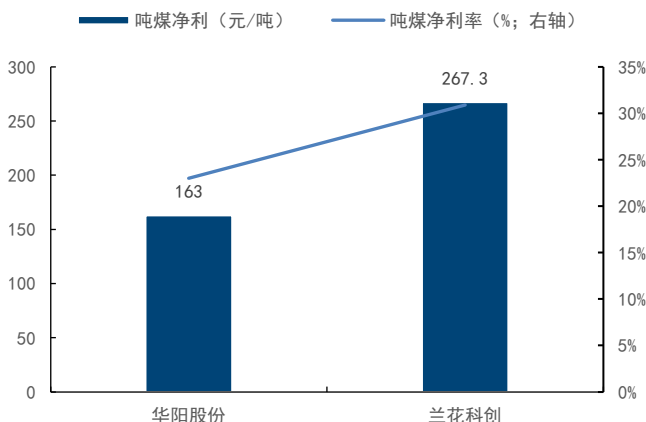
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图70：主要焦煤公司主营业务占比



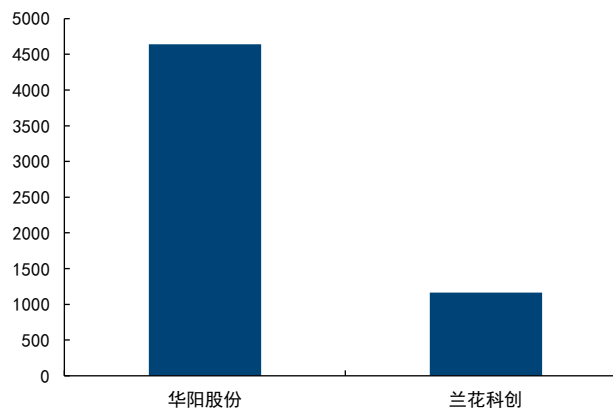
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图68：2022年主要公司吨煤净利及净利率统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图69：2022年主要公司商品煤销量（万吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

## 投资建议：维持行业“超配”评级

煤炭是我国基础能源品。政策调控下实现安全保供和柔性供给，通过长协价格机制保障民生用煤，平抑价格波动。在供给侧结构性改革和长协价制度支撑下，煤炭行业高景气有望延续。从油价支撑、电厂采购、疆煤外运推测，煤炭价格高位平稳。主要煤炭公司经营稳健，股息提升，投资价值凸显，维持行业“超配”评级。

## 风险提示：

1. 海外经济增长放缓。海外经济增长不及预期，可能导致全球能源及煤炭需求低迷，同时导致国内煤炭消费需求下降。
2. 煤炭产能大量释放。随着煤炭行业产能优化推进，可能出现煤炭产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌。
3. 新能源对煤炭替代。碳中和政策下，低成本、低排放新能源技术出现替代煤炭部分需求，导致煤炭需求下降。
4. 煤矿安全事故影响。煤矿安全事故发生，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032