

# 煤炭开采行业深度报告

## “疆煤外运”筑牢能源安全“压舱石”

增持（维持）

2024年05月19日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书：S0600123070008

liaolq@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **能源饭碗必须端在自己手里”，核心依靠煤炭。**我国一次能源消费中，煤炭占比居主导地位，2022年原煤消费占比56%。尽管新能源消费快速增长，但无法完全覆盖一次能源消费增量，仍需增量消费煤炭。2022年总体能源一次消费增量为1.5亿吨标准煤，其中新能源增量6850万吨，而石油及天然气贡献增量为负，仍需煤炭弥补1亿吨标准煤主要增长部分，导致我国煤炭消费绝对量稳步增长。
- **煤炭新旧产能更迭，导致煤炭供给收缩，国内煤炭产量未来将会逐步收缩，最终出现我国煤炭供给对外依存度大幅提升的隐忧。**近年来受“碳中和”预期影响，煤炭行业新建产能投资不积极。煤企申报给发改委核准的煤炭产能规模大幅减少。我国目前在建煤炭产能共2.4亿吨左右，近三年（2023-2025年）确定性新增产能仅7500万吨，未来难现大规模新建产能增量。此外，我国面临老旧、资源枯竭矿井大规模退出的压力。截至2022年底，我国产能120万吨/年以下的煤矿总产能规模约6.75亿吨。按照2020-2022年，我国煤炭产能120万吨以下矿井，合计总退出产能2.28亿吨，平均年产能退出产能规模7600万吨。新建煤炭产能维持每年3000万吨左右，叠加老旧矿产能年退出规模达7600万吨，综合导致我国煤炭产能最终在现有煤炭产能全部完成核增后，我国煤炭总产能将会出现净减少的收缩状态，也最终将会导致我国煤炭产量出现逐年下降的状态。考虑到上述我国煤炭需求稳定增长的现实状态，最终将会出现我国煤炭供给紧缺，对外依存度提升的隐忧。2023年，我国煤炭对外依存度，由2022年的6.7%，跃升至10.1%，能源供应安全问题开始出现。
- **煤炭“保供”增产唯有新疆！“疆煤外运”刻不容缓。**新疆煤炭储量全国第二，且资源禀赋优异，开采成本和开采难度低，是我国煤炭保供的重要接续地。未来新疆煤炭产能有望持续释放，预期“十四五”时期新增产能1.64亿吨（占年产量比例大约为35%），产能增幅达60%以上。此外，疆煤坑口成本具备显著优势，可为大西南地区煤炭需求缺口提供重要保障；但受制于高运输成本，煤炭外运出疆受到一定阻碍，在全国煤炭供需趋紧背景下，为了保证我国煤炭供应的可靠性和安全性，“疆煤外运”成为大势所趋的必然选择。
- **铁路运费下调促疆煤开发加速及外运，“疆煤外运”产业链迎来快速发展期。**拥有新疆煤炭资源的广汇能源最为受益。2024年4月乌铁局、兰铁局就“疆煤外运”能源保供出台了跨局运价联合下浮25%的优惠政策，新疆地区铁路运费下调将促使煤炭产量和外运量大幅提升。长期来看，在煤炭供需较为紧张背景下，运输环节降价部分将作为利润向上游倾斜。此外，运费下调让利上游企业有助于调动煤企投资开发和生产积极性，最终导致新疆地区产量和运量大幅提升。在此背景下，煤炭产能集中分布于新疆哈密地区的广汇能源，以及远期运能增长空间广阔的广汇物流有望率先受益，其次在新疆拥有煤炭资产的兖矿能源、中煤能源、上海能源也有望受益，加速新疆地区煤炭资产的开发。
- **“疆煤外运”大动脉，北部通道“将-淖-红”铁路运量迎来爆发期，广汇物流直接受益，业绩弹性极大。**“将-淖-红”铁路，是疆煤外运北、中、南三大通道之一。但是就目前而言，具备大规模运量增长潜能的只有北通道！北通道由将淖铁路和红淖铁路构成。其中红淖铁路2019年1月投入运营，将淖铁路刚刚在2024年1月投入运营。为新建煤炭运输重载铁路专线，也成为“疆煤外运”最具运力增长潜力的铁路。红淖铁路为上市公司广汇物流控股99.82%资产。红淖铁路初期设计年运能为3950万吨，当前机组采用内燃机作为动力装置，与电气化机组相比运力较小，我们预期2024年6月份，红淖铁路电气化复线改造完工后将核增年运能至6000万吨左右，远期完成复线建设后运能预计可达1.2亿吨。我们测算当红淖铁路运量达到2500万吨时，对应净利润预期为6.65亿元；远期若运量大幅提升至1.2亿吨，则有望实现净利润63.43亿元，业绩弹性显著。
- **风险提示：**运费下调相关政策实施力度不及预期；红淖铁路项目建设进度低于预期；煤价大幅下跌。

### 行业走势



### 相关研究

《煤价旺季反弹，看好板块进攻属性》

2024-05-12

## 内容目录

1. “能源饭碗必须端在自己手里”，核心依靠煤炭 .....	5
1.1. 中国能源消费结构，煤炭居于主导地位，绝对量稳步增长 .....	5
1.2. 煤炭是我国能源供应的“压舱石”，对外依存度低 .....	6
2. 国内煤炭“保供”压力逐年增加 .....	7
2.1. 新旧产能更迭，导致煤炭供给收缩 .....	7
2.2. 国际煤炭供给下行压力加大 .....	9
2.3. 东南亚经济企稳背景下，进口煤或不会存在大规模增量 .....	13
3. 煤炭“保供”增产唯有新疆！“疆煤外运”刻不容缓 .....	15
3.1. 新疆地区具备大规模增产可能 .....	15
3.2. 三西地区无大规模新增产能，疆煤外运大势所趋 .....	19
4. 铁路运费下调促疆煤开发加速，“疆煤外运”产业链迎来快速发展期 .....	21
4.1. 铁路运费下调促疆煤开发加速 .....	21
4.2. “疆煤外运”产业链迎来快速发展期 .....	25
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1:	1952-2023 年中国能源消费伴随 GDP 增长而增长 .....	5
图 2:	1953-2022 年能源消费结构占比 (%) .....	5
图 3:	1979-2022 年煤炭消费总量 (万吨标准煤) .....	5
图 4:	2000-2023 年新能源消费 (万吨标准煤) 快速增长 .....	6
图 5:	2000-2023 年新能源增量无法覆盖总增量 (万吨标准煤) .....	6
图 6:	2010-2023 年中国原油产量、净进口量 (万吨) 及其对外依存度 (%) .....	6
图 7:	2010-2023 年天然气产量 (亿立方米) 及对外依存度 (%) .....	6
图 8:	2015-2023 年煤炭净进口量、消费量 (亿吨) 及对外依存度 (%) .....	7
图 9:	2011-2023 年中国煤炭进口量 (万吨) .....	7
图 10:	发改委核准产能规模 (万吨/年) .....	8
图 11:	能源局批复建设产能规模 (万吨/年) .....	8
图 12:	全球燃料供应投资相对低迷 (十亿美元) .....	9
图 13:	全球化石能源消费占比 83%, 煤炭占比 24% .....	9
图 14:	国际矿商煤炭部门资本开支维持平稳 (亿美元) .....	10
图 15:	近年来国际矿商煤炭产量大幅下滑 (百万吨) .....	10
图 16:	印尼出口中国煤炭量增量有限 (亿吨) .....	12
图 17:	印尼出口中国占比高于历史均值 30% 水平 (万吨) .....	12
图 18:	印度煤炭进口保持增长 (万吨, %) .....	12
图 19:	蒙古国出口增长存在回补疫情影响原因 (万吨) .....	12
图 20:	2022 年, 全球煤炭消费以亚太为主, 中国占全球 55% .....	13
图 21:	2022 年, 全球煤炭进口中亚太地区占绝对比例 (亿吨, %) .....	13
图 22:	欧美主要发达国家进口需求出现企稳迹象 .....	14
图 23:	亚洲各国出口金额自 23 年 10 月以来开始转正 .....	14
图 24:	欧美主要发达国家进口需求出现企稳迹象 .....	14
图 25:	亚洲各国出口金额自 23 年 10 月以来开始转正 .....	14
图 26:	2016 年以来晋陕蒙新产量及其占全国总产量比重 (亿吨, %) .....	16
图 27:	中国煤炭资源分省储量及开采年限 (亿吨, 年) .....	17
图 28:	2022 我国各省煤炭储量占比 (%) .....	17
图 29:	2015-2022 年甘肃煤炭供需结构图 (万吨) .....	20
图 30:	2015-2022 年宁夏煤炭供需结构图 (万吨) .....	20
图 31:	2015-2022 年四川煤炭供需结构图 (万吨) .....	20
图 32:	2015-2022 年重庆煤炭供需结构图 (万吨) .....	20
图 33:	疆煤外运情况 (不含公路) (万吨) .....	21
图 34:	广汇、兖矿、中煤、上海能源新疆煤炭资产分布情况 .....	23
图 35:	疆煤外运通道示意图 .....	26
表 1:	近三年可投产在建产能梳理 .....	8
表 2:	2022 年底我国煤矿产能规模 .....	9
表 3:	欧美系煤炭主产国均在 2016 年后产量大体保持下降趋势 (亿吨, %) .....	10
表 4:	具备煤炭大规模增产能力的只有印度和印尼两国 (亿吨) .....	11
表 5:	新疆煤炭资源开发布局 (亿吨, %, 万吨/年) .....	17

表 6: “十四五”新疆规划新增建设煤矿产能项目 (万吨/年) .....	18
表 7: 云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大 (万吨, %) .....	20
表 8: 铁路优惠政策梳理.....	22
表 9: 广汇能源、兖矿能源、中煤能源、上海能源新疆煤炭资产分布情况.....	23
表 10: 公司矿区煤炭资源储备概况.....	24
表 11: 红淖铁路利润测算 (万吨, 亿元, %) .....	25
表 12: 经兰铁路运费下浮测算表 (元/吨) .....	27
表 13: 重点公司估值表.....	27

## 1. “能源饭碗必须端在自己手里”，核心依靠煤炭

### 1.1. 中国能源消费结构，煤炭消居于主导地位，绝对量稳步增长

伴随我国社会经济发展，中国能源消费稳定增长。近年来中国社会经济不断发展，截至 2023 年中国 GDP 为 126 万亿元，yoy+5%，2000-2023 年中国 GDP CAGR 为 12%，伴随经济持续向好，我国能源消费稳健增长，截至 2023 年我国能源消费总量为 57.2 亿吨标准煤，yoy+6%，2000-2023 年我国能源消费 CAGR 为 6%，近几年增速较为稳定，均保持在 5%左右。

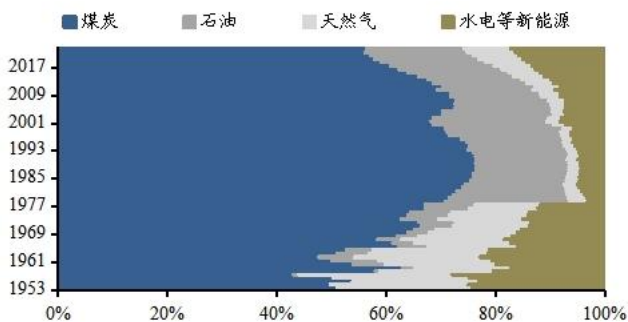
图1: 1952-2023 年中国能源消费伴随 GDP 增长而增长



数据来源：iFind，东吴证券研究所

分结构来看，能源消费中，煤炭占比居于主导低位，消费绝对量稳步增长。从能源消费结构占比来看，截至 2022 年，原煤、石油、水电及天然气分别占比 56%、18%、18%及 8%，煤炭仍然占据主导地位，超过一半。绝对量角度，2000 年至今，原煤消费总量绝对值从 10.1 亿吨增长至 2022 年 30.4 亿吨标准煤，CAGR 为 5%，稳健增加。

图2: 1953-2022 年能源消费结构占比 (%)



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图3: 1979-2022 年煤炭消费总量 (万吨标准煤)



数据来源：iFind，东吴证券研究所



新能源消费快速增长，但无法覆盖总体能源增量，仍需煤炭增量贡献。2000-2022年我国新能源消费总量由 1.1 亿吨增长至 9.5 亿吨，CAGR 为 10%，增速迅猛，显著高于总体能源消费总量 CAGR 6%，但至 2022 年新能源增量仍无法覆盖总一次能源消费增量部分，2022 年总体能源消费增量为 1.5 亿吨标准煤，其中新能源增量 6850 万吨标准煤，而石油及天然气贡献增量为负，仍需煤炭覆盖 1 亿吨主要增长部分，导致煤炭消费绝对量稳步增长。

图4：2000-2023 年新能源消费（万吨标准煤）快速增长



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图5：2000-2023 年新能源增量无法覆盖总增量（万吨标准煤）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

## 1.2. 煤炭是我国能源供应的“压舱石”，对外依存度低

中国能源角度油气资源略显匮乏，产量低，对外依存度较高。我国能源结构特点是富煤、贫油、少气，2023 年我国原油净进口量为 5.6 亿吨，我国产量仅为 2.0 亿吨，对外依存度高达 73%，高度依赖进口；2023 年我国天然气产量为 2297 亿立方米，净进口量 1603 亿立方米，对外依存度为 41%，超过 40%。

图6：2010-2023 年中国原油产量、净进口量（万吨）及其对外依存度（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2010-2023 年天然气产量（亿立方米）及对外依存度（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中国煤炭资源丰富，对外依存度低，2023 年以来进口高增，冲击能源保供。2014-2022 年煤炭依存度均位于 7% 左右，煤炭资源整体较为丰富。2023 年开始煤炭进口大规模增长，截至年底煤及褐煤净进口量累计高达 4.7 亿吨，yoy+62.6%，导致煤炭对外依存度从 2022 年 6.7% 显著提升 3.4pct 至 10.1%，对我国能源保供产生一定冲击影响。

图8：2015-2023 年煤炭净进口量、消费量（亿吨）及对外依存度（%）



数据来源：中国煤炭运销协会，统计局，海关总署，东吴证券研究所

图9：2011-2023 年中国煤炭进口量（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 国内煤炭“保供”压力逐年增加

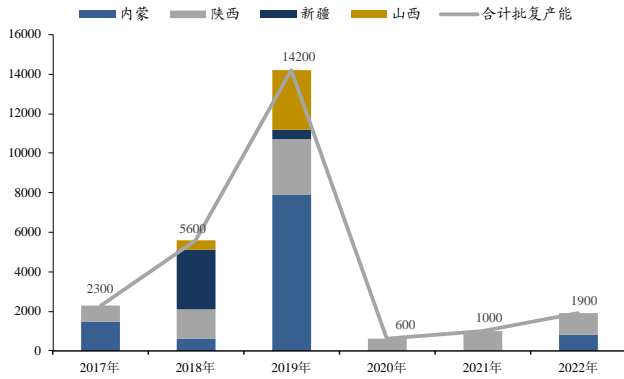
### 2.1. 新旧产能更迭，导致煤炭供给收缩

未来不确定性预期导致国内煤炭产能投资进度缓慢，积极性较低。近些年来，我国国有煤炭企业投资侧重于转型，集中于新能源领域；而民营煤企受 2020 年内蒙古地区“腐败倒查 20 年”影响，涉煤投资意愿同样减弱。此外，由于新建煤矿可采年限均超过 50 年，叠加碳中和背景下能源消费结构的转变，未来不确定性加强，煤炭行业投资意愿进一步下降。

国内新批产能增量有限，主要增量来自新疆，对内地供给影响有限。从煤炭产能增量角度来看，由于在安监环境下核增手续批复更加谨慎，未来新增的核增产能将明显减少，而增量部分则主要依靠现有已核准，处于拟建或在建状态的矿井。

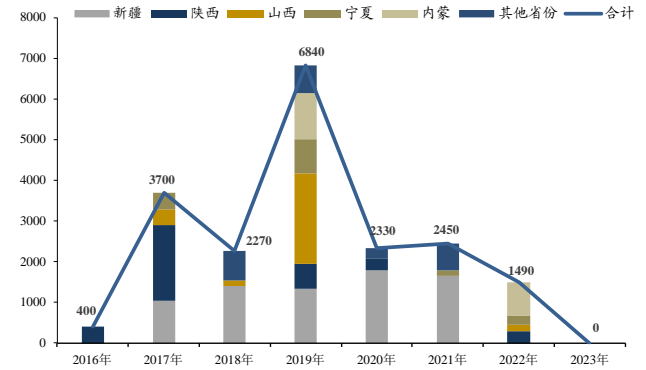
根据国家发改委煤炭产能核准公示，近年来发改委核准产能规模大幅减少，自 2019 年的 1.42 亿吨骤降至 2020 至 2022 年的 600 万吨、1000 万吨，以及 1900 万吨，其中新增核准指标主要落地新疆，山西、陕西、内蒙及宁夏等省份核准指标明显减少，但疆煤大多就地消化且出疆量受到价格波动影响较大，疆煤对内地供给影响有限；同时能源局批复产能规模同样自 2019 年后大降，2023 年全年无新增产能批复建设。

图10: 发改委核准产能规模 (万吨/年)



数据来源: 国家发改委, 东吴证券研究所

图11: 能源局批复建设产能规模 (万吨/年)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

国内煤炭供给增量有限, 近三年无大规模产能释放。由于前期煤炭产能批复规模的减少, 以及 2021 年国家“双碳”政策提出后, 煤企的资本开支投入主要用于矿井的维护与设备的更新, 对于投建新矿井的意愿明显减弱, 且煤矿的建设周期基本需要 3 年左右, 短期我国煤炭新增供给有限, 无法供应更多产量。根据发改委公告和各集团信评报告, 我国目前在建煤炭产能共 2.3 亿吨左右, 近三年 (2023-2025 年) 确定性新增产能仅 7500 万吨, 2024 年增量近 3340 万吨, 未来难现大规模产能增量。

表1: 近三年可投产在建产能梳理

产能状态	产能规模 (万吨/年)	备注
在建产能	23380	
其中: 2022 年投产产能	5540	以石头梅 3000 万吨为主, 大海则 1400
2023 年投产产能	2660	锦源煤矿、潞安七元、平煤梁北二井、依兰三矿、大南湖七号
2024 年投产产能	3340	广汇马朗煤矿 2500 为主, 以及大海则 600、红墩子 240
2025 年投产产能	1500	及广汇东部矿区 1000
无法确定投产时间产能	4340+1600	神华新街庙矿产能 1600 万吨预计 2027 年投产

数据来源: 各集团信评报告、发改委产能统计, 东吴证券研究所

注: 1、2022 年投产产能为: 吴华红墩子 240+晋能北辛窑 400+盘江马依 210+中煤板集 300+大海则 1400+新疆能源石头梅 3000

2、2023 年投产产能为: 山东能源锦源煤矿 600+潞安化工七元煤矿 500+平煤神马梁北二井 120、依兰三矿 240、大南湖七号 1200

3、2024 年投产产能: 广汇马朗煤矿 2500+吴华红墩子 240+大海则 600

4、2025 年投产产能: 潞安化工泊里煤矿 500+广汇东部矿区 1000

我国煤炭老旧产能退出对供给端影响较大。受产能规模较小、技术水平较低以及安全监管不到位等诸多原因影响, 我国每年存在一批老旧产能被淘汰退出。根据能源局和煤炭工业协会统计数据显示, 2020 年至 2022 年三年间, 我国煤炭产能 120 万吨以下矿井, 总产能规模由 9.03 亿吨下降至 6.75 亿吨, 平均年产能退出规模 7600 万吨。

生产事故处罚办法的推行, 预计将会加速我国产能 120 万吨以下老旧矿井的退出。2024 年 1 月 10 日应急管理部发布《中华人民共和国应急管理部令 第 14 号》明确 2024



年3月1日开始执行《生产安全事故罚款处罚规定》，该《办法》明确了事故发生单位和主要负责人的范围，使得企业生产意愿大幅降低。预计进入2024年，受安监影响，我国退出产能将提高至1亿吨，该部分矿井预计产能利用率60-70%，预计影响产量6000-7000万吨。

表2: 2022年底我国煤矿产能规模

矿井产能规模 (万吨)	矿井数量 (个)	总产能 (亿吨)	平均单矿井产能 (万吨)
< 120	2200	6.75	31
≥ 120, < 1000	1121	25.45	227
≥ 1000	79	12.8	1620

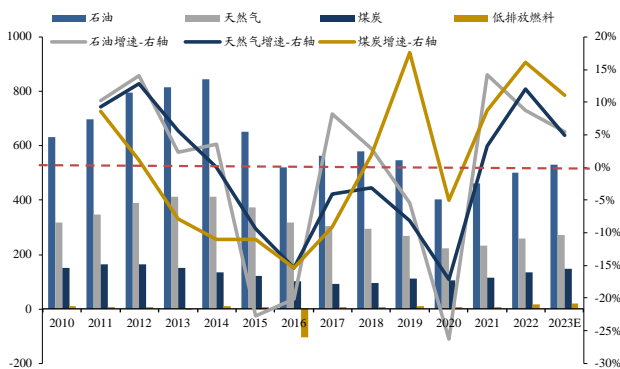
数据来源: 中国煤炭工业协会, 东吴证券研究所

**矿难频发倒逼安全生产, 2024年山西有望减产近10500万吨。**2023年以来安全事故频发, 致使安全生产大检查逐步趋严, 安监高压下煤炭供给出现明显收缩。2024年1-3月, 全国煤炭产量下降4747万吨, 降幅4.1%。其中山西1-3月减产6155万吨, 产量超预期下降。根据《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》, 我们测算山西全年设计减产规模约为6000万吨, 按照月度分解至各个煤矿, 且不可年内跨月调节, 这意味着2024年剩下的9个月山西至少减产4500万吨。因此山西全年合计至少减产近10500万吨, 占总需求2.26%, 作为国内产煤大省, 山西高强度的减产使得全国煤炭供给更为紧张, 我们认为随着华东及东北等产地煤炭资源逐步枯竭, 叠加安监法规的持续影响, 我国未来煤炭供给或出现大规模收缩。

## 2.2. 国际煤炭供给下行压力加大

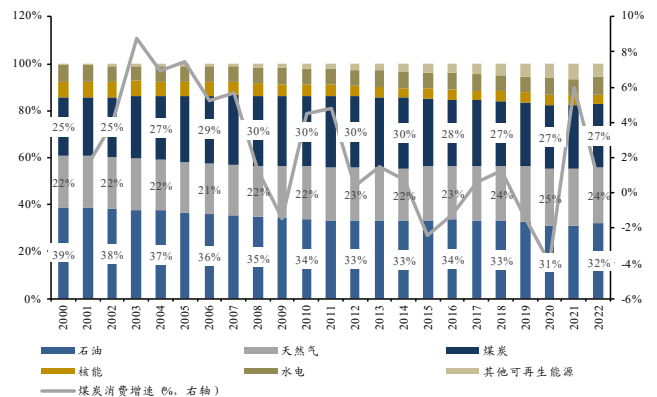
**全球对于化石燃料的投资2016年以来一直维持低迷状态, 但是消费占比高达83%。**欧美国家ESG投资限制影响较大, 对于化石燃料投资持续低迷, 2016年以来全球化石燃料(石油、天然气、煤炭)投资额一直维持在9000-9500亿美元左右, 而在能源消费端却占据较高占比, 2022年全球化石能源消费占比高达83%, 其中煤炭消费占比24%。

图12: 全球燃料供应投资相对低迷 (十亿美元)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图13: 全球化石能源消费占比83%, 煤炭占比24%

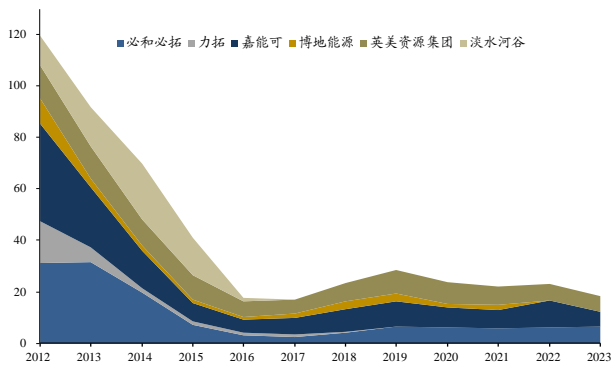


数据来源: IEA, 东吴证券研究所

国际端煤炭资本开支主要集中在中国和印度，但是主要投资用于矿山维护而非产能扩张。根据 IEA2023 年全球能源投资报告，全球煤炭投资 2022 年增至 1350 亿美元，比 2021 年增长 20%。全球对于煤炭行业的投资虽然稳定增长，但其中近 90% 的投资发生在亚太地区，主要分布在中国和印度，其中中国煤炭行业的投资 2019 年以来以更新设备和安监环保为主。全球煤企在 2022 年的利润多数用于派息与偿还债务，这意味着投资将会增长得更为缓慢，我们预计 2023 年全球投资增长 10% 左右，接近 1500 亿美元。

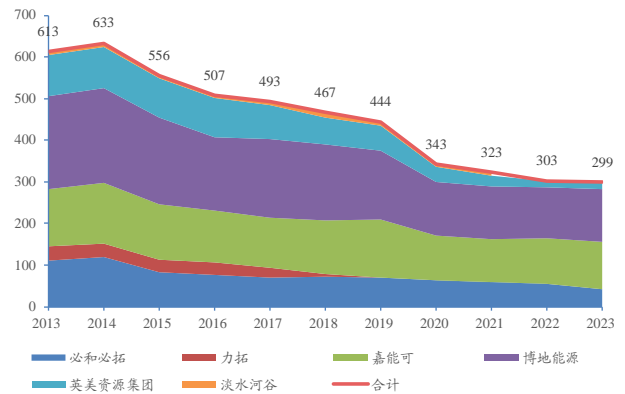
欧美系主产国对煤炭行业，不再新增投资，且逐步退出该行业。受制于 ESG 投资限制以及对该行业的歧视，国际矿商投资部门均在 2016 年后大幅削减其在煤炭领域的资本开支，其中 2018 年 3 月力拓出售煤炭资产，并退出煤炭行业；2021 年 12 月淡水河谷宣布退出煤炭行业；2021 年英美资源宣布退出动力煤投资，并将资本用于提升铜生产的竞争力，伴随资本开支断崖式下滑而来的是欧美系煤炭主产国煤炭产量的稳定下降。

图14: 国际矿商煤炭部门资本开支维持平稳(亿美元)



数据来源：各矿企公司公告，东吴证券研究所

图15: 近年来国际矿商煤炭产量大幅下滑(百万吨)



数据来源：各矿企公司公告，东吴证券研究所

表3: 欧美系煤炭主产国均在 2016 年后产量大体保持下降趋势(亿吨,%)

	澳洲	yoy	南非	yoy	美国	yoy	德国	yoy
2012 年	4.35		2.59		9.22		1.96	
2013 年	4.58	5.5%	2.56	-0.9%	8.93	-3.1%	1.91	-2.9%
2014 年	4.91	7.0%	2.61	2.0%	9.07	1.5%	1.86	-2.5%
2015 年	5.11	4.2%	2.52	-3.5%	8.14	-10.3%	1.84	-0.8%
2016 年	4.98	-2.6%	2.50	-1.0%	6.61	-18.8%	1.75	-4.8%
2017 年	5.00	0.4%	2.52	1.0%	7.03	6.3%	1.75	-0.2%
2018 年	4.96	-0.8%	2.50	-0.9%	6.86	-2.4%	1.69	-3.6%
2019 年	4.97	0.2%	2.54	1.8%	6.41	-6.6%	1.31	-22.2%
2020 年	4.93	-0.9%	2.46	-3.2%	4.86	-24.2%	1.07	-18.2%
2021 年	4.60	-6.6%	2.30	-6.7%	5.24	7.8%	1.26	17.6%
2022 年	4.57	-0.6%	2.26	-1.7%	5.39	3.0%	1.32	4.9%
2023E	4.39	-4.0%	2.29	-0.7%	5.28	-2.1%	1.02	-22.8%

数据来源：BP, EIA, 东吴证券研究所

**国际端煤炭产量稳定，出口中国增量国家较为集中。**2023 年中国进口煤增量 1.85 亿吨，达到 4.75 亿吨。中国煤炭进口增量，其中 0.9 亿吨来自于印尼和外蒙古产量的增产，另外 0.9 亿吨来自于东南亚煤炭进口的减少。由于俄罗斯、澳洲煤炭产量均为小幅下降，所以在考虑中国进口增量时无需考虑两国，两国出口中国增量来自于国际贸易分国别调整，其中俄罗斯主要是受日韩等国制裁影响，将出口至日韩等国煤炭转运至中国；另外澳大利亚增量的主要原因是进口限制令取消导致。中国煤炭进口增量主要考虑：印尼、外蒙产量增长，以及东南亚各国煤炭进口增长。

**资源丰富且具备大规模增长产量的国家仅有印度和印尼两国。**印度产量近年保持高速增长状态，但是由于其经济快速增长带来煤炭需求高速增长。国内产量增量刚够满足国内需求增长，且尚需进口弥补国内供给缺口。印尼煤炭产量 2017 年以来高速增长，出口跟随大规模增长。但是由于印尼本国需求的快速增长，出口增速低于产量增速。

**表4：具备煤炭大规模增产能力的只有印度和印尼两国（亿吨）**

	印度	yoy	印尼	yoy	蒙古	yoy	俄罗斯	yoy
2012 年	6.06		3.86		0.31		3.58	
2013 年	6.09	0.5%	4.74	22.9%	0.33	7.1%	3.55	-0.9%
2014 年	6.46	6.2%	4.58	-3.4%	0.24	-26.7%	3.57	0.6%
2015 年	6.74	4.3%	4.62	0.8%	0.24	-1.2%	3.73	4.2%
2016 年	6.90	2.3%	4.56	-1.2%	0.35	45.4%	3.86	3.6%
2017 年	7.12	3.2%	4.61	1.1%	0.49	41.0%	4.10	6.2%
2018 年	7.60	6.8%	5.58	20.9%	0.55	10.3%	4.39	7.1%
2019 年	7.54	-0.9%	6.16	10.5%	0.57	4.7%	4.39	0.0%
2020 年	7.60	0.8%	5.64	-8.5%	0.43	-24.6%	3.98	-9.3%
2021 年	8.12	6.9%	6.14	8.9%	0.32	-25.0%	4.35	9.3%
2022 年	9.11	12.1%	6.87	12.0%	0.39	21.7%	4.35	0.0%
2023 年	10.11	11.0%	7.66	11.4%	0.81	106.4%	4.30	-1.1%

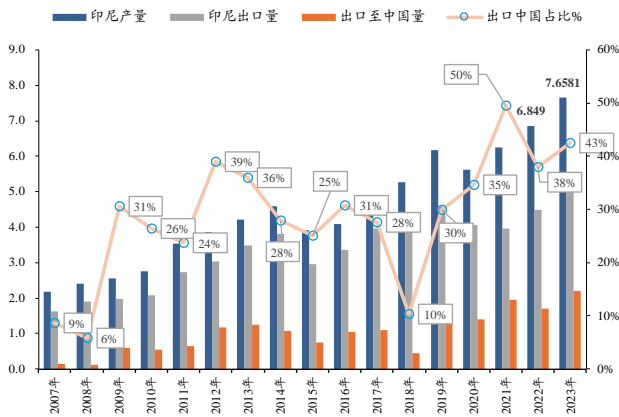
数据来源：BP, EIA, 东吴证券研究所

**印尼煤炭出口增量规模较大，出口结构上向中国倾斜。**除了自身较强的供给弹性，印尼的地理位置使得具备低廉的海运成本，自 2019 年起，印尼煤炭出口保持连续 5 年增长。从出口结构上，印尼 2023 年煤炭出口增量大部分供给中国，相较 2022 年，印尼煤炭出口在 2023 年仍然维持了较为明显的上升势头，其 2023 年总出口量增量为 0.69 亿吨，而中国就贡献其中的 0.5 亿吨。

**基于开采成本上升以及产能毕竟上限等综合原因，印尼煤炭对全球供应增量有限。**但尽管印尼地区矿采条件较好，以露天矿为主，但是 2017 年以来随着煤价上涨，当地煤炭产能已经大规模扩张，当前已经濒临产能上限。根据 IEA 预测，由于印尼国内煤炭生产成本的上升、矿井开采潜力，以及国内运输等一系列的问题，印尼的煤炭产量在 2024-2026 年间以年化-4.8%的速度下降，并在 2026 年下降至 6.61 亿吨。

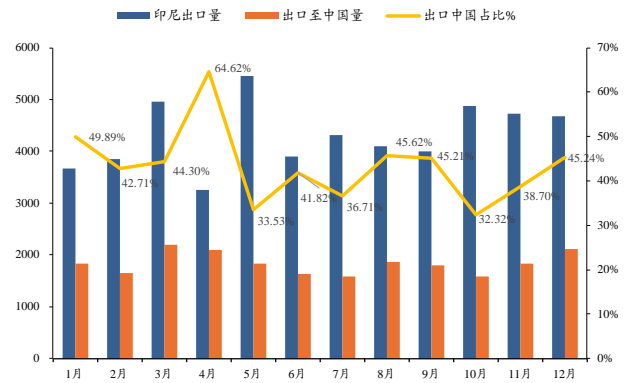
印尼为东南亚地区国家原材料供应国，东南亚国家出口贸易总额的下降，对印尼经济影响较大，因此我们预计将造成 2023 年印尼本国煤炭消费下降 13%，从而导致出口大规模增长。所以东南亚经济是否发生进一步衰退直接关系到中国煤炭进口是否能够进一步增加。

图16: 印尼出口中国煤炭量增量有限(亿吨)



数据来源：印尼能源和矿产资源部，中国海关总署，东吴证券研究所

图17: 印尼出口中国占比高于历史均值 30%水平(万吨)



数据来源：印尼能源和矿产资源部，中国海关总署，东吴证券研究所

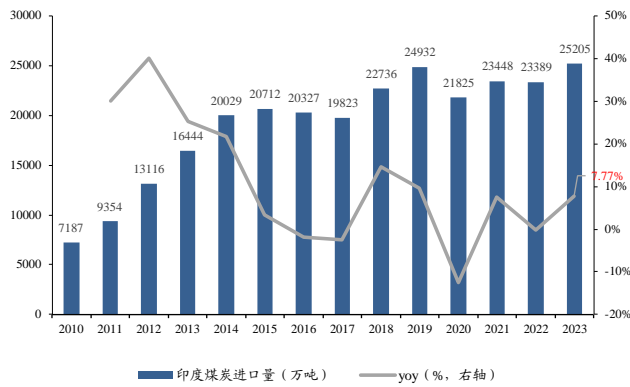
**印度煤炭产量存在增长空间，但是基本满足其国内需求。**近年来，印度煤炭产量总体保持快速增长，仅在 2020-2021FY 受疫情影响产量同比减少 2.02%。2023-2024FY 印度煤炭生产 10.11 亿吨，首次突破 10 亿吨大关，比上年增加近 1 亿吨，同比增长 11%。据印度煤炭部预测，到 2026-2027FY 印度煤炭产量将达到 14 亿吨，较 2023 年产量增长 38.48%；尽管印度煤炭产量保持增长，但由于其电气化及工业化进程推进导致电力供需趋紧，以及印度钢铁工业发展的广阔空间带来焦煤需求的高速增长，印度煤炭需求增速高于其煤炭产出的增长，2023 年印度煤炭进口 2.5 亿吨，持续保持增长。

**蒙古国 2023 年出口增长系疫情回补，未来出口煤炭增量有限。**2023 年蒙古国煤炭产量大幅超历史最高产量 2019 年的 5580 万吨，全年达到 8119.2 万吨，比 2019 年产量增长 45.51%；蒙古国 2023 年煤炭出口量高达 6960.85 万吨，比 2019 年增长 90.17%。鉴于蒙古国煤炭行业投资不足，我们分析认为由于回补疫情影响，2023 年煤炭产量大规模增长和 2021-2022 年产量大幅下降有较大关系，按照三年平均计算产量基本符合历史规律。同样基于历史投资不足的问题，我们分析认为蒙古国 2024 年进一步增长煤炭产量概率较小。

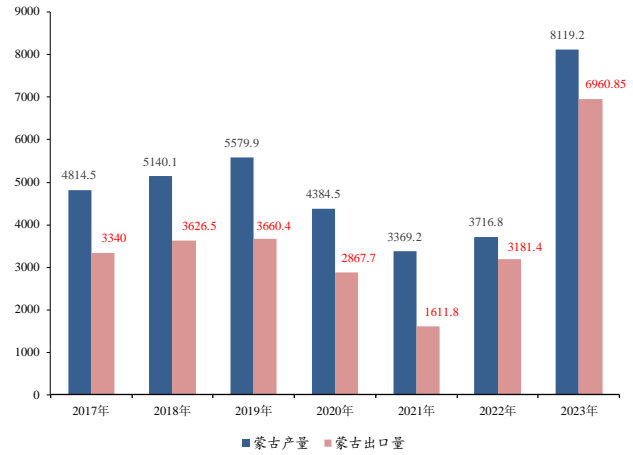
图18: 印度煤炭进口保持增长(万吨, %)

图19: 蒙古国出口增长存在回补疫情影响原因(万吨)





数据来源: 印度商工部 (Ministry of Commerce and Industry), 东吴证券研究所

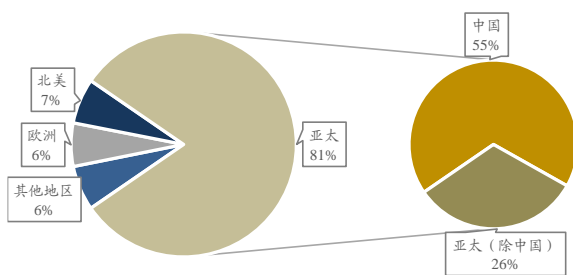


数据来源: 蒙古国国家统计局, 中国海关总署, 东吴证券研究所

### 2.3. 东南亚经济企稳背景下, 进口煤或不会存在大规模增量

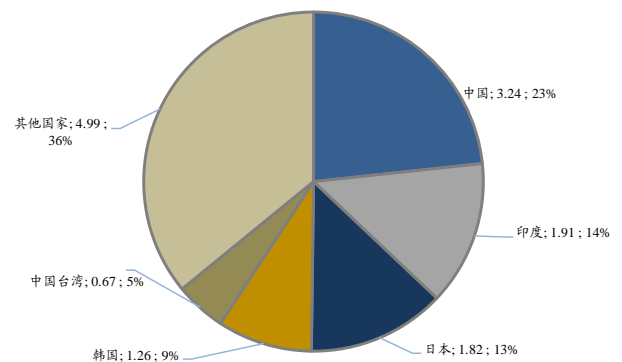
国际煤炭消费和贸易均集中在亚太地区, 中国和东南亚为主要国际煤炭贸易竞争者。根据 IEA, 2021 年中国、印度、日本以及韩国四国煤炭进口总量为 8.9 亿吨, 占全球煤炭进口的 60%; 此外, 2021 年亚太区煤炭消费量为 130.5 亿吨, 占全球煤炭消费量的 81%。由于印度煤炭自身处于供需双增阶段, 且进口量保持稳定, 中国和东南亚则成为国际煤炭贸易的主要参与者和竞争者。

图20: 2022 年, 全球煤炭消费以亚太为主, 中国占全球 55%



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图21: 2022 年, 全球煤炭进口中亚太地区占绝对比例 (亿吨, %)

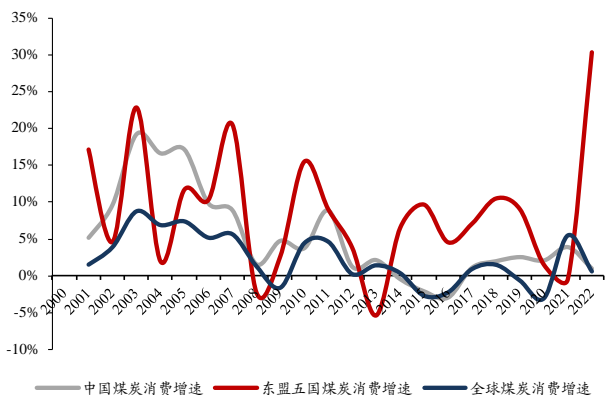


数据来源: IEA, 东吴证券研究所

东南亚地区是全球重要的化石及煤炭能源消费国。随着中国煤炭消费的增速放缓, 东南亚地区煤炭消费增速远超全球其他地区, 成为全球重要的化石及煤炭消费增长点。截止 2022 年底, 东盟五国一次能源消费量在全球占比为 4.13%, 较 2000 年的 2.96% 提升 1.17pct; 煤炭消费量全球占比为 4.26%, 较 2000 年的 1.19% 提高 3.07pct。2022 年东盟五国 (印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国) 煤炭消费增速达 30.25%, 远

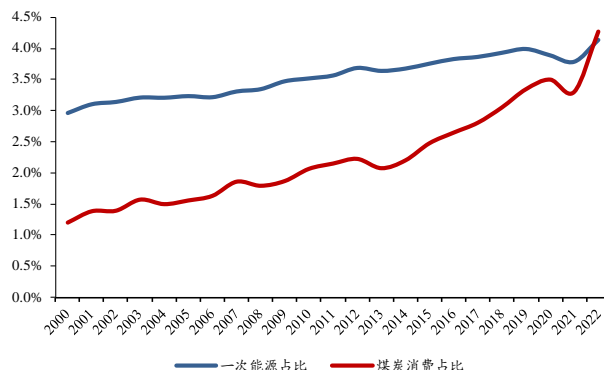
超全球 0.65% 的增速水平。未来随着东南亚国家工业化的进一步发展，其煤炭需求量有望持续保持增长，成为中国在国际煤炭贸易市场上的主要竞争对手。

图22: 欧美主要发达国家进口需求出现企稳迹象



数据来源: 各国政府官网, 东吴证券研究所

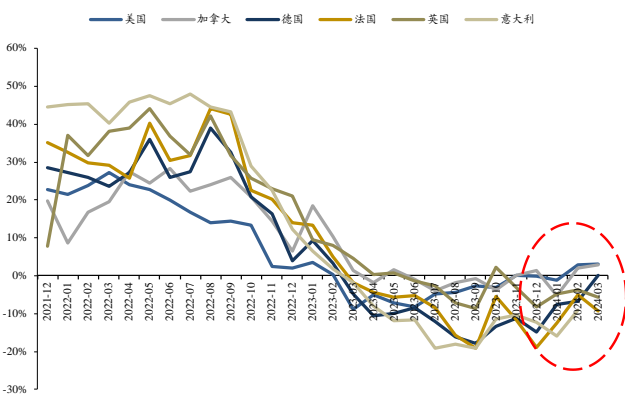
图23: 亚洲各国出口金额自 23 年 10 月以来开始转正



数据来源: 各国政府官网, 东吴证券研究所

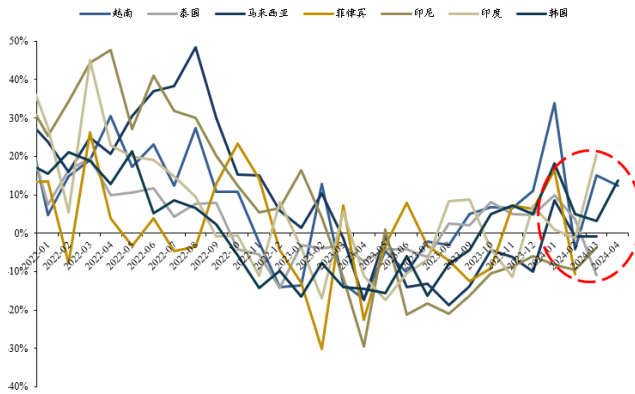
欧美国家经济韧性，将促使东南亚国家经济企稳，带动东南亚国家煤炭消费需求企稳。2022 年以来欧美发达国家需求大规模快速衰减下降，导致亚洲各国出口总额随之下降，进入 2023 年前 9 个月，衰退速度进一步加快，作为主要煤炭消费地的亚洲地区，煤炭消费减少，导致大量煤炭供给过剩可出口给中国，对中国煤炭供需关系产生冲击。但是进入 2023 年 10 月份以来，欧美国家进口需求降幅放缓，东南亚国家出口贸易金额同比转正，经济企稳迹象明显，该状态有利于煤炭消费企稳，使得该地区无大规模增量煤炭出口至中国，2024 年 1-3 月份，全国共进口煤炭 11589.70 万吨，同比增长 13.9%，而其中进口印尼煤炭 5630 万吨，同比下滑 1%。我们预期随着东南亚经济企稳，叠加进口煤价差缩窄，我们预期 24 年进口煤将不会有大规模增量。

图24: 欧美主要发达国家进口需求出现企稳迹象



数据来源: 各国政府官网, 东吴证券研究所

图25: 亚洲各国出口金额自 23 年 10 月以来开始转正



数据来源: 各国政府官网, 东吴证券研究所

2023-2024 年 1-3 月分国别进口情况（单位：万吨）

	2023 年 1-3 月	yoy (%)	2024 年 1-3 月	yoy (%)
印尼	5676	96%	5630	-1%
俄罗斯	2364	145%	1841	-22%
蒙古	1402	500%	1696	21%
澳大利亚	242	-10%	1587	555%
加拿大	207	4%	217	5%
美国	120	-54%	212	77%
菲律宾	63	-67%	198	217%
<b>进口总量</b>	<b>10180</b>	<b>96%</b>	<b>11590</b>	<b>14%</b>

数据来源：CCTD，东吴证券研究所

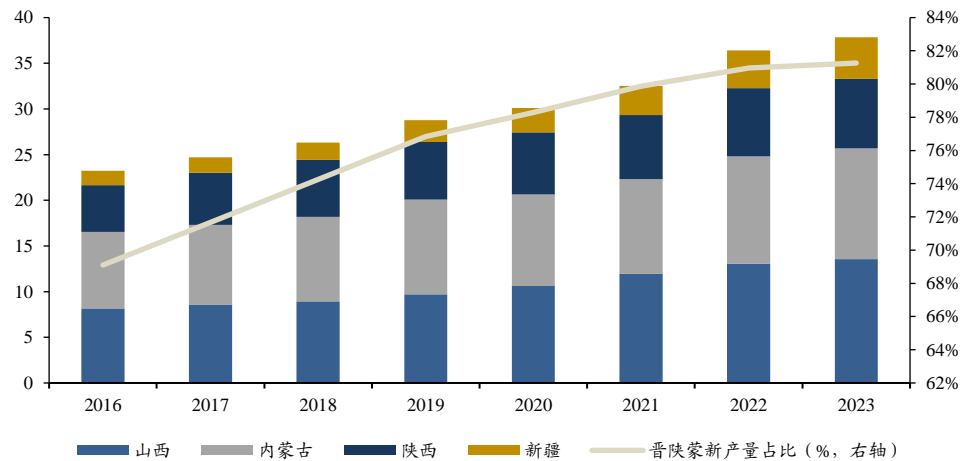
### 3. 煤炭“保供”增产唯有新疆！“疆煤外运”刻不容缓

#### 3.1. 新疆地区具备大规模增产可能

东部煤炭资源逐渐枯竭，西部地区成为煤炭增产保供核心。我国煤炭资源分布总体“西多东少，北富南贫”的特点，面对东部地区中小煤矿资源逐渐枯竭、落后产能加速退出的现状，西部地区尤其是新疆地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。

随着煤炭供给侧改革全面推行，煤炭产业开发布局持续优化，产能向晋陕蒙新集中。2016 年 2 月，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确提出“用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能”的工作目标，同时提出“3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换”。随着煤炭供给侧改革和产能置换政策全面推行，落后产能持续退出，煤炭开发布局趋于优化，产能逐步向资源储量丰富、开采条件优越、生产成本低廉的区域集中。政策实施以来，以小型矿井为主体的省份煤炭产能出现了明显下降，而资源和成本优势兼具的晋陕蒙新地区产能显著提高，煤炭生产逐步向晋陕蒙新集中，中西部产煤区的重要性越发凸显。2016 年晋陕蒙新地区煤炭产量合计 25.11 亿吨，占全国比例仅为 68%；2023 年，晋陕蒙新合计原煤产量高达 37.86 亿吨，占比提高至 81%。

图26: 2016年以来晋陕蒙新产量及其占全国总产量比重(亿吨, %)



数据来源: 自然资源部, 东吴证券研究所

目前我国煤炭资源集中分布于西北地区, 开采年限预计仅为 35 年左右。截至 2022 年末, 晋陕蒙新宁五省煤炭资源储量合计 1581 亿吨, 占比高达 76%; 2023 年五省产量高达 39 亿吨, 占比高达 83%。由于内蒙古、陕西、山西三地煤炭资源开发已较为成熟, 截至 2023 年, 开采年限仅 35 年左右; 此外, 贵州、云南、黑龙江等省份尽管资源储量丰富, 但是开采环境恶劣, 可采难度较大, 我们预期未来产能将大规模退出。

**新疆煤炭储量全国第二, 且资源禀赋优异, 开采成本和开采难度低, 是我国煤炭保供的重要接续地。**

根据自然资源部发布的《2022 年全国矿产资源储量统计表》, 截至 2022 年底, 我国煤炭储量达 2070.12 亿吨, 其中新疆地区储量达 342 亿吨, 占比 17%, 是我国第三大煤炭资源储藏地, 具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势, 开发潜力巨大。

此外, 新疆煤类资源从褐煤到无烟煤均有分布, 总体上以低变质程度的长焰煤、不粘煤和气煤为主, 发热量高, 具有低硫、低磷、低灰的特点, 资源禀赋优异。目前新疆地区已逐步形成吐哈、准噶尔、伊犁、库拜四大煤炭生产基地, 是我国煤炭生产西移的重要承接区和战略性储备区。

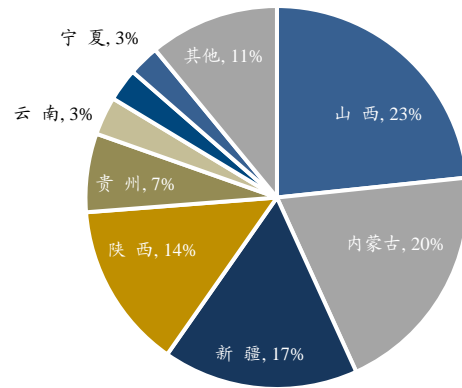


图27: 中国煤炭资源分省储量及开采年限(亿吨,年)

地区	22年资源储量	23年产量	理论年限
山西省	483.1	13.57	36
内蒙古区	411.22	12.11	34
新疆区	341.86	4.57	75
陕西省	290.97	7.61	38
宁夏区	54.18	0.99	55
贵州省	137.3	1.31	105
安徽省	57.25	1.12	51
河南省	44.43	1.02	43
山东省	32.85	0.87	38
云南省	67.13	0.74	90
黑龙江省	36.68	0.68	54
甘肃省	40.38	0.60	67
其他	72.77	1.39	52
全国	2070.12	46.58	44

数据来源: 自然资源部, CCTD, 东吴证券研究所

图28: 2022 我国各省煤炭储量占比(%)



数据来源: 自然资源部, 东吴证券研究所

煤炭供应保障政策持续发力, 稳步有序推进新疆煤炭供应保障基地建设, 疆煤产能有望持续释放。2022年5月, 新疆维吾尔自治区人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》, 强调加快新疆大型煤炭供应保障基地建设, 并指出为进一步释放煤炭先进产能需加快新疆大型煤炭供应保障基地建设。《方案》中提到, “十四五”时期, 新疆地区将以增产增供为基本原则, 2025年新疆地区预计达成年产能4.6亿吨以上、产量4亿吨以上的总量任务; 预计新增产能1.64亿吨, 产能增幅60%以上。

准东、吐哈地区作为新疆煤炭资源富饶地, 推进铁路建设使产地与消费市场有效衔接对推动煤炭产业发展有重要意义。“十四五”期间新增批复矿井和规划储备产能均超过新疆地区的50%; 现有在产煤矿产能6760万吨/年, 占新疆在产煤矿总产能的28.14%; “十四五”新增批复矿井产能8600万吨/年, 占新疆新增批复矿井总产能的52.38%; “十四五”规划储备产能4940万吨/年, 占新疆储备煤矿项目的59.02%。

表5: 新疆煤炭资源开发布局(亿吨, %, 万吨/年)

地区	煤种	累计查明资源量(亿吨)	资源量占比(%)	“十四五”新增产能(万吨/年)
准噶尔区	昌吉州	2747	61%	5860
	塔城地区			480
吐哈区	吐鲁番市	1407	31%	2100
	哈密市			6500
库拜区	阿克苏地区	46	1%	250
伊犁区	伊犁州	273	6%	800
巴州及南疆三地州	巴州	26	1%	120
	喀什地区			120
	和田地区			60
新疆生产建设兵团				130

合计	4499	100%	16420
----	------	------	-------

数据来源：煤炭工业网，东吴证券研究所

表6：“十四五”新疆规划新增建设煤矿产能项目（万吨/年）

地区	煤矿	核增产能规模（万吨/年）	
准噶尔区	西黑山矿区红沙泉一号露天矿	1000	
	将军戈壁二号露天矿	500	
	中联润世露天矿	400	
	红沙泉二号露天矿一期	1000	
	昌吉州 五彩湾矿区三号露天矿	600	
	四号露天矿一期	1000	
	大井矿区南露天矿	500	
	塔西河矿区美丰矿井	120	
	水溪沟矿区水溪沟井田	150	
	淮南煤田资源整合项目	590	
	小计	<b>5860</b>	
	塔城地区	和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井	120
	白杨河矿区骆驼包北矿井	120	
	淮南煤田资源整合项目	240	
	小计	<b>480</b>	
吐鲁番区	黑山矿区黑山露天矿	300	
	库木塔格矿区一号露天矿一期	500	
	吐鲁番市 沙尔湖矿区二号露天矿一期	500	
	沙尔湖矿区九号露天矿一期	500	
	克布尔碱矿区十二号矿井	150	
	墨龙煤矿	150	
	小计	<b>2100</b>	
	吐哈区	大南湖矿区二号露天矿	300
	淖毛湖矿区白石湖二号露天矿	900	
	淖毛湖矿区白石湖三号露天矿	500	
哈密市 岔哈泉一号露天矿	600		
马朗一号煤矿一期	500		
三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期	1000		
石头梅二号矿井	800		
库木苏一号矿井	500		
条湖一号矿井	1000		
条湖七号矿井	400		
小计	<b>6500</b>		
库拜区	阿克苏 俄霍布拉克煤矿	100	
	阿艾矿区北山中部矿井	150	
小计	<b>250</b>		

伊犁区	伊犁州	伊北矿区四号矿井	150
		伊北矿区二号露天矿	200
		伊北矿区八号矿井一期	300
		窄梁子矿井	150
小计			800
巴州及南疆三地州	巴州	阳霞矿区塔里克区一号井	120
		阳霞矿区卡达希区一号井	120
	和田地区	布雅矿区一号井二期	60
	小计		
兵团		呼图壁白杨河矿区 106 团煤矿	60
		和什托洛盖矿区屯南煤业四分公司一号井二期	70
小计			130
总计			16420

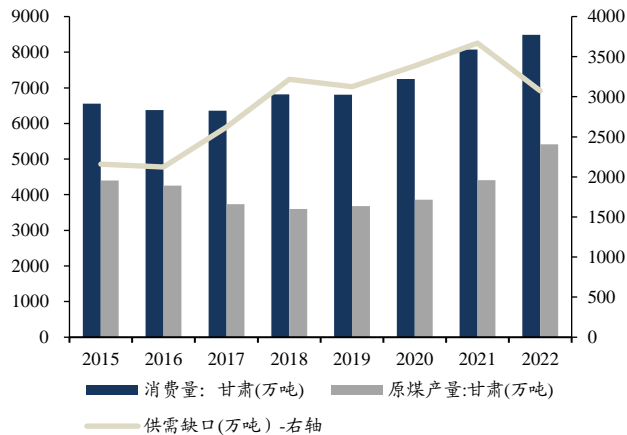
数据来源：新疆维吾尔自治区人民政府，东吴证券研究所

### 3.2. 三西地区无大规模新增产能，疆煤外运大势所趋

在未来煤炭供应方面，“三西”地区无大规模新增煤炭产能，中东部产能加速退出，西部供应基地建设势在必行。“碳中和”政策造成国内煤炭行业固定资产投资意愿大幅下降，但是全国煤炭需求仍稳定小幅增长，致使全国煤炭供需趋紧。面对东部地区中小矿区资源枯竭、落后产能退出的现状，西部地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。尤其是大西南川渝云贵地区和甘肃地区，由于陕北、蒙西煤炭越来越多向东部地区输送，造成该区域供给缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供。

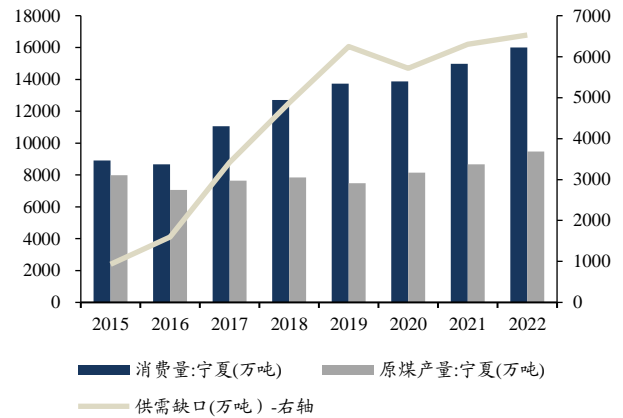
西南、西北等地区煤炭缺口刚性是疆煤外运的核心逻辑。近年来西南、西北地区自身需求增加致使煤炭缺口显著，严重依赖省外用煤弥补缺口。云南、甘肃、宁夏、四川、重庆等地区煤炭供需缺口较大，对外购煤炭依赖加重。考虑到贵州省在煤炭总量上供需基本平衡，结构性缺煤特征显著，故分析剔除贵州。由于 2015 年至 2022 年，云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大，缺口占总消费量比重从 2015 年的 25% 增至 2022 年的 43%。2022 年云川渝甘宁 5 省煤炭缺口合计 1.84 亿吨，较 2015 年的 8977 万吨增长 104.69%。其中，宁夏煤炭缺口高达 6528 万吨，重庆煤炭缺口 4071 万吨。

图29: 2015-2022年甘肃煤炭供需结构图(万吨)



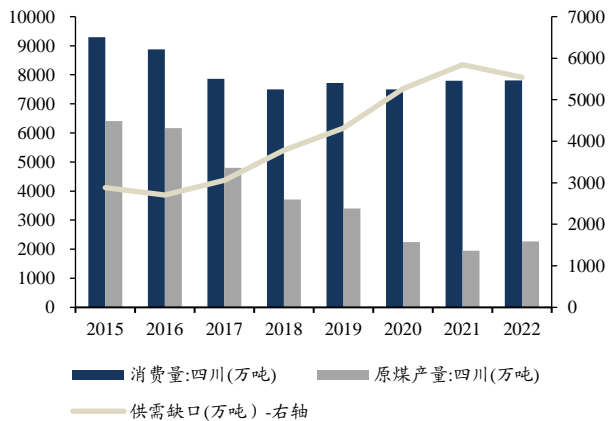
数据来源: 甘肃省统计局, 东吴证券研究所

图30: 2015-2022年宁夏煤炭供需结构图(万吨)



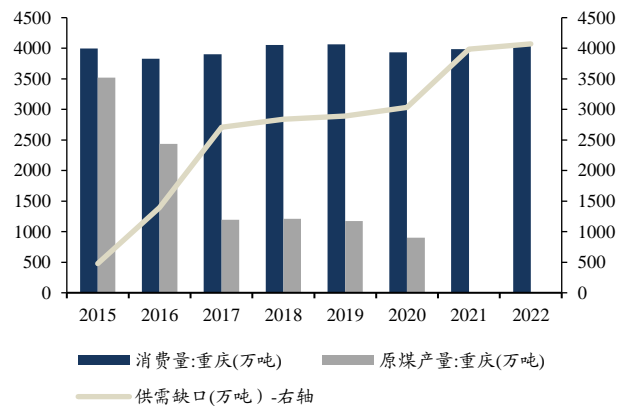
数据来源: 宁夏回族自治区统计局, 东吴证券研究所

图31: 2015-2022年四川煤炭供需结构图(万吨)



数据来源: 四川省统计局, 东吴证券研究所

图32: 2015-2022年重庆煤炭供需结构图(万吨)



数据来源: 重庆市统计局, 东吴证券研究所

表7: 云川渝甘宁5省煤炭缺口不断扩大(万吨, %)

剔除贵州5省	消费	产量	缺口合计	占比
2014	39053	29604	9449	24%
2015	36461	27483	8977	25%
2016	35204	24512	10691	30%
2017	36385	22050	14336	39%
2018	38479	21091	17389	45%
2019	39842	21252	18590	47%
2020	39596	20651	18945	48%
2021	42753	21129	21624	51%
2022	44232	23903	20329	46%

数据来源: 各省市统计局, 东吴证券研究所

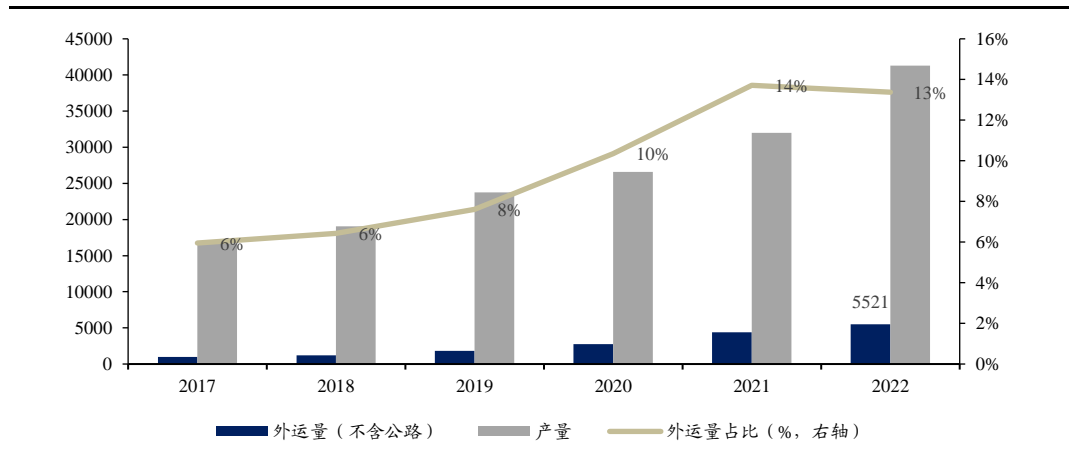


而疆煤资源丰富，且坑口成本较三西地区具备显著优势，可为弥补大西南地区煤炭需求缺口提供重要保障，疆煤外运刻不容缓。新疆煤炭资源丰富，且具有开采容易的特点，在坑口成本方面存在明显优势，可成为弥补大西南地区煤炭需求缺口的重要来源。

目前受制于高运输成本，煤炭外运出疆受到一定阻碍。煤炭外运总成本主要由开采成本与运输成本两部分组成。疆煤开采完全成本约 130 元/吨，远低于陕蒙地区 260-320 元/吨水平，开采成本优势显著。但由于地处新疆位置偏远，运输成本较高，以往对于疆煤外运形成较大制约。

疆煤开发多用于满足新疆内部煤炭、煤电、煤化工等行业用煤需求。2017 年以来，疆煤外运量占全疆煤炭产量比例稳步提升，但仍较少，自用煤在新疆仍占据主导地位。2022 年，新疆地区煤炭产量达 4.13 亿吨，而外运量 5500 万吨左右，占比仅 13%，因此，下调运输费用是打破疆煤外运瓶颈的必然选择。

图33: 疆煤外运情况 (不含公路) (万吨)



数据来源：新疆煤炭交易中心，CCTD，东吴证券研究所

## 4. 铁路运费下调促疆煤开发加速，“疆煤外运”产业链迎来快速发展期

### 4.1. 铁路运费下调促疆煤开发加速

国铁宣布下调铁路运费，产业链上游煤炭生产企业及下游用户受益明显。2024 年 4 月 1 日至 6 月 30 日，国铁线路下调铁路煤炭货运价格，量价绑定，铁路运费下调 10% 至 20%，部分路段最高下调 30%。此次铁路运费下调涉及多个铁路局，其中在 24 年 4 月 26 日，乌铁局、兰铁局就“疆煤外运”能源保供出台了跨局运价联合下浮 25% 的优惠政策，为“疆煤外运”能源保供注入强力引擎，该政策 4 月 16 日至 6 月 30 日生效。

表8: 铁路优惠政策梳理

铁路局-发运站	时间节点	运价调整政策	到站站台 (例)	优惠幅度	优惠后运费
哈尔滨局	2024年4月23日-6月30日	按现行运价下调10%			
郑州局		优惠政策以管内公转铁新增运量为主, 旨在推动管内铁路运输用户增量; 管外新增运量可免除上浮10%运价的政策, 优惠超过10%需打报告至铁路总局审批。			
呼和浩特陶思浩站	合同签订之日起执行, 至2024年6月30日停止执行	C80运价优惠政策: 2024年一季度末在呼和浩特铁路物流中心管内各站发运C80大列的客户: (1)月运量完成12列及以下, 下浮-9%; (2)月运量完成12列以上部分, 下浮-10%。	陶思浩站→曹妃甸西站	9% 10%	155元/吨 153元/吨
呼和浩特铁路物流中心	合同签订之日起执行, 至2024年6月30日停止执行	1.单一发运客户使用整车、集装箱装运煤炭, 发到全国各局各站同比实现增长均可申请下浮政策。目前有发到北京局(丰南西除外)、济南局、沈阳局、兰州局、上海局各站, 按到局别统计。每月运量较2023年5~7月月均运量增长15%时, 运费优惠10%(执行基准运价)。 2.单一客户发运使用整车装运煤炭, 经呼和浩特局、陶思浩站发到丰镇、七苏木、姑家堡、庙梁站, 每月运量较2023年月均运量增长15%时, 按照下浮20%、30%比例执行阶梯运价优惠。	呼和浩特南→曹妃甸西站	10%	150元/吨
乌鲁木齐局	2024年4月4日-6月30日	仅针对兰州局下浮30%	将军庙站→河口南站	30%	231.57元/吨
西安局	2024年4月1日-6月30日	1.管内运输的整车、敞顶箱煤炭, 试试运价优惠, 优惠幅度25%-30%。 2.西安局发往(济南、沈阳、北京、上海局除外)全国各营业站的焦炭, 实施运价优惠, 优惠幅度最高30%。 物流总包下浮1.曹家伙场发黄堡、孝北堡的整车煤炭, 曹家伙场牛家梁、鱼河、大保当发往商洛站的敞顶箱煤炭, 实施物流总包运价优惠, 优惠服务12%-27%。 发全国各站铁路运费下浮截止日期4-23到4-30日	园子沟矿→商洛站台	35%	43元/吨
	2024年4月23日-4月30日	发往局管外各站(不包括唐包、瓦日线)的煤炭, 站到站运费取消上浮(即下浮10%), 执行基准运价。			

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

长期来看, 新疆地区铁路运费下调将促使煤炭产量和外运量大幅提升。铁路运输作为煤炭“产-运-销”的中间利润环节, 运输环节费用下调将直接让利上游生产企业或下游用户。从价格角度来看, 在淡季新疆煤炭发运利润较低背景下, 铁路运费下降将让利下游用户。而在煤炭供需较为紧张背景下, 上游生产煤企在产业链中掌握更强的议价权, 运输环节降价部分将作为利润向上游倾斜。从量的角度来看, 运费下调让利上游企业有助于调动煤企投资开发和生产积极性, 最终导致新疆地区产量和运量大幅提升。

因此我们分析认为, 运费下调政策背景下, 煤炭产能集中分布于新疆哈密地区, 且一定程度依赖铁路打开外运空间的广汇能源有望首先受益, 其次为在新疆拥有煤炭资产

的兖矿能源、中煤能源、上海能源。

图34: 广汇、兖矿、中煤、上海能源新疆煤炭资产分布情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表9: 广汇能源、兖矿能源、中煤能源、上海能源新疆煤炭资产分布情况

企业	煤矿名称	所在地	煤种	权益占比 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
兖矿能源	伊犁一矿	伊犁州	长焰煤、不粘煤	28%	900	252	在产
	伊犁四矿	伊犁州	长焰煤、不粘煤	51%	1000	510	在产
	永新煤矿	库车市	长焰煤	26%	9	2	在产
	昭苏盛泉煤矿	伊犁州	长焰煤、气煤、不粘煤	26%	30	8	在产
	硫磺沟煤矿	昌吉州	长焰煤、不粘煤	26%	150	39	在产
中煤能源	五彩湾四矿一期	昌吉州	长焰煤、不粘煤	39%	1000	388	在建, 计划一期 1000 万吨产能于 2025 年投产
	哈密大南湖七号煤矿	哈密市	动力煤	100%	1200	1200	2023 年 12 月建成, 设计产能 1200 万吨
上海能源	伊犁皮里青露天矿	伊犁州	动力煤	100%	150	150	在产
	106 煤矿	昌吉州	不粘煤	51%	180	92	在产
广汇能源	苇子沟煤矿	昌吉州	不粘煤	80%	240	192	在建, 计划 240 万吨产能于 2025 年投产
	白石湖煤矿	哈密市	长焰煤	100%	1800	1800	在产
广汇能源	马朗煤矿	哈密市	不粘煤	100%	2500	2500	在建, 计划 25 年实现 2500 万吨产能
	东部矿区	哈密市	长焰煤、不粘煤	100%	2000	2000	在建, 预计未来达到 2000 万吨产能

数据来源: 新疆发改委, 东吴证券研究所

广汇能源近年来煤炭产能快速扩张，未来增产空间广阔。

广汇能源煤炭资源地处哈密，储量丰富、禀赋优异。公司煤炭资源总量约 65.97 亿吨，可采储量达 60.03 亿吨，主要分布在新疆哈密淖毛湖矿区，包括白石湖煤矿、马朗煤矿、东部煤矿。公司主要煤种为长焰煤和不粘煤，属单一中厚近水平煤层，开采条件优越，具有固定碳含量高、产气量高、热值高、内含水和含氧量低的特点，属于高质量的气化原料煤和动力煤。

公司煤炭资源主要集中于新疆哈密伊吾县淖毛湖周边，拥有以下三处矿区：

- (1) **白石湖煤矿**：为公司目前唯一在产矿井，2020 年核定产能 800 万吨。2022 年 6 月，新疆自治区发改委出具了《关于淖毛湖矿区白石湖二号露天煤矿等 2 处煤矿生产能力的批复》，生产能力由 800 万吨/年核增至 1300 万吨/年，2022 年 12 月产能进一步核增至 1800 万吨，目前公司正在推进白石湖矿区的核增工作，远期产能有望达到 4000 万吨。
- (2) **马朗煤矿**：公司控股子公司伊吾矿业于 2020 年获得详查探矿权，并于 2021 年获取探矿权证。马朗露天煤矿所产煤炭热值在 6300 大卡左右，为优质不粘煤，主要作为化工原料煤，马朗一号煤矿规划产能为 1500 万吨/年，远期规划产能目标为 2500 万吨。根据公司公告，马朗煤矿已取得国家能源局产能置换批复及全国投资项目统一项目代码，预计 2024 年进入试运转生产状态。
- (3) **东部煤矿**：位于新疆伊吾县淖毛湖煤田东部地区，目前东部矿区相关手续仍在办理中，规划在“十四五”末投产，规划设计产能 2000 万吨/年。

保供政策加持下，公司煤炭增产潜力巨大。预计后续随着马朗矿区和东部矿区的投产，“十四五”期间公司煤炭总产能将增长至 8500 万吨。2024 年预计马朗煤矿投产将为公司带来 1500 万吨产量增量，增幅高达 41%。此外，十四五期间随着东部矿区的建设投产，公司煤炭产能保持快速增长状态。

表10：公司矿区煤炭资源储备概况

主要矿区	煤矿	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	热值 (千卡/千克)	产能目标 (万吨/年)
白石湖矿区	白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	9.69	9.69	5000-5500	4000
	白石湖露天煤矿		8.03	7.22		
马朗矿区	马朗露天勘查区	不粘煤	7.21	5.06	6000 以上	2500
	马朗一号井田		10.88	7.92		
东部矿区	东部勘查区	长焰煤-不粘煤	29.53	29.53	5000-5500	2000
	农场煤矿东部勘查区		0.62	0.60		
合计			65.97	60.03		8500

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



#### 4.2. “疆煤外运”产业链迎来快速发展期

**构筑“一主两翼”格局，有序推进资源专线建设。**新疆地区因其地形复杂，疆煤运输多以公路运输为主，运量相对较小，难以满足疆煤外运的需求。而铁路运输具有运量大、运距长、价格低等特点，更适合煤炭等大宗商品的运输，因此通过铁路将新疆地区的煤炭运往其他省份是解决的我国煤炭供需不平衡的重要方法。

为此，2015年3月，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》并逐步构建了“一主两翼”铁路格局，为资源运输专线建设搭建了基本框架。其中一主由兰新铁路构成，东起中国连云港途径霍尔果斯引至中哈边境口岸城市阿拉山口，为中欧班列基本路线；两翼为由临河至哈密铁路线构成的北通道与格库铁路构成的南通道。

**目前中通道和南通道运能趋于饱和。**中通道目前是进疆、出疆最重要的资源和客运通道。由于主要的中欧班列和客运都走这条通道，因此中通道在“哈密-柳沟-兰州”区间通货能力趋于饱和。而南通道是从吐鲁番-库尔勒-若羌-格尔木-兰州-成渝（成都和重庆地区），由于格尔木到成都这条铁路仍在规划中，因此目前需要从格尔木先折返到兰州通过青藏铁路，从德令哈到兰州，再向东到西安，或者向南到重庆到成都。南通道目前正在疏通当中，且受地理环境制约，运能有限。

**未来最主要的出疆通道是北通道。**北通道由将淖铁路和红淖铁路构成。其中红淖铁路2019年1月投入运营，将淖铁路刚刚在2024年1月投入运营，为新建煤炭运输重载铁路专线，也成为“疆煤外运”最具运力增长潜力的铁路。

将淖铁路起始站将军庙站所处的准东地区是新疆煤矿开采的重点地区之一。在将淖铁路建成前，准东地区的煤炭向外运输主要靠公路运输或者走乌将铁路后转兰新线出疆，乌将-兰新线路全长1080公里。

而将淖铁路建成后，原准东地区货物若从将淖-红淖线出疆将比从乌将-兰新线过红柳河出疆的货物运距减少300公里，缩短近28%的运输距离。同时走将淖-红淖线可缩短30%的运输时间，能够大幅提升物流效率。同时，将淖铁路本身就处于新疆另一大产煤区吐哈地区，准东、吐哈两地资源的外运需求将为将淖、红淖铁路的货运量提供有力保障。

红淖铁路为上市公司广汇物流控股99.82%资产。红淖铁路初期设计年运能为3950万吨，当前机组采用内燃机作为动力装置，与电气化机组相比运力较小，我们预期2024年6月份，红淖铁路电气化复线改造完工后将核增年运能至6000万吨左右，远期完成复线建设后运能预计可达1.2亿吨。我们测算当红淖铁路运量达到2500万吨时，对应净利润预期为6.65亿元；远期若运量大幅提升至1.2亿吨，则有望实现净利润63.43亿元，业绩弹性显著。

表11: 红淖铁路利润测算（万吨，亿元，%）

运量 (万吨)	2500	4000	6000	8000	12000
净利润 (亿元)	6.65	16.65	29.49	37.48	63.43
净利润率 (%)	27.81%	45.97%	52.85%	52.26%	55.46%

数据来源：东吴证券研究所

图35: 疆煤外运通道示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此次煤炭铁路运费下调，“将红淖”铁路运费，下降 0.012 元/吨公里；红柳河至乌局段国铁运费下浮 30%；将军庙至兰局段国铁运费下浮 25%。经综合测算后，将军庙铁路发运煤炭，总体运费下降 30-80 元/吨。铁路运费大幅的大幅下降，一方面使得铁路运输经济性大幅提升，对比公路运输竞争力加强，有利于“疆煤外运”大范围实现“公转铁”保障煤炭供应稳定；另外一方面铁路运费下降，也将提高上游煤炭企业吨煤盈利能力，提高煤炭外运的积极性和新投资煤矿，开发煤炭资源的积极性。

在上述背景下，必然也将带来新疆煤炭铁路运量的大幅提升，尤其是相对新建铁路将淖-红淖铁路，随着煤炭外运需求的增加，以及铁路配套设施，比如红淖铁路电气化的完成，该铁路煤炭运量必然迎来爆发期。

表12: 经兰铁路运费下浮测算表 (元/吨)

序号	发站	到站	红柳河-到站的铁路运距 (公里)	铁路 (发站-将淖-红淖-兰新-到站)			铁路 (发站-乌将-兰新-到站)		
				铁路运距 (公里)	调价前单吨运费 (元/吨)	调价后单吨运费 (元/吨)	铁路运距 (公里)	调价前单吨运费 (元/吨)	调价后单吨运费 (元/吨)
1	将军庙	张掖	608	1382	227	198	1689	249	187
2	将军庙	武威	849	1624	260	221	1930	282	212
3	将军庙	银川南	1260	2035	316	260	2341	338	253

数据来源: 东吴证券研究所测算

注: 本次铁路运费下降幅度如下: 将淖-红淖铁路运费下降 0.012 元/吨公里; 红柳河至乌局段国铁运费下浮 30%; 将军庙至兰局段国铁运费下浮 25%。

综上所述, 疆煤资源丰富, 未来新疆煤炭产能有望持续释放, 预期“十四五”时期将新增产能 1.64 亿吨 (占年产量比例大约为 35%), 产能增幅达 60% 以上。此外, 铁路运费下调, 产业链上游煤炭生产企业及下游用户受益明显, 有助于调动煤企投资开发和生产积极性, 最终促进疆煤产量和外运量大幅提升。在此背景下, 我们分析认为煤炭产能集中分布于新疆哈密地区的新疆本土煤企广汇能源, 以及远期运能增长空间广阔的新疆能源物流企业广汇物流有望率先受益, 其次在新疆拥有煤炭资产的兖矿能源、中煤能源、上海能源也有望享受一定的资源优势。

表13: 重点公司估值表

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS(元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600256.SH	广汇能源	527	8.02	0.79	1.13	1.22	10	7	7	买入
600603.SH	广汇物流	83	6.71	0.47	1.06	1.35	14	6	6	买入
600188.SH	兖矿能源	1784	23.99	2.71	2.67	2.85	9	9	9	买入
601898.SH	中煤能源	1588	11.98	1.47	1.54	1.60	8	8	8	买入
600508.SH	上海能源	103	14.30	1.34	1.99	2.45	11	7	7	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (市值、收盘价数据对应日期为 2024 年 5 月 17 日)

## 5. 风险提示

**1、运费下调相关政策实施力度不及预期:** 运费下调政策有助于刺激新疆煤企投资开发和生产的积极性, 若运费下调政策实施力度不及预期, 则疆煤外运仍受制于出疆运费成本较高等问题。

**2、红淖铁路项目建设进度低于预期:** 预计红淖铁路电气化改造项目持续推进, 若

工程建设受资金紧张影响，则红淖铁路项目建设进度存在低于预期的风险。

**3、煤价大幅下跌。**若未来煤炭需求大幅下滑导致煤价大幅下跌，则疆煤外运不具备经济性，或导致运量大幅下滑。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>