

煤炭

煤炭中期策略报告

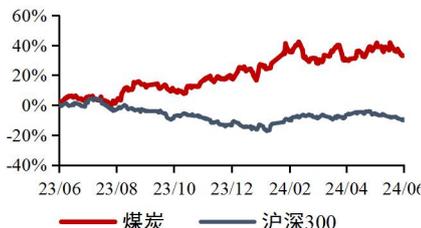
领先大市-A(维持)

稳中求进

2024年6月27日

行业研究/行业中期策略

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】5月进口继续补缺，关注山西复产进度-煤炭进口数据拆解
2024.6.25

【山证煤炭】煤焦弱稳运行，关注经济与度峰需求拐点-【山证煤炭】行业周报
(20240617-20240623)：2024.6.23

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

- 24年煤炭价格再次验证底部，行业估值大幅提升。24年以来煤炭价格走势较23年更为平稳一些，价格中枢较23年有所下降，价格底部再次得到确认。煤炭指数走牛，表现显著强于价格。子行业分化，动力煤、炼焦煤和无烟煤表现相对强势。
- 供给：安监升级造成供给结构性收缩，关注山西复产进度。24年前5月，国内原煤产量持续负增长，直接原因则是部分地区安监升级，影响产量释放，与我们前期判断一致。山西“查三超”带动产量显著下滑。24年前5月山西省增速显著低于全国产量增速，也远低于其他主产区。山西减产对炼焦煤和无烟煤冲击更大。
- 需求：分化趋势不改，电力高增。24年以来需求端延续23年的分化走势，即电力和非电需求的分化。用电持续高增，火电未来仍将是绝对主力。一方面，“新质生产力”推动制造业投资高增，提振电力、相关材料等方面的需求。另一方面，新型电力系统构想中，火电仍是绝对主力。此外，我们也关注到迎峰度夏期间动力煤需求上限或受水电影响。
- 进口煤：增量为被动补缺，海外价格有支撑。2024年以来进口煤增速小幅增加略超预期。主因上半年国内供需存在一定缺口，需要通过进口煤来弥补。从进口结构上看，24年以来进口煤种结构基本延续23年的格局，其中炼焦煤占比有所提升，无烟煤占比有所下降，动力煤和褐煤占比基本上恢复到19年和20年的水平。进口结构变化在一定程度上支撑了进口煤价格。国际煤炭贸易格局再平衡，预计海外煤价仍有望维持高位。未来印度或与中国拉开“抢煤”大战。
- 供需展望：24年动力煤供需关系有望改善，炼焦煤旺季仍有上涨预期。
- 投资建议：看好高股息、山西复产和煤电一体化。①高股息仍有空间。建议关注【中国神华】、【陕西煤业】、【兖矿能源】等。②山西复产值得期待。建议关注【山煤国际】、【山西焦煤】、【潞安环能】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【兰花科创】。③煤电一体化行稳致远。建议关注【中国神华】、【新集能源】、【甘肃能化】、【淮河能源】、【陕西能源】。

风险提示：供给大量释放；进口煤冲击国内市场；水电超预期大增；非电需求不及预期；新能源消纳问题解决；成本增加；分红意愿降低；利率环境变化。



目录

1. 2024 年煤炭价格再次验证底部，行业估值大幅提升	6
1.1 2024 年来煤炭价格再次验证底部区域.....	6
1.2 煤炭指数表现显著强于煤炭价格.....	7
2. 供给：安监升级造成供给结构性收缩，关注山西复产进度	9
2.1 安监升级，供给收缩.....	9
2.2 山西“查三超”导致产量大幅下降.....	10
2.3 山西减产对炼焦煤和无烟煤冲击更大.....	11
3. 需求：分化趋势不改，电力高增	13
3.1 需求分化.....	13
3.2 用电高增，火电未来仍将是绝对主力.....	13
3.3 迎峰度夏期间动力煤需求上限或受水电影响.....	16
4. 进口煤：增量为被动补缺，海外价格有支撑	18
4.1 进口煤被动补缺.....	18
4.2 进口结构变化影响进口价格走势.....	20
4.3 国际煤价有支撑，印度或与中国“抢煤”.....	22
5. 分煤种展望：炼焦煤供需相对更紧	24
5.1 动力煤：2024 年供需关系有望改善.....	24
5.2 炼焦煤：2024 年旺季仍有上涨预期.....	25
6. 投资建议：看好高股息、山西复产和煤电一体化	26
6.1 高股息仍有空间.....	26
6.2 山西复产值得期待.....	29
6.3 煤电一体化行稳致远.....	31
7. 风险提示	33



图表目录

图 1: 秦港 5500 大卡动力煤价格走势 (元/吨)	7
图 2: 京唐港主焦煤价格走势 (元/吨)	7
图 3: 煤炭指数走势.....	7
图 4: 2024 年以来煤炭行业估值显著提升.....	7
图 5: 煤炭指数显著跑赢煤炭价格.....	8
图 6: 煤炭子行业指数走势.....	8
图 7: 中国原煤产量及增速 (%)	9
图 8: 中国原煤产量月度分布 (万吨)	9
图 9: 24 年中国原煤产量月度增量为负.....	9
图 10: 2024 年前 5 月主产区产量增速对比 (亿吨; %)	10
图 11: 2019 年-2024 年前 5 月各煤种产量占比.....	12
图 12: 2019 年-2024 年前 5 月各煤种产量增速.....	12
图 13: 电力需求和非电需求分化 (累计同比%)	13
图 14: 制造业投资维持高增 (%)	14
图 15: 全社会用电持续高增.....	15
图 16: 中国不同类型发电设备装机结构 (2023)	16
图 17: 中国不同类型发电设备发电量结构 (2023)	16
图 18: 24 年以来三峡来水高于 23 年 (立方米/秒)	17
图 19: 24 年以来水电同比大增.....	17
图 20: 中国进口煤量及增速 (%)	18
图 21: 中国进口煤量月度分布 (万吨)	18



图 22: 中国历年煤炭进口金额.....	19
图 23: 中国 22-24 年前 5 月煤炭进口金额.....	19
图 24: 中国进口煤年度均价.....	19
图 25: 美元兑人民币即期汇率.....	20
图 26: 美元兑人民币即期汇率均值.....	20
图 27: 2019 年-2024 年前 5 月各煤种进口占比.....	20
图 28: 2019 年-2024 年前 5 月各供应国进口煤量占比.....	21
图 29: 中国进口煤价格走势.....	21
图 30: 中国各煤种进口价格走势.....	21
图 31: 印度人口红利有望带动进口煤需求.....	23
图 32: 印度进口煤持续大增.....	23
图 33: “低名义利率+高实际利率”环境吸引资金配置煤炭等高股息资产.....	26
图 34: 煤炭股静态股息率测算.....	28
图 35: 山西省国有重点矿井与地方其他矿井 24 年前 5 月同比环比增速.....	31
表 1: 2024 年前 4 月十大煤企产量增速.....	11
表 2: 2024 年前 5 月十大煤企产量增速.....	11
表 3: 新质生产力政策脉络.....	14
表 4: 国际煤炭贸易主要参与国逻辑对比.....	22
表 5: 动力煤供需平衡表 (万吨; %)	24
表 6: 炼焦精煤供需平衡表 (万吨; %)	25
表 7: 中国煤炭定价政策变化趋势.....	27
表 8: 高分红煤炭上市公司的分红承诺.....	27



表 9： 中证红利和红利指数里面的煤炭股.....	28
表 10： 23 和 24 年主产区产量及目标（亿吨）	30
表 11： 2024 年部分山西煤炭上市公司产量规划.....	30

1. 2024 年煤炭价格再次验证底部，行业估值大幅提升

1.1 2024 年来煤炭价格再次验证底部区域

➤ 动力煤方面

1-2 月：价格延续旺季特征，价格水平与 23 年四季度基本持平，波动不明显。

3 月：随着气温回升和供暖季结束，动力煤价格呈现季节性回调，幅度相对有限，在 800 元/吨点位形成较强支撑，再次验证底部。期间下游电厂库存水平较低，显示出对后市相对谨慎的态度。

4-5 月：稳增长政策陆续出台，需求预期改善，非电需求释放，带动价格反弹。期间电厂预期有所改变，集中补库，价格一度接近冬季高点。

6 月以来：随着高温天气频繁出现，提升市场对夏季用电需求的预期。尽管日耗没有显著偏离往年水平，但电厂库存水平高于往年，显示下游电厂对于旺季需求较高的预期。但考虑到电厂库存策略的变化和水电出力情况，动力煤价格走势相对平稳。

➤ 炼焦煤方面

1-4 月上旬：尽管供给端释放受阻，价格仍因需求延迟释放持续下行。2 月下旬旺季切换期间价格不涨反跌超出市场预期。

4 月上旬以来：需求端利好频出，价格随需求改善出现企稳反弹，验证底部，之后整体呈现波动走势。

2024 年初以来的价格走势与我们年度策略报告《攻守俱佳，行业蕴含多重投资机遇》（2023 年 12 月 25 日）判断一致。2024 年以来煤炭价格走势较 23 年更为平稳一些，价格中枢较 2023 年有所下降。其中动力煤走势相对更加平稳但中枢下降幅度更大（前期基数较大），炼焦煤年初以来走势偏弱但维持了较强的价格中枢。年初以来的价格走势与我们前期判断一致，即动力煤价格中枢下降幅度小于炼焦煤下降幅度，且底部具备较强支撑性。

与 2023 年的不同。供需层面来看，23 年是供需两旺的市场环境，24 年更倾向于供需两弱。因此不同价格信号的传导效果有所变化。从市场煤层面来看，23 年贸易商对于价格预期较 24 年更强，24 年后价格预期更加稳定。

图 1：秦港 5500 大卡动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：京唐港主焦煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 煤炭指数表现显著强于煤炭价格

煤炭指数走牛，表现显著强于价格。2024 年以来煤炭指数延续 2023 年走势，市场对煤炭资产较为追捧，煤炭股呈现较为显著的估值修复。指数的走牛与煤炭价格走势形成背离状态，尽管期间价格有所反弹，但煤炭指数的交易并未跟随价格变化。

图 3：煤炭指数走势



资料来源：中信证券，山西证券研究所

图 4：2024 年以来煤炭行业估值显著提升



资料来源：Wind，上海申银万国证券研究所，山西证券研究所

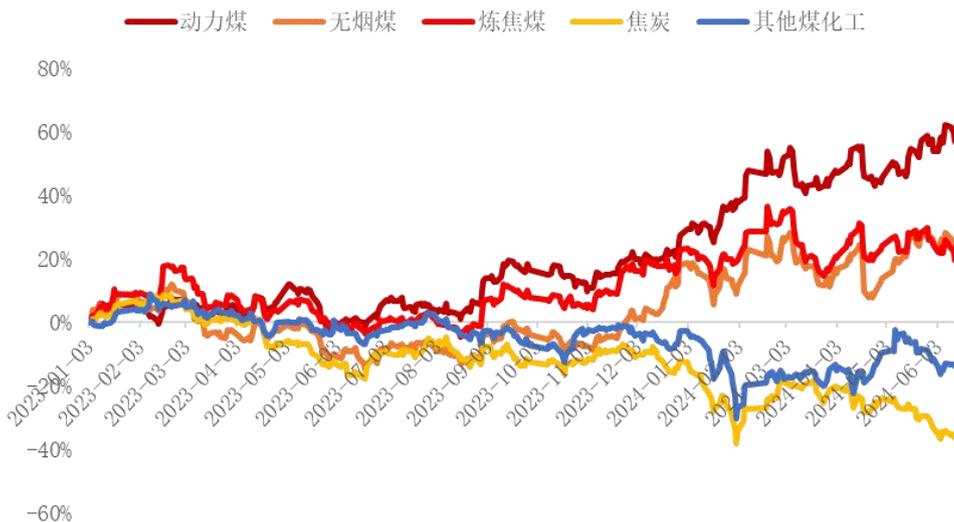
图 5：煤炭指数显著跑赢煤炭价格



资料来源：Wind，中信证券，山西证券研究所

子行业分化，动力煤、炼焦煤和无烟煤表现相对强势。从子行业走势来看，动力煤、炼焦煤和无烟煤因“高股息”等优势累计涨幅较大，焦炭和其他煤化工存在结构性机会。

图 6：煤炭子行业指数走势



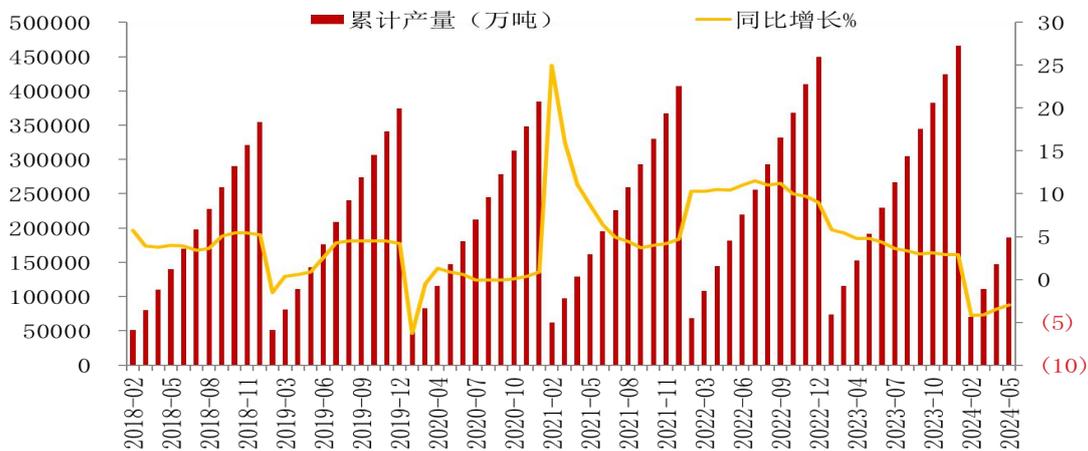
资料来源：中信证券，山西证券研究所

2. 供给：安监升级造成供给结构性收缩，关注山西复产进度

2.1 安监升级，供给收缩

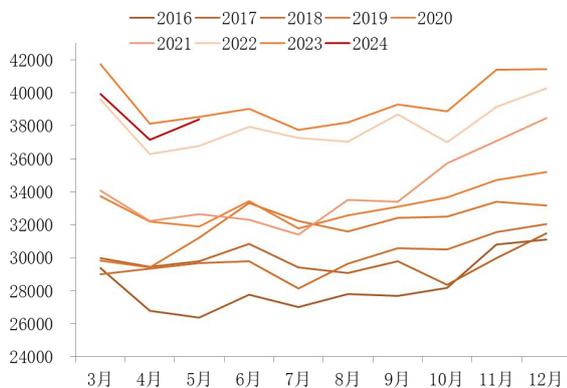
安监升级，供给负增长。我们曾在年度策略报告《攻守俱佳，行业蕴含多重投资机遇》（2023年12月25日）中提到保供积累安全隐患，安监重要性显著提升或将对24年的供给释放形成挑战。2024年前5月，国内原煤产量持续负增长，直接原因则是部分地区安监升级，影响产量释放。

图7：中国原煤产量及增速（%）



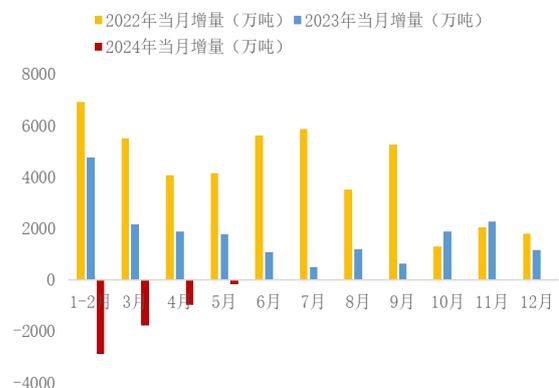
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图8：中国原煤产量月度分布（万吨）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图9：24年中国原煤产量月度增量为负

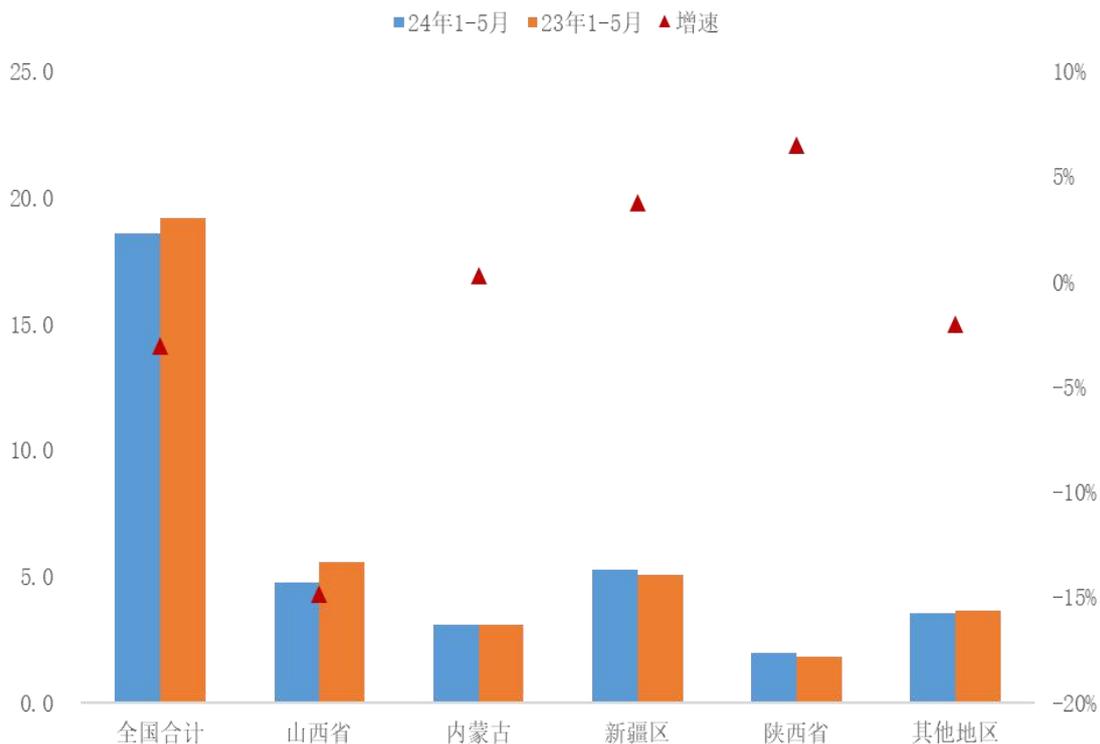


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 山西“查三超”导致产量大幅下降

山西“查三超”带动产量显著下滑。2024年4月，山西省应急管理厅、国家矿山安监局山西局、山西省能源局印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》（以下简称《通知》），决定立即在山西全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治。《通知》明确，专项整治范围包括所有正常生产建设煤矿、具备生产条件的停工停产煤矿。其中2月底前为煤矿企业自查自改阶段，3月1日至5月31日为市、县重点检查阶段。结合产量数据，2024年前5月全国产量增速为-3.04%，山西省产量增速为-14.86%，山西省增速显著低于全国产量增速。横向比较，山西省增速也远低于其他主产区。

图 10：2024 年前 5 月主产区产量增速对比（亿吨；%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

山西煤企产量下滑更为明显，5月产量边际改善。根据中国煤炭工业协会数据，前十大煤企中晋能控股集团、山西焦煤集团、潞安化工集团等山西煤炭企业前4月产量同比下滑均超过18%，与其他大煤炭集团表现存在较大差异。5月份山西“查三超”进入尾声，晋能控股集团、

山西焦煤集团、潞安化工集团等山西煤炭企业产量边际改善，但产量同比下滑幅度仍然超过15%。

表 1：2024 年前 4 月十大煤企产量增速

单位：万吨；%	2024 年前 4 月	2023 年前 4 月	增速%
国家能源集团	20716	20583	0.65%
晋能控股集团	10922	14327	-23.77%
山东能源集团	8744	7467	17.10%
中煤集团	8665	8779	-1.30%
陕煤集团	8259	8195	0.78%
山西焦煤集团	4934	6112	-19.27%
华能集团	3828	3694	3.63%
潞安化工集团	2833	3487	-18.76%
国电投集团	2651	2737	-3.14%
淮河能源集团	2367	2465	-3.98%

资料来源：中国煤炭工业协会，山西证券研究所

表 2：2024 年前 5 月十大煤企产量增速

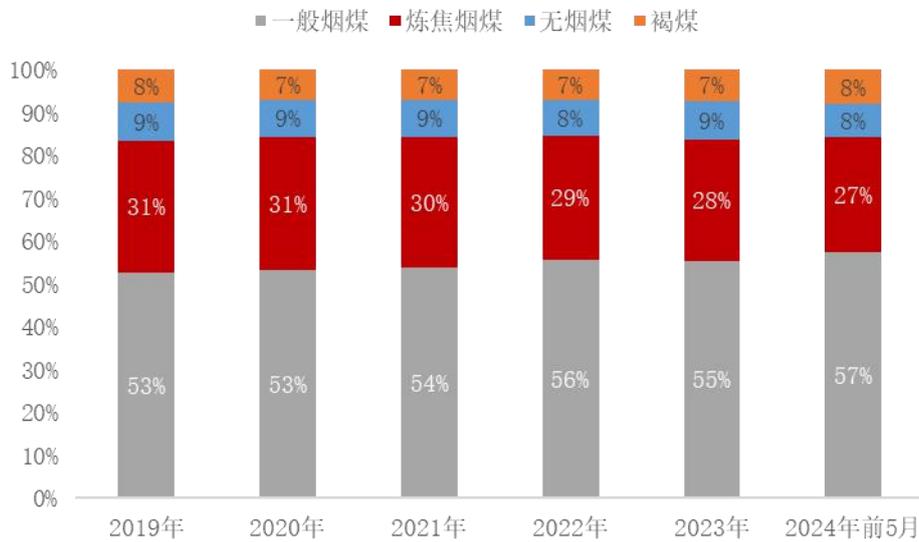
单位：万吨；%	2024 年前 5 月	2023 年前 5 月	增速%
国家能源集团	25798	25439	1.41%
晋能控股集团	14342	18074	-20.65%
山东能源集团	10986	9438	16.40%
中煤集团	10974	11022	-0.44%
陕煤集团	10520	10402	1.13%
山西焦煤集团	6440	7693	-16.29%
华能集团	4680	4545	2.97%
潞安化工集团	3619	4379	-17.36%
国电投集团	3158	3297	-4.22%
淮河能源集团	2972	3131	-5.08%

资料来源：中国煤炭工业协会，山西证券研究所

2.3 山西减产对炼焦煤和无烟煤冲击更大

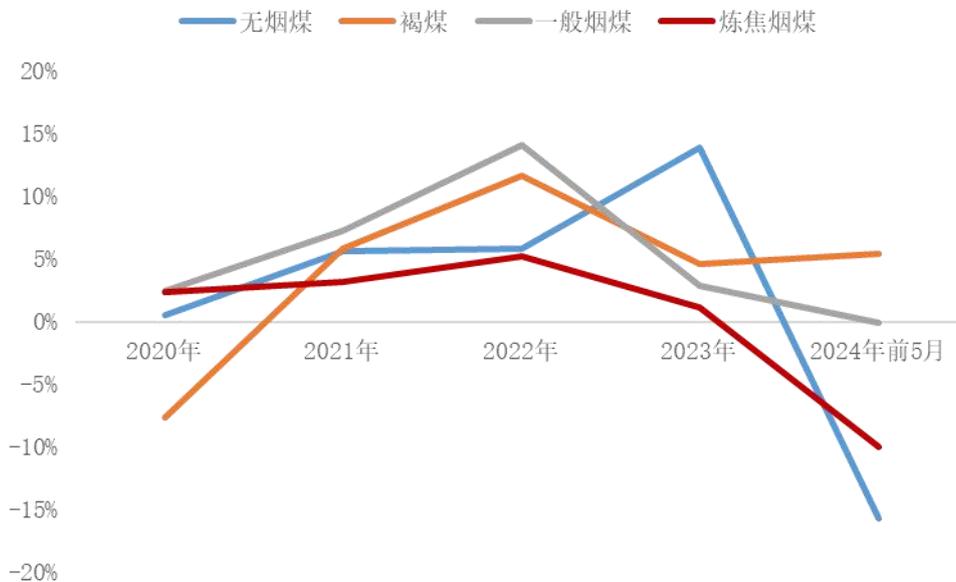
2024 年以来炼焦煤和无烟煤降速更快。分煤种来看，因山西是炼焦煤和无烟煤的主要产区，“查三超”对整个炼焦煤和无烟煤的冲击更大；动力煤小幅降低；褐煤产量同比小幅增加。

图 11：2019 年-2024 年前 5 月各煤种产量占比



资料来源：汾渭数据，山西证券研究所

图 12：2019 年-2024 年前 5 月各煤种产量增速



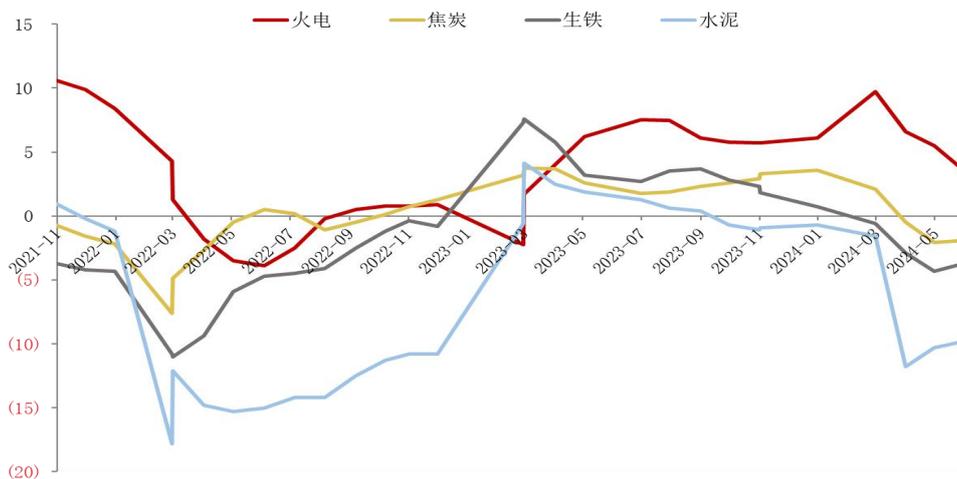
资料来源：汾渭数据，山西证券研究所

3. 需求：分化趋势不改，电力高增

3.1 需求分化

分化趋势延续。2024 年以来需求端延续 2023 年的分化走势，即电力和非电需求的分化。当前中国“稳增长”必要性凸显，坚持稳增长的同时也强调向高质量发展转变，新常态下能源消费回暖。同时新型电力系统改革浪潮中火电仍是主体能源，因此电煤需求保持增长。非电需求与地产关联度高，地产相关的煤炭消费增速表现弱于电煤消费。

图 13：电力需求和非电需求分化（累计同比%）



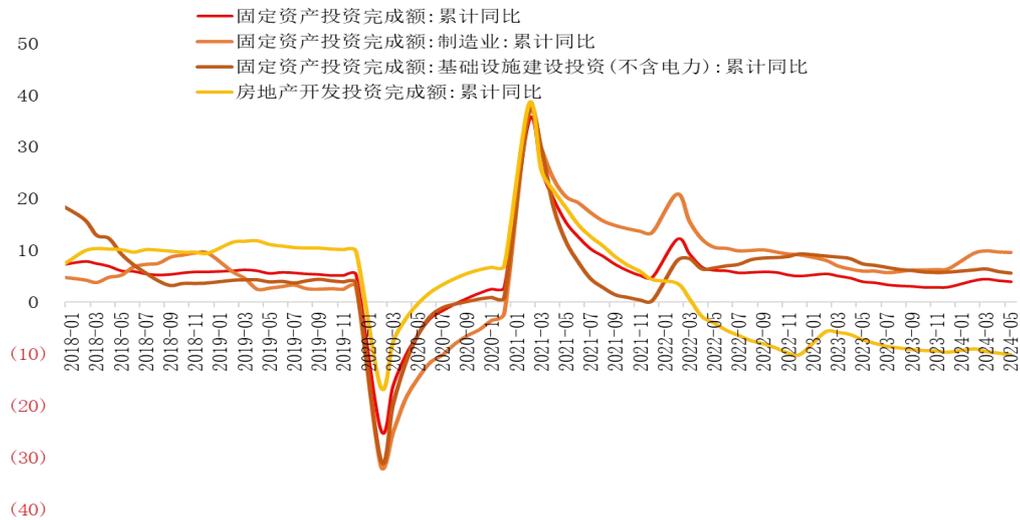
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

3.2 用电高增，火电未来仍将是绝对主力

“新质生产力”推动制造业投资高增，提振电力、相关材料等方面的需求。自 2023 年 9 月，新质生产力在多项会议与政策通知中被频繁提及。发展新质生产力的核心要素是科技创新催生新产业、新模式、新动能，本质上将让创新要素去代替资本、劳动要素推动经济发展。新质生产力包括主要包括战略性新兴产业及未来产业两大板块，涵盖新材料、生物技术、新能源汽车、新型储能等行业。在 3 月《政府工作报告》中将发展新质生产力作为 24 年政府工作首要任务，未来新质生产力将是支持经济增长的主要动能。在这一背景下，制造业投资维持高增，

在很大程度上提振电力、相关材料等方面的需求。

图 14：制造业投资维持高增（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

表 3：新质生产力政策脉络

时间	会议/政策/事件	具体内容
2023.8	《新产业标准化领航工程 标准化领航工程实施方案（2023—2035 年）》	明确 8 大新兴产业分别是新能源、新材料、高端装备、新一代信息技术、绿色环保、民用航空、船舶与海洋工程装备、新能源汽车；9 大未来产业分别是未来显示、未来网络、脑机接口、元宇宙、生成式人工智能、生物制造、量子信息、新型储能、人形机器人
2023.9	新时代推动东北全面振兴座谈会	总书记首次提出“新质生产力”，针对东北振兴提出以科技创新引领产业创新，摆脱老工业基地发展动能不足问题，通过发展新质生产力激活经济肌体的创新活力，加快现代化产业体系建设，
2023.12	2023 年中央经济工作会议	总书记在会议上强调，深化供给侧结构性改革，核心是以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2023.12	中央财办有关负责同志详解中央经济工作会议精神	加快培育新质生产力要把握好三点，一是打造新型劳动者队伍；二是用好新型生产工具，特别是掌握关键核心技术，赋能发展新兴产业。技术层面要补短板、筑长板、重视通用技术。产业层面要巩固战略性新兴产业、提前布局未来产业、改造提升传统产业；三是塑造适应新质生产力的生产关系。
2024.2	中共中央政治局第十一次集体学习	总书记在主持学习时提出发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章，推动新质生产力加快发展；并对新质生产力的内涵和要求做出全面阐述。

时间	会议/政策/事件	具体内容
2024.3	政府工作报告	报告中将加快发展新质生产力放在 2024 年政府工作任务首位，提出积极培育新兴产业和未来产业，巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎；深入推进数字经济创新发展，适度超前建设数字基础设施，加快形成全国一体化算力体系，培育算力产业生态等一系列工作任务要求。

资料来源：国务院，新华社、工信部，中国政府网，山西证券研究所

图 15：全社会用电持续高增

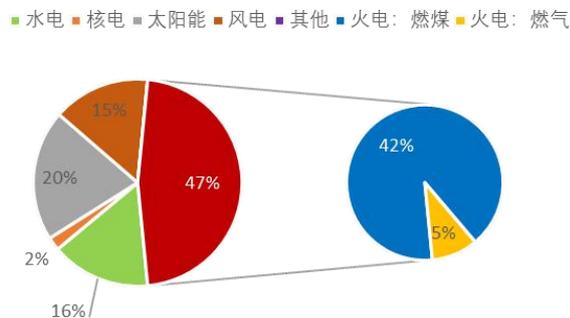


资料来源：Wind，山西证券研究所

新型电力系统构想中，火电仍是绝对主力。随着我国经济转型目标推进，“电气化”是未来支撑新型能源体系建设，助力实现碳达峰碳中和，推动能源清洁低碳高效利用的重要途径和方式。但随着我国经济结构转型、以新能源发电为导向的新电力系统建设的发展，传统的电源结构、负荷结构等要素正在发生重大变化，并同时带来对电网建设、储能建设、电力价格、行业管理等要素进行改革的要求。根据国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书》（2023年6月），我国当前电力系统面临的主要问题有：（1）多重因素叠加，部分地区电力供应紧张，保障电力供应安全面临突出挑战；（2）新能源快速发展，系统调节能力和支撑能力提升面临诸多掣肘，新能

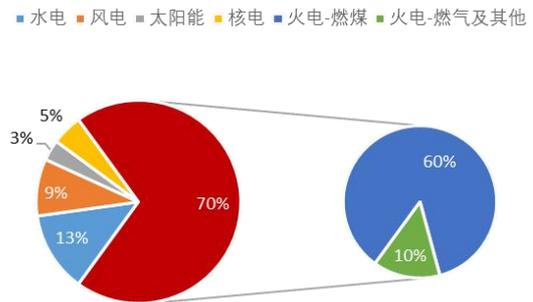
源消纳形势严峻；（3）高比例可再生能源和高比例电力电子设备的“双高”特性日益凸显,安全稳定运行面临较大风险挑战；（4）电力系统转型过程中面临诸多改革任务,适应新型电力系统的体制机制亟待完善等。2021年3月中央财经委员会第九次会议，首次提出建设新型电力系统：“构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统”。根据《蓝皮书》，2030年、2045年、2060年为我国构建新型电力系统的重要时间节点，并制定了新型电力系统“三步走”发展路径，即加速转型期（当前至2030年）、总体形成期（2030—2045年）、巩固完善期（2045—2060年）。我国目前发电结构仍是以煤电为代表的火电为主，2023年火电以47%的装机发电量占比66%，其中煤电以42%的装机占了发电量的60%。预计碳达峰之前电煤消费仍有较大增长空间。考虑电气化水平提升和通过可靠性更高的火电来完成电力保供，碳达峰之前煤炭（火电）作为主体能源仍将保持增长。

图 16：中国不同类型发电设备装机结构（2023）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：中国不同类型发电设备发电量结构（2023）

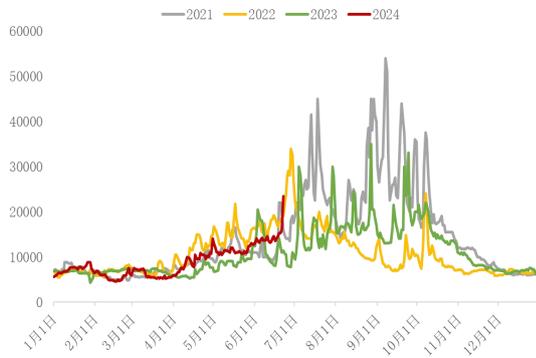


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 迎峰度夏期间动力煤需求上限或受水电影响

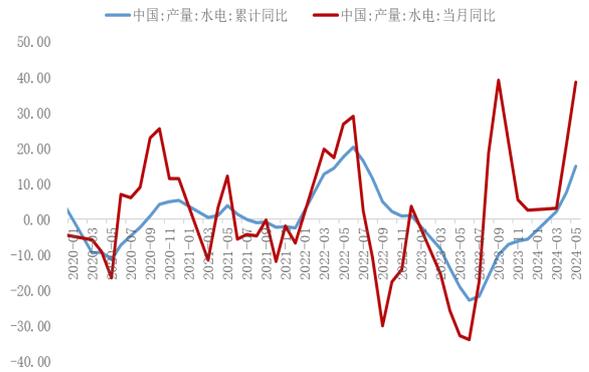
迎峰度夏，水电修复或对动力煤需求有所影响。2024年以来南方多雨水，三峡入库流量相较2023年有所改善。从水电出力情况看，2024年3月后水电无论同比还是环比增速均持续改善，并呈现边际加速的趋势。迎峰度夏期间，预计水电出力或将对火电需求有所影响。

图 18：24 年以来三峡来水高于 23 年（立方米/秒）



资料来源：中国长江三峡集团公司，山西证券研究所

图 19：24 年以来水电同比大增



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

4. 进口煤：增量为被动补缺，海外价格有支撑

4.1 进口煤被动补缺

2024 年以来进口煤增速小幅增加略超预期。根据我们年度策略报告《攻守俱佳，行业蕴含多重投资机遇》（2023 年 12 月 25 日）判断，预计 2024 年进口增速下降，同时存在负增预期。2024 年以来的进口增速较 2023 年显著下降，符合预期。但同比仍维持小增略超预期。

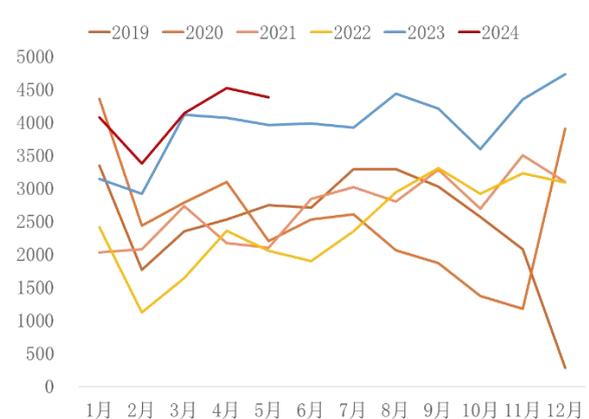
如何理解进口正增长？2024 年以来供应出现结构性收缩，而需求侧方面电煤相对更为坚挺，因此动力煤价格在上半年也出现了较为持续的反弹。整体来看上半年国内供需还是存在一定缺口，这一缺口需要通过进口煤来弥补。

图 20：中国进口煤量及增速（%）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 21：中国进口煤量月度分布（万吨）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

煤炭进口金额下降。从贸易金额来看，2020-2023 年煤炭进口金额保持连年上涨，其中 2021 年煤炭进口金额同比增 76.96%，2022 年煤炭进口金额同比增 18.49%，2023 年煤炭进口金额同比增 24.59%。2024 年进口煤炭金额没有延续过去几年的增长趋势，而较同期有所下降。考虑到进口煤数量仍在增加，推算以美元计价的进口煤中枢价格有所降低。

图 22：中国历年煤炭进口金额



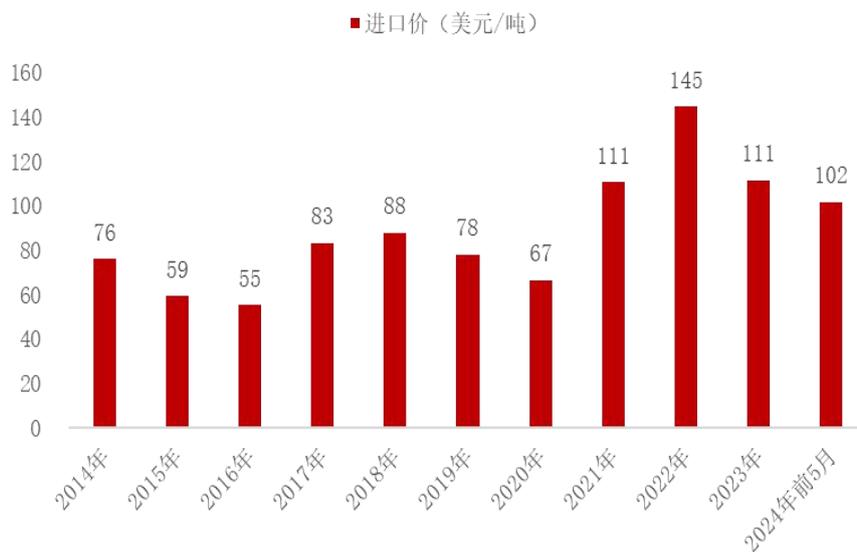
资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 23：中国 22-24 年前 5 月煤炭进口金额



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 24：中国进口煤年度均价

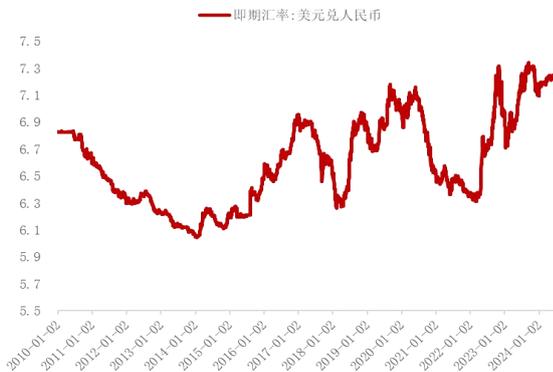


资料来源：海关总署，山西证券研究所

关注人民币汇率变动对未来进口的影响。当前中美利差处于较高位置，人民币兑美元持续贬值。其中 2022 年美元兑人民币平均即期汇率较 2021 年升 4.49%，2023 年美元兑人民币平均即期汇率较 2022 年升 5.16%，2024 年前 5 月美元兑人民币平均即期汇率较 2023 年升 1.71%。

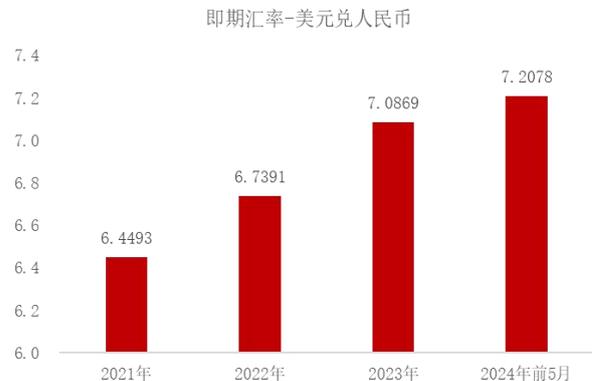
随着美联储降息节奏放缓，人民币汇率仍然承压，后续或将在一定程度上进口煤增量。

图 25：美元兑人民币即期汇率



资料来源：中国货币网，山西证券研究所

图 26：美元兑人民币即期汇率均值

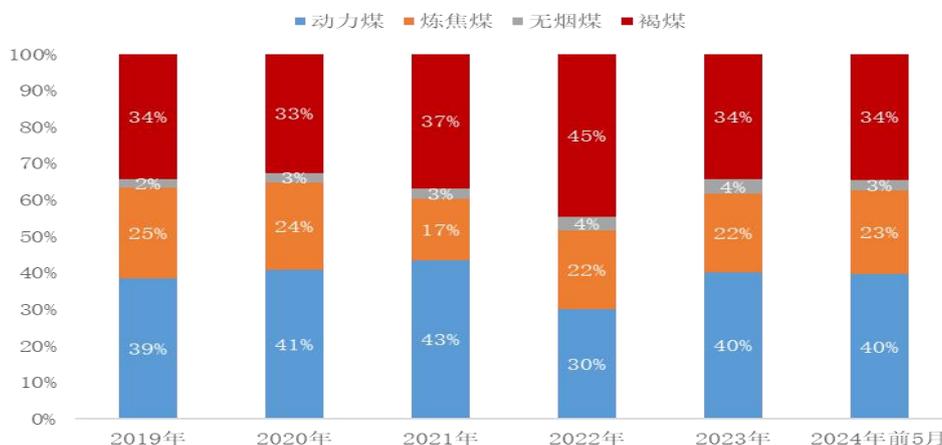


资料来源：中国货币网，山西证券研究所

4.2 进口结构变化影响进口价格走势

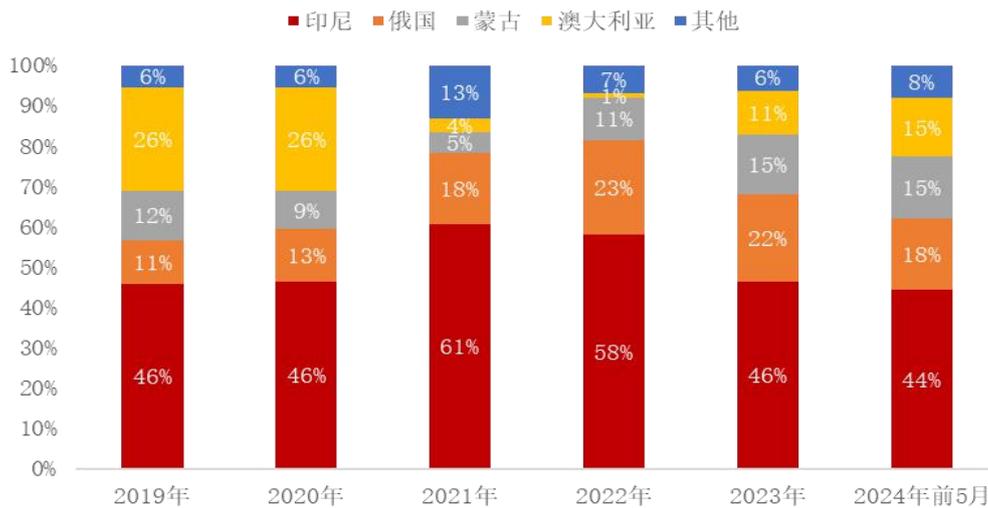
进口结构变化。2024 年以来进口煤种结构基本延续 2023 年的格局，其中炼焦煤占比有所提升，无烟煤占比有所下降，动力煤和褐煤占比基本上恢复到 2019 年和 2020 年的水平。对比 2022 年俄乌战争和夏季枯水期间，全球抢煤，中国则更多进口相对便宜的褐煤来补充市场缺口。2024 年以来进口煤国别结构延续 2023 年的变化趋势，其中印尼和俄国占比继续降低，澳大利亚占比继续提升，外蒙古占比保持不变。国别变动趋势与煤种变动趋势基本吻合。

图 27：2019 年-2024 年前 5 月各煤种进口占比



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 28：2019 年-2024 年前 5 月各供应国进口煤量占比



资料来源：海关总署，山西证券研究所

进口结构变化支撑进口煤价格。从结构上看，相对更贵的炼焦煤和动力煤占比提升在一定程度上支撑了进口煤价格走势。如 2024 年 4 月，尽管当月细分煤种环比价格均有所下降，进口均价环比仍有所增加。对比国内和进口煤价格走势，2024 年至今海外价格走势相对国内更为坚挺。

图 29：中国进口煤价格走势



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 30：中国各煤种进口价格走势



资料来源：海关总署，山西证券研究所

4.3 国际煤价有支撑，印度或与中国“抢煤”

国际煤炭贸易格局再平衡，海外煤价有支撑。美国、澳大利亚煤炭填补欧洲因制裁俄国所造成的能源缺口，俄罗斯煤炭销售转向印度和中国市场，澳大利亚在中国的炼焦煤份额被蒙古取代。国际煤价有支撑，支撑点在亚洲。供给端，预计俄国减量，澳大利亚基本持平，外蒙虽有增量但主要对中国，印尼产量增速低于国内消费增速。需求端，中、印度、印尼和越南等国煤炭需求旺盛，潜在增长空间大。

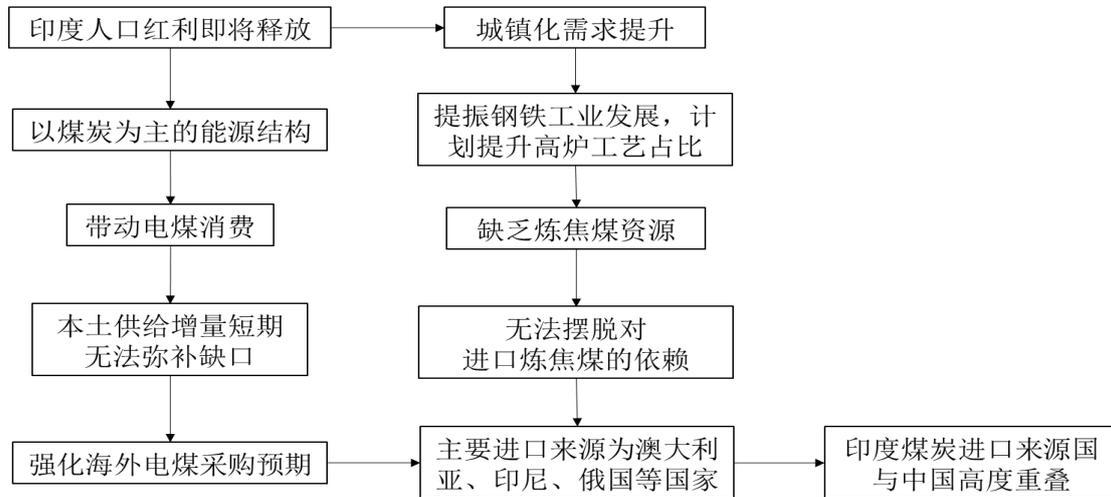
表 4：国际煤炭贸易主要参与国逻辑对比

供应国	产量	需求国	内需
印尼	高增（供需两旺）	中国	增（有缺口，进口政策宽松）
外蒙	大增（中国需求）	印度	高增（拥抱大周期）
俄国	降（内需一般，小幅减产）	印尼	高增（供需两旺）
澳大利亚	降（新增产能少）	越南	大增（需求好）

资料来源：山西证券研究所

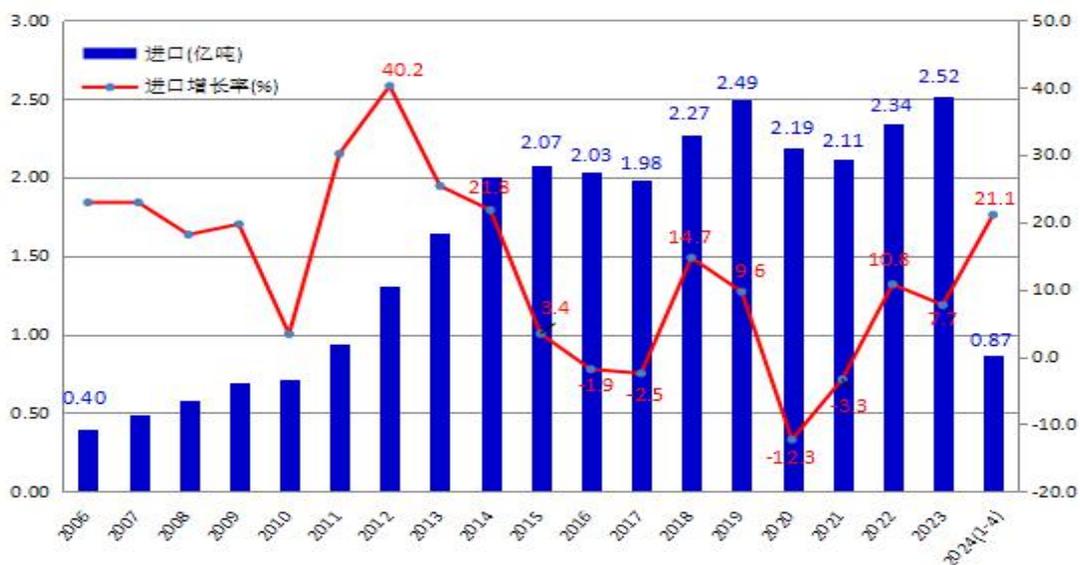
未来印度或与中国拉开“抢煤”大战。印度当前宏观数据特征与中国 2002 年前后较为相似，未来将有较大规模人口红利释放和较强的城镇化需求，能源消费将有较大成长空间。印度的能源结构以煤炭为主，但本国煤炭产能相对落后且距离沿海消费地远，电煤消费对进口煤依赖度高。城镇化需求也将助推印度钢铁工业发展，但因资源禀赋问题，印度严重依赖进口炼焦煤。印度进口煤的主要供应国分别为印尼、俄国、澳大利亚等国家，与中国高度进口煤供应国高度重叠，未来或将出现与中国“抢煤”的现象。（详见 2023 年 6 月 14 日印度煤炭专题报告《人口超过中国后，印度煤炭怎么看？》）

图 31：印度人口红利有望带动进口煤需求



资料来源：山西证券研究所

图 32：印度进口煤持续大增



资料来源：印度工商部，中国煤炭经济研究会，山西证券研究所

5. 分煤种展望：炼焦煤供需相对更紧

5.1 动力煤：2024 年供需关系有望改善

假设：

- 山西查三超造成供给结构性收缩，复产速度有待观望。
- 进口动力煤被动补缺。
- 需求端平稳增长，其中电煤和化工煤需求增速相对较快，水电提速或在一定程度上挤压火电。

预计：

2024 年动力煤供需两弱，宽松形势较 2023 年收缩。预计 2024 年全年价格中枢下降幅度低于 2023 年下降幅度，下半年或有阶段性超过 950 元/吨。

表 5：动力煤供需平衡表（万吨；%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E
国内有效供应量	319004	322430	342094	375433	382283	374637
增速%		1.07%	6.10%	9.75%	1.82%	-2.00%
净进口量	22056	22920	26647	22574	36787	39730
增速%		3.92%	16.26%	-15.28%	62.96%	8.00%
电力用煤量	205782	210533	228987	237604	258722	266484
增速%		2.31%	8.77%	3.76%	8.89%	3.00%
供热耗煤	28658	28941	32431	29963	29096	28805
增速%		0.99%	12.06%	-7.61%	-2.89%	-1.00%
化工用煤量	19442	19925	22053	22871	24995	25869
增速%		2.48%	10.68%	3.71%	9.28%	3.50%
冶金用煤量	15976	17573	16942	17101	17609	17962
增速%		9.99%	-3.59%	0.94%	2.97%	2.00%
建材用煤量	32065	32546	32255	29587	33738	33063
增速%		1.50%	-0.90%	-8.27%	14.03%	-2.00%
其他用煤量	36174	36863	38108	38308	41169	41992
增速%		1.90%	3.38%	0.52%	7.47%	2.00%
供需对比	2963	-1030	-2035	22573	13741	192

资料来源：汾渭数据，山西证券研究所

5.2 炼焦煤：2024 年旺季仍有上涨预期

假设：

- 炼焦煤稀缺性难以改变，国内精煤供给受山西减产影响显著。
- 进口炼焦煤增加被动补缺。
- 经济维持高质量发展，部分区域限制粗钢生产。

预计：

2024 年炼焦煤供需两弱，旺季仍有上涨预期。预计 2024 年全年价格中枢变动幅度好于动力煤变动幅度，考虑供给端影响更大，1700-1800 元/吨底部具备较为坚实的支撑。

表 6：炼焦精煤供需平衡表（万吨；%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E
国内有效供应量	48060	48510	48991	49351	49141.98	45702
增速%		0.94%	0.99%	0.73%	-0.42%	-7.00%
净进口量	7329	7179	5460	6358	10213.6	11235
增速%		-2.05%	-23.94%	16.44%	60.64%	10.00%
炼焦用煤量	55204	55771	54542	55618	59149.03	56783
增速%		1.03%	-2.20%	1.97%	6.35%	-4.00%
供需对比	185	-82	-91	90	206.55	154

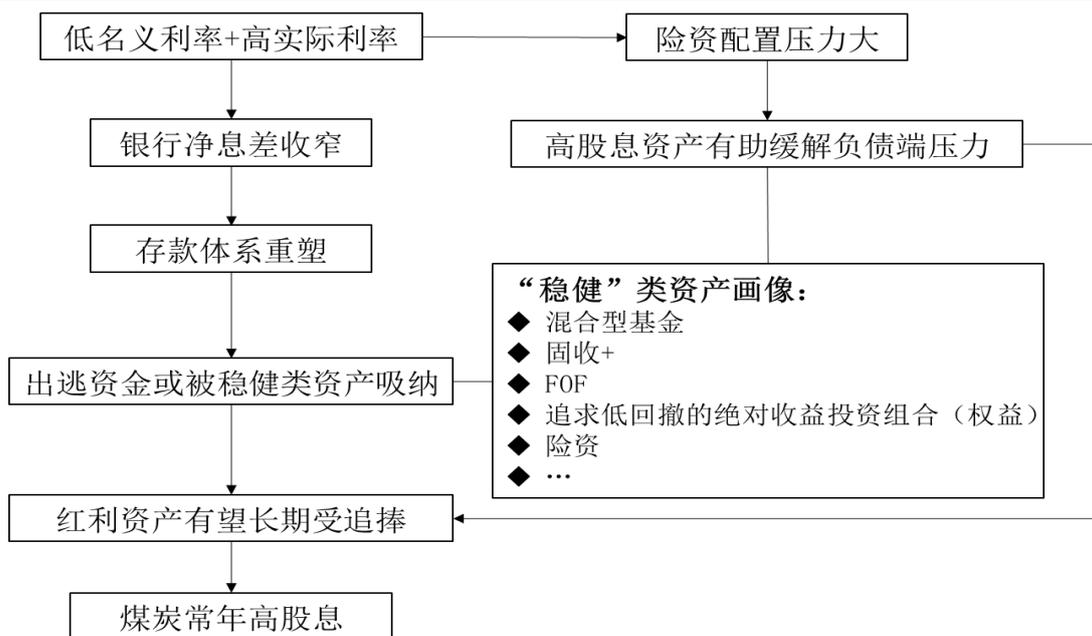
资料来源：汾渭数据，山西证券研究所

6. 投资建议：看好高股息、山西复产和煤电一体化

6.1 高股息仍有空间

“低名义利率+高实际利率”环境吸引资金配置煤炭等高股息资产。经济高质量发展趋势不改，国内“低名义利率+高实际利率”环境有望维持。经济转型阶段银行息差收窄，存款体系或临重塑。在商业银行盈利回归合理水平的过程中，银行或将经历部分存款被其他风险可控的稳健资产吸纳的过程。此外，随着市场利率下行，保险公司配置压力增加，高股息资产配置有助于缓解险资负债端压力。预计未来红利资产仍为重要配置方向，煤炭具备可持续高股息特征，相关标的获将受青睐。

图 33：“低名义利率+高实际利率”环境吸引资金配置煤炭等高股息资产



资料来源：山西证券研究所

煤炭股高股息可持续。股息率=分红比例/PE。分母端，当前长协定价体系在能源安全保供中所启到的“压舱石”和“稳定器”作用，行业盈利水平有望维持高位，短期较难看到因盈利大幅恶化导致 PE 升高的情况。分子端，随着行业进入成熟阶段后公司资本开支减少、大股东具备高分红诉求等因素，越来越多的上市公司给出高比例分红承诺。因此，未来煤炭行业股息

率有望保持较高水平。（关于煤炭股息行业比较、高股息成因和可持续性判断、股息估值测算与压力测试等详见 2023 年 11 月 13 日行业专题报告《煤炭股息率估值方法论》。）

表 7：中国煤炭定价政策变化趋势

时间	主管部门	定价政策趋势
1993 年以前	中国煤炭工业部、国家物价局	对煤炭价格实行政府定价
1993 年-2002 年	国家计划经济委员会	放开煤炭市场，实行价格“双规”，对电煤进行价格指导
2002 年-2006 年	国家计划经济委员会	电煤价格市场化，但仍干预和控制动力煤价格的异常波动
2006 年-2012 年	国家发展和改革委员会	放开动力煤价格，保留对煤炭出口配额和争议性问题的干预
2013 年-2016 年	国家发展和改革委员会	动力煤价格完成“并轨”，已完全市场化
2017 年至今	国家发展和改革委员会	长协合同重回历史舞台，价格双规运行。近年保供压力增大，长协量占比趋势提升。

资料来源：中国网，中国政府网，《动力煤期货与现货》，发改委，山西证券研究所

表 8：高分红煤炭上市公司的分红承诺

名称	分红政策
中国神华	2022-2024 年度，每年不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的 60%
陕西煤业	2022-2024 年，每年不少于当年实现的可供分配利润的 60%
兖矿能源	在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 60%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元
山煤国际	2021-2023 年，每年不少于当年实现的可分配利润的 10%，且最近三年累计分配的不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；2024 年-2026 年，每年不少于公司当年实现的可供分配利润的 60%
平煤股份	2023-2025 年，在满足以上现金分红条件下，公司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%。

资料来源：《中国神华关于 2022-2024 年度股东回报规划的公告》，《陕西煤业第三届董事会第三十二次会议决议公告》，《兖矿能源 2023 年第一次临时股东大会决议公告》，《兖矿能源调整分红政策及修改公司章程公告》，《山煤国际 2024-2026 年股东回报规划》，《平煤股份 2023 年至 2025 年股东分红回报规划》山西证券研究所

煤炭上市公司静态股息率大部分高于长端利率，修复空间大。取近期市值与 2023 年分红数据测算煤炭上市公司静态股息率，仅有 5 家上市公司静态股息率低于 3%，板块内其他公司均高于十年期国债收益率。从当前股息水平来看，煤炭上市公司仍有较高估值修复空间。

图 34：煤炭股静态股息率测算

公司代码	名称	分红比例						市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) 2023	静态股息率
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022	2023			
600256.SH	广汇能源	39%	-	-	52%	46%	88%	492	52	9.25%
000937.SZ	冀中能源	44%	45%	180%	129%	79%	43%	248	49	8.56%
601666.SH	平煤股份	-	60%	60%	60%	35%	61%	291	40	8.33%
600123.SH	兰花科创	32%	34%	30%	36%	35%	53%	136	21	8.19%
601699.SH	潞安环能	30%	30%	30%	30%	60%	60%	600	79	7.93%
000983.SZ	山西焦煤	52%	15%	21%	79%	64%	67%	609	68	7.46%
600188.SH	兖矿能源	34%	33%	77%	61%	69%	55%	1547	201	7.17%
600971.SH	恒源煤电	34%	37%	51%	43%	48%	50%	146	20	7.00%
600348.SH	华阳股份	34%	40%	40%	34%	30%	50%	378	52	6.85%
600985.SH	淮北矿业	31%	36%	42%	36%	37%	43%	471	62	5.71%
601088.SH	中国神华	40%	58%	92%	100%	73%	75%	8493	597	5.29%
600997.SH	开滦股份	30%	30%	41%	40%	50%	50%	112	11	4.87%
601225.SH	陕西煤业	29%	30%	52%	62%	60%	60%	2648	212	4.82%
601898.SH	中煤能源	30%	30%	30%	30%	30%	38%	1536	195	4.79%
600395.SH	盘江股份	70%	61%	77%	73%	40%	-	129	7	4.67%
601001.SH	晋控煤业	-	-	-	14%	35%	40%	304	33	4.35%
600546.SH	山煤国际	-	10%	16%	63%	64%	30%	303	43	4.25%
000933.SZ	神火股份	13%	14%	62%	31%	30%	30%	488	59	3.69%
601101.SH	昊华能源	30%	29%	75%	33%	36%	48%	140	10	3.60%
600575.SH	淮河能源	-	44%	-	-	-	56%	147	8	3.17%
002128.SZ	电投能源	-	62%	37%	27%	28%	33%	489	46	3.11%
000552.SZ	甘肃能化	40%	44%	50%	43%	20%	31%	175	17	3.06%
603113.SH	金能科技	13%	13%	41%	32%	41%	58%	48	1	1.67%
601918.SH	新集能源	10%	9%	11%	7%	14%	18%	261	21	1.49%
600740.SH	山西焦化	20%	32%	36%	30%	20%	10%	104	13	1.23%
000723.SZ	美锦能源	46%	-	-	33%	-	-	209	3	-
601015.SH	陕西黑猫	19%	566%	29%	-	73%	-	58	-5	-

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：上市公司市值取 2024 年 6 月 21 日数据。

多数煤炭公司为红利类指数成份股。其中 14 家属于中证红利指数成份股，10 家为红利指数成份股。同时，煤炭红利指数成份股也均为中证红利成份股。

表 9：中证红利和红利指数里面的煤炭股

中证红利 (000922.CSI)	红利指数 (000015.SH)
中国神华	中国神华
陕西煤业	陕西煤业
恒源煤电	恒源煤电
淮北矿业	淮北矿业
平煤股份	平煤股份
山西焦煤	山煤国际
山煤国际	潞安环能
潞安环能	兖矿能源
兖矿能源	开滦股份
开滦股份	盘江股份
电投能源	

中证红利 (000922.CSI)	红利指数 (000015.SH)
盘江股份	
华阳股份	
兰花科创	

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：取 2024 年 6 月 23 日数据。

红利逻辑建议关注：

- 第一，给予 60% 分红承诺的上市公司并同时被纳入红利指数，如【中国神华】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【山煤国际】、【平煤股份】；
- 第二，虽无高分红承诺，但被纳入红利指数的【恒源煤电】、【淮北矿业】、【盘江股份】、【潞安环能】、【开滦股份】、【山西焦煤】；
- 第三，具备高股息预期的【冀中能源】和【广汇能源】。

6.2 山西复产值得期待

山西上市公司当前具备较高赔率。山西省查三超，一季度部分上市公司量价齐跌，估值层面也受到影响，当前赔率较大。

产量目标明确，后续量价齐升仍可期。根据各省 2024 年产量计划，主产区除内蒙古和山西之外，全年产量目标均为增加。山西省未在 2024 年地方两会披露当年产量目标。而是在 2024 年 3 月底印发《2024 年山西省稳产稳供工作方案》，方案提出在确保安全生产前提下，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，对应 2023 年产量约下降 4.76%。若按煤炭市场网口径测算，山西省 2024 年前 5 月 5.07 亿吨年化，全年总产量约为 12.168 亿吨，大幅欠量。若按 13 亿吨目标倒推，2024 年剩余月份山西预计将生产 7.93 亿吨，相当于 2023 年 6-12 月份生产量的 98.45%。结合上市公司所公布工作目标中的产量规划，预计下半年山西各煤企有较强复产预期。但考虑到“月度计划不得超过公告生产能力的 1/12，月度产量不得超过月度计划的 110%”的要求，预计下半年完全达到 2023 年的生产水平存在一定难度。此外，下半年动力煤旺季时长显著多于上半年，炼焦煤金九银十需求端仍有提升预期，后续山西相关公司有望受益量价齐升。

建议关注：【山煤国际】、【山西焦煤】、【潞安环能】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【兰花科

创】。

表 10：23 和 24 年主产区产量及目标（亿吨）

亿吨	2023 年 产量	2023 年 生产规划	2024 年 生产规划	增速
山西	13.57	13.65	13 亿吨左右	-4.76%
陕西	7.61	7.5	7.8	2.45%
内蒙	12.11	12.5	未公布	
新疆	4.57	力争“疆煤外运” 8800 万吨	5.0	9.48%
贵州	1.31	1.45	1.65	25.74%

资料来源：各省两会政府工作报告，《2024 年山西省稳产稳供工作方案》，国家统计局，山西证券研究所

表 11：2024 年部分山西煤炭上市公司产量规划

上市公司	2024 年产量计划
山煤国际	煤炭产量不低于 3300 万吨。
华阳股份	煤炭产量计划 3290 万吨，煤炭销量计划 3200 万吨。
晋控煤业	煤炭产量 3450 万吨，商品煤销量 2940 万吨。
潞安环能	煤炭产量保持 5000 万吨级规模。
山西焦煤	原煤产量 4480 万吨，精煤产量 1888 万吨。
兰花科创	实现煤炭产量 1345 万吨。

资料来源：《山煤国际 2023 年年度报告》，《华阳股份 2023 年年度报告》，《晋控煤业 2023 年年度报告》，《潞安环能 2023 年年度报告》，《山西焦煤 2023 年年度报告》，《兰花科创 2023 年年度报告》，山西证券研究所

图 35：山西省国有重点矿井与地方其他矿井 24 年前 5 月同比环比增速

当月同比	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	走势图
山西省	8.31%	-20.87%	-15.14%	-11.04%	-5.21%	
国有重点	-13.22%	-22.16%	-18.06%	-13.35%	-4.93%	
晋能控股	-17.40%	-21.52%	-23.86%	-15.04%	-2.35%	
华阳集团	-21.91%	-36.12%	-41.97%	-26.13%	-37.59%	
山西焦煤	-17.62%	-27.66%	-9.76%	-12.95%	-4.71%	
潞安环能	-3.46%	-19.68%	-9.32%	-10.28%	-2.14%	
平朔煤业	8.54%	-4.96%	-7.66%	-2.41%	3.63%	
地方合计	37.56%	-19.53%	-12.41%	-8.89%	-5.48%	
地方国有	37.21%	-19.85%	-10.82%	-8.29%	-4.65%	
地方乡镇	37.75%	-19.36%	-13.24%	-9.20%	-5.92%	
当月环比						
山西省	-7.26%	-20.99%	19.51%	1.92%	6.47%	
国有重点	-13.09%	-13.83%	10.88%	2.30%	10.50%	
晋能控股	-21.25%	-11.49%	3.15%	3.03%	16.28%	
华阳集团	-17.52%	-15.63%	4.08%	19.25%	-18.62%	
山西焦煤	-19.57%	-12.67%	23.49%	3.26%	11.39%	
潞安环能	20.59%	-26.50%	19.08%	0.14%	2.02%	
平朔煤业	6.67%	-7.73%	7.29%	-6.89%	14.94%	
地方合计	-1.61%	-27.14%	28.27%	1.58%	2.91%	
地方国有	-2.00%	-28.90%	32.30%	1.50%	3.20%	
地方乡镇	-1.40%	-26.20%	26.20%	1.62%	2.75%	

资料来源：中国煤炭市场网，山西证券研究所

6.3 煤电一体化行稳致远

煤电一体经营优势凸显。煤电一体化通过整合上下游产业链，实现煤矿与电厂之间的紧密合作，进而达到资源的优化配置和高效利用的效果。与单独的煤企和火电公司相比，煤电一体化模式在保障能源供应稳定、提升盈利能力等方面均有较为显著的优势。

煤炭和火电均有提升估值预期。煤炭方面，盈利和分红助推估值提升。由于近年行业景气维持高位，企业盈利能力和分红能力都有显著提升。未来在能源保供大环境中和中长期合同的加持下，动力煤企业盈利有望更加稳定，叠加高股息特征，后续估值有望提升。火电方面，电改背景下火电企业或迎重估。随着新能源装机占比不断提升，火电在灵活性等方面的重要性也越发凸显。随着容量电价和辅助服务费用等政策不断落地，火电企业稳定盈利抬升估值行情仍有较大演绎空间。

煤电一体化有效整合上下游资源，行稳致远。建议关注：**【中国神华】**、**【新集能源】**、**【甘肃能化】**、**【淮河能源】**、**【陕西能源】**。

7. 风险提示

- 考虑到其他产区 24 年产量规划目标同比均有提升，若其他主产区供给释放加速或将对价格产生影响；
- 进口煤价格同比下降，若海外利差继续走扩，不排除进口煤量增加冲击国内价格；
- 南方多雨有助水电增长，若水电大幅发力或将一定程度上挤压火电；
- 地产趋势仍有待改善，相关需求复苏不及预期将会影响非电煤需求；
- 新能源消纳问题解决，火电能源占比存在调整预期；
- 随着煤矿开采深度提升，生产成本增加，或对煤企盈利产生影响；
- 部分上市公司并未给出较高分红承诺，分红意愿调整将影响持续分红预期；
- “低名义利率+高实际利率”环境显著变化后，其他高息品种将会增多，交易风格或将改变。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

