

清风徐徐，渐入佳境

煤炭开采行业2023年中期策略报告

翟绪丽 化工行业首席分析师
SAC执证编号：S0110522010001
Email: zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

张飞 行业研究助理
Email: zhangfei@sczq.com.cn
电话：010-81152655

□ 2023Q1—Q2行情回顾：申万煤炭指数跑输沪深300指数，板块当前估值处于低位水平

2023年受供需宽松影响，煤价持续高位回落，申万煤炭指数2023年1月1日至6月30日**下跌5.06%**，同期沪深300指数下跌0.75%，**超额收益达到-4.31%**。截至2023年6月30日，根据PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块**平均市盈率PE为6.33倍**，估值处在近五年低位水平；**市净率PB为1.17倍**，处在中间偏低水平。综合来看，目前煤炭板块估值性价比较高。

□ 旺季到来需求有望超预期，煤价当前底部反弹后仍有空间

1-5月份国内产量与进口数量同比增长，受欧洲、印度等海外地区煤炭需求不及预期影响，海外煤价大幅回落，国内进口大幅增长，煤炭整体供给出现宽松格局。1-5月煤炭需求整体较为稳健，受低基数影响，1-5月火电发电量保持较高增速，相较于2019年增速较为平缓。此外水泥、基建等市场煤需求较为低迷。我们预计随着下半年旺季到来，**气候异常用电负荷有望继续创历史，基建、地产的逐步发力**，煤炭需求有望超预期，当前煤炭价格基本跌至低位水平，**动力煤库存已开始高位向下，炼焦煤库存当前处在历史低位水平**，煤价反弹仍有较大空间。

□ 投资策略：长坡厚雪，价值投资典范

动力煤：低估值高分红值得长期持有：目前看动力煤龙头企业储量多，可采年限较长，暂无资源枯竭的危机，在中长期产能衰减的背景下，龙头标的值得长期持有。目前动力煤企普遍财务报表优秀，没有大额资本开支，保持连续稳定的高分红，当前整体估值水平较低，股息率高，值得长期持有，未来随着行业产能集中度逐步提高，煤炭价格中枢上移，有望得到价值重估，建议关注**中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际等**。

炼焦煤：炼焦煤作为煤炭各大品类中较为稀缺的品种，是钢铁行业不可或缺的重要资源，国内优质焦煤资源有望持续受益未来资源紧缺，中长期价值中枢有望稳步提升，炼焦煤作为价格市场化程度最高的煤炭品种，周期性强，目前板块标的整体估值水平低、分红高，作为顺周期板块，有望受益稳经济以及地产的持续修复，炼焦煤价格有望大幅反弹，目前处在估值底部，建议关注**山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、平煤股份等**。

风险提示：产量大幅增加，清洁能源发电超预期，高价格弹性的市场用煤需求不及预期，地产、基建政策不及预期、煤炭价格大幅下降。

目录

1、行情回顾

2、中长期紧平衡，当前煤价下行有支撑，未来反弹可期

2.1、供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

2.2、需求：短期波动不改长期需求缺口

2.3、库存：动力煤库存高位向下，炼焦煤处在历史低位

2.4、价格：供需宽松，煤炭价格高位回落

2.5、未来判断：底部价格有支撑，看好长期煤价

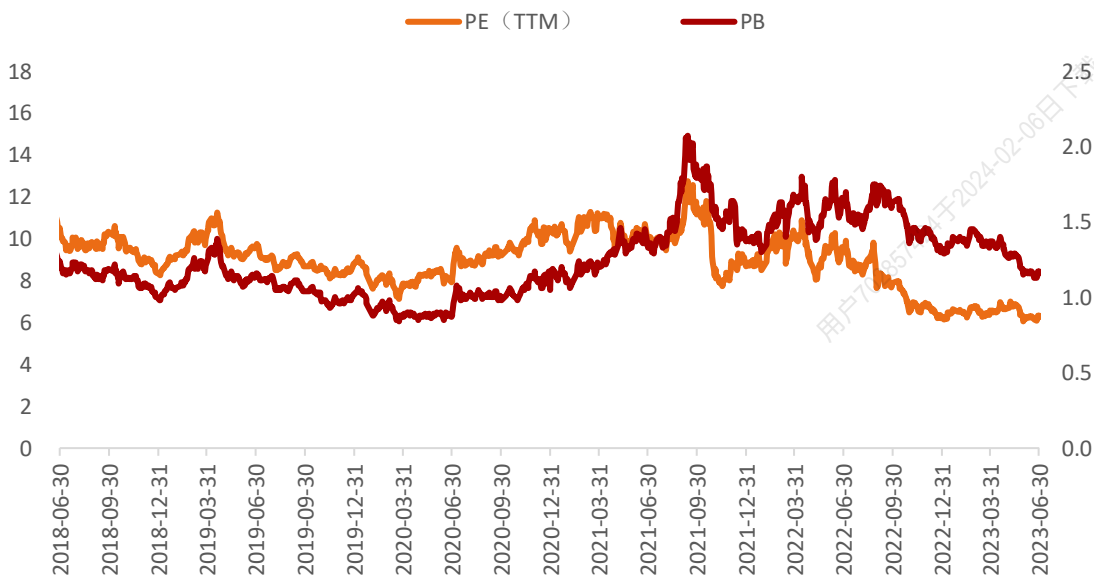
3、核心标的推荐

01 行情回顾

1 行情回顾

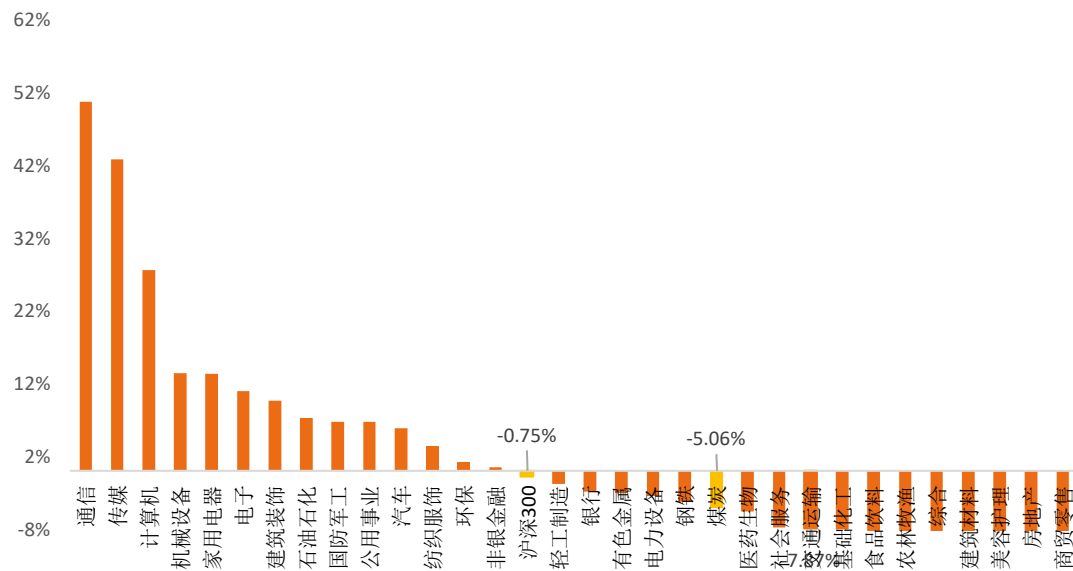
截至2023年6月30日，根据PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块平均市盈率PE为6.33倍，估值处在近五年低位水平；市净率PB为**1.17倍**，处在中间偏低水平。综合来看，**目前煤炭板块估值水平较低**，随着煤炭未来产能严控，存量资源未来将持续受益煤炭中枢价格不断上涨，业绩将陆续兑现，在行业普遍高分红的背景下，煤炭股目前投资防守属性强，具有长期投资价值。**当前市场主要博弈煤价走向，我们认为当前煤炭投资价值进攻防守属性兼备。**

图1 目前煤炭估值水平-最近五年煤炭申万一级行业PE和PB（次轴）



资料来源：Wind，首创证券

图2 煤炭行业跑输大盘4.31%

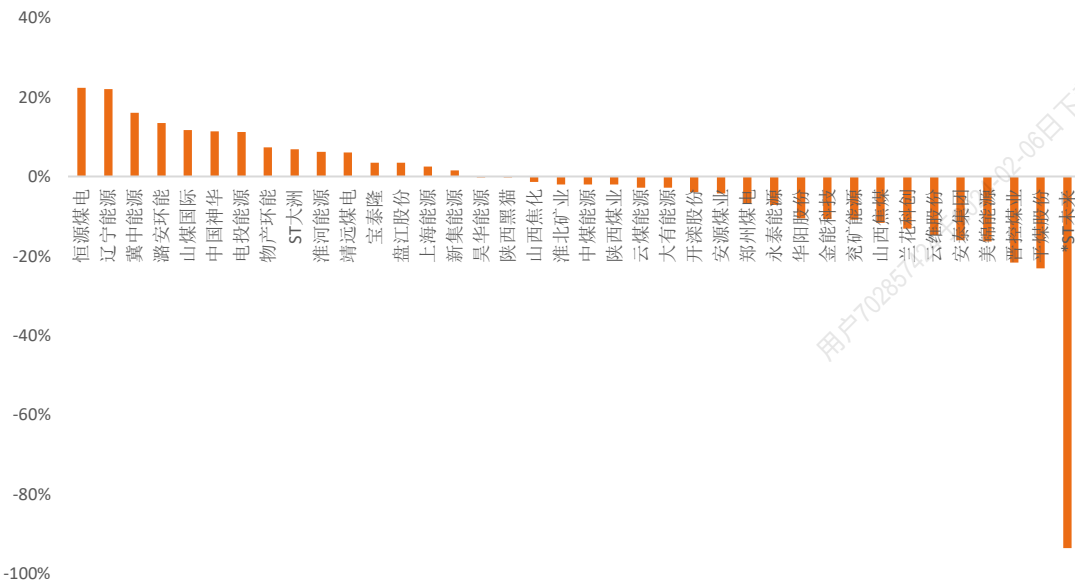


资料来源：Wind，首创证券

1 行情回顾

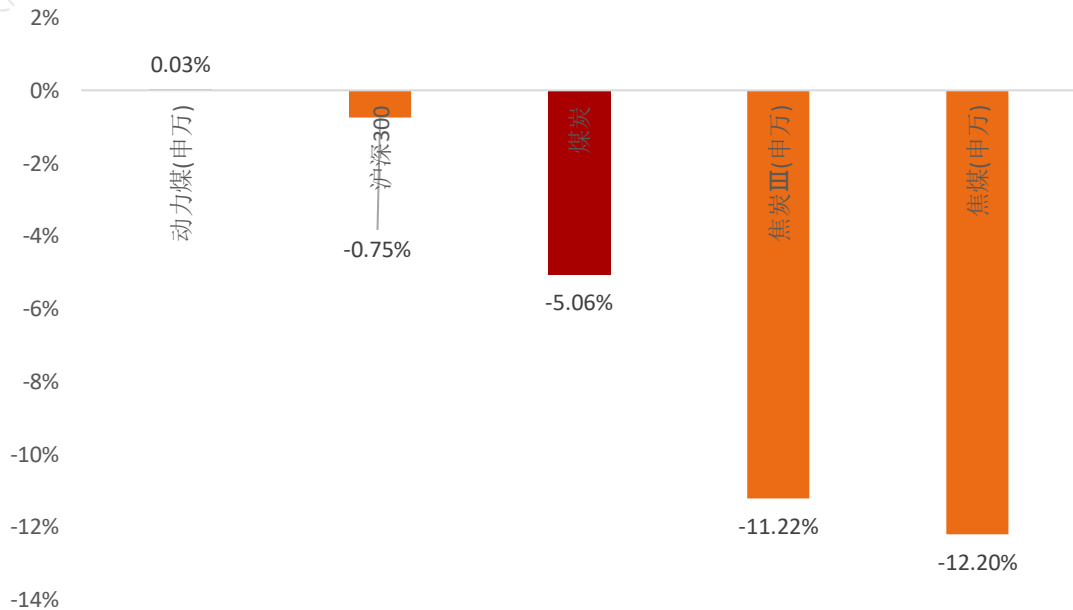
(2023年1月1日-6月30日) 申万煤炭指数**下跌5.06%**，同期沪深300指数下跌0.75%，**超额收益达到-4.31%**。在申万煤炭二级子行业中焦煤板块下滑最多，为-11.80%。细分来看，个股实现上涨的标的主要原因为煤电一体化（多元化）、财务明显改善，在煤价下跌过程中业绩稳定性强。典型标的诸如辽宁能源、冀中能源、电投能源、恒源煤电。下跌较多的主要为焦煤、无烟煤或者业绩同比有大幅下跌预期的标的，如：平煤股份、华阳股份、美锦能源、晋控煤业。

图3 煤炭板块个股涨跌不一 %



资料来源: Wind, 首创证券

图4 动力煤板块跑赢沪深300 %



资料来源: Wind, 首创证券

02 供需中长期紧平衡， 当前煤价下行有支撑

2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

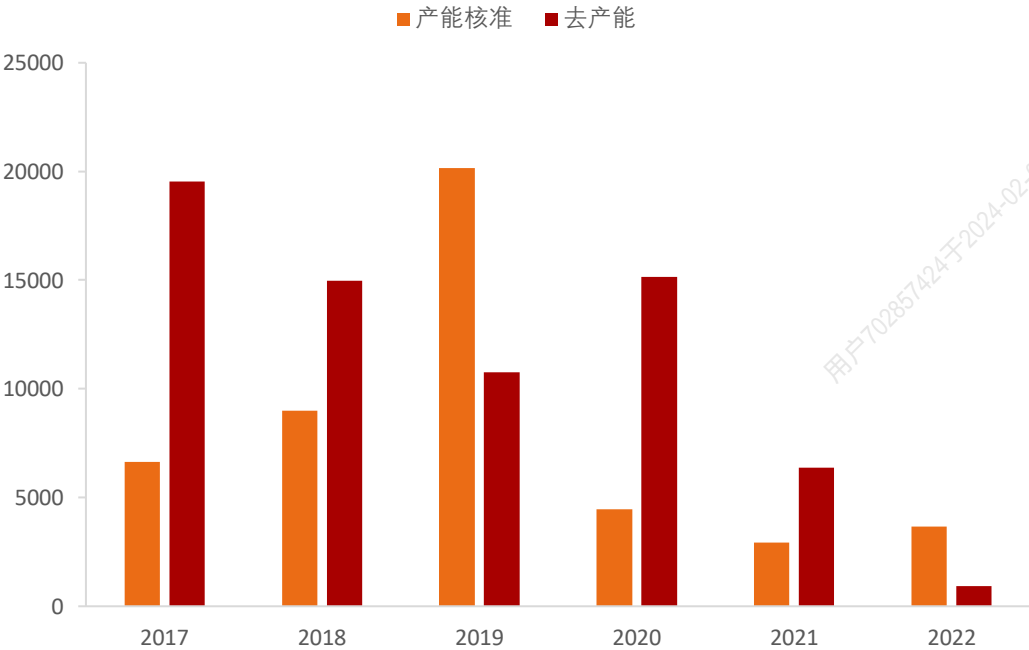
□ 供给侧：短期煤炭产能缺口主要依托核增，长期产能核准释放依旧缓慢。

煤炭作为重资产行业，投资期限长，从最初的勘探开发至最终落地形成产能，流程多、耗时久、投资额大，叠加政策对于煤炭行业监管趋严。

十三五期间，全国累计退出煤矿5500处左右、退出落后煤炭产能10亿吨以上。过剩产能在短期内快速出清，而新增优质产能释放相对较为缓慢。

2018年至2022年11月，发改委、国家能源局累计核准批复的百万吨以上煤矿产能数量分别为16、42、23、6、9个，产能规模分别达到6600、21150、4460、1920、3670万吨。十三五期间释放产能相对较多，**但优质产能较少**，预计未来5年内能新增产能释放的规模整体十分有限。

图5 煤炭行业新增审批产能（核准）与淘汰产能对比 万吨



资料来源：发改委、能源局网站，首创证券 注：2022年的数据截至11月

表1 2016-2021年全国各省市煤炭去产能和产能核准数量对比

时间	去产能数量/万吨	山西	陕西	内蒙	新疆	其它区域
2022	920	210			241	469
2021	6376	0	0	328	0	6048
2020	15149	2074	1693	60	60	11262
2019	10772	2745	278	400	144	7205
2018	14983	2330	581	1110	462	10500
2017	19525	2265	96	810	1163	15191
2016	31320	2325	2934	330	274	25457
合计	98125	11739	5582	2710	2103	69615

时间	核准数量/万吨	山西	陕西	内蒙	新疆	其它
2022	3670	550	1400	1480		240
2021	2940	4100	1330	10400	820	-13710
2020	4460		900		3320	240
2019	20160	4750	3400	8880	1840	1290
2018	9000	650	1500	1600	4620	630
2017	6630	400	2290	2900	1040	0
2016	400		400			0
合计	43590	10450	11220	25260	11640	-11550

资料来源：发改委、能源局网站，首创证券

2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧：增产保供确保能源供应安全稳定

煤炭作为重资产行业，国家能源局加强调度协调，优化调整煤矿产能置换政策，强调要加快实施“十四五”煤炭规划，全力以赴保障煤炭安全稳定供应。2021年以来，国家持续推荐增产保供以保障能源供应安全。2022年3月份，国家发改委印发《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，**年内再释放产能3亿吨/年以上，日产量达到1260万吨以上**。随后，陕西、新疆、内蒙古、山西等产煤大省相继出台煤炭保供实施方案，制定煤炭增产目标。

表2 2022年以来各地煤炭临时增产保供工作情况梳理

时间	地区	内容
3.18	全国	国家发改委印发《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供， 年内再释放产能3亿吨/年以上，日产量达到1260万吨以上 。其中，年内要再释放产能3亿吨/年，包括全国新投产（含进入联合试运转）产能达1.5亿吨/年，以及通过核增产能、停产煤矿复产和露天矿增产等方式新增产能1.5亿吨/年。
4.6	山东	山东省人民政府办公厅发布《关于印发“十大创新”“十强产业”“十大扩需求”2022年行动计划的通知》提出，稳定煤炭供应，积极释放先进产能， 核增滨湖煤矿产能40万吨/年 ；在确保安全生产的前提下，全力增产保供，煤炭产量稳定在9500万吨左右；推进万福煤矿及选煤厂项目建设，建设规模180万吨/年；加大晋陕蒙等省外煤炭资源开发，引导省内重点用煤企业与省外开发煤矿签订中长期合同，煤炭调入能力保持在2.7亿吨左右；完成年度投资11亿元。
4.18	陕西	《陕西省促进工业经济平稳增长行动方案》提出，将加快煤炭优质产能的释放， 力争全年核增产能800万吨以上 、建成巴拉素等5个煤矿、煤炭产量7.2亿吨。
4.29	全国	全国煤炭交易中心公告，供方企业的进口煤补签资源应在满足80%自有资源量签订年度中长期合同的基础上，另外挖潜增产组织资源签订，不得将现有应签甚至已签、已衔接的国内年度中长期合同资源转为进口煤应急保障资源。国家发改委会同国务院国资委、国家能源局就煤炭中长期合同签订履约召开会议，要求煤炭生产企业严格按照不低于年度煤炭产量80%签订中长期合同，严格落实煤炭中长期交易价格政策要求，压实地方责任，推动应急保障合同补签到位。
4.29	云南	《云南省2022年能源保供实施方案》提出要切实提升煤炭产能， 力争全年煤炭新增产能1000万吨以上 。
5.24	新疆	《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》提出，“十四五”时期将全面推进新增年产能1.6亿吨煤矿项目建设，总量目标为煤炭产能4.6亿吨/年以上，煤炭产量4亿吨以上。

资料来源：公开资料整理，首创证券

时间	地区	内容
5.25	鄂尔多斯	对证照齐全合法有效并具备正常生产条件的煤矿要在确保安全的前提下组织满负荷生产，依法推进矿井达产达效；帮助企业复工复产，全力提高煤矿复工率，全市计划近期复工煤矿15座，产能2440万吨/年；推动核增批复煤矿加快手续办理， 争取再核增一批具备生产条件又有核增需求的煤矿，涉及具备核增潜力煤矿38座，拟核增产能共计4652万吨/年 。
6.20	山西	山西省人民政府发布《山西省煤炭增产保供和产能新增工作方案》，强调多措并举增加煤炭产能产量。 2022年比2021年增加煤炭产量1.07亿吨，全年达到13亿吨 ；力争2023年比2022年再增加煤炭产量5000万吨，全年达到13.5亿吨。重点推进国家核准煤矿加快开工建设，2022年、2023年分别实现4座和2座开工建设。
7.29	陕西	陕西省发展改革委积极与国家相关部门沟通，争取产能核增并快速办理煤炭产能核增手续，进一步释放优质产能。 全省29处已办结产能核增手续的保供煤矿共增加产能4890万吨 ，陕西煤炭供应保障能力进一步增加。
8.29	新疆	大力提升能源供应保障能力，加快释放准东、哈密等地大型煤矿先进优质产能，加快推进“十四五”规划煤矿项目前期手续办理， 新增煤炭产能7000万吨/年 。
11.4	内蒙古	相关煤矿在接到能源局通知后，可以抓紧调整生产计划，并加强安全检查，在确保安全的前提下，于2022年11月20日至2023年3月31日，允许按照拟核增产能、拟调整建设规模组织生产，按照边生产边办手续要求释放产能。本次共涉及产能核增煤矿42座， 拟新增的产能5150万吨 ；涉及调整建设规模煤矿10座， 拟新增的产能为1910万吨 。
11.14	全国	国家能源局煤炭司副司长刘涛在国家能源局四季度新闻发布会上表示，今年1-9月，全国规模以上企业煤炭产量33.2亿吨，同比增长11.2%；从重点产煤地区看，晋陕蒙新煤炭产量占全国的80.9%，对产量增长的贡献率达90.5%；累计核准（含调整建设规模）煤矿项目14处、 新增产能6200万吨/年以上 ，推动进入联合试运转试生产煤矿产能约9000万吨/年，进一步夯实了煤炭增产保供的产能基础。

2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧： 2022年全年有效产能预计为46亿吨， **固定资产投资**仍旧大幅低于行业峰值水平

根据2018年煤炭工业协会统计数据，截至2018年12月31日，全国有效产能达35.3亿吨/年，推动进入联合试运转试生产产能3.73亿吨/年，建设产能6.82亿吨/年。此后基于当年各地公告的新增审批产能及落后淘汰产能数据，梳理推算全国有效产能。在2021年估算数据的基础上，根据2022年保供释放的情况，我们测算**2022年全年煤炭有效产能约为43.87亿吨/年**。

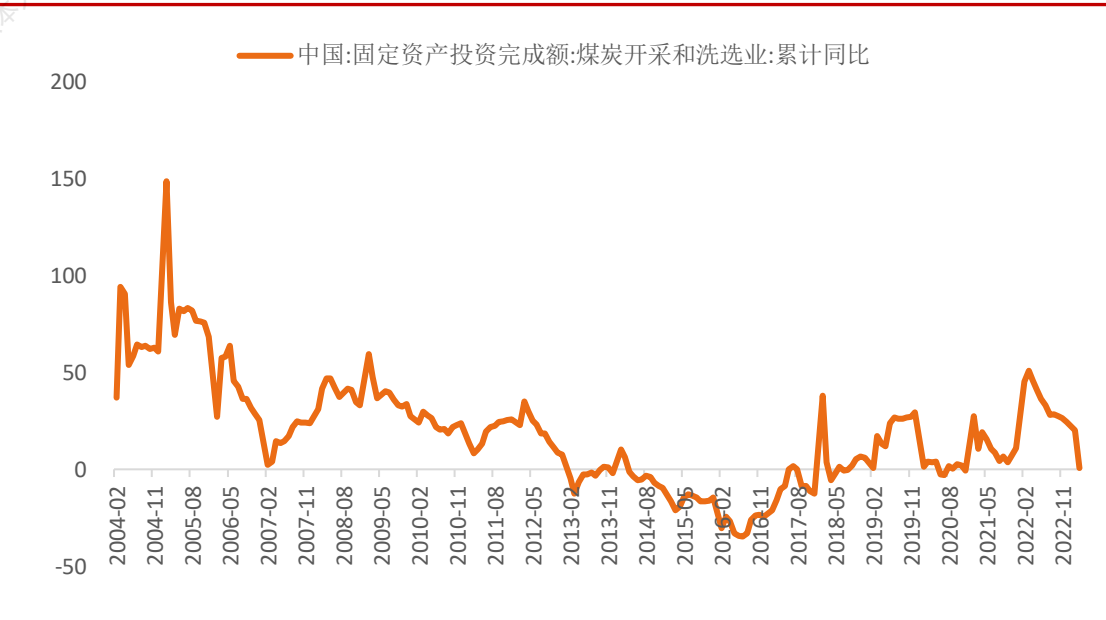
最近三年的煤炭行业固定资产投资规模仍处于比较低的水平，自2021年9月以来，煤炭价格高涨，煤企财务经营状况明显改善，但煤炭长期产能投资支出受多种因素影响，导致投资动力仍显不足， **固定资产投资持续低迷而长期产能增长缓慢**。2022年全年固定资产投资规模仍保持目前较低水平。长期投资不足导致新增长期产能释放不足，对于波动的下游需求而言供给侧中长期约束明显。

表3 全国煤炭产能测算 亿吨

	有效产能	保供临时产能	联合生产	建设产能	新增审批	落后产能淘汰	实际原煤产量
2017	33.36*				0.66	1.95	35.20
2018	35.30*		3.73*	6.82*	0.9	1.5	36.80
2019	37.20		2.11	6.36	2.02	1.08	38.50
2020	37.38		1.69	7.10	0.45	1.51	39.00
2021	40.26	1.8	1.76	6.13	0.29	0.6	41.30
2022	43.87	2.2	1.58	4.91	0.4	0.1	44.96

资料来源：Wind，首创证券 注：标*数据为煤炭工业协会披露数据，实际原煤产量为国家统计局年度国民经济和社会发展统计公报数据，其余为根据特定假设推算数据

图6 煤炭固定资产投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，首创证券

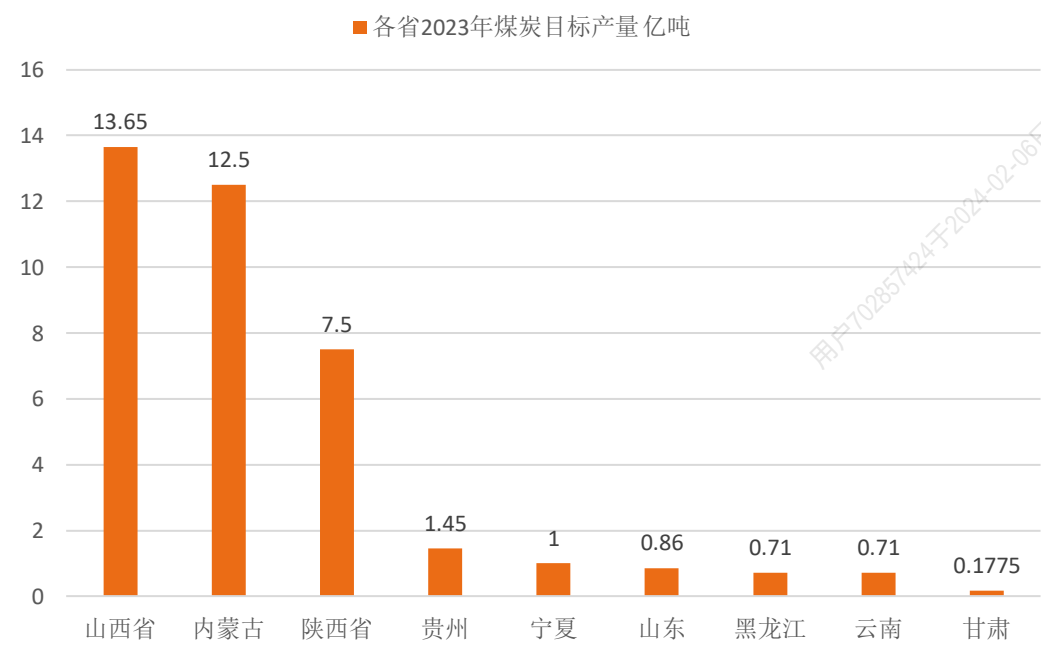
2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧：2023年全国产量计划增幅在1-1.5亿吨，晋陕蒙新为主力区域。

2023年多个地区政府工作报告中明确提出了2023年的煤炭计划产量。其中，2023年山西13.65亿吨（相较于2022年原煤产量增加0.58亿吨），内蒙古12.5亿吨（同比增加0.76亿吨），陕西7.5亿吨（同比增加0.04亿吨），则三省合计增加约1.38亿吨。新疆提出外运煤炭8800万吨（22年8000万吨），根据主要产区增量来看，我们预计2023年全国新增煤炭产量为1-1.5亿吨。

未来供给主要增量空间仍旧是晋陕蒙新，短期看，在当前价格水平下，新疆煤炭外运成本依旧较高，对于动力煤整体供给而言增量有限，产能缺乏弹性仍将对煤炭价格形成有力支撑。

图7 全国主要产煤区2023年煤炭目标产量 亿吨



资料来源：各大政府网站，首创证券

图8 主要省份增产计划政策内容

山西	2023年，在确保安全生产前提下，加快煤炭先进产能释放，力争煤炭产量达到13.65亿吨。
内蒙	实施自治区《煤炭产能稳定接续和有序开发方案》，在产煤矿总产能稳定在13亿吨以上，煤炭产量达到12.5亿吨左右，保障全国2/3以上省份的用煤需求。
陕西	2023年将强化能源工业支撑力。争取海则滩等4处煤矿开工建设，确保煤炭产量达到7.5亿吨。
新疆	加快新疆大型煤炭基地建设，进一步释放煤炭优质产能，年内新增煤炭产能7000万吨/年，原煤产量4.13亿吨、增长25%，

资料来源：各大政府网站，首创证券

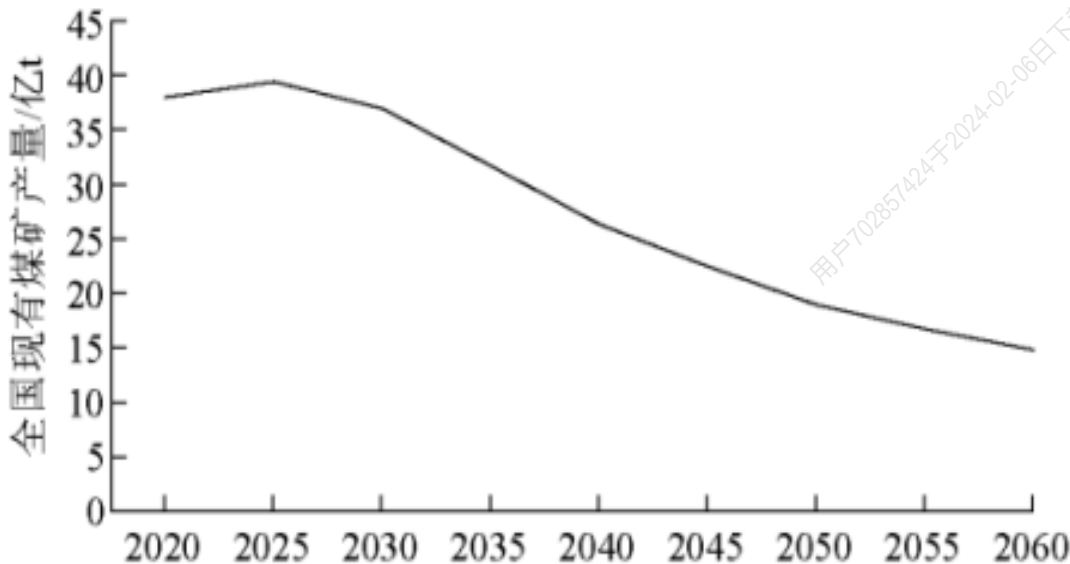
2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧：中长期煤炭产能快速缩减，碳达峰前仍存在8-10亿吨产能缺口。

据自然资源部统计，截至2021年底我国煤炭证实储量与可信储量2079亿吨，其中晋陕蒙新占比达到72%。根据国家能源集团技术经济研究院相关数据测算显示，2022年2月底的生产和在建煤矿，预计在2030年前可维持在37亿吨以上；2030年后，随着**资源枯竭煤矿范围扩大，现有煤矿产量进入持续快速下降通道**，2035年、2050年或将分别降至32亿、19亿吨；2060年降至14.9亿吨，较2020年下降62%。

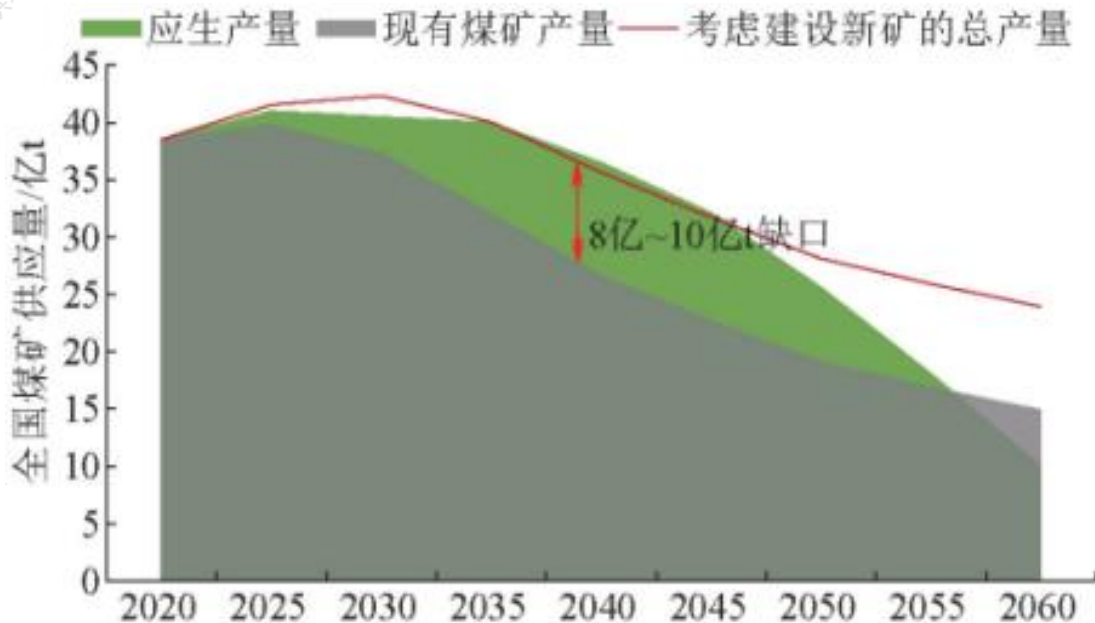
根据国家能源集团朱吉茂在《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》研究结论中可知，现有煤矿产量难以满足碳达峰前后我国煤炭需求，**存在8亿~10亿吨/年的煤炭缺口**，“十四五”至“十六五”时期还需新建9亿吨/年的煤炭产能，以保障未来一个时期的煤炭供应安全。

图9 全国现有煤矿生产趋势预测 亿吨



资料来源：《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，朱吉茂等，首创证券

图10 全国煤炭供应趋势与余缺比较 亿吨



资料来源：《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，朱吉茂等；首创证券

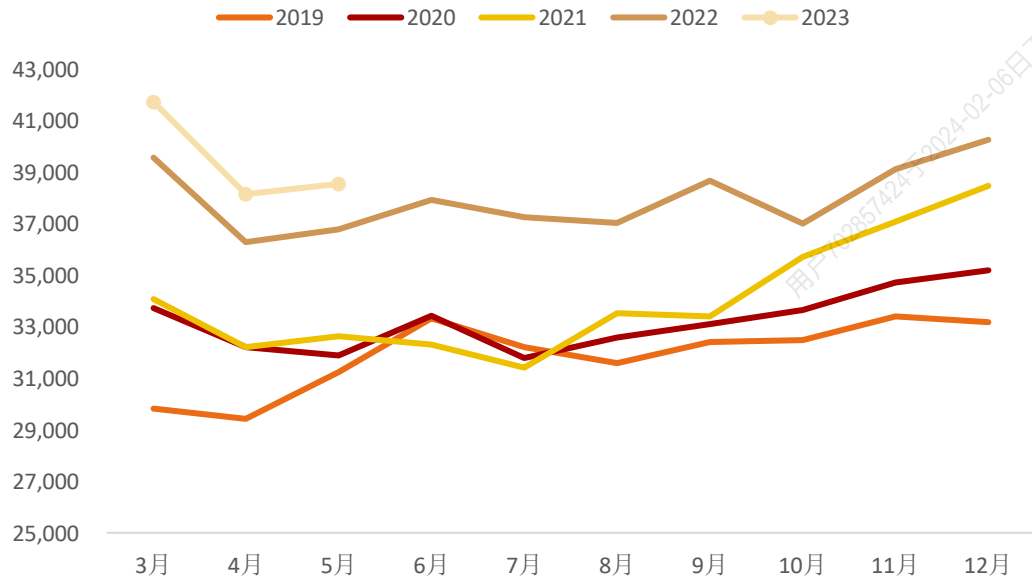
2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧：保供及进口边际向好背景之下，2023年1-4月供给呈现宽松状态。

根据国家统计局数据显示，原煤生产稳定增长，进口大幅增加。5月份，生产原煤3.9亿吨，同比增长4.2%，增速比4月份放缓0.3个百分点，**日均产量1243万吨**（4月份为1272万吨）；进口煤炭3958.4万吨，同比增长92.6%，增速比4月份加快19.9个百分点。1-5月份，全国累计生产原煤19.1亿吨，同比增长4.8%。进口煤炭1.8亿吨，同比增长89.6%。

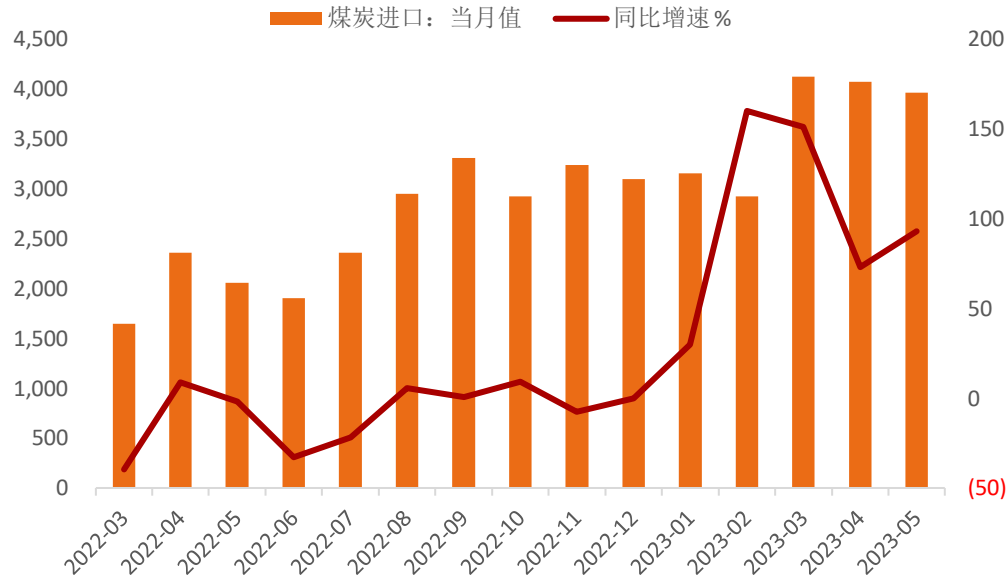
煤炭保供仍是主基调，近两年煤矿产能“应核尽核，应增尽增”，2023年煤矿产能核增空间或将有限。当前产量虽然增长较快，保供任务之下连续高强度生产对于生产企业安全、环保形成较大压力，2023年陆续有山西、内蒙、陕西等地区煤矿发生生产安全事故，其中2月22日，内蒙古新井煤业露天煤矿坍塌事故，导致53人失踪或死亡。

图11 原煤产量1-5月产量逐月减少 万吨



资料来源：Wind，首创证券

图12 煤炭进口在2023年1-5月同比高增 万吨、%



资料来源：Wind，首创证券

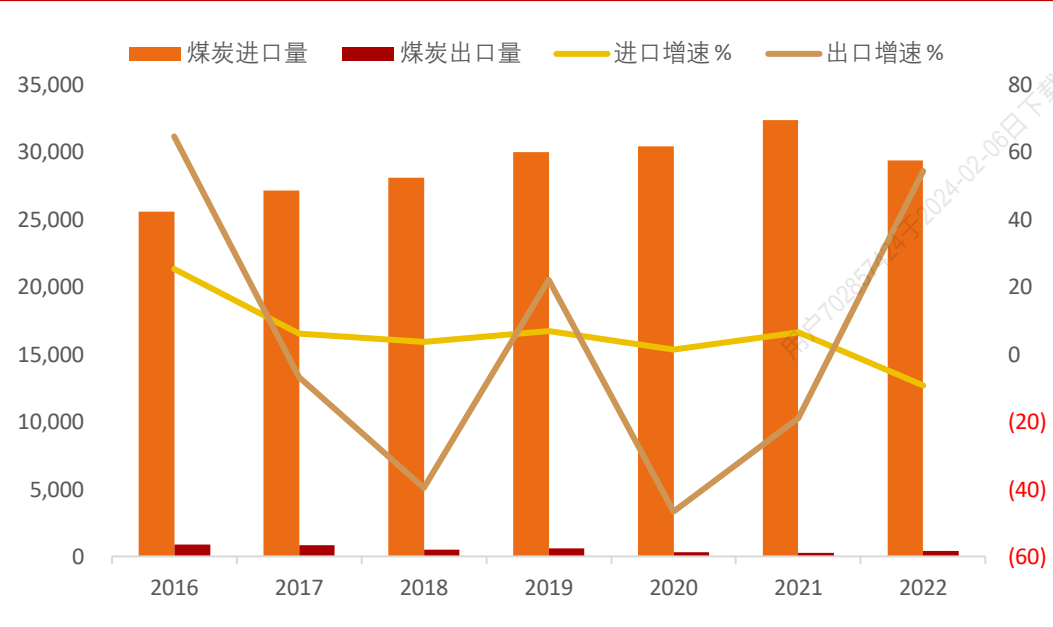
2.1 供给：中长期产能弹性依旧缺乏弹性

□ 供给侧：进口增量不可持续，预计全年在3.5亿吨左右。

根据国家统计局数据显示，自2016-2022年煤炭年度进口总量保持在2.5-3.24亿吨之间，主要是考虑进口煤作为国内煤炭消费的补充，实行了总量控制，目前看2023年大幅增加进口的可能性不大。此外当前进口高增主要是因为海外需求较差，动力煤价格大幅回落，导致国际贸易流向中国，海外煤价预计在冬季旺季反弹，进口数量有望回落。

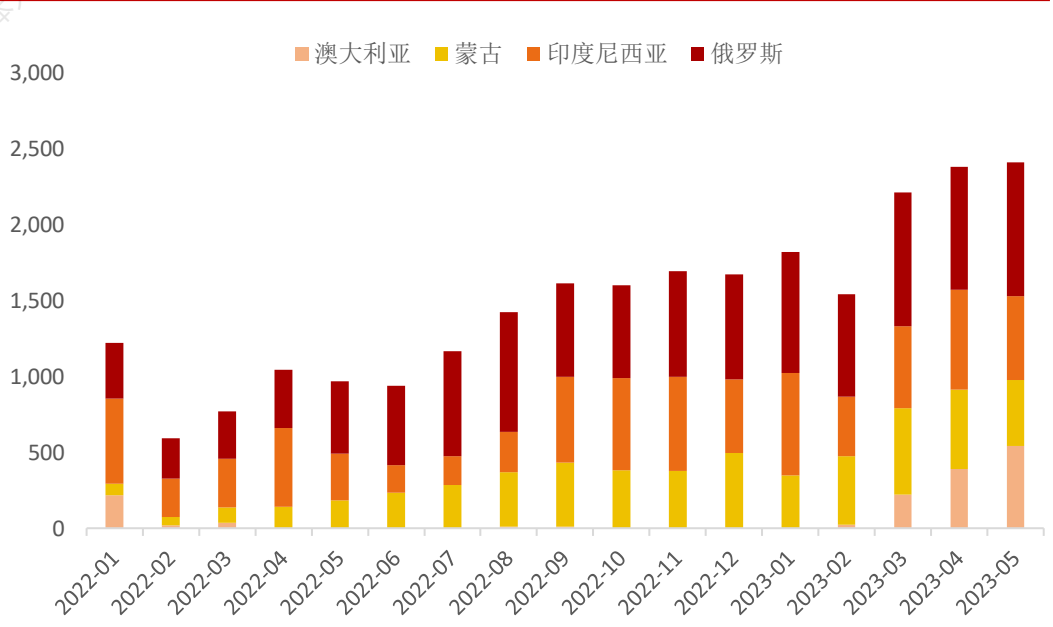
从结构上看进口主要国家新增澳洲，海外进口受价格影响较大，2023年欧洲需求减弱，国际煤价大幅回撤，导致亚洲煤炭贸易供需宽松，下半年有望扭转。我们预计2023年全年进口在3.5-4亿吨，1-5月高增速预计不可持续，未来同比增速可能较大幅度回落。

图13 2022年受海外高价影响煤炭进口总量下滑 万吨



资料来源：Wind，首创证券

图14 2023年1-5月澳洲进口煤炭陆续放量 万吨



资料来源：Wind，首创证券

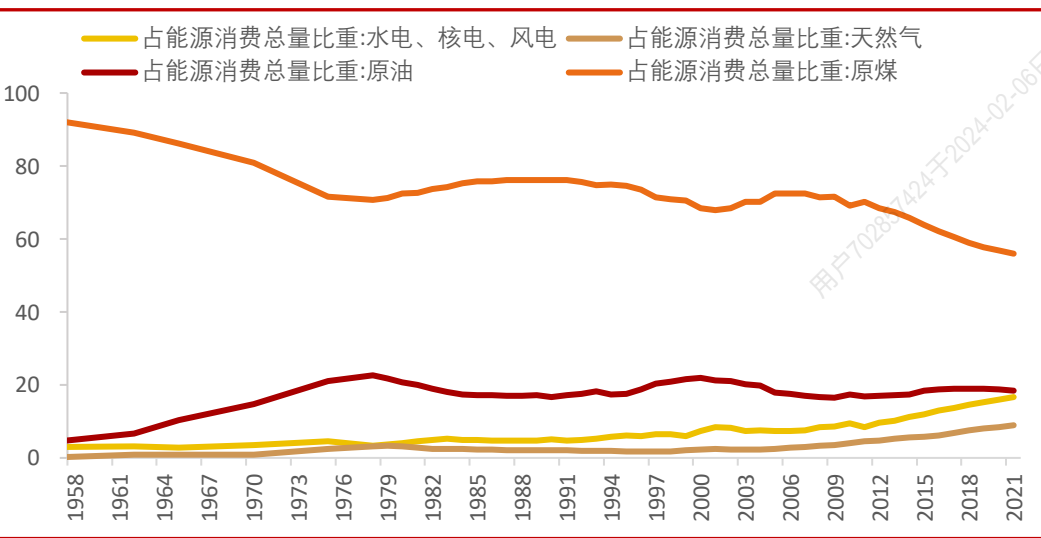
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 需求侧：煤炭消费比重虽然逐年下滑，但是消费总量仍保持增长

从能源消费总量比重来看，2021年我国煤炭消费依然占据56%的比重，预计2022年受天然气原油价格高涨，煤炭消费占比继续保持此比例，故煤炭当前仍是国家能源最为重要的“压舱石”。在双碳发展战略下，**煤炭未来三到五年内仍是主要能源消费品这一基本现实将不会改变，短期消费量增速依然保持稳定增长。**

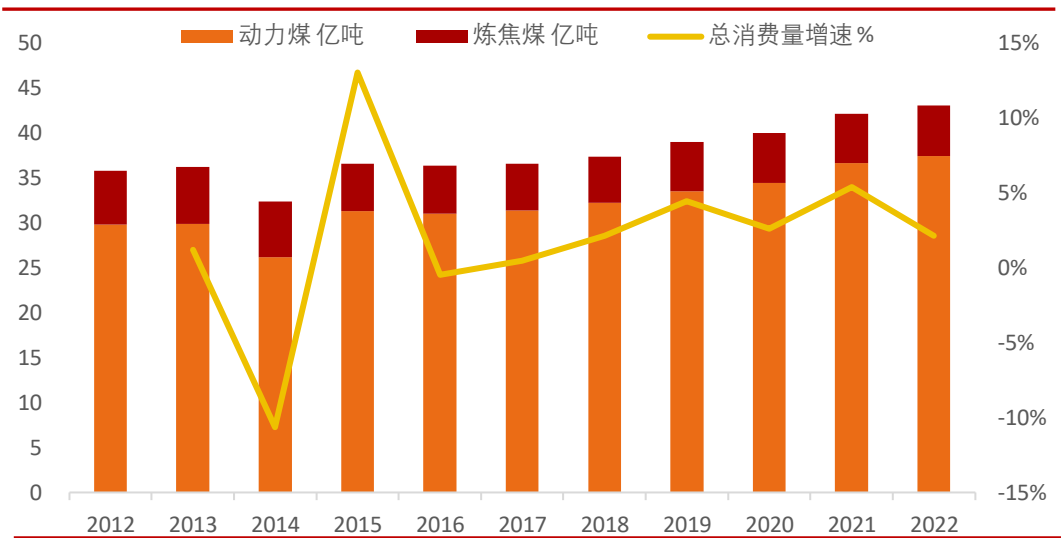
煤炭消费总量自2017年以来连续保持正增长，2022年全国煤炭主要品种动力煤和炼焦煤消费总量达到42.97亿吨，创造历史最高水平。2023年在GDP增速目标为5%的前提下，我们**认为2023年煤炭需求继续保持稳定增长，预计增速在3%-5%**。动力煤作为主要煤炭消费品种，仍将保持较高的需求增长韧性；炼焦煤为重要的黑色冶金原料，**未来仍将保持稳定的需求，预计中长期继续保持5亿吨以上。**

图15 煤炭仍旧为最主要的能源消费品 %



资料来源：wind，首创证券

图16 主要煤炭品种消费量保持稳定增长 (亿吨，%)



资料来源：wind，首创证券

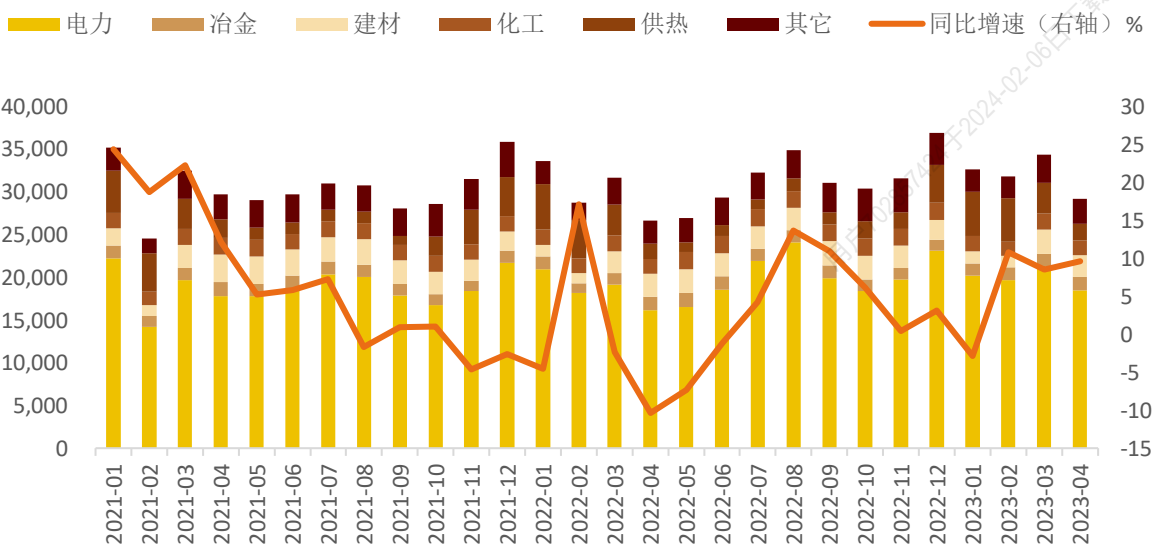
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：总消费近两年保持高水平，23年增速同比增长。

动力煤消费2020年10月份以来保持高增速，尤其是2021年、2022年动力煤消费相较于2019、2020年有较为明显的增长，虽3-6月低于2021年同期水平，但是整体看2022年仍保持消费增长，其中**7-9月大幅超过最近三年同期水平**。2022年第四季度传统动力煤旺季，电煤、供暖用煤实现较大幅度增长。2023年动力煤消费增速相对平稳。

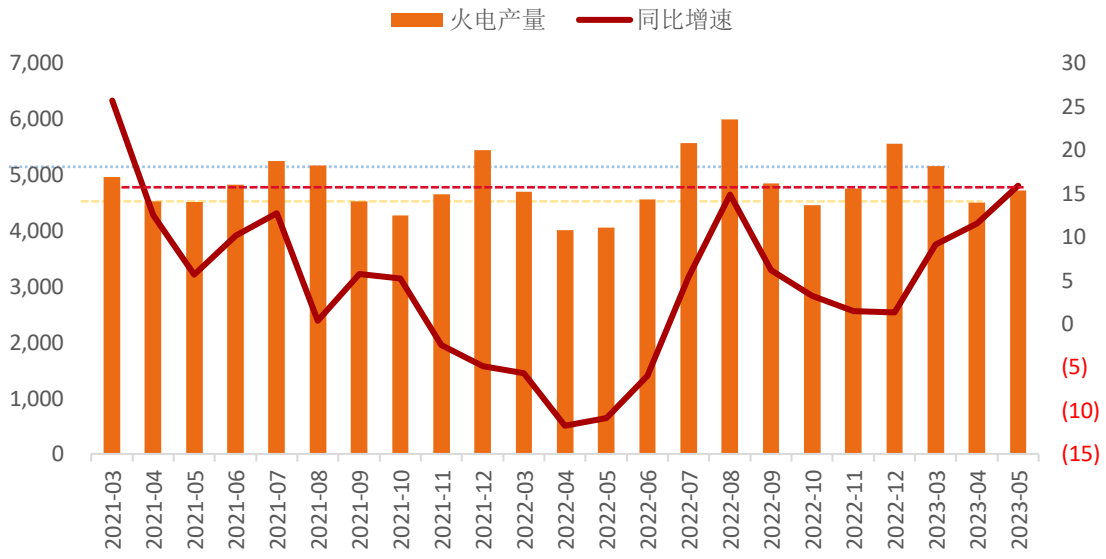
2023年在疫情放开的背景下以及1月春节假期影响，动力煤1月需求同比增速为负，2月份开始动力煤下游需求开始有所好转，同比增速转正，4月份同比增速达到9.61%。火电受低基数影响，3-4月份同比增速分别达到9.07%、11.50%，细分看，1-5月份，全国规模以上电厂火电发电量24206亿千瓦时，同比增长6.2%。全年来看，我们预计2023年**动力煤整体需求保持3%-5%的增速水平**。

图17 动力煤月度消费总量保持平稳 万吨



资料来源：wind，首创证券

图18 动力煤下游火力发电3月同比增速转正 亿千瓦时、%



资料来源：wind，首创证券

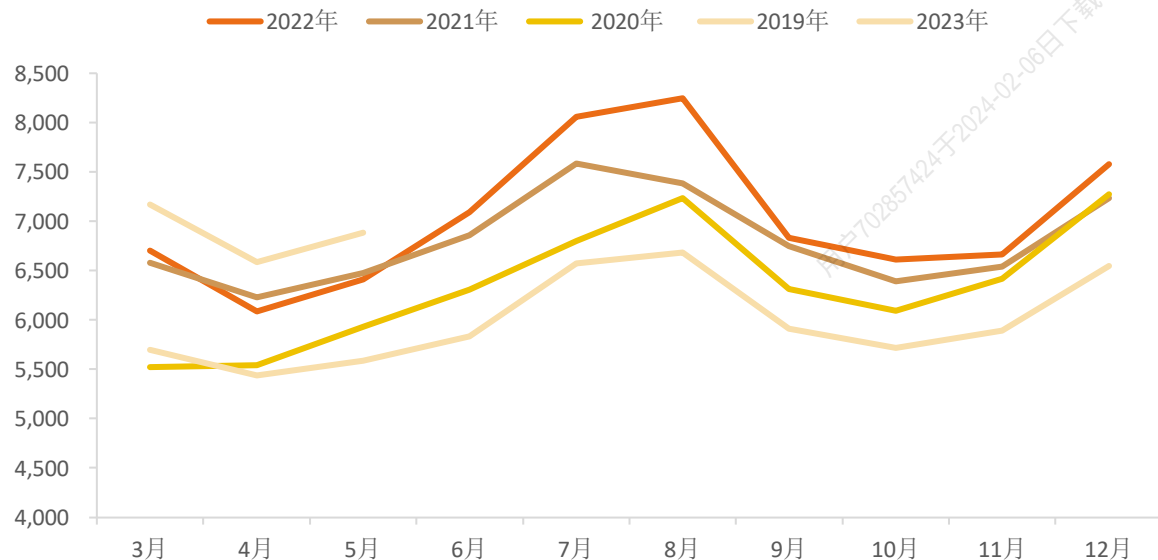
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：2023年1-5月用电总量同比保持增长，水电利用小时数同比下降。

5月份，全国全社会用电量7222亿千瓦时，同比增长7.4%。1-5月，全国全社会用电量35325亿千瓦时，同比增长5.2%。**1-5月份，全国规模以上电厂水电发电量3523亿千瓦时，同比下降19.2%**。全国水电发电量前三位的省份为四川、云南和湖北，合计水电发电量占全国水电发电量的62.8%，增速分别为-1.5%、-20.8%和-38.4%。

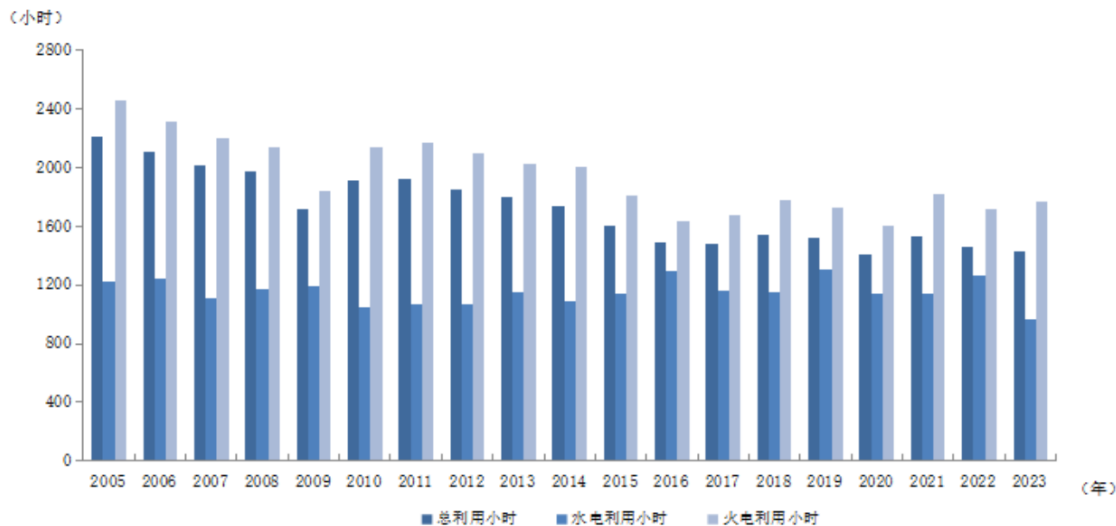
1-5月份，全国发电设备累计平均利用小时1430小时，同比降低32小时。分类型看，**1-5月份，全国水电设备平均利用小时为967小时，比上年同期降低294小时**。在水电装机容量排前10的省份中，除广东外，其他省份水电设备平均利用小时均同比降低，其中，湖南、广西、贵州、湖北、云南降低超过300小时；火电设备平均利用小时为1765小时（其中，燃煤1850小时，燃气917小时），比上年同期增加45小时。

图19 分月全社会用电量 亿千瓦时



资料来源：Wind，首创证券

图20 2005年以来历年1-5月份利用小时情况 小时



资料来源：中电联，首创证券

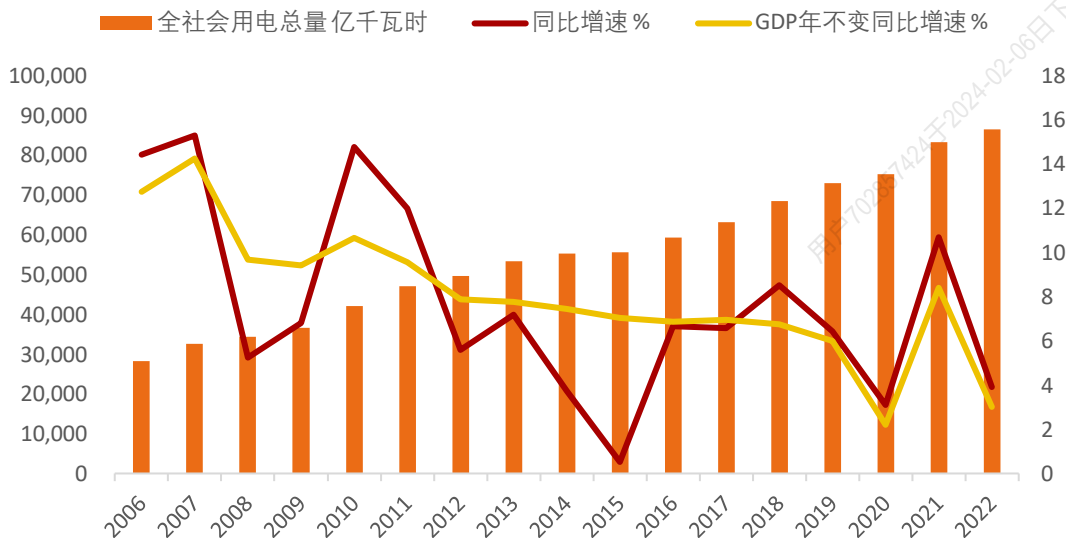
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：电力需求波动幅度大，火电在中长期内仍为最重要的电源。

火电持续受益总用电稳定增长：2022年全社会用电量 8.64 万亿千瓦时，增速 3.6%，创下历史新高；复盘过去，用电总量与经济发展周期密切相关（最近五年电力消费弹性系数 >1 ，即用电量增速大于GDP增速）；根据中电联预测，2023年全社会用电总量仍将保持稳定增长，有望达到9.15 万亿千瓦时（增速超6%），火电将有力支撑用电量稳步增长的需求。

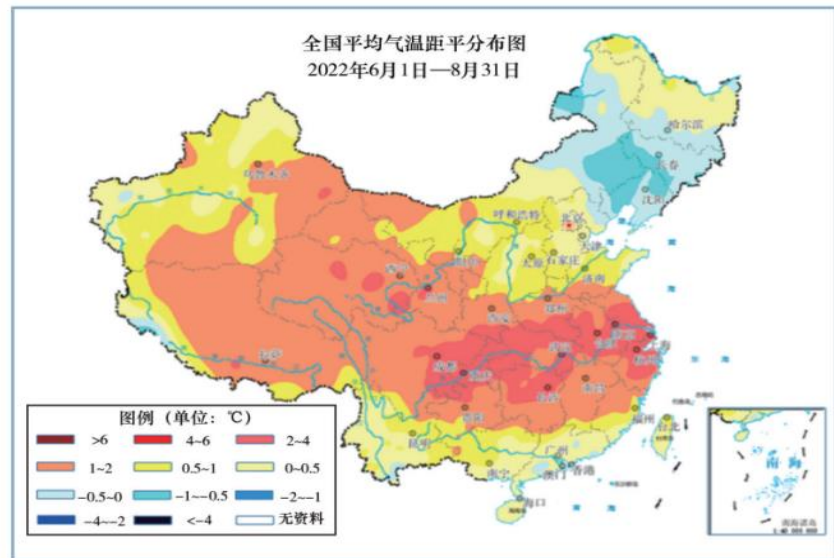
气候异常火电替代性需求增加：2022 年夏季，电力保供面临“高温、少水、小风”异常气候影响，区域性高温事件综合强度达到1961 年有完整气象记录以来最强，同时长江干流和主要支流来水为有水文记录以来同期最枯，四川作为全国水电装机第一大省首次在汛期出现电量短缺。2023年夏季我们预计高温仍将持续，雨水偏少，火电替代性需求仍旧较强，动力煤消费有望继续保持较高增速。

图21 全社会用电总量与GDP增速关系呈现强正相关



资料来源：wind，首创证券

图22 2022年6-8月全国平均气温分布



资料来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，首创证券

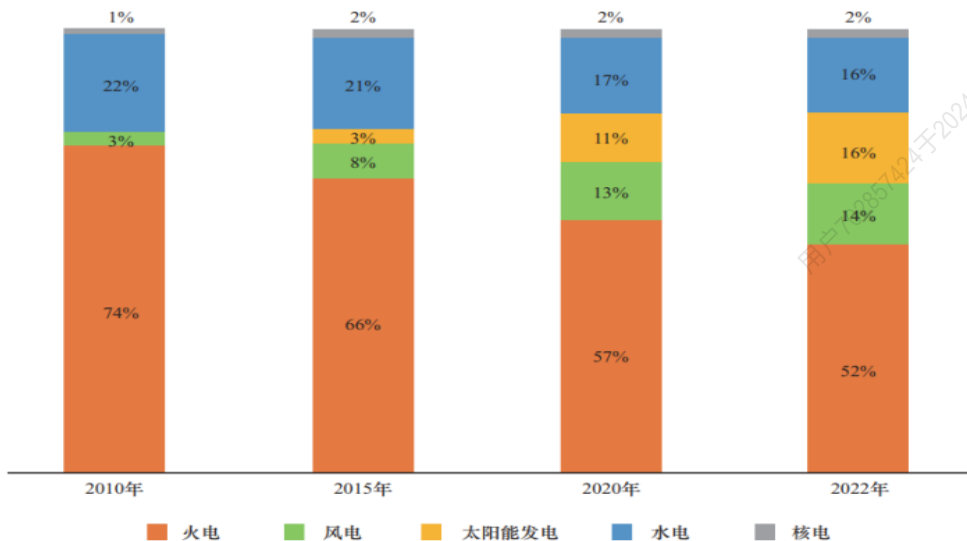
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：火电仍为最主要的电力来源，新能源比例增加导致稳定性问题突出。

截至 2022 年底，非化石能源装机规模达 12.7 亿千瓦，占总装机的 49%，超过煤电装机规模（11.2 亿千瓦）。2022 年，非化石能源发电量达 3.1 万亿千瓦时，占总发电量的 36%。其中，风电、光伏发电装机规模 7.6 亿千瓦，占总装机的 30%；风电、光伏发电量 1.2 万亿千瓦时，占总发电量的 14%，分别比 2010 年和 2015 年提升 13 个、10 个百分点。

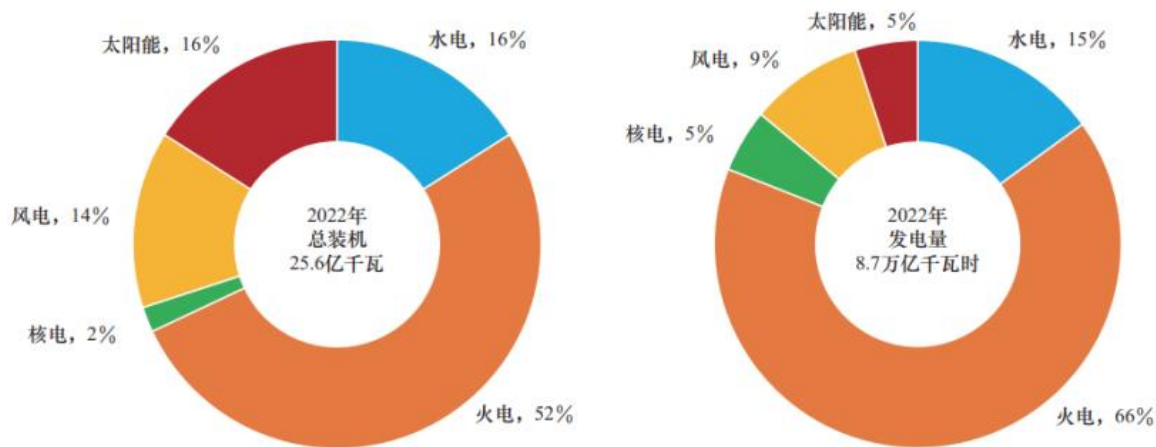
新能源与传统电源相比存在较大差距，未能形成可靠替代能力，新能源占比不断提高，快速消耗电力系统灵活调节资源，其间歇性、随机性、波动性特点使得系统调节更加困难，系统平衡和安全问题更加突出。当前新能源发电高增不能有效解决电力短缺问题。**煤电在未来相当长一段时间内仍是我国电力供应安全的重要支撑。**

图23 中国历年电力系统装机构成主要变化



资料来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，首创证券

图24 2022年中国电力系统装机及发电构成



资料来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，首创证券

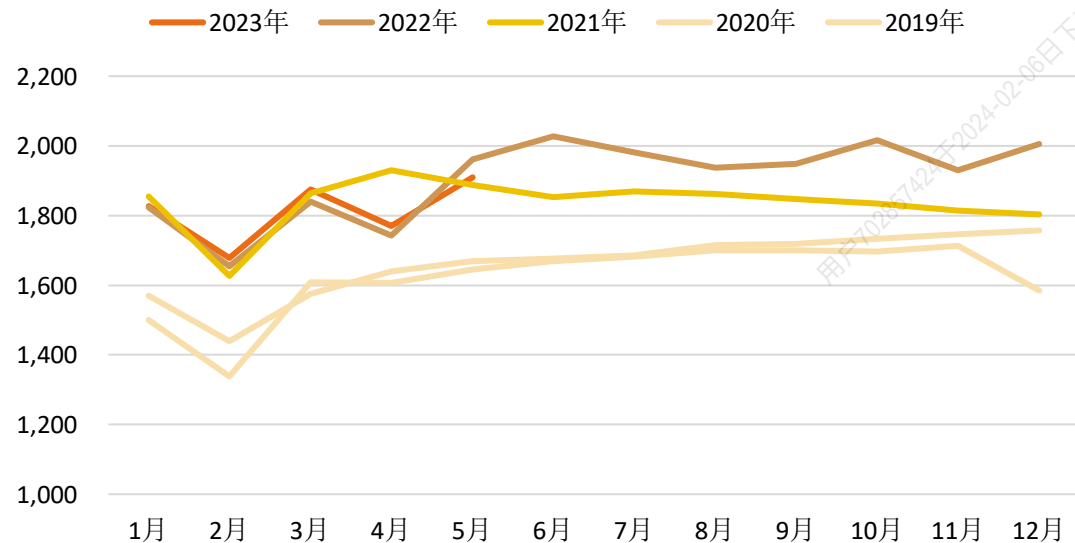
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：化工行业增量有限，建材用煤有所拖累。

化工用煤与历史同期相近：2023年化工用煤相较于2022年、2021年基本持平，动力煤价格下行以及下游甲醇、尿素需求低迷影响，煤化工行业需求较为低迷，月度需求保持在1600-1900万吨区间震荡，我们预计随着经济复苏，需求有望逐步迎来复苏。预计下半年保持1800-1900万吨的月度需求水平。

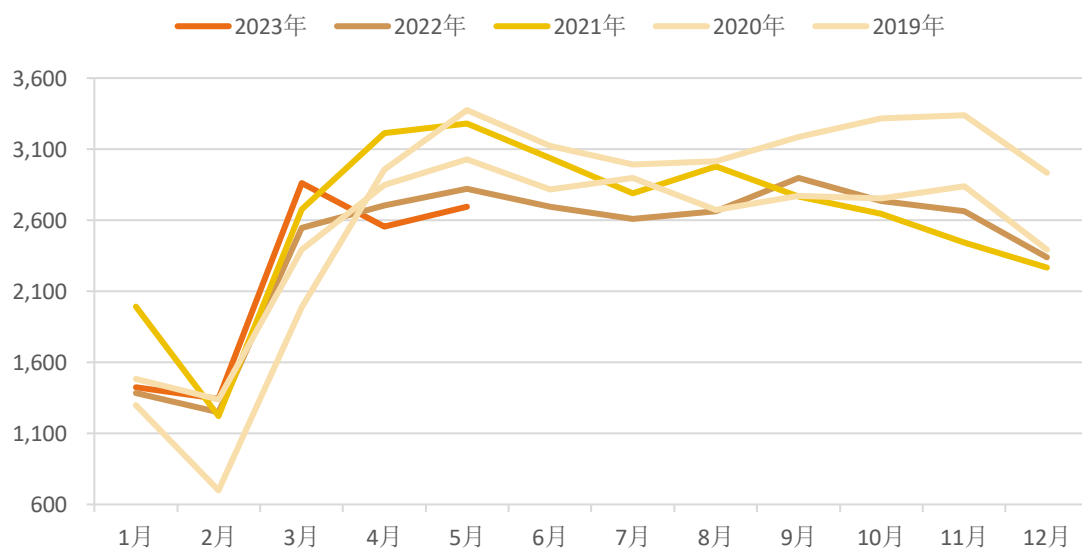
建材用煤在4-5月份明显同比下滑：受地产行业投资以及开工率持续下滑影响，建材行业动力煤消费在23年持续低迷，尤其是4-5月份消费量下滑明显，相较于2021年、2022年同期大幅下滑，4月份相较同期分别下滑为6%、20%；5月份下滑分别为4%、18%。地产影响预计短期难以消除。全年预计月度消费保持在2600-3000万吨的月度水平。

图25 2023年化工用煤同比增量有限 万吨



资料来源：Wind，首创证券

图26 2023年建材用煤在4-5月份明显回落 万吨



资料来源：Wind，首创证券

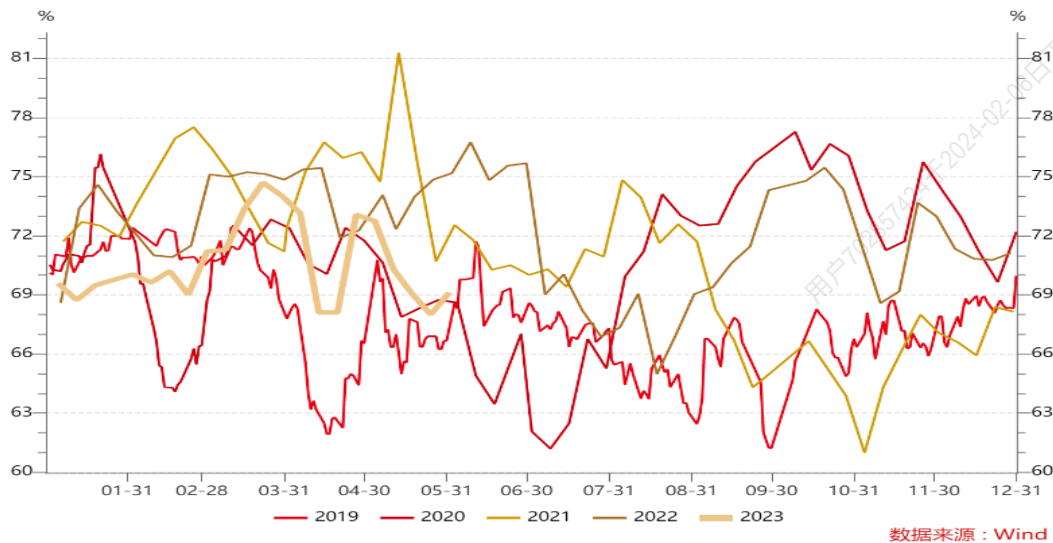
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：水泥行业产销低迷，化工下游甲醇开工率为最近三年低位。

煤化工甲醇开工率、价格一季度持续低迷：2023年一季度，甲醇市场震荡下行，季度均价在2672元/吨，环比-3.54%，同比-6.61%，季度最高点为2805元/吨，季度最低点为2530元/吨。

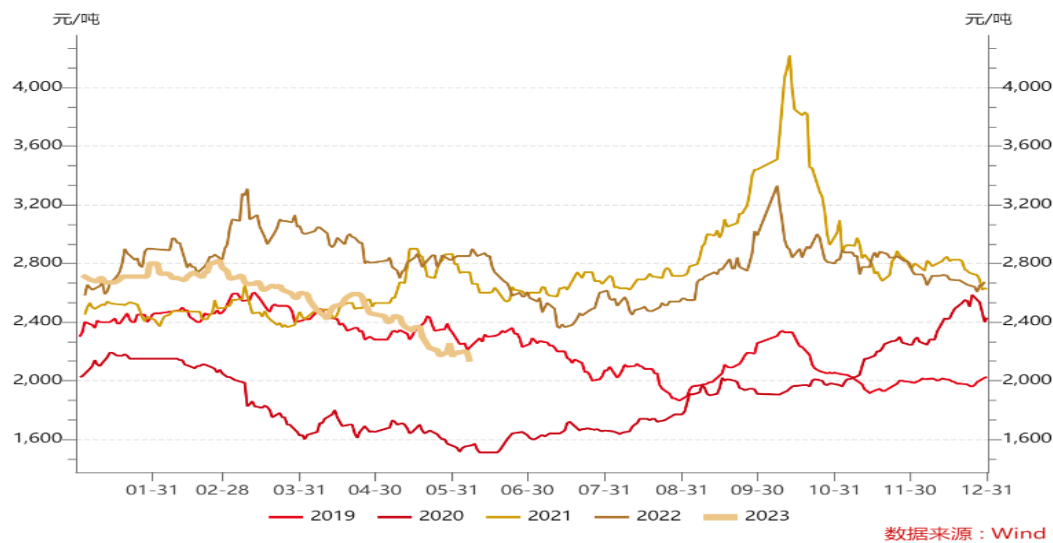
需求减弱甲醇景气度下行：地缘政治影响下，国际原油震荡运行，甲醇价格缺乏宏观支撑。另外，澳洲煤进口放开，煤炭价格持续下滑，甲醇成本端支撑减弱。房地产等终端需求恢复相对缓慢，甲醇内地供应充裕，进口逐步恢复，甲醇市场弱势下行。预计二季度甲醇进口量或持续维持增量可能，需求平稳，甲醇价格有望企稳。

图27 甲醇开工率1-5月低于历史同期水平 %



资料来源：wind，首创证券

图28 甲醇现货港口价格2023年持续下行 元/吨



资料来源：wind，首创证券

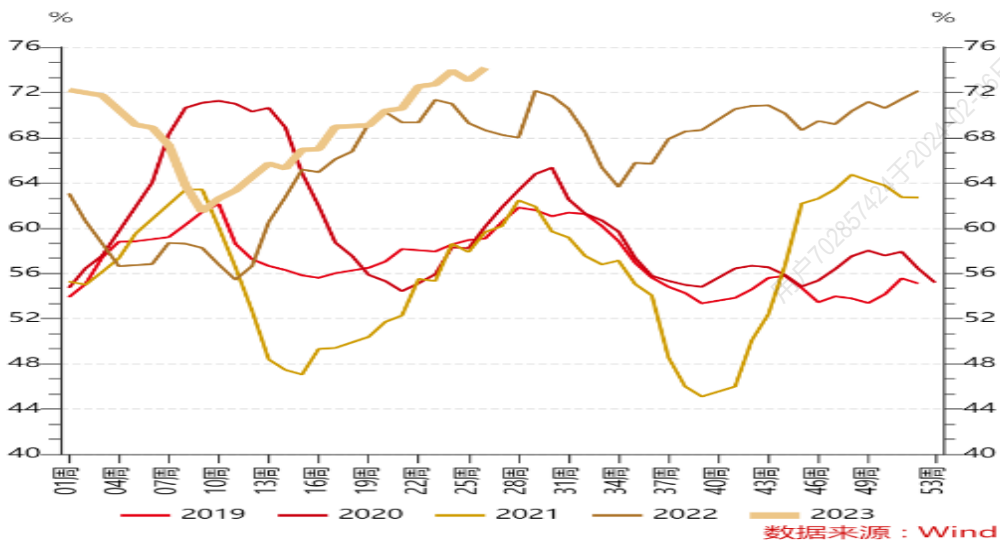
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：水泥行业产销低迷，化工下游甲醇开工率为最近三年低位。

水泥库存高位：一季度国内水泥市场需求虽有温和复苏，由于主要是依靠基建投资单边拉动，房地产端需求表现仍然较差，且房地产新开工面积下滑幅度不断扩大，整体需求回稳基础并不牢固。**库存水平仍处于历史高位。**根据Wind数据显示，2023年上半年水泥库容比持续攀升，高于历史同期水平。3月末4月初，本应是水泥行业传统需求旺季，但水泥市场需求表现却是旺季不旺，水泥库存不降反增。

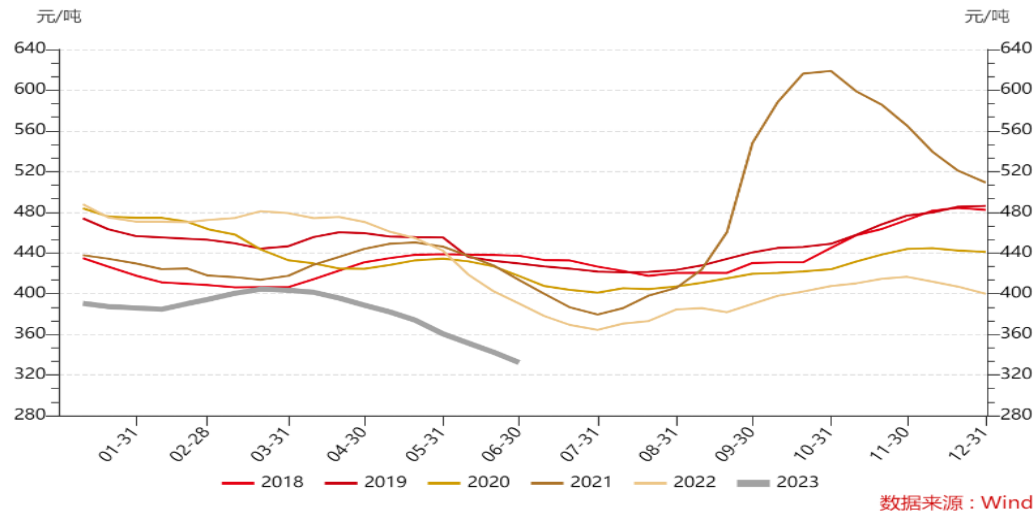
水泥价格同环比明显下降：国内水泥市场价格整体呈现触底小幅回升态势。根据Wind数据显示，2023年上半年水泥价格低于历史同期水平，H1均价381.17元/吨（市场落地价，下同），同比下降17.02%。水泥价格持续下降难以对煤炭价格形成有效提振。

图29 水泥2023年上半年水泥库容比保持历史同期高位



资料来源：Wind，首创证券

图30 水泥价格23年一季度低于历史同期水平（2018-2023）



资料来源：Wind，首创证券

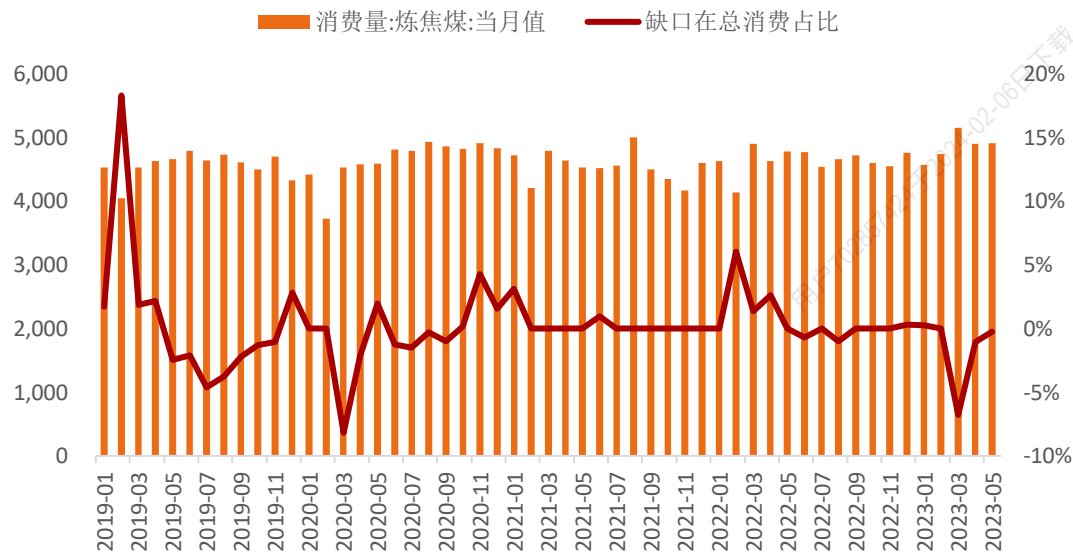
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 炼焦煤需求：受下游地产、基建影响较大，行业整体供需波动较为明显。

2019年1月份以来炼焦煤消费保持稳定，2022年下游钢铁行业受疫情和地产疲弱等影响，2022年3月开始行业景气度持续下降，**钢企出现亏损后减产，一定程度影响了炼焦煤需求**。7月份多地高温多雨不利于建筑施工，钢铁行业进入传统淡季，行业PMI降至33%的历史低点，同时拉低炼焦煤需求。**后期稳增长政策促进作用下地产和基建等产业有望好转，下游市场回温，带动炼焦煤需求增加。**

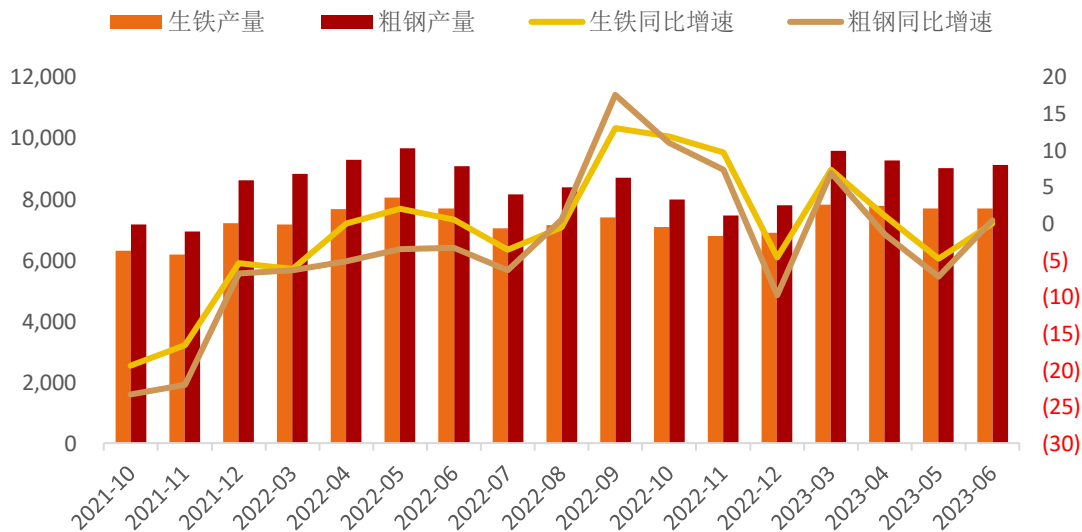
2023年炼焦煤下游市场疲软，地产开工低迷，钢铁价格承压，需求出现减量，外蒙通关受疫情影响大幅减弱，进口同比大幅增加，此外澳洲进口放开，**短期内供给多于需求，炼焦煤价格承压下行。**

图31 炼焦煤保持供需紧平衡，Q1较为宽松 万吨



资料来源：wind，首创证券

图32 炼焦煤下游消费总量保持平稳，3月开启反弹 万吨



资料来源：wind，首创证券

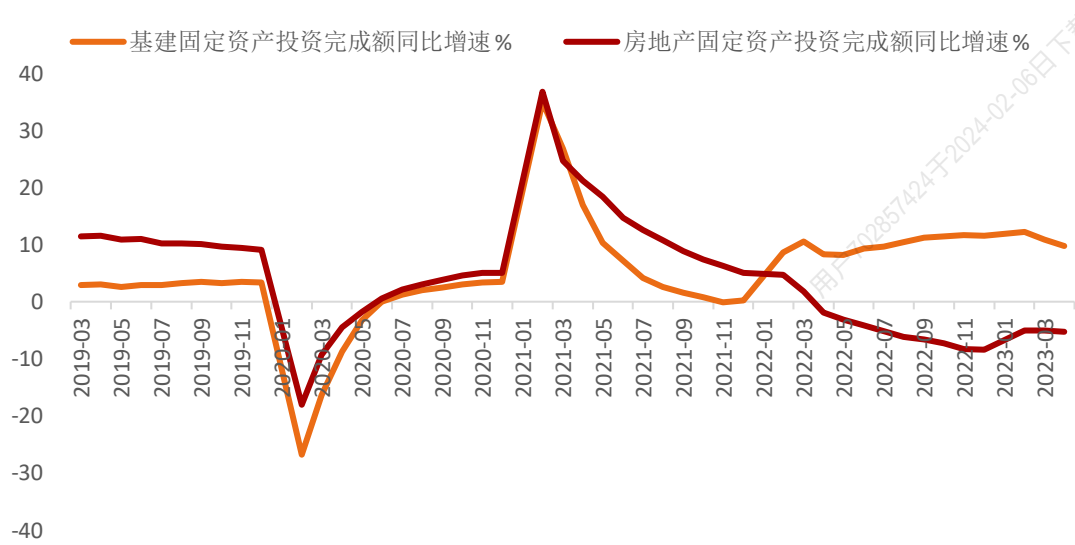
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 炼焦煤需求：基建目前发力值得期待，地产低迷预计仍将持续。

固定资产投资与基建：1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）147482亿元，同比增长4.7%，1—4月份，基础设施投资同比增长8.5%，增速比全部固定资产投资高3.8个百分点。其中，铁路运输业投资增长14.0%，水利管理业投资增长10.7%，信息传输业投资增长8.8%，基建投资较为稳定，未来有望发力驱动炼焦煤整体需求向好。

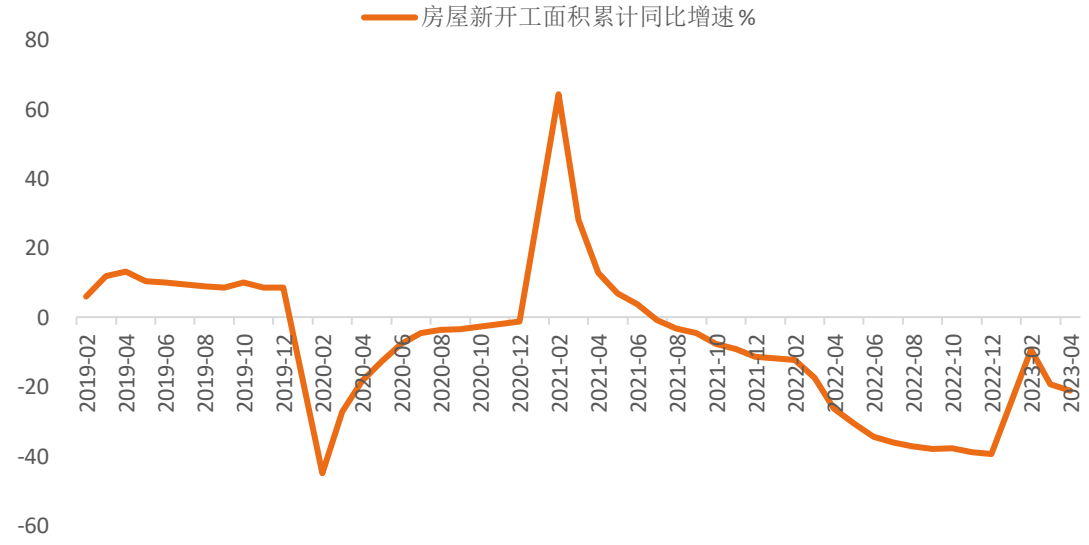
地产投资与开工数据：2023年地产依旧疲软，开工低迷，2月之后开工率掉头向下，目前地产整体调控政策依旧没有边际变化，下游竣工、销售仍旧不及预期，未来地产行业预计迎来行业阵痛期，短期投资以及开工将保持低迷。

图33 基建、地产固定资产投资完成额3月份增速趋缓



资料来源：wind，首创证券

图34 房屋新开工面积累计同比增速自21年7月以来持续负增长



资料来源：wind，首创证券

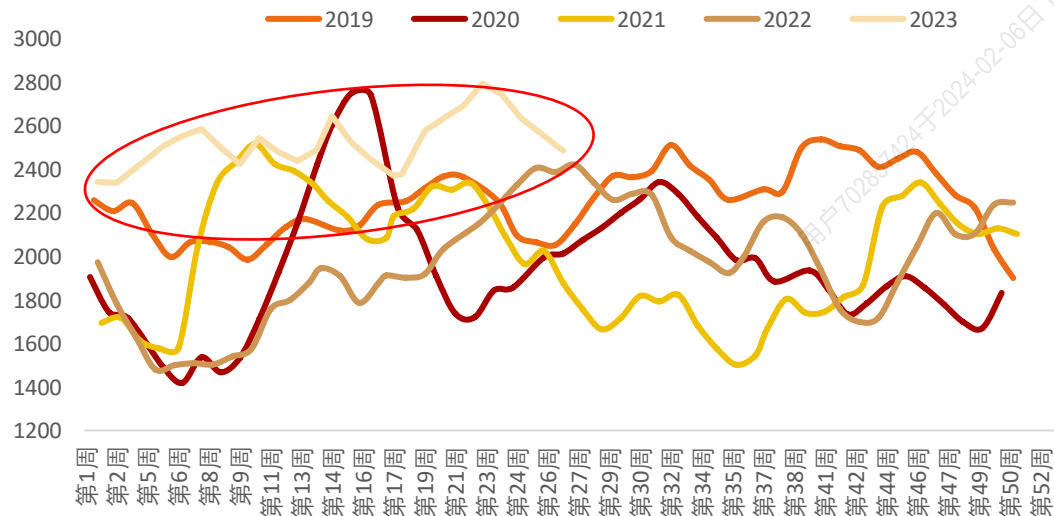
2.3 库存：动力煤库存高位下降趋势开启

□ 动力煤港口库存：北方港口库存持续走高后开始回落，南方八省电厂库存见顶回落。

港口库存方面，今年以来，北方港口库存一直维持在较高位水平，今年北方港整体库存偏高，其中长协量占比较大，市场煤偏少。库存一度达到历史最高水平。库存压力且非电用煤需求不足，导致上半年港口贸易压力较大，动力煤价格较快下行，进入旺季之后，港口库存明显出现下行，高库存压力预计在7-8月份有效缓减，煤价反弹有望持续。

终端电厂库存：年初南方八省电厂库存维持在较高水平，随着煤炭价格连续下跌，终端企业观望情绪加强，补库积极性较低，电厂旺季去库不及预期。5月出现明显的库存大幅上行，5月底开启见顶向下。旺季到来，随着日耗回升电厂库存将有望得到快速消化。根据煤炭工业协会副理事长石瑛公布，6月末国内火电厂存煤约2亿吨，再创历史新高，同比增加约2800万吨，增长16%，存煤可用约30天。

图35 北方港口当前库存开启高位回落 万吨



资料来源：wind，首创证券

图36 南方八省电厂库存5月未见顶 万吨



资料来源：wind，首创证券

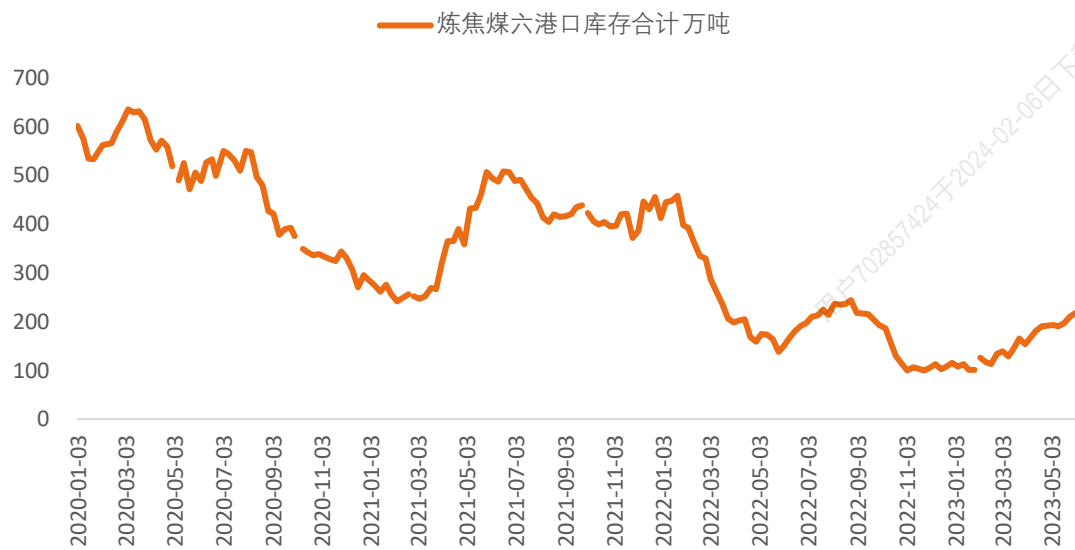
2.3 库存：炼焦煤库存历史低位，反弹一触即发

□ 炼焦煤港口库存：库存保持低位，下游需求成为反弹关键。

炼焦煤港口库存方面，今年以来，炼焦煤六港口库存一直维持在较低水平，主要是海外炼焦煤价格持续下行，今年放开澳洲煤炭进口以及蒙煤通关数大幅增长，叠加下游钢铁需求低迷，整体供需处于宽松状态，港口库存目前持续低位，将为未来反弹奠定基础。

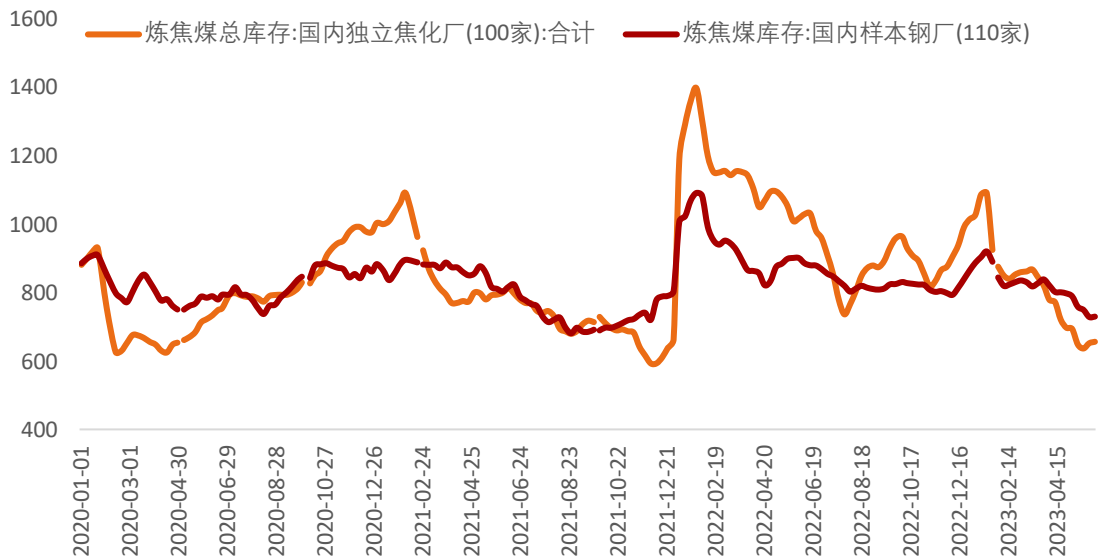
终端库存方面，自2022年年初以来，终端持续压减库存，主要是受地产、基建投资、开工影响，需求支撑不足，钢材价格不高，终端累库存意愿不足。供需短期难以有明显改善的可能，静待下游需求的释放，库存对于价格形成一定支撑，我们认为当前炼焦煤价格处在筑底阶段。

图37 炼焦煤港口库存保持低位新高 万吨



资料来源：wind，首创证券

图38 炼焦煤终端库存处在近三年低位水平 万吨



资料来源：wind，首创证券

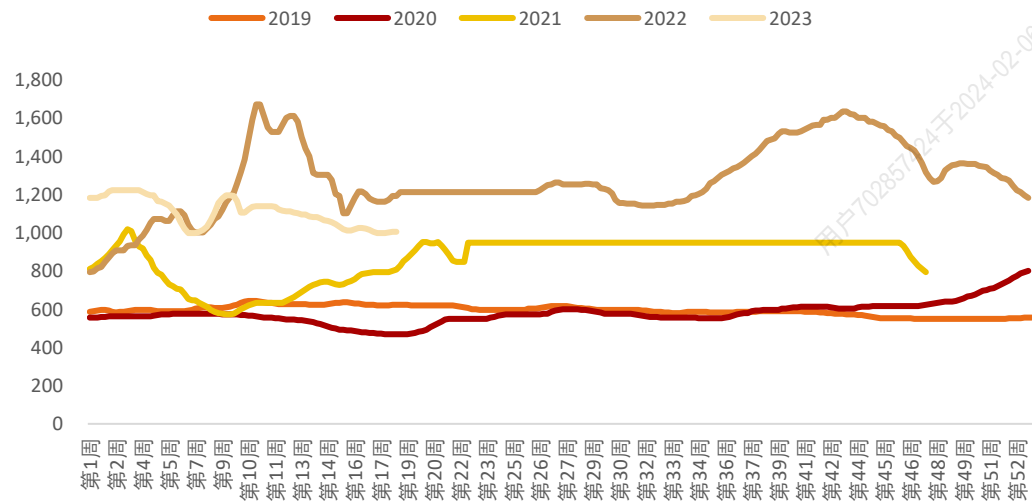
2.4 价格：供需宽松，煤炭价格高位回落

□ 动力煤价格：动力煤23年回落，价格仍保持高位，海外三大港口价格大幅回落。

2021年国内经济的快速恢复、极端天气影响与产能释放不足共同造成煤炭供需矛盾出现，煤价迎来大幅拉升，但在保供稳价措施的强力推行和需求增速回落的压力下2022年京唐港Q5500山西产动力末煤价格呈现M型走势，全年保持高位水平。进入23年Q1之后，企业开始复工复产加速，供需逐渐宽松，23年Q1供给持续宽松，海外煤价大幅回落，国内生产、进口持续增长，煤价逐步回落。

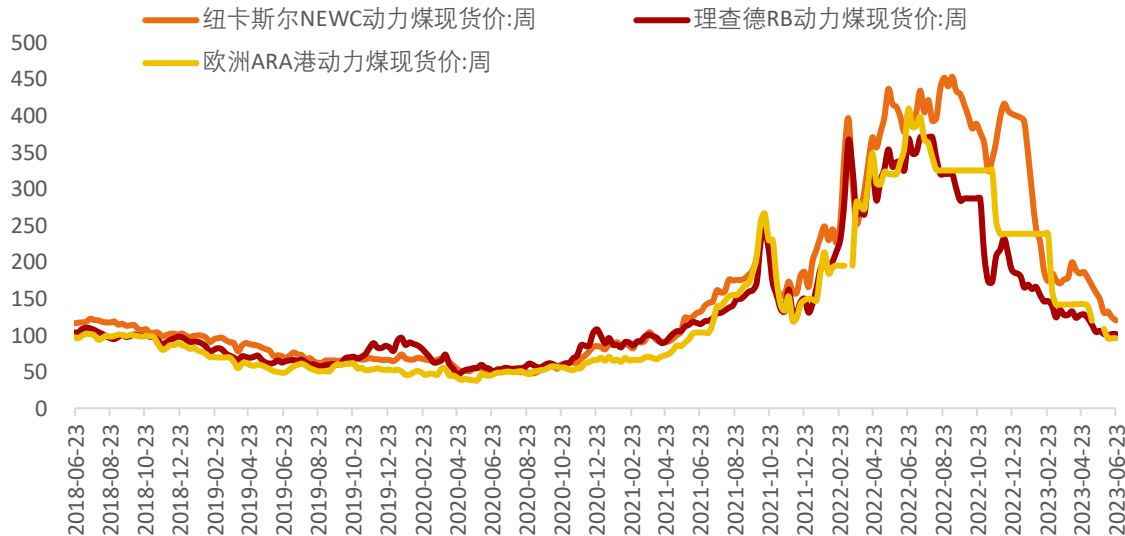
海外三大港口煤价22年8月之后大幅回落。2022年欧洲ARA港动力煤现货价6月份最高达到408.9美元/吨，理查德RB动力煤现货价7月份最高达到370美元/吨，9月纽卡斯尔NEWC动力煤现货价最高达到452.8美元/吨。进入23年Q1，海外动力煤三大港口价格持续回落。截至6月30日，欧洲ARA港报价96美元/吨；截至6月30日，理查德RB100.5美元/吨；截至6月30日，纽卡斯尔NEWC137.94美元/吨。

图39 2019-2023Q1京唐港Q5500山西产动力末煤价格 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

图40 国际动力煤价格2022年创出历史新高后23年开始回落 美元/吨



资料来源：Wind，首创证券

2.4 价格：供需宽松，煤炭价格高位回落

□ 2022年预计23年Q1长协价格保持高位水平，中枢价格提振利好煤炭企业长期发展

2021 年以来，长协机制数轮修改，新机制之下： 30 万吨/年及以上的煤炭生产企业中长期合同数量应达到自有资源量的 80%以上；新核增产能 100%签长协；发电供热企业年度用煤扣除进口煤后应实现中长期供需合同全覆盖；秦皇岛下水煤（5500K）570-770元/吨；长协月度定价；现货价格不超长协区间的 1.5 倍；2022 年电煤中长期合同实际兑现量约 20 亿吨，预计 2023 年提升至 26 亿吨，覆盖面超 85%。

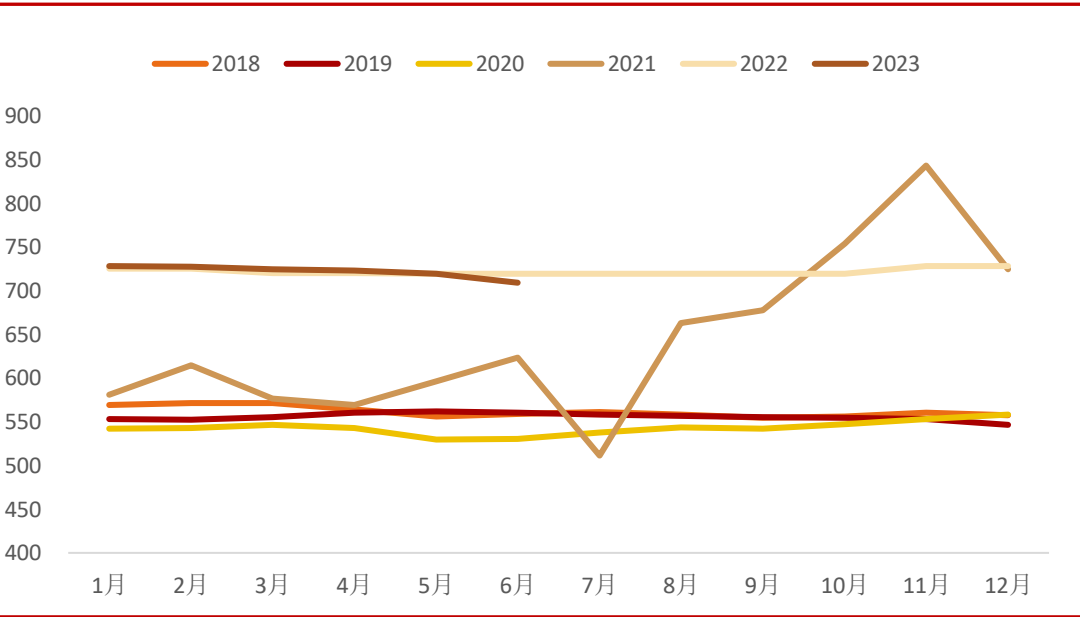
动力煤长协价格保持历史高位水平，6月份动力煤长协价格为709元/吨，前六个月均为721.7元/吨，与2022年基本持平，处在历史同期高位水平。长协煤作为煤炭价格的压舱石，上半年价格稳定，主流动力煤企业将在波动市场中持续受益。未来长协预计将保持较高水平。

表4 动力煤长协定价公式演变

时间	基准价	参考指数	定价公式
2017-2018年	535元/吨	上月末BSPI、上月末CCTD	$535*50\% + [CCTD + BSPI]/2 * 50\%$
2019-2021年	535元/吨	上月末BSPI、上月末CCTD、上月末CECI	$535*50\% + [CCTD + BSPI + CECI]/3 * 50\%$
2022年	675元/吨	上月末BSPI、上月末CCTD、上月末NCEI	$675*50\% + [CCTD + BSPI + NCEI]/3 * 50\%$

资料来源：新闻资讯整理，首创证券

图41 动力煤长协价上半年保持历史同期高位水平 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

2.4 价格：供需宽松，煤炭价格高位回落

□ 动力煤：当前坑口价格、港口价格均有望实现触底反弹

坑口价格：截至6月30日，大同南郊Q5500弱粘煤坑口价60元/吨；陕西榆林Q5500烟煤末坑口价693元/吨；内蒙东胜Q5200原煤坑口价597元/吨。较年初分别下跌36.23%、42.15%、37.42%。

港口价格：截至6月30日，广州港Q6100神木块库提价1232元/吨；京唐港山西产Q5500动力末煤平仓价835元/吨；较年初分别下降38.09%、29.24%。

综合来看，当前动力煤价格基本触底。未来有望在供给收缩，需求反弹的背景下，实现库存快速消化而价格有所反弹。预计在800-1000元的范围波动。

图42 动力煤坑口价格自22年12月以来逐渐回落 元/吨

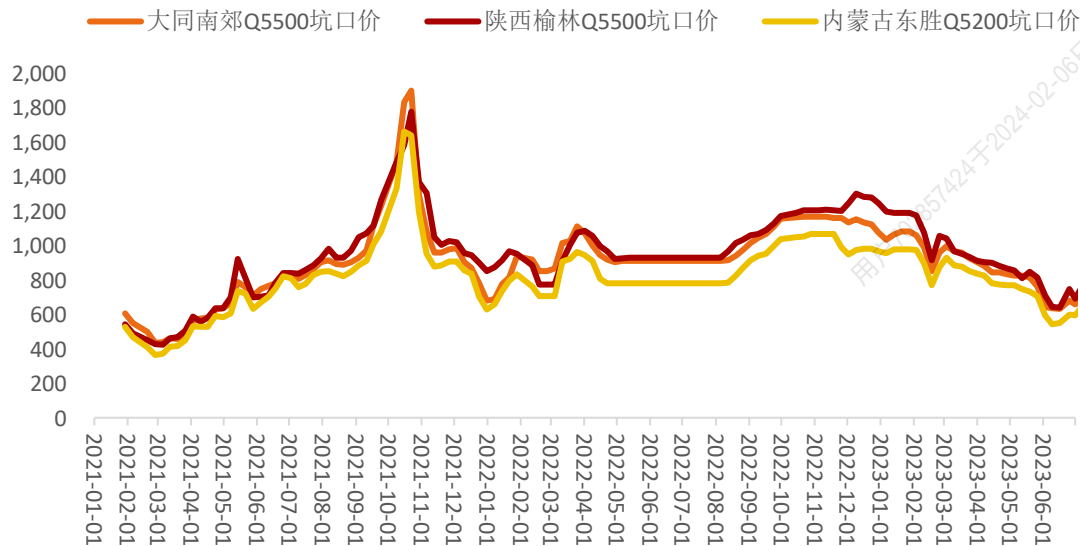
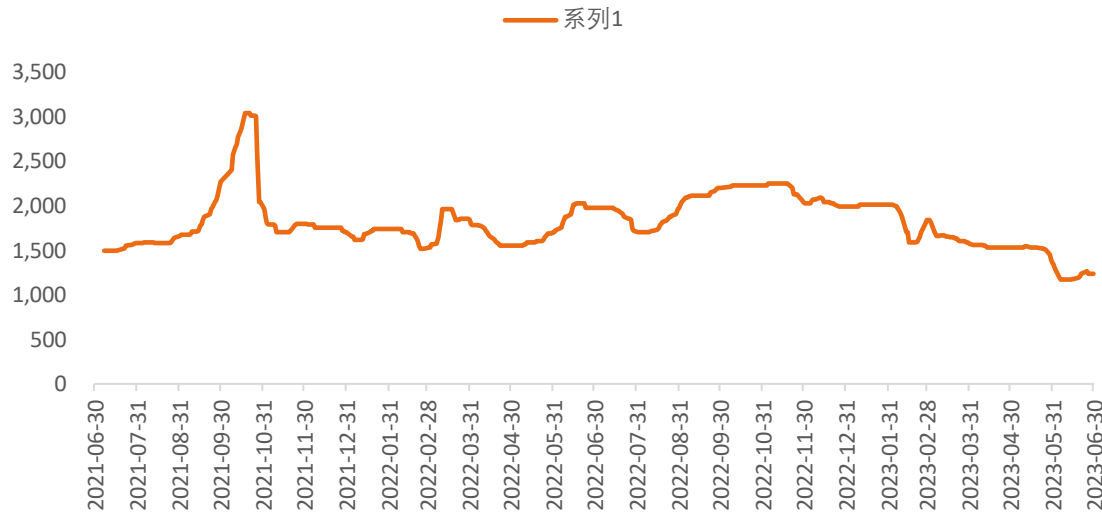


图43 动力煤港口价格近期快速回落 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

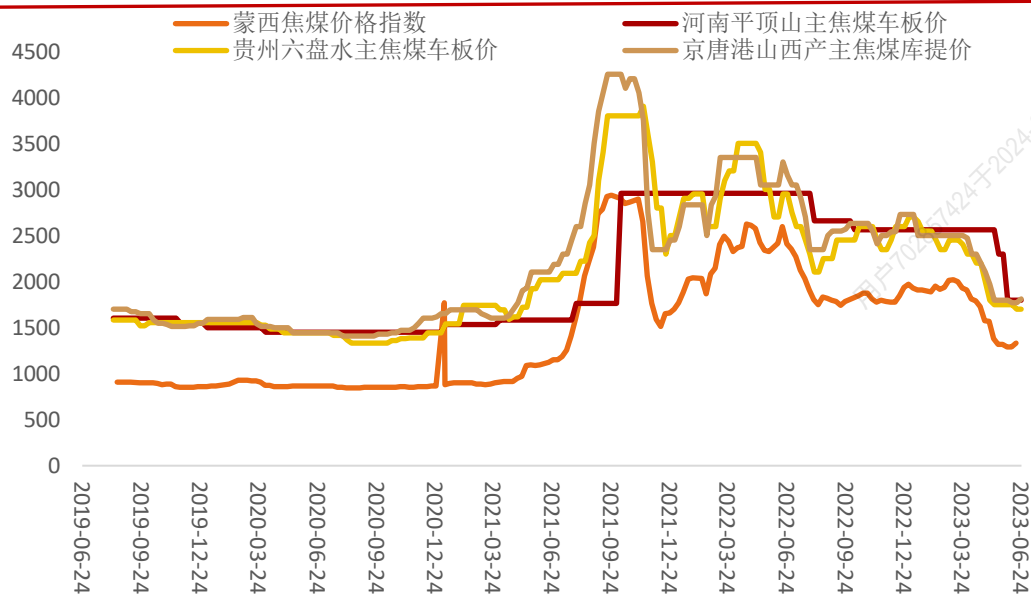
2.4 价格：供需宽松，煤炭价格高位回落

□ 炼焦煤价格：2023年Q1价格低迷，外蒙价格较低。

供需宽松，年初以来价格高位下行。受国内焦煤供给不足影响，炼焦煤供需关系持续偏紧。国内焦煤价格自2021年下半年以来不断上涨，在10月份达到历史最高水平，进入2022年基本区间震荡为主，10月小反弹以来，焦煤价格持续下降。炼焦煤定价相对市场化程度更高，与宏观经济波动更为密切。当前价格已经接近于历史平均水平，下跌的空间已十分有限。

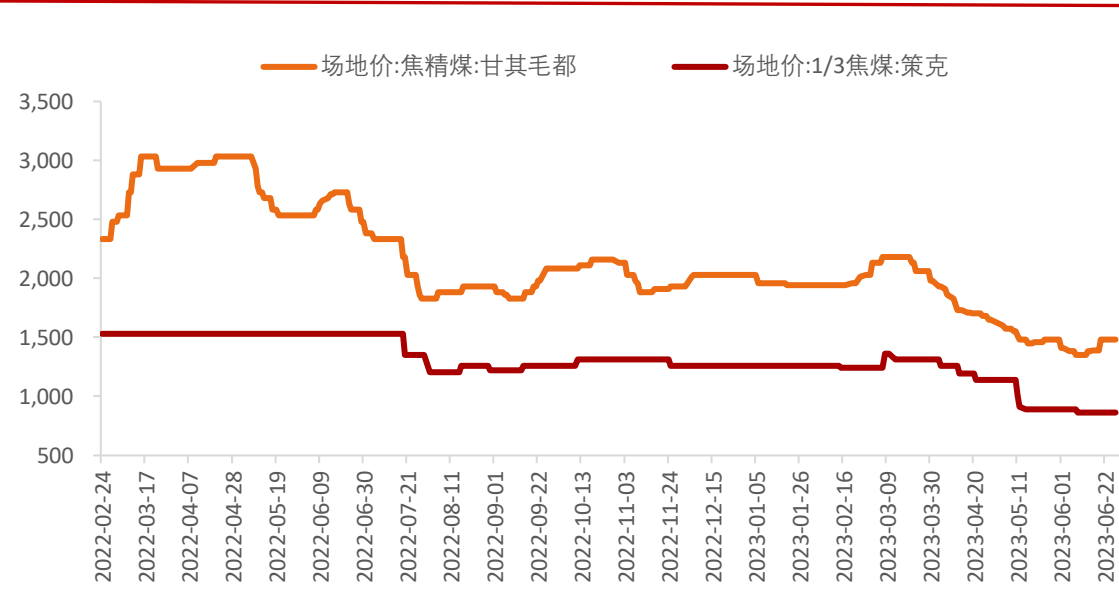
外蒙供应增加，炼焦煤价格回落。国际炼焦煤价格与国内价格走势基本相同，自22年10月达到历史极值以后基本是震荡下行。截至2023年6月30日，甘其毛都焦精煤价格为1480元/吨，策克口岸1/3焦煤价格为860元/吨。炼焦煤市场定价机制对价格限制较少，受地产低迷以及钢铁持续亏损影响，下游需求波动影响看，**供给相对刚性，关注下游地产、基建需求边际复苏带来的炼焦煤反弹机会。**

图44 国内焦煤价格2022年以来逐渐回落 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

图45 蒙古焦煤价格3月以来持续下跌 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

2.5 未来判断：底部价格有支撑，看好长期煤价

❑ 动力煤价格底部支撑因素一：成本决定价格底部。

国内动力煤坑口成本与运输成本决定港口价格底部，因为主要产销均在中国地区，国内定价为主，进口定价为辅，山西、陕西地区上市公司销售成本基本在300-400元/吨之间波动。按照主产区晋陕蒙矿区到北方港口中间运输环节的成本基本都是100元/吨以上（包括短驳不含贸易费用），综合测算，目前价格水平之下，秦皇岛到港成本均价在500元/吨以上（5500大卡）。

❑ 动力煤价格底部支撑因素二：长协公式价格中枢上移。

新长协公式价格基准上调：长协价格调整之后，定价中枢上移，对于稳定煤炭市场、保证电力企业煤炭需求起到了重要作用。长协价格=675*50%+[CCTD+BSPI+NCEI]/3]*50%。675较之前535的价格在整个公式中上移70元，有效支撑动力煤价格水平。

表4 国内主要动力煤及无烟煤上市公司成本 元/吨

证券代码	简称	吨煤成本（元/吨）			吨煤毛利（元/吨）		
		2021	2022	2022同比	2021	2022	2022同比
000552.SZ	甘肃能化	229	283	23.26%	299	436	45.89%
002128.SZ	电投能源	85	92	7.93%	77	91	17.75%
600121.SH	郑州煤电	330	405	22.89%	198	241	22.08%
600123.SH	兰花科创	261	297	13.79%	545	647	18.71%
600188.SH	兖矿能源	445	486	9.07%	348	727	109.01%
600348.SH	华阳股份	379	365	-3.90%	226	345	52.86%
600397.SH	安源煤业	706	846	19.83%	276	178	-35.66%
600403.SH	大有能源	247	361	45.88%	247	318	28.62%
600546.SH	山煤国际	181	196	8.10%	454	542	19.48%
600971.SH	恒源煤电	464	551	18.53%	338	567	67.66%
601001.SH	晋控煤业	258	280	8.78%	325	294	-9.67%
601088.SH	中国神华	433	409	-5.53%	156	235	51.08%
601101.SH	昊华能源	163	230	41.58%	392	345	-12.07%
601225.SH	陕西煤业	395	398	0.94%	232	325	39.82%
601898.SH	中煤能源	325	323	-0.73%	320	393	22.92%
601918.SH	新集能源	334	336	0.66%	289	214	-26.01%
	算术平均	327	366	11.86%	295	369	24.91%

资料来源：各公司年报，首创证券

表5 主要产煤区销售成本基本在300元-500元范围波动 元/吨

省份	2021年销售价格	2022年销售价格	2021年销售成本	2022年销售成本
江西省	1023.17	981.71	705.63	845.53
山东省	1213.00	793.19	445.13	485.52
安徽省	833.61	712.71	399.33	443.45
陕西省	722.98	626.81	394.60	398.31
河南省	662.55	510.92	288.47	382.90
北京	644.97	596.05	306.87	320.66
山西省	741.51	657.31	269.80	284.43
甘肃省	719.14	528.51	229.39	282.75
内蒙古	182.76	162.31	85.17	91.93

资料来源：各公司年报，首创证券

2.5 未来判断：底部价格有支撑，看好长期煤价

□ 炼焦煤价格底部：成本支撑以及比价效应，炼焦煤价格底部震荡。

炼焦煤开采成本，炼焦煤作为煤炭品种相对稀缺的资源，主要集中在山西、河南、河北、安徽以及贵州地区，尤其是主焦煤特别稀缺，主要生产企业有山西焦煤、平煤股份、淮北矿业、盘江股份等，目前炼焦煤开采成本大多在500-800元/吨区间范围内波动。在合理利润水平以下，当前炼焦煤价格水平基本接近底部区间。

海外冲击成本以及比价效应，由于国内主焦煤资源较为稀缺，之前主要进口澳洲优质主焦煤作为补充，进口占比较高。2020-2022年我国暂停了澳洲煤炭的通关，叠加2021年开始的“煤荒”导致炼焦煤价格快速抬升。此外炼焦煤作为焦炭的主要原材料，被用于下游冶炼钢铁，形成重要的“煤焦钢”产业链，炼焦煤定价市场化程度高，受供需关系影响较大，此外炼焦煤中有数量较大的配焦煤等品种，受比价效应影响，一般价格高于动力煤。

表6 国内主要上市公司煤炭成本及吨煤毛利 元/吨

证券代码	简称	吨煤成本（元/吨）			吨煤毛利（元/吨）		
		2021	2022	2022同比	2021	2022	2022同比
炼焦煤							
000937.SZ	冀中能源	598	657	9.84%	253	359	41.95%
000983.SZ	山西焦煤	306	425	38.91%	645	865	34.16%
600157.SH	永泰能源	405	452	11.64%	592	755	27.51%
600395.SH	盘江股份	555	543	-2.26%	282	363	28.44%
600508.SH	上海能源	638	744	16.55%	376	775	105.76%
600985.SH	淮北矿业	526	613	16.39%	373	618	65.59%
600997.SH	开滦股份	847	985	16.30%	797	1,127	41.42%
600758.SH	辽宁能源	533	458	-14.06%	255	307	20.54%
601666.SH	平煤股份	655	724	10.49%	261	394	51.11%
601699.SH	潞安环能	374	359	-3.91%	420	571	36.06%
	算术平均	544	596	9.60%	425	613	44.18%

资料来源：各公司年报，剔除部分st股，本数据为不完全样本，首创证券

表7 各省份上市公司销售价格、成本对比 元/吨

省份	2021年销售价格	2022年销售价格	2021年销售成本	2022年销售成本
河北省	1247.37	1563.84	722.60	821.06
上海	1014.92	1518.76	638.42	744.10
河南省	916.00	1118.07	654.99	723.67
安徽省	899.64	1230.78	526.35	612.63
贵州省	837.58	905.37	555.13	542.61
辽宁省	787.50	764.97	532.55	457.67
山西省	913.89	1142.61	361.63	412.16

资料来源：各公司年报数据，剔除部分st股，不完全样本数据，首创证券

03 盈利能力强，高股息值得长期持有

3.1 核心标的推荐

□ 上市公司核心基本面分析：长坡厚雪价值典范。

储量规模：动力煤标的来看，龙头企业储量多，可采年限较长，暂无资源枯竭的危机，在中长期产能衰减的背景下，龙头标的值得长期持有，尤其是产能规模较大的中国神华、陕西煤业、兖矿能源、中煤能源，资源量均超过百亿吨，其中中国神华以及陕西煤业可采储量超过百亿吨。炼焦煤标的目前看盘江股份、山西焦煤、淮北矿业资源优势较为明显，资源量分别达到81、66、45亿吨。中长期无资源枯竭压力。

表8 国内主要煤炭企业储量情况

证券代码	简称	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	证实储量（亿吨）
601088.SH	中国神华	329.00	138.90	31.80
601898.SH	中煤能源	268.60		140.01
601225.SH	陕西煤业	183.67	106.06	183.67
600188.SH	兖矿能源	141.95	43.28	28.95
600395.SH	盘江股份	81.31	39.38	
000983.SZ	山西焦煤	66.00		
600985.SH	淮北矿业	44.90	20.31	5.72
601918.SH	新集能源	44.20	18.60	8.92
601001.SH	晋控煤业	41.74	19.24	3.50
600157.SH	永泰能源	38.57	25.52	16.63
600348.SH	华阳股份	32.33	15.08	7.04
601666.SH	平煤股份	29.60	16.43	5.11
000937.SZ	冀中能源	29.31	6.21	
002128.SZ	电投能源	26.04		

资料来源：各公司年报，首创证券

表9 国内主要煤炭企业储量情况（续）

证券代码	简称	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	证实储量（亿吨）
601699.SH	潞安环能	23.31	9.03	9.03
600546.SH	山煤国际	21.58	8.26	7.27
601101.SH	昊华能源	21.13	11.41	6.39
600123.SH	兰花科创	17.28	7.66	4.09
600508.SH	上海能源	12.86	5.97	4.26
600403.SH	大有能源	11.68	6.22	2.41
600971.SH	恒源煤电	10.22	4.84	1.68
600758.SH	辽宁能源	9.35	3.52	2.75
600997.SH	开滦股份	7.32	3.88	3.17
000723.SZ	美锦能源	7.01		
601011.SH	宝泰隆	5.11		
000571.SZ	ST大洲	2.67		
600397.SH	安源煤业	1.49	0.93	0.93
000552.SZ	甘肃能化		7.86	
600121.SH	郑州煤电		2.58	0.87

资料来源：Wind，首创证券

3.1 核心标的推荐

□ 上市公司基本面分析：资产结构好，长期风险抵御能力强。

资产结构分析：当前煤炭企业资产负债率较为合理，部分优秀煤企资产负债率低于50%，神华、陕煤2022年年末资产负债率26.13%、35.93%。财务费用水平也处在非常低的水平，整体看煤炭企业目前资产结构大幅改善，未来应对风险能力增强。部分个股短期债务规模较大，资产负债率较高，值得关注。

表10 国内主要动力煤及无烟煤企业资产债务情况

代码	简称	资产总额 亿元	负债总额 亿元	长期负 债 亿元	短期借 款 亿元	资产负 债率 %	账面现金 亿元	财务费用 亿元
000552.SZ	甘肃能化	271.80	138.56	15.26	21.47	50.98	75.68	2.35
002128.SZ	电投能源	421.21	148.05	82.75	5.02	35.15	18.59	3.08
600121.SH	郑州煤电	139.21	112.28		25.86	80.65	38.16	1.88
600123.SH	兰花科创	303.42	150.42	21.26	33.29	49.58	53.65	3.23
600188.SH	兖矿能源	2957.96	1677.10	382.24	13.19	56.70	451.78	50.52
600348.SH	华阳股份	699.20	403.08	100.47	47.91	57.65	174.35	4.97
600397.SH	安源煤业	88.88	84.16	1.58	41.09	94.69	12.45	2.40
600403.SH	大有能源	222.98	136.43	6.93	47.14	61.18	55.12	2.21
600546.SH	山煤国际	452.76	265.58	34.68	16.39	58.66	102.55	4.68
600971.SH	恒源煤电	208.33	89.35	6.66	11.63	42.89	74.43	0.05
601001.SH	晋控煤业	422.16	210.26	23.74	15.42	49.81	188.16	2.41
601088.SH	中国神华	6217.01	1624.56	384.38	52.16	26.13	1,705.03	8.77
601101.SH	昊华能源	298.05	160.81	77.31		53.96	54.58	3.32
601225.SH	陕西煤业	2152.60	773.43	41.63	2.00	35.93	473.87	-6.08
601898.SH	中煤能源	3401.09	1750.51	395.07	2.05	51.47	910.26	37.28
601918.SH	新集能源	337.06	212.95	78.26	14.81	63.18	14.06	6.44

资料来源：各公司2022年年报，wind，首创证券

表11 国内主要炼焦煤及焦化企业资产债务情况（续）

代码	简称	资产总额 亿元	负债总额 亿元	长期负 债 亿元	短期借 款 亿元	资产负 债率 %	账面现金 亿元	财务费用 亿元
炼焦煤								
000937.SZ	冀中能源	514.86	265.55	15.61	113.97	51.58	107.06	5.04
000983.SZ	山西焦煤	957.38	526.51	67.91	17.26	54.99	175.91	11.56
600157.SH	永泰能源	1038.61	562.78	169.78	32.15	54.19	21.88	24.63
600395.SH	盘江股份	300.45	174.61	33.09	16.16	58.12	45.71	1.57
600508.SH	上海能源	193.40	72.03	9.99		37.24	31.86	0.79
600985.SH	淮北矿业	840.35	460.33	60.79	19.60	54.78	84.53	6.33
600997.SH	开滦股份	290.54	133.17	7.74	11.90	45.84	74.67	2.29
600758.SH	辽宁能源	149.32	96.37	0.95	40.87	64.54	28.87	2.34
601666.SH	平煤股份	741.57	493.82	13.64	72.61	66.59	140.82	11.86
601699.SH	潞安环能	947.89	455.78	0.98	17.60	48.08	310.91	7.27
焦化								
000723.SZ	美锦能源	365.65	200.23	6.17	5.00	54.76	48.19	3.26
600408.SH	安泰集团	52.08	26.82	0.84	2.64	51.49	1.32	1.36
600740.SH	山西焦化	234.57	87.86	16.92	35.18	37.46	18.81	2.20
600792.SH	云煤能源	94.02	61.52	7.01	7.93	65.43	8.23	0.85
601011.SH	宝泰隆	133.93	50.17	4.84	2.98	37.46	2.05	0.95
601015.SH	陕西黑猫	213.53	103.54	7.60	22.20	48.49	20.28	2.97
603113.SH	金能科技	163.26	76.18	1.00	37.90	46.66	17.07	1.71

资料来源：各公司2022年年报，wind，首创证券

3.1 核心标的推荐

□ 上市公司基本面分析：盈利能力强，高分红行稳致远。

盈利能力分析：2022年上市公司收入盈利整体较好，四家动力煤企业营业收入过千亿元，分别是中国神华、中煤能源、兖矿能源、陕西煤业，分红率超过60%的标的有：中国神华、山煤国际、兖矿能源、陕西煤业、山西焦煤、冀中能源、潞安环能、陕西黑猫。

表12 国内主要动力煤以及无烟煤企业盈利及分红情况

代码	简称	营业收入 亿元	归母净利润 亿元	扣非归母 亿元	分红率 %	股息率 %	ROA %	ROE %
000552.SZ	甘肃能化	122.61	31.69	6.77	20.37	4.22	15.36	29.59
002128.SZ	电投能源	267.93	39.87	38.60	28.11	3.76	11.80	18.17
600121.SH	郑州煤电	44.23	0.68	0.69			2.31	4.21
600123.SH	兰花科创	141.56	32.24	35.27	35.44	12.11	11.16	22.57
600188.SH	兖矿能源	2,008.29	307.74	304.66	*69.15	14.50	13.49	37.78
600348.SH	华阳股份	350.42	70.26	73.64	30.02	11.29	11.70	29.40
600397.SH	安源煤业	89.16	-0.77	-0.90			-0.84	-12.15
600403.SH	大有能源	85.89	15.55	14.96	66.09	10.29	8.41	20.44
600546.SH	山煤国际	463.91	69.81	71.88	63.89	15.81	24.10	52.01
600971.SH	恒源煤电	83.86	25.13	25.22	47.76	12.92	12.99	23.08
601001.SH	晋控煤业	160.82	30.44	29.76	*34.64	6.70	10.68	23.03
601088.SH	中国神华	3,445.33	696.26	703.37	72.77	8.40	13.29	18.07
601101.SH	昊华能源	92.87	13.44	17.05	36.44	5.88	7.45	13.36
601225.SH	陕西煤业	1,668.48	351.23	294.11	60.17	12.04	26.50	37.35
601898.SH	中煤能源	2,205.77	182.41	181.12	*30.00	4.96	7.67	14.92
601918.SH	新集能源	120.03	20.64	20.72		2.58	7.19	19.80

资料来源：各公司2022年年报，首创证券 注：标*数据为尚未完成实施，股息率计算基准日期为6月28日收盘价。

表13 国内主要炼焦煤及焦化企业盈利及分红情况（续）

代码	简称	营业收入 亿元	归母净利润 亿元	扣非归母 亿元	分红率 %	股息率 %	ROA %	ROE %
炼焦煤								
000937.SZ	冀中能源	360.36	44.58	43.95	79.27	13.33	10.29	21.26
000983.SZ	山西焦煤	651.83	107.22	93.35	63.54	13.06	15.92	38.57
600157.SH	永泰能源	355.56	19.09	16.65			1.57	4.42
600395.SH	盘江股份	118.43	21.94	21.34	*40.11	5.84	8.86	23.80
600508.SH	上海能源	126.34	17.40	14.77	30.32	5.01	9.30	15.37
600985.SH	淮北矿业	692.25	70.10	69.71	37.16	9.18	9.07	23.11
600997.SH	开滦股份	260.04	18.51	17.00	49.75	9.68	5.24	13.45
600758.SH	辽宁能源	66.19	1.95	1.95			1.28	3.76
601666.SH	平煤股份	360.44	57.25	57.45	35.18	11.55	8.95	29.70
601699.SH	潞安环能	542.97	141.68	143.66	60.17	17.63	16.50	34.00
焦化								
000723.SZ	美锦能源	246.00	22.09	22.46			6.76	16.43
600408.SH	安泰集团	126.96	-2.97	-2.95			-5.68	-11.14
600740.SH	山西焦化	120.75	25.82	25.45	19.85	3.83	11.69	19.40
600792.SH	云煤能源	75.41	-1.81	-1.69			-2.23	-5.53
601011.SH	宝泰隆	37.73	1.52	1.49			0.98	2.16
601015.SH	陕西黑猫	232.00	2.78	2.94	73.49	2.18	1.12	3.23
603113.SH	金能科技	168.01	2.49	0.12	40.84	1.47	1.69	2.85

资料来源：各公司2022年年报，首创证券 注：标*数据为尚未完成实施，股息率计算基准日期为6月28日收盘价。

3.1 核心标的值得长期持有

□ 煤价中长期高位可期：拥有资源与成本优势标的为长期持有首选

目前看动力煤龙头企业储量多，可采年限较长，暂无资源枯竭的危机，在中长期产能衰减的背景下，龙头标的值得长期持有，尤其是产能规模较大的神华、陕煤和中煤，其中陕煤产能持续增长，拥有核心产区的核心矿区，未来将持续受益，神华煤电一体，经营稳健，分红高，值得长期持有，中煤当前PB小于1，未来有望得到价值重估。

高弹性标的陕西煤业：公司目前核定产能总量达到1.62亿吨/年，其中97%以上位于神东、陕北、黄陇三个国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地，拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号五对千万吨级矿井，还有多座增产潜能矿井（孙家岔、黄陵一号、二号矿井），资源禀赋以及规模化成本优势明显（核心优势），分红派息超60%。

一体化龙头中国神华：中国神华作为中国最大的煤炭生产企业，拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等优质煤炭资源，产能合计3.4亿吨/年，权益产能约2.9亿吨/年。2022 年底本集团控制并运营的发电机组装机容量 40301 兆瓦。同时拥有2408 公里铁路运输，总装船能力约 2.7 亿吨/年的综合港口和码头，拥有约 2.18 百万载重吨自有船舶的航运船。生产、运输、下游板块之间深度合作、有效协同是公司核心竞争优势。

海内外布局兖矿能源：煤炭、化工、电力业务为三大主力业务，国内山东本部、陕蒙地区以及澳洲拥有优质煤炭产能。总产能1.1亿吨/年以上，充分享受海内外煤炭价格上涨。2022 年建设规模 1200 万吨/年的营盘壕煤矿投入生产，金鸡滩煤矿获得 200 万吨/年产能核增，凸显成长性。

中特股标的中煤能源：大型煤炭央企，当前PB<1。公司2022年大海则煤矿整体成功试运转，建设规模获批调增500万吨/年至2000万吨/年，平朔集团东露天、安家岭2处露天矿产能分别核增500万吨/年通过现场审查，新疆106煤矿产能核增60万吨/年获得批复。此外，在建项目中建设规模240万吨/年的依兰第三煤矿，已于2022年完成竣工验收，里必煤矿和苇子沟煤矿预计2025年竣工。

3.1 核心标的推荐

□ 煤价中长期高位可期：拥有资源与成本优势标的为长期持有首选

炼焦煤作为煤炭较为稀缺的品种，中长期价值中枢有望稳步提升，炼焦煤作为市场化程度最高的煤炭品种，周期性强，目前板块标的整体估值水平低、分红高，值得长期持有。

价值与成长兼备之山西焦煤：公司2022年以发行股份及支付现金方式收购4座煤矿，产能增长达到1100万吨/年，对应权益产能超513万吨/年，预计自2023年起产能将逐步得到释放。截至2022年末，公司共拥有17座矿井，其中在产矿井16座，在建矿井1座；总产能将达到4890万吨/年。持续的资产注入将稳固公司在炼焦煤行业内的龙头地位，凸显成长性。当前公司估值低、分红高，值得长期持有。

高新技术企业潞安环能：喷吹煤龙头之一，公司现有生产矿井18座，合计先进产能4730万吨/年，公司作为首个将贫煤、贫瘦煤应用到高炉喷吹的过程中，自主研发的高炉喷吹技术被认定为国家标准，是全国煤炭企业唯一连续获评的高新技术企业，享受15%的优惠企业所得税率。未来有集团资产注入预期以及当前估值低，盈利稳定且分红高。

区域炼焦煤龙头淮北矿业：公司是华东地区品种最全、单个矿区冶炼能力最大的炼焦煤生产企业，煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚，煤种优质有着很强的市场竞争力，此外区位优势明显，公司800万吨/年的陶忽图动力煤项目已获得国家发改委审批，产能规模再上台阶。煤炭板块有望持续保持高毛利水平；化工业务板块甲醇产能规模不断扩张，未来产能、盈利规模有望进一步增加，看好公司长期投资价值。

风险提示

1、产量大幅增加

煤炭产量快速释放、煤炭新建产能进展加速导致煤炭新增产量快速增加，行业整体出现供给过剩。

2、清洁能源发电超预期

新能源以及水电等清洁能源发电大幅增长，在用电结构中占比大幅提升，导致火电需求大幅下降，动力煤消费量大幅下滑。

3、高价格弹性的市场用煤需求不及预期

经济增长不及预期等导致化工、建材等高价格弹性用煤持续减少而导致定价完全市场化的用煤需求量大幅下降。地产、基建推进不及预期。

4、地产、基建政策不及预期

导致房地产、基建开工、投资不足，炼焦煤需求大幅不及预期。

5、煤炭价格大幅下降

海外局势变化导致能源价格大幅下降，进口数量大幅增长等导致国内煤价大幅下行。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，分析师将对报告的内容和观点负责。分析师薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。

，首创证券不因收件人收到本报告而视其为首创证券的客户。本

300指数的涨跌幅为基准

报告所载的全部内容仅供客户做参考之用，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。客户需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经首创证券书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

投资评级说明

1. 投资建议的比较标准投资评级分为股票评级和行业评级以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准
2. 投资建议的评级标准报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载