

煤炭开采行业深度：印度正在成为海外煤价的风向标

评级：推荐(维持)

陈晨(证券分析师)

S0350522110007

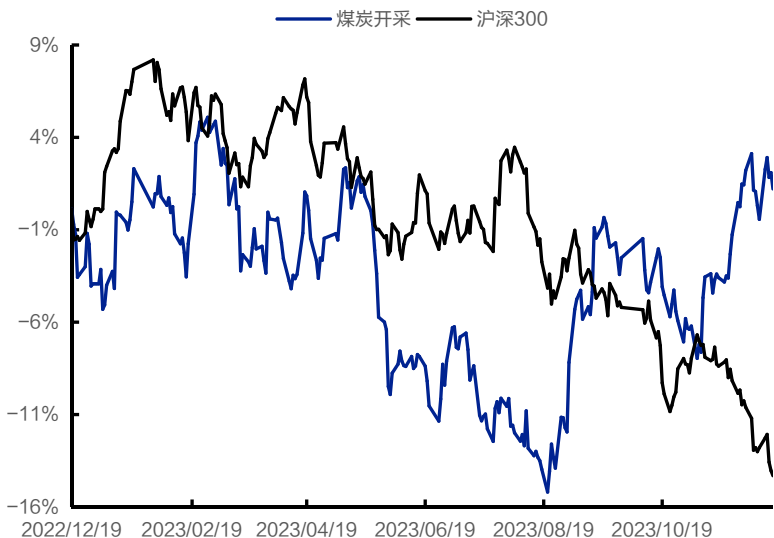
chenc09@ghzq.com.cn

王璇(证券分析师)

S0350523080001

wangx15@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	5.4%	5.9%	7.7%
沪深300	-5.4%	-9.9%	-12.6%

相关报告

《煤炭开采行业周报：从潞安环能公告看资源价款增值（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2023-12-24

《2023年煤价复盘&2024年煤炭行业供需平衡表测算（推荐）*煤炭开采*王璇，陈晨》——2023-12-18

《煤炭开采行业周报：寒潮来临日耗全面提升，海内外动力煤价格同步上涨（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2023-12-17

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

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

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2023/12/27	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	31.65	3.50	3.17	3.31	9.0	10.0	9.6	买入
601225.SH	陕西煤业	20.75	3.62	2.29	2.56	5.7	9.1	8.1	买入
600188.SH	兖矿能源	20.50	6.30	2.83	3.10	3.3	7.2	6.6	买入
601898.SH	中煤能源	10.02	1.38	1.59	1.73	7.3	6.3	5.8	买入
600546.SH	山煤国际	17.70	3.52	2.80	2.87	5.0	6.3	6.2	买入
600256.SH	广汇能源	7.12	1.73	1.08	1.36	4.1	6.6	5.2	买入
601699.SH	潞安环能	22.58	4.74	3.21	3.39	4.8	7.0	6.7	买入
000983.SZ	山西焦煤	10.00	2.09	1.24	1.31	4.8	8.0	7.6	买入
600348.SH	华阳股份	9.94	2.92	1.43	1.57	3.4	7.0	6.3	买入
000933.SZ	神火股份	16.28	3.39	2.54	2.95	4.8	6.4	5.5	买入
600985.SH	淮北矿业	17.08	2.83	2.65	2.83	6.0	6.5	6.0	买入
601666.SH	平煤股份	11.77	2.47	1.64	1.78	4.8	7.2	6.6	买入
600123.SH	兰花科创	11.18	2.82	1.53	1.70	4.0	7.3	6.6	买入
601918.SH	新集能源	5.41	0.80	0.95	1.00	6.8	5.7	5.4	买入
601001.SH	晋控煤业	12.70	1.82	1.73	2.20	7.0	7.3	5.8	买入

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所

- ◆ 印度资源丰富，煤炭产量居世界前列，拥有约14.2亿人口（2022年），20世纪90年代以来，国内服务业发展迅速，能源消费量也不断攀升，从2010年的22.48艾焦提升至2022年的36.44艾焦，2010-2022年CAGR+4.1%，2022年能源消费量在全球排名第三，对全球能源消费影响重大。
- ◆ 印度煤炭资源丰富，但炼焦煤较为稀缺。截至2022年4月，印度测量储量为1871.05亿吨，主要以非炼焦煤为主，占比约为88.84%，炼焦煤储量较少，合计占比只有11.16%，总体热值分布在3400-4900大卡/千克，相对偏低。截至2023年4月，印度在运营煤炭项目产能为7.83亿吨，拟建设项目5.58亿吨，八成项目仍处于勘探阶段。据印度煤炭部预测，2022-23财年全国原煤产量预计将达到8.93亿吨，2029-30财年将达到15.5亿吨，其中非炼焦煤占主要部分。
- ◆ 尽管印度有充足的煤炭储备，但无法满足自己生产的需求，需要靠进口弥补。2014-15财年以来，印度煤炭进口量整体在2-2.5亿吨区间波动，2022-23财年实现进口数量2.38亿吨，同比增长13.9%，主要进口非炼焦煤，在1.5-2亿吨区间内，占比分布在73%-78%，炼焦煤进口量略有下滑，实现5605万吨（同比减少107万吨），占比为24%。分国别来看，炼焦煤进口以澳大利亚为主，2022-23财年进口澳焦煤约3010万吨，占比54%，非炼焦煤供给以印度尼西亚为主，2022-23财年进口印尼约1.08亿吨，占比59%。
- ◆ 电力行业是印度煤炭的主要消费领域，2022-23财年，印度电力部门消费共7.86亿吨原煤（公共部门+自备电），合计占比89.6%，据电力部预测，印度2023-24财年发电量预计将提升至1750BU，结合实际发电量，预计2023-24财年增速在7.7%-10.8%区间内，预计未来随着发电量的持续增长，电煤需求有望不断提升；焦煤需求充分受益国内制造业、基建发展，印度计划到2030-31财年(截至2031年3月31日)使粗钢年产能提高至3亿吨，粗钢产量达到2.55亿吨（平均值），乐观情形下达到2.74亿吨，预计2030-31财年印度焦精煤需求将达到1.6亿吨左右。下游景气度向好，有望拉动印度国内煤炭需求上涨。
- ◆ 根据供需平衡表，预计印度焦精煤进口量将从2022财年的5600万吨提升至2029财年的超过1.1亿吨，每年增量大约在700-900万吨之间；非炼焦煤方面，考虑印度国内产量不断释放，而需求也在持续增长，未来年度进口量预计可能在1.5-2.0亿吨之间，但也存在超预期增长的可能性，未来仍需关注印度国内产量增长计划的落实情况和需求实际表现。

- ◆ **投资建议与行业评级：**印度作为国际能源消费大国，也是煤炭进口前三国家，未来进口需求提升有望拉动海外煤价上涨，也将为国内煤价提供底部支撑。长期来看，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，同时油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求预计仍将持续增长。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。未来若干年，我们预计煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，建议淡化煤价短期波动，把握煤炭板块价值属性，**维持行业“推荐”评级。**
- ◆ **动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。冶金煤建议关注：潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。煤炭+电解铝建议关注：神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。无烟煤建议关注：华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。
- ◆ **风险提升：**1) 印度经济增速不及预期风险。2) 可再生能源持续替代风险。3) 印度国内钢铁产能提升不及预期风险。4) 印度国内煤炭产量增速超预期。5) 测算或有误差，以实际为准。

1

印度为何值得被研究？

2

国有企业垄断下产量持续扩张，焦煤具备稀缺性

3

当前仍依赖进口，煤炭主要来自澳洲和印尼等国

4

下游行业景气度高，煤炭需求增长空间广阔

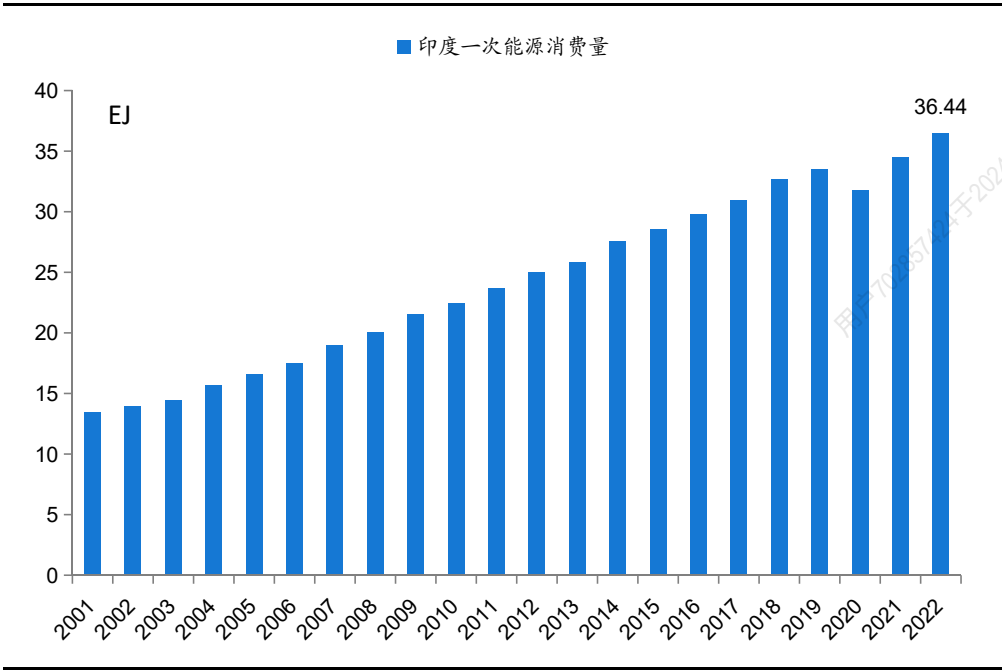
5

行业评级及风险提示

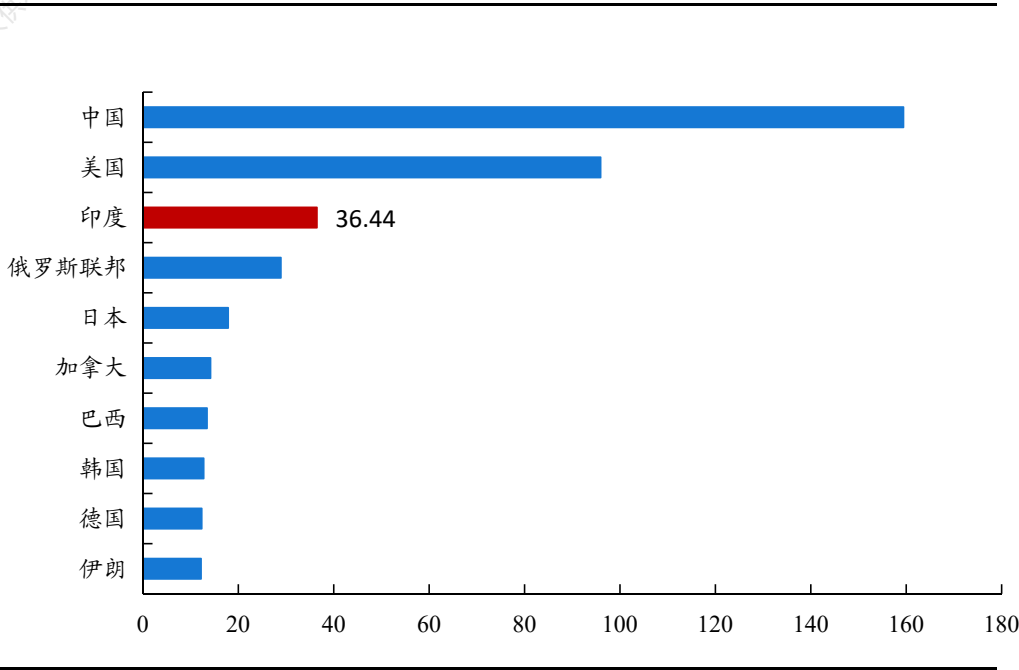
1.1、印度对全球能源消费影响重大

- ◆ 印度资源丰富，煤炭产量居世界前列，拥有约14.2亿人口（2022年），独立后经济有较大发展。农业由严重缺粮到基本自给，工业形成较为完整的体系，自给能力较强。20世纪90年代以来，服务业发展迅速，占GDP比重逐年上升，成为全球软件、金融等服务业重要出口国，且近年来汽车、电子产品制造、航空和空间等新兴工业也迅速发展。
- ◆ 一次能源消费量不断攀升，据BP统计，印度一次能源消费总量从2010年的22.48艾焦提升至2022年的36.44艾焦，2010-2022年CAGR+4.1%，其中2022年同比上涨5.6%，2020年受疫情影响，能源消费总量略有下降。
- ◆ 对全球能源消费影响重大，2022年印度能源消费量在全球排名第三，仅次于中国（159.39艾焦）与美国（95.91艾焦）。

图表：印度一次能源消费量



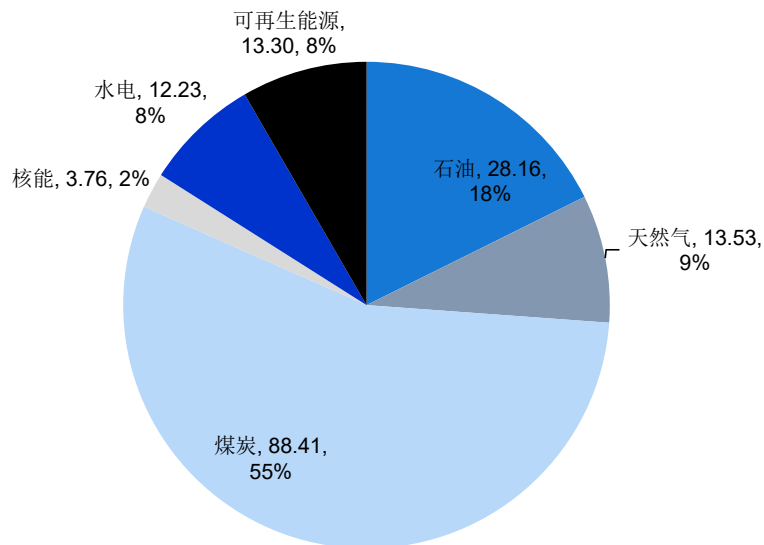
图表：2022年能源消费量排名前十国家具体情况（艾焦）



1.2、印度能源结构与中国相似，为全球第三大煤炭进口国家/地区

- ◆ 印度与中国能源结构相似，都以煤炭作为主体能源，核电以及清洁能源占比较小。据BP统计，2022年，中国、印度煤炭分别消费88.41艾焦、20.09艾焦，分别占各自能源消费总量的55%、55%，起到能源支柱作用，其次是石油、天然气等其他化石燃料。2022年，印度化石燃料消费量合计占到总能源消费量的近89%，清洁能源占比较少，其中可再生能源、水电分别仅占6%、4%；
- ◆ 印度也是全球第三大煤炭进口国家/地区，2022年煤炭进口总量为5.01艾焦，仅次于中国（5.83艾焦）、其他亚太地区（5.72艾焦）。

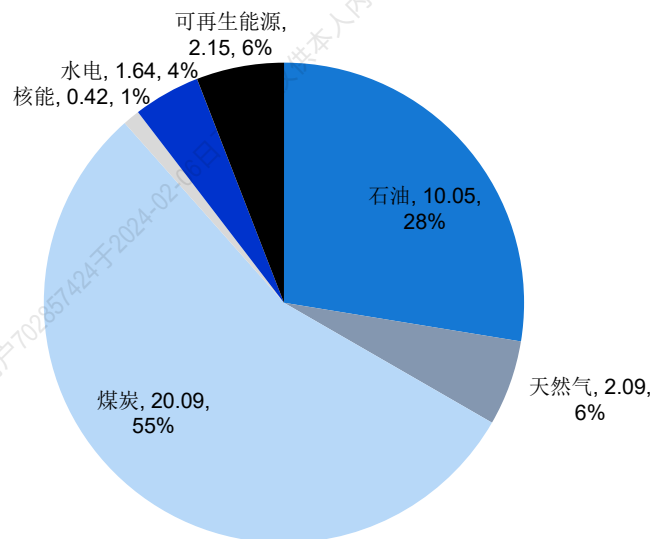
图表：2022年中国能源消费结构



EJ、%

资料来源：BP、国海证券研究所

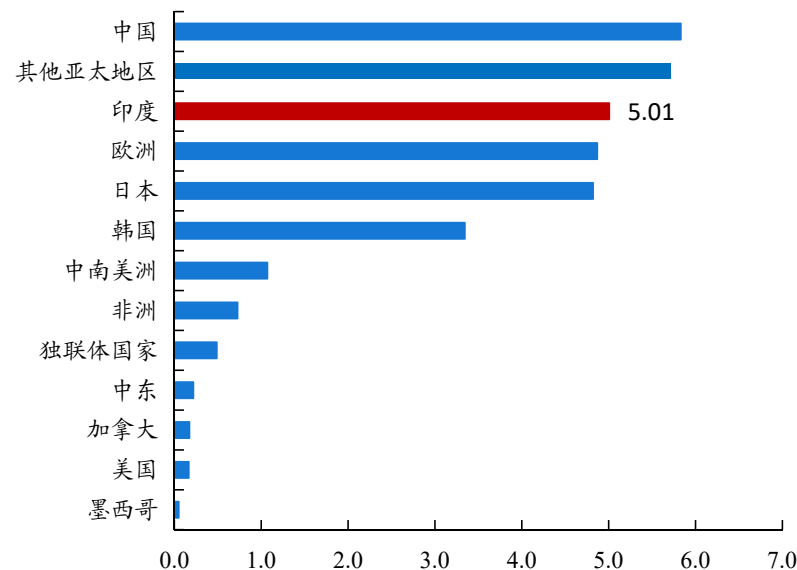
图表：2022年印度能源消费结构



EJ、%

资料来源：BP、国海证券研究所

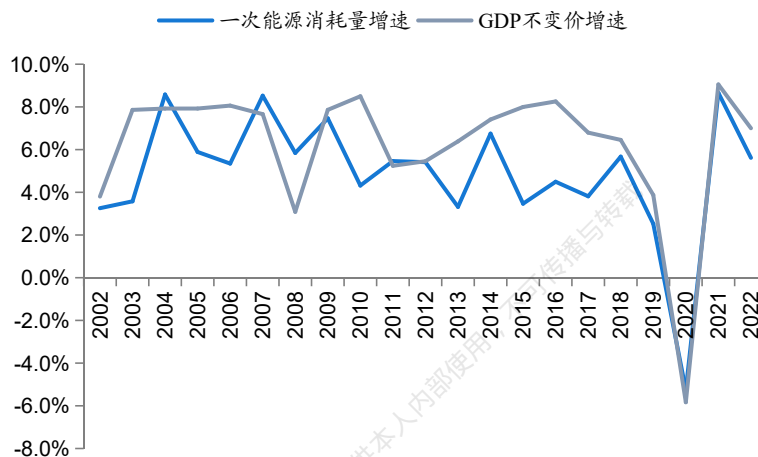
图表：2022年全球主要煤炭进口国家实际进口量（艾焦）



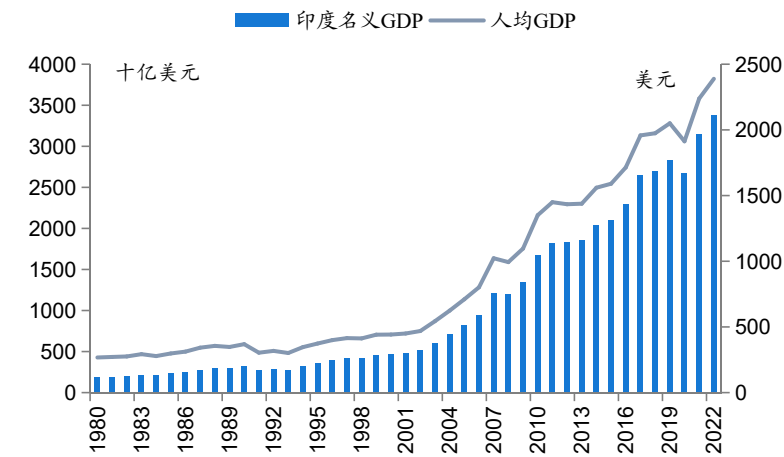
资料来源：BP、国海证券研究所

1.3、印度能源消费总量上涨的背后是经济快速发展

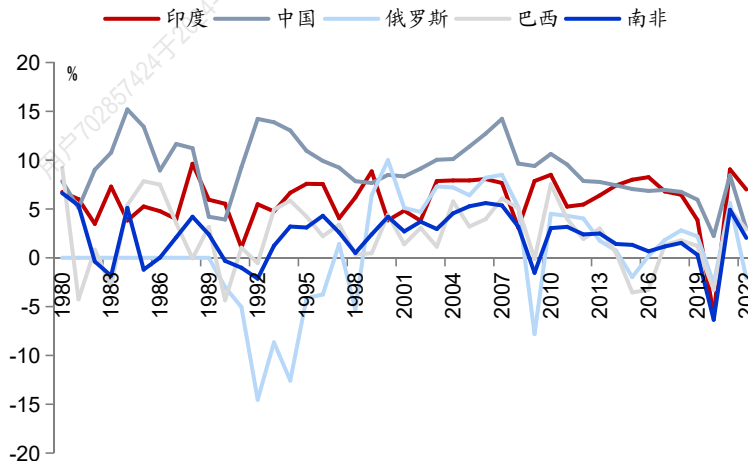
图表：印度能源消费量增速与GDP增速高度相关



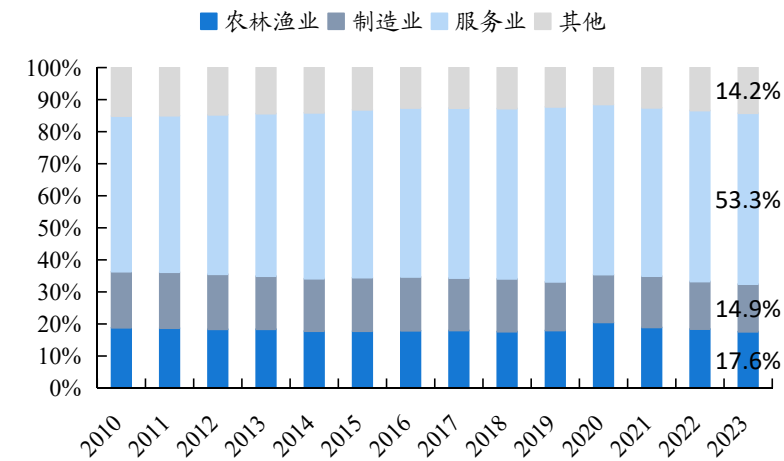
图表：印度经济不断增长



图表：金砖五国实际GDP增速比较



图表：印度经济结构（截至2023年6月）



◆ 印度能源消费不断上涨，主要得益于经济的快速发展，两者表现出高度正相关。从两者关系来看，自2002年以来，印度能源消费增速整体在3%–9%区间内震荡，而实际GDP增速表现出同步变动。2020年，受疫情拖累，印度经济出现明显下降，能源消费也同步下滑，随后在2021年得到恢复；

◆ 经济总量方面，2000年以来，印度经济实现了快速增长，从4684亿美元快速提升至2022年的33851亿美元，同期人均GDP也从442美元提升至2389美元；

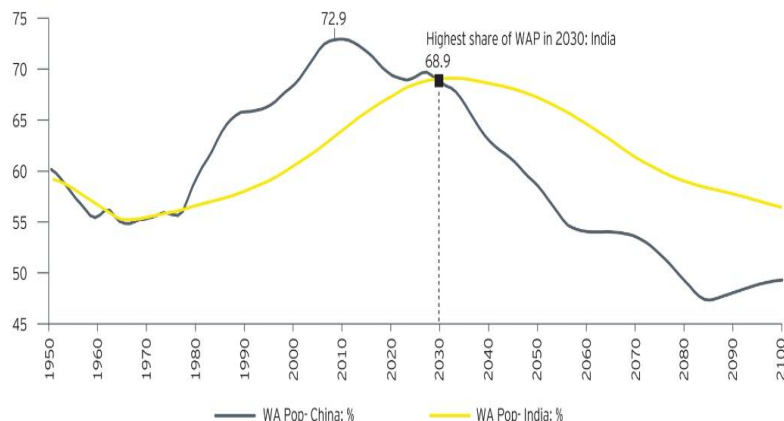
◆ 横向来看，印度在金砖五国中，增速表现也十分出色。1980年以来，印度经济增速多数时期位于金砖国家第二位置，高于巴西、南非以及俄罗斯，仅次于中国；

◆ 从结构上看，服务业一直是印度经济的主体，GDP占比超过一半，而疫情冲击下经济结构出现了分化，一方面旅游、餐饮酒店等服务业备受打击，预计恢复需要3–4年；另一方面，以数字经济、新创企业为代表的新经济快速发展，推动印度经济回升，2022年增速攀升至五国首位。

1.4、经济增长动力源自人口红利+资本流入，未来仍有增长韧性

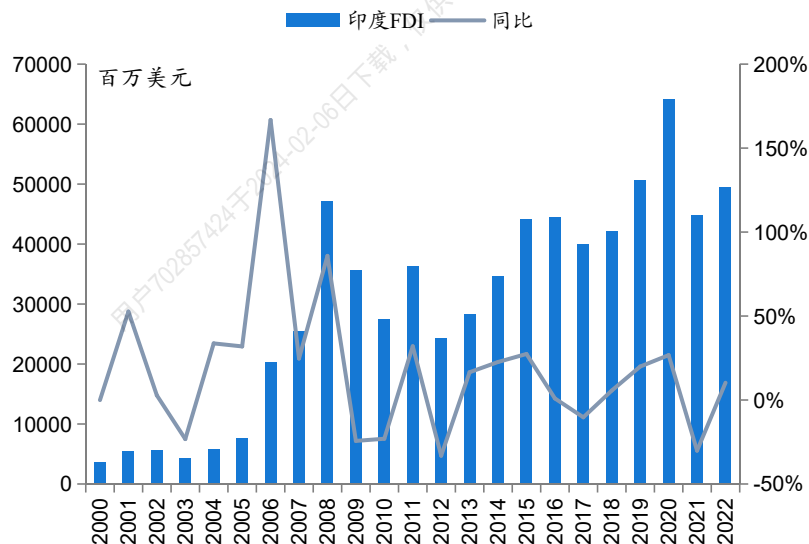
- ◆ 上世纪80年代以来，中国和印度的经济发展均受人口红利的推动，据EYIndia信息，两国的工作人口占比都从1980年的55%附近开始提升，不同于中国2010年前后达峰（72.9%），印度工作人口占比的提升速率明显低于中国，达峰时间也较中国晚，预计于2030年达到峰值68.9%（劳动人口实现10.4亿），并在之后超过中国，这些年轻人口可增强印度在服务业和制造业的竞争优势，让印度经济增长保持韧性；
- ◆ 2004-2010年期间，国际资本快速流入也助力印度经济增长，从50亿美元左右快速提升至最高接近500亿美元水平，随后出现震荡，于2020年达到巅峰近640亿元；
- ◆ 据世界银行预计，未来印度经济增长仍将保持韧性，2023-24至2025-26财年实际GDP增速分别预计达到+6.3%、+6.4%以及+6.5%，其中工业的增速不断提高，未来三年分别+5.7%、+6.4%以及+6.4%，印度工业的发展有望持续提振国际能源市场，拉动国际煤炭市场需求。

图表：中国和印度经济发展均受人口红利的推动



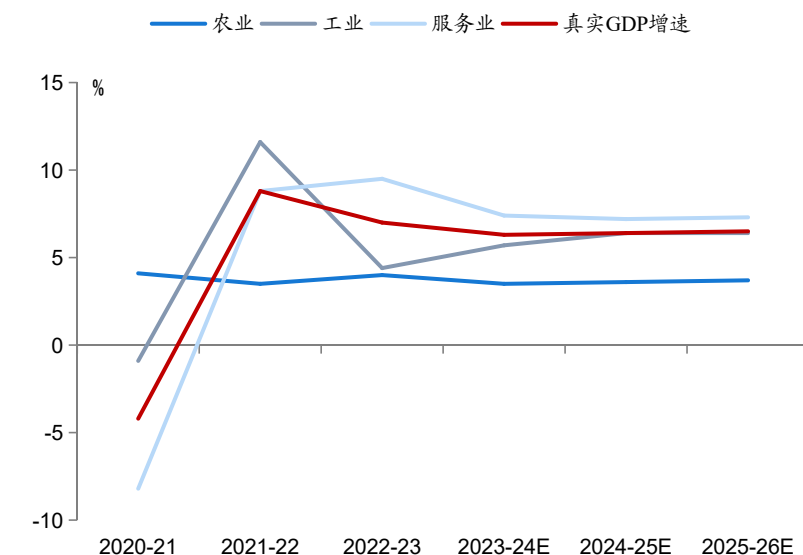
资料来源：EYIndia、国海证券研究所

图表：2005-2010年期间资本快速流入印度



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：预计未来三年印度经济增长仍将保持韧性



资料来源：世界银行、国海证券研究所

1

印度为何值得被研究？

2

国有企业垄断下产量持续扩张，焦煤具备稀缺性

3

当前仍依赖进口，煤炭主要来自澳洲和印尼等国

4

下游行业景气度高，煤炭需求增长空间广阔

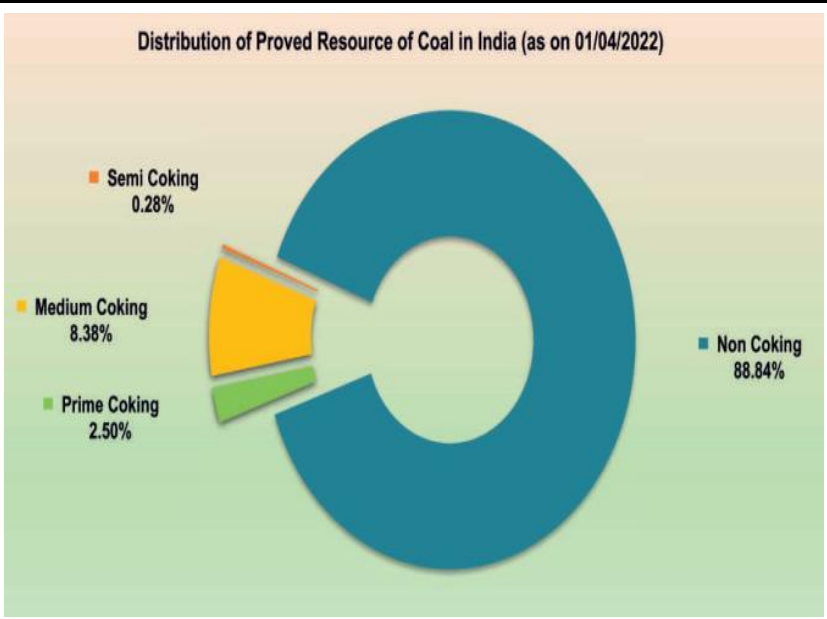
5

行业评级及风险提示

2.1、印度国内炼焦煤较为稀缺

- ◆ 印度炼焦煤较为稀缺。据印度煤炭部数据，截至2022年4月，印度测量储量为1871.05亿吨，证实储量为1472.52亿吨，推测储量270.54亿吨，合计储量3614.11亿吨。分煤种看，主要以非炼焦煤为主，占比约为88.84%，炼焦煤储量较少，合计占比只有11.16%。具体而言，优质炼焦煤占比为2.5%，中等炼焦煤占比8.38%，而半焦煤占比为0.28%。
- ◆ 印度煤炭部将国内煤炭按热值从高到低分成17类，命名G1-G17，其中G1热值（GCV）超过7000大卡/千克，而最低G17热值只在2201-2500大卡/千克区间内，国内煤炭储量主要以G9-G14为主，热值分布在3100-4900大卡/千克，相对偏低。
- ◆ 露天矿占比超过95%。过去十年中，印度露天矿开采量稳步增长，从2013-14财年的91.2%增加到2022-23财年的96.1%（8.58亿吨，含褐煤），而同期井工矿产量仅为0.35亿吨，占比约3.9%。

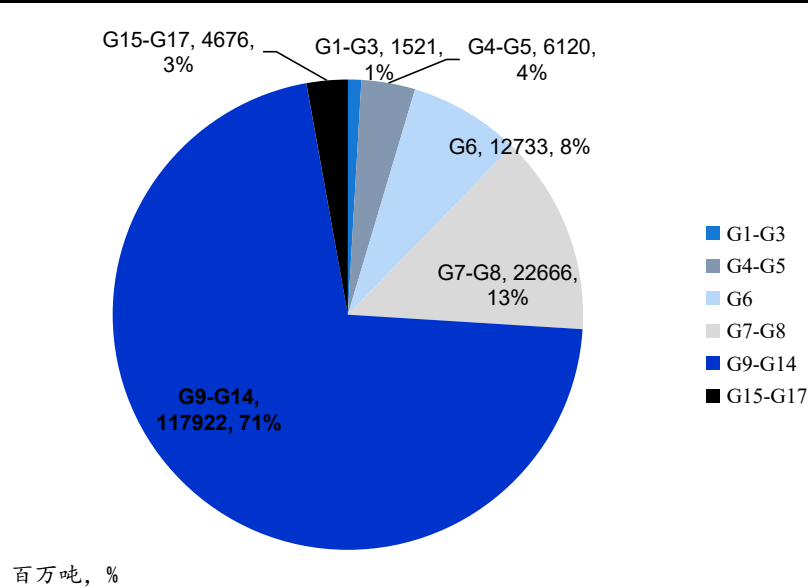
图表：印度煤炭储量分煤种情况



图表：印度煤炭等级分类

Grades	GCV Range (Kcal/Kg)
G1	GCV exceeding 7000
G2	GCV between 6701 and 7000
G3	GCV between 6401 and 6700
G4	GCV between 6101 and 6400
G5	GCV between 5801 and 6100
G6	GCV between 5501 and 5800
G7	GCV between 5201 and 5500
G8	GCV between 4901 and 5200
G9	GCV between 4601 and 4900
G10	GCV between 4301 and 4600
G11	GCV between 4001 and 4300
G12	GCV between 3700 and 4000
G13	GCV between 3400 and 3700
G14	GCV between 3101 and 3400
G15	GCV between 2801 and 3100
G16	GCV between 2501 and 2800
G17	GCV between 2201 and 2500

图表：印度煤炭测量储量以G9-G14为主



2.2、印度拟建设项目5.58亿吨，但八成项目仍处于勘探阶段

- ◆ 据GEM数据，截至2023年4月，印度在运营煤炭项目产能为7.83亿吨，主要分布在奥里萨邦（Odisha、1.7亿吨）、切蒂斯格尔邦（Chhattisgarh、1.41亿吨）、贾坎德邦（Jharkhand、1.3亿吨）、中央邦（Madhya Pradesh、1.12亿吨）；
- ◆ 拟建设项目5.58亿吨，但八成项目仍处于勘探阶段。具体来看，约0.44亿吨/年项目刚处于公布阶段，4.52亿吨/年项目处于勘探阶段，约占81%，约0.53亿吨/年项目刚获批准，而处于开工状态的项目仅0.1亿吨/年，仅为1.8%。考虑印度大部分为露天矿，假设建设周期为3-5年，若勘探及建设过程顺利，预计这4.5亿吨产能将于2026-2028年期间内建成，完全达产时间预计将更晚。

图表：印度未来拟建设煤炭项目（截至2023年4月，单位：百万吨/年）

State	Mine Status		Proposed Mine Details			
	Operating	Proposed Projects	Projects Announced	Projects Under Exploration	Projects Permitted	Projects Under Construction
Total	783	558	44	452	53	10
Odisha	170	190	15	157	18	0
Chhattisgarh	141	124	6	105	13	0
Jharkhand	131	158	11	125	22	0
Madhya Pradesh	112	37	0	32	0	6
Telangana	58	5	0	5	0	0
Maharashtra	52	4	0	4	0	0
Uttar Pradesh	41	5	0	5	0	0
West Bengal	30	11	0	7	0	4
Tamil Nadu	28	23	12	12	0	0
Gujarat	13	2	0	2	0	0
Rajasthan	7	0	0	0	0	0
Assam	1	0	0	0	0	0

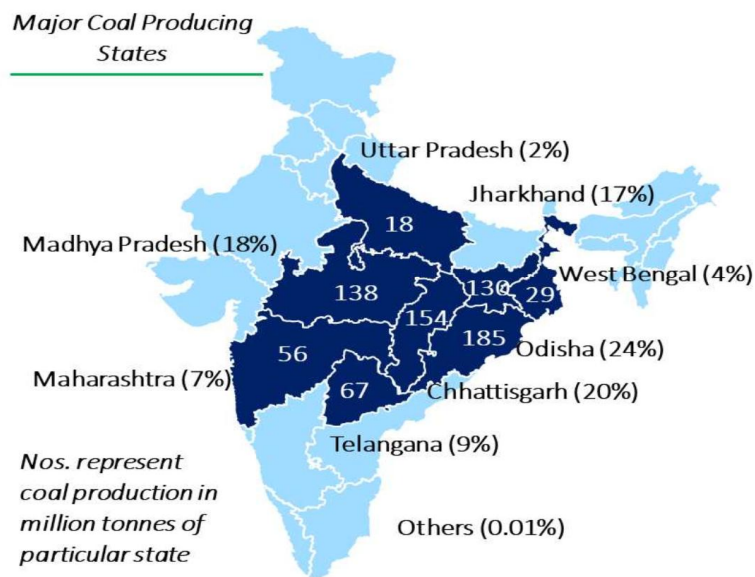
图表：印度各州未来煤炭产量预测表（原煤口径，单位：百万吨/年）

State	Coalfields	FY23(tentative)	FY30
Odisha	Talcher	112.7	292.50
	Ib-Valley	96.29	221.20
Chhattisgarh	Mand-Raigarh	29.08	160.00
	CIC & Korba	178.37	277.00
Madhya Pradesh	Singrauli	163.69	135.00
Jharkhand	North Karanpura	71.7	122.92
	South Karanpura	6.76	12.50
	East Bokaro	14.46	29.15
	West Bokaro	5.48	12.33
	Ramgarh	1.33	3.00
	Giridih	0.2	0.10
	Jharia	36.0	54.00
Maharashtra	Pench Kanhan & Tawa Velley	2.84	4.59
	Wardha Velley, Umrer, Kamptee & Bander	63.6	65.42
Telangana		69.5	90.00
West Bengal	Deoghar/Saharjuri	1.03	2.50
	Mugma-Salanpur	4.86	11.40
	Rajmahal	5.62	23.50
	Raniganj	29.56	32.50
TOTAL		893.07	1549.61

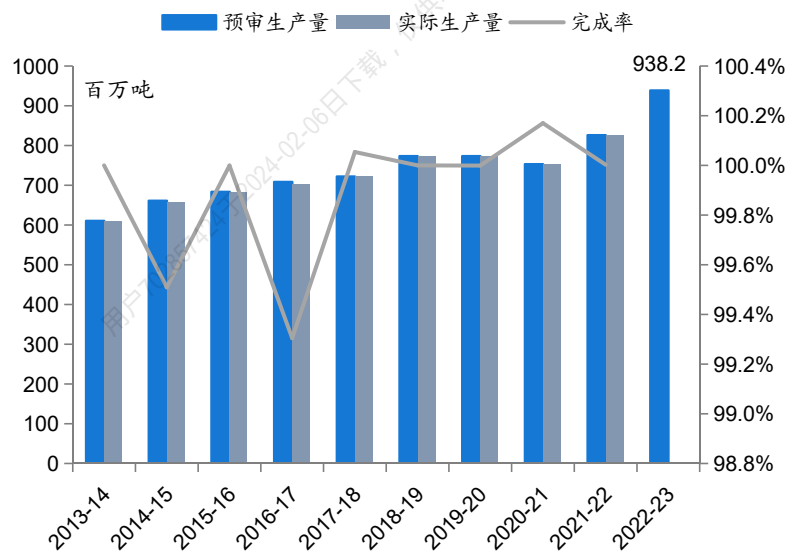
2.3、煤炭生产主要集中在中、东部，炼焦煤产量占比小

- ◆ 印度煤炭生产主要集中在中部、东部地区。主要分布在Odisha（1.85亿吨、24%，2021-22财年数据）、Chhattisgarh（1.54亿吨、20%）、Madhya Pradesh（1.38亿吨，18%）以及Jharkhand（1.3亿吨，17%）；
- ◆ 2013-14财年以来印度煤炭实际生产量整体上保持增长，其中2022-23财年原煤生产量8.93亿吨（预审值，下同），褐煤产量0.45亿吨，合计9.38亿吨，同比上涨13.6%；
- ◆ 分煤种来看，非炼焦煤占印度煤炭产量的主要部分，2018-19财年间占比占比稳定在92%-94%区间内，其中2022-23财年非炼焦煤产量实现8.32亿吨，占比93.2%，而炼焦煤（原煤）实现0.61亿吨，占比仅为6.8%。

图表：印度主要煤炭生产区域（2021-22财年产量数据）

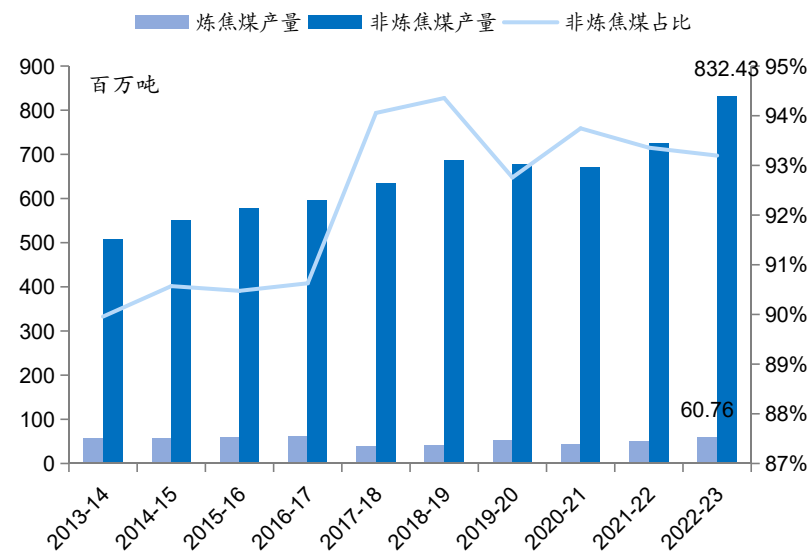


图表：印度国内煤炭产量稳步上涨



资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所
注：生产量为原煤+褐煤口径；2022-23财年产量数据为预审数据，下同

图表：国内分煤种生产情况（原煤口径）



资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所
单位：百万吨

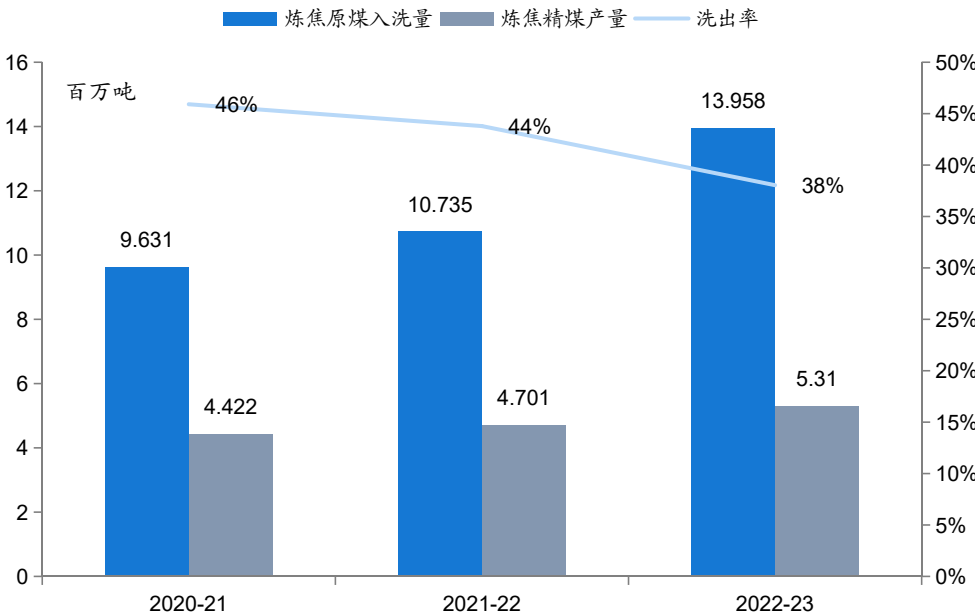
2.4、露天矿剥采比较低，焦煤品质较差且洗出率不高

- ◆ 印度露天矿剥采比较低，生产成本具备优势。一般位于煤层或者矿体上方的岩石、土壤和生态系统称为覆盖层，只有在去除这些覆盖层后，露天矿井才能进行正常的开采工作，而去除覆盖层涉及高昂的成本，因此剥采比（覆盖物移除量/煤炭生产量）称为衡量露天矿成本的重要指标；
- ◆ 近三年全印度剥采比从2020财年的2.67小幅提升至2022财年的2.88，仅略高于标准剥采比2.1，具备一定生产成本优势。分部门来看，公共部门剥采比（2.6-2.83）低于私人部门（3.9-4.18）；
- ◆ 焦煤方面，因国内焦煤品质较低，不满足钢厂生产需求，每年仅少部分焦煤运至洗煤厂，据印度煤炭部数据，2022-23财年运往洗煤厂的焦原煤量为1396万吨，仅为当年焦原煤产量的23.0%。此外，近三年焦精煤洗出率略有下滑，整体洗出率在38%-46%区间内。因此，印度焦煤对进口的依赖程度高。

图表：印度露天矿剥采比低

单位：百万吨	2020-21			2021-22			2022-23		
	覆盖物移除量	露天矿生产量	剥采比	覆盖物移除量	露天矿生产量	剥采比	覆盖物移除量	露天矿生产量	剥采比
CIL	1244.7	569.8	2.18	1335.6	597.0	2.24	1646.6	677.7	2.43
公共部门	1703.4	654.9	2.6	1892.0	715.5	2.64	2322.8	821.1	2.83
私人部门	120.5	29.0	4.16	123.4	29.6	4.18	145.8	37.2	3.91
全印度	1823.9	683.9	2.67	2015.4	745.0	2.71	2468.6	858.3	2.88

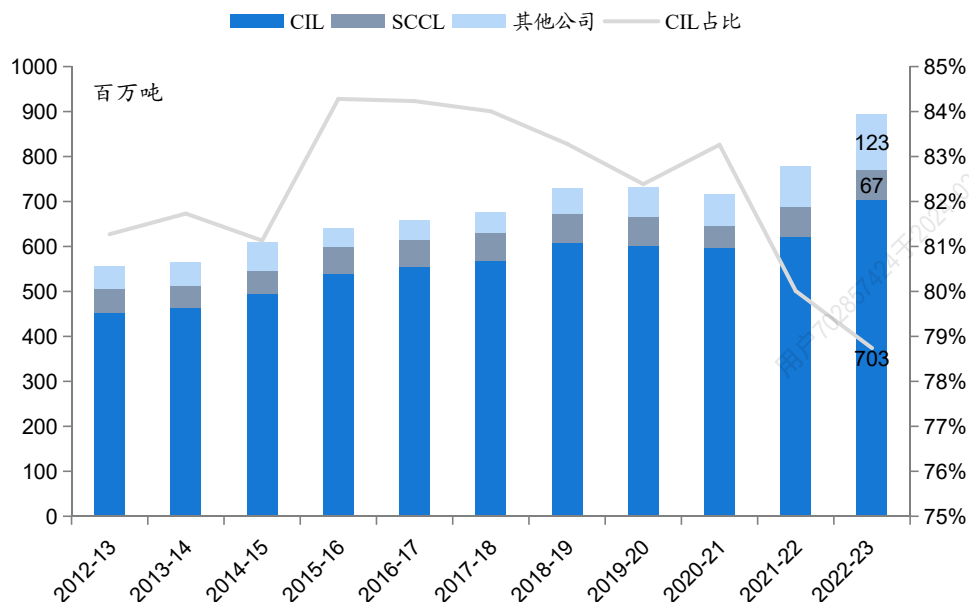
图表：近三年印度炼焦煤洗出率约在38%-46%区间内



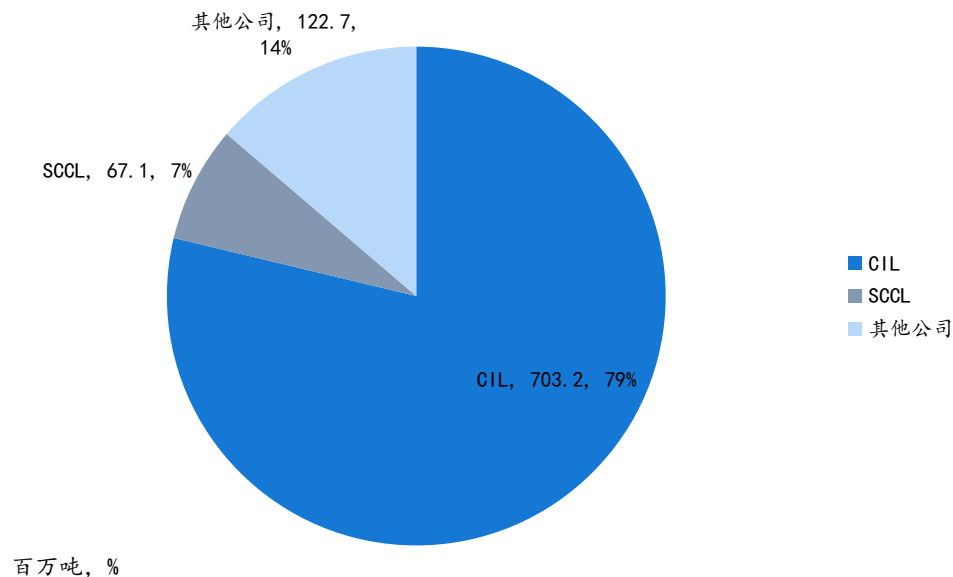
2.5、国有煤炭企业占据垄断地位

- ◆ 印度煤炭生产中，国有煤炭公司占据绝对优势。自2012-13财年以来，印度煤炭公司（CIL）和辛格雷尼煤矿有限公司（SCCL）两家国有企业煤炭产量合计占比在90%左右波动，峰值为93.7%（2015-16财年），几乎垄断煤炭开采行业，近两年随着民营煤企生产量的提升，两家国企占比有所下降；
- ◆ 其中CIL在国内煤炭供应占据垄断地位，近年来稳定为印度全国供应八成左右的产量，2022-23年，CIL生产煤炭7.03亿吨，占比约80%，SCCL生产0.67亿吨，占比约7%，合计占比约86%，CIL产量约为SCCL的10倍，在国内煤炭供给中占据垄断地位，而其他公司生产1.23亿吨，占比14%。

图表：2012-13财年以来各企业煤炭生产情况



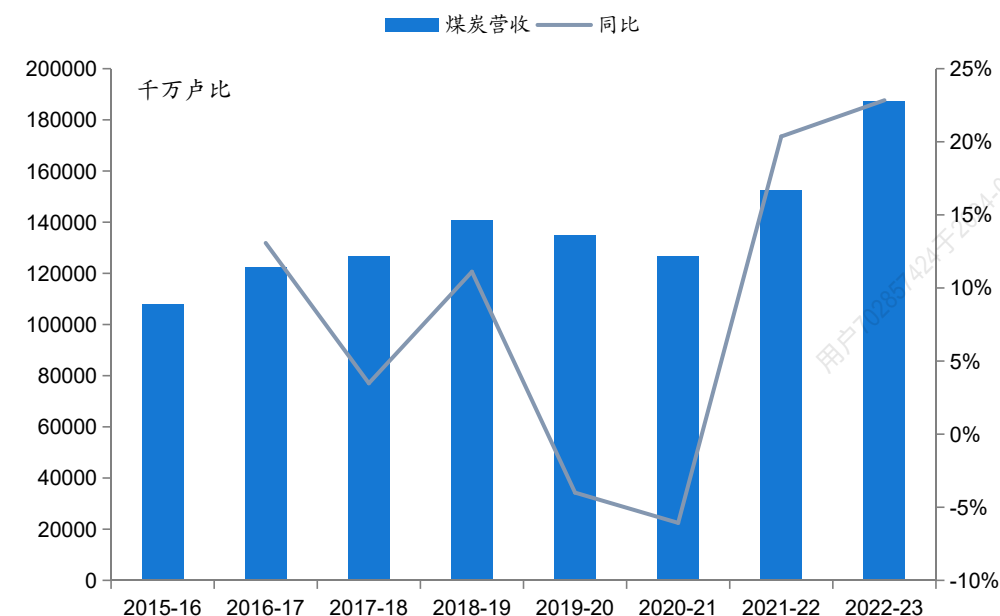
图表：2022-23财年各煤企产量分布



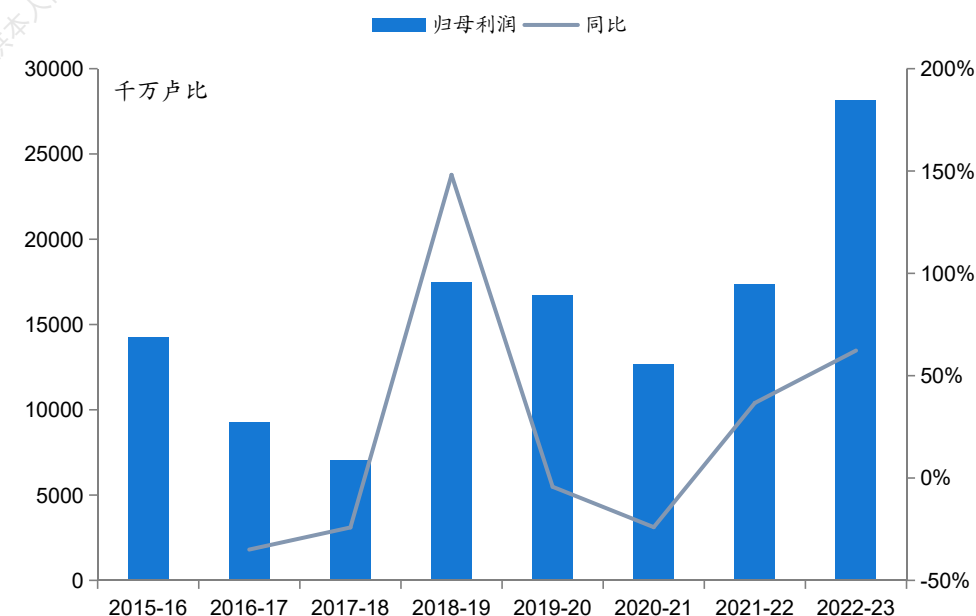
2.6、CIL公司简介

- ◆ 印度煤炭有限公司（CIL），总部位于WestBengal，在印度政府煤炭部的支持下运营，拥有138个地下矿井、171个露天矿井以及13个混合矿井，遍及八个州的83个矿区，对炼钢、化肥、玻璃、电力、水泥、陶瓷、化工、造纸、家用燃料等行业至关重要，满足了印度接近八成的煤炭生产需求。
- ◆ 公司煤炭业务收入整体保持增长态势，2016-2021财年间，煤炭业务板块营收整体保持平稳，2021年以来随着海外煤价上涨，营收出现显著上涨，2022-23财年，公司煤炭业务营收实现187456千万卢比，同比+22.8%，归母净利实现28165千万卢比，同比+62.3%。

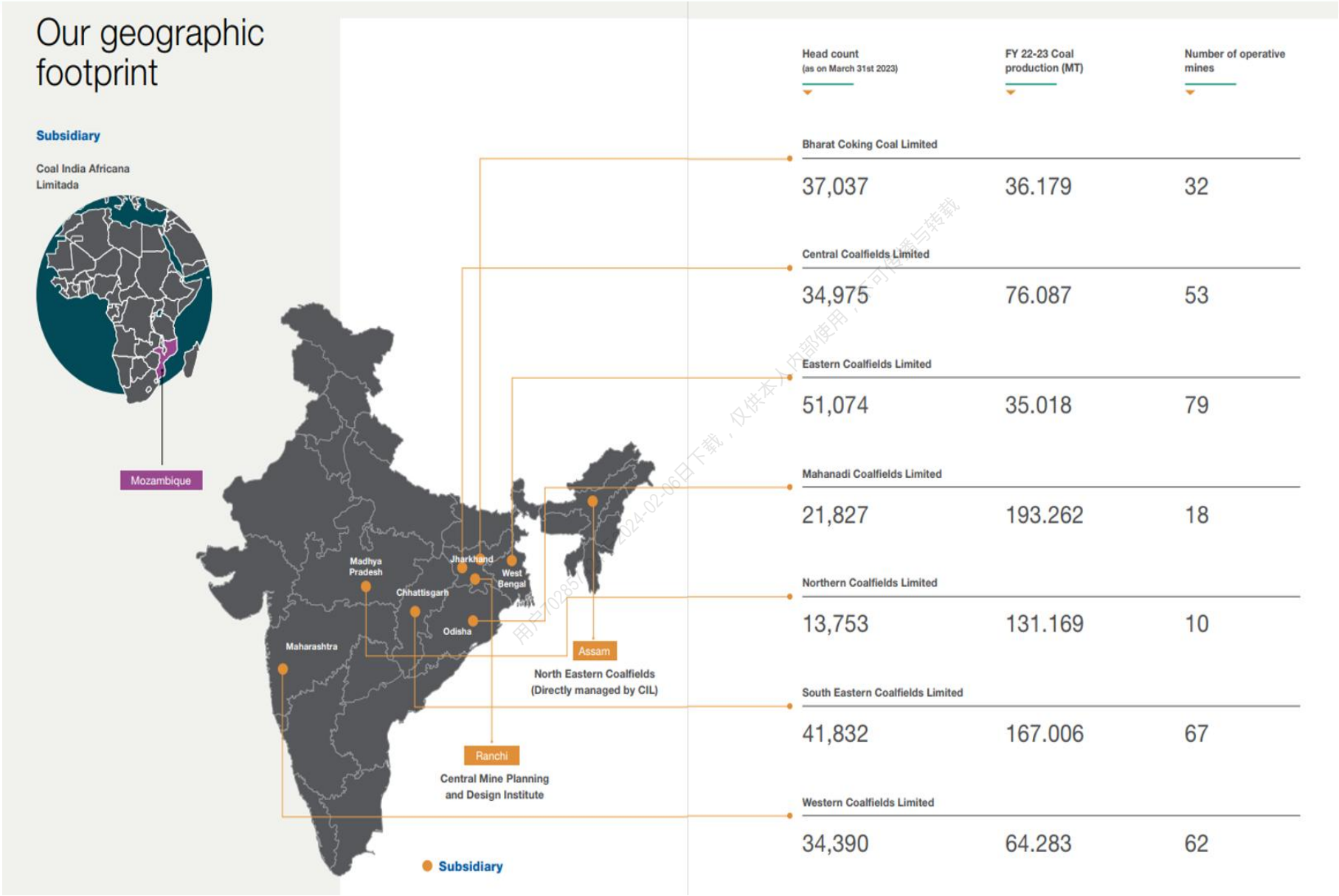
图表：CIL煤炭营收情况



图表：CIL归母净利润情况



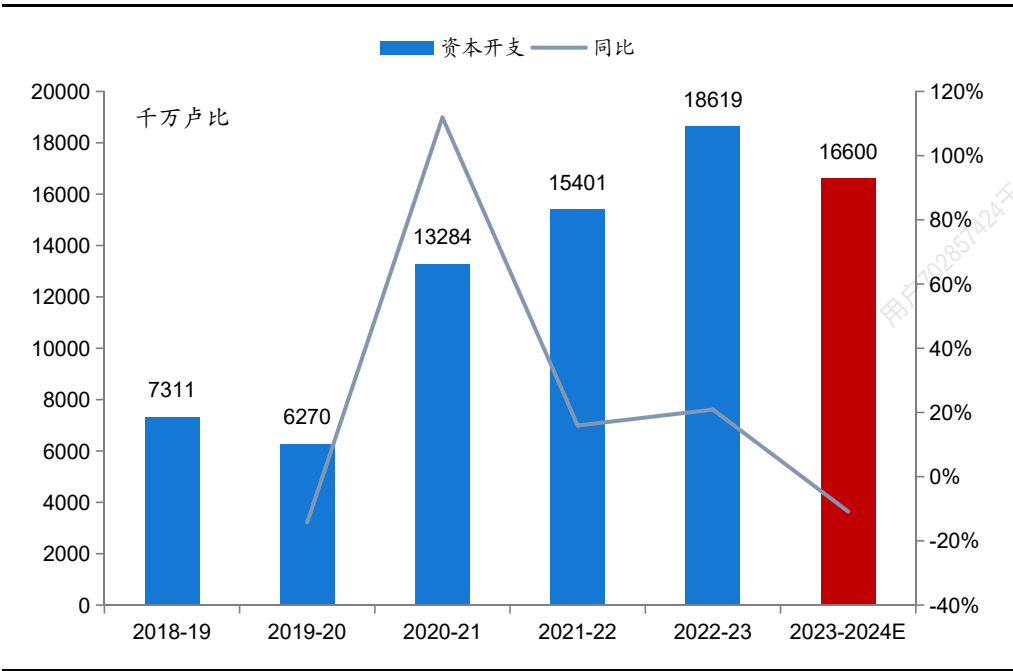
2.7、CIL公司生产矿井区域分布情况



2.8、预计2023-24财年CIL公司资本开支维持高位，主要用于非煤项目

- 2020-21财年至今，公司资本开支增长明显，其中2022-23财年实现18619千万卢比，同比增长20.9%，计划完成率达到112.84%，资金主要用于土地收购、合营企业并购以及铁路建设上，据CIL公司公告披露，2023-24财年公司预计资本开支在16600千万卢比，主要用于建设太阳能发电、火电厂、化肥厂以及陆地煤气化等项目，煤炭开采项目涉及不多；
- 煤炭项目方面，公司产能仍在持续扩张。在2022-23财年，公司共1437万吨项目投产，公司及子公司董事会共批准通过煤炭建设项目合计1.403亿吨，涉及资本开支22130.2千万卢比。

图表：CIL资本开支情况



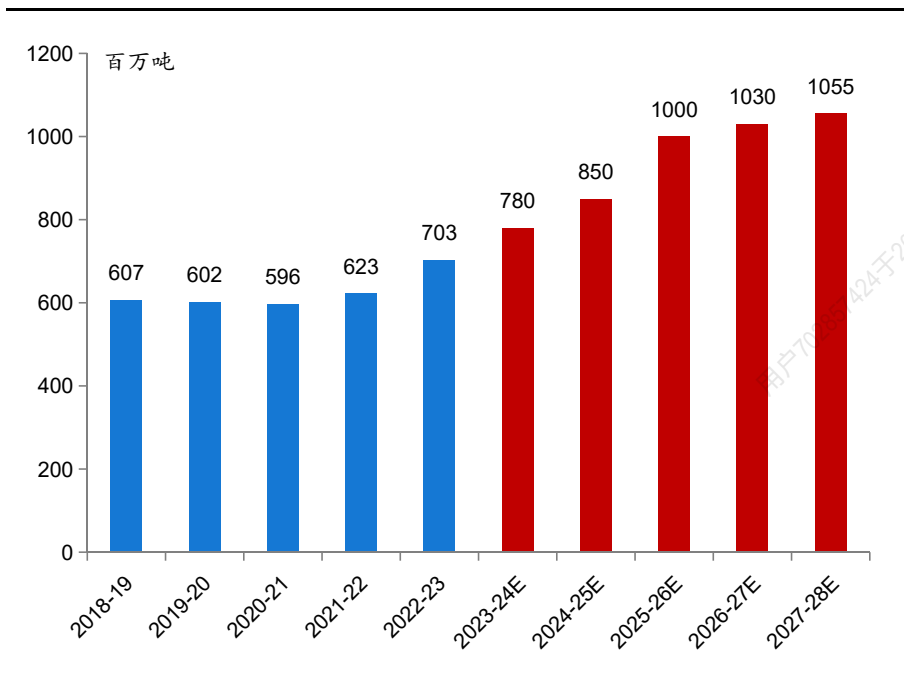
图表：2022-23财年获批项目（截至2023年3月25日）

子公司	项目名称	类型	批准日期	批准产能 (百万吨/年)	批准资本开支 (千万卢比)
ECL	Hura C OCP	OC	10.08.2022	3	859.41
ECL	UCE of Tilaboni UG	UG	31.01.2023	1.86	749.07
ECL	UCE of Parasea Belbaid UG	UG	31.01.2023	2.07	389.1
BCCL	NTST Kujama OCP	OC	04.01.2023	8.5	4011.85
NEC	RCE of Tirap OCP	OC	28.11.2022	0.6	310.86
NEC	RCE of Tikak Extn. OCP	OC	05.07.2022	0.2	177.71
MCL	RPR of Hingula Expn. OCP Ph-III	OC	07.11.2022	15	2264.86
MCL	PR of Bhubaneswari MDO	OC	04.01.2023	50	4563.51
CCL	Swang Pipradih OCP	OC	14.05.2022	2	363.32
SECL	PR of Katkona UG	UG	29.01.2023	1.74	329.22
SECL	Pelma OCP	OC	14.10.2022	15	1725.04
SECL	Madannagar OCP	OC	14.10.2022	12	1802.29
WCL	PR of Singhori Deep OCP	OC	05.05.2022	2	421.84
WCL	PR of Makadhokra - I Expn.OC	OC	14.06.2022	4.9	497.06
WCL	RPR of Sharda UG	UG	29.07.2022	0.51	200.16
WCL	Urdhan OC Expn.	OC	29.07.2022	1	228.42
WCL	RPR of Bhanegaon OCP	OC	19.09.2022	1.15	494.6
WCL	Amalgamated Dhankasa Jamunia UG	UG	19.09.2022	1.84	497.01
WCL	RPR Vishnupuri UG to OC	OC	04.11.2022	1.5	227.65
WCL	Ballarpur NW Recast	OC	16.12.2022	1.5	360.81
WCL	Kolgaon Expn. Deep OC	OC	28.01.2023	0.8	206.19
WCL	Gadegaon OC	OC	28.01.2023	3	488.58
WCL	RPR Pauni II Expansion OC	OC	25.03.2023	4.875	464.45
WCL	RPR Gauri Pauni Exp.OC	OC	25.03.2023	5.25	497.22
合计				140.3	22130.2

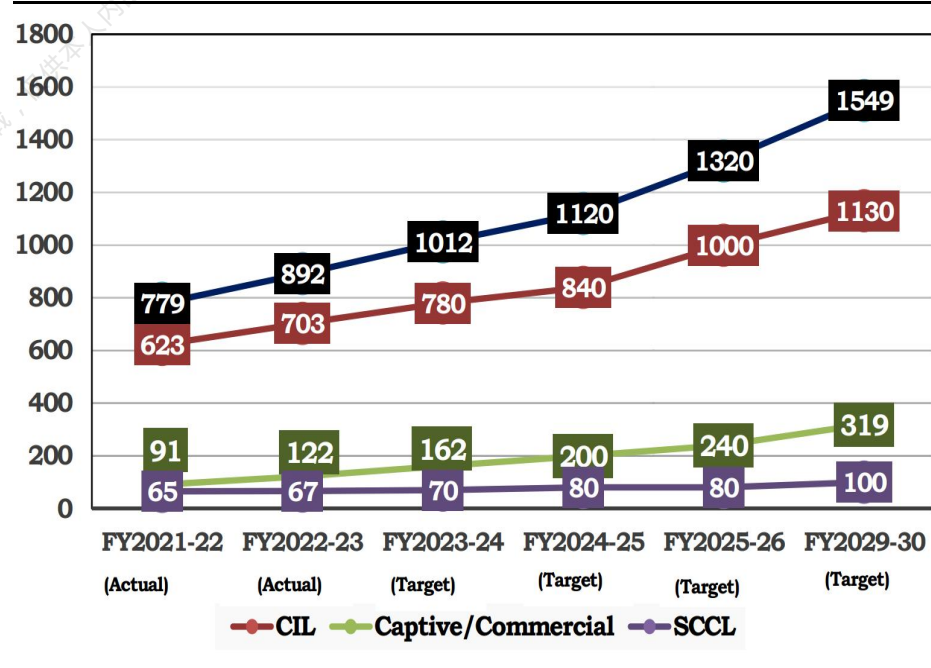
2.9、预计CIL公司煤炭产量2029-30财年达到11.3亿吨

- ◆ 实际建设方面，据2022-23财年年报，公司共有15个矿井开发项目（4个为井下矿），目标产能1.7亿吨，财年内9个项目（1.27亿吨）发布了工作订单，有3个矿井已经开始采矿作业，其余6个仍在正在评估；此外，公司也在对约30个地下停产井工矿开展复产工作（预计约6亿吨储量），第一批拟复工20个矿井（公司当前煤矿产能利用率为85.8%）；
- ◆ 据年报数据，公司预计自2023-24财年开始，煤炭产量将实现快速增长，从7.8亿吨/年提升至10亿吨/年，随后增速放缓，到2027-28财年实现产量10.55亿吨/年。而印度煤炭部的预测数据与其基本一致，预计到2029-30财年公司产量能提升至11.3亿吨，其他煤炭公司产量预计也将从2023-24财年的1.62亿吨提升至2029-30财年的3.19亿吨，全印度产量到2029-30年提升至15.49亿吨。

图表：CIL未来煤炭产量预测



图表：印度未来煤炭产量分公司预测情况（单位：百万吨）



2.10、CIL公司生产以非炼焦煤为主，2022-23财年吨煤净利35元

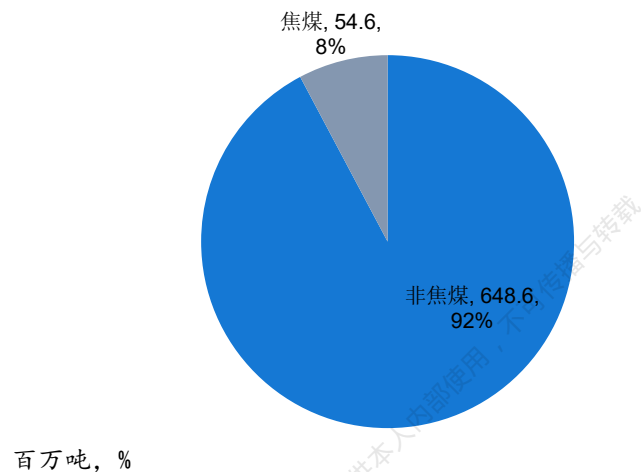
◆ 分煤种看，公司生产以非焦煤为主，2022-23财年生产6.49亿吨，占比约92%，焦煤生产0.55亿吨，占比8%；

◆ 受制于煤炭热值不高，公司自2018-19财年以来吨煤售价一直维持在190-235元/吨区间（煤炭销售收入/煤炭销量，汇率采用1印度卢比=0.087元，下同），2022-23财年公司受益于煤质管理优化下热值提升，吨煤售价也上涨至235元/吨左右，同比上涨17.1%；

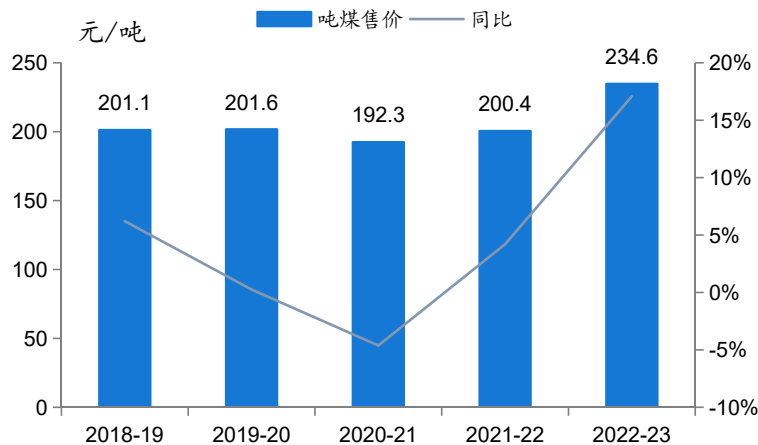
◆ 成本方面，公司大部分煤矿属于露天矿，且剥采比较低，公司吨煤销售成本具备优势。经我们测算，公司自2018-19财年以来销售成本较为稳定，保持在100-110元/吨水平（用总销售成本替代），2022-23年小幅提升至约127元/吨，仍具备一定优势。公司产量占印度国内产量的八成，生产成本具备一定代表性。

◆ 综合影响下，2022-23财年公司吨煤净利实现35.2元/吨，同比上涨54.3%，而之前年份维持在20-25元/吨左右。

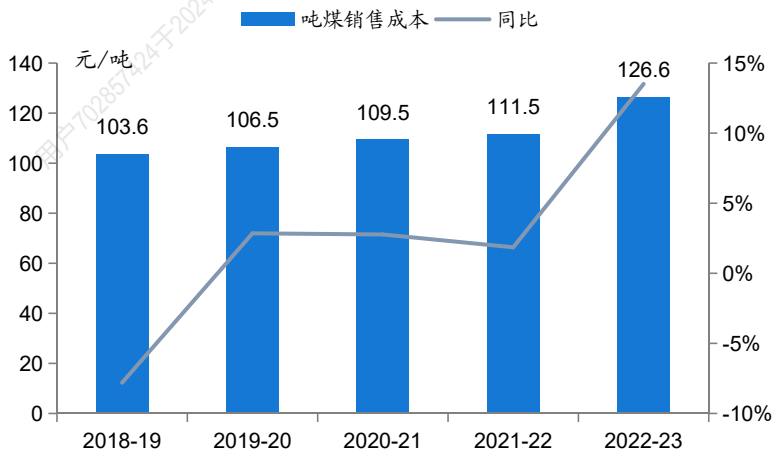
图表：2022-23财年公司生产分煤种情况



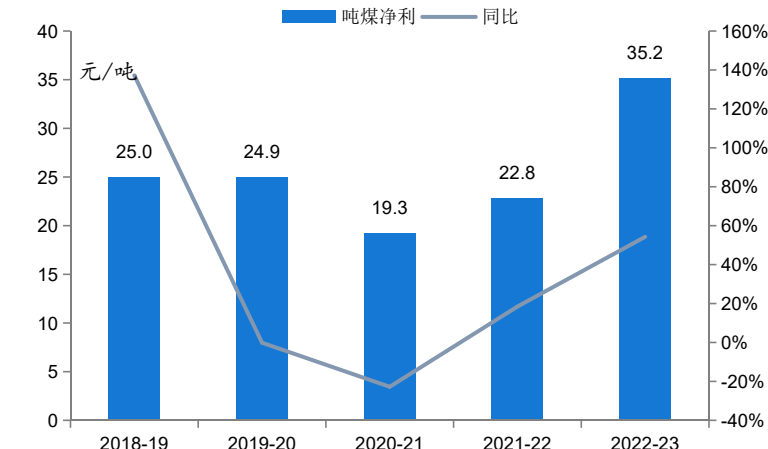
图表：公司吨煤售价分布在190-235元/吨区间



图表：公司吨煤销售成本稳定在110-130元/吨区间内



图表：2022-23财年公司吨煤净利在35元/吨左右



1

印度为何值得被研究？

2

国有企业垄断下产量持续扩张，焦煤具备稀缺性

3

当前仍依赖进口，煤炭主要来自澳洲和印尼等国

4

下游行业景气度高，煤炭需求增长空间广阔

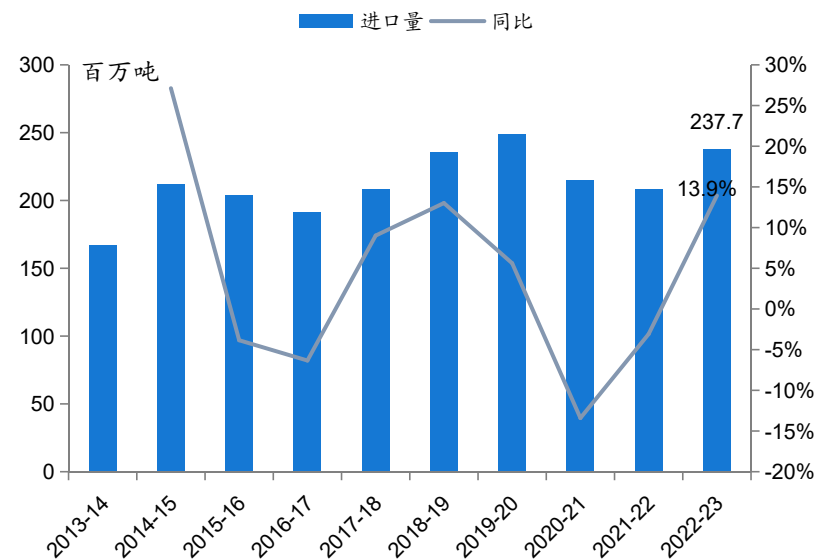
5

行业评级及风险提示

3.1、2023财年印度煤炭进口增长近2900万吨，非炼焦煤增长明显

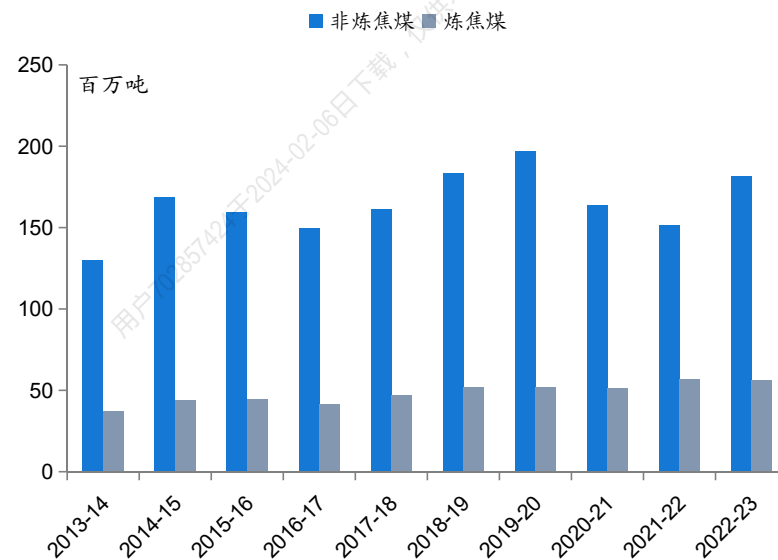
- ◆ 尽管印度有充足的煤炭储备，但无法满足自己生产的需求，并且该国优质煤炭（低灰煤）的供应有限，由此存在需求和供应缺口，需要靠进口弥补。根据印度1993-94年的进口政策，为煤炭颁布开放通用许可证（OGL），消费者可以根据自己的要求自由进口煤炭，其中优质非焦煤主要由沿海发电厂和其他工业用户进口，即纸张、海绵铁、水泥和自备发电厂；
- ◆ 2014-15财年以来，印度煤炭进口量整体在2-2.5亿吨区间波动，2022-23财年实现进口数量2.38亿吨，同比增长13.9%，约增加2900万吨。分煤种来看，主要进口非炼焦煤，在1.5-2亿吨区间内，占比分布在73%-78%，2022-23财年实现1.82亿吨，同比增长明显（+3011万吨，+19.9%），炼焦煤进口量稳步上涨，从2014-15财年的4372万吨提升至2021-22财年的5712万吨，其中2022-23财年略有下滑，实现5605万吨（同比减少107万吨），占比为24%。

图表：印度煤炭进口量情况



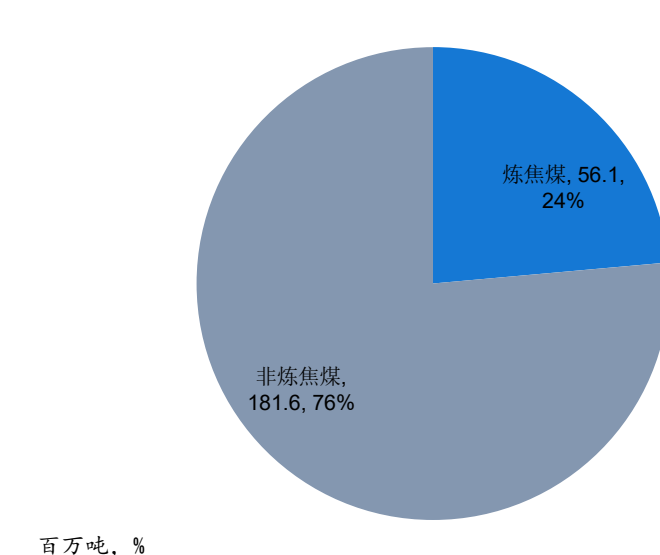
资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

图表：印度煤炭进口分煤种情况



资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

图表：2022-23财年印度进口分煤种情况

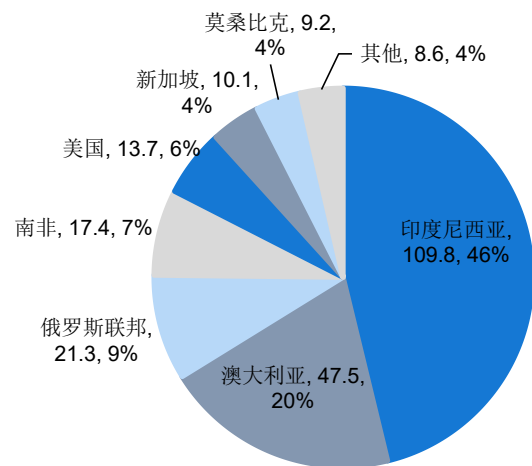


资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

3.2、进口煤主要来自印尼、澳洲以及俄罗斯等国

- ◆ 2022-23财年，印度进口煤主要来自印度尼西亚（1.1亿吨，46%）、澳大利亚（0.48亿吨，20%）、俄罗斯（0.21亿吨，9%）；
- ◆ 炼焦煤进口以澳大利亚为主，2022-23财年进口澳焦煤约3010万吨，占比54%，进口美国焦煤730万吨，占比13%，进口新加坡焦煤540万吨，占比9%；
- ◆ 非炼焦煤供给以印度尼西亚为主，2022-23财年进口印尼约1.08亿吨，占比59%，进口南非1740万吨，占比10%，进口澳大利亚1740万吨，占比10%。

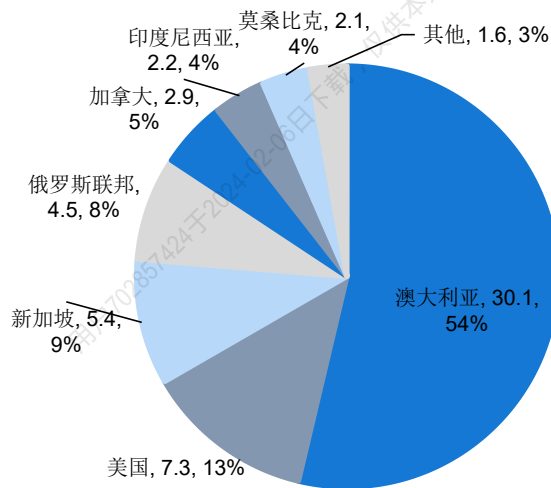
图表：2022-23财年印度煤炭进口量情况



百万吨，%

资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

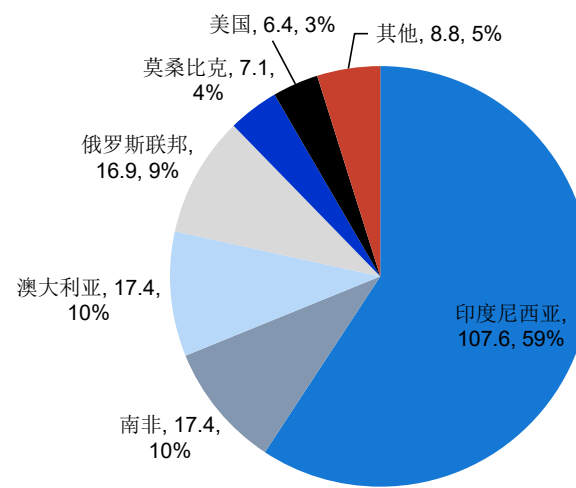
图表：2022-23财年炼焦煤进口分国别情况



百万吨，%

资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

图表：2022-23财年非炼焦煤进口分国别情况



百万吨，%

资料来源：印度煤炭部、国海证券研究所

1

印度为何值得被研究？

2

国有企业垄断下产量持续扩张，焦煤具备稀缺性

3

当前仍依赖进口，煤炭主要来自澳洲和印尼等国

4

下游行业景气度高，煤炭需求增长空间广阔

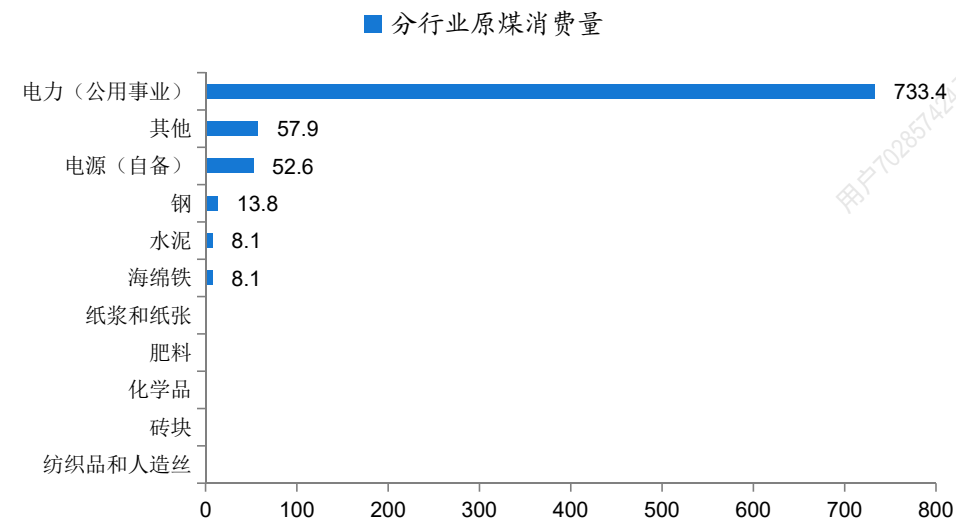
5

行业评级及风险提示

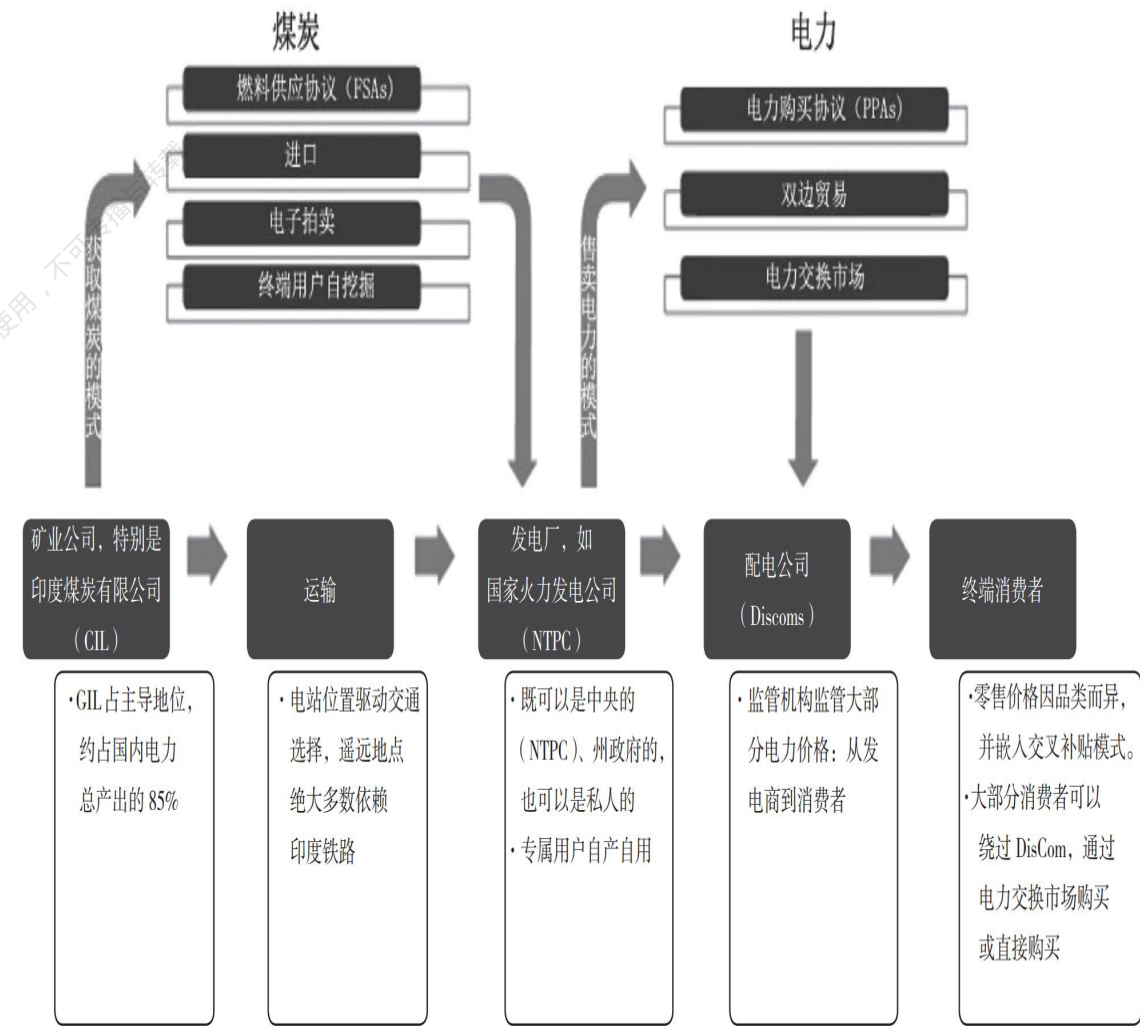
4.1、印度煤炭下游需求主要关注电力、钢铁行业

- ◆ 电力行业是印度煤炭的主要消费领域，2022-23财年，印度电力部门消费共7.86亿吨原煤（公共部门+自备电），合计占比89.6%，是本国煤炭的主要消费领域，因此电力行业的发展对煤炭需求影响至关重要；此外，钢铁行业消费1383万吨，占比1.6%，是第二大煤炭消费行业（不考虑“其他行业”）；
- ◆ 从印度煤炭发电流程上看，电力公司通过燃料供应协议、进口等方式获取原煤进行发电，后通过与配电公司签订电力购买协议（通常签订25年，2017-2018年占比超过90%）、双边贸易等形式进行销售，最后由配电公司销售至终端消费者。

图表：2022-23财年印度原煤分行业消费情况（单位：百万吨）



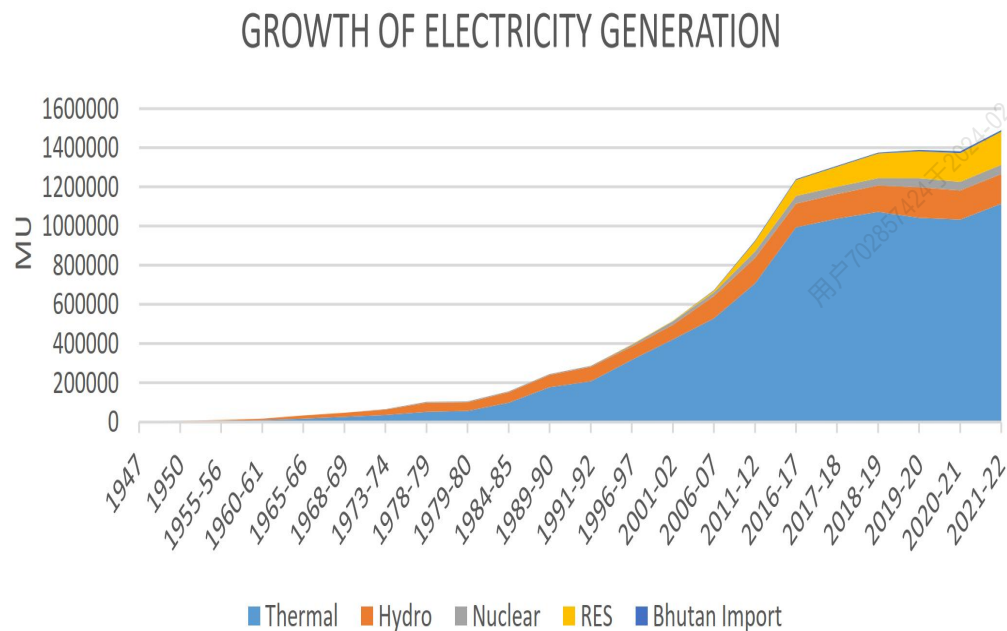
图表：印度煤炭发电流程



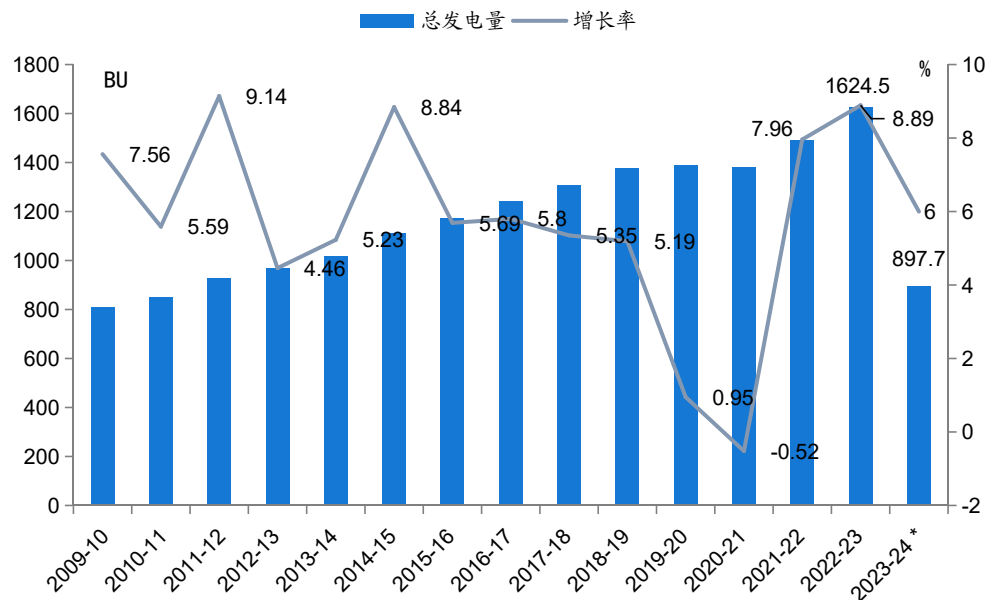
4.2、改革助力电力行业发展，火电主体地位稳定

- ◆ 20世纪90年代初，印度开展一系列电力行业改革以缓解电力供需矛盾，发电量迎来快速上涨。1991年，针对电力行业亏损严重、投资匮乏的状况，印度首先开放发电环节投资，鼓励私人与外资投资建立独立发电厂（IPPs）。随后对垂直一体化电力工业进行纵向拆分，在发电、输电、配电环节逐步成立独立公司。1998年，成立了中央电力监管委员会（CERC）和部分邦的电力监管委员会（SERCs），同时允许输电和配电向私有资本开放，并成立了中央输电公司和邦输电公司。2003年，颁布纲领性的电力法案，旨在促进电力行业竞争、逐步开放输电通道、配电网，增进邦和中央之间的协调和协作等，电力工业得到较快发展，电力供需矛盾有所缓解，可以看到改革期间印度总发电量也迎来快速上涨，2022-23财年发电量提升至1624.5BU，同时据电力部预测，2023-24财年发电量预计将提升至1750BU，从实际发电数据看，2023-24财半年度发电量897.7BU，预计全年有望达到1800BU，由此预计增速在7.7%-10.8%区间内。
- ◆ 火电占据发电主体地位，2001-2022年火电发电占比位于71-83%区间内（BP数据），其中2021、2022年两年占比维持在80.5%，发电主体地位十分稳定。

图表：1947年以来印度发电不断上涨，火电主体地位稳定



图表：2022-23财年印度发电总量实现1624.5BU



4.3、当前火电装机超过一半，未来增长以清洁能源为主

- ◆ 当前印度电力装机仍是火电为主。据印度电力部数据，截至2023年9月底，印度总装机规模为425406MW，其中火电装机规模为213665MW，占比50.2%（煤及褐煤），化石燃料整体装机规模为239293MW，占比56.3%。非化石燃料中，光伏、水电和风电排名前三，装机规模分别为71781MW、46850MW以及44185MW，占比分别为16.9%、11.0%以及10.4%；
- ◆ 未来装机以清洁能源为主，火电装机占比预计将有所下降。据印度电力部预计，2022-32财年印度共规划新增172874MW项目，其中主要是光伏和风电，分别新增92580MW、25000MW，占比分别54%、14%，而煤电项目建设26900MW，占比为16%。

图表：印度电力装机情况（截至2023年9月30日、MW）

Category		Installed Generation Capacity (MW)	% Share in Total
Fossil Fuel	Coal	2,07,045	48.7%
	Lignite	6,620	1.6%
	Gas	25,038	5.9%
	Diesel	589	0.1%
	Total Fossil Fuel :	2,39,293	56.3%
Non-Fossil Fuel	RES (Incl. Hydro)	1,78,634	42.0%
	Hydro	46,850	11.0%
	Wind, Solar & Other RE	1,31,783	31.0%
	Wind	44,185	10.4%
	Solar	71,781	16.9%
	BM Power/Cogen.	10,262	2.4%
	Waste to Energy	573	0.1%
	Small Hydro Power	4,983	1.2%
	Nuclear	7,480	1.8%
Total Non-Fossil Fuel :		1,86,114	43.7%
Total Installed Capacity (Fossil Fuel & Non-Fossil Fuel)		4,25,406	100%

图表：印度未来新增装机规划（2022-32财年、MW）

年份	2022-27	2027-32	合计 (2022-32)	占比
Hydro	10,462	1,032	11,494	7%
PSP	2,700	80	2,780	2%
Solar	92,580	0	92,580	54%
Wind*	25,000	0	25,000	14%
Biomass	2,318	2,500	4,818	3%
SHP	352	250	602	0%
Nuclear	6,300	2,400	8,700	5%
Coal + Lignite	25,580	1,320	26,900	16%
TOTAL	1,65,292	7,582	172,874	-
Imports Hydro	3,720	0	3,720	-

4.4、未来火电发电量仍具备可观增长空间

◆ 尽管未来印度新能源装机规模发展迅速，但我们认为未来印度火电发电量仍具备可观增长空间：

（1）印度新能源建设不会乐观。

政府层面加大建设难度：

早在2018年，印度可再生能源部就公布了一项类似的可再生能源发电装机增长计划，当时的目标为到2028年每年新增装机量4000万千瓦，但受到新冠肺炎疫情等因素影响，并未达成目标，实际仅从2018年3月的115.94GW提升至2023年3月的172GW，折合每年仅增长1121万千瓦，仅为规划目标的28%。

2022年4月，由于印度政府对海外光伏组件提出了高昂的进口关税（40%），而印度本土光伏组件产能无法跟上，直接导致光伏供应链出现中断。2023年1月30日，印度新能源和可再生能源部宣布，同意延长光伏系统和风光混合项目完工时间，本应在2021年3月完成的新能源项目预计将推迟至2024年左右完成，路透社报道称，2022年印度仅完成了年度可再生能源装机目标的2/3。

企业层面产能扩张源动力不足：

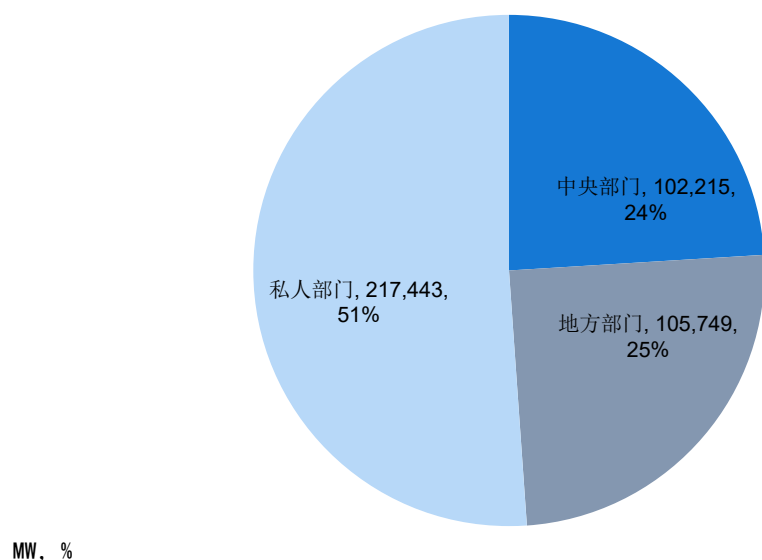
据中国能源报信息，印度大型电力企业ReNew首席执行官苏曼特·辛哈表示，虽然该公司对印度可再生能源部提出的加快可再生能源装机增速提议表示欢迎，但实际上，可再生能源公司对于跟上现有工作已十分吃力（2023年4月）；

（2）追求电力稳定只能依靠火电。新能源建设推迟，也在引导印度政府加大对火电的重视程度，据路透社信息，2023年初，印度中央电力局向印度联邦电力部门致信建议，2030年前，印度所有的发电厂都不应淘汰任何燃煤发电设施，以确保本土电力供应。同时，印度政府也指出，为满足本土电力需求，计划加大本土燃煤发电力度，并积极协调能源企业，稳定燃煤发电产能。

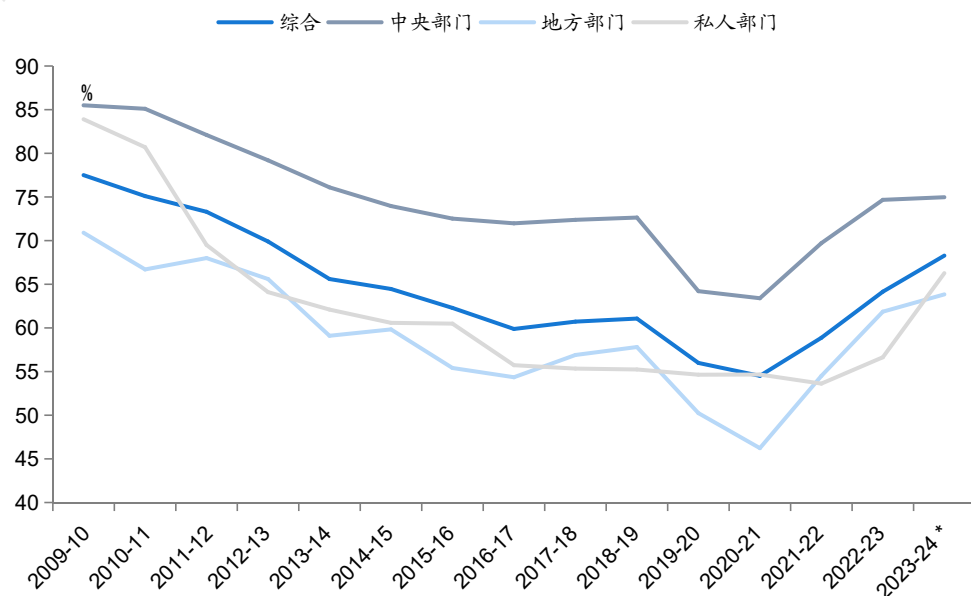
4.4、未来火电发电量仍具备可观增长空间

- ◆ 此外，印度火电厂负荷也回升明显。当前印度电力部门执行公有制和私有制混合模式，截至2023年9月，私人部门装机规模约占一半，其余是公共部门（中央部门24%，地方部门25%）。从运行效率上看，自2010-11财年以来，火电厂负荷持续下降（可能原因在于发电容量增速快于电力需求增长），综合负荷系数从2009-10财年的77.5%下降至2020-21财年的54.5%，2021-22财年在政府加大支持下，负荷系数开始回升，2023年4-9月，综合负荷系数提升至68.3%，但和2009-10财年高位相比仍有提升空间。
- ◆ 私人部门表现出色。结构上看，一般而言，私营电厂在管理运营商会较公有电厂更灵活、高效，但在印度却恰恰相反，私营电厂在获取煤炭供应和签署购电协议出售电力上处于不利低位，因此负荷系数反而低于公有电厂，但这一现象在2023-24财年得到缓解，具体表现为中央部门负荷提升0.3pct，地方部门提升1.98pct，而私人部门同比提升9.6pct（至66.3%），明显高于公共部门。

图表：印度电力装机分部门情况（截至2023年9月30日）



图表：印度火电厂负荷系数分部门情况 (PLF)



注：电厂负荷系数=实际发电量/额定发电量*100%

4.5、2022-23财年印度电煤需求量增长明显

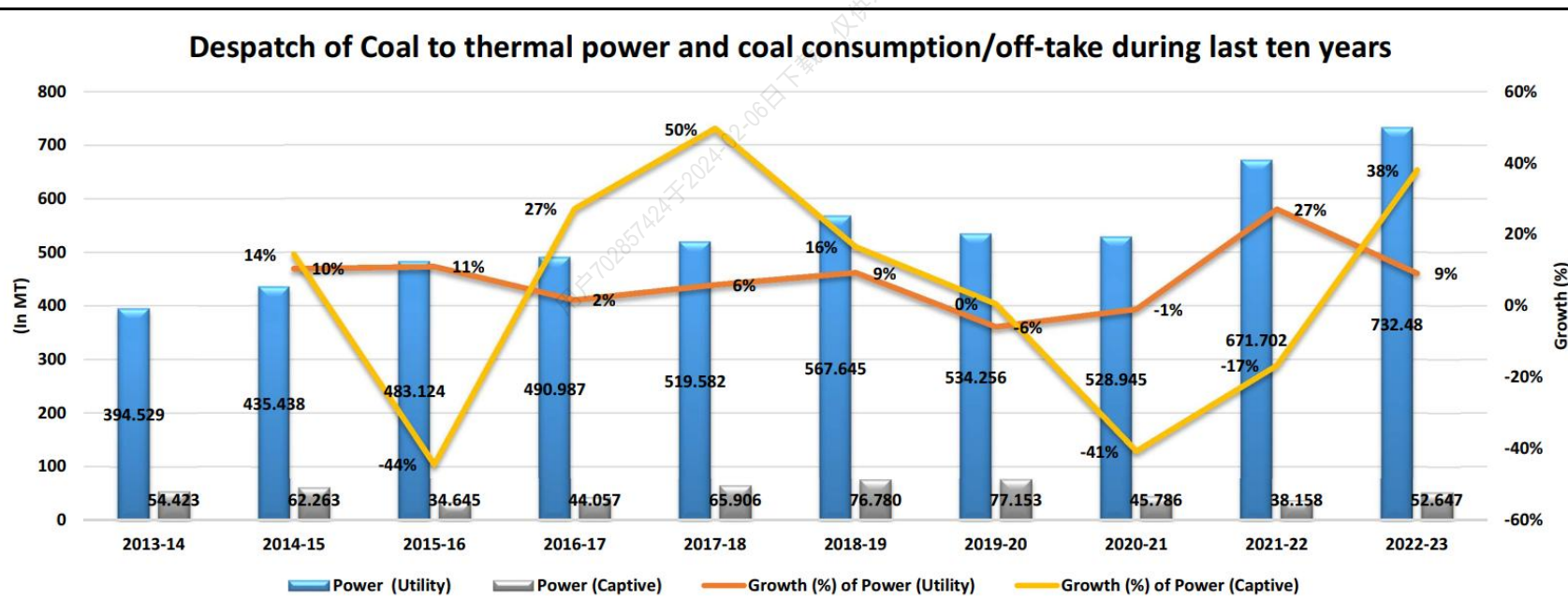
◆ 近十年来印度电煤增长分三阶段：

2013-14财年至2018-19财年，表现为公用机组电煤需求整体稳步增长，耗煤量从3.94亿吨提升至5.68亿吨，（增速在+2%至+11%），自备电厂电煤需求从5442万吨提升至7678万吨，但波动较大（增速在-44%至+50%）；

2019-20财年至2020-21财年，因疫情原因出现需求下滑，公用机组电煤需求分别下滑6%和1%，自备电厂电煤需求分别下滑0%和41%。

2021-22财年至2022-23财年，表现为公用机组和自备电厂同步上涨，2022-23财年耗煤量分别达到7.32亿吨和5265万吨，同比分别+9%、+38%，预计未来随着发电量的持续增长，电煤需求有望不断提升。

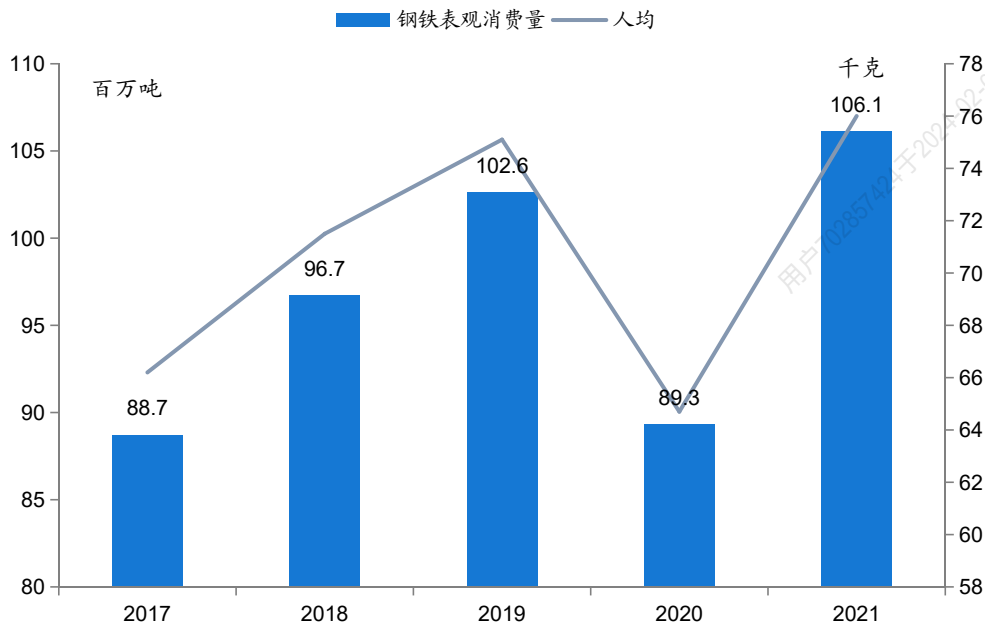
图表：过去十年印度电力部门耗煤量情况



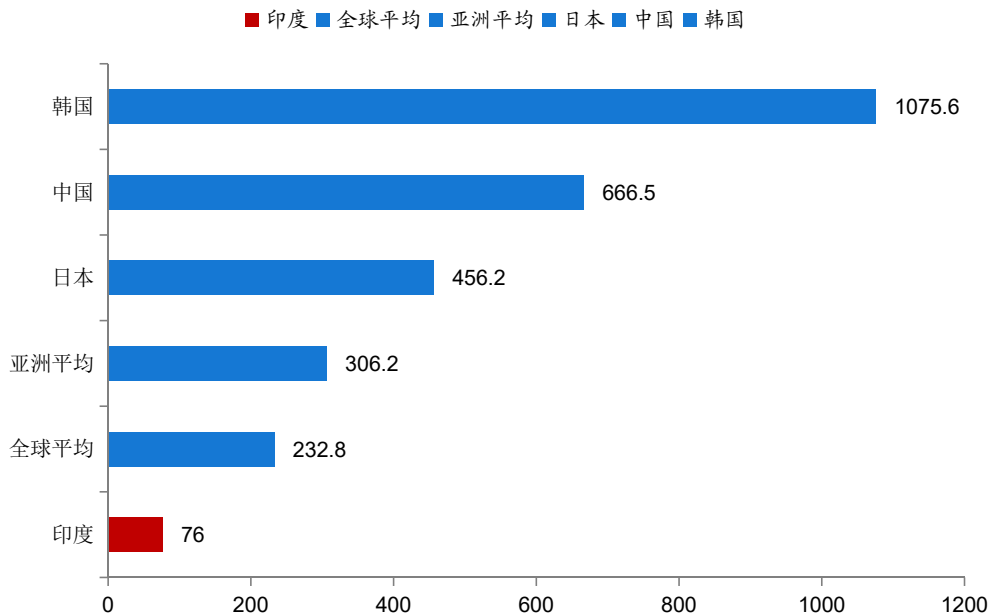
4.6、印度高度重视制造业发展，但受基建水平拖累

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

图表：印度成品钢表观消费量情况



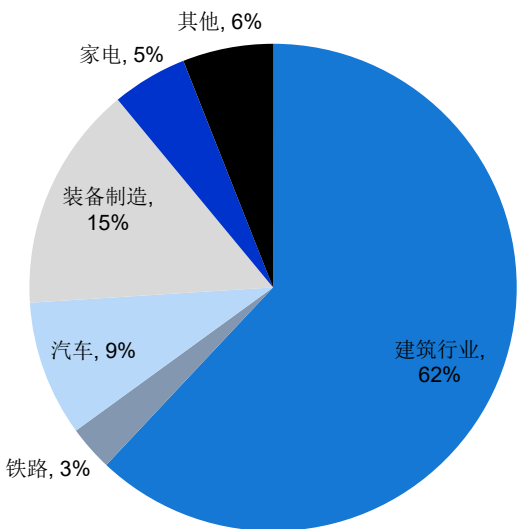
图表：2021年亚洲主要国家人均成品钢表观消费量（千克）



4.7、预计印度2030-31财年粗钢产能达到3亿吨

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

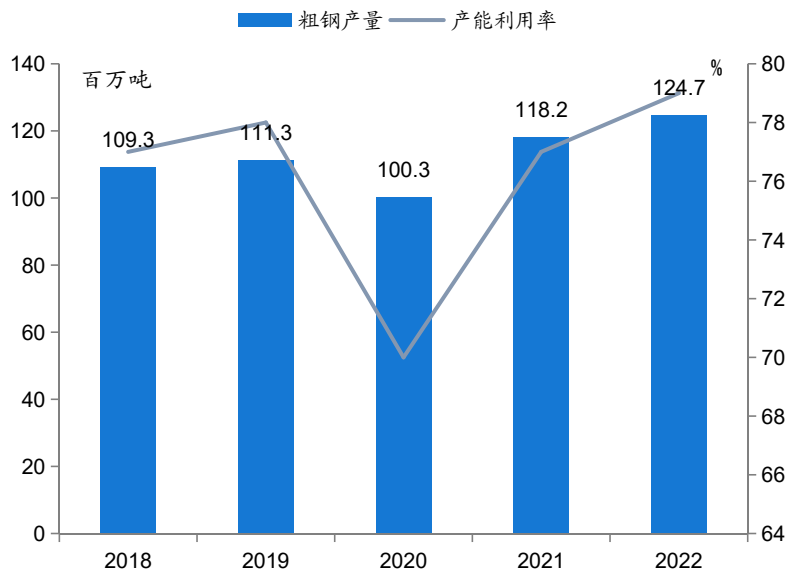
图表：2021-22财年印度钢铁行业下游需求占比



图表：预计印度2030-31财年粗钢产能达到3亿吨（百万吨、千克）

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

图表：印度近年粗钢产量整体呈现增长趋势

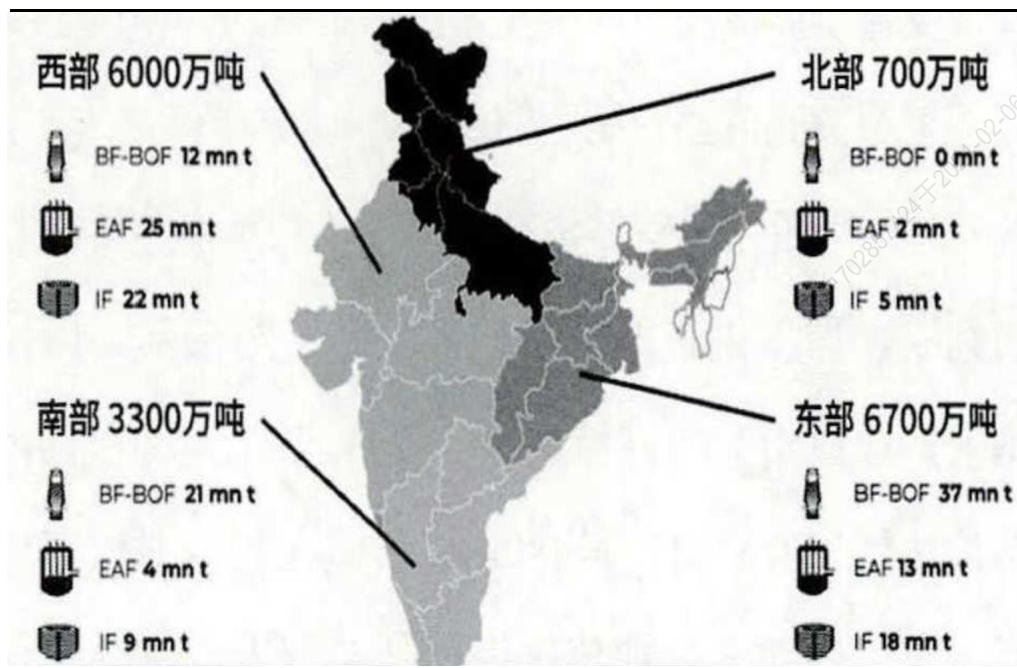


资料来源：《印度钢铁产业发展之路分析》赵楠、冶金工业研究院、印度《国家钢铁政策（2017）》、印度钢铁部、国海证券研究所
注：2023-24财年只统计至9月

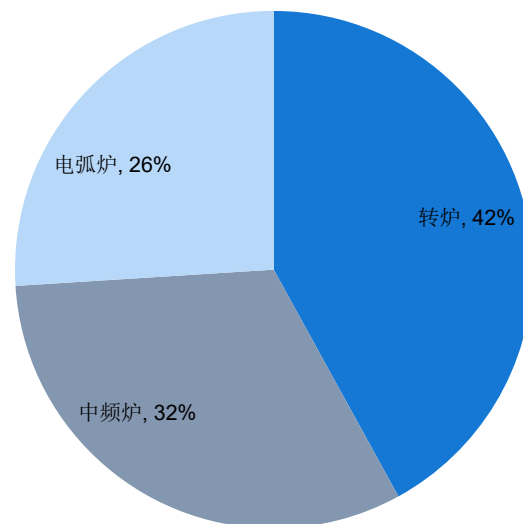
4.8、预计2030财年印度焦精煤需求将达到1.2亿吨左右

- ◆ 2021财年印度炼钢总产能达到1.67亿吨，产能主要集中在中部和西部地区，其中东部地区产能6700万吨（占比40%），西部地区产能6000万吨（占比36%）。
- ◆ 从生产结构上看，印度钢铁以电炉短流程为主，据《印度钢铁产业发展之路分析》赵楠指出，2021年印度短流程粗钢产量占比达到58%，其中电弧炉占比26%，中频炉占比32%，并且与欧美同样短流程钢铁生产占主导的发展阶段不同，印度短流程企业多为落后的小型电炉钢企业，其中不乏以中频炉为主要冶炼装备的小型钢厂（占比接近30%），这些小型电炉企业大多装备落后，环保、工人工作环境堪忧；
- ◆ 《国家钢铁政策(2017)》规划到，未来印度高炉-转炉工艺粗钢产能占比要提升至60%-65%（2021年该比例在42%），产能计划达到1.8-1.95亿吨；考虑到粗钢产能提升以及转炉工艺占比提升，由此预计2030财年印度焦精煤需求将达到1.2亿吨左右。

图表：2021年印度炼钢产能地理分布图



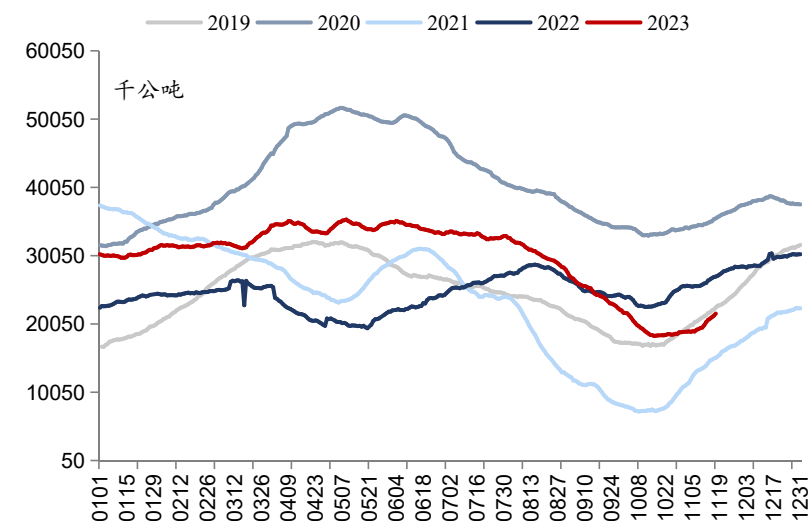
图表：2021年印度炼钢各工艺占比



4.9、今年下半年以来印度煤炭库存处于历史低位

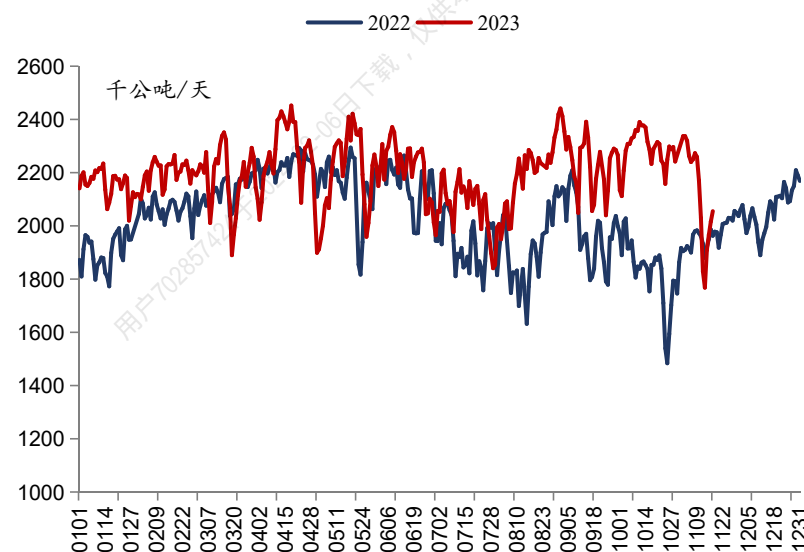
- ◆ 印度今年上半年库存维持在3000-3200万吨水平，得益于今年下半年日耗走强，全社会库存从7月开始走低，可用天数同步下降，在10月中旬达到年内低位，全社会库存仅为1830万吨左右（10月17日），可用天数在7.8天左右。
- ◆ 当前日耗快速回落后反弹至大约205万吨左右，库存可用天数保持在10天左右，仍处于历史相对低位。

图表：印度煤炭全社会库存情况



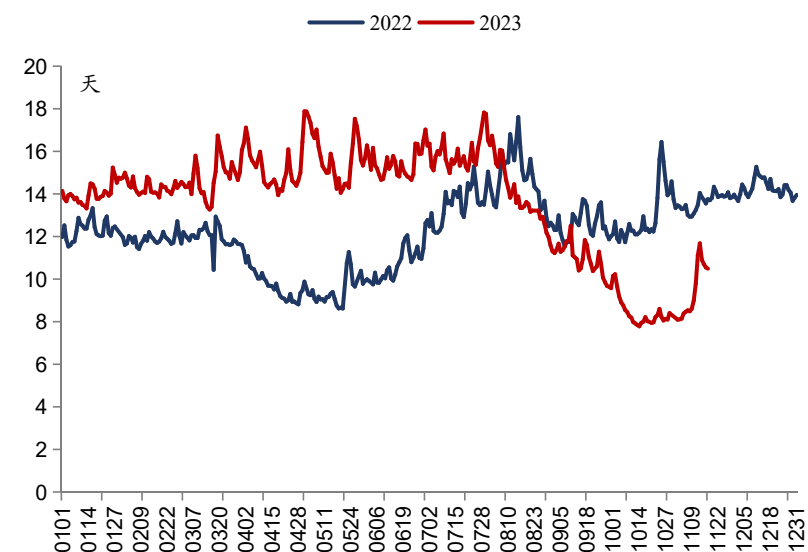
资料来源：彭博、国海证券研究所；数据截至2023年11月17日

图表：印度电厂日耗情况



资料来源：彭博、国海证券研究所；数据截至2023年11月17日

图表：印度全社会库存可用天数情况



资料来源：彭博、国海证券研究所；数据截至2023年11月17日

4.10、供需平衡表测算

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

◆ 重要假设：

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

2) 粗钢方面假设能在2030财年前后实现2.55亿吨产量规划目标；

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

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

◆ 重要结论：

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

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

图表：印度煤炭行业供需平衡表（百万吨）

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

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

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

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

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

1

印度为何值得被研究？

2

国有企业垄断下产量持续扩张，焦煤具备稀缺性

3

当前仍依赖进口，煤炭主要来自澳洲和印尼等国

4

下游行业景气度高，煤炭需求增长空间广阔

5

行业评级及风险提示

- ◆ **投资建议与行业评级：**印度作为国际能源消费大国，也是煤炭进口前三国家，未来进口需求提升有望拉动海外煤价上涨，也将为国内煤价提供底部支撑。长期来看，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，同时油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求预计仍将持续增长。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。未来若干年，我们预计煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，**建议淡化煤价短期波动，把握煤炭板块价值属性，维持行业“推荐”评级。**
- ◆ **动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。**冶金煤建议关注：**潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。**无烟煤建议关注：**华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。

风险提示：

- 1) 印度经济增速不及预期风险。未来印度经济增速受全球经济环境、本国政策以及人口结构等因素影响，存在不确定性。
- 2) 可再生能源持续替代风险。印度国内风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，替代需求影响或将持续存在，目前还处在量变阶段。
- 3) 印度国内钢铁产能提升不及预期风险。印度国内粗钢产能目标为规划值，可能因国家战略目标变更而出现变化。
- 4) 印度国内煤炭产量增速超预期。当前印度国内有不少煤炭在建项目，可能存在提前投产风险。
- 5) 测算或有误差，以实际为准。

能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验
王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

分析师承诺

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

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

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

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

风险提示

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

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

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

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

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597