

煤炭开采行业 2021 年中期策略

兑现弹性：煤价、盈利、估值

核心观点：

- **十四五开局：超预期+弹性，煤价创历史新高。**观点回顾——煤炭新十年：超预期和弹性成为关键词。近半年我们陆续发布行业及公司报告《煤炭新十年：有周期，也有格局》、《煤炭行业：不能忽视的超预期》、《公司弹性系列报告》等，我们延续此前观点：认为煤炭行业未来十年正在发生变化：（1）需求和煤价弹性增加；（2）供给产能持续优化；（3）企业效率提升成本费用可控，盈利弹性增加。
上半年供需面和煤价好于预期，动力煤、焦煤、焦炭平均价格较 19 年上涨 20-50%，优质动力煤焦煤涨幅超过 40%。动力煤：港口均价 792 元/吨，较 19 年均价上涨 40%，山西、榆林、鄂尔多斯等地也普遍上涨 30%以上，焦煤焦炭：焦炭年初累计提价 15 轮，焦煤供需面也持续偏紧，上半年均价平均涨幅达到 10-30%，其中山西、山东涨幅明显。
- **煤价上涨：背后是超预期的供需，股价弹性也在提升。**1-5 月煤炭下游火电、粗钢、水泥等行业产量上涨均达到 14%-19%，即使考虑去年低基数，2 年复合增速也到 6-8%，而供给端仅 1、2 月保供压力下产量较高，1-5 月原煤产量增长 8.8%，3-5 月同比基本持平，进口量 1-5 月降幅也达到 25%。受益于煤价上涨及较好的成本控制，年初以来煤炭板块盈利达到历史高位，股价涨幅也达到 20%以上。
- **供给格局：下半年增量有限，中长期延续平衡偏紧。**目前晋陕蒙生产煤矿产能利用率已较高，下半年增产空间需关注内蒙露天矿征地进展，考虑到近几年表外产量退出，刑法针对煤矿超产引起的安全事故处罚力度加大，预计下半年原煤增产有限。而近 2 年来发改委新核准的煤矿数量也明显减少且主要集中在新疆，预计未来几年晋陕蒙主产区年均新增产能可能在 3000-5000 万吨左右。
- **煤价弹性：21 年价格中枢有望提升 30%，未来五年维持中高位。**动力煤方面，下半年将先后经历迎峰度夏以及采暖季，港口和电厂库存处于中低位，若旺季需求超预期，煤价可能延续强势。炼焦煤方面，由于煤焦钢产业链需求表现好于预期，焦煤供给受限影响更大，预计下半年供需维持偏紧。而碳中和预期下，未来 5 年煤炭供需也有望动态平衡。
- **估值弹性：业绩持续创新高，关注低估值高弹性龙头。**从煤炭企业盈利和估值看，21 年 Q1 行业企业盈利创近十年来新高。4 月以来港口均价进一步提升至 850 元/吨，预计 2 季度各公司利润将继续创新高。估值方面，即使不考虑未来 1-2 年煤价的高弹性，目前煤炭开采板块对应 PE(TTM)也仅为 10.5 倍，低于供给侧改革以来的平均水平，上一轮周期即 2009 年以来的平均 PE(TTM)也达到约 14 倍，且目前板块 PB 仅 1.1 倍，行业折价明显。继续重点看好陕西煤业、山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、兖州煤业（A）、兖州煤业股份（H）以及其他具备资源优势 and 盈利弹性的龙头。
- **风险提示。**下游需求低预期，保供压力下煤炭供给过快增长，煤价超预期下跌，各公司成本费用管控不及预期，业绩弹性可能低预期等。

行业评级

买入

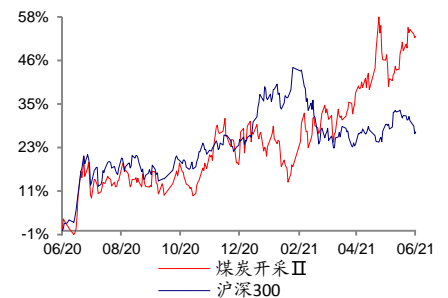
前次评级

买入

报告日期

2021-06-18

相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-38003693

anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002



SFC CE No. BMV636



021-38003691

songwei@gf.com.cn

相关研究：

煤炭开采行业 2020 年报及 2021-05-05

2021 年 1 季报总结：21Q1 行

业盈利创十年新高，Q2 有望

环比继续增长

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
陕西煤业	601225.SH	RMB	11.98	2021/4/29	买入	14.52	1.37	1.38	8.73	8.67	1.57	1.46	18.00	16.80
兖州煤业	600188.SH	RMB	15.20	2021/3/5	买入	17.15	2.14	2.24	7.09	6.78	0.93	0.83	13.08	12.20
潞安环能	601699.SH	RMB	12.30	2021/4/27	买入	9.63	1.20	1.16	10.22	10.57	1.22	1.13	11.94	10.72
淮北矿业	600985.SH	RMB	11.78	2021/3/4	买入	13.90	2.18	2.26	5.39	5.22	1.02	0.90	18.92	17.15
山西焦煤	000983.SZ	RMB	8.31	2021/3/7	买入	7.30	0.70	0.71	11.91	11.69	1.33	1.21	11.16	10.35
兖州煤业 股份	01171.HK	HKD	11.50	2021/3/5	买入	12.45	2.14	2.24	4.41	4.22	0.58	0.52	13.08	12.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算。A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币元; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

目录索引

一、十四五开局：超预期+弹性，煤价创历史新高	6
（一）观点回顾——煤炭新十年：超预期和弹性成为关键词	6
（二）煤价：均价相比 19 年普遍上涨 20-50%，动力煤焦煤涨幅达 40-50%	6
二、煤价上涨：背后是超预期的供需，股价弹性也在提升	9
（一）供需：3 月以来下游需求维持高增长，煤炭供给下滑明显	9
（二）股价：年初至今煤炭板块表现领跑各行业，1 季度业绩释放较充分或改善预期较强的公司，股价表现亮眼	10
三、供给格局：下半年增量有限，中长期延续平衡偏紧	12
（一）产能：晋陕蒙生产煤矿产能利用率已处于高位，建设煤矿投产周期较长	12
（二）产量：短期安监趋严煤矿增产受限，下半年增产空间需关注内蒙露天矿征地进展	13
（三）进口：下半年动力煤进口或逐步回升，焦煤进口增长空间不大	15
四、煤价弹性：21 年价格中枢有望提升 30%，未来五年维持中高位	17
（一）动力煤：下半年环比改善的需求有望持续支撑煤价	17
（二）炼焦煤：供给受限影响更大，预计下半年供需维持偏紧	18
（三）中长期：未来 5 年煤炭供需有望动态平衡，煤价中枢维持中高位	20
五、估值弹性：业绩持续创新高，关注低估值高弹性龙头	22
（一）业绩：2 季度多数公司有望继续创历史新高，业绩弹性可观	22
（二）估值：目前板块近 1/3 的公司 PB 低于 1，PE 折价更明显	23
（三）观点：煤价表现持续超预期，建议继续关注低估值高弹性龙头	26
六、风险提示	26

图表索引

图 1: 目前产地煤价已超过或接近历史高点 (单位: 元/吨)	7
图 2: 5 月中旬以来焦煤价格表现坚挺, 焦炭价格弹性较大 (单位: 元/吨)	8
图 3: 前 4 月总发电量、火电、水电、粗钢、水泥产量累计同比分别为+16.8%、+18.9%、+1.1%、+15.8%和+30.1%	9
图 4: 3-5 月全国原煤产量同比增速分别为-0.2%、-1.8%和+0.6% (单位: 万吨)	10
图 5: 2021 年至今中信煤炭板块指数涨幅在 29 个一级行业中排名第一 (截至 2021 年 6 月 17 日)	10
图 6: 2021 年以来煤炭板块主要公司股价表现 (截至 2021 年 6 月 17 日)	11
图 7: 山西月度原煤产量 (单位: 万吨)	14
图 8: 内蒙月度原煤产量 (单位: 万吨)	14
图 9: 陕西月度原煤产量 (单位: 万吨)	15
图 10: 全国月度原煤产量 (单位: 亿吨)	15
图 11: 分月度煤炭进口量 (单位: 万吨)	15
图 12: 进口煤价差优势 (单位: 元/吨)	15
图 13: 分月度动力煤进口量 (单位: 万吨)	16
图 14: 分月度炼焦煤进口量 (单位: 万吨)	16
图 15: 火电和水电发电量表现负相关 (单位: %)	17
图 16: 三峡水库出库流量 (单位: 立方米/秒)	17
图 17: 全国重点电厂月度煤炭库存 (单位: 万吨)	18
图 18: 秦皇岛港煤炭库存 (单位: 万吨)	18
图 19: 4 月房屋新开工和商品煤销售面积累计同比增长 13%和 48%	19
图 20: 4 月基建投资 (不含电力) 累计同比增长 18%	19
图 21: IMF 预测中国 2021 年 GDP 实际增长率达 8.44%	21
图 22: 煤炭开采板块 PE 和煤价关系	24
图 23: 煤炭开采板块 PB 和煤价关系	24

表 1: 2021 年以来港口和产地代表煤种价格 (截止 6 月 17 日)	8
表 2: 晋陕蒙煤矿产能及原煤产量 (单位: 亿吨)	12
表 3: 近年来国家发改委核准煤矿产能概况 (单位: 万吨)	12
表 4: 全国及分省区原煤产量概况 (单位: 亿吨)	14
表 5: 2021 年全国焦化产能变化 (单位: 万吨)	19
表 6: 2021 年山东面临关停煤矿 (单位: 万吨)	19
表 7: 煤炭行业 2016-2025 年供需平衡表 (单位: 亿吨)	21
表 8: 2019 年以来煤炭行业主要公司吨煤净利概况	22
表 9: 2016-2021 年煤炭主要上市公司 PE (基于当年盈利)	24

表 10: 2016-2021 年煤炭主要上市公司 PB (基于当年净资产)	25
--	----

一、十四五开局：超预期+弹性，煤价创历史新高

（一）观点回顾——煤炭新十年：超预期和弹性成为关键词

1.2020年12月：在2021年煤炭行业年度策略报告《煤炭新十年：有周期，也有格局》中，我们认为行业未来十年正在发生变化，主要观点是：

（1）21年疫情后煤炭下游需求弹性较高，十年维度看需求面有望维持稳中有升，煤价或高位震荡。

（2）供给端除晋陕蒙新外产量持续下降，一方面导致供给端难有增长，另一方面优质产能的优势将更加显著，或持续获得较高的利润。

（3）效率提升及资本开支下降进一步提升企业的盈利和现金流能力。

2.2021年1月：我们再次发布报告《煤炭行业：不能忽视的超预期》。我们再次强调十四五开局之年，煤价创历史新高的原因除了短期旺季需求外，更有中长期的因素，包括：国内经济回升、新增产能下降、现有产量规范及退出，以及进口难有明显贡献。我们认为煤炭行业的盈利正在创历史新高。

3.2021年3月：我们陆续发布《公司弹性系列报告》，重点推荐公司包括：潞安环能、山西焦煤、中煤能源、兖州煤业、淮北矿业、山西焦化等。

回顾2021年上半年，国际国内大宗商品处于牛市行情，煤炭市场受供需和政策影响，均价达到历史高位。其中港口5500大卡动力煤市场价平均达到792元/吨（若6月延续目前价格均价将达到803元/吨），仅次于2011年均价819元/吨。

而煤炭板块涨幅也超过20%，其中潞安环能、兖州煤业、山西焦煤、中煤能源等我们在年度和公司报告中重点看好的弹性标的涨幅超过40%。

（二）煤价：均价相比 19 年普遍上涨 20-50%，动力煤焦煤涨幅达 40-50%

2021年上半年，国内动力煤、焦煤和焦炭价格普遍超预期上涨，国际国内大宗商品处于牛市行情，国内煤炭市场受供需和政策影响，价格高位波动，年初以来各煤种价格累计上涨20-30%，上半年均价普遍同比19年上涨20-50%，2季度以来均价环比上涨10-20%，目前产地煤价已超过或接近历史高点。

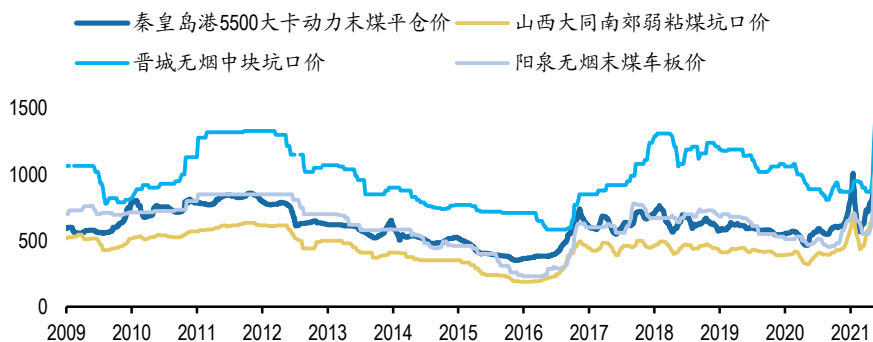
动力煤：港口均价达到792元/吨，较19年的571元/吨涨幅近40%，产地煤价中相比19年均价山西、榆林、鄂尔多斯等地煤价普遍上涨30%以上，其他区域涨幅也在10-30%水平。受寒潮天气拉动民用电需求影响，1月中旬港口5500大卡煤价曾突破1000

元/吨，不过春节期间由于下游需求回落，同时主产地加大力度保供，煤价回落至570元/吨附近。3月以来下游需求快速恢复，而保供政策退出后主产地煤矿普遍按照核定能力生产，各地矿山事故时有发生，加上临近7.1为创造安全稳定环境，各地安监力度也有加大影响供给释放，而进口煤贡献也不足，供需持续偏紧煤价恢复上涨至近950元/吨。5月中旬以来由于高层持续关注大宗商品价格上涨，市场观望和恐慌情绪增加，煤价回调至840元/吨左右。不过受制于较严的安监形势，煤矿保供增产效果一般，下游需求维持较高水平，6月初以来港口价格再次从840-850元/吨水平上涨至920元/吨以上。主产地方面，陕西榆林地区保供稳价政策执行较严，近期价格维持平稳，而晋蒙地区产地煤价近期仍有小幅上涨。

炼焦煤：山西、山东部分优质煤种煤价年初以来涨幅达到40%以上，相比19年均价也达到30%以上上涨。由于下游钢焦企业利润和开工率较高，同时澳煤进口受限、蒙古疫情反复等影响供给相对更为偏紧，3月焦煤市场经过小幅调整后，4月以来维持稳中有升趋势。5月中旬以来国常会持续关注大宗商品价格上涨，钢铁、焦炭商品和现货价格均有下调的情况下，焦煤现货价格维持高位。

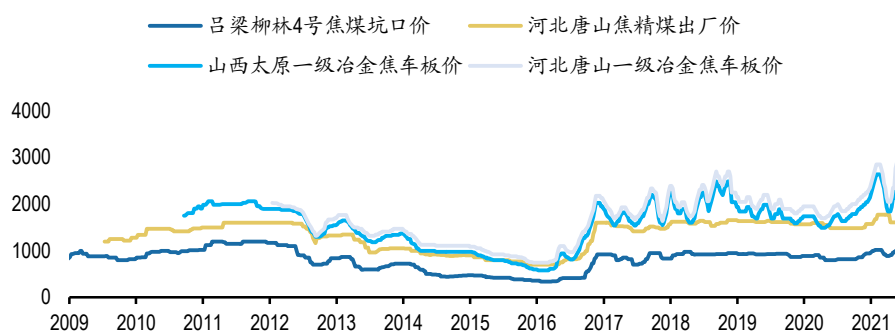
焦炭：此前连续提价15轮，上半年均价较19年平均上涨30%。去年下半年以来，受益于下游钢厂开工回升，十三五收官之年焦炭去产能逐步落实，焦炭供需持续偏紧，截至今年2月中旬主产地焦炭价格连续提涨15轮，累计上涨1000元/吨或61%。但2月下旬以来随着河北唐山地区钢厂限产政策出台，焦炭需求下滑价格也连续8轮下调，不过由于全国高炉开工较高，近几个月全国粗钢产量维持两位数以上增长，4月中旬以来焦炭价格再次经历连续8轮提涨，目前价格相比较年初累计上涨20%左右，价格弹性明显。

图 1：目前产地煤价已超过或接近历史高点（单位：元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2: 5月中旬以来焦煤价格表现坚挺, 焦炭价格弹性较大 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 2021 年以来港口和产地代表煤种价格 (截止 6 月 17 日)

产地	煤种	年初价格	当前价格	年初至今涨跌幅	20 年均价	20H1 均价	21H1 均价	同比涨跌幅	21Q1 均价	21Q2 均价	环比涨跌幅
港口煤价											
秦港 5500	动力煤	795	928	16.7%	570	535	792	47.9%	719	854	18.7%
环渤海指数	动力煤	585	640	9.4%	549	543	601	10.6%	595	608	2.2%
京唐港主焦	炼焦煤	1,650	2,100	27.3%	1,497	1,524	1,756	15.2%	1,662	1,870	12.5%
产地煤价											
大同南郊	弱粘煤	540	765	41.7%	400	374	608	62.7%	541	675	24.6%
内蒙包头	精煤末煤	621	844	35.9%	485	453	683	50.8%	604	761	26.1%
霍林郭勒	褐煤	368	393	6.8%	342	331	369	11.3%	366	372	1.6%
陕西榆林	动力块煤	600	750	25.0%	476	471	634	34.7%	554	714	28.9%
动力煤平均				27.3%				39.9%			20.3%
太原古交	2 号焦煤	1,490	2,170	45.6%	1,357	1,391	1,687	21.3%	1,539	1,835	19.3%
吕梁柳林	4 号焦煤	1,500	1,980	32.0%	1,376	1,406	1,644	16.9%	1,541	1,746	13.3%
河北唐山	焦精煤	1,575	1,610	2.2%	1,528	1,556	1,683	8.1%	1,725	1,640	-4.9%
山东兖州	气精煤	1,010	1,340	32.7%	843	823	1,204	46.3%	1,163	1,245	7.0%
河南平顶山	1/3 焦煤	1,410	1,510	7.1%	1,429	1,448	1,444	-0.3%	1,410	1,478	4.8%
贵州水城	焦精煤	1,360	1,570	15.4%	1,387	1,415	1,473	4.1%	1,434	1,513	5.5%
炼焦煤平均				22.5%				16.1%			7.5%
山西阳泉	无烟中块	870	1,190	36.8%	927	985	987	0.2%	923	1,051	13.9%
山西晋城	无烟中块	850	1,170	37.6%	907	965	967	0.2%	903	1,031	14.2%
山西阳泉	无烟末煤	720	920	27.8%	581	578	755	30.7%	701	810	15.6%
山西晋城	无烟末煤	650	850	30.8%	508	502	685	36.5%	631	740	17.3%
无烟煤平均				33.2%				16.9%			15.2%
河北唐山	一级冶金焦	2,350	2,770	17.9%	1,948	1,846	2,554	38.4%	2,603	2,498	-4.1%
山西临汾	一级冶金焦	2,190	2,610	19.2%	1,781	1,671	2,397	43.4%	2,448	2,338	-4.5%
山东潍坊	一级冶金焦	2,320	2,780	19.8%	1,918	1,815	2,561	41.1%	2,608	2,505	-3.9%
安徽淮北	一级冶金焦	2,370	2,900	22.4%	2,027	1,933	2,654	37.3%	2,704	2,595	-4.0%
焦炭平均				19.8%				40.0%			-4.1%

数据来源: Wind, 煤炭资源网, 广发证券发展研究中心

二、煤价上涨：背后是超预期的供需，股价弹性也在提升

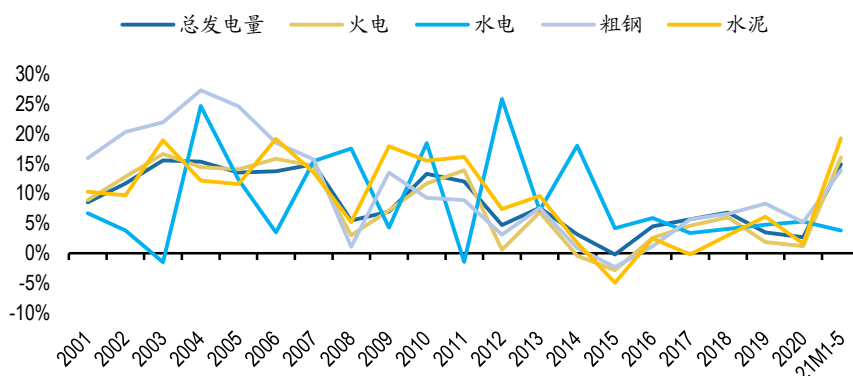
（一）供需：3月以来下游需求维持高增长，煤炭供给下滑明显

主要下游：上半年国内宏观需求延续高增长，1-5月中采制造业PMI指数分别为51.3%、50.6%、51.9%、51.1%和51.0%，持续位于荣枯线以上。其中前5月总发电量、火电、水电、粗钢、水泥产量累计同比分别为+14.9%、+16.0%、+3.8%、+13.9%和+19.2%（而20年全年增速分别为+2.7%、+1.2%、+5.3%、+5.2%和+1.6%），其中3-4月火电、粗钢和水泥产量单月平均增速分别达19.1%、16.3%和19.7%。5月由于水电出力增加以及低基数效应逐渐消除，火电、粗钢和水泥产量增速均有小幅回落。

原煤产量：前5月全国原煤产量16.2亿吨，同比增长8.8%，增速较高主要由于1-2月国内煤矿春节前后保供，开工率较高（1-2月累计同比增长25%）。不过3月以后随着保供政策退出，主产地煤管票管控、安监环保也维持较严的力度，国内原煤产量出现下滑，其中3月和4月全国原煤产量分别为3.4亿吨和3.3亿吨，同比分别下降0.2%和下降1.8%，5月也仅小幅增长0.6%。

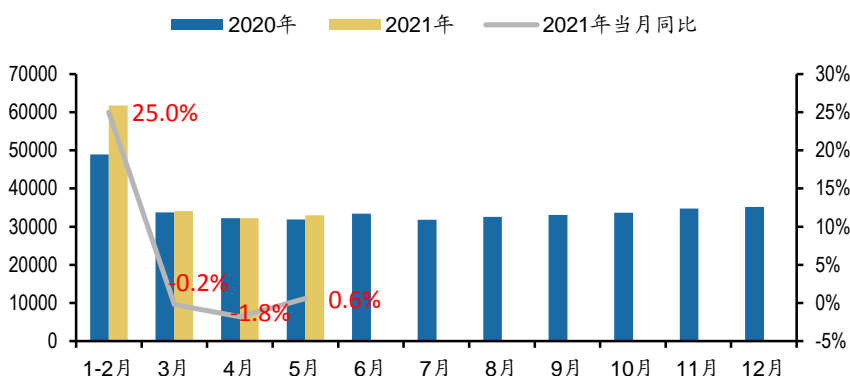
进口煤量：上半年在澳洲煤持续受限，总体进口煤量低预期。其中前5月全国煤及褐煤进口量为1.11亿吨，同比下降25.2%，3-5月进口量分别为2733、2173和2104万吨，同比分别为-1.8%、-29.8%和-4.6%，环比下降趋势也较明显。

图 3：前4月总发电量、火电、水电、粗钢、水泥产量累计同比分别为+16.8%、+18.9%、+1.1%、+15.8%和+30.1%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 4：3-5月全国原煤产量同比增速分别为-0.2%、-1.8%和+0.6%（单位：万吨）

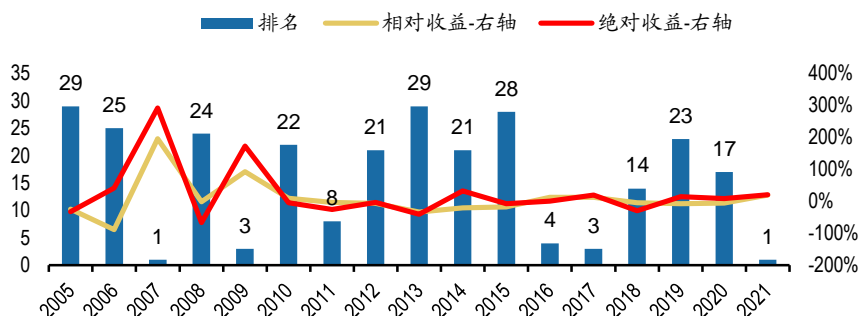


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（二）股价：年初至今煤炭板块表现领跑各行业，1 季度业绩释放较充分或改善预期较强的公司，股价表现亮眼

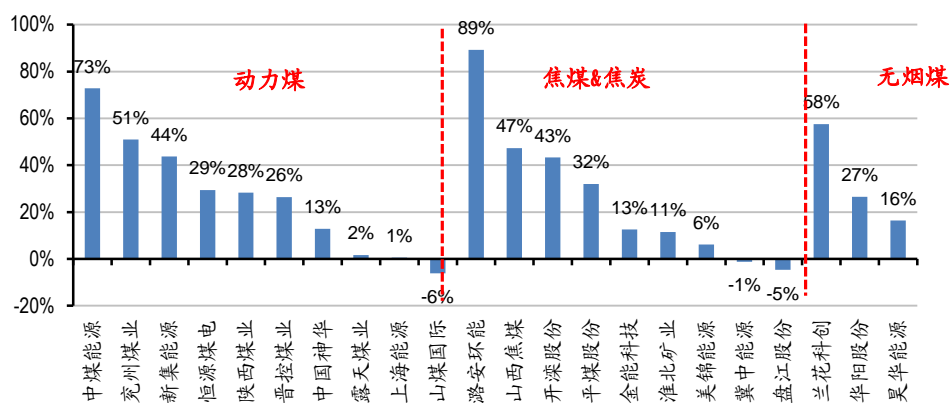
上半年由于煤价表现总体超预期，煤炭上市公司业绩改善预期较强，加上板块估值整体较低，煤炭板块市场关注度逐渐提升，年初以来煤炭板块涨幅达到20.8%，跑赢大盘约19pct，排名所有行业第一。部分1季度业绩释放较充分或改善预期较强的公司，股价表现亮眼，其中潞安环能、中煤能源、兰花科创等公司累计涨幅达50%以上。

图 5：2021年至今中信煤炭板块指数涨幅在29个一级行业中排名第一（截至2021年6月17日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2021年以来煤炭板块主要公司股价表现（截至2021年6月17日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、供给格局：下半年增量有限，中长期延续平衡偏紧

（一）产能：晋陕蒙生产煤矿产能利用率已处于高位，建设煤矿投产周期较长

我国煤炭资源优势产区主要集中在晋陕蒙新，但新疆受限于交通及运距，对北方港口煤炭市场影响有限，我们仍重点关注晋陕蒙。总体来看，目前晋陕蒙生产煤矿产能利用率已较高，建设煤矿为中长期煤炭供给提供了资源储备，但这部分产能可能在未来3-5年甚至更长的时间维度才能投产，根据最新的煤矿生产能力管理办法，煤矿产能核增还较困难，而近2年来发改委新核准的煤矿数量也明显减少且主要集中在新疆，预计未来几年晋陕蒙主产区年均新增产能可能在3000-5000万吨左右。

1.内蒙。截至20年底，内蒙生产煤矿产能9.4亿吨，建设煤矿中进入竣工或者联合试运转的煤矿产能约0.6亿吨，在不考虑核增产能和其他建设煤矿建成投产的情况下，目前内蒙具备生产条件的煤矿产能在10亿吨左右，而20年内蒙原煤产量也已达10亿吨，除去保供特殊时期，在按照核定能力生产要求下，短期内蒙产能提升空间有限。

2.山西。截至20年底，山西生产煤矿产能10.5亿吨，建设煤矿虽有3亿吨，但其中近2亿吨处于停缓建或未批先建状态，目前实际具备生产条件的煤矿产能约10.8亿吨，而20年山西原煤产量也已达10.6亿吨，产能利用率已处于高位。

3.陕西。截至20年底，陕西生产和建设等各类煤矿合计产能7.1亿吨，而20年陕西原煤产量也已达6.8亿吨，产能富余空间相对更小。

表 2：晋陕蒙煤矿产能及原煤产量（单位：亿吨）

省区	生产煤矿产能		建设煤矿产能		生产+建设煤矿产能合计		原煤产量	
	2018 年底	2020 年底	2018 年底	2020 年底	2018 年底	2020 年底	2018 年	2020 年
内蒙古	8.5	9.4	2.8	1.7	11.4	11.0	9.3	10.0
山西	9.6	10.5	3.1	3.0	12.8	13.5	8.9	10.6
陕西	4.4		1.8		6.2	7.1	6.2	6.8

数据来源：国家统计局、各省区能源局、广发证券发展研究中心

表 3：近年来国家发改委核准煤矿产能概况（单位：万吨）

批复日期	核准煤矿	地区	内容	最新产能	核准前产能	新增
		2019 年合计		25550		22320
		2020 年合计		4860		4460
		2021 年合计		210		210
2021 年 3 月 2 日	贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿二期	贵州	新批复煤矿	210		210
2020 年 12 月 28 日	昌吉白杨河矿区天业煤矿	新疆	新批复煤矿	240		240
2020 年 12 月 28 日	和什托洛盖矿区小型煤矿整合区阿勒泰鑫泰矿业五号煤矿	新疆	新批复煤矿	120		120

2020 年 12 月 28 日	七克台矿区资源整合区二号整合井田	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 12 月 28 日	准东西黑山矿区资源整合区北山露天煤矿一期	新疆	新批复煤矿	300		300
2020 年 12 月 28 日	伊宁矿区北区七号矿井一期	新疆	新批复煤矿	300		300
2020 年 12 月 28 日	伊宁矿区资源整合区伊泰伊犁矿业公司煤矿	新疆	新批复煤矿	450		450
2020 年 11 月 18 日	伊宁矿区北区干沟煤矿	新疆	新批复煤矿	240		240
2020 年 11 月 18 日	阳霞矿区塔里克区二号矿井（轮台卫东煤矿）一期	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 11 月 18 日	七泉湖矿区星亮二矿矿井	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 11 月 18 日	和什托洛盖矿区资源整合区泉龙煤矿	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 10 月 15 日	榆横矿区赵石畔煤矿项目	陕西		600		600
2020 年 9 月 9 日	白杨河矿区白杨河矿井一期	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 9 月 9 日	阳霞矿区苏库努尔区玉鑫煤矿（一号矿井）	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 9 月 9 日	和什托洛盖矿区陶和矿井一期	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 8 月 25 日	阳霞矿区卡达希区轮台阳霞煤矿（整合二号矿井）	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 8 月 25 日	三塘湖矿区条湖三号矿井一期	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 8 月 25 日	克布尔碱矿区润田煤矿（六号、七号矿井整合煤矿）	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 8 月 25 日	鄯善县七克台矿区资源整合区一号整合井田	新疆	新批复煤矿	150		150
2020 年 7 月 31 日	吉郎德露天煤矿	新疆	核增产能	300	200	100
2020 年 7 月 31 日	别斯库都克露天煤矿	新疆	核增产能	300	200	100
2020 年 6 月 10 日	华亭矿区五举煤矿	甘肃		240		240
2020 年 6 月 10 日	沙湾矿区西区红山西煤矿	新疆	新批复煤矿	120		120
2020 年 3 月 18 日	韩城矿区王峰煤矿项目	陕西		300		300

数据来源：国家发改委、广发证券发展研究中心

（二）产量：短期安监趋严煤矿增产受限，下半年增产空间需关注内蒙露天矿征地进展

从过去6年来看，相比较供给侧改革之前的2015年，2020年全国规模以上企业原煤产量增长了1.6亿吨，其中晋陕蒙合计增产3.8亿吨，新疆增产1.3亿吨，而东中部等其他省区合计减产3.5亿吨。由于东中部地区煤炭资源禀赋较差，30万吨以下小矿、煤与瓦斯突出、采深超千米的煤矿还在加速退出，未来煤炭保供增产关键还在于晋陕蒙。

从晋陕蒙近几年月度产量来看，除少数保供要求高的月份（如2020年12月），其他月份产量在生产矿产能100-110%之间波动，产量弹性并不大。今年4月山西原煤产量已经处于历史高位，而陕西和内蒙还有一定提升空间，其中陕西月度之间产量波动相对较小，内蒙地区增产空间主要来自于露天矿，但露天矿增产又取决于征地

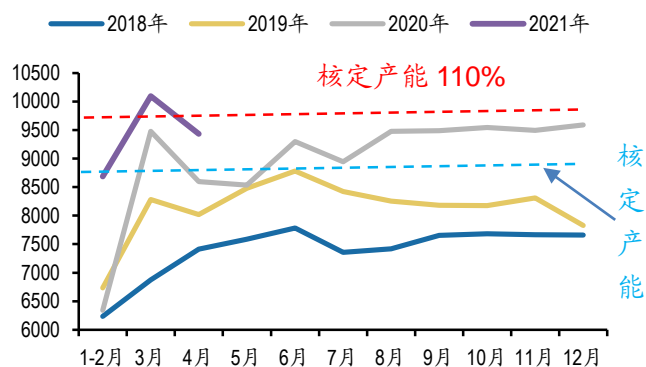
手续进展。由于近期矿山安全事故频发，预计7.1之前煤矿安监继续趋严，煤矿增产受限。而7.1之后，即便煤矿安监、煤管票限制等边际放松，若内蒙地区露天矿征地问题无法得到解决，增产仍然较困难。考虑到去年内蒙涉煤领域倒查二十年之后，表外产量退出，目前内蒙实际产量弹性较前些年下降。

表 4：全国及分省区原煤产量概况（单位：亿吨）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2020VS2015
全国	36.85	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	1.59
山西	9.61	8.16	8.54	8.93	9.71	10.63	1.02
内蒙	9.01	8.38	8.79	9.26	10.35	10.01	1.00
陕西	5.02	5.12	5.70	6.23	6.34	6.79	1.77
新疆	1.34	1.57	1.67	1.90	2.38	2.66	1.32
其他合计	11.87	10.41	9.76	9.13	8.67	8.34	-3.52
其中：贵州	1.67	1.66	1.66	1.39	1.30	1.19	-0.47
安徽	1.35	1.22	1.17	1.15	1.10	1.11	-0.24
湖南	0.58	0.26	0.19	0.17	0.14	0.11	-0.47
江苏	0.20	0.14	0.13	0.12	0.11	0.10	-0.09
福建	0.14	0.13	0.11	0.09	0.08	0.06	-0.08
江西	0.22	0.14	0.08	0.05	0.04	0.03	-0.19
晋陕蒙合计	23.64	21.66	23.02	24.43	26.40	27.43	3.79
晋陕蒙占比	64%	64%	67%	69%	70%	71%	

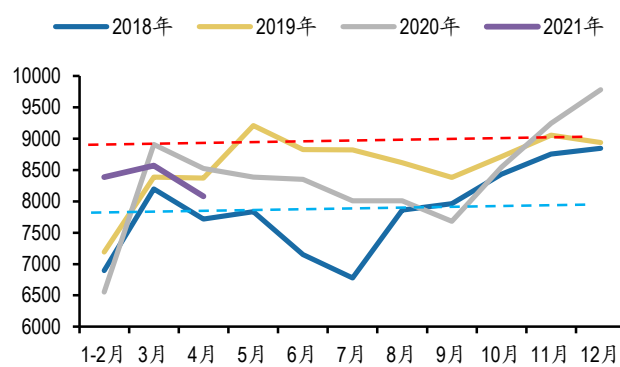
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7：山西月度原煤产量（单位：万吨）



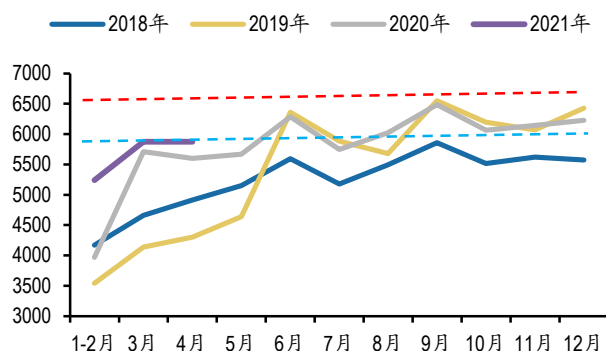
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心（注：1-2月为平均值）

图 8：内蒙月度原煤产量（单位：万吨）



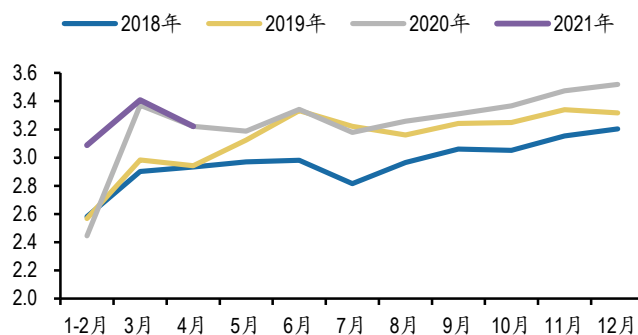
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心（注：1-2月为平均值）

图 9：陕西月度原煤产量（单位：万吨）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心（注：1-2 月为平均值）

图 10：全国月度原煤产量（单位：亿吨）

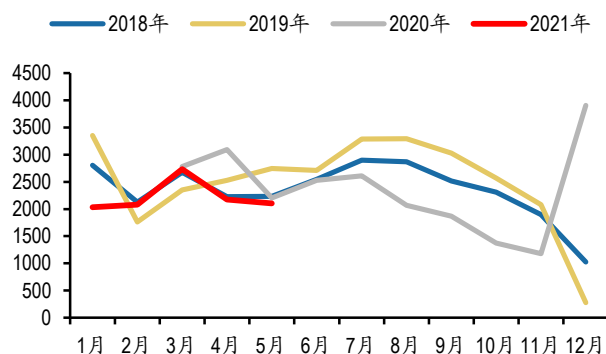


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心（注：1-2 月为平均值）

（三）进口：下半年动力煤进口或逐步回升，焦煤进口增长空间不大

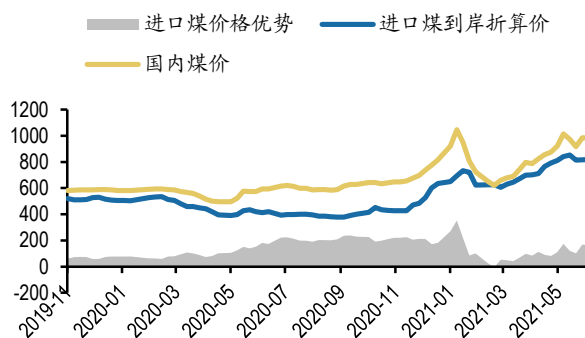
今年前5月我国煤炭总进口量1.1亿吨，同比下降25.2%，其中3-5月进口量分别为2733、2173和2104万吨，同比下降1.8%、下降29.8%和下降4.6%，在国内煤炭供给偏紧，除澳洲外其他国家进口额度宽松的情况下，进口煤贡献不足主要由于海外煤价上涨也较快，进口煤价差优势大幅收窄。6月以来由于国内港口煤价上涨至920元/吨以上，进口煤价差优势有所扩大，预计下半年进口煤量环比或逐步提升，增量主要在动力煤，而焦煤由于澳洲煤进口持续受限，蒙古疫情反复影响通关效率，焦煤进口增长空间不大。

图 11：分月度煤炭进口量（单位：万吨）



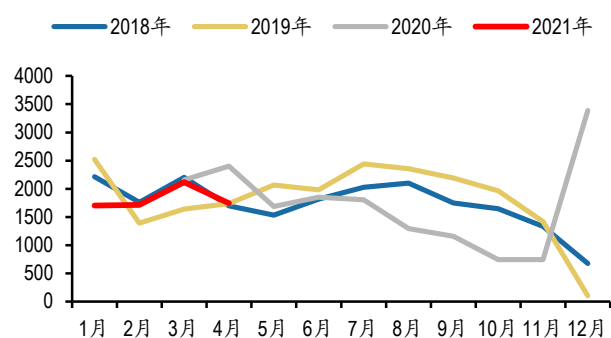
数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

图 12：进口煤价差优势（单位：元/吨）



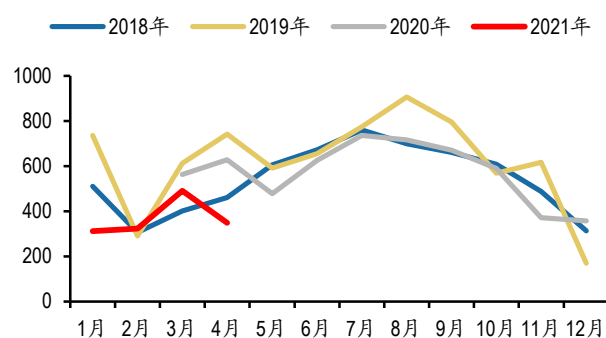
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 分月度动力煤进口量 (单位: 万吨)



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

图 14: 分月度炼焦煤进口量 (单位: 万吨)



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

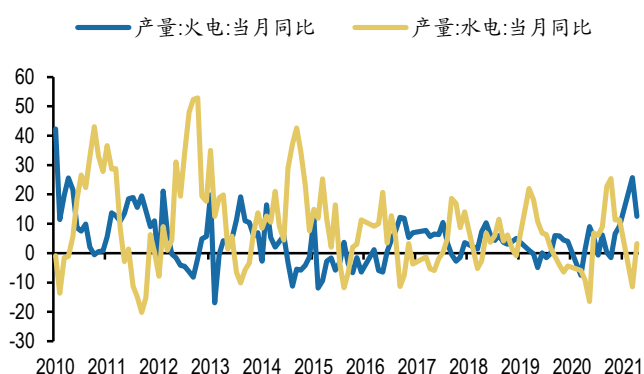
四、煤价弹性：21 年价格中枢有望提升 30%，未来五年维持中高位

（一）动力煤：下半年环比改善的需求有望持续支撑煤价

下半年将先后经历迎峰度夏以及采暖季，港口和电厂库存处于中低位，动力煤需求有望继续改善。从历史数据来看，近10年下半年火电发电量环比上半年增幅平均约为7%，即便在2012-2015年行业景气下行期，下半年火电发电量环比平均增速也在2%左右，主要源于下半年将先后经历迎峰度假、度冬两个旺季，耗煤量环比有明显提升。

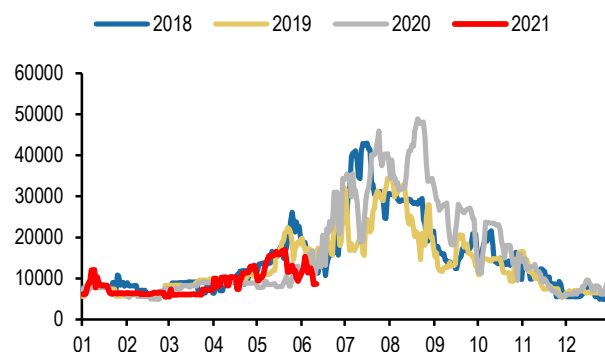
此外，火电和水电发电量表现呈现负相关，7-10月是丰水期，水电出力将逐步增加，不过从目前高频数据来看，5月下旬以来三峡水库出库流量弱于历史同期水平。若后期水电出力低预期，火电负荷将进一步增加，近期山东、湖北等地报道，今年夏天高峰时段或用电紧张。而目前港口和电厂库存也处于中低位水平，后期仍有补库需求，预计下半年动力煤需求有望继续改善。若7.1过后国内动力煤保供增产得到落实，进口煤补充增加，预计偏紧的动力煤供需有望逐步缓解，港口煤价逐步回归合理区间；若保供增产不力，旺季动力煤需求超预期，煤价可能延续强势。综合来看，预计全年港口煤价中枢有望同比增长20%以上。

图 15：火电和水电发电量表现负相关（单位：%）



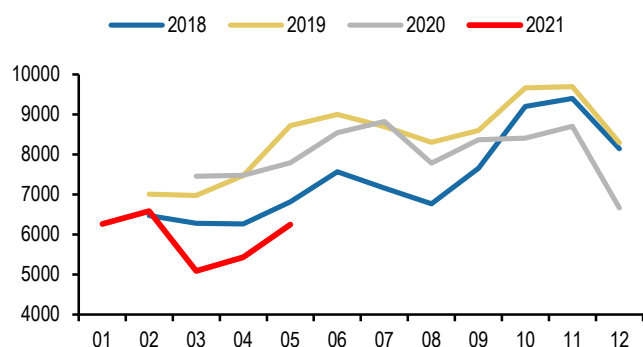
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16：三峡水库出库流量（单位：立方米/秒）



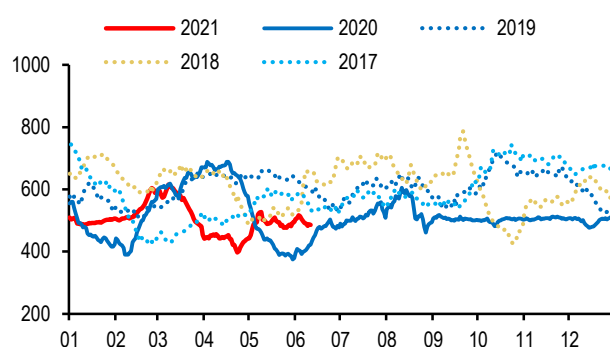
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 17: 全国重点电厂月度煤炭库存 (单位: 万吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 18: 秦皇岛港煤炭库存 (单位: 万吨)



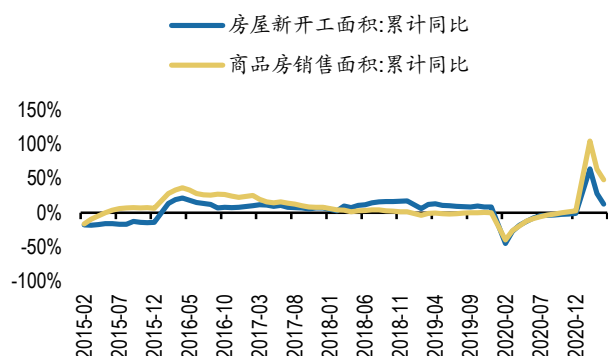
数据来源: 煤炭资源网、广发证券发展研究中心

(二) 炼焦煤: 供给受限影响更大, 预计下半年供需维持偏紧

从终端需求来看, 近几个月地产新开工和基建投资增速都有下滑, 不过截至5月累计同比增速分别高达6.9%和11.8%。近期财政部部长刘昆作《关于2020年中央决算的报告》称, 2021年用好地方政府专项债券, 指导地方加强项目储备, 适当放宽专项债券发行时间限制, 合理把握发行节奏, 提高债券资金使用绩效。预计下半年随着政府专项债发行提速, 基建投资有望维持较高增速, 而地产投资韧性也较高, 总体支撑煤焦钢产业链需求。

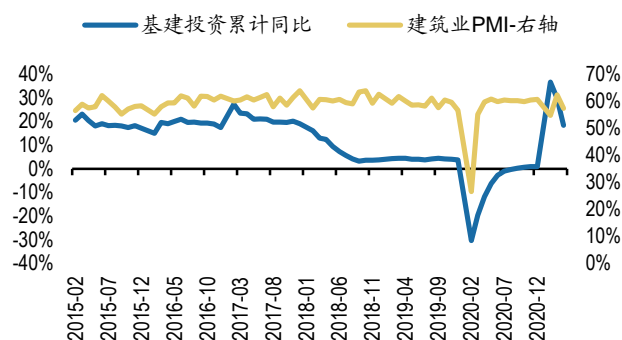
从直接下游来看, 前5月粗钢和焦炭产量累计同比增长13.9%和5.9%, 考虑到目前钢价也在高位, 激进去产能和限产可能进一步推高钢价, 预计全年粗钢产量同比下降实现难度可能较大。而焦炭方面, 根据我的钢铁网的数据, 下半年焦化产能有望净增加1300万吨以上, 也将相应增加焦煤需求。而焦煤供给方面由于国内供给较平稳, 澳洲进口煤受限后, 高品质主焦煤相对紧缺, 而蒙古受疫情反复影响, 蒙古塔本陶勒盖-宗巴彦方向铁路项目预计21年底竣工, 预计22年以后逐步发挥运力效能。此外, 山东3400万吨30万吨以下和采深超千米的煤矿也主要涉及焦煤, 下半年去产能进展有待观察, 如果关停得到落实, 焦煤供需缺口将进一步扩大。总体来看, 焦煤供给受进口限制、国内去产能影响更大, 预计下半年焦煤供需延续偏紧。

图 19: 4月房屋新开工和商品煤销售面积累计同比增长13%和48%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 20: 4月基建投资（不含电力）累计同比增长18%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

表 5: 2021年全国焦化产能变化（单位：万吨）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	总计
淘汰	1030	1031	254	460	2775
新增	2229	2234	967	1119	6549
新增-淘汰	1199	1203	713	659	3774

数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

表 6: 2021年山东面临关停煤矿（单位：万吨）

2021 年，山东 30 万吨以下面临关停煤矿							
	矿井性质	所属省	所属市	所属县	2020 年底状态	核定产能	煤种
兴杨矿业	国有地方	山东省	泰安市	肥城市	生产矿井	30	焦煤
羊泉煤矿	国有地方	山东省	泰安市	新泰市	生产矿井	30	气肥煤
辛庄煤矿	国有地方	山东省	莱芜市	钢城区	生产矿井	30	气肥煤
石集煤矿(金阳)	国有地方	山东省	泰安市	宁阳县	生产矿井	30	气肥煤
保安煤矿	国有地方	山东省	泰安市	宁阳县	生产矿井	30	气肥煤
福兴集团公司	国有地方	山东省	枣庄市	峰城区	生产矿井	30	气肥煤
安阳煤矿	国有地方	山东省	枣庄市	薛城区	生产矿井	30	肥煤
株柏煤矿	国有重点	山东省	临沂市	郯城县	生产矿井	30	肥煤
小计						240	
2021 年，山东采深超千米面临关停煤矿							
	矿井性质	所属省	所属市	所属县	2020 年底状态	核定产能	煤种
新巨龙能源公司	国有重点	山东省	菏泽市	巨野县	生产矿井	600	肥煤、1/3 焦煤
唐口煤业	国有重点	山东省	济宁市	任城区	生产矿井	390	气肥煤
梁宝寺能源公司	国有重点	山东省	济宁市	嘉祥县	生产矿井	330	气煤
赵楼煤矿	国有重点	山东省	菏泽市	鄄城县	生产矿井	330	1/3 焦煤
龙郛煤矿	国有重点	山东省	菏泽市	鄄城县	生产矿井	190	1/3 焦煤
阳城煤矿	国有地方	山东省	济宁市	汶上县	生产矿井	190	气肥煤

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

古城煤矿	国有重点	山东省	济宁市	兖州区	生产矿井	120	1/3 焦煤
安居煤矿	国有地方	山东省	济宁市	任城区	生产矿井	120	气肥煤
协庄煤矿	国有重点	山东省	泰安市	新泰市	生产矿井	120	气煤、气肥:
王楼煤矿	国有重点	山东省	济宁市	任城区	生产矿井	100	1/3 焦煤
孙村煤矿	国有重点	山东省	泰安市	新泰市	生产矿井	110	气煤
华丰煤矿	国有重点	山东省	泰安市	宁阳县	生产矿井	90	气肥煤
新河矿业	国有重点	山东省	济宁市	嘉祥县	生产矿井	90	气肥煤
彭庄煤矿	国有重点	山东省	菏泽市	鄄城县	生产矿井	80	1/3 焦煤
陈蛮庄煤矿	国有重点	山东省	菏泽市	单县	生产矿井	70	焦煤
星村煤矿	民营煤矿	山东省	济宁市	曲阜市	生产矿井	90	气煤
潘西、东港煤矿	国有重点	山东省	莱芜市	钢城区	生产矿井	70	气肥煤
滕东生建煤矿	国有重点	山东省	枣庄市	滕州市	生产矿井	35	气煤
双合煤矿	国有地方	山东省	济宁市	鱼台县	建设中期	35	
小计						3160	
合计						3400	

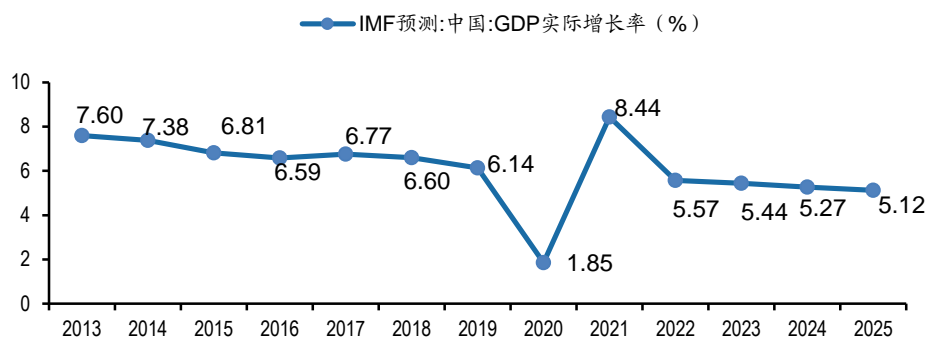
数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

(三) 中长期: 未来 5 年煤炭供需有望动态平衡, 煤价中枢维持中高位

随着新冠疫苗上市和接种逐步普及, 全球疫情防控取得积极进展。IMF 最新预测 21 年我国 GDP 实际增长率上调至 8.44% (前期预测为 8.24%), 而 22-25 年 GDP 增速也有望维持在 5-6%。在电力弹性系数为 0.5 的中性预期下, 未来 5 年整体用电量和火电发电量年复合增速有望维持 2-3%。此外, 新能源装机近年来增长迅猛, 在大规模储能技术得到应用之前, 新能源发电不稳定的特性仍将是制约新能源发展重要瓶颈。预计未来 5 年, 火电在电源结构中主体地位仍较稳固, 承担电力供应的“压舱石”和“稳定器”重任。

考虑到宏观经济增速、新能源发展速度, 以及地产、化工等产业链需求等因素, 我们认为“十四五”期间煤炭消费量仍有小幅增长空间。根据中国煤炭工业协会此前发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》, 主要目标包括到“十四五”末, 国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右, 全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右。相比较“十三五”, 煤炭消费量目标仍有 1 亿吨左右的增量。由于碳中和预期煤炭新批产能持续放缓, 煤企投资意愿下降, 预计未来 5 年煤炭供需有望动态平衡, 煤价中枢维持中高位。

图 21: IMF预测中国2021年GDP实际增长率达8.44%



数据来源: Wind, IMF, 广发证券发展研究中心

表 7: 煤炭行业2016-2025年供需平衡表 (单位: 亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
需求端	38.5	38.6	39.0	39.3	39.6	42.9	43.2	43.5	43.9	44.1
需求增速	-4.7%	0.3%	1.0%	1.0%	0.6%	8.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.5%
供给端	36.0	37.2	38.3	40.5	41.5	42.4	43.3	43.5	43.7	43.9
供给增速	-9.0%	3.3%	3.0%	5.7%	2.5%	2.3%	1.2%	0.5%	1.0%	1.0%
产量	33.4	34.5	35.5	37.5	38.4	39.8	40.6	40.8	41.0	41.2
产量增速	-9.0%	3.2%	4.5%	4.2%	1.4%	3.5%	2.0%	0.5%	0.5%	0.5%
动力煤	27.5	28.7	29.6	31.2	31.8	33.0	33.4	33.8	33.8	33.8
炼焦原煤	10.8	10.9	10.9	11.6	12.1	12.5	12.4	12.5	12.5	12.5
炼焦精煤	4.3	4.5	4.3	4.7	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1
无烟块煤	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
喷吹煤	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
进口量	2.6	2.7	2.8	3.0	3.0	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
供给缺口	2.5	1.4	0.7	-1.1	-1.9	0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1
需求-供给	2.5	1.4	0.7	-1.1	-1.9	0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1

数据来源: 国家统计局、海关总署、煤炭工业协会、Wind、广发证券发展研究中心

五、估值弹性：业绩持续创新高，关注低估值高弹性龙头

（一）业绩：2 季度多数公司有望继续创历史新高，业绩弹性可观

从煤炭板块上市公司来看，我们根据各公司整体的扣非净利润和煤炭产量，计算得到各家公司的吨煤净利（也包含了除煤炭业务外的其他业务盈利）。往年吨煤净利基数较低，或市场煤占比较高，或产量有增长空间，或还受益于煤化工产品价格上涨的公司，业绩弹性相对更大，新集能源、中煤能源、潞安环能、兰花科创等公司 21Q1 业绩改善幅度大，估值修也相对更快。

21Q1 行业企业盈利创近十年来新高。1 季度港口 5500 大卡市场价平均为 720 元/吨，较 20 年均价 571 元/吨明显提升，4 月以来均价进一步提升至 850 元/吨，预计 2 季度各公司盈利将继续创历史新高。潜在业绩弹性和提升空间较大的公司主要有：

1. 往年吨煤净利基数低，21Q1 改善不明显的公司：主要包括山煤国际、华阳股份、冀中能源、郑州煤电等公司。
2. 市场煤占比高，充分受益煤价上涨的公司：主要包括兖州煤业、中煤能源、新集能源、昊华能源等公司。
3. 受益煤化工产品价格上涨的公司：主要包括中煤能源、兰花科创、兖州煤业等公司。

表 8：2019 年以来煤炭行业主要公司吨煤净利概况

证券代码	公司名称	煤炭产量(万吨)			扣非净利(亿元)			吨煤净利(元/吨)			
		2019A	2020A	2021Q1	2019A	2020A	2021Q1	2019A	2020A	2021Q1	2021Q1 相比较 2020A
动力煤											
601918.SH	新集能源	1888	1617	504	-2.9	5.4	4.9	-15.2	33.6	97.9	191%
601898.SH	中煤能源	10184	11001	2859	53.5	57.5	34.8	52.5	52.2	121.7	133%
01898.HK	中煤能源	10184	11001	2859	53.5	57.5	34.8	52.5	52.2	121.7	133%
002128.SZ	露天煤业	4600	4599	-	23.5	19.8	11.1	51.1	43.0	96.5	124%
601001.SH	晋控煤业	3378	3161	826	8.8	8.7	5.1	26.2	27.7	61.6	123%
600188.SH	兖州煤业	10963	12027	2635	74.7	65.3	22.2	68.2	54.3	84.2	55%
01171.HK	兖州煤业股份	10963	12027	2635	74.7	65.3	22.2	68.2	54.3	84.2	55%
600546.SH	山煤国际	3841	3791	1003	12.7	8.5	3.3	33.0	22.5	33.2	48%
601225.SH	陕西煤业	11494	12536	3498	111.5	91.2	37.1	97.0	72.7	106.0	46%
600508.SH	上海能源	813.4	846.4	202.8	5.7	6.6	1.9	70.5	77.6	94.1	21%
600971.SH	恒源煤电	1030	981	270	11.4	7.6	2.5	110.5	77.5	91.4	18%
601088.SH	中国神华	28270	29160	7800	411.2	381.7	115.8	145.5	130.9	148.5	13%
01088.HK	中国神华	28270	29160	7800	411.2	381.7	115.8	145.5	130.9	148.5	13%
600121.SH	郑州煤电	721	711	175	-6.9	-9.9	-0.3	-95.7	-139.6	-18.6	-

炼焦煤											
601699.SH	潞安环能	4818	5162	1276	21.8	18.9	15.7	45.3	36.7	123.4	237%
000983.SZ	山西焦煤	3419	3544	-	17.1	16.7	9.1	50.0	47.1	103.1	119%
600157.SH	永泰能源	911	1031	267	0.9	2.0	1.0	10.1	18.9	37.9	100%
600997.SH	开滦股份	671	718	206	11.4	10.8	6.0	170.3	150.1	292.6	95%
600985.SH	淮北矿业	2650	2713	656	31.7	31.7	12.0	119.7	117.0	182.3	56%
601666.SH	平煤股份	2832	3082	783	11.3	14.6	5.4	40.0	47.3	68.8	45%
600395.SH	盘江股份	907	1144	236	10.4	7.2	2.0	114.5	62.9	84.9	35%
000937.SZ	冀中能源	2854	2758	-	9.2	8.0	1.4	32.1	29.0	19.9	-31%
无烟煤											
600123.SH	兰花科创	862	906	249	6.7	3.3	2.3	77.9	36.5	93.3	156%
600348.SH	华阳股份	4101	4322	1240	15.8	12.9	4.5	38.5	29.7	36.2	22%
601101.SH	昊华能源	1279	1215	332	2.2	-1.0	1.7	17.3	-8.3	52.5	-

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 估值: 目前板块近 1/3 的公司 PB 低于 1, PE 折价更明显

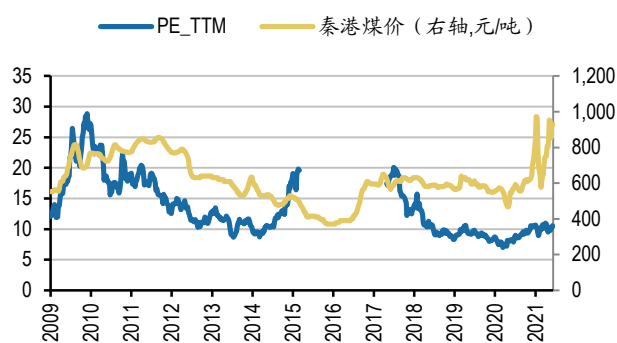
1.从板块整体来看, 目前煤炭开采板块PE(TTM)和PB(LF)接近2016年以来的平均水平, 但相比较2009年以来的平均值低估20-40%, 相比较2016年以来的高点低估30-50%。

PE方面, 目前煤炭开采板块PE(TTM)为10.5倍, 2016年供给侧改革以来板块平均水平为10.7倍, 2016年以来的PE高点为20.1倍, 而2009年以来的平均水平为13.5倍, 目前估值分别低估约48%和22%。

PB方面, 目前煤炭开采板块PB(LF)为1.2倍, 2016年以来板块平均水平为1.1倍, 2016年以来的PB高点为1.7倍, 而2009年以来的平均水平为1.8倍, 目前估值分别低估约33%和36%。

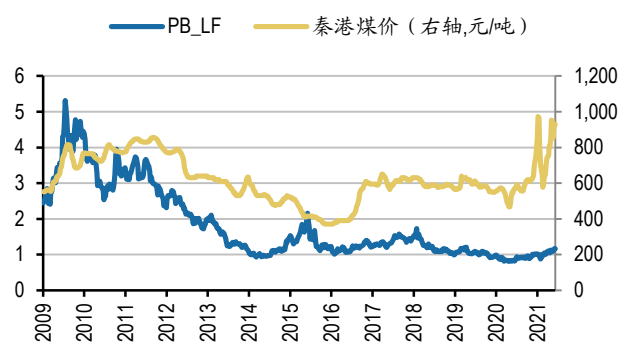
2.从板块上市公司来看, 目前还有近1/3的公司PB低于1, 而从PE来看, 多数公司基于最新盈利预测的动态PE相比较2017-2020年平均值折价明显。

图 22: 煤炭开采板块PE和煤价关系



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 23: 煤炭开采板块PB和煤价关系



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 9: 2016-2021年煤炭主要上市公司PE（基于当年盈利）

证券代码	公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	最新	2017-2020 年平均	最新折价
600546.SH	山煤国际	24.7	25.5	37.3	9.3	25.6	5.9	7.0	24.1	-71%
601001.SH	晋控煤业	53.4	17.1	13.4	8.4	8.7	4.6	6.5	10.2	-36%
601898.SH	中煤能源	35.9	32.7	20.0	11.4	9.4	7.1	9.0	13.6	-33%
601918.SH	新集能源	-	-	35.2	14.3	8.4	9.7	12.9	19.3	-33%
600508.SH	上海能源	15.8	16.8	12.1	12.2	9.5	7.4	7.8	11.3	-31%
601666.SH	平煤股份	14.2	10.1	15.4	8.2	8.2	6.8	8.5	10.6	-20%
000937.SZ	冀中能源	87.6	22.0	18.7	15.0	15.7	12.6	13.8	16.4	-16%
01898.HK	中煤能源	25.0	12.1	8.8	6.1	4.5	3.9	5.6	6.5	-14%
600997.SH	开滦股份	17.2	20.1	6.8	8.3	7.5	5.8	6.5	7.5	-14%
01088.HK	中国神华	9.8	6.4	7.7	7.2	6.5	5.6	6.2	7.1	-12%
601699.SH	潞安环能	26.6	9.8	10.6	9.6	9.6	5.1	8.7	9.9	-12%
000983.SZ	山西焦煤	62.6	18.9	13.2	11.1	9.1	7.5	10.5	11.1	-6%
600985.SH	淮北矿业	-	-	-	6.4	5.9	5.5	6.0	6.1	-2%
600395.SH	盘江股份	75.8	14.5	10.7	8.4	11.7	9.6	10.0	10.2	-2%
002128.SZ	露天煤业	16.1	9.4	7.3	6.0	8.7	6.8	7.3	7.4	0%
600188.SH	兖州煤业	26.3	8.8	8.0	5.8	6.4	5.4	6.7	6.7	0%
601088.SH	中国神华	13.1	8.8	9.3	8.7	8.4	8.5	9.1	8.8	2%
600971.SH	恒源煤电	-	8.3	6.2	6.1	8.1	5.9	7.2	6.8	6%
01171.HK	兖州煤业股份	12.3	3.9	4.9	3.5	4.0	3.6	4.8	4.1	16%
601225.SH	陕西煤业	18.8	6.7	7.4	7.5	5.6	8.0	8.7	6.8	28%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心（注: 最新收盘价截至2021年6月17日）

表 10: 2016-2021年煤炭主要上市公司PB (基于当年净资产)

证券代码	公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	最新	2016-2020 年平均	最新折价
601101.SH	昊华能源	1.3	1.4	1.1	1.1	0.6	0.6	0.8	1.1	-24%
000937.SZ	冀中能源	1.2	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	-19%
600508.SH	上海能源	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	-14%
600348.SH	华阳股份	1.2	1.2	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	-13%
01088.HK	中国神华	0.8	1.0	1.0	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9	-10%
600971.SH	恒源煤电	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0	-6%
002128.SZ	露天煤业	1.4	1.5	1.2	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	-6%
600546.SH	山煤国际	1.9	2.0	1.5	1.3	2.3	1.4	1.7	1.8	-5%
601088.SH	中国神华	0.9	1.3	1.3	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1	-2%
600395.SH	盘江股份	2.4	2.0	1.5	1.2	1.4	1.6	1.7	1.7	0%
600997.SH	开滦股份	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9	7%
600985.SH	淮北矿业	-	-	-	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1	8%
600123.SH	兰花科创	1.0	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6	0.9	0.8	11%
601225.SH	陕西煤业	1.5	1.6	1.6	1.5	1.2	1.5	1.7	1.5	12%
601918.SH	新集能源	2.9	2.4	1.7	1.4	1.0	1.2	1.6	1.4	14%
601001.SH	晋控煤业	2.0	1.8	1.6	1.2	1.1	1.2	1.8	1.5	14%
601666.SH	平煤股份	1.0	1.2	0.9	0.7	0.7	0.8	1.1	0.9	20%
601699.SH	潞安环能	1.2	1.3	1.2	0.9	0.7	0.8	1.3	1.1	24%
601898.SH	中煤能源	0.8	0.9	0.7	0.7	0.5	0.7	0.9	0.7	28%
01898.HK	中煤能源	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.4	30%
000983.SZ	山西焦煤	1.7	1.7	1.2	0.9	1.0	1.2	1.7	1.3	31%
600188.SH	兖州煤业	1.3	1.1	1.0	0.8	0.8	1.2	1.4	1.0	42%
01171.HK	兖州煤业股份	0.5	0.6	0.8	0.6	0.4	0.7	0.9	0.6	51%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (注: 最新收盘价截至2021年6月17日)

（三）观点：煤价表现持续超预期，建议继续关注低估值高弹性龙头

总体来看，我们认为上半年煤价持续高位表明供需面持续偏紧，近期淡季价格继续超预期，安全力度频频升级，下半年煤价有望维持高位。5月末由于高层持续关注大宗商品价格上涨，但受制于较严的安监形势，煤矿保供增产效果一般，加上进口煤贡献不足，下游需求维持较高水平，6月初以来港口价格再次从840-850元/吨水平上涨至920元/吨以上。上周黑龙江、河南等产地发生多起安全事故，安全检查力度再升级，叠加动力煤迎峰度夏需求旺季临近，港口、电厂及钢焦产业链存煤整体处于中低位，而6月以来受制于产能因素产量也难有大幅增长，总体看预计下半年煤价有望维持高位。

中长期，煤价有望维持高位。主要由于：一方面煤炭需求有望维持稳健增长，另一方面由于碳中和预期煤炭新批产能持续放缓供给端增量有限，而受安全检查力度升级以及资源条件下降等因素在产矿产量也逐步下滑。

从煤炭企业盈利和估值看，21年Q1行业企业盈利创近十年来新高。4月以来港口均价进一步提升至850元/吨，预计2季度各公司利润将继续创新高。估值方面，即使不考虑未来1-2年煤价的高弹性，目前煤炭开采板块对应PE(TTM)也仅为10.5倍，低于供给侧改革以来的平均水平，上一轮周期即2009年以来的平均PE(TTM)也达到约14倍，且目前板块PB仅1.1倍，行业折价明显。继续重点看好陕西煤业、山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、兖州煤业（A）、兖州煤业股份（H）以及其他具备资源优势 and 盈利弹性的龙头。

六、风险提示

- 1.下游需求低预期，如7-10月水电出力超预期，火电和动力煤需求受限。
- 2.保供压力下煤炭供给过快增长，进口煤超预期增长，使得煤炭供需关系恶化，煤价超预期下跌。
- 3.各公司成本费用管控不及预期，抵销部分煤价上涨，业绩弹性可能低预期等。

广发煤炭行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与中国神华(601088)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与中国神华(01088)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。