



华西证券股份有限公司  
HUAXI SECURITIES CO.,LTD.

仅供机构投资者使用  
证券研究报告

华西证券2021年高端闭门投资会  
——分论坛行业策略报告

供给受限叠加旺盛需求推升煤价中枢

能源开采及交运行业分析师：洪奕昕

SAC NO: S1120519080004

2020年05月17日

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- ◆ **动力煤：**目前CCI指数停更，动力煤短期现货价格在此前的看涨情绪下过快上涨，因此在期货的资金行为和各类政策传闻的影响下，处于挤水分的过程中。但目前电厂库存仍处低位，后续迎峰度夏的采购需求刚性存在，而供给端来看，目前主要依赖国内产量释放，基本面仍然偏强。即使国内产量释放，在整体明显超预期的市场价格下，煤企二季度的业绩有望量价齐升同比大涨。我们认为从基本面来看煤价短期回调挤水分后，在采购需求下仍处于偏强状态。未来增产保供的落实程度和节奏是煤价走势的关键，我们维持上半年以及今年动力煤价中枢抬升的判断，目前来看煤价大超预期。
- ◆ **焦煤：**焦煤去年上涨有限，在动力煤和焦炭均迭创新高的情况下，焦煤价格自从澳洲煤进口的限制之后，才有了较为明显的供需缺口，并在近期的旺盛需求下显现了较强的弹性。
- ◆ **焦炭：**焦炭价格波动较大，年前提涨15轮共上涨1000元/吨，春节后提降8轮共下跌800元/吨，4月下旬开始本轮提涨，目前已提涨7轮共上涨700元/吨。从供给来看，“碳中和”大方向下钢铁和焦炭产能中长期均趋于收缩，但短期内下游需求和钢厂利润偏强，而焦炭采购需求仍偏刚性，因此价格仍偏强，中长期来看环保压力下供给侧的收缩托底价格。

# 目录

- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

# 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低

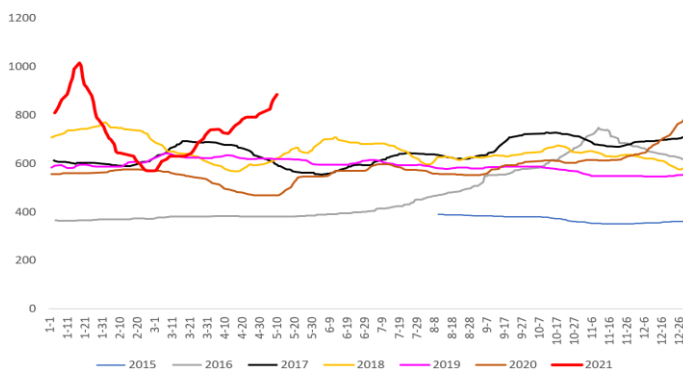
## □ 煤价

- ✓ 2021年1月，极寒天气叠加旺盛工业需求，需求拉动煤价涨至1000+元，创历史新高。
- ✓ 2021年1-2月，天气逐渐转暖，同时国内保供，1-2月原煤产量同比+25%，使得煤价大幅回落。
- ✓ 2021年3月开始，国内供给恢复正常，3/4月原煤产量同比分别-0.2%/-1.8%，在春节后旺盛的工业需求支撑下，煤价开始新一轮上涨。
- ✓ 2021年3-4月，电厂去库到位，而日耗居高不下，港口成交煤价在淡季大涨至900元/吨以上，坑口价格亦迭创新高。

CCI 5500 动力煤指数在本轮上涨至886元/吨（5月10日）后暂停更新



CCI 5500 动力煤指数季节图表，自3月开始的淡季上涨大超预期



“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

# 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低

## 需求

- 需求在2020年Q1受疫情影响，出现单月发电量同比-10%的极端情况，2020年5月开始需求出现显著修复，此后除水电高峰对火电需求造成一定挤压外，整体用电需求持续维持高位。至2020年底2021年初，罕见的寒潮带来的民用电需求+旺盛的工业用电需求，将总用电需求推向高潮。
- 2021年，1月寒潮过后民用电需求虽环比下降，工业用电始终维持高位，即使在春节后的淡季仍然强劲。目前的电厂低库存水平下，迎峰度夏前的电厂补库需求是刚性的。

沿海八省电厂煤炭库存：当前库存低位，应峰度夏补库需求刚性

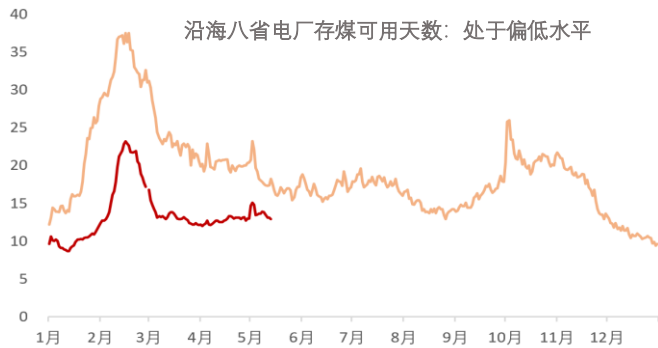


— 2020库存 万吨 — 2021库存 万吨

沿海八省电厂日耗：维持历史同期高位



沿海八省电厂存煤可用天数：处于偏低水平



— 2020可用天数 天 — 2021可用天数 天

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

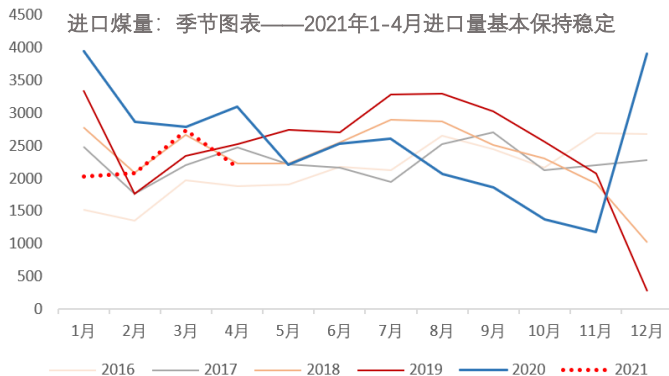
资料来源：CPIA、华西证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

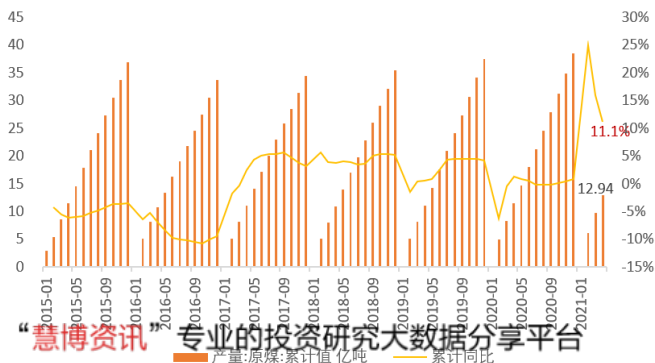
# 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低

## 供给

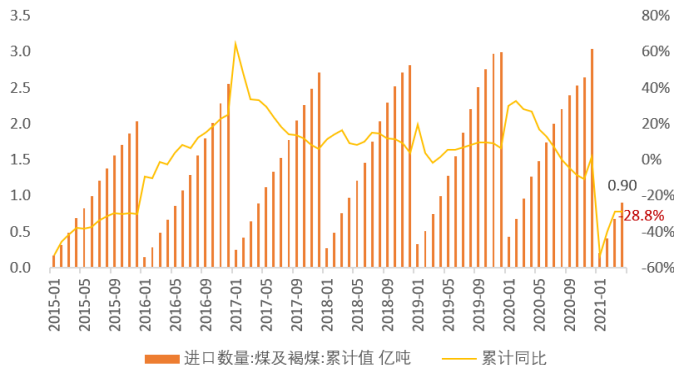
- 国内：在频发的安全事故、“碳中和”大背景下的常规环保约束、陕蒙地区煤管票管控、倒查等供给约束下，**目前国内的产量除政策强制保供（如今年1-2月）外，供给缺乏弹性。**
- 进口：目前的进口政策，除澳洲煤进口限制外，基本无刚性数额限制，由于1) 国际煤价上涨使得国内外价差收窄；2) 海运费大涨使得印尼低卡煤进口的性价比下降；3) 去年同期因统计口径等基数偏高，**2021年1-4月进口煤量同比-29%。**



2021年1-4月，国内原煤产量同比+11%，主要由于1-2月保供



进口煤量：2021年1-4月，进口煤同比-30%，主要由于去年基数高



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

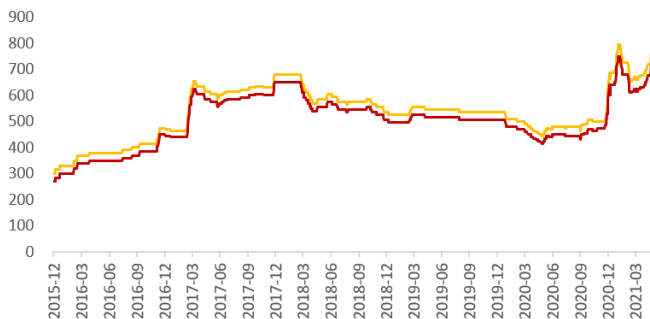
# 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低

## 供给

### 进口煤价

- 印尼进口煤价：澳洲煤进口限制后，印尼煤最受益，价格已两次创新高；
- 澳洲纽卡斯尔港煤价：印尼煤产量有限，澳洲煤等全球其他煤价在中国强劲的需求和全球经济复苏的背景下均较快上涨，尤其是春节前由于进口限制而滞涨的澳煤，在当前运价高企印尼低卡煤性价比下降的情况下，澳煤亦被其他国家的需求间接拉涨。

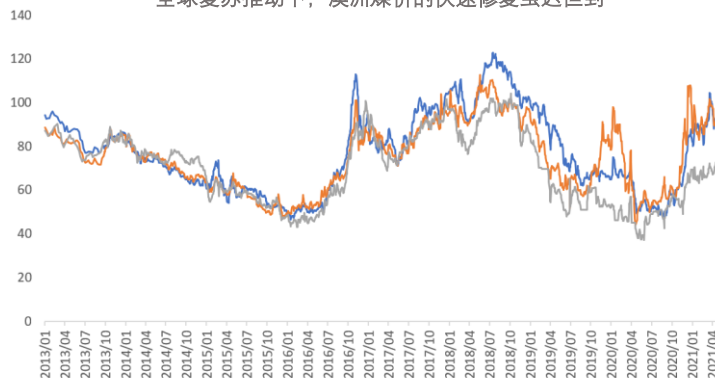
印尼煤价2021年已经两次创历史新高



— 广州港:市场价:动力煤(Q:4800,印尼产) 元/吨

— 广州港:市场价:动力煤(Q:4300,印尼产) 元/吨

全球复苏推动下，澳洲煤价的快速修复虽迟但到



— 纽卡斯尔NEWC动力煤现货价 美元/吨

— 理查德RB动力煤现货价 美元/吨

— 欧洲ARA港动力煤现货价 美元/吨

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind、西证研究所  
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

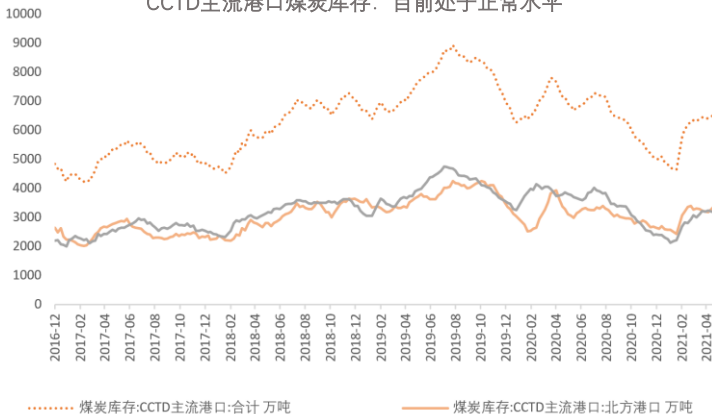


# 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低

## ■ 库存：

- 在电厂库存低位、坑口无库存挤压的情况下，全产业链的库存主要集中于港口。
- 北方港口是动力煤最主要的中转港口群，春节后北方港口库存有所累积，4月份大秦线春季检修期间，北方港口去库，5月大秦线恢复正常后基本处于满发状态，同时在较高的市场情绪下，坑口积极拉运至港口，呼和浩特局的车皮量亦高位，港口库存有所累积，但整体来看全国港口库存处于中位水平。
- 从全行业的库存水平来看，较迎峰度夏的库存仍有较大的补库空间。

CCTD主流港口煤炭库存：目前处于正常水平



北港港口库存：4月去库后近期有所回升，处于中位水平



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind、华西证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 目录

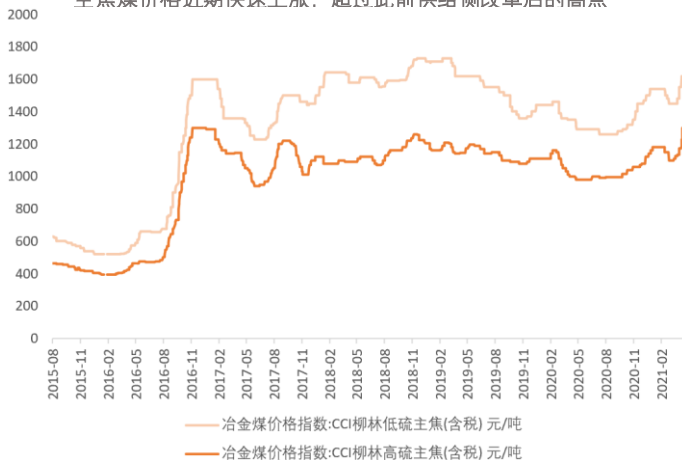
- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

# 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口

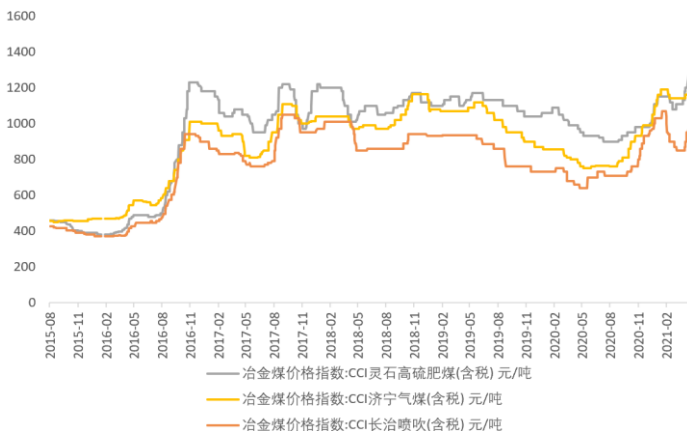
## □ 焦煤：

- ✓ 焦煤去年上涨有限，在动力煤和焦炭均迭创新高的情况下，焦煤价格自从澳洲煤进口的限制之后，才有了较为明显的供需缺口，并在近期的旺盛需求下显现了较强的弹性。
- ✓ 从品种来看，澳煤控制主要影响的是主焦煤，价格在近期创供给侧改革后新高，同时各炼焦配煤价格亦显著上涨。

主焦煤价格近期快速上涨，超过此前供给侧改革后的高点



炼焦配煤价格近期亦大幅上涨，尤其是山西地区，如长治的喷吹煤



“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，华西证券研究所  
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 目录

- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

# 焦炭：供给端受环保制约

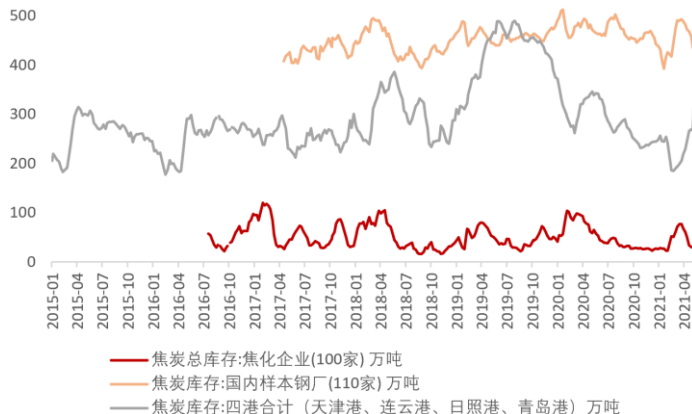
## □ 焦炭：

- ✓ 焦炭价格波动较大，年前提涨15轮共上涨1000元/吨，春节后提降8轮共下跌800元/吨，4月下旬开始本轮提涨，目前已提涨7轮共上涨700元/吨。
- ✓ 从供给来看，“碳中和”大方向下钢铁和焦炭产能中长期均趋于收缩，但短期内下游需求和钢厂利润偏强，而焦炭采购需求仍偏刚性，因此价格仍偏强，中长期来看环保压力下供给侧的收缩托底价格。

焦炭价格年前创新高，节后回调后近期迅速反弹



钢厂和焦企的焦炭库存较低，钢厂采购需求仍在



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源: Wind, 华西证券研究所  
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 焦炭：供给端受环保制约

## □ 螺纹钢

- 五一后螺纹钢价格因市场预期和情绪大涨，周五因唐山市市场监管局、发改委、工信局联合约谈全市钢铁生产企业等消息，价格单日较快下跌。从基本面来看，“碳中和”等环保约束在长期来看仍将在供给端维持偏紧格局，较好的需求下基本面仍偏强，但由于价格上涨过快，目前主要受政策影响，短期价格或出现较大波动。
- 后续钢价走势需关注：其一，政策对大宗商品价格过快上涨的导向；其二，下游需求的强度和持续性；其三，钢厂限产的后续执行情况；其四，进口矿价及焦炭等原料端的影响。

“碳中和”对钢铁供给端的控制最为直接，螺纹钢价格持续创新高



唐山限产后高炉开工率明显下降



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源: Wind, 华西证券研究所  
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 目录

- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

## 推荐标的

### ➤ 中国神华

- “煤+电+运”产业链布局，叠加长协机制，供给侧改革后公司业绩稳定，现金流丰富。
- 2021年4月煤炭产量继续同比大涨，所得税优惠的负面影响消除，预计Q2煤炭板块量价齐升，业绩同比增长。
- **盈利预测：**预计2021-22年归母净利452/460亿元，同比分别+16%/+2%，对应PE分别9/9倍。
- **风险提示：**宏观经济系统风险；进口煤政策变化；水电超预期；集团整合影响公司治理等。

### ➤ 陕西煤业

- 依托浩吉铁路提升在中南地区的市占率和定价权，是以 $\beta$ 逻辑为主的煤炭行业中具有结构性的 $\alpha$ 逻辑的标的。
- 陕煤是煤炭公司里资源最优质的之一，且开采年限尚有80余年，远高于行业平均。
- 陕西产地煤价迭创新高，小保当二号投产后产量亦同比增长，预计21Q2公司业绩同比大增。
- **盈利预测：**预计2021-22年归母净利140/129亿元，对应PE分别为8/9倍。
- **风险提示：**宏观经济系统性风险；进口煤限制放开超预期；神渭管道转固等。

### ➤ 盘江股份

- 公司产能增长进入密集释放期，预计公司今年产能增长近50%，至2023年产能将翻倍。
- 焦煤价格近期快速修复，公司目前估值仍有较大空间。
- **盈利预测：**预计2021-22年归母净利12.5/15.9亿元，同比+45%/+27%。
- **风险提示：**宏观经济系统性风险；公司技改及在建矿投产进度不及预期；西南地区基础设施投资增速下滑超预期；西南地区的新增钢铁产能投产不及预期；贵州省内电煤需求超预期，进口煤限制放开超预期，广西进口增加。



# 目录

- 动力煤：需求将迎采购旺季，电厂库存偏低
- 焦煤：澳煤进口限制产生供需缺口
- 焦炭：供给端受环保制约
- 推荐标的
- 风险提示

## 风险提示

- 宏观经济系统性风险；
- 国外疫情恢复进度不及预期；
- “碳中和”等预期发酵超预期；
- 内蒙、陕西、山西等地煤炭产量释放超预期；
- 进口煤政策变化、中澳关系对大宗商品供需格局和运输格局的影响；
- 新能源在技术上的进步超预期等。

## 分析师简介

**洪奕昕：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

**李承鹏：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 行业评级标准

以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

**“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台**  
 地址：北京市西城区太平桥大街丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hibor.com.cn>

# 免责声明



华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。。  
本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 谢谢！

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>