

“危”中“机”

——煤炭行业 2020 年度下半年投资策略

行业中期报告

◆**煤价走出“至暗时刻”，仍需关注来水风险。**虽然一季度煤价大幅下行，但供给端并未出现行业整体收缩政策，更多的是通过煤管票、进口煤数量来辅助调节。煤电 2020 年长协落地使煤价出现拐点，下游需求回暖提升了反弹斜率。疫情冲击使我们看到“煤电双杀”、“煤油双杀”两大困境。随着 5 月底大秦铁路检修完工以及两会圆满闭幕，在供应宽松格局不变的情况下，煤价持续反弹空间有限，同时应当重视弱需求下水电“挤出效应”。

◆**经营韧性与分红率值得关注，细分品种中焦炭弹性显著。**2019 年煤炭行业营收、归母净利同比增长 15%/5%，现金流大幅改善同时资本开支维持低位。先进产能加速向头部企业集中、历史包袱出清是煤价下行周期企业盈利韧性的主要原因。3 月下旬以来，钢铁、水泥、工程机械逐渐回暖，基建地产直接对应四大高耗能行业中的钢铁、有色、建材，若基建地产持续发力焦煤、焦炭弹性要大于动力煤。从供给端看 2020 年是焦炭去产能考核年，有望集中出清落后产能。焦炭主产区山东、山西产能压缩规模约 2269 万吨/年，占 19 年总产量比重 4.8%。

◆**收官之年，聚焦山西国改。**2020 年是山西国改收官年，焦煤集团与山煤集团合并事件使山西国企改革再次引起市场关注。2019 年末煤炭行业吨煤市值仅 677 元/吨，在盈利水平修复至 10% 以上后，估值依然处于较低水平。另一方面，过去山西国企改革在提升资产证券化率方面效果并不明显。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升最大催化剂。

◆**投资建议：**维持煤炭行业“增持”评级，行业建议遵循三条投资主线：(1) **山西国改：**山西国企改革正处于“收官年”窗口期，具有改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比，推荐西山煤电、山煤国际；(2) **“类债券”龙头：**在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在逐步增强，推荐恒源煤电、盘江股份、平煤股份、中国神华；(3) **受益需求改善的高弹性标的：**随着疫情风险的逐步缓解，下游基建地产发力、国际油价逐步见底，焦炭板块弹性将得到释放，推荐美锦能源、山西焦化。

◆**风险分析：**新冠疫情导致下游需求持续低迷；先进产能投放过快导致供给严重过剩；国际原油价格大幅下跌风险；五月以后水电“挤出效应”压制需求。

重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000983	西山煤电	4.83	0.54	0.66	0.68	9	7	7	买入
600546	山煤国际	11.29	0.59	0.66	0.74	19	17	15	买入
600971	恒源煤电	4.94	0.94	0.94	0.98	5	5	5	买入
600395	盘江股份	5.43	0.66	0.68	0.70	8	8	8	买入
601666	平煤股份	4.19	0.50	0.49	0.51	8	9	8	增持
601088	中国神华	16.38	2.17	2.13	2.12	8	8	8	增持
000723	美锦能源	6.42	0.23	0.19	0.22	28	34	29	增持
600740	山西焦化	6.07	0.31	0.54	0.64	20	11	9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

增持（维持）

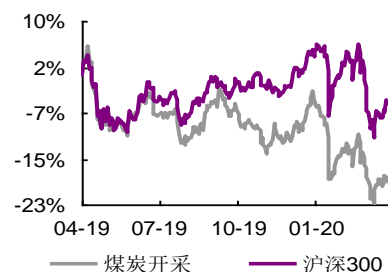
分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiancg@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

同属煤炭，冷暖各异——煤炭行业 2019 年年报暨 2020 年一季报总结

..... 2020-05-06
煤价大跌后，市场最关心的五个问题——煤炭价格跟踪报告..... 2020-04-16
关于全球经济，“煤博士”有话说——国际煤炭贸易及进口煤专题研究..... 2020-01-09
积极布局当下，静待改革硕果——山西国企改革系列报告之一

..... 2019-09-03

投资聚焦

研究背景

2020 年受疫情影响煤价大幅跌破绿色区间，引发了市场对煤炭行业供需格局及政策调控的关注。这次外部冲击也为我们的研究框架带来了新的挑战。5 月以来虽然煤价已显著回升，但投资者对后续行情演绎依然存在分歧。本篇报告从煤价大跌这一现象入手，提示投资者重视外部环境的两大“异象”，对政策空间、行业供需、价格锚点等核心问题进行了深入探讨，在此基础上对全年投资节奏和热点提出建议。

我们区别于市场的观点

煤电 2020 年长协落地使煤价出现拐点，下游需求回暖提升了反弹斜率。虽然一季度煤价大幅下行，但供给端并未出现行业整体收缩政策，更多的是通过煤管票、进口煤数量进行辅助调节。疫情冲击使我们看到“煤电双杀”、“煤油双杀”两大困境，在当前需求弱复苏和海外风险未完全消除的情况下，煤价反弹持续性和高度将受到抑制。

需要指出的是，煤价缺乏亮点并不必然导致煤炭板块投资机会缺失。2017 年以来虽然煤价中枢持续走低，但煤炭板块盈利水平持续改善。由于先进产能向头部企业集中、历史包袱逐步出清，2019 年煤炭行业营收、净利润均实现正增长，分红比例大幅提升。目前煤炭板块估值已处于历史低位，全球资产回报率下降、山西国企改革将是板块潜在催化剂。

投资观点

维持煤炭行业“增持”评级，我们认为 2020 年煤炭行业整体供需将趋于宽松。行业建议遵循三条投资主线：

1. 山西国改：山西国企改革正处于“收官年”窗口期，叠加中央提出的能源革命重大战略，具有改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比，推荐西山煤电、山煤国际。

2. “类债券”龙头：在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在逐步增强，推荐恒源煤电、盘江股份、平煤股份、中国神华。

3. 受益需求改善的高弹性标的：随着疫情风险的逐步缓解，下游基建地产发力、国际油价逐步见底，焦炭板块弹性将得到释放，推荐美锦能源、山西焦化。

目 录

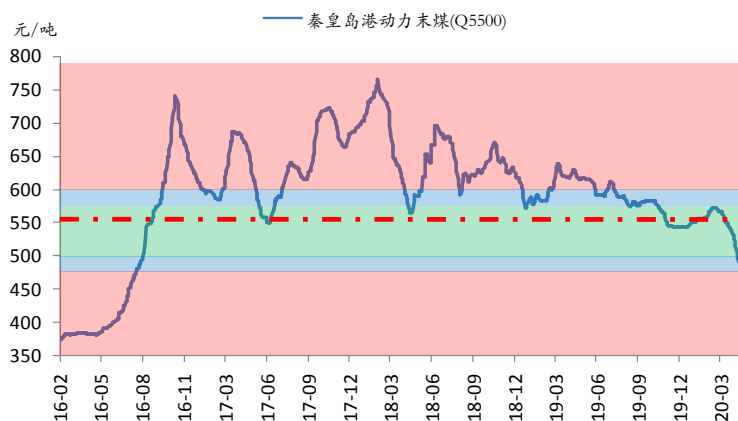
1、 暴跌疑云：从 3 月煤价说起	4
1.1、 煤价重回调控区间.....	4
1.2、 “供需错配” 是引发下跌的根本原因.....	5
2、 2020 年不寻常的困局	6
2.1、 煤、电“双杀”，不宜用供给手段解决需求问题	6
2.2、 煤、油“双杀”，国内外价格传导机制存在差异	7
2.3、 煤炭价格的锚在哪里？	9
2.4、 本轮反弹可以走多远？	11
3、 供需逐步宽松，行业下行周期韧性显著	13
3.1、 供求关系逐步走向宽松	13
3.2、 进口煤依然是短期调节煤价的有效工具.....	13
3.3、 煤运“瓶颈”已经打通	14
3.4、 煤价下行周期，企业韧性显著	15
4、 焦炭弹性显著，山西国改值得期待.....	17
4.1、 不同品种需求弹性存在差异	17
4.2、 不同品种 2020 去产能力度不同	18
4.3、 收官之年，聚焦山西国改.....	21
5、 投资建议	24
6、 重点推荐公司.....	25
6.1、 山煤国际（600546.SH）	25
6.2、 恒源煤电（600971.SH）	26
6.3、 盘江股份（600395.SH）	27
6.4、 山西焦化（600740.SH）	28
7、 风险分析	28

1、暴跌疑云：从3月煤价说起

1.1、煤价重回调控区间

2020年5月9日，秦皇岛5500大卡动力煤价格为464元/吨。该价格指标自4月23日以来跌破470元/吨关键位置。煤价的快速下行已引起了市场对煤炭行业全年景气度的担忧：

图1：动力煤价格走势及调控区间



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：时间截至2020年5月10日）

担忧一：大幅跌穿2016年供给侧改革以来550元/吨价格底。此前市场对煤炭行业整体判断为供需紧平衡，进口煤有效发挥调节价格作用，煤价波动收窄中枢缓慢下移。目前市场担忧供需失衡，且大幅下跌之后进口煤调节机制失效。

担忧二：500元/吨是煤价“绿色区间”的下限。发改委在《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》明确了动力煤长协定价机制，其将动力煤价格运行划分为三个区间：

- **绿色区域（价格正常）：**是指价格上下波动幅度在6%以内（以2017年为例，重点煤电企业动力煤中长期基础合同价为535元/吨，绿色区域为500~570元/吨）。
- **蓝色区域（价格轻度上涨或下跌）：**是指价格上下波动幅度在6%~12%之间（以2017年为例，蓝色区域为570元~600元/吨或470~500元/吨）。
- **红色区域（价格异常上涨或下跌）：**价格上下波动幅度在12%以上（以2017年为例，红色区域为600元/吨以上或470元/吨以下）。

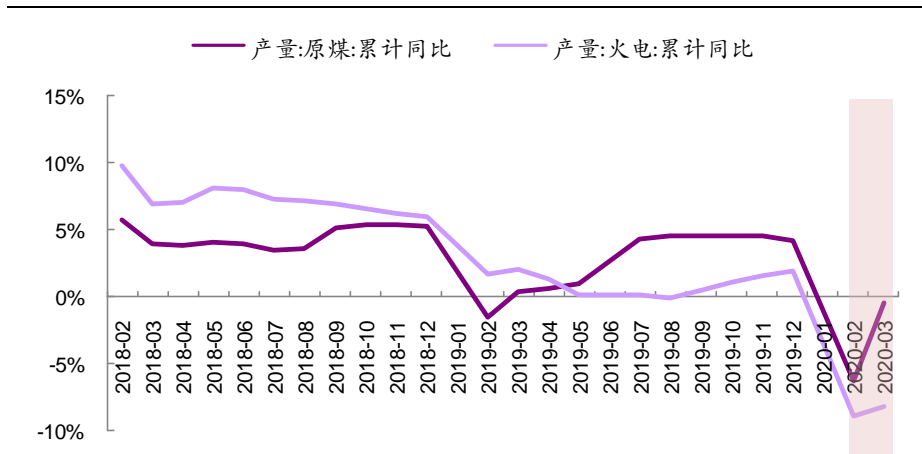
《备忘录》指出，当动力煤价格位于绿色区域，充分发挥市场调节作用，不采取调控措施；当价格位于蓝色区域，重点加强市场监测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施；当价格位于红色区域，启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制。

因此市场有观点认为，跌破绿色或蓝色区间之后将触发政策调控，不排除“276工作日”等供给收紧政策推出，从而大幅提振煤炭价格。

1.2、“供需错配”是引发下跌的根本原因

作为上游劳动密集型行业，疫情导致煤炭行业供需双杀，但引发3月至今大幅下跌的核心原因在于供需错配——煤炭复产进度好于下游复产进度。从数据来看，1-3月全国原煤产量同比下滑0.5%，发电量同比下滑8.2%。

图2：3月以来煤炭产量回升好于火电发电量



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据截至2020年3月）

煤炭是重要能源品关系到全社会用电安全，保障能源供应、避免物资短缺是疫情期间的重要措施之一。2月初国家能源局就发布了《关于做好疫情防控期间煤炭供应保障有关工作的通知》，要求2月3日起煤矿加紧复工复产进度，对复工复产进度慢、保障煤炭稳定供应不力的地区进行重点指导和督促检查。

从公布的1-2月大型煤炭企业产量数据来看，协会直报大型煤炭企业原煤产量完成3.9亿吨，同比减少1639万吨，同比下降4.0%。排名前10家企业原煤产量合计为2.8亿吨，占原煤产量70.1%。值得注意的是，规模排名前10的煤炭生产企业中，神华集团、陕煤集团等6家企业产量增加。煤价下行期快速复产，体现了大型国有煤企对保障政策的快速响应和社会责任担当，特殊时期下社会稳定优先于煤企个体利益。国有煤矿产量占总供应量2/3左右，与民营煤矿不同的是，国有煤矿生产具有很强连续性，一旦复工将持续生产。

表1：2020年1-2月全国及前十大煤企生产情况

煤炭	产量(亿吨)	同比
全国	4.9	-6.3%
国家能源集团	1.04	1.3%
中煤集团	0.3	-6.2%
同煤集团	0.27	9.8%
陕煤集团	0.25	11.7%
兖矿集团	0.24	6.3%
山西焦煤集团	0.15	-7.0%
国家电投集团	0.14	8.5%
山东能源集团	0.14	-27.9%
华能集团	0.12	0.3%
潞安集团	0.11	-5.1%

资料来源：煤炭工业协会，光大证券研究所

2、2020 年不寻常的困局

2.1、煤、电“双杀”，不宜用供给手段解决需求问题

需求端面临的情况显然比供给侧更为复杂，煤炭直接需求是电厂，而电力需求间接反映全社会经济运行情况，刺激政策难以在短时期扭转需求下滑趋势。截至 4 月 14 日六大电企日耗数据依然处于 50 万吨/日左右较低水平，无论从绝对值还是恢复趋势都大幅弱于上游煤炭供应。

自 2016 年煤炭行业供给侧改革以来，截至 2019 年末累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。改革对煤炭行业已经产生了深远影响：（1）扭转产能过剩局面；（2）提升大型国有煤矿比重；（3）煤价中枢逐年下降，回归绿色区间运行；（4）长协定价使煤价波动收窄，煤电矛盾缓和。

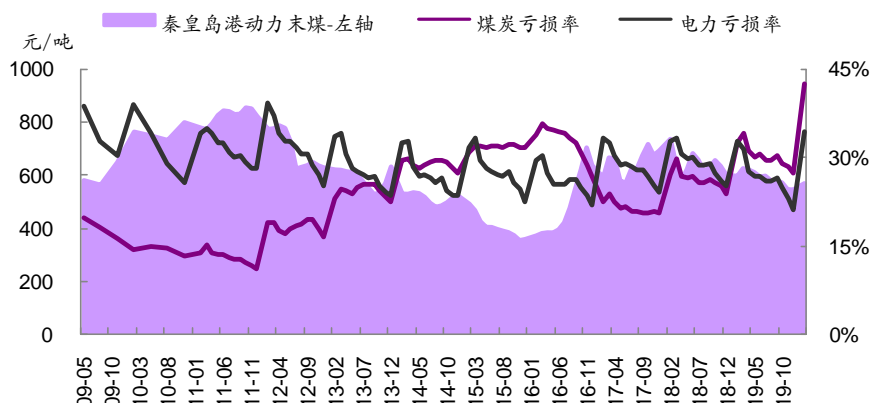
我们认为不能因为这次的事件冲击而全盘否定 4 年来的改革成果。随着下游复工复产的逐步恢复，迟到的需求也终将会来临。从政策调控的角度来看，我们认为即便短期跌破 470 元/吨价格，出台“276 工作日”等一刀切政策的可能性极低。

2016 年 2 月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，在煤炭行业开展推动供给侧结构性改革试点工作。该《意见》同时明确，从 2016 年开始，按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，原则上法定节假日和周末不安排生产。

16 年 2 月煤炭行业的情况是，煤价 371 元/吨，全国规模以上煤炭企业 5927 家，行业亏损面 34%。20 年 2 月煤炭行业的情况是，煤价 568 元/吨，企业数量 4203 家，行业亏损面 42%，较 2019 年末上升 15 个百分点。此外，电力行业亏损面较 19 年末上升 13 个百分点。从历史数据来看：

- 首先，供给侧改革加速了落后产能退出，煤企数量缩减 1724 家，行业集中度提升；
- 其次，疫情前行业亏损面 27%。不同企业生产成本差异巨大，改革加速了落后企业退出，部分高成本煤矿虽然亏营业利润但不亏付现成本；
- 疫情后煤炭、电力行业亏损面大幅提升。与市场预期不同的是，煤价下跌后电力企业并没有显著获益，需求端冲击使“此消彼长”的煤、电在当下同时备受煎熬。在此情况下，如果大幅提高价格将加剧煤电矛盾。
- 15 年末煤电行业亏损面差距为 10%，19 年末亏损面差距为 6%。煤价作为煤炭和电力企业之间利润分配的关键指标，当两个行业盈利分化出现极端情况时才有可能通过行政方式进行调节。17 年以来煤价波动明显收窄，由此带来煤、电盈利差值的缩小。

图 3：煤价与煤炭、电力行业亏损面



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至 2020 年 2 月）

近年来无论是环保限产还是疫情后的复工复产，“一刀切”式政策使用越来越谨慎，更多的是实事求是、因地制宜的灵活调控手段。对于煤炭行业而言，疫情冲击的是需求侧，不应用激烈的供给手段填补暂时性需求缺口。去产能后目前供给端已经能够合理匹配煤炭需求，若因短期事件而重新收缩产能，不仅不符合中长期煤炭发展规划，还可能在疫情过去后引发能源安全问题。目前阶段加快签订煤电双方 2020 年煤炭长协订单，发挥“压舱石”稳定作用，或是煤炭、电力企业共渡难关的最有效方式。

除此以外，可以通过鄂尔多斯、榆林等煤矿主产地煤管票，以及进口煤数量来进行辅助调节：

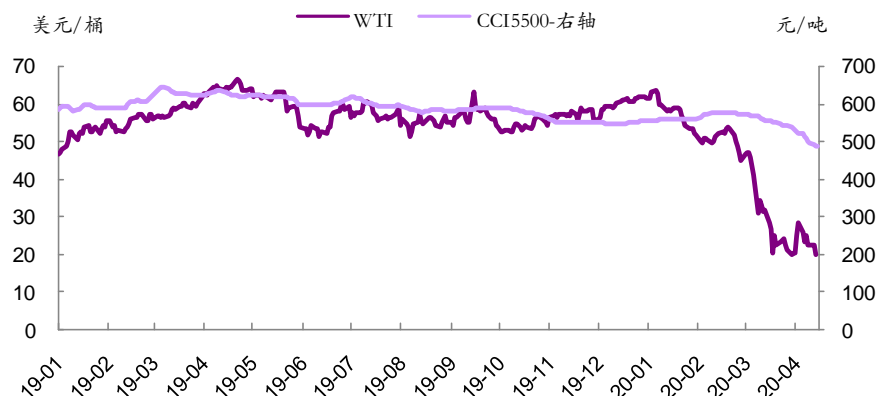
- **主产区煤管票**：鄂尔多斯、榆林每年合计产量约 13 亿吨，约占全国煤炭总产量的 35%，煤管票可以发挥调节主产区煤炭产量的作用。
- **进口煤**：2020 年一季度煤炭进口同比增速高达 28.4%，19 年全年同比增速为 6.3%。无论从均值回归还是进口政策目标来看，如此高增速不具有可持续性，后续进口压力将逐步放缓。

2.2、煤、油“双杀”，国内外价格传导机制存在差异

众所周知，煤炭和原油都是全球主要能源品，二者具有替代性。根据经济学基本原理，替代品价格走势具有正相关性。

由于减产协议落空及海外疫情影响，今年 3 月以来国际原油价格大幅下跌，美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)一度下跌至 20.09 美元/桶，布伦特原油价格最低达到 15.35 美元/桶。另一方面，我国煤炭价格也自 3 月份开始下跌。二者在时间和方向上具有一致性，而前者跌幅明显大于后者。

图 4：国际原油价格下跌幅度大于煤价



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据截至 2020 年 4 月）

从逻辑上推演，如果 A 和 B 之间存在相关关系，可能是 C 同时导致了 A 和 B。如果不能排除 C 的存在，我们无法将 A、B 之间的相关关系上升至因果关系。当下煤炭和石油就类似于 A 与 B，油价回升带动煤价上涨的观点是承认石油与煤炭的因果关系——因为油价回升，所以煤价上涨，解释这种因果关系的理由是替代性。但在我国这种所谓替代性是不成立的，同时还有 C（下游需求）的存在。

要实现煤炭和石油替代，有两条路径：（1）发电端，装机结构方面若燃气、燃油机组与煤电机组相当，由于天然气由原油定价，在油价下跌时发电端可以通过提高燃气机组利用小时降低成本，从而减少煤炭需求导致煤价下滑。（2）煤化工，油价下跌时减少煤化工产能开工率，从而减少煤炭需求导致煤价下滑。但这两条传导路径在我国都不存在。发电结构方面，我国煤电占比较高，气电、水电占比极低。煤化工用煤需求占煤炭总消费量比重不到 5%。由于占比极低，替代性需求对煤炭总需求影响几乎可以忽略不计。

导致 3 月份煤炭、原油价格同时下跌的原因在于，在疫情影响下国内、海外需求端发生了坍塌。而供给端的差异，使原油下跌斜率大于煤炭。煤炭供给基本都在国内，不受地缘政治影响。如前所述，供需错配导致了 3 月下跌。原油供给端涉及政治因素，以及垄断组织间的市场竞争，减产协议谈判失败催生供给矛盾。往后看判断煤炭价格是否具有上涨基础的关键指标应当是电厂库存及日耗，而非石油价格。未来疫情拐点的出现将修复下游需求，煤炭、原油价格都将因此受益。

表 2：全球发电量结构（2017）

	石油	天然气	煤炭	核能	水电	可再生能源	其他
全球	3%	23%	38%	10%	16%	8%	1%
美国	21%	32%	31%	20%	7%	10%	0%
欧洲	23%	20%	22%	22%	15%	18%	2%
俄罗斯	81%	49%	14%	19%	17%	0%	0%
中国	14%	3%	67%	4%	18%	7%	1%
日本	87%	39%	34%	3%	8%	10%	1%
印度	59%	5%	76%	2%	9%	6%	0%

资料来源：BP，光大证券研究所

2.3、煤炭价格的锚在哪里？

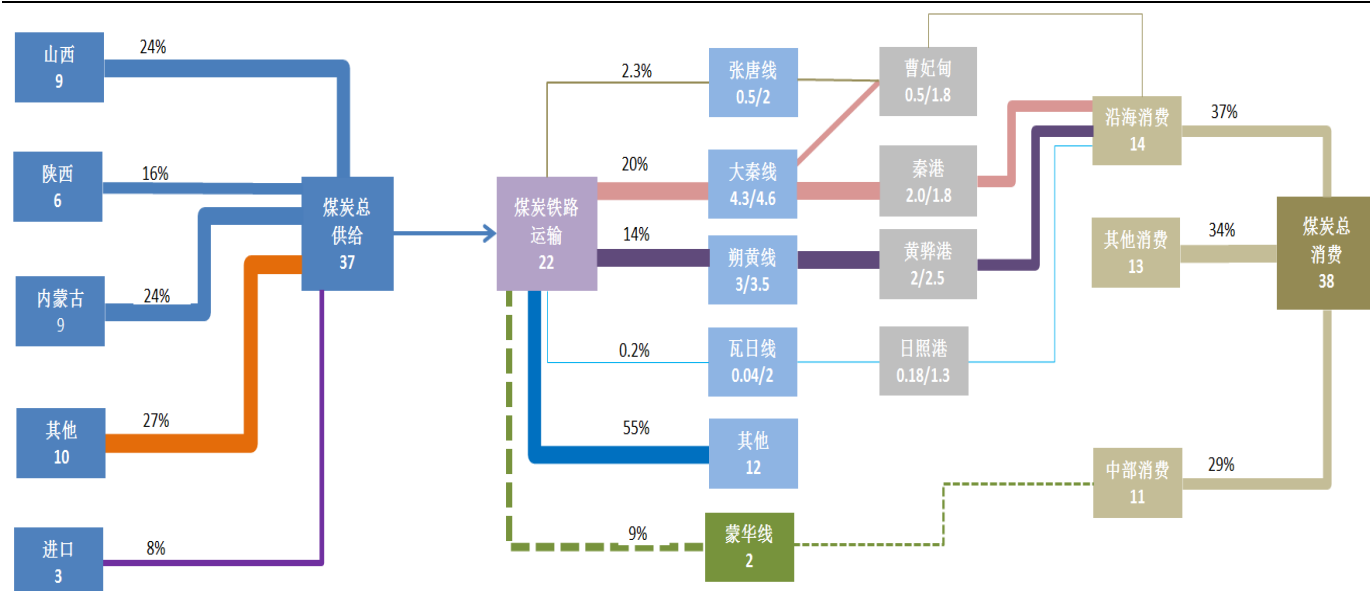
成本是有形商品的价格之锚。原油价格大幅下跌后，通过分析主流跨国企业成本，可以帮助我们发现价格支撑位。沿着这一思路，煤炭价格下跌后我们是否也可以从价格之锚找到支撑煤价的理由？

2.3.1、到港成本

到港成本=坑口煤价+运输费用+其他运杂费

煤炭供需逆向分布，运输成本高。煤炭在我国一次能源中具有明显的经济性，由于单位热值低、供需市场逆向分布，运输成为煤炭价格体系的重要环节。煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。

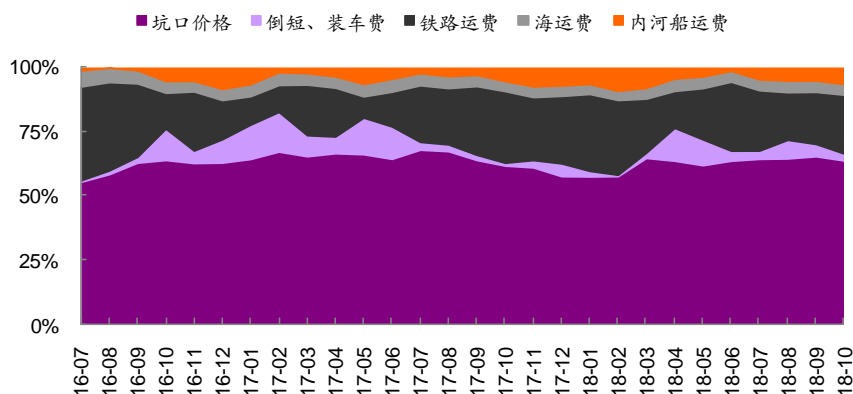
图 5：全国煤炭铁路-港口-消费地示意图（单位：亿吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：铁路及港口数值分别为 2017 年实际运量/吞吐量与设计运能、吞吐量。例如曹妃甸 2017 年实际吞吐量 0.5 亿吨，根据规划未来设计吞吐量 1.8 亿吨；张唐线 2017 年煤炭运量 0.5 亿吨，设计运力 2 亿吨。）

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60% 左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运费。基于资源禀赋条件，我国一次能源中煤炭具有极高的经济性。但容易被忽略的是，煤炭虽然价格低，但能源效率远不及石油与天然气。相同质量的煤炭热值仅为石油的 60%，低廉运输成本是煤炭“以量补质”的重要前提。

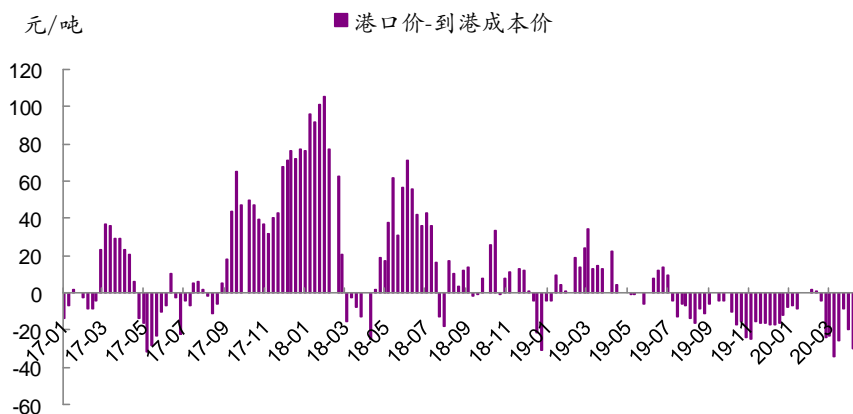
图 6：运输环节占煤炭终端价格的 40%



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据截至 2018 年 10 月）

以山西大同 5500 动力煤为指标，我们测算到港成本约 522 元/吨，4 月 10 日贴水港口现货价格约 30 元/吨。应当说明的是，到港成本为我们根据发运地、铁路线路等因素的测算值，在实际生产、交易环节中，发运企业可以根据市场情况一定程度压缩中间环节产生的费用，但这并不妨碍我们对规律趋势的判断。从历史数据来看，该价差仍在正常波动范围内，并没有出现极端情况。价差指标更多地反映煤炭贸易商利润空间，自 17 年以来价差空间逐步缩小，其核心原因在于长协定价机制出台后，煤电双方直接交易比例逐年提高，协议价与市场煤价差缩小。

图 7：贴水幅度仍在历史合理区间内



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据截至 2020 年 4 月 30 日）

2.3.2、付现成本

付现成本=生产成本-折旧摊销

现金成本一般是指与现场生产直接相关的现金支出成本，不包括非现金支出成本，比如折旧摊销，也不包括现场之外的成本如总部管理费用等。有观点认为付现成本还应当包括三项期间费用，我们认为这既不必要也不合理。首先，吨煤生产成本=企业煤炭板块营业成本/煤炭销量，分母用的是销

量而非产量，因为即便生产出了产品若没有销售确认收入也无法计入营业成本。但是管理、销售、财务三项期间费用计算一般与会计期间而非生产周期相关。举例来说，当期财务费用中既包含了当期销售的产品也包括了生产而未销售产品。退一步讲，当价格跌至付现成本以下时企业将选择停产，而企业是否停产都不会改变企业需要偿还银行的利息费用。

采掘业和金属加工业不同，前者高度依赖资源禀赋，不同企业之间开采成本迥异。这也是为什么过去即便在煤价超过 700 元/吨之时，还有 10% 以上煤炭企业亏损。神华、陕煤等全行业一线龙头 2018 年吨煤付现成本仅 130 元/吨左右，二者产量合计占国内煤炭总产量 10%。加上从鄂尔多斯运至秦皇岛港 240 元/吨左右的运输费用后，依然远低于当前港口煤价。

另一方面，付现成本低也并非一定赚钱。内蒙古由于煤层埋藏浅、露天矿较多，部分煤矿付现成本不到 60 元/吨但是依然亏损，原因在于所产煤炭热值、含硫量等质量系数较差。而中部、西南地区的一些煤炭企业尽管付现成本接近 400 元/吨，但依然盈利能力较好，原因在于产品为高品质焦煤。

煤炭市场供需皆在国内，市场参与主体以国有企业为主，龙头企业并不会通过激烈价格竞争挤出其他参与者而垄断市场。在国家发改委、能源局的领导下，维护市场竞争秩序，保障我国能源安全，是长期以来煤炭行业的发展方针。2016 年煤炭供给侧改革的直接原因是 2012 年以来煤价持续下跌导致煤炭企业盈利恶化。

煤炭不同品种间价格差异、不同煤企资源禀赋差异较大，难以计量全行业平均付现成本。从实用主义角度，我们可以以供给侧改革启动前夕煤炭价格以及行业亏损面两个维度寻找最悲观情形下的底部。虽然供给侧改革首次提出时间为 2015 年 11 月，早于 2016 年 2 月发布的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。2015 年 11 月煤炭均价为 354 元/吨，行业亏损面、煤价为 2012 年以来最差水平。

不同于原油已跌至全球最优秀的石油公司——沙特阿美付现成本，当前煤炭价格与神华付现成本之间仍存在较大差距，此时从付现成本或者供改前价格的角度去寻找煤价支撑并不合适。神华作为我国煤炭最先进生产力，代表了行业最低成本，其他煤炭企业不论是从资源禀赋还是运输条件都难以与之相比。煤炭价格越向最低成本靠近，停产煤矿数量将增加，对煤价支撑力度愈强。

2.4、本轮反弹可以走多远？

煤价在 2020 年 5 月 9 日到达 464 元/吨的低点后，启动了反弹行情，6 月 3 日已回升至 542 元/吨。5 月以来秦皇岛港煤炭库存的快速下行为本轮反弹提供了有力的基本面支撑。港口库存下行除了需求回暖外，还受到大秦铁路检修、两会期间安监等供给因素的影响。

图 8：2020 年 5 月以来煤价快速反弹

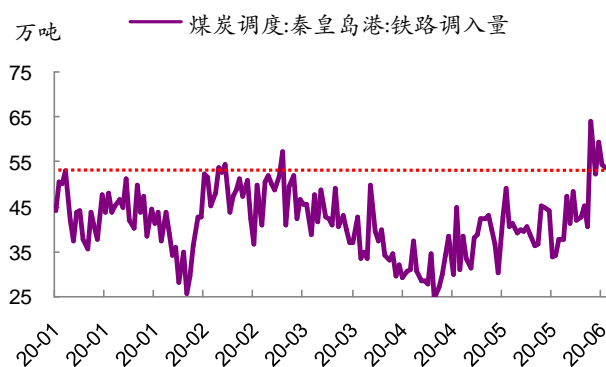


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据时点截至 2020 年 6 月 4 日）

5 月 1 日起大秦铁路开始为期 30 天的春季集中检修，并于当月 28 日完成检修任务。作为我国第一重载铁路，大秦线煤炭运输量占全国铁路煤炭运输总量的近五分之一，是我国“西煤东运”的重要能源保障。为了保障铁路安全，每年铁路部门都会对大秦铁路进行春秋两次“大体检”。2020 年受到疫情影响，春节检修时间被推迟。截至 5 月 28 日，秦皇岛煤炭库存 388.5 万吨，较检修前 4 月 30 日减少 189.5 万吨。

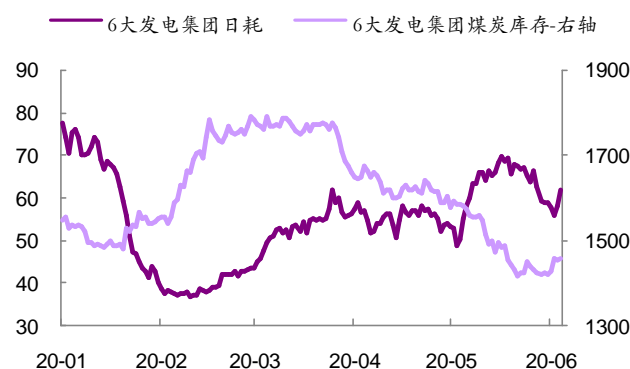
大秦线检修期间煤炭调进减少，同时叠加两会期间安监力度加大，煤炭供应减少。而与此对应的是，南方工业企业开工积极，复工复产加速推进，使得电厂日耗出现恢复性增加。此外，两会结束时间也是 5 月 28 日，大秦线恢复正常运输后，随着上游煤矿先进产能的加速释放，铁路调进的增加，预计短期秦皇岛港库存将恢复到正常水平。5 月 31 日秦皇岛煤炭调入量较前日跳升 24 万吨，并维持在 50 万吨/日的上方。电厂库存方面，虽然日耗回升使六大发电集团库存下降约 300 万吨，但从库存绝对值和可用天数来看，电厂煤炭库存依然充足。在供应宽松格局不变的情况下，煤价持续反弹空间有限。

图 9：大秦铁路检修结束后调入量跳升



资料来源：Wind，光大证券研究所

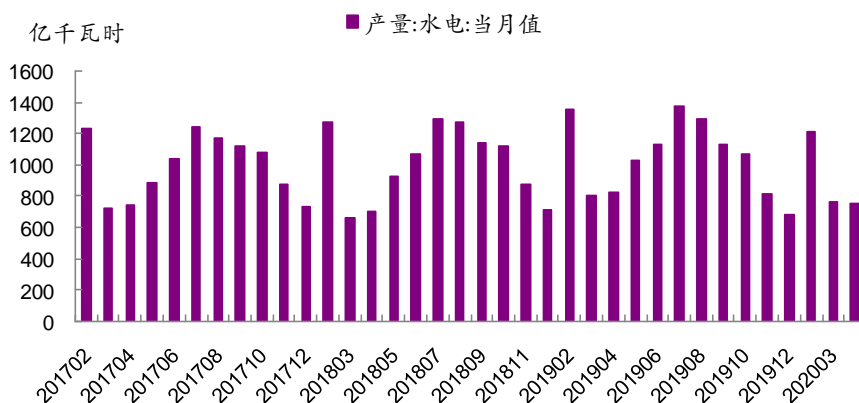
图 10：5 月以来日耗回升带动电厂库存下行



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：单位万吨）

在需求弱复苏的背景下，汛期的水火替代效应是值得关注的潜在风险。三、四月份是水电淡季，五月以后逐步进入汛期，水电“挤出效应”在弱需求情形下将更加明显。若需求恢复缓慢，六、七月水电发力后煤炭需求将面临新一轮冲击。

图 11：5 月以后水电提升



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：2 月份数据为 1-2 月合计值，数据截至 2020 年 4 月）

3、供需逐步宽松，行业下行周期韧性显著

3.1、供求关系逐步走向宽松

截至 2019 年底，煤炭行业累计退出煤炭落后产能 9 亿吨/年以上，全国煤矿数量减少到 5300 处左右，内蒙古、山西、陕西、新疆、贵州、山东、安徽、河南等 8 个省（区）原煤产量占全国的 89.1%。全国煤炭消费量同比增长 1%；全国原煤产量同比增长 4.0%；全国煤炭净进口增长 6.3%。

煤炭建设有其固有规律，一座煤矿从立项至合法生产，周期往往长达 6-8 年时间。全国进入联合试运转的煤矿产能供给 3.74 亿吨，预计 2020 年全国煤炭新增产能将达到 0.91 亿吨，全国煤炭市场供需逐步向宽松方向转变。

表 2：2020 年煤炭实际产量预计增加 0.91 亿吨

产能来源	2019 年边际产量增量 (亿吨)	2020 年边际产量增量 (亿吨)
1.合法建设煤矿	0.48	0.48
2.核准煤矿	0.71	0.58
3.产能核增煤矿	0	0
4.去产能 (-)	0.15	0.15
合计	1.04	0.91

资料来源：国家能源局，光大证券研究所测算

3.2、进口煤依然是短期调节煤价的有效工具

进口煤依然是调控煤价的灵活有力手段——煤价高时增加进口平抑价格，煤价下跌时减少进口支撑价格。虽然进口政策存在 1 个月左右的时滞，

但对港口煤价的调控作用显著，二者呈负相关。当前政府调控方式与手段更加灵活，成为引导煤价形成合理区间的有效工具。

表 3：进口煤调节政策不断强化

时间	相关措施	主要内容
2017.5	严控劣质煤进口	国家发改委发布《2017 年煤炭去产能实施方案》，要求严格落实《商品煤质量管理暂行办法》中的检验标准，禁止低价劣质煤进口
2017.7	限制进口煤	禁止省级政府批准的二类口岸经营煤炭进口业务
2017.12	暂停进口煤限制政策	暂停煤炭进口限制政策持续至 2018 年 2 月 15 日
2018.4	重启进口煤限制政策	一类口岸采取延长通关时间、暂停进口煤靠泊停港等方式
2018.7	对美进口煤加征关税	针对中美贸易摩擦中美国加征关税的举措，中国做出对等的制裁方案，对从美国进口的无烟煤、炼焦煤、其他烟煤、煤砖等类似固体燃料、褐煤等煤炭产品加征 25% 的关税
2018.10	2018 年进口煤平控	国家发改委召开沿海六省关于煤炭进口会议，会议确定 2018 年底煤炭进口将维持“平控”
2019.2	限制澳洲进口煤	延长澳煤的通关时间至 30-45 天
2019.7	限制进口煤	曹妃甸、京唐港额度接近极限，进口煤炭不予申报
2019.8	限制进口煤	广西、广东部分港口禁止异地报关 广西防城港实行一船一议 澳洲煤通关时间为 60 天左右，印尼煤通关时间 20-30 天
2019.11	限制进口煤	全国各地地区停止异地报关 福建、广东部分港口暂停进口煤通关业务，或延长通关时间 江苏部分港口（江阴，镇江，张家港等地）停止靠泊进口煤 部分北方港口（京唐港）场地紧张，通关、卸港难度加大，或通关时间延长至 60 天以上
2019.12	限制进口煤	停止全国全部进口煤报关操作 广州港由于进口煤严重影响周转，可出库部分新卸的澳洲煤

资料来源：闫友正《基于政策导向视角下煤炭进出口贸易路径探索》，国家发改委，煤炭江湖，光大证券研究所

3.3、煤运“瓶颈”已经打通

我国规模最大的运煤重载货运铁路——浩吉铁路（蒙华铁路）已经通车。浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯境内的浩勒报吉站，终点至位于江西的京九铁路吉安站。线路全长 1837 公里，途径 7 个省份，上接陕西能源“金三角”地带，下至中部两湖一江。

浩吉铁路规划运输能力为 2 亿吨/年以上，有利于开发蒙陕甘宁地区煤炭资源、保障鄂湘赣等华中地区能源供应。随着浩吉铁路的投入运行，国家北煤南运新的战略通道正式打通，将彻底改变过去中国煤炭资源由西至东，再经过海运江运才能到达华中、华南地区的状况。

图 12：蒙华铁路线路分布



资料来源：大公网

3.4、煤价下行周期，企业韧性显著

2019 年煤炭板块营业收入、归母净利润分别为 10395/917 亿元，同比增长 15%/5%。从各项财务指标来看，行业整体现金流大幅改善，资产负债率同比下降 2.3 个百分点，资本开支保持小幅增长。

根据产品属性，煤炭板块可以分为动力煤、炼焦煤、焦炭三大细分板块，其中动力煤下游以电力行业为主，焦煤、焦炭主要对应黑色产业链。从经营规模来看，动力煤无论是营业收入还是归母净利润都占到煤炭板块 70% 以上，是导致煤炭板块变化的主要因素。

- **动力煤**：盈利稳定，现金流充沛，资产负债率下降最明显。
- **炼焦煤**：盈利大幅增长，负债率较高，资本开支增长。
- **焦炭**：盈利大幅下滑，资本开支大幅增长。

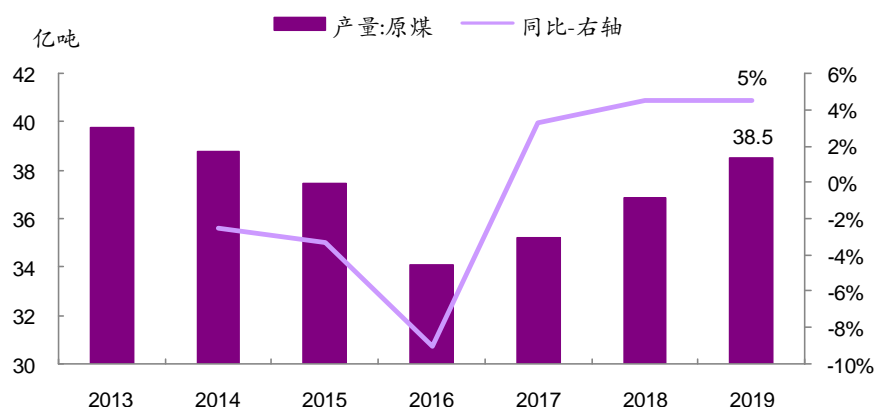
表 3：煤炭行业各细分领域 2019 年业绩表现

板块	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	FCFF (亿元)	同比	资产负债率	同比 (PCT)	资本开支 (亿元)	同比
动力煤	7,690	11%	765	6%	1,610	437%	43.4%	-2.3	547	4%
炼焦煤	2,129	44%	122	44%	109	62%	64.7%	-0.1	143	42%
焦炭	576	-5%	30	-52%	44	-54%	46.8%	-1.9	43	67%
合计	10,395	15%	917	5%	2,261	193%	49.7%	-0.2	733	12%

资料来源：Wind，光大证券研究所

供给逐步宽松，新增产能向头部企业集中。2019 年全国原煤产量 38.5 亿吨，同比增长 5%。随着煤炭供给侧改革阶段性成果的实现，生产工作重心由“去总量”向“调结构”过渡，陕西、内蒙古、新疆等地区大型先进矿井稳步投放。据中国煤炭工业协会统计与工信部统计，2019 年 1-11 月，协会直报大型煤炭企业原煤产量完成 23.9 亿吨，同比增加 3405 万吨，增长 1.4%；营业收入 33550.0 亿元，同比增长 5.4%；利润总额 1516.8 亿元，同比增长 4.4%。排名前 10 家企业原煤产量合计为 15.6 亿吨，占大型企业原煤产量的 65.3%。其中 8 家企业产量增加，合计增产 8946 万吨；2 家产量下降，合计减产 2685 万吨。

图 13：2019 年全国原煤产量 38.5 亿吨，同比增长 5%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

表 4：2019 年 1-11 月全国十大煤企生产情况

排名	煤炭集团	产量 (万吨)	同比
1	国家能源集团	46467	-0.4%
2	中煤集团	19407	11.9%
3	同煤集团	16229	28.8%
4	陕煤化集团	16116	11.0%
5	兖矿集团	14883	2.1%
6	山东能源集团	10823	-18.8%
7	山西焦煤集团	9593	4.9%
8	国家电力投资集团	7542	3.1%
9	河南能源集团	7433	9.5%
10	潞安集团	7420	0.5%

资料来源：煤炭市场网，光大证券研究所

2019 年不同煤种价格均同比下降。其中，动力煤现货价格较上年同期下滑 9%，长协价保持稳定，对于煤炭企业来说当煤价处于下行周期时，销售结构中提高长协煤占比有利于业绩稳定。处于产业链上、下游的焦煤、焦炭 2019 均价分别下滑 3%/8%，对于焦化企业来说焦煤为其主要生产原材料，原料下降幅度小于焦炭价格下降幅度导致其盈利水平大幅走弱。

表 5：2019 年煤炭价格下滑

	2018 均价 (元/吨)	2019 均价 (元/吨)	同比
动力煤:			
现货价	653	592	-9%
长协价	556	556	0%
综合价	576	570	-1%
炼焦煤	1,764	1,716	-3%
焦炭	2,360	2,165	-8%

资料来源：Wind，光大证券研究所

4、焦炭弹性显著，山西国改值得期待

4.1、不同品种需求弹性存在差异

3 月下旬以来，钢铁、水泥、工程机械逐渐回暖在一定程度上反映出我国复产复工正在加速推进，基建、地产投资不断加码：

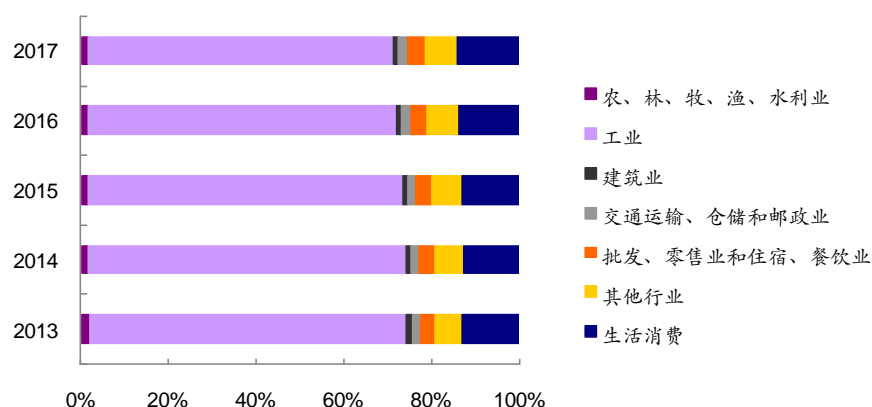
- **钢铁**：4 月 2 日钢铁价格触底回升，由 3400 元/吨上涨至 4 月 14 日的 3500 元/吨。钢铁社会库存从 3 月 13 日的高点开始持续下降，由 2600 万吨下降至 4 月 10 日的 2241 万吨。
- **水泥**：4 月上旬随着下游建筑工程全面复工，国内水泥市场需求向好趋势明显，不同地区企业出货率环比提升 10%-30%，长三角和珠三角地区大部分企业出货达到 9 成或产销平衡，个别区域如浙江、皖北甚至出现销大于产。4 月中旬后前期价格下调幅度较大的区域，随着下游需求的集中释放，价格已经迎来恢复性上调。
- **工程机械**：4 月 2 日中联重科泵车全面上调价格 5%-10%；4 月 9 日三一重工泵车价格全面上调 5-10%；4 月 11 日三一小挖提价 10%、中大挖提价 5%，4 月上旬柳工挖机平均提价 5%左右。

下游需求回暖有利于煤炭价格企稳，但对于不同煤炭产品影响存在差异。煤炭虽然是高度同质化产业，但从产成品用途可以分为动力煤和焦煤焦炭两大类，下游分别对应电厂、钢厂。

从需求结构可以看出，工业用电、生活消费、农业、批发零售、交运、建筑业用电量占比分别为 74%/12%/3%/3%/2%/1%。占比最高的工业用电中，黑色金属冶炼、有色金属冶炼、非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业等四大高耗能行业贡献较大，合计占总用电量 30%左右。

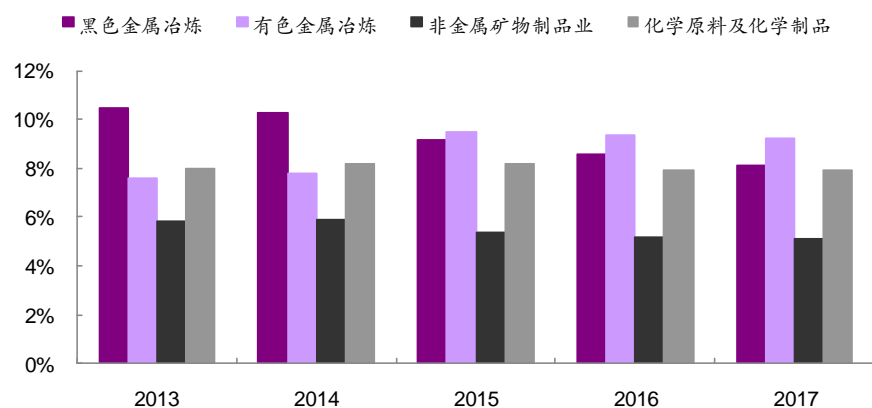
基建地产直接对应四大高耗能行业中的钢铁、有色、建材，从而间接拉动全社会用电量的增长。若基建地产发力，短期焦煤焦炭弹性要大于动力煤。

图 14：各行业用电结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：四大高耗能行业用电占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、不同品种 2020 去产能力度不同

从供给端看，2020 年是焦炭去产能考核年，有望集中出清落后产能。2019 年 10 月生态环境部发布了《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，明确要求深入推进重污染行业产业结构调整，各地要按照本地已出台的钢铁、建材、焦化、化工等行业产业结构调整、高质量发展等方案要求，细化分解 2019 年度任务，确保按时完成取得阶段性进展。2019 年 12 月底前，河北省目标压减焦炭产能 300 万吨，山西省目标压减焦炭产能 1000 万吨，山东省目标压减焦化产能 1031 万吨，河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度 4.3 米焦炉淘汰工作。截至 2019 年底，山东、河北、山西淘汰产能分别为 420/440/430 万吨/年，合计 1290 万吨/年。与行动方案的压减焦炭产能目标相比，山东、山西仍有部分落后产能的淘汰任务尚未完成。

表 6：2019 山东、河北、山西焦化产能淘汰情况

地区	企业	淘汰产能 (万吨/年)
山东	新泰正大焦化有限公司	60
	微山县同泰焦化有限公司	60
	潍坊振兴焦化有限公司	55
	临沂金兴焦电有限责任公司	40
	山东焦化集团铸造焦有限公司	30
	临沂恒昌焦化股份有限公司	65
	山东盛阳集团有限公司	110
小计		420
河北	唐山榕丰钢铁有限公司	140
	唐山市蓝海实业	60
	唐山市通宝焦化有限公司	60
	河北中煤旭阳焦化有限公司	120
	临城县三阳焦化有限公司	60
小计		440
山西	山西大土河焦化有限责任公司	80
	太原迎宪焦化集团有限公司	50
	山西三维瑞德焦化有限公司	120
	山西陆和集团远中焦化有限公司	60
	临汾顺泰实业有限公司	80
	山西吕梁耀龙煤焦铁有限公司	40
小计		430
合计		1290

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

2019 年 11 月，山东省发改委下发了关于《山东省煤炭消费压减工作总体方案（2019-2020 年）》，要求 2020 年 4 月底前落实 24 家焦化企业压减产能 1686 万吨，其中 2019 年将要淘汰 1031 万吨焦化产能，2020 年压减目标 655 万吨。目前仍有 1501 万吨焦化项目尚未执行，其中有民生任务的焦炭产能约 385 万吨。若政策严格落实，2020 年 4 月底前将存在 1501 万吨焦化退出任务。

山西省焦化行业压减过剩产能专项工作领导小组办公室《关于太原、忻州、阳泉、长治、临汾市压减过剩焦化产能工作方案》批复中，要求各市在 2020 年 10 月底前完成 4.3 米以下焦炉淘汰工作。

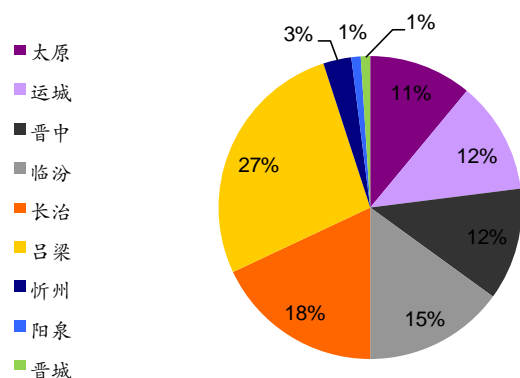
表 7：山西各地区焦炉淘汰计划（2019）

市区	焦炉淘汰任务内容及时间
太原	2019 年底前关停淘汰一批运行焦炉产能，在确保民生气源、热源供应的基础上，力争 2020 年 10 月底前将在 4.3 米焦炉和热回收焦炉全部关停到位
忻州	方案中要进一步明确焦化产业布局规划，明确剩余 4.3 米焦炉企业整合重组、升级改造和原焦炉关停淘汰时间表，4.3 米焦炉关停淘汰要与太原市相关进度要求联动协调
阳泉	要确保在 2020 年 10 月底前完成 2 座焦炉压减任务
长治	要紧扣 2020 年空气质量改善目标要求，在方案中进一步明确分季度关停淘汰时间表，在保障民生和社会稳定的基础上，确保 2020 年十月底前将在产 4.3 米焦炉全部关停到位
临汾	严格落实淘汰压减时限方案中明确具体时间表，2019 年底前完成压减对象汇总 20%运行焦炉产能的缩减。对实施重整组合，上大关小的 4.3 米焦炉，明确在 2020 年 10 月底前关停

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

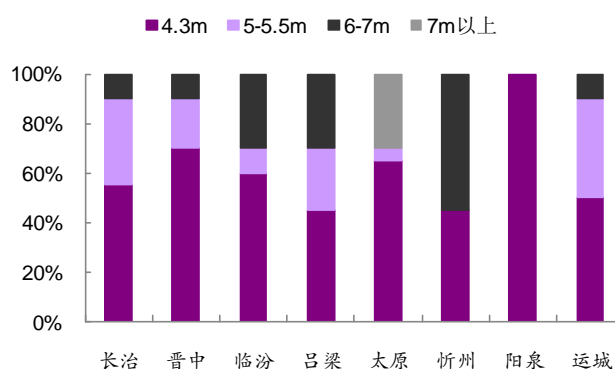
据卓创资讯统计,截至2019年底山西地区在产焦化产能13210万吨(包含热回收焦),吕梁、长治、临汾产能占比排名前三位。在炭化室高度方面,4.3米焦炉占56.4%,超过半数;5.5米占比22%;6-7米占比19.2%;7m以上仅占2.4%。山西省经信委在《关于印发山西省焦化产业高质量绿色发展三年行动计划的通知中》明确,2019年力争新增建成大机焦产能1000万吨,建成大机焦占比达到40%;2020年,力争再新增建成大机焦产能700万吨,建成大机焦产能占比达到50%。以此来测算,到2020年5.5米及以上焦炉产能6012万吨,按照占全省焦炭产能的50%计算,到2020年山西需淘汰4.3米及以下焦化产能2468万吨,山西省总产能缩减768万吨。

图 16: 山西省焦化产能结构 (2019)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

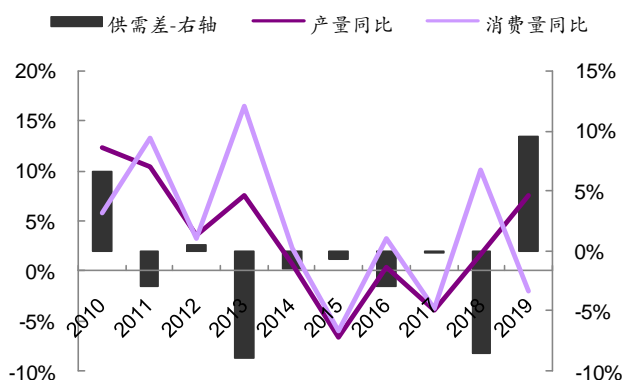
图 17: 山西各地区焦炉炉高结构 (2019)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

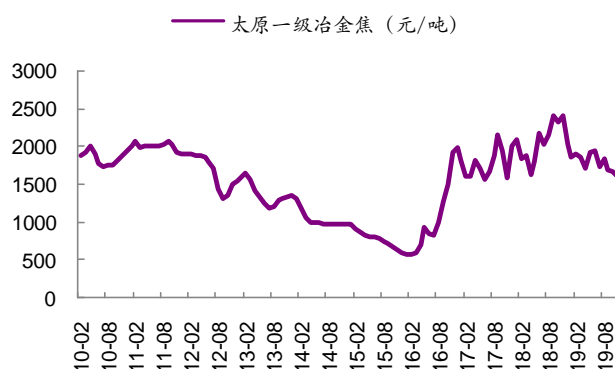
2019 年我国焦炭产量 4.71 亿吨, 同比增长 8%; 消费量 4.72 亿吨, 同比下降 2%, 行业供大于求导致价格中枢下移。2020 年是大气污染综合治理、压减过剩焦化产能工作的考核年, 前期未按时关停的焦化产能有望得到一轮快速出清。如前所述, 焦炭主产区山东、山西产能压缩规模约 2269 万吨/年, 占 19 年总产量比重 4.8%。环保趋严是焦化行业未来必然发展趋势, 去产能力度将增强。随着落后焦化产能的退出, 行业景气度将回升。

图 18: 2019 年焦炭供大于求



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 2019 年焦炭价格下跌



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 数据截至 2019 年 12 月)

4.3、收官之年，聚焦山西国改

两大煤企整合推动山西国改。4月17日，山西省国资国企改革工作会议在太原召开，山西省委书记楼阳生强调，要推动山西省国资国企改革实现重大突破、根本突破，为做优做强国有企业、促进高质量转型发展注入新动能、提供新支撑。4月22日山煤国际发布公告称，公司收到控股股东山煤集团转来的《山西省人民政府关于山西焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组有关事宜的批复》，由山西焦煤对山煤集团进行重组。借助国企深化改革的契机，山西着手开展煤炭央企的合并重组工作，山西焦煤与山煤集团的重组成为突破口。

中央层面，2019年5月中央全面深化改革会议审议通过《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》以及《关于各地区各部门贯彻落实中央全面深化改革委员会会议精神深入推进改革督察工作的报告》等能源领域重要文件。作为国内煤炭主产区和能源基地的山西省，正式成为全国首个能源革命综合改革试点。选择山西作为首个能源革命综合改革试点，与该省的资源禀赋、产业基础和能源结构调整进程密切相关。

表 8：提升非煤产业经济占比，推动现代煤化工、新能源、科技产业是能源革命的核心内容

时间	标题	能源革命领域
2017/9	奋力打造全国能源革命排头兵	山西要义无反顾地不当“煤老大”，大力发展 非煤产业 。
2017/12	深化煤层气价格改革 理顺煤层气价格机制	省委、省政府十分重视推进 煤层气 产业的发展，把煤层气产业摆在深化能源革命的重要位置。
2018/4	勇当能源革命排头兵的领跑者	优化能源供给结构，重点布局煤炭深加工、煤层气转化等项目，因地制宜发展 风能、太阳能 等可再生能源。
2018/9	大同争当对外开放能源革命“两个尖兵”	预计到2020年，大同市 新能源 占总能源比重将从现在的13%提升到50%并继续跃升，彻底改变“一煤独大”格局。
2018/9	让科技创新成为能源革命的第一动力	新能源供给比例大幅提升，传统煤炭能源供给比例逐渐下降； 新能源 等新兴产业在产业结构中的占比不断增加，煤炭及其相关产业占比逐渐减少。
2018/9	山西书写“打造全国能源革命排头兵”新画卷	能源供给连续第二年获得国家 光伏 建设规模指标总数排名全国第一。
2018/12	山西基础研究“靶向”能源革命排头兵	煤基低碳 联合基金是国家层面的项目，我省专项基础研究基金设立后，符合山西资源型地区经济社会发展需要。
2019/4	军民融合助力打造“能源革命排头兵”	我省在 新能源汽车 领域的布局正初见成效，如何引导落地我省的这些新能源汽车企业发挥自身优势进入军工科研生产领域值得研究；再比如 光伏电池、氢燃料电池 作为移动能源，能为军队的能源提供有力保障。

资料来源：山西日报，光大证券研究所

在地方层面，从“2017 序幕年”、“2018 攻坚年”、“2019 决胜年”到“2020 收官年”，山西省国企改革稳步推进，从“顶层设计”到“施工图”再到“全面开工”，2020 年山西省国改将是重要窗口期。在《解放思想抢抓机遇，迎难而上不辱使命，坚决打赢国资国企改革攻坚战》重要讲话中，王一新副省长提出了山西国改亟需解决的 14 个主要矛盾。从当前已取得改革成果与改革目标的差距，可以对未来改革空间与力度作出判断。

图 20：山西国改路线



资料来源：山西省人民政府，光大证券研究所

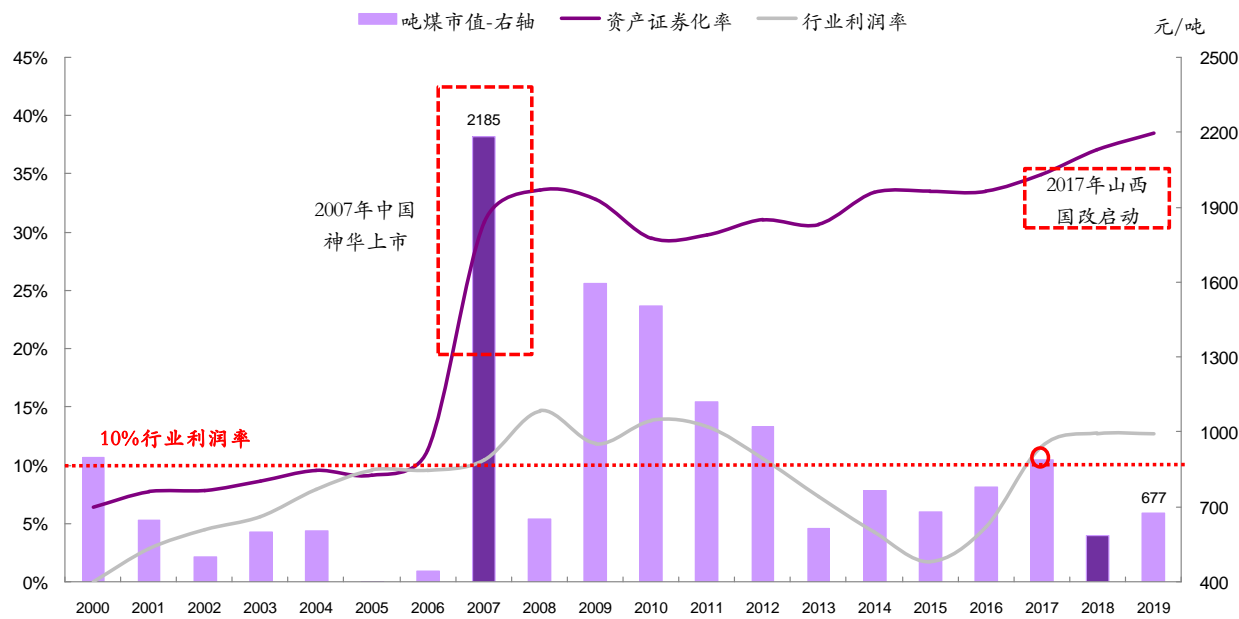
图 21：山西国改总规划



资料来源：山西省人民政府，光大证券研究所

2019 年末煤炭行业吨煤市值仅 677 元/吨，在行业盈利水平修复至 10% 以上后，估值依然处于较低水平。另一方面，过去山西国企改革在提升资产证券化率方面效果并不明显。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升的最大催化剂。

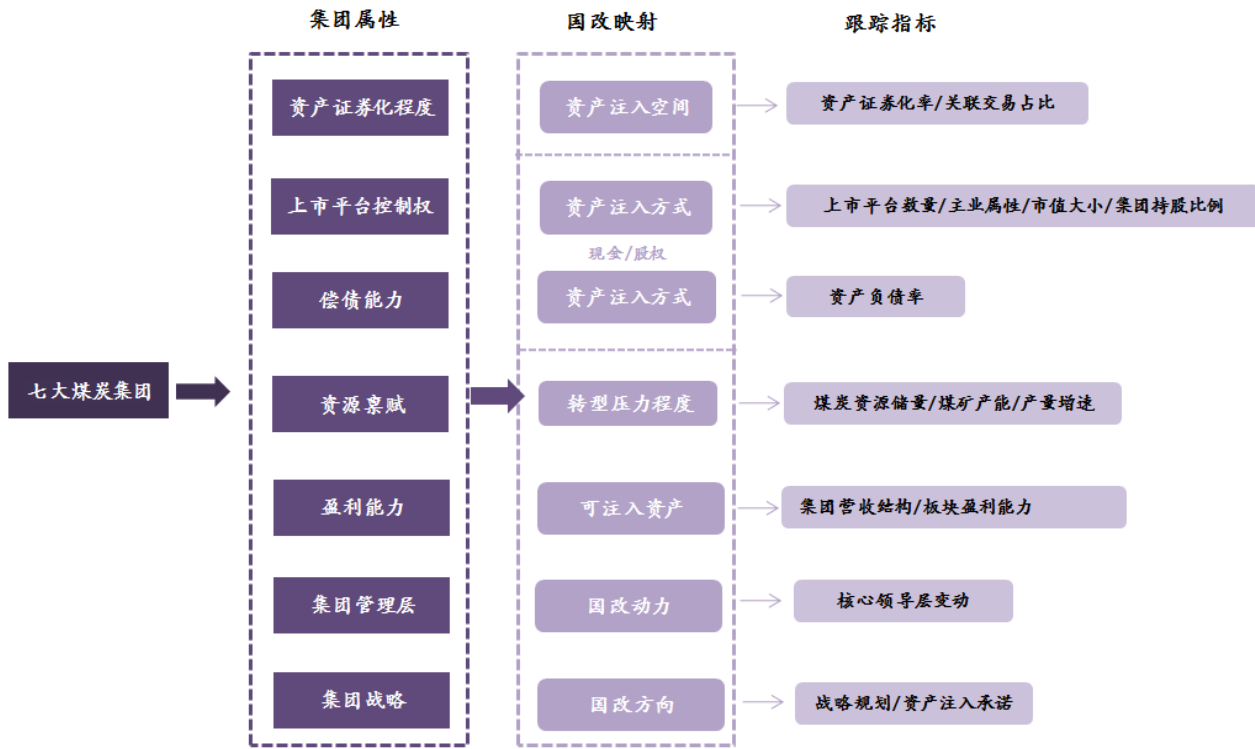
图 22：2000 年至今煤炭行业估值变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

同煤集团、焦煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团、山煤集团等七大煤炭集团是山西国企改革核心主体。根据光大煤炭团队研究框架，从资产证券化程度、上市平台控制权、偿债能力、资源禀赋、盈利能力、管理层、公司战略等 7 个维度，研判各个集团及其上市公司改革潜力、方式、对应资产/产业，努力寻找改革“最小阻力方向”。

图 23：山西煤炭集团国改分析框架



资料来源：光大证券研究所

表 9：上市平台国改研判

集团	上市平台	国改研判	集团资产特征	改革领域	管理层
焦煤集团	西山煤电	控股股东或变更，煤炭资产注入空间较大	焦煤、焦炭资源优势显著	煤炭、焦化	集团管理层变更
	山西焦化	集团加速煤化工延伸，焦化资产存在注入预期			
	ST 南风	已完成重大资产重组			
潞安集团	潞安环能	省内在产主体矿存在较大注入空间	集团贫瘦煤具有喷吹、动力双用途	煤炭	-
阳煤集团	阳泉煤业	关联交易占比高，托管资产具有注入可能性	国内最大无烟煤电煤企业	煤炭、化工、煤机装备	-
	阳煤化工	剥离传统煤化工，转型煤制乙二醇			
	太化股份	剥离化工板块，转型能源管理服务企业			
同煤集团	大同煤业	集团煤炭资源丰富，资产注入想象空间较大	动力煤铁路外运优势显著	煤炭、电力	集团管理层变更
	漳泽电力	已基本完成“三供一业”改革任务			
山煤集团	山煤国际	新能源领域产业链布局、拓宽产品结构	历史包袱轻，横向延伸潜力大	煤炭、新能源	-
晋煤集团	蓝焰控股	控股股东或将变为山西燃气集团	无烟煤资源丰富，煤层气开发潜力大	煤炭、煤层气	-

资料来源：各集团债券募集说明书，各上市公司公告，光大证券研究所

5、投资建议

维持煤炭行业“增持”评级，我们认为 2020 年煤炭行业整体供需将趋于宽松。目前阶段出台大规模供给收缩政策的可能性极低，签订煤电双方 2020 年煤炭长协订单，或是煤炭、电力企业共渡难关的有效方式。除此以外，可以通过鄂尔多斯、榆林等煤矿主产地煤管票，以及进口煤数量来进行辅助调节。需要指出的是，2017 年以来虽然煤价中枢持续走低，但煤炭板块盈利水平持续改善。由于先进产能向头部企业集中、历史包袱逐步出清，2019 年煤炭行业营收、净利润均实现正增长。行业建议遵循三条投资主线：

1. 山西国改：山西国企改革正处于“收官年”窗口期，叠加中央提出的能源革命重大战略，具有改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比，推荐西山煤电、山煤国际。

2. “类债券”龙头：在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在逐步增强，推荐恒源煤电、盘江股份、平煤股份、中国神华。

3. 受益需求改善的高弹性标的：随着疫情风险的逐步缓解，下游基建地产发力、国际油价逐步见底，焦炭板块弹性将得到释放，推荐美锦能源、山西焦化。

表 14：重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000983	西山煤电	4.83	0.54	0.66	0.68	9	7	7	买入
600546	山煤国际	11.29	0.59	0.66	0.74	19	17	15	买入
600971	恒源煤电	4.94	0.94	0.94	0.98	5	5	5	买入
600395	盘江股份	5.43	0.66	0.68	0.70	8	8	8	买入
601666	平煤股份	4.19	0.50	0.49	0.51	8	9	8	增持
601088	中国神华	16.38	2.17	2.13	2.12	8	8	8	增持
000723	美锦能源	6.42	0.23	0.19	0.22	28	34	29	增持
600740	山西焦化	6.07	0.31	0.54	0.64	20	11	9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6、重点推荐公司

6.1、山煤国际（600546.SH）

◆销售结构改善，盈利能力提升

2019 年公司东古城煤矿竣工投产（90 万吨/年），豹子沟煤矿释放先进产能，河曲露天煤矿有序增产。煤炭销量 10761 万吨，其中自产煤 3841 万吨同比增长 12%，贸易煤销售占比持续降低。从吨煤盈利来看，贸易煤吨煤毛利极低且存在坏账风险。公司通过收缩贸易规模控制风险提高整体盈利水平。煤炭销售方面，自产煤售价保持平稳，贸易煤小幅提升。

◆加强风险管控，剥离亏损子公司部分股权

我国煤炭消费已经过了高速增长期，未来需求将趋于稳定。供给侧改革加速了煤炭产能结构性调整，新增产能集中投放于“三西”地区，而消费地则靠近沿海。供需逆向分布加剧导致煤炭贸易需求提升。铁路、港口等有形资源为公司煤炭贸易业务提供了天然护城河。公司已对管理、风控等短板引起重视，积极通过调整组织架构、剥离不良资产、引入战略投资者等方式加打造现代煤炭供应链。2019 年下半年有 11 家贸易子公司股权完成转让。上述公司虽然仍在并表范围但对公司贸易业务拖累大幅降低。

◆山西两大煤炭集团合并有望加速公司光伏布局

4 月 23 日，山西焦煤集团拟吸收合并公司控股股东山煤集团，重组完成后公司控股股东将发生变更。原山煤集团董事长赵建泽担任焦煤集团党委书记、董事长。焦煤集团是全国最大的焦煤生产企业。山煤集团主要煤种为动力煤，是山西 7 大煤炭集团中规模最小的煤炭企业。相比于山西其他煤炭集团，山煤集团具有资源包袱轻、新能源经验丰富的优势。在当前山西国改及能源革命背景下，借助焦煤集团资金优势，公司新能源光伏布局有望加速落地。

◆**盈利预测和投资建议：**维持盈利预测，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.66 元、0.74 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 17、15、15 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**煤炭贸易可能出现坏账风险；光伏项目落地进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	38,143	37,657	37,311	37,465	37,620
营业收入增长率	-6.83%	-1.27%	-0.92%	0.41%	0.41%
净利润（百万元）	220	1,173	1,311	1,468	1,496
净利润增长率	-42.27%	432.80%	11.78%	12.02%	1.90%
EPS（元）	0.11	0.59	0.66	0.74	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.00%	13.90%	13.61%	13.43%	12.21%
P/E	102	19	17	15	15
P/B	4.1	2.7	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6.2、恒源煤电（600971.SH）

◆产能结构改善带动吨煤毛利提升

2019 年公司煤炭销售量 837 万吨，商品煤产量 867 万吨，同比增速分别为-5.7%/-3.2%。公司煤炭销售收入精煤为主、混煤为辅，从吨煤售价来看，精煤价格比混煤高 700 元/吨。2019 年洗精煤产量同比增长 10.4%，从而提升公司商品煤综合售价 44 元/吨。由于精煤加工成本较高，2019 年吨煤生产成本上升 25 元。考虑成本上升因素，精煤占比提升后吨煤毛利上升 19 元。

◆安徽毗邻华东消费市场，公司外延空间广阔

我国煤炭资源呈供需逆向分布特征，供给侧改革加大了运输压力。安徽省作为华东地区主要煤炭资源地，具有显著区位优势。近年来随着“皖电东送”的推进，安徽省供需缺口逐渐扩大，煤炭价格显示出较强韧性。皖北煤电集团省外煤矿产能超过 2100 万吨/年，公司具有优先认购权，外延空间广阔。

◆外资持仓占比 8.5%，位居煤炭板块首位

4 月 24 日，煤炭板块外资持仓占比前三位分别是恒源煤电、兖州煤业、陕西煤业，比例分别为 8.5%/5.5%/5.2%。2020 年以来疫情对世界经济造成了剧烈冲击，为了对冲经济下行压力，各国经济体纷纷进入新一轮宽松周期，利率持续下行。在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对外资的吸引力在加强。与其他煤炭企业相比，公司当前分红率较低但股息率较高。随着资本开支下行，分红率具有进一步提升空间。

◆**盈利预测和投资建议：**维持盈利预测，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.94 元、0.98 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 5.3、5.1、4.9 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**控股股东资产注入进度不及预期；实际分红率难以准确预测；疫情可能导致下游需求大幅下降。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,900	6,002	5,934	6,020	6,087
营业收入增长率	-9.73%	1.72%	-1.13%	1.45%	1.10%
净利润（百万元）	1,221	1,128	1,125	1,172	1,211
净利润增长率	10.50%	-7.59%	-0.25%	4.14%	3.33%
EPS（元）	1.22	0.94	0.94	0.98	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.59%	12.94%	11.94%	11.51%	11.10%
P/E	4.0	5.3	5.3	5.1	4.9
P/B	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6.3、盘江股份（600395.SH）

◆煤炭产量处于稳定上升期

2019 年公司煤炭销售量 817 万吨，商品煤产量 755 万吨，同比增速分别为 10.6%/10.4%。从公司发展历史来看，2012 年是上一轮产能扩张高点，当年原煤产量 1355 万吨。此后随着煤炭行业景气度下行，公司经历了三年调整期，在这期间通过加强成本管控、剥离落后产能等方式，极大地优化了产能结构。自 2016 年煤炭供给侧改革以来，公司煤矿产能重新打开上升通道。

◆西南区域市场，煤价韧性显著

公司商品煤主要分为精煤与混煤两类，2019 年精煤、混煤产量分别为 364/389 万吨，二者主要下游客户分别为钢厂/火电厂。2019 年贵州省内保供电煤任务加大，混煤销售量上升，精煤销售量减少。商品煤平均售价 75 7 元/吨，同比下跌 3.6%。同期秦皇岛港 5500 大卡动力煤跌幅 9.3%。公司所在的西南片区，周边省份大量关闭煤矿，导致西南片区煤炭产能供给不足，2017 年西南煤炭供需缺口达 0.7 亿吨。云、贵、川三大核心市场煤炭需求韧性较强。下游客户集中度高，攀钢、柳钢等客户产能规模扩大将进一步提升用煤需求。

◆高股息率+高股利支付率

上市以来公司累计分红率 61%，在煤炭板块中居于前列。根据公司章程，在成熟期且无重大资金支出安排阶段，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 80%。2019 年 8 月公司完成“三供一业”供电改造资产移交，资本开支将有所下降，分红比例有望提升。

◆**盈利预测和投资建议：**维持盈利预测，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.68 元、0.70 元和 0.70 元，对应 PE 分别为 8.0、7.8、7.8 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**若在建矿井和资产注入进度放缓，可能导致公司产能扩张低于市场预期；疫情对下游需求影响难以预测，可能导致需求大幅下降。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,090	6,458	6,974	7,535	7,836
营业收入增长率	0.14%	6.04%	7.99%	8.05%	4.00%
净利润（百万元）	945	1,091	1,123	1,158	1,158
净利润增长率	7.72%	15.45%	2.98%	3.09%	-0.06%
EPS（元）	0.57	0.66	0.68	0.70	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.38%	14.86%	14.40%	13.52%	12.50%
P/E	9.5	8.2	8.0	7.8	7.8
P/B	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6.4、山西焦化（600740.SH）

◆山西焦化升级转型已进入下半场

从产业链分布来看，焦炭上有焦煤下有钢厂，上下游两头都受到挤压，盈利能力不足。面对焦化行业普遍存在的困境，公司依靠山西焦煤集团支持，走出了一条传统焦化企业升级转型之路。收购煤炭生产企业中煤华晋后，公司拥有上游煤炭资源，盈利能力大幅提升。公司当前正处于转型下半场，发展现代煤化工是下游突围的核心入口。

◆投资收益对冲焦煤涨价风险

我们曾在 2019 年 9 月报告《焦炭进化论：从“两头受气”到“扬眉吐气”——山西焦化（600740.SH）投资价值分析报告》中提出山西焦化已经不再是单纯焦炭公司，收购煤炭生产企业中煤华晋后公司拥有上游煤炭资源。2019 年公司投资收益 13.7 亿元，同比增长 22.4%，主要因为焦煤价格上涨。当期营业利润为 4.5 亿元，从利润构成来看中煤华晋投资收益是主要来源。

◆煤化工项目持续推进

2019 年 12 月公司拟以现金 11 亿元增资山焦飞虹，持股比例将由 51% 提升至 75%。60 万吨/年甲醇制烯烃是公司全面转型煤化工核心项目，规划产能及技术路线与目前中国神华煤化工板块体量相当。随着环保重视度日益提高，新增煤化工项目审批趋严，具有煤炭资源、规模优势的煤化工资产正在成为稀缺资源。

◆**盈利预测和投资建议：**维持盈利预测，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.54 元、0.64 元和 0.67 元，对应 PE 分别为 11、9、9 倍，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**焦炭、化工品价格下行；煤化工项目建设进度缓慢。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,229	6,642	6,774	6,853	6,863
营业收入增长率	20.58%	-8.12%	1.99%	1.17%	0.15%
净利润（百万元）	1,533	474	822	977	1,012
净利润增长率	1567.38%	-69.06%	73.44%	18.80%	3.57%
EPS（元）	1.07	0.31	0.54	0.64	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.60%	4.65%	7.56%	8.46%	8.33%
P/E	6	19	11	9	9
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

7、风险分析

- 新冠疫情导致下游需求持续低迷。
- 先进产能投放过快导致供给严重过剩。若未来先进产能投放过快、违规超产现象严重，将在供给层面带来压力。

- 国际原油价格大幅下跌风险。煤化工产品与石油化工产品存在一定替代、竞争关系。若国际原油持续低迷，将导致煤化工产品竞争力受损，部分煤化工项目投资进度可能受到影响。
- 三、四月份是水电淡季，五月以后随着来水增加，水电“挤出效应”在弱需求情形下将更加明显。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼