



Research and  
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年6月12日

# 煤炭迎来历史性配置机遇

2020年煤炭行业中期策略

左前明 煤炭行业首席分析师

编号: S1500518070001

电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周 杰 煤炭行业分析师

编号: S1500519110001

电话: +86 10 83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

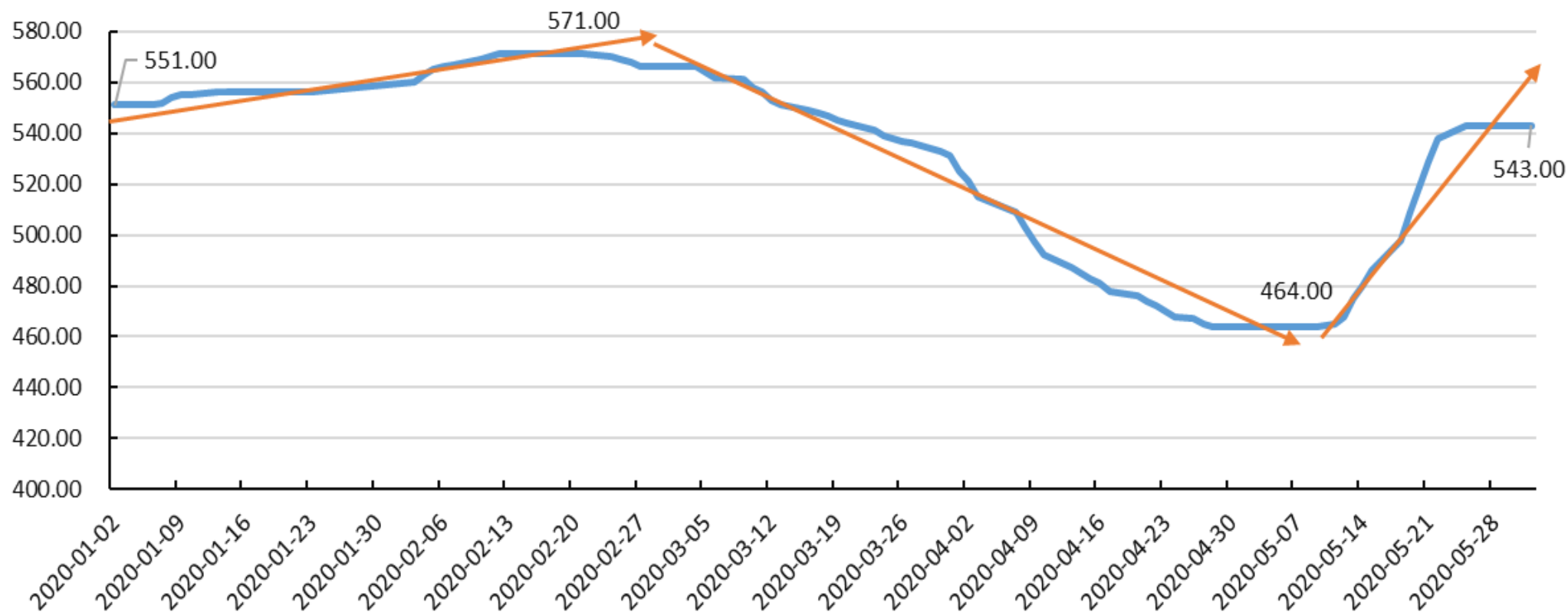
## 主要结论

- 1、煤炭价格历经两年半左右的下跌，受疫情和国际油价暴跌双重打击再次深跌回到底部，并有望伴随走出疫情的经济修复和能源弹性提升，开启新一轮上升期。
- 2、2020年以来煤炭相关政策频频出台，总体上以更严格的安全生产要求，尤其是内蒙古倒查20年煤炭领域违法法规对供给冲击严重。
- 3、2020年是本轮发改委释放先进产能平抑煤炭价格的分水岭，行业进入资本开支下降期，新增产能边际收敛期。
- 4、煤炭上市公司更加注重股东回报与市值管理，纷纷采取增持、回购、特别派息、提高分红率等手段。
- 5、煤炭行业逐步由数量规模型向质量效益型转变，通过智能化等减人提效、降本增效，调整优化产品结构，限产保价等提升发展水平。

投资策略：一是优选公司、二是注重分红、三是关注智能化，重点推荐关注动力煤三龙头中国神华、陕西煤业、兖州煤业，炼焦煤的平煤股份、盘江股份、西山煤电，以及煤矿智能化领域的天地科技、龙软科技。

## 2020年以来煤炭行业的特点：煤炭价格出现较大幅度波动

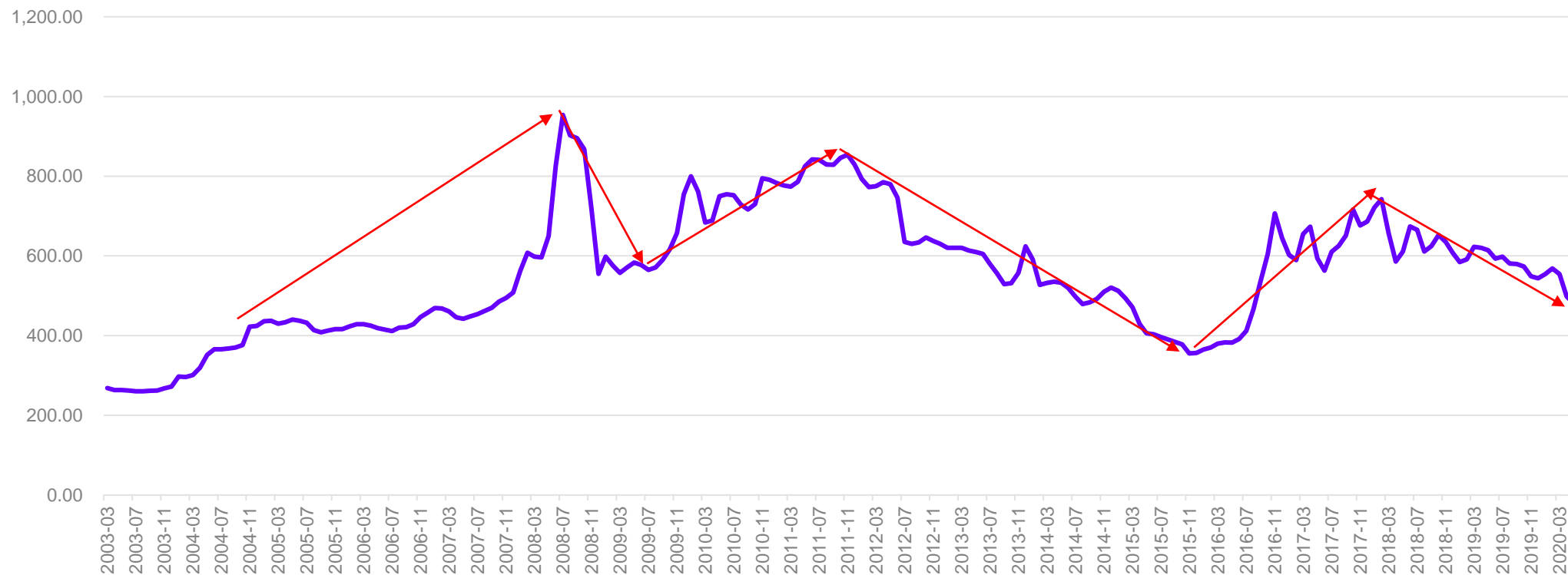
2020年以来煤炭价格经过3阶段的波动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2020年以来煤炭行业的特点：煤炭价格出现较大幅度波动

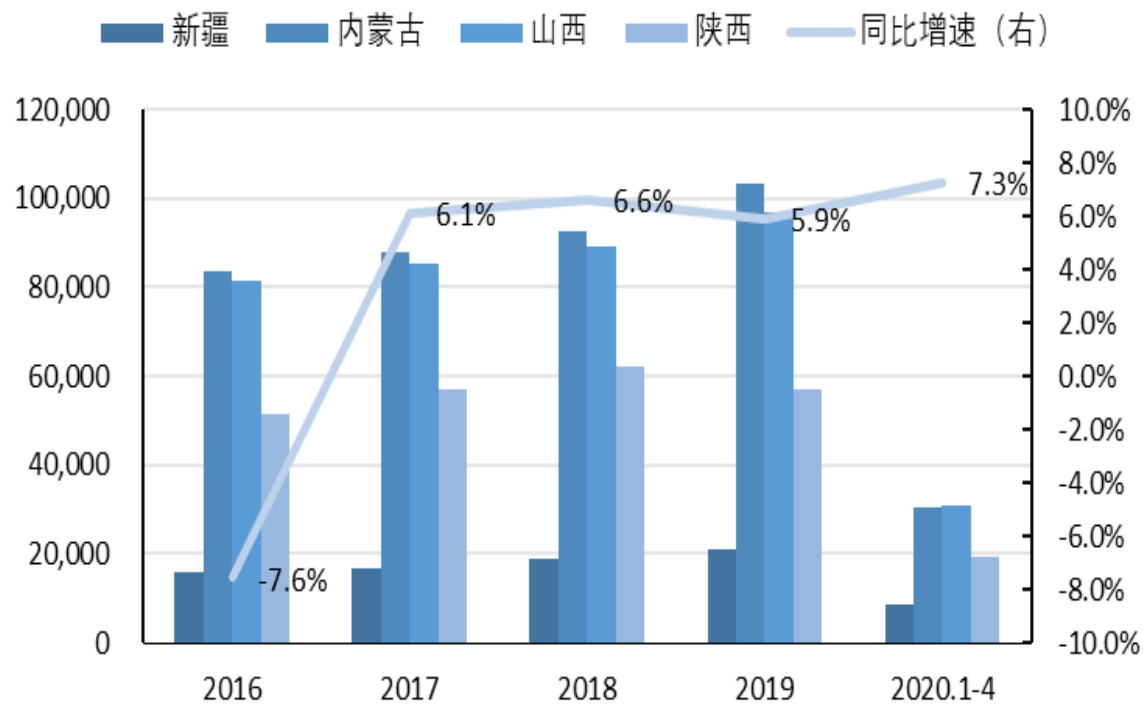
### 长周期看煤炭价格接近历史底部区域



资料来源：Wind，信达证券研发中心

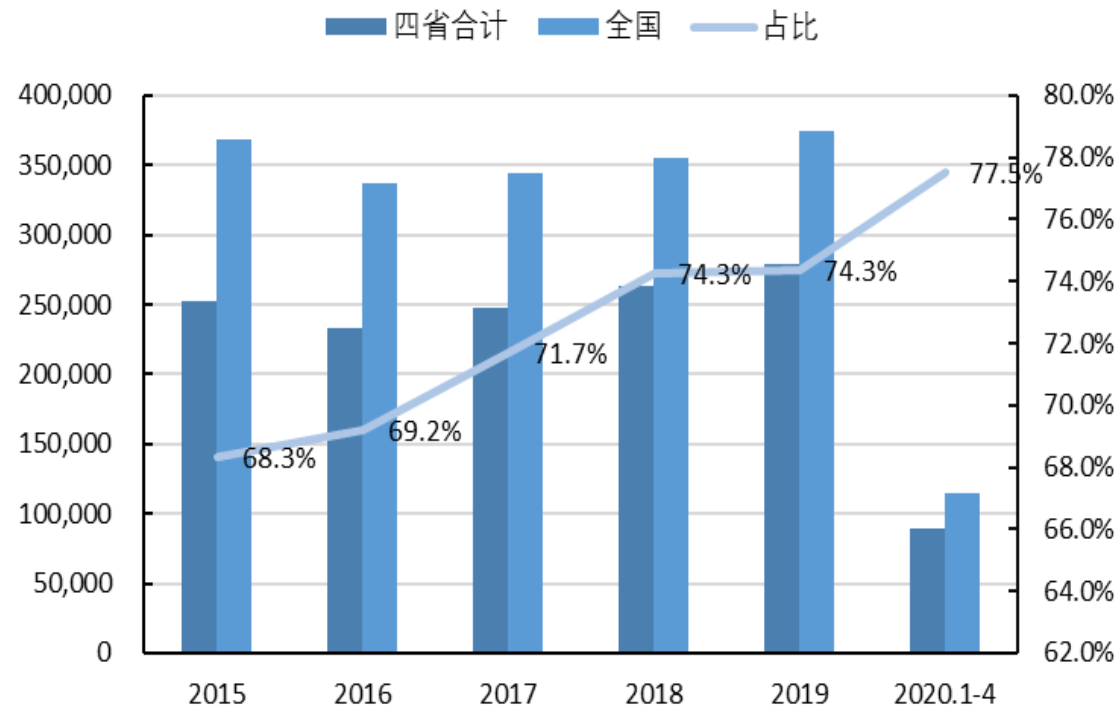
## 2020年以来煤炭行业的特点：产业集中度进一步提升

三西及新疆地区煤炭产量逐步提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

煤炭产业集中度不断提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2020年以来煤炭行业的特点：出台相关政策发力深化供给侧结构性改革

### 2020年国家各部委出台的煤炭政策性文件

时间	文件名称	主要内容	部门
2020.2.25	《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》	一、分别设定2021、2025、2035年应实现的智能化程度目标二、强调科学谋划、标准引领、科技创新、智能改造、示范带头、绿色协调发展、产业链延伸、人才培养、国际合作、法律保障、政策支持、知识产权保护、加强组织领导等	国家发改委等八部门
2020.3.13	《煤矿冲击地压防治监管监察指导手册（试行）》	一、检查冲击地压煤层认定方法是否符合要求，检查鉴定和评价机构是否具备相应的能力。 二、检查冲击地压矿井界定方法，省级煤矿安全监察局或煤矿安全监察分局根据冲击事故、企业上报冲击倾向性鉴定结果和冲击危险性评价结果界定冲击地压矿井和严重冲击地压矿井	国家煤矿安全监察局
2020.4.8	关于科学确定灾害严重矿井生产能力防范和遏制煤矿重特大事故的通知	一、科学确定正常生产的冲击地压矿井和煤与瓦斯突出矿井的开采强度，重新确定“两类”煤矿的生产能力，并对违规核增产能项目进行清理 二、要求科学确定开采强度、重新核定生产能力、强化责任落实、加强监督监察	国务院安全生产委员会办公室
2020.4.30	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	一、2个专题实施方案、9个专项整治实施方案 二、煤矿安全整治中提出：加大冲击地压、煤与瓦斯突出和水害等重大灾害精准治理；加大淘汰退出落后产能力度；坚持资源合理开发利用；坚持“管理、装备、素质、系统”四并重原则；提高执法能力质量和信息化远程监管监察水平	国务院安全生产委员会办公室
2020.5.20	煤矿安全生产标准化管理体系基本要求及评分方法(试行) 煤矿安全生产标准化管理体系考核定级办法（试行）	办法要求：对照煤矿安全生产标准化管理体系基本要求，建立健全安全生产管理要素，形成自主运行、持续改进的内生机制，推动煤矿安全管理水平不断提升。	国家煤矿安全监察局

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2020年以来煤炭行业的特点：出台相关政策发力深化供给侧结构性改革

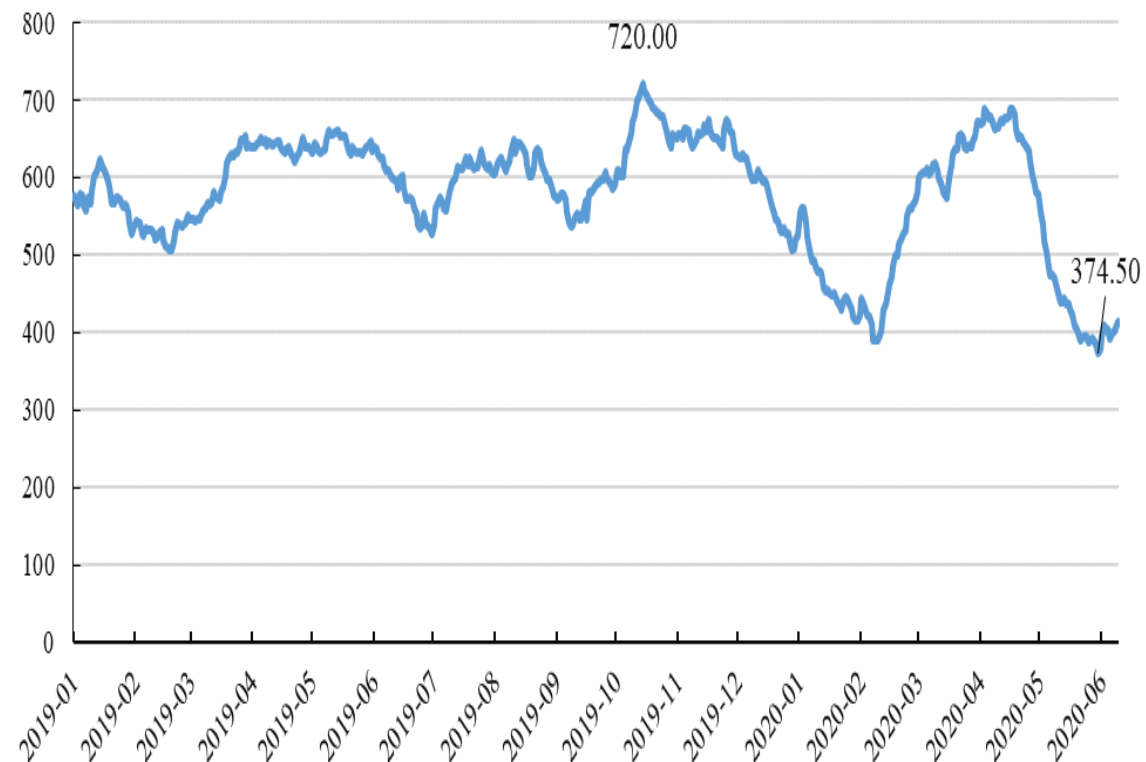
表2 2020年各省份主要出台的煤炭政策性文件

时间	文件名称	主要内容	部门
2020.4.1	山西省煤矿安全监管五人小组管理办法（试行）	煤矿安全监管小组按照每组五人，每组负责五座煤矿的要求，依据市、县两级分级监管的原则，履行煤矿安全监管检查职责，并对所负责煤矿实行安全监督检查包保责任制。“五人小组”成员分别由采掘、机电、通风、地测、安全等主体专业人员组成。	山西省应急管理厅
2020.5.8	《山西省科学确定灾害严重矿井生产能力防范和遏制煤矿重特大事故工作方案》	从即日起至2020年7月，科学确定正常生产的冲击地压矿井和煤与瓦斯突出矿井开采强度，重新确定“两类”煤矿的生产能力，并对违规核增产项目进行清理。	山西省人民政府安全生产委员会办公室
2020.5.15	《山西省煤矿智能化建设实施意见》	《实施意见》明确总体目标是：基本实现采掘工作面无人（少人）操作、煤矿重点岗位机器人作业，井下固定岗位无人值守与远程监控，各系统智能化决策和自动化协同运行。2020年到2022年推动10座智能化示范煤矿和50个智能化综采示范工作面建设；2025年全省大型煤矿、灾害严重煤矿及其他具备条件煤矿基本实现智能化；2030年各类煤矿基本实现智能化	山西省能源局
2020.5.20	《内蒙古清查和整治近20年煤炭资源领域违法违规问题》	2020年，内蒙古将开展煤炭资源领域违法违规问题专项整治工作，在全面清查近20年煤炭资源领域涉煤企业、涉煤项目问题的基础上，重拳治乱，严惩腐败，同时完善相关制度机制，及时堵塞监管漏洞。	新华网
2020.5.20	《关于进一步落实煤矿企业安全生产主体责任的指导意见（征求意见稿）》	对存在超能力下达生产计划或经营指标、煤矿采掘接续紧张、违规承包转包、井下系统不健全等重大安全隐患的煤矿企业，要严肃追究煤矿企业主要负责人的责任，对国有企业董事长（矿长）、总经理、总工程师等关键少数，依法采取行政撤职、党内处分等措施。	国家煤监局

资料来源：Wind，信达证券研发中心

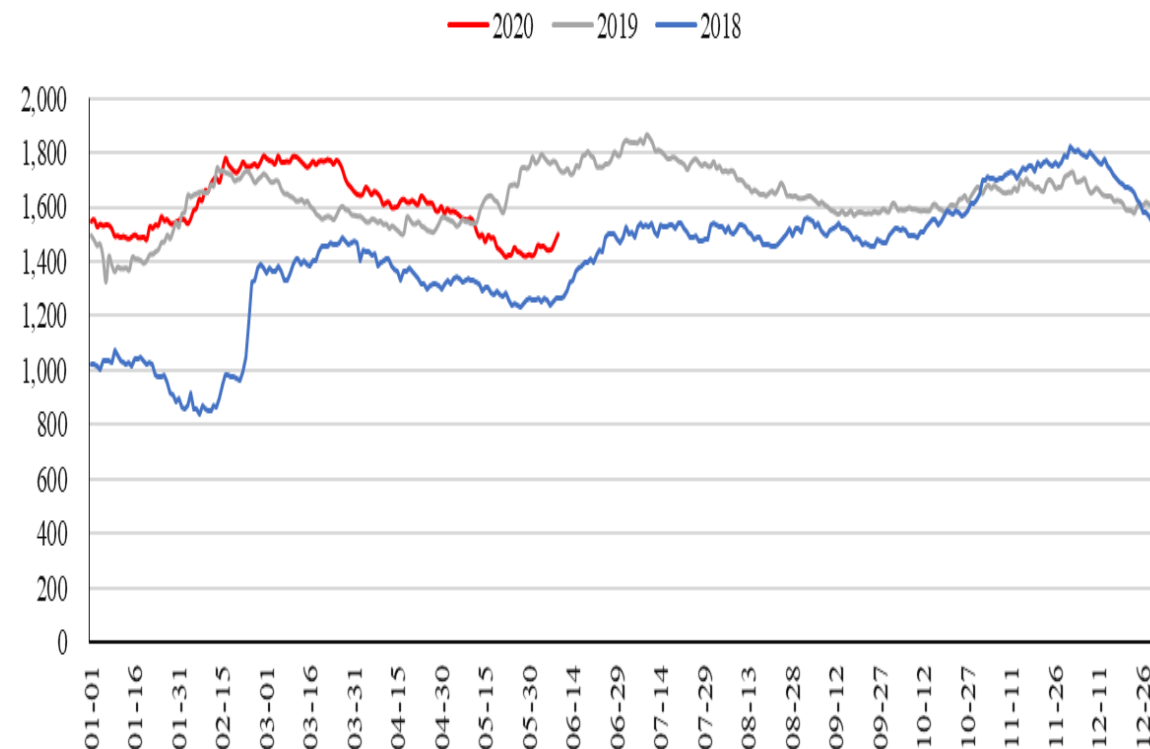
## 2020年以来煤炭行业的特点：煤炭中下游库存波动回落

秦皇岛港口库存持续下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2020年5月开始六大电煤炭库存跌破19年水平

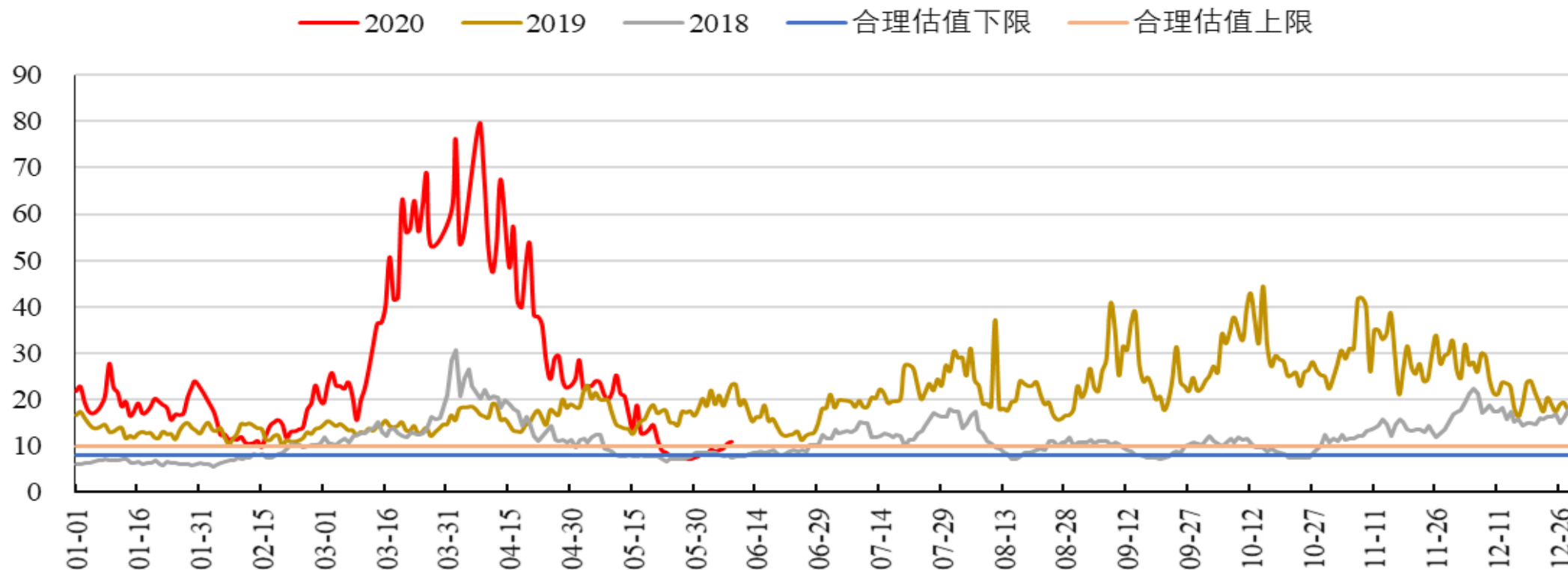


资料来源：Wind，信达证券研发中心



## 2020年以来煤炭行业的特点：4月以来货船比开始快速下滑

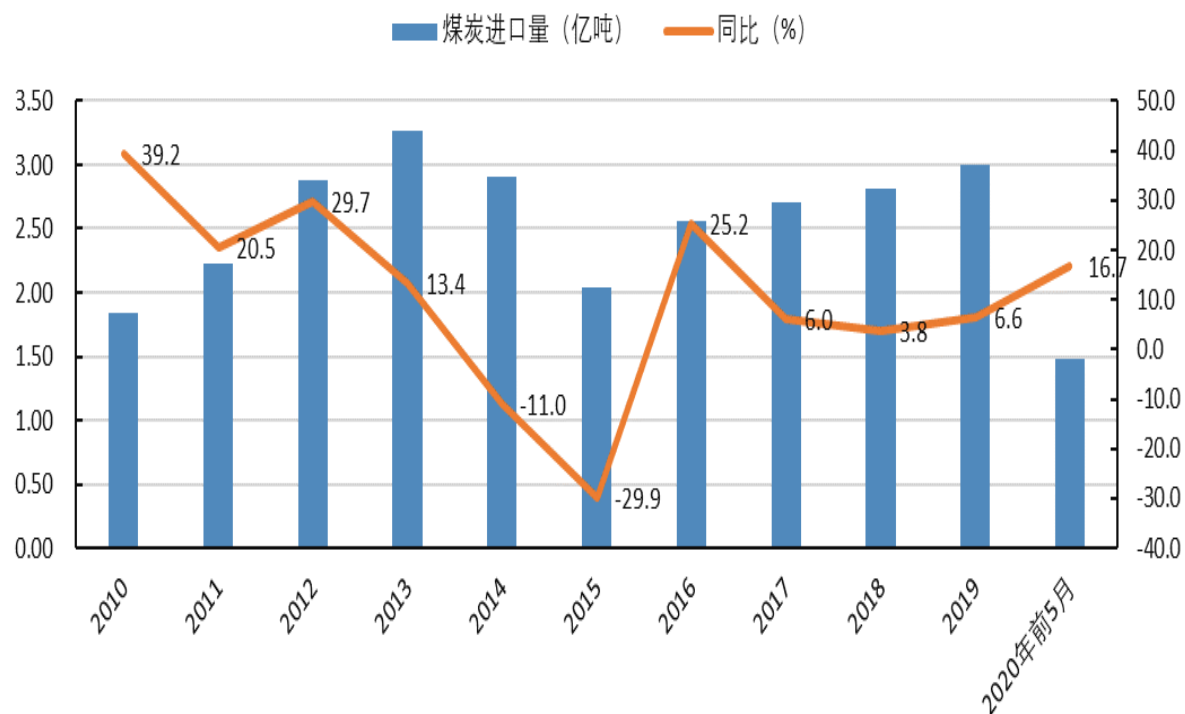
下游拉运积极，货船比下降到合理区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

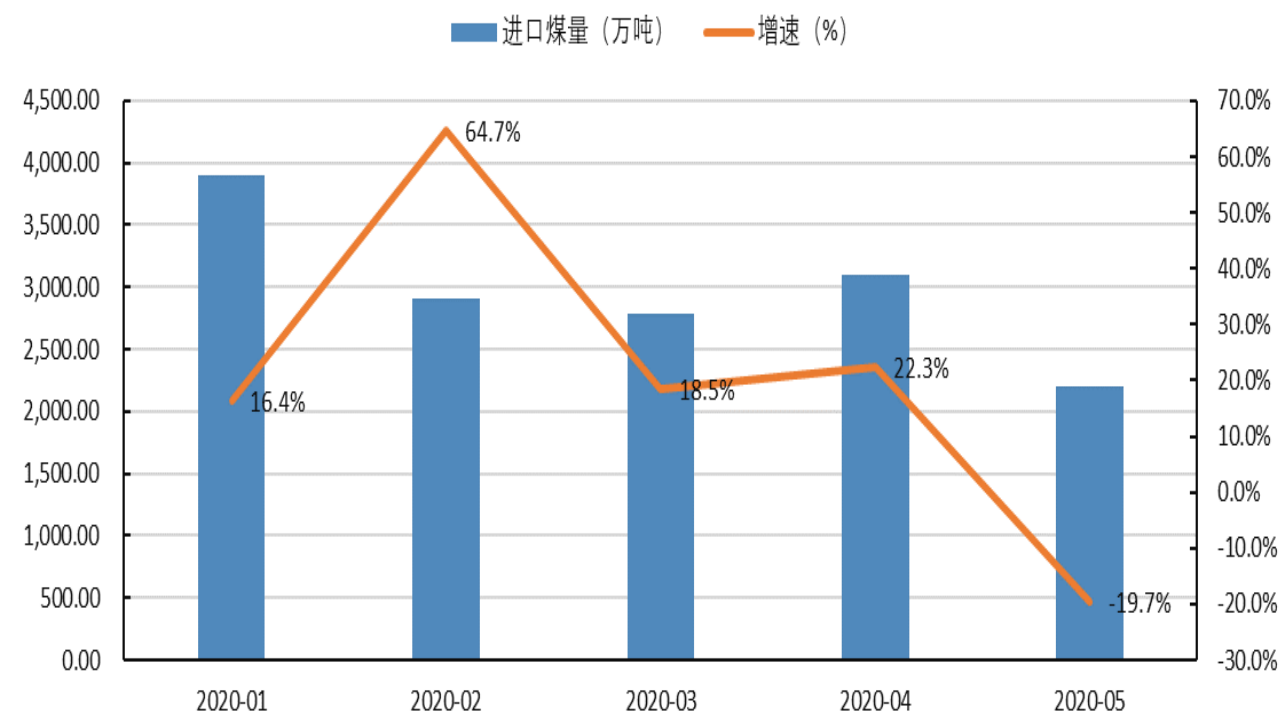
## 2020年以来煤炭行业的特点：进口从高速增长到逐步收紧

2020年下半年进口煤增速或将逐步下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

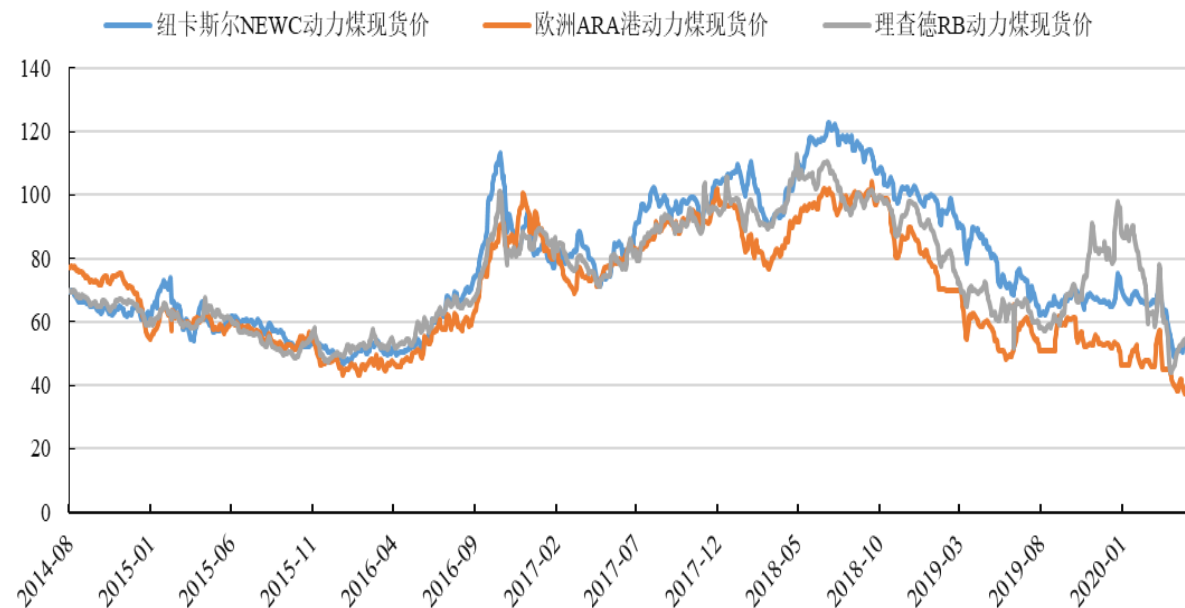
2020年5月开始进口煤增速开始大幅下滑



资料来源：Wind，信达证券研发中心

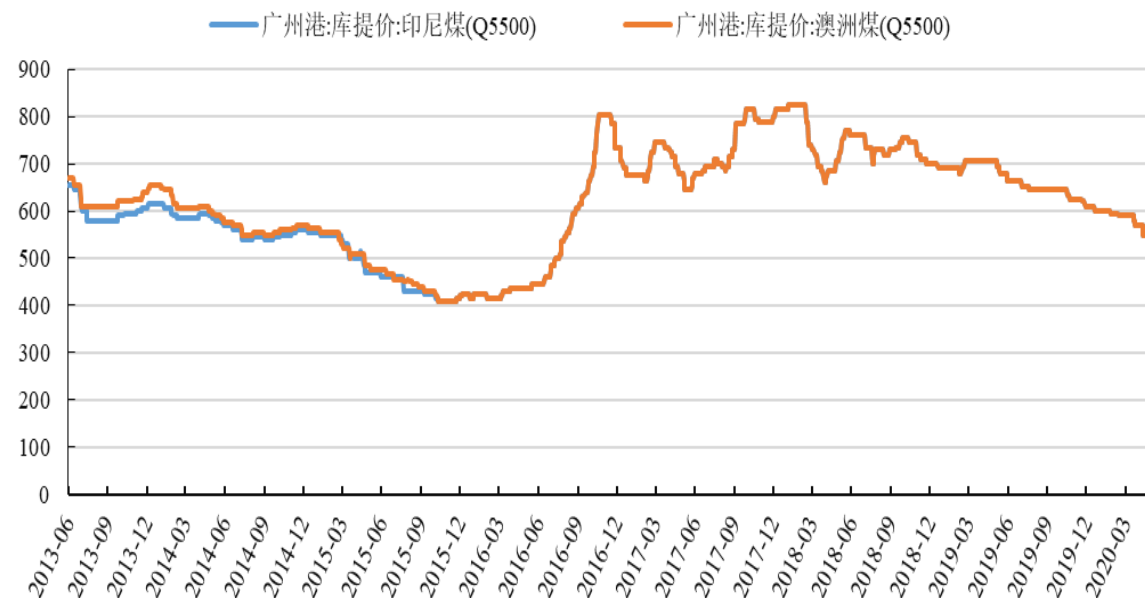
## 2020年以来煤炭行业的特点：国际煤价跌破前低后震荡企稳

### 国际煤价触底反弹



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 国内进口煤价触底反弹



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2020年以来煤炭行业的特点：国际煤企破产增多，煤炭产能逐步下降

### 近两年破产重组的国际煤炭企业

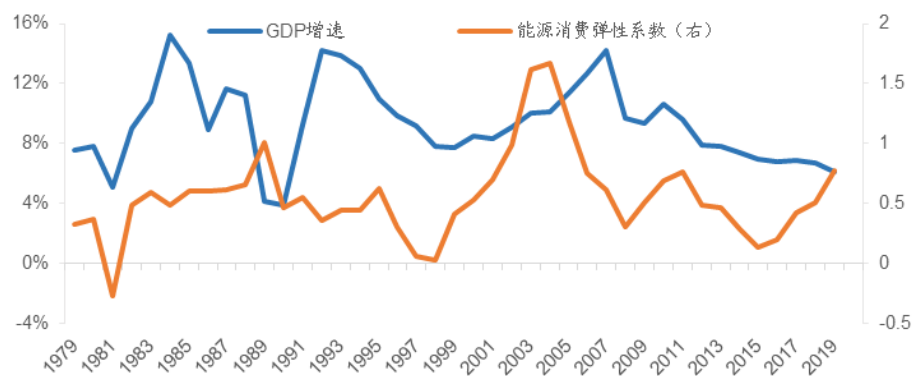
- 1、煤炭生产商弗尔赛能源公司（Foresight Energy）2020年宣布申请第十一章破产保护，并与债权人达成了债务重组协议。
- 2、美国-Blackhawk Mining-全美最大炼焦煤生产企业之一，年产700-800万吨，2020年6月1日被Seven Engery 收购。
- 3、美国-默里能源-全美最大煤企-2019申请破产
- 4、美国-Revelation能源及子公司Blackjewel申请破产-2017年产量占全美6%-美国第六大煤企2019申请破产
- 5、美国-云峰能源（CloudPeakEnergy）破产-全美第三-（15年至今，全美前四大煤炭生产企业均破产）2019申请破产。
- 6、寒武纪煤炭公司（Cambrian Coal）高挥发冶金煤和喷吹煤生产商-2019年破产。
- 7、Westmoreland Coal-2018年破产充重组-煤、电联产企业、区域龙头
- 8、Mission Coal -冶金煤炭供应商-2018年破产

资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性趋势性变化之一：能源消费弹性或将在下半年明显提升

- 我们在2018年9月7日发表的《能源消费增速为何持续提升——能源需求弹性规律深度研究》探讨了从能源消费弹性的角度来分析煤炭的需求。2016年能源消费弹性系数触底后反弹，2019年达到0.78，在此背景下，我们对2020下半年能源消费情况进行探讨。
- 《能源需求弹性规律深度研究》中论述了影响我国能源需求弹性的三大因素分别是投资、产业结构与技术进步，并且带动本轮能源需求弹性提升的因素主要是产业结构调整与技术进步。

2018年我国能源消费弹性系数为0.54



Source: Wind, 信达证券研发中心

电力/能源消费弹性系数走势一致

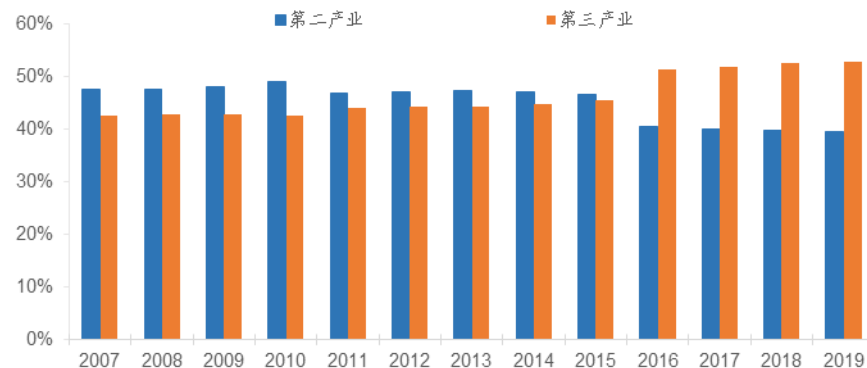


Source: Wind, 信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性趋势性变化之一：能源消费弹性或将在下半年明显提升

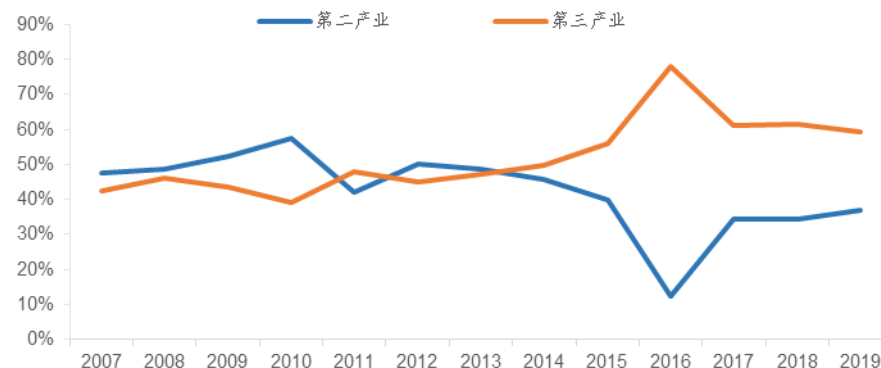
- “十三五”期间我国产业结构较上一个五年发生了较为明显的变化，第二产业在经济结构中的占比由47%下降到40%，第三产业占比由45%上升到53%，第三产业占比的显著提升表明“十三五”规划中关于经济结构转型的政策发挥了作用。

第三产业占GDP的比重持续提升



Source: Wind, 信达证券研发中心

第三产业对GDP的增量贡献率呈上升趋势

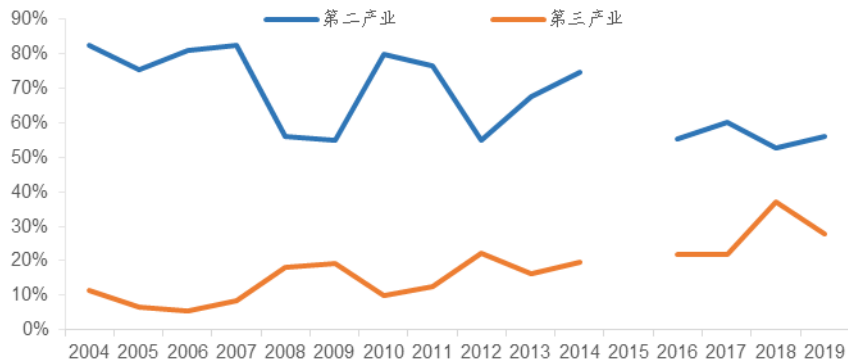


Source: Wind, 信达证券研发中心

## 产业结构调整带来全社会用能用电属性的变化

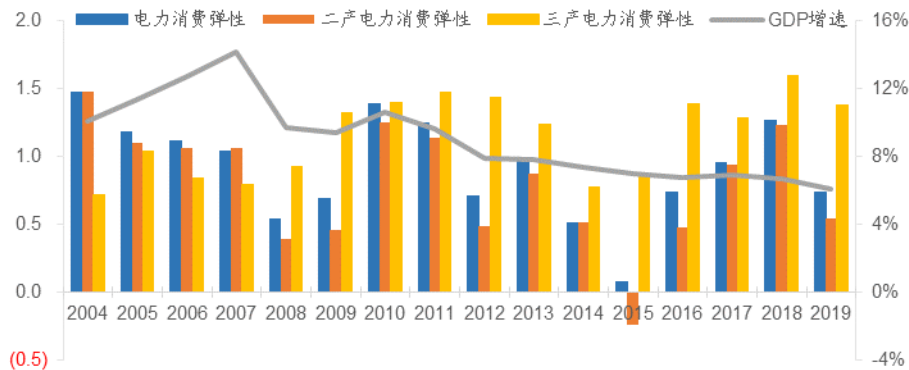
- 随着二产和三产在GDP中占比的调整，我国能源消费的属性也发生了一些变化。从电力消费弹性系数来看，三产以及城乡居民生活用电用能的增长属性与二产的特征不同之处主要有三点：
- 1) 趋势不同：只要社会技术水平在进步和居民生活水平在提高，三产和城乡居民生活用电用能就在上涨趋势中，通过我们对日本、韩国和美国三个发达国家城镇化率和人均GDP提升时人均用能变化情况分析发现，城镇化率在65-78%时或者人均GDP达到10000美元以上时，人均用能明显加速；
- 2) 周期波动性不同：不同于二产的用电用能受经济周期、投资周期和产能周期多因素的影响，三产和城乡居民生活用电受影响因素较少，周期性波动较弱。因此，三产和城乡居民生活用电的增长是有韧性的，而二产的用电用能更具有弹性。
- 3) 能耗强度不同：二产单位GDP能耗强度更高。

分产业电力消费增量贡献率



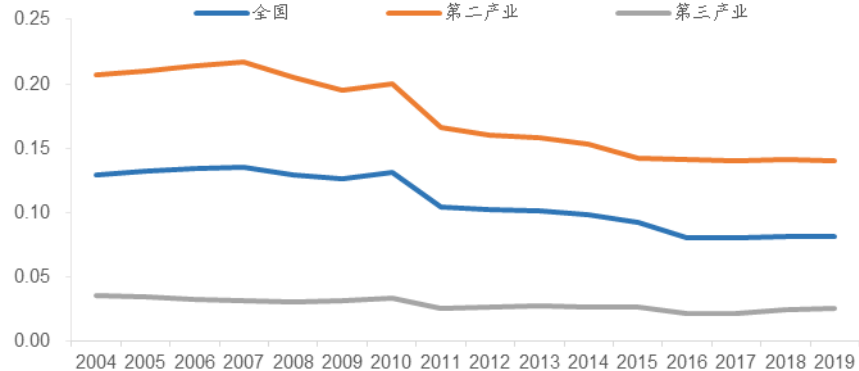
Source: Wind, 信达证券研发中心

电力消费弹性系数



Source: Wind, 信达证券研发中心

单位GDP电力消费强度



Source: Wind, 信达证券研发中心

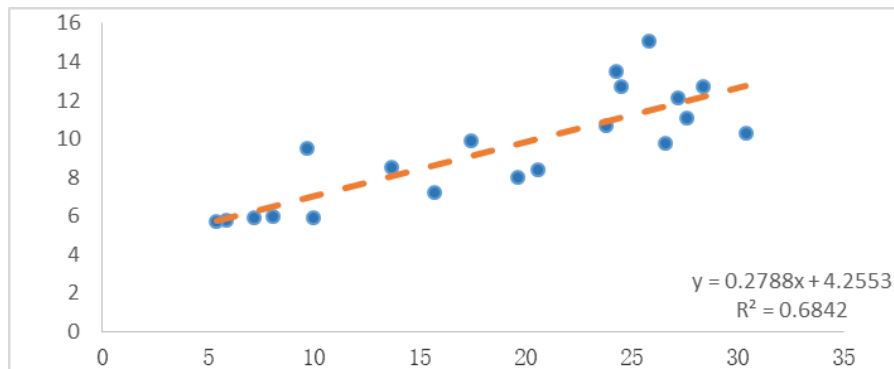
## 疫情及贸易战风险影响下，消费和出口难有起色，2020年国内经济增长主要靠基建投资拉动

- 信贷支持多、现金补贴少，企业支持多、家庭支持少的政策组合对消费的支撑作用有限，加上失业保险机制不成熟、疫情推升储蓄率，下半年消费或仍是弱复苏。我国失业保障体系尚不成熟，亦难让受疫情影响较大的低收入人群得到实质性的帮助。一季度领取城镇失业保险金人数同比逆势下滑11.5%。即使疫情消失，居民的消费倾向也未必很快回到从前。
- 2020年《政府工作报告》再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，这一强烈政策信号预示着我国房地产调控政策依然不会放松，打破了近期部分城市政策微调所引发的有关“松绑”的猜测，进一步形成了房地产调控常态化的预期。事实上，从前期广州、青岛等部分城市出台的涉及放松限购限贷政策被迅速撤回的迹象也显示出，房地产调控的基本原则不容挑战。预计2020年房地产市场不会出现过度刺激，“促进房地产市场平稳健康发展”将是主线。
- 《政府工作报告》提出“积极的财政政策要更加积极有为”。总量方面，提高赤字率、发行抗疫特别国债、扩大专项债规模“三箭齐发”。一是财政赤字率拟安排3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，即达到3.76万亿元，创历史新高。二是发行1万亿元抗疫特别国债。三是地方政府专项债规模定为3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，增加规模为历年最高。今年以来，财政部已分三批下达共2.29万亿元的专项债额度，意味着后续还有1.46万亿元额度待下达。专项债的投向也进一步优化，更多地投向基建项目，且作为项目资本金的占比提高，未来专项债发挥的作用将日益明显。
- 在当前形势下，投资托底经济的作用更加突出，其中基建投资仍是重要发力点。《政府工作报告》提出要“扩大有效投资”，并提到要“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，主要包括新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通水利等重大工程建设等。可见，未来新型基建与传统基建均存在较大发力空间。一方面，加大新型基建投资既有利于调节经济结构，也有利于培育新的经济增长点，是未来是发力重点。发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，有利于激发新消费需求、助力产业升级。另一方面，基于我国发展不平衡、不充分的国情，传统基建仍有较大发力空间。县城公共设施和服务，老旧小区改造，交通、水利等重大工程，这些领域仍存在较大缺口和需求量。未来这些领域基建项目有望加速，将有力推动人民生活的改善。

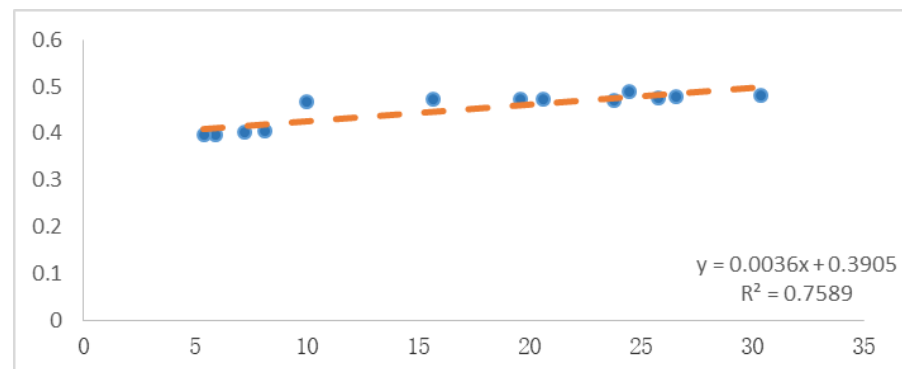


## 历史数据来看，固定资产投资增速与二产GDP增速高度正相关

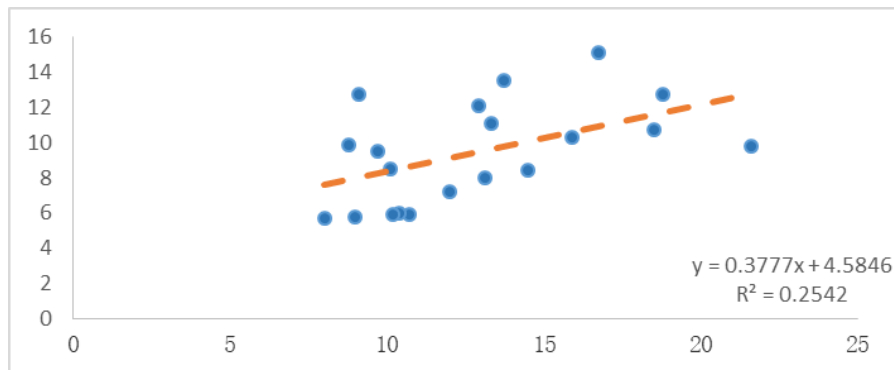
固定资产投资增速与二产GDP增速相关性



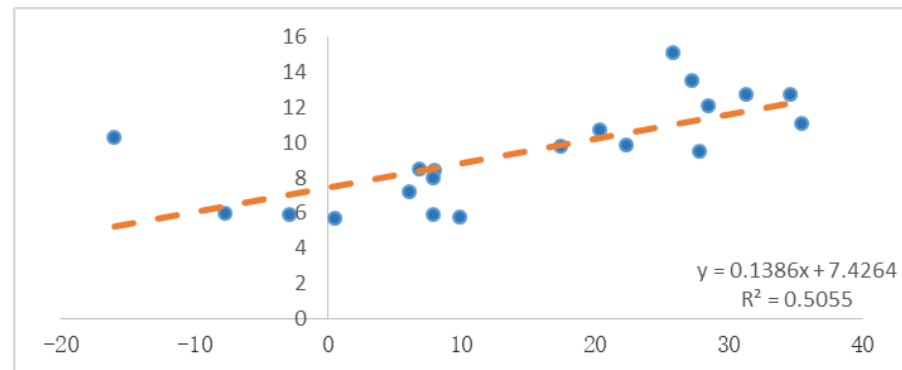
固定资产投资增速与二产占GDP比重相关性



消费增速与二产GDP增速相关性



出口增速与二产GDP增速相关性



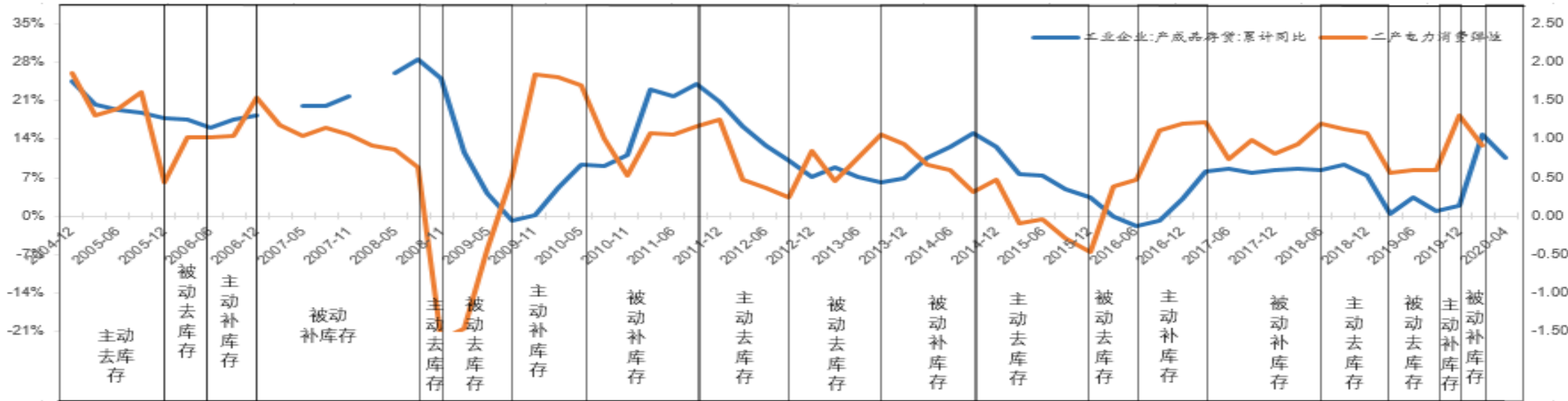
Source: Wind, 信达证券研发中心

Source: Wind, 信达证券研发中心

# 投资发力将带动库存周期由一季度的被动补库存恢复到被动去库存，进而带动二产电力消费弹性恢复

- 二产的电力消费弹性系数与库存增速的4种关系，对应着库存周期的四个阶段。
  - 被动去库存阶段：企业生产恢复，用电用能增加，但库存依然在被动去化；
  - 主动补库存阶段：企业补库意愿强烈，生产积极性，用电用能继续上行，企业库存增加；
  - 被动补库存阶段：下游消费能力减弱，企业库存被动累计，生产下行，用电用能减少；
  - 主动去库存阶段：企业对未来前景预期悲观，主动去库存，生产萎靡，用电用能下降。
- 2019Q4库存周期已经有主动去库存进入被动去库存阶段，2020Q1受疫情影响，库存周期进入被动补库存阶段，随着二季度以来投资逐步发力，库存周期将恢复到被动去库存阶段甚至进入主动补库存阶段，进而带动二产电力消费弹性的恢复。

库存周期下电力消费弹性系数变化



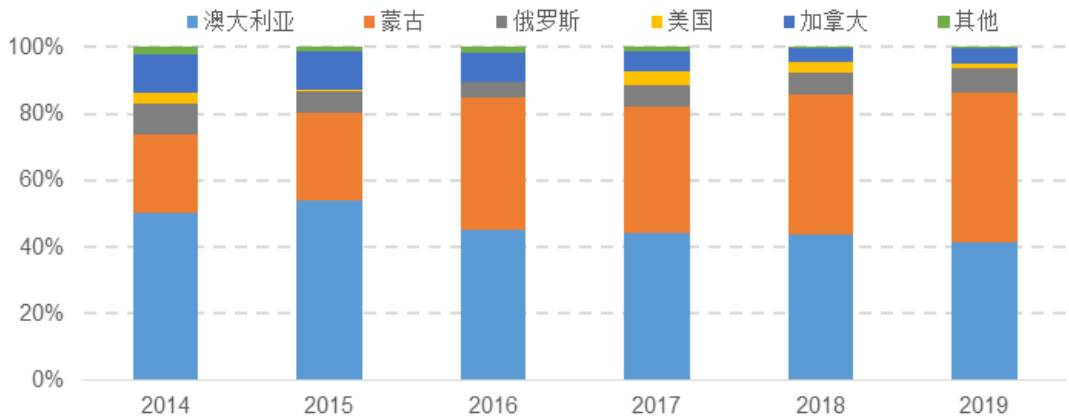
Source: Wind, 信达证券研发中心

# 炼焦煤需求短期看投资增速以及钢焦产业链利润分配，长期在国内供需两弱、进口压制下，大概率维持弱稳运行

国内外炼焦煤价今年以来趋下行，国际价格跌幅超国内（元/吨、美元/吨）



我国炼焦煤进口主要来源于蒙古国和澳大利亚



六港口炼焦煤库存（万吨）



Source: Wind, 信达证券研发中心

全社会炼焦煤库存（万吨）

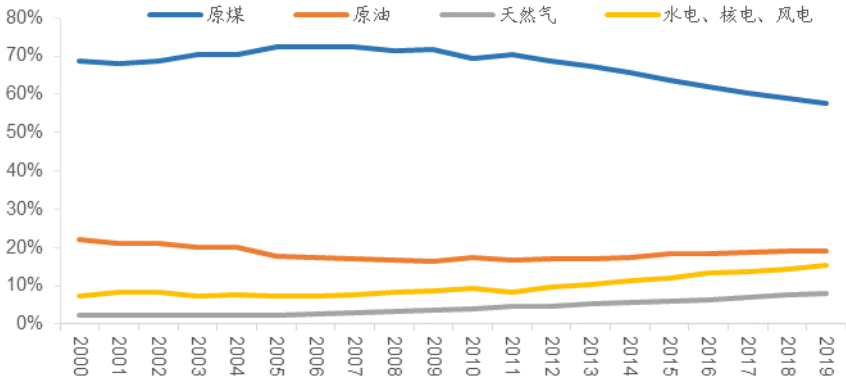


Source: Wind, 信达证券研发中心

投资作为全年经济的主驱动力下，2020年全国电力/能源消费弹性系数大概率高于2019年

- 假设2020年能源消费弹性系数持平于2019年，则在2.5%-4%的GDP增速下，能源消费增速约为1.95%-3.12%。
- 假设煤炭占一次能源比重由2019年的57.7%进一步下降到56.5%，则动力煤消费增速全年约为-0.17%-0.98%。
- 考虑到2020年前4个月煤炭消费量约下降6.1%，后八个月煤炭消费量增速约为约在2.82%-4.11%。

一次能源消费占比



GDP增速在2.5%-4%，煤炭占一次能源消费占比进一步下降至56.5%，动力煤消费增速约为-0.17%-0.98%

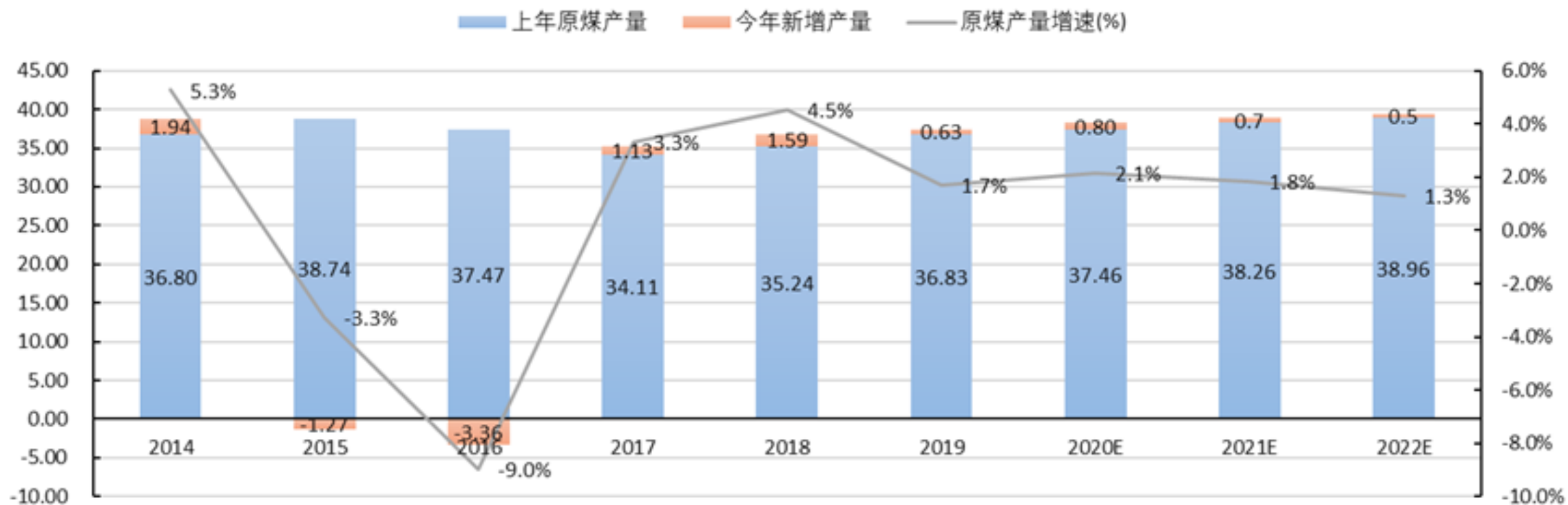
		2.50%		3.00%		3.50%		4.00%	
	能源消费弹性系数	能源消费总量	能源消费总量增速	能源消费总量	能源消费总量增速	能源消费总量	能源消费总量增速	能源消费总量	能源消费总量增速
2016A	0.20	435819	1.38%	435819	1.38%	435819	1.38%	435819	1.38%
2017A	0.42	448529	2.92%	448529	2.92%	448529	2.92%	448529	2.92%
2018A	0.51	464000	3.45%	464000	3.45%	464000	3.45%	464000	3.45%
2019A	0.78	486000	4.74%	486000	4.74%	486000	4.74%	486000	4.74%
2020E	0.78	495477	1.95%	497372	2.34%	499268	2.73%	501163	3.12%

	煤炭消费占比	煤炭消费总量	煤炭消费量增速	煤炭消费总量	煤炭消费量增速	煤炭消费总量	煤炭消费量增速	煤炭消费总量	煤炭消费量增速
2016A	62.00%	270208	-1.33%	270208	-1.33%	270208	-1.33%	270208	-1.33%
2017A	60.40%	270912	0.26%	270912	0.26%	270912	0.26%	270912	0.26%
2018A	59.00%	273760	1.05%	273760	1.05%	273760	1.05%	273760	1.05%
2019A	57.70%	280422	2.43%	280422	2.43%	280422	2.43%	280422	2.43%
2020E	56.50%	279945	-0.17%	281015	0.21%	282086	0.59%	283157	0.98%

Source: Wind, 信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化二：新增产能即将进入边际收缩期

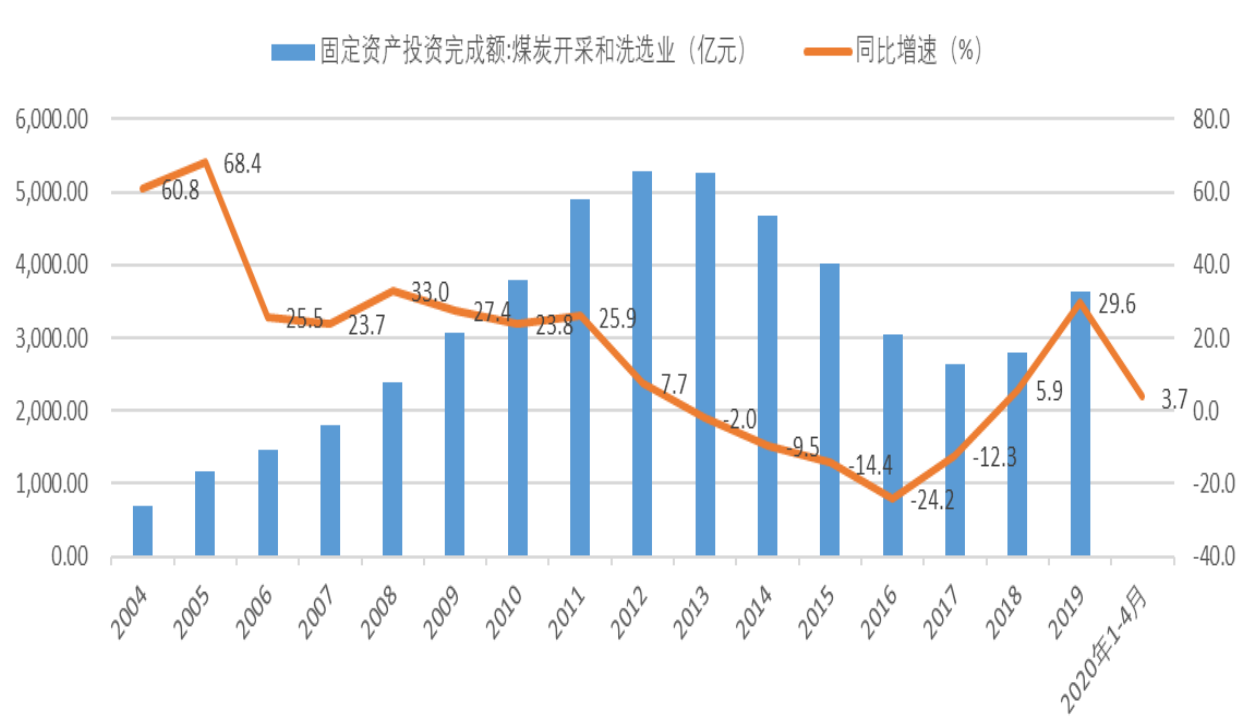
煤炭新增产量放缓，新增产能即将进入边际收缩期（亿吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

煤炭行业转折性和趋势性变化二：新增产能即将进入边际收缩期

煤炭固定资产投资增速回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新增产能即将进入边际收缩期

省份	2020年增量E	2021增量E	2022年增量E
山西	1800	840	720
内蒙	2480	4800	2100
陕西	2800	1120	1710
新疆	3150	1990	2340
其他	390	590	380
河南、山东、河北、安徽、江西	-2500	-2000	-2200
合计	8120	7340	5050

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化二：新增产能即将进入边际收缩期

大型煤炭企业煤炭领域资本开支拐点向下（亿元）

名称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E
中国神华	86.6	70	58.3	45.7	51.3	52.91	56.1
中煤能源	229.32	125.43	104.2	99.8	128.98	132.38	136.7
陕西煤业	-	-	22.86	44.88	28.75	41.87	19.91
兖州煤业	54.04	98.69	63.17	69.02	108.09	113.91	99.04
平均值	123.3	98.0	62.1	64.9	79.3	85.3	77.9

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化三：煤炭上市公司更注重股东回报与市值管理——回购

### ■ 陕西煤业

- 2018年9月7日，陕西煤业发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的预案公告》，回购价格上限不超过每股10元，回购金额上限不超过50亿元。截止2019年4月，公司回购股份3.05亿股，占公司总股本的3.05%，均价8.207元/股，使用资金总额超25亿元。本次回购股份将全部用于发行可转换为公司股票的公司债券。

### ■ 兖州煤业

- 2018年5月22日，兖州煤业股东大会授权董事会回购H股，回购股份的价格不得高出实际回购日前5个交易日平均收盘价的5%，回购股份的数量不超过有关决议案通过之日公司已发行H股总额10%的H股股份。2020年5月4日开始行使该一般性授权实施H股回购，截至5月22日公司共斥资3.1亿港元回购5201.6万股H股，占已发行H股2.66%，占总股本比例1.06%。

### 陕西煤业回购主要内容

回购股份的价格	回购价格上限不超过每股 10 元
回购股份的金额	回购金额上限不超过 50 亿元；
回购股份的数量	若全部以最高价回购，预计回购股份数量约为 50,000 万股，占公司已发行总股本的 5%
回购股份的期限	自股东大会审议通过回购预案之日起六个月内
回购股份的目的	推动公司股票价值的合理回归
回购股份的用途	注销以减少公司注册资本或实施股权激励计划的标的股份
回购股份的方式	集中竞价交易
回购股份的资金来源	公司自有资金

Source: 公司公告, 信达证券研发中心



## 煤炭行业转折性和趋势性变化三：煤炭上市公司更注重股东回报与市值管理——增持

### ■ 平煤股份

- 第一次增持：2018年6月2日，平煤股份发布《关于公司董事增持公司股份的公告》，董事兼财务总监王启山于2018年6月1日通过上海证券交易所交易系统增持10000股，买入均价为4.20元/股，本次增持属于个人行为。
- 第二次增持：2020年3月5日，平煤股份发布《关于公司控股股东增持股份计划的公告》，控股股东神马集团计划累计增持2000万股。截止至2020年3月，神马集团累计增持股份2000万股，占公司总股本0.85%，累计增持金额为9亿元。

#### 平煤股份第二次增持主要内容

增持主体	平煤股份控股股东中国平煤神马集团
增持主体持有股份的数量、持股比例	截止2020年3月5日，中国平煤神马集团持有本公司股份数量为1,292,522,380股，占公司总股份的54.74%
增持股份的数量	累计增持数量为2000万股
增持股份的价格	不设置固定价格、价格区间或累计跌幅比例
增持股份的期限	自2020年3月4日起6个月内
增持股份的目的	基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心
增持股份的资金来源	自有资金

Source：公司公告，信达证券研发中心

- 第三次增持：2020年3月24日，平煤股份发布《关于公司控股股东再次增持股份计划的公告》，控股股东神马集团计划累计增持的股份金额不低于10000万元，不超过50000万元。截止至2020年4月1日，神马集团已累计增持1286万股，占公司总股本的0.55%，增持金额53,762,459元，已超过计划增持金额区间下限的50%。

#### 平煤股份第三次增持主要内容

增持主体	平煤股份控股股东中国平煤神马集团
增持主体持有股份的数量、持股比例	实施本次增持计划前，中国平煤神马集团持有平煤股份股份数量为1,301,478,576股，占公司总股份的55.91%
累计增持股份的金额	不低于10,000万元，不超过50,000万元
增持股份的价格	不设置固定价格、价格区间或累计跌幅比例
增持股份的期限	自2020年3月23日起6个月内
增持股份的目的	基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心
增持股份的资金来源	自有资金

Source：公司公告，信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化三：煤炭上市公司更注重股东回报与市值管理——增持

### ■ 潞安环能

- 第一次增持：2017年10月13日，潞安环能发布《关于公司控股股东增持股份计划公告》，控股股东潞安集团计划累计增持不超过当前公司已发行总股份的0.5%。截止至2017年12月，潞安集团累计增持985.19万股，占公司总股本0.33%。
- 第二次增持：2020年2月6日，潞安环能发布《关于公司控股股东增持股份计划公告》，控股股东潞安集团计划累计增持股份的金额不低于1000万元，不超过5000万元。截止至5月7日，控股股东潞安集团增持期过半，累计增持435.37万股，占公司总股本的0.15%。

#### 潞安环能第一次增持主要内容

增持主体	潞安环能控股股东潞安集团
增持主体已持有股份的数量、持股比例	实施增持计划前，潞安环能控股股东潞安集团持有潞安环能股份数量为1,834,926,512股，占公司总股份的61.34%
增持股份的数量	累计增持比例不超过当前公司已发行总股份的0.5%
增持股份的价格	不设置固定价格、价格区间或累计跌幅比例
增持股份的期限	自2017年10月12日起2个月内
增持股份的目的	基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心
增持股份的资金来源	自有资金

Source：公司公告，信达证券研发中心

#### 潞安环能第二次增持主要内容

增持主体	潞安环能控股股东潞安集团
增持主体已持有股份的数量、持股比例	实施增持计划前，潞安环能控股股东潞安集团持有潞安环能股份数量为1,844,778,412股，占公司总股份的61.67%
累计增持股份的金额	不低于1000万元，不超过5000万元
增持股份的价格	不设置固定价格、价格区间或累计跌幅比例
增持股份的期限	自2020年2月5日起6个月内
增持股份的目的	基于对本公司未来发展的信心和对本公司长期价值投资的合理判断
增持股份的资金来源	自有资金

Source：公司公告，信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化三：煤炭上市公司更注重股东回报与市值管理——增持

### ■ 冀中能源

- 2018年7月25日，冀中能源发布《关于控股股东计划增持公司股份的公告》，控股股东冀中能源集团计划累计增持股份金额不低于4710万元，不高于5000万元。截止至2018年10月，冀中能源集团增持冀中能源1239万股，占公司总股本的0.35%，使用资金近5000万元，成交均价为4元/股。

#### 冀中能源回购主要内容

增持主体	冀中能源控股股东冀中能源集团
增持主体持有股份的数量、持股比例	实施增持计划前，冀中能源集团持有公司1,559,172,313股股份，占公司总股份的44.12%；冀中能源集团及其控股子公司合计持有公司2,517,245,194股股份，占公司总股份的71.23%
累计增持股份的金额	不低于4,710万元，不高于5,000万元
增持股份的价格	按增持时二级市场价格实施增持计划
增持股份的期限	自2018年7月25日起6个月
增持股份的目的	基于对公司未来持续发展的信心及对公司长期投资价值的认可，积极维护公司中小股东的利益，更好的促进公司持续稳定的发展
增持股份的资金来源	自有资金

Source：公司公告，信达证券研发中心

## 煤炭行业转折性和趋势性变化三：煤炭上市公司更注重股东回报与市值管理——分红

公司	分红政策	2016	2017	2018	2019	2020 预计分红率	2020 预计股息率
平煤股份	2019-2021 年度每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币				60.00%	60.00%	7.40%
中国神华	2019-2021 年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%（公司章程规定每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%）	260.09%	40.19%	39.90%	57.90%	50.00%	6.43%
兖州煤业	每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%	28.55%	34.82%	33.54%	89.54%	35.00%	5.10%
陕西煤业	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的 30%	39.93%	40.00%	29.10%	30.00%	40.00%	5.29%
昊华能源			30.72%	31.62%	32.04%	30.00%	0.78%
大有能源			30.36%	30.10%	30.17%		
中煤能源	每年以现金方式分配的利润不少于合并报表口径归属于母公司股东的当年可供分配利润的 20%	25.52%	30.20%	30.11%	30.00%	30.00%	2.65%
冀中能源		144.83%	33.20%	40.52%	39.20%	40.00%	2.57%
西山煤电		7.99%	8.03%	52.45%	18.43%	50.00%	5.00%
郑州煤电	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且连续三年内以现金方式累计分配的利			33.30%			0.00%
盘江股份	润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%	202.64%	66.03%	70.06%	60.68%	60.00%	6.43%
山煤国际					10.14%	10.00%	0.50%
淮北矿业		33.33%	30.30%	30.60%	35.93%	35.00%	6.71%

## 煤炭行业转折性和趋势性变化四：数量规模性和质量效益型转变——减员提效

- 2020年3月，由国家发展改革委、能源局、应急部、煤监局、工信部、财政部、科技部、教育部8部委联合印发了《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），首次从国家层面对煤矿智能化发展提出了具体目标。
- （1）到2021年，建成多种类型、不同模式的智能化示范煤矿，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、生产、安全等主要环节的信息化传输、自动化运行技术体系，基本实现掘进工作面减人提效、综采工作面内少人或无人操作、井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控。
- （2）到2025年，大型煤矿和灾害严重煤矿基本实现智能化，形成煤矿智能化建设技术规范与标准体系，实现开拓设计、地质保障、采掘（剥）、运输、通风、洗选物流等系统的智能化决策和自动化协同运行，井下重点岗位机器人作业，露天煤矿实现智能连续作业和无人化运输。
- （3）到2035年，各类煤矿基本实现智能化，构建多产业链、多系统集成的煤矿智能化系统，建成智能感知、智能决策、自动执行的煤矿智能化体系。
- 中国神华将提出通过技术创新、管理创新和体制机制创新全面提升煤矿智能化开采水平，有效降低矿井用人，实现无人、少人生产。具体来说，公司计划到2021年年末完成1套建设智能矿山标准体系、2类智能掘进成套技术装备、2类国产智能矿用卡车；建成上湾、锦界、补连塔煤矿3个智能矿山示范工程、5大智能矿山应用平台、6类矿用机器人、10个智能化工作面、20个智能选煤厂等，从而为国家能源集团建设世界一流能源集团提供强有力的支持。
- 陕煤集团规划2021年前采煤工作面85%以上将实现智能开采。在2020年，陕北、彬黄地区所有矿井至少各建设1个高效快速掘进系统，关中地区每个矿业公司最少各建成1个快速掘进系统。
- 近年来，兖矿集团累计投资45亿元，加快采掘系统智能工作面建设，接连实行装备换人、技术换人、管理换人，分类推进矿井限员管理，以当前国内顶尖技术水平为基准，制定兖矿集团标准型智能化采掘工作面实施方案。按照计划，集团将于今明两年规划建设20个智能采煤工作面和15个智能掘进工作面。力争到2021年全面建成智能矿山，成为煤炭行业智能化开采的示范者和引领者。
- 山东能源集团在当前累计建成70座智能化工作面的基础上，今年底力争建成80个自动化智能化采煤工作面、80条快速掘进作业线、10对“单班百人”示范矿井，45对矿井取消夜班生产，掘进工作面全部实现远程操控。
- 平煤集团在十矿、四矿、六矿、平宝煤业首山一矿建成4个智能化综采工作面。计划2020年在八矿、一矿、二矿等矿井新增12套智能化设备，到2021年所有矿井实现智能化开采。

## 数煤炭行业转折性和趋势性变化四：数量规模性和质量效益型转变——优化产品结构

### ■ 兖州煤业

智慧营销协同创效。坚持以市场和客户为中心，严抓“精煤增量、市场开拓、产品定制”，确保实现经济效益最大化。增精煤。坚持“精煤制胜”战略，加快智能化洗煤厂技术升级改造，实现原煤全入洗，提升精煤产品占比。拓市场。持续巩固煤炭销售传统市场，大力开拓气精煤、化工原料煤等新兴市场。深入实施“长协+直供”战略，提高直销和优质客户比例。抓定制。根据市场需求，发挥公司多元品种优势，加大新型煤种研发力度，实施定制化销售，满足不同客户产品需求，提高产品附加值。

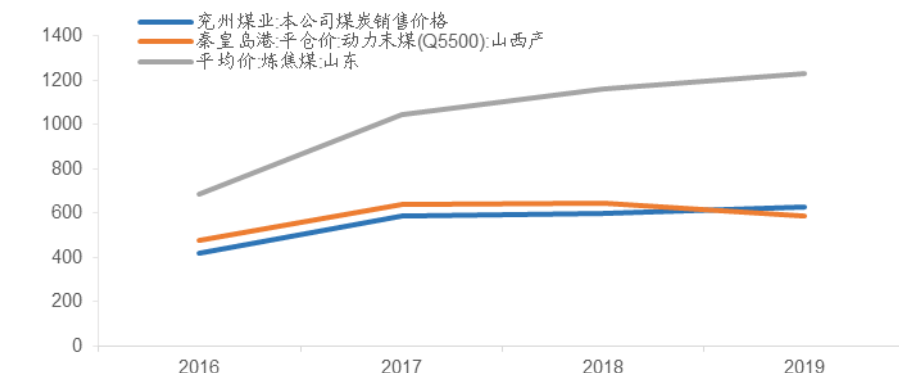
### ■ 陕西煤业

陕煤在现有优势的基础上，增加煤炭品种，减少对原煤销售的依赖，将燃料煤转向原料煤和化工煤，增加煤炭产品的附加值。

### ■ 平煤股份

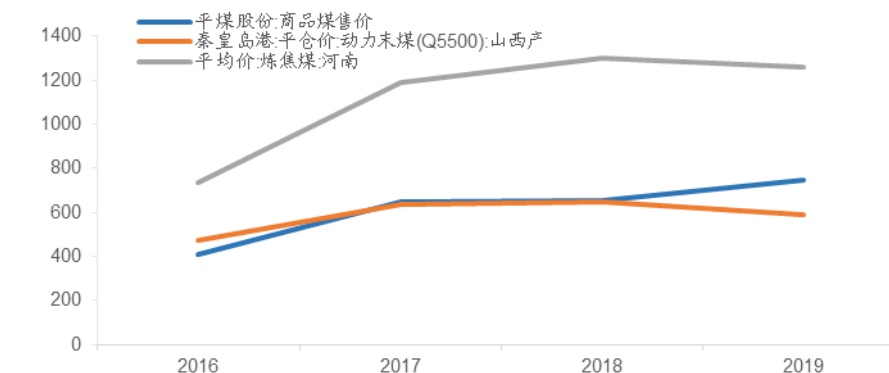
公司通过实施“精煤战略”，提高原煤入洗率和精煤洗出率，深挖煤炭产品自身价值，通过产品结构的优化，实现煤炭产品的“减量提价”。

兖州煤业山东本部商品煤售价强于市场动力煤价（元/吨）



Source: Wind, 信达证券研发中心

平煤股份商品煤售价强于市场价（元/吨）



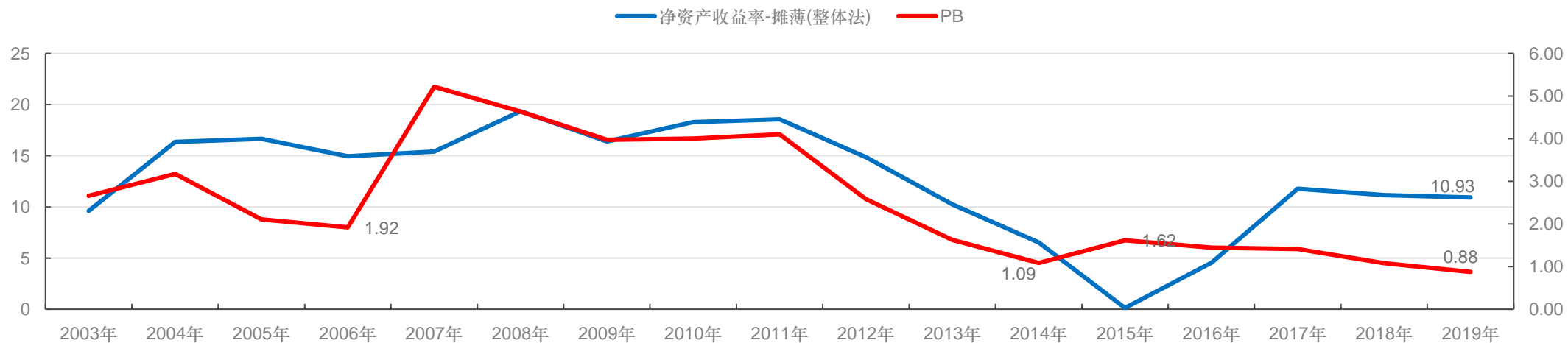
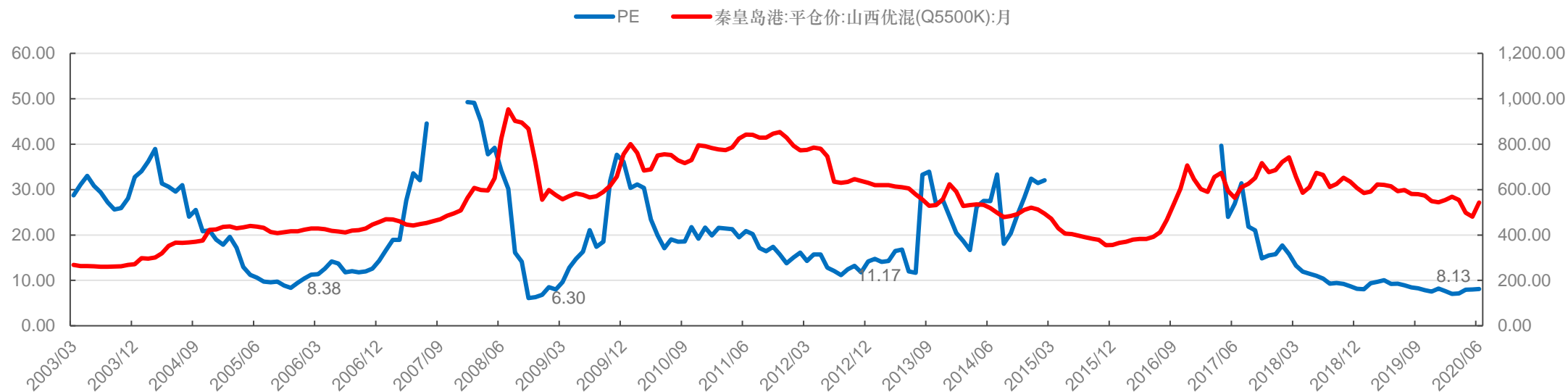
Source: Wind, 信达证券研发中心



## 数煤炭行业转折性和趋势性变化四：数量规模性和质量效益型转变——减产保价

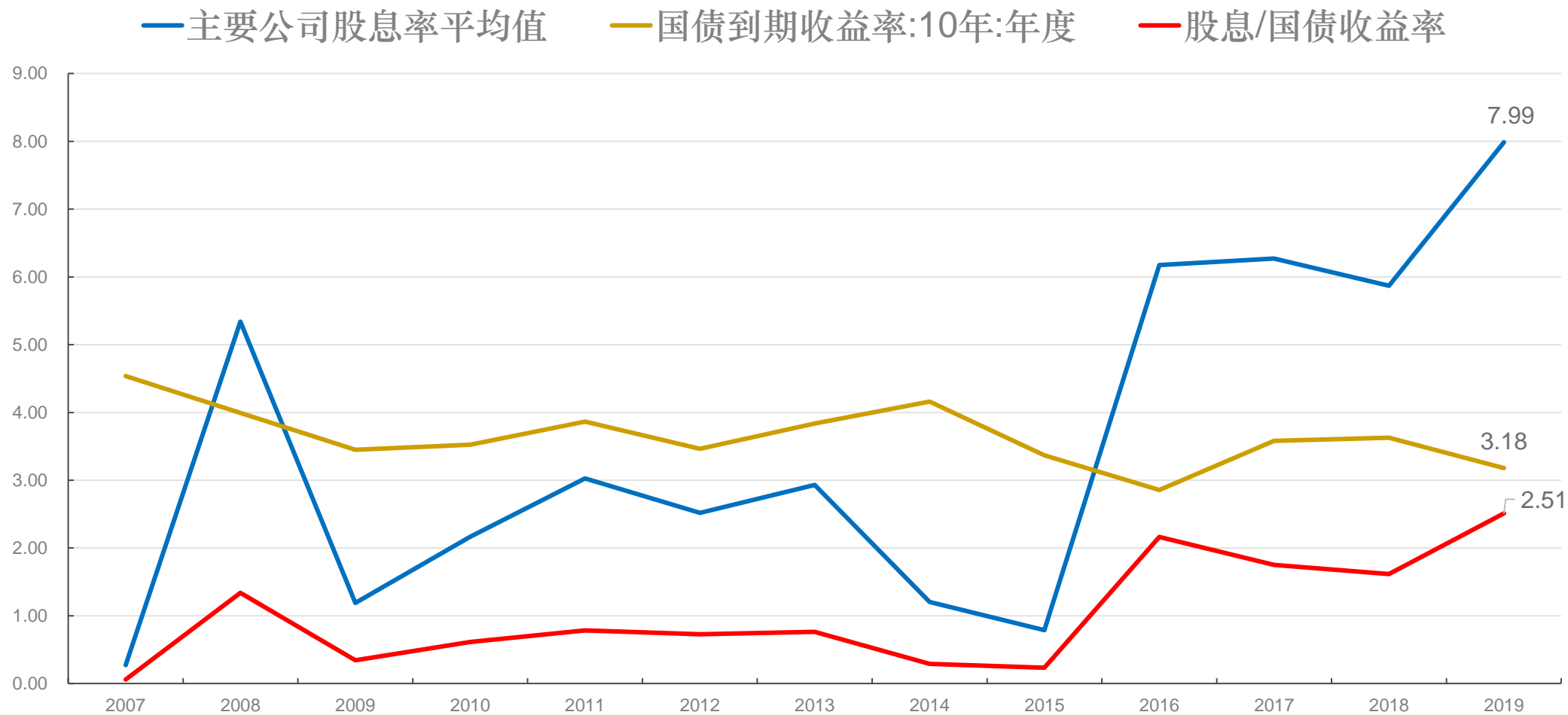
日期	文件名	倡议单位	内容
2020 年 4 月 18 日	《[特急]关于沉着应对市场挑战、共同携手做好近期煤炭运销工作的通知》	中国煤炭运销协会	中国煤炭运销协会基于煤炭市场供大于求态势明显，煤炭库存高，煤炭价格大幅下降等情况，向各会员单位提出建议：第一，冷静看待当前形势；第二，理性进行市场营销；第三，加强相互沟通协调。
2020 年 4 月 18 日	《协会致信主要产煤省市自治区能源局密切关注区域产量超需求释放科学有序组织煤炭产销》	中国煤炭运销协会	中国煤炭运销协会致信山西省能源局、内蒙古能源局、陕西省发改委、鄂尔多斯市能源局、榆林市能源局等主要产煤省市自治区密切关注区域产量超需求释放科学有序组织煤炭产销，提出若干建议：第一，坚决打击违法违规生产、超能力、超强度生产；第二，引导企业有序组织生产；第三适时调整煤炭企业考核机制；第四，保障工人对美好生活的向往。
2020 年 4 月 18 日	《十二家大型无烟煤生产企业关于稳定市场运行实施减量化生产的倡议》	十二家无烟煤大型生产企业	因无烟煤面临生产与需求形成严重错配，导致企业销售困难，库存快速大量累积等问题，晋城无烟煤矿业集团有限公司，潞安环保能源开发股份有限公司等十二家无烟煤大型生产企业为维护无烟煤市场稳定，提出倡议举措：第一，各企业在当前产量基础上减产 10%；第二，停止量价优惠及各种变相促销手段，按照合理利润空间定价销售；第三，加强相互监督，团结一致，共同应对市场变化。
2020 年 4 月 18 日	《关于稳定焦煤市场的倡议书》	中国煤炭运销协会炼焦煤专委会	为稳定焦煤市场，积极面对行业挑战，中国煤炭运销协会炼焦煤专委会向各焦煤生产企业倡议：第一，实施减产措施；第二，坚持长协机制：按照 2020 年已签订的焦煤供需合同数量进行发运，坚持季度定价原则；第三，树立底线思维：第四突出集群效用。
2020 年 4 月 23 日	《关于维护市场供需平衡、提高行业发展质量的意见》	中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会	中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会向会员单位提出如下建议：第一，坚持科学组织生产销售；第二，推动中长期合同签订工作；第三，维护煤炭市场价格稳定；第四，发挥协调机制作用；第五，确保煤炭安全生产。

## 投资策略：煤炭板块的投资价值





## 投资策略：煤炭板块的投资价值



## 投资策略一：更加侧重优选公司

### ■ 抗周期波动能力强的中国神华

- 中国神华业务覆盖煤、电、路、港、航，其中煤炭资源可采储量149.5亿吨，核定产能3.37亿吨，且煤质优，成本低。电力装机6189万千瓦，规模居A股第二，利用小时数第一。且公司电力板块用煤超80%来自内部，自产煤75%签订年度长协，煤电联营加高长协比例使得公司业绩抗周期波动能力强。
- 截至2019年底，公司账面现金类资产1250亿元，超过有息负债498亿元。同时公司可预见的资本开支已趋下行，经营性净现金流逐步提升，公司账面现金有望进一步提升。
- 2020年3月28日，中国神华发布《关于提高公司2019-2021年度现金分红比例的公告》，2019-2021年度公司每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的50%。2019年实际分红率为57.9%。按2020年6月9日收盘价计算，50%分红率下中国神华2020年的股息率预计为6.4%。

### ■ 资源禀赋优异的陕西煤业

- 陕西煤业产量的增长主要来自2019年小保当一号（1500万吨/年）投产，红柳林煤矿核增（1500万吨/年→1800万吨/年），大佛寺煤矿核增（600万吨/年→800万吨/年），以及2021年小保当二号（1300万吨/年）投产带来的产量增加，预计2020至2021年陕西煤业产量分别增长约600万吨、1500万吨。
- 公司资源禀赋优异，储量丰决定了持续经营时间长，品质优决定了销售价格高，条件简单决定了开采成本低，以上三大优势使得公司具有强大的竞争力、极宽的护城河和持久的生命力
- 公司为净现金公司，近年平均40%的分红率，当前股价下，股息率约5.3%。今年下半年蒙华铁路的开通将使公司直面华中华南市场，地缘劣势转变为地缘优势；国资背景有望助力公司成为我国煤炭产业向西北转移以及行业集中度提升驱使下的最大受益者。

### ■ 战略进取心最强的兖州煤业

- 兖州煤业产量增长主要来自三个方面：1）2019年1月转龙湾煤矿完成产能由500万吨/年核增至1000万吨/年工作；2）石拉乌素煤矿在2018年因手续不全，受安全环保监管的限制，未能正常生产，预计2020年产能利用率提高；3）在建的万福煤矿（180万吨/年）预计2020年底投产；（4）兖煤澳洲公司收购莫拉本10%的股权带来并表产量的增长。综上，预计2020年自产商品煤销量增长1000万吨。
- 此外兖州煤业为煤炭行业首家开展股权激励政策的公司，中高层员工工作积极性有望进一步增强，增强公司内生动力；陕蒙基地产能160万吨/年的二期煤制甲醇项目有望今年投产，2020-2021年达产，增加盈利点；公司计划进一步降低有息负债，进而降低财务费用，增厚利润；且接下来资本开支将明显下降，现金流进一步好转，高分红派息可期。公司章程规定分红率不低于35%，按6月9日A股股价计，股息率可达6.5%。

## 投资策略二：更加考虑分红回报

### ■ 平煤股份

- 2020年2月29日，公司董事会制定了《平顶山天安煤业股份有限公司2019年至2021年股东分红回报规划》，提出在满足以上现金分红条件下，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的60%且每股派息不低于0.25元人民币。
- 按2020年6月9日收盘价计算，平煤股份的股息率约为8%。

### ■ 中国神华

- 2020年3月28日，中国神华发布《关于提高公司2019-2021年度现金分红比例的公告》，2019-2021年度公司每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的50%。2019年实际分红率为57.9%。
- 按2020年6月9日收盘价计算，50%分红率下中国神华2020年的股息率预计为6.4%。

### ■ 兖州煤业

- 2019年2月兖州煤业实施的2018年A股股票期权激励计划股票期权授予登记完成，对公司董事（不含独立董事等外部董事）、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员499人收于股票期权4,632万份（占公司总股本的0.94%），行权价9.64元/份（扣除实施后的分红，实际行权价8.1元/份）。实施股权激励后，公司有意愿通过分红等手段稳定股价，保证期权的行权和激励效果的实现。
- 控股股东里非上市资产几乎没有创造股权自由现金流的能力（股权自由现金流为负），且负债较高，因此对上市公司分红输血的述求最为强烈。
- 上市公司债务负担轻，资本开支趋下行，且在2019年中期有过特别派息。

## 投资策略三：积极关注煤矿智能化

### ■ 天地科技

- （1）煤矿智能化是大势所趋，即将迎来加速的拐点。在全国工业制造业智能化的浪潮下，煤炭行业作为我国重要的能源行业，其智能化建设直接关系到我国国民经济和社会智能化的进程。煤矿智能化当前处于从起步到加速的拐点阶段。从顶层设计的颁布，到实施细则陆续出台，再到标准制定和科研创新协同发力，煤企、高校和科技公司多方配合，可以看出中央、重点省区以及煤炭、科技行业均对煤矿智能化重视程度很高，推进力度很大。随着煤炭行业高景气运行带来的煤企现金流充裕以及对“科技强安”的重视，煤炭企业配合发展智能化的意愿和能力也是非常充足的，煤矿智能化发展兼具天时、地利、人和。
- （2）市场空间巨大，供给产能难以覆盖需求增长。存量煤矿进行改造实现全面智能化单矿一般需要投资5-10亿元。新建煤矿建设智能化系统需在传统机械设备投入的基础上增加30%。考虑到我国存量5000余座煤矿以及未来产能置换新建煤矿，煤矿智能化将打开煤机智能制造领域万亿级的市场。从上游智能化煤机制造企业的调研情况来看，当前供给端产能跟不上需求的增长，可以预见的是煤机智能制造将迎来一轮爆发性增长期。
- （3）2019年以来，国家、重点产煤省区和企业纷纷出台相关政策。据我们梳理，2019年至今，包括国家煤监局、国家能源局，山西、河南、山东、贵州等省区，以及神华、陕煤、兖矿、平煤等重点企业纷纷出台了相关政策，大力推进煤矿智能化建设。预计到2021年，全国将建成多种类型、不同模式的智能化示范煤矿，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、生产、安全等主要环节的信息化传输、自动化运行技术体系，基本实现掘进工作面减人提效、综采工作面内少人或无人操作、井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控。到2025年，大型煤矿和灾害严重煤矿基本实现智能化。
- （4）上市公司层面，煤机龙头公司天地科技是我国目前煤矿智能化综合实力较高的央企上市公司，先后主持863计划等多个煤炭智能化项目，建成了一批现代化特大型安全高效煤矿，为全面推进智慧煤矿建设和智能化开采发展奠定了基础。公司具有先发优势，同时人才优势、科技优势、央企背景优势有望在煤矿智能制造领域的竞争中保持领先，同时公司的历史负担基本消化殆尽，将伴随煤矿智能化浪潮步入高速发展期。

## 分析师简介、机构销售联系人

### 分析师简介

#### 左前明：煤炭行业首席分析师

中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

#### 周杰：煤炭行业分析师

煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

### 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

# 免责声明

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准20%以上；

**增持**：股价相对强于基准5%~20%；

**持有**：股价相对基准波动在±5%之间；

**卖出**：股价相对弱于基准5%以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。