



Research and  
Development Center

# 煤炭产能趋势深度研究

煤炭开采

2021年06月05日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤炭产能趋势深度研究

2021年06月05日

### 本期内容提要:

- **核心提要:** 2016年供给侧改革以来,一方面大量“十二五”期间无效、落后、枯竭产能逐步退出,另一方面2017年以来“保供应”下的违法违规合法化,未批先建及超能力生产产能陆续合法、达产,煤炭供给端有效产能占比、产能利用率及产业集中度明显提升。2020年以来核增、核准煤矿产能释放明显收敛、接近尾声,而中东部省区资源枯竭和产能退出加速,全国煤炭产量增量将在2021年继续趋势性收窄。供给端新增收窄叠加资源枯竭退出成为未来较长时期供需主要矛盾,且区域结构性矛盾尤甚,支撑煤炭价格底部抬升、中枢上移。当前煤炭企业投资新煤矿的意愿和能力都明显下降,考虑到煤矿3~5年的建设周期和晋陕蒙新贵以外省区资源枯竭的加速,煤炭供给的弹性将趋势性降低。
- **供给侧结构性改革以来,大量“十二五”期间形成的无效、落后、枯竭产能逐步退出,先进但违法违规产能大量投放平抑需求增长,价格维持在高景气水平。** 国发〔2016〕7号意见和配套八部委的政策颁布实施正式吹响了煤炭行业供给侧改革的号角,2016-2020年共退出产能约9.8亿吨,其中7.2亿吨(73.5%)位于晋陕蒙新以外省区(大量无效产能)。2016年以来核增产能超过2亿吨,核准产能(大部分为未批先建补手续)约3.45亿吨,其中91%位于晋陕蒙新省区。从节奏上看,2017-2020年分别核准1.4、0.77、0.67、0.37亿吨产能,而同期煤炭产量增量分别为0.98、1.00、2.00、1.00亿吨,产量增量滞后核准产能2年左右时间,主要为未批建成补手续后的产量释放和续建项目投产导致,从2017年核增、核准产能逐年衰减的趋势及产量释放节奏看出,上一轮产能释放趋近尾声,2020年以来新增产量明显收窄。
- **2020年开始供给增量边际明显收敛叠加中东部资源继续枯竭推出,成为供需趋紧的主要矛盾。** 通过对新建煤矿产能释放节奏的预测,2021~2023年晋陕蒙新合计产量增长分别约为5930、5380和4935万吨,延续2020年以来的下降趋势;与此同时,其他省区继续退出产能叠加资源趋枯竭,2021~2023年产量退出衰减分别为2750、3700、4350万吨,由此导致全国煤炭产量的净增量较“十三五”时期明显收窄。根据国家能源局制定的《2021年能源工作指导意见》指引,2021年煤炭消费占比要下降到56%,根据2020年能源消费总量约50亿吨标准煤,煤炭消费占比为56.8%,按照2020年单位能耗目标减少3%,我们保守假设2021年GDP增速6%,测算煤炭消费增长约0.39(亿吨标准煤),折合原煤约5463万吨。此外,我们预计“十四五”期间仅电煤消费年均增长约2650万吨以上,工业用煤基本稳定,供需缺口有逐年放大趋势。
- **全国煤炭整体供需趋紧同时,区域结构性矛盾突出。** 2020年全国共计5个煤炭净调出省区,分别为:内蒙古、山西、陕西、新疆、贵州,其余省区均为煤炭净调入省区,且安徽、河南、河北、辽宁、江西、湖北、

云南、四川、广西等省区 2016~2020 年净调入量逐年扩大。贵州作为西南唯一煤炭净调出省份，净调出量逐年减少。新增核准产能集中在晋陕蒙新，而其他省区资源枯竭仍将延续，区域结构性矛盾将进一步加剧。

- **双碳目标叠加建矿投资大幅提升明显压制煤企扩张产能意愿，降负债任务艰巨叠加融资寒冬限制煤企扩展产能的能力，同时龙头煤企待开发资源有限，考虑煤矿建设周期长，中长期看煤炭供给弹性或进一步降低。**综合考虑煤炭企业自身盈利能力及现金流水平的制约、转型发展的诉求、上市公司控股集团资金需求、降负债与结构调整需要等原因，同时新建煤矿投资大幅提升、不确定性高，且一二级市场估值倒挂，煤炭公司有限的资金普遍采取回购、增持、收购、分红等方式来提升公司资产回报水平，增加股权收益，与此同时主动降低资本开支，减少或不去参与新建煤矿项目的投资已成趋势，这或将对中长期煤炭供给的稳定性带来影响，长此以往，煤炭供给的弹性将进一步降低，支撑行业维持高景气运行，即煤炭价格上扬后的中枢水平将有望在未来几年保持延续态势。
- **投资评级：**当前板块估值远未反映基本面景气程度，更未反映煤炭供需趋紧、价格中枢上扬的持续性，低估值、高业绩确定性和可观的股息收益使得煤炭板块“攻守兼备”。强劲基本面下，煤炭价格易涨难跌，中枢逐步抬升，煤炭板块将享受时间的红利，系统性重估行情刚刚开始。维持行业“看好”评级。**重点推荐 3 条投资主线：**一是低估值、高股息动力煤龙头兖州煤业、陕西煤业、中国神华；二是具备内生、外延成长性的炼焦煤公司平煤股份、盘江股份；三是国企改革背景下资产注入、提质增效空间显著的山西焦煤。
- **风险因素：**宏观经济受疫情二次冲击再度大幅失速下滑，煤炭价格大幅下跌的风险；进口煤炭政策发生调整或执行不力的短期冲击；相关公司国企改革、转型升级工作推进缓慢，成效不及预期或失败的风险；相关煤炭公司发生煤矿安全生产事故。

## 目录

“十三五”以来煤炭供给集中度提升，供需总量趋紧，区域结构性矛盾突出 .....	1
1、“十三五”供给侧结构性改革去产能使得大量“十二五”期间形成的无效、落后、枯竭产能退出 .....	1
2、2017年以来为平抑煤价快速上涨而开展的核准、核增工作，释放先进产能保供应释放了大量的未批先建、超能力生产产能（产能利用率提升），2020年以来本轮释放明显趋缓，接近尾声 .....	1
3、晋陕蒙新新增产量收敛叠加其他省区资源枯竭和产能退出，21年以后供给继续趋势性收敛，供需趋紧 .....	3
4、“十三五”煤炭行业集中度大幅提升，产能加速向晋陕蒙新四省区集中 .....	5
5、分省区调入调出量逐年增加，区域煤炭供需矛盾加剧 .....	6
供给增量收敛，资源继续枯竭退出，“十四五”煤炭产能相对不足将成主要矛盾 .....	7
1、远期前景不明朗、高投资压低投资收益率叠加一/二级市场估值倒挂使得煤企投资建设新矿意愿明显降低 .....	7
2、降负责任务叠加债券市场寒冬使得煤炭企业投建新煤矿的能力下降 .....	12
3、2017年以来核准产能趋下行的同时，主要产煤省区着力转型升级，龙头煤企少有新矿投产 .....	13
4、西北地区新煤矿建设周期普遍需3~5年左右，地质条件复杂的云贵地区则达到10年左右 .....	15
煤价中枢抬升、产能周期拉长景气周期、估值却处低位的煤炭板块系统性重估可期，维持行业“看好”评级 .....	16
1、煤炭价格中枢与企业盈利趋势性上行 .....	16
2、板块估值处于历史低位向上修复空间大 .....	16
3、分红改善，股息收益可观 .....	17
4、维持行业“看好”评级，建议关注三条投资主线 .....	18
风险因素 .....	19

## 表目录

表 1: 2016 年以来全国煤炭去产能情况 (万吨) .....	1
表 2: 分区域建设煤矿投产进度预测 (万吨) .....	4
表 3: 2020 年我国装机及发电结构 .....	4
表 4: 2025 年预计我国装机及发电结构 .....	5
表 5: 供给侧改革以来产能交易价格 (万吨、元/吨) .....	9
表 6: 政策实施前后对煤矿企业经济效益影响对比 .....	10
表 7: 近年煤炭上市公司并购事件 .....	11
表 8: 近年煤炭上市公司回购频频、收益可观 .....	11
表 9: 近年煤炭上市公司大股东、高管增持事件 .....	11
表 10: 主要产煤省区“十四五规划和 2035 远景目标纲要”中煤炭产业相关发展规划 .....	14
表 11: 龙头煤炭企业表内在建产能 .....	15
表 12: 主要煤炭上市公司分红政策及实际分红率 .....	18

## 图目录

图 1: 2016 至今核准产能 3.45 亿吨/年 (万吨/年) .....	3
图 2: 核准煤矿产能中 80% 位于晋陕蒙新四省区 (万吨/年、座) .....	3
图 3: 2021-2022 年煤炭供给增量预测 (万吨) .....	3
图 4: 2025 年装机结构预测 (亿千瓦) .....	5
图 5: 2025 年发电结构预测 (亿千瓦时) .....	5
图 6: 晋陕蒙新 2019 年产能及占比较 2017 年明显提升 (亿吨) .....	6
图 7: “十三五”以来晋陕蒙新产量合计占比逐年提升 (亿吨) .....	6
图 8: 晋陕蒙新净调出增加，东北、华中、西南净调入扩大 (万吨) .....	6
图 9: 晋、陕、新净调出量增加，贵净调出量衰减 (万吨) .....	6
图 10: 华北区域河南河北净调入量扩大 (万吨) .....	7

图 11: 东北地区黑龙江、辽宁调入量扩大 (万吨) .....	7
图 12: 华中地区湖北、江西调入量扩大 (万吨) .....	7
图 13: 西南地区贵州调出量减少, 云川桂调入量扩大 (万吨) .....	7
图 14: 分能源品种 CO <sub>2</sub> 排放情况 .....	8
图 15: 国内主流研究机构对于化石能源需求达峰时间预测 .....	8
图 16: 2°C 情景下一次能源消费与构成 .....	8
图 17: 1.5°C 情景下一次能源消费与构成 .....	8
图 18: 2016 年以来样本煤炭企业负债率逐年回落 .....	12
图 19: 样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升 (亿元) .....	12
图 20: 样本煤企经营性净现金流、利息支出和资本开支 (亿元) .....	12
图 21: 样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升 (亿元) .....	13
图 22: 样本煤企经营性净现金流、利息支出和资本开支 (亿元) .....	13
图 23: 2020Q2 以来市场煤价走出上行趋势 (元/吨) .....	16
图 24: 当前煤炭板块 PB 处于历史绝对低位 .....	17
图 25: 当前煤炭板块与周期性行业指数 PB 差走阔 .....	17
图 26: 当前煤炭板块 PE 处于历史绝对低位 .....	17

## “十三五”以来煤炭供给集中度提升，供需总量趋紧，区域结构性矛盾突出

### 1、“十三五”供给侧结构性改革去产能使得大量“十二五”期间形成的无效、落后、枯竭产能退出

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》(国发〔2016〕7号)，意见指出：“从2016年开始，用3至5年的时间，退出煤炭产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。”国发〔2016〕7号意见的颁布和相关八个部委出台的配套文件实施正式吹响了煤炭行业供给侧改革的号角。

表 1：2016 年以来全国煤炭去产能情况（万吨）

	全国煤矿去产能	山西	陕西	内蒙	新疆	其他省区
2016	29000	2325	2934	330	274	23137
2017	25000	2265	90	810	1163	20672
2018	15000	2330	581	1110	255	10724
2019	14130	4666	299	400	144	8621
2020	15000	4099	1693	0	60	9148
	98130	15685	5597	2650	1896	72302

资料来源：各地政府官网、信达证券研发中心

2016年4月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求引导煤炭企业减量生产。通知明确，从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84(276天除以原规定工作日330天)的系数后取整，作为新的合规生产能力。

“去产能”预期叠加“276政策”，使得煤炭供给快速收缩，2016年全国煤炭统计产量33.36万吨，同比下降3.24亿吨(-8.86%)，港口5500大卡煤价也从2015年底最低点的352元/吨快速拉升至2016年底的741元/吨，致使年底前276天政策便草草退出。

据公开信息不完全统计，2016年以来，全国合计去除9.8亿吨产能，其中7.2亿吨(73.5%)位于晋陕蒙新以外的中东部省区，主要为大量“十二五”期间形成的无效、落后、枯竭产能，这也是为何在“十三五”的初期两年可以轻松完成5.4亿吨(2016年2.9亿吨，2017年2.5亿吨)高额退出产能的重要原因(集中报送获得奖补资金等政策优惠)。总体上看，去产能实际对产量的影响较为有限，我们预计在30%左右。

### 2、2017年以来为平抑煤价快速上涨而开展的核准、核增工作，释放先进产能保供释放了大量的未批先建、超能力生产产能(产能利用率提升)，2020年以来本轮释放明显趋缓，接近尾声

根据《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发〔2016〕7号)，从2016年

起，3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。但由于2016年煤价过快上涨，2016年底、2017年初国家有关部门便开始“平抑煤炭价格”“保供应”，一方面取消“276”限产政策，另一方面开始大批核增、核准产能。

所谓核增产能，指的是对于生产煤矿项目，根据《煤矿生产能力管理办法》《煤矿生产能力核定标准》，由有资质的单位对煤矿各系统环节能力进行评估，综合得到其最大的实际产能数值，高于其证载能力的情形时，将证载即批准的合法登记产能调高至其系统最大产能的过程，叫作生产能力核增（对应也有核减）。

所谓核准产能，指的是对于新建煤矿项目，政府机关（主要为发改委、能源局），根据法律、法规、行政规章及有关文件，对业主申报拟投资建设的煤矿项目，依法进行确认的行为，是开展建设项目前期的一个关键性手续，核准后方可进一步办理后续手续，包括取得采矿许可证。

## 2.1、2017年-2020年全国累计核增煤矿产能超过2亿吨

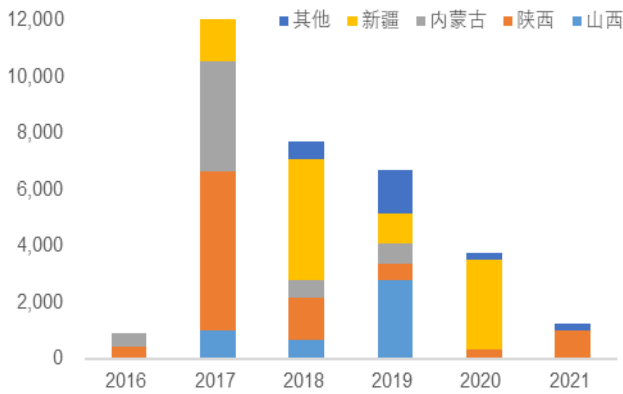
2017年4月，《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》下发后，截止2017年底，仅8个月的时间全国就共有33座煤矿申请能力核增，核增规模共7797万吨/年。其中央企煤矿15个，核增规模4240万吨/年；地方煤矿18个，核增规模3557万吨/年。

根据2016年以前行业超能力生产状况，我们预计2017年以来，全国煤矿核增产能超过2亿吨，主要解决了批小建大的生产煤矿和部分技术改造后超能力生产的问题，相当于使得原行业（2016年以前）约3亿吨超能力生产问题的大部分得到了合法解决，即使得这部分产能充分释放，提高了实际产能的利用率。但对于少部分不安全的超能力问题，是不可以得到核增的，目前执法非常严格

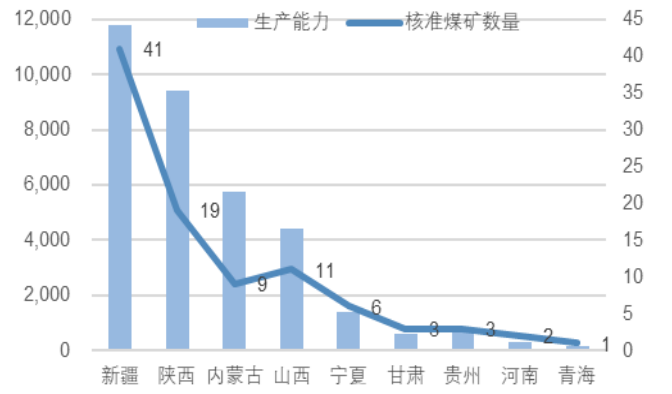
## 2.2、2016年至今全国共核准产能95座煤矿，合计约3.45亿吨

根据国家能源局网站披露，2016年至今共核准煤矿95座，合计产能34540万吨。其中晋、陕、蒙、新4个省区分别核准41、19、9、11座煤矿，核准生产能力11800、9410、5740、4400万吨/年，占比分别为34%、27%、17%、13%，合计占比高达91%。

分年度看，2017-2020年分别核准14330万吨/年、7700万吨/年、6660万吨/年和3740万吨/年，核准新增产能呈逐年衰减趋势（2017年政策窗口期打开后，大批未批先建煤矿集中报批，争取取得合法资格），2021年截至目前新核准产能仅为1210万吨/年。

**图 1: 2016 至今核准产能 3.45 亿吨/年 (万吨/年)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

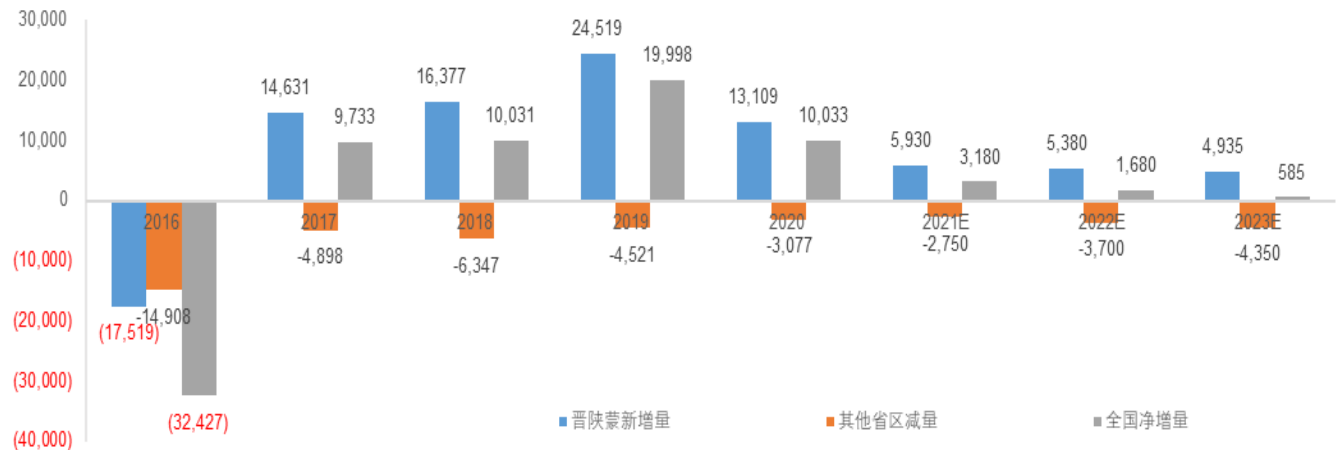
**图 2: 核准煤矿产能中 80% 位于晋陕蒙新四省区 (万吨/年、座)**


资料来源: 国家能源局, 信达证券研发中心

伴随“276”限产政策的取消以及大量表外产能的核准, 2017-2020 年全国煤炭产量分别增长 9732.89、10030.50、19997.80、10032.80 万吨, 实际可以看到该轮产能释放的高点在 2017 年后的 2019 年达到, 之所以能够相对快速释放, 主要原因在于大部分煤矿都是未批先建已建成矿井或续建投产煤矿, 所以投产周期明显短于正常煤矿建设周期 3~5 年。且仅从 2017 年以来核增、核准产能逐年明显衰减的趋势也可以推断出全国煤炭产量增量后续将逐年衰减。

### 3、晋陕蒙新新增产量收敛叠加其他省区资源枯竭和产能退出, 21 年以后供给继续趋势性收敛, 供需趋紧

通过我们对新核准煤矿产能释放节奏的预测, 我们预计 2021~2023 年晋陕蒙新合计产量增长分别为 5930、5380 和 4935 万吨, 虽降幅收窄但将延续 2020 年以来的下降趋势; 与此同时其他省区继续退出落后产能叠加资源趋枯竭, 比如重庆 2021 年对 14 个煤矿实施关闭退出, 核定淘汰煤炭产能共计 1150 万吨/年, 再如山东 2021 年底计划合计退出 3400 万吨/年有效产能, 因此 2021-23 年以中东部为主的产能产量衰减预计分别为 2750、3700、4350 万吨。晋陕蒙新产能投放趋缓叠加其他省区资源枯竭和产能退出加速, 我们预计 2021-23 年煤炭产量净增约 3180、1680、585 万吨, 收窄趋势更为明显。

**图 3: 2021-2022 年煤炭供给增量预测 (万吨)**


资料来源: 信达证券研发中心



**表 2: 分区域建设煤矿投产进度预测 (万吨)**

	2019	2020 年净增量 E	2021 净增量 E	2022 净增量 E	2023 净增量 E
山西	7769	1500	1240	500	700
内蒙	10926	3280	1800	2600	1600
陕西	1088	3320	1300	1500	600
新疆	4736	2200	1590	780	2035
其他	567	470	750	300	150
<b>增量小计</b>	<b>25085.6</b>	<b>10770</b>	<b>6680</b>	<b>5680</b>	<b>5085</b>
河南、山东、河北、安徽、 江西、四川、重庆及东北等减量	-5087.6	-3500	-3500	-4000	-4500
<b>合计</b>	<b>19998</b>	<b>7270</b>	<b>3180</b>	<b>1680</b>	<b>585</b>

资料来源: 信达证券研发中心

根据国家能源局制定的《2021 年能源工作指导意见》指引, 2021 年煤炭消费占比要从 56.8% 下降到 56%, 单位能耗减少 3%, 我们假设 2021 年 GDP 增速 6%, 煤炭消费增长约 0.39 (亿吨标准煤), 折合原煤约 5463 万吨。可见, 仅 2021 年的煤炭国内供需缺口理论上便超 3000 万吨, 这便是去年底以来煤炭价格大幅攀升的主要原因。

**2025 年全国全社会用电量有望达 8.8 万亿千瓦时, “十四五” 年均增长 3.5%** (“十三五” 年均用电量增速 5.5%, “十四五” 理论上应该更高)。“十四五” 我国经济运行在合理区间, 实施扩大内需战略, 形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局, 发展质量进一步提高。假设“十四五” GDP 年均增速为 5.0%。综合考虑新冠疫情、国际政治经济形势、产业结构调整及电气化水平提升等因素, 基于弹性系数法进行测算, 预计 2025 年, 全国全社会用电量 8.8 万亿千瓦时, “十四五” 年均增长 3.5%, 电力弹性系数 0.82。

**假设 2025 年非化石能源在能源消费总量中的占比达到 20%, 我们预计风电、光伏总装机达到 10.8 亿千瓦 (按照乐观估计年均 1.2 亿千瓦), 其中风电装机 4.4 亿千瓦, 光伏装机 6.4 亿千瓦。**截至 2020 年底, 我们预计风电、光伏总装机达到 4.8 亿千瓦, 其中风电 2.4 亿千瓦, 光伏 2.4 亿千瓦。因此“十四五” 风电年均新增装机 3600 万千瓦 (36GW), 光伏年均新增装机 7800 万千瓦 (78GW)。

同时我们预计风光水核电利用小时数持平于 2020 年水平, 则 2025 年煤电发电量测算为 5.6 万亿千瓦时, 较 2020 年增幅 6.5%, 年均增幅 1.26%, 带动电煤消费年均增长约 2650 万吨/年。由此可以初步看出, “十四五” 时期, 清洁能源依然处在增量替代阶段, 且乐观估计仍然不能满足全社会用电量增量 (保守预计) 的全部, 仍然需要煤电、煤炭来满足需求的增长, 即煤炭消费量仍然处在增长阶段。我们结合中国煤炭工业协会研究成果, 预计煤炭消费量年均增幅在 1% 左右, 年均煤炭需求增量约 4000 万吨左右。

**表 3: 2020 年我国装机及发电结构**

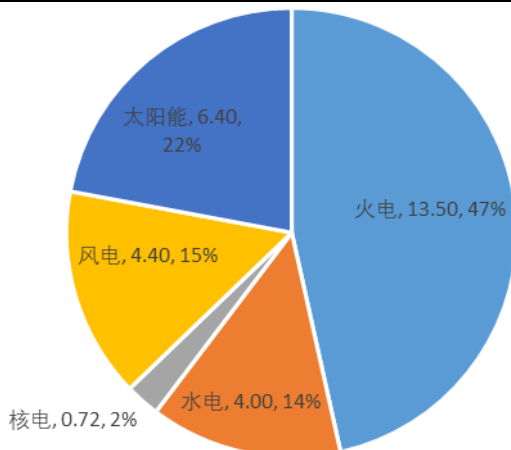
装机类型	装机容量 (亿千瓦)	利用小时 (小时)	发电量 (亿千瓦时)
火电	12.45	4240	52798.7
水电	3.70	3280	12140.3
核电	0.50	7345	3664.4
风电	2.82	1473	4146.0
太阳能	2.54	1093	1421.0
<b>总计</b>	<b>22.01</b>		<b>74170.4</b>

资料来源: 万得, 信达证券研究开发中心

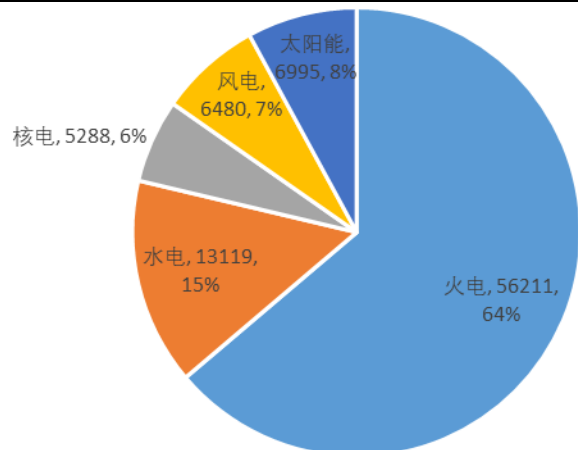
**表 4：2025 年预计我国装机及发电结构**

装机类型	装机容量 (亿千瓦)	利用小时 (小时)	发电量 (亿千瓦时)
火电	13.50	4164	56211
水电	4.00	3280	13119
核电	0.72	7345	5288
风电	4.40	1473	6480
太阳能	6.40	1093	6995
总计	29.02		88093

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

**图 4：2025 年装机结构预测 (亿千瓦)**


资料来源：Wind、信达证券研发中心

**图 5：2025 年发电结构预测 (亿千瓦时)**


资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

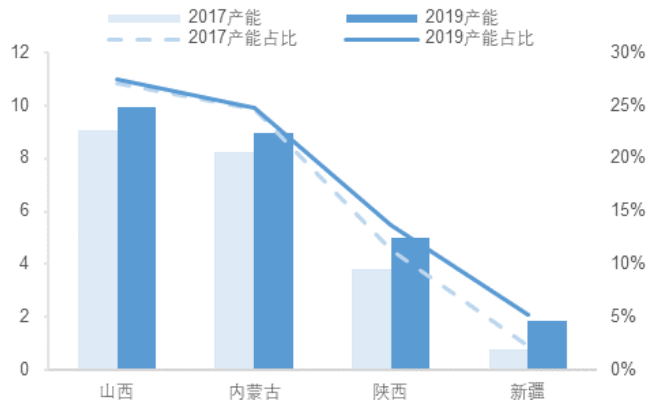
综合考虑 2021-2023 年供、需两端增量，煤炭行业供需或将持续偏紧、趋紧，价格中枢趋势上移的持续性较为确定。

#### 4、“十三五”煤炭行业集中度大幅提升，产能加速向晋陕蒙新四省区集中

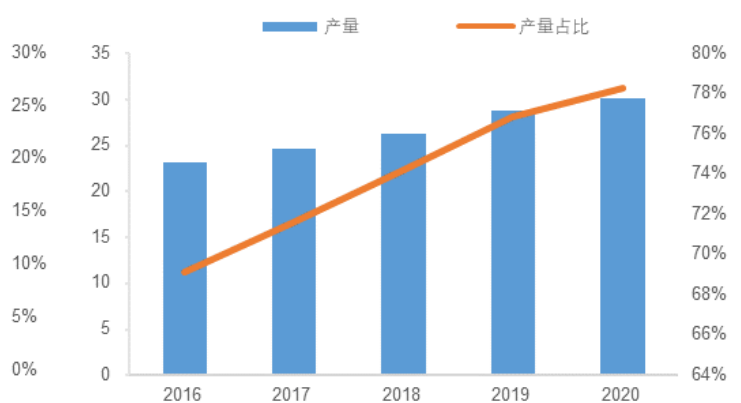
根据国家能源局披露数据，2019 年全国 25 个产煤省区在产煤矿产能 36.32 亿吨/年，较 2017 年增加 2.79 亿吨/年 (8.31%)。增量主要来自晋、陕、蒙、新四省区，分别增长 8985、11598、7475、11062 万吨/年，增长幅度分别为：9.93%、30.38%、9.09%、145.67%。除宁夏、四川外，其余 19 省区产能均下滑，合计下滑 1.16 亿吨，降幅 11.16%。

2019 年晋陕蒙新产能分别为 9.95、4.98、8.97、1.87 亿吨/年，占全国在产产能比重分别为 27.39%、13.70%、24.70%、5.14%，同比提升 0.40、2.32、0.18、2.87 个 pct。

2020 年煤炭产量来看，晋陕蒙新四省区产量占全国产量比重有 2016 年的 69.1% 大幅提升至 2020 年的 78.29%。

**图 6: 晋陕蒙新 2019 年产能及占比较 2017 年明显提升 (亿吨)**


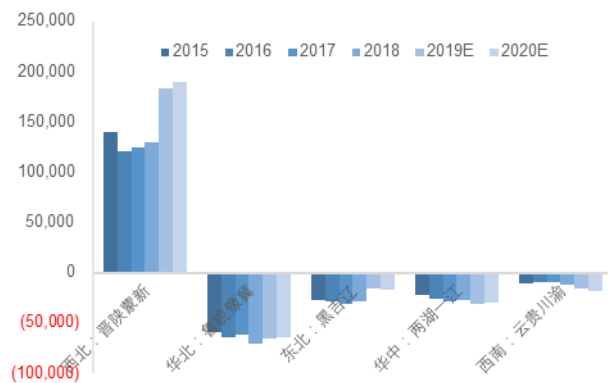
资料来源: 国家能源局, 信达证券研发中心

**图 7: “十三五”以来晋陕蒙新产量合计占比逐年提升 (亿吨)**


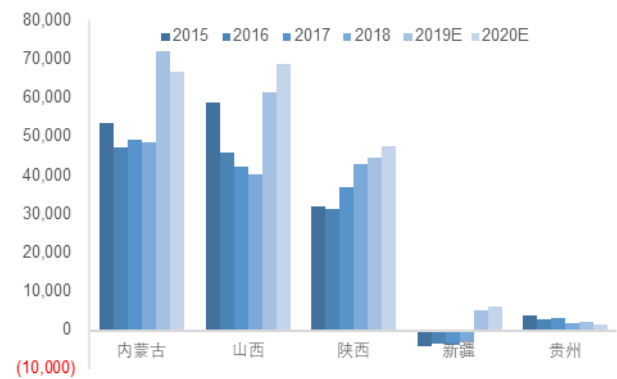
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 5、分省区调入调出量逐年增加, 区域煤炭供需矛盾加剧

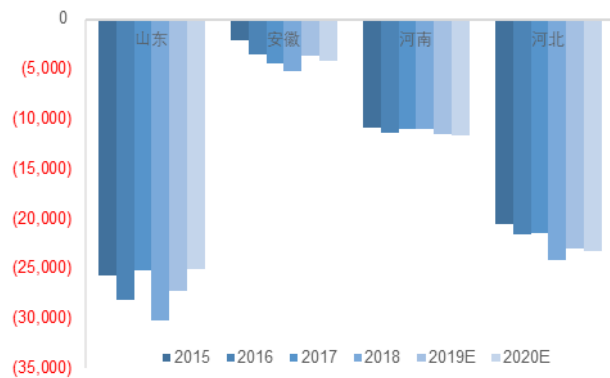
我们用各省区煤炭产量减去煤炭消费量作为各省区的煤炭调出/调入量, 来衡量各省区的煤炭供需缺口。2020 年全国共计 5 个煤炭净调出省区, 分别为: 内蒙古、山西、陕西、新疆、贵州, 其余省区均为煤炭净调入省区, 2016-2020 年 (2016-2018 为统计局数据, 2019-2020 为 CCTD 预测数据) 的净调入量累计为 21.56 亿吨、21.99 亿吨、22.79 亿吨、22.41 亿吨、22.47 亿吨, 净调入量呈扩大趋势。

**图 8: 晋陕蒙新净调出增加, 东北、华中、西南净调入扩大 (万吨)**


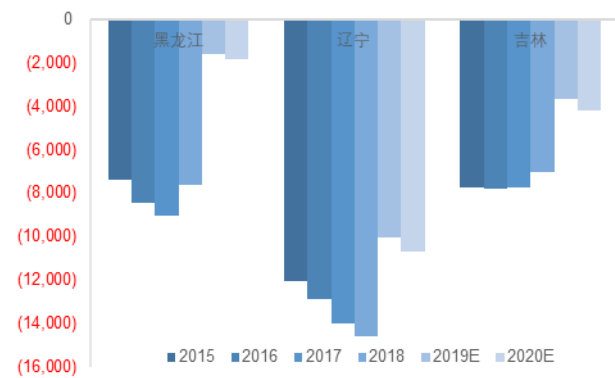
资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

**图 9: 晋、陕、新净调出量增加, 贵净调出量衰减 (万吨)**


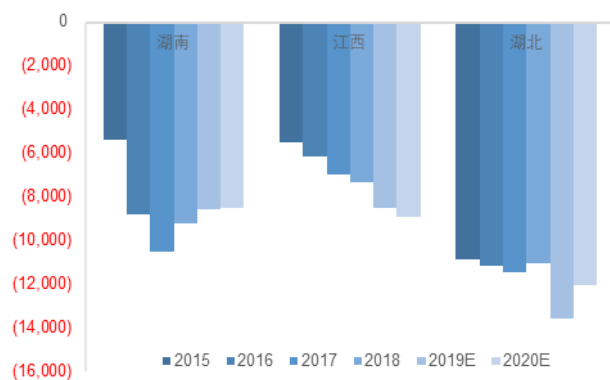
资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

**图 10: 华北区域河南河北净调入量扩大 (万吨)**


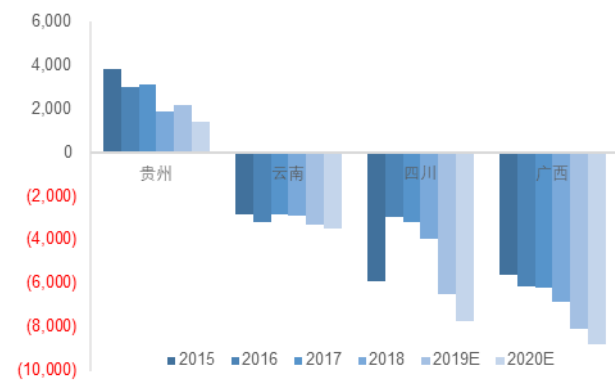
资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

**图 11: 东北地区黑龙江、辽宁调入量扩大 (万吨)**


资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

**图 12: 华中地区湖北、江西调入量扩大 (万吨)**


资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

**图 13: 西南地区贵州调出量减少, 云川桂调入量扩大 (万吨)**


资料来源: 国家统计局, 中国煤炭市场网, 信达证券研发中心

分区域看: 东北、华中、西南地区净调入量明显扩大。

分省区看: 贵州作为西南唯一煤炭净调出省份, 净调出量逐年减少; 安徽、河南、河北、辽宁、江西、湖北、云南、四川、广西净调入量逐年扩大。

由此可见, 在全国煤炭供需趋紧的同时, 去产能集中在东北、华北、华中、西南, 而新增产能集中在西北地区, 导致的区域供需不平衡问题愈发突出。

## 供给增量收敛, 资源继续枯竭退出, “十四五”煤炭产能相对不足将成主要矛盾

1、远期前景不明朗、高投资压低投资收益率叠加一/二级市场估值倒挂使得煤企投资建设新矿意愿明显降低

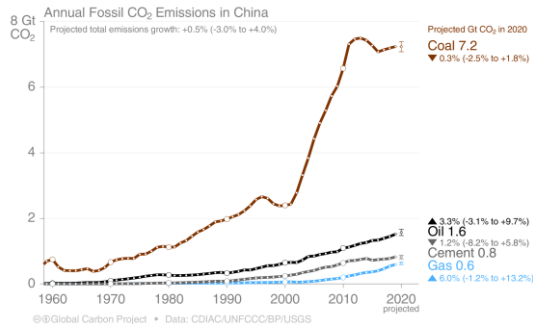
### 1.1、原因一: “双碳目标”下煤炭行业远期前景不明朗

中国政府于 2020 年 9 月 22 日提出“双碳目标”: 二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和。

分品种看，我国化石能源排放煤炭、石油、天然气产生的 CO<sub>2</sub> 排放分别为 76.6%，17.0%，6.4%。根据 GlobalCarbonProject 测算数据，2020 年我国煤炭产生的 CO<sub>2</sub> 排放为 72 亿吨，石油为 16 亿吨，天然气为 6 亿吨。

中国石油集团经济技术研究院（ETRI）、国网能源研究院（SGERI）对化石能源消费达峰时间预测，煤炭消费已进入峰值平台期，预计 2025 年后开始下降；石油消费增长趋缓，预计将在 2025-2030 年达峰；天然气 CO<sub>2</sub> 排放强度相对较低，有望持续增长至 2040 年左右。

图 14：分能源品种 CO<sub>2</sub> 排放情况



资料来源：Global Carbon Project，信达证券研发中心

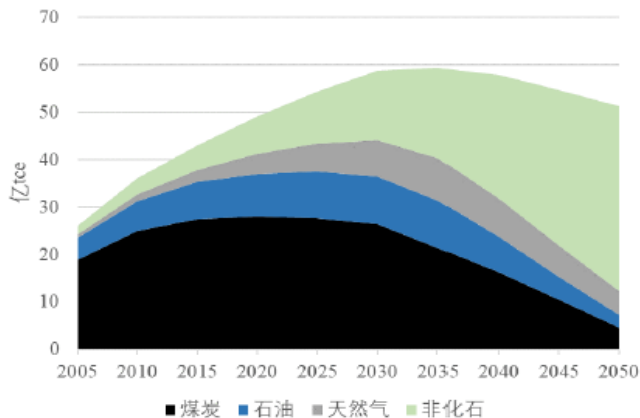
图 15：国内主流研究机构对于化石能源需求达峰时间预测

指标	2015	2020	2025	2030	2035	2040
石油			ETRI-CNS20	SGERI-深度减碳-20		
天然气						ETRI-CNS20、SGERI-深度减碳-20
煤炭		ETRI-CNS20	SGERI-深度减碳-20			

资料来源：《多情景达峰时点高点比较》，信达证券研发中心

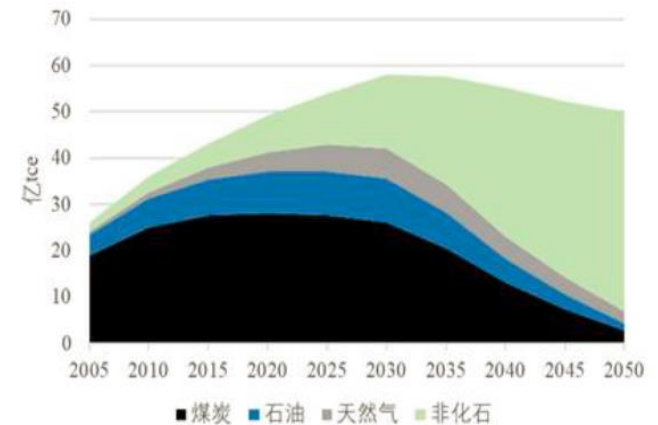
综合国内主流机构预测来看，预计 2060 年碳中和时，煤炭、石油、天然气剩余消费量约 3 亿 tce、2 亿 tce、3 亿 tce。清华气候院预测，2°C 情景下，2050 年化石能源剩余消费量为煤炭 4.7 亿 tce，石油 4 亿 tce，天然气 5.2 亿 tce；1.5°C 情景下，2050 年化石能源剩余消费量为煤炭约 2.7 亿 tce，石油 1.5 亿 tce，天然气 2.8 亿 tce。2060 年碳中和情景介于 2°C 和 1.5°C 情景之间。国网能源研究院预测，深度减排情景（碳中和情景）下，2060 年煤炭、石油、天然气剩余消费量约 3 亿 tce、1 亿 tce、3 亿 tce。

图 16：2°C 情景下一次能源消费与构成



资料来源：清华气候院，信达证券研发中心

图 17：1.5°C 情景下一次能源消费与构成



资料来源：清华气候院，信达证券研发中心

尽管以上研究机构对煤炭消费空间预测较为保守，实际大概率难以实现，但仍可充分体现主流机构对煤炭前景的悲观预期，这在预期上会明显压制煤炭企业投资建设新建煤矿的意愿。

1.2、原因二：产能置换指标以及矿业权出让收益等政策显著提高煤矿建设投资（且不考虑钢材、水泥的材料成本大幅攀升）

### 1.2.1、产能置换指标赠本增加吨煤投资 10%以上

2016 年，国家发改委等三部门就发布了《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，2017 年发布《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，要求对于新建煤矿、核增煤矿实施产能减量置换制度。根据历史交易数据，产能指标交易价格在 100 元/吨以上，在当前我国 500 元/吨-1000 元/吨的吨产能建矿成本而言，购置产能指标增加吨煤投资 10% 以上。

表 5：供给侧改革以来产能交易价格（万吨、元/吨）

交易时间	省份	指标量（万吨）	均价（元/吨）
2017/6/17	河北	932	181.01
2017/11/2	河北	149	169
2017/9/	四川	1290.7	142.85
2017/11/21	四川	333.3	149.87
2018/5/19	河北	1208.66	161.5
2018/6/5	四川	155.191	110.31
2018/6/20	湖南	192.8	120
2018/6/25	四川	5.4	122
2019/7/15	河北	30	120

资料来源：Wind、信达证券研发中心

### 1.2.2、矿业权出让收益政策影响建矿成本和后期经营成本

2017 年 2 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《矿业权出让制度改革方案》（厅字〔2017〕2 号）。4 月，国务院印发《矿产资源权益金制度改革方案》（国发〔2017〕29 号）。旨在我国充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，全面推进矿业权有偿取得制度，切实维护国家所有者权益，但与此同时对煤矿建设成本有明显影响。

仍以 A 省甲煤矿为例，根据 A 省自然资源厅 2019 年 8 月公示的甲煤矿采矿权出让收益评估报告摘要：甲煤矿矿区面积 55.29 平方公里，备案的保有资源储量 113740.00 万吨，评估利用可采储量 70772.89 万吨；开采方式：地下开采；生产规模 600 万吨/年；产品方案为原煤，煤类为不粘煤、长焰煤、弱粘煤。经过估算，甲煤矿采矿权于评估基准日（评估计算服务年限 30 年，拟动用可采储量 25200 万吨）所表现的评估价值为 164347.40 万元。根据《矿业权评估出让收益评估指南（试行）》的相关规定，估算得出：甲煤矿采矿权于评估基准日所表现的评估价值为 461561.09 万，折合单位可采储量价值 6.52（461561.09 ÷ 70772.89）元/吨，略高于该省份制定的对应煤种矿业权出让收益市场基准价标准。

按照财综〔2017〕35 号，采矿权人在取得采矿许可证前，首次缴纳比例不得低于采矿权出让收益的 20%；剩余部分在采矿权有效期内分年缴纳（采矿权有效期通常单次最长为 30 年）。则对于甲煤矿而言，总的矿业权出让收益 461561.09 万元，首期应缴 92312.22 万元，由于缴纳首期矿业权出让收益是取得采矿许可证的前提，因而，首期缴纳的矿业权出让收益应资本化处理，计入项目投资，折合吨煤投资增加 153.85 元；其余 369248.87 万元在采矿许可证有效期 30 年分摊，每年须缴 12308.30 万元，折合吨煤成本增加 20.51 元。煤矿项目期初投资和后期运营成本都大大增加。

A 省甲煤矿自 2008 年 2 月取得国家发展改革委关于所在矿区总体规划批复，该项目积极推进前期工作和项目建设，历经 10 年有余，项目各项外部手续基本完备，项目一二三期工程

均已完工,即将决算审计和竣工验收,矿井部分总投资 42.86 亿元(暂按资金全部自筹考虑,未计入建设期贷款利息),折合吨煤投资 714.33 元。

考虑到购置产能置换指标 6 亿元和缴纳首期矿业权出让收益 9.23 亿元,则项目吨煤投资上升至 968.17 元,上升 35.54%。对项目的经济效益影响以项目税后投资财务内部收益率(以下简称 IRR)为代表。项目 IRR 原值为 11.00%,根据投资敏感性分析,项目投资增加 35.54%,则 IRR 由 11.00%降至 8.20%,降低 2.8 个 pct,经济效益影响显著。

**表 6: 政策实施前后对煤矿企业经济效益影响对比**

影响类别	影响因子	政策实施前	政策实施后	差异
资本化处理列入项目投资	购置产能置换指标	0	6.0 亿元	
	缴纳首期资源价款	3.29 亿元	0	
	缴纳首期矿业权出让收益	0	9.23 亿元	
	煤矿企业资本化事项合计	3.29 亿元	15.23 亿元	增加 11.94 亿元
费用化处理列入项目运营成本	取证后 10 年每年分摊资源价款	1.31 亿元	0	
	取证后 30 年每年分摊矿业权出让收益	0	1.23 亿元	
	煤矿企业费用化事项合计	1.31 亿元	1.23 亿元	前 10 年由 1.31 亿元降低至 1.23 亿元,后续 20 年增加至 1.23 亿元。

资料来源: 信达证券研发中心

且产能置换指标与矿业权出让收益政策对新建煤矿项目成本的影响与煤矿项目的规模和保有储量(或可采储量)呈线性正相关。即:随着煤矿项目的规模增大,产能置换和矿业权出让收益政策导致 IRR 降幅更大;随着煤矿保有储量(或可采储量)的增大,产能置换和矿业权出让收益政策导致 IRR 急剧降低。

### 1.3、原因三:一/二级市场估值倒挂

煤炭上市公司相较全行业整体水平来看,无论从资源潜力、资产质量、盈利能力等来看,都毋庸置疑是相对更优质的,可谓行业先进生产力的代表。而以煤炭开采洗选(中信)板块估值看,2016 年以来板块市盈率(PE)中位数只有 10 倍,市净率(PB)中位数只有 1.1 倍,许多大型龙头公司的市盈率与市净率甚至还低于平均水平。与此同时,一级市场的煤炭矿业权伴随供给侧改革、煤炭价格回升企稳,其价值较前些年大幅攀升,在进行矿业权评估过程中,常采用收益法(预期收益现金流折现)的股权权益增值率普遍高达 30%以上,即 PB 基本在既有资产的 1.3 倍以上,平均在 1.66 倍,优质煤矿资产在 2 倍以上。如果再考虑上市公司的流动性明显好于一二级市场矿业权,需要给与适当的流动性溢价,那么理论上二级市场上市公司相对一级市场的倒挂问题实际就更加严重。

同时煤炭企业自身盈利能力现金流水平的制约、转型发展的考虑、上市公司控股集团资金需求、降负债与结构调整需要等原因。但总而言之,从近年来的实际情况总结规律以及相关案例可以看出,煤炭公司普遍采取回购、增持、收购、分红等方式来提升公司资产回报水平,增加股权收益,与此同时主动降低资本开支,减少或不去参与新建煤矿项目的投资确实是摆在当前的一个实际现象,这或将对中长期煤炭供给的稳定性带来一定影响,毕竟煤炭资源是需要接续开发的。长此以往,煤炭供给的弹性或将进一步降低,其中可能产生的问题值得关注。

**表 7: 近年煤炭上市公司并购事件**

事件名称	交易对价 (万元)	收购股权 比例	评估基准日	区位	煤种	保有资源储 量(万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	净利润 (万元)	净资产 (万元)	PE	PB
山西焦煤收购霍州煤炭集团 天津腾晖煤业有限责任公司	38906.88	51%	2020年9月30日	山西省运城市	贫瘦、贫	6100.98	3036.24	120.00	24366.65	51472.81	3.13	1.48
山西焦煤收购汾西矿业集团 水峪煤矿有限责任公司	633279.40	100%	2020年9月30日		焦煤、肥煤	51518.64	27827.99	400.00	28945.95	326717.51	21.88	1.94
晋控煤业收购同煤国电 同忻煤矿有限公司	287296.00	32%	2020年6月30日	河南省大同市	煤、石炭	101859.63	39982.50	360.00	57147.96	678571.42	15.71	1.32
盘江精煤收购盘南开发有限 责任公司股东全部权益	155988.84	100%	2019/12/31	贵州省六盘水市	原煤		11240.00	400.00	22011.49	65798.85	7.09	2.37
山西焦化收购中煤华晋	489205.70	49%	2016/12/31	山西省太原市	炼焦煤	201743.12	37795.16	1020.00	127104.16	722742.90	7.85	1.38
晋控煤业收购大唐塔山 煤矿有限公司	248738.41	21%	2017/5/31	山西省大同市	气煤、1/3	505207.31	337549.19	1500.00	73181.18	770802.22	16.19	1.54
兖州煤业收购未来能源资产	1081824.79	49.32%	2020年6月30日	陕西省榆林市	动力煤	182700.00	89800.00	1500.00	224019.68	1211766.30	9.79	1.81
美锦能源现金收购集团锦辉 煤业有限公司	65146.56	100%	2020年9月30日	山西太原	无烟煤	14180.70	7494.56	90.00	-770.98	46397.51	-84.50	1.40

资料来源: Wind、信达证券研发中心

**表 8: 近年煤炭上市公司回购频频、收益可观**

	截止日期	回购数量(万股)	占总股本比例	回购金额(元)	回购价格区间(元/股)	回购均价(元/股)	回购均价与现价涨幅	回购均价与最高价涨幅
陕西煤业	20190326	30500	3.05%	2,503,129,761.16	7.22-9.38	8.21	37.08%	61.57%
平煤股份	20200318	6692	2.83%	278,733,593.52	3.72-4.77	4.17	58.27%	64.51%
兖州煤业(H)	20200529	5201	1.06%	310,188,380.00		5.96	59.62%	81.09%
中国神华(H)	20210104	2110	0.11%					

资料来源: Wind、信达证券研发中心

**表 9: 近年煤炭上市公司大股东、高管增持事件**

	增持日期	增持主体	增持股份数量(股)	占总股本比例	增持均价(元/股)	增持均价与现价涨幅	增持均价与最高价涨幅
陕西煤业	20200320	总经理: 王世斌	200,000	0.001%	6.96	61.64%	90.52%
	20200327	副总经理: 张森	97,500	0.002%	7.29	54.32%	81.89%
潞安环能	20200807	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	4,353,700	0.150%			

资料来源: Wind、信达证券研发中心



## 2、降负任务叠加债券市场寒冬使得煤炭企业投建新煤矿的能力下降

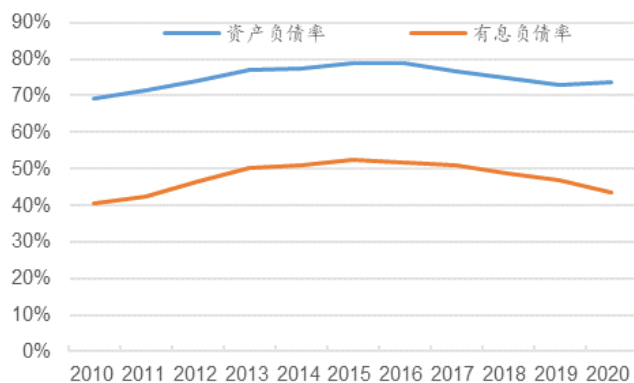
### 2.1、2016 年以来煤炭企业负债率下降主要源于资产端增加，绝对负债反而提升，仍有降负债压力

我们选取当前仍有存续公开发债信息的年产 1000 万吨以上的 18 家国有煤炭集团公司作为样本（包括中煤集团、山东能源集团、陕煤化集团、晋控煤业集团、晋控电力集团、晋控装备集团、山西焦煤集团、华阳新材料集团、潞安化工集团、冀中能源集团、淮南矿业集团、淮北矿业集团、河南能化集团、开滦集团、徐矿集团、皖北煤电集团、郑煤集团、盘江集团），研究当前煤炭行业的债务和偿债能力情况。

2016 年煤炭价格触底反弹以来，已经高位运行 5 年有余，当前样本煤炭企业的综合资产负债率自 2016 年的高点有所回落，但依然处于 73.56% 的较高水平，有息负债率 43.47%，较 16 年高点分别下降 5.55 和 8.35 个 pct。

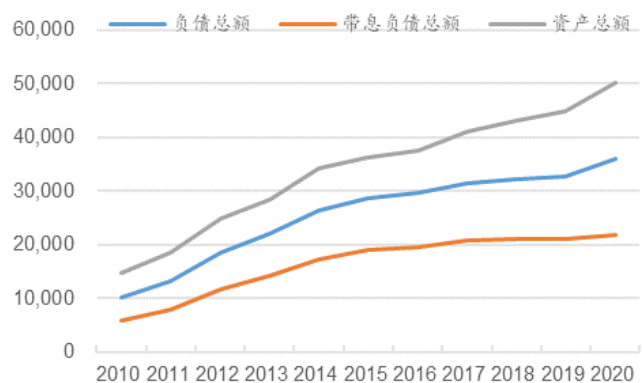
但是近两年负债率的下降并非由于负债下降，而是来自资产总额的增加。截至 2020 年底，样本煤炭企业合计负债总额 3.60 万亿元，较 2016 年底增加 0.63 亿元；合计有息负债 2.18 万亿元，较 2016 年底增加 0.23 万亿；而合计资产总额 5.01 万亿元，较 2016 年底增加 1.25 万亿元。

图 18：2016 年以来样本煤炭企业负债率逐年回落



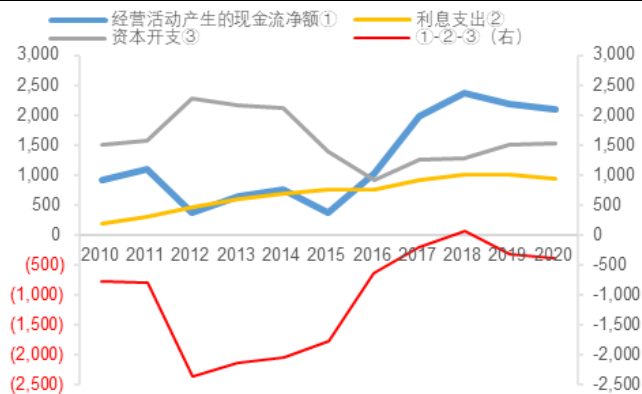
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 19：样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升 (亿元)



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 20：样本煤企经营性净现金流、利息支出和资本开支 (亿元)



资料来源：Wind、信达证券研发中心

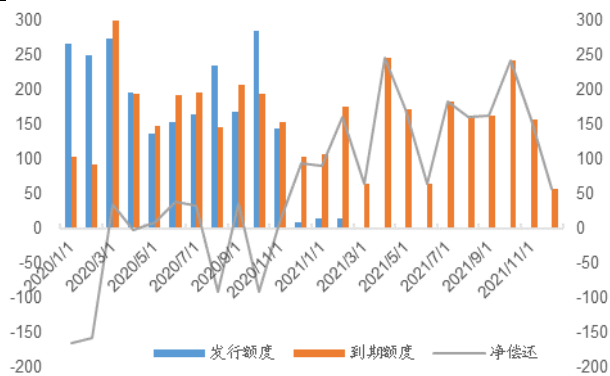
## 2.2、降负任务依然严峻下遭遇债券市场寒冬

2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中指出通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。并提出了约束条件：国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平，并将资产负债率设为基础约束性指标，实施动态管理：以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5 个 pct 为本年度资产负债率预警线，基准线加 10 个 pct 为本年度资产负债率重点监管线。

按照 2021 年 Q1 的数据，煤炭行业规上企业的平均资产负债率为 56.3%，则预警线为 61.3%，重点监管线为 66.3%。当前煤炭企业降负债的压力依然较大。

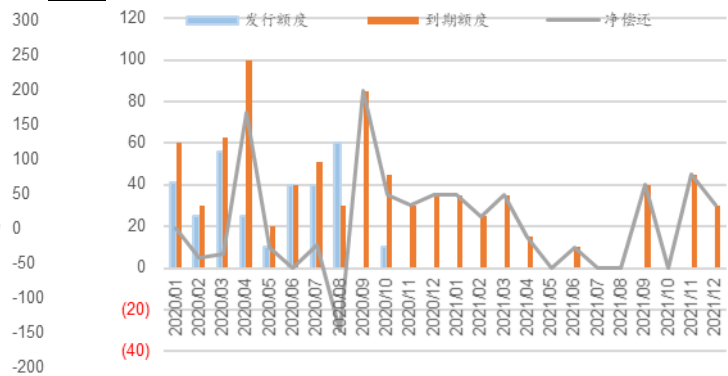
2020 年 11 月 10 日，河南省 AAA 评级国企永城煤电控股集团有限公司债券违约，引发信用债市场明显冲击，部分区域、煤炭行业相关债券大幅下跌，部分河南、山西煤炭企业债券发行取消，时至今日两省份煤企债券发行仍未有效恢复，后续偿债压力较大，一定程度压制企业资本开支空间。

图 21：样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升（亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 22：样本煤企经营性净现金流、利息支出和资本开支（亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

## 3、2017 年以来核准产能趋下行的同时，主要产煤省区着力转型升级，龙头煤企少有新矿投产

通过梳理主要产煤省区“十四五规划和 2035 远景目标纲要”中针对煤炭产业的相关发展规划可以看出，新疆、陕西、内蒙、贵州、甘肃四省区规划“十四五”末煤炭产能、产量较 2020 年底有增量，其他主要产煤省区并未对煤炭生产规模做增量规划，转而稳定开发强度，着力发展智能化提高煤炭安全绿色开采能力，延伸产业链提升煤炭清洁高效转化水平，同时继续退出中小落后产能，优化煤炭产能结构。

**表 10: 主要产煤省区“十四五规划和 2035 远景目标纲要”中煤炭产业相关发展规划**

省份	煤炭相关规划
新疆建设兵团	有序建设大型现代化煤矿，合理增加煤炭产能，减缓外购煤炭规模不断扩大的趋势，新建一批、改造一批、整合一批、关停一批煤矿。到 2025 年，兵团大型煤矿产量占比显著提高。 推动煤油气高效集约绿色开发。到 2025 年，全省原煤、原油和天然气产量分别达到 7.4 亿吨、2700 万吨、360 亿立方米。
陕西	<b>实施能源化工延链补链行动。</b> 推动煤炭清洁高效转化，拓展煤油气盐多元综合循环利用途径，发展精细化工材料和终端应用产品，延伸产业链、提高附加值，强化多能融合，全面提升能源化工产业链现代化水平。有序推进煤炭分级分质梯级利用、煤油共炼等示范工程，发展高端化、差异化聚烯烃产品，合理控制煤制乙二醇规模，突破煤制芳烃技术瓶颈，推动向下游聚酯、工程塑料、特种橡胶、高分子复合材料等高附加值产业延伸，带动相关专用化学品和医药中间体、高端碳材料、服装面料、化纤包装等产业一体化发展。 立足产业升级和做大做强，坚持淘汰与改造提升并举，推动食品加工、石油（煤炭）化工、冶金钢铁、建筑建材、纺织服装等 <b>传统产业向高端化、智能化、绿色化发展。</b>
内蒙古	推进能源和战略资源基地优化升级。根据水资源和生态环境承载力，有序有效开发能源资源，加快建设国家现代能源经济示范区，推动形成多种能源协同互补、综合利用、集约高效的供能方式，构建绿色、友好、智慧、创新现代能源生态圈。推动能源清洁低碳安全高效利用，加强能源资源一体化开发利用，提升能源全产业链水平。 <b>严格控制煤炭开发强度，推动煤炭清洁生产与智能高效开采，推进煤炭分级分质梯级利用，大幅提高就地转化率和精深加工程度，打造煤基全产业链。</b> 大力发展新能源，推进风光等可再生能源高比例发展，壮大绿氢经济，推进大规模储能示范应用，打造风光氢储产业集群。稳步推动煤层气、页岩气、地热能、生物质能等开发利用，推进碳捕集、封存与利用联合示范应用。保护性开发利用稀土资源，推进企业重组，强化“稀土+”协同创新，高值化应用稀土元素，高端化开发稀土产品，打造稀土等新材料产业集群。 根据经济社会发展的能源消费需求， <b>统筹煤炭资源赋存条件、生态环境承载力，优化提升鄂尔多斯煤炭产能，严格控制乌海、棋盘井、阿拉善等地区焦煤等稀有煤种产能，“十四五”期间，全区煤炭产能动态稳定在 13 亿吨左右。</b> 同时优化开发布局，统筹资源禀赋、先进产能建设、环境容量等，在鄂尔多斯等地新建一批现代化大型矿井，科学释放优质产能。严格新建煤矿准入，原则上不再新建露天煤矿，严格控制煤与瓦斯突出、冲击地压煤矿，新建井工煤矿规模原则上不低于 300 万吨/年，提高产业集中度，促进发展方式由数量、速度型向质量、效益型转变。 <b>深化能源革命综合改革。推动煤炭清洁高效开发利用，加快煤矿绿色智能开采，推进煤炭分质分级梯级利用，将碳基新材料作为煤炭产业可持续发展的根本出路，大幅提升煤炭作为原料和材料使用的比例。</b> 全力打造世界一流现代化能源企业。到“十四五”末，能源革命综合改革试点任务全面完成，“五大基地”建设初具规模，现代能源体系基本形成。
山西	<b>合理控制煤炭开发规模，原煤产量稳定在 10 亿吨左右。</b> 促进煤矿智能化发展，推进“5G+”智慧矿山建设，用科技手段实现煤矿本质安全和减员增效。开展新建煤矿井下矸石智能分选系统和不可利用矸石全部返井试点示范，因地制宜推广矸石返井、充填开采、保水开采、无煤柱开采等绿色开采技术。推广煤与瓦斯共采技术，探索实施煤炭地下气化示范项目。推进煤炭分质分级梯级利用，将碳基新材料作为煤炭产业可持续发展的根本出路，大幅提升煤炭作为原料和材料的使用比例。 <b>到 2025 年，推进煤炭智能绿色安全开采和高效清洁深度利用居于全国领先水平。</b>
甘肃	加大煤炭勘探力度，有序释放先进产能；推进煤炭项目建设，着力打造煤炭产运储销体系，提高煤炭安全稳定供给保障能力， <b>到 2025 年，力争全省煤炭产能达到 9000 万吨/年</b> ，煤炭供应有进有出、平衡有余。 一边要支持平凉至陇南煤炭运输通道建设，满足陇东煤炭外运川渝等地区需求。推动嘉策铁路电气化改造、酒额铁路建设，提升北煤南运、蒙煤内运通道转运能力。大力推进煤炭产供储销体系建设，加强运行调节，保障煤炭安全稳定供应。 同时还要依托现有酒嘉多式联运物流园建设河西煤炭集散基地，建设金昌、嘉峪关储煤基地，保障河西地区用能安全。完善甘肃煤炭交易中心功能，建立统一开放、竞争有序、覆盖全省、链接西北的现代煤炭交易体系。
贵州	加快煤矿智能化建设，优化煤炭产能产品结构，推动煤矿改造提升和大中型煤矿建设，推广使用煤矿机器人，提升产能利用率， <b>生产煤矿综采综掘基本实现智能化，煤炭产量达到 2 亿吨。</b> 同时完善电煤等煤炭产品储备制度，继续实施“基础存煤+季节性存煤”存煤制度，推进煤炭储备和物流中心建设，谋划建设分品种煤炭储备基地。
河南	十四五能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，煤炭占能源消费总量比重降低 5 个百分点左右。 一方面要坚持节能优先、内源优化、外引多元、创新引领，推进能源革命， <b>完善能源产供储销体系，全面提升能源安全绿色保障水平。</b> 依托浩吉、瓦日等铁路，完善煤炭运输通道，提高煤炭调入能力。 <b>推进煤矿绿色智能化升级，有序释放优质产能。</b> 其中 <b>煤炭稳产增储工程</b> 有：建成夏店、梁北二井等先进产能矿井，建设永夏矿区李大庄等接续矿井，基本完成 60 万吨/年以上矿井智能化升级；新建义马二期、鹤壁二期、南阳（内乡）二期、平顶山、焦作-济源、永城、周口港、淮滨港、西峡等大型煤炭储配基地。 另一方面制定碳排放达峰行动方案，实行以强度控制为主、总量控制为辅的制度，力争如期实现碳达峰、碳中和刚性目标，支持有条件的地方率先实现碳达峰。科学合理控制煤炭消费总量，加快提高清洁低碳能源比重。

资料来源：各省人民政府网站，信达证券研发中心

主要煤炭集团以稳产保供为目标，同时致力于转变发展理念和发展方式，调整产业结构和产业布局，创新体制机制和管理模式，增强公司竞争力，顺应“双碳目标”。我们梳理了 2020 年产量在 1000 万吨以上有公开披露在建工程的煤炭集团的在建煤矿情况（不含拟建），龙头企业在建煤矿产能合计 1.36 亿吨。

**表 11：龙头煤炭企业表内在建产能**

公司名称	煤矿名称	地区	核定产能/（万吨/年）
中煤集团	板集煤矿矿建工程	安徽	300
	陕西榆林大海则煤矿	陕西	1500
	中煤华晋里必煤矿	山西	400
	龙化依兰第三煤矿	黑龙江	240
	大南湖七号井一期煤矿	新疆	600
晋能控股集团	苇子沟煤矿	新疆	240
	北辛窑煤矿	山西	400
	东大矿井及选煤厂项目	山西	500
	三交一号矿井及选煤厂项目	山西	600
山东能源集团	油房壕煤矿	内蒙古	500
	邵寨煤矿	甘肃	120
	锦源煤矿	山西	600
陕煤集团	营盘壕煤矿	内蒙	1200
	万福煤矿	山东	180
山西焦煤集团	小保当二号矿井及选煤厂项目	陕西	1300
华阳新材料集团	正新煤业和善、贾郭基建工程项目	山西	360
	西上庄煤矿	山西	500
	七元煤矿	山西	500
冀中能源集团	泊里煤矿	山西	500
	邢台矿西井下组煤试采项目	河北	60
	查干淖尔一号井	内蒙古	500
	新疆塔什店一号井	新疆	120
河南能化集团	正行煤业 300 万吨矿井技改	山西	300
开滦集团	安阳鑫龙大众煤矿改扩建及选煤厂项目	河南	120
盘江集团	红树梁煤矿	内蒙古	500
	马依基建项目	贵州	1080
	恒普基建项目	贵州	420
合计			13640

资料来源：信达证券研发中心

#### 4、西北地区新煤矿建设周期普遍需 3~5 年左右，地质条件复杂的云贵地区则达到 10 年左右

在本轮供给侧改革以前，为缩短新建煤矿的投产时间，煤炭行业普遍存在“未批先建”或“边办手续边建设”的情况，根据中国煤炭工业协会相关统计数据，2016 年底的在建产能约 15 亿吨，其中核准生产的 8 亿吨，未经核准的在建产能 7 亿吨，占比接近一半。

煤炭建设项目的前期工作，即项目核准前的所有工作，需要将已合法取得矿权、详查及地质勘查报告完成评审与备案、项目已列入经批复的矿区总体规划、矿区总体规划环评报告已经批复、项目可行性研究报告已经评审、项目已列入地方政府发展规划、建设单位提交开展项目前期工作申请并获得复函。之后，编制各种支持性文件并获得相关部门的批复、获取相关部门的项目建设外部等条件的协议、证明或许可、项目申请报告编制与评估。完成前期工作短则两年，长则 3-5 年。正常情况下核准后方可办理开工手续开始建矿。

而当前合法合规监管下，需严格按照审批流程建设煤矿，无疑较“边审批边建矿”大大延长了新建煤矿的投产时间。投产时间的延长意味着回报的下降和不确定性的增加。

**综合考虑煤炭企业自身盈利能力现金流水平的制约、转型发展的诉求、上市公司控股集团资**

金需求、降负债与结构调整需要等原因。同时新建煤矿收益空间有限、不确定性高，且一二级市场估值倒挂，煤炭公司有限的资金普遍采取回购、增持、收购、分红等方式来提升公司资产回报水平，增加股权收益，与此同时主动降低资本开支，减少或不去参与新建煤矿项目的投资确实是摆在当前的一个实际现象，这或将对中长期煤炭供给的稳定性带来一定影响，长此以往，煤炭供给的弹性或将进一步降低。

## 煤价中枢抬升、产能周期拉长景气周期、估值却处低位的煤炭板块系统性重估可期，维持行业“看好”评级

### 1、煤炭价格中枢与企业盈利趋势性上行

2015年秦皇岛港5500大卡动力煤市场价跌至354元/吨，早已跌破绝大多数煤炭现金成本，产能前期自然出清。2016年煤炭行业供给侧改革（276限产政策+去产能预期）叠加经济复苏小周期，煤价快速拉升，至2016年11月升至736元/吨。发改委政策纠偏：放开276限产政策并加快核准产能平抑煤炭价格。2017年煤价高位震荡后，伴随产量释放，煤价自2018年~2019年缓慢回调。2020年产能释放接近尾声，但年初遇到“疫情”冲击加速探底，煤价最低在460元/吨以上（较2015年底部抬升100元左右），“疫情”后供给边际收敛，需求恢复，煤价开启新一轮上行周期（今年以来高点已创历史新高，底部在淡季仍在560元/吨以上，较2020年低点继续抬升100元左右，底抬升、顶突破格局已经形成，煤价中枢整体上扬），结合目前新建煤矿现状和煤矿产能周期，我们预计价格中枢将在未来3年甚至更长周期保持高位，或将远远超出市场预期。

图 23：2020Q2 以来市场煤价走出上行趋势（元/吨）



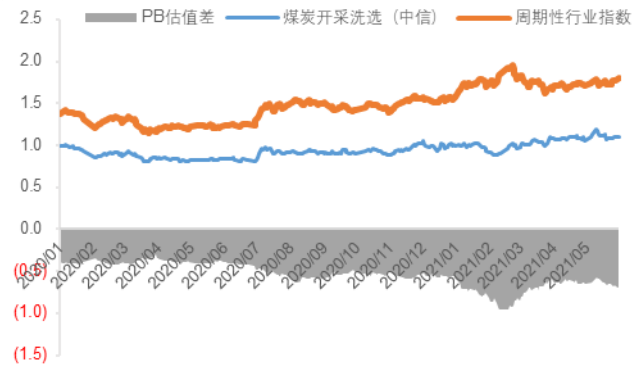
资料来源：Wind、信达证券研发中心

### 2、板块估值处于历史低位向上修复空间大

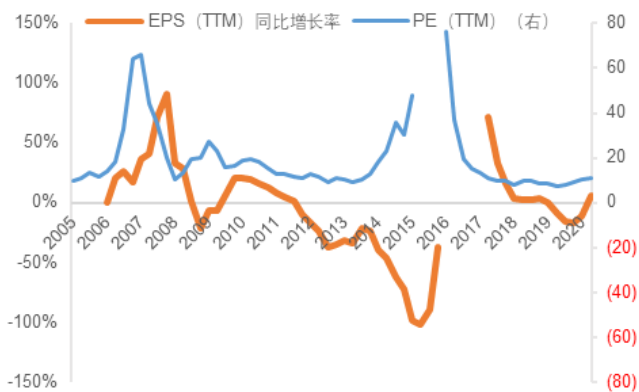
在煤价中枢上行趋势下，煤炭板块估值修复非常有限，远未反映当前的景气程度，尤其是景气周期的持续性：PB 估值仅从 2020 年 3 月份的 0.8 倍 PB、7 倍 PE 修复至今的 1.1 倍 PB、9.9 倍 PE，仍处于历史底部，且横向对比看与周期性行业指数的 PB 估值差成走阔趋势。

**图 24: 当前煤炭板块 PB 处于历史绝对低位**


资料来源: Wind、信达证券研发中心

**图 25: 当前煤炭板块与周期性行业指数 PB 差走阔**


资料来源: Wind、信达证券研发中心

**图 26: 当前煤炭板块 PE 处于历史绝对低位**


资料来源: Wind、信达证券研发中心

### 3、分红改善，股息收益可观

2019 年以来，我们重点跟踪推荐的平煤股份、中国神华、陕西煤业、兖州煤业等公司相继上调分红率，平煤股份、兖州煤业还设定了绝对分红下限，且 2020 年实际分红远超分红政策规定。现价买入平煤股份、兖州煤业、中国神华、陕西煤业、盘江股份、淮北矿业等公司股票，2020 年分红收益在 5% 以上，2021 年分红收益也有望超过 5%。

因此，煤炭价格中枢、企业盈利趋势性上行，分红政策改善、股息收益可观，估值历史低位的煤炭板块估值修复空间值得期待。

**表 12: 主要煤炭上市公司分红政策及实际分红率**

公司	分红政策	2016	2017	2018	2019	2020	现价买入股息率
平煤股份	原: 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 现: 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。				59.99%	60.07%	5.10%
兖州煤业	原: 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% 现: , 2020-2024 年各会计年度分配的现金股利总额, 应占该年度扣除法定储备后净利润的约 50% (原分红率约 35%), 且同时约定每股现金股利不低于人民币 0.5 元。	28.55%	34.82%	33.54%	32.87%	77.13%	7.38%
中国神华	原: 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% 现: 2019-2021 年度分红比率将不少于 50%。	260.09%	40.19%	39.90%	57.90%	91.80%	9.06%
陕西煤业	原: 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% 现: 2020-2022 每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 40%且金额不低于 40 亿元。	39.93%	40.00%	29.10%	30.00%	52.12%	6.53%
昊华能源			30.72%	31.62%	28.89%	75.16%	0.64%
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%	1.87%
冀中能源		144.83%	33.20%	40.52%	45.13%	179.94%	10.05%
山西焦煤	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润不少于该	7.99%	8.03%	52.45%	52.45%	20.94%	1.48%
盘江股份	三年实现的年均可供分配利润的 30%	202.64%	66.03%	70.06%	60.68%	76.78%	5.87%
山煤国际					10.14%	15.83%	1.00%
淮北矿业		33.33%	30.30%	30.60%	35.93%	41.67%	5.67%
靖远煤电		20.63%	41.41%	39.93%	44.03%	50.34%	3.29%
露天煤业		59.51%	27.94%		62.33%	33.23%	3.78%
兰花科创			32.16%	31.71%	34.47%	30.49%	1.38%
华阳股份			30.11%	34.16%	35.59%	39.95%	4.13%
上海能源	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的	16.00%	30.64%	30.60%	30.07%	30.06%	2.91%
恒源煤电	年均可供分配利润的 30%		32.59%	33.59%	37.23%	51.24%	5.52%
开滦股份		36.78%	36.89%	30.28%	30.38%	41.22%	3.80%
晋控煤业					0.00%	0.00%	0.00%
潞安环能		31.41%	30.86%	30.11%	30.06%	30.05%	1.87%
新集能源				9.91%	8.89%	10.70%	0.92%

资料来源: Wind、信达证券研发中心 注: 以 5 月 31 号收盘价计算

#### 4、维持行业“看好”评级，建议关注三条投资主线

当前板块估值远未反映基本面景气程度，更未反映煤炭供需趋紧、价格中枢上扬的持续性，低估值、高业绩增长确定性和股息收益使得煤炭板块“攻守兼备”。强劲基本面下，煤炭板块将享受时间的红利，系统性重估行情可期。维持行业“看好”评级。

##### 重点推荐 3 条投资主线:

一是资源禀赋优异、低估值、高股息且具成长性的动力煤龙头兖州煤业、陕西煤业、中国神华;

二是具备内生、外延成长性的炼焦煤公司平煤股份、盘江股份;

三是国企改革背景下资产注入、提质增效空间显著的山西焦煤（炼焦煤）。

## 风险因素

---

- （1）宏观经济受疫情二次冲击再度大幅失速下滑，煤炭价格大幅下跌的风险；
- （2）进口煤炭政策发生调整或执行不力的短期影响；
- （3）相关公司国企改革、转型升级工作推进缓慢，成效不及预期或失败的风险；
- （4）相关煤炭公司发生煤矿安全生产事故。



## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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十余年，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。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	li ruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 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。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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了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。