

# 云开雾散，黑金之辉熠熠重现

——能演开采行业2023年中期策略

周泰、李航、王姗姗

- **产量增长达到瓶颈，供给对价格的敏感性凸显。**国内供给方面，23Q1日均产量同比增长6.38%至1279万吨/日，产量峰值已显现，目前行业的开工负荷稳定在85%左右，预计后期难有突破；此外，低煤价下，新疆和多个主产地的产量出现明显收缩，5月我国煤炭日均产量环比减少2.2%，一方面，新疆的高运费导致疆煤出疆价格高，另一方面，主产地的增量供给成本较高，对价格的敏感性较强。
- **海外阶段性甩货不利因素消除，进口难以再次增加。**受海外低价煤影响，港口煤价于5月末显著回落，然而，该短期因素对于中长期基本面影响无虞，目前伴随着欧洲市场天然气价格反弹，外矿惜售致使欧洲三港动力煤价格企稳上行，海外阶段性甩货的不利因素消除，国内煤价回归理性，港口和产地煤价先后开启反弹。从全球煤炭贸易来看，全球贸易总量基本稳定，今年前5月中国的进口量占比有较大提升，而其他主要煤炭进口国印度和日韩进口表现相对稳定，未来中国的煤炭进口难以再度增加，5月煤炭进口环比下降2.7%边际表现好转，我们预计6月进口量或出现6%以上的环比下降。
- **火电需求高速增长，地产链需求待观察。**自4月到6月上旬，每旬度的火电日均发电量相比2022年同期增速都高达15%以上，且在迎峰度夏来临之际，下游电力耗煤需求持续释放，二十五省电厂日耗持续攀升，后续来看，厄尔尼诺或导致今夏创新高温纪录，叠加水电出力不足，火电需求或将超预期向好。水泥和钢铁行业依旧低迷，未来仍然需要观察。

- 投资建议：**短期的进口冲击对中长期供需基本面无实质性改变，目前，我国煤炭进口量边际有所改善，且海外阶段性甩货不利因素消除，进口煤价格优势减弱。国内方面，在2021-2022年供给应出尽出后，产能和产量释放的潜力大幅降低，煤炭峰值产量已显现；边际变化来看，5月产量的环比下滑印证了较为敏感的供给价格弹性，国内的供需格局依然脆弱，叠加行业高毛利率持续和企业亏损比重扩大的分化现象，印证了国内供给端边际增量成本较高，从而对底部煤价形成了较强的支撑。此外，长协价格同环比变化较小，高长协比例的企业盈利稳定性将得到保障。标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 盈利稳定、高现金流、高股息率公司投资价值进一步凸显，建议关注山煤国际和陕西煤业。2) “中特估值”体系引入下有望迎来价值重估，建议关注中煤能源和中国神华。
- 风险提示：**经济增速放缓风险；煤价大幅下跌风险。

**图表：推荐标的列表**

| 证券代码      | 证券简称 | 股价 (元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |      |        | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |    |
| 600546.SH | 山煤国际 | 14.08  | 3.52  | 3.00  | 3.53  | 4     | 5     | 4     | 推荐 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 17.67  | 3.62  | 2.58  | 2.87  | 5     | 7     | 6     | 推荐 |
| 601088.SH | 中国神华 | 29.81  | 3.50  | 3.57  | 3.72  | 9     | 8     | 8     | 推荐 |
| 601898.SH | 中煤能源 | 8.07   | 1.38  | 1.82  | 1.92  | 6     | 4     | 4     | 推荐 |

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测（注：股价为2023年6月21日收盘价）



01

市场回顾：长协价基本持平，低热值煤种表现优于高热值煤种

02

增产达瓶颈+进口影响减弱，供给增幅有望明显收窄

03

火电需求高速增长，非电需求静待释放

04

长协价稳保障高盈利，现货价中枢回升释放弹性

05

投资建议

06

风险提示

CONTENTS

目录







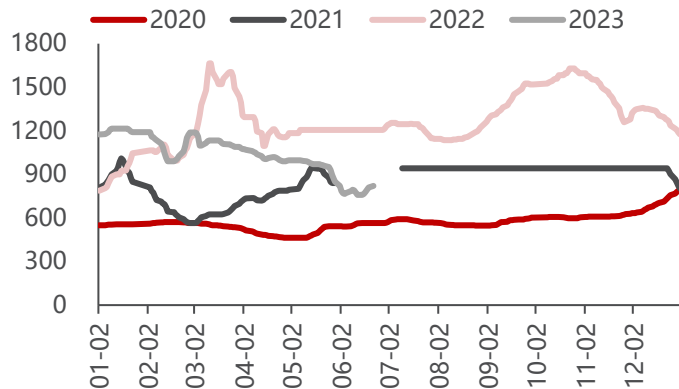
# 01. 市场回顾：长协价基本持平，低热值煤种表现优于高热值煤种

# 01 市场回顾：长协价基本持平，低热值煤种表现优于高热值煤种

## ➤ 2023年上半年煤价中枢低于去年同期

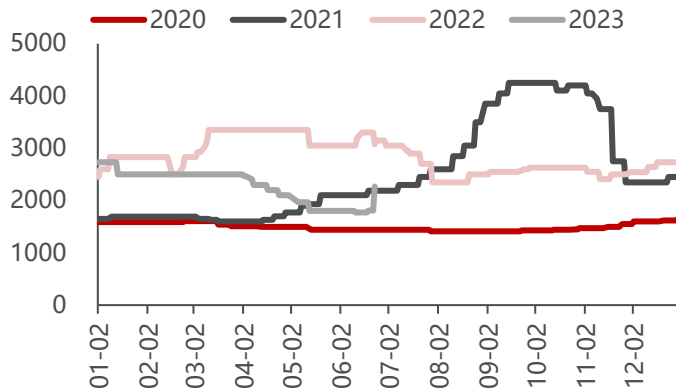
- **2023年上半年动力煤港口价格中枢低于去年同期，长协价变化较小。**据Wind数据，2023上半年（截至2023年6月21日，后同）秦皇岛动力煤Q5500市场均价为1035元/吨，较2022年同期下降12.8%。
- **2023年上半年焦煤价格持续走低，价格中枢大幅低于去年同期。**据Wind数据，2023年上半年京唐港主焦煤价格均价为2265元/吨，较去年同时期下降约26.3%。上半年价格自年初的2730元/吨持续回落，近期有所反弹。

图表：2023年上半年秦皇岛港动力煤价格中枢低于去年同期（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院（注：截至时间为2023年6月21日）

图表：京唐港主焦煤价格大幅低于去年同期（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院（注：截至时间为2023年6月21日）

01

# 市场回顾：长协价基本持平，低热值煤种表现优于高热值煤种

图表：23H1长协价同比基本持平（元/吨）

|         |             | 23Q2        | 23Q1    | 22Q2    | 环比     | 同比     | 23H1    | 22H1    | 同比     |      |
|---------|-------------|-------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|------|
| 产地动力煤价格 | 山西朔州5000    | 651.27      | 842.87  | 762.42  | -22.7% | -14.6% | 751.16  | 763.26  | -1.6%  |      |
|         | 山西大同5500    | 774.73      | 988.66  | 925.69  | -21.6% | -16.3% | 886.26  | 915.71  | -3.2%  |      |
|         | 山西长治5800    | 910.18      | 1261.80 | 1411.53 | -27.9% | -35.5% | 1093.50 | 1385.61 | -21.1% |      |
|         | 内蒙古鄂尔多斯4500 | 495.02      | 622.61  | 550.18  | -20.5% | -10.0% | 561.54  | 548.92  | 2.3%   |      |
|         | 内蒙古鄂尔多斯5000 | 600.59      | 767.59  | 687.85  | -21.8% | -12.7% | 687.66  | 691.34  | -0.5%  |      |
|         | 内蒙古鄂尔多斯5500 | 710.64      | 907.49  | 802.40  | -21.7% | -11.4% | 813.27  | 801.07  | 1.5%   |      |
|         | 内蒙古海拉尔褐煤    | 467.23      | 565.08  | 600.00  | -17.3% | -22.1% | 518.25  | 600.00  | -13.6% |      |
|         | 陕西彬县Q5500   | 820.54      | 987.95  | 850.48  | -16.9% | -3.5%  | 907.82  | 838.69  | 8.2%   |      |
|         | 陕西榆林Q5800   | 794.63      | 1060.90 | 936.13  | -25.1% | -15.1% | 933.45  | 916.93  | 1.8%   |      |
|         | 陕西榆林Q6200   | 819.93      | 1074.66 | 966.71  | -23.7% | -15.2% | 952.74  | 944.75  | 0.8%   |      |
| 产地焦煤价格  | 长协价         | 港口年度长协Q5500 | 717.00  | 726.33  | 719.33 | -1.3%  | -0.3%   | 721.67  | 720.17 | 0.2% |
|         | 古交2号焦煤      | 1785.71     | 2453.44 | 3139.35 | -27.2% | -43.1% | 2133.85 | 2979.84 | -28.4% |      |
|         | 长治喷吹煤       | 1180.57     | 1725.28 | 1788.13 | -31.6% | -34.0% | 1464.56 | 1822.41 | -19.6% |      |
|         | 开滦焦精煤       | 2000.54     | 2617.38 | 3216.77 | -23.6% | -37.8% | 2322.14 | 3012.05 | -22.9% |      |
|         | 开滦1/3焦煤     | 1757.57     | 2325.56 | 2877.00 | -24.4% | -38.9% | 2053.70 | 2688.63 | -23.6% |      |
|         | 唐山肥精煤       | 1990.54     | 2607.38 | 3206.77 | -23.7% | -37.9% | 2312.14 | 3002.05 | -23.0% |      |
|         | 唐山焦精煤       | 2010.54     | 2627.38 | 3226.77 | -23.5% | -37.7% | 2332.14 | 3022.05 | -22.8% |      |
|         | 邢台焦精煤       | 2192.14     | 2460.00 | 2904.35 | -10.9% | -24.5% | 2331.79 | 2784.18 | -16.2% |      |
|         | 淮北焦精煤       | 2286.79     | 2395.00 | 2391.85 | -4.5%  | -4.4%  | 2343.21 | 2297.50 | 2.0%   |      |
|         | 淮北肥精煤       | 2246.79     | 2355.00 | 2351.85 | -4.6%  | -4.5%  | 2303.21 | 2257.50 | 2.0%   |      |

- 23H1低热值煤种表现较好
- 2023年上半年，焦煤价格跌幅大于动力煤跌幅，低热值煤种表现优于高热值煤种。
- 动力煤方面，山西的高热值煤种跌幅明显大于低热值煤种；内蒙古不同热值煤涨跌互现；陕西煤种同比均上涨，且5500大卡煤种涨幅达到8%。
- 长协方面，长协价基本持平。
- 炼焦煤方面，山西和河北大部分产区炼焦煤均价同比跌幅超过20%，安徽焦煤均价同比略微上涨。





# 增产达瓶颈+进口影响 02. 减弱，供给增幅有望明显收窄

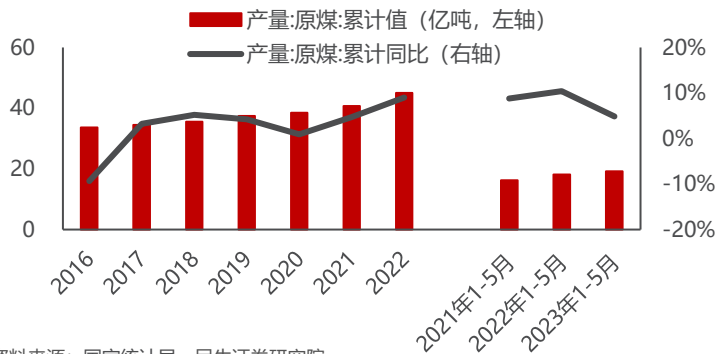


## 2.1 产量上升，进口大增，供给冲击拖累煤价

### 23年前5月产量增速为4.8%

- 上半年煤炭产量同比增幅较高，增量主要来源于新疆和山西。
- 据国家统计局数据，2023年1-5月，我国原煤累计产量为19.12亿吨，同比增长4.8%。分省来看，增长主要来源于新疆和山西，2023年1-5月，新疆实现煤炭产量1.83亿吨，同比大幅增长23.9%，实现绝对量增长3537万吨；山西煤炭产量同比增幅为5.9%，但增长绝对量较大多省份高，为3112万吨。

图表：2023年1-5月原煤产量同比增长4.8%



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2023年1-5月全国各省份煤炭产量及同比变化情况

| 省份  | 2023年1-5月 (万吨) | 2022年1-5月 (万吨) | 增长绝对量 (万吨) | YOY    |
|-----|----------------|----------------|------------|--------|
| 山西  | 55861.4        | 52749.8        | 3111.6     | 5.9%   |
| 内蒙古 | 50673.1        | 48873.4        | 1799.7     | 3.7%   |
| 陕西  | 30725.7        | 30079.4        | 646.3      | 2.1%   |
| 新疆  | 18329.3        | 14792          | 3537.3     | 23.9%  |
| 贵州  | 5732.6         | 5391.2         | 341.4      | 6.3%   |
| 安徽  | 4679.7         | 4595.4         | 84.3       | 1.8%   |
| 河南  | 4233           | 4045.1         | 187.9      | 4.6%   |
| 宁夏  | 4024.5         | 3851           | 173.5      | 4.5%   |
| 山东  | 3528.1         | 3600.6         | -72.5      | -2.0%  |
| 云南  | 3208.5         | 2589.5         | 619        | 23.9%  |
| 黑龙江 | 2834.2         | 2596.9         | 237.3      | 9.1%   |
| 甘肃  | 2416           | 2200.3         | 215.7      | 9.8%   |
| 河北  | 1775.3         | 1973           | -197.7     | -10.0% |
| 辽宁  | 1165.9         | 1311.5         | -145.6     | -11.1% |
| 四川  | 913.1          | 900.1          | 13         | 1.4%   |
| 吉林  | 377            | 343.2          | 33.8       | 9.8%   |
| 江苏  | 347.4          | 417.3          | -69.9      | -16.8% |
| 湖南  | 329.6          | 316.1          | 13.5       | 4.3%   |
| 青海  | 318.5          | 300.3          | 18.2       | 6.1%   |
| 福建  | 154.8          | 174.1          | -19.3      | -11.1% |
| 广西  | 114            | 117.2          | -3.2       | -2.7%  |
| 江西  | 78.5           | 69.5           | 9          | 12.9%  |
| 湖北  | 16.6           | 14.9           | 1.7        | 11.4%  |

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

## 2.1 产量上升，进口大增，供给冲击拖累煤价

### ➤ 23年前5月进口增速为89.8%

- 上半年我国煤炭进口同比大幅增长。据煤炭资源网数据，2023年1-5月，我国煤炭进口量同比增长89.8%。
- 由于印尼低卡煤价格今年以来快速回落，且国内进口煤关税延续零税率，从而23年前5月我国来自印尼的进口增量达到3880万吨，同比增长67.7%。
- 自俄乌冲突以来，俄罗斯出口至中国的煤炭量快速提升，23年前5月同比增幅达到119.4%。
- 受疫情口岸通关不畅的影响，2020年以来，我国自蒙古国进口的煤炭量大幅下降，今年随着口岸通关的恢复，23年前5月我国自蒙古的进口量同比增长336.3%。
- 澳煤进口于2023年解禁，23年前5月进口增幅达到336.3%。

图表：2023年1-5月我国进口煤分来源国家、分煤种情况

| 国家         | 2023年1-5月<br>(万吨) | 2022年1-5月<br>(万吨) | 增长绝对量<br>(万吨) | YOY          |
|------------|-------------------|-------------------|---------------|--------------|
| <b>合计</b>  | <b>18206.7</b>    | <b>9591.1</b>     | <b>8615.7</b> | <b>89.8%</b> |
| 印尼         | 9607.3            | 5727.4            | 3879.9        | 67.7%        |
| 俄罗斯        | 4069.8            | 1854.6            | 2215.2        | 119.4%       |
| 蒙古         | 2399.2            | 556.1             | 1843.1        | 331.4%       |
| 澳大利亚       | 1173.1            | 268.9             | 904.3         | 336.3%       |
| 其他         | 957.4             | 1184.2            | -226.8        | -19.2%       |
| <b>动力煤</b> | <b>14419.9</b>    | <b>7482.9</b>     | <b>6937.0</b> | <b>92.7%</b> |
| 印尼         | 9453.5            | 5651.1            | 3802.4        | 67.3%        |
| 俄罗斯        | 2905.7            | 1179.6            | 1726.2        | 146.3%       |
| 蒙古         | 555.1             | 34.9              | 520.2         | 1488.6%      |
| 澳大利亚       | 1092.2            | 68.6              | 1023.6        | 1492.5%      |
| 其他         | 413.3             | 548.7             | -135.4        | -24.7%       |
| <b>焦煤</b>  | <b>3786.8</b>     | <b>2108.2</b>     | <b>1678.7</b> | <b>79.6%</b> |
| 印尼         | 153.8             | 76.3              | 77.5          | 101.6%       |
| 俄罗斯        | 1164.1            | 675.0             | 489.1         | 72.5%        |
| 蒙古         | 1844.1            | 521.2             | 1322.9        | 253.8%       |
| 澳大利亚       | 80.9              | 200.3             | -119.4        | -59.6%       |
| 其他         | 544.1             | 635.5             | -91.4         | -14.4%       |

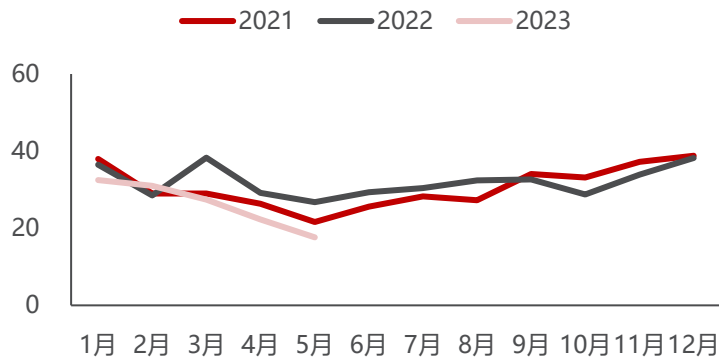
资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

## 2.1 产量上升，进口大增，供给冲击拖累煤价

### ➤ 海外低价煤甩货冲击国内煤价，当前煤价已恢复理性

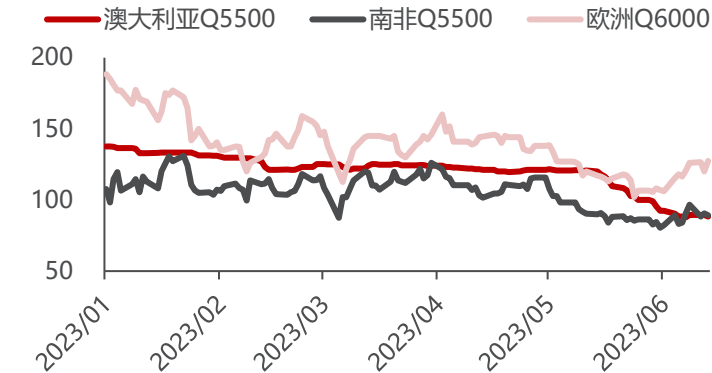
- **欧洲燃煤发电量快速下滑。**由于2022年全球能源价格大幅上涨，欧洲重启部分燃煤发电机组，从而2022年欧洲对于煤炭的需求有所提升，但随着油气价格的回落，以及可再生能源发电的增长，欧洲的煤炭需求大幅下滑，据Bloomberg数据，2023年5月，欧洲的燃煤发电量同比下降34.3%、环比下降21.0%。
- **海外低价煤对国内造成冲击，但目前煤价已逐步恢复理性。**随着欧洲煤炭需求的下滑，ARA港的煤价迅速回落，且欧洲港口的煤炭转口对国内煤价造成冲击，目前来看，欧洲煤炭价格已止跌回升，同时国内秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价也开始回升。

图表：3月以来欧洲燃煤发电量迅速下滑（百万千瓦时）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图表：欧洲ARA港的动力煤现货价自5月开始迅速下滑



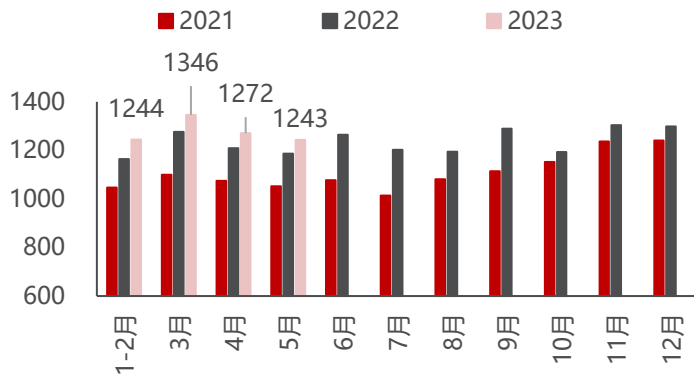
资料来源：CCTD，民生证券研究院

## 2.2 产量增长达到瓶颈，供给对价格的敏感性凸显

### ➤ 日均产量环比下滑，开工负荷达到饱和

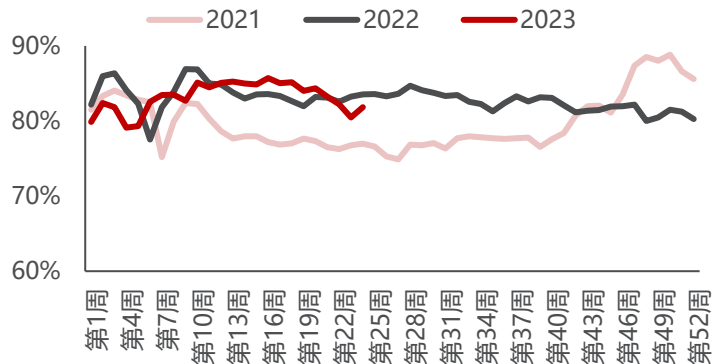
- **煤炭产量峰值已现，日均产量出现下滑。**自2021年四季度保供以来，原煤日均产量大幅提升，23Q1达到1279万吨/日，同比22Q1增长6.4%，环比22Q4增长1.1%。然而，在3月达到峰值水平后，日均产量逐步降低，且在当前的低煤价下，5月日均产量再次回落至1243万吨/日，环比4月下降2.2%，相比2022年下半年平均水平还要低0.3%。
- **主地产能利用率达到饱和。**从主产地（晋陕蒙）产能利用率来看，剔除春节影响，23Q1平均产能利用率为83.3%，4月后稳定在85%左右的较高水平，已处于较饱和状态，预计后期难有突破。

图表：日均煤炭产量已达到峰值（万吨/日）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：晋陕蒙442家煤矿的周度产能利用率达到饱和



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院



## 2.2 产量增长达到瓶颈，供给对价格的敏感性凸显

### ➤ 疆煤外运需高价支撑，低价下产量收缩明显

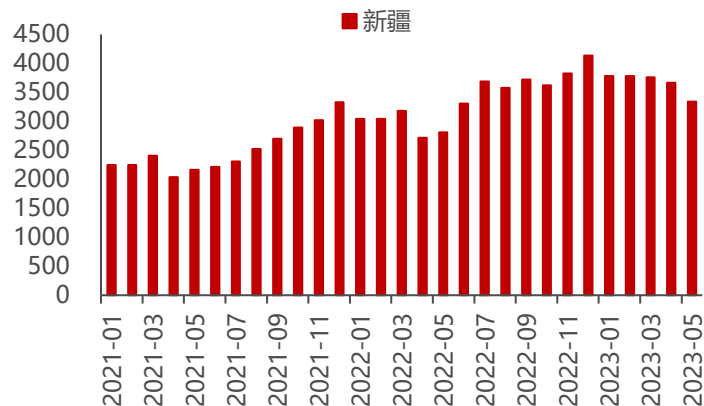
- 疆煤外运需高价支撑。** 由于疆煤外运运费较高，只有在市场煤价较高的时候，疆煤外运才具备经济性。据我们测算，在当前哈密6600大卡的煤炭坑口价格为440元/吨的情况下，若将疆煤运到秦皇岛港，出疆煤价格将达到1057元/吨的水平。
- 低煤价下疆煤产量明显收缩。** 据煤炭资源网数据，2023年5月，疆煤产量环比下降9.0%，低煤价下疆煤产量收缩明显，因此，我们认为，若煤价持续低迷，疆煤将不具备出疆条件，从而供给收缩将导致市场缺口凸显。

图表：外调至兰州的出疆煤价格测算（6000大卡）

| 序号           | 假设项目                | 费用               |
|--------------|---------------------|------------------|
| 1            | 哈密煤炭坑口价（含税）         | 440元/吨，不含税389元/吨 |
| 2            | 装卸费                 | 90元/吨            |
| 3            | 港杂费                 | 24元/吨            |
| 4            | 铁路运费+运杂费（以20英尺集装箱装） | 10373元/箱，即432元/吨 |
| 4.1          | 集装箱使用费              | 179元/箱           |
| 4.2          | 印花税                 | 2.7元/箱           |
| 4.3          | 20英尺集装箱运费           | 10191元/箱         |
| <b>出疆煤价格</b> |                     | <b>含税1057元/吨</b> |

资料来源：中国铁路网，民生证券研究院

图表：5月新疆煤炭产量环比下降9.0%（万吨）



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

## 2.2 产量增长达到瓶颈，供给价格弹性凸显

### ➤ 主产地增量供给对价格敏感性强

- **多地供给呈现环比收缩之势。**部分地区如河南、四川等地由于资源枯竭，产量持续下滑；而伴随煤价下滑，5月份除新疆以外，还有多地都出现产量收缩。从日均产量来看，则收缩之势更加明显，主产地山西和陕西日均产量也环比下滑1.5%和5.5%。因此，从整个行业来看，低煤价将不仅影响疆煤出疆，价格下行对整个市场供需产生了显著的负反馈效应，表明供给的边际增量对于价格的敏感性较强，为底部煤价形成了支撑。

图表：5月大部分地区日均产量都出现下滑

|     | 月度产量 (万吨) |         |        | 日均产量 (万吨/日) |         |        |
|-----|-----------|---------|--------|-------------|---------|--------|
|     | 2023-05   | 2023-04 | MOM    | 2023-05     | 2023-04 | MOM    |
| 山西  | 11328.2   | 11130.6 | 1.8%   | 365.4       | 371.0   | -1.5%  |
| 内蒙古 | 10073.1   | 9524.9  | 5.8%   | 324.9       | 317.5   | 2.3%   |
| 陕西  | 6340.5    | 6493.4  | -2.4%  | 204.5       | 216.4   | -5.5%  |
| 新疆  | 3339.2    | 3667.5  | -9.0%  | 107.7       | 122.3   | -11.9% |
| 贵州  | 1149.7    | 1141.9  | 0.7%   | 37.1        | 38.1    | -2.6%  |
| 安徽  | 955.3     | 924.6   | 3.3%   | 30.8        | 30.8    | 0.0%   |
| 河南  | 847.2     | 862.8   | -1.8%  | 27.3        | 28.8    | -5.0%  |
| 宁夏  | 843.2     | 827.7   | 1.9%   | 27.2        | 27.6    | -1.4%  |
| 山东  | 743.1     | 729.1   | 1.9%   | 24.0        | 24.3    | -1.4%  |
| 云南  | 668.2     | 635.7   | 5.1%   | 21.6        | 21.2    | 1.7%   |
| 黑龙江 | 581.9     | 583.6   | -0.3%  | 18.8        | 19.5    | -3.5%  |
| 甘肃  | 492.2     | 448.5   | 9.7%   | 15.9        | 15.0    | 6.2%   |
| 河北  | 382.2     | 377.0   | 1.4%   | 12.3        | 12.6    | -1.9%  |
| 辽宁  | 247.1     | 224.2   | 10.2%  | 8.0         | 7.5     | 6.7%   |
| 四川  | 193.2     | 206.8   | -6.6%  | 6.2         | 6.9     | -9.6%  |
| 吉林  | 76.8      | 79.0    | -2.8%  | 2.5         | 2.6     | -5.9%  |
| 江苏  | 70.7      | 68.0    | 4.0%   | 2.3         | 2.3     | 0.6%   |
| 湖南  | 68.9      | 69.4    | -0.7%  | 2.2         | 2.3     | -3.9%  |
| 青海  | 63.4      | 70.7    | -10.3% | 2.0         | 2.4     | -13.2% |
| 福建  | 35.5      | 38.8    | -8.5%  | 1.1         | 1.3     | -11.5% |
| 广西  | 23.0      | 17.3    | 32.9%  | 0.7         | 0.6     | 28.7%  |
| 江西  | 16.4      | 19.0    | -13.7% | 0.5         | 0.6     | -16.5% |
| 湖北  | 6.6       | 4.6     | 43.5%  | 0.2         | 0.2     | 38.8%  |

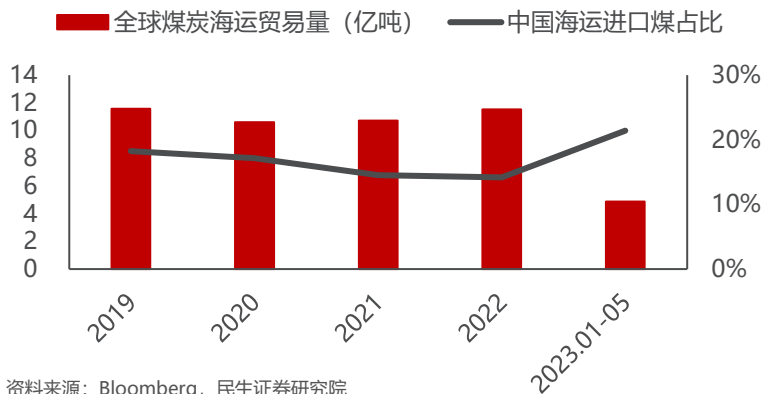
资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

## 2.3 海外煤价格优势减弱，进口量难再增加

### 煤炭进口增长空间有限

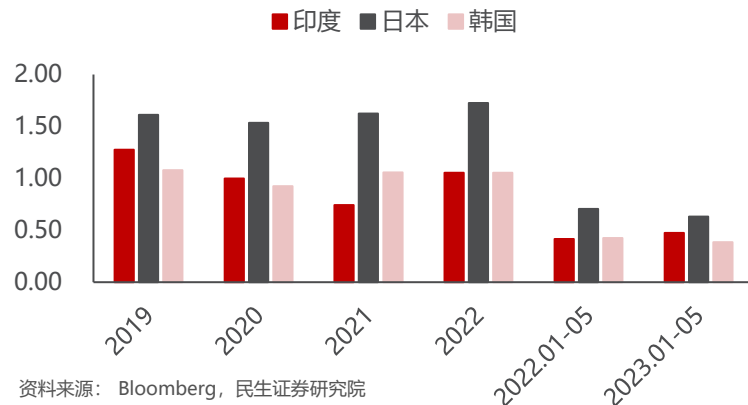
- 煤炭进口边际改善。5月我国进口煤及褐煤3958万吨，同比上升92.6%，但边际上有所改善，环比下降2.7%，其中，来源于印尼和蒙古的煤炭进口量环比下降12.8%和16.4%。
- 据Bloomberg数据，2023年1-5月，中国海运进口煤炭量为1.05亿吨，同比增长132.9%，占全球煤炭贸易量的比重明显提升，达到了21.4%。然而，后续来看，全球煤炭贸易总量基本稳定，主要煤炭进口国印度的煤炭进口量同比提升，日韩等国则进口量变化较小，因此预计中国进口煤后续增长空间有限。我们预计6月进口量或出现6%以上的环比下降。

图表：全球煤炭海运贸易总量波动较小



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图表：日韩和印度等主要煤炭进口国海运进口量较为稳定 (亿吨)



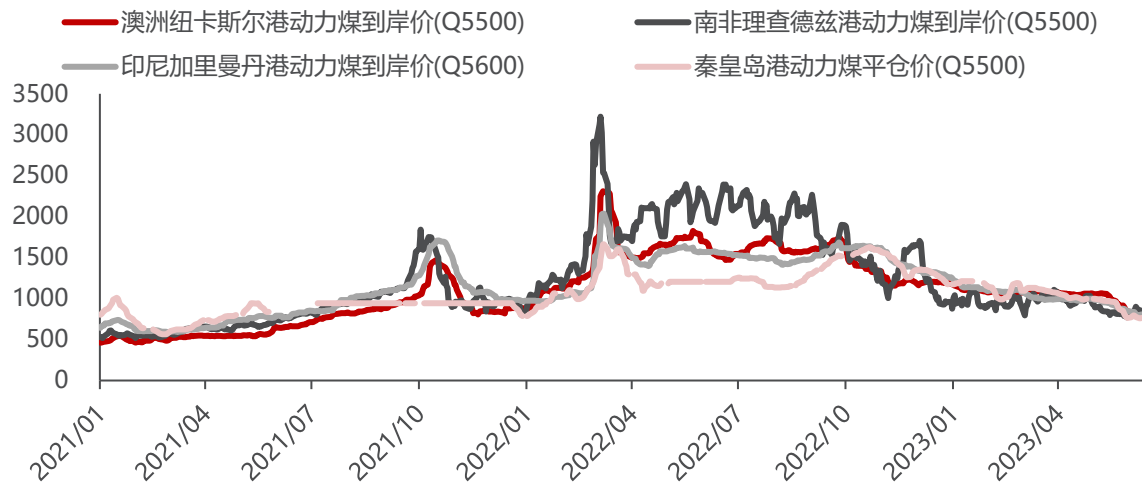
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

## 2.3 海外煤价格优势减弱，进口量难再增加

### ➤ 进口煤价格优势减弱

- 伴随欧洲市场天然气价格反弹，外矿惜售导致欧洲三港动力煤价格企稳上行，海外阶段性甩货不利因素消除，且目前来源于澳洲、南非、印尼等国家的进口煤价格相比国内不具备显著的价格优势，供给端预计整体将呈现收缩趋势。

图表：当前国内煤价低于海外煤价（元/吨）



资料来源：CCTD，民生证券研究院



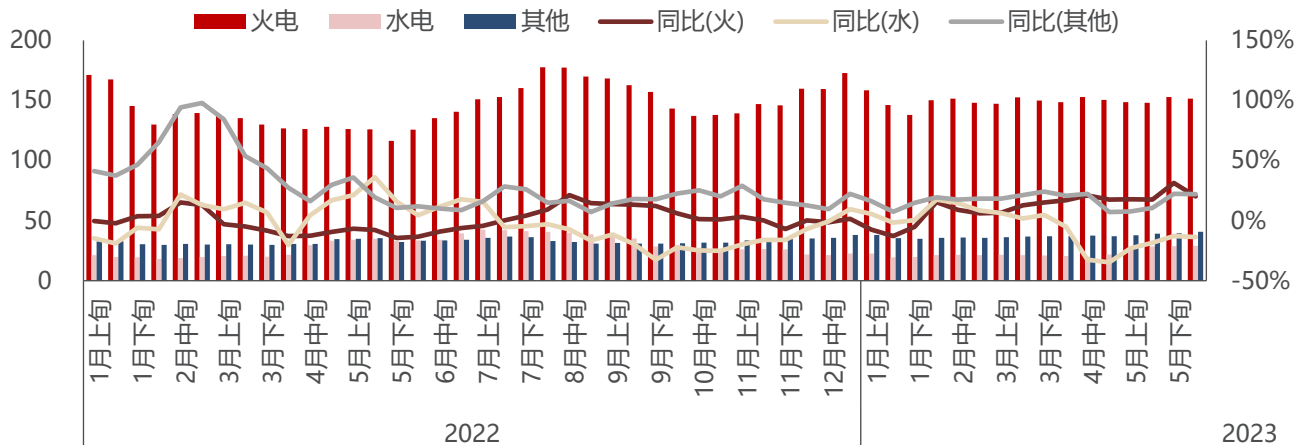
# 03. 火电需求高速增长，非 电需求静待释放

# 火电需求高速增长，非电需求静待释放

## 厄尔尼诺到来+水电出力不足，火电需求同比高增

- 二季度以来，火电需求同比高增，其他发电不及预期。**据CCTD数据，自2023年二季度以来，火电日均发电量相比2022年同期增速高达15%以上，6月上旬日均发电量则达到151.6亿千瓦时，同比2022/2021年同期增速达20.4%/13.2%。国家统计局数据，5月火电发电量达到4712亿千瓦时，同比2022/2021年同期分别增长15.9%/4.5%；而水电出力持续较弱，5月发电量同比2022/2021年分别大幅减少32.9%/14.2%；新能源发电增速亦不及预期，5月太阳能发电同比增速仅为0.1%。

图表：6月上旬火电日均发电量同比2022年同期增长20.4% (亿千瓦时/日)

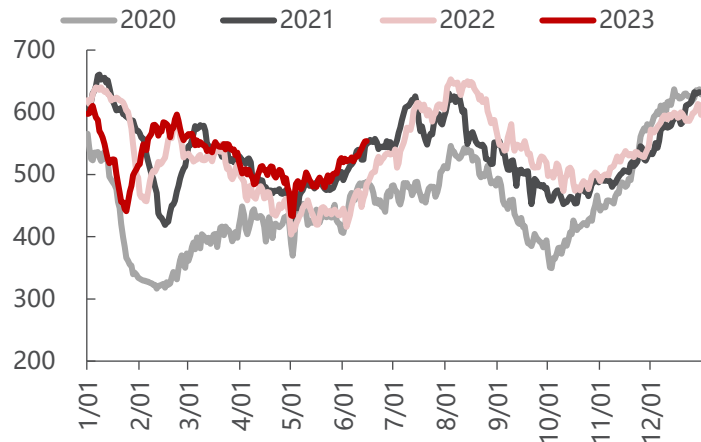


## 火电需求高速增长，非电需求静待释放

### 厄尔尼诺到来+水电出力不足，火电需求同比高增

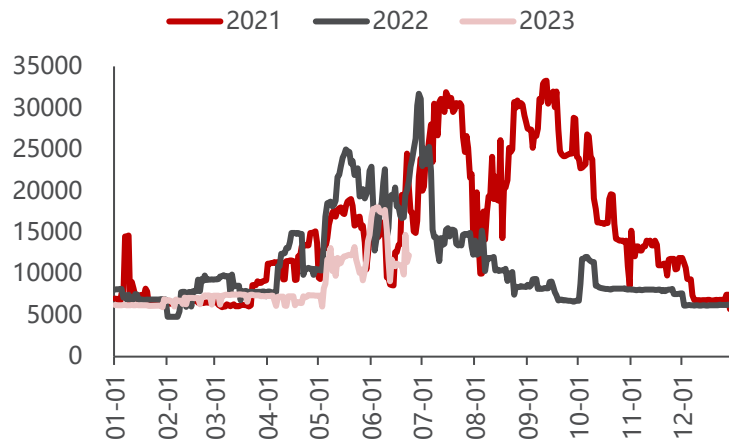
- 高温席卷+水电出力不足，后续看好火电需求释放。在迎峰度夏来临之际，下游电力耗煤需求持续释放，二十五省电厂日耗持续攀升，据CCTD数据，截至6月20日，二十五省电厂日耗已达到552.0万吨/日，较2022年同期上升9.4%。后续来看，厄尔尼诺或导致今夏创新高温纪录，叠加水电出力不足，火电需求或将超预期向好。

图表：二十五省电厂日耗自2月以来持续高于去年同期（万吨/日）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图表：三峡出库流量低于往年同期(立方米/秒)



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 火电需求高速增长，非电需求静待释放

### ➤ 非电需求静待释放

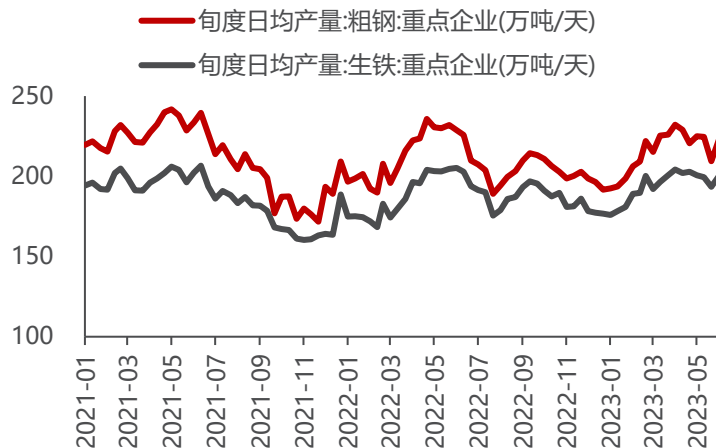
- **水泥、钢铁需求关注后续地产复苏。**水泥和钢铁行业的需求在经历了3月的大幅释放后，4-5月的需求修复变缓，据国家统计局数据，5月水泥、生铁和粗钢的产量分别为19638、7700、9012万吨，同比增速分别为-3.2%、-4.3%、-6.7%。随着房地产调控政策稳步推进，建议后续关注地产链的复苏。

图表：水泥发运率缓慢恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：生铁和粗钢产量边际改善



资料来源：Wind，民生证券研究院



# 04. 长协价稳保障高盈利， 现货价中枢回升释放弹性

## 4.1 高盈利持续，结构分化印证行业马太效应

- 高毛利持续，亏损面扩大，结构分化进一步印证高成本的增量供给。**从公司经营来看，截至2023年4月，行业的毛利率为38.0%，较去年同时期下降2.1个百分点，高于2021年同期5.2个百分点；截至4月，行业亏损企业比例为38.1%，较去年同期增加9.6个百分点，高于2021年同期4.0个百分点。在淡季和进口冲击的双重影响下，煤炭企业亏损面虽有扩大，但行业盈利能力依然维持高位，头部企业的高位盈利中枢再次被验证；同时，盈利能力和亏损面的分化也凸显了行业的马太效应，并侧面印证了新增供给成本较高。

图表：2023年1-4月煤炭行业累计毛利率略有下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：截至2023年4月煤炭企业亏损面同比增加9.6个百分点

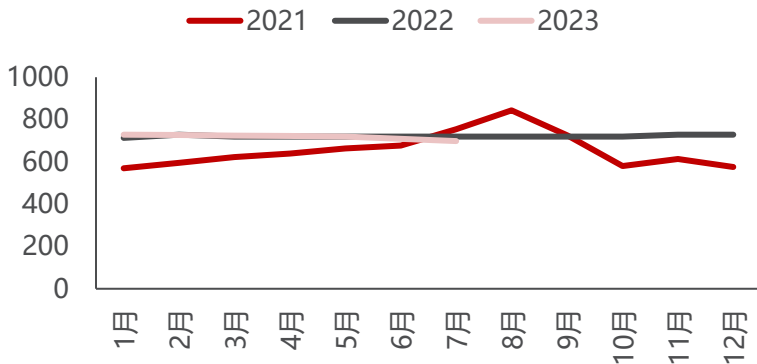


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4.2 长协价稳，行业盈利中枢无忧；现货价有望回升，释放价格弹性

- 长协价格根据环渤海等指数调节，根据环渤海指数采样标准，90%左右的样本为长协，10%左右的样本为现货，指数一定程度自相关，因此即使煤价大幅下跌，长协价格环比变化也仅在10元/吨左右。据我们测算，5-7月，根据环渤海动力煤指数、CCTD秦皇岛动力煤(Q5500)指数、全国煤炭交易中心5500大卡动力煤综合价格指数、以及基准价675元/吨而计算得到的长协价格分别为719、709、699元/吨，价格波动较小。考虑到上市公司中大部分企业长协占比高、长协兑现率高，预计未来盈利确定性依旧较强。
- 现货价方面，尽管下半年火电在22年高基数的基础上增速将有所下降，但在厄尔尼诺的驱动下，发电需求将依然保持高位，且随着供给端的收缩，国内煤炭基本面将逐步好转，目前秦皇岛港Q5500动力煤平仓价已反弹至800元/吨以上，我们预计，下半年中枢价格有望回升。

图表：长协价变化较小（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院



# 05. 投资建议



## ➤ 行业投资建议

- 据上文分析，短期的进口冲击对中长期供需基本面无实质性改变，目前，我国煤炭进口量边际有所改善，且海外阶段性甩货不利因素消除，进口煤价格优势减弱。国内方面，在2021-2022年供给应出尽出后，产能和产量释放的潜力大幅降低，煤炭峰值产量已显现；边际变化来看，5月产量的环比下滑印证了较为敏感的供给价格弹性，国内的供需格局依然脆弱，叠加行业高毛利率持续和企业亏损比重扩大的分化现象，印证了国内供给端边际增量成本较高，从而对底部煤价形成了较强的支撑。此外，长协价格同环比变化较小，高长协比例的企业盈利稳定性将得到保障。标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 盈利稳定、高现金流、高股息率公司投资价值进一步凸显，建议关注山煤国际和陕西煤业。2) “中特估值”体系引入下有望迎来价值重估，建议关注中煤能源和中国神华。

图表：推荐标的列表

| 证券代码      | 证券简称 | 股价 (元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |      |        | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |    |
| 600546.SH | 山煤国际 | 14.08  | 3.52  | 3.00  | 3.53  | 4     | 5     | 4     | 推荐 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 17.67  | 3.62  | 2.58  | 2.87  | 5     | 7     | 6     | 推荐 |
| 601088.SH | 中国神华 | 29.81  | 3.50  | 3.57  | 3.72  | 9     | 8     | 8     | 推荐 |
| 601898.SH | 中煤能源 | 8.07   | 1.38  | 1.82  | 1.92  | 6     | 4     | 4     | 推荐 |

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测 (注：股价为2023年6月21日收盘价)

### ➤ 山煤国际：低成本铸就高毛利空间，高股息+低估值彰显投资价值

- **储产丰富，在建矿井有望贡献增量。**截至2022年底，公司煤炭可采储量8.26亿吨，涵盖矿井14座，核定和权益总产能3120和1871万吨/年。其中，生产产能合计2820万吨/年(权益产能1692万吨/年)；在建矿井2座，合计产能300万吨/年(权益产能178万吨/年)。
- **低成本铸就高毛利空间。**2022年公司自产煤成本仅196元/吨，自产煤毛利率为73.5%，处于上市公司前列。
- **严控贸易风险，追求高质量发展。**2022年贸易煤销量下降45.1%；截至23Q1末资产负债率为53.1%，相较2022年末下降5.6pct。
- **业绩弹性强，高股息+低估值凸显投资价值。**2021年以来，公司股利支付率保持在60%以上，2022年度达到63.9%，全年累计分红2.25元/股，以2023年6月21日收盘价计算，股息率高达16.0%。同时公司估值低，“高股息+低估值”进一步凸显公司投资价值。
- **投资建议：**我们预计2023-2025年公司归母净利润为59.44/69.94/77.55亿元，对应EPS分别为3.00/3.53/3.91元/股，对应2023年6月21日股价的PE分别为5倍、4倍、4倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭价格下行风险，下游需求边际改善不及预期，成本超预期上升，产业政策风险。

图表：山煤国际盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 46,391 | 40,372 | 43,078 | 44,601 |
| 增长率 (%)          | -3.5   | -13.0  | 6.7    | 3.5    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 6,981  | 5,944  | 6,994  | 7,755  |
| 增长率 (%)          | 41.4   | -14.9  | 17.7   | 10.9   |
| 每股收益 (元)         | 3.52   | 3.00   | 3.53   | 3.91   |
| PE (现价)          | 4      | 5      | 4      | 4      |
| PB               | 1.9    | 1.6    | 1.4    | 1.2    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

### ➤ 陕西煤业：高股息动力煤龙头，估值有望提升

- **公司先进产能占比高，规模优势和成本优势突出。**截至2022年底，公司拥有可开采储量106.1亿吨，可开采年限70年以上，2022年实现商品煤产量1.57亿吨，在上市公司中位列第二，规模优势强；且公司开采成本低，2022年自产煤单位成本为238.3元/吨。
- **资产注入推动产量释放，内生外延增长可期。**2022年，公司收购了控股股东陕煤集团所持有的彬长矿业集团、神南矿业公司股权，新增产能1200万吨/年。此外，公司将在“十四五”期间加快推进小壕兔一号和小壕兔西部勘查区相关井田的批复进度。
- **资本开支持续下行，现金奶牛特性明显。**截至23Q1，资产负债率仅为32.9%；2023年计划资本开支18.1亿元，同比下滑60.2%。
- **股息率处于较高水平，投资价值高。**2022年公司拟每股派发现金红利2.18元（含税），分红率60.2%，以2023年6月21日的收盘价17.67元/股计算，股息率为12.3%。考虑公司现金流充裕，资本开支下行，未来具备进一步提升分红比率的潜力和空间。
- **投资建议：**我们预计2023-2025年公司归母净利润为250.12/278.49/298.53亿元，对应EPS分别为2.58/2.87/3.08元/股，对应2023年6月21日收盘价的PE分别为7倍、6倍、6倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤价大幅下行，下游需求边际改善不及预期，成本超预期上升。

图表：陕西煤业盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 166,848 | 165,190 | 169,437 | 174,324 |
| 增长率 (%)          | 9.5     | -1.0    | 2.6     | 2.9     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 35,123  | 25,012  | 27,849  | 29,853  |
| 增长率 (%)          | 64.0    | -28.8   | 11.3    | 7.2     |
| 每股收益 (元)         | 3.62    | 2.58    | 2.87    | 3.08    |
| PE (现价)          | 5       | 7       | 6       | 6       |
| PB               | 1.7     | 1.6     | 1.4     | 1.3     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

**➤ 中国神华：行业龙头行稳致远，高分红持续兑现**

- **资源量丰富，覆盖多内多地矿区。**截至2022年末，公司的煤炭保有可采储量为329.0亿吨，保有可采储量为138.9亿吨。
- **启动收购控股股东资产工作，煤炭产量潜力有望进一步释放。**为解决同业竞争，公司决定启动收购国家能源集团部分资产的工作，此次收购将增加公司煤矿生产能力约1600万吨/年，增加剩余可采储量超13亿吨。
- **自有运输资源，形成煤炭“生产-运输（铁路、港口、航运）-转化（发电及煤化工）”的一体化运营模式。**
- **高长协比例+稳长协价保障公司底部盈利，发电业务有望带动增长。**自2022年长协价调整后，长协价格高位维稳，公司长协比例较高，底部盈利得到保障。资本投入方面，公司发电业务资本投入较高，随着后续发电量的提升，发电业务业绩有望实现增长。
- **稳定高盈利+现金流充裕提供高分红，公司分红率高于同业。**2022年股利支付率72.8%，以6月21日收盘价计算股息率为8.6%。
- **投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利润为710.02/739.70/750.73亿元，对应EPS分别为3.57/3.72/3.78元/股，对应2023年6月21日收盘价的PE均为8倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭价格大幅下降；火电需求不及预期；项目建设慢于预期

**图表：中国神华盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 344,533 | 346,739 | 365,687 | 378,204 |
| 增长率 (%)          | 2.6     | 0.6     | 5.5     | 3.4     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 69,626  | 71,002  | 73,970  | 75,073  |
| 增长率 (%)          | 39.0    | 2.0     | 4.2     | 1.5     |
| 每股收益 (元)         | 3.50    | 3.57    | 3.72    | 3.78    |
| PE (现价)          | 9       | 8       | 8       | 8       |
| PB               | 1.5     | 1.4     | 1.4     | 1.3     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）

### ➤ 中煤能源：高长协+稳盈利，产量再迎成长期

- **资源储量丰富，产量规模高。**截至2022年底，公司矿井资源的证实储量为140.01亿吨，在产、在建以及参股煤矿核定总产能合计为19179万吨/年，权益总产能15291万吨/年。
- **具备稀缺在建资产，产量再迎成长期。**2022年大海则煤矿成功试运转，产能2000万吨/年，2023年产量有望爬坡增长；黑龙江依兰第三煤矿和苇子沟煤矿有望于2023年投产，产能均为240万吨/年；400万吨/年的里必煤矿有望于2024年竣工。此外，公司下属平朔集团的东露天、安家岭2处露天矿产能分别核增500万吨/年已通过现场审查，新疆106煤矿产能核增60万吨/年获得批复。
- **长协比例高+长协价稳定，毛利率稳中有升。公司长协比例超过80%**，高长协比例及高位稳定的长协价格对公司业绩形成了底部保障，且在现货均价上涨的背景下，公司毛利率稳中有升。
- **投资建议：**我们预计，2023-2025年公司归母净利润为240.65/254.10/266.81亿元，对应EPS分别为1.82/1.92/2.01元/股，对应2023年6月21日的PE均为4倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤价大幅下跌；煤化工产品价格大幅下滑；在建产能建设不及预期；计提大额减值。

图表：中煤能源盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 220,577 | 232,934 | 243,910 | 254,042 |
| 增长率 (%)          | -8.0    | 5.6     | 4.7     | 4.2     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 18,241  | 24,065  | 25,410  | 26,681  |
| 增长率 (%)          | 32.8    | 31.9    | 5.6     | 5.0     |
| 每股收益 (元)         | 1.38    | 1.82    | 1.92    | 2.01    |
| PE (现价)          | 6       | 4       | 4       | 4       |
| PB               | 0.8     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）



## 06. 风险提示

### 1) 经济增速放缓风险:

- 煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

### 2) 煤价大幅下跌风险:

- 板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

# THANKS 致谢

## 民生能源开采研究团队：



**分析师 周泰**

执业证号：S0100521110009

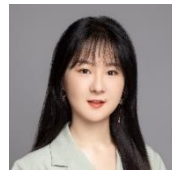
邮件：zhoutai@mszq.com



**分析师 李航**

执业证号：S0100521110011

邮件：lihang@mszq.com



**研究助理 王姗姗**

执业证号：S0100122070013

邮件：wangshanshan\_yj@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

| 投资建议评级标准   | 评级   | 说明   |                  |
|--|------|------|------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅15%以上    |
|  |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅5%~15%之间 |
|  |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
|  |      | 回避   | 相对基准指数跌幅5%以上     |
|  | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅5%以上     |
|  |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
|  |      | 回避   | 相对基准指数跌幅5%以上     |

## 免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。