

煤炭开采

中期投资策略：压力测试后，看好行业长期稳定盈利

2020年4月，受疫情影响，下游企业复工复产进度明显低于主产地煤矿的进度，供需严重失衡导致煤价承压走低，自2017年来首次跌出绿色区间。煤价承压下政府出手，运用强有力的调控工具，促使煤价于5月重新回到绿色区间。从本次煤价“压力测试”中我们可以看出，政府有意愿且有能力对煤价进行有力调控，使煤价稳定在绿色区间内，促进行业长期稳定盈利，推动煤炭板块估值回升。

1、下半年经济重心抬高，将推动煤价中枢上行

供给端来看，5月以来国家对于煤炭产地供给的监管较为严格，进口煤政策依然趋紧。需求端来看，在疫情影响逐步消退及国家逆周期调节政策发力的作用下，宏观经济持续好转，6月制造业PMI为50.9，数据超预期回升；我们预计下半年国家对经济的逆周期政策调节有望进一步提升经济重心，从而拉升电力及对应煤炭需求。在供给趋紧，下游需求将得到进一步提升，国家也在政策方面对煤价进行调控的背景下，预计下半年煤价将处于绿色区间范围内，中枢将较上半年有所提高。

2、供需基本平衡+进口煤政策调控+行业集中度提升，长期煤价将在绿色区间内较稳定波动

供需格局基本平衡：供给方面，2020年煤矿产能预计仍有1亿吨的淘汰空间，行业去产能持续。随着铁路运力的释放，能源供应有保障，高成本矿井关停退出意愿增强，仍有部分落后产能亟待淘汰，同时国家煤炭政策没有大量开放的意向，未来煤炭新增产能有限。**需求方面**，长期来看我国宏观经济依然持续发展，根据世界银行预测，2021年我国实际GDP增速为5.8%，2022年为5.7%。由于发电量和第二产业GDP相关系数为0.9970，相关性较高，预计随着宏观经济发展带动第二产业GDP上行，相应电力及煤炭需求也将得到稳定提升。考虑到水电及新能源对于火电的挤出效应，我们认为未来煤电需求增速约在3.5%左右。**在煤炭新增产能有限，下游需求将得到稳定提升的背景下，行业供需格局将基本平衡。**

进口煤政策调控卓有成效：2020年4月煤价跌出绿色区间后，国家出手发挥进口煤政策调节稳定器的作用，收紧煤炭进口政策。根据海关总署数据，中国2020年5月份进口煤炭2205.7万吨，较去年同期的2746.7万吨减少541万吨，下降19.70%，较4月份的3094.8万吨减少889.1万吨，下降28.73%。与4月相比，5月因煤炭进口量下滑而导致煤炭供给减少的环比减幅为2.5%，有效降低了煤炭供应水平，促进煤价回升至绿色区间。**本事件证明了进口煤政策作为国家调节煤价的重要手段，在调节稳定煤价方面效果显著。运用该政策，国家可有效将煤价调控在绿色区间范围内。**

综合来看，基于：1、进口煤政策作为煤价调节稳定器，其可靠的调控效果已得到验证；2、煤炭长期供需关系基本平衡，煤价稳定存在基本面支撑；3、煤炭产量集中于大型国企，在听从调配进行主动限产方面积极性意愿均较高；三个逻辑，未来煤炭价格长期稳定在绿色区间将大概率可行。

3、投资建议：短期来看，下半年受益于供给受限、需求随经济重心提升而提升，煤价中枢将较上半年有所上行，拉升煤炭板块公司业绩。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期。随着煤炭行业公司实施稳定高分红政策。煤炭板块防御属性变强，向类公共事业发展。因此我们预计宏观悲观预期对于估值的影响将缓慢消除，煤炭板块估值水平有望进一步增长。推荐公司：1、高分红高股息行业龙头：陕西煤业（资源优质，盈利水平高，未来新增产能提升公司成长性），中国神华（煤电运一体化，盈利水平高，公司业绩稳健）；2、高弹性标的：金能科技（与石化联合覆盖，PHD及炭黑项目打开公司成长空间）；建议关注：山煤国际（新能源转型布局HJT光伏电池）

风险提示：煤炭需求不及预期风险，进口煤管控力度不及预期风险，去产能计划不及预期风险等

证券研究报告

2020年07月09日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

彭鑫

分析师

SAC执业证书编号：S1110518110002

pengxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《煤炭开采-行业研究周报:20200703一周煤炭动向：供需趋紧，煤炭价格稳中有涨》2020-07-07
- 2 《煤炭开采-行业研究周报:20200620一周煤炭动向：供需两旺，秦港调入调出双高，库存增加缓慢》2020-06-21
- 3 《煤炭开采-行业研究周报:20200613一周煤炭动向：港口煤价再次走强，完全修复年内跌幅》2020-06-14

内容目录

1. 受益于国家对供给及进口煤的调控，5月煤价重回绿色区间.....	3
2. 供给趋紧+下半年经济重心抬升，煤价中枢将上行.....	4
2.1. 进口煤政策：短期政策收紧，煤价调控成效显著.....	4
2.2. 产地监管依然趋严，供给端政策存在较强支撑.....	7
2.3. 逆周期政策调节，下半年煤炭需求将进一步提升.....	7
3. 供需基本平衡+进口煤政策调控+行业集中度提升，长期煤价将在绿色区间内较稳定波动.....	10
3.1. 供给：煤炭供给侧改革持续，未来三五年新增产能有限.....	10
3.2. 需求：国家未来宏观经济向好，带动发电量和煤炭需求.....	10
3.3. 进口煤政策：煤价稳定平衡器，调控效果显著有力.....	11
3.4. 煤炭行业集中度提升，限产方面大型煤企积极性相对较高.....	11
4. 煤炭行业估值分析：煤价趋于稳定，公司进入业绩稳定期，估值存在较大提升空间.....	12
5. 风险提示.....	13
5.1. 煤炭需求不及预期风险.....	13
5.2. 进口煤管控力度不及预期风险.....	13
5.3. 去产能计划不及预期风险.....	13

图表目录

图 1：2019-2020 年煤炭产量.....	3
图 2：秦皇岛 Q5500 市场价及煤炭价格区间.....	4
图 3：我国煤炭供给情况.....	4
图 4：2019-2020 年煤炭月进口量.....	5
图 5：固定资产投资额累计同比.....	7
图 6：制造业 PMI.....	8
图 7：固定资产投资完成额累计同比和实际 GDP 增速.....	8
图 8：中国发电量和第二产业 GDP.....	9
图 9：中国发电量和第二产业 GDP.....	10
图 10：煤价及股价关系图.....	12
表 1：煤炭价格波动区间.....	3
表 2：进口煤历史数量及相关政策一览.....	6
表 3：各省管控煤炭生产政策.....	7
表 4：中央及地方煤炭产能控制政策.....	10
表 5：煤炭产量前十国企占全国原煤产量比重.....	12

1. 受益于国家对供给及进口煤的调控，5月煤价重回绿色区间

2020年3月前受疫情影响，民营和中小煤企复工迟缓，市场供不应求，煤价呈上涨态势。3-4月，下游企业复工复产进度明显低于主产地煤矿的进度，市场供需失衡严重导致煤价持续走低。今年4月10日秦皇岛港Q5500为497元/吨，跌出绿色空间。根据2017年国家四部门签署的《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》中明确指出，以重点煤电企业中长期基准合同价为基础，建立价格异常波动预警机制，当煤价在500-570元/吨绿色区间内运行的时候，不采取调控措施。当跌出绿色空间时，根据《备忘录》要求，国家层面将重点加强市场监测，必要时启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制，对煤炭市场进行干预。

表 1：煤炭价格波动区间

煤炭价格波动区间			
	定性判断	价格区域	政策措施
绿色空间	价格正常	500~570元/吨	发挥市场调节作用，不采取调控措施
蓝色空间	价格轻度上涨或下跌	570元~600元/吨或470~500元/吨	重点加强市场监测，适时采取必要的引导措施
红色空间	价格异常上涨或下跌	600元/吨以上或470元/吨以下	启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制

资料来源：中项网，天风证券研究所

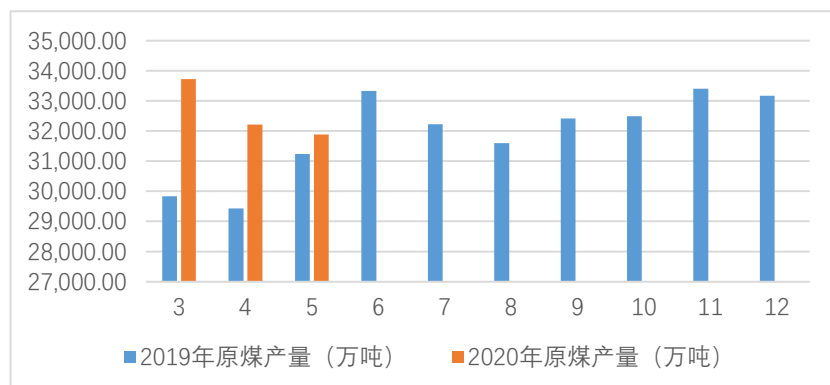
2020年4月，受疫情影响，下游企业复工复产进度明显低于主产地煤矿的进度，供需严重失衡导致煤价承压走低，自2017年来首次跌出绿色区间。煤价承压下政府出手，运用强有力的调控工具，促使煤价于5月重新回到绿色区间。

国家对煤炭供给进行调控主要有如下三个方面：1、发挥进口煤的稳定器调控器功能，收紧煤炭进口政策，对煤炭供给进行调控；2、通过对煤矿安全检查及煤管票控制，限制煤矿供给；3、煤炭协会对煤企减产保价的倡导。

进口煤调控方面，在4月煤价跌出绿色区间后，国家出手发挥进口煤政策调节稳定器的作用，收紧煤炭进口政策，成效显著，5月煤炭进口量环比大幅降低。2020年5月进口煤炭2205.7万吨，较去年同期的2746.7万吨减少541万吨，下降19.70%，较4月的3094.8万吨减少889.1万吨，下降28.73%。与4月相比，5月因煤炭进口量下滑而导致煤炭供给减少的环比减幅为2.5%，有效降低了煤炭供应水平，促进了煤价回升。

煤矿安全检查、煤管票控制及煤炭协会倡导方面，4月之后，受5月两会的召开，产地煤矿安全检查频繁，煤管票管控严格和煤炭协会在持续倡导煤企减产保价的影响，煤企生产受到限制。5月中旬“两会”临近，为保安全要求煤矿在此期间按照核定产能生产，部分区域煤矿出现停产、限产情况；五月下旬，两会期间煤矿安全检查频繁，煤管票管控严格，开工率下降，整体供应缩减。总体来看，2020年5月全国原煤产量3.19亿吨，同比下降0.1%，环比下降1.0%。

图 1：2019-2020 年煤炭产量

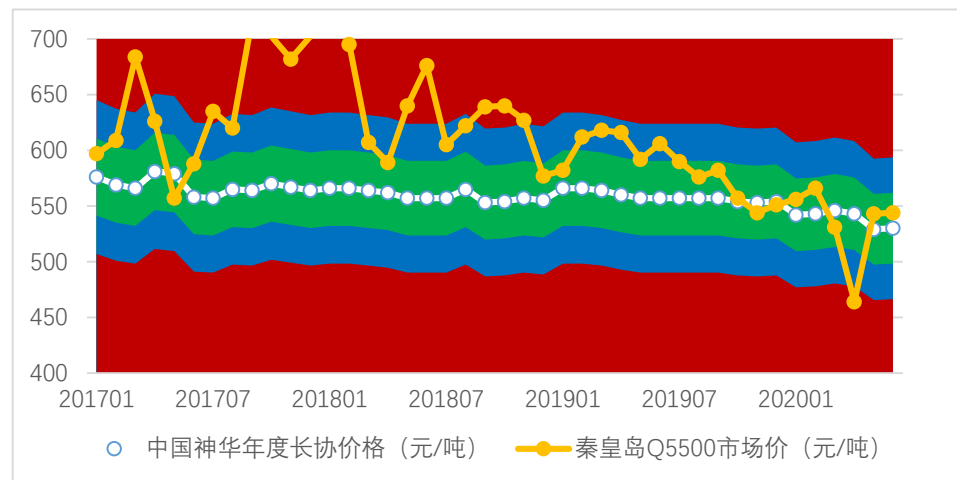


资料来源：wind，天风证券研究所

除国家对供给进行调控，5月煤炭需求也有所上升。5月受气温升高和疫情后复工复产水平上升影响，整体下游用煤需求上升。沿海六大电厂日耗均值为62.68万吨，相较去年同期上升4.15万吨（去年同期为58.53万吨），环比4月份的日耗均值55.39万吨增加7.29万吨。

总体来看，在国家调控下，进口煤政策大幅收紧，同时产地方面煤矿安全检查频繁，煤管票管控严格，煤炭协会倡议煤企减产，煤炭产量受到限制，供给下降；兼下游需求有所上升，5月的煤价重回到绿色空间，并于此后在绿色区间内稳中有涨，截止7月3日，动力煤秦皇岛Q5500价格为585元/吨，处历年同期中位。

图 2：秦皇岛 Q5500 市场价及煤炭价格区间



资料来源：wind，煤炭资源网，天风证券研究所

从历史上来看，2020年4月煤价首次跌出绿色区间，国家迅速出手对煤价进行调控，通过控制供给及收紧进口煤政策，调控效果显著，5月煤炭价格迅速回升到绿色区间内。我们认为本次国家对煤炭价格的调控证明了政府有意愿且有能力将煤炭价格稳定于绿色区间，所采用的调控煤价手段均十分可靠有效。在我国煤炭供给格局相对稳定，且国家可通过对煤炭生产进行一定管控、收紧进口煤政策以实现煤价调控的背景下，我们认为未来煤价将在绿色空间内较稳定波动。未来稳定的煤价将利好煤炭企业的稳健经营及现金流，推动煤炭板块估值上行。

2. 供给趋紧+下半年经济重心抬升，煤价中枢将上行

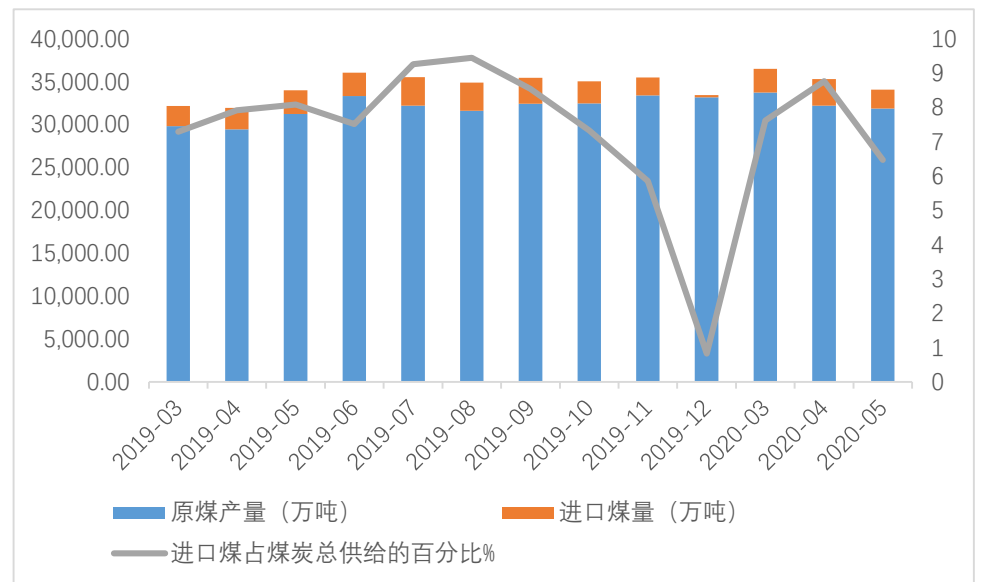
对下半年行业趋势进行预测，供给端来看，5月以来国家对于煤炭产地供给的监管较为严格，进口煤政策也依然趋紧；需求端而下半年国家对于宏观经济的逆周期政策调节有望抬升经济重心，从而拉升电力及对应煤炭需求。综合来看，在供给趋紧，下游需求将得到进一步提升，国家政策方面也对煤价进行调控的背景下，我们认为下半年煤价将较为稳定并处于绿色区间范围内，中枢将较上半年有所提高。下面我们分别从供给及需求端对行业进行分析。

2.1. 进口煤政策：短期政策收紧，煤价调控成效显著

进口煤政策是国家对煤价进行调节的重要手段。通过调节煤炭进口量，政府可实现对煤炭供给的控制，改变煤炭供需结构，从而实现煤价的调节。

进口煤是我国煤炭供给的重要组成部分，2019年以来，我国每月煤炭进口量一般情况下占当月煤炭总供给的8%左右。煤炭进口方面，我国政府采取“有控有进”的动态调节机制，一般通过限制煤质、调节关税及通关时间来实现，其中调节通关时间、暂停部分口岸接卸进口煤、限制进口煤配额等是最常用的手段。

图 3：我国煤炭供给情况



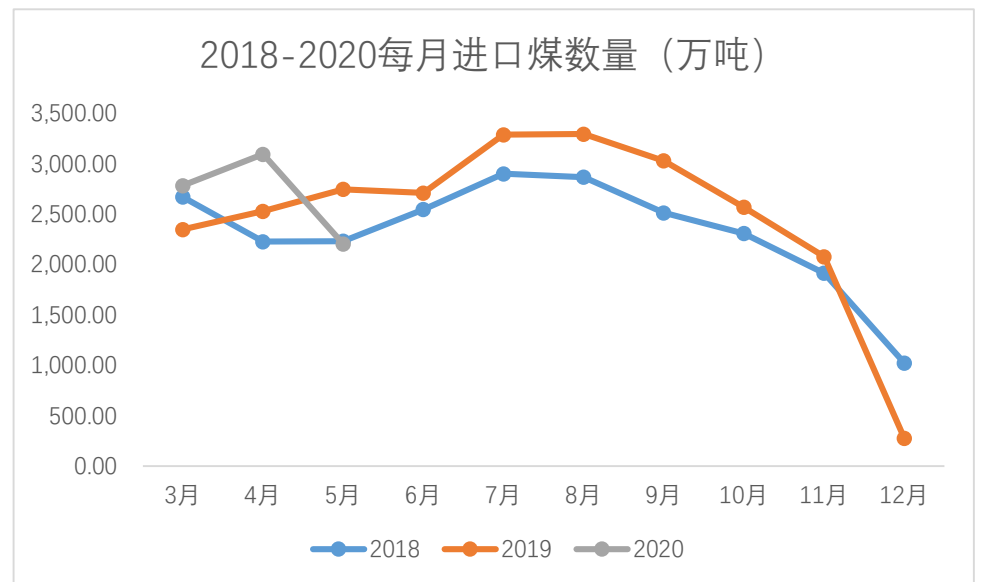
资料来源: wind, 天风证券研究所

目前来看,我国进口煤管控措施较前期明显加严,2019年我国进口煤炭总量3亿吨,12月仅进口277万吨,同比下降73%;环比下降87%。为平抑2019年进口额度,大量进口煤在2020年初集中通关,部分华南港口仅一季度就已使用全年配额的80%。目前进口配额不足,仅允许本地终端企业通关,港口接卸需提前经海关审批。北方部分港口进口煤已经不能进港接卸作业,有个别港口虽然允许报关,但是通关时间延长至四十五个工作日,而且异地报关被禁止。南方广州港、福州港等部分港口,虽然未明令进口煤通关,但进口煤配额使用已经占到了总配额度的80%左右,后续煤炭进口量受到严格控制,各港口接卸都需要提前报海关审批,且通关时间大都维持在四十五个工作日左右。

从目前我国进口煤管控措施明显趋严可看出,态度上国家有意愿进一步发挥进口煤的煤价平衡器作用,通过在一定程度上限制进口煤数量,对煤炭供需结构进行调节,从而实现国内煤价的调控。

由于今年4月煤价首次跌破绿色区间,5月,国家出手持续收紧进口煤政策,限制各地进口配额,导致5月进口煤数量大幅下滑。根据海关总署数据,中国2020年5月份进口煤炭2205.7万吨,较去年同期的2746.7万吨减少541万吨,下降19.70%,较4月份的3094.8万吨减少889.1万吨,下降28.73%。与4月相比,5月因煤炭进口量下滑而导致煤炭供给减少的环比减幅为2.5%,有效降低了煤炭供应水平,促进了煤价回升。本次收紧煤炭进口政策对煤价的调控卓有成效,在进口政策调控下,5月煤价重新回升至绿色区间。

图 4: 2019-2020 年煤炭月进口量



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：进口煤历史数量及相关政策一览

月份	进口煤数量（万吨）	进口煤相关政策
2018-03	2,670.00	
2018-04	2,228.00	重新开启进口煤限制并首度对一类口岸进口煤进行限制，被要求延长通关时间
2018-05	2,233.00	
2018-06	2,547.00	国内资源供应紧张，价格持续上涨，进口煤政策向终端用户适度倾斜，华东华南港口通关时间缩短
2018-07	2,901.00	
2018-08	2,868.00	
2018-09	2,514.00	
2018-10	2,308.00	国家发改委在广州召开沿海六省关于煤炭进口会议，提出煤炭进口平控，进口煤限制再度开启
2018-11	1,915.00	国家发改委在国内进口区域陆续召开进口煤会议，年底之前基本不再安排进口煤炭通关，只有个别保障冬季供电急需有需求电厂，可通过总部向发改委请求豁免
2018-12	1,023.00	
2019-03	2,348.00	
2019-04	2,530.00	
2019-05	2,747.00	
2019-06	2,710.00	海关总署发文公布前 5 个月煤炭进口情况，加强对进口煤管理
2019-07	3,289.00	各地港口限制报关，京唐港，曹妃甸港口额度接近极限
2019-08	3,295.00	
2019-09	3,029.00	多地港口仅允许终端客户报关，部分华东港口延长通关时间
2019-10	2,569.00	
2019-11	2,078.00	南方多港口额度告急，贸易企业禁止报关，生产企业一单一议；北方港口场地紧张，通关时间延长至 60 天以上
2019-12	277.00	全国部分港口停止异地报关，部分港口终端用煤需一船一议
2020-03	2,783.00	华南港口禁止异地报关
2020-04	3,095.00	部分南方港口进口配额已使用近 80%，进口管控收紧。
2020-05	2,205.70	

资料来源：wind，我的钢铁网，天风证券研究所

值得一提的是，在此次国家收紧煤炭进口政策调控煤价前，进口煤政策虽然是国家调节煤价的手段之一，但未得到强有力推行，故该手段对煤价的调控效果及可靠性并未得到确认。我们统计了 2018 年至今的煤炭进口量，发现除每年 12 月因需保证全年进口煤目标、清关速度放慢导致进口煤量大幅下跌外，其他年中月份均煤炭进口量的环比变动均在 600 万吨以内，变动水平较低；而 12 月份下跌的进口数量通常会在第二年年初通过大量进口进行

补偿，对煤炭供需结构的影响不大，说明作为调控工具，进口煤政策此前并未得到强有力推行。本次煤炭价格首次跌出绿色区间，促使政府采取行动，出手有力收紧进口煤政策，成功降低了煤炭供给，推动煤炭回升至绿色区间内，从而证实了进口煤政策作为煤价调节稳定器的可靠性及有效性。

2.2. 产地监管依然趋严，供给端政策存在较强支撑

为深化煤炭供给侧改革，我国各地方通过设置安全生产月、煤管票政策和煤矿智能化改革等方面来实现我国煤炭供给的管控。两会结束后，各地监管依然持续严格的状态。如内蒙古地区“倒查煤炭腐败 20 年”，当地审批不合规的煤矿将被停产，一天一领的煤管票管控依然严格，产量受限严重；陕西地区环保安全等检查频繁，部分煤矿为保安全主动停产检修等。近期各省对于煤炭产量管控的政策如表所示。

表 3：各省管控煤炭生产政策

时间	文件	内容
2020.04.01	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。
2020.05.08	《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，并对违规核增产能项目进行清理。
2020.05.20	《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 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。
2020.06.08	关于进一步落实煤矿企业安全生产主体责任的指导意见》公开征求意见	煤矿安全监管监察执法中要紧盯“关键少数”，重点对煤矿企业主要负责人履职情况进行监督检查，对照“煤矿企业主要负责人安全生产责任清单”检查其是否依法履行安全生产职责，是否存在煤矿安全责任、安全投入、安全培训、基础管理不到位的问题，是否存在安全生产责任制、各项规章制度、操作规程不健全、不落实等根源性问题。

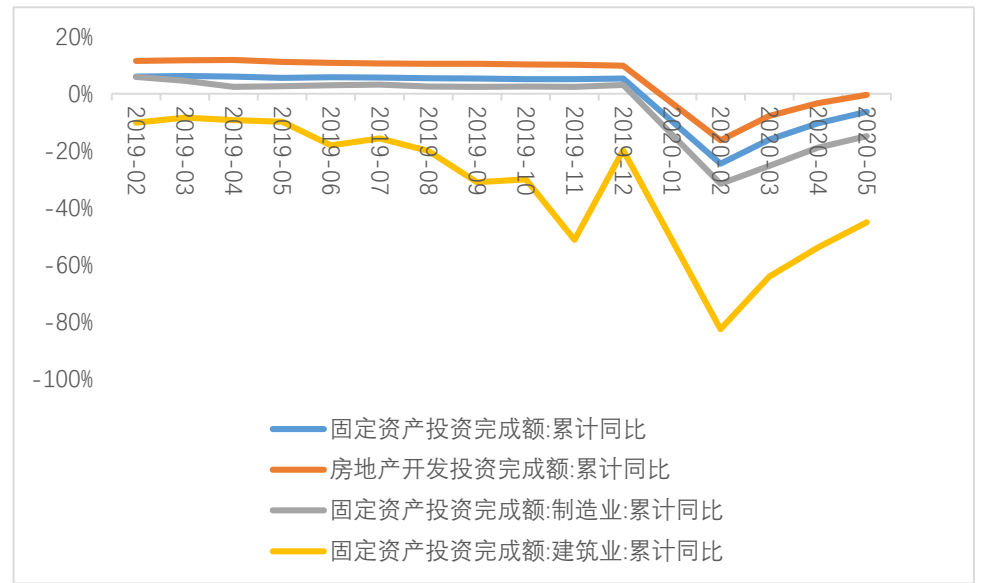
资料来源：wind，煤炭资源网，国家煤炭工业网，新华网，天风证券研究所

政策面来看，各地可通过安全生产月、煤管票政策等对煤炭供给进行限制。短期在各地对于煤炭产量限制政策依然较严格的背景下，预计煤炭供给难以大幅扩张，供给端将在一定程度上有所收紧。

2.3. 逆周期政策调节，下半年煤炭需求将进一步提升

受疫情影响，2020 年 1 月至 5 月我国固定资产完成额总体低于去年同期水平。但从 2 月开始，固定资产投资持续回升，并且不断接近于去年同期。5 月房地产、制造业和建筑业固定资产投资累计同比增速为-0.3%、-14.8%和-45%，较上月分别收窄 3%、4%、8.9%。随着后续政策支持力度的加大，各行业投资额有望回归正常。

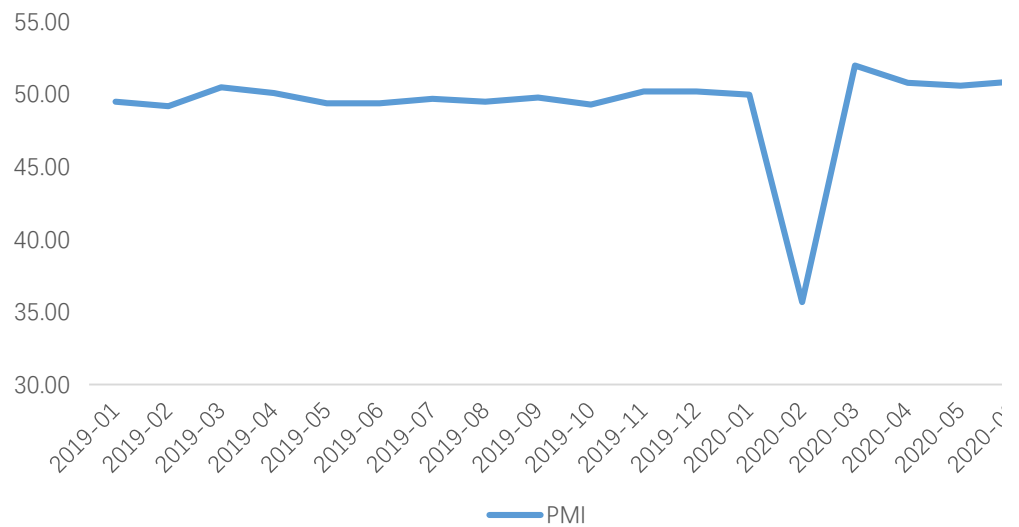
图 5：固定资产投资额累计同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

根据 6 月公布的官方制造业 PMI 为 50.9, 预期 50.4, 前值 50.6。6 月非制造业 PMI 为 54.4, 前值 53.6; 综合 PMI 为 54.2, 前值 53.4, 数据超预期回升, 说明在疫情影响逐步消退及国家逆周期调节政策发力的作用下, 宏观经济在不断好转,

图 6: 制造业 PMI

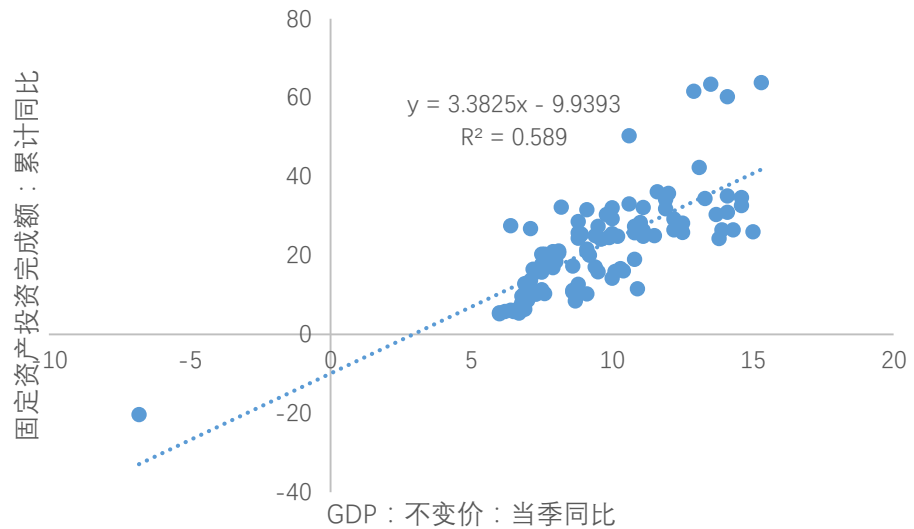


资料来源: wind, 天风证券研究所

2020 年国务院政府工作报告中提出了“积极的财政政策要更加积极有为”和“两新一重”建设。从总量上看, 我国新增财政赤字和抗疫特别国债供给 2 万亿元, 并且要新增减税降费 2.5 万亿元、新增地方政府专项债 1.6 万亿和铁路资金 1000 亿元。用共计 6.2 万亿元的政策支持力度来充分带动投资和消费。

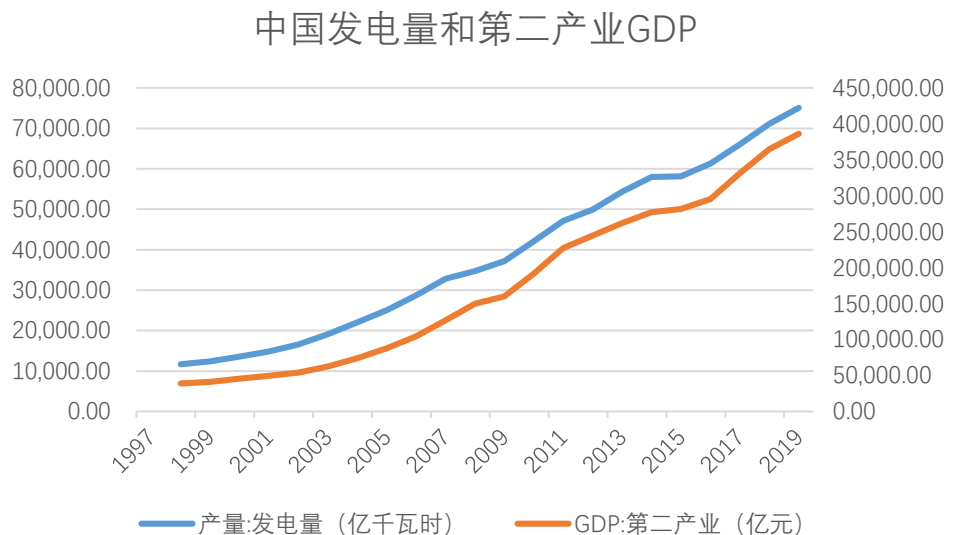
“两新一重”建设, 即新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通、水利等重大工程建设。其中新型城镇化建设提出要新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个; 加强交通、水利等重大工程建设提出要增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。宏观政策所带动的基建投资, 将增大社会对于煤炭下游行业, 如电力、冶金、建材等的消费。

图 7: 固定资产投资完成额累计同比和实际 GDP 增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中国发电量和第二产业 GDP



资料来源：wind，天风证券研究所

通过将我国固定资产投资完成额增速与实际 GDP 的增速进行回归分析，我们发现两者相关系数相对较高，为 0.589（相关系数为 1 表示完全相关）。通过分析发电量与我国第二产业 GDP，我们发现煤炭下游电力需求与第二产业 GDP 相关系数为 0.997，二者间具有强相关性。因此我们认为，固定资产投资将在拉升 GDP 的同时，可提升煤炭下游的发电需求，从而提升社会对于煤炭的需求。

此外，根据 6 月 20 日，中国宏观经济论坛（CMF）发布的报告预测，2020 年 2-4 季度我国实际 GDP 增速分别为 2.5%、6.5%和 7.5%。根据此与此下半年 3、4 季度 GDP 增速将较上半年有较大幅度的提高，说明下游各行业对于煤电的需求也将有所提升。我们预计在国家逆周期调节政策的背景下，下半年经济重心将有所上行，拉升煤炭需求提升，需求中枢将高于上半年水平。

综合来看，在供给趋紧，下游需求将得到进一步提升，国家也在政策方面对煤价进行调控的背景下，我们认为下半年煤价将较为稳定并处于绿色区间范围内，煤价中枢将较上半年有所提高。

3. 供需基本平衡+进口煤政策调控+行业集中度提升，长期煤价将在绿色区间内较稳定波动

长期来看，我国煤炭供给端产能增加相对有限，需求端随经济发展向好将稳定增长，供需结构基本平衡。此外，由于政府可通过进口煤对煤炭供需结构进行有力调控，且行业集中度提升于大型国企，对应企业在听从政府调配进行主动限产方面积极性较高，为政府的煤炭供给侧调控提供了公司层面的基础。综合来看，在供需结构基本平衡且国家对于煤价的调控力度较强的背景下，未来长期煤价稳定在绿色区间将完全可行。

3.1. 供给：煤炭供给侧改革持续，未来三五年新增产能有限

2020 煤炭供给侧改革持续。据发改委，2016-2018 年我国煤炭行业分别淘汰落后产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨及 2.7 亿吨，合计去产能 8.1 亿吨，“十三五”煤炭行业去产能的主要目标基本完成。根据各省市煤炭厅公告显示，2019 年各省仍在去产能，合计淘汰约 0.8 亿吨产能。2019 年 5 月，煤炭工业规划设计研究院发布的《中国煤炭行业“十三五”煤控中期评估及后期展望》报告中指出，预计 2019~2020 年煤炭行业仍将有 1.8 亿吨左右的去产能空间，因此预计 2020 年仍有 1 亿吨的淘汰空间，行业去产能工作将持续推进。国家发改委提出了 2020 年煤炭化解过剩产能工作要点，其中指明尚未完成“十三五”去产能目标任务的地区，在 2020 年底前全面完成，同时对僵尸企业、30 吨/年以下煤矿、环保不达标煤矿提出进一步的整改要求，严格落实产能置换要求。随着先进产能的逐步释放，优质、平价的煤炭驱逐落后低质煤炭的市场，落后产能老旧矿井关停退出意愿增强，仍有部分落后产能亟待淘汰，同时国家煤炭政策没有大量开放的意向，未来煤炭新增产能有限。

6 月 12 日发改委发布关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知。通知要求准确把握 2020 年去产能总体要求，持续推进煤炭上大压小、增优汰劣。严格安全、环保、质量等方面执法，坚决淘汰不具备安全环保条件、不符合产业政策的落后产能。坚持产能置换长效机制，引导低效无效产能有序退出。深入推进煤炭行业“放管服”改革，加快推动在建煤矿投产达产，合理有序释放先进产能，实现煤炭新旧产能有序接替。同时地方政策也不断出台，严控煤炭产量。

表 4：中央及地方煤炭产能控制政策

地方	相关政策	主要内容	发布日期
全国	关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见	2020 年煤矿数量控制在 5000 处以内	2020/6/18
山东	关于开展重点行业节能监察的通知	对全省钢铁、煤炭等 5 个重点行业开展节能监察	2020/5/29
江西	江西省 30 万吨/年以下煤矿分类处置实施方案	要求进一步加大萍乡市 9 万吨/年及以下煤矿关闭力度	2020/4/14
江苏	江苏省削减煤炭消费总量奖补办法	江苏省财政下达减煤奖补 4 亿元，确保完成减煤目标	2020/4/7
湖南	关于进一步淘汰不安全落后小煤矿的意见	坚决关闭 9 万吨/年及以下煤矿；坚决关闭或者出清长期停产停建的 30 万吨/年以下“僵尸企业”煤矿	2019/7/26
山东	山东省煤炭消费压减工作总体方案（2019-2020 年）	要求 2020 年底压减煤炭消费 3600 万吨。	2019/7/22
山西	山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划	目标到 2020 年，煤炭占一次能源消费比重降至 80%。	2018/8/22
...

资料来源：国家煤炭工业网，天风证券研究所

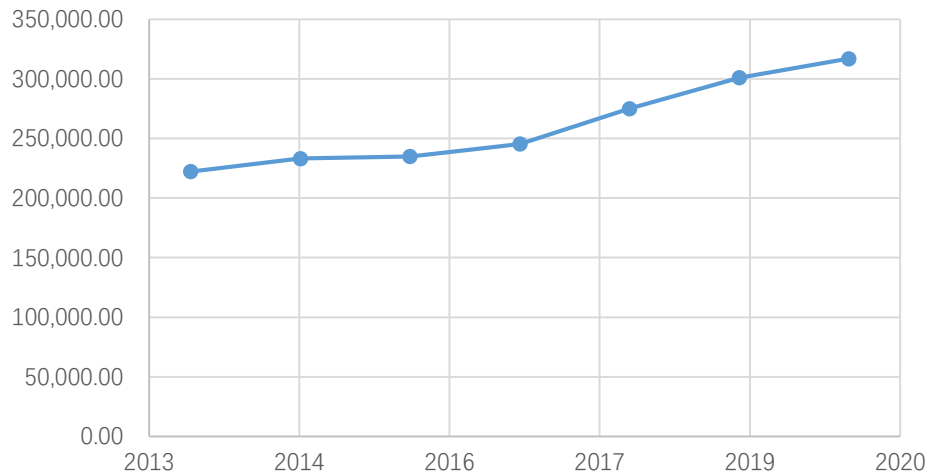
综上所述，我们预计随着煤炭供给侧改革持续，未来三五年内新增产能有限，煤炭产量会维持稳定并且缓慢增长，新增产能进入边际收缩期。

3.2. 需求：国家未来宏观经济向好，带动发电量和煤炭需求

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，经济运行稳中向好的基本趋势不变，全国工业增加值稳步、快速提升。

图 9：中国发电量和第二产业 GDP

全国工业增加值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据中国宏观经济系统模型预测，2020年，我国GDP增长率基本与2019年持平，保持平稳较快发展，就业、物价保持基本稳定，产业结构继续优化，增长质量继续提高。值得注意的是，2020年新冠疫情席卷全球，对世界经济包括中国经济都造成了巨大的负面影响，中国2020年第一季度GDP首次出现了负增长，降幅达6.8%。随着疫情逐步得到控制，国家积极促进复工复产，并且推出一揽子政策促进经济，中国经济正在逐步恢复。

我们认为长期来看，中国市场中长期走势较为乐观：1、中国经济高质量发展引导利用外资进入新阶段，中国大力实施创新驱动战略，努力迈向产业中高端；2、中国正由世界工厂向世界市场转变，强大的市场将支撑宏观经济上行。当前疫情防控呈现形势持续向好、生产生活秩序加快恢复的态势，疫情并没有影响中国开放的步伐，未来三到五年我国宏观经济还将保持较快速的发展水平。

由于发电量和第二产业GDP之间的相关系数为0.9970，相关性较高，我们预计随着宏观经济发展带动第二产业GDP上行，相应电力及煤炭需求也将得到稳定提升。根据世界银行预测，2021年我国实际GDP增速为5.8%，2022年为5.7%。考虑到水电及新能源对于火力发电的挤出效应，我们认为未来煤电需求增速约在3.5%左右。在煤炭新增产能有限，下游需求将得到稳定提升的背景下，行业供需格局将较为平衡稳定。

3.3. 进口煤政策：煤价稳定平衡器，调控效果显著有力

进口煤政策作为煤价的稳定器平衡器，对煤炭供需格局及煤价显著有力的调控效果在上文中已经分析，此处不再赘述。需要重点提及的是，今年5月国家对该工具的应用证实了进口煤这一调控工具的有效性，因此可以预计，未来在煤价波动出绿色区间范围时，国家可使用这一政策，对煤价进行有力的调控，使其重回绿色区间。因此我们认为，在国家有意愿且有能力使用进口煤政策对煤价进行调节的情况下，未来煤价稳定在绿色区间内将大概率可行。

3.4. 煤炭行业集中度提升，限产方面大型煤企积极性相对较高

供给侧改革结束后，全国煤炭行业集中度得到提升，煤炭产量大幅集中于大型国有煤企。2019年1-11月，全国原煤产量有44.37%集中于大型国有煤企。而大型国有煤企在听从政策调配进行限产方面意愿和积极性较高，从而为国家对煤炭供给端进行政策调控提供了公司层面的基础。

表 5：煤炭产量前十国企占全国原煤产量比重

国有大型煤企	2019 年 1-11 月产量占同期全国原煤产量百分比
国家能源集团	13.22%
中煤集团	5.52%
同煤集团	4.62%
陕煤化集团	4.59%
兖矿集团	4.24%
山东能源集团	3.08%
山西焦煤集团	2.73%
国家电力投资集团	2.15%
河南能源集团	2.12%
潞安集团	2.11%
总计	44.37%

资料来源：wind，我的钢铁网，煤炭工业协会，天风证券研究所

煤炭行业集中度提升除了为国家政策面调控提供了公司层面基础外，也有利于煤炭协会倡导煤企减产保价的落实。煤炭协会包括中国煤炭运销协会、中国煤炭工业协会等，中国煤炭工业协会成员包括中煤集团董事、兖矿集团董事、山东能源集团董事等，多为大型国有煤企。此前 4-5 月煤炭协会在调控煤价方面的举措有：4 月 16 日，中国煤炭运销协会致信山西省能源局、内蒙古能源局等，建议主要产煤省市自治区密切关注区域产量超需求释放，引导煤企根据市场形势变化及时调整煤炭产量计划，降低生产强度，以需定产，逐步消化煤炭库存；4 月 18 日，煤炭运销协会等各部门纷纷发表关于稳定市场的倡议书，呼吁各大煤企在煤炭销售过程中不以价换量，不使用无底线优惠手段挤占市场，不进行市场倾销，实施减产保价策略，稳定煤炭市场。

行业集中度提升且集中于大型国企，这些企业在听从调配主动进行限产方面，积极性和意愿均相对较高，为国家对于煤炭供给侧调控及煤炭协会对于减产保价倡议提供了公司层面的基础，可对政府进行煤价调控起到一定辅助支撑作用。

综上所述，长期来看，我国煤炭供给端产能增加相对有限，需求端随经济发展向好将稳定增长，供需结构基本平衡。此外，由于政府可通过进口煤对煤炭供需结构进行有力调控，且行业集中度提升于大型国企，对应企业在听从政府调配进行主动限产方面积极性较高，为政府的煤炭供给侧调控提供了公司层面的基础。综合来看，在供需结构基本平衡且国家对于煤价的调控力度较强的背景下，未来长期煤价稳定在绿色区间将完全可行。

4. 煤炭行业估值分析：煤价趋于稳定，公司进入业绩稳定期，估值存在较大提升空间

一直以来，煤炭行业公司的业绩与煤价息息相关：煤炭行业属于重资产，一次性投资之后，往后每年的折旧，人工等费用变化不大，因此价格的变化将直接影响公司业绩。分析历史煤炭板块股价与煤价的关系，我们发现主要可以分为三个阶段：

第一阶段：2016 年前，煤炭板块股价领先煤价变动。此阶段导致煤价变化的主要因素在需求端，宏观预期对股价的影响较大。如煤炭板块股价自 2004 年 1000 点上升至 2007 年 4532 点，煤价自 2004 年 428 元/吨上升至 2008 年 1045 元/吨，股价变动领先于煤价。

第二阶段：2016-2018 年，受供给侧改革推动，煤炭供给端收缩，煤价上涨，拉升煤炭板块公司业绩，股价上行。此阶段煤价与股价变动趋势一致且变动时间相差不大。

第三阶段：2018 年后，煤价与股价间关系钝化。煤价较为稳定；受市场估值下降，及对煤价的悲观预期等因素影响，股价有所下跌。

图 10：煤价及股价关系图



资料来源：wind，天风证券研究所

从上文的分析可知，短期来看，下半年受益于供给受限、需求随经济重心提升而提升，煤价中枢将较上半年有所上行，拉升煤炭板块公司业绩。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期。随着煤炭行业公司实施稳定高分红政策。煤炭板块防御属性变强，向类公共事业发展。因此我们预计宏观悲观预期对于估值的影响将缓慢消除，煤炭板块估值水平有望进一步增长。

重点推荐公司：

1、高股息行业龙头：陕西煤业（资源优质、盈利水平高、新增产能提升公司成长性），中国神华（煤电运一体化，盈利水平高，经营业绩稳健）；

2、高弹性标的：金能科技（与石化联合覆盖，PHD、炭黑项目打开公司成长空间）

建议关注公司：山煤国际（新能源转型布局 HJT 光伏电池，业绩成长性高）

5. 风险提示

5.1. 煤炭需求不及预期风险

得益于疫情影响的减轻，随着下游企业复工复产进度推进，对煤炭的需求会逐步回到往年正常水平。但各地复工进度不一，部分企业仍在观望状态，因此可能存在复工复产进度偏慢，导致最终煤炭需求不及预期的风险。若煤炭需求不及预期，煤炭供给得不到有效的出口，对行业的供需结构将产生不利影响。

5.2. 进口煤管控力度不及预期风险

2020年4月煤价跌出绿色空间，进口煤政策在调节煤价的过程中起到了至关重要的作用。但是市场是复杂的，煤炭价格往往是多种外界因素综合作用的结果而非进口煤政策单一作用导致的。在接下来的煤价调控中，由于外在环境的不断变化，可能出现进口煤管控力度不及预期的风险，导致煤价脱离管控，对行业的稳定产生负面影响。

5.3. 去产能计划不及预期风险

自2016年煤炭工业去产能工作启动以来，随着去产能效果逐步显现，我国的煤炭供给结构持续优化，供给质量稳步提升，煤炭产业效益快速提升。随着去产能工作的逐步深入，剩余去产能空间会越来越小，相应去产能的难度也逐步提升，从而产生去产能计划不及预期的风险。若去产能不及预期，将会限制先进产能的替代，从而一定程度限制行业发展。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com