

进口大幅增加，需求有抬升预期

—煤炭行业深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2023 年 7 月 30 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 核心观点

动力煤市场：原煤产量方面，2022 年以及 2023 年整体增速相对平稳，2023 年同期相较于 2022 年增速有所回落。与需求增量进行对比发现，用电量增速增长缓慢；产地口径端，铁路发运量增速高于原煤产量增速。整体上有效供给有限。

由于长期的零关税政策，外加今年国际形势，创造煤炭需求的国家中，中国对于煤炭进口量需求较大。当前的高进口态势使得库存积累，海外供给的增量如果持续增加，短期内供过于求的态势仍将延续。2023 年，美国联邦利率将维持高位，海外煤炭低价倾销的态势不会有较大改变。进口大增是压制动力煤价格的主要原因。

化工、建材方向的动力煤的消费量今年仍有小幅增长，超过了供给增量增速。后续在政策端的助力下，有望支撑价格上行。

焦煤市场：供给瓶颈的打破同样在于进口端。2023 年开始，焦煤的生产端数据保持稳定，国内焦煤月度供应量相对稳定，但在进口方面，蒙古焦煤进口量大幅增加，相较于去年同期，前四月进口增量增加近 1200 万吨。蒙煤替代主焦煤，其他煤品种有细分机会。

钢铁行业平控稳定推进。2021 年起钢铁行业开启平控，行业无论主动或被动在过去两年均完成了平控的目标，与焦煤而言，钢铁是其下游，因此平控可能使得焦煤需求预计回落。结合相关数据，焦炭产量增速高于生铁产量增速，因此焦煤需求也将有所提升。。

❖ 投资建议

动力煤方面，建议关注受益于中特估概念，估值及分红依然较具吸引力的龙头公司：中国神华、中煤能源；

焦煤方面，由于主焦煤此轮受到进口蒙煤的冲击效应最为强烈，二是下游需求通过分析，在逐渐恢复中，钢材建材等需求催化细分焦煤品种涨价，结合地域优势，可以重点关注盘江股份、冀中能源、开滦股份。

❖ 风险提示

需求不振、煤价大幅下跌等。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

一、 投资观点.....	6
二、 行业基本面分析.....	7
2.1 价格回顾：进口大幅反弹，价格下跌明显.....	7
2.1.1 动力煤：整体波动下行，六月后迎来小幅反弹.....	7
2.1.1.1 动力煤港口价：北方港跌幅超过 400 元/吨.....	7
2.1.1.2 动力煤坑口价：受进口影响，内蒙坑口价提前下跌.....	8
2.1.2 焦煤：三月后，焦煤价格普遍下跌.....	9
2.1.2.1 主焦煤：跌幅最为明显.....	9
2.1.2.2 其余品种焦煤：跌幅略弱于主焦煤.....	9
2.2 供给端：保供政策持续发力，进口端贡献核心增量.....	10
2.2.1 政策：保供稳价共同发力，煤炭储备能力持续加强.....	10
2.2.2 库存：上半年类库效应明显，六月后库存消耗速度加快.....	10
2.2.3 进口：海外低价倾销，煤炭进口大幅增加.....	12
2.2.3.1 进口增量：集中在蒙古、印尼.....	12
2.2.3.1 内外价差：海外煤价的下跌幅度高于国内，国内煤价回落.....	13
2.3 需求端：表观消费量增速放缓，六月后需求有抬升预期.....	13
2.3.1 动力煤.....	13
2.3.1.1 煤炭发电需求增速放缓，六月用电量增加.....	13
2.3.1.2 钢铁建材需求有提振预期，政策利好黑色系提价.....	14
2.3.2 焦煤及煤化工：下游需求提振将是较快受益品种.....	15
三、 市场展望.....	16
3.1 动力煤市场展望：需求若释放，有反弹预期.....	16
3.1.1 原煤产量增速平稳，有效供给有限.....	16
3.1.2 化工建材需求有望支撑价格反弹.....	17
3.1.3 进口大增是压制动力煤价格的主要原因.....	18
3.2 焦煤市场展望.....	19
3.2.1 供给瓶颈同样在进口端，蒙煤是主要制约因素.....	19
3.2.2 蒙煤具备成本优势，其他品种煤或有机会.....	20

3.2.3 钢铁行业平控，焦煤需求或有提升	21
四、 市场展望：重点关注细分焦煤相关机会	22
4.1 板块涨跌表现	22
4.2 投资机会分析	24
风险提示	25

图表目录

图 1: 动力煤 Q5500 秦皇岛港口价 (元/吨)	7
图 2: 动力煤 Q5500 宁波港场地价 (元/吨)	7
图 3: 动力煤 Q5500 榆林坑口价 (元/吨)	8
图 4: 动力煤 Q5200 内蒙古坑口价 (元/吨)	8
图 5: 主焦煤京唐港山西库提价 (元/吨)	9
图 6: 焦煤甘其毛都蒙古库提价 (元/吨)	9
图 7: 京唐港瘦煤场地价 (元/吨)	9
图 8: 内蒙 1/3 焦煤库提价 (元/吨)	9
图 9: 六大发电集团煤炭库存量 (万吨)	11
图 10: 秦皇岛港口库存 (万吨)	11
图 11: 北方港库存合计 (万吨)	11
图 12: 全国煤炭库存 (万吨)	11
图 13: 煤炭进口量历年对比 (吨)	12
图 14: 煤炭进口量 1-5 月对比 (吨)	12
图 15: 1-5 月各国进口量对比 (吨)	12
图 16: 进口煤品种价格对比 (元/吨)	12
图 17: 海内外煤炭价格跌幅对比	13
图 18: WB 对 2023 年 GDP 各国预测值	13
图 19: 历年 1-5 月全社会用电量 (亿千瓦时)	14
图 20: 1-5 月焦煤表观消费量对比 (吨)	14
图 21: 粗钢产量当月同比 (%)	14
图 22: 1-5 月住宅新开工面积 (万平方米)	15
图 23: 唐山高炉开工率 (%)	15
图 24: 甲醇价格走势 (元/吨)	15
图 25: 尿素全国库存 (万吨)	15
图 26: 原煤产量月度数据 (万吨&%)	16
图 27: 原煤产量增速与用电量增速 (%)	16
图 28: 原煤产量增速与铁路发运 (%)	17
图 29: 原煤产量增速与火电发电量增速 (%)	17
图 30: 化工方向动力煤消费量 (万吨)	17
图 31: 建材方向动力煤消费量 (万吨)	17
图 32: 月度制造业 PMI (%)	18
图 33: 美国联邦基金利率 (%)	18
图 34: 焦煤月度供应量 (万吨)	19
图 35: 焦煤月度进口总量 (万吨)	19
图 36: 焦煤月度进口量: 蒙古 (千克)	19
图 37: 焦煤月度进口量: 俄罗斯 (千克)	19
图 38: 蒙古与内蒙焦煤价格对比 (元/吨)	20
图 39: 生铁产量增速 (%)	20
图 40: 焦炭产量增速 (%)	21
图 41: 粗钢产量增速 (%)	21
图 42: 钢厂焦煤库存 (万吨)	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



图 43: 港口焦煤库存 (万吨)	21
图 44: 各行业板块半年度表现 (%)	22
图 45: 细分板块-焦煤	23
图 46: 细分板块-动力煤	23
图 47: 分板块六月涨跌幅对比	24
图 48: 细分板块季度涨跌幅对比	24

表 1: 截至当前动力煤涨跌幅前五	24
表 2: 截至当前焦煤涨跌幅前五	25

一、投资观点

动力煤市场：

原煤产量方面，2022年以及2023年整体增速相对平稳，2023年同期相较于2022年增速有所回落。与需求增量进行对比发现，用电量增速增长缓慢；产地口径端，铁路发运量增速高于原煤产量增速。整体上有效供给有限，供给增速大于需求增速。

由于长期的零关税政策，中国对于煤炭进口量需求较大。海外供给的增量如果持续增加，短期内供过于求的态势仍将延续。2023年，美国联邦利率将维持高位，海外煤炭低价倾销的态势不会有较大改变。进口大增是压制动力煤价格的主要原因。

化工、建材方向的动力煤的消费量今年仍有小幅增长，超过了供给增量增速。后续在政策端的助力下，有望支撑价格上行。

焦煤市场：

供给瓶颈的打破同样在于进口端。2023年开始，焦煤的生产端数据保持稳定，国内焦煤月度供应量相对稳定，但在进口方面，蒙古焦煤进口量大幅增加，相较于去年同期，前四月进口增量增加近1200万吨。蒙煤替代主焦煤，其他煤品种有细分机会。

钢铁行业平控稳定推进。2021年起钢铁行业开启平控，行业无论主动或被动在过去两年均完成了平控的目标，与焦煤而言，钢铁是其下游，因此平控可能使得焦煤需求预计回落。结合相关数据，焦炭产量增速高于生铁产量增速，因此焦煤需求也将有所提升。

通过以上分析，我们可以分板块得出以下投资建议：

在动力煤方面，

从上涨的个股可以看出，大型企业在资金、手续流程上相比中小企业更有优势，产能扩张更快，涨幅相对靠前。煤炭股盈利稳定性高且持续高分红的公司，在估值抬升方面具有优势。以中国神华为例，从2021年11月以来的估值提升，证明“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升，正在带来正向的效应。价格在需求提振和政策端催化中，上半年涨幅在细分板块中最好。其中受益于中特估概念，在投资机会的选择上，建议关注估值及分红依然较具吸引力的龙头公司：中国神华、中煤能源；

焦煤板块中，从上涨的个股可以看出，辽宁能源、盘江股份在上半年涨幅相对较好，而华阳股份、兰花科创等公司跌幅相对较大。分析原因主要有两点，地域上，进口端的冲击主要集中在华北和西北等区域，盘江股份、辽宁能源和冀中能源等公司受到冲击相对较小，辽宁能源港口端价格相对具备优势。此外，煤品种具备细分优势，优势煤品种差异化抵抗了此轮进口冲击。投资机会上，主焦煤受到进口蒙煤的冲击效应最为强烈，二是下游需求通过分析，在逐渐恢复中，钢材建材等需求催化细分焦煤品种涨价，可以重点关注盘江股份、冀中能源、开滦股份。

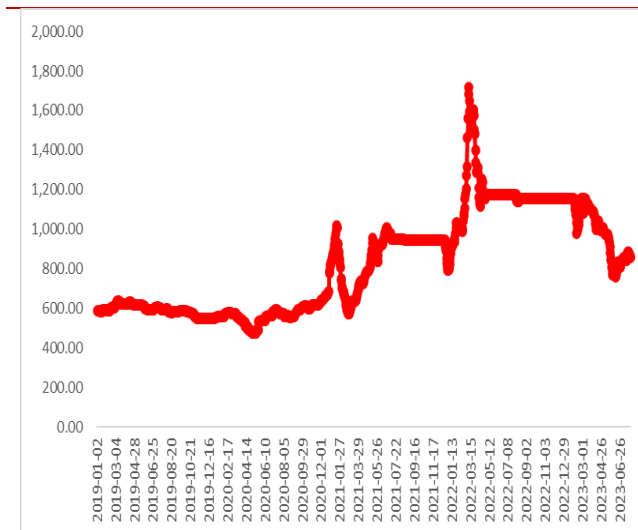
二、行业基本面分析

2.1 价格回顾：进口大幅反弹，价格下跌明显

2.1.1 动力煤：整体波动下行，六月后迎来小幅反弹

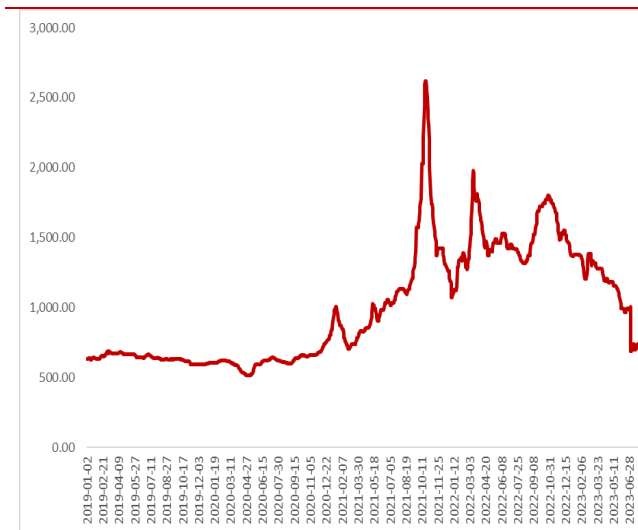
2.1.1.1 动力煤港口价：北方港跌幅超过 400 元/吨

图 1：动力煤 Q5500 秦皇岛港口价（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 2：动力煤 Q5500 宁波港港口价（元/吨）



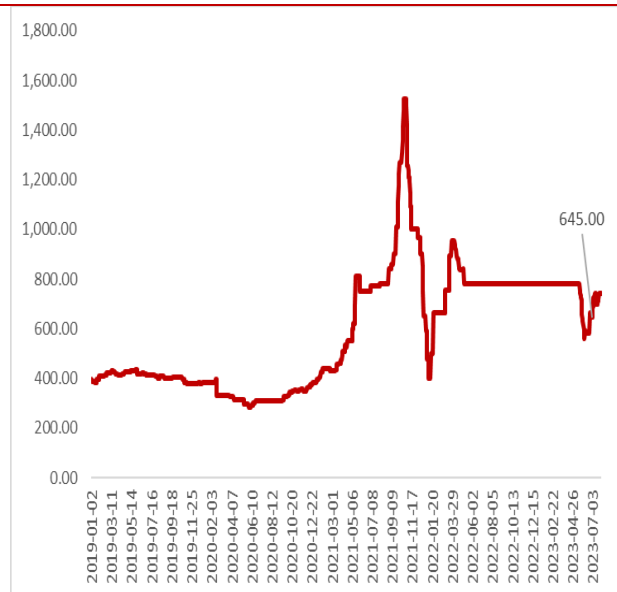
资料来源：iFind，川财证券研究所

从图 1-图 2 可以看出，2023 年初至今，南方港和北方港的价格均出现较大幅度下跌。其中，Q5500 秦皇岛动力煤的价格下跌幅度超过 400 元/吨，跌幅明显。南方港方面，宁波港 Q5500 动力煤价格跌幅同样较大，但整体幅度略低于秦皇岛价格。

从图中可以看出，今年以来动力煤价格出现下跌，主要是两个阶段，分别是三月前和三月后。三月之前，主要是受到春节假期期间，工业用煤需求转弱，煤价承压下行，前三个月也是上半年跌幅最显著的一个阶段。三月之后，受到内蒙古阿拉善矿难的相关影响，生产端安全检查变得更加严格，内蒙相当一部分煤矿的产量受到影响，供应量出现减少，煤价出现了小幅反弹。之后一直到六月中下旬，在增产保供背景下，国际煤价下行，煤炭进口量出现大幅增加，库存增加，煤价支撑持续减弱，整体波动下行，从六月中旬以后，煤炭价格在需求端的刺激下，又迎来了小幅反弹。

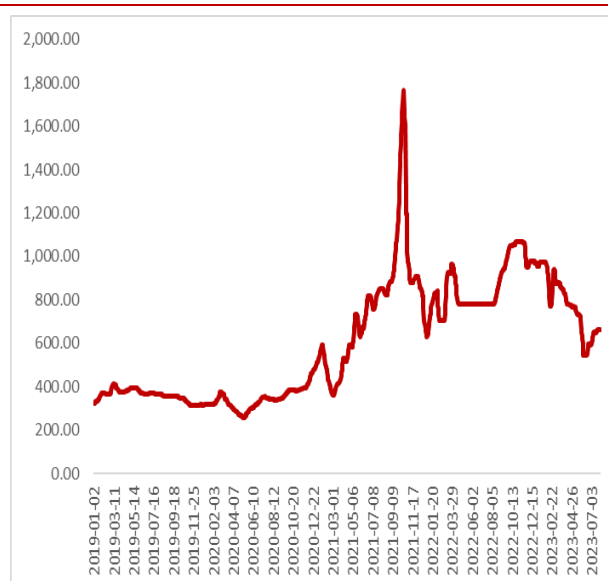
2.1.1.2 动力煤坑口价：受进口影响，内蒙坑口价提前下跌

图 3：动力煤 Q5500 榆林坑口价（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 4：动力煤 Q5200 内蒙古坑口价（元/吨）



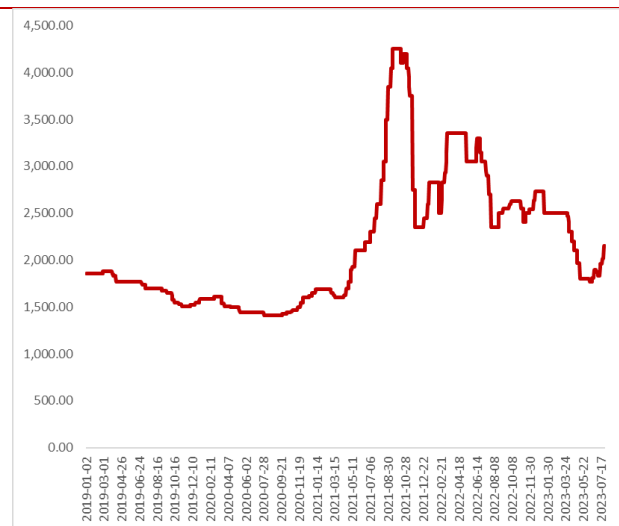
资料来源：iFind，川财证券研究所

根据图 3-图 4，榆林和内蒙作为主要的两个生产场地，选择这两个价格作为坑口价指标进行分析，一是蒙古进口对内蒙场地价的影响最为直接，二是榆林产区今年产量受到安监、环保的影响相对较小。从数据来看，在蒙古今年陆运通畅后，蒙煤进口量的增加使得内蒙坑口价出现快速下跌，三月份到四月份，两个月跌幅超过 200 元/吨，榆林地区坑口价在四月后，也迎来下调。此外，进入六月后，随着用电高峰逐渐来临，库存有一部分消耗，焦煤价格整体迎来小幅反弹。

2.1.2 焦煤：三月后，焦煤价格普遍下跌

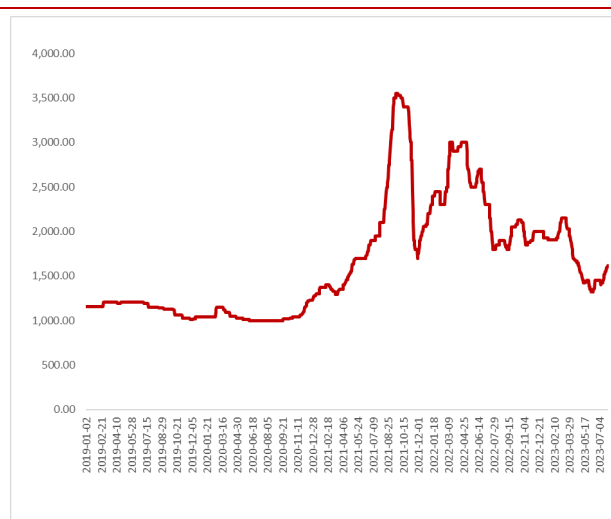
2.1.2.1 主焦煤：跌幅最为明显

图 5：主焦煤京唐港山西库提价（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 6：焦煤甘其毛都蒙古库提价（元/吨）

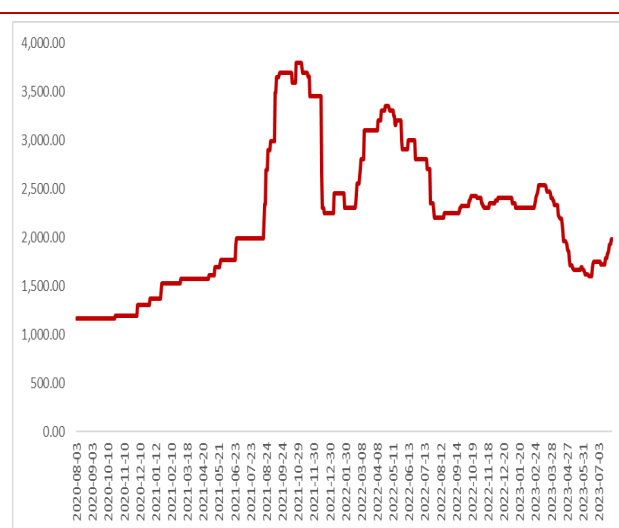


资料来源：iFind，川财证券研究所

如图 5-图 6，焦煤方面，以主焦煤价格进行分析，京唐港山西库提价下降明显，蒙古煤价格低价也使得国内焦煤价格加速下跌。5 月之后，焦煤价格逐渐趋稳回调。前期供应端受蒙煤进口影响较多，通关量上升带来供应增加预期，供给端支撑不足。产量和库存都维持高位，使得焦煤价格整体呈现下跌态势。

2.1.2.2 其余品种焦煤：跌幅略弱于主焦煤

图 7：京唐港瘦煤场地价（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 8：内蒙 1/3 焦煤库提价（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

根据图 7-图 8 数据，瘦煤、1/3 焦煤等品种，走势相近，均在三月开始下跌，六月迎来

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

反弹。但通过比较发现，与主焦煤相比，跌幅相对较小，进入六月份，反弹幅度也强于主焦煤，有一定的价格优势。

2.2 供给端：保供政策持续发力，进口端贡献核心增量

2.1.2.1 政策：保供稳价共同发力，煤炭储备能力持续加强

双碳政策指导下，煤炭消费增长受限。2021 年 10 月，《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》两份纲领文件发布，明确“十四五”时期将严控煤炭消费增长，2025 年非化石能源消费比重达到 20% 左右，2030 年非化石能源消费比重达到 25% 左右，2060 年非化石能源消费比重达到 80% 以上。

2019 年以来核准新建煤矿产能规模减小。根据国家发改委、能源局核准批复的煤矿项目情况来看，2019 年以来，新建煤矿产能规模缩减。而且自 2022 年 7 月《国家能源局关于内蒙古上海庙矿区长城二号煤矿二期工程项目核准的批复》以来已近一年无新建煤矿项目批复。

2022 年之后，国内对煤炭保供稳价方面持续发力，一方面，着力增产，推进煤炭生产企业加大对煤炭产业的投入和研发创新力度，促进行业的进步和增效。另一方面，政策为保障煤炭市场供应稳定保驾护航，通过价格端的稳定，来推进行业的高质发展。

2022 年 2 月，国家发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，设定了重点地区煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间；

2022 年 3 月，国家能源局印发《2022 年能源工作指导意见》，指出加强煤炭煤电兜底保障能力；统筹资源接续和矿区可持续发展；

2022 年 4 月，国务院常务会议提出要优化煤炭生产、项目建设等核准政策，充分释放先进产能，2022 年将新增煤炭产能 3 亿吨；

2022 年 4 月，国家发改委、国资委、国家能源局等三部门联合提出，要求煤炭生产企业要严格按照不低于年度煤炭产量的 80% 签订中长期合同，严格落实煤炭中长期交易价格政策要求；

2022 年 5 月，中国人民银行增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力；

2023 年 5 月，国务院关税税则委员会宣布，自 2023 年 4 月 1 日至 12 月 31 日，继续对煤炭实施税率为零的进口暂定税率。

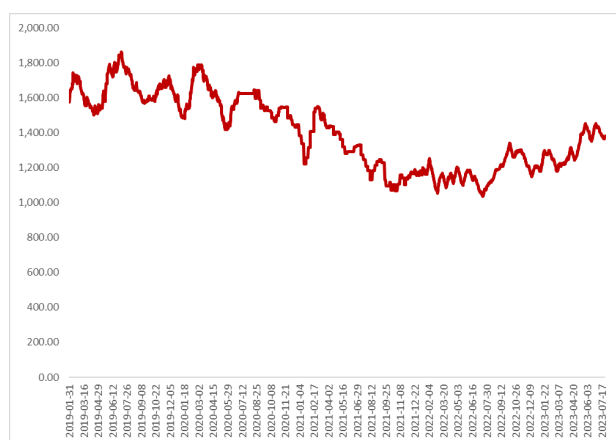
2023 年 7 月，六部门联合印发关于推动现代煤化工产业健康发展的通知，要求进一步强化煤炭主体能源地位，推动现代煤化工产业（不含煤制油、煤制气等煤制燃料，下同）高端化、多元化、低碳化发展。

2.2.2 库存：上半年类库效应明显，六月后库存消耗速度加快

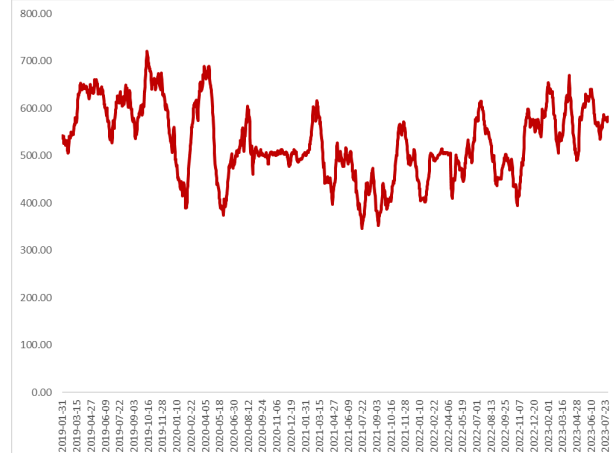
根据图 7-图 10 相关数据，从库存端来看，六大发电集团煤炭库存、主流港口库存、全

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

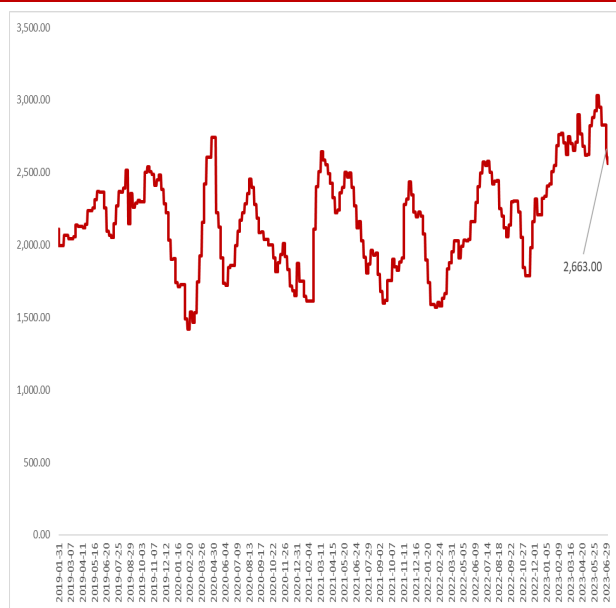
国煤炭总库存等在 2023 年后在持续上涨，与 2022 年同期进行比较，库存数据高于去年同期，6 月之前累库效应明显，截至 5 月底，全国煤炭库存同比增加将近 500 万吨。可以看到库存持续上涨对煤价压制作用明显，是煤炭价格在 6 月前持续下跌的主要原因。但是进入暑期用煤高峰后，由于港口库存最先消耗，我们也看到港口库存在六月以后，煤炭库存消耗速度明显加快，主要原因有以下两点，一方面，民用电高峰在需求端的加速消耗，使得煤炭价格也有了一定支撑；另一方面，港口利润持续到挂，使得下游采购商采购意愿减弱，港口库存最先消耗，使得港口库存消耗速度快于全国煤炭库存整体消耗速度。

图 9：六大发电集团煤炭库存量（万吨）


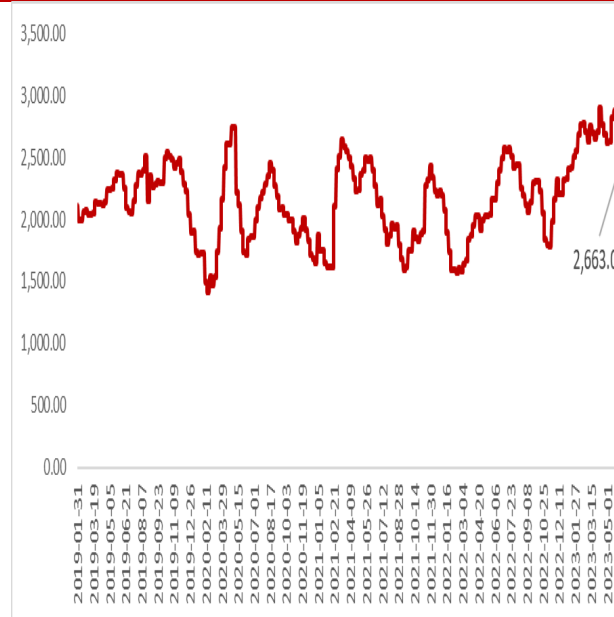
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 10：秦皇岛港口库存（万吨）


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 11：北方港库存合计（万吨）


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 12：全国煤炭库存（万吨）


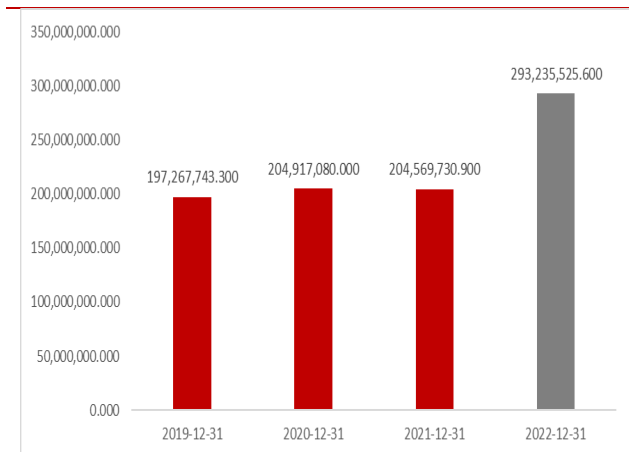
资料来源：iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

2.2.3 进口：海外低价倾销，煤炭进口大幅增加

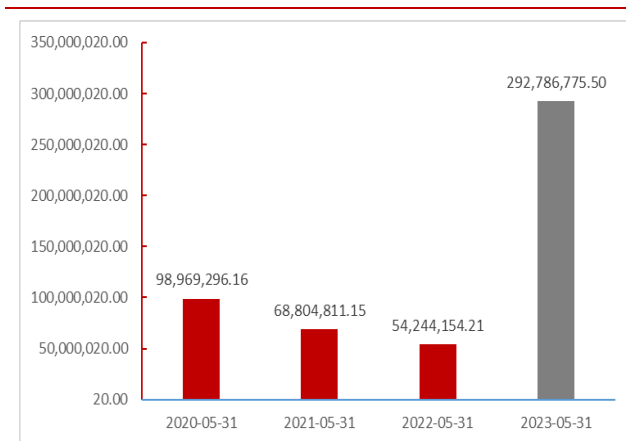
2.2.3.1 进口增量：集中在蒙古、印尼

图 13：煤炭进口量历年对比（吨）



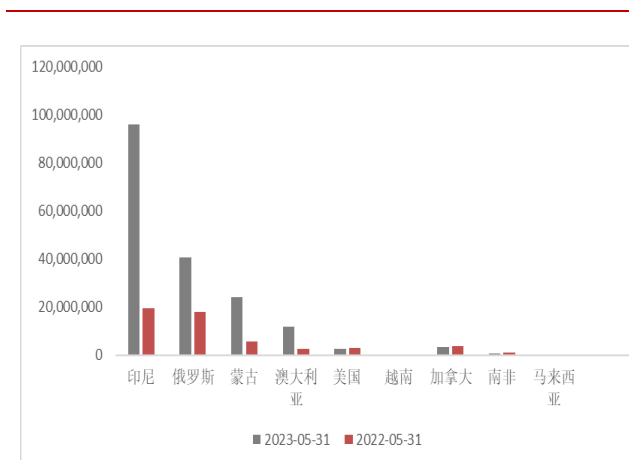
资料来源：iFind，川财证券研究所

图 14：煤炭进口量历年对比（吨）



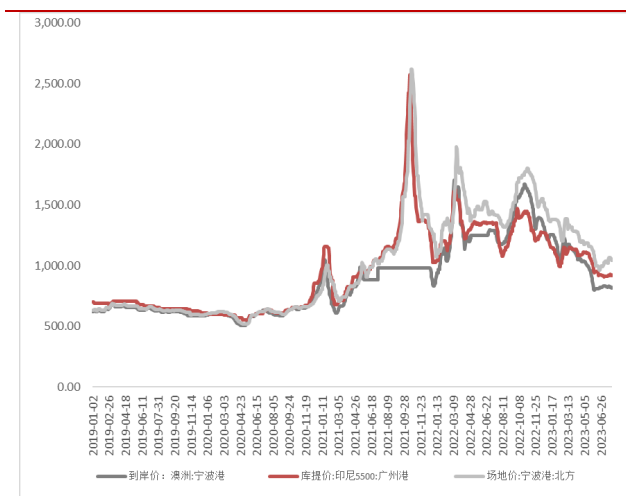
资料来源：iFind，川财证券研究所

图 15：近两年各国进口量对比（吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 16：进口煤品种价格对比（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

库存涨幅明显，主要原因还是在于今年我国煤炭进口量大增。2023 年我国煤炭进口量大幅反弹，2022 年我国煤炭进口量为 2.93 亿吨，同比减少 9%。2023 年 1-5 月我国累计进口煤炭超过 2.92 亿吨，基本持平去年一整年的煤炭进口量。此外，煤炭进口的过快增加，使得煤炭供需平衡较快被打破，库存上累较为明显，海外进口受限严重。6 月份，煤炭社会库存同比增加将近 5000 万吨，煤炭进口量的增加使得上半年煤炭供应整体充足。

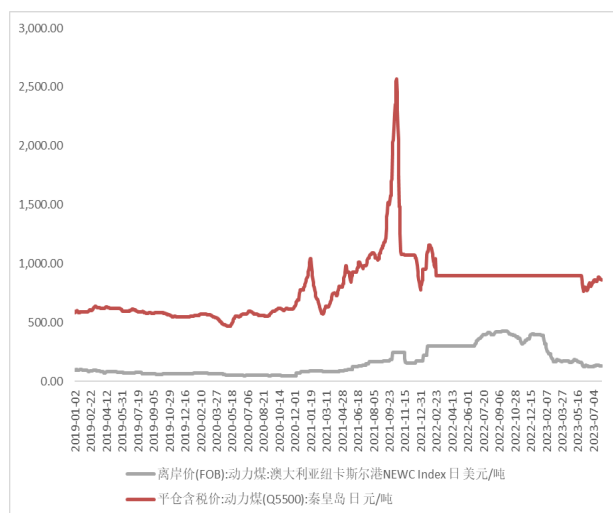
从图 11-图 14 中可以看出，上半年国内煤价持续高于海外，使得进口数据较去年有较大幅度增长，海外进口受限的逻辑被打破。总之海外低价的倾销，使得供给逻辑出现

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

瑕疵，进口端的冲击使得库存累积效应增强，煤价偏弱运行。

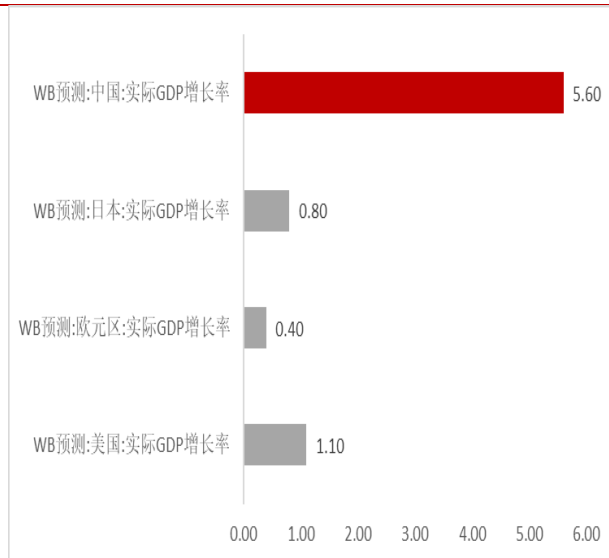
2.2.3.1 内外价差：海外煤价的下跌幅度高于国内，国内煤价回落

图 17：海内外煤炭价格跌幅对比



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 18：WB 对 2023 年 GDP 各国预测值



资料来源：iFinD，川财证券研究所

在进口贸易煤方面，蒙古、南非、澳洲以及俄罗斯出口均有所提升，中国和蒙古的公路运输在 2023 年成为煤炭进口的助力，进口量得到大幅提升。南非、澳洲等国今年煤炭的出口量也在提升。2023 年，中国作为世界煤炭的主要出口国，煤炭需求得到满足，中国煤炭的通胀水平得到有效缓解。

根据图 15-图 16，中国经济将以 5.6% 的实际增速拉动全球经济增长。整体上中国经济以及处于复苏态势，海外主流煤炭贸易国家中，仅有印度的 GDP 预测值高于中国。这也使得国外对中国煤炭在 2023 年进口大幅增加，煤炭在世界范围内价格走低，海外煤价的下跌幅度远远高于国内，进口煤价走低使得国内煤炭价格回落。

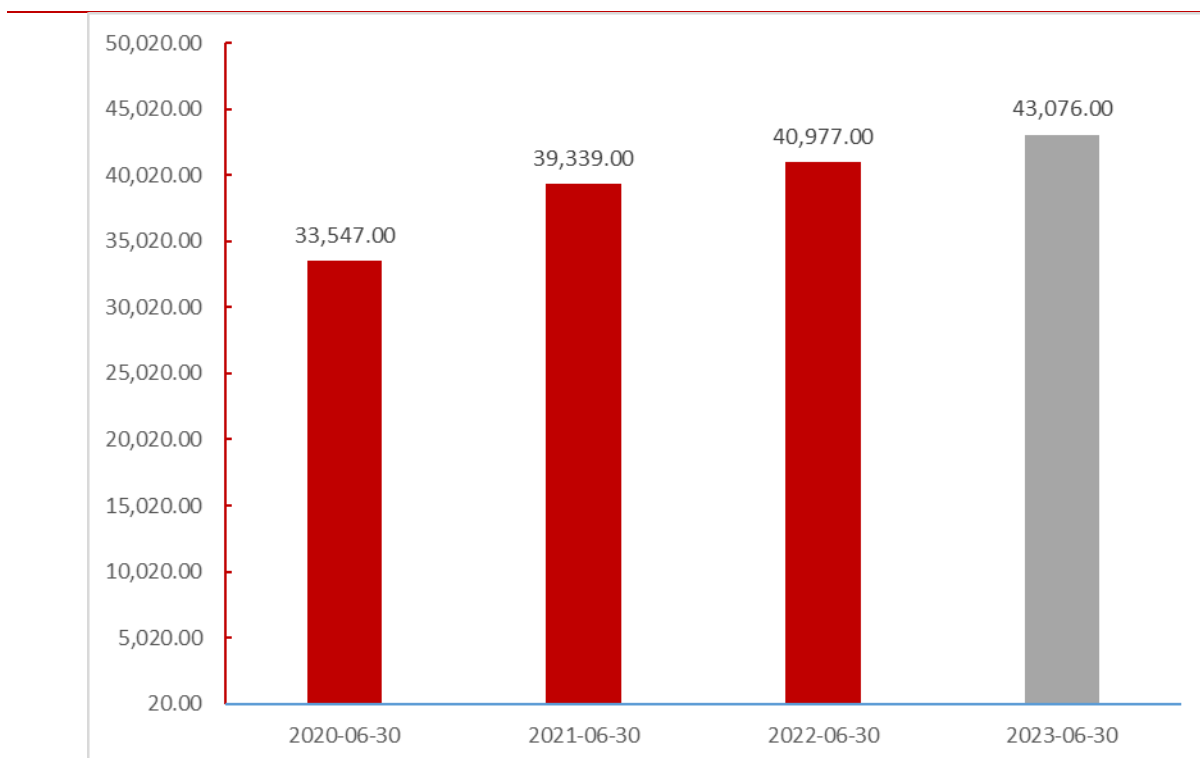
2.3 需求端：表观消费量增速放缓，六月后需求有抬升预期

2.3.1 动力煤

2.3.1.1 煤炭发电需求增速放缓，六月用电量增加

根据相关数据，近年来国内煤炭消费量增速放缓，各项需求增量有限。从用电量方面来看，2023 年前五个月全社会用电较去年增幅较小，低于往年。近四年来，2022 年较 2019 年下降了 47.4%。进入六月份，用电数据有所增加，助力发电需求提升。

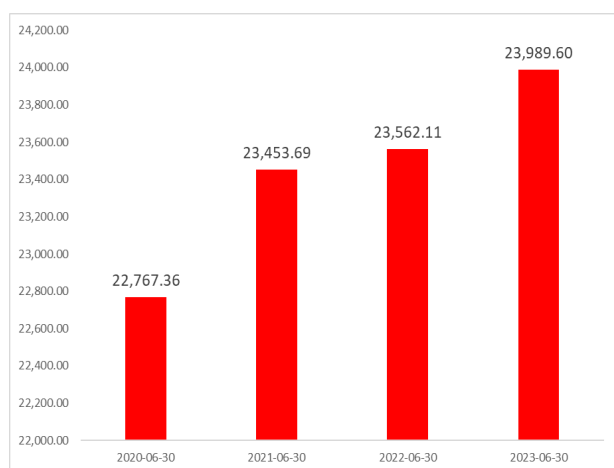
图 19：历年 1-6 月全社会用电量（亿千瓦时）



资料来源：iFind，川财证券研究所

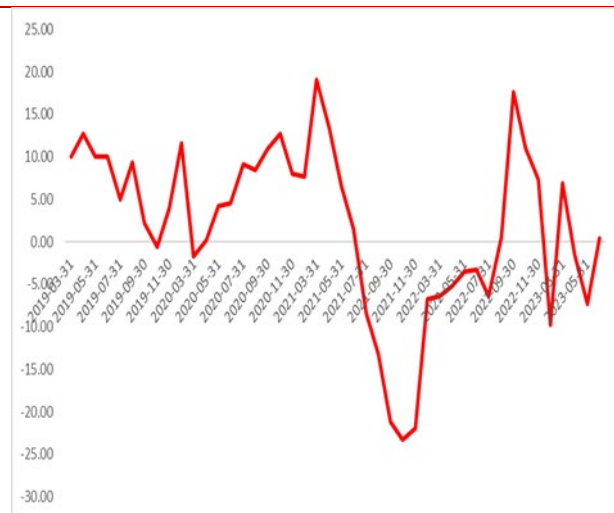
2.3.1.2 钢铁建材需求有提振预期，政策利好黑色系提价

图 20：1-6 月焦炭表观消费量对比（吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 21：粗钢产量当月同比（%）



资料来源：iFind，川财证券研究所

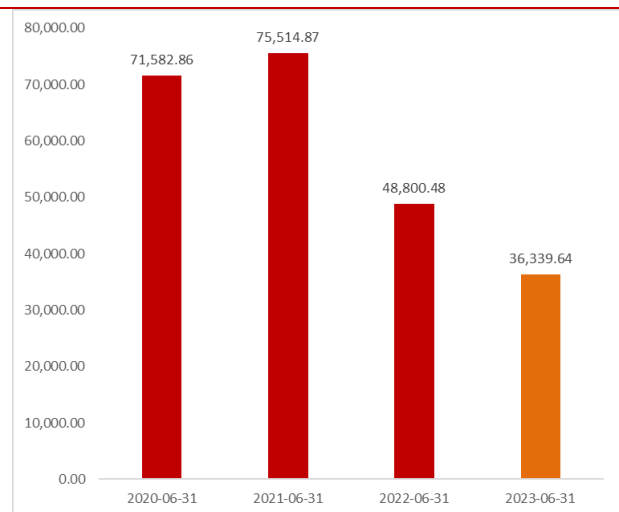
中央政治局会议表述超出了市场对地产和基建端的预期，提振市场信心。今年以来，下游地产和基建端的数据不够靓丽，在受到利好宏观政策信号的提振，需求传导，黑

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

色系商品期货价格在 7 月 25 日出现普涨局面。市场分析普遍预计，这些政策的持续推进将对热卷、螺纹钢等黑链商品继续产生积极影响。随着政策的逐步落实，限产措施扩大以及城中村改造等措施的效应逐渐显现，黑链商品价格还有望进一步上涨。

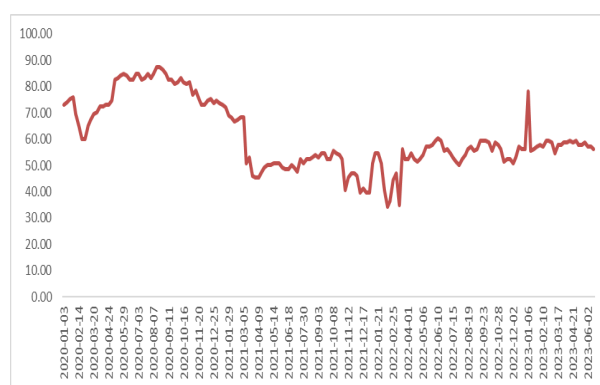
2023 年 1-6 月，我国住宅累计新开工房屋面积为 36339.64 万平方米，房地产行业恢复不及预期。钢材方面，唐山高炉开工率今年春节后，持续低于 60%，在粗钢平控的节奏下，今年钢材生产同比继续放缓，整体上焦煤的钢材需求也在降低。

图 22： 1-6 月住宅新开工面积（万平方米）



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 23： 唐山高炉开工率（%）

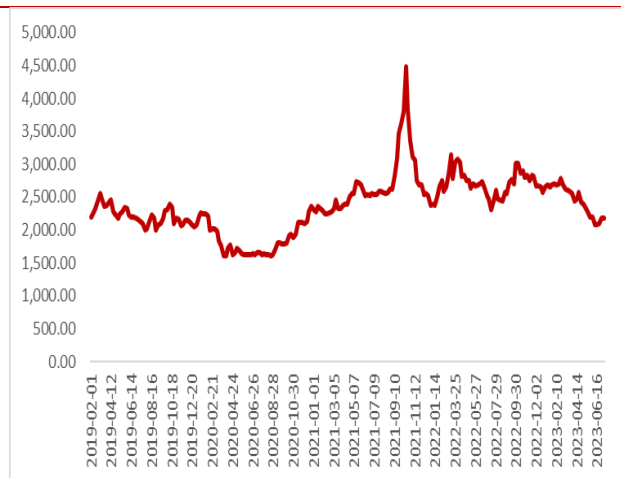


资料来源：iFinD，川财证券研究所

2.3.2 焦煤及煤化工：下游需求提振将是较快受益品种

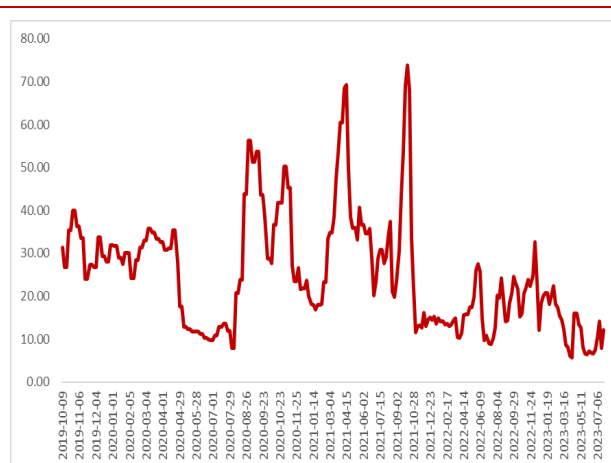
化工方向，选择甲醇和尿素两大煤炭需求品种来看，甲醇价格今年呈现下行态势，在开工率相对稳定的情况下可以看出当前甲醇的下游需求在减弱，而尿素今年库存持续去库，供给端生产相对有限，整体需求好于甲醇。总体上，尽管化工方向的需求虽然也相对较弱，但是后续有反弹预期。

图 24： 甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 25： 尿素全国库存（万吨）



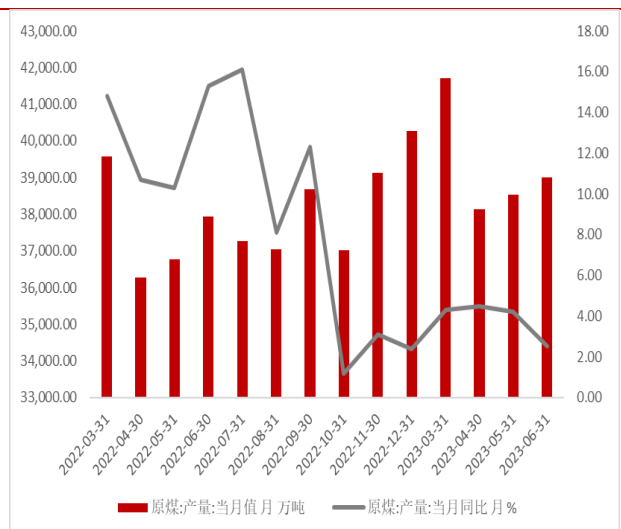
资料来源：iFind，川财证券研究所

三、市场展望

3.1 动力煤市场展望：需求若释放，有反弹预期

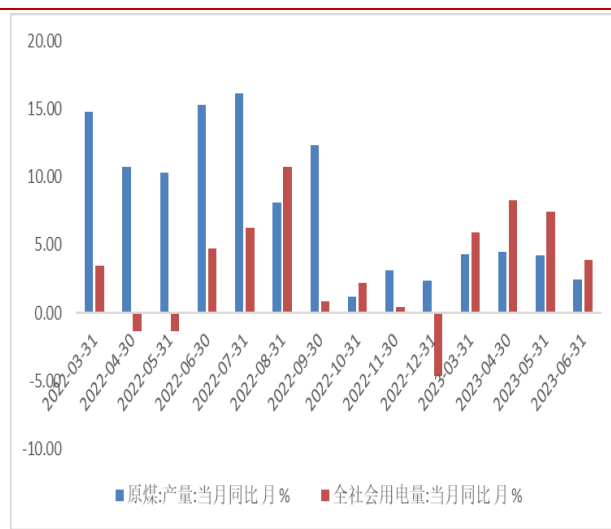
3.1.1 原煤产量增速平稳，有效供给有限

图 26： 原煤产量月度数据（万吨&%）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 27： 原煤产量增速与用电量增速（%）



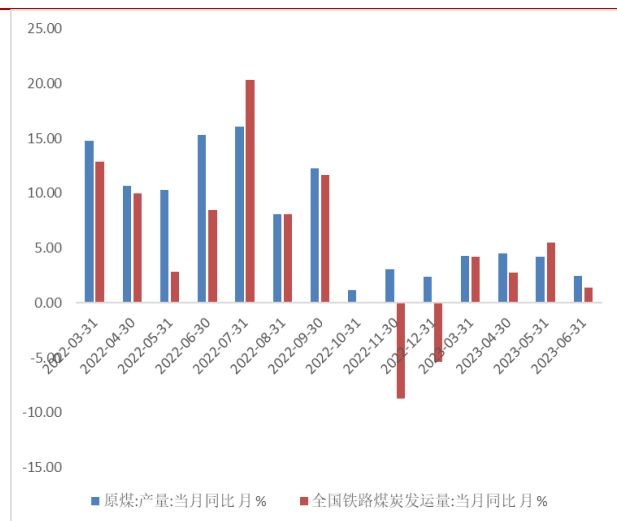
资料来源：iFind，川财证券研究所

从供给端来看，我们主要对比供给增量和需求增量的增速情况，来分析 2023 年之后的有效供给。原煤产量方面，2022 年以及 2023 年整体增速相对平稳，2023 年同期相较于 2022 年增速有所回落。与需求增量进行对比发现，用电量增速增长缓慢；产地口径端，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

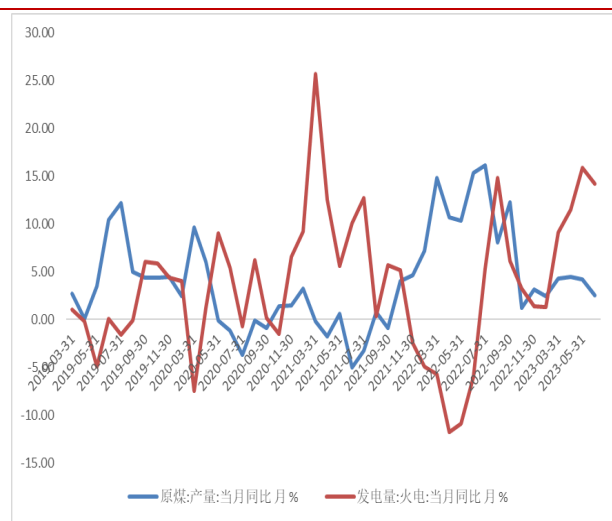
铁路发运量增速高于原煤产量增速。整体上有有效供给有限，供给增速大于需求增速。

图 28：原煤产量增速与铁路发运 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

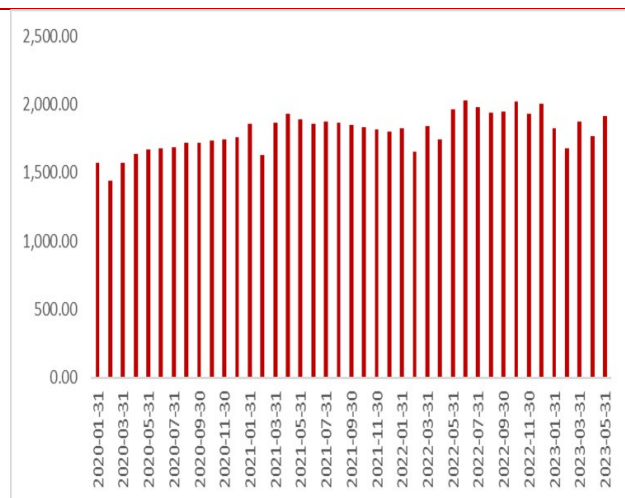
图 29：原煤产量增速与火电发电量增速 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

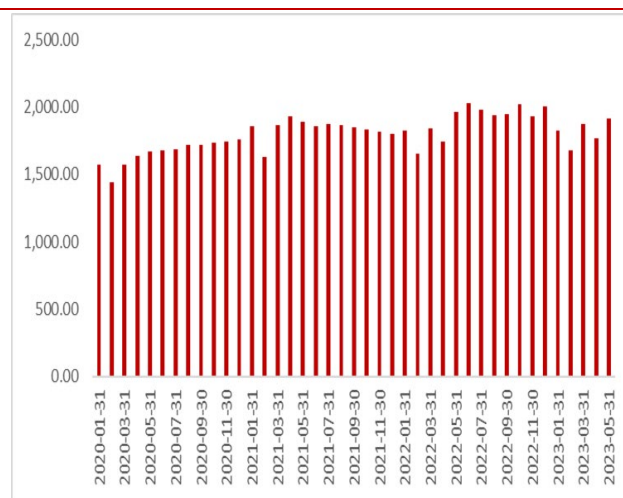
3.1.2 化工建材需求有望支撑价格反弹

图 30：化工方向动力煤消费量 (万吨)



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 31：建材方向动力煤消费量 (万吨)

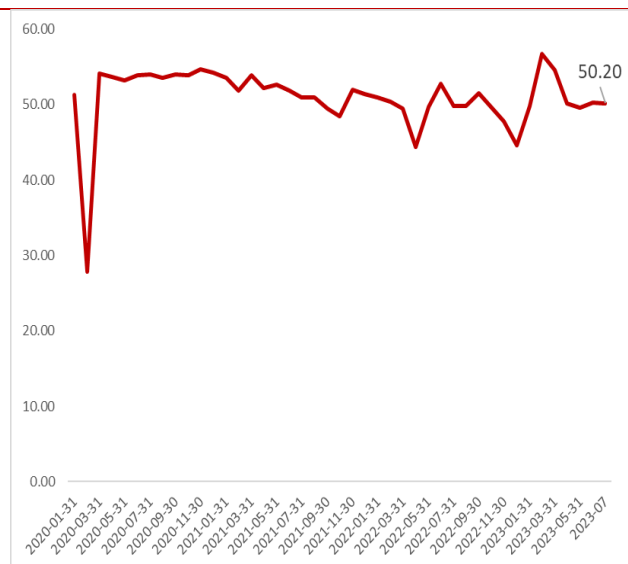


资料来源：iFind，川财证券研究所

国内来看，当前供给增速其实是弱于需求增速的。2022 年后，原煤产量增速首次被火电产量增速反超，月度制造业 PMI 经过统计，目前一直在 50% 以下，尽管整体需求偏弱，但化工、建材方向的动力煤的消费量今年仍有小幅增长，超过了供给增量增速。后续在政策端的助力下，有望支撑价格上行。

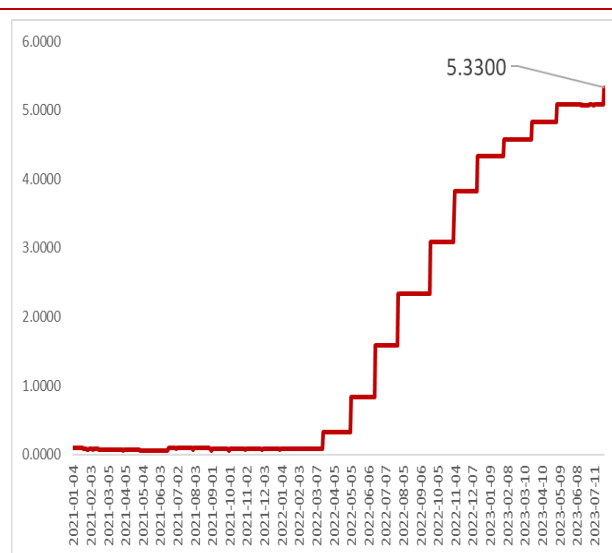
3.1.3 进口大增是压制动力煤价格的主要原因

图 32：月度制造业 PMI (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 33：美国联邦基金利率 (%)



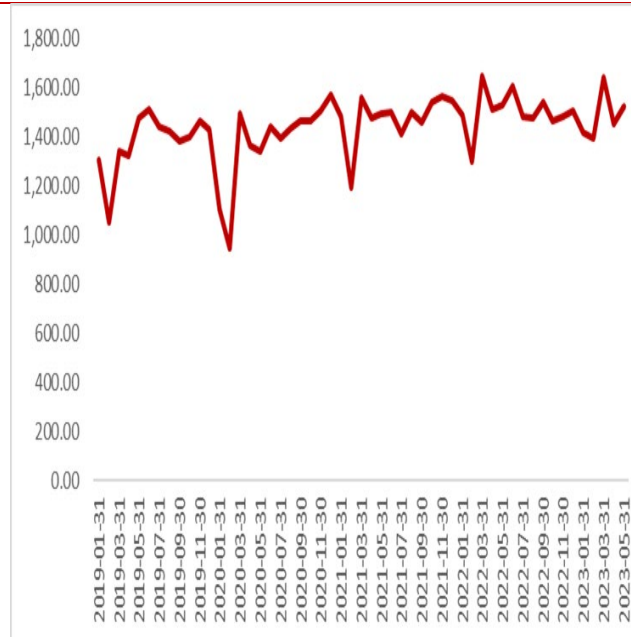
资料来源：iFind，川财证券研究所

因此，真正影响今年动力煤价格的是大幅增加的进口量，由于长期的零关税政策，外加今年国际形势，创造煤炭需求的国家中，中国对于煤炭进口量需求较大。当前的高进口态势使得库存积累，海外供给的增量如果持续增加，短期内供过于求的态势仍将延续。2023 年，美国联邦利率将维持高位，海外煤炭低价倾销的态势不会有较大改变。

3.2 焦煤市场展望

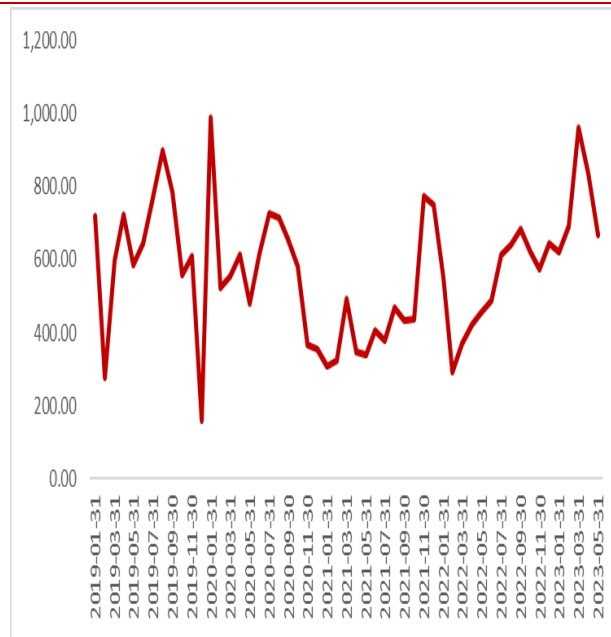
3.2.1 供给瓶颈同样在进口端，蒙煤是主要制约因素

图 34：焦煤月度供应量（万吨）



资料来源：iFinD，川财证券研究所

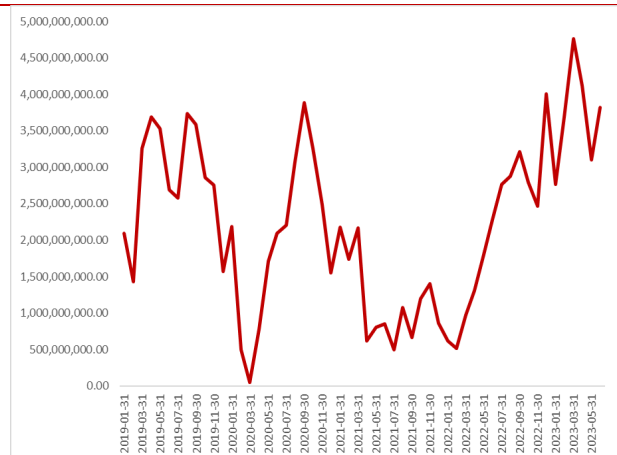
图 35：焦煤月度进口总量（万吨）



资料来源：iFinD，川财证券研究所

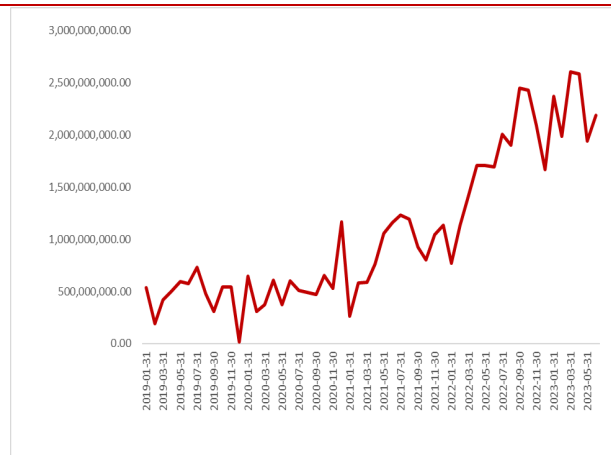
焦煤方面，供给瓶颈的打破同样在于进口端。2023 年开始，焦煤的生产端数据保持稳定，国内焦煤月度供应量相对稳定，但在进口方面，蒙古焦煤进口量大幅增加，相较于去年同期，前四月进口增量增加近 1200 万吨，俄罗斯焦煤则延续 2022 年下半年开始的高增长，2023 年前四个月进口量增加 419 万吨。

图 36：焦煤月度进口量：蒙古（千克）



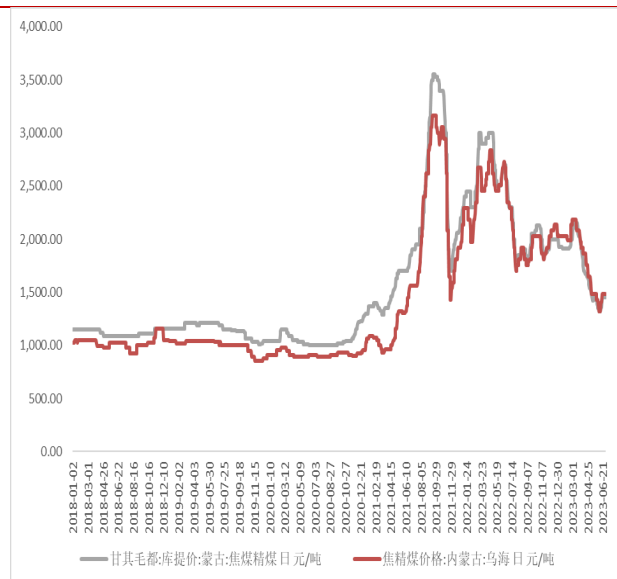
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 37：焦煤月度进口量：俄罗斯（千克）

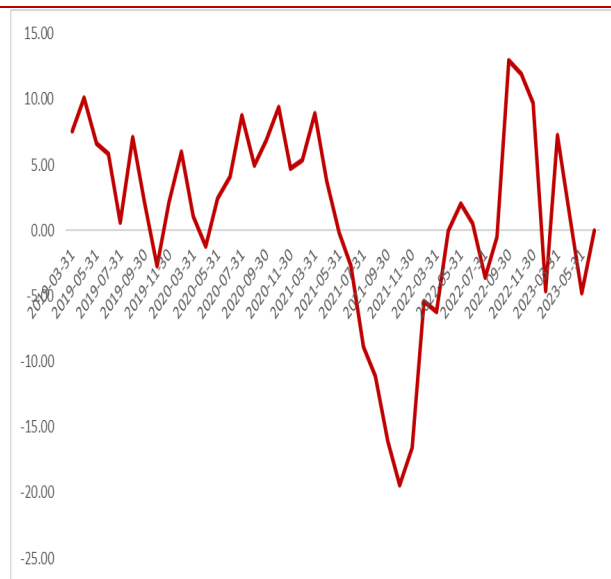


资料来源：iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 38：蒙古与内蒙焦煤价格对比（元/吨）


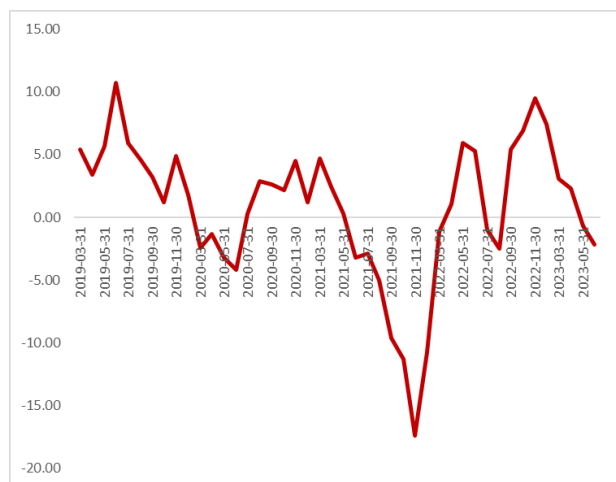
资料来源：iFind，川财证券研究所

图 39：生铁产量增速（%）


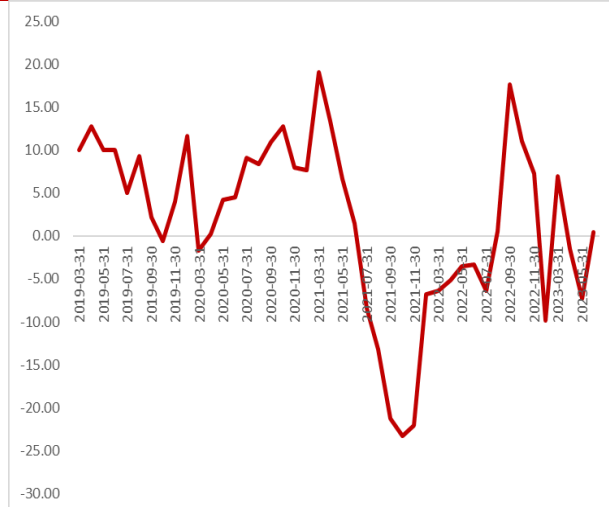
资料来源：iFind，川财证券研究所

3.2.2 蒙煤具备成本优势，其他品种煤或有机会

蒙古焦煤长期的价格优势，使得国内焦煤进口量大增。从数据对比中可以看到，蒙古焦煤长期以来价格一直低于内蒙古焦煤价格。从蒙古产能来看，当前蒙古产能相对有限，但是得益于当前交通情况的便利，其自由的露天矿井为增产提供了良好的条件。后续有需求的推升下，未来有望实现大幅增产。

图 40：焦炭产量增速 (%)


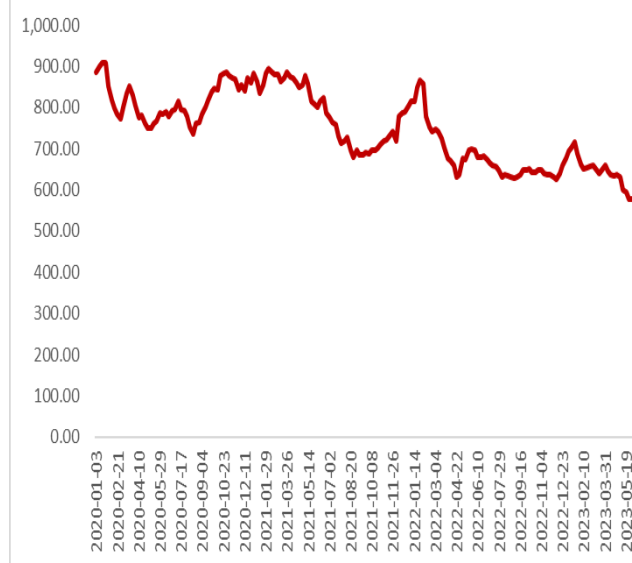
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 41：粗钢产量增速 (%)


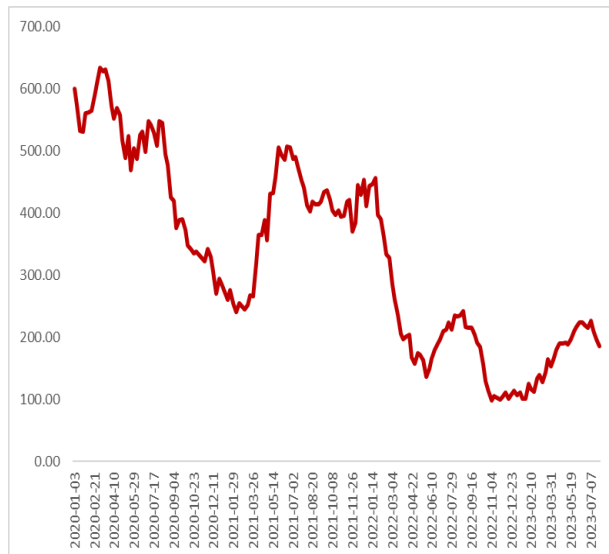
资料来源：iFinD，川财证券研究所

3.2.3 钢铁行业平控，焦煤需求或有提升

钢铁行业平控稳定推进。2021 年起钢铁行业开启平控，行业无论主动或被动在过去两年均完成了平控的目标，与焦煤而言，钢铁是其下游，因此平控可能使得焦煤需求预计回落。然而焦炭行业却在 2022 年实现了产量增长，主要原因在于，一方面随着开采年限增加，焦煤品质下降，生铁的焦炭单耗提升；另一方面，焦炭拓展一定的化工需求。结合相关数据，焦炭产量增速高于生铁产量增速，因此焦煤需求也将有所提升，但该增速仍然小于进口带来的供给增速。

图 42：钢厂焦煤库存 (万吨)


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 43：港口焦煤库存 (万吨)


资料来源：iFinD，川财证券研究所

最后，焦煤由于其洗出率等原因，近年来与动力煤的价格比值长期维持在 2 左右。从

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

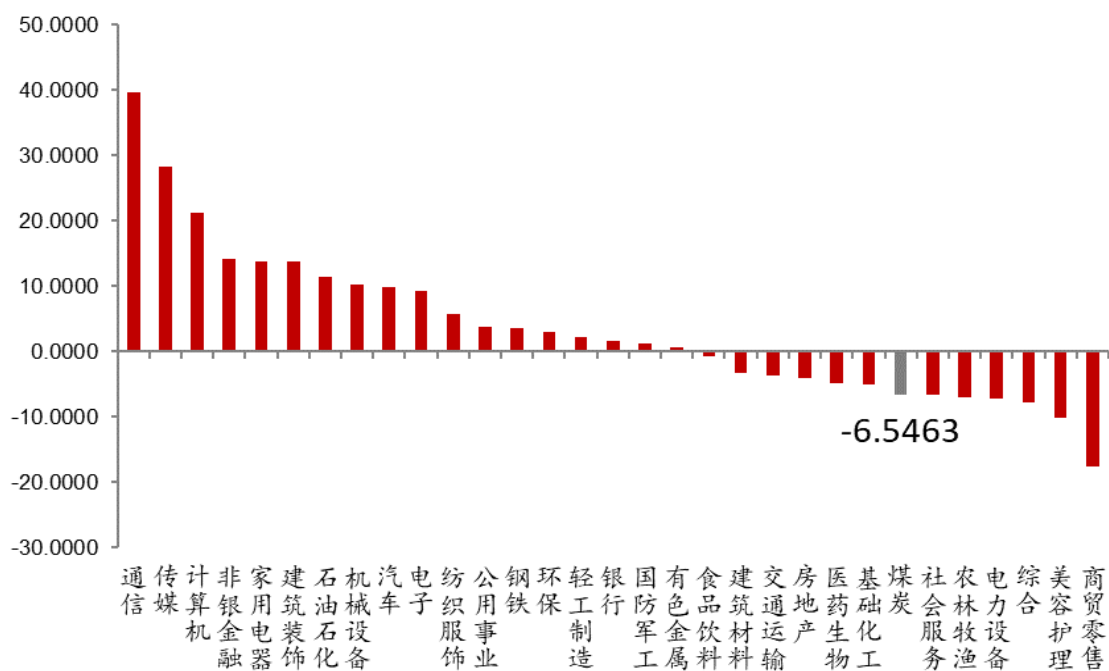
以上的焦煤库存数据中可以看出，近年来低库存下，焦煤的价格可能渐渐回归其比价属性，在低库存下迎来一定的波动机会，未来可以重点关注。

四、市场展望：重点关注细分焦煤相关机会

4.1 板块涨跌表现

截止2023年7月30日，申万行业分类31个一级子行业中，上涨行业一共18个，其中，涨幅居前的行业为通信（+39.74%）、传媒（+28.32%）、计算机（+21.20%），跌幅居前的行业为商贸零售（-17.63%）、美容护理（-10.07%）、综合（-7.85%）。煤炭行业跌幅为-6.67%，整体低于行业整体中位数水平。

图 44：各行业板块半年度表现（%）

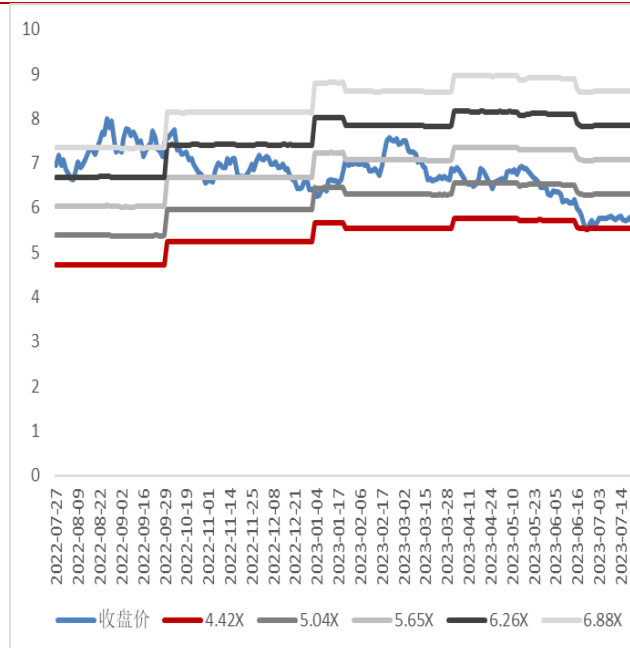


资料来源：iFinD，川财证券研究所

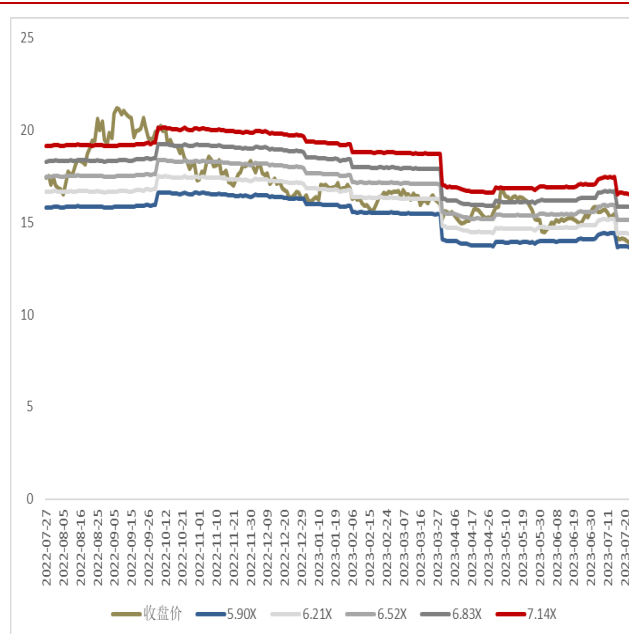
截止 2023 年 7 月 30 日，煤炭行业的整体估值 PE（TTM）为 5.99 倍，行业近五年估值的平均数为 8.70 倍，目前整体的估值水平在平均数之下，历史分位 0.66%，行业整体估值处于相对低估的位置。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

从细分板块对比中来看，动力煤跌幅弱于焦煤。首先，我国煤炭企业拥有上市公司 28 家，其中 5 家为央企体系，19 家为省属国企体系，2 家为市属国企体系，2 家为民营企业。国资重地中动力煤企业为主，在上半年的表现中，诸如中国神华、恒源煤电等企业都有相对不错的表现，能够充分受益央国企价值重估。

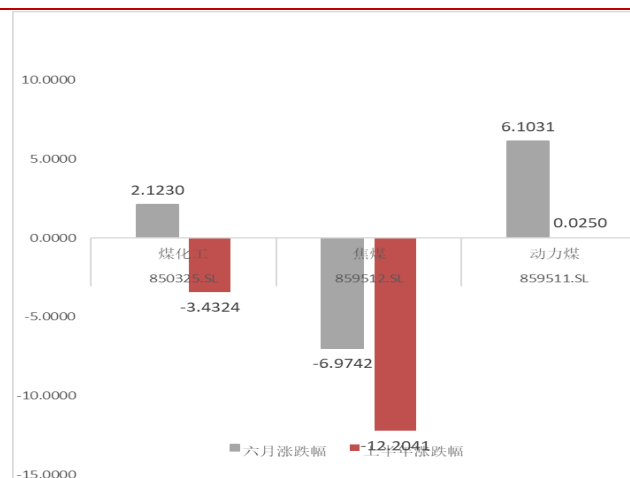
图 45：细分板块-焦煤


资料来源：iFind，川财证券研究所

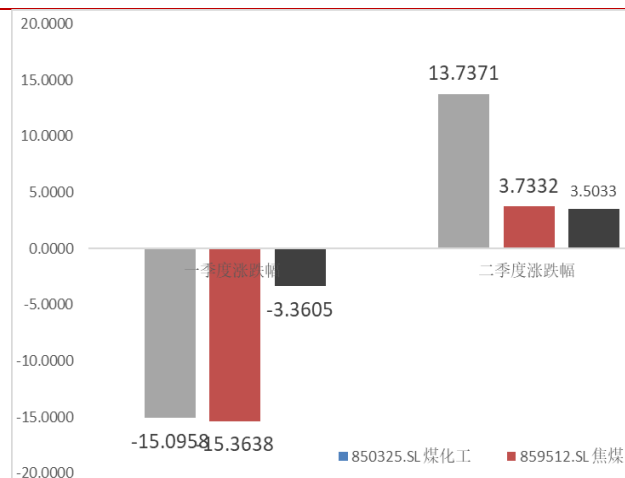
图 46：细分板块-动力煤


资料来源：iFind，川财证券研究所

根据图 45-46，焦煤板块估值低于动力煤，焦煤当前处于历史地位。此外，从煤化工、焦煤、动力煤三个板块对比中可以发现，动力煤在六月份迎来较大幅度上涨，也是上半年唯一上涨的细分板块。焦煤跌幅相对明显，今年上半年共下跌-12.20%。从季度维度来看，动力煤在一季度下跌-15.10%后，第二季度整体表现较好，上涨 13.74%，同时二季度焦煤和煤化工板块也有小幅上涨。

图 47：分板块六月涨跌幅对比


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 48：细分板块季度涨跌幅对比


资料来源：iFinD，川财证券研究所

4.2 投资机会分析

表 1：截至当前动力煤板块涨跌幅前五

涨幅前五			跌幅前五		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
600971. SH	恒源煤电	14.1061	600188. SH	兖矿能源	-47.1114
002128. SZ	电投能源	11.1831	601001. SH	晋控煤业	-22.4916
000571. SZ	新大洲 A	11.1111	601225. SH	陕西煤业	-11.0334
600575. SH	淮河能源	9.5436	600121. SH	郑州煤电	-7.9365
000552. SZ	甘肃能化	7.3248	600403. SH	大有能源	-6.2907

资料来源：iFinD，川财证券研究所

2023年1月1日至2023年7月30日，煤炭行业动力煤板块涨幅前五的个股分别为恒源煤电、电投能源、新大洲A、淮河能源和甘肃能化，涨幅分别为14.11%、11.18%、11.11%、9.54%和7.32%。跌幅前五的个股为兖矿能源、晋控煤业、陕西煤业、郑州煤电和大有能源，跌幅分别为-47.11%、-22.49%、-11.03%、-7.94%和-6.29%。

从上涨的个股可以看出，大型企业在资金、手续流程上相比中小企业更有优势，产能扩张更快，涨幅相对靠前。煤炭股盈利稳定性高且持续高分红的公司，在估值抬升方面具有优势。以中国神华为例，从2021年11月以来的估值提升，证明“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升，正在带来正向的效应。

表 2：截至当前焦煤板块涨跌幅前五

涨幅前五			跌幅前五		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
600758. SH	辽宁能源	19.8433	600348. SH	华阳股份	-42.9474
600395. SH	盘江股份	5.9524	600123. SH	兰花科创	-33.2834
000937. SZ	冀中能源	3.6164	601666. SH	平煤股份	-25.9019
601699. SH	潞安环能	1.1276	000983. SZ	山西焦煤	-22.4893
600508. SH	上海能源	0.7676	600997. SH	开滦股份	-5.8997

资料来源：iFinD，川财证券研究所

2023年1月1日至2023年7月30日，煤炭行业焦煤板块涨幅前五的个股分别为辽宁能源、盘江股份、冀中能源、潞安环能和上海能源，涨幅分别为19.84%、5.95%、3.62%、1.13%和0.77%。跌幅前五的个股为华阳股份、兰花科创、平煤股份、山西焦煤和开滦股份，跌幅分别为-42.93%、-33.28%、-25.90%、-22.49%和-5.90%。

从上涨的个股可以看出，辽宁能源、盘江股份在上半年涨幅相对较好，而华阳股份、兰花科创等公司跌幅相对较大。分析原因主要有两点，地域上，进口端的冲击主要集中在华北和西北等区域，盘江股份、辽宁能源和冀中能源等公司受到冲击相对较小，辽宁能源港口端价格相对具备优势。此外，煤品种具备细分优势，优势煤品种差异化抵抗了此轮进口冲击。

通过以上分析，我们可以分板块得出以下结论：

在动力煤方面，价格在需求提振和政策端催化中，上半年涨幅在细分板块中最好。其中受益于中特估概念，在投资机会的选择上，建议关注估值及分红依然较具吸引力的龙头公司：中国神华、中煤能源；

另一方面，焦煤板块中，细分煤品种的反弹空间大于主焦煤。一方面，主焦煤受到进口蒙煤的冲击效应最为强烈，二是下游需求通过分析，在逐渐恢复中，钢材建材等需求催化细分焦煤品种涨价，可以重点关注盘江股份、冀中能源、开滦股份。

风险提示

需求不振、煤价大幅下跌等。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

27/27