

证券研究报告

# 动力煤深度： 基本面和高股息双翼驱动投资价值

有色与新材料 强于大市（维持）

---

2024年7月5日

## 核心摘要

- **动力煤价格体系：长协交易为主，基本面重塑后煤价中枢抬升。**我国煤炭定价机制的主导因素主要有两种，一种是供求关系决定的市场化定价，另一种是国家干预的长期协议价。改革开放以来，我国动力煤价格机制的形成经历了4个阶段，分别是1978-1992年政府下的计划经济定价、1993-2012年价格双轨制、2013-2015年市场化定价、2016年至今长协定价为主导，2021-2022年供需基本面重塑，长协定价机制调整，基准价由535元/吨上调至675元/吨，整体煤价中枢上移。
- **基本面：需求弹性尚显强劲，供给增量弹性有限。****需求端**，2020年以来我国发电量/GDP弹性系数均大于1，在新能源、AI等新质生产力加快内需释放和制造业出口持续回暖的共振驱动下，中性预期2024年我国全社会用电量增速约6.5%，电煤消耗量有望同比增长3.6%左右，叠加化工用煤高增带动非电煤需求，预计2024年动力煤耗量同比增加约3.5%至41.81亿吨。**供给端**，2019年为我国煤矿批复高峰期，此后新批煤矿产能明显下降，且在2022年前后为解决供不应求问题加快了产能释放，因此我们认为中远期煤炭供应增量或有限。按照2024年煤炭主产地规划，山西因查三超调减目标值，其余省以稳为主，晋陕蒙新黔鲁六省全年计划原煤产量合计约为40.5亿吨，较2023年仅同比增加0.2亿吨，增速显著放缓。此外，中小型煤矿持续出清，落后产能淘汰或进一步削减煤炭供应增量。我们预期2024年我国动力煤产量增加约0.32亿吨至38.06亿吨，澳煤进口恢复和蒙煤低价优势下动力煤净进口预期增加8%至3.76亿吨，预计今年我国动力煤供需将呈紧平衡状态。从新批煤矿分布来看，内蒙和新疆规模领先，近年来疆煤产量贡献持续提高，“一主两翼”铁路线成型打开疆煤外运格局，未来疆煤或提供我国煤炭主要增量。
- **成本端：生产成本曲线抬升，疆煤高运价支撑煤价中枢。**我国新批煤矿单位固定资产投资成本明显上移，特别是2019年煤矿批复高峰期后，以陕西历年新批煤矿为例，单吨投资成本从2011年的550元/吨提高至2022年的1492元/吨。同时，各主产地代表性煤企单吨生产成本也均呈明显抬升趋势，经梳理，各省代表性煤企2016-2023年单位生产运营成本涨幅如下：山西+65%，陕西+74%，内蒙古+95%，疆煤-广汇能源+72%。此外，疆煤坑口价相对其他地区处于低位，但整体呈抬升趋势，且外运疆煤高成本起到支撑价格中枢的作用，据测算，新疆吐哈煤田和准东煤田产出煤炭经铁路运至秦皇岛港综合成本达约886元/吨和1012元/吨。
- **从投资层面来看，煤企资本增厚、盈利改善，高股息高分红凸显投资价值。**资本开支方面，在经历了2013-2019年长期的低资本开支和产能出清后，2020年后煤企资本开支重启上行，2021年后煤价上涨增厚煤企资产、负债率显著回落，煤企资产负债表持续修复。资源型煤企用于煤炭矿井基建的资本支出自2012-2013年高点回落后，2015-2022年期间长期处于低位，部分煤企2023年基建支出才再次有所提升，考虑到煤矿3-5年的建设周期，2023年增加的资本开支或将在2026年后兑现为增产。股息分红方面，2021-2022年煤炭供需错配，长协基准价抬升，煤企净利润和现金流显著增厚，盈利改善和资产负债表的修复最终反馈在股息分红的持续提升上，2016年以来代表性煤企年分红总额占经营性现金流的比例明显提高，国内煤企股息相对收益率自2021年显著提升后，目前仍处相对高位，国内煤炭股高资本回报优势凸显。此外，从估值角度来看，我国煤企EV/EBITDA相较于海外高分红资源型企业仍偏低，具备估值提升空间。
- **投资建议：**短期夏季用电高峰期将迎，看好三季度电煤需求释放，中期动力煤需求弹性尚显强劲，而供给增量有限，山西查三超产量削减幅度较大，其余主产地供应以稳为主，预计今年我国动力煤供需呈紧平衡状态，煤价中枢有较强支撑。此外，在当前国内相对低利率环境下，煤企股息分红相对收益率显著高于十年期国债率，具备较强确定性的相对高收益投资或更具吸引力。建议关注“中特估+高股息高分红”资源型煤企-中国神华、兖矿能源、陕西煤业、中煤能源。
- **风险提示。**1) 电力需求不及预期的风险。2) 水电贡献大幅增加挤占火电需求的的风险。3) 煤企资本开支大幅增加，股息率和分红比例下调的风险。4) 旺季需求不及预期，煤炭库存持续高位的风险。

# CONTENT

## 目录

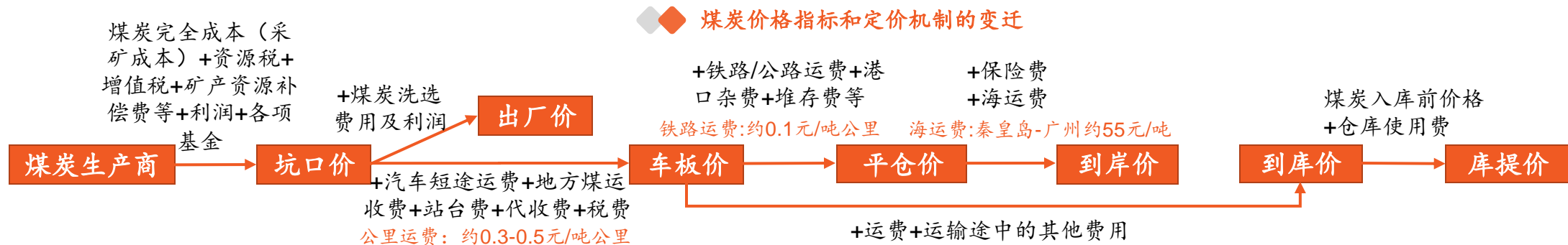


- ◎ 定价端：长协交易为主，基本面重塑后基准价上移
- ◎ 需求端：新质生产力加持，电煤需求弹性尚显强劲
- ◎ 供给端：煤矿产能弹性有限，疆煤将贡献主要增量
- ◎ 成本端：成本曲线抬升，疆煤高运价支撑煤价中枢
- ◎ 煤企端：资本增厚、盈利改善，高股息凸显投资价值
- ◎ 投资建议与风险提示



# 价格体系：长协交易为主、市价为辅，市价中运费高占比

- 我国煤炭定价机制的主导因素主要有两种，一种是供求关系决定的市场化定价，另一种是国家干预的长期协议价。据此，改革开放以来，我国动力煤价格机制的形成经历了4个阶段，分别是1978-1992年政府 下的计划经济定价阶段、1993-2012年价格双轨制、2013-2015年市场化定价、2016年至今长协定价为主导。
- 我国煤炭具有“资源分布与需求分布空间错位”的特性，内陆晋蒙陕动力煤外运即“西煤东运”主通道是大秦铁路，而港口煤炭则集中于环渤海地区，秦皇岛港是我国“北煤南运”大通道的主枢纽港，由于供需区域的分离，煤炭产品从坑口价（成本+利润+地方税费等）到库提价间包含较高占比的运费，据煤炭资源网，煤炭本身坑口价格占终端价格的60%左右，中间运输环节的权重接近40%。



**1992年前：政府**

- 1) 1978年以前，煤炭生产由国家统一调配；
- 2) 1978-1992年，煤价主要由原煤炭工业部和国家物价局定价

**1993-2012年向市场化定价过渡，实施价格双轨制**

- 1) 1992年徐州和枣庄矿务局开展煤价市场化试点
- 2) 1994年国家宣布取消全国统一的煤炭计划价格
- 3) 1996年为确保电煤稳定供应，政府制定电煤指导价格
- 4) 2002年取消电煤政府指导价，提供参考性协调价格
- 5) 2004年建立煤电价格联动机制，形成电煤价双轨制
- 6) 2005年政府不再调控电煤价，但仍会采取临时性措施
- 6) 2009年网上汇总取代煤炭订货会，政府淡出煤价谈判

**2013-2015年市场化定价**

- 1) 2012.12.25国务院印发《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，2013年起取消重点电煤合同，实施电煤价格双轨制
- 2) 2013年，动力煤/焦煤期货上市，建立全国煤炭交易会制度

**2016年至今：长协+市场价**

2016年底，政府推动煤电双方签订中长期合同，建立“基础价+浮动价”的长协价格机制

**2022年至今：长协主导**

2022年，长协定价机制调整，基准价格由535元/吨上调至675元/吨，并调整浮动价参考指数

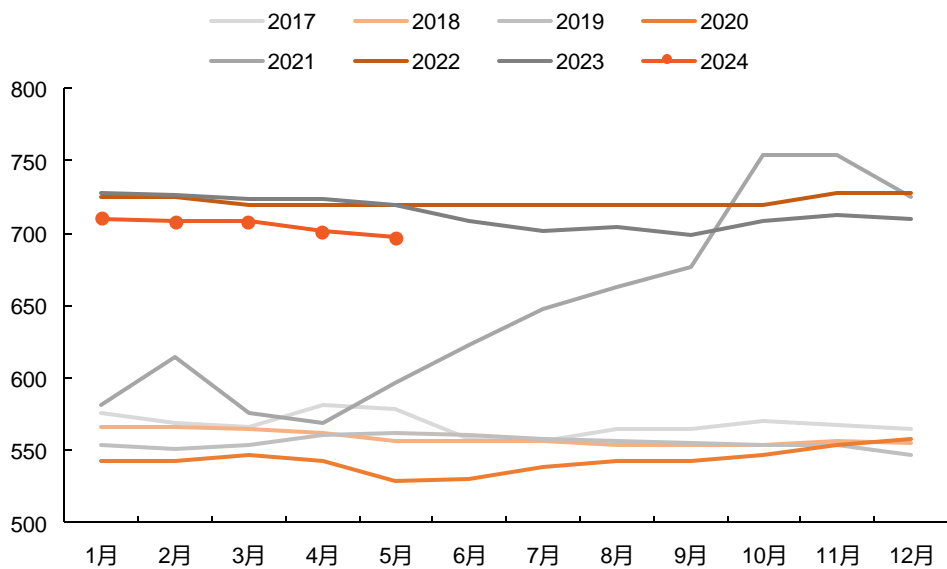


# 新长协定价机制抬升煤价中枢

■ 现阶段我国动力煤仍实行双轨制但以长协为主导，电煤要求100%执行长协定价，部分非电煤以市场价交易。2017年我国煤炭长协价执行“基准价+浮动价”的定价机制，2022年5月起，新长协机制落地实施，基准价从535元/吨调整为675元/吨，全国煤炭交易中心综合价格指数替代中国沿海电煤采购价格指数，新机制下，秦皇岛港动力煤(Q5500)年度长协港口区间价落于570元/吨-770元/吨，新长协机制提高基准价、减少浮动价波动性，整体抬升煤企盈利中枢的同时一定程度上保证了其盈利的长期稳定性。目前现货价实际反应的是非电煤市场供需变化，而长协价参考现货价格指数签订，因此电煤的供需对现货价也有较大影响，并起到支撑煤价中枢的作用。

## 新旧长协定价机制对比

### 我国动力煤长协价（元/吨）



	旧机制（2017年）	新机制（2022年）
定价公式	$535 * 0.5 + \text{上月最后一期的（环渤海动力煤价格指数} + \text{秦皇岛5500大卡动力煤综合交易价格} + \text{中国沿海电煤采购价格指数）} / 3] * 50\%$	$675 * 0.5 + \text{每月最后一期的（全国煤炭交易中心综合价格指数CECI} + \text{环渤海动力煤价格指数} + \text{秦皇岛动力煤综合交易价格指数）} * 0.5 / 3$ 其中CECI是唯一参考发电侧电煤采购价的指数
价格浮动范围	浮动±6%内（500-570元/吨），不采取调控措施；浮动6%-12%，加强监测、适时引导；浮动超12%（大于600元/吨或小于470元/吨），启动平抑煤价异常波动响应机制	合理区间：秦皇岛港动力煤(Q5500)年度长协港口价570元/吨-770元/吨；晋陕蒙三大产区坑口煤长协价的合理区间：山西370元/吨-570元/吨、陕西320元/吨-520元/吨、蒙西260元/吨-460元/吨、蒙东200元/吨-300元/吨（3500千卡）。
煤企执行要求	国有大矿对下游发电供热用煤企业执行长协价，非电热企业购煤可采用市场价。大型煤炭企业将长协价细分为年度长协价和月度长协价。	鼓励双方多签3年及以上长期的“一口价”合同；原则上覆盖所有核定产能30万吨/年及以上的煤炭生产企业，煤企签订的中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上。发电供热企业年度用煤扣除进口煤后应实现中长期供需合同全覆盖。
执行长协比例	年长协35%+月长协40%+现货价25%	发电供热用煤首次100%按长协执行

资料：wind，中国煤炭网，中国政府网，平安证券研究所

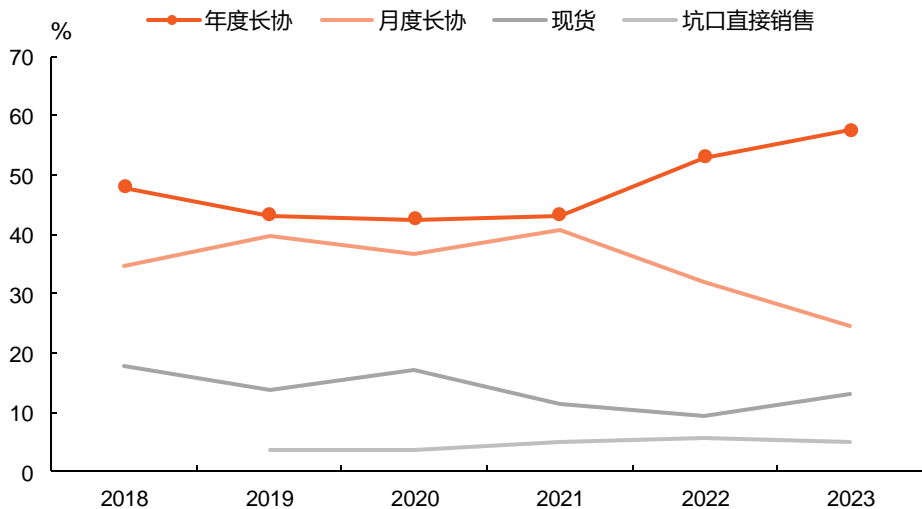


# 头部煤企高比例签署长协，支撑盈利水平

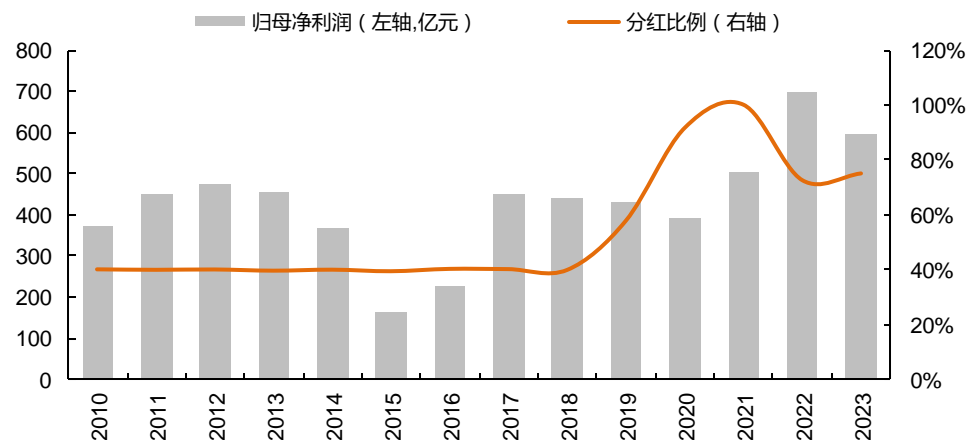
## ■ 高比例签署年度长协，盈利增厚、稳定性提升。以中国神

例，据公司公告，2018年至今公司长协定价占比均在80%以上，新定价机制实施后，2023年年度长协占比提升至57.5%。2017年原长协定价机制落地，公司利润显著增厚，2021-2022年煤炭供应紧张时期，新机制出台，基准价首次上调，同时为响应国家提倡的提高现金分红引导价值投资，自2019年以来公司分红比例明显抬升，长协价签订维持了公司盈利稳定性，同时保障了高现金分红的兑现。

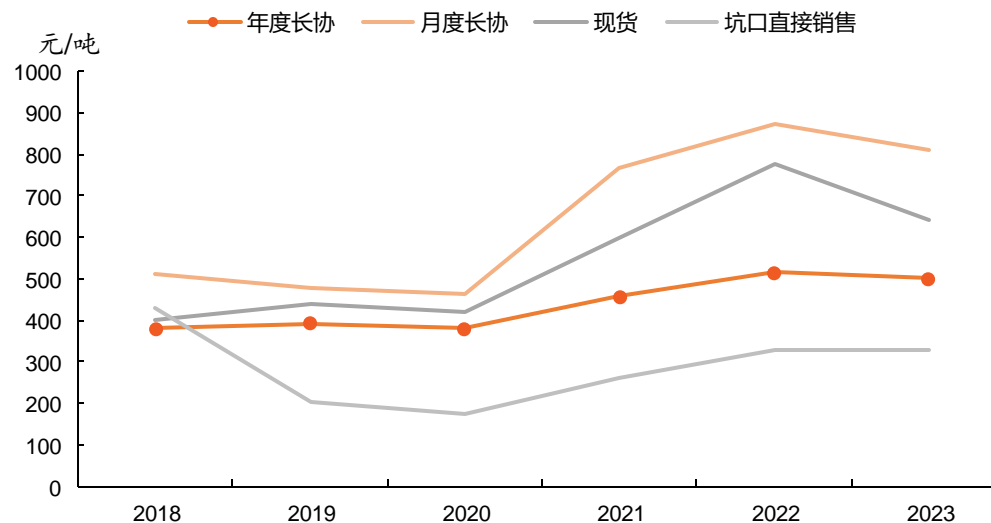
### ◆ 中国神华年度长协比例提升



### ◆ 中国神华归母净利润和分红比例



### ◆ 2021年以来中国神华长协价中枢抬升

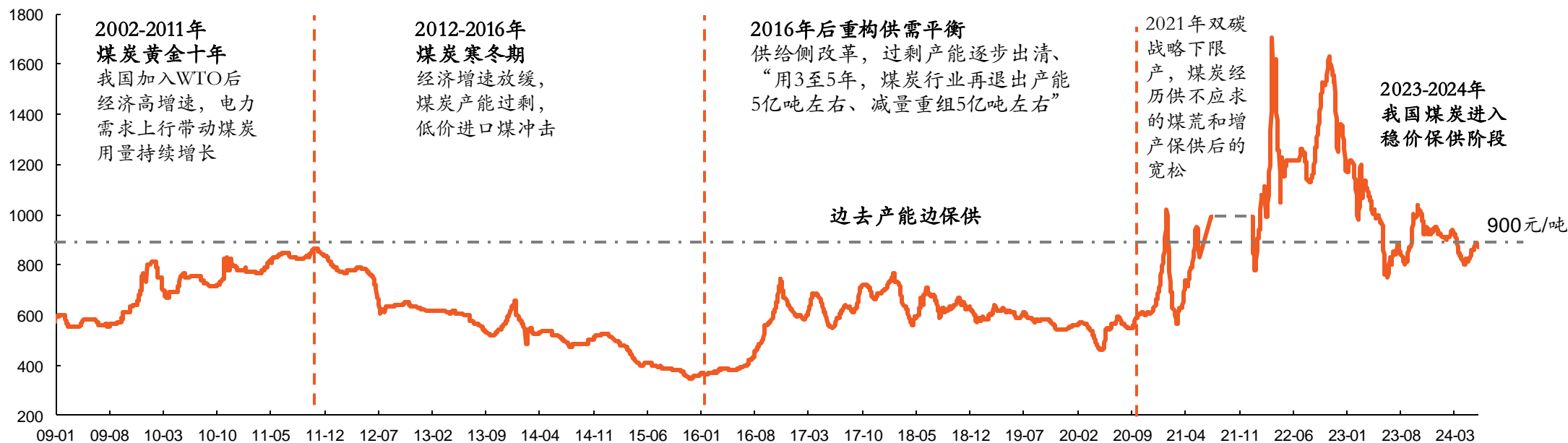


# 动力煤市场价复盘：供给侧改革后基本面重塑，价格中枢整体抬升

- **复盘煤价走势：**2002-2011年是煤炭的黄金十年，加入WTO后我国经济高速发展，GDP年均增速超10%，全社会电力需求上行带动煤炭用量增长。2012-2016年进入寒冬期，4万亿刺激作用退潮，国内经济增速放缓，前期大幅增加资本开支导致该阶段煤炭产能过剩，叠加低价进口煤冲击，煤价持续走低。2016年供给侧结构性改革，过剩产能逐步出清，煤炭重构供需平衡，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》，要求从2016年开始，用3-5年时间退出产能5亿吨、减量重组5亿吨，同时所有煤矿执行276个工作日生产（2017年制度退出），此后煤炭进入边去高能耗产能边保供的阶段。

国内动力煤价走势（元/吨）

秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)

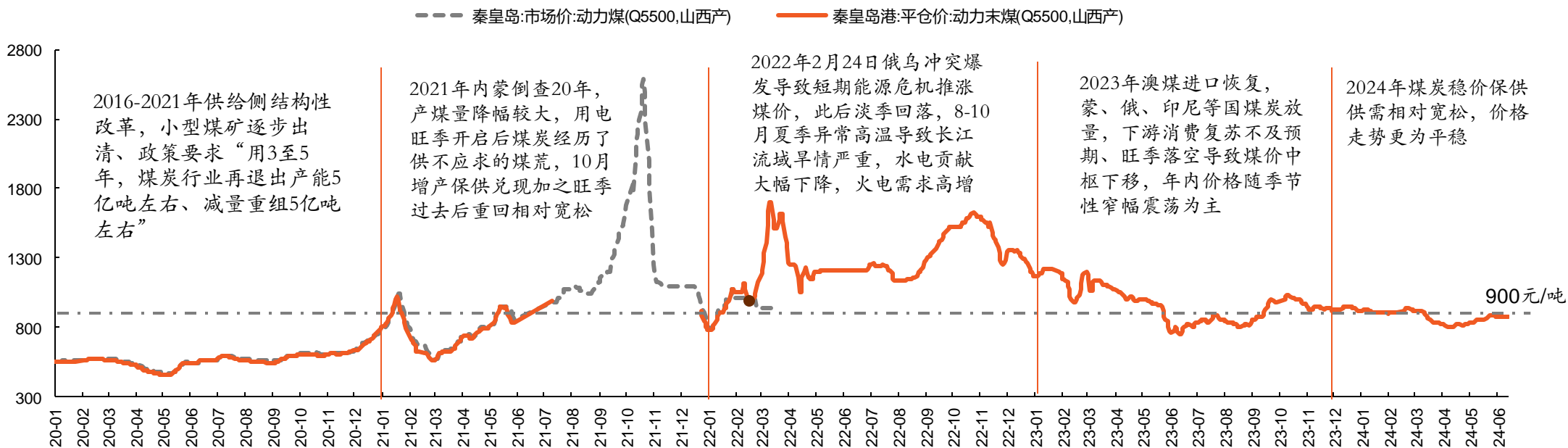




## 动力煤市场价复盘：保供稳价阶段，煤价走势趋稳

- **复盘煤价走势：**2021年，内蒙受煤管票和安全检查影响产量降幅较大，煤炭经历了3-9月电力需求高增后供不应求的煤荒和10月增产保供兑现后的重回宽松；2022年，俄乌冲突导致全球能源危机短期推涨煤价，夏季用电旺季逢多地旱情严重影响水电，火电需求高增带动煤价季节性走高；2023年煤炭进口量提升，消费复苏不及预期导致煤价中枢有所下移；2024年以来煤炭走势趋于平缓，整体供需相对宽松，夏季用电高峰的到来有望阶段性推涨煤价。自2021年电煤长协100%全覆盖要求落实以来，当煤炭整体供需相对平衡时，动力煤现货价格的弹性空间实际更多是由非电煤的需求变化影响，因此后续地产政策发力或驱材、水泥用煤需求回暖，进而带动煤价中枢上移。

国内动力煤价走势（元/吨）



资料：wind，平安证券研究所，注：wind数据库中秦皇岛动力煤市场价统计至2022.7.7停止



# CONTENT

## 目录



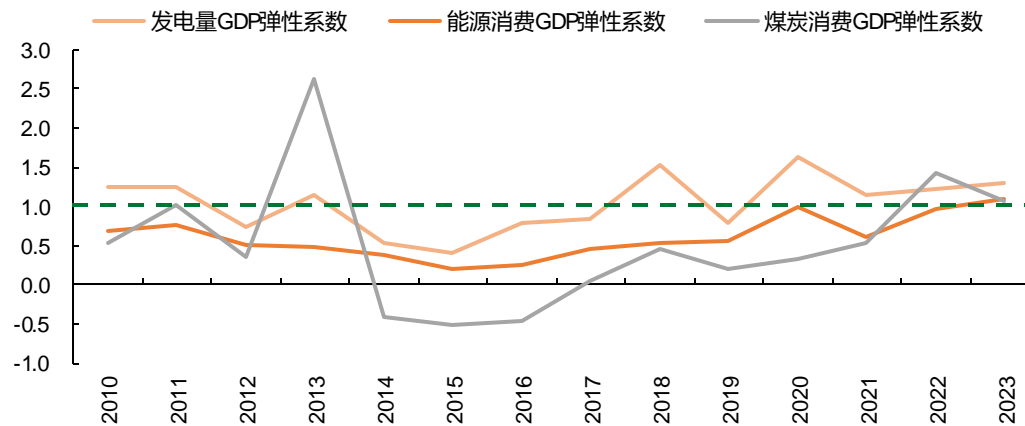
- ◎ 定价端：长协交易为主，基本面重塑后基准价上移
- ◎ 需求端：新质生产力加持，电煤需求弹性尚显强劲
- ◎ 供给端：煤矿产能弹性有限，疆煤将贡献主要增量
- ◎ 成本端：成本曲线抬升，疆煤高运价支撑煤价中枢
- ◎ 煤企端：资本增厚、盈利改善，高股息凸显投资价值
- ◎ 投资建议与风险提示



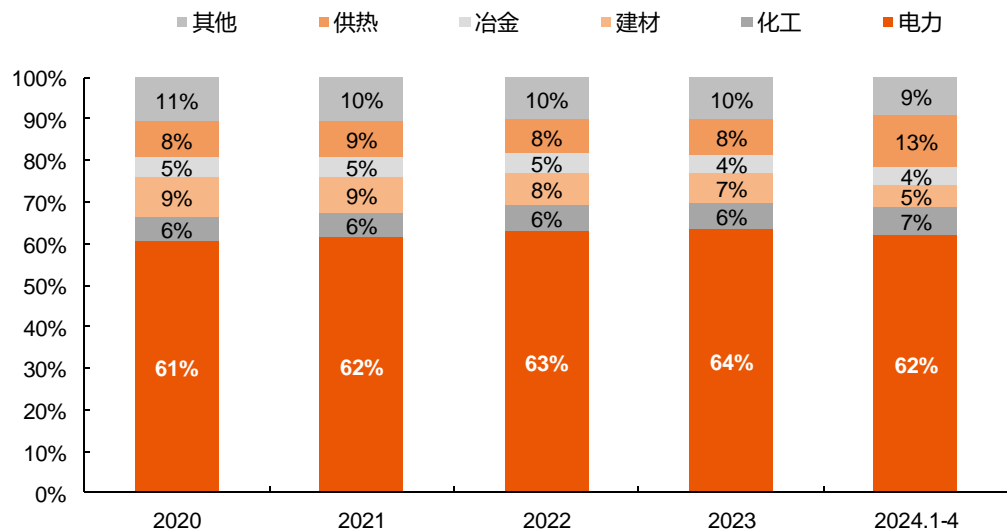
# 我国动力煤消费结构稳定，需求弹性尚显强劲

■ 我国动力煤消费结构稳定，以电力耗煤为主、占比超60%，另用于供热、制水泥、炼钢、制烯烃/氨/醇等，终端电力、地产、化工等领域景气度和国民经济增速有高相关性。据中国政府网，2024年我国设定经济增长目标在5%，全社会用电量和实际GDP增速高度趋同，2024年以来出口数量增加驱动用电增速超过GDP增速，同时，2020年以来我国发电量增速/GDP增速的弹性系数均大于1，煤炭消费/GDP弹性系数震荡上行至2023年的1.1左右，说明我国电力和煤炭需求仍有较强劲的增长动力。

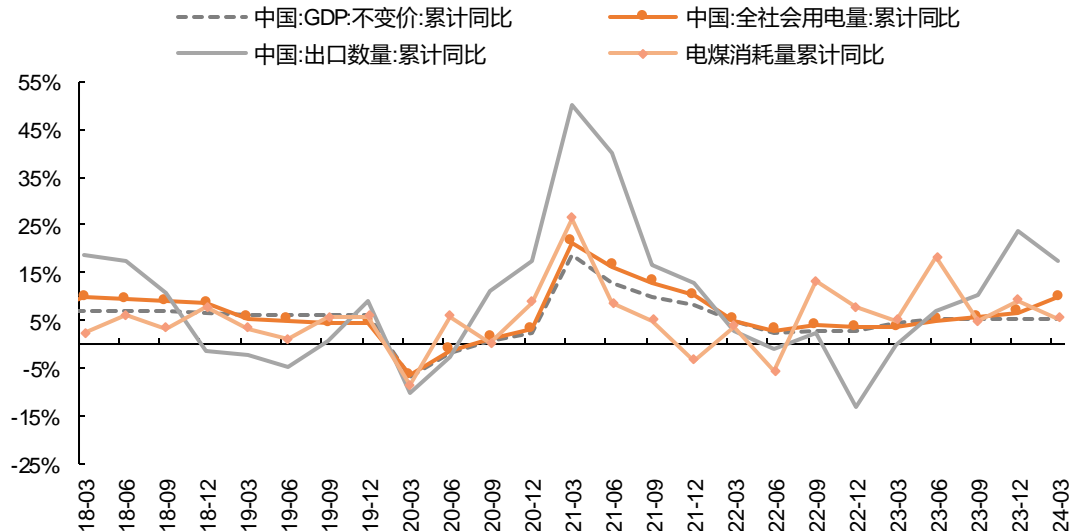
### 我国煤炭消费GDP弹性系数震荡上行



### 我国煤炭下游消费结构



### 全社会用电量增速受出口驱动大于实际GDP增速



资料 : wind, 平安证券研究所



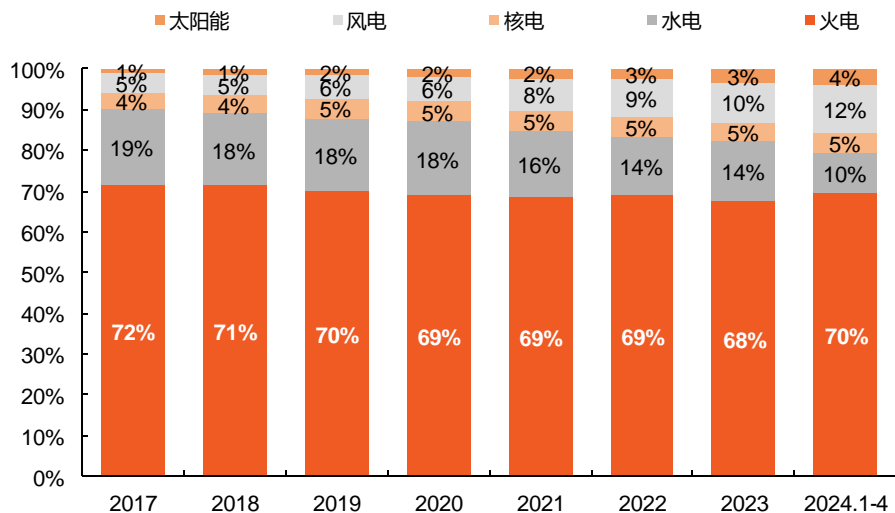
# 新质生产力加持，电煤需求有望保持增长

■ **电煤需求有望保持强劲增势。**新型第二产业（高技术装备、计算机/通信、新能源制造等）和新型第三产业（充换电服务、互联网数据服务）等高速发展，成为驱动国内用电需求增长的第二曲线。在新能源、AI等新质生产力加快内需释放和制造业出口持续回暖的共振驱动下，我们中性预期2024年我国全社会用电量增速有望和2023年相近在6.5%左右；从我国发电结构来看，新能源在新增发电量中占比持续提升，而火电仍是国内电力结构的中坚力量，其中煤电占比呈结构性收缩趋势，但在用电需求强劲增势下，我们预期2024年我国电煤消耗量仍有望同比增长3.6%左右。

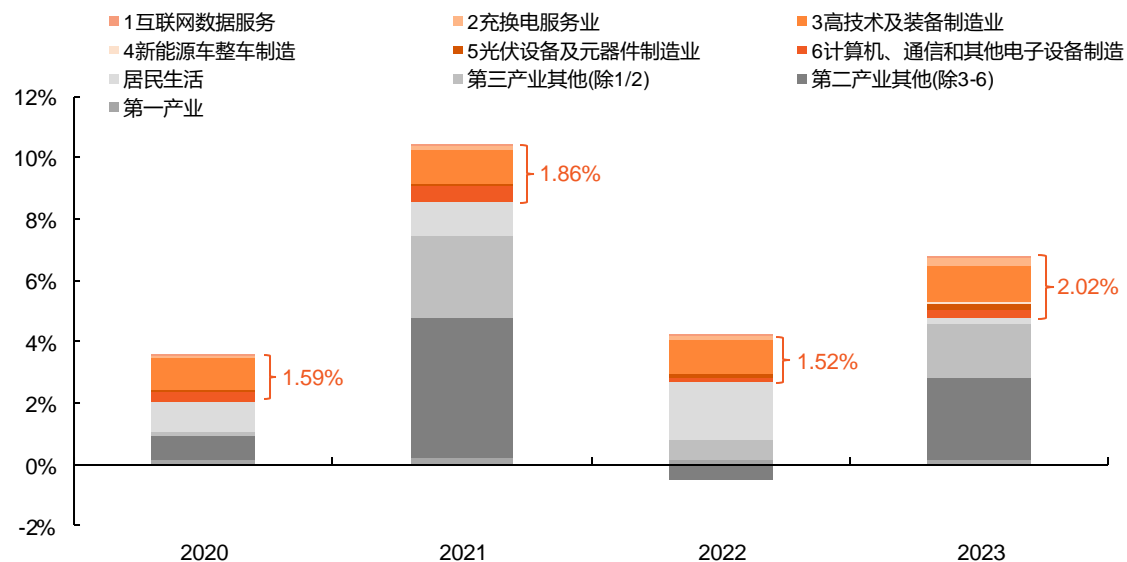
### 电煤消耗量增速预测

	全社会用电量增速	煤电占总发电量比	电煤消耗量增速
2020	3.1%	60.8%	1.9%
2021	10.3%	60.0%	6.2%
2022	3.6%	58.4%	2.1%
2023	6.7%	57.9%	3.9%
2024E(悲观)	5.0%	55.5%	0.6%
2024E(中性)	6.5%	56.3%	3.6%
2024E(乐观)	8.0%	57.0%	6.3%

### 我国发电结构变化



### 我国电力需求增速 拆分



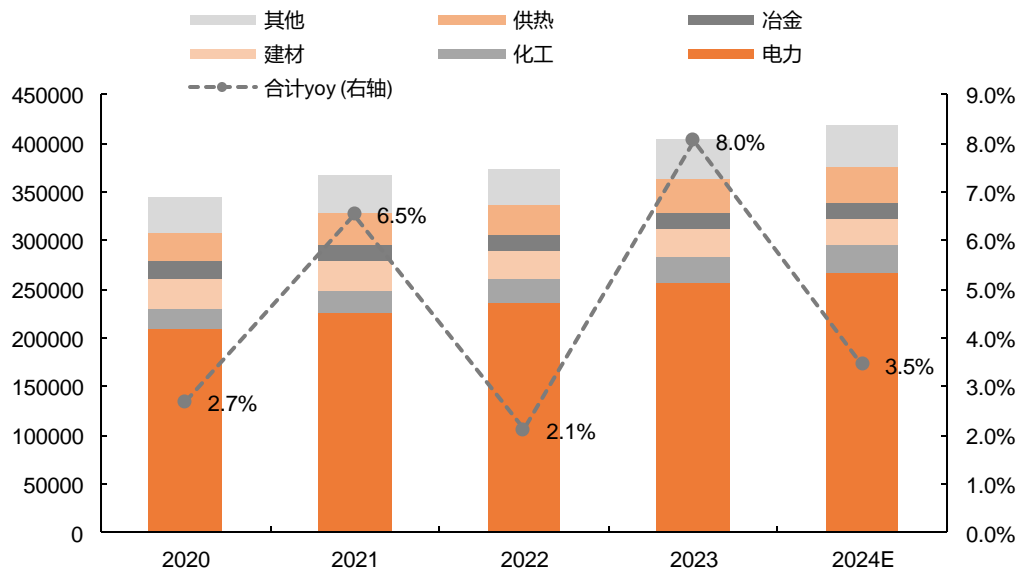
资料：wind, ifind, 中国能源报, 平安证券研究所



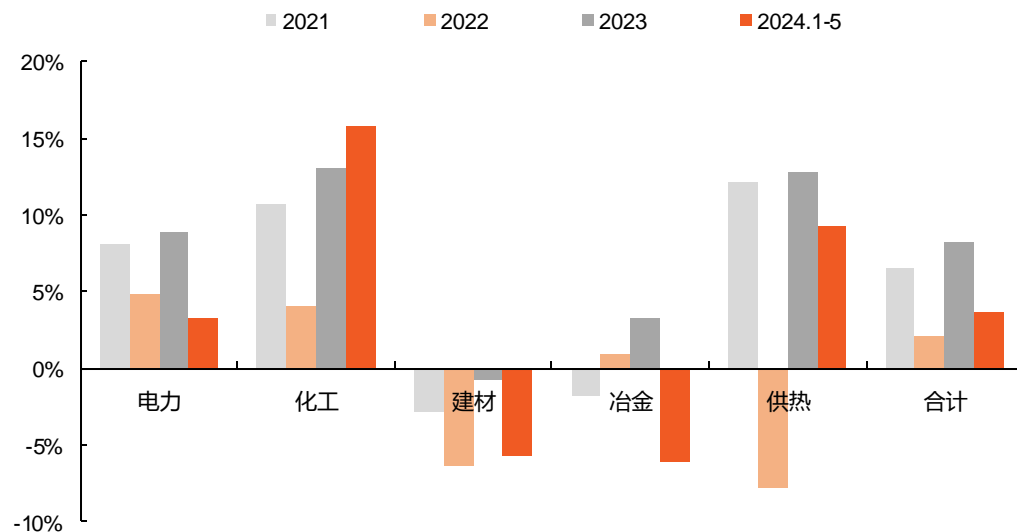
# 化工用煤高增，全年动力煤消耗量有望实现3.5%左右增速

■ 预期2024年我国动力煤耗量合计将达41.81亿吨，同比增长3.5%。非电煤需求中，2024年醇氨等化工品开工上行、耗煤需求增势强劲，氨醇和烯烃是两大耗煤重要产业，因煤油价差长期存在，煤制烯烃原材料成本优势仍显，加上美国乙烷出口已近满负荷、新增产能有限，煤制烯烃需求有望保持增长，据wind和CCTD数据，今年前5月化工消耗动力煤同比增加约15.8%，我们预期全年化工耗动力煤同比增加约15%。冶金、建材水泥行业需求有望随着经济回暖、地产政策发力而逐步改善，其中冶金下游主要是粗钢生产，今年以来唐山高炉开工率高位运行，后市楼市宽松政策陆续落地、地产链需求边际回暖有望带动冶钢和建材需求有所改善，考虑到上半年建材和冶金耗煤仍呈较大降幅，预期全年建材和冶金耗煤量分别同比下滑7%和4.5%。另外，参考上半年供暖旺季期用煤需求增速，预计全年供热耗煤同比增加6.5%；结合前文预期电煤消耗量同比增长约3.6%，预计2024年我国动力煤消耗量合计将达41.81亿吨，同比增长3.5%。

◆ 2020-2024E各领域煤炭消费量(万吨)



◆ 各领域消耗动力煤的同比增速



资料：wind，中国煤炭网，CCTD，平安证券研究所，注：动力煤各大需求数据变化详情请参考《【平安证券】供应周期，资源先行—化工行业2024年中期策略报告》

# CONTENT

## 目录



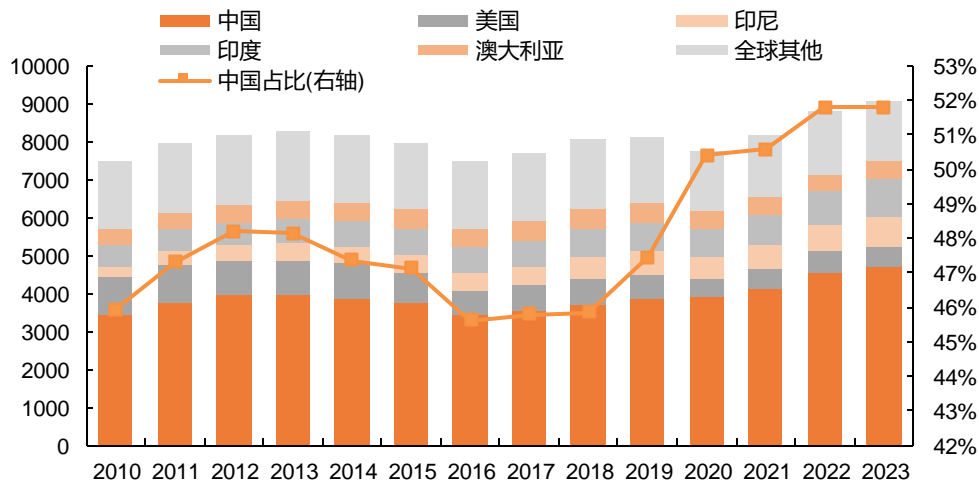
- ◎ 定价端：长协交易为主，基本面重塑后基准价上移
- ◎ 需求端：新质生产力加持，电煤需求弹性尚显强劲
- ◎ 供给端：煤矿产能弹性有限，疆煤将贡献主要增量
- ◎ 成本端：成本曲线抬升，疆煤高运价支撑煤价中枢
- ◎ 煤企端：资本增厚、盈利改善，高股息凸显投资价值
- ◎ 投资建议与风险提示



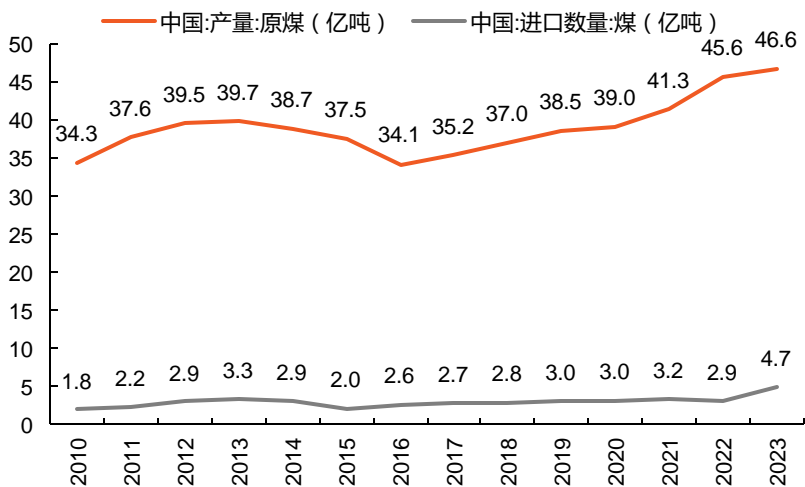
# 煤炭产销以我国为主，预计2024年国内动力煤供需呈紧平衡

■ 我国是全球最大的煤炭生产和消费国，随着西部地区内蒙古和新疆煤矿的开发，2016年以来产量再次呈现逐年增加态势，且在全球煤炭供应的占比持续抬升，而美国、澳大利亚、南非等地近年来煤炭产量整体趋稳。我国煤炭生产以动力煤为主，根据各省全年规划产量，我们预期2024年我国煤炭新增产量约0.45亿吨，据wind数据，2023年我国动力煤产量占煤炭总产量比例超80%，预计2024年动力煤产量增加约0.32亿吨至38.06亿吨；据中国煤炭报和Mysteel数据，2024年上半年我国动力煤进口量同比增加约11%达约1.86亿吨，澳煤进口恢复（2023年3月以来增量明显）和蒙煤低价优势下，我们预期全年动力煤净进口同比增加8%至3.76亿吨。综上，预计2024年我国动力煤总供应或达41.82亿吨，结合前文预计需求量，今年国内动力煤或呈供需紧平衡状态。

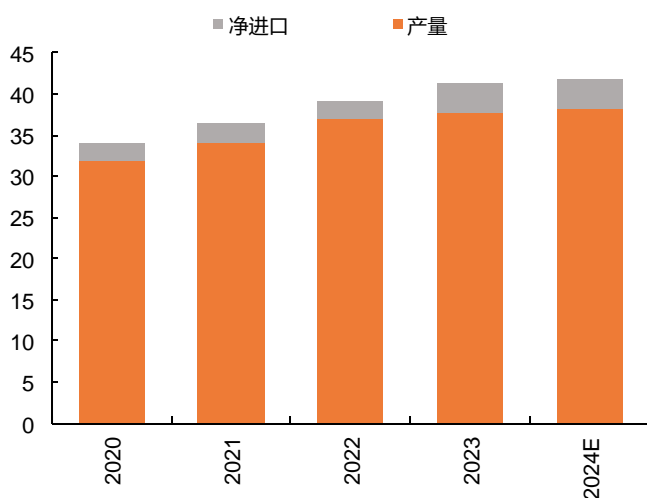
### 全球主要煤炭生产地区产量情况（百万吨）



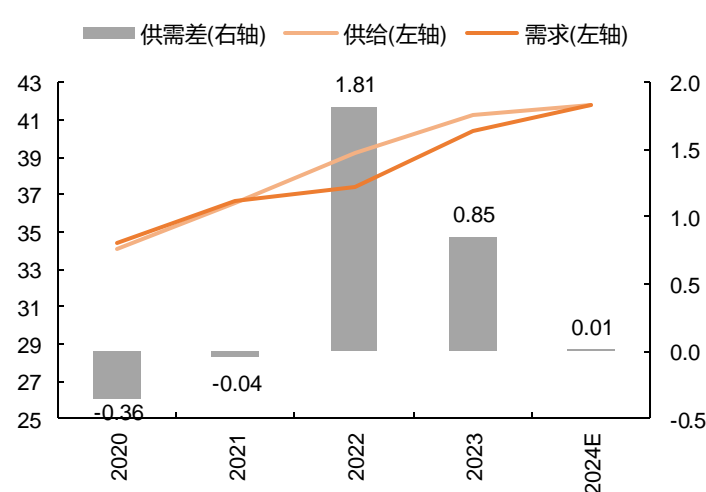
### 我国煤炭产量及进口量



### 我国动力煤产量和净进口量(亿吨)



### 我国动力煤供需结构(亿吨)



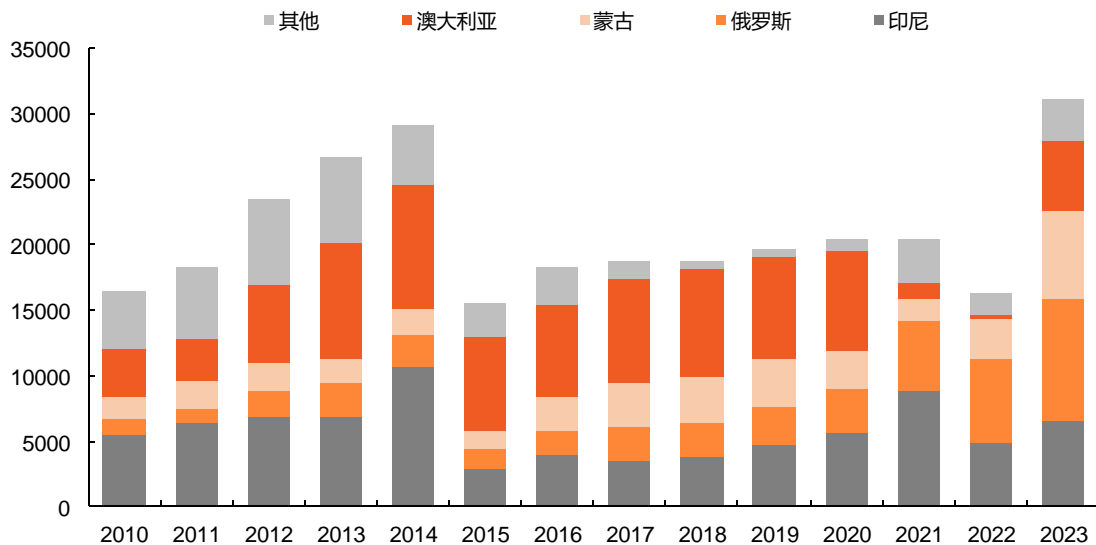
资料：wind, 平安证券研究所



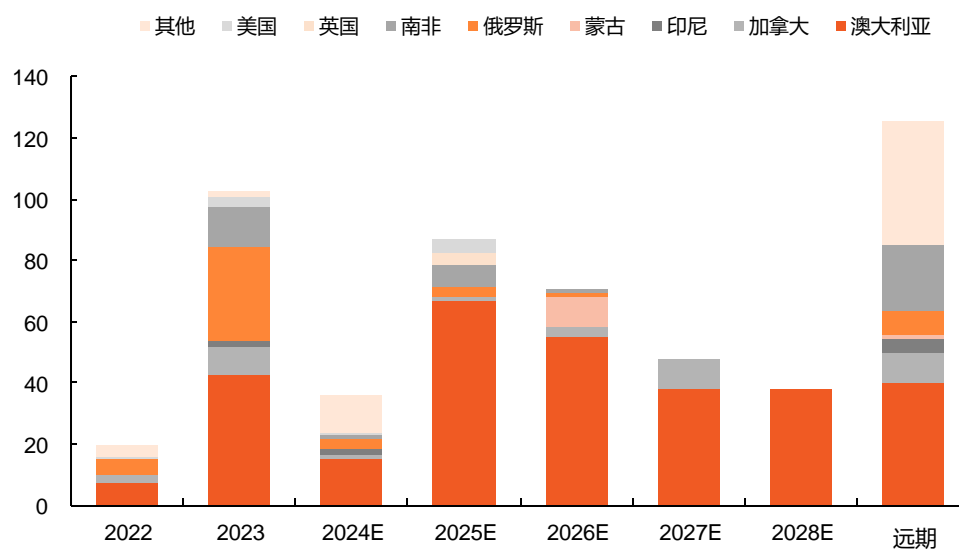
# 我国煤炭主要进口国俄蒙印尼产能扩张或进入瓶颈期

- 我国煤炭主要进口自印度尼西亚、俄罗斯、澳大利亚、蒙古国等邻国，据CCTD，2023年进口量中来自上述四国的占比达90%，其尼、俄罗斯、澳大利亚和蒙古国是动力煤主要进口，蒙古国、俄罗斯是炼焦煤主要进口。2023年中澳关系缓和、两国煤炭贸易重启，澳煤进口量明显恢复，同时在零关税政策和低价优势下蒙煤进口量大增，但2024年起我国恢复俄罗斯和蒙古进口煤关税征收或抑制煤炭进口量增速。
- 参考IEA对海外煤矿项目的梳理，2024年海外煤炭产能扩张有限、合计新增约36百万吨，2025年澳煤项目如按计划投产，海外煤矿增量将达87百万吨，2026-2028年新建煤矿产能趋减。从分布来看，煤矿新增产能以澳煤为主，俄罗斯和蒙古国短期产能增量弹性有限，印尼煤炭产量扩张或将进入瓶颈期。此外，从IEA在2022年梳理的项目投产时间来看，有部分新建项目进度存较大延后的概率。

◆ 我国从全球主要生产国的煤炭进口量（万吨）



◆ 海外国家新建产能预期（百万吨）



资料：ifind, IEA, 平安证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/685010220343011240>