



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新一轮煤炭产能周期下的投资机遇

煤炭开采

2023 年 9 月 1 日

证券研究报告

行业研究

行业深度

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用行业联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@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

新一轮煤炭产能周期下的投资机遇

2023年9月1日

本期内容提要:

- 产能周期的本质是企业产能变化对供需基本面的滞后响应。产能周期（朱格拉周期）是经济波动中的中周期、主周期，长度往往介于8-11年，产能周期内上升阶段的简单模型可以表现为：需求上升创造供需缺口→利润上升→产能利用率上升→投资上升→产能扩张，即由需求端的变化传导至产能扩张/缩小的过程形成了时间上的滞后性。当其他条件稳定时，产能和投资可以构成相对闭环的周期波动，即：行业供小于求时，盈利能力提升带动产能利用水平上升，同时冗余产能减少，刺激投资回升，导致新增产能增加；反之若总需求没有相应扩张，产能的增长造成供大于求，导致产能利用水平降低、冗余产能增加，企业开始亏损，投资增长就会被抑制，新增产能减少，甚至发生存量产能出清的情况。
- 我国煤炭产能周期节奏慢、跨度长，景气周期拐点下行时往往同时表现为煤炭消费量持续下降、煤价中枢大幅下移、行业利润水平较显著降低和固定资产投资位于高位等特点。我们认为，我国煤炭行业仍符合产能周期的内在运行逻辑，即：煤炭行业的产能扩张/缩减活动对供需变化的滞后响应，但基于国内经济环境、产业政策、行业特点等影响，不同于海外的是在时间维度上体现为持续时间更长，如在1999年至2016年经历了一轮较为完整的产能周期，持续时间近18年，远超一般产能周期平均时长（以历史经验上的产能周期来看平均约为9-11年）。与此同时，上一轮产能周期在2012年拐点下行时表现为几个较明显的特征：煤炭消费量持续下降、煤价中枢持续下移、煤炭行业利润水平显著下降和行业固定资产投资额见顶且快速下降等。我们认为，相较2022年，今年煤炭价格大幅下跌，是去年俄乌冲突的恐慌性抢购溢价回归基本面的波动，不能够简单地理解成2017年以来的本轮煤炭景气周期结束并拐点下行。
- 我们认为，煤炭供需缺口催化新一轮煤炭产能建设，供给侧改革&双碳战略政策或将抑制煤矿投资建设动力，有望拉长本轮产能周期维度。综合考虑未来煤炭需求和现有煤矿的衰减退出，国家能源集团技术经济研究院预测在2025年我国煤炭供需缺口2亿吨，在碳达峰后的2035年前后缺口8-10亿吨，同时建议在“十四五”“十五五”新建6-7亿吨/年的煤炭产能，这表明我国煤炭供需整体形势依旧趋紧，尤其在能源安全问题较为突出的当下，我国亟待新一轮煤炭产能建设以满足未来煤炭需求。但需认识到，上一轮大规模新建煤矿伴随着国内经济的高速发展和2008年的“四万亿计划”扩大内需带来的煤炭需求的持续增加，产业政策和企业投资均相对较为积极。反观本轮煤炭产能周期开始于2016年的供给侧改革去产能之后以及贯穿着2020年提出的碳达峰碳中和战略，叠加高质量发展经济增速趋缓和新建煤矿吨煤投

资大幅增加、周期较长、投资回报具有不确定性等影响，当前政府和企业对煤矿开发建设均较为谨慎，即使国家高层在 2022 年多次提出“以煤为主”、保障能源安全的情形下，政策仍以短期应急性的存量煤矿核增挖潜为主，煤矿核准新建产能仍较少。我们认为，在某种程度上，“四万亿计划”迟滞了上一轮产能周期的结束，同时供给侧改革煤炭去产能也延迟了本轮新产能建设的开始，叠加“双碳”目标战略下在对新一轮煤炭产能周期上的认知上仍存在着质疑和分歧，行业资本开支动力不足，反观宏观经济底部复苏带来煤炭需求的增长以及存量煤矿高产能利用率难长期维持且面临衰竭退出等，中短期仍面临煤炭供需缺口压力，有望拉长本轮产能周期维度，当前仍处于新一轮产能周期的早中期阶段。

- 新一轮产能周期下，新建煤矿更加向西北尤其是新疆集中，拥有存量在建煤矿和探矿权的煤企更具优势。当前，我国晋陕蒙新四省贡献了我国煤炭产量增量的 90% 以上，且新建煤矿项目也主要集中在晋陕蒙新等西北地区，如 2020 年以来国家发改委和国家能源局共核准 39 个煤矿项目（产能合计 11970 万吨/年），其中新疆地区的煤炭核准项目数量达 23 个（产能合计 4840 万吨/年），约占 2020 年以来核准产能的 40%，是新建煤矿规模最大的地区。鉴于新建煤矿涉及矿区总体规划设立调整、项目核准、采矿权申办等诸多繁杂的前期手续，以及规划的新增煤炭产能总量或将相对有限，我们认为新一轮煤炭产能周期下，存量的在建矿井和已规划的探矿权的有望提速和优先开发建设，拥有该类资产的企业或更具有先发优势。经对 14 家主要煤炭上市公司的情况进行梳理，在建产能方面，共有 8 家企业拥有在建产能（合计产能 5130 万吨），其中兖矿能源、广汇能源、淮北矿业是在建产能较多的煤炭上市公司，尤其是兖矿能源和广汇能源拥有新疆的露天在建煤矿，相较井工煤矿具备相对更大的产量释放空间。探矿权方面，共有 7 家煤炭企业拥有探矿权（合计资源量 460 亿吨），其中兖矿能源、中国神华和中煤能源是探矿权资源储量较多的煤炭上市公司，此三家公司未来产量释放空间较大。值得注意的是，在煤炭开发向西北地区集中的态势下，优先布局西北地区的企业或将更容易取得禀赋条件较好的煤炭资源，从而拥有更大的竞争优势。
- 投资建议：在全国煤炭保供形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求，新一轮煤炭产能周期亟待开启。同时在产业政策总量控制、行业投资相对谨慎、煤炭布局加速西移等背景下，拥有存量在建矿井、探矿权储备且超前布局新疆地区煤炭产业的煤炭公司具有先发优势，有望更加受益新一轮产能周期政策。当前，煤炭板块具有高业绩、高现金、高分红属性，叠加行业高景气、长周期、高壁垒特征，以及低估值水平和一二级估值倒挂，煤炭板块投资攻守兼备。我们继续全面看多煤炭板块，继续建议关注煤炭的历史性配置机遇。自下而上重

点关注四条主线：一是内生外延增长空间大、资源禀赋优的兖矿能源、陕西煤业、广汇能源、山煤国际、潞安环能等；二是在央企控股上市公司质量提升工作推动下资产价值重估提升空间大的煤炭央企中国神华、中煤能源等；三是全球资源特殊稀缺的优质炼焦煤公司平煤股份、淮北矿业、山西焦煤、盘江股份等。以及伴随产能周期推进中煤炭生产建设领域的相关机会，如天地科技、郑煤机、天玛智控等。

- **风险因素：**宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅波动；煤矿发生安全生产事故；国内能源产业政策重大调整；煤企在建矿井建设和探矿权开发进度不及预期。

一、我国煤炭产能周期回顾.....	7
1.1 产能周期的本质是企业的产能扩张/收缩行动对于供求变化的滞后响应.....	7
1.1.1 产能周期的长度一般在 8-11 年左右，设备投资水平和产能利用率是主要观测指标.....	7
1.1.2 产能周期的本质是企业的产能扩张/收缩行动对于供需变化的滞后响应.....	8
1.2 我国煤炭行业在 1999 年至 2016 年经历了一轮较为完整的产能周期.....	9
1.2.1 我国工业企业产能周期对应 1998 年、2009 年、2016 年为周期底部.....	9
1.2.2 我国上一轮煤炭产能周期为 1999 年至 2016 年.....	10
1.3 我国上一轮煤炭产能周期节奏慢、跨度长.....	12
1.3.1 2000 年后我国经济持续高增速，总需求持续上升.....	12
1.3.2 煤矿投资的高成本、高壁垒、长周期增强了从供需缺口到产能扩产的滞后性.....	13
1.3.3 煤炭行业产能释放受政策调控影响大，“四万亿计划”延续周期上行.....	14
二、新一轮煤炭产能周期开启，当前仍处于早中期阶段.....	16
2.1 政策端的分歧：从 2016-2020 年供给侧改革期间的“边退出边保供”到 2021 年后的“全面增产保供”，但“双碳”目标倒逼行业收缩.....	16
2.1.1 “十三五”供给侧改革后加速产能退出，2016-2020 年累计退出 9.8 亿吨产能.....	16
2.1.2 2017 年后，政策主导下为平抑煤价快速上涨而开展以核增为主的扩产行动.....	17
2.2 煤炭供需偏紧态势下以“增产保供”政策主导，存量产能挖潜几近极限.....	18
2.2.1 2020 年后，政策密集强调“增产保供”，确保能源安全.....	18
2.2.2 存量煤矿产能利用率持续维持高位，再挖潜空间十分有限.....	19
2.2.3 2017 年后，煤炭消费量维持上涨，带动产能周期上行.....	20
2.2.4 中期看煤炭消费达峰在 2028 年前后，仍有 4-5 年上升期，预计达峰后的峰值平台期再将维持十年左右.....	21
2.3 “双碳”目标抑制煤炭行业投资意愿，煤炭新建扩产尚不明显，中长期仍存较大供需缺口.....	21
2.3.1 “双碳”目标下煤炭行业远期前景不明朗.....	21
2.3.2 当前煤炭企业资产负债表修复明显，资本开支能力提高，但扩产行动尚未开启.....	22
2.3.3 新建矿井所需投资大幅攀升，本轮周期实际扩张产能远低于上轮周期.....	23
2.3.4 存量煤矿产能衰减，“双碳”战略下我国煤炭供应仍存在中短期不足的压力.....	23
2.4 本轮产能周期仍处于周期上升的早中期阶段.....	26
三、新一轮产能周期下，有在建煤矿和探矿权的煤企更具优势.....	27
3.1 我国煤矿项目审批建设周期长，且新建项目向西北集中.....	27
3.1.1 我国煤矿项目审批建设周期长.....	27
3.1.2 我国新建煤矿项目进一步向西北地区集中，尤以新疆地区居多.....	27
3.2 拥有在建煤矿和探矿权的煤企更具优势.....	29
3.2.1 主要煤炭上市公司的在建产能及探矿权梳理.....	29
3.2.2 新一轮产能周期下，深度受益已拥有潜在储备产能的煤炭企业.....	32
投资建议.....	34
风险因素.....	35

表目录

表 1：经济周期分类.....	7
表 2：产能周期驱动因素.....	8
表 3：产能周期各阶段.....	9
表 4：样本煤矿从核准到投产一般需五年或更长时间.....	14
表 5：2000 年以来发改委制定煤炭工业发展规划主要内容.....	15
表 6：2016 年-2020 年全国煤炭去产能情况（万吨）.....	17
表 7：2020 年以来煤炭行业相关政策文件.....	18
表 8：新一轮找矿战略突破行动仍然以西部地区为重点.....	29
表 9：主要煤炭上市公司在建产能情况.....	30
表 10：主要煤炭上市公司探矿权.....	31
表 11：重点上市公司估值表.....	34

图目录

图 1：朱格拉周期循环图.....	7
图 2：1985s 后美国工业产能周期波动变化.....	8
图 3：1990s 后中国产能周期变化.....	9

图 4: 煤炭产能投资对比煤炭行业利润变化有明显滞后	10
图 5: 煤炭产能投资变化对比煤炭价格波动有明显滞后	10
图 6: 固定资产投资额变化对应煤炭产能周期不同阶段	11
图 7: 煤炭企业在 2011 年开始漫长出清过程	11
图 8: 亏损企业数在 11 年后显著增长, 在 15 年到达顶部	11
图 9: 煤炭供需平衡情况: 2006 年前后, 2000 后建设的矿井投产规模逐渐扩大, 煤炭供给增速大于需求增速, 供需缺口逐渐缩小, 2010 年第一次出现供大于求的情形	13
图 10: 我国 GDP 增速在 2000s 后高于发达国家经济体	13
图 11: 2000s 后火电量增速维持高位拉动煤炭需求	13
图 12: 2019-2022 年分年度新核准煤矿产能情况	17
图 13: 2019-2022 年分省区累计新核准煤矿产能情况	17
图 14: 近年来煤炭行业产能利用率逐年提高	19
图 15: 2022 年多地产能利用率超 100% (万吨; 万吨/年)	19
图 16: 2016-2022 我国煤矿事故数和死亡人数	20
图 17: 2016-2021 我国煤矿百万吨死亡率 (人/百万吨)	20
图 18: 煤炭消费量连续负增长标志产能周期的大级别转折	20
图 19: 煤炭行业较低负债率对应较高投资增速	22
图 20: 2015 年后煤炭行业利润修复, 带息负债下降	22
图 21: 2016 年后 sw 煤炭行业在建工程总体下降	22
图 22: 2016 年后 sw 煤炭行业固定资产增速无明显上涨	22
图 23: 全国吨产能投资金额变动趋势 (元/吨)	23
图 24: 煤炭行业固定资产投资额上升不代表投产产能上升	23
图 25: 2016-2022 年煤炭产量衰减地区原煤产量情况	25
图 26: 2017-2022 年煤炭产量衰减地区衰竭量 (万吨)	25
图 27: 全国现有煤矿生产趋势预测 (亿吨)	25
图 28: 全国煤炭供应趋势与余缺比较 (亿吨)	25
图 29: 煤矿建设施工组织流程	27
图 30: 矿建井巷工程示意图	27
图 31: 20011-2020 年为期 10 年的找矿突破战略行动收官	28
图 32: 2023 年我国开启新一轮找矿战略突破行动	28
图 33: 2020 年以来不同地区煤矿核准数量及产能情况	28
图 34: 2020 年以来各省去煤炭核准产能占比 (万吨/年)	28
图 35: 我国原煤产量衰减主要省份的情况 (万吨)	29
图 36: 主要煤炭上市公司在建煤矿产能 (万吨/年)	30
图 37: 主要煤炭上市公司探矿权资源储量 (亿吨)	31
图 38: 主要煤炭上市企业在建产能 (万吨/年)	32
图 39: 主要煤炭上市企业探矿权储量 (亿吨)	32
图 40: 新疆煤炭资源分布较为集中, 呈北富南贫特征	33
图 41: 主要煤炭上市公司新疆内蒙地区在建产能和探矿权储量情况 (万吨/年, 千万吨)	33

一、我国煤炭产能周期回顾

1.1 产能周期的本质是企业的产能扩张/收缩行动对于供求变化的滞后响应

1.1.1 产能周期的长度一般在 8-11 年左右，设备投资水平和产能利用率是主要观测指标

产能周期，又称设备投资周期、朱格拉周期，是经济波动中的中周期、主周期。经济周期是市场经济中个人或者企业自主引发的商业波动。经济总是从复苏、繁荣、衰退到萧条周而复始地发生着，每个人都身处其中。经济周期主要受商业周期、政治周期、社会周期等影响，其中，商业周期是市场经济中由个人或企业自主行为引发的商业律动。现代经典经济周期理论归纳出了几大典型商业周期。产能周期（朱格拉周期）是经济波动中的中周期、主周期，长度往往介于 8-11 年，从其它商业周期与产能投资周期的关系看，短期的库存调整是中期朱格拉周期调整下的小级别周期；长期的创新周期则是技术革命引发的商业机会，并包含数个设备投资区间。

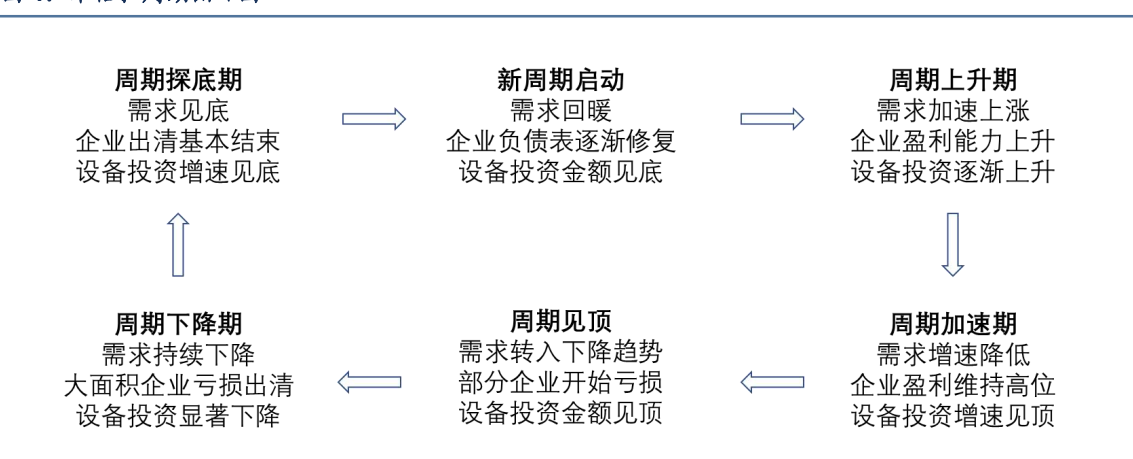
表 1：经济周期分类

周期	别名	周期时长	典型标志和特征
基钦周期	存货周期	40 个月	企业库存的增减
朱格拉周期	产能周期	8-11 年	设备投资或者资本开支占 GDP 的比例
库兹涅茨周期	建筑周期	15-25 年	房地产行业的兴旺和衰落
康德拉季耶夫周期	科技创新周期	期 50-60 年	划时代的技术原理与科技产品

来源：胡艳婷《经济周期文献综述》，信达证券研发中心

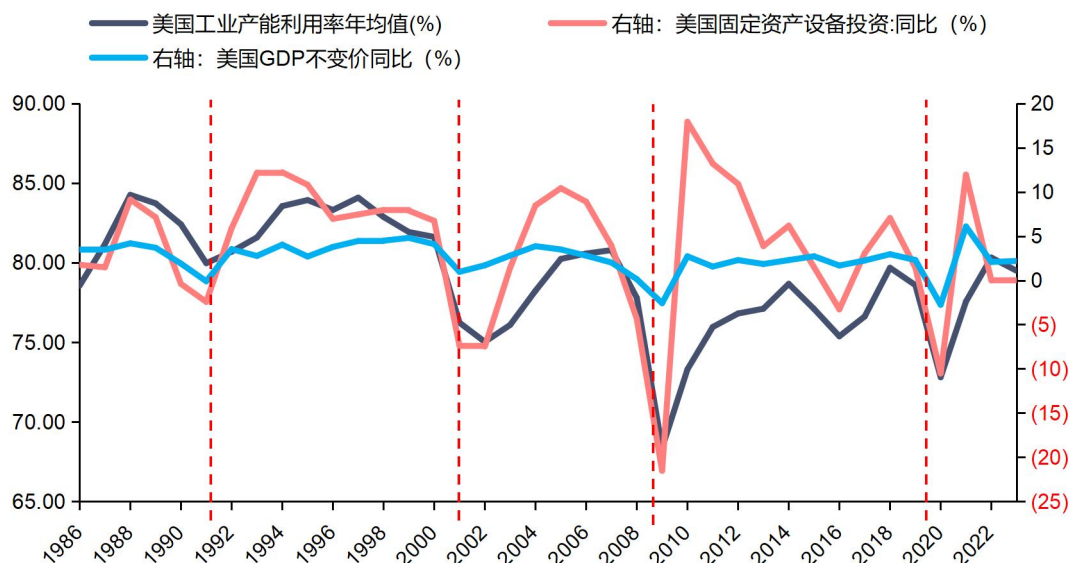
我们认为，设备投资水平和产能利用率是观测产能周期的主要指标。设备投资周期，指的是企业进行有规律的设备更替和资本开支所驱动的投资周期。其根源在于企业生产过程中，机器设备由于磨损、技术进步等因素，更新周期较短。但设备投资周期还取决于企业投资意愿、未来行业前景的展望、企业信贷情况以及存货变动。可以通过企业设备投资和产能利用率变化的有规律的周期性变化去观测当前经济处于朱格拉周期内的哪一阶段。

图 1：朱格拉周期循环图



资料来源：胡艳婷《经济周期文献综述》，信达证券研发中心

从国际经验看，美国的产能利用率周期与设备投资及经济增长速度长期高度相关，呈现一定的同周期波动性。在产能利用率、设备投资同比两项数据见底的产能周期底部，同样可以看到美国 GDP 同比数据亦处于较为明显的底部区域。而以周期低点作为周期节点计算，1985 年后，美国的产能利用率周期的平均长度约 9-10 年，分别为：1991-2001，周期时长 10 年；2001-2009，周期时长为 8 年；2009-2020，周期时长为 11 年。

图 2：1985s 后美国工业产能周期波动变化


资料来源：WIND，信达证券研发中心

1.1.2 产能周期的本质是企业的产能扩张/收缩行动对于供需变化的滞后响应

我们认为，驱动产能利用水平周期性波动的因素可以归结为需求、供给、政策等维度。需求应当认为是影响力最强的方面，当其他条件不变，需求总量的波动影响了销售和利润，进而提高或抑制产能利用水平；需求结构的变化导致了原有产能存量的结构性过剩，部分产能提前过剩。供给方面，固定资产到达使用年限退出生产会减少存量产能，导致产能利用水平提高；投资增长可以增加新增产能供给，导致产能利用水平下降。重要技术进步则可以提高生产率，如果总需求扩张速度相对滞后，可能导致产能利用水平的回落；技术进步还可以改变供给结构，进而引致需求结构的变动，使部分落后产能相对过剩。政策方面，财政政策和货币政策都能够调节总需求，影响整体产能利用水平；产业政策和行政手段可以直接干预产能的形成与淘汰，调控产能利用率周期波动的拐点和节奏。

表 2：产能周期驱动因素

影响因素	分类	受影响因素
需求	需求总量	销售和企业利润
	需求结构	导致存量产能结构性过剩
供给	固定资产年限	导致存量产能结构性短缺
	技术进步	新技术提高生产效率，存量产能过剩
	技术迭代	供给结构变化，需求结构变化，存量产能过剩
政策	货币政策	调节总需求
	产业政策	直接干预产能形成或淘汰

资料来源：胡艳婷《经济周期文献综述》，信达证券研发中心

我们认为，产能周期的本质是企业的产能变化对供需变化的滞后响应，该滞后又加强了产能变化与最终需求间的错配。产能周期内上升阶段的简单模型可以表现为①需求上升创造供需缺口；②利润上升；③产能利用率上升；④投资上升；⑤产能扩张。从需求端的变化传导到产能扩张/缩小的过程导致了时间上的滞后性。当其他条件不变时，产能和投资可以构成相对闭环的周期波动，即：行业内产品供小于求时，盈利能力提升带动产能利用水平上升，同时冗余产能减少，刺激投资回升，导致新增产能增加。而此时如果总需求没有相应扩张，产能的增长造成供大于求，导致产能利用水平下降、冗余产能增加，企业开始亏损，此时就会投资增长被抑制，减少了未来的新增产能，甚至进行产能出清。

我们认为，在现代社会的生产体系下，由于生产和消费在时间、空间和主体上是分离的，因此产能扩张与最终需求往往产生错配，供需错配下盈利波动将会产生，并反向影响企业产能扩张/缩减的意愿。而造成波动的驱动因素，来自自然、政治、社会、人性以及经济自身等各个方面。总体来说，在经济繁荣时投资者对未来过于乐观，不断加大投资，最终导致生产超过由消费和出口决定的有效需求从而引发产能过剩，或者导致产能扩张超过原材料或劳动力供给瓶颈，工资和原材料成本上升侵蚀了生产企业的利润。而投资正由企业的利润驱动，成本和价格决定的变化决定了利润的周期性的波动，这种波动的上下起伏同时也是产能调整的过程。

表 3：产能周期各阶段

周期内不同阶段	阶段表现
上行阶段	1 经济复苏，需求提高，企业利润提升
	2 产能利用率持续提高，企业进入扩大产能的周期
	3 新建产能投产达产并持续释放生产能力
	4 经济增长超过由设备、资源和劳动力等决定的潜在增长率，引发通货膨胀，需求下降
周期顶部	5 由于投资的滞后性，此时产能仍在增加而产量下降，产能利用率进入下降通道
	6 经济回调，供求恶化，产能利用率持续下降，设备闲置、通缩
下行阶段	7 供给出清、企业放缓设备采购和劳动力雇佣来消化现有产能
	8 供给出清进入尾声、供小于求、企业盈利能力增强
周期底部	9 企业资产负债表修复、产能利用率恢复
	10 新一轮经济复苏和产能扩张

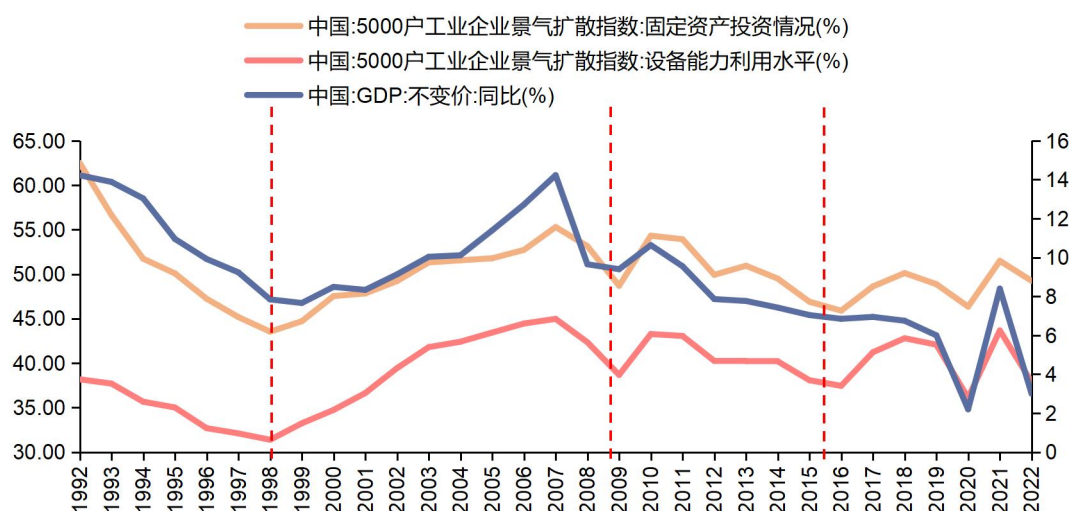
资料来源：胡艳婷《经济周期文献综述》，信达证券研发中心

1.2 我国煤炭行业在 1999 年至 2016 年经历了一轮较为完整的产能周期

1.2.1 我国工业企业产能周期对应 1998 年、2009 年、2016 年为周期底部

我们认为，中国的产能周期总体来看略微区别于国际经验的波动规律。基于数据可得性，我们以 5000 户工业企业景气扩散程度作为观测指标。整体来看，2000 年以后，固定资产投资情况、设备能力利用水平、GDP 增速三项数据共振的低点分别出现在 1998 年、2009 年、2016 年，以这三年作为产能周期的底部，由此区分出 1998-2009、2009-2016、2016 至今三个周期。我们认为，由于 2020 年的低点为单年度的数据骤降，并未经过完整的周期过程，因此不作为周期结束的标志。可见，前两个产能周期平均长度为 9 年左右。

图 3：1990s 后中国产能周期变化



资料来源：WIND，信达证券研发中心

第一轮是1998-2009年：2000年前后，中国经济进入高速发展期，固定资产投资保持高位运行，叠加积极的财政政策，需求较快扩张。同时，得益于中国加入WTO，叠加美欧日经济表现较好，出口对经济增长显著。2008年受到国际金融危机的影响，全球经济面临下行压力，外部需求明显收缩，工业生产增速放缓，企业利润增速回落。而此前的投资高增长又导致存量产能的累积，总需求下行使产能利用水平快速下降。

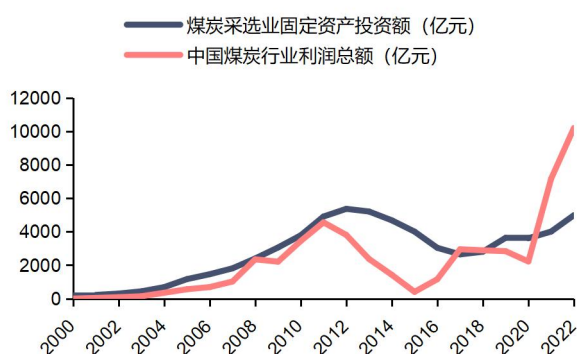
第二轮是2009-2016年：2008年国际金融危机期间本应进行过剩产能出清，但是2008年“四万亿计划”进一步扩张了新产能，产能出清被推迟，产能利用水平触底反弹。2011年起GDP增速进入下降通道。前期投资的快速增长导致存量产能累积，此时产能过剩问题逐步暴露，2010年起总体产能利用水平下降，在2012年前后才步入漫长的产能出清。直至2015年，国家启动供给侧改革，政策推动去产能、去库存与降杠杆，投资增速与产能利用率回落，经历了一段较长的主动去产能时期。

第三轮是2016年至今：2016年后，“两高一剩”行业过剩产能出清较为充分，行业集中度提高。随着产能与库存的去化，企业利润回升，内生投资需求有所增强。同时，内外需共同驱动2017年总产出与产能利用率回升，直至2020年全球疫情开始后，内外需降至较低水平，经济大幅下行，产能利用率也到达低点。新冠疫情发生后，得益于出色的疫情防控能力，中国经济从冲击中率先恢复，产能利用率和设备投资有所回升，但由于疫情带来的相关影响，经济波动较大。

1.2.2 我国上一轮煤炭产能周期为1999年至2016年

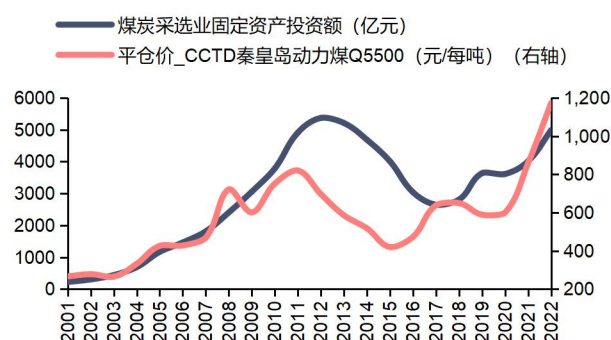
以煤炭采选业固定资产投资额作为观测指标，我们认为我国煤炭行业在1999年至2016年经历了一轮较为完整的产能周期。煤炭的固定资产投资包括土地，资本，设备等多种生产要素。因此，其包含的概念更为广泛，相对传统意义上的朱格拉周期的设备投资指标，更完整地体现煤炭行业的产能投资。同时，基于对中国煤炭行业的产能周期的研究，我们认为其虽然具有不同于国际经验的波动规律（在时间维度上体现为更长的周期），但仍符合产能周期的内在运行逻辑，即：煤炭行业的产能扩张/缩减活动对供需变化的滞后响应。

图4：煤炭产能投资对比煤炭行业利润变化有明显滞后



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图5：煤炭产能投资变化对比煤炭价格波动有明显滞后



资料来源：WIND，信达证券研发中心

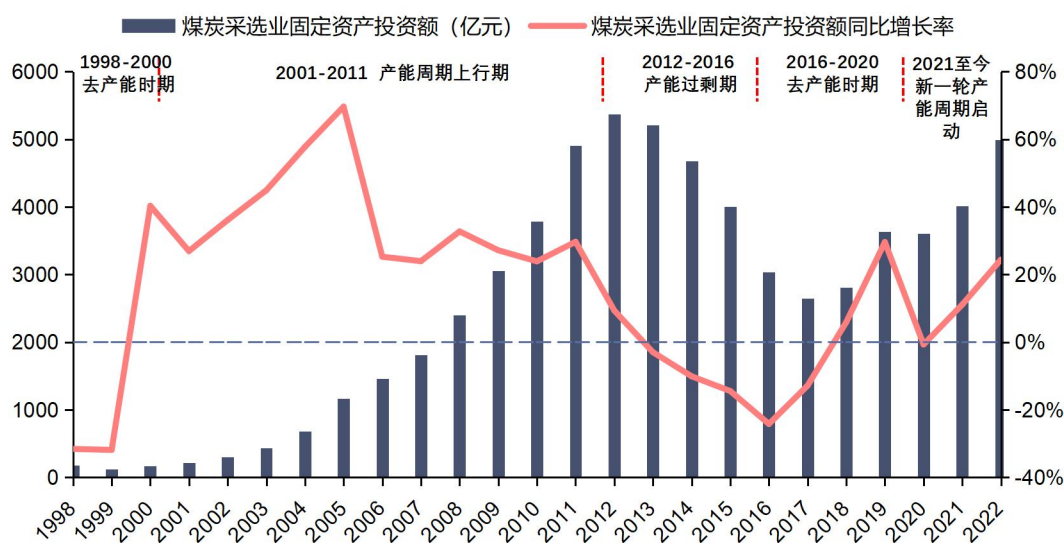
去产能时期（关井压产）（1998—2000年）：“关井压产自”1998年夏天开始，到2000年末共一年半的时间，主要的关闭对象是小煤矿，是为了解决小煤矿例如资源乱开采、安全事故频发、环境破坏问题等外部性问题。目标实现关闭2.58万个煤矿，总计减少2.5亿吨的产量；最终实现4.7万煤矿关闭，减少3.5亿吨，相当于当时煤炭产量的27.3%。

产能扩张上行期（2001—2011年）：中国经济进入高速发展阶段，国家取消电煤国家指导价，煤炭价格市场化，煤炭行业同步进入快速发展期。2002年，中国加入WTO，GDP实现高速增长，2003年，全国性的电荒在冬夏爆发两轮，多地“拉闸限电”。在2002年到2008年

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

之间，经济的快速发展拉动了总需求，能源需求量随之增高，煤炭市场供不应求，煤炭价格在这段时间持续抬高。煤炭企业高利润的驱动下，积极扩大投资增产，以满足市场缺口。煤炭行业投资增速在 2005 年达到了较高的 69.64%。2006-2008 年煤炭投资增速维持在 25% 左右。在 2008 年，虽然出口经济受到全球金融危机的冲击，但内需方面国家出台“四万亿计划”拉动消费与基建，国家经济增速虽然有一定降速，煤炭行业在 2008 年-2011 年依旧保持了 20% 以上的固定资产投资增速。直至 2012 年，煤炭行业投资增速进入下降通道。以 2012 年作为上一轮产能周期的顶部，有以下几个较明显特征：GDP 增速同比下降，首次跌破 8%；煤炭消费量增速降低，煤炭行业利润进入下行区间；煤炭行业固定资产投资额见顶，同比增速大幅下降，2000 年后首次跌破 20%。

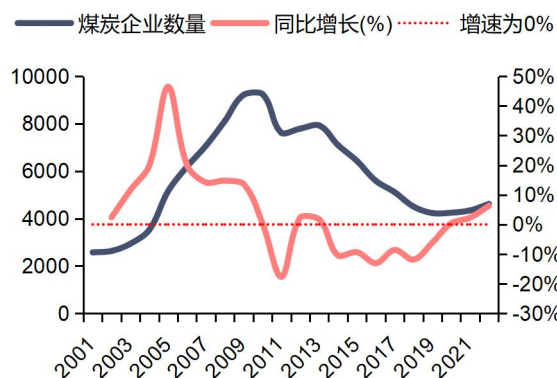
图 6：固定资产投资额变化对应煤炭产能周期不同阶段



资料来源：WIND，信达证券研发中心

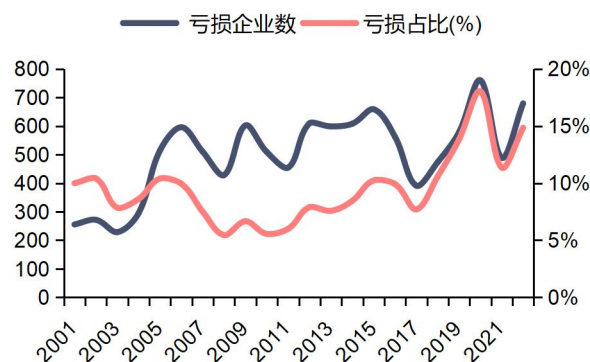
产能过剩期（2012—2016 年）：2012 年，全球经济减速，大宗商品价格低迷带来的冲击巨大。国内经济增速放缓，总需求增长也随之放缓。煤炭行业在 2008 年“四万亿计划”的需求刺激下，产能扩张大于下游需求的增速，煤炭行业供过于求，煤价中枢大幅下跌。同时，煤炭企业产能结构问题逐渐凸显，产能过剩问题严重，行业产能利用率逐年下降，煤炭行业进入漫长的产能出清阶段。国家在 2016 年提出供给侧结构改革，利用政策手段加速淘汰过剩产能和落后产能。同年，煤炭行业投资增速见底，2017 年，煤炭行业固定投资额见底。

图 7：煤炭企业在 2011 开始漫长出清过程



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 8：亏损企业数在 11 年后显著增长，在 15 年到达顶部



资料来源：WIND，信达证券研发中心

去产能时期（供给侧改革）（2016—2020年）：“十三五”提出供给侧结构性改革后，国家宏观调控下，煤企去产能力度加大，2016年2月，以国发【2016】7号文为代表的煤炭行业供给侧改革政策开始。大量落后产能被淘汰，同时释放先进产能保障供应，产能结构不断优化，叠加行业资本开支多年持续下行，导致产能基本出清，而需求端伴随新兴产业发展和城镇居民生活水平提高，全社会用电量增长，供需结构得到一定改善，煤价回升并趋于稳定。

新一轮产能周期启动（2021至今）：疫情冲击后，对国内宏观经济产生严重影响，煤炭价格出现大幅度震荡，2021年后，经济复苏，能源需求逐渐恢复。但由于“去库存”期间大量矿井关闭，新增产能投资较明显不足，造成国内煤炭产能短缺，与此同时叠加俄乌冲突和疫情影响，煤炭进口急剧收缩，在短期内加剧了国内煤炭供给缺口。

1.3 我国上一轮煤炭产能周期节奏慢、跨度长

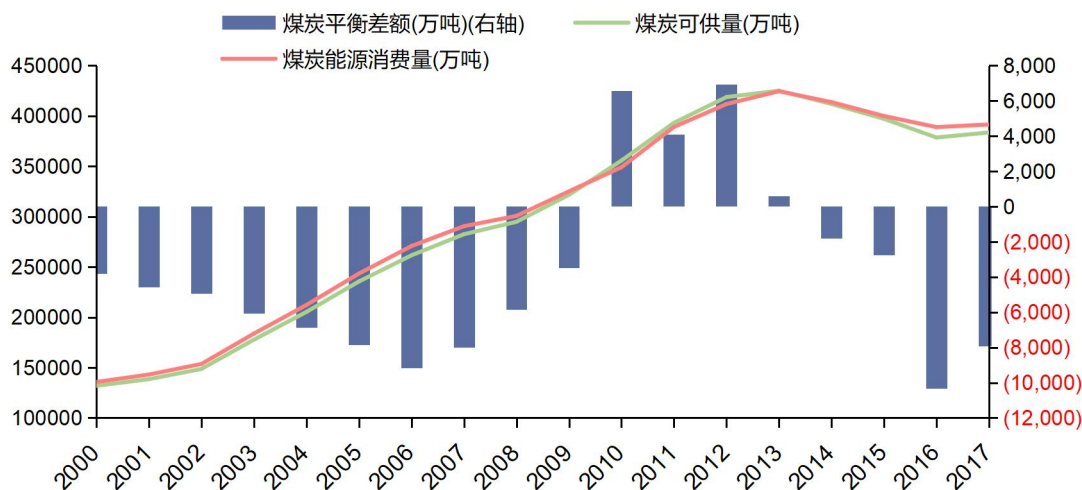
以历史经验上来看，工业产能周期平均时长为8-11年。我们认为上轮煤炭行业的产能周期自1999年开始，2016年供给侧改革结束，持续时长在16-18年，远超一般产能周期平均时长，主要原因是伴随宏观经济的高速发展以及2008年的“四万亿计划”拉动内需，一定程度上延迟了产能周期的结束。基于经济环境、国家政策、行业特点等因素影响，煤炭行业过去这一轮煤炭产能周期整体呈现为节奏慢、跨度长的长周期表现形式。

1.3.1 2000年后我国经济持续高增速，总需求持续上升

2000年后我国经济持续高增速，较长时期内未出现产能过剩的情况。相对于世界发达国家的GDP增速常年维持在5%以下，国内GDP增速在2000年后始终保持了强有力的增长的状态。因此，虽然煤炭固定资产投资增速自2000年后就一直以较快的速度增长，产能保持高速扩张，但中国持续高速发展的经济持续拉动作为能源主体的煤炭需求，行业产能利用率始终维持较高状态，煤炭投资持续上行，延长了煤炭产能周期的上升周期。

尤其在2008年，中国工业企业产能利用率到达低点，而煤炭投资延续上涨。2008年，我国位于产能周期底部。而在“四万亿计划”催化下，如拉动基建、扩大内需等政策依旧保持了煤炭行业的旺盛需求，结合煤炭产能由投资到释放过程较长，当年仍有供给缺口，未出现产能过剩情况。2012年，我国GDP增速首次跌破8%，之后伴随经济增速下行带来的需求收缩，基于2000至2012年的较长时间的产能持续扩张，煤炭行业堆积过剩产能较多，到达产能周期顶部。

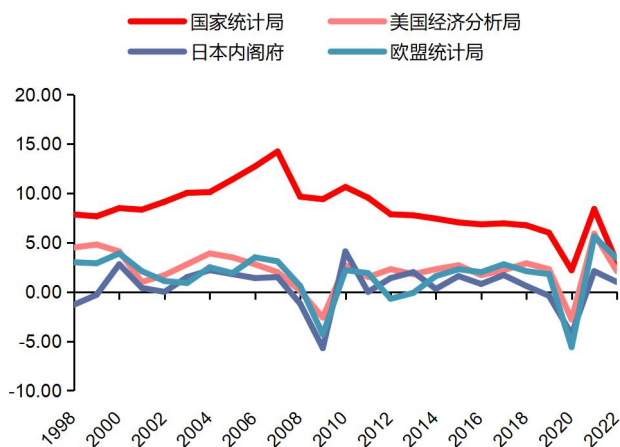
图 9：煤炭供需平衡情况：2006 年前后，2000 后建设的矿井投产规模逐渐扩大，煤炭供给增速大于需求增速，供需缺口逐渐缩小，2010 年第一次出现供大于求的情形



资料来源：cctd，信达证券研发中心

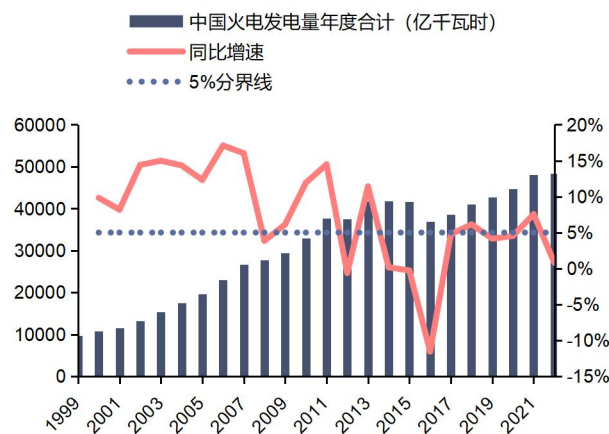
发电量高增速共振 GDP 增速，也体现持续性的煤炭需求。中国火电发电量增速在 2012 年前保持大于 5% 的增长，虽然在 2008 年有显著下滑，但之后被四万亿计划刺激，迅速回到高增速状态。直至 2012 年，随着经济增速回落，火电增速也出现显著下滑，并在 2016 年供给侧改革当年触底，而后在 2017 年后保持较为稳定的增长。

图 10：我国 GDP 增速在 2000s 后高于发达国家经济体



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 11：2000s 后火电量增速维持高位拉动煤炭需求



资料来源：WIND，信达证券研发中心

1.3.2 煤矿投资的高成本、高壁垒、长周期增强了从供需缺口到产能扩产的滞后性

相较于传统产能周期中的设备投产，我们认为，煤矿建成投产的成本更大、壁垒更高、时间更长。产能周期中，从投资到产能扩张过程往往经历资本开支（投资）、在建工程（建设）、固定资产（投产）三个环节，产能的建造过程不仅涉及到自身与投入产出意义上的上下游企业，还关联到固定资产的生产方如建筑企业、机械企业等。构建资产现金流增速一般领先于在建工程与固定资产投资增速。对于产能扩张周期来说，一般情况下的先后顺序为：资本支出>在建工程>固定资产。在产能周期中，资本支出最先进行变动；其次，从投资到投产存在滞后，投资增速变化往往领先于在建工程增速变化；最后，在建工程完工后才可以转为固定资产，因而从在建工程到固定资产也存在一定的滞后期。对于煤矿扩产来讲，资本开支更大、在建工程释放产能时间长，因而产能的扩张过程远长于一般行业的设备投产时间，这也就导致了从投资到产能扩张的滞后性更强，上升周期被拉长；同时，

长时间投资建设后，周期见顶后过剩产能的累积也更多，需要更长时间进行出清。一旦煤矿建立，相对于普通工业制造业的设备生命周期，煤矿的运营周期也更长，自然淘汰时间更久。但需要注意的是，煤炭行业经历 2002 年至 2011 年“黄金十年”内较密集的投产活动后，批量的产能淘汰一旦开始，产能缩减的规模和持续性也将远远超过传统意义上的产能周期。

我国晋陕蒙等地的煤矿一般需要 3-5 年甚至更长时间来进行建设。经查询企业公开资料，梳理典型煤矿在建项目，如：晋控煤业色连煤矿（500 万吨/年）于 2013 年通过发改委核准，2019 年 9 月取得竣工验收批复，12 月完成安全生产标准化评级考核验收，2020 年 3 月完成生产要素公示；中煤能源里必煤矿（400 万吨/年）于 2018 年已核准并取得采矿许可证，预计 2025 年建成投产；陕西煤业孙家岔煤矿（400 万吨/年）于 2007 年 10 月获发改委批准设计规模开展前期工作，2015 年 12 月完成煤炭资源整合，2016 年 3 月完成安全验收；小保当一号（1500 万吨/年）于 2013 年开工，2018 年试生产投产；小保当二号（1300 万吨/年）于 2017 年 12 月获发改委核准，2021 年下半年矿井及选煤厂竣工验收。

表 4：样本煤矿从核准到投产一般需五年或更长时间

投资主体	煤矿	规模（万吨/年）	核准时间/开工时间	完成时间/最新进展	其他	时间周期
晋控煤业	色连煤矿	500	2013 年发改委核准色连一号、二号煤矿	2019 年 9 月完成竣工验收批复，12 月完成安全生产标准化评级考核验收	2022 年 9 月色连一号煤矿生产力由每年 500 万吨核增至 800 万吨	2013 年核准 2019 年验收
中煤能源	里必煤矿	400	2018 年开工，已核准并取得采矿许可证，完成投资 3.51 亿元	2022 年投资 7.27 亿元，累计完成投资 31.50 亿元		/
陕西煤业	孙家岔煤矿	400	2007 年 10 月发改委批准 4.0Mt/a 设计规模，开展前期工作	2015 年 12 月完成煤炭资源整合，2016 年 3 月完成安全验收	2023 年 3 月，首套 7.4 米大采高智能化综采设备联合试运转	2007 年核准 2016 年验收
陕西煤业	小保当二号	1300	2017 年 12 月发改委核准	2021 年下半年，矿井及选煤厂竣工验收	2023 年，小保当矿井及选煤厂项目计划投资 4 亿元，四季度主体工程完工	2017 年核准 2021 年验收
陕西煤业	小保当一号	1500	2013 年开工，2018 年投产	2021 年，矿井及选煤厂基本建设项目全部完成	同小保当二号	2013 年开工 2019 年投产

来源：晋控煤业、大同煤业、中煤能源、陕北矿业官网、陕西煤业官方网站，煤矿安全网，胡家河矿业公司，国家能源局，煤炭人，信达证券研发中心

1.3.3 煤炭行业产能释放受政策调控影响大，“四万亿计划”延续周期上行

煤炭产业发展较大程度受政策指引。基于我国“富煤贫油少气”的能源格局和保障国家能源安全的重要任务，煤炭作为国家战略能源与重要基础产业，其发展规划需受到国家政策调控。

自“十五”期间一轮煤炭产能周期开启，国家政策逐步引导煤炭行业进行结构优化、产能调整、制度建设。《煤炭工业“十五”规划》中，强调现代企业制度对煤炭行业健康发展的必要性，初步提出“淘汰落后产能”及实施大集团战略的构想。

至“十一五”期间，《煤炭工业发展“十一五”规划》明确提出“改小建大，优化结构”的发展构想，指导大型、中型、小型煤矿产能占比，并对煤炭年度产量做出计划，引导“十五”期间结转的在建煤矿全部建成投产。

2008 年，“四万亿计划”延续煤炭产能周期上行过程，掩盖了产能过剩的局面。中国工业产能利用率和固定资产投资在当年降至低点，呈现产能周期的底部。煤炭行业作为与国家关联较强的行业，理应共振进入产能出清阶段，然而“四万亿计划”的出现推迟了这一过

程。2008 年面对全球金融危机，经济下行压力增大。11 月国常会决议通过了四万亿刺激经济计划，“四万亿计划”虽然并非煤炭行业的政策，但其强调的对于基建、民生、灾后重建等领域的投资以及较为宽松的货币政策大力刺激了社会用煤需求，也由此延续了煤炭产能的上行过程，进而迟滞了上一轮煤炭的产能出清。

《煤炭工业发展“十二五”规划》指出，目标形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级大型煤企。然而时至 2012 年，经济降速下降伴随着 GDP 跌破 8%，煤炭需求大幅下降，企业亏损扩大。国家发文预备淘汰落后产能，产能被动出清拉开序幕，为落后产能敲响警钟。

自 2016 年起 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目，加速供给侧改革进程。煤炭产能大量退出市场，煤炭供需缺口在当年显著扩大，受市场缺口拉动，新一轮投资与产能周期缓慢开启。但受中美贸易摩擦、新冠疫情形势影响，固定资产投资缓速上行，尤其是新增产能严重不足（2016 年至 2020 年原则上不审批新建煤矿项目，确需新建的实施产能置换。2020 年“双碳”目标提出后又有进一步去产能的现象出现）。

2021 年以来伴随疫情冲击得到缓解，煤炭包括电力供需呈现出紧张状况，2022 年 2 月俄乌冲突以来，国际能源局势不稳定性因素大幅增加，国内极端天气频率增加，水电供应稳定性下降。在保障国内居民与工业用电的政策要求下，“增产保供”成为产能建设的新指路牌，长协煤作为煤价和供应量的稳定器，而“续接产能”与“新建矿井”两大手段成为建设重难点。政策对煤炭行业产能输出的质、量、结构实现全方位调控。

表 5：2000 年以来发改委制定煤炭工业发展规划主要内容

时间	具体政策
促进建设（2001-2005）	（十五）《煤炭工业“十五”规划》调整煤炭工业结构，淘汰落后产能；建立现代企业制度，实施大集团战略。
改小建大（2006-2010）	（十一五）《煤炭工业发展“十一五”规划》改小建大、优化结构；“十五”结转的在建煤矿全部建成投产，煤炭产量 26 亿吨，其中大型、中型、小型煤矿分别占比 56%、17%、27%。
继续集中（2011-2015）	（十二五）《煤炭工业发展“十二五”规划》生产进一步向大基地集中，形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级大型煤企，产量占全国 60%以上。计划年均煤炭产能 41 亿吨，新开工建设规模 7.4 亿吨，建成投产规模 7.5 亿吨。
去产能（2016-2020）	（十三五）不鼓励、不支持、不审批煤炭建矿（去煤化）、碳中和、供给侧结构改革。
能源通膨（2021-2023）	（十四五）碳达峰、增产保供、挖掘存量产能。

资料来源：国家发改委，国家经贸委，国家能源局，广东省工业和信息化厅，信达证券研发中心

二. 新一轮煤炭产能周期开启，当前仍处于早中期阶段

2.1 政策端的分歧：从 2016~2020 年供给侧改革期间的“边退出边保供”到 2021 年后的“全面增产保供”，但“双碳”目标倒逼行业收缩

与上一轮产能周期较为一致的推进不同，本轮煤炭产能周期呈现的分歧较明显。如果说“四万亿计划”是在 2008 年提高了用煤需求从而迟滞了上一轮产能出清的开始，那么 2016 年的供给侧改革则是延续了上轮产能出清的过程，进而迟滞了本轮产能周期新增产能的进程。回顾上一轮煤炭产能周期，可以看到“黄金十年”的过程中煤炭行业呈现了较高的增长速度。究其原因，与中国经济的高速发展，政策的宽裕支持相关。尤其是“四万亿计划”有力地延续了上一轮产能周期的上行期，滞后了产能出清的过程。总体来讲，在上一轮周期的上行阶段，从国家经济到行业政策，从社会需求到投资主体，在推动煤炭产能上行的诉求上是较为一致的。而我国的新一轮产能周期开始于在 2016 年供给侧改革以后，此时，我国煤炭行业已经历了 2011 年后由企业亏损引发的产能出清，供给侧改革在此基础上进一步出清，供需缺口出现。然而，当年国家又明确提出“不鼓励、不支持、不审批煤炭建矿”。我国煤炭行业在 2016 年至 2020 年之间经历了“边去产能边保供”的特殊境遇，在此情境下，煤矿投资的效率与意愿可想而知。

2021 年后，矿业投资又开始面对“双碳目标”和“增产保供”之间的冲突。一方面，客观上煤炭消费量保持增长，2021 年我国煤炭消费量增速为 4.6%。同时，面对日益变化的国际环境，煤炭作为国家主体能源的地位日益重要，国家政策密集提出“增产保供”，对煤企的考核严格。然而，“双碳目标”下行业远期前景不明，相关政策强调控制煤炭消费，减少煤电项目。煤矿单位投资成本较大幅抬升，周期长，企业投资意愿不强；政策又以核增挖潜为主，新的核准项目相对较少。总体来讲，我们认为新一轮产能周期在建矿扩产方面缺乏一致性方向，对于存量煤矿的核增挖潜、提高产能利用率成为同时解决“双碳目标”和“核增保供”两者矛盾的方法。目前产能利用率持续高位的情况下，煤炭企业增产扩建行动不明显，新建产能的过程较缓慢，中短期仍面对供给不足的困境。煤炭行业或处于产能周期的上升的早中期阶段。

2.1.1 “十三五”供给侧改革后加速产能退出，2016-2020 年累计退出 9.8 亿吨产能

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。

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。

据公开信息不完全统计，2016 年至 2020 年，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）。

表 6：2016 年-2020 年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
合计	98130	15685	5597	2650	1896	72302

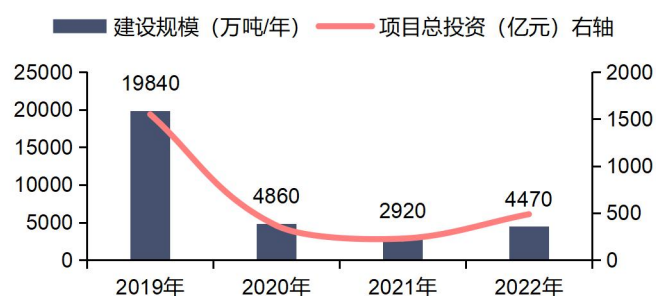
资料来源：山西省政府官网、陕西省政府官网、内蒙古自治区政府官网、新疆维吾尔自治区政府官网，信达证券研发中心

2.1.2 2017 年后，政策主导下为平抑煤价快速上涨而开展以核增为主的扩产行动

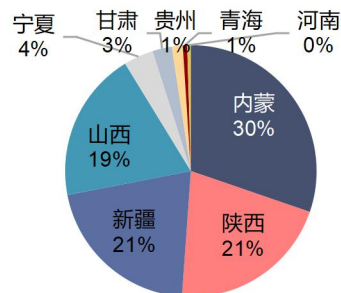
根据《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号），从 2016 年起，3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。但由于 2016 年煤价过快上涨，2016 年底、2017 年初国家有关部门便开始“平抑煤炭价格”“保供应”，一方面取消“276”限产政策，另一方面开始大批核增、核准产能。

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，我们认为 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。

2019 年以来核准新建煤矿产能规模较小，且进一步集中向更西部的内蒙和新疆转移。根据国家发改委、国家能源局核准批复的煤矿项目情况看，2019-2022 年，累计核准产能 32090 万吨/年，整体核准煤矿规模相对小，且多为未批先建的合法化项目，也决定着中短期新建煤矿带来边际产量增长有限。其中，2019 年核准产能相对较多主要原因是 2016 年煤炭行业供给侧改革要求的 3 年内停止审批新建矿井政策到期，集中审核批准一批煤矿项目，多数为手续不全矿井的合法化，并无大量实际新增煤矿。从区域分布看，以 2022 年全年煤炭产量数据看，内蒙古和新疆的原煤产量增速分别为 13.01%和 29.04%，超过全国原煤产量增速 10.43%，而山西和陕西原煤产量增速分别为 9.55%和 6.59%，慢于全国原煤产量增速。我国煤炭生产已呈现出向内蒙和新疆转移态势，“产需错配”格局或将更加突显。

图 12：2019-2022 年分年度新核准煤矿产能情况


资料来源：发改委，国家能源局，信达证券研发中心注：2019 年核准

图 13：2019-2022 年分省区累计新核准煤矿产能情况


资料来源：发改委，国家能源局，信达证券研发中心

项目存在大量表外转表内的情况。

2.2 煤炭供需偏紧态势下以“增产保供”政策主导，存量产能挖潜几近极限

2.2.1 2020 年后，政策密集强调“增产保供”，确保能源安全

政策密集强调“增产保供”，在一定程度上体现当前煤炭缺口，同时，“核增”是增产保供的重要手段。2021 年以来，党中央、国务院、国家部委层面密集出台的系列煤炭产业和市场调控政策 70 余项，主要涉及增产增储、价格调控、市场监管、财政支持、项目核准等，重点在增产、保供、稳价。从国常会这个视角出发，2022 年以来，国常会先后 13 次涉及能源相关内容，其中，5 次明确提出保障能源安全，5 次明确要求煤炭增产保供。尤其是 2022 年 4 月 20 日的国常会议明确指出“发挥煤炭的主体能源作用。通过核增产能、扩产、新投产等，今年新增煤炭产能 3 亿吨。推进煤炭清洁高效利用，加强储备设施建设。”同月，关税税则委员会提出“对所有煤炭实施税率为零的进口暂定税率”，该政策后被延长至 2023 年底。2023 年 6 月，国家发展改革委等部门《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》中提出，“做好能源、重要原材料保供稳价工作，继续对煤炭进口实施零关税政策。夯实国内资源生产保障能力，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。”

表 7：2020 年以来煤炭行业相关政策文件

发布时间	政策名称	具体内容
2020/3	《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以科技创新为根本动力，推动智能化技术与煤炭产业融合发展，提升煤矿智能化水平，促进我国煤炭工业高质量发展。
2021/4	国家发展改革委办公厅关于做好 2021 年煤炭中长期合同履行监管工作的通知	扎实做好煤炭中长期合同履行监管工作，推动有关方面不断提高履约水平，保障 煤炭安全稳定供应
2021/6	煤炭工业协会发布《意见》	十四五末国内煤炭产量控制在 41 亿吨 左右，消费量控制在 42 亿吨 左右，煤矿数量 4000 处左右
2021/9	中国国家铁路集团有限公司办公厅关于做好发电供热企业直保煤炭中长期合同全覆盖铁路运力保障有关工作的通知	认真做好采暖季居民用能保障，加快推进发电供热企业直保 煤炭中长期合同 （以下简称电煤中长期合同）全覆盖有关工作，加强产运需衔接，为中长期合同的签订履行提供运力保障
2021/10	国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知	按照电力体制改革“管住中间、放开两头”总体要求，有序放开全部燃煤发电电量上网电价，扩大市场交易电价上下浮动范围，推动工商业用户都进入市场，取消工商业目录销售电价，保持居民、农业、公益性事业 用电价格稳定 ，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用、更好发挥政府作用， 保障电力安全稳定供应 ，促进产业结构优化升级，推动构建新型电力系统，助力碳达峰、碳中和目标实现。
2022/2	国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知	立足 以煤为主的基本国情 ，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行， 完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应 ，推动煤、电上下游协调高质量发展。
2022/4	关税税则委员会发布《国务院税则委员会关于煤炭调整煤炭进口关税的公告》	2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对 所有煤炭实施税率为零 的进口暂定税率
2022/5	国家发展改革委联合有关部门印发《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2022 年版）》	煤炭清洁高效利用重点领域基准水平参考国家现行标准中的准入值或限定值，以及国家政策文件明确的相关指标确定。今后将适时补充完善和动态调整相关水平，建立包括能耗、物耗、水耗、污染物和温室气体排放水平等在内的煤炭清洁高效利用综合评价指标体系。
2022/11	国家发展改革委 国家统计局关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知	有序推进原料用能不纳入能源消费总量控制，科学开展节能目标责任评价考核
2023/2	国家发展改革委、国家能源局等四部门联合修订印发《煤矿安全改造中央预算内投资专项管理办法》	根据煤矿安全生产和 煤炭供应保障 形势需要，优化调整专项资金重点投向和安排方式，严格事中事后监管要求，进一步提升中央预算内投资效益。
2023/3	关税税则委员会发布《关于延长煤炭零进口暂定税率实施期限的	至 2023 年 12 月 31 日，继续对煤炭实施税率为零的进口暂定税率

公告》

2023/3	国家发展改革委 市场监管总局关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知	持续推进节能标准更新升级和应用实施，支撑重点领域和行业节能降碳改造，加快节能降碳先进技术研发和推广应用，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目发展
2023/4	国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》	坚持把 能源保供稳价 放在首位，要求供应保障能力持续增强，夯实化石能源生产供应基础
2023/6	国家发展改革委关于做好 2023 年降成本重点工作的通知	做好能源、重要原材料 保供稳价 工作，继续对煤炭进口实施零关税政策。夯实国内资源生产保障能力，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，完善矿业权出让收益征管政策。加强原材料供需对接，推动产业链上下游衔接联动。

资料来源：国家发改委、国家能源局、关税税则委员会、财政部、腾讯网、中国电力新闻网，信达证券研发中心

2.2.2 存量煤矿产能利用率持续维持高位，再挖潜空间十分有限

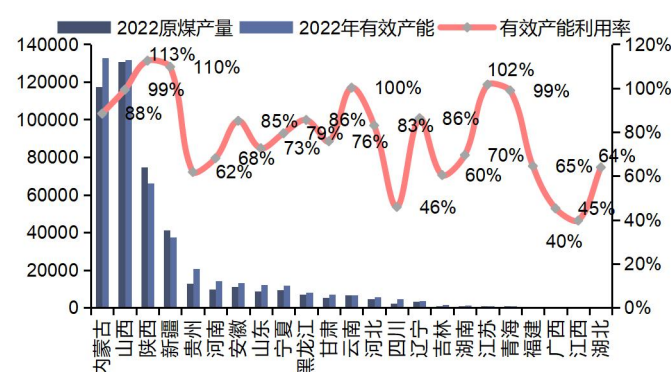
近年来产能利用率逐年提升，2021 年后持续维持高位。以国家统计局发布的数据来看，我国煤炭行业产能利用率从 2016 年四季度的 59.5% 左右攀升至 2021 年的 74.5% 左右，此后产能利用率一直维持高位。考虑到煤炭消费量维持逐年抬升的走势，需求端并未弱化，产能利用率或已到达极限，也表明煤矿产能挖潜已基本达到极限。同时，多地煤矿有效产能利用率已超 100%。随着近几年落后产能的关闭退出，实际有效产能或小于统计口径产能，当前实际产能利用率更高。其中陕西、新疆有效产能利用率超过 110%，即表外产能也在发挥作用。如上文所言，在同时面对“双碳目标”与“增产保供”的两方面压力下，拉高产能利用率变成折中选项，在规避了建矿带来的未来不确定性的同时又能满足“保供”的任务要求。并且，煤炭行业整体的高产能利用率也表明未出现产能堆积和过剩情况。

图 14：近年来煤炭行业产能利用率逐年提高



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 15：2022 年多地产能利用率超 100% (万吨; 万吨/年)



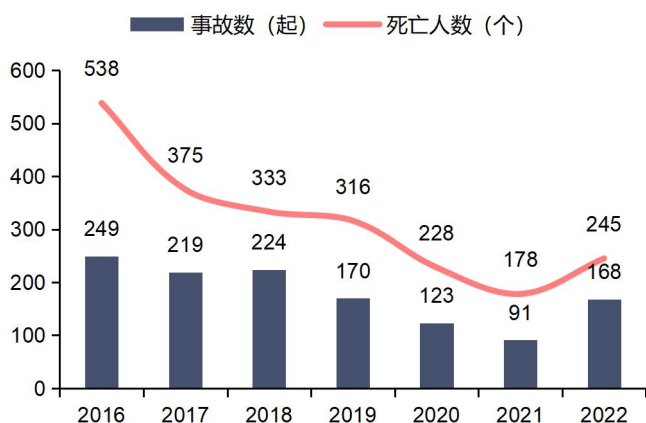
资料来源：煤炭市场网，信达证券研发中心

然而，煤矿持续高强度高负荷运转导致煤矿采掘接续严重紧张，安全生产事故频发，或将影响阶段性煤炭产量下降。据国家矿山安全监察局统计，当前，我国已确定的采掘接续紧张煤矿数量共计 367 处，涉及山西、内蒙古、黑龙江、四川、贵州、陕西、新疆等 22 个省（自治区），已超过正常生产矿井的 10%，实际情况可能要比数字更加严峻。尤其是部分高瓦斯和煤与瓦斯突出矿井以及存在水害、自燃发火等重大危险源的矿井（如炼焦煤、无烟煤矿井及部分东北、中东部、西南地区动力煤矿），涉及灾害治理和巷道准备工作量大，采场能力不足，更容易造成采掘接续紧张。一旦出现采掘失调，有可能导致煤炭产量大量下降，也可能酿成重大安全生产事故。2022 年，全国煤矿安全生产事故 168 起，同比增加 84.62%、死亡 245 人，同比增加 37%，每百吨死亡率提升至 0.054%，以及今年 2 月内蒙古阿拉善盟阿拉善新井煤业露天煤矿发生大面积坍塌事故。

值得关注的是，开采难度更小的露天矿同样可能在高强度生产下发生重大事故，更是印证了高强度生产带来的采掘接续紧张和安全生产问题已经相当严峻，继续延续高强度生产的难度较大。此外，据我们统计，中小露天煤矿（产能小于 120 万吨/年）合计产能约 1.1 亿吨，占全国露天矿产量 10%，该部分矿井以民营企业为主，实际产量往往远大于核定产能，

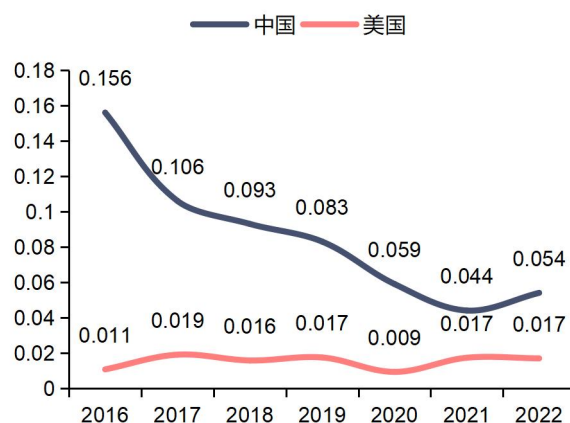
往往也是本轮露天煤矿违规超产等安全生产检查的重点对象。

图 16：2016-2022 我国煤矿事故数和死亡人数



资料来源：央视网、新华社、中国能源报、人民网、中新网、国家矿山安全监察局、澎湃、中国长安网、新浪新闻、信达证券研发中心

图 17：2016-2021 我国煤矿百万吨死亡率（人/百万吨）

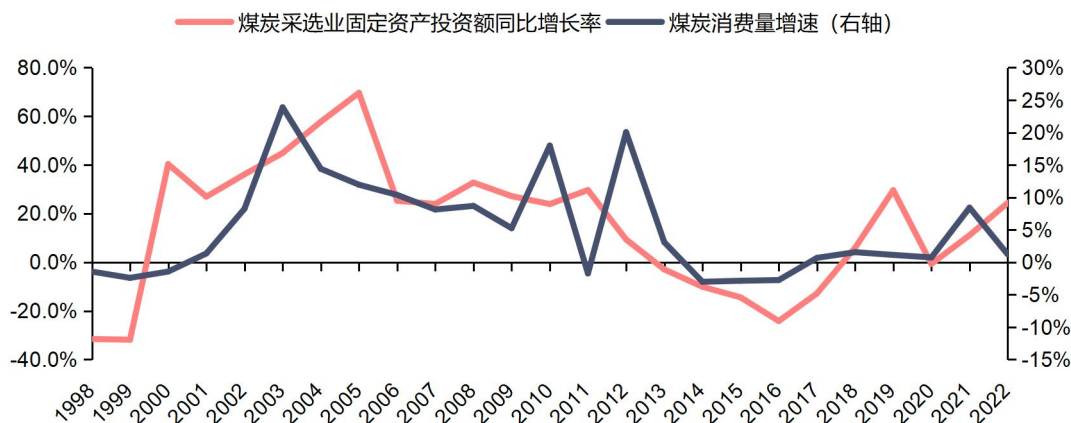


资料来源：中国煤炭工业协会、煤炭资源网、国际煤炭网、新华社、中国矿业网、美国劳工部、信达证券研发中心

2.2.3 2017 年后，煤炭消费量维持上涨，带动产能周期上行

2017 年后煤炭消费量保持上涨趋势，产能周期仍处于上行区间。我国煤炭消费量较为明显的上升/下降趋势可以主要分为以下四段：1997-2000 年，以 97 年东南亚金融危机为标志，连续四年煤炭需求下降周期；2001-2013 年，包含黄金十年，以我国入 WTO 为标志，消费量快速增加的上行周期；2014 年-2016 年，经济增速下滑，内外需下降，煤炭消费量持续下行的三年。以及 2017 年至今，随着国家供给侧结构性改革完成后，我国经济增长向高质量发展转变，能源消费持续保持回暖态势，煤炭需求逐步回升的第四段上行周期。目前仍处于 2017 年后消费量正增长带动的产能周期上行阶段中。

图 18：煤炭消费量连续负增长标志产能周期的大级别转折



资料来源：WIND，信达证券研发中心

2023 年国内煤炭消费有望继续实现高增长。IEA 估计，2023 年上半年中国煤炭需求增长约 5.5%，这是由于 2022 年上半年新冠疫情导致的封锁对经济造成了压力，以及 2023 年上半年水力发电量非常低，推高了对燃煤发电的依赖。下半年的煤炭需求增长预计将略有放缓，主要原因是去年干旱后水电供应恢复。总体而言，2023 年全年中国煤炭需求预计将增长约 3.5%，达到 46.79 亿吨，其中电力用煤需求增长 4.5%，非电力需求增长 2%。从历史经验上看，一个煤炭周期真正发生转折性变化的拐点不仅仅是价格调整，更重要的是出现煤炭消费量连续三年以上减少的情况。从这个角度看，目前国家经济处于复苏初期，

年度煤炭消费量仍然保持上升趋势，我们认为本轮产能周期的上行区间远未结束。

2.2.4 中期看煤炭消费达峰在 2028 年前后，仍有 4-5 年上升期，预计达峰后的峰值平台期再将维持十年左右

中期看煤炭消费需求仍有增量空间，带动煤炭产能周期上行。在全球能源通胀与我国 2030 年前实现碳达峰目标的背景下，“保供稳价”作为煤炭能源稳定供应的长期指针陆续出现在各政策文件中。基于我国“富煤贫油少气”的国情，煤炭作为我国能源安全和稳定保障的基石，重要性逐步提升。“增产保供”要求煤炭供应的稳定可持续，以应对未来的不确定性。此外，在 2030 年我国碳排放量达到顶峰之前，由于总需求受国家能源保供要求、后疫情时代经济复苏拉动等大形势驱动，2030 年前我国煤炭消费增长仍有一定增量空间。

煤炭需求或将在 2028 年前后达峰，目前仍有 4-5 年上行期。根据国家能源集团经济技术研究院朱吉茂主任在《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》中提到的，结合国家能源集团相关测算，综合考虑新能源发展、节能因素等，基准情景下我国煤炭消费将在 2028 年前后达到峰值，电煤预计 2033 年达峰，此后经历 10 年左右峰值平台期后，煤炭消费维持 40 亿吨以上，此后才进入较为明显的下降通道。①达峰阶段(2028 年之前)：为实现 2030 年前二氧化碳排放达峰目标，煤炭消费尽快达峰是关键。为此，国家明确提出“十四五”控煤、“十五五”减煤的要求。从下游行业用煤趋势看，发电供热用煤在社会用电量继续攀升的推动下仍处于持续增长阶段，炼焦用煤和其他终端用煤下降，其中现代煤化工用煤保持增长一定程度上减缓了“其他终端用煤”的降速。由于该阶段发电供热和化工用煤的增量高于其他领域用煤的减量，煤炭消费持续增长至 2028 年的 45 亿吨左右。②峰值平台期(2029-2037 年)：发电供热用煤继续增长，到 2034 年达到峰值后缓慢下降，炼焦用煤和其他终端用煤继续下降。由于该阶段发电供热用煤仍有增长，煤炭总体消费下降并不明显，整体处于峰值平台期，2037 年前煤炭消费量始终保持在 40 亿吨以上。

2.3 “双碳”目标抑制煤炭行业投资意愿，煤炭新建扩产尚不明显，中长期仍存较大供需缺口

2.3.1 “双碳”目标下煤炭行业远期前景不明朗

“双碳目标”下行业远期前景不明，相关政策强调控制煤炭消费，减少煤电项目。煤炭资源获取和煤矿投资成本较高，建设周期较长，企业投资意愿较低。我国政府于 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。根据《国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》，政策内容提到：

“十四五”期间，产业结构和能源结构调整优化取得明显进展，重点行业能源利用效率大幅提升，煤炭消费增长得到严格控制，新型电力系统加快构建，绿色低碳技术研发和推广应用取得新进展。到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右。“十五五”期间，产业结构调整取得重大进展，清洁低碳安全高效的能源体系初步建立，重点领域低碳发展模式基本形成，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重进一步提高，煤炭消费逐步减少，绿色低碳技术取得关键突破，绿色生活方式成为公众自觉选择，绿色低碳循环发展政策体系基本健全。到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右。

同时，政策要求推进煤炭消费替代和转型升级。加快煤炭减量步伐，严格控制新增煤电项目，新建机组煤耗标准达到国际先进水平，有序淘汰煤电落后产能，加快现役机组节能升级和灵活性改造，积极推进供热改造，推动煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型。严控跨区外送可再生能源电力配套煤电规模，新建通道可再生能源电量比例原则上不低于 50%。推动重点用煤行业减煤限煤。大力推动煤炭清洁利用，合理划定禁止散烧区域，多措并举、积极有序推进散煤替代，逐步减少直至禁止煤炭散烧。并且，推动石化化工行业

碳达峰，引导企业转变用能方式，鼓励以电力、天然气等替代煤炭。调整原料结构，控制新增原料用煤，拓展富氢原料进口来源，推动石化化工原料轻质化。”双碳相关政策对煤炭行业投资信心打击较大，因此，虽然煤炭企业在供给侧改革后盈利逐渐增加，资本开支能力增强，但扩建在建工程并未有显著增加。

2.3.2 当前煤炭企业资产负债表修复明显，资本开支能力提高，但扩产行动尚未开启

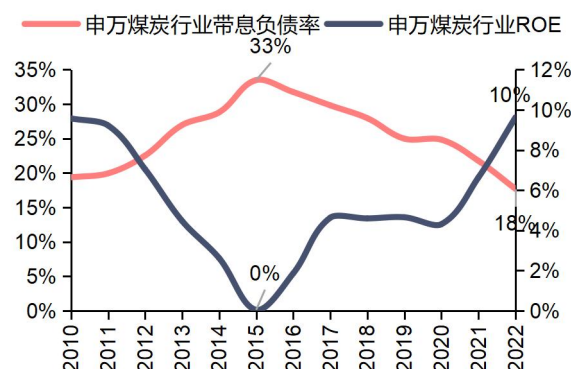
煤炭企业盈利修复明显，负债率大幅降低。2016 年供给侧改革前后，煤炭企业 ROE 触底反弹进入增长期，同时带息负债率持续下降。在 2018 年至 2020 年上半年间，煤炭行业 ROE 在 4% 的平台期运行，带息负债率仍保持下行趋势。直到 2020 年下半年，受煤炭行业景气度大幅上行，企业经营状况大幅改善，利润快速修复，ROE 增长进入高速增长时期，但仍需注意的是煤炭行业分化严重，在去年以来高煤价下行业亏损面依然较高。以历史经验看，煤炭企业负债率与固定资产投资增长率呈较明显负相关关系。随着煤炭企业利润的修复和负债率的下降，我们认为目前头部煤炭企业已有能力进行增建扩产。

图 19：煤炭行业较低负债率对应较高投资增速



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 20：2015 年后煤炭行业利润修复，带息负债下降



资料来源：WIND，信达证券研发中心

另一方面，2016 年后，sw 煤炭行业在建工程总体呈下降趋势。煤炭企业产能扩张行为在企业的资产负债表上表现为在建工程的增加。通过在建工程可以追踪煤炭企业的产能扩张迹象。值得注意的是，2017 年以来，煤炭企业在建工程同比呈下降趋势，2020 年前后产能投资拉动在建工程总额短暂上升后再次陷入沉寂。2022 年，在建工程增速触底回升，但仍在零轴徘徊，总体看 2016 年后 sw 煤炭行业在建工程较少。

同时，固定资产增速无明显上涨，较 2016 年前差距较大。以申万煤炭行业的固定资产增速来看，煤炭行业的固定资产总体呈上升趋势。然而在 2016 年后的新一轮周期内，行业固定资产增速明显低于 2016 年前的高增速。2018 年后，固定资产增速转入缓慢上行趋势，煤炭企业并未进行大幅度扩产行动，新建产能有限。

图 21：2016 年后 sw 煤炭行业在建工程总体下降

图 22：2016 年后 sw 煤炭行业固定资产增速无明显上涨



资料来源：国家发改委，国家能源局，信达证券研发中心。



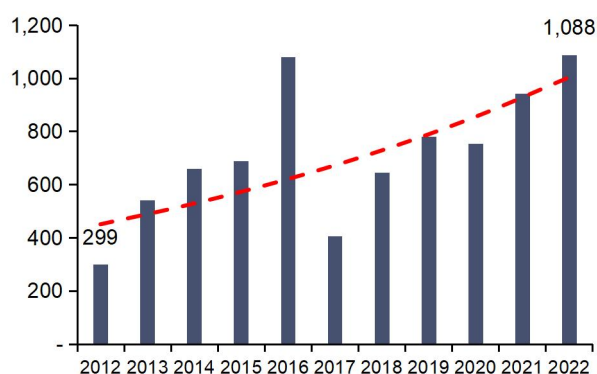
资料来源：国家发改委，国家能源局，信达证券研发中心。

2.3.3 新建矿井所需投资大幅攀升，本轮周期实际扩张产能远低于上轮周期

煤矿建设定额标准提高，产能置换政策影响，导致建矿成本上升。随着我国经济的不断发展，煤矿建设的实际情况也在不断产生新的变化，而煤矿建设定额标准也与时俱进保持更新。随着煤炭建设工程定额标准的不断完善，以及行业整体的建设标准和验收要求的提高，矿建工程、土建工程、安装工程和设备器具购置等各方面的成本均有所增加，致使新建矿井的整体投资金额大幅增加。

当前实际投产产能远小于上一轮产能周期顶部。我国煤炭采选业固定资产金额在 2017 年见底，当年金额为 2646 亿元，此后保持了较为稳定的上升趋势，直至 2022 年的 4988 亿元。相对于 2022 年，上一轮周期的顶部的 5368 亿元仍有差距，以绝对数额来看差距并不大。然而，受煤矿建设定额标准提高和产能置换政策等多重因素的影响，新建矿井所需的吨产能投资金额呈上升趋势。全国来看，吨产能投资金额由 2012 年的 299 元/吨上涨至 2022 年的 1088 元/吨；从晋陕蒙新地区来看，各地区吨产能投资金额均呈现上升趋势。我们认为，若考虑到 2012 年后吨产能投资金额的大幅增长，2022 年的实际投产产能应远小于上一轮周期顶部的投产产能。

图 23：全国吨产能投资金额变动趋势（元/吨）



资料来源：国家发改委，国家能源局，信达证券研发中心。注：由于部分年份样本量较少，2016 年仅 1 例样本，2017 年仅 2 例样本，以上仅反映全国吨产能投资金额上升趋势。

图 24：煤炭行业固定资产投资额上升不代表投产产能上升

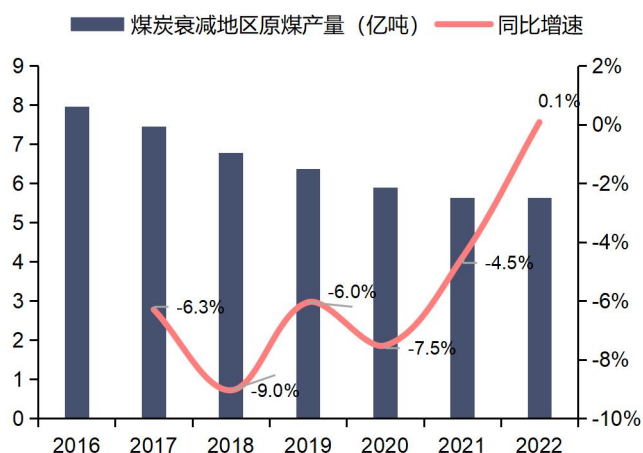


资料来源：WIND，国家发改委，国家能源局，信达证券研发中心。注：固定资产投资额数据中包含设备购置和其它投资项，因此固定资产投资额/吨产能投资额（亿吨）数据仅反映 17 年后全国煤炭投产产能持平趋势

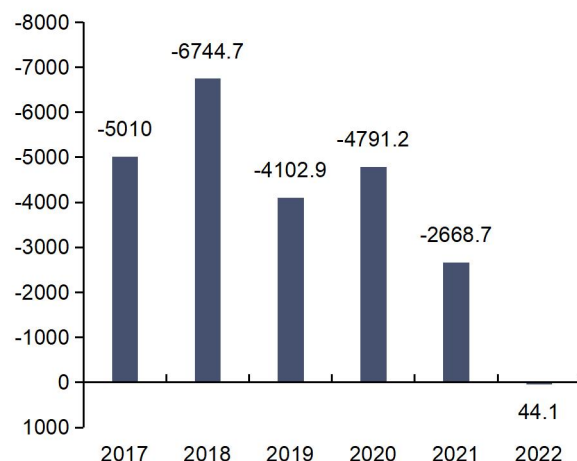
2.3.4 存量煤矿产能衰减，“双碳”战略下我国煤炭供应仍存在中短期不足的压力

中东部区域煤矿产能退出和原煤产量衰减制约着主消费产地煤炭供给，区域性结构性缺煤矛盾或将持续存在。2016-2022 年，全国 23 个产煤省份中仅晋陕蒙新等 9 个省份原煤产量实现增长，由 25.41 亿吨增长至 39.33 亿吨，增加 13.9 亿吨，年复合增长速度 7.6%。

其余 14 个省份原煤产量均出现下滑，由 7.96 亿吨下滑至 5.63 亿吨，原煤产量下降 2.33 亿吨，年复合下降速度 5.6%。2022 年增产保供政策下，多数省份实现煤炭产量增加，但仍有山东、安徽和贵州等 6 个省份煤炭产量降低。即使增产保供政策下煤矿高负荷生产，山东、安徽和贵州等地的原煤产量仍然下降，这些地区的煤炭产量衰减情况尤为严重。虽然其他省份在增产保供政策下打破原本煤炭衰减趋势实现 2022 年产量正增长，但同时强力的增产保供政策也将导致这些省份未来的煤炭衰减速度较快。

图 25: 2016-2022 年煤炭产量衰减地区原煤产量情况


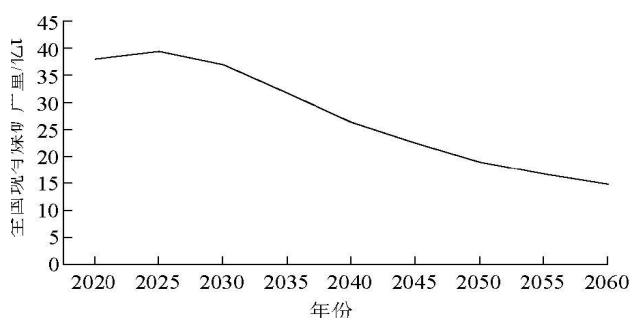
资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心。注：煤炭产量衰减地区指 2016-2022 年 14 个原煤产量下滑的省份，主要有河南、河北、贵州、山东、安徽等地。

图 26: 2017-2022 年煤炭产量衰减地区衰竭量 (万吨)


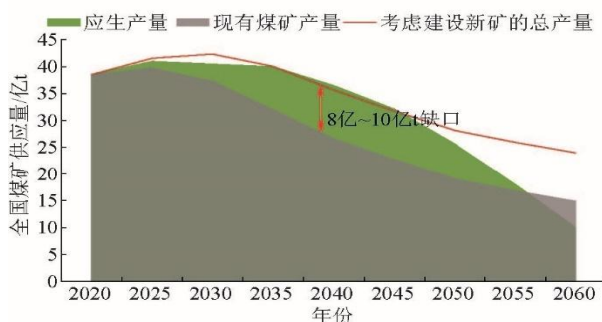
资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心。注：煤炭产量衰减地区指 2016-2022 年 14 个原煤产量下滑的省份，主要有河南、河北、贵州、山东、安徽等地。

中长期看存量煤矿产能加速衰竭退出，2030 年或降至 37 亿吨左右。根据朱吉茂《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，考虑衰老煤矿报废、落后产能淘汰、薄厚煤层配采和薄煤层开采、资源压覆、地质条件变差等因素，经模型测算，我国现有煤矿产量 2030 年前可维持在 37 亿吨以上；2030 年后，随着资源枯竭煤矿范围扩大，现有煤矿产量进入持续快速下降通道，2035 年、2050 年分别降至 32 亿、19 亿吨；2060 年降至 14.9 亿吨，较 2020 年下降 62%。同时，2022 年 2 月以来，我国已陆续核增一批煤矿产能，对减轻短期煤炭供应压力将发挥重要作用，但同时也加速了相应煤矿的资源衰竭，缩短剩余服务年限。

预计碳达峰前后全国煤炭缺口 8-10 亿吨，预计“十四五”“十五五”可先期新建 6-7 亿 t/a 煤炭产能。依据国家能源技术经济研究院按照供需均衡要求，对未来一个时期煤炭产能建设需求进行的测算结果，现有煤矿产量难以满足碳达峰前后我国的煤炭需求，存在 8-10 亿 t 的煤炭缺口。为此，“十四五”至“十六五”时期还需新建 9 亿 t/a 的煤炭产能，以保障未来一个时期的煤炭供应安全。值得关注的是，由于我国现有规划煤矿大部分集中在晋陕蒙新等西部地区，且西南、东北等其他区域规划煤矿建设条件欠佳，“十四五”至“十六五”时期需新建的 9 亿 t/a 煤炭产能大部分应布局于晋陕蒙新地区，进一步优化资源配置，促进富煤西部地区煤炭资源开发。同时，由于区域保供压力较大，黑龙江省的一些整合矿也可能在未来一个时期释放产能，西南地区中短期也有提升煤炭产能、保障区域能源安全的需求。鉴于未来能源发展的不确定性，我们认为，“十四五”“十五五”可先期新建 6-7 亿 t/a 煤炭产能，后续视形势变化对煤炭产能安排进行适时调整。

图 27: 全国现有煤矿生产趋势预测 (亿吨)


资料来源：朱吉茂《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》

图 28: 全国煤炭供应趋势与余缺比较 (亿吨)


资料来源：朱吉茂《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》

2.4 本轮产能周期仍处于周期上升的早中期阶段

我们预计本轮煤炭产能周期或仍然呈现长周期，慢周期的形式。由于经济增速变缓、国家政策要求等因素，煤炭行业此轮产能周期的上升阶段或许不会像 2002—2011 年时期呈现较快速的增长。然而，随着国际形势变化，能源危机背景下煤炭资源作为国家战略储备能源受到国家重视，煤炭作为我国主要化石能源的地位未变。随着国家经济复苏，煤炭需求仍处于上涨趋势；煤炭行业增产扩产的成本高和时间长的特点未变；政策端调控进一步滞后了煤炭行业的增建扩产，从供给端延后了本轮产能周期的进行，仍呈现长周期、慢周期的表现形式。

本轮产能周期扩产行动尚未全面开启。从供给端看，固定投资额逐年提升，同比增速也呈上升趋势，煤炭行业产能利用率持续提高，尚未出现产能堆积情况；中期看存量煤矿衰减问题值得重视；从需求端看，煤炭消费量持续上升，国内经济尚属于复苏初期，GDP 增速稳中向好，中期仍有供需缺口（预计 2025 年缺口 2 亿吨，2035 年前后缺口 8-10 亿吨）；从投资主体看，煤炭企业盈利能力提升，资产负债表得到修复，但在“双碳”等政策下行业前景信心不足，且投资周期长、投资回报具有不确定性，煤矿企业扩产意愿并不强，对应行业内在建工程与固定资产增加额也未有明显变化，煤炭行业新建产能有限。

结合我们对能源产能周期的研判，我们认为在全国煤炭增产保供的形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求，新一轮煤炭产能周期亟待开启。与此同时，我们认为，在某种程度上，2008 年的“四万亿计划”迟滞了上一轮产能周期的结束，同时 2016 年的供给侧改革煤炭去产能也延迟了本轮新产能周期的开始，叠加“双碳”目标战略下在对新一轮煤炭产能周期上的认知上仍存在着质疑和分歧，行业资本开支动力不足，反观宏观经济底部复苏带来煤炭需求的增长以及存量煤矿高产能利用率难长期维持且面临衰竭退出等，中短期仍面临煤炭供需缺口压力，有望拉长本轮产能周期维度，当前或仍处于新一轮产能周期的早中期阶段。

三、新一轮产能周期下，有在建煤矿和探矿权的煤企更具优势

3.1 我国煤矿项目审批建设周期长，且新建项目向西北集中

3.1.1 我国煤矿项目审批建设周期长

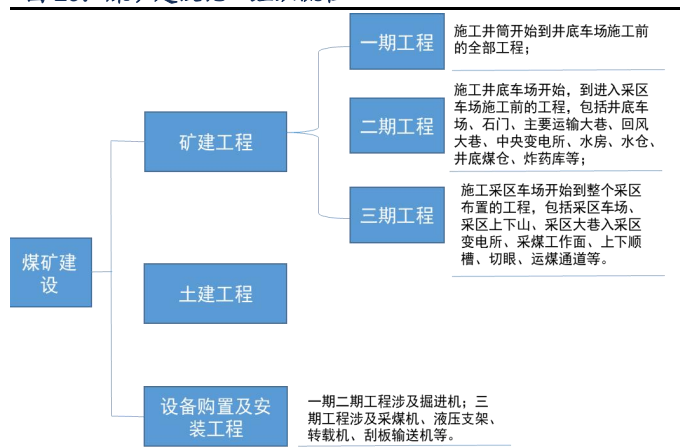
我国煤矿建设项目审批流程较复杂，要求条件和材料较复杂。例如山西省能源局 2020 年发布的《关于进一步明确煤矿建设项目有关工作的通知》，新建、改扩建、资源整合煤矿建设项目开工应具备以下条件和资料：1. 项目核准文件或重组整合方案批复文件。2. 采矿许可证。3. 产能置换方案确认文件。4. 初步设计批复文件。5. 安全设施设计批复文件。6. 环境影响评价报告批复文件。7. 文物考古勘探竣工意见书（新建和改扩建增扩资源项目）。8. 消防设计审核文件。9. 合法的用地手续。10. 经会审的施工组织设计。11. 工程质量监督手续。12. 施工单位施工资质证书、工程中标文件及施工合同。13. 项目监理单位资质证书、监理合同。14. 施工队伍进驻，完成所需的“四通一平”。

煤矿施工建设阶段主要包括：

煤矿建设施工组织复杂，一般以井巷工程为主。煤矿建设项目按照建设内容，通常分为矿建（井巷）工程、土建工程、机械设备安装工程。由于煤矿建设涉及工程点多、线杂、面广，往往以矿建工程为优先，确定关键线路工程，采用平行作业方式，优化施工组织设计，保证工程建设进度。

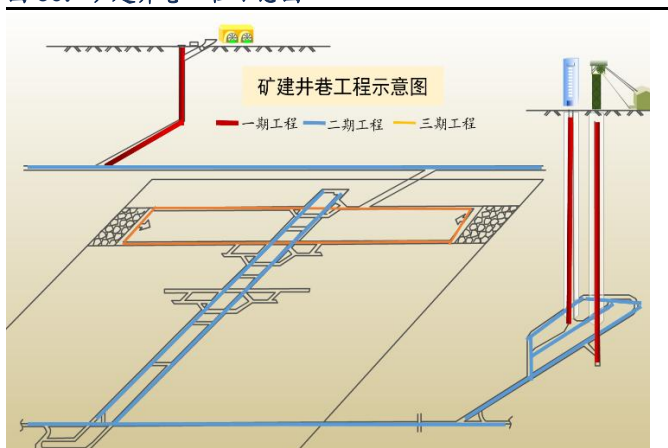
按照施工进度，井巷工程一般包含一期、二期和三期工程。一期工程主要包含主副井筒的施工；二期工程主要包含开拓巷道、井下永久硐室的施工，以及主供电、通风、运输、排水、监控等系统的建设；三期工程主要包含采区巷道和工作面巷道的施工，以及六大系统的完善。一期工程指从二期工程是指从施工井底车场开始，到进入采区车场施工前的工程，包括井底车场、石门、主要运输大巷、回风大巷、中央变电所、水房、水仓、井底煤仓、炸药库等；三期工程主要指施工采（盘）区车场开始到整个采区布置的工程，包括采区车场、采区上下山、采区大巷入采区变电所、采煤工作面、上下顺槽、切眼、运煤通道等。

图 29：煤矿建设施工组织流程



资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

图 30：矿建井巷工程示意图



资料来源：罗萍嘉、田亚琦，《城区型废弃矿区地下空间开发策略研究》；信达证券研发中心

3.1.2 我国新建煤矿项目进一步向西北地区集中，尤以新疆地区居多

全国自然资源工作会议提出“全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动”。能源矿产资源安全是关系国家经济社会发展的全局性、战略性问题。当前及今后一段时期，我国仍处于工业化中后期和新型城镇化快速发展期，矿产资源需求量维持高位。随着新一代信息技术、高端装备制造等战略性新兴产业快速发展，我国资源需求的结构性变化将更加明显，紧缺

矿产保供压力大。2023 年 1 月，全国自然资源工作会议提出，要围绕加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动。

回顾上一轮找矿战略突破行动，2011 年国务院批准实施《找矿突破战略行动纲要（2011-2020）》，**要力争用 8-10 年时间**，形成一批重要矿产资源战略接续区，**推进矿产资源产业向西部地区转移、向海域拓展**，为经济平稳较快发展提供有力的资源保障和产业支撑。至 2021 年，我国找矿取得重要进展和突破，全国新形成的 32 处非油气矿产资源基地，其中 25 处分布在西部，占全国总数的 78%，**我国矿产资源勘查开发重心向西部转移**。

2023 年新一轮找矿突破战略行动的部署，仍然延续着上轮找矿行动的思路。在区域上，油气资源将按照“稳定东部、强化中部、加快西部、拓展海域”的思路进行部署；固体矿产将在东部攻深找盲、稳定资源供应，**在西部重点突破、新增资源基地**。

图 31：20011-2020 年为期 10 年的找矿突破战略行动收官



资料来源：中国政府网，自然资源部，信达证券研发中心

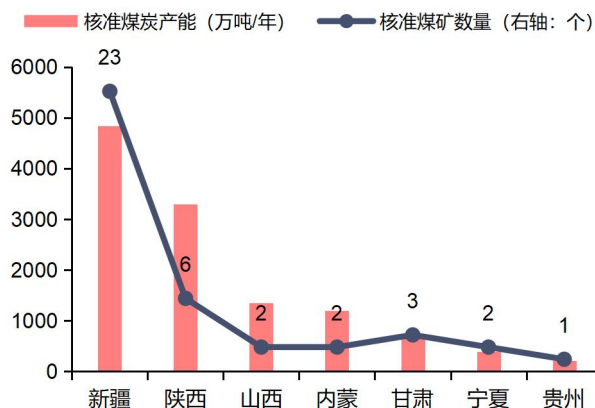
图 32：2023 年我国开启新一轮找矿战略突破行动



资料来源：自然资源部，信达证券研发中心

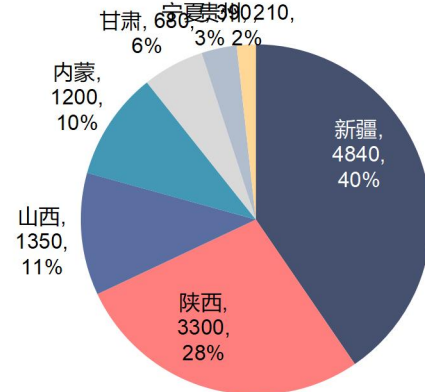
我国新建煤矿项目主要集中在西北地区，其中新疆地区煤炭开发力度最大。2020 年以来，国家发改委和国家能源局共核准产能 120 万吨/年以上的煤矿项目 39 个，相应核定产能达 11970 万吨/年。39 个核准项目中，除 1 例（210 万吨/年）位于贵州外，其余全部位于晋陕蒙新为代表的西北地区，其中新疆地区的煤炭核准项目数量达 23 个（4840 万吨/年），占 2020 年以来核准产能的 40%，是我国煤炭开发力度最大的地区。

图 33：2020 年以来不同地区煤矿核准数量及产能情况



资料来源：国家发改委，国家能源局，信达证券研发中心。注：数据范围仅为国家发改委和国家能源局核准批复的产能 120 万吨/年以上的矿井，不含各省区核准批复矿井。

图 34：2020 年以来各省区煤炭核准产能占比（万吨/年）



资料来源：国家发改委，国家能源局，中国自然资源报，信达证券研发中心。注：数据范围仅为国家发改委和国家能源局核准批复的产能 120 万吨/年以上的矿井，不含各省区核准批复矿井。

随着新一轮找矿战略突破行动的实施，我国煤炭产能将更加向西北部地区集中。鉴于矿区规划是我国煤矿核准建设的前提条件，前述煤矿项目核准多位于我国西北部地区的情况，实际上是建立在上一轮找矿突破战略行动（2011-2020 年）成果基础上的。而 2023 年初提出的新一轮找矿战略突破行动中，仍然是将西部地区作为重点突破方向，由此推动我国未来煤炭产能更加向西北部地区集中。

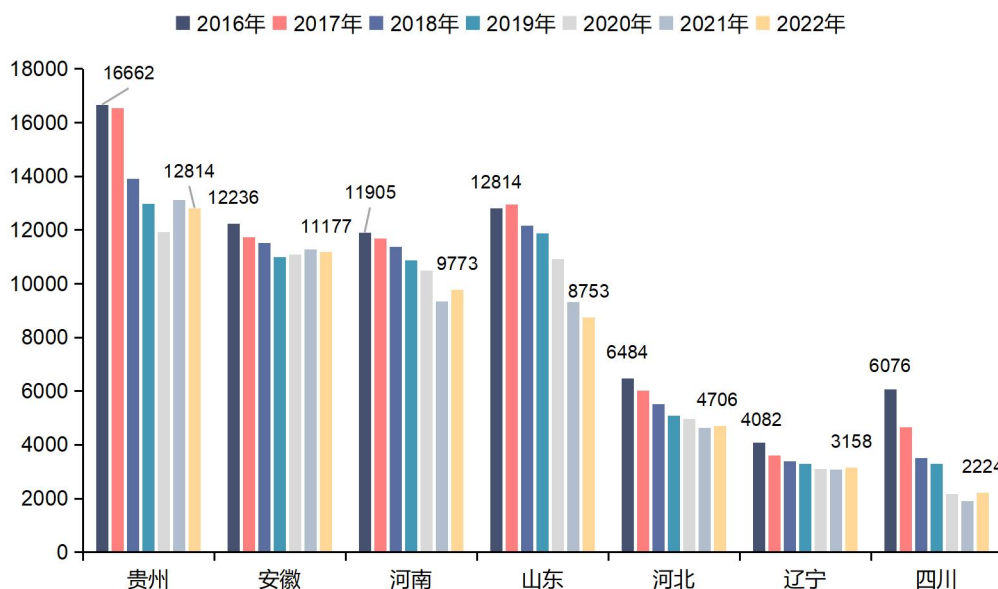
表 8：新一轮找矿战略突破行动仍然以西部地区为重点

时间	项目	内容
2011-2020 年	上一轮找矿突破战略行动	要力争用 8-10 年时间，形成一批重要矿产资源战略接续区， 推进矿产资源产业向西部地区转移、向海域拓展 ，为经济平稳较快发展提供有力的资源保障和产业支撑。
2023 年-至今	新一轮找矿突破战略行动	在区域上，油气资源将按照“稳定东部、强化中部、加快西部、拓展海域”的思路进行部署；固体矿产将在东部攻深找盲、稳定资源供应， 在西部重点突破、新增资源基地 。

资料来源：中国政府网，自然资源部，中国自然资源报，信达证券研发中心

同时，我国中东部及西南地区煤炭产量衰减，也必将导致煤炭资源接续向西北部转移。2016-2022 年，我国贵州、安徽、河南、山东等省份煤炭产量逐步衰竭，其中贵州和山东降幅尤为明显，贵州产量由 1.67 亿吨下降至 1.28 亿吨，降幅 23%，山东产量由 1.28 亿吨下降至 0.88 亿吨，下降幅度达 31%。依据国家能源集团技术经济研究院发布的《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，西南地区是我国煤炭主产地之一，承担区域煤炭保供重任，短期内煤炭产量有增长，但受制于资源和开采条件问题长期趋降较明显，预计现有煤矿在 2035 年煤炭产量较 2020 年下降 36%。鲁苏皖是我国煤炭主产地之一，同样面临资源枯竭和压覆问题，预计现有煤矿在 2035 年煤炭产量较 2020 年下降 53%。预计 2020-2035 年期间，东部煤炭产量将整体下降 60%，中部将整体下降 36%，西部将呈现明显上升。我们认为随着中东部及西南地区煤炭产量逐步衰减，未来我国煤炭开发潜力主要集中在晋陕蒙新等西部地区，尤其是新疆地区将会保持较强的开发力度。

图 35：我国原煤产量衰减主要省份的情况（万吨）



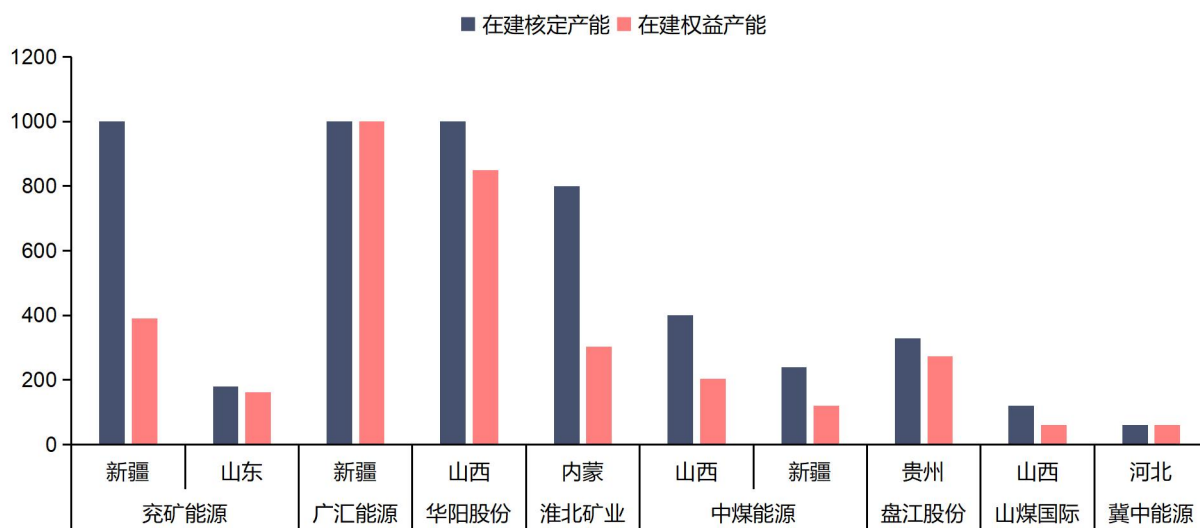
资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

3.2 拥有在建煤矿和探矿权的煤企更具优势

3.2.1 主要煤炭上市公司的在建产能及探矿权梳理

拥有在建产能的煤企具有先发优势，尤其是新疆露天煤矿未来产量释放更多。我们通过对 14 家主要煤炭上市公司的在建产能进行梳理，其中 8 家企业拥有在建矿井，合计在建产能 5130 万吨。兖矿能源、广汇能源、华阳股份和淮北矿业是在建产能较多的煤炭上市公司，分别拥有在建核定产能 1180/1000/1000/800 万吨/年。在 13 个在建矿井中，**兖矿能源的五彩湾露天煤矿和广汇能源的马朗露井联采煤矿具备较大的产量释放空间，其余井工煤矿产量释放空间较小。**五彩湾露天煤矿当前核定产能 1000 万吨/年，二期产能可核增至 2000 万吨/年，远期产能可达 4000 万吨/年。按照《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，马朗一号煤矿一期产能 500 万吨/年。

图 36：主要煤炭上市公司在建煤矿产能（万吨/年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

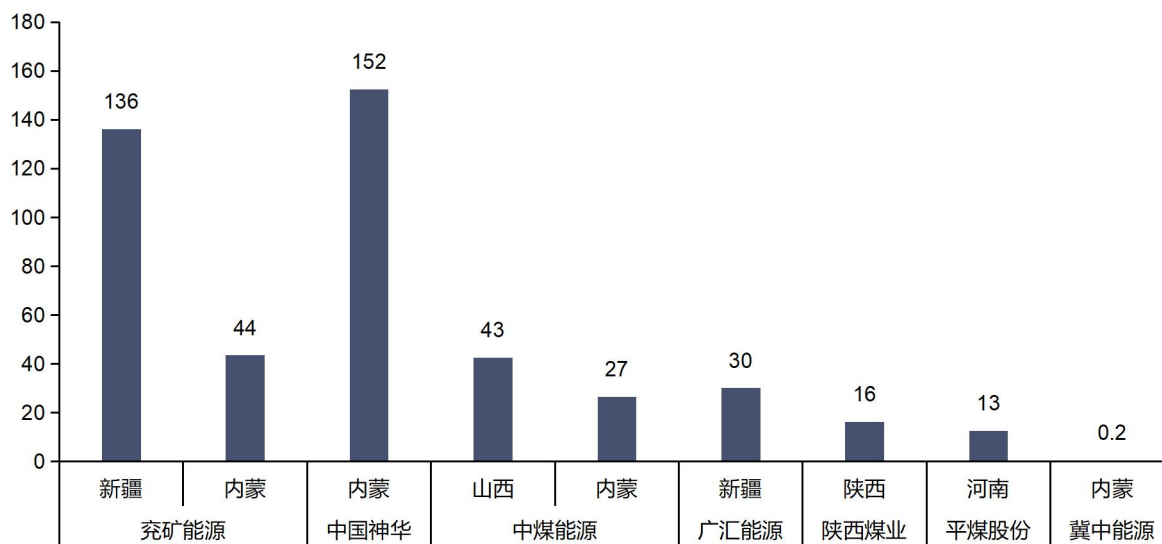
表 9：主要煤炭上市公司在建产能情况

上市公司	在建矿井	煤种	省区	权益比例	核定产能(万吨/年)	权益产能（万吨/年）	投产时间
兖矿能源	万福煤矿	肥煤、焦煤	山东	90%	180	162	2024
	五彩湾煤矿	不粘煤、长焰煤	新疆	39%	1000	390	2025
陕西煤业	-	-	-	-	-	-	-
中国神华	-	-	-	-	-	-	-
中煤能源	里必煤矿	无烟煤	山西	51%	400	204	2024
	苇子沟煤矿	动力煤	新疆	50%	240	120	2025
山煤国际	庄子河矿井	贫煤	山西	51%	120	61	2024
广汇能源	马朗一号煤田	长焰煤	新疆	100%	1000	1000	2023
晋控煤业	-	-	-	-	-	-	-
冀中能源	邢台矿西井	肥煤、1/3 焦煤	河北	100%	60	60	2023
淮北矿业	陶忽图煤矿	不黏煤	内蒙	38%	800	304	2025
山西焦煤	-	-	-	-	-	-	-
平煤股份	-	-	-	-	-	-	-
盘江股份	发耳二矿西井一期	瘦煤	贵州	90%	90	81	试运转中
	杨山矿	焦煤、瘦煤	贵州	86%	120	103	2025
	马依西一井二采区	贫煤、瘦煤	贵州	74%	120	88	2024
潞安环能	-	-	-	-	-	-	-
华阳股份	七元煤矿	无烟煤	山西	100%	500	500	2024
	泊里煤矿	贫煤、无烟煤	山西	70%	500	350	2026

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

拥有探矿权的煤企具有先发优势，未来办理手续开工建设进程更快。我们通过对 14 家主要煤炭上市公司的探矿权进行梳理，其中 7 家企业拥有探矿权，合计资源储量为 460 亿吨。**兖矿能源、中国神华和中煤能源是探矿权资源储量较多的煤炭上市公司**，分别拥有探矿权资源储量 180/152/69 亿吨。值得注意的是，各企业取得探矿权的时间不同，对于取得探矿权时间较早但至今未开发的探矿权，其后续开发进度可能不及预期。

图 37：主要煤炭上市公司探矿权资源储量（亿吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：陕西煤业储量口径为可采储量。

表 10：主要煤炭上市公司探矿权

上市公司	探矿权	省区	资源储量 (亿吨)	取得时间
兖矿能源	刘三圪旦井田	内蒙	31.2	2018
	嘎鲁图井田	内蒙	12.3	2018
	黄草湖一至十一勘查区	新疆	136.1	2023
陕西煤业	小壕兔一号	陕西	6.6*	2022
	小壕兔西部	陕西	9.8*	2022
中国神华	台格庙堪察区	内蒙	141.6	2013
	新街矿区	内蒙	10.8	2022
中煤能源	丰予探矿权	山西	20.9	2008
	马营堡探矿权	山西	21.6	2008
	母杜柴登井田探矿权	内蒙	11.4	2008
	纳林河矿区二号井田探矿权	内蒙	15.1	2008
广汇能源	淖毛湖煤田东部勘查区	新疆	29.5	2013
	淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	新疆	0.6	2013
山煤国际	-	-	-	-
晋控煤业	-	-	-	-
冀中能源	东胜煤田张大银煤矿东侧 46 号区块边角煤炭	内蒙	0.2	2019
淮北矿业	-	-	-	-
山西焦煤	-	-	-	-
平煤股份	宝丰县贾寨一唐街煤勘探	河南	12.6	2021
盘江股份	-	-	-	-
潞安环能	-	-	-	-
华阳股份	-	-	-	-

资料来源：兖矿能源、陕西煤业、中国神华、中煤能源、广汇能源、山煤国际、晋控煤业。冀中能源、淮北矿业、山西焦煤、平煤股份、盘江股份、潞安环能、华阳股份年报、鄂尔多斯政府网、搜狐、上海证券报、中国证券网、自然资源部、中国神华官网、东方财富网，信达证券研发中心。注：标*储量数据为可采储量口径。

3.2.2 新一轮产能周期下，深度受益已拥有潜在储备产能的煤炭企业

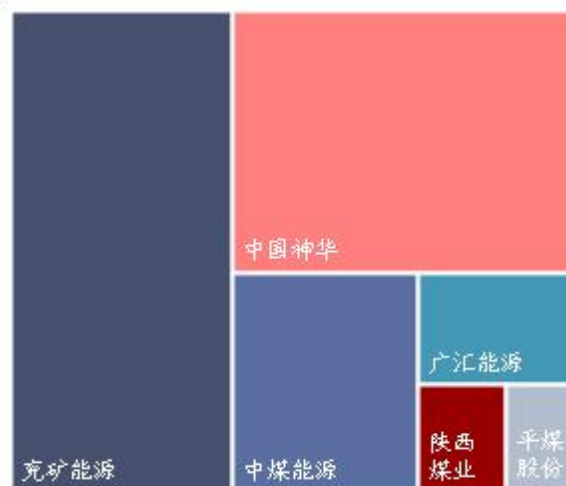
新一轮产能周期下，拥有较多在建产能和探矿权储量的煤炭企业将深度受益。从在建产能和探矿权储量两个维度来看，兖矿能源拥有在建产能 1180 万吨/年和探矿权储量 180 亿吨，中国神华拥有探矿权储量 152 亿吨，广汇能源拥有在建产能 1000 万吨/年和探矿权储量 30 亿吨，中煤能源拥有在建产能 640 万吨/年和探矿权储量 69 亿吨。我们认为，在新一轮产能周期开启的背景下，兖矿能源、中国神华、广汇能源、中煤能源和淮北矿业作为拥有较多在建产能和探矿权储量的企业，可以优先增产释放盈利，具有先发优势。

图 38：主要煤炭上市企业在建产能（万吨/年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心注：“冀”指冀中能源

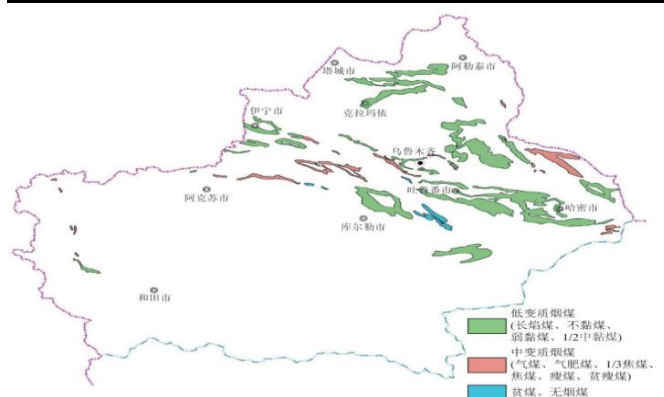
图 39：主要煤炭上市企业探矿权储量（亿吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

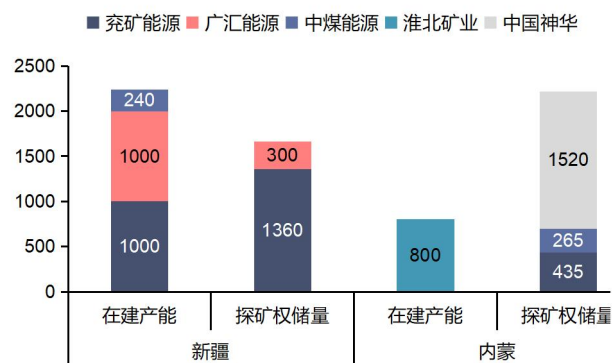
在煤炭开发向西北地区集中的态势下，优先布局西北地区的企业拥有更大优势。以新疆为例，新疆地处我国西北边陲，煤炭资源丰富，是我国重要的煤炭资源接续区和战略性储备区。新疆煤炭资源分布较为集中，总体呈现“北富南贫”的分布特性，主要分布在吐哈、准噶尔、伊犁、库拜四大煤田，其中吐哈基地和准噶尔基地参与疆煤外运和疆电外送项目（以吐哈基地为主）。“十四五”规划期间，新疆维吾尔自治区核准及核增的煤矿新增产能 1.97 亿吨/年，其中核增煤矿新增产能 1.31 亿吨/年，核准的新增产能 6600 万吨/年。较可观的增量源于新疆处于国家本次能源战略布局中的重要地位，一方面充分把握大型露天矿产能核增的有利契机，顺乘保供煤矿和能源战略的东风，另一方面受利于自治区政府计划自然资源带动经济发展的需求。从指标情况看，关于新疆产能，包含核增产能在内，预计实施完成约 5.1 亿吨。鉴于新疆近两年核增产能已占用“十四五”大部分指标，导致新疆“十四五”规划中的项目只有少部分被批准。优先布局西北地区的煤炭企业，有更多机会取得煤质好、埋藏浅、区位优势、禀赋条件较好的煤炭资源，提升企业的服务年限，同时也更能适应未来煤炭开发向西北转移的形势。新疆地区的煤炭在建产能和探矿权储量方面，主要以兖矿能源和广汇能源为主。内蒙地区的煤炭在建产能和探矿权储量方面，以中国神华、兖矿能源和淮北矿业为主。我们认为，在新一轮产能周期开启的背景下，尤其是我国煤炭资源开发向西北部集中的态势下，兖矿能源、中国神华和广汇能源更加具有优势。

图 40: 新疆煤炭资源分布较为集中, 呈北富南贫特征



资料来源: 霍超《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》, 信达证券研发中心

图 41: 主要煤炭上市公司新疆内蒙地区在建产能和探矿权储量情况 (万吨/年, 千万吨)



资料来源: 兖矿能源、广汇能源、中煤能源、淮北矿业、中国神华公司公告, 信达证券研发中心

投资建议

结合我们对能源产能周期的研判，我们认为在全国煤炭增产保供的形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求，新一轮煤炭产能周期亟待开启，且仍处于早中期阶段。从供给端看，固定投资额逐年提升，同比增速也呈上升趋势，煤炭行业产能利用率持续提高，尚未出现产能堆积情况；中期看存量煤矿衰减问题值得重视；从需求端看，煤炭消费量持续上升，国内经济尚属于复苏初期，GDP增速稳中向好，中期仍有供需缺口（预计2025年缺口2亿吨，2035年前后缺口8-10亿吨）；从投资主体看，煤炭企业盈利能力提升，资产负债表得到修复，但在“双碳”等政策下行业前景信心不足，且投资周期长、投资回报具有不确定性，煤矿企业扩产意愿并不强，对应行业内在建工程与固定资产增加额也未有明显变化，煤炭行业新建产能有限。值得关注的是，在产业政策总量控制、行业投资相对谨慎、煤炭布局加速西移等背景下，拥有存量在建矿井、探矿权储备且超前布局新疆地区煤炭产业的煤炭公司具有先发优势，有望更加受益新一轮产能周期政策，如兖矿能源、中国神华、广汇能源、中煤能源和淮北矿业等。

在全国煤炭保供形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求，新一轮煤炭产能周期亟待开启。同时在产业政策总量控制、行业投资相对谨慎、煤炭布局加速西移等背景下，拥有存量在建矿井、探矿权储备且超前布局新疆地区煤炭产业的煤炭公司具有先发优势，有望更加受益新一轮产能周期政策。当前，煤炭板块具有高业绩、高现金、高分红属性，叠加行业高景气、长周期、高壁垒特征，以及低估值水平和一二级估值倒挂，煤炭板块投资攻守兼备。我们继续全面看多煤炭板块，继续建议关注煤炭的历史性配置机遇。自下而上重点关注四条主线：一是内生外延增长空间大、资源禀赋优的兖矿能源、陕西煤业、广汇能源、山煤国际、潞安环能等；二是在央企控股上市公司质量提升工作推动下资产价值重估提升空间大的煤炭央企中国神华、中煤能源等；三是全球资源特殊稀缺的优质炼焦煤公司平煤股份、淮北矿业、山西焦煤、盘江股份等。以及伴随产能周期推进中煤炭生产建设领域的相关机会，如天地科技、郑煤机、天玛智控等。

表 11：重点上市公司估值表

股票名称	收盘价（元）	归母净利润（百万元）				EPS（元/股）				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
兖矿能源	17.23	30774	33186	36764	40846	6.3	6.71	7.43	8.25	2.73	2.57	2.32	2.09
陕西煤业	16.64	35123	32759	34921	38286	3.62	3.38	3.60	3.95	4.60	4.92	4.62	4.21
广汇能源	6.58	11338	7386	9266	11717	1.73	1.12	1.41	1.78	3.80	5.88	4.67	3.70
中国神华	28.17	69626	72817	74884	76482	3.50	3.66	3.77	3.85	8.05	7.70	7.47	7.32
中煤能源	8.06	18241	24629	27106	28633	1.38	1.86	2.04	2.16	5.84	4.33	3.95	3.73
山煤国际	16.83	6981	6130	6545	6987	3.52	3.09	3.30	3.52	4.78	5.45	5.10	4.78
潞安环能	16.28	14168	11003	12490	14632	4.74	3.68	4.18	4.89	3.43	4.42	3.89	3.33
盘江股份	6.33	2194	2427	3124	3518	1.02	1.13	1.46	1.64	6.21	5.60	4.34	3.86
平煤股份	8.55	5725	4324	5710	7213	2.47	1.87	2.47	3.12	3.46	4.57	3.46	2.74
山西焦煤	8.34	10722	9157	10342	11347	1.89	1.61	1.82	2.00	4.41	5.18	4.58	4.17
淮北矿业	11.73	7010	7679	8671	10665	2.83	3.10	3.49	4.30	4.14	3.78	3.36	2.73
天玛智控	27.76	397	462	535	622	0.92	1.07	1.24	1.44	30.17	25.94	22.39	19.28

资料来源：WIND，信达证券研发中心，数据截至2023年8月31日 注：山西焦煤、平煤股份、广汇能源为中报业绩预告，潞安环能、山煤国际、天玛智控为近期预测，其余煤企业绩预测为年初预测值

风险因素

- **宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅波动：**若国内经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，将会使煤价下行。
- **煤矿发生安全生产事故：**接续情况紧张，煤炭生产过程发现安全事故致使煤炭行业政策更加严格。
- **国内能源产业政策重大调整：**碳达峰速度进一步提前，煤炭行业增产扩产更严格限制，致使煤炭企业资本开支大幅下行。
- **煤企在建矿井建设和探矿权开发进度不及预期：**探矿权开发速度不及预期，新增矿井审批数量大幅缩减；新矿建设速度缓慢，影响相关设备投入与更新。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。