



黄大智：传统能源的长期逻辑在哪里？



文/意见领袖专栏作家 黄大智

在过去的几年，双碳目标的确立，使新能源成为资本市场中最耀眼的明星赛道。围绕着能源转型，各种可再生能源及下游应用都被炒得火热，光伏、风电、储能、新能源车等莫不如此。



在碳达峰、碳中和已经成为中国乃至全球不可逆转的趋势下，新能源代替传统成为市场共识，新能源赛道成为市场中的宠儿也并无意外。但与此同时，被认为是夕阳产业、逐渐被替代的传统能源，却也同样焕发了新的生机。行业盈利能力和市场表现在一片唱衰的声音中不断创下近年新高，甚至有重现“煤飞色舞”的迹象。以中证煤炭指数为参考，从 2019 年初至今，指数累计涨幅超过 120%，远超其它所有大盘指数表现。

尤其是今年四月份的大跌行情中，煤炭甚至逆势上涨，让那些持有新

能源、半导体、医药、消费等赛道的投资者羡慕不已，市场中不乏“今年最后悔的，就是没有梭哈煤炭”的声音。

中证能源与中证煤炭指数走势（20190101-20221018）



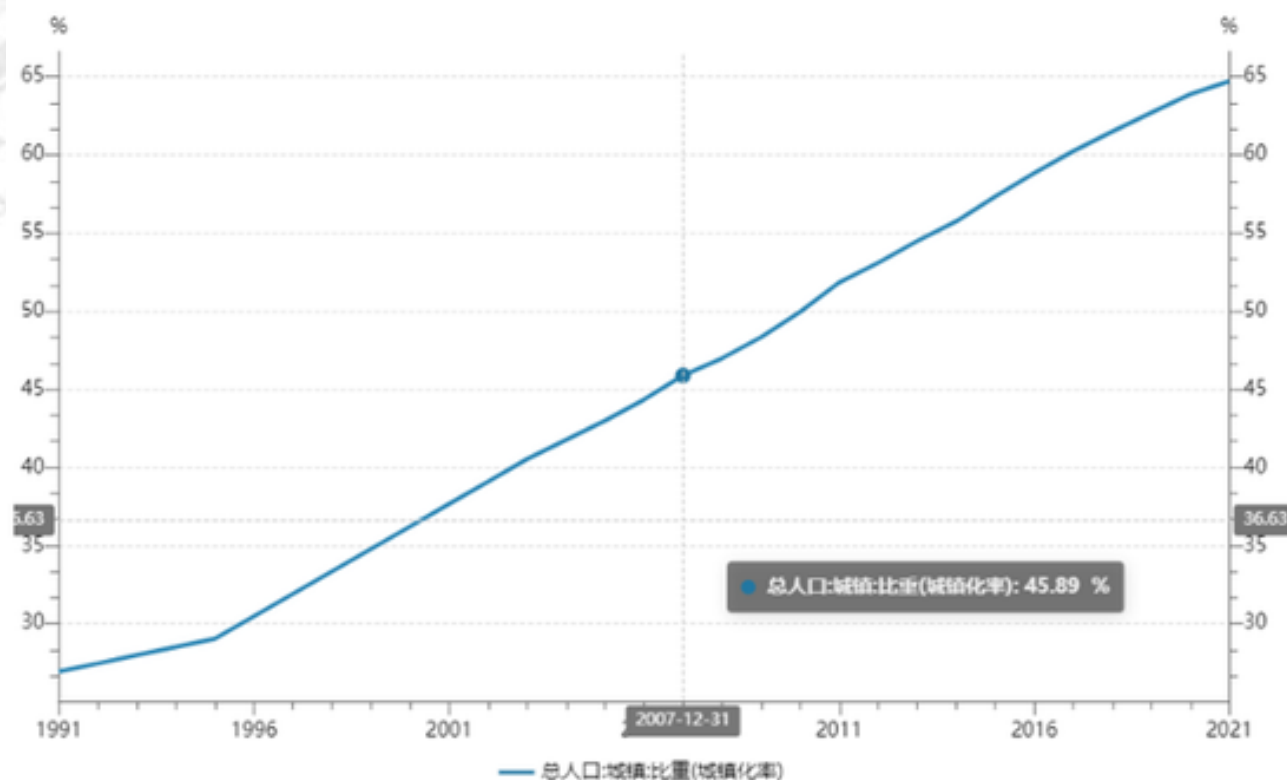
在新能源替代传统能源的能源转型大潮下，为何传统能源崛起？这波煤炭行情与 2005-2007 年的“煤飞色舞”行情有何不同？未来能源转型不断推进下，传统能源又发挥怎样的作用？

1

煤炭，可以说是 A 股曾经的王者。按照上涨速度来看，煤炭所在的一级行业采掘业，至今仍然保持着一个无可企及的记录，在 2005-2007 年疯狂的“煤飞色舞”行情中，采掘业全年上涨 2.6 倍。与之相对比，在过去三年中，新能源在任意一年的时间内，最高涨幅也只有不到 1.2 倍，与煤炭曾经疯狂的行情相比，相差甚远。

任何一个行业的崛起都脱离不开时代的背景，而对于煤炭而言，正是踏上了城镇化快速增长的列车。

中国人口城镇化率（1991-2021）



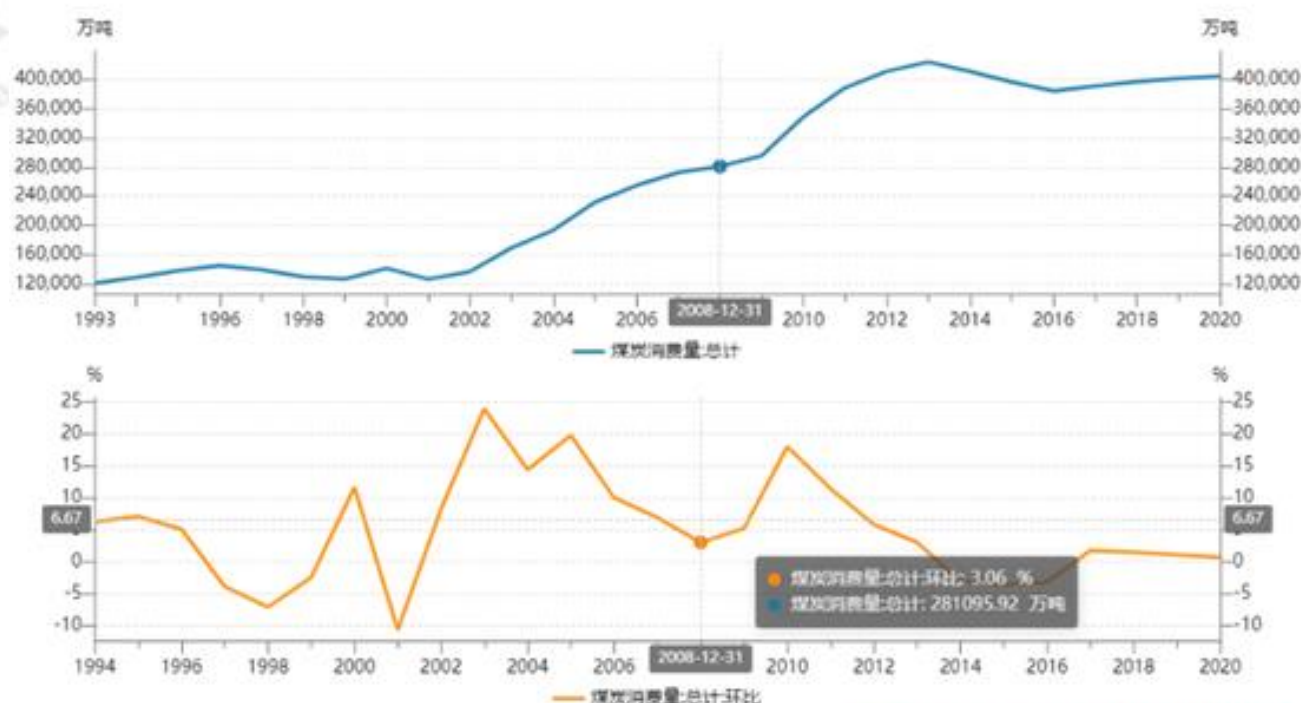
数据来源: wind, 星图金融研究院

从 2001 年加入 WTO 开始，国内开始了城镇化加速的进程，与之伴随而来的是钢铁、房地产、电力等基础设施的快速发展，而这些产业又无一不涉及对上游煤炭的需求，需求的爆发直接点燃了煤炭、有色金属等大宗产品史诗级的行情，这也正是当时“煤飞色舞”行情的直接原因。

但疯狂之后，煤炭行业的高点也停留在了 2007 年，其所在的申万采掘业指数也在 2022 年退出了市场。从煤炭行业的衰落来看，需求的快速下滑是主要因素。煤炭消费量从 2007 年之后减速到个位数增长，在 2013

年达到 42.4 亿吨的峰值, 从 2014 年开始下降, 跌至 2017 年 38.6 亿吨的低点, 到 2020 年恢复至 40.5 亿吨的消费量, 与 2013 年的高点相比, 下降了 5%左右。

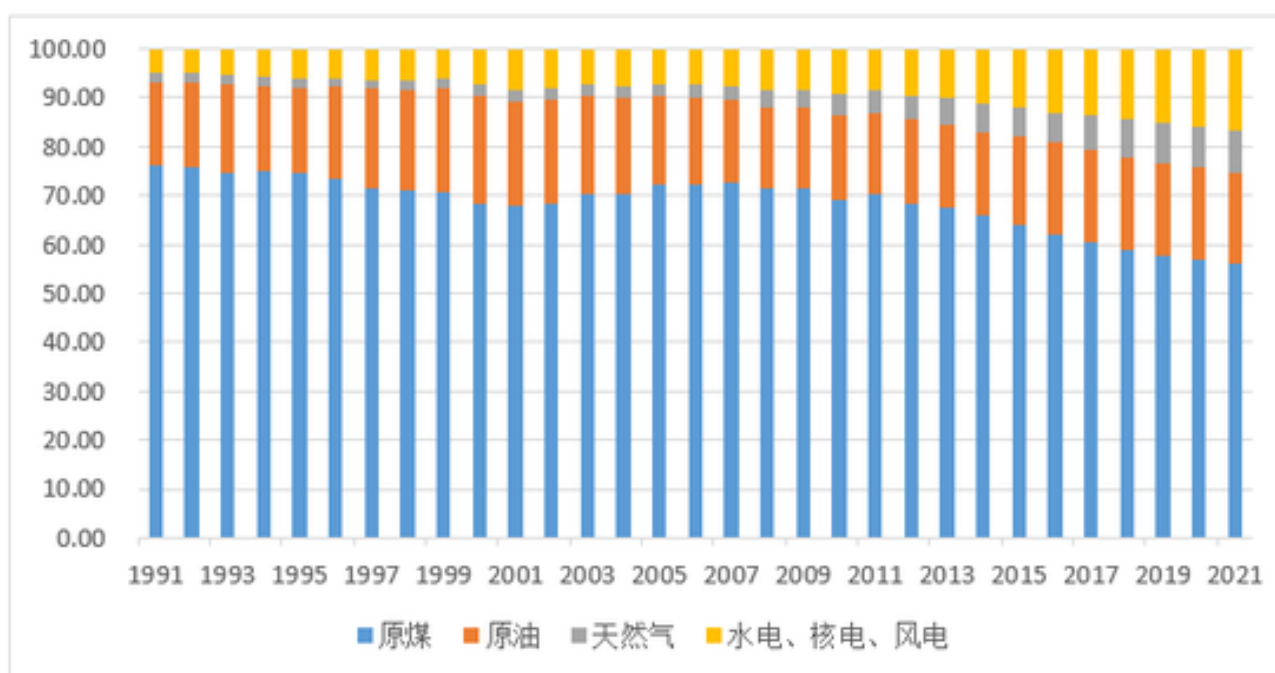
煤炭消费量及增速 (1993-2021)



数据来源: wind, 星图金融研究院

煤炭需求的下滑, 和宏观经济息息相关。对于我国而言, 资源呈现“富煤贫油少气”的禀赋特征, 因此煤炭也是我国能源消费中最重要的构成部分, 占比长期超过 70%。

我国能源消费结构（1991-2021）



数据来源: wind, 星图金融研究院

在煤炭的下游应用中，火电、钢铁、建材、化工这四大领域占据煤炭使用比例超过 90%。随着经济增长尤其是工业、基建、地产增速的放缓，煤炭作为工业经济的血液，增速自然随之而下滑。同时，占比煤炭使用中超过 50%以上的火电，正在加速被清洁能源替代，煤炭在能源一次消费中的占比已经从 2015 年的 64% 降到 2020 年的 58%。而且如果我们看未来煤炭的长期需求，在能源转型、经济增速放缓的背景下，煤炭的需求还会进一步下降，从这一点来说，煤炭行业是不折不扣的夕阳产业。

所以，煤炭长期需求下降的逻辑是清晰的，而且到 2030 年甚至 2060 年，其下降的幅度都是基本确定的，区别无非是不同年份下降幅度的大小而已。但是，总需求下降的行业并不一定代表行业内企业的衰落，这一点正如白酒行业，近些年白酒总销量的下降，并不影响高端白酒如茅五泸的

畅销，对于煤炭行业而言同样类似。

特别是对于煤炭这样一个事关国民经济发展基础的能源而言，在供给格局变化、能源转型的趋势下，煤炭在能源安全、能源保供等方面的重要作用，使得煤炭的投资也有了新的逻辑。

2

在煤炭需求不断下降，全球能源转型如火如荼的时候，一些新的局势导致了煤炭供求格局及煤炭作用的变化。

第一是供给格局，煤炭供不应求掀起了煤炭的第一波行情。在前文中我们提到，煤炭消费量近十几年是波动下降的，2020 年相比 2013 年的高点下降了约 5%，但供给端下降的更快。在十年前，煤炭需求的暴涨造就了一批“煤老板”，全国从央企到民企、从合法到不合法煤窑的扩张，使煤炭产能从 2003 年到 2013 年十年间，从 15 亿吨一跃增长到 40 多亿吨，煤炭消费量在 2014 年达到高点后，煤炭产能严重过剩。行业供过于求，叠加环保的要求，2015 年包括煤炭、钢铁等在内的行业迎来一波供给侧改革。整个“十三五”期间，煤炭行业累计淘汰了约 10 亿吨产能，如果再加上规范整治的“黑煤窑”等不法开采，煤炭供给端淘汰的产能只多不少。同时，新增产能的门槛越来越高，2019 年发改委总计核准煤矿 43 座，产能仅 2 亿吨，2020 年则更少，核准产能仅 0.27 亿吨。

而根据中煤协、能源局的数据，从 2015 到 2020 年，全国煤炭矿井

数量从 10800 个降至 5000 个，煤炭产能从 57 亿吨降至 53 亿吨，行业 CR10 产能占比从 41%提升至 52%，行业供给格局大幅度集中，龙头企业的市占率不断提升。

正是煤炭供不应求的情况，使得国内在 2021 年三季度经济复苏时，用电需求的高涨导致出现了近年来罕见的大范围停电限电，煤炭价格也在此期间暴涨。当然，当时停电限电也受到能耗双控政策的影响，在此暂且按下不表。

动力煤大宗指数价格



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47553

