

2020年，以碳中和的目标下，各个地方根据自己不同的情况进行「节能减排」。

由于中国地域性分工不同，「用碳」环节集中在东部地区，「产碳」环节集中在西部地区。所以，就会看到东部城市以减少用碳为目标，典型的就是在北京上海等地补贴油车换新能源车；而西部这些排放大户们没有别的办法，只能去产能，减少用碳的相关的火力发电、炼钢等行业的资本开支。

不久之后，在内因外因的共同作用下，在去年下半年暴露了能源安全问题，实业部门的用电受到影响，工厂上2歇5，在波及到居民部门用电之前，恢复了部分旧能源的生产，才化解了此次危机。

通过这次危机，政策方认识到了不能以单纯新能源代替旧能源的方式来进行「碳达峰·碳中和」，而是需要在发展新能源的过程中，动态去调整新旧能源比例。

也就是说，旧能源永远不会被替代，而碳中和的目标摆在那里，就意味着旧能源也无法再像以前一样大量供给了，这种系统性变化，给煤炭和投资煤炭行业也带来了诸多变化。

☒

煤炭不再是传统的大周期行业

传统大周期行业的特点就是供给关系在一段时期内有周期性的变化：

举个例子就是，好比前年苹果产量少，供给不足导致价格高。然后果农看到这个现象后就都去种苹果，想来年多挣钱；结果发现去年大家都在种苹果，供给过剩，导致苹果不仅价格低还卖不出去；等到今年，就会发现由于去年果农种苹果亏损太大，今年都不种苹果了，又导致供给减少，价格高了起来。

煤炭虽然不是农产品，但它的产能和下游的需求有着类似的关系。而不同的是，在过去10年前，煤炭行业基本不用看供给，而是看需求情况。因为供给总可以是过剩的，在需求涨起来之后，产能总能匹配得上。

而在2011年开始，煤炭行业的资本开支就已经逐渐收紧。从煤炭龙头股——中国神华2011年以来的现金流可以看出：

煤炭行业的产能是逐渐下降的，而且因为碳中和的目标在，产能在未来一段时间不容易快速扩张，也就是说产能目前就在低位，而且短期就这些产能。

而需求方面，在2011年之后，经历了10年的下滑，目前已经见底起稳。因为客观条件的制约，需求不会再大幅度减少了。

一个行业的景气度由什么来决定？

行业的供给和需求。

目前煤炭行业的情况是，供给在产能不会增加的情况下，大概率维持不变，而需求尽管没有那么好，但是需求已经在底部了，以后很难再有比现在更少的需求的情况。

供给不变，需求平稳或逐渐升高，这就意味着，煤炭行业在未来的几年内的景气度有着非常好的确定性。

□

投资者对于煤炭存在偏见

对于煤炭

行业的投资，绝大多数投资者的思维逻辑还停留在15年以前，还是认为煤炭行业还是一个传统周期行业。既然是传统周期行业，在GDP增速在5%左右的时候，投资者很难会选择传统周期行业进行投资，将更多精力放在了赛道股上。

而普通投资者的态度大部分都是“煤炭我不懂，我不碰”的这种态度，就是以前周期我没弄明白，未来它是不是周期我也不看，与其守着传统行业，不如买新能源、元宇宙、科技、医疗...

煤炭行业的投资，逐渐演变成了煤炭行业研究员和基金经理以及宏观经济学家的留守。任行业内的大明白如何对外游说，不论股票还是基金投资者都不为所动。

□

市场并没有给予合理估值

直到能源危机、俄乌战争、疫情停工，事实倒推投资者们去被动目睹着现实和行业ROE推动着煤炭行业股价的逆势上升。

但尽管煤炭在过去涨了一年，但整体的估值还是偏低。5-8倍的市盈率，1倍左右徘徊的市净率，对于一个景气度转好走强的行业，明显还是不合理的。

但不合理的事情为什么存在，是因为大家习惯了。大家在用15年前的需求思维逻辑来衡量它，于是市场便认为煤炭行业目前这个估值就是合理的。多数人的偏见，造成了市场并没有给予煤炭行业合理的估值。

☒

震荡还是走强还看未来

近几年，A股

给予传统非周期行业的估值在15倍左右。按照这个逻辑，普遍市盈率在5-8倍的各家煤炭行业的上市公司，他们有望股价翻倍或者更多。

基本面不变的情况下，如果市场依旧保持对待煤炭行业不变的态度，煤炭行业或许在短期内还是需要用不断改善的ROE来一个季度一个季度的消化估值，反推股价慢慢震荡向上。一旦市场或大部分投资者对于煤炭行业的态度转变的话，或许煤炭行业才会迎来一个真正的上涨。

****此篇内容没有任何投资推荐****