

公用事业行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 联系人：汪知瑶

xujunyi@gjzq.com.cn

wangzhiyao@gjzq.com.cn

煤价开年首涨受港口去库催化，淡季后5月有望小幅回调

投资逻辑

- 现象探讨：1-2M24 动力煤价年前旺季不旺，而春节期间港口去库兑现催化年后港口价实现开年以来首次跃升。
- ✓ 回溯 1-2M24 煤价走势，1 月虽然气温偏低、且距春节还有月余，但市场煤需求端表现疲软，用煤终端在长协煤和进口煤的支撑下，库存保持高位，尤其是沿海市场采购积极性较低，因此 1 月至 2 月初煤价维持弱势，旺季不旺。春节前后由于煤炭供应不及预期、港口去库兑现情况较好，煤价实现开年以来的首次跃升。
- ✓ 结合产业链多维度数据拆解结果看，节后煤价上行主要由于市场供应受限促进港口去库，其中：
 - （1）供给端——国内生产：24 年 1-2 月煤炭产量同比回落。整体看，1-2M24 原煤日均产量 1175.5 万吨，同比、环比分别下降 69 万吨和 161 万吨；1-2M24 累计动力煤产量 5.9 亿吨，同比下跌 3.0%。2 月起山西地区煤矿“三超”整治限制了煤炭供应，叠加春节前暴雪极寒天气使得陆运受阻、今年贸易商春节放假较去年多 1 天、临近两会全国安监收紧，多重限制因素共同驱动产地煤炭供应阶段性收缩。
 - （2）供给端——港口周转：春节期间去库兑现刺激煤价上升，节后港口重新累库限制煤价进一步上行。2024 年伊始主产区煤价稳中小幅下跌，贸易商发运到港积极性逐步降低，伴随极端天气阻碍陆运、春节期间停工时间偏长等因素，港口调入量快速下降、实现去库，尤其环渤海港库存 2 月 9 日至 17 日下降近 7%。节后矿区复产、煤炭生产供应恢复，叠加大风大雾天气引发港口封航、外运一定程度受阻，港口重新实现累库。
 - （3）需求端：1-2 月动力煤消耗量同比+8.5%，其中电煤消费量同比+9%、非电部门消耗动力煤同比+7.6%，但由于长协煤、进口煤补给较为充裕，终端电厂库存维持在 18-20 天的较高水平，整体对港口市场煤的需求都偏弱。
- ✓ 综合供需来看，1-2M24 港口煤价波动受到供给端影响更大。供应方面，供应同比收缩，港口也在周转条件的变化下呈现出先去库、再累库的波动变化。而需求方面，在长协煤、进口煤的补充下，终端未出现集中、大量的港口市场煤采购。综合来看，春节前后供给变化引发的港口库存变化是导致节后煤价阶段性上行的主要原因。
- 后市展望：3-4 月淡季煤炭价格承压下调后，预计 5 月港口市场煤价有望迎来见底反弹、但上调幅度有限。
- ✓ 由 1-2M24 煤价波动经验来看，港口能否成功去库是市场煤价能否实现淡季后回调的重要条件。拆分供需来看：
 - （1）供给端：多空因素并存，一方面随着山西保供政策推出，国内生产端安监影响幅度预计将有所收窄，而另一方面价格倒挂下煤炭进口增幅也将持续收窄。综合多空因素来看，预计 5 月煤炭供应量环比基本保持稳定。
 - （2）需求端：3-4 月供暖需求缩减，电煤消费进入传统淡季，且地产、基建仍在底部调整，非电部门复苏进度缓慢，因而港口累库、煤价下调；预计 5 月下游电厂迎峰度夏前的补库备煤需求将刺激港口去库、提振煤价。
- ✓ 但仍有限制因素使 5 月港口去库和煤价见底回调的幅度预计不大：供给侧限制主要涉及大秦铁路检修 4 月末提前结束、山西“三超”管制 5 月进入尾声、运费下调或刺激疆煤发运量、4 月中下旬印尼斋月结束后国际煤炭供应有望环比增加；需求侧限制主要涉及当前下游电厂存煤较高、无明显补库压力，预计 5 月终端补库强度不大。

投资建议

- 24 年动力煤供需偏松的大格局未改，煤价中枢有望继续下行，驱动火电盈利能力持续改善。建议关注：①发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如浙能电力、皖能电力、华电国际；②发电资产布局于中西部、燃料采购以坑口煤为主的火电企业，如建投能源、大唐发电。

风险提示

- 新增装机容量不及预期；煤价下行不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期。

内容目录

1、动力煤价回溯分析及预测核心观点.....	5
1.1 1-2M24 动力煤价波动复盘——年前旺季不旺，港口价年后迎来首涨、随后持平.....	5
1.2 结合供需看，1M24 市场煤供需两弱，2M24 春节期间去库兑现、刺激港口煤价上升.....	6
1.3 展望后市，淡季煤价持续承压，预计5月见底回调.....	7
1.4 后续煤价跟踪的关注点——重点关注国内生产、进口煤价和非电煤需求.....	8
2、拆解维度1：国内生产&周转——产量同比小幅回落，节间港口去库兑现.....	8
2.1 国内产量：1-2月安监趋严、原煤产量同比小幅回落.....	8
2.2 港口周转：2月春节期间港口显著去库，节后上游复产等因素重新驱动库存回升.....	12
2.3 煤炭运价：内江运价回升、沿海运价高位回落、陆路运价窄幅震荡.....	14
3、拆解维度2：煤炭进出口——1-2M24 进口同比增长，预计未来增量受限.....	15
3.1 进出口总量：去年同期低基数下，煤炭进口量同比回升.....	15
3.2 多角度看煤炭进口：海运煤贸易量同比基本持平、俄罗斯煤出口量同比大幅下跌.....	16
3.3 展望2024全年进口：预计全年进口增幅有限，总进口量和23年持平.....	17
4、拆解维度3：下游需求——1-2M24 动力煤消费总需求同比上涨.....	18
4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求同比上行，非电需求表现分化.....	18
4.2 从用电需求看发电耗煤需求：冬季气温偏低，旺季耗煤量处于相对高位.....	19
4.3 从其他电源看火电发电需求：风电、光伏发电量同比提升，主要由装机增长拉动.....	20
4.4 终端电厂耗煤及库存情况：日耗、可用天数均于2月中旬出现拐点.....	23
4.5 其他非电煤需求：非电动力煤需求对煤价拉动作用整体有限.....	24
5、投资建议.....	25
6、风险提示.....	25

图表目录

图表1：1-2M24 山东滕州动力煤 Q5500 坑口价下跌 100 元/吨（单位：元/吨）.....	5
图表2：节后煤价由 910 元/吨跃升至 925 元/吨（单位：元/吨）.....	5
图表3：1-2M24 广州港印尼煤 Q5500 库提价上涨 8 元/吨（单位：元/吨）.....	6
图表4：1-2 M24 秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价下跌 2 元/吨（单位：元/吨）.....	6
图表5：进口煤价格倒挂且幅度愈发拉大（元/吨）.....	7
图表6：1-2M24 原煤日均产量同比下滑 69 万吨（万吨）.....	9
图表7：2M24 动力煤产量同比下滑 2507 万吨（万吨）.....	9
图表8：1-2M24 累计动力煤日均产量占比同比+0.8%.....	9
图表9：1-2M24 动力煤累计产量同比-3.0%.....	9
图表10：山西“三超”管制导致省内产量下降较为明显.....	10
图表11：内蒙古增量贡献率 2023 年以来首次超越山西达 28.8%.....	10
图表12：晋陕蒙新煤炭产能占比 81.2%、产能集中度基本稳定.....	10
图表13：1-2M24 六大国有重点煤矿库存整体上行（万吨）.....	11
图表14：1-2M24 新疆煤炭发运量均同比上升（万吨）.....	11
图表15：山西煤炭发运量 1 月同比上升、2 月同比下滑 241.8 万吨（万吨）.....	11

图表 16:	陕西发运量 1 月同比上升、2 月同比下滑 17.5 万吨 (万吨)	12
图表 17:	1、2 月内蒙古煤炭发运量均同比上升 (万吨)	12
图表 18:	三大港口日均吞吐量 1-2 月整体呈下行趋势 (万吨)	12
图表 19:	春节前 CCTD 主流港口煤炭库存去库明显 (万吨)	13
图表 20:	春节期间环渤海港去库尤为明显 (万吨)	13
图表 21:	节后长江口各港口库存多数环比上升 (万吨)	13
图表 22:	节后北方港中曹妃甸、国投京唐港库存环比上升明显 (万吨)	14
图表 23:	1-2M24 鄂尔多斯煤炭公路运价震荡持平 (元/吨公里)	14
图表 24:	1-2M24 CCSFI 总体呈缓步上升态势	14
图表 25:	CBCFI 1-2M24 整体下行, 2 月末步入上行通道	15
图表 26:	BDI 1 月下跌、2 月反升报收于 2111.0 点	15
图表 27:	2024 年 1-2 月我国共进口煤炭同比提升 15.7% (万吨)	15
图表 28:	1 月出口同比增加, 2 月出口额大幅下跌 (万吨)	15
图表 29:	1 月净进口同比增加 296.8 万吨, 2 月净进口同比增加 400.7 万吨 (万吨)	16
图表 30:	1 月煤炭海运贸易量同比上行、2 月同比下行	16
图表 31:	1-2M24 印尼煤炭出口同比上升	16
图表 32:	1-2M24 俄罗斯煤炭出口同比下行	17
图表 33:	1-2M24 澳大利亚煤炭出口同比上升	17
图表 34:	1-2M24 我国海运煤进口量同比上涨	17
图表 35:	1-2 月我国海运煤进口量同比上涨 (千吨)	17
图表 36:	目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平	18
图表 37:	1 月动力煤消费总需求同比+18.1%, 2 月同比下跌 1.4%	19
图表 38:	24 年 1-2 月供热行业耗煤增加、占比增加	19
图表 39:	1-2M24 5 大用电大省省会城市的气温整体低于往年同期 (摄氏度)	20
图表 40:	24 年 1、2 月 5 大省会城市平均气温低于去年同期水平 (摄氏度)	20
图表 41:	2024 年 1-2 月我国累计全口径发电量 14870.2 亿千瓦时, 同比增长 10.2%	20
图表 42:	1-2M24 清洁能源发电量同比均增加 (发电量单位: 亿千瓦时)	21
图表 43:	除火电外其他清洁能源发电当月贡献率同比上升	21
图表 44:	三峡水库 24 年 1 月流出量同比上升, 2 月基本同比持平 (亿立方米)	21
图表 45:	1-2M24 的水电平均利用小时同比上涨 (小时)	22
图表 46:	1-2M24 风电利用小时同比减少 (小时)	22
图表 47:	1-2M24 光伏利用小时同比减少 (小时)	22
图表 48:	1-2M24 核电利用小时数同比增加 (小时)	22
图表 49:	1-2M24 火电发电量同比增长 10.7%	22
图表 50:	1-2M24 火电利用小时数 763 小时、同比增加 (小时)	22
图表 51:	电厂日耗 2 月春节期间下行、节后回升 (万吨)	23
图表 52:	2024 年 1-2 月耗煤率增加 (当年累计, 克/千瓦时)	23
图表 53:	1-2M24 内蒙古、山东、江苏、山西等负荷/外送电大省耗煤量领先	23
图表 54:	1-2M24 电厂缓慢去库 (万吨)	24
图表 55:	1-2M24 可用天数维持在 18-20 的安全水平 (天)	24
图表 56:	1-2M24 我国十种有色金属产量同比上升 7.1% (万吨)	24

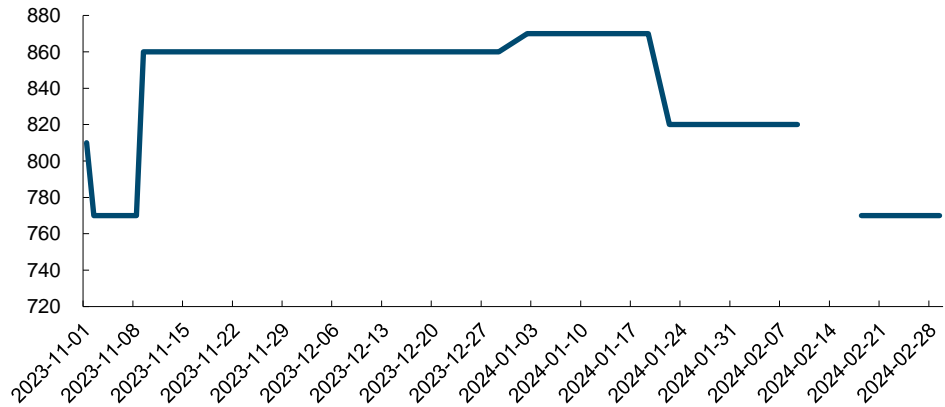
图表 57: 1-2M24 我国粗钢产量同比下滑 0.4% (万吨)	24
图表 58: 1-2M24 主要煤化工产品产量同比实现正增长	25
图表 59: 1-2M24 商品房销售面积同比下滑 3763.9 万平方米 (万平方米)	25

1、动力煤价回溯分析及预测核心观点

1.1 1-2M24 动力煤价波动复盘——年前旺季不旺，港口价年后迎来首涨、随后持平

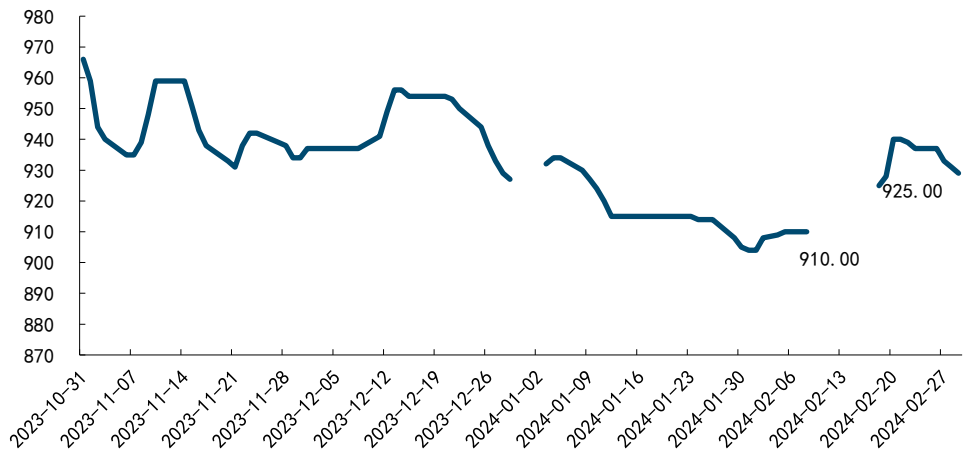
- 1M24 虽然距春节还有月余，但市场煤需求端表现疲软，用煤企业特别是煤电企业在长协煤和进口煤的支撑下，库存保持高位，尤其是沿海市场采购积极性较低，因此 1 月至 2 月上旬煤价维持弱势，旺季不旺。节后由于供应端不及预期，煤价短暂跃升并维持高位。
- ✓ 坑口价：以山东滕州动力煤 Q5500 坑口价为依据，23 年 11 月下旬至 12 月底期间维持在 860 元/吨，24 年 1 月首周价格回调至 870 元/吨，随后于 1 月下旬下跌并保持在 820 元/吨，2 月下跌并维持在 770 元/吨。
- ✓ 港口价：以秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价为依据，23 年 12 月上旬煤价总体上行，突破高位 956 元/吨后转而回落，月底跌至 927 元/吨；24 年 1 月煤价延续 23 年 12 月中下旬以来的下行趋势，从月初 932 元/吨跌至月末 904 元/吨，环比 23 年 12 月末下降 23 元/吨、跌幅 2.5%；2 月节后煤价显著回升，2 月 18 日煤价由节前的 910 元/吨跃升至 925 元/吨，2 月下旬煤价保持高位持平。
- ✓ 进口煤价：以广州港印尼煤 Q5500 库提价为依据，23 年 12 月进口煤价在 1005-1042 元/吨区间波动，24 年 1 月进口煤价延续高位，环比 23 年 12 月末上涨 9 元/吨、涨幅 0.9%；2 月进口煤价保持坚挺，环比 1 月末上涨 0.7%。在供给端，1 月印尼煤炭主产地遭遇强降雨，导致煤矿生产放缓，供应收紧预期影响下，印尼矿方挺价；在需求端，2 月随着我国春节长假结束，沿海电厂释放采购需求，接货价格小幅探涨。
- ✓ 年度长协价：以秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价为依据，1 月年度长协价为 728.0 元/吨，环比 23 年 12 月无变化；2 月年度长协价为 708.0 元，环比下跌 0.3%。

图表1：1-2M24 山东滕州动力煤 Q5500 坑口价下跌 100 元/吨（单位：元/吨）



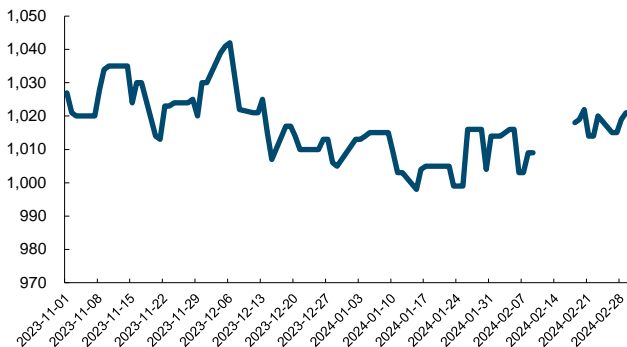
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为山东滕州动力煤 Q5500 坑口价）

图表2：节后煤价由 910 元/吨跃升至 925 元/吨（单位：元/吨）

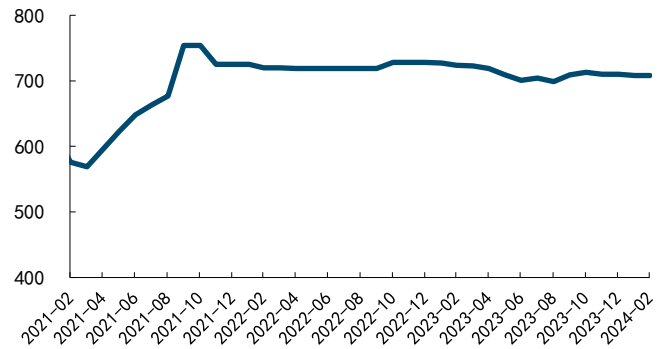


来源：Wind、国金证券研究所（注：图为秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价）

图表3: 1-2M24 广州港印尼煤 Q5500 库提价上涨 8 元/吨
(单位: 元/吨)



图表4: 1-2 M24 秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价下跌 2 元/吨 (单位: 元/吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为广州港印尼煤 Q5500 库提价)

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价)

1.2 结合供需看, 1M24 市场煤供需两弱, 2M24 春节期间去库兑现、刺激港口煤价上升

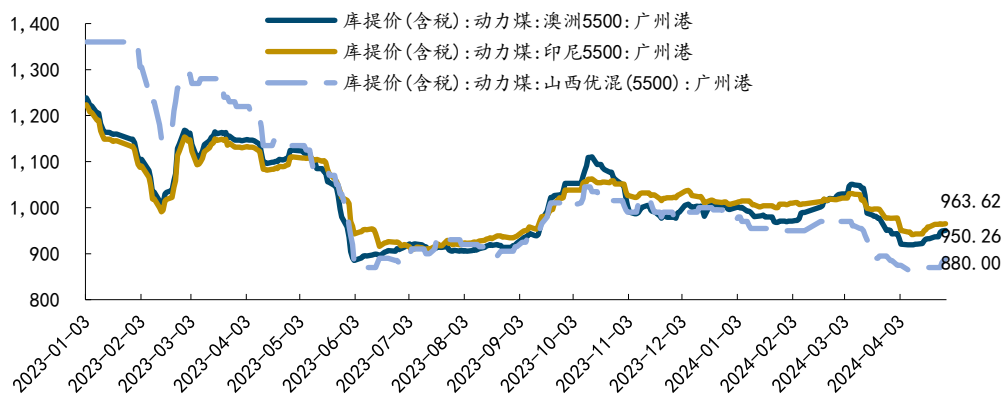
- 供给端: 国内生产端安监影响范围持续扩大, 春节期间港口去库兑现。
- ✓ 供给端: 国内生产——24 年 1-2 月煤炭产量同比回落。整体看, 日均产量约 1175.5 万吨, 同比、环比分别下降 69.0 万吨和 161.0 万吨; 1-2M24 累计动力煤产量 5.9 亿吨, 同比下跌 3.0%。究其原因, ①一方面, 2 月起山西地区煤矿“三超”整治限制了煤炭供应; ②同时, 节前暴雪极寒天气使得陆运受阻, 坑口到港口的铁路运输受到影响; ③且今年贸易商春节放假较去年多 1 天、影响月度产量释放; ④此外, 当时临近两会、全国安监进一步收紧。上述因素共同驱动产地煤炭供应阶段性收缩。
- ✓ 供给端: 港口周转——春节期间去库兑现刺激煤价上升, 节后港口重新累库限制煤价进一步上行。2024 年伊始主产区煤价稳中小幅下跌, 贸易商发运到港积极性逐步降低, 叠加上述供给限制因素的刺激, 港口调入量快速下降、实现去库, 2 月 19 日 CCTD 主流港口煤炭库存降至 5280.6 万吨, 尤其环渤海港库存 2 月 9 日至 17 日下降近 7%。而节后煤矿生产端逐步复工复产, 生产供应重新回升; 同时, 寒潮再次南下, 沿海大风大雾天气频发引发节后多港频繁封航、港口煤炭难以及时运出, 叠加此时主要港口进口煤“年货”扎堆到港待卸, 进一步促进港口重新累库。
- 需求端: 1-2 月动力煤消耗量同比+8.5%, 但终端对于港口市场煤的采购需求偏弱。
- ✓ 电煤方面: 1-2M24 大面积寒潮、二产和三产加速复苏共同推动全社会用电量同比增长 11%; 此时, 其他清洁能源发电出力虽同比改善, 但 1-2M24 合计仅增长 8.8%, 火电顶峰出力需求仍然较高、发电量同比增长 9.7%, 拉动 1-2M24 电煤消费量同比增长 9%。
- ✓ 非电煤方面: 1-2M24 非电部门总体耗动力煤同比+7.6%, 内部表现分化。其中在钢铁、水泥需求较弱的拖累下, 冶金、水泥耗煤量同比分别下滑-7.2%、-12.9%; 而在煤化工产品产量同比增加、气温较低时供暖需求增加的拉动下, 化工、供热行业动力煤消费量同比分别高增 42.3%、8.3%。
- ✓ 虽然 1-2M24 耗煤量同比增势较好, 但由于长协煤、进口煤供应较为充足, 用煤企业存煤可用天数基本维持在 18-20 天的较高水平, 整体对港口市场煤的采购需求都偏弱。且虽然节后下游复工复产时终端补库需求有所增加, 此时叠加港口去库兑现后对市场煤价起到了拉升作用, 但在长协煤、进口煤仍有供应补充的情况下需求增幅并不足以支撑市场煤价的持续上升, 体现在 2 月下旬生产端复产后, 煤价上涨趋势随后结束。
- 结合供需来看, 1-2 月煤价波动中, 供给侧 (主要是港口周转端) 影响更大, 供给偏紧导致港口去库成功兑现是 2 月节后港口煤价迎来开年首涨的主要诱因。
- ✓ 供应方面, 山西地区煤矿“三超”整治限制了煤炭供应、极端天气阻碍陆路运输、春节期间停工时间偏长、临近两会全国安监收紧, 以上原因共同刺激港口去库兑现; 而春节后煤矿复工叠加港口封航促进港口重新实现补库。整体来看, 1-2 月供应偏紧, 港口也在周转条件的变化下呈现出先去库、再累库的波动变化。

- ✓ 而需求方面，在长协煤、进口煤的补充下，用煤企业库存保持高位，即使旺季寒潮来袭以及节后复工复产，均并未引发集中、大量的港口市场煤补库采购行为。
- ✓ 综合来看，春节前后煤炭供应不及预期、节后供应回升所带来的供给侧（尤其是港口周转端）变化引发的港口库存变化，是导致节后煤价短暂上行后维持持平的主要原因。

1.3 展望后市，淡季煤价持续承压，预计5月见底回调

- 由1-2M24煤价波动经验来看，港口能否成功去库是市场煤价能否实现淡季后回调的重要条件。拆分供需来看：
 - 供给端：国内生产端安监影响幅度有所收窄，而煤炭进口增幅也将持续收窄。
- ✓ 短期来看，虽然节后煤矿陆续复工复产，但煤矿事故仍然频发，3月11日安徽谢桥煤矿发生瓦斯爆燃，同日山西吕梁中阳桃园鑫隆煤业有限公司发生溃仓事故。当前煤矿事故多发趋势尚未得到明显改善，因此国家矿山安监局3月15日发布《关于进一步加强煤矿煤仓安全管理的通知》，要求压实煤矿安全责任、加强煤仓施工管理，5月1日起将施行《煤矿安全生产条例》，安监常态化下，主产地产能利用率难以在高位长期维持。
- ✓ 而放眼全年来看，4月9日山西省人民政府办公厅印发《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，提出2024年全省煤炭产量稳定在约13亿吨；根据《方案》2024年煤炭产量将减少5700万吨左右（2023年山西产煤13.57亿吨），且1-2M24山西煤炭产量已同比降低3919万吨（至17734万吨），预计3-12M24每月仅可以减少约180万吨，后期限产幅度将显著收窄。
- ✓ 进口煤：预期后续煤炭进口量增幅收窄。1Q24受到美国对俄罗斯实施一揽子制裁、春节后海运费上涨等多重因素的影响，国际煤价止跌上涨。经历3-4月用煤淡季的价格下跌后，当前广州港澳煤Q5500库提价约950元/吨、广州港印尼煤Q5500库提价约963元/吨、广州港山西煤Q5500库提价约880元/吨，价格倒挂明显且倒挂幅度正逐渐拉大，预计后期进口煤价格优势消退将使得进口增长持续受限。
- ✓ 综合供给侧的多空因素来看，预计后续5月原煤供应量总体或环比、同比基本持平。

图表5：进口煤价格倒挂且幅度愈发拉大（元/吨）



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为澳洲5500、印尼5500、山西优混5500库提价）

- 需求端：3-4月进入动力煤需求淡季，预计边际改善要待5月出现。
- ✓ 3月中旬，多地气温显著回升，北方供暖需求逐步缩减，煤炭消费进入传统淡季，电厂日耗季节性回落；同时，地产、基建仍在底部调整，复苏进度较为缓慢，建材行业购煤备产需求和开工情况均不及预期。此外，从4月起我国正式进入汛期，随着来水逐渐增加，水电环比改善逐步挤占部分火电需求份额。
- ✓ 预计到5月中上旬，随着部分电厂机组逐步检修完毕，下游电厂将逐步开启临近迎峰度夏前的补库备煤行为，预计需求端会出现较为明显的边际改善，促进港口逐步去库。
- 综合供需：预计3-4月港口煤价持续下行后，5月中旬正式实现见底回调，但回调幅度整体有限。

- ✓ 3-4 月进入用煤淡季，终端需求疲弱，供给侧即便有限制因素也难抵港口持续累库、煤价持续下行趋势。预计火电厂 5 月开启迎峰度夏之前的主动性补库后，有望刺激终端需求开始持续提升，从而对煤价起到提振作用。
- ✓ 但仍有限制因素使得 5 月见底回调幅度预计不大，我们预计月内最多回调至约 850 元/吨：
 - ① 山西的“三超”管制持续到 5 月结束，因此其提出的 24 年全省煤炭产量 13 亿吨的保供目标预计于 5 月开始愈发显现对于供给收缩幅度的限制。
 - ② 大秦铁路检修已提前至 4 月 26 日结束，27 日运量已恢复至 114 万吨，买方多产生观望心态，预计询货将较多集中于价格较低的中低卡品种。
 - ③ 近期国铁集团下属各铁路局提出了让疆煤货运价格最多下降 30% 的政策，新疆铁路出口运费将最高降至 7 折，神华铁路运费每吨下调 30 元，浩吉铁路降价 15%，西安海关还宣布采取“运费扣减”政策。运费下降或将进一步刺激疆煤发运量，预计后期港口库存仍有回升压力，货源结构性紧张的局面将逐步得到缓解。
 - ④ 4 月中下旬印尼斋月结束，印尼煤矿生产端复工将加大国际煤炭供应、有望在进口方面对煤价产生一定的上涨限制。
 - ⑤ 从终端情况看，目前长协兑现情况较好、进口煤总体仍较为充足，所以虽然 5 月临近夏季用煤旺季，但当下游电厂存煤较高、可用天数在 20 天以上，无明显补库压力，预计整体补库强度不大、短期（5 月内）不会带来煤价的显著上涨。

1.4 后续煤价跟踪的关注点——重点关注国内生产、进口煤价和非电煤需求

- 煤价走势判断方面，重点关注国内生产、煤炭进口和非电煤复苏。
- ✓ 晋、陕、蒙、新、鲁地区重要会议及报告中对 2024 年区域内煤炭生产情况进行了规划，均强调了“稳”字，但安监常态化下，主地产能利用率能否在高位长期保持需要重点关注。
- ✓ 此外，当前进口煤供应虽然较为充裕，但在国内外煤价倒挂持续的背景下，后续进口增量存在下修预期。回顾 23 年煤价下行的很大原因是由于进口的边际增加，因此 24 年在国内煤炭生产增量有限的情况下，进口量也是影响全年煤价走势的重要因素。
- ✓ 最后，随着稳经济政策的持续发力，非电行业的用煤需求有望持续增长，但增量多少取决于我国经济后续的恢复程度和国家相关政策的刺激力度。回顾 23 年 9-10 月的煤价大幅上行，其实就是由于非电煤需求超预期所导致，因此后续仍需关注非电需求的修复对于煤价的影响。
- 我们接下来从国内生产&周转、煤炭进出口、下游需求三大维度拆解煤炭产业链数据，用以佐证我们对 1-2M24 此轮煤价变化的复盘分析和对未来走势预判的结论：

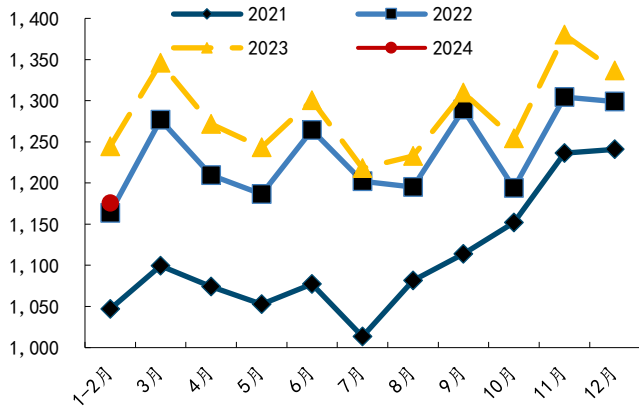
2、拆解维度 1：国内生产&周转——产量同比小幅回落，节间港口去库兑现

2.1 国内产量：1-2 月安监趋严、原煤产量同比小幅回落

- 1-2 月煤炭原煤累计产量同比下跌 3.0%；动力煤累计产量同比下跌 3.0%。
- ✓ 原煤生产：整体看，2024 年 1-2 月煤炭日均产量约 1175.5 万吨，2023 年 12 月日均产量为 1336.5 万吨；日均产量同比、环比分别下降 69.0 万吨/下降 161.0 万吨，同比、环比变动分别为-5.5%、-12.0%。
- ✓ 动力煤占比：1-2 月动力煤日均产量占原煤日均产量比重为 83.2%，同比看，该占比相较 2023/2022 年分别上升 0.8pct/下降 0.2pct。
- ✓ 动力煤产量：1-2 月动力煤累计产量 5.9 亿吨、同比-3.0%，整体来看累计产量低于往年。分月度来看，1 月我国动力煤产量 3.1 亿吨，同比小幅+2.3%；而 2 月动力煤产量 2.7 亿吨下滑明显，环比 1 月下降 10.3%，回落幅度大于 2023 年，且同比下滑 2507.0 万吨。
- ✓ 综上，1-2M24 煤炭产量小幅回落。具体来看，1 月产量同往年持平；2 月初及春节期间产量回升不及预期主要原因有如下几点：①节前暴雪天气使得部分重要铁路干线被封，主产地至港口的运输通道被堵；②今年贸易商放假较去年多 1 天，影响春节期间及节后煤炭市场的交易活跃度；③春节临近两会，会前全国安监收紧，产

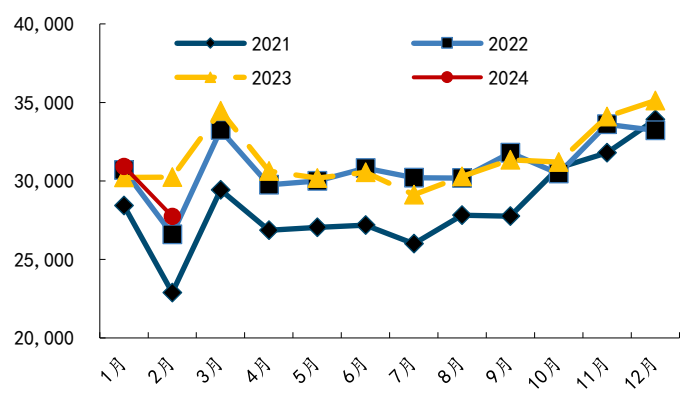
地煤炭供应阶段性收缩。

图表6: 1-2M24 原煤日均产量同比下滑 69 万吨 (万吨)



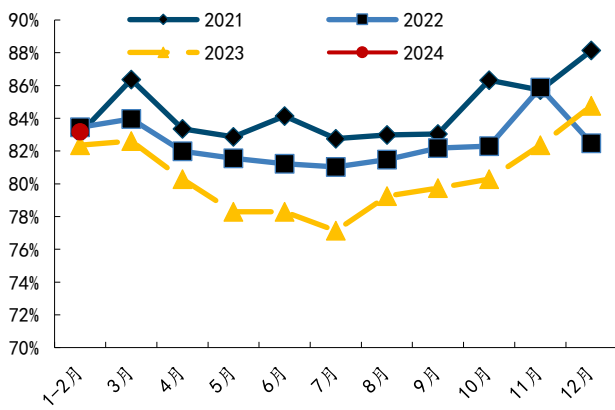
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为原煤日均产量)

图表7: 2M24 动力煤产量同比下滑 2507 万吨 (万吨)



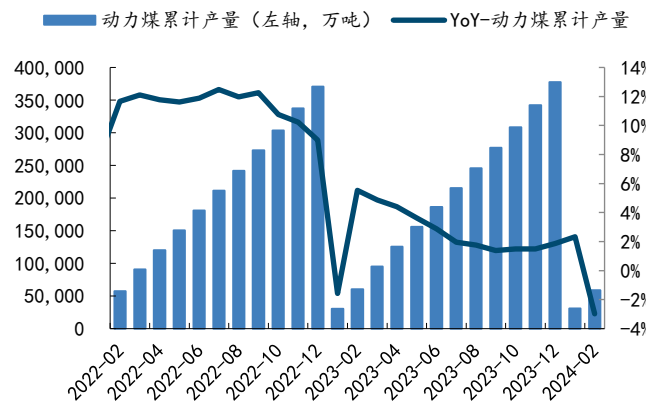
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤产量当月值)

图表8: 1-2M24 累计动力煤日均产量占比同比+0.8%



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤占原煤当日均产量比重)

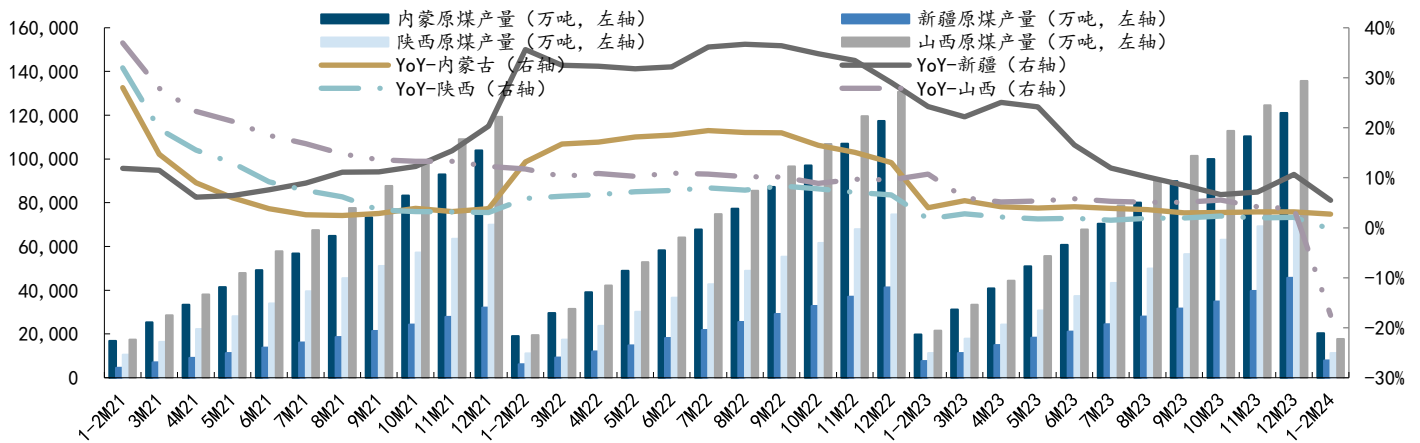
图表9: 1-2M24 动力煤累计产量同比-3.0%



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤月产量累计值及变化趋势)

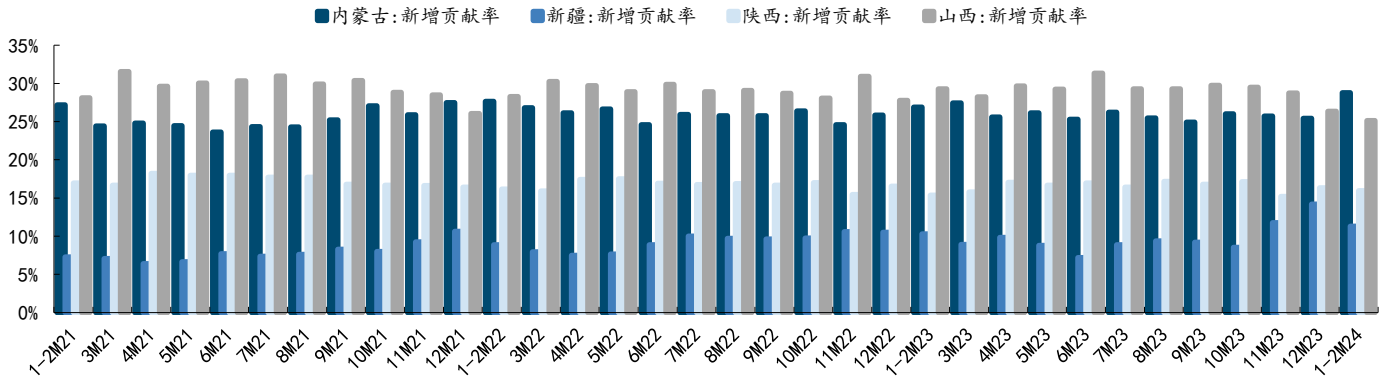
- 分地区看, 晋陕蒙新煤炭产能占比 81.2%、产能集中度基本稳定; 其中山西“三超”管制导致产量下降较为明显。
- ✓ 1-2M24 晋陕蒙新四省区原煤产量达 5.7 亿吨, 占全国原煤产量 81.2%, 低于 2023 年同期的 81.8%, 但高于 2022/2021 年同期的 81.0%/79.5%, 或因市场煤价下行使部分生产成本较高的民营煤矿主动减/停产。煤炭采掘行业规模效应显著, 自供给侧改革以来, 煤炭生产重心进一步向资源禀赋佳、开采条件好的“晋陕蒙新”地区集中。
- ✓ 内蒙古作为全国重要能源基地, 产量维持领先, 1-2 月原煤产 2.0 亿吨、占全国产量的 28.8%, 同比增加 2.7%, 增量贡献率 2023 年以来首次超越山西达 28.8%。
- ✓ 山西原煤产量仅次于内蒙古, 1-2 月原煤产量 1.8 亿吨、占全国产量的 25.2%, 同比下降 17.5%, 增量贡献率 25.2%。山西原煤产量下降与地方主动减产关联较多, 一方面, 今年 2 月份印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》, 山西部分集团煤矿开始下发减产要求; 另一方面, 山西正以“减煤增气”加快推进能源低碳转型, 据山西省统计局获悉, 今年前 2 个月山西省煤层气总产量 19.9 亿立方米, 同比增加 13.6%。
- ✓ 陕西 1-2 月原煤产量 1.1 亿吨、占全国产量的 16.0%, 同比下降 0.3%, 增量贡献率 16.0%。
- ✓ 新疆已晋升为中国第四大产煤区, 2021 年 12 月起增速显著领先于晋陕蒙三地; 2024 年 1-2 月原煤产量 0.8 亿吨、占全国产量的 11.3%、同比增长 5.5%、增量贡献率同比增加 1.0%, 增幅高于山西、陕西, 落后于内蒙古。

图表10: 山西“三超”管制导致省内产量下降较为明显



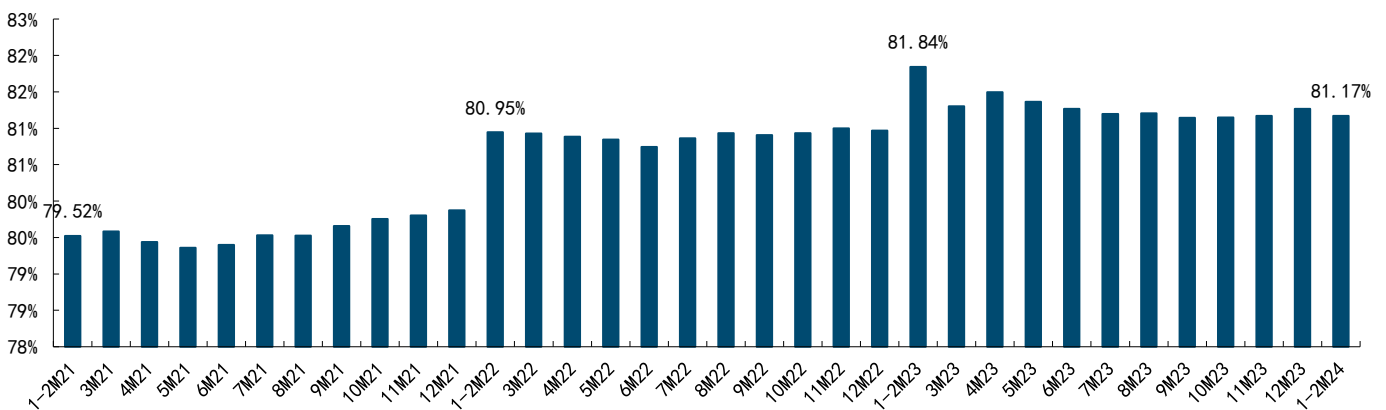
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为晋陕蒙新原煤产量累计值及变化趋势)

图表11: 内蒙古增量贡献率 2023 年以来首次超越山西达 28.8%



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为晋陕蒙新原煤产量当月新增贡献率)

图表12: 晋陕蒙新煤炭产能占比 81.2%、产能集中度基本稳定

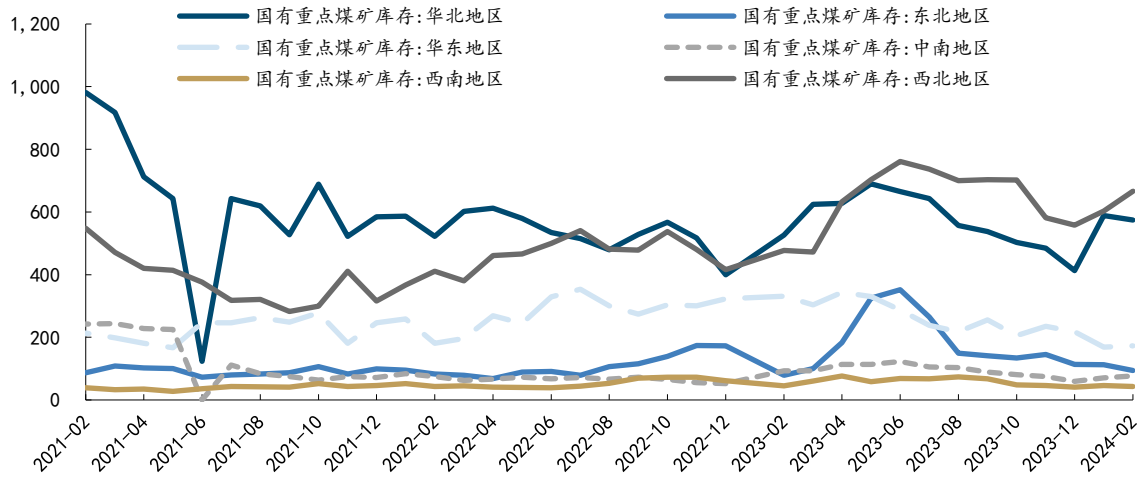


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为晋陕蒙新原煤当年累计产量占比)

- 1-2M24 六大国有重点煤矿库存整体上行, 仅华东、东北地区库存微量下滑。
- ✓ 23 年 2 月末, 六大国有重点煤矿库存较年初增加 127 万吨。24 年截止至 1 月末, 六大国有重点煤矿库存 1589.8 万吨、较年初增加 188.8 万吨。2 月末, 六大国有重点煤矿库存 1628.0 万吨、较年初增加 227 万吨; 环比 1 月, 在国有重点煤矿中, 除华东、东北地区, 其余四大地区库存均有不同程度的上升, 总体库存环比+4.2%。

- ✓ 春节前及春节期间重点煤矿库存上升，主要反映出当时大雪天气阻碍陆路运输后，矿产资源在产地的逐渐堆积；节后库存上行则主要由节后复工复产、煤矿坑口供应增加所致。

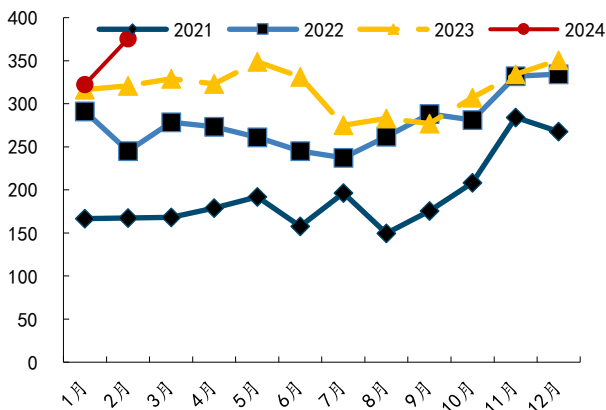
图表13: 1-2M24 六大国有重点煤矿库存整体上行 (万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为各地区国有重点煤矿库存)

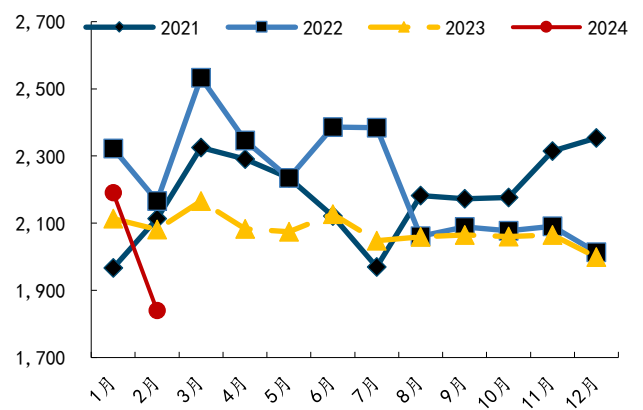
- 从铁路煤炭发运量看，山西>内蒙古>陕西>新疆，整体看 24 年 1 月发运量多数同比上升，2 月同比来看，除山西位于同期水平较低点外、其余地区维持在同期水平左右，主要由于 2 月山西开展煤矿“三超”专项整治导致省内发运量大幅降低。
- ✓ 新疆重点煤矿 1 月铁路发运 322.6 万吨，较同期微增，环比 23 年 12 月减少 28.1 万吨；2 月铁路发运 375.6 万吨，同比增加 54.8 万吨，环比 1 月增加 53.0 万吨。
- ✓ 山西重点煤矿 1 月铁路发运 2190.6 万吨，环比增加 191.7 万吨，同比增加 76.6 万吨；2 月铁路发运 1839.8 万吨，环比 1 月减少 350.8 万吨，同比 23 年 2 月减少 241.8 万吨，且远低于 21-24 年 2 月发运量。
- ✓ 陕西重点煤矿 1 月铁路发运 1484.1 万吨，环比增加 513.8 万吨，同比增加 328.3 万吨；2 月铁路发运 1192.5 万吨，环比 1 月减少 291.6 万吨，同比 23 年 2 月减少 17.5 万吨。
- ✓ 内蒙古重点煤矿 1 月铁路发运 1476.9 万吨，环比增加 197.6 万吨，同比增加 178.6 万吨；2 月铁路发运 1315.0 万吨，环比 1 月下降 161.9 万吨，高于 22-23 年同期水平。

图表14: 1-2M24 新疆煤炭发运量均同比上升 (万吨)



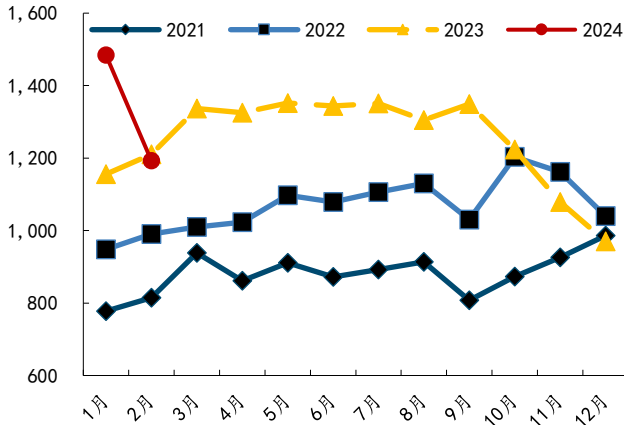
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为新疆重点煤矿煤炭铁路发运量)

图表15: 山西煤炭发运量 1 月同比上升、2 月同比下滑 241.8 万吨 (万吨)

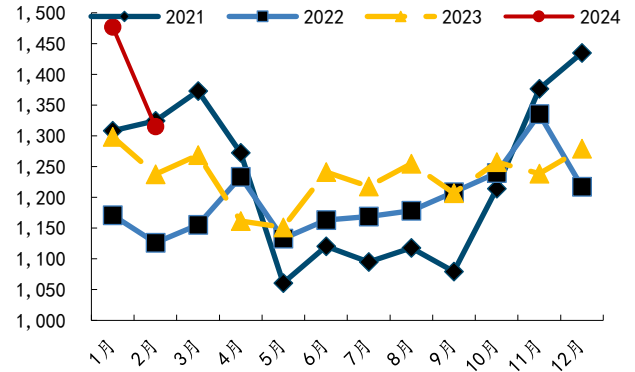


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为山西重点煤矿煤炭铁路发运量)

图表16: 陕西发运量1月同比上升、2月同比下滑17.5万吨(万吨)



图表17: 1、2月内蒙古煤炭发运量均同比上升(万吨)



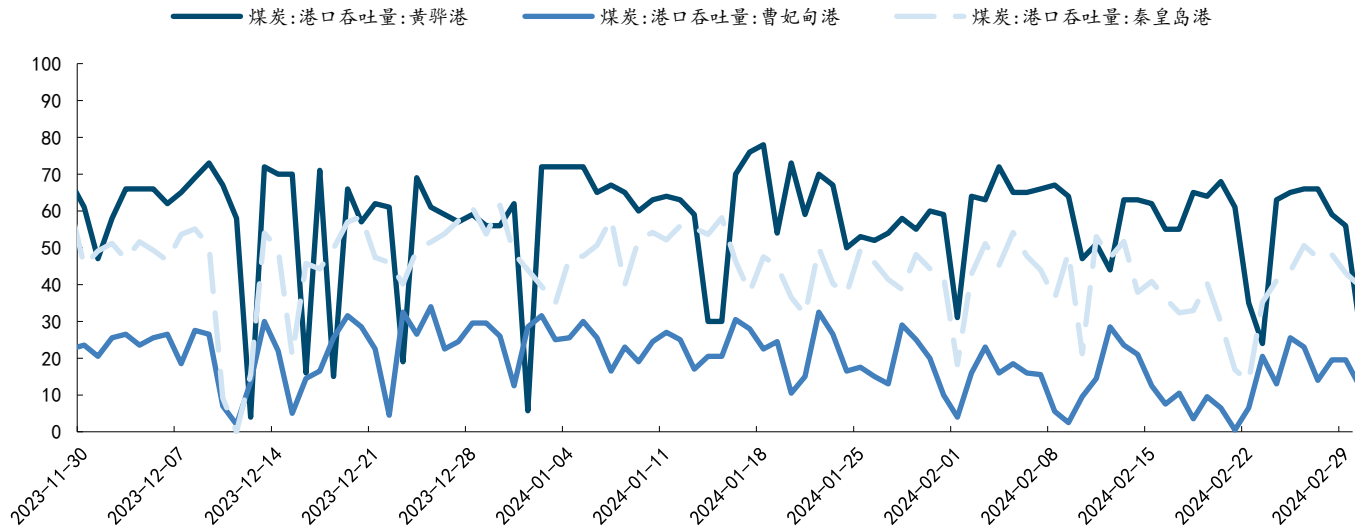
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为陕西重点煤矿煤炭铁路发运量)

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为内蒙古重点煤矿煤炭铁路发运量)

2.2 港口周转: 2月春节期间港口显著去库, 节后上游复产等因素重新驱动库存回升

- 港口吞吐情况: 三大港口日均吞吐量 1-2 月整体呈下行趋势, 尤其春节期间吞吐量触底。
- ✓ 以黄骅港、曹妃甸港、秦皇岛港吞吐量为依据, 1M24 三大港口吞吐量整体环比 12M23 下行, 尤其 1 月下旬大幅下跌; 主打长协煤运输的黄骅港港口进入 2 月以来吞吐量波动环比明显加剧。三大港口日均吞吐量自 2 月初触底反弹后开始再次走低, 于 2 月下旬跌至最低点后回升, 主要原因为春节期间电厂日耗走低, 煤炭整体需求未见好转, 终端以消耗库存为主, 使得港口贸易量较低。

图表18: 三大港口日均吞吐量1-2月整体呈下行趋势(万吨)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为主要长协煤港口秦皇岛港、黄骅港 1M23~2M24 吞吐量情况)

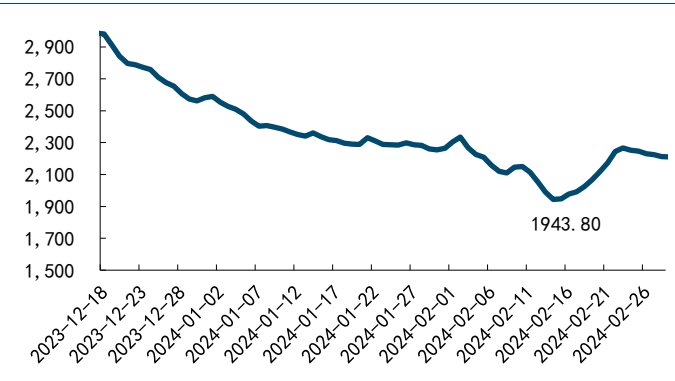
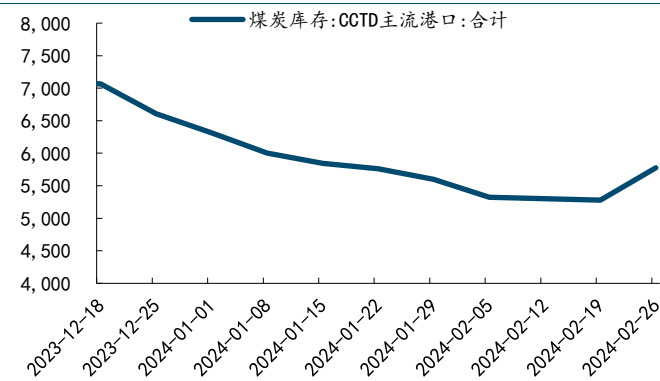
- 总体库存情况: 1月随着春节临近, 港口调入量下降, 港口库存持续去库; 2月春节期间去库明显, 2月19日 CCTD 主流港口库存降至 5280.6 万吨, 环渤海港节间库存降低近 7%; 节后随着上游生产端复产, 以及大风大雾天气影响港口煤炭调出, 港口库存有所回升。
- ✓ 以 CCTD 主流港口煤炭库存为依据, 1月去库效果良好, 1月末库存 5598.3 万吨, 较月初降低 713.6 万吨; 节间去库也较为明显, 主要受到上游休假停产、临近两会安监趋严、暴雪天气影响陆路运输等; 2月19日库存降至 5280.6 万吨, 较1月末降低 317.7 万吨。从环渤海港口看, 春节期间去库效果尤为明显, 环渤海港库存从 2月9日至17日下降近 7%, 其中 14 日最低蹿跌至 1944 万吨, 属于历史上去库存较大的年份。
- ✓ 节后库存有所回升, 2月末库存环比 1 月增加 175.9 万吨; 其中, 北方港库存环比降

低 18.0 万吨、长江口港口环比增加 66.0 万吨，达到 2267.0/572.0 万吨。

- ✓ 节后港口库存增加主因：①节后矿区复工复产，煤炭生产供应逐步恢复；②沿海海域大风大雾天气频发，受其影响，2月18日起多港开启频繁的封航模式，船舶装卸作业严重下降，日均调出量降至偏低水平；③煤炭主要港口迎来了一波进口煤扎堆到港待卸的情况。
- 分港口看：春节期间环渤海港去库尤为明显，节后北方港和长江港口库存多数环比上升。
- ✓ 北方港口：春节前去库明显，1月末库存环比月初下降306.0万吨；2月，京唐专业码头、黄骅港、京唐港老港及秦皇岛环比下跌，2月末库存环比1月减少39、24、18、13万吨，环渤海港口春节期间去库尤为明显。节后国投京唐港、曹妃甸、曹妃甸二期及华能曹妃甸环比上升，2月末库存环比1月增加53、29、11、8万吨。
- ✓ 长江口港口：1月去库明显，月末库存环比下降106.0万吨；2月节后，各港口库存均呈现不同程度的环比上升，扬子江、太和港、南京西坝和长宏2号涨幅较大，2月末库存环比1月末增加23、15、13、8万吨。

图表19：春节前 CCTD 主流港口煤炭库存去库明显（万吨）

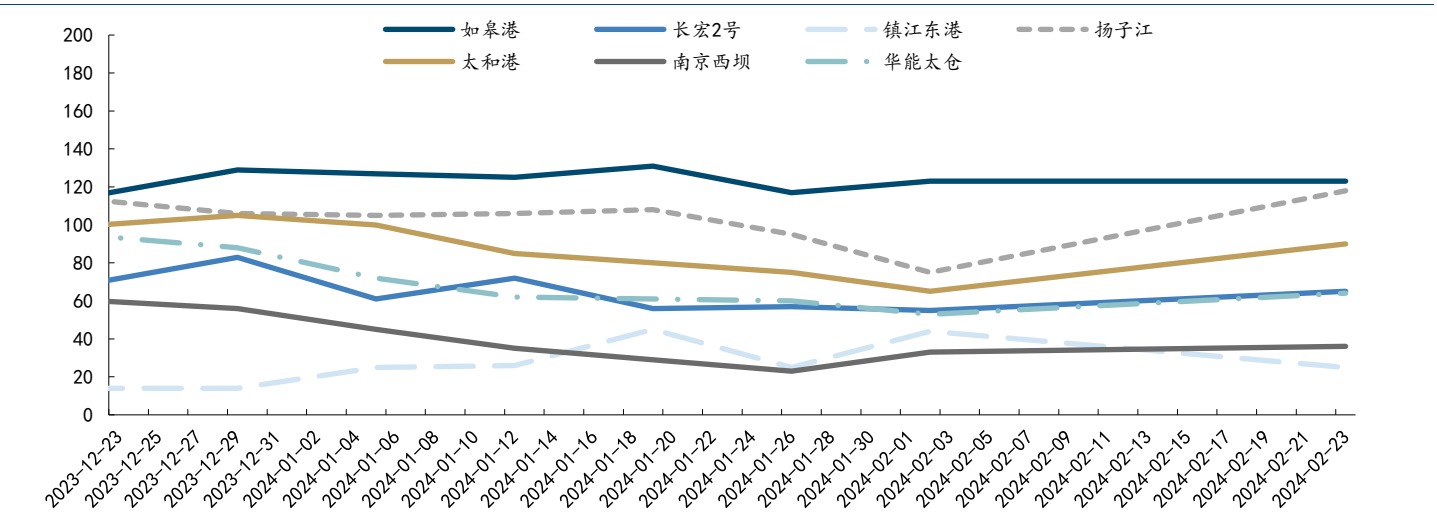
图表20：春节期间环渤海港去库尤为明显（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为 CCTD 主流港口煤炭库存）

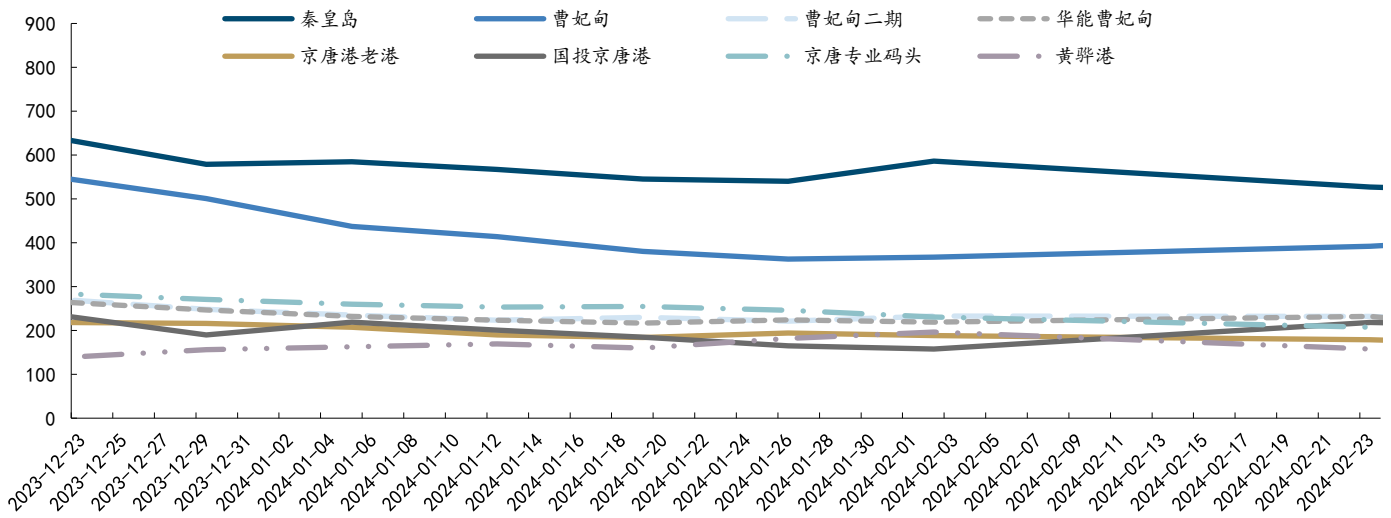
来源：I find、国金证券研究所（注：图为环渤海港口煤炭库存）

图表21：节后长江口各港口库存多数环比上升（万吨）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为长江口重点港口煤炭库存）

图表22: 节后北方港中曹妃甸、国投京唐港库存环比上升明显 (万吨)

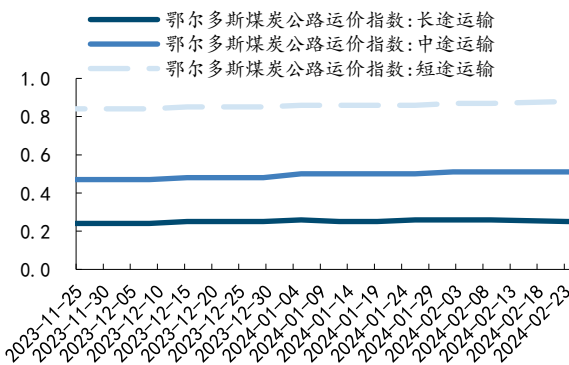


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为北方港重点港口库存)

2.3 煤炭运价: 内江运价回升、沿海运价高位回落、陆路运价窄幅震荡

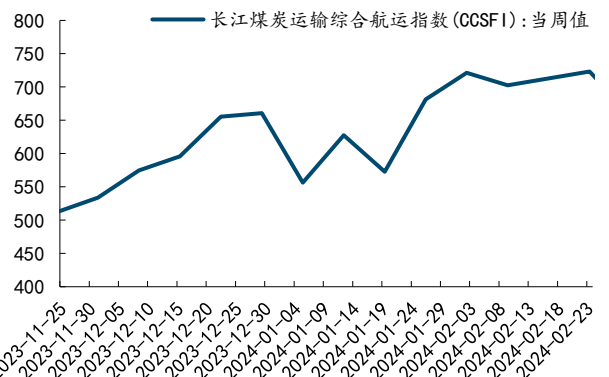
- 运价总体情况: 1-2M24 各途径运价走势分化; 公路运价低位趋稳, 内江运价延续上涨趋势, 沿海运价持续下行至 2 月下旬低位点后回升。运输价格的变化也和 1-2 月煤炭供需和煤价的波动形成了一一印证。
- ✓ 公路运价: 以鄂尔多斯煤炭公路运价指数为依据, 运价自 23 年 10 月中达高位以来持续回落, 至 12 月中旬公路运价终止了下降趋势, 随后小幅上涨直至 24 年 1 月上旬; 24 年 1-2 月运价震荡持平, 1 月 05 日起, 长途公路、中途公路、短途公路运价转升, 截至 2 月 23 日分别为 0.25、0.51、0.88 元/吨公里。
- ✓ 内江运价: 以长江煤炭运输综合航运指数 (CCSF1) 为依据, 长江煤炭运价 1 月下旬跌至阶段性低位后开始回升, 1-2 月总体呈缓步上升态势, 2 月 23 日指数报收于 723.2 点, 环比 1 月末上涨 41.9 点、涨幅 6.2%。内江运价上行、尤其是春节前上行进一步印证了当时寒潮天气引发的用煤需求较高, 而春节后上涨幅度收窄主要由于港口重新补库后国内运输需求的下滑, 进一步可对应上春节后煤价的上涨和 2 月底煤价上行的停滞。
- ✓ 海运价: 中国沿海运价与全球运价同向变动, 但增幅不同。以波罗的海干散货指数 (BDI) 以及中国沿海煤炭运输指数 (CBCFI) 为依据, 进入 1 月海运价下跌, 1 月 31 日波罗的海干散货指数 (BDI) 报收于 1398.0 点, 较 12 月末跌幅达 33.2%; 而后于 2 月 1 日跌至谷底、随后反升, 2 月末波罗的海干散货指数 (BDI) 报收于 2111.0 点。而中国沿海运价自 1 月初开始下跌, 2 月 29 日中国沿海煤炭运输指数 (CBCFI) 报收于 522.9 点, 尽管已步入上升通道, 但环比 1 月末还是下降了 0.7%。整体看 1-2 月海运价格的下滑体现出对进口煤需求的下滑, 这主要也是由国内外价格倒挂时进口煤价格优势下滑所引发的。

图表23: 1-2M24 鄂尔多斯煤炭公路运价震荡持平 (元/吨公里)



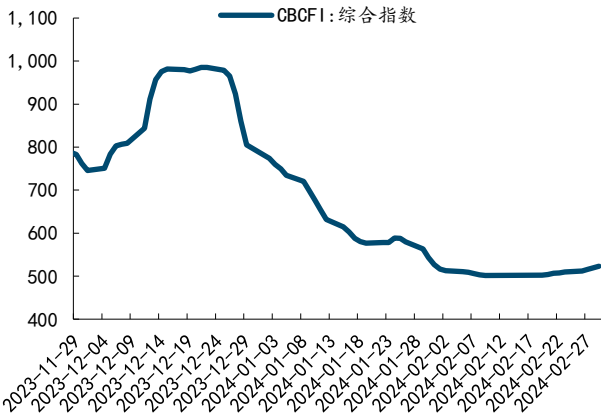
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为鄂尔多斯煤炭公路运价指数)

图表24: 1-2M24 CCSF1 总体呈缓步上升态势

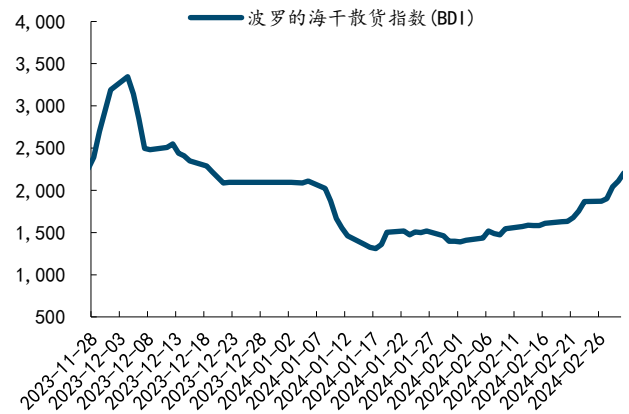


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为长江煤炭运输价综合指数 CCSF1)

图表25: CBCFI 1-2M24 整体下行, 2月末步入上行通道



图表26: BDI 1月下跌、2月反升报收于2111.0点



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为中国沿海煤炭运价指数 CBCFI)

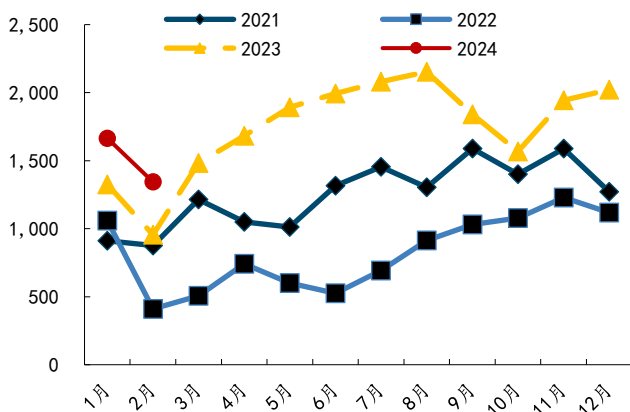
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为波罗的海干散货指数 BDI)

3、拆解维度 2: 煤炭进出口——1-2M24 进口同比增长, 预计未来增量受限

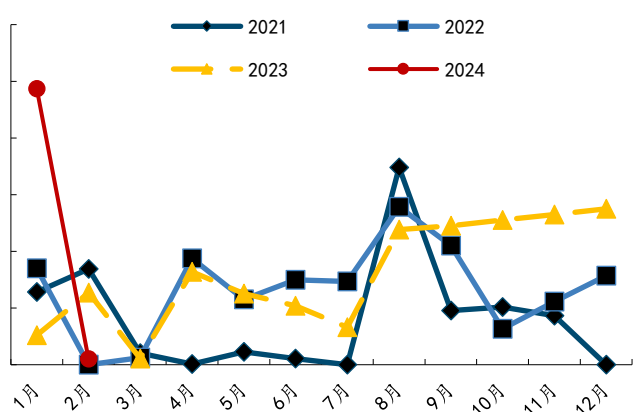
3.1 进出口总量: 去年同期低基数下, 煤炭进口量同比回升

- 进出口概况: 1-2 月进口量同比大幅增长, 1 月煤炭进口量同比+22.3%、2 月同比+8.7%, 但主要是受到去年同期低基数的影响。
- ✓ 1 月我国进口煤炭 2909.1 万吨, 较去年同期增加 530.8 万吨, 增幅 22.3%; 2 月我国进口煤炭 2449.4 万吨, 较去年同期增加 197.0 万吨, 增幅 8.7%。2024 年 1-2 月我国共进口煤炭 5358.6 万吨、同比提升 15.7%。
- ✓ 1 月我国进口动力煤 1665.0 万吨, 较去年同期增幅 25.6%; 2 月我国进口动力煤 1343.9 万吨, 较去年同期增幅 40.7%。2024 年 1-2 月我国累计进口动力煤 3008.8 万吨, 同比增加 728.3 万吨, 增幅 31.9%。
- ✓ 1 月我国动力煤出口 47.7 万吨, 同比增加 43.5 万吨; 2 月出口从回升转向大幅下降, 较 1 月减少 47.7 万吨、降幅 97.9%, 较去年同期减少 11.7 万吨、降幅 92.1%。
- ✓ 从进出口净额看, 1 月净进口 1616.3 万吨, 同比增加 296.8 万吨; 2 月净进口较 1 月减少 273.4 万吨、降幅 16.9%, 而较去年同期增加 400.7 万吨、增幅 42.5%。

图表27: 2024 年 1-2 月我国共进口煤炭同比提升 15.7% (万吨)



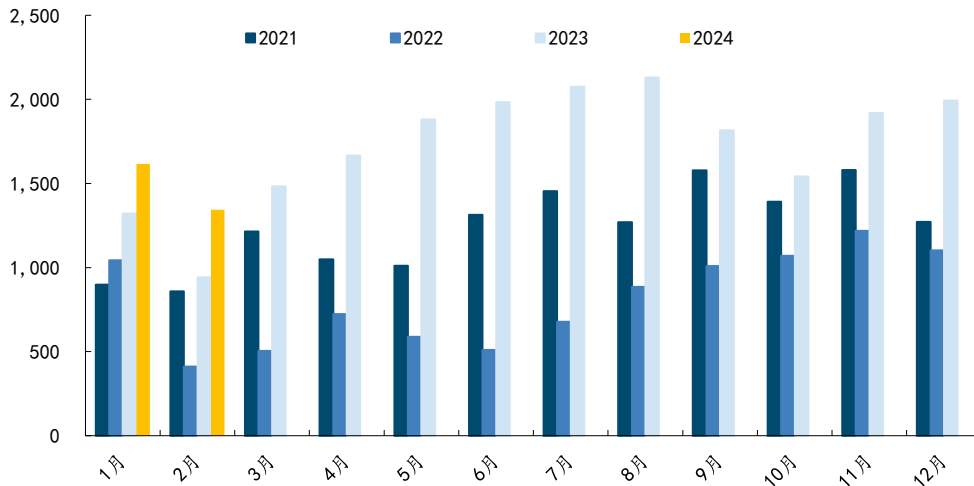
图表28: 1月出口同比增加, 2月出口额大幅下跌 (万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月进口额)

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月出口额, 空值为缺失数据)

图表29: 1月净进口同比增加296.8万吨, 2月净进口同比增加400.7万吨(万吨)



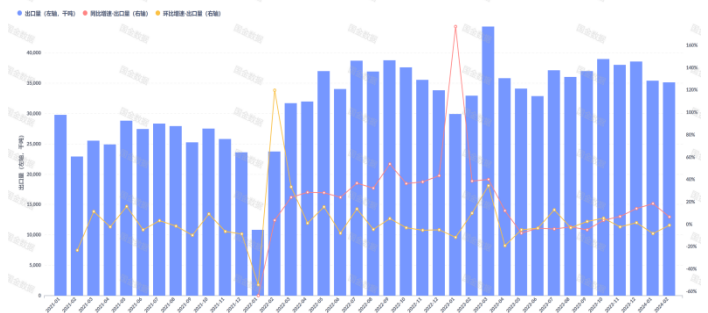
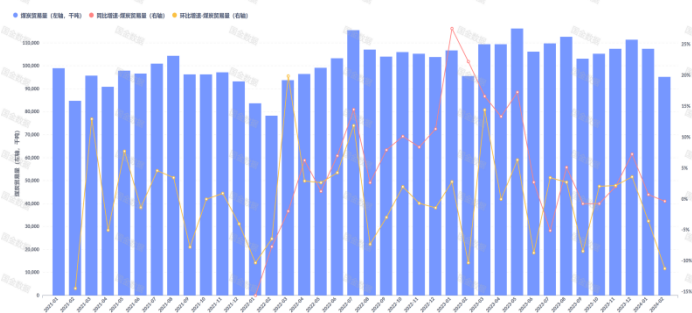
来源: Wind、国金证券研究所(注: 图为动力煤当月净进口额, 空值为出口额缺失数据处)

3.2 多角度看煤炭进口: 海运煤贸易量同比基本持平、俄罗斯煤出口量同比大幅下跌

- 从国际煤炭海运情况看我国煤炭进出口: 国际海运煤贸易量同比基本持平, 1-2M24我国海运煤进口量同比回升。
- ✓ 1月国际煤炭海运贸易总量约1.1亿吨, 同比上行、环比下行; 2月国际煤炭海运贸易总量约1.0亿吨, 同比、环比均下行。
- ✓ 从我国海运煤的三大进口国印尼、俄罗斯、澳大利亚的煤炭出口情况来看, 1-2月印尼煤、澳煤出口量均同比上行, 但俄罗斯煤出口量同比下滑; 一方面, 俄罗斯2月面临转运费用的上升以及部分码头被实施了临时运输禁令, 导致塔曼的出口煤炭铁路运输量大幅下降; 此外, 由于中国重新恢复了对动力煤、焦煤和无烟煤的进口关税, 俄罗斯煤炭出口到中国的竞争力下降进一步拉低了煤炭出口。
- ✓ 1-2M24中国煤炭海运进口量同比增长, 一方面由于23年末受到24年我国即将恢复煤炭进口关税的影响、部分进口煤扎堆到港, 另一方面去年同期煤炭进口基数偏低, 上述因素共同推动1-2M24进口煤量同比增长。

图表30: 1月煤炭海运贸易量同比上行、2月同比下行

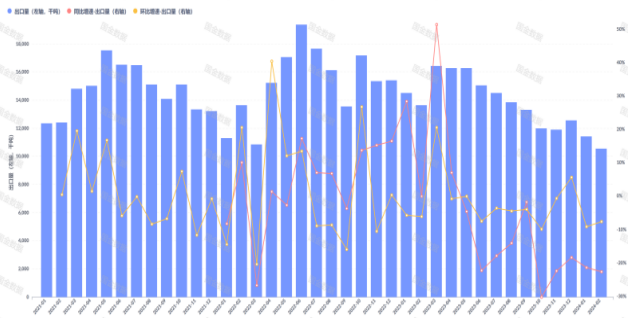
图表31: 1-2M24印尼煤炭出口同比上升



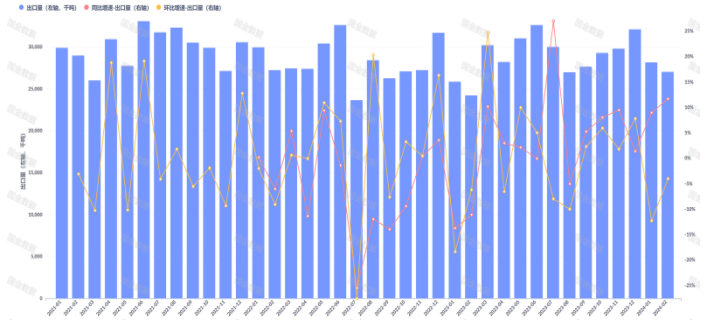
来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所(注: 图为国际煤炭海运进出口贸易量及增速)

来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所(注: 图为印尼煤炭出口量及增速)

图表32: 1-2M24 俄罗斯煤炭出口同比下行



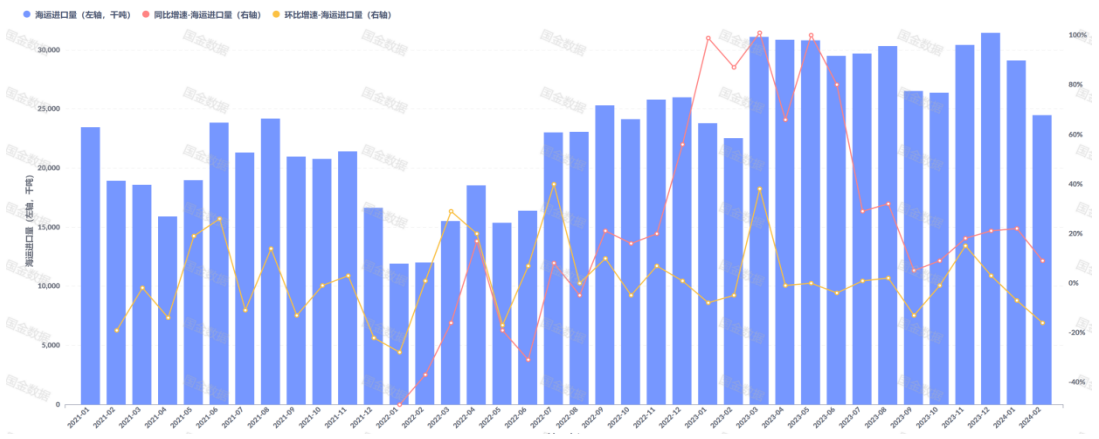
图表33: 1-2M24 澳大利亚煤炭出口同比上升



来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为俄罗斯煤炭出口量及增速)

来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为澳大利亚煤炭出口量及增速)

图表34: 1-2M24 我国海运煤进口量同比上涨



来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为中国煤炭月度海运进口量及增速)

图表35: 1-2月我国海运煤进口量同比上涨 (千吨)



来源: 国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为中国煤炭周度海运进口量; 数据更新到2月底, 即2024年第9周)

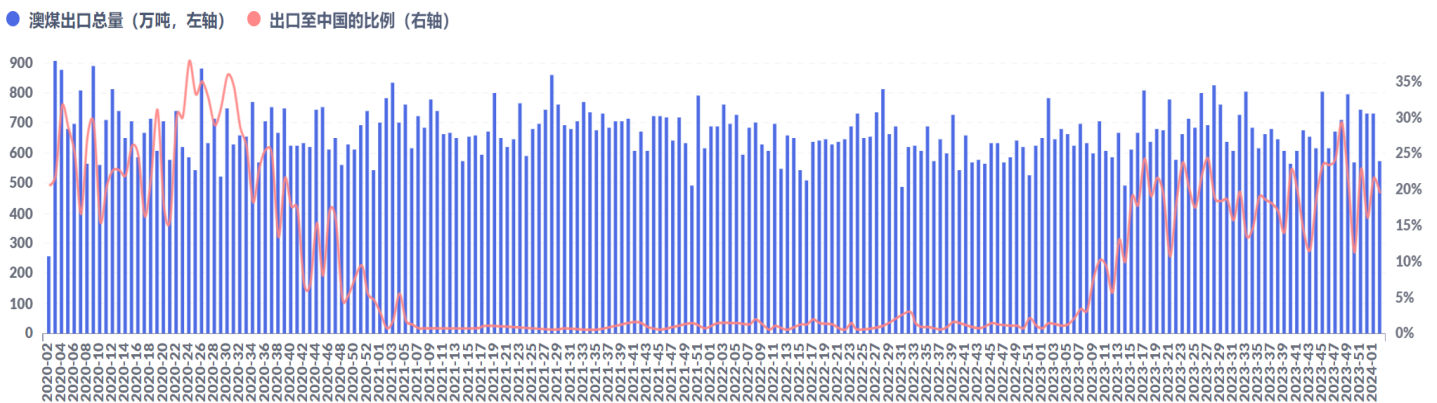
3.3 展望 2024 全年进口: 预计全年进口增幅有限, 总进口量和 23 年持平

- 从进口政策角度看: 2024 年 1 月 1 日起我国恢复对俄罗斯、美国、南非、蒙古等国的进口煤关税, 有望使得海内外煤炭售价之差逐渐收敛, 进口煤炭价格优势减弱后

将对进口产生一定阻碍。

- 从国际煤炭总供给角度看：据 IEA 对海外主要煤矿项目梳理，2023 年海外新增煤矿投产产能约为 15690 万吨，此后 24-25 年增幅预计将收窄至 3050、7330 万吨，未来海外整体增量将较 23 年大幅降低。
- 分主要煤炭进口来源国看：
 - ✓ 我国的最大进口来源国印尼 2023 年煤炭实际产量为 7.7 亿吨，而其设定的 2024 年煤炭目标产量仅 7.1 亿吨；且近年来以印度、印尼为代表的新兴经济体煤炭需求高涨，印度煤炭部预测 FY2022-23 至 FY2029-30 印度煤炭需求将由 10.3 亿吨提升至 14.5 亿吨；印尼能源与矿产资源部则预测 2024 年发电行业将消耗煤炭将由 2023 年的 1.61 亿吨提升至 1.7-1.8 亿吨。因此，供应收紧叠加东南亚地区需求的增加，或将使得印尼对我国的煤炭出口增长受限。
 - ✓ 此外，俄罗斯、蒙古国 2023 年煤炭进口量已有明显增长，后续增量均存在运输瓶颈的制约。澳煤方面，2023 年的澳煤进口大幅增长的主导因素是进口禁令的放开，目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平，IEA 预测在拉尼娜天气及劳动力短缺的影响下，2025 年前澳洲动力煤产量都将缓慢下行，或对澳煤出口总量产生限制；且在中国开展澳煤禁令的几年中，澳大利亚已经找到了替代中国的其他买家，2022 年北昆士兰州三大煤炭出口码头之一的达尔林普尔湾对日本、韩国、印度和欧洲的煤炭出口已占到 75%。因此，俄煤、蒙煤、澳煤未来对我国的进口增量或将愈发有限。

图表36：目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平



来源：国金数字未来实验室、国金证券研究所（横坐标为“年度+该年的第几周”格式）

- 综上，澳煤方面，考虑自身减产但欧美可能由于双碳进程而需求减弱，预计 24 年对我国的进口量变动幅度在+500 至+800 万吨；俄煤、蒙煤受我国恢复进口关税以及运输瓶颈的影响，预计 24 年对我国的进口量的变动幅度分别在-200 至-100 万吨、-400 至-200 万吨（考虑俄煤也取消了出口关税，一正一负影响下影响幅度较小）；印尼煤方面，考虑到生产意愿下滑、且会更多的被本国需求消化，预计 24 年对我国的进口量的变动幅度在-400 至 0 万吨。综上，预计 24 年我国煤炭进口量较 23 年的变动幅度在±500 万吨，总量基本同比持平。

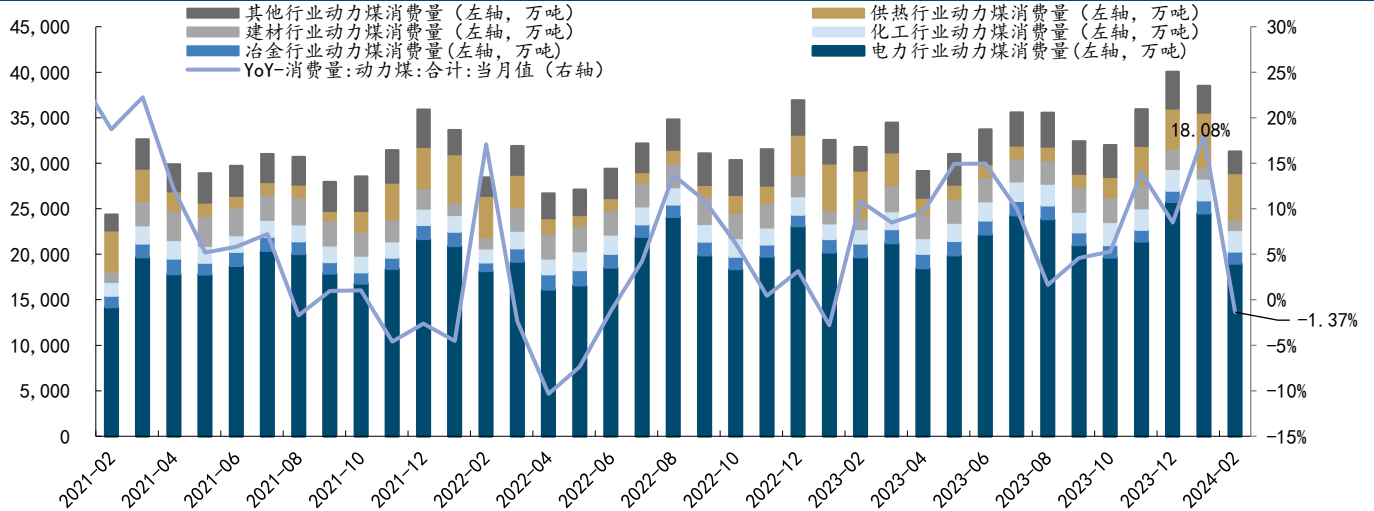
4、拆解维度 3：下游需求——1-2M24 动力煤消费总需求同比上涨

4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求同比上行，非电需求表现分化

- 1 月动力煤消费总需求同比上涨 18.1%，2 月同比下跌 1.4%；综合来看 1-2M24 消费量同比+8.5%，其中电力消费需求占比 62%、占比环比下行。
- ✓ 电煤方面：1-2M24 我国的冷空气活动较为频繁，大面积寒潮带动城乡居民用电量增长 10.5%，与此同时三产加速复苏、二产工业生产逐步加快，推动全社会用电量同比增长 11%；火电顶峰出力、发电量同比增长 9.7%，拉动 1-2M24 电煤消费量同比增长 9%。
- ✓ 非电煤方面：1-2M24 非电煤总体耗动力煤同比+7.6%，内部表现分化。其中冶金、水泥耗煤量同比分别下滑-7.2%、-12.9%，主要由于钢铁、地产需求较弱，1-2M24 生铁、水泥产量同比分别下 0.6%、1.6%。而化工、供热行业动力煤消费量同比分别高增 42.3%、8.3%，前者主要由于开年以来煤化工产品产量同比增高，后者主要由

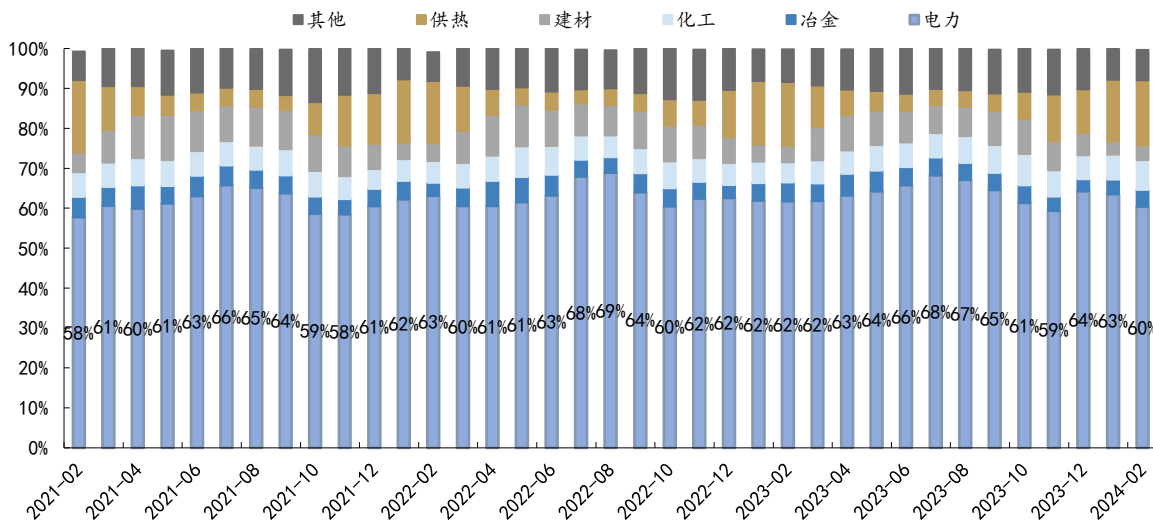
- 于 1-2M24 气温较低时供暖需求增加。
- ✓ 1-2M24 电力行业动力煤消费量占动力煤总消费比重均值为 62%、较 12M23 环比回落 2.3pct，供热行业耗煤占比环比提升 4.9pct，符合行业传统季节性规律——随着迎峰度冬推进，供热行业耗煤占比增加。

图表37：1月动力煤消费总需求同比+18.1%，2月同比下跌1.4%



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为动力煤消费量及变化趋势）

图表38：24年1-2月供热行业耗煤增加、占比增加

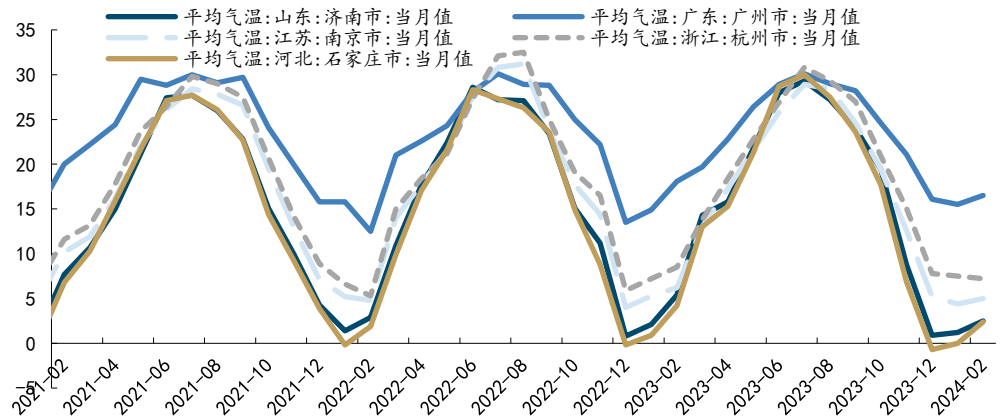


来源：Wind、国金证券研究所

4.2 从用电需求看发电耗煤需求：冬季气温偏低，旺季耗煤量处于相对高位

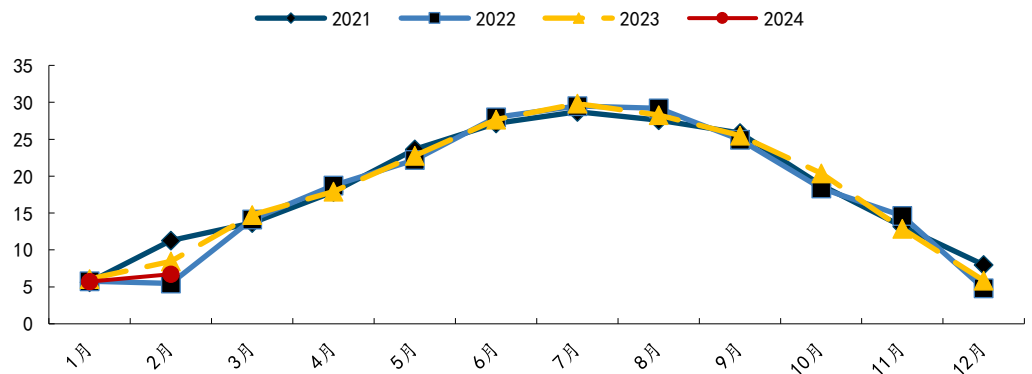
- 选取 2023 年用电 TOP5 省份，从省会城市平均气温看，5 大省会城市 1-2M24 平均气温均低于去年同期；单月温度来看，1 月济南、南京、石家庄平均气温均较去年同期下滑 0.9 摄氏度，广州、杭州分别增加 0.6、0.3 摄氏度；2 月该 5 大城市的气温均低于往年同期，济南、石家庄、广州、杭州和南京平均气温较去年同期分别下滑 2.9、1.8、1.6、1.3 和 1.2 摄氏度。

图表39：1-2M24 5大用电大省省会城市的气温整体低于往年同期（摄氏度）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为用电 TOP5 大省省会月度平均气温）

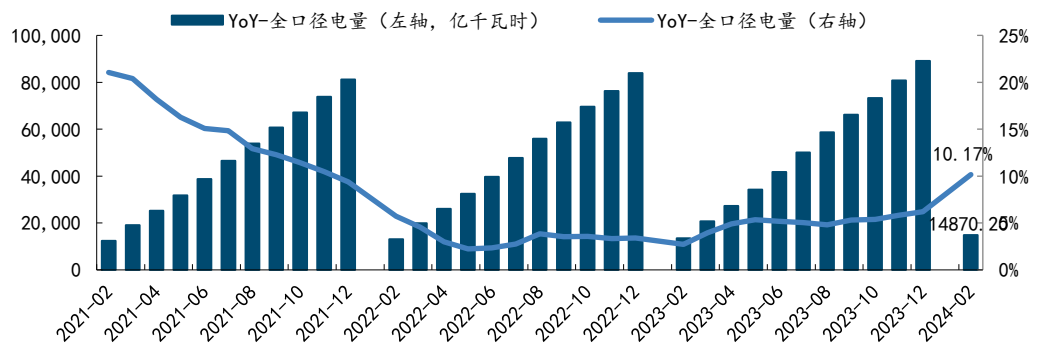
图表40：24年1、2月5大省会城市平均气温低于去年同期水平（摄氏度）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为用电 TOP5 大省省会月度平均气温均值同比情况）

- 低温旺季带动用电需求增长，2024年1-2月我国全口径发电量14870.2亿千瓦时，同比增长10.2%。

图表41：2024年1-2月我国累计全口径发电量14870.2亿千瓦时，同比增长10.2%



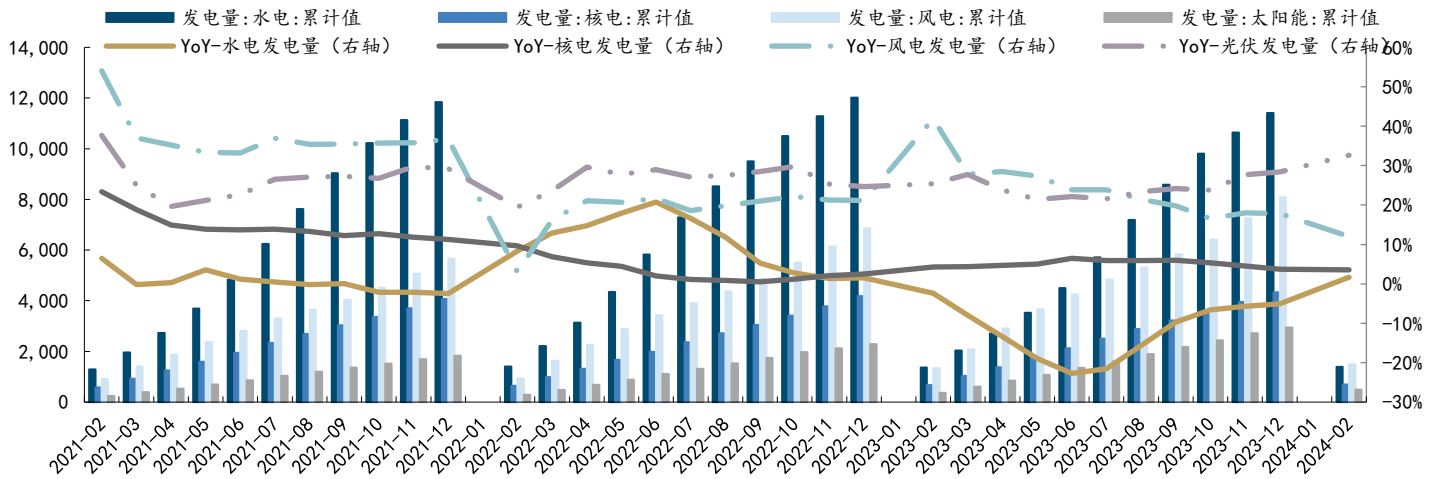
来源：I find、国金证券研究所（注：图为我国全口径累计发电量及变化趋势）

4.3 从其他电源看火电发电需求：风电、光伏发电量同比提升，主要由装机增长拉动

- 其他电源发电情况：1-2M24 各清洁能源发电量同比均上升，其中风电、光伏利用小时均同比下行，发电量增长由装机增长拉动。总体看，非火电清洁能源发电量合计增量贡献率30.6%、贡献率同比提升0.9pct。
- ✓ 分项看，水电累计发电量同比降幅自23年7月以来持续收窄，24年1-2月水电发电量1389.6亿千瓦时、同比上升1.7%。从水库流量看，三峡水库24年1月流出量高于23年同期水平，2月基本同比持平；1-2月的水电平均利用小时同比上涨1.4%。

- ✓ 核电保持稳定增长，1-2月发电量691.1亿千瓦时、同比增长3.5%，增幅环比+7.7pct。利用小时数同比增加7小时、增幅0.6%。
- ✓ 风电发电量、太阳能发电量同比提升。1-2月风电发电量1497.3亿千瓦时、同比增长12.0%，增幅环比-4.1pct；太阳能发电490.3亿千瓦时、同比增长32.7%，增幅环比-4.4pct。1-2月风电利用小时同比减少28小时、跌幅7.0%；光伏利用小时同比减少14小时、跌幅7.7%；但1-2月风电新增装机容量同比+80.3%，光伏新增装机容量同比+69.3%，装机量的高增拉动发电量上行。

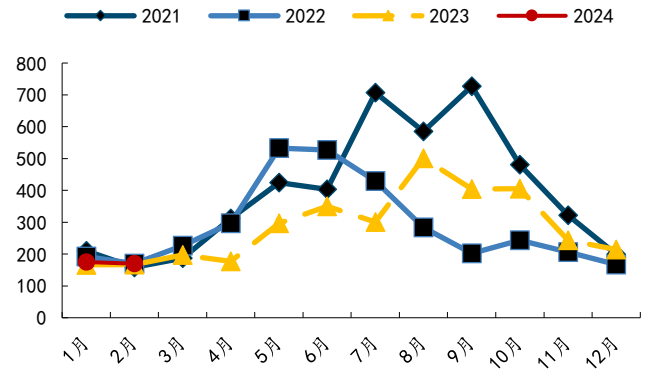
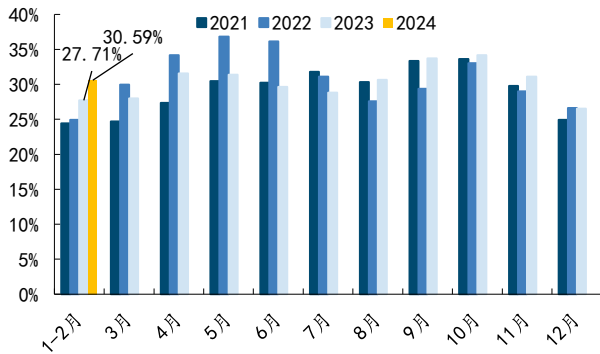
图表42：1-2M24清洁能源发电量同比均增加（发电量单位：亿千瓦时）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为其他电源累计发电量及变化趋势）

图表43：除火电外其他清洁能源发电当月贡献率同比上升

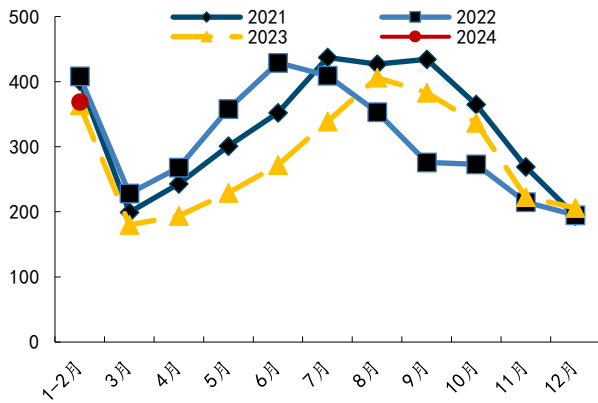
图表44：三峡水库24年1月流出量同比上升，2月基本同比持平（亿立方米）



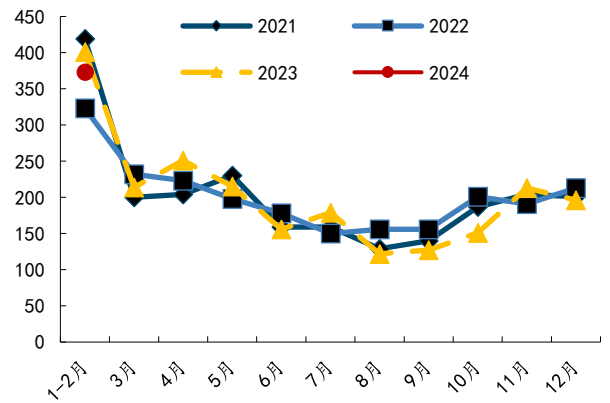
来源：I find、国金证券研究所（注：图为除火电外其他清洁能源发电当月贡献率）

来源：I find、国金证券研究所（注：图为三峡水库流各月出量）

图表45: 1-2M24 的水电平均利用小时同比上涨 (小时)



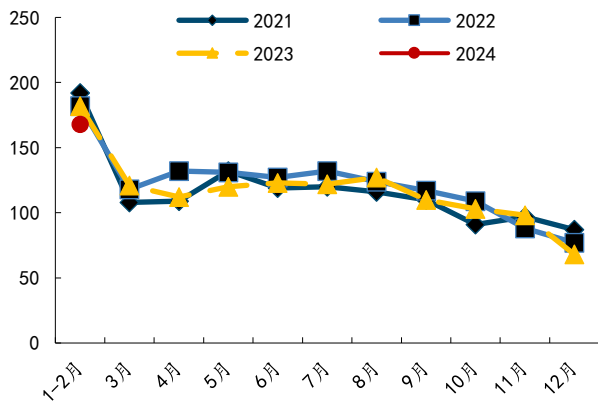
图表46: 1-2M24 风电利用小时同比减少 (小时)



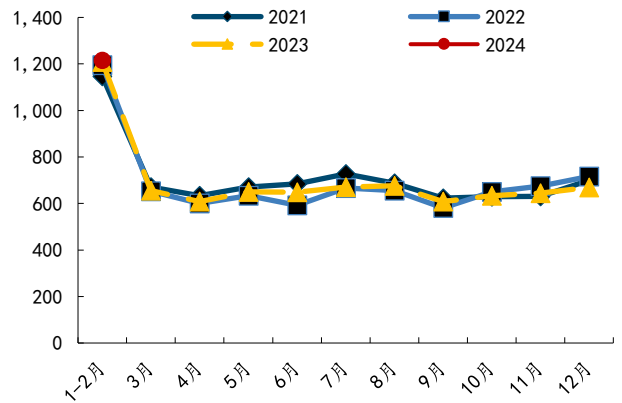
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为水电利用小时数)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为风电利用小时数)

图表47: 1-2M24 光伏利用小时同比减少 (小时)



图表48: 1-2M24 核电利用小时数同比增加 (小时)

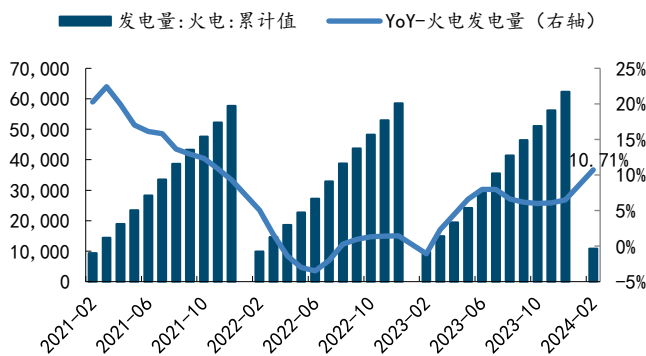


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为光伏利用小时数)

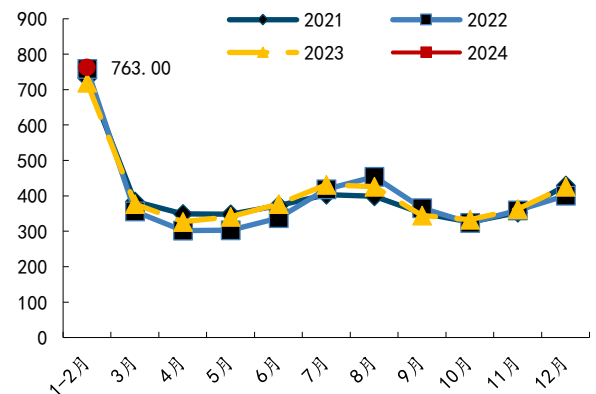
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为核电利用小时数)

- 火电发电需求: 1-2M24 火电发电水平同比提升, 展现其在新型电力系统中的“压舱石”作用。
- ✓ 从发电量看, 1-2月火电发电量 10801.9 亿千瓦时、同比增长 10.7%。
- ✓ 从利用小时看, 1-2月火电利用小时数 763 小时, 同比增加 43 小时, 增幅 6.0%。在新能源出力贡献率提升、火电装机容量扩大的背景下, 火电利用水平仍实现提升, 说明当前清洁能源发电增量尚不足以完全覆盖用电需求增量, 火电仍在电力系统中发挥“压舱石”作用。

图表49: 1-2M24 火电发电量同比增长 10.7%



图表50: 1-2M24 火电利用小时数 763 小时、同比增加 (小时)



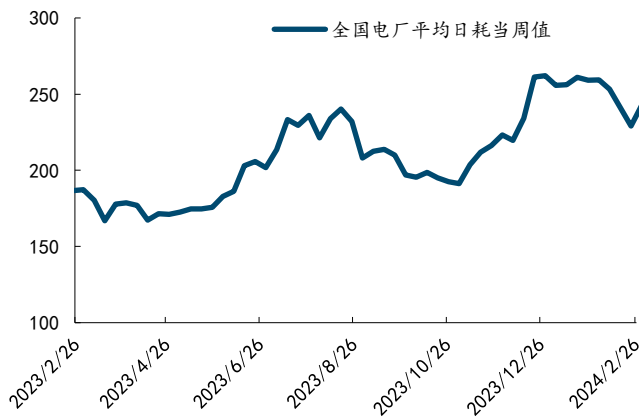
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为火电累计发电量及变动趋势)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为火电利用小时数)

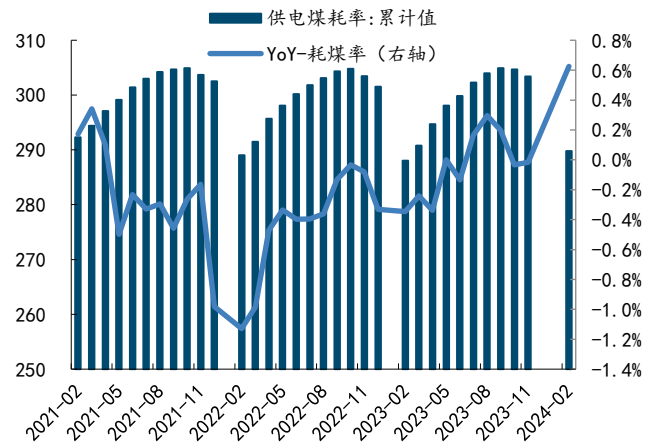
4.4 终端电厂耗煤及库存情况：日耗、可用天数均于2月中旬出现拐点

- 火电厂耗煤情况：1月火电耗煤量维持高位，2月上旬耗煤量下跌，随后回升，对应2月煤价先提升后持平的变化。
- ✓ 从耗煤率看，截至2月火电供电累计耗煤率289.8克/千瓦时，同比增长0.63%，主要原因是随着新能源发电量的增加，火电承担更多的调峰、调频责任后启停次数增多、从而导致度电耗煤逐渐增加。
- ✓ 从耗煤量看，24年1月全国电厂日均耗煤量258.1万吨、环比23年12月上涨18.0万吨，2月春节期间日耗轻微下滑至247.2万吨，节后再次小幅回升；符合1月迎峰度冬气温进一步降低以后耗煤增加、2月春节假期多数生产活动暂停后煤耗下行、节后复工煤耗重新回升的季节性特征。
- ✓ 分省份看，1-2月内蒙古、山东、江苏、山西等负荷/外送电大省耗煤量领先，福建、海南、安徽等省份累计发电煤耗量同比增幅领先，与冬季降温明显、供暖需求较高省份的范围基本相符。

图表51：电厂日耗2月春节期间下行、节后回升（万吨）



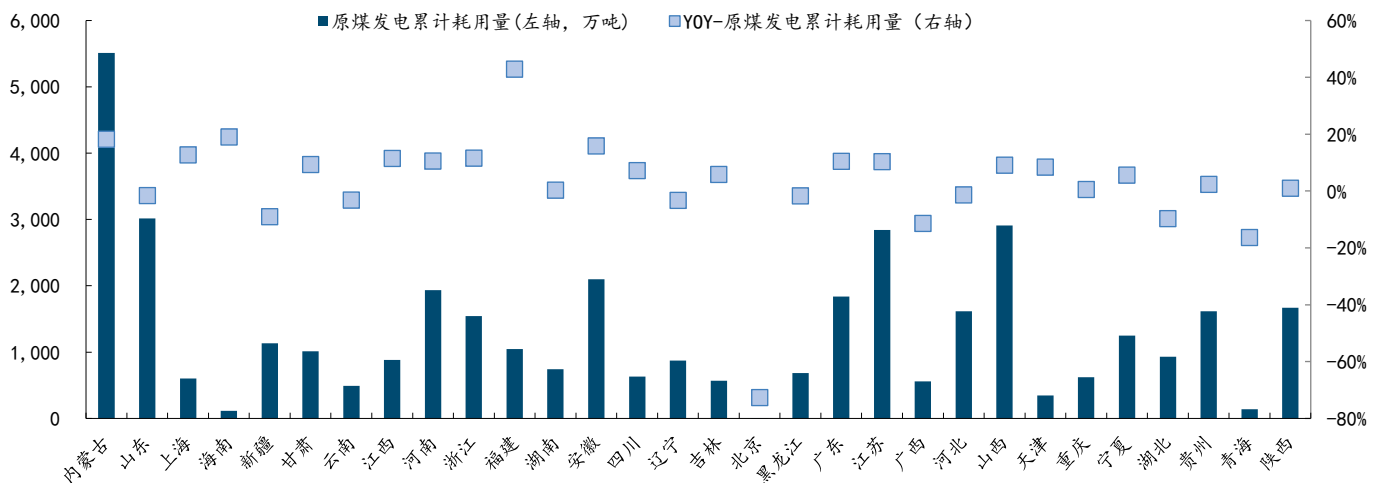
图表52：2024年1-2月耗煤率增加（当年累计，克/千瓦时）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为全国电厂逐周日均耗煤量）

来源：Wind、国金证券研究所（注：图为全国平均供电煤耗率）

图表53：1-2M24内蒙古、山东、江苏、山西等负荷/外送电大省耗煤量领先



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为各省24年1-2月发电累计耗用原煤量及同比）

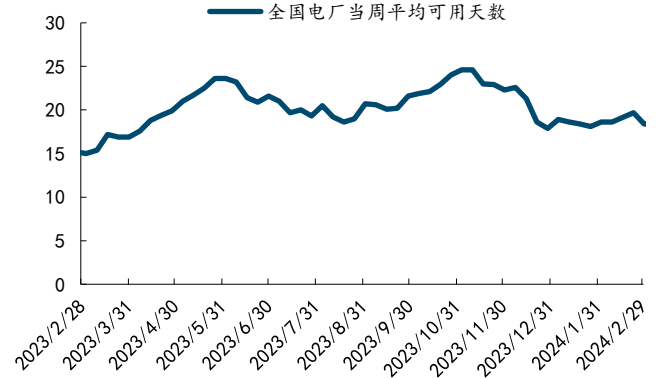
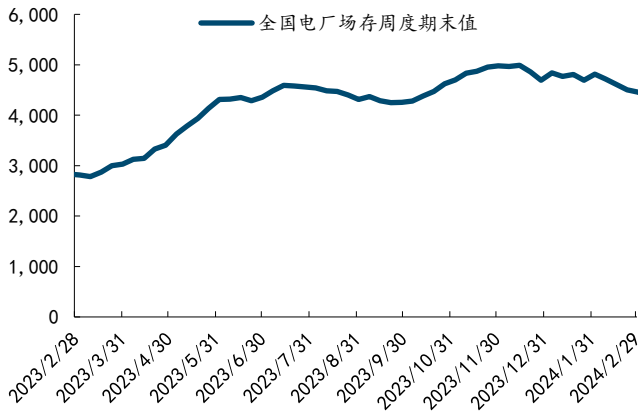
- 从终端电厂库存看，2月春节期间电厂去库明显，与春节期间煤价变动规律一致。
- ✓ 1月末全国电厂煤炭库存4691.3万吨、环比小幅降低0.3万吨；2月经春节去库后，月末全国电厂煤炭库存4503.1万吨、环比1月末降低188.2万吨，由此可看出

当时电厂具备一定的补库需求，一定程度也刺激了节后煤价的上升。但可以看出，2024 年煤电企业持续采取高库存策略，提前将库存增至往年迎峰度夏、度冬时的高点以上，在保证自身用煤安全的同时对市场煤价的上行形成了有效压制。

- ✓ 可用天数的变化规律和库存基本一致，1 月平均可用天数 18.5 天、环比 23 年 12 月下降 2.0 天；2 月平均可用天数 19.0 天、环比 1 月增加 0.5 天。整体看 1-2 月终端电厂有所去库，但由于高库存策略的施行，叠加长协煤、进口煤的持续补给，电厂可用天数整体仍处于安全范围，使得并未诱发对港口市场煤的大量、集中采购需求。

图表54: 1-2M24 电厂缓慢去库 (万吨)

图表55: 1-2M24 可用天数维持在 18-20 的安全水平 (天)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂当周末煤炭场存)

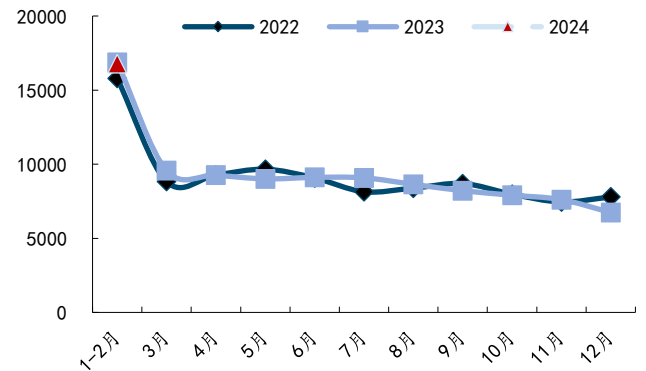
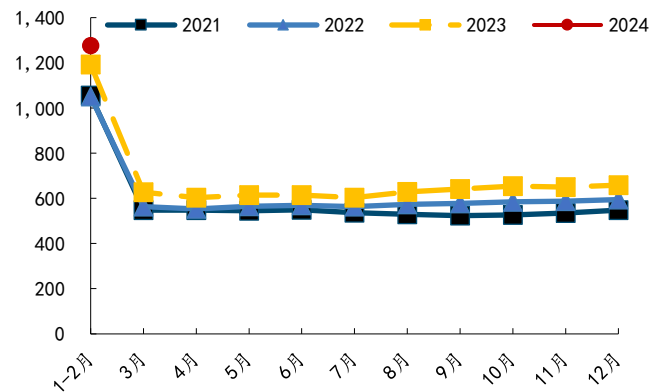
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂当周平均可用天数)

4.5 其他非电煤需求: 非电动力煤需求对煤价拉动作用整体有限

- 非电煤行业用煤需求增幅有限，终端补库缺乏持久性，整体对动力煤消费需求的拉动作用较小。
- ✓ 冶金行业动力煤消费需求可通过主要有色金属和粗钢产量表现。1-2 月我国十种有色金属产量为 1277.0 万吨，同比 23 年 1-2 月上升 7.1%；而 1-2 月我国粗钢产量同比下滑 0.4%，钢铁需求下滑是导致冶金行业耗煤量下降的主要诱因。
- ✓ 化工行业是 1-2M24 非电煤耗用增量的主要来源。从主要煤化工产品产量来看，煤制甲醇、高温煤焦油、电石 1-2M24 产量分别同比增长 16.1%、8.9%、3.6%，煤化工行业开年以来生产端景气度较高。
- ✓ 建材耗煤可主要通过房地产需求体现。24 年房地产市场延续 23 年低迷处境，1-2 月商品房销售面积为 11369.0 万平方米，同比下滑 3763.9 万平方米，房地产开发建设仍较低迷，对建材耗煤量产生较大拖累。

图表56: 1-2M24 我国十种有色金属产量同比上升 7.1% (万吨)

图表57: 1-2M24 我国粗钢产量同比下滑 0.4% (万吨)

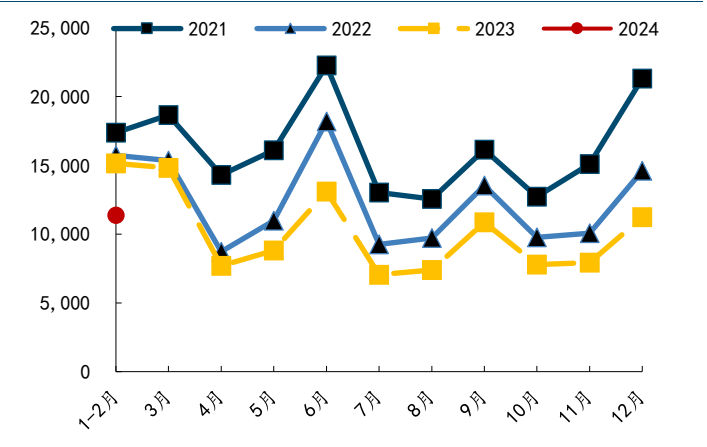
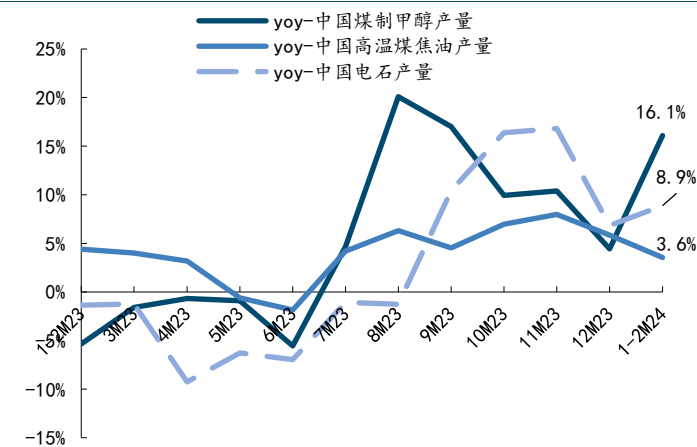


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为十种有色金属当月产量)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为粗钢当月产量)

图表58：1-2M24 主要煤化工产品产量同比实现正增长

图表59：1-2M24 商品房销售面积同比下滑 3763.9 万平方米（万平方米）



来源：I find、百川盈孚、国金证券研究所（注：图为主要煤化工产品月度产量同比增幅）

来源：Wind、国金证券研究所（注：图为我国商品房销售面积）

5、投资建议

- 22 年 3 亿吨煤炭核增产能基本释放，国际能源定价逐渐回归理性，国内煤炭供需总体偏松大格局未改。从 1-2M24 的煤价情况来看，只有当港口实现实质性去库时，港口煤价才会有阶段性上升回调，但由于整体长协、进口煤供应较为充足，终端库存持续维持在安全水平，终端对于港口市场煤的采购需求难以有较大幅度的提升，因此只要生产供应修复后港口又会重新补库。3-4M24 煤价持续下行符合淡季的价格变动季节性规律，我们预计即便 5 月电厂补库、煤价回调，也会因为大秦铁路检修提前结束、山西的“三超”管制进入尾声、运费下调、终端库存较高等原因而上涨动力受限。
- 放眼全年看，预计 24 年全年煤价中枢整体下行，有望持续为火电企业业绩带来实质性改善，我们推荐关注：
 - ✓ 思路 1：煤价下行时，供需将为电价提供支撑。建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧和发电侧竞争格局较好地区、同时火电装机规模大且资产高质量的火电企业，如浙能电力、皖能电力、华电国际。
 - ✓ 思路 2：预计 2024 年煤炭进口增量有限，全年国内生产端对煤炭供应的增量贡献率有望大于进口端，造成坑口煤价降幅较港口更大，因此建议关注发电资产布局于中西部、燃料采购以坑口煤为主的火电企业，如建投能源、大唐发电。

6、风险提示

- 新增装机容量不及预期。历史上电力行业发展始终处在“电力紧张、放松核准、大建电源、供应过剩、严控新建、电力紧张”的循环中，若再次出现电力供应过剩情况或将导致已核准火电项目面临开工难问题。
- 煤价下行不及预期。若煤炭生产端的安监持续趋严则会使得煤炭供需格局由松转紧，且国际冲突局势恶化或拉升包括煤炭在内的一次能源价格。火电的发电特性决定了其成本结构中燃料成本占比较高，市场煤价高位运行将挤压火电盈利。
- 下游需求不及预期。宏观经济偏弱复苏、可再生能源大发挤占空间或导致火电发电量增速低于预期，使得机组利用小时数下滑并导致度电分摊的折旧成本上升。此外，电力市场化改革后电价取决于成本和供需，用电需求不及预期还将导致电价涨幅不及预期，从而影响火电盈利。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806