

供给扰动，动力煤需求缺口扩大

2024 年 06 月 15 日

► **安监驱动下，产量负增长持续。**在连续三年的“增产保供”后，安监的重要性大幅提升，自 2024 年以来，出台多项规章要求安全生产，遏制超产行为，我们认为，本次安监并非“限产”，而是使前期保供时期的“超产”矿井恢复正常产能利用率。据国家统计局数据，2024 年 1-4 月我国生产原煤 14.75 亿吨，同比下降 3.5%，主要由于山西省产量同比下降 16.9%。展望后市，在安全以及环保检查的扰动下，晋陕蒙 100 家煤矿动力煤产量下滑明显，我们认为后续原煤产量的负增长仍将持续。

► **动力煤需求缺口扩大。**考虑到安全对产量的扰动，我们将产量预期由年初的微幅增长调整为负增长，在此背景下，2024 年供需紧张的局面不变，且供需缺口较年初预测进一步扩大。分煤种来看，由于地产链需求的下行，炼焦煤基本供需平衡，但动力煤由供需平衡转为供给不足，需求缺口扩大。

► **价格反弹验证底部，7 月中旬有望加速上涨。**随着下游复工复产向好尤其是停缓建基建项目的复工，非电需求逐步改善，叠加安全监管持续约束国内煤炭供给收缩，特别是现货量紧张和库存并未明显累库甚至焦煤库存处于同期相对较低水平，煤价于 4 月止跌且动力煤价格快速反弹，4 月下旬至 5 月经过又一轮淡季的压力测试，煤价底部再次被验证，后续在水电挤压下，煤价涨幅或有放缓，但在 7 月迎峰度夏之际价格有望加速上涨，若地产需求边际改善，价格向上弹性更大。我们预计动力煤整体缺口较大，价格大幅上涨的确定性更高。

► **投资建议：**我们推荐以下投资主线：1) 强 α 属性公司，建议关注晋控煤业和新集能源。2) 产量环比提升、受益煤价上涨，建议关注山煤国际、潞安环能和华阳股份。3) 行业龙头公司业绩稳健，建议关注中国神华、陕西煤业和中煤能源。4) 高弹性标的，建议关注兰花科创和兖矿能源。5) 稀缺焦煤标的，建议关注恒源煤电、淮北矿业、平煤股份和山西焦煤。

► **风险提示：**1) 经济增速放缓风险；2) 煤价大幅下跌风险；3) 假设大幅偏离实际情况；4) 海外需求恢复不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601001	晋控煤业	19.30	1.97	2.29	2.77	10	8	7	推荐
601918	新集能源	10.29	0.81	0.97	1.09	13	11	9	推荐
600546	山煤国际	16.24	2.15	1.82	2.38	8	9	7	推荐
601225	陕西煤业	27.71	2.19	2.37	2.45	13	12	11	推荐
601088	中国神华	44.58	3.00	3.18	3.4	15	14	13	推荐
600348	华阳股份	11.06	1.44	1.24	1.37	8	9	8	推荐
600123	兰花科创	9.80	1.41	0.89	1.31	7	11	7	谨慎推荐
600971	恒源煤电	12.56	1.70	1.61	1.72	7	8	7	推荐
600985	淮北矿业	18.29	2.31	2.11	2.32	8	9	8	推荐
601666	平煤股份	12.53	1.62	1.59	1.71	8	8	7	推荐
000983	山西焦煤	11.10	1.19	1.05	1.16	9	11	10	推荐
601699	潞安环能	22.30	2.65	2.42	2.49	8	9	9	推荐
601898	中煤能源	13.20	1.47	1.62	1.71	9	8	8	推荐
600188	兖矿能源	24.20	2.71	2.55	2.79	9	9	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 6 月 13 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiq@mszq.com

相关研究

- 煤炭周报：高温加持煤价易涨难跌，看好迎峰度夏旺季需求-2024/06/15
- 煤炭周报：煤价延续震荡，进口煤量环比下降拐点已现-2024/06/08
- 煤炭周报：煤价震荡盘整，涨价有望提前启动-2024/06/01
- 煤炭周报：量价齐升，重点配置板块山西煤企-2024/05/25
- 煤炭周报：供给收缩仍为主基调，7 月中旬后煤价或迎加速上涨-2024/05/18

目录

1 市场复盘：价格先抑后扬	3
2 供给：产量继续收缩，进口有望下降	4
2.1 产量：安监持续，产量收缩明显	4
2.2 进口：国内外价格倒挂，主要进口国进口明显下降	6
3 需求：边际改善预期强烈	8
3.1 火电：替代能源或低于预期	8
3.2 钢铁：产业链去库存，需求有望边际改善	9
3.3 化工：耗煤量或有较大幅度增长	11
3.4 水泥：楼市政策利好水泥需求，新国标有望增加煤耗	12
4 价格判断	13
4.1 供需平衡：供需缺口进一步扩大	13
4.2 价格预测：动力煤缺口较大，价格上涨确定性更高	15
5 投资建议	16
6 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 市场复盘：价格先抑后扬

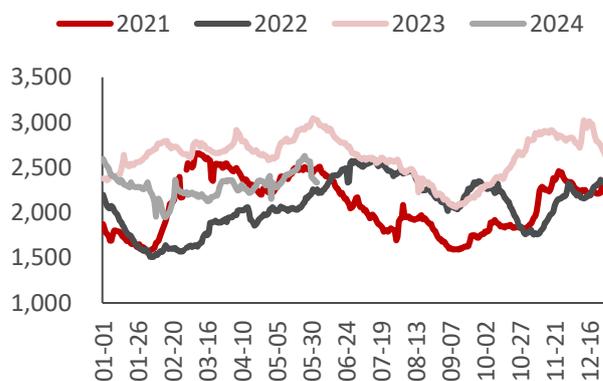
春节后动力煤价格先扬后抑，5月重回上升通道。从历史上数据来看，每年的春节后的一段时间内煤价都会下跌，因为春节期间煤炭企业基本保持正常的开工，但下游的企业都会放假，就会导致库存的累积，短期内导致煤炭存在供需错配。但2024年春节后动力煤价格先扬后抑，主要由于1) 今年春节煤矿假期长于以往以及安全形势趋严减产导致库存累积低于往年；2) 春节过后需求恢复相对较慢。4月中旬，煤价跌至801元/吨的底部后开启反弹，一方面是水泥发运率提升，需求边际改善，另一方面火电表现韧性充足，4月25省电厂平均日耗同比增长3.7%，5月部分电厂补库也进一步拉动了需求。

图1：动力煤现货价格5月重回上升通道（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

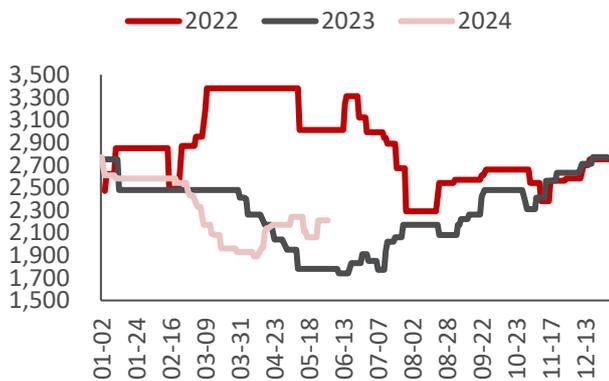
图2：环渤海港口库存低于2023年（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

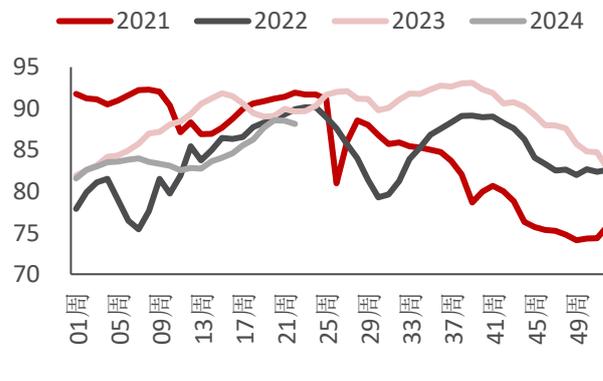
受需求影响，炼焦煤价格相对弱势。24Q1 炼焦煤价格相对弱势，主要由于需求偏弱所致。春节后炼焦煤需求恢复整体慢于2023年，因此导致价格整体处于下降通道。4月中旬左右高炉产能利用率反弹，随着下游需求改善，高炉炼铁产能利用率提升，焦煤价格有所反弹。

图3：京唐港炼焦煤价格有所反弹（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：高炉炼铁产能利用率低于2023年（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 供给：产量继续收缩，进口有望下降

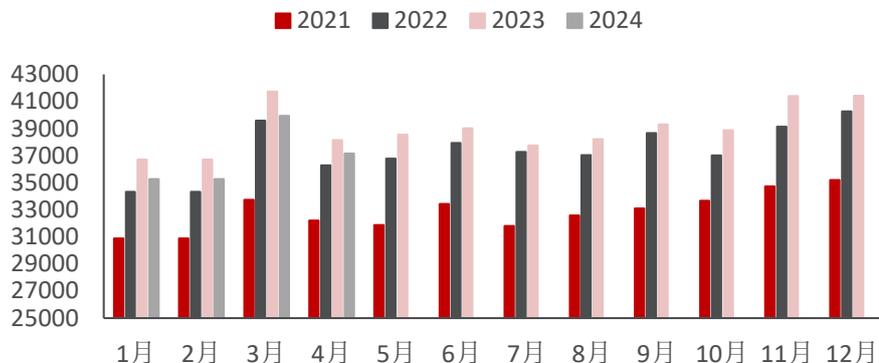
2.1 产量：安监持续，产量收缩明显

安监驱动下，超产矿井恢复正常生产。在连续三年的“增产保供”后，安监的重要性大幅提升，自 2024 年以来，出台多项规章要求安全生产，遏制超产行为，我们认为，本次安监并非“限产”，而是使前期保供时期的“超产”矿井恢复正常产能利用率：

- 2024 年 1 月 16 日，国务院安全生产委员会印发《关于防范遏制矿山领域重特大生产安全事故的硬措施》，对放任违规超能力超强度生产的，要及时介入“督政”。
- 2024 年 1 月 24 日，国务院总理李强日前签署国务院令，公布《煤矿安全生产条例》，《条例》第三十一条规定，煤矿企业不得超能力、超强度或者超定员组织生产。
- 2024 年 2 月 7 日山西省发布《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，检查全年/月度原煤产量是否超过核定（设计）生产能力幅度的 10%，整治时间延续至 2024 年 5 月 31 日。

安监趋严及山西超产治理带来的供给收缩已开始逐步显现。据国家统计局数据，2024 年 1-4 月我国生产原煤 14.75 亿吨，同比下降 3.5%，主要由于山西省产量同比下降 16.9%，具体来看：

- 2024 年 1-4 月，山西产量 36995 万吨，同比大幅下滑 16.93%，尽管 4 月环比有所恢复，产量达到 9828 万吨，但相比去年同期超产治理使得同比依然维持较高的负增速。
- 内蒙古虽然同比增速仍然为正增长，但是环比来看安监影响下产量出现下滑，4 月环比变化为-16.40%。
- 陕西省产量相对平稳。
- 新疆供应对价格的敏感性再度凸显。动力煤价格于 3 月下旬降至 850 元/吨以下，且在 4 月中旬最低降至 801 元/吨，在淡季和价格回落的双重影响下，新疆 4 月产量环比大幅下滑 12.76%，内陆高煤价对疆煤外运的重要性再度凸显。
- 非主产地 2024 年 1-4 月产量同比下降 0.5%，基本保持稳定，4 月产量同比下降 2.98%，环比下降 8.6%，非主产地的资源自然衰减仍制约供给的释放。

图5：2024 年以来原煤产量持续同比下降（万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院；注：1月、2月数据为1-2月累计数值

表1：安监影响下山西省产量大幅下降（万吨）

指标名称	4月产量	YOY	MOM	1-4月产量	YoY
合计	37166.5	-2.9%	-6.9%	147579	-3.5%
主产地	30056.3	-2.5%	-6.5%	119457	-4.0%
非主产地	7110.2	-3.0%	-8.6%	28122	-0.5%
山西	9828.4	-11.9%	4.2%	36923.3	-16.9%
内蒙古	10129.9	5.6%	-16.4%	42490.4	3.5%
陕西	6481.1	0.1%	0.3%	24231.4	0.6%
贵州	1211.2	3.5%	-3.8%	4335.5	4.8%
山东	748.9	2.7%	1.4%	2871.2	2.9%
新疆	3616.9	-1.7%	-12.8%	15811.9	5.5%
河南	872.3	0.5%	-3.3%	3289.7	-2.8%
安徽	812.3	-12.1%	-12.5%	3539.9	-5.0%
河北	359.1	-4.9%	-7.5%	1489.2	-3.7%
宁夏	849.2	2.6%	-6.5%	3412.1	7.2%
黑龙江	347.9	-41.0%	-10.6%	1459.8	-35.3%
辽宁	227.7	1.6%	-10.2%	962	4.7%
湖南	65.1	-7.4%	-45.1%	304.7	14.9%
四川	165.5	-20.3%	8.5%	596.3	-16.1%
云南	616.4	-3.9%	-19.2%	2360.8	-4.6%
甘肃	518	13.8%	-22.9%	2366	24.6%
吉林	79.4	0.4%	4.9%	309.8	1.0%
江西	16.9	-11.3%	20.7%	54.1	-14.1%
江苏	83.3	22.5%	5.6%	310.4	12.2%
青海	74.6	5.5%	9.1%	234.8	-7.9%
福建	36.4	-6.2%	-9.7%	120.1	0.8%
湖北	5.1	11.1%	-10.5%	20.3	15.7%
广西	21	21.3%	-10.3%	85.3	-6.3%

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院；注：主产地指山西、陕西、内蒙古以及新疆

分煤种来看，炼焦煤同比降幅明显。由于山西省是炼焦煤的主产地，因此山西省产量下滑直接影响到焦煤产量，2024年1-4月动力煤产量10.83亿吨，同比下降0.32%；炼焦煤产量3.93亿吨，同比下降10.78%；炼焦煤中气肥煤降幅最大，

降幅达到 21.11%。

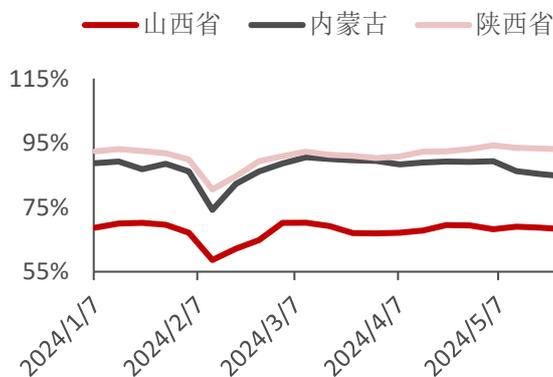
表2：2024 年 1-4 月炼焦煤产量同比下降 10.78% (万吨)

指标名称	2024 年 1-4 月	YOY
原煤	147,579	-4.10%
动力煤	108,259.75	-0.32%
焦煤合计	39,319.25	-10.78%
瘦煤	1,862.64	-16.56%
气煤	15,377.13	-11.63%
气肥煤	1,161.30	-21.11%
贫瘦煤	2,868.95	-20.71%
焦煤	9301.94	-8.68%
肥煤	3,119.65	0.57%
1/3 焦煤	5,627.64	-7.12%

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究员

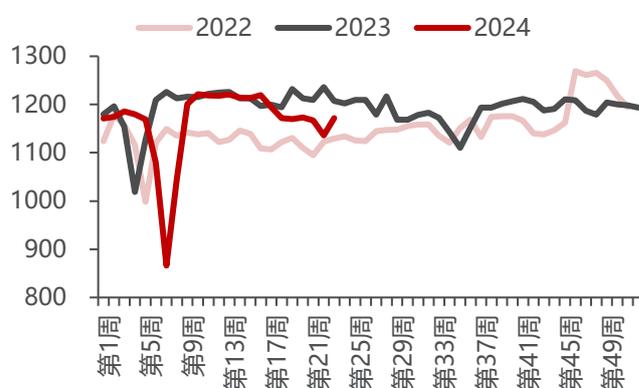
展望后市，产量负增长仍将持续。从晋陕蒙产能利用率来看，山西省产能利用率温和回升，但内蒙古产能利用率出现较为明显的下滑，我们认为与安全以及环保检查的扰动有关。同时晋陕蒙 100 家煤矿动力煤产量下滑明显，我们认为后续原煤产量的负增长仍将持续。

图6：内蒙古产能利用率出现明显下滑



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图7：晋陕蒙 100 家动力煤产量仍同比下降 (万吨)

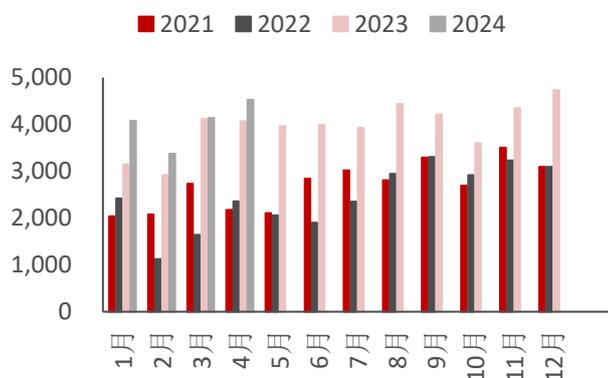


资料来源：CCTD，民生证券研究院

2.2 进口：国内外价格倒挂，主要进口国进口明显下降

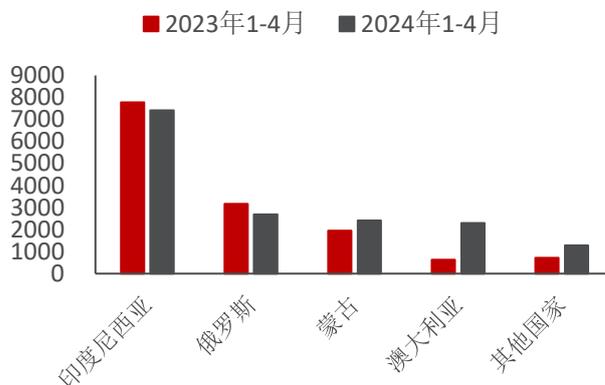
据海关总署数据，2024 年 1-4 月中国进口煤炭 16115 万吨，同比增长 13.10%，增幅较高主因 2023 年上半年从蒙古和澳大利亚的进口同期基数较低，而实际上我国前 4 月从印尼和俄罗斯进口量分别为 7413、2690 万吨，同比-4.68%、-15.24%。

图8: 2024年1-4月煤炭进口量同比增加(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

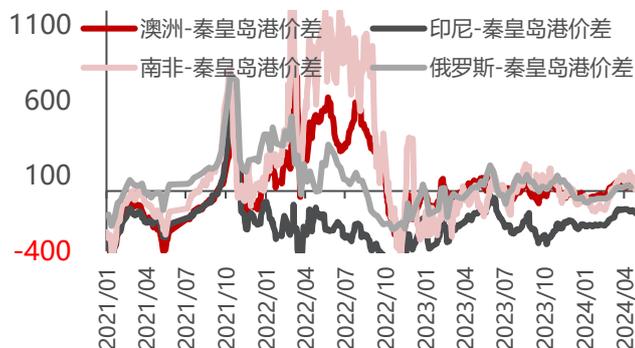
图9: 进口自印尼、俄罗斯的煤炭同比下滑(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

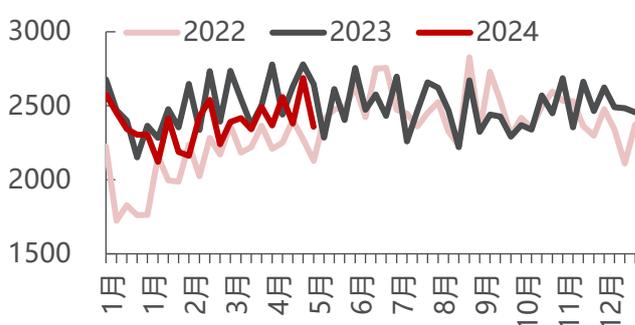
海外价差倒挂, 预计进口量将下行。3月以来, 动力煤因内贸煤价格走弱, 进口煤价差收窄, 当前进口煤价倒挂, 且上年同期基数较高, 因此预计进口量将下滑。焦煤方面, 考虑到蒙古国为我国主要进口来源国, 且蒙古国主要面向中国出口, 因此蒙古国出口量受价格影响较小, 因此我国自蒙古国的进口量或仍将增加, 对应炼焦煤进口量或小幅增长。

图10: 除了印尼外国外煤价高于国内煤价(元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 全球煤炭发运量减少(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

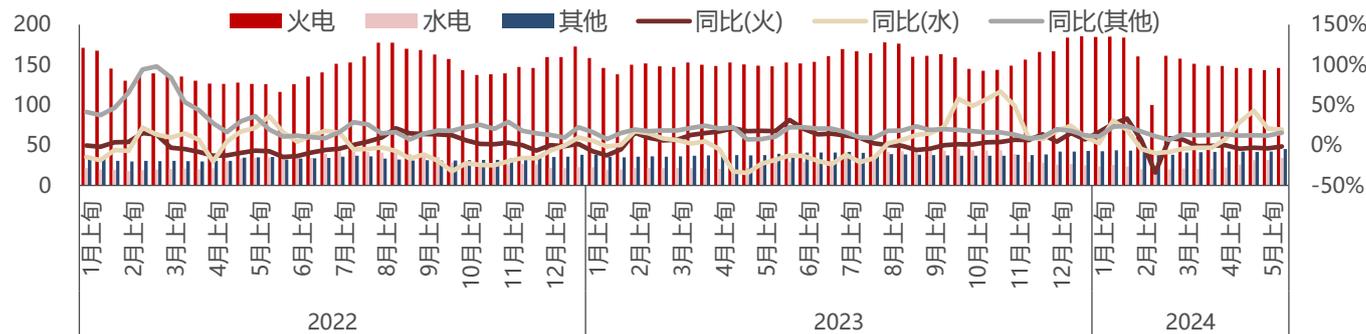
3 需求：边际改善预期强烈

3.1 火电：替代能源或低于预期

2023 年新能源装机规模大幅提升。据国家能源局数据，2023 年风电新增装机容量 7566 万千瓦，同比增长 105%；2023 年全国风电装机容量达到 44134 万千瓦，同比增长 20.7%。2023 年光伏新增装机 21688 万千瓦，同比增长 152.04%；2023 年底光伏装机容量 60949 万千瓦，同比增长 55.2%。

新能源发电不稳定特点凸显，火电压舱石地位稳固。GDP 稳步上行的背景下，需求总量依然稳步向上，4 月，统计局数据显示国内社会发电量 6901 亿千瓦时，同比增长 3.1%。其中，水电明显好转，发电量达到 835 亿千瓦时，同比大增 21.0%；而风电发电量 808 亿千瓦时，同比下滑 8.4%，在弱需求背景下，火电韧性强劲，4 月实现发电量 4579 亿千瓦时，同比增长 1.3%。

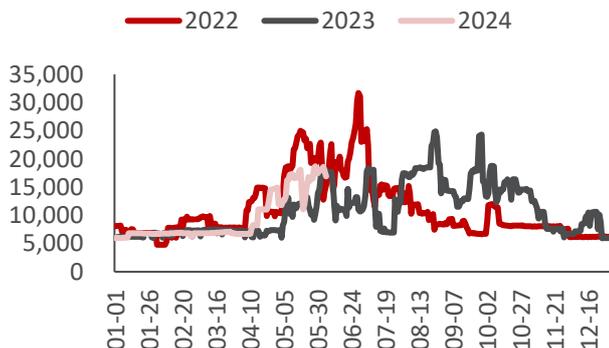
图12：2022 年以来发电情况（亿千瓦时）



资料来源：CCTD，民生证券研究院（注：由于数据来源不同，与统计局数据有差异）

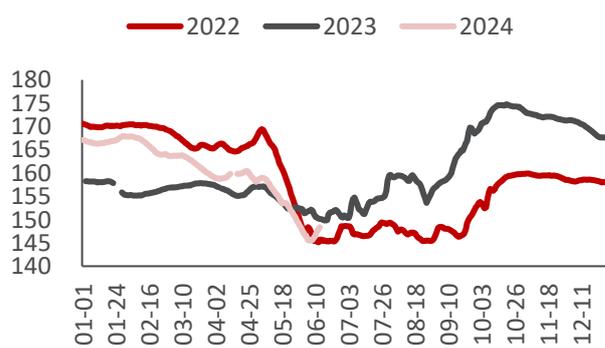
来水弱于预期。2024 年厄尔尼诺年的预期较强，但从三峡水库的出库量来看，当前的出库量与 2023 年基本相当，低于 2022 年同时期。与此前预期的“厄尔尼诺年来水偏丰”的预期相比水电发电量略低于预期，对火电的挤压并不及预期中的强烈。

图13：三峡水库出库量与 23 年相当（立方米/秒）



资料来源：wind，民生证券研究院

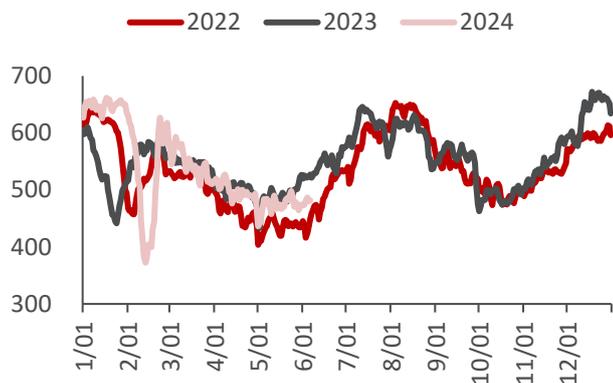
图14：三峡水位低于 2022-2023 年水平（米）



资料来源：wind，民生证券研究院

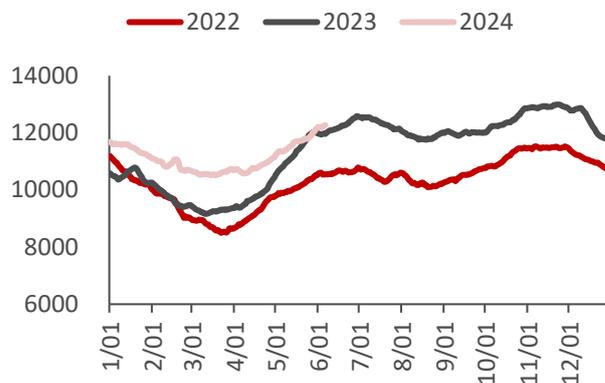
电厂耗煤与 2023 年相当。从 25 省电厂日耗来看，6 月 6 日，二十五省电厂日耗达到 481.6 万吨，较 23 年同期下降 8.67%，日耗同比略低主要由于去年水电相对较差，当前日耗与 2022 年相比仍高出 7.14%。

图15：电厂日耗略低于去年同期（万吨）



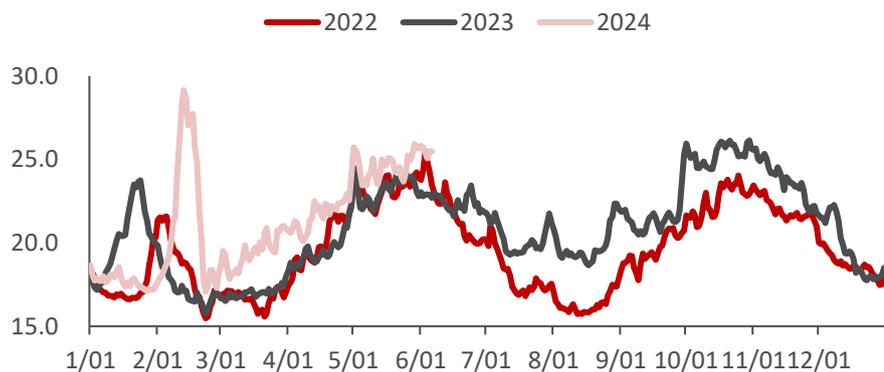
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图16：电厂库存略高于去年同期（万吨）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图17：可用天数略高于去年同期（天）

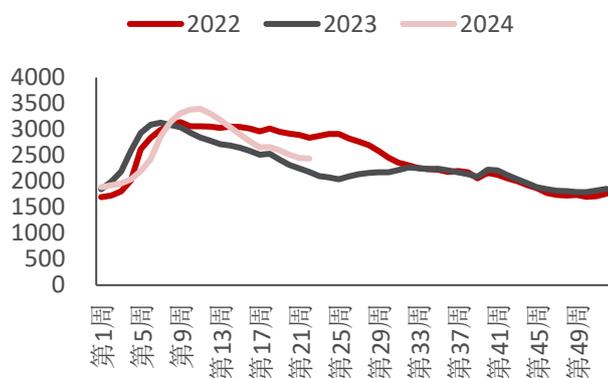


资料来源：CCTD，民生证券研究院

3.2 钢铁：产业链去库存，需求有望边际改善

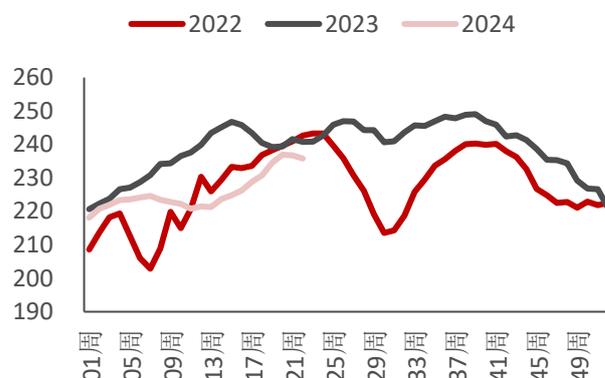
产业链持续去库存。钢材方面，随着钢材市场交易情绪转好，钢材库存逐步去化，钢材价格出现反弹，随着利润的恢复，钢材复产积极性增强，进而铁水产量反弹。但市场下游终端项目受高温及南方下雨影响较大，地产需求逐步向淡季转换，铁水产量同比仍为负增长。

图18: 五大品种钢材库存下降 (万吨)



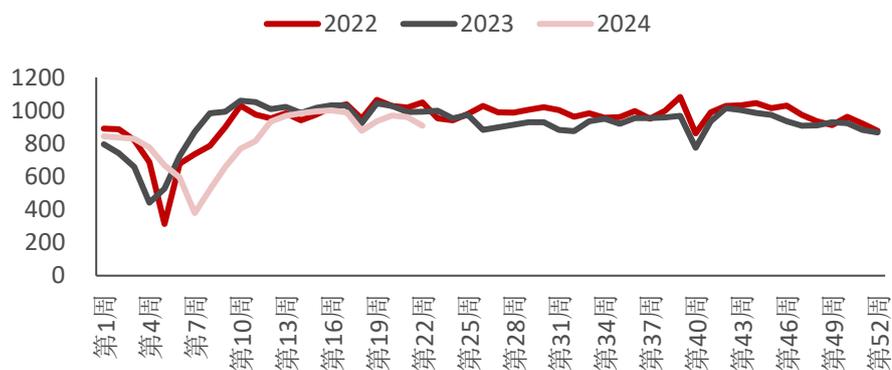
资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图19: 铁水产量反弹 (万吨/天)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 钢材需求略弱于 2023 年 (万吨)

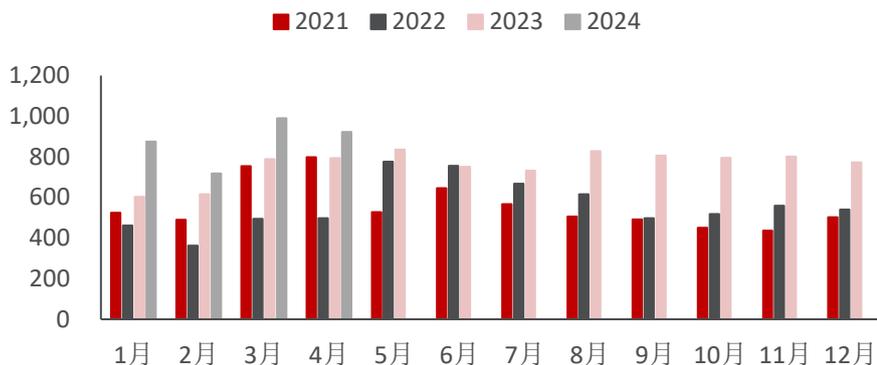


资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

楼市新政利好地产链复苏, 终端需求有望好转。5月29日国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》, 方案要求, 加强钢铁产能产量调控。考虑到2024年1-4月粗钢产量3.43亿吨, 同比下降3%, 因此我们预计政策端对产量的压减影响有限。2024年5月17日, 央行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限; 首付比方面, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。政策出台后, 各地积极响应, 先后调整住房信贷政策。新政的出台利好地产链的复苏, 后续钢材需求有望好转。

钢材出口也将成为需求的增项。2024年1-4月我国累计出口钢材3502万吨, 同比增长25.03%。随着中国“一带一路”倡议实施, 中国钢材出口逐步由欧美等地区转移到东南亚、中东等新兴市场国家, 为“一带一路”沿线国家基础设施建设等提供支撑, 这些新兴市场基建等工程方面有较大的增涨空间, 可以提供稳定的需求增量。

图21：钢材出口量大幅增加（万吨）

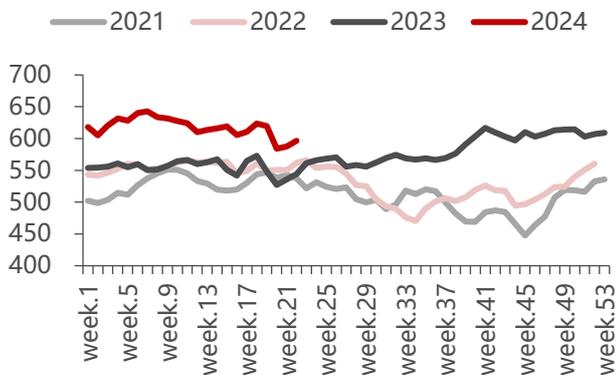


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 化工：耗煤量或有较大幅度增长

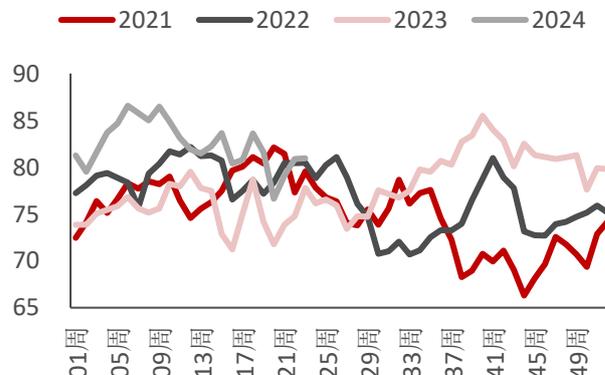
化工行业有望贡献耗煤增量。从甲醇开工率来看，行业开工率大幅高于 2023 年，进入 6 月，随着检修季到来开工率正常季节性回落，但仍高于 2023 年水平。据 CCTD 数据，截至 2024 年 6 月 7 日当周，化工耗煤累计为 1.42 亿吨，同比增长 11.14%。考虑到 2023-24 年投产的项目丰富，因此预计化工耗煤将整体高于 2023 年，化工耗煤有望贡献 2024 年耗煤的“绝对增量”。

图22：化工耗煤总量大幅高于 2023 年（万吨）

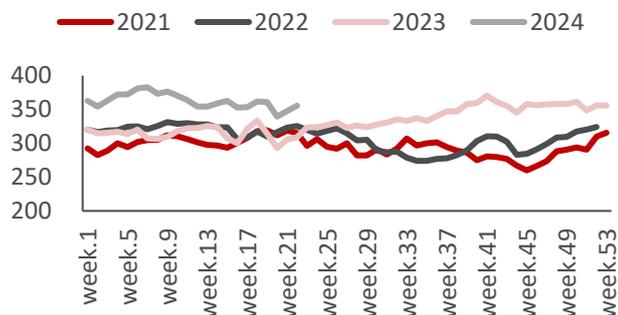


资料来源：CCTD，民生证券研究院

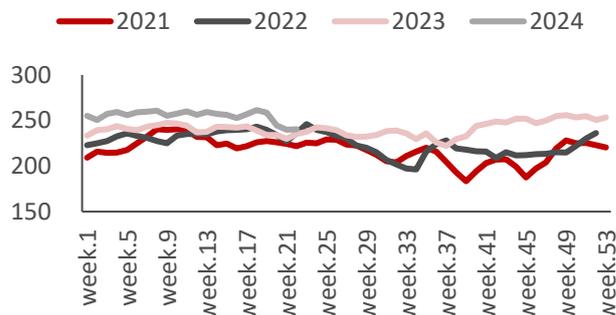
图23：甲醇开工率高于 2023 年（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：新型煤化工耗煤量大幅增加（万吨）


资料来源：CCTD，民生证券研究院（备注：新型煤化工指煤制甲醇以及煤制乙二醇）

图25：传统煤化工耗煤量稳中有升（万吨）


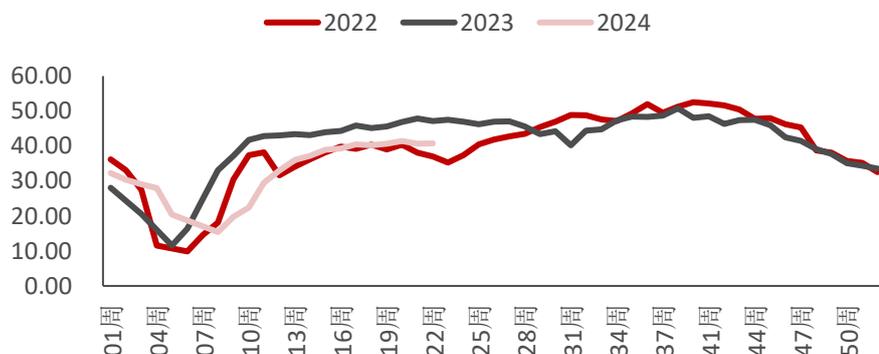
资料来源：CCTD，民生证券研究院（备注：传统煤化工指煤制成氨、烧碱以及 PVC）

3.4 水泥：楼市政策利好水泥需求，新国标有望增加煤耗

楼市政策利好水泥需求。在各地已有放松限购、房地产“以旧换新”、加大房贷优惠以及收储等政策的基础上，5月17日，央行再次宣布刺激房地产的三条新政：①取消全国层面首套和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；②将首套、二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例从不低于20%和30%下调为不低于15%和25%；③下调个人住房公积金贷款利率0.25pct，且央行拟设立3000亿元保障性住房再贷款。水泥发运有所好转，对应需求改善预期较强。

新国标的推行有望增加煤耗。工业和信息化部主导的GB 175-2023《通用硅酸盐水泥》（简称“水泥新国标”）强制性国家标准确定于6月1日正式实施。新国标的调整提高了水泥熟料的比例，对应煤耗的增加，同样有利于煤炭需求恢复。

考虑到水泥与化工为现货煤的主要参与者，因此水泥需求改善有望带动价格反弹。

图26：水泥发运率同比改善（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

4 价格判断

4.1 供需平衡：供需缺口进一步扩大

在安监趋严的背景下我们调整供需平衡表，与年初相比，我们调整以下预测：

1) 考虑到山西省在安全检查的背景下产量受限，2024 年产量目标为 13 亿吨，较 2023 年下降 5658 万吨，其他地区受安监影响产量释放受限，产量预期由年初的微增转为负增长；

2) 火电年初预期增速 2%左右，主要基于可再生能源的替代的影响，但目前考虑到新能源利用小时数低于预期以及来水低于年初预期，我们上调火电发电量增速至 2.9%；

3) 今年以来地产链需求相对萎靡，生铁、水泥产量增速分别下调至-5%与-9%。

表3：煤炭供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
原煤产量 (百万吨)	3546	3746	3844	4071	4496	4658	4578
增速		4.2%	2.6%	5.9%	10.4%	3.6%	-1.7%
进口量 (百万吨)	281	300	304	323	293	474	430
出口量 (百万吨)	5	6	3	3	4	4	4
总供给 (百万吨)	3822	4039	4145	4392	4785	5128	5004
增速		5.7%	2.6%	6.0%	8.9%	7.2%	-2.4%
火电 (亿千瓦时)	49795	51654	52799	57702	58531	62318	64110
增速		1.9%	2.2%	9.3%	1.4%	6.5%	2.9%
火电耗煤 (百万吨)	1937	2009	2086	2337	2517	2742	2821
生铁产量 (百万吨)	771	809	888	869	863	871	827
增速		5.3%	9.7%	-2.1%	-0.7%	0.9%	-5.0%
钢铁耗煤 (百万吨)	655	688	755	739	735	764	726
水泥产量 (百万吨)	2177	2330	2377	2363	2118	2023	1841
增速		6.1%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.5%	-9.0%
建材耗煤 (百万吨)	718	699	713	733	678	688	626
煤化工耗煤 (百万吨)	280	285	290	310	320	368	405
增速		1.8%	1.8%	6.9%	3.2%	15.0%	10.0%
其他行业及洗选损耗 (百万吨)	455	438	422	455	480	490	499
增速		-3.7%	-3.7%	7.8%	5.5%	2.0%	2.0%
需求合计 (百万吨)	4046	4119	4265	4573	4730	5052	5077
需求增速		4%	3%	7%	3%	7%	1%
供给-需求 (百万吨)	-224	-80	-120	-181	55	76	-73

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院预测

动力煤需求缺口扩大。从新的供需平衡表来看，2024 年供需紧张的局面不变，且供需缺口较年初预测进一步扩大。分煤种来看，由于地产链需求的下行，炼焦煤基本供需平衡，但动力煤由供需平衡转为供给不足，供给格局好于 2023 年。

表4：炼焦煤供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
产量 (百万吨)	454	481	485	490	494	491	476
YoY		5.8%	0.9%	1.0%	0.7%	-0.4%	-3.1%
进口量	65	75	73	55	64	103	103
出口量	1.1	1.4	0.9	0.1	0.3	0.4	0.4
总供给 (万吨)	518	554	557	545	557	594	578
生铁产量 (万吨)	771	809	888	869	864	871	827
YoY		5.0%	9.7%	-2.1%	-0.5%	0.8%	-5.0%
炼焦用煤量	520	552	558	547	552	558	530
供给-需求	-1	2	-1	-3	5	35	48

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院预测

表5：动力煤供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
原煤产量 (百万吨)	3092	3265	3359	3581	4002	4167	4102
增速		5.6%	2.9%	6.6%	11.8%	4.1%	-1.6%
进口量 (百万吨)	216	225	231	269	229	372	327
出口量 (百万吨)	4	5	2	3	4	4	4
总供给 (百万吨)	3304	3486	3588	3847	4228	4534	4426
增速		5.5%	2.9%	7.2%	9.9%	7.2%	-2.4%
火电 (亿千瓦时)	49795	51654	52799	57702	58531	62318	64110
增速		1.9%	2.2%	9.3%	1.4%	6.5%	2.9%
火电耗煤 (百万吨)	1937	2009	2086	2337	2517	2742	2821
钢铁耗煤 (百万吨)	136	136	197	191	183	206	196
水泥产量 (百万吨)	2177	2330	2377	2363	2118	2023	1841
增速		7.0%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.5%	-9.0%
建材耗煤 (百万吨)	718	699	713	733	678	688	626
煤化工耗煤 (百万吨)	280	285	290	310	320	368	404.8
增速		1.8%	1.8%	6.9%	3.2%	15.0%	10.0%
其他行业及洗选损耗 (百万吨)	455	438	422	455	480	490	499
增速		-3.7%	-3.7%	7.8%	5.5%	2.0%	2.0%
需求合计 (百万吨)	3526	3567	3708	4026	4178	4493	4546
需求增速		1.2%	3.9%	8.6%	3.8%	7.5%	1.2%
供给-需求 (百万吨)	-222	-81	-120	-178	50	41	-121

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院预测

4.2 价格预测：动力煤缺口较大，价格上涨确定性更高

从新的供需平衡表来看，2024 年供需紧张的局面不变，且供需缺口较年初预测进一步扩大，因此我们维持 2024 年中枢价格上移的判断。进入二季度，随着下游复工复产向好尤其是停缓建基建项目的复工，非电需求逐步改善，叠加安全监管持续约束下国内煤炭供给收缩，特别是现货量紧张和库存并未明显累库甚至焦煤库存处于同期相对较低水平，煤价于 4 月止跌且动力煤价格快速反弹，4 月下旬至 5 月经过新一轮淡季的压力测试，煤价底部再次被验证，后续在水电挤压下，煤价涨幅或有放缓，但在 7 月迎峰度夏之际价格有望加速上涨，若地产需求边际改善，价格向上弹性更大。我们认为动力煤整体缺口较大，价格大幅上涨的确定性更高。此外，无烟煤与喷吹煤本质上是高热值动力煤，在动力煤价格上行时，价格同样有望上涨。

全年来看，在安全检查形势、尤其是对超产的检查趋于严格的背景下，原煤产量或出现超预期的收缩，我们此前预计原煤产量微增，但基于超产治理的影响，产量或转为负增长，供给缺口将进一步扩大。在保障长协稳定供应的前提下，现货价格向上弹性增加，全年预计价格中枢仍有望上移。

中长期来看，煤炭行业供给在新建产能不足的背景下增量十分有限，煤价向上时提产困难，煤价向下时产量收缩敏感性强，煤炭价格有望长期稳定在较高水平。此外，800 元/吨的价格底部已被认可，因此即使需求有超预期下滑，行业盈利确定性依然强劲。

我们认为，与短期煤价变化相比，更值得关注的是煤炭行业在 2023 年煤价中枢大幅下移背景下所表现出的强大的业绩韧性及高股息属性，2024 年煤价中枢上移确定性强叠加板块高分红持续，看好板块估值提升行情。

5 投资建议

煤炭的周期品属性进一步弱化。在行业持续保持较高景气的背景下，供给端固定资产投资以及在建工程并未出现大幅增长，对应供给端几乎没有弹性，因此我们认为煤炭已经脱离了传统的“周期品”属性。

长协保障以及价格底部的确认，导致盈利稳定性进一步加强。电煤长协价经过多年的演变以及完善，已经形成了稳定的价格预期，以2023年为例，港口现货价格经历了大幅波动，而长协价最高价与最低价的价差仅为29元。价格底部方面，800元/吨的价格底部已被认可，因此行业业绩稳定性进一步加强，价格波动风险减弱。

经营久期长，现金流稳健。以中国神华举例，截至2023年底，中国神华标准下煤炭保有资源量为325.8亿吨，煤炭保有可采储量为133.8亿吨，稳居行业前列；而参考公司2021-2023年三年自产煤产量分别为3.07、3.13、3.25亿吨，平均年产量3.15亿吨计算，当前可采储量可以满足生产超过40年。

板块高分红，低利率背景下投资价值显著。随着行业高景气持续，板块上市公司资产负债表得以修复甚至优化，净现金公司不断增加，煤炭板块开启高分红时代，自中国神华开始，陕西煤业、山煤国际、平煤股份等纷纷发布股东回报计划，基本现金分红比例维持在60%左右。考虑到盈利的稳健性，叠加投资意愿不足，板块高分红可持续。同时考虑当前低利率环境下，板块股息率较高，投资价值显著。

标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 强 α 属性公司，建议关注晋控煤业和新集能源。2) 产量环比提升、受益煤价上涨，建议关注山煤国际、潞安环能和华阳股份。3) 行业龙头公司业绩稳健，建议关注中国神华、陕西煤业和中煤能源。4) 高弹性标的，建议关注兰花科创和兖矿能源。5) 稀缺焦煤标的，建议关注恒源煤电、淮北矿业、平煤股份和山西焦煤。

表6：重点投资标的

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601001	晋控煤业	19.30	1.97	2.29	2.77	10	8	7	推荐
601918	新集能源	10.29	0.81	0.97	1.09	13	11	9	推荐
600546	山煤国际	16.24	2.15	1.82	2.38	8	9	7	推荐
601225	陕西煤业	27.71	2.19	2.37	2.45	13	12	11	推荐
601088	中国神华	44.58	3.00	3.18	3.4	15	14	13	推荐
600348	华阳股份	11.06	1.44	1.24	1.37	8	9	8	推荐
600123	兰花科创	9.80	1.41	0.89	1.31	7	11	7	谨慎推荐
600971	恒源煤电	12.56	1.70	1.61	1.72	7	8	7	推荐
600985	淮北矿业	18.29	2.31	2.11	2.32	8	9	8	推荐
601666	平煤股份	12.53	1.62	1.59	1.71	8	8	7	推荐

000983	山西焦煤	11.10	1.19	1.05	1.16	9	11	10	推荐
601699	潞安环能	22.30	2.65	2.42	2.49	8	9	9	推荐
601898	中煤能源	13.20	1.47	1.62	1.71	9	8	8	推荐
600188	兖矿能源	24.20	2.71	2.55	2.79	9	9	9	推荐

资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院预测（注：股价为2024年6月13日收盘价）

6 风险提示

1) 经济增速放缓风险：煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

2) 煤价大幅下跌风险：板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

3) 假设大幅偏离实际情况：为梳理行业供需格局，本文对上下游产量均作出相关假设，若实际情况大幅偏离预期，将导致结论偏差严重。

4) 海外需求恢复不及预期：海外需求恢复不及预期将导致海外供给过剩，进口煤价格下跌，进口量大增，冲击国内市场。

插图目录

图 1: 动力煤现货价格 5 月重回上升通道 (元/吨)	3
图 2: 环渤海港口库存低于 2023 年 (万吨)	3
图 3: 京唐港炼焦煤价格有所反弹 (元/吨)	3
图 4: 高炉炼铁产能利用率低于 2023 年 (%)	3
图 5: 2024 年以来原煤产量持续同比下降 (万吨)	5
图 6: 内蒙古产能利用率出现明显下滑	6
图 7: 晋陕蒙 100 家动力煤产量仍同比下降 (万吨)	6
图 8: 2024 年 1-4 月煤炭进口量同比增加 (万吨)	7
图 9: 进口自印尼、俄罗斯的煤炭同比下滑 (万吨)	7
图 10: 除了印尼国外煤价高于国内煤价 (元/吨)	7
图 11: 全球煤炭发运量减少 (万吨)	7
图 12: 2022 年以来发电情况 (亿千瓦时)	8
图 13: 三峡水库出库量与 23 年相当 (立方米/秒)	8
图 14: 三峡水位低于 2022-2023 年水平 (米)	8
图 15: 电厂日耗略低于去年同期 (万吨)	9
图 16: 电厂库存略高于去年同期 (万吨)	9
图 17: 可用天数略高于去年同期 (天)	9
图 18: 五大品种钢材库存下降 (万吨)	10
图 19: 铁水产量反弹 (万吨/天)	10
图 20: 钢材需求略弱于 2023 年 (万吨)	10
图 21: 钢材出口量大幅增加 (万吨)	11
图 22: 化工耗煤总量大幅高于 2023 年 (万吨)	11
图 23: 甲醇开工率高于 2023 年 (%)	11
图 24: 新型煤化工耗煤量大幅增加 (万吨)	12
图 25: 传统煤化工耗煤量稳中有升 (万吨)	12
图 26: 水泥发运率同比改善 (%)	12

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 安监影响下山西省产量大幅下降 (万吨)	5
表 2: 2024 年 1-4 月炼焦煤产量同比下降 10.78% (万吨)	6
表 3: 煤炭供需平衡表	13
表 4: 炼焦煤供需平衡表	14
表 5: 动力煤供需平衡表	14
表 6: 重点投资标的	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026