

煤炭

海外煤系列二：俄罗斯，量价视角分析俄煤流向

2024年07月01日

——行业深度报告

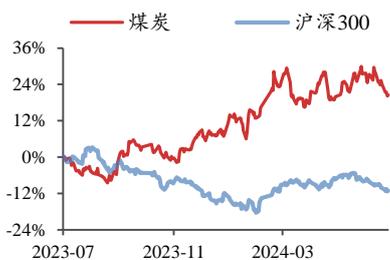
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《电厂日耗持续上行，铁水日均产量仍存韧性—行业周报》-2024.6.30

《电厂日耗及铁水日均产量续涨，煤价有望筑底反弹—行业周报》-2024.6.23

《迎峰度夏致日耗大涨，铁水日均产量上行凸显韧性—行业周报》-2024.6.16

● 俄煤资源储量丰富，但产量规模相对稳定

截至2020年，俄煤探明储量1622亿吨，位居全球第二，褐煤+一般烟煤储量约占75.9%。2018-2023年间俄罗斯煤炭产量CAGR为-0.1%，2024年1-4月俄罗斯煤及褐煤产量累计为1.44亿吨，较上年同期仅增长0.3%。根据2020年俄总理签署的《俄罗斯联邦2035年前煤炭工业发展规划》，俄煤开采量计划从2018年的4.39亿吨提升到2035年的4.85亿吨（CAGR为0.6%），结合当前俄煤产量水平，2023-2035年间俄煤产量CAGR需达到1%，产量提升目标或难按计划实现。

● 俄煤出口重心转向亚太，2024年始出口下滑或已成趋势

近年来，俄国内煤炭消费量呈下降趋势，2012-2022年俄煤消费量CAGR为-2.5%，在俄煤产量保持相对平稳的情况下，俄煤产量或主要通过出口的方式消纳。而随着欧洲国家“去煤化”快速推进，俄煤出口逐渐由欧洲转向中国和印度，2022年俄罗斯煤炭出口至中国占比达到33.4%，中国超过欧洲成为俄罗斯煤炭第一大进口国，出口至印度占比亦从2021年的2.8%大幅提升至6.9%。2024年以来，俄对国际煤炭市场的供应出现下滑，2024年1-5月俄罗斯煤炭出口量为0.81亿吨，同比-10.6%；2024年始中国进口俄煤增速亦由正转负，2024年1-5月中国进口俄煤同比-11.5%，中国进口俄煤占比从2023年的21.5%下滑至17.6%。

● “量-价”视角：中国进口俄煤数量或难有高增长

煤炭产量：2021年以来俄煤产量虽有恢复，但反弹力度未及预期，2024年1-4月俄煤产量1.44亿吨，同比仅+0.35%，2024Q1俄罗斯煤炭企业利润腰斩，煤企盈利下滑或是煤炭产量无增量的主因，而近年来俄罗斯各煤种生产结构稳定，预计俄对外出口各煤种数量亦将保持稳定；**铁路运量：**2023年俄铁路煤炭装载运输量累计3.5亿吨，同比-1.2%，铁路向港口发运煤炭1.8亿吨，其中通过远东港口出口煤炭9420万吨，同比增长0.8%，通过西北港口出口煤炭5580万吨，同比增长4.5%，通过南方港口出口煤炭3000万吨，俄铁路运往远东港口的货物增幅相对较小，或是受到俄罗斯东部运力限制的结果，亦表明俄煤向中国等亚洲地区出口短期或难有明显增量；**分流数量：**近年来印度进口俄非炼焦煤及炼焦煤比重皆有所提升，未来印度进口需求有望持续增长，在俄煤运力有限的情况下，印度将分流更多俄煤出口份额，尤其炼焦煤的分流效应或更加明显；**出口价格：**自2023年10月1日至今，俄煤炭出口关税政策历经多次变化，煤炭出口关税致进口成本提高，亦将进一步抑制进口商进口意愿。

● 投资建议：俄煤出口难有增量，煤炭高股息与周期弹性双逻辑

当前俄罗斯国内煤炭生产及消费相对稳定，预计未来俄煤出口量亦难有明显变化。作为中国煤炭第二大进口来源国，虽然近年来俄煤出口重心加速向亚太地区转移，但鉴于俄罗斯产量释放缺乏弹性、东部铁路运力接近上限、印度煤炭尤其是炼焦煤需求高涨对中国进口俄煤形成分流效应、俄煤出口关税致价格竞争力下降等因素，预计未来中国进口俄煤难以维持此前高速增长。当前安监政策下国内煤炭供给趋紧，稳增长政策持续发力有望进一步提升煤炭需求，预计国内煤价将高位运行，煤炭高股息与周期弹性有望共振。多维度精选煤炭个股将获得超额收益：**一是动力煤弹性标的，推荐【山煤国际、广汇能源、晋控煤业、兖矿能源】**，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；**二是炼焦煤弹性标的，推荐【潞安环能、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤】**，周期品属性且受益价格底部反弹；**三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】**，受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；**四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】**，关注【永泰能源】，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱；**五是小煤种（喷吹煤和无烟煤）弹性标的，推荐【潞安环能、兰花科创、华阳股份】**；**六是热值提升、成长性凸显以及存在可转债的【甘肃能化】**。

● **风险提示：**国际煤炭供需形势发生重大变化；经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

目 录

1、 俄煤资源储量丰富，但产量规模相对稳定.....	4
1.1、 俄煤资源储量丰富，但地区分布不平衡.....	4
1.2、 俄煤产量规模相对稳定，近年来扩产步伐较为缓慢.....	5
2、 俄煤出口重心转向亚太，2024 年始出口下滑或已成趋势.....	7
2.1、 俄国内煤炭需求下行，出口亦从欧洲转向中国和印度.....	7
2.2、 俄煤出口量和中国进口俄煤量均负增长，2024 年或成拐点.....	9
3、 “量-价”视角：中国进口俄煤数量或难有高增长.....	12
3.1、 煤炭产量：俄煤生产缺乏弹性，疫后产量增长不及预期.....	12
3.2、 铁路运量：俄铁路运力接近上限，短期俄煤出口或难明显放量.....	14
3.3、 分流数量：印度煤炭需求旺盛，俄煤出口份额或向印度转移.....	16
3.4、 出口价格：俄煤出口关税致中国进口成本提高，俄煤竞争力下降.....	21
4、 投资建议：俄煤出口难有增量，煤炭高股息与周期弹性双逻辑.....	23
5、 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 截至 2020 年俄罗斯煤炭储量位列全球第二.....	4
图 2： 截至 2020 年俄罗斯煤炭资源储量占全球的 15.1%.....	4
图 3： 截至 2020 年俄罗斯探明煤炭可采年限达 407 年.....	4
图 4： 俄罗斯煤炭资源储量以褐煤和一般烟煤为主.....	4
图 5： 俄罗斯四大主力煤田地理分布.....	5
图 6： 2023 年俄罗斯煤炭产量位居世界第六.....	6
图 7： 2023 年俄罗斯煤炭占全球煤炭产量比重达 5.3%.....	6
图 8： 《俄罗斯联邦 2035 年前煤炭工业发展规划》实施三阶段目标.....	7
图 9： 俄罗斯国内煤炭消耗量整体呈下降趋势.....	8
图 10： 俄罗斯一次能源消费中煤炭消费占比逐年下行.....	8
图 11： 近年来俄罗斯 GDP 增速趋缓.....	8
图 12： 俄罗斯煤炭出口重心由欧洲转向中国和印度等亚洲地区.....	9
图 13： 2024 年始俄煤出口量转负增长.....	9
图 14： 2024 年始俄煤出口量占产量比重明显下滑.....	9
图 15： 2024 年始中国进口俄煤量同比大幅下滑.....	10
图 16： 2024 年始中国进口俄煤占比明显下滑.....	10
图 17： 2024 年始中国进口俄动力煤量同比大幅下滑.....	11
图 18： 2024 年中国进口俄动力煤占比明显下滑.....	11
图 19： 2024 年始中国进口俄炼焦煤量同比增速放缓.....	11
图 20： 2024 年始中国进口俄炼焦煤占比小幅回升.....	11
图 21： 1992 年以来，俄罗斯煤炭产量整体划分为 3 个阶段.....	12
图 22： 2020 年以来俄罗斯煤炭产量基本稳定在疫情前水平，未出现明显提升.....	13
图 23： 近年来俄炼焦煤和褐煤产量稳定增长（亿吨）.....	14
图 24： 近年来俄罗斯各煤种生产结构相对稳定.....	14
图 25： 欧洲煤炭发电量及煤炭发电占比大幅下降.....	14
图 26： 欧洲煤炭消费量自 2013 年以来快速下降.....	14

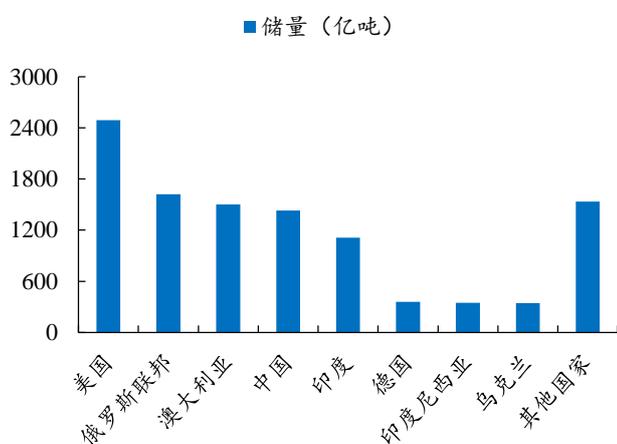
图 27: 中国煤炭发电量保持稳定增长	15
图 28: 中国煤炭消费量自 2015 年以来整体稳定增长	15
图 29: 俄罗斯铁路运输系统“东疏西密”	15
图 30: 2023 年俄铁路煤炭运量 3.5 亿吨, 同比-1.2%	15
图 31: 2023 年俄铁路煤炭装载运输量占比为 28.4%	16
图 32: 2023 年俄铁路向远东港口煤炭运输量增速较低	16
图 33: 近年来印度 GDP 增速维持高位	17
图 34: 印度经济增速在主要新兴市场国家中处于领先	17
图 35: 2022 年煤炭在印度能源消费中占比为 55.13%	17
图 36: 2022 年印度能源人均消费量较低 (GJ/人)	17
图 37: 印度煤炭对外依存度超过 20%	18
图 38: 印度发电总装机量中火电装机量占 59.10%	18
图 39: 印度火电装机量中蒸汽轮机装机量占 89.24%	18
图 40: 2022 年煤电贡献印度 74.28% 的发电量	18
图 41: 2013-2023 年间印度粗钢产量 CAGR 为 5.31%	18
图 42: 印度仅有 45% 的粗钢为长流程转炉 (BOF) 生产	18
图 43: 到 2030 年俄罗斯向印度出口煤炭占比达 40%, 而向中国出口煤炭占比下降至 5%	20
图 44: 俄罗斯临时出口关税取决于中央银行在征税期间设定的卢布与美元之间的汇率	21
图 45: 2023 年 10 月至今俄罗斯煤炭出口关税政策演绎	21
图 46: 2023 年下半年以来中国进口俄动力煤减少	22
图 47: 自 2023 年 10 月以来中国进口俄动力煤占比下降	22
图 48: 2023 年以来中国加大对蒙古炼焦煤的进口	23
图 49: 2023 年 10 月后中国进口俄炼焦煤占比出现下滑	23
图 50: 2023 年 5-10 月俄相对蒙炼焦煤具有价格优势	23
图 51: 2023 年 11 月以来蒙古炼焦煤更具价格优势	23
表 1: 俄罗斯四大煤田资源禀赋	5
表 2: 2018-2023 年间俄罗斯煤炭产量维持相对稳定 (亿吨, %)	6
表 3: 中性情形下 2022-23FY 至 2029-30FY 印度煤炭进口量预测 (亿吨)	19
表 4: 近年来印度进口俄非炼焦煤 (即动力煤) 比重有所提升	19
表 5: 近年来印度进口俄炼焦煤比重有所提升	20
表 6: 受益标的盈利预测与估值	24

1、俄煤资源储量丰富，但产量规模相对稳定

1.1、俄煤资源储量丰富，但地区分布不平衡

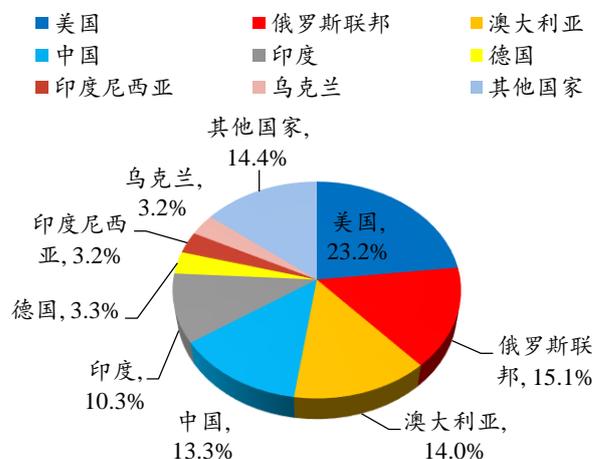
俄煤储量居全球第二，褐煤和一般烟煤占比超七成。截至2020年，俄罗斯煤炭探明储量为1622亿吨，仅次于美国的2489亿吨，高于澳大利亚的1502亿吨以及中国的1432亿吨，位居全球第二，探明储量占全球煤炭探明储量的比重为15.1%。从储采比来看，俄罗斯目前探明煤炭可采年限达407年，较中国、印度等煤炭资源大国有明显的储量优势。从煤种分布来看，俄罗斯煤炭资源以褐煤和一般烟煤（两者主要用途是动力煤）为主，褐煤和一般烟煤资源储量合计约占75.9%，此外炼焦煤、无烟煤资源储量分别约占20.6%、3.5%。

图1：截至2020年俄罗斯煤炭储量位列全球第二



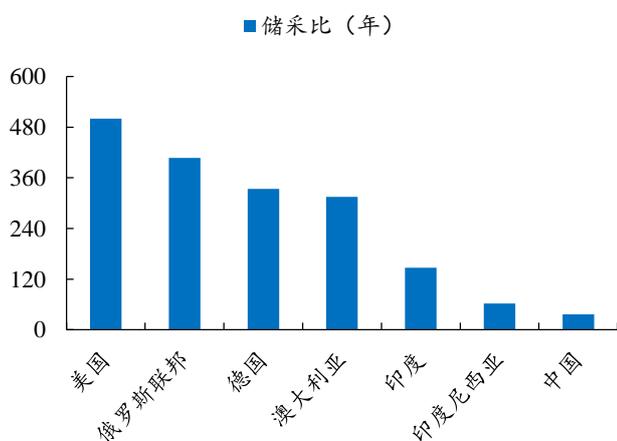
数据来源：BP、开源证券研究所

图2：截至2020年俄罗斯煤炭资源储量占全球的15.1%



数据来源：BP、开源证券研究所

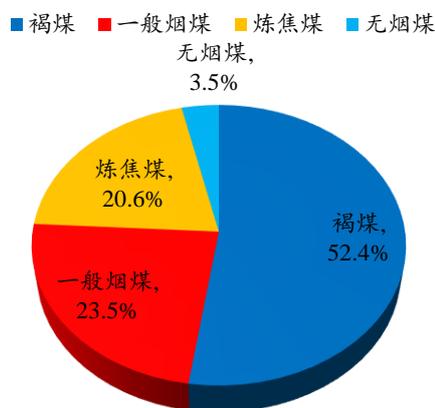
图3：截至2020年俄罗斯探明煤炭可采年限达407年



数据来源：BP、开源证券研究所

备注：其中美国煤炭储采比超过500年但未披露具体数据

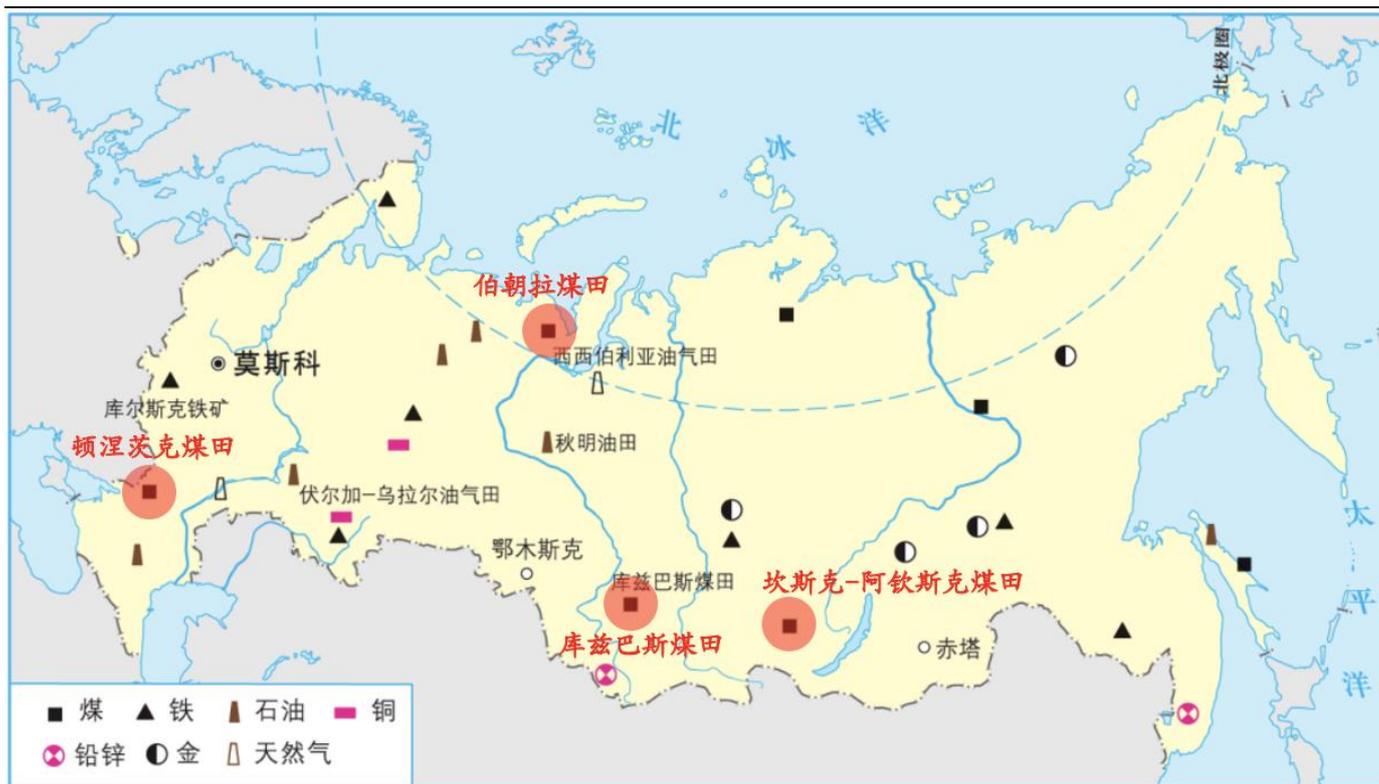
图4：俄罗斯煤炭资源储量以褐煤和一般烟煤为主



数据来源：掌上煤焦公众号、开源证券研究所

俄煤资源分布不平衡，四大主力煤田产量超六成。俄罗斯有 22 个煤田，129 个单独的矿区，煤炭开采地区遍布其 7 个联邦区、25 个俄联邦主体及 85 个地级市，其中有 58 个煤炭工业城市规划基地。从地区分布来看，俄罗斯煤炭资源分布不平衡，其中 3/4 以上煤炭分布在俄罗斯亚洲部分，1/4 分布在俄罗斯欧洲部分，主力煤田分别为库兹巴斯煤田、坎斯克-阿钦斯克煤田、伯朝拉煤田和顿涅茨煤田，总产量约占全国总产量的 60% 以上，其中库兹巴斯为炼焦煤主产区，焦煤产量超过全国 70%，为全俄第一大炼焦煤生产基地。相对而言，在已勘探的煤矿中，目前远东地区的煤炭储量较少，主要原因在于远东地区气候寒冷，勘探和开采的成本较高，因此目前煤炭的勘探率整体较低。

图5：俄罗斯四大主力煤田地理分布



资料来源：掌上煤焦公众号、地理物学院、开源证券研究所

表1：俄罗斯四大煤田资源禀赋

矿区名称	储量(亿吨)	产能(亿吨)	煤种	灰份(%)	硫份(%)	燃烧热量(MJ/kg)
库兹巴斯	682	2.38	动力煤、焦煤	10-16	0.3-0.8	22.8-36
坎斯克-阿钦斯克	1181	0.41	褐煤为主	6-15	0.3-1	11.8-15.5
伯朝拉	75	0.21-0.24	焦煤、动力煤	8.5-25	0.5-1	24-29
顿涅茨克	97	0.06-0.09	动力煤、焦煤	10.5-29	1.8-4.2	21-34

数据来源：《21 世纪俄罗斯煤炭工业现状及未来发展战略》梁萌等、开源证券研究所

1.2、俄煤产量规模相对稳定，近年来扩产步伐较为缓慢

俄煤产量规模维持相对稳定，近年来产量 CAGR 为-0.1%。2023 年全球煤炭产量为 87.4 亿吨，同比+1.8%，俄罗斯 2023 年煤炭产量 4.3 亿吨，同比-1%，煤炭产量

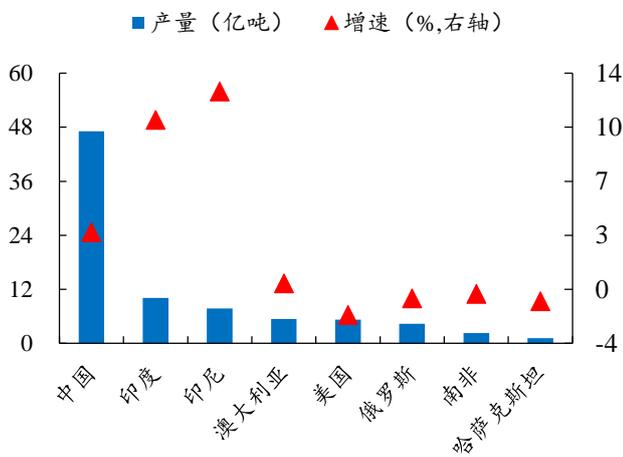
在全球主要产煤国中位列第六，占全球煤炭产量比重达 5.3%。整体来看，近年来俄罗斯煤炭产量规模维持相对稳定，2018-2023 年间俄罗斯煤炭产量 CAGR 为-0.1%，产量规模变化幅度较小，基本维持在 4.3~4.4 亿吨水平；2024 年 1-4 月，俄罗斯煤及褐煤产量累计为 1.44 亿吨，较上年同期仅增长 0.3%。

表2：2018-2023 年间俄罗斯煤炭产量维持相对稳定（亿吨，%）

国家	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		CAGR 2018-2023 年
	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速	
中国	37.0	4.9	38.5	4.0	39.0	1.4	45.6	10.5	45.6	10.5	47.1	3.4	4.9
印度	7.4	7.1	7.3	-1.6	7.4	0.8	0.1	12.1	9.1	12.1	10.1	10.9	6.3
印尼	6.8	-2.7	6.2	9.5	5.6	-8.3	6.8	11.6	6.8	11.6	7.8	12.8	2.5
美国	5.8	3.8	6.4	-6.7	4.9	-23.7	5.4	3.4	5.4	3.4	5.3	-2.1	-1.9
澳大利亚	5.6	20.0	6.1	2.8	5.7	-7.7	5.4	-3.7	5.4	-3.7	5.4	0.0	-0.6
俄罗斯	4.3	6.1	4.4	1.0	4.0	-8.2	4.4	0.4	4.4	0.4	4.3	-1.0	-0.1
南非	2.5	0.3	2.6	2.2	2.5	-4.4	2.3	-1.2	2.3	-1.2	2.3	-0.7	-2.0
德国	1.7	-3.0	1.3	-21.0	1.1	-18.2	1.3	3.6	1.3	3.6	1.0	-21.8	-9.2
波兰	1.2	-3.7	1.1	-8.2	1.0	-10.4	1.1	0.5	1.1	0.5	0.9	-17.7	-6.2
哈萨克斯坦	1.2	4.9	1.2	-2.6	1.1	-1.6	1.2	1.5	1.2	1.5	1.2	-1.2	-0.3
世界	78.1	3.3	79.4	1.7	75.8	-4.8	85.8	7.0	85.8	7.0	87.4	1.8	2.3

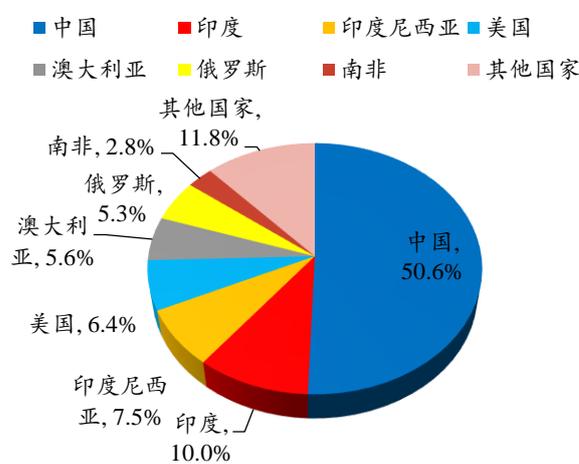
数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

图6：2023 年俄罗斯煤炭产量位居世界第六



数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

图7：2023 年俄罗斯煤炭占全球煤炭产量比重达 5.3%



数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

俄煤虽有扩产规划，但近年来扩产步伐较为缓慢。根据 2020 年俄总理签署的《俄罗斯联邦 2035 年前煤炭工业发展规划》，俄将全面提升煤炭工业生产能力，在库兹巴斯、罗斯托夫州、远东和东西伯利亚地区建设新的煤炭生产综合体，煤炭开采量有望从 2018 年的 4.39 亿吨提升到 2035 年的 4.85 亿吨（CAGR 为 0.6%），并同步发展铁路和港口基础设施，以此为外销国际市场提供保障，预计俄罗斯东西伯利亚地区以及东部地区的煤炭产量份额或将增加。但从 2018-2023 年俄煤产量来看，近年来俄煤产量近乎未实现增长，若要实现《规划》中 2035 年 4.85 亿吨的计划产量，

2023-2035 年间俄煤产量 CAGR 需达到 1%。

图8: 《俄罗斯联邦 2035 年前煤炭工业发展规划》实施三阶段目标



资料来源: 中华人民共和国商务部、开源证券研究所

2、俄煤出口重心转向亚太, 2024 年始出口下滑或已成趋势

2.1、俄国内煤炭需求下行, 出口亦从欧洲转向中国和印度

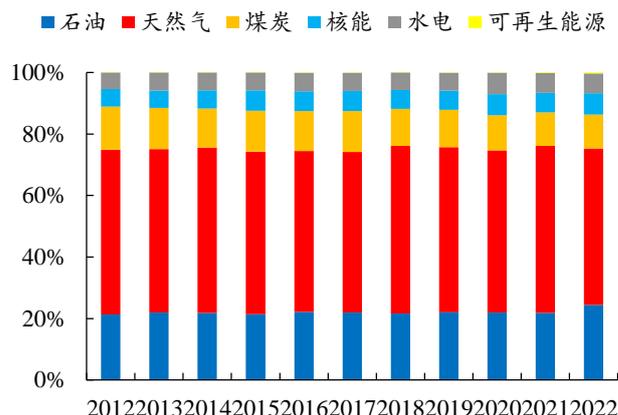
俄罗斯国内煤炭消费走弱。近年来, 俄罗斯国内煤炭消耗量呈下降趋势, 2022 年俄罗斯消耗煤炭 3.19 艾焦, 较 2021 年下降 7%, 2012-2022 年俄罗斯煤炭消费量 CAGR 为-2.5%, 煤炭占一次能源消费比例亦从 2012 年的 14% 下降至 2022 年的 11.1%。总体来看, 俄罗斯煤炭需求走弱有两方面原因: 一是与中国“富煤、贫油、少气”的能源结构不同, 俄罗斯的能源消费结构较为均衡, 天然气供给尤为充足, 石油、天然气和地热能为主要消费能源, 煤炭需求较小, 叠加 2021 年前天然气价格相对较低, 俄罗斯减少对煤炭能源消费; 二是俄罗斯经济增速较慢, 国内对于煤炭的需求量相对平稳, 尤其受新冠疫情及地缘因素冲击, 近年来俄罗斯经济增长承压, 进一步压制煤炭需求释放。根据《俄罗斯到 2050 年前实现温室气体低排放的社会经济发展战略》, 俄罗斯计划支持低碳和无碳技术的应用和拓展, 刺激二次能源使用, 未来煤炭在俄罗斯的消费结构中占比将进一步下滑, 且随着地缘因素对俄罗斯经济影响持续, 预计短期俄罗斯煤炭需求或难有明显回升, 这也意味着在俄罗斯煤炭产量保持相对平稳的情况下, 俄罗斯煤炭产量或主要通过出口的方式消纳。

图9：俄罗斯国内煤炭消耗量整体呈下降趋势



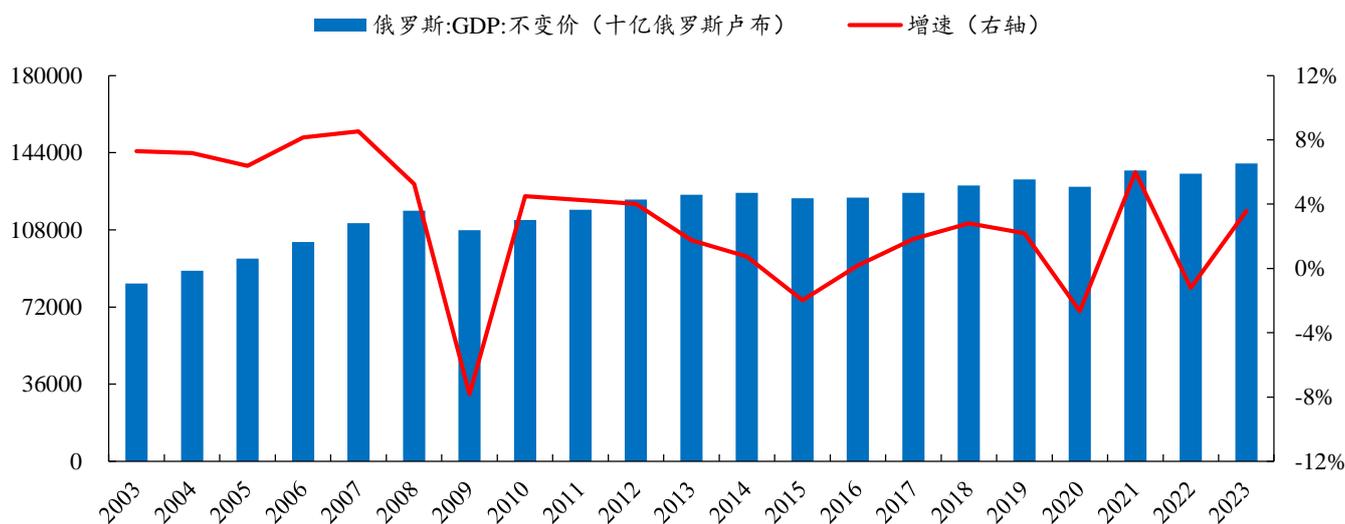
数据来源：KPMG、开源证券研究所

图10：俄罗斯一次能源消费中煤炭消费占比逐年下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

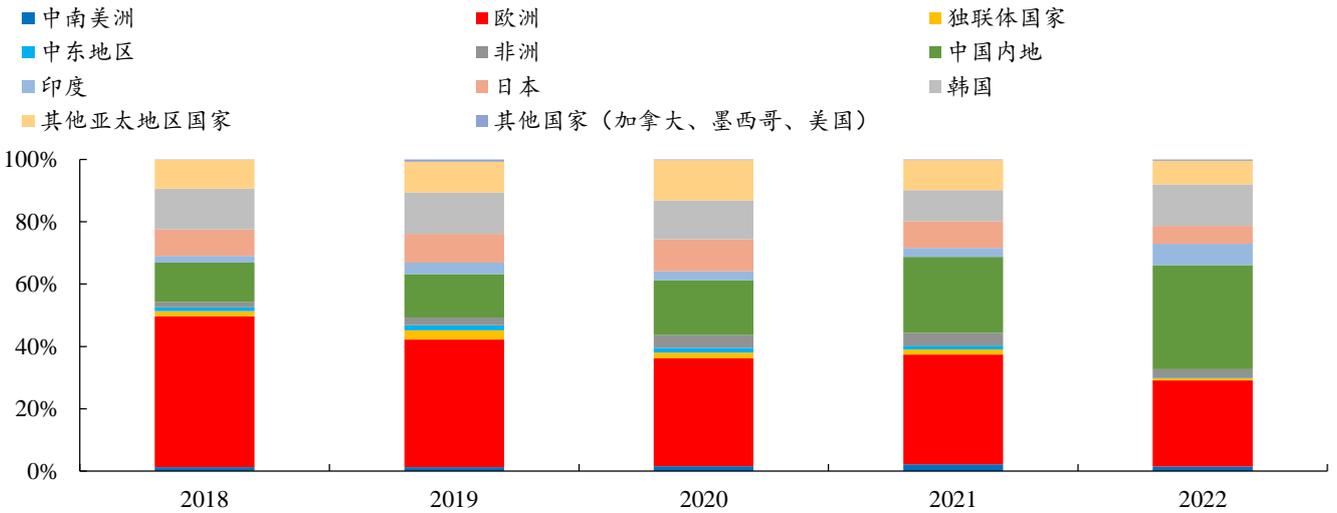
图11：近年来俄罗斯 GDP 增速趋缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

俄煤出口逐渐由欧洲转向中国和印度。近年来，随着欧洲国家“去煤化”快速推进，煤炭需求快速下滑，反观亚洲市场，不仅有需求长期比较稳定的日韩市场，还有中国、印度等快速增长的煤炭进口需求，近年来俄罗斯煤炭出口“西风东渐”趋势日益明显。2018 年俄罗斯出口煤炭中约有 48.46% 出口至欧洲地区，而出口至中国（12.56%）、印度（2.13%）、日本（8.59%）和韩国（13.07%）的煤炭占比合计仅占 36.34%；到 2021 年，俄罗斯煤炭出口至中国和印度的比重分别提升至 24.37%、2.84%，而出口至欧洲的占比降低至 35.23%。2022 年受地缘冲突影响，俄罗斯煤炭受到欧洲地区歧视，欧盟对俄罗斯的第五轮制裁提出从 2022 年 8 月起，禁止购买、进口或转运产自俄罗斯的煤炭，也不允许俄罗斯其它固体化石燃料进入欧盟市场，加速了俄罗斯煤炭出口结构由欧洲向中国和印度转变。2022 年俄罗斯煤炭出口至中国占比达到 33.40%，中国超过欧洲成为俄罗斯煤炭第一大进口国，出口至印度占比亦从 2021 年的 2.84% 大幅提升至 6.90%。

图12：俄罗斯煤炭出口重心由欧洲转向中国和印度等亚洲地区

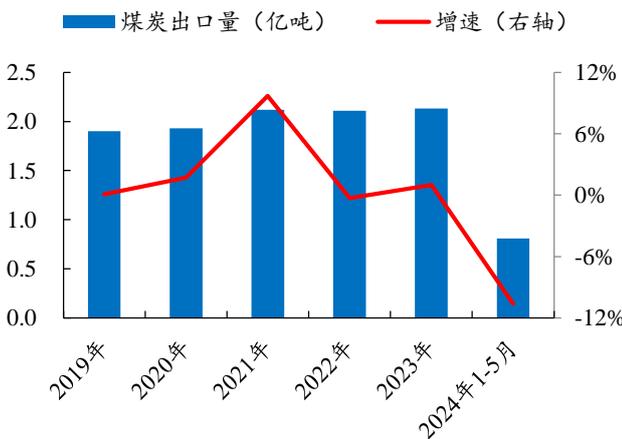


数据来源：BP、KPMG、开源证券研究所

2.2、俄煤出口量和中国进口俄煤量均负增长，2024 年或成拐点

2024 年始俄煤出口量和出口量占产量比重均下降。近年来，在俄罗斯国内煤炭生产维持相对稳定、国内煤炭消费需求整体走弱的情况下，俄罗斯煤炭出口量维持相对高位，2023 年俄罗斯煤炭出口量为 2.13 亿吨，同比+1%，煤炭出口亦成为国内所产煤炭的重要消纳方式，俄罗斯煤炭出口量占产量比重由 2019 年的 43.5% 稳步提升至 2023 年的 49.5%。2024 年以来，受国际市场下行、西方国家制裁、成本压力增加以及俄罗斯 2024 年一季度 GDP 增速回升等因素影响，俄罗斯对国际煤炭市场的供应出现下滑，2024 年 1-5 月俄罗斯煤炭出口量为 0.81 亿吨，同比-10.6%，2024 年 1-4 月煤炭出口占产量比重亦下降至 43.3%。

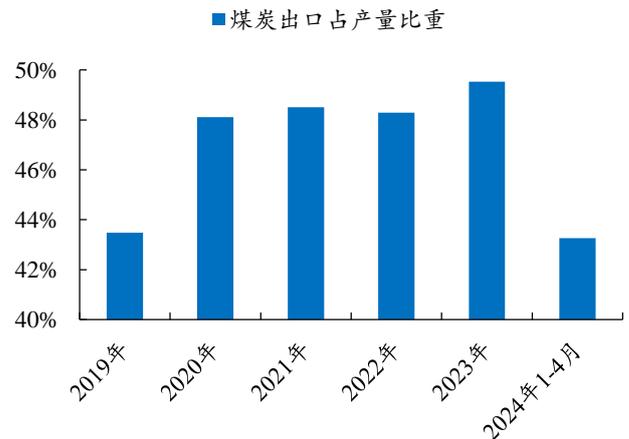
图13：2024 年始俄煤出口量转负增长



数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

备注：其中 2024 年为 1-5 月数据

图14：2024 年始俄煤出口量占产量比重明显下滑

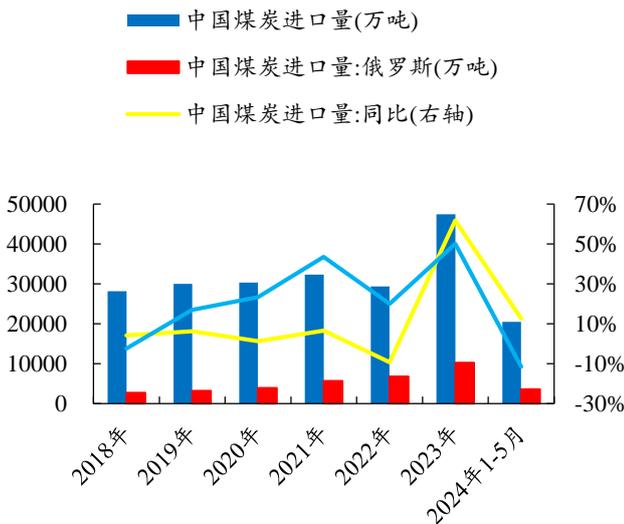


数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

备注：其中 2024 年为 1-4 月数据

2024 年始中国进口俄煤增速由正转负。中国作为全球第一大煤炭消费国，近年来煤炭进口数量整体保持上升趋势，俄罗斯逐渐成为中国煤炭的重要进口国。2022 年海外高企的煤价抑制了部分煤炭进口需求，叠加在能源保供背景下国内煤炭产量稳定释放，弥补了进口量下滑带来的缺口，全年国内进口煤炭 2.93 亿吨，同比-9.2%；而在地缘因素影响下，从俄罗斯进口煤炭数量逆势同比+20%，中国进口俄煤占进口煤炭数量比重由 2021 年的 17.6% 提升至 2022 年的 23.2%。2023 年受国际煤炭供应形势好转影响，叠加国内能源保供及进口煤炭零关税政策的实施，以及国际煤炭价格持续走低背景下进口煤到岸价比内贸煤价格具有优势，国内进口煤炭 4.74 亿吨，同比+61.8%；同期中国进口俄煤 1.02 亿吨，同比+50%，而在中国进口澳煤恢复以及俄罗斯自 10 月 1 日起实施弹性关税的背景下，中国进口俄煤占比小幅下滑至 21.5%。2024 年由于国内煤价中枢进一步下移，进口煤价格优势减弱，2024 年 1-5 月中国煤炭进口 2.05 亿吨，同比仅+12.6%，而由于受到俄煤运输受阻和成本增加的影响，以及美国宣布对俄煤企实行新一轮制裁，愿意接货的国际终端用户进一步减少，再加上俄罗斯政府 3 月开始重新对煤炭出口征收与卢布汇率挂钩的弹性出口关税，进一步削弱了俄煤的出口竞争力，2024 年 1-5 月中国进口俄煤同比-11.5%，2024 年 1-5 月中国进口俄煤占比明显下滑至 17.6%。

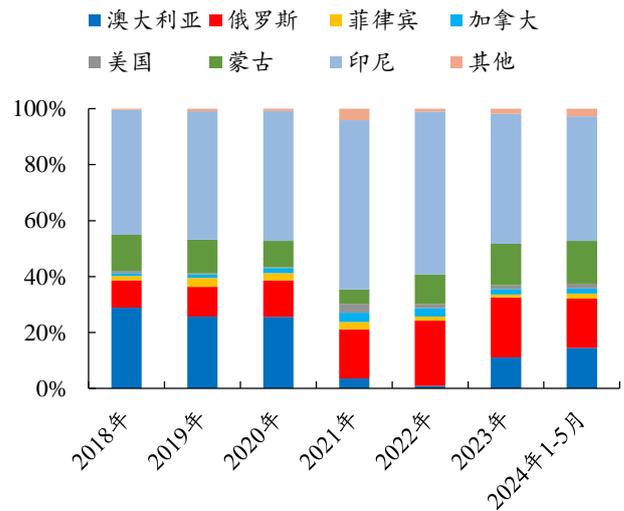
图15：2024 年始中国进口俄煤量同比大幅下滑



数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中 2024 年为 1-5 月数据

图16：2024 年始中国进口俄煤占比明显下滑

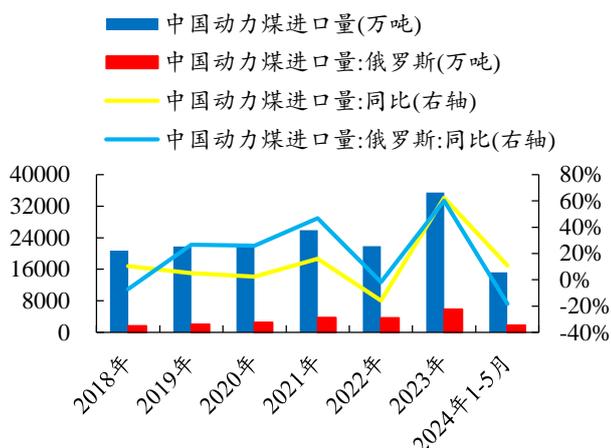


数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中 2024 年为 1-5 月数据

动力煤方面，2024 年始中国进口俄动力煤量明显下滑。2023 年中国进口动力煤（具体包括海关总署商品列表中的其他烟煤、其他煤和褐煤）3.5 亿吨，同比+62.3%，进口俄动力煤 0.59 亿吨，同比+60.1%，在中国恢复澳煤进口后，2023 年中国进口澳动力煤比重由 2022 年的 0.3% 提升至 13.9%，中国进口俄动力煤占比则由 2022 年的 16.8% 小幅回落至 2023 年的 16.5%。2024 年 1-5 月中国进口动力煤 1.52 亿吨，同比增速回落至 10.9%，进口俄动力煤 0.18 亿吨，同比-18.3%，进口澳动力煤占比进一步提升至 17.9%，与此同时进口俄动力煤占比回落至 11.8%。

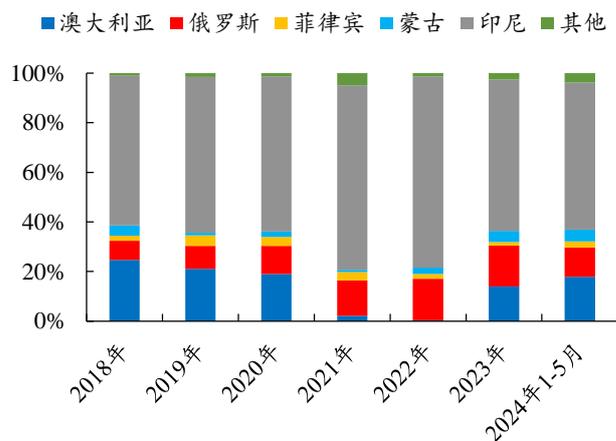
图17：2024 年始中国进口俄动力煤量同比大幅下滑



数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中2024年为1-5月数据

图18：2024 年始中国进口俄动力煤占比明显下滑

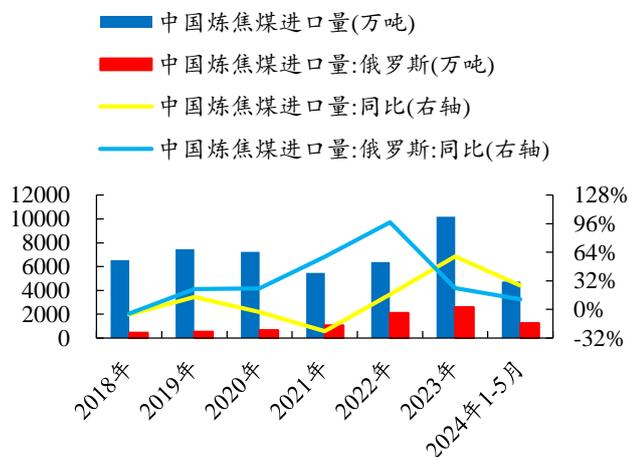


数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中2024年为1-5月数据

炼焦煤方面，2024 年始中国进口俄炼焦煤增速放缓。2021 年受国内产量回升和消费需求下跌影响，中国进口炼焦煤数量同比-24.4%，2022 年在 2021 年低基数下，中国进口炼焦煤数量同比+16.9%，但由于中国进口澳炼焦煤占比由 2020 年的 48.4% 下降到 2021 和 2022 年的 11.3%、3.4%，中国加大了对俄炼焦煤的进口，2021 年和 2022 年中国进口俄罗斯炼焦煤的数量同比+59%、97.4%。虽然 2023 年中国恢复了澳煤的进口，但受蒙古和俄罗斯炼焦煤竞争影响，澳煤整体供给增量空间有限，而 2023 年二季度后，俄罗斯煤炭的价格优势逐渐减少，中国进口蒙古炼焦煤数量快速增长，2023 年中国进口炼焦煤同比+57.4%，而进口俄炼焦煤同比仅+23.7%，蒙煤进口占中国进口炼焦煤比重由 2022 年的 40.1% 提升至 2023 年的 53%，俄煤进口占中国进口炼焦煤比重则由 2022 年的 33% 下降至 25.6%。2024 年 1-5 月中国进口炼焦煤 0.47 亿吨，同比+26.8%，在进口澳炼焦煤占比有所回升的背景下，中国进口俄炼焦煤 0.13 亿吨，同比+11.3%，进口俄炼焦煤占比小幅回升至 26.3%，俄罗斯仍仅次于蒙古，为中国第二大炼焦煤进口国。

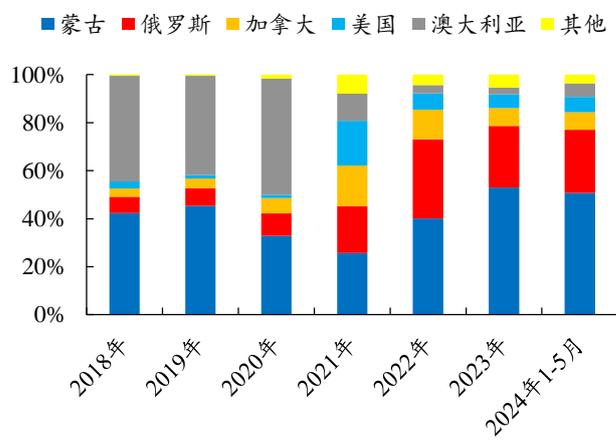
图19：2024 年始中国进口俄炼焦煤量同比增速放缓



数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中2024年为1-5月数据

图20：2024 年始中国进口俄炼焦煤占比小幅回升



数据来源：海关总署、开源证券研究所

备注：其中2024年为1-5月数据

3、“量-价”视角：中国进口俄煤数量或难有高增长

3.1、煤炭产量：俄煤生产缺乏弹性，疫后产量增长不及预期

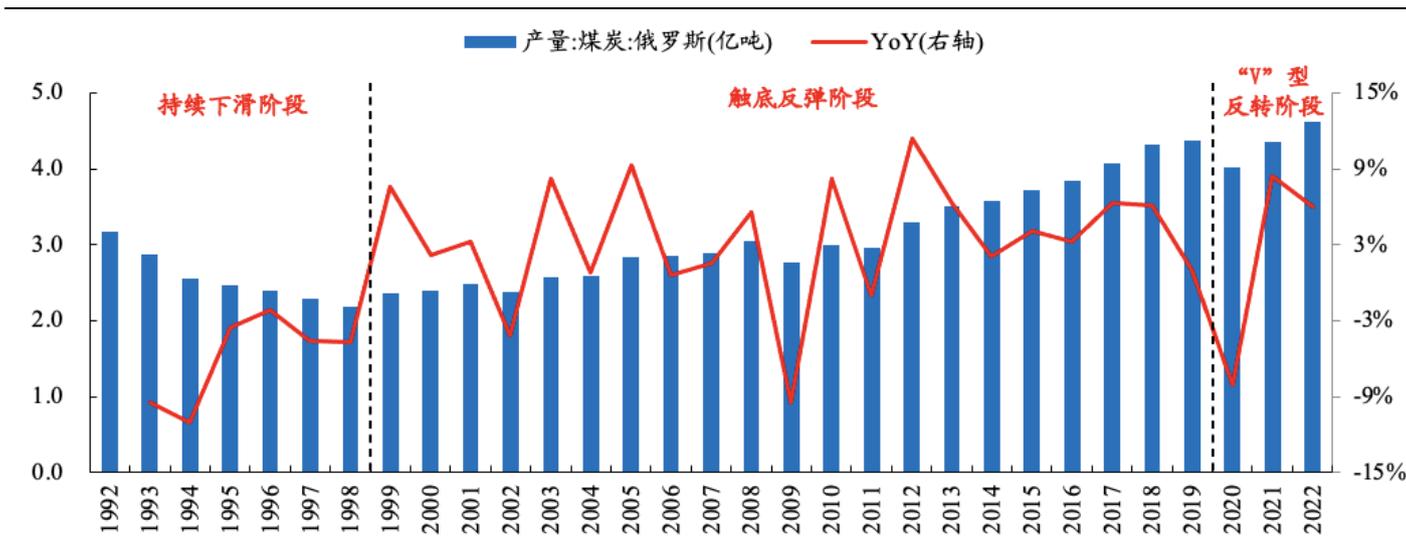
自1992年《联邦条约》签署、新的国家俄罗斯联邦正式形成至今，俄罗斯煤炭产量变化大致可以分为三个阶段：

第一阶段为持续下滑阶段（1992-1998年）：苏联解体后，俄罗斯工业及能源生产出现明显下降，同时，1993年俄罗斯开始进行煤炭工业改革，大量不具备安全条件或者亏损的煤矿关闭，煤炭产量急剧下降，叠加1997年亚洲金融危机波及俄罗斯国内经济，1992-1998年俄罗斯煤炭产量连续6年负增长，煤炭产量从1992年的3.16亿吨滑落至1998年的2.19亿吨，下滑幅度达到30.89%。

第二阶段为触底反弹阶段（1999-2019年）：进入21世纪以来，俄罗斯能源强国战略的推行促使煤炭产量和出口量持续增长，煤炭工业关注重点涵盖了煤炭产品多样化和商品煤质量提高、铁路和港口基础设施建设发展以及采矿安全和环境保护等方面问题。随着新建大型煤炭企业的技术改造和现代化矿井的建成投产，俄罗斯煤炭生产效率不断提高，煤炭产量持续增长。虽然2008年金融危机影响下，俄罗斯煤炭产量在2009年和2011年分别下滑9.5%、1.0%，但总体而言，1999-2019年期间，俄罗斯煤炭产量保持了持续增长态势，煤炭产量从1998年的2.19亿吨提高至2019年的4.37亿吨，上涨幅度达到99.85%。

第三阶段为“V型”反转阶段（2020年-至今）：2020年全球疫情对俄罗斯供应链也造成了一定扰动，2020年俄罗斯生产煤炭4.01亿吨，较2019年下滑8.1%。2021年随着疫情对全球及俄罗斯经济的扰动减弱，俄罗斯煤炭产量出现“V型”反转，2021年俄罗斯煤炭产量已恢复至2019年99.6%水平，达4.35亿吨。2022年至今，俄罗斯煤炭产量稳步增长，已恢复至疫情前水平。

图21：1992年以来，俄罗斯煤炭产量整体划分为3个阶段



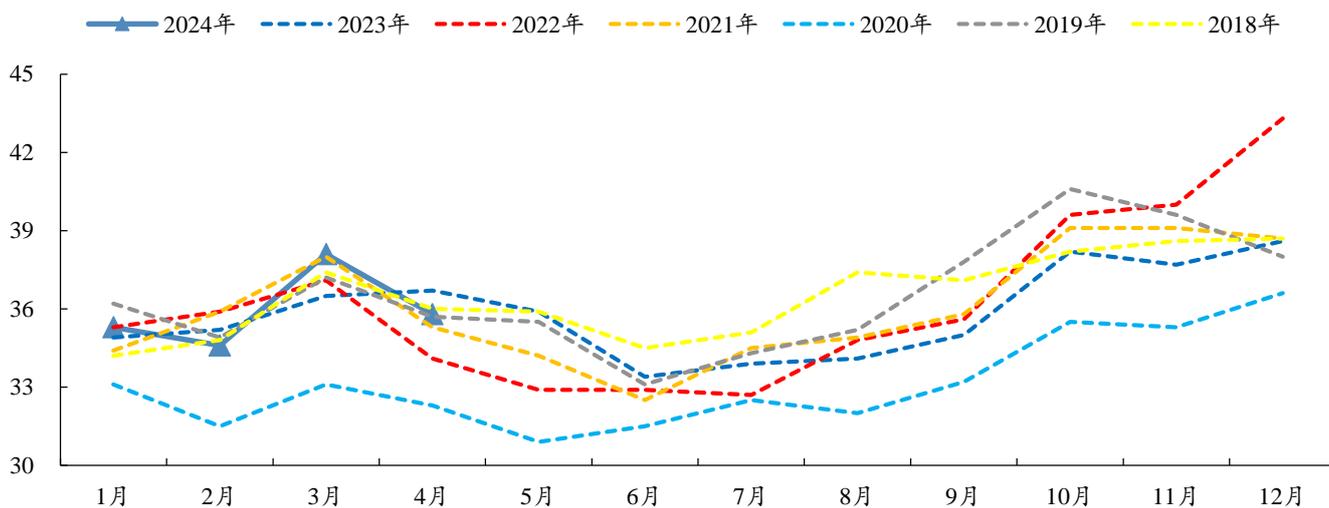
数据来源：Wind、开源证券研究所

俄煤产量虽有恢复，但反弹力度未及预期。2021年俄罗斯煤炭产量4.3亿吨，

同比+8.8%，较 2020 年产量有明显恢复，但在 2022 年国际煤炭价格高企的背景下，俄罗斯煤炭开采量较 2021 年仅增长 0.42%，2023 年俄罗斯煤炭产量同比-0.94%，出现一定程度下滑，2024 年 1-4 月俄罗斯煤炭产量 1.44 亿吨，同比仅+0.35%。总体来看，自 2021 年俄罗斯煤炭产量从 2020 年底反弹以来，俄罗斯煤炭产量基本维持在疫情前水平，产量供给并未出现明显的反弹。

俄煤盈利显著下滑或是煤炭产量无增量的主因。2023 年以来俄罗斯煤炭生产商一直面临各种挑战和不利因素，包括全球煤价下跌、西方国家制裁、铁路运价和港口转运费率上升，以及由于俄罗斯铁路网运输能力有限和运输距离较长（货运费昂贵）而导致的物流问题。在此背景下，2024 年一季度俄罗斯煤企盈利近乎出现深幅下滑：据俄罗斯国家统计局表示，2024 年一季度俄罗斯煤炭公司的利润与去年同期相比下降 96.9%，降至 47 亿卢布，2024 年一季度盈利企业占比为 50%，同比-11.3pct。煤炭企业盈利大幅收缩，或在一定程度上抑制煤炭企业的生产意愿，煤炭产量或难有明显增量，这也意味着俄罗斯对外出口煤炭的数量或难以明显扩大。

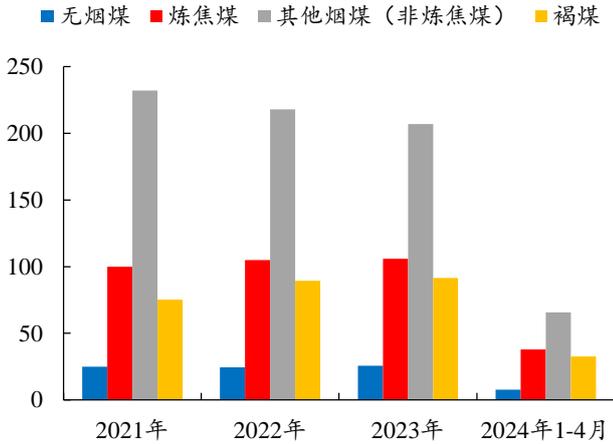
图22：2020 年以来俄罗斯煤炭产量基本稳定在疫情前水平，未出现明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

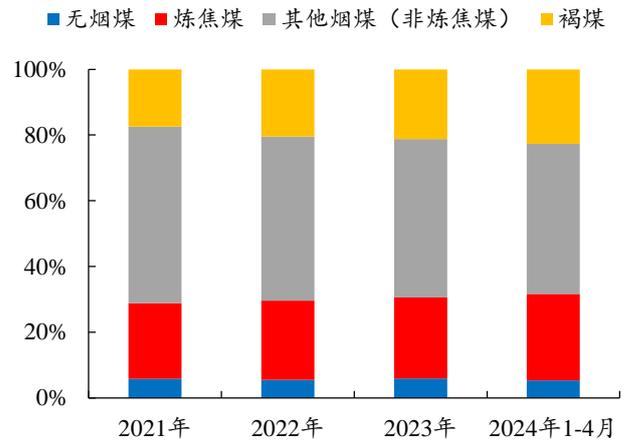
俄罗斯各煤种生产结构稳定，预计对外出口各煤种数量保持稳定。2023 年无烟煤/炼焦煤/一般烟煤（非炼焦煤）/褐煤产量占比分别为 6%/24.6%/48.1%/21.3%，2024 年 1-4 月无烟煤/炼焦煤/一般烟煤（非炼焦煤）/褐煤产量占比分别为 5.4%/26.3%/45.7%/22.7%，较 2021 年-0.4pct/+3.2pct/-8pct/+5.2pct。总体来看，近年来俄罗斯炼焦煤、褐煤生产占比有所提升，而一般烟煤（非炼焦煤）生产占比出现一定程度下滑，但整体来看，俄罗斯各煤种生产保持相对稳定，这也意味着俄罗斯对外出口各煤种的数量或不会出现较大变化。

图23：近年来俄炼焦煤和褐煤产量稳定增长（亿吨）



数据来源：Rosstat、中国煤炭经济研究会、开源证券研究所
备注：其中2024年为1-4月数据

图24：近年来俄罗斯各煤种生产结构相对稳定

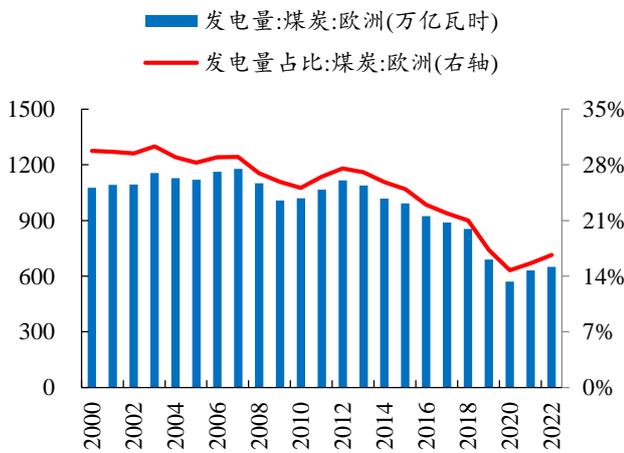


数据来源：Rosstat、中国煤炭经济研究会、开源证券研究所
备注：其中2024年为1-4月数据

3.2、铁路运量：俄铁路运力接近上限，短期俄煤出口或难明显放量

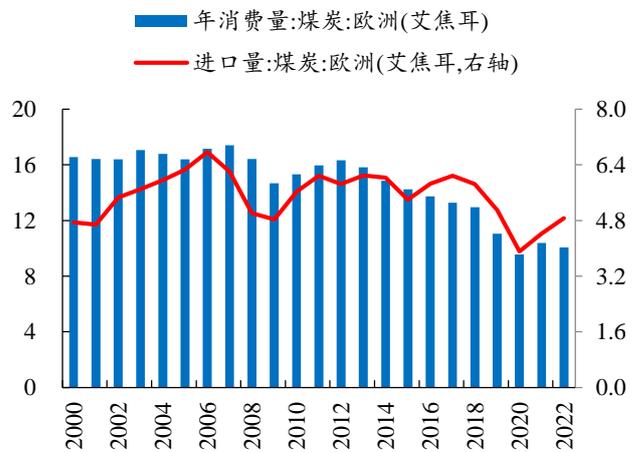
欧洲“去煤化”导致俄煤出口东移已是长期战略。在上个十年中，欧洲出台严格的环境法规，许多燃煤电站被迫关停，煤电的发电量持续下降，严重影响了欧洲的煤炭需求。2012-2022年欧洲煤炭发电量由1115.7亿千瓦时回落至650亿千瓦时，煤炭发电量占比同期由27.5%下降至16.7%。同时，欧洲地区煤炭消耗量亦从2012年的16.33艾焦耳降低至9.55艾焦耳。但由于欧洲地区煤炭生产大幅缩水，需要依靠俄罗斯进口煤维持需求，因此这一时期欧洲进口俄罗斯煤炭数量并未出现明显下滑。但由于俄罗斯意识到欧洲的去煤化进程难以支持俄罗斯煤炭出口的增长，因此俄罗斯煤炭出口重心早已开始向其他地区转移，其中，中国由于煤炭消费的持续增长，成为了俄罗斯煤炭出口转移的重要目的地。此外，日本、韩国、印度也成为俄罗斯煤炭出口的重要地区。

图25：欧洲煤炭发电量及煤炭发电占比大幅下降



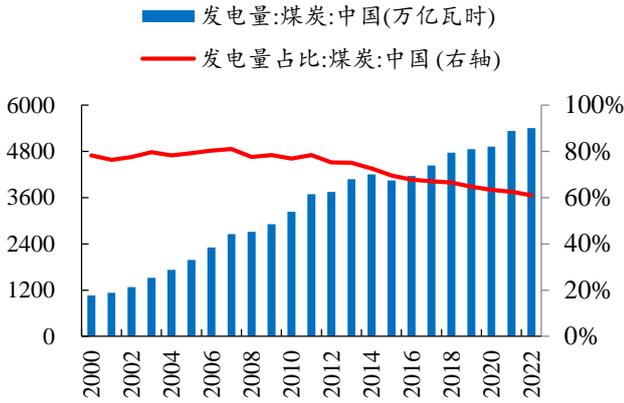
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：欧洲煤炭消费量自2013年以来快速下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：中国煤炭发电量保持稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

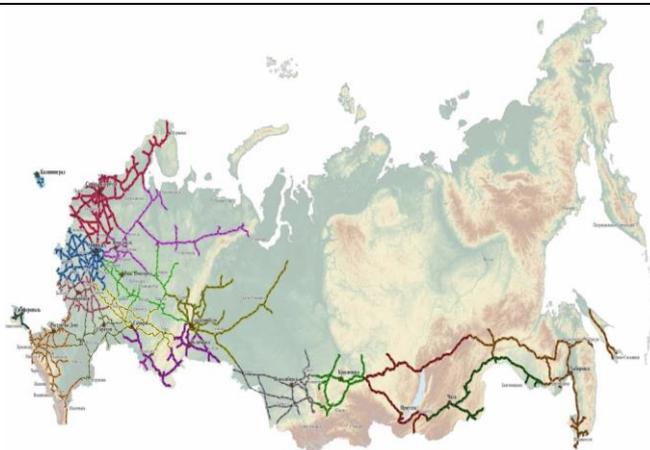
图28：中国煤炭消费量自 2015 年以来整体稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

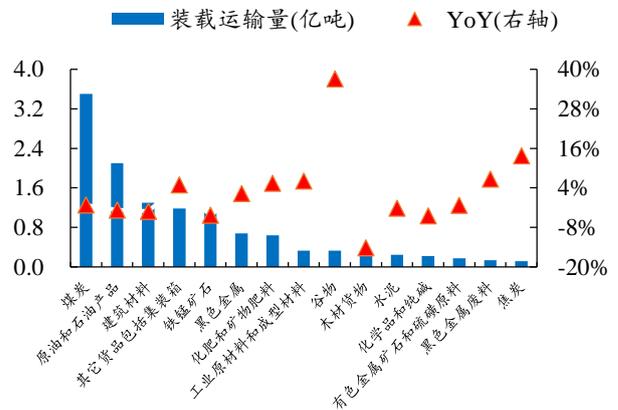
俄铁路运力限制导致俄煤向中国等亚洲地区出口短期或难有明显增量。俄罗斯出口至中国货物主要有海陆联运和陆上运输两种方式，现阶段仍以海陆联运方式为主（占比超 80%），陆上运输为辅。俄罗斯的铁路运输系统主要有两个方向，一个是从库兹巴斯煤田通往远东港口（海参崴、东方港、罗斯托夫等港口）方向，运输线路主要由泛西伯利亚大铁路（Trans-Siberia）和贝阿穆铁路（Baikal-Amur）组成，这一方向的平均运距为 5200 千米，主要运送煤炭至亚洲地区；另一个是从库兹巴斯煤田通往黑海港口、波罗的海港口和西北港口的方向，运输线路主要由泛西伯利亚大铁路和十月铁路及北向分支组成，西向三港口的平均运距为 4300 千米，主要运送煤炭至欧洲地区，这也导致了俄罗斯向西运输的成本低于向东运输的成本。据俄罗斯铁路公司（RZD）数据显示，2023 年俄罗斯铁路煤炭装载运输量累计为 3.5 亿吨，同比-1.2%，铁路煤炭装载运输量占总装载运输量占比为 28.4%。2023 年俄罗斯铁路向港口发运煤炭 1.8 亿吨，占向港口发运货物总量的 53.8%，其中俄罗斯通过远东港口出口煤炭 9420 万吨，同比增长 0.8%，通过西北港口出口煤炭 5580 万吨，同比增长 4.5%，通过南方港口出口煤炭 3000 万吨，俄罗斯铁路运往远东港口的货物增幅相对较小，或是受到俄罗斯东部运力限制的结果，亦表明俄罗斯煤炭向中国等亚洲地区出口短期或难有明显增量。

图29：俄罗斯铁路运输系统“东疏西密”

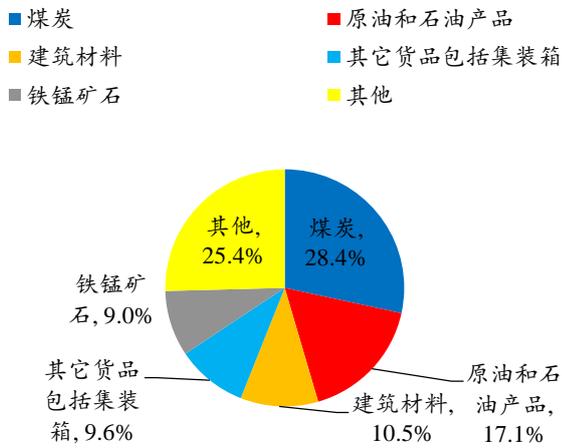


数据来源：历史网、开源证券研究所

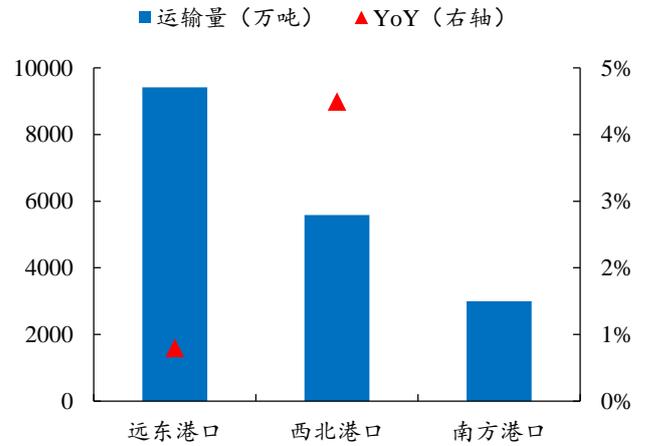
图30：2023 年俄铁路煤炭运量 3.5 亿吨，同比-1.2%



数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

图31：2023年俄铁路煤炭装载运输量占比为28.4%


数据来源：中国煤炭经济研究会、开源证券研究所

图32：2023年俄铁路向远东港口煤炭运输量增速较低


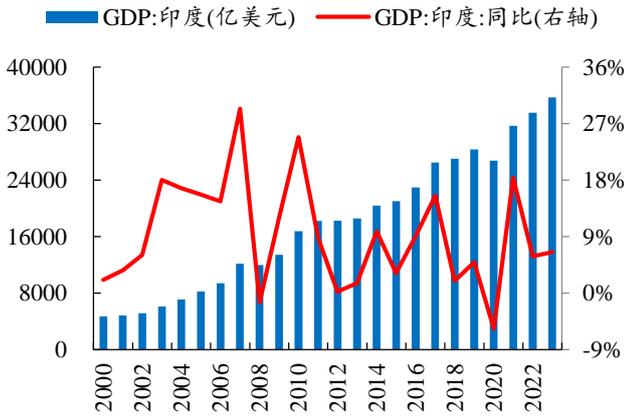
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

俄煤突破铁路运力瓶颈需要更长的建设周期。随着俄罗斯对中国、印度等亚洲国家煤炭出口的不断增长，俄罗斯东部铁路的运输能力升级迫在眉睫，俄罗斯已加快建设远东地区更加现代化的铁路网、提高港口的转运能力。目前，贝加尔-阿穆尔干线和西伯利亚大铁路是支撑整个东部地区路网的两大支柱，总运力达到了每年1.73亿吨，2023年的实际货物运量仅为1.505亿吨，由于并非所有货物都会走完整个线路，因此实际上两大铁路线运力已经接近满负荷。2024年2月29日，普京总统在议会发表演讲时提出俄罗斯计划斥资约40亿美元升级东部铁路，到2030年前将俄罗斯最长的两条铁路：西伯利亚大铁路和贝加尔湖-阿穆尔干线的运力提高至2.1亿吨，俄罗斯铁路公司董事会已宣布，最早将于2024年开始修建近千公里的新铁轨。由于东部铁路运力升级计划建设周期较长，且项目也面临制裁、能源转型和融资等风险，预计俄罗斯短期内东部地区运力提升规模有限，运力瓶颈突破或将只能循序渐进。

3.3、分流数量：印度煤炭需求旺盛，俄煤出口份额或向印度转移

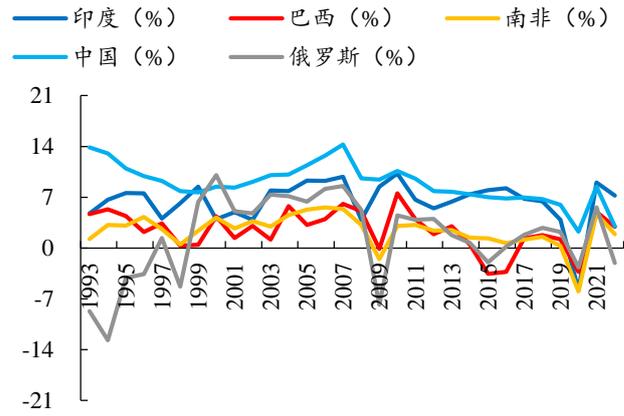
印度经济高速增长，人均能源消费水平仍有提升空间。近年来，受益于国内人口和劳动力资源优势，叠加在信息技术、服务业等领域强大的竞争力，印度通过融入全球经济、吸引外商投资实现经济迅猛发展，成为全球经济增长速度最快的国家之一。标普全球在2023年底发布的《2024年全球信用展望》报告指出，预计印度在未来至少3年内仍为全球GDP增速最快的大型经济体，最早于2030年有望成为全球第三大经济体。与中国的能源消费结构相似，煤炭在印度的能源消费中亦占有重要地位，但从一次能源人均消费量来看，2022年印度人均一次能源消费仅为25.7GJ/人，低于北美洲、中东、欧洲、中国、亚太、中南美洲等地区水平，未来人均能源消费水平仍有提升空间。

图33：近年来印度 GDP 增速维持高位



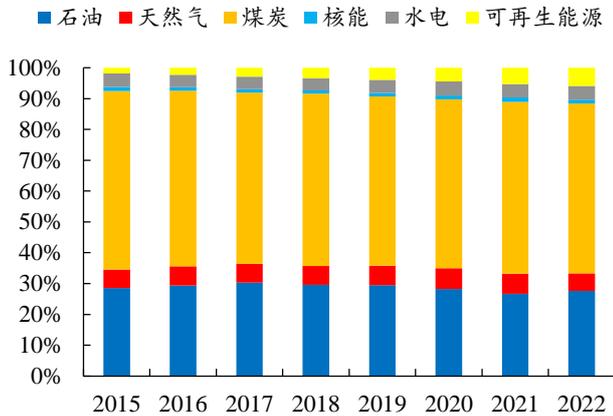
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：印度经济增速在主要新兴市场国家中处于领先



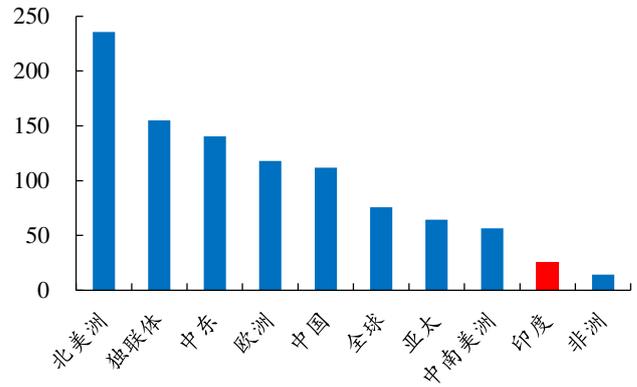
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2022 年煤炭在印度能源消费中占比为 55.13%



数据来源：Energy Institute、BP、开源证券研究所

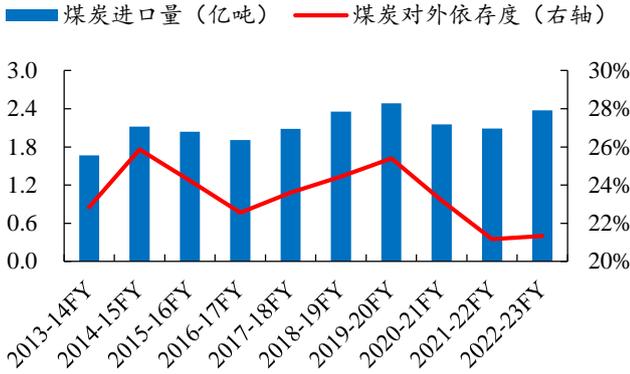
图36：2022 年印度能源人均消费量较低 (GJ/人)



数据来源：Energy Institute、开源证券研究所

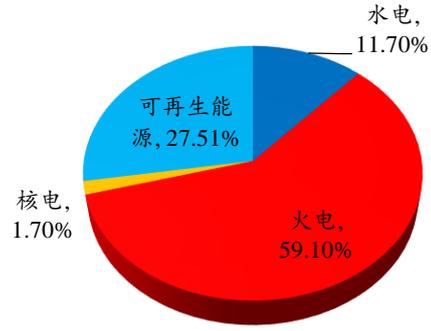
印度国内煤炭供不应求格局或将延续，进口需求有望持续增长。当前印度煤炭对外依存度超过 20%，未来对外依存度预计将维持高位。从需求端来看，印度煤电发电量占总发电量比例超过 70%，伴随印度电气化及工业化快速推进，印度煤电需求将持续增长；印度计划粗钢产量由 2022 年的 1.3 亿吨提升至 2030 年的 2.55 亿吨，且计划在 2030-31FY 将高炉炼钢比例提升至 60-65%，有望进一步提振对焦煤需求。从供给端来看，2022-23FY 印度煤炭产量为 8.92 亿吨，到 2029-30FY 印度煤炭产量将达到 15.49 亿吨，而据全球能源检测机构（GEM）统计，截至 2023 年 4 月，印度 100 万吨/年以上产能的在产矿井产能为 7.83 亿吨，拟建矿井产能为 5.58 亿吨，假设矿井正常建设周期为 3-5 年，据此推测目前拟建矿井约在 2026-2028 年前后才能投产，短期内印度煤炭供不应求格局仍将延续。根据我们在 2024 年 4 月 12 日发布的《海外煤系列一：印度，全球及中国煤炭格局的新变量》测算，在中性情形下，印度煤炭进口量预计将从 2022-23FY 的 2.38 亿吨提升至 2029-2030FY 的 3.33 亿吨，印度煤炭进口需求有望持续增长。

图37: 印度煤炭对外依存度超过 20%



数据来源: 印度煤炭部、开源证券研究所

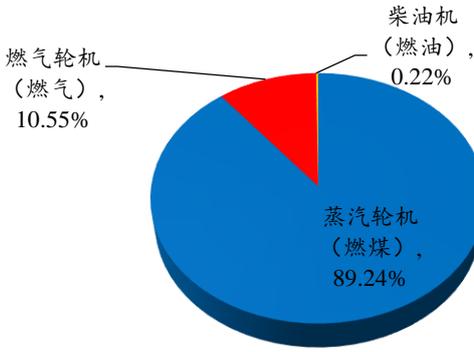
图38: 印度发电总装机容量中火电装机容量占 59.10%



数据来源: 印度中央电力局、开源证券研究所

备注: 数据截至 2022 年 3 月 31 日

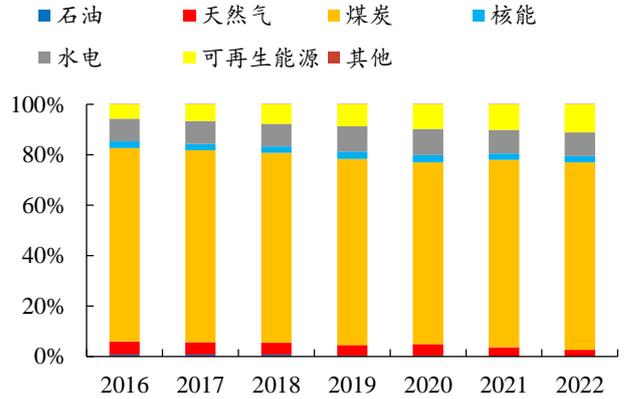
图39: 印度火电装机容量中蒸汽轮机装机容量占 89.24%



数据来源: 印度中央电力局、开源证券研究所

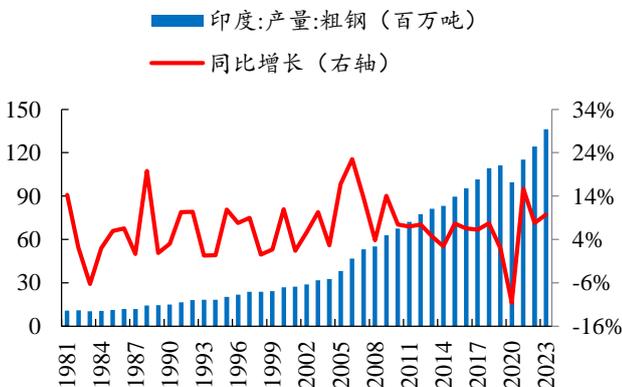
备注: 数据截至 2022 年 3 月 31 日

图40: 2022 年煤电贡献印度 74.28% 的发电量



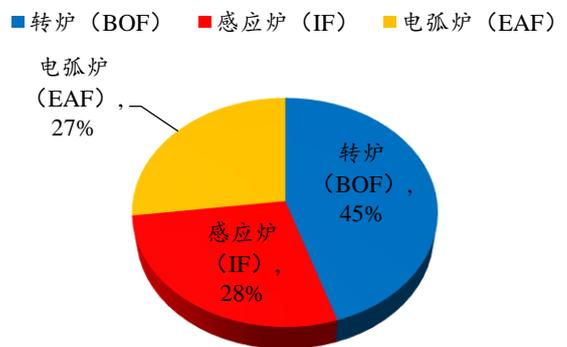
数据来源: Energy Institute、BP、开源证券研究所

图41: 2013-2023 年间印度粗钢产量 CAGR 为 5.31%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 印度仅有 45% 的粗钢为长流程转炉 (BOF) 生产



数据来源: Energy Institute、BP、开源证券研究所

备注: 数据截至 2021 年

表3：中性情形下 2022-23FY 至 2029-30FY 印度煤炭进口量预测（亿吨）

	2022-23FY	2023-24FY	2024-25FY	2025-26FY	2026-27FY	2027-28FY	2028-29FY	2029-30FY
非炼焦煤（动力煤）进口量预测								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.23	13.97	14.73	15.51
产量预测	8.18	8.79	9.44	10.13	10.88	11.69	12.56	13.48
进口量预测	1.82	1.99	2.17	2.37	2.35	2.28	2.18	2.02
炼焦精煤进口量预测								
需求量预测	0.61	0.68	0.77	0.86	0.97	1.09	1.22	1.37
产量预测	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
进口量预测	0.56	0.64	0.72	0.81	0.91	1.03	1.16	1.30
煤炭（非炼焦煤+炼焦煤）进口量预测								
需求量预测	10.61	11.45	12.38	13.36	14.2	15.06	15.95	16.88
产量预测	8.23	8.83	9.49	10.18	10.94	11.75	12.62	13.55
进口量预测	2.38	2.62	2.89	3.18	3.26	3.31	3.33	3.33

数据来源：Wind、BP、Energy Institute、印度煤炭部、印度中央电力局、开源证券研究所测算

印度进口俄非炼焦煤（即动力煤）及炼焦煤比重皆有所提升。近年来在欧盟和美国对俄罗斯实施多项制裁后，欧洲和部分亚洲国家减少了从俄罗斯的商品进口，印度则逆势增加了以优惠价格从俄罗斯进口钢铁、煤炭和原油的数量，2020-21FY 印度进口俄非炼焦煤占比为 3.31%，进口俄炼焦煤占比为 2.59%，到 2022-23FY 印度进口俄非炼焦煤占比和进口炼焦煤占比分别提升至 9.28%、7.99%。2022-23FY 受国际煤价大涨以及欧洲需求增加影响，印度对澳大利亚和南非高卡煤的需求出现下降，而更多地转向增加印尼低卡煤和俄煤进口，2023-24FY 受全球价格联动性和欧洲需求减少的推动，南非煤炭出口又从欧洲明显转向亚洲，南非煤炭对印度出口大幅增加，印度进口俄动力煤比重下降至 4.77%，而 2023-24FY 印度进口俄炼焦煤比重则延续前期增长趋势，提升至 9.19%。总体来看，近年来印度进口俄非炼焦煤及炼焦煤比重皆有所提升，与 2020-21FY 相比，2023-24FY 印度进口俄非炼焦煤和炼焦煤比重分别提升 1.46pct、6.6pct。

表4：近年来印度进口俄非炼焦煤（即动力煤）比重有所提升

	2020-21FY		2021-22FY		2022-23FY		2023-24FY		
	进口量 (亿吨)	占比 (%)	进口量 (亿吨)	占比 (%)	进口量 (亿吨)	占比 (%)	进口量 (亿吨)	占比 (%)	较 2020-21FY 占 比变化 (pct)
印尼	0.91	55.67	0.71	47.04	1.08	59.24	0.96	58.20	2.53
南非	0.31	19.02	0.26	17.20	0.17	9.61	0.33	19.80	0.78
澳大利亚	0.18	10.94	0.26	17.38	0.17	9.58	0.06	3.57	-7.37
俄罗斯	0.05	3.31	0.07	4.41	0.17	9.28	0.08	4.77	1.46
莫桑比克	0.02	1.16	0.05	3.14	0.07	3.91	0.05	2.94	1.78
美国	0.08	5.08	0.11	6.93	0.06	3.53	0.12	7.28	2.21
其他	0.08	4.81	0.06	3.90	0.09	4.85	0.06	3.44	-1.37
合计	1.64	-	1.52	-	1.82	-	1.65	-	-

数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所

备注：2020-21FY、2021-22FY、2022-23FY 为公布的年度数据，2023-24FY 未公布年度数据（使用月度数据加总计算）

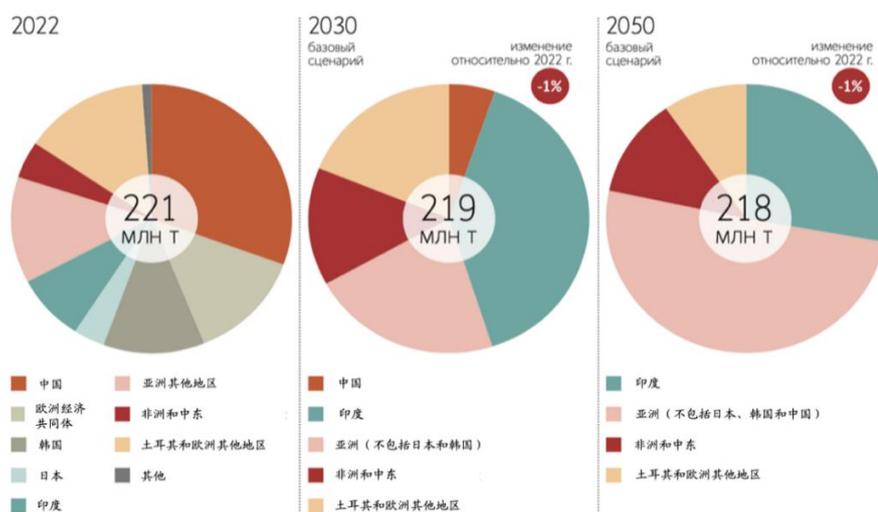
表5：近年来印度进口俄炼焦煤比重有所提升

	2020-21FY		2021-22FY		2022-23FY		2023-24FY		较 2020-21FY 占比变化 (pct)
	进口量 (亿吨)	占比 (%)							
澳大利亚	0.37	72.21	0.40	70.65	0.30	53.70	0.34	58.86	-13.36
美国	0.04	7.59	0.04	6.74	0.07	12.98	0.10	16.77	9.18
俄罗斯	0.01	2.59	0.02	2.76	0.04	7.99	0.05	9.19	6.60
加拿大	0.03	5.56	0.02	3.76	0.03	5.17	0.03	5.85	0.29
印尼	0.01	2.72	0.01	1.93	0.02	3.99	0.02	4.22	1.49
莫桑比克	0.02	3.25	0.02	3.17	0.02	3.71	0.02	4.01	0.76
其他	0.03	6.07	0.06	11.01	0.07	12.46	0.01	1.10	-4.96
合计	0.51	-	0.57	-	0.56	-	0.58	-	-

数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所

备注：2020-21FY、2021-22FY、2022-23FY 为公布的年度数据，2023-24FY 未公布年度数据（使用月度数据加总计算）

俄煤铁路运力有限，印度将分流更多俄煤出口份额。由于当前俄罗斯向东煤炭运输运力有限，印度进口俄煤需求的增长或在一定程度上对中国进口俄煤形成分流。据咨询公司 Yakov and Partners 的一项研究显示，十年内印度将成为俄罗斯煤炭出口的最大买家，预计到 2030 年俄罗斯向印度出口煤炭占比将提升至 40%，向中国出口煤炭占比将降低至 5%。据我们在《海外煤系列一：印度，全球及中国煤炭格局的新变量》报告中的测算，未来印度炼焦煤进口需求增长或更为明显，这也意味着印度进口俄煤的分流效应将更加明显，这一趋势亦在过去几年得到验证（2020-21FY 到 2023-24FY 印度进口俄炼焦煤比重较进口俄非炼焦煤比重提升更为明显），印度进口俄煤数量的增加也将在一定程度上减少中国进口俄煤的数量，尤其炼焦煤的分流效应或更加明显。

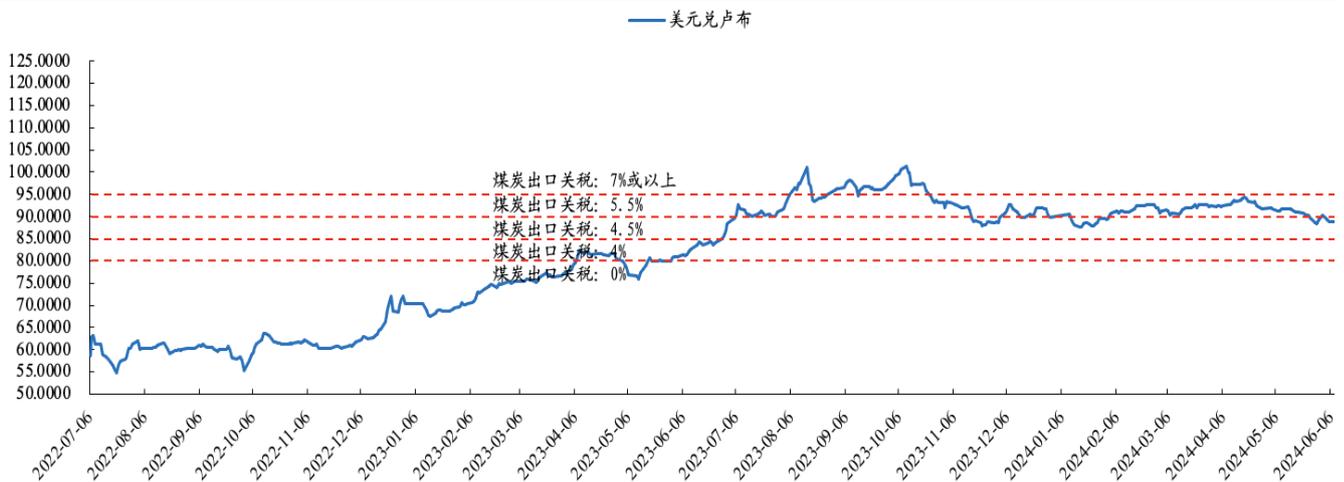
图43：到 2030 年俄罗斯向印度出口煤炭占比达 40%，而向中国出口煤炭占比下降至 5%


资料来源：vedomosti.ru

3.4、出口价格：俄煤出口关税致中国进口成本提高，俄煤竞争力下降

自2023年10月1日至今俄煤出口关税政策历经多次变化。2023年10月1日起，俄罗斯向FEACN代码下72组和73组内的所有货物征收临时出口关税（FEACN编号720529000的货物除外），其中包括铁矿石原料、热压块铁、焦炭、生铁和所有种类的煤，临时出口关税具体金额不固定，具体取决于中央银行在征税期间设定的卢布与美元之间的汇率，临时性出口关税持续至2024年年底。2024年1月10日，俄罗斯宣布取消跟卢布对美元挂钩的大部分俄罗斯煤炭出口税，其中包括俄罗斯动力煤、炼焦煤及无烟煤，但在2024年2月28日，俄罗斯政府再次宣布自2024年3月1日起恢复对煤炭出口征收与卢布汇率挂钩的出口关税，有效期至2025年2月28日。由于2024年以来俄罗斯煤炭出口下滑较多，2024年4月28日俄罗斯政府再次宣布将于5月1日至8月31日期间取消动力煤和无烟煤的出口关税。

图44：俄罗斯临时出口关税取决于中央银行在征税期间设定的卢布与美元之间的汇率



数据来源：Wind、Mysteel、开源证券研究所

图45：2023年10月至今俄罗斯煤炭出口关税政策演绎

01 2023年10月1日至2024年年底征收煤炭出口关税

自2023年10月1日起，俄罗斯将向FEACN代码下72组和73组内的所有货物征收临时出口关税，其中包括铁矿石原料、热压块铁、焦炭、生铁和所有种类的煤，该临时性出口关税将持续至2024年年底。

03 2024年3月1日恢复煤炭出口关税，有效期至2025年2月28日

俄罗斯联邦政府于2024年2月28日通过的第231号政府令“关于对2023年9月21日通过的俄罗斯联邦政府第1538号政府令进行修订”，决定自2024年3月1日起再次对煤炭征收于卢布汇率挂钩的出口关税，有效期至2025年2月28日。

02 2024年1月10日取消大部分煤炭（包括动力煤、炼焦煤、无烟煤）出口关税

就在2024年1月10日，俄罗斯在政府网站宣布取消跟卢布对美元挂钩的大部分俄罗斯煤炭出口税，其中包括俄罗斯动力煤、炼焦煤及无烟煤。

04 2024年5月1日至2024年8月31日期间取消动力煤和无烟煤的出口关税

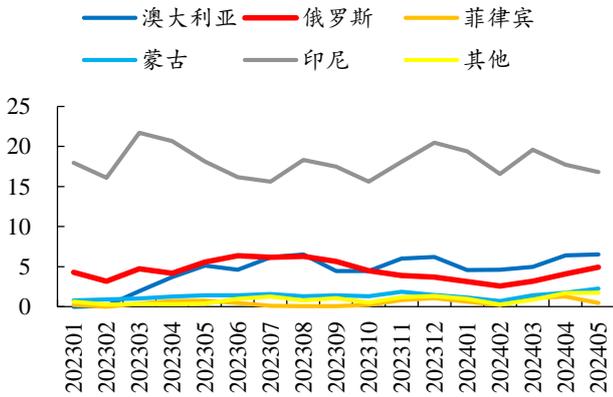
俄罗斯政府2024年4月28日表示，将于2024年5月1日至2024年8月31日期间取消动力煤和无烟煤的出口关税。

资料来源：Mysteel、俄矿源、哈尔滨海关、新华财经、开源证券研究所

俄煤出口关税政策实施将增加中国进口成本，俄煤进口量或预期收缩：

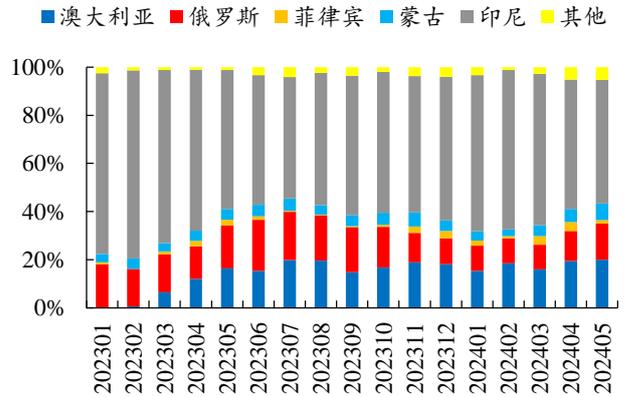
动力煤方面，2023 年以来随着澳煤进口的再次恢复，中国进口动力煤中进口澳煤的数量有所提高，2023 年 9 月中国进口澳大利亚动力煤占比达 14.8%，同期进口俄动力煤占比亦有所提升，2023 年 1 月中国进口俄动力煤占比为 17.9%，到 2023 年 9 月提升至 18.8%。自 2023 年 10 月俄罗斯煤炭出口关税实施后，俄动力煤价格优势有所减弱，2023 年 11 月初俄远东港口的动力煤交易价格约为 102 美元/吨，而同等质量的澳大利亚煤约为 95 美元/吨，在价格优势下中国加大对澳大利亚动力煤的进口，2024 年 4 月中国进口澳大利亚动力煤占比已提升至 19.4%，而进口俄动力煤占比同期回落至 12.4%。2024 年 4 月 28 日俄罗斯政府再次宣布将于 5 月 1 日至 8 月 31 日期间取消动力煤和无烟煤的出口关税，按照目前卢布汇率、5.5% 的关税、Q5500CFR 报价 90 美元/吨测算，取消煤炭出口关税政策对中国的进口商来说可降低进口成本 44 元/吨，将在一定程度上提升俄煤的竞争力，但由于当前内贸市场煤价震荡下跌，进口煤优势缩小，预计进口俄煤数量短期内难有明显提升，且伴随动力煤出口关税取消政策到 2024 年 8 月 31 日到期，届时俄罗斯或恢复动力煤出口关税，俄动力煤价格优势亦或有所减弱，并导致中国进口俄动力煤或难放量。

图46：2023 年下半年以来中国进口俄动力煤减少



数据来源：海关总署、开源证券研究所

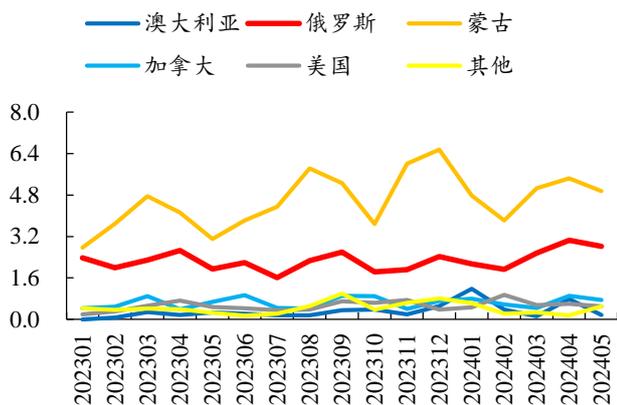
图47：自 2023 年 10 月以来中国进口俄动力煤占比下降



数据来源：海关总署、开源证券研究所

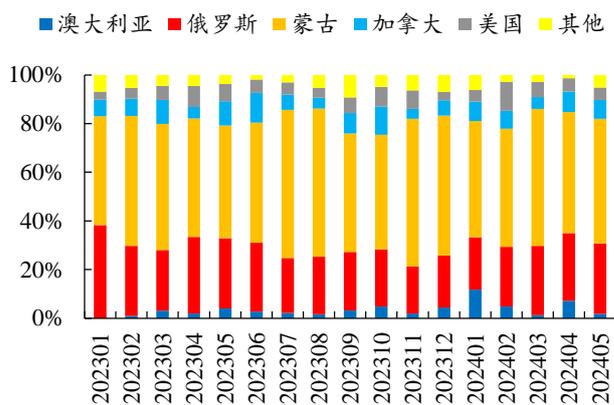
炼焦煤方面，随着中国对优质炼焦煤需求逐年增长，蒙古国煤炭进口又占据地理和市场价格优势，蒙古成为我国最大的炼焦煤进口国，蒙煤通关量逐渐恢复后，中国进口蒙古炼焦煤配比逐渐提高。而在 2022 年 8 月欧洲开始限制进口俄罗斯煤炭的情况下，俄罗斯煤炭遭遇价格歧视，由于进口成本较低，中国也增加了对俄罗斯炼焦煤进口的配比。2023 年 5-10 月，俄罗斯炼焦煤相比蒙古炼焦煤仍具有一定的价格优势，国内钢焦企业增加了俄罗斯炼焦煤的配比，但在 2023 年 10 月俄罗斯出口关税政策实施后，增加了俄罗斯炼焦煤的进口成本，2023 年 11 月后俄罗斯炼焦煤价格大幅超过蒙古炼焦煤价格，中国进口俄炼焦煤占比一度从 2023 年 9 月的 24% 下降至 2024 年 1 月的 21.4%，随着 2024 年 2 月以来俄炼焦煤与蒙古炼焦煤价差逐步缩小，中国进口俄炼焦煤占比逐步回升。但由于俄罗斯东部铁路运力短期内仍将受限，叠加印度煤炭尤其是炼焦煤进口需求持续高涨，在一定程度上对中国进口俄炼焦煤产生分流效应，预计未来中国进口俄炼焦煤难有大幅增长。

图48：2023年以来中国加大对蒙古炼焦煤的进口



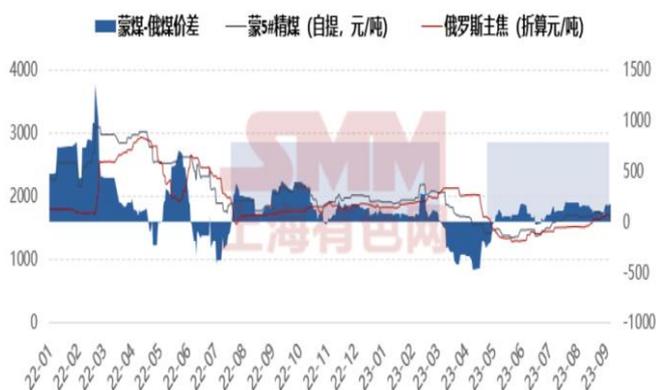
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图49：2023年10月后中国进口俄炼焦煤占比出现下滑



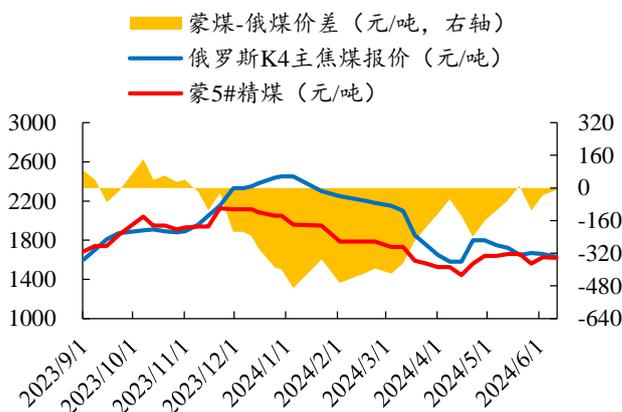
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图50：2023年5-10月俄相对蒙炼焦煤具有价格优势



资料来源：SMM、开源证券研究所

图51：2023年11月以来蒙古炼焦煤更具价格优势



数据来源：西北煤炭行情公众号、开源证券研究所

4、投资建议：俄煤出口难有增量，煤炭高股息与周期弹性双逻辑

当前俄罗斯国内煤炭生产及消费相对稳定，预计未来俄煤出口量亦难有明显变化。作为中国煤炭第二大进口来源国，虽然近年来俄煤出口重心加速向亚太地区转移，但鉴于俄罗斯产量释放缺乏弹性、东部铁路运力接近上限、印度煤炭尤其是炼焦煤需求高涨对中国进口俄煤形成分流效应、俄煤出口关税致价格竞争力下降等因素，预计未来中国进口俄煤难以维持此前高速增长。当前安监政策下国内煤炭供给趋紧，稳增长政策持续发力有望进一步提升煤炭需求，预计国内煤价将高位运行，煤炭高股息与周期弹性有望共振。**多维度精选煤炭个股将获得超额收益：一是动力煤弹性标的，推荐【山煤国际、广汇能源、晋控煤业、兖矿能源】**，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；**二是炼焦煤弹性标的，推荐【潞安环能、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤】**，周期品属性且受益价格底部反弹；**三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】**、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比

多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【**新集能源**】，关注【**永泰能源**】，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱；五是小煤种（喷吹煤和无烟煤）弹性标的，推荐【**潞安环能、兰花科创、华阳股份**】；六是热值提升、成长性凸显以及存在可转债的【**甘肃能化**】。

表6：受益标的盈利预测与估值

上市公司	股价	总市值	总股本	归母净利润		PE		PB	2023分	2023股	2024分	2024股	评级
	(元)	(亿元)	(亿股)	(亿元)	(亿元)	2023	2024E	2024/6/27	红比例	息率	红比例	息率	
	2024/6/27	2024/6/27	2024/6/27	2023	2024E	2023	2024E	2024/6/27					
山煤国际	14.59	289.2	19.8	42.6	41.2	6.8	7.0	1.92	30.3%	4.5%	30.3%	4.3%	买入
广汇能源	6.61	434.0	65.7	51.7	65.5	8.4	6.6	1.72	87.9%	10.5%	87.9%	13.3%	买入
晋控煤业	16.34	273.5	16.7	33.0	33.9	8.3	8.1	1.66	40.1%	4.8%	40.1%	5.0%	买入
兖矿能源	22.48	1441.3	77.2	201.4	210.6	7.2	6.8	2.92	55.0%	6.4%	55.0%	6.7%	买入
潞安环能	18.08	540.8	29.9	79.2	80.7	6.8	6.7	1.20	60.0%	8.8%	60.0%	9.0%	买入
平煤股份	11.21	277.6	24.8	40.0	46.6	6.9	6.0	1.21	60.6%	8.7%	60.6%	10.2%	买入
淮北矿业	16.67	449.0	26.9	62.2	65.7	7.2	6.8	1.14	42.6%	5.9%	42.6%	6.2%	买入
山西焦煤	10.21	579.6	56.8	67.7	66.5	8.6	8.7	1.49	67.1%	7.8%	67.1%	7.7%	买入
中国神华	43.50	8257.2	198.7	596.9	615.2	13.8	13.4	2.03	75.2%	5.2%	75.2%	5.4%	买入
新集能源	9.57	247.9	25.9	21.1	24.4	11.8	10.2	1.80	18.4%	1.6%	18.4%	1.8%	买入
永泰能源	1.20	266.6	222.2	22.7	24.1	11.8	11.1	0.57	5.4%	0.5%	5.4%	0.5%	增持
兰花科创	8.90	132.2	14.9	21.0	12.0	6.3	11.0	0.84	53.1%	8.4%	53.1%	4.8%	买入
华阳股份	10.02	361.5	36.1	51.8	46.2	7.0	7.8	1.25	50.0%	7.2%	50.0%	6.4%	买入
甘肃能化	3.42	183.0	53.5	17.4	23.6	10.5	7.8	1.15	30.8%	2.9%	30.8%	4.0%	买入
陕西煤业	26.63	2581.8	97.0	212.4	223.1	12.2	11.6	2.72	60.0%	4.9%	60.0%	5.2%	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，未评级标的盈利预测和估值均来自于Wind一致预期；假定2024年分红比例与2023年水平一致。

5、风险提示

国际煤炭供需形势发生重大变化。海外各国家或地区的能源政策、进出口结构以及重要地缘风险等或使国际煤炭供需形势发生重大变化。

经济增速下行风险。当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。

供需错配引起的风险。供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。

可再生能源加速替代风险。目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn