

# 能源开采

## 2024H 动力煤策略：价格波澜不惊，红利仍为主线

2024 上半年动力煤供需平衡中性略宽松，价格运行区间收敛。秦皇岛港 5500 大卡平仓价格在 800~940 元/吨区间震荡。电厂提前备库行为，带来了煤价的季节性削弱甚至反季节性特征，较大程度上平抑了价格波动。

我们认为未来动力煤价格在 750~800 元/吨附近有较强支撑，因为：1) 电厂在几年高煤价之后，合意库存增加；2) 成本曲线上，疆煤和进口印尼煤仍构成支撑，分别在 750 和 800 元/吨左右；3) 替代品定价方面，天然气已经显著回落，对欧洲煤价支撑削弱；但中国煤化工盈利丰厚，对产地市场价格支撑力较强。

煤价向上空间关注下一轮季节性备货。具体取决于中国宏观经济、工业需求、气象因素、水电出力、替代品价格等诸多不确定因素。时间节点上，关注 7-8 月份高日耗阶段电厂去库存情况，如果去库良好，那么到 9-10 月份开工旺季以及迎峰度冬备货需求到来，动力煤有望迎来年内重要的反弹机会。

分红仍为动力煤板块投资逻辑主线。尽管从 2022 年以来，煤炭板块股价的上涨使得分红收益率有所下降，但分红仍为投资主线。不同于过去，我们认为 2024 年下半年市场将更关注分红逻辑下的差异化方向，主要有二：1) 增量逻辑，弥补分红收益率的下降；2) 一体化逻辑，降低风险溢价。

今年市场重点关注的煤电一体化方向。对煤企而言，向下游一体化布局既可以获得增量，又可以熨平煤价周期，使得公司业绩稳定性和远期的分红预期稳定性增强。电厂投资回报率主要取决于三方面因素：电价、煤价、利用小时。布局煤电一体化要综合考虑当地电力市场情况、煤价情况，以及是否有特高压配套。

动力煤板块重点推荐：煤电一体化程度较高，或一体化程度正在提升的中国神华、新集能源，关注苏能股份、陕西能源；煤价弹性标的，建议结合预计的反弹节点，关注兖矿能源、陕西煤业、山煤国际、广汇能源等。

风险提示：煤价波动区间超出预期的风险；新能源转型提速的风险；油价或气价大幅下跌的风险；煤电一体化公司投资回报率下降的风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元/股)		投资评级	EPS(元)				P/E			
		2024-07-19	2024-07-19		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	33.1	33.1	买入	3.00	3.17	3.23	3.24	12.63	11.95	11.75	11.72
601225.SH	陕西煤业	25.4	25.4	买入	2.19	2.28	2.34	2.38	11.44	11.01	10.73	10.52
601898.SH	中煤能源	11.99	11.99	增持	1.47	1.46	1.5	1.55	7.74	7.8	7.62	7.37
600188.SH	兖矿能源	9.93	9.93	买入	2.71	2.75	3.02		7.91	7.51	6.85	
601918.SH	新集能源	8.89	8.89	买入	0.81	0.86	1.02	1.32	12.2	11.58	9.73	7.52
600256.SH	广汇能源	5.93	5.93	买入	0.79	0.49	0.49	0.5	9.2	14.93	14.86	14.39

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：天风证券预测）

证券研究报告

2024 年 07 月 21 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

纪有容

联系人

jiyoucong@tfzq.com

姜美丹

联系人

jiangmeidan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《能源开采-行业深度研究:煤炭股波段运行节奏复盘及展望: 2021-2024》2024-03-23
- 《能源开采-行业投资策略:煤炭行业 2024 年度策略: 安监或成为市场主旋律》2023-12-03
- 《能源开采-行业投资策略:2024 年策略: 上下切换道阻且长》2023-11-30

## 内容目录

1. 上半年走势回顾：震荡收敛	3
2. 供需平衡跟踪	3
2.1. 2024 上半年供需回顾	4
2.2. 后续供应增量展望	4
3. 成本曲线：仍是主要支撑	5
3.1. 疆煤外运成本	5
3.2. 进口煤成本	5
4. 替代品：煤化工改变定价边际	6
4.1. 欧洲发电领域，煤炭已无价格优势	6
4.2. 化工领域，CTO 优势明显	7
5. 煤电一体化	7
6. 观点结论	8
7. 风险提示	9

## 图表目录

图 1：2024 上半年动力煤价格走势	3
图 2：煤炭板块股价，与动力煤价格没有正相关	3
图 3：煤炭板块股价，与煤价波动率呈现一定负相关	3
图 4：主要港口煤炭库存（万吨）	4
图 5：重点电厂煤炭库存（万吨）	4
图 6：国家能源局煤炭产能核准（按核准年份，万吨）	4
图 7：国家能源局煤炭产能核准（按省份，万吨）	4
图 8：主产区到秦皇岛港成本（元/吨，含税）	5
图 9：主产区到重庆成本（元/吨，含税）	5
图 10：中国从印尼进口煤炭量（万吨/月）	6
图 11：中国从澳大利亚进口煤炭量（万吨/月）	6
图 12：进口低卡煤 FOB 成本曲线（美金/吨）	6
图 13：进口高卡煤 FOB 成本曲线（美金/吨）	6
图 14：欧洲天然气 vs. 动力煤价格	6
图 15：中国煤制烯烃成本 vs. 石脑油乙烯成本（元/吨）	7
图 16：中国主要煤化工产品开工率（%）	7
图 17：主要煤电一体化公司“电/煤比”	7
图 18：主要省份模拟电厂盈利测算——成本和毛利（元/kwh）	7
表 1：动力煤板块主要上市公司分红收益率分析（单位：亿元）	8

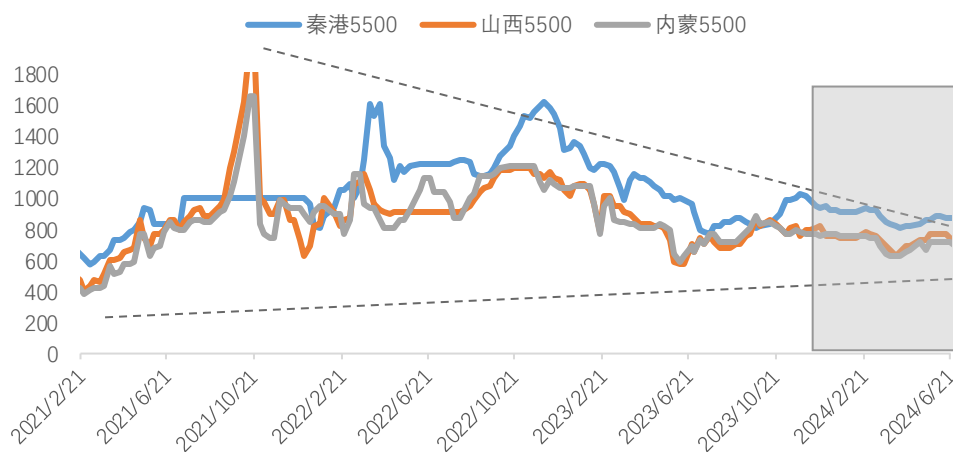
## 1. 上半年走势回顾：震荡收敛

2024 上半年，动力煤走势窄幅震荡。秦皇岛港 5500 大卡平仓价格在 800~940 元/吨区间震荡（相比 2023 年区间 770~1350 区间缩窄）。山西坑口 5500 大卡价格在 630~790 元/吨区间震荡（相比 2023 年区间 570~1090 区间缩窄）。

春节后，由于港口库存偏低和有寒潮影响小幅反弹。3-4 月份总体偏弱，因非电需求较为悲观，且山西受限产影响的产量有所修复。4 月中下旬到 5 月份，受到电厂盈峰度夏提前采购拉动，以及非电领域开工有所提升，动力煤价格企稳反弹。6 月份，受降雨天气影响，南方火电厂日耗恢复较慢，使得电厂自身库存水平良好，叠加铁路运费下调拉动产地发运积极性，动力煤价格弱稳。

总体来讲，电厂提前备库行为，带来了煤价的季节性削弱甚至反季节性特征，较大程度上平抑了价格波动。

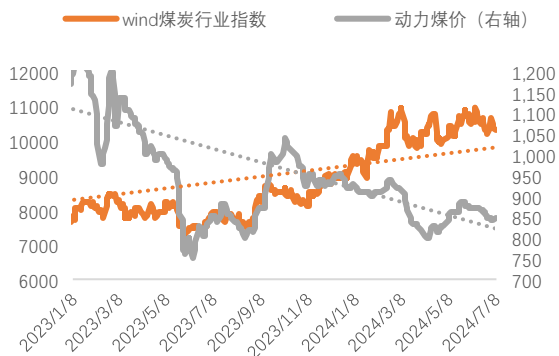
图 1：2024 上半年动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

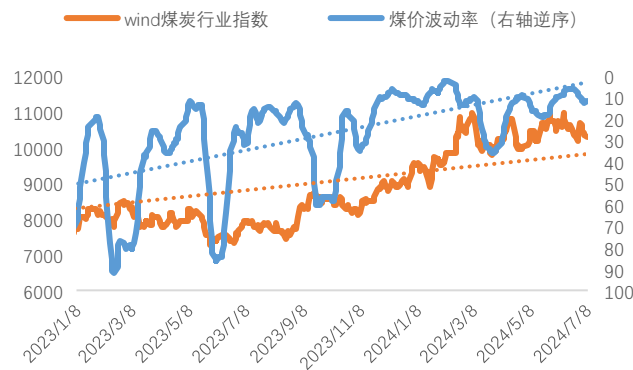
煤炭板块股价表现，与动力煤价格没有正相关，而是与煤价波动率呈现出一定负相关性。二者是否因果关系尚不明确，但至少可以说，当煤价波动收敛的时候，股票市场对煤炭股要求的风险溢价在下降。

图 2：煤炭板块股价，与动力煤价格（元/吨）没有正相关



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：煤炭板块股价，与煤价波动率（%）呈现一定负相关



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 供需平衡跟踪

## 2.1. 2024 上半年供需回顾

### 供应端：

1) 根据统计局数据，1-5 月份动力煤产量同比-0.5%，即减少 754 万吨。上半年晋陕蒙主要煤矿产量同比-3%。

2) 进口量，1-5 月份进口动力煤同比+9%，即增加 1325 万吨。

### 需求端：

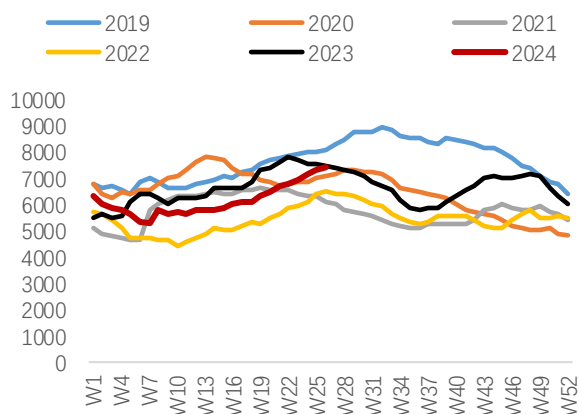
1) 发电领域，根据统计局数据，1-5 月份总发电量增长 5.5%，其中火力、水电、太阳能发电量分别增长 3.6%、14.9%和 25.3%。水电和太阳能的增长对火电份额造成一定侵蚀。

2) 非电领域，化工用煤大幅增长；建材和金属表现较差。2024 年上半年，化工用煤同比+10.6%。根据统计局数据，2024 年 1-5 月份，建材用煤和冶金用煤分别同比-5.7%和-6.1%。

### 库存方面：

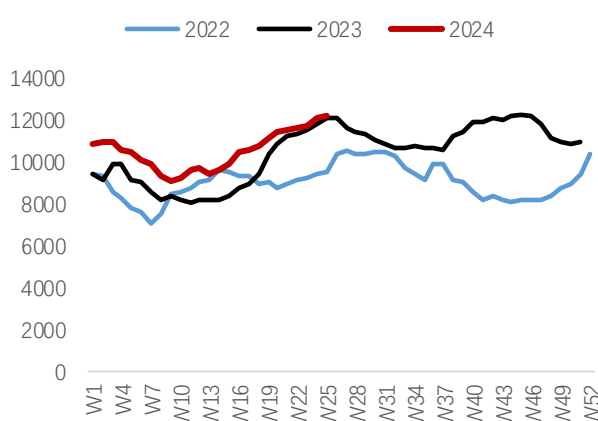
港口库存处于历史同期中位略偏高的水平；电厂煤炭库存一直在高于去年同期水平运行，近期随着迎峰度夏日耗上升，电厂库存相比去年同期的差值有所收敛。期待日耗高峰，电厂库存有望进入去库阶段，进而带动港口去库。

图 4：主要港口煤炭库存（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：重点电厂煤炭库存（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 后续供应增量展望

根据国家发改委公告的煤炭产能核准，主要的新核准发生在 2020 年至 2022 上半年，累积 9230 万吨，自从 2023 下半年之后就几乎没有新的核准产能。

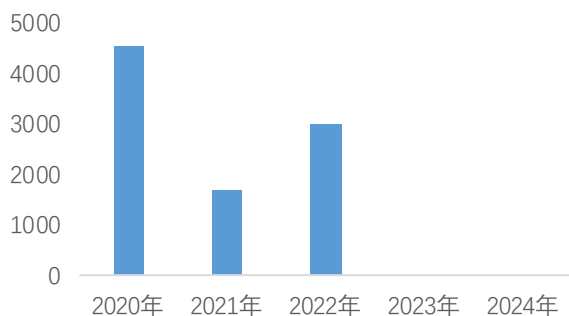
新疆自治区的在建新产能（剔除上述核准重叠部分），供给 4835 万吨。

上述二者加总约 14000 万吨，假设按照最大建设周期 5 年大致估算，投产高峰期应该在 2025~2027 年。平均每年投产量约 4700 万吨，相当于 2023 年国内动力煤总供给的 1.1%，供应增长比较可控。

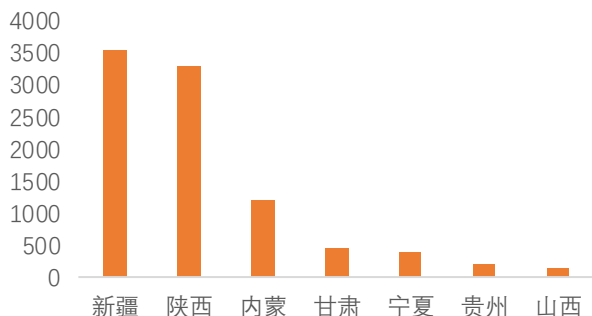
且增量结构中，新疆占比最高，那么未来疆煤外运成本或将成为更重要的支撑。

图 6：国家能源局煤炭产能核准（按核准年份，万吨）

图 7：国家能源局煤炭产能核准（按省份，万吨）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 成本曲线：仍是主要支撑

#### 3.1. 疆煤外运成本

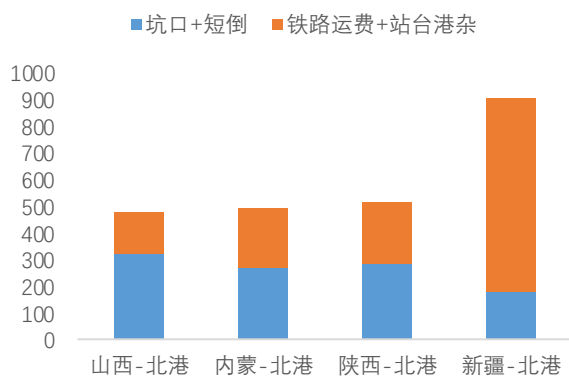
根据统计局数据，2024 年 1-5 月份，新疆煤炭产量同比+13%，疆煤仍然是供需平衡表主要的供应增量来源。

根据我们测算，从四大煤炭主产区到秦皇岛港成本，晋陕蒙都在 500-600 元/吨之间，而从新疆到秦皇岛港成本要超过 900 元/吨。

当然，因为实际上新疆煤炭很少到达秦皇岛港，我们也测算了主产区到重庆成本，陕蒙到重庆成本都在 600-700 元/吨，从新疆到重庆成本约 750 元/吨。

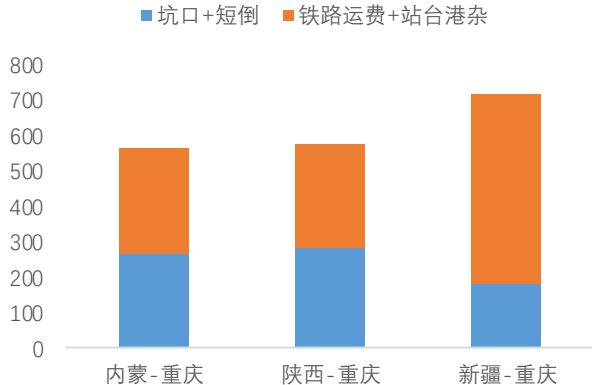
综上，我们认为在疆煤增量需求存在的前提下，动力煤主要消费地市场价格一直存在一个下限水平，即 750 元/吨附近（注：以上测算均为 5500 大卡含税价格）。

图 8：主产区到秦皇岛港成本（元/吨，含税）



资料来源: 上市公司公告, wind, CCTD 中国煤炭市场网公众号等, 天风证券研究所

图 9：主产区到重庆成本（元/吨，含税）



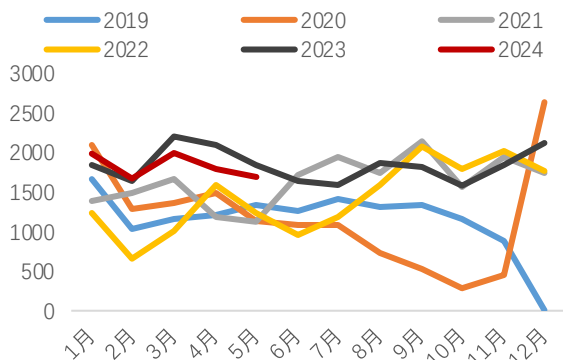
资料来源: 上市公司公告, wind, CCTD 中国煤炭市场网公众号等, 天风证券研究所

#### 3.2. 进口煤成本

1-5 月份进口动力煤同比+9%，即增加 1325 万吨。其中，中国从印尼进口煤炭同比减少 498 万吨，而从澳洲进口煤炭同比增加 1802 万吨。

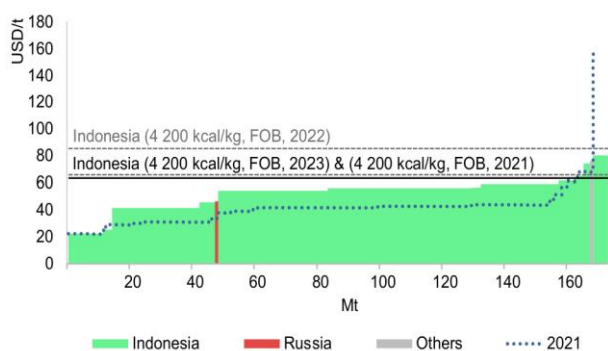
印尼低卡煤成本中枢 FOB 大约在 60 美金/吨（4200 大卡）。考虑运费在 8 美金/吨左右，以及广州港的港杂费按照 45 元/吨，合计到港成本 709 元/吨。进口印尼煤折算 5500 大卡成本中枢约 800 元/吨（含税）。澳洲高卡煤成本则更高。

图 10：中国从印尼进口煤炭量（万吨/月）



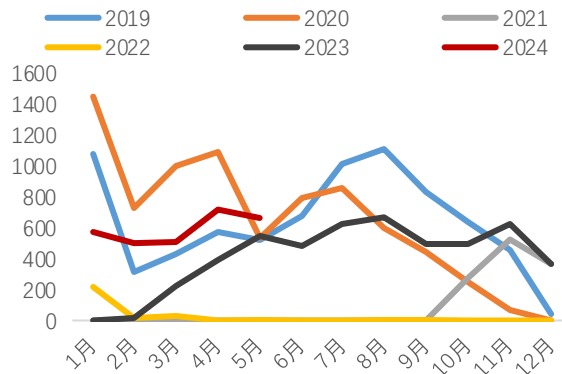
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：进口低卡煤 FOB 成本曲线（美金/吨）



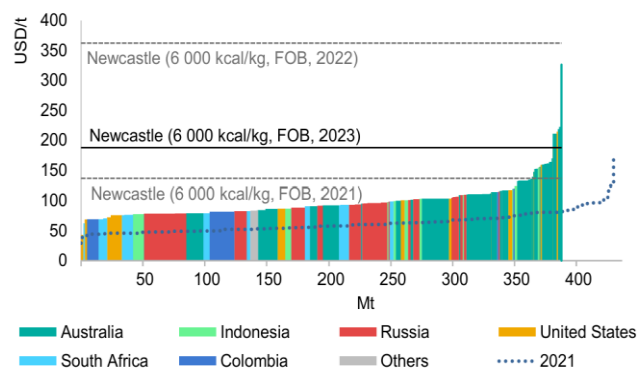
资料来源：IEA，天风证券研究所

图 11：中国从澳大利亚进口煤炭量（万吨/月）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：进口高卡煤 FOB 成本曲线（美金/吨）



资料来源：IEA，天风证券研究所

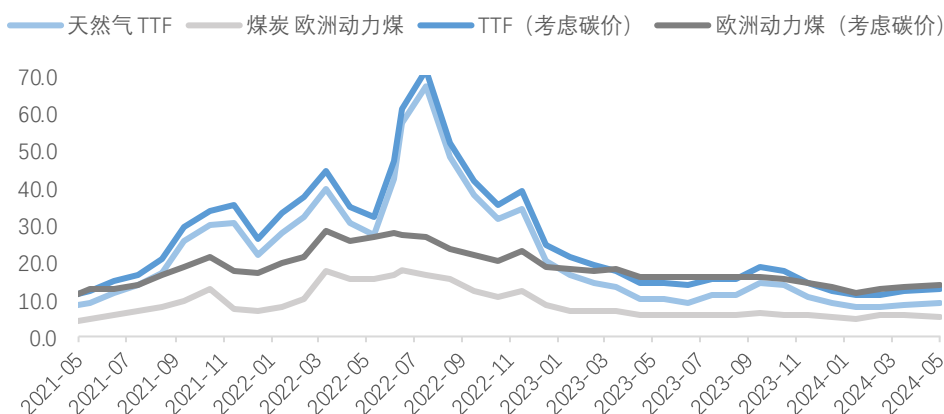
## 4. 替代品：煤化工改变定价边际

### 4.1. 欧洲发电领域，煤炭已无价格优势

在 2021-2022 年能源危机时期，一度欧洲的动力煤热值价格显著低于天然气。造成了全球煤炭资源紧张，中国在 2021 和 2022 年进口煤炭量较低。2023 年之后，随着国际天然气供需趋向于宽松，气价带动国际煤价下跌，因而中国在 23/24 年进口煤量大增。

截至最新，欧洲动力煤价格 5.1 美金/mmbtu，欧洲天然气 TTF 价格 9.9 美金/mmbtu。如果考虑碳交易成本，那么欧洲动力煤价（含碳价）13.3 美金/mmbtu，TTF（含碳价）13.4 美金/mmbtu。

图 14：欧洲天然气 vs. 动力煤价格(\$/mmbtu)





资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

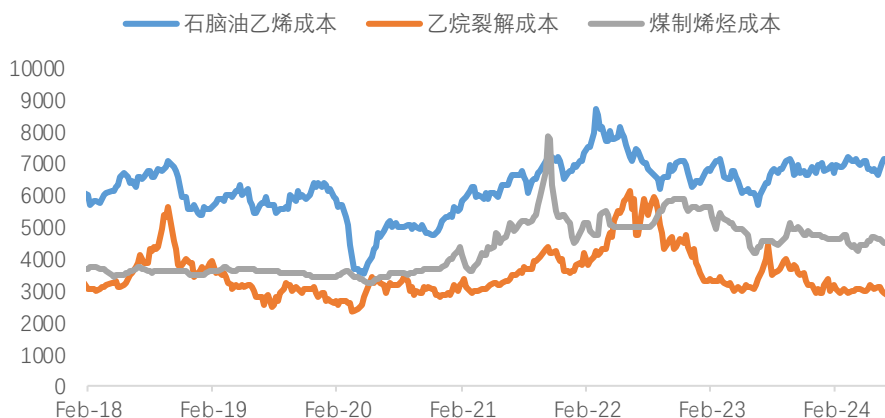
## 4.2. 化工领域，CTO 优势明显

2023 年下半年以来，随着油价反弹，CTO 成本显著低于石脑油路线。

2024 年上半年，化工用煤同比+10.6%，油煤比价拉大、CTO 成本优势是主要拉动因素。2024 上半年，煤制甲醇产能利用率 82%，同比+7pct；甲醇制烯烃产能利用率 86%，同比+6pct；PVC 产能利用率 85%，同比+1pct。

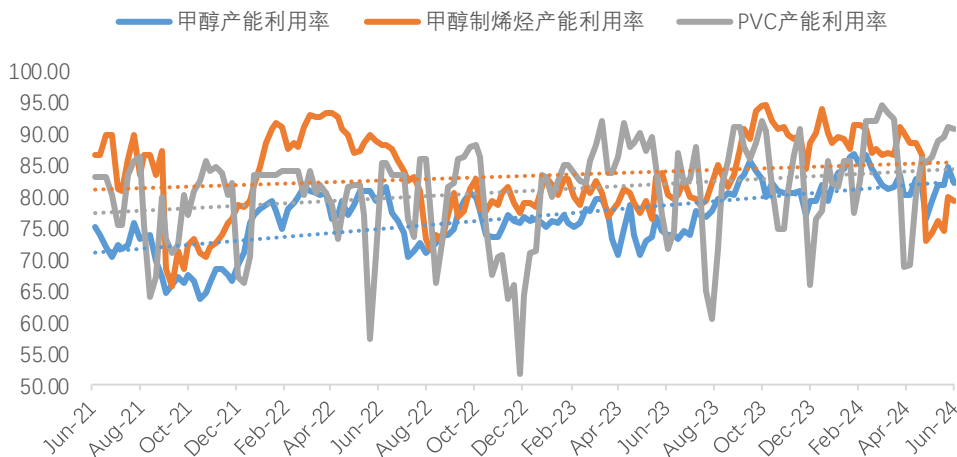
未来随着 CTO 技术进步，单耗、能耗、加工成本有望持续改善，煤化工企业能够承受的煤炭价格也有望进一步提升。

图 15：中国煤制烯烃成本 vs.石脑油乙烯成本（元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16：中国主要煤化工产品开工率（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

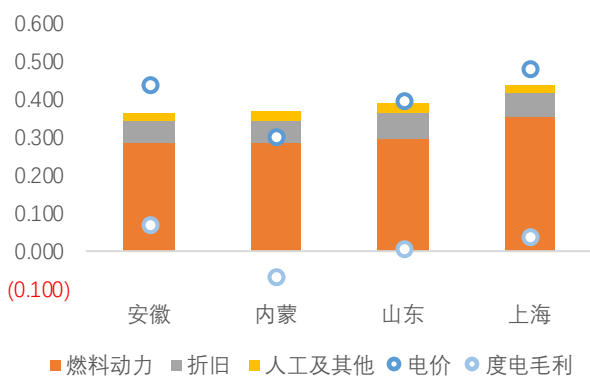
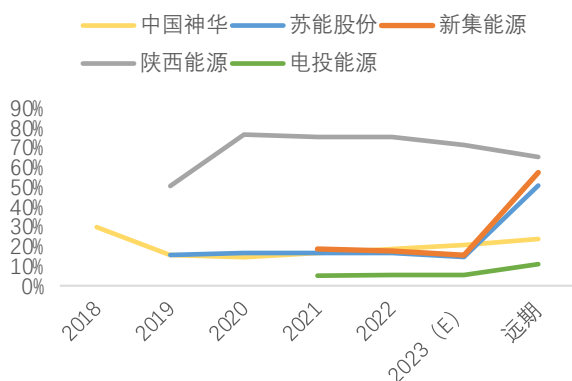
## 5. 煤电一体化

对煤企而言，向下游一体化布局可以熨平煤价周期，使得公司业绩稳定性和远期的分红预期稳定性增强。如果加上对新能源发电或者煤化工的布局，还能起到提升资产久期的作用。

电厂投资回报率主要取决于三方面因素：电价、煤价、利用小时。布局煤电一体化要综合考虑当地电力市场情况、煤价情况，以及是否有特高压配套。

图 17：主要煤电一体化公司“电/煤比”

图 18：主要省份模拟电厂盈利测算——成本和毛利（元/kwh）



资料来源: wind, 上市公司公告, 天风证券研究所

资料来源: wind, 中国神华 2023 年报, 国际电力网等, 天风证券研究所

注: “电/煤比”=发电量\*发电耗煤/煤炭产量。发电耗煤使用统计局数据 0.303

克/千瓦时。该计算方法对新能源装机占比较大的公司或不精确。

## 6. 观点结论

**2024 上半年动力煤供需平衡中性略宽松，价格运行区间收敛，秦皇岛港 5500 大卡平仓价格在 800~940 元/吨区间震荡。电厂提前备库行为，带来了煤价的季节性削弱甚至反季节性特征，较大程度上平抑了价格波动。**

**我们认为未来动力煤价格在 750~800 元/吨附近有较强支撑，**因为：1) 电厂在几年高煤价之后，合意库存增加；2) 成本曲线上，疆煤和进口印尼煤仍构成支撑，分别在 750 和 800 元/吨左右；3) 替代品定价方面，天然气已经显著回落，对欧洲煤价支撑削弱；但中国煤化工盈利丰厚，对产地市场价格支撑力较强。

**煤价向上空间关注下一轮季节性备货。**具体取决于中国宏观经济、工业需求、气象因素、水电出力、替代品价格等诸多不确定因素。时间节点上，关注 7-8 月份高日耗阶段电厂去库存情况，如果去库良好，那么到 9-10 月份开工旺季以及迎峰度冬备货需求到来，动力煤有望迎来年内重要的反弹机会。

**分红仍为动力煤板块投资逻辑主线。**尽管从 2022 年以来，煤炭板块股价的上涨使得分红收益率有所下降，但分红仍为投资主线。不同于过去，我们认为 2024 年下半年市场将更关注分红逻辑下的差异化方向，主要有二：1) 增量逻辑，弥补分红收益率的下降；2) 一体化逻辑，降低风险溢价。

**今年市场重点关注的煤电一体化方向。**对煤企而言，向下游一体化布局既可以获得增量，又可以熨平煤价周期，使得公司业绩稳定性和远期的分红预期稳定性增强。电厂投资回报率主要取决于三方面因素：电价、煤价、利用小时。布局煤电一体化要综合考虑当地电力市场情况、煤价情况，以及是否有特高压配套。

**动力煤板块重点推荐：**煤电一体化程度较高，或一体化程度正在提升的**中国神华、新集能源**，关注**苏能股份、陕西能源**；煤价弹性标的，建议结合预计的反弹节点，关注**兖矿能源、陕西煤业、山煤国际、广汇能源**等。

表 1: 动力煤板块主要上市公司分红收益率分析 (单位: 亿元)

	2024 净利润 E	DDA	Capex	FCF	预计分红	股息支付率	分红收益率	潜在分红空间
	NI			NI+DDA-Capex	NI*PR	PR	DIV/P	FCF-DIV
中国神华	630	201	368	463	460	73%	5.5%	3
中国神华 H	630	201	368	463	460	73%	7.7%	3
中煤能源	194	95	176	113	58	30%	3.7%	54
陕西煤业	221	99	23	296	133	60%	5.4%	163
兖矿能源	205	116	197	124	119	58%	7.6%	5
兖矿能源 H	205	116	197	124	119	58%	13.1%	5



新集能源	22	11	30	3	4	18%	1.8%	-1
广汇能源	32	19	21	31	46	144%	11.8%	-15

资料来源：wind，天风证券研究所

注意：1) 2024 年净利润采用天风证券预测；2) DDA 采用 wind2023 年折旧摊销折耗；3) 资本开支，神华、陕煤、兖矿使用公司公告的 2024 年资本开支计划，其他公司使用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”；4) 股息支付率：广汇能源按照公司承诺的分红下限金额，其他公司使用年度分红比例

## 7. 风险提示

- 1) 煤价波动区间超出预期的风险：如果 2024 夏季凉爽日耗偏低、或水电出力进一步超出预期，或因非电需求持续低迷，导致煤价向下破位的风险；如果经济刺激政策超出预期导致非电需求大幅改善、或因可再生出力不及预期，导致煤价向上突破的风险。
- 2) 新能源转型提速的风险：如果新能源消纳问题得到改善，导致新能源份额持续提升侵蚀煤电份额，使得中国煤炭需求早于预期达峰或衰减的风险。
- 3) 油价或气价大幅下跌的风险：如果油价大跌，则会影响 CTO 经济性，造成化工用煤需求削弱的可能；如果气价大跌，则会加速欧洲气电替代煤电，造成海外电煤供给宽松。
- 4) 煤电一体化公司投资回报率下降的风险：如果电力市场化叠加煤电投资提速，使得一些区域市场电力供给趋向宽松，导致电价持续下行，煤电一体化存在投资回报率低于预期的可能性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com