

公用事业及环保产业行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001） 联系人：唐执敬

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

tangzhijing@gjzq.com.cn

5月煤价止跌回弹但后劲不足，9月起煤价或开始上行

投资逻辑

■ 现象探讨：5M24煤价止跌回弹，但上涨后劲不足

- ✓ 进入2024年5月，气温开始上行、部分地区已经入夏，电力行业存在一定采购需求；然而安监收紧局面持续，国内生产端增长有限；贸易商提前博弈迎峰度夏备库需求，自月初起推动煤炭价格上涨。然而市场实际供需两弱，动力煤主要下游电力行业的用煤需求受到可再生能源大发的影响，电厂在长协煤保供和进口煤补充的供应结构下，库存保持高位，整体采购积极性较低，煤价上涨后劲不足。
- ✓ 结合产业链多维度数据拆解结果看，煤价后劲不足主要由于需求端表现疲软，其中：
 - （1）供给端——国内生产：24年5月煤炭产量同比降低0.8%。整体看，原煤日均产量约1238.2万吨，同比、环比分别下降5.2、0.7万吨；1-5M24累计原煤产量18.6亿吨，同比下跌2.8%。煤炭产量虽仍呈现同比下跌情况，但自4月以来降幅收窄，主因：①安全监管延续收紧局面未放松；②迎峰度夏临近，煤炭大省出台稳产稳供政策；③大秦铁路检修于4月27日结束，5月煤炭运输恢复。
 - （2）供给端——港口周转：春节后上游生产端复产，3月底产地出台保供政策，煤炭生产水平提升；4、5月为下游传统淡季，同期可再生能源大发挤占电力行业用煤需求，电厂日耗迟迟未见明显回升，终端库存保持高位运行，且库存压力逐渐传导至港口。5月27日CCTD主流港口煤炭库存升至6667.6万吨。此外，由于3~4M24市场煤价总体呈下行趋势，“买涨不买跌”的心理作用下终端观望情绪浓厚，也助推了库存上升。
 - （3）需求端：5月动力煤消耗量同比-1.3%，其中电煤消费量同比-4.0%、非电煤耗动力煤同比+3.5%。同时由于长协煤、进口煤补给较为充裕，终端电厂库存维持在22-25天的高水平，整体对港口市场煤的需求偏弱。
- ✓ 综合供需来看，3-5月煤价波动中，需求侧的影响更大。3月采暖季结束后，电力行业进入传统用煤淡季，需求不足致煤价季节性回落。环比看，5月用电需求环比回升，但受可再生能源大发的影响，电力行业用煤需求增量贡献率有限；而非电行业长协煤覆盖率低，因此非电企业用煤需求环比回升是推动市场煤价上涨的主要因素。不过非电行业补库需求持续性较弱，5月下旬煤价止涨回落。
- 后市展望：预计8月煤价总体窄幅震荡，9月初或开始上涨。
- ✓ 供给端：国内生产端安监常态化，对煤炭产量的边际影响有限；下半年煤炭进口量增幅或收窄，但仍将作为供应端的重要补充、绝对量维持在高位。
- ✓ 需求端：7月起进入动力煤需求旺季，且国家气候中心预测8月全国大部地区气温较常年同期偏高，但电力行业用煤需求仍受水电挤压。9月起非电行业需求季节性恢复叠加贸易商提前博弈补库需求，市场煤价或开启上行。
- ✓ 受水电大发对火电的挤出效应影响，截至7月底全社会动力煤库存仍维持高位，旺季煤价涨幅有限。而贸易商在成本支撑和需求看涨等因素的作用下挺价情绪较浓，预计8月煤价将呈窄幅震荡、偏稳运行的局面。

投资建议

- 24年动力煤供需偏松的大格局未改，煤价中枢下行将为火电企业业绩带来实质性改善。建议关注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浙能电力、皖能电力、新集能源、江苏国信。

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 5月动力煤价走势变化——5月止跌回弹，但上涨后劲不足.....	5
1.2 非电需求驱动5月市场煤价上涨，电煤需求疲软致港口累库.....	6
1.3 展望后市，预计8月煤价总体窄幅震荡，9月初或开始上涨.....	7
1.4 后续煤价跟踪的关注点——重点关注国内生产&非电煤需求.....	8
2、拆解维度1：国内生产&周转——产量同比降幅收窄，需求不足港口累库.....	8
2.1 国内产量：5月原煤产量同比降幅收窄、动力煤产量同比提升.....	8
2.2 港口周转：4月起主要港口累库，主因下游需求偏弱+观望情绪浓厚.....	12
2.3 煤炭运价：内江运价回升、沿海运价冲高回落、陆路运价窄幅震荡.....	14
3、拆解维度2：煤炭进出口——4、5M24进口量高基数上实现增长.....	15
3.1 进出口总量：5月煤炭进口量同比仍保持双位数增长.....	15
3.2 多角度看煤炭进口：海运煤贸易量同比下跌、我国海运煤进口量同比上涨.....	16
3.3 展望2024后续进口情况：预计下半年增幅收窄，仍将作为供应端重要补充.....	18
4、拆解维度3：下游需求——动力煤消费总需求同比下跌.....	19
4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求同比回落，非电需求表现分化.....	19
4.2 从用电需求看发电耗煤需求：5月气温“北高南低”，用电需求环比回升.....	20
4.3 从其他电源看火电发电需求：可再生能源大发，挤占火电出力空间.....	21
4.4 终端电厂耗煤及库存情况：电厂场存增加、日耗下降，可用天数上行.....	24
4.5 其他非电煤需求：非电动力煤需求占比小，但其变化对现货煤价影响大.....	25
5、投资建议.....	26
6、风险提示.....	26

图表目录

图表1：5月山东滕州动力煤Q5500坑口价上涨200元/吨（单位：元/吨）.....	5
图表2：5月秦皇岛动力煤Q5500平仓价上涨47元/吨（单位：元/吨）.....	6
图表3：5月广州港印尼煤Q5500库提价上涨19元/吨（单位：元/吨）.....	6
图表4：5月秦皇岛动力煤Q5500年度长协价下跌4元/吨（单位：元/吨）.....	6
图表5：进口煤价格刚刚持平（元/吨）.....	8
图表6：5月原煤日均产量同比下滑5.17万吨（万吨）.....	9
图表7：5月动力煤产量同比上涨1554万吨（万吨）.....	9
图表8：5月动力煤日均产量占比同比+4.4%.....	9
图表9：5月动力煤累计产量同比-0.54%.....	9
图表10：山西产量维持同比下降态势，但4月起同比降幅环比持续收窄.....	10
图表11：2024年1-4月山西增量贡献率连续不及内蒙古，5月重回第一.....	10
图表12：晋陕蒙新煤炭产能占比80.95%、产能集中度高位维稳.....	11
图表13：5月六大重点煤矿库存增加113.6万吨（万吨）.....	11
图表14：5月新疆煤炭发运量同比下降65.10万吨（万吨）.....	12
图表15：5月山西煤炭发运量同比上升8.80万吨（万吨）.....	12

图表 16:	5 月陕西煤炭发运量同比上升 13.90 万吨 (万吨)	12
图表 17:	5 月内蒙古煤炭发运量同比下降 4.40 万吨 (万吨)	12
图表 18:	三大港口日均吞吐量上行 (万吨)	13
图表 19:	CCTD 主流港口煤炭库存逐渐上升 (万吨)	13
图表 20:	北方港和长江口整体均缓慢累库 (万吨)	13
图表 21:	长江口各港口库存多数环比上升 (万吨)	14
图表 22:	北方港中曹妃甸港库存环比上升明显 (万吨)	14
图表 23:	5 月鄂尔多斯煤炭公路运价持平 (元/吨公里)	15
图表 24:	5 月 CCSFI 总体平稳	15
图表 25:	CBCFI 5 月整体平稳, 月末上升后回落	15
图表 26:	BDI 5 月初上升回落后报收于 1815 点	15
图表 27:	5 月我国动力煤进口额同比提升 6.4% (万吨)	16
图表 28:	5 月我国动力煤出口额同比下跌 20.4% (万吨)	16
图表 29:	5 月动力煤净进口同比增加 124.2 万吨 (万吨)	16
图表 30:	5 月煤炭海运贸易量同比-4.6%	17
图表 31:	5 月印尼煤炭出口额同比+19.3%	17
图表 32:	5 月俄罗斯煤炭出口额同比-10.2%	17
图表 33:	5 月澳洲煤炭出口额同比-5.8%	17
图表 34:	5 月我国海运煤进口量同比上涨 6%	17
图表 35:	4、5M24, 澳煤、蒙煤进口量当月同比增速保持在 20%以上 (左轴: 万吨, 右轴: %)	17
图表 36:	5 月我国海运煤进口量同比上涨 (千吨)	18
图表 37:	澳煤对我国的出口比例恢复至 2020 年禁令之前的水平, 5 月冲高	19
图表 38:	5 月动力煤消费总需求同比下跌 1.3%	20
图表 39:	24 年 5 月化工行业耗煤增加、占比增加	20
图表 40:	24 年 5 月济南、南京、石家庄平均气温高于去年同期, 广州、杭州气温低于去年同期 (摄氏度)	21
图表 41:	24 年 5 月 5 大省会城市平均气温高于去年同期水平 (摄氏度)	21
图表 42:	2024 年 5 月我国全口径发电量 7178.5 亿千瓦时, 同比增长 2.3%	21
图表 43:	5 月清洁能源发电贡献率环比、同比均增加 (左轴: 亿千瓦时, 右轴: %)	22
图表 44:	除火电外其他清洁能源发电当月贡献率	22
图表 45:	三峡水库 4、5M24 流出量同比上升 (亿立方米)	22
图表 46:	5 月水电利用小时同比上涨 79 小时, 涨幅 34.5% (小时)	23
图表 47:	5 月风电利用小时同比减少 28 小时, 跌幅 13.0% (小时)	23
图表 48:	5 月光伏利用小时同比增加 20 小时, 涨幅 16.7% (小时)	23
图表 49:	5 月核电利用小时数同比减少 21 小时, 跌幅 3.2% (小时)	23
图表 50:	5 月火电累计发电量 25172.6 亿千瓦时、同比增长 3.99%	23
图表 51:	5 月火电利用小时数 314 小时、同比减少 27 小时, 降幅 7.9% (小时)	23
图表 52:	24 年 5 月全国电厂日均耗煤量 210.0 万吨 (万吨)	24
图表 53:	2024 年 1-5 月耗煤率同比增加 0.5% (当年累计, 克/千瓦时)	24
图表 54:	5 月内蒙古、山东、江苏、山西等负荷/外送电大省耗煤量领先	24
图表 55:	24 年 5 月电厂累库明显 (万吨)	25
图表 56:	5 月平均可用天数 24.0 天 (天)	25

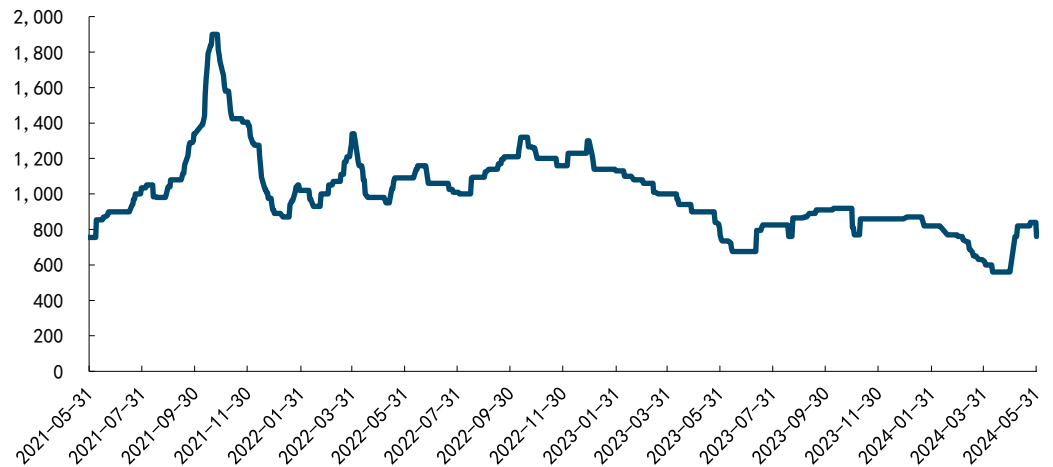
图表 57: 5 月我国十种有色金属产量同比上升 7.5% (万吨)	25
图表 58: 5 月我国生铁产量同比下滑 1.1% (万吨)	25
图表 59: 5M24 煤化工与化学原料及化学制品制造业用电量均实现同比正增长	26
图表 60: 5 月商品房销售面积同比下滑 1413.9 万平方米 (万平方米)	26

1、动力煤价回溯分析及预测核心观点

1.1 5月动力煤价走势变化——5月止跌回弹，但上涨后劲不足

- 进入2024年5月，气温开始上行、部分地区已经入夏，电力行业存在一定采购需求；然而安监收紧局面持续，国内生产端增长有限；贸易商提前博弈迎峰度夏备库需求，自月初起推动煤炭价格上涨。然而市场实际供需两弱，动力煤主要下游电力行业的用煤需求受到可再生能源大发的影响，电厂在长协煤保供和进口煤补充的供应结构下，库存保持高位，整体采购积极性较低，煤价上涨后劲不足。
- ✓ 坑口价：以山东滕州动力煤Q5500坑口价为依据，24年3月逐步自760元/吨下跌至630元/吨；4月上旬延续下跌势头，中旬至月底稳定维持在560元/吨；5月初跃升至760元/吨并继续上涨，最高840元/吨，月底回落并再次维持在760元/吨。
- ✓ 港口价：以秦皇岛动力煤Q5500平仓价为依据，24年3月煤价单调下行，自月初927元/吨跌至月底841元/吨；4月上旬继续下跌，至中旬跌至816元/吨后企稳回升，月底涨至832元/吨；5月煤价继续上行，至月底最高达883元/吨，随后回调至879元/吨。
- ✓ 进口煤价：以广州港印尼煤Q5500库提价为依据，24年3月进口煤价波动下跌，月初最高1042元/吨跌至月末最低960元/吨；4月上旬陡降至936元/吨，之后逐步回升，4月下旬涨至972元/吨，月底回落至963元/吨；5月初上涨至980元/吨，并基本保持稳定，月底进口煤价982元/吨 环比上涨19元/吨，涨幅2.0%。3月来印尼煤炭主产地遭遇强降雨后逐步恢复生产，而中国作为印尼煤主要出口目的地之一进入季节性用煤需求淡季，进口煤价波动下行；但4月起的南亚高温使得印尼国内和印度的用煤需求释放，自4月中旬起广州港印尼煤库提价止跌回升。
- ✓ 年度长协价：以秦皇岛动力煤Q5500年度长协价为依据，5月年度长协价为697元，环比下跌0.57%。

图表1：5月山东滕州动力煤Q5500坑口价上涨200元/吨（单位：元/吨）



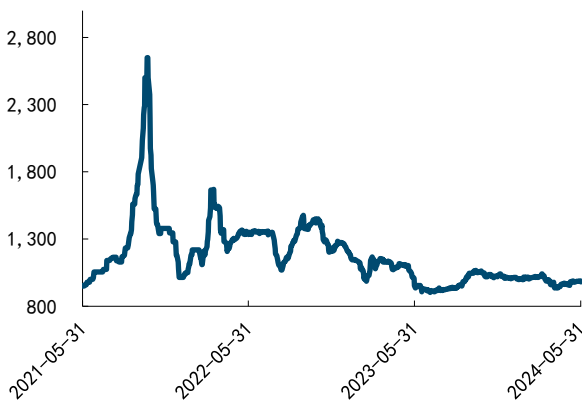
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为山东滕州动力煤Q5500坑口价）

图表2: 5月秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价上涨 47 元/吨 (单位: 元/吨)



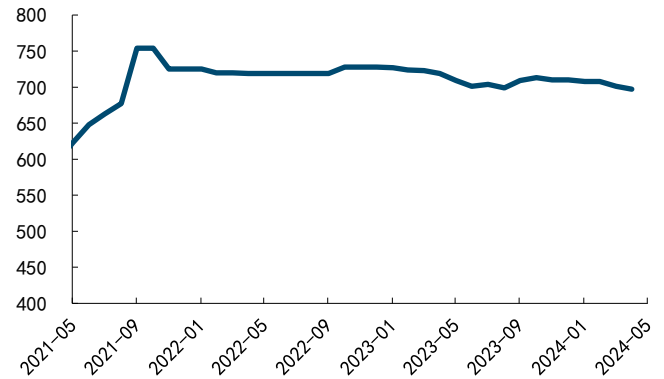
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价)

图表3: 5月广州港印尼煤 Q5500 库提价上涨 19 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)

图表4: 5月秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价下跌 4 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 年度长协价)

1.2 非电需求驱动 5 月市场煤价上涨, 电煤需求疲软致港口累库

- 供给端: 国内生产端安监影响持续存在, 但产量同比降幅收窄。
- ✓ 供给端: 国内生产——24 年 5 月煤炭产量同比降低 0.8%。整体看, 原煤日均产量约 1238.2 万吨, 同比、环比分别下降 5.2 万吨和 0.7 万吨; 1-5M24 累计动力煤产量 15.5 亿吨, 同比下跌 0.5%。煤炭产量虽仍呈现同比下跌情况, 但自 4 月以来降幅有所收窄。究其原因, ①安全监管延续收紧局面未放松; ②迎峰度夏临近, 煤炭大省出台稳产稳供政策; ③大秦铁路检修于 4 月 27 日结束, 5 月煤炭运输恢复。
- ✓ 供给端: 港口周转——春节后至 5 月上游生产端复产, 3 月底产地出台保供政策, 煤炭生产供应水平提升; 3 月起下游进入传统淡季, 叠加 2Q24 可再生能源大发挤占电力行业用煤需求, 下游电厂日耗迟迟未见明显回升, 终端电厂库存保持高位运行, 传导至港口反映为库存缓慢提升。5 月 27 日 CCTD 主流港口煤炭库存升至 6667.6 万吨。此外, 由于 3~4M24 市场煤价总体呈下行趋势, “买涨不买跌”的心理作用下终端观望情绪浓厚, 也助推了库存上升。
- 需求端: 5 月动力煤消耗量同比-1.3%, 终端对于港口市场煤的采购需求偏弱。
- ✓ 电煤方面: 4-5M24 电力部门维持动力煤消费主体地位, 分别消耗动力煤 1.91/1.92 亿吨, 同比分别+3.1%/-4.0%。5 月因去年来水偏枯、火电补位, 今年来水充沛、水电对火电形成挤出效应, 因此同比降低。
- ✓ 非电煤方面: 5M24 非电煤总动力煤消费量同比+3.5%, 内部表现分化。其中冶金、

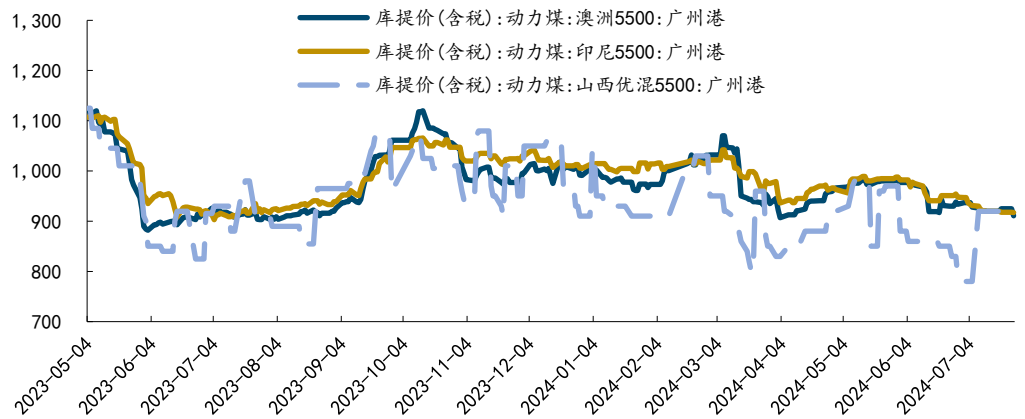
建材、其他耗煤量同比分别下滑-1.6%、-3.0%、-2.9%，主要由于钢铁及水泥需求较弱，5M24生铁产量同比下降1.1%，水泥产量同比下降8.6%。化工因近年连续扩产，动力煤消费量同比增加17.6%。供热行业动力煤消费量同比增长17.0%。

- ✓ 由于长协煤、进口煤供应较为充足，终端持续累库，电厂存煤可用天数维持在22-25天的较高水平，对港口市场煤采购需求偏弱。需求端表现疲软，高库存对煤价形成压制，5月下旬煤炭价格止涨回落。
- 结合供需来看，3-5月煤价波动中，需求侧的影响更大。3月采暖季结束后，电力行业进入传统用煤淡季，需求不足致煤价季节性回落。环比看，5月用电需求环比回升，但受可再生能源大发的影响，电力行业用煤需求增量贡献率有限；而非电行业长协煤覆盖率低，因此非电企业用煤需求环比回升是推动市场煤价上涨的主要因素。不过非电行业补库需求持续性较弱，5月下旬煤价止涨回落。
- ✓ 供应方面，虽然安监收紧持续，但山西地区出台稳产稳供政策、大秦铁路检修完成使港口入库量有所提高。
- ✓ 需求方面，在长协煤、进口煤的补充下，终端电厂库存保持高位，且库存压力逐渐向坑口传导。5月用电需求虽然环比上涨，但今年来水偏丰导致水电对火电产生挤出效应，电厂日耗持续低位运行，采购港口市场煤补库的意愿较低。
- ✓ 综合来看，非电煤需求环比改善是5月市场煤价上涨的主要原因。不过非电行业补库需求持续性偏弱，同时可再生能源持续挤占火电发电空间，导致用煤需求释放未达到预期，月底煤价结束上涨情势，偏企稳运行。

1.3 展望后市，预计8月煤价总体窄幅震荡，9月初或开始上涨

- 供给端：国内生产端安监常态化，对煤炭产量的边际影响有限；下半年煤炭进口量增幅或收窄，但仍将作为供应端的重要补充、绝对量维持在高位。
- ✓ 短期来看，5月1日起将施行《煤矿安全生产条例》，安监收紧常态化。6月进入全国安全生产月，对煤矿的安全监管进一步收紧。同时，各类煤炭事故再次萌发。5月21日黑龙江兴安煤矿发生安全事故，造成9人被困、最终5人遇难。5月25日江西新余煤矿发生安全事故，造成3人遇难。6月1日山东华丰煤矿发生突水事故，造成8人被困、最终3人遇难。6月7日，云南昭通煤矿发生煤与瓦斯突出事故，造成3人遇难、5人受伤。7月7日，山西李家楼煤矿发生透水事故，造成3人遇难。7月23日，山西朔州煤矿发生顶板事故，造成2人遇难。在政策核心定调以安全生产为先的情况下，事故发生情况的抬头势必使得对安监的管理更为严格。7月21日，国务院安委会办公室印发紧急通知，要求扎实开展矿山汛期水害防治工作。
- ✓ 3月31日印发《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1-5M24山西煤炭产量已同比降低8271万吨（至4.74亿吨），降幅已超过限产要求，预计后续山西煤炭产量累计同比降幅将持续收窄。此外，5月山西开始推进煤矿夜间生产政策的放宽，吕梁地区的部分煤矿将在确保安全的前提下逐步恢复夜间生产活动。国内煤炭生产端供应将有所恢复，但仍以安全生产为先，“既要又要”下的增产并不会带来产量的爆发式增长。
- ✓ 进口煤：预期后续煤炭进口量增幅由于去年同期基数较高而收窄，但其绝对量仍保持相对高位。若下半年国内煤炭生产端仍然延续1-5M24同比下降的趋势，即便价格优势不明显，但作为供应端的重要补充仍将保持在相对高位。
- ✓ 考虑到迎峰度夏旺季将至，预计未来3个月原煤产量有望重回同比正增长。

图表5: 进口煤价格刚刚持平 (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: 7月起进入动力煤需求旺季, 但电力行业用煤需求仍受水电挤压。
- ✓ 7月迎峰度夏正式开启, 终端需求提升。另据国家气候中心预测, 8月全国大部地区气温较常年同期偏高, 持续大范围高温将带动用电需求进一步提升。沿海电厂日耗升高, 港口库存开始去化。但2Q24以来, 来水持续偏丰、水电运行情况良好, 对火电发电量造成挤出效应。全国电厂库存维持高位, 采购将多倾向于长协拉运、维持刚需。同时, 受房地产行业拖累和节能降碳行动限制, 非电行业用煤需求仍承压。
- ✓ 9M23、5M24均出现了非电行业用煤需求季节性改善, 以及贸易商提前博弈用电旺季前终端补库需求所驱动的市场煤价上行行情。随着又一年“金九银十”非电行业需求季节性恢复, 今年9月初市场煤价或也开启上行。
- 综合供需: 预计迎峰度夏期间市场煤价中枢在850元/吨左右窄幅震荡, 8月底9月初贸易商或提前开始博弈补库需求, 推动市场煤价上涨。
- ✓ 7月迎峰度夏正式开启, 终端需求提升; 另外, 7月重大会议召开, 预计安监讲延续收紧情况, 对煤价提供支撑。据国家气候中心预测, 8月全国大部地区气温较常年同期偏高, 持续大范围高温将带动用电需求进一步提升。
- ✓ 虽然用电需求总体提升, 但水电对火电的挤出效应仍然显著。受水电大发影响, 截至7月底全社会动力煤库存仍保持在2.1亿吨的高位, 旺季煤价上涨幅度有限。同时, 贸易商在成本支撑和需求看涨等因素的作用下挺价情绪较浓, 预计8月煤价将呈现窄幅震荡、偏稳运行的局面。

1.4 后续煤价跟踪的关注点——重点关注国内生产&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强调稳产, 但安监常态化下, 主产地产能利用率能否在高位长期保持需要重点关注。就目前产量来看, 山西是否能完成2024年全省煤炭产量目标存在疑问, 但同时山西作为1Q24全国GDP唯一负增长省市, 存在煤炭增产保经济压力, 后续关注山西政策动态与产能利用。
- ✓ 非电煤需求同样也是影响煤价的重要一环。9-10M23的煤价行情是非电煤需求改善叠加贸易商提前博弈迎峰度冬补库需求的结果。重点关注国家相关政策的刺激效果和宏观经济后续的回升向好程度。
- 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5M24此轮煤价变化的分析和对未来走势预判的结论。

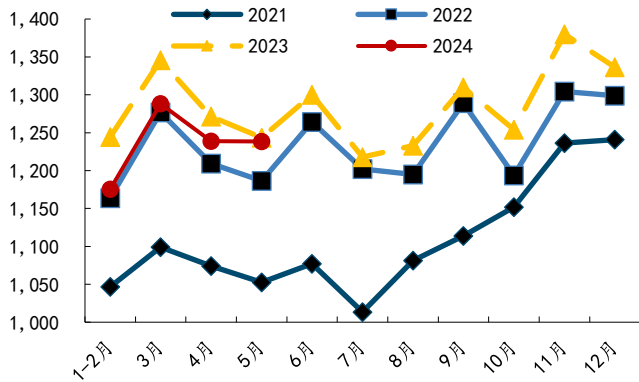
2、拆解维度1: 国内生产&周转——产量同比降幅收窄, 需求不足港口累库

2.1 国内产量: 5月原煤产量同比降幅收窄、动力煤产量同比提升

- 5月煤炭原煤产量同比下跌0.4%; 动力煤产量同比上升5.2%。
- ✓ 原煤生产: 整体看, 2024年5月煤炭日均产量约1238.24万吨, 日均产量同比、环比分别下降5.17、0.65万吨, 同比、环比分别-0.4%、-0.1%。

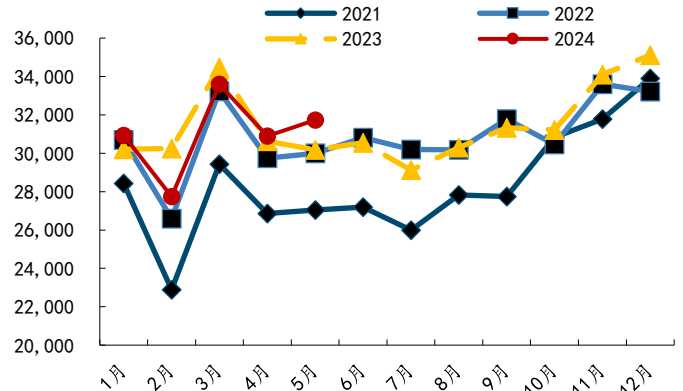
- ✓ 动力煤占比：5月动力煤日均产量占原煤日均产量比重为82.7%，环比看自2024年3月以来环比持续回落；同比看，该占比较2023、2022年分别上升4.4、1.1pcts，与2021年同期水平基本相当。
- ✓ 动力煤产量：1-5月动力煤累计产量15.5亿吨、同比-0.5%，整体来看累计产量低于去年同期。月度来看，4月我国动力煤产量3.1万吨，同比上涨0.9%；5月我国动力煤产量3.2亿吨，环比4月增加2.7%，同比增长5.1%，高于近3年历史同期。
- ✓ 综上，5M24煤炭产量延续了今年以来同比下降的趋势，但自4月起降幅收窄。主要原因有如下几点：①安全监管延续收紧局面未放松；②迎峰度夏临近，煤炭大省出台稳产稳供政策；③大秦铁路检修于4月27日结束，5月煤炭运输恢复。

图表6：5月原煤日均产量同比下滑5.17万吨（万吨）



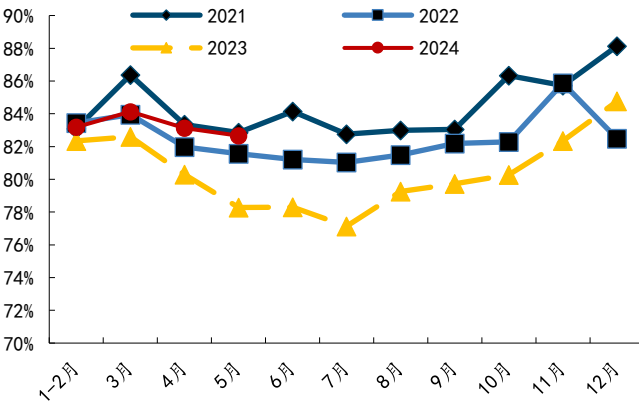
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为原煤日均产量）

图表7：5月动力煤产量同比上涨1554万吨（万吨）



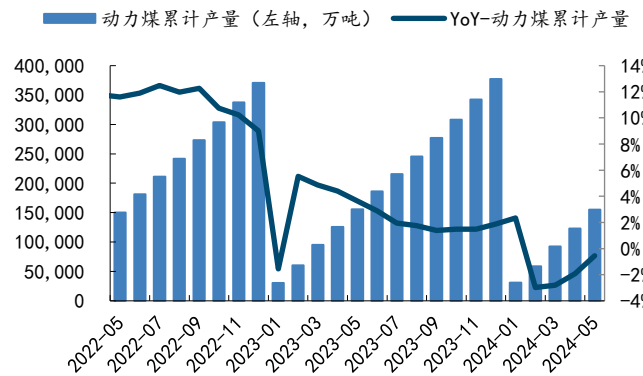
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为动力煤产量当月值）

图表8：5月动力煤日均产量占比同比+4.4%



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为动力煤占原煤当日产量比重）

图表9：5月动力煤累计产量同比-0.54%



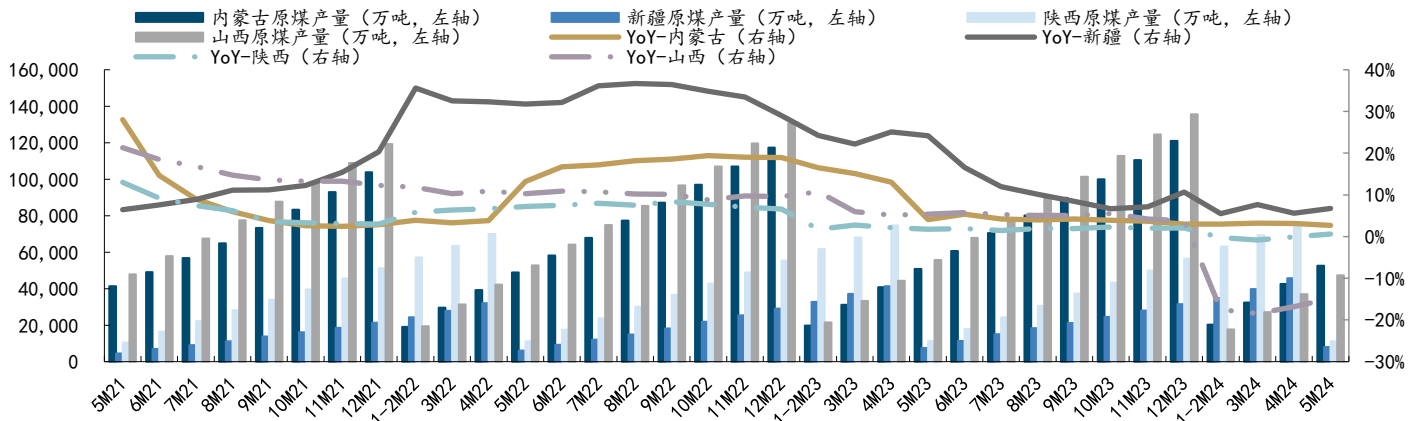
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为动力煤月产量累计值及变化趋势）

- 分地区看，晋陕蒙新煤炭产能占比81.0%、产能集中度保持稳定。
- ✓ 1-5M24晋陕蒙新四省区原煤产量达15.0亿吨，占全国原煤产量81.0%，低于2023年同期的81.4%，但高于2022/2021年同期的80.8%/79.4%，或因3~4月动力煤主要下游电力行业正值用煤需求淡季，煤价下行打击生产积极性，部分民营煤矿减/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，1-5月原煤产5.3亿吨、占全国产量的28.3%，同比增加3.3%，5月对全国原煤产量的增量贡献率达26.3%。
- ✓ 山西原煤产量仅次于内蒙古，1-5月完成原煤产量4.7亿吨、占全国产量的25.5%，同比下降14.9%。但5月对全国原煤产量的增量贡献率达27.4%，重回第一。山西原煤产量整体下降因地方主动减产。3月印发《关于进一步加强露天煤矿安全生产工作的通知》、4月印发《关于做好2024年全省煤矿“一通三防”工作的通知》，安监延续自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》以来的收紧局面；同时，山西“减煤增气”能源低碳转型同步推进，据山西省统计局获悉，5月份山西煤层气产量11.8亿立方米，创单月煤层气产量历史新高，今年1-5月山

西省煤层气总产量 53.4 亿立方米，已超去年上半年的产量之和。但 3 月 31 日印发《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，5 月 13 日山西相关会议精神逐步放宽煤矿夜间生产政策，加之“三超”专项整治于 5 月 31 日结束，且迎峰度夏将近、补库需求有望释放，山西产量因此有明显回升。

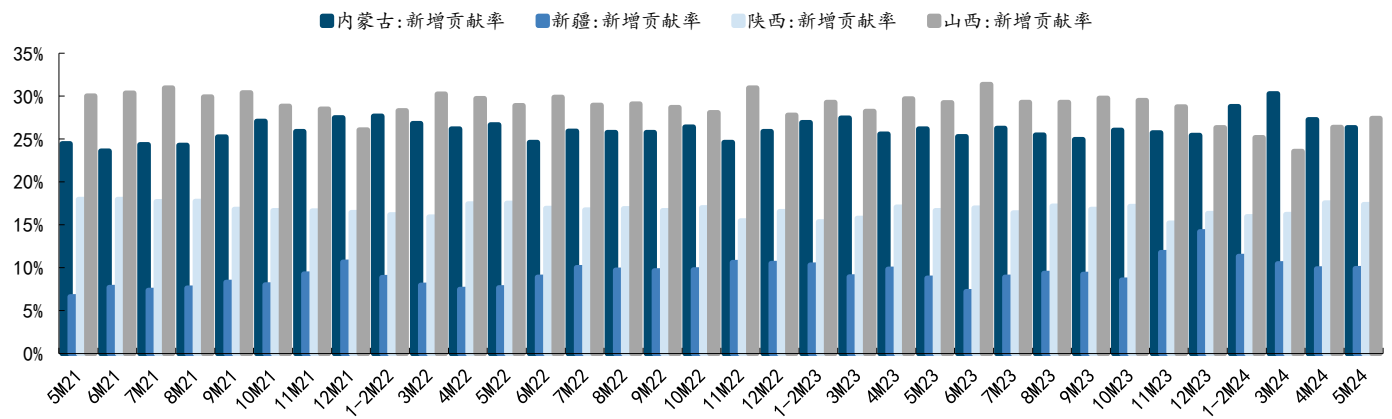
- ✓ 陕西 1-5 月原煤产量 3.1 亿吨、占全国产量的 16.6%，同比增长 0.6%，5 月对全国原煤产量的增量贡献率达 17.4%。
- ✓ 新疆已晋升为中国第四大产煤区，2021 年 12 月起增速显著领先于晋陕蒙三地；2024 年 1-5 月原煤产量 2.0 亿吨、占全国产量的 10.5%、同比增长 6.8%，5 月对全国原煤产量的增量贡献率达 9.9%，同比增加 1.1pct，增幅高于内蒙古、山西、陕西。

图表10：山西产量维持同比下降态势，但4月起同比降幅环比持续收窄



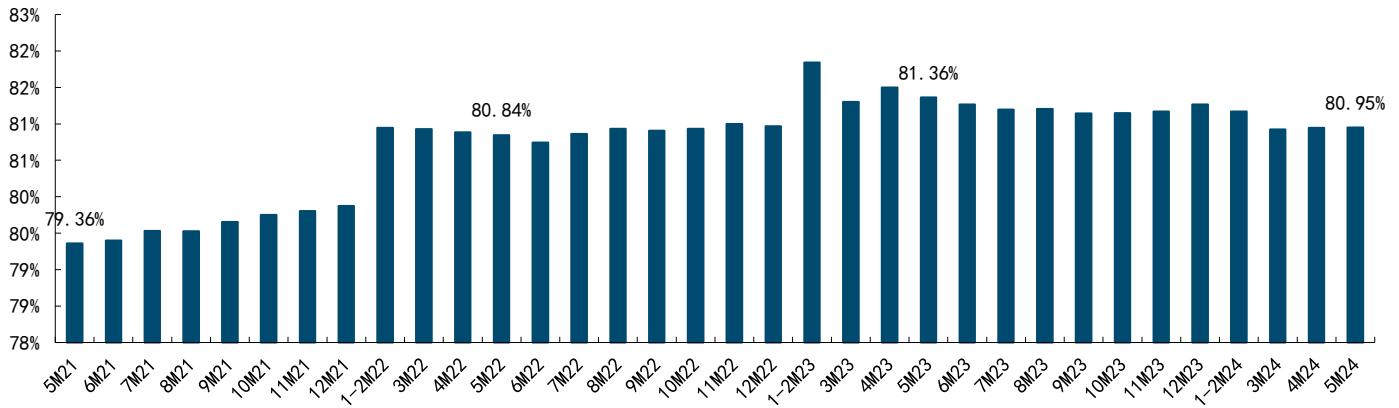
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为晋陕蒙新原煤产量累计值及变化趋势）

图表11：2024年1-4月山西增量贡献率连续不及内蒙古，5月重回第一



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）

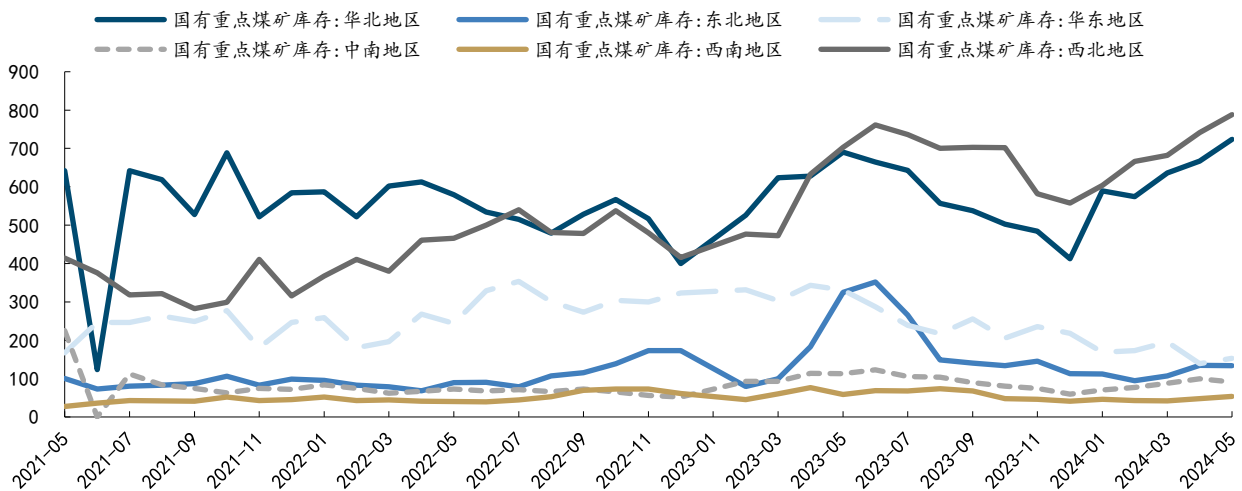
图表12: 晋陕蒙新煤炭产能占比 80.95%、产能集中度高位维稳



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总占比)

- 5月六大国有重点煤矿库存整体上行, 仅中南、东北地区库存微幅下滑。
- ✓ 24年截止至5月末, 六大国有重点煤矿库存1943.1万吨、较年初增加542.1万吨。环比4月, 在国有重点煤矿中, 除中南、东北地区, 其余五大地区库存均有不同程度的上升, 总体库存环比+6.2%。其中华北地区5月末库存723.8万吨、环比增加56.6万吨, 西北地区5月末库存788.2万吨、环比增加47.2万吨, 华东地区5月末库存152.9万吨、环比增加13.9万吨, 东北地区5月末库存133.8万吨、环比减少0.9万吨, 中南地区5月末库存92.2万吨、环比减少8.5万吨。

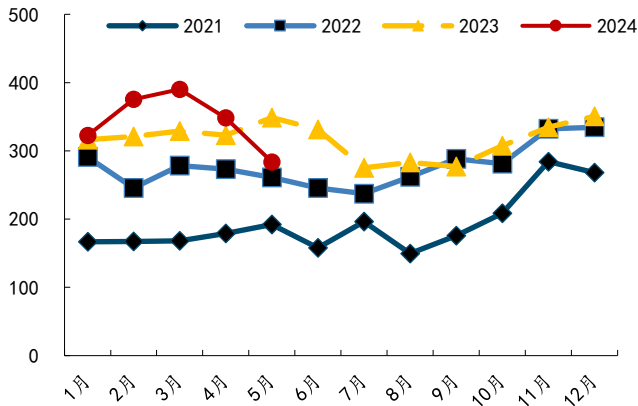
图表13: 5月六大重点煤矿库存增加113.6万吨(万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为各地区国有重点煤矿库存)

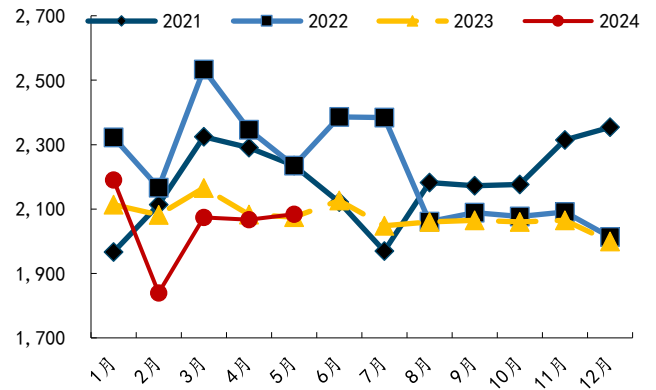
- 从铁路煤炭发运量看, 山西>陕西>内蒙古>新疆, 2024年5月同比来看, 山西和陕西同比增长, 而新疆和内蒙同比下降。
- ✓ 新疆重点煤矿5月铁路发运283.7万吨, 同比2023年减少65.1万吨, 四大产煤省区中同比降幅最大, 环比4月减少64.4万吨, 或因疆煤外运费用较高且产能中长协覆盖率较低, 因此发运量对市场煤价波动的敏感性较高; 但由于新疆21年以来增产卓有成效, 因此5M24外运量相比2022、2021年同期仍分别增加22.6、91.6万吨。
- ✓ 山西重点煤矿5月铁路发运2083.4万吨, 同比增加8.8万吨, 环比增加16.3万吨。
- ✓ 陕西重点煤矿5月铁路发运1365.9万吨, 同比增加13.9万吨, 环比增加116.0万吨。
- ✓ 内蒙古重点煤矿5月铁路发运1146.9万吨, 同比减少4.4万吨, 环比减少105.1万吨, 与历史同期走势相符、呈季节性波动。

图表14: 5月新疆煤炭发运量同比下降65.10万吨(万吨)



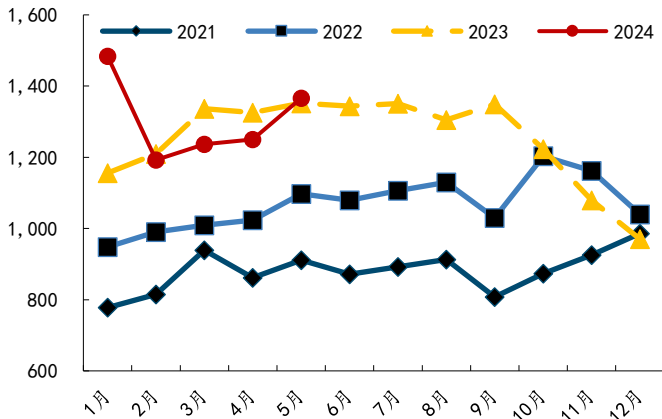
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为新疆重点煤矿煤炭铁路发运量)

图表15: 5月山西煤炭发运量同比上升8.80万吨(万吨)



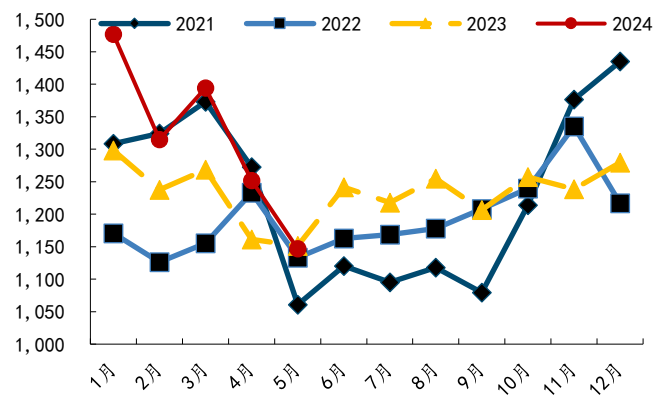
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为山西重点煤矿煤炭铁路发运量)

图表16: 5月陕西煤炭发运量同比上升13.90万吨(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)

图表17: 5月内蒙古煤炭发运量同比下降4.40万吨(万吨)



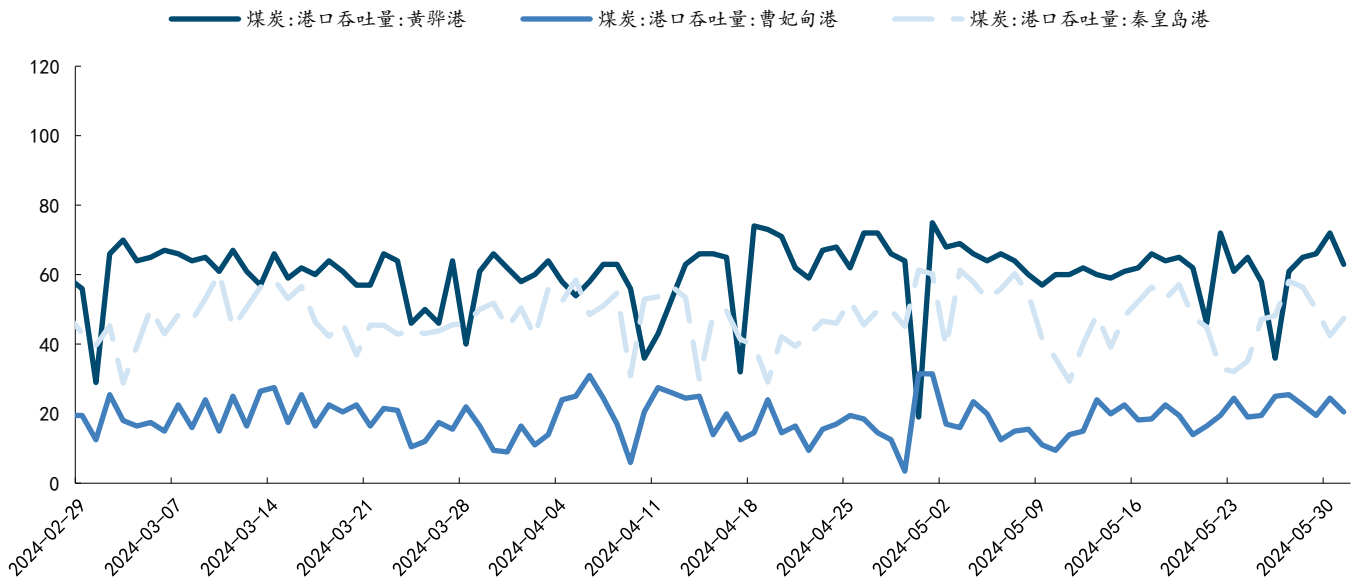
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为内蒙古重点煤矿煤炭铁路发运量)

2.2 港口周转: 4月起主要港口累库, 主因下游需求偏弱+观望情绪浓厚

■ 港口吞吐情况: 5月, 三大港口日均吞吐量环比上行。

✓ 以黄骅港、曹妃甸港、秦皇岛港吞吐量为依据, 5M24 三大港口吞吐量整体环比 4M24 上行; 主打长协煤运输的黄骅港与曹妃甸港港口4月吞吐量波动环比明显加剧, 5月走向平稳。春节假期结束后的3月, 三大港口日均吞吐量环比2月大幅增长, 4月略有回落, 5月涨势明显。

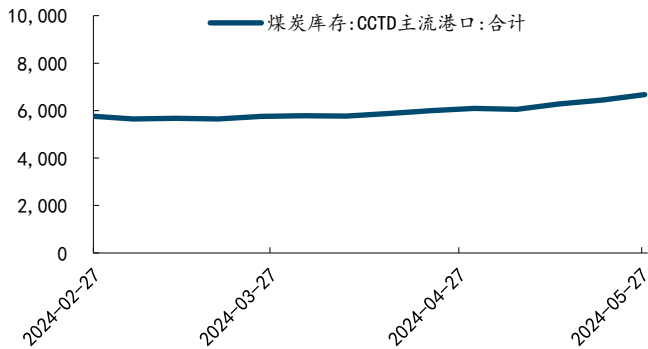
图表18: 三大港口日均吞吐量上行(万吨)



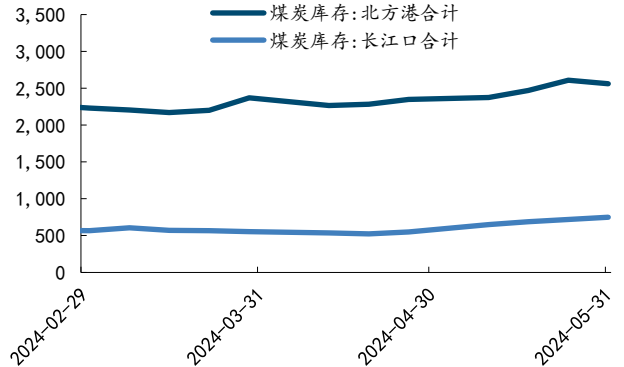
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为主要长协煤港口秦皇岛港、黄骅港3M24~5M24吞吐量情况)

- 总体库存情况: 春节后至5月, 上游生产端复产而下游进入传统淡季, 港口库存逐步回升、缓慢累库。
- ✓ 以CCTD主流港口煤炭库存为依据, 4月底库存6098.1万吨, 较月初增加323.9万吨; 5月继续累库, 月底库存达6667.6万吨, 较月初增加569.5万吨。
- ✓ 北方港5月库存环比增加211.0万吨、长江口港口环比增加201.0万吨, 分别达到2560.0、750.0万吨。
- ✓ 港口库存增加主因: ①产地出台保供政策, 煤炭生产供应水平提升; ②大秦铁路整修完毕, 运量恢复; ③3月起进入传统用电淡季, 叠加2024水电大发挤占火电行业用煤需求, 下游电厂日耗迟迟未见明显回升, 终端电厂库存保持高位运行。下游需求偏弱使得3~4M24市场煤价总体呈下行趋势, “买涨不买跌”的心理驱动下观望情绪浓厚。
- 分港口看: 北方港和长江港口库存多数环比上升。
- ✓ 5月, 北方港口中, 秦皇岛及京唐港老港环比下跌, 月末库存环比4月分别减少33、11万吨; 曹妃甸、华能曹妃甸、国投京唐港、京唐专业码头、曹妃甸二期及黄骅港环比上升, 5月末库存环比4月分别增加105、51、41、21、1、1万吨。
- ✓ 5月, 长江口港口中, 南京西坝环比下跌, 月末库存环比4月减少10万吨; 其余港口库存环比均呈现不同程度的上升, 其中扬子江、太和港、如皋港、长宏2号港口涨幅较大, 5月末库存环比4月末分别增加80、50、35、24万吨。

图表19: CCTD主流港口煤炭库存逐渐上升(万吨)



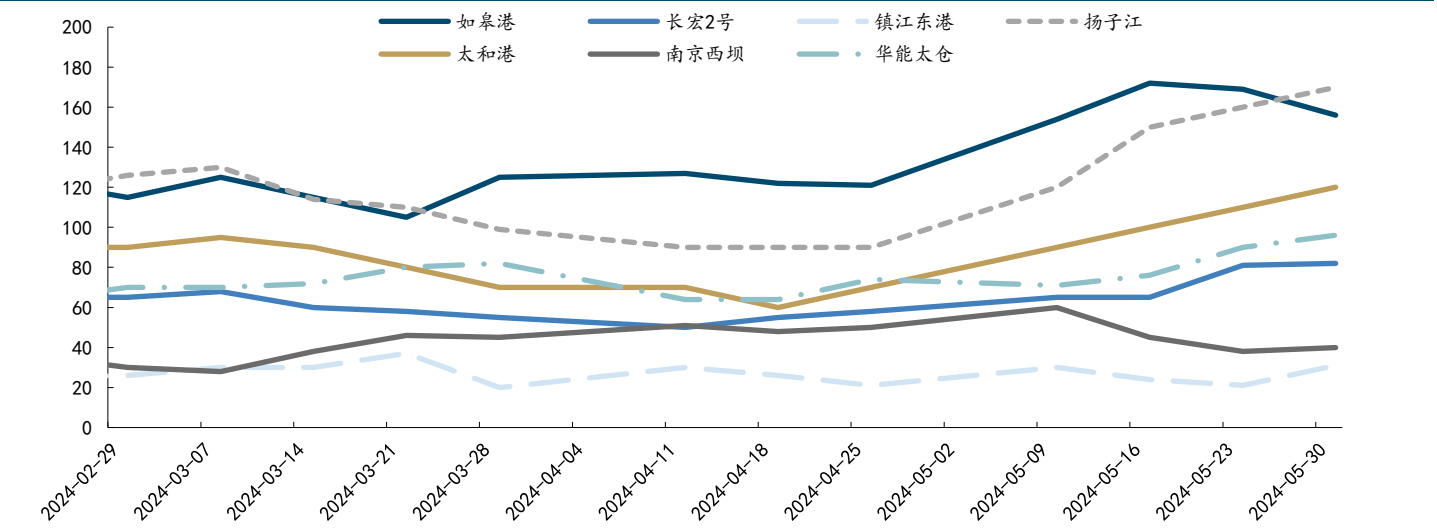
图表20: 北方港和长江口整体均缓慢累库(万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为CCTD主流港口煤炭库存)

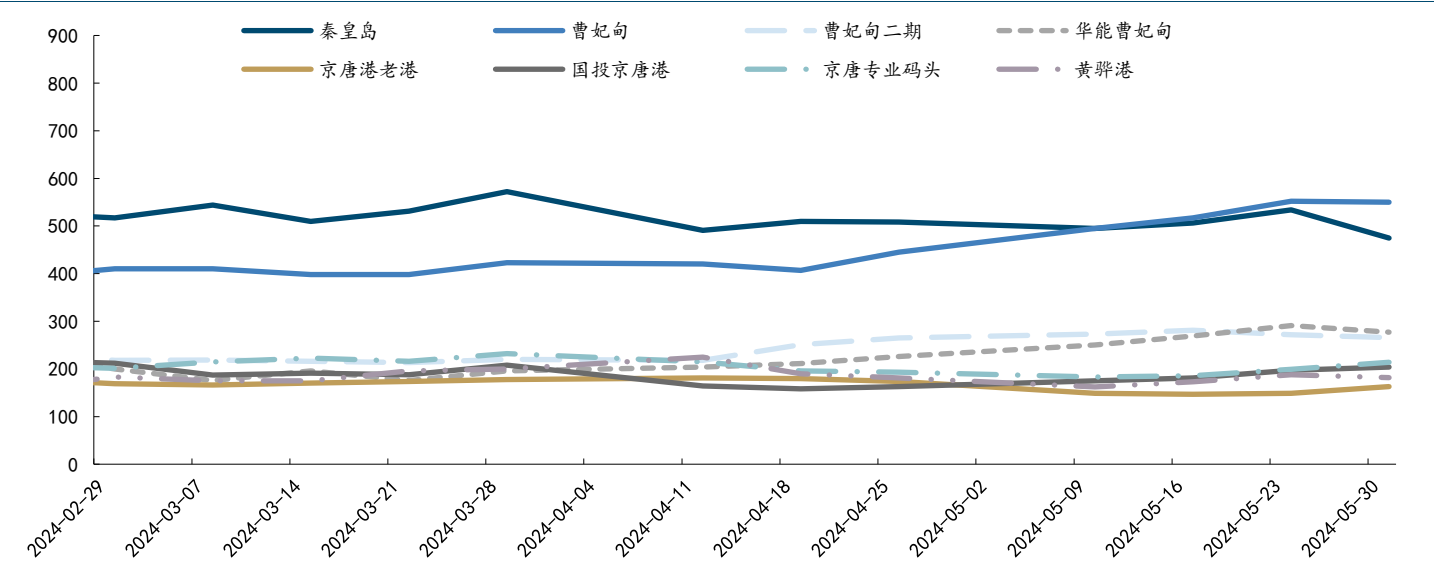
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为环渤海港口煤炭库存)

图表21: 长江口各港口库存多数环比上升(万吨)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为长江口重点港口煤炭库存)

图表22: 北方港中曹妃甸港库存环比上升明显(万吨)

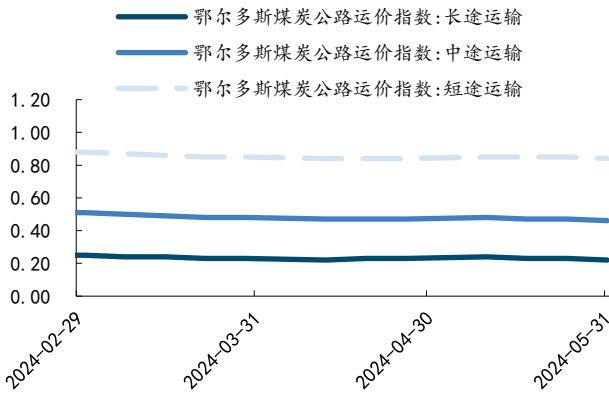


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为北方港重点港口库存)

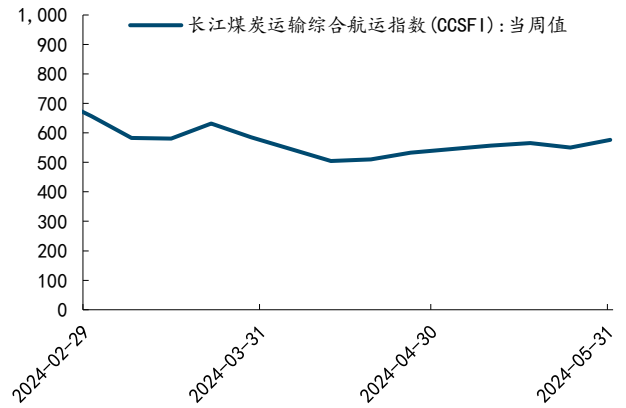
2.3 煤炭运价: 内江运价回升、沿海运价冲高回落、陆路运价窄幅震荡

- 运价总体情况: 5M24 各途径运价走势整体稳健; 公路运价低位持平, 内江运价窄幅波动, 沿海运价下旬时快速冲高后回落。
- ✓ 公路运价: 以鄂尔多斯煤炭公路运价指数为依据, 运价自 24 年 2 月以来微幅下跌, 4-5 月运价窄幅震荡, 长途公路、中途公路、短途公路运价截至 5 月 31 日分别为 0.22、0.46、0.84 元/吨公里, 环比 4 月底分别下跌 0.01、0.01、0.00 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 4 月中旬跌至阶段低位 505.18 点后开始回升, 4-5 月总体呈缓步上升态势, 5 月 31 日指数报收于 576.46 点, 环比 4 月末上涨 43.87 点、涨幅 8.2%。
- ✓ 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 (CBCF1) 为依据, 4 月上旬全球海运价下跌至 1594 点, 中旬上涨至 1919 点后下跌, 月底报收于 1685 点, 较 3 月末跌幅 7.5%; 5 月上旬上涨至 2129 点后下跌, 下旬跌至 1784 后微幅回升, 月末波罗的海干散货指数 (BDI) 报收于 1815 点, 较 4 月底上涨 7.7%; 中国沿海运价自 4 月初波动上升, 4 月中旬上涨至 626.3 点后回调, 月底中国沿海煤炭运输指数 (CBCF1) 报收于 587.3 点, 环比 3 月末上升 7.5%; 5 月 21 日突然迅速上涨, 至 5 月 24 日达到 741.3 点后迅速回落, 月底中国沿海煤炭运输指数 (CBCF1) 报收于 622.2, 环比 4 月末上升 5.9%。

图表23: 5月鄂尔多斯煤炭公路运价持平 (元/吨公里)



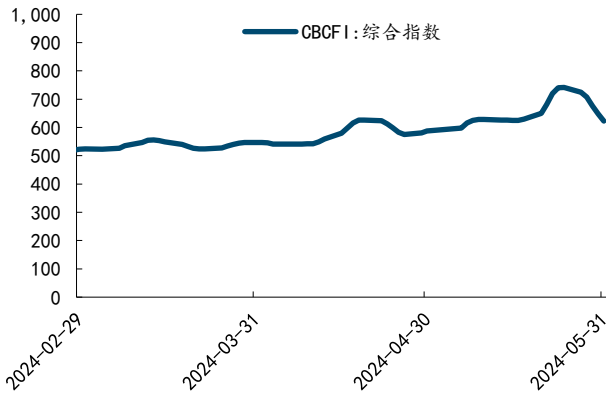
图表24: 5月CCSFI总体平稳



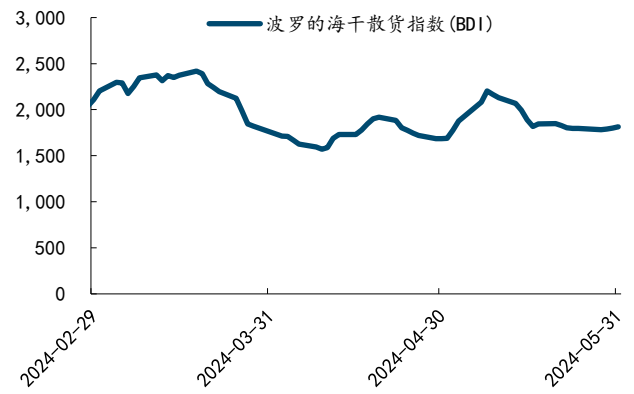
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为鄂尔多斯煤炭公路运价指数)

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

图表25: CBCFI 5月整体平稳, 月末上升后回落



图表26: BDI 5月初上升回落后报收于1815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)

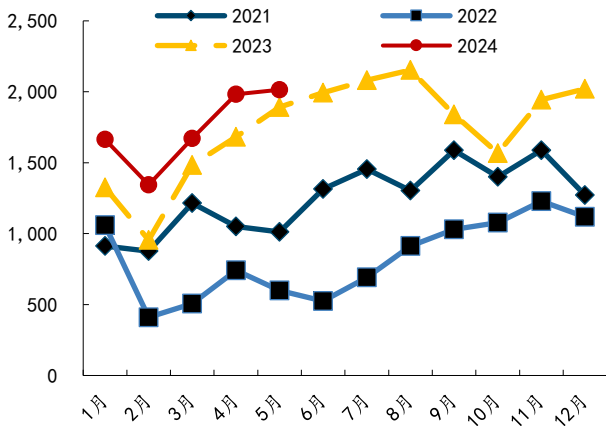
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为波罗的海干散货指数 BDI)

3、拆解维度 2: 煤炭进出口——4、5M24 进口量高基数上实现增长

3.1 进出口总量: 5月煤炭进口量同比仍保持双位数增长

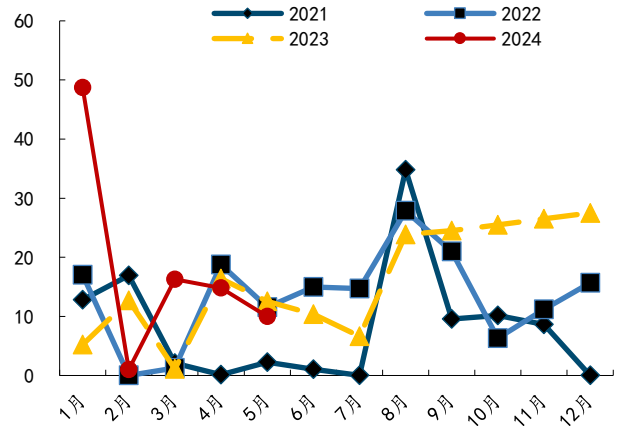
- 进出口概况: 5月煤炭进口量同比+10.7%, 继续保持双位数增长。
- ✓ 5月我国进口煤炭 4381.6 万吨, 较去年同期增加 423.2 万吨, 增幅 10.7%; 较 4 月减少 143.6 万吨, 降幅 3.2%。2024 年 1-5 月我国共进口煤炭 2.0 亿吨、同比提升 12.6%。
- ✓ 5月我国进口动力煤 2014.6 万吨, 较去年同期增长 6.4%。2024 年 1-5 月我国累计进口动力煤 8677.0 万吨, 同比增加 1338.5 万吨, 增幅 18.24%。
- ✓ 5月我国动力煤出口 10.0 万吨, 同比减少 2.6 万吨, 降幅 20.4%; 环比 4 月减少 4.9 万吨, 降幅 32.7%。
- ✓ 从进出口净额看, 5 月净进口 2004.6 万吨, 同比增加 124.2 万吨, 增幅 6.61%; 环比 4 月增加 37.9 万吨, 增幅 1.92%。

图表27: 5月我国动力煤进口额同比提升6.4% (万吨)



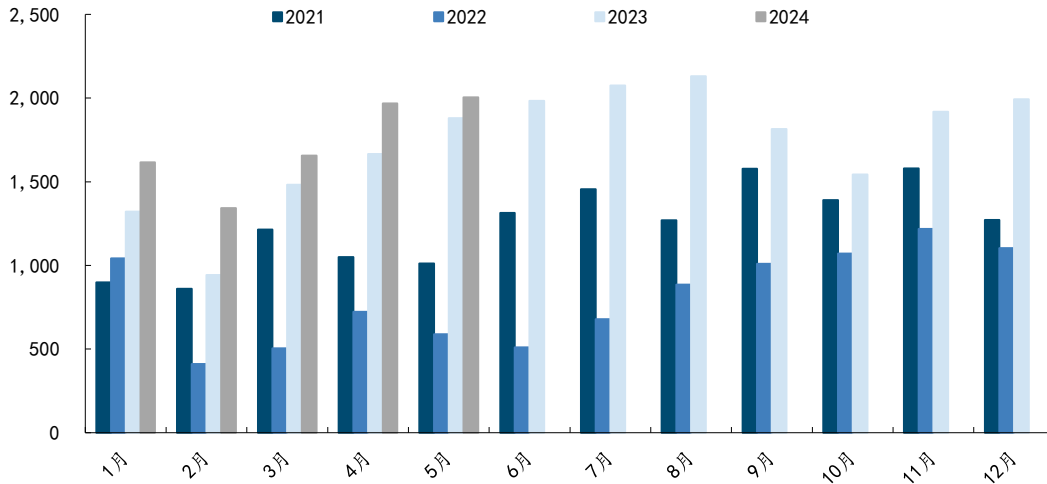
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月进口额)

图表28: 5月我国动力煤出口额同比下跌20.4% (万吨)



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: 5月动力煤净进口同比增加124.2万吨 (万吨)

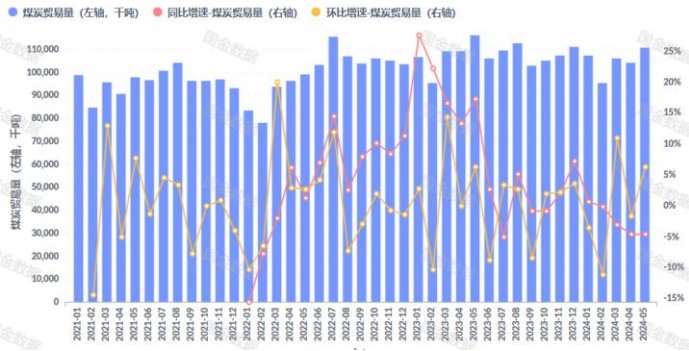


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月净进口额, 空值为出口额缺失数据处)

3.2 多角度看煤炭进口: 海运煤贸易量同比下跌、我国海运煤进口量同比上涨

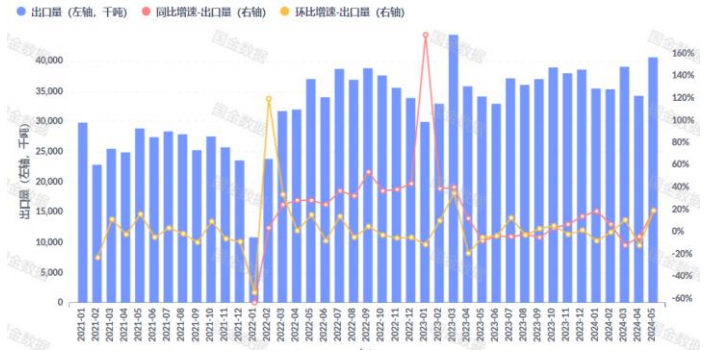
- 从国际煤炭海运情况看我国煤炭进出口: 根据 Refinitiv 数据, 5月国际海运煤贸易量同比下跌, 我国海运煤进口量同比上涨。
- ✓ 5月国际煤炭海运贸易总量为1.1亿吨, 同比、环比分别-4.6%、+5.1%。
- ✓ 从我国海运煤的三大进口来源国印尼、俄罗斯、澳大利亚的煤炭出口情况来看, 5月三国煤炭出口量分别为4070.0、1472.2、2932.4万吨, 同比分别+19.4%、-10.2%、-5.8%。
- 5M24 中国煤炭海运进口量保持偏强运行态势。
- ✓ 从国内需求看: 东南沿海地区作为我国煤炭主要消耗地, 5月电厂为“迎峰度夏”备库, 释放采购需求; 国内产地、港口动力煤价格小幅上调, 进口煤价格优势有所扩大, 推动5M24进口煤量同比增长。
- ✓ 从来源国看: 中国恢复煤炭进口关税造成俄罗斯煤炭出口中国竞争力下降影响持续, 虽然5月1日起俄罗斯取消部分煤炭出口关税, 但煤炭出口仍同比下跌10.2%; 亚太地区主要澳煤进口国日韩的用煤需求下降, 1-5M24两国煤炭进口量分别同比下跌4.9%、2.5%, 推动澳煤向中国流动; 蒙古国1-5M24煤炭产量大增、同比上涨23.5%, 煤炭出口量同比上涨36.2%, 而中国是蒙古煤炭几乎唯一的买家, 增产煤炭基本发运中国。澳煤、蒙煤贡献中国4、5月煤炭进口主要增量。

图表30: 5月煤炭海运贸易量同比-4.6%



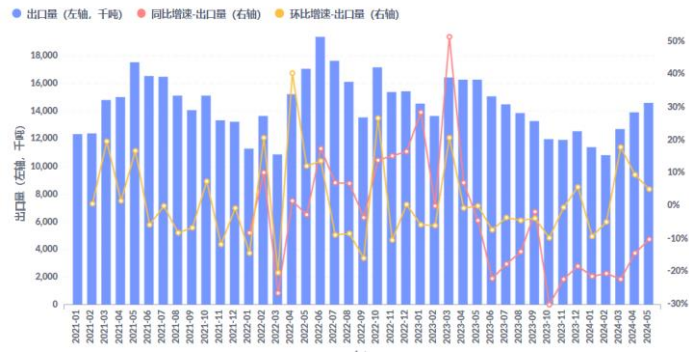
来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为国际煤炭海运进出口贸易量及增速)

图表31: 5月印尼煤炭出口额同比+19.3%



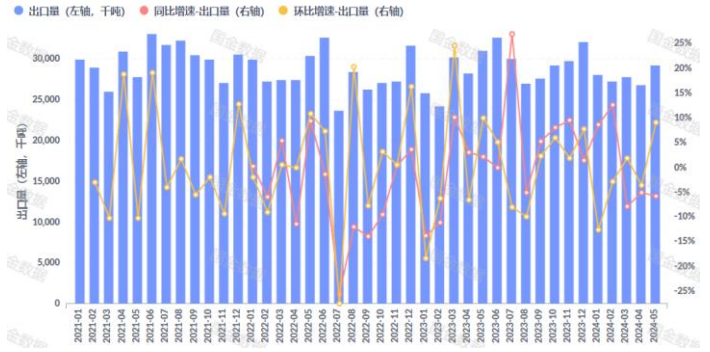
来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为印尼煤炭出口量及增速)

图表32: 5月俄罗斯煤炭出口额同比-10.2%



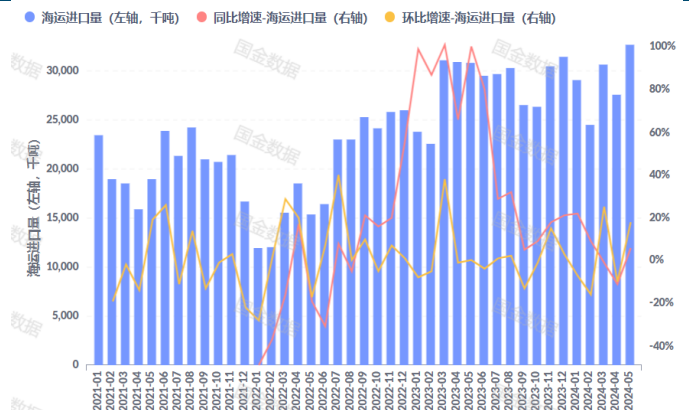
来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为俄罗斯煤炭出口量及增速)

图表33: 5月澳洲煤炭出口额同比-5.8%



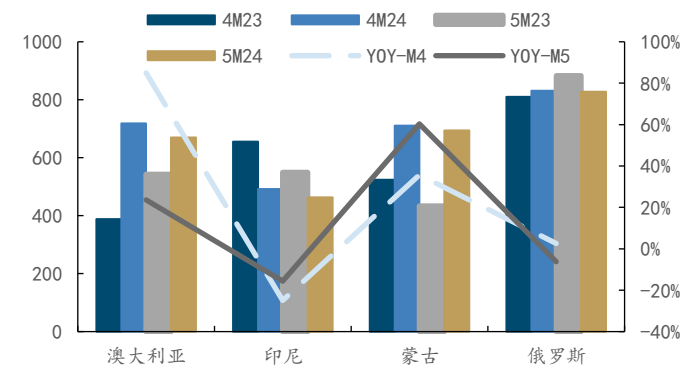
来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为澳大利亚煤炭出口量及增速)

图表34: 5月我国海运煤进口量同比上涨6%



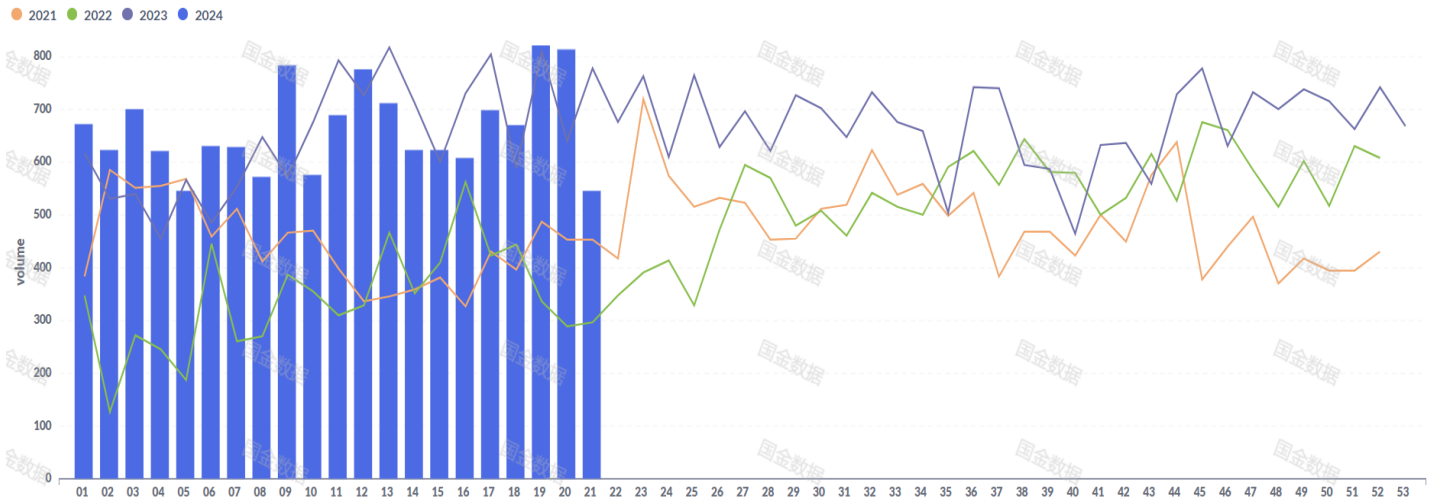
来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为中国煤炭月度海运进口量及增速)

图表35: 4、5M24, 澳煤、蒙煤进口量当月同比增速保持在20%以上 (左轴: 万吨, 右轴: %)



来源: I find、国金证券研究所 (注: 图为中国对四国煤炭进口量及增速)

图表36: 5月我国海运煤进口量同比上涨(千吨)

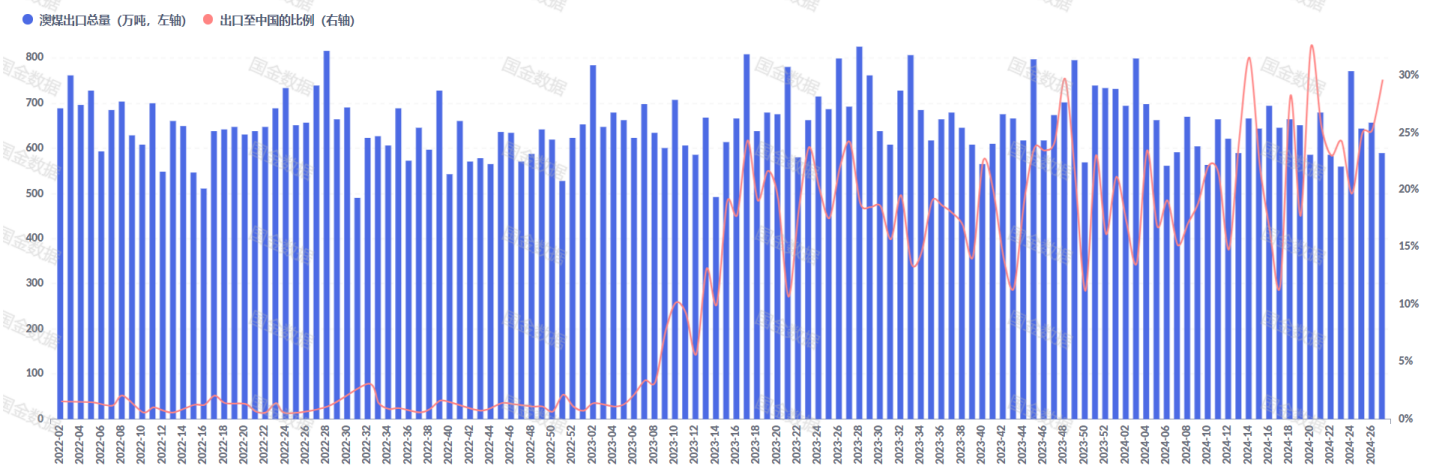


来源: Wind、Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所(注: 图为中国煤炭周度海运进口量; 数据更新到5月底, 即2024年第21周)

3.3 展望 2024 后续进口情况: 预计下半年增幅收窄, 仍将作为供应端重要补充

- 从进口政策角度看: 我国恢复对俄罗斯、美国、南非、蒙古等国的进口煤关税影响继续存在。
- 从国际煤炭总供给角度看: 据 IEA 估计, 2024 年全球煤炭产量将小幅下降 0.3%, 降至 89.39 亿吨; 预计印度和印尼的煤炭产量相较 23 年略有增长, 但中国和美国的煤炭产量下降将抵消这一增长。国内煤炭产量的下降需进口煤补充。
- 从主要煤炭进口来源国看:
 - ✓ 印尼 2023 年煤炭实际产量为 7.7 亿吨, IEA 预计其 2024 年产量将达到 8.0 亿吨, 增长率 2.9%。但印尼国内以及印度用煤需求高增, 或挤压我国从印尼进口煤炭量的增长空间——可再生能源增长速度滞后于电力需求增长速度, 致使火力发电在印度电力结构份额高企; 今年 4 月起的南亚高温进一步推高印度的用煤需求。1-5M24, 印度煤炭进口量累计为 1.12 亿吨, 较上年同期增长 12.3%。印尼作为印度最大的煤炭进口来源国, 1H24 印度增加印尼煤进口量近 30%、达 5800 多万吨。
 - ✓ 据 IEA 估计, 俄罗斯 2024 年的煤炭总产量没有重大变化的迹象。同时, 俄罗斯铁路老旧、基础设施能力有限、后续增量存在运输瓶颈制约, 叠加关税影响, 未来对我国进口增量有限。
 - ✓ 根据 Refinitiv 数据, 澳煤进口禁令解除后, 对我国的出口比例基本恢复至 2020 年禁令之前的水平。日韩煤炭需求受替代能源价格下降、经济性有所修复影响, 自 2023 年来整体疲软, 而中国自 2023 年起重启澳门进口, 使得澳煤流向中国的出口量增加。IEA 预计 2024 年下半年, 日韩煤炭消费需求将延续小幅下降的趋势, 预计澳煤仍将成为国内煤炭供应端增量的重要补充。
 - ✓ 蒙古国维持产量与出口量的大幅增长。蒙古国 2023 年煤炭产量 8119.2 万吨、同比增长 118.2%, 煤炭出口量 6960.9 万吨、同比增长 118.8%; 1-5M24 煤炭产量 3671.0 万吨、同比上涨 23.5%, 煤炭出口量 3254.1 万吨、同比上涨 36.2%。中国作为蒙古煤炭几乎唯一的买家, 增产煤炭基本发运中国, 2022 年底开通的甘嘎塔线也为蒙中煤炭运输提供了一定的运力保证。

图表37：澳煤对我国的出口比例恢复至2020年禁令之前的水平，5月冲高



来源：Wind、Refinitiv、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）

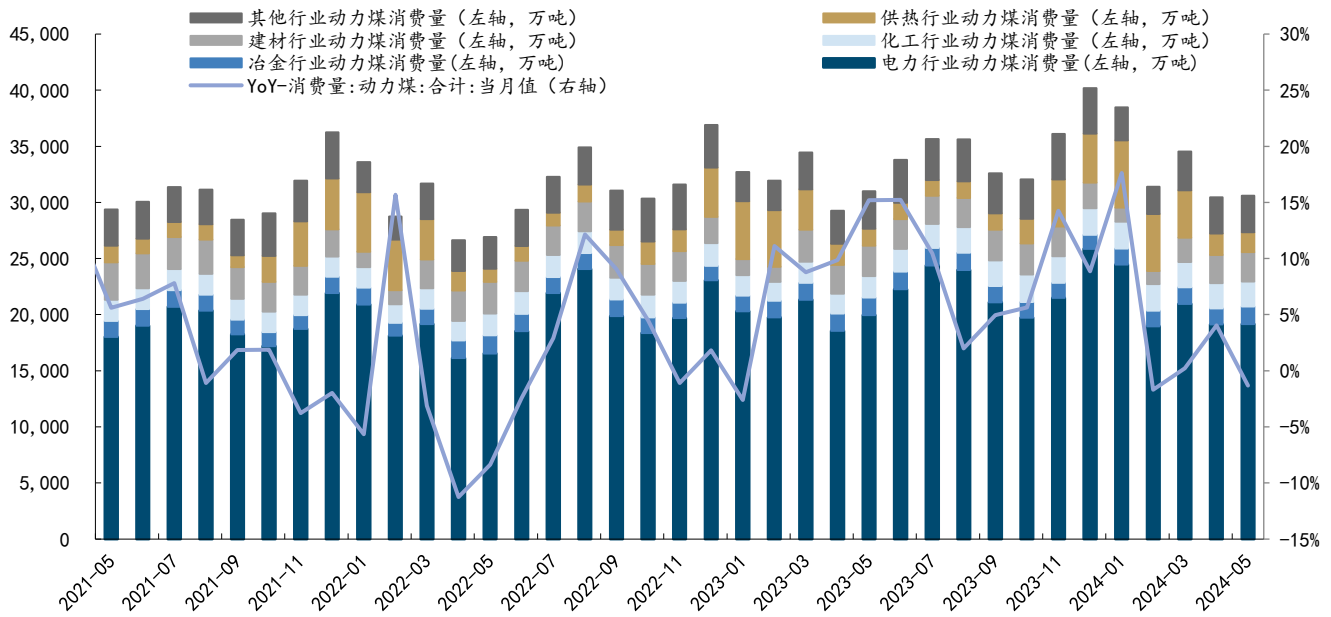
- 从国内供给角度看：煤炭大省山西虽然自5月1日起实行《煤矿安全生产条例》，安监常态化，煤炭增产有限，但同时出台了增产保供政策，5月山西煤炭产量再次重回第一，全国产量同比降幅收窄，国内供应情况有所好转。随着迎峰度夏
- 综上，24年煤炭进口量仍有望实现高个位数增长。受基数效应影响，1-5M24广义动力煤进口量累计同比增速高达18.2%；其中5月当月增速为6.4%，增幅收窄主因去年同期广义动力煤进口量大增。考虑到去年同期基数较高，预计下半年广义动力煤进口量增速将环比下降；但进口煤作为我国煤炭供应端的重要补充，国内减产或使其绝对量仍保持在相对高位。

4、拆解维度3：下游需求——动力煤消费总需求同比下跌

4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求同比回落，非电需求表现分化

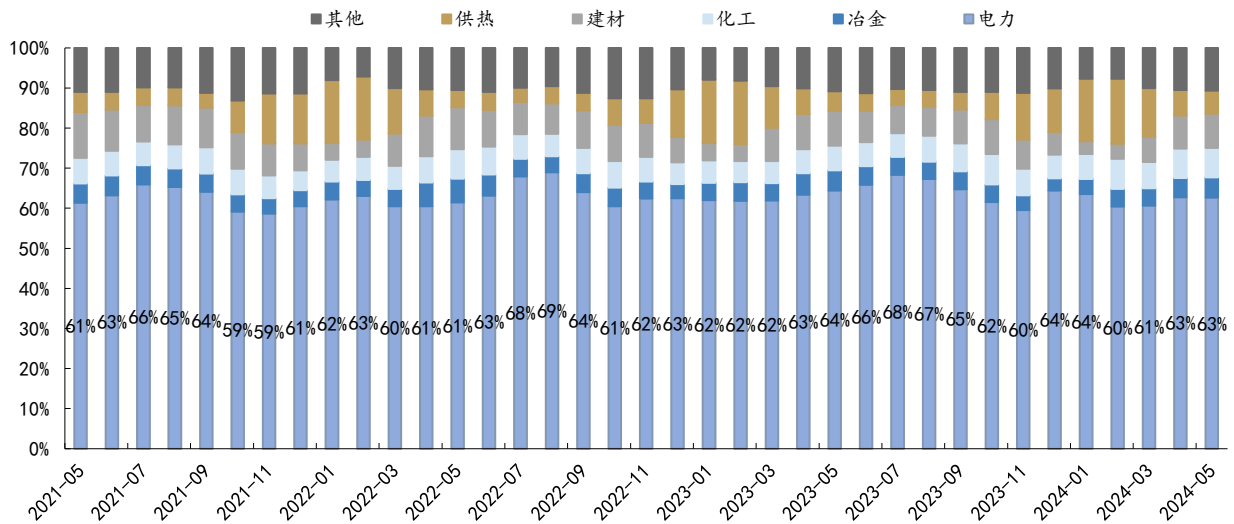
- 5月动力煤消费总需求同比下跌1.3%，其中电力消费需求占比62.7%、季节性占比下行。
- ✓ 电煤方面：4-5M24电力部门维持动力煤消费主体地位，分别消耗动力煤1.9/1.9亿吨、同比分别+3.1%/-4.0%。5月因去年来水偏枯、火电补位，而今年4、5月来水充沛、水电对火电形成挤出效应，因此同比降低。
- ✓ 非电煤方面：5M24非电煤总体耗动力煤同比+3.5%，内部表现分化。其中冶金、建材、其他耗煤量同比分别下滑-1.6%、-3.0%、-2.9%，主要由于钢铁及水泥需求较弱，5M24生铁产量同比下降1.1%，水泥产量同比下降8.6%。化工行业近年来产能持续大幅扩张，2023年国内24种主要化工产品产能增长近15%，带动化工行业耗煤量同比增长17.6%。供热行业动力煤消费量同比增长17.0%。
- ✓ 5M24开始步出传统用电淡季，但电力行业耗煤环比仅增长0.29%，系电煤需求遭可再生能源挤压。传统用电淡季即为高耗能备货旺季，5月电力行业动力煤消费量环比4月小幅提升0.29%，但占动力煤总消费量的比重为62.7%、环比小幅下降约0.12pct，主因非电煤需求环比增长。5M24化工行业动力煤消费占比7.3%、环比基本持平，建材行业动力煤消费占比8.6%、环比提升0.3pct，冶金行业动力煤消费占比5.1%、环比提升0.3pct；4-5M24供热行业耗煤平均占比6.0%，环比3月回落6.1pct，符合行业传统季节性规律——随着气温回暖，供热行业耗煤占比减少。

图表38：5月动力煤消费总需求同比下跌1.3%



来源：I find、国金证券研究所（注：图为动力煤消费量及变化趋势）

图表39：24年5月化工行业耗煤增加、占比增加

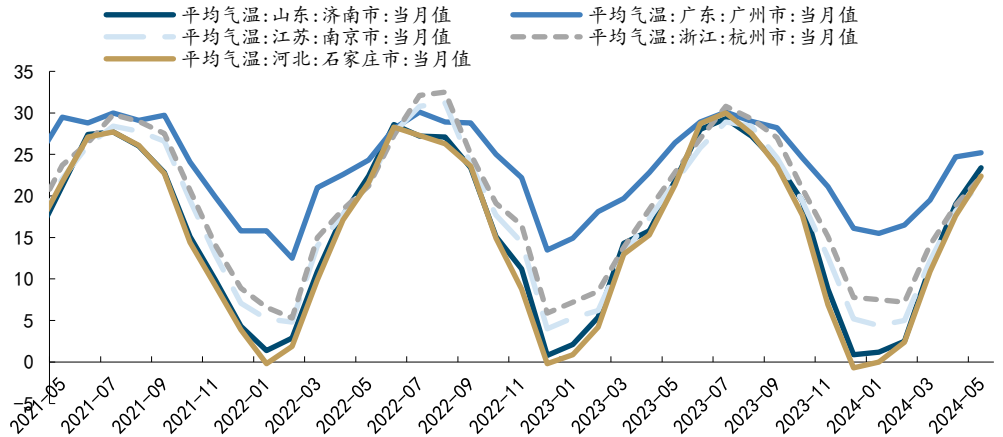


来源：I find、国金证券研究所

4.2 从用电需求看发电耗煤需求：5月气温“北高南低”，用电需求环比回升

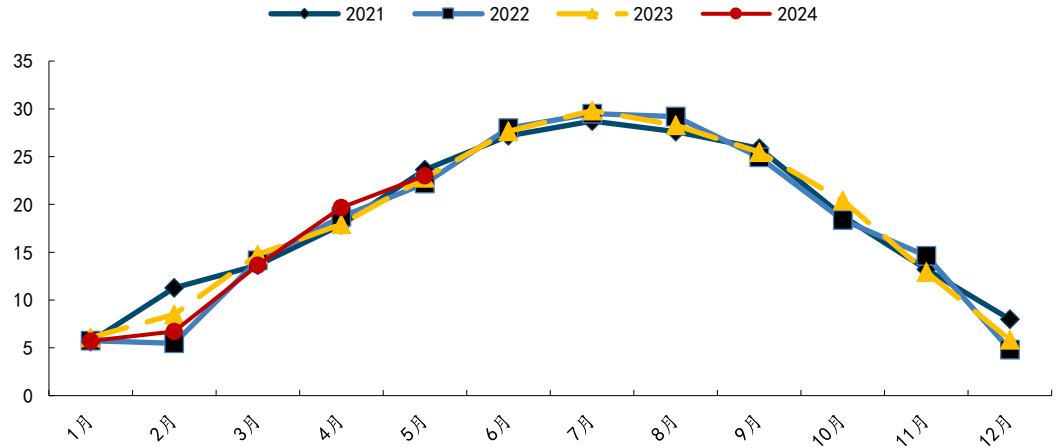
- 选取2023年用电TOP5省份，从省会城市平均气温看，5大省会城市5M24平均气温高于去年同期；从单个省会城市来看，5月济南、石家庄和南京平均气温较去年同期分别偏高1.6、1.1和0.1摄氏度，广州和杭州平均气温较去年同期分别偏低1.2和0.5摄氏度。

图表40: 24年5月济南、南京、石家庄平均气温高于去年同期, 广州、杭州气温低于去年同期(摄氏度)



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

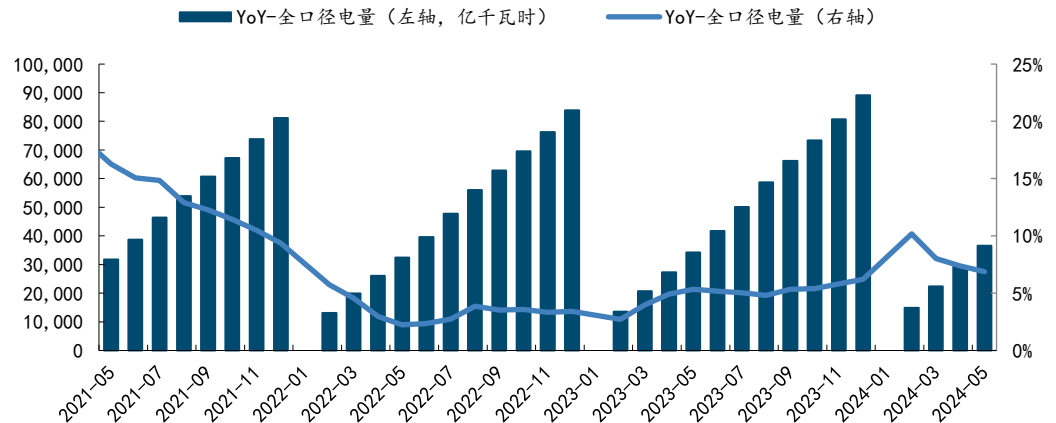
图表41: 24年5月5大省会城市平均气温高于去年同期水平(摄氏度)



来源: Ifind、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)

- 5月用电需求步出淡季、环比有所回升。2024年5月我国全口径发电量7178.5亿千瓦时, 同比增长2.3%。

图表42: 2024年5月我国全口径发电量7178.5亿千瓦时, 同比增长2.3%



来源: Ifind、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)

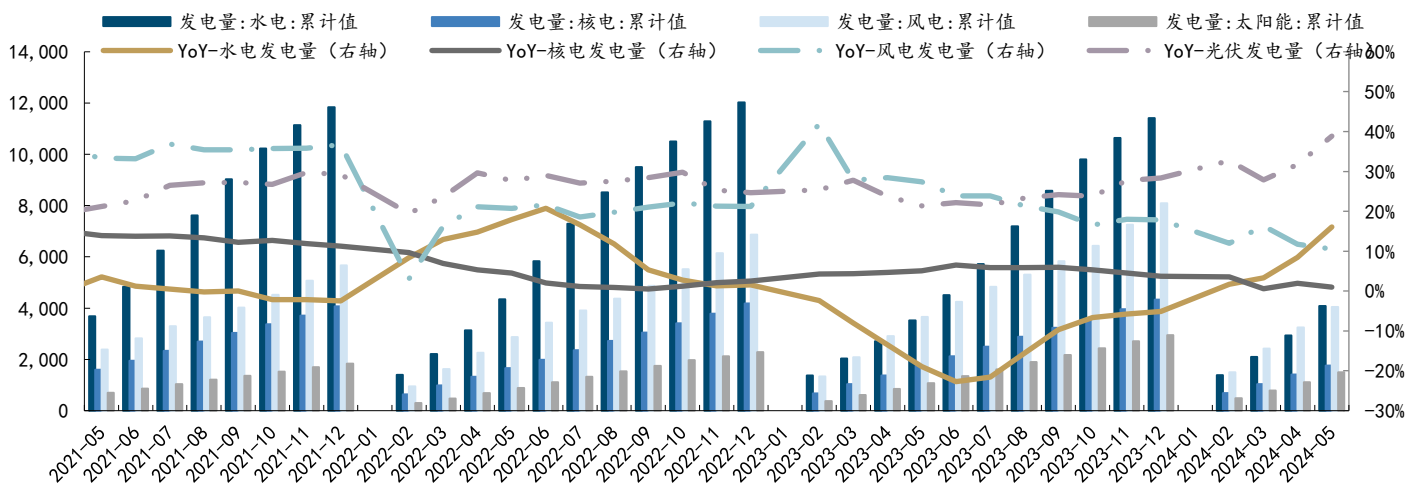
4.3 从其他电源看火电发电需求: 可再生能源大发, 挤占火电出力空间

- 其他电源发电情况: 5M24 各清洁能源发电量同比均上升, 其中风电利用小时同比下

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37.2%、贡献率同比提升5.76pct。

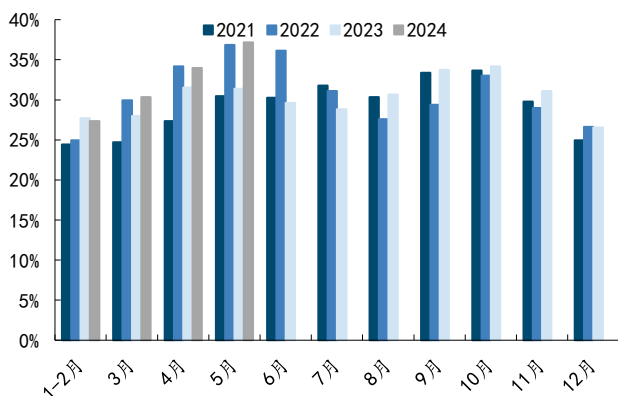
- ✓ 分项看，水电累计发电量同比增幅自24年1月以来持续扩大。24年5月水电发电量1151.1亿千瓦时、同比上升41.3%。从水库流量看，三峡水库24年5月流出量大幅高于23年同期水平，同比上涨41.0%；5月的水电平均利用小时同比上涨34.5%。
- ✓ 风电发电量、太阳能发电量同比提升。5月风电发电量797.90亿千瓦时、同比增长5.9%，增幅环比扩大5.68pct；太阳能发电381.2亿千瓦时、同比增长64.8%，增幅环比提升23.02pct。5月风电利用小时同比减少28小时、跌幅13.0%；光伏利用小时同比增加20小时、涨幅16.7%；5月风电新增装机容量同比+35.2%，光伏新增装机容量同比+47.6%，装机量的增长拉动发电量上行。
- ✓ 核电略有回落，5月发电量360.0亿千瓦时、同比降低2.4%，增幅环比-8.35pct。利用小时数同比减少21小时、降幅3.2%。

图表43: 5月清洁能源发电贡献率环比、同比均增加(左轴: 亿千瓦时, 右轴: %)



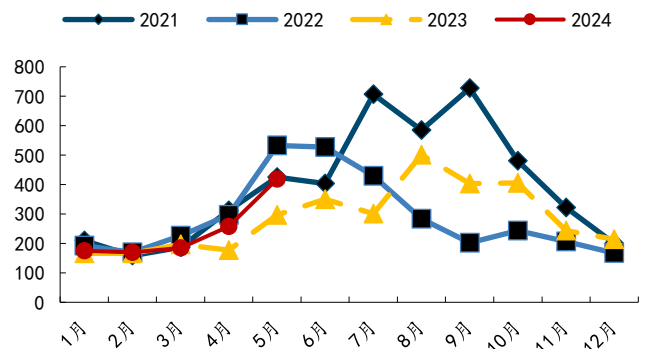
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为其他电源累计发电量及变化趋势)

图表44: 除火电外其他清洁能源发电当月贡献率



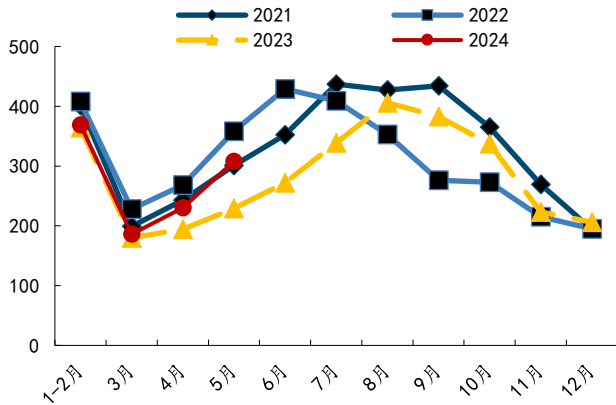
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为除火电外其他清洁能源发电当月贡献率)

图表45: 三峡水库4、5M24流出量同比上升(亿立方米)



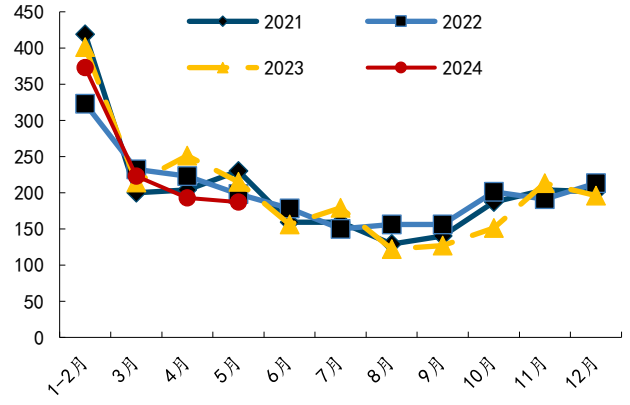
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为三峡水库流各月出量)

图表46: 5月水电利用小时同比上涨79小时, 涨幅34.5% (小时)



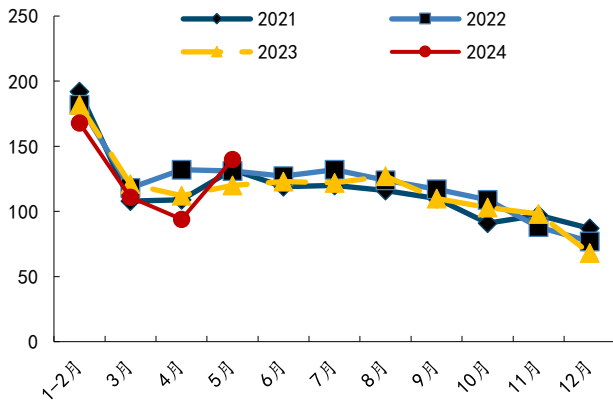
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为水电利用小时数)

图表47: 5月风电利用小时同比减少28小时, 跌幅13.0% (小时)



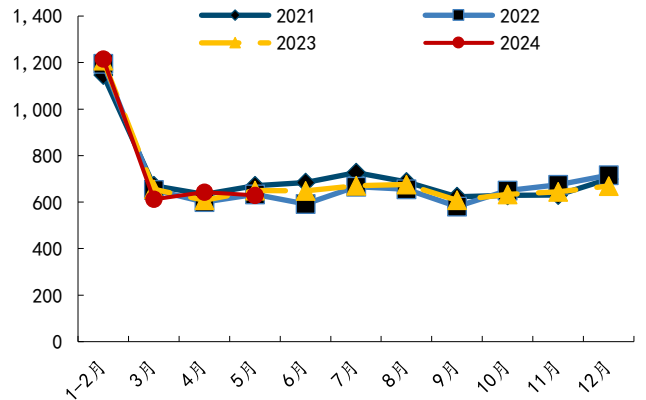
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为风电利用小时数)

图表48: 5月光伏利用小时同比增加20小时, 涨幅16.7% (小时)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为光伏利用小时数)

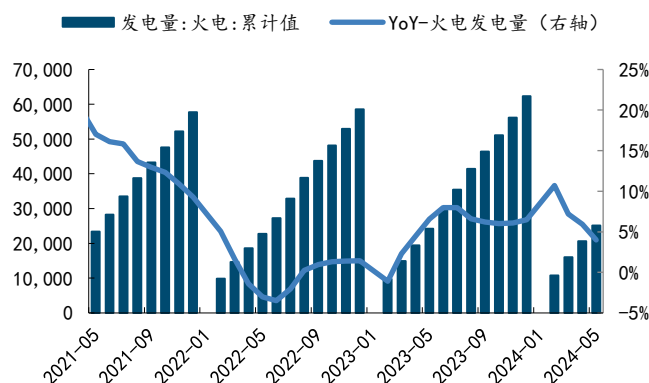
图表49: 5月核电利用小时数同比减少21小时, 跌幅3.2% (小时)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为核电利用小时数)

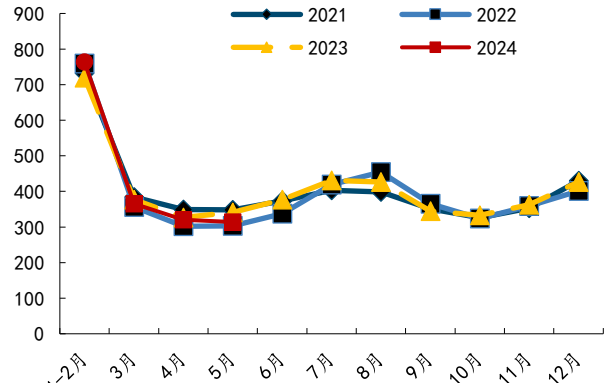
- 火电发电需求: 5月火电发电量同比降低, 更多发挥新型电力系统中的调节作用。
- ✓ 从发电量看, 5月火电发电量4538.4亿千瓦时、同比减少4.3%。
- ✓ 从利用小时看, 5月火电利用小时数314小时, 同比降低27小时, 降幅7.9%。自3月起火电利用小时数持续同比减少, 主因2024年以来来水偏丰叠加2023年新能源近300GW的新增装机转化为发电增量, 可再生能源电力大发挤占火电发电空间, 火电发挥其在电力系统中的调节作用。

图表50: 5月火电累计发电量25172.6亿千瓦时, 同比增长3.99%



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)

图表51: 5月火电利用小时数314小时, 同比减少27小时, 降幅7.9% (小时)

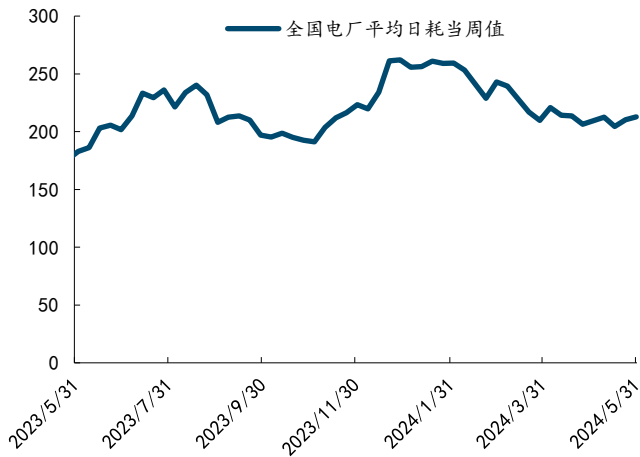


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为火电利用小时数)

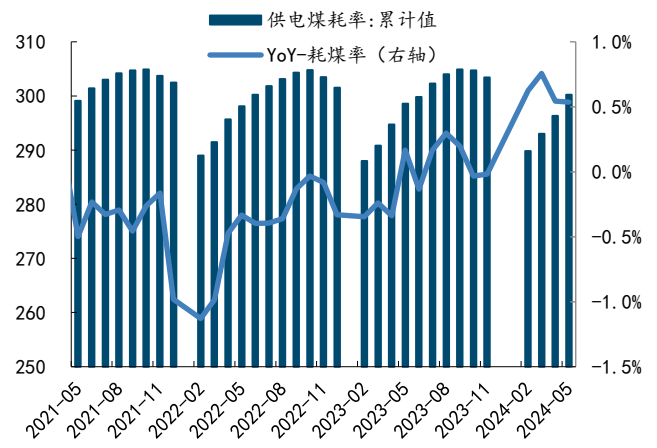
4.4 终端电厂耗煤及库存情况：电一场场存增加、日耗下降，可用天数上行

- 火电厂耗煤情况：4-5 月供电煤耗率季节性环比上行，全国电厂日耗连续两个月环比下行、煤炭场存量环比持续增加，全国电厂平均可用天数环比上行。
- ✓ 从供电煤耗率看，今年 1-5 月火电累计供电耗煤率 300.2 克/千瓦时、同比增长 0.5%，主因可再生能源发电量增加，火电承担调峰、调频责任后启停次数增多、导致供电耗煤率增加。环比来看，5 月底累计供电耗煤率较 3 月底的 293.0 克/千瓦时增长了约 7.2 克/千瓦时，主因供暖季结束后供热业务不再与发电业务分摊煤耗。
- ✓ 从电厂日耗看，24 年 5 月全国电厂日均耗煤量 210.0 万吨、环比 24 年 4 月下降 3.7 万吨。4 月电厂日耗周度变化基本符合季节性特征，随着天气转暖日耗持续回落；5 月电厂日耗先降后升、呈 V 字形走势，一方面气温逐步升高带动用电需求季节性回升，但可再生能源大发又挤占了火电出力空间。
- ✓ 分省份看，5 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、河南、内蒙古等省份累计发电煤耗量同比增幅领先。

图表52：24 年 5 月全国电厂日均耗煤量 210.0 万吨（万吨）



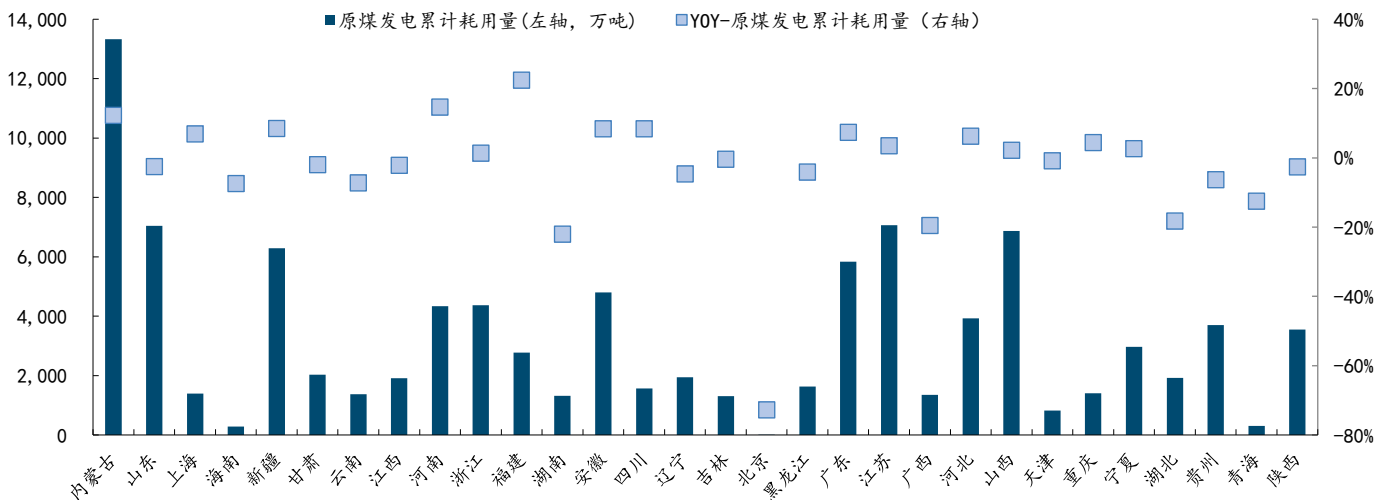
图表53：2024 年 1-5 月耗煤率同比增加 0.5%（当年累计，克/千瓦时）



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54：5 月内蒙古、山东、江苏、山西等负荷/外送电大省耗煤量领先



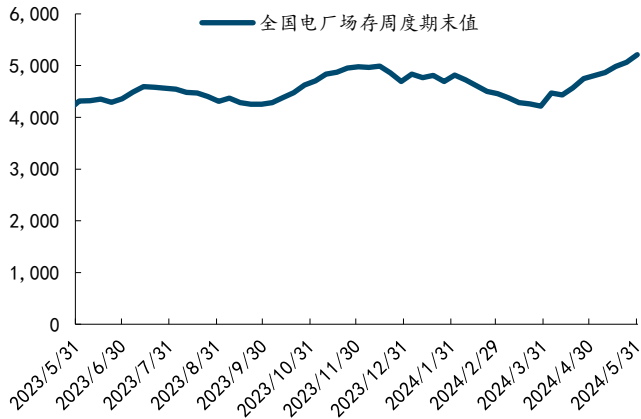
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为各省 24 年 1-2 月发电累计耗用原煤量及同比）

- 从终端电厂库存看，4 月起累库明显。
- ✓ 4 月起全国电厂煤炭库存持续增加，截至 5 月末全国电厂煤炭库存达 5211.4 万吨、环比增加 460.8 万吨。2024 年电煤长协执行情况良好，另外 4、5M24 用电淡季与可

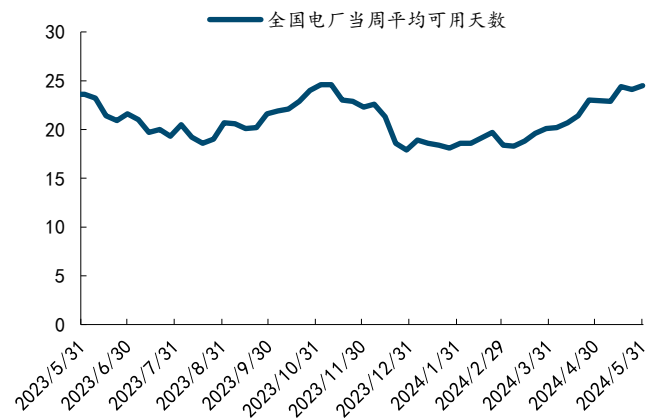
再生能源发电旺季重合，导致火电发电量下降、电厂日耗量偏低运行，电厂延续高库存策略，提前将库存增至往年迎峰度夏前备煤时的库存高点以上，在保证自身用煤安全的同时对市场煤炭价格形成了压制。

- ✓ 电厂场存增加而日耗下行，可用天数持续增加。5月，全国电厂平均可用天数 24.0 天、环比 4 月增加 2.7 天。受发电日耗季节性回落影响，5 月全国电厂场存量、电厂煤炭可用天数持续上行，为迎峰度夏期间的电力保供做准备。

图表55: 24年5月电厂累库明显(万吨)



图表56: 5月平均可用天数24.0天(天)



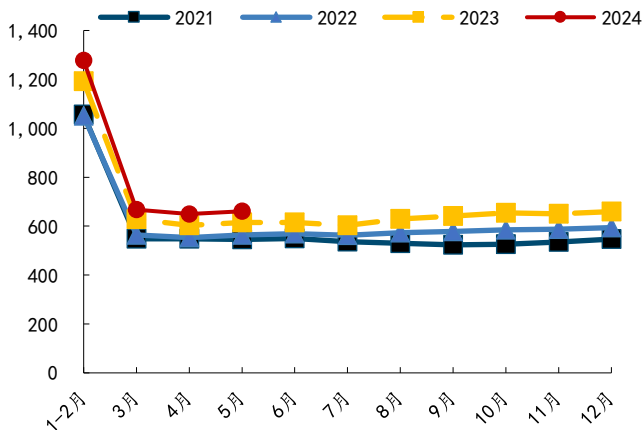
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂当周末煤炭场存)

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)

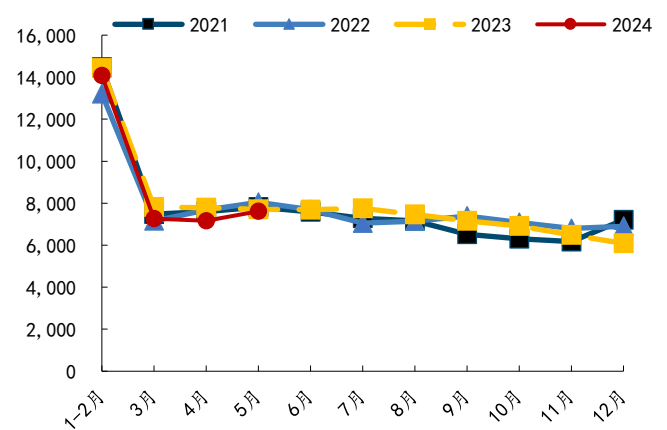
4.5 其他非电煤需求: 非电动力煤需求占比小, 但其变化对现货煤价影响大

- 非电行业用煤需求占比较小、增幅贡献有限, 但在长协和现货双轨制的煤炭市场中, 非电行业用煤需求波动容易对规模较小的煤炭现货价格形成冲击。
- ✓ 5M24 化工行业动力煤消费量同比增加 335.4 万吨、增幅 17.6%, 是非电行业动力煤消费增量的主要来源。从煤化工与化学原料及化学制品制造业来看, 两行业的用电量 5M24 分别同比增长 12.8%、9.5%, 说明化工行业开年以来生产端景气度较高。
- ✓ 冶金行业动力煤消费需求可通过主要有色金属和生铁产量表现。5 月我国十种有色金属产量为 661.0 万吨, 同比 23 年 5 月上升 7.5%, 增幅环比-0.1pct; 但 5 月我国生铁产量同比-1.1%, 钢铁需求下滑是导致冶金行业耗煤量下降的主要原因。
- ✓ 建材耗煤可主要通过房地产体现。24 年房地产市场整体延续 23 年低迷处境, 5 月商品房销售面积为 7390.2 万平方米, 同比下滑 1413.9 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57: 5月我国十种有色金属产量同比上升7.5%(万吨)



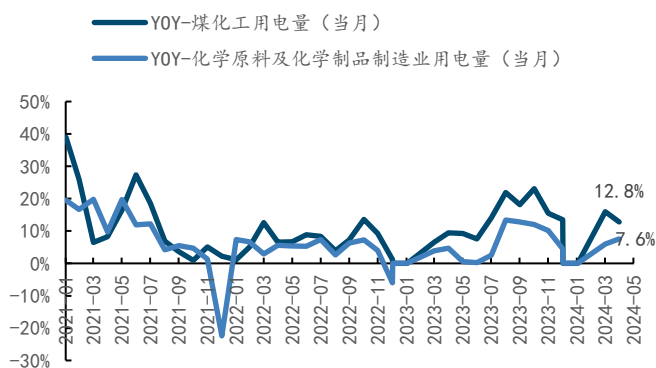
图表58: 5月我国生铁产量同比下滑1.1%(万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为十种有色金属当月产量)

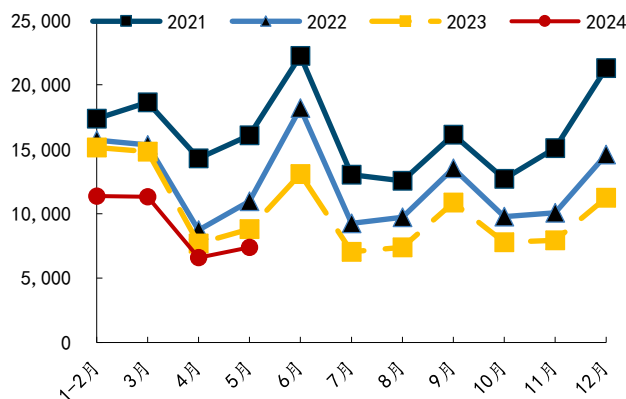
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为生铁当月产量)

图表59: 5M24 煤化工与化学原料及化学制品制造业用电量均实现同比正增长



来源: Wind、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)

图表60: 5月商品房销售面积同比下滑 1413.9 万平方米 (万平方米)



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。由于整体长协、进口煤供应较为充足，水电增发甚至满发，终端库存持续维持在安全水平，对于市场煤的采购需求难以有较大幅度的提升，因此预计迎峰度夏期间，市场煤价中枢将维持在 850 元/吨左右。7 月迎峰度夏正式开启后，北港库存持续去化，预计 8 月下旬贸易商可能提前开始博弈终端补库需求；另考虑到“金九银十”为高耗能行业备货旺季，非电行业用煤需求增加或助推市场煤价回升。但考虑到作为动力煤主要下游的电力行业进入季节性淡季，叠加新能源装机大增带动发电量高增对火电产生挤出效应、对电力行业用煤需求形成压制。电厂在长协煤和进口煤兜底补充下，市场采购需求或释放不足，致使煤价上涨动力有限。
- 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。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、发电侧竞争格局较好地区，同时火电装机规模大、资产高质量的火电企业，如浙能电力、皖能电力、新集能源、江苏国信。

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，且巴以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