

2025年01月03日

## 煤价急跌原因浅析：需求扰动叠加进口煤冲击

## ——煤炭行业 2025 年第 1 月月报（20250103）

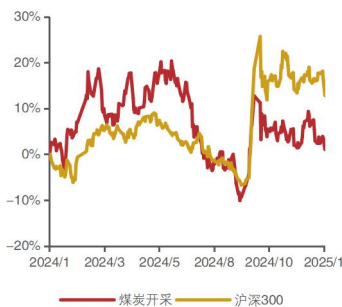
投资评级：看好（首次）

## 证券分析师

邹佩轩  
SAC: S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com  
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com

## 联系人

## 板块表现：



- 投资要点：**
- **煤价回顾：港口单价急跌近百元后暂时企稳。**2024 年以来我国动力煤价格整体呈震荡下行态势，但是进入 11 月中旬后，我国产地及港口煤价快速下跌，连带进口煤价格同步下跌。秦皇岛 5500 大卡动力末煤单价跌幅近百元，12 月底价格出现小幅反弹，坑口价走势与港口价基本同步。综合新闻媒体以及贸易网站观察来看，动力煤价格短期急跌超出市场预期。
  - **原因初探：气温偏暖、政策时滞与进口冲击叠加。**从港口库存来看，北方主流港口库存量 2024 年四季度创近年新高，高库存是压制煤价反弹的重要因素，但是库存积累更多是供需宽松的结果，而非原因。目前 12 月大量高频数据尚未公布，结合 11 月数据以及近期观察，我们分析 11 月下旬以来的煤价急跌主要系气温偏暖、政策时滞与进口冲击几方面因素的叠加。
  - **首先，从国内产量来看，2024 年以来我国原煤产量增速整体平稳，**截至 11 月底尚未出现产量激增，且相当部分增量来自新疆产能，我们分析国内产能并非煤价急跌的主因。
  - **预计 12 月气温偏高削弱电煤需求，形成短期扰动。**截至目前，12 月全社会发电数据尚未披露，参考 11 月用电数据，11 月单月我国全社会用电量同比增加 2.8%，较 10 月单月的 4.3% 下滑明显，主要拖累项即第三产业和城乡居民，其中重要原因或为气温偏高。中央气象局数据显示，我国 12 月气温继续偏暖，12 月为采暖旺季，气温偏暖对煤耗的影响更为显著。
  - **从非电需求来看，地产刺激政策存在传导时间，四季度实物工作量或惯性下滑。**水泥、冶金和部分化工产品均为房地产产业链的上游，房屋新开工面积对非电煤炭需求具有较强的指引作用。随着 2024 年下半年一系列房地产刺激政策的出台，我国房屋销售面积虽然仍然为负增长，但是降幅已逐月收窄。而由于从销售到新开工存在一定时滞，新开工面积累计降幅 11 月还有所扩大，预计对非电需求产生一定影响。
  - **分析完国内因素后，我们分析最大的边际变化或来自进口煤数量以及结构。**2024 年我国进口煤数量快速增长，11 月单月进口煤及褐煤同比增速 26%，1-11 月累计增速达到 14.8%，预计全年进口量或超过 5.2 亿吨，创历史新高。而且从结构来看，澳大利亚成为我国进口动力煤的最主要增量，而俄罗斯煤炭占比持续下降。考虑到澳大利亚煤热值高、成本更低，因此进口结构的变化，对整体进口价格产生较大影响。
  - 展望未来我们分析目前俄罗斯煤炭进口量占比已经处于相对低位，进口结构变化对煤价的进一步影响相对有限，在进口煤放量背景下，**煤价有望在新平台上重新形成平衡。虽然未来煤价走势影响因素众多，但是我们不建议将 11 月下旬以来的煤价走势线性外推，气温影响仅为短期扰动，建议聚焦中长期供需格局，**需进一步观察进口煤政策及国内刺激政策落地节奏。
  - 投资策略：我们认为当前煤炭板块投资逻辑正在从短期业绩叙事转向久期叙事，即在中长期需求可能偏弱的背景下，不同资产使用寿命或出现较大分化，久期的差异将是不同公司估值的关键。重点推荐中国神华，中国神华是吨煤成本最低的大型煤炭公司，加上一体化布局，是“终端同质化商品中的少数低成本供给”，我们认为即便行业大幅萎缩，公司预计也是最后的幸存者，市场低估了中国神华的久期，尤其是其相对煤炭板块整体的优势。
  - **风险提示：**煤价波动超预期波动，新能源转型进展，储能技术革命性突破。

## 内容目录

---

1. 煤价回顾：港口单价急跌近百元后暂时企稳 .....	4
2. 原因初探：气温偏暖、政策时滞与进口冲击叠加 .....	5
3. 投资策略 .....	9
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

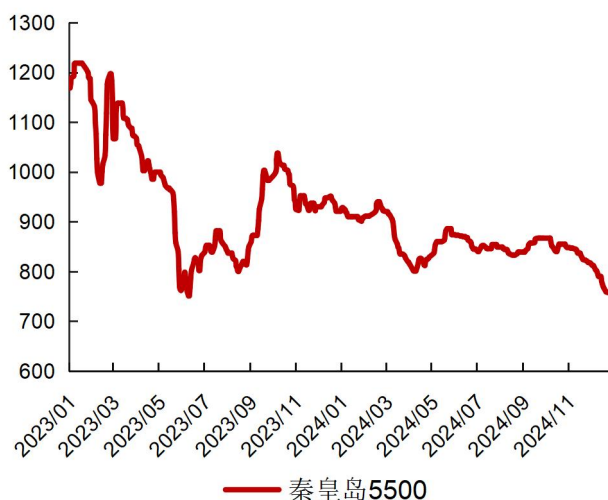
图表 1: 秦皇岛港 5500 大卡动力末煤价格 (元/吨) .....	4
图表 2: 广州港 5500 大卡印尼煤提库价 (元/吨) .....	4
图表 3: 榆林 5500 大卡动力煤坑口价 (元/吨) .....	4
图表 4: 鄂尔多斯 5500 大卡动力煤坑口价 (元/吨) .....	4
图表 5: 主流港口:北方港口煤炭库存量 (万吨) .....	5
图表 6: 全国原煤产量单月同比增速 .....	5
图表 7: 重点省份原煤单月产量 (百万吨) .....	6
图表 8: 重点省份原煤单月产量同比增速 .....	6
图表 9: 2023-2024 年 10、11 月单月分产业用电量及增长情况 (亿千瓦时) .....	6
图表 10: 我国 2024 年 11 月底至 12 月底气温距平情况 .....	7
图表 11: 我国房地产销售与新开工面积同比 .....	7
图表 12: 我国进口煤单月数量及同比情况 .....	8
图表 13: 我国进口煤累计数量及同比情况 .....	8
图表 14: 我国进口动力煤单月数量 (百万吨) .....	9
图表 15: 我国进口动力煤单月数量占比 .....	9

## 1. 煤价回顾：港口单价急跌近百元后暂时企稳

2024 年以来我国动力煤价格整体呈震荡下行态势，但是进入 11 月中旬后，我国产地及港口煤价快速下跌，连带进口煤价格同步下跌。秦皇岛 5500 大卡动力末煤平仓价从 850 元/吨左右急跌至 12 月 27 日的 758 元/吨，单价跌幅近百元，12 月 30 日价格小幅反弹至 764 元/吨。以陕西榆林和内蒙古鄂尔多斯为代表的坑口价走势与港口价基本同步。

综合新闻媒体以及贸易网站观察来看，动力煤价格短期急跌超出市场预期。

图表 1：秦皇岛港 5500 大卡动力末煤价格（元/吨）



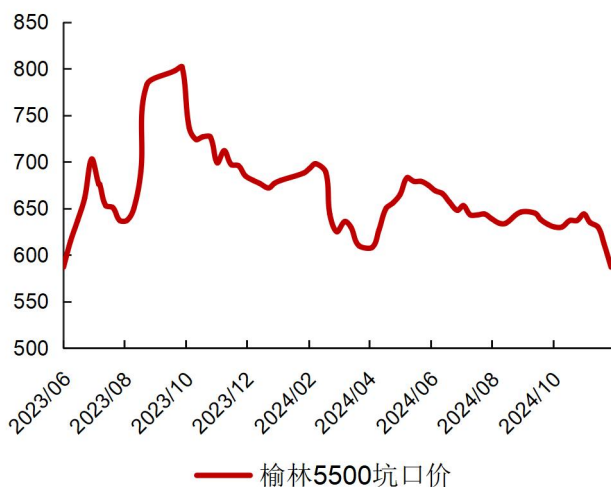
图表 2：广州港 5500 大卡印尼煤提库价（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：榆林 5500 大卡动力煤坑口价（元/吨）



图表 4：鄂尔多斯 5500 大卡动力煤坑口价（元/吨）



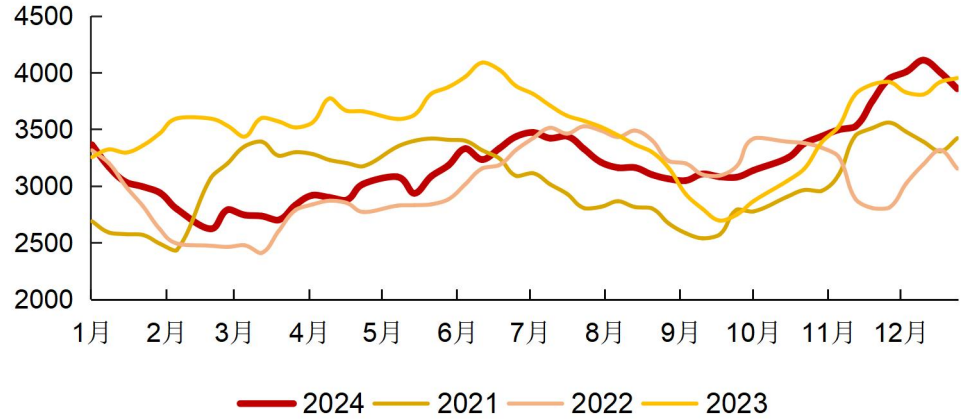
资料来源：wind，华源证券研究所

资料来源：wind，华源证券研究所

## 2. 原因初探：气温偏暖、政策时滞与进口冲击叠加

从港口库存来看，北方主流港口库存量 2024 年四季度创近年新高，12 月下旬有所回落，但是仍与 2023 年大致持平，高于 2021 年和 2022 年同期水平。高库存是压制煤价反弹的重要因素，但是从源头来看，库存积累更多是供需宽松的结果，而非原因。

图表 5：主流港口：北方港口煤炭库存量（万吨）

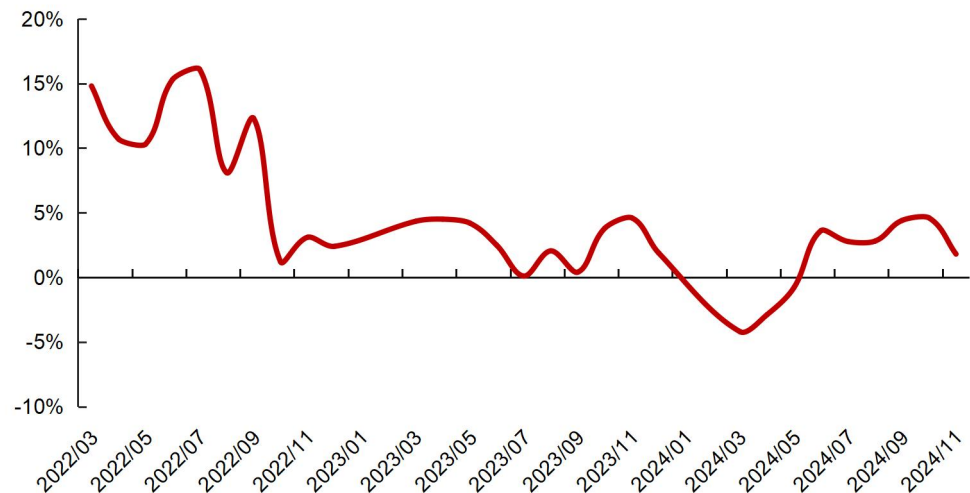


资料来源：wind，华源证券研究所

目前 12 月大量高频数据尚未公布，结合 11 月数据以及近期观察，我们分析 11 月下旬以来的煤价急跌主要系气温偏暖、政策时滞与进口冲击几方面因素的叠加，展望 2025 年一季度，我们判断煤价继续下跌的概率有限，预计在政策发力以及冬季需求下逐步企稳。

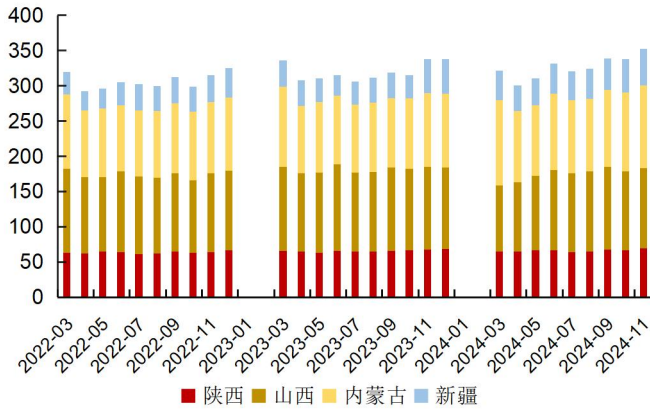
首先，从国内产量来看，2024 年以来我国原煤产量增速整体平稳，截至 11 月底尚未出现产量激增，且相当部分增量来自新疆产能，我们分析国内产能并非煤价急跌的主因。而且从重点省份产量增速来看，山西 10 月后进入负增长，陕西增速较低，内蒙古 11 月产量增速同比增长 8.4%。而全年相当部分增量来自新疆产能，新疆产能由于距离经济发达省份较远，较难对港口煤炭价格造成冲击。

图表 6：全国原煤产量单月同比增速

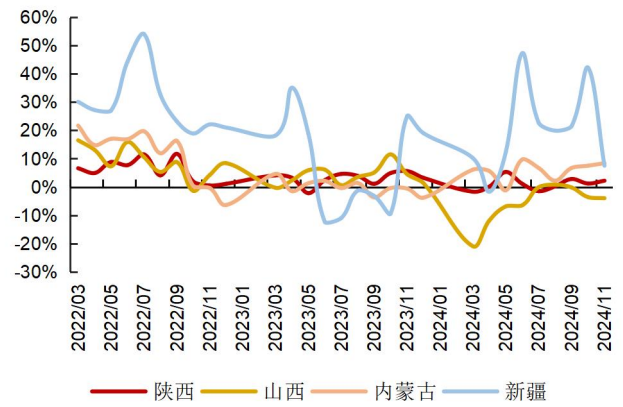


资料来源：wind，华源证券研究所



**图表 7：重点省份原煤单月产量（百万吨）**


资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 8：重点省份原煤单月产量同比增速**


资料来源：wind，华源证券研究所

**预计 12 月气温偏高削弱电煤需求，形成短期扰动，留意第三产业及城乡居民用电增速情况。**截至目前，12 月全社会发电数据尚未披露，但是参考 11 月用电数据，11 月单月我国全社会用电量同比增加 2.8%，其中第一、二、三产业及城乡居民用电量分别同比增长 7.6%、2.2%、4.7%以及 2.9%。而 10 月单月全社会用电量同比增长 4.3%，分产业看，其中第一、二、三产业及城乡居民用电量分别同比增长 5.1%、2.7%、8.4%和 8.1%。

可以看出，11 月用电需求增速环比下滑，主要拖累项即第三产业和城乡居民，我们认为其中重要原因即气温偏高。根据中国气象局，2024 年 11 月全国平均气温 5.1℃，较常年同期偏高 1.9℃，较 2023 年同期偏高 1.1℃，为 1961 年以来历史同期最高。华北及东北地区比 2023 年同期偏暖尤为明显，导致居民生活用电及部分服务业用电增速明显放缓。

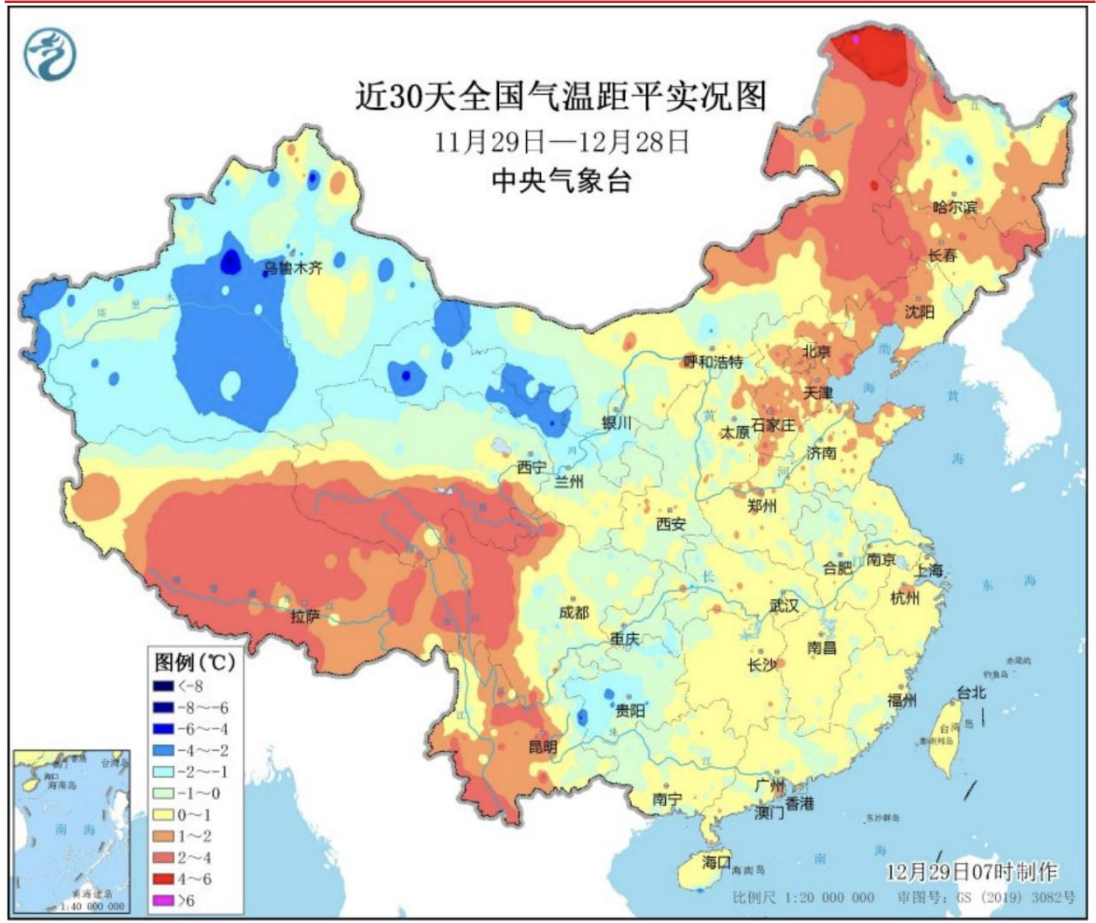
**图表 9：2023-2024 年 10、11 月单月分产业用电量及增长情况（亿千瓦时）**

类别	2023/10	2024/10	同比增速	增加值	增加值占比	2023/11	2024/11	同比增速	增加值	增加值占比	增加值变动*
第一产业	101	106	5.1%	5	1.6%	97	104	7.6%	7	3.4%	2
第二产业	5194	5337	2.7%	143	44.1%	5277	5399	2.2%	122	55.9%	-20
第三产业	1262	1367	8.4%	105	32.6%	1321	1383	4.7%	62	28.6%	-43
城乡居民	862	932	8.1%	70	21.7%	937	963	2.9%	26	12.1%	-44
合计	7419	7742	4.3%	323	100%	7630	7849	2.8%	219	100%	-105

资料来源：wind，华源证券研究所。注：环比增加值变动=11 月同比增加值-10 月同比增加值

中央气象局数据显示，我国 12 月气温继续偏暖，考虑到 12 月我国大部分地区进入采暖旺季，气温偏暖对煤耗的影响更为显著，**预计气温是 12 月用煤需求偏弱的重要原因。**

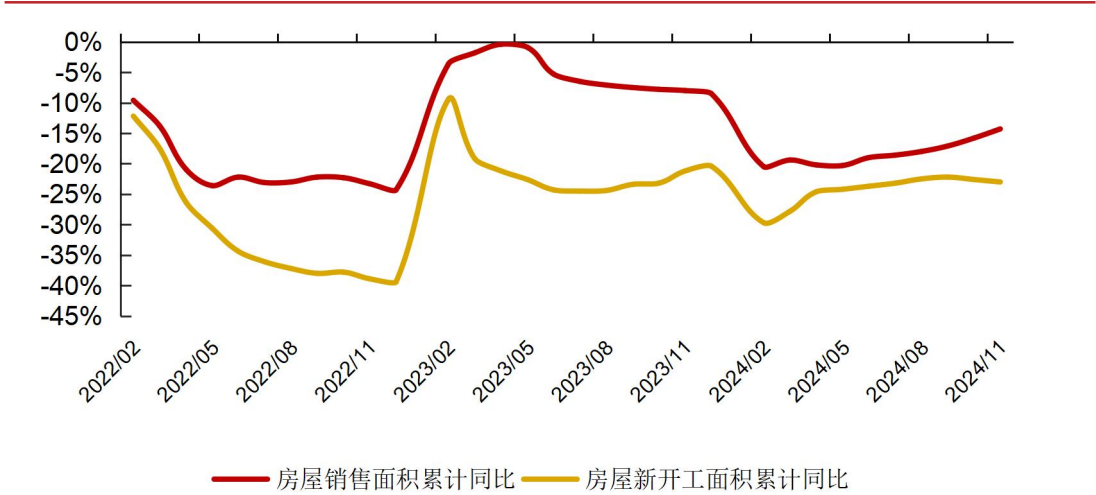
图表 10：我国 2024 年 11 月底至 12 月底气温距平情况



资料来源：中央气象台，华源证券研究所

从非电需求来看，由于水泥、冶金和部分化工产品均为房地产产业链的上游，因此房屋新开工面积对非电煤炭需求具有较强的指引作用。随着 2024 年下半年一系列房地产刺激政策的出台，我国房屋销售面积虽然仍然为负增长，但是降幅已逐月收窄。而由于从销售到新开工存在一定时滞，新开工面积累计降幅 11 月还有所扩大，预计对非电需求产生一定影响。

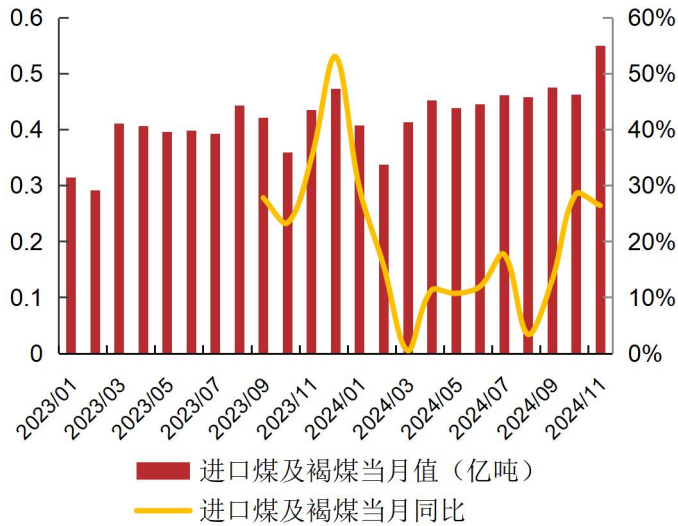
图表 11：我国房地产销售与新开工面积同比



资料来源：wind，华源证券研究所

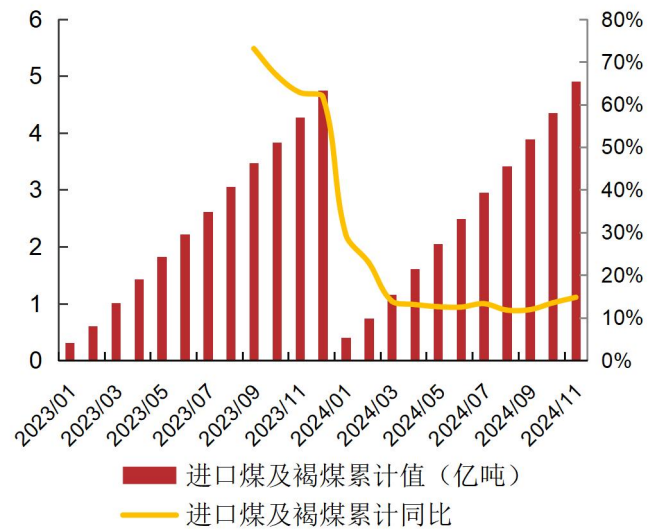
分析完国内因素后，我们分析最大的边际变化或来自进口煤数量以及结构。2024 年我国进口煤数量快速增长，11 月单月进口煤及褐煤同比增速 26%，1-11 月累计增速达到 14.8%，预计全年进口量或超过 5.2 亿吨，创历史新高。

图表 12：我国进口煤单月数量及同比情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：我国进口煤累计数量及同比情况



资料来源：wind，华源证券研究所

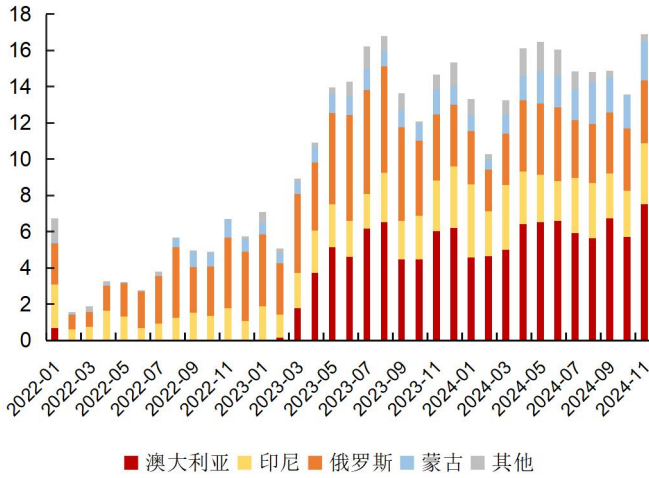
从结构来看，澳大利亚成为我国进口动力煤的最主要增量，而俄罗斯煤炭占比持续下降。考虑到澳大利亚煤热值高、成本更低，因此进口结构的变化，对整体进口价格产生较大影响。

综上，我们分析 11 月下旬以来我们煤炭价格急跌，或系气温偏高、刺激政策到实物工作量的时滞以及进口煤冲击等多方面因素影响。其中最重要的或为进口煤冲击，展望未来我们分析目前俄罗斯煤炭进口量占比已经处于相对低位，进口结构变化对煤价的进一步影响相对有限，在进口煤放量背景下，煤炭价格有望在新平台上重新形成平衡。

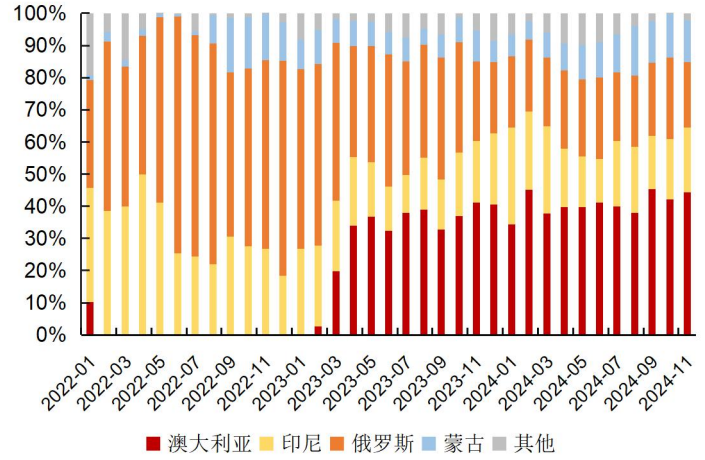
虽然未来煤价走势影响因素众多，存在一定不确定性，但是我们不建议将 11 月下旬以来的煤价走势线性外推，气温影响仅为短期扰动，建议聚焦中长期供需格局，未来需要进一步观察进口煤政策以及国内需求侧政策落地节奏。



图表 14：我国进口动力煤单月数量（百万吨）



图表 15：我国进口动力煤单月数量占比



资料来源：wind，华源证券研究所

资料来源：wind，华源证券研究所

### 3. 投资策略

我们认为当前煤炭板块投资逻辑正在从短期业绩叙事转向久期叙事，即在中长期需求可能偏弱的背景下，不同资产使用寿命或出现较大分化，久期的差异将是不同公司估值的关键。

我们重点推荐中国神华，中国神华是吨煤成本最低的大型煤炭公司，加上一体化布局，是“终端同质化商品中的少数低成本供给”，我们认为即便行业大幅萎缩，公司预计也是最后的幸存者，市场低估了中国神华的久期，尤其是其相对煤炭板块整体的优势。

对于估值而言，时间维度的业绩持续性比短期的业绩稳定性更重要，但是短期的业绩稳定性是观察时间维度业绩持续性的重要线索。2024 年三季度单季动力煤板块 18 家上市公司合计归母净利润 351.3 亿元，同比增长 0.8%。但是从结构来看，三季度行业利润实现正增长，几乎是靠中国神华一己之力实现的，岁寒，然后知松柏之后凋也。

推荐中国神华，建议关注陕西煤业、中煤能源和兖矿能源。

### 4. 风险提示

**风险提示：**（1）煤炭价格是煤炭公司最主要的利润来源，影响煤炭供需格局的因素较多，包括但不限于下游电力及非电行业需求、煤炭供给、非市场化因素扰动等。（2）新能源转型速度大幅加快，可能对煤炭等传统能源需求产生冲击。（3）储能技术的革命性突破。当前新能源无法完全替代传统能源的一个重要原因为储能技术成本过高，如果储能技术大幅突破，能源清洁化转型速度将大幅提升。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。