

稳中取胜，持续把握煤炭投资机会

煤炭开采行业2024年年度策略报告

张飞 煤炭行业分析师

SAC执证编号：S0110523080001

Email: zhangfei@sczq.com.cn

电话：010-81152655

□ 2023行情回顾：申万煤炭指数跑赢沪深300指数，板块当前估值处于低位水平

2023年受供需宽松影响，煤价持续高位回落，申万煤炭指数2023年1月1日至11月30日**上涨3.77%**，同期沪深300指数下跌9.70%，**超额收益达到13.47%**。截至2023年11月30日，根据PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块**平均市盈率PE为8.74倍**，估值处在近五年较低位水平；**市净率PB为1.35倍**，处在中间偏低水平。综合来看，盈利趋于稳定的背景下煤炭板块估值性价比较高。

□ 供需有望继续保持紧平衡，2024年煤价中高位运行

上半年，受海内外需求不及预期影响煤价大幅回落，进口大幅增长国内港口累库，供给出现阶段性宽松格局，煤价大幅回落。下半年，供给扰动不断，需求在“金九银十”的旺季驱动下快速去库，尤其化工耗煤表现亮眼，行业整体供需仍旧保持紧平衡，煤价仍处在中高位水平运行。我们预计2024年，**国内受新增产能释放缓慢以及安监压力供给仍旧缺乏弹性，产量释放增量有限**，用电稳步增长下火电需求保持增长以及地产基建的政策持续改善影响，需求继续保持稳健；**当前动力煤库存已开始高位向下，炼焦煤库存当前处在同期史低位水平**，煤价继续保持高位震荡，在中高位价格区间运行。

□ 投资策略：长坡厚雪，价值投资典范

动力煤：低估值高分红值得长期持有，动力煤龙头企业储量多，可采年限较长，暂无资源枯竭的危机，在中长期产能衰减的背景下，龙头标的值得长期持有。目前动力煤企普遍财务报表优秀，没有大额资本开支，保持连续稳定的高分红，当前整体估值水平较低，股息率高，值得长期持有，未来随着行业产能集中度逐步提高，煤炭价格中枢上移，有望得到价值重估，建议关注**中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际、晋控煤业**等。

炼焦煤：炼焦煤作为煤炭各大品类中较为稀缺的品种，是钢铁行业不可或缺的重要资源，国内优质焦煤资源有望持续受益未来资源紧缺，中长期价值中枢有望稳步提升，炼焦煤作为价格市场化程度最高的煤炭品种，周期性强，目前板块标的整体估值水平低、分红高，作为顺周期板块，有望受益稳经济以及地产的持续修复，炼焦煤价格继续冲高，目前处在估值底部，建议关注**山西焦煤、潞安环能、淮北矿业、平煤股份**等。

风险提示：产量大幅增加，清洁能源发电超预期，高价格弹性的市场用煤需求不及预期，地产、基建政策不及预期、煤炭价格大幅下降等。

目录

1、行情回顾

2、中长期紧平衡，煤价中高位

2.1、供给：中长期产能弹性不足

2.2、需求：短期波动不改长期需求缺口

2.3、库存：动力煤库存高位向下，炼焦煤处在历史低位

2.4、价格：供需偏紧，煤炭价格高位震荡

2.5、未来判断：价格有支撑，看好中长期煤价高位

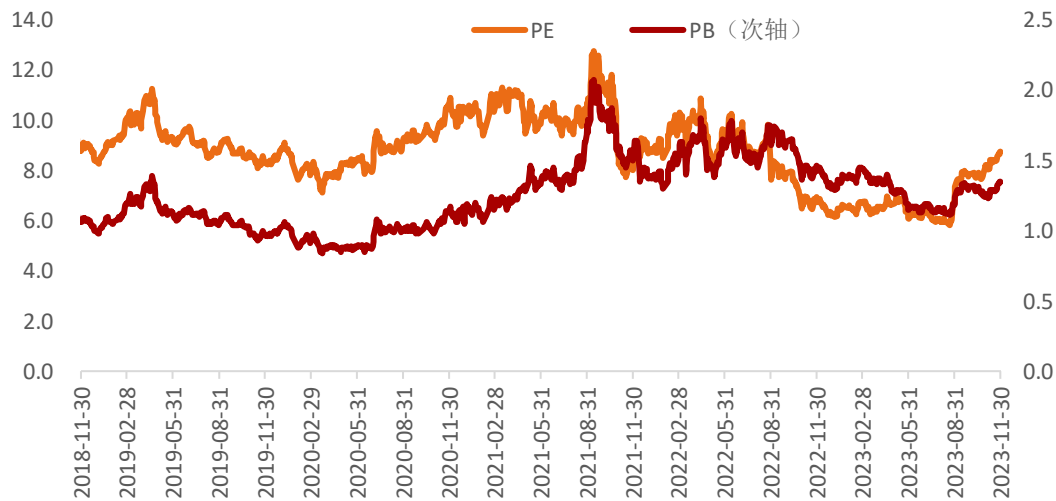
3、长坡厚雪，高股息值得长期持有

01 行情回顾

1 行情回顾

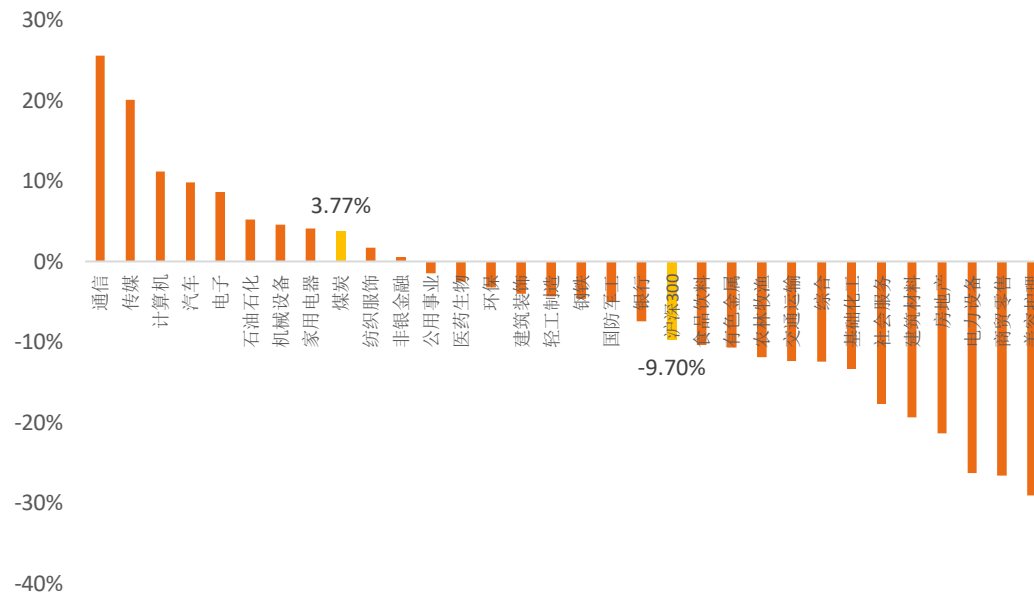
截至2023年11月30日，根据PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块平均市盈率PE为**8.74倍**，估值处在近五年中间水平；市净率PB为**1.35倍**，处在中间偏低水平。综合来看，**目前煤炭板块估值水平较低**。2023年1月1日-11月30日申万煤炭指数**上涨3.77%**，同期沪深300指数下跌9.70%，**超额收益达到13.47%**。随着煤炭未来产能严控，存量资源未来将持续受益煤炭中枢价格不断上涨，业绩将陆续兑现，在行业普遍高分红的背景下，煤炭股目前投资防守属性强，具有长期投资价值。**当前市场主要博弈煤价走向，我们认为当前煤炭投资价值进攻防守属性兼备。**

图1 目前煤炭估值水平-最近五年煤炭申万一级行业PE和PB（次轴）



资料来源: Wind, 首创证券

图2 煤炭行业跑赢大盘13.47%

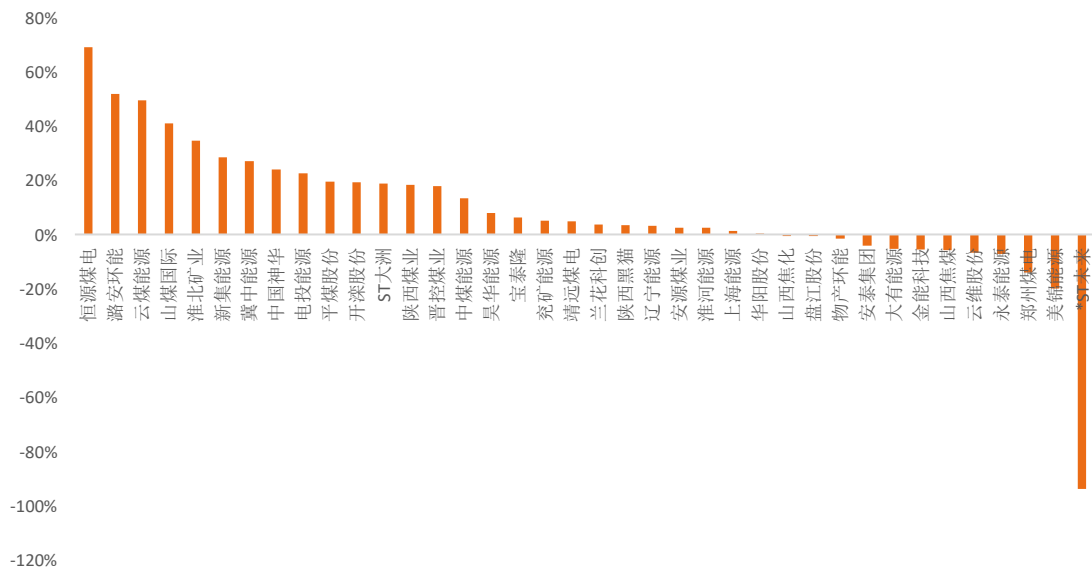


资料来源: Wind, 首创证券

1 行情回顾

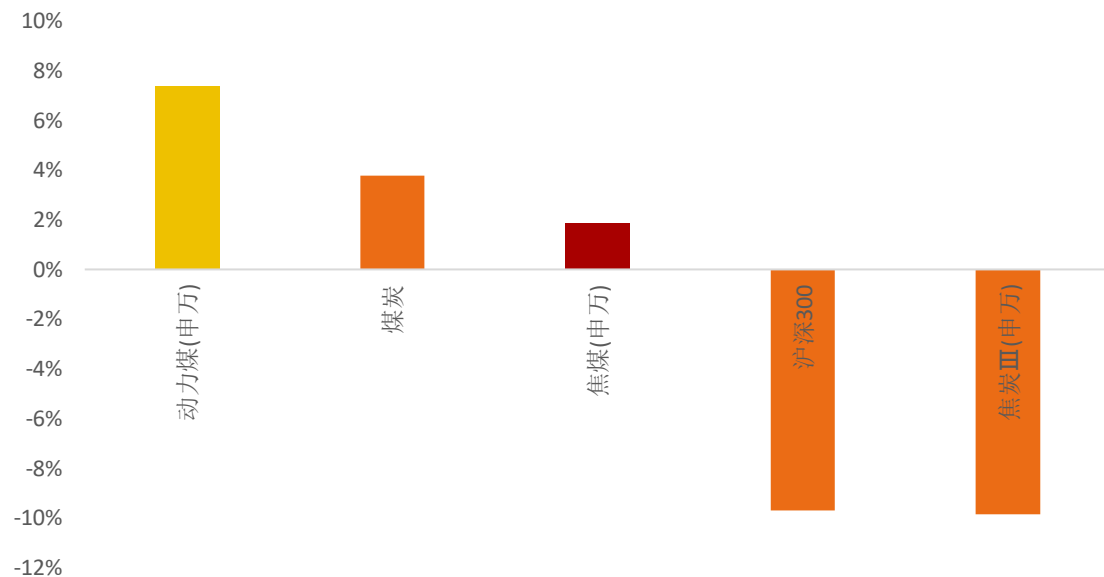
(2023年1月1日-11月30日) 在申万煤炭二级子行业中动力煤上涨最多，为7.34%，其次为焦煤板块，上涨1.86%；焦炭板块下跌9.87%。个股方面，上涨的标的主要有恒源煤电、潞安环能、云煤能源、山煤国际、淮北矿业，涨幅分别为69.17%、52.02%、49.57%、40.97%、34.66%。下跌较多的主要为*ST未来、美锦能源、郑州煤电、永泰能源、云维股份，跌幅分别为93.72%、19.84%、13.89%、7.19%、6.65%。

图3 煤炭板块个股涨跌不一 %



资料来源: Wind, 首创证券

图4 动力煤板块跑赢沪深300 %



资料来源: Wind, 首创证券

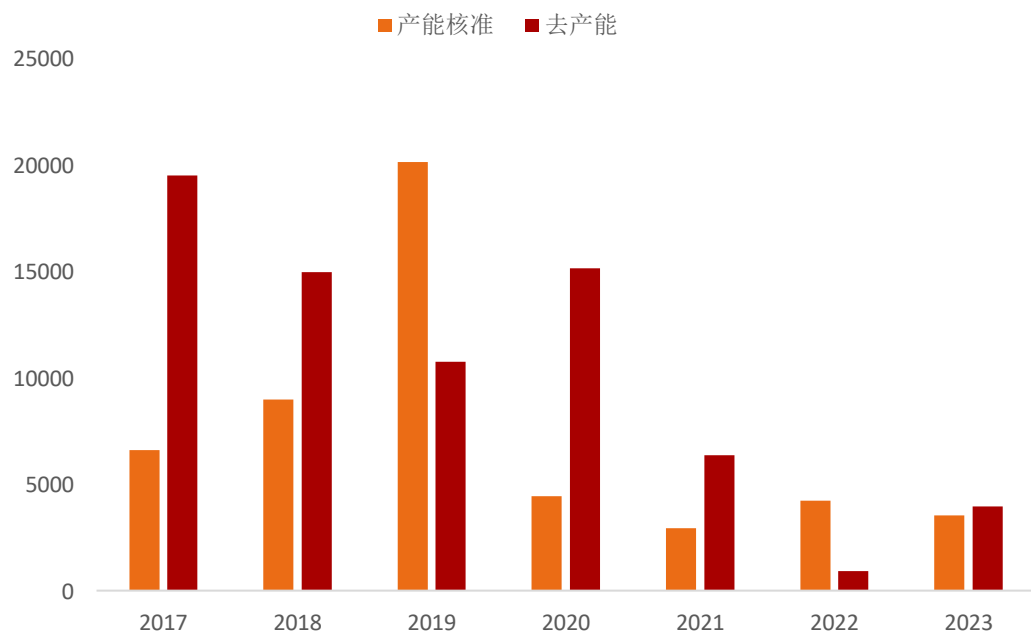
02 供需中长期紧平衡， 煤价保持中高位

2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：短期煤炭产能缺口主要依托核增，长期产能核准释放依旧缓慢。

煤炭作为重资产行业，投资期限长，从最初的勘探开发至最终落地形成产能，流程多、耗时久、投资额大，叠加政策对于煤炭行业监管趋严。十三五期间，全国累计退出煤矿5500处左右、退出落后煤炭产能10亿吨。**过剩产能在短期内快速出清，而新增优质产能释放相对较为缓慢。** 2018年至2023年，发改委、国家能源局累计核准批复的百万吨以上煤矿产能数量分别为19、41、23、8、9个，总产能规模分别达到9000、20160、4460、2220、3670万吨。**2023截至11月20日，国家发改委、能源局新批复甘肃、新疆等地产能合计3540万吨。**

图5 煤炭行业新增审批产能（核准）与淘汰产能对比 万吨



资料来源：发改委、能源局网站，首创证券 注：2023年的数据截至11月

表1 2016-2023年全国各省市煤炭去产能和产能核准数量对比

时间	去产能数量/万吨	山西	陕西	内蒙	新疆	其它区域
2023	3984	3750				234
2022	920	210			241	469
2021	6376			328	0	6048
2020	15149	2074	1693	60	60	11262
2019	10772	2745	278	400	144	7205
2018	14983	2330	581	1110	462	10500
2017	19525	2265	96	810	1163	15191
2016	31320	2325	2934	330	274	25457
合计	103029	15699	5582	3038	2344	76366
时间	核准数量/万吨	山西	陕西	内蒙	新疆	其它
2023	3540				1270	2270
2022	3670	550	1400	1480		240
2021	2940		1000		820	1120
2020	4460		900		3320	240
2019	20160	4750	3400	8880	1840	1290
2018	9000	650	1500	1600	4620	630
2017	6630	400	2290	2900	1040	0
2016	400		400			0
合计	50800	6350	10890	14860	12910	5790

资料来源：发改委、能源局网站，首创证券；注：2023年的数据截至11月

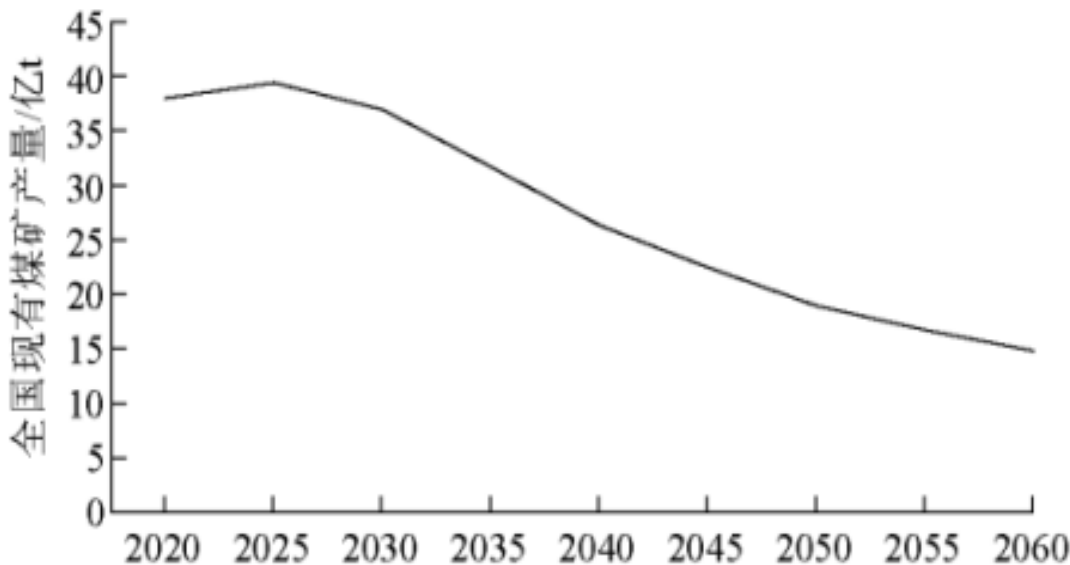
2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：中长期煤炭产能快速衰减，碳达峰前仍存在8-10亿吨产能缺口。

据自然资源部统计，截至2021年底我国煤炭证实储量与可信储量2079亿吨，其中晋陕蒙新占比达到72%。根据国家能源集团技术经济研究院相关数据测算显示，2022年2月底的生产和在建煤矿，预计在2030年前可维持在37亿吨以上；2030年后，随着**资源枯竭煤矿范围扩大，现有煤矿产量进入持续快速下降通道**，2035年、2050年或将分别降至32亿、19亿吨；2060年降至14.9亿吨，较2020年下降62%。

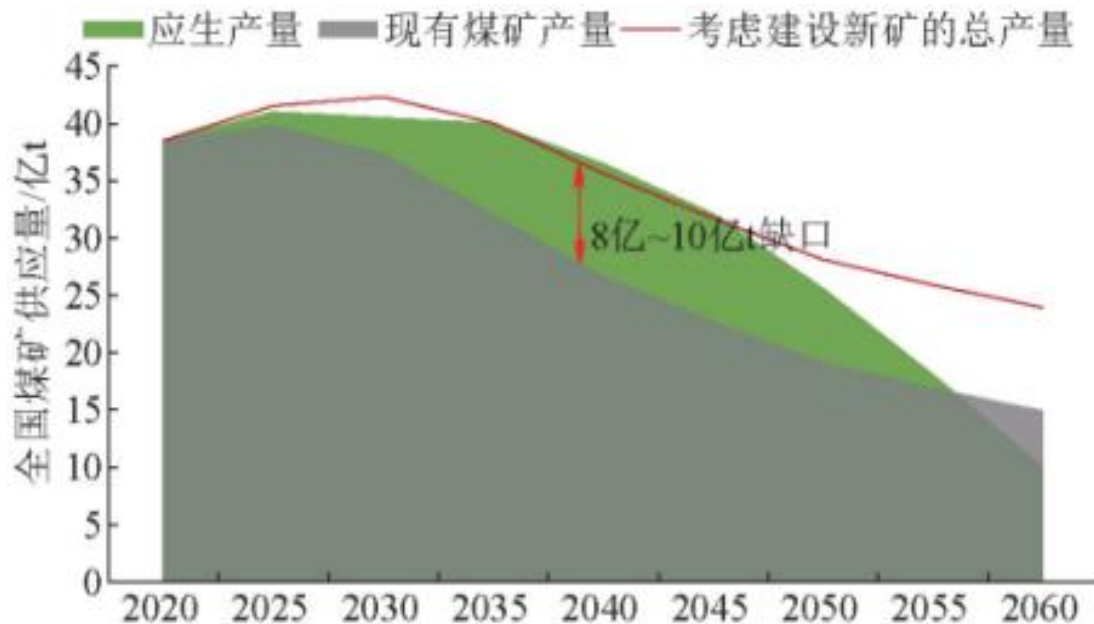
根据国家能源集团朱吉茂在《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》研究结论中可知，现有煤矿产量难以满足碳达峰前后我国煤炭需求，预计**存在8亿~10亿吨/年的煤炭缺口**，“十四五”至“十六五”时期还需新建9亿吨/年的煤炭产能，以保障未来一个时期的煤炭供应安全。

图6 全国现有煤矿生产趋势预测 亿吨



资料来源：《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，朱吉茂等，首创证券

图7 全国煤炭供应趋势与余缺比较 亿吨



资料来源：《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，朱吉茂等；首创证券

2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：高强度生产导致安全事故不断，短期供给扰动放大煤价波动。

煤炭主产区高强度生产导致安全事故不断。 21年煤炭出现供需错配之后，临时保供产能快速释放，部分煤矿产能已提升至设计最大产能水平，在连续高强度煤炭开采之下，今年1-11月煤矿安全生产事故不断，出现多起重大安全事故。下半年煤矿的安全检查力度有所加强，停产整顿煤矿数量有所增多，导致短期内出现供给收缩而煤价上涨的情况。

安监形势趋严导致产能进一步收缩，煤价波动向上的动能。 未来我们认为煤矿安全生产工作势必将会继续加强，对于供给的扰动将会持续。

表2 2023年1-11月16日全国煤矿安全事故频发

省份	事故/起	重大安全事故/起	特别重大安全事故	伤亡人数/人
山西	43	1	/	73
陕西	12	1	/	23
内蒙古	3	/	1	62
贵州	1	1	/	16

资料来源：新闻资料，首创证券

表3 安全检查未来有望继续增强

地区	时间	政策/事件
山西	11月4日	《山西省应急管理厅关于做好四季度重点煤矿安全监管工作的通知》与 2023年山西省四季度重点煤矿企业名单 ；对 重点煤矿企业加大执法检查力度，做到应查尽查、应处尽处、应罚尽罚、应停尽停 。对检查发现重大事故隐患，要依法对企业和企业主要负责人实行“一案双罚”。
	5月17日	省应急管理厅联合国家矿山安全监察局山西局下发通知， 从4月25日起至12月底，在全省开展煤矿重大事故隐患专项排查整治2023行动 。5月16日，省应急管理厅召开全省煤矿重大事故隐患专项排查整治2023行动动员部署会，对煤矿排查整治行动进行专题部署。
	2月22日	《山西省应急管理厅山西省地方煤矿安全监督管理局关于做好2023年全省煤矿“一通三防”工作的通知》：强化瓦斯灾害超前治理，为实现瓦斯“零超限”、煤层“零突出”目标夯实基础，着力解决瓦斯超限问题，深化推动落实地面区域预抽、井下超前预抽、保护层开采等治本措施
内蒙古	9月4日	《内蒙古自治区能源局关于进一步做好煤矿安全生产工作的紧急通知》：受“陕西省延安市延川县新泰煤矿闪爆事故致11人死亡”安全事件影响，内蒙古自治区能源局在2023年9月4日发布紧急通知立即部署开展专项检查。检查重点内容包括：全面开展隐蔽工作面排查、瓦斯灾害防治情况；汛期防治水工作落实情况；“打非治违”专项治理落实情况；冲击地压矿井专项检查情况等五方面内容。
	8月21日	《内蒙古自治区应急管理厅关于深入落实整改国家矿山安全监察局督导检查发现的问题隐患 全面加强非煤矿山安全监管执法工作的通知》：2023年7月，国家矿山安全监察局督导组对赤峰市、巴林左旗等四个旗县(区)政府及其监管部门、有关非煤矿山企业进行了督导检查，共抽查9家非煤矿山企业及4座尾矿库，发现监管工作存在4项、非煤矿山企业存在99条(含重大隐患8条)问题隐患。2023年7月，国家矿山安全监察局督导组对赤峰市、巴林左旗等四个旗县(区)政府及其监管部门、有关非煤矿山企业进行了督导检查，共抽查9家非煤矿山企业及4座尾矿库，发现监管工作存在4项、非煤矿山企业存在99条(含重大隐患8条)问题隐患。
陕西	8月18日	省应急管理厅召开全省煤矿重大事故隐患专项排查整治2023行动问题整改推进会；8月18日，省应急管理厅召开全省煤矿重大事故隐患专项排查整治2023行动问题整改推进会，听取各市关于《国家矿山安全监察局综合司关于认真做好煤矿重大事故隐患整改的建议函》指出重大隐患整改和煤矿安全重点工作推进情况汇报，对加强煤矿重大事故隐患专项排查整治2023行动等重点工作再强调、再推进。
	2月22日	陕西省安委办部署2023年煤矿安全重点工作；要点要求，今年煤矿安全重点抓好6个方面25项重点工作。扎实开展煤矿安全专项整治，加强对列入国家矿山安监局重点督导的5个产煤县(区)和2家煤矿企业及列入省级重点督导的1个县和2家煤矿企业重点督导帮扶。

资料来源：新闻资料，首创证券

2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：预计2024年全年有效产能为45亿吨以上，**固定资产投资**仍旧大幅低于行业峰值水平

根据2018年煤炭工业协会统计数据，截至2018年12月31日，全国有效产能达35.3亿吨/年，推动进入联合试运转试生产产能3.73亿吨/年，建设产能6.82亿吨/年。此后基于当年国家发改委以及各地能源局公告的新增审批产能及落后淘汰产能数据，梳理推算全国有效产能。在2021年估算数据的基础上，根据2022年保供释放的情况，我们测算**2023年底全国煤炭有效在产产能大约为44.65亿吨/年，2024年预计将达到45亿吨以上。**

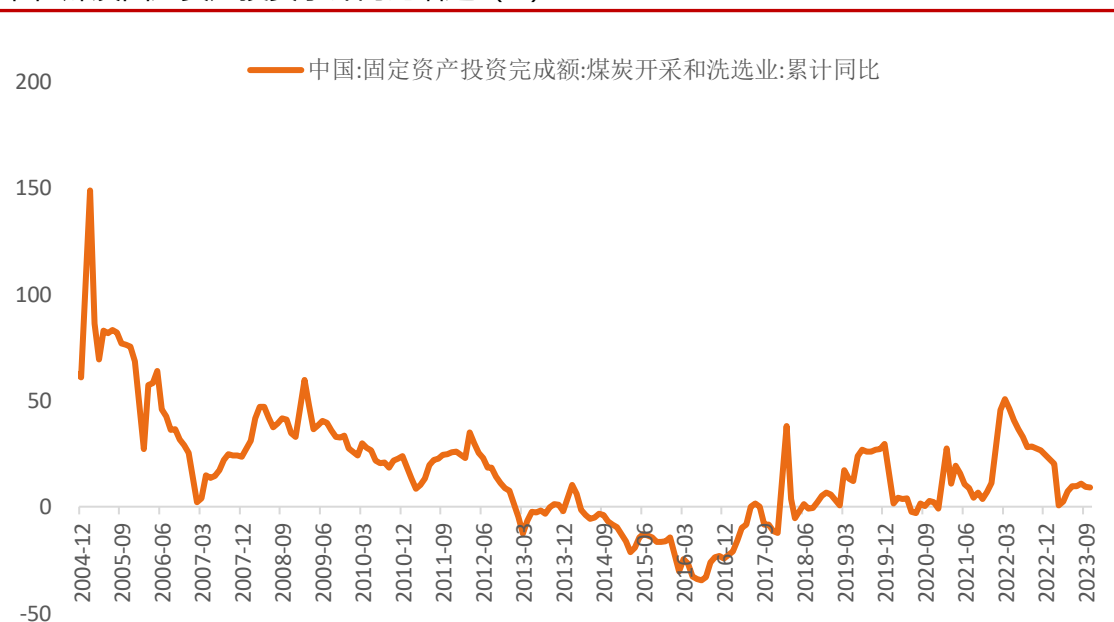
最近三年的煤炭行业固定资产投资规模仍处于比较低的水平，自2021年9月以来，煤炭价格高涨，煤企财务经营状况明显改善，但煤炭长期产能投资支出受多种因素影响，导致投资动力仍显不足，**固定资产投资增速处在历史低位水平**。2023年全年固定资产投资规模仍保持目前较低水平。长期投资不足导致新增长期产能释放不足，对于波动的下游需求而言供给侧中长期产能边际弹性限制明显。

表4 2024年全国煤炭产能测算 亿吨

	有效产能	保供临时产能	联合生产	建设产能	新增审批	落后产能淘汰	实际原煤产量
2017	33.36*				0.66	1.95	35.20
2018	35.30*		3.73*	6.82*	0.9	1.5	36.80
2019E	37.20		2.11	6.36	2.02	1.08	38.50
2020E	37.38		1.69	7.10	0.45	1.51	39.00
2021E	40.26	1.8	1.76	6.13	0.29	0.6	41.30
2022E	43.87	2.2	1.58	5.20	0.4	0.1	44.96
2023E	44.65		1.36	4.53	0.4	0.4	
2024E	45.73		1.18	3.98	-	-	

资料来源：Wind，首创证券 注：标*数据为煤炭工业协会披露数据，实际原煤产量为国家统计局年度国民经济和社会发展统计公报数据，其余为根据特定假设推算数据

图8 煤炭固定资产投资累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，首创证券

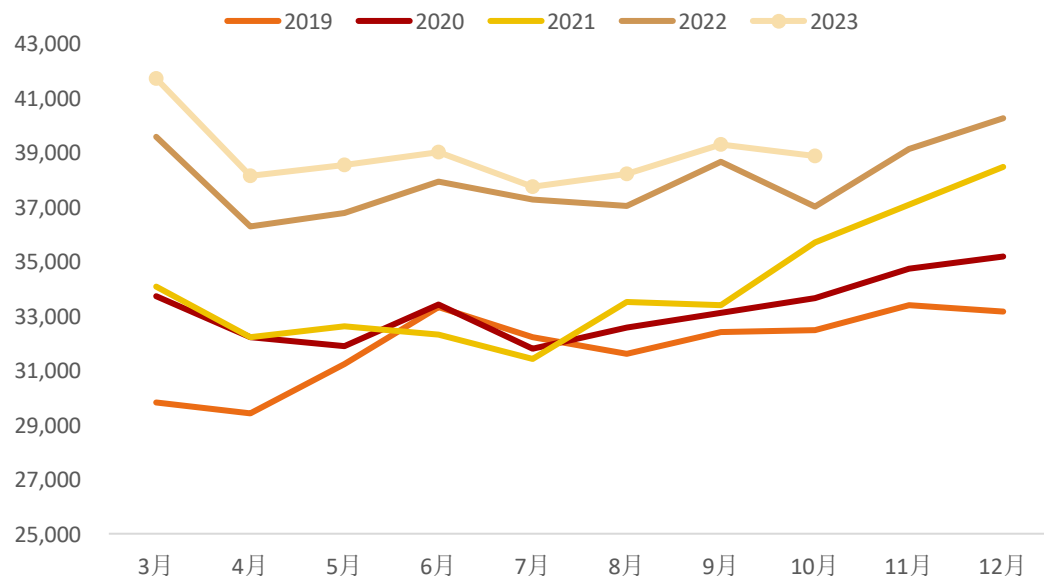
2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：国内原煤产量仍将保持稳定，进口预计24年有望高位回落。

原煤生产保持历史同期高位水平，未来国内供给弹性将继续缩小。 根据国家统计局数据显示，2023年10月份，中国原煤产量为3.89亿吨，日均产量1254.0万吨，同比增长3.8%；2023年1-10月累计产量38.29亿吨，同比增长3.1%，为历史同期最高水平，自2021年保供以来，通过核增核准，煤炭产能充分释放，当前煤矿产能处于高点，未来产能边际增量空间将继续收紧，供给弹性的变化成为把握煤炭投资的核心变量。

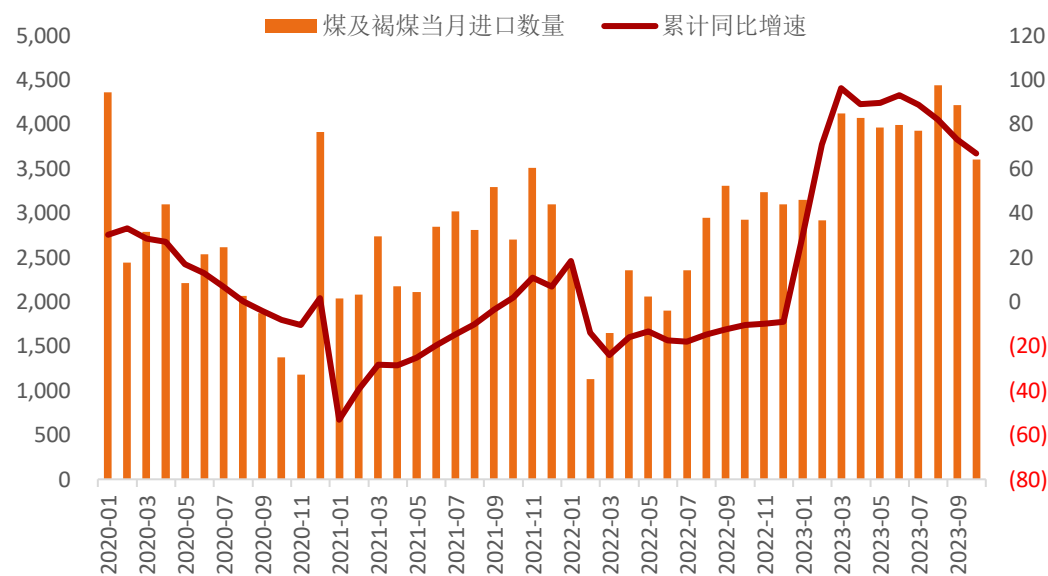
2023年进口保持高增，全年预计4.6亿吨以上。 根据国家统计局数据显示，自2017-2022年煤炭年度进口总量保持在2.7-3.2亿吨之间，2023年海外煤炭供需宽松煤价大幅回落，低价格之下国内进口总量持续走高，10月份我国进口煤炭3599万吨，同比增长23.3%，增速比9月份回落4.5个百分点。1-10月份我国累计进口煤及褐煤3.84亿吨，同比增长66.8%，月均进口数量为3836万吨。预计2023年全年进口将超过4.6亿吨，进口总量将创历史新高。

图9 原煤产量1-10月产量保持较低增速水平 万吨



资料来源：Wind，首创证券

图10 煤炭进口在2023年1-10月同比高增 万吨 %



资料来源：Wind，首创证券

2.1 供给：海外2024年预计产量增长有限

□ 供给侧：海外煤炭产量依旧缺乏弹性，重点关注印度、印尼、蒙古。

海外煤炭供给2023年1-9月主要增长国家为中国、印度、印度尼西亚以及蒙古国。 2023年1-9月，煤炭供给实现同比增长的国家为中国，印度、印度尼西亚以及蒙古国，同比增速分别为3%、10.3%、14%、172.9%。印度增长主要在于国内大部分为露天矿，产能弹性较大，印度连续两年国内缺电导致缺煤较为严峻，对于国际供给贡献较低。印度尼西亚的增长主要是受益中国国内进口增加，产量增长较快，而蒙古国的增长主要是低基数以及受中国进口需求增长影响，国内生产提速。展望2024年，我们预计印度仍将保持国内煤炭紧缺，印尼、蒙古受产能以及运力等因素限制，边际变化较小。

2023年1-9月主要煤炭产量保持稳定或有下降国家有美国、澳大利亚、俄罗斯、德国。 2023年1-9月美国、德国煤炭产量同比分别下降1.3%、23%，澳大利亚1-9月煤炭产量同比下降2%，俄罗斯煤炭产量小幅增长0.9%。

图11 产量保持增长的主要产煤国

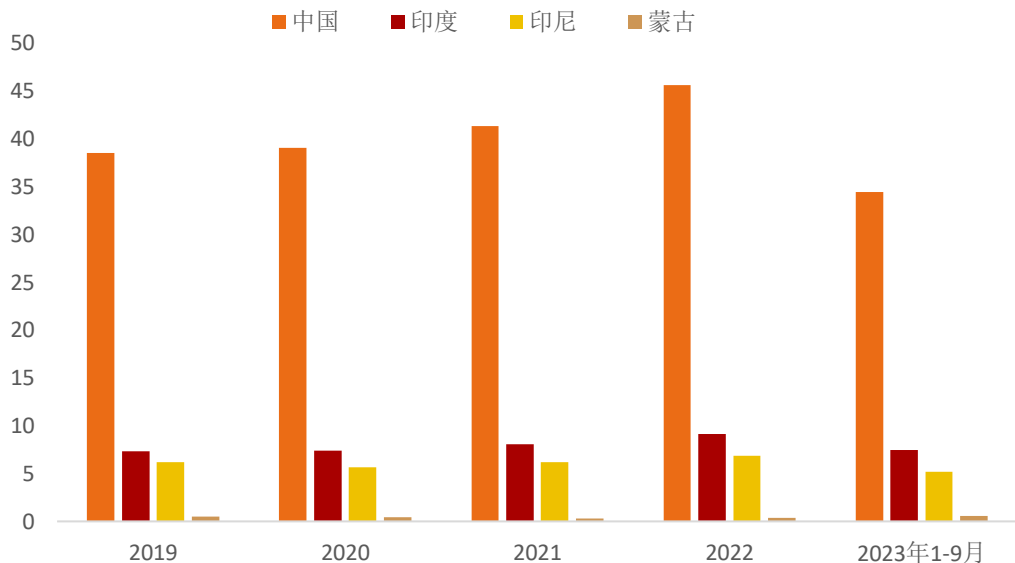
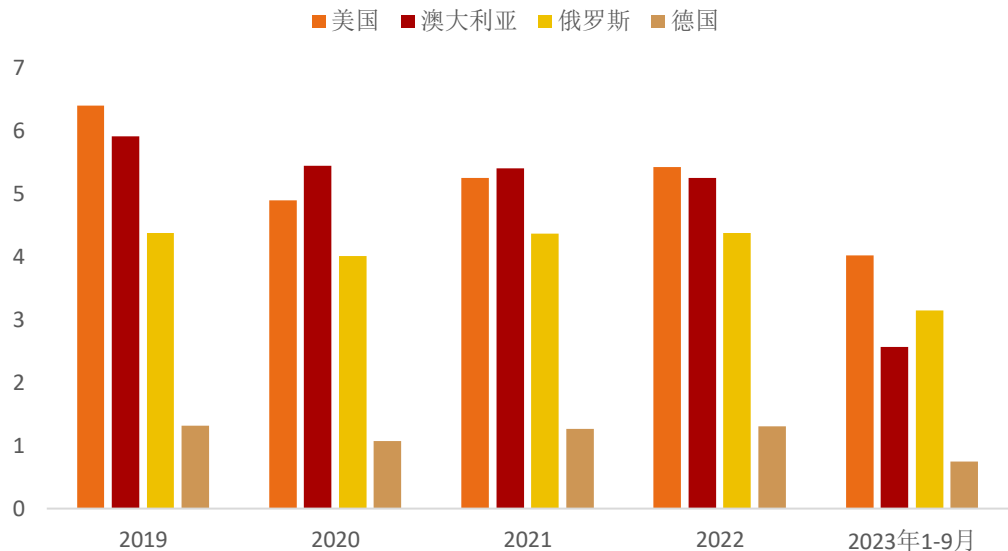


图12 煤炭产量保持稳定或逐年呈现下降趋势的国家



资料来源：中国煤炭经济网，首创证券

资料来源：中国煤炭经济网，首创证券，注：澳大利亚为2023年上半年数据。

2.1 供给：中长期产能弹性不足

□ 供给侧：2023年海外进口保持高增，预计2024年高位回落。

动力煤进口中印尼增量最大，预计2024年进口同比回落。从结构上看进口新增主要国家是澳洲，动力煤进口增量主要是印尼的低卡煤，1-10月累计进口总量达到1.48亿吨，同比增长37.63%。2023年欧洲需求减弱，国际煤价同比大幅回落，导致亚洲煤炭贸易供需宽松，中国沿海电厂加大动力煤进口数量。我们预计2024年随着欧洲、亚洲等地煤炭需求复苏，海内外价差缩小，2024年煤炭进口有望高位回落。

炼焦煤2023年进口持续走高，蒙古国成为最大的增量来源国。炼焦煤2023年1-10月进口8070万吨，同比增长56.18%，其中蒙古国进口4138.63万吨，同比增长116.34%。而澳大利亚炼焦煤2023年1-10月进口相对较少。蒙古国因产能受限以及运力瓶颈，我们预计2024年相较于2023年增量空间有限。

图13动力煤及褐煤2023年1-10月进口持续高增 万吨

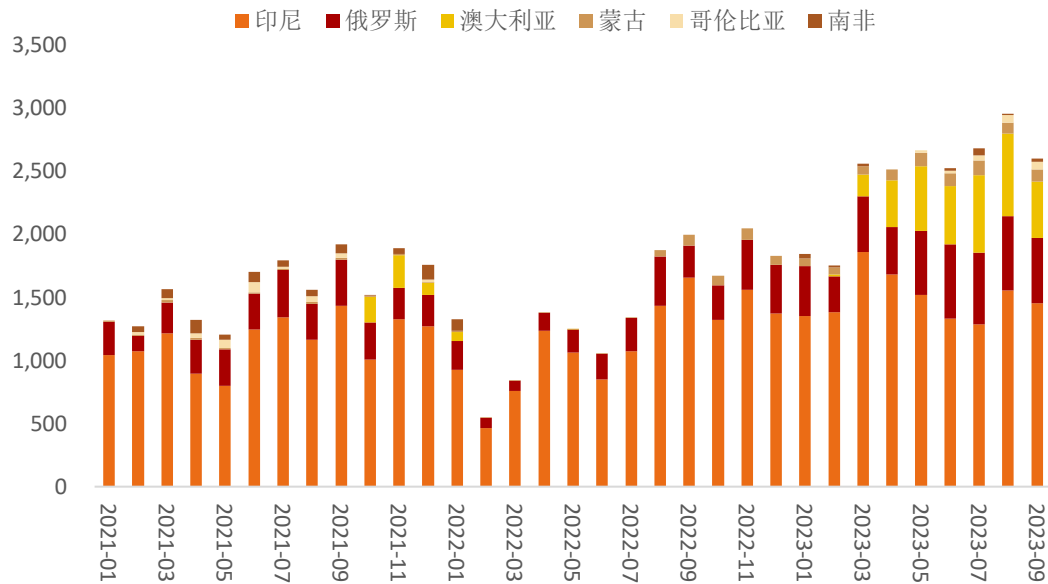
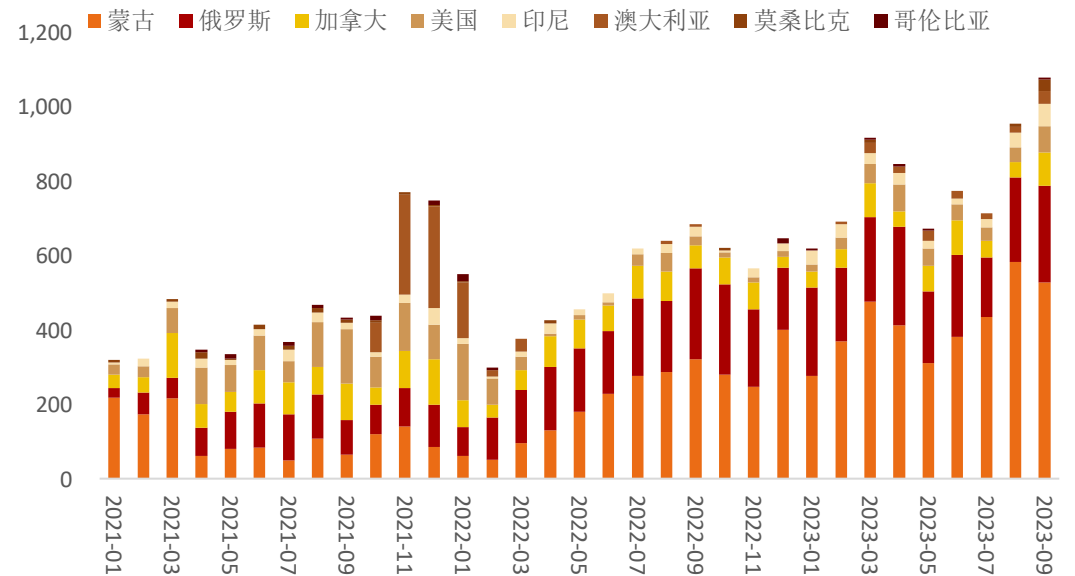


图14 炼焦煤2023年1-10月保持高增 万吨



资料来源：Wind，首创证券，注：2023年的数据截止到10月

资料来源：Wind，首创证券

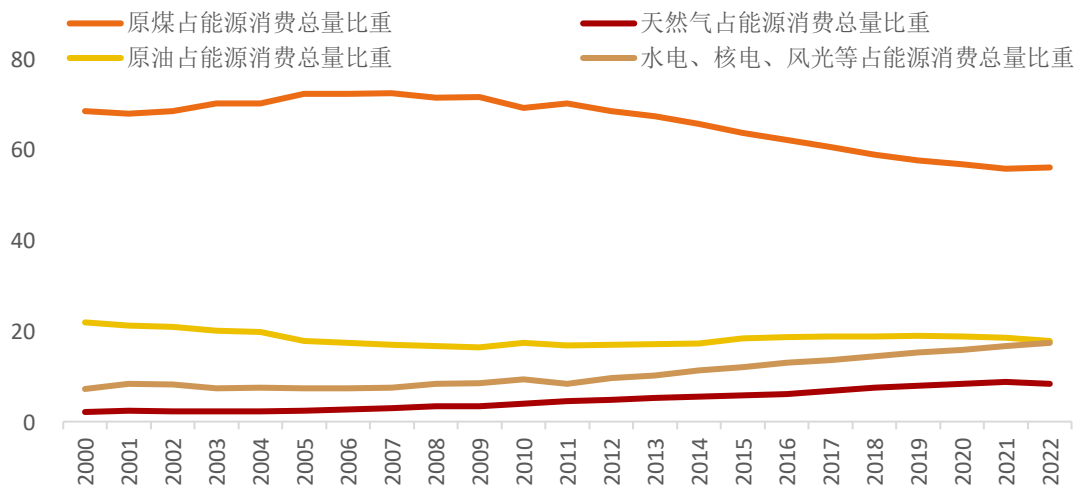
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 需求侧：煤炭消费比重虽然逐年下滑，但是消费总量仍保持增长

煤炭仍是我国最重要的能源品种。从能源消费总量比重来看，2022年我国煤炭消费依然占据56.20%的比重，预计2023年受天然气原油价格高涨，消费稳步增加之下，煤炭消费占比预计仍将保持在56%以上，煤炭当前仍是我国能源最为重要的“压舱石”。在双碳发展战略下，预期未来十年内仍是主要能源消费品这一基本格局将不会改变，消费量总量仍将保持稳定正增长，继续看好煤炭中长期投资价值。

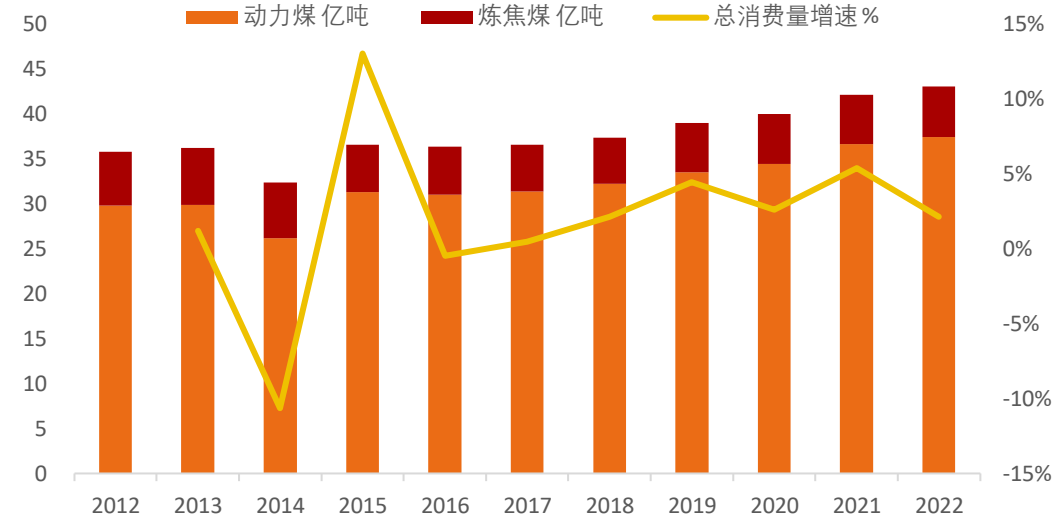
煤炭消费总量连续6年保持正增长，2024年预计仍将延续增长态势。2022年全国煤炭主要品种动力煤和炼焦煤消费总量达到42.98亿吨，创造历史最高水平。2023年在GDP增速目标为5%的前提下，我们认为**2023年煤炭需求继续保持稳定增长，预计增速在3%-5%**。动力煤作为主要煤炭消费品种，仍将保持较高的需求增长韧性；炼焦煤为重要的黑色冶金具有稀缺性价值的原料，**未来仍将保持稳定的需求，预计中长期继续保持5亿吨以上。**

图15 煤炭仍旧为最主要的能源消费品 %



资料来源：iFind，国家统计局、首创证券

图16 主要煤炭品种消费量保持稳定增长 (亿吨, %)



资料来源：wind，首创证券

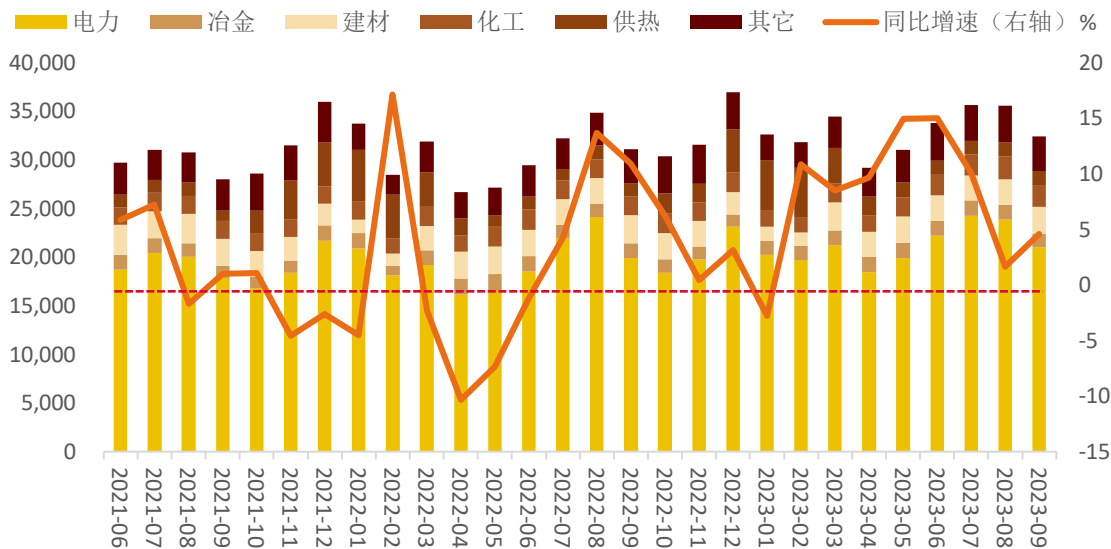
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：消费预计2024年保持正增长。

动力煤消费2023年预计继续保持稳定增长。动力煤消费2023年保持较高增速增长，其中**5-6月同比增速一度超过14%**。1-9月电力行业消费动力煤达到19.06亿吨，同比增速达到8.75%，化工行业累计消费动力煤1.79亿吨，同比增长5.16%，预计2023年全年动力煤消费继续保持稳定增长。

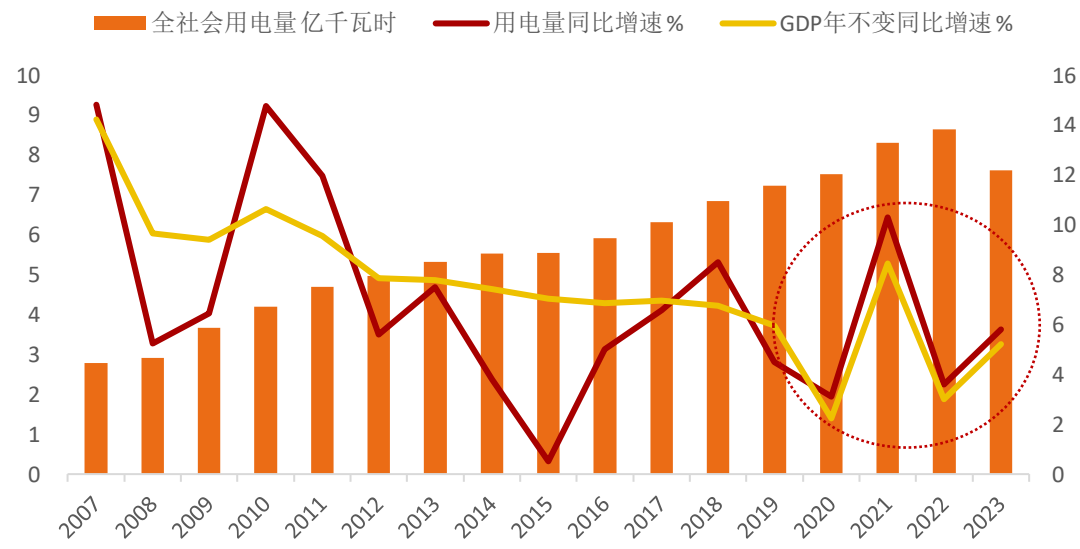
预计2024年电力消费弹性系数大于1，动力煤将继续保持较高速增长。根据国家统计局数据显示，2022年全社会用电量 8.63 万亿千瓦时，增速 3.6%，创下历史新高；2023年1-9月全社会用电量累计增速5.8%。根据中电联预测，2023年全社会用电总量仍将保持稳定增长，有望达到9.15万亿千瓦时（增速达6%左右），最近三年电力消费弹性系数均大于1（即全社会用电增速大于GDP增速）。展望2024年，我们认为在用电需求稳增以及新能源装机总体占比仍旧偏低，电煤消费预计将继续保持增长，带动动力煤整体消费继续稳定增长。

图17 动力煤月度消费总量保持平稳 万吨



资料来源：wind，首创证券

图18 最近三年电力消费弹性系数大于1 万亿千瓦时、%



资料来源：wind，首创证券，2023年数据截止到9月

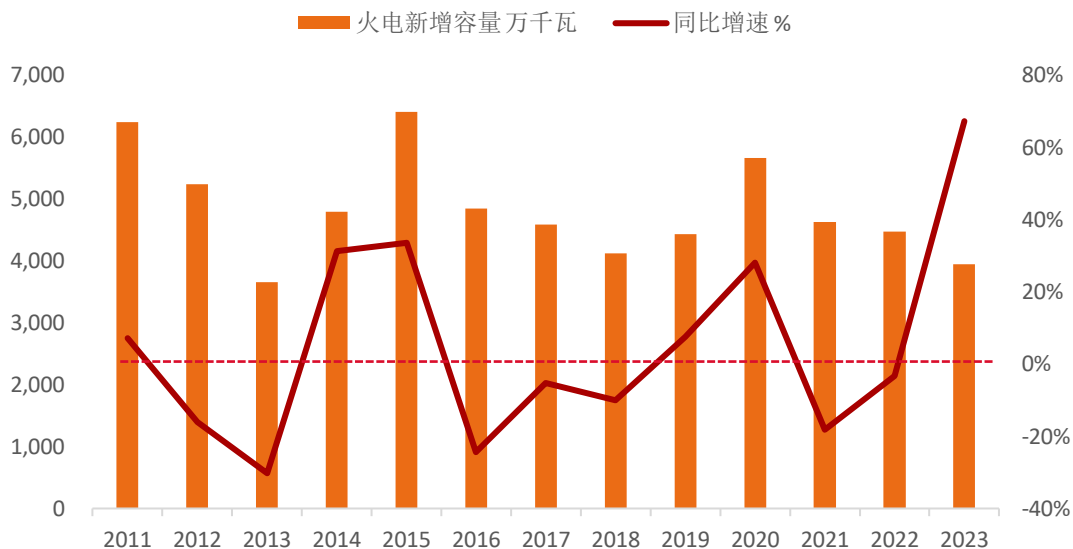
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：电力需求波动幅度大，火电在中长期内仍为最重要的电源。

火电装机量2023年预计保持增长。火电作为当前我国电力供应最主要的来源，将有力支撑用电量稳步增长的需求，预计2023年我国火电新增装机有望止跌反弹，其中2023年1-9月火电新增容量增速为67.26%。尤其是电力市场化改革以及容量电价补偿的政策驱动下，我们预计2024年火电装机容量将继续保持正增速，火电投资加速将驱动动力煤消费增长。未来随着产能端的收紧，火电的稳定需求将有力保证中长期动力煤价格稳定。

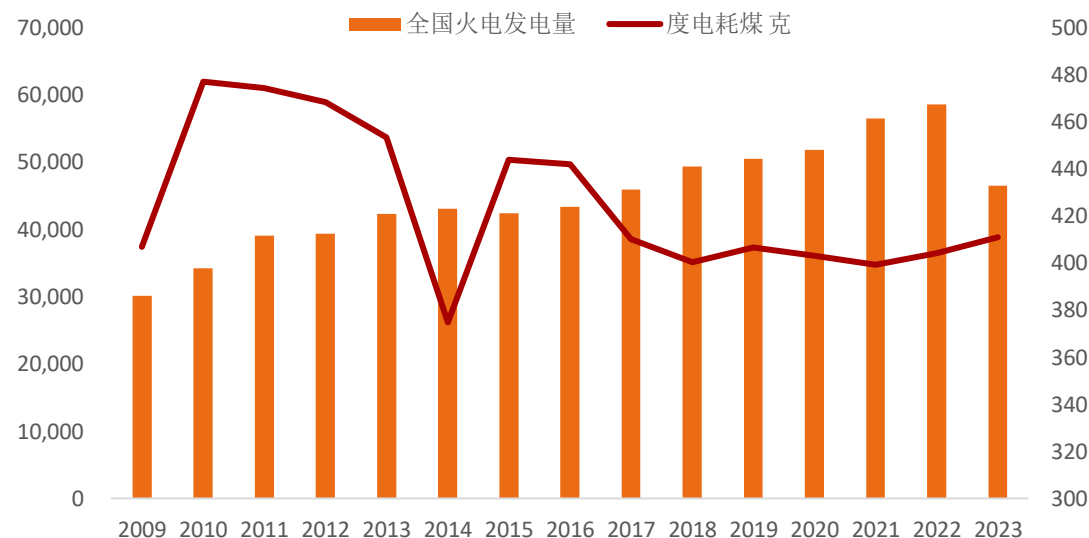
度电耗煤连续两年保持增加，预计2023年继续增加。2021年缺煤以来，国内加大了增产保供，产能得到了有效释放，2021年火电度电耗煤量为399克，2022年增长到了404克。2023年1-9月，测算得到火电度电耗煤量达到了411克，有望继续保持增长。度电煤耗的增长我们认为主要是整体电煤热值下降的原因导致，未来随着供需趋于紧张，低热值煤炭进口以及低热值保供数量仍将增加，所以短期内度电煤耗增加将成为趋势。

图19 火电新增装机有望在2023年实现正增长



资料来源：wind，首创证券，2023年数据截止到9月

图20 最近两年火电消耗煤炭数量增加 亿千瓦时、克



资料来源：wind，首创证券，2023年数据截止到9月

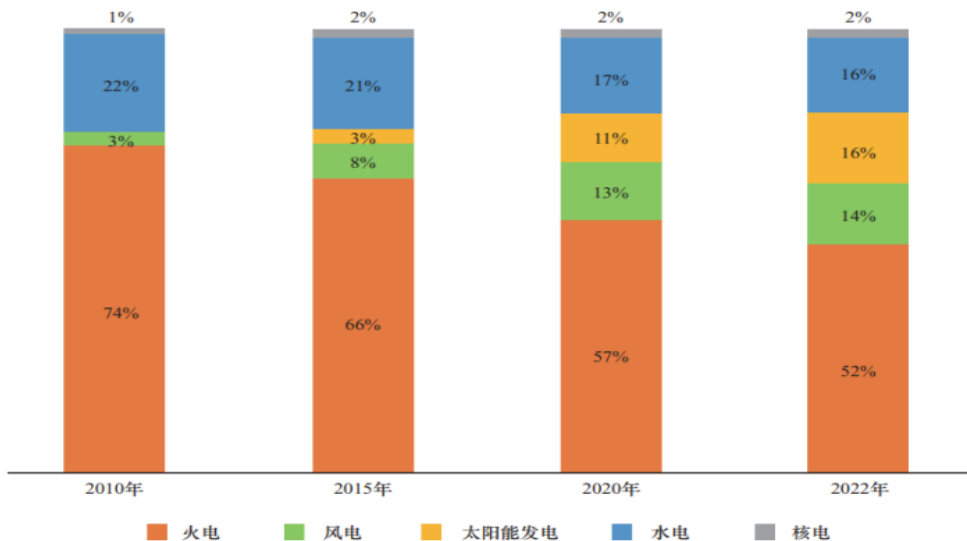
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：火电仍为最主要的电力来源，新能源比例增加导致稳定性问题突出。

2022年底火电装机规模为52%。截至2022年底，非化石能源装机规模达12.7亿千瓦，占总装机的49%，超过煤电装机规模（11.2亿千瓦）。2022年，非化石能源发电量达3.1万亿千瓦时，占总发电量的36%。其中，风电、光伏发电装机规模7.6亿千瓦，占总装机的30%；风电、光伏发电量1.2万亿千瓦时，占总发电量的14%，分别比2010年和2015年提升13个、10个百分点。

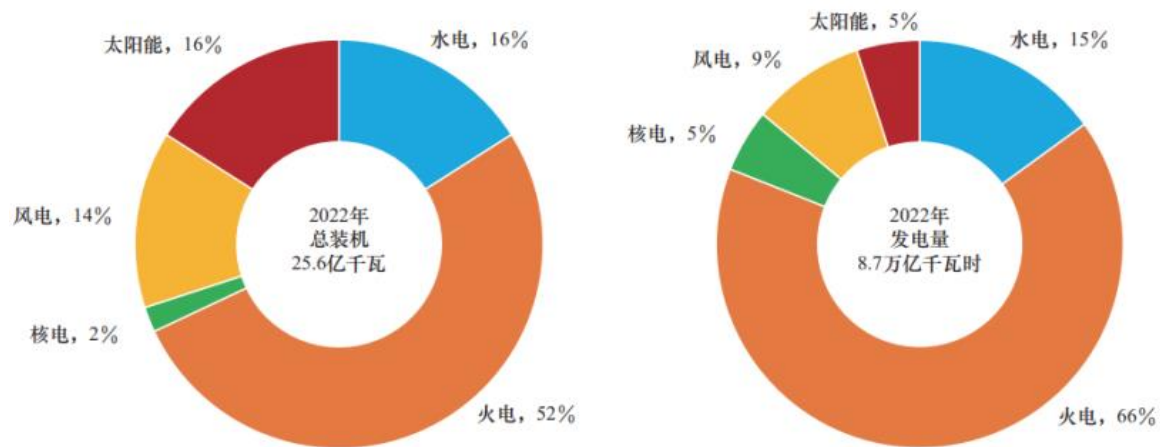
火电仍是最重要的电力来源。新能源与传统电源相比存在较大差距，未能形成可靠替代能力，新能源占比不断提高，快速消耗电力系统灵活调节资源，其间歇性、随机性、波动性特点使得系统调节更加困难，系统平衡和安全问题更加突出。当前新能源发电高增不能有效解决电力短缺问题。**煤电在未来相当长一段时间内仍是我国电力供应安全的重要支撑。**

图21 中国历年电力系统装机构成主要变化



资料来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，首创证券

图22 2022年中国电力系统装机及发电构成



资料来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，首创证券

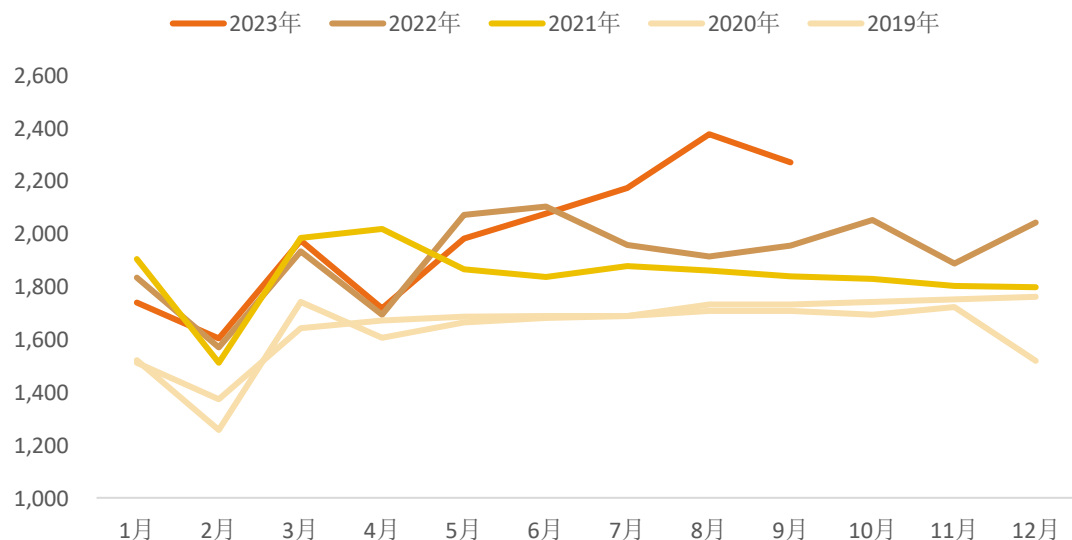
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：化工行业增量有限，建材用煤有所拖累。

化工用煤下半年开始需求明显抬升，有力支撑煤价底部反弹：2023年上半年化工用煤相较于2022年、2021年基本持平，主要受下游甲醇、尿素需求低迷影响，煤化工行业需求较为低迷，月度需求保持在1600-2100万吨区间震荡，进入下半年，化工用煤明显增长，三季度单月耗煤均超过2000万吨，大幅高于历史同期水平，1-9月化工煤累计消费1.79亿吨，同比增长5.16%。化工用煤的需求复苏有力支撑了煤价第三季度的反弹。

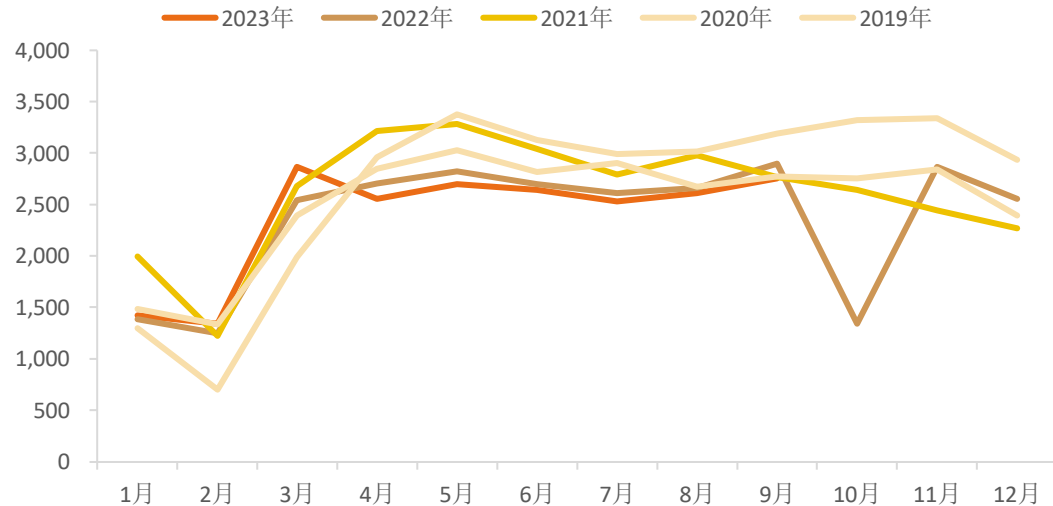
建材用煤保持低迷，预计2024年边际影响减弱。受地产行业投资以及开工率持续下滑影响，建材行业动力煤消费在23年持续低迷，尤其是4-9月份消费量较同期下滑较为明显，短期内地产对于建材的影响预计还在持续。2023年全年1-9月建材累计用煤量为2.14亿吨，同比减少0.75%。我们预计地产行业2024年开工有望实现触底，建材用煤对于炼焦煤的需求影响边际减弱。

图23 2023年6-9月化工用煤同比保持高增 万吨



资料来源：Wind，首创证券

图24 2023年1-9月建材用煤明显回落 万吨



资料来源：Wind，首创证券

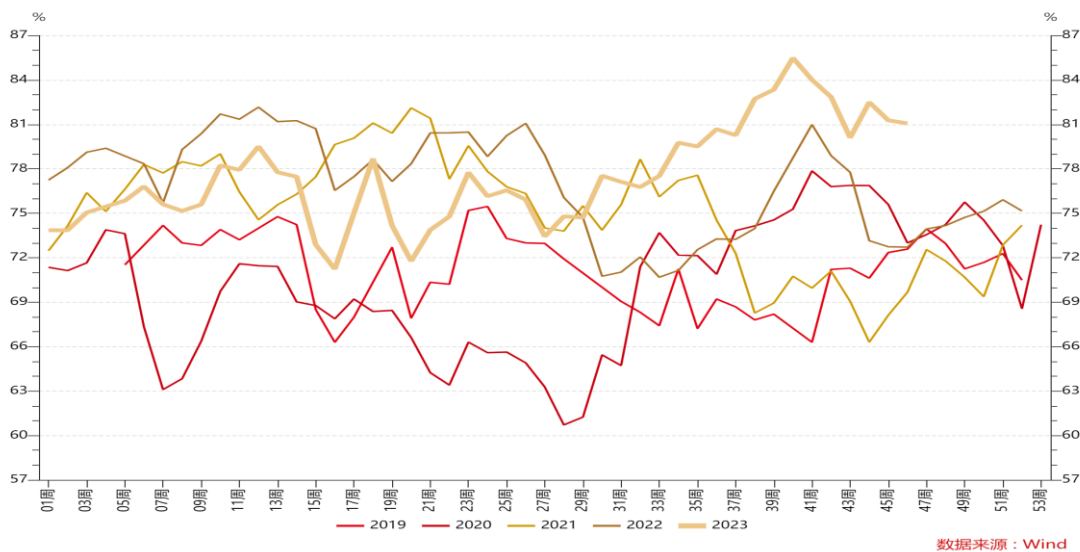
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：化工下游甲醇开工率开启反弹，需求有望持续增加

煤化工甲醇开工率下半年大幅走高。2023年上半年甲醇开工率保持稳定，保持在71%-80%的区间震荡，低于过去2年同期水平。进入下半年，甲醇开工率迅速抬升，自七月初低点73%一路攀升，10月初一度达到85%，为最近五年最高点。开工率的大幅提升有效带动了化工煤的市场需求。我们认为随着稳经济政策持续刺激，甲醇下游需求逐步恢复增长，未来化工煤的需求反弹将支撑煤炭保持中高位水平。

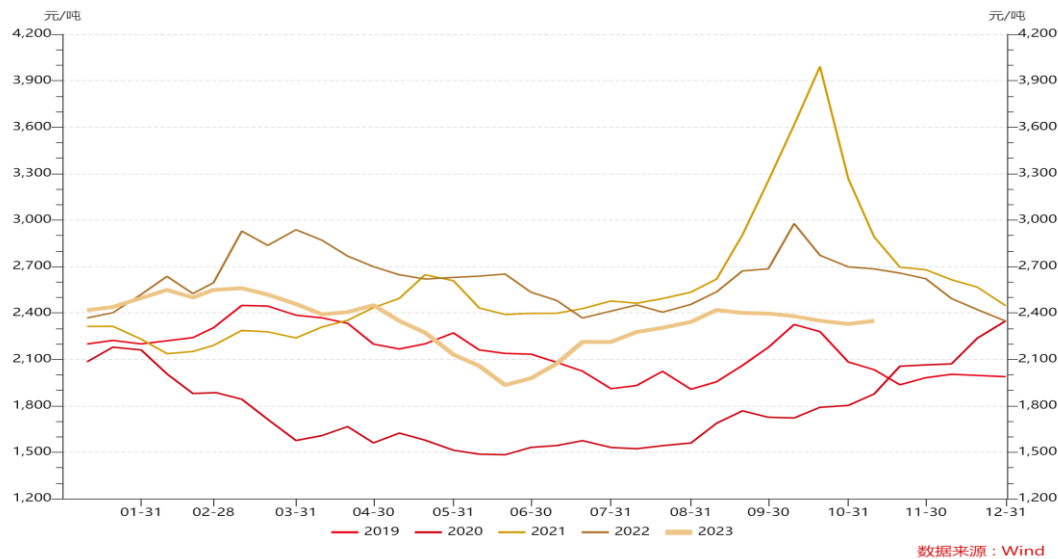
甲醇价格伴随能源价格普涨而开启反弹。受上半年成本端煤炭港口价格下行影响，甲醇价格逐渐走低，6月底一度跌破2000元/吨，下半年随着国际原油快速上涨以及煤价大幅反弹，甲醇价格开始反弹上行，当前甲醇价格仍低于过去两年同期水平。当前甲醇下游需求目前仍然比较乏力，导致甲醇价格支撑不足，利润空间收窄，短期难以对煤价形成有效的正向拉动。

图25 甲醇开工率自2023年下半年持续走高 %



资料来源：Wind，首创证券

图26 甲醇价格年中触底后开启反弹 元/吨



资料来源：Wind，首创证券

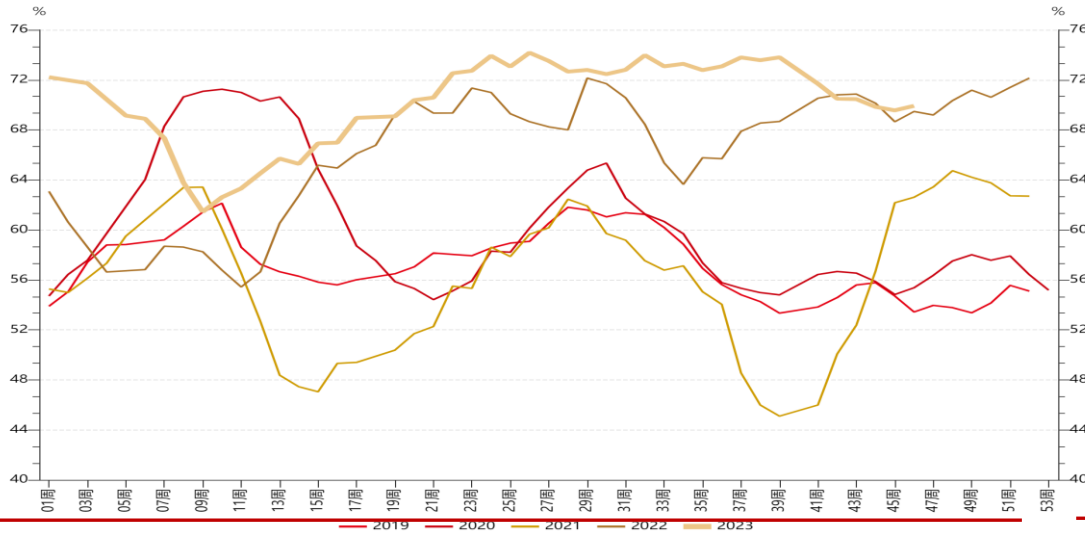
2.2 需求：短期波动不改长期需求缺口

□ 动力煤需求：建材行业中水泥产销低迷

水泥库存保持高位：国内水泥市场需求虽有温和复苏，由于主要是依靠基建投资的单边拉动，房地产端需求表现仍然较差，且房地产投资以及新开工面积下滑幅度不断扩大，价格压力之下需求低迷，导致库存持续累计。根据Wind数据显示，2023水泥库容比总体呈上升态势，当前仍处历史同期高位水平。“金九银十”为水泥行业传统需求旺季，但水泥市场需求表现较为一般，去库速度低于预期。短期内水泥库存仍将保持高位水平。

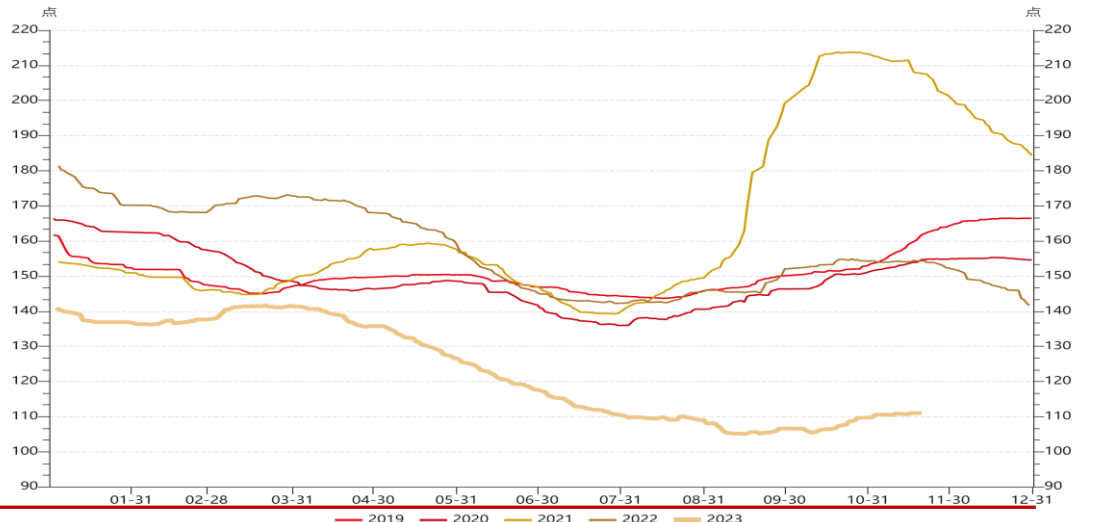
水泥价格同环比大幅下降：国内水泥市场价格整体呈现持续下跌的态势。根据Wind数据显示，2023年1-10月底水泥价格指数下跌22.13%，水泥价格持续下降且库存出现明显累计，部分水泥企业出现亏损，水泥对于市场建材用煤的需求拉动受地产的拖累短期难以出现明显改善，预计难以对煤炭需求以及价格形成有效提振。

图27 水泥2023年水泥库容比持续保持历史同期高位水平



数据来源：Wind

图28 水泥价格指数持续走低



数据来源：Wind

资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/797150133155006030>