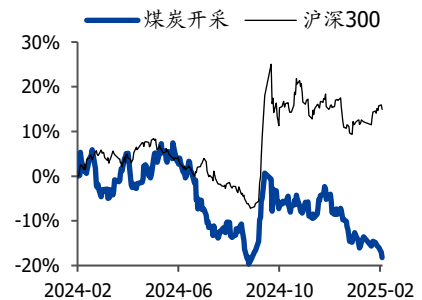


煤炭开采

2024年全球煤炭市场复盘及展望

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号: S0680524070012

邮箱: liuliyu@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号: S0680524100001

邮箱: gaoziming@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号: S0680124070012

邮箱: liaolanqi@gszq.com

相关研究

- 1、《煤炭开采：成本——上市煤企全解析》 2025-02-16
- 2、《煤炭开采：价格探底&风险出清中，把握本质，逆向布局》 2025-02-16
- 3、《煤炭开采：2025年欧洲天然气供应预计紧张加剧》 2025-02-16

根据 IEA 数据，2024 年全球煤炭产量预计将略有增加，与煤炭需求放缓一致。

➢ 主要增产国：2024 年中国原煤产量 47.6 亿吨，同比增长 1.3%；2024 年印度尼西亚原煤产量 8.4 亿吨，同比增长 7.8%；2024 年印度原煤产量 10.8 亿吨，同比增长 7.2%。

➢ 主要减产国：2024 年 1-11 月美国原煤产量 4.3 亿吨，同比-11.9%；2024 年 Q1-3 澳大利亚原煤产量 4.0 亿吨，同比-0.6%；2024 年 1-11 月俄罗斯原煤产量 3.9 亿吨，同比-1.4%。

2024 年全球海运煤炭贸易量同比增长约 3.0%。据 IEA 数据，2024 年国际海运煤炭贸易量累计为 15.5 亿吨，同比增长 3.0%。

➢ 主要煤炭出口增长国：2024 年印尼煤炭出口 5.6 亿吨，同比增长 7.0%，占比 36.1%；2024 年澳大利亚煤炭出口预计为 3.54 亿吨，同比增长约 0.3%，占比 22.9%；2024 年美国煤炭出口 0.98 亿吨，同比增长 7.8%，占比 6.3%。

➢ 主要煤炭出口下降国：2024 年俄罗斯煤炭出口 1.95 亿吨，同比下降 8.0%，占比 12.6%；2024 年 1-11 月南非煤炭出口 0.64 亿吨，同比下降 3.3%，占比 4.5%。

➢ 主要煤炭进口增加国：2024 年中国煤炭进口 5.4 亿吨，同比+14.4%，占比 34.9%；2024 年 1-11 月印度煤炭进口 2.37 亿吨，同比+1.8%，占比 16.7%；2024 年越南煤炭进口 6400 万吨，同比+24.9%，占比 4.1%。

➢ 主要煤炭进口减少国：2024 年日本煤炭进口 1.67 亿吨，同比-0.7%，占比 10.8%；2024 年韩国煤炭进口 1.16 亿吨，同比-3.2%，占比 7.5%；2024 年中国台湾煤炭进口 5700 万吨，同比-2.1%，占比 3.7%。

2024 年全球煤炭需求增长约 1.0%。根据 IEA 数据，预计 2024 年全年煤炭需求将达到 87.7 亿吨，增长 1.0%，结构来看最大增量将来自印度（增加 7000 万吨，即 6%）和中国（增加 5600 万吨，即 1.1%），以及印度尼西亚和越南等其他地区；最大减量将在欧盟（减少 4200 万吨，即 12%）和美国（减少 1800 万吨，即 5%）。

印度尼西亚：

➢ 2024 年，印度尼西亚煤炭产量达到 8.36 亿吨，同比增长 7.8%，已连续第四年大幅增长，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=5.3%。

➢ 全球煤炭出口第一大国。2017-2024 年印尼原煤出口量从 3.9 亿吨增至 5.58 亿吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=5.2%。

➢ 2024 年印尼 8.36 亿吨煤炭产量中，煤炭出口 5.55 亿吨，供应国内市场需求 2.33 亿吨，其余 4800 万吨成为了库存，**IEA 预计 2027 年印度尼西亚的煤炭总需求预计增至 2.94 亿吨。**

➢ 长期来看，印尼煤炭产量增长或已现瓶颈。**根据 IEA 数据，2025-2027 年 IEA 预计印度尼西亚的煤炭生产将受到出口和国内需求增长的双重影响，到 2027 年印度尼西亚煤炭产量将减少 7500 万吨至 7.3 亿吨。展望 2027 年，IEA 预计因中国动力煤进口或将面临大幅减少，印度尼西亚煤炭出口量预计亦呈现压力。**但印尼能源和矿产资源部部长表示“如果价格被压降得太低，也可能会考虑收紧煤炭出口。同时明确要求出口商使用 HBA 出售煤炭商。”可见，若煤炭出口价格较低印尼政府亦有稳定价格保持出口量的预期。

俄罗斯：

➢ 2024 俄罗斯煤炭产量累计为 4.27 亿吨，同比下降 0.6%，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=1.7%。

➢ 2024 年俄罗斯煤炭出口量降至 1.95 亿吨，比 2023 年下降 8.2%，CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₄=-2.5%。在美欧制裁和铁路基础设施问题等多重负面影响线下，预计 2025 年俄罗斯煤炭出口负增长趋势仍将持续。

➢ 展望后市，在不考虑俄乌局势的外在影响下，从基本面来看，为应对欧洲煤炭需求的长期下滑，**俄煤出口东移是必然趋势**，但向亚洲转移仍然受到铁路和海港瓶颈的制约，因此俄罗斯政府投资超过 100 亿美元用于西伯利亚大铁路和贝加尔-阿穆尔河干线（BAM）沿线的基础设施以及北极和远东的海港此外相较于印尼、澳大利亚，**俄罗斯距离东南亚市场运输距离远，地理劣势依然存在，但印尼强制煤炭只能通过印尼货轮运输，以及澳大利亚贸易关系的不确定性，俄煤仍有优势空间。**综上，俄煤生产、出口趋势仍充满不确定性，部分海外研究论文预测数据对俄罗斯长期煤炭生产、出口亦保留两种预期；**参考 IEA 报告，考虑到西方制裁和基础设施瓶颈以及盈利能力的潜在影响或成为长期制约因素，短期无法明显恢复，2027 年俄罗斯煤炭出口或继续下降。**

澳大利亚：

➢ 2013-2023 年澳大利亚原煤产量从 4.7 亿吨减至 4.6 亿吨，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₃=-0.4%，2024 年前三季度澳大利亚煤炭产量 4.0 亿吨，同比-0.6%。2024 年澳大利亚煤炭出口量预计为 3.54 亿吨，比上年仅增长 0.3%。

根据澳大利亚工业和资源部最新预测，**预计澳大利亚炼焦煤出口将从 2024 年 1.53 亿吨增至 1.77 亿吨，产量预计同步变化，动力煤出口预计 2025 年基本保持平稳。**但要关注气候、人工等压力影响，2023 年底以来，必和必拓等焦煤矿面临罢工扰动，阶段性影响出口，此外 2024 年 11 月气候变化抗议活动也使得新南威尔士州港口船舶不能抵达。中长期来看，根据 Mining Technology 报告预计远期澳大利亚计划关闭 24 座矿山（2027 年 Clermont 矿

山、2028 年 Yalourn 和 Springvale 矿山以及 2029 年 Oaky Creek 矿山)，**预计澳大利亚煤炭产量 2027 年开始下滑。**

蒙古:

- 2024 年蒙古国煤炭产量累计为 9772.15 万吨，同比增长 17.4%，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=10.3%。2024 年蒙古国煤炭出口量累计达 8375.5 万吨，同比增长 20.3%，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=14.2%。
- 根据蒙古国政府的计划，**2025 年，煤炭出口目标初步确定为 8300 万吨，近年来蒙古煤炭出口一直都是超额完成计划目标。**中国仍然是蒙古煤炭出口的主要市场，蒙古可能在 2025 年开辟新的煤炭出口市场，蒙古煤炭协会表示，蒙古有能力生产高达 1 亿吨煤炭，但目前受制于边境和海关基础设施的制约。**蒙古国铁路建设是远期出口增量的核心之一，远期推进蒙煤出口达 1.2 亿吨。**

印度:

- 2024 年印度煤炭总产量（包括褐煤）累计为 10.84 亿吨，比上年同期增长 7.2%，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=5.4%。2017-2023 年印度原煤进口量从 19800 万吨增至 25591 万吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₃=4.4%。2024 年 1-11 月，印度煤炭进口量累计为 2.33 亿吨，比上年同期增长 1.3%。
- 根据 IEA 数据，预计至 2027 年印度煤炭产量增加 1.7 亿吨至 12.7 亿吨，仍小于印度 2027 财年煤炭产量 14 亿吨的目标。
- IEA 预计印度电煤需求每年增加约 5000 万吨，至 2027 年将达到 10.4 亿吨。根据 IEA 数据，预计到 2027 年印度非电煤需求将达到 3.82 亿吨，比三年前增长了 18%。

展望: 综合前述主要煤炭进出口国家供需分析，并结合外资主流机构观点，我们预计 2025 年全球煤炭市场预期呈现供需双弱的格局，价格中枢预计下移。2025 年供需双弱格局下，考虑到中国和印度的需求增长，特别是中国火电需求预计保持韧性，若夏季水电不及预期叠加高温反复，以及印度在经济增速推动下煤炭需求的同步上行，**阶段性煤炭价格亦有望超预期。**此外，关注 2025 年上半年全球煤炭去库存情况（主要是中国），如果上半年去库存顺利，迎峰度夏等旺季持续催化有望推动煤炭价格带来阶段性超预期机会。**中国动力煤生产成本位于全球成本左侧，具有一定的成本优势。**海外煤企面临更高的生产成本压力，可能会更早地采取通过提价或减少产量来维持利润空间，这将有助于**稳定海外煤炭价格，构筑中国进口煤成本延续韧性，进而成为国内煤炭价格底部较强的支撑。**

投资建议: 近期市场最热闹的莫过于 DeepSeek，技术革命带来的进步固然让人兴奋，但传统行业稳定的价值模型、优异的现金流亦让人心安。我们始终看好高股息策略，其是一种看似“慢”实则“快”的投资方式。

- 对价格底部多一点信心。参考我们此前发布的《六年长虹，七年可期》报告，25 年我国动力煤有望开启主动去库，价格经压力测试后或探明底部，考虑到我国动力煤成本位于全球成本曲线左侧（印尼正考虑重新调整生产配额以及考虑在煤炭出口交易中使用印尼动力煤参考价（HBA）以及疆煤外运的支撑，动力煤价格难重回 2021 年前水平，不具备大幅下挫基础，其背后反应（预期差）的是煤炭本质就是长周期定价资产。
- 重估仍未结束。在成长型经济体转向成熟型经济体的过程中，各行各业，过去依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式转向更看重投入产出的投资回报率；资本市场的定价机制也将从过去的单纯从净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，周期股的估值会从成熟期的估值下降重新转入再一次的估值提升。在宽货币环境下，利率处于下行通道，债券收益率下行，红利资产得益于较高的股息率，配置价值进一步凸显。煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表→尤其值得重点配置。
- 龙头煤企诚意满满。煤企多以长协销售为主，其业绩对煤炭现货价格敏感度有限（尤其对于高长协占比的央企），且自 2016 年供给侧改革以来，在行业高景气度背景下，历史负担已明显减轻，外加“一利稳定增长，五率持续优化”，推动央企效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长。在此要求下，考虑到煤价属周期波动，煤炭企业或通过加大成本管控力度，使得利润得以明显释放，保证企业效益稳步提升。

“绩优则股优”，关注困境反转的中国秦发，绩优的电投能源、中国神华、陕西煤业、新集能源、中煤能源、淮北矿业、昊华能源、晋控煤业。此外，重点关注未来存在增量的华阳股份、甘肃能化。此外，平煤股份发布《以集中竞价交易方式回购股份方案》的公告，正式打响煤企增持回购第一枪，回购额度高达 5~10 亿元，应给予重点关注。其他具体内容可参考我们早前发布的《回购增持再贷款设立，高股息煤炭迎机遇》报告，重点关注平煤股份、淮北矿业、兖矿能源。

风险提示: 全球经济增速不及预期，地缘政治风险，数据来源风险，测算可能产生的风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
00866.HK	中国秦发	买入	0.08	0.07	0.29	0.49	2.88	16.09	3.88	2.28
601088.SH	中国神华	买入	3.00	2.88	2.79	2.75	12.70	12.73	13.12	13.32
002128.SZ	电投能源	买入	2.03	2.49	2.69	2.90	10.40	7.24	6.71	6.23
600985.SH	淮北矿业	买入	2.31	1.97	2.22	2.42	6.70	6.69	5.95	5.45
600546.SH	山煤国际	增持	2.15	1.49	1.65	1.75	6.20	7.30	6.56	6.20
601225.SH	陕西煤业	买入	2.19	2.09	2.26	2.41	11.30	9.66	8.92	8.36
601666.SH	平煤股份	增持	1.62	1.08	1.28	1.40	6.30	8.27	7.00	6.39
601001.SH	晋控煤业	买入	1.97	1.71	1.53	1.58	6.50	7.17	8.04	7.78

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1.2023-2024 年全球煤炭市场复盘及展望.....	5
1.1.产量：2024 年全球煤炭产量微增.....	5
1.2.进出口：2024 年全球海运煤炭贸易量同比增长约 3.0%	6
1.3.需求：2024 年全球煤炭贸易量预计再创历史新高.....	8
2.主要煤炭供需国现状及展望.....	10
2.1.印度尼西亚	10
2.2.俄罗斯.....	13
2.3.澳大利亚	17
2.4 蒙古	20
2.5.印度.....	23
2.6.南非	29
3.全球煤炭生产成本.....	30
4.全球煤炭新建产能.....	34
5.展望	40
投资建议	44
风险提示	45

图表目录

图表 1: 全球煤炭生产趋势.....	5
图表 2: 2023 年全球煤炭产量分布	6
图表 3: 2019-2024 年主要国家煤炭产量梳理 (亿吨)	6
图表 4: 2024 年主要煤炭出口国占比	7
图表 5: 2019-2024 年煤炭主要出口国占比趋势	7
图表 6: 2019-2024 年主要国家煤炭出口量梳理 (亿吨)	7
图表 7: 2024 主要煤炭进口国占比	8
图表 8: 2019-2024 年煤炭主要进口国占比趋势	8
图表 9: 2019-2024 年主要国家煤炭进口量梳理 (亿吨)	8
图表 10: 2002-2027 年全球煤炭需求.....	9
图表 11: 2023-2027 全球煤炭需求变化.....	9
图表 12: 印尼煤炭生产趋势 (万吨)	10
图表 13: 印尼煤炭出口趋势 (万吨)	11
图表 14: 印尼煤炭出口结构 (2023 年)	11
图表 15: 印尼煤炭分煤种出口结构 (2024 年)	12
图表 16: 2023-2027 年东南亚国家煤炭消费预期.....	12
图表 17: 2023-2027 年印度尼西亚煤炭生产预期.....	13
图表 18: 俄罗斯煤炭生产趋势 (万吨)	14
图表 19: 俄罗斯煤炭出口趋势 (万吨)	15
图表 20: 2021 年俄罗斯煤炭出口结构	15
图表 21: 2023 年俄罗斯煤炭出口结构	15
图表 22: 2024 年俄罗斯煤炭出口结构变化.....	16
图表 23: 俄罗斯煤炭产量、消费量和出口量及 2019-2035 年预测	17
图表 24: 澳大利亚煤炭产量趋势 (万吨)	17
图表 25: 澳大利亚煤炭出口趋势 (万吨)	18
图表 26: 澳大利亚动力煤出口月度变化走势.....	18
图表 27: 澳大利亚炼焦煤出口月度变化走势.....	18
图表 28: 2023 年澳大利亚煤炭出口结构	19
图表 29: 澳大利亚炼焦煤出口趋势及预期.....	19
图表 30: 澳大利亚动力煤出口趋势及预期	20
图表 31: 澳大利亚原煤产量 (百万吨, 2010-2030)	20
图表 32: 蒙古国原煤产量趋势 (万吨)	21

图表 33:	蒙古国煤炭出口趋势 (万吨)	21
图表 34:	2023 年蒙古国煤炭出口结构	22
图表 35:	蒙古铁路及规划铁路分布示意图	23
图表 36:	印度煤炭生产趋势	24
图表 37:	2024 年 10 月印度动力煤进口情况	24
图表 38:	印度炼焦煤进口趋势	24
图表 39:	印度煤炭进口趋势	25
图表 40:	2023 年印度煤炭进口结构	25
图表 41:	2023-2027 年印度发电结构年度变化	26
图表 42:	2023-2027 年印度不同煤种需求增量变化预期	26
图表 43:	炼焦煤进口预期 (百万吨)	27
图表 44:	印度按每轮拍卖参与的矿山数量及商业矿山预计产能	28
图表 45:	2023-2027 年印度煤炭生产趋势	28
图表 46:	南非煤炭生产趋势 (万吨)	29
图表 47:	南非煤炭出口结构 (2023 年)	29
图表 48:	硬焦煤 FOB 供应曲线	30
图表 49:	高 CV 动力煤 FOB 供应曲线	30
图表 50:	低 CV 动力煤 FOB 供应曲线	31
图表 51:	2022-2024 年平均燃料成本和占总煤炭开采成本的比例	31
图表 52:	2022-2024 年平均劳动力成本和占总煤炭开采成本的比例	32
图表 53:	2021-2024 年出口煤炭的特许权使用费总额	33
图表 54:	2024 年更先进的出口煤炭新增项目产能	35
图表 55:	2024 年次先进的出口煤炭新增项目产能	35
图表 56:	2024 年出口煤炭新增项目产能结构	36
图表 57:	全球在建煤炭项目梳理 (部分)	37
图表 58:	印尼、澳大利亚 FOB 价格趋势 (美元/吨)	40
图表 59:	IEA: 动力煤需求数据表 (百万吨, 2023-2027)	41
图表 60:	IEA: 动力煤供给数据表 (百万吨, 2023-2027)	41
图表 61:	IEA: 炼焦煤需求数据表 (百万吨, 2023-2027)	42
图表 62:	IEA: 炼焦煤供给数据表 (百万吨, 2023-2027)	42
图表 63:	印尼煤与国内煤价差 (元/吨)	43
图表 64:	澳大利亚煤与国内煤价差 (元/吨)	43

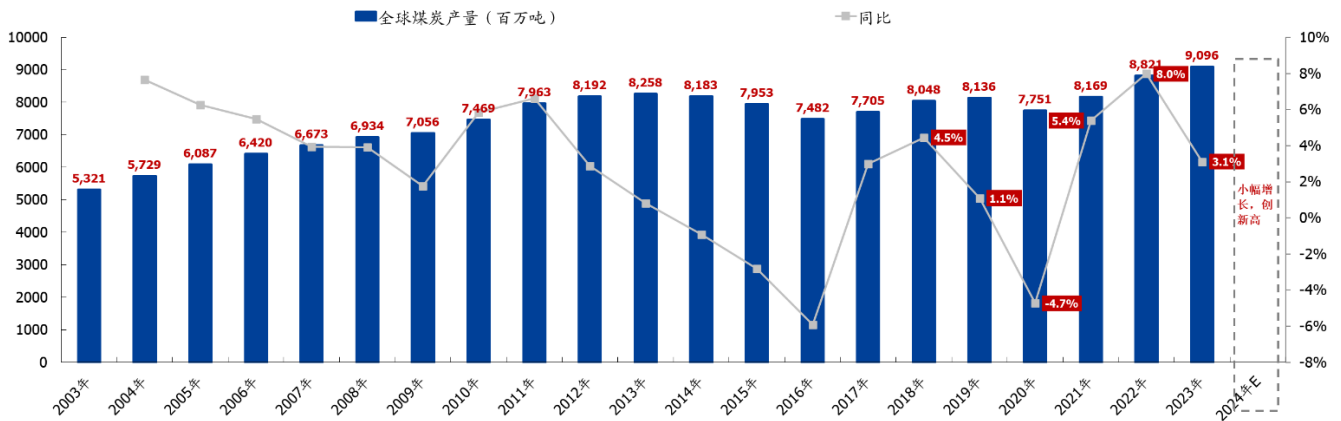
1.2023-2024 年全球煤炭市场复盘及展望

1.1.产量：2024 年全球煤炭产量微增

2023 年全球煤炭产量增至 90.96 亿吨，同比增长 3.1%，根据 IEA 数据，全球煤炭产量 2024 年预计将略有增加，与煤炭需求放缓一致。

- 全球煤炭产量 2015 年~2016 年短期下滑，主要是因为全球煤炭企业经营情况恶化，破产煤企陆续减产退出；
- 2020 年，受大环境影响，全球煤炭产量下降；
- 2021 年，电力需求的增长超过了低碳能源的供给能力，导致许多国家更加依赖化石燃料发电，煤炭产量随之增加；
- 2023 年，俄乌战争影响逐渐退却，但主要煤炭供应国能源保供、能源安全等战略仍持续，全球煤炭产量增至“天花板”阶段。

图表1：全球煤炭生产趋势

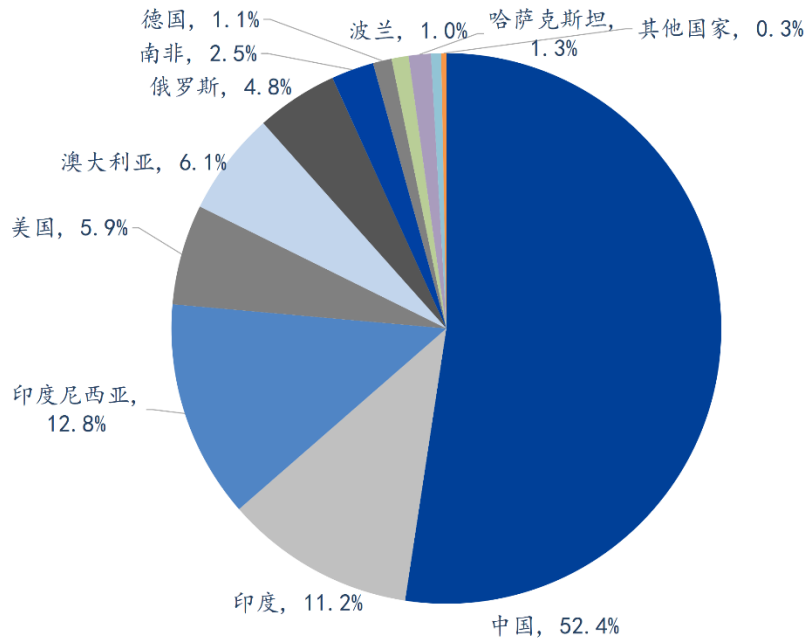


资料来源：EI，煤炭经济研究会，国盛证券研究所

从结构来看，中国煤炭产量位居全球第一，占据半壁江山；印度、印尼产量紧随其后，增速高于中国。据煤炭经济研究会报道的数据，2024 年全球煤炭产量小幅增长，同比增速约 0.8%，其中中国、印度、印度尼西亚为主要增产动力；美国、澳大利亚、俄罗斯等均面临产量下滑现状。

- 主要增产国：2024 年中国原煤产量 47.6 亿吨，同比增长 1.3%；2024 年印度尼西亚原煤产量 8.4 亿吨，同比增长 7.8%；2024 年印度原煤产量 10.8 亿吨，同比增长 7.2%。
- 主要减产国：2024 年 1-11 月美国原煤产量 4.3 亿吨，同比-11.9%；2024 年 Q1-3 澳大利亚原煤产量 4.0 亿吨，同比-0.6%；2024 年 1-11 月俄罗斯原煤产量 3.9 亿吨，同比-1.4%。

图表2: 2023年全球煤炭产量分布



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表3: 2019-2024年主要国家煤炭产量梳理(亿吨)

	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年		2024年		备注	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	同比		占比
全球	79.44	—	75.75	—	78.88	—	85.82	—	89.93	—	90.68	0.80%	—	
中国	38.50	48.5%	39.00	51.5%	41.30	52.4%	45.59	53.1%	47.10	52.4%	47.60	1.3%	52.5%	
印度	7.32	9.2%	7.41	9.8%	8.04	10.2%	9.09	10.6%	10.11	11.2%	10.84	7.2%	12.0%	
印度尼西亚	6.16	7.8%	5.63	7.4%	6.14	7.8%	6.85	8.0%	7.75	8.6%	8.36	7.8%	9.2%	
美国	6.40	8.1%	4.89	6.5%	5.25	6.7%	5.42	6.3%	5.28	5.9%	4.25	-11.9%	4.3%	2024年1-11月
澳大利亚	6.14	7.7%	5.67	7.5%	5.63	7.1%	5.42	6.3%	5.47	6.1%	4.01	-0.6%	3.3%	2024年前三季度
俄罗斯	4.37	5.5%	4.01	5.3%	4.37	5.5%	4.37	5.1%	4.30	4.8%	3.86	-1.4%	3.9%	2024年1-11月
南非	2.59	3.3%	2.47	3.3%	2.29	2.9%	2.29	2.7%	2.29	2.5%		下降		
德国	1.31	1.6%	1.08	1.4%	1.26	1.6%	1.31	1.5%	1.02	1.1%	0.84	-10.0%	0.8%	2024年1-11月
波兰	1.12	1.4%	1.01	1.3%	1.07	1.4%	1.08	1.3%	0.89	1.0%	0.78	-4.1%	0.8%	2024年1-11月
哈萨克斯坦	1.15	1.4%	1.13	1.5%	1.16	1.5%	1.18	1.4%	1.16	1.3%	1.01	-4.0%	1.0%	2024年1-11月
哥伦比亚	0.80	1.0%	0.50	0.7%	0.60	0.8%	0.57	0.7%	0.54	0.6%		下降		
土耳其	0.87	1.1%	0.71	0.9%	0.74	0.9%	0.82	1.0%	0.57	0.6%		下降		
加拿大	0.52	0.7%	0.41	0.5%	0.42	0.5%	0.39	0.5%	0.48	0.5%	0.36	-11.9%	0.3%	2024年1-10月
蒙古国	0.51	0.6%	0.41	0.5%	0.30	0.4%	0.37	0.4%	0.81	0.9%	0.98	20.2%	1.1%	
越南	0.46	0.6%	0.49	0.6%	0.50	0.6%	0.50	0.6%	0.48	0.5%	0.41	-5.3%	0.4%	2024年1-11月

资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所 (占比根据年度数据均摊到月度计算)

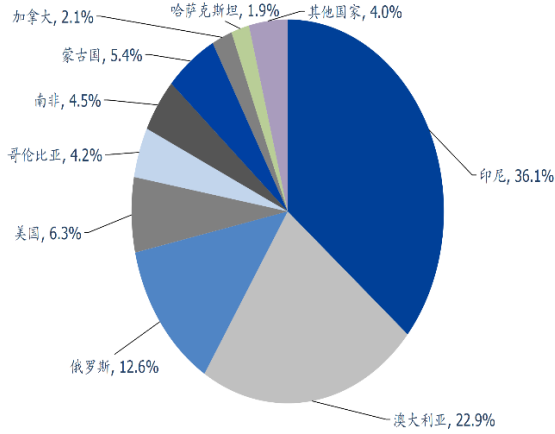
1.2.进出口: 2024年全球海运煤炭贸易量同比增长约3.0%

印尼、澳大利亚、俄罗斯是全球三大主要煤炭出口国, 2019-2024年出口总量合计约占全球的70-75%。据IEA数据, 2024国际海运煤贸易量累计为15.5亿吨, 同比增长3.0%。

- 主要煤炭出口增长国: 2024年印尼煤炭出口5.6亿吨, 同比增长7.0%, 占比36.1%; 2024年澳大利亚煤炭出口预计为3.54亿吨, 同比增长约0.3%, 占比22.9%; 2024年美国煤炭出口0.98亿吨, 同比增长7.8%, 占比6.3%。

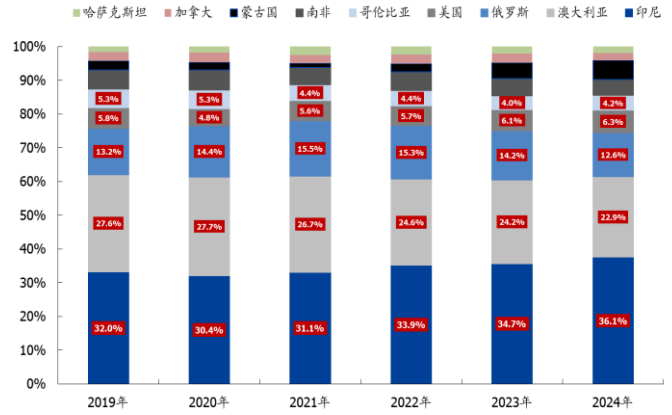
- 主要煤炭出口下降国：2024年俄罗斯煤炭出口1.95亿吨，同比下降8.0%，占比12.6%；2024年1-11月南非煤炭出口0.64亿吨，同比下降3.3%，占比4.5%。
- 2024年印度尼西亚、澳大利亚增加煤炭出口量，以满足进口国需求的增长，并抵消俄罗斯出口减少的影响。

图表4: 2024年主要煤炭出口国占比



资料来源：煤炭经济研究会，国盛证券研究所（占比根据年度数据均摊到月度计算）

图表5: 2019-2024年煤炭主要出口国占比趋势



资料来源：煤炭经济研究会，国盛证券研究所（占比根据年度数据均摊到月度计算）

图表6: 2019-2024年主要国家煤炭出口量梳理（亿吨）

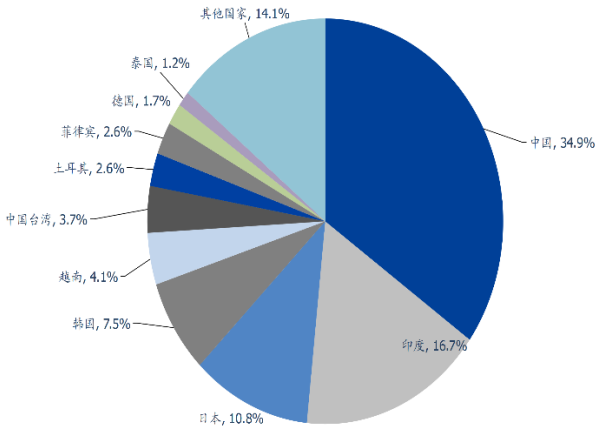
	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年		2024年		备注	
	出口量	占比	出口量	占比	出口量	占比	出口量	占比	出口量	占比	出口量	同比		
全球	14.36	—	13.38	—	13.71	—	13.76	—	15.02	—	15.47	3.0%	—	
印尼	4.59	32.0%	4.07	30.4%	4.27	31.1%	4.67	33.9%	5.21	34.7%	5.58	7.0%	36.1%	
澳大利亚	3.97	27.6%	3.71	27.7%	3.66	26.7%	3.39	24.6%	3.63	24.2%	3.54	0.3%	22.9%	
俄罗斯	1.90	13.2%	1.93	14.4%	2.12	15.5%	2.11	15.3%	2.13	14.2%	1.95	-8.0%	12.6%	
美国	0.84	5.8%	0.64	4.8%	0.77	5.6%	0.78	5.7%	0.91	6.1%	0.98	7.8%	6.3%	
哥伦比亚	0.76	5.3%	0.71	5.3%	0.60	4.4%	0.61	4.4%	0.60	4.0%	0.60	10.7%	4.2%	2024年1-11月
南非	0.78	5.4%	0.75	5.6%	0.66	4.8%	0.72	5.2%	0.74	4.9%	0.64	-3.3%	4.5%	2024年1-11月
蒙古国	0.37	2.6%	0.29	2.2%	0.16	1.2%	0.32	2.3%	0.69	4.6%	0.84	20.3%	5.4%	
加拿大	0.36	2.5%	0.36	2.7%	0.32	2.3%	0.37	2.7%	0.39	2.6%	0.30	-	2.1%	2024年1-11月
哈萨克斯坦	0.23	1.6%	0.23	1.7%	0.32	2.3%	0.31	2.3%	0.31	2.1%	0.24	-13.3%	1.9%	2024年1-10月

资料来源：煤炭经济研究会，国盛证券研究所（占比根据年度数据均摊到月度计算）

亚太地区对煤炭依赖程度较高，中国、印度、日本、韩国是全球四大主要煤炭进口国，2019-2024年进口总量合计约占全球的60%~70%，中国、印度煤炭进口占比近年来有所增加。

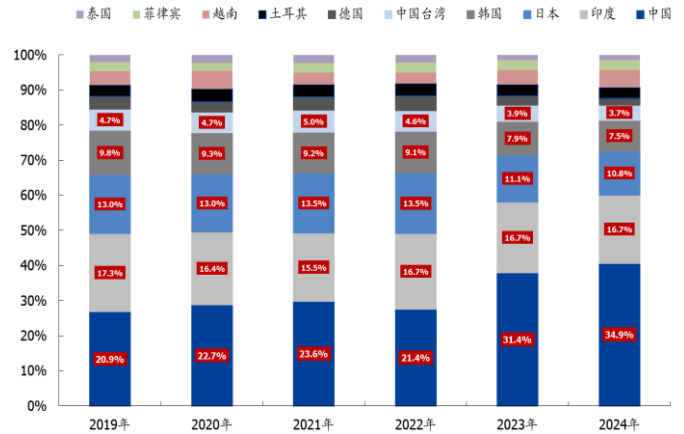
- 主要煤炭进口增加国：2024年中国煤炭进口5.4亿吨，同比+14.4%，占比34.9%；2024年1-11月印度煤炭进口2.37亿吨，同比+1.8%，占比16.7%；2024年越南煤炭进口6400万吨，同比+24.9%，占比4.1%。
- 主要煤炭进口减少国：2024年日本煤炭进口1.67亿吨，同比-0.7%，占比10.8%；2024年韩国煤炭进口1.16亿吨，同比-3.2%，占比7.5%；2024年中国台湾煤炭进口5700万吨，同比-2.1%，占比3.7%。

图表7: 2024 主要煤炭进口国占比



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所 (占比根据年度数据均摊到月度计算)

图表8: 2019-2024 年煤炭主要进口国占比趋势



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所 (占比根据年度数据均摊到月度计算)

图表9: 2019-2024 年主要国家煤炭进口量梳理 (亿吨)

	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年		2024年		备注	
	进口量	占比	进口量	占比	进口量	占比	进口量	占比	进口量	占比	进口量	同比		占比
全球	14.36	—	13.38	—	13.71	—	13.67	—	15.10	—	15.46	2.4%	—	
中国	3.00	20.9%	3.04	22.7%	3.23	23.6%	2.93	21.4%	4.74	31.4%	5.40	14.4%	34.9%	
印度	2.49	17.3%	2.19	16.4%	2.12	15.5%	2.28	16.7%	2.52	16.7%	2.37	1.8%	16.7%	2024年 1-11月
日本	1.87	13.0%	1.74	13.0%	1.85	13.5%	1.84	13.5%	1.68	11.1%	1.67	-0.7%	10.8%	
韩国	1.41	9.8%	1.24	9.3%	1.26	9.2%	1.25	9.1%	1.19	7.9%	1.16	-3.2%	7.5%	
中国台湾	0.68	4.7%	0.63	4.7%	0.69	5.0%	0.63	4.6%	0.59	3.9%	0.57	-2.1%	3.7%	
德国	0.40	2.8%	0.30	2.2%	0.41	3.0%	0.44	3.2%	0.33	2.2%	0.20	-21.7%	1.7%	2024年 1-9月
土耳其	0.36	2.5%	0.39	2.9%	0.38	2.8%	0.38	2.8%	0.40	2.6%	0.41	1.4%	2.6%	
越南	0.44	3.1%	0.55	4.1%	0.36	2.6%	0.32	2.3%	0.51	3.4%	0.64	24.9%	4.1%	
菲律宾	0.30	2.1%	0.23	1.7%	0.31	2.3%	0.32	2.3%	0.36	2.4%	0.40	1.0%	2.6%	
泰国	0.22	1.5%	0.24	1.8%	0.24	1.8%	0.22	1.6%	0.18	1.2%	0.17	3.4%	1.2%	2024年 1-11月

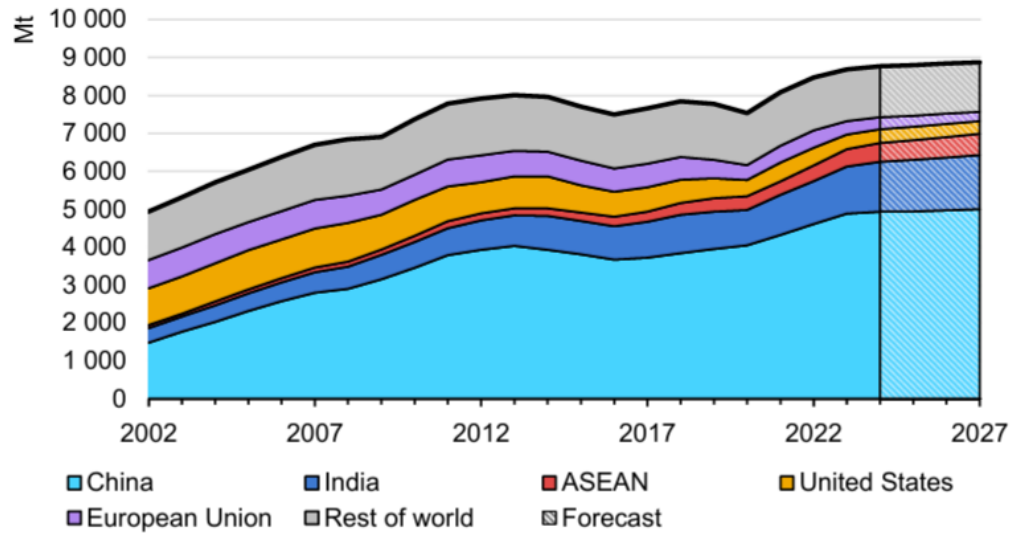
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所 (占比根据年度数据均摊到月度计算)

1.3.需求: 2024 年全球煤炭贸易量预计再创历史新高

2024 年全球煤炭需求增长约 1.0%。根据 IEA 数据, 预计 2024 年全年煤炭需求将达到 87.7 亿吨, 增长 1.0%, 结构来看最大增量将来自印度 (增加 7000 万吨, 即 6%) 和中国 (增加 5600 万吨, 即 1.1%), 以及印度尼西亚和越南等其他地区; 最大减量将在欧盟 (减少 4200 万吨, 即 12%) 和美国 (减少 1800 万吨, 即 5%)。

图表10: 2002-2027年全球煤炭需求

Global coal consumption, 2002-2027

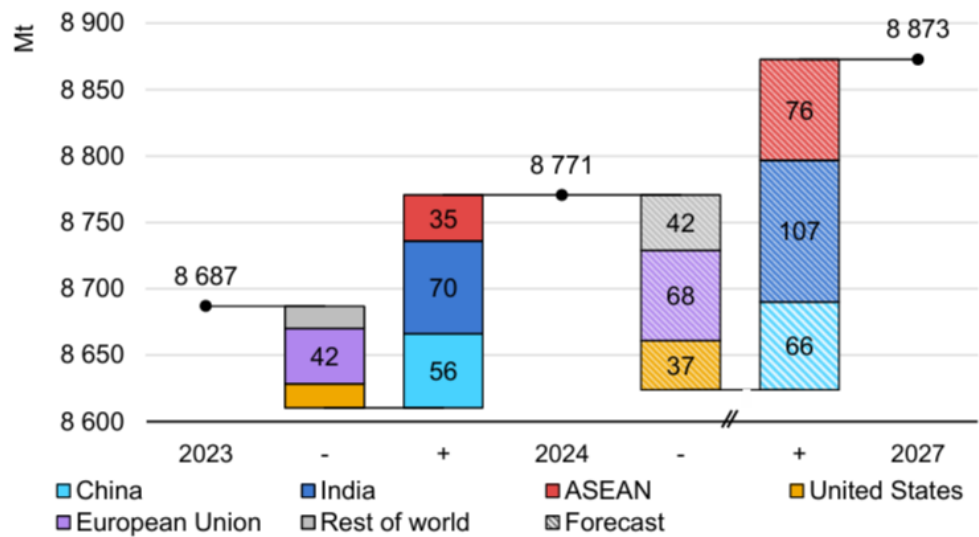


IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表11: 2023-2027全球煤炭需求变化

Change in global coal consumption, 2023-2027



IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

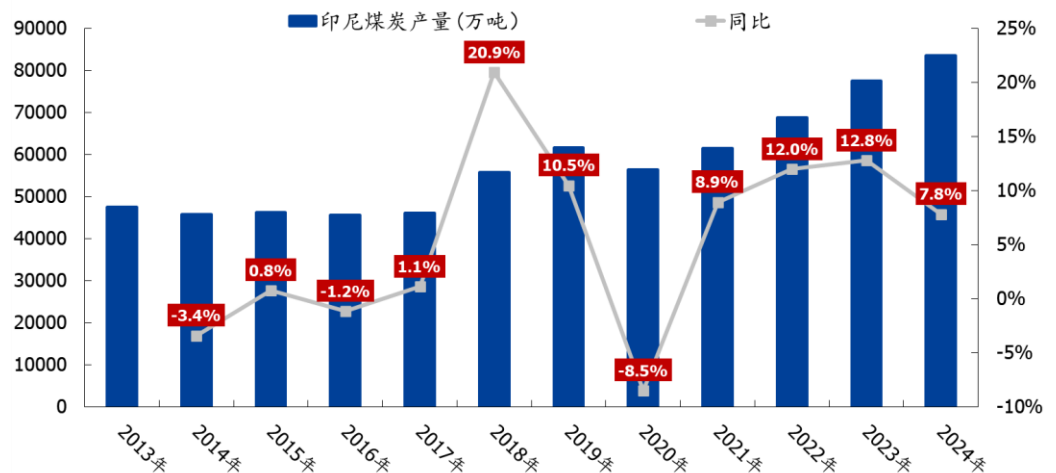
2.主要煤炭供需国现状及展望

2.1.印度尼西亚

全球重要的煤炭生产国家之一，近年来产量高位增长。根据EI数据，2023年印尼生产煤炭7.8亿吨，同比增长13.0%。2024年，印度尼西亚煤炭产量达到8.36亿吨，同比增长7.8%，已连续第四年大幅增长，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=5.3%。

- 1996-2013年：全球经济繁荣增长，煤炭作为社会发展的基础能源，煤炭需求亦快速启动，煤炭产量也逐渐攀升；
- 2014-2018年：全球煤炭产能过剩，煤价低位，全球煤企面临亏损、入不敷出局面。印尼煤企也面临兼并重组等历程，因此这五年产量略有波动，同时2013年起印尼本国开始煤炭“去产能”，增加透明度、减少非法煤矿的收益也使得产量略有影响，但仍为全球煤炭生产及出口主要国家之一；
- 2019-2024年：2020年大环境影响，经济活动停滞，煤炭生产亦受到影响；2021年随着全球经济刺激和经济复苏，煤炭生产与经济发展共振，2021年印尼煤炭产量明显增长；2022年俄乌战争爆发，全球煤炭贸易重塑，印尼等出口国需求高涨，煤炭产量亦同步攀升，2023-2024年印尼煤炭行业景气度高位，产量持续创新高。

图表12：印尼煤炭生产趋势（万吨）



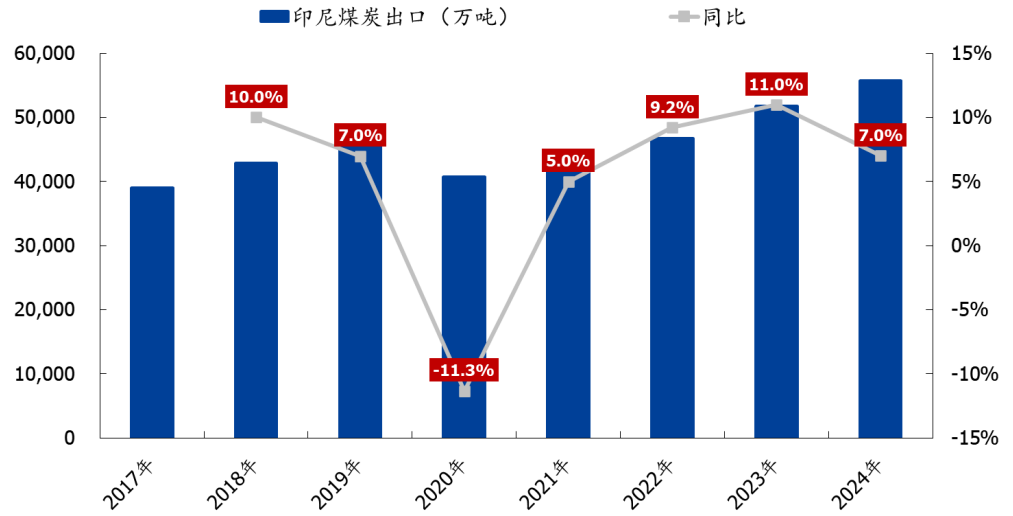
资料来源：EI，煤炭经济研究会，国盛证券研究所

全球煤炭出口第一大国。2023年印尼全年煤炭出口5.2亿吨，占全球总出口量约34.7%，全球煤炭出口第一大国。2017-2024年印尼原煤出口量从3.9亿吨增至5.58亿吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=5.2%。

- 2017-2019年，煤炭价格触底向好，全球煤炭市场呈现周期性复苏态势，出口量保持正向增长，印尼稳居世界第一煤炭出口国。
- 2020年，受大环境影响全球煤炭市场需求持续低迷，煤炭出口量同比下降11.3%。
- 2021-2024年，大环境影响结束，叠加2022年俄乌战争催化，印尼煤炭出口量持续增长。
- 从出口结构来看，2023年印尼主要出口国包括中国（2023年3.43EJ，占比34.3%）；印度（2023年2.33EJ，占比23.4%）；韩国（2023年0.68EJ，占比6.8%）；日本（2023年0.65EJ，占比6.5%）。
- 从出口煤种结构来看，2024年印尼无烟煤出口125.36万吨，同比下降33.0%；焦煤出口2660.93万吨，同比增长6.99%；其它烟煤出口4811.36万吨，同比增长

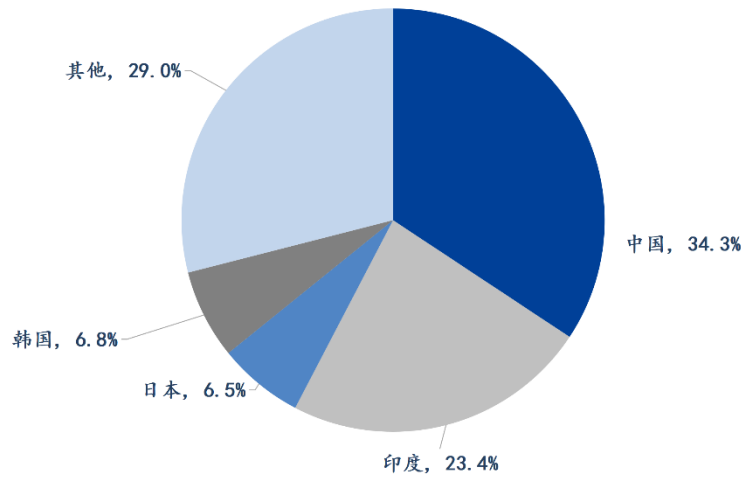
7.4%；其它煤出口 32978.47 万吨，同比增长 7.0%；褐煤出口 15199.45 万吨，同比增长 9.3%。

图表13: 印尼煤炭出口趋势 (万吨)



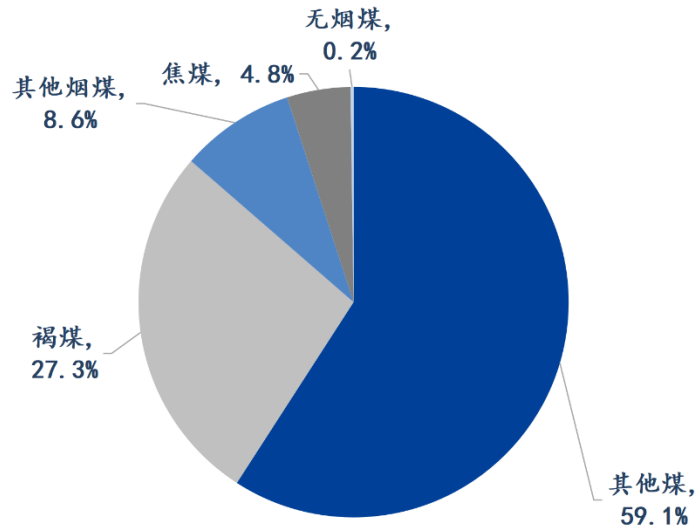
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表14: 印尼煤炭出口结构 (2023年)



资料来源: EI, 国盛证券研究所

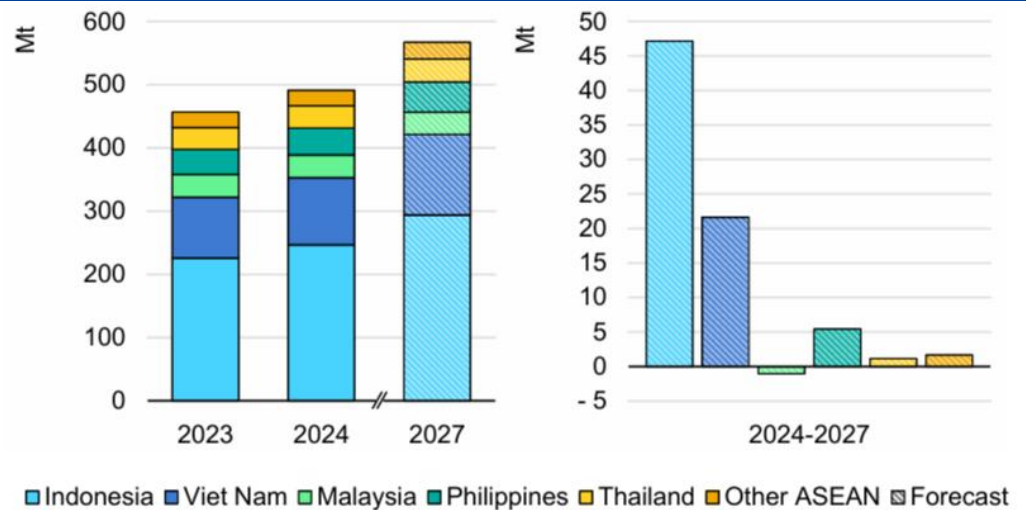
图表15: 印尼煤炭分煤种出口结构 (2024年)



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

印尼煤炭内需增长强势, 不容小觑。2023年东南亚国家煤炭消费量达到4.57亿吨, 同比增长10%, 其中, 印度尼西亚占东南亚煤炭需求近一半(48%), 其次是越南(21%)、菲律宾(9%)和马来西亚(8%)。根据IEA数据, 预计2024年东南亚国家煤炭消费量将上升至4.91亿吨(同比+8%), 印度尼西亚煤炭需求增长是主要动力, 主要系电力行业的推动和镍行业生产的推动, 此外印度尼西亚还在扩大铝产能。2024年印尼8.36亿吨煤炭产量中, 煤炭出口5.55亿吨, 供应国内市场需求2.33亿吨, 其余4800万吨成为了库存, IEA预计2027年印度尼西亚的煤炭总需求预计增至2.94亿吨。

图表16: 2023-2027年东南亚国家煤炭消费预期



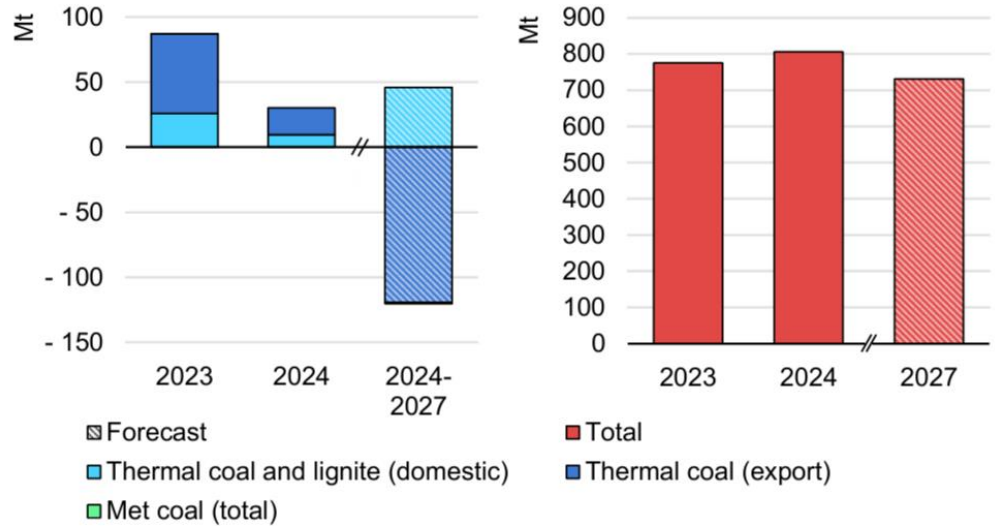
IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

长期来看, 印尼煤炭产量增长或已现瓶颈。根据IEA数据, 印度尼西亚政府将2024年的生产配额提高了近30%, 至9.2亿吨, 但一些生产商在2024年面临价格下跌和中低热值(CV)部分煤种供应过剩的问题, 2025-2027年IEA预计印度尼西亚的煤炭生产将受到出口和国内需求增长的双重影响, 到2027年印度尼西亚煤炭产量将减少7500万吨至7.3亿吨。

2027年印尼煤炭出口预计面临压力，出口价格是核心。展望2027年，IEA预计因中国动力煤进口或将面临大幅减少，印度尼西亚煤炭出口量预计亦呈现压力。此外，出口价格和出口量相关性极高，印尼能源和矿产资源部部长在ESDM新闻发布会上表示“印尼政府将全面评估与煤炭出口有关的政策，如果价格被压降得太低，也可能会考虑收紧煤炭出口。同时明确要求出口商使用HBA出售煤炭商品，旨在维护印度尼西亚的煤炭价格不会低于全球市场。”可见，若煤炭出口价格较低印尼政府亦有稳定价格保持出口量的预期。

图表17: 2023-2027年印度尼西亚煤炭生产预期



IEA. CC BY 4.0.

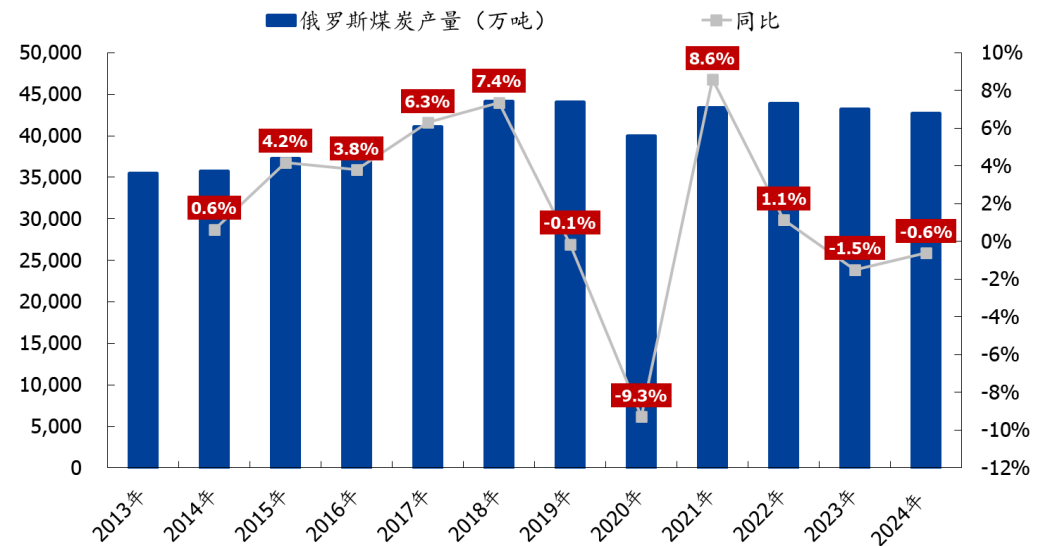
资料来源: IEA, 国盛证券研究所

2.2. 俄罗斯

世界煤炭重要生产及出口国。2013-2023年俄罗斯原煤产量从3.6亿吨增至4.3亿吨，据俄罗斯联邦统计最数据，2024俄罗斯煤炭产量累计为4.27亿吨，同比下降0.6%，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=1.7%。其中，2024年炼焦煤产量1.1亿吨，同比增长3.7%；其它烟煤（非炼焦煤）产量1.97亿吨，同比下降4.7%；无烟煤产量为2180万吨，同比下降13.6%；褐煤产量9860万吨，同比增长7.2%。

- 2013-2019年，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，原煤产量保持增长态势。
- 2020年，在大环境冲击下，原煤产量大幅下降。
- 2021年，全球能源危机爆发推动煤炭等化石能源的价格攀升，煤炭需求量大幅增加，俄罗斯原煤产量显著回升。
- 2022-2024年，煤价高位回落，叠加俄罗斯在煤炭供应链上做出相应调整以及制裁等影响，俄罗斯原煤产量略有回落。

图表18: 俄罗斯煤炭生产趋势 (万吨)

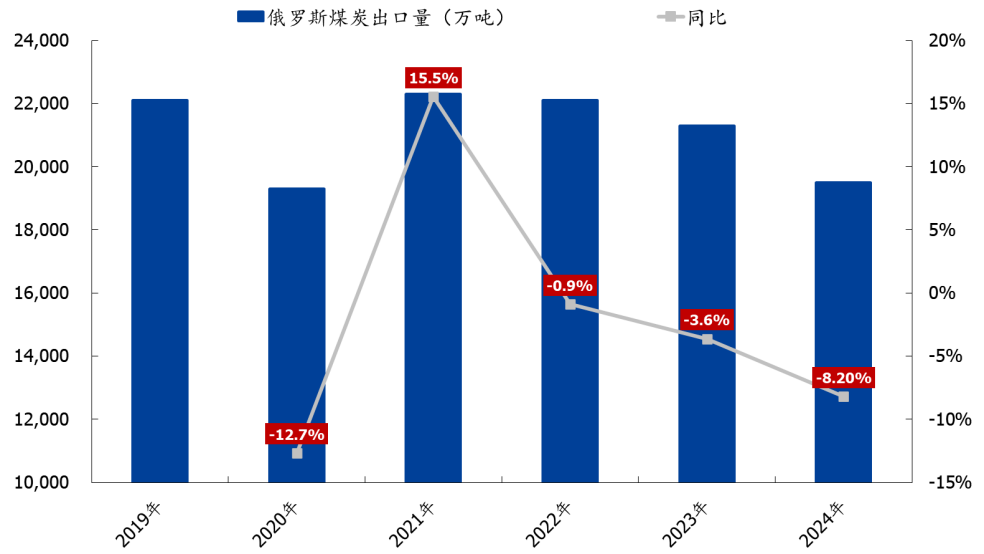


资料来源: EI, 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

出口结构转变，仍为全球煤炭主要出口国，中国出口占比明显增长。2019-2023年俄罗斯原煤出口量从2.2亿吨下降至2.13亿吨，2024年俄罗斯煤炭出口量降至1.95亿吨，比2023年下降8.2%，CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₄=-2.5%。在美欧制裁和铁路基础设施问题等多重负面影响线下，预计2025年俄罗斯煤炭出口负增长趋势仍将持续。

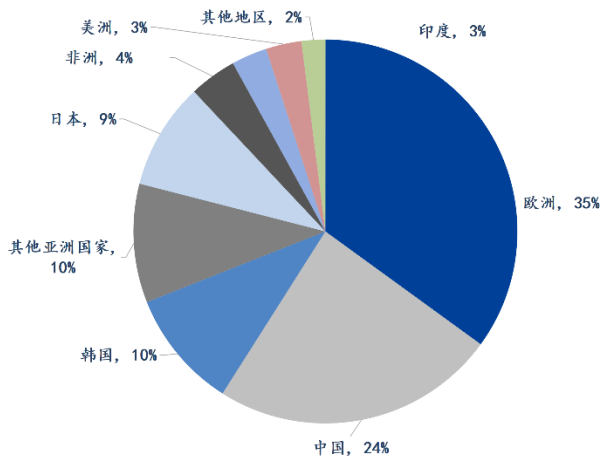
- 2019-2020年，受欧洲等国家清洁能源政策陆续推进，叠加全球经济增速放缓及2020年大环境影响，俄罗斯煤炭出口量增速亦放缓。
- 2021年，大环境影响因素弱化，叠加俄乌战争发酵，俄罗斯煤炭出口量大幅增加。
- 2022-2023年，俄乌战争催化退却，欧美禁运俄罗斯能源等一系列制裁措施等影响，俄罗斯煤炭出口量有所回落。
- 2024年因基础设施瓶颈、国际制裁以及煤炭企业利润收窄等影响，俄煤出口进一步明显下滑。
- 2022年俄乌战争前，俄罗斯煤炭在欧洲市场早已具有竞争力，截至2021年，俄罗斯出口市场包括欧洲和东亚，其中欧洲（占比35%）、中国（占比24%）、韩国（占比10%）、日本（占比9%）、荷兰（占比6.7%）、乌克兰（占比6.1%）、土耳其（占比6%）、台湾（占比5.3%）、波兰（占比3.8%）等。2023年，俄煤主要出口国包括中国（占比51.0%）、欧洲（占比14.3%）、韩国（占比13.2%）、印度（占比8.8%）、非洲（占比2.4%）。

图表19: 俄罗斯煤炭出口趋势 (万吨)



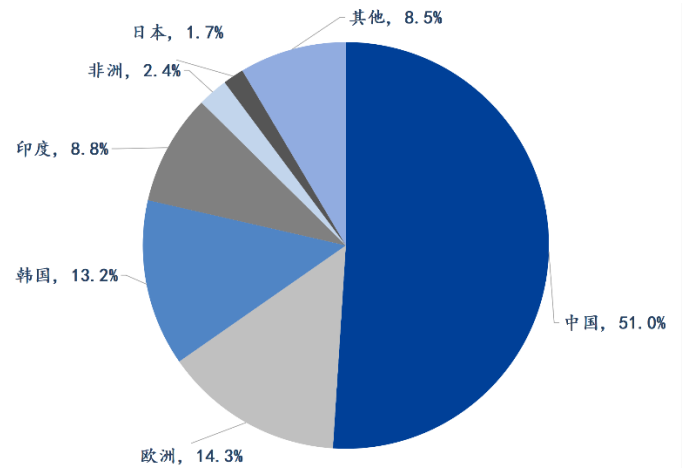
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表20: 2021年俄罗斯煤炭出口结构



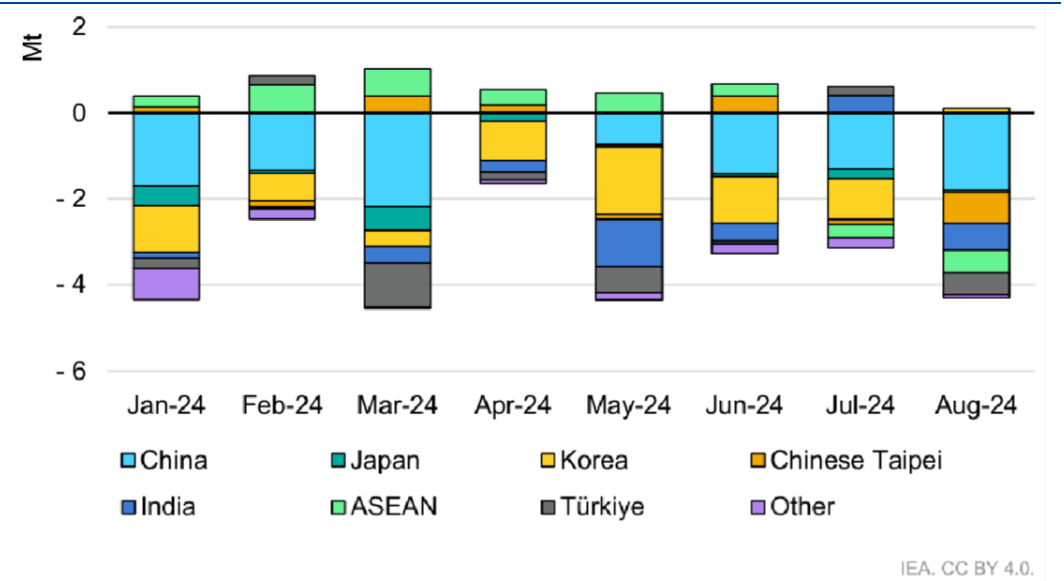
资料来源: sciencedirect (《The Russian coal industry in an uncertain world: Finally pivoting to Asia?》 Indra Overland^a, Julia Loginova^b), 国盛证券研究所

图表21: 2023年俄罗斯煤炭出口结构



资料来源: EI, 国盛证券研究所

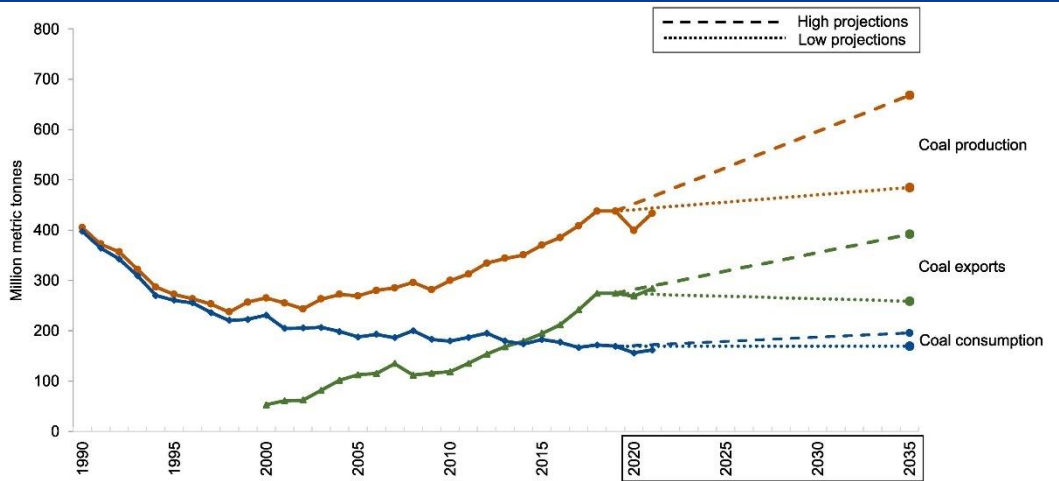
图表22: 2024 年俄罗斯煤炭出口结构变化



2024 年俄煤出口商压力加剧, 未来不确定性依旧。俄罗斯铁路系统问题持续仍未解决, 2024 年 10 月份, 俄罗斯铁路堵塞的载煤列车数量创下历史新高, 铁路几乎处于瘫痪状态, 部分堵塞的列车已经停运一个多月, 机车乘务员短缺的趋势仍在继续 (非官方原因——由于俄铁工资低导致机车乘务员数量不足, 造成机车闲置)。此外, 俄煤铁路运费压力亦明显增长, 俄罗斯铁路公司 (RZD) 自 2024 年 12 月 1 日起货物运输关税将上涨 13.8%, 敞篷车空载运行关税将上涨 10%。此次涨价包括针对性附加费, 包括 7% 的大修费和 1% 的运输安全费。为了重新将重点放在利润更高的货物上, RZD 提议在 2025 年不再延长与东部采矿区之间的煤炭运输协议。截至 2024 年 8 月, 俄罗斯 130 家煤矿企业中已有 64 家亏损、毫无盈利。

展望后市, 俄煤生产及出口市场仍充满不确定性。首先俄乌战争局势走向是核心, 在不考虑俄乌局势的外在影响下, 从基本面来看, 为应对欧洲煤炭需求的长期下滑, 俄煤出口东移是必然趋势, 但向亚洲转移仍然受到铁路和海港瓶颈的制约, 因此俄罗斯政府投资超过 100 亿美元用于西伯利亚大铁路和贝加尔-阿穆尔河干线 (BAM) 沿线的基础设施以及北极和远东的海港。此外相较于印尼、澳大利亚, 俄罗斯距离东南亚市场运输距离远, 地理劣势依然存在, 但印尼强制煤炭只能通过印尼货轮运输, 以及澳大利亚贸易关系的不确定性, 俄煤仍有优势空间。**综上, 俄煤生产、出口趋势仍充满不确定性, 部分海外研究论文预测数据对俄罗斯长期煤炭生产、出口亦保留两种预期; 参考 IEA 报告, 考虑到西方制裁和基础设施瓶颈以及盈利能力的潜在影响或成为长期制约因素, 短期无法明显恢复, 2027 年俄罗斯煤炭出口或继续下降。**

图表23: 俄罗斯煤炭产量、消费量和出口量及2019-2035年预测



资料来源: sciencedirect (《The Russian coal industry in an uncertain world: Finally pivoting to Asia?》 Indra Overland^a, Julia Loginova^b), 国盛证券研究所

2.3. 澳大利亚

全球核心煤炭生产大国。2013-2023年澳大利亚原煤产量从4.7亿吨减至4.6亿吨，CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₃=-0.4%，2023年澳大利亚煤炭产量占全球5.0%，2024年前三季度澳大利亚煤炭产量4.0亿吨，同比-0.6%。近年来，随着碳中和政策的推进，澳大利亚国内煤炭需求持续下降，煤炭生产主要布局出口，因此近十年澳大利亚原煤产量基本平稳，2020年至2022年受大环境影响和拉尼娜的干预，澳煤产量略有波动，2023年澳煤产量明显恢复。

图表24: 澳大利亚煤炭产量趋势(万吨)

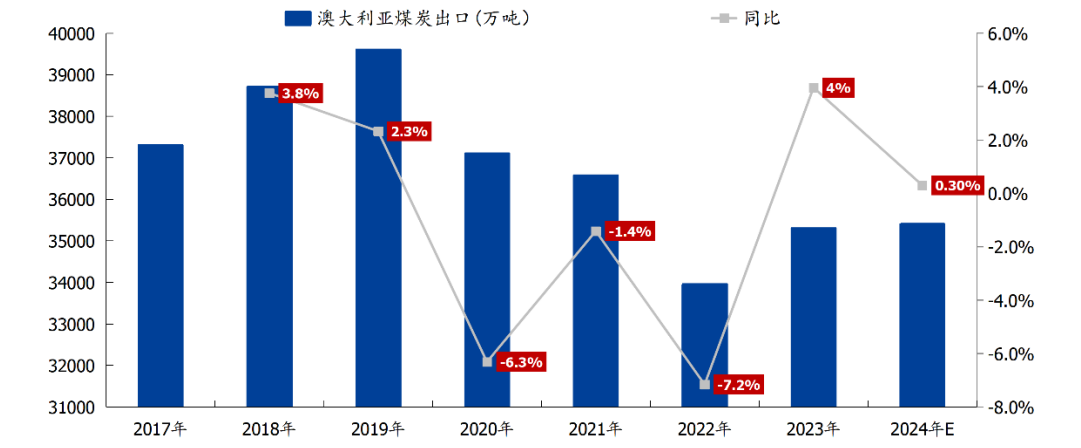


资料来源: EI, 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

全球核心炼焦煤出口国。2017-2023年澳大利亚原煤出口量从3.7亿吨减至3.5亿吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₃=-0.9%。2020年至2022年受大环境影响和拉尼娜的干预，澳煤出口随产量略有波动，2023年随着中国市场恢复叠加降雨影响退却，澳煤出口亦同步增长。根据Kpler数据，2024年澳大利亚煤炭出口量累计为3.64亿吨，同比增长2.8%。另据澳大利亚工业、科学和资源部2024年12月20日《资源与能源季刊》数据显示，2024年澳大利亚煤炭出口量预计为3.54亿吨，比上年仅增长0.3%。其中，动力煤出口2.01亿吨，同比下降0.5%；炼焦煤出口1.53亿吨，同比增长1.3%。

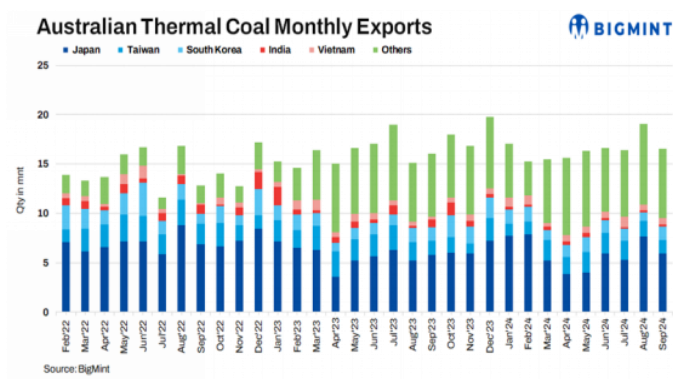
- 出口结构来看，2023年澳大利亚煤炭出口主要目的地包括日本（31.4%）、中国（15.1%）、韩国（11.0%）、印度（10.3%）、欧洲（7.6%）。
- 不同煤种出口结构来看，澳大利亚炼焦煤主要出口国为日本、印度、中国、韩国、中国台湾地区等；澳大利亚动力煤主要出口国为日本、中国台湾地区、韩国、印度等。

图表25: 澳大利亚煤炭出口趋势 (万吨)



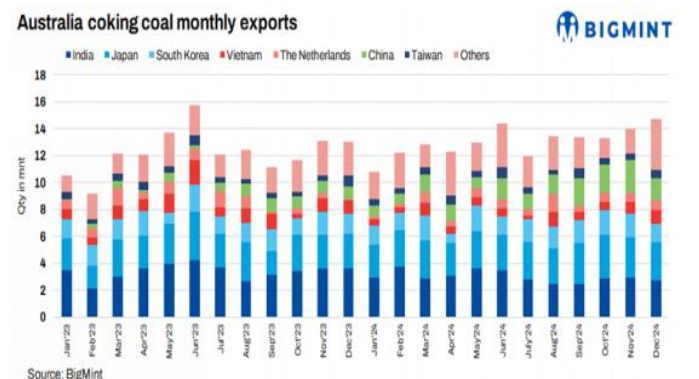
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表26: 澳大利亚动力煤出口月度变化走势



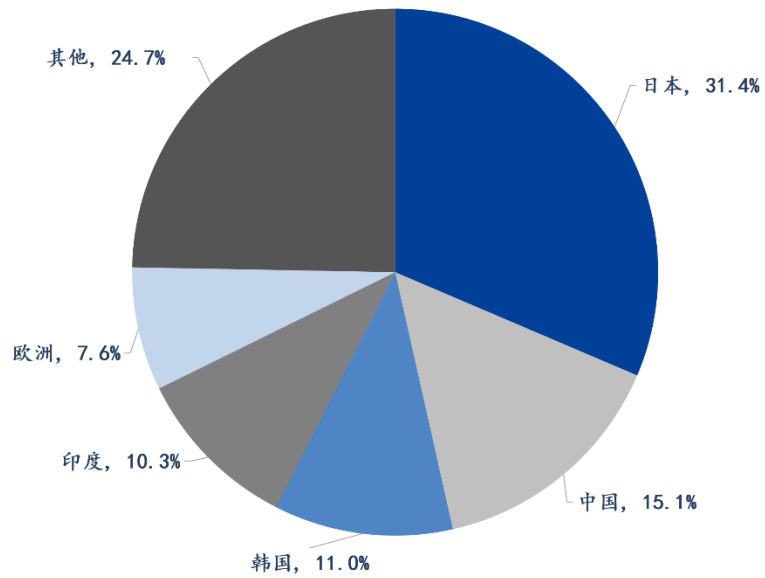
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表27: 澳大利亚炼焦煤出口月度变化走势



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表28: 2023年澳大利亚煤炭出口结构

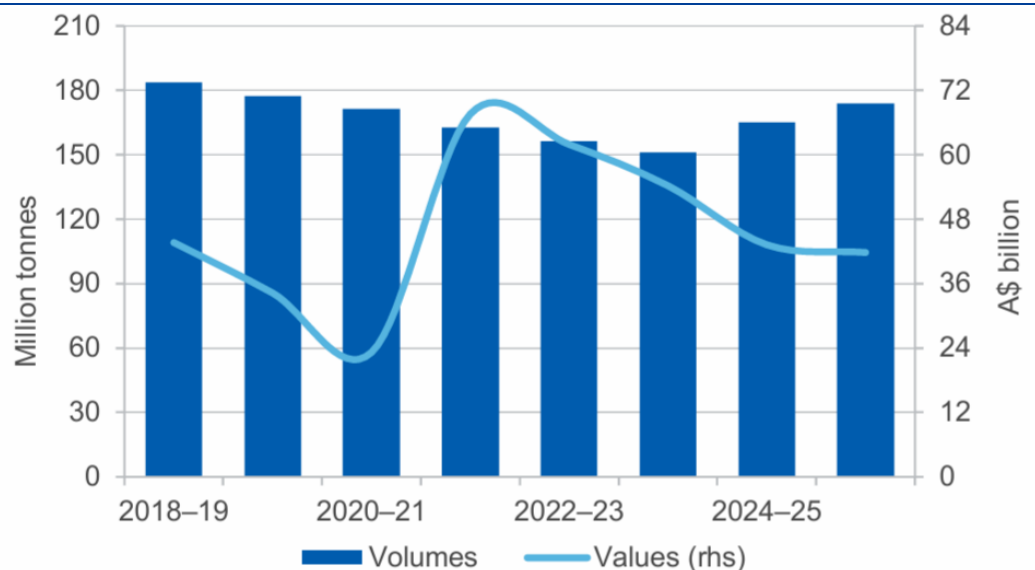


资料来源: EI, 国盛证券研究所

2025年澳大利亚煤炭产量、出口预计略有增长，具体关注气候、人工等压力影响。根据澳大利亚工业和资源部2024年12月30日最新预测，考虑到Dartbrook 9月开始200万吨年产能井工矿开始生产、Fairhill矿2024年12月开始投产，以及主要煤炭生产商必和必拓、英美资源等最新季度产量预期没有变化，叠加天气扰动预期减弱，澳大利亚工业和资源部预计澳大利亚炼焦煤出口将从2024年1.53亿吨增至1.77亿吨，产量预计同步变化，动力煤出口预计2025年基本保持平稳。但要关注气候、人工等压力影响，2023年底以来，必和必拓等焦煤矿面临罢工扰动，阶段性影响出口，此外2024年11月气候变化抗议活动也使得新南威尔士州港口船舶不能抵达。

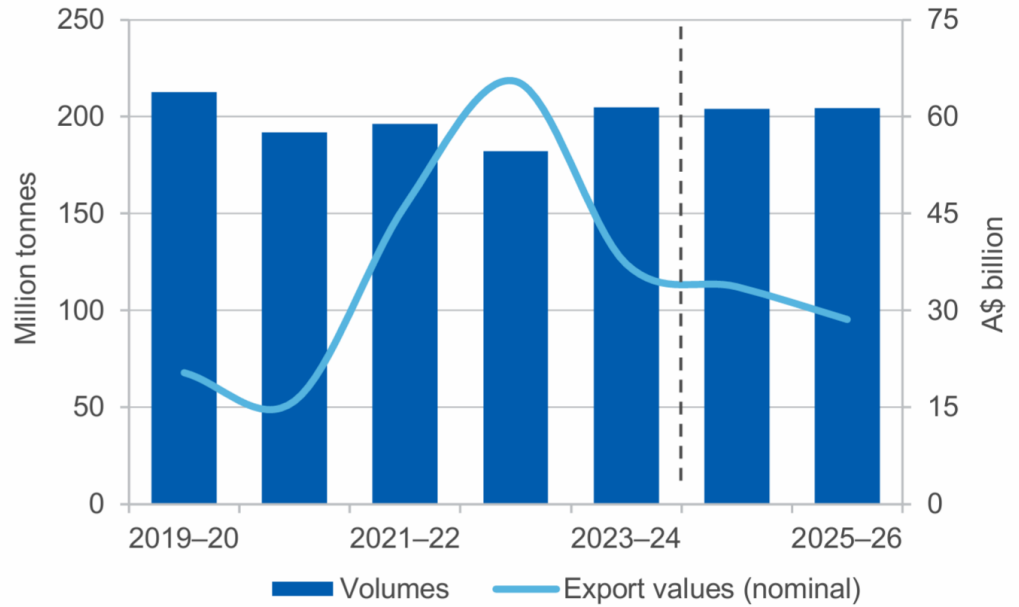
中长期来看，根据Mining Technology报告预计远期澳大利亚计划关闭24座矿山（2027年Clermont矿山、2028年Yallourn和Springvale矿山以及2029年Oakycreek矿山），预计澳大利亚煤炭产量2027年开始下滑。

图表29: 澳大利亚炼焦煤出口趋势及预期



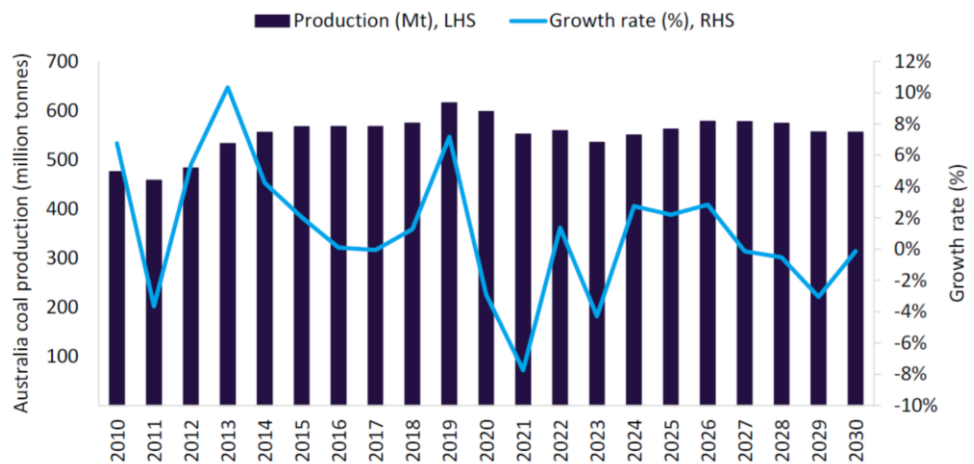
资料来源: ABS (2024), Department of Industry, Science and Resources (2024), 国盛证券研究所

图表30: 澳大利亚动力煤出口趋势及预期



资料来源: ABS (2024), Department of Industry, Science and Resources (2024), 国盛证券研究所

图表31: 澳大利亚原煤产量 (百万吨, 2010-2030)



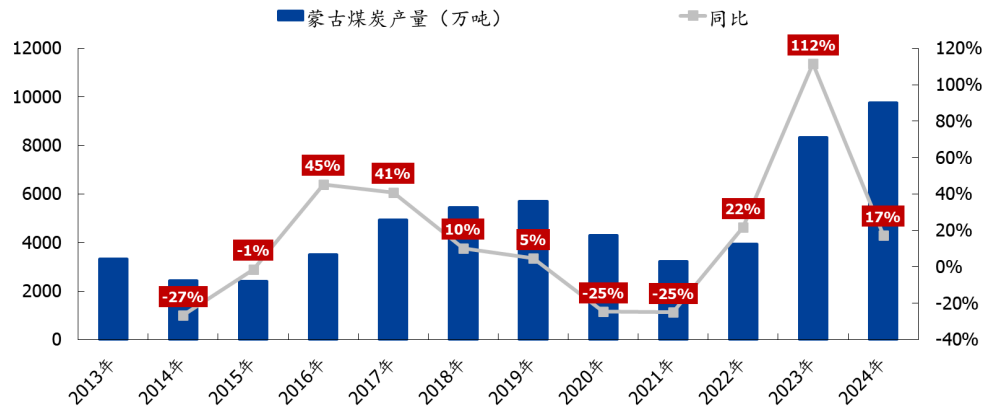
资料来源: mining technology, 国盛证券研究所

2.4 蒙古

全球主要炼焦煤生产出口国。蒙古国无烟煤和烟煤热值较高, 下游主要是钢铁行业做为炼焦煤, 2022年蒙古国炼焦煤产量占全国74%。2013-2023年蒙古原煤产量从3334万吨增至8323万吨, 2024年蒙古国煤炭产量累计为9772.15万吨, 同比增长17.4%。CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=10.3%, 其中, 硬煤产量8257.5万吨, 同比增长18.5%; 褐煤产量1514.6万吨, 同比增长30.5%。

- 2013-2015年, 政策端蒙古国政府对外资涉足其关键矿产开采实施限制措施, 叠加国际大宗商品价格大幅下行, 蒙煤产量有所下滑;
- 2016-2019年, 原煤产量持续回升, 增速逐步放缓;
- 2020-2021年, 受制于大环境管控措施, 进出口运输受限, 原煤产量持续下滑;
- 2022-2024年, 大环境影响减弱, 蒙煤产量显著回升。

图表32: 蒙古国原煤产量趋势 (万吨)

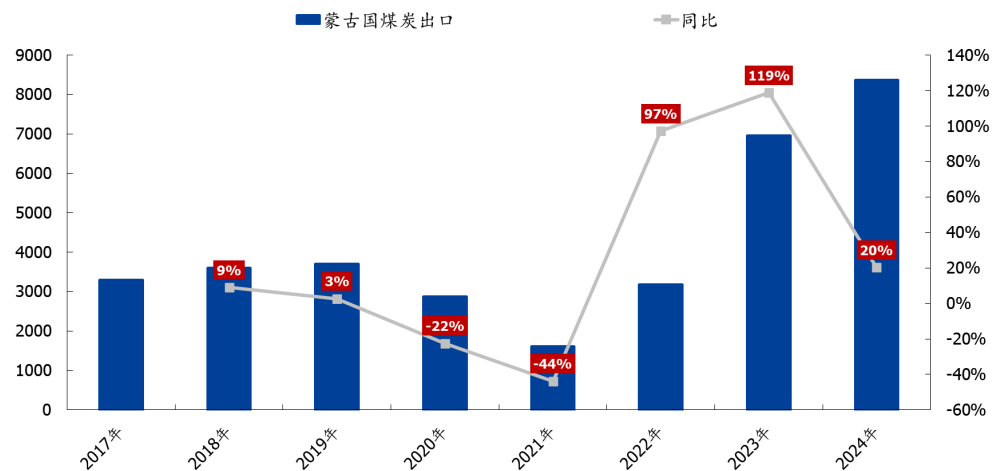


资料来源: EI, 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

炼焦煤核心出口中国。2017-2023年蒙古原煤出口量从3300万吨增至6961万吨,2024年蒙古国煤炭出口量累计达8375.5万吨,同比增长20.3%。其中,硬煤出口量为7952万吨,同比增长19.2%;褐煤出口424万吨,同比增长45.8%,CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₄=14.2%。**从出口结构来看,受益于地理优势,蒙古国煤炭主要出口中国(2023年占比98.2%),其他国家(2023年占比1.8%)。**

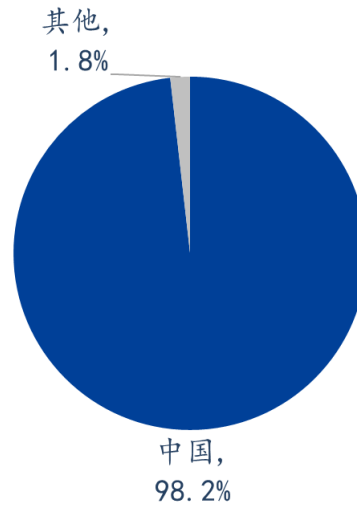
- 2017-2019年,受中国禁止朝鲜煤进口影响,蒙煤出口量稳步提升;
- 2020-2021年,进出口贸易受到大环境冲击,原煤出口量持续下滑;
- 2022-2023年,随着大环境影响消失,中蒙进出口贸易恢复正常,得加蒙古国运输体系的完善,出口量创新高。

图表33: 蒙古国煤炭出口趋势 (万吨)



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表34: 2023年蒙古国煤炭出口结构



资料来源: EI, 国盛证券研究所

2025年蒙古国煤炭出口目标8300万吨。根据蒙古国政府的计划, 2025年, 煤炭出口目标初步确定为8300万吨, 近年来蒙古煤炭出口一直都是超额完成计划目标。中国仍然是蒙古煤炭出口的主要市场, 蒙古可能在2025年开辟新的煤炭出口市场, 蒙古煤炭协会表示, 蒙古有能力生产高达1亿吨煤炭, 但目前受制于边境和海关基础设施的制约。

蒙古国铁路建设是远期出口增量的核心之一, 远期推进蒙煤出口达1.2亿吨。中蒙核心铁路如下:

- **二连浩特—扎门乌德口岸铁路:** 目前唯一一条中蒙跨境铁路, 现在也是中欧班列蒙古方向的国际运输通道, 年运输能力目前1600万吨/年。
- **嘎顺苏海图—甘其毛都跨境铁路:** 《蒙古国政府2024-2028年施政纲领》14个大型项目中的首要项目, “甘嘎塔线”铁路全长234公里, 自北向南, 从塔旺陶勒盖(Tavan Tolgoi)经中蒙边境口岸, 可到达我国河套一带及华北地区。2025年2月5日, 蒙古国政府例行会议重点讨论了中蒙跨境铁路—嘎顺苏海图—甘其毛都铁路项目协议问题, 此铁路项目预计于今年4月正式开工, 标志着搁置十六年的第三条中蒙跨境铁路终于取得实质性进展, 蒙古国有企业塔本陶勒盖公司将提供9760亿图格里克(约合2.82亿美元)融资。项目建成通车后, 每年运输3000万吨货物, 能够担负蒙古国55%-60%的煤炭出口任务; 除了增加蒙古国出口中国煤炭总能力外, 亦会明显降低蒙煤出口成本, 吨运输成本有望降至8美元/吨(参考蒙古焦煤2024年中报, TKH及GM(20公里)短途运输成本12.0美元/吨)。
- **满都拉—杭吉—宗巴彦铁路:** 全长226公里, 于2022年3月动工, 目前已经建成, 此铁路设计能力为2000万吨/年, 除了运输煤炭外, 主要还运输铁矿石。
- **西伯库伦—策克口岸铁路:** 铺设总长19.2公里铁路, 截至2024年5月铁路和建筑设施等建设任务已完成, 西伯库伦口岸是蒙古国的战略口岸, 年均出口矿产品1000—1800万吨。开启铁路运输通道后, 年均出口量将增加至3000—3500万吨。
- **珠恩嘎达布其—毕其格图口岸跨境铁路:** 2022年2月, 中蒙两国政府互换照会确认珠恩嘎达布其铁路口岸—毕其格图口岸铁路过境点事宜。蒙古国2024年计划在东部地区新建由乔巴山市经呼特至毕其格图口岸的纵向铁路, 全长426.6公里; 东部地区的纵向铁路建成后, 将打通蒙古国经珠恩嘎达布其口岸与距海最近的中国锦州港之间的铁路连接, 运输矿产品出口, 建成后预计亦为蒙煤出口贡献增量。

从目前中蒙口岸通关能力来看:

- 截止2024年10月31日, 甘其毛都口岸累计完成进出口货运量3414.32万吨。其中, 进口煤炭3291.15万吨。已完成该口岸煤炭进口计划4000万吨任务量的82%;

- 截至2024年10月17日,策克口岸累计通关过货量1921.97万吨,同比增长47.7%,较2023年提前76天突破1900万吨,再创口岸开关以来历史新高;
- 截止2024年11月11日,满都拉口岸过货量首次突破700万吨,达701万吨,同比增长63%。2024年预期目标是确保完成800万吨,冲刺1000万吨;
- 2024年1-10月,锡林郭勒盟东乌珠穆沁旗珠恩嘎达布其口岸进出口货物累计为260.12万吨,同比增长21.4%,力争全年进出口货运量突破350万吨;
- 截至2024年10月27日,塔克什肯口岸进口焦煤累计达317.03万吨,同比增长41%。

图表35: 蒙古铁路及规划铁路分布示意图



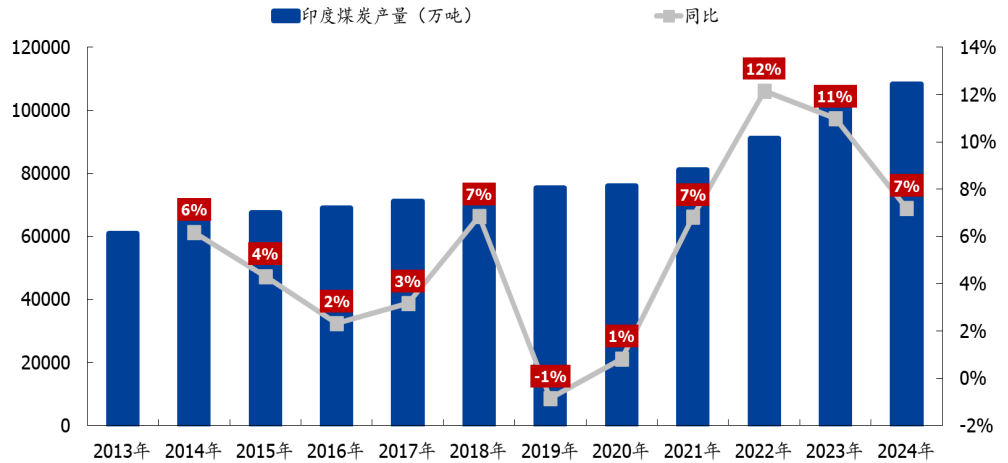
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

2.5. 印度

印度: 拉动全球煤炭需求的新引擎。高煤炭资源储量和高进口依赖度是印度煤炭行业现状,受制于印度煤炭资源主要为动力煤,炼焦煤较为稀缺,随着印度经济发展推升钢铁行业需求,以及主焦煤洗出率逐渐下降,印度焦煤进口预期依旧中长期内持续增长。印度作为全球煤炭供应和需求的中心,其供需变化将会影响全球煤炭贸易格局和价格中枢。2013-2023年印度原煤产量从60854万吨增至101090万吨。2024年印度煤炭总产量(包括褐煤)累计为10.84亿吨,比上年同期增长7.2%,CAGR₂₀₁₃₋₂₀₂₄=5.4%。其中,国有印度煤炭公司(CIL)产量为7.85亿吨,同比增长3.8%;辛加瑞尼煤矿公司(SCCL)产量6712万吨,同比下降3.5%;自用煤矿(Captive)和其它煤矿产量1.87亿吨,同比增长30.4%。

- 2013-2018年,印度经济快速发展驱动印度原煤产量持续保持正向增长。
- 2020-2024年,能源需求端不断增长,原煤产量持续大幅增长,2024年煤炭产量达历史新高。

图表36: 印度煤炭生产趋势

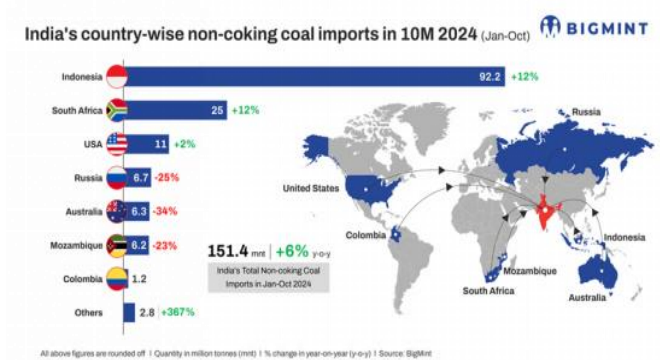


资料来源: EI, 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

全球第二大煤炭进口国，炼焦煤持续需求强劲。2017-2023年印度原煤进口量从19800万吨增至25591万吨，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₃=4.4%。2024年1-11月，印度煤炭进口量累计为2.33亿吨，比上年同期增长1.3%，增幅急剧缩小。BigMint数据显示，10月份动力煤进口量仅为1356万吨，同比骤降31.8%，是15个月来最快的收缩速度，也是自2023年7月以来首次连续下降。炼焦煤需求持续，2024年10月，印度炼焦煤进口量从9月的380万吨增至440万吨，环比增长16%，可见印度钢铁行业的需求不断增长，印度对动态全球供应环境的适应能力亦不断增强。

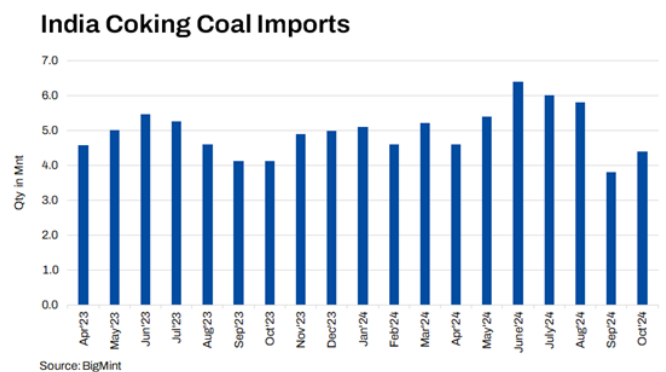
- 2017-2019年，印度工业化、城镇化持续发展，铁路、公路等基础设施建设正加快推进，带动能源消费大幅增长，煤炭进口量也大幅增加。
- 2020年，大环境影响下进出口受限，煤炭进口量下滑。
- 2021-2024年，大环境影响结束，高温天气推动电力需求激增导致对煤炭需求量大幅增加，经济增长带动钢铁用煤需求凸显。

图表37: 2024年10月印度动力煤进口情况



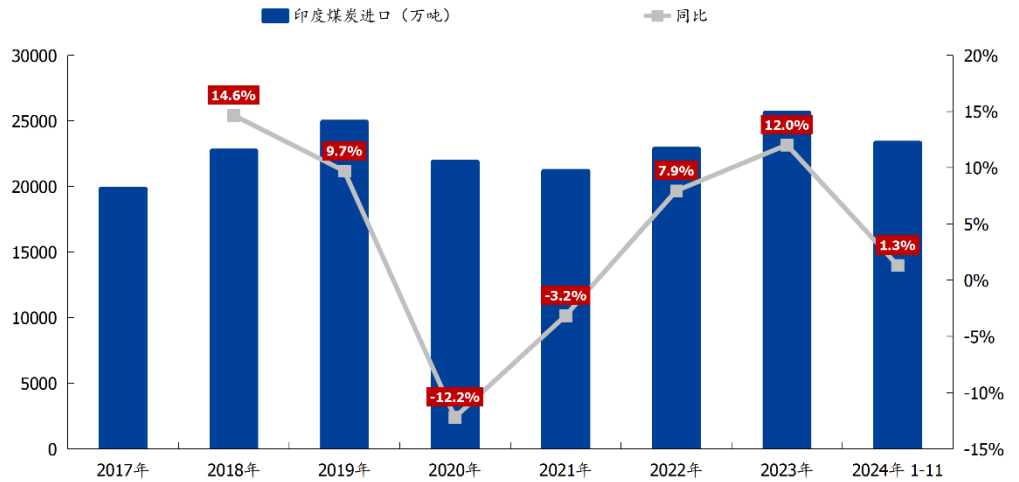
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表38: 印度炼焦煤进口趋势



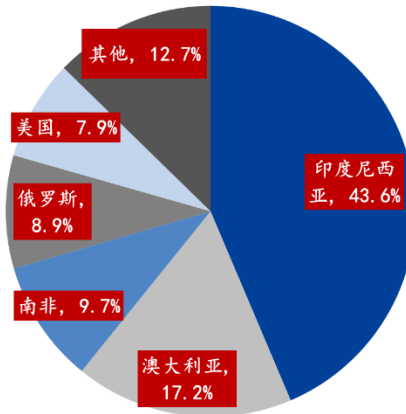
资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表39: 印度煤炭进口趋势



资料来源: 煤炭经济研究会, 国盛证券研究所

图表40: 2023年印度煤炭进口结构



资料来源: EI, 国盛证券研究所

煤炭需求继续增长, 全球新引擎。2024年印度成为全球煤炭需求增长的主要驱动力, 用煤需求同比增长7000万吨至13.15亿吨, 根据IEA预计, 这一趋势及地位有望维持至2027年, 预计至2027年印度煤炭需求有望以年化2.6%增速增长至14.21亿吨, 动力煤、焦煤需求预期均会同步增长。

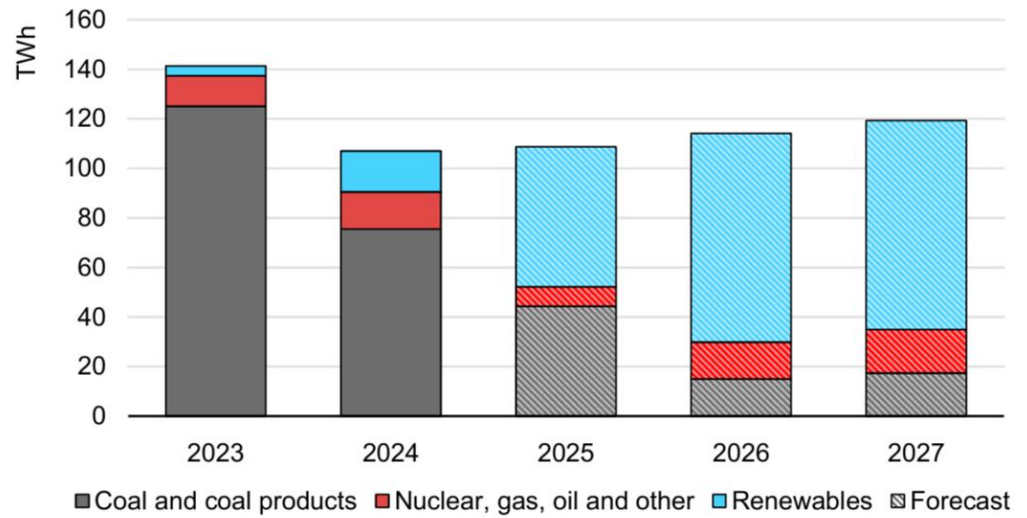
➤ **电煤需求持续增长。**根据IEA数据, 2024年印度电煤需求为9.9亿吨, 占煤炭总需求75%。截至2024年8月, 印度的发电总装机容量达到451GW, 其中燃煤发电为218GW, 太阳能光伏为89GW, 风能发电为47GW。2023年11月, 印度电力部长表示, 除了目前正在建设的50GW燃煤发电机组外, 印度计划新增30GW的燃煤发电机组, 叠加考虑到印度政府对可再生能源发电的扩张目标, 预计未来年均用电需求5.4%的增速下, 2024年印度煤电份额将为74%, 2027年降至66%左右, 对应至2027年印度电煤需求年均增长约1.7%, 故IEA预计印度电煤需求每年增加约5000万吨, 至2027年将达到10.4亿吨。

➤ **非电煤需求亦显著增长。**根据IEA数据, 在2024-2027年印度工业增长年均6%的条件下, 印度水泥用煤成为动力煤需求的关键因素, 印度是世界上仅次于中国的第二大水泥市场, 每年水泥产能为5.5亿吨。IEA预计未来五年印度水泥需求年均增长高达9%。此外, 印度部分钢铁生产来自直接还原铁(产能约为5000万吨/年),

该过程使用热煤而不是高炉中使用的焦煤。随着钢铁和水泥需求的增加，**根据 IEA 数据，预计到 2027 年印度非电煤需求将达到 3.82 亿吨，比三年前增长了 18%。**

➤ **焦煤进口需求持续高强度依赖，增长依旧乐观。**根据澳大利亚资源部最新季度报告数据，印度炼焦煤进口量在 2024 年 7 月和 8 月有所放缓，放缓的原因包括季风季节、全球钢铁市场供过于求以及印度政府基础设施支出预期的延迟，印度钢铁产量 2024 年 Q3 环比下降 1%。澳大利亚资源部预计这种增长放缓是暂时的，不会改变印度的长期需求前景，主要系印度显著的钢铁产能扩张计划。印度持续扩大高炉产能，目标为 2030 年产能达到 3 亿；此外，印度宣布通过“人人有房”计划，在未来 5 年内拨款 2.2 万亿卢比（263 亿美元）建设 3000 万套额外住房，预计此政策有望从 2024 年底开始增加印度钢铁需求，进而推升印度焦煤进口需求。

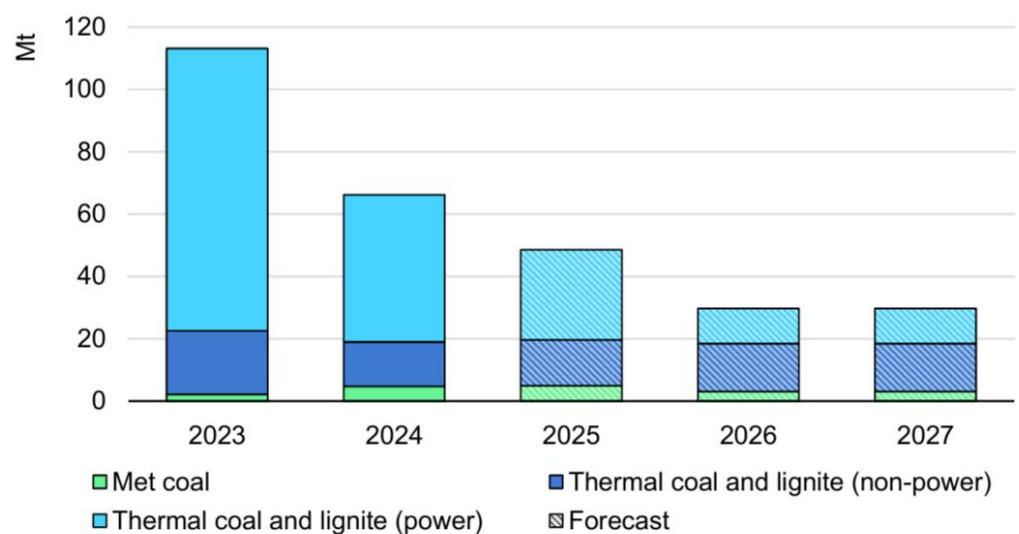
图表41: 2023-2027 年印度发电结构年度变化



IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

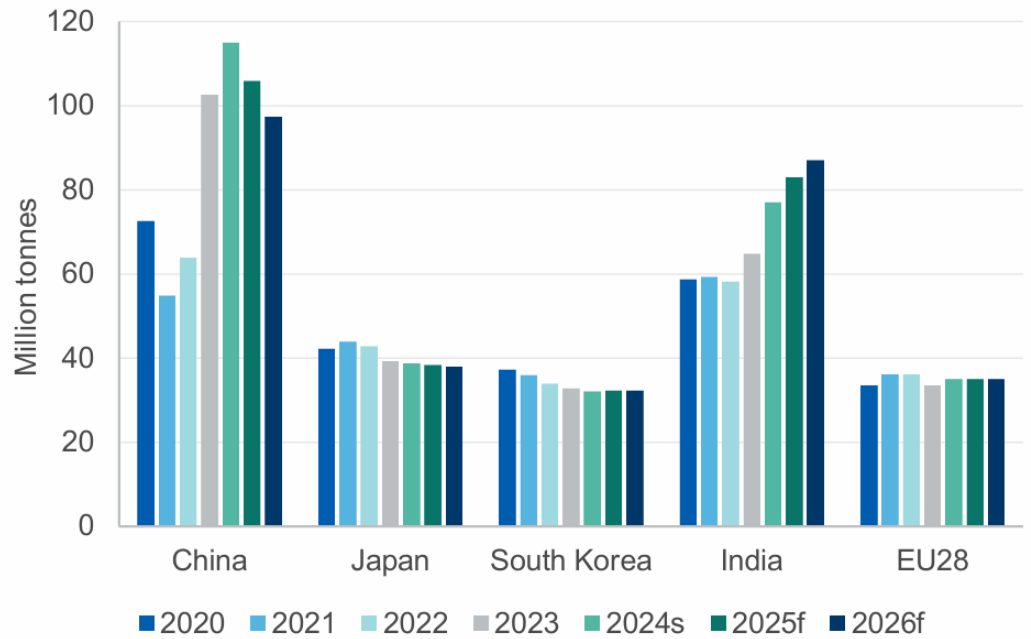
图表42: 2023-2027 年印度不同煤种需求增量变化预期



IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表43: 炼焦煤进口预期 (百万吨)

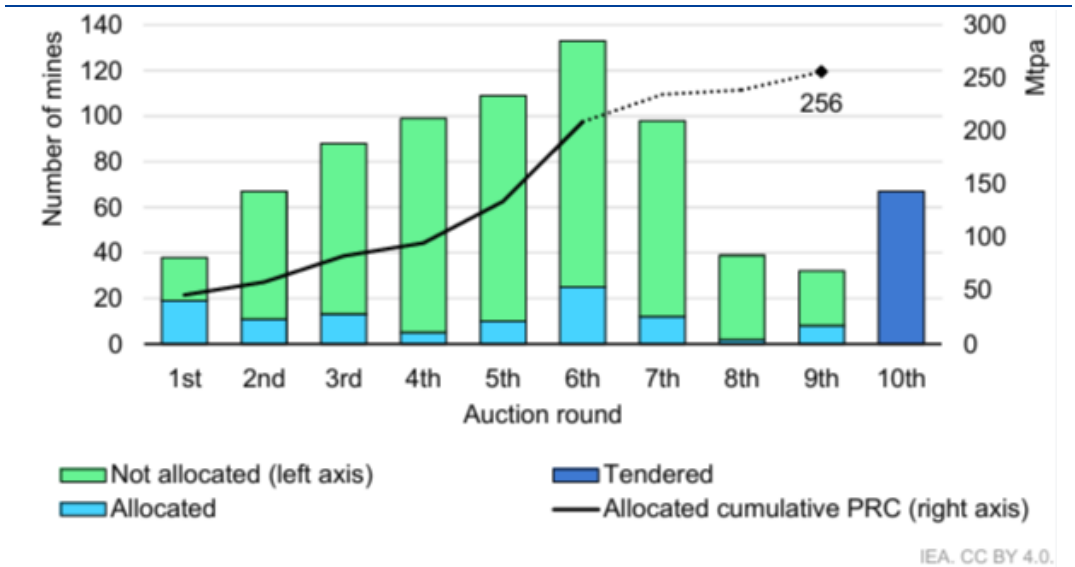


资料来源: McCloskey (2024); Department of Industry, Science and Resources (2024), 国盛证券研究所

印度煤炭产量预计继续增长，各生产部门产能增量持续规划。

- 国有煤企: 印度公共国有企业主要是 CIL，其次是 SCCL 以及 NLC 等，CIL 占印度煤炭产量 80% 以上 (2023 年 CIL 煤炭产量同比增长约 7%)，2024 年 3 月，CIL 的子公司 SECL 获得了 5300 万吨煤炭产能许可；2024 年 11 月，CIL 宣布在未来五年内启动 36 个新煤矿，Singareni 宣布 7 个新煤矿，NLC 宣布 2 个新煤矿。
- 私营煤企: 印度煤炭部专注于与私营采矿开发及运营商 (MDOS) 合作，私人承包商负责监督从开采到交付的整个煤矿建设过程。2024 年 8 月，印度煤炭部将 MDOS 的联合产能从 1.68 亿吨扩大到 2.57 亿吨，覆盖 28 个项目，其中 14 个项目已经授予 MDOS，包括 6 个已经开始生产的项目。印度政府的目标是到 2030 年自营和商业煤炭产区煤炭产量达到 3.8 亿吨。
- 自营煤企: 自营煤企煤炭生产是为供应其自身的工业或电力设施而定制的，在国内市场销售煤炭受到限制，产量占比约 15%，最大生产商 NTPC 2024 财年产量约 3400 万吨，并计划在三年内将产量翻倍。

图表44: 印度按每轮拍卖参与的矿山数量及商业矿山预计产能

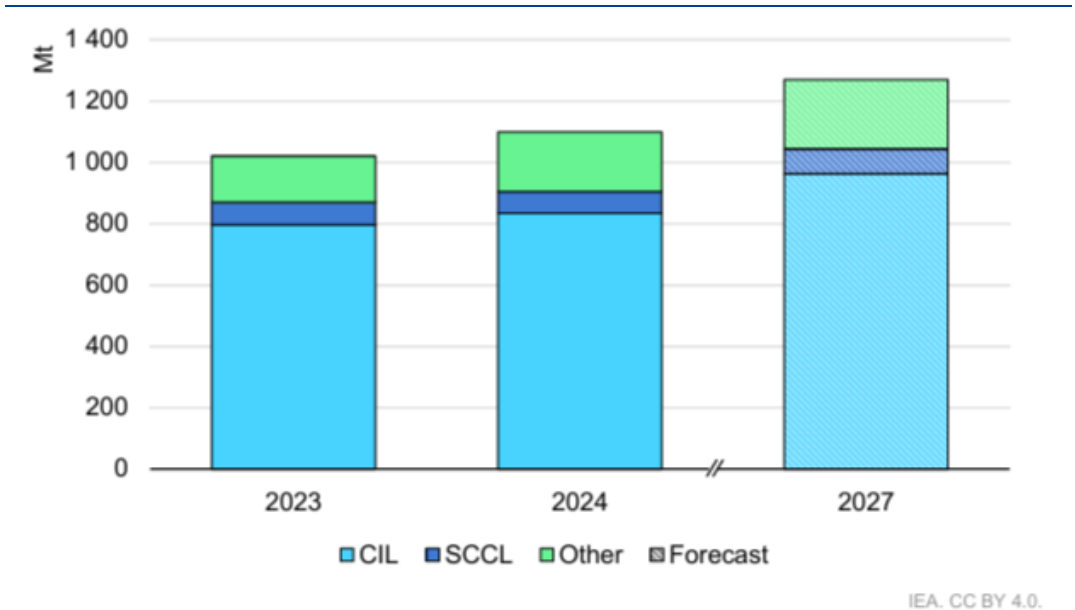


资料来源: IEA, 国盛证券研究所

根据 IEA 数据, 预计至 2027 年印度煤炭产量增加 1.7 亿吨至 12.7 亿吨, 仍小于印度 2027 财年煤炭产量 14 亿吨的目标。

- **铁路基建是印度煤炭产量增长的挑战之一。** 印度煤炭产地集中, 需求区域分散, 铁路运输需要与客运竞争。2024 年 8 月, 印度煤炭部宣布到 2030 财年, 将煤炭运输中铁路份额从 64% 扩大到 75%, 确定了 38 个优先铁路项目, 以改善连通性并降低运输成本。
- **印度煤矿审批及交易流程亦存优化空间。** 2024 年 11 月, 印度煤炭部在单一窗口清关系统中推出了矿山开业许可模块, 旨在加快新煤矿的审批。此外, 印度计划建立一个国内煤炭交易所, 以提高流动性并支持价格透明度。

图表45: 2023-2027 年印度煤炭生产趋势



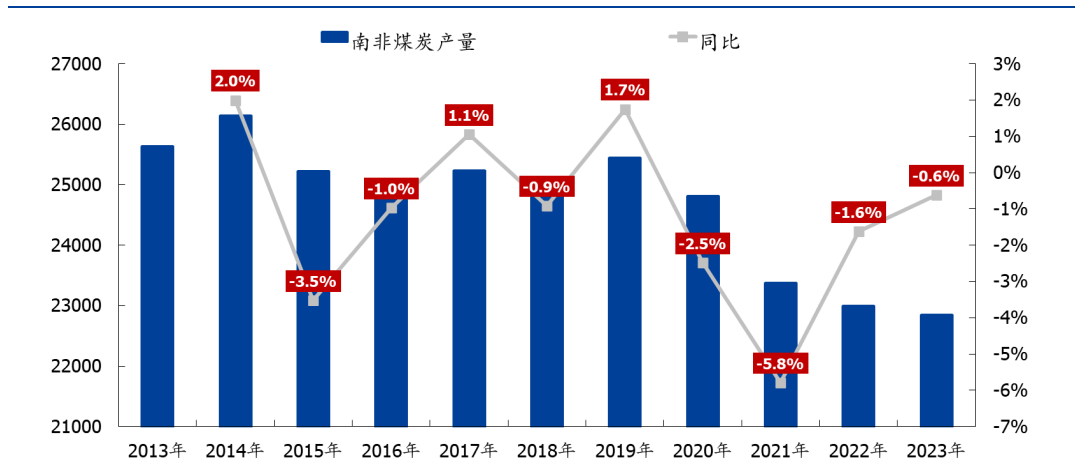
资料来源: IEA, 国盛证券研究所

2.6.南非

南非亦已成为全球煤炭核心供应国，但基础设施配套仍需完善。2013-2023年南非原煤产量从25628万吨减少至22850万吨，CAGR=-1.1%。2023年和2024年煤炭生产的主要挑战是不稳定的电力系统和煤炭运输的持续中断，特别是铁路运输。国有铁路运营商Transnet设备故障、电缆盗窃、脱轨、停电和成本增加等持续影响煤炭运输进而影响到南非煤炭增产。2024年上半年，南非煤炭产量增长2.3%，IEA预计在铁路设施限制影响下，2024年下半年产量放缓，全年2.34亿吨（同比增长0.8%）。IEA预计2027年南非煤炭产量整体将保持稳定。

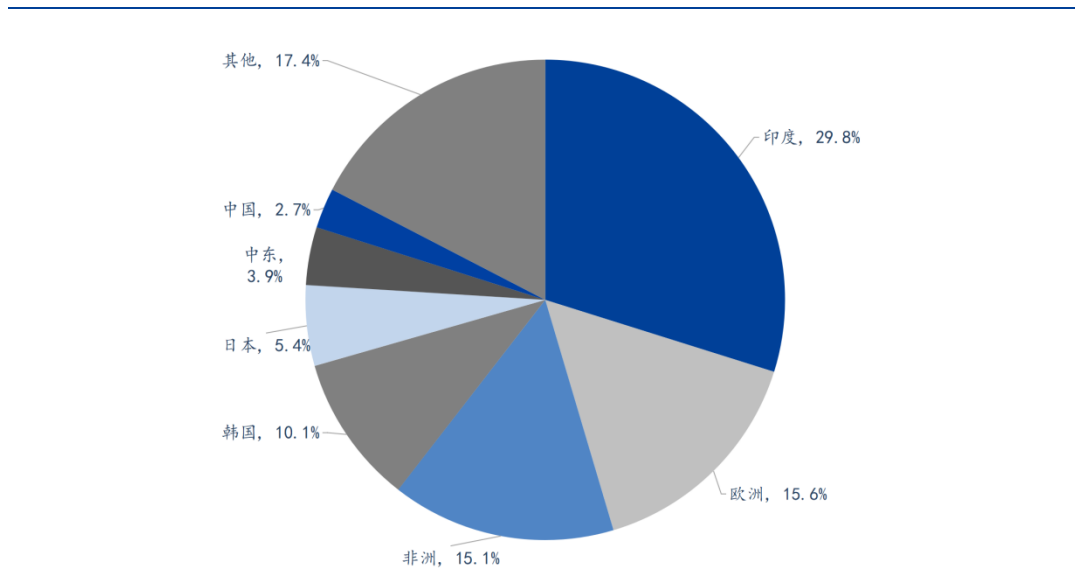
出口结构来看：主要出口国印度（2023年0.52EJ，占比29.8%）；欧洲（2023年0.27EJ，占比15.6%）；非洲（2023年0.26EJ，占比15.1%）；韩国（2023年0.18EJ，占比10.1%）。

图表46：南非煤炭生产趋势（万吨）



资料来源：EI，国盛证券研究所

图表47：南非煤炭出口结构（2023年）

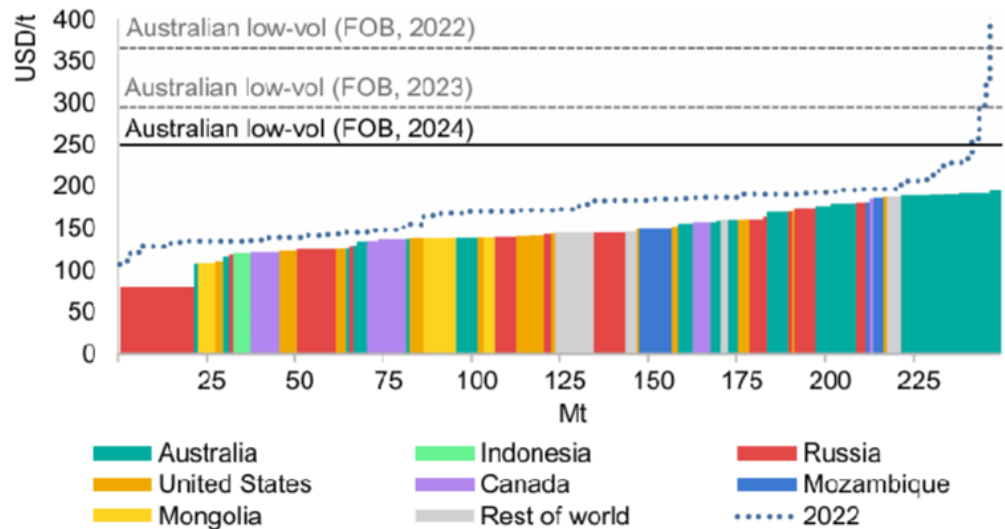


资料来源：EI，国盛证券研究所

3.全球煤炭生产成本

全球炼焦煤生产成本较 2022 年下行。随着全球能源价格在 2023 年趋于缓和，柴油等某些投入成本下降，降低了炼焦煤生产商的总生产成本。但尽管成本下降，炼焦煤开采盈利能力明显低于 2022 年的高点，主要系加权供应成本下降了约 10%，而澳大利亚硬焦煤的平均价格在 2022 年至 2023 年期间下降了 19%，加权成本占澳大利亚硬焦煤均价的 53%。

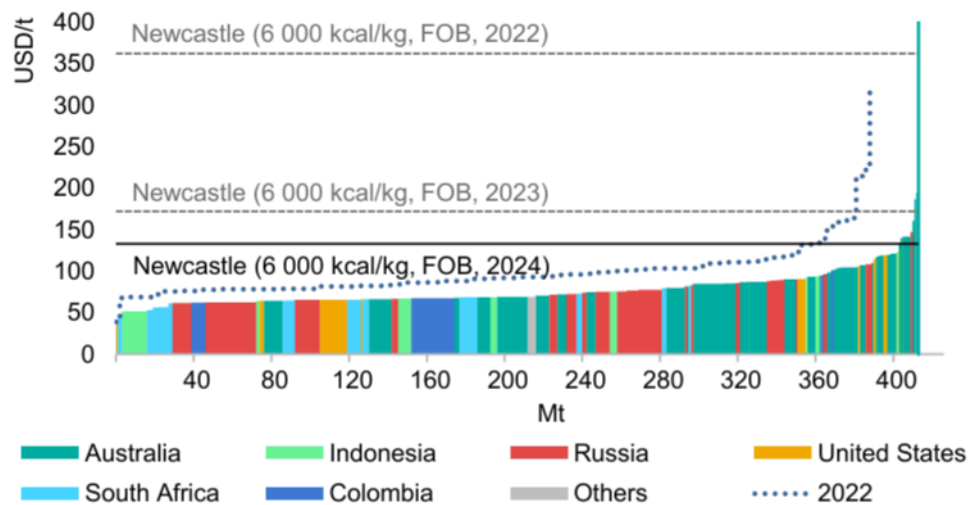
图表48: 硬焦煤 FOB 供应曲线



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

动力煤生产成本较 2022 年下降约 9%。高 CV 动力煤供应成本曲线在 2023 年下降，平均供应成本同比下降约 9%。全球低 CV 市场由印度尼西亚主导，2023 年低 CV 平均成本下降了约 5 美元/吨，价格的下降速度超过了成本的下降速度，从 2022 年到 2023 年价格平均下降了 22 美元/吨（即 26%）。

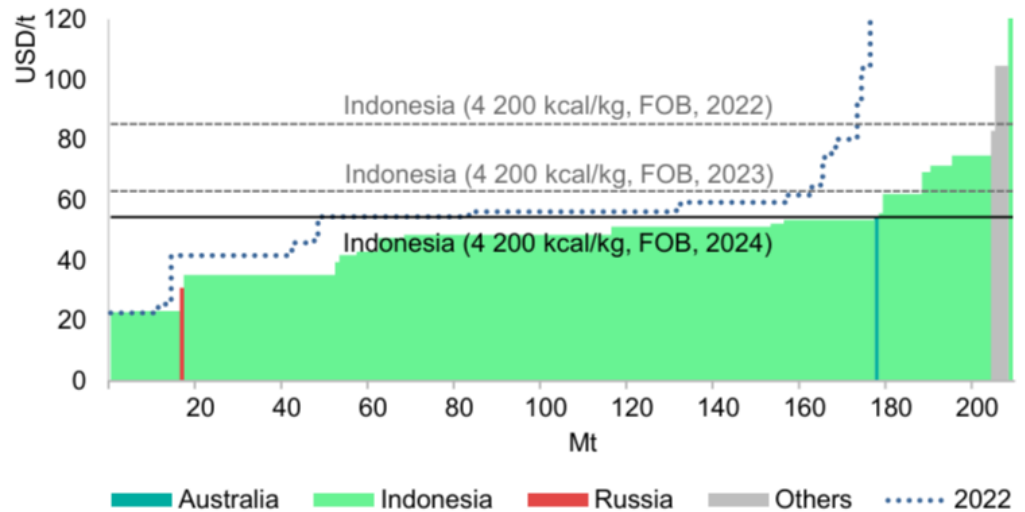
图表49: 高 CV 动力煤 FOB 供应曲线



IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

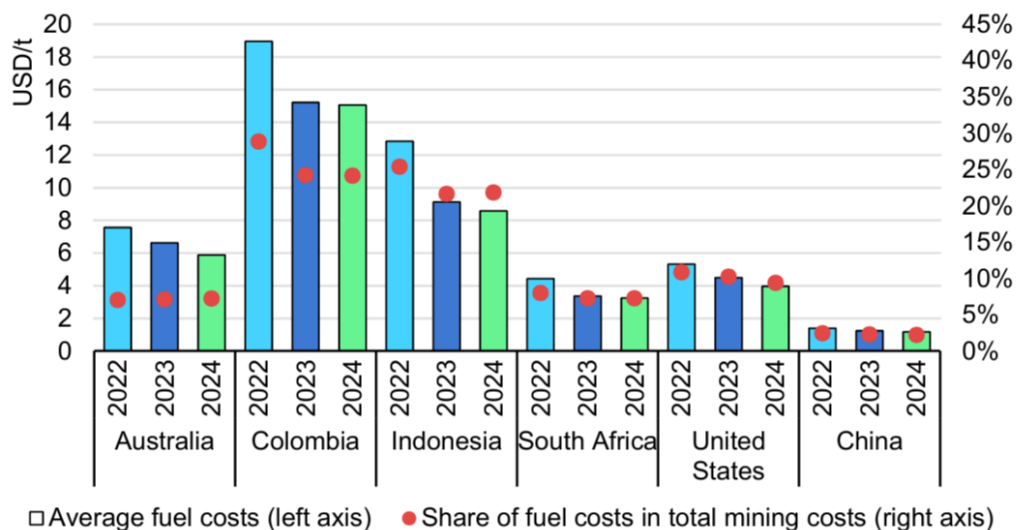
图表50: 低 CV 动力煤 FOB 供应曲线



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

哥伦比亚和印度尼西亚燃料成本最高。柴油燃料成本在煤炭开采的整体成本结构中起着重要作用，尤其是在严重依赖露天开采的国家，如哥伦比亚和印度尼西亚，矿山依赖柴油动力机械和车辆，燃料费用在其总成本中占较大比例。相比之下，中国等地下开采更为普遍的国家，燃料成本对矿场成本结构的影响较小。由于露天开采比例较高，哥伦比亚和印度尼西亚在煤炭开采中的绝对和相对燃料成本一直最高。2023 年，全球大多数煤炭生产商经历了燃料成本的下降，因为能源市场在 2022 年危机高峰后趋于缓和。燃料价格的下降还导致燃料成本在采矿总成本中所占份额减少，因为其他成本因素（如劳动力）没有太大变化。2024 年，燃料成本占比在每个国家都基本保持稳定，介于中国的 2% 和哥伦比亚的 24% 之间，与 2023 年一年相似。

图表51: 2022-2024 年平均燃料成本和占总煤炭开采成本的比例



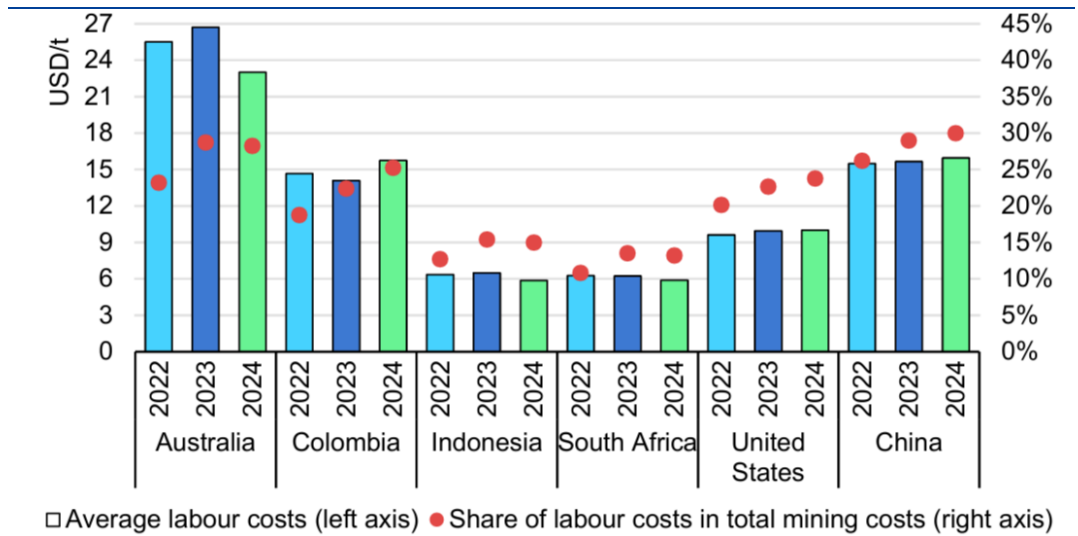
IEA, CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

劳动力成本占总成本最高三分之一。全球煤炭出口国的煤炭劳动力成本差异很大，这主要系采矿方法、生产率或工资水平等原因。根据 IEA 数据，全球煤炭开采劳动力成本范围从印度尼西亚的大约 6 美元/吨到澳大利亚的近 27 美元/吨不等，而劳动力成本在采矿

总成本中所占份额从南非的最低低两位数占比到中国的近三分之一占比不等。大多数国家，劳动力成本在采矿总成本中所占比重一直在小幅上升。

图表52: 2022-2024年平均劳动力成本和占总煤炭开采成本的比例

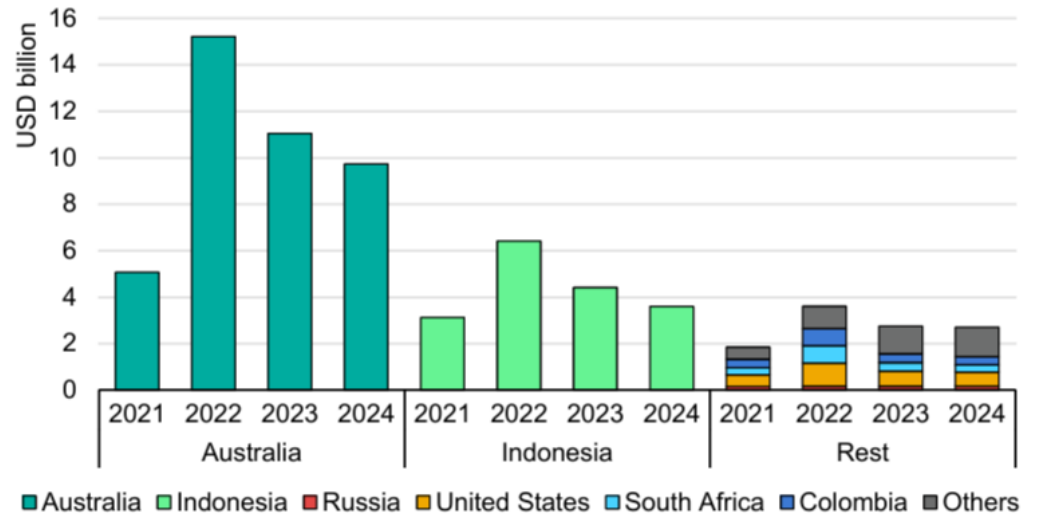


IEA, CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

特许权使用费随着煤价下行而下降。为了适应前几年煤炭高价，主要生产国煤炭开采特许权使用费进行了调整，过去三年，昆士兰州的特许权使用费最高，占总采矿成本的22%至28%，昆士兰州特许权使用费实行累进制，即费率随着每吨销售价格的增长而增长。2022年，昆士兰州特许权使用费成本接近每吨60美元，迄今为止最高特许权使用费价格。随着价格在随后几年的缓和，特许权使用费率也降低到大约32美元/吨。2024年5月，昆士兰州政府发布了《2024年前进保险费法案》，旨在防止未来政府降低费率。澳大利亚的其他州有不同的计划，例如新南威尔士州根据煤炭开采方法的特许权使用费率。2022年，印度尼西亚政府将特许权使用费率从13.5%提高到14%至28%的范围，当价格超过每吨100美元时，适用最高范围。其他煤炭出口国的通过调整税率或特许权使用费等政策，俄罗斯2023年9月实施煤炭出口关税，关税率与汇率挂钩，为了支持其陷入困境的煤炭行业，俄罗斯在2024年5月至8月期间暂时取消了动力煤和无烟煤的出口关税。

图表53: 2021-2024年出口煤炭的特许权使用费总额



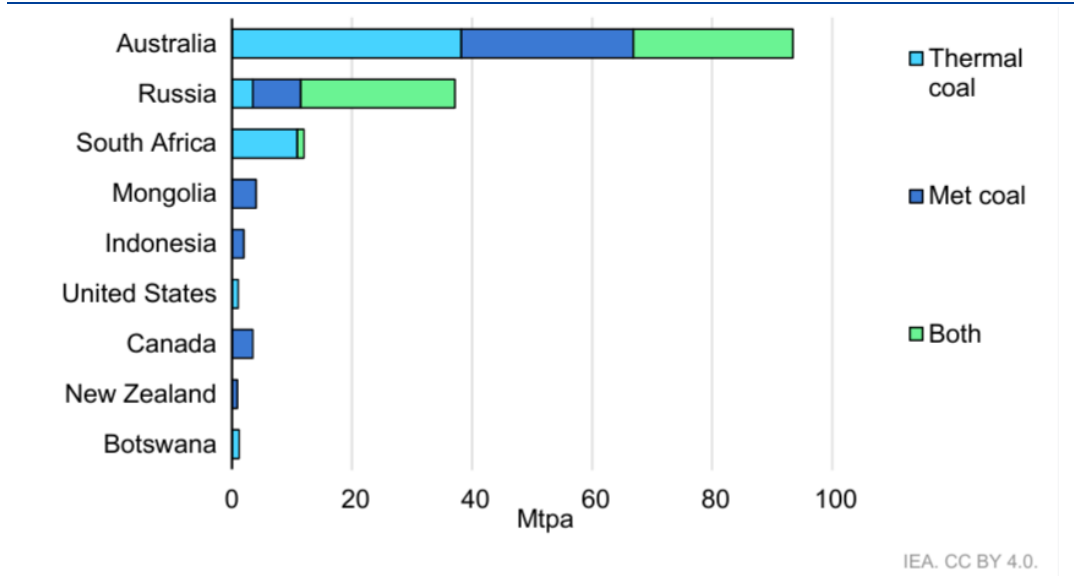
资料来源: IEA, 国盛证券研究所

4.全球煤炭新建产能

全球煤炭出口新增产能进一步缩小。根据 IEA2024-2027 年年报数据，全球出口煤矿扩建和新建的总产能为 43000 万吨，比前期预期减少了 3100 万吨，主要归因于一部分进展较慢的项目减少，及许多项目长期处于停滞状态，实际为搁置。除了经济前景疲软外，新建煤矿的发展亦受到更严酷的气候政策压力。新建及扩建煤矿项目主要集中在澳大利亚（62%），其次是俄罗斯（11%）和南非（10%）。此外，由于一些国家的透明度有限，如以出口为重点的印度尼西亚，数据需相对谨慎。一些国家不再专注于扩大煤炭开采能力，而是将投资引导到基础设施建设上，如非洲和印度尼西亚，新的铁路和港口正在建设，以提高出口能力。与此同时，俄罗斯正在加强其在东部地区的终端基础设施，这是加强与亚洲市场联系的战略举措。

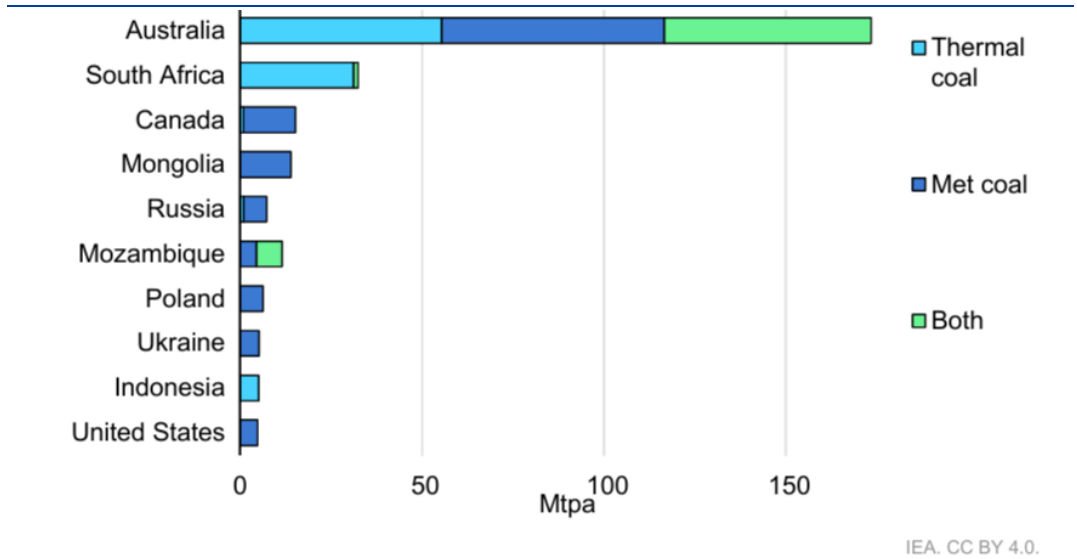
- **澳大利亚：**澳大利亚在全球新或扩建煤炭项目中占 62%（要考虑到与其他国家和地区相比，澳大利亚项目上市透明度较高）。2023 年至 2024 年新批产能主要为新南威尔士州 Narrabri Underground Mine Stage 3 Extension Project（1100 万吨/年，延长至 2044 年）、Ravensworth Underground Mine（300 万吨/年，延长至 2032 年）和 Mount Pleasant Optimisation（2048 年产能达到 2100 万吨/年，计划翻倍）。复建和扩建包括，新南威尔士州 Dartbrook 已恢复运营（高卡煤有望提高产能至 500 万吨/年）、Ironbark No.1 项目开始运营（产能 270 万吨/年冶金煤和动力煤）、Olive Downs Complex 启动（产能从 600 万吨/年冶金煤扩大至 2000 万吨/年）、Vickery 煤矿储扩建（产能 120 万吨/年的焦煤和高卡动力煤）、Centurion 项目（炼焦煤矿井，2025 年增加产量，2026 年达到 480 万吨/年产能）。
- **俄罗斯：**与动力煤相比，俄罗斯炼焦煤市场前景更有利，故俄罗斯炼焦煤矿井投资持续存在。主要包括远东地区 Elga 矿产能提升至 3800 万吨/年，中期产能为 2027 年 5200 万吨/年、Inaglinskaya-2 洗选项目在建设计划远期产能达到 2000 万吨/年、库兹巴斯地区 Rapsdsky-4 区块计划到 2027 年投产、新西伯利亚地区 Bogatyr 无烟煤 2025 年 370 万吨产量目标。除了采矿活动，俄罗斯更多煤炭行业相关投资于基础设施领域，如铁路和港口。2024 年，俄罗斯远东地区有四个不同的煤炭港口进行了开发。A-Property 的 Elga 煤矿正在建设一个初始产能为 300 万吨/年海港，该港口的产能可能扩大到 500 万吨/年，港口和额外的铁路预计将在 2025 年初投入运营、太平洋港口瓦尼诺的 Daltransugol 海港吞吐量已从 240 万吨/年增加到 330 万吨/年、苏霍夫尔港口在 2024 年 9 月达到了 1200 万吨/年的初始处理能力、沃斯托尼港较小的 Coalstar 海运码头于 2024 年 5 月开始运营，初始运能为 150 万吨/年。根据俄罗斯能源部的数据，2023 年俄罗斯煤炭港口的总产能增加了约 4700 万吨，达到 3.91 亿吨。但缺乏足够的铁路运力成为关键的瓶颈，严重阻碍了新开发港口的充分利用，并在中短期内限制了俄罗斯煤炭出口的潜在增长。
- **印度尼西亚：**印度尼西亚煤炭市场透明度较低，使得新建采矿项目统计复杂化。估计正在进行的项目的总能力仍然具有挑战性，因为许多项目没有提供明确的指示。印尼能源部最近修改了煤矿的审批程序，导致 2024 年的审批延迟，Adaro Energy 子公司 AAI 正在推进 Pari 和 Ratah Coal 项目的开发。印尼煤炭行业基础设施建设也取得了显著进展。Geo Energy 与两家中国企业合作开发了包括道路和港口码头的基础设施项目，帮助南苏门答腊 TRA 矿从 800 万吨/年产能增加到 2500 万吨/年。

图表54: 2024年更先进的出口煤炭新增项目产能



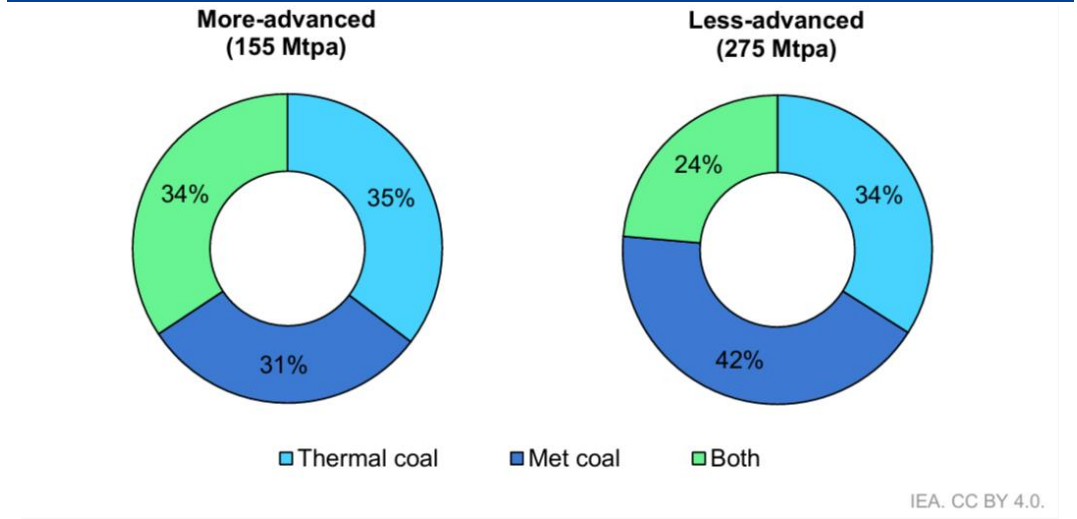
资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表55: 2024年次先进的出口煤炭新增项目产能



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表56: 2024年出口煤炭新增项目产能结构



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表57: 全球在建煤炭项目梳理 (部分)

国家	公司	项目	类型	最早 投产时间	产能 (百万吨/年)	资源
澳 大 利 亚	Adani	Carmichael Coal Project Stage 2	E		18	TC
	Anglo American/Exxaro	Moranbah South	N	2025	18	CC
	Baralaba Coal	Baralaba South	E	2028	2.5	PCI
	Bengal Energy	Dysart East	N	2025	1.2	CC
	BHP	Blackwater South	E	2029	8	CC
	BHPBilliton/Mitsubishi Alliance	Saraji East	N	2025	11	CC
	BHPBilliton/Mitsubishi Alliance	Caval Ridge Extension	E	2025	15	CC
	BMA	Goonyella Riverside and Broadmeadow Extension (Red Hill) Mine	E	2029		CC
	Bowen Coking Coal	Isaac River	N	2025	0.5	CC
	Centennial Coal	Angus Place West	N	2024	2	TC
	Centennial Coal	Mandalong Southern Extension	E		6	TC
	CentennialCoal	Newstan Mine Extension Project	E	2027	1.6	TC,CC
	CoronadoGlobal	Curragh Extension	E	2025	1.75	TC,CC
	Cuesta Coal	Moorlands	N	2027	1.9	TC
	Delta Coal	Chain Valley Extension	E	2025	2.1	TC
	Fitzroy Resources	Carborough Downs	N	2025	5	CC
	Glencore	Bulga (Mod 3 and Mod 7)	E	2029	6.6	TC
	Glencore	Mangoola Coal Continued Operations Project	E	2025	5	TC
	Glencore	Mount Owen (Glendell Mine) Extension Project	E	2025	7	TC,CC
	Glencore	Rolleston Expansion Project	E	2026	5	TC
	GVK	Kevin's Corner	N	2028	10.6	TC
	Idemitsu	Boggabri Coal Extension	E	2029	8.6	TC,CC
	Korea Resources Corp	Wallaharah 2 Coal Project	N	2027	4	TC
	Lake Vermont Joint Venture	Lake Vermont Meadowbrook Project	E	2027	5.5	CC
	MACH Energy Australia	Mt Pleasant Optimisation Project	E	2026	10.5	TC
	Magnetic South	Gemini Coal Mine	N	2026	1.9	CC
	Magnetic South	Walton	N	2025	1.6	PCI
	Malabar Coal	Maxwell Project	N	2025	3.6	TC,CC
	New Hope	Bengalla mine	E		3.4	TC
	New Wilkie Energy	Wilkie Creek	R	2029	4	TC
	Peabody	North Goonyella	R	2026	5	CC
	Pembroke Resources	Olive Downs South Stage 2	E	2027	9	CC
	Pembroke Resources	Willunga/Vermont East	E	2028	4	TC,CC,P CI
Qcoal/JFE Steel	Byerwen Coal Project Stage 2	E	2028	2.2	TC,CC	
Shandong Energy Group	Hillalong	N	2026	4.2	TC,CC	
Whitehaven Coal	Gorman North Coal Project	E	2026		TC	
Whitehaven Coal	Narrabri Stage 3	E	2026	9	TC	

	Whitehaven Coal	Winchester South	N	2027	17	TC,CC
	Yancoal	Moolarben CHPP upgrade	E	2027	2	TC
	Yancoal	Mt Thorley	R	2029	2	TC,CC
	Yancoal/Glencore	Hunter Valley Operations Continuations Project	E	2026	42	TC,CC
	Yancoal/ Glencore	Ravensworth Underground Mine	E	2026	3	CC
	合计				296	
博茨瓦纳	Maatla	Mmamabula CoalProject	N	2025	1.2	TC
	Tlou Energy	Boomslang Project	N			TC
	Allegiance Coal/Itochu	Tenas	N	2028	0.75	CC
	Atrum Coal	Groundhog	N		0.9	TC
	Conuma Coal Resources Ltd	Wolverine-Hermann Amendment Project	N	2025	1	CC
加拿大	Conuma Coal Resources Ltd	Quintette	N	2025	3.5	CC
	HD Mining	Murray River	N		6	CC
	North Coal	Michel Coal Project	N	2026	2	CC
	NWP	Crown Mountain	N	2026	2	CC,PCI
	Pacific American Coal	Elko	N		1.25	CC
	Summit Coal	Summit Mine 14	N	2025	1.3	CC
	合计				18.7	
哥伦比亚	Ronin Resources	Vetas	E			CC,PCI
	Adaro	Bukit Enim Energi	N			TC
	Adaro	Juloi	N	2025		CC
印度	Adaro	Kalteng	N	2025		CC
印度尼西亚	Adaro	Sumber Barito	N	2025		CC
	Cokal	Tambang Benua Alam Raya (TBAR) project	N	2025	2	CC,PCI
	Geo Energy Group	Surya Tambang Tolindo			0.124	TC
	MEC Coal	Tekno Orbit Persada	N		5	TC
	合计				7	
	Aspire Mining	Nuurstei Coking Project	N	2025	1	CC
蒙古	Aspire Mining	Ovoot	N	2025	4	CC
	Erdenes Tavan Tolgoi	Tavan Tolgoi Extension	E	2026	10	CC
	Saker Resources	Shinejinst	N	2025	3	CC
	合计				18	
莫桑比克	SAIL	Benga Extension	E	2025	4.5	CC
	TalbotGroup/Nippon Steel/POSCO	Revuboe	N	2026	7	TC,CC
新西兰	Bathurst Resources	Escarpment	R		0.9	CC
波兰	Prairie Mining	Jan Karski Project	N		6.3	CC
	AEON	West-Taymyr Industrial Cluster	N	2025	5	CC
	A-Property	Elga Expansion	E	2025	25	TC,CC
俄罗斯	Industrial Metallurgical Holding	Tikhova Stage 2	E	2026	1.3	CC
	Kolmar	Inaglinsky-2	E		8	CC
	SUEK	Chernogorsky	E	2025	3.5	TC
	SUEK	Pravoberezhny	E	2025	1	TC
	Tigers Realm Coal	Amaam North Project F coal mine	N	2025	0.65	TC,CC

		合计		44.45		
	Black Royalty Minerals	Koornfontein OC	R	3	TC	
	Canyon Coal	Gila coal mine	N	1.8	TC	
	Canyon Coal	Riversdale Anthracite Coal	N	0.3	TC	
	Canyon Coal	Sukuma coal mine	N	2025	7.2	TC
	Canyon Coal	Thuso coal project	N	2025	1.8	TC
	Canyon Coal	Ukwenama coal mine	N	2025	0.6	TC
	Canyon Coal	Umzila coal mine	N	2025	3.6	TC
南非	Glencore/Shanduka	Argent Colliery	N		1.2	TC
	KangraCoal	Kusipongo	N		1.5	TC
	MC Mining	Makhado Phase 1	N	2025	1.1	TC,CC
	MC Mining	Makhado Phase 2	E	2028	1.2	TC,CC
	Templar Capital	Optimum Coal Mine	R		11	TC
	ThungelaResources	Khwezela extension	E	2030	4.6	TC
	Thungela Resources	Mafube Life Extension	E	2025	3.1	TC
	Universal Coal	Eloff coal project	E		2.4	TC
			合计		44.4	
	乌克兰	Lubel Coal Company	Lubel	N		5.2
Alliance Coal LLC		River View Henderson Portal 1	N	2025	0.8	TC
Ramaco Carbon		Brook Mine	N	2025	0.25	TC
美国	Ramaco Resources	RAM Mine	N	2025	0.5	CC
	Warrior Met Coal	Blue Creek No.1	E	2026	4.3	CC
		合计		5.9		

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

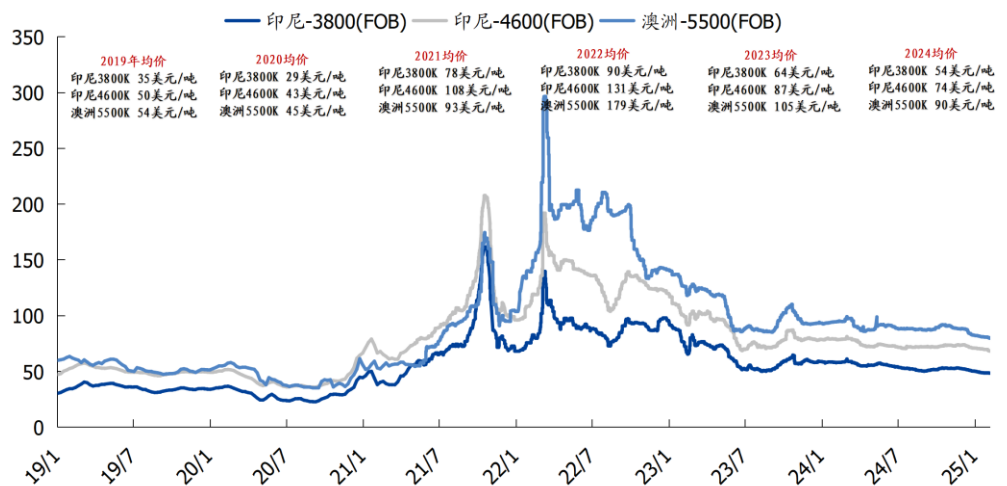
5. 展望

综合前述主要煤炭进出口国家供需分析，并结合外资主流机构观点，我们预计**2025年全球煤炭市场预期呈现供需双弱的格局，价格中枢预计下移。**

- 从需求端来看，全球煤炭总需求达峰尚未到来，印度和东盟国家煤炭需求预计持续增长，欧盟和美国等发达经济体煤炭需求继续下行但降幅有望收窄。中国作为全球最大的煤炭消费国，煤炭需求有望保持韧性，印度煤炭需求预计将快速增长，但关注其国内产量的提升可能会部分抵消进口煤需求。
- 从供应端来看，全球煤炭供给在2024年达到峰值后，产能增长有望趋于平稳。印尼、澳大利亚等主要出口国产量2025年增量有限，未来三年产量亦有可能逐步下降。

2025年供需双弱格局下，考虑到中国和印度的需求增长，特别是中国火电需求预计保持韧性，若夏季水电不及预期叠加高温反复，以及印度在经济增速推动下煤炭需求的同步上行，阶段性煤炭价格亦有望超预期。此外，关注2025年上半年全球煤炭去库存情况（主要是中国），如果上半年去库存顺利，迎峰度夏等旺季持续催化有望推动煤炭价格带来阶段性超预期机会。

图表58: 印尼、澳大利亚 FOB 价格趋势 (美元/吨)



资料来源: 煤炭江湖, 国盛证券研究所

图表59: IEA: 动力煤需求数据表 (百万吨, 2023-2027)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022 - 23	2023 - 24	CAAGR 2024 - 2027
Asia Pacific	6192	6353	6434	6531	6619	6.5%	2.6%	1.4%
China	4146	4219	4244	4302	4348	6.3%	1.7%	1.0%
India	1173	1241	1284	1308	1335	10.6%	5.7%	2.5%
Japan	126	119	111	107	104	-11.5%	-5.9%	-4.5%
ASEAN	433	463	487	509	530	9.8%	6.9%	4.7%
North America	396	378	357	348	336	-16.9%	-4.6%	-3.9%
United States	371	354	335	328	317	-17.8%	-4.7%	-3.6%
Central and South America	32	32	28	26	24	0.1%	0.1%	-10.0%
Europe	493	448	434	404	361	-17.4%	-9.1%	-7.0%
European Union	301	260	242	223	195	-25.2%	-13.5%	-9.1%
Eurasia	288	290	298	306	313	2.4%	0.6%	2.5%
Africa	182	188	189	194	199	-3.9%	3.1%	1.9%
Middle East	7	5	4	4	3	-16.9%	-23.5%	-12.4%
World	7590	7695	7745	7813	7853	2.6%	1.4%	0.7%

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表60: IEA: 动力煤供给数据表 (百万吨, 2023-2027)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022 - 23	2023 - 24	CAAGR 2024 - 2027
Asia Pacific	6224	6401	6394	6438	6488	6.6%	2.8%	0.5%
China	3973	4033	4033	4033	4033	4.4%	1.5%	0.0%
India	1016	1094	1151	1207	1264	9.6%	7.7%	4.9%
Australia	298	295	280	275	270	11.6%	-0.8%	-2.9%
Indonesia	769	799	745	733	726	12.7%	3.9%	-3.2%
North America	487	421	394	379	364	-4.0%	-13.6%	-4.7%
United States	464	399	375	366	353	-4.1%	-13.9%	-4.0%
Central and South America	65	61	66	60	57	4.1%	-5.8%	-2.1%
Europe	401	380	370	345	311	-19.1%	-5.3%	-6.5%
European Union	265	231	216	200	178	-21.2%	-12.9%	-8.4%
Eurasia	459	445	443	448	452	0.5%	-3.0%	0.5%
Russia	321	310	305	306	305	1.1%	-3.4%	-0.5%
Africa	250	252	252	251	252	0.8%	1.0%	-0.1%
World	7886	7960	7920	7922	7923	3.7%	0.9%	-0.2%

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表61: IEA: 炼焦煤需求数据表 (百万吨, 2023-2027)

	2023	2024	2025	2026	2027	2022 - 23	2023 - 24	CAAGR 2024 - 2027
Asia Pacific	909	893	875	853	843	3.5%	-1.7%	-1.9%
China	737	720	696	668	657	4.1%	-2.2%	-3.0%
India	72	74	79	84	87	2.2%	3.1%	5.4%
Japan	39	36	35	34	32	-5.2%	-7.5%	-4.5%
ASEAN	24	29	32	34	37	9.7%	19.1%	8.7%
North America	21	19	21	20	19	5.4%	-5.2%	-1.2%
United States	15	14	16	15	14	0.2%	-5.4%	-0.3%
Central and South America	18	18	18	18	18	-3.4%	-2.4%	0.5%
Europe	62	61	60	59	58	-5.7%	-0.9%	-1.6%
European Union	53	52	51	50	49	-4.4%	-2.2%	-1.9%
Eurasia	79	76	75	75	73	-8.5%	-4.2%	-1.6%
Africa	3	4	4	4	4	6.1%	6.5%	4.4%
Middle East	4	4	4	4	4	41.0%	-1.5%	-0.2%
World	1097	1076	1056	1034	1019	2.0%	-1.9%	-1.8%

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

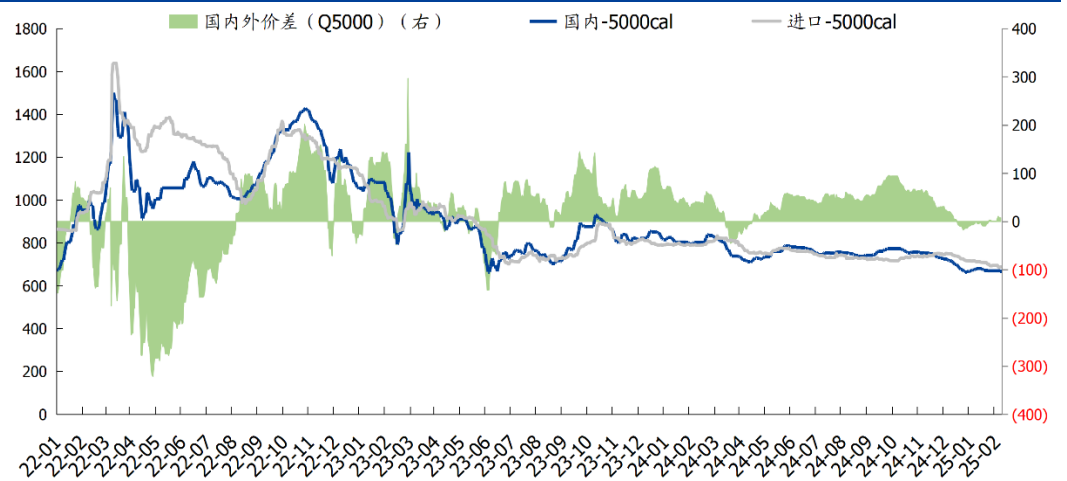
图表62: IEA: 炼焦煤供给数据表 (百万吨, 2023-2027)

Region/country	2023	2024	2025	2026	2027	2022 - 23	2023 - 24	CAAGR 2024 - 2027
Asia Pacific	862	861	847	834	832	1.1%	-0.1%	-1.1%
China	637	620	622	621	618	-2.0%	-2.7%	-0.1%
India	4	4	5	5	5	35.7%	7.0%	7.0%
Australia	161	162	156	153	153	-3.1%	0.6%	-1.9%
Indonesia	6	6	5	5	5	1.3%	0.0%	-5.7%
North America	92	95	91	87	86	9.6%	3.1%	-3.1%
United States	60	63	61	58	57	8.8%	5.3%	-3.3%
Central and South America	9	8	8	8	8	-4.0%	-4.8%	-1.2%
Europe	13	13	13	13	13	-6.4%	-2.6%	0.0%
European Union	12	12	12	12	12	-5.9%	-2.8%	0.0%
Eurasia	122	120	116	114	111	-0.8%	-1.0%	-2.7%
Russia	118	116	111	109	106	-0.8%	-1.2%	-2.9%
Africa	9	9	9	9	9	6.6%	2.5%	1.8%
Middle East	2	2	2	2	2	0.0%	0.0%	0.0%
World	1107	1107	1085	1067	1061	1.4%	0.0%	-1.4%

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

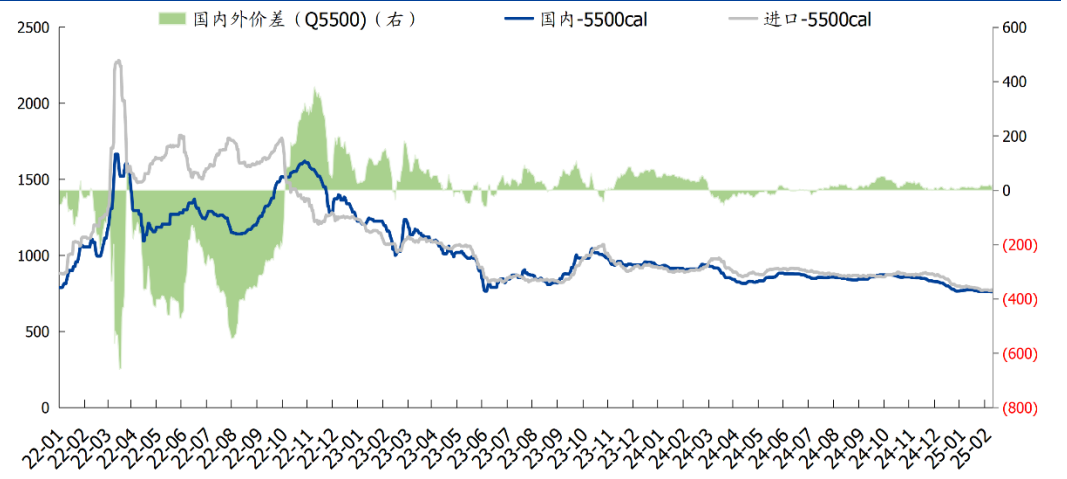
中国动力煤生产成本位于全球成本左侧, 具有一定的成本优势。海外煤企面临更高的生产成本压力, 可能会更早地采取通过挺价或减少产量来维持利润空间, 这将有助于稳定海外煤炭价格, 构筑中国进口煤成本延续韧性, 进而成为国内煤炭价格底部较强的支撑。

图表63: 印尼煤与国内煤价差(元/吨)



资料来源: cctd, 煤炭江湖, wind, 国盛证券研究所

图表64: 澳大利亚煤与国内煤价差(元/吨)



资料来源: cctd, 煤炭江湖, wind, 国盛证券研究所

投资建议

近期市场最热闹的莫过于 DeepSeek，技术革命带来的进步固然让人兴奋，但传统行业稳定的价值模型、优异的现金流亦让人心安。我们始终看好高股息策略，其是一种看似“慢”实则“快”的投资方式。

- 对价格底部多一点信心。参考我们此前发布的《六年长虹，七年可期》报告，25年我国动力煤有望开启主动去库，价格经压力测试后或探明底部，考虑到我国动力煤成本位于全球成本曲线左侧（印尼正考虑重新调整生产配额以及考虑在煤炭出口交易中使用印尼动力煤参考价（HBA）以及疆煤外运的支撑，动力煤价格难重回2021年前水平，不具备大幅下挫基础，其背后反应（预期差）的是煤炭本质就是长久期定价资产。
- 重估仍未结束。在成长型经济体转向成熟型经济体的过程中，各行各业，过去依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式转向更看重投入产出的投资回报率；资本市场的定价机制也将从过去的单纯从净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，周期股的估值会从成熟期的估值下降重新转入再一次的估值提升。在宽货币环境下，利率处于下行通道，债券收益率下行，红利资产得益于较高的股息率，配置价值进一步凸显。煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表→尤其值得重点配置。
- 龙头煤企诚意满满。煤企多以长协销售为主，其业绩对煤炭现货价格敏感度有限（尤其对于高长协占比的央企），且自2016年供给侧改革以来，在行业高景气度背景下，历史负担已明显减轻，外加“一利稳定增长，五率持续优化”，推动央企效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长。在此要求下，考虑到煤价属周期波动，煤炭企业或通过加大成本管控力度，使得利润得以明显释放，保证企业效益稳步提升。

“绩优则股优”，关注困境反转的中国秦发，绩优的电投能源、中国神华、陕西煤业、新集能源、中煤能源、淮北矿业、昊华能源、晋控煤业。此外，重点关注未来存在增量的华阳股份、甘肃能化。

此外，平煤股份发布《以集中竞价交易方式回购股份方案》的公告，正式打响煤企增持回购第一枪，回购额度高达5~10亿元，应给予重点关注。其他具体内容可参考我们早前发布的《回购增持再贷款设立，高股息煤炭迎机遇》报告，重点关注平煤股份、淮北矿业、兖矿能源。

风险提示

全球经济增速不及预期。

全球经济增长不及预期，尤其是主要煤炭消费国经济增速放缓，可能导致煤炭需求下降，进而影响煤炭价格。

地缘政治风险。

地缘政治冲突可能导致能源供应链中断，影响煤炭贸易和价格。

数据来源风险。

报告数据来源可能存在误差或滞后，影响分析结果的准确性。

测算可能产生的风险。

报告部分图表数据是基于原始数据通过自行处理和测算得出，数据处理方法的选择和参数设定可能影响结果的准确性，进而影响最终结论的可靠性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com