



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-05-13

动力煤专题:供需“双杀”之下，煤价何时止跌？

陈张滢
黑色研究员
从业资格号: F03098415
交易咨询号: Z0020771
☎ 0755-23375161
✉ chenzy@wkqh.cn

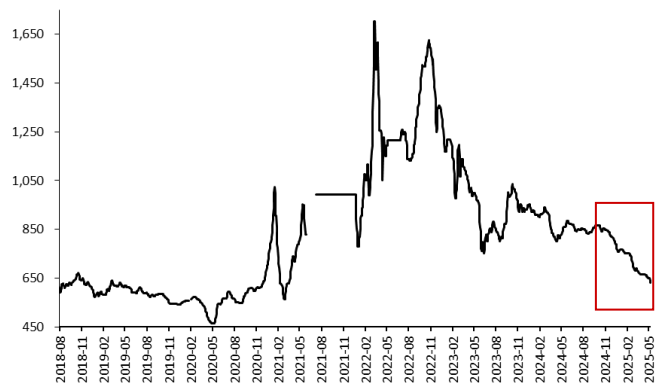
报告要点:

我们认为去年 10 月份以来煤炭价格显著走弱的背后，一方面是供给端在“保供”大背景下的持续放量。另一方面，是随着风、光等新能源装机的提升，风电、太阳能对于火电的替代效应愈加明显，煤炭需求端受到明显压制。供需“双杀”之下便出现了煤价本轮的持续回落。展望后市，煤炭端价格的压力仍未有明显的化解，后续 5 月底可能是价格能否企稳一个值得期待的时间节点。但就供给端压力未见明显减弱以及未来风、光替代作用下用电旺季需求乐观程度可能相对一般的角度，我们认为价格即便企稳甚至有所反弹，力度认为也将一般。煤价的明显反弹或仍需要看到供需两侧更加有力的共同作用。

动力煤专题:供需“双杀”之下，煤价何时止跌？

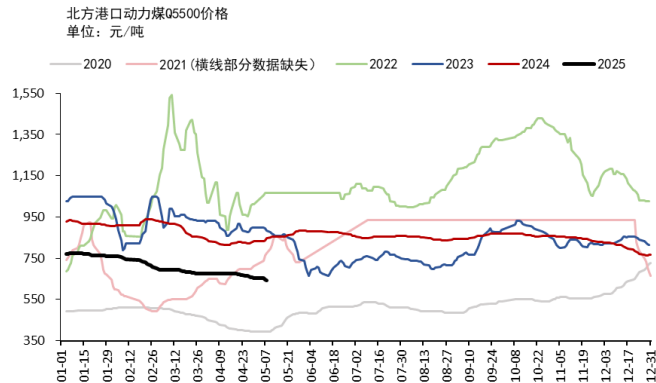
自 2024 年 10 月份以来，动力煤价格持续回落。以北方港口 Q5500 煤价为例，价格自去年 10 月份高点 870 元/吨跌至当前 643 元/吨（截至发稿日），跌幅 227 元/吨或-26.1%。当前价格已回到 2021 年年初水平，且仍未止跌。

图 1： 北方港口 Q5500 动力煤价格持续下跌（元/吨）



数据来源： Wind、五矿期货研究中心

图 2： 北方港口 Q5500 动力煤价格持续下跌_季节图（元/吨）

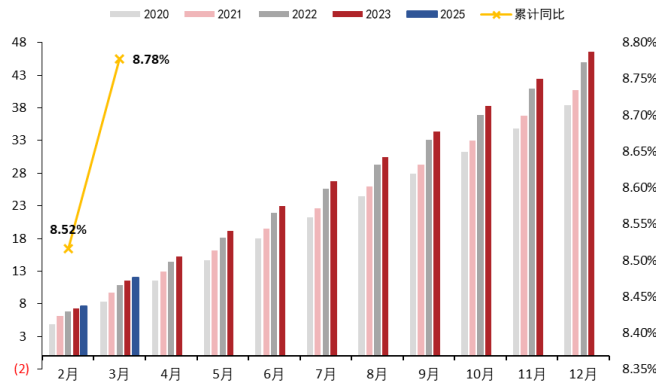


数据来源： Wind、五矿期货研究中心

我们认为煤炭价格显著走弱的背后，一方面是供给端在“保供”大背景下的持续放量。从统计局公布的原煤产量数据来看，我国原煤产量自 2024 年 5 月份以来持续处于过去几年历史同期高位。

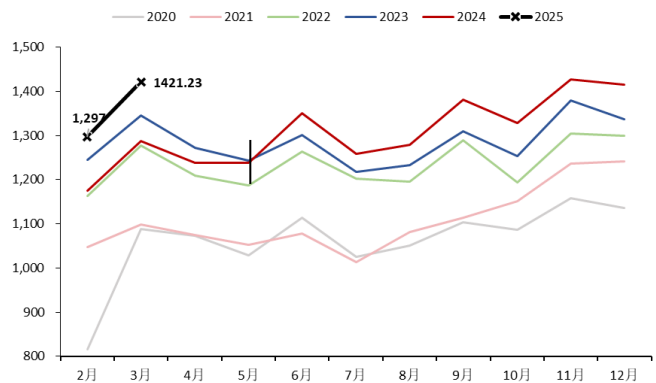
2024 年 5-12 月份，我国原煤产量累计同比增约 4.8%，2025 年 1-3 月这一同比增速升至 8.78%（4 月份数据暂未公布，其中存在 2024 年 Q1 低基数的原因）。从绝对值来看，2025 年 1-3 月，我国原煤产量同比增加约 9700 万吨。

图 3： 2025Q1 我国原煤产量同比增 8.78%或 9700 万吨（亿吨，%）



数据来源： Wind、五矿期货研究中心

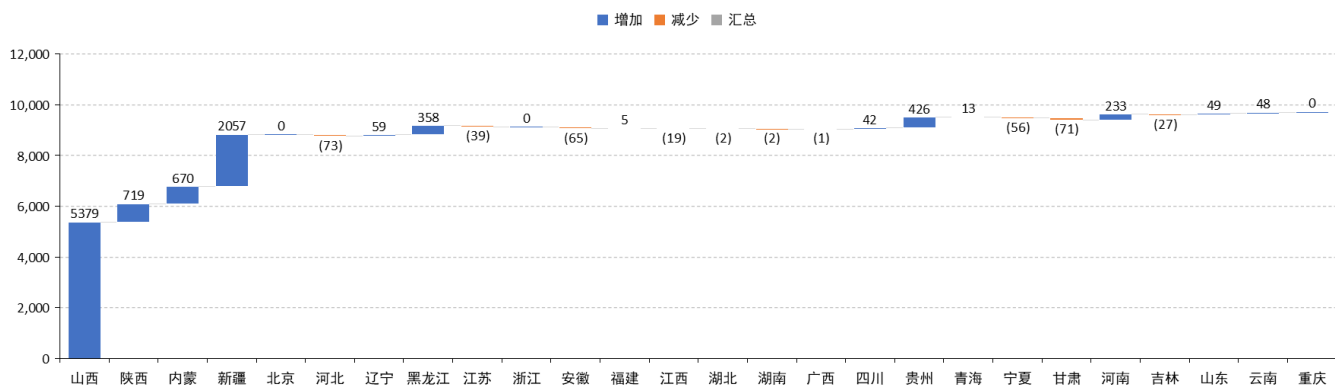
图 4： 2024 年 5 月份以来我国原煤产量持续放量（万吨）



数据来源： Wind、五矿期货研究中心

其中，主要增量依旧来自于山西、陕西、内蒙及新疆地区，合计贡献增量的 91%。尤其山西地区一季度补量明显，单地区贡献了近 5400 万吨增量。此外，新疆地区产量依旧维持高增速，同比贡献约 2060 万吨产量，这与我们在 2024 年年报中所预计的情况相符。

图 5：主要增量依旧来自于山西、陕西、内蒙及新疆地区，合计贡献增量的 91%（万吨）



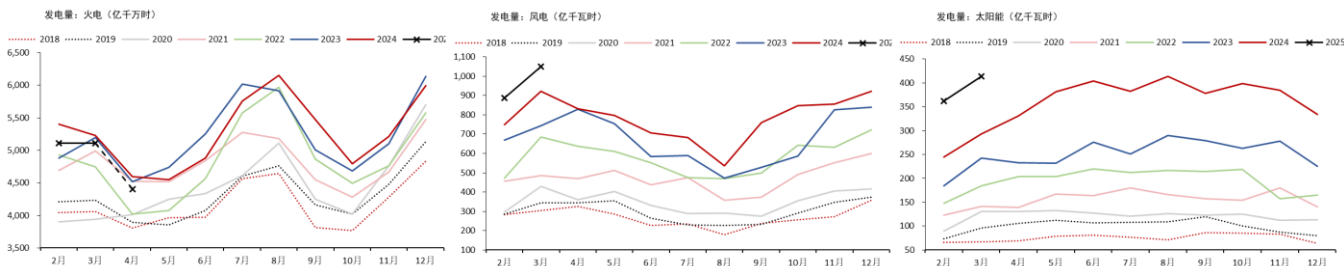
数据来源：Wind、五矿期货研究中心

在国内原煤产量的高增长之下，虽然进口煤同比有所回落（1-3 月累计降 105 万吨，1-4 月最新数据显示出口延续回落，同比降幅增至 848 万吨），原煤总供应仍旧录得超 9500 万吨的增量（截至 3 月数据），给予供给端宽松的大格局。

另一方面，随着风、光等新能源装机的提升，风电、太阳能发电对于火电的替代效应愈加明显。导致煤炭需求端受到明显压制。

2025 年 1-3 月，我国发电总量同比增约 1.46%或 330 亿千瓦时，其中，风电贡献 410 亿千瓦时（+16.79%）、太阳能贡献 355 亿千瓦时（+45.26%）、水电贡献 132 亿千瓦时（+6.26%）、核电贡献 135 亿千瓦时，而在风电、太阳能为主的替代作用下，发挥调节作用的火电，则同比减少约 700 亿千瓦时或-4.37%。为 2021 年以来 Q1 发电量首次负增长。且从旬度数据来看，预计 4 月份这一累计降幅将扩大至 890 亿千瓦时（-4.31%），相当于近 2700 万吨的煤炭需求减量。

图 6：风电、太阳能发电对于火电的替代效应愈加明显，2025Q1 火电录得-4.37%负增长，为 2021 年来首次（亿千瓦时）

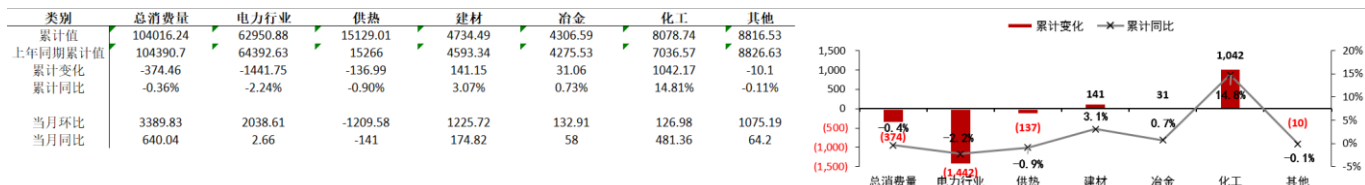


数据来源：Wind、五矿期货研究中心

电力需求的大幅缺失导致在化工端用煤仍维持同比近 15%高增长的背景下，2025Q1 煤炭总需求仍出现同比负增长（受统计口径及电厂库存变动等原因影响，电力需求统计值与发电量变化所测算的需求减量有所差异）。

供给端持续放量叠加需求端火电需求被风光替代，供需“双杀”之下便出现了煤价本轮的持续回落。

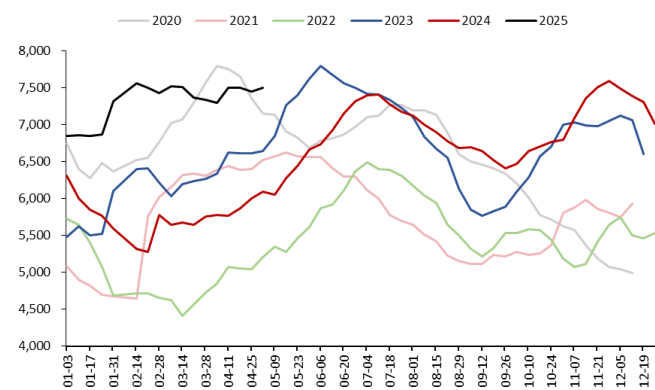
图 7：电力需求拖累煤炭总需求维持负增长（截至 3 月份数据，万吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

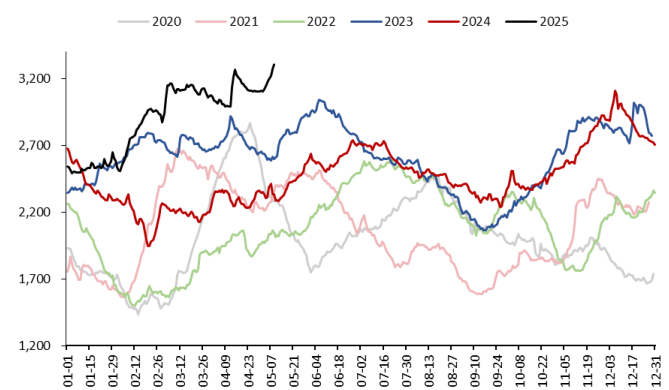
当然，上游矿山及下游贸易商手中大量库存造成的资金压力以及全球大宗商品，尤其是工业品的弱势氛围也是价格持续疲弱的助推因素。

图 8：主流港口库存持续处于高位（万吨）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

图 9：北港库存持续上升至历史新高（万吨）

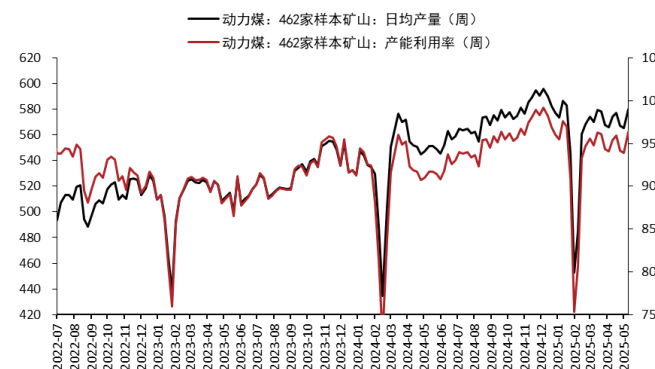


数据来源：Wind、五矿期货研究中心

煤价能否以及何时能够止跌？

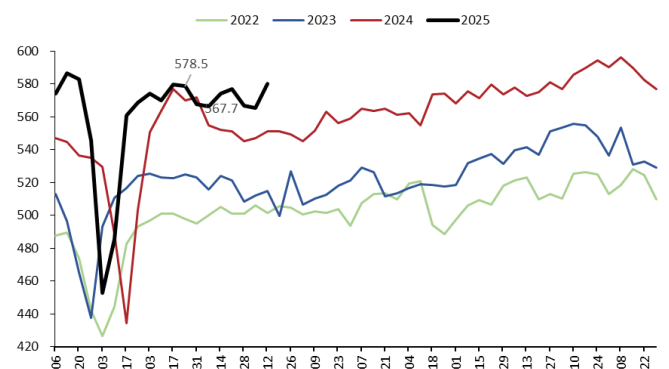
那么，后续煤价能否以及何时能够止跌？对此，即价格能否止跌企稳甚至向上小幅反弹的问题，我们认为或需要同时看到供给端，尤其国内原煤产量，的明显回落以及需求端火电需求的回升，唯有这二者同时发力才能够带动库存压力出现显著回落，从而化解价格向下压力。

图 10：样本矿山产量仍维持高位，且节后出现回升（万吨，%）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 11：样本矿山产量仍维持高位，且节后出现回升（万吨，%）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

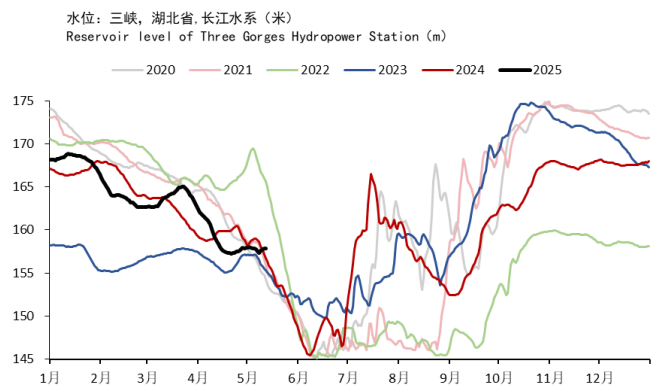
但就目前高频数据来看，供给端尚未满足条件。钢联口径下 462 家样本矿山动力煤产量仍维持在高位水平，且节后再度回升，暂未见到产量走弱的迹象。

需求端，随着时间即将迈入 6 月，伴随气温的回升，季节性的用电高峰期即将到来，叠加下游电厂旺季前的补库需求，煤炭需求或有望向上抬头，力度有待考证。我们认为这需要同步考虑水电以及风电、太阳能对于火电的替代作用。

站在今年拉尼娜气候条件下，我们对于今年水电的预期并不是太高，认为水电未来同比去年出现明显增量的概率偏低。但站在风电、太阳能装机同比高增速的背景下（6-9 月，风电装机平均同比预计增 22%，太阳能增 40%），我们预计 6-9 月的用电高峰期内，风电及太阳能月均能够替代 310 亿千瓦时至 330 亿千瓦时的火电需求空间，折同比 5.5%至 6%的增量水平。

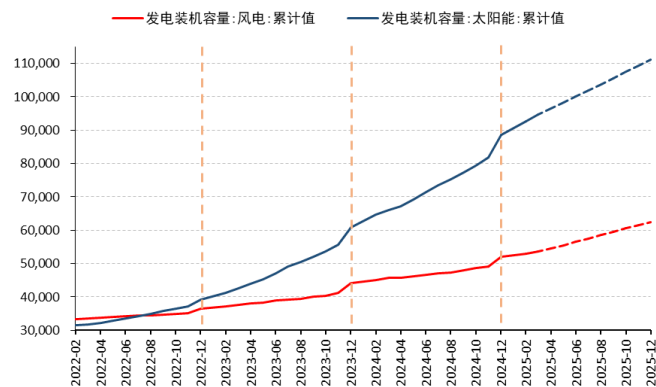
因此，考虑到风、光对于火电的替代作用，我们认为旺季的煤炭需求或许没那么乐观。

图 12：三峡水位同比去年并未出现明显的优势（米）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

图 13：风电、太阳能装机同比仍有明显的增幅（万千瓦）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

综合来看，短期煤炭端价格的压力仍未有明显的化解，后续 5 月底可能是观察价格能否企稳一个值得期待的时间节点。但就供给端压力未见明显减弱以及未来风、光替代作用下用电旺季需求乐观程度一般的角度，价格即便企稳有所反弹，力度认为也将一般。煤价的明显反弹或仍需要看到供需两侧的更加明显的共同作用。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn