

进口煤动态变化的政策视角回顾

华泰研究

2025年3月27日 | 中国内地

专题研究

能源 增持 (维持)
煤炭 增持 (维持)

研究员 刘俊
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

研究员 马梦辰, CFA
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

研究员 苗雨菲
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

研究员 戚腾元
SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com
SFC No. BVU938 +(86) 21 2897 2228

2025年来煤炭市场供需承压，进口煤成为重要边际变量

节后需求端复苏进程慢于预期，而供给端依然维持充足，供强需弱格局强化，2025年1-2月火电发电量同比下滑5.8%，而同期国内产量及进口量分别保持7.7%和2.1%的增速，北港库存不降反升，最高达到3,166万吨高位，港口5,500卡动力煤价格较年初下跌12.5%至3月25日的674元/吨。在此背景下，进口煤的动态变化成为调节国内煤炭供需重要的边际变量，我们试图从以下两方面分析进口煤的潜在变化方向：1) 进口煤是否面临政策干预风险，从历史上看政策影响的形式及效果如何？2) 实际进口煤量的核心主导因素是什么？当前阶段港口煤价处于发改委在《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》中设定的合理区间内，国内需求及海外供给扰动或是当前进口煤量的主要影响因素。

回顾历史上与进口煤相关政策工具箱，通关调控多为阶段性选择

从历史上看，与进口煤有关政策层面指引主要包括：1) 地缘关系对进口煤的影响：2020年底至2023年初，受中澳两国关系遇冷影响，中国阶段性大幅减少了澳大利亚煤炭进口，从2020年的7,808万吨降至2022年的286万吨；2) 对通关量进行调控：主要方式为通过延长通关时间、限制或严控报关要求来减少一定进口煤量，但也会对进口煤月度分布产生扰动，2017、2018-20年均阶段性实施过通关管理措施，2018-20年通关管理主要为完成年度进口量平控目标，三季度开始月度进口量均呈现逐渐减量的趋势，尤其是2018和2019年12月进口量同比分别下降55%和73%至1,023万吨和277万吨，直到2020年12月在国内下游需求显著增长下，国内增加了进口煤配额，当月进口量达到3,908万吨，环比11月增加2,732万吨，并于2021年取消对进口煤的限制；3) 关税调整：关税调整会提高部分进口煤成本从而对进口煤量产生一定影响，为更长期的市场调控手段，我国曾在2014年恢复关税、2022-23年煤炭供应紧张下取消关税并于2024年重新恢复；4) 煤质管理要求：2015年开始实施的《商品煤质量管理暂行办法》对进口煤质量提出要求，该《办法》实施后也出现过因煤质不符合要求退运案例，但对进口煤量实际产生影响较小。

当前进口煤量主要驱动因素或为市场需求

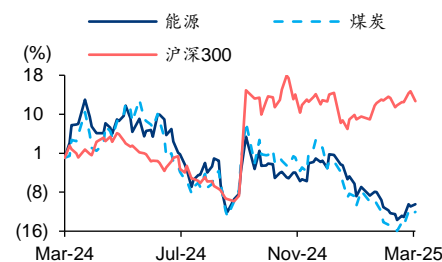
2021年取消进口煤配额限制后，进口煤市场的主要影响因素则转向国内需求与海外供给敞口是否充足，以及国内外煤炭价差是否具有经济吸引力，尤其随着2023年开始俄乌冲突导致的能源供给格局重构逐渐稳定，海外煤炭市场供需紧张程度逐渐缓解，海外煤价的回落带动国内进口窗口重新打开。我们认为2025年在欧美地区退煤趋势不改、印度本土产量持续释放、主要煤炭出口国产量仍有提升空间下，海外煤炭市场将延续宽松化趋势，进口煤仍将作为边际变量调节国内的煤炭供需平衡。但今年以来国内市场供需压力较大，港口煤价已较年初下跌近100元至674元/吨的情况下，进口煤价格优势收窄，叠加印尼开始实施HBA指数定价，挺价意愿较强，进口煤或在国内需求边际变化下出现自然减量。

进口煤潜在减量趋势或助力煤价企稳，看好高长协一体化龙头盈利韧性

2024年煤炭进口量达5.4亿吨，约占国内煤炭总供给的10.2%，在国内煤炭需求仍有增量的情况下，进口煤是供给重要补充，而进口煤的潜在减量趋势或将助力短期煤价企稳，随着下半年旺季到来以及数据中心等新需求加速放量，煤价或将稳步回升。我们仍看好长协销售比例较高的一体化龙头公司在煤价低位阶段的盈利及现金流韧性，推荐中国神华、陕西煤业、中煤能源。

风险提示：海外供给扰动超预期；需求恢复不及预期。

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国神华	601088 CH	46.10	买入
中国神华	1088 HK	37.90	买入
陕西煤业	601225 CH	34.30	买入
中煤能源	601898 CH	12.30	买入
中煤能源	1898 HK	9.80	买入

资料来源: 华泰研究预测

2023年后进口煤增速显著，成为国内煤炭供给的重要补充，随着国内煤炭产能的逐步释放及需求端的增长降速，2024年底开始国内煤炭供强需弱矛盾逐渐突出，截至2024年12月全社会煤炭库存达6.6亿吨，同比上升20.9%。而2025年冬天气温偏暖，叠加春节后下游开工进度同比偏慢，1-2月火电发电量约1万亿千瓦时，同比下降5.8%，但从供给端看，1-2月国内煤炭产量约7.65亿吨，同比增长7.7%，煤炭累计进口量7,612万吨，同比增长2.1%，供给增量仍较为充足。供强需弱下，尽管旺季已过，但库存去化有限，节后北港库存不降反升，最高达到3,166万吨，港口5,500卡动力煤价格也从一月初下跌12.5%至3月25日的674元/吨。

国内产量持续恢复而需求复苏程度较弱的情况下，进口煤或面临需求端的不确定性。我们从政策角度梳理了近10年来的相关政策指引对进口煤的影响，旨在回答两个问题：

- 1) 进口煤是否可能会有政策或者行政干预，如果有可能是什么形式以及可能会有什么影响？
- 2) 实际进口煤量由哪些因素主导？

政策或者行政干预进口煤量的历史借鉴

从历史上看，若存在对进口煤市场的干预，或包括如下与进口煤相关的政策或指引方向：

- 1) **贸易及地缘关系影响。**2020年前澳大利亚是我国第二大煤炭进口来源国，2019年澳煤进口量约为7,696万吨，占总进口量约26%。2018年8月，澳大利亚宣布禁止华为参与其国内5G建设，成为全球第一个禁止华为5G技术的国家；2020年4月，时任总理莫里森在新冠病毒溯源问题上对中国提出质疑，7月澳大利亚又紧随美国步伐向联合国提交声明反对中国在南海的领土和海洋主张；2021年4月，莫里森政府撤销维多利亚州与中方签署的“一带一路”文件。作为对澳方行为的回应，我国于2020年10月起开始大幅减少澳煤进口，2021-22年进口澳煤总量分别为1,171万吨和286万吨，显著低于中澳关系正常时期的量级。随着中澳关系逐渐缓和，2023年初中国开始逐步恢复对澳煤的正常进口，2023年全年进口澳煤5,247万吨，2024年进一步增长59%至8,324万吨，尽管澳煤进口总量基本恢复至2020年之前的量级，但其中炼焦煤进口量在2024年也只恢复至1,030万吨，占澳煤进口总量约12%，远低于2019年约40%的占比。
- 2) **通过限制通关或报关控制煤炭进口量。**2017年时为保障国内去产能效果，曾在5-12月实施过通过延长通关时间或严控报关来控制煤炭进口量。限制性政策主要包括5月起国家二类港口（省级人民政府批准开放并管理的港口）进口煤的通关时间由一周延长至三到四周；7月1日起，国家二类港口禁止进口煤炭船舶靠泊卸货，而随着国内迎峰度冬需求增加，12月底国家发改委口头通知相关部门取消进口煤限制性措施。









进口煤通关恢复后，2018年进口煤量再次出现快速增长，2018年1-9月煤及褐煤累计进口量约2.3亿吨，同比增加12%，2018年10月2日，在广州召开的沿海六省关于进口煤炭会议上，国家发改委便明确了年底的煤炭进口要平控（即2018年进口煤规模不超过2017年），且进口指标不再增加。平控目标提出后，2018年11-12月煤炭进口量同比分别下降13%和55%，主要方式或为仅允许终端企业进口，限制贸易企业报关，并延长通关时间。2019年则是严控异地报关，最后一个月几乎停止进口煤清关，12月单月煤炭进口量仅277万吨，在2018年底基数基础上同比下降73%，也从而导致2020年1月单月进口量同比增长30%至4356万吨。

2020年初时国家依然有进口量平控目标，要求进口总量与2017-18年基本一致，在2020年1-4月同比进口量增长27%的情况下，开始严格执行进口额度管理及禁止异地报关，月度进口量开始同比下降，然而随着入冬叠加工业订单回流带动工业用电需求增长，煤炭供需开始收紧，为保障国内煤炭供应，11月底国家增加2000万吨进口煤配额，并大幅增加印尼煤采购，2020年12月煤炭进口量同比激增。2021年国家取消进口煤炭配额限制，进口煤逐渐转变为国内煤炭供应的重要补充。

- 3) **通过关税增加部分进口煤成本。**在 2014 年煤炭供给过剩大背景下, 10 月 15 日起我国取消煤炭零进口关税, 无烟煤、炼焦煤恢复 3% 的税率; 炼焦煤以外的其他烟煤恢复 6% 的最惠国税率; 其他煤、煤球等燃料恢复 5% 的最惠国税率。2022 年为应对国内能源消费需求激增下供应紧缺, 提高能源安全保障能力, 国务院关税税则委员会宣布自 2022 年 5 月 1 日起至 2023 年 3 月 31 日对煤炭实施税率为零的进口暂定税率, 后又再次延长至 2023 年 12 月 31 日。2023 年 12 月我国煤炭进口量达 4,730 万吨, 为截至当时时点的历史新高水平, 或为市场在关税恢复前抢进口的表现。
- 4) **通过煤质管理提高进口煤门槛。**2014 年国家发改委等部委发布《商品煤质量管理暂行办法》。《办法》规定自 2015 年 1 月 1 日起, 企业所销售使用商品煤中的硫含量等指标要符合要求, 且进口煤炭属法定检验商品, 未经海关检验或者检验不合格的进口煤炭不准进口、销售、使用。煤质管理在实际实施时曾出现过清退案例, 如:
- 2015 年 6 月 25 日, 秦皇岛海关查获并退运 2,975 吨总价为 12.8 万美元的进口无烟煤, 原因是该批无烟煤的实际汞含量严重超出我国《商品煤质量管理暂行办法》的允许值。
 - 2016 年 10 月, 浙江温州市出入境检验检疫局将一批 16,296 吨的朝鲜进口无烟煤移交温州海关作退运处理, 因该批煤炭汞含量检测值为 0.651ug/g, 超过“小于 0.6ug/g”的限量要求。当年 1-9 月, 石家庄海关共监管退运汞超标无烟煤 40.8 万吨。
 - 2018 年 10 月 - 11 月, 乌拉特海关连续从甘其毛都口岸某企业自蒙古国进口的 37 批次其他烟煤中检出磷元素含量不符合《商品煤质量管理暂行办法》相关要求, 依法作退运处理。
 - 2019 年 9 月 18 日, 历时 5 个月, 长春海关成功退运 6 批、重 4,682 吨环保指标氟含量超标的俄罗斯煤炭。
 - 2021 年 10 月 18 日, 莆田海关依法退运 16.44 万吨氟含量超标的南非进口烟煤, 这是 2015 年《商品煤质量管理暂行办法》实施以来福建省首次在进口煤炭中检出氟含量超标并成功实施退运。

若按照灵活性及实施效果排序, 以上措施中大幅减少澳煤进口量为阶段性措施, 目前并无延续, 灵活性较低, 但行政干预程度最高且对进口量实际影响程度也较为显著; 关税措施灵活性相对较高, 但关税税则规定修改需要正式流程且提前宣布, 对市场的影响时间及范围更广, 容易造成在关税正式实施前抢进口的短期扰动, 关税调整更适用于从长期角度调节市场供给; 通过煤质管理提高进口门槛的同时也符合煤炭清洁高效利用导向, 通过优质煤炭代替劣质煤炭提高燃烧效率, 也能在一定程度上减少进口煤量的依赖度, 但对实际煤炭进口量的影响或最小; 通过限制通关、报关等措施阶段性控制进口煤量则最为灵活, 对月度进口煤量的分布影响也较大。

图表1: 历史上相关政策或措施实施情况汇总

进口煤相关政策或措施	具体应用	持续时间	实施灵活性	影响程度
通过煤质管理提高进口煤门槛	2015年开始实施《商品煤质量管理暂行办法》	长期有效	中 	低 
通过关税增加部分进口煤成本	2014年恢复关税、2022年取消、2024年再次恢复	长期有效	较高 	中 
通过限制通关或报关控制煤炭进口量	2017年限制通关, 2018-20年进口量平控	阶段性有效	高 	较大 
地缘关系影响下的行政干预	2020-22年澳大利亚煤炭进口大幅减少	阶段性有效	低 	大 

资料来源: 海关总署, 华泰研究

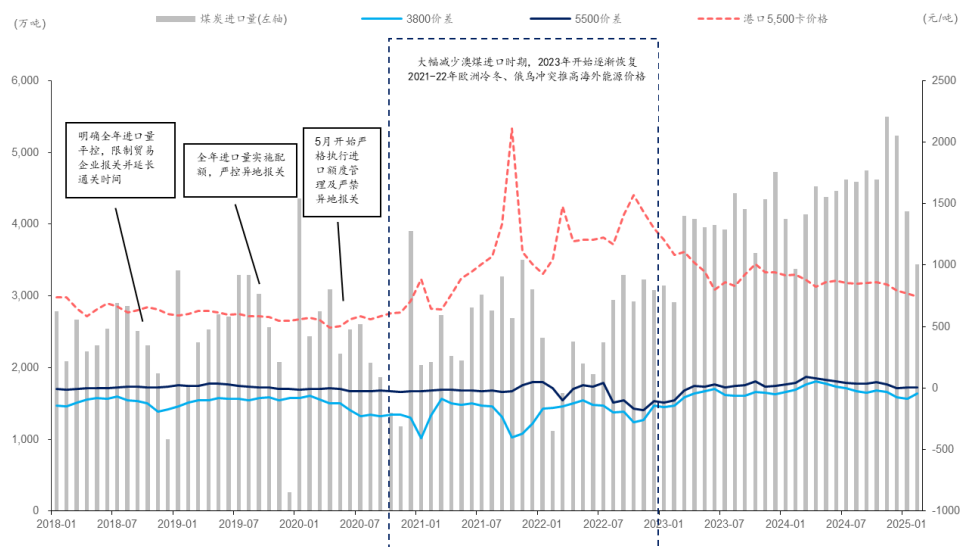
图表2：近 10 年相关政策文件汇总

日期	政策	内容
2014/9/3	《商品煤质量管理暂行办法》	规定自 2015 年 1 月 1 日起，企业所销售使用商品煤中的硫含量等指标要符合要求。
2014/10/8	《关于调整煤炭进口关税的通知》	自 2014 年 10 月 15 日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施 3%、3%、6%、5%、5% 的最惠国税率
2015/6/17	《中华人民共和国政府与澳大利亚政府自由贸易协定》	根据《中澳自贸协定》规定，自协定颁布后，澳大利亚出口的炼焦煤享受零关税，澳大利亚出口中国动力煤关税由原先的 6% 降为 4%。2016 年动力煤关税将再次下降，最终在 2017 年后享受零关税。
2018/6/16	国务院关税税则委员会公告[2018]5 号	2018 年 6 月 16 日，中国对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中包含煤炭。
2018/10/2	国家发改委明确 18 年底的煤炭进口平控	2018 年 10 月 2 日，在广州召开的沿海六省关于进口煤炭会议上，国家发改委便明确了年底的煤炭进口要平控（即 2018 年进口煤规模不超过 2017 年），且进口指标不再增加，按原来计划执行。
2021/5/6	《国家发展改革委关于无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动的声明》	
2022/4/28	《国务院关税税则委员会关于调整煤炭进口关税的公告》	自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对煤炭实施税率为零的进口暂定税率，之后再度延长至 2023 年底
2023/12/21	《国务院关税税则委员会关于 2024 年关税调整方案的公告》	2024 年 1 月 1 日开始恢复煤炭进口关税，按照自贸协定，来自澳大利亚、东盟的进口煤继续实行 0 关税，来自其他国家的进口煤实行最惠国税率。其中，普通税率为 20%；特惠税率为 0；协定税率基本为 0；最惠国税率中，无烟煤、炼焦煤、褐煤为 3%，其他煤为 6%。按照自贸协定，来自澳大利亚、印尼的进口煤适用的是协定税率，均为 0；来自俄罗斯、美国、南非、蒙古等在内的其他国家的进口煤实行最惠国税率。

资料来源：政府网站，华泰研究

实际进口煤量受需求、价差、政策性干预等多重因素影响

除 2022 年受国内外价差走扩、减少澳煤进口等因素共同影响全年煤炭进口量同比下降 9.3% 外，其余年份年度进口煤量均保持稳步增长，在国内产量释放增量有限而需求端增速较快的情况下，进口煤成为保障国内煤炭供给的重要组成部分。尽管年度进口量稳步增长，从历史上看，月度进口煤量则受多重因素影响波动较大，主要包括国内需求景气度、海外供需关系影响下国内外煤炭价差、与进口煤相关的政策性干预，国内需求决定了进口量作为边际增量来源的增减方向，而国内外价差则决定了进口煤是否有经济效益。

图表3：北港港口煤价、广州港全部换算至 5,000 卡煤炭国内外价差（国外-国内）及进口量走势复盘


资料来源：Wind, MySteel, 华泰研究

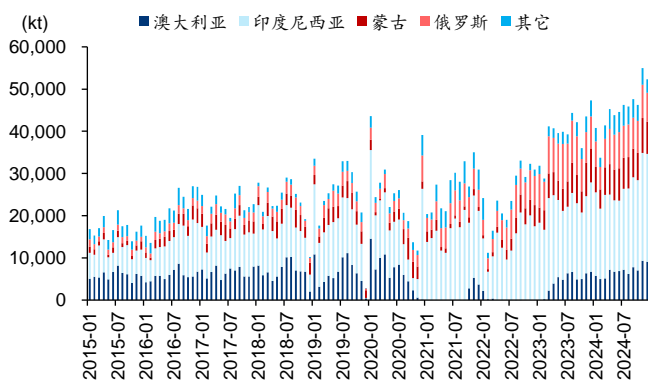
分阶段来看：

1) **2018-20 年受通关限制影响较为明显。**2018-20 年均有全年进口量平控目标，从具体月度实施角度来看，上半年通常受影响较小，进口煤量基本随需求波动，而在进口量增速显著增的情况下，为了达到全年进口量平控目标，下半年通关措施或较为严格，进口量均呈现下行趋势，尤其是 2018 及 2019 年的 12 月，进口量分别同比下降 55% 和 73%，而之后的 1 月份进口量又出现明显增加，或可推断 12 月延迟通关导致部分原本 12 月的进口量推迟至隔年 1 月，从而达到降低年度进口量的效果。2018 年上半年需求回暖带动进口量同比增长 16.7% 至 1.5 亿吨，而进入四季度随着产量平控目标的明确，11-12 月进口量明显下降，12 月单月进口量骤降至 1023 万吨，同比下降 55%，创 2017 年来新低，而 2019 年 1 月进口量立即反弹至 3,350 万吨，同比增长 20%，而 2019 年末-2020 年初也初现类似情况，四季度开始单月进口量环比明显下降，12 月基本没有清关，单月进口 277 万吨，在前一年低基数上同比再次下降 73%，而同样 2020 年 1 月进口量跳涨至 4,356 万吨，同比增长 30%，侧面印证年底延迟通关改变了部分进口量的时间分布。

2) **2020-2022 年地缘关系紧张导致澳大利亚煤进口大幅减少以及海外供需收紧下价格优势收缩主导这一阶段的实际进口煤量。**受中澳两国关系阶段性紧张影响，2020 年 10 月开始我国大幅减少澳大利亚煤炭进口，2021-22 年全年进口澳煤总量分别为 1,171 万吨和 286 万吨，远低于 2020 年的 7,808 万吨。另一方面，2021 年全球经济从 2020 年疫情的突然打击中逐渐恢复叠加欧洲极端天气下供暖需求增加，能源需求上升，而供给端欧洲可再生能源受天气影响出力不足的同时传统能源在能源转型政策下过早退出，能源对外依赖度高，对国际市场能源需求增加，供需错配下，2021 年海外能源价格快速上涨，2022 年则受俄乌冲突下俄罗斯天然气供给中断的进一步扰动，欧洲天然气价格再次飙升，带动海外煤炭价格高涨，进口煤价格优势不在。尽管 2022 年我国增加了从蒙古和俄罗斯的煤炭进口量，但印尼煤进口也受到全球煤炭市场供需紧张扰动同比下降 12.8% 或 2,508 万吨，全年煤炭进口量同比下降 9.3%，约 3,000 万吨。海外煤炭市场供需紧张下，海运煤市场对我国煤炭供给敞口收紧并带动海外煤价优势消失，也会影响我国的实际进口煤量，从而影响国内的煤炭价格水平。

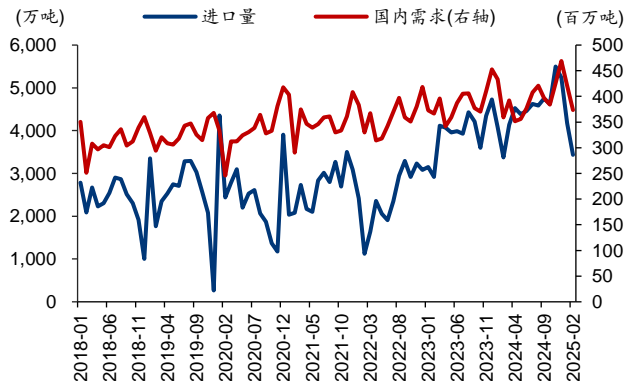
3) **2023 年后，海外市场格局逐渐重塑，供需趋于宽松，煤炭进口量与国内需求相关性较高。**2023 年后随着俄罗斯贸易东移，全球贸易流向重塑的格局逐渐稳定，煤炭供需逐渐宽松，海外煤价回落，而国内煤价在需求快速增长下回落幅度较小，进口窗口再次打开，叠加疫情后交通运输状况改善以及澳煤恢复进口，煤炭进口量快速提升。2023-24 年，煤炭总进口量分别同比增长 61.8% 和 14.1% 至 4.7 亿吨和 5.4 亿吨。

图表4：煤及褐煤分国别进口量



资料来源：Wind，华泰研究

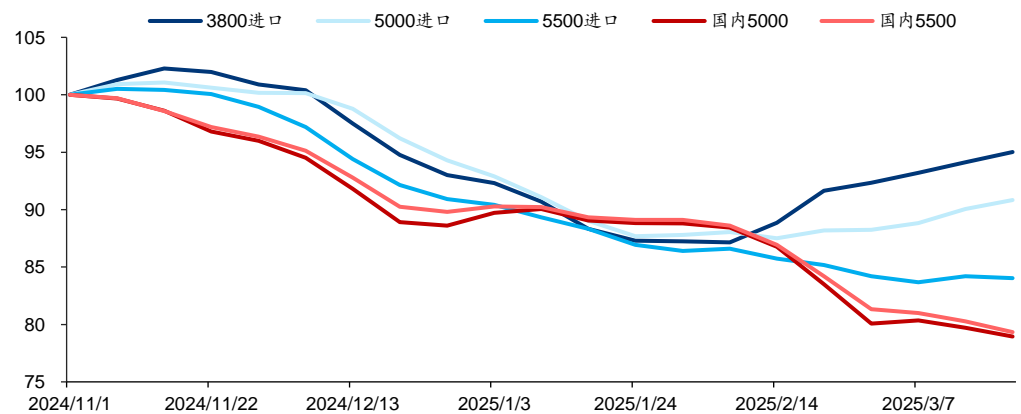
图表5：进口量与国内需求相关性较高，尤其是供需趋于宽松环境下



资料来源：Wind，sxcoal，华泰研究

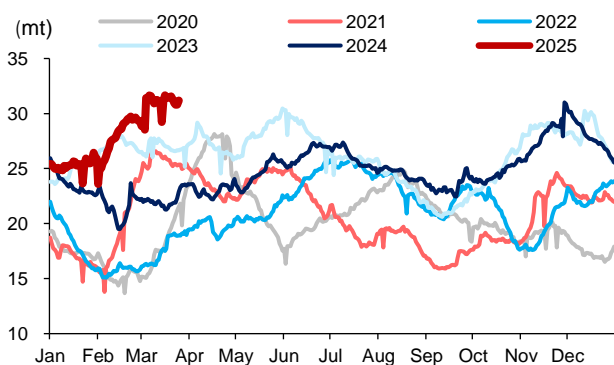
电力需求的快速增长下，我国煤炭需求仍有望保持稳步增长，我们认为进口煤仍将是国内煤炭供给的重要补充来源，在海外供需宽松化趋势下，作为边际变量调节国内的供需平衡，市场需求为现阶段进口量的核心主导因素。进口煤对于我国煤炭供给可以起到平衡煤炭资源补充沿海地区煤炭供应、降低沿海地区用煤成本、调节煤炭市场价格与平衡的作用，部分高品质煤炭还可以弥补国内煤炭品质不足的差异，使用进口煤也是实现能源供应多元化的手段之一，有利于保障国家能源供应安全。今年以来国内煤炭市场供需矛盾较为突出，港口库存高企下煤价下行压力较大，尽管过去历史上曾出现过进口煤通关管控，但目前煤价仍在合理区间内，海关总署也对市场上流传的实施进口煤延迟检查进行辟谣，而据CCTD的渠道反馈，限制劣质煤进口的传言或与印尼启用HBA指数定价有关，因贸易商普遍已提前投标锁定销售价格，但HBA指数定价比之前的价格高，导致贸易商转向采购价格更低但品质稍差的菲律宾煤，因此使得海关对煤炭检查较严，而不是政策性干预。另一方面，随着煤价下行进口煤价差优势收窄，进口煤需求本身也面临下行的可能。若以不同卡数海外离岸价格、运费价格为基础计算3,800/5,000/5,500卡进口煤理论上到秦皇岛港口的价格，再以2024年11月1日为起点计算不同卡数进口煤以及国内煤价的相对变化，随着国内煤价今年以来的持续下跌，进口煤的相对跌幅要小于国内煤价。

图表6：进口煤测算到秦皇岛港价格与内贸煤价格变化情况（以2024年11月1日价格为基准100）



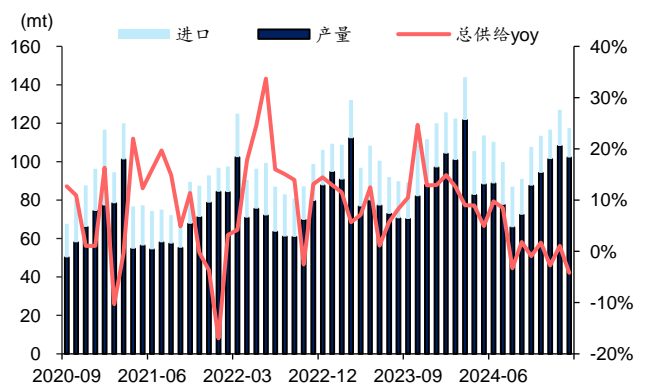
资料来源：Wind, MySteel, 华泰研究

图表7：北方港口库存



资料来源：sxcoal, 华泰研究

图表8：印度煤炭进口量今年以来同比减少但总供应水平基本稳定



资料来源：印度煤炭部, sxcoal, 华泰研究

国内煤价在三个不同阶段下的表现

供给侧改革后，国内煤炭逐渐进入到供需较为平衡的阶段，煤价进入区间震荡时期，直到2020年随着国内经济复苏步伐较快，年底叠加冬季寒潮能源需求增加，国内煤价在2020年底快速抬升，2021-22年下游需求增速进一步加快，而海外煤价在欧洲能源危机及俄乌冲突扰动下攀升带动国进口价差收窄，叠加澳煤进口限制，国内煤炭供需紧张的矛盾进一步突出。2021年价格强制干预落地、产能核增逐步释放，煤炭供需从极度紧张逐渐转向平衡，2022年开始煤价中枢逐渐下移且波动幅度也从2020-22年的快速攀升逐渐回到区间震荡的状态。

图表9：2017年至今港口5,500卡动力煤价格走势及主要驱动事件



资料来源：Wind，华泰研究

对应前述的三个阶段，煤炭市场大体上经历了从供需较为平衡，到供需较为紧张，再到供需较为宽松的状态：

1) 2018-20年煤炭市场处于相对平衡偏宽松的状态，煤价随季节性供需因素波动。经过2017年对供给侧改革成果的进一步巩固，2018年初煤价达到阶段性高点，市场也进入相对供需平衡的阶段，全年价格在波动中逐渐向下，政策调控从国内产能端转向进口，开始实施进口量平控目标。2018年初时煤价走高，达到770元/吨的阶段性高点，大型煤企主动降价保供，而春节后因需求遇冷，煤价在淡季下跌，最低跌至569元/吨的年内低位，随着旺季需求提升，煤价再次走高而后随着淡季到来再次向下，进口煤平控目标的提出短期内对煤价有小幅提振，但难改全年煤价下行的趋势。2019年国内产能继续释放，全年原煤产量同比增长4.2%至37.5亿吨，进口供给则在进口煤量平控要求下呈现前高后低节奏，全年进口量稳中有升，同比增加6.6%至3亿吨，而需求端受国内经济增速下行拖累，供需宽松下全年煤价小幅下行4%至556元/吨。2020年初受疫情影响，煤价一度跌至469元/吨，后续随需求逐步恢复、内蒙古倒查20年对供给预期的扰动，煤价止跌回升，而2020年冬天寒潮频次多、极端低温情况突出，全国平均气温较往年冬天偏低0.3度，供暖需求激增下煤价在2021年1月突破1,000元/吨。

2) 2020-22年全球煤炭价格在供需错配影响下经历了一轮繁荣周期，2020年全球流动性宽松下经济复苏促使能源需求强劲增长，而供给端则一方面存在全球能源转型趋势下对传统能源资本开支不足的结构性问题，另一方面2022年俄乌冲突对全球能源贸易流向的突发扰动又进一步加剧了本就供给不足的矛盾，供需错配下将海外能源价格推向新高，对国内煤炭价格高度也形成支撑。2021年国内煤炭供给出现较为明显的短缺态势，供给端生产管控收紧、新增产能贡献缓慢，而需求端电力需求增长强劲的同时水电出力乏力，进入四季度秦皇岛5,500卡动力煤市场价创下2,196元/吨的历史记录，对能源安全形成威胁，迫使国家对煤价采取强制限价手段，快速控制煤价回落，2022年开始严格执行煤炭长协机制后，即使海外煤价在2022年再创新高，国内煤价并没有超过2021年的高峰，但煤炭供需仍较为紧张，使得煤价保持在历史高位。

3) 2023 年之后, 俄乌冲突扰动的影响逐渐减退, 全球能源供需从紧张逐渐转向平衡到宽松, 国内煤价中枢也随供需宽松化稳步下移, 2023 年同比下降 23% 至 972 元/吨, 2024 年进一步下行 11% 至 861 元/吨。2023 年国内恢复澳煤进口、海外煤价回落带动进口窗口打开、以及疫情结束后蒙煤通关物流大幅恢复, 全年进口煤同比大幅增加 62% 至 4.7 亿吨, 同时 2021-22 年核增的产能也在逐步释放, 国内原煤产量稳步提升 3.6% 至 46.6 亿吨。2024 年在海外市场持续宽松化下, 国内煤炭进口量进一步提升 14.1% 至 5.4 亿吨, 而国内产量尽管上半年受到安全监管较严格影响, 下半年开始随着国内增产, 产量缺口逐渐补齐, 全年产量仍实现 2.2% 增长至 47.6 亿吨。供给端增长的同时, 火电累计发电量受新能源及水电出力增加影响, 全年同比仅增长 1.5%, 较 2023 年减少 4.6pct, 且建材及冶金用煤等受下游房地产走弱拖累, 煤炭下游需求增速同比降低 4.5%, 煤炭供需进一步宽松。

图表10: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 USD mn	PE (x)		PB(x)		EV/EBITDA(x)	
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
H 股								
中国神华 - H*	1088 HK	82,036	10.7	10.6	1.4	1.3	6.6	6.6
中煤能源 - H*	1898 HK	13,916	6.0	5.3	0.6	0.6	5.4	4.9
首钢资源*	639 HK	1,632	7.5	6.9	0.7	0.7	2.7	2.4
平均			8.0	7.6	0.9	0.9	4.9	4.6
A 股								
中国神华 - A*	601088 CH	103,334	13.4	13.3	1.7	1.7	6.6	6.6
中煤能源 - A*	601898 CH	19,162	8.2	7.3	0.9	0.8	5.4	4.9
陕西煤业*	601225 CH	27,048	8.4	7.7	2.0	1.8	3.5	3.2
晋控煤业*	601001 CH	2,894	6.6	5.7	1.1	1.0	2.5	2.2
山西焦煤*	000983 CH	5,600	10.5	8.6	1.1	1.0	4.5	4.0
潞安环能*	601699 CH	5,193	10.8	8.3	0.8	0.8	2.0	1.7
平煤股份*	601666 CH	3,018	13.4	10.3	0.9	0.9	7.7	7.0
淮北矿业	600985 CH	5,154	6.4	5.8	0.8	0.8	4.0	3.7
华阳股份	600348 CH	3,698	9.2	8.1	0.9	0.9	6.3	5.8
山煤国际	600546 CH	3,059	6.9	6.5	1.2	1.1	2.9	2.8
平均			9.4	8.2	1.1	1.1	4.5	4.2
全球								
印度煤炭公司	COAL IN	28,649	7.3	6.9	2.4	2.1	4.8	4.5
皮博迪能源	BTU US	1,786	10.4	3.8	0.5	0.5	2.2	1.4
泰国万浦	BANPU TB	1,281	8.0	6.9	0.4	0.4	5.5	5.7
怀特黑煤公司	WHC AU	2,866	11.9	7.0	0.8	0.7	3.5	3.0
新希望	NHC AU	2,025	6.1	7.0	1.3	1.2	3.3	3.6
斯坦摩尔资源	SMR AU	1,248	15.9	7.5	1.1	1.1	3.1	2.9
Coronado Global	CRN AU	376	-	5.1	0.6	0.6	2.1	1.4
Resources								
平均			9.9	6.3	1.0	0.9	3.5	3.2

注: 数据截至 2025/3/25, *为华泰预测, 其它为 Bloomberg 一致预测

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表11: 重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国神华	601088 CH	买入	37.75	46.10	750,037	3.00	2.95	2.81	2.83	12.56	12.78	13.42	13.32
中国神华	1088 HK	买入	32.10	37.90	637,779	3.00	2.95	2.81	2.83	9.87	10.04	10.53	10.46
陕西煤业	601225 CH	买入	20.25	34.30	196,324	2.19	2.42	2.64	2.83	9.24	8.36	7.67	7.16
中煤能源	601898 CH	买入	10.49	12.30	139,083	1.47	1.46	1.28	1.43	7.12	7.20	8.18	7.32
中煤能源	1898 HK	买入	8.16	9.80	108,191	1.47	1.46	1.28	1.43	5.11	5.17	5.87	5.26

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表12：重点推荐公司最新观点

股票代码	最新观点
中国神华 (601088 CH)	中国神华 2024 年实现归母净利润 586.7 亿元，同比下滑 1.7%，符合公司业绩预告 570-600 亿元区间。2024 年归母净利润下降主要受煤价下行影响，煤炭分部利润总额同比下降 7.1%，但一体化经营模式以及资产减值损失、营业外支出等费用项减少部分对冲了煤炭利润下滑对盈利的拖累。公司宣布每股派发现金红利 2.26 元（含税），与 2023 年每股分红一致，分红金额占归母净利润约 76.5%，对应 A/H 股息率分别约 6.2%/7.7%（截至 3 月 21 日）。公司长协销售比例较高、煤电港航一体化的运营模式在煤价低位阶段较有竞争优势，能较好地保持盈利及现金流韧性，保持高分红，且根据公司 2025-27 年股东回报规划，公司或将在今年实施中期分红，若投资者持有到公司中期派息日对应分红收益率年化后或将显著高于目前水平。维持“买入”。
中国神华 (1088 HK)	我们调整 2025-27E 归母净利润-7.5%/-7.4%/-至 559/563/566 亿元（前值：604/608/-亿元），考虑到公司分红预期较为稳定且股息回报在市场预期中重要性提升，我们调整至 DDM 估值法，假设公司 25 年维持相同分红金额，2026-29 年随盈利同步增长，2030 年之后维持 2% 年增幅，WACC 为 7.0%，对应 A 股目标价 46.1 元（前值 47.8 元，15.7x2025E PE），接近两个月 A/H 溢价 31% 给予 H 股目标价 37.9 港币（前值：37.6 港币，35%A/H 溢价）。
	风险提示：供给扰动超预期；下游需求复苏超预期。
	报告发布日期：2025 年 03 月 23 日
	点击下载全文：中国神华(1088 HK,买入;601088 CH,买入)：一体化协同驱动盈利稳健，高股息彰显龙头担当
陕西煤业 (601225 CH)	陕西煤业 12 月 6 日发布公告：1) 将通过非公开协议方式现金收购陕煤集团持有的陕煤电力集团 88.6525% 股权，资产评估净值约 177 亿元，本次收购交易价格约 156.95 亿元，对应 24 年 PE 估值约 10.9x，与火电行业可比公司估值水平接近。2) 宣派三季度现金红利每股 0.103 元（含税），共计分红金额 10 亿元，占三季度归母净利润 6.27%，若与年中分红合并计算则占前三季度归母净利润 12.9%。本次收购有望延长公司煤炭产业链，形成煤电一体化运营模式，增厚公司盈利，且三季度再次宣派分红，巩固公司作为高股息核心资产的红利逻辑。维持“买入”。
	我们认为 2025 年电力需求的增长将支撑动力煤需求及价格底部，12 月以来十年期国债收益率下行至 2% 以下，公司作为长协比例较高、盈利稳健的动力煤龙头有望受益于红利逻辑的催化。我们维持 2024-26E 归母净利润 234.8/256.1/274.1 亿元，考虑到公司 2021-23 年派息率稳定于约 60%，高于可比公司平均派息率，行业可比公司 2025E 平均 PE 为 9.2 倍，给予公司 13x 2025E 平均 PE，对应目标价 34.3 元（前值 32.9 元，对应 13x2024-25E 平均 PE）。
	风险提示：供给端扰动超预期，电力需求增长不及预期。
	报告发布日期：2024 年 12 月 09 日
	点击下载全文：陕西煤业(601225 CH,买入)：收购集团电力资产，宣派三季度股息
中煤能源 (601898 CH)	中煤能源 2024 年实现营业收入 1,894 亿元，同比下降 1.9%，实现归母净利润 193 亿元，同比下降 1.1%，略高于 Wind 一致预测归母净利润的 190 亿元，盈利下降主因煤价下滑拖累，但公司优质产能释放、降本增效的举措部分对冲了煤价下行的不利影响。公司宣布派发年末每股现金红利 0.258 元，共计 34.1 亿元，加总年中股息 29.4 亿元后，2024 年累计派发股息 63.5 亿元，占中国会计准则下归母净利润 33%（国际会计准则下约 35%），高于公司承诺最低分红比例 30%，但同比去年叠加特殊分红后的分红比例 37.7%（中国会计准则）下降约 4.7pct，对应 A/H 股息率（3 月 21 日）为 4.7%/6.3%。25 年煤炭供需或延续宽松，煤价中枢或下行至 730 元/吨，公司长协销售比例较高的特点有助于在煤价下行期销售及盈利的相对稳定。
中煤能源 (1898 HK)	维持“买入”。
	我们调整 2025-27E 归母净利润-22%/-19%/-至 170/190/190 亿元（前值：219/234/-亿元），考虑到股息回报在市场预期中重要性提升，我们调整至 DDM 估值法，假设公司 25 年维持与 24 年相同分红比例，2026-35 年在国资委市值管理考核趋势下年均提升 0.6pct，永续增长率保守假设为 0%，WACC 为 5.0%，对应 A 股目标价 12.3 元（前值 16.9 元，10.7x2024-25E 平均 PE），接近两个月 A/H 溢价 37% 给予 H 股目标价 9.8 港币（前值：12.0 港币，55%A/H 溢价）。
	风险提示：供给扰动超预期；下游需求复苏超预期。
	报告发布日期：2025 年 03 月 24 日
	点击下载全文：中煤能源(1898 HK,买入;601898 CH,买入)：降本增量抵御煤价下行影响

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

海外供给扰动超预期：若海外供给如印尼煤炭出口受政策、天气等影响减少，则会影响海外煤炭供需平衡及市场价格。

需求恢复不及预期：若国内需求恢复不及预期，则会使煤炭供需更加宽松，煤价进一步下移。

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、马梦辰、苗雨菲、戚腾元，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 潞安环能（601699 CH）、淮北矿业（600985 CH）、平煤股份（601666 CH）、山煤国际（600546 CH）、中煤能源（601898 CH）、中煤能源（1898 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、马梦辰、苗雨菲、戚腾元本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 平煤股份（601666 CH）、陕西煤业（601225 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 潞安环能（601699 CH）、淮北矿业（600985 CH）、平煤股份（601666 CH）、山煤国际（600546 CH）、中煤能源（601898 CH）、中煤能源（1898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司