

增量稳、存量优，依然值得把握的价值资产 ——煤炭行业2025年投资策略

评级：推荐（维持）

陈晨（证券分析师）

S0350522110007

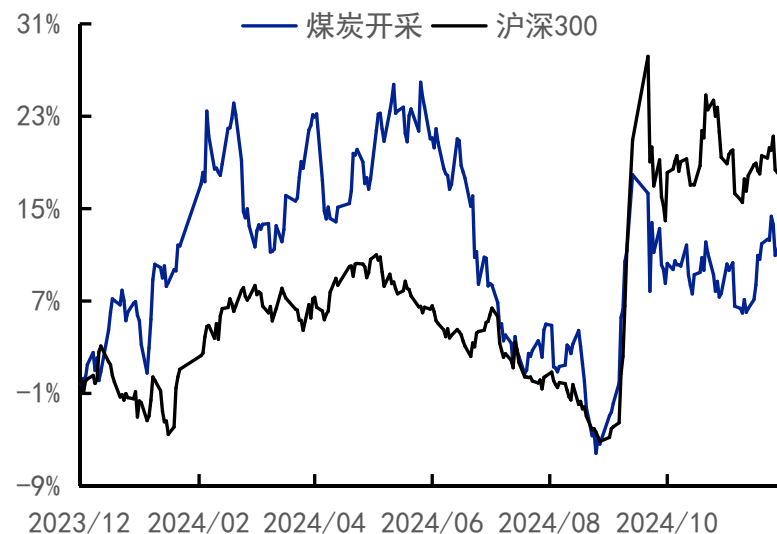
chenc09@ghzq.com.cn

张益（联系人）

S0350124100016

zhangy33@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	-2.2%	9.5%	7.1%
沪深300	-1.5%	22.7%	19.1%

相关报告

《煤炭开采行业动态研究：11月火电增速放缓、冶金景气略有修复（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-12-18

《煤炭开采行业周报：近期动力煤价格回调原因及后市展望（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-12-15

《煤炭开采行业周报：陕西煤业拟打造煤电一体化产业链；港口库存去化，价格拐点将至（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-12-09

- ◆ **行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前。**2024年三季度末风格转换，板块涨幅位列申万31个行业第21位（截至12月13日），较去年下降15名。主动型基金持仓占比2024Q3较上季度回调0.36pct至1.18%，回调幅度为近三年第二大，仅次于2022年Q4煤价大幅下行阶段。年内板块约25%个股跑赢沪深300，整体看低PB、业绩表现较佳个股涨幅较好，截至2024年12月13日，电投能源、中国神华、永泰能源、新集能源、昊华能源年内涨幅在煤炭板块排名前五。另外中煤能源、陕西煤业年内涨幅亦表现较佳跑赢沪深300。
- ◆ **复盘动力煤：整体供需宽松价格重心下移，但阶段性仍有错配，年内煤价窄幅震荡。**1-10月国内煤炭供应同比+2.3%（未考虑热值变化），煤炭消费同比增长0.5%，供需相对宽松下，煤价重心小幅下移，2024年秦皇岛港动力煤年内均价859元/吨（截至12月13日），较2023年全年均价下降106元/吨，整体窄幅震荡，二季度探底800元/吨。长协端，2024年均价为701元/吨，较为稳定。生产端，2024年1-10月原煤产量同比+1.2%，增速较去年下滑，其中拖累主要在山西地区，增长主要在新疆、内蒙古地区。进口端，在生产收缩以及进口煤具备利润背景下，2024年1-10月进口同比增长13.5%，其中澳煤贡献大部分增量，俄罗斯略有减量，印尼、蒙古则保持增长。下游需求方面，电力需求前十月同比+5%，主要受二三产业、居民用电显著提升带动，另外电厂耗煤率有所提升。建材需求受地产疲弱影响有所下滑，化工需求则受下游煤化工产能大幅释放驱动，全年保持旺盛。库存方面，四季度以来港口库存有所攀升，下游电厂维持合理高库存水位。
- ◆ **复盘炼焦煤：震荡下行，年内基本面与情绪交织影响煤价。**价格端，2024年整体焦煤供需偏宽松，价格重心有所下滑，2024年京唐港主焦煤均价2045元/吨（截至12月13日），较去年下滑238元/吨。年内焦煤价格有两次显著上行，第一次在4月中-5月中，供需趋紧，上游库存向下拐点显现，制造业PMI连续2月处于荣枯线以上，基本面转好叠加宏观情绪回暖，煤价上行；第二次于9月底-10月中，宏观情绪扭转，股商联动上行，同时供需改善，上游库存去化，基本面提供支撑，煤价上行。生产端，2024年1-10月国内炼焦原煤产量10.5亿吨，同比下降5.3%，年内增速前低后高。进口同比大幅增长23%，进口的增长既是对生产减量的补充替代，亦是进口持续有利润的反映，其中蒙古、澳大利亚、俄罗斯、美国贡献进口增量较多。需求端，直接需求焦炭、铁水产量分别同比下降1%、4%，终端需求地产拖累，制造业、基建、钢材出口起到支撑。库存端，上游持续累库，下游维持低库存，年内三次价格显著下行，亦对应上下游库存比处于历史同期高位水平且继续上行阶段。
- ◆ **2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价预计在800-900元/吨波动。**动力煤方面，整体看供给约束不变。经我们估算全国煤矿产能利用率约90%，后续增产空间有限。煤价回归理性、资源成本上行叠加碳中和政策预期将共同约束资本开支上行。聚焦2025年增量，考虑新疆地区露天煤矿居多，产能释放相对容易，同时新疆地区在2024年H2已开始加速释放产量，故2025年新疆能贡献多少增量值得关注。市场预期2024年山西地区的减量或于2025年部分回归，但基于其产销率较低且监管趋严或为常态化预计产量增长幅度有限。

需求端，我们中性预计下，2025年火电发电增速约为+3%。化工需求在煤化工资本开支增长下以及十四五政策目标驱动下继续保持增长，建材则在地产尚未有起色下，保持小幅下降。整体预计，2025年煤炭供需差为500多万吨，较2024年有显著收窄，煤价或在800-900元/区间震荡。炼焦煤方面，我们预计2025年地产仍会拖累需求，基建、制造业及钢材直接出口将继续托底需求。在需求增长为-1%的假设下，2025年炼焦煤供需差约300万吨，焦煤价格中枢或有下滑。全球方面，预计未来几年印度累计新增焦煤需求高于澳洲出口增量，全球焦煤供需或存在偏紧可能。

◆ **投资建议与行业评级：煤炭增量稳、存量优，是依然值得把握的价值资产。**低利率背景下，煤炭高股息红利属性决定其仍是最佳资产之一，2022年前煤炭股跟随煤价以周期属性为主，2023年后煤价下行、煤炭股逆势上涨，主要系其高股息红利属性逐步受市场认可。当然煤炭板块的红利属性亦需盈利稳健、高现金流高分红所支撑，这一条件在未来也具备持续性。盈利方面，我们预计2025年动力煤价在800-900元区间，而参考2024年煤价回落到约859元/吨，煤炭板块盈利能力依然处于全行业较优水平，对比申万指数31个行业三季报，煤炭板块ROE处于全行业第三名。纵向看，2024年前三季度煤炭板块经营活动净现金流2223亿元，处于近十年较高水平，横向去看，煤炭板块2024前三季度的经营活动净现金流/营业收入比值为21%，全行业排名第五。分红方面，煤炭板块亦在逐步提升分红比例与分红规模，2023年分红比例较2022年有所提升。从大方向来看，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤价处于中高位，盈利依然有保障，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。煤炭板块增量稳、存量优，是依然值得把握的价值资产，维持煤炭开采行业“推荐”评级。

◆ **重点关注标的：**

- (1) 稳健高股息标的：中国神华、陕西煤业、中煤能源等；
- (2) 产业链向下游延伸标的：电投能源、新集能源等；
- (3) 动力煤弹性标的：兖矿能源、晋控煤业、广汇能源等；
- (4) 焦煤弹性标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤等。

◆ **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 测算或有误差，以实际为准。

重点公司	股票	2024/12/20		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	评级	
601088.SH	中国神华	41.34	3.00	2.94	3.07	13.8	14.1	13.5	买入	
601225.SH	陕西煤业	23.64	2.19	2.18	2.34	10.8	10.8	10.1	买入	
600188.SH	兖矿能源	13.94	2.74	1.55	1.80	5.1	9.0	7.8	买入	
601898.SH	中煤能源	11.90	1.47	1.39	1.54	8.1	8.6	7.7	买入	
600546.SH	山煤国际	12.23	2.15	1.52	1.78	5.7	8.1	6.9	买入	
600256.SH	广汇能源	6.83	0.80	0.52	0.70	8.6	13.1	9.8	买入	
601699.SH	潞安环能	14.63	2.65	1.39	1.61	5.5	10.5	9.1	买入	
000983.SZ	山西焦煤	8.24	1.23	0.68	0.77	6.7	12.2	10.7	买入	
600348.SH	华阳股份	7.18	1.44	0.66	0.76	5.0	10.9	9.5	买入	
000933.SZ	神火股份	16.18	2.65	2.16	2.56	6.1	7.5	6.3	买入	
600985.SH	淮北矿业	13.92	2.51	1.93	2.10	5.5	7.2	6.6	买入	
601666.SH	平煤股份	10.01	1.73	1.09	1.26	5.8	9.2	8.0	买入	
600123.SH	兰花科创	8.67	1.41	0.93	1.05	6.1	9.4	8.3	买入	
601918.SH	新集能源	7.06	0.81	0.91	0.97	8.7	7.8	7.3	买入	
601001.SH	晋控煤业	13.33	1.97	1.73	1.89	6.8	7.7	7.1	买入	
000552.SZ	甘肃能化	2.81	0.37	0.34	0.40	7.6	8.3	7.0	买入	

资料来源：Wind、国海证券研究所

1

行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前

2

复盘动力煤：阶段性供需仍有错配，年内煤价窄幅震荡

3

复盘炼焦煤：震荡下行，基本面与情绪交织影响煤价

4

2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价或800-900元/吨波动

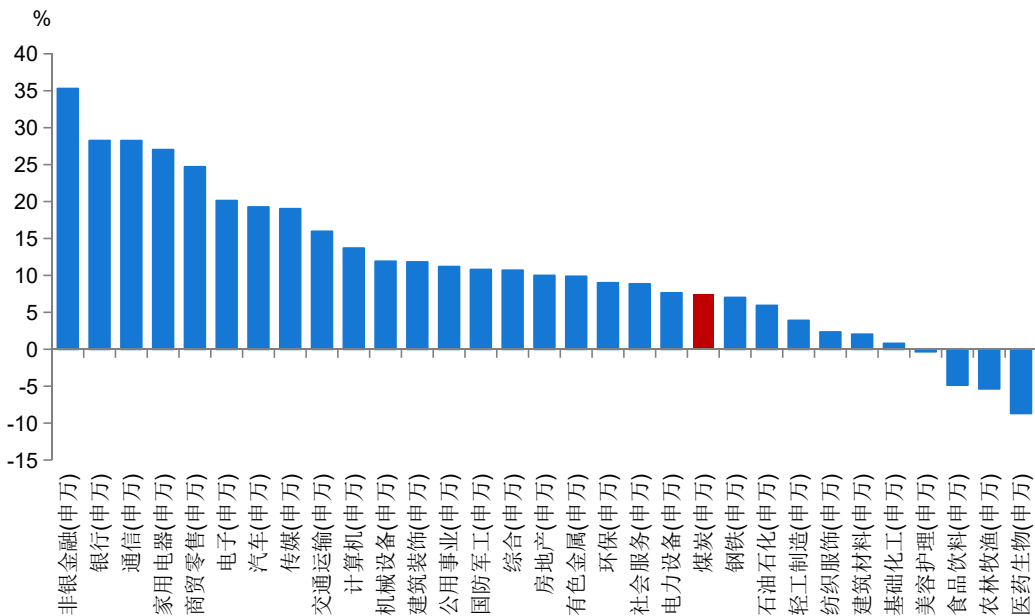
5

投资建议及风险提示

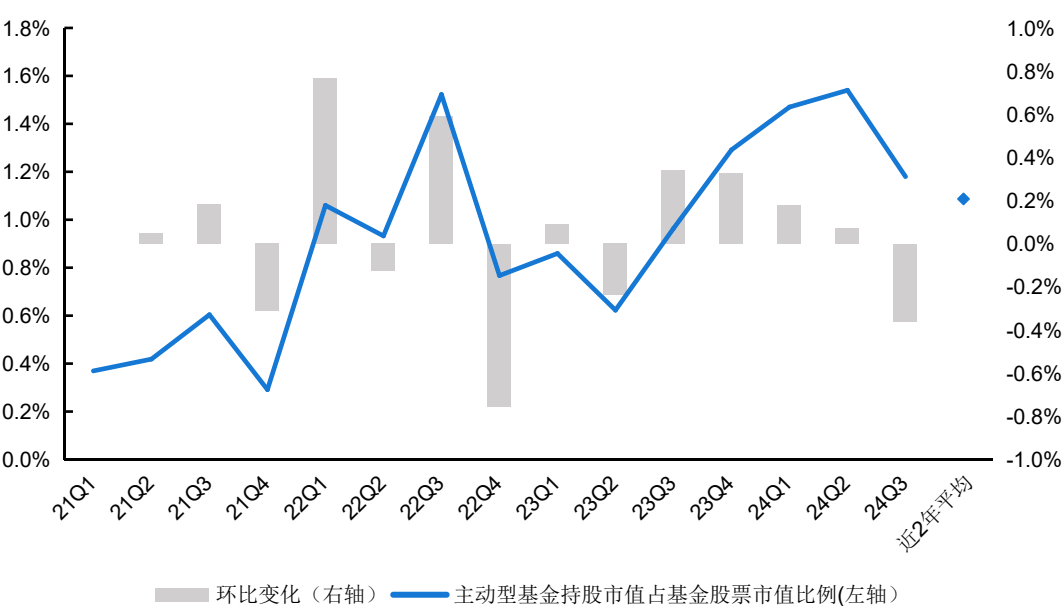
1.1、2024年煤炭涨幅排名下降15名，基金持仓占比降至均值水平

- ◆ **2024年煤炭板块涨幅位列申万31个行业第21位（年初至2024年12月13日），较去年下降15名。**2024年三季度末风格转换，煤炭板块（申万一级）年初至今（2024年12月13日）涨幅为7.5%，涨幅位列申万31个行业第21位。去年同期煤炭板块（年初至2023年12月13日）涨幅为4.1%，涨幅位列申万31个行业第6位。受风格转换影响，2024年煤炭板块涨幅全行业排名较2023年下降15名。
- ◆ **从主动型基金季度持仓占比看，年内煤炭板块先升后降。从绝对值看，目前基金持仓占比回归近2年均值水平，从环比变化看，2024年Q3基金持仓占比回调幅度为近3年第二大。**自2023年三季度以来，主动型基金重仓股中持有煤炭行业股票的市值占比不断上升，但在升至2024年二季度1.54%高点后，2024年三季度首次环比回落0.36pct至1.18%。2024年Q3持仓占比为1.18%，与近2年（煤价高位回落到平稳阶段）占比平均水平1.09%接近。若从环比变化看，2024Q3基金持仓占比回调0.36%，从近三年数据看，仅次于2022年Q4的回调幅度。

图表：煤炭板块年内上涨7.5%(截至2024年12月13日)



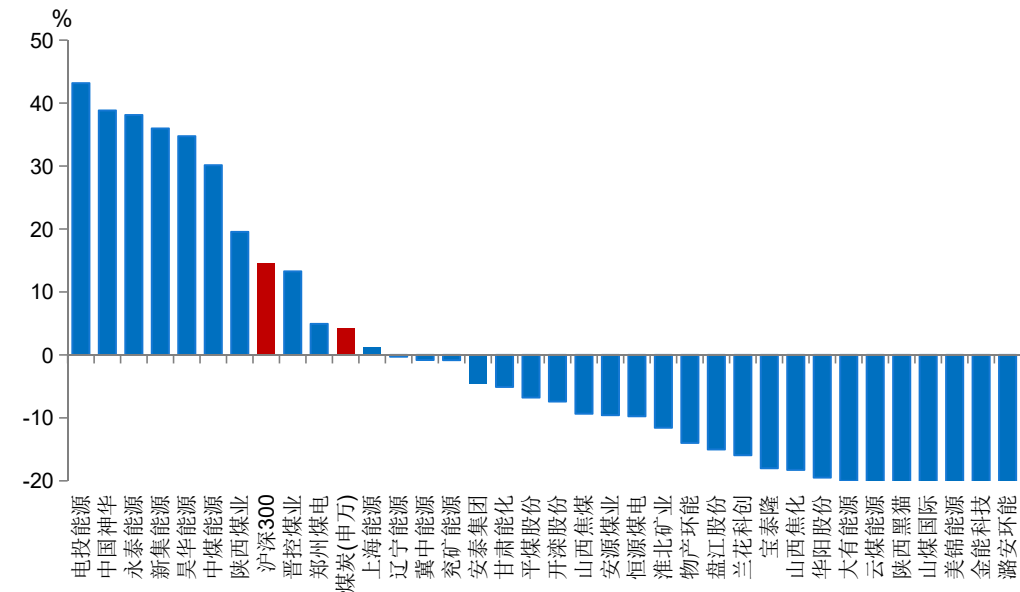
图表：主动型基金持股煤炭板块市值占基金股票市值比例情况



1.1、板块约25%个股跑赢沪深300，低PB、业绩表现较佳个股涨幅居前

- ◆ **板块约25%个股跑赢沪深300指数，低估值（PB）、业绩表现较佳个股涨幅居前。**截至2024年12月13日，个股涨幅前五分别为电投能源（+43.2%）、中国神华（+38.8%）、永泰能源（+38.1%）、新集能源（+36.0%）、昊华能源（+34.7%）。另外中煤能源（+30.1%）、陕西煤业（+19.5%）年内涨幅均跑赢沪深300。沪深300年内上涨14.6%。整体看，煤炭板块约30%个股跑赢沪深300指数，低估值（PB）、业绩增长性较强的标的涨幅居前。
- ◆ 三季度持仓变动方面，基金加仓最多的公司为永泰能源、平煤股份、淮北矿业、新集能源以及昊华能源。其中，永泰能源获得加仓3,406万股，平煤股份获得加仓2,003万股，淮北矿业获得加仓1,812万股，新集能源获得加仓831万股，昊华能源获得加仓675万股；基金减仓最多的公司，分别为甘肃能化、山西焦煤、中国神华、中煤能源以及陕西煤业，具体而言，甘肃能化被减仓6,606万股，山西焦煤被减仓4,154万股，中国神华被减仓3,854万股，中煤能源被减仓3,262万股，陕西煤业被减仓2,801万股。

图表：板块约25%个股跑赢沪深300指数(截至2024年12月13日)



图表：板块年初至2024年12月13日涨幅较好个股市净率、分红率等指标情况

证券代码	证券简称	年内涨幅 (%)	国企/民企	市净率 (年初)	市净率处煤炭行业分位	分红率% (2023年度)	股息率% (2023年度)
002128.SZ	电投能源	43.2	中央国有企业	1.1	36%	33.4	4.6
601088.SH	中国神华	38.8	中央国有企业	1.6	77%	75.2	6.9
600157.SH	永泰能源	38.1	民营企业	0.7	3%	5.4	0.4
601918.SH	新集能源	36.0	中央国有企业	1.0	31%	18.4	2.6
601101.SH	昊华能源	34.7	地方国有企业	0.8	8%	48.5	5.2
601898.SH	中煤能源	30.1	中央国有企业	0.9	26%	37.7	5.4
601225.SH	陕西煤业	19.5	地方国有企业	2.3	87%	60.0	6.1

1

行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前

2

复盘动力煤：阶段性供需仍有错配，年内煤价窄幅震荡

3

复盘炼焦煤：震荡下行，基本面与情绪交织影响煤价

4

2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价或800-900元/吨波动

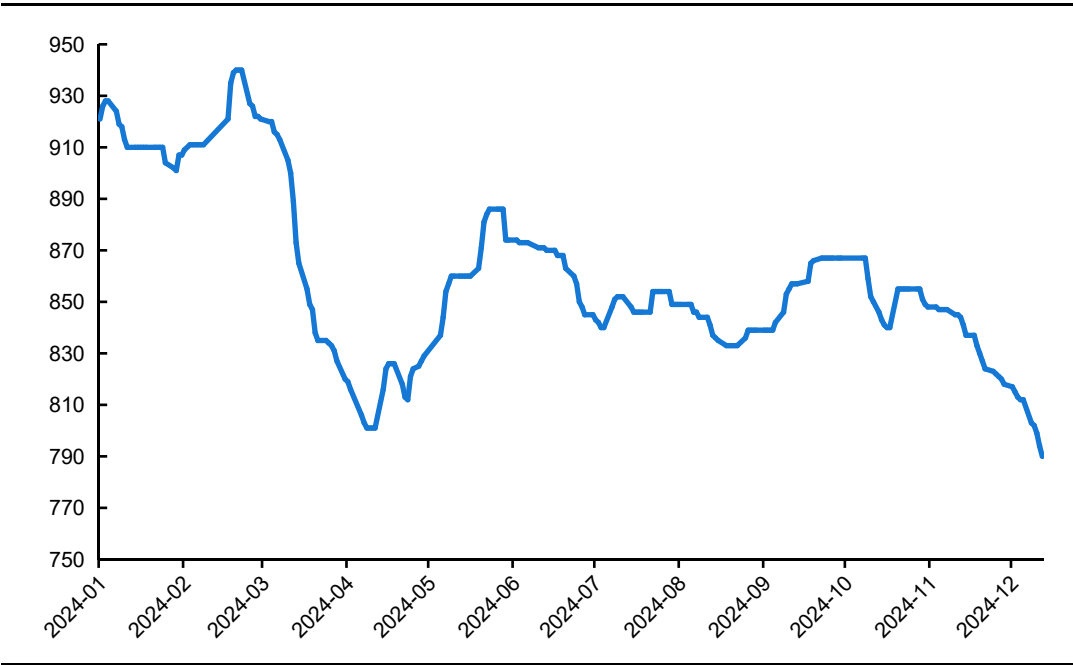
5

投资建议及风险提示

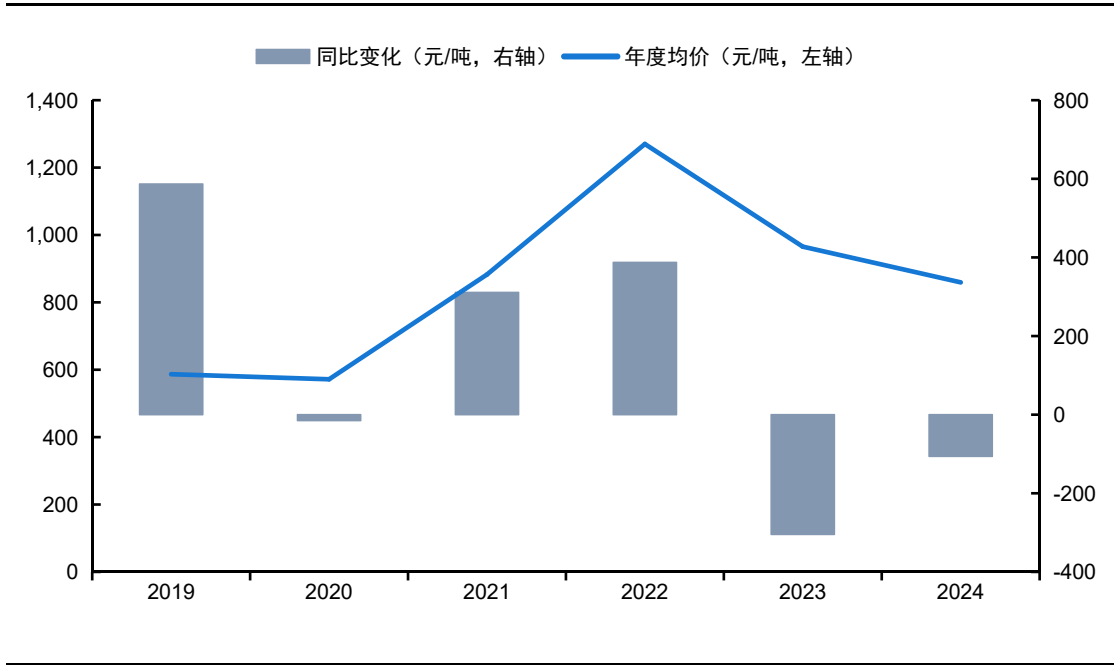
2.1、煤价：今年供需偏宽松下煤价重心下滑，但幅度小于去年，800元/吨为底部

- ◆ **2024年供需偏宽松下，国内1-11月煤价均价859元/吨，重心小幅下移。**根据我们11月17日发布的月报《煤炭开采行业动态研究：10月原煤供给同比提速，火力发电增速放缓》，我们估算1-10月国内煤炭供应同比+2.3%（供应增速测算未考虑热值变化），而电力、钢铁、化工、建材四大行业带动煤炭消费同比增长0.5%。供需相对宽松下，煤价重心小幅下移。
- ◆ **对比2023年，2024年煤价降幅显著收窄。**秦皇岛港动力煤年内均价（截至12月13日）为859元/吨，较2023年全年均价下降106元，降幅大约仅为去年（2023均值比2022年均值下滑305元）降幅的1/3。
- ◆ **年内来看，煤价先跌后稳，800元/吨为底部。**国内动力煤价整体在经历了二季度的探底后，于三季度逐渐平稳，步入800-900元/吨的区间窄幅震荡。

图表：2024年内动力煤价格变化（元/吨，截至2024年12月13日）

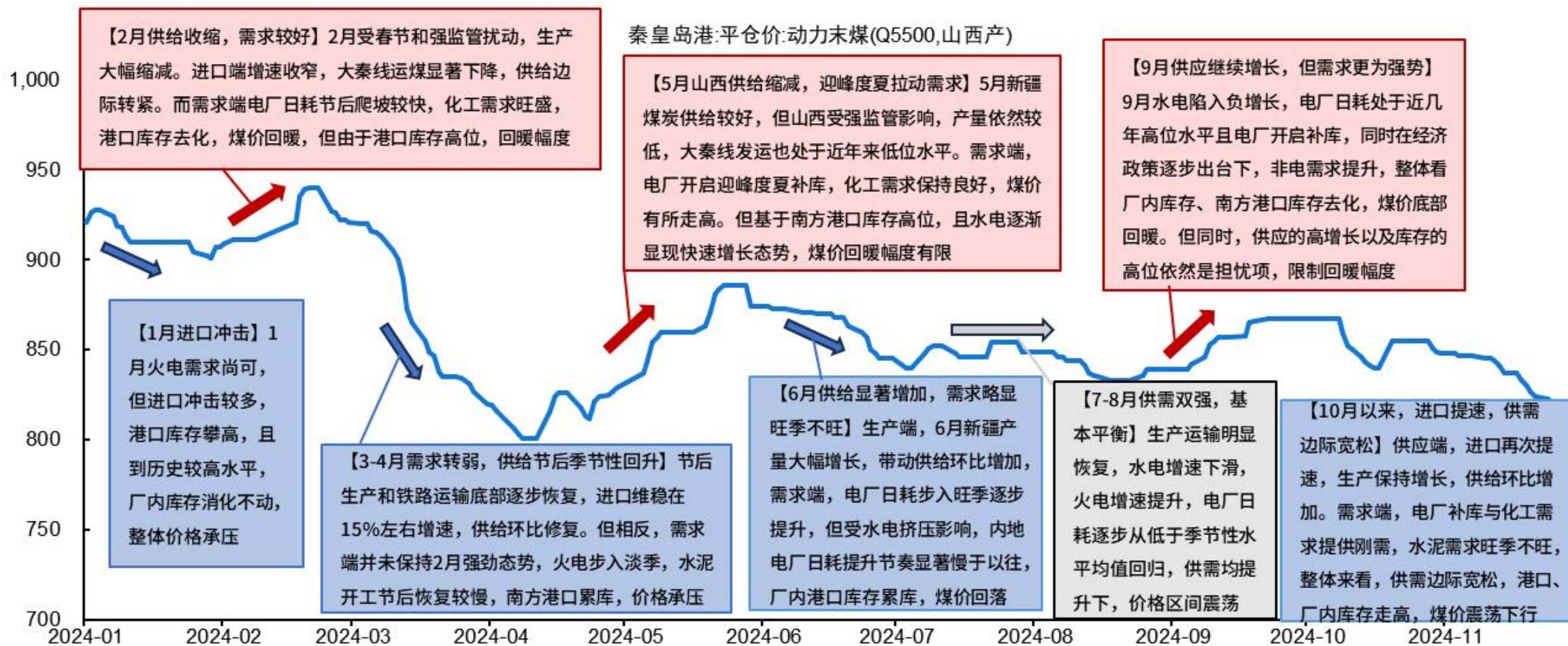


图表：动力煤年度价格变化（2024年度数据截至2024年12月13日）



2.1、煤价：阶段性供需仍有错配，年内煤价起起落落

图表：动力煤价年内走势（截至2024年11月）

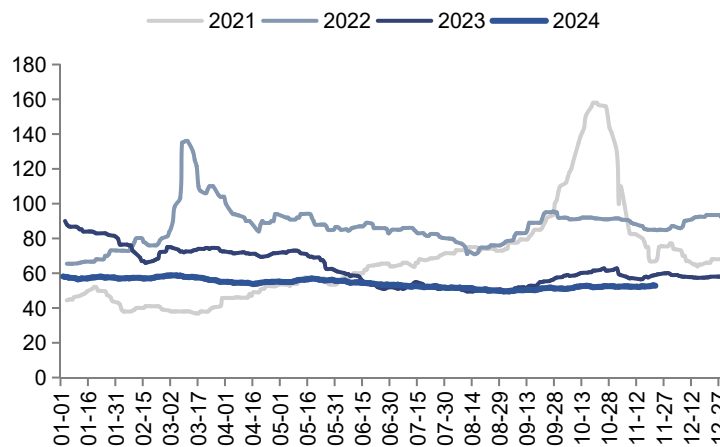


2.2、海外煤价：处于近年低位水平，年内变化看，高卡煤、低卡煤分别略涨、略降

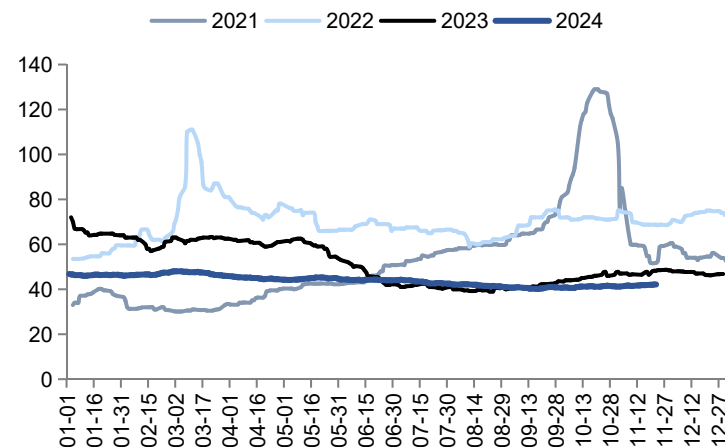
◆ 对比往年：2024年海外煤价整体呈现近几年较低位水平。

◆ 对比年初：高卡煤略有上涨、低卡煤略有下降。高卡煤与天然气价格关联度较高，截至2024年12月13日，TTF现货价12.6美元/百万英热，较年初涨幅37.2%；截至12月6日，纽卡斯尔动力煤现货价（Q6000）为133.1美元/吨，较年初增长0.8%；截至12月6日，欧洲ARA港现货价119.3美元/吨，较年初增长5.1%。而低卡煤略有下降，截至12月12日，印尼Q3800FOB价较年初-11.2%、印尼Q4200FOB价较年初-11.8%。

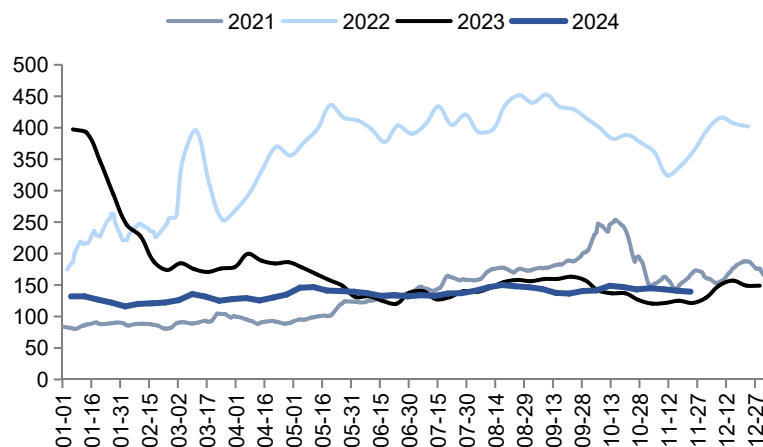
图表：印尼FOB价（Q4200，美元/吨）



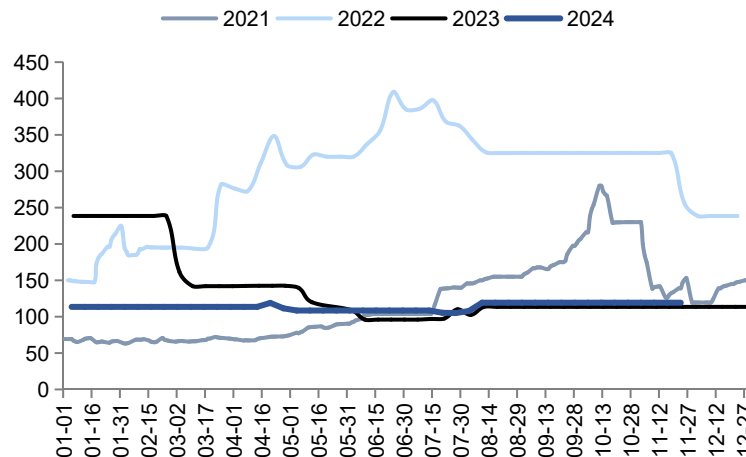
图表：印尼FOB价（Q3800，美元/吨）



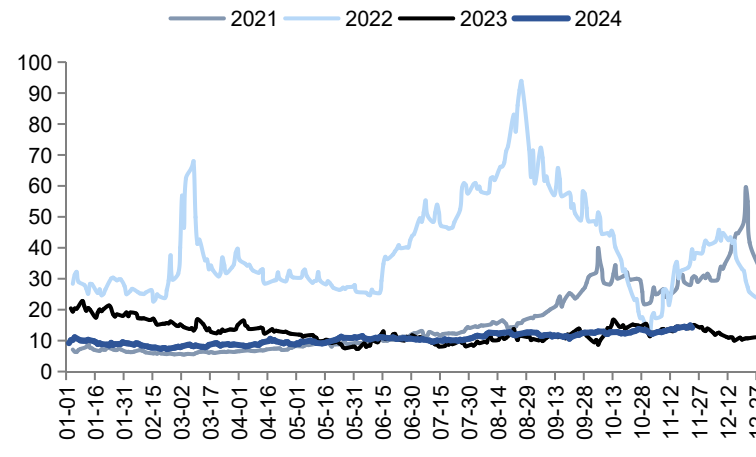
图表：纽卡斯尔港动力煤现货价（Q6000，美元/吨）



图表：欧洲ARA港动力煤现货价（Q6000，美元/吨）



图表：天然气价格（TTF现货，美元/百万英热）

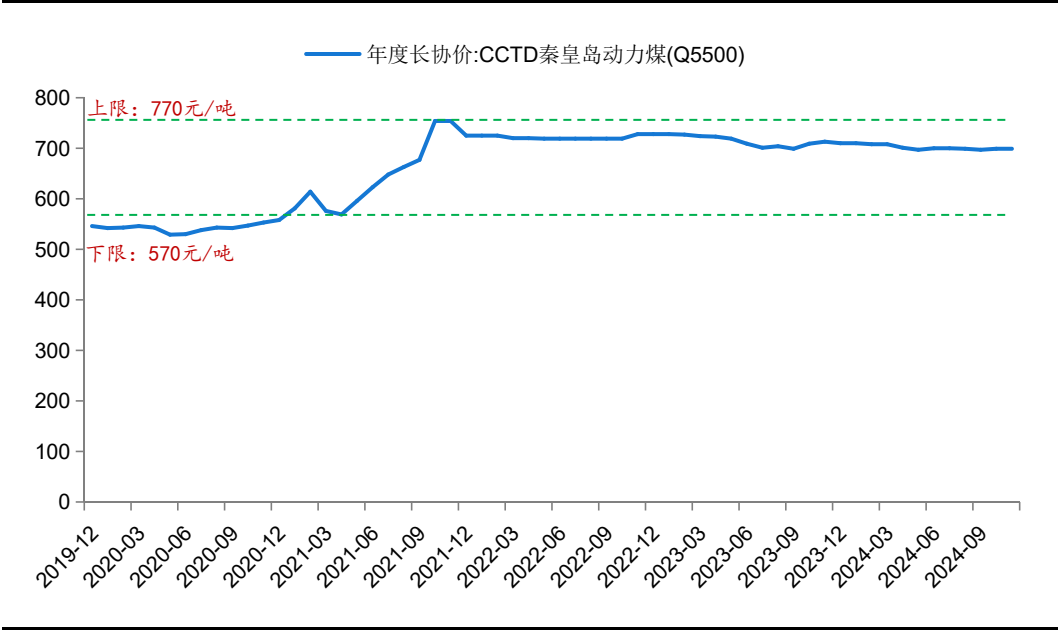


2.3、长协煤价：700元/吨为中枢小幅波动，神华长协销售占比2024年小幅下降



- ◆ 2024年长协均价为701元/吨，1-4月下行后长协价基本维持在700元/吨水平窄幅波动。2024年，长协价格小幅下移，从1月的710元/吨，降低到5月的697元/吨，随后就在700元/吨左右窄幅波动。2024年均价为701元/吨（1-12月），相较2023年均价下滑13元/吨。
- ◆ 2024年长协销售占比小幅下降。根据中国神华公告，公司销售结构中，年度长协比例在2024年Q1-3下降至53%，较2023年下降约4pct。

图表：长协价格相对稳定（元/吨）



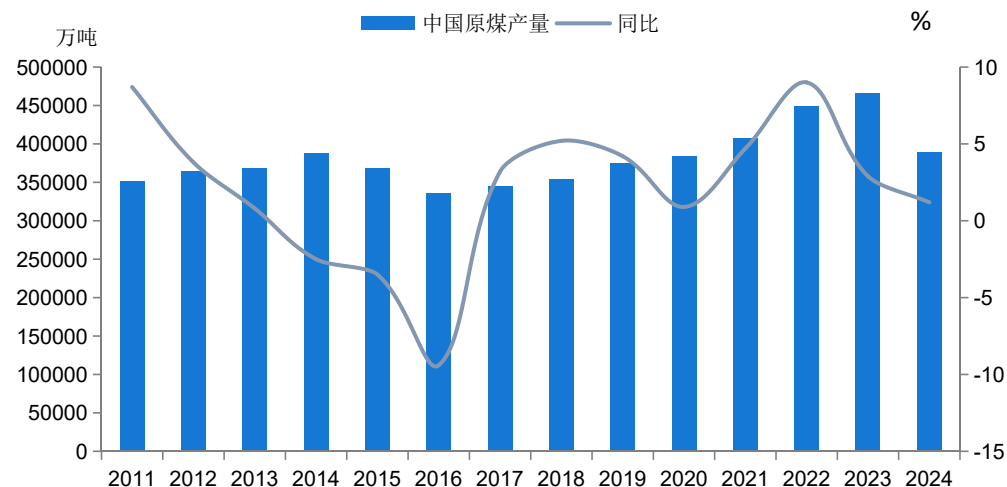
图表：中国神华年度长协比例整体上升，2024年小幅下滑

中国神华	年度长协销量(百万吨)	同比	占比
2024Q1-3	183.6	-8.3%	53.2%
2024H	125.0	0.6%	54.4%
2023A	258.7	16.8%	57.5%
2023H	124.3	18.9%	57.0%
2022A	221.5	6.5%	53.0%
2022H	104.5	5.3%	49.7%
2021A	207.9	9.4%	43.1%
2021H	99.2	12.3%	41.2%
2020A	190	-1.7%	42.5%
2020H	88.3	-10.9%	43.0%

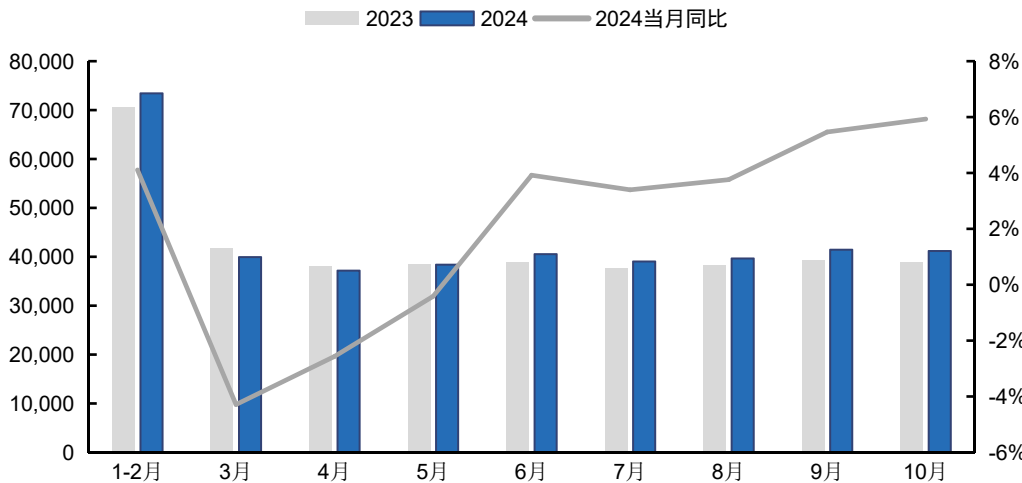
2.4、生产：总量看，前十月产量同比增长1.2%，增速前低后高

- ◆ **2024年1-10月原煤产量同比增速+1.2%，增速较去年进一步下滑。**2024年1-10月全国原煤产量38.9亿吨，较2023年同期+1.2%，2022-2023年，全国原煤产量增速分别为9%、2.9%。从增速看2024年继续下滑。
- ◆ **其中年内看，上半年拖累较大，下半年产量逐渐提速。**3-5月原煤产量同比增速为-4%、-3%、0%，6月转正达+4%，9月、10月进入旺季开始进一步提速。

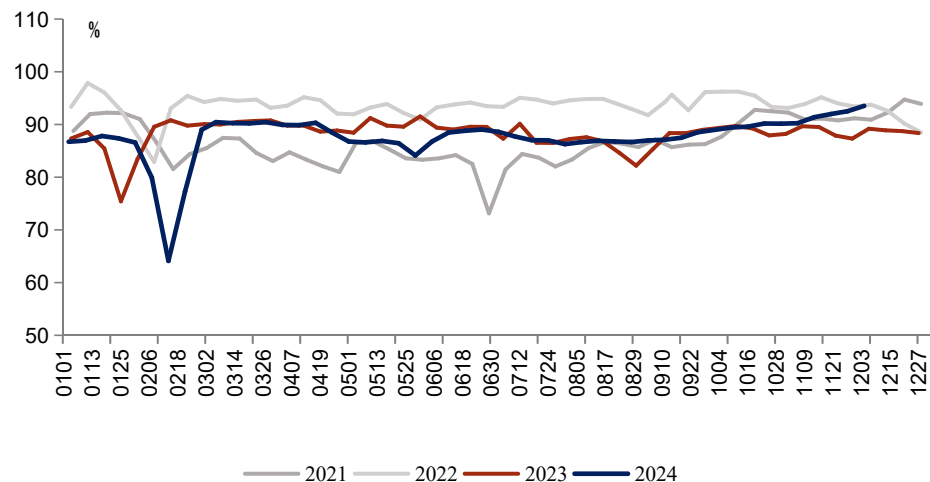
图表：原煤年度产量及增速（截至2024年10月）



图表：原煤月度产量（万吨）及同比增速



图表：三西地区产能利用率（截至2024年12月4日）

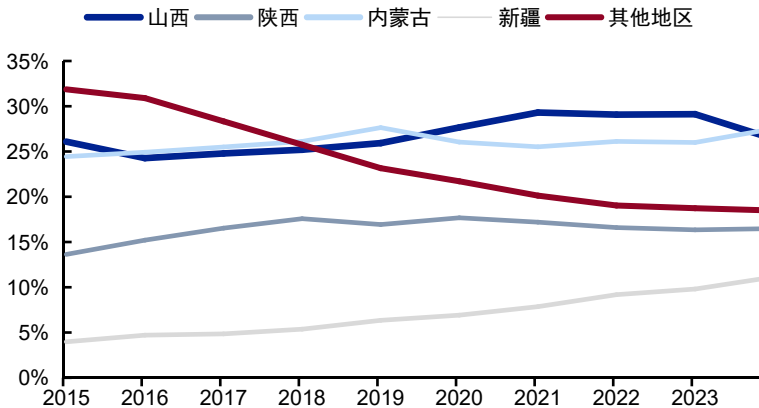


2.3、生产：结构看，拖累主要在山西地区

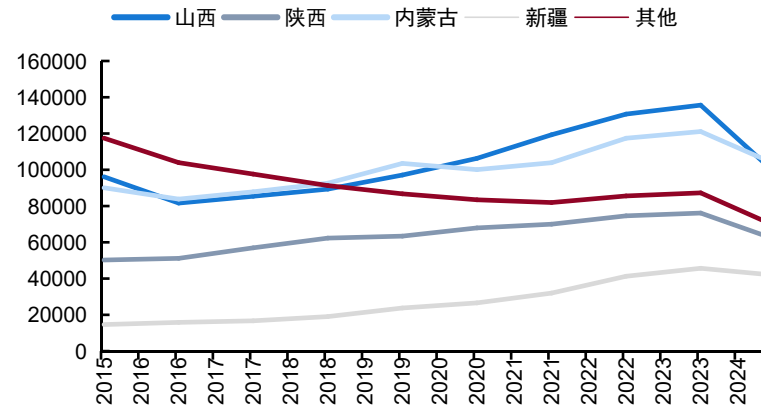
◆ 近年来，晋陕蒙新原煤产量、全国占比均逐年提升，山西占比最高，2024年约为27%。晋陕蒙新原煤产量占全国比例2015年为68%，2024年为81%，提升了13pct。

◆ 受“查三超”影响且存在安全隐患和事故停产的煤矿整改进度缓慢影响，山西地区上半年产量增速下滑显著，为拖累年度煤炭产量的主要来源。国务院安全生产委员会办公室自2023年11月底至2024年5月对山西矿山安全生产工作进行全面督导，安监趋严下，山西地区原煤产量同比增速1-2月、3月、4月、5月、6月分别为-18%、-21%、-12%、-7%、-7%。7-9月原煤产量增速基本在0%-1%之间，10月再次下滑回到-4%的增速。考虑到安全监管影响的持续性，预计山西省Q4供给依然偏紧，全年或同比去年保持-4%~-6%的增速水平。

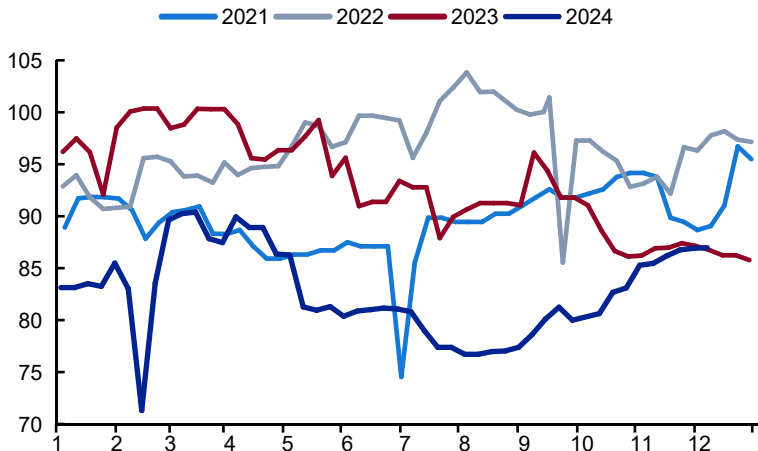
图表：晋陕蒙新原煤产量占全国比重逐年提升（截至2024年10月）



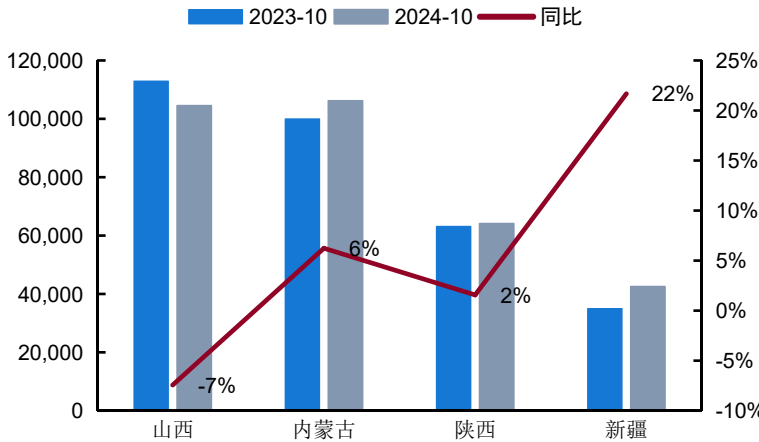
图表：晋陕蒙新原煤产量逐年提升（万吨，截至2024年10月）



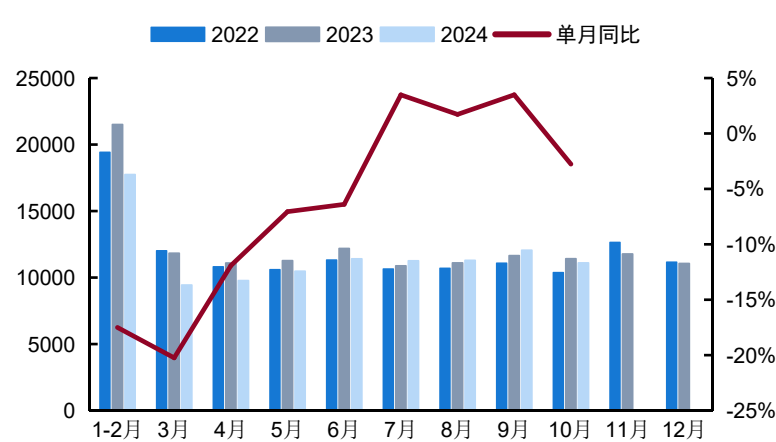
图表：山西地区产能利用率（%）



图表：山西地区2024年1-10月产量下滑较多（万吨）



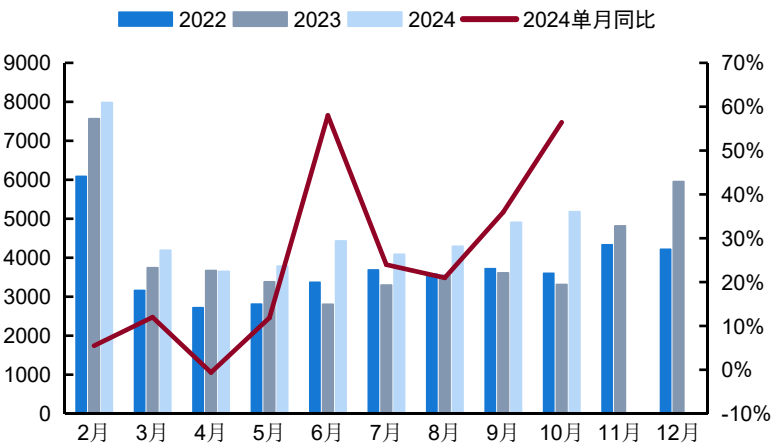
图表：山西地区单月产量：上半年缩量较多（万吨）



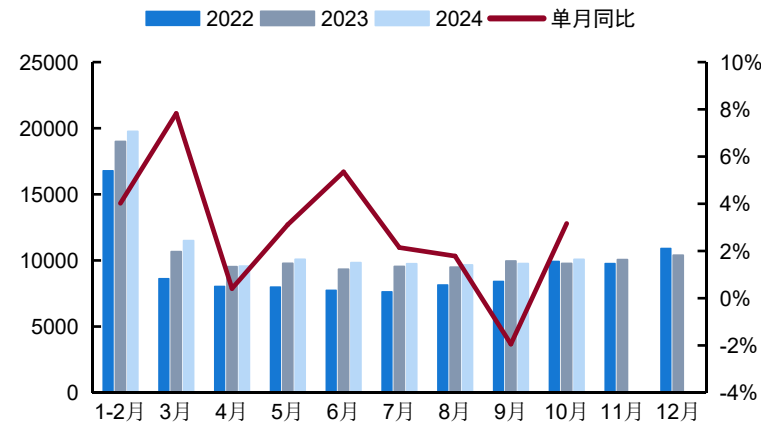
2.3、生产：结构看，增长主要在新疆及内蒙古地区

◆ 增速看，2024年1-10月新疆地区同比增长显著，尤其是下半年。内蒙古受到低基数等影响（2023年内蒙古阿拉善盟发生露天煤矿事故），产量增长也较为明显。

图表：新疆原煤单月产量及增速（万吨）



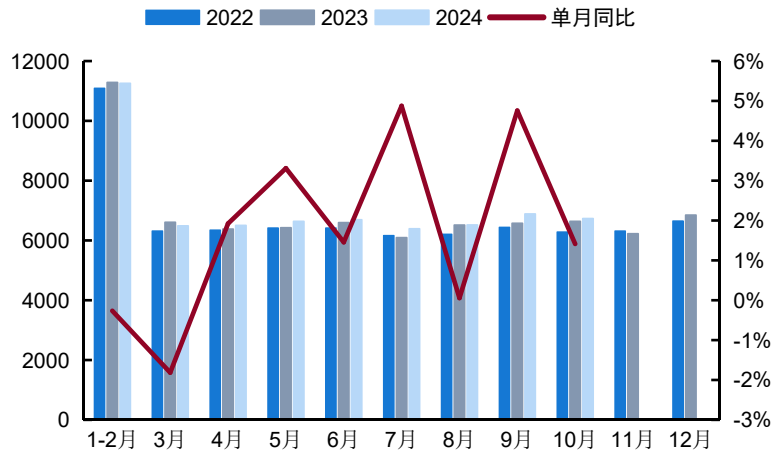
图表：内蒙古原煤单月产量及增速（万吨）



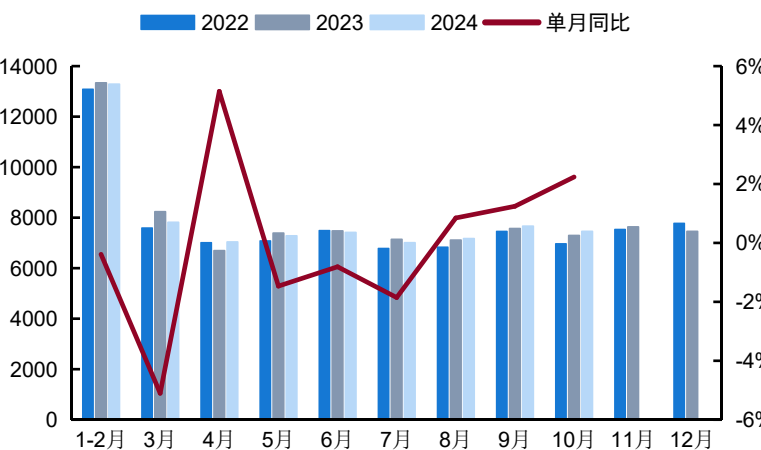
图表：2024年1-10月各地区原煤单月产量增速（%）

%	山西	内蒙古	陕西	新疆	全国
1-2月	-18.1	1.7	0.9	5.6	-4.2
3月	-21	6.1	-1.7	10.2	-4.2
4月	-11.9	5.6	0.1	-1.7	-2.9
5月	-6.9	-1.2	5.3	12.3	-0.8
6月	-6.5	9.7	1.1	47.3	3.6
7月	-0.1	6.7	-1.5	22.7	2.8
8月	0.8	2.2	0.2	19.9	2.8
9月	-0.2	6.7	2.8	21.5	4.4
10月	-3.6	7.5	1.2	42.2	4.6

图表：陕西原煤单月产量及增速（万吨）



图表：其他地区合计原煤单月产量及增速（万吨）



2.3、生产：结构看，增长主要在新疆及内蒙古地区

- ◆ **增量绝对值看**，2024年1-10月增量前五省份分别为新疆（8920万吨）、内蒙古（5200万吨）、陕西（1345万吨）、贵州（995万吨）、甘肃（598万吨）；
- ◆ **减量绝对值看**，2024年1-10月减量前五省份分别为山西（-8043万吨）、黑龙江（-1049万吨）、云南（-704万吨）、安徽（-563万吨）、青海（-20万吨）。

图表：各省份原煤产量及同比

万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	23同比 (%)	2024M1-10	24M1-10同比 (%)	增量
中国	354,591	374,553	384,374	407,136	449,584	465,838	2.90	389,207	1.20	4670
内蒙古	92,598	103,524	100,091	103,896	117,410	121,099	0.20	106,132	4.90	5200
山西	89,340	97,109	106,307	119,316	130,715	135,658	3.30	104,458	-7.70	-8043
陕西	62,325	63,412	67,943	69,994	74,605	76,137	2.30	64,061	2.10	1345
新疆	19,037	23,773	26,587	31,992	41,282	45,673	10.70	42,475	21.00	8920
贵州	13,917	12,970	11,935	13,120	12,814	13,122	12.30	11,843	8.40	995
安徽	11,529	10,990	11,084	11,274	11,177	11,207	0.30	8,796	-6.40	-563
宁夏	7,416	7,168	8,152	8,633	9,355	9,889	5.20	8,617	4.60	396
河南	11,367	10,873	10,491	9,336	9,773	10,215	4.30	8,706	2.20	192
山东	12,169	11,876	10,922	9,312	8,753	8,706	-0.70	7,230	0.80	58
云南	4,535	4,780	5,266	5,796	6,659	7,418	11.20	5,251	-13.40	-704
甘肃	3,575	3,663	3,848	4,151	5,352	5,990	10.20	5,585	10.70	598
黑龙江	5,792	5,195	5,206	5,975	6,952	6,814	-5.10	4,316	-24.30	-1049
河北	5,505	5,075	4,975	4,641	4,706	4,611	-2.00	3,791	-1.80	-68
辽宁	3,376	3,292	3,092	3,088	3,158	2,862	-9.40	2,552	7.90	202
四川	3,516	3,296	2,158	1,907	2,224	2,032	-9.90	1,760	4.50	79
江苏	1,246	1,103	1,022	934	964	814	-15.60	805	15.70	126
吉林	1,518	1,217	1,002	875	948	912	-3.80	762	1.70	13
湖南	1,693	1,375	1,053	723	800	945	17.60	734	8.20	60
青海	773	1,007	1,092	1,109	937	773	-17.50	630	-3.10	-20
福建	918	832	646	541	443	402	-8.60	325	-2.10	-7
广西	471	357	242	280	292	266	-9.00	210	-3.40	-7
江西	531	441	281	213	195	219	11.40	114	-5.80	-7
湖北	82	39	40	30	73	77	1.70	57	2.30	1

资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

2.4、生产：洗煤率下降，预计影响供应煤质

- ◆ **洗煤率下降，影响供应煤质。**从煤炭工业协会公布的数据看，1-8月国内大型企业原煤产量20.9亿吨（约占国内产量2/3），同比增长0.9%，而洗煤产量为6.4亿吨，同比减少1.7%，洗煤量/原煤量为30.5%，2022年同期为35%，2023年同期为31.3%。国内大型企业洗煤比例有所下降，影响供应的煤质。
- ◆ 从煤炭资源网统计及测算结果来看，2022年全国煤炭供应平均热值比上年下降200大卡/千克以上；2023年1-4月电煤中长期合同兑现平均热值较上年同期再降低超过100大卡/千克。随着资源开采的持续推进以及电煤中长期合同约定，如何保持国内煤炭品质稳定也是一项重要课题。

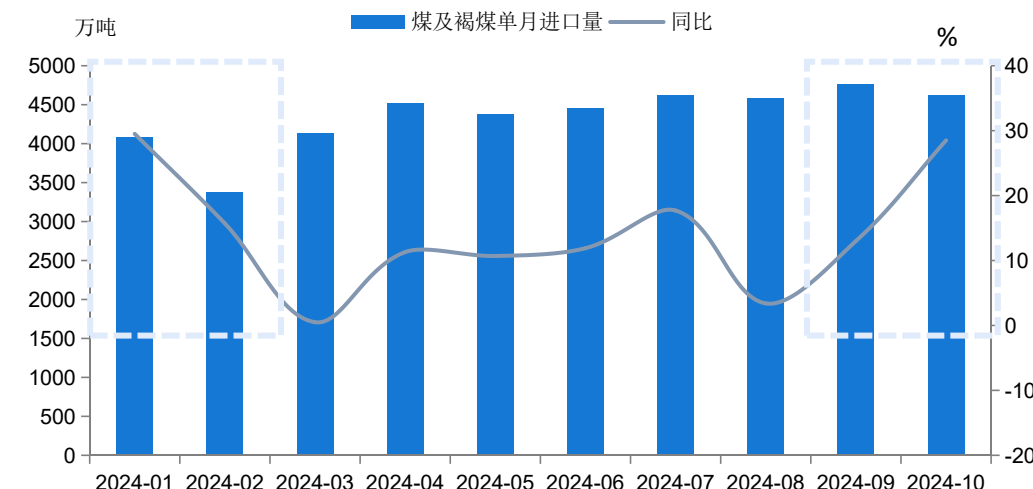
图表：大型企业洗煤量同比减少（万吨，%）

时间	2024年大型企业原煤产量			2024年大型企业洗煤总产量			洗煤量/ 原煤量
	累计原煤产量	同比增量	同比	累计洗煤产量	同比增量	同比	
2月	48,052	-2,382	-4.7	14,200	-479	-3.3	29.55%
3月	74,224	-3,396	-4.4	23,142	-562	-2.4	31.18%
4月	99,582	-3,526	-3.4	31,010	-1,098	-3.4	31.14%
5月	125,314	-3,855	-3	39,107	-1,124	-2.8	31.21%
6月	152,584	-3,350	-2.2	47,489	-862	-1.8	31.12%
7月	180,813	-1,010	-0.6	55,716	-671	-1.2	30.81%
8月	208,913	1,844	0.9	63,691	-1,072	-1.7	30.49%

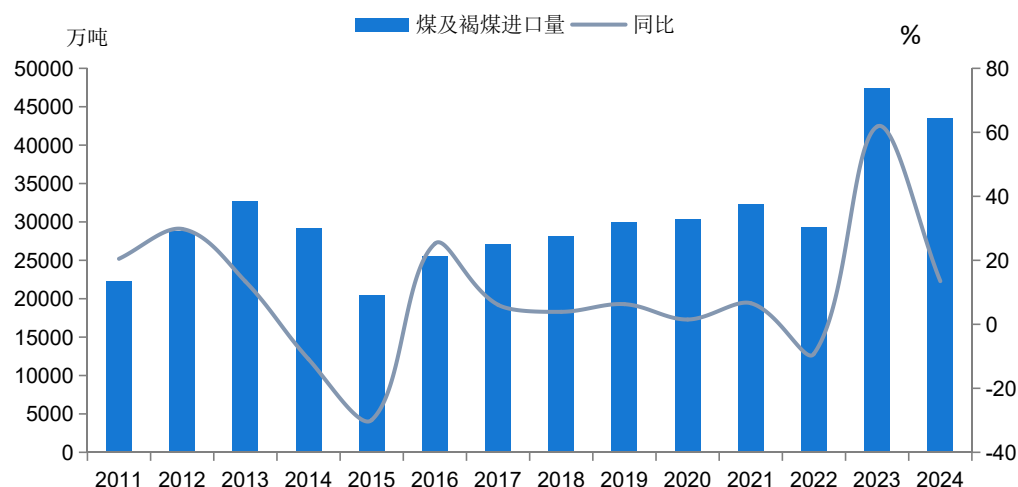
2.5、进口：总量看，2024年进口继续增加

- ◆ 2024年1-10月国内煤及褐煤进口量4.4亿吨，同比增长13.5%，其中动力煤进口3.4亿吨，同比增长11%。进口增加是今年国内供应端最重要的变化因素之一。
- ◆ 从单月进口量来看，1-2月与9-10月进口增速较快，这与该阶段进口利润高企，以及年初山西产量大幅缩减，9-10月旺季需求增长等因素相关。

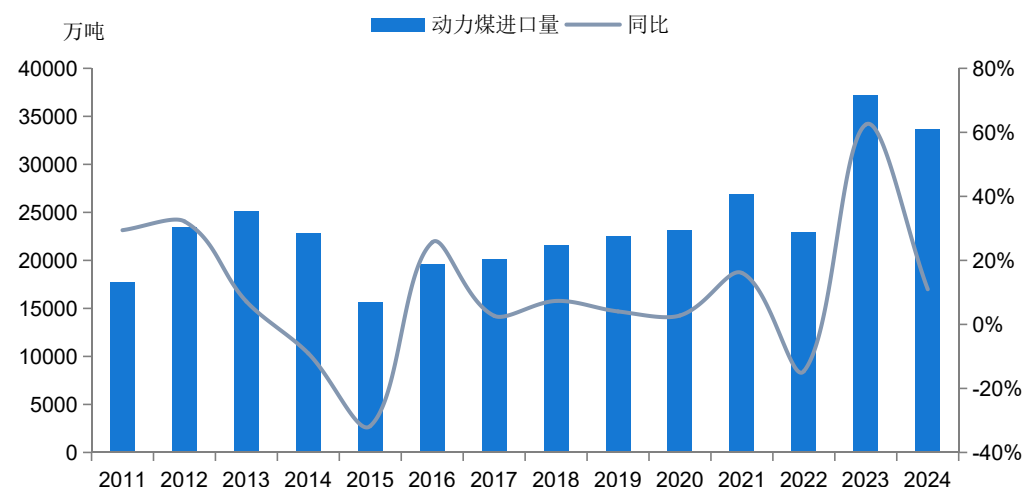
图表：煤炭单月进口量及增速



图表：煤炭进口量及增速（截至2024年10月）



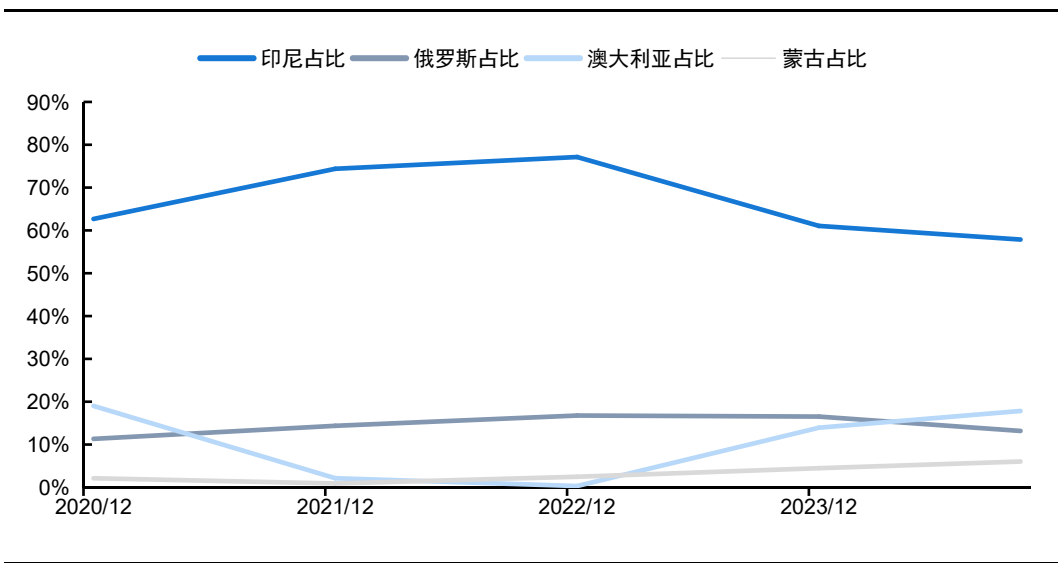
图表：动力煤进口量及增速（截至2024年10月）



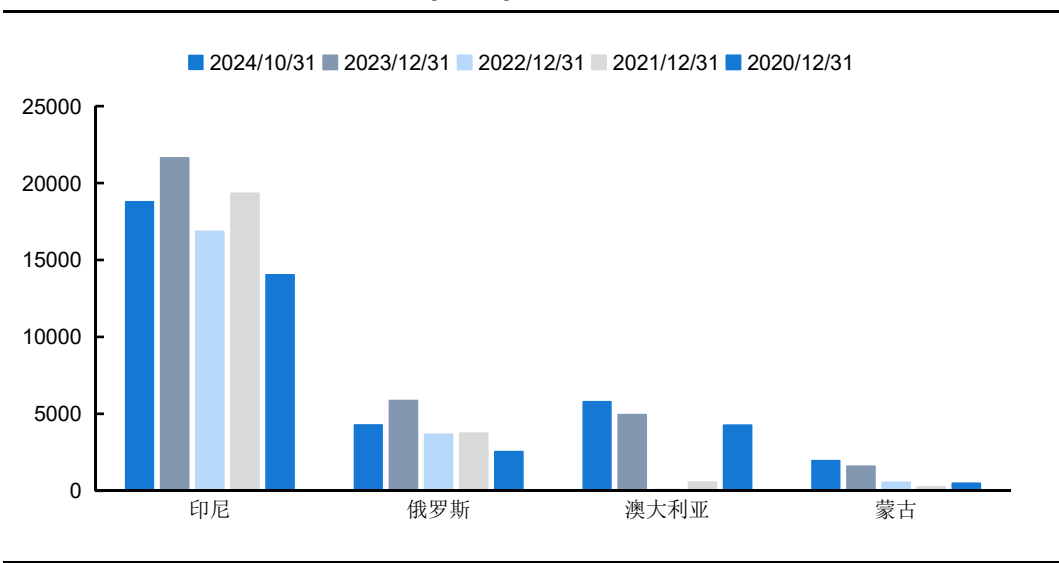
2.5、进口：分国别看，澳煤贡献大部分同比增量，俄罗斯有减量，印尼蒙古保持增长

- ◆ 从进口来源国看，印尼仍然是主要来源，但由于澳煤进口部分恢复，澳洲进口增长较快，印尼占比小幅下降。
- ◆ 2024年1-10月进口增量中，澳洲贡献大部分。2024年1-10月进口中，澳洲煤进口同比增加2077万吨，俄罗斯同比减少819万吨，蒙古煤同比增加707万吨，印尼煤同比增加1015万吨。合计从该五国进口煤炭同比去年增长2980万吨，贡献全部增量的81%。就2024年1-10月进口增量来看，澳洲贡献增量占比为57%，占绝大部分。其次为印尼和蒙古，分别占比28%、19%。俄罗斯贡献增量-22%。
- ◆ 纵向去看，2024年澳洲对进口增量的贡献度较去年有所提升。2024年1-10月进口增量中，澳洲占比57%，较2023年提升21pct。

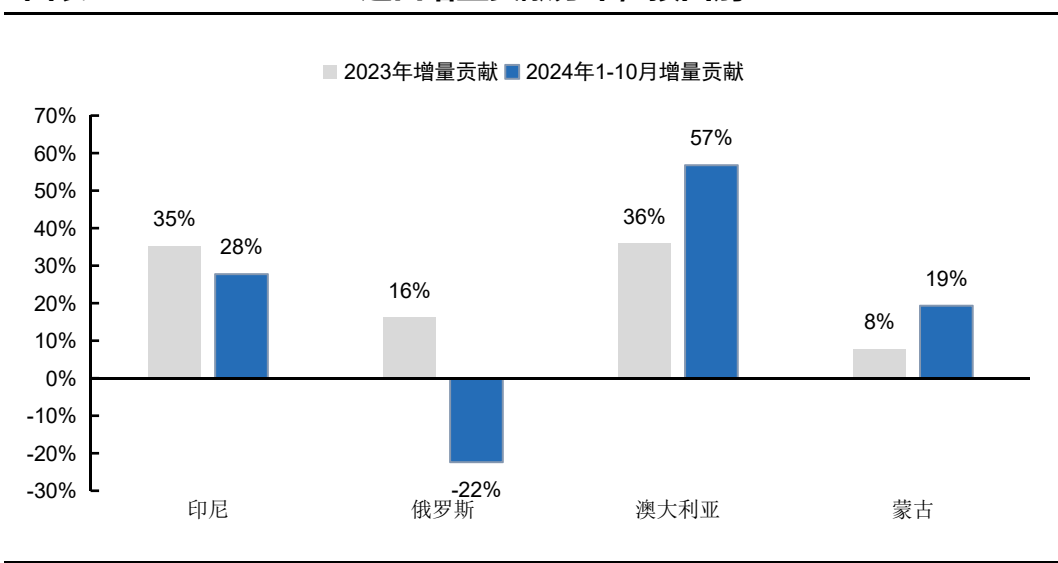
图表：动力煤进口来源国（截至2024年10月）



图表：动力煤进口量分国别（万吨）



图表：2023/2024M1-10进口增量贡献分布，按国别



2.5、进口：内外价差收窄，进口增速或有放缓，但整体或仍保持高位

- ◆ 国内和进口动力煤价差收窄，进口增速或有放缓，但整体或仍保持高位。截至12月10日，秦皇岛港动力煤（Q5500）与澳洲进口动力煤价差为36元/吨，较年初最高价差已经下滑57%，较10月最高价差也下滑57%，但仍高于3-5月水平。

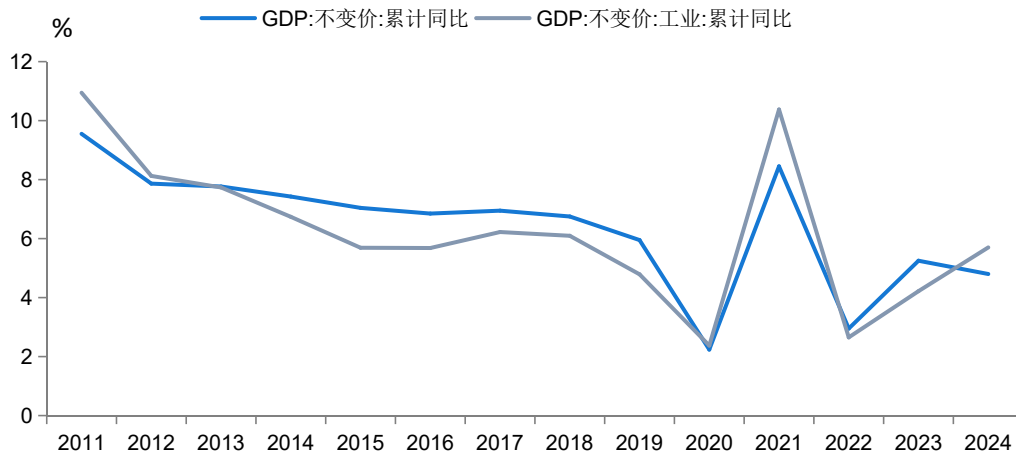
图表：动力煤内外价差（元/吨，截至2024年12月10日）



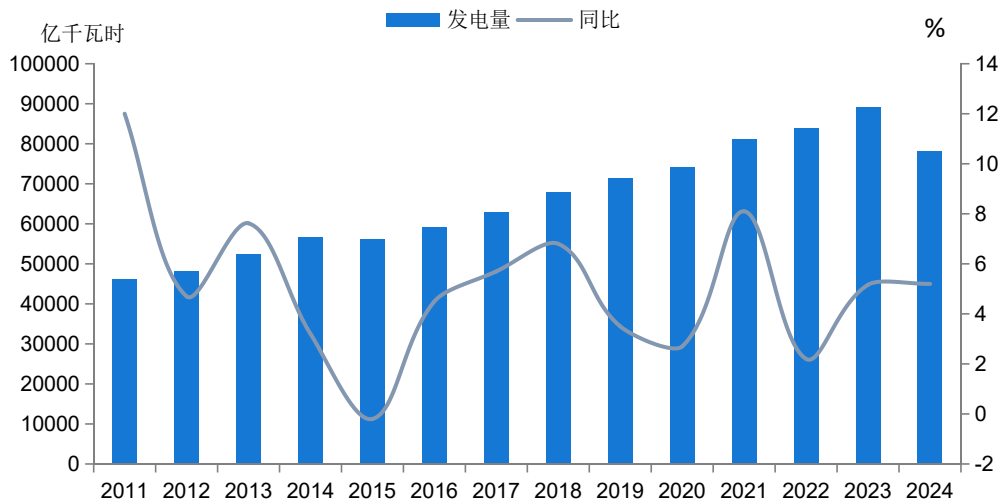
2.6、电力：二三产业、居民用电显著增长，带动用电需求提升

- ◆ **二三产业、居民用电大幅增长带动用电需求提升。**2024年1-9月，国内GDP工业部分同比增长5.7%，较2023年的4.2%增长1.5pct，带动用电需求增长。2024年1-10月，国内发电量同比增长5.2%，与去年全年增速基本持平，全社会用电量同比增长7.6%，较去年全年增速增长0.9pct。
- ◆ 分行业看，2024年1-10月，第一、二、三产业、城乡居民生活用电累计同比增长6.0%、5.6%、11.0%、12.3%，累计同比增加65亿千瓦时、2809亿千瓦时、1515亿千瓦时、1388亿千瓦时，从贡献度来看，分别占据1%、49%、26%、24%，二产用电贡献增量最多。

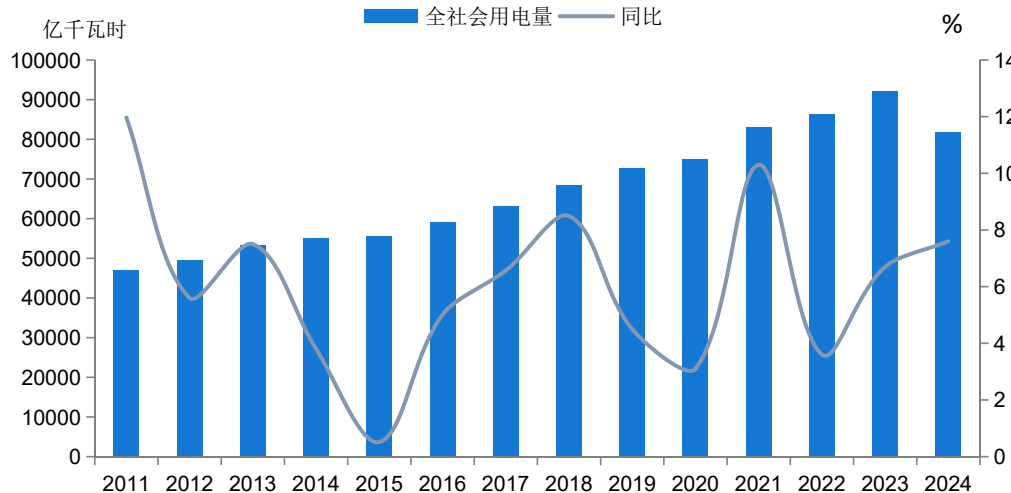
图表：GDP增速（截至2024年9月）



图表：国内发电量（截至2024年10月）



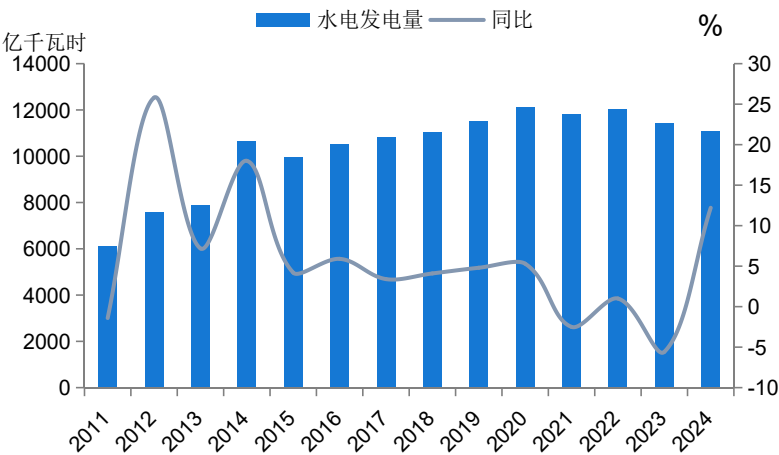
图表：全社会用电量（截至2024年10月）



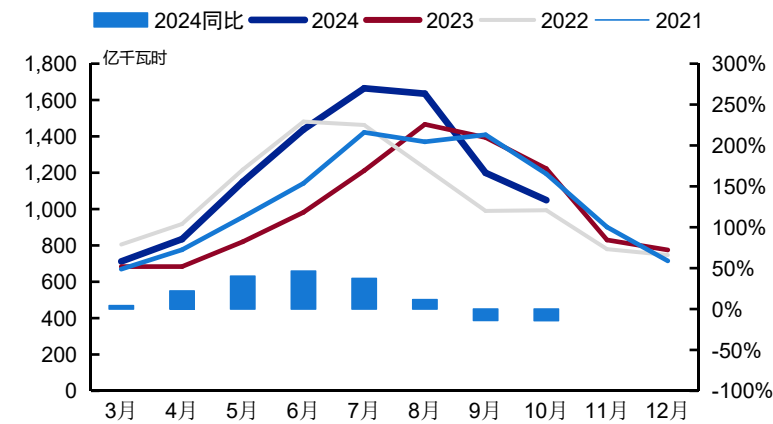
2.6、电力：水电下半年乏力，火电增速显著提升，整体看火电能源压舱石地位不变

- ◆ **水电前高后低，火电下半年提速。**年内全国规模以上企业水电发电量前高后低，水电的高波动性对火电提出了更高要求，火电发电量前高后低作为对水电的补充。水电1-10月发电量累计同比增长12%，其中平均利用小时数同比增长9%，发电装机容量同比增长3%。
- ◆ **整体看，火电能源压舱石的地位不变。**1-10月，全国规模以上企业火电发电量52231亿千瓦时，同比增长1.9%，占归上发电结构比重稳定在70%水平窄幅波动。

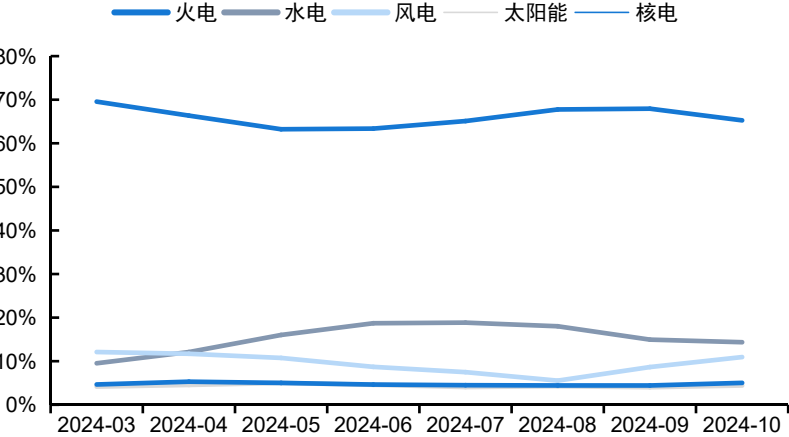
图表：水电发电量（截至2024年10月）



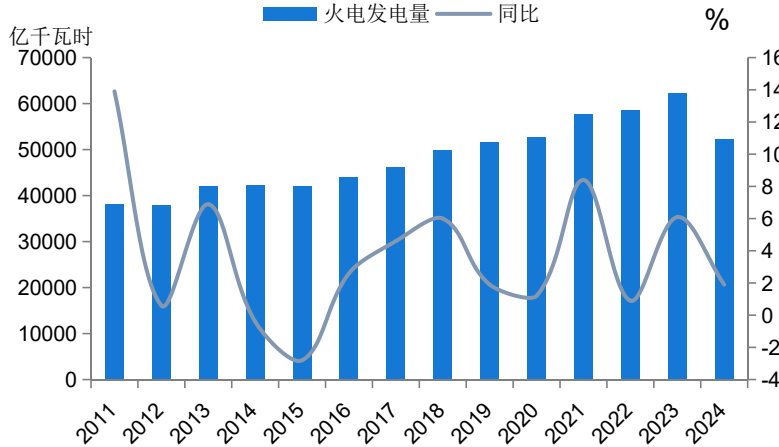
图表：水电发电量前高后低



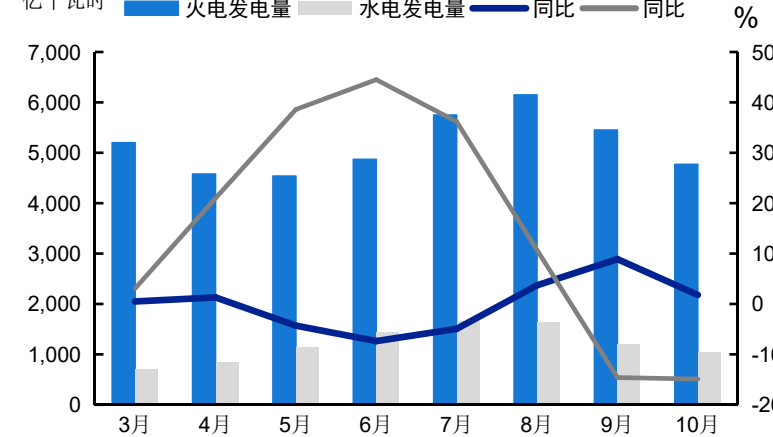
图表：年中水电挤压火电占比，但整体火电占比较稳



图表：火电发电量（截至2024年10月）



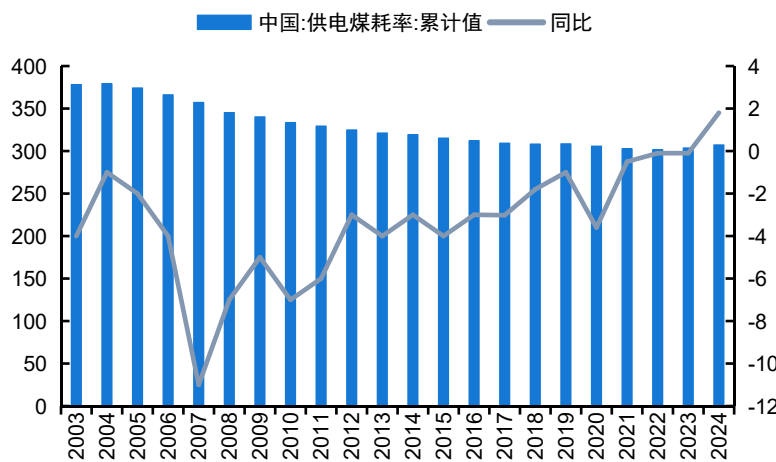
图表：下半年水电乏力，火电补充且呈现显著提速



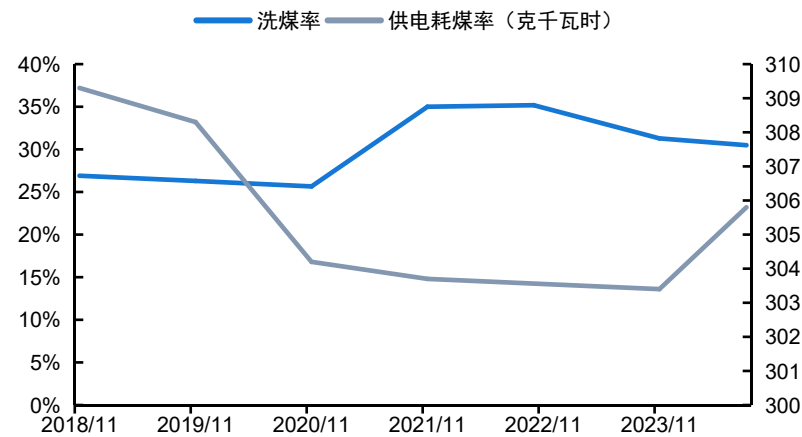
2.6、电力：水电下半年乏力，火电增速显著提升，整体看火电能源压舱石地位不变

- ◆ **现阶段已逐步步入火电旺季。**从电厂日耗来看，截至12月5日，沿海八省电厂日耗为201.5万吨，周环比+10.7万吨；内陆十七省电厂日耗为388.4万吨，周环比+20.1万吨。
- ◆ **发电耗煤率趋势性下降，但今年罕见实现同比增长，可见电厂进一步降耗难度大。而耗煤率的提升将在旺季利于煤炭需求的增长。**1-10月耗煤率平均为307克标煤/千瓦时，同比增长1.8克标煤/千瓦时。2020-2023年耗煤率同比增速分别为-0.5%、-0.1%、-0.1%。历史来看，耗煤率与洗煤率呈现较好的负相关性，今年（2024年1-8月）洗煤率进一步下跌至30.5%，预计洗煤率下降以及热值潜在的下降导致耗煤率的提升。

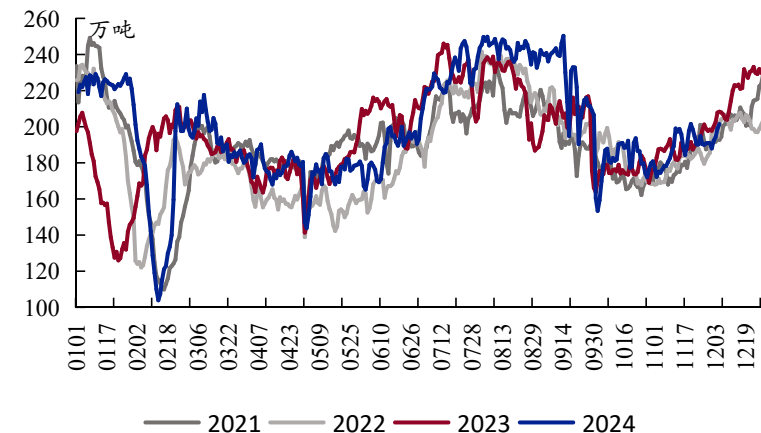
图表：供电耗煤率（克标煤/千瓦时，2024年截至10月）



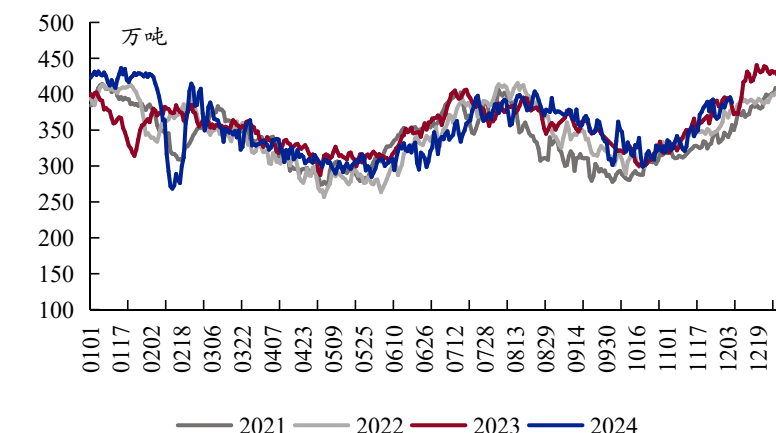
图表：洗煤率下降或影响耗煤率提升



图表：沿海八省电厂日耗（截至2024年12月5日）



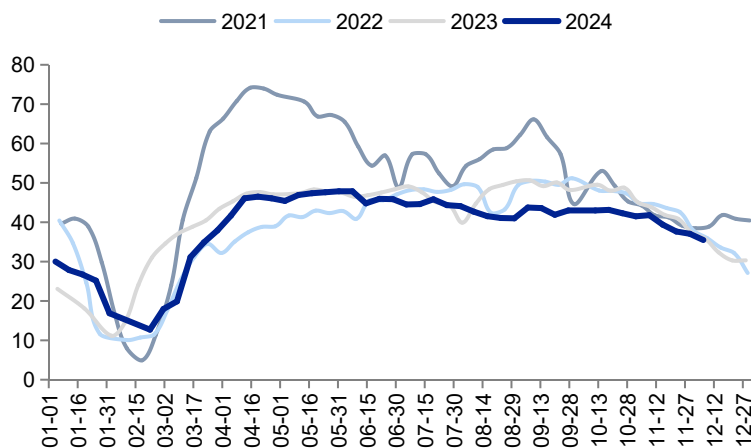
图表：内陆十七省电厂日耗（截至2024年12月5日）



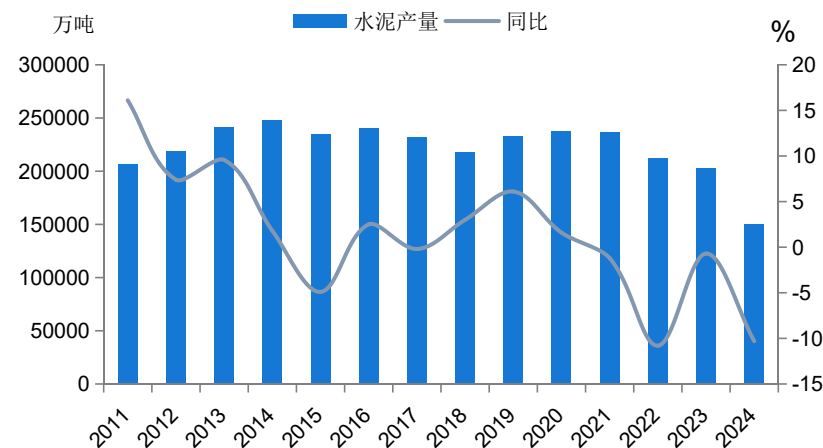
2.7、建材：地产基建疲弱，水泥产量下滑

- ◆ 由于地产基建疲软，水泥开工率维持低位，产量较去年同期微降。1-10月，水泥产量为15.0亿吨，同比减少10.3%。

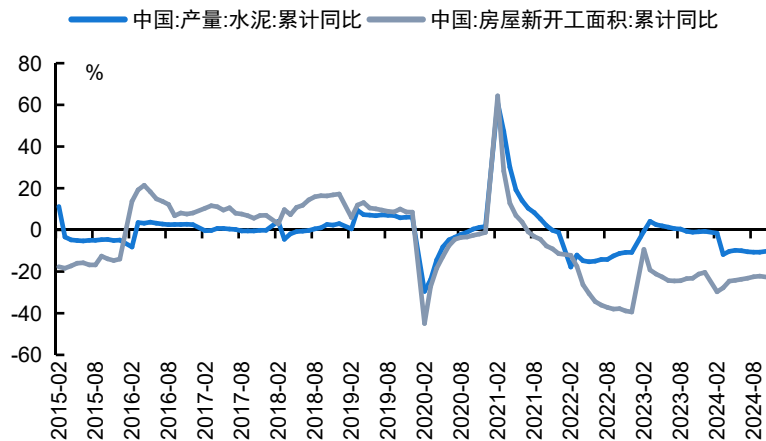
图表：水泥开工率（%，截至12月5日）



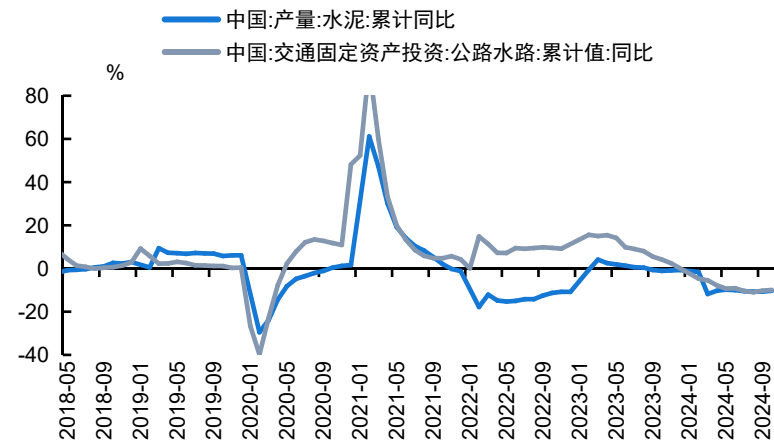
图表：水泥产量（截至2024年10月）



图表：新开工低迷拖累水泥需求



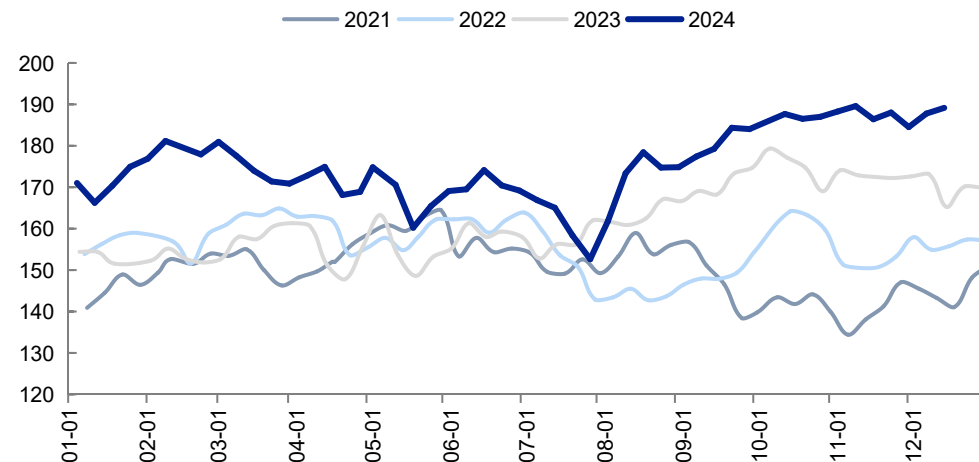
图表：交通投资低迷拖累水泥需求



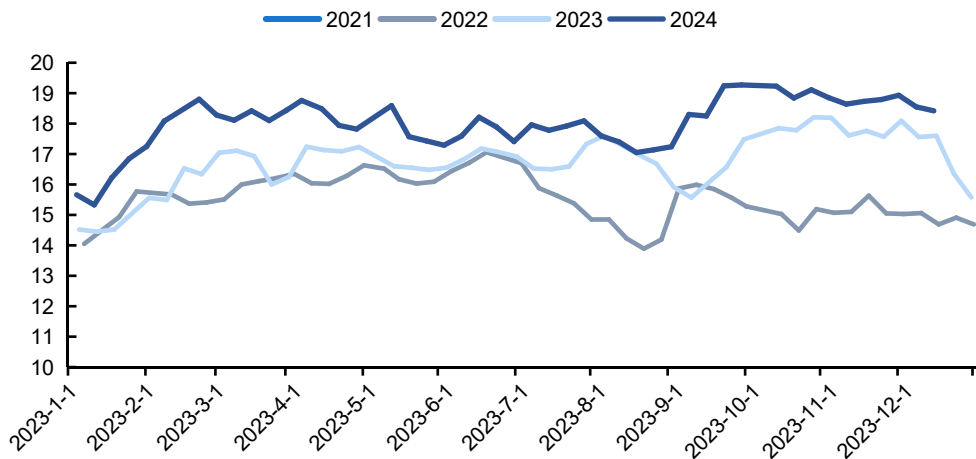
2.8、化工：化工需求旺盛，支撑煤炭需求

- ◆ 2024年化工需求旺盛，支撑煤炭需求。
- ◆ 近年来煤化资本开支增长较快，以煤化工SW个股合计在建工程来看，2022年煤化工在建工程金额为2020年4.2倍。
- ◆ 煤化工产能逐步释放，带动如甲醇、尿素产量2024年同比显著增长。截至12月12日，甲醇周均产量达到189万吨，较2023年同比增长14.5%。截至12月12日，尿素周均产量达18.4万吨，较2023年同比增长5%。短期来看，若油价无大幅下滑，煤化工产能将继续释放，化工品产量将保持高位运行，对煤炭需求形成支撑。

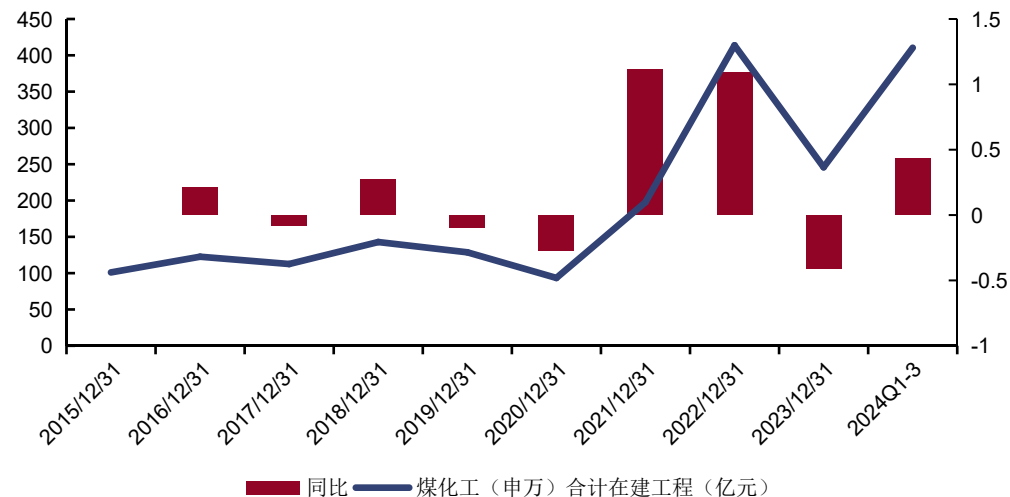
图表：甲醇周度产量（万吨，截至2024年12月12日）



图表：尿素产量（万吨，截至2024年12月12日）



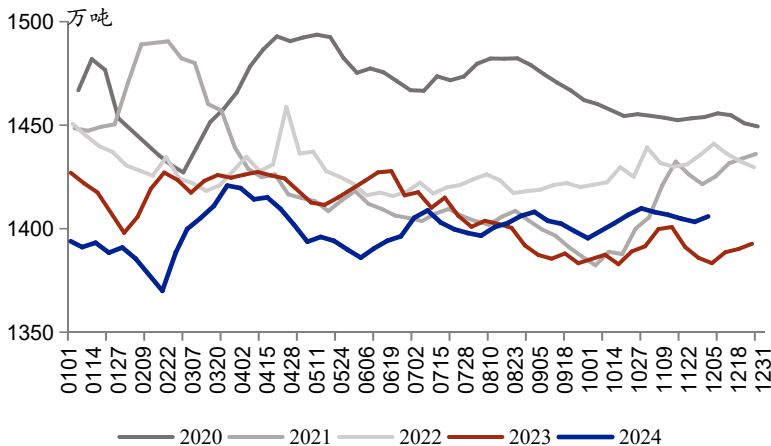
图表：近年来煤化资本开支显著增长



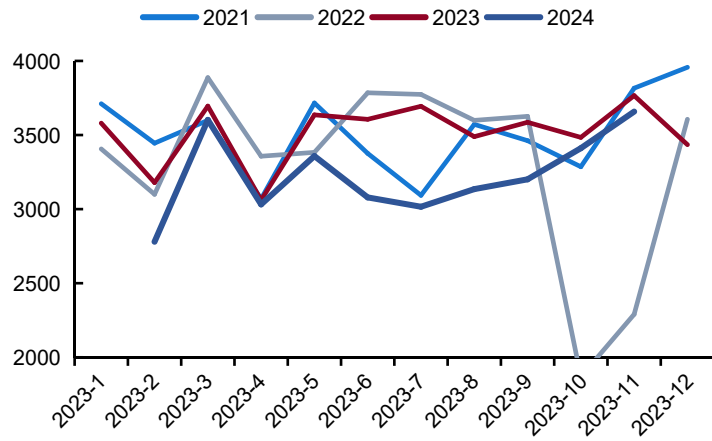
2.9、库存：中游港口库存近期有回升

- ◆ 下半年生产企业库存略高于去年。截至12月2日，生产企业动力煤库存为1406万吨，同比增长2%。
- ◆ 港口库存相对偏高。截至12月2日，北方港口库存达到3011万吨，同比+6%，南方港口库存达到3490万吨，同比+8%。

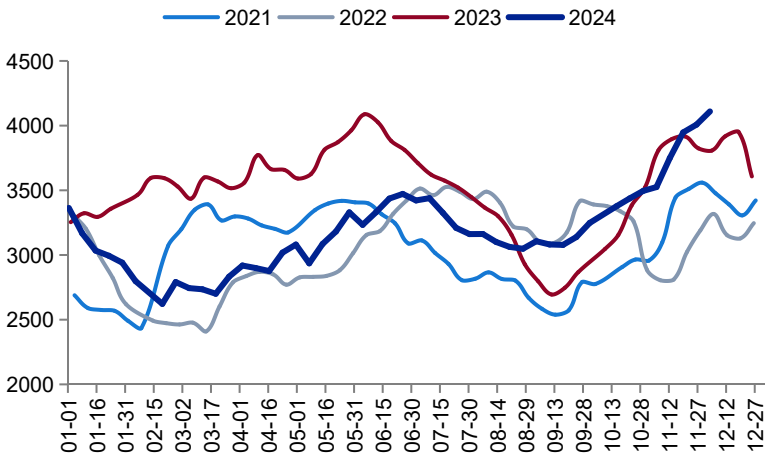
图表：生产企业动力煤库存（截至12月2日）



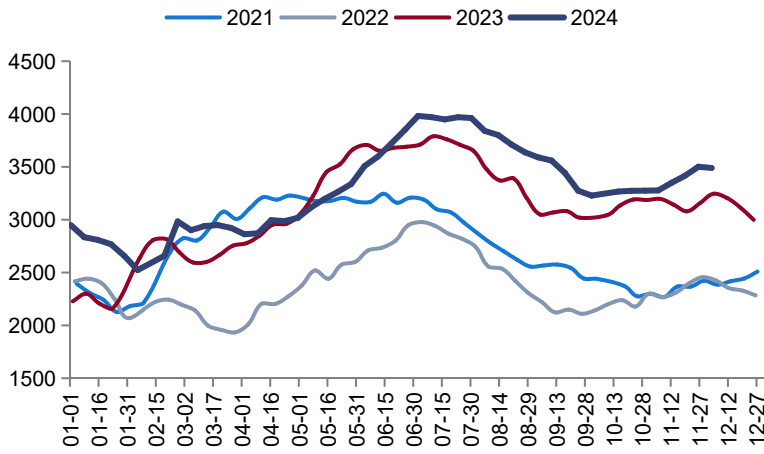
图表：大秦线煤炭运量（万吨，截至2024年11月）



图表：北方港口煤炭库存（万吨）



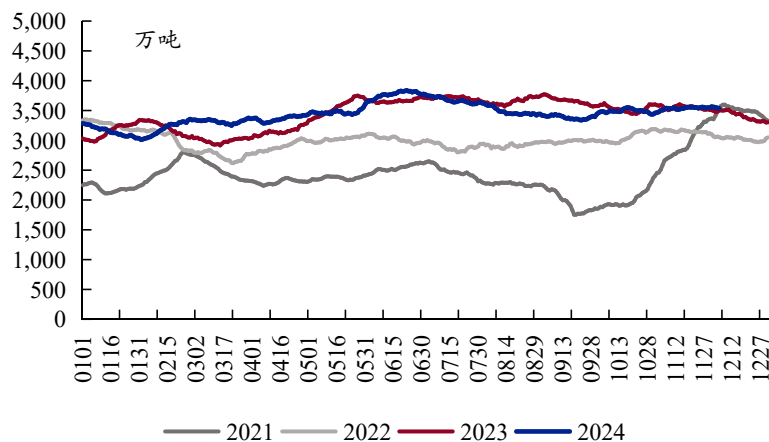
图表：南方港口煤炭库存（万吨）



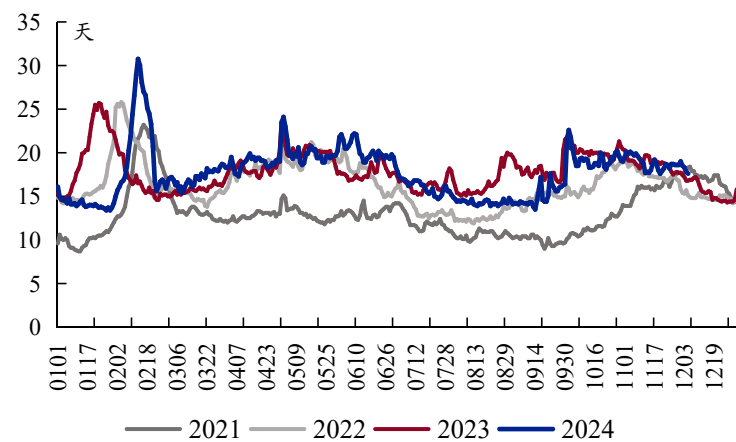
2.9、库存：下游电厂维持合理高库存

- ◆ 电厂维持合理高库存。近年来，出于能源安全考虑，电厂库存重心持续上移。截至12月5日，沿海电厂可用天数18天，较去年多1天，内陆电厂可用天数26天，较去年多2天，整体电厂库存维持在合理的高库存水平。

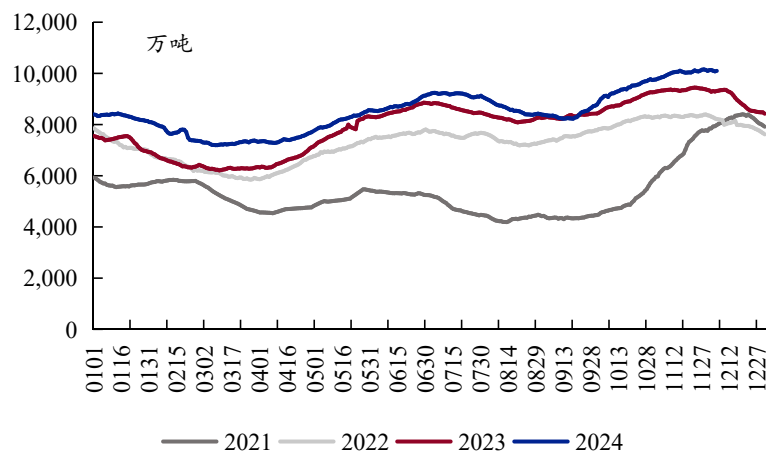
图表：沿海八省电厂库存（截至2024年12月5日）



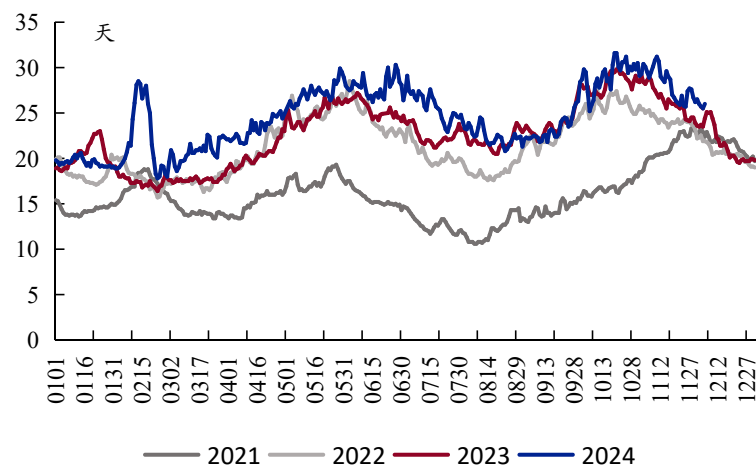
图表：沿海八省电厂可用天数（截至2024年12月5日）



图表：内陆十七省电厂库存（截至2024年12月5日）



图表：内陆十七省电厂可用天数（截至2024年12月5日）



1

行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前

2

复盘动力煤：阶段性供需仍有错配，年内煤价窄幅震荡

3

复盘炼焦煤：震荡下行，基本面与情绪交织影响煤价

4

2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价或800-900元/吨波动

5

投资建议及风险提示

3.1、炼焦煤价格复盘：2024年整体震荡下行，年内基本面与情绪交织影响煤价

- ◆ 受供需整体偏宽松影响，焦煤价格重心有所下滑。京唐港主焦煤年内均价（截至12月13日）为2045元/吨，较2023年均价下降238元/吨。降幅较2023年收窄，2023年均价2283元/吨，较2022年下降557元/吨。

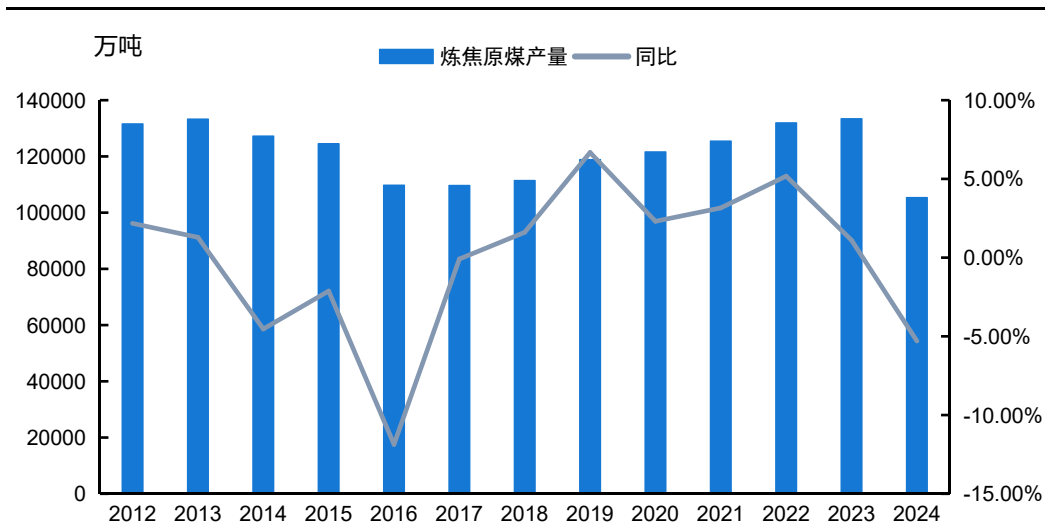
图表：国内炼焦煤价格复盘



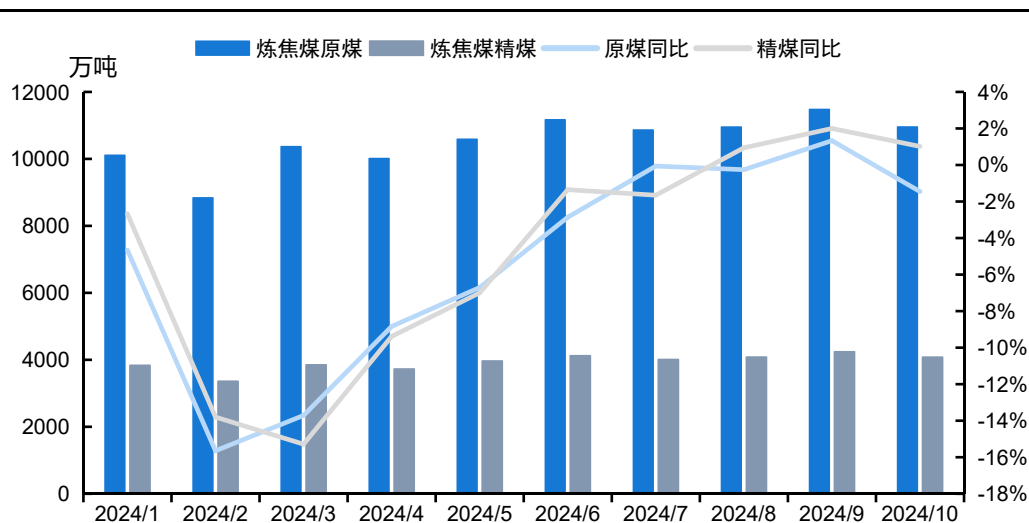
3.2、生产：炼焦煤产量同比下降，年内同比增速前低后高

- ◆ 炼焦煤原煤/精煤产量增速1-10月下行5%，缩量主要在上半年，下半年回升至去年水平。2024年1-10月国内炼焦原煤产量10.5亿吨，同比下降5.3%（-5886万吨），较2023年增速（同比+1.1%）明显下滑；1-10月炼焦精煤产量3.9亿吨，同比减少4.81%（-1981万吨），较2023年增速（同比-0.42%）明显下滑。
- ◆ 国内资源短缺，随着优质资源的消耗，精煤洗出率下降是趋势。2024年1-10月精煤产量/原煤产量为37%，尽管较去年增长0.4pct，但对比2018年的41%而言，精煤洗出率下滑4pct。

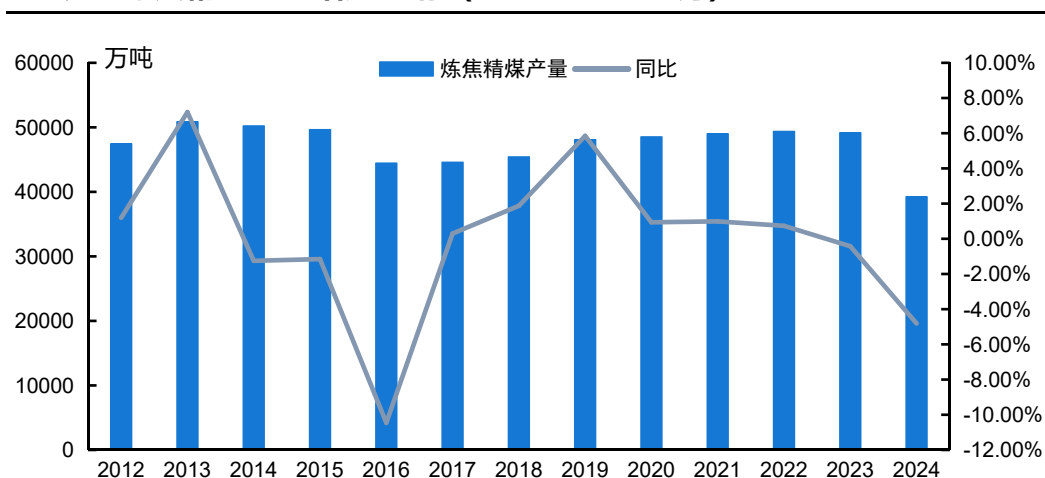
图表：炼焦原煤产量增速下滑（截至2024年10月）



图表：炼焦煤产量与同比增速，按月度



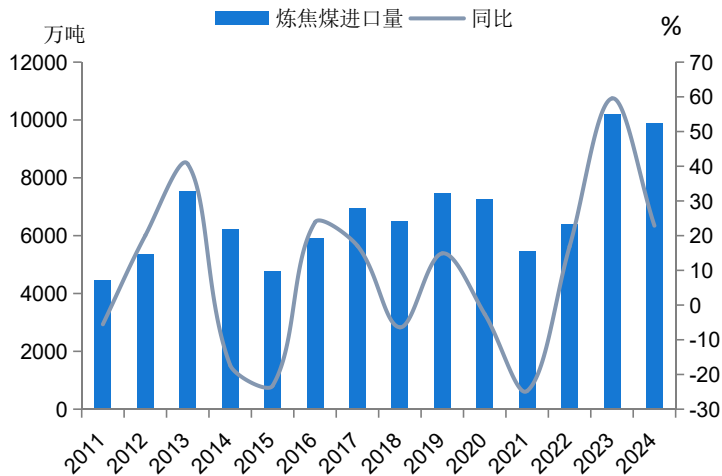
图表：炼焦精煤产量增速下滑（截至2024年10月）



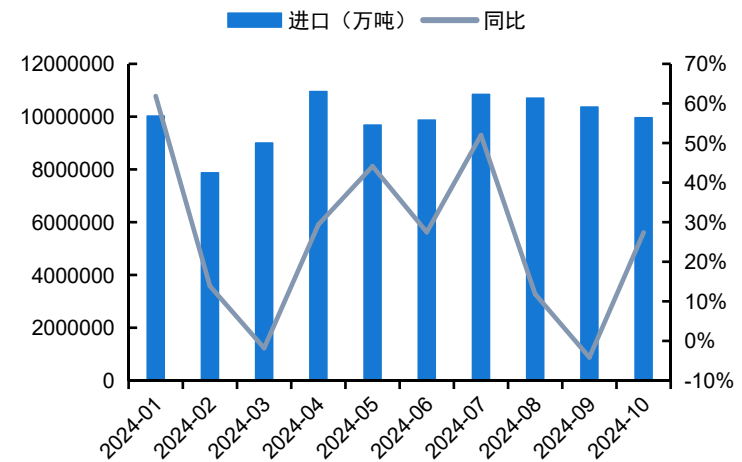
3.3、进口：2024年1-10月进口增长23%，1月、年中、10月增速较高

- ◆ 2024年1-10月进口大幅增长23%，年中及1月、10月增速最高。
1-10月我国进口炼焦煤9925万吨，同比增长23%（+1873万吨）。峰值增速在50%左右。进口的增长既是对生产减量的补充替代，亦是进口持续有利润的反映。
- ◆ 进口对年内供给的边际影响愈来愈重要。一是因为进口占总供给的比例逐步上升，至2024年10月已接近10%，二是进口相对于生产而言变化的弹性更高。

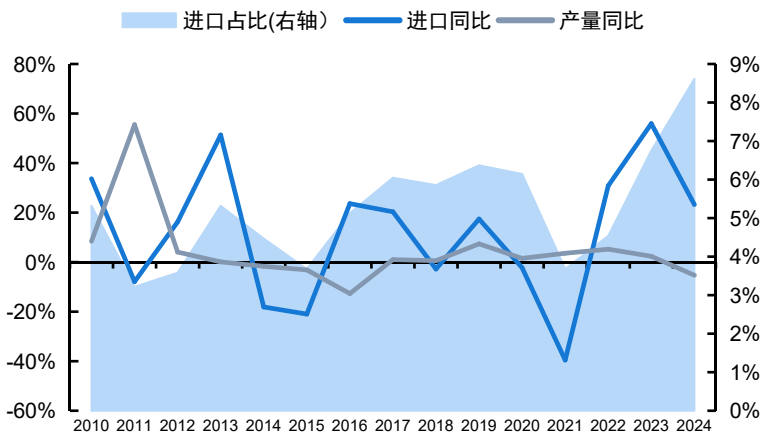
图表：炼焦煤进口量（截至2024年10月）



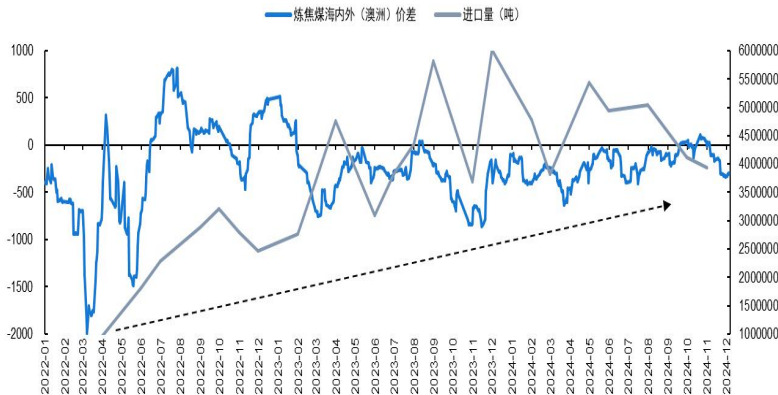
图表：炼焦煤进口单月量及同比



图表：进口炼焦煤量及同比增速（截至2024年10月）



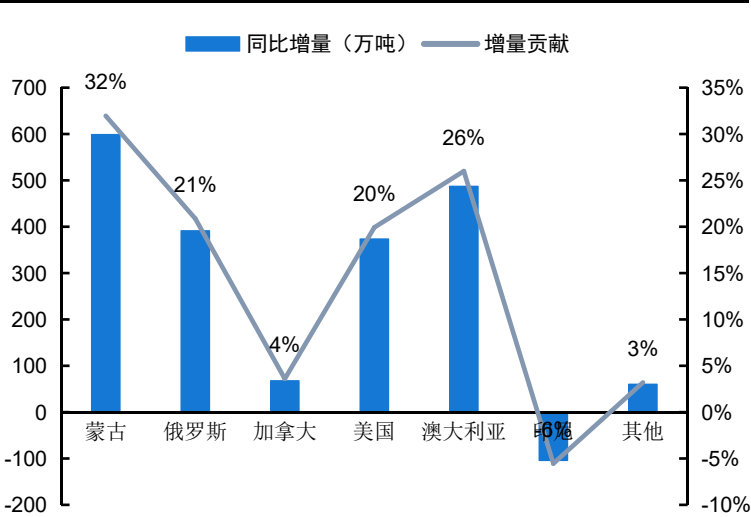
图表：进口量（万吨）及价差（元/吨）关系



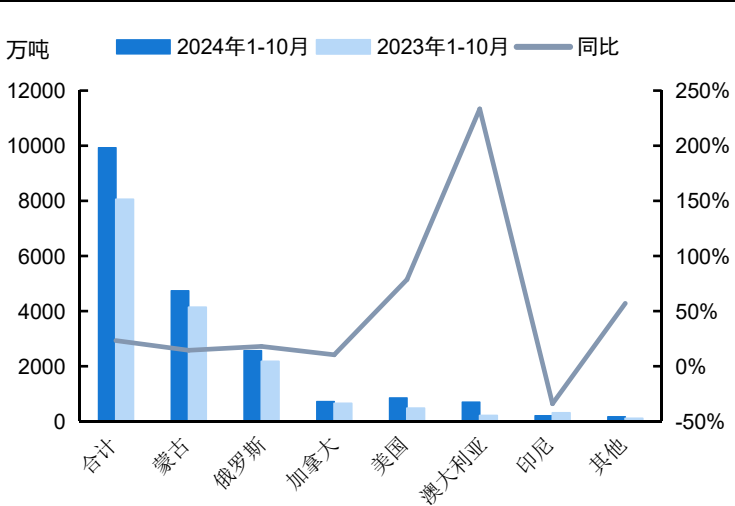
3.3、进口：进口增量中，蒙古、澳大利亚等是主要来源

- ◆ 增量贡献来看，蒙古最多，澳大利亚、俄罗斯、美国其次。2024年1-10月增量中，蒙古、澳大利亚、俄罗斯、美国贡献分别32%、26%、21%、20%。
- ◆ 看绝对值，1-10月，进口蒙煤4735万吨，同比增长14%（+598万吨），进口俄罗斯煤2563万吨，同比增长18%（+391万吨），进口加拿大煤716万吨，同比增长10%（+67万吨），进口美国煤848万吨，同比增长79%（+373万吨），进口澳大利亚煤695万吨，同比增长233%（+487万吨），进口印尼煤202万吨，同比下降34%（-104万吨）。

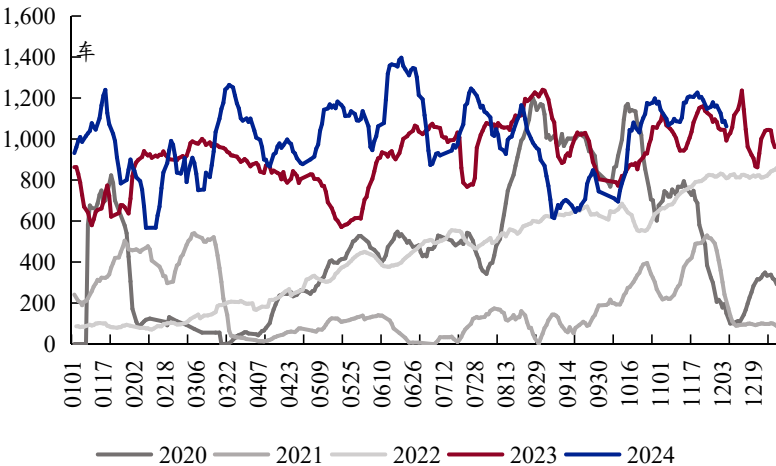
图表：进口增量（2024年1-10月）及贡献度



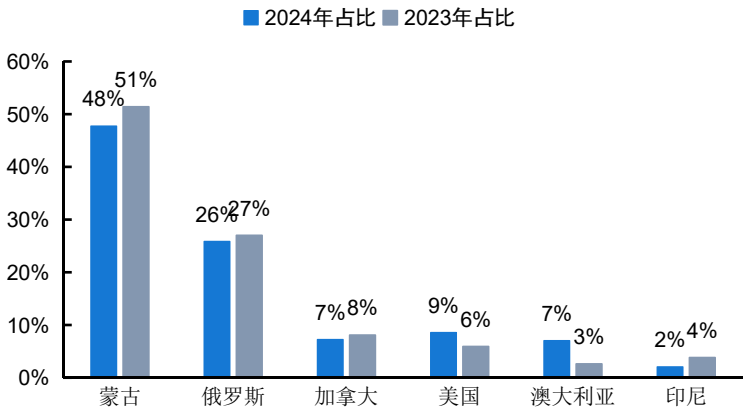
图表：进口炼焦煤量及同比增速（截至2024年10月）



图表：蒙煤通关量重心提升（截至2024年12月5日）



图表：进口来源国占比分布

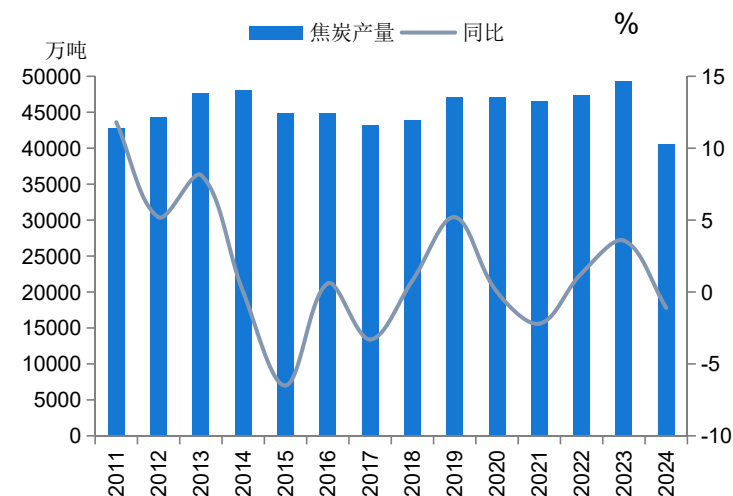


3.4、直接需求：焦炭、生铁产量同比下降，同比年内呈现“N”字走势

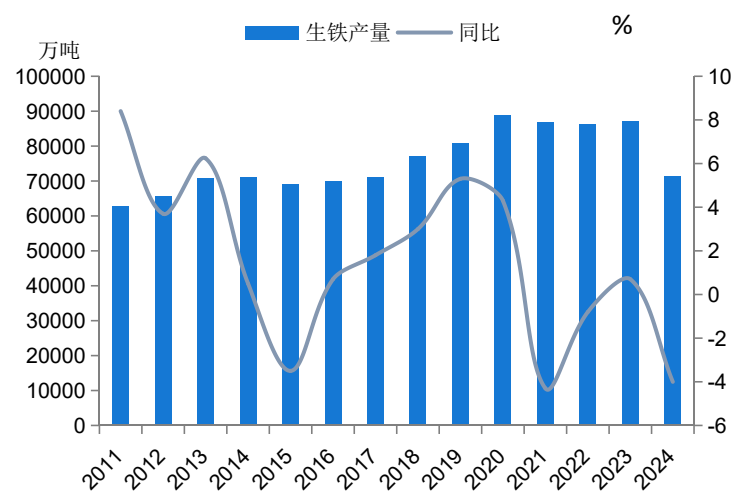
◆ **2024年焦炭、生铁产量同比下行。**1-10月，焦炭产量40571万吨，同比下降1.1%（-430万吨）。生铁产量71511万吨，同比下降4%（-2964万吨）。

◆ **需求整体呈现“N”字型，6-7月及10月为N字顶部。**焦炭产量6月、7月同比+2.2%、2.7%，其余月份均同比下降，10月同比略有修复，为-1%。

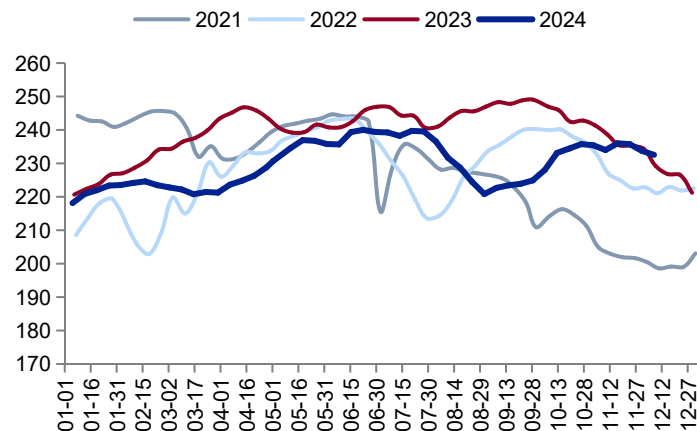
图表：焦炭产量（截至2024年10月）



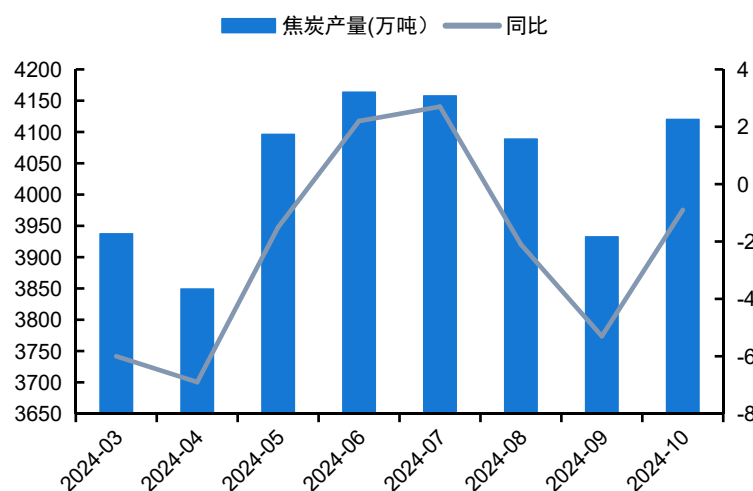
图表：生铁产量（截至2024年10月）



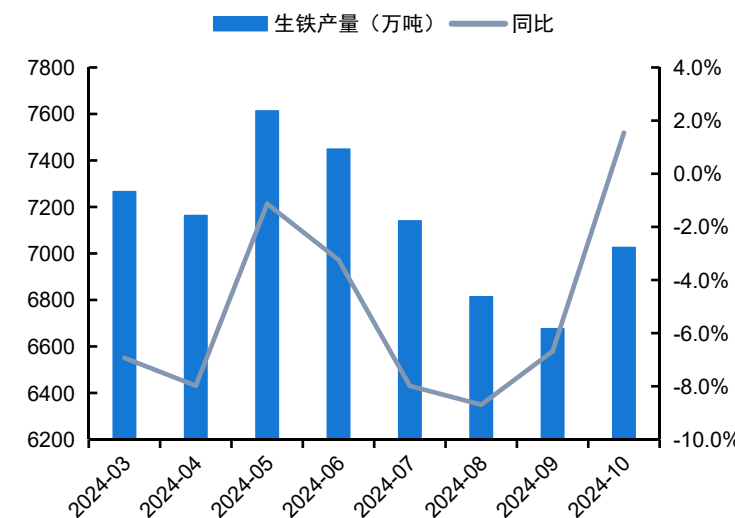
图表：日均铁水产量（万吨，截至2024年12月6日）



图表：焦炭单月产量及同比增速



图表：生铁单月产量及同比增速

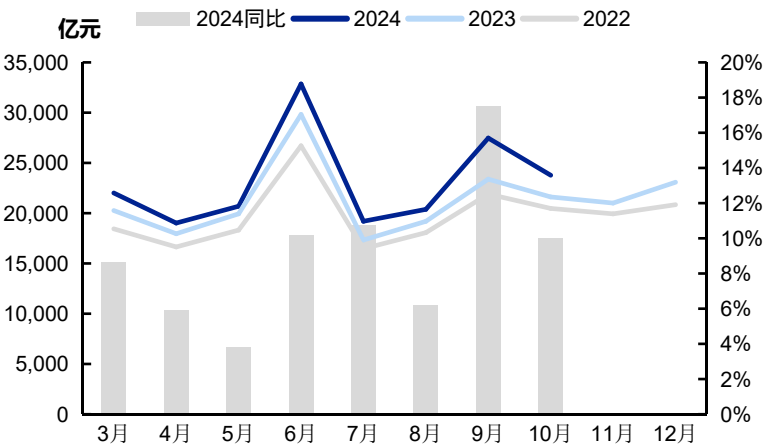


3.5、终端需求：房地产拖累需求，制造业基建钢材出口起到一定支撑

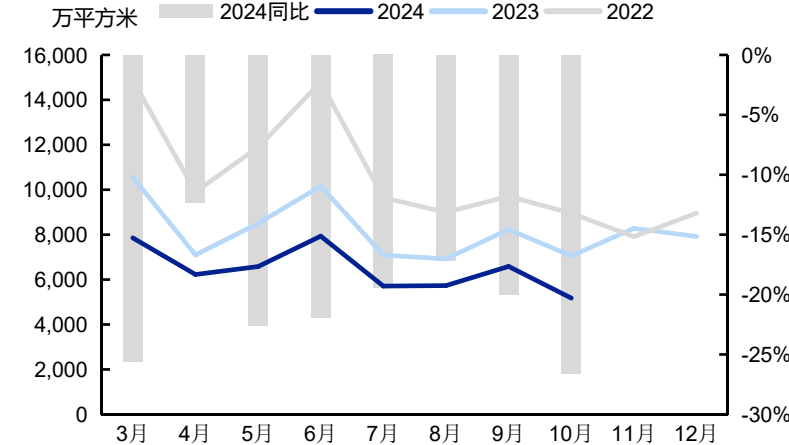
◆ 从下游需求来看，地产拖累需求，制造业、基建、钢材出口有支撑。年内地产新开工维持-21%左右的同比增速，显著拖累需求，是日均铁水下滑的主要原因。基建、制造业维持9%左右增速，钢材出口同比增长22%，对需求起到一定程度的支撑。

◆ 从单月表现来看，4月终端需求表现最佳，对情绪起到一定改善作用。地产新开工4月份同比增速收窄至-12%。制造业PMI重回荣枯线上。整体宏观情绪有所转好，螺纹价格5月初较4月初环比提升7%。

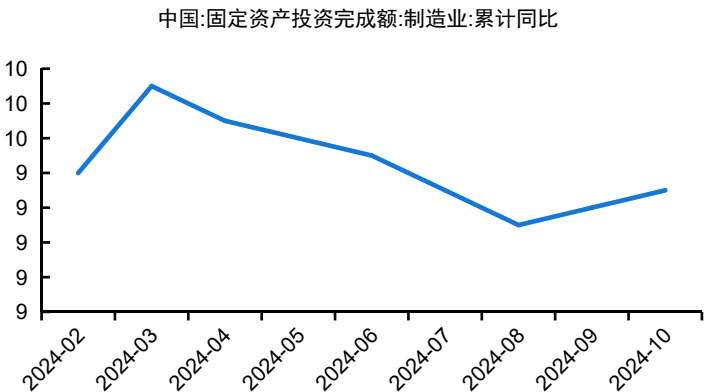
图表：基建投资同比增速



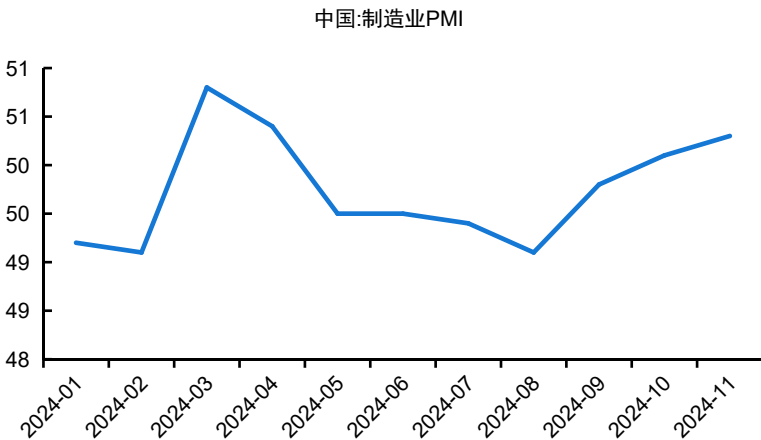
图表：房屋单月新开工面积同比增速



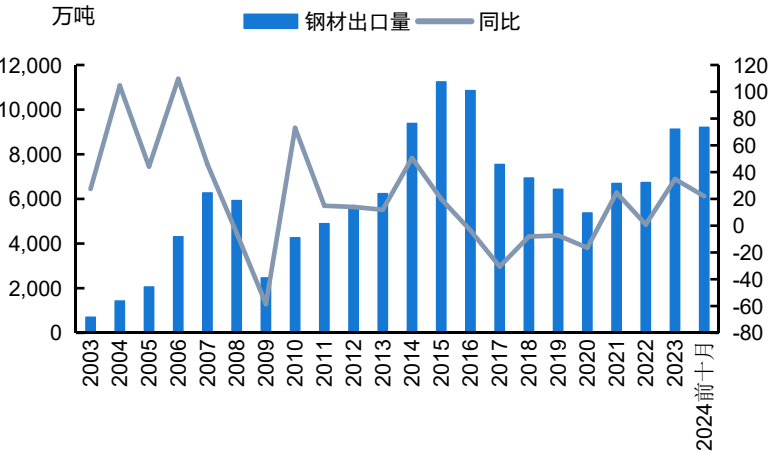
图表：制造业投资增速 (%)



图表：制造业PMI



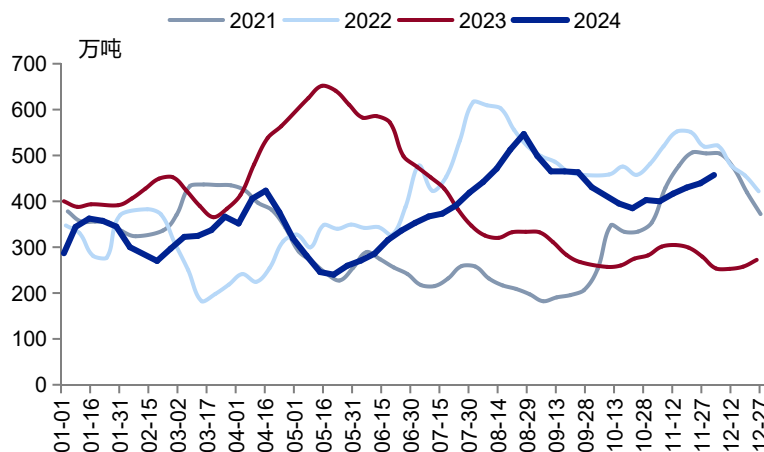
图表：钢材出口



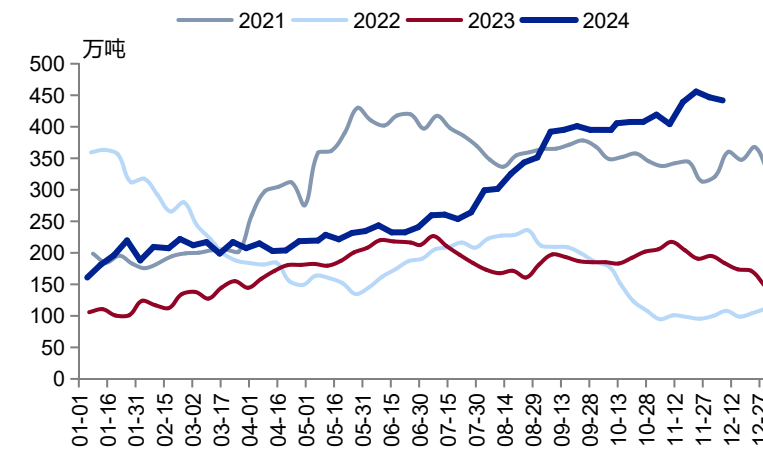
3.6、库存：上游持续累库，施压煤价

- ◆ **下游维持低库存。**下游库存偏低，对原材料采购维持谨慎的刚需采购。
- ◆ **上游库存有提升。**供需宽松下，库存向上游生产厂商及港口堆积，上游整体库存较年初有抬升。
- ◆ 年内三次价格显著下行对应3月、8月、11月，上下游库存比高于历史同期水平且保持上行阶段。

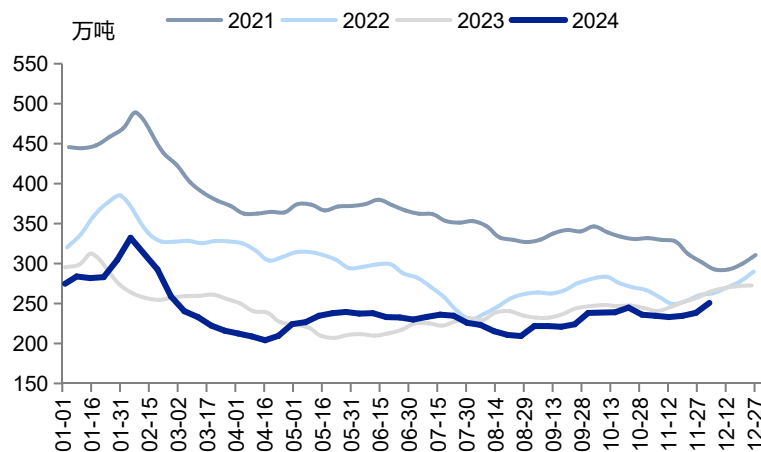
图表：上游焦煤厂内库存（截至2024年12月6日）



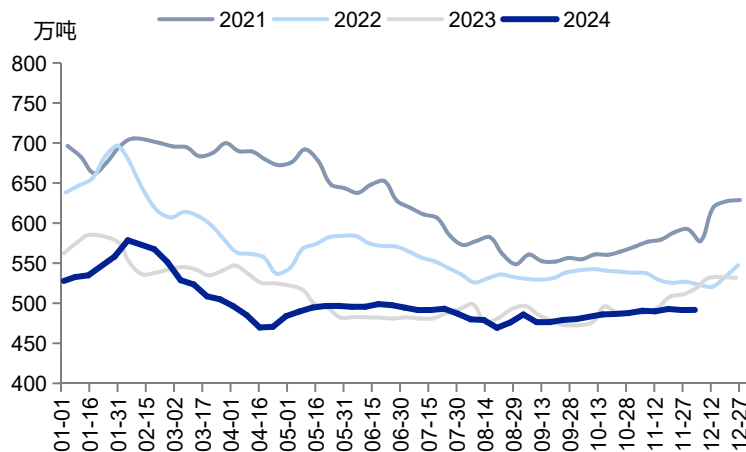
图表：上游焦煤北港库存（截至2024年12月6日）



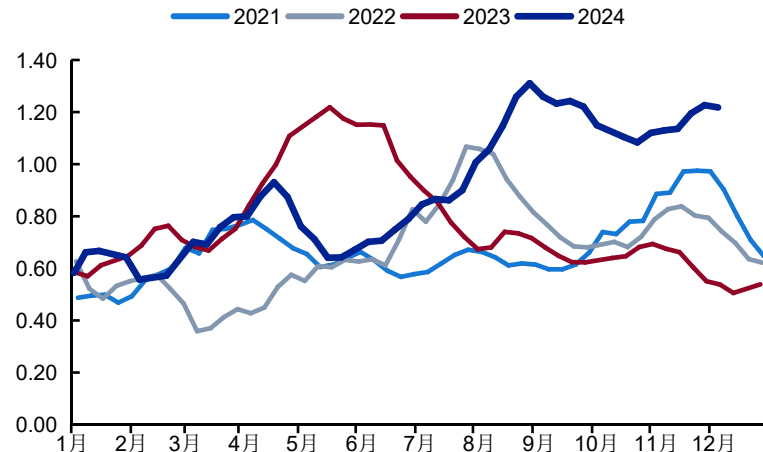
图表：下游焦化厂焦煤库存（截至2024年12月2日）



图表：下游钢铁厂焦煤库存（截至2024年12月2日）



图表：上下游库存之比（截至2024年12月2日）



1

行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前

2

复盘动力煤：阶段性供需仍有错配，年内煤价窄幅震荡

3

复盘炼焦煤：震荡下行，基本面与情绪交织影响煤价

4

2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价或800-900元/吨波动

5

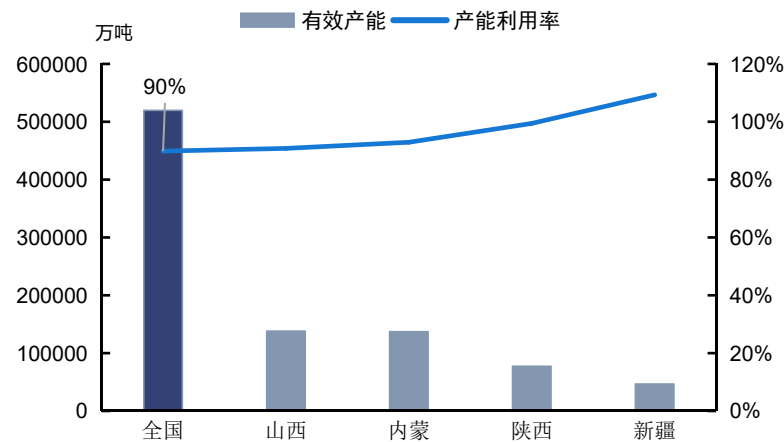
投资建议及风险提示

4.1.1、动力煤：整体看供给约束不变—现有产能利用率高位，后续增产空间有限

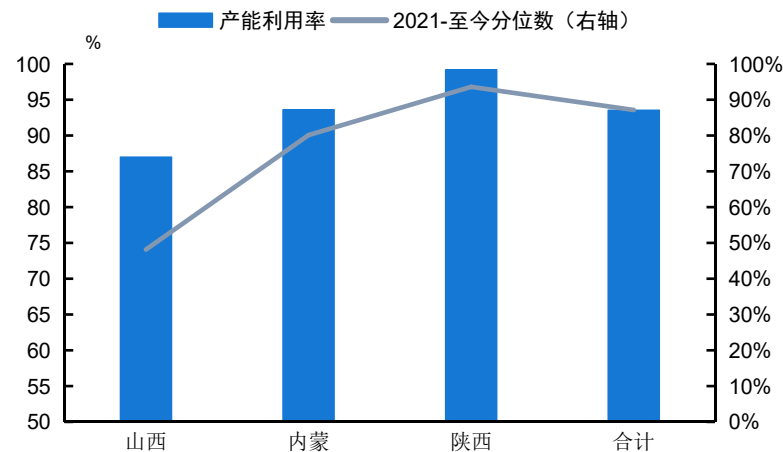
◆ 按年度产量数据与有效产能测算，截至2024年三季度，全国煤矿产能利用率90%。按煤炭资源网12月5日节点数据看，晋陕蒙（产能占比70%）产能利用率94%，处于近三年87%分位水平。其中若拆分去看，陕西、内蒙产能利用率分别达99.2%、93.6%，处于近三年94%、80%分位水平。山西有所拖累，产能利用率87%，处于近三年48%水平，这与过去保供增产以及今年监管扰动产量等因素有关。

◆ 整体看，2024年全国煤矿产能利用率已处于较高水平，将限制后续增产空间。

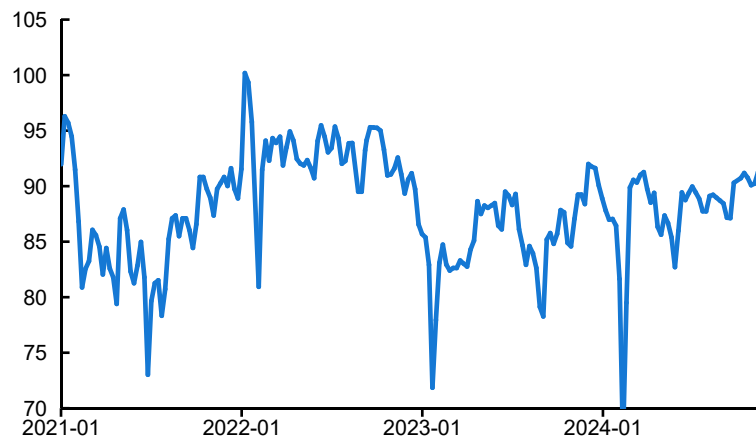
图表：截至2024年三季度，全国产能利用率90%



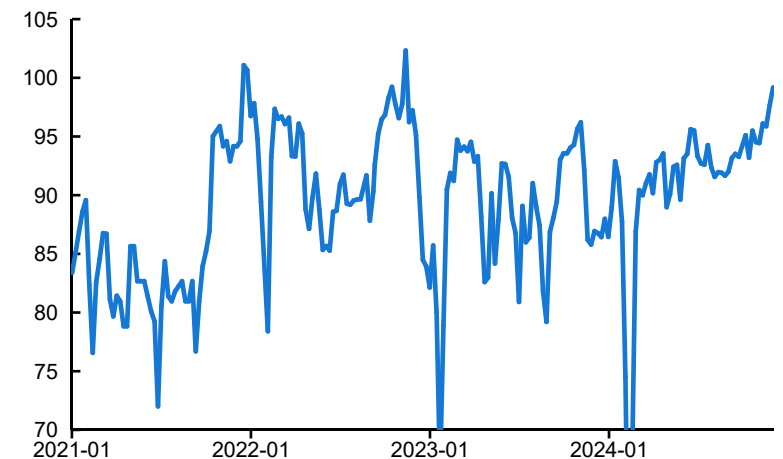
图表：晋陕蒙产能利用率处于近三年高位



图表：内蒙古产能利用率（%，截至2024年12月5日）



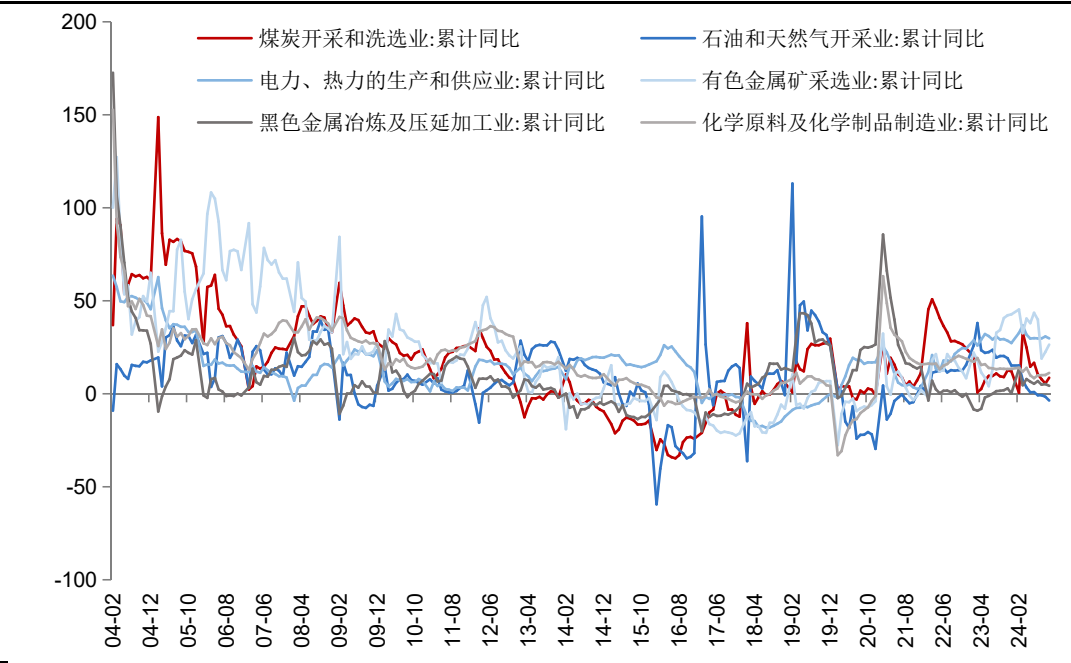
图表：陕西产能利用率（%，截至2024年12月5日）



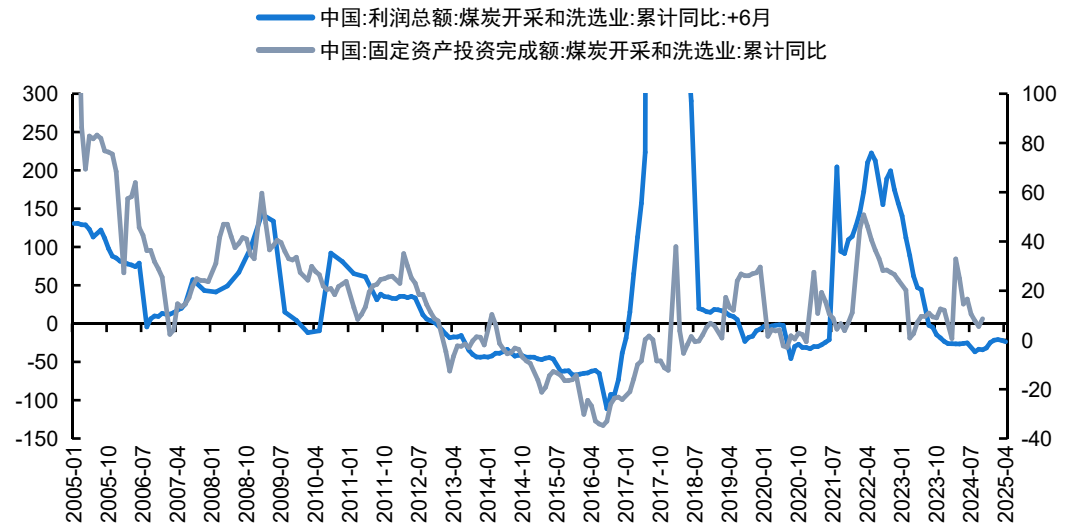
4.1.2、动力煤：整体看供给约束不变—资本开支或延续低位运行，后续产能增加有限

- 过去二十年内，煤炭行业资本开支经历了三轮周期：（1）2004-2011年，煤炭行业进入工业产能大扩张时代；（2）2012-2016年，行业下行时期资本开支持续收缩；（3）2016年-至今，行业资本开支温和回升，主要用于回补旧账及智能化建设投资等。
- 2024年煤炭资本开支增速较2022年显著下滑。截至2024年10月，煤炭固定资产投资累计额约4772亿元，较去年同期增加8.6%，横向对比，增速小于有色金属、化学原料等其他上游行业；纵向对比，增速较2022年（+24%）、2023年（+12%）下滑，整体看煤炭资本开支增速处于温和区间。
- 未来，煤价合理回归、资源成本上行以及碳中和政策预期也将共同约束资本开支的向上。煤价回归理性带动利润增速下滑，截至2024年10月，煤炭开采行业利润同比增速-23.7%，较2022年4月的199%下降223pct。根据历史数据来看，煤炭利润同比领先煤炭固定资产投资同比约6个月，目前利润增速的低位或指引未来半年煤炭资本开支缺乏向上驱动。成本端，近年来煤炭落后产能陆续退出带来资源接续问题、资源成本逐步抬升，从山西2024年探矿权竞拍结果来看，单吨资源竞拍价格也已逐步提升至20多元/吨。另外，除了成本上行以外，“碳中和”能源消费结构转变的政策目标亦使得需求下降存在预期，在此背景下煤炭行业投资意愿难以提升。

图表：我国化石能源行业资本开支增速情况（%）



图表：煤炭利润同比滞后6月与煤炭固定资产投资同比增速（%，部分极值未显示）



4.1.2、动力煤：整体看供给约束不变—资本开支或延续低位运行，后续产能增加有限

图表：从山西探矿权竞得信息看，资源成本逐步抬升

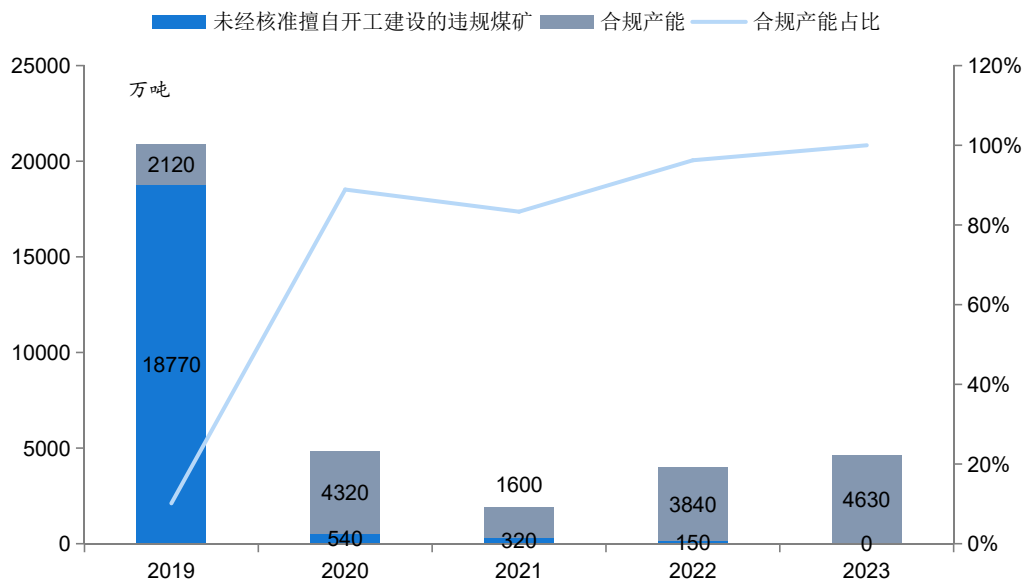
序号	探矿权竞得日期	竞得公司	探矿权名称	资源情况	勘察面积 (平方千米)	资源储量	竞拍价格 (亿 元)	单吨资源竞拍价格 (元/吨)
6	2024年11月14日	山西忻州神达能源集团有限公司 (国企，忻州市人民政府国有资产监督管理委员会持股90%)	山西省保德县化树塔区块 煤炭探矿权	气煤（炼焦配煤）	46	煤炭5.8亿吨	160	27.6
5	2024年10月23日	山西焦煤 (国企，山西省国有资本运营有限公司持股51.6%)	山西省吕梁市兴县区块 煤炭及共生伴生铝土矿探矿权	煤炭(1/3焦煤、气煤，规划产能 800 万吨/年)及伴生铝土矿、镓矿	52	煤炭9.5亿吨；铝土矿0.6亿吨；镓矿3431吨	247	24.5
4	2024年8月22日	华阳股份 (国企，山西省国有资本运营有限公司持股34.8%)	山西省寿阳县于家庄区块 煤炭探矿权	贫瘦煤为主	73	煤炭6.3亿吨	68	10.8
3	2024年8月21日	潞安环能 (国企，山西省国有资本运营有限公司持股45.7%)	山西省长治市襄垣县上马区块 煤炭探矿权	贫煤、无烟煤为主	72	煤炭8.2亿吨	121	14.8
2	2024年3月14日	山西教场坪能源产业集团有限公司 (民企)	山西省沁水煤田安泽县白村 煤炭探矿权	贫煤、无烟煤	69	煤炭8.8亿吨	140	16.0
1	2024年3月13日	晋城蓝焰煤业股份有限公司 (国企，山西省国有资本运营有限公司持股58.1%)	山西省沁水煤田沁水县胡底南 煤炭探矿权	无烟煤资源 (其中有1亿吨属于高硫无烟煤)	25	煤炭3.3亿吨	63	19.1
上市公司三则探矿权平均水平（山西焦煤、华阳股份、潞安环能）					66	煤炭8.0亿吨	145	18.2

资料来源：山西省自然资源事业发展中心、各公司公告、企查查、忻州日报、忻州市人民政府、《浅析山西省沁水煤田安泽县白村勘查区地质特征和煤炭资源评述》赵新丽（2019）华北自然资源 (2),3.、国海证券研究所

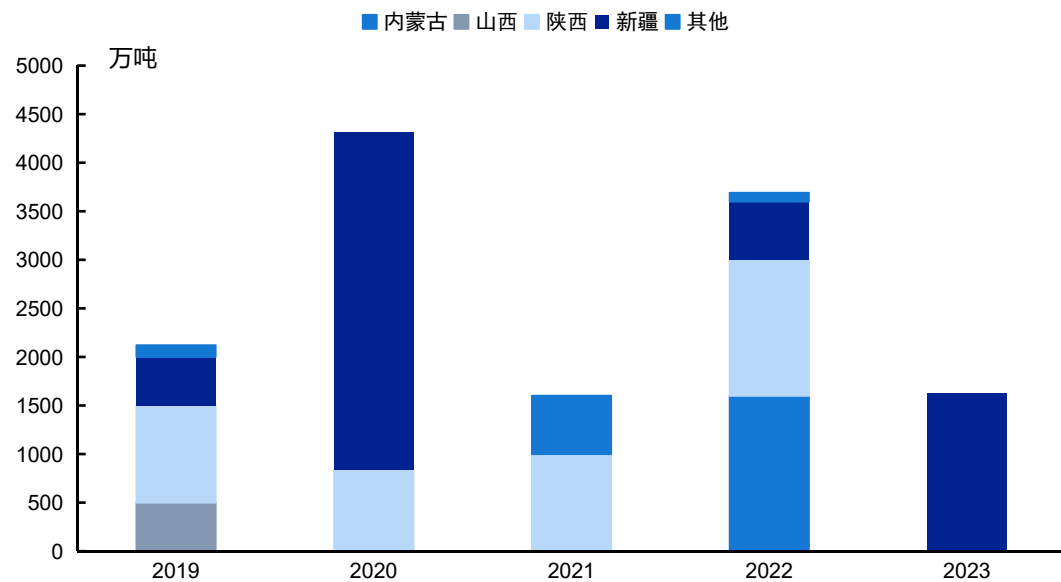
4. 2、动力煤：聚焦2025年增量—从核准项目判断，2025年新疆将贡献产量增长

- ◆ **2019年核准煤矿项目较多，但实际可释放产能有限。**据能源局、发改委数据，2019年我国新核准煤矿产能合计约20890万吨/年，远超2020-2023年核准量，不过其中接近90%的产能（合计18770万吨/年）是未经核准擅自开工建设的违规煤矿，预计实际产能释放有限。2020年以后，新核准产能下滑明显，2020-2023年分别新核准4860万吨/年、1920万吨/年以及3990万吨/年。
- ◆ **若剔除未经核准擅自开工建设煤矿，近年来新疆、陕西增量较多；新疆地区或为2025年增量主要贡献地。**剔除违规煤矿后，2019-2023年新疆、陕西、内蒙、山西分别核准产能占全部比例为46%、32%、12%、4%，新疆较多。若进一步考虑新疆地区露天煤矿居多，产能释放相对容易，同时前文亦有提及新疆地区在2024年H2已开始加速释放产量，故2025年新疆能贡献多少增量值得关注。

图表：2019年核准项目中违规煤矿占比较高



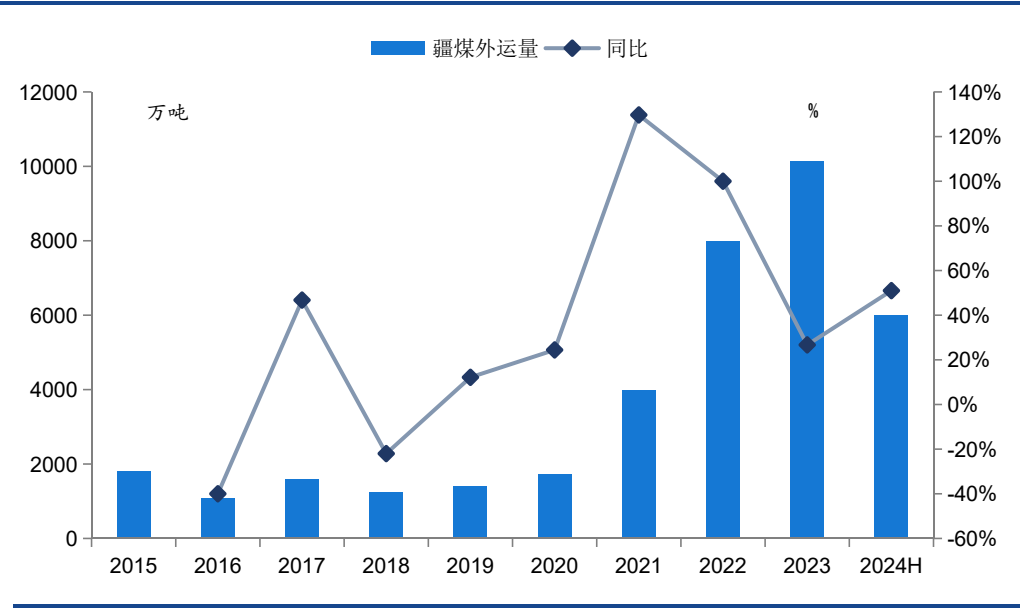
图表：剔除违规煤矿后，近年新疆、陕西核准增量较多



4. 2、动力煤：聚焦2025年增量——依然受制于疆煤外运通道能力制约

疆煤外运能力的瓶颈或制约疆煤供给。据中国能源网数据，2021年新疆铁路、公路共计运输煤炭数量4000万吨，同比增长130%（2020年为1741.4万吨，来自新疆统计局数据），2022年实现外运量8000万吨，同比上涨100%。2023年实现外运量突破10000万吨，同比增长27%。2024年外运能力加速提升，上半年实现疆煤外运量超6000万吨，同比增长51%，年化继续超过1亿吨。根据汇总，三条出疆主线路未来煤炭外运能力预计近亿吨，疆煤外运或逐渐受到外运通道能力的制约。

图表：近年疆煤外运量上涨明显



图表：三条出疆主线路未来煤炭外运能力预计达到近亿吨

铁路	起点	终点	通车时间	全长 (km)	铁路类型	2021年煤炭实际运量 (万吨/年)	运力建设规划
兰新线 (兰新铁路)	甘肃省兰州市	阿拉山口市	1990年9月	2423	双线电气化	3367	十四五期间内煤运能力预计达到5000万吨/年
临哈线	内蒙古临河区	新疆哈密市	2015年12月	1327	单线内燃	47	十四五初期至中期，临哈铁路内蒙古段计划进行扩能改造工程项目，预计运输能力在近期和远期分别达到1994万吨/年和2465万吨/年，未来煤运能力或将提升至3000万吨/年
库格线	青海省格尔木市	新疆库尔勒市	2020年12月	1214	单线电气化	273	格库铁路未来规划扩能改造工程 (青海段) 项目，计划在青海省境内20处预留会让站，运输能力提高1757万吨至3357万吨/年，截至2023年2月，青海段扩能改造工程各项可研批复前置要件全部办理完成，建设工期计划1.5年；截至2023年8月，格库铁路 (新疆段) 扩能改造工程初步设计获国铁集团批复；综合来看，未来运煤能力有望达2000万吨/年

4.2.1、动力煤：新疆增量估算-新疆地区大型煤矿归属（120万吨/年及以上）统计分析



◆ 我们通过对新疆地区大型煤矿（120万吨/年及以上）统计分析，大致得出以下煤矿或在2025年放量：
央企类型煤矿中，2025年或要放量的是国家能源集团的红沙泉露天二号1000万吨/年（二期2000万吨/年）。
地方国企类型煤矿中，2025年或要放量的是徐矿集团的红山煤矿300万吨/年。
大型民企类型煤矿中，其中2025年或要放量的是广汇能源马朗煤矿1000万吨/年，预计增量2000-3500万吨/年。

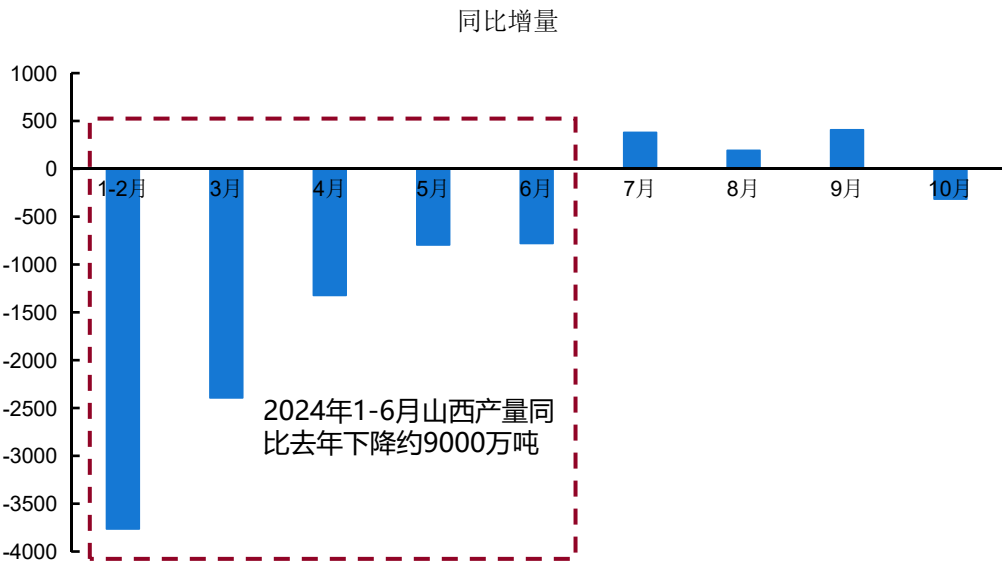
图表：新疆地区2025年或放量的大型煤矿统计

公司	煤矿	产能，万吨/年	状态
国家能源集团	红沙泉露天二号煤矿	1000	在建
徐矿集团	红山煤矿	300	在建
广汇能源集团	马朗煤矿	1000	在产，2025年预计能增产2000-3000万吨

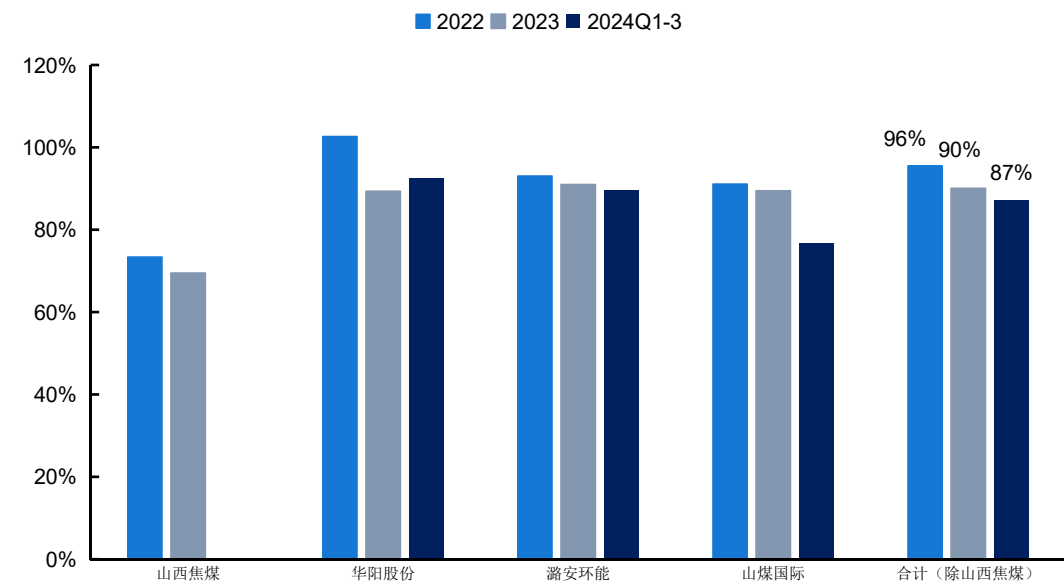
4.3、动力煤：山西地区——2025年减量部分将回归，但实际产量增长幅度或低于预期

- ◆ **市场预期2024年山西地区的减量或于2025年部分回归，其产量或有增长。**受安全检查影响，山西地区2024年1-6月减量明显，同比去年约下降9000万吨原煤产量，7-10月山西地区生产回归正常，基本维持小幅同比增长。
- ◆ **但实际山西地区2025年增量幅度或低于预期。**其一，销量更符合市场实际，2024年以来山西地区产销率显著低于以往3-9pct，产量数据或存在偏离。其二，随着近年来矿难事故增加，以及地方政府对安全生产的重视度提升，未来安监趋严是常态化趋势，其对生产的约束并不会彻底消退。

图表：2024年山西地区产量较2023年同比变化量（万吨）



图表：2024年山西地区煤炭产销率显著下降



4. 4、动力煤需求：中性预计下，2025年火电发电增速约为+3%

- ◆ **总发电量：**我们假设2025年GDP增速与今年的目标5%持平，2024-2025年电力生产弹性系数取1.2、1.1，因此预测2024-2025年总发电量增速约为6%、5.5%。
- ◆ **新增装机：**我们根据上半年水/核/风/太阳能/火电新增装机，大致预测其2024年分别新增装机1000、200、5000、20000、3500万千瓦，2025年保持同样增长节奏；**利用小时数：**根据前三季度表现大致预测2024年核/风/太阳能利用小时数为7600、2000、960小时，水电根据来水情况不同，分别做出乐观、中性、悲观假设，对应利用小时数为3280、3330、3380小时。2025年则取近七年平均。
- ◆ **火电发电测算：**由此我们可以倒推出火电发电量，2024年乐观、中性、悲观假设下对应火电增速为2%、2%、1%，2025年预计火电增速3%（基于2024中性结果）。

图表：火电发电量测算

年份	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	乐观-假设1	中性-假设2	悲观-假设3	对应假设1	对应假设2	对应假设3	2024年基于中性-假设2	
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2024E	2024E	yoy	yoy	yoy	2025E	yoy
GDP增速	(%)	6.8%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%				5.0%	
电力生产弹性系数		1.01	0.79	1.84	1.21	1.12	1.26	1.20	1.20	1.20				1.10	
发电量增速	(%)	6.80%	3.50%	2.70%	8.10%	2.20%	5.16%								
全社会发电量	亿千瓦时	69947	73266	76234	83957	86779	92479	98028	98028	98028				103419	
水电	发电装机容量(万千瓦)	35259	35804	37016	39092	41350	42154	43154	43154	43154	2%	2%	2%	44154	2%
	利用小时数(小时)	3494	3637	3661	3428	3273	3031	3280	3330	3380	8%	10%	12%	3400	2%
	发电量(亿千瓦时)	12321	13021	13553	13399	13533	12778	14155	14370	14586	11%	12%	14%	15012	4%
	占比	17.6%	17.8%	17.8%	16.0%	15.6%	13.8%	14.4%	14.7%	14.9%				14.5%	
核电	发电装机容量(万千瓦)	4466	4874	4989	5326	5553	5691	5891	5891	5891	4%	4%	4%	6091	3%
	利用小时数(小时)	6605	7154	7340	7651	7522	7626	7600	7600	7600	-0.3%	-0.3%	-0.3%	7600	0%
	发电量(亿千瓦时)	2950	3487	3662	4075	4177	4340	4477	4477	4477	3%	3%	3%	4629	3%
	占比	4.2%	4.8%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%				4.5%	
风电	发电装机容量(万千瓦)	18427	20915	28153	32848	36544	44134	49134	49134	49134	11%	11%	11%	54134	10%
	利用小时数(小时)	1985	1938	1657	1996	2087	2008	2000	2000	2000	0%	0%	0%	2000	0%
	发电量(亿千瓦时)	3658	4053	4665	6558	7627	8863	9827	9827	9827	11%	11%	11%	10827	10%
	占比	5.2%	5.5%	6.1%	7.8%	8.8%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%				10.5%	
太阳能发电	发电装机容量(万千瓦)	17433	20418	25343	30656	39261	60949	80949	80949	80949	33%	33%	33%	100949	25%
	利用小时数(小时)	1015	1097	1030	1067	1089	959	960	960	960	0%	0%	0%	960	0%
	发电量(亿千瓦时)	1769	2240	2611	3270	4277	5847	7771	7771	7771	33%	33%	33%	9691	25%
	占比	2.5%	3.1%	3.4%	3.9%	4.9%	6.3%	7.9%	7.9%	7.9%				9.4%	
火电	发电装机容量(万千瓦)	114408	118957	124517	129678	133239	139032	142532	142532	142532	3%	3%	3%	146032	2%
	利用小时数(小时)	4305	4242	4155	4369	4290	4362	4336	4321	4305	-1%	-1%	-1%	4332	0%
	发电量(亿千瓦时)	49249	50465	51743	56655	57165	60652	61798	61582	61367	2%	2%	1%	63260	3%
	占比	70.4%	68.9%	67.9%	67.5%	65.9%	65.6%	63.0%	62.8%	62.6%				61.2%	

4.5、煤炭供需平衡表：2025年预计煤炭供需差有所收窄

- ◆ **核心假设：**需求端，火电2024-2025年增速取2%、3%，详见前文所述。冶金2024-2025年增速取-1.5%、-1.5%，其中2025年降幅与2024年一致，主要系预计终端需求明年与今年变化不大，地产延续拖累、基建、制造业及钢材出口对需求形成上托，从土地成交表现较弱来看，新开工短期难见起势，基建在新增专项债、化债加速发力下预计将继续对需求形成托底效应，制造业增速在贸易压力加大下或不如今年，但整体在内需政策逐步出台下保持增长，钢材出口在新兴市场端有所保障。**化工耗煤2024-2025年增速取8.5%、6.5%**，其中2025年增速小幅下调，主要是认为原油价格的回落将适当影响部分煤化工投产的积极性，但整体仍能在今年高基数下维持6.5%增长，主要系2025年为十四五收官之年，政策目标下煤化工产能落地有所保障。**整体看，2024-2025年需求增速分别是1.9%、1.9%。**
- ◆ **供给端，**生产2024-2025年增速取1%、1.5%，预计新疆地区产能释放贡献主要增量，山西地区产量也能实现小幅增长。进口2024-2025年增速取10.5%、0%。预计2025年将保持较高的进口水平，但在生产逐步恢复，进口利润收窄、以及目前港口高库存压力下，进口难以大幅提升。**整体看，2024-2025年供给增速分别是2%、1.3%。**
- ◆ **供需预测结果：**我们预计2025年煤炭供需差为583万吨，较2024年有显著收窄。供需宽松改善下，煤价下行空间有限，预计2025年动力煤价中枢在800-900元区间震荡，煤企盈利能力依然有保障。

图表：煤炭供需平衡表

名称	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭总消费量（万吨）	438,606	465,588	474,154	483,268	493,327
火电发电量（亿千瓦时）	58,531	62,096	63,338	65,238	67,195
增速	0.9%	6.1%	2.00%	3.0%	3.0%
度电耗煤（g/kwh）	452	459	464	464	464
火电耗煤（万吨）	264,678	285,009	293,616	302,424	311,497
火电耗煤占比	60%	61%	62%	63%	63%
生铁/焦炭产量（万吨）	82,403	87,512	86,199	84,906	83,633
增速	2.0%	6.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
吨生铁耗煤（吨/吨）	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
生铁耗煤（万吨）	65,584	69,650	68,605	67,576	66,562
生铁耗煤占比	15%	15%	14%	14%	13%
水泥/建材产量（万吨）	219,888	218,349	203,064	192,911	187,124
增速	-6.00%	-0.7%	-7.0%	-5.0%	-3.0%
吨水泥耗煤（建材全口径，吨/吨）	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
建材行业耗煤（万吨）	35,856	35,605	33,113	31,457	30,513
建材行业耗煤占比	8%	8%	7%	7%	6%
化工耗煤（万吨）	34,660	36,740	39,850	42,450	45,000
增速	4.5%	6.0%	8.5%	6.5%	6.0%
化工耗煤占比	8%	8%	8%	9%	9%
四大行业耗煤总量（万吨）	400,777	427,003	435,183	443,907	453,572
四大行业耗煤占比	91%	92%	92%	92%	92%
其他行业耗煤（万吨）	37,829	38,586	38,971	39,361	39,755
增速	1.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
国内煤炭消费量（万吨）	438,606	465,588	474,154	483,268	493,327
增速	3.3%	6.2%	1.8%	1.9%	2.1%
出口量（万吨）	400	447	671	738	811
增速	53.8%	11.8%	50.0%	10.0%	10.0%
总需求（万吨）	439,006	466,035	474,825	484,005	494,138
增速	3.4%	6.2%	1.9%	1.9%	2.1%
国内原煤产量（万吨）	455,800	471,000	475,710	482,846	490,088
增速	10.4%	3.3%	1.0%	1.5%	1.5%
国内商品煤产量（万吨）	411,587	421,545	425,760	432,147	438,629
增速	4.4%	2.4%	1.0%	1.5%	1.5%
进口量（万吨）	29,300	47,442	52,442	52,442	52,442
增速	-9.3%	61.8%	10.5%	0.0%	0.0%
总供应（万吨）	440,887	468,987	478,202	484,589	491,071
增速	3.3%	6.4%	2.0%	1.3%	1.3%
总供给-总需求（万吨）	1,881	2,952	3,377	583	-3,067

4. 6、2025长协政策分析：政策延续市场化方向，2025年长协煤履约有望进一步放松



- ◆ 2024年11月18日，国家发改委发布《关于做好2025年电煤中长期合同签订履约工作的通知》。
- ◆ 对比2024年电煤中长期合同签订履约工作方案，本次有以下三大变化：1) 定价机制调整：浮动价制定中所衡量的价格指数新增电煤采购价格指数CECI；2) 煤企任务量有所宽松，从不低于自有资源量80%降至不低于自有资源量75%；3) 履约有所放松，从全年足额完成履约调整至最低不得低于90%。结合2、3，预计长协执行量可从80%（80%*100%）变为67.5%（75%*90%），可以减少12.5%长协煤量，这原则上利好严格执行原长协机制的央企中国神华、中煤能源、电投能源、新集能源等，部分长协煤可以转化为高价市场煤。
- ◆ 整体而言，2025年方案延续2024年度文件所指引的市场化方向，一定程度上放松长协履约量和履约率，增加动力煤市场煤。

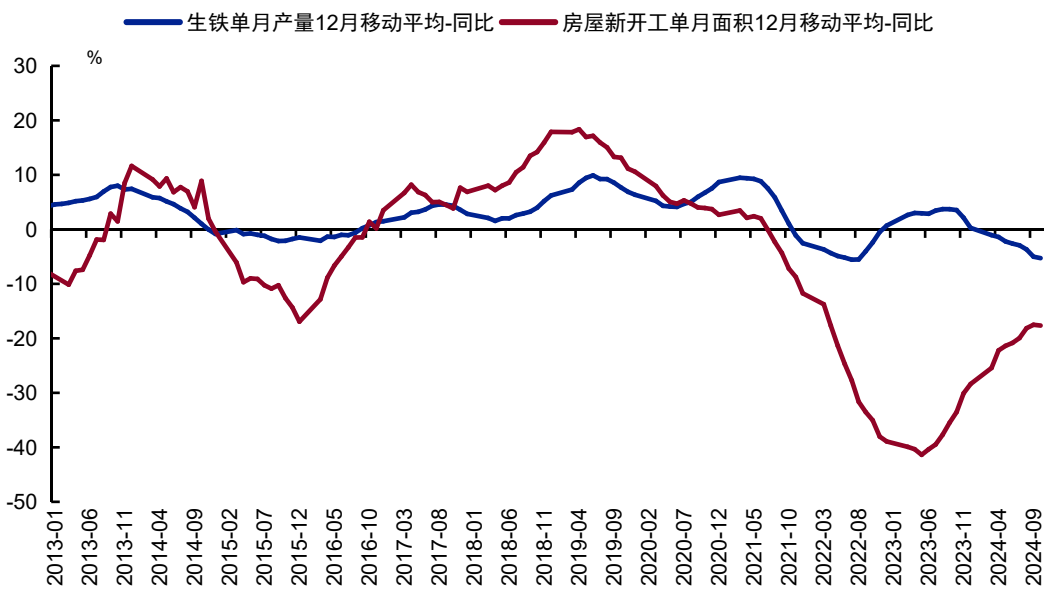
图表：2025年及2024年长协签约履约工作方案对比

总结	工作方案	2025年	2024年
1、煤企任务量较上年缩小，即从不低于自有资源量80%，降至不低于自有资源量75%； 2、定价方式中，浮动价制定所衡量的价格指数除过去的NCEI、BSPI、CCTD外，新增衡量电煤采购价格指数CECI；以及电煤中长期合同中应有明确的质量条款，供需双方在合同中明确煤质偏差结算机制，鼓励协商确定热值折算系数； 3、履约方面，由2024年的全年足额完成履约任务修改成了2025年的全年原则上足额履约，最低不得低于90%。	签约对象	供：所有在产煤炭企业 需：统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂	供：所有在产煤炭企业 需：统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂
	期限要求	一年以上，鼓励3-5年合同，长期合同在铁路运力配置等方面予以适当倾斜	一年以上，鼓励3-5年合同
	数量要求	煤企：原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的75%，重点煤炭企业任务量较上一年度保持总体稳定，2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。发改委将根据上述原则和近几年各地产能产量、煤种煤质、区域特点等情况，明确产煤省区和有关中央企业煤源保障任务。 电厂：签约需求量为本企业2023年11月-2024年10月国内耗煤量乘以上网电量比例（新投产机组按计划发电量测算），各省市和中央发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%，国家将签约需求量的80%纳入履约监管范围，配置铁路运力的电煤中长期合同原则上全部纳入并予以重点监管。 月度：供需企业协商月度分解量，原则上淡季月份分解量不低于旺季分解量的80%。	煤企：原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的80%，其中2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。 电厂：签约需求量为本企业2023年国内耗煤量乘以上网电量比例（新投产机组按计划发电量测算），合同签订量不低于签约需求量的80%，鼓励按照100%签约。 月度：供需企业协商月度分解量，原则上淡季月份分解量不低于旺季分解量的80%。
	价格机制	执行303号文件规定的合理区间，按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，其中浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数NCEI、环渤海动力煤综合价格指数BSPI、秦皇岛动力煤综合交易价格指数CCTD、中国电煤采购价格指数CECI综合确定。基准价+浮动价由全国煤炭交易中心根据价格机制按月测算和发布。 电煤中长期合同应有明确的质量条款并纳入履约监管，按照“优质优价、低质低价”原则，由供需双方在合同中明确煤质偏差结算机制，鼓励协商确定热值折算系数。	执行303号文件规定的合理区间，按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，由全国煤炭交易中心根据价格机制定期测算和发布
	运力保障	产、运、需三方协商，签订合同，铁路运输应提前与运输企业协商计划。铁路运输企业应优先为数量明确、计划明晰的电煤中长期合同配置铁路运力，未完成电煤中长期合同运力配置前，暂不受理其他用煤合同运力配置。	产、运、需三方协商，签订合同，铁路运输应提前与运输企业协商计划，不超过供需双方实际能力和供应量。铁路运输企业应优先为数量明确、计划明晰的电煤中长期合同配置铁路运力，未完成电煤中长期合同运力配置前，暂不受理其他用煤合同运力配置。
	进度安排	11月22日前完成签约信息报送和基础信息填报 11月27日前完成签约信息公示 12月10日前完成合同签订和录入 12月15日前核对确定合同监管台账 12月18日前推送国铁集团配置运力	11月10日前完成签约信息报送和基础信息填报 11月13日前完成签约信息公示 11月30日前完成合同签订和录入 12月10日前核对确定合同监管台账 12月15日前推送国铁集团配置运力
	监管履约	月度履约率不低于80%，季度不低于90%，全年足额完成最低不得低于90%，确因外在不可抗力因素影响合同履约的，按照有关标准和程序可不纳入履约监管范围。迎峰度夏、度冬期间要进一步提高履约比例。每月10日前在全国煤炭交易中心平台填报上一月履约情况，每季度可对报送履约数据进行一次修正。	月度履约率不低于80%，季度不低于90%，全年足额完成，迎峰度夏、度冬期间要进一步提高履约比例，确因外在不可抗力因素影响合同履约的，应在供需双方协商一致并签订谅解书的基础上，由供方所在省份省级主管部门核实并协调落实替代履约资源后，报送发改委申请调整。每月10日前在全国煤炭交易中心平台填报上一月履约情况。

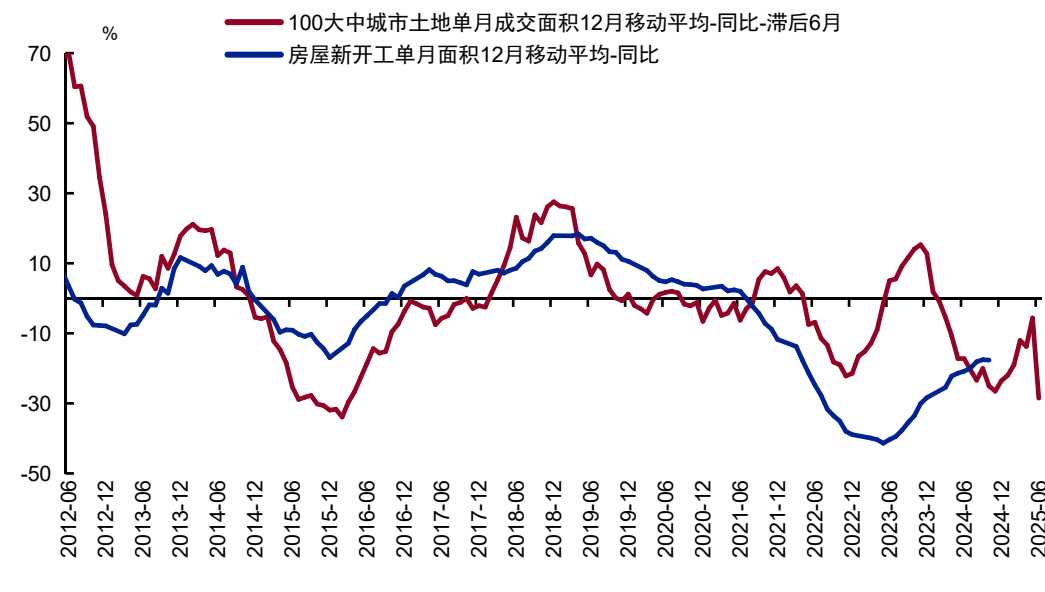
4.7、焦煤：地产上行尚未启动，但地产拖累需求的边际效应逐步减弱

- ◆ **从领先指标来看，地产端的上行尚未有真正启动。**2023年起，地产指标持续走向恶化，新开工同比大幅下行拖累焦煤需求。2024年，楼市低迷下，地产政策如降首付、降利率、促收储等频频出台，楼市企稳的决心较为凸显，但预计短期仍较难看到新开工同比降幅的由负转正。土地成交是较好的领先指标，土地成交仍处于低位指引地产新开工至少到2025年上半年仍有压力。2025年下半年或2026年则需继续观察土地成交情况或商品房销售情况，若商品房库存去化顺畅、房价及销售回暖，或能带动新开工的修复。
- ◆ 不过地产端的拖累不需要过多担心。由于用钢需求中地产的占比不断下降，地产拖累的边际效应在逐步减弱。需要更加关注制造业、基建、出口的变化对需求的影响。（根据冶金规划院，2023年钢材需求占比中建筑占比下滑将近3pct，预计2024年地产比重继续下滑，同时从实际生铁产量增速与地产新开工增速来看，2023年开始地产新开工深度下滑，但生铁产量一定程度仍具备韧性，两者背离体现地产拖累需求的边际效应逐步减弱）

图表：生铁产量同比与地产新开工同比出现背离



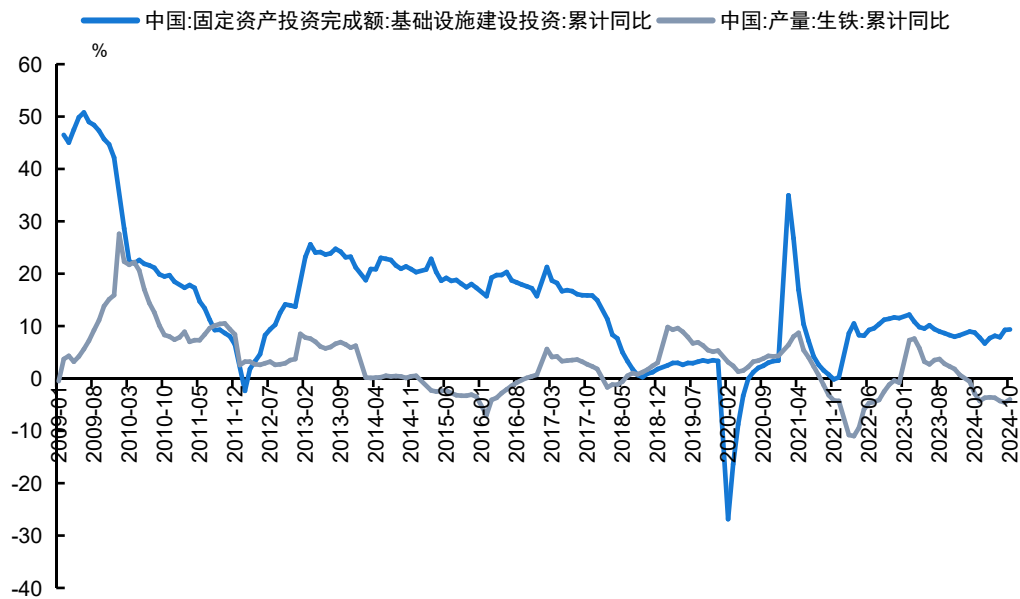
图表：土地成交同比指引新开工同比于2025年上半年仍有压力



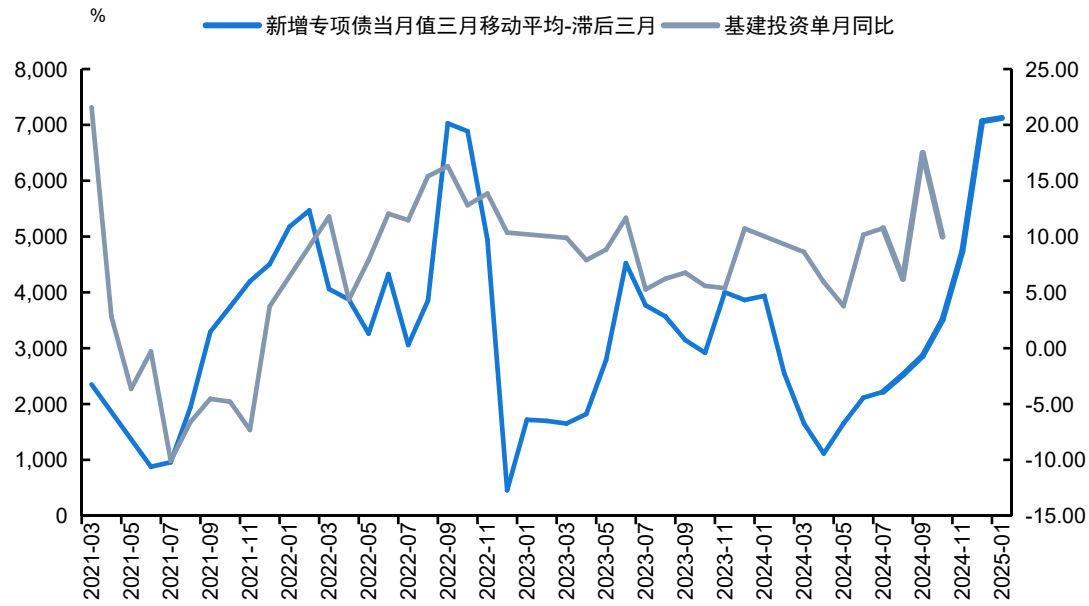
4.8、焦煤：基建继续托底需求

◆ **基建继续托底需求。**截至2024年10月，基建投资累计同比9.35%，基建的增长一定程度对冲地产端的下滑。新增专项债滞后3月与基建投资有较好的相关性，2024年下半年以来新增专项债显著提升或指引基建投资短期仍有向上的动能。展望2025年，一方面地产仍有压力，基建继续发力的定位不会改变，另一方面从近期的一系列会议来看，财政政策有继续加大发力的趋势，随着财政的发力、化债的推进、地方政府的资金压力的逐步缓解，基建实物工作量或能更好的推进，从而对炼钢及焦煤需求形成一定程度的托底。

图表：生铁产量同比与基建投资同比有较好的相关性



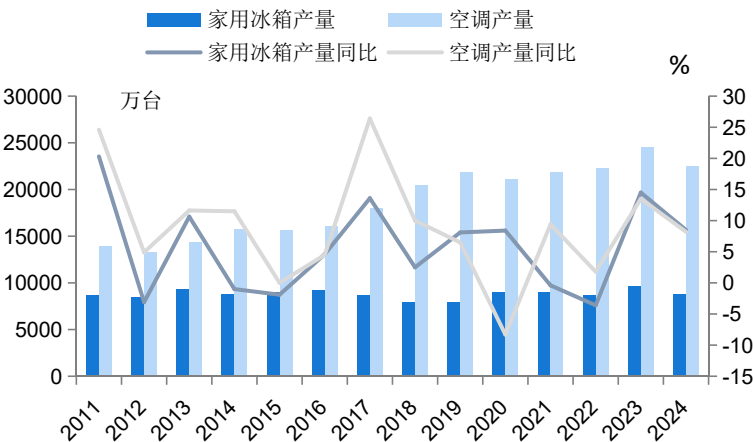
图表：新增专项债同比指引基建投资短期仍有上升动能



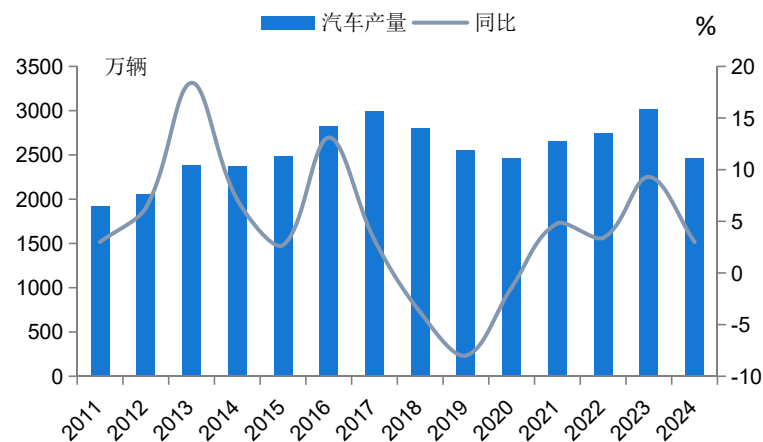
4.9、焦煤：2025年制造业增速或较2024年小幅下滑，但整体仍保持较好增长

- ◆ 2024年在设备更新、以旧换新政策的支持下以及海外补库驱动出口增长的推动下，2024年1-10月制造业投资累计同比实现+9.3%，去年同期为+6.2%。2025年，贸易风险提升、出口压力加大，制造业增速预计或小幅下滑，但仍将保持高位，因为考虑到国内促进内需的政策或继续出台，对制造业有较好保障。预计明年制造业仍将对钢铁焦煤需求有支撑。
- ◆ 家电：以旧换新+海外补库下，2024年家电行业增长动能强劲。2024年1-10月冰箱空调产量累计同比约+8%。不过随着补贴对内销的边际拉动效应减弱，叠加竣工下滑拖累家电购置需求，预计2025年内销增速或有放缓，出口端随着海外贸易风险的提升，预计出口增速难以维持今年水平，但新兴市场的渗透率提升整体对出口有较好支撑。整体家电需求在今年高基数下保持增长，增速或较今年小幅下滑。
- ◆ 汽车及其他制造业：汽车2024年1-10月产量累计同比+3%。风电2024年1-10月装机累计同比+21.3%；船舶领域2024年1-10月产量同比增长121%，预计两新政策在2025年会继续加码，汽车及其他制造业有望保持增长。

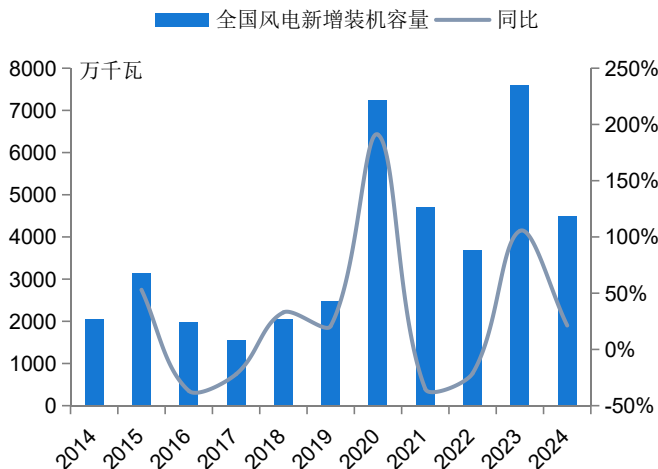
图表：空调及冰箱产量（2024年为1-10月）



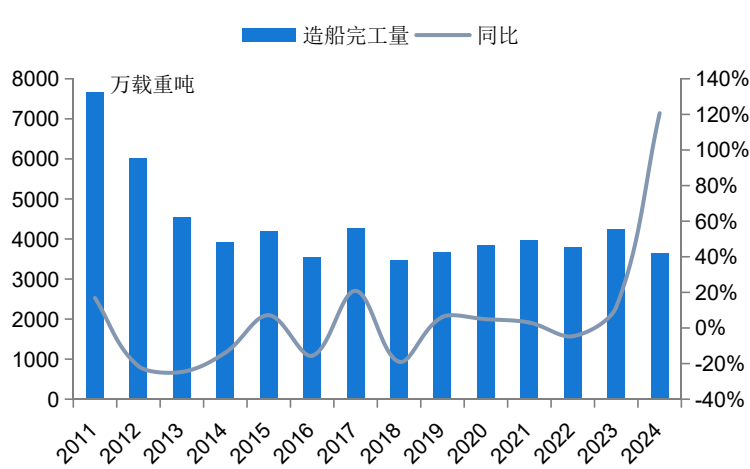
图表：汽车产量（2024年为1-10月）



图表：风电新增装机容量（2024年为1-10月）



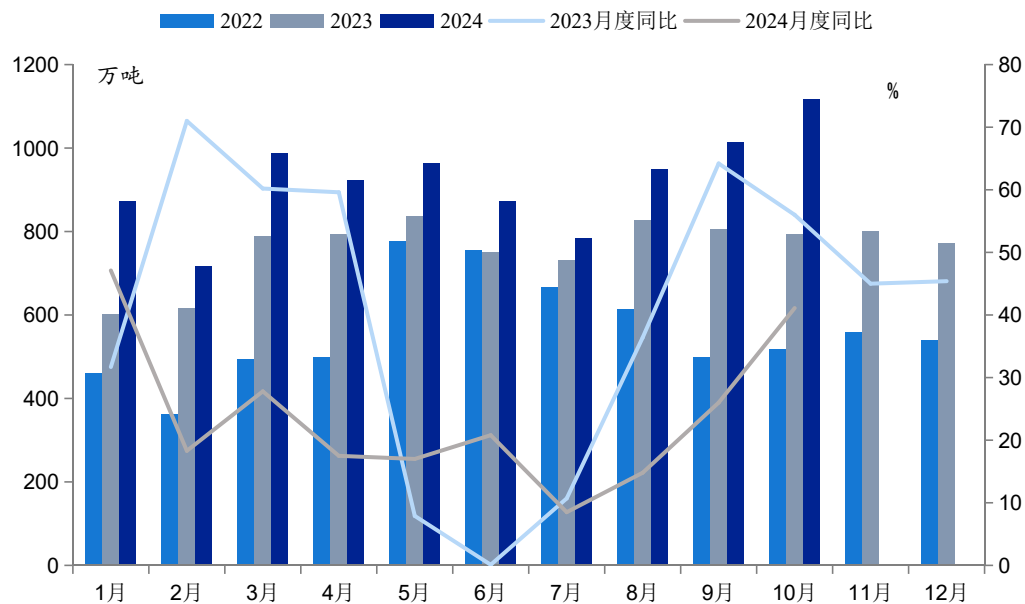
图表：造船完工量（2024年为1-10月）



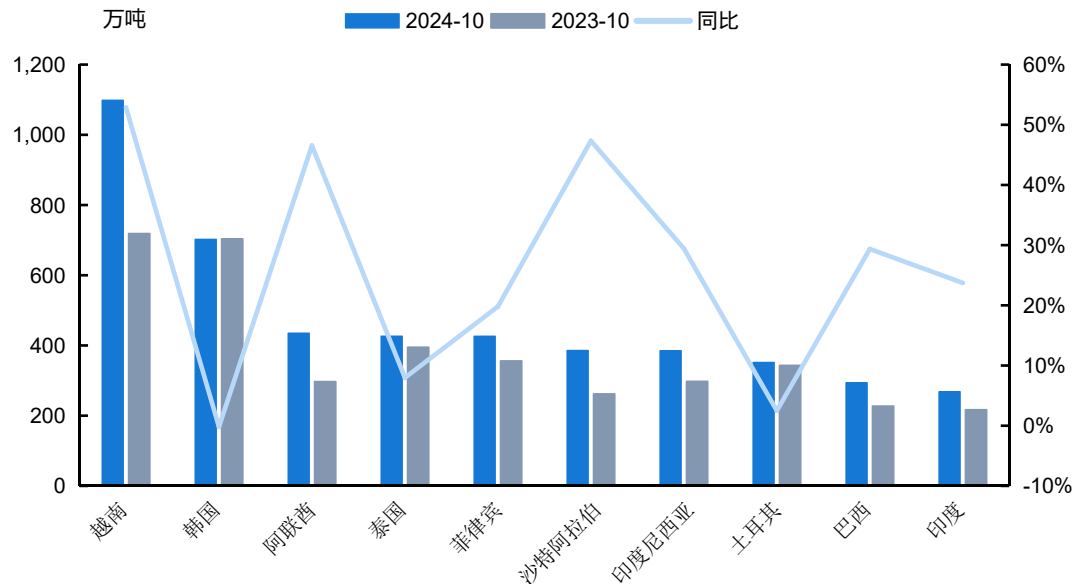
4. 10、焦煤： 钢材直接出口或保持高位

- ◆ **2024年我国钢材直接出口保持较好增长。** 2024年1-10月我国钢材出口9189万吨，同比增长23. 3%。
- ◆ **新兴市场城市化工业化保障钢材出口需求。** 拆分出口地来看，2024年1-10月我国钢材出口前五国家分别为越南（1098万吨，同比+380万吨）、韩国（702万吨，同比-1万吨）、阿联酋（435万吨，同比+138万吨）、泰国（426万吨，同比+31万吨）、菲律宾（426万吨，同比增长70万吨）。整体来看，钢材出口较多的国家以东南亚、中东等新兴市场为主，这些新兴经济体目前正处于工业化、城市发展快速发展阶段，将推动钢材需求增长，预计2025年我国钢材出口将继续保持高位。

图表：2024年钢材出口保持较好增长



图表：2024年1-10月我国钢材出口地前十国家



4. 11 焦煤：2025终端需求冷热交织，在假设需求-1%情况下，炼焦煤供需预期偏宽松



- 据煤炭资源网数据，2024年1-10月，由于安监趋严，我国炼焦煤有效供应量实现同比-5%，进口由于价差收窄进口利润改善同比+22%，地产疲弱但基建、制造业、直接出口托底导致综合需求-1%。2024年11-12月，预计监管因素褪去，生产小幅恢复，保持1%-2%同比增速，进口端由于近期进口利润小幅下滑及港口高库存，预计增量有限，我们保守预计与10月持平。需求端，铁水仍在高位运行，叠加下游库存低，宏观预期逐步改善，下游补库需求将逐步释放，预计11-12月需求保持+0%、+3%增长。
- 展望2025年，山西减量回归但基于强监管趋势或将持续，预计实际供给小幅增长，其他地区生产假设延续下降，整体供应假设+0%，港口高库、需求尚未有明显起色叠加澳煤倒挂，进口预计难以在高基数下继续增长（假设-5%）；需求端方面，假设制造业、基建及钢材出口托底、地产拖累的分化趋势不变，我们结合悲观、中性及乐观三种假设，需求同比增速假设分布在-4%到+2%区间内，由此计算供需差分布在2059万吨至-1470万吨之间。假设需求增速为-1%，则国内供需差约为294万吨，供需相对宽松下预计焦煤价格中枢或有所下滑。

图表：炼焦煤供需平衡表

万吨	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	当年合计	同比
2020A														
有效供应量	3347	2919	4344	4059	4007	4255	4131	4231	4253	4235	4335	4393	48509	
净进口量	990	522	556	614	479	617	727	714	657	581	367	355	7179	
炼焦用煤量	4418	3726	4528	4575	4582	4810	4787	4930	4859	4822	4912	4823	55772	
供给-需求	-81	-285	372	98	-96	62	71	15	51	-6	-210	-75	-84	
2021A														
有效供应量	4263	3429	4253	4019	4101	4065	3860	4175	4058	4237	4296	4236	48992	1.0%
净进口量	309	323	491	348	341	407	377	468	435	438	774	749	5460	-23.9%
炼焦用煤量	4718	4208	4783	4640	4527	4514	4551	4996	4500	4340	4167	4598	54542	-2.2%
供给-需求	-146	-456	-39	-273	-85	-42	-314	-353	-7	335	903	387	-90	
2022A														
有效供应量	4169	3590	4456	4085	4131	4314	4077	4063	4220	4021	4125	4097	49348	0.7%
净进口量	551	292	371	423	457	488	612	640	684	621	573	646	6358	16.4%
炼焦用煤量	4623	4131	4894	4629	4776	4768	4531	4655	4719	4595	4542	4756	55619	2.0%
供给-需求	97	-249	-67	-121	-188	34	158	48	185	47	156	-13	87	
2023A														
有效供应量	3935	3892	4539	4106	4258	4174	4072	4039	4152	4033	3993	3949	49142	-0.4%
净进口量	620	691	960	838	668	771	713	955	1078	793	982	1145	10214	60.6%
炼焦用煤量	4566	4739	5147	4893	4912	4900	4874	5002	5148	4978	4898	5091	59148	6.3%
供给-需求	-11	-156	353	51	14	45	-89	-9	82	-152	77	3	208	
2024E														
有效供应量	3830	3355	3845	3720	3960	4117	4005	4077	4235	4074	4034	4028	47280	-3.8%
净进口量	990	783	898	1087	963	976	1077	1064	1035	988	988	988	11836	15.9%
炼焦用煤量	4859	4533	4690	4690	4995	5096	5019	4969	4836	4988	4898	5244	58818	-0.6%
供给-需求	-40	-395	53	117	-72	-4	62	172	434	74	124	-228	298	

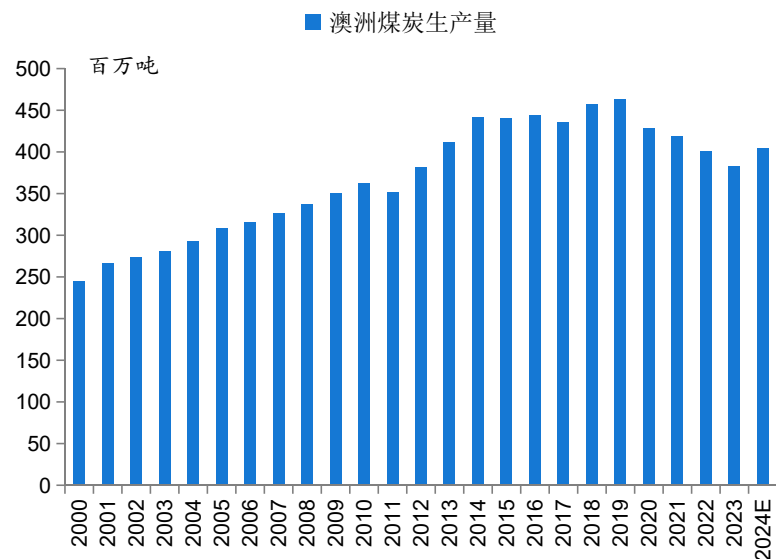
图表：2025年国内炼焦煤需求情景假设预测

万吨	悲观			中性	乐观		
需求增速	-4%	-3%	-2%	-1.0%	0%	1%	2%
炼焦用煤量	56465	57054	57642	58230	58818	59406	59995
供应量增速	0%	0%	0%	0.0%	0%	0%	0%
有效供应量	47280	47280	47280	47280	47280	47280	47280
净进口量增速	-5%	-5%	-5%	-5.0%	-5%	-5%	-5%
净进口量	11244	11244	11244	11244	11244	11244	11244
供给-需求	2059	1470	882	294	-294	-882	-1470

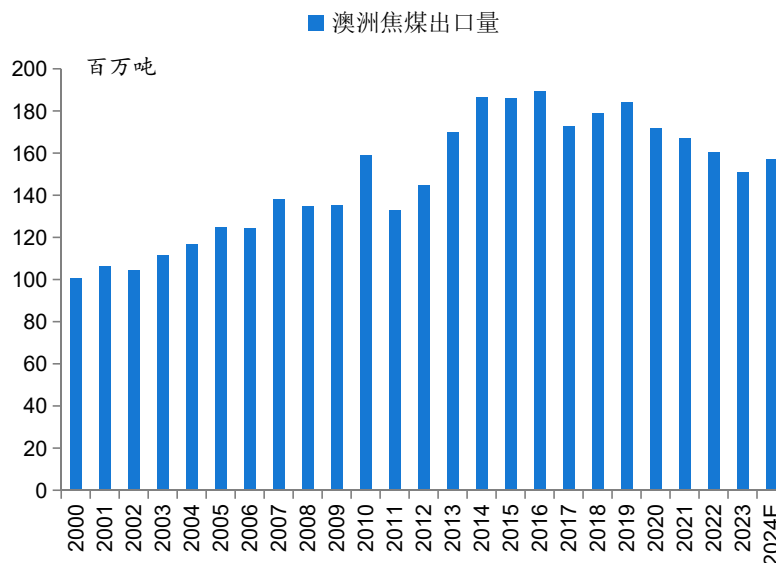
4.12、全球范畴：近几年澳洲焦煤生产有所下滑

- ◆ 由于长期缺乏资本投入和过去两年的强降雨天气影响了澳洲煤炭的生产，其产量从2019年高位的4.6亿吨逐步下降至2023年3.7亿吨左右。2024年预计澳洲煤炭产量实现4.05亿吨，同比+9%，但主要增量在动力煤部分，动力煤预计2024年产量增加0.34亿吨，焦煤预计2024年产量减少0.01亿吨，焦煤生产依然下滑。出口方面，2024年焦煤预计出口1.57亿吨，同比+4%，增长或与印度和其他国家增加炼焦煤补库量等原因有关。参照历史，澳洲焦煤出口高峰1.8-1.9亿吨。

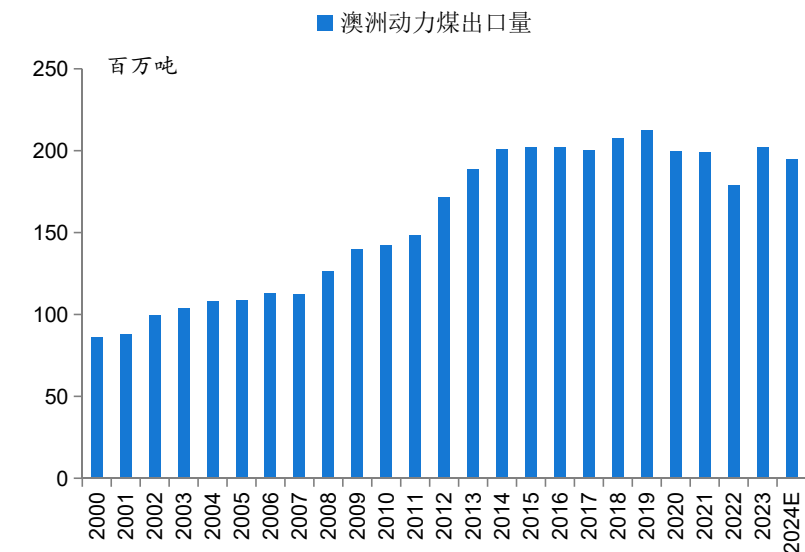
图表：澳洲煤炭生产情况



图表：澳洲焦煤出口情况



图表：澳洲动力煤出口情况



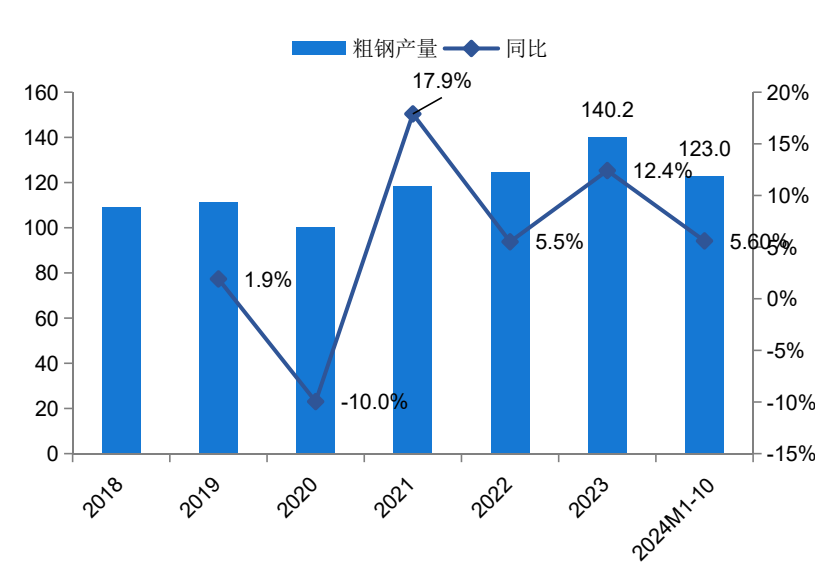
4. 12、全球范畴：印度粗钢产量持续增长，将显著拉动焦煤需求增长

- ◆ 根据印度政府制定的《国家钢铁政策(2017)》，印度计划到2030-31财年(截至2031年3月31日)使粗钢年产能提高至3亿吨，粗钢产量达到2.55亿吨(平均值)，乐观情形下达到2.74亿吨。产能的提高每五年为一个阶段，第一阶段(2016年4月-2021年3月)增加粗钢产能2500万吨，第二阶段(2021年4月-2026年3月)再增加粗产能8900万，第三阶段(2026年4月-2031年3月)增加粗钢产能6400万吨。
- ◆ 实际生产方面，印度自2020年以来粗钢产量稳步增长，2024年1-10月累计生产粗钢1.23亿吨，同比增长5.6%，而印度作为全球第二大粗钢产量国家，年产量仅次于中国，粗钢产量的持续增长有利拉动全球焦煤需求。

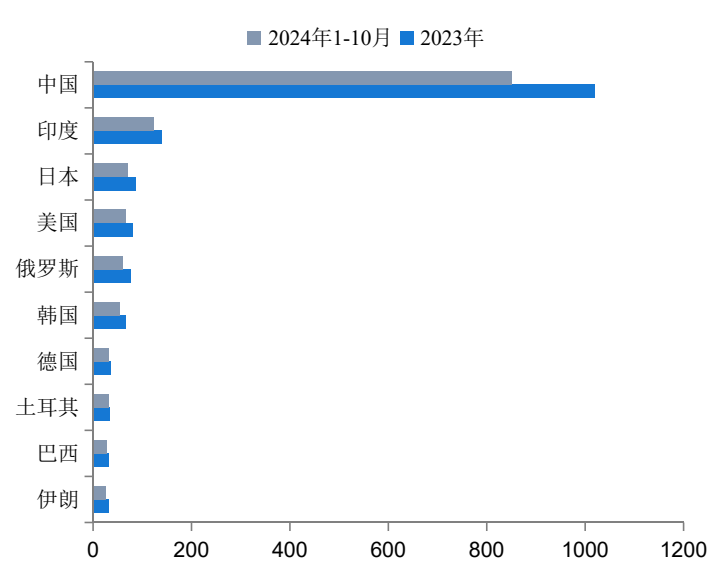
图表：预计印度2030-31财年粗钢产能达到3亿吨

	乐观情形	保守情形	平均值
粗钢产能（百万吨）	300	300	300
粗钢产量（百万吨）	274	235	255
生铁需求（百万吨）	25	21	23
人均钢材消费量（千克）	169	145	158

图表：印度近年粗钢产量整体呈现增长趋势（百万吨）



图表：粗钢产量排名前十国家（百万吨）



4. 13、如果印度增长符合预期，则全球焦煤供需格局存在偏紧可能

- 供给端澳洲长期增长乏力。据REQ预测，长远来看澳洲焦煤出口呈先增后降态势，整体增量有限，2023-29平均增速+2%，平均每年增量约380万吨。且澳洲供给释放仍存不确定性因素：（1）煤矿资本开支受到环境以及社会许可影响，资本短缺可能持续；（2）劳动力短缺在未来五年内可能也将持续恶化。
- 需求端印度拉动作用明显。在3亿吨产能目标下，印度国内粗钢产量持续攀升，据世界钢铁协会预计，未来2024/2025两年印度钢材需求将保持8.0%速度增长。而印度本国自产焦煤洗选率低，对焦煤进口依赖度高（85%以上），由此推测未来印度焦煤进口量也将同步提升，2023年印度焦煤进口量为7300万吨，假设未来每年增长8.0%，则到2029财年，印度累计新增焦煤需求4300万吨以上，平均每年增量约710万吨，高于澳洲出口增量，全球焦煤供需特征在长时间维度上存在偏紧可能。

图表：全球炼焦煤供需主要特征概括表（百万吨、%）

年份	澳洲出口量	同比	印度进口量	同比
2023	151		73	
2024E	157	4%	79	8.0%
2025E	167	6%	85	8.0%
2026E	179	7%	92	8.0%
2027E	180	1%	99	8.0%
2028E	176	-2%	107	8.0%
2029E	174	-1%	116	8.0%
2023-29平均增速	3.8	2%	7.1	8.0%

图表：全球钢材消费分国家预测表

国家	实际消费（百万吨）	年同比增长率%		
		2023年	2024年(f)	2025年(f)
中国	895.7	-3.3	-3.0	-1.0
印度	132.8	14.8	8.0	8.5
美国	90.5	-4.2	-1.5	2.0
韩国	52.4	6.7	-3.8	-0.6
日本	53.3	-3.0	-2.1	1.7
俄罗斯	44.6	7.0	-1.0	-2.0
土耳其	38.1	17.2	-5.5	-1.4
墨西哥	29.0	14.0	0.8	0.6
德国	28.2	-13.7	-7.0	5.7
巴西	24.0	1.5	5.0	3.0
全球	1767.0	-0.8	-0.9	1.2

1

行情复盘：低估值与高业绩增速标的涨幅居前

2

复盘动力煤：阶段性供需仍有错配，年内煤价窄幅震荡

3

复盘炼焦煤：震荡下行，基本面与情绪交织影响煤价

4

2025年展望：供需差有所收窄，动力煤价或800-900元/吨波动

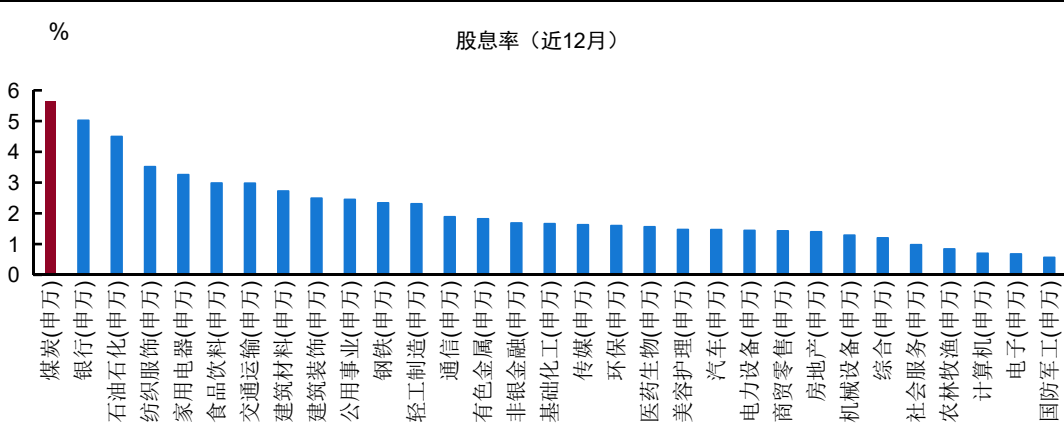
5

投资建议及风险提示

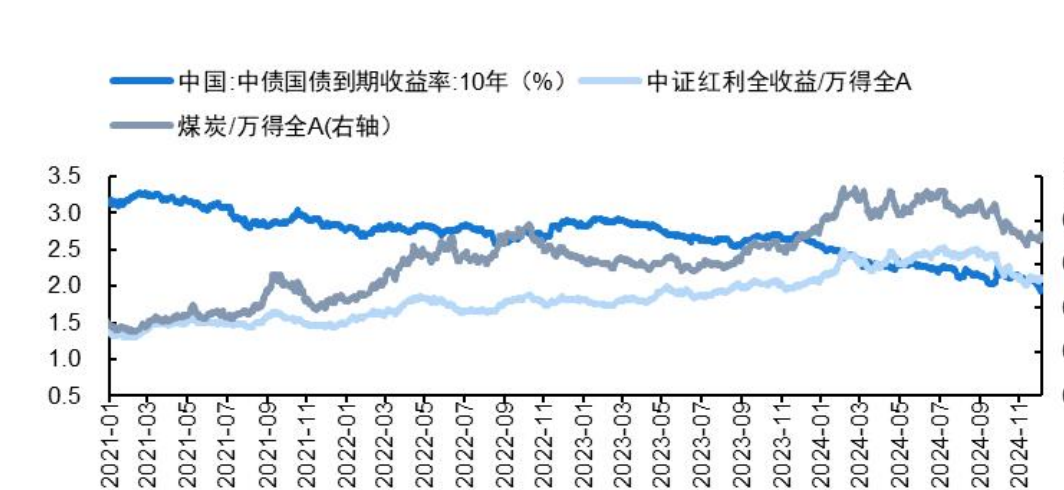
5、低利率背景下，煤炭高股息红利属性决定其仍是最佳资产之一

- ◆ 2022年前煤炭股跟随煤价以周期属性为主，2023年后煤价下行煤炭股逆势上涨，主要系其高股息红利属性逐步受市场资金认可。
- ◆ 当下，煤炭股息率处全行业领先水平，在未来我国或进入长期低利率时代下，煤炭长期配置价值凸显。
- ◆ 当然煤炭板块的红利属性亦需盈利稳健、高现金流高分红所支撑，而这一条件在未来也具备持续性。

图表：煤炭股息率领跑全行业（截至2024年12月6日）



图表：低利率背景下，煤炭红利属性的长期配置价值凸显



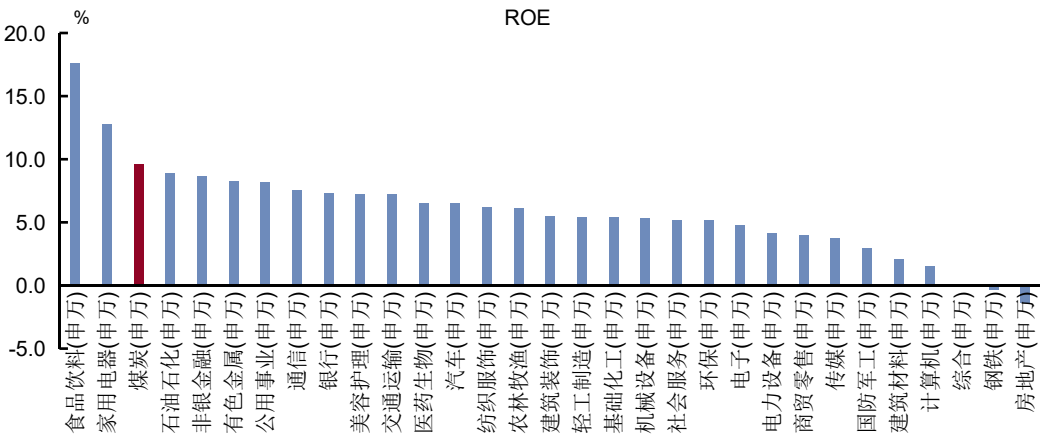
图表：2023年以来，煤价下行但煤炭估值逐步提升（截至2024年12月6日）



5.1、盈利强：当煤价处于约800+元/吨，煤炭板块盈利能力仍是全行业较优水平

- ◆ 2024年煤价回落到约859元/吨，煤炭板块盈利能力依然处于全行业较优水平。2024年1-11月煤价均价为859元/吨（均价较2023年下滑约106元/吨）。煤炭27家上市公司平均毛利率仍能取得29.6%、净利率10.9%、ROE5.5%的成绩。
- ◆ 若将申万指数的31个行业的三季报业绩进行对比，煤炭板块ROE处于全行业第三名，盈利能力较优。

图表：全行业申万指数ROE对比（2024年三季报）



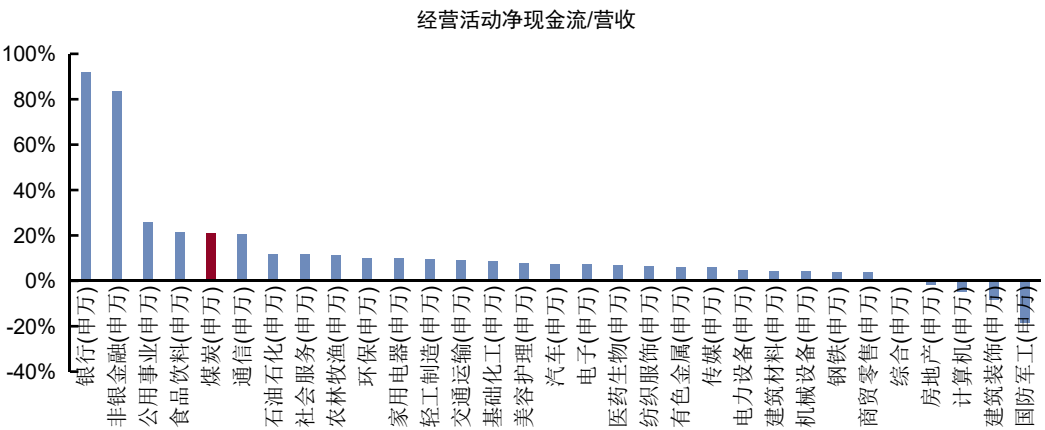
图表：27家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE情况（单位：%）

细分板块	上市公司	毛利率			净利率			ROE		
		2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct	2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct	2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct
动力煤	甘肃能化	35.8	32.7	-3.2	18.2	13.2	-5.0	11.2	5.9	-5.3
	电投能源	33.0	36.5	3.4	19.8	23.0	3.1	13.1	13.5	0.5
	郑州煤电	29.2	26.5	-2.7	0.4	2.6	2.2	-6.1	0.8	6.9
	兖矿能源	33.2	34.6	1.4	15.5	15.6	0.1	15.6	14.8	-0.8
	安源煤业	7.7	4.1	-3.6	0.3	-4.8	-5.1	1.7	-46.3	-47.9
	大有能源	27.3	13.3	-13.9	6.3	-18.7	-25.1	2.5	-12.4	-14.9
	山煤国际	41.2	34.7	-6.5	21.6	13.7	-7.9	26.1	12.9	-13.2
	恒源煤电	49.4	38.8	-10.7	27.3	17.5	-9.9	11.3	7.5	-3.8
	晋控煤业	46.3	46.0	-0.3	27.1	26.5	-0.6	14.1	12.3	-1.8
	中国神华	35.1	33.7	-1.4	22.3	21.2	-1.1	12.2	11.2	-1.0
	昊华能源	52.1	48.0	-4.0	24.8	24.0	-0.8	9.3	9.6	0.3
	陕西煤业	37.3	34.8	-2.5	21.5	21.0	-0.4	14.9	16.9	2.1
	中煤能源	24.3	25.2	0.9	13.9	13.5	-0.4	12.2	10.0	-2.2
	新集能源	40.5	41.9	1.4	21.9	22.1	0.2	15.5	12.8	-2.7
炼焦煤	冀中能源	33.8	35.9	2.1	21.7	10.7	-11.0	16.9	5.6	-11.3
	山西焦煤	39.1	31.9	-7.2	17.2	10.8	-6.4	15.5	7.7	-7.8
	永泰能源	27.6	25.9	-1.7	7.9	8.1	0.2	3.6	3.1	-0.5
	盘江股份	31.3	25.4	-5.9	10.3	0.8	-9.5	6.7	0.3	-6.4
	上海能源	30.9	22.9	-7.9	16.0	8.0	-8.0	10.6	4.9	-5.6
	淮北矿业	20.1	17.6	-2.5	8.7	7.0	-1.7	14.3	10.2	-4.1
	开滦股份	14.7	12.7	-2.0	4.3	2.3	-2.0	7.0	4.6	-2.5
	平煤股份	30.9	27.3	-3.6	14.5	9.5	-5.0	12.9	7.1	-5.8
	辽宁能源	19.7	21.2	1.5	1.5	1.5	0.0	1.2	1.1	-0.1
	潞安环能	49.9	40.7	-9.2	24.7	12.9	-11.8	14.9	5.9	-9.0
无烟煤	神火股份	27.2	24.5	-2.7	16.7	14.4	-2.3	24.2	17.1	-7.1
	兰花科创	43.6	29.5	-14.1	20.1	6.5	-13.5	11.3	4.2	-7.1
	华阳股份	45.0	33.1	-11.9	22.4	11.2	-11.2	15.8	6.5	-9.3
平均		33.6	29.6	-4.0	15.8	10.9	-4.9	11.4	5.5	-5.9
剔除神华		33.5	29.4	-4.1	15.6	10.5	-5.1	11.4	5.2	-6.1

5.2、现金流充裕

- ◆ 煤炭经营质量较高，现金流充裕。
- ◆ 纵向去看，2024年前三季度煤炭板块经营活动净现金流2223亿元，处于近十年较高水平，与去年同期相比，2024年前三季度煤炭板块经营活动净现金流同比降幅较2023年显著收窄，且其经营活动现金流/营收比例亦有2pct的修复。
- ◆ 横向去看，煤炭2024前三季度“经营活动净现金流/营业收入”比值为21%，在申万31个行业中排名第五名。

图表：经营净现金流/营收，煤炭全行业排名第五名（截至2024年9月30日）



图表：煤炭2014-2024年前三季度经营活动净现金流等指标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3
经营活动净现金流（亿元）	892	754	1,428	2,004	2,237	1,951	2,069	3,575	4,336	2,938	2,329	2,223
YoY		-15%	89%	40%	12%	-13%	6%	73%	21%	-32%		-5%
投资活动净现金流（亿元）	-1,058	-963	-954	-627	-1,201	-972	-518	-851	-1,897	-1,460	-988	-1,166
经营净现金+投资净现金（亿元）	-166	-209	474	1,377	1,037	979	1,551	2,724	2,439	1,478		1,057
营业收入（亿元）	7,326	5,710	6,352	8,746	10,133	10,880	11,020	14,462	16,723	15,123	11,616	10,673
经营活动净现金流/营收	12%	13%	22%	23%	22%	18%	19%	25%	26%	19%	20%	21%

5.3、逐步提升的分红比例与分红规模

- ◆ **逐步提升的分红比例与分红规模。**近十年来，大部分煤炭企业都在逐步提升其分红比例与分红规模，尽管2023年由于煤价的大幅回调，煤炭企业的经营现金流依然强劲，2023年分红比例较2022年亦有提升。
- ◆ **个股的分红/市值比例。**以2016–2023累计8年分红/2016年市值来看，比例前五名公司有兖矿能源（180%）、陕西煤业（137%）、中国神华（107%）、山煤国际（104%）、潞安环能（96%）。

图表：煤炭历年分红比例

现金分红比例 (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势	2023-2022
上海能源	16.0	30.6	30.6	30.1	30.1	30.0	30.3	30.6		0.3
开滦股份	36.8	36.9	30.3	30.4	41.2	40.2	49.7	50.0		0.3
兰花科创	-	32.2	31.7	34.5	30.5	36.4	35.4	53.1		17.7
恒源煤电	-	32.6	33.6	37.2	51.2	43.3	47.8	50.1		2.3
甘肃能化	20.6	41.4	39.9	43.6	50.3	47.1	20.4	30.8		10.4
潞安环能	31.4	30.9	30.1	30.1	30.0	30.0	60.2	60.0		-0.2
淮北矿业	33.3	30.3	30.6	35.9	42.8	36.3	37.2	43.3		6.1
华阳股份	-	30.1	34.2	39.6	40.0	34.0	30.0	50.0		20.0
平煤股份	-	-	-	60.0	60.1	60.2	35.2	60.6		25.4
冀中能源	144.8	33.2	40.5	39.2	179.9	129.0	79.3	42.9		-36.4
昊华能源	-	29.3	30.3	32.0	75.2	32.8	36.4	48.5		12.0
盘江股份	202.6	66.0	70.1	60.7	76.8	73.2	40.1	82.1		41.9
中煤能源	25.5	30.2	30.1	29.9	30.1	30.0	30.0	37.7		7.7
山西焦煤	8.0	8.0	52.4	18.4	20.9	78.7	63.5	67.1		3.5
新集能源	-	-	9.9	9.0	10.7	7.5	13.8	18.4		4.6
晋控煤业	-	-	-	-	-	14.4	34.6	40.1		5.4
山煤国际	-	-	-	10.1	15.8	62.9	63.9	30.3		-33.6
中国神华	40.3	151.0	39.9	57.9	91.8	100.4	72.8	75.2		2.5
广汇能源	76.2	51.4	39.0	-	-	52.5	45.8	87.9		42.1
陕西煤业	39.9	40.0	29.1	30.0	52.1	61.9	60.2	60.0		-0.1
兖矿能源	28.6	34.8	33.5	89.2	68.4	60.9	69.3	57.1		-12.2

图表：煤炭个股历年分红累计值以及累计八年分红/2016年市值比率

分红累计值(亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2016年初市值 (亿元)	累计8年分红/2016年市值
兖矿能源	5.9	23.6	26.5	77.3	48.7	99.0	213.3	115.1	339.1	179.7%
陕西煤业	11.0	41.8	32.0	34.9	77.6	130.9	211.4	127.5	486.0	137.2%
中国神华	91.5	680.2	175.0	250.6	359.6	504.7	506.6	449.0	2,815.5	107.2%
山煤国际	-	-	-	1.2	1.3	31.1	44.6	12.9	87.8	103.7%
潞安环能	2.7	8.6	8.0	7.1	5.8	20.1	85.3	47.5	192.0	96.4%
山西焦煤	0.3	1.3	9.5	3.2	4.1	32.8	68.1	45.4	191.6	85.9%
平煤股份	-	-	-	6.9	8.3	17.6	20.1	24.3	110.0	70.2%
恒源煤电	-	3.6	4.1	4.2	4.0	6.0	12.0	10.2	62.9	70.0%
冀中能源	3.5	3.5	3.5	3.5	14.1	35.3	35.3	21.2	178.1	67.5%
开滦股份	1.6	1.9	4.1	3.5	4.4	7.3	9.2	5.5	68.9	54.5%
华阳股份	-	4.9	6.7	6.7	6.0	12.0	21.1	25.9	155.4	53.7%
兰花科创	-	2.5	3.4	2.3	1.1	8.6	11.4	11.1	91.7	44.1%
盘江股份	4.0	5.8	6.6	6.6	6.6	8.6	8.8	6.0	135.9	39.0%
广汇能源	1.6	3.4	6.8	-	-	26.2	52.0	45.5	348.3	38.9%
中煤能源	5.2	7.3	10.3	16.8	17.8	39.9	54.8	73.6	655.9	34.4%
晋控煤业	-	-	-	-	-	6.7	10.5	13.2	92.9	32.8%
淮北矿业	-	-	10.9	13.0	14.9	17.4	26.1	26.9	390.3	28.0%
上海能源	0.7	1.6	2.0	1.7	2.0	1.1	5.3	3.0	74.4	23.4%
昊华能源	-	1.9	2.3	0.8	0.4	6.6	4.9	5.0	94.3	23.3%
甘肃能化	0.5	2.3	2.3	2.3	2.2	3.4	6.5	5.4	115.3	21.5%
新集能源	-	-	0.3	0.5	0.9	1.8	2.8	3.9	238.3	4.3%

5.4、重点煤炭上市公司净货币资金异常丰厚

名称	净货币资金	总市值2	净货币资金/总市值	PB
晋控煤业	125	249	0.52	1.38
潞安环能	225	451	0.50	0.96
恒源煤电	46	116	0.40	0.92
陕西煤业	414	2,403	0.17	2.56
山西焦煤	74	468	0.16	1.28
中国神华	1,234	8,412	0.15	2.03
中煤能源	247	1,724	0.14	1.18
上海能源	13	99	0.13	0.77
郑州煤电	5	58	0.08	3.52
开滦股份	9	117	0.07	0.82
淮北矿业	12	402	0.03	0.96
山煤国际	7	257	0.03	1.55
云维股份	1	46	0.02	13.13
甘肃能化	-6	157	-0.04	0.94
苏能股份	-22	380	-0.06	2.39
电投能源	-34	456	-0.08	1.35
大有能源	-6	83	-0.07	1.38
兰花科创	-21	133	-0.16	0.82
昊华能源	-20	131	-0.16	1.09
美锦能源	-41	133	-0.18	1.61
冀中能源	-45	233	-0.19	1.11
宝丰能源	-260	1,165	-0.22	2.82
淮河能源	-34	154	-0.20	1.34
安泰集团	-6	24	-0.23	1.58
辽宁能源	-15	51	-0.31	0.93
广汇能源	-166	258	-0.36	1.80
平煤股份	-87	255	-0.34	1.05
宝泰隆	-18	58	-0.31	1.11
兖矿能源	-626	1,499	-0.42	2.55
金能科技	-21	53	-0.40	0.63
云煤能源	-19	43	-0.44	1.29
陕西黑猫	-34	74	-0.46	1.09
华阳股份	-132	271	-0.49	0.99
陕西能源	-209	366	-0.57	1.49
永泰能源	-226	447	-0.51	0.87
山西焦化	-78	110	-0.71	0.73
新集能源	-154	202	-0.76	1.38
盘江股份	-160	115	-1.38	1.06

◆ 2016年供给侧结构性改革以来，煤炭企业在持续修复资产负债表，当前重点企业净货币资金异常丰厚。

◆ 备注：净货币资金=货币资金-有息负债；

5.5、重点关注公司业绩及股息率测算

煤种	简称	股价（元）	PB	归母净利润（亿元）			PE估值			分红比例		股息率	
		2024/12/20		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2022	2023	2023	2024E
动力煤	中国神华	41.34	2.0	597	585	605	13.8	14.1	13.5	72.8%	75.2%	5.5%	5.4%
	兖矿能源	13.94	2.4	201	156	180	5.1	9.0	7.8	69.2%	57.1%	8.2%	6.4%
	陕西煤业	23.64	2.4	212	212	225	10.8	10.8	10.1	60.2%	60.0%	5.6%	5.6%
	中煤能源	11.90	1.1	195	185	200	8.1	8.6	7.7	30.0%	30.0%	3.7%	3.5%
	广汇能源	6.83	1.7	52	40	55	8.6	13.1	9.8	45.8%	87.9%	10.1%	10.2%
	山煤国际	12.23	1.5	43	28	32	5.7	8.1	6.9	63.9%	30.3%	5.3%	6.8%
	晋控煤业	13.33	1.2	33	27	35	6.8	7.7	7.1	34.6%	40.1%	5.9%	4.8%
	新集能源	7.06	1.2	21	24	25	8.7	7.8	7.3	13.8%	18.4%	2.1%	2.4%
	华阳股份	7.18	0.9	52	28	35	5.0	10.9	9.5	30.0%	50.0%	10.0%	5.4%
	电投能源	19.77	1.3	46	53	58	9.7	8.4	7.7	28.1%	33.4%	3.4%	4.0%
	甘肃能化	2.81	0.9	17	18	21	7.6	8.3	7.0	20.4%	30.8%	3.6%	3.7%
	昊华能源	8.20	1.0	10	15	18	11.4	8.1	6.7	36.4%	48.5%	4.3%	6.0%
冶金煤	淮北矿业	13.92	0.9	62	52	55	5.5	7.2	6.6	37.2%	43.3%	7.2%	6.0%
	平煤股份	10.01	1.0	40	25	30	5.8	9.2	8.0	35.2%	60.6%	9.8%	6.1%
	潞安环能	14.63	0.9	79	45	55	5.5	10.5	9.1	60.2%	60.0%	10.9%	6.2%
	山西焦煤	8.24	1.3	68	43	50	6.7	12.2	10.7	63.5%	67.1%	9.7%	6.1%
	恒源煤电	9.41	0.9	20	13	15	5.5	9.0	7.8	47.8%	50.1%	9.0%	5.5%
	神火股份	16.18	1.7	59	48	55	6.1	7.5	6.3	29.7%	30.5%	4.9%	4.0%
无烟煤	兰花科创	8.67	0.8	21	13	15	6.1	10.0	8.3	35.4%	53.1%	8.7%	5.3%
	算术平均值						7.5	9.5	8.3	42.9%	48.8%	6.7%	5.4%

资料来源：Wind、国海证券研究所
备注：(1) 2024年股息率计算根据当前市值、2023年分红率以及2024年预测盈利计算出来，其中广汇能源、山煤国际分红率有动态调整。

5.6、投资建议与关注标的：

◆ 投资建议与行业评级：

- 从大方向来看，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤价处于中高位，盈利依然有保障，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。煤炭板块增量稳、存量优，依然值得把握的价值资产，**维持煤炭开采行业“推荐”评级。**

◆ 重点关注标的：

- （1）稳健高股息型标的：中国神华、陕西煤业、中煤能源等；
- （2）产业链向下游延伸标的：电投能源、新集能源等；
- （3）动力煤弹性标的：兖矿能源、晋控煤业、广汇能源等；
- （4）焦煤弹性标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤等。

5.7、重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2024/12/20		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	评级	
601088.SH	中国神华	41.34	3.00	2.94	3.07	13.8	14.1	13.5	买入	
601225.SH	陕西煤业	23.64	2.19	2.18	2.34	10.8	10.8	10.1	买入	
600188.SH	兖矿能源	13.94	2.74	1.55	1.80	5.1	9.0	7.8	买入	
601898.SH	中煤能源	11.90	1.47	1.39	1.54	8.1	8.6	7.7	买入	
600546.SH	山煤国际	12.23	2.15	1.52	1.78	5.7	8.1	6.9	买入	
600256.SH	广汇能源	6.83	0.80	0.52	0.70	8.6	13.1	9.8	买入	
601699.SH	潞安环能	14.63	2.65	1.39	1.61	5.5	10.5	9.1	买入	
000983.SZ	山西焦煤	8.24	1.23	0.68	0.77	6.7	12.2	10.7	买入	
600348.SH	华阳股份	7.18	1.44	0.66	0.76	5.0	10.9	9.5	买入	
000933.SZ	神火股份	16.18	2.65	2.16	2.56	6.1	7.5	6.3	买入	
600985.SH	淮北矿业	13.92	2.51	1.93	2.10	5.5	7.2	6.6	买入	
601666.SH	平煤股份	10.01	1.73	1.09	1.26	5.8	9.2	8.0	买入	
600123.SH	兰花科创	8.67	1.41	0.93	1.05	6.1	9.4	8.3	买入	
601918.SH	新集能源	7.06	0.81	0.91	0.97	8.7	7.8	7.3	买入	
601001.SH	晋控煤业	13.33	1.97	1.73	1.89	6.8	7.7	7.1	买入	
000552.SZ	甘肃能化	2.81	0.37	0.34	0.40	7.6	8.3	7.0	买入	

资料来源：Wind、国海证券研究所

- ◆ 1) 经济增速不及预期风险。房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- ◆ 2) 政策调控力度超预期的风险。供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- ◆ 3) 可再生能源持续替代风险。国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- ◆ 4) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- ◆ 5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。
- ◆ 6) 测算或有误差，以实际为准。

能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验
王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验
张益，能源开采行业研究助理，伦敦国王学院银行与金融硕士，2年期货行业研究经验

分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597