

供需错配，再创辉煌

——2025年煤炭行业年度策略

行业评级：看好

2025年01月24日

分析师 程镜
邮箱 chengyi02@stocke.com.cn

证书编号 S1230524100002

分析师 程娇翼
邮箱 chengjiaoyi@stocke.com.cn

证书编号 S1230521020002

摘要

1、煤炭行业复盘

- 煤炭行业兼具周期属性和红利属性，攻守兼备，既具备顺周期时煤价带动中信煤炭指数的上涨，也具备逆周期红利带来的中信煤炭指数调节。
- 2023年二季度开始，煤炭公司业绩下滑明显，对于煤炭行业股价影响有限，煤炭指数短期调节能力强。

2、煤炭价格预测

- 2024年底，动力煤价格触底反弹，主要矛盾系疆煤外运成本支撑和进口成本价支撑，预计2025年价格中枢维持在850-900元之间。
- 2024年底，炼焦煤价格已跌至历史低点，预计春节之后逆周期调节，粗钢产量将同比转正，焦煤价格止跌回稳。

3、煤炭行业供需测算

- 动力煤供需缺口2025年预计略有收窄，主要系政策支持下国内用电量的增加，以及海外进口煤炭量回落。
- 炼焦煤供需缺口2025年预计有明显收缩，主要系进口瓶颈带来进口量回落，以及制造业对于需求的强支撑。

4、煤炭行业投资策略

- 煤炭行业高股息高ROE低PB特征显著，估值修复性价比高，2025年高股息蓝筹股估值有望提升。
- 建议重点关注：**1、周期弹性标的，炼焦煤弹性股：平煤能源、淮北矿业、山西焦煤；动力煤弹性股：晋控煤业、山煤国际**
2、高股息蓝筹标的：中国神华、陕西煤业

5、风险提示：可再生能源加速替代的风险、国内经济恢复不及预期的风险、可再生能源加速替代的风险

目录

CONTENTS

01

历史复盘

煤炭指数走势总览| 动力煤价格走势| 炼焦煤价格走势

02

供需分析

动力煤供需情况分析| 炼焦煤供需情况分析

03

2025年展望

国内产量展望| 动力煤展望| 炼焦煤展望 | 供需测算表

04

投资策略

投资策略 | 风险提示

01

历史复盘

煤炭指数和价格总览

动力煤价格复盘

炼焦煤价格复盘

周期属性：过去十多年时间，煤炭行业呈现周期属性，大多数时间煤炭指数跟随煤价同步波动

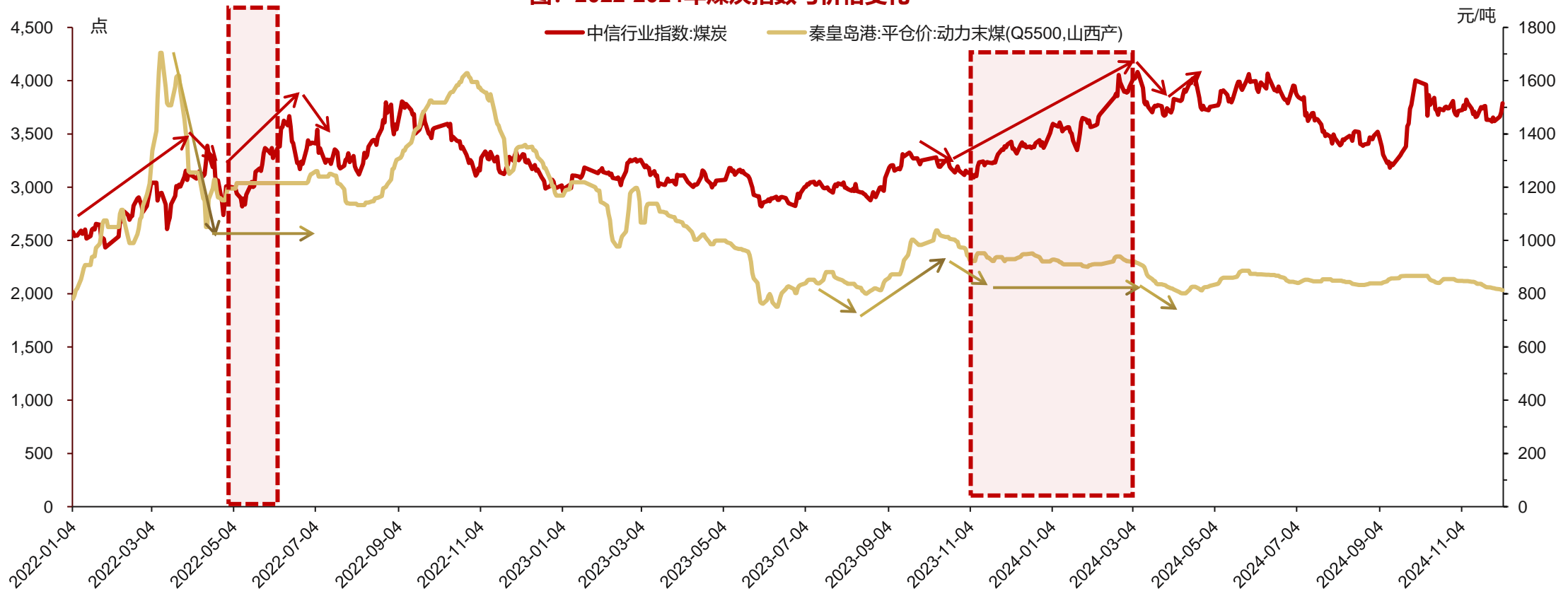
图：2008-2024年煤炭指数与价格变化



红利属性：近两年，股息红利催化行业估值提升，煤价保持稳定或者略有下跌的时候，中信煤炭指数却屡创新高

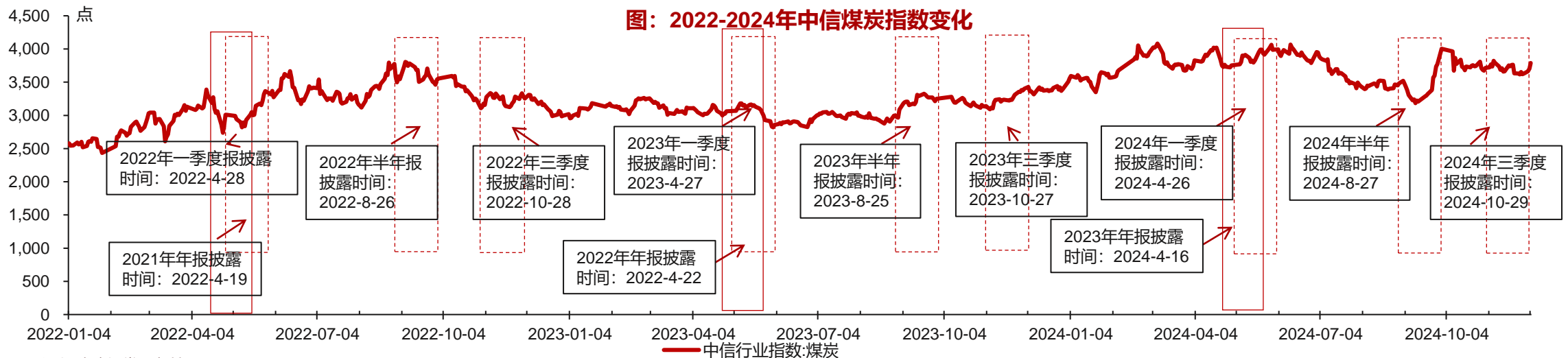
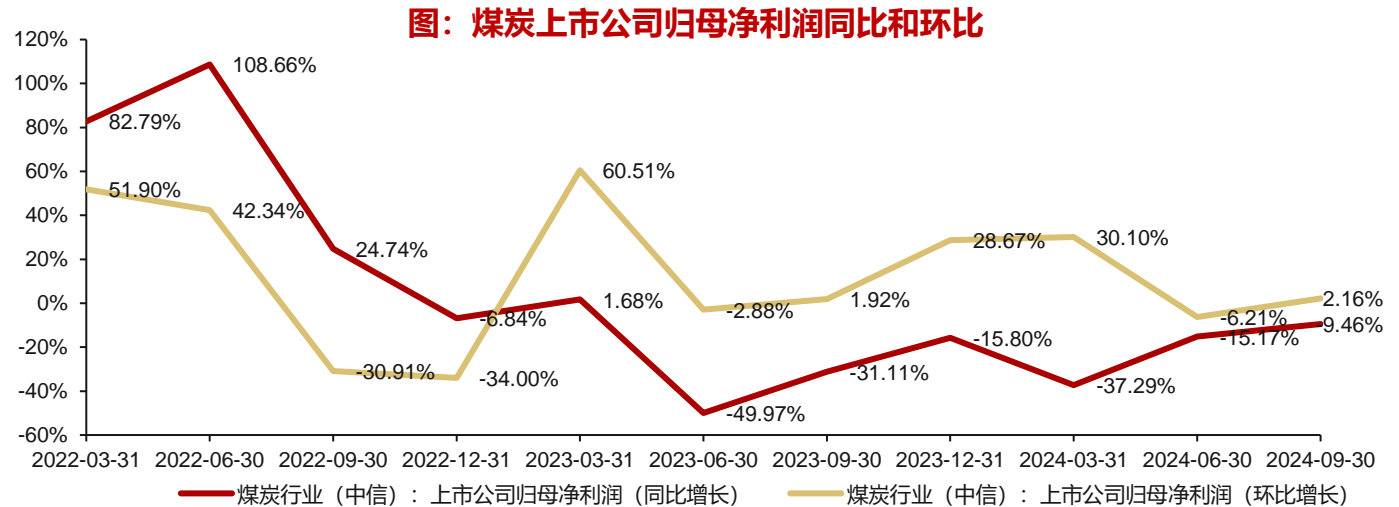
- **红利属性第一次显现：2022年5月-2022年6月：**中信煤炭指数和煤价呈低相关性，**中信煤炭指数波动上行突破年度峰值，而煤价保持稳定。**市场对高股息政策的偏好成为中信煤炭指数上涨的主要驱动力。
- **红利属性第二次显现：2023年11月-2024年3月：**中信煤炭指数与煤价关联度降低，**中信煤炭指数稳步攀升刷新年度高点，而煤价保持稳定。**市场对高股息策略的反应积极，推动中信煤炭指数独立于煤价波动。

图：2022-2024年煤炭指数与价格变化



红利属性：2023年2季度开始季度盈利负增长虽然对中信煤炭指数有一定影响，但短期调整中信煤炭指数又快速回升

- 2023年2季度开始，受煤价下跌影响，煤炭上市公司归母净利润出现负增长。根据中信煤炭指数统计的上市公司归母净利润同比增速情况，从2023年中报开始，煤炭行业同比出现下滑，其中2023年中报披露归母净利润下滑最多，达**49.97%**，与此同时2024年一季度下滑达**37.29%**。
- 业绩负增长对于煤炭指数影响较小。期间受保供政策影响，煤价超预期回调，但相比2020年正常年份，煤炭公司业绩仍然保持正增长，超过市场预期。因此，业绩负增长对煤炭行业指数短期内有影响，中信煤炭指数回调之后又迅速上涨。



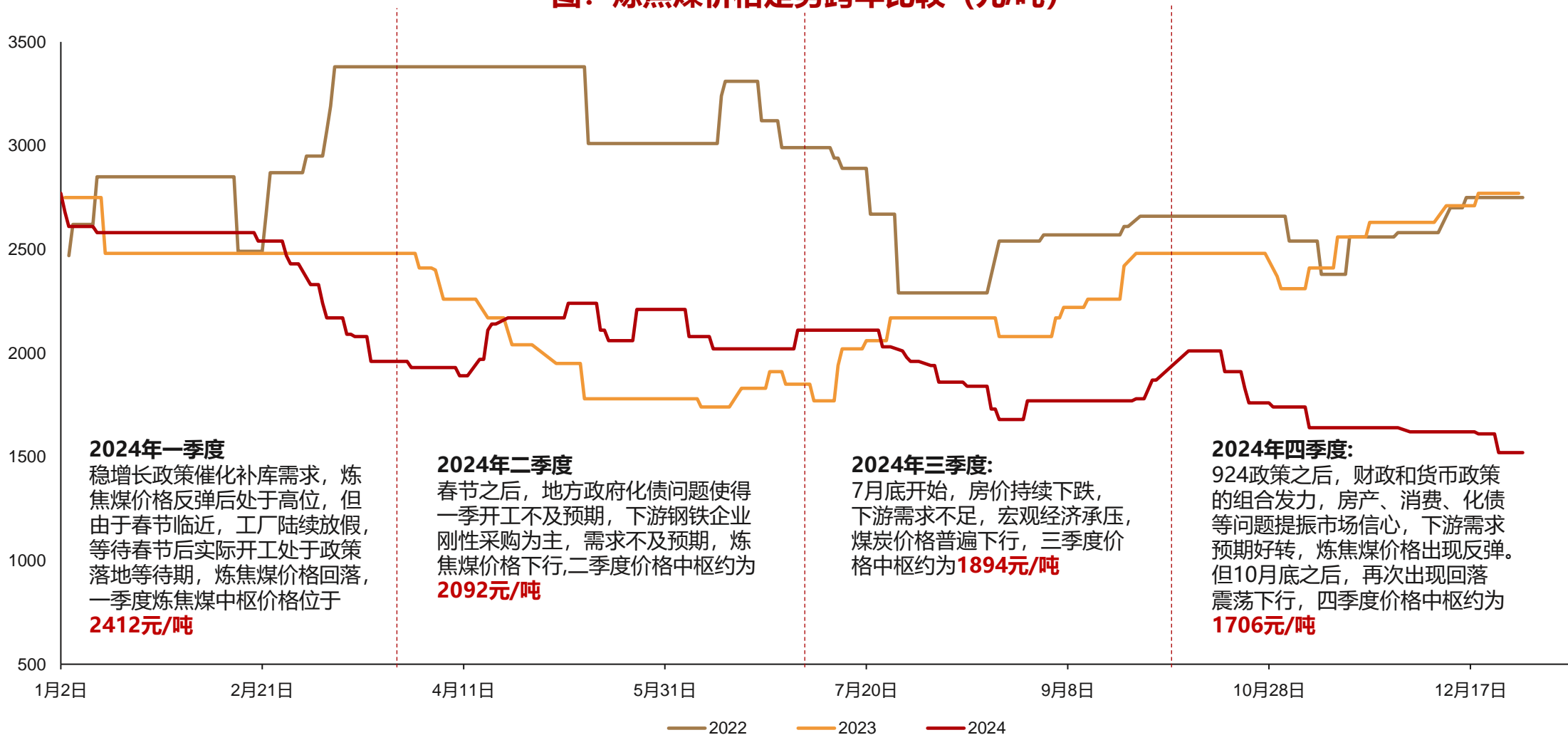
动力煤价格复盘：2024年动力煤价格呈现前高后低，波动率呈现收窄趋势

图：动力煤价格走势跨年比较（元/吨）



炼焦煤价格复盘：2024年炼焦煤价格呈现前高后低，下半年延续震荡走弱

图：炼焦煤价格走势跨年比较（元/吨）



02

供需分析

动力煤供需情况分析

炼焦煤供需情况分析

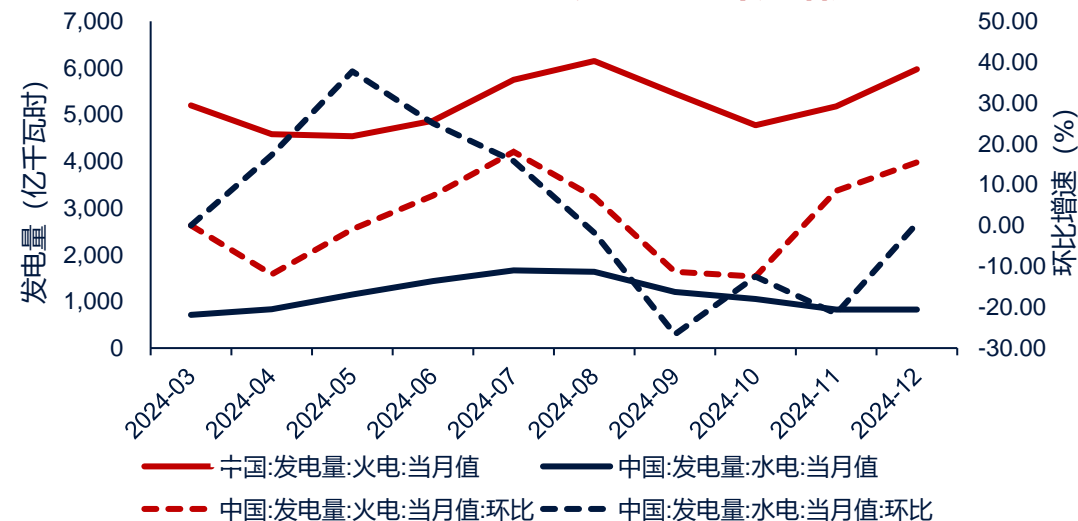
2.1

动力煤供需 情况分析

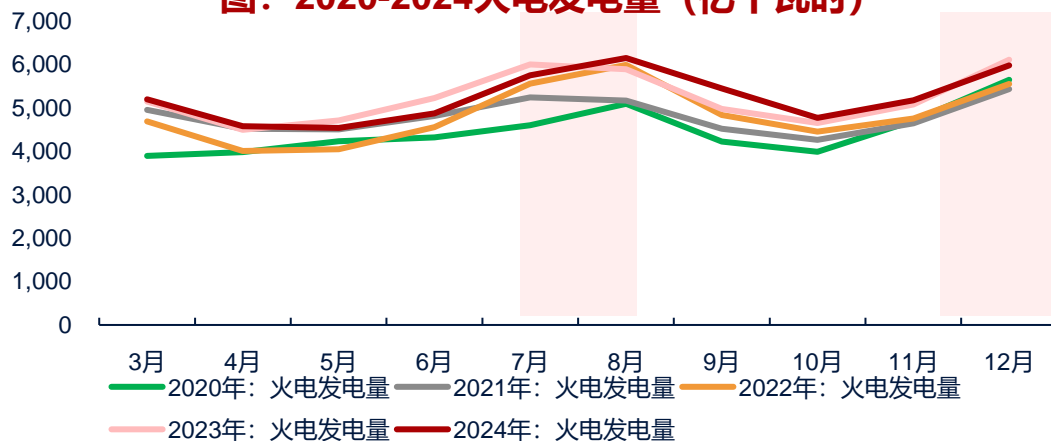
电煤需求端：2024年4-6月水力发电同比增幅较大，抑制电力耗煤量

- **动力煤主要用于火力发电，电力需求的稳定增长是其需求的重要支撑，虽新能源发电发展迅猛，但火力发电目前仍占据主导地位：**截至2024年12月，中国累计发电量达94180亿千瓦时，同比+4.6%；其中火电63437亿千瓦时，占比67%，同比+1.5%；水电12742亿千瓦时，占比14%，同比+10.7%；风电、核电、太阳能等新能源总占比19%，同比+17.2%。
- **电力耗煤受季节性需求影响，火电发电量呈现夏、冬双峰，但2024年水电出力异常强劲，一定程度上挤压了火电的发电空间，使得动力煤的需求增长受到抑制，导致煤价下跌：**2024年4-8月，水电出力充沛，大幅挤占火电份额，其中5、6月份水电发电量同比增速超40%，使得5-7月火电发电量同比负增长，导致动力煤在火电领域的需求受挫，煤价下跌。

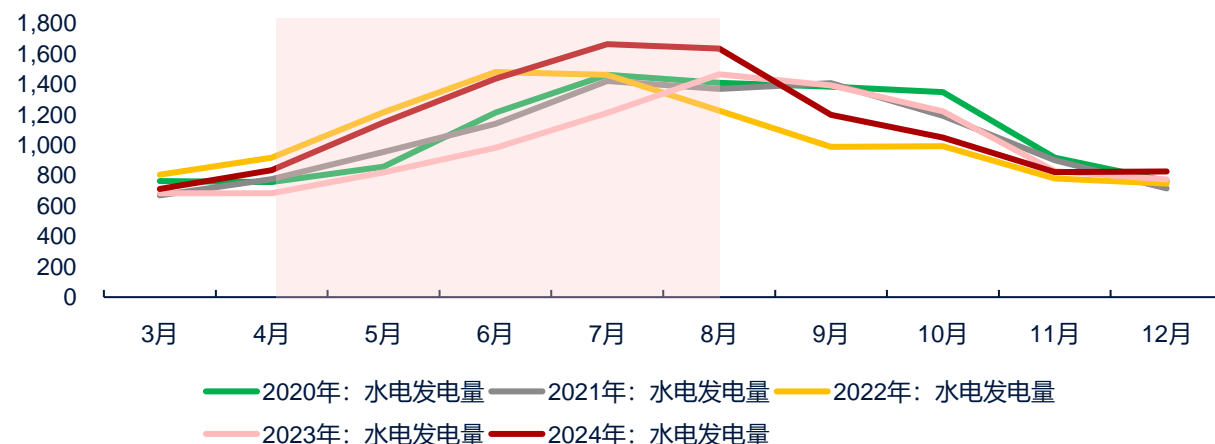
图：2024年火电&水电发电量和环比增速



图：2020-2024火电发电量 (亿千瓦时)

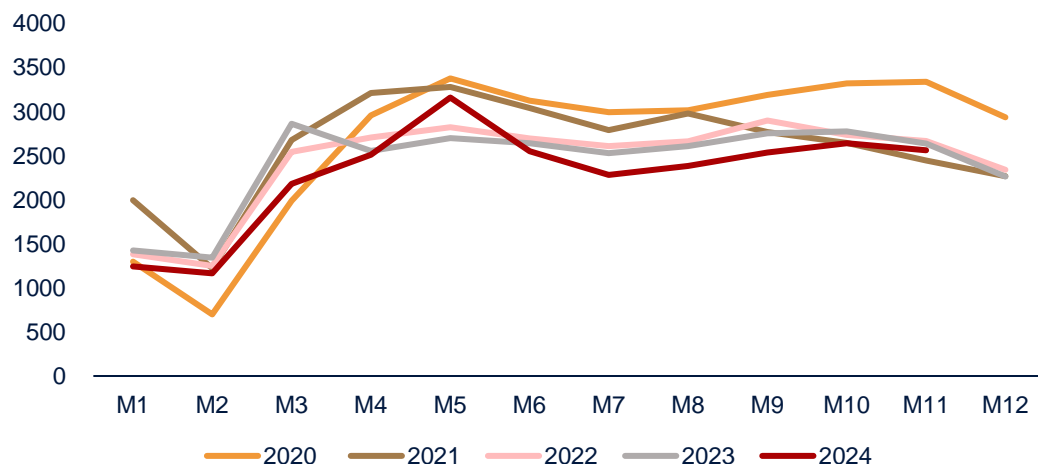


图：2020-2024水电发电量 (亿千瓦时)

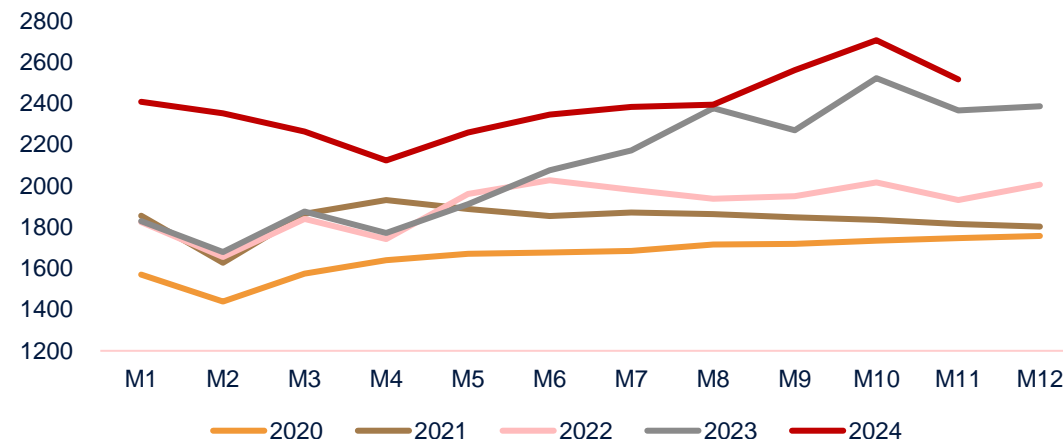


- 建材耗煤全年负增长：**2024年初建材耗煤量经历一段时间下跌，2024年2月建材行业耗煤量跌至1165万吨；随后逐步上升又回落，2024年10月耗煤量达到了2640万吨。此外，截至2024年11月建材行业累计耗煤25212万吨，累计同比-6%；2024年建材用煤消费占比为6.7%，同比减少1.1%，**主要系经济增速放缓导致基建和房产投资增长放缓**，水泥和钢铁产量的下降也直接导致了建材用煤量的减少
- 化工耗煤持续高增长：**从2020年到2024年，化工用煤量总体上持续增长，2024年化工用煤消费占比约为7%，同比增长0.2%。2023年年末，化工行业用煤量达到2386万吨，2024年1月用煤量升至2407万吨，环比增长1%；截至2024年11月，化工耗煤量累计为26307万吨，同比增长15%，**主要系上游产业利润修复**，原料煤价格下行，使得上游工厂生产利润好转，开工积极性同比往年明显提高。此外化工品价格反弹，消费和开工回暖，带动化工用煤需求增加；煤化工相对油化工成本优势，原油价格仍偏高，煤化工相对油化工路线成本更具竞争优势。

图：建材行业耗煤量（万吨）

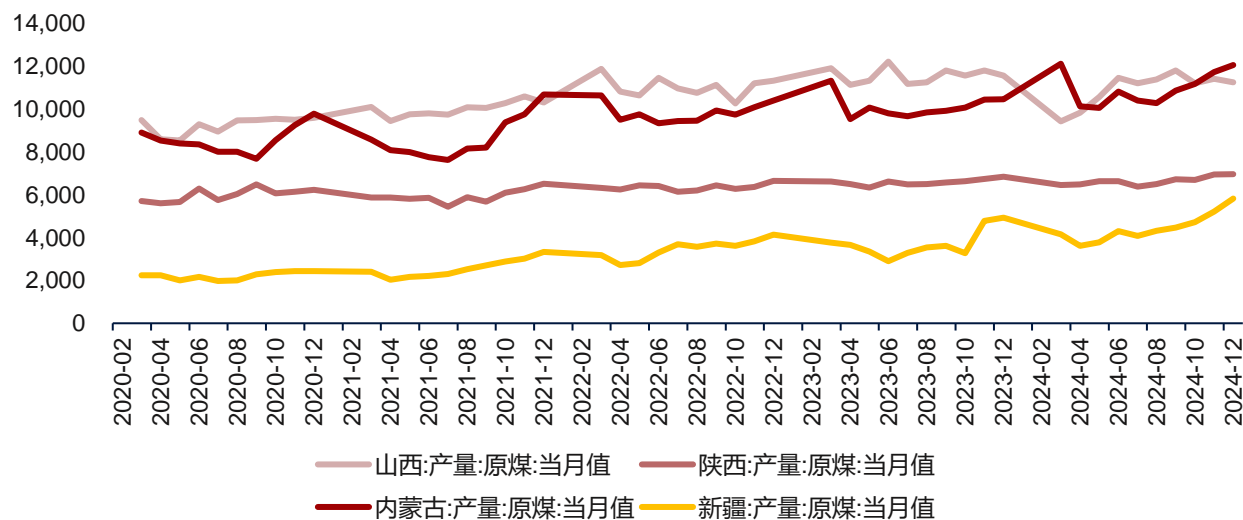


图：化工行业耗煤量（万吨）



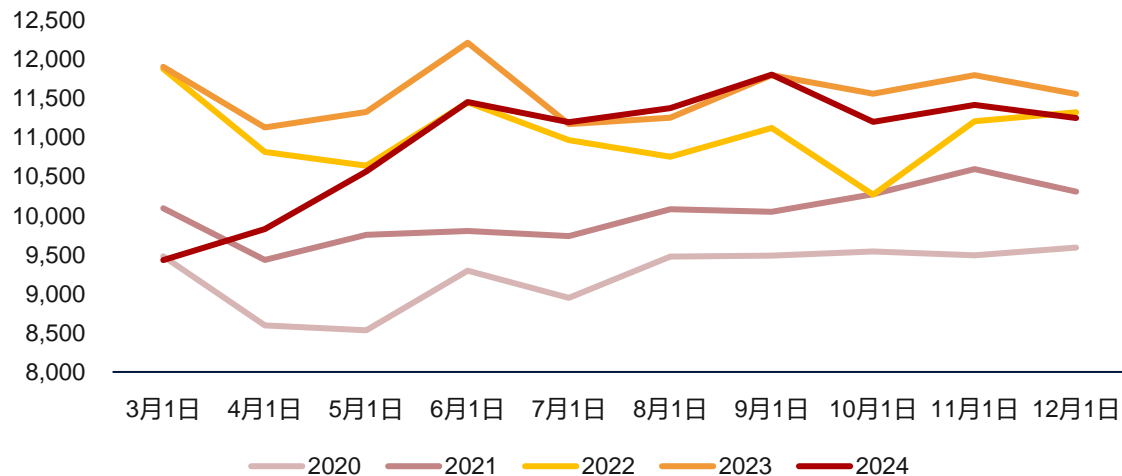
- **我国原煤主要来源于晋陕蒙和新疆，2024年国内产量总量保持小幅增长。**截至2024年12月，我国原煤累计产量47.59亿吨，同比+1.3%，其中山西、陕西、内蒙古三省累计总产量为33.46亿吨，占总产量70%，同比+0.5%。
- **山西：**上半年受山西省“查三超”政策（严控原煤产量超10%）影响，1-4月产量大幅减少，直至5月恢复产量1.13亿吨。截至11月累计产量约为12.6亿吨，累计同比-6.5%，未完成13亿吨的产量目标。

图：我国原煤产量主要四大来源：晋陕蒙和新疆（万吨）

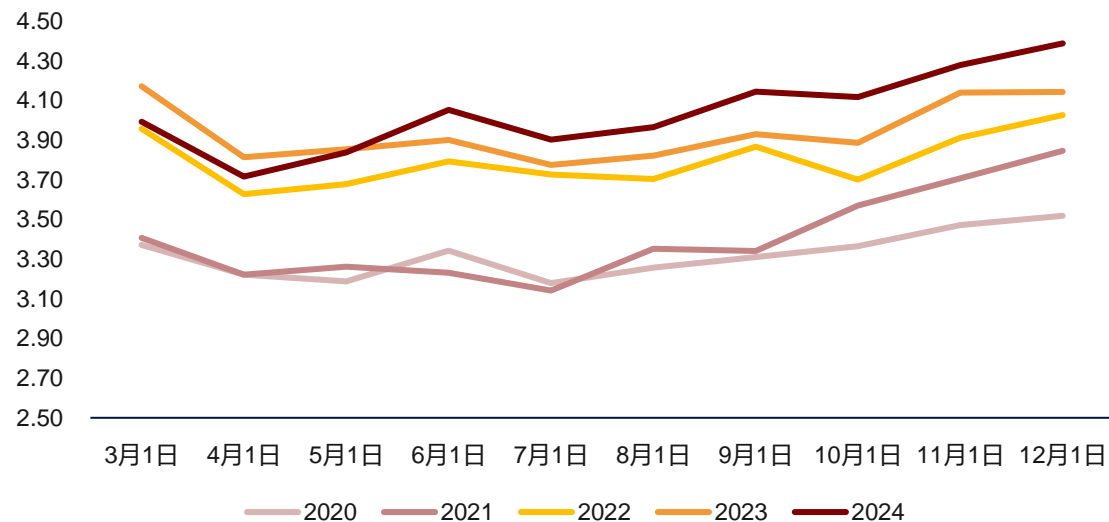


资料来源：山西人民政府网、Wind、浙商证券研究所

图：山西上半年减产，5月后复产（万吨）

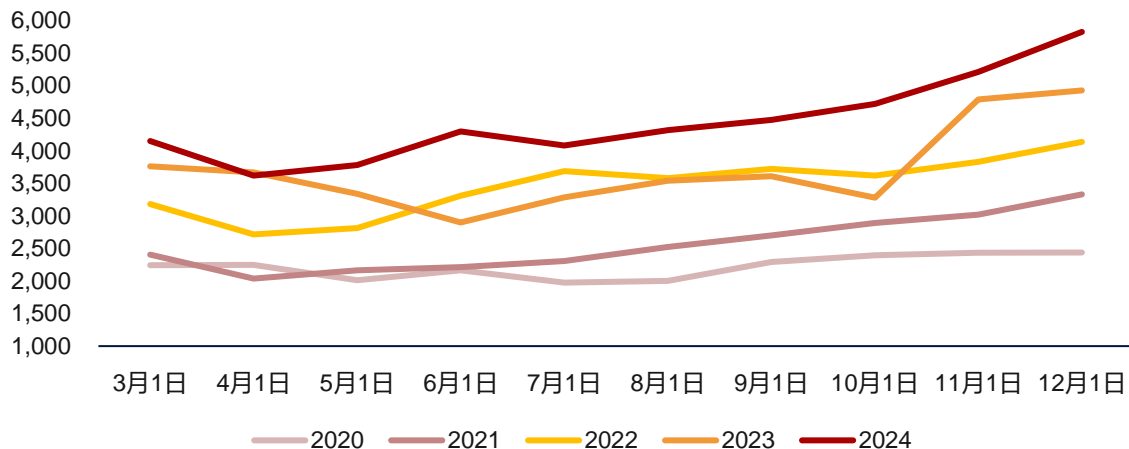


图：2024年原煤产量小幅增长（亿吨）

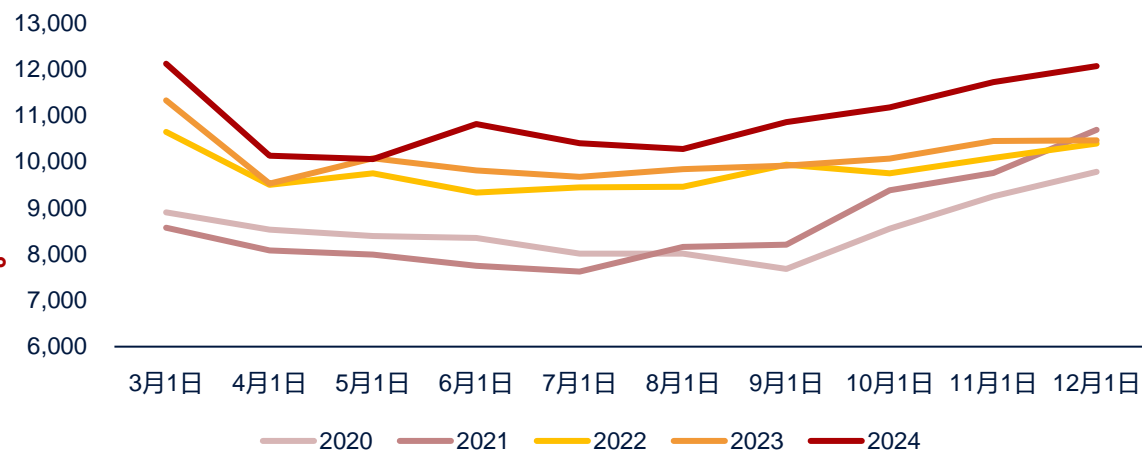


- 内蒙古**：截至2024年11月累计产量约为**11.78亿吨**，累计同比+5.2%，其中鄂尔多斯市和锡林郭勒盟的原煤产量增长较为显著。此外，内蒙古工业生产企稳回升，传统产业转型升级步伐加快，新兴产业不断发展壮大，煤电行业成为工业发展的重要支撑，这也在一定程度上促进了原煤产量的增加。
- 陕西**：截至2024年11月累计产量约为**7.1亿吨**，累计同比+0.32%。
- 新疆**：受益于自治区政府政策推动和疆煤外运运输条件的持续改善，加上前期核准产能在2024年集中释放，带动新疆原煤产量持续高增长，截至2024年11月累计产量约为**4.77亿吨**，累计同比+19.4%，增速全国第一。

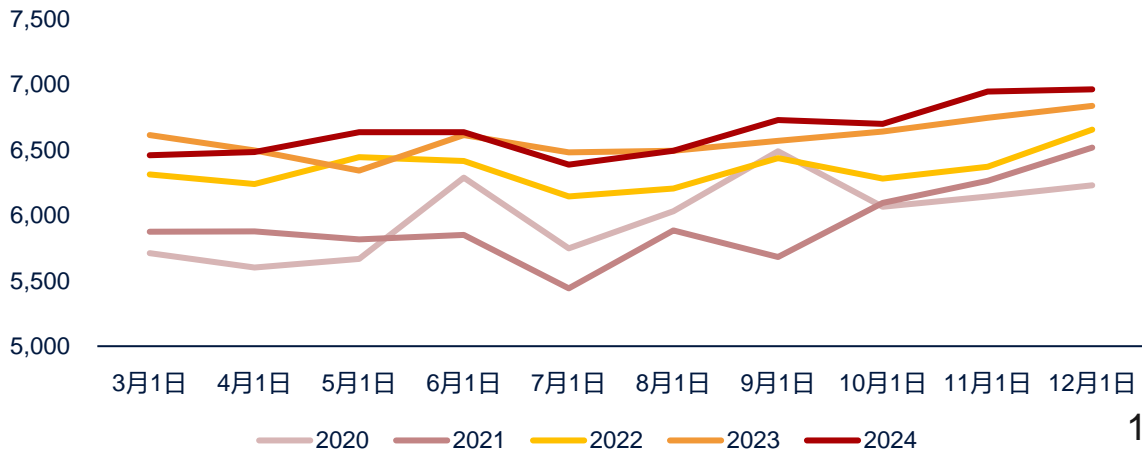
图：新疆原煤产量持续高增长（万吨）



图：内蒙原煤产量整体增长（万吨）

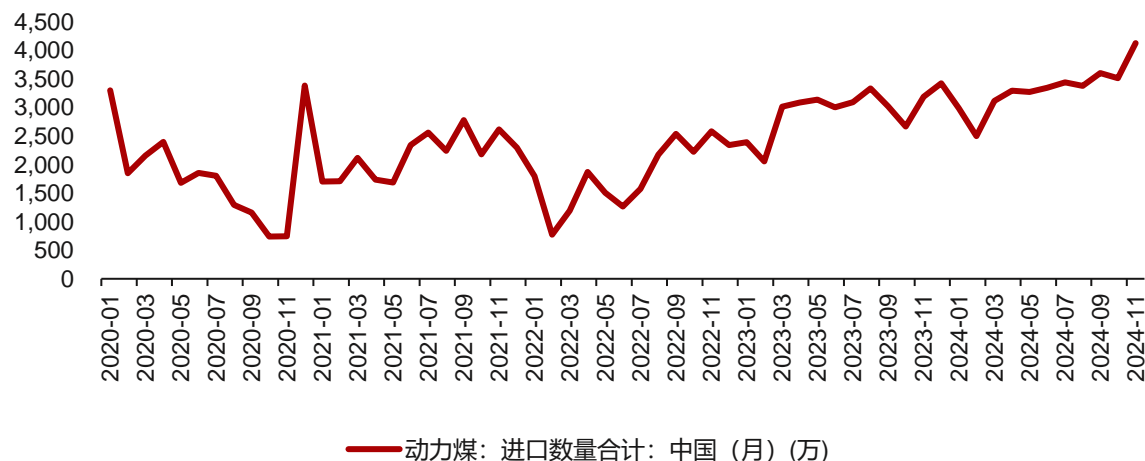


图：陕西原煤产量波动和增量变化不大（万吨）

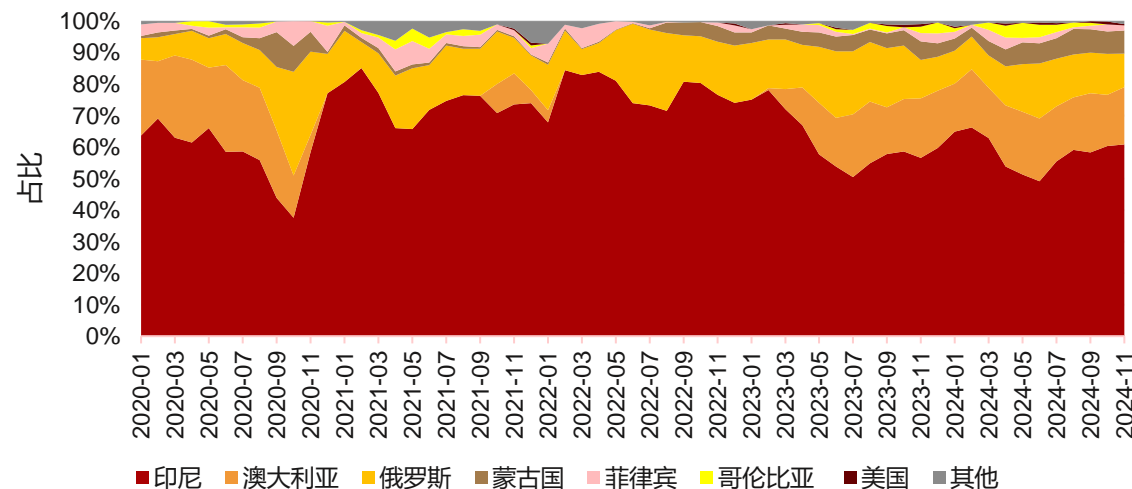


- 动力煤进口量持续攀升，截至2024年11月进口煤数量累计达4.51亿吨，同比+14.4%：**2024年动力煤月均进口量从2月2500万吨上升至如11月4128万吨，达到历史最高值。2024年1-11月，我国从哥伦比亚、菲律宾、美国、澳大利亚、蒙古国以及印度尼西亚等国的动力煤进口量同比均出现不同程度的上涨，涨幅分别约154.58%、80.14%、50%、51.55%、56.97%和8.8%。主要系**进口动力煤的价格优势**，2024年国际动力煤市场价格在部分时段相对较低，与国内动力煤相比具有一定的价格优势。尽管2024年1月1日起中国恢复煤炭进口关税，但来自澳大利亚、印尼的进口煤适用协定税率，均为0，使得从这两个国家进口动力煤的成本相对稳定。而国内煤炭由于开采难度加大、环保成本上升等因素，价格相对较高，进口煤在价格上的吸引力促使企业增加进口。
- 主要进口来源从俄罗斯、印尼、蒙古调整为如今的澳大利亚、俄罗斯、印尼、蒙古：**印尼依旧是我国最大动力煤进口来源国，但其占比已有所回落，从2023年的61.19%回落到2024年的58.21%。俄罗斯受到运输受阻、制裁、运费上涨和税收增加等因素影响，俄煤进口出现下滑，占比从2023年的22.1%降至2024年的17.9%。相比之下，澳煤进口占比从2023年的13.49%攀升至2024年的17.87%左右。同时，由于地理位置邻近，跨境陆运恢复后，蒙古国的动力煤进口量持续回暖，蒙煤占比由2023年的4.49%上升至2024年的6.17%，仍属于我国主要的陆路进口来源。

图：动力煤进口月均数(万吨)



图：动力煤进口主要来自印尼、澳国、俄国、蒙国

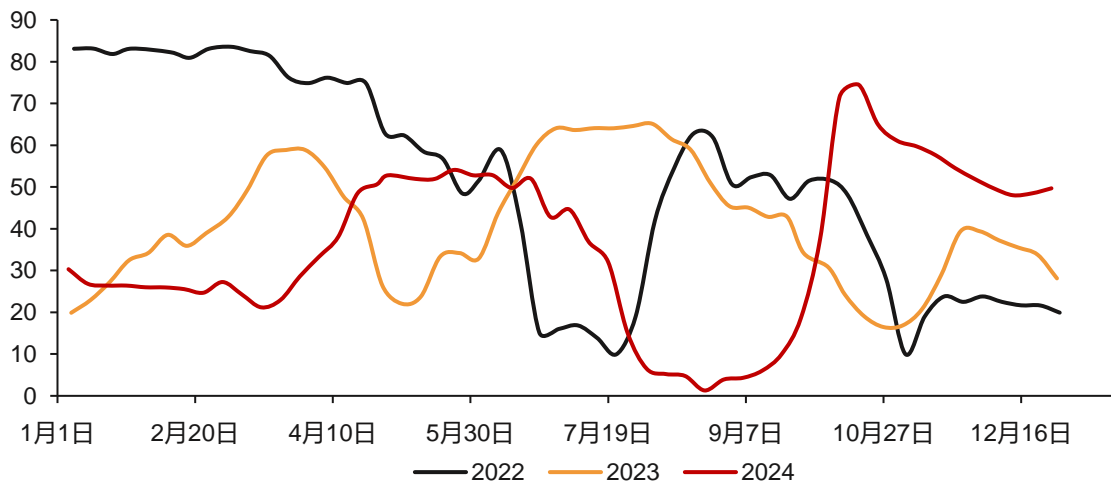


2.2

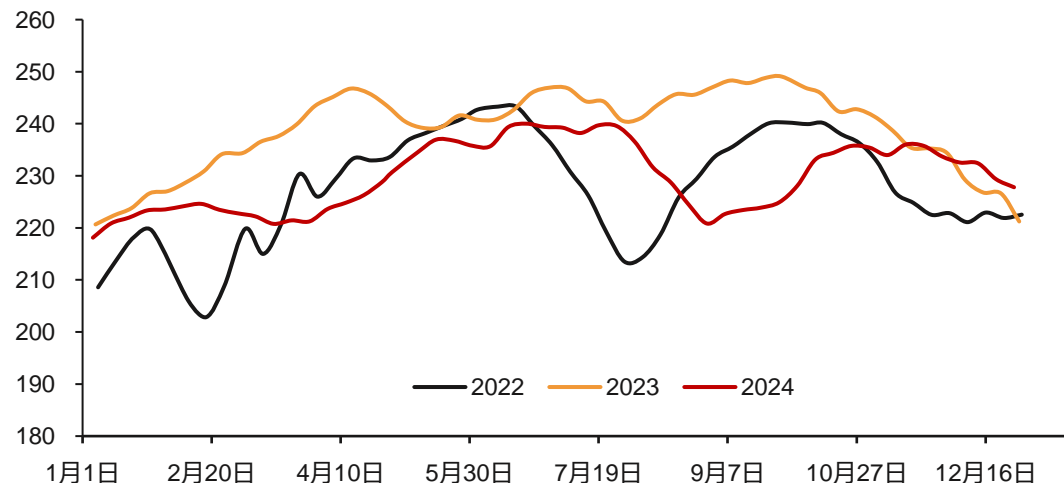
炼焦煤供需 情况分析

- 钢厂全年盈利低迷：**2024年上半年，中国主要247家钢厂盈利占比从21.19%升至54.09%，3-4月期间涨幅尤为明显，主要是由于当期煤炭价格的整体下行带动了生产成本下降，提升了下游煤炭需求。然而，7-8月期间盈利占比骤降，在8月下旬一度低至1.29%，绝大多数钢厂陷入亏损状态，钢材利润受到挤压，下游钢厂对上游煤炭的采购继而相对减少，煤炭需求陷入低迷态势。进入9月后，钢厂盈利占比快速回升，最高达74.48%，随后回落并稳定在50%左右，总体表现仍低于预期，反映下游需求依旧偏弱的整体态势。
- 下游铁水产量较2023年同比下降，对焦煤焦炭形成了一定压制：**2024年年初和9月份铁水产量较低，924政策出台后钢厂对经济的预期有所转变，带来一定幅度的复产，至11月中旬铁水产量环比增速转负为正。截止2024年12月20日，我国日均铁水产量达到了229.36万吨，同比增长1.22%。
- 与此同时，市场煤价趋于平稳，但下游需求未见明显增长，这反映出下游钢铁产业依然面临着其他结构性压力。尽管铁水日均产量较为稳定，但钢厂盈利空间依然受限，这削弱了下游产业对煤炭的采购积极性。

图：中国钢厂盈利率(247家) 单位：%



图：中国日均铁水产量(247家) 单位：万吨

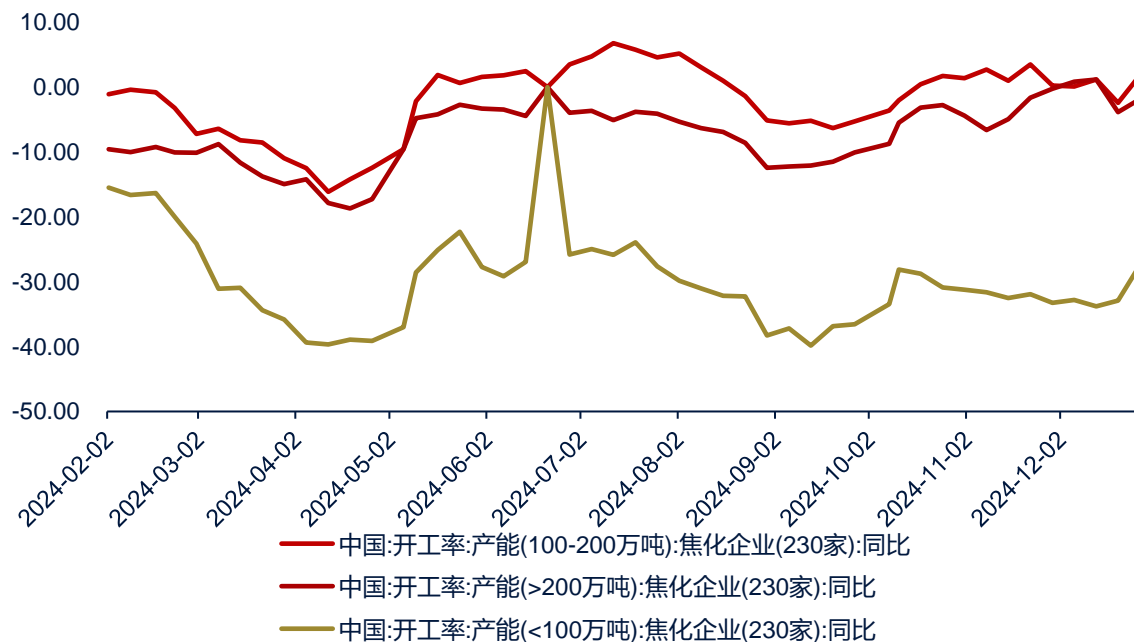


- **2024年焦化企业开工率降至历史低位：**进入2024年以来，中国焦化企业整体开工率处于低迷状态。截至2024年12月27日，产能大于200万吨的焦化企业开工率为**78.12%**，同比下降**1.83%**。特别是自2024年中期以来，开工率同比持续下滑至**-39.84%**，创历史新低。主要系钢厂盈利能力受到抑制，生产积极性不足，高炉开工始终处于低位，对焦炭采购较为谨慎，焦炭上下游均趋弱，焦炭价格承压下行。

图：焦化企业开工率 (%)

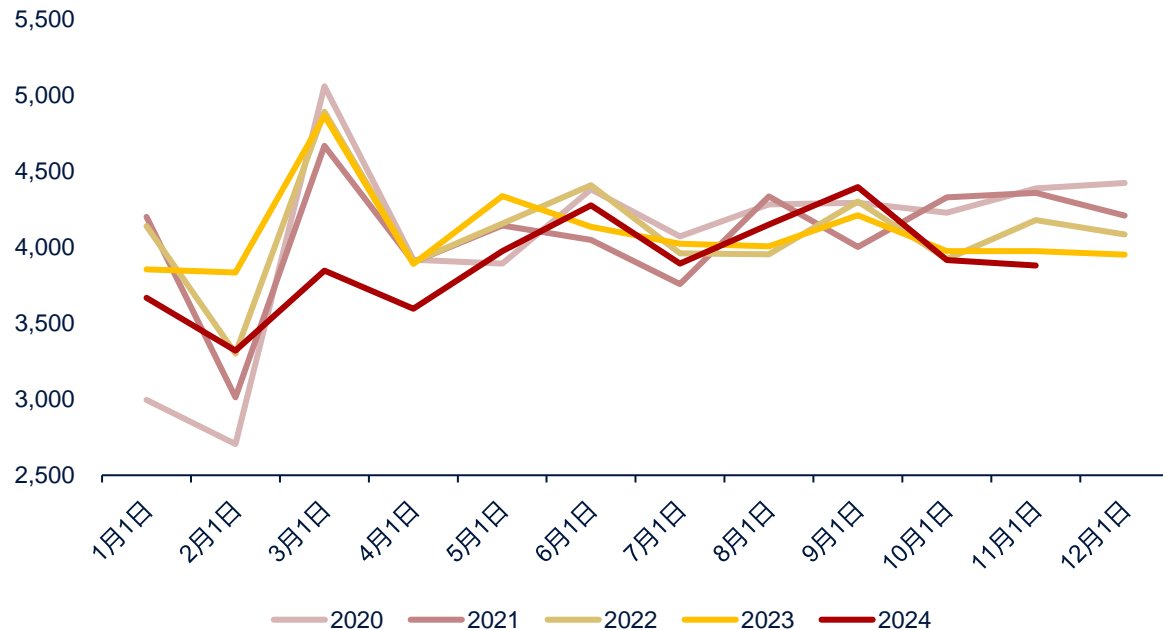


图：230家焦化企业开工率同比持续负增长 (%)

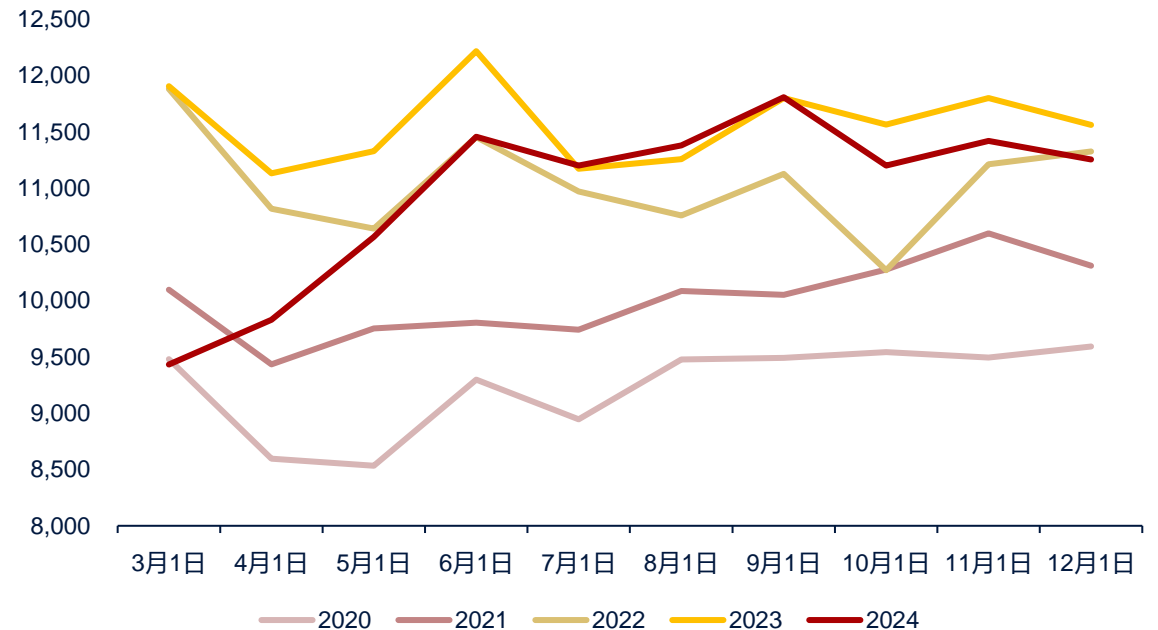


- **上半年炼焦煤国内供给偏紧，下半年回升至常态：**1-5月，中国炼焦煤月均产量持续负增长，主要是归因于山西原煤减产。截至2024年11月，国内炼焦煤总产量约为42900万吨，依旧负增长，同比-5.1%，减产2184万吨。
- **受“查三超”政策影响，山西资源瓶颈突出：**国内炼焦煤资源集中，山西是核心产地之一。但是山西受《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》政策约束，2024年预计山西减产10000万吨原煤，同时“查三超”政策落地部分焦煤煤矿减产，新建产能审批严、周期长，优质炼焦煤产量增长缓慢，难以满足钢铁需求，供应偏紧支撑炼焦煤年初价格高位运行。

图：中国炼焦煤产量跨年比较（万吨）

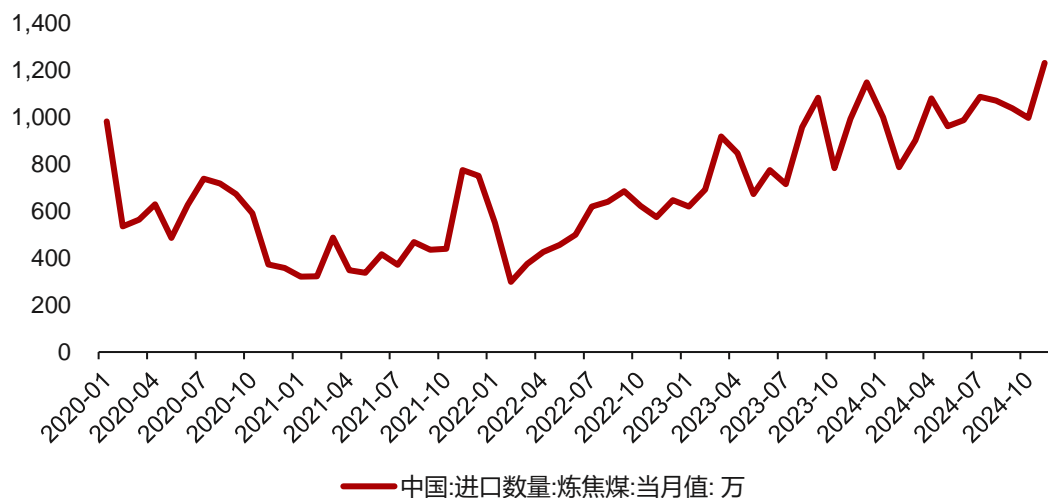


图：山西上半年减产，5月后复产（万吨）

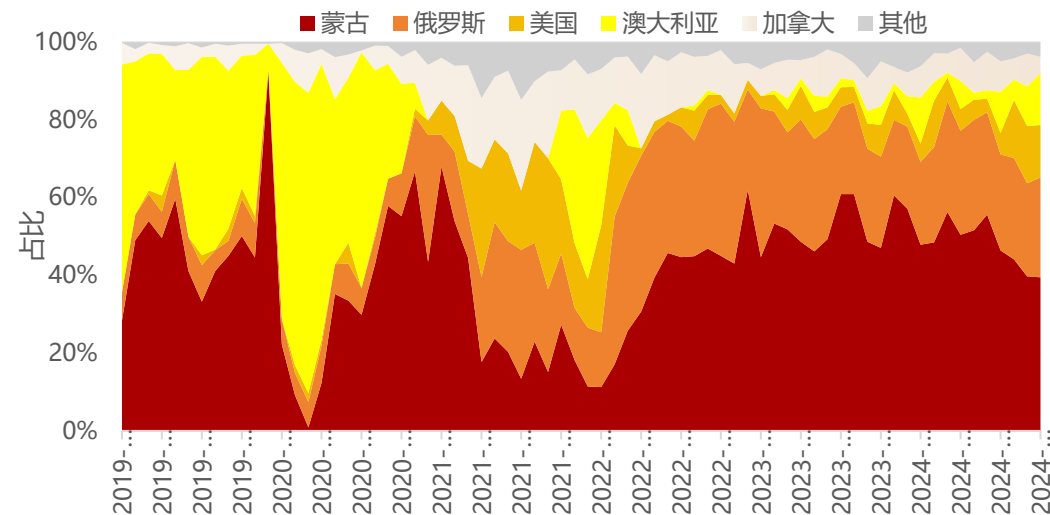


- **受国内供应缺口扩大的影响，我国炼焦煤进口量和占比不断增长：**截至2024年11月炼焦煤累计进口11127万吨，增量约为2083万吨，同比上升23%；期间月均进口量从2月的786万吨攀升至11月的1229万吨，达到历史峰值。值得注意的是，过去三年炼焦煤进口量占总供给量的13%，而2024年进口量平均占比达2%，炼焦煤进口依赖不断上升。其中，蒙古增量519万吨，俄罗斯增量428万吨，美国增量418万吨，澳州增量648万吨。我国从澳大利亚、美国、俄罗斯、美国、蒙古以及加拿大等国的炼焦煤进口量同比均出现不同程度的上涨，涨幅分别约73.98%、43.22%、15.33%、9.87%和13.84%。相较之下，我国从世界上其他国家和地区进口的炼焦煤数量同比下降9.33%。
- **主要进口来源从澳大利亚、蒙古、俄罗斯逐渐趋向多源化，蒙古国和俄罗斯已取代澳大利亚成为中国最重要的进口焦煤来源国。**2024年1-7月蒙古进口量强势增长，平均同比增速达33.4%，8-11月美国澳大利亚进口量剧增，抢占市场份额。截至11月蒙古国进口量占比从2023年的52.39%降至2024年的47.25%，俄罗斯进口量变化不大，占比从26.15%降至2024年的25.1%。而澳大利亚和美国的进口量占比分别从2023年的2.52%和6.08%增至7.87%和8.70%。

图：炼焦煤月度进口数量（万吨）



图：炼焦煤进口主要来自蒙古、俄罗斯



03

未来展望

国内产量展望

动力煤展望

炼焦煤展望

供需测算表

供给：2025国内原煤产量增速预计为 2.5%，动力煤供给增量主要来自于新疆、山西；炼焦煤供给增量则主要来自于山西

- 我们预计2025年内蒙、陕西产量持平；全年原煤增量主要来自于新疆、山西，两省合计增长1.18亿吨，全国总产量预计增速为2.5%。2025年动力煤总产量为39.62 亿吨，炼焦煤总产量为4.75亿吨。
- **新疆：**新疆政府印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，规划十四五末新疆地区原煤产能达到 4.6 亿吨以上，我们预计 2024年12月产量同比增速不变，2024年新疆原煤总产量超5亿吨，为**5.45亿吨**。此外据经济观察网报道，预计未来 10 年新疆煤炭产能都会保持增长，有望达到 **10 亿吨**产能。在这个基础上我们假定 2030 年新疆可以完成 **10 亿吨**的煤炭产能目标，且 2025-2030 年期间每年的增量一致，那么 **2025 年**新疆煤增量约为**7578 万吨**，幅度约为 **13.9%**。
- **山西：**山西作为中国最大的煤炭生产省份，受前四个月大幅减产影响2024 年全年原煤产量在**12.57 亿吨**左右。基于下半年增产趋势和2024年3月31日印发的《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》我们预计2025 年山西省会维持与 2024 年同样的产量目标 **13 亿吨**，增量大约为 **4245万吨**左右，同比增长**3.4%**。
- **我们测算：**动力煤产量受原煤产量影响大，其产量占原煤产量的 82%，因此我们测算2025 年动力煤国内产量为**39.62 亿吨**，同比增长**2.5%**。炼焦煤的增量主要来自于山西，基于山西原煤产量增量，我们测算2025年炼焦煤国内产量为**4.75亿吨**，同增长**1.5%**。

表：原煤产量增量主要来源于山西和新疆（单位：万吨）

| 原煤口径 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 供给假设-原煤增量 | | 24,270 | 38,813 | 14,556 | 6,853 | 11,823 |
| 陕西原煤增量 | 4,530 | 2,051 | 4,611 | 1,532 | 1,599 | - |
| 内蒙古原煤增量 | -3,432 | 3,805 | 13,514 | 3,690 | 6,297 | - |
| 山西原煤增量 | 9,197 | 13,009 | 11,398 | 4,944 | -9,903 | 4,245 |
| 新疆原煤增量 | 2,814 | 5,405 | 9,290 | 4,390 | 8,860 | 7,578 |
| 产量占比 | | | | | | |
| 动力煤产量占比 | 83% | 83% | 82% | 81% | 82% | 82% |
| 炼焦煤产量占比 | 13% | 12% | 11% | 11% | 10% | 10% |
| 原煤总产量 | 384,374 | 407,136 | 449,584 | 465,838 | 471,428 | 483,251 |
| 陕西原煤产量 | 67,943 | 69,994 | 74,605 | 76,137 | 77,735 | 77,735 |
| 内蒙古原煤产量 | 100,091 | 103,896 | 117,410 | 121,099 | 127,396 | 127,396 |
| 山西原煤产量 | 106,307 | 119,316 | 130,715 | 135,658 | 125,755 | 130,000 |
| 新疆原煤产量 | 26,587 | 31,992 | 41,282 | 45,673 | 54,533 | 62,111 |
| 动力煤总产量 | 317,954 | 339,912 | 370,507 | 377,435 | 386,571 | 396,266 |
| 炼焦煤总产量 | 48,619 | 48,944 | 49,176 | 49,034 | 46,800 | 47,514 |

动力煤进口：长协比例减少利好动力煤进口，预计国内供给增加，价格中枢下移背景下，2025年动力煤进口量和2024年持平

- 在电厂长协签约方面，2024年要求签约比例最低为80%，并鼓励达到100%；而2025年仍需保证最低80%的签约比例，但不再特别鼓励达到100%。履约监管方面，2024年要求月度履约率不低于80%，季度不低于90%，年度则需完全履约。2025年月度和季度履约要求保持不变，但年度履约率要求提高至不低于90%。**考虑到电厂可能获得的电煤长协资源减少，以及目前进口煤价格通常低于国内煤价，预计国内供给增加，价格中枢下移背景下沿海电厂将维持进口煤的采购量。因此，我们预测2025年进口煤量将与2024年大致持平，全年进口动力煤数量预计约4亿吨。**

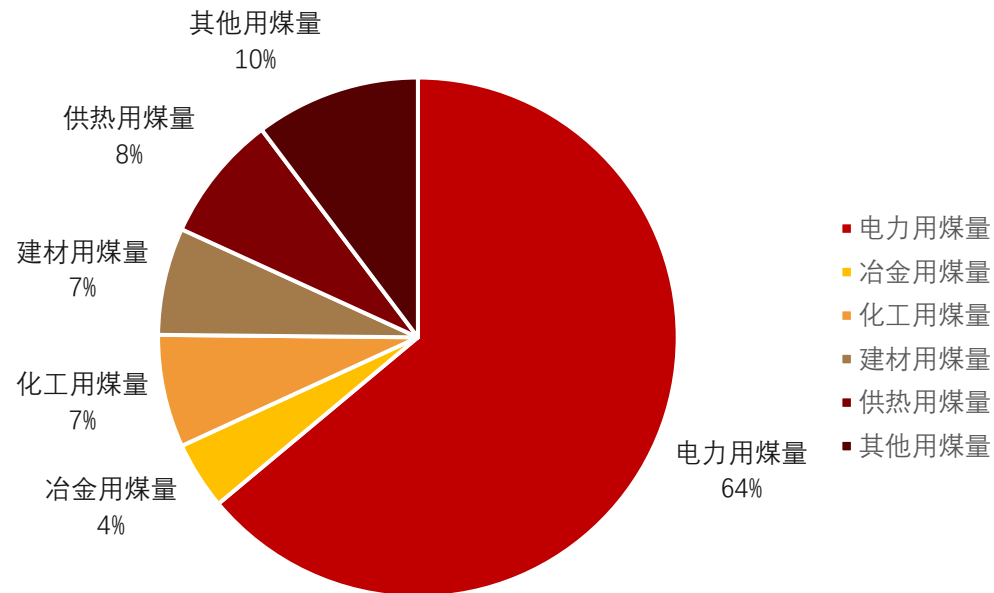
| | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|---|---|---|
| 签约对象及覆盖范围 | 供应方包括所有在产的煤炭生产企业，需求方包括所有发电、供热用煤企业。 | 供应方同样包括所有在产的煤炭企业，需求方调整为“统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂”，覆盖范围有所缩小。 | 供应方包括所有在产的煤炭生产企业，需求方包括统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂，与2024年相似。 |
| 煤企签订数量要求 | 原则上每个煤炭企业任务量不应低于自有资源量的80%，不低于动力煤资源量的75%。 | 每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的80%。 | 签约量由2024年的80%调整为75%。 |
| 发电企业签约要求 | 市场化电力用户年度中长期合同签约电量应高于上一年度用电量的80%，燃煤发电企业年度中长期合同签约电量不低于上一年实际发电量的80%。[原则上最高可按2022年度国内耗煤量(总耗煤量扣除进口煤使用量)的105%组织衔接资源，进口煤比例高的电厂考虑进口替代情况可进一步合理放宽比例。 | 各省区市和中央发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%，鼓励100%签约。 | 发电企业签约需求量确定和签约比例要求，以本企业2023年11月-2024年10月的国内耗煤量为基数，根据上网电量按比例核算，各省区市和中央发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%。 |
| 履约监管 | 按月度分解量足额履约，确因特殊原因难以按月度分解量全额履约的，经供需双方协商一致，可在月度之间进行适当调剂，但季度履约量、全年履约量必须达到100%。 | 月度履约率不低于80%，季度履约率不低于90%，全年足额完成履约。 | 月度履约率不低于80%，季度履约率不低于90%，全年原则上足额履约，最低不得低于90%。 |

➤ 我们预计电力用煤增速上升，其他行业增速维持不变，动力煤需求端预计增速为3.36%。动力煤需求主要划分为电力用煤、化工用煤、建材用煤、冶金用煤、供热用煤、其他用煤六个领域，其中占比最高为电力用煤。我们预计2025年冶金、化工、建材、供热等耗煤量增速与2024年相同，分别为-3.54%，13.95%，-5.46%，0.25%，4.50%，电力用煤同比增速从1.49%上升至3.79%，总需求端增速达3.36%。

➤ 我们的预测如下：

- **总用电量增速或为6.53%**：我们假设2025年GDP增速与2024年的目标5%持平，电力消耗弹性系数取2018-2023年的平均值得出1.30，因此预测2025年总用电量增速约为6.53%。
- **2025年火电发电量增速预计为1.62%，电煤消耗增量约为2211万吨**。在总发电量增速6.53%的基础上，我们根据不同电源2024年最新的装机容量，以及其2018-2023年的发电小时数平均值，大致计算出2025年的发电量，分别得出2025年水电增速约为4.03%，核电增速约为1.44%，风电增速约为20%，光伏发电量增速约为38.64%，最终得出火电发电量**增速约为35.98%的预测，增量约为2211万吨**。

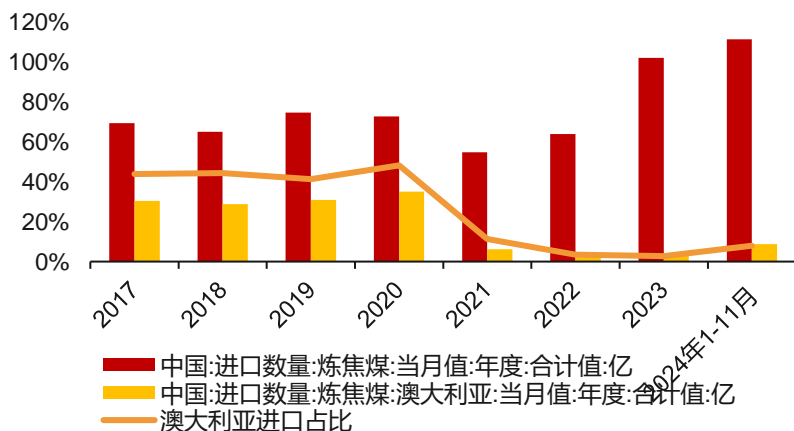
图：2024年下游动力煤消耗占比



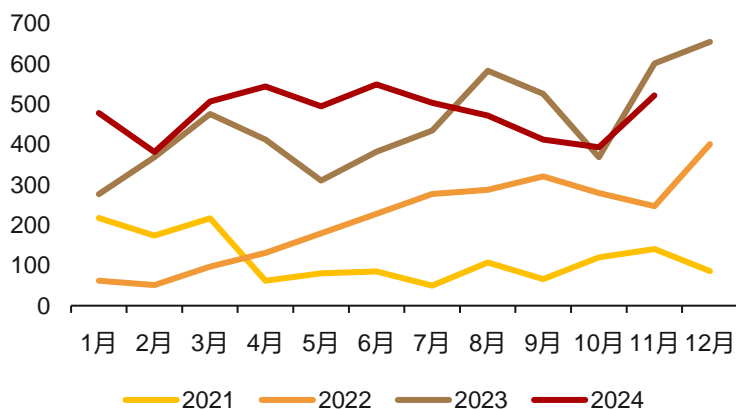
炼焦煤进口：受制于运力影响，2025年总进口量难以有较大提升 预计2025年全年焦煤进口将有一定量的收缩

- 澳洲进口已经被结构性替代，未来主要变量取决于蒙古国和俄罗斯。** 2020年及以前，澳大利亚是我国炼焦煤的主要进口国，进口占比超过40%，之后受中澳关系及贸易格局变化，中国炼焦煤进口格局逐渐从“澳煤+蒙煤”转变为“蒙煤+俄煤”为主导。2024年1-11月澳洲炼焦煤进口占炼焦煤总进口量的比重仅7.87%，远低于蒙古国47.25%和俄罗斯25.1%。预计未来澳洲炼焦煤进口量难以有较大提升。
- 中蒙货运贸易量仍然受运力制约。** 2024年1-11月份蒙古国炼焦煤进口5257万吨，同比增长9.87%。2023年蒙古国公路货运量是铁路运输量约2倍，2024年策克口岸开工通车，铁路运输量得到大幅度提高，但由于“铁路宽轨转窄轨”接驳站约束，铁路运输有一定的运输瓶颈。此外，车辆故障、司机短缺等问题也一直是约束中蒙货运的主要因素，预计未来蒙古焦煤进口量收缩。
- 中俄货运贸易受政策和运力限制。** 俄乌冲突之后，欧盟禁运俄罗斯能源，俄罗斯加大对中国的能源出口，2024年1-11月份中国进口俄罗斯炼焦煤2793万吨，同比增加15.33%。但由于俄罗斯煤田主要集中在中西部，扩大亚太地区版图需要解决其国内西至东向铁路运力预计远东港口运力瓶颈，短期内很难有较大提升。

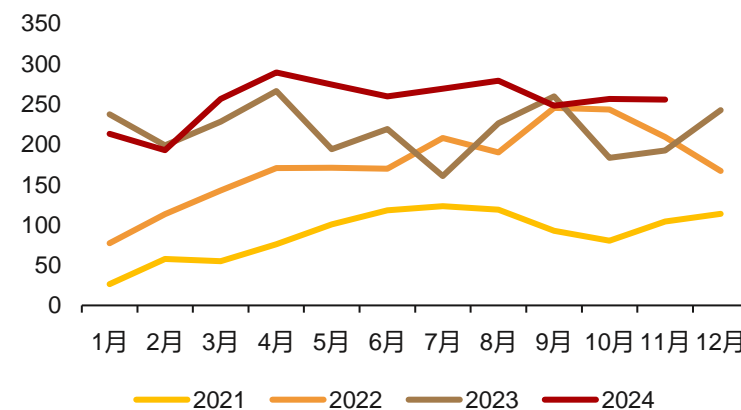
图：澳大利亚炼焦煤进口占比下降



图：蒙古炼焦煤进口量 (万吨)

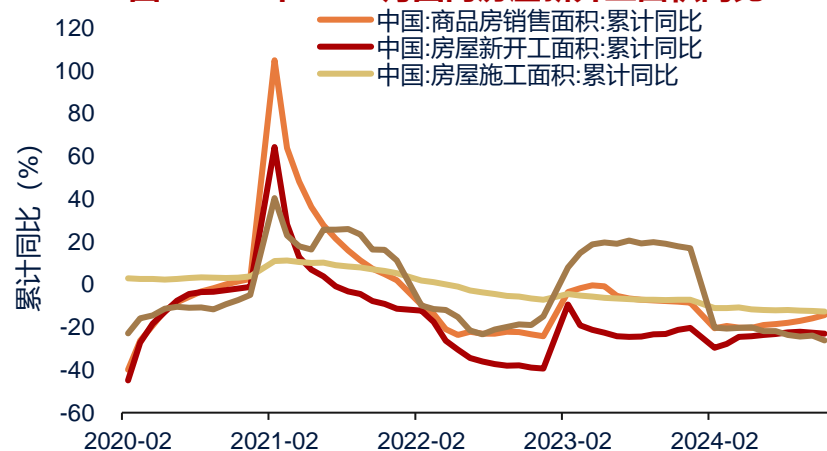


图：俄罗斯炼焦煤进口量 (万吨)

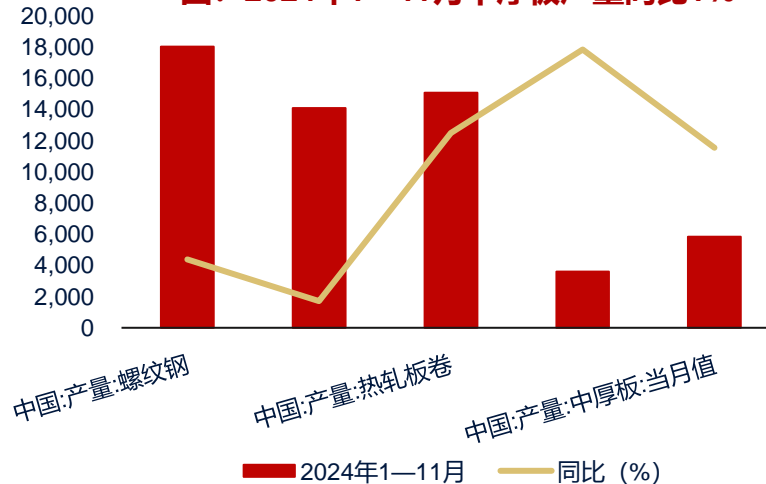


- 地产开工负增长短期内难有改善。** 2024年房屋开工面积依然负增长，相比2023年负增长幅度增大。2023年我国房屋新开工面积同比-20.4%，2024年1-11月份我国房屋新开工面积累计同比-23%。我们认为房地产、建筑行业对于地产需求的拉动作用短期内难以有改善。
- 制造业有望支撑未来国内用钢需求。** 汽车制造、机械等制造业对于钢材的消费连年保持正增长。截至2024年11月，螺纹钢、线材、热轧板卷、冷轧板卷、中厚板产量总计5.6亿吨，同比-8.93%，产量韧性十足。其中热轧板材、冷轧板卷、中厚板保持正增长，同比2.99%/21.5%/1%，这三类材料主要用于机械制造、家电行业、汽车工业能源行业等，成为国内用钢需求的重要支撑。而用于建筑行业的螺纹钢、线圈产量维持负增长，相对疲软。
- 钢材出口强劲将撑起国内焦煤需求。** 2024年1-11月我国钢材出口累计1.01亿吨，同比增长22.6%。其中10月份出口量达到全年最大值1118万吨，同比增长41%。此外2024年1-11月钢材出口金额累计766.2亿美金，同比-2%，以量冲价，钢材出口贸易仍具有韧性。我们认为，国内房地产短期开工负增长的影响将逐步被制造业以及出口抵消，焦煤需求在2025年有望保持正增长。

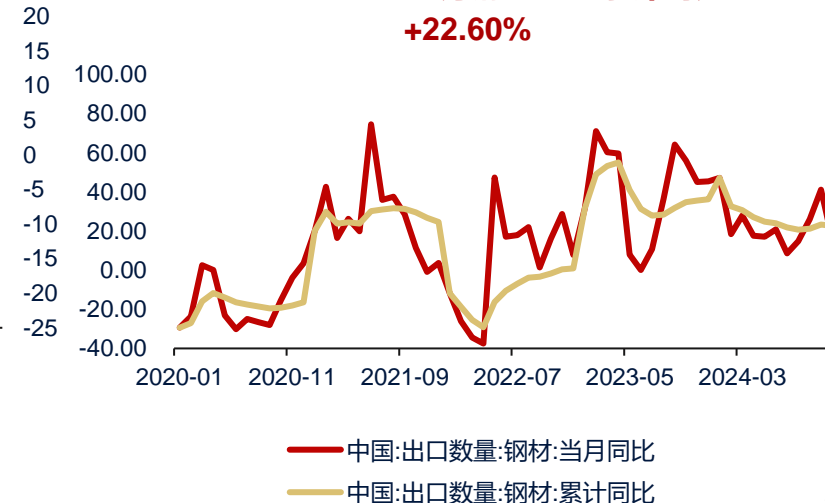
图：2024年1—11月国内房屋新开工面积同比-23%



图：2024年1—11月中厚板产量同比1%



图：2024年1-11月钢材出口累计同比



供需测算表：动力煤供需均有增量，进口预计同比持平； 炼焦煤国内供给有一定增长，进口略有下降

表：动力煤供需平衡表（单位：万吨）

| 动力煤口径 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 需求假设（同比变化） | | | | | | |
| 电力用煤量 | 1.70% | 8.08% | 4.88% | 8.84% | 1.49% | 3.79% |
| 冶金用煤量 | 7.74% | -1.82% | 0.94% | 3.28% | -3.54% | -3.54% |
| 化工用煤量 | 2.41% | 10.73% | 4.01% | 9.43% | 13.95% | 13.95% |
| 建材用煤量 | 6.62% | -2.87% | -6.37% | -0.76% | -5.46% | -5.46% |
| 供热用煤量 | 2.78% | 12.07% | -7.77% | 12.78% | 0.25% | 0.25% |
| 其他用煤量 | 2.87% | 3.36% | 0.53% | 7.47% | 4.50% | 4.50% |
| 供给假设（同比变化） | | | | | | |
| 动力煤产量 | 1.76% | 6.91% | 9.00% | 1.87% | 2.41% | 2.51% |
| 进口量 | 2.64% | 16.09% | -15.91% | 62.16% | 14.36% | 14.36% |
| 总需求 | 343,848 | 366,334 | 374,061 | 404,162 | 411,225 | 425,038 |
| 电力用煤量 | 208,568 | 225,418 | 236,413 | 257,321 | 261,150 | 271,046 |
| 冶金用煤量 | 17,255 | 16,941 | 17,099 | 17,659 | 17,033 | 16,430 |
| 化工用煤量 | 19,985 | 22,128 | 23,015 | 25,186 | 28,699 | 32,701 |
| 建材用煤量 | 32,236 | 31,310 | 29,315 | 29,093 | 27,504 | 26,002 |
| 供热用煤量 | 28,938 | 32,431 | 29,911 | 33,733 | 33,818 | 33,904 |
| 其他用煤量 | 36,867 | 38,106 | 38,308 | 41,170 | 43,021 | 44,955 |
| 总供给 | 340,329 | 365,886 | 392,350 | 412,855 | 427,047 | 436,742 |
| 动力煤产量 | 317,954 | 339,912 | 370,507 | 377,435 | 386,539 | 396,234 |
| 进口量 | 22,375 | 25,974 | 21,843 | 35,420 | 40,508 | 40,508 |
| 供需缺口 | -3,519 | -447 | 18,289 | 8,693 | 15,822 | 11,704 |

- **动力煤方面**，我们预计2025年动力煤总供给（国内产量+进口量）主要来源国内产量，将增加**9695万吨**，增幅约**+2.27%**；总需求增量集中在电力用煤，预计增加约**13813万吨**，增幅约为**+3.36%**，供需收缩至约**11704万吨**。
- **炼焦煤方面**，我们预计2025年焦煤进口量略有下降，总供给（国内产量+进口量）将减少**95万吨**，幅度约为**-0.16%**；总需求主要系钢材出口支撑，预计将增加**590万吨**，与2023年**持平**，幅度约为**+1.01%**，供需差收缩至**127万吨**。

表：焦煤供需平衡表（单位：万吨）

| 炼焦煤口径 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 需求假设（同比变化） | | | | | | |
| 炼焦煤国内消费量 | 1.92% | -83.46% | 201.46% | 95.43% | -1.00% | 0.00% |
| 供给假设（同比变化） | | | | | | |
| 炼焦煤国内产量-累计 | 2.89% | 0.67% | 0.47% | -0.29% | -4.56% | 1.53% |
| 炼焦煤净进口量-累计 | -2.74% | -24.68% | 16.71% | 59.66% | 23.30% | 0.00% |
| 总需求 | 55,776 | 54,537 | 55,618 | 59,146 | 58,556 | 59,146 |
| 国内消耗量 | 55,776 | 54,537 | 55,618 | 59,146 | 58,556 | 59,146 |
| 总供给 | 55,881 | 54,414 | 55,560 | 59,227 | 59,368 | 59,273 |
| 国内产量 | 48,619 | 48,944 | 49,176 | 49,034 | 46,800 | 47,514 |
| 净进口量 | 7,262 | 5,470 | 6,384 | 10,193 | 12,568 | 11,759 |
| 供需缺口 | 105 | -123 | -58 | 81 | 812 | 127 |

04

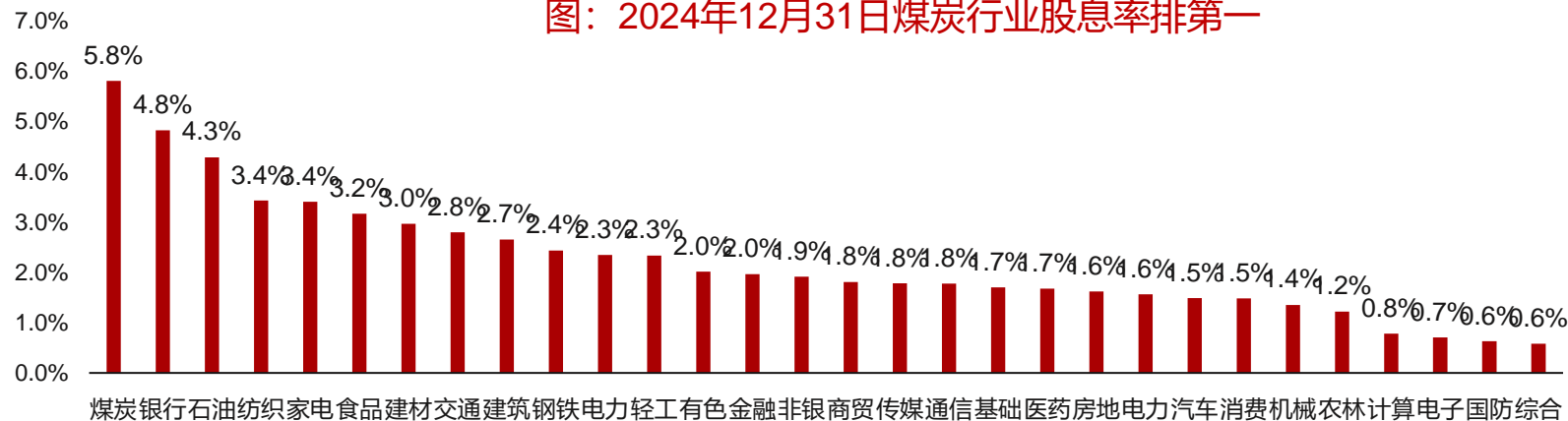
投资策略

投资策略

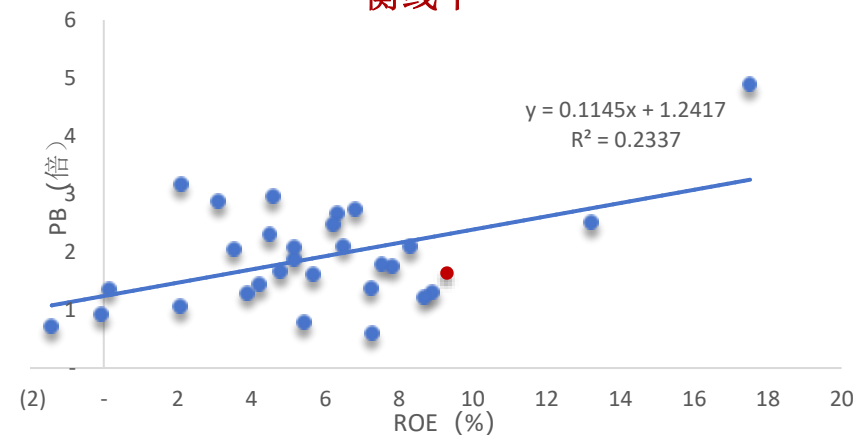
风险提示

- 横向对比不同行业，该板块PB折价明显：**我们选取中信一级29个行业的PB和ROE进行回归分析，发现煤炭行业始终位于PB-ROE均衡线的下方较远位置，表现出ROE较高，但是PB较低的特点。通过分析我们发现2024年当煤炭行业的ROE为9.31%时，且我们假设煤炭行业PB-ROE位于全行业平均水平，其合理的PB应该是2.3。截至2024年12月31日，煤炭板块的实际市净率为1.63，折价29.1%，具有较强的估值修复机会。
- 纵向对比不同年份，该板块PB连续多年位于平衡线以下：**我们对煤炭行业过去几年的PB和ROE进行回归分析，我们发现2017-2024年连续多年行业都处于均衡线以下，行业呈现“高ROE、低PB”的行业特性，估值修复性价比突出。
- 煤炭行业股息率排第一，股息蓝筹股仍然是首选。**通过对比中信一级29个行业中，煤炭行业股息率为5.8%，排名第一，我们认为2025年股息红利策略仍然是主流投资策略，高股息蓝筹股仍然是首选。

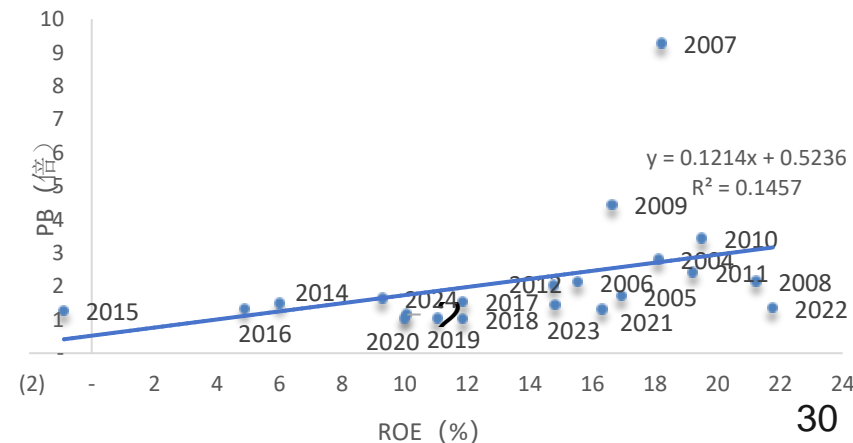
图：2024年12月31日煤炭行业股息率排第一



图：煤炭相比A股其他行业位于PB-ROE均衡线之下



图：2017-2024年煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下



- **动力煤展望：**我们认为2025年动力煤供给大于需求的缺口将进一步收缩，同时动力煤增量主要来自于新疆地区，而需求主要来自于电力用煤的增加。由于长协比例减少，进口量预计同比持平。整体来看，在供需缺口收缩的大背景下，外加疆煤外运成本支撑，**我们认为 2025 全年动力煤价格中枢维持在 850-900 元/吨。**
- **炼焦煤展望：**中短期来看炼焦煤的主要矛盾在于需求端钢厂的盈利情况。国内制造业以及钢材出口将成为炼焦煤价格的重要支撑，受制于运力影响，进口端将略有下降，国内供给增量主要来自于山西省，但增量有限。2025年3月前炼焦煤价格难以有大的涨幅，但我们认为3月之后随着节后开工焦煤价格将逐步回升，特别是粗钢产能置换严格执行，宏观利好政策出台提振工业信心，在逆周期调节的大背景下，钢铁行业消费重新有了支撑，**预计2025年国内粗钢产量下跌势头将开始放缓。**
- **我们认为在当前经济转型过程中，过去依靠资本开支拉动的净利润增长的投资模式逐渐转变为更加看重投资回报率的投资模式；资本市场的定价机制也逐渐从过去单纯的看净利润增长的单一指标转变为看重股东投资回报的自由现金流，高股息分红催化的估值提升将成为未来的主流逻辑**
- **两条投资主线值得关注：**
 - 1、**周期弹性标的**
 - 炼焦煤弹性股：平煤能源、淮北矿业、山西焦煤；
 - 动力煤弹性股：晋控煤业、山煤国际
 - 2、**高股息蓝筹标的：中国神华、陕西煤业**

- **特朗普上台后政策不确定风险。**如果特朗普政府支持化石能源开采，增加传统能源在美国的产量和供给，全球一次能源价格将受到扰动，存在下跌的风险
- **国内经济恢复不及预期风险。**煤炭属于我国最大门类的大宗商品，需求和经济发展密切相关，国内经济恢复不及预期，不利于煤炭需求增长，煤炭价格存在下跌风险
- **可再生能源加速替代的风险。**我国目前新能源装机容量增量屡创新高，虽然煤炭仍然是我国最主要的一次能源，但随着新能源储能问题的解决，对于火电将会有一定的替代作用。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>