



煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显

2025 年 6 月 9 日

看好/维持

煤炭

行业报告

分析师

莫文娟 电话：010-66555574 邮箱：mowj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480524070001

投资摘要：

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 6 月 3 日，煤炭板块累计跌幅 11.98%。沪深 300 指数累计跌幅 2.11%，煤炭跑输沪深 300 指数 9.87 个百分点。

基本面展望：动力煤供强需弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复。2025 年 1-5 月煤炭价格持续下跌。暖冬影响居民用电表现较差，同时受到风光发电出力，火电需求同比走弱，供给受到山西增产+新疆持续贡献增量，供强需弱导致煤价持续下跌。**长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑。**长协煤政策仍然是煤价的稳定器。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，面对煤炭市场价格快速下滑，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”等五个维度对煤炭行业发展提出倡议，有助于减少煤价非理性波动。2025 年 3 月起长协价高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。**受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。**2025 一季度，主要受暖冬用电需求偏弱影响，六大发电集团电力用煤量 6917.25 万吨，同比下降 1.76%，环比下降 8.36%。清洁能源挤压是火电超预期下滑的核心原因，2025Q1 动力煤用煤量和销量同比环比均降。伴随夏天旺季到来，电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。**进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量。**进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024 年 1 月 1 日起，中国恢复煤炭进口关税，2025 年 2 月 28 日中国煤炭工业协会与中国煤炭运销协会发出煤炭行业倡议书，强调要严格控制低卡劣质煤炭进口和使用，维护煤炭进口秩序，促进市场供需平衡，2025 年及以后有望贯彻政策的真实导向，中国进口煤或难有增量。**动力煤具备反弹基础，动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复。**主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价。预计 2025 年煤炭价格仍将维持窄幅度、季节性波动，震荡走弱，且长协价格支撑性仍将偏强。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，当前煤炭板块 PE 为 11.26 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.10 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.32 倍，小于中位数 1.65 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见并于 11 月完成修订正式印发。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，多频次高分红和高股息标的，适合充当投资收益的坚实底盘。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，当前稳经济的政策已经在持续出台，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。2025 年 1 月 22 日六部门联合印发《关于推动中长期资金入

市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，且煤炭等红利板块且国资背景风险小，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。

2025 年中期配置建议遵循以下思路：（1）行业龙头煤企凭借高比例长协销售、吨煤成本管控、公司治理水平等优势，展现出区别于传统周期行业的平稳，积极发挥“压舱石”作用。长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

目 录

1. 2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显	5
2. 基本面展望：动力煤供需强弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复	5
2.1 复盘煤炭价格	5
2.2 长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑	5
2.3 国内供给方面：主产地生产恢复，以量补价保长协，年化产量趋于稳定，全国原煤产量再增长	8
2.4 需求端：受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤价触底反弹	8
2.5 进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量	10
3. 估值展望：估值有升仍处较低水平，叠加市值考核推进，核心价值有望提升	11
3.1 目前煤炭板块估值有所上升，仍处于较低水平	11
3.2 市值管理考核推进，上市煤企高分红有望延续，分红频次有望增加	13
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14
相关报告汇总	15

插图目录

图 1： 2024 年-2025 年动力煤价对比（单位：元/吨）	5
图 2： 长协煤价格波动小于港口价（单位：元/吨）	7
图 3： 长协价:秦皇岛动力煤(5500) 与环渤海动力煤价格:秦皇岛(5500K)比较	8
图 4： 24 年原煤产量为 47.81 亿吨，同比增长 1.24%	8
图 5： 25 年单月原煤产量处于偏高位置	8
图 6： 2025Q1 电源结构中火电占比降低 4.12 个百分点	9
图 7： 各类能源发电累计同比	9
图 8： 2024 年同比下降 0.41%，火力发电占比高	9
图 9： 2023 年以来发电量火力占比依旧维持在 60%以上	9
图 10： 2025Q1 火电发电量同比下降 4.37%	10
图 11： 25Q1 煤炭销量 10.30 亿吨，同比下降 3.29%	10
图 12： 25 年来月度进口煤及褐煤同比持平或偏低	10
图 13： 24 年进口煤及褐煤 5.43 亿吨，同比增长 14.40%	10
图 14： 25Q1 煤及褐煤进口量 11485 万吨，环比降 25.22%，同比降 0.91%	11
图 15： 当前 PE 仍处于较低水平	11
图 16： 目前煤炭板块 PB 处于较低水平	12
图 17： 近年来 15 家上市煤企分红总额整体持续提升	13
图 18： 近年来 15 家上市煤企分红比例处于较高水平	13

表格目录

表 1： 自 2017 年以来，国家对于提高长协煤覆盖率颁布了诸多文件..... 6

表 2： 重点公司估值表 12

1. 2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显

2025 年 1 月 1 日至 6 月 3 日，煤炭板块累计跌幅 11.98%。沪深 300 指数累计跌幅 2.11%，煤炭跑输沪深 300 指数 9.87 个百分点，跌幅明显。

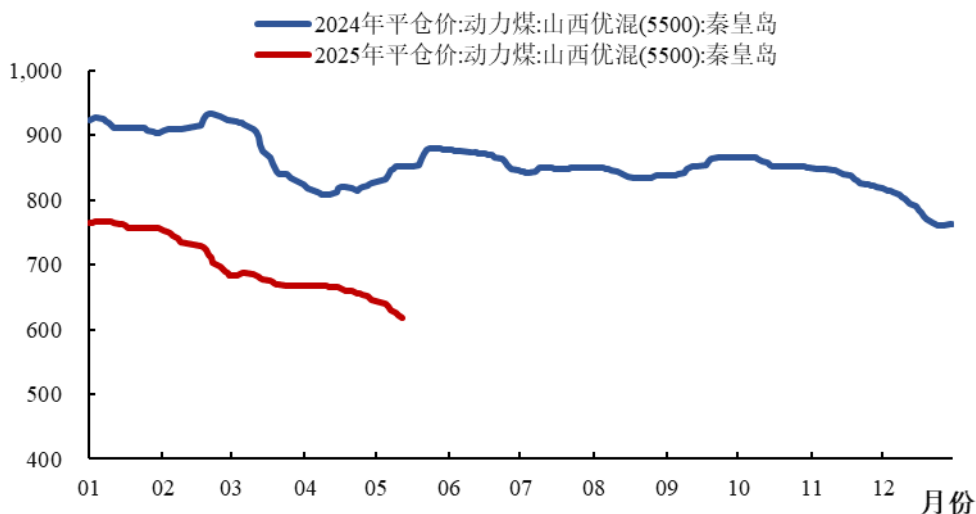
2. 基本面展望：动力煤供强需弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复

2.1 复盘煤炭价格

2025 年 1-5 月煤炭价格持续下跌。2025 年 1 月，均价 761.79 元/吨，同比下降-152.80 元/吨，降幅 16.71%。5 月 622.32 元/吨，环比减少 40.63 元/吨，降幅 6.13%；同比减少 238.20 元/吨，降幅 27.68%。煤炭价格连续下跌。

2025Q1 均价 724.86 元/吨，同比减少 178.79 元/吨，暖冬影响居民用电表现较差，同时受到风光发电出力，火电需求同比走弱，供给受到山西一季度开门红目标下增产明显，供强需弱导致煤价持续下跌。

图1：2024 年-2025 年动力煤价对比（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑

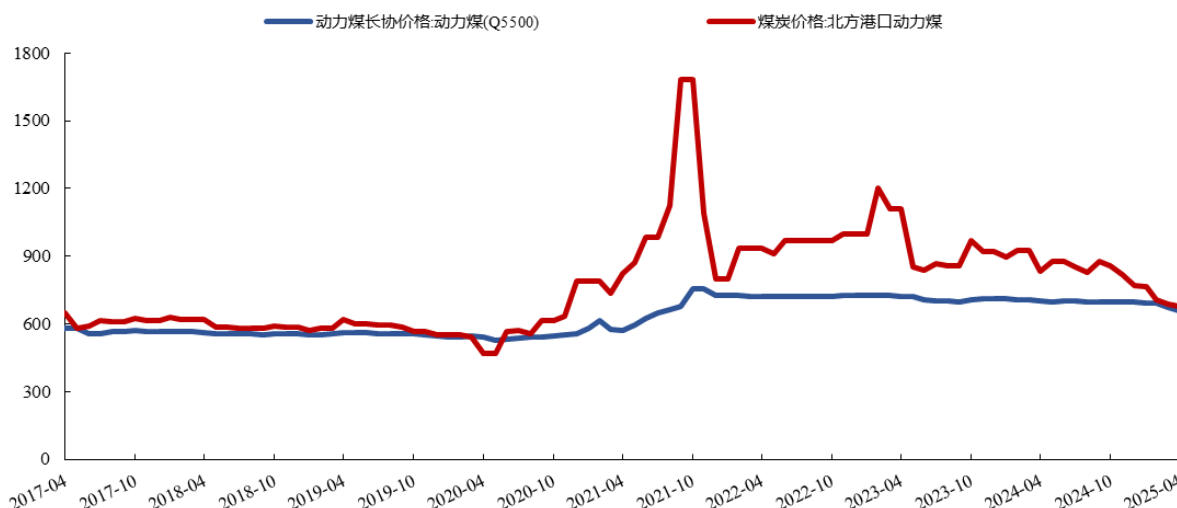
自 2017 年以来，国家对于提高长协煤覆盖率颁布了诸多文件，我国长协煤覆盖率稳步提升。长协煤价格波动低于港口价，有利于煤炭市场稳定发展。

表1：自 2017 年以来，国家对于提高长协煤覆盖率颁布了诸多文件

时间	文件名称	主要内容
2017 年	《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	各地区有关部门要加强指导协调，积极推动供需双方签订一年及以上、数量相对固定以及有明确价格机制的中长期合同。其中，中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75%以上，铁路、港航企业对中长期合同在运力方面要予以优先安排和兑现保障。
2018 年	《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》	提高合同的履约率和执行的均衡性。煤炭产运需企业要切实增强诚信意识，合同一经签订必须严格履行，全年中长期合同履约率应不低于 90%。
2019 年	《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》	煤炭产运需企业要切实增强诚信意识，合同一经签订必须严格履行，中长期合同季度履约率应不低于 80%、全年履约率不低于 90%。
2020 年	《关于做好 2021 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	各有关方面要切实增强诚信意识，认真履行已签订的中长期合同。产运需各方要按照均衡原则将中长期合同分解到月，合理安排发运、接卸计划，保证月度履约率应不低于 80%，季度和年度履约率不低于 90%。
2021 年	《2022 年煤炭中长协签订方案征求意见稿》	供需企业要每月线上报送合同履行情况，保证单笔合同月度履约率不低于 80%、季度和年度履约率不低于 90%。
2022 年	《关于做好 2023 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	市场化电力用户 2023 年年度中长期合同签订电量应高于上一年度用电量的 80%，并通过后续季度、月度、月内合同签订，保障全年中长期合同签订电量高于上一年度用电量的 90%。燃煤发电企业 2023 年年度中长期合同签订电量不低于上一年实际发电量的 80%，月度（含月内）及以上合同签订电量不低于上一年实际发电量的 90%。水电和新能源占比较高省份签约比例可适当放宽。对于足额签订电力中长期合同的煤电企业，各地应优先协调给予煤炭和运力保障，支撑电力中长期合同足额履约。
2023 年	《两部门：做好 2024 年电力中长期合同签订履约工作》	2024 年各地燃煤发电企业年度电力中长期合同签订电量应不低于上一年度上网电量的 80%；保障全年电力中长期合同签订电量不低于上一年度上网电量的 90%。而用电侧的签约比例则要求不低于上一年度的 80%；保障全年电力中长期合同签订电量不低于上一年度用电量的 90%。
2024 年	《关于做好 2025 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》	以港口价格计算的电煤中长期合同按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行； 要按照“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； 产煤省区和煤炭生产企业签约量方面要求，“原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 75%”； 电煤中长期合同履行要求，“全年原则上足额履约，最低不得低于 90%”。

资料来源：国家发改委，国家能源局，东兴证券研究所

图2：长协煤价格波动小于港口价（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

煤炭协会出台倡议以来，长协价格高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。

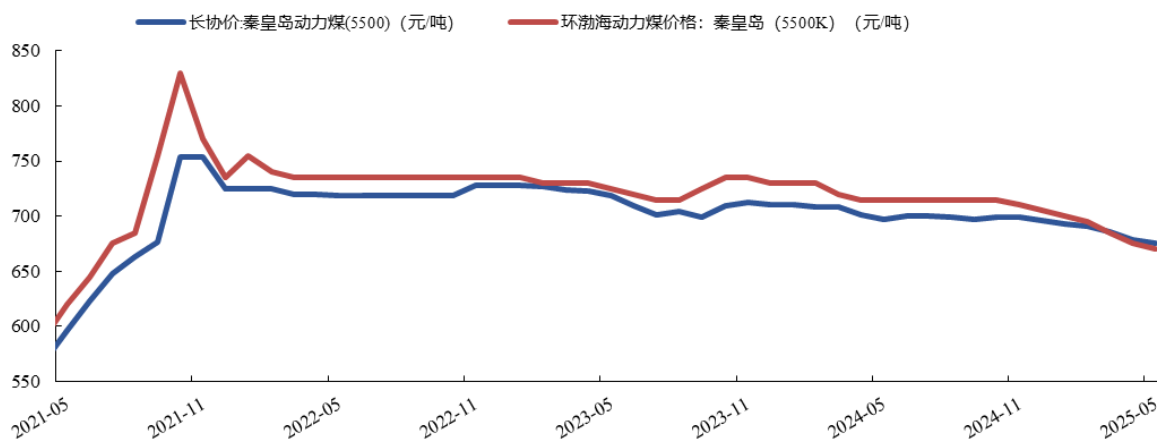
2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书。面对煤炭市场价格快速下滑，行业效益持续下降，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”、“推动煤炭产量控制”、“推动原煤全部入洗”、“控制劣质煤进口”、“加强行业自律”五个维度对煤炭行业发展提出倡议，煤价有望止跌回稳。

煤炭供给有望有序控制，进而改善行业供需平衡。倡议书中提出煤炭企业要坚持安全生产理念，主导调整生产节奏，防止出现严重的市场供大于求态势。这样通过再次强化安全生产优先原则，避免超负荷开采风险，煤炭供给有望有序控制，进而改善行业供需平衡。

严格执行电煤长协合同的履约，夯实煤炭供需基本盘，有助于减少煤价非理性波动，从而稳定煤价。倡议书中提出，要切实履行能源保供主体责任，严格要求电煤中长期合同履约兑现，夯实煤炭供需基本盘。合同的强制兑现或将有助于缓解市场对煤价深度下跌的担忧，切实发挥好电煤在能源安全中的“压舱石”作用。

2025 年 3 月起长协价高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。2022 年 2 月，国家发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，对煤炭行业执行了严格的政策管控，抑制煤价波动，中长期合同成为煤市稳定器。2025 年 1-5 月，秦皇岛动力煤（5500）长协价分别为 693 元/吨、691 元/吨、686 元/吨、679 元/吨、675 元/吨；市场价 1-5 月分别为 700 元/吨、695 元/吨、685 元/吨、675 元/吨、670 元/吨。3 月-5 月长协价高于市场价。

图3：长协价:秦皇岛动力煤(5500) 与环渤海动力煤价格:秦皇岛(5500K)比较

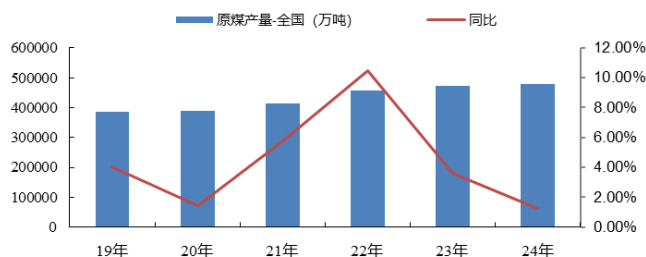


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.3 国内供给方面：主产地生产恢复，以量补价保长协，年化产量趋于稳定，全国原煤产量再增长

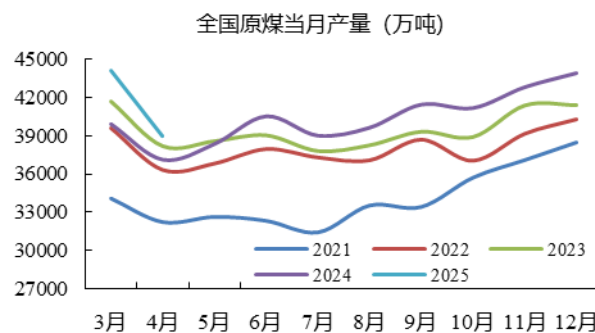
2025 年安全生产监管常态化，2025Q1，山西增产+新疆持续贡献增量下全国原煤产量同比增长明显。山西一季度总产量 32540.70 万吨，同比增长 83.49%；新疆一季度总产量 14223.70 万吨，同比增长 78.27%。国内实现原煤产量 12.03 亿吨，同比增长 8.78%。当前行业普遍采取“以量补价”策略应对市场压力，短期依然受“减产受损、增产受益”的博弈影响。

图4：24 年原煤产量为 47.81 亿吨，同比增长 1.24%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：25 年单月原煤产量处于偏高位置



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

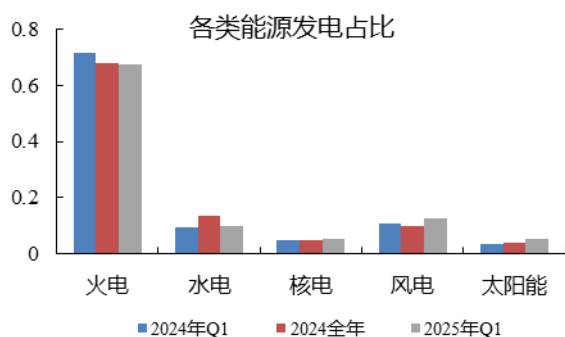
2.4 需求端：受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤价触底反弹

2025 一季度，主要受暖冬用电需求偏弱影响，六大发电集团电力用煤量 6917.25 万吨，同比下降 123.69 万吨，降幅 1.76%；环比下降 631.39 万吨，降幅 8.36%。清洁能源挤压是火电超预期下滑的核心原因，其中

火电/水电/核电/风电/光伏发电量分别分别增长-4.37%/6.26%/12.95%/16.79%/45.26%。25Q1 火电仍占据主导地位，火电发电量占总发电量比例依然维持在 60%以上，但占比同比下降，火电/水电/核电/风电/光伏发电量占比分别为 67.52%/9.84%/5.17%/12.45%/5.01%，同比变动-4.12/0.44/0.53/1.63/1.51 个百分点，用煤需求难言乐观。一季度煤炭销量 10.30 亿吨，同比下降 0.35 亿吨，降幅 3.29%；环比下降 1.80 亿吨，降幅 14.88%。伴随夏天旺季到来，电煤和非电煤需求的叠加释放，有望带动煤炭价格的触底反弹。

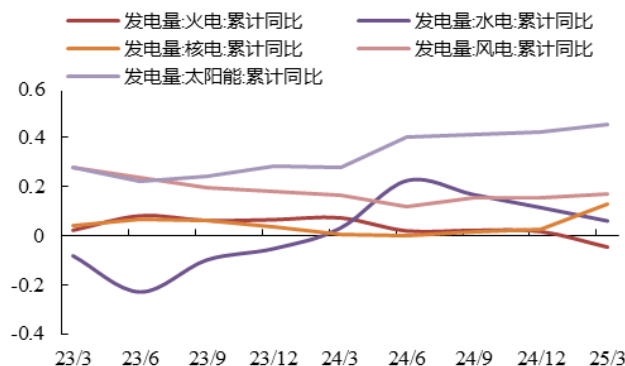
2025Q1 动力煤用煤量为 10.41 亿吨，同比下降 632.10 万吨，降幅 0.60%；环比下降 9061.69 万吨，降幅 8.01%。动力煤具备反弹基础，动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价。预计 2025 年煤炭价格仍将维持窄幅度、季节性波动，震荡走弱，且长协价格支撑性仍将偏强。

图6：2025Q1 电源结构中火电占比降低 4.12 个百分点



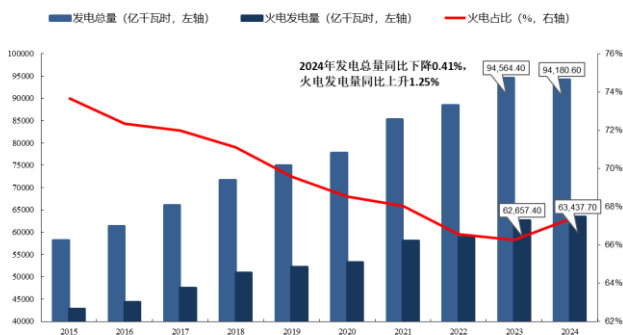
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：各类能源发电累计同比



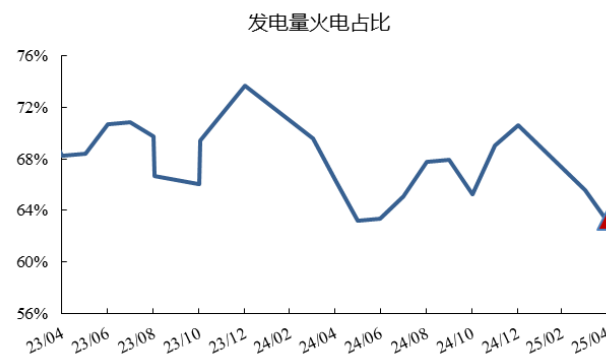
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：2024 年同比下降 0.41%，火力发电占比高



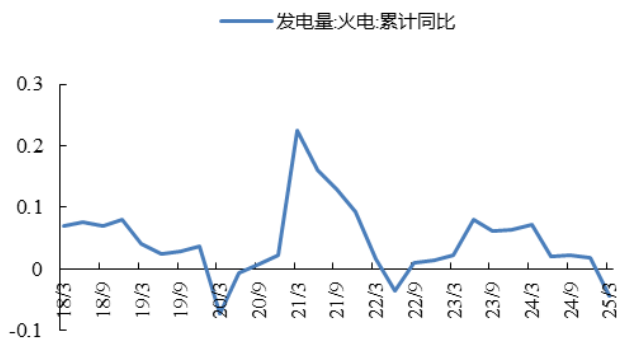
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：2023 年以来发电量火力占比依旧维持在 60%以上



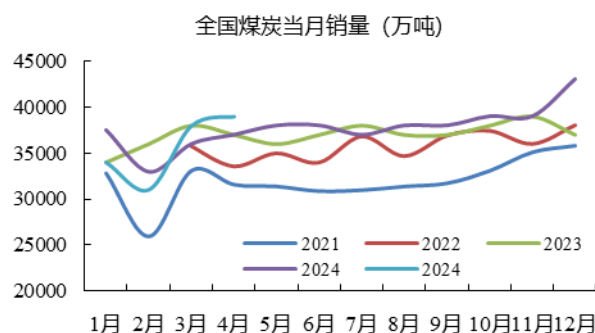
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：2025Q1 火电发电量同比下降 4.37%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：25Q1 煤炭销量 10.30 亿吨，同比下降 3.29%



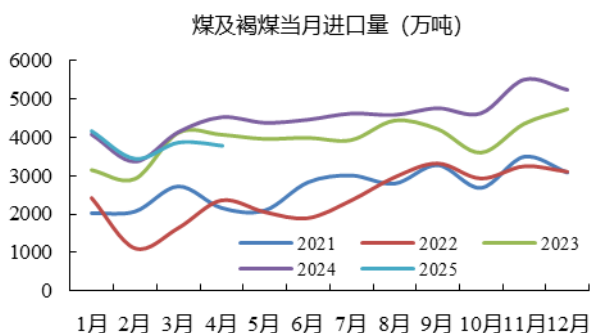
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.5 进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量

国内煤价加速回落，进口印尼低卡煤性价比收窄，进口印尼中卡煤持续倒挂，倒挂明显收窄进口优势，2025 年 1-3 月中国进口煤及褐煤累计 11485 万吨, 同比下降 105 万吨, 降幅 0.91%。与 2024 年全年同比增长 14.40% 的增速来看，2025 年以来中国进口煤及褐煤增速明显放缓。

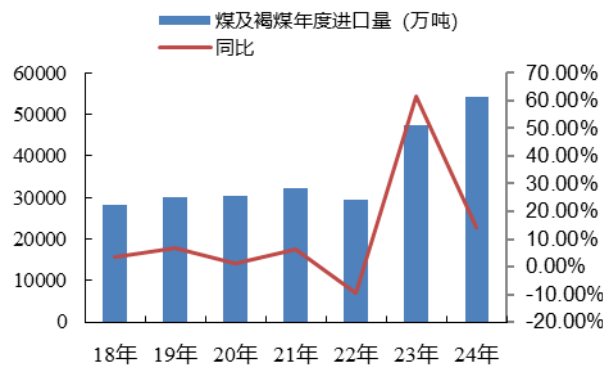
关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量。进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024 年之前煤价高位且国内供给增量已经最大化，从而取消关税鼓励进口煤成为了下调煤价的重要方法。随着煤价已经回归到相对合理水平，政策鼓励进口的目的已经淡化，2024 年 1 月 1 日起，中国恢复煤炭进口关税，2025 年 2 月 28 日中国煤炭工业协会与中国煤炭运销协会发出煤炭行业倡议书，强调要严格控制低卡劣质煤炭进口和使用，维护煤炭进口秩序，促进市场供需平衡，2025 年及以后有望贯彻政策的真实导向，中国进口煤或难有增量。

图12：25 年来月度进口煤及褐煤同比持平或偏低



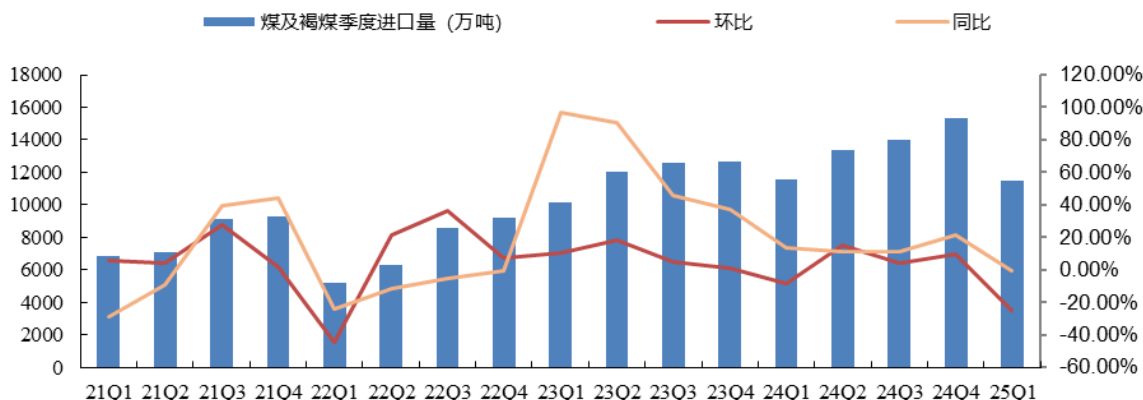
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：24 年进口煤及褐煤 5.43 亿吨，同比增长 14.40%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：25Q1 煤及褐煤进口量 11485 万吨，环比降 25.22%，同比降 0.91%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 估值展望：估值有升仍处较低水平，叠加市值考核推进，核心价值有望提升

3.1 目前煤炭板块估值有所上升，仍处于较低水平

行业的决策模式和资本市场的定价机制的转向，影响周期股估值的重估。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式和资本市场的定价机制，有所转向，进而影响周期股估值的重估。行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，周期股的估值将会重估。

当前煤炭板块 PE 有所上涨，仍然处于较低水平。历史上，煤炭板块 PE 低位出现在 2005 年、2008 年和 2020 年。2008 年由于爆发金融危机，导致股市出现大幅波动，煤炭板块 PE 阶段性低点为 9.41 倍。2020 年疫情突发，能源价格出现大跌，煤炭板块出现 PE 低点。2025 年 6 月 3 日，当前煤炭板块 PE 为 11.26 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.10 倍，仍然处于较低水平。

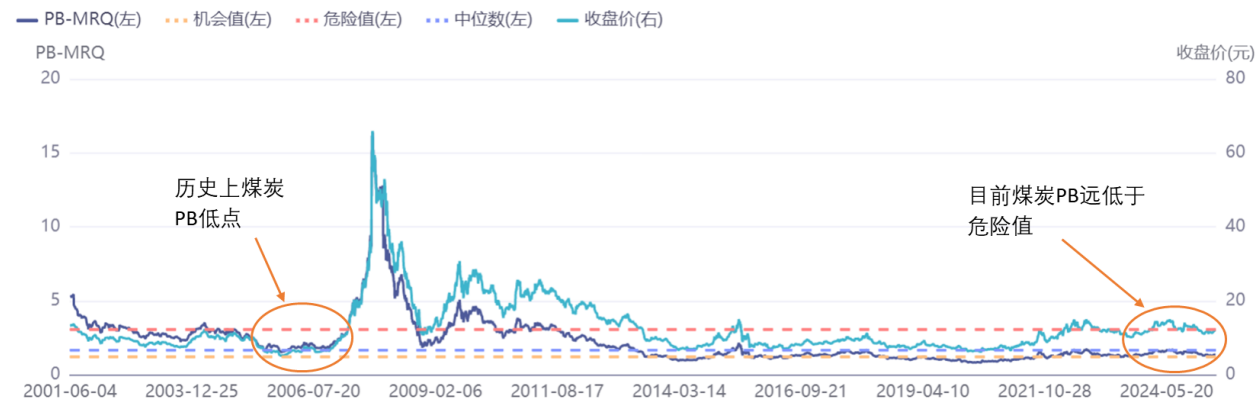
图15：当前 PE 仍处于较低水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

当前煤炭板块 PB 仍处于较低水平。历史上，煤炭板块 PB 低位出现在 2005 年。2005 年 12 月，煤炭板块阶段性 PB 低点为 1.42 倍。2025 年 6 月 3 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.32 倍，小于中位数 1.65 倍，仍处于较低水平。

图16：目前煤炭板块 PB 处于较低水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：重点公司估值表

代码	简称	收盘价 (25/6/3)	EPS (元)				PE				PB	评级
			23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E	26E		
600188.SH	兖矿能源	12.75	2.74	1.52	1.07	1.20	4.65	8.37	11.97	10.63	2.51	未评级
601088.SH	中国神华	39.17	3.00	2.96	2.71	2.78	13.04	13.22	14.45	14.09	2.03	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	10.69	2.65	1.23	0.75	0.94	4.03	8.69	14.17	11.35	0.96	未评级
601225.SH	陕西煤业	20.46	2.19	2.25	2.02	2.12	9.34	9.09	10.11	9.64	2.56	未评级
600508.SH	上海能源	11.30	1.34	1.06	0.81	0.91	8.43	10.71	14.01	12.37	0.77	未评级
600546.SH	山煤国际	9.80	2.15	1.46	0.73	0.83	4.56	6.72	13.49	11.87	1.55	未评级
600348.SH	华阳股份	6.62	1.44	0.69	0.65	0.74	4.60	9.65	10.20	8.89	0.99	未评级
002128.SZ	电投能源	19.34	2.11	2.46	2.50	2.70	9.17	7.87	7.74	7.17	1.35	未评级
600985.SH	淮北矿业	12.35	2.51	1.92	1.29	1.51	4.92	6.45	9.58	8.18	0.96	未评级
600123.SH	兰花科创	6.48	1.41	0.90	0.51	0.60	4.59	7.20	12.71	10.80	0.82	未评级
000983.SZ	山西焦煤	6.19	1.23	0.61	0.45	0.51	5.04	10.18	13.88	12.11	1.28	未评级
601001.SH	晋控煤业	11.98	1.97	1.81	1.39	1.49	6.08	6.63	8.64	8.02	1.38	未评级
601666.SH	平煤股份	8.43	1.73	1.08	0.51	0.64	4.88	7.83	16.55	13.22	1.05	未评级
601898.SH	中煤能源	10.35	1.47	1.43	1.29	1.37	7.04	7.22	8.00	7.55	1.17	未评级
600256.SH	广汇能源	5.88	0.79	0.60	0.57	0.65	7.42	9.77	10.39	9.11	1.80	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	6.62	1.40	0.47	0.16	0.19	4.73	14.09	41.38	34.84	1.11	未评级
600395.SH	盘江股份	4.56	0.34	0.08	0.10	0.13	13.37	58.84	44.49	35.76	1.06	未评级
600740.SH	山西焦化	3.53	0.50	0.00	0.00	0.13	7.09	#DIV/0!	#DIV/0!	28.24	0.73	未评级
601918.SH	新集能源	6.68	0.81	0.91	0.88	0.98	8.21	7.37	7.58	6.80	1.38	未评级

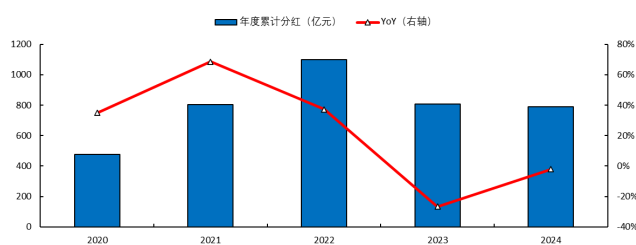
资料来源：iFinD，东兴证券研究所（注：上表中“未评级”的公司盈利预测来自同花顺一致预期，数据截至 2025 年 6 月 3 日）

3.2 市值管理考核推进，上市煤企高分红有望延续，分红频次有望增加

2023 年 12 月证监会发布《上市公司现金分红》，明确鼓励现金分红、引导合理分红。自 2024 年 1 月国资委提出研究将市值管理（最新）纳入央企负责人业绩考核，提倡加大现金分红力度回报投资者后，9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见并于 11 月完成修订正式印发。2024 年 3 月上交所发布《关于开展沪市公司“提质增效重回报”专项行动的倡议》，倡议增加投资者回报以及加强投资者沟通。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。为鼓励上市公司分红，2024 年 12 月 17 日晚中国结算发布公告，自 2025 年 1 月 1 日起沪深市场 A 股分红派息手续费减半，手续费超过 150 万元的部分予以免除。在煤炭行业持续高盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

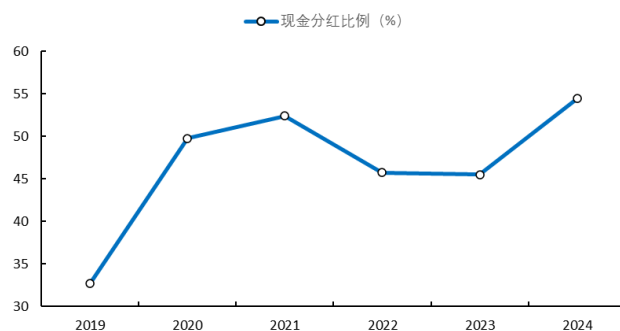
2025 年一季度末及二季度初，煤炭行业多家上市公司纷纷响应上交所倡议，发布关于“提质增效重回报”行动落实情况的公告。中国神华在 2022-2024 年现金分红比例分别达到 72.8%、75.2%、76.5%，并提出 2025-2027 年度股东回报规划方案，提高每年度最低现金分红比例至 65%，并考虑适当增加分红频次，该方案尚需提交公司股东大会批准；中煤能源坚持每年按照不低于资本市场承诺的 20%-30% 比例进行现金分红，并承诺 2025 年将继续实施中期现金分红，在 2025 年上半年归属于母公司股东净利润内按照不低于 30% 进行分配；陕西煤业 2024 年现金分红比例占当年可供分配利润的 65%，该分配方案尚需提交股东大会审议，2025 年陕西煤业将持续统筹好经营发展、业绩增长与股东回报的动态平衡，建立“长期、稳定、可持续”的股东回报机制，合理制定并披露中长期分红规划。

图17：近年来 15 家上市煤企分红总额整体持续提升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：近年来 15 家上市煤企分红比例处于较高水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 投资建议

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，多频次高分红和高股息标的，适合充当投资收益的坚实底盘。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，当前稳经济的政

策已经在持续出台，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。2025 年 1 月 22 日六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，且煤炭等红利板块且国资背景风险小，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。

2025 年中期配置建议遵循以下思路：（1）行业龙头煤企凭借高比例长协销售、吨煤成本管控、公司治理水平等优势，展现出区别于传统周期行业的平稳，积极发挥“压舱石”作用。长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

5.风险提示

宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	煤炭行业：三港口炼焦煤库存继续减少，全样本独立焦企产能利用率提升	2025-05-16
行业普通报告	煤炭行业：动力煤价下跌，三大港口库存增幅明显	2025-05-15
行业普通报告	煤炭行业：三港口炼焦煤库存减少明显，生铁和粗钢月度产量大幅提升	2025-04-22
行业普通报告	煤炭行业：南非、欧洲三港动力煤离岸价涨，国际海运费涨	2025-04-18
行业普通报告	煤炭行业：在不确定性增大的市场环境中，煤炭有望走出其独特的防御性	2025-04-08
行业深度报告	煤炭行业 2025 年二季度投资展望：低估值与多频次高分红兼备，红利资产具重点配置价值	2025-03-10
行业普通报告	煤炭行业：动力煤价格继续下跌，六大发电集团日均耗煤量明显下降	2025-02-19
行业普通报告	煤炭行业：炼焦煤价继续下跌，但焦化厂炼焦煤去库存明显	2025-02-18
行业普通报告	煤炭行业：动力煤价格继续下跌，但下游需求继续提升	2025-01-13
行业普通报告	煤炭行业：炼焦煤价格下跌，独立焦企产能利用率下跌	2025-01-13
公司普通报告	中国神华（601088.SH）：煤电联营强韧性，持续高分红彰显重回报—2024 年及 2025 年一季度报点评	2025-05-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

莫文娟

能源行业首席分析师，博士，2019-2020 年在美国康奈尔大学从事生物质能源工作一年。2022 年加入东兴证券，主要覆盖能源开采与转型、碳中和等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526