

► **供给端产能瓶颈持续。**新投产产能基本集中在新疆地区，考虑较长的运距以及当地就地转化的要求，整体对煤炭市场影响有限。同时，2024~2026 年投产的矿井基本对应 2016~18 年批复的矿井，批复矿井并不多。2024 年上半年产量同比下降主要由于山西受查超产影响，但 7 月后已经基本实现满负荷生产，预计 2025 年山西产量恢复正常，产量或将增加 4400 万吨左右，主要在上半年完成。进口方面，除蒙古产量以及通关量持续提升带动进口量继续增加以外，其他如印度尼西亚、澳大利亚等主要煤炭出口国进口增量相对有限。

► **需求底部确定性强，向上弹性尚待观察。**2024 年水电高基数和新能源不稳定性，2025 年预计火电增速有望显著提升，成为需求增长的压舱石，同时煤化工需求持续保持较高增速。地方政府化债的背景下基建需求有望好转，钢铁、水泥需求触底确定性高。但是，目前政策能否使得水泥钢铁明年产量增长仍然具有不确定性，期待更进一步利好实物消耗政策出台。

► **价格中枢有望上移，动力煤维持较强供需格局。**展望 2025 年，供需格局明显改善，动力煤在火电保障需求总基本盘的背景下，煤化工的增量促使动力煤下游稳中有进，维持较强的供需格局。因此我们预计动力煤 2025 年价格中枢有望较 2024 年的 870 元/吨上移，预计在 900 元/吨左右，若经济增速超预期，或许将有较大向上弹性。长协价格方面，2025 年引入 CECI 指数，该指数弹性较大，长协价格中枢有望上移。炼焦煤精煤产量自 2022 年起持续下滑，但考虑到进口煤的补充以及下游钢铁行业需求相对疲软，整体处于供需双弱的格局。

► **低利率背景下，板块估值有望提升。**电煤长协价经过多年的演变以及完善，已经形成了稳定的价格模式，行业业绩稳定性进一步加强，价格波动风险减弱。随着行业高景气持续，板块净现金公司不断增加，煤炭板块开启高分红时代，在当前低利率环境下，板块股息率较高，有助于板块尤其龙头公司估值提升。

► **投资建议：**标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 弹性标的迎估值修复，建议关注晋控煤业、山煤国际、潞安环能、兖矿能源。2) 行业龙头业绩稳健，建议关注陕西煤业、中国神华。3) 煤化或煤电一体成长型标的，建议关注中煤能源、新集能源。4) 业绩稳健、多业务布局成长可期，建议关注淮北矿业。

► **风险提示：**1) 经济增速放缓风险；2) 煤价大幅下跌风险；3) 假设大幅偏离实际情况的风险；4) 海外需求恢复不及预期。

## 推荐

维持评级



## 分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

## 分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

## 分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

## 研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiagi@mszq.com

## 相关研究

- 1.煤炭周报：煤价调整接近尾声，高胜率属性助力板块估值提升-2024/12/07
- 2.煤炭周报：煤价调整接近尾声，关注板块估值提升-2024/11/30
- 3.煤炭行业事件点评：2025 长协比例略降，价格有望略增-2024/11/25
- 4.煤炭周报：基本面转好煤价下探空间有限，关注板块估值提升-2024/11/23
- 5.煤炭周报：日耗提升旺季特征初显，关注板块估值提升-2024/11/16

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600546	山煤国际	12.52	2.15	1.52	1.74	6	8	7	推荐
601001	晋控煤业	14.02	1.97	1.75	1.90	7	8	7	推荐
601699	潞安环能	14.83	2.65	1.21	1.28	6	12	12	谨慎推荐
600188	兖矿能源	14.61	2.01	1.48	1.64	7	10	9	推荐
601088	中国神华	42.60	3.00	3.05	3.15	14	14	14	推荐
601225	陕西煤业	24.61	2.19	2.20	2.37	11	11	10	推荐
601898	中煤能源	12.62	1.47	1.43	1.50	9	9	8	推荐
601918	新集能源	7.66	0.81	0.94	1.01	9	8	8	推荐
600985	淮北矿业	14.56	2.31	1.73	1.72	6	8	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 13 日收盘价）

# 目录

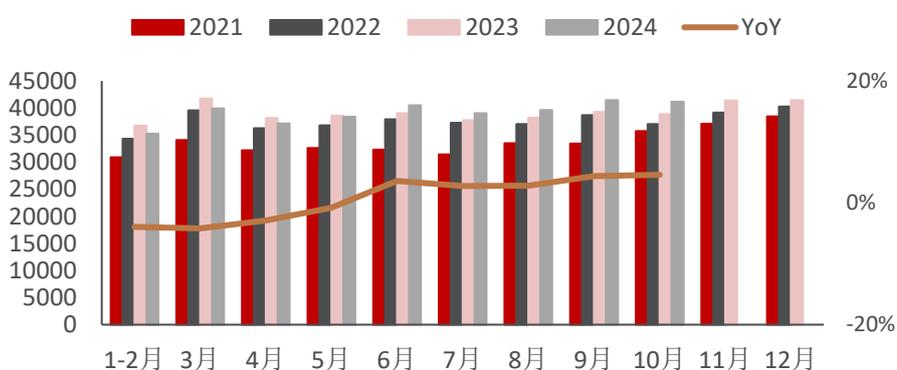
<b>1 供给：瓶颈持续</b>	<b>3</b>
1.1 产量：预计 2025 年产量或有恢复性增长	3
1.2 进口：国内外价格倒挂，动力煤进口增速较低	7
<b>2 需求：稳中有进</b>	<b>10</b>
2.1 火电：水电增速或转负，火电压舱石地位保障煤炭需求稳中有进	10
2.2 地产链：短期承压，地方化债有望提升基建需求	13
2.3 化工：耗煤持续高增长	14
<b>3 供需平衡：动力煤格局坚挺</b>	<b>17</b>
3.1 供需平衡：动力煤强格局坚挺	17
3.2 价格：压力测试完成，价格底部被验证	19
<b>4 投资建议</b>	<b>21</b>
4.1 龙头公司带动板块估值提升	21
4.2 板块业绩稳定性一进步增强	21
4.3 动力煤业绩拐点到来	22
<b>5 风险提示</b>	<b>24</b>
<b>插图目录</b>	<b>25</b>
<b>表格目录</b>	<b>25</b>

# 1 供给：瓶颈持续

## 1.1 产量：预计 2025 年产量或有恢复性增长

2024 年全国原煤产量前低后高。2024 年 10 月我国生产原煤 41180 万吨，同比+4.6%，环比-0.6%；1~10 月我国生产原煤 38.92 亿吨，同比+1.2%，从单月产量来看，到 6 月原煤产量同比增速转正，主要由于山西产量上半年受查超产影响下降明显。

图1：2024 年 1-10 月原煤产量（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分地区来看：

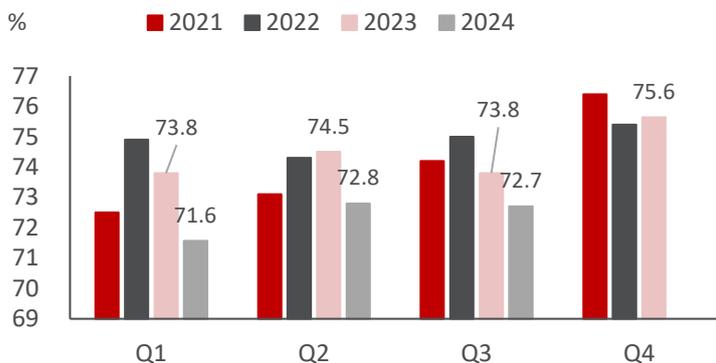
- 山西 10 月产量环比微降，仍处于年内较高水平，上半年山西开展“三超和隐蔽工作面”的整治工作，导致产量同比有较大幅度的下降，为了完成全年 13 亿吨的产量目标，下半年山西省产量释放加速。
- 10 月陕、蒙产量实现同比增长；其中陕西省煤炭产量 6696 万吨，同比增长 1.2%，增速相对较为平缓。内蒙古产量 11172 万吨，同比增长 7.5%，增速加快。
- 新疆供应对价格具备敏感性。在煤价年内低位的 4~5 月，新疆产量于 4 月环比大幅下滑 12.8%，5 月维持 4000 万吨以内的产量，随着秦皇岛 Q5500 动力煤均价 4~6 月从 817 升至 855、868 元/吨，疆煤产量上升，在三季度煤价维稳的背景下，产量在 4000~4500 万吨窄幅波动。10 月价格先抑后扬，整体在 850 元/吨左右，生产意愿较为积极，产量环比增加。
- 非主产地前 10 月产量同比下降 0.2%，非主产地的资源自然衰减仍制约供给的释放。其中如河北、安徽等产煤省份产量已经出现负增长，即枯竭或将加速。

**表1：分省份原煤产量（万吨）**

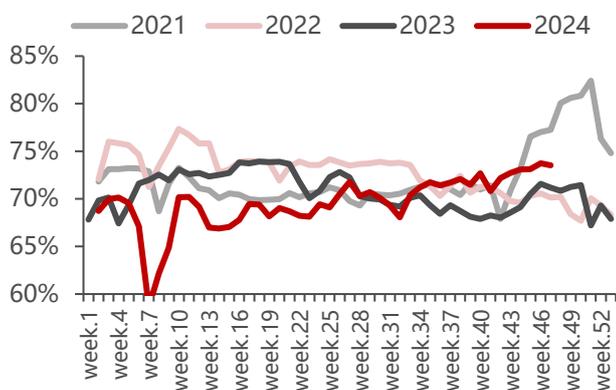
	10月原煤产量	YOY	MOM	1-10月产量	YoY	1-10月增长绝对量
全国合计	41180	4.6%	-0.6%	389206.7	1.2%	6284.30
主产地	33786	7.1%	-0.2%	317125	2.1%	6395.70
非主产地	7395	0.9%	-2.6%	72081	-0.2%	-111.40
山西	11200	-3.6%	-5.1%	104458	-7.7%	-8388.70
内蒙古	11172	7.5%	2.9%	106132	4.9%	6231.10
陕西	6696	1.2%	-0.4%	64061	2.1%	988.10
贵州	1263	15.6%	-6.0%	11843	8.4%	1132.40
山东	650	-13.6%	-8.4%	7230	0.8%	55.90
新疆	4717	42.2%	5.5%	42475	21.0%	7565.20
河南	908	3.7%	3.0%	8706	2.2%	233.10
安徽	882	-2.8%	-6.3%	8796	-6.4%	-603.60
河北	381	-0.7%	-1.5%	3791	-1.8%	-57.90
宁夏	854	0.2%	3.5%	8617	4.6%	377.10
黑龙江	527	-6.8%	-9.8%	4316	-24.3%	-1336.30
辽宁	249	10.6%	-15.7%	2552	7.9%	185.80
湖南	79	-1.5%	10.0%	734	8.2%	55.90
四川	202	5.2%	11.1%	1760	4.5%	107.60
云南	534	-18.9%	10.7%	5251	-13.4%	-892.20
甘肃	548	6.8%	-3.7%	5585	10.7%	598.90
吉林	71	-14.9%	-6.7%	762	1.7%	14.80
江西	12	-19.6%	-9.9%	114	-5.8%	-60.90
江苏	80	8.9%	1.4%	805	15.7%	109.20
青海	85	22.2%	12.0%	630	-3.1%	-20.00
福建	41	-3.9%	-2.4%	325	-2.1%	-3.90
湖北	6	170.9%	-26.3%	57	2.3%	0.30
广西	23	27.5%	6.5%	210	-3.4%	-7.40

资料来源：国家统计局；民生证券研究院

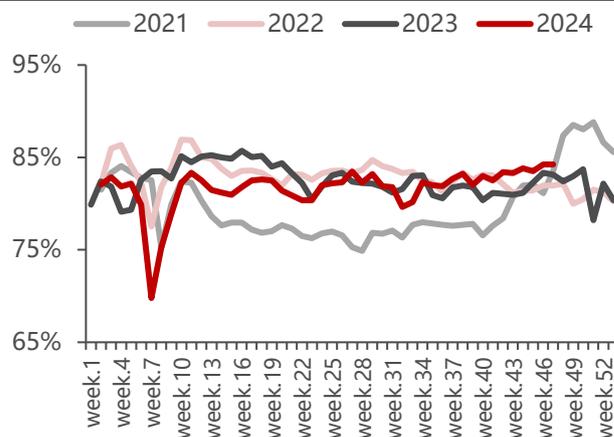
**全国产能利用率同比下降。**从产能利用率来看，截至2024年9月全国煤炭产能利用率为72.7%，较2023年同期低1.1个百分点。考虑到主产地产能利用率相对平稳，我们认为全国产能利用率的下滑主要由非主产地的下降导致，从分省份产量来看，安徽、山东等省份延续产量持续下降局面。

**图2：24年前9月全国煤炭产能利用率低于去年**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：24Q3以后山西产能利用率持续回升**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：晋陕蒙442家样本矿井产能利用率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**行业固定资产投资主要投向智能化建设，用于新建矿井的资本开支仍相对低迷。**2012年后行业固定资产投资持续下行，2018年下半年起增速才转正，Wind数据显示，截至到2024年9月煤炭行业固定资产投资增速达到2021年以来的最低水平。从结构来看，固定资产投资的回升并不意味着新建产能增长，主要投资集中在智能化矿山的建设上，截至2024年9月，全国1642个智能化采掘工作面，有智能化工作面的煤矿达859处。根据国家能源局《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》，到2025年大型煤矿和灾害严重煤矿基本实现智能化，2035年各类煤矿基本实现智能化的发展目标。我们预计到2025年阶段性完成智能化的目标后，行业固定资产投资增速有望下滑。另外，中信煤炭板块的在建工程规模也没有明显增加，也反映出新建产能投资不足。

图5：行业固定资产投资情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：煤炭上市公司在建工程（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

**新建产能贡献的边际产量增量有限。**从矿井分布来看，新投产产能基本集中在新疆地区，考虑较长的运距以及当地就地转化的要求，整体对煤炭市场影响有限。同时，2024~2026年投产的矿井基本对应2016~18年批复的矿井，当时处于供给侧改革时期，批复矿井并不多。

**探矿权成交较多，但产量贡献耗时尚久。**今年以来，山西省、甘肃省等省份陆续放出探矿权竞拍，但探矿权转为采矿权需要1~2年，之后再考虑3-5年左右的矿井建设周期，当下探矿权形成产量贡献在4~7年以后，当下无法形成补充增量。

表2：2025~2026年投产新建产能梳理（万吨/年）

煤矿名称	属地	开采方式	核定产能
灵北煤矿	山西	井工	240
泊里	山西	井工	500
正城煤矿	山西	井工	120
正新煤业贾郭矿	山西	井工	180
里必煤矿	山西	井工	400
赵石畔煤矿	陕西	井工	600
王峰煤矿	陕西	井工	300
陶忽图	内蒙	井工	800
红沙梁井工矿	甘肃	井工	200
贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿	贵州	井工	210
发耳二矿西井二期	贵州	井工	150
积家井矿区新乔煤矿	宁夏	井工	240
天隆希望能源有限公司五彩湾矿区二号露天煤矿	新疆	露天	400
库车市大平滩煤矿	新疆	井工	240
准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程及选煤厂	新疆	露天	1000
苇子沟煤矿	新疆	井工	240
红山西煤矿	新疆	井工	120
陶和矿井一期	新疆	井工	120
伊泰伊犁矿业公司煤矿	新疆	露天	450
伊宁矿区北区七号矿井一期	新疆	井工	300
<b>2025年合计</b>			<b>6810</b>
哈密淖毛湖矿区英格玛二号煤矿一期工程	新疆	井工	300
克布尔碱矿区墨龙煤矿	新疆	井工	150
水溪沟矿区水溪沟煤矿	新疆	井工	150

白杨河矿区骆驼包北煤矿	新疆	井工	120
吐鲁番七泉湖矿区新域煤矿	新疆	井工	120
伊宁矿区北区界梁子北煤矿	新疆	井工	240
芦河矿	山西	井工	90
海则滩	陕西	井工	1000
塔然高勒煤矿	内蒙	井工	1500
锦源煤矿	山西	井工	600
轮台阳霞煤矿	新疆	井工	120
玉鑫煤矿	新疆	井工	120
新疆七泉湖矿区星亮二矿	新疆	井工	120
阿吾孜苏煤矿	新疆	井工	120
<b>2026 年合计</b>			<b>4750</b>

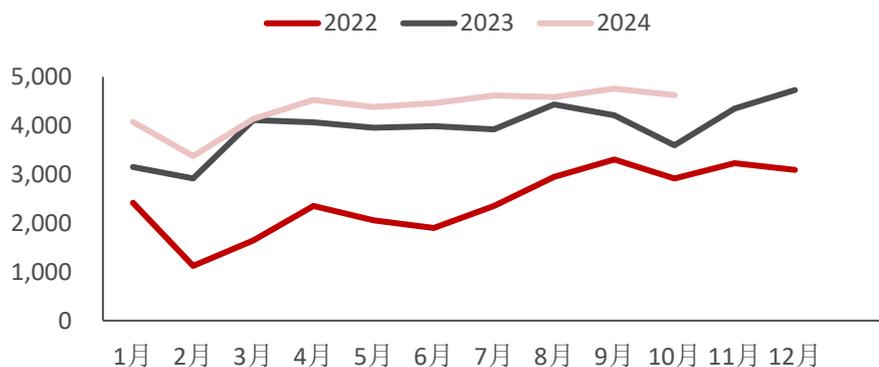
资料来源：上市公司公告，各煤炭集团债券募集说明书等，民生证券研究院

**2025 年产量有望恢复性增长，预计在上半年集中体现。**2024 年上半年产量同比下降主要由于山西受查超产影响，但 7 月后已经基本实现满负荷生产，预计 2025 年山西产量恢复正常，产量或将增加 4400 万吨左右，主要在上半年完成。陕西产量预计持平或略降，内蒙古产量保持平稳。

## 1.2 进口：国内外价格倒挂，动力煤进口增速较低

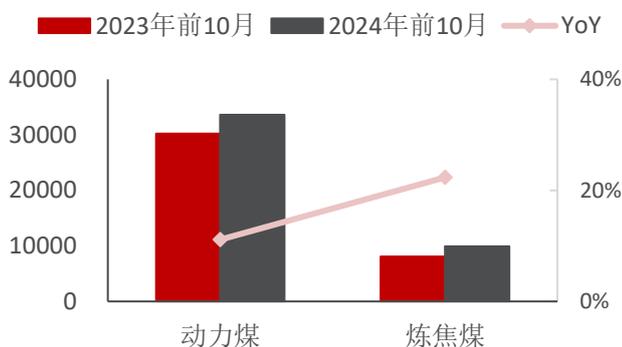
**2024 年前 10 月进口量大增，其中焦煤增速较高，动力煤增速较缓。**据海关总署数据，2024 年 1~10 月中国进口煤炭 4.35 亿吨，同比增长 13.5%。增幅较高主因 2023 年上半年从蒙古和澳大利亚的进口同期基数较低，而实际上我国前 10 月从印尼和俄罗斯进口量分别为 18986、7966 万吨，同比+5%、-8.6%。分煤种来看，1~10 月中国进口动力煤 33621 万吨，同比增长 11.13%；进口焦煤 9924 万吨，同比增长 22.3%。因此进口增速主要是焦煤进口高增所致，动力煤进口趋势相对平缓。

图7：2024 年前 10 月煤炭进口量同比增长（万吨）



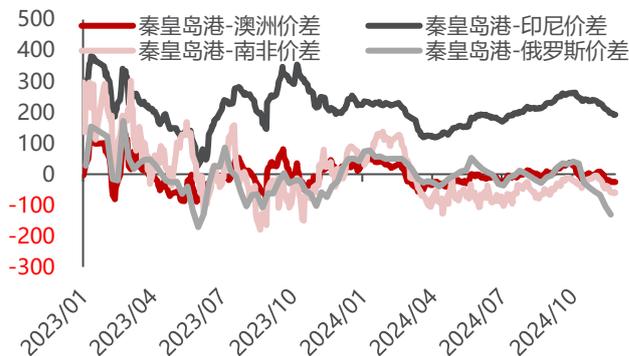
资料来源：wind，民生证券研究院

图8: 24年前10月焦煤进口增速+22.3% (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 进口煤价差收敛 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

### ➤ 印尼: 产量目标逐年下行, 出口量难言增加

**印尼产量目标逐年下行。**2023年, 印尼煤炭产量为 7.75 亿吨, 较 2022 年产量增长 13%。印尼能源与矿产资源部对当地矿商提交的工作计划和预算 (RKAB) 进行审查, 并据此设定年度煤炭产量目标。根据已批复的工作计划和预算, 政府设定 2024 年印尼煤炭产量目标为 9.2214 亿吨, 2025 年目标为 9.1716 亿吨, 2026 年为 9.0297 亿吨。2024 年 1-9 月份, 印尼煤炭产量累计约为 6.13 亿吨, 其中, 出口 4.05 亿吨, 国内自用量为 2.08 亿吨。

**煤炭需求仍保持强劲。**2024 年印尼国内煤炭消费量预计仍保持强劲。电力行业约占印尼煤炭总消费量的 65%。随着大量镍冶炼厂项目的持续推进, 矿产加工/精炼设施 (冶炼厂) 的煤炭需求正在增长。

**出口或面临限制。**印尼镍矿商协会(APNI)总秘书 Meidy Katrin 于 11 月 5 日透露, 印尼计划效仿此前的镍矿出口禁令, 对钴、煤炭、铜、铝土矿、硅等 12 种矿产资源以及 16 种非矿产商品实施新的出口禁令。此举旨在推动国内各产业下游发展, 预计将吸引高达 6180 亿美元的投资。

综合考虑印尼国内旺盛的需求, 以及政策端积极推动国内发展的政治考量, 预计 2025 年的煤炭出口或面临一定压力, 我们预计自印尼的进口量略有减少。

### ➤ 蒙古: 出口仍将增加, 主要压制焦煤

蒙古国煤炭出口量持续增加, 主要流向中国。2024 年 1-10 月, 蒙古煤炭出口 6849.34 万吨, 比去年同期增加 1409.61 万吨, 同比增长 25.9%, 接近去年全年出口水平, 其中中国自蒙古的进口量为 6707 万吨, 占蒙古国总出口量的 98%。今年年初, 蒙制定 2024 年煤炭出口目标为 7800 万吨, 截至 10 月底已完成 87.8%, 计划 2025 年煤炭出口量将达到 8330 万吨。中国进口的蒙煤 70%以上是焦煤产品, 但以原煤为主, 需考虑 20%左右的洗选损耗, 实际对国内焦煤精煤的供给影响约为进口焦煤总量的 80%。

蒙古国政府 2024-2028 年的规划中, 计划于嘎顺苏海图-甘其毛都、杭吉-满

都拉和西伯库伦-策克等边境口岸建设跨境连接铁路以及货运转运站。待项目落地实施后，整体出口能力将得以显著提升，预计增加 4000 万吨。其中，嘎顺苏海图-甘其毛都口岸将增加 2000 万吨，杭吉-满都拉口岸增加 1000 万吨，西伯库伦-策克也增加 1000 万吨。同时铁路煤炭出口能力将实现三倍增长。

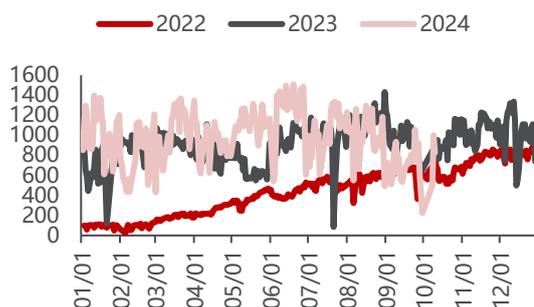
**在运力的释放下，蒙古通关能力加强，预计出口仍有增加空间，但是对焦煤的影响或远高于动力煤。**

图10：中国自蒙古的进口量持续增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：蒙古通车量增加 (车)



资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **澳大利亚：煤炭产量长期处于平台期**

澳大利亚自身产量处于平台期，不具备增加出口的条件。2016年以来，澳大利亚煤炭产量基本在 5.5~5.7 亿吨之间波动，并无明显增长迹象，2022~2023 年受拉尼娜天气造成的洪水影响，产量甚至出现小幅下滑。2024 年拉尼娜影响褪去，24H1 煤炭产量同比增长 5.9%，预计全年基本回到 2021 年水平。2025 年若无天气因素影响，预计产量以及出口量均有望保持高位，但几无增长。

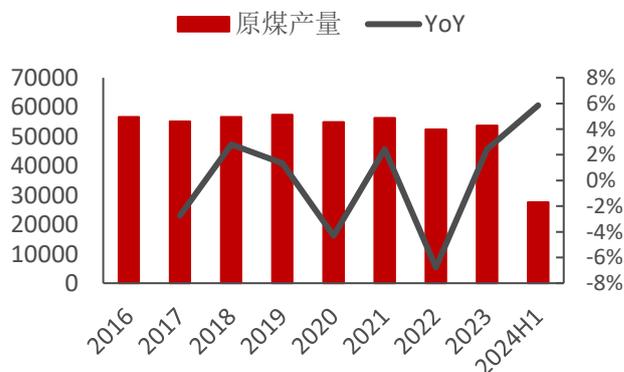
综合来看，主要煤炭出口国中仅蒙古有明显的出口增量，且以炼焦煤为主，动力煤的进口量预计保持相对平稳。

图12：24H1 澳大利亚出口量同比增长 2% (万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：澳大利亚原煤产量处于平台期 (万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 需求：稳中有进

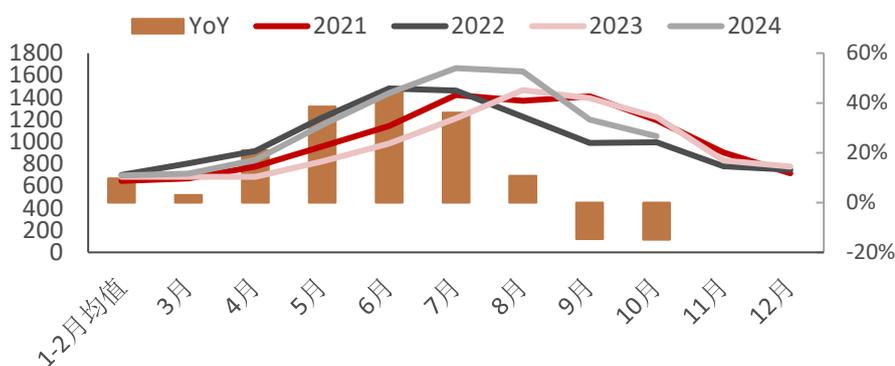
### 2.1 火电：水电增速或转负，火电压舱石地位保障煤炭需求

#### 稳中有进

➢ 水电：高基数+来水小年，水电挤压或减弱

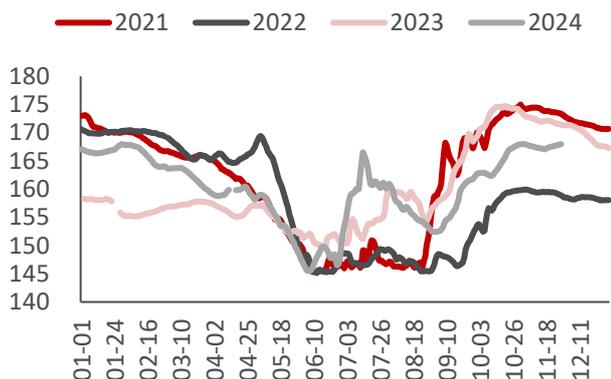
2025 年高基数+来水小年，水电挤压或减弱。考虑到 2024 年来水充沛，水电发电量基数较高，1-10 月水电发电量达到 11100.7 亿千瓦时，同比增长 12.2%。2025 年在水电“大小年”的特征下水电发电量增速或减弱，甚至有可能出现负增长的局面。在此影响下，水电对火电的挤压或将减弱。

图14：2024 年 10 月水电增速-15% (亿千瓦时)



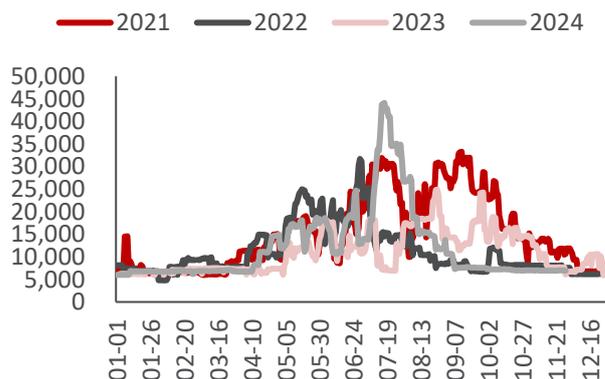
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：三峡水库水位 (米)



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：三峡出库流量 (立方米/秒)



资料来源：wind，民生证券研究院

➢ 核电：发电量有望平稳增长

截至 2024 年 9 月 30 日，全国仅防城港 4 号机组投运，新增装机容量 118.7 万千瓦，截至 9 月底，我国运行核电机组装机容量为 5821 万千瓦（额定装机容

量)。1-10月全国运行核电机组累计发电量为3642.8亿千瓦时，比2023年同期上升了1.5%。2024年11月28日漳州1号机组投运，新增装机规模121.2万千瓦，截至2024年年末，装机容量将达到5934万千瓦，同比增长4.1%。

展望2025年，预计仍有惠州太平岭一期1号机组和漳州能源2号机组投运，考虑到核电利用小时数整体相对稳定，我们预计2025年核电发电量有望继续增长，增速为4.8%。

图17: 核电发电量平稳增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 核电装机容量同比增长4% (万千瓦)



资料来源: wind, 民生证券研究院

➤ 绿电: 装机快速增长, 消纳成为难题

风电以及光伏的装机容量快速增长。据国家能源局数据, 2024年1-10月风电新增装机容量4580万千瓦, 同比增长22.76%; 全国风电装机容量达到48617万千瓦, 同比增长20.3%; 2024年1-10月光伏新增装机18130万千瓦, 同比+27.2%; 光伏装机容量达到79311万千瓦, 同比+48%; 2025年预计风电及光伏装机容量仍将提升, 合计装机容量预计增加2.4亿千瓦。

图19: 风电新增装机容量同比增长 (万千瓦)



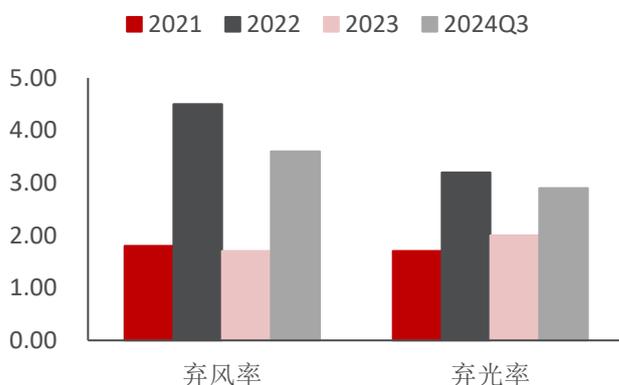
资料来源: wind, 民生证券研究院; 备注: 2024年截至到10月末

图20: 光伏新增装机容量同比增长 (万千瓦)



资料来源: wind, 民生证券研究院; 备注: 2024年截至到10月末

虽然可再生能源装机规模快速增长, 但基础设施建设的滞后使得大规模的可再生能源并网问题显得尤为紧迫。同时, 电力储能技术的瓶颈, 依然限制了可再生能源的全面应用。据iFind数据, 截至2024年三季度弃光率以及弃风率均较以往有所提升。

**图21：截止 24Q3 弃风率、弃光率均有提升**


资料来源：iFind，民生证券研究院

2024年1-10月全社会用电量8.18万亿千瓦时，同比增长7.6%，我们预计2024年全社会用电量或同比增长6.7%。考虑到国民经济复苏以及2024年基数，我们假设2025年全社会用电量同比增长5.5%，电力需求同比增加约5413亿千瓦时。在假定全社会用电需求后，考虑到我国电力消纳的优先级设置中，火电处于最后位置，因此先期假定水、核、风、光的电量，剩余用电缺口由火电进行补充。因此，在来水偏丰、风光装机快速增加的背景下，预计可再生能源发电将挤占火力发电的份额，因此火电发电量增速预计上升，我们预计2025年火电发电量增速在3.7%左右。

**表3：电力供需平衡表**

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
用电量-全社会 (亿 kWh)	68449	72852	75110	83128	86372	92241	98421	103834
YoY	8.5%	6.4%	3.1%	10.7%	3.9%	6.8%	6.7%	5.5%
Δ-用电量 (亿 kWh)	5373	4403	2258	8017	3244	5869	6180	5413
发电量-全国 (亿 kWh)	69940	73269	76264	83768	83886	92888	99111	104563
YoY	8.4%	4.7%	4.0%	9.8%	3.6%	10.7%	6.7%	5.5%
Δ-发电量 (亿 kWh)	5769	3329	2995	7504	118	9002	6223	5451
装机容量-总 (万 kW)	189967	201066	220058	237692	256405	291965	322212	351453
YoY	6.5%	5.8%	9.5%	7.9%	7.8%	13.9%	10.4%	9.1%
<b>水电</b>								
新增装机 (万 kW)	867	414	1376	2076	2259	804	1000	1000
装机容量 (万 kW)	35226	35640	37016	39092	41350	42154	43154	44154
YoY	2.5%	1.1%	3.4%	5.6%	5.8%	1.9%	2.4%	2.3%
利用小时-计算 (h)	3500	3653	3661	3428	2907	3045	3283	3133
发电量 (亿 kWh)	12329	13019	13552	13401	12020	12836	13921	13598
YoY	3.2%	5.7%	4.1%	-1.1%	-10.3%	6.8%	8.5%	-2.3%
<b>核电</b>								
新增装机 (万 kW)	884	408	115	337	227	150.084	240	241

装机容量 (万 kW)	4466	4874	4989	5326	5553	5703	5943	6184
YoY	24.7%	9.1%	2.4%	6.8%	4.3%	2.7%	4.2%	4.1%
利用小时-计算 (h)	6591	7154	7341	7651	7525	7579	7671	7721
发电量 (亿 kWh)	2944	3487	3662	4075	4178	4323	4421	4635
YoY	18.6%	18.2%	5.0%	11.3%	2.5%	3.5%	2.3%	4.8%

#### 风电+光伏

新增装机 (万 kW)	6623	5584	12023	10008	12301	29278	25000	24000
装机容量 (万 kW)	35889	41473	53496	63504	75805	105083	130083	154083
YoY	22.6%	15.6%	29.0%	18.7%	19.4%	38.6%	23.8%	18.4%
利用小时-计算 (h)	1514	1518	1360	2065	1871	1568	1368	1363
发电量 (亿 kWh)	5435	6295	7275	13112	14182	16482	17794	21002
YoY	29.4%	15.8%	15.6%	80.2%	8.2%	16.2%	8.0%	18.0%

#### 火电

新增装机 (万 kW)	3873	4688	5462	5161	3561	5792.78	4000	4000
装机容量 (万 kW)	114367	119055	124517	129678	133239	139032	143032	147032
YoY	3.0%	4.1%	4.7%	4.1%	2.7%	4.3%	2.9%	2.8%
利用小时-计算 (h)	4305	4238	4156	4354	4393	4482	4497	4536
发电量 (亿 kWh)	49231	50450	51743	56463	58531	62318	62976	65327
YoY	7.3%	1.7%	2.5%	9.1%	3.7%	6.5%	1.1%	3.7%

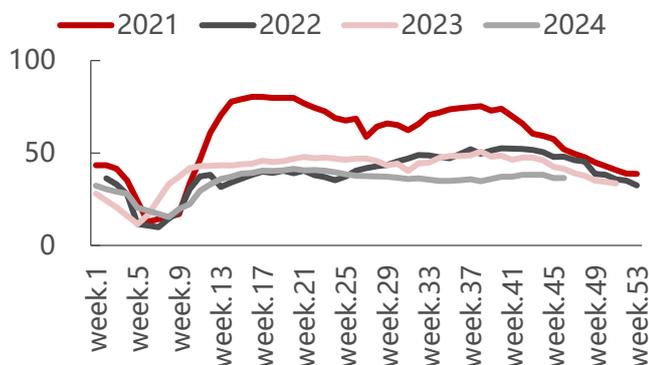
资料来源: wind, 中电联, 民生证券研究院预测

## 2.2 地产链：短期承压，地方化债有望提升基建需求

**地方化债持续推进，政策托底有望回稳房地产行业。** 国务院新闻办公室 2024 年 10 月 12 日举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安重点介绍关于化解地方政府债务的政策措施，加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。同时，近期托底地产政策有：1) 专项债券用于土地储备：允许地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，增强土地供给调控能力，有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力；2) 支持收购存量房：地方政府将部分待售商品房转为保障性住房，满足中低收入群体需求，并减轻开发商的库存压力；3) 优化税收政策：财政部正在抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，以促进房地产市场平稳健康发展。

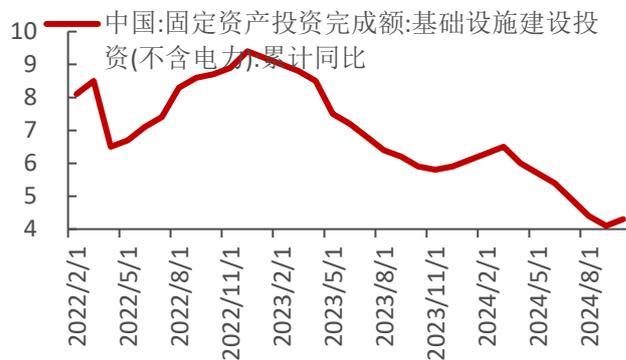
在地方化债的背景下，前期积压的基建需求有望释放，进而刺激钢铁、水泥需求。但是，目前政策能否使得水泥钢铁明年产量增长仍然具有不确定性，期待更进一步利好实物消耗政策出台。

图22: 水泥发运率同比下降 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 基建投资增速下滑 (%)

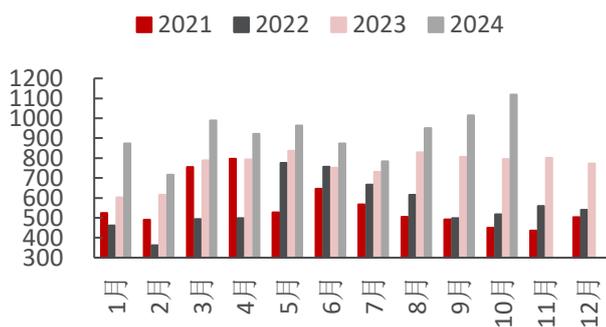


资料来源: wind, 民生证券研究院

从海外市场看,主要经济体增速韧性较强,根据经合组织的报告,预计到2026年,全球粗钢产能将增加1.57亿吨。世界钢铁协会发布短期(2024-2025年)钢铁需求预测报告显示,全球经济的韧性、融资环境的放松、被压抑的需求和主要经济体(欧元区和日本)实际收入的增加将会支持私人消费和投资的复苏,从而支撑2025年全球制造业活动的复苏,2025年全球钢铁需求将反弹1.2%。而我国作为钢材供应大国,钢材出口有望成为调节内需的边际增量。

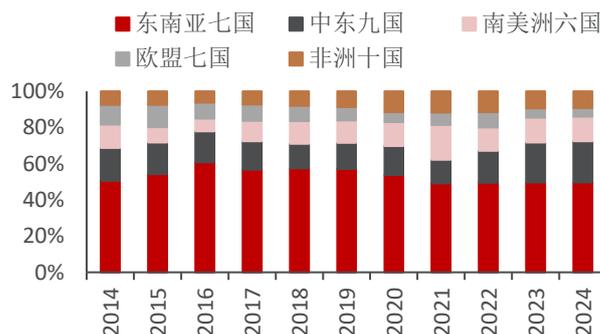
整体来看,2024年地产链保持弱势,我们预计2025年有所好转,考虑到政策端对于实物消耗的刺激仍存在不确定性,我们预计生铁、水泥产量预计保持-1%左右的增速。

图24: 钢材出口量大幅增加 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 我国钢材出口结构基本稳定



资料来源: wind, 民生证券研究院

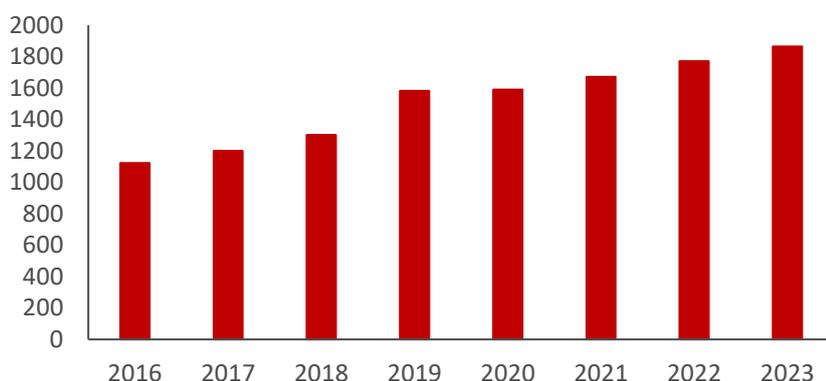
## 2.3 化工: 耗煤持续高增长

现代煤化工产能在迅速扩张,2023年煤制烯烃产能为1865万吨/年,2016-2023年的CAGR为7.5%,煤制气产能67.1亿立方米,较2019年增长33.3%,煤制乙二醇产能1118万吨,较2019年增长131.5%,煤制油产能1138万吨,

较 2019 年增长 23.56%。

**待投产项目丰富，有望拉动化工用煤需求增长。**我们梳理了目前正在建的新型煤化工项目，主要包含煤制油、煤制气、煤制烯烃等（相关产能如下表），考虑到以新疆为主的增量煤炭供应平均热值为 4500 千卡，因此，预计在产煤化工项目对 4500 千卡的煤炭需求量为 6.02 亿吨，在建煤化工项目的潜在需求量为 1.54 亿吨，另外拟建项目的潜在需求量为 4.27 亿吨，因此预计未来煤化工的需求量有望实现近翻倍的增长（折算 Q5500 在建+拟建合计需求量 4.75 亿吨）。

**图26：煤制烯烃产能快速增长（万吨/年）**



资料来源：煤炭资源网，化化网煤化工等，民生证券研究院

**表4：在建煤化工项目潜在煤炭需求量（Q4500）为 1.54 亿吨**

在建项目	项目产能(万吨/年, 亿方/年)	单位煤耗(标煤, 吨/千立方米, 吨/吨)	标煤煤耗(万吨/年)
煤制天然气	60	3.00	1800
煤制油直接液化	320	4.56	1459
煤制油间接液化	80	5.09	407
煤制乙二醇	30	2.90	87
煤制烯烃	775	5.10	3953
煤制芳烃	0	5.10	0
煤制乙醇	80	1.93	154
其他			
甲醇	80	1.46	117
其他化工品	1072	1.46	1566
尿素	260	1.30	338
焦炭	770	1.30	1001
在建项目合计耗煤量(万吨/年, 5500 大卡)			12575
在建项目合计耗煤量(万吨/年, 4500 大卡)			15370

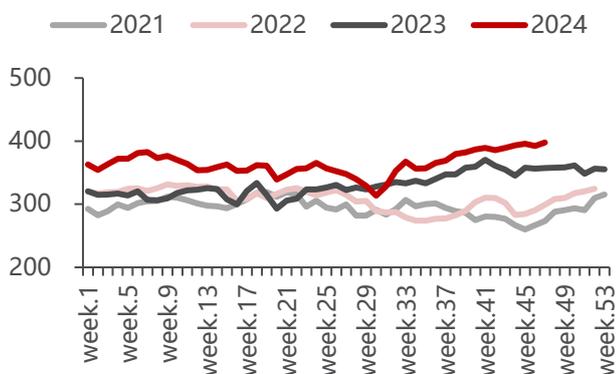
资料来源：化化网煤化工，民生证券研究院预测

**化工行业耗煤高速增长。**从高频数据来看，CCTD 数据显示，截至 2024 年 11 月 22 日，化工耗煤量累计为 2.91 亿吨，同比增长 9%，其中以合成氨、纯碱等

为代表产品的传统煤化工耗煤 1.2 亿吨，同比增长 6.47%，以乙二醇、甲醇等为代表产品的新型煤化工耗煤量为 1.71 亿吨，同比增长 10.8%，新型煤化工贡献了较高的耗煤增速。

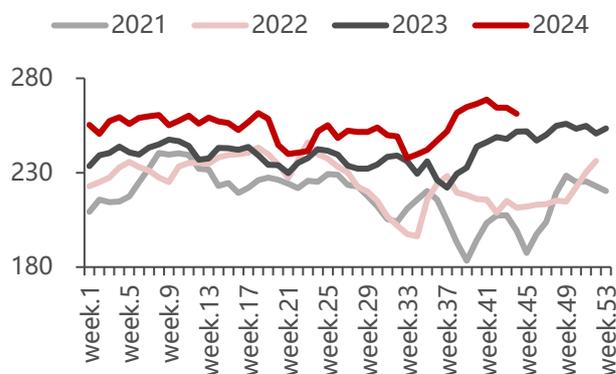
**油价的波动与化工耗煤影响较小。**据卓创资讯，煤制烯烃路线中折旧摊销占总成本的 42%左右，对应现金成本占总成本的 58%左右，只要盈利高于现金成本，仍有动力继续生产。另外，煤炭价格波动相对稳定，同时煤炭企业依托资源优势发展一体化运营，煤炭的稳健盈利可提供资金支持，未来有望成本新型煤化工的建设主体，在考虑到能源安全的背景下，投资有望继续增加。

图27：新型煤化工耗煤量（万吨）



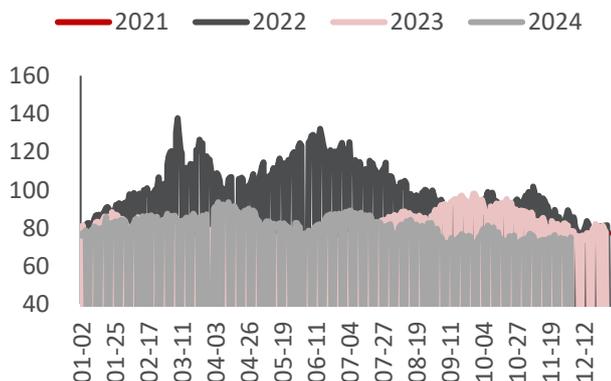
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图28：传统煤化工耗煤量（万吨）



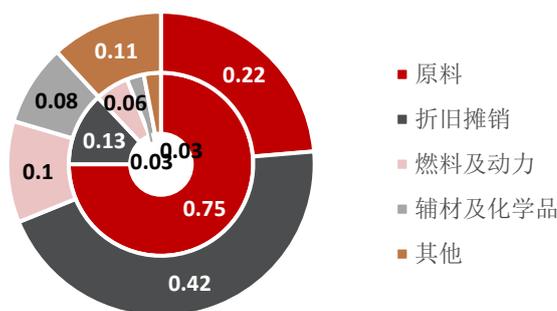
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图29：布伦特原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：煤制烯烃折旧占成本的 42%



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院；  
注：内圈是油制路线，外圈是煤制造路线

### 3 供需平衡：动力煤格局坚挺

#### 3.1 供需平衡：动力煤强格局坚挺

我们对下游行业的增速假设如下：

- 火电：考虑消纳优先级处于末尾，可再生能源发电量或快速增长，预计 2025 年发电量增速为 3.7%。
- 地产链：基于出口带来的边际增量以及地方化债的基建恢复，钢铁、水泥产量增速均假设为-1%。
- 化工：化工持续保持高增长，预计 2025 年耗煤增速为 10%。

我们对供给端的假设如下：

- 原煤产量：考虑到新建产能的投产增量以及非主产地资源枯竭的减量，预计 2025 年原煤产量为 47.30 亿吨，同比增长 1%。
- 煤炭进口：预计 2025 年进口端增量不大，大约 5.2 亿吨。

展望 2025 年，供需格局有明显改善，因此我们预计动力煤 2025 年价格中枢有望较 2024 年的 870 元/吨上移，预计在 900 元/吨左右，若经济恢复速度超预期，价格或有较大向上弹性。

表5：煤炭供需平衡表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
原煤产量 (百万吨)	3746	3844	4071	4496	4658	4684	4730
增速	4.2%	2.6%	5.9%	10.4%	3.6%	0.6%	1.0%
进口量 (百万吨)	300	304	323	293	474	522	520
出口量 (百万吨)	6	3	3	4	4	7	7
总供给 (百万吨)	4039	4145	4392	4785	5128	5199	5243
增速	5.7%	2.6%	6.0%	8.9%	7.2%	1.4%	0.8%
火电 (亿千瓦时)	51654	52799	57702	58531	62318	62976	65327
增速	1.9%	2.2%	9.3%	1.4%	6.5%	1.1%	3.7%
火电耗煤 (百万吨)	2009	2086	2337	2517	2742	2771	2881
生铁产量 (百万吨)	809	888	869	863	871	832	823
增速	5.3%	9.7%	-2.1%	-0.7%	0.9%	-4.5%	-1.0%
钢铁耗煤 (百万吨)	688	755	739	735	742	709	702
水泥产量 (百万吨)	2330	2377	2363	2118	2023	1841	1822
增速	6.1%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.5%	-9.0%	-1.0%
建材耗煤 (百万吨)	699	713	733	678	688	626	621
煤化工 (百万吨)	285	290	310	320	368	405	445
增速	1.8%	1.8%	6.9%	3.2%	15.0%	10.0%	10.0%

其他行业及洗选损耗 (百万吨)	438	422	455	480	504	529	556
增速	-3.7%	-3.7%	7.8%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
需求合计 (百万吨)	4119	4265	4573	4730	5044	5039	5204
需求增速	4%	3%	7%	3%	7%	0%	3%
供给-需求 (百万吨)	-80	-120	-181	55	84	160	39

资料来源: CCTD, 民生证券研究院预测

分煤种来看, 动力煤强格局持续坚挺:

- **炼焦煤:** 炼焦煤精煤产量自 2022 年起持续下滑, 但考虑到进口煤的补充以及下游钢铁行业需求相对疲软, 整体处于供需双弱的格局, 2025 年若有更进一步利好实物消耗政策落地, 炼焦煤价格有望反弹。
- **动力煤:** 在火电保障需求总基本盘的背景下, 煤化工的增量促使动力煤下游稳中有进, 维持较强的供需格局。

表6: 炼焦精煤供需平衡表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
产量 (百万吨)	481	485	490	494	491	467	458
YoY	5.8%	0.9%	1.0%	0.7%	-0.4%	-5.0%	-2.0%
进口量 (百万吨)	75	73	55	64	103	119	120
出口量 (百万吨)	1.4	0.9	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6
总供给 (百万吨)	554	557	545	557	594	585	577
生铁产量 (百万吨)	809	888	869	864	871	832	823
YoY	5.0%	9.7%	-2.1%	-0.5%	0.8%	-4.5%	-1.0%
需求量 (百万吨)	552	558	547	552	558	533	528
供给-需求	2	-1	-3	5	35	52	49

资料来源: CCTD, 民生证券研究院预测

表7: 动力煤供需平衡表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
原煤产量 (百万吨)	3265	3359	3581	4002	4167	4217	4272
增速	5.6%	2.9%	6.6%	11.8%	4.1%	1.2%	1.3%
进口量 (百万吨)	225	231	269	229	372	403	400
出口量 (百万吨)	5	2	3	4	4	6	6
总供给 (百万吨)	3486	3588	3847	4228	4534	4614	4666
增速	5.5%	2.9%	7.2%	9.9%	7.2%	1.8%	1.1%
火电 (亿千瓦时)	51654	52799	57702	58531	62318	62976	65327
增速	1.9%	2.2%	9.3%	1.4%	6.5%	1.1%	3.7%
火电耗煤 (百万吨)	2009	2086	2337	2517	2742	2771	2881
钢铁耗煤 (百万吨)	136	197	191	183	184	176	174
水泥产量 (百万吨)	2330	2377	2363	2118	2023	1841	1822

增速	7.0%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.5%	-9.0%	-1.0%
建材耗煤 (百万吨)	699	713	733	678	688	626	621
煤化工耗煤 (百万吨)	285	290	310	320	368	404.8	445.28
增速	1.8%	1.8%	6.9%	3.2%	15.0%	10.0%	10.0%
其他行业及洗选损耗 (百万吨)	438	422	455	480	504	529	556
增速	-3.7%	-3.7%	7.8%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
需求合计 (百万吨)	3567	3708	4026	4178	4485	4506	4676
需求增速	1.2%	3.9%	8.6%	3.8%	7.4%	0.5%	3.8%
供给-需求 (百万吨)	-81	-120	-178	50	49	108	-10

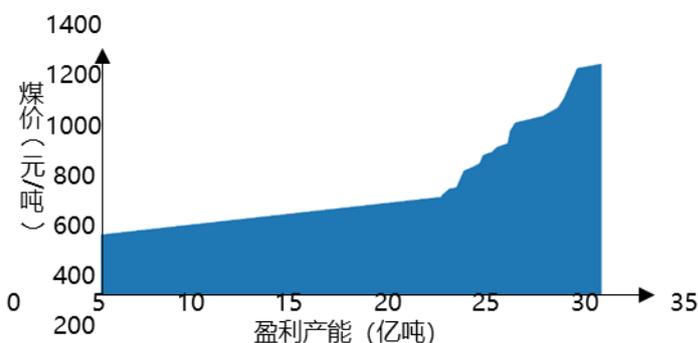
资料来源: CCTD, 民生证券研究院预测

### 3.2 价格：压力测试完成，价格底部被验证

考虑到坑口生产成本参考意义较小，无法根据其确定行业成本曲线，因此，我们参考 2017 年-2024 年 7 月的行业月度亏损面以及煤价数据来推算不同煤价水平下对应的盈利产能情况。

**成本对价格起支撑作用。**据拟合数据显示，以到港成本推算，约有 26.2 亿吨产能吨完全成本在 820 元左右以下、占行业正常生产煤矿的产能比重为 58.5%，25.2 亿吨产能吨完全成本在 770 元以下、约占 56.1%；当煤价达到 1440 元/吨时，行业盈利产能在 34.7 亿吨左右，相当于 77.4%的产能；当煤价下降到 374 元时，即达到上市公司平均生产成本时，全行业都将面临亏损。下跌至 820 元/吨以下时，约 41.5%的产能亏损，因此高成本产能将减量甚至退出，随着行业开采深度的增加行业开采成本呈现提升的趋势，将对价格起到支撑作用。

图31：煤炭行业成本曲线



资料来源: wind, 民生证券研究院

**2023~2024 年实际价格走势验证价格底部。**2023 年在进口煤冲击下煤价下跌至 764 元/吨的瞬时低点，后期价格持续维持 800 元/吨以上。进入三季度后，水电开始发力，8-11 月价格最低点为 807 元/吨。2024 年价格波动较 2023 年更为平缓，截至 2024 年 11 月 27 日价格最低点出现在 4 月初，为 808 元/吨，后

续水电高增长下价格维持 850 元/吨左右震荡。经过供给端进口煤的冲击以及需求端水电激增的挤压，我们认为煤炭行业的压力测试已经完成，港口价格 800 元/吨左右是价格底部。

**图32：2023 年以来秦港煤价（元/吨）**



资料来源：wind，民生证券研究院

**2025 年长协价格有望略增。**据发改委《关于做好 2025 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，长协价格仍采用“基准价+浮动价”的模式确定，浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数 (NCEI)、环比和动力煤综合价格指数 (BSPI)、中国电煤采购价格指数 (CECI) 以及秦皇岛动力煤综合交易价格指数 (CCTD) 综合确定，与 2024 年相比增加 CECI 指数。我们选取 CECI 沿海指数 (Q5500 综合价) 测算，2024 年长协价格在 702~717 元/吨之间波动，且高于 2024 年长协实际执行价格 3~10 元/吨，测算 2024 年均价为 707 元/吨，较实际长协执行均价高 6 元/吨。考虑到 CECI 指数本身价格高于原有的三个指数，同时价格弹性略高于原有的三个指数，我们认为 CECI 指数的引入有助于长协价格的提升，2025 年长协价格中枢有望小幅上移。

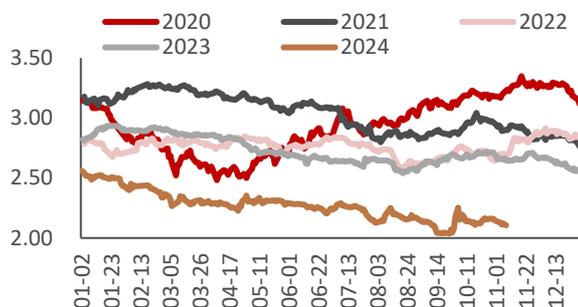
## 4 投资建议

### 4.1 龙头公司带动板块估值提升

**低利率背景下，高股息更为可贵。**在长期利率下行，优质资产供给不足背景下，保险公司或将重视权益资产的战略配置价值，从总量上继续加强配置力度，尤其是进一步增加对高分红、高价值、长期可持续类型投资标的的配置规模和配置比例，主动做好防御性布局，在稳定住核心收益的同时，也把握好收益与波动之间的平衡。为了提高财务收益的稳健度，保险公司可以选择将相当比例的权益资产划分为 FVOCI，高分红股票的分红收入能贡献稳定收益，且成长性有限、利润表损失的市值收益相对较小，能有效发挥财务压舱石的作用。

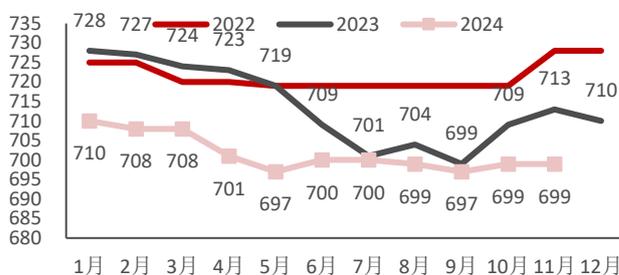
**中国神华估值相对长江电力的折价会减少。**由于国债收益率仍在持续下行，因此龙头公司的股息率也是随之下行的，故难以给出合理的终值。从安全性角度来看，煤炭的稳定性略逊于水电，但每一轮煤价下跌，每一次价格底部的确定都是对公司盈利能力的压力测试，从水电与煤炭的行业角度来比，神华或逊色于长电，但从经营的稳健性、分红的能力以及分红的意愿角度来看，市场会越来越意识到差距微小，因此预计神华未来仍有估值修复空间。

图33：10年期国债到期收益率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：煤炭长协价保持稳定（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 4.2 板块业绩稳定性一进步增强

**煤炭的周期品属性进一步弱化。**在行业持续保持较高景气的背景下，供给端固定资产投资以及在建工程在并未出现大幅增长，对应供给端几乎没有弹性，因此我们认为煤炭传统的“周期品”属性已经弱化。

**长协保障以及价格底部的确认，导致盈利稳定性进一步加强。**电煤长协价经过多年的演变以及完善，已经形成了稳定的价格预期，以2023年为例，港口现货价

格经历了大幅波动，而长协价最高价与最低价的价差仅为 29 元。价格底部方面，800 元/吨的价格底部已被认可，因此行业业绩稳定性进一步加强，价格波动风险减弱。

**经营久期长，现金流稳健。**以中国神华举例，截至 2023 年底，中国神华中国标准下煤炭保有资源量为 325.8 亿吨，煤炭保有可采储量为 133.8 亿吨，稳居行业前列；而参考公司 2021~2023 年三年自产煤产量分别为 3.07、3.13、3.25 亿吨，平均年产量 3.15 亿吨计算，当前可采储量可以满足生产超过 40 年。

**板块高分红，低利率背景下投资价值显著。**随着行业高景气持续，板块上市公司资产负债表得以修复甚至优化，净现金公司不断增加，煤炭板块开启高分红时代，自中国神华开始，陕西煤业、山煤国际、平煤股份等纷纷发布股东回报计划，基本现金分红比例维持在 60%左右。考虑到盈利的稳健性，叠加投资意愿不足，板块高分红可持续。同时考虑当前低利率环境下，板块股息率较高，投资价值显著。

### 4.3 动力煤业绩拐点到来

**24Q3 迎来动力煤公司业绩拐点。**当前宏观环境下，价格底部比价格高点更有意义，非常符合稳健类投资者的需求。同时，随着 2024 年 7 月以后煤炭、火电需求继续向好，动力煤价格压力最大时刻已过；24Q3 除陕西煤业因减产导致业绩环比略降以外，大多数动力煤企业业绩均实现环比修复。

**动力煤上市公司业绩有望持续改善。**进入四季度以来，煤价呈现环比上涨趋势，叠加山西动力煤企业产量持续恢复，预计 24Q4 业绩有望继续改善。25H1 山西地区煤炭企业产量有望同比大幅增长，尤其是 2024 年上半年产量损失比较大的山煤国际等公司，预计业绩有望持续攀升。

表8：除陕西煤业外，动力煤上市公司 24Q3 业绩环比改善

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) -单季度				归母净利润 (亿元) -全年				PE	
			24Q1	24Q2	24Q3	同比	环比	2023	2024E	同比	2023	2024E
601001	晋控煤业	245	7.80	6.56	7.14	-8.3%	8.9%	33.01	29.34	-11.1%	7	8
600546	山煤国际	260	5.83	7.07	7.91	-13.6%	11.9%	42.6	30.05	-29.5%	6	9
600188	兖矿能源	1517	37.57	38.12	38.37	-15.6%	0.7%	201.4	148.34	-26.3%	8	10
601225	陕西煤业	2448	46.52	59.04	53.87	17.1%	-8.8%	212.39	213.52	0.5%	12	11
601088	中国神华	8619	158.84	136.2	165.70	10.5%	21.7%	596.94	605.2	1.4%	14	14
601898	中煤能源	1745	49.7	48.18	48.26	-0.6%	0.2%	195.34	189.58	-2.9%	9	9
601918	新集能源	209	5.98	5.78	6.49	5.9%	12.2%	21.09	24.23	14.9%	10	9
600348	华阳股份	276	8.67	4.32	5.20	-58.7%	20.4%	51.79	23.94	-53.8%	5	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：市值为 2024 年 12 月 13 日市值

**我们推荐以下投资主线：**1) 弹性标的迎估值修复，建议关注山煤国际、晋控煤业、潞安环能、兖矿能源。2) 行业龙头业绩稳健，建议关注中国神华和陕西煤业。3) 煤化或煤电一体成长型标的，建议关注中煤能源和新集能源。4) 业绩稳健、多业务布局成长可期，建议关注淮北矿业。

**表9：煤炭行业重点投资标的**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600546	山煤国际	12.52	2.15	1.52	1.74	6	8	7	推荐
601001	晋控煤业	14.02	1.97	1.75	1.90	7	8	7	推荐
601699	潞安环能	14.83	2.65	1.21	1.28	6	12	12	谨慎推荐
600188	兖矿能源	14.61	2.01	1.48	1.64	7	10	9	推荐
601088	中国神华	42.60	3.00	3.05	3.15	14	14	14	推荐
601225	陕西煤业	24.61	2.19	2.20	2.37	11	11	10	推荐
601898	中煤能源	12.62	1.47	1.43	1.50	9	9	8	推荐
601918	新集能源	7.66	0.81	0.94	1.01	9	8	8	推荐
600985	淮北矿业	14.56	2.31	1.73	1.72	6	8	8	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院；备注：股价为2024年12月13日收盘价

## 5 风险提示

**1) 经济增速放缓风险：**煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

**2) 煤价大幅下跌风险：**板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

**3) 假设大幅偏离实际情况的风险：**为梳理行业供需格局，本文对上下游产量均作出相关假设，若实际情况偏离大幅偏离预期，将导致结论偏差严重。

**4) 海外需求恢复不及预期：**海外需求恢复不及预期将导致海外供给过剩，进口煤价格下跌，进口量大增，冲击国内市场。

## 插图目录

图 1: 2024 年 1-10 月原煤产量 (万吨)	3
图 2: 24 年前 9 月全国煤炭产能利用率低于去年	5
图 3: 24Q3 以后山西产能利用率持续回升	5
图 4: 晋陕蒙 442 家样本矿井产能利用率	5
图 5: 行业固定资产投资情况	6
图 6: 煤炭上市公司在建工程 (亿元)	6
图 7: 2024 年前 10 月煤炭进口量同比增长 (万吨)	7
图 8: 24 年前 10 月焦煤进口增速+22.3% (万吨)	8
图 9: 进口煤价差收敛 (元/吨)	8
图 10: 中国自蒙古的进口量持续增长	9
图 11: 蒙古通车量增加 (车)	9
图 12: 24H1 澳大利亚出口量同比增长 2% (万吨)	9
图 13: 澳大利亚原煤产量处于平台期 (万吨)	9
图 14: 2024 年 10 月水电增速-15% (亿千瓦时)	10
图 15: 三峡水库水位 (米)	10
图 16: 三峡出库流量 (立方米/秒)	10
图 17: 核电发电量平稳增长	11
图 18: 核电装机容量同比增长 4% (万千瓦)	11
图 19: 风电新增装机容量同比增长 (万千瓦)	11
图 20: 光伏新增装机容量同比增长 (万千瓦)	11
图 21: 截止 24Q3 弃风率、弃光率均有提升	12
图 22: 水泥发运率同比下降 (%)	14
图 23: 基建投资增速下滑 (%)	14
图 24: 钢材出口量大幅增加 (万吨)	14
图 25: 我国钢材出口结构基本稳定	14
图 26: 煤制烯烃产能快速增长 (万吨/年)	15
图 27: 新型煤化工耗煤量 (万吨)	16
图 28: 传统煤化工耗煤量 (万吨)	16
图 29: 布伦特原油价格走势 (美元/桶)	16
图 30: 煤制烯烃折旧占成本的 42%	16
图 31: 煤炭行业成本曲线	19
图 32: 2023 年以来秦港煤价 (元/吨)	20
图 33: 10 年期国债到期收益率 (%)	21
图 34: 煤炭长协价保持稳定 (元/吨)	21

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 分省份原煤产量 (万吨)	4
表 2: 2025~2026 年投产新建产能梳理 (万吨/年)	6
表 3: 电力供需平衡表	12
表 4: 在建煤化工项目潜在煤炭需求量 (Q4500) 为 1.54 亿吨	15
表 5: 煤炭供需平衡表	17
表 6: 炼焦精煤供需平衡表	18
表 7: 动力煤供需平衡表	18
表 8: 除陕西煤业外, 动力煤上市公司 24Q3 业绩环比改善	22
表 9: 煤炭行业重点投资标的	23

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048