

# 煤炭行业2025年度策略

## 坚守高股息，布局稳增长

行业研究 · 年度策略

煤炭 · 煤炭

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳  
0755-81982908  
huruiyang@guosen.com.cn  
S0980523060002

■ 回顾2024年：供应端，国内煤炭产量增长5000万吨左右，同比+1.2%，进口煤预计增长7000万吨左右，同比+14.8%，再创新高；需求端，在新能源发电快速增长和水电的超预期挤压下，火电韧性增长1.2%；非电需求方面，化工煤表现亮眼，预计增长7.7%，但受地产行业低迷、基建增速放缓等的影响，钢铁和建材耗煤需求预计分别下降3.3%、7.4%左右；整体需求同比基本持平。全年供应宽松，终端库存逐渐累积至高位。价格方面，秦皇岛5500K年均价855元/吨，同比下降110元/吨，但振幅明显收窄，秦皇岛动力煤长协年均价701元/吨，同比降低13元/吨，价格波动远小于市场煤价；京唐港主焦煤提库价年均价2022元/吨，同比降低261元/吨，下游需求疲软以及持续高位的进口煤补充是压制焦煤价格的主要因素。

## ■ 展望2025年：

➢ 动力煤：供应端，预计2025年国内动力煤产量增长7000万吨左右，进口煤则有所减少，总供应小幅增加0.2%。需求端，预计新能源发电和水电对火电的挤出效应减弱，电煤需求增速环比提高至3.3%；化工煤需求也延续增长态势但增速放缓至5%左右；随着积极有为的政策带动，建材拖累将会减小；预计2025年动力煤需求改善，同比增长2.5%，但考虑终端库存较高，预计2025年动力煤价在800-850元/吨间高位震荡，年均价小幅低于2024年。对于上市动力煤企业来说，大多数长协煤占比较高，预计煤企业绩波动不是很大。

➢ 炼焦煤：供给端，预计国内生产恢复，进口维持一定增长；需求端，从下游钢铁行业看，预计地产影响减弱，基建和制造用钢需求增加，出口需求维持高位，总需求小幅下降。整体看，2025年焦煤价格预计承压，但下行空间有限，且若需求改善，向上弹性较大。

## ■ 投资建议：坚守高股息，布局稳增长

在当前低利率、煤炭板块周期属性弱化的环境下，煤炭板块的红利属性凸显，仍具备较高的配置价值。首先，自2021年煤价大幅上涨，之后煤价虽有回落，但整体价格仍处于历史较高位置，煤企盈利丰厚，大多数企业基本面都有显著改善，包括现金流大幅增加、资产负债率显著降低、偿债能力增强、分红率提高等，煤企投资价值也随之提高。从各版块间财务指标的对比来看，煤炭板块资产负债率已降至行业较低水平（2024年前三季度为44.6%），毛利率和净利率均位于行业前列（2024年前三季度销售毛/净利率分别为29.3%、14.0%），ROE位于全行业第二（2024年前三季度为11.8%），可见即使在2024年市场煤价中枢回落11%的情况下，煤企的盈利表现依旧亮眼。其次，随着2022年长协煤价格机制的完善，企业煤炭售价波动收窄，周期属性弱化，尤其是长协煤占比较高的动力煤公司业绩稳健性提高，相应红利属性增强。且随着账面现金的充裕、偿债压力减轻以及在分红指引政策下，多数公司分红仍有提升潜力。最后，在煤价中枢有下行压力的背景下，长协比例较高的公司业绩显然更加稳健，而且2025年长协履约率要求降低，有望对冲部分煤价下行的影响。

综上所述，展望2025年，我们认为主要有以下两条投资主线。主线一：坚守高股息、高长协占比的动力煤龙头企业，如中国神华、中煤能源、陕西煤业等；主线二：择机布局成长确定性较强的标的，如电投能源、甘肃能化、新集能源、华阳股份、晋控煤业等。

■ 风险提示：海外经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

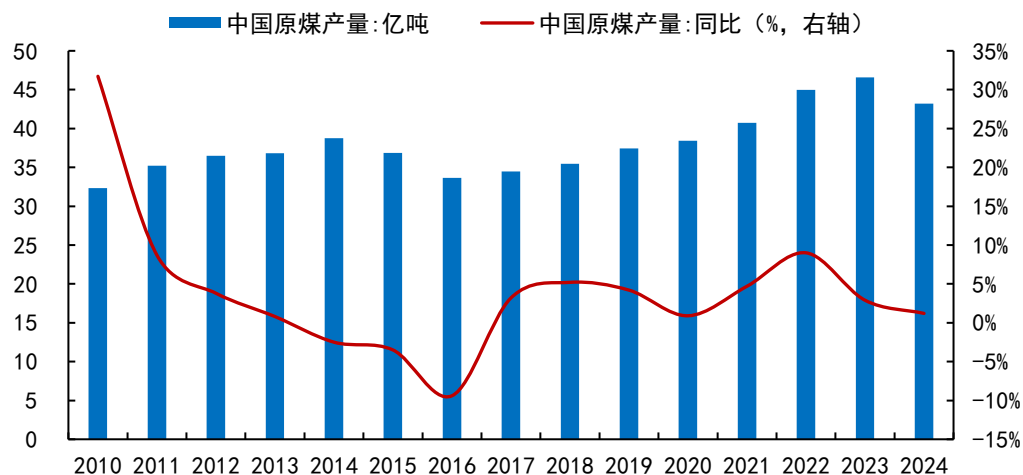
- [ 01 ] 供给：预计2025年生产增加、进口回落，整体供应小幅增长
- [ 02 ] 需求：预计2025年电煤、化工煤延续增长势头，钢铁、建材跌幅收窄
- [ 03 ] 库存：2024年社会库存累积至高位，关注2025年下游去库情况
- [ 04 ] 价格：预计2025年煤价窄幅波动，但煤企业绩波动不大
- [ 05 ] 投资建议：坚守高股息，布局稳增长

供给：预计2025年生产增加、进口回落，整体供应增长

# 供给 | 产量：预计2024年原煤产量增长至47亿吨左右

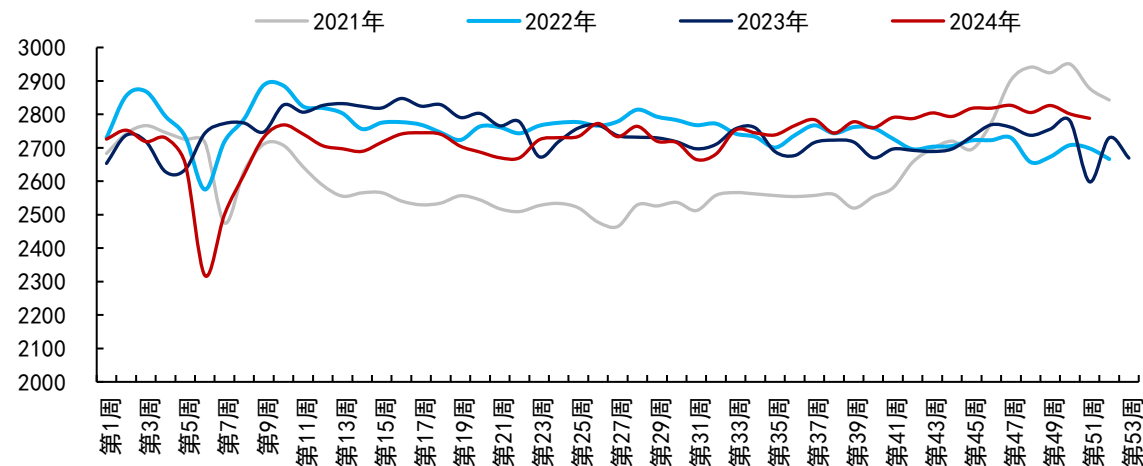
预计2024年国内原煤产量小幅增长1.2%至47亿吨左右。2024年上半年由于煤炭主产地山西开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治导致产量大幅减少，国内原煤产量也同比降低。进入下半年后山西产量逐步恢复，国内原煤产量降幅逐渐收窄，并在9月转为正增长。2024年1-11月全国原煤产量累计完成43.2亿吨，同比增长1.2%。截至12月15日，晋陕蒙442家样本煤矿全年累计产量同比+1.3%。因此预计2024年国内原煤产量小幅增长1.2%至47亿吨左右。

图：中国原煤累计产量情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：晋陕蒙442家样本煤矿产量（万吨）



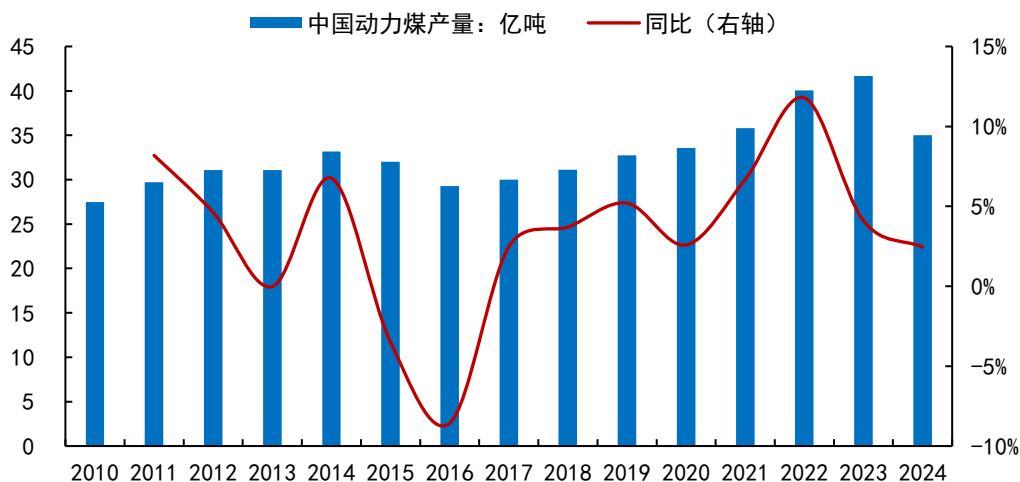
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 供给 | 产量：预计2024年动力煤产量同比+2.5%，焦煤产量同比-5.0%



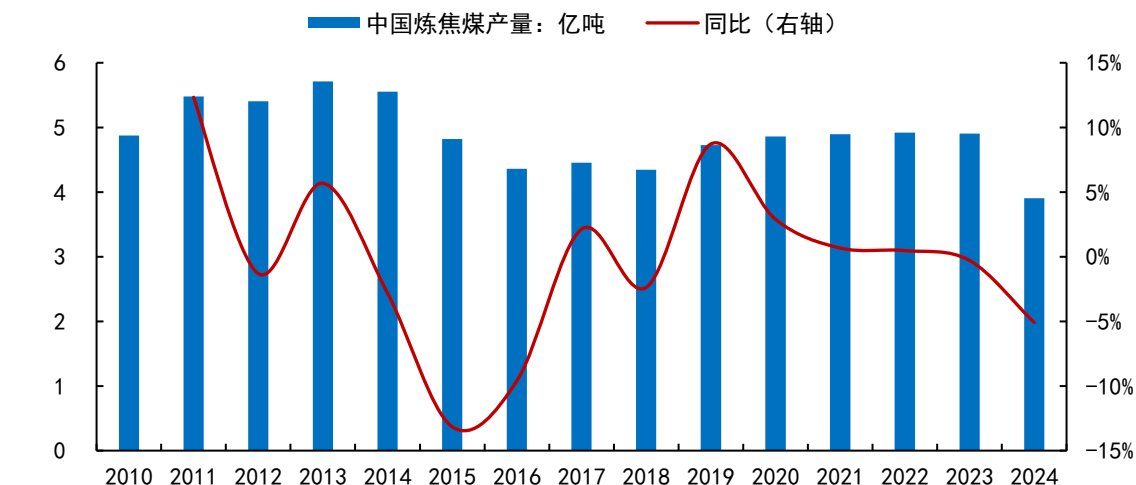
动力煤产量维持增长，炼焦煤受山西减产影响较大、产量同比下滑。分煤种看，2016年行业供给侧结构性改革后，动力煤（非炼焦煤，下同）产量逐年提高，2018-2023年均复合增速约6%，2024年1-10月国内动力煤产量35.0亿吨，同比+2.4%，预计全年同比+2.5%；而炼焦煤产量近年来维持4.9亿吨左右的水平，2024年1-10月国内炼焦煤产量3.9亿吨，同比-5.1%，预计全年同比-5.0%。

图：中国动力煤累计产量情况（亿吨；%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至10月

图：中国炼焦煤累计产量情况（亿吨；%）

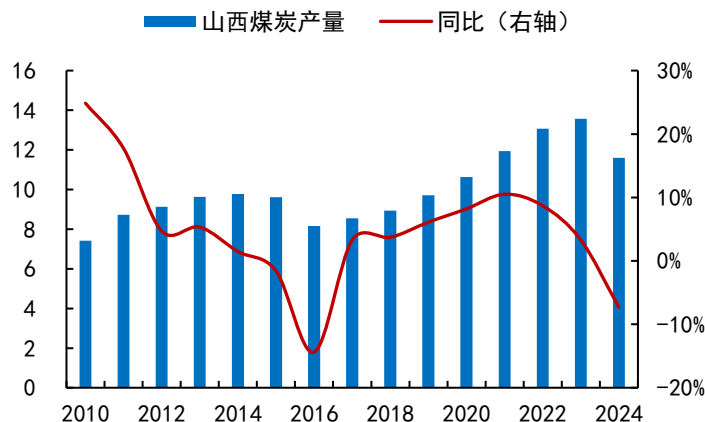


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至10月

# 供给 | 产量：2024年新疆和内蒙古产区贡献主要增量

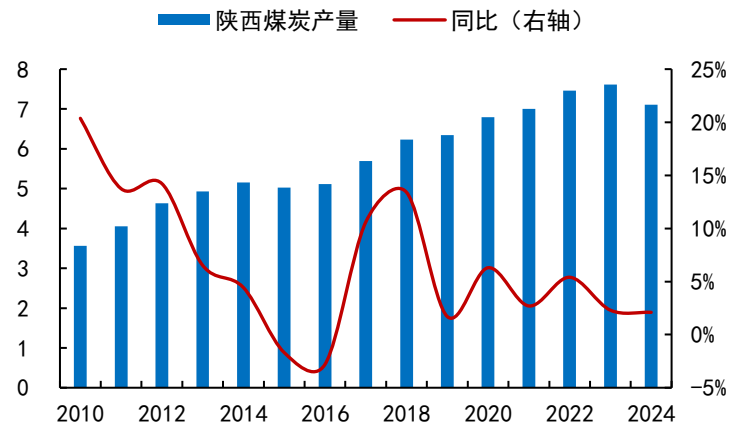
分产区看，山西煤炭产量大幅减少，增量主要来自新疆和内蒙古产区。2024年1-11月山西、陕西、内蒙古、新疆累计生产原煤分别为11.6、7.1、11.8、4.8亿吨，分别减少0.86亿吨、增加0.18亿吨、增加0.74亿吨、增加0.80亿吨，同比变化分别为-7.3%、+2.1%、+5.2%、+19.4%。

图：山西煤炭产量及增速（亿吨）



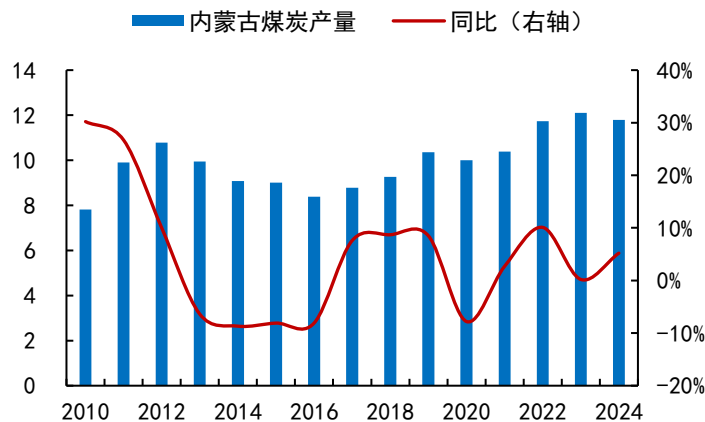
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：陕西煤炭产量及增速（亿吨）



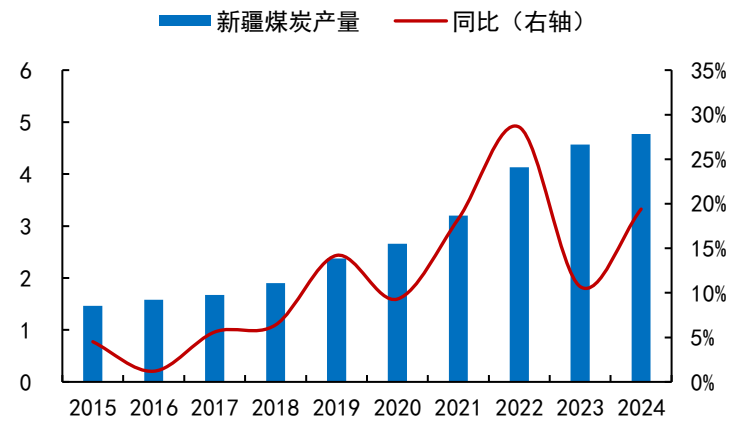
资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：内蒙古煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：新疆煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

# 供给 | 产量：预计2025年煤炭产量增长1亿吨左右

预计2025-2026年中国煤炭行业合计新增产能约1.5亿吨/年左右。根据中国煤炭资源网预测，2024年新投产产能超7000万吨/年，2025年产能增量有望超1亿吨/年。虽然2023年以来新增煤矿数量明显减少，但2020年至2022年期间核准的新矿陆续开始贡献产量，尤其是内蒙古和新疆等地的大型矿井。同时也存在中小煤矿的退出，以及灾害煤矿产能的核减。中国煤炭资源网数据显示，2024年退出的产能约为3000多万吨，这一数据在2025年预计不超过2500万吨。

随着山西产量的恢复以及新产能的投产，预计2025年国内煤炭产量增长1亿吨左右。预计2025年山西恢复正常生产，产量增加5000万吨左右。此外，预计新疆、内蒙古等地的新投产产能贡献5000万吨左右的产量（按照新投产产能的一半估计当年产量）。

表：预计中国2025-2026年投产煤矿不完全统计（万吨/年）

预计投产时间	矿井	产能	煤种	所在地	产能合计
2025年	七元煤矿	500	无烟煤	山西	5555
	赵石畔煤矿	600	动力煤	陕西	
	五彩湾煤矿	1000	动力煤	新疆	
	伊犁矿业	450	动力煤	新疆	
	大雁煤矿	30	炼焦煤	内蒙古	
	白家海子矿井	800	动力煤	内蒙古	
	无定河煤矿	700	动力煤	内蒙古	
	陶忽图矿井	800	动力煤、化工煤	内蒙古	
	白岩子煤矿	90	气煤、1/3焦煤	甘肃	
	红沙梁井工矿	300	动力煤	甘肃	
	宝泰隆二矿	30	贫煤、无烟煤	黑龙江	
	宝泰隆三矿	30	贫煤、无烟煤	黑龙江	
	恒山煤矿	45	炼焦煤、1/3焦煤	黑龙江	
	万福煤矿	180	焦煤、肥煤	山东	
2026年	泊里煤矿	500	无烟煤	山西	3830
	里必煤矿	400	无烟煤	山西	
	芦河煤矿	90	无烟煤	山西	
	海则滩煤矿	1000	动力煤、化工煤	陕西	
	塔然高勒煤矿	1000	动力煤、化工煤	内蒙古	
	永安煤矿	120	炼焦煤	内蒙古	
	苇子沟煤矿	240	动力煤	新疆	
	陶和矿井	120	动力煤	新疆	
	界梁子北矿井	240	动力煤	新疆	
	马依西一井（二采区）	120	炼焦煤	贵州	

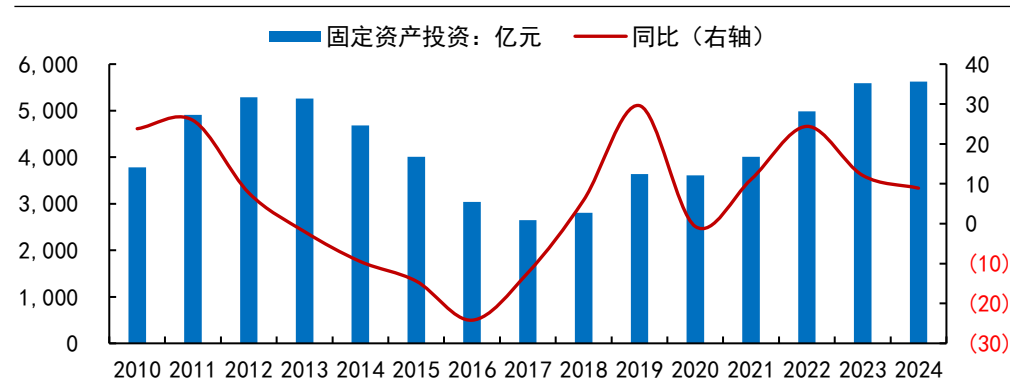
资料来源：各公司官网，政府网站，国信证券经济研究所整理

表：中国煤炭产能及产量测算（亿吨）

	产量	产能利用率	产能	产能增长	产能退出
2020	38.4	69.8%	55.1	0.97	1.39
2021	40.7	74.5%	54.6	5.68	0.30
2022	45.0	74.9%	60.0	3.00	0.44
2023	46.6	74.4%	62.6	2.86	0.30
2024	47.1	72.3%	65.1	0.75	0.30
2025E	48.1	73.0%	65.9	1.00	0.25
2026E	48.6	73.5%	66.1	0.50	0.25

资料来源：Wind，政府网站，国信证券经济研究所整理

图：中国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额及增速（亿元；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月



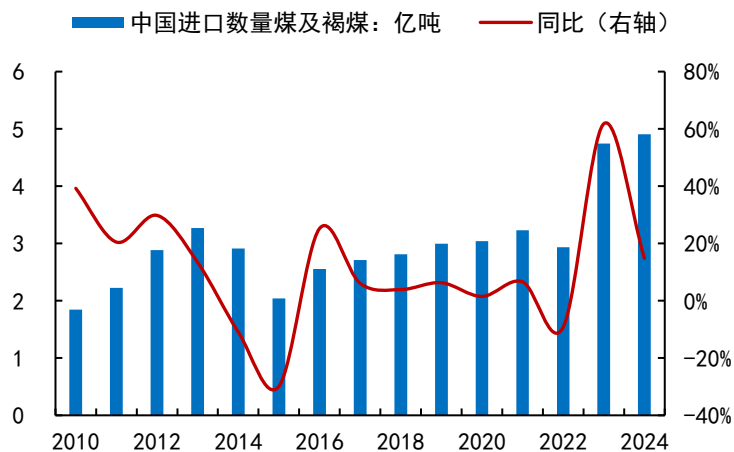
# 供给 | 进口：单月进口煤量屡创新高，全年进口量有望超5.3亿吨



2024年中国单月进口煤量屡创新高，全年进口量有望超5.3亿吨。在全球煤炭供应增长、需求乏力的情况下，2024年国际煤炭市场呈现供应偏宽松的局面，流向中国的煤炭资源高于去年同期。2024年1-11月中国累计进口煤及褐煤4.9亿吨，同比增长14.8%；其中2024年11月煤及褐煤进口量达到5498万吨，再创历史新高。预计全年进口煤量有望超5.3亿吨。

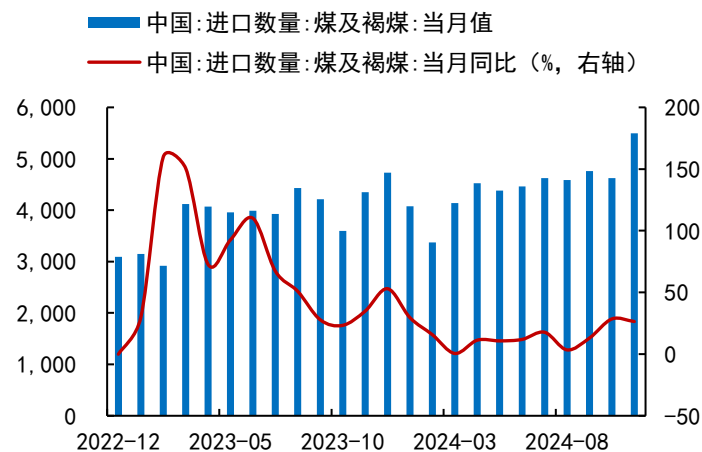
分地区看，澳煤进口增量最大，印尼煤、蒙煤次之。2024年1-11月中国从印尼、俄罗斯、澳大利亚、蒙古进口煤炭分别累计同比增加约1635万吨、161万吨、2840万吨、1337万吨，同比增速分别为8.2%、1.9%、62.1%、21.6%；在进口煤中占比分别为44%、18%、15%、15%。

图：中国煤炭进口情况



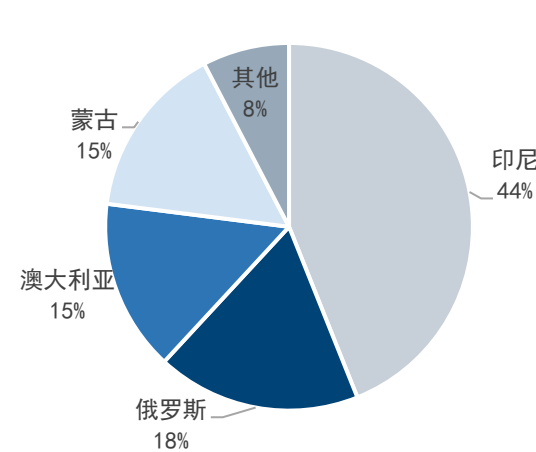
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截至至11月

图：中国煤炭当月进口数量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：进口煤占比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

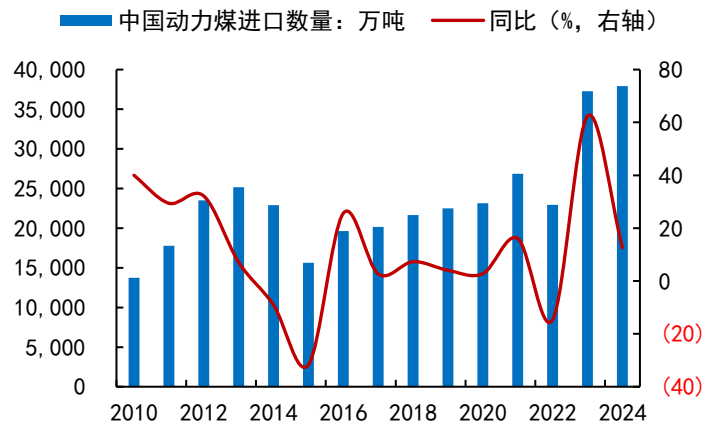
# 供给 | 进口：动力煤进口同比增长12.6%，炼焦煤进口同比增长23%

## 分煤种看：

■ **动力煤：印尼进口占比过半；澳煤、印尼煤进口增长较大。**2024年1-11月累计进口动力煤3.8亿吨，同比增长12.6%。分地区看，从印尼、澳大利亚、俄罗斯、蒙古进口占比分别为56%、17%、16%、6%，分别同比+1721万吨、+2193万吨、-293万吨、+820万吨。

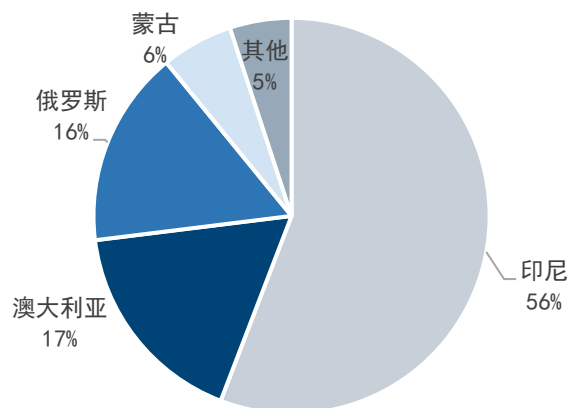
■ **炼焦煤：蒙煤占比近半；蒙/澳/俄/美煤进口量均有较大增长。**2024年1-11月累计进口炼焦煤1.1亿吨，同比增长23.0%。分地区看，蒙古、俄罗斯、美国、加拿大、澳大利亚进口煤炭占比分别为47%、25%、9%、7%、8%，分别同比+517万吨、+454万吨、+418万吨、+112万吨、+647万吨。

图：动力煤累计进口数量及同比增速（亿吨，%）



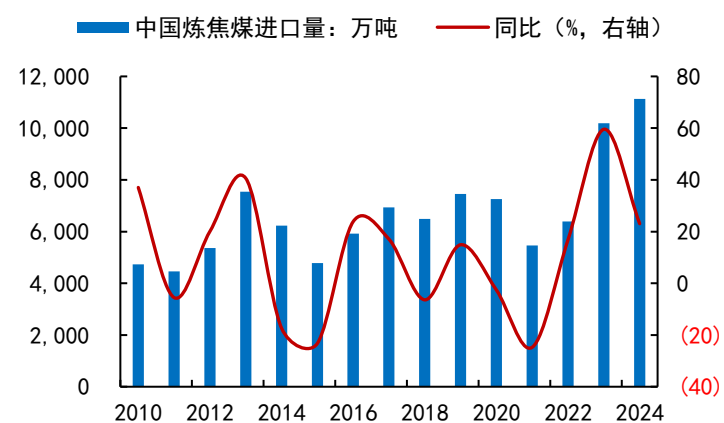
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：动力煤进口地区占比



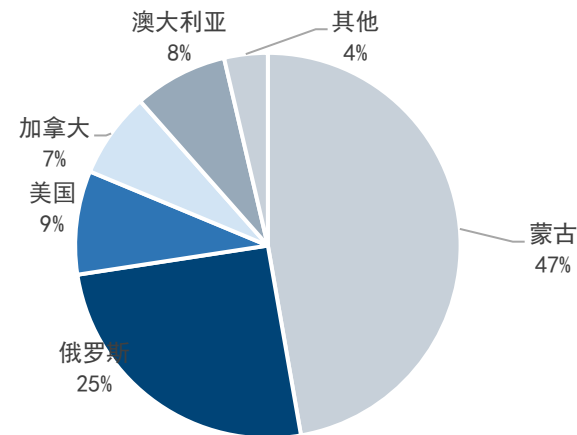
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国炼焦煤进口数量及同比增速



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：炼焦煤进口地区占比



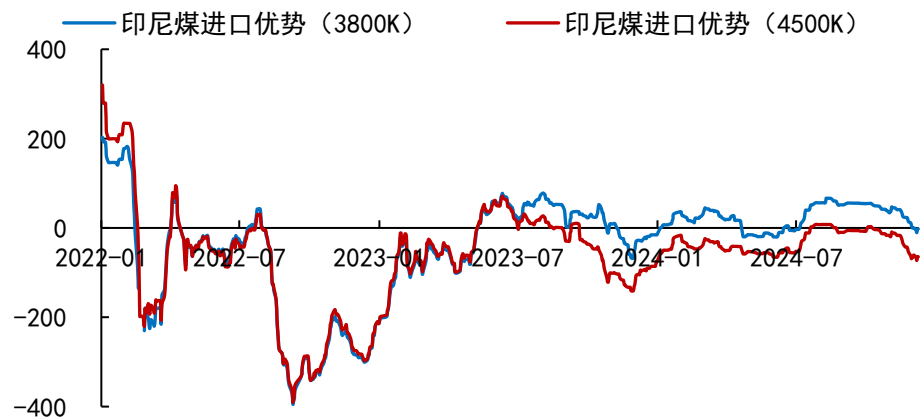
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 供给|进口：预计2025年印尼煤炭进口量下降

印尼（全球最大的动力煤出口国）：

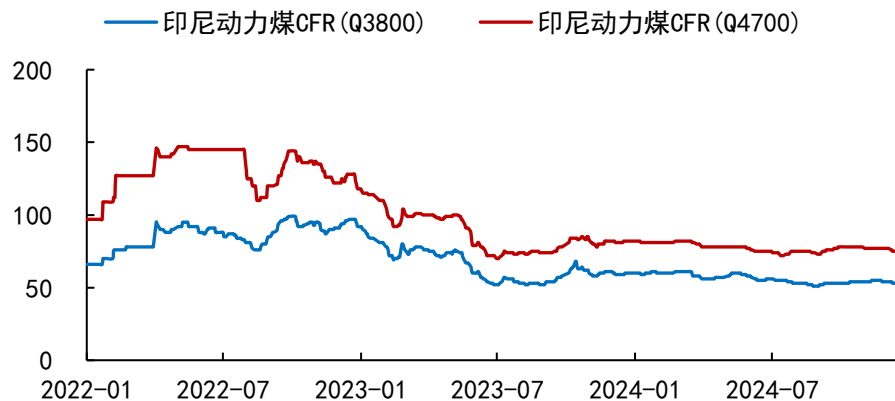
- **印尼煤炭产量仍有增长空间。**根据能源矿产资源部(ESDM)的数据，截至2024年11月15日，印尼全国煤炭产量达到7.7亿吨，已超过了政府确定的今年全年7.1亿吨的计划目标，预计全年煤炭产量将达到8亿吨以上，但难以达到9.22亿吨的配额目标。根据印尼政府今年批准的2024-2026年工作计划和预算，政府设定煤炭产量配额是逐年下降的，2024-2026年分别为9.22/9.17/9.03亿吨。整体看，印尼煤炭产量未来仍有增长空间。从需求端看，随着煤电和镍产业的发展，预计印尼国内煤炭需求会持续增加，2024年印尼煤炭内需占比35%左右。
- **预计2025年中国进口印尼煤量下降。**当前中国动力煤供给偏宽松，随着煤价中枢的下移，印尼进口煤在中国逐渐失去价格优势，这会抑制国内下游企业的采购需求。此外，从印尼的煤炭生产成本看，根据IEA相关数据，测算得到2024年印尼煤炭平均生产在40美元/吨以上，参考当前印尼CFR煤价，预计进口印尼煤的降价空间有限。综上，预计2025年中国进口的印尼煤减少。值得关注的是，在11月举办的第九届亚太不锈钢产业大会上，印尼镍矿商协会总秘书梅迪·卡特林透露，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。考虑目前印尼煤炭的本土消纳占比较低，印尼煤炭出口禁令落地有较大不确定性。

图：印尼煤进口优势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：印尼煤CFR价格（美元/吨）



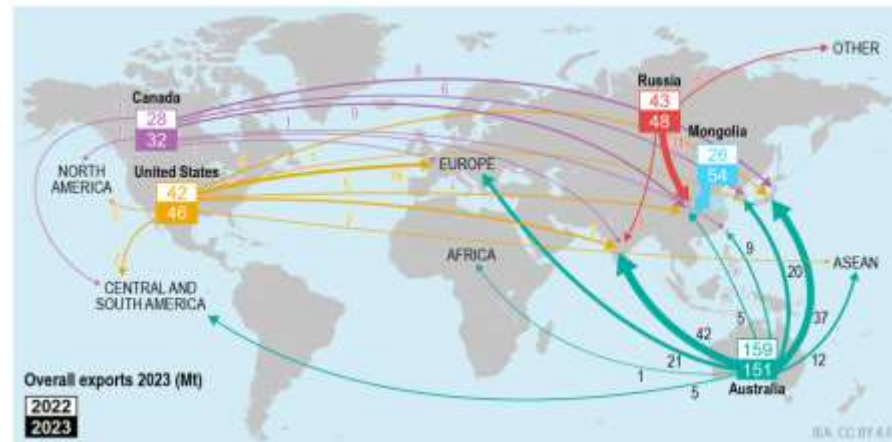
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 供给 | 进口：预计2025年澳煤进口量下降

澳大利亚（全球最大的焦煤出口国以及第二大动力煤出口国）：

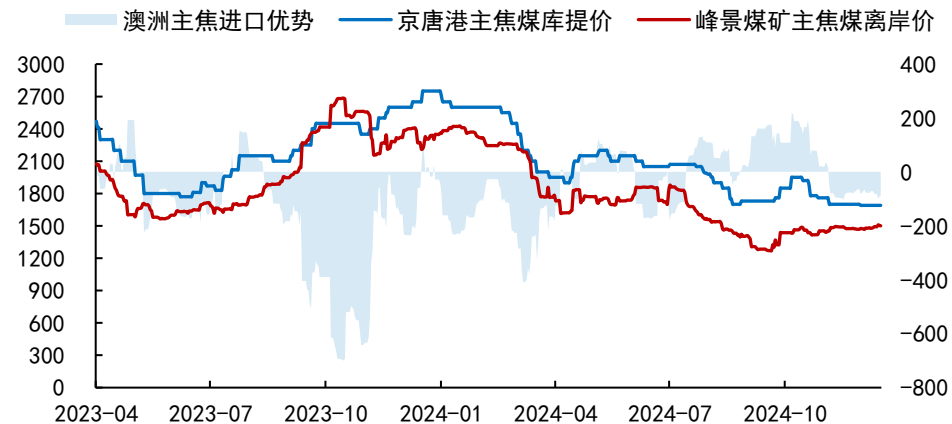
- **预计澳煤产量呈现下降趋势。**根据咨询公司GlobalData数据，从2027年开始，澳大利亚煤炭产量预计将大幅下降，原因在于当地24座煤矿计划关闭，包括计划于2027年关闭的克莱蒙特（Clermont）、2028年的雅洛恩（Yallourn）和斯普林维尔（Springvale）以及2029年的奥克溪（Oaky Creek）等，这些煤矿在2023年共计生产了5380万吨煤炭。此外，新建煤炭项目也会面临来自环境、治理（ESG）标准等压力。
- **预计印度对焦煤进口需求的增长将支撑澳大利亚焦煤出口的需求和价格。**印度是全球第二大粗钢生产国，根据Mysteel数据，2024年印度粗钢产量预计达到1.45亿吨。根据印度政府在2017年发布的《国家钢铁政策（2017）》，印度计划到2030—2031财年（2030年4月1日—2031年3月31日）将粗钢产能扩大至3亿吨。根据GEM的统计，印度目前钢铁产能开发计划规模为全球最大，涵盖已宣布或在建设中的项目，总量约为2.58亿吨/年。但印度本身炼焦煤资源储备少且煤质较差，对进口焦煤依赖程度高，而澳大利亚是印度焦煤进口的主要供应国。因此随着印度对焦煤需求的增加，有望支撑澳大利亚焦煤出口的量 and 价。
- **预计2025年中国从澳大利亚进口的动力煤和炼焦煤量均减少。**对于中国而言，由于俄罗斯焦煤和蒙古焦煤相比与澳大利亚焦煤更具成本优势，且由于煤价中枢的下行，当前澳洲主焦煤发运利润已倒挂，同时国内钢铁等下游需求依旧低迷，因此预计2025年中国从澳大利亚进口的炼焦煤下滑。此外考虑2025年国内动力煤进口需求减少，预计进口的澳动力煤也会减少。

图：2023年国际炼焦煤市场主要贸易流向（百万吨）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图：澳大利亚主焦煤进口优势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

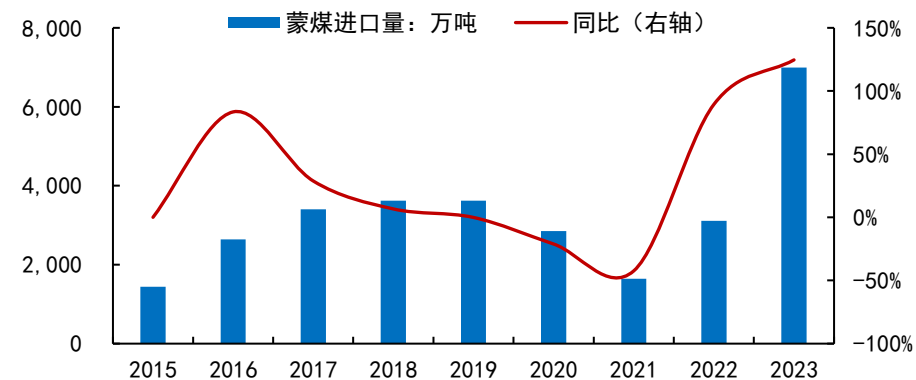
# 供给 | 进口：预计2025年蒙煤进口量维持增长

蒙古（全球第二大焦煤出口国）：

■ **预计2025年中国对蒙煤的进口量维持增长。**蒙古国的煤炭资源丰富，且埋藏深度浅、开采条件好，适合露天开采；其主焦煤低硫低灰且洗出率较高（大部分在70%-90%之间）。甘其毛都是中国进口蒙煤的主要通关口岸，其主要通关的煤种蒙5精煤具有低灰低硫高粘结性的特点，炼焦的强度较高，是优质的主焦煤，与山西高硫主焦形成较好的互补。受地域及煤炭运输成本限制，蒙古煤炭出口几乎全部运往中国。近年来，随着我国海运进口的减少以及中蒙口岸通关能力的提升，蒙煤进口量从2021年的1644万吨快速增加至2023年6997万吨。据蒙古国国家统计局数据显示，2024年1-9月，蒙古国煤炭产量7220万吨，同比+28.0%；出口量6123万吨，同比+25.1%，而同期中国的蒙煤进口量为6063万吨，同比+23.7%。随着蒙古到中国煤炭通关能力的提升，预计2025年中国对蒙煤的进口量维持增长，但受需求等的影响增速降低。

■ **中蒙跨境铁路建设持续推进，口岸通关能力有望提升。**当前中蒙煤炭贸易以公路为主，蒙古国计划通过推进铁路项目，使煤炭出口达到1.2亿吨。中蒙铁路建设方面，宗巴彦-杭吉铁路2022年建成，铺设了宽轨和准轨，便于连接中国铁路，年运量2000万吨/年；2024年5月西伯库伦口岸铁路全线轨通，成为连接俄罗斯、蒙古国和中国的重要跨境铁路，年运量2000万吨/年；近期蒙古国政府也正在推进嘎顺苏海图-甘其毛都铁路项目建设，年运量3000万吨/年；中蒙第一条跨境铁路是二连浩特-扎门乌德口岸铁路，也是中欧班列蒙古方向的国际运输通道。

图：蒙煤进口量变化（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 供给 | 进口：预计2025年中国煤炭进口量下降



俄罗斯（全球第三大煤炭出口国）：

- **俄煤出口面临较多挑战。**据俄罗斯联邦统计局数据显示，2024年1-10月俄罗斯煤炭产量累计为3.5亿吨，同比-1.7%。据 CCA Analysis 信息，2024年1-10月份，俄罗斯煤炭出口总量1.6亿吨，同比-8.7%。当前俄罗斯煤炭出口面临全球价格下跌致供应商无利可图、铁路运力低、买家结算受阻等多方面挑战。
- **俄罗斯东部铁路建设正在进行，俄向远东的运力有望提高。**为了提高向东部地区的运输能力，2022年俄罗斯启动了东部铁路线的第二阶段现代化改造，预计2024年底完成后东部铁路线货物运输量增加2800万吨至1.8亿吨。2024年5月俄罗斯已批准启动东部铁路路段第三期改扩建投资项目，计划对贝加尔-阿穆尔铁路和西伯利亚大铁路的基础设施进行现代化改造，投资总金额超过3.7万亿卢布（380亿美元），目标是到2030年底铁路承载能力达到2.1亿吨，到2032年增加到2.7亿吨。

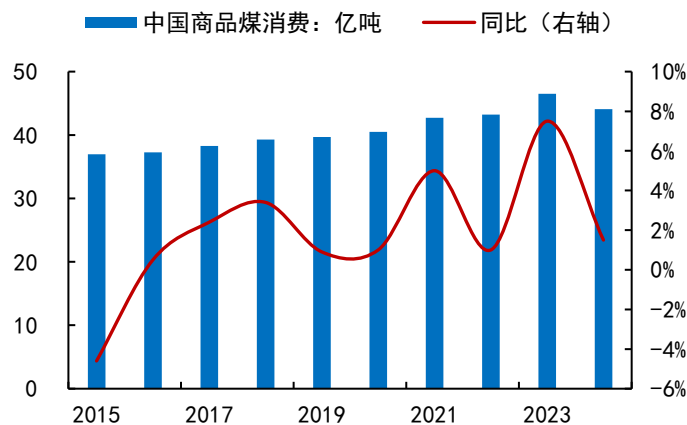
综上，分煤种看，动力煤方面，国内动力煤供应仍有增量，社会库存高企，且由于煤价中枢下行部分进口煤已失去价格优势，预计2025年动力煤进口量下滑；而炼焦煤资源在国内相对稀缺，国内产量近年来基本维持平稳，对进口煤依赖相对较高，进口占比最大的蒙焦煤2025年进口量有望延续增长。整体看预计2025年中国煤炭进口量下降。

**需求：预计2025年电煤、化工煤需求延续增长态势，钢铁、建材需求跌幅收窄**

# 需求 | 电力、化工用煤增加带动商品煤总消费量增长1.5%

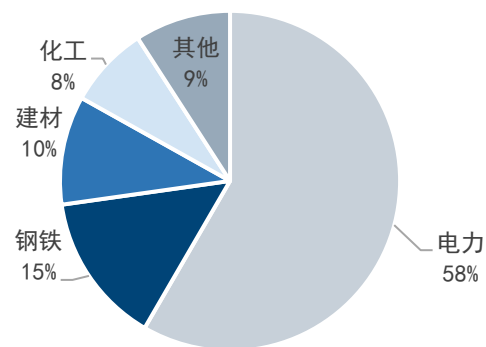
中国商品煤消费量在电力和化工煤需求增量的带动下实现小幅增长。2024年1-11月，中国商品煤消费量为44.1亿吨，同比增长1.5%。分下游不同行业来看，虽然受到水电的超预期挤压，但是电煤需求韧性较强，仍是煤炭下游需求主要支撑；在非电需求中，煤化工耗煤量保持高位，钢铁、建材耗煤量有不同幅度的下降。根据中国煤炭市场网数据，2024年1-10月，中国商品煤消费中电力、钢铁、建材、化工耗煤量分别为23.5亿吨、5.8亿吨、4.2亿吨、3.1亿吨，分别同比变化+1.2%、-3.3%、-7.4%、+7.7%，在商品煤消耗中占比分别为58%、15%、10%、8%。

图：中国商品煤消费量及增速



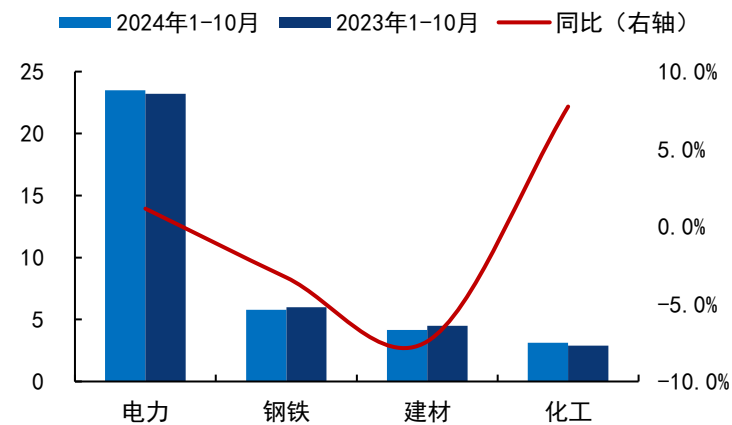
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：分行业商品煤消费占比



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

图：分行业商品煤消费变化 (亿吨)



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

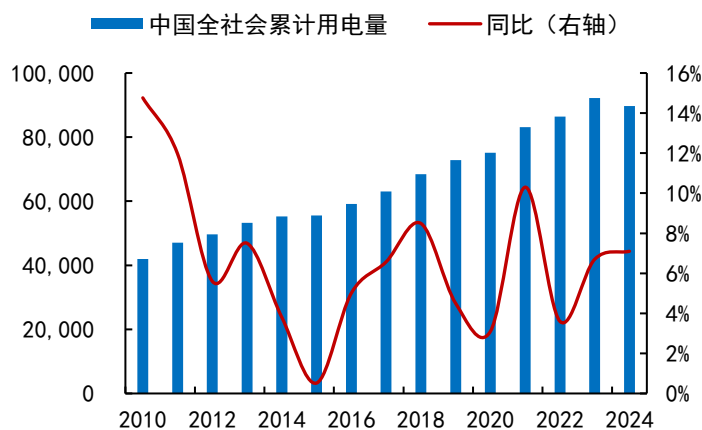


# 需求 | 电力：2024年全社会用电量增速累计同比+7.1%

2024年1-11月居民用电、第三产业用电增加拉动全社会用电量增速同比提高。2024年1-11月，全社会用电量累计89686亿千瓦时，同比增长7.1%；第一产业、第二产业、第三产业、居民用电分别占比1%、65%、19%、15%，其中第三产业和居民用电增速最快，累计同比增速达到10%以上。

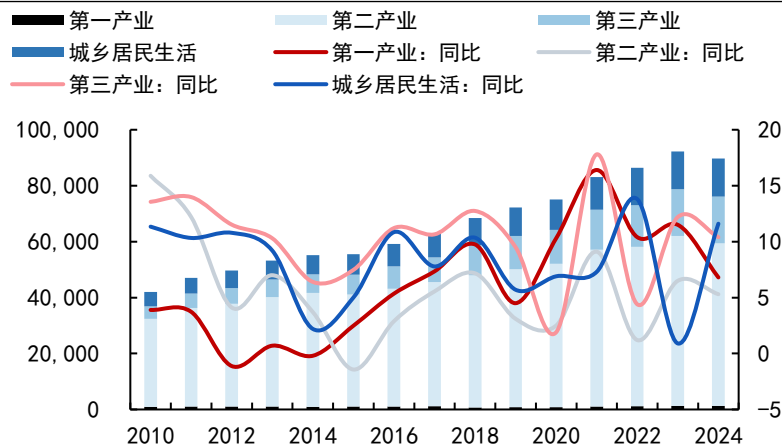
**分产业看：**随着农业生产、乡村产业电气化改造，第一产业用电持续增长，1-11月累计用电1245亿千瓦时，同比增长6.8%。第二产业用电量占比最高，是拉动全社会用电量增长的主要动力，1-11月累计用电量58122亿千瓦时，同比增长5.3%，高新技术及装备制造业用电量增速领先。互联网及充换电服务业用电量高速增长带动第三产业1-11月累计用电量16698亿千瓦时，同比增长10.4%。城乡居民生活1-11月累计用电量13621亿千瓦时，同比增长11.6%，主要系今年气温变化致冬季防寒、夏季防暑需求增加，此外家电的普及以及网购等新消费模式的出现也推动生活用电量增长。

图：全社会用电量及同比增速（亿千瓦时，%）



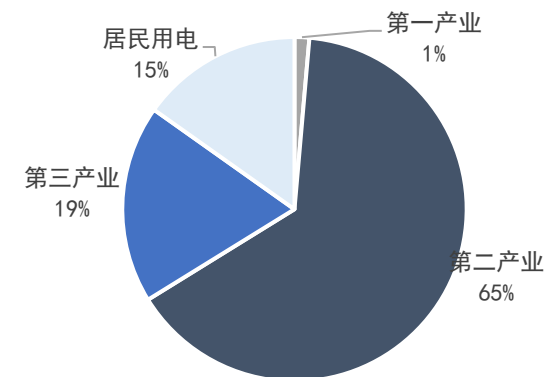
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：分产业用电量情况（亿千瓦时，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：分产业用电量占比

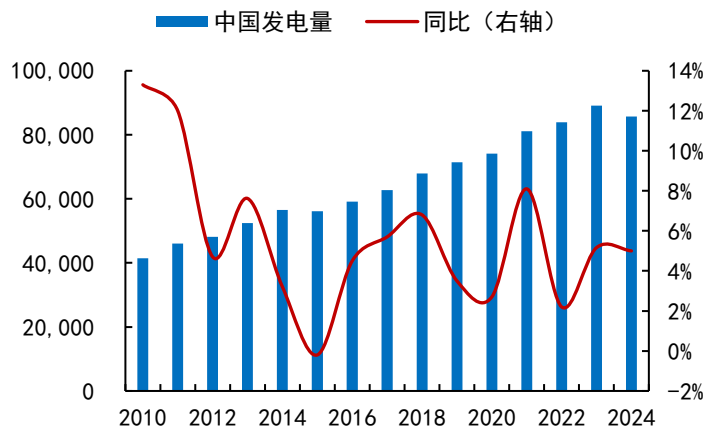


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 电力：2024年火电发挥兜底保供作用，实现韧性增长

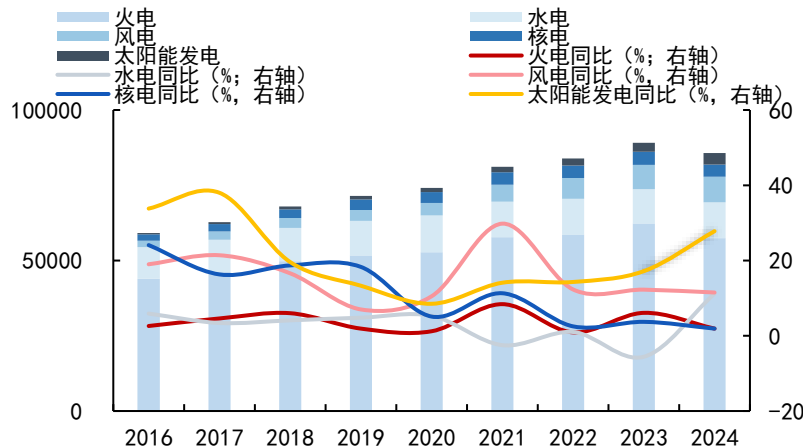
2024年火电实现韧性增长。今年在新能源发电快速增长、水电超预期挤压的情况下，火电仍实现同比接近2%的增长，可见火电需求韧性较强。2024年1-11月份，规上工业发电量85687亿千瓦时，同比增加5.0%。分品种看，火电、水电、风电、核电、太阳能发电占比分别为67%、14%、10%、5%、4%，分别同比+1.9%、+11.2%、+11.5%、+1.9%、+27.8%。

图：中国发电量及同比增速（亿千瓦时，%）



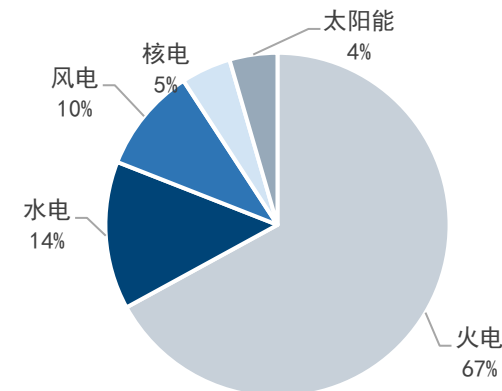
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：分品种累计发电量情况（亿千瓦时，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：分品种发电量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 电力：挤压边际减弱，2025年火力发电有望环比提速



预计2025年用电量维持5%左右的增长。分产业看，预计第一产业用电量延续增长势头，但增速放缓；制造业在政策的推动下保持较高景气度，维持增长；随着互联网业务以及新能源汽车的发展，第三产业延续较高增长态势；居民用电量的增长和气温变化息息相关，但居民生活质量水平持续提升的趋势不变，预计保持增长，但增速放缓。整体看预计我国2025年用电量能够维持5%左右的增长。

我们根据不同假设下的全社会用/发电量增速，以及非化石能源发电量来推算2025年火力发电量，主要依据以下几点假设：

- 根据2025用电量情况，假设2025年全社会规上发电量增速位于4-5%之间；
- 风电、太阳能发电量增速放缓；
- 根据历史数据，假设2025年水电发电量在12500-13000亿千瓦时之间；

根据测算结果，我们认为即使在2025年新能源发电维持较高速增长，水电依然处于历史高位的情况下，火力发电量增速也有望环比提高。

表：2025年中国火力发电量预测（亿千瓦时）

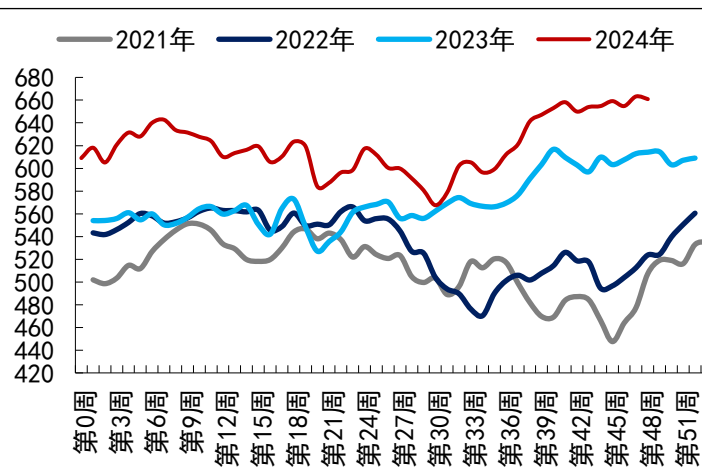
				悲观预期	中性预期	乐观预期
年份	2022	2023	2024E	2025E	2025E	2025E
全社会用电量	86372	92241	99066.8	103497.0	104550.7	105615.7
-同比	3.60%	6.70%	7.40%	4.5%	5.5%	6.6%
全社会发电量	83886.3	89090.8	93545.3	97287.1	97754.9	98222.6
-同比	2.20%	5.16%	5.00%	4.00%	4.50%	5.00%
火电	58531.3	62318	63564.4	<b>64650.4</b>	<b>65641.8</b>	<b>66711.1</b>
-同比	0.90%	6.09%	2.00%	<b>1.7%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.0%</b>
水电	12020	11408.9	12777.9	13000.0	12777.9	12500.0
-同比	1%	-5.58%	12%	1.7%	0.0%	-2.2%
太阳能	2290.00	2939.68	3748.1	4685.1	4497.7	4310.3
-同比	14.3%	17.2%	27.50%	25.00%	20.00%	15.00%
风电	6867.20	8090.49	9223.2	10422.2	10329.9	10237.7
-同比	12.30%	12.26%	14.00%	13.00%	12.00%	11.00%
核电	4,177.80	4,332.56	4397.5	4529.5	4507.5	4463.5
-同比	2.50%	3.71%	1.50%	3.00%	2.50%	1.50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 化工：预计2024年煤化工用煤量同比实现双位数增长

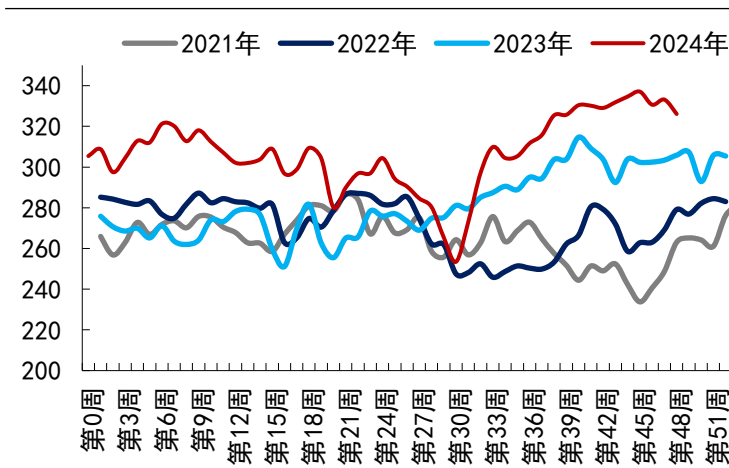
受益于需求增加、政策支持、煤价中枢下行等，2024年煤化工耗煤量维持高位，预计全年实现双位数增长。在非煤需求中，仅化工煤需求全年表现亮眼。根据煤炭市场网数据，2024年1-10月，化工行业耗煤3.1亿吨，同比增长7.7%；其中甲醇耗煤1.3亿吨，同比增长9.4%，四季度开工率维持80%左右的较高水平；合成氨耗煤0.7亿吨，同比增长6.6%。

图：化工行业合计耗煤（万吨）



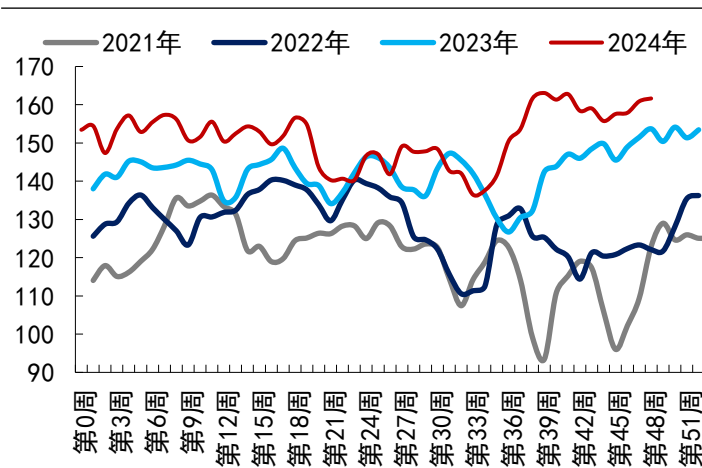
资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

图：甲醇耗煤（万吨）



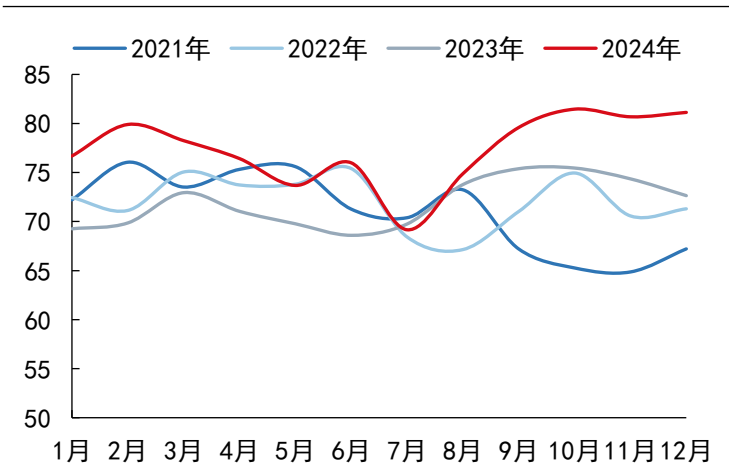
资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

图：合成氨耗煤（万吨）



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

图：中国甲醇开工率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 化工：预计2025年煤化工用煤量延续增长势头



- **煤炭高效清洁利用持续推进，煤化工项目产能增加。**随着煤炭清洁高效利用水平的提升，煤炭深加工程度也逐渐提高，煤化工相关项目产能逐渐增加。根据煤炭工业协会数据，2023年我国煤（甲醇）制烯烃产能为1872万吨，较2020年增长18%；煤制气产能74.55亿立方米，较2020年增长46%；煤制乙二醇产能1143万吨，较2020年增长134%；煤制油产能931万吨，较2020年同比持平。
- **政策推动煤化工产业高质量发展。**2023年6月，国家发改委等六部门联合发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，提出要加强煤炭清洁高效利用，推动现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。此后各地也纷纷相应。2023年7月，山西省发改委、省工信厅和省能源局联合印发《推进煤炭和煤化工一体化发展的指导意见》提出，山西省将打造10条煤化工重点产业链，包括两条高端碳材料产业链、两种碳基合成材料产业链、两条煤焦化苯系材料产业链、两条煤基储能材料产业链、一条低阶煤分质清洁利用联产产业链和一条高端化学品及化工新材料产业链。2024年5月国新办在“以高质量发展新成效扎实推进中国式现代化新疆实践”发布会上指出，新疆会立足资源禀赋和产业基础，加快油气、煤炭煤电煤化工、绿色矿业、战略性新兴产业等“八大产业集群”建设，一二三产融合发展的产业体系日趋完善。以重大项目为牵引，推动全区11个千亿元级和南疆11个百亿元级重大工程落地实施。
- **2025年甲醇产能仍有增量，助力煤化工用煤量延续增长。**根据中国煤炭市场网数据，甲醇耗煤量在化工煤中分别占比40%以上，是主要的煤化工产品之一。据中国氮肥工业协会统计，2023年我国甲醇产能达到10619万吨/年。2024年已投产的甲醇产能约400万吨，2025年预计还有800多万吨的产能有望投产，产能增速在7%以上。

图：煤化工相关项目产能

技术类型	单位	2020年产能	2023年产能	同比
煤制气	亿立方米/年	51	74.55	46%
煤制烯烃	万吨/年	1582	1872	18%
煤制乙二醇	万吨/年	489	1143	134%
煤制油	万吨/年	931	931	0%

资料来源：中国煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

图：预计2025年甲醇新增产能不完全统计（万吨/年）

甲醇项目	产能
中煤能源榆林二期	220
内蒙古宝丰二期&三期	440
新疆中泰	100
合计	760

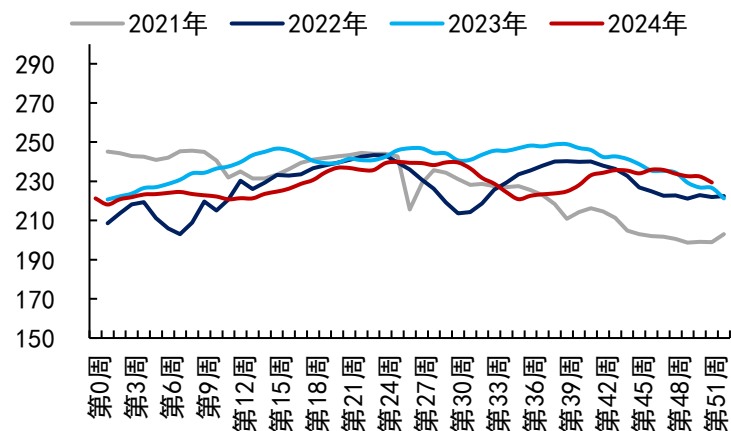
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 钢铁：预计2024年钢铁耗煤同比-3.0%左右

受地产低迷、基建增速放缓等的影响，国内钢铁需求减少，预计全年钢铁耗煤量同比减少3%左右。截至2024年12月20日，铁水累计产量同比减少约4.0%；2024年1-11月粗钢产量9.3亿吨，同比减少2.7%。根据煤炭市场网数据，2024年1-10月钢铁行业耗煤5.8亿吨，同比减少3.3%。综上，预计全年钢铁耗煤量同比减少3%左右。

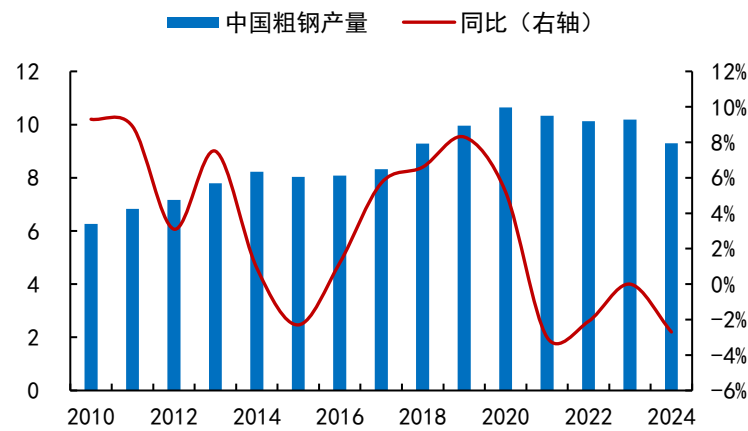
钢材出口量同比增长超20%，一定程度上弥补了国内需求的不足。2024年1-11月钢材出口量10115万吨，同比增加22.6%，预计2024年全年钢材出口有望超过1.1亿吨。

图：日均铁水产量（万吨）



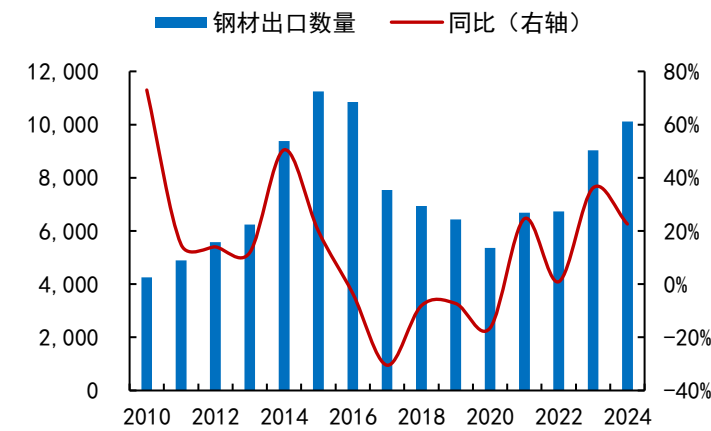
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：粗钢产量及同比增速（亿吨，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

图：钢材出口数量及同比（万吨，%）



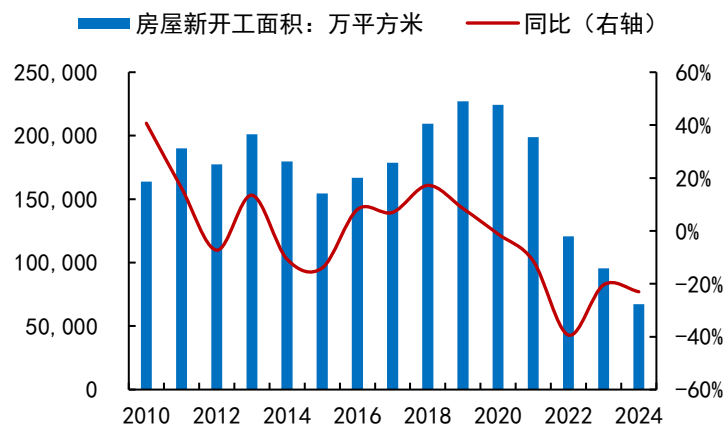
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年统计截止至11月

# 需求 | 钢铁：地产影响边际减弱，预计2025年下滑幅度收窄

预计2025年地产影响边际减弱，基建、制造业需求增长，出口需求维持高位，整体钢铁需求下滑幅度收窄。

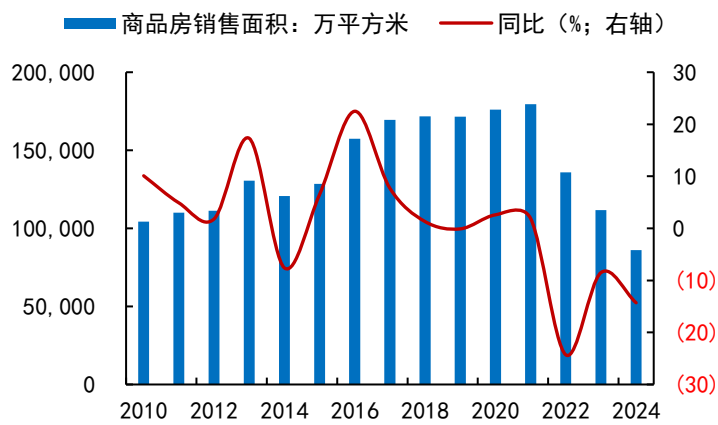
- 稳地产政策持续推出、基数继续降低，地产影响有望边际减小。地产低迷是钢铁需求的最大拖累项，但2024年以来，已有一系列房地产支持政策出台，有效地提振了市场信心，2025年有望迎来一定边际改善。考虑居民置业能力、收入预期等中长期因素转变需要一定时间，市场拐点仍需观察。但是2024年1-11月份，房屋新开工面积6.7亿平方米，同比下降23%，预计全年新开工面积7.4亿平方米，降至2006年的水平，预计未来地产对钢材需求的拖累将减弱。

图：2024年房屋新开工面积已降至低位



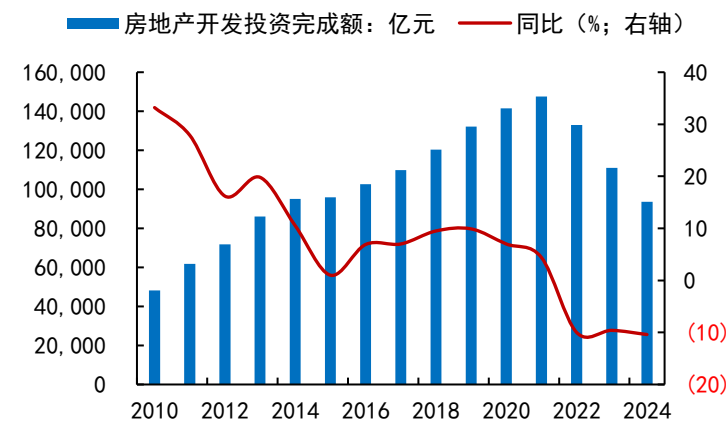
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年出数据截至11月

图：商品房销售面积及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：房地产开发投资额变化

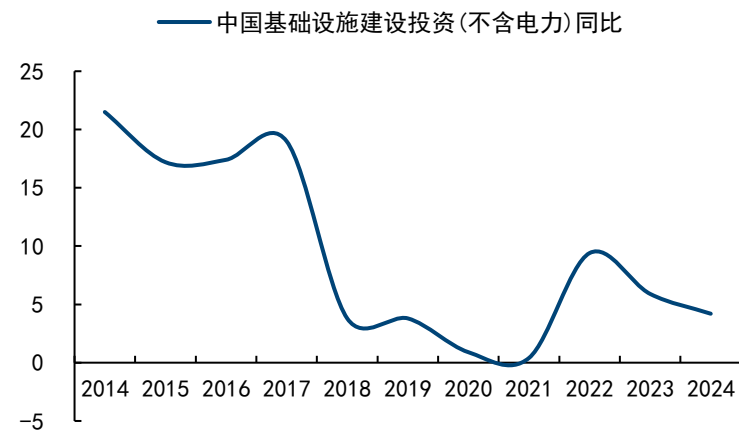


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 钢铁：地产影响边际减弱，预计2025年下滑幅度收窄

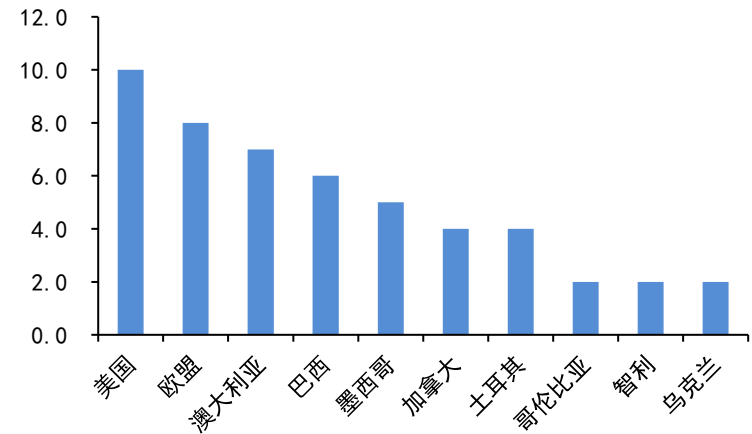
- **政策支持基建用钢维持一定增长。**基建是拉动经济增长的重要引擎，2024年1-11月全国基础设施投资同比增长4.2%。国家政策对基建行业的支持力度持续加大，为行业的发展提供了坚实的保障。中央经济会议中提到，2025年将围绕财政赤字、财政支出、超长期特别国债、专项债等多种政策工具作出积极部署，通过实施更加积极、更加给力的财政政策，将进一步加大逆周期调节力度。在各项政策的支持下预计2025年基建维持增长。
- **制造业用钢维持高位。**随着地产用钢量的下降以及基建增速放缓，近年来我国制造业用钢占比提升。汽车、新能源发电、造船、家电等行业用钢在政策支持下有望维持增长，预计2025年制造业用钢增加。
- **出口保持高位，贸易摩擦是扰动因素。**根据SMM统计，截至2024年8月，我国面临钢制产品反倾销调查60次，涉及19个国家，其中美国和欧盟最多。此外，特朗普在竞选期间曾提出要对所有中国进口商品征收60%的关税，虽然政策的落地尚有不不确定性，但贸易摩擦加剧的趋势明显。但考虑到一方面中国钢材出口地区中东南亚、东亚、西亚等地占比较高，欧盟和美国占比仅5%左右，另一方面国外对中国钢铁制品的刚性需求，以及国内钢铁行业装备及成本优势，预计2025年钢材出口仍处于历史偏高位置。

图：国内基建维持增长（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年出数据截至11月

图：2024年反倾销调查申诉国/地区



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理



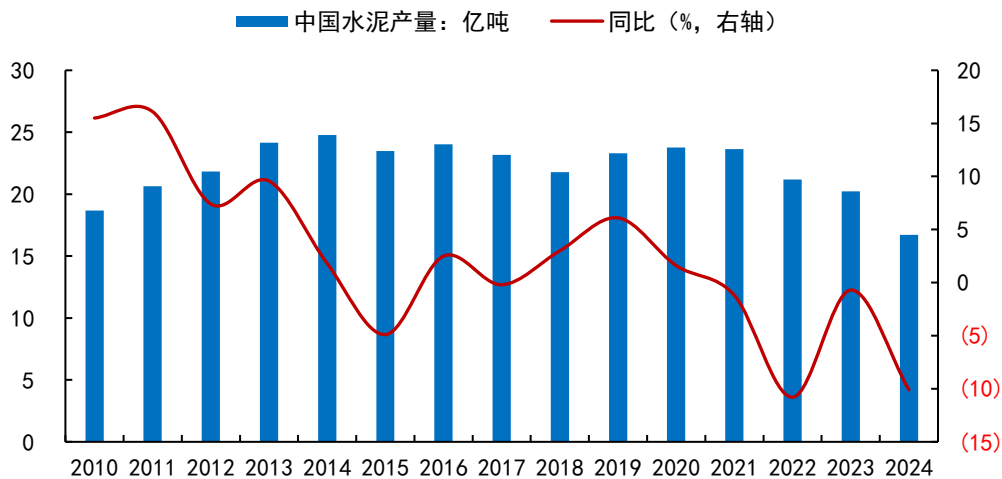
# 需求 | 建材：政策加码，预计2025年下滑幅度收窄

建材行业耗煤主要由水泥、玻璃和石灰等耗煤组成，其中水泥耗煤占比约60%。水泥下游可大致分为房地产、基建、民用，随着城镇化率的提高，民用需求有所减少，房地产和基建占比超7成，因此水泥是反映基建、地产等落地情况的重要指标。

受下游地产投资缩减和基建工程项目放缓影响，2024年建材耗煤量大幅下降。根据煤炭市场网数据，2024年1-10月，建材行业耗煤4.2亿吨，同比减少7.4%。相应的，2024年水泥下游开工率降低，1-11月中国水泥产量为16.7亿吨，同比大幅减少10.1%。

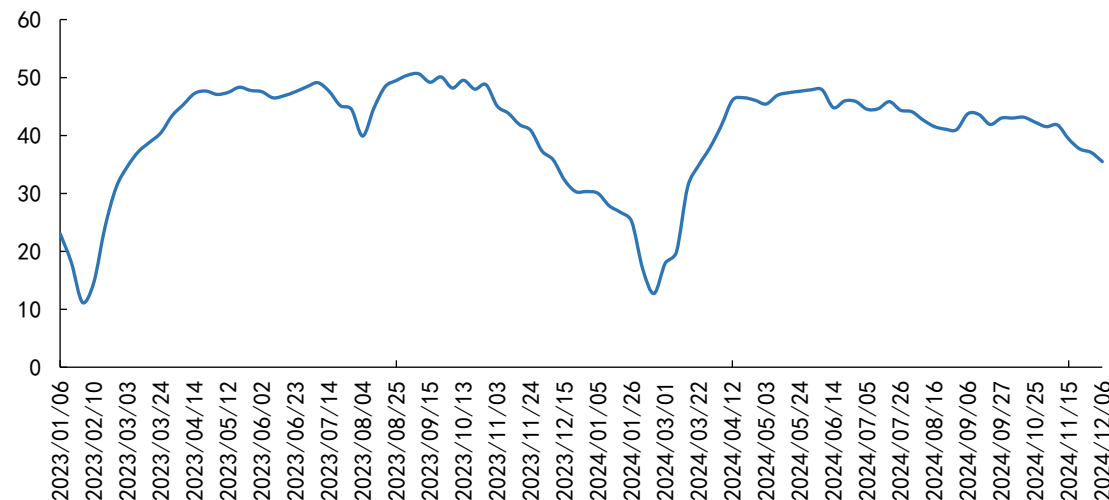
预计2025年建材耗煤量下滑幅度收窄至2%左右。根据前文分析，2025年房地产影响边际减小，基建需求维持增长，预计2025年水泥需求下滑幅度收窄。

图：中国水泥产量及同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：水泥开工率 (%)



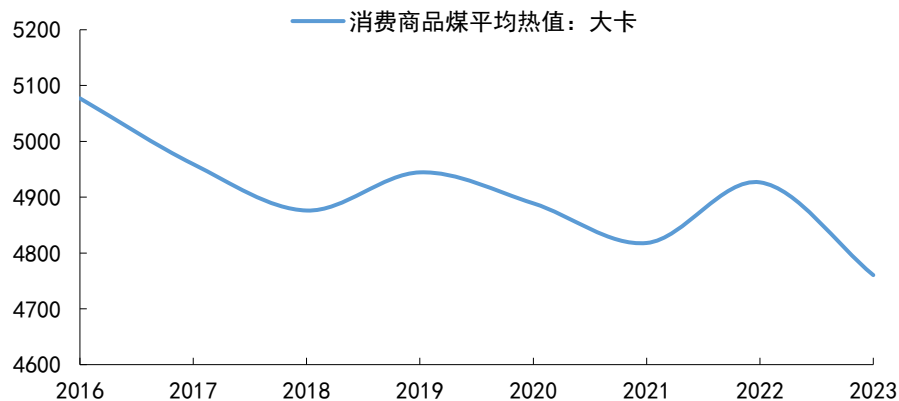
资料来源：煤炭江湖，国信证券经济研究所整理

# 需求 | 研究：煤炭热值下降对需求的影响

近年来我国消费商品煤的平均热值呈现下降趋势。根据我们测算，国内消费商品煤的平均热值从2016年的5000大卡以上下降至2023年的4760大卡，下降幅度约250大卡。

热值每下降100大卡，需要多消费约1亿吨商品煤。根据敏感性分析，我们发现，在商品煤消费量为45-50亿吨的水平上，当年生产商品煤的平均热值每下降100大卡，需要多消费约1亿吨当年热值的煤炭才能满足相同的能源需求。

图：中国水泥产量及同比增速



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

表：煤炭热值下降对煤炭需求影响的敏感性分析

	煤炭热值降幅 (大卡)							
	0	50	100	150	200	250	300	
45	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	
47	0.0	0.5	1.0	1.5	2.1	2.6	3.2	
49	0.0	0.5	1.1	1.6	2.1	2.7	3.3	
51	0.0	0.5	1.1	1.7	2.2	2.8	3.4	

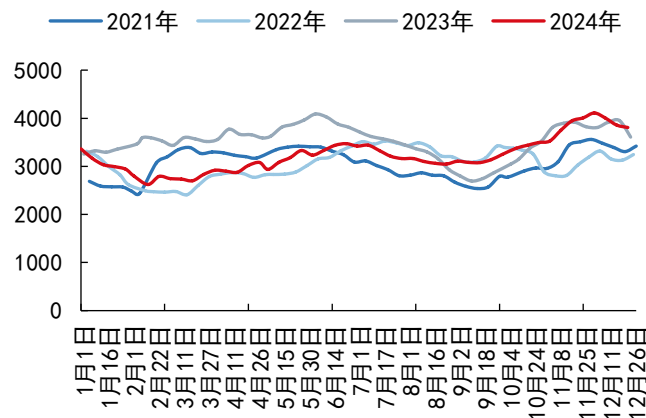
资料来源：国信证券经济研究所整理

# 库存：2024年社会库存累积至高位，关注2025年 下游去库情况

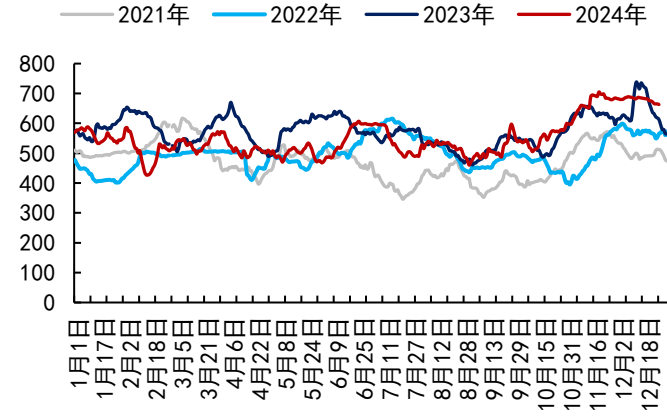
# 动力煤 | 供应偏宽松，2024年终端库存涨至高位

四季度以来供应增加但需求不及预期，港口、电厂库存均明显上涨。截至12月27日，秦皇岛港煤炭库存为657万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-2.81%、-3.24%、+13.28%；截至12月23日，北港合计库存3808万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-1.29%、-4.99%、-3.64%；截止12月26日，六大发电集团存煤1403万吨，比去年同期+5.77%；可用天数16.2天，比去年同期+6.58%。

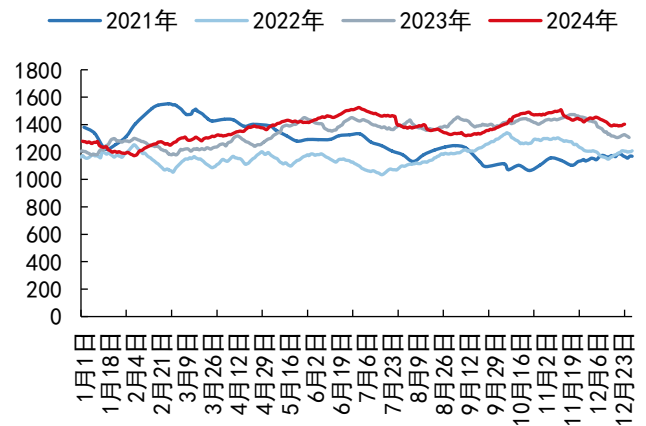
图：北港库存合计（万吨）



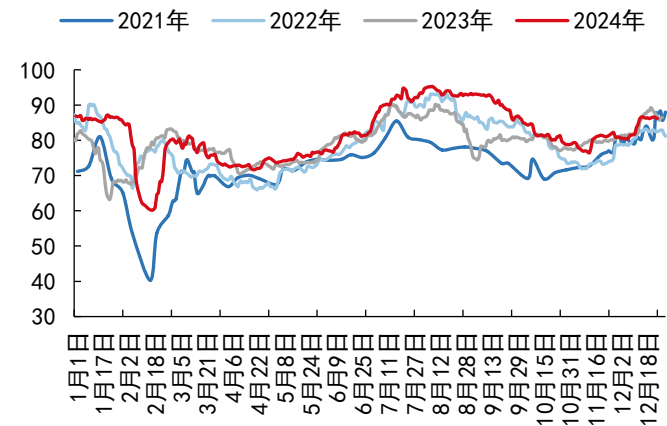
图：秦皇岛港库存（万吨）



图：六大发电集团存煤（万吨）



图：六大发电集团日耗（万吨）

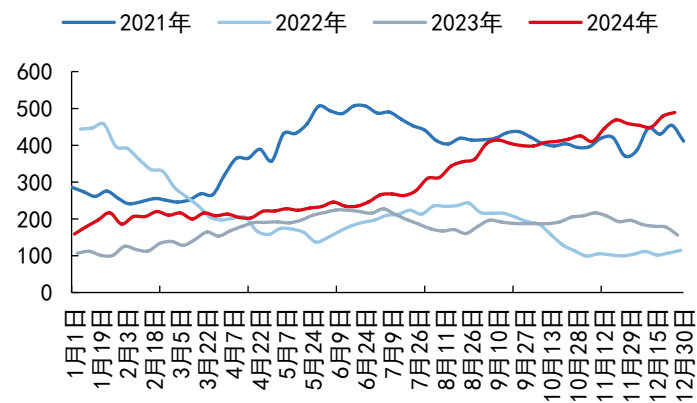


# 炼焦煤 | 需求疲软，港口库存涨至高位、终端库存仍在低位

焦煤主产地山西下半年开始恢复生产，供应增加，但需求疲软，港口库存逐渐上涨至接近500万吨的水平，相比上半年增加一倍有余。截至12月27日，炼焦煤库存六港口合计488.9万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+2.06%、+6.56%、+213.87%。

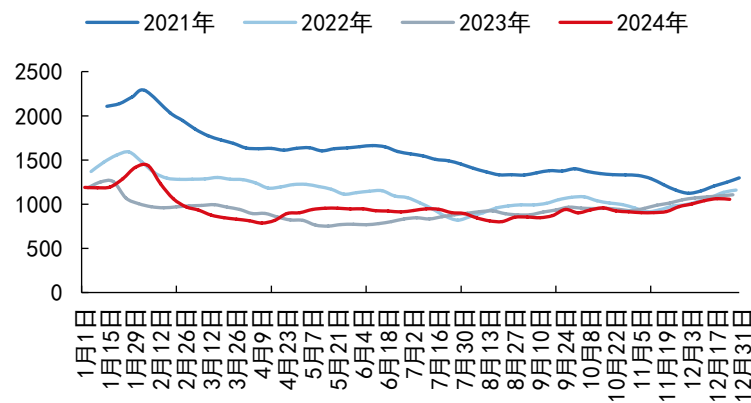
需求疲软，下游多为按需采购，库存保持低位。截至12月27日，国内独立焦化厂（全样本）炼焦煤总库存1054.6万吨，年同比-4.68%；钢厂（样本247家）焦煤库存775.7万吨，年同比-3.67%。

图：六港炼焦煤库存合计（万吨）



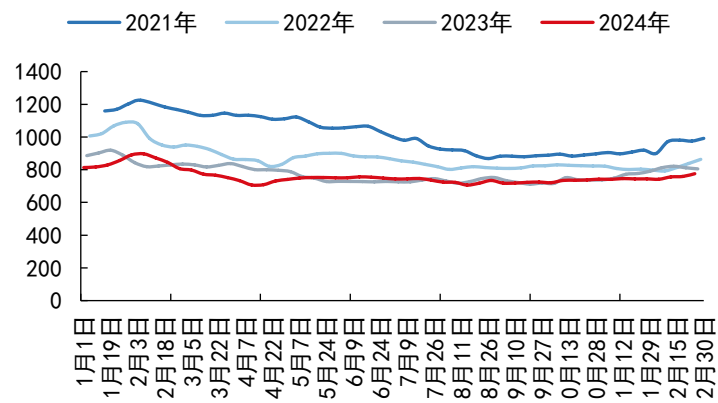
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：独立焦化厂全样本炼焦煤库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：钢厂（247家）炼焦煤库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

价格：预计2025年煤价窄幅波动，但煤企业绩波动不大

# 供需平衡表预测

表：煤炭供需平衡表预测（亿吨）

指标		2023年	2024年预测	2024年预测同比	2025年预测	2025年预测同比
生产端	原煤总产量	46.6	47.1	1.2%	48.1	2.1%
	-动力煤	41.7	42.5	1.9%	43.2	1.8%
	-炼焦煤	4.9	4.7	-5.0%	4.9	5.3%
	商品煤总产量	42.0	42.3	-	43.1	-
进口	合计	4.7	5.4	14.8%	4.9	-9.2%
	-动力煤	3.7	4.1	12.5%	3.5	-15.5%
	-炼焦煤	1.0	1.3	23.0%	1.4	11.6%
需求端	商品煤消费量	46.5	46.5	0.0%	47.4	2.0%
	电力	27.5	27.8	1.2%	28.7	3.3%
	化工	3.4	3.7	7.7%	3.8	5.0%
	建材	5.2	4.8	-7.4%	4.7	-2.0%
	钢铁	7.0	6.8	-3.3%	6.7	-1.0%
	其他	3.4	3.4	0.4%	3.4	0.0%
供需盈余		0.2	1.2	-	0.6	-

资料来源：Wind，中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

# 动力煤|2024年价格震荡下行，预计2025年煤价窄幅波动



2024年动力煤价震荡下行。2024年动力煤价呈现震荡下行走势，振幅相比往年明显收窄。年度的低点分别出现在淡季4月以及供暖旺季12月。其中12月的低点已跌至760元/吨，主要系10月以来供应增加但今年冬季气温偏高、电煤需求不及预期，港口持续累库至高位，煤价承压持续下行。

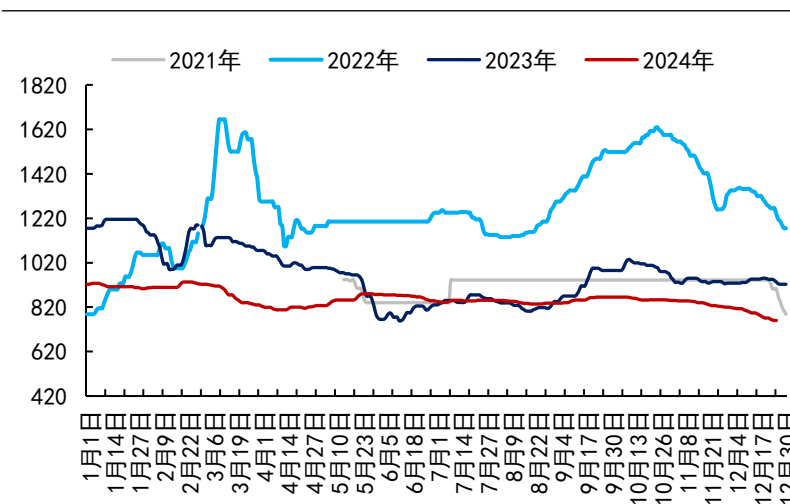
预计2025年煤价窄幅波动、中枢小幅下行，但长协占比较高的煤企业绩波动不大。根据前文分析，预计2025年动力煤的需求、供应均有所增加，市场仍维持供应偏宽松的状态。再加上2024年末煤炭库存已积累至高位，预计2025年动力煤价中枢小幅下行。我们对煤企业的业绩进行压力测试，假设长协占比80%，且2025年市场煤价下降10%、长协煤价下降1.5%，得到煤企售煤均价下滑约3.2%。

表：2024年动力煤市场价及长协价变化（元/吨）

	长协煤价	同比降幅	市场煤价	同比降幅
2024-01	710.0	-18.0	913.2	-288.2
2024-02	708.0	-19.0	921.9	-162.4
2024-03	708.0	-16.0	872.4	-238.5
2024-04	701.0	-22.0	816.1	-199.3
2024-05	697.0	-22.0	866.8	-71.5
2024-06	700.0	-9.0	865.6	71.2
2024-07	700.0	-1.0	848.3	-8.1
2024-08	699.0	-5.0	840.1	16.2
2024-09	697.0	-2.0	856.2	-68.8
2024-10	699.0	-10.0	852.1	-153.1
2024-11	699.0	-14.0	835.8	-100.4
2024-12	696.0	-14.0	786.6	-152.7
平均	701.2	-12.7	854.9	-110.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年12月数据截止至12月27日

图：秦皇岛山西产5500K煤价变化（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

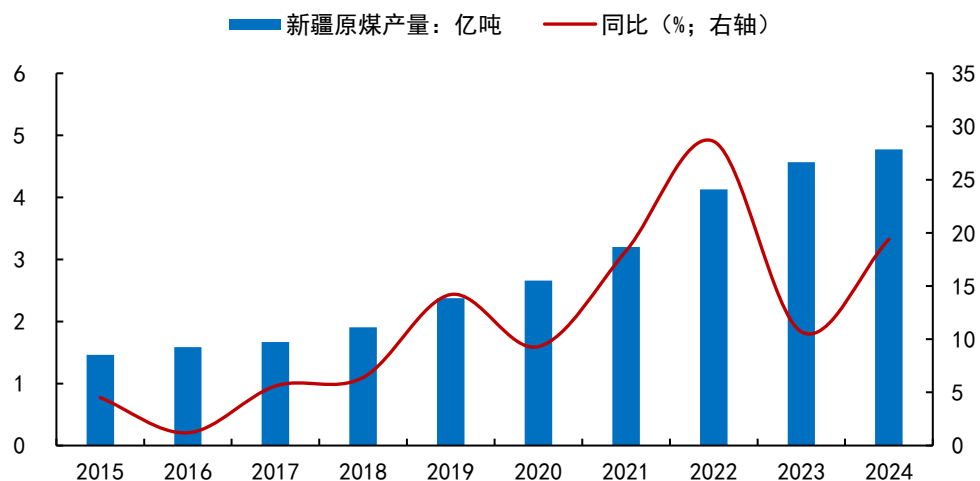


# 动力煤 | 疆煤外运对疆外市场冲击有限

新疆煤炭储量丰富，近年来产量快速增加。随着我国东部煤炭产量衰减以及中部煤炭开发潜力逐渐降低，新疆已成为我国重要的能源接续区和战略性能源保障区。新疆煤炭资源储备丰富，预测埋深2000m以下浅煤炭资源总量约2.19万亿吨，占全国比重的40%，居全国首位；累计查明煤炭资源量4500亿吨，占全国的24.5%，仅次于内蒙古排第二位。近年来疆煤产量大幅提升，是国内煤炭供应的主要增量来源。2023年，新疆原煤产量4.6亿吨，同比增长10.7%，产量位居全国第四。2024年1-11月，新疆累计生产原煤4.8亿吨，同比增长19.4%。

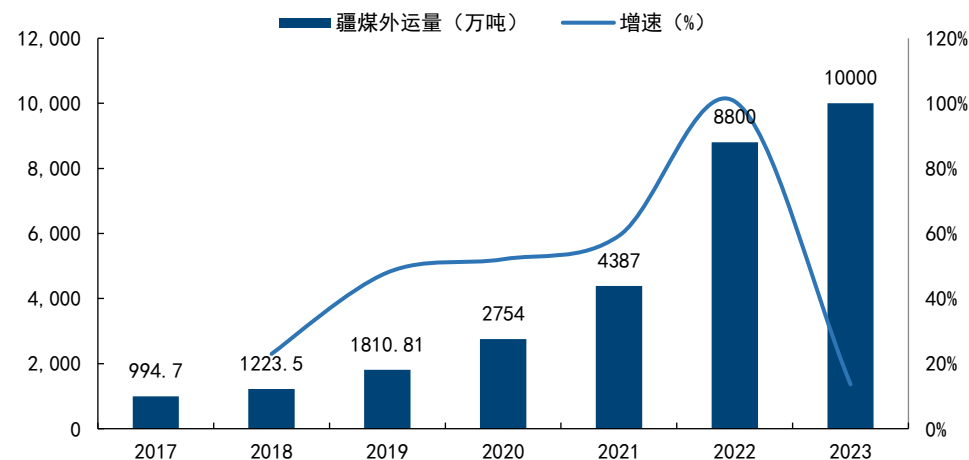
随着外运通道的完善、煤炭运输“公转铁”等影响，疆煤外运量逐年提升。随着近两年煤价的上涨和高位震荡以及运输能力的提高，疆煤外运量快速增长，2023年疆煤外运煤炭突破1亿吨，增速13.6%，其中铁路运输和公路运输占比分别约为60%、40%。2024年上半年疆煤外运量约6200万吨，维持增长态势。

图：中国新疆累计产量情况（亿吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：2024年数据截止至11月

图：2017年-2023年疆煤外运量



资料来源：煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

# 动力煤 | 疆煤外运对疆外市场冲击有限

表: 哈密和榆林/朔州/鄂尔多斯煤炭成本对比 (铁路运输)

出发地	目的地	运输成本 (元/吨)	坑口煤价 (元/吨)	总成本 (元/吨)	与疆煤外运价差	运距 (公里)
新疆哈密	甘肃兰州	208	426	634.5	-	1248
	宁夏银川	220	426	646.0	-	1317
	重庆	371	426	797.4	-	2224
	秦皇岛	394	426	820.1	-	2360
陕西榆林	甘肃兰州	153	721	873.7	-239	914
	宁夏银川	105	721	826.3	-180	630
	重庆	218	721	939.6	-142	1308
	秦皇岛	188	721	909.5	-89	1128
山西朔州	甘肃兰州	229	755	984.2	-350	1373
	宁夏银川	166	755	920.7	-275	993
	重庆	245	755	1000.3	-203	1470
	秦皇岛	113	755	868.3	-48	679
内蒙古鄂尔多斯	甘肃兰州	181	715	895.8	-261	1086
	宁夏银川	107	715	821.6	-176	641
	重庆	247	715	961.7	-164	1480
	秦皇岛	179	715	893.4	-73	1071

资料来源: Wind, 中国铁路, 国信证券经济研究所整理 注: 煤价为截至2024年12月14日的年度平均价, 热值统一6000K

受运输条件制约, 疆煤外运量相对有限。通过对比新疆/山西/陕西/内蒙古在不同煤炭消费地的成本, 可以看出疆煤在甘肃、川渝等地价格优势相对明显。但随着运距的增加, 疆煤在秦皇岛的价格优势明显降低。根据测算, 当前新疆煤价对应的秦皇岛5500K煤价约750元/吨, 与当前的市场煤价格已差距不大。值得一提的是, 这里的测算是根据外运距离较短的哈密, 且采用运费相对较低的铁路运输。一般而言, 准东地区运距更远, 运费相比哈密平均高出50-100元。此外公路运输费用不同地区差异较大, 1000公里的里程公路运费普遍高出100元甚至更多。因此虽然随着运输设施的完善, 新疆煤炭逐步扩展到了湖北、湖南、河北等10多个省区市, 但是我们认为综合考虑疆煤外运成本、目的地的煤炭缺口等情况, 疆煤外运量也相对有限。

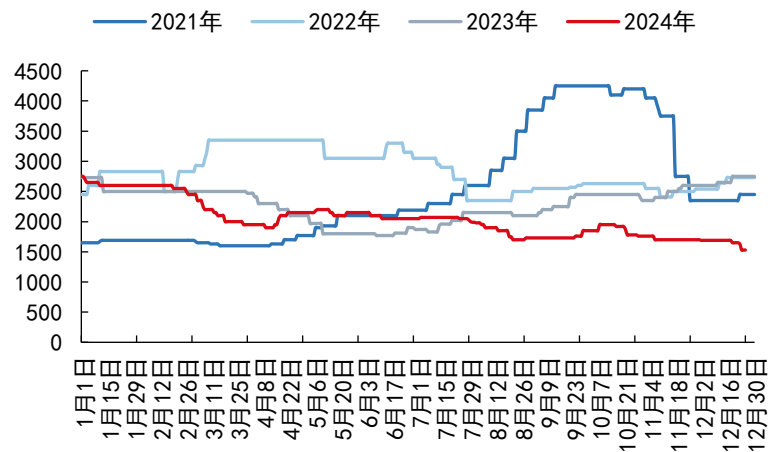
预计疆煤仍以本地消纳为主。虽然近年来疆煤外运量大幅增长, 但2023年疆煤外运量仅占产量的22%, 大部分疆煤仍以本地消纳为主。未来随着“疆电外送”、现代煤化工等项目的建成投产, 疆煤的本地消纳能力也会随之增加。

# 焦煤 | 2024年价格震荡下行，预计2025年价格下降空间有限

2024年焦煤价格震荡下行。2024年虽在政策刺激下炼焦煤价阶段性上涨，但在整体需求偏弱的情况下，炼焦煤价格呈现震荡下行态势。截至12月27日，京唐港主焦煤提库价1530元/吨，同比下降44.4%，焦煤期货结算价1140元/吨，同比下降40.1%，蒙古甘其毛都精煤提库价1220元/吨，同比降低40.5%。

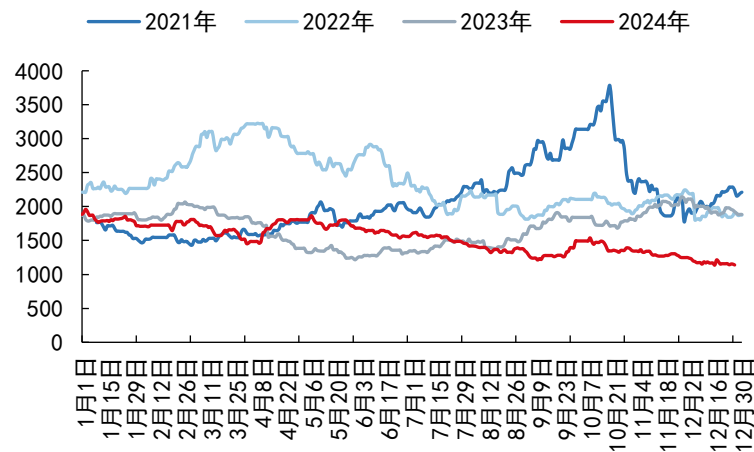
预计2025年焦煤价格下降空间有限，且若需求改善，向上弹性较大。结合前文分析，供给端，预计2025年国内新增产能较少，增量主要来自于山西地区焦煤产能的修复，预计国内生产回到4.9亿吨的水平；进口煤预计也有所增加。需求端相比2024年预计小幅下滑。综合来看，预计2025年焦煤供应进一步宽松，但考虑当前煤价已跌至2021年以来的较低水平，预计继续下行的空间不大；且如果需求改善，具备较大的向上弹性。

图：京唐港主焦煤库提价（元/吨）



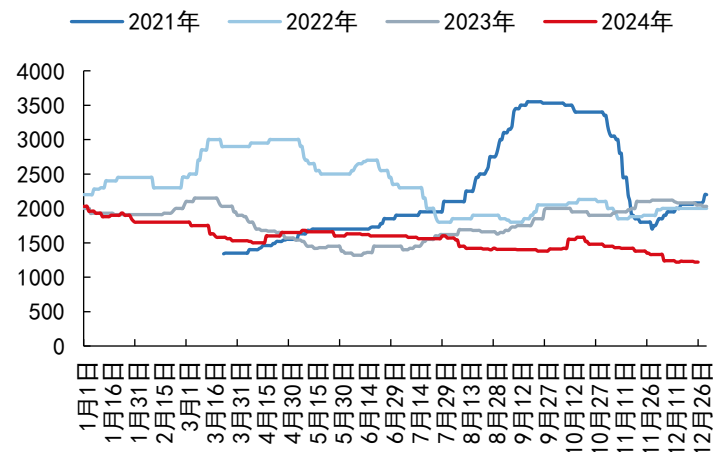
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：焦煤期货结算价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：蒙古甘其毛都口岸精煤库提价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资建议：坚守高股息，布局稳增长

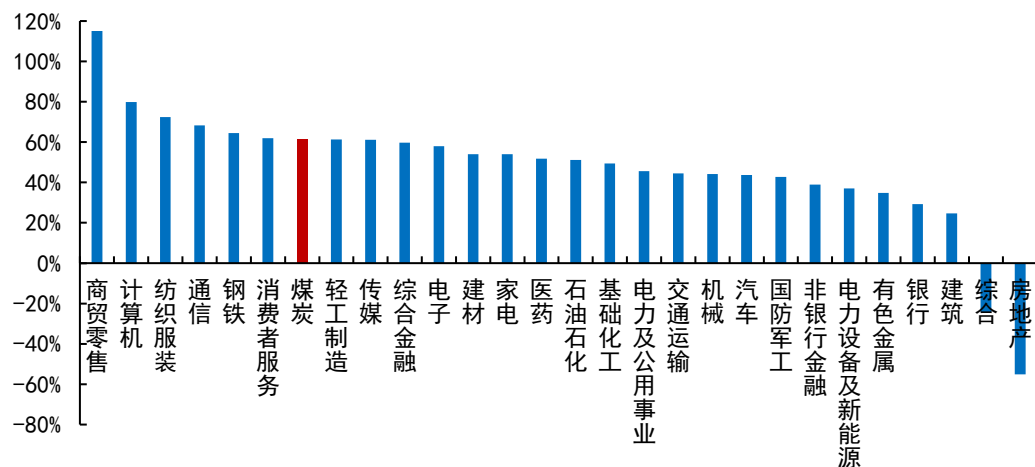
在当前低利率、煤炭板块周期属性弱化的环境下，煤炭板块的红利属性凸显，仍具备较高的配置价值。首先，自2021年煤价大幅上涨，之后煤价虽有回落，但整体价格仍处于历史较高位置，煤企盈利丰厚，大多数企业基本面都有显著改善，包括现金流大幅增加、资产负债率显著降低、偿债能力增强、分红率提高等，煤企投资价值也随之提高。从各版块间财务指标的对比来看，煤炭板块资产负债率已降至行业较低水平（2024年前三季度为44.6%），毛利率和净利率均位于行业前列（2024年前三季度销售毛/净利率分别为29.3%、14.0%），ROE位于全行业第二（2024年前三季度为11.8%），可见即使在2024年市场煤价中枢回落11%的情况下，煤企的盈利表现依旧亮眼。其次，随着2022年长协煤价格机制的完善，企业煤炭售价波动收窄，周期属性弱化，尤其是长协煤占比较高的动力煤公司业绩稳健性提高，相应红利属性增强。且随着账面现金的充裕、偿债压力减轻以及在分红指引政策下，多数公司分红仍有提升潜力。最后，在煤价中枢有下行压力的背景下，长协比例较高的公司业绩显然更加稳健，而且2025年长协履约率要求降低，有望对冲部分煤价下行的影响。

综上所述，展望2025年，我们认为主要有以下两条投资主线：

- 投资主线一：高股息、业绩稳健的标的。展望2025年，在低利率环境下，高分红、业绩稳健的煤企仍是投资首选。相关标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业等。
- 投资主线二：成长确定性较强的标的。板块中少数标的拥有优质、可观的煤炭在建产能，或通过煤电、煤化等形式的产业一体化布局具备一定成长性，建议重点布局。相关标的：电投能源、甘肃能化、新集能源、华阳股份、晋控煤业等。

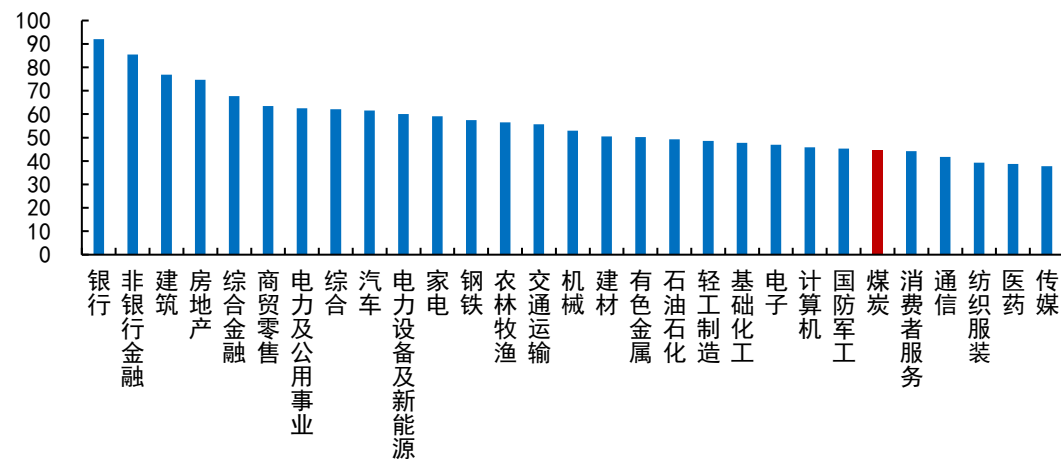
# 投资建议 | 各板块间数据比较

图：板块2023年分红率比较



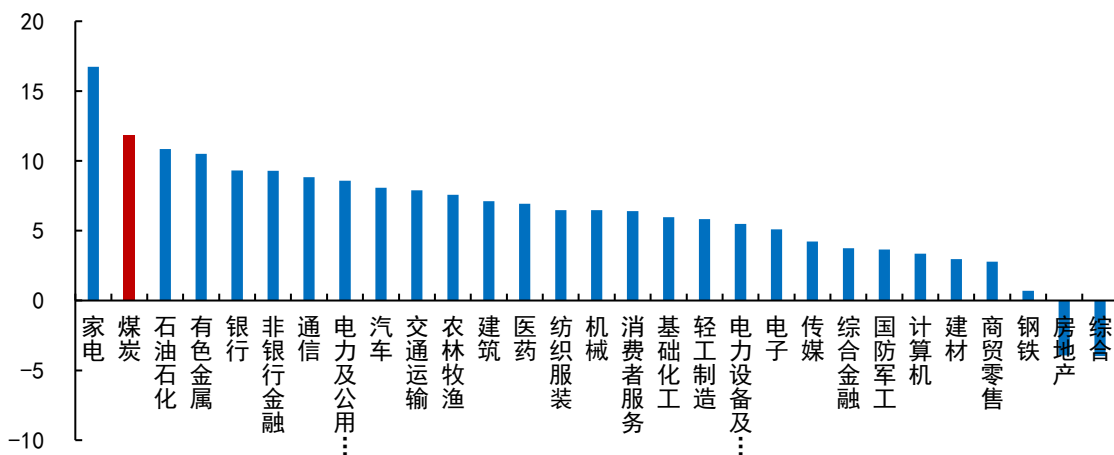
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年前三季度板块资产负债率比较 (%)



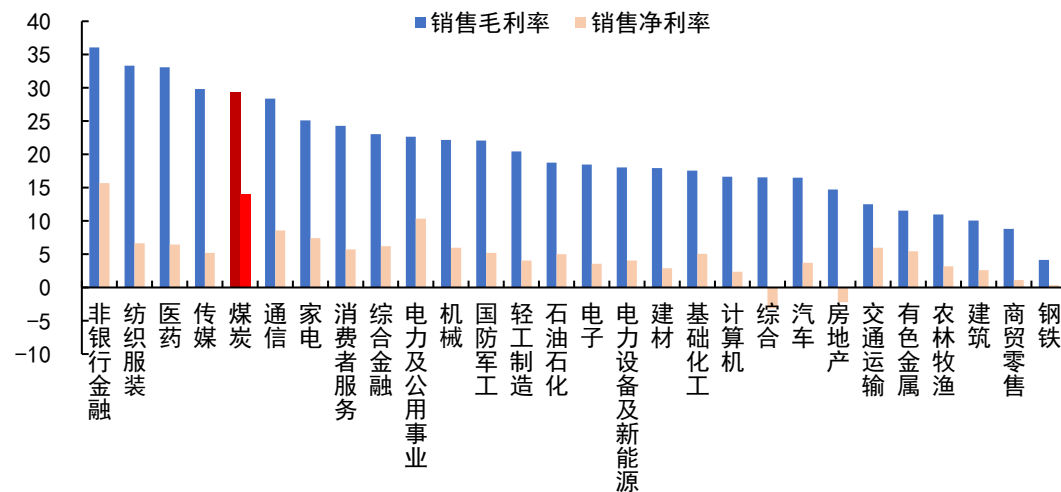
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年前三季度板块间ROE比较 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年前三季度板块间销售毛/净利率比较 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资建议 | 坚守高股息，布局稳增长



表：煤炭板块主要公司近年分红率及股息率变化

公司名称		股息率：%						分红率：%						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>动力煤</b>														
000552.SZ	甘肃能化	3.64	3.64	3.64	5.45	5.09	3.64	3.32	39.93	43.58	50.34	47.14	20.37	30.79
600188.SH	兖矿能源	3.81	11.15	7.06	14.11	21.67	10.52	6.29	33.54	89.19	68.44	60.87	49.49	55.04
600508.SH	上海能源	2.12	1.81	2.10	1.17	5.52	3.10	2.58	30.60	30.07	30.06	30.00	30.32	30.58
600546.SH	山煤国际	0.00	0.51	0.56	13.25	19.02	5.49	7.51	0.00	10.14	15.83	62.91	63.89	30.25
600971.SH	恒源煤电	4.36	3.72	3.51	5.31	10.63	9.03	5.99	33.59	37.23	51.24	43.25	47.76	50.10
601001.SH	晋控煤业	0.00	0.00	0.00	2.93	4.61	5.78	5.10	0.00	0.00	0.00	14.37	34.64	40.06
601088.SH	中国神华	2.02	2.90	4.16	5.84	5.86	5.20	5.33	39.90	57.94	91.81	100.39	72.77	75.22
601225.SH	陕西煤业	1.42	1.55	3.44	5.80	9.37	5.65	5.83	29.10	29.98	52.11	61.91	60.17	60.03
601898.SH	中煤能源	0.64	1.04	1.10	2.47	3.39	4.56	3.45	30.11	29.93	30.09	30.05	30.02	37.67
601918.SH	新集能源	0.14	0.28	0.49	0.97	1.53	2.09	2.27	9.91	8.99	10.70	7.45	13.80	18.42
<b>炼焦煤</b>														
000937.SZ	冀中能源	1.58	1.58	6.33	15.82	15.82	9.49	2.89	40.52	39.20	179.94	128.99	79.27	42.88
000983.SZ	山西焦煤	3.64	1.21	1.21	9.71	14.56	9.71	5.83	52.45	18.43	20.94	78.67	63.54	67.07
600395.SH	盘江股份	7.86	7.86	7.86	7.86	8.06	5.50	1.24	70.06	60.68	76.78	73.24	40.11	82.06
600985.SH	淮北矿业	3.55	4.26	4.62	4.98	7.46	7.11	6.13	30.60	35.93	42.85	36.33	37.16	43.27
601666.SH	平煤股份	0.00	3.01	3.59	7.58	8.68	9.88	6.86	0.00	59.99	60.07	60.21	35.18	60.60
601699.SH	潞安环能	1.87	1.66	1.35	4.69	19.85	11.07	5.31	30.11	30.06	30.05	30.01	60.17	60.00
<b>无烟煤</b>														
600123.SH	兰花科创	3.50	2.34	1.17	8.76	11.68	8.76	5.00	31.71	34.47	30.49	36.42	35.44	53.10
600348.SH	华阳股份	3.95	3.95	3.53	7.05	12.37	10.13	4.96	34.16	39.59	39.95	34.03	30.02	50.01

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理 注：股息率以2024年12月31日收盘价为基础计算

# 重点公司估值表

表：重点公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601088.SH	中国神华	优大于市	43.48	8,638.83	3.00	3.08	3.16	14.47	14.12	13.76
601225.SH	陕西煤业	优大于市	23.26	2,255.06	2.19	2.26	2.27	10.62	10.29	10.25
601898.SH	中煤能源	优大于市	12.18	1,614.91	1.47	1.40	1.48	8.27	8.70	8.23
002128.SZ	电投能源	优大于市	19.58	438.90	2.11	2.53	2.70	9.63	7.74	7.25
601918.SH	新集能源	无评级	7.18	186.00	0.81	0.88	0.95	8.82	8.13	7.53
000552.SZ	甘肃能化	无评级	2.75	147.17	0.37	0.30	0.34	8.47	9.27	7.98
600348.SH	华阳股份	无评级	7.09	255.77	1.44	0.70	0.88	4.94	10.09	8.05
601001.SH	晋控煤业	优大于市	13.67	228.79	1.97	1.74	1.75	6.93	7.86	7.81
600582.SH	天地科技	优大于市	6.18	255.76	0.57	0.64	0.71	10.85	9.66	8.70

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期；收盘价取自2024年12月31日



## 风险提示：

1. 海外经济增长放缓。海外经济增长不及预期，可能导致全球能源及煤炭需求低迷，同时导致国内煤炭消费需求下降。
2. 煤炭产能大量释放。随着煤炭行业产能优化推进，可能出现煤炭产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌。
3. 新能源对煤炭替代。碳中和政策下，低成本、低排放新能源技术出现替代煤炭部分需求，导致煤炭需求下降。
4. 煤矿安全事故影响。煤矿安全事故发生，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032