

证券研究报告|行业投资策略

能源开采

行业评级 强于大市（维持评级）

2025年1月4日



# 2025年煤炭行业投资策略

## 红利当先，成长其后

**证券分析师：**

李骥 执业证书编号：S0210524080008

**联系人：**

汤悦

请务必阅读报告末页的重要声明

- 1、行业复盘：**2024年动力煤价前高后低，焦煤价格阶梯式下滑且波幅较大。煤炭年内绝对收益为正，跑输沪深300指数。
- 2、供给情况：**
  - 1) 国内：**强安监下前低后高，预计24全年原煤产量小幅增长，2025年增量有限。分省份看：山西峰值已到，内蒙增量放缓，陕西峰值临近，新疆增产潜力巨大。
  - 2) 进口煤：**2024年进口煤超预期增长，全年有望突破5.3亿吨。**①动力煤：**澳蒙高增，印尼放缓，俄煤下滑。2025年俄罗斯提高运价后预期下滑延续，印澳预期维持低增产速度。**②焦煤：**主要进口来源国全面增加，澳大利亚增幅显著，基本接近历史峰值。2025年地缘政治与价差限制增量，峰值下俄罗斯边际增量有限；中美关系不确定性增强下，美国煤炭进口可能减量。
- 3、需求情况：**
  - 1) 电力需求：**水电替代显著，风光延续高增，火电增量减少，2025年增速降幅有望边际改善。
  - 2) 非电需求：**2024年煤化工高景气度延续，随着新疆煤炭放量及煤化工投资加大，2025年耗煤量或将保持继续增长。2024年地产基建拖累，冶金及建材耗煤或继续下滑但降幅收敛，制造业用钢占比2023年已达到48%，地产基建下滑影响逐步减少，在一揽子宏观政策下预计地产基建有所改善，但2025年或仍将继续下滑，但预计降幅收敛。
- 4、投资建议：**
  - 1) 供需：**预期2025年供给增量有限且不确定性增大、火电有望边际改善，非电企稳，煤炭供需格局预计相较于2023-2024年小幅改善。
  - 2) 煤价：**2025年预计动力煤中枢价格基本持平；焦煤中枢价格或微降，一季度或出现年内低点。
  - 3) 建议关注：**考虑到动力煤价格整体较为平稳，优先配置资源禀赋强、成本控制得当、长协比例较高且高股息品种，如中国神华、陕西煤业、中煤能源；待煤价底部确立则可加大估值具备优势且具有成长性煤企的配置，如淮北矿业、山煤国际、广汇能源。
- 5、风险提示：**国内煤炭产能释放超预期、进口煤超预期、替代电源发电量超预期、宏观经济不及预期

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

# 1.1 动力煤价格：2024年波动收敛，中枢下移

**2024动力煤价格震荡下行。**2024年动力煤价整体呈现前高后低的下滑趋势，截至2024年12月31日秦港动力煤（5500K）均价857元，较2023全年均价下滑114元（-11.7%）。

## 2023-2024年动力煤价格复盘

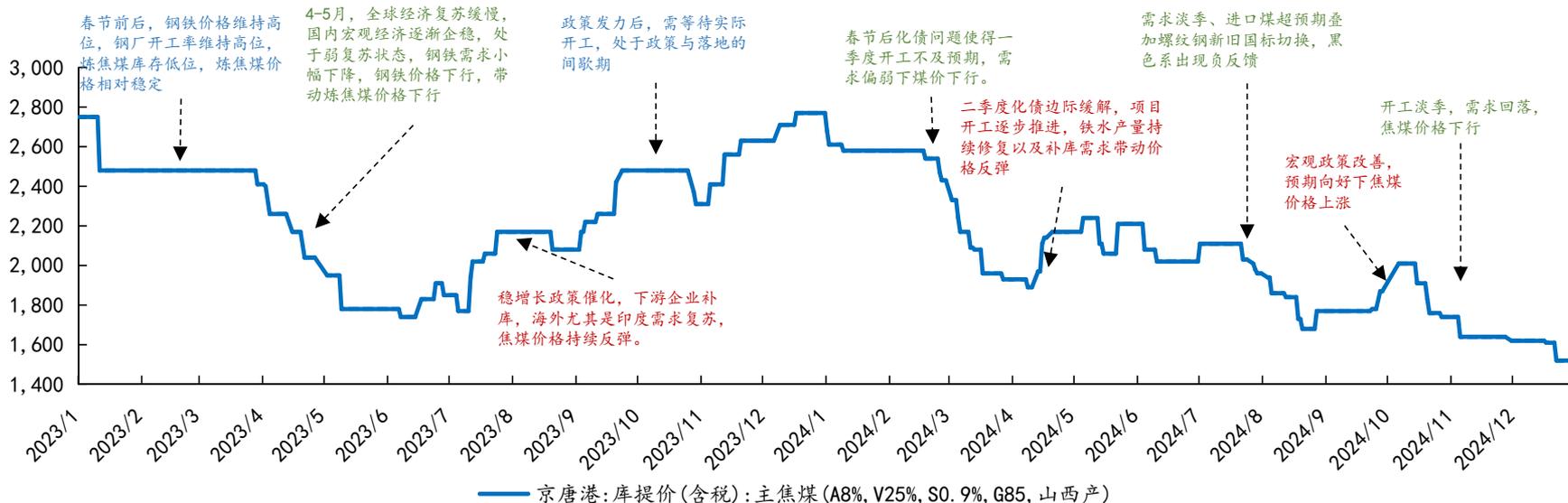


数据来源：Wind，华福证券研究所

## 1.2 焦煤价格：2024年震荡下行，当前或已至底部区间

**2024焦煤价格震荡下行。**2024年焦煤价格呈现阶梯式下滑且波幅较大，年初京唐港主焦煤山西产价格高点2770元，低点仅为1520元，截至2024年12月31日均价为2022元，较2023全年均价下滑261元（-11.4%）。

### 2023-2024年焦煤价格复盘



数据来源：Wind，华福证券研究所

## 1.3 煤炭走势复盘：前高后低，回调比较充分

煤炭年内绝对收益为正，跑输沪深300指数。

1月，大盘加速下行，流动性不足下煤炭板块跟随下行。

2月，1月下旬煤炭板块高股息防御价值凸显，先于大盘企稳，随后在流动性修复及涨价预期下板块快速上行。

3月-6月，煤价预期反复，叠加年报与季报披露对股价冲击，煤炭板块呈现区间震荡格局。

6月-9月中，来水偏丰导致火电不及预期，经济偏弱使得黑色系陷入负反馈，煤炭预期快速走弱，板块加速下行。

9月中-10月初，非电旺季叠加半年波冲击结束，煤炭先行反弹，随后在政策刺激下加速上行

10月初至今，煤价缓步下行，板块震荡回落。

2024年煤炭行业走势复盘



数据来源：Wind，华福证券研究所

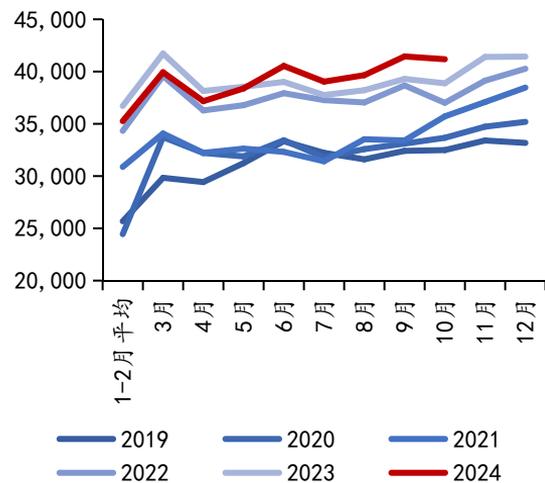
# 目 录

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

## 2.1 国内供给：前低后高，全年增量有限

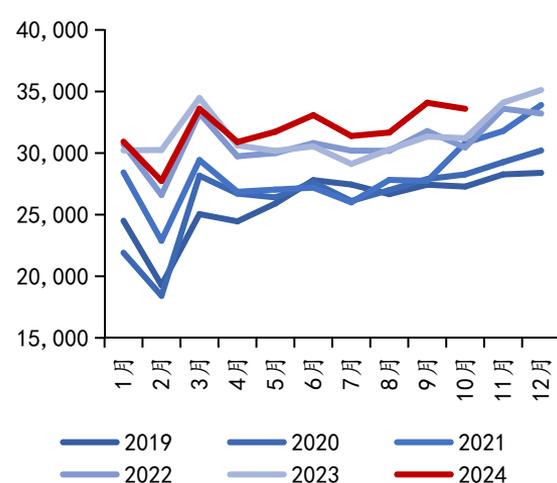
前低后高，预计24全年原煤产量小幅增长。24Q1强安监态势延续，山西省“查三超”下原煤产量同比下滑较多，随后24Q2开始产量开始恢复，6月开始原煤产量同比单月转正，2024年1-11月原煤产量为43.2亿吨，同比+8317万吨（+2.0%）。分煤种来看，1-10月动力煤产量为31.9亿吨，同比+3.4%；焦煤产量3.9亿吨，同比-5.1%。

原煤产量（万吨）



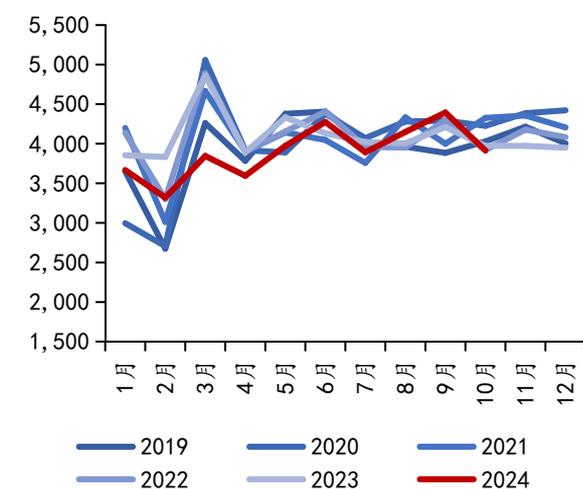
数据来源：Wind，华福证券研究所

动力煤产量（万吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

焦煤产量（万吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2.2 国内供给：2025年预计增量有限

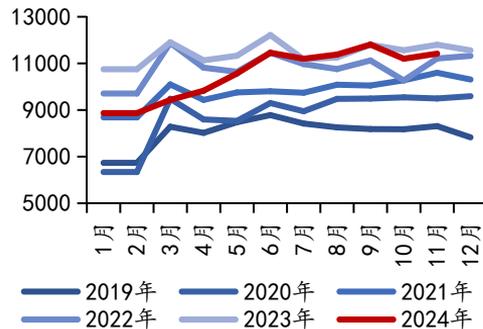
**山西-短期存在复产但峰值已到：24Q1山西查三超背景下产量显著低于23年同期，随后产量开始修复，11月产量同比再度转负，表明省内产能利用率接近峰值，考虑到2025年复产因素，山西2025年预计略有增量但不多。**

**内蒙-新晋产煤第一大省，增量放缓：2024年1-11月内蒙原煤产量超越山西成为全国第一，在环保督察和采空区治理要求下增量或放缓。**

**陕西-峰值临近，生产平稳：陕西生产临近峰值，2024陕西煤炭生产平稳，预计2025年变化不大。**

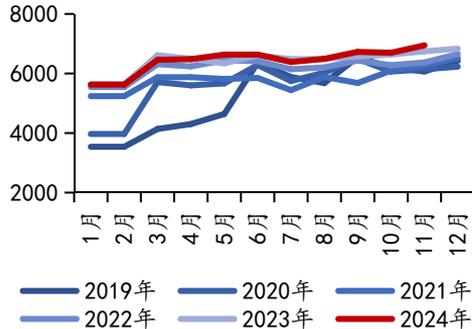
**新疆-增产潜力巨大，运力与盈利性限制释放节奏：新疆煤炭赋存条件较好，增产潜力巨大，2024Q1-3增速位居全国第一，短期运力和煤企盈利性是限制煤炭产量释放的关键。**

山西原煤产量（万吨）



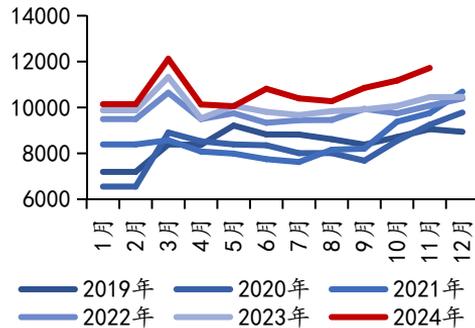
数据来源：Wind、华福证券研究所

陕西原煤产量（万吨）



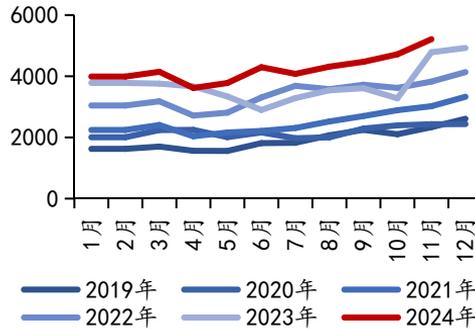
数据来源：Wind、华福证券研究所

内蒙原煤产量（万吨）



数据来源：Wind、华福证券研究所

新疆原煤产量（万吨）

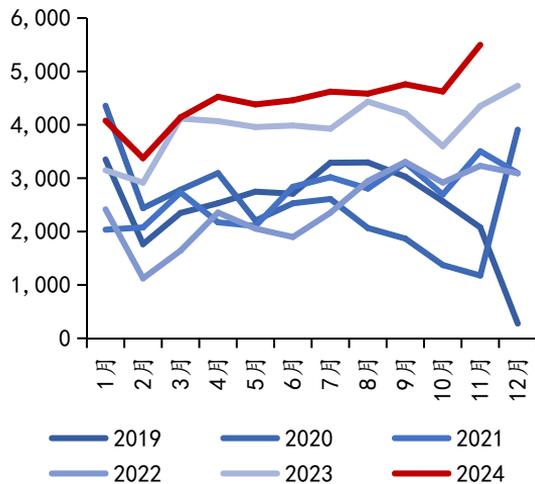


数据来源：Wind、华福证券研究所

## 2.3 进口煤：2024年有望突破5.3亿吨

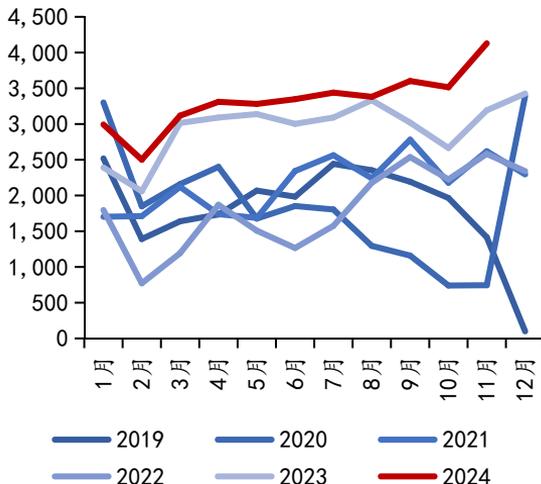
2024年进口煤超预期增长，全年有望突破5.3亿吨。2024年1-11月煤及褐煤进口量为49044万吨，同比+6326万吨（+14.8%），全年来看进口煤有望突破5.3亿吨，相较于2023年增量达5000万吨左右。分煤种来看，1-11月焦煤进口量为11128万吨，同比+2081万吨（+23.0%）；广义动力煤进口量（剔除焦煤与无烟煤）为36617万吨，同比+4619万吨（+14.4%）。

煤及褐煤进口量（万吨）



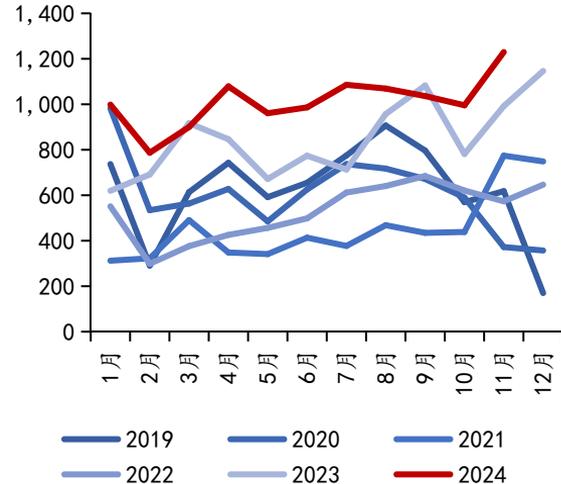
数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

广义动力煤进口量（万吨）



数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

焦煤进口量（万吨）

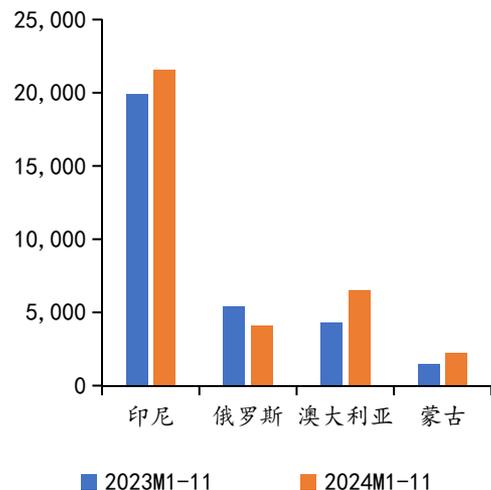


数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

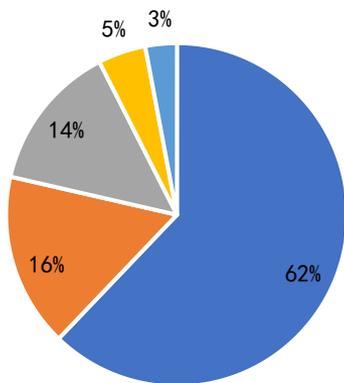
## 2.4 进口煤-动力煤：澳蒙高增，印尼放缓，俄煤下滑

动力煤：澳蒙增速显著，印尼放缓，俄罗斯下滑明显。从动力煤来看，2024年1-11月来自澳大利亚和蒙古动力煤进口分别同比+52%/+57%（分别+2224万吨和+822万吨），其中澳大利亚反超俄罗斯，成为动力煤第二大进口来源国；印尼小幅增长8%（+1635万吨），份额下滑至59%；俄罗斯则出现25%（-1345万吨）的下滑。

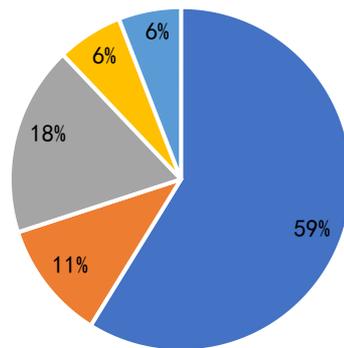
分国别广义动力煤进口量（万吨）



分国别广义动力煤进口量占比（2023年）



分国别广义动力煤进口量占比（24年1-11月）



数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

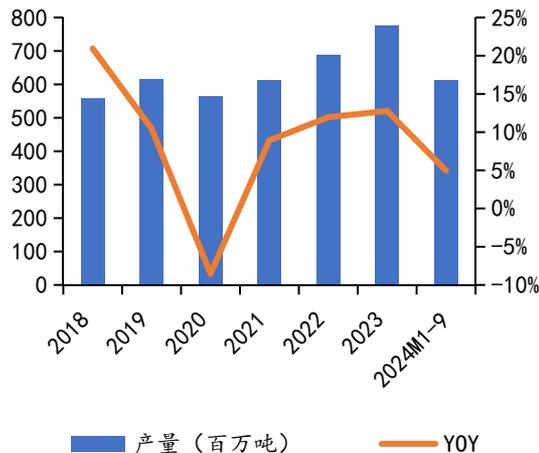
数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

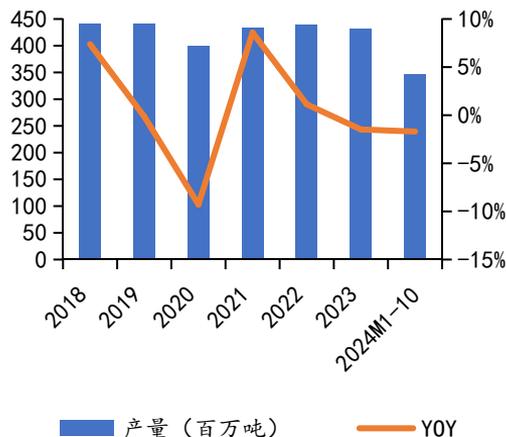
## 2.5 进口煤-动力煤：印澳产量放缓，俄煤或继续减量

**动力煤展望：**据CCTD援引印尼能源与矿业资源部，2024年1-9月印尼煤炭产量6.1亿吨，同比+5.0%，我们预计2024年全年产量或将达8亿吨左右，增量较前几年下滑，我们预期2025年将维持低增量。据俄罗斯联邦统计局，2024年1-10月俄罗斯煤炭产量3.5亿吨，同比-1.7%，维持2023年减量趋势，我们预期2025量减将持续，且因俄罗斯运价提升，性价比降低。据海关总署，2024年1-11月澳洲煤炭进口量7415万吨，已接近历史峰值水平，预期2025年增量有限。

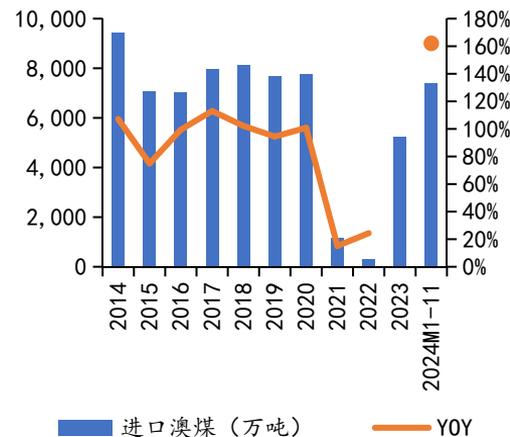
### 印尼煤炭产量（百万吨）



### 俄罗斯煤炭产量（百万吨）



### 澳洲煤炭进口量（万吨）



数据来源：Wind、印尼能源与矿业资源部、世界能源委员会、CCTD，华福证券研究所

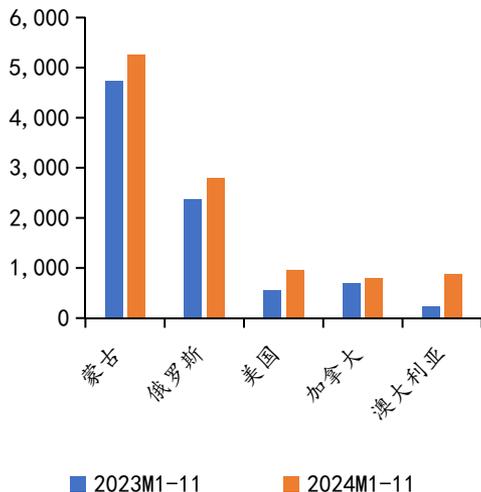
数据来源：Wind、俄罗斯联邦统计局、世界能源委员会，华福证券研究所

数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

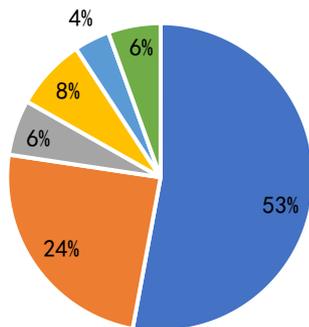
## 2.6 进口煤-焦煤：主要进口国全面增长

焦煤：主要进口来源国全面增加，澳大利亚增幅显著。从炼焦煤来看，2024年1-11月主要焦煤进口来源国出口中国的焦煤全面增加，绝对值方面澳大利亚增加最多，达到648万吨，同比增幅上澳大利亚最为显著，达284%，份额从2023年的4%提升至2024年1-11月的8%。

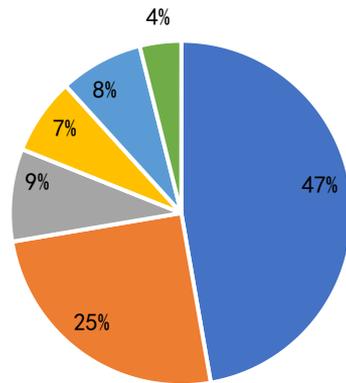
分国别焦煤进口量（万吨）



分国别焦煤进口量占比（2023年）



分国别焦煤进口量占比（24年1-11月）



数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

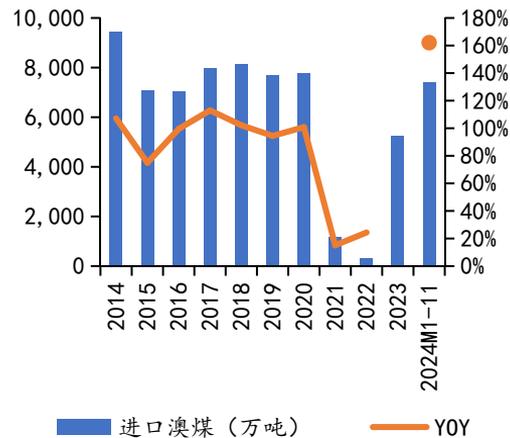
数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

## 2.7 进口煤-焦煤：地缘政治与价差限制增量

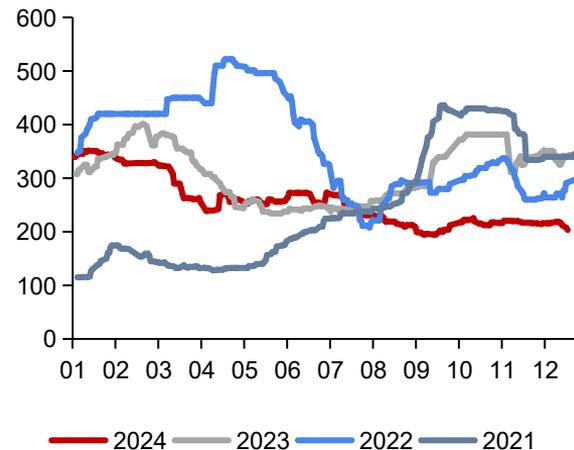
**焦煤展望：**澳洲煤炭2024年1-11月进口量7415万吨，同比+62.1%，已接近历史峰值；2024年煤价持续下跌，预计未来边际增量有限。蒙古煤炭2024年1-11月进口量7223万吨，同比+21.6%，但受市场价格低+开采条件等影响，那林苏海图煤田马克煤矿于24年9月1日起暂停煤炭销售，故9/10月进口量环比减少，分别-10.7%/-6.1%。美国煤炭2024年1-11月进口量1109万吨，同比+72.2%，受特朗普上台影响，中美关系不确定性增强，未来进口可能减量。

澳煤进口量（万吨）及同比增速



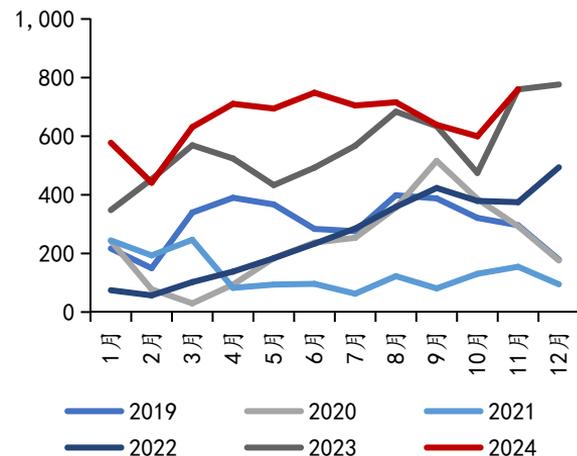
数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

澳洲焦煤价格走势（美元/吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

蒙煤进口量（万吨）



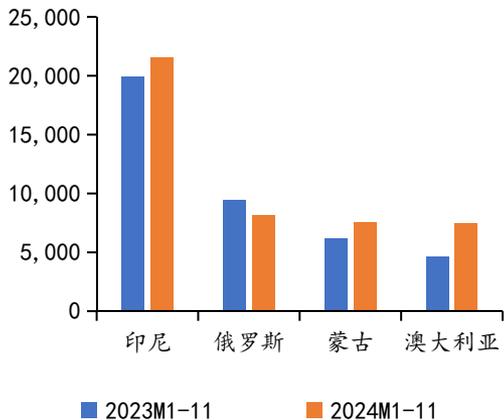
数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2.8 进口煤-2025年预计增量有限

澳蒙增量显著，印尼增量有限，俄罗斯出现下滑。从整体进口量来看，2024年1-11月进口煤结构整体较为稳定，印尼与俄罗斯份额减少，澳大利亚与蒙古份额增加。从增量来看，前十一月来自澳大利亚与蒙古进口煤分别多2840（+62%）和1341（+22%）万吨，印尼虽实现了1635万吨增长，但增幅显著放缓，俄罗斯则出现1256万吨下滑。

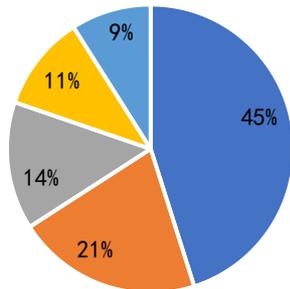
考虑到印尼增产速度放缓且存在潜在限制出口措施，俄罗斯提高运价后竞争优势再削弱，澳大利亚则在产量减少前提下基本接近历史峰值，2025年中国进口煤量或增幅有限。

分国别进口量（万吨）



数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

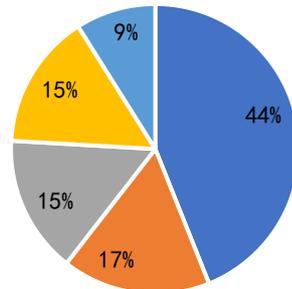
分国别进口量占比（2023年）



■ 印尼 ■ 俄罗斯 ■ 蒙古 ■ 澳大利亚 ■ 其他

数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

分国别进口量占比（24年1-11月）



■ 印尼 ■ 俄罗斯 ■ 蒙古 ■ 澳大利亚 ■ 其他

数据来源：Wind、海关总署，华福证券研究所

# 目 录

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

### 3.1 政策：一揽子增量政策有望带动需求回升

日期	部门	内容
2024年09月24日	国务院新闻办公室发布会	介绍了金融支持经济高质量发展有关情况：1) 降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。2) 降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。3) 创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。
2024年09月26日	中央政治局会议	会议强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年10月08日	国务院新闻办公室发布会	介绍了一揽子增量政策的具体举措：1) 加力提效实施宏观政策。2) 进一步扩大内需。3) 加大助企帮扶力度。4) 促进房地产市场止跌回稳。5) 努力提振资本市场。明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。将在年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单。
2024年10月12日	国务院新闻办公室发布会	将实施以下增量政策举措：1) 允许专项债券用于土地储备。2) 支持收购存量房，优化保障性住房供给。3) 及时优化完善相关税收政策。
2024年10月17日	国新办座谈会	公布了“四个取消、四个降低、两个增加”，推动房地产市场止跌回稳
2024年11月08日	全国人大常委会	12万亿地方化债“组合拳”-“6+4+2”方案：1) 增加6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务。2) 从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。3) 2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力后，地方化债压力将大大减轻。
2024年11月12日	财政部、税务总局、住房城乡建设部《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米，并明确北京、上海、广州、深圳4个城市可以与其他地区统一适用家庭第二套住房契税优惠政策；增值税方面，在有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税。将土地增值税预征率下限降低0.5个百分点。调整后，除保障性住房外，东部地区省份预征率下限为1.5%，中部和东北地区省份预征率下限为1%，西部地区省份预征率下限为0.5%。

数据来源：中央人民政府、央广网、国新办、人民日报、新华社，华福证券研究所

## 3.2 电力：火电增量占比近年来新低

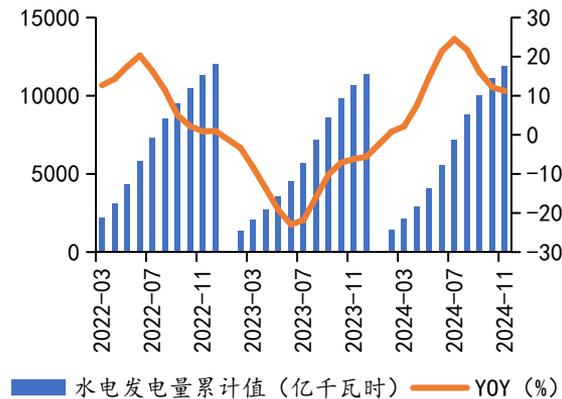
水电替代显著，风光延续高增：2024年来水偏丰，1-11月水电发电量同比+12.1%，增量为1290亿千瓦时。风光装机高增下，发电量分别+11.5%和+27.8%，增量分别为1186和1142亿千瓦时。1-11月火电增量占比仅为25.5%，是近年来新低的数值，反映2024年火电需求偏弱。

2019-2024M1-11全国发电量及分品种发电量增量（亿千瓦时）

年份	总发电量	发电量增量	火电	水电	风电	光伏	核电	火电增量占比
2019	71422	3508	1860	507	324	278	540	53.0%
2020	74168	2747	1144	606	569	249	179	41.7%
2021	81122	6953	4904	-300	1521	416	413	70.5%
2022	83886	2765	829	180	1200	453	103	30.0%
2023	89090	5203	3787	-611	1223	650	155	72.8%
2024M1-11	85687	4955	1264	1290	1186	1142	73	25.5%

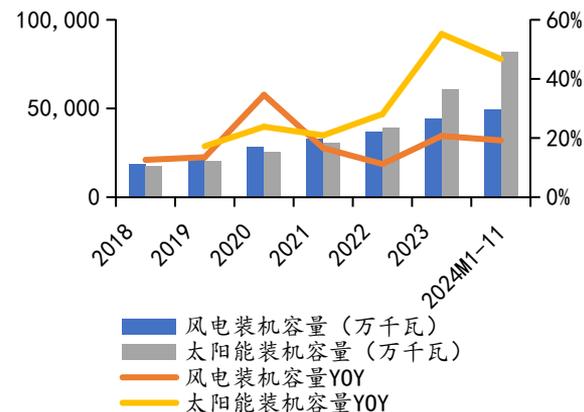
资料来源：Wind，华福证券整理

水电发电量（亿千瓦时）、YOY



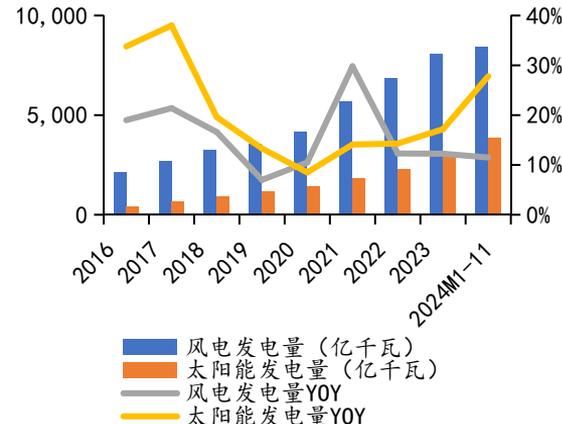
数据来源：Wind，华福证券研究所

风光装机（万千瓦时）、YOY



数据来源：Wind，华福证券研究所

风光发电量（亿千瓦时）、YOY



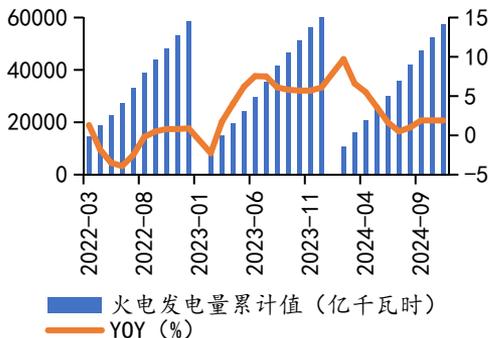
数据来源：Wind，华福证券研究所

### 3.3 电力：2025年火电增速降幅有望边际改善

#### 2025年火电增速降幅有望边际改善。

短期来看，迎峰度冬期间寒潮时有发生，电厂日耗和供热用煤开始提升，发电和供热耗煤有望改善，带动产业链去库。展望2025年，假设总发电量稳健、风光核与24年增速保持一致、水电无增量情况下，火电增速或达2.1%-4.6%，增速降幅有望较2024年边际改善。

火电发电量（亿千瓦时）、YOY



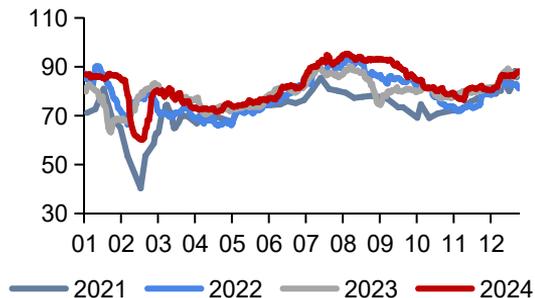
数据来源：Wind，华福证券研究所

火电发电量增速敏感性分析

2025年火电增速		2025年总发电量增速		
		5.0%	5.5%	6.0%
2025年水电增速	-5%	3.1%	3.9%	4.6%
	0%	2.1%	2.9%	3.6%
	5%	1.1%	1.9%	2.6%

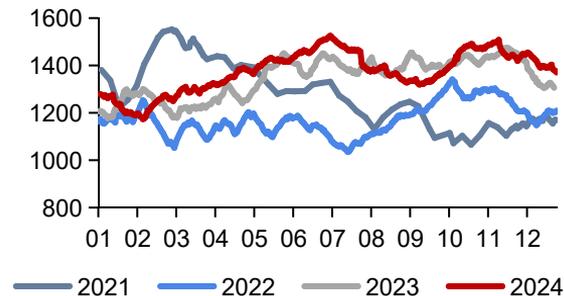
数据来源：Wind，华福证券研究所

六大电厂日耗（万吨）



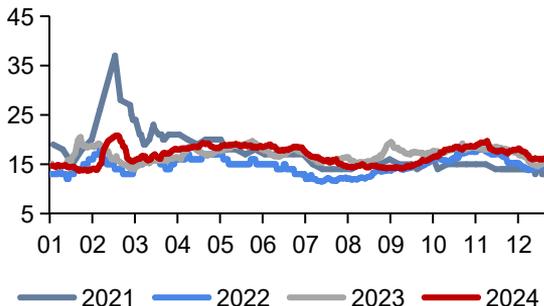
数据来源：Ifind，华福证券研究所

六大电厂库存（万吨）



数据来源：Ifind，华福证券研究所

六大电厂可用天数（天）

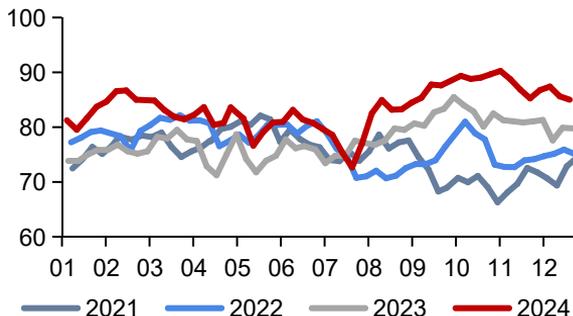


数据来源：Ifind，华福证券研究所

## 3.4 非电：煤化工景气度高位延续

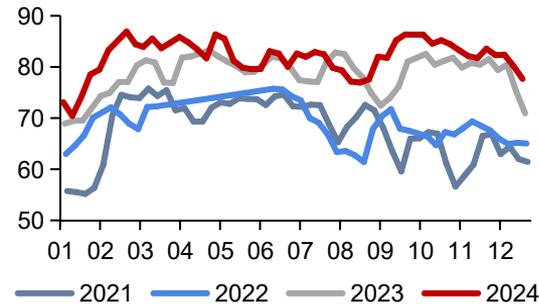
煤化工景气度较高，耗煤量预计继续增长。2023年下半年以来煤化工开工率逐步上行，2024年以来景气度延续，全年大多数时间均处于历史较高水平。随着新疆煤炭放量及煤化工投资加大，煤化工耗煤量或将保持继续增长。

甲醇开工率 (%)



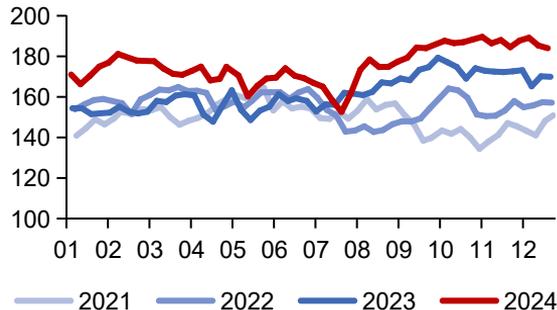
数据来源：Wind，华福证券研究所

尿素开工率 (%)



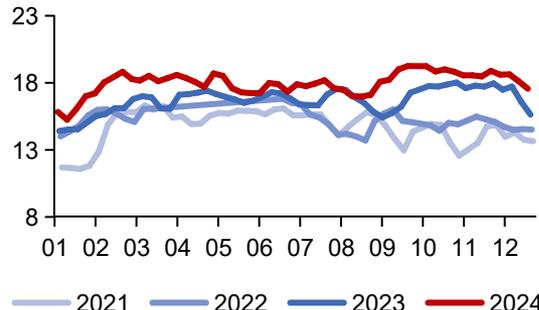
数据来源：Wind，华福证券研究所

甲醇产量 (万吨)



数据来源：Wind，华福证券研究所

尿素产量 (万吨)

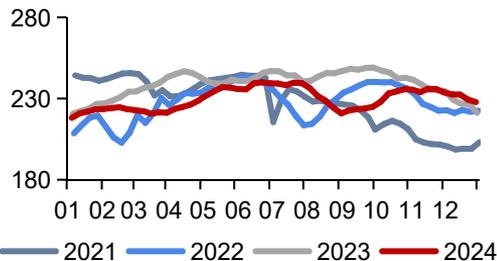


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 3.5 非电：冶金与建材降幅或将收敛

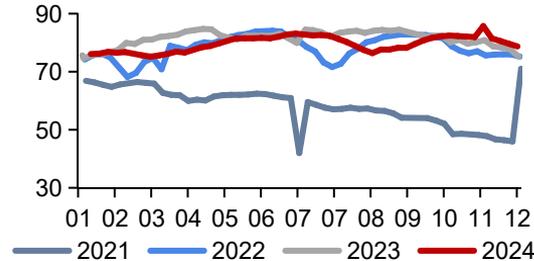
地产基建拖累，冶金及建材耗煤或继续下滑但降幅收敛。2024年1-11月，水泥、粗钢、生铁、焦炭产量同比分别-10.1%、-2.7%、-3.5%、-0.9%，考虑到制造业用钢占比2023年已达到48%，地产基建下滑影响逐步减少，在一揽子宏观政策下预计地产基建有所改善，但2025年或仍将继续下滑，但预计降幅收敛。

日均铁水产量（247家）



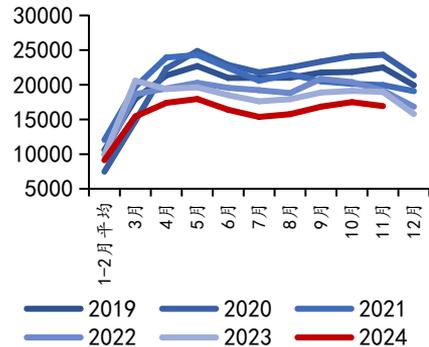
数据来源：Wind，华福证券研究所

高炉开工率（%）



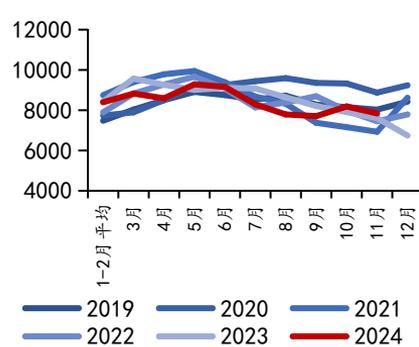
数据来源：CCTD，华福证券研究所

水泥产量（亿吨）、YOY



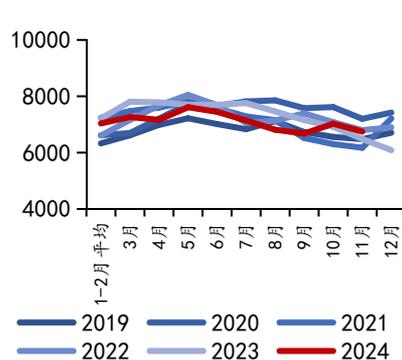
数据来源：Wind，华福证券研究所

粗钢产量（亿吨）、YOY



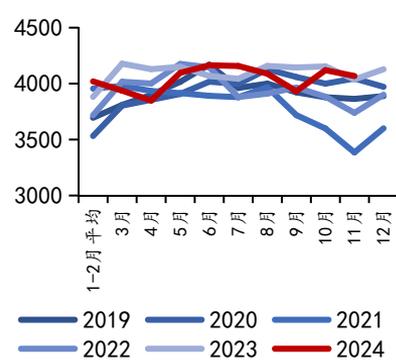
数据来源：Wind，华福证券研究所

生铁产量（亿吨）、YOY



数据来源：Wind，华福证券研究所

焦炭产量（亿吨）、YOY



数据来源：Wind，华福证券研究所

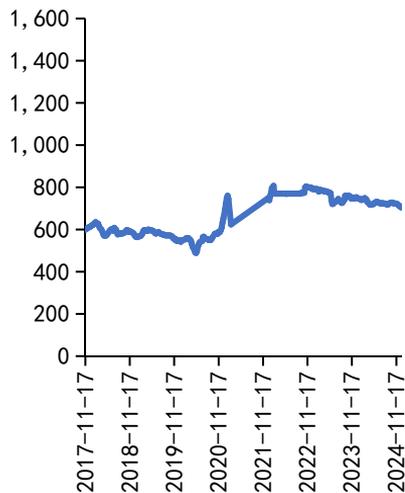
# 目 录

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

## 4.1 动力煤价——波动收敛，以稳为主

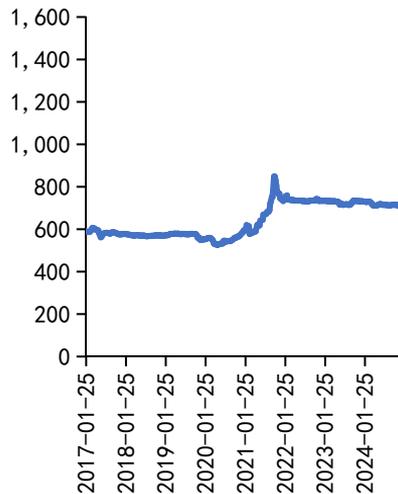
**2025年电煤中长期合同变化：**1) 长协签约比例要求从80%略有降低至75%。2) 全年履约率要求有所放宽，从“全年要求足额履约”放宽至“全年原则上足额履约，最低不得低于90%”。3) 浮动价加入中国电煤采购价格指数（CECI）系数。

### NCEI指数



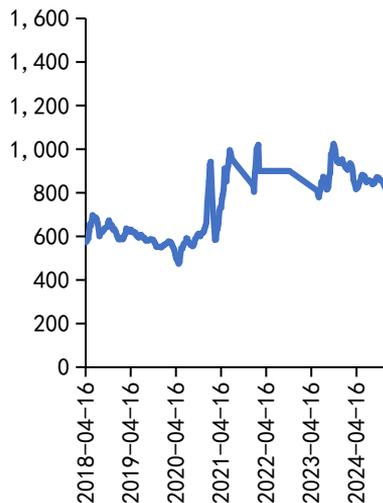
数据来源：Wind，华福证券研究所

### BSPI指数



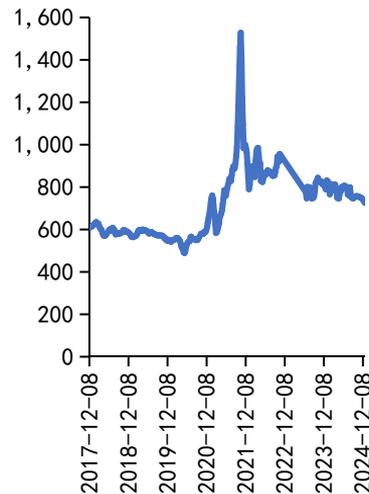
数据来源：Wind、秦皇岛煤炭网，华福证券研究所

### CCTD指数



数据来源：Wind、中国煤炭市场网，华福证券研究所

### CECI指数



数据来源：Wind、中国煤炭市场网，华福证券研究所

## 4.1 动力煤价——波动收敛，以稳为主

近三年电煤中长期合同对比

	2023	2024	2025
<b>签约数量要求</b>			
产煤省区和煤炭生产企业	原则上煤炭生产企业签订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%。其中2021年9月以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。	原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的80%，其中2021年9月以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。	原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的75%，重点煤炭企业任务量较上一年度保持总体稳定。其中2021年9月以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。
<b>价格机制</b>			
以产地价格计算的电煤中长期合同	必须严格按照《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号）、地方人民政府和有关部门明确的本地区价格合理区间签订和履约。		
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，不超过明确的合理区间。		
基准价	按5500大卡动力煤675元/吨执行。	由全国煤炭交易中心根据价格机制定期测算和发布	由全国煤炭交易中心根据价格机制定期测算和发布
浮动价	实行月度调整，当月浮动价按全国煤炭交易中心综合价格指数（NCEI）、环渤海动力煤综合价格指数（BSPI）、秦皇岛动力煤综合交易价格指数（CCTD）综合确定。选取以上3个指数每月最后一期价格，按同等权重确定指数综合价格。		采用全国煤炭交易中心综合价格指数（NCEI）、环渤海动力煤综合价格指数（BSPI）、秦皇岛动力煤综合交易价格指数（CCTD）、 <u>中国电煤采购价格指数（CECI）</u> 综合确定。
<b>履约监管</b>			
履约要求	纳入年度电煤中长期合同监管台账的合同，应按双方签订的月度履约量足额履约。确因特殊原因难以按月度分解量全额履约，经供需双方协商一致，可在月度之间进行适当调剂，但季度、 <u>全年履约量必须达到100%</u> 。	纳入电煤中长期合同监管台账的合同均应严格履约，其中， <u>月度履约率不低于80%，季度履约率不低于90%，全年足额完成履约任务</u> 。迎峰度夏度冬期间要进一步提高履约比例，供需企业对合同履约具有同等责任。	电煤中长期合同应严格履约。其中， <u>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%</u> 。迎峰度夏度冬期间要进一步提高履约比例，供需企业对合同履约具有同等责任。

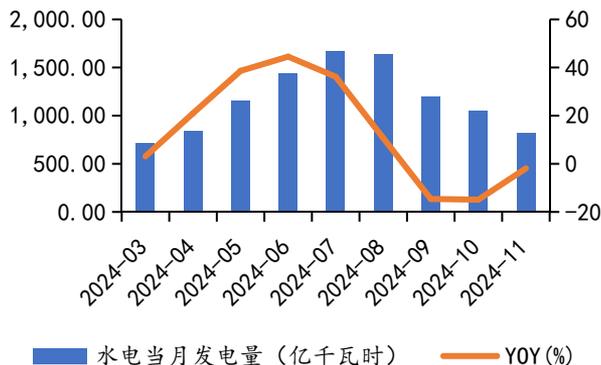
数据来源：国家发改委办公厅、全国煤炭交易平台，华福证券研究所

## 4.1 动力煤价——波动收敛，以稳为主

动力煤：预计25年中枢价格基本持平，全年或呈现先低后高走势。

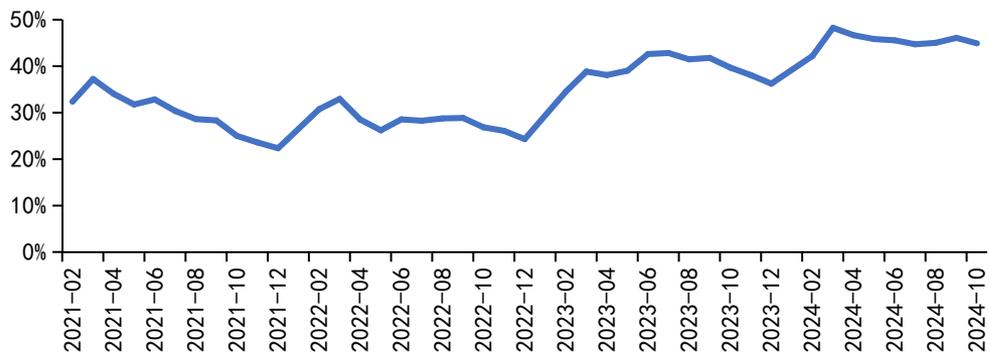
- 1) **供给**：煤炭作为主要能源的地位短期难以改变，双碳政策背景下产能控制严格叠加安监趋严，供给处于紧张状态。从进口煤来看，印澳进口煤量放缓，印尼存在潜在限制出口可能；俄罗斯运价提升，进口量或继续减量。**需求**：煤化工景气度延续，耗煤量继续增长。25年火电发电量增速降幅或可边际改善，且24年9月水电发电量同比开始转负，预计25年起水电替代效应减弱。
- 2) **煤企亏损面扩大，期待托底政策出台**。随着煤价下滑和成本攀升，煤企亏损面快速提升，当前亏损面下长协基准价下调可能性较低且逐步进入托底政策出台的窗口期，如进口煤政策再调整。

水电当月发电量（亿千瓦时）



数据来源：Wind，华福证券研究所

煤企亏损面



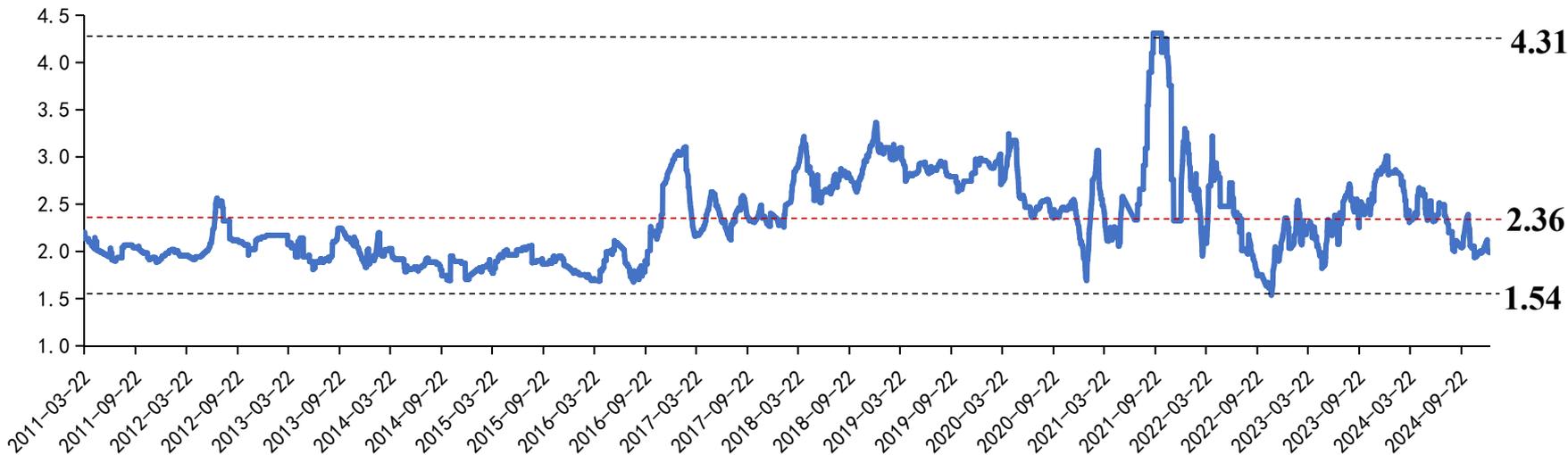
数据来源：Wind、国家统计局，华福证券研究所（注：煤企亏损面=亏损煤企数/总煤企数）

## 4.2 焦煤价格——底部区域静待改善

焦煤：预计25年中枢价格或微降，一季度或出现年内低点。

从焦煤和动力煤价格比值来看，历史最低值为1.54且持续时间较短，2023年价格比均值为2.38，2024年截至12月31日价格比均值为2.36，2024年12月31日价格比为1.99，处于均值下方，当前走势下25Q1或出现低点，两会后需求或有所改善。若以800元动力煤价格为底线，则京唐港主焦煤中性价格为1886元，底部价格为1229元。

焦煤价格/动力煤价格比



数据来源：Wind，华福证券研究所（注：焦煤价取京唐港主焦煤价，动力煤取秦皇岛港5500K动力煤价）

# 目 录

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

## 5 投资建议：红利当先，成长其后

红利当先，成长其后。考虑到动力煤价格整体平稳，优先配置资源禀赋强、成本控制得当、长协比例较高且高股息品种，建议关注中国神华、陕西煤业、中煤能源；待煤价底部确立则可加大估值具备优势且具有成长性煤企的配置，建议关注淮北矿业、山煤国际、广汇能源。

证券代码	上市公司	股息率（按23年分红比例）		归母净利润（亿元）			PE			分红比例	
		2023	2024E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2022	2023
000937.SZ	冀中能源	8%	3%	49.4	15.0	12.6	5.10	14.86	17.78	79%	43%
000983.SZ	山西焦煤	8%	6%	67.7	40.7	46.4	8.28	11.51	10.08	64%	67%
600123.SH	兰花科创	7%	5%	21.0	11.9	15.3	7.82	10.62	8.25	35%	53%
600157.SH	永泰能源	0%	0%	22.7	22.3	25.2	13.43	17.01	15.09	-	5%
600395.SH	盩江股份	5%	1%	7.3	1.7	5.1	18.08	66.10	21.39	40%	82%
600508.SH	上海能源	3%	3%	9.7	8.1	9.3	10.34	11.86	10.29	30%	31%
600997.SH	开滦股份	5%	-	10.9	-	-	11.11	-	-	50%	50%
601666.SH	平煤股份	9%	7%	40.0	28.1	33.0	6.68	8.83	7.53	35%	61%
601699.SH	潞安环能	7%	5%	79.2	38.0	45.3	8.27	11.30	9.47	60%	60%
600758.SH	辽宁能源	-	-	0.2	0.0	0.0	200.43	0.00	0.00	41%	0%
600971.SH	恒源煤电	8%	6%	20.4	13.5	14.8	6.57	8.36	7.64	48%	50%
600985.SH	淮北矿业	7%	6%	62.2	53.7	60.7	6.63	7.06	6.24	37%	43%
000552.SZ	甘肃能化	3%	3%	17.4	15.9	18.5	9.39	9.27	7.98	20%	31%
002128.SZ	电投能源	5%	4%	45.6	55.9	59.0	7.02	7.85	7.44	28%	33%
600121.SH	郑州煤电	-	-	0.3	-	-	154.68	-	-	-	-
600188.SH	兖矿能源	8%	6%	201.4	156.5	175.1	7.32	9.09	8.13	69%	57%
600348.SH	华阳股份	7%	5%	51.8	25.4	31.8	6.80	10.09	8.05	30%	50%
600397.SH	安源煤业	-	-	-1.1	-	-	-26.36	-	-	-	-
600403.SH	大有能源	-	-	-4.8	-	-	-18.89	-	-	66%	-
600546.SH	山煤国际	4%	4%	42.6	29.4	32.7	8.15	7.99	7.18	64%	30%
601001.SH	晋控煤业	6%	5%	33.0	29.9	32.0	6.25	7.65	7.16	35%	40%
601088.SH	中国神华	7%	5%	596.9	597.3	614.7	10.43	13.76	13.37	73%	75%
601101.SH	昊华能源	6%	6%	10.4	14.1	16.1	8.75	8.43	7.36	36%	48%
601225.SH	陕西煤业	6%	6%	212.4	213.4	232.3	9.54	10.57	9.71	60%	60%
601898.SH	中煤能源	6%	4%	195.3	191.1	203.3	6.58	8.45	7.94	30%	38%
000571.SZ	新大洲A	-	-	-1.1	-	-	-22.55	-	-	-	-
601918.SH	新集能源	3%	2%	21.1	22.9	24.7	6.47	8.13	7.53	14%	18%
600256.SH	广汇能源	10%	8%	51.7	41.5	57.3	9.06	10.64	7.70	46%	88%

信息来源：Wind，华福证券研究所（注：陕西煤业、中国神华盈利预测为华福证券预测，其余为Wind一致预期；数据截至2024年12月31日）

# 目 录

- 1. 复盘：煤价下移，回调基本充分
- 2. 供给：增量有限且不确定性增大
- 3. 需求：火电有望边际改善，非电企稳
- 4. 煤价：动力煤以稳为主，焦煤先降后升
- 5. 投资建议：红利当先，成长其后
- 6. 风险提示

- 1、国内煤炭产能释放超预期：**煤企上市公司业绩与煤价直接相关，而煤价受到煤炭供需的影响，若产能释放超预期，将直接影响煤炭供给，从而影响公司业绩。
- 2、进口煤超预期：**进口煤量增会冲击国内市场，促使煤价下跌，对公司业绩产生不利影响。
- 3、替代电源发电量超预期：**虽然火电目前仍为我国主要发电形式，但水电、风电、太阳能、核电等方式正受政策扶持快速发展，将对下游需求产生替代。
- 4、宏观经济不及预期：**煤炭下游需求与火电、钢铁等与宏观经济周期直接相关行业绑定，宏观经济放缓会带动煤炭需求下滑。

## 分析师声明

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

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

