

## 煤炭

## 25 年煤炭年度策略报告

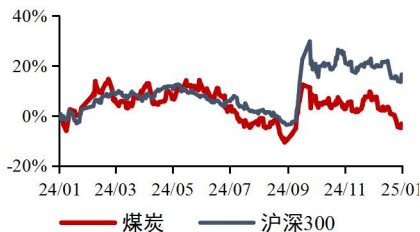
## 同步大市-A(下调)

## 以进促稳，红利套息

2025 年 1 月 15 日

行业研究/行业年度策略

## 煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

## 首选股票

## 评级

## 相关报告：

【山证煤炭】看好一季度需求增长，红利价值仍可期-【山证煤炭】行业周报 (20250106-20250112)：2025.1.13

【山证煤炭】煤价获得支撑，板块红利价值待显-【山证煤炭】行业周报 (20241230-20250105)：2025.1.6

## 分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

## 投资要点：

- **回顾：**2024 年煤价多次验证底部，估值持续修复，风险偏好提升。
- **供给：**山西复产效果有限，部分煤种同比收缩。山西复产弥补供应缺口，但复产力度有限，内蒙新疆贡献较大增量。炼焦煤和无烟煤产量有所收缩。
- **需求：**分化趋势不改，关注电力与化工用煤。用电平稳，水火博弈。焦化行业产能优化，制造业和钢材出口支撑终端需求。化工用煤增长点或在新疆。
- **进口煤：**小幅放量，进口结构延续 2023 年趋势。进口煤小幅放量，进口价格回落，推测海外煤炭供需也较为宽松。进口结构延续 2023 年趋势，国别变动趋势与煤种变动趋势基本吻合。
- **不同情景假设下的分煤种展望：以进促稳，需求是关键。**为了对冲内需偏弱以及海外不确定性，中国在改变货币政策立场的同时还将实施更加积极的财政政策，未来政策“组合拳”值得期待。因此，我们将按正常情景和逆周期调节情景来对不同煤种供需关系进行推演。动力煤方面，预计 2025 年价格底部坚实，政策调节有望推升价格中枢。正常情景下，价格中枢存在小幅下降预期；逆周期调节情景下，价格中枢有望提升。炼焦煤方面，需求表现决定 2025 年价格走势。正常情景下，内需偏弱，价格待涨。逆周期调节情景下，供需关系由松转紧，价格弹性高于动力煤。
- **投资建议：看好红利套息机会。**低利率环境吸引资金配置煤炭等高股息资产。煤炭红利价值还体现在套息交易。建议关注稳定高股息品种和弹性高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【平煤股份】、【淮北矿业】、【冀中能源】、【兖矿能源】、【广汇能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【晋控煤业】。
- **风险提示：**25 年新疆产量释放过快；逆周期政策调节力度不及预期；美国对华出口商品加征关税；其他国家对华出口商品反倾销调查超预期；进口煤价格同比下降，若海外利差继续走扩，进口煤量增加冲击国内价格；南方多雨有助水电增长，若水电大幅发力或将一定程度上挤压火电；地产趋势仍有待改善，相关需求复苏不及预期将会影响非电煤需求；新能源消纳问题解决，火电能源占比存在调整预期；随着煤矿开采深度提升，生产成本增加，或对煤企盈利产生影响；部分上市公司并未给出较高分红承诺，分红意愿调整将影响持续分红预期；低利率环境显著变化后，煤炭企业套息交易空间收窄。



## 目录

1. 回顾：2024 年煤价多次验证底部，估值持续修复，风险偏好提升.....	5
1.1 2024 年煤炭价格多次验证底部区域.....	5
1.2 煤炭指数表现显著强于煤炭价格，行业投资风险偏好提升.....	6
2. 供给：山西复产效果有限，部分煤种同比收缩.....	8
2.1 山西复产弥补供应缺口.....	8
2.2 山西复产力度有限，内蒙新疆贡献较大增量.....	9
2.3 炼焦煤和无烟煤产量有所收缩.....	10
3. 需求：分化趋势不改，关注电力与化工用煤.....	12
3.1 需求分化.....	12
3.2 用电平稳，水火博弈.....	12
3.3 焦化行业产能优化，制造业和钢材出口支撑终端需求.....	14
3.4 化工用煤增长点或在新疆.....	15
4. 进口煤：小幅放量，进口结构延续 2023 年趋势.....	18
4.1 进口煤小幅放量，进口价格回落.....	18
4.2 进口结构延续 2023 年趋势.....	19
5. 不同情景假设下的分煤种展望：以进促稳，需求是关键.....	21
5.1 动力煤：2025 年价格底部坚实，政策调节有望推升价格中枢.....	21
5.1.1 正常情景：价格中枢存在小幅下降预期.....	21
5.1.2 逆周期调节情景：价格中枢有望提升.....	22
5.2 炼焦煤：需求表现决定 2025 年价格走势.....	23
5.2.1 正常情景：内需偏弱，价格待涨.....	23
5.2.2 逆周期调节情景：供需关系由松转紧，价格弹性高于动力煤.....	24
6. 投资建议：看好红利套息机会.....	26
7. 风险提示.....	28



## 图表目录

图 1: 秦港 5500 大卡动力煤价格走势 (元/吨) .....	6
图 2: 京唐港主焦煤价格走势 (元/吨) .....	6
图 3: 煤炭指数年内突破前高.....	6
图 4: 2024 年煤炭行业估值显著提升.....	6
图 5: 煤炭指数跑赢煤炭价格.....	7
图 6: “924 政策底”后行业风险偏好显著提升 (%) .....	7
图 7: 中国原煤产量及增速 (%) .....	8
图 8: 中国原煤产量月度分布 (万吨) .....	8
图 9: 24 年中国原煤产量下半年月度增量转正.....	8
图 10: 2024 年前 11 月主产区产量增速对比 (亿吨; %) .....	9
图 11: 前十大产量煤企 2024 年各月与 23 年月均产量比较 (%) .....	10
图 12: 2019 年-2024 年前 11 月各煤种产量占比.....	10
图 13: 2019 年-2024 年前 11 月各煤种产量增速.....	11
图 14: 电力需求和非电需求分化 (累计同比%) .....	12
图 15: 制造业投资维持高增 (%) .....	13
图 16: 全社会用电持续高增.....	13
图 17: 24 年以来水电增速前高后低.....	13
图 18: 24 年 9 月后三峡来水偏枯 (立方米/秒) .....	13
图 19: 24 年中国焦炭产量或小幅收缩.....	14
图 20: 铁水产量受制造业和钢材出口支撑.....	14
图 21: 24 年中国钢材产量或保持平稳.....	15



图 22: 24 年中国钢材出口维持较高增速.....	15
图 23: 新疆现代煤化工项目建设情况.....	17
图 24: 中国进口煤量及增速 (%) .....	18
图 25: 中国进口煤量月度分布 (万吨) .....	18
图 26: 中国进口煤年度均价.....	18
图 27: 中国进口煤价格走势.....	18
图 28: 中国各煤种进口价格走势.....	19
图 29: 2019 年-2024 年前 11 月各煤种进口占比.....	20
图 30: 2019 年-2024 年前 11 月各供应国进口煤量占比.....	20
图 31: 低利率环境吸引资金配置煤炭等高股息资产.....	26
表 1: “十四五” 国家及自治区现代煤化工相关政策.....	16
表 2: 正常情景下的动力煤供需平衡表 (万吨; %) .....	22
表 3: 逆周期调节情景下的动力煤供需平衡表 (万吨; %) .....	23
表 4: 正常情景下的炼焦煤供需平衡表 (万吨; %) .....	24
表 5: 逆周期调节情景下的炼焦煤供需平衡表 (万吨; %) .....	25
表 6: “增持贷”、“回购贷” 与 SFISF 套息路径与价值传导比较.....	27

## 1. 回顾：2024 年煤价多次验证底部，估值持续修复，风险偏好提升

### 1.1 2024 年煤炭价格多次验证底部区域

2024 年，煤炭价格波动趋缓，在底部拥有较为坚实的支撑。

#### ➤ 动力煤方面

1-2 月：价格延续旺季特征，价格水平与 23 年四季度基本持平，波动不明显。

3 月：随着气温回升和供暖季结束，动力煤价格呈现季节性回调，幅度相对有限，在 800 元/吨点位形成较强支撑，再次验证底部。期间下游电厂库存水平较低，显示出对后市相对谨慎的态度。

4-5 月：稳增长政策陆续出台，需求预期改善，非电需求释放，带动价格反弹。期间电厂预期有所改变，集中补库，价格一度接近冬季高点。

6 月-8 月：随着高温天气频繁出现，市场对夏季用电需求的预期有所提升。尽管日耗没有显著偏离往年水平，但电厂库存水平高于往年，显示下游电厂对于旺季需求较高的预期。但考虑到电厂库存策略的变化和水电出力情况，动力煤价格走势相对平稳。

8 月-10 月：电厂淡季补库拉升需求，在一定程度上提振了价格，动力煤淡季不淡。

10 月-12 月：产地产量释放叠加进口煤涌入国内市场，供应充裕；暖冬叠加工业用电同比回落，需求欠佳；煤炭价格经历年内第二次压力测试，并在 758 元/吨点位显示出较强支撑。

#### ➤ 炼焦煤方面

1-4 月上旬：尽管供给端释放受阻，价格仍因需求延迟释放持续下行。2 月下旬旺季切换期间价格不涨反跌超出市场预期。

4 月中旬-9 月中旬：需求端利好频出，价格随需求改善出现企稳反弹，验证阶段性底部，之后整体呈现波动走势。

9 月中旬-10 月中旬：进入旺季后铁水产量提升，稳增长政策以更强的力度释放，市场信心再度修复。

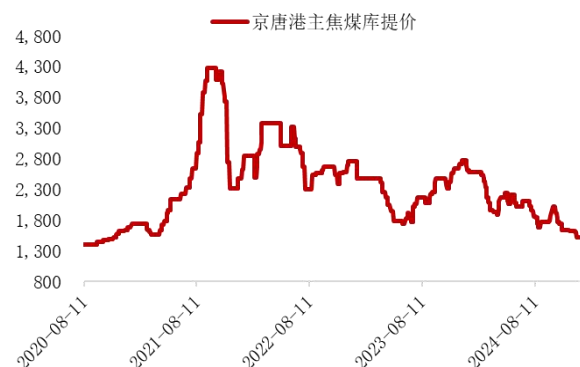
10 月中旬-12 月：需求淡季特征逐步显现，供应持续释放，价格承压。

图 1：秦港 5500 大卡动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：京唐港主焦煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2 煤炭指数表现显著强于煤炭价格，行业投资风险偏好提升

煤炭指数年内突破前高，表现显著强于价格。2024 年上半年煤炭指数延续 2023 年走势，市场对煤炭资产红利价值不断挖掘和肯定，煤炭股呈现较为显著的估值修复。之后随着业绩释放，指数调整。924 政策底出现后，煤炭指数快速修复至前高水平，之后走势相对平稳。

图 3：煤炭指数年内突破前高



资料来源：中信证券，山西证券研究所

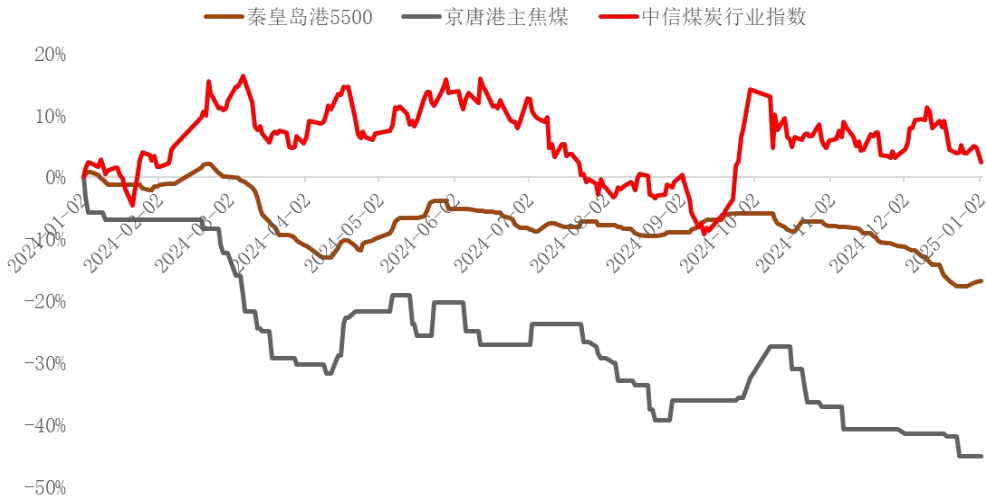
图 4：2024 年煤炭行业估值显著提升



资料来源：Wind，上海申银万国证券研究所，山西证券研究所



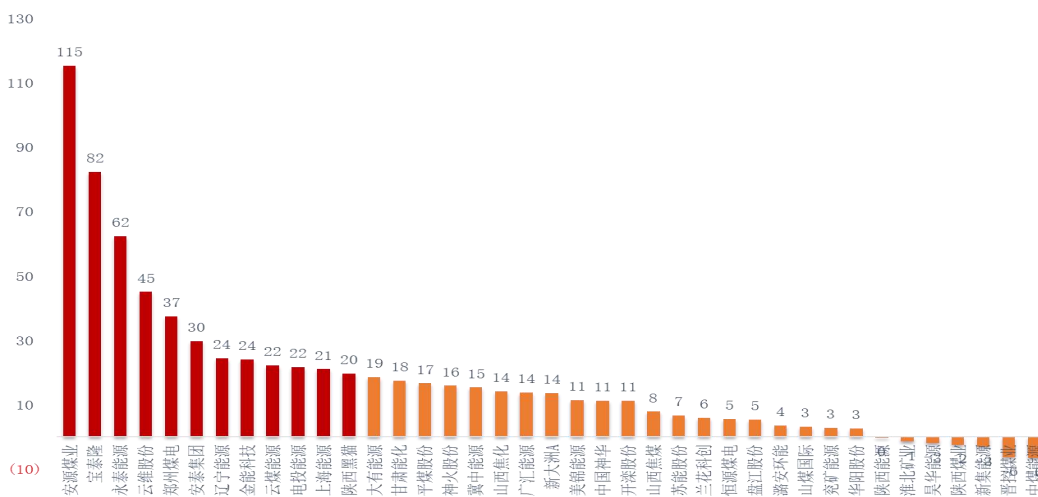
图 5：煤炭指数跑赢煤炭价格



资料来源：Wind，中信证券，山西证券研究所

“924 政策底”后，行业投资风险偏好大幅提升。根据 2024 年 9 月 24 日至 2024 年 12 月 31 日煤炭行业上市公司区间涨跌幅，涨幅超过 20% 的上市公司普遍具备“低价”、“亏损”和“破净”等特征。随着稳股市政策公布并不断落地，市场信心修复，增量资金更青睐高赔率标的。

图 6：“924 政策底”后行业风险偏好显著提升 (%)



资料来源：Wind，中信证券，山西证券研究所

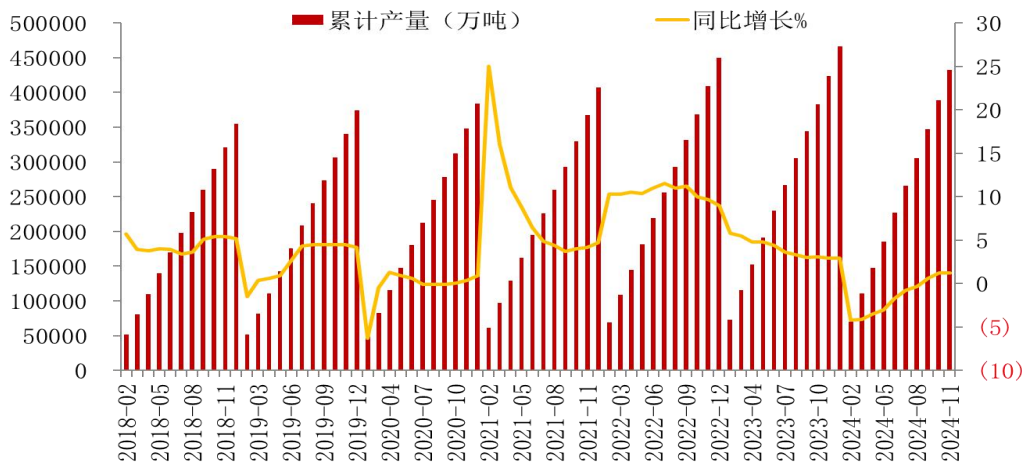
备注：选取 2024 年 9 月 24 日至 2024 年 12 月 31 日区间涨跌幅。

## 2. 供给：山西复产效果有限，部分煤种同比收缩

### 2.1 山西复产弥补供应缺口

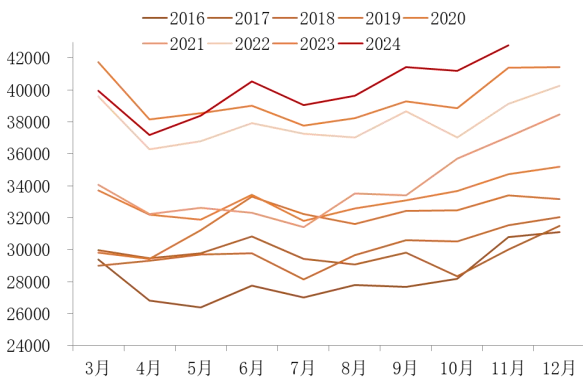
安监冲击后，下半年产量恢复。我们曾在中期策略报告《稳中求进》（2024年6月27日）里提到24年上半年部分地区安监升级，影响产量释放。下半年随着安监进入新常态化阶段，产量释放逐步进入正常水平，原煤产量稳中有升。

图7：中国原煤产量及增速（%）



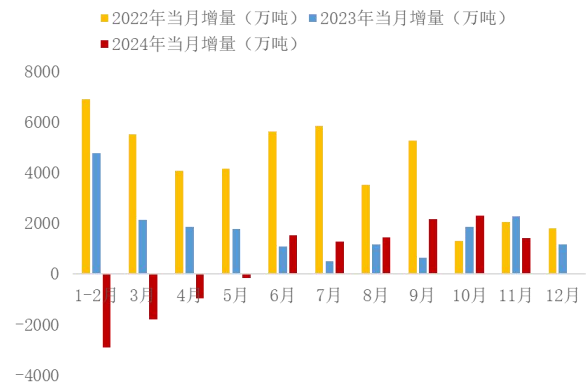
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图8：中国原煤产量月度分布（万吨）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图9：24年中国原煤产量下半年月度增量转正



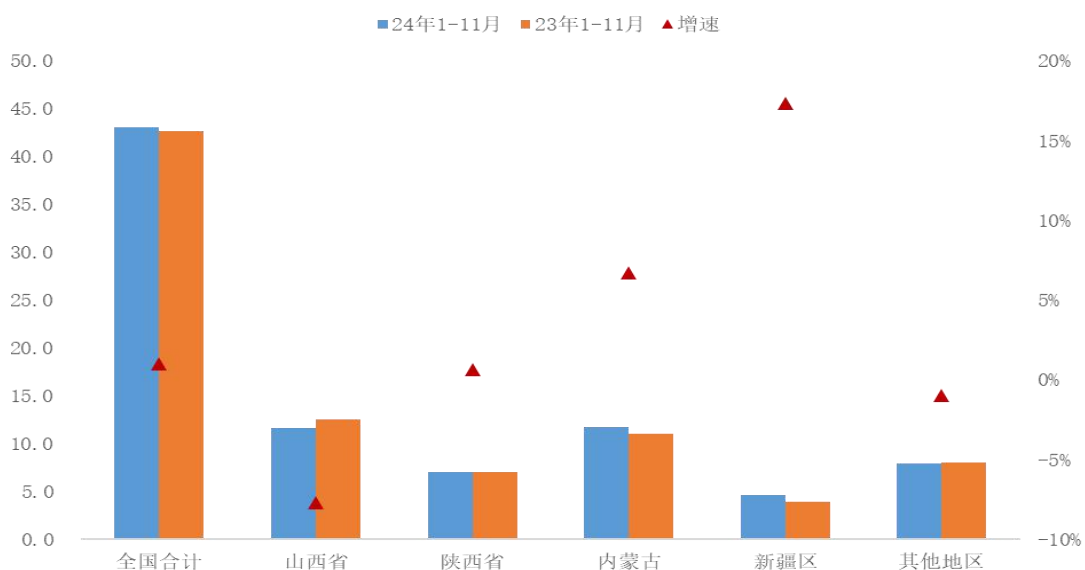
资料来源：国家统计局，山西证券研究所



## 2.2 山西复产力度有限，内蒙新疆贡献较大增量

内蒙领先，山西减产，新疆高增。从全国和各主产区产量分布来看，内蒙古自治区产量超过山西省成为全国第一产煤省份，同时贡献了最多的增量；山西省产量增速为负，同时低于全国平均水平并显著低于其余主产区；在主要产区中新疆自治区保持了较快增速及较为显著的增量贡献。

图 10：2024 年前 11 月主产区产量增速对比（亿吨；%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

山西“查三超”影响上半年产量，下半年增量有限。2024 年 4 月，山西省应急管理厅、国家矿山安监局山西局、山西省能源局印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》（以下简称《通知》），决定立即在山西全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治。《通知》明确，专项整治范围包括所有正常生产建设煤矿、具备生产条件的停工停产煤矿。其中 2 月底前为煤矿企业自查自改阶段，3 月 1 日至 5 月 31 日为市、县重点检查阶段。根据中国煤炭工业协会数据，前十大煤企中晋能控股集团、山西焦煤集团、潞安化工集团等山西煤炭企业前 11 月当月产量与 23 年月均产量比较，1-5 月份期间产量出现不同程度的下滑，6 月之后产量增速较一季度有所好转，但新常态下复产力度有限且已对部分企业造成实质减产。

图 11：前十大产量煤企 2024 年各月与 23 年月均产量比较（%）

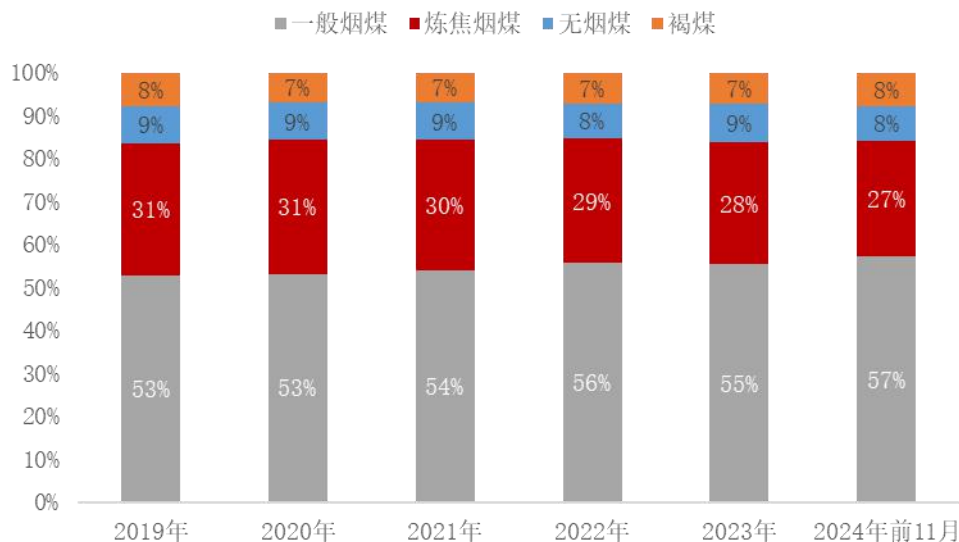
单位：万吨，%	2024年1-2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月
国家能源集团	-1.06%	4.58%	0.67%	-1.10%	-0.91%	-0.29%	0.18%	-0.13%	1.62%	2.83%
山东能源集团	-6.02%	-3.92%	-0.59%	-1.60%	2.65%	1.47%	2.92%	6.25%	2.52%	6.34%
中煤集团	-3.75%	-1.71%	-4.52%	2.82%	4.69%	2.78%	2.64%	7.27%	3.27%	0.86%
陕煤集团	-5.40%	6.14%	5.80%	9.78%	7.06%	-1.04%	0.12%	0.32%	-1.09%	1.19%
华能集团	2.94%	16.00%	3.44%	-5.33%	3.67%	-4.89%	-7.56%	1.67%	5.78%	-0.44%
国电投集团	8.88%	-4.68%	-20.10%	-24.84%	0.06%	-0.38%	10.14%	6.14%	4.36%	1.84%
淮河能源集团	-4.55%	0.75%	-16.67%	-4.13%	-6.85%	-13.50%	0.28%	-4.32%	-4.13%	-5.43%
晋能控股集团	-24.79%	-27.58%	-23.25%	-6.19%	7.45%	6.46%	10.46%	9.91%	-9.59%	-9.12%
山西焦煤集团	-26.19%	-15.09%	-12.24%	-2.24%	0.68%	8.47%	11.91%	9.70%	12.17%	12.17%
潞安化工集团	-23.28%	-15.73%	-13.79%	-10.13%	-11.27%	-8.99%	-6.70%	-7.04%	-5.33%	-6.47%

资料来源：中国煤炭工业协会，山西证券研究所

### 2.3 炼焦煤和无烟煤产量有所收缩

2024 年各煤种产量分化。分煤种来看，因山西是炼焦煤和无烟煤的主要产区，“查三超”对整个炼焦煤和无烟煤的冲击更大，下半年虽然复产但对产量贡献较小；动力煤与褐煤随着下半年产量释放，预计 24 年较 23 年同比有所提升。

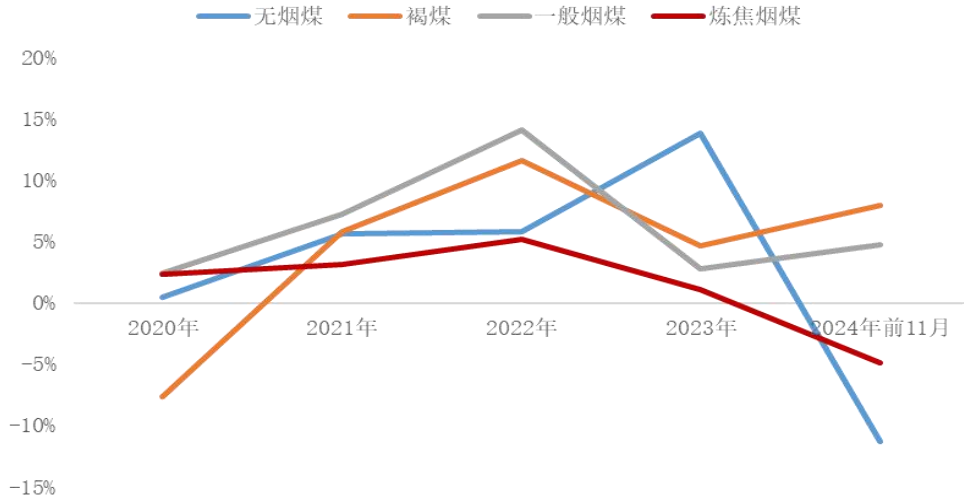
图 12：2019 年-2024 年前 11 月各煤种产量占比



资料来源：汾渭数据，山西证券研究所



图 13：2019 年-2024 年前 11 月各煤种产量增速



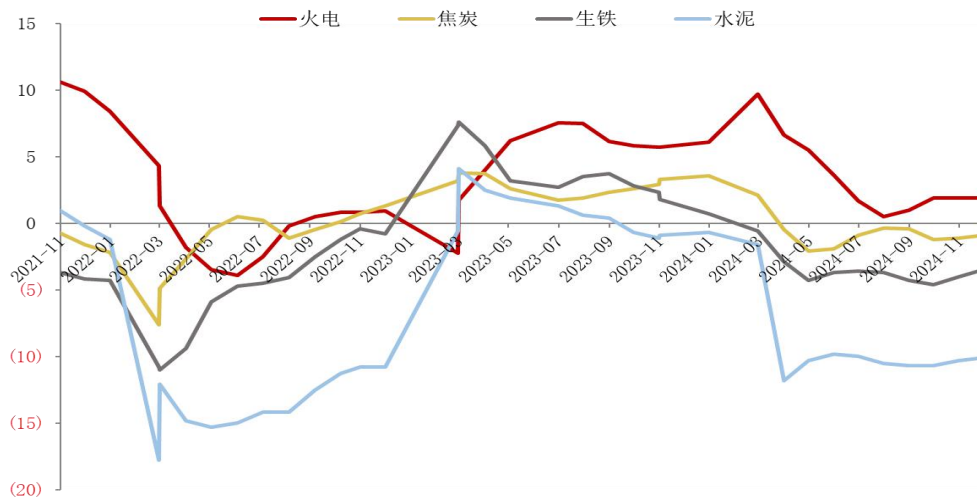
资料来源：汾渭数据，山西证券研究所

### 3. 需求：分化趋势不改，关注电力与化工用煤

#### 3.1 需求分化

分化趋势延续。2024 年下半年以来需求端表现有待改善。前期较为强势的火电走势下半年因能源替代因素有所回落，地产基建链条延续 23 年趋势。当前中国“稳增长”必要性凸显，坚持稳增长的同时也强调向高质量发展转变，新常态下能源消费仍有支撑。同时新型电力系统改革浪潮中火电仍是主体能源，因此电煤需求有望保持增长。非电需求与地产基建关联度高，预计地产基建相关的煤炭消费增速表现弱于电煤消费。

图 14：电力需求和非电需求分化（累计同比%）



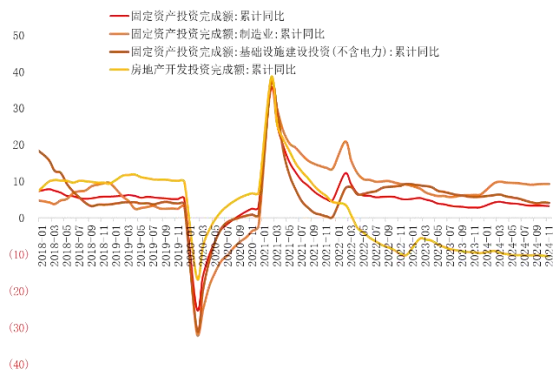
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

#### 3.2 用电平稳，水火博弈

“新质生产力”拉动制造业投资，提振电力需求。自 2023 年 9 月，新质生产力在多项会议与政策通知中被频繁提及。发展新质生产力的核心要素是科技创新催生新产业、新模式、新动能，本质上将让创新要素去代替资本、劳动要素推动经济发展。新质生产力主要包括战略性新兴产业及未来产业两大板块，涵盖新材料、生物技术、新能源汽车、新型储能等行业。在 3 月《政府工作报告》中将发展新质生产力作为 24 年政府工作首要任务，未来新质生产力将是

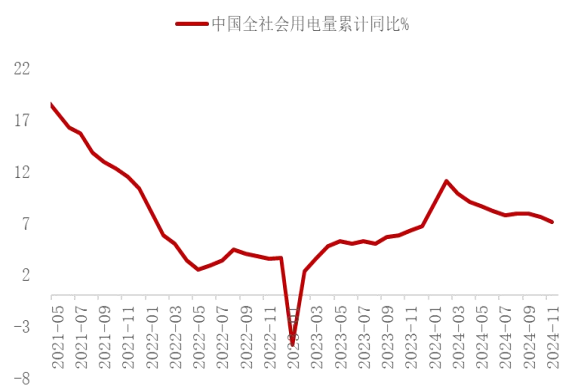
支持经济增长的主要动能。在这一背景下，制造业投资维持高增，在很大程度上提振电力需求，全社会用电量保持平稳增速。（关于对近年用电量高增的解读、未来“新质生产力”相关行业用电需求展望以及相关区域分布等详见 2024 年 8 月 21 日行业专题报告《多维度解析用电量增长》。）

图 15：制造业投资维持高增（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

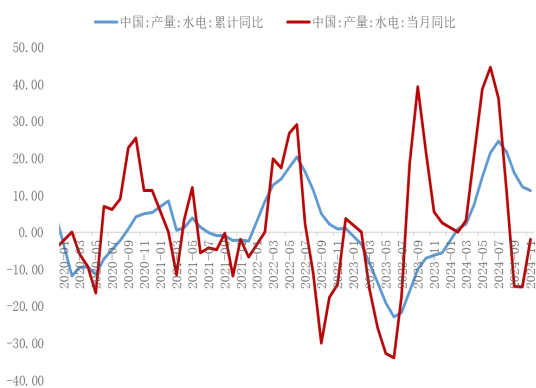
图 16：全社会用电持续高增



资料来源：国家能源局，山西证券研究所

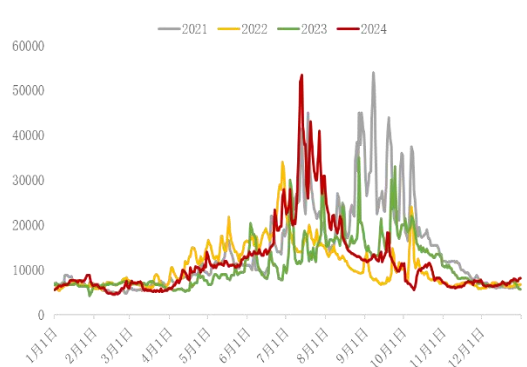
来水下降，水电对火电挤压有限。2024 年夏季南方多雨水，三峡入库流量相较 2023 年有所改善。从水电出力情况看，2024 年 3 月后水电无论同比还是环比增速均持续改善，并呈现边际加速的趋势。迎峰度夏期间，水电出力对火电需求有所影响。但 9 月之后来水严重偏枯，造成水电增速显著降低，四季度当月负增长，对火电的挤压也明显缓解。

图 17：24 年以来水电增速前高后低



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 18：24 年 9 月后三峡来水偏枯（立方米/秒）



资料来源：中国长江三峡集团公司，山西证券研究所

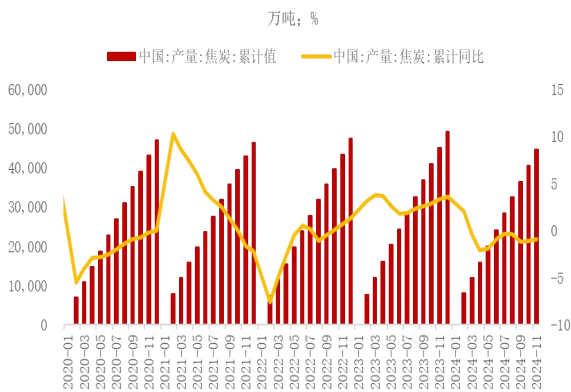
所

### 3.3 焦化行业产能优化，制造业和钢材出口支撑终端需求

焦化行业处于去产能阶段，预计产量难有大增。24 年焦化行业加快淘汰落后产能，推动行业实现产业升级。据中国煤炭资源网统计，截止到 2024 年 11 月份，全国在产焦炉产能 56734 万吨，烘炉产能 710 万吨，在建产能 6475 万吨，拟建焦炉 3413 万吨，累计关闭产能 1177 万吨。预计 12 月份淘汰产能 185 万吨，新增产能 300 万吨，全年累计净增产能接近 750 万吨。去产能过程中焦炭产量较 23 年同期有所回落。山东地区产能优化继续推进。根据《山东省空气质量持续改善暨第三轮“四减四增”行动实施方案》文件，2025 年 6 月底前，济南、枣庄、潍坊、泰安、日照、德州 6 市完成焦化退出装置关停，全省焦化装置产能压减至 3300 万吨左右。未来关注内蒙区域和西南区域的去产能进度。

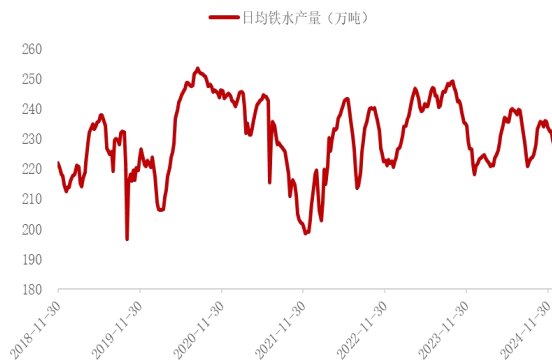
制造业和钢材出口支撑钢材产量。尽管 24 年用钢需求受到基建地产拖累，但制造业和钢材出口等因素拉动，钢材产量规模维持了较高水平。其中，一季度由于基建资金延缓到位，影响钢厂开工；二季度稳增长政策带动下，钢厂陆续复产；三季度在新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策刺激下，钢厂生产积极性大幅提升；四季度高炉集中检修开工回落。未来若各国对于我国反倾销调查和特朗普上任美国总统后对的加征关税主张低于预期，我国钢材出口仍有望保持较为强劲的势头。

图 19：24 年中国焦炭产量或小幅收缩



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

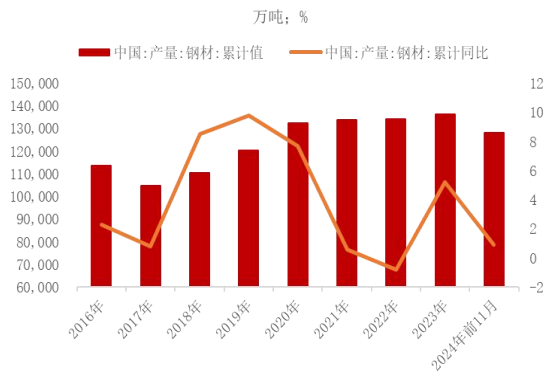
图 20：铁水产量受制造业和钢材出口支撑



资料来源：Wind，山西证券研究所

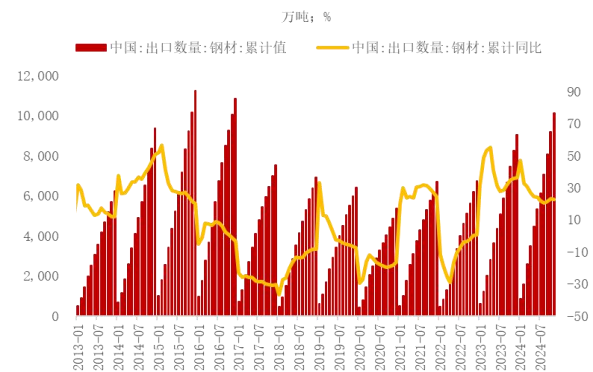


图 21：24 年中国钢材产量或保持平稳



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 22：24 年中国钢材出口维持较高增速



资料来源：海关总署，山西证券研究所

### 3.4 化工用煤增长点或在新疆

**新型煤化工为未来煤化工发展方向。**传统煤化工主要生产焦炭、煤制合成氨等初级产品，而新型煤化工则是采用煤气化、煤液化、甲醇制烯烃等技术生产煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇等高端和多元产品，这些产品也拥有更高的附加值。发改委 2024 年 9 月发布的《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》也提到促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。

**新疆未来有望成为重要新型煤化工基地。**十四五规划中，国家赋予新疆打造“三基地一通道”的重要战略定位，即：建设国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道，煤炭煤电煤化工成为新疆努力打造的八大产业集群之一。据《新疆维吾尔自治区煤炭工业发展“十四五”规划》，“十四五”期间，新疆将稳步发展煤炭煤化工资源密集型产业，加快推进现代煤化工与电力、石油、化工、化纤、冶金、建材、新能源等产业融合发展。

表 1：“十四五”国家及自治区现代煤化工相关政策

政策名称	主要内容
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	要做好煤制油气战略基地规划布局和管控，推动现代煤化工产业示范、技术升级及化工新材料等高端产品发展，稳妥推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设
《“十四五”现代能源体系规划》	推动新疆资源富集区煤炭清洁高效利用，推进新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	推动现代煤化工产业示范区转型升级，稳妥推进煤制油气战略基地建设，构建原料高效利用、资源要素集成、减污降碳协同、技术先进成熟、产品系列高端的产业示范基地
《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	进一步强化煤炭主体能源地位，按照严控增量、强化指导、优化升级、安全绿色的总体要求，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
《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标》	以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设，稳妥推进煤制油气战略基地建设。有序发展现代煤化工产业
《新疆维吾尔自治区工业领域碳达峰实施方案》	加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，大力发展现代煤化工，加快建设准东、哈密国家煤制油战略基地

资料来源：《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》，山西证券研究所

**新疆煤化工项目有望消纳 2 亿吨煤炭资源。**“十四五”时期，新疆充分发挥新疆煤炭资源优势，并将其转化为产业优势和发展优势，在准东、哈密布局了多个煤制油、煤制烯烃等重点现代煤化工项目。根据《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》不完全统计，截至 2023 年底，新疆已投产煤制天然气、煤（甲醇）制烯烃、煤制乙二醇项目产能分别为 33.75 亿 m<sup>3</sup>/a、68 万 t/a、185 万 t/a。假设当前批复和规划项目均投产或可消纳 1.82-2.09 亿吨煤。

图 23：新疆现代煤化工项目建设情况

技术路线	项目名称	产能规模	地点	投产时间
煤制油	国家能源集团哈密能源集成创新基地项目 400 万 t/a 煤制油工程	400 万 t/a	巴里坤	在建
	伊泰伊犁能源有限公司 100 万 t/a 煤制油示范项目	100 万 t/a	伊犁	推进
煤制天然气	新疆庆华伊犁煤制天然气示范项目一期	13.75 亿 m <sup>3</sup> /a	伊犁	2013 年
	浙能新天伊犁煤制天然气示范项目	20 亿 m <sup>3</sup> /a	伊犁	2014 年
	国家能源集团准东 20 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目	20 亿 m <sup>3</sup> /a	准东	已批复
	新业煤化工煤制天然气项目	20 亿 m <sup>3</sup> /a	准东	已批复
	新疆天池准东 20 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目	20 亿 m <sup>3</sup> /a	准东	已批复
	中煤集团条湖 40 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目	40 亿 m <sup>3</sup> /a	巴里坤	推进
	新疆其亚 60 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目一期	20 亿 m <sup>3</sup> /a	准东	推进
	新疆能源集团 40 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目	40 亿 m <sup>3</sup> /a	巴里坤	推进
	河南能源集团 40 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目	40 亿 m <sup>3</sup> /a	准东	推进
	新疆庆华 55 亿 m <sup>3</sup> /a 煤制天然气项目二期	40 亿 m <sup>3</sup> /a	伊犁	推进
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	40 亿 m <sup>3</sup> /a	淖毛湖	推进
	伊泰伊犁煤制天然气耦合加氢气化项目	20 亿 m <sup>3</sup> /a	伊犁	规划
煤制烯烃	国能新疆化工煤基新材料项目	68 万 t/a	乌鲁木齐	2016 年
	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80 万 t/a	准东	在建
	新疆东明塑胶有限公司 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80 万 t/a	准东	在建
	新疆中泰新材料股份有限公司 70 万 t/a 煤制烯烃项目	70 万 t/a	吐鲁番	规划
	伊吾疆纳新能源有限公司 70 万 t/a 煤制烯烃项目	70 万 t/a	哈密	规划
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	150 万 t/a	哈密	规划
煤制乙二醇	新疆天业 5 万 t/a 电石尾气制乙二醇	5 万 t/a	石河子	2013 年
	新疆天业二期 20 万 t/a 煤制乙二醇	20 万 t/a	石河子	2020 年
	新疆天业汇合新材料有限公司一期 60 万 t/a 煤制乙二醇项目	60 万 t/a	石河子	2020 年
	哈密广汇 40 万 t/a 荒煤气制乙二醇项目	40 万 t/a	淖毛湖	2022 年
	新疆中昆新材料有限公司 2×60 万 t/a 天然气制乙二醇项目	60 万 t/a	库尔勒	2023 年

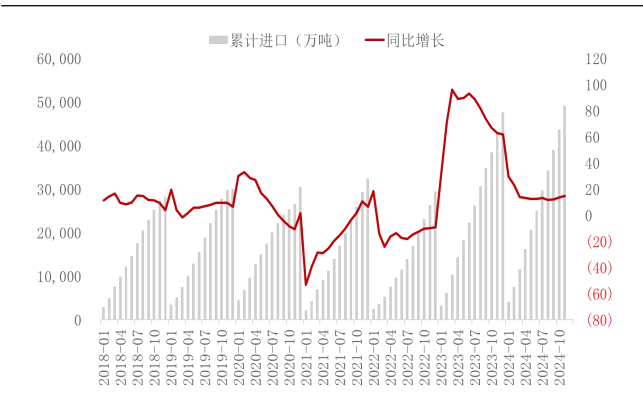
资料来源：《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》，山西证券研究所

## 4. 进口煤：小幅放量，进口结构延续 2023 年趋势

### 4.1 进口煤小幅放量，进口价格回落

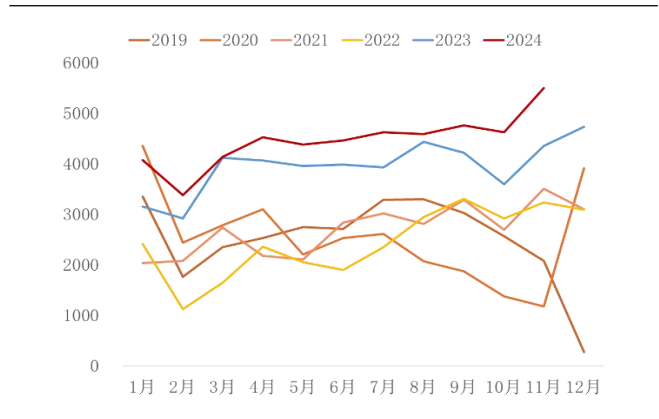
24 年进口煤呈现小幅放量趋势。2024 年上半年供应出现结构性收缩，而需求侧方面电煤相对更为坚挺，因此动力煤价格在上半年也出现了较为持续的反弹。整体来看上半年国内供需存在一定缺口，这一缺口需要通过进口煤来弥补。与 24 年上半年不同，下半年国内产量恢复，国内缺口缩小，进口煤补缺必要性降低。四季度进口放量后并没有拉升海外煤价，因此推测海外煤炭供需也较为宽松。

图 24：中国进口煤量及增速（%）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 25：中国进口煤量月度分布（万吨）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 26：中国进口煤年度均价

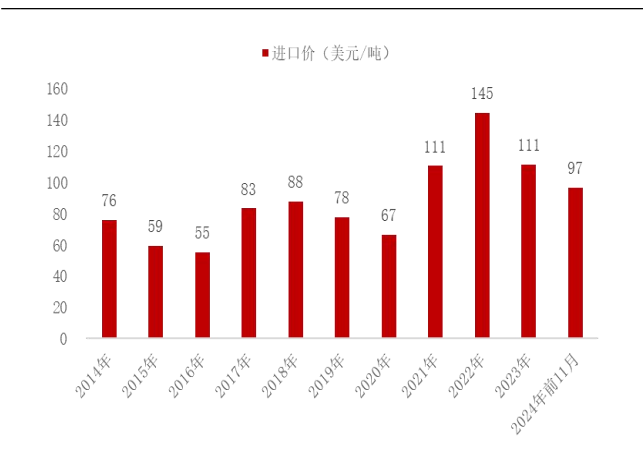


图 27：中国进口煤价格走势

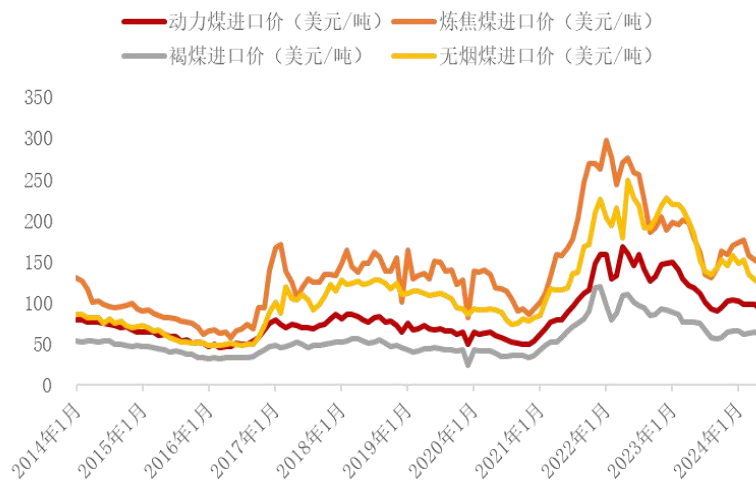


资料来源：海关总署，山西证券研究所

资料来源：海关总署，山西证券研究所

炼焦煤和无烟煤进口价格波动更大。从分煤种价格走势来看，24年进口煤价格呈现前高后低的特征，其中炼焦煤和无烟煤波动更大。对应国内供给特点，海外的炼焦煤和无烟煤提供了国内炼焦煤和无烟煤弹性；动力煤和褐煤更加平稳，具备一定贸易优势。

图 28：中国各煤种进口价格走势

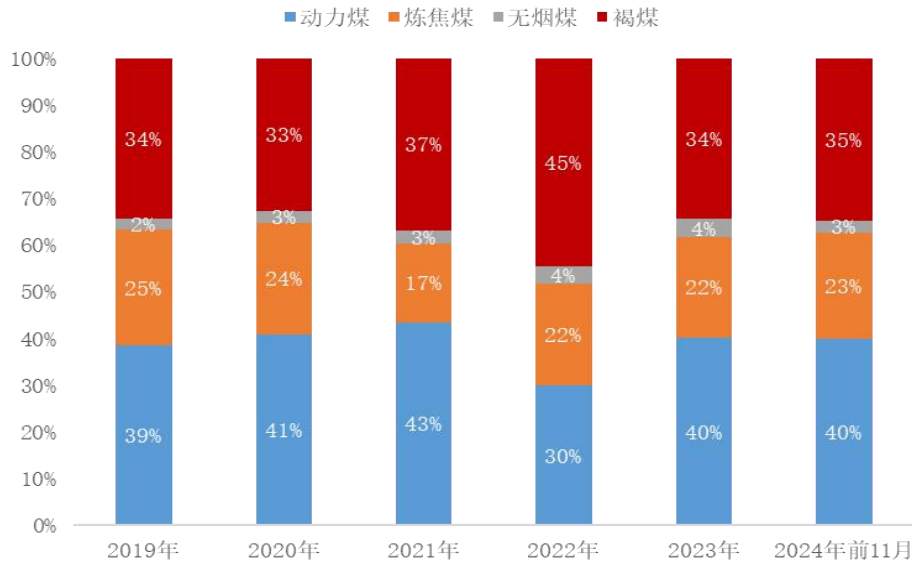


资料来源：海关总署，山西证券研究所

## 4.2 进口结构延续 2023 年趋势

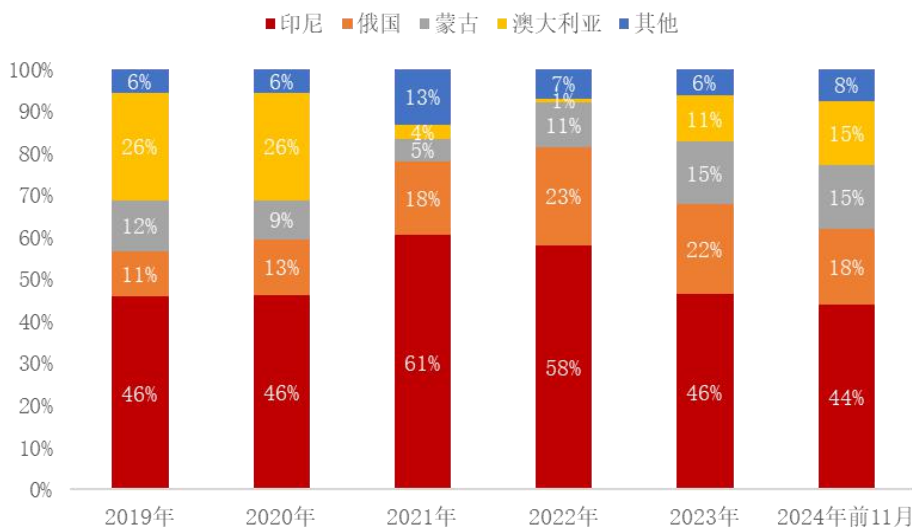
**进口结构延续 2023 年趋势。**2024 年以来进口煤种结构基本延续 2023 年的格局，其中炼焦煤和褐煤占比有所提升，无烟煤占比有所下降，动力煤占比基本上恢复到 2019 年和 2020 年的水平。对比 2022 年俄乌战争和夏季枯水期间，全球抢煤，中国则更多进口相对便宜的褐煤来补充市场缺口。2024 年以来进口煤国别结构延续 2023 年的变化趋势，其中印尼和俄国占比继续降低，澳大利亚占比继续提升，外蒙古占比保持不变。国别变动趋势与煤种变动趋势基本吻合。

图 29：2019 年-2024 年前 11 月各煤种进口占比



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 30：2019 年-2024 年前 11 月各供应国进口煤量占比



资料来源：海关总署，山西证券研究所



## 5. 不同情景假设下的分煤种展望：以进促稳，需求是关键

保供压力减少，逆周期调节值得期待，分两种情景研判分煤种供需。2025年，我们认为煤炭供应端扰动因素或将较2024年有所降低，无论国内产量还是进口煤供应，短期内出现断崖式下降的概率较低；需求端，预计地产基建链条仍然保持回落趋势，制造业增速趋稳，化工用煤或保持一定增速；全年保供压力下降。但考虑到为了对冲内需偏弱以及海外不确定性，中国在改变货币政策立场的同时还将实施更加积极的财政政策，未来政策“组合拳”值得期待。因此，我们将按正常情景和逆周期调节情景来对不同煤种供需关系进行推演。

### 5.1 动力煤：2025年价格底部坚实，政策调节有望推升价格中枢

#### 5.1.1 正常情景：价格中枢存在小幅下降预期

正常情景下的关键假设：

- **供应：**根据全国能源工作会信息，2024年全年全国煤炭产量约47.6亿吨，2025年煤炭产量力争达到48亿吨左右。考虑资源禀赋，我们假设增量全部为动力煤。
- **需求：**24年电力用煤增速受水电挤压，25年用电维持高增、水电出力低于24年；24-25年建材用煤因基建投资增速放缓而收缩，25年收缩幅度小于24年；24-25年化工用煤维持较高增速，一方面化工品利润空间尚可，另一方面新疆地区未来增量可期；24-25年冶金用动力煤持平；24年供热耗煤因暖冬因素有所减少，25年回归正常；24年其他用煤量基于前11月数据线性推算，25年保持不变。
- **进口：**在正常情景下，国内保供压力不大，但如前文所述海外煤炭供需偏松，因此进口煤仍有一定增量空间。动力煤进口增量或主要由澳大利亚、印尼和蒙古贡献。俄罗斯受运力限制，增量有限。

供需与价格研判：

2024年动力煤供需偏松，宽松形势较2023年收紧。正常情景下，预计2025年全年价格中枢仍有小幅下降预期。价格变化方面，由于增量大部分来自相对较远的新疆产区，因此预计价格会在750-800元/吨区间形成较为明显支撑。

表 2：正常情景下的动力煤供需平衡表（万吨；%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E
有效供应量	319004	322430	342094	375433	382283	386106	391897
增速%		1.07%	6.10%	9.75%	1.82%	1.00%	1.50%
净进口量	22056	22920	26647	22574	36787	41202	43262
增速%		3.92%	16.26%	-15.28%	62.96%	12.00%	5.00%
电力用煤量	205782	210533	228987	237604	258722	266484	279808
增速%		2.31%	8.77%	3.76%	8.89%	3.00%	5.00%
建材用煤量	28658	28941	32431	29963	29096	27350	26530
增速%		0.99%	12.06%	-7.61%	-2.89%	-6.00%	-3.00%
化工用煤量	19442	19925	22053	22871	24995	28744	31618
增速%		2.48%	10.68%	3.71%	9.28%	15.00%	10.00%
冶金用煤量	15976	17573	16942	17101	17609	17609	17609
增速%		9.99%	-3.59%	0.94%	2.97%	0.00%	0.00%
供热耗煤	32065	32546	32255	29587	33738	33063	33394
增速%		1.50%	-0.90%	-8.27%	14.03%	-2.00%	1.00%
其他用煤量	36174	36863	38108	38308	41169	43227	43227
增速%		1.90%	3.38%	0.52%	7.47%	5.00%	0.00%
供需对比	2963	-1030	-2035	22573	13741	10830	2973

资料来源：中国煤炭资源网，山西证券研究所

### 5.1.2 逆周期调节情景：价格中枢有望提升

逆周期调节情景下的关键假设：

- **供应：**根据全国能源工作会信息，2024 年全年全国煤炭产量约 47.6 亿吨，2025 年煤炭产量力争达到 48 亿吨左右。考虑资源禀赋，我们假设增量全部为动力煤。
- **需求：**24 年电力用煤增速受水电挤压，25 年用电在政策刺激下增量更明显、水电出力低于 24 年；24 年建材用煤因基建投资增速放缓而收缩，25 年因政策刺激需求增速回正；24-25 年化工用煤维持较高增速，在政策刺激下，新型煤化工项目有望加速开工和投产；24 年冶金用动力煤持平，25 年在政策刺激下小幅增长；24 年供热耗煤因暖冬因素有所减少，25 年回归正常；24 年其他用煤量基于前 11 月数据线性推算，25 年保持不变。
- **进口：**在逆周期调节情景下，国内保供压力有所增加，或提振进口煤需求。动力煤进口增量或主要由澳大利亚、印尼和蒙古贡献。俄罗斯受运力限制，增量有限。

### 供需与价格研判：

逆周期调节情景下预计 2025 年全年价格中枢或有增长预期，考虑货币增发因素，中枢上涨幅度或超过 100 元/吨。价格变化方面，由于增量大部分来自相对较远的新疆产区，因此预计价格会在 800-850 元/吨区间形成较为明显支撑。

表 3：逆周期调节情景下的动力煤供需平衡表（万吨；%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E
有效供应量	319004	322430	342094	375433	382283	386106	391897
增速%		1.07%	6.10%	9.75%	1.82%	1.00%	1.50%
净进口量	22056	22920	26647	22574	36787	41202	44086
增速%		3.92%	16.26%	-15.28%	62.96%	12.00%	7.00%
电力用煤量	205782	210533	228987	237604	258722	266484	279808
增速%		2.31%	8.77%	3.76%	8.89%	3.00%	5.00%
建材用煤量	28658	28941	32431	29963	29096	27350	27624
增速%		0.99%	12.06%	-7.61%	-2.89%	-6.00%	1.00%
化工用煤量	19442	19925	22053	22871	24995	28744	34492
增速%		2.48%	10.68%	3.71%	9.28%	15.00%	20.00%
冶金用煤量	15976	17573	16942	17101	17609	17609	17785
增速%		9.99%	-3.59%	0.94%	2.97%	0.00%	1.00%
供热耗煤	32065	32546	32255	29587	33738	33063	33394
增速%		1.50%	-0.90%	-8.27%	14.03%	-2.00%	1.00%
其他用煤量	36174	36863	38108	38308	41169	43227	43227
增速%		1.90%	3.38%	0.52%	7.47%	5.00%	0.00%
供需对比	2963	-1030	-2035	22573	13741	10830	-348

资料来源：中国煤炭资源网，山西证券研究所

## 5.2 炼焦煤：需求表现决定 2025 年价格走势

### 5.2.1 正常情景：内需偏弱，价格待涨

#### 正常情景下的关键假设：

- **供应：**炼焦煤稀缺性难以改变，国内精煤供给维持小幅缩量。
- **需求：**经济维持高质量发展，部分产区焦化产能升级，粗钢平控，需求小幅收缩。
- **进口：**在正常情景下，炼焦煤供应弹性主要来自于进口煤。炼焦煤进口增量或主要由

蒙古和澳大利亚贡献。俄罗斯受运力限制，增量有限。

#### 供需与价格研判：

2024 年炼焦煤在进口煤冲击的背景下存在过剩趋势，正常情景下，预计 2025 年全年价格中枢仍有下降预期。价格变化方面，炼焦煤港口价格波动或大于动力煤，价格底部可参考炼焦煤动力煤比价以及主要进口增量国成本。

表 4：正常情景下的炼焦煤供需平衡表（万吨；%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025E
国内有效供应量	48060	48510	48991	49351	49141.98	47668	47191
增速%		0.94%	0.99%	0.73%	-0.42%	-3.00%	-1.00%
净进口量	7329	7179	5460	6358	10213.6	12052	12293
增速%		-2.05%	-23.94%	16.44%	60.64%	18.00%	2.00%
炼焦用煤量	55204	55771	54542	55618	59149.03	58558	57386
增速%		1.03%	-2.20%	1.97%	6.35%	-1.00%	-2.00%
供需对比	185	-82	-91	90	206.55	1162	2098

资料来源：中国煤炭资源网，山西证券研究所

## 5.2.2 逆周期调节情景：供需关系由松转紧，价格弹性高于动力煤

#### 逆周期调节情景下的关键假设：

- **供应：**炼焦煤稀缺性难以改变，国内精煤供给维持小幅缩量。
- **需求：**政策有望拉动内需，有望提振制造业增速和钢材需求，间接拉动焦煤需求。
- **进口：**在正常情景下，炼焦煤供应弹性主要来自于进口煤。若政策提振内需，则会扩大炼焦煤进口需求。炼焦煤进口增量或主要由蒙古和澳大利亚贡献。俄罗斯受运力限制，增量有限。

#### 供需与价格研判：

逆周期调节情景下 2025 年全年焦煤供需或将紧张，考虑货币增发因素，价格中枢有望超过 24 年水平。价格变化方面，炼焦煤港口价格回撤概率降低，炼焦煤动力煤比价有望提升。

表 5：逆周期调节情景下的炼焦煤供需平衡表（万吨；%）

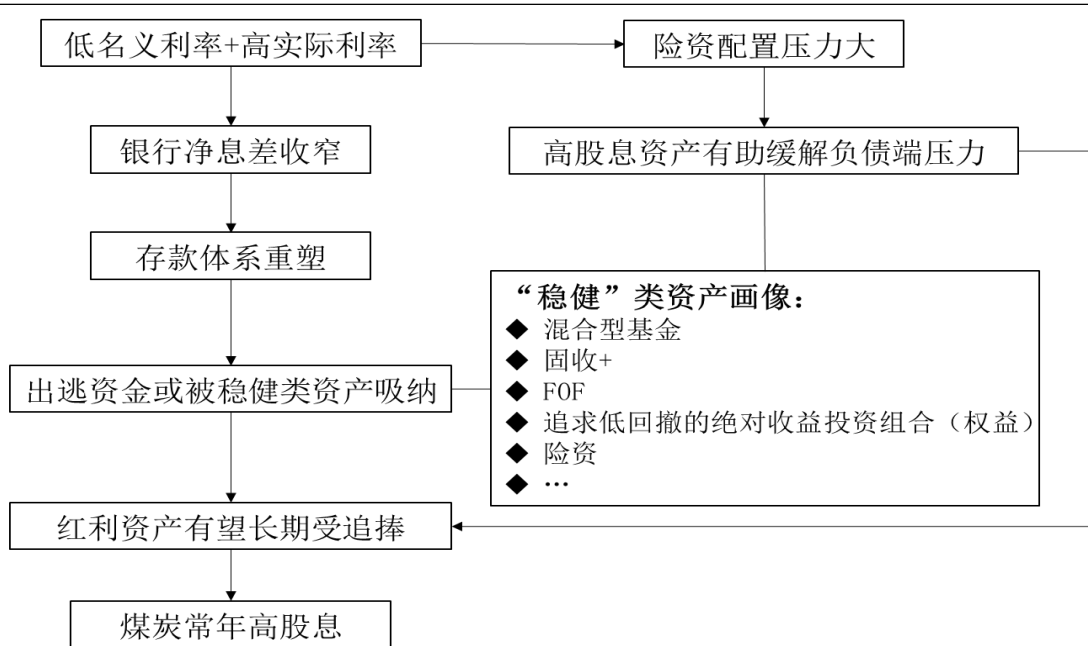
时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025E
国内有效供应量	48060	48510	48991	49351	49141.98	47668	47191
增速%		0.94%	0.99%	0.73%	-0.42%	-3.00%	-1.00%
净进口量	7329	7179	5460	6358	10213.6	12052	13016
增速%		-2.05%	-23.94%	16.44%	60.64%	18.00%	8.00%
炼焦用煤量	55204	55771	54542	55618	59149.03	58558	60314
增速%		1.03%	-2.20%	1.97%	6.35%	-1.00%	3.00%
供需对比	185	-82	-91	90	206.55	1162	-107

资料来源：中国煤炭资源网，山西证券研究所

## 6. 投资建议：看好红利套息机会

低利率环境吸引资金配置煤炭等高股息资产。经济高质量发展趋势不改，国内低利率环境有望维持。经济转型阶段银行息差收窄，存款体系或临重塑。在商业银行盈利回归合理水平的过程中，银行或将经历部分存款被其他风险可控的稳健资产吸纳的过程。此外，随着市场利率下行，保险公司配置压力增加，高股息资产配置有助于缓解险资负债端压力。预计未来红利资产仍为重要配置方向，煤炭具备可持续高股息特征，相关标的或将受青睐。（关于煤炭股息行业比较、高股息成因和可持续性判断、股息估值测算与压力测试等详见 2023 年 11 月 13 日行业专题报告《煤炭股息率估值方法论》。）

图 31：低利率环境吸引资金配置煤炭等高股息资产



资料来源：山西证券研究所

煤炭红利价值还体现在套息交易。低利率环境下，市场逐步认可煤炭红利价值，煤炭股息率水平有所下降。但考虑到煤炭股息率依然处于较高水平，相关公司仍存在套息交易空间。煤炭内生套息机制的形成源于股息率持续高于外部融资成本。套息空间不仅要关注息差，煤炭公司的决策流程、股权结构和杠杆空间也同样重要。随着回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具的不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值。“增持贷”强化煤炭公司“增持-分红”的套



息模式，套息路径相对清晰，间接利好上市公司股价。“回购贷”拓宽煤炭公司回购路径的同时还优化了煤炭公司回购套息成本，回购注销后直接利好股价，此外高分红承诺的煤炭公司还可适时使用“红利盾”。SFISF 的套息空间取决于股息率、招标费率以及质押式回购利率之间的关系，互换机制下非银机构更有动力做多被质押品价格，因此兼具稳定高股息和多指数成分股特征的煤炭上市公司更受益。（关于煤炭股红利价值演绎、不同套息交易模式比较、套息空间测算以及相关案例研究等详见 2024 年 11 月 8 日行业专题报告《煤炭红利价值演绎与套息交易》。）

表 6：“增持贷”、“回购贷”与 SFISF 套息路径与价值传导比较

方式	套息路径	价值传导
增持贷	股息率-增持贷利率	彰显大股东信心，间接利好股价。
回购贷	股息率-回购贷利率	若回购注销，则提升 EPS，直接利好股价。但需博弈对分红的影响。
SFISF	股息率-招标费率-质押式回购利率	潜在利好被质押品价格。

资料来源：山西证券研究所

建议关注稳定高股息品种和弹性高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【平煤股份】、【淮北矿业】、【冀中能源】、【兖矿能源】、【广汇能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【晋控煤业】。

## 7. 风险提示

- 25 年新疆产量释放过快；
- 逆周期政策调节力度不及预期；
- 美国对华出口商品加征关税；
- 其他国家对华出口商品反倾销调查超预期；
- 进口煤价格同比下降，若海外利差继续走扩，进口煤量增加冲击国内价格；
- 南方多雨有助水电增长，若水电大幅发力或将一定程度上挤压火电；
- 地产趋势仍有待改善，相关需求复苏不及预期将会影响非电煤需求；
- 新能源消纳问题解决，火电能源占比存在调整预期；
- 随着煤矿开采深度提升，生产成本增加，或对煤企盈利产生影响；
- 部分上市公司并未给出较高分红承诺，分红意愿调整将影响持续分红预期；
- 低利率环境显著变化后，煤炭企业套息交易空间收窄。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

