



# 公用&化工&交运行业研究

买入（维持评级）  
行业专题研究报告  
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）  
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）  
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）  
zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶  
wangzhiyao@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉  
huozejia@gjzq.com.cn

联系人：任建斌  
renjb@gjzq.com.cn

## 新疆煤炭放量启新章，民爆、能源龙头展宏图

### 投资逻辑

■ 为什么我们看好新疆和疆煤发展空间？

- ✓ 一个新视角：从用电角度看，近年在西部大开发等政策刺激下，新疆已成为西北地区产业转入、集聚的重点区域。
- ✓ 资源赋能：疆煤是优质的动力煤和化工原料煤，且良好的开发条件带来较为凸显的开采成本优势。
- ✓ 增量可期：2015-2024 年间新疆产煤量 CAGR 高达 15.6%，产量增速连续七年位于四大产煤省之首。据我们不完全统计，新疆潜在煤炭产能增量超 3 亿吨、较当下产量增幅约 40%，其中 25-26 年有望释放产能 5580 万吨。

■ 新疆本地消纳的煤炭增量需求空间有多大？

- ✓ 本地用电+外送电需求持续增长，新增疆内煤机有望拉动约 0.4 亿吨潜在用煤需求增量。一方面，高耗能优势产业聚集已成为新疆二产用电高基数、高增长的主要驱动力，且新疆作为西部能源大省、还肩负电力外送重任；另一方面，从发电结构看，新疆火力发电占比较高，火电利用小时数位列全国第一。在此驱动下，新疆煤电装机持续增长，未来可预测的潜在装机量提升空间有望接近 30%，增量耗煤需求约 3635-4006 万吨。
- ✓ 煤化工产业发展的沃土，拟在建新疆煤化工项目驱动煤炭需求增量或将超过 2.3 亿吨。根据不完全统计和相关测算，在目前新疆地区拟在建煤制气、煤制烯烃、煤制油以及煤炭分级分质利用项目投产且满负荷生产的情况下预计分别能够拉动煤炭需求 11949/3577/1775/6100 万吨，投资总额接近 7000 亿元。

■ 新疆外运消纳的煤炭增量需求空间有多大？

- ✓ 受西部地区经济增长、新疆铁路公路基础设施完善的影响，疆煤外运量增量明显、2017-2023 年 CAGR 达 35%。目前疆煤外运量占比依旧较少，主要受制于经济性和运力；据我们测算，当前疆煤在甘肃青海、川渝地区、宁夏等地具备相对经济性，在华中地区以及港口暂无经济性。我们认为通过电气化改造和新开路线，运力仍有增量空间。
- ✓ 邻近省份用煤增量需求有成为疆煤外运增量的重要驱动力。
  - ①从供需基本面来看，与新疆相邻的西南以及西北地区近年煤炭缺口显著，14-22 年煤炭缺口 CAGR 为 10%。
  - ②从邻近省份火电需求看，综合考虑具备疆煤外送经济性省份的“大基地”特高压配套煤电和省内其他待投火电装机后，可测算得邻近省份新增煤电机组有望带来超 0.5 亿吨的疆煤外运潜在需求增量。
  - ③从邻近省份煤化工需求看，甘肃、宁夏地区由于疆煤外运依然具备经济性，因此拟在建项目也可能存在部分疆煤需求，根据不完全统计与相关测算，预计甘宁地区拟在建煤化工项目潜在煤炭需求或将超过 2000 万吨。

■ 疆煤供需齐升，有望带动多少相关民爆市场需求？

- ✓ 2019-2024 年新疆原煤产量和工业炸药产量存在较强的正相关性、相关系数约为 0.97。
- ✓ 从需求增长空间角度而言，假设未来新疆地区炸药产量与煤炭产量依旧能维持较高的关联度与相似增速，在新疆地区未来煤炭产量或将超过 8 亿吨的假设之下，新疆地区工业炸药等民爆相关需求依然拥有近 50%的增长空间。

### 投资建议与估值

新疆煤炭产能放量有望带来相关产业链公司的业绩增长，我们建议关注三类公司：①积极布局新疆产能的优质煤企；②积极布局新疆民爆产能的民爆行业龙头；③提前布局新疆火电机组建设的优质火电企业，如皖能电力等。

### 风险提示

煤价、电价下行超预期风险，煤矿和火电产能扩张不及预期、下游需求不及预期风险，政策变动、原料价格波动、行业竞争加剧风险，相关公司解禁限售风险等。



## 内容目录

1、为什么我们看好新疆和疆煤发展空间？	5
1.1 一个新视角：从用电角度看，新疆具备西部大开发的重要产业机遇	5
1.2 资源赋能：疆煤资源分布集中，开采成本优势凸显	6
1.3 增量可期：疆煤生产正在释放“加速度”，未来潜在产能增量超3亿吨	7
2、新疆本地消纳的煤炭增量需求空间有多大？	10
2.1 本地用电+外送电需求增长，新增火电装机带来用煤增量需求	10
2.2 煤化工产业发展的沃土，拟投煤化工项目驱动用煤增量可期	16
3、新疆外运消纳的煤炭增量需求空间有多大？	21
3.1 外运现状——经济性下外运增量明显，扩能改造带来运力增长空间	21
3.2 邻近省份增量需求有望带来外运增量驱动	30
3.2.1 邻近省份本身存在用煤刚性缺口	30
3.2.2 邻近省份“大基地”配套煤电为代表的装机增长不可忽视	32
3.2.3 邻近省份煤化工或将拉动部分疆煤新增需求	34
4、疆煤供需齐升，有望带动多少相关民爆市场需求？	35
4.1、煤炭产量增长打开民爆需求空间，供给受限背景下区域格局有望持续优化	35
4.2、民爆企业加速新疆市场布局，重点关注产能落地节奏	36
5、投资建议	39
6、风险提示	40

## 图表目录

图表 1：根据 IE 和 LE 可判断某地区产业的具体属性	5
图表 2：新疆是西北地区产业转入、集聚的重点区域	5
图表 3：新疆 1000m 以浅垂深煤炭资源分布 100%	6
图表 4：2022 年新疆煤炭储量占全国第三，储量占比 16.5%	6
图表 5：四大煤炭基地承担重要的新疆煤电、煤化工、外送和本地用煤需求	7
图表 6：新疆原煤产量 2024 年超过 5.4 亿吨，占比 11%	7
图表 7：新疆原煤生产增速领先，24 年同比+18.4%	7
图表 8：“十四五”期间新疆规划新增产能 1.6 亿吨，主要分布于准噶尔、吐哈地区（万吨）	8
图表 9：“十四五”期间新疆规划储备产能 0.8 亿吨，主要分布于准噶尔、吐哈地区（万吨）	8
图表 10：25-26 年预计新疆新增煤矿产能 5580 万吨，集中于准东、伊犁煤田（万吨）	8
图表 11：长期看未来新疆新增产能主要集中于吐哈、准东等疆北区域	8
图表 12：25-26 年预计新疆新增煤矿产能 5580 万吨，27 年及之后其他潜在项目合计仍有 2.6 亿吨增量	8
图表 13：以兖矿能源、特变电工、广汇能源为代表的上市煤企积极布局新疆煤炭产能	9



图表 14: 近年新疆用电量 CAGR 高于全国平均水平	10
图表 15: 新疆近年来用电增速在全国排位 TOP5	10
图表 16: 1-11M24 国网新疆工业售电量占比 64%	11
图表 17: 1-11M24 国网新疆工业售电增量贡献率近 70%	11
图表 18: 近年来新疆有色、原煤、水泥、化肥等行业产品产量增势亮眼	11
图表 19: 新疆规上工业增加值主要由油气开采、煤炭开采、燃料加工等高耗能行业构成	11
图表 20: 2023 年我国多晶硅产能分布中新疆占比 33%	11
图表 21: 截至 7M24 我国电解铝建成产能中新疆占 14%	11
图表 22: 疆电外送发电量的比例近年已提升至 23%+	12
图表 23: 新疆目前外送电格局为“两交两直”，25 年有望实现“三交三直”	12
图表 24: 新疆火电发电量占比在西北五省和全国都属于领先水平（2024 年）	13
图表 25: 疆电外送结构中也是火电占比为主	13
图表 26: 新疆火电利用小时数全国领先（小时）	13
图表 27: 新疆近年来火电发电量总体保持增长态势	14
图表 28: 24 年后新疆火电装机增速有望提升（预测值根据统计核准、开工机组计算得到）	14
图表 29: 在所有新疆 25 年起新增煤电项目中，装机增量投资主体主要有三峡能源、国家能源集团、华电集团、特变电工、天富能源等（万千瓦）	14
图表 30: 以皖能电力、特变电工、天富能源、三峡能源为代表的上市火电企业积极布局新疆火电产能	15
图表 31: 不同利用小时数假设下，预计 25 年之后潜在增量火电项目耗煤需求总量在 3635-4006 万吨（单位：万吨）	16
图表 32: “十四五”以来政策层面将煤化工定位为具备新疆重点发展产业	17
图表 33: 新疆地区现阶段拟在建煤制天然气项目总产能约为 360 亿立方米/年（不完全统计）	18
图表 34: 新疆地区现阶段拟在建煤制烯烃项目总产能约为 780 万吨/年（不完全统计）	18
图表 35: 新疆地区现阶段拟在建煤制油项目总产能约为 500 万吨/年（不完全统计）	19
图表 36: 新疆地区现阶段拟在建煤炭分质分级利用项目未来潜在年耗煤量超过 6000 万吨（不完全统计）	20
图表 37: 新疆地区拟在建的其他煤化工项目（煤制甲醇、乙醇、BD0 等）投资额超过 700 亿元（不完全统计）	20
图表 38: 现阶段新疆地区拟在建煤化工项目未来潜在煤炭需求量预计在 2.3 亿吨以上（不完全统计）	21
图表 39: 2024 年 1-11 月新疆煤炭外运量同比增长 52%	22
图表 40: 2024 年 1-11 月新疆煤外运占比 17%	22
图表 41: 疆煤外运占比相对较少	22
图表 42: 新疆煤炭相对晋陕蒙地区具备价格优势	23
图表 43: 新疆相对晋陕蒙地区运费差	23
图表 44: 哈密煤炭经济竞争力（元/吨）	24
图表 45: 准东地区经济竞争力（元/吨）	25



图表 46:	晋煤疆煤价差与市场煤存在正相关	26
图表 47:	蒙煤疆煤价差与市场煤存在正相关	26
图表 48:	2024 年疆煤流向西北地区比例为 62%	26
图表 49:	疆煤外运形成“一主两翼”的外运通道格局	27
图表 50:	兰新铁路线路概况	27
图表 51:	通过增强站点能力可以使兰新线运输能力继续提升（单位：万吨）	28
图表 52:	临哈铁路目前为内燃单线，运力提升空间大	28
图表 53:	红淖铁路沿线哈密地区煤炭资源储量大（单位：亿吨）	29
图表 54:	将-淖-红铁路出现提升准东煤田的经济性	29
图表 55:	格库线基本情况介绍	29
图表 56:	云南、甘肃、宁夏、四川、重庆五省用煤缺口持续扩大（右轴为缺口数）	30
图表 57:	甘肃省 2022 年用煤缺口在 3000 万吨以上（右轴为缺口数）	30
图表 58:	2022 年甘肃煤炭调入量仍然保持刚性	30
图表 59:	2017-2022 年宁夏地区用煤缺口持续扩大（右轴为缺口数）	31
图表 60:	2022 年四川用煤缺口达 5583 万吨（右轴为缺口数）	31
图表 61:	四川省工业增加值同比增速持续高于全国	31
图表 62:	甘肃、青海、宁夏未来 2-3 年的待投特高压配套调峰煤电共 1596 万千瓦	32
图表 63:	邻近省份新增煤电机组有望带来超 5000 万吨的疆煤外运潜在需求增量	33
图表 64:	甘肃待投产火电中超半数分布于省内偏西部区域	33
图表 65:	对于甘肃西部电厂，新疆煤经济性比甘肃本地煤炭更高（单位：km）	33
图表 66:	甘肃和宁夏地区拟在建煤化工项目年耗煤量预计接近 2300 万吨	34
图表 67:	2023 年煤炭开采约占炸药销售下游的 30%	35
图表 68:	新疆原煤与炸药产量存在较强正相关性	35
图表 69:	部分民爆上市企业新疆业务布局情况	35
图表 70:	政策端严控工业炸药新增产能	36
图表 71:	近两年易普力新疆地区产能持续增加	36
图表 72:	2023 年至 2024 年三季度易普力在新疆地区重大工程施工类日常经营合同金额合计约为 120 亿元	37
图表 73:	雪峰科技爆破服务收入整体呈现快速增长趋势	38
图表 74:	24 年江南化工新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为 20 亿元	39
图表 75:	相关标的及主要看点	39





## 1、为什么我们看好新疆和疆煤发展空间？

### 1.1 一个新视角：从用电角度看，新疆具备西部大开发的重要产业机遇

- 从用电量看：新疆是西北地区产业转入、集聚的重点区域。
- ✓ 根据国网研究院发布的《中国区域间制造业转移与承接趋势研究》，通过计算各省制造业行业的区位熵  $IE$ （某产业用电在某区域制造业用电量中的占比与该产业在全国制造业用电量中占比的比值）和转移指数  $LE$ （某产业用电量在全国该产业用电量中占比的前后两期差值），即可判断该产业是属于转入、转出、集聚还是消退，并可计算具体涉及的转移电量规模。

图表1：根据  $IE$  和  $LE$  可判断某地区产业的具体属性

情形	条件	结论	备注
1	基础年份 $LE < 1$ ，随后 $IE > 0$	该地区该产业属于——产业转入	本身无集聚优势，但市占率上行
2	基础年份 $LE > 1$ ，随后 $IE < 0$	该地区该产业属于——产业转出	本身有集聚优势，但市占率下降
3	基础年份 $LE > 1$ ，随后 $IE > 0$	该地区该产业属于——产业集聚	本身有集聚优势，且市占率进一步提升
4	基础年份 $LE < 1$ ，随后 $IE < 0$	该地区该产业属于——产业消退	本身边缘化，市占率进一步下降

注： $IE$  为区位熵，指某产业用电在某区域制造业用电量中的占比与该产业在全国制造业用电量中占比的比值；

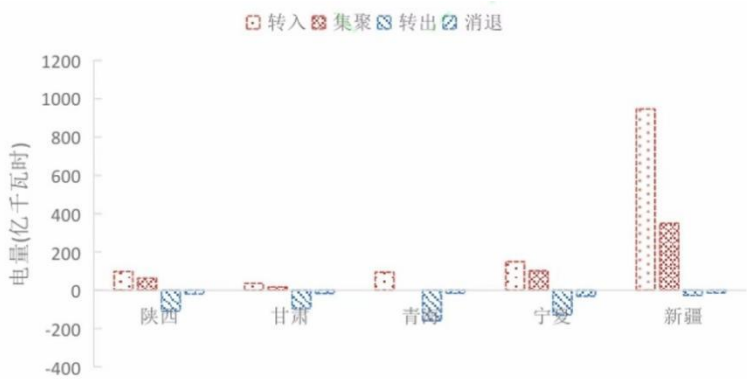
$LE$  为转移指数，某产业用电量在全国该产业用电量中占比的前后两期差值；

$LET$  为转移电量，为  $LE$  和全国该产业的用电量的乘积。

来源：《中国区域间制造业转移与承接趋势研究》、国金证券研究所

- ✓ 从 2010-2021 年的统计结果来看(受数据披露限制,我们暂以这十二年的数据为例),西北电网区域产业无显著转出,而产业转入、集聚规模较大。其中,“转入”指原先没有集聚优势、但在全国产业市占率比例逐步提升的行业,这十年间西北区域共计转入了 253 亿千瓦时电量,主要涉及纺织业、医药制造业、交通运输/电气/电子设备制造业等;而“集聚”指原先就有集聚优势、但在全国产业市占率比例逐步提升的行业,西北涉及的这部分电量规模更大、十年间区域共集聚了 1051 亿千瓦时,主要涉及化工、黑色金属加工、有色金属加工等行业。
- ✓ 划分各省份来看,西北五省均有不同规模的产业转入和集聚,而其中新疆产业转入和集聚规模最大,且领先程度明显,体现出近十年来新疆已经成为了西北地区产业转入、集聚的重点区域。

图表2：新疆是西北地区产业转入、集聚的重点区域



来源：《中国区域间制造业转移与承接趋势研究》、国金证券研究所（图为西北各省 2010-2021 年产业转移与承接对应的电量）

- 新疆近十年来的产业集聚和转入离不开“西部大开发”政策的支持;“十四五”以来多个利好政策持续促进新疆工业产业发展,为其能源需求增长奠定重要基础。
- ✓ “西部大开发”的战略思想最早在 1999 年被提出,此后我国结合西部地区资源特点和产业优势,积极发展能源、矿业、机械、旅游、特色农业、中药材加工等优势产业。
- ✓ “十四五”期间新疆工业产业政策刺激持续,例如,2022 年《“十四五”现代能源体系规划》提出推进新疆煤制油气战略基地建设,建设晋陕蒙新煤炭供应保障基地;2024 年,新疆共引进区外到位资金 9355.26 亿元,23、24 年引进资金分别同比增长 16.5%、11.0%,全年区域基础设施“十张网”项目完成投资 1080 亿元、达到年计划



的 102.5%；此外，为推动西部大开发形成新格局，促进发展特色优势产业，在 2025 年初发布的《西部地区鼓励类产业目录》中，新疆的鼓励类产业有 57 个，是西部十二省中鼓励产业数量最多的省份。

- ✓ 根据新疆维吾尔自治区政府工作报告，2025 年地区生产总值、规模以上工业增加值、固定资产投资预计分别增长约 6%、8%、10%（其中前两项较 21-24 年 CAGR 分别增长 0.1pct、0.4pct），并将继续扩大基础设施“十张网”项目清单，25 年招商引资区外到位资金力争同比再增长 5%以上、达到超 9800 亿元，持续刺激工业产业发展，这也为新疆的用能需求增长奠定了重要基础。

## 1.2 资源赋能：疆煤资源分布集中，开采成本优势凸显

- 从煤质角度看：新疆煤种比较齐全，主要以中低变质的长焰煤、不粘结煤和弱粘结煤为主，变质气煤、肥煤和焦煤为辅，以上煤种占新疆煤炭资源总量的 80.9%，总体上具有低灰、特低硫、特低磷、高中发热量的特点，是优质动力煤和化工原料煤，并且有适合远距离输送的资源条件。
- 从开采难易角度看：新疆煤炭资源的埋深较浅、地质构造较为简单，整体开发条件良好、开采成本低。一方面，省内 1000 米以浅煤炭预测 1.36 万亿吨，位居全国首位，其中 300m 以浅煤炭预测资源量达到 2497 亿吨、占全疆 1000m 以浅预测总量的 20%。另一方面，新疆煤炭资源具有煤层厚度大、煤层多、单位面积产能高、地质构造简单、瓦斯等有害气体含量低、地下水少等特点，适合建设大型、特大型现代化安全高效矿井（露天），资源优势突出。综合以上开采特征看，疆煤的开采成本具备一定优势。

图表3：新疆 1000m 以浅垂深煤炭资源分布 100%

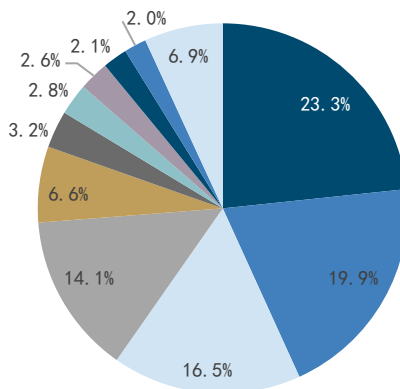
预测深度	预测资源量/亿吨	占预测总量的比重
300m 以浅	2497	19.56%
300~600m	3833	30.02%
600~1000m	6439	50.43%
全疆 1000m 以浅统计	12769	100%

来源：《新疆煤炭及煤化工产业发展现状与趋势分析》、国金证券研究所

- 新疆煤炭资源量位于我国第一梯队，资源分布集中于疆北。
- ✓ 从资源量角度看，新疆煤炭资源量处于全国领先水平，其预测储量为 2.19 万亿吨，占全国预测资源总量的 40%；截止 2022 年新疆煤炭探明储量为 341.86 亿吨，占全国煤炭总储量的 16.5%，仅次于山西（23.3%）、内蒙古（19.9%）；目前疆内查明煤炭储量 4500 亿吨，占全国 25%，仅次于内蒙古。

图表4：2022 年新疆煤炭储量占全国第三，储量占比 16.5%

■ 山西 ■ 内蒙古 ■ 新疆 ■ 陕西 ■ 贵州 ■ 云南 ■ 安徽 ■ 宁夏 ■ 河南 ■ 甘肃 ■ 其他



来源：I find、国金证券研究所

- ✓ 从资源分布情况看，新疆煤炭资源分布较为集中、呈现出“北多南少”的分布情况。新疆煤炭主要分布在准噶尔含煤盆地和天山山间等含煤盆地，其余少部分分布于塔



里木盆地北缘，总体来看北疆地区的煤炭预测资源量约占全疆的 98%。根据国家能源战略部署和新疆经济社会发展需要，新疆现已逐步形成吐哈、准东、伊犁、库拜四大煤田，共计预测储量达 13970 亿吨、占疆内总预测储量的 64%，是疆内煤炭的生产主力 and 潜在增量主要来源。

图表5：四大煤炭基地承担重要的新疆煤电、煤化工、外送和本地用煤需求

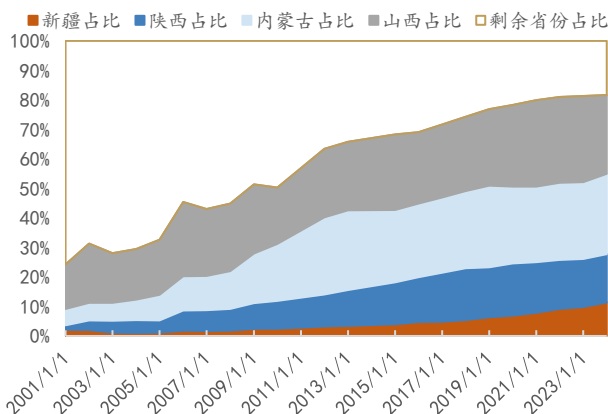
矿区	预测煤炭储量	功能定位
吐哈基地	5700 亿吨	疆煤外送和疆电外送
准东基地	3900 亿吨	煤电和煤化工
伊犁基地	3000 亿吨	煤电和煤化工
库拜基地	1370 亿吨	南疆生活和工业用煤

来源：《疆煤外送发展形势浅析》、国金证券研究所

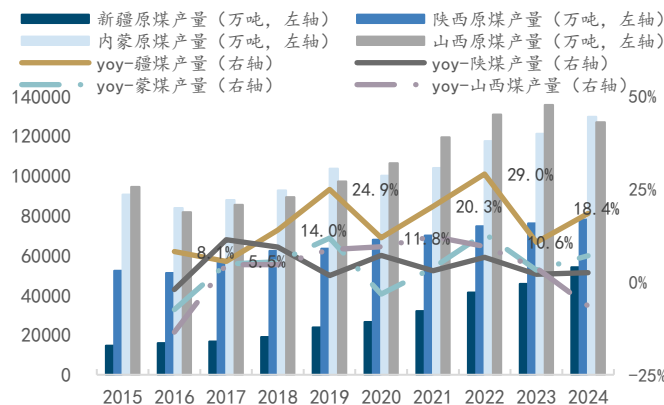
### 1.3 增量可期：疆煤生产正在释放“加速度”，未来潜在产能增量超 3 亿吨

- 疆煤近年产煤量位于全国前列，产量增速连续五年位于四大产煤省之首。
- ✓ 2024 年新疆煤炭产量 5.4 亿吨、位居全国第四，占全国比重在过去十年间由 4.0% 上升至 11.4%。
- ✓ 近年来新疆原煤产量增速全国领先，且连续七年位居四大产煤省榜首。2015-2024 年间新疆产煤量 CAGR 高达 15.6%，复合增速较其他产煤大省山西、陕西、内蒙和全国平均水平分别高出 12.3pct、11.1pct、11.6pct、12.7pct。在 24 年山西煤炭生产面临“三超”整治压力时，疆煤生产加速放量，24 年同比增幅高达 18.4%、较 23 年提升 7.8pct，对全国产煤量的增量贡献率达到了 84%、较 23 年提升了 57pct。

图表6：新疆原煤产量 2024 年超过 5.4 亿吨，占比 11%



图表7：新疆原煤生产增速领先，24 年同比+18.4%



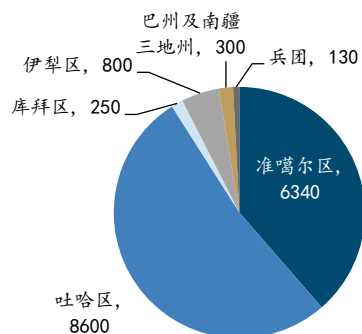
来源：Ifind、国金证券研究所

来源：Ifind、国金证券研究所（左轴对应原煤产量/万吨，右轴对应原煤生产同比增速）

- 新疆是未来我国的煤炭新增产能集中地，未来五年产量有望增加 44%。
- ✓ 在中东部省份、西南等省份的煤炭产量陆续达峰甚至减少的背景下，据国家能源集团技术经济研究院预测，西部地区煤炭产量占比 2025-2035 年间将由 65% 提升到 73%，而丰富的资源、低廉的开采成本以及优越的区位优势将使新疆稳步走向全国煤炭保供的重要接续。
- ✓ 根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发〔2022〕57 号），“十四五”期间，新疆规划新增产能 1.6 亿吨和储备产能 0.8 亿吨，主要集中在准噶尔和吐哈矿区。此外，新疆自治区相关部门表示，若下游市场需求可观、煤炭新增产能核准顺利，自治区有望在“十五五”期间煤炭产量有望超过陕西省（2024 年陕西省煤炭产量为 7.8 亿吨），较当下产量增幅约 44%。

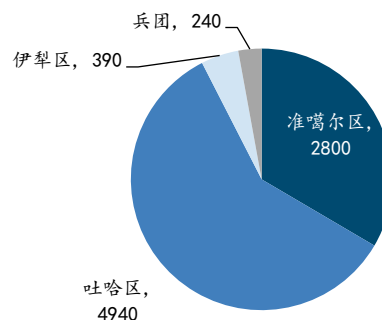


图表8：“十四五”期间新疆规划新增产能1.6亿吨，主要分布于准噶尔、吐哈地区（万吨）



来源：新疆维吾尔自治区人民政府官网、国金证券研究所

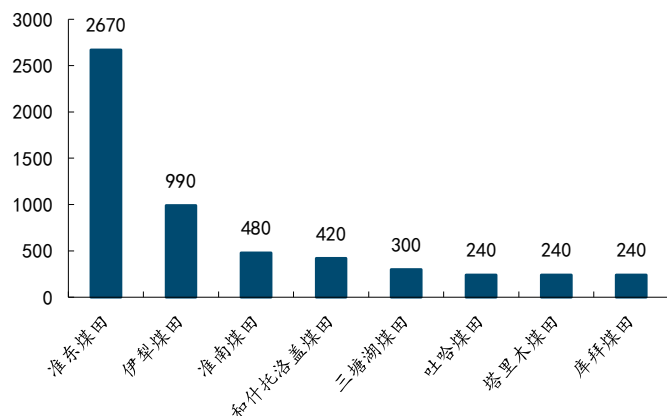
图表9：“十四五”期间新疆规划储备产能0.8亿吨，主要分布于准噶尔、吐哈地区（万吨）



来源：新疆维吾尔自治区人民政府官网、国金证券研究所

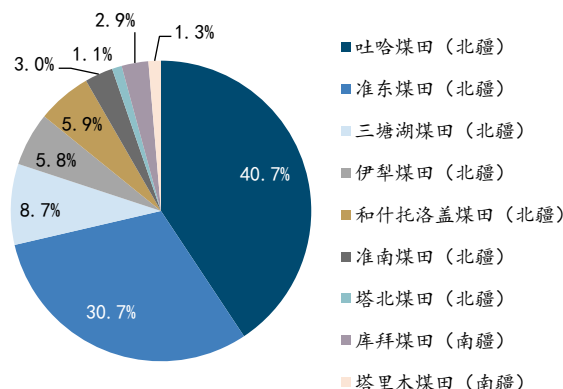
- 新疆潜在产能增量超3亿吨，聚焦于吐哈煤田、准东煤田等疆北区域；其中25-26年有望释放产能5580万吨。
- ✓ 据我们自下而上统计（不完全统计），有望于25-26年投产的新疆新增煤矿产能有约5580万吨，主要集中于准东、伊犁两大北疆煤田，占比分别为48%、18%；该部分新增煤矿项目投资主体整体较为分散，涉及规模较大的主要有兖矿能源（1000万吨）、国家能源集团新疆能源有限责任公司（1000万吨）、内蒙古伊泰集团（450万吨）等。
- ✓ 据我们不完全统计，新疆目前整体潜在（处于规划、拟建或在建状态）煤矿产能约3.2亿吨，主要集中于吐哈、准东两大北疆煤田，占比分别为41%、31%；由此可算得27年及之后仍有潜在增量项目2.6亿吨，若投产进展顺利则有望助力新疆产能实现有效增厚。

图表10：25-26年预计新疆新增煤矿产能5580万吨，集中于准东、伊犁煤田（万吨）



来源：国家能源局、中国煤炭工业协会、新疆国际实业有限公司官网、中国煤炭杂志官网、央广网、轮台县融媒体中心、界面新闻、兖矿新疆能化官网、中国煤炭经济网等，国金证券研究所

图表11：长期看未来新疆新增产能主要集中于吐哈、准东等疆北区域



来源：国家能源局、中国煤炭工业协会、新疆国际实业有限公司官网、中国煤炭杂志官网、央广网、轮台县融媒体中心、界面新闻、兖矿新疆能化官网、中国煤炭经济网等，国金证券研究所

图表12：25-26年预计新疆新增煤矿产能5580万吨，27年及之后其他潜在项目合计仍有2.6亿吨增量

地区	所属煤田	煤矿项目	投资主体	预计新增产能 (万吨)	类型
25-26年有望投产的项目：					
北疆	准东煤田	准东老君庙矿区四号矿井（阿吾孜苏煤矿）一期工程	新疆泰禾隆煤业	120	井工
		天隆希望能源有限公司五彩湾矿区二号露天煤矿	内蒙古神东天隆集团	400	露天





地区	所属煤田	煤矿项目	投资主体	预计新增产能（万吨）	类型
新疆	伊犁煤田	五彩湾四号露天矿一期	兖矿能源	1000	露天
		红沙泉二号露天煤矿一期	国家能源集团新疆能源有限责任公司	1000	露天
		水溪沟矿区水溪沟井田	新疆正兴能源有限公司	150	井工
		伊宁矿区中小型煤矿整合区伊泰伊犁矿业公司煤矿项目	内蒙古伊泰集团	450	井工
		伊宁矿区北区七号矿井一期工程项目	中国庆华能源集团	300	井工
	淮南煤田	伊宁矿区北区界梁子北煤矿	伊犁宏禹矿业	240	井工
		沙湾矿区西区红山西矿井项目	第七师团-奎屯天北矿业	120	井工
		新疆昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程项目	山东鲁泰控股集团	120	井工
	和什托洛盖煤田	新疆昌吉白杨河矿区苇子沟矿井一期工程项目	中煤能源	240	井工
		和什托洛盖矿区陶和矿井一期工程项目	和布克赛尔蒙古自治县华地矿业有限公司	120	井工
南疆	三塘湖煤田	新疆和什托洛盖矿区红山煤矿项目	徐州矿业集团	300	井工
		淖毛湖矿区英格玛二号煤矿一期	华电煤业（华电集团）	300	井工
		新疆克布尔碱矿区润田煤矿项目	新疆润田科技发展有限公司	120	井工
	吐哈煤田	新疆吐鲁番市七泉湖矿区星亮二矿矿井项目	山东凯莱能源物流有限公司	120	井工
		新疆阳霞矿区卡达希区轮台阳霞煤矿项目	陕西黑猫	120	井工
	塔里木煤田	新疆巴州阳霞矿区苏库努尔区一号矿井（玉鑫煤矿）项目	新疆轮台县玉鑫工贸有限责任公司	120	井工
	库拜煤田	库车市大平滩煤矿	中国国电集团	240	井工
合计		5580 万吨，北疆占 91.4%			

27 年及之后其他潜在增量项目：

合计	约 2.6 亿吨，北疆占 97%
----	------------------

来源：中华人民共和国生态环境部、新疆维吾尔自治区发展和改革委员会、中国煤炭杂志官网、中国煤炭市场网、中国煤炭经济网、国家能源集团、国家发改委官网等，国金证券研究所（预计投产时间为预测值，结合露天矿核准开工后约 2 年建成、井工矿核准开工后约 4-5 年建成以及其他矿山建设进度信息综合判断，实际情况会因矿山建设进度不同而有一定差距，本表结果仅供参考）

- 上市煤企积极布局新疆产能，疆煤放量有望带来产能和业绩增厚。目前有较为明确的新疆资产增厚预期公司为兖矿能源、特变电工、广汇能源，待投新疆产能投产后有望对公司煤炭总产能带来的增幅分别为 8%、6%、29%。

图表 13：以兖矿能源、特变电工、广汇能源为代表的上市煤企积极布局新疆煤炭产能

公司	煤炭产能/产量	在疆产能特点	新疆产能	状态	潜在增量贡献
广汇能源	现有白石湖煤矿产能 3500 万吨/年	新疆本地煤企，目前拥有的煤炭资源全部位于新疆煤田资源丰富的吐哈煤田的淖毛湖矿区	白石湖露天煤矿 3500 万吨/年（总储量 18 亿吨）	在产	若只考虑已获批资产，则待建疆煤投产有望带来公司在疆产能（总产能）增长 29%
			马朗煤矿 1000 万吨/年（总储量 18 亿吨）	核准获批	
			伊吾县淖毛湖煤田东部勘查区项目 1500 万吨/年（总储量 30 亿吨）	拟建	
兖矿能源	2024 年商品煤产量 1.3 亿吨，自产煤销量 1.2 亿吨	23 年公司完成兖矿新疆能化有限公司 51% 的股权收购，资源版图扩展至新疆，主要分布于伊犁煤田和准东煤田	伊犁一矿 1000 万吨/年	在产	在建疆煤投产后，有望带来公司在疆产能增长 49%、总产能增长 8%
			伊犁四矿 900 万吨/年	在产	
			疏勒河煤矿 150 万吨/年	在产	
			五彩湾矿区四号露天煤矿 1000 万吨/年	在建	



公司	煤炭产能/产量	在疆产能特点	新疆产能	状态	潜在增量贡献
特变电工	总核定产能 7400万吨/年， 现有产能7000 万吨/年	公司煤炭矿区位于 新疆准东经济技术 开发区，是国家确 定的第十四个大型 煤炭基地的重要组 成部分，矿区资源 储量约120亿吨	将军戈壁二号露天煤矿 3000万吨/年	在产	在建疆煤投产后， 有望带来公司在疆 产能（总产能）增 长6%
			南露天煤矿 4000万吨/年	在产	
			将军戈壁一号露天煤矿 400万吨/年	在建	

来源：金融界、上海证券交易所、新浪财经、东南网经济官方号、中国新闻网、山东省国资委官网、新疆霍城县人民政府、山东省煤炭行业协会、中能联合官网、北极星火力发电网、爱企查、格隆汇、每日经济新闻、特变电工公司公告、国金证券研究所

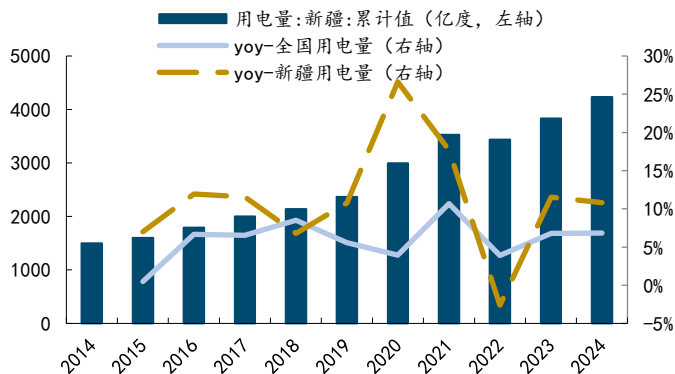
- 需求是决定增量产能能否顺利释放的关键因素。需求若下行，则难以支撑煤价，供给端也会因对于经济性问题的担忧而带来投建煤矿积极性下降的影响，使产能建设进度延迟。因此，除了统计供给端的煤矿产能潜在增量外，结合需求分析供给放量情况至关重要；未来新疆煤炭的需求增量主要分为疆内使用和疆煤外运使用两大方面，我们接下针对这两方面进行重点拆解。

## 2、新疆本地消纳的煤炭增量需求空间有多大？

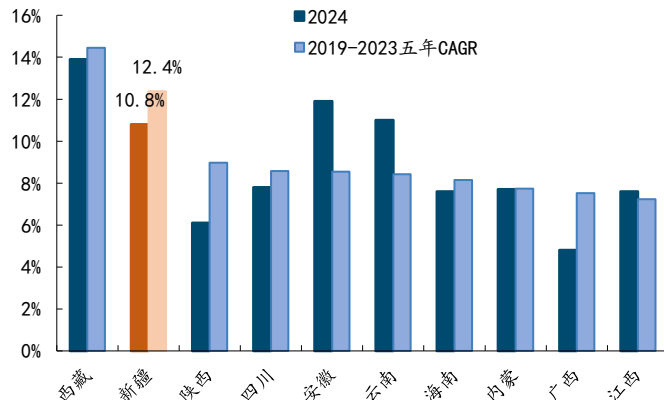
### 2.1 本地用电+外送电需求增长，新增火电装机带来用煤增量需求

- 高耗能产业聚集，二产驱动省内用电需求高增。
- ✓ 新疆近五年用电需求增长迅速，除22年增速低于全国平均水平以外，其余均显著高于全国平均水平，19-23年复合增速达12.4%、在全国各省中排名第二，2024年累计增速达10.5%、在全国各省中排位第五、且较全国平均水平高4.0pct。

图表14：近年新疆用电量CAGR高于全国平均水平



图表15：新疆近年来用电增速在全国排位 TOP5



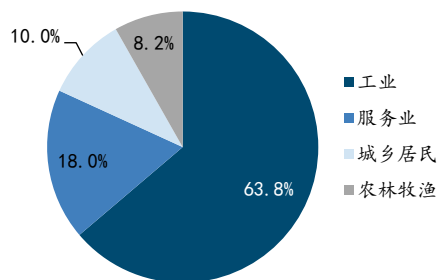
来源：Ifind、国金证券研究所

来源：Ifind、国金证券研究所（图中列出的是全国2019-2023用电五年CAGR排名前十的省份）

- ✓ 从具体用电领域看，二产占用电结构和增量贡献的主体。在1-11M24国网新疆售电结构中，对工业领域的售电量占比达64%，体现出新疆二产用电的高占比。此外，从增量角度看，国网新疆1-11M24对工业的售电量同比增长19%，对总售电量的增量贡献率高达69%，持续发挥驱动新疆电网售电量增长的“主引擎”作用。

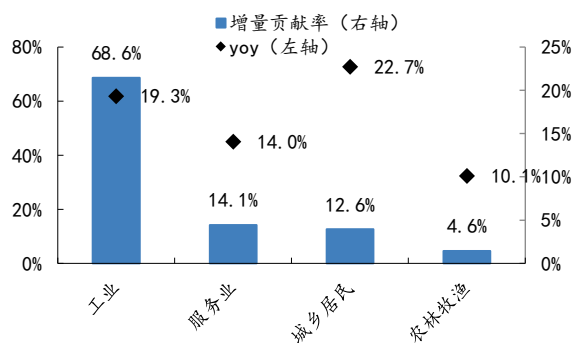


图表16: 1-11M24 国网新疆工业售电量占比 64%



来源: 北极星售电网、国金证券研究所

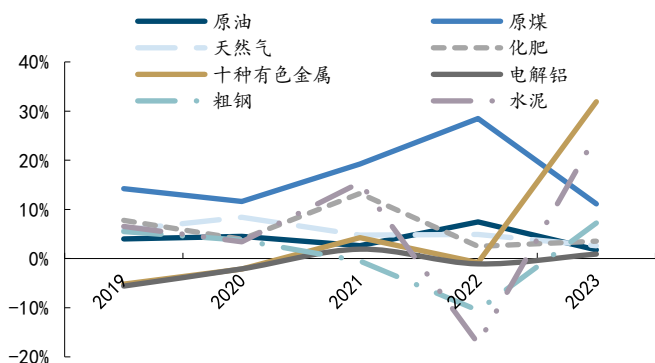
图表17: 1-11M24 国网新疆工业售电增量贡献率近 70%



来源: 北极星售电网、国金证券研究所

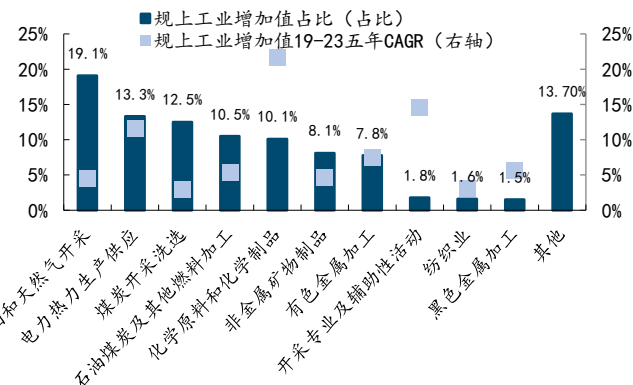
✓ 细分工业子行业看,高耗能产业聚集成为新疆二产用电高基数、高增长的主要驱动力。作为国家能源战略保障基地,新疆在煤炭、油气、风能和太阳能等多个领域展示出了强大的潜力,丰富的能源资源也使得新疆电价具备明显优势,使得高耗能产业自然地向新疆转移聚集。近年来新疆有色、原煤、水泥、化肥等高耗能行业产品产量增势亮眼,且油气开采、煤炭开采、燃料加工等高耗能产业构成了全省规上工业增加值的主体,并形成了以电解铝(新疆产能占比14%、全国第三)、多晶硅(新疆产能占比33%、全国第一)为代表的全国领先的高耗能支柱产业群。

图表18: 近年来新疆有色、原煤、水泥、化肥等行业产品产量增势亮眼



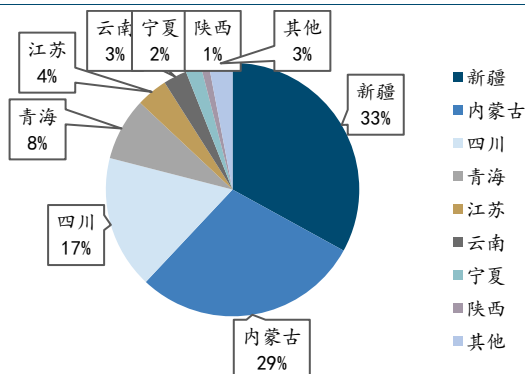
来源: 新疆维吾尔自治区人民政府、国金证券研究所

图表19: 新疆规上工业增加值主要由油气开采、煤炭开采、燃料加工等高耗能行业构成



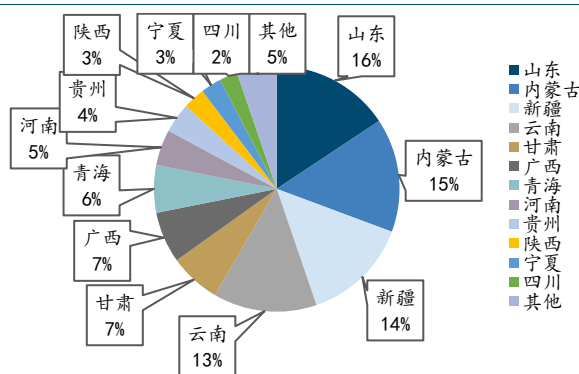
来源: 新疆维吾尔自治区人民政府、国金证券研究所

图表20: 2023 年我国多晶硅产能分布中新疆占比 33%



来源: 中商情报网、国金证券研究所

图表21: 截至 7M24 我国电解铝建成产能中新疆占 14%



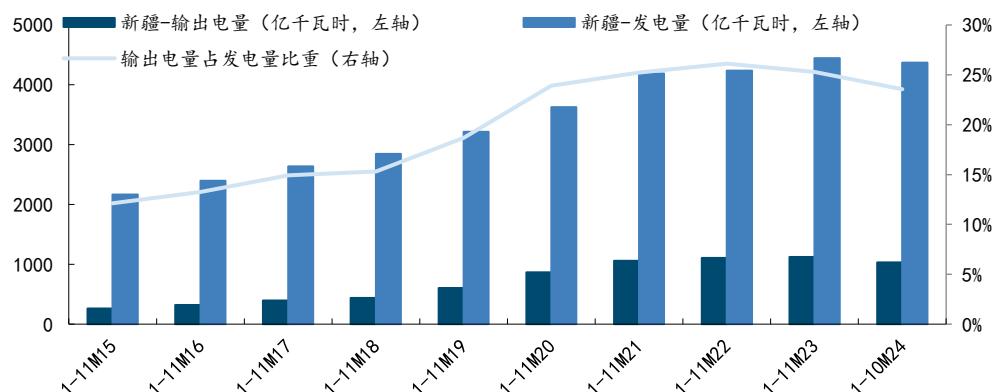
来源: Mysteel 官网、国金证券研究所

■ 除省内用电需求外,新疆作为西部能源大省,肩负电力外送重任。



- ✓ 相比于新疆地广人稀、资源丰沛的特征而言，中东部以及川渝地区人口相对密集、电力需求旺盛且电力供需相对紧缺，因此国网新疆电力有限公司也坚持全国“一盘棋”，积极发挥大电网资源配置作用推动各类电源增发稳供，加大省间余缺互济力度，将新疆丰富的煤电、风电、光伏等能源打捆外送以缓解我国中东部地区电力保供紧张局面。
- ✓ 从 2010 年开始，新疆先后建成“两交两直”四条疆电外送通道，目前新疆电网内部已形成 750 千伏电网“四环网、两延伸”的主网架结构，北至阿勒泰、西至伊犁、南达和田、向东经哈密通过 750 千伏“哈密-敦煌”、“烟墩-沙州”双通道实现新疆与西北电网联网，疆电的抵达区域也从最初的 7 个省份拓展到如今的 20 个省份，电力保供辐射圈愈发广阔，疆电外送占发电量的比例近年也已提升至 23%+。
- ✓ 此外，另两条“一交一直”疆电外送通道也正处于规划建设中、有望于 2025 年后投产，分别将疆电送达川渝、青海地区，疆电外送能力进一步提升 1050 万千瓦，届时疆电外送也有望实现“三交三直”的新格局。

图表22：疆电外送占发电量的比例近年已提升至 23%+



来源：Wind、国金证券研究所（由于数据披露限制原因，采用每年 1-11 月数据代表全年情况，24 年数据暂时更新到 10 月）、国金证券研究所

图表23：新疆目前外送电格局为“两交两直”，25 年有望实现“三交三直”

通道序列	通道名称	建成时间	类型	起始点和终点	输电能力	地位
已投产						
第一通道	哈密—敦煌 750 千伏 输变电工程	2010 年 11 月	交流	西起哈密，东至 甘肃安西	第一和第二通道 两条交流电网合 计 300 万千瓦	实现了新疆与全国电网的互联互 通，拉开了“疆电外送”的序幕
第二通道	烟墩—沙洲 750 千伏 输变电工程	2013 年 6 月	交流	西起哈密市伊州 区烟墩区，东至 甘肃省酒泉市		进一步提高新疆向西北主网的送电 能力，支持哈密煤炭、风电基地的 接入送出；有效缓解青海电网缺电 局面
第三通道	哈密南—郑州±800 千伏直流输电工程	2014 年 1 月	直流	西起新疆哈密， 东至河南郑州	第三和第四通道 合计新增外送能 力约 2100 万千瓦	新疆首条“疆电外送”特高压直流 输电线路，显著提升疆电外送能力
第四通道	昌吉—古泉±1100 千伏特高压直流输电 工程	2019 年 9 月	直流	西起新疆昌吉， 东至安徽古泉		将疆电外送能力增加到 2400 万千 瓦，将新疆电能直接输送到华东地 区用电负荷中心，至此新疆形成 “两交两直”疆电外送格局
待投产						
第五通道	哈密至重庆±800 千 伏特高压直流输电 线路工程	2023 年 8 月 开工，预计 2025 年 5 月	直流	起始于新疆哈 密，止于重庆	800 万千瓦	每年可向重庆输送电量超 360 亿千 瓦时电量，进一步提升疆电 外送能力



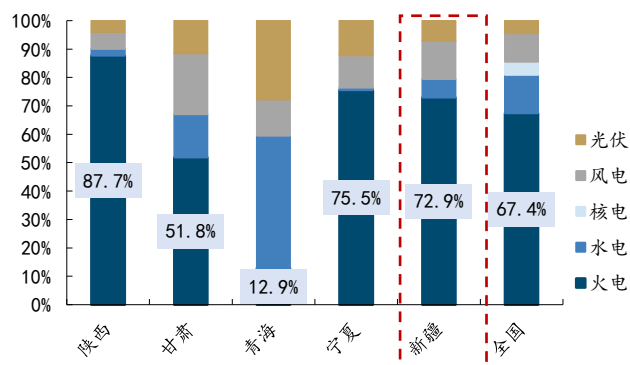


通道序列	通道名称	建成时间	类型	起始点和终点	输电能力	地位
第六通道	若羌-羚羊（花土沟东）750 千伏输变电工程	投产 2024 年 8 月 开工，计划 2025 年底之 后竣工投产	交流	起始于新疆若羌县，止于青海花土沟镇	250 万千瓦	发挥新疆与西北主网新能源互补作用，提升新能源利用率

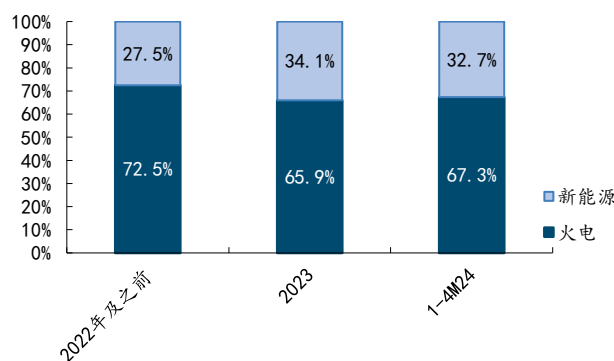
来源：国家能源局、青海县人民政府、中国发展改革报社、新疆维吾尔自治区官网、伊州区人民政府、九派新闻、澎湃新闻、观察者官方号、中央人民政府官网、中国新闻网、央视网、新华社新媒体官方号、北极星输配电网、敦煌市人民政府、海西蒙古族藏族自治州人民政府、国金证券研究所

- 新疆发电结构中火电占比高，火电利用小时数全国领先。
- ✓ 从各类型电力生产方式来看，在新疆煤炭燃料资源丰富、燃料成本相对稳定可控、火电技术成熟的背景下，火力发电目前仍是新疆电力供应的主要来源，其在 2024 年发电量占比达到 73%、在西北五省中排名第三，且超过全国平均水平 5.5pct。受到新疆新能源“大基地”外送需要火电起到调峰作用、以及煤炭资源较为丰富等因素影响，在针对疆电外送需求的供应中，尽管新能源的快速发展使其占比近年来有所提升，但火电占外送电量的比例也持续稳定在 65%以上的较高水平。
- ✓ 在发电结构中对火电依赖度较高的情况下，新疆火电利用小时数常年位于全国领先水平，其 2019-2023 年火电利用小时数均值达 5184 小时、2024 年达 5227 小时，在全国各省份中稳列第一。

图表24：新疆火电发电量占比在西北五省和全国都属于领先水平（2024 年）



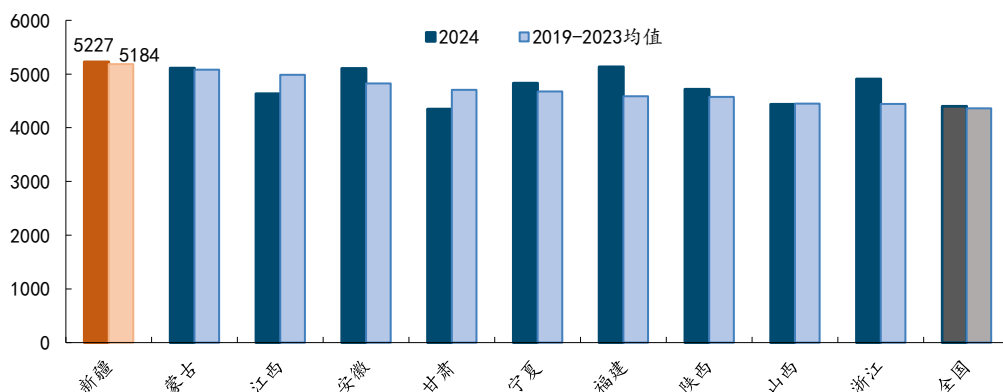
图表25：疆电外送结构中也是火电占比为主



来源：Ifind、国金证券研究所

来源：中国新闻网、新疆维吾尔自治区人民政府官网、国金证券研究所

图表26：新疆火电利用小时数全国领先（小时）



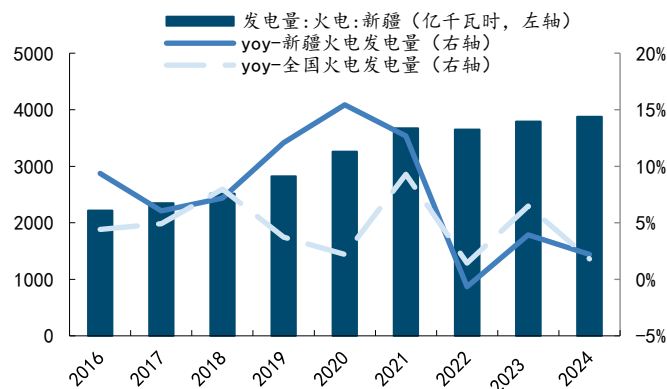
来源：Ifind、国金证券研究所（图为全国火电利用小时和火电利用小时 19-23 年均值排名前十的省份情况）

- 需求刺激发电装机增长，新疆火电装机未来可预测的潜在增量空间有望达近 30%。



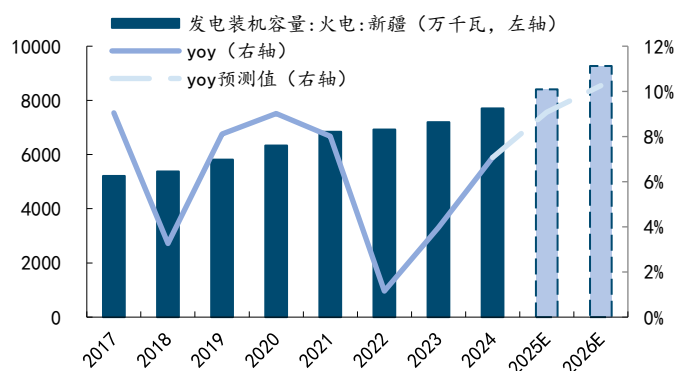
- ✓ 综合省内二产高耗能行业的有效用电驱动、对外送电需求拉动、以及新疆发电结构中对火电的高度依赖程度，新疆火电发电量近年来持续增长，叠加燃料成本优势，使省内火电装机建设积极性较高，尤其是23年煤价下行、煤电容量电价政策落地等刺激下，火电企业对于煤电项目的短期投资收益预期改善，据我们不完全统计，23、24年新疆煤电项目分别集中开工了866、862万千瓦机组。按照火电装机1.5-2年的建设周期测算，我们预计新疆目前已开工机组在25-26年投产的规模分别为633、862万千瓦。

图表27：新疆近年来火电发电量总体保持增长态势



来源: Ifind、国金证券研究所

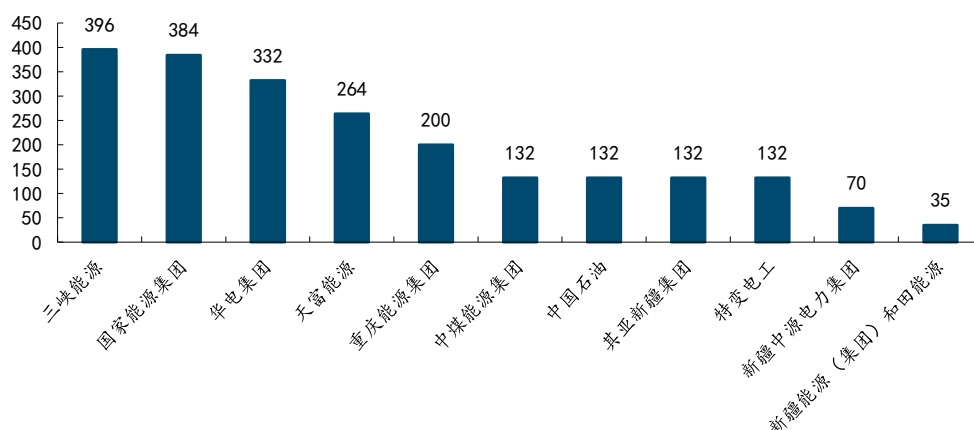
图表28：24年后新疆火电装机增速有望提升（预测值根据统计核准、开工机组计算得到）



来源: Ifind、中国电力网、新疆维吾尔自治区生态环境厅、国家能源集团官网、新疆维吾尔自治区发展和改革委员会等，国金证券研究所（假设火电建设周期为1.5-2年，实际情况会因项目建设进度不同而有一定差距，本图预测结果仅供参考）

- ✓ 我们将其余省内目前刚开工的396万千瓦机组、已核准暂未开工的120万千瓦机组、以及为了确保新能源项目可靠消纳而在核准后暂缓建设的396万千瓦机组一并纳入26年后的潜在增量装机中，结合以上对25-26年增量机组的预测一并纳入未来增量看，25年起新疆可预测的火电装机增量空间有近30%，其中投资主体主要为三峡能源、国家能源集团、华电集团、天富能源、重庆能源集团，五家公司拟投增量共占新疆潜在装机增量的62%。

图表29：在所有新疆25年起新增煤电项目中，装机增量投资主体主要有三峡能源、国家能源集团、华电集团、特变电工、天富能源等（万千瓦）



来源: 电力网、天山网、裕民县人民政府、北极星火力发电网、爱企查、国际节能环保网、中国能源新闻网、安徽省能源集团有限公司、国际能源网、新华网新疆频道、塔城地区行政公署、中国电器工业协会、金融投资报、巴州政府网、中新网新疆、新浪财经、新疆维吾尔自治区生态环境厅、国家能源集团官网、新疆维吾尔自治区发展和改革委员会、中国石油新闻中心、安徽在线、昌吉市融媒体中心、北极星太阳能光伏网、新疆生产建设兵团公共资源交易中心等，国金证券研究所（图中显示2025年开始的潜在增量）



- ✓ 从新疆火电装机放量本身出发，有望为布局新疆煤电产能的火电企业带来资产和业绩增厚，以皖能电力、特变电工、天富能源为代表的企业在 24 年底至 25 年初起的新疆火电机组放量后，其火电装机规模将分别增长 11%、44%、91%，三峡能源在新疆火电投产后更是有望实现从新能源向火电资产的拓展布局。

图表30：以皖能电力、特变电工、天富能源、三峡能源为代表的上市火电企业积极布局新疆火电产能

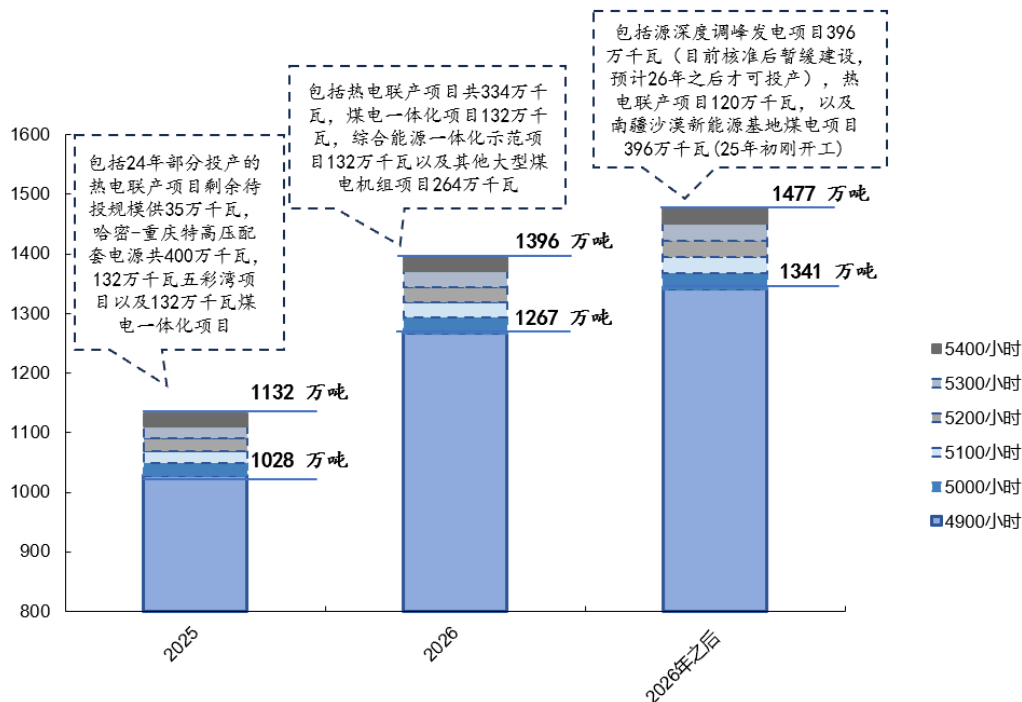
公司	火电总规模	在疆火电特点	新疆产能	状态	潜在增量贡献
皖能电力	总火电装机 1307 万千瓦	公司为安徽省火电龙头企业，23 年来积极拓展新疆业务，其新疆资产均为“昌吉-古泉”特高压配套电源项目	皖能新疆江布电厂 2X66 万千瓦煤电项目	在产	24 年底新疆火电投产后，带来公司火电在疆规模增长
			皖能新疆英格玛电厂 2X66 万千瓦煤电项目	在产（24 年底投产）	100%、总规模增长 11%
特变电工	总火电装机 302 万千瓦	当前公司火电均布局于新疆，其中准东五彩湾 2X66 万千瓦坑口电站是准东煤电基地的主力坑口火电厂之一，是“昌吉-古泉”特高压配套电源项目	昌吉 2x35 万千瓦热电联产项目	在产	25 年新疆火电投产后，带来公司火电在疆规模（总规模）增长 44%
			准东五彩湾北一电厂 2X66 万千瓦坑口电站项目	在产	
			新特能源 2x35 万千瓦自备电厂	在产	
			新疆众和 2x15 万千瓦自备电厂	在产	
天富能源	总火电装机 289 万千瓦 (其中在运 264 万千瓦)	公司是新疆兵团最大的综合能源上市公司，拥有发、供、调一体化独立运营电网；公司采用超临界技术的火力发电机组占现有火电容量的 50%	新疆天池能源五彩湾 2X66 万千瓦项目	25 年 1 月 1 号机组投产	待建新疆火电投产后，有望带来公司火电在疆规模（总规模）增长 91%
			天河热电分公司 2X33 万千瓦机组	在产	
			天河热电分公司 2X66 万千瓦机组	在产	
			天富能源售电有限公司 2X33 万千瓦机组	在产	
			南热电厂 25 万千瓦机组	备用	
三峡能源	暂无在运火电装机	-	天富 4X66 万千瓦煤电项目	已核准，待建	为公司南疆塔克拉玛干沙漠新能源基地项目提供配套调峰火电
			新疆南疆塔克拉玛干沙漠新能源基地配套煤电 6X66 万千瓦	在建	

来源：北极星太阳能光伏网、每日经济新闻、北极星电力网、金融界、皖能电力公司公告、昌吉日报、中安在线、新华社、天富能源公司公告、证券时报、第一财经、三峡能源公司公告、北极星火力发电网、国金证券研究所

- 从新疆火电投产带来的耗煤需求来看，疆内待投装机未来有望带来约 0.4 亿吨的潜在用煤增量。
- ✓ 综合新疆目前已核准的在建、拟建项目，按照当前全国供电煤耗率平均水平 300g/kwh 为依据，我们对新疆未来增量火电机组耗煤需求进行了情景测算。已知新疆 2024 年火电利用小时数 5227 小时、已同比下跌 111 小时，预计随着未来新增装机不断投产、以及新能源的渗透率提升，新疆火电机组的利用小时数将整体呈现小幅下行趋势，因此我们针对不同利用小时数情况下的耗煤需求进行了测算，并将取值设置为 4900-5400 小时。
- ✓ 综合新疆目前已核准的在建、拟建项目，按照当前全国供电煤耗率平均水平约 300g/kwh 为计算依据，可测算得 25 年及之后可预测到的增量耗煤需求为 3635-4006 万吨。



图表31：不同利用小时数假设下，预计25年之后潜在增量火电项目耗煤需求总量在3635-4006万吨（单位：万吨）



来源：电力网、天山网、裕民县人民政府、北极星火力发电网、爱企查、国际节能环保网、中国能源新闻网、安徽省能源集团有限公司、国际能源网、新华网新疆频道、塔城地区行政公署、中国电器工业协会、金融投资报、巴州政府网、中新网新疆、新浪财经、新疆维吾尔自治区生态环境厅、国家能源集团官网、新疆维吾尔自治区发展和改革委员会、中国石油新闻中心、安徽在线、昌吉市融媒体中心、北极星太阳能光伏网、新疆生产建设兵团公共资源交易中心等，国金证券研究所（图中显示2025年开始的潜在增量，假设供电煤耗率300g/kwh；假设火电建设周期为1.5-2年，实际情况会因项目建设进度不同而有一定差距，本图预测结果仅供参考）

## 2.2 煤化工产业发展的沃土，拟投煤化工项目驱动用煤增量可期

- “十四五”以来政策层面将煤化工定位为具备新疆特色和优势的重点产业，为煤化工行业进入投资与发展的黄金时代奠定坚实的基础。
- ✓ 2021年6月，《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年远景目标纲要》中就已明确提出“有序发展现代煤化工产业。实现煤制气与其他化工产品季节性转换的工艺技术突破。实施煤炭分级分质清洁高效综合利用，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。”
- ✓ 2025年1月，新疆维吾尔自治区政府工作报告中再次强调加快“十大产业集群”建设，“积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地”。依托新疆的煤炭资源禀赋优势，政策指引为未来新疆煤化工产业明确了发展方向。




**图表32：“十四五”以来政策层面将煤化工定位为具备新疆重点发展产业**

时间	政策文件/会议	相关内容
2025 年 1 月	2025 年新疆维吾尔自治区政府工作报告	2025 年重点工作中明确提出“加快“十大产业集群”建设，构建具有新疆特色和优势的现代化产业体系”、“积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。”
2023 年 7 月	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，释放煤炭先进产能，加强煤制油气、富油低阶煤分质分级和清洁高效利用，大力发展现代煤化工，加快建设准东、哈密国家煤制油气战略基地，推进煤制油气产业向特种燃料、高端化学品等方向转变，发展煤制烯烃、芳烃、含氧化合物等基础化工原料以及高端聚烯烃、高性能聚酯、纤维等产品。
2021 年 11 月	昌吉回族自治州国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	加快建设准东现代煤电煤化工创新产业示范区。以煤炭关键核心产业为基础保障，大力推进现代煤电煤化工、煤制燃料、新能源、冶金新材料等核心产业的融合发展。聚焦国内、国外两个市场，发展高端化、差异化产品，广泛开展人才、技术、资金等全方位合作，把准东开发区建设成为国家现代煤电煤化工创新产业开发区、国家综合能源改革示范基地、国家产教融合示范基地。
2021 年 10 月	伊犁哈萨克自治州国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	着力发展绿色高效、环境友好型的现代煤化工产业，按照装备大型化、产业园区化、产品多元化和循环经济发展的要求，严守“一效两耗”指标，提高终端产品性能和附加值，加强体系优化集成，实现煤制气、煤制油与其他化工产品季节性转换的生产工艺突破，构建循环经济产业链和产业集群。
2021 年 9 月	哈密市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	积极发展以煤炭提质、分级液化、煤制天然气、煤制氢等为主线的煤电油气多联产，重点推动煤焦油、提质煤、轻重芳烃等深加工，建设煤炭清洁高效利用示范基地。积极引进先进工艺技术，布局具有国际先进水平的煤基化学品、煤基新材料项目，促进化工产品向多元化、高附加值方向发展，积极推进煤制烯烃、芳烃、乙二醇及下游产业创新发展，提高资源综合利用水平。
2021 年 6 月	新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。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。实现煤制气与其他化工产品季节性转换的工艺技术突破。实施煤炭分级分质清洁高效综合利用，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。

来源：新疆日报，新疆维吾尔自治区人民政府网站，新疆维吾尔自治区工业和信息化厅、发展和改革委员会、生态环境厅等，国金证券研究所

- **煤制气：**据不完全统计，目前新疆地区拟在建煤制天然气项目年产能达 360 亿立方米，总投资超过 2500 亿元，根据部分已披露年度耗煤量数据项目进行测算，假设现阶段拟在建产能完全投产并实现满负荷生产的情况下，未来新疆地区煤制天然气项目能够拉动的煤炭潜在需求量接近 1.2 亿吨。



图表33：新疆地区现阶段拟在建煤制天然气项目总产能约为360亿立方米/年（不完全统计）

拟在建项目名称	公司名称	建设地点	投资金额 (亿元)	天然气年产能 (亿立方米)	耗煤量 (万吨)
国家能源集团新疆能源有限责任公司40亿立方米/年煤制天然气示范项目	国家能源集团新疆能源有限责任公司	新疆昌吉回族自治州	250	40	1612
新疆庆华能源集团有限公司煤制天然气二期40亿立方米/年项目	新疆庆华能源集团有限公司	新疆伊犁哈萨克自治州	194	40	1371
中煤集团条湖40亿方/年煤制天然气项目	中国中煤能源集团有限公司	新疆哈密市	320	40	1000
河南能源集团年产40亿立方米煤制天然气项目	河南能源集团	新疆昌吉回族自治州	200	40	1328
新疆天池能源有限责任公司准东40亿立方米/年煤制天然气项目	新疆天池能源有限责任公司	新疆昌吉回族自治州	230	40	1328
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40亿立方米/年煤制天然气项目	新疆中新建煤炭产业有限公司	新疆生产建设兵团第十三师新星市	300	40	1328
新疆能源集团年产40亿立方米煤制天然气项目	新疆能源（集团）有限责任公司	新疆哈密市	500	40	1328
新疆其亚年产60亿立方米煤制天然气项目	新疆其亚化工有限公司	新疆昌吉回族自治州	400	60	1992
新业集团准东20亿立方米/年煤制天然气项目	新业集团	新疆昌吉回族自治州	155	20	664
合计			2549	360	11949

来源：中国化工经济技术发展中心，石化联合会化工新材料专委会，新疆伊宁县人民政府网站，现代煤化工，中国工业报，《煤化工》，中煤集团等，国金证券研究所  
注：上表统计为不完全统计，部分项目未公开年度耗煤量，此处根据已披露数据的相关项目的年度耗煤量均值进行测算，相关项目数据以及测算结果仅供参考。

- 煤制烯烃：据不完全统计，目前新疆地区拟在建煤制烯烃产能约为780万吨/年，根据部分已披露年度耗煤量数据项目进行测算，假设现阶段拟在建产能完全投产并实现满负荷生产的情况下，未来新疆地区煤制烯烃项目能够拉动的煤炭潜在需求量超过3500万吨。项目进展方面，根据新疆准东经济技术开发区管理委员会2025年1月相关新闻报道，准东开发区将自治区、昌吉州重点项目中的山能化工80万吨/年煤制烯烃项目、东明塑胶80万吨/年煤制烯烃项目定位为“一号工程”，举全开发区之力推进建设，分别于2月22日、2月28日全面开工建设。

图表34：新疆地区现阶段拟在建煤制烯烃项目总产能约为780万吨/年（不完全统计）

拟在建项目名称	公司名称	建设地点	投资金额（亿元）	煤制烯烃产能（万吨）	年耗煤量（万吨）
新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目	新疆东明塑胶有限公司	新疆昌吉回族自治州	211	80	344
新疆山能化工有限公司准东五彩湾80万吨年煤制烯烃项目	新疆山能化工有限公司	新疆昌吉回族自治州	209	80	390
新疆中新建煤炭产业有限公司年产150万吨煤制烯烃项目	新疆中新建煤炭产业有限公司	新疆生产建设兵团第十三师新星市	370	150	688



新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	新疆宝丰煤基新材料有限公司	新疆昌吉回族自治州	-	400	1834
伊吾疆纳新能源有限公司70万吨/年煤制烯烃项目	伊吾疆纳新能源有限公司	新疆哈密市伊吾县	429.5	70	321
合计				780	3577

来源：生态环境部，中国石油和化学工业联合会化工园区工作委员会，中国煤炭经济研究会，国家级新疆准东经济技术开发区官网，中国工业报，国金证券研究所  
注：上表统计为不完全统计，部分项目未公开年度耗煤量，此处根据已披露数据的相关项目的年度耗煤量均值进行测算，相关项目数据以及测算结果仅供参考。

- 煤制油：据不完全统计，目前新疆地区拟在建煤制油产能约为500万吨/年，根据已披露年度耗煤量数据项目进行测算，假设现阶段拟在建产能完全投产并实现满负荷生产的情况下，未来新疆地区煤制天然气项目能够拉动的煤炭潜在需求量接近1800万吨。项目进展方面，哈密能源集成创新基地项目于2024年10月8日全面启动建设，项目规划总投资1700亿元，其中一阶段投资900亿元，以1500万吨/年岔哈泉一号露天矿为配套煤矿，建设煤炭清洁高效利用及配套新能源等项目，计划2027年底建成投产；伊犁100万吨煤制油项目，总投资183亿元，主要产品包括柴油、汽油、乙醇等，计划2025年4月开工建设，在2026年12月全厂装置建设投产。

图表35：新疆地区现阶段拟在建煤制油项目总产能约为500万吨/年（不完全统计）

拟在建项目名称	公司名称	建设地点	煤制油产能（万吨）	投资金额（亿元）	耗煤量（万吨）
国家能源集团哈密能源集成创新基地项目	国家能源集团	新疆哈密市巴里坤县	400	1700	1420
伊犁100万吨煤制油项目	伊泰伊犁矿业有限公司	新疆伊犁市	100	183	355
合计			500	1883	1775

来源：中国新闻网，新疆巴里坤哈萨克自治县人民政府网站，察布查尔锡伯自治县融媒体中心，国金证券研究所  
注：上表统计为不完全统计，部分项目未公开年度耗煤量，此处根据已披露数据的相关项目的年度耗煤量均值进行测算，相关项目数据以及测算结果仅供参考。

- 煤炭分质分级利用：据不完全统计，新疆地区现阶段拟在建煤炭分质分级利用项目主要集中在哈密市，假设现阶段拟在建产能完全投产并实现满负荷生产的情况下，未来新疆地区煤炭分质分级利用项目能够拉动的煤炭潜在需求量超过6000万吨。项目进展方面，截至2024年10月，新疆慧能煤清洁高效利用有限公司的1500万吨/年煤炭清洁高效利用项目核心生产装置以及公辅区的筒仓、仓库、上料框架、除尘框架等正在进行施工；根据煤化工期刊25年2月相关报道，伊吾广汇1500万吨/年煤炭分质分级利用示范项目力争6月底正式开工建设，2027年第三季度建成投产。此外，根据中国新闻网，新疆嘉国伟业新能源有限公司年产600万吨低阶煤清洁高效综合利用项目和年产60万吨煤焦油加氢项目中的300万吨热解一期项目计划于2025年8月1日点火，后续60万吨煤焦油加氢和制氢项目预计于2025年9月1日点火。


**图表36：新疆地区现阶段拟在建煤炭分质分级利用项目未来潜在年耗煤量超过 6000 万吨（不完全统计）**

拟在建项目名称	公司名称	建设地点	投资金额（亿元）	年耗煤量（万吨）
新疆慧能煤清洁高效利用有限公司的 1500 万吨/年煤炭清洁高效利用项目	新疆慧能煤清洁高效利用有限公司	新疆哈密市	86	1500
新疆泰亨能源化工有限责任公司 1000 万吨低阶煤分质分级清洁高效综合利用项目	新疆泰亨能源化工有限责任公司	新疆吐鲁番市	101	1000
新疆嘉国伟业新能源有限公司 600 万吨/年低阶煤清洁高效综合利用项目及 60 万吨/年煤焦油加氢项目	新疆嘉国伟业新能源有限公司	新疆哈密市巴里坤哈萨克自治县	73	600
伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司	新疆哈密市伊吾县	165	1500
伊吾疆纳新能源科技有限公司伊吾疆纳 1500 万吨年煤炭分质分级利用示范项目	伊吾疆纳新能源科技有限公司	新疆哈密市伊吾县	167	1500
合计			592	6100

来源：伊吾县人民政府网站，鄯善县人民政府网站，中国化工经济技术发展中心，化工行业生产力促进中心，新疆维吾尔自治区生态环境厅，中国新闻网，国金证券研究所

- 煤制乙醇、BDO 等其他煤化工项目：除上述煤制天然气、煤制烯烃、煤制油和煤炭分质分级利用项目以外，据不完全统计，新疆地区目前拟在建的其他煤化工项目（煤制甲醇、煤制乙醇、煤制 BDO 等）合计投资额超过 700 亿元，其中部分项目已经完成中交或已经实现开车，对于新疆地区煤炭需求同样具有一定的拉动效应。

**图表37：新疆地区拟在建的其他煤化工项目（煤制甲醇、乙醇、BDO 等）投资额超过 700 亿元（不完全统计）**

拟在建项目名称	公司名称	建设地点	投资金额（亿元）	备注
新疆其亚新材料有限公司年产 600 万吨煤基甲醇项目	新疆其亚新材料有限公司	新疆准东经济技术开发区	300	项目于 24 年 5 月正式通过核准
新业煤化工（鄯善）有限责任公司 120 万吨/年煤制乙醇多联产项目	新业煤化工（鄯善）有限责任公司	新疆吐鲁番市	176	
伊吾疆纳乙醇发展有限公司 2x60 万吨煤制乙醇项目	伊吾疆纳乙醇发展有限公司	新疆哈密市	90	23 年 6 月完成项目战略合作项目框架协议签约仪式
新疆蓝山屯河化学有限公司 110 万吨/年煤制甲醇项目	新疆蓝山屯河化学有限公司	新疆昌吉州	68	项目于 24 年 11 月完成初步设计合同签署
新疆美克化工股份有限公司五期 10 万吨/年 BDO 项目	新疆美克化工股份有限公司	新疆巴音郭勒盟自治州	22	项目于 24 年 10 月已实现化工装置、公用工程装置中交
新疆中和合众新材料有限公司年产 100 万吨羧酸及其下游产品一体化项目	新疆中和合众新材料有限公司	新疆哈密市	34	项目预计 2025 年 4 月投产
新疆新业能源化工有限责任公司年产 20 万吨 BDO 二期项目	新疆新业能源化工有限责任公司	新疆五家渠工业区	18	项目于 24 年 11 月一次性开车成功





新疆曙光绿华生物科技有限公司年产 10 万吨 BDO 联产 12 万吨 PBAT 项目	新疆曙光绿华生物科技有限公司	新疆生产建设兵团第二师铁门关市	36	预计将于 2025 年 4 月实现投料试生产
---	----------------	-----------------	----	------------------------

来源：化工行业生产力促进中心，中国化工经济技术发展中心，煤化工信息网，山西新闻网，新疆温泉县人民政府网站，新疆吐鲁番市人民政府网站，新疆维吾尔自治区生态环境厅，新疆生产建设兵团环境保护产业协会，国金证券研究所

- 综合现阶段项目情况来看，据不完全统计，新疆地区拟在建煤化工项目总投资额已经接近 7000 亿元，在仅考虑煤制气、煤制烯烃、煤制油以及煤炭分质分级利用四大类项目的情况下，根据我们测算在这些项目未来全部投产并满负荷的情况下年耗煤量预计在 2.3 亿吨以上。

图表 38：现阶段新疆地区拟在建煤化工项目未来潜在煤炭需求量预计在 2.3 亿吨以上（不完全统计）

项目	项目建设地	总投资（亿元）	年耗煤量（万吨）
煤制气	新疆昌吉回族自治州、新疆伊犁哈萨克自治州、新疆生产建设兵团第十三师新星市、新疆哈密市	2549	11949
煤制烯烃	新疆昌吉回族自治州、新疆生产建设兵团第十三师新星市、新疆哈密市、新疆吐鲁番市	1220	3577
煤制油	新疆哈密市、伊犁市	1883	1775
煤炭分质分级利用	新疆哈密市、吐鲁番市	592	6100
其他煤化工项目（仅考虑煤制甲醇、煤制乙醇、煤制 BDO）	新疆昌吉回族自治州、哈密市、吐鲁番市等	710	-
合计		6953	23401

来源：国金证券研究所测算（注：上表煤制烯烃项目总投资未包含新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目；本表数据来源于图表 33-37 数据汇总）

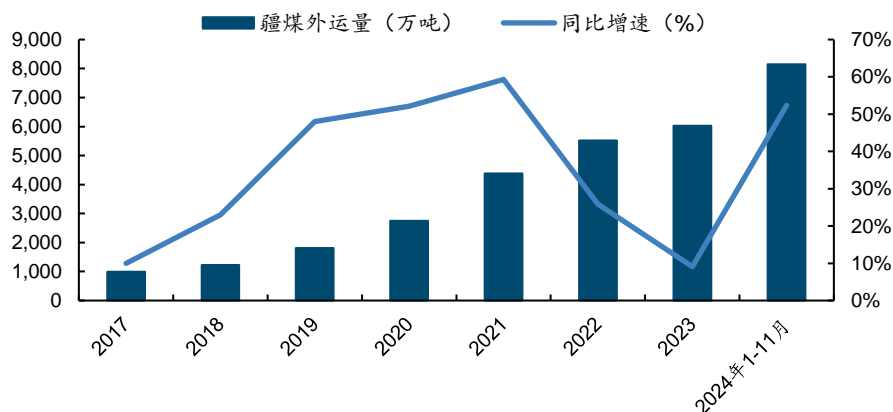
### 3、新疆外运消纳的煤炭增量需求空间有多大？

#### 3.1 外运现状——经济性下外运增量明显，扩能改造带来运力增长空间

- 近年疆煤外运增量明显。受西部振兴政策下经济增长，西南、西北等地区自身煤炭需求增加，而自身煤炭供给量小，煤炭供需缺口扩大，需要从煤炭资源丰富的晋陕蒙新地区调入煤炭。同时，近年来新疆煤炭项目持续释放产能，加之新疆兰新、临哈、将淖红等铁路线和 312 国道、淖柳公路等交通基础设施的完善，疆煤外运量增量明显。2017-2023 年，新疆煤炭外运量由 994.7 万吨增长至 6022.7 万吨，CAGR 达 35%。得益于新疆能源保障政策支持以及淡季铁路运费的下调，2024 年 1-11 疆煤外运量达到 8147.9 万吨，同比增长 52%，增速进一步加快。



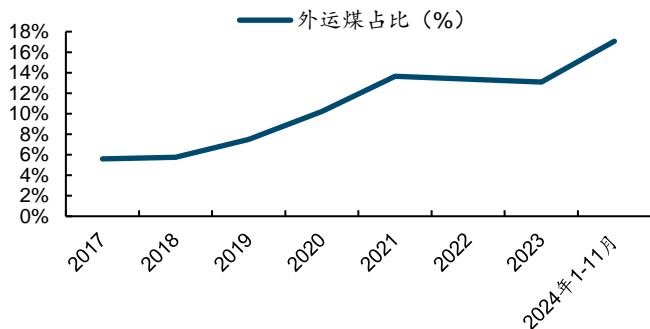
图表39：2024年1-11月新疆煤炭外运量同比增长52%



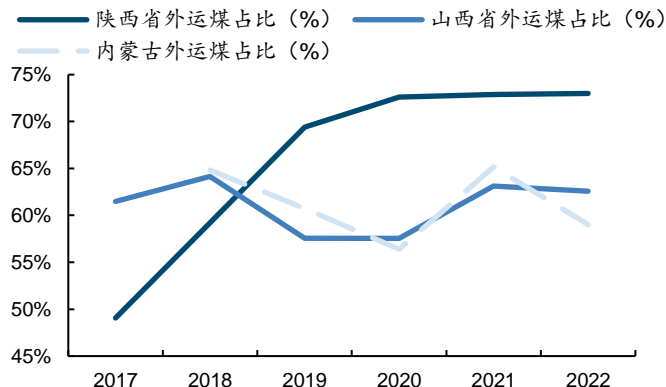
来源：中国煤炭市场网，新疆日报，国金证券研究所

- 目前疆煤外运量占比仍旧较少。尽管过往几年疆煤外运量增速较高，但从占比来看，相对晋陕蒙地区的外运占比仍旧较少。疆煤外运的主要瓶颈是经济性和运力。煤炭的总价由坑口价和运输成本两部分组成。2024年年末，新疆5500大卡动力煤坑口价420元/吨，低于晋陕地区的580-610元/吨水平，坑口价优势显著。但由于新疆位置偏远，运输成本较高，对于部分地区的经济性不如晋陕蒙。同时，由于新疆铁路等基础设施仍有完善空间，疆煤外运量也受制于铁路的运力。

图表40：2024年1-11月新疆煤外运占比17%



图表41：疆煤外运占比相对较少



来源：中国煤炭市场网，ifind，国金证券研究所

来源：wind，各省统计局，国金证券研究所

- 未来外运提升的瓶颈之一——经济性。
- ✓ 甘青、川渝、宁夏、华中等地区都有较大的煤炭调入需求，疆煤外运也主要满足这些地区的调入需求以及疆煤入海。同时，山西、陕西、内蒙的煤炭也可以调入上述地区，所以在测算经济性时主要测算新疆煤炭相对晋陕蒙煤炭调入的经济性。由于煤炭主要由铁路运输，因此我们以疆煤经济竞争力=煤价差-铁路运价差来观测其经济性，经济竞争力>0代表其存在相对经济性。
- ✓ 从数据来看，新疆哈密、准东等地区煤炭价格相对山西、陕西、内蒙煤炭价格优势明显，2024年哈密相对晋陕蒙煤价差216~250元，准东相对晋陕蒙煤价差255~289元。由于各地铁路局费率有所差异，为减少测算复杂度，铁路运费以0.167元/吨公里统一计算。该数值为研究路线的运费均值，通过国铁95306货运平台核验，和实际运费基本吻合。



图表42：新疆煤炭相对晋陕蒙地区具备价格优势

年份	动力煤价 (元/吨)	煤价 (元/吨)					哈密平均煤价差 (元/吨)			准东平均煤价差 (元/吨)		
		新疆哈密	新疆准东	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西
2011	814	215	147	552	509	455	337	294	240	405	362	308
2012	695	189	188	489	451	379	300	262	190	301	263	191
2013	584	182	155	384	340	340	202	158	158	229	185	185
2014	512	168	153	310	282	273	142	114	105	157	129	120
2015	419	155	149	222	223	180	67	68	25	73	74	31
2016	471	167	175	279	237	280	112	70	55	104	62	105
2017	638	201	204	442	341	375	241	140	174	238	137	171
2018	647	230	229	446	382	375	216	152	145	217	153	146
2019	587	246	242	411	406	370	165	160	123	169	164	128
2020	599	256	254	392	332	356	136	76	100	138	78	102
2021	1055	369	354	861	756	774	492	387	405	507	402	420
2022	1268	514	549	841	763	877	327	249	363	292	214	328
2023	972	483	471	765	739	766	282	256	283	294	268	295
2024	861	442	403	687	658	692	245	216	250	284	255	289
2024.12	796	440	398	614	607	646	174	167	206	216	209	248

来源：《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》，中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表43：新疆相对晋陕蒙地区运费差

地区	煤源	起止点	里程 (km)	测算运费 (元/吨)	吐哈运费差 (元/吨)	准东运费差 (元/吨)
甘肃地区	山西	朔州-兰州	1373	229	0	108
	陕西	榆林-兰州	914	153	76	185
	内蒙	鄂尔多斯-兰州	1086	181	48	156
	新疆吐哈煤田	哈密-兰州	1372	229		
	新疆准东煤田	将军庙-兰州	2019	337		
川渝地区	山西	朔州-重庆	1700	284	93	201
	陕西	榆林-重庆	1362	227	150	258
	内蒙	鄂尔多斯-重庆	1535	256	121	229
	新疆吐哈煤田	哈密-重庆	2258	377		
	新疆准东煤田	将军庙-重庆	2905	485		
宁夏地区	山西	朔州-银川	936	156	92	200
	陕西	榆林-银川	542	91	158	266
	内蒙	鄂尔多斯-银川	490	82	167	275
	新疆吐哈煤田	哈密-银川	1488	248		
	新疆准东煤田	将军庙-银川	2135	357		
华中地区	山西	朔州-襄阳	1102	184	262	370
	陕西	榆林-襄阳	1204	201	245	353
	内蒙	鄂尔多斯-襄阳	1377	230	216	324
	新疆吐哈煤田	哈密-襄阳	2671	446		
	新疆准东煤田	将军庙-襄阳	3318	554		



港口	山西	朔州-秦皇岛	750	125	313	494
	陕西	榆林-秦皇岛	112	19	253	434
	内蒙	鄂尔多斯-秦皇 岛	1093	183	256	437
	新疆吐哈煤田	哈密-秦皇岛	2624	438		
	新疆准东煤田	将军庙-秦皇岛	3709	619		

来源：《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》，中国铁路地图，国金证券研究所

- 根据我们测算，在 2024 年及近期煤价下，新疆哈密煤在甘肃地区（青海地区类似）、川渝地区、宁夏地区均具备经济性，在华中地区、秦皇岛港口不具备经济性。准东煤在甘青地区具备经济性，在川渝、宁夏地区经济性不如陕西煤，但比山西、内蒙煤更具备经济性。准东煤在华中、秦皇岛港口不具备经济性。

图表44：哈密煤炭经济竞争力（元/吨）

年份	动力 煤价	甘肃地区			川渝地区			宁夏地区			华中地区			秦皇岛港		
		山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西
2011	814	337	218	192	244	144	119	245	136	73	75	49	24	24	41	-16
2012	695	300	186	142	207	112	69	208	104	23	38	17	-26	-13	9	-66
2013	584	202	82	110	109	8	37	110	0	-9	-60	-87	-58	-111	-95	-98
2014	512	142	38	57	49	-36	-16	50	-44	-62	-120	-131	-111	-171	-139	-151
2015	419	67	-8	-23	-26	-82	-96	-25	-90	-142	-195	-177	-191	-246	-185	-231
2016	471	112	-6	7	19	-80	-66	20	-88	-112	-150	-175	-161	-201	-183	-201
2017	638	241	64	126	148	-10	53	149	-18	7	-21	-105	-42	-72	-113	-82
2018	647	216	76	97	123	2	24	124	-6	-22	-46	-93	-71	-97	-101	-111
2019	587	165	84	75	72	10	2	73	2	-44	-97	-85	-93	-148	-93	-133
2020	599	136	0	52	43	-74	-21	44	-82	-67	-126	-169	-116	-177	-177	-156
2021	1055	492	311	357	399	237	284	400	229	238	230	142	189	179	134	149
2022	1268	327	173	315	234	99	242	235	91	196	65	4	147	14	-4	107
2023	972	282	180	235	189	106	162	190	98	116	20	11	67	-31	3	27
2024	861	245	140	202	152	66	129	153	58	83	-17	-29	34	-68	-37	-6
2024 .12	796	174	91	158	81	17	85	82	9	39	-88	-78	-10	-139	-86	-50

来源：《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》，中国煤炭市场网，国金证券研究所测算




**图表45：准东地区经济竞争力（元/吨）**

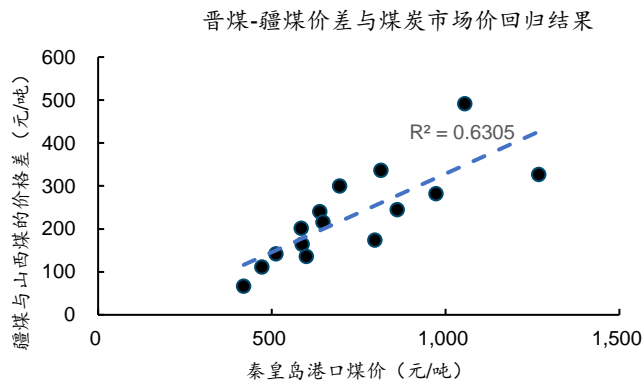
年份	动力 煤价	甘肃地区			川渝地区			宁夏地区			华中地区			秦皇岛港		
		山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西	山西	陕西	蒙西
2011	814	297	177	152	204	104	79	205	96	33	35	9	-16	92	-72	52
2012	695	193	79	35	100	5	-38	101	-3	-84	-69	-90	-133	-12	-171	-65
2013	584	121	1	29	28	-73	-44	29	-81	-90	-141	-168	-139	-84	-249	-71
2014	512	50	-55	-35	-44	-128	-108	-43	-137	-154	-213	-224	-204	-156	-304	-135
2015	419	-35	-111	-125	-128	-184	-198	-127	-192	-244	-297	-279	-293	-240	-360	-225
2016	471	-4	-123	-51	-97	-196	-124	-96	-204	-170	-266	-291	-219	-209	-372	-151
2017	638	130	-47	15	37	-121	-58	38	-129	-104	-132	-216	-153	-75	-297	-85
2018	647	110	-31	-9	16	-104	-82	17	-113	-128	-153	-200	-178	-95	-280	-109
2019	587	61	-21	-28	-32	-94	-101	-31	-102	-147	-201	-189	-196	-144	-270	-128
2020	599	30	-106	-54	-63	-180	-127	-62	-188	-173	-232	-275	-222	-175	-356	-154
2021	1055	399	218	264	306	145	191	307	136	146	137	49	96	194	-31	165
2022	1268	184	30	173	91	-43	100	92	-52	54	-78	-139	4	-21	-219	73
2023	972	186	83	139	93	10	66	94	2	20	-76	-85	-29	-19	-166	39
2024	861	177	71	134	83	-2	61	84	-11	15	-86	-98	-35	-28	-178	34
2024 .12	796	108	25	92	15	-48	20	16	-57	-26	-154	-144	-76	-97	-224	-7

来源：《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》，中国煤炭市场网，国金证券研究所测算

- 从过往数据来看，疆外煤-新疆煤的价差与市场煤价（秦皇岛 5500 卡）存在正相关性，由于运价稳定，疆煤外运的经济性和市场煤价正相关。对特定地区而言，随着市场煤价格上涨，新疆煤可能从不具备经济竞争力变为具备经济竞争力。具体来看：
  - ✓ 对于甘肃地区（青海地区类似），新疆哈密煤炭拥有绝对的经济性，且相对山西的经济性最强，内蒙、陕西次之。新疆准东煤相对山西煤具备经济性，在市场价高于 650 元/吨时相对陕西、内蒙煤具备经济性。
  - ✓ 对于川渝地区，新疆哈密煤相对山西具有经济性，当市场价高于 650 元/吨时，相对陕西、内蒙具备经济性。新疆准东煤需要在市场价高于 600 元/吨时相对山西煤炭有经济性，市场价高于 800 元/吨相对陕西、内蒙煤具备经济性。
  - ✓ 对于宁夏地区，新疆哈密煤相对山西具有经济性，当市场价高于 650 元/吨时，相对陕西、内蒙具备经济性。新疆准东煤需要在市场价高于 600 元/吨时相对山西煤炭有经济性，市场价高于 900 元/吨相对陕西、内蒙煤具备经济性。
  - ✓ 对于华中地区（两湖一江），新疆哈密煤在市场价高于 900 元/吨时相对晋陕蒙煤炭具有经济。新疆准东煤需要在煤价在 1000 元/吨时相对其他煤源才具备经济性。
  - ✓ 对于港口煤（秦皇岛地区），新疆哈密煤在市场价高于 1000 元/吨时相对山西、内蒙具有经济性，对陕西煤没有经济性。新疆准东煤在 1000 元/吨相对山西具有经济性，在 800 元/吨时相对内蒙有经济性。

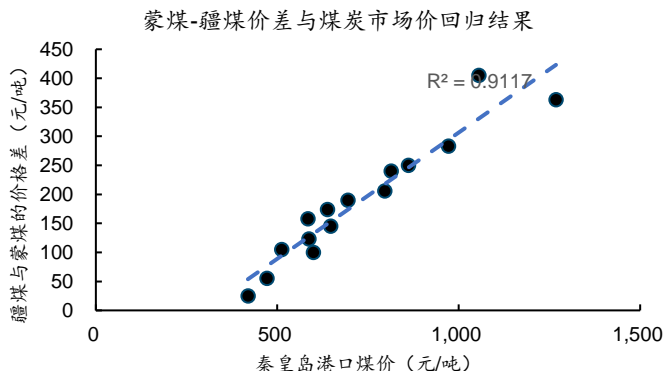


图表46：晋煤疆煤价差与市场煤存在正相关



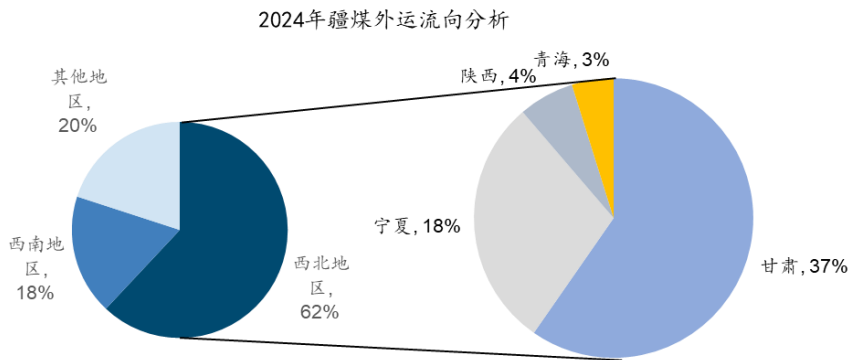
来源：CCTD，国金证券研究所

图表47：蒙煤疆煤价差与市场煤存在正相关



来源：CCTD，国金证券研究所

图表48：2024年疆煤流向西北地区比例为62%



来源：新疆煤炭交易中心，国金证券研究所

- 目前新疆铁路已经形成了“一主两翼”进出疆三大铁路通道。“一主”是指兰新铁路，由兰新铁路和兰新高铁共同构成，是“新丝绸之路经济带”运输通道和我国西北地区铁路网的重要组成部分，是目前的出疆主通道，短期运力紧张。两翼主要是指“北翼”和“南翼”通道。北翼通道指临哈铁路及向西延伸线，红淖铁路和将淖铁路是北翼通道的重要组成部分。临哈铁路连接内蒙古临河站—额济纳站—新疆哈密站，有较大的外运潜力。南翼通道指格库铁路，起自青海省格尔木市，终到新疆库尔勒市，是出入新疆的第三条铁路通道，主要服务南疆和国内西南地区的运输。



图表49：疆煤外运形成“一主两翼”的外运通道格局



来源：新疆发布，国金证券研究所

(1) 兰新铁路：疆煤外运的主要通道，运力仍有增量空间

- ✓ 兰新铁路由兰新线和兰新高铁共同组成，连接甘肃省兰州市和新疆维吾尔自治区，是新疆对外运输的主要铁路通道。兰新线是客货混合铁路通道，1995 年正式投入运营，全长 2358 公里，双线车道，目前运力为 7000 万吨/年。兰新高铁是主要的客运通道，2014 年开通，全长 1776 公里。二线最初的建设目标是实现兰新通道的客货分流。
- ✓ 目前看兰新线分流效果有限，兰新线货运仍未达到理论运力。目前兰新二线对于兰新线的客流分流左右十分有限，由于兰新二线缺少必要的联络线，导致普速客车无法运行，使得兰新线仍要承担大量的普速客车运行工作，进而难以充分发挥其货运能力。同时，兰新线由于受到嘉峪关车站的到发站能力所限，虽然理论运力达到 7000 万吨，但实际运输中难以达到预定产能。

图表50：兰新铁路线路概况

线路名称	全长 (km)	货物运力	通车时间	运输规划	牵引种类	正线数目
兰新线	2358	7000-8000 万吨	1990 年	客货混运	电力	双线
兰新二线	1776	-	2014 年	客运	电力	双线

来源：甘肃省十三五规划，国金证券研究所

- ✓ 我们认为兰新线煤炭运输能力仍有增量空间：1) 兰新线或将其部分客车转至兰新二线，减少普速客车数量，恢复其货运能力。2) 南疆通道格库线改造工程在 2024 年正式通车，运能每年 3357 万吨。原先南疆出疆货物需要发往乌鲁木齐，经过兰新线才能出疆，格库线的开通有力缓解这一局面，有大量货物可以通过格库线直接出疆，为兰新线带来余量。3) 预计兰新线上对于拥堵的节点进行建设单线或者副线来疏通拥堵情况，建成后可以有效缓解兰新线拥堵情况。因此我们认为，兰新线近期货运增量可以有 1000-2000 万吨，中期预计增加 5000 万吨。


**图表51：通过增强站点能力可以使兰新线运输能力继续提升（单位：万吨）**

兰新线运输能力利用情况及预测表												
区段	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2025 年		2028 年	
	上行	下行	上行	下行	上行	下行	上行	下行	上行	下行	上行	下行
武威南-金昌	5687	2833	5313	2849	6744	2491	9142	2537	9702	2687	11002	2899
金昌-张掖	5628	2657	5313	2646	6773	2300	9083	2373	9643	2523	11093	2735
张掖-嘉峪关	5638	2618	5381	2600	6851	2245	9039	2337	9519	2387	11469	2599
嘉峪关-玉门东	6071	2320	6061	2301	7634	1906	9543	2122	10023	2172	11923	2384
玉门东-腰泉子	5961	2293	6007	2278	7397	1863	8905	2108	9075	2108	10245	2108
腰泉子-低窝铺	5961	2293	6007	2278	7397	1863	8905	2108	9075	2108	10245	2108
低窝铺-军垦	5961	2293	6007	2278	7397	1863	8905	2108	9075	2108	10245	2108
军垦-桥湾	5961	2293	6007	2278	7397	1863	8905	2108	9075	2108	10245	2108
桥湾-柳沟	5961	2293	6007	2278	7397	1863	8905	2108	9075	2108	10245	2108

来源：《兰新线货运通过能力提升研究》，国金证券研究所

### （2）临哈铁路：疆煤外运北翼通道，运力提升空间大

- ✓ 临哈铁路：疆煤外运北翼通道，电气化改造后外运能力将大幅增加。临哈线连接内蒙古临河与兰新线上的哈密站接通，可以通过内蒙古铁路系统去往河北、天津等地，是疆煤外运的北翼通道。临哈线于 2015 年全线贯通，全长 1390 公里，拥有煤炭运力 2000 万吨。临哈线建设时定位为煤炭运输铁路，2013 年以来，中国大力降低煤炭消费量，发展清洁能源，煤运地位降低，因此建设后临哈线持续发展其他货运业务。

**图表52：临哈铁路目前为内燃单线，运力提升空间大**

线路名称	全长	货物运力	通车时间	运输规划	牵引种类	正线数目
临哈线	1390km	2000 万吨煤炭	2015 年	货运	内燃	单线

来源：甘肃省十三五规划，国金证券研究所

- ✓ 电气化改造后运能将大幅提升。临哈线扩能改造方案已于 2023 年通过国铁集团审批，项目总投资 337.9 亿元，计划工期 2.5 年。项目开通后临哈铁路临河至额济纳段将完成双线电气化改造，牵引定数提高至 10000 吨，线路允许速度提升至 120km/h，该区段通过能力有望实现日均 72 对以上。额哈段实施新增二线及电气化工程后，临哈铁路全线扩能改造完成，运能达到 2 亿吨。
- （3）将-淖-红铁路：疆煤外运重要通道，缩短疆煤外运距离。
- ✓ 红淖铁路和将淖铁路是北翼通道的重要组成部分。红淖铁路位于新疆东部的哈密地区，全线长 435 公里，连接淖毛湖站和兰新线的红柳河站；将淖铁路位于新疆东北部的昌吉回族自治州和哈密市，全长 431 公里，连接将军庙站和淖毛湖站。红淖线沿线哈密地区煤炭资源储量大，目前探测储量达 5708 亿吨，可采储量 471 亿吨，居全新疆第一。2024 年 1 月，将淖红铁路全线贯通，有力保障了新疆两大主要的煤炭基地哈密淖毛湖矿区和准东矿区的煤炭外运出口，同时快速实现疆内优势产品出疆，促进沿线资源开发。目前红淖-临哈铁路连接线已通车，红淖铁路疆煤外运通道将由过去单一的兰新线，升级为兰新线和临哈线双通道，疆煤外运通道运力将全面提升。





图表53: 红淖铁路沿线哈密地区煤炭资源储量大 (单位: 亿吨)

地域	矿区	预测储量	可开采储量
哈密北	三塘湖矿区	586	186
	淖毛湖矿区	239	110
	巴里坤矿区	27	11
哈密南	沙尔湖矿区	667	-
	三道湖南勘矿区	192	-
	大南湖矿区东区	168	76
	大南湖矿区西区	147	80
	三道岭矿区	20	7
	野马泉矿区	15	-
其他	周边地区	3645	-
合计		5708	471

来源:《哈密矿产分布简介》, 国金证券研究所

- ✓ 值得一提的是, 将-淖-红铁路的出现显著提升了准东煤的经济性和外运能力。以准东地区到兰州为例, 原有的路线是通过乌将线运输至乌鲁木齐, 再通过兰新线运至红柳河站, 再运出新疆。而新路线可以通过将淖红铁路运输至红柳河, 通过兰新线运出, 运输里程相对原来路线减少 207 公里, 以红柳河记里程可减少约 20%。按照 0.167 元/吨公里, 单吨货物可以节省运费 35 元, 相当于新疆到甘肃、川渝、宁夏地区运费的 10%。

图表54: 将-淖-红铁路出现提升准东煤田的经济性

将军庙-兰州	将军庙-乌鲁木齐	乌鲁木齐-红柳河	合计	乌将线运能	
	267 km	806 km	1073 km	约 1 亿吨	
	将军庙-淖毛湖	淖毛湖-红柳河	合计	将淖线运能	红淖线运能
	431 km	435 km	866 km	4800 万吨	6000 万吨

来源: 中国铁路地图, 国金证券研究所

- ✓ 电气化改造提升运力, 远期运力仍有增量。2022 年, 红淖铁路进行电气化改造, 2024 年 10 月电气化改造顺利完成, 使得红淖铁路运能从原先的 4000 万吨提升至 6000 万吨。目前红淖铁路进行的是单线电气化改造, 复线电气化改造后, 远期运量可以达到 1.5 亿吨。2024 年 1 月将淖铁路开通, 初期运力为 3150 万吨, 中期运力为 4500 万吨, 若将淖铁路进行复线建设并实施电气化改造, 则远期运力可达到 1.5-2 亿吨。
- (4) 格库铁路: 疆煤外运南部通道, 新开线路运量增速高
- ✓ 格库铁路连接青海和新疆两省, 起自青海省格尔木市, 途径新疆南部地区, 终到新疆中部库尔勒市。格库线全长 1206 公里, 2020 年 12 月全线贯通, 是南疆货物的主要通道。格库线通车之后, 南疆货物从原先的绕路兰新铁路出疆改为直接出疆, 有效缓解兰新线压力, 同时将货物出疆时间压缩了 9 小时以上。
- ✓ 格库铁路为客货混运铁路, 2024 年格库铁路的年运输能力在扩能改造后, 运力由原来的 1600 万吨提升至 3357 万吨。目前格库线年度运量超过 1000 万吨, 仍未达到运力上线。根据《青海省中长期铁路网规划 (2021-2050 年)》, 格库铁路远期将规划建设复线工程, 届时铁路运力将会有更大程度提升。

图表55: 格库线基本情况介绍

线路名称	全长	货物运力	通车时间	运输规划	牵引种类	正线数目
格库线	1206km	3357 万吨	2020 年	货运	电力	单线

来源: 新疆政府网站, 国金证券研究所

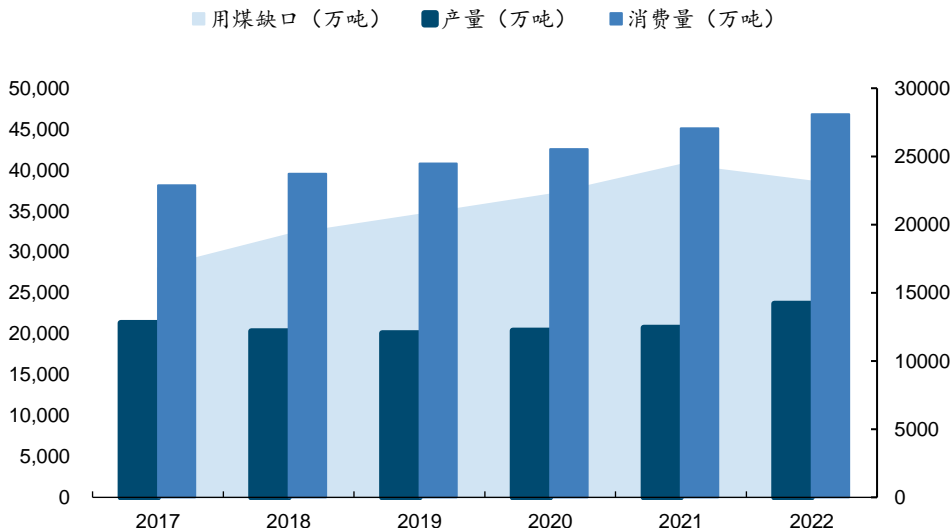


### 3.2 邻近省份增量需求有望带来外运增量驱动

#### 3.2.1 邻近省份本身存在用煤刚性缺口

- 邻近省份本身存在用煤缺口支撑疆煤外运。近年来新疆相邻的西南及西北地区煤炭缺口显著，云南、甘肃、宁夏、四川、重庆等地区煤炭供需缺口较大，2015 年上述 5 省煤炭缺口合计为 1.2 亿吨，占总消费量的比重为 31%；2022 年，5 省合计缺口为 2.32 亿吨，占消费总量比例达到 49%。用煤缺口的年复合增长率为 10%。新疆煤炭资源质量较好，且坑口价格较低。根据前文测算，在当前煤价下，疆煤发运到这些地区相对三西地区煤炭发运具备经济性，用煤缺口的不断扩大支撑疆煤外运需求。

图表56：云南、甘肃、宁夏、四川、重庆五省用煤缺口持续扩大（右轴为缺口数）

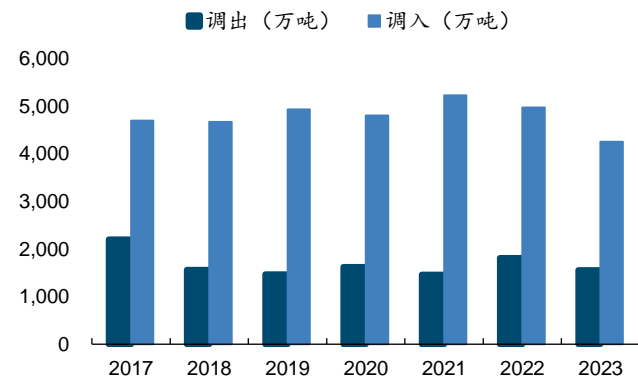
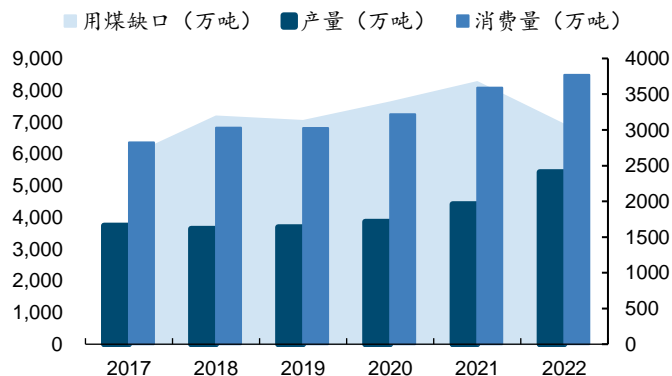


来源：wind，国金证券研究所

- 甘肃地区：煤炭出疆主要方向，西北部地区用新疆煤更经济。
- ✓ 甘肃省是煤炭出疆的主要方向，长期存在供需缺口。甘肃省煤炭常年处于供需失衡状态，2022 年煤炭产量 5414 万吨，消费量 8486 万吨，供需缺口为 3072 万吨，占煤炭消费量的 36%。尽管甘肃省煤炭资源相对丰富，但受到供水不足和开采技术条件的限制，煤炭产量较少，故持续存在煤炭缺口。由于甘肃距离新疆煤田和三西地区煤田相近，而疆煤坑口成本具备优势，根据我们测算，甘肃省是疆煤外运最具备经济性的地方。2022 年，甘肃煤炭生产量同比增加 23%，导致用煤缺口收窄 16%，但甘肃省煤炭调入量仍然保持刚性，同比下降 5%，我们认为主要因为甘肃西部地区电厂用新疆煤更具备经济性。

图表57：甘肃省 2022 年用煤缺口在 3000 万吨以上（右轴为缺口数）

图表58：2022 年甘肃煤炭调入量仍然保持刚性



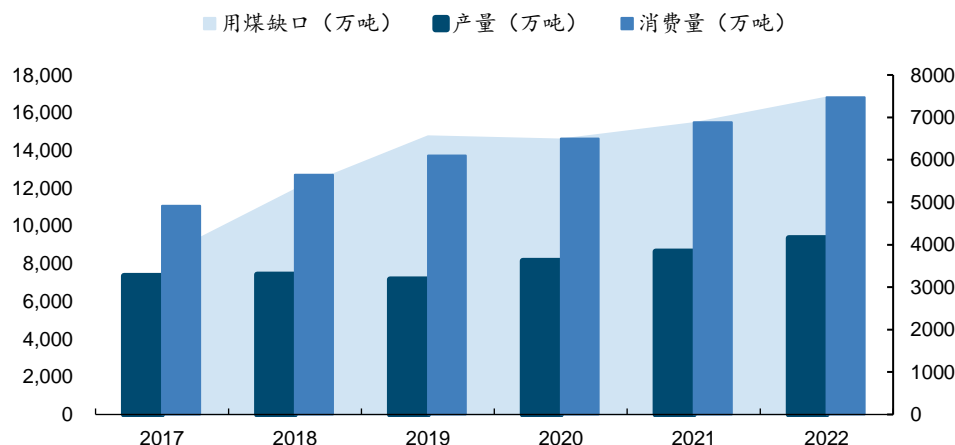
来源：甘肃省统计局，国金证券研究所

来源：甘肃省统计局，国金证券研究所



- 宁夏地区：用煤缺口量大，煤炭产业有较大空间
- ✓ 宁夏地区煤炭资源丰富，但由于开采条件的限制，产量不及晋陕蒙新地区。同时，宁夏作为西电东送战略的重点省份，煤炭消耗量增速更快，用煤缺口逐年扩大。2022 年，宁夏地区煤炭产量 9355 万吨，煤炭消费量为 16822 万吨，用煤缺口达 7467 万吨。当前煤价下，新疆哈密煤在宁夏地区具备经济性，而新疆准东煤仅相对山西煤炭具备经济性。根据宁夏地区能源产业规划，宁东地区将作为国家重要大型煤炭煤化工基地，远期煤炭消耗有较大空间。

图表59：2017-2022 年宁夏地区用煤缺口持续扩大（右轴为缺口数）

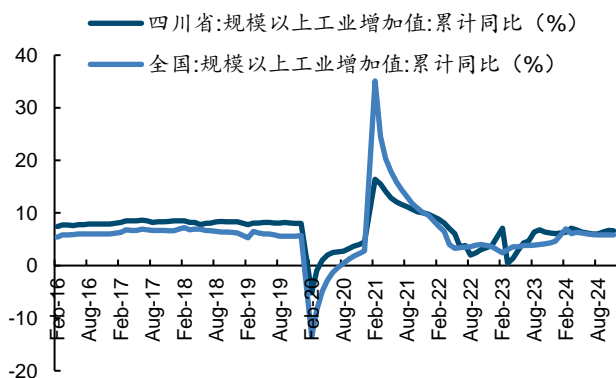
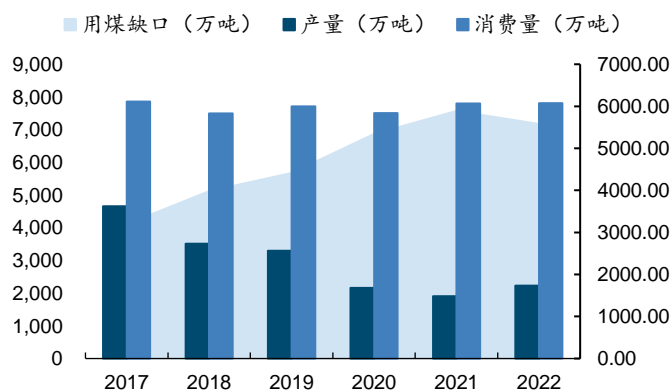


来源：宁夏统计局，国金证券研究所

- 川渝地区：进入疆煤保供圈，煤炭缺口可观
- ✓ 川渝地区资源禀赋差，当前煤价存在经济性。川渝地区的煤炭资源禀赋相对较差，主要由于其开采成本高、煤质差，且煤发生产量相对较低。2022 年，四川省煤炭产量为 2224 万吨，消费量为 7807 万吨，产生用煤缺口达到 5583 万吨，用煤缺口较大。目前煤价下，川渝地区已进入疆煤保供圈，哈密煤相对三西地区均具备经济性，而准东煤在川渝地区仅对陕西煤没有经济性，对于山西和蒙西煤均存在经济性。
- ✓ 煤炭缺口或进一步拉大，看好疆煤入川。我们认为川渝地区煤炭缺口或进一步扩大，一方面国家支持西部大开发战略，川渝地区工业及基础设施投资持续高增长，2016-2024 年，四川省规模以上工业增加值增速均高于全国平均水平。另一方面，为维持经济活动带来的用电量需求，四川省陆续上马电厂项目，四川广元电厂 2024 年开始新建 200 万千瓦超超临界燃煤发电机组，建成后预计年发电量约 90 亿千瓦时，预计建成后可以提升煤炭需求量。

图表60：2022 年四川用煤缺口达 5583 万吨（右轴为缺口数）

图表61：四川省工业增加值同比增速持续高于全国



来源：四川省统计局，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所



### 3.2.2 邻近省份“大基地”配套煤电为代表的装机增长不可忽视

- 在“大基地”配套火电项目的驱动下，邻近省份待建煤电装机规模可观，有望带来疆煤外送消纳空间。
- ✓ 与新疆临近的西北省份主要包括甘肃、青海、宁夏，向内陆延伸还有西南地区的四川、重庆。经过 3.1 的测算可知，疆煤外运至这些地区均具备一定经济性，因此这些地区的用煤需求是疆煤外运消纳的重要途径之一。
- ✓ 作为“十四五”我国推动新能源高质量发展的重要抓手，以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏发电基地建设加快推进，首批项目已于 2024 年底冲刺收官；第二批、第三批项目也在加快建设，其中第二批项目清单约 4200 万千瓦，涉及内蒙古、宁夏、新疆、青海、甘肃等省区，扣除新疆后约 2733 万千瓦；第三批大基地项目清单中青海、内蒙古和甘肃三省累计规模达 4778 万千瓦。
- ✓ 考虑到新能源具有出力功率不稳定的特点，新能源发电大规模集中并网对电力系统的支撑能力、转移能力、调节能力提出了更高要求，特高压配套“风光火”打捆外送是大势所趋。
- 综合考虑大基地驱动的特高压配套煤电和省内其他待投煤电，甘肃、青海、宁夏未来 2-3 年的待投煤电共 3162 万千瓦，其中典型的大基地外送特高压配套调峰煤电规模达 1596 万千瓦，占三省待投煤电的比例约 50%。

**图表62：甘肃、青海、宁夏未来 2-3 年的待投特高压配套调峰煤电共 1596 万千瓦**

机组所属省份	火电机组	配送特高压	待投规模（万千瓦）
甘肃	浙能武威 2×1000MW 调峰火电机组工程项目	腾格里沙漠河西新能源基地外送浙江直流特高压	200
	甘肃巴丹吉林沙漠基地电源	巴丹吉林沙漠基地外送四川直流特高压	400
	华能正宁电厂二期 2×1000MW 燃煤发电项目	甘肃庆阳新能源基地-陇电入鲁直流特高压	200
	山东能源灵台 2 x 1000 兆瓦调峰煤电项目	陇东至山东（陇电入鲁）直流特高压	200
	甘肃腾格里沙漠河西新能源基地配套金昌 2×1000 兆瓦调峰煤电项目	腾格里沙漠河西新能源基地外送浙江直流特高压	200
青海	青海格尔木一期 2×660MW 煤电项目	青海海西柴达木沙漠基地送电广西直流特高压	132
宁夏	国能宁夏中卫电厂 4×660 兆瓦机组扩建工程	宁夏腾格里沙戈荒能源大基地外送湖南的“宁湘直流”特高压	264

来源：澎湃新闻、中国储能网、北极星火力发电网、新华社、央视新闻、灵台县人民政府、金昌市生态环境局、甘肃水利厅、青海省发改委、寻标宝、国金证券研究所

- 若叠加同样具备疆煤外送经济性的川渝地区待投煤机，则邻近省份新增煤电机组有望带来超 5000 万吨的疆煤外运潜在需求增量。





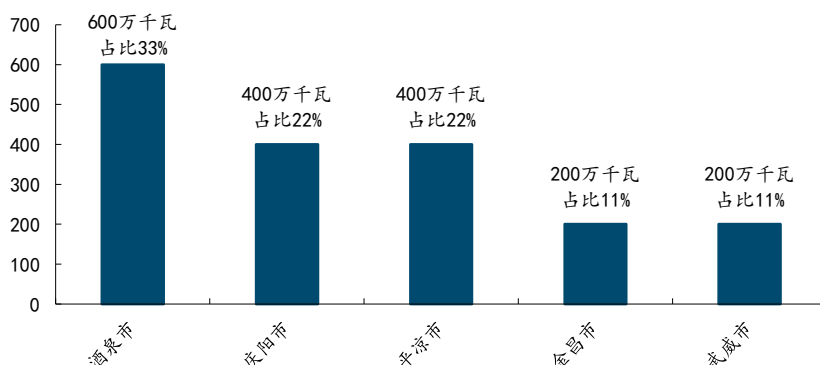
图表63：邻近省份新增煤电机组有望带来超5000万吨的疆煤外运潜在需求增量

省份	待投煤电机组 (万千瓦)	待投机组中大 基地外送占比	待投机组利用小时数假设(小时)			潜在增量耗煤需求测算(万吨)		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
甘肃	1632	87.7%	4706	4482	4045	2304	2085	1980
宁夏	1068	24.7%	4825	4595	4147	1546	1399	1329
青海	462	57.1%	5254	5254	4742	728	692	657
西部省份合计	3162					4578	4175	3966
川渝	818	-	5040	4800	4332	1178	1119	1063
总计	3980					5756	5294	5029

来源：北极星火力发电网、爱企查、新浪财经、灵台县人民政府、瓜州发布官方号、中国新闻网、新华网、甘肃经济信息网、世纪新能源网、SMM有色资讯官网、宁夏自治区发展改革委、今日头条、中卫市自然资源局、国家电投官网、国家电投重庆电力有限公司、电力信息共享平台、新华网四川、电知网官网、能联社、澎湃新闻、中国电力报、新华社、国家能源局、海西发布-中共海西自治州委宣传部、人民资讯等，国金证券研究所（注：此处假设度电煤耗300g；中性假设下，未来待投机组利用小时数为各省2024年火电平均利用小时数和所属特高压配套煤电利用小时的加权平均，特高压利用小时数根据额定容量800万千瓦、所属特高压配套煤电规模、国家要求特高压利用小时4500h和新能源电力占比50%计算得出）

- 部分临近省份火电待投机组与省内产煤基地存在区位差异，疆煤性价比更加凸显，进一步提升疆煤外运需求增量的确定性。
- ✓ 从这个角度出发，甘肃是较为典型的案例。甘肃省共查明煤炭资源量385.84亿吨，煤炭资源相对富集，主要分布在庆阳、平凉、白银等西部区域。而相对而言，甘肃待投火电机组有过半分布于省内中西部区域，主因地处河西走廊（包括酒泉、张掖、金昌、武威、嘉峪关），新能源自然资源丰富，因而有较为集中的新能源大基地机组的外送火电配套机组建设需求。

图表64：甘肃待投产火电中超半数分布于省内偏西部区域



来源：民勤县政府、北极星电力网、灵台县人民政府、瓜州县融媒体中心、中国新闻网、甘肃水利厅、国家能源之声、正宁县人民政府、甘肃人民政府官网、电力招标网、甘肃经济信息网、国金证券研究所

- ✓ 我们在3.1已经测算过，疆煤运送到甘肃偏西侧的兰州市具备经济性和竞争力，且对于甘肃内偏西部的区域而言，新疆煤经济性比甘肃本地煤炭更高，有望体现出更强的经济性和外运可行性。

图表65：对于甘肃西部电厂，新疆煤经济性比甘肃本地煤炭更高（单位：km）

哈密-敦煌	哈密-柳沟	柳沟-敦煌				合计里程
	401	162				563
平凉-敦煌	平凉-中卫	中卫-干塘	干塘-武威南	武威南-柳沟	柳沟-敦煌	合计里程
	322	72	172	681	162	1409

来源：中国铁路地图，国金证券研究所



### 3.2.3 邻近省份煤化工或将拉动部分疆煤新增需求

- 基于上文分析，疆煤外运至甘肃和宁夏地区依然具备一定的经济性，从需求端而言，甘肃和宁夏地区煤化工拟在建项目未来也具备使用疆煤作为原料煤的可能性。据不完全统计，甘肃地区拟在建项目以煤炭分级分质利用为主，宁夏地区拟在建项目以煤制烯烃为主，根据各项目披露数据以及相关测算，在现有煤炭消耗量的基础上甘宁地区拟在建煤化工项目未来潜在新增煤炭需求超过 2000 万吨。

**图表66：甘肃和宁夏地区拟在建煤化工项目年耗煤量预计接近 2300 万吨**

项目名称	项目所在地	建设内容	项目进展	年耗煤量（万吨）
年转化原料 320 万吨 现代煤炭分级分质清洁高效利用项目	甘肃金昌	采用先进的现代煤炭分级分质清洁高效利用技术，对煤炭资源进行提质，将煤热解成气、液、固三相物质，根据各类热解产物物理化学性质进行梯级利用，促进煤炭资源清洁高效利用，无废水、废气、废液、固废产生。	2023 年 12 月 21 日，永昌县人民政府与重庆富燃科技股份有限公司在市中心举行年转化原料 320 万吨现代煤炭分级分质清洁高效利用项目签约仪式。	320
甘肃智汇格林新能源有限公司 1000 万吨/年低阶煤分级分质清洁高效利用与新能源耦合一体化示范项目	甘肃酒泉	本项目分两部分建设，第一部分为煤电油气循环经济产业链，建设 600 万吨/年原煤热解装置、400 万吨/年末煤热解联合装置、2×100MW 尾气发电装置、60 万吨/年煤焦油加氢联合装置、5 万吨/年粗酚精制装置、6 万吨/年 PBS 装置、15 万吨/年锂电池负极材料专用焦装置、环保装置及配套的变电所、机柜间、污水处理、化学水处理站、空氮站和全厂火炬等辅助生产设施；第二部分为氢能一体化及多能互补产业链，建设 2×500MW 风电场和 2×500MW 光伏发电场及配套公用工程和辅助设施。	正在建设过程中	1000
甘肃能化金昌制氢及 50 万吨高浓度尿基复合肥项目	甘肃金昌	项目建设年产 30 万吨合成氨、30 万吨尿素、2 亿立方米氢气和 50 万吨高浓度尿基复合肥生产线各一条。	2024 年 12 月 27 日，甘肃能化集团金昌低阶煤高效利用制氢及 50 万吨/年高浓度尿基复合肥项目，实现整体中期交工并进入联动试车阶段，项目进入设备调试和试车阶段，预计 2025 年上半年出产品。	55
宁夏煤业有限责任公司 70 万吨/年煤制烯烃新材料项目	宁夏宁东	以当地煤炭资源为原料，采用粉煤加压气化、净化、甲醇合成、甲醇制烯烃等工艺生产 70 万吨/年聚烯烃产品。	24 年 11 月获得集团公司立项批复	321
宁夏煤业公司 MTP 工艺技术升级改造项目	宁夏宁东	建设 360 万吨/年 DMT0-III 装置 1 套、10 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物装置 1 套、30 万吨/年高密度聚乙烯装置 1 套和 30 万吨/	24 年 6 月正式开工	576



		年低密度聚乙烯装置 1 套，以及 配套公用工程和辅助设施等。		
合计				2272

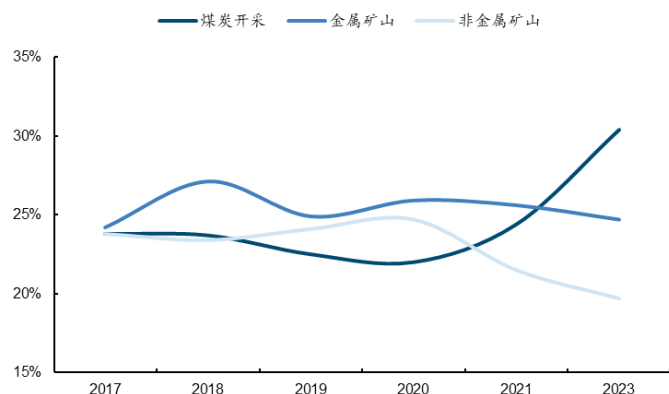
来源：金昌发布，中国新闻网，新华社，煤化工网，神华能源报，环评报告，国金证券研究所测算 注：上表统计为不完全统计，部分项目未公开年度耗煤量，此处根据已披露数据的相关项目的年度耗煤量均值进行测算，相关项目数据以及测算结果仅供参考。

## 4、疆煤供需齐升，有望带动多少相关民爆市场需求？

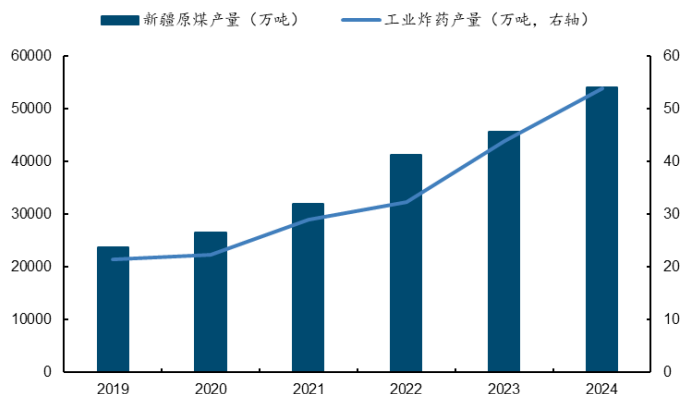
### 4.1、煤炭产量增长打开民爆需求空间，供给受限背景下区域格局有望持续优化

- 根据中国爆破器材行业协会数据与相关公司公告，工业炸药销售流向主要包括煤炭开采、金属和非金属矿山开采三大领域，2023 年煤炭开采约占工业炸药下游的 30%。
- ✓ 从新疆地区来看，2019-2024 年新疆原煤产量由 2.37 亿吨增长至 5.41 亿吨，年均复合增长率约为 17.9%，与此对应的工业炸药产量由 21.52 万吨增长至 53.93 万吨，年均复合增长率约为 20.2%，与此同时，2019-2024 年新疆地区原煤产量与工业炸药产量的相关系数约为 0.97，因此基于历史数据，新疆地区过去五年的炸药产量增长与煤炭产量增长存在较强的正相关性。
- ✓ 从需求增长空间角度而言，假设未来新疆地区炸药产量与煤炭产量依旧能维持较高的关联度与相似增速，基于前文分析我们预计未来新疆地区煤炭产量或将超过 8 亿吨，相较于 2024 年 5.41 亿吨的产量水平或将带动工业炸药等民爆相关需求近 50% 的增长。

图表67：2023 年煤炭开采约占炸药销售下游的 30%



图表68：新疆原煤与炸药产量存在较强正相关性



来源：南岭民爆、江南化工公司公告，中爆协，国金证券研究所

来源：中爆协，Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表69：部分民爆上市企业新疆业务布局情况

公司	新疆业务布局
易普力	截至 2022 年 12 月拥有混装炸药产能 6.7 万吨，23 年至 24 年年中调增 5.6 万吨。
广东宏大	截至 24 年 5 月，公司在西藏、新疆、甘肃地区合计拥有 11.1 万吨产能。2023 年新疆地区矿服业务营收同比增长 176.81%，24 年上半年新疆地区矿服业务营收同比增长 48.12%。
雪峰科技	截止 2023 年末公司工业炸药总产能 11.75 万吨，公司民爆产品的生产以及爆破服务业务集中分布在全疆各区域范围内。
江南化工	截至 2024 年 11 月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力 20.75 万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的 2 万吨工业炸药生产许可能力）。
凯龙股份	根据公司 2024 年半年报，公司在新疆的民用爆炸物品产能为 6.01 万吨。

来源：各公司公告，国金证券研究所



- 政策端严控新增产能同时鼓励行业兼并重组，龙头企业有望充分收益。
- ✓ 不同于其他多数化工品，民爆行业供给侧从“十三五”时期开始就受到政策层面的明确指引，其中包括提升行业集中度以及严控行业新增产能。整体而言，根据工信部发布的《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》和《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，除少数有特定情况外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能，同时鼓励各地遵循统筹规划、合理布局原则，引导企业（集团）按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。
- ✓ 此外，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提出“按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，结合化解过剩产能和优化产业布局，持续推动企业重组整合，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合，支持民爆企业联优并强。对于龙头骨干企业及完成实质性重组整合、实施拆线撤点减证的企业给予政策支持，促进市场要素向优势企业集中。”因此在新疆地区民爆需求持续增长的背景下，供给端在不会出现新增产能无序扩张的同时头部企业有望充分享受需求提升带来的区域发展红利。

图表70：政策端严控工业炸药新增产能

发布时间	政策文件	相关内容
2018年11月	《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	<p>(1) 年产10000吨及以下的低水平工业炸药生产线应进行合并升级改造，或将其产能转换为现场混装炸药生产能力。对实施重组整合并拆除生产线、撤销生产厂点的企业，结合市场需求给予一定的现场混装炸药产能支持。采取精准有效措施，扶持具有较强创新能力、生产社会急需新型产品的“小精尖”企业发展。<b>除上述情况外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。</b></p> <p>(2) 鼓励龙头骨干企业兼并重组处于停产半停产、连年亏损、安全投入不足等生存状态恶化的企业并对其实施并线或技术改造。对于实质性重组整合其他企业的，支持其在<b>总产能不变</b>的前提下，根据市场需求跨区域调整产能和在工业炸药不同品种间进行<b>产能转换</b>。</p>
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	<p>统筹考虑市场、安全、环境、政策等要素，优化民爆产能规划布局。除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，<b>原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能</b>。鼓励各地遵循统筹规划、合理布局原则，引导企业（集团）按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。</p>

来源：工信部，国金证券研究所

#### 4.2、民爆企业加速新疆市场布局，重点关注产能落地节奏

- 易普力：新疆地区产能持续扩张，在手订单充裕巩固优势地位。
- ✓ 产能布局：根据公司公告，截至2022年12月易普力及其控股子公司在新疆地区合计拥有混装炸药产能6.7万吨，2023年至2024年上半年公司先后向新疆准东、黑山、奇台生产点分别调增2.1、1.0、2.5万吨，合计调增产能5.6万吨。从产能布局位置来看，公司新疆地区混装炸药产能靠近新疆北部煤炭产区，有利于公司充分受益于疆煤产量提升带来的民爆相关需求增长。

图表71：近两年易普力新疆地区产能持续增加

生产品种	年生产能力（吨）	生产地址	备注
截至2022年12月新疆地区炸药产能布局情况			
乳化炸药（胶状）（混装）	2000	新疆维吾尔自治区阿勒泰地区富蕴县库尔特乡	现场混装车2台
多孔粒状铵油炸药（混装）	10000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车4台
乳化炸药（胶状）（混装）	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车4台，仅限本矿区使用，不得转移





乳化炸药（胶状）（混装）	9500	新疆维吾尔自治区托克逊 黑山露天煤矿	现场混装车 4 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	10000	新疆维吾尔自治区托克逊 黑山露天煤矿	现场混装车 4 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	20500	新疆维吾尔自治区昌吉州 吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车 9 台，其中 6000 吨仅限本矿区 使用，不得转移
乳化炸药（胶状）（混装）	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州 吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车 3 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	3000	新疆维吾尔自治区哈密市 伊州区大南湖矿区	现场混装车 1 台
2023 年至 2024 年上半年新疆地区调增产能情况			
混装炸药	21000	新疆准东生产点	2023 年年报披露
混装炸药	10000	新疆黑山生产点	2023 年年报披露
混装炸药	8000	新疆奇台生产点	2023 年年报披露
混装炸药	17000	新疆奇台生产点	2024 年半年报披露
合计	123000		

来源：南岭民爆、易普力公司公告，国金证券研究所

- ✓ 在手订单：根据公司公告，2023 年年初至 2024 年三季度，公司新签或开始执行的单笔合同金额在人民币 1 亿元以上的重大工程施工类日常经营合同金额合计约为 328 亿元，其中新疆地区项目合同金额约为 120 亿元，随着未来疆煤产量的继续增长，公司在新疆地区煤炭相关民爆项目合同有望进一步增加。

图表 72：2023 年至 2024 年三季度易普力在新疆地区重大工程施工类日常经营合同金额合计约为 120 亿元

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额(亿元)
1	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆准东能源有限责任公司 2023 年至 2027 年钻爆工程合同（一标段）	12.67
2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	9.68
3	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	6.73
4	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2025 年生产剥离钻爆工程承包合同	3.86
5	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2024 年基建剥离钻爆工程承包合同	3.15
6	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿 2023-2027 年钻爆工程施工合同	2.79
7	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆兖矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程 项目钻爆剥离工程 PC 总承包合同	47.13
8	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023 年至 2026 年钻爆工程（二标段）施工合同	6.28
9	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆全能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同	3.58
10	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同 补充协议	1.33
11	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024 年-2026 年爆破工程一 标段施工合同	13.11

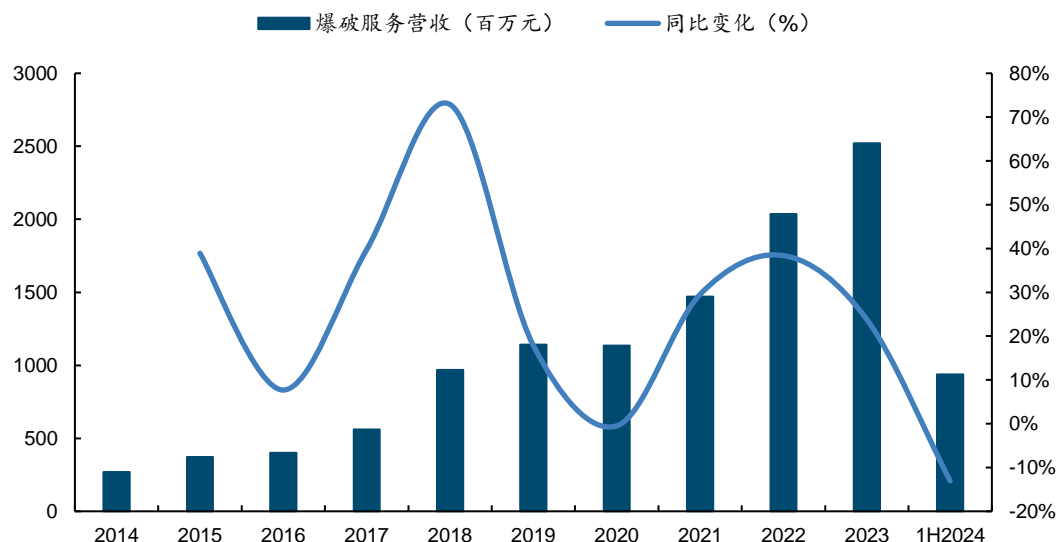


12	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024 年至 2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04
	合计		119.35

来源：易普力公司公告，国金证券研究所

- 雪峰科技：“民爆+能化”双轮驱动，重点关注后续资产注入进展
- ✓ 业务布局：根据公司公告，截止 2023 年末公司工业炸药总产能 11.75 万吨（其中：包装炸药产能 48000 吨、混装炸药产能 69500 吨）；工业雷管总产能 2390 万发（其中：工业数码电子雷管产能 1890 万发/年、非电雷管产能 500 万发仅限用于出口）；工业导爆索产能 1200 千米，塑料导爆管 5000 千米。作为本土企业，雪峰科技长期深耕新疆市场，公司民爆产品的生产以及爆破服务业务集中分布在全疆各区域范围内。能化业务领域，在新疆阿克苏沙雅地区和昌吉州阜康市建成投产 2 个生产基地，成为西北地区最大的三聚氰胺、复合肥生产企业。其中：在阿克苏沙雅地区以当地生产的天然气为原料，已建成年产 40 万吨合成氨、46 万吨硝酸铵、60 万吨尿素、60 万吨硝基复合肥、11 万吨三聚氰胺、24 万吨 LNG 的生产装置；在昌吉州阜康市以周边企业生产的尿素、液氨为原料，已建成年产 10 万吨三聚氰胺、20 万吨硝酸铵、30 万吨硝基复合肥的生产装置。

图表 73：雪峰科技爆破服务收入整体呈现快速增长趋势



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

- ✓ 资产注入：根据广东宏大在 25 年 1 月发布的《关于重大资产重组事项获得广东省国资委批复的公告》，广东宏大控股集团股份有限公司拟以支付现金的方式向新疆农牧业投资（集团）有限责任公司购买其所持有的新疆雪峰科技（集团）股份有限公司 225,055,465 股股份，占雪峰科技现有股份总数的 21.00%，本次交易完成后雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司，目前该重大资产重组事项已获得广东省国资委批复。
- ✓ 与此同时，根据《广东宏大控股集团股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》相关承诺事项，广东宏大控股集团股份有限公司在符合相关法律法规等前提下将于雪峰科技控制权发生变更之日起至满 36 个月之内，为支持雪峰科技快速发展，转移（或注入）炸药产能不低于 15 万吨至雪峰科技；于雪峰科技控制权发生变更之日起 36 个月至 60 个月之内，将全部民爆资产注入雪峰科技。
- 江南化工：疆内炸药产能规模领先，民爆资产注入进展值得关注
- ✓ 业务布局：根据公司公告，截至 2024 年 11 月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力 20.75 万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的 2 万吨工业炸药生产许可能力）。公司下属新疆天河化工有限公司、北方爆破科技有限公司以及陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆地区均有产能及业务布局。根据公司公告，2024 年江南化工新签或开始执行的单笔合同金额在人民币 1 亿元以上的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为 20 亿元。



图表74：24年江南化工新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为20亿元

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额(亿元)
1	新疆天河爆破工程有限公司	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
2	新疆天河爆破工程有限公司	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.25
3	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
4	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
5	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.75
6	新疆天河爆破工程有限公司	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	1.72
7	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程(一标段)	1.44
8	新疆天河爆破工程有限公司	温宿县博峰煤业有限公司博孜墩煤矿东井隐蔽致灾因素治理项目爆破工程施工	2.6
9	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.65
		合计	20.01

来源：江南化工公司公告，国金证券研究所

- ✓ 资产注入：根据江南化工公司公告，根据控股股东特能集团和实际控制人兵器工业集团出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在取得上市公司控制权后的60个月内完成相关民爆资产注入程序，实现兵器工业集团民爆资产的整体上市，即2025年底前完成。2021年公司完成重大资产重组，兵器工业集团首批民爆资产完成注入；2023年公司完成对陕西北方民爆集团有限公司100%股权、山西江阳兴安民爆器材有限公司94.39%股权收购；2024年公司完成对中国北方化学研究院集团有限公司下属辽宁庆阳民爆器材有限公司民爆资产及附属产能的收购。截至24年12月，特能集团下属西安庆华民用爆破器材股份有限公司，中国北方工业有限公司下属北京奥信化工科技发展有限公司海外项目还存在与上市公司构成同业竞争的民爆业务，正在按计划积极推进中。

## 5、投资建议

- 新疆煤炭产能放量有望带来相关产业链公司的业绩增长，我们建议关注三类公司：
  - ✓ 新疆煤矿产能增速全国领先，积极布局新疆产能的优质煤企有望受益于产能陆续投放带来的业绩利好，建议关注兖矿能源、广汇能源、特变电工。
  - ✓ 本地用电+外送电需求持续增长，拉动新增火电装机的核准、建设和投产，提前布局新疆火电机组建设的优质火电企业有望受益于新疆火电机组投产带来的装机增长，建议关注皖能电力、三峡能源、天富能源、特变电工。
  - ✓ 积极布局新疆民爆相关产品产能且具备较强爆破服务能力的民爆企业，建议关注易普力、广东宏大、雪峰科技、江南化工。

图表75：相关标的及主要看点

所处行业	上市公司及代码	PE (TTM)	2025 年 PE 预测值	2025 年归母及增幅预测值	主要看点
煤炭	广汇能源 600256.SH	17.37	7.02	57.54 亿元 (38.4%)	新疆本地煤企，目前拥有的煤炭资源全部位于新疆煤田资源丰富的吐哈煤田的淖毛湖矿区；待建疆煤投产有望带来公司在疆产能（总产能）增长29%。
	兖矿能源 600188.SH	8.44	6.40	173.04 亿元 (12.0%)	我国龙头煤企，23年资源版图扩展至新疆，主要分布于伊犁煤田和准东煤田。在建疆煤投产后，有望带来公司在疆产能增长49%、总产能增长8%。
	兖矿能源 1171.HK	5.37	-		
	特变电工 600089.SH	10.94	8.38	73.41 亿元 (33.4%)	公司煤炭矿区位于新疆准东经济技术开发区，是国家确定的第十四个大型煤炭基地的重要组成部分。在建疆煤投产后，有望带来公司在疆产能（总产能）增长6%
火电	皖能电力	9.88	6.91	24.40 亿元	公司为安徽省火电龙头企业，受益于安徽省用电需求的高增速和



所处行业	上市公司 及代码	PE (TTM)	2025 年 PE 预测值	2025 年归母及 增幅预测值	主要看点
民爆	000543. SZ			(27.1%)	电力供需紧缺格局。公司 23 年开始积极拓展新疆业务，其新疆资产均为“昌吉-古泉”特高压配套电源项目；24 年底新疆火电投产后带来公司火电总规模增长 11%
	特变电工 600089. SH	10.94	8.38	73.41 亿元 (33.4%)	公司火电均布局于新疆，其中准东五彩湾 2X66 万千瓦坑口电站是准东煤电基地的主力坑口火电厂之一，是“昌吉-古泉”特高压配套电源项目。25 年新疆火电投产后，带来公司火电规模增长 44%
	三峡能源 600905. SH	17.79	14.65	83.04 亿元 (12.6%)	我国新能源发电龙头企业，公司新疆火电投产后有望为自身南疆塔克拉玛干沙漠新能源基地项目提供配套调峰火电，电力版图也将从纯新能源拓展到火电板块
	天富能源 600509. SH	16.98	11.84	7.41 亿元 (22.5%)	公司是新疆兵团最大的综合能源上市公司，拥有发、供、调一体化独立运营电网；待建新疆火电投产后，有望带来公司火电在疆规模（总规模）增长 91%
	易普力 002096. SZ	20.19	15.50	8.92 亿元 (19.1%)	公司新疆地区炸药产能持续增长，在手订单充裕。截至 22 年 12 月易普力及其控股子公司在新疆地区合计拥有混装炸药产能 6.7 万吨，23 年至 24 年上半年公司先后向新疆准东、黑山、奇台生产点合计调增产能 5.6 万吨；2023 年年初至 2024 年三季度，公司新签或开始执行的单笔合同金额在人民币 1 亿元以上的新疆地区项目合同金额约为 120 亿元，
	广东宏大 002683. SZ	23.34	20.10	10.10 亿元 (17.4%)	国内矿服头部企业，新疆地区业务营收高速增长。2023 年新疆地区矿服业务营收同比增长 176.81%，24 年上半年新疆地区矿服业务营收同比增长 48.12%。
	雪峰科技 603227. SH	12.23	9.69	9.07 亿元 (13.9%)	新疆本地民爆企业，拥有上游硝酸铵原料配套。公司长期深耕新疆市场，公司民爆产品的生产以及爆破服务业务集中分布在全疆各区域范围内，截至 23 年底拥有工业炸药总产能 11.75 万吨/年。能化业务领域，在新疆阿克苏沙雅地区和昌吉州阜康市建成投产 2 个生产基地，截至 23 年底拥有硝酸铵产能 46 万吨/年。
	江南化工 002226. SZ	17.77	13.67	10.70 亿元 (17.1%)	疆内炸药产能规模领先。截至 2024 年 11 月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力 20.75 万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的 2 万吨工业炸药生产许可能力）。公司下属新疆天河化工有限公司、北方爆破科技有限公司以及陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆地区均有产能及业务布局。

来源：I find、国金证券研究所（25 年 PE 及业绩预测值采用 I find 一致预期，皖能电力已覆盖、业绩预测采用 2024 年 10 月 27 日公司三季报点评《基本面经营稳定，减值影响短期业绩》中的预测值；表中数据以 2025 年 2 月 27 日为收盘日）

## 6、风险提示

- 煤价大幅下行风险：若因煤炭需求不及预期、或进口煤扰动等因素导致煤价下行幅度超预期，则会带来煤企业绩不及预期的风险。
- 煤矿产能扩张不及预期风险：在我国双碳目标背景下，若后续受到国家政策或企业意愿等因素影响，导致批复、投产进展不顺利，则会对煤企及行业产能按计划扩张产生阻碍，进而影响未来利润的稳定性。
- 电价下行超预期风险：随着煤炭成本的逐步下行及未来我国电力供需紧张形势的改善，未来电价仍有下行可能性，若下行幅度超预期则会对火电企业业绩产生不利影响，此外还会带来火电企业对煤价的容忍度降低，进一步对煤价和煤企利润产生不利影响。





- **新增火电装机不及预期风险：**发电侧出现电力供应过剩或导致已核准项目面临开工难问题，影响潜在装机增量的按预期释放。
- **下游需求不及预期风险：**火电、煤炭、煤化工项目的顺利开展都与下游需求的增长有关，若下游需求不及预期则会对项目核准、开工进程以及相关公司业绩带来不利影响。此外，本报告中相关项目需求测算均为不完全统计，且不同数据来源统计口径可能存在一定区别，仅供参考。
- **原材料价格波动风险：**工业炸药上游原材料主要包括硝酸铵等，若原材料价格大幅波动，可能会对于相关民爆企业盈利能力和正常经营产生不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**若未来更多的民爆企业在新疆地区调增或并购炸药产能，可能会导致行业竞争加剧，对于相关民爆企业的正常经营和盈利能力产生不利影响。
- **相关公司解禁限售风险：**雪峰科技（603227.SH）预计 2025 年 12 月 31 日解禁 9762 万股，占总股本比例 9.11%；广东宏大（002683.SZ）未来最近一次解禁限售计划在 2025 年 12 月 25 日，计划解禁 447 万股，占总股本比例 0.59%；易普力（002096.SZ）预计 2026 年 2 月 3 日解禁 53949 万股，占总股本比例 43.49%；三峡能源（600905.SH）未来最近一次解禁限售计划在 2025 年 3 月 10 日，计划解禁 1584 万股，占总股本比例 0.06%；兖矿能源（600188.SH）预计 2026 年 2 月 24 日解禁 3793 万股，占总股本比例 0.38%。以上公司解禁限售可能对股价带来一定影响。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究