



公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001） 分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

tangzhijing@gjzq.com.cn

## 年初以来煤价持续下行，未来走势应关注哪些因素？

### 投资逻辑

- 现象探讨——进入2月，煤炭市场价格继续下行，1-2月秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价较上年同期下跌约 168.9 元/吨。结合产业链多维度数据拆解结果看，我们认为“高供给、弱需求、高库存”的格局从 11M24 延续至今，煤炭供应过剩的矛盾愈发突出，最终体现为 2 月节后煤价的快速下行：
  - ✓ 供给&周转端：国内生产端放量挤出进口，暖冬+清洁能源挤压+下游复工偏缓导致需求疲软，各环节库存增加。
    - ①煤炭供给：产煤省经济运行高度依赖煤炭工业，转型压力下煤炭主产区省份 25 年明确提出稳产要求；2 月内贸煤价大幅下调后，进口煤价格优势收窄，2 月动力煤进口量首降，但 1-2 月累计进口量增速仍为正。
    - ②煤炭周转：节后下游终端复工偏慢而煤矿复产进度较快，主产区多数煤矿已于元宵节恢复正常产销，铁路保障运输，北方港口调入量上升；电煤需求持续低迷，非电行业体量难以拉动煤炭消耗，港口库存普遍增长。
  - ✓ 下游需求端：暖冬叠加清洁能源发电量增长挤压火电发电空间。24 年电厂高库存策略成效显著，而 25 年初以来电厂日耗低迷对库存消耗作用有限，部分电厂仅靠长协即可满足刚需运转，对内贸市场煤的采购需求释放限。
- 结合供需来看，节后煤价快速下行供给侧的影响更大。受公历春节假期时间不同的影响，2M25 工作日天数多于 2M24，使得 2 月动力煤消费量同比降幅环比收窄；而 1、2M25 国内动力煤产量分别同比+1.7%/+4.7%，2 月国内动力煤产量同比增速环比扩大加剧供应过剩矛盾，导致 2 月中旬后市场煤价急跌。
- 后市展望——预计 5 月煤价弱稳运行，月底需关注可能的迎峰度夏预期博弈。
  - ✓ 供应端：经历急跌后，3 月起市场煤价跌幅趋缓，但仍然难以扭转下行趋势。产煤省经济发展诉求是 25 年初以来国内生产维持高位的重要原因。在没有发生重大安全事故导致安监大范围收紧的情况下，仅通过行业自律减少供应存在困难。4 月起大秦线开始检修，港口库存短暂去化；月底受大风天气影响，库存再次走高。叠加大秦线春季检修即将结束，恢复后预计进港煤车大幅增加，港口库存压力再次加剧，将对煤价形成压制。
  - ✓ 需求端：4 月进入传统用煤淡季，火电发电空间仍将受到挤压；5 月起各地逐步入夏，电厂日耗量有望环比改善。3 月宏观经济回稳向好，制造业 PMI 连续两个月在扩张区间运行，钢材需求有所恢复。而房地产市场的低迷状态未改，对建材、钢材的需求仍有拖累，仅靠化工用煤需求增长不足以弥补其他行业需求疲软。另考虑到特朗普 2.0 关税对外贸行业的冲击尚未完全传导至下游，出口对经济增长的拉动力减弱或对动力煤消费量产生影响。
  - ✓ 预计 5 月国内煤炭生产仍将保持高位，内贸煤价大幅调整后挤出部分成本竞争力处于劣势的国内外供应量；进口煤价格优势收窄，部分终端转向采购内贸煤，对港口煤价形成一定支撑。“高供应+高库存+弱需求”的局面已经维持近 6 个月，当前市场或对利多因素较为敏感。夏季渐进，贸易商或提前博弈电厂迎峰度夏补库需求释放，5 月底 6 月初煤价或小幅探涨。但考虑到当前全社会库存，预计涨幅较小且涨势持续时间较短。
- 后续跟踪启示——供给收缩或许比需求改善更值得关注。回顾历史，煤炭消费需求在 2016 年同比收缩，而煤价却企稳回升，彼时煤炭供需的再平衡是依靠供给侧出清完成的。

### 投资建议

- 25 年全年煤价继续下行，有望持续为火电企业业绩带来实质性改善。建议关注 25 年中长协电价降幅较小、市场煤占比较高的火电企业，如华电国际、浙能电力、华能国际、皖能电力等。

### 风险提示

- 煤价下行不及预期；新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期。



## 内容目录

1、动力煤价回溯分析及预测核心观点.....	5
1.1 1-2月煤价走势概览——暖冬需求遇冷+国内增产致煤价显著下跌.....	5
1.2 高供给+弱需求=高库存，供应过剩矛盾突出难抑煤价下行趋势.....	5
1.3 后市展望——预计5月煤价弱稳运行，月底关注迎峰度夏预期博弈.....	6
1.4 后续煤价跟踪的关注点——供给收缩或许比需求改善更值得关注.....	7
2、拆解维度1：国内生产&周转——产量增长韧性，各环节持续累库.....	7
2.1 国内产量：1-2月煤炭产量同比提升，铁路发运量下降致煤矿库存积压.....	7
2.2 港口周转：港口持续累库，2月底CCTD主流港口库存较去年同期高30%.....	11
2.3 煤炭运价：内江运价小幅下跌、沿海运价显著回升、陆路运价维持稳定.....	13
3、拆解维度2：煤炭进出口——2月动力煤进口量转降、累计仍增长.....	14
3.1 进出口总量：2月动力煤进口量首降，1-2月累计增速仍为正.....	14
3.2 展望后续进口情况：预计4、5月煤炭进口量延续同比下降趋势.....	16
4、拆解维度3：下游需求——电煤需求疲软，非电需求增势偏弱.....	17
4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求下降，非电需求上升但增量贡献率较小.....	17
4.2 从用电需求看发电耗煤需求：1-2月气温总体偏高，电煤需求不及预期.....	18
4.3 从其他电源看火电发电需求：可再生能源发电增量贡献率同比+2.9pct.....	20
4.4 终端电厂耗煤及库存情况：电厂场存增加、2月中下旬起可用天数下降.....	22
4.5 其他非电煤需求：除建材外非电需求整体表现相对坚挺，支撑煤炭需求.....	23
5、投资建议.....	24
6、风险提示.....	25

## 图表目录

图表1：1-2月，秦皇岛动力煤Q5500平仓价均值同比下降168.9元/吨（单位：元/吨）.....	5
图表2：2月广州港Q5500进口煤及下水煤库提价加速下跌.....	5
图表3：2月（第5-8周）秦皇岛煤炭库存环比上升（万吨）.....	6
图表4：1-2月（第1-8周）北方港口煤炭库存持续增加（万吨）.....	6
图表5：1-2月原煤日均产量同比上涨121.72万吨（万吨）.....	8
图表6：1-2月动力煤累计产量同比上涨1820万吨（万吨）.....	8
图表7：1-2月动力煤日均产量占比同比-5.0pcts.....	8
图表8：1-2月动力煤累计产量同比+3.10%.....	8
图表9：陕、蒙、新产量维持同比上升态势，山西产量累计同比大幅上升.....	9
图表10：晋陕蒙新1-2月对全国煤炭产量的新增贡献率高位维稳.....	9



图表 11: 晋陕蒙新煤炭产能占比达 82.1%、产能集中度创下 1~2M23 以来新高	9
图表 12: 2 月六大重点煤矿库存较去年同期高出 1177 万吨 (单位: 万吨)	10
图表 13: 2 月新疆煤炭发运量同比下降 28 万吨 (万吨)	11
图表 14: 2 月山西煤炭发运量同比下降 115.5 万吨 (万吨)	11
图表 15: 2 月陕西煤炭发运量同比下降 106.1 万吨 (万吨)	11
图表 16: 2 月内蒙古煤炭发运量同比上升 16 万吨 (万吨)	11
图表 17: 三大港口日均吞吐量自 12M24 起下行至春节后反弹 (万吨)	12
图表 18: 节后 CCTD 主流港口煤炭库存增加 (万吨)	12
图表 19: 北方港和长江口库存增加 (万吨)	12
图表 20: 2 月, 长江口除镇江东港外的其余港口库存均环比上升 (万吨)	13
图表 21: 2 月北方港各港口全部环比上升 (万吨)	13
图表 22: 2 月鄂尔多斯煤炭公路运价略有下降 (元/吨公里)	14
图表 23: 2 月 CCSFI 总体下降	14
图表 24: CBCFI 2 月整体上行	14
图表 25: BDI 2 月持续回升报收于 1229 点	14
图表 26: 2 月我国动力煤进口量同比下降 11.4% (万吨)	15
图表 27: 2 月我国动力煤出口额同比上升 19.9 万吨 (万吨)	15
图表 28: 2 月动力煤净进口同比下降 173.5 万吨 (万吨)	15
图表 29: 2 月我国海运煤进口量同比下跌 8% (月度数据)	16
图表 30: 2M25, 澳煤、印尼煤进口量当月同比均下跌 10% 以上 (左轴: 万吨, 右轴: %)	16
图表 31: 2025 年第 3 周起, 我国海运煤进口量同比下跌 (周度数据, 横轴为当年周数序号)	16
图表 32: 2 月动力煤消费总需求同比上涨 0.9%	18
图表 33: 25 年 2 月电力动力煤消费占比环比回落, 供热、建材、化工、冶金行业环比上升	18
图表 34: 25 年 2 月五大省会城市平均气温大多高于去年同期 (摄氏度)	19
图表 35: 25 年 2 月五大省会城市平均气温高于去年同期水平 (摄氏度)	19
图表 36: 2025 年 1-2 月我国全口径发电量 14920.6 亿千瓦时, 同比增长 0.3%	19
图表 37: 2 月清洁能源发电均同比增加 (左轴: 亿千瓦时, 右轴: %)	20
图表 38: 除火电外其他清洁能源发电 2 月发电增量贡献率 31.6%	20
图表 39: 三峡水库 1、2M25 流出量同比增加 (亿立方米)	20
图表 40: 1-2 月水电利用小时同比下降 1 小时, 跌幅 0.3% (小时)	21
图表 41: 1-2 月风电利用小时同比下降 10 小时, 跌幅 2.7% (小时)	21
图表 42: 1-2 月光伏利用小时同比下降 2 小时, 跌幅 1.2% (小时)	21
图表 43: 1-2 月核电利用小时数同比增加 10 小时, 增幅 0.3% (小时)	21
图表 44: 1-2 月火电累计发电量 10213.7 亿千瓦时、同比下降 5.45%	22
图表 45: 1-2 月火电利用小时数 691 小时, 同比降低 72 小时, 降幅 9.44% (小时)	22



图表 46: 25 年 2 月日均耗煤量环比 1 月下降 2.6% (万吨)	22
图表 47: 2025 年 1-2 月耗煤率同比减少 1.77% (当年累计, 克/千瓦时)	22
图表 48: 1-2M25, 四川、贵州 2 省规上电厂煤炭耗用量同比增幅最大	23
图表 49: 25 年春节前电厂场存累至近 1 年峰值 (万吨)	23
图表 50: 2 月平均可用天数 22.3 天 (天)	23
图表 51: 1-2 月我国十种有色金属产量同比上升 1.3% (万吨)	24
图表 52: 1-2 月我国生铁产量同比基本持平 (万吨)	24
图表 53: 2 月商品房销售面积同比下降 622.9 万平方米 (万平方米)	24
图表 54: 历史上看, 采暖季煤价高点和次年淡季煤价低点决定次年煤价中枢	25



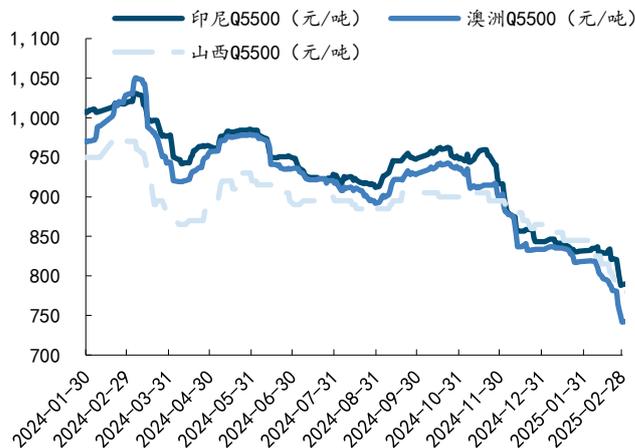
## 1、动力煤价回溯分析及预测核心观点

### 1.1 1-2月煤价走势概览——暖冬需求遇冷+国内增产致煤价显著下跌

- 进入 2025 年 2 月，煤炭市场价格继续下行。供应端看，节后煤矿迅速复产，主产区产能稳定释放，进口煤量创历史新高，市场供应充足。需求端看，受暖冬和节后复工节奏偏缓影响煤炭需求疲软，偏松的供需格局推动供暖季煤价持续下跌。
- ✓ 内陆煤港口价：以秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价为依据，2025 年 1-2 月，秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价延续下跌趋势，持续走低，均价较上年同期累计下跌约 168.9 元/吨，价格进一步下探。
- ✓ 进口煤港口价：以广州港进口及下水煤 Q5500 库提价为依据，25 年 2 月，广州港 Q5500 澳洲煤、山西下水煤库提价经过 24 年 12 月下旬到 25 年 1 月中上旬的平台期后加速下行，价格不断走低；而 Q5500 印尼煤库提价平台期延续至 2 月下旬，使得 2 月末进口澳煤相较山西下水煤仍保持价格优势，而山西下水煤相比进口印尼煤具备经济性。

图表1：1-2月，秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价均值同比下降 168.9 元/吨（单位：元/吨）

图表2：2月广州港 Q5500 进口煤及下水煤库提价加速下跌



来源：iFind、国金证券研究所（注：图为秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价）

来源：iFind、国金证券研究所（注：图为广州港印尼煤 Q5500 库提价）

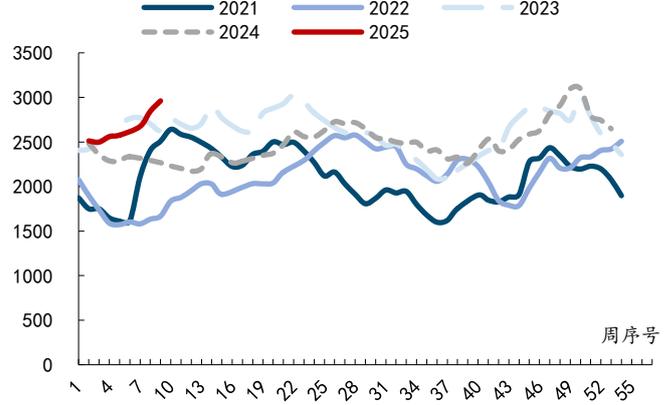
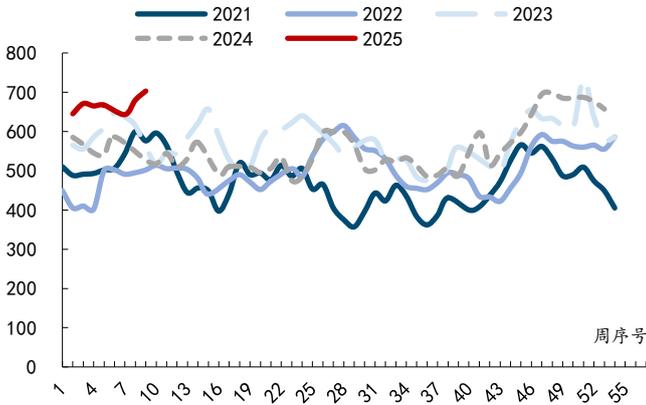
### 1.2 高供给+弱需求=高库存，供应过剩矛盾突出难抑煤价下行趋势

- 供给端：为确保 24-25 年采暖季保供需求，叠加部分以煤炭工业作为支柱产业的产煤省经济运行承压，25 年 1-2 月国内动力煤产量同比增加 1820.0 万吨。
- ✓ 一方面，为确保冬季居民取暖和企业生产用煤需求，煤矿端积极保供。其中，晋陕蒙新四大煤炭主产省区中，1-2 月山西省煤炭产量增量贡献率最高，达 28.0%，主因 2024 年山西原煤产量减少，煤炭工业增加值显著下降，致使该省 2024 年实际 GDP 增速排名全国倒数第一。经济运行压力下，今年以来山西省强调要坚决稳定煤炭产量，一些地级市甚至提出“以量补价”。另一方面，在 2 月内贸煤市场价松动下行前，1 月进口煤仍然具备经济性，使得当月进口量在高基数上实现增长。
- 需求端：暖冬+清洁能源发电量挤压致电煤需求疲软，化工需求虽好却难以提供支撑。为避免春节假期时间不同的影响，我们针对 1-2 月累计数据进行分析。1-2 月电力行业动力煤消费量同比下降 3.8%、降幅为 1648.7 万吨，主因暖冬叠加清洁能源发电量增加挤压火电发电空间，导致电煤整体需求不及预期。化工行业用煤需求延续 2024 年以来的强势，然而由于其消费量仅占动力煤总消费量的 7.8%，1-2 月动力煤累计总消费量同比减少 1218.7 万吨。
- 25 年初电厂仍然维持高库存策略，供需总体宽松的环境下电煤长协资源兑现良好，电厂市场煤采购积极性不高；电厂库存压力逐渐传导至港口，北方港口煤炭库存经历 12M24 的短暂去化后，自年初以来重新开始累库。另外，春节后国内市场煤价大幅下跌，进口利润收窄也导致港口库存堆积。



图表3: 2月(第5-8周)秦皇岛煤炭库存环比上升(万吨)

图表4: 1-2月(第1-8周)北方港口煤炭库存持续增加(万吨)



来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

- 结合供需来看, 2月煤价波动中, 供给侧的影响更大。
- ✓ 供应方面: 1、2M25, 国内动力煤产量分别同比+1.7%、+4.7%, 广义动力煤进口量分别同比+0.4%、-11.4%。
- ✓ 需求方面: 下游电厂高库存、高长协供应, 叠加即将进入传统用煤淡季, 终端采购动力不足、观望情绪浓厚。
- ✓ 综合来看, 受公历春节假期时间不同的影响, 2M25实际工作日天数多于2M24, 因此2M25动力煤消费量同比降幅环比1M25有所收窄; 然而, 2月国内动力煤产量同比增速环比扩大, 供应过剩矛盾加剧, 导致2月中旬起市场煤价急跌。

1.3 后市展望——预计5月煤价弱稳运行, 月底关注迎峰度夏预期博弈

- 经历了2月急跌后, 3月起市场煤价跌幅趋缓, 但供强需弱仍然难以扭转下行趋势。4月底受大风天气影响, 港口库存再次走高, 疏港压力使得港口煤价开始松动下行。
- 供应端: 国内产地供应保持高位, 进口煤价格优势不再, 进口量下降。
- ✓ 国内生产来看, 产煤省经济发展诉求是25年初以来国内生产维持高位的重要原因。当前内外部宏观经济环境复杂多变, 产煤省经济社会运行缺乏其他抓手。在没有发生重大安全事故导致安监大范围收紧的情况下, 仅通过行业自律减少供应存在困难。
- ✓ 流通环节来看, 4月起大秦线开始检修。以往大秦线集中修期间, 多数情况下将使港口库存下降, 推动市场煤价上涨; 而近年来大秦线检修对港口库存和市场煤价走势的影响逐渐式微, 主因市场供应宽松态势明显。据太原路局的消息, 大秦线春季检修将较原计划提前一周、于4月25日结束。大秦线恢复后, 预计进港煤车将大幅增加。
- ✓ 进口煤方面, 根据3M25消息指出, 为缓解公共财政压力, 印尼能源与矿产资源部提议提高矿业公司缴纳的特许权使用费。新规预计自4月26日起执行, 将降低部分最大煤炭公司(包括阿达罗 Adaro、阿鲁特明 Arutmin 等大型煤企)的税率, 同时提高小型生产商(布米 Bhumi、布基阿萨姆 Bukit Asam)的税率, 出口税率大约增加1%。此外, 税率还将与HBA指数挂钩, 并可能随着指数上升而增加。受该新规影响, 预计印尼中小型煤炭生产商生产成本将进一步提高, 进而影响其在国际海运煤市场的竞争力。
- ✓ 综合供给侧多空因素来看, 预计后续国内产地供应将保持高位, 而煤炭进口量将延续同比下降趋势。
- 需求端: 3、4月进入传统用煤淡季+风电出力旺季, 火电发电空间仍将受到挤压; 3月上旬, 受非电行业采购需求释放及局部供应收缩推动, 市场煤价曾小幅反弹, 但持续时间较短。
- ✓ 天气方面, 北方供暖季基本于3月结束, 3月初起重点电厂日耗量保持环比下降趋势。4月正式进入用电淡季, 电厂春季检修期拉开序幕, 电厂日耗持续下行。根据金正能源信息, 4月下旬电厂耗煤量创下年内新低, 电煤需求下行压力仍然严峻。然而, 5月起全国各地开始逐步入夏。据国家气候中心预测, 5月除云南西北部、西藏南部等地气温较常年同期略偏低外, 全国其余地区气温接近常年同期到偏高, 电厂日耗量有



望环比改善。

- ✓ 3月宏观经济回稳向好，制造业 PMI 环比上月提升 0.3pct，连续两个月在扩张区间运行；全国样本钢厂电炉开工率由低位逐步向正常水平回归，并且在钢企逐步复产的背景下，钢材社会库存近三周连续下降，说明钢材需求有所恢复。然而，房地产市场的低迷状态未改，新建商品房市场仍在缓慢寻底，对建材、钢材的需求仍有拖累。仅靠化工行业用煤需求的增长不足以弥补电煤和其他非电行业用煤需求的低迷，进入 4 月后非电行业需求也逐渐走弱。另外，还需考虑到 4 月初以来特朗普 2.0 关税对外贸行业的冲击尚未完全传导至下游，出口对经济增长的拉动力减弱或对动力煤消费量产生影响。
- 综合供需：预计 5 月煤价弱稳运行，月底贸易商或博弈迎峰度夏补库需求释放。
- ✓ 预计 5 月国内煤炭生产仍将保持高位，内贸煤价大幅调整后挤出部分成本竞争力处于劣势的国内外供应量；进口煤价格优势收窄，部分终端转向采购内贸煤，对港口煤价形成一定支撑。另外，高供应+高库存+弱需求的局面已经维持近 6 个月，当前市场或对利多因素较为敏感。随着夏季渐进、气温提升，电厂日耗量环比改善带来补库需求逐渐释放；贸易商或提前博弈电厂迎峰度夏补库需求释放，5 月底 6 月初煤价或小幅探涨。但考虑到当前各环节库存，预计涨幅较小且涨势持续时间较短，煤价整体弱稳运行。

#### 1.4 后续煤价跟踪的关注点——供给收缩或许比需求改善更值得关注

- 如我们在章节 1.2 中的分析，本轮煤价下行受供给侧的影响更大。
- ✓ 我们在报告《电力供给周期：适度超前的规划与投资滞后的现实》中曾经论述，以持续时间通常是 10 年的产能周期为界，1990 年以来的每个产能周期的上行阶段，用电需求增速高于 GDP 增速；而下行阶段用电需求增速则通常小于 GDP 增速。这是因为经济从复苏到繁荣的过程往往伴随着基建和制造业投资景气，此阶段高耗能工业品的需求量天然高于经济下行周期，电力消费弹性系数也就更高。在产能周期和能源清洁化转型的双重作用下，动力煤消费需求增速放缓的趋势明确。4 月 9 日，中国煤炭工业协会新闻发言人表示：“结合国内多家权威机构的研究成果后认为，在 2028 年前后，中国的煤炭消费总量将进入峰值平台期。”
- ✓ 回顾历史，煤炭消费需求在 2016 年同比收缩，而煤价却企稳回升，煤炭供需的再平衡是依靠供给侧出清完成的。2016 年，我国煤炭消费量在 2015 年低基数的基础上进一步下滑 2.8%，而供应端收缩幅度更大、国内产量同比下降 9.0%。供给侧加速出清使得我国煤炭供应（包括自产和进口）和煤炭需求之间的差值从 2015 年的 -4773.4 万吨，扩大到 2016 年的 -2.2 亿吨。煤炭供需平衡改善，秦皇岛港 Q5500 动力煤平仓价年均值同比提升 16.2%。
- 我们接下来从国内生产&周转、煤炭进出口、下游需求三大维度拆解煤炭产业链数据，用以佐证我们对 12M24 此轮煤价变化的分析和对未来走势预判的结论。

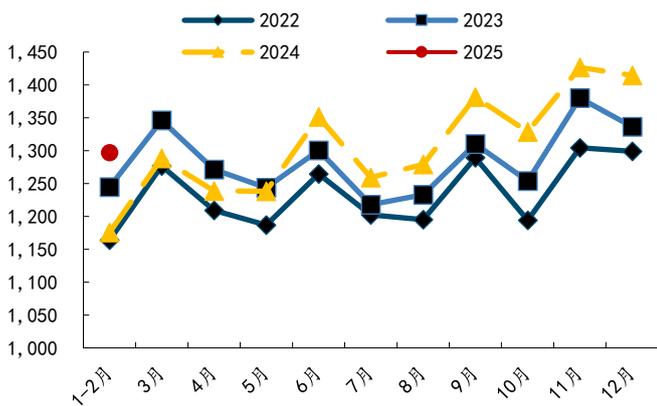
## 2、拆解维度 1：国内生产&周转 —— 产量增长韧性，各环节持续累库

### 2.1 国内产量：1-2 月煤炭产量同比提升，铁路发运量下降致煤矿库存积压

- 1-2 月原煤累计产量同比提升 8.52%；同期动力煤累计产量同比上升 3.10%。
- ✓ 原煤生产：整体看，2025 年 1-2 月原煤日均产量约 1297.17 万吨，日均产量同比上升 121.72 万吨、环比 12M24 下降 117.18 万吨，变化幅度分别为同比+10.36%、环比 -8.29%。
- ✓ 动力煤产量：1-2 月动力煤累计产量 6.05 亿吨、同比+3.10%，累计产量高于去年同期。1~2 月动力煤日均产量占原煤日均产量比重为 79.0%，环比 12M24 下降 0.4pct。月度来看，1 月我国动力煤产量 3.14 万吨，同比上涨 1.7%；3 月我国动力煤产量 2.90 亿吨，环比 1 月下降 7.6%，同比增长 4.7%，高于近 3 年历史同期。
- ✓ 综上，1~2 月煤炭产量仍然保持同比增长趋势，主因：①采暖季保供要求下主流煤矿生产稳定，春节后煤矿生产复工复产节奏整体快于需求；②随着安监常态化、智能化矿山建设、煤矿产能置换等行业趋势的发展，煤矿企业在环保、产业布局、用工、洗选、运输等方面的投资持续增加，使得煤矿企业一旦开始生产便不会轻易停产；③产煤省经济运行高度依赖煤炭工业，转型压力下煤炭主产区省份，如山西，25 年明确提出稳产要求。

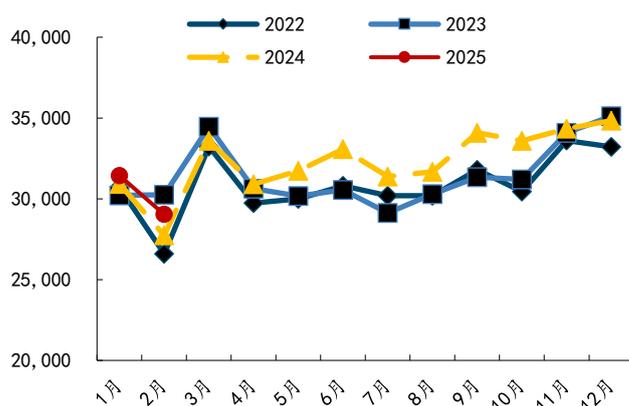


图表5: 1-2月原煤日均产量同比上涨121.72万吨(万吨)



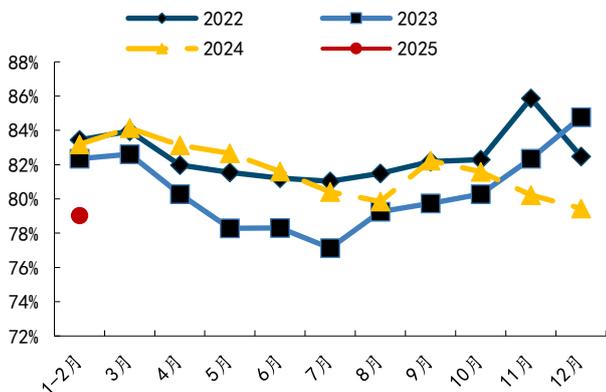
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为原煤日均产量)

图表6: 1-2月动力煤累计产量同比上涨1820万吨(万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤产量当月值)

图表7: 1-2月动力煤日均产量占比同比-5.0pcts



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤占原煤当日产量比重)

图表8: 1-2月动力煤累计产量同比+3.10%

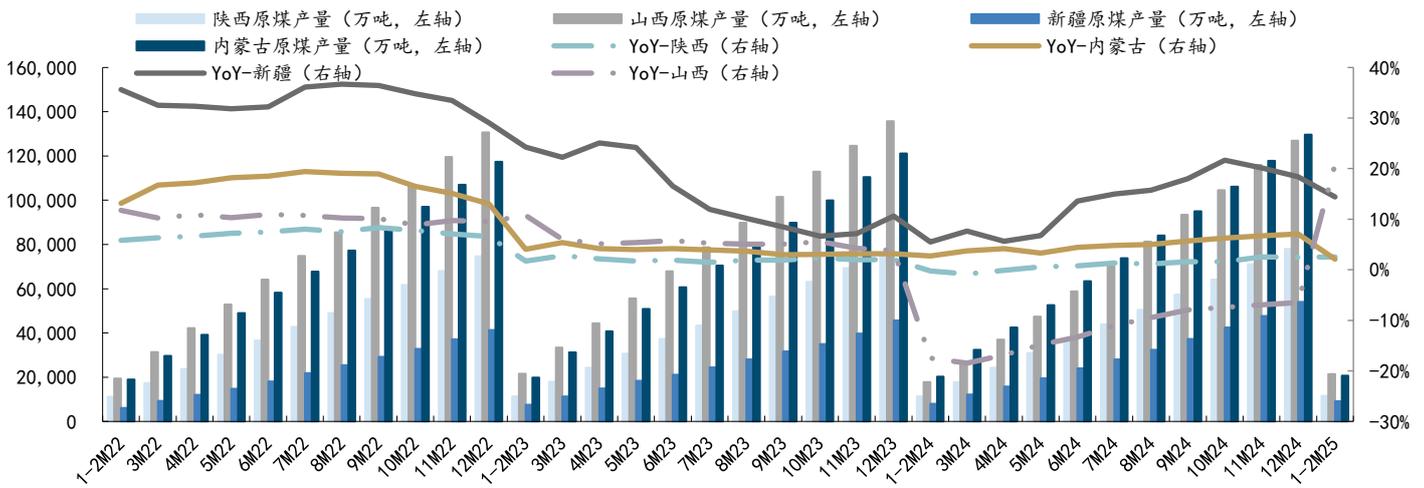


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤月产量累计值及变化趋势)

- 分地区看, 晋陕蒙新煤炭产能占比 82.1%、产能集中度保持稳定; 山西产量持续恢复, 累计产量同比大幅上升。
- ✓ 1-2M25 晋陕蒙新四省区原煤产量达 6.3 亿吨, 占全国原煤产量 82.1%, 高于 2024 年同期的 81.2%, 且高于 2023/2022 年同期的 81.8%/80.9%。自供给侧改革以来, 煤炭生产重心进一步向资源禀赋佳、开采条件好的“晋陕蒙新”地区集中, 智能化、清洁高效产能陆续释放。
- ✓ 内蒙古作为全国重要能源基地, 1-2 月原煤产量 2.07 亿吨、占全国产量的 27.1%, 同比增加 2.1%, 1-2 月对全国原煤产量的增量贡献率达 27.06%。
- ✓ 山西 1-2 月完成原煤产量 2.14 亿吨、占全国产量的 27.9%、累计同比 20.8%, 1-2 月对全国原煤产量的增量贡献率达 27.99%。
- ✓ 陕西 1-2 月原煤产量 1.15 亿吨、占全国产量的 15.1%, 同比增长 2.5%, 1-2 月对全国原煤产量的增量贡献率达 15.07%。
- ✓ 新疆已晋升为中国第四大产煤区, 2021 年 12 月起增速显著领先于晋陕蒙三地; 2025 年 1-2 月原煤产量 0.91 亿吨、占全国产量的 11.9%、同比增速高达 14.4%, 1-2 月对全国原煤产量的增量贡献率达 11.93%。

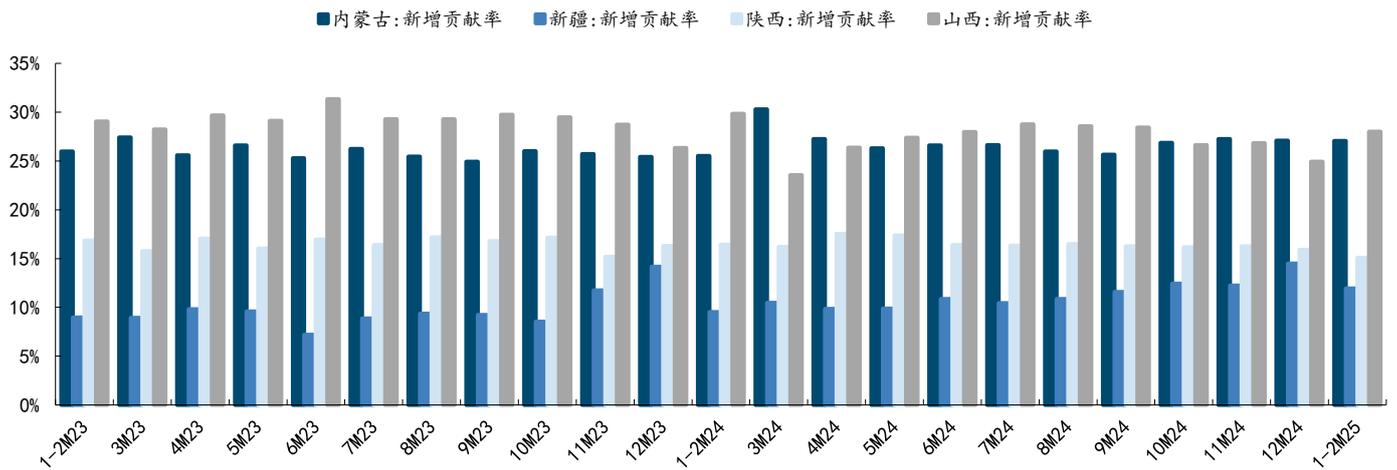


图表9：陕、蒙、新产量维持同比上升态势，山西产量累计同比大幅上升



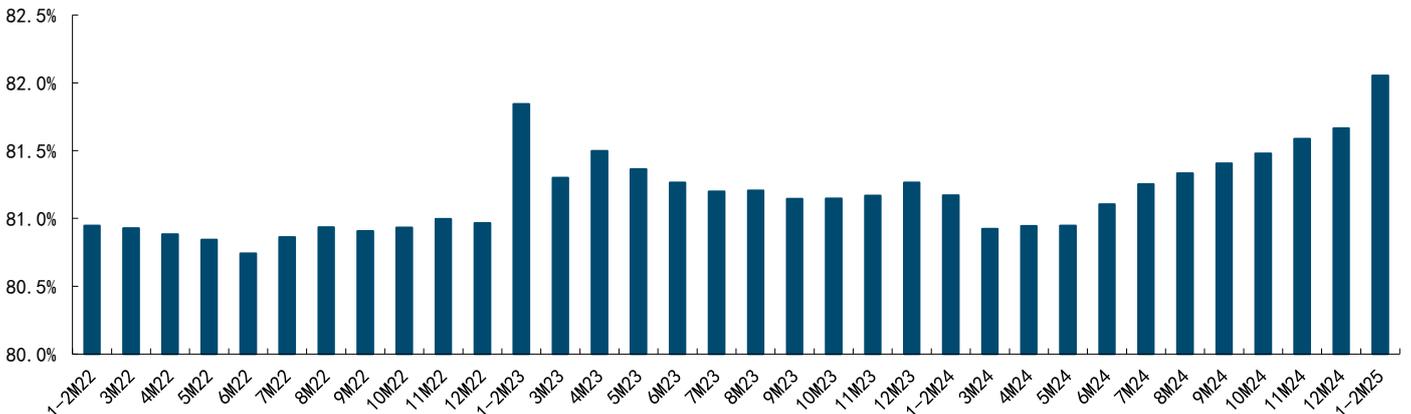
来源：Wind、国金证券研究所（注：图为晋陕蒙新原煤产量累计值及变化趋势）

图表10：晋陕蒙新1-2月对全国煤炭产量的新增贡献率高位维稳



来源：Wind、国金证券研究所（注：图为晋陕蒙新原煤产量当月新增贡献率）

图表11：晋陕蒙新煤炭产能占比达 82.1%、产能集中度创下 1~2M23 以来新高

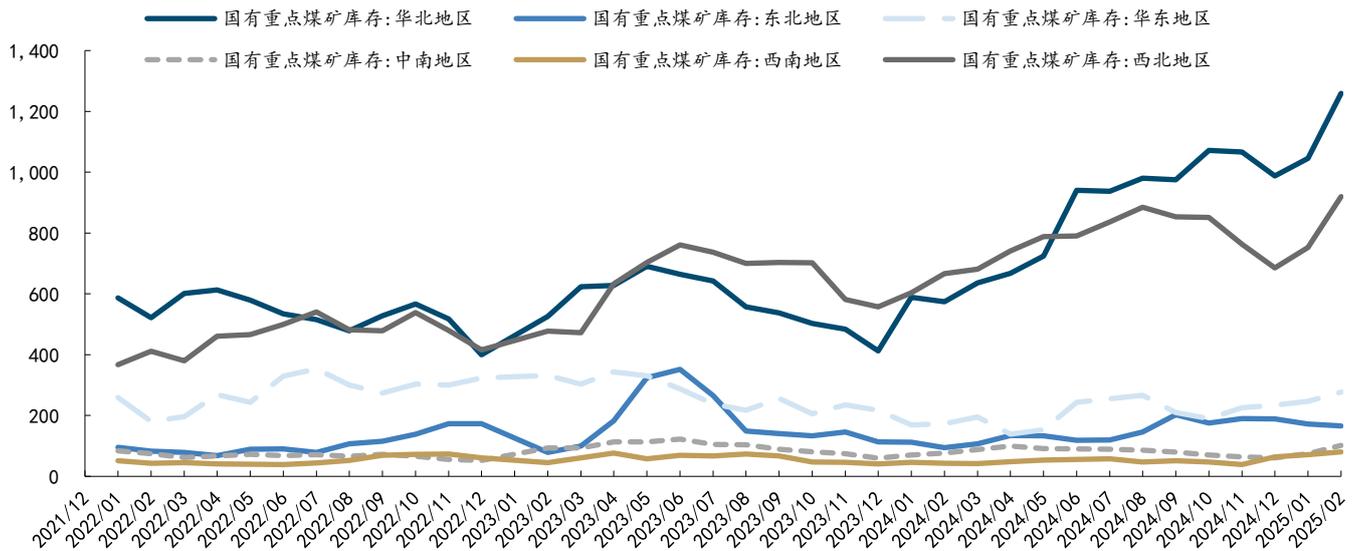


来源：Wind、国金证券研究所（注：图为晋陕蒙新原煤当年累计产量总占比）



- 截至2月底六大国有重点煤矿,整体库存较年初和去年同期分别增加441.7和1176.6万吨;其中,华北、西北地区库存增速最快。
- ✓ 截至2025年2月末,六大国有重点煤矿库存合计2804.6万吨、较年初增加441.7万吨、较去年同期也高出1176.6万吨。
- ✓ 其中,华北、西北地区库存累库速度显著提升,华北地区2月末库存1259.2万吨、环比增加213.9万吨、涨幅约20.5%,西北地区2月末库存919.9万吨、环比增加167.1万吨、涨幅约22.2%。西南地区库存80.5万吨,环比增加12.8%;华东、中南地区环比分别上升12.1%、36.4%,东北地区环比下降3.2%。综合来看,整体库存的环比增速已连续3个月提升。

图表12: 2月六大重点煤矿库存较去年同期高出1177万吨(单位:万吨)

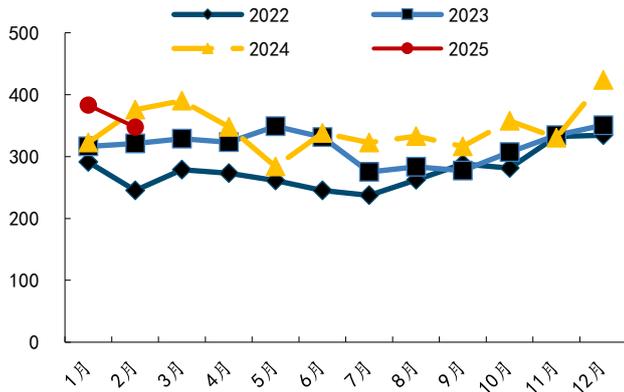


来源: Wind、国金证券研究所(注:图为各地区国有重点煤矿库存)

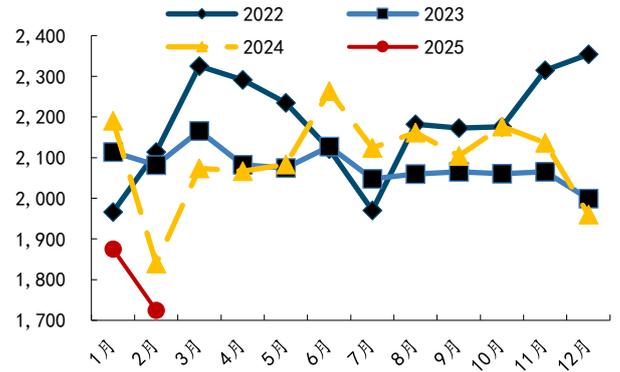
- 从铁路煤炭发运量看,山西>内蒙古>陕西>新疆,2025年2月同比来看,新疆、陕西和山西同比下降,内蒙同比增长。
- ✓ 新疆重点煤矿2月铁路发运347.6万吨,较2024年同期减少28.0万吨,环比1月减少35.4万吨。考虑到西北地区煤炭库存堆积和新疆1-2月累计煤炭产量同比增长,煤炭外运量下降或因本地化工用煤需求增加,以及暖冬天气和复工复产节奏偏缓所导致的下游需求不及预期。
- ✓ 山西重点煤矿2月铁路发运1724.3万吨,同比减少115.5万吨。去年上半年,山西受煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治工作影响,原煤产量有所下降,煤炭发运量基数偏低。而25年1-2月,山西省煤炭发运量低于过去3年同期水平,或受下游需求疲软和进口煤冲击的影响。
- ✓ 陕西重点煤矿2月铁路发运1086.4万吨,同比减少106.1万吨,环比1月减少101.2万吨,但仍高于2022年水平。
- ✓ 内蒙古重点煤矿2月铁路发运1331.0万吨,同比增加16.0万吨,是四大产煤省区中唯一发运量正增长的省份。



图表13: 2月新疆煤炭发运量同比下降28万吨(万吨)



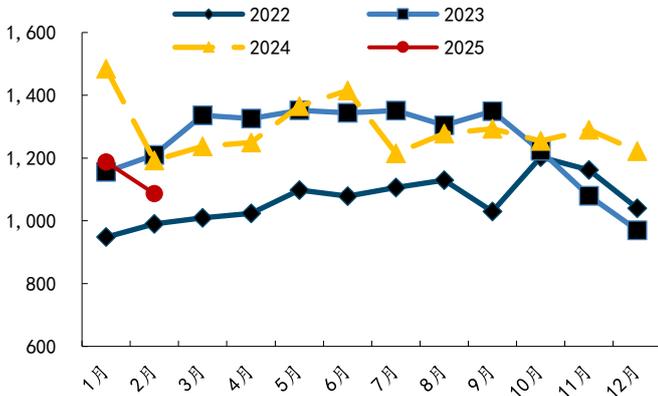
图表14: 2月山西煤炭发运量同比下降115.5万吨(万吨)



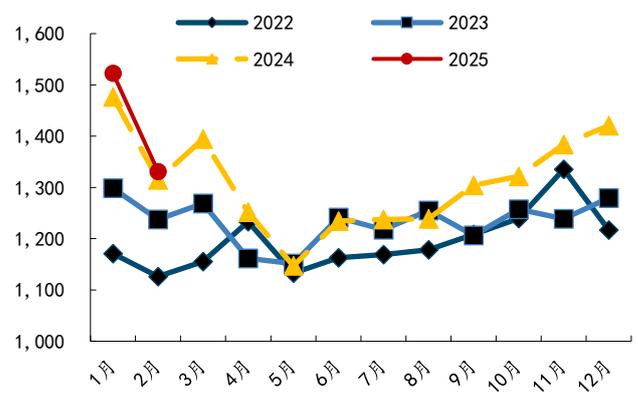
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为新疆重点煤矿煤炭铁路发运量)

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为山西重点煤矿煤炭铁路发运量)

图表15: 2月陕西煤炭发运量同比下降106.1万吨(万吨)



图表16: 2月内蒙古煤炭发运量同比上升16万吨(万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为陕西重点煤矿煤炭铁路发运量)

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为内蒙古重点煤矿煤炭铁路发运量)

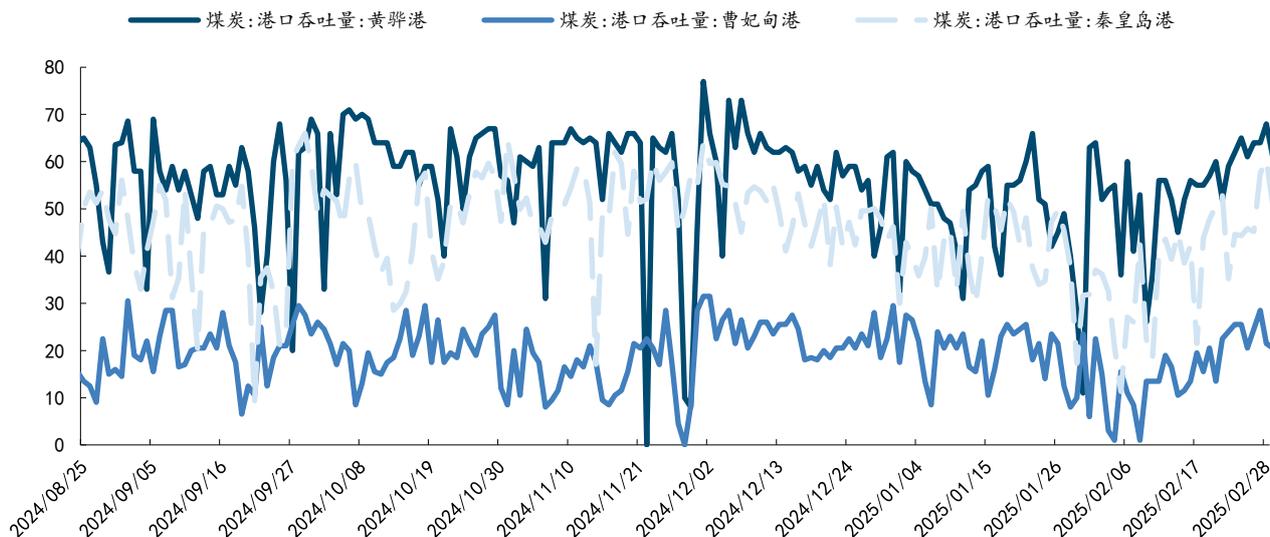
## 2.2 港口周转: 港口持续累库, 2月底 CCTD 主流港口库存较去年同期高 30%

■ 港口吞吐情况: 三大港口日均吞吐量自 12M24 起下行至 25 年春节后回升。

✓ 以黄骅港、曹妃甸港、秦皇岛港吞吐量为依据, 三大港口吞吐量在 2 月上旬阶段性触底后, 2M25 黄骅港日均吞吐量环比回升, 而秦皇岛港、曹妃甸港日均吞吐量环比继续下行。港口间日均吞吐量环比变化方向分化, 或因黄骅港是国家能源集团煤电路港航一体化运营的支柱港口。在下游用煤需求总体疲软的背景下, 国家能源可通过产运销一体化运营的集团作战优势, 提升周转效率。



图表17: 三大港口日均吞吐量自 12M24 起下行至春节后反弹 (万吨)

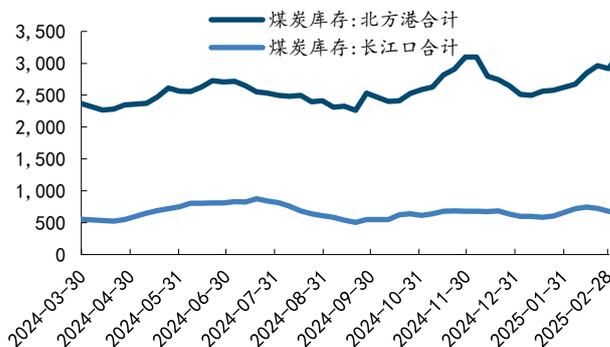
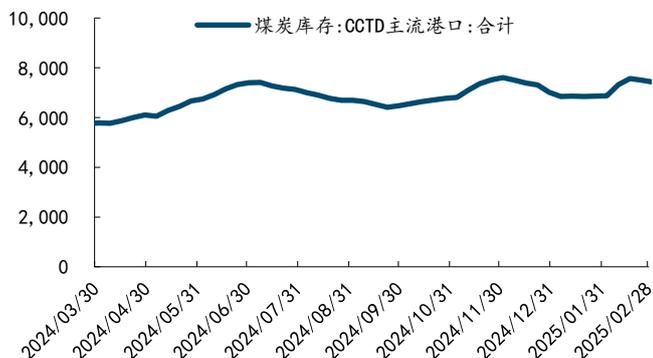


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为主要长协煤港口秦皇岛港、黄骅港 9M24~11M24 吞吐量情况)

- 总体库存情况: 港口库存逐渐上升、存续库存量有所增加。
- ✓ 以 CCTD 主流港口煤炭库存为依据, 2 月底库存 7498.9 万吨, 较去年同期水平高 1724.7 万吨, 环比春节前增加 646.5 万吨。其中, 2 月底北方港口合计库存、长江口港口合计库存分别为 2920、681 万吨, 环比 1 月分别增加 344、77 万吨。
- ✓ 港口库存较 1 月上升主因: ①节后下游复工偏慢而煤矿复产进度较快, 供应端铁路保障运输, 北方港口调入量上升, 货源充足; 而需求端电力行业持续低迷, 非电行业体量较小, 难以拉动煤炭消耗; ②非电企业采购谨慎, 受市场行情与资金回笼影响, 建材、化工等非电企业开工放缓, 煤炭采购仅维持刚需; ③长协煤合同执行稳定, 煤矿持续向港口供煤, 推动库存上升。
- ✓ 分港口看: 北方港全部环比上升, 长江港口库存环比总体趋势向上。
- ✓ 北方港口中, 2 月秦皇岛、曹妃甸、曹妃甸二期、华能曹妃甸、京唐港老港、国投京唐港、京唐专业码头、黄骅港环比上升, 2 月末库存环比 1 月分别增加 11、75、7、38、29、50、65、7 万吨, 合计增加 344 万吨。
- ✓ 长江口港口中, 2 月镇江东港港口环比下降, 月末库存环比 1 月减少 15 万吨; 如皋港港口库存整体保持稳定; 其余港口库存环比均呈现不同程度的上升。其中, 扬子江港口、太和港增幅较大, 2 月末库存环比 1 月末分别增加 37、30 万吨。各港口合计上升 77 万吨, 环比增幅达 12.7%。

图表18: 节后 CCTD 主流港口煤炭库存增加 (万吨)

图表19: 北方港和长江口库存增加 (万吨)

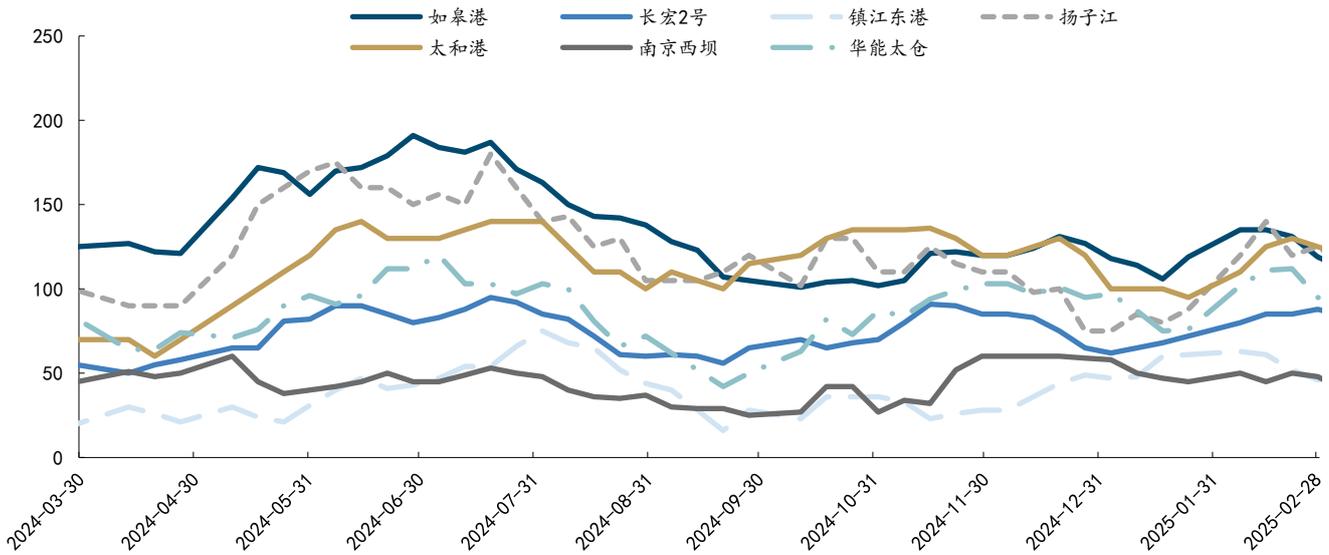


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为 CCTD 主流港口煤炭库存)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为环渤海港口煤炭库存)

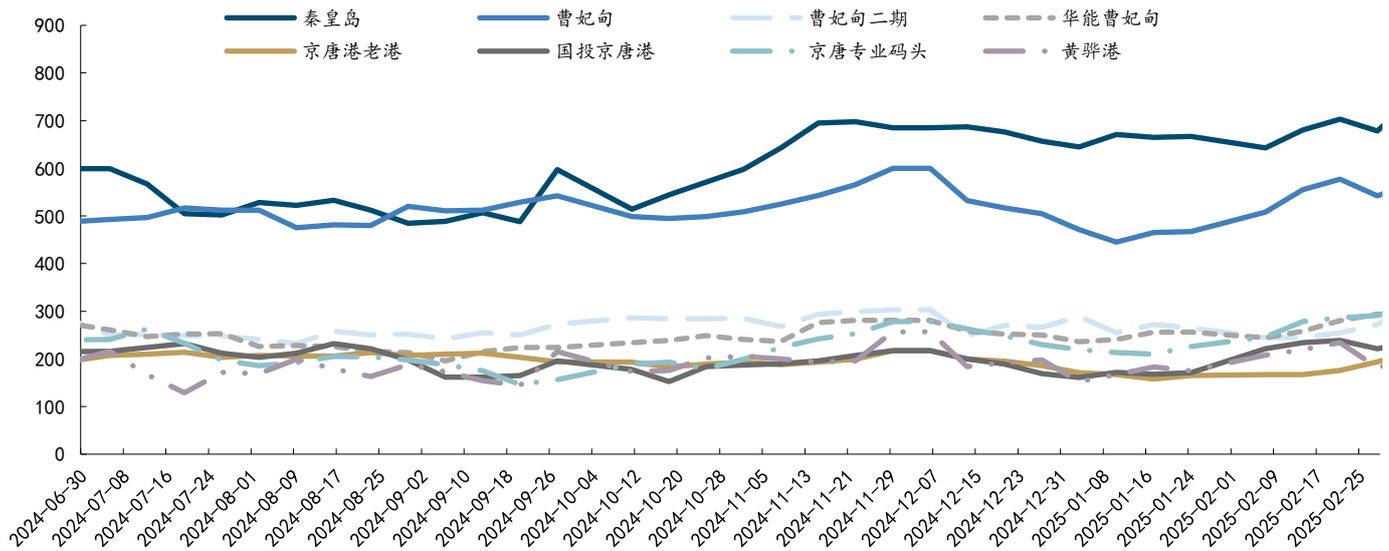


图表20：2月，长江口除镇江东港外的其余港口库存均环比上升（万吨）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为长江口重点港口煤炭库存）

图表21：2月北方港各港口全部环比上升（万吨）



来源：I find、国金证券研究所（注：图为北方港重点港口库存）

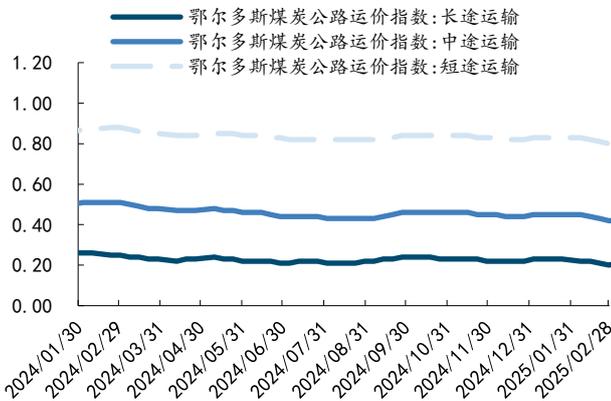
### 2.3 煤炭运价：内江运价小幅下跌、沿海运价显著回升、陆路运价维持稳定

- 运价总体情况：2M25 各途径运价整体体现下降的特征；公路运价持平，内江运价窄幅震荡，沿海运价整体大幅下降，体现旺季需求偏弱。
- ✓ 公路运价：以鄂尔多斯煤炭公路运价指数为依据，运价自24年12月以来微幅下跌，25年1-2月运价底部企稳，长途公路、中途公路、短途公路运价截至2月28日分别为0.20、0.42、0.80元/吨公里，长途、中途、短途环比1月底下降各0.03/吨公里。
- ✓ 内江运价：25年1-2月居民及工业用电需求增长乏力，非电企业煤炭采购多以维持刚需为主，散货船运力供给充足，供需偏松格局下运价下跌。以长江煤炭运输综合航运指数（CCSFI）为依据，长江煤炭运价25年1-2月总体呈下降态势，2月28日指数报收于768.43点，相较24年12月末下跌54.72点，跌幅6.7%；环比1月末下跌114.29点、跌幅13.0%。
- ✓ 海运价：中国沿海运价与全球运价同向变动。以波罗的海干散货指数（BDI）以及中国沿海煤炭运输指数（CBCFI）为依据，BDI指数2月持续上涨，月末报收于1229点，较1月底上涨67.2%；CBCFI指数2月初维持在476点左右，中下旬开始缓慢回升，月底报收于573.23点，环比1月末上涨20.35%。拉尼娜现象作用下，局部地区干旱



影响水电发电量，亚洲煤炭运输加速，此外铁矿石、谷物等商品贸易额增加，推动 BDI 指数上涨。2 月下旬，外贸市场行景气，节后部分船舶尚未恢复通航，市场可用运力略有收缩，尤其是即期船运价跳涨较为明显，带动 CBCFI 指数持续回升。

图表22: 2月鄂尔多斯煤炭公路运价略有下降(元/吨公里)



来源: IFind、国金证券研究所 (注: 图为鄂尔多斯煤炭公路运价指数)

图表23: 2月CCSFI总体下降



来源: IFind、国金证券研究所 (注: 图为长江煤炭运输价综合指数 CCSFI)

图表24: CBCFI 2月整体上行



来源: IFind、国金证券研究所 (注: 图为中国沿海煤炭运价指数 CBCFI)

图表25: BDI 2月持续回升报收于1229点



来源: IFind、国金证券研究所 (注: 图为波罗的海干散货指数 BDI)

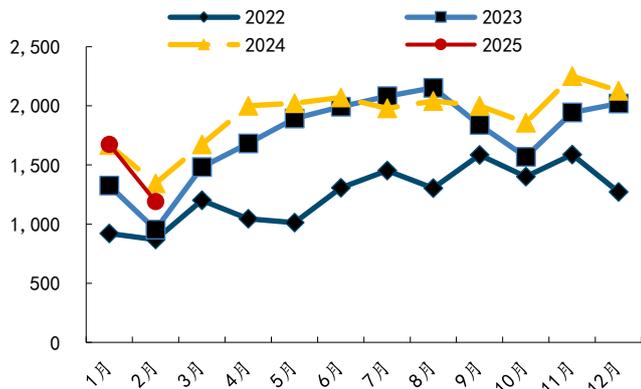
### 3、拆解维度 2: 煤炭进出口 —— 2 月动力煤进口量转降、累计仍增长

#### 3.1 进出口总量: 2 月动力煤进口量首降, 1-2 月累计增速仍为正

- 进出口概况: 2 月动力煤净进口量自 8M24 以来首次转降, 同比减少 12.9%, 环比 1 月减少约 29.5%。
- ✓ 据海关总署数据, 25 年 2 月我国进口广义动力煤 1191.0 万吨, 较去年同期减少 153.6 万吨、降幅为 11.4%, 较 1 月份环比减少 482.7 万吨、降幅 28.9%。
- ✓ 2 月我国动力煤出口 20.9 万吨, 同比增加 19.9 万吨, 增幅 1993.1%。
- ✓ 从动力煤进出口净额看, 2 月净进口 1170.1 万吨, 同比下跌 173.5 万吨, 跌幅 12.9%; 环比 1 月下降 490.3 万吨, 降幅 29.5%。

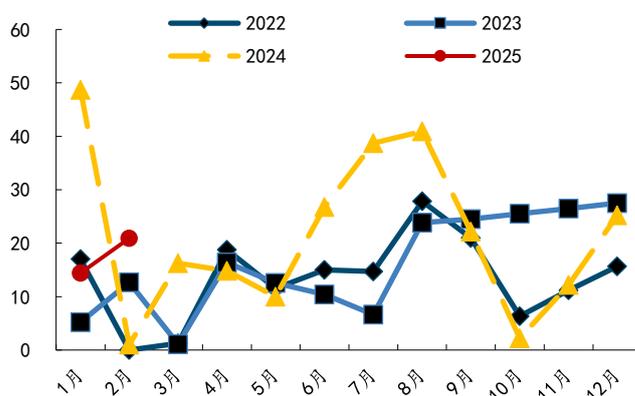


图表26: 2月我国动力煤进口量同比下降11.4% (万吨)



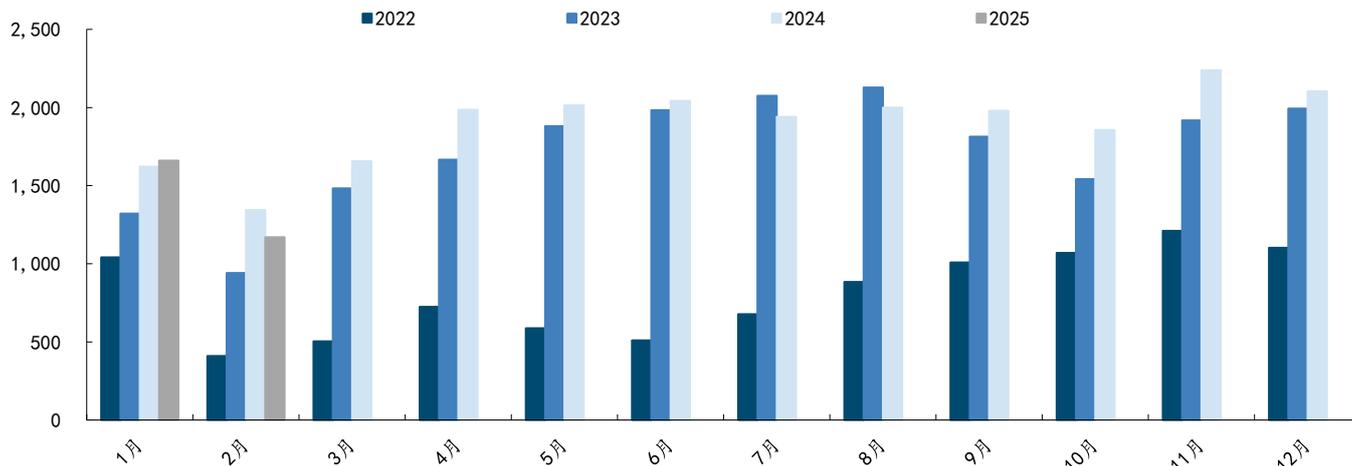
来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月进口额)

图表27: 2月我国动力煤出口额同比上升19.9万吨 (万吨)



来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月出口额, 空值为缺失数)

图表28: 2月动力煤净进口同比下降173.5万吨 (万吨)

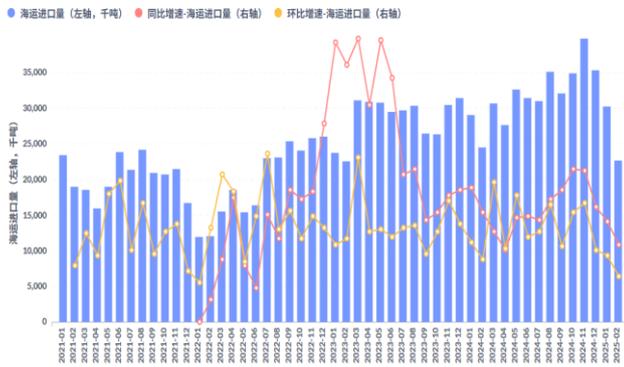


来源: Wind、国金证券研究所 (注: 图为动力煤当月净进口额, 空值为出口额缺失数据处)

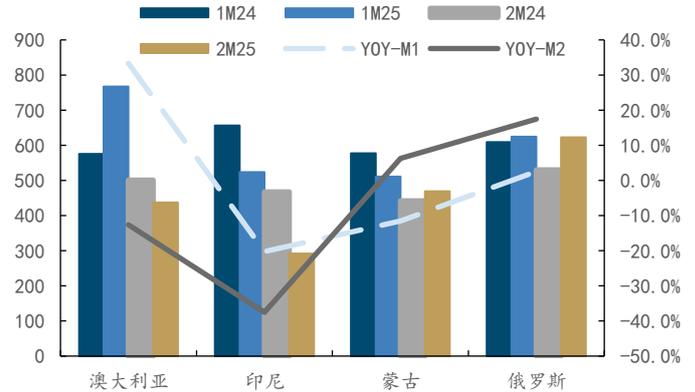
- 从海运煤角度看, 2M25 中国煤炭海运进口量保持偏弱运行态势, 采暖季渐近尾声使得进口结构趋于平衡。
- ✓ 从国内供需平衡看: 暖冬天气影响下燃煤发电供热需求减少, 对于煤炭的需求减弱; 国内煤炭产量增长, 电厂、港口、煤矿各环节库存积累, 使得1-2月内贸煤市场价格持续下跌, 中低卡印尼煤的价格优势、高卡澳煤的性价比优势收窄, 推动2M25 海运进口煤量同比下跌。
- ✓ 从来源国看: 随着与蒙古、俄罗斯的铁路直接联通的发展, 通过铁路从蒙古、俄罗斯进口的煤炭数量持续增长。印尼煤仍然是中国煤炭进口的主要来源国, 但受HBA定价新政预期扰动, 低卡煤价格优势弱化, 进口量同比下滑。澳大利亚进口煤是我国高卡煤供应的重要补充, 虽受整体需求疲软影响进口量同比有所下滑, 但降幅小于印尼煤。1月澳煤与俄煤当月进口量分别同比增加33.3%、2.6%, 印尼煤与蒙古煤同比减少20.3%、11.6%。2月澳煤与印尼煤进口量同比分别下降12.7%、37.5%, 蒙古煤与俄煤同比增加6.2%、17.5%, 结构变化主要有经济性因素驱动。



图表29: 2月我国海运煤进口量同比下跌8% (月度数据)



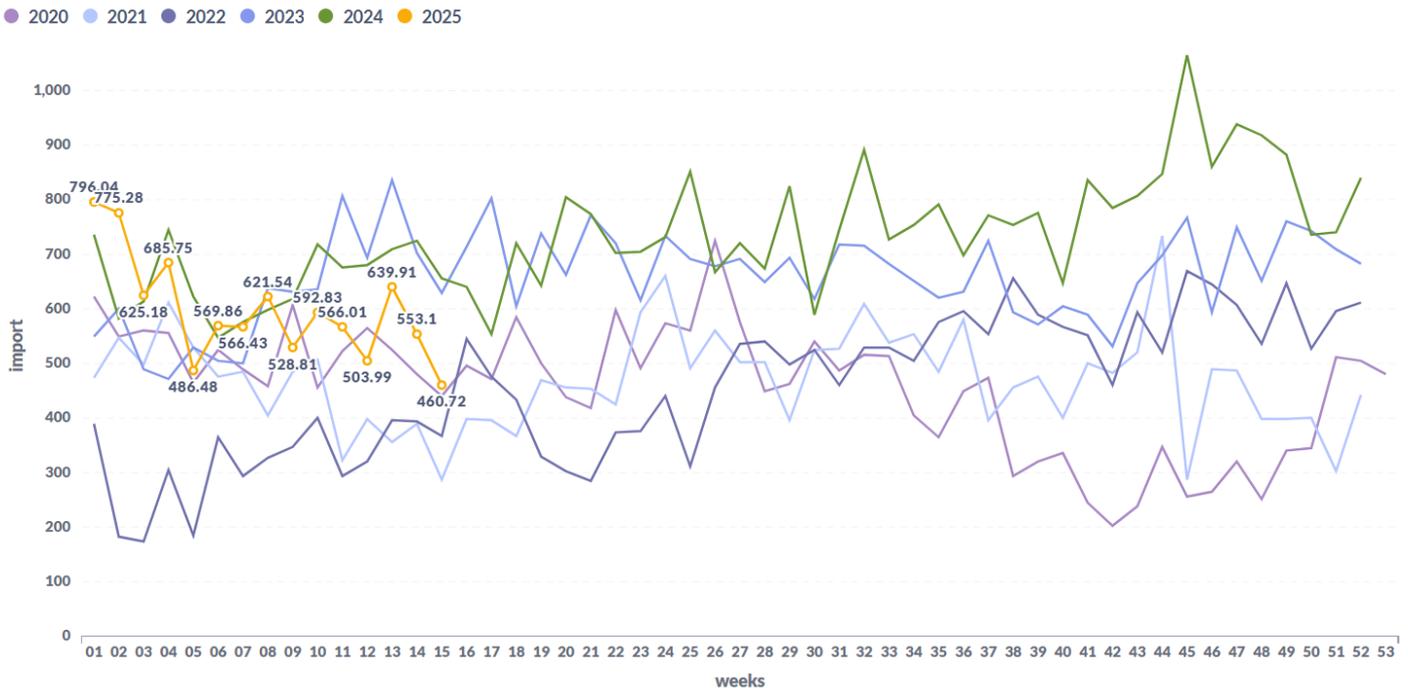
图表30: 2M25, 澳煤、印尼煤进口量当月同比均下跌10%以上 (左轴: 万吨, 右轴: %)



来源: Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为中国煤炭月度海运进口量及增速)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为中国对四国煤炭进口量及增速)

图表31: 2025年第3周起, 我国海运煤进口量同比下跌 (周度数据, 横轴为当年周序号)



来源: Refinitiv、国金数字未来实验室、国金证券研究所 (注: 图为中国煤炭周度海运进口量; 2025年2月为第5-9周)

### 3.2 展望后续进口情况: 预计4、5月煤炭进口量延续同比下降趋势

- 受亚太市场海运煤价低迷影响, 主要进口来源国供应量有所减少。
- ✓ 印尼: 受3月斋月、降水天气和国际市场煤价低迷的影响, 部分生产成本较高的小型煤炭生产商已减少产量: 截至4月16日, 印度尼西亚煤炭产量降至1.84亿吨, 同比-7.5%。此外, 3M25最新消息指出, 为缓解公共财政压力, 印尼能源与矿产资源部提议提高矿业公司缴纳的特许权使用费。新规将自4月26日起执行, 届时进一步提高印尼小型煤炭生产商的生产成本, 影响其矿产在国际市场中的竞争力。
- ✓ 澳煤: 据澳大利亚联邦工业、科学和资源部首席经济师办公室3月31日发布的2025年一季度《资源和能源季报》预测, 全球用煤需求下降将加剧出口国间的竞争, 高成本、低质量出口商受到的冲击更大。考虑到澳大利亚高卡煤已建立较为稳定的出口市



场，预计澳大利亚动力煤出口量将下降，但市场份额保持稳定。

- ✓ 俄煤：受美国对俄煤炭公司制裁升级影响，俄罗斯煤炭出口结构进一步向远东市场转移。据 CCA Analysis 1 月 20 日信息，美国新增几家俄罗斯煤炭公司进入制裁名单，目前几乎所有俄罗斯主要煤炭公司都受到制裁。根据中国煤炭经济研究会整理的信息，1Q25 俄铁运输出口煤炭同比增长 3.7% 但海运煤出口下降 2.9%；其中，俄罗斯经铁路运输以中国为目的地的出口煤炭累计为 2479.1 万吨，同比+11.7%。未来供应增量将受到俄罗斯铁路网络运力瓶颈的制约。
- 印度 4 月初提前进入高温天气，东南亚受益于产业转移和 90 天关税暂停，用煤需求韧性增长，预计中低卡进口煤经济优势不足，而高卡煤进口经济优势保持。
- ✓ 受南亚高压影响，4 月 3 日起，印度西北部的贾沙梅尔已连续第 14 天日最高气温超过 40℃；另有多个城市日最高气温稳定在 37~43℃。高温天气将推升印度发电用煤需求，印尼能源和矿产资源部调升 4 月下半月中低卡煤 HBA 指导价反映出中低卡煤供需格局较高卡煤偏紧。
- ✓ 此外，据路透社报道，1Q25 印度、日本、韩国、中国四大亚太地区主要煤炭进口国进口量均同比下降，但土耳其、越南和孟加拉国创下季度最高进口记录，马来西亚、菲律宾、泰国、巴基斯坦和中国香港都报告了强劲的进口增长，新兴市场有望支撑亚太市场海运煤需求。
- 综上，考虑到内贸煤港口价格已在 660~670 元/吨区间盘整近 1 个月，期间进口印尼煤价格优势持续低位运行，预计 4、5 月煤炭进口量将延续同比下降趋势。

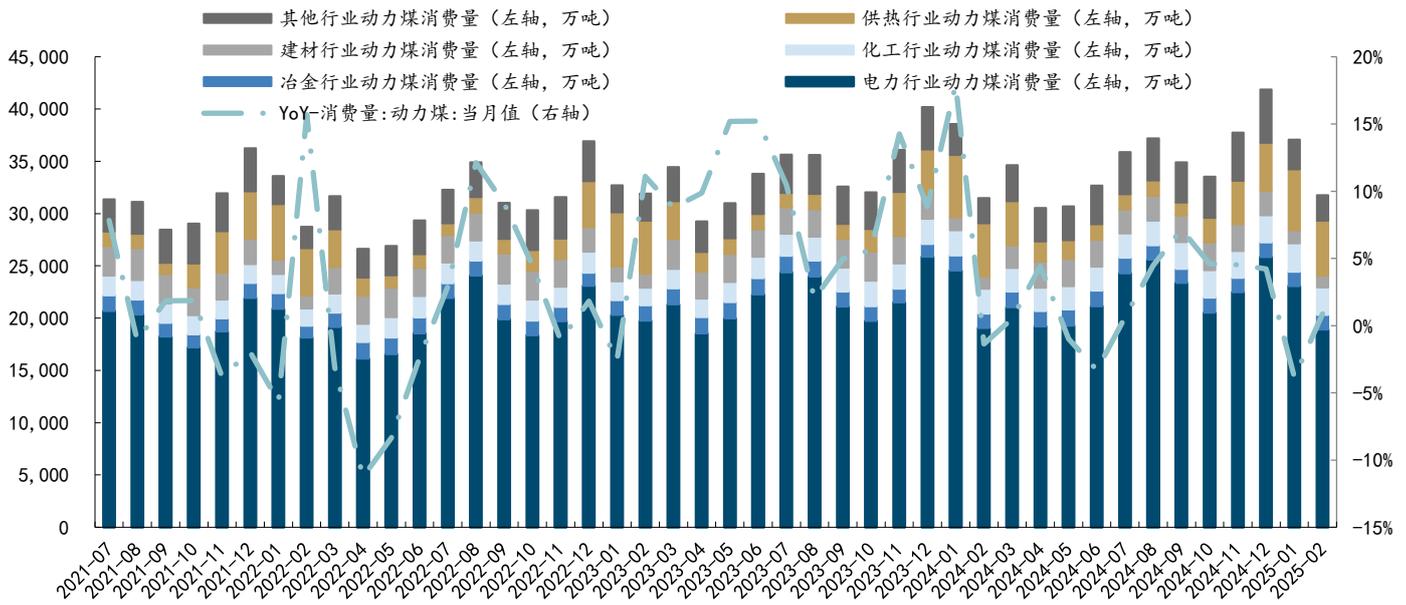
#### 4、拆解维度 3：下游需求——电煤需求疲软，非电需求增势偏弱

##### 4.1 动力煤整体需求情况：电煤需求下降，非电需求上升但增量贡献率较小

- 2 月动力煤总消费 3.2 亿吨，同比微增 0.9%，1 月动力煤总消费 3.7 亿吨，同比下降 3.9%。
- ✓ 电煤方面：1-2M25 电力部门保持动力煤消费主体地位，分别消耗动力煤 2.3、1.9 亿吨、同比分别-6.1%、-0.8%。暖冬天气+去年同期高基数+清洁能源发电量增长的挤出效应影响下，1-2M25 火电发电量同比-5.8%。
- ✓ 非电煤方面：2M25 非电行业总体耗动力煤同比+3.4%，除建材行业外均同比增长。其中，冶金耗煤量同比增长 1.9%。虽然需求预期偏悲观，但下游钢厂利润尚可、产量仍有增长空间：2025 年 1-2 月全国粗钢、钢材累计产量分别同比-1.5%、+4.7%。建材耗煤量同比减少 3.2%，主因新建商品房处在“价稳量跌”阶段、市场仍未见底，房地产行业建材需求持续疲软。供热耗煤量同比增长 3.3%，24-25 年冬季气温阶段性起伏大，1M25 气温偏高超过 1.0℃，2M25 气温又转为偏低，居民取暖用煤用电需求增加。化工耗煤量同比增长 10.2%，主因近年我国新型煤化工项目迅速发展，甲醇、尿素等化工产品市场需求也保持增长态势，增加用煤需求。
- ✓ 2M25 电力行业动力煤消费占比有所回落，环比-4.3pcts；冶金、化工、建材、供热行业动力煤消费占比提升，环比+19.0pcts/+12.4pcts/+5.5pcts/+5.6pcts。

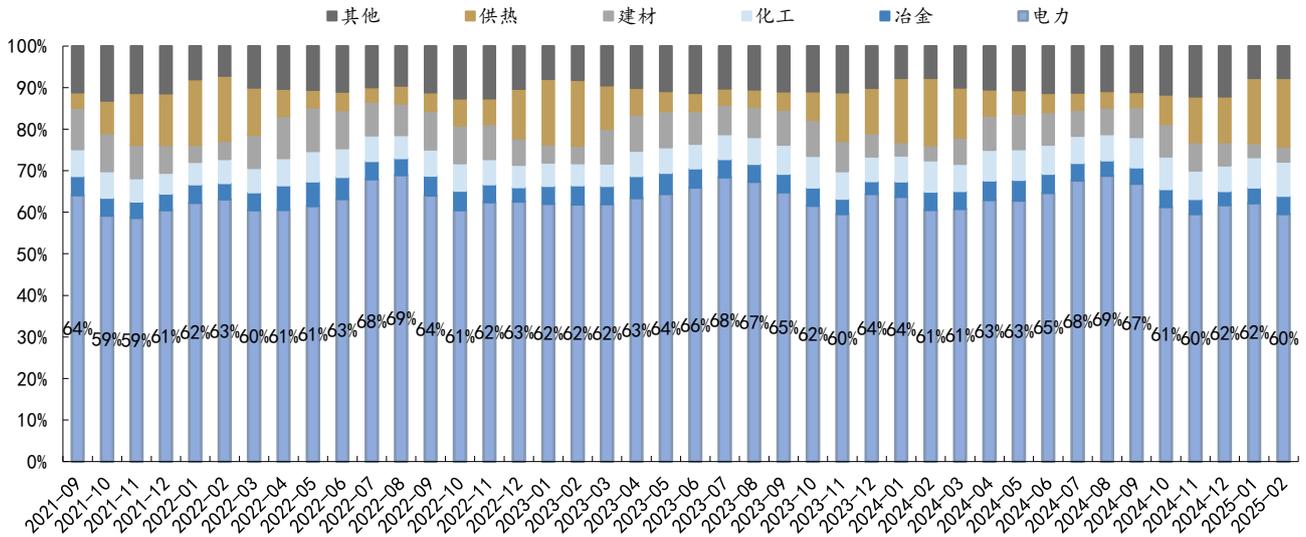


图表32：2月动力煤消费总需求同比上涨0.9%



来源：I find、国金证券研究所（注：图为动力煤消费量及变化趋势）

图表33：25年2月电力动力煤消费占比环比回落，供热、建材、化工、冶金行业环比上升



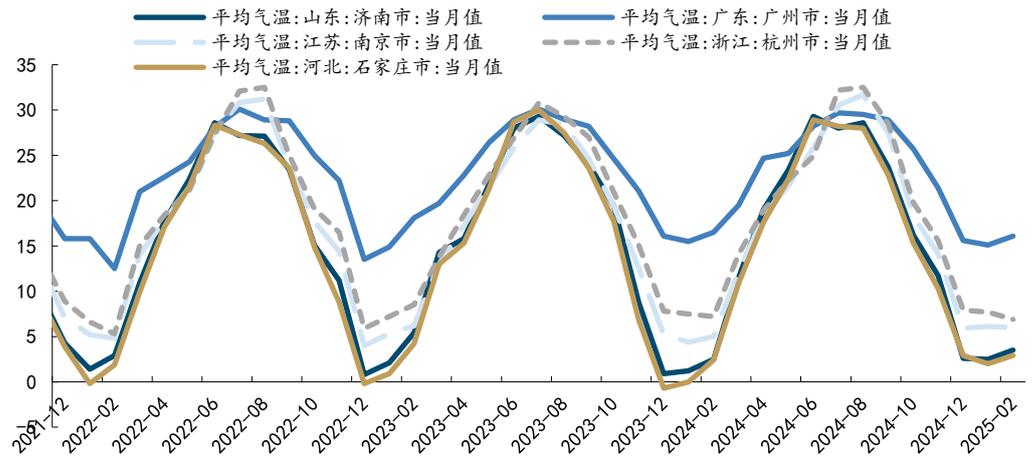
来源：I find、国金证券研究所

#### 4.2 从用电需求看发电耗煤需求：1-2月气温总体偏高，电煤需求不及预期

- 选取2024年用电TOP5省份，从省会城市平均气温看，5大省会城市2M25平均气温高于去年同期；从单个省会城市来看，2月石家庄、济南、南京平均气温较去年同期分别偏高0.5、1.0、1.0摄氏度，广州、杭州平均气温较去年同期分别偏低0.4、0.3摄氏度。

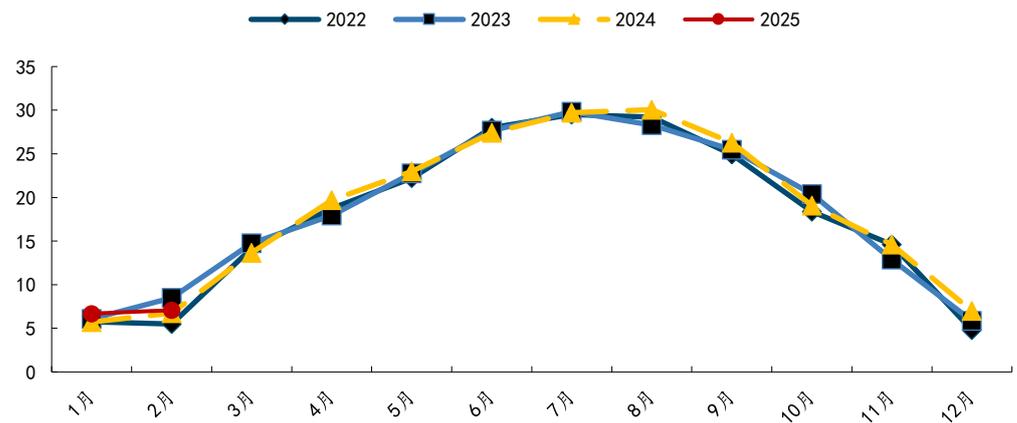


图表34: 25年2月五大省会城市平均气温大多高于去年同期(摄氏度)



来源: Ifind、国金证券研究所(注: 图为用电 TOP5 大省省会月度平均气温)

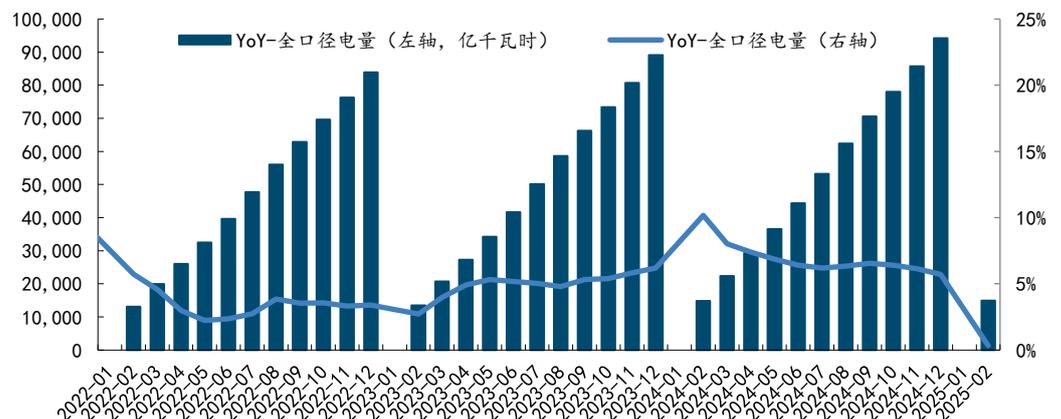
图表35: 25年2月五大省会城市平均气温高于去年同期水平(摄氏度)



来源: Ifind、国金证券研究所(注: 图为用电 TOP5 大省省会月度平均气温均值同比情况)

- 1-2月用电需求旺季不旺,我国全口径发电量14920.6亿千瓦时,同比增长0.3%,但增速环比12月下降5.4pcts,或因暖冬和春节假期影响,全国大部分地区气温仍相对较高,用电需求增长驱动力偏弱。

图表36: 2025年1-2月我国全口径发电量14920.6亿千瓦时,同比增长0.3%



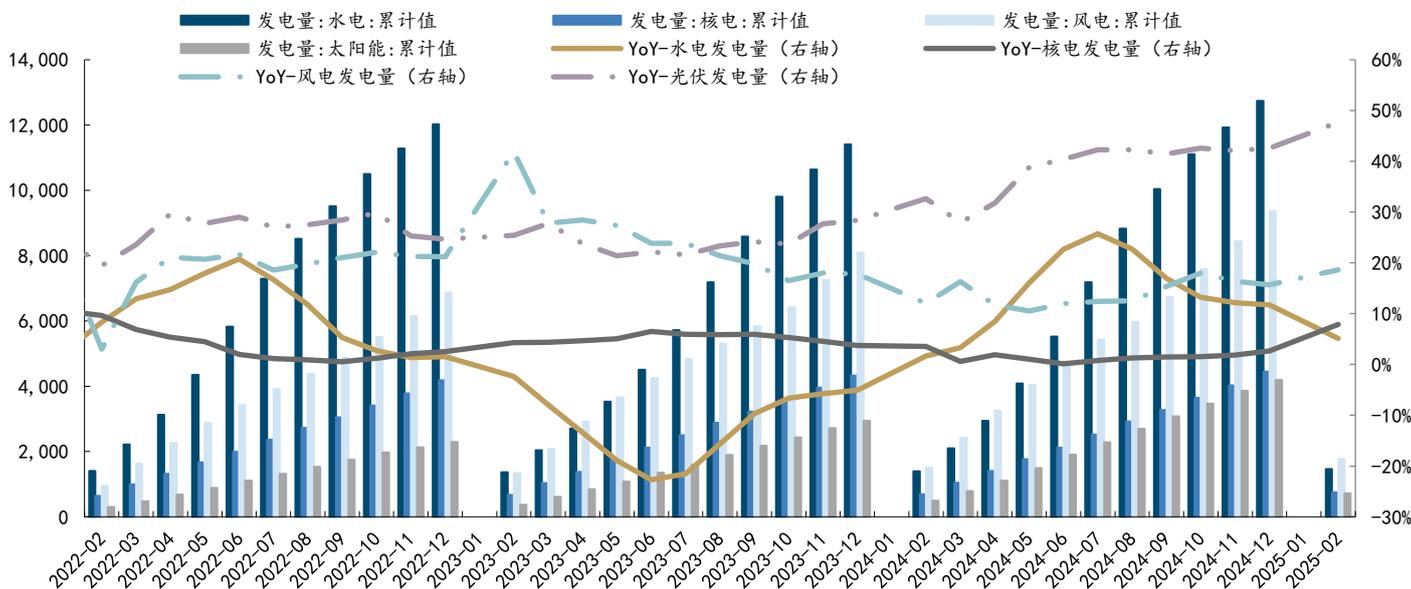
来源: Ifind、国金证券研究所(注: 图为我国全口径累计发电量及变化趋势)



### 4.3 从其他电源看火电发电需求：可再生能源发电增量贡献率同比+2.9pct

- 其他电源发电情况：2M25 各清洁能源发电量均同比上升，且核电、风电、光伏发电量增幅环比 1 月均上涨。总体看，非火电清洁能源发电量合计增量贡献率 31.6%、贡献率同比+4.2pcts。
- ✓ 分项看，25 年 1-2 月水电发电量 1461.1 亿千瓦时，同比上涨 5.2%，环比 24 年 11-12 月下降 11.0%，累计发电量同比增幅自 24 年 7 月达到顶峰开始回落。从水库流量看，2M25 三峡水库出库流量高于 24 年同期水平，同比上升 19.0%。
- ✓ 1-2 月，核电、风电、太阳能发电量同比分别+7.9%、+18.6%、+47.7%，增速环比 24 年 11-12 月分别-0.3pct、+11.8pcts、+5.1pcts。
- ✓ 从利用情况看，1-2 月核电利用小时数同比上升，水电、光伏、风电利用小时数同比下降，其中核电利用小时数提升或因大修机组数量少于去年同期，水/风/光利用小时数下降或因相关可再生能源资源弱于去年同期，另外或还因供需的时空失衡加剧而导致利用率下降。然而，清洁能源对发电量的增量贡献率同比仍提升了 4.2pct，可见新能源装机渗透率的持续提升对火电需求造成了挤压。

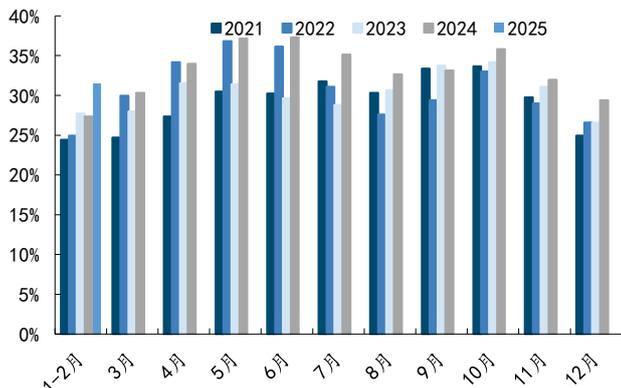
图表37：2月清洁能源发电均同比增加（左轴：亿千瓦时，右轴：%）



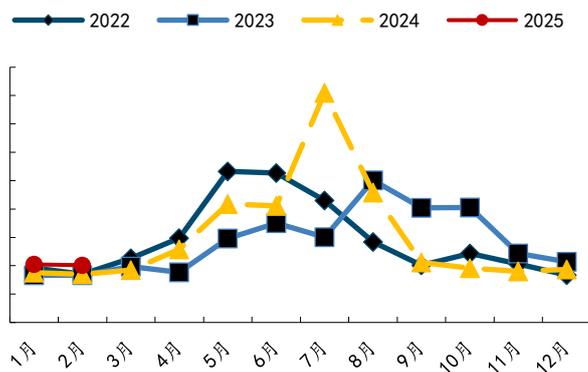
来源：I find、国金证券研究所（注：图为其他电源累计发电量及变化趋势）

图表38：除火电外其他清洁能源发电 2 月发电增量贡献率 31.6%

图表39：三峡水库 1、2M25 流出量同比增加(亿立方米)



来源：I find、国金证券研究所（注：图为除火电外其他清洁能源发电当月贡献

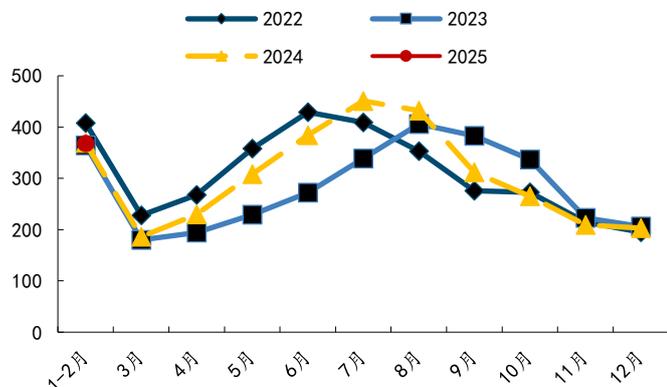


来源：I find、国金证券研究所（注：图为三峡水库流各月出量）



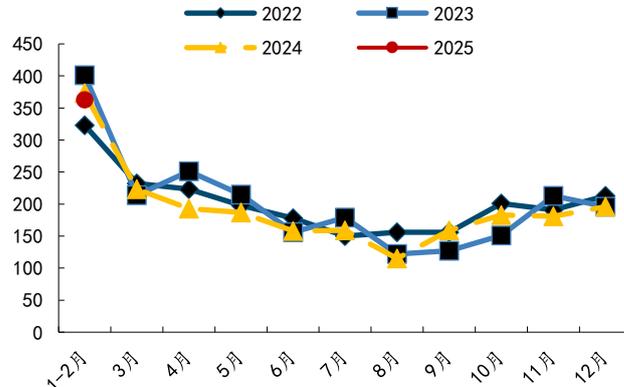
率)

图表40: 1-2月水电利用小时同比下降1小时, 跌幅0.3% (小时)



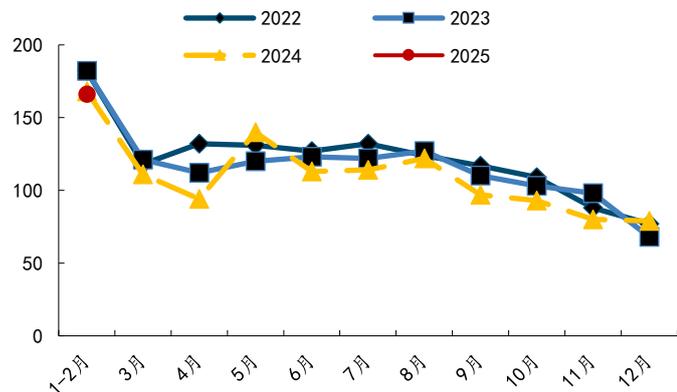
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为水电利用小时数)

图表41: 1-2月风电利用小时同比下降10小时, 跌幅2.7% (小时)



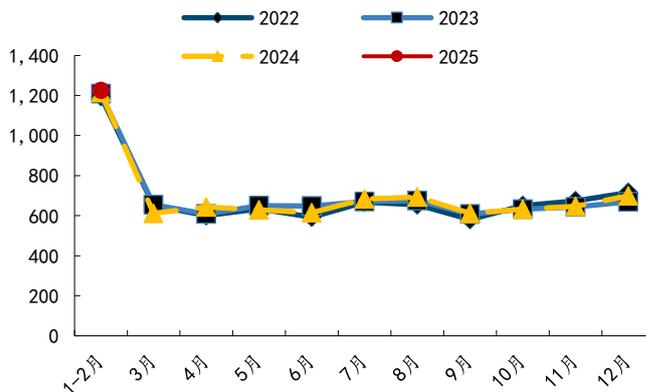
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为风电利用小时数)

图表42: 1-2月光伏利用小时同比下降2小时, 跌幅1.2% (小时)



来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为光伏利用小时数)

图表43: 1-2月核电利用小时数同比增加10小时, 增幅0.3% (小时)

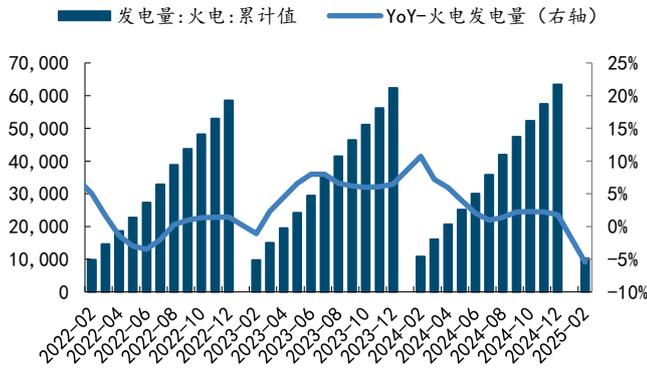


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为核电利用小时数)

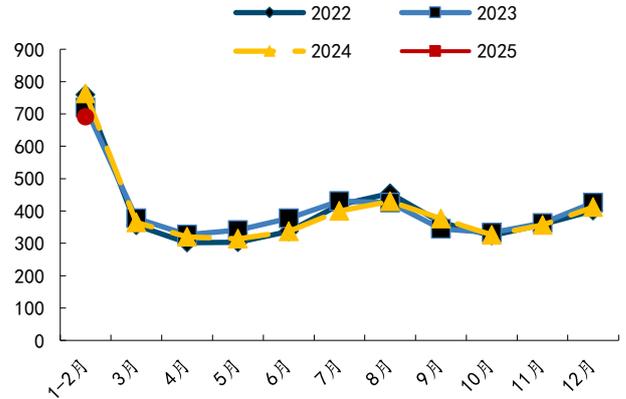
- 火电发电需求: 1-2月火电发电量和利用小时数均同比下行。
- ✓ 从发电量看, 1-2月火电发电量10213.7亿千瓦时、同比-5.5%, 跌幅环比扩大5.2pcts。
- ✓ 从利用小时看, 1-2月火电利用小时数691小时, 同比降低72小时、降幅9.4%, 或主因暖冬影响, 火电机组利用率同比有所下行。



图表44: 1-2月火电累计发电量10213.7亿千瓦时、同比下降5.45%



图表45: 1-2月火电利用小时数691小时, 同比降低72小时, 降幅9.44% (小时)



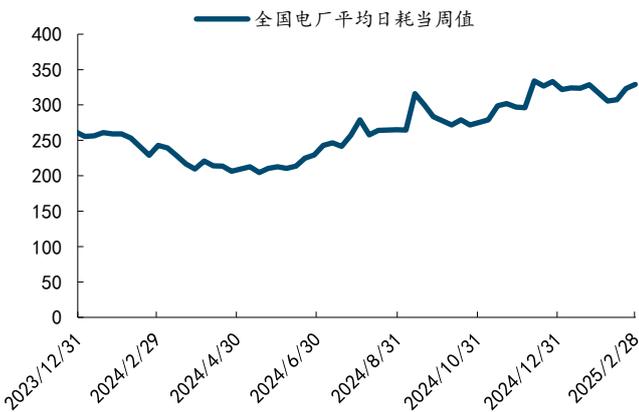
来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为火电累计发电量及变动趋势)

来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为火电利用小时数)

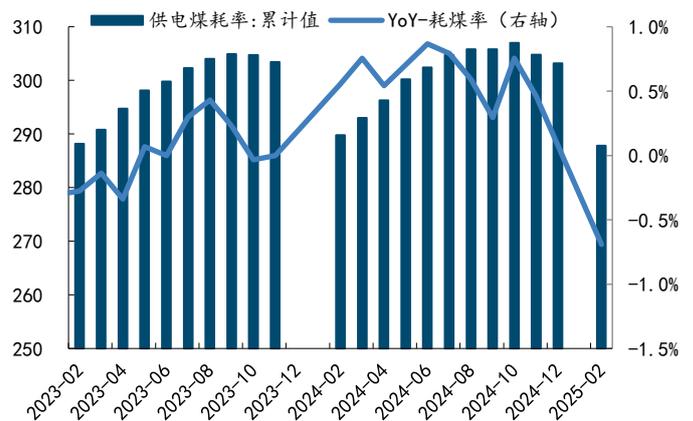
#### 4.4 终端电厂耗煤及库存情况: 电厂场存增加、2月中下旬起可用天数下降

- 火电厂耗煤情况: 2月全国电厂日耗环比下降2.56%, 存煤平均可用天数逐渐下降、环比保持稳定。
- ✓ 从供电煤耗率看, 今年1-2月火电累计供电煤耗率287.8克/千瓦时、同比下降1.8%, 主受季节性因素影响: 采暖季热电联产机组按供热量适当分摊煤耗, 使得供电煤耗率下降。
- ✓ 从电厂日耗看, 25年2月全国电厂日均耗煤量环比1月下降2.6%, 基本符合与火电发电量变化趋势。
- ✓ 分省份看, 25年1-2月四川、贵州省耗煤量领先, 或因二省1-2月风电、光伏出力不足, 火电承担保供责任出力增加。前5大用电省份中, 广东、浙江累计规上电厂发电耗煤量分别同比增长3.5%、3.4%, 而江苏、山东、河北规上电厂发电耗煤量则分别同比下降8.9%、7.9%、15.4%, 其中差异或因各省新能源资源禀赋和能源清洁化转型进度不同。

图表46: 25年2月日均耗煤量环比1月下降2.6%(万吨)



图表47: 2025年1-2月耗煤率同比减少1.77%(当年累计, 克/千瓦时)

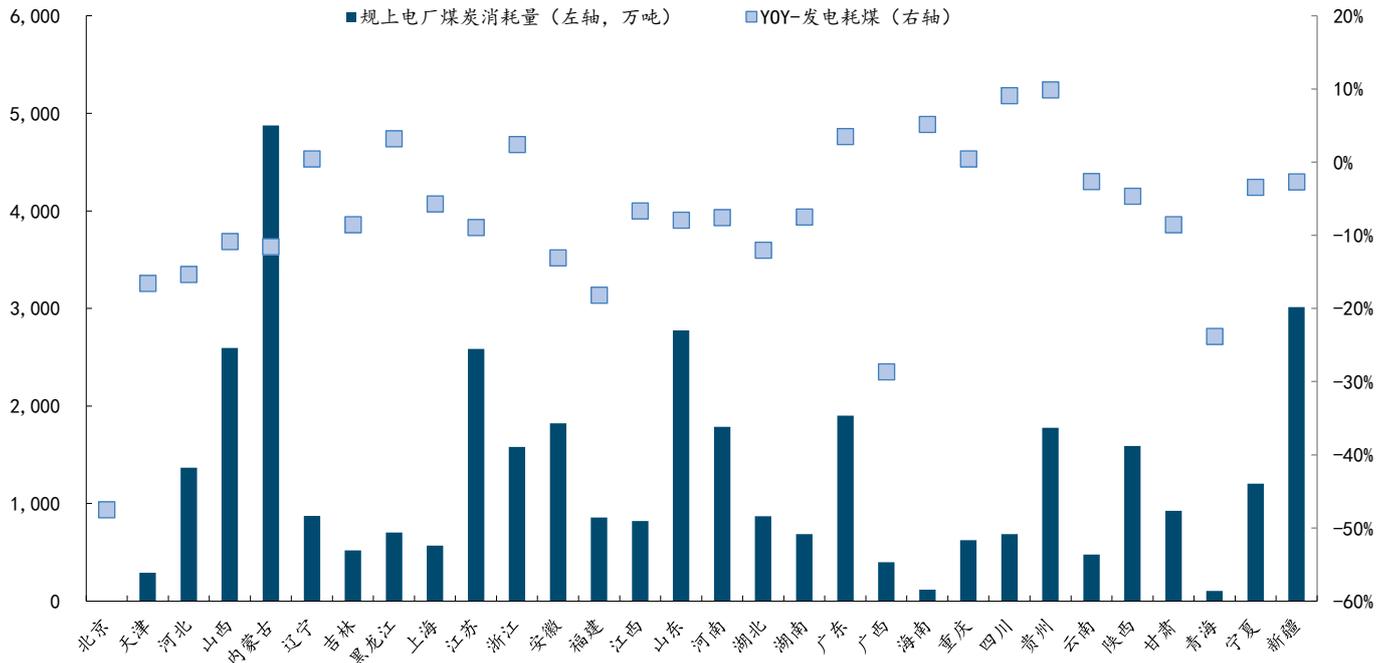


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂逐周日均耗煤量)

来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为全国平均供电煤耗率)



图表48: 1-2M25, 四川、贵州2省规上电厂煤炭耗用量同比增幅最大



来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为各省25年1-2月6000千瓦及以上电厂发电累计耗煤量及同比)

- 从终端电厂库存看, 节前煤炭场存持续升值近1年中的峰值; 随着复工复产推进, 2月中下旬起, 全国电厂平均可用天数开始下降。
- ✓ 自9M24以来, 全国电厂煤炭库存持续增加。25年1月春节假期前最后一周, 全国电厂煤炭库存达7302.8万吨、较年初增加114.4万吨, 较去年春节假期前一周(2024年2月9日)偏高2580.8万吨。3Q24以来, 电煤供需总体宽松、长协及市场煤资源供应充足, 电厂提前完成节前补库, 电厂库存高企对市场煤炭价格形成了压制。
- ✓ 电厂场存增加, 平均可用天数保持稳定。2月, 全国电厂平均可用天数22.3天, 虽然从平均数上看环比1月保持稳定, 但受春节假期扰动, 2月电厂周度平均可用天数先升后降, 主因电厂日耗与下游复工复产节奏相关; 同比来看, 2月平均可用天数较去年同期增加3.3天, 主因电厂库存大幅增加。

图表49: 25年春节前电厂场存累至近1年峰值(万吨)

图表50: 2月平均可用天数22.3天(天)



来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂当周周末煤炭场存)

来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为全国电厂当周平均可用天数)

#### 4.5 其他非电煤需求: 除建材外非电需求整体表现相对坚挺, 支撑煤炭需求

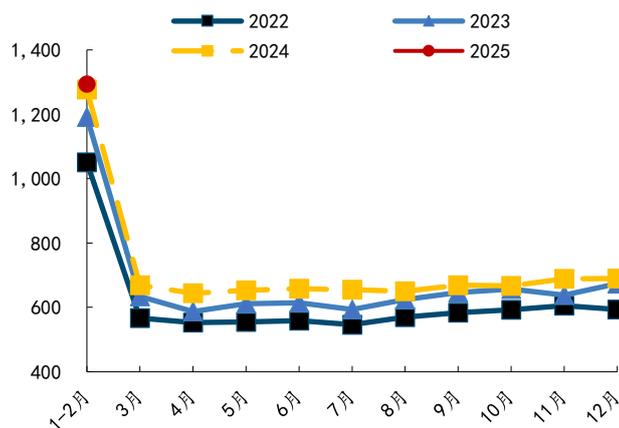
- 非电行业用煤需求除建材领域外总体表现相对坚挺, 对总耗煤需求有一定的拉动作用。
- ✓ 2M25 化工行业动力煤消费量同比增加242.37万吨、增幅10.2%, 是非电行业动力煤



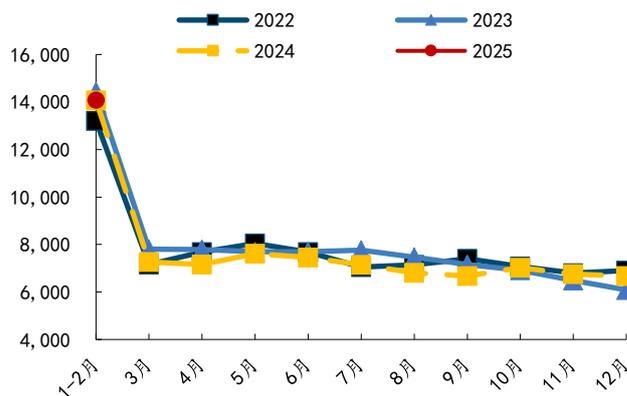
消费增量的主要来源，整体需求增长速度和规模占比较大，对非电煤需求的拉动作用相对较大。

- ✓ 冶金行业动力煤消费需求可通过主要有色金属和生铁产量表现。1-2月，我国十种有色金属累计产量为1293.9万吨、同比小幅增长1.3%；生铁累计产量月1.4亿吨、同比基本持平。冶金行业整体用煤量占比较小、有色金属和生铁增长势能偏弱，对动力煤消费量的增长贡献率有限。
- ✓ 建材耗煤可主要通过房地产情况体现。25年房地产市场整体延续低迷处境，2月商品房销售面积同比下降622.9万平方米，新房开发建设回暖进程较缓慢，仍无法有效拉动建材耗煤量，后续可能会伴随稳健房地产行业的政策落地生效而有所缓解。

图表51: 1-2月我国十种有色金属产量同比上升1.3%(万吨)      图表52: 1-2月我国生铁产量同比基本持平(万吨)

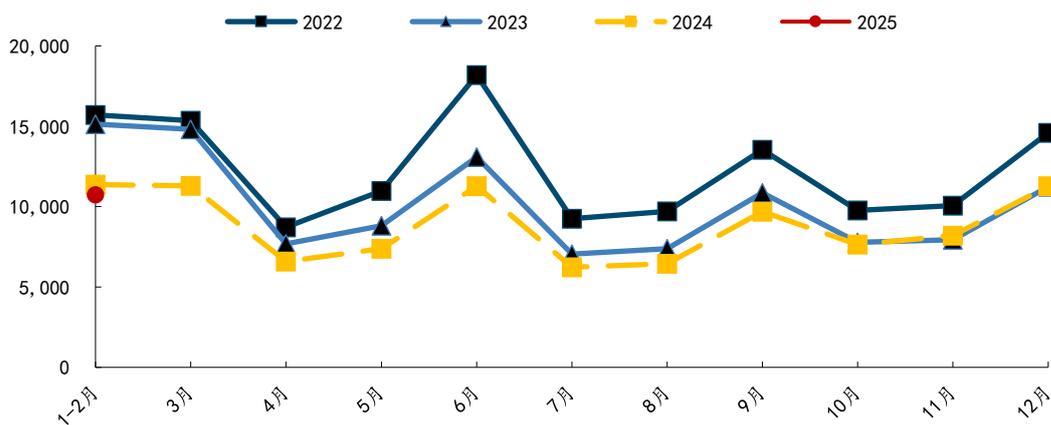


来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为十种有色金属当月产量)



来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为生铁当月产量)

图表53: 2月商品房销售面积同比下降622.9万平方米(万平方米)



来源: iFind、国金证券研究所 (注: 图为我国商品房销售面积)

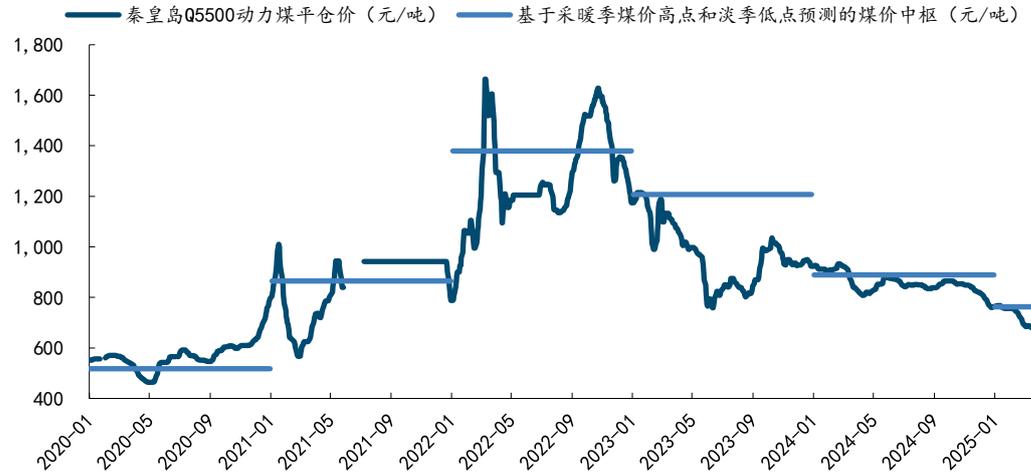
## 5、投资建议

- 22年3亿吨煤炭核增产能基本释放，国际能源定价逐渐回归理性；1Q25煤炭供应过剩矛盾突出，市场煤价大幅下行。
- ✓ 历史上看，冬季旺季煤价高点及次年淡季煤价低点往往决定次年煤价中枢。24年10月在贸易商提前博弈冬储的情况下，动力煤市场价上行至865元/吨后止涨，将此视为测算上限；另一方面，市场煤价低于长协价后电煤长协履约或存在困难，因此我们以秦皇岛动力煤长协基准价675元/吨视为测算下限。预计全年煤价中枢在约770元/吨。考虑到今年与23年情况有一定相似性，即年初以来市场煤价持续下调且调整幅



度较大，预计全年市场煤均价低于该价格中枢。基于此，预计全年市场煤均价约700-720元/吨区间，较24年下行约136-156元/吨。

图表54: 历史上看，采暖季煤价高点和次年淡季煤价低点决定次年煤价中枢



来源: iFind、国金证券研究所

- 25年全年煤价继续下行，有望持续为火电企业业绩带来实质性改善。建议关注25年中长协电价降幅较小、市场煤占比较高的火电企业，如申能股份、华电国际、浙能电力、华能国际、皖能电力。

## 6、风险提示

- 新增装机容量不及预期。历史上电力行业发展始终处在“电力紧张、放松核准、大建电源、供应过剩、严控新建、电力紧张”的循环中，若再次出现电力供应过剩情况或将导致已核准火电项目面临开工难问题。
- 煤价下行不及预期。若煤炭生产端的安监持续趋严则会使得煤炭供需格局由松转紧，且若国际冲突局势恶化或美国发生再通胀，或拉升包括煤炭在内的一次能源价格。火电的发电特性决定了其成本结构中燃料成本占比较高，市场煤价高位运行将挤压火电盈利。
- 下游需求不及预期。宏观经济偏弱复苏、可再生能源大发挤占空间或导致火电发电量增速低于预期，使得机组利用小时数下滑并导致度电分摊的折旧成本上升。此外，电力市场化改革后电价取决于成本和供需，用电需求不及预期还将导致电价涨幅不及预期，从而影响火电盈利。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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