

供需两端边际改善，煤炭或进入景气周期

煤炭行业研究

投资要点

➤ 煤炭供给端收缩显著

国家能源局发布《国家能源局综合司关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，对煤炭行业进行整顿，对超能力生产的煤矿一律责令停产整改。政策约束行业供给，减少恶性竞争，国内煤炭产量增速收窄，明确动力煤“绿色区间”为570-770元/吨。动力煤现货价格持续刷新年内高点，主要港口报价全面突破800元/吨关键关口。

欧盟重启煤电，印度“煤荒”等因素推高国际煤价，进口煤炭价格上升减弱煤炭进口意愿，叠加关税政策扰动的影响，中国对美国煤炭加征进口关税，降低了进口煤炭的成本优势，此外，国内电力企业优先采购国产长协煤，挤压了对进口煤炭的需求。2025年中国煤炭进口量同比明显减少，2025年1-9月，全国煤炭进口总量34,589万吨，同比下降11.1%，进口煤炭明显减量，虽四季度为传统采暖旺季，冬储需求或推动进口煤炭数量增加，但全年来看煤炭进口或仍处低位。

➤ 用煤需求高增，需求侧扩容

作为煤炭消费的主力军，电力行业需求持续释放。2025年火电发电量预计增加2,900亿千瓦时，同比增长4.5%，中电联预测2025年全社会用电量同比增长5.0%-6.0%，直接拉动电煤消费增长。尽管可再生能源发电量显著提升，但其出力不稳定的特性强化了火电的调峰保供作用，2025年1-8月，全国火电发电量同比微增，为电煤需求提供支撑。

➤ 新能源对火电替代压力或边际减弱

2025年2月国家发改委、能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，6月30日前并网的项目可锁定原有政策保障下的较高电价，导致4-6月出现历史性抢装潮，5月光伏新增42.9GW创单月纪录。2025年三季度光伏、风电新增装机规模大幅下降，政策效果显现，或标志着新能源行业从“规模扩张”向“质量效益”转型的节点到来，新能源对火电的替代压力或边际减弱，对电煤需求形成支撑。

➤ 投资建议

建议关注中国神华和中煤能源。

➤ 风险提示

建议关注煤炭价格波动、下游需求不及预期以及扩产进程不及预期的风险。

分析师：褚聪聪

执业登记编号：A0190523050005

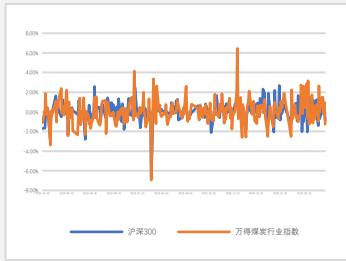
chucongcong@yd.com.cn

分析师：赵毅轩

执业登记编号：A0190124060001

zhaoyixuan@yd.com.cn

上证指数与万得煤炭行业指数



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、煤炭供给侧收缩显著	4
1、反内卷政策成效明显	4
2、煤炭进口数量减少，煤炭库存去化	6
二、用煤需求高增，需求侧扩容	7
1、电力行业用煤需求增加	7
2、煤化工创造用煤需求增量	8
三、新能源对火电替代压力或边际减弱	10
1、弃风、弃光率大幅增加，电力消纳承压	10
2、政策调控助力新能源产业步入高质量发展新阶段	11
四、投资建议	13
1、中国神华	13
2、中煤能源	13
五、风险提示	14

图表目录

图 1：中国原煤产量（万吨）	4
图 2：中国 PPI:当月同比（%）	5
图 3：动力煤(Q5500,山西产)平仓价（元/吨）	6
图 4：2025 年 1-9 月中国煤炭进口结构	6
图 5：中国煤炭进口量（吨）	7
图 6：中国主流港口煤炭库存量（万吨）	7
图 7：中国全社会用电量（千瓦时）及当月同比（%）	8
图 8：中国发电量当月同比（%）	8
图 9：中国用煤需求结构	9
图 10：中国煤化工行业市场规模（万亿元）	9
图 11：2021-2025H1 弃风弃光率	10
图 12：2025 年 1-9 光伏风电装机规模（GW）	11
图 13：火电装机规模累计值（万千瓦）及同比增长率（%）	12
图 14：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）	13
图 15：2020-2025Q1-Q3 归属母公司股东的净利润（亿元）	13
图 16：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）	14
图 17：2020-2025Q1-Q3 归属母公司股东的净利润（亿元）	14

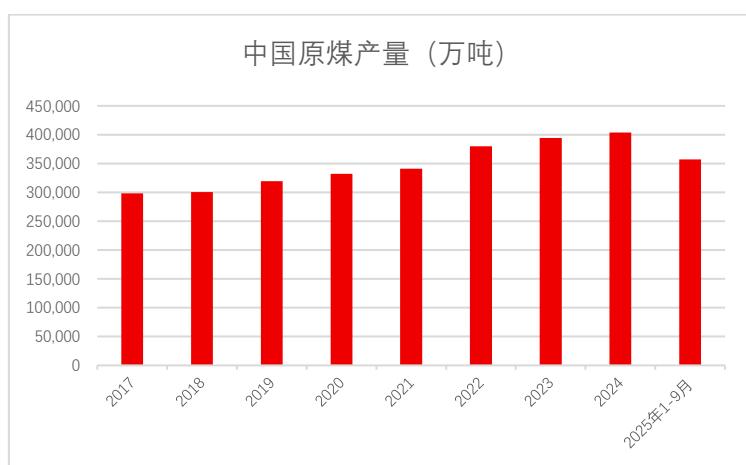
表 1：供给侧改革与反内卷政策	5
表 2：不同地区弃风弃光率	10
表 3：新能源“反内卷”相关政策及管控措施	11

一、煤炭供给侧收缩显著

1、反内卷政策成效明显

自 2022 年煤价高位后，煤炭价格逐年下降。2025 年初秦皇岛港动力末煤价格自 761 元/吨一度跌至 611 元/吨，2025 年 1-4 月煤炭行业营收与利润规模同比降幅明显，并且出现以量换价、加剧竞争的现象。2025 年 7 月 10 日，国家能源局发布《国家能源局综合司关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，正式对煤炭行业进行整顿，对超能力生产的煤矿一律责令停产整改。政策效果取得了显著效果，全国煤炭产能利用率从 2023 年四季度的 75.64% 降至 2025 年二季度的 69.3%。2025 年 7 月全国规模以上工业原煤产量同比下降 3.8%，日均产量降至 1229 万吨，供给端边际收紧。

图 1：中国原煤产量（万吨）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

本轮反内卷政策严控产能利用，要求 2025 年 1-6 月单月原煤产量超过公告产能 10% 的煤矿一律责令停产整改，且煤矿年度产量不得超过公告产能，核查范围包括山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等 8 个主要产煤省份和自治区，违规企业将被列入失信名单并在全省范围内通报，在整改后严格按程序复工复产。区别于 2016 年供给侧改革的刚性去产能，本轮政策更侧重于治理以价换量的恶性竞争，实现稳煤价和行业秩序的重塑。

表 1：供给侧改革与反内卷政策

	2016 年供给侧改革	2025 年反内卷政策
调控方式	行政主导，刚性去产能	行政与市场结合的柔性调控
调控重点	强制淘汰落后产能（30 万吨以下煤矿）、“276 工作日”限产	严控超产能生产、企业自律、价格协调
调控目标	淘汰过剩产能，恢复供需平衡	改变“以量换价”的恶性竞争，助力 PPI 企稳回升
配套措施	中央财政设立专项奖补资金，用于职工安置和债务处置	建立长协价格机制，严格管控项目核准

资料来源：政府工作报告、国家发展和改革委员会、源达信息证券研究所

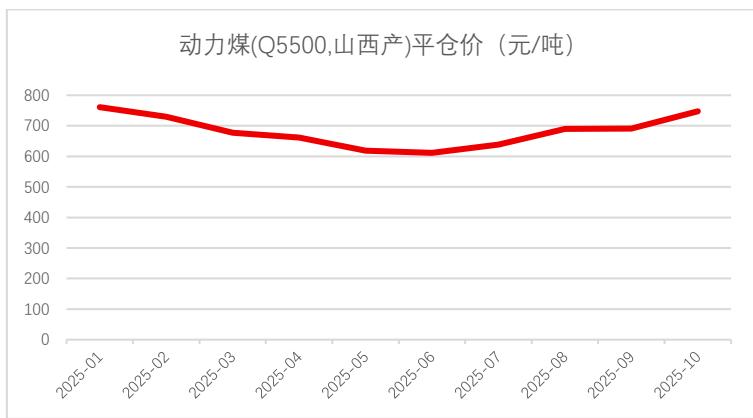
中国 2025 年 9 月 PPI 同比下降 2.3%，已连续 36 个月处于负值区间。煤炭价格是 PPI 计算的主要权重成分，且石油加工、电力热力、黑色金属冶炼、化学制品制造等行业受其直接影响，形成煤价—电价—工业品—消费品的传导链条，因此煤炭价格对 PPI 影响重大。

图 2：中国 PPI:当月同比（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

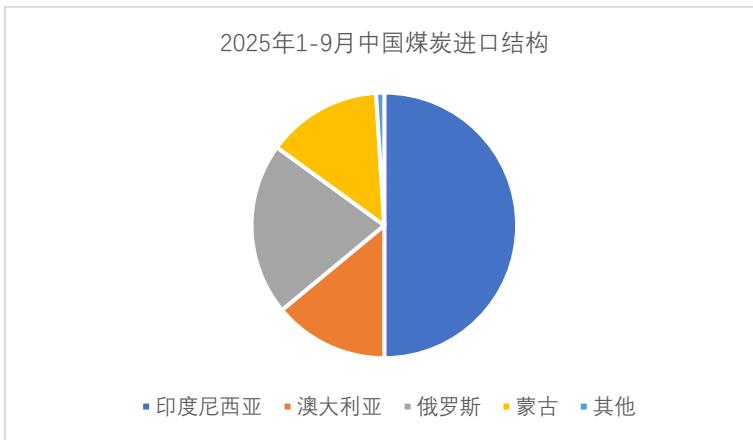
系列政策约束行业供给，减少恶性竞争，预计 2025 年国内煤炭产量增速收窄，从“保供压价”转向“稳价托底”，明确动力煤“绿色区间”为 570-770 元/吨。截至 2025 年 11 月 10-11 日，动力煤现货价格持续刷新年内高点，主要港口报价全面突破 800 元/吨关键关口。叠加冷冬预期升温、安全及环保政策趋严和低库存等因素影响，煤炭价格出现反弹，供需两端边际改善，当前煤炭价格震荡上行趋势相对明确。

图3：动力煤(Q5500,山西产)平仓价 (元/吨)

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2、煤炭进口数量减少，煤炭库存去化

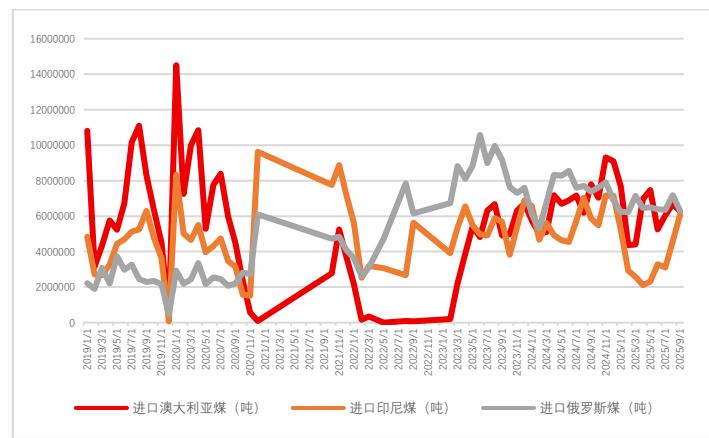
中国煤炭进口来源国高度集中，主要依赖于少数几个国家。2025年9月，中国煤炭进口中排名前四位的贸易伙伴依次为印度尼西亚、蒙古、俄罗斯、澳大利亚，合计超过中国煤炭进口总量的90%。2025年1-9月相较2024年同期，各主要煤炭进口国的煤炭进口量均有所减少。

图4：2025年1-9月中国煤炭进口结构

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

欧盟重启煤电，印度“煤荒”等因素推高国际煤价，进口煤炭价格上升减弱煤炭进口意愿，叠加关税政策扰动的影响，中国对美国煤炭加征进口关税，降低了进口煤炭的成本优势，此外，国内电力企业优先采购国产长协煤，挤压了对进口煤炭的需求。2025年中国煤炭进口量同比明显减少，2025年1-9月，全国煤炭进口总量34,589万吨，同比下降11.1%，进口煤炭明显减量，虽四季度为传统采暖旺季，冬储需求或推动进口煤炭数量增加，但全年来看煤炭进口或仍处低位。

图 5：中国煤炭进口量（吨）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2025 年经济逐步修复，全社会用电量有增加趋势，推动煤炭需求高增。此外，反内卷政策成效显现，以价换量的恶性竞争出现明显改观，行业发展可持续性显著提升，在供求两端共同发力下，2025 年煤炭库存呈现“前高后低、逐步去化”的态势，下半年各环节库存压力已明显缓解，减少了高库存对煤炭价格的拖累，利好煤炭价格回升。

图 6：中国主流港口煤炭库存量（万吨）



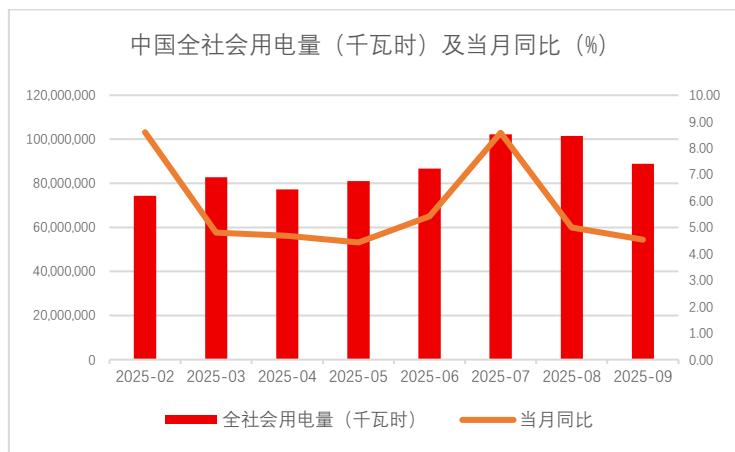
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

二、用煤需求高增，需求侧扩容

1、电力行业用煤需求增加

2025 年 1 - 7 月，我国规模以上工业增加值同比增长 6.3%，保持较快增长态势，成为经济增长“压舱石”。随着中国经济从高速增长转向高质量发展，产业结构持续优化调整，新质生产力持续发展壮大，增长动能逐步转换，代表新质生产力的产业规模提升刺激用电需求高增。2025 年前三季度，全国全社会用电量 7.8 万亿千瓦时，同比增长 4.6%，其中，第二产业用电量在前三个季度中分别同比增长 1.9%、2.9%、5.1%，逐季回升态势一致，对全社会电力消费形成显著拉动作用。

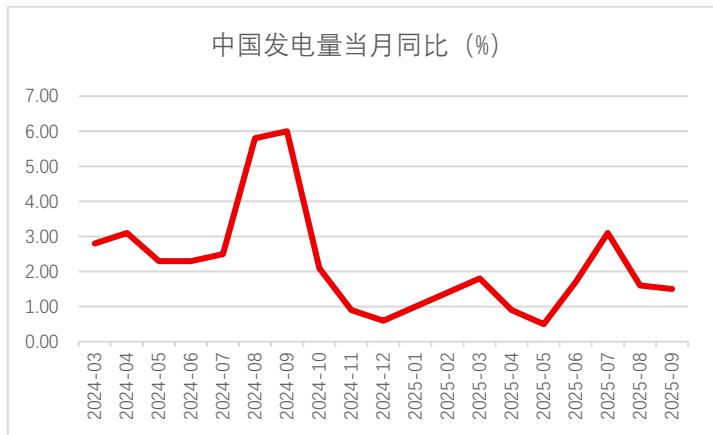
图 7：中国全社会用电量（千瓦时）及当月同比（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

作为煤炭消费的主力军，电力行业需求持续释放。2025 年火电发电量预计增加 2900 亿千瓦时，同比增长 4.5%，中电联预测 2025 年全社会用电量同比增长 5.0%-6.0%，直接拉动电煤消费增长。尽管可再生能源发电量显著提升，但其出力不稳定的特性强化了火电的调峰保供作用，2025 年 1-8 月，全国火电发电量同比微增，为电煤需求提供支撑。

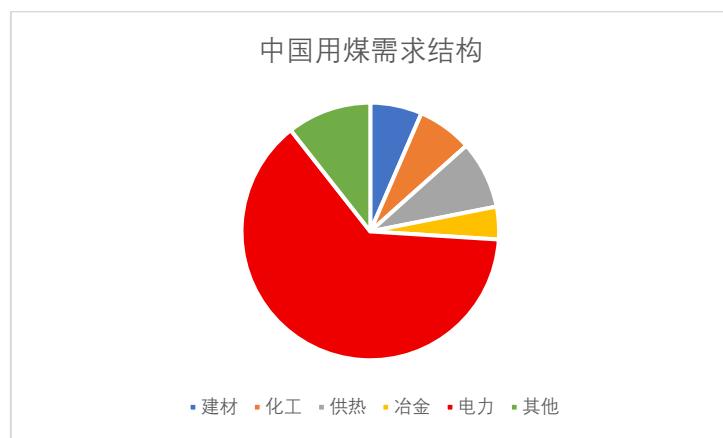
图 8：中国发电量当月同比（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

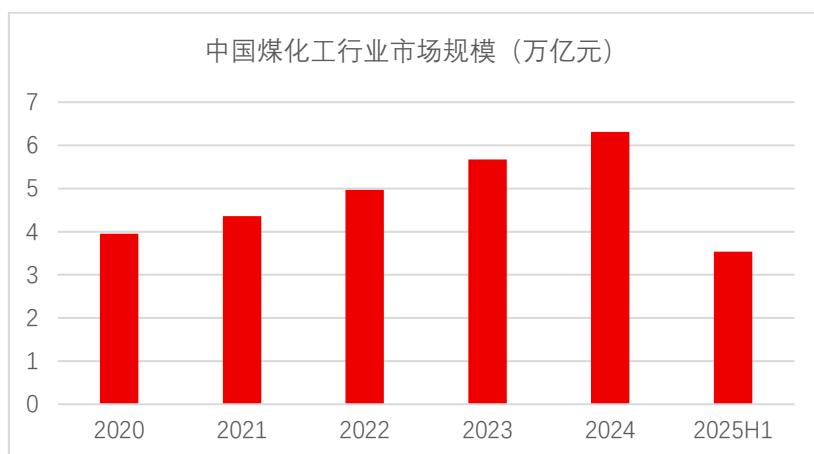
2、煤化工创造用煤需求增量

动力煤非电需求主要分布在化工、建材、冶金等行业，据华经产业研究院数据显示，2024 年占比分别为 6.9%、6.6%、4.1%。从全国范围来看，煤化工行业已成为煤炭消费的重要增长点。随着经济结构优化调整和能源转型推进，电煤消费将保持增长，但钢铁行业、建材行业煤炭消费将稳中略降。在此背景下，煤化工行业煤炭消费仍将适度增长，成为拉动煤炭需求的重要力量。

图 9：中国用煤需求结构

资料来源：华经情报网，源达信息证券研究所

新疆作为中国重要的煤炭产区，已初步构建了以准东、吐哈、伊犁等为主的煤化工产业发展集聚区，形成了以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。《“十四五”现代煤化工产业规划》预测 2025 年现代煤化工产业用煤占比将达 6.7%-6.9%，较 2020 年 3.9%提升约 3 个百分点。华经情报网数据显示，2020-2024 年化工煤需求复合增速高达 9.7%，远超动力煤整体消费增速 5.0%，2024 年化工行业用煤同比增幅达 7.0%，在主要耗煤行业中表现最强。

图 10：中国煤化工行业市场规模（万亿元）

资料来源：华经情报网，源达信息证券研究所

三、新能源对火电替代压力或边际减弱

1、弃风、弃光率大幅增加，电力消纳承压

根据国家能源局数据显示，2025年上半年，全国太阳能弃电率升至6.6%，风电弃电率达5.7%，西部地区因经济不发达、用电量低，弃电率普遍高于东部，部分地区甚至突破国家规定的10%红线。

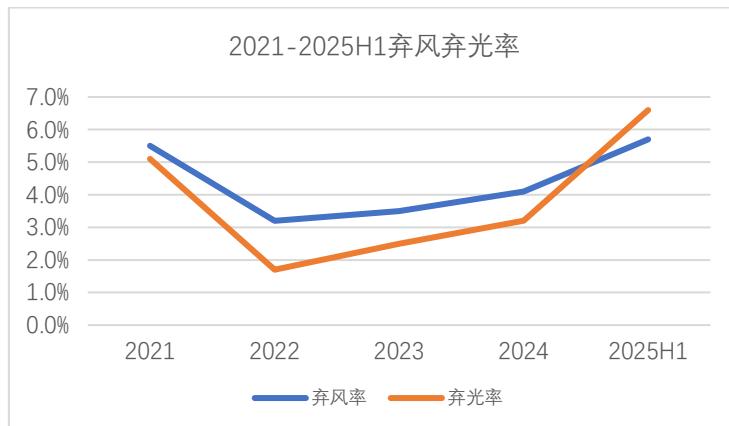
表 2：不同地区弃风弃光率

地区	风电弃电率	光伏弃电率
西藏	30.20%	33.90%
新疆	10.10%	12.90%
甘肃	8.30%	10.50%

资料来源：国家能源局，源达信息证券研究所

新能源项目审批权下放后，各地大规模上马3-6个月即可建成的光伏电站，但电网规划、特高压通道、储能配套等消纳设施建设周期长达3-5年，时间错配导致“建成即弃电”。此外，风光资源丰富的华北、西北地区经济薄弱，本地消纳能力有限，而东部沿海用电量大，但土地资源紧张，新能源装机规模受限，资源错配问题同样加剧了弃风及弃电问题。2020-2025年中国弃风弃光率“先降后升”，2025年上半年已突破政策红线。

图 11：2021-2025H1 弃风弃光率



资料来源：国家能源局，源达信息证券研究所

2、政策调控助力新能源产业步入高质量发展新阶段

弃电率上升导致新能源发电企业收入减少，盈利能力下降，进一步压缩投资空间，形成“装机越多、弃电越多、亏损越重”的恶性循环。而新能源产业链上游价格内卷降低了下游电站的建设成本，装机激增加剧了消纳脱节。中国政府正在积极推动新能源行业从恶性竞争到高质量发展的转型，2025年6月修订的《反不正当竞争法》明确禁止“低于成本价销售”，遏制恶性价格战。政府放缓新能源装机增速，加大电网投资，鼓励本地消纳等政策将协同推进上游产能调控与下游消纳能力建设，新能源或步入由追求装机规模到寻求绿电行业高质量发展的新阶段，新能源装机对火电的替代效应或边际减弱。

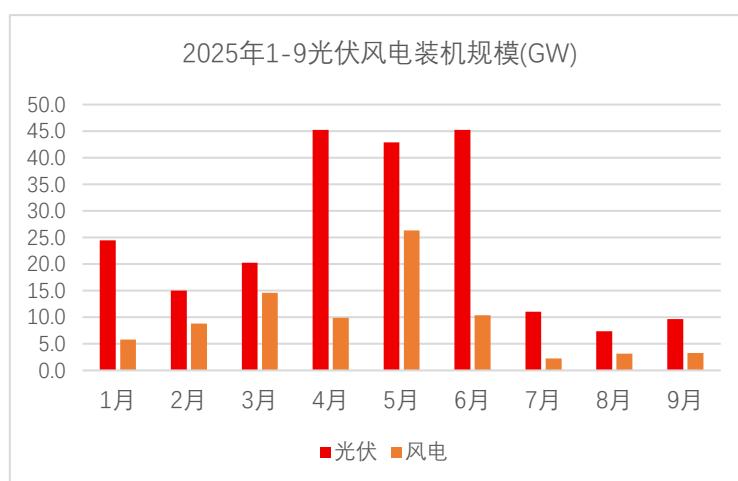
表3：新能源“反内卷”相关政策及管控措施

相关政策及管控措施	重要内容
《中华人民共和国反不正当竞争法》（2025年修订）	将“低于成本价销售”明确列为违法行为，对恶性低价竞争者处以销售额1%-10%的罚款，情节严重的吊销营业执照。
《2025-2026电子信息制造业稳增长行动方案》	在破除内卷式竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争，指导地方梳理产能情况，严禁新增低效产能，新建N型电池效率不低于26%。
多晶硅行业专项节能监察任务	对全国40家多晶硅企业开展专项节能监察，能耗不达标企业将被强制限产或关停。

资料来源：工业和信息化部、市场监督管理总局、源达信息证券研究所

2025年2月国家发改委、能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，6月30日前并网的项目可锁定原有政策保障下的较高电价，导致4-6月出现历史性抢装潮，5月光伏新增42.9GW创单月纪录。2025年三季度光伏、风电新增装机规模大幅下降，政策效果显现，或标志着新能源行业从“规模扩张”向“质量效益”转型的节点到来。

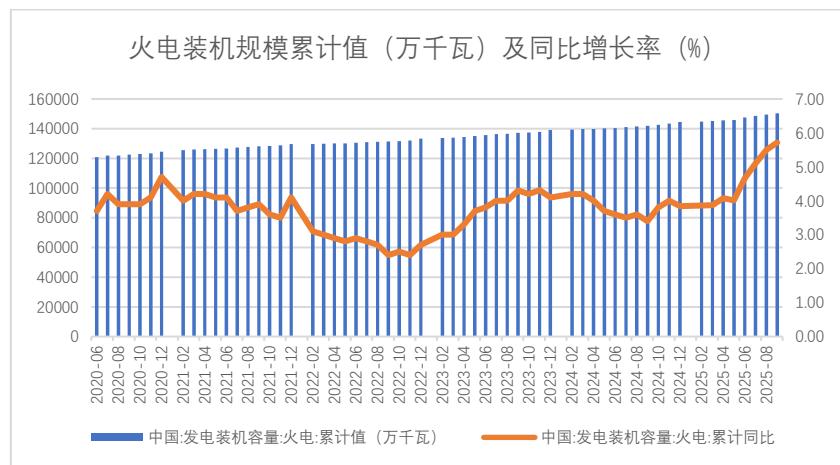
图12：2025年1-9光伏风电装机规模(GW)



资料来源：国家能源局，源达信息证券研究所

在能源转型背景下，火电装机增速放缓，截至 2025 年 9 月底，火电装机容量约 15.5 亿千瓦，占全国总装机的 41.7%，但发电量同比下降 2.4%。考虑火电不受天气、昼夜、季节等自然条件影响，且火电年利用小时数长，出力稳定，而新能源存在易受天气等客观因素影响，出力不稳定的固有顽疾，且新能源弃风弃光率走高，新增装机规模增速明显放缓，新能源对火电的替代压力或边际减弱，对电煤需求形成支撑。

图 13：火电装机规模累计值（万千瓦）及同比增长率（%）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

四、投资建议

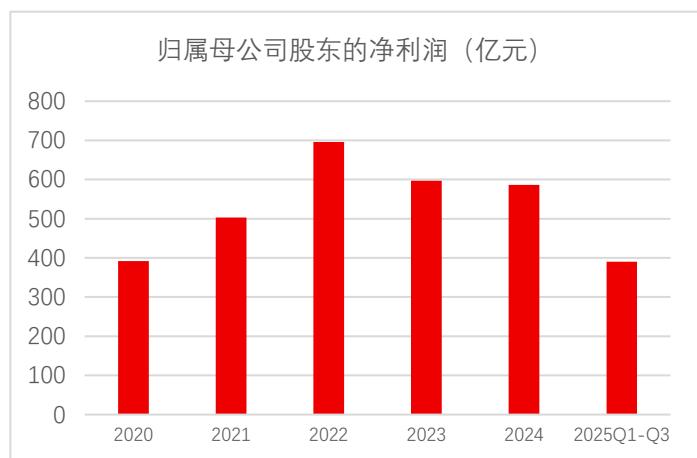
1、中国神华

公司是中国最大的煤炭生产和销售企业，覆盖煤炭开采、电力生产、煤化工、铁路运输、港口航运全产业链，协同效应显著。2025年8月16日，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买国家能源集团和西部能源持有的相关资产，煤炭资源量和产能将大幅提升，行业地位得到进一步巩固。煤炭价格探底回升，利好公司未来业绩增长。公司持续高分红，强化投资者回报与信心。公司持续推动降本增效，2025年Q1-Q3营业成本为392亿元，同比下降14.8%，突显公司经营韧性。

图 14：2020-2025Q1-Q3 营业总收入（亿元）



图 15：2020-2025Q1-Q3 归属母公司股东的净利润（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2、中煤能源

公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业，控股的煤矿资源遍布山西、内蒙古和陕西三大产煤大省，具备资源禀赋优势和矿产资源储备优势，拥有里必煤矿和苇子沟煤矿两个在建煤矿，预计本年内进入试生产阶段，煤炭价格进入上行通道，公司有望深度获益。成本方面，公司通过强化精益管理，实现自产商品煤成本显著下降，产业链一体化布局与降本增效构筑成本护城河。在建项目逐步投产，资本开支高峰过后为分红进一步创造空间，叠加央企市值管理要求，公司分红比例有望进一步提升。

图 16: 2020-2025Q1-Q3 营业总收入 (亿元)

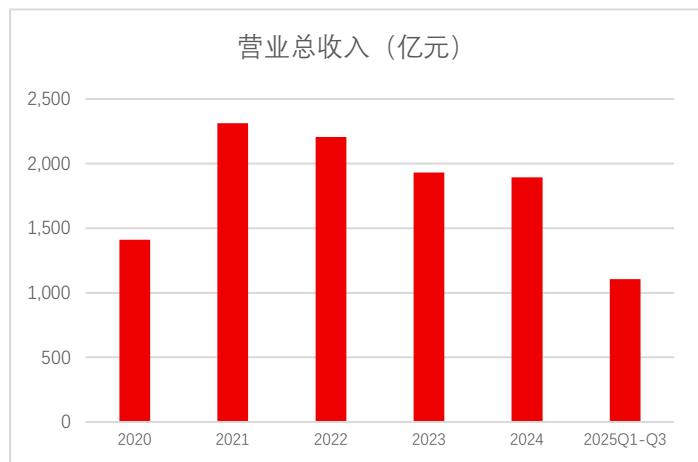
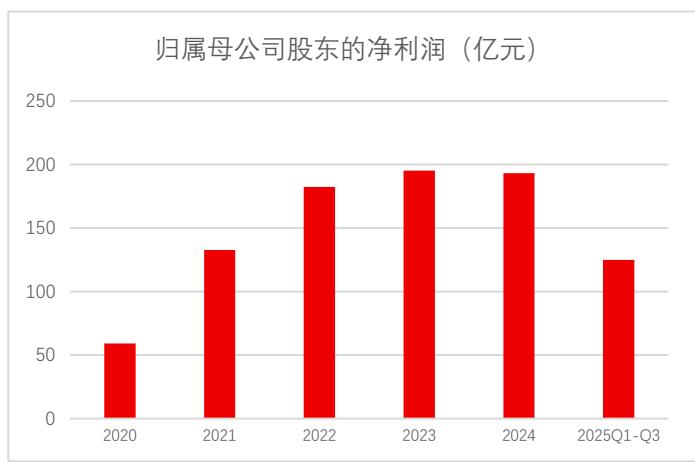


图 17: 2020-2025Q1-Q3 归属母公司股东的净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

五、风险提示

煤炭价格波动风险

下游需求不及预期的风险

扩产进度不及预期的风险

投资评级说明

行业评级 以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上

中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上

看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

公司评级 以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对于沪深 300 指数表现 +20%以上

增 持： 相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%

中 性： 相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动

减 持： 相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。