

# 动力煤较优，涨价或集中于Q4体现

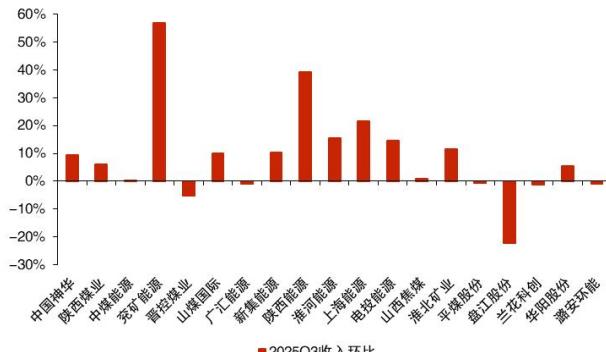
## ——煤炭公司2025年三季报业绩总结

### 投资要点：

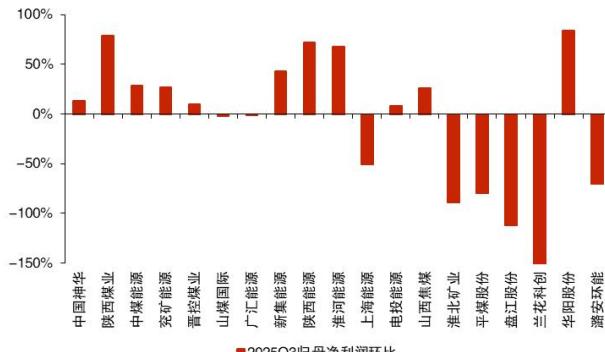
- **板块Q3收入环比积极，动力煤企归母净利润环比增速优于炼焦煤企。**2025年7月10日，国家能源局综合司印发《组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，通过“查超产”的形式，展开了煤炭领域“反内卷”。受益于此，秦港5500大卡动力煤平仓价由2025年6月30日的621元/吨上涨至2025年9月30日的699元/吨，三季度累计涨幅12.6%。从收入看，2025Q3煤炭板块整体受到市场煤价格回升的提振，同时在煤炭库存消纳、迎峰度夏电力业务售电量环比大增等因素支撑下，煤企普遍实现了Q3营业收入环比增长。从归母净利润看，动力煤企业环比多为增长，而炼焦煤企业环比多为下降，主因炼焦煤企业多以季度长协定价，价格回升缓慢，季度均价环比改善有限，而动力煤企以年度长协为主，且Q2履约率基数低，履约率在Q3随着市场煤价回升而快速改善，带动动力煤企实际售价环比改善。此外，煤电联营的动力煤企还受益于旺季电力需求增长，电力业务贡献显著增量。
- **头部煤企产量稳定，炼焦煤产量承压，有效去库存销量更积极。**产量方面，三季度煤炭行业“查超产”，对上市煤企产量产生一定影响，其中动力煤头部企业合规生产意识较强，超产现象较少，Q3普遍产量较为稳定；炼焦煤企业产量环比下降则较为明显，或有部分矿井因成本较高而借助政策顺势减产的因素影响。销量方面，三季度多数上市煤企无大幅减量，销量稳中有升为主，其中部分中游煤企Q3销量环比高增，去库进度加快，或受益下游旺季需求回升供需格局改善。
- **动力煤长协履约改善助煤价增长，煤价传导滞后部分煤企售价环比仍降。**从同比看，2025Q3自产煤价格同比去年均下降，多数跌幅在10%至20%之间。从环比看，煤企销售价格保持窄幅波动或小幅上涨，涨幅多小于10%，虽然三季度秦港5500大卡动力煤累计涨幅12.6%，但是市场煤价传导至上市煤企售价在时间上有所滞后，主因长协煤定价机制、订单交付周期等因素影响，动力煤及炼焦煤企中均有部分煤企受此影响录得自产煤单位销售收入环比下降。
- **动力煤延续降本，焦煤成本回升。**2025H1煤价持续下行，煤企经营策略从Q1以量补价，过渡到Q2成本控制，在煤炭全社会库存仍处高位且煤价仍处低位的背景下，成本控制成为业内抵御价格寒冬的关键。2025Q3动力煤头部企业仍保持成本控制节奏，自产煤单位成本环比实现下降。同时，部分炼焦煤企的2025Q3自产煤单位销售成本有所上升，对业绩造成拖累。
- **动力煤受益量稳价升本降及煤电一体化，Q4炼焦煤企业端价格有望显著回升。**仅从自产煤单位盈利情况看，煤价传导滞后是普遍性影响，阶段性成本上升是个别影响，这两大因素单独或共同影响了煤企2025Q3的自产煤单位毛利，导致多数煤企的自产煤业务单位毛利环比下降。同时，动力煤企依靠稳定的产量和成本压降，并通过煤电联营贡献电力盈利，使得整体的盈利情况依然环比上升。炼焦煤企的季度长协机制，使其Q2、Q3均价大体持平，并未完全体现出炼焦煤期货端价格大幅回升的积极作用，但随着现货中枢更长期保持相对高位，炼焦煤季度长协有望在四季度迎

来进一步上涨。预计随着煤价传导落地，煤企 2025Q4 业绩将延续改善趋势。

- **供紧需增，冬季煤价有望保持强势。** 2025 年 10 月以来，由于政策抑制产能带来实质性的供需缺口，叠加气候影响北方新能源发力及南方高温天气延续，打乱了电厂冬储节奏，推动煤价从 9 月 30 日的 699 元/吨，快速上涨至 11 月 12 日的 834 元/吨，涨幅达 19.3%。我们认为，当前煤炭仍处于供紧需增的去库存通道中，考虑到 4 季度水电及新能源季节性走弱而冬季采暖电煤需求走强，叠加供给端反内卷“查超产”政策有望保持稳定的政策力度，煤炭供需或进一步偏紧，冬季煤价有望保持强势。
- **投资分析意见：**建议积极关注（1）稳健的头部动力煤标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业；（2）高弹性煤炭标的：兖矿能源、晋控煤业、潞安环能、山煤国际；（3）优质炼焦煤标的：淮北矿业、平煤股份、山西焦煤。
- **风险提示。**供给端政策持续性不及预期，冬季供暖需求不及预期，新能源替代进度超预期。

**图表 1：煤炭公司 2025Q3 营业收入环比增速**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 2：煤炭公司 2025Q3 归母净利润环比增速**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 3：煤炭公司 2025Q3 收入（亿元）**

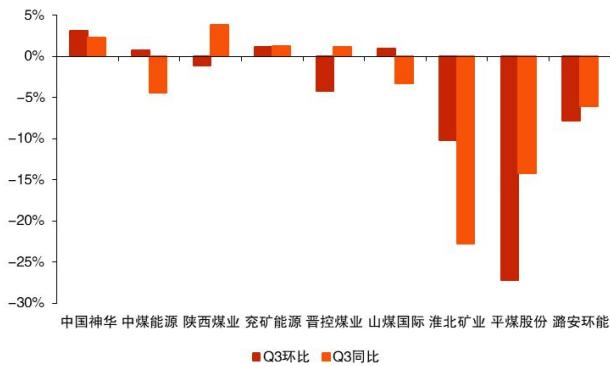
证券代码	公司简称	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比
601088.SH	中国神华	750.4	-12.6%	9.5%	2,131.5	-16.0%
601225.SH	陕西煤业	401.0	-1.5%	6.0%	1,180.8	-5.9%
601898.SH	中煤能源	361.5	-23.8%	0.3%	1,105.8	-21.2%
600188.SH	兖矿能源	456.1	32.9%	57.1%	1,049.6	-1.6%
601001.SH	晋控煤业	33.6	-12.8%	-5.1%	93.2	-17.0%
600546.SH	山煤国际	56.7	-28.3%	10.0%	153.3	-30.2%
600256.SH	广汇能源	67.8	-25.8%	-0.9%	225.3	-14.6%
601918.SH	新集能源	32.0	-0.2%	10.3%	90.1	-2.0%
001286.SZ	陕西能源	65.0	3.8%	39.4%	163.6	-2.8%
600575.SH	淮河能源	75.7	-2.7%	15.7%	213.0	-9.7%
600508.SH	上海能源	21.4	-10.0%	21.5%	56.4	-22.0%
002128.SZ	电投能源	79.4	3.3%	14.6%	224.0	2.7%
000983.SZ	山西焦煤	91.2	-20.8%	1.0%	271.8	-17.9%
600985.SH	淮北矿业	112.4	-42.3%	11.5%	319.2	-43.8%
601666.SH	平煤股份	47.0	-33.5%	-0.5%	148.2	-36.5%
600395.SH	盘江股份	20.8	-13.5%	-22.2%	72.3	12.1%
600123.SH	兰花科创	18.4	-37.6%	-1.2%	58.9	-30.1%
600348.SH	华阳股份	57.2	-10.7%	5.4%	169.6	-8.8%
601699.SH	潞安环能	70.3	-21.8%	-1.0%	211.0	-20.8%

资料来源：Wind，华源证券研究所

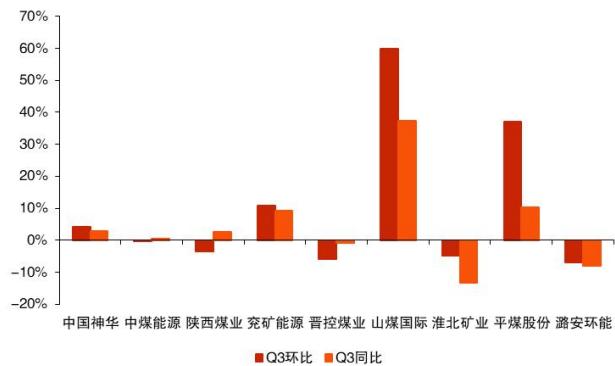
**图表4：煤炭公司 2025Q3 归母净利润（亿元）**

证券代码	公司简称	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比
601088.SH	中国神华	144.1	-13.0%	13.5%	390.5	-15.2%
601225.SH	陕西煤业	50.7	-5.8%	79.1%	127.1	-20.3%
601898.SH	中煤能源	47.8	-1.0%	28.3%	124.8	-14.6%
600188.SH	兖矿能源	24.7	-35.7%	27.1%	71.2	-37.6%
601001.SH	晋控煤业	4.0	-43.9%	10.1%	12.8	-40.6%
600546.SH	山煤国际	3.9	-50.5%	-2.2%	10.5	-49.7%
600256.SH	广汇能源	1.6	-71.0%	-0.5%	10.1	-49.5%
601918.SH	新集能源	5.6	-14.2%	43.1%	14.8	-19.1%
001286.SZ	陕西能源	10.8	13.2%	71.8%	24.2	-3.2%
600575.SH	淮河能源	3.0	14.0%	67.8%	7.5	-10.7%
600508.SH	上海能源	0.5	-67.7%	-50.7%	2.6	-59.2%
002128.SZ	电投能源	13.3	-8.5%	8.5%	41.2	-6.4%
000983.SZ	山西焦煤	4.2	-52.2%	26.3%	14.3	-49.6%
600985.SH	淮北矿业	0.4	-96.8%	-88.6%	10.7	-74.1%
601666.SH	平煤股份	0.2	-96.7%	-79.4%	2.8	-86.3%
600395.SH	盘江股份	-0.1	488.3%	-112.4%	-0.2	-149.4%
600123.SH	兰花科创	-0.5	-130.3%	-294.8%	0.1	-98.5%
600348.SH	华阳股份	3.4	-34.3%	83.9%	11.2	-38.2%
601699.SH	潞安环能	2.1	-64.0%	-70.2%	15.5	-44.5%

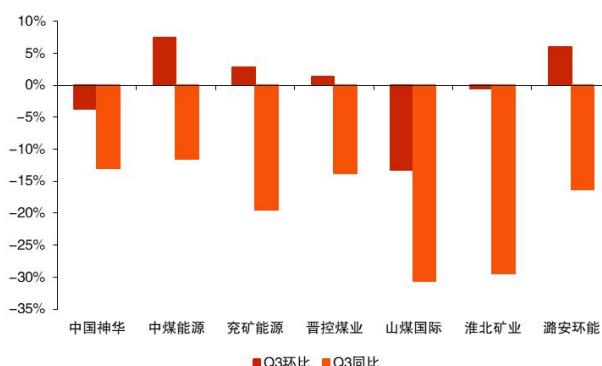
资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表5：部分煤企 2025Q3 煤炭产量同环比**


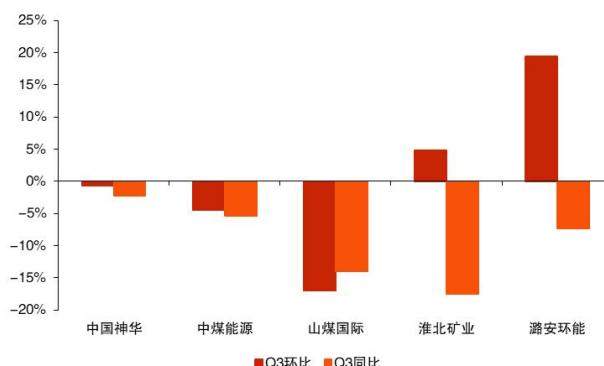
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

**图表6：部分煤企 2025Q3 自产煤销量同环比**


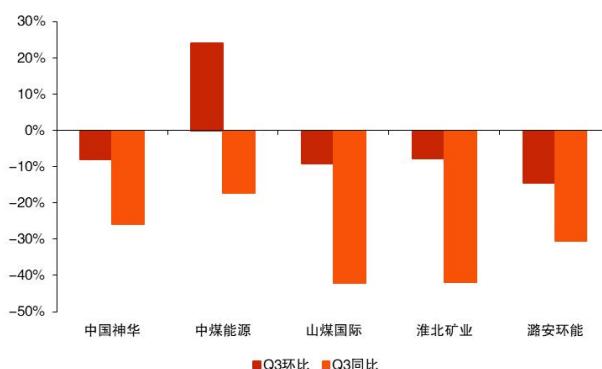
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

**图表 7：部分煤企 2025Q3 自产煤单位销售收入同比环比**


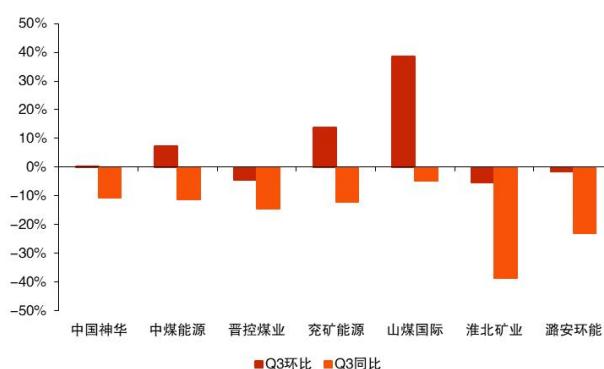
资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为单位营业收入

**图表 8：部分煤企 2025Q3 自产煤单位销售成本同比环比**


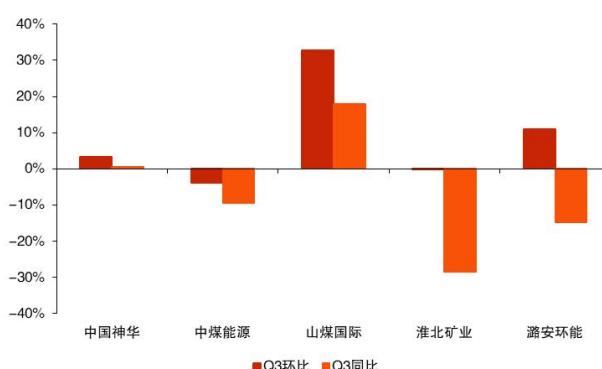
资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为单位营业成本

**图表 9：部分煤企 2025Q3 自产煤单位销售毛利同比环比**


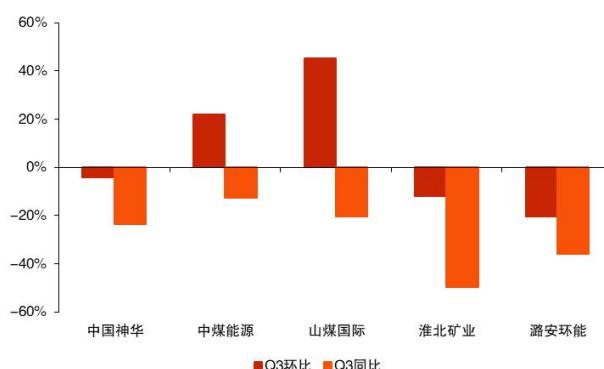
资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为单位营业利润

**图表 10：部分煤企 2025Q3 自产煤销售收入同比环比**


资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为营业收入

**图表 11：部分煤企 2025Q3 自产煤销售成本同比环比**


资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为营业成本

**图表 12：部分煤企 2025Q3 自产煤销售毛利同比环比**


资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：山煤国际为营业利润

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。