

2026年01月26日

均价回升业绩或环比续增 供给政策持续煤价弹性可期

——煤炭 2025 年四季度业绩前瞻

投资评级：看好（维持）

投资要点：

- **“查超产”效果延续推升煤价中枢，需求波动致煤价快起快落。**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”。此次供给端政策效果显著，2025年7-12月，国内原煤产量同比连续6个月下跌，煤炭供需平衡显著好转，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2026年1月20日的689元/吨。单2025Q4看，在新能源出力波动、气温偏高和电厂补库共同导致的月度电煤需求波动下，煤价经历了一次显著的快涨快跌，秦港5500大卡动力煤平仓价从10月初699元/吨，快速上升至834元/吨，后快速下降至最低670元/吨，尽管如此，煤价在Q4仍实现了显著均价环比抬升，秦港5500大卡动力煤平仓均价从Q3的672元/吨上涨至Q4的765元/吨。
- **板块利润环比或整体回升，炼焦煤企业利润有望显著改善。**动力煤市场均价环比上涨，2025Q4秦港5500大卡动力煤平仓均价报765元/吨，环比+13.8%；动力煤长协煤价同步上涨，由于长协定价机制较为滞后，动力煤长协价Q3反应缓慢，最终在Q4实现环比上涨。2025Q4秦港5500大卡动力煤长协均价报685元/吨，环比+2.3%。从动力煤企业端盈利水平看，动力煤企业利润均有望延续修复态势。**炼焦煤市场价格环比上涨**，2025年Q4京唐港主焦煤库提均价报1726元/吨，环比+10.5%，涨幅较Q3收窄；**炼焦煤长协价涨幅显著**，山西、河南、安徽炼焦煤长协均价Q4环比分别+17.2%、+13.0%、+14.5%，涨幅显著优于Q3。从炼焦煤企业端盈利水平看，**主焦煤企业有望受益于长协合同为主的销售结构，2025Q4业绩环比或显著增长。**
- **产量环比涨跌互现，整体平稳。**此次“查超产”在数量上严格要求全年不能超公告产能，核查口径为原煤产量，且落实到具体的生产煤矿，对行业2025年下半年产量产生一定程度影响。上市煤企Q4商品煤产量环比涨跌互现，基于目前已公告的月度经营数据，头部上市煤企中，中国神华及中煤能源Q4产量环比分别-5.0%、-2.1%，陕西煤业及兖矿能源Q4产量环比+3.6%、+1.0%。考虑Q4煤价反弹或带来较为明显的单位毛利回升，产量对业绩的实际影响或较为有限。
- **成本控制仍为主旋律，但煤价回升及年末费用结算或推高成本。**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，在库存高企及需求低迷的背景下，成本控制成为业内抵御价格寒冬的关键。Q2极端低煤价，也导致煤企成本端普遍出现较大幅度的环比下降，包括人工成本、材料费用、安全生产费计提等均有压降动作，Q3头部煤企依然保持较为积极的成本控制节奏。考虑进一步降本空间有限，叠加Q4煤价中枢回升、成本压力放缓、年末部分成本费用集中结算，**预计上市煤企Q4成本端环比Q3或略有回升。**
- **2025Q4板块业绩有望延续回升的积极态势。**2023年以来，煤价呈现季度阶梯性中枢下行走势，2025Q3是除2023Q4之外，少有的煤炭均价环比回升（基于秦港5500大卡动力煤平仓价）财报季，在煤价中枢上行背景下，我们预计2025Q4板块有望

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



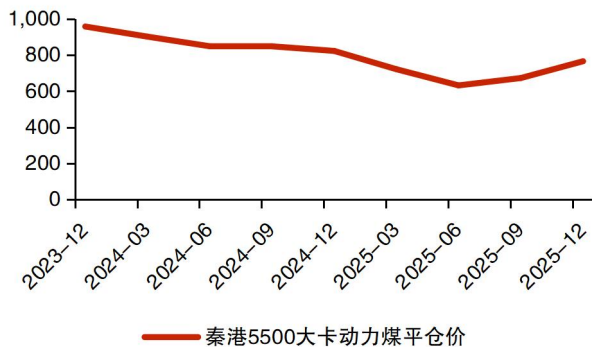
实现业绩延续环比回升，2026Q1 煤炭板块有望走出春季行情。

- **保供产能退出有望显著改善煤炭供需，2026 年煤价弹性可期。**2026 年 1 月初，部分省份推动煤炭部分保供产能退出，本轮保供产能退出政策在 2025 年 9 月 1 日陕西省发改委文件中已有体现，也符合市场此前预测，若全国铺开，预计退出规模较大。根据我们测算，当前煤炭年度宽松约 1 亿吨水平，若相关保供产能退出落地，有望大幅改善煤炭供需，并推动煤炭库存显著去化，2026 年内煤价弹性可期。
- **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。**供给端政策落地不及预期，进口煤数量降幅不及预期，新能源替代进度超预期。

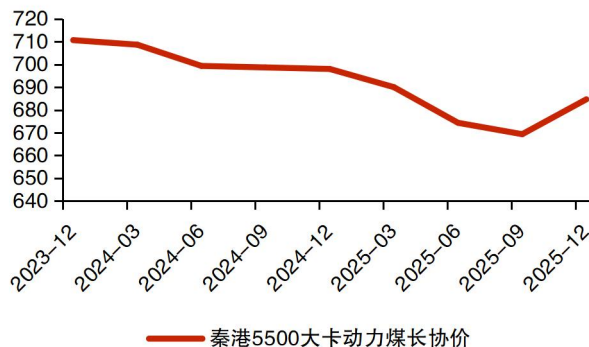
图表 1：煤炭 2025 年四季报业绩预测

代码	简称	评级	归母净利润 (亿元)				yoy					
			2025q1	2025q2	2025q3	2025q4E	2025E	2025q1	2025q2	2025q3	2025q4E	2025E
601088.SH	中国神华	买入	119.5	126.9	144.1	143.6	534.1	-24.80%	-6.80%	-13.0%	14.0%	-9.0%
601898.SH	中煤能源	买入	39.8	37.3	47.8	53.3	178.2	-20.00%	-22.70%	-1.0%	13.3%	-7.8%
601225.SH	陕西煤业	买入	48	28.3	50.7	57.6	184.7	3.30%	-52.00%	-5.8%	-10.3%	-17.4%

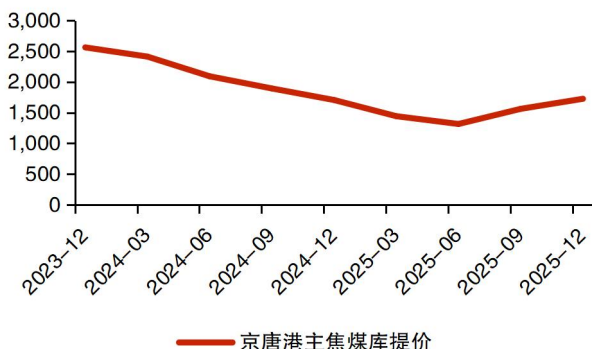
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：秦港 5500 大卡动力煤平仓价-季度平均 (元/吨)


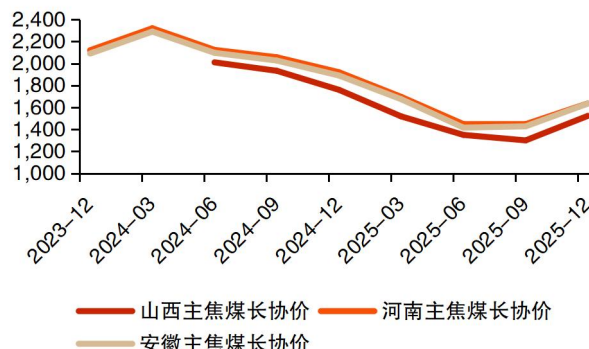
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：秦港 5500 大卡动力煤长协价-季度平均 (元/吨)


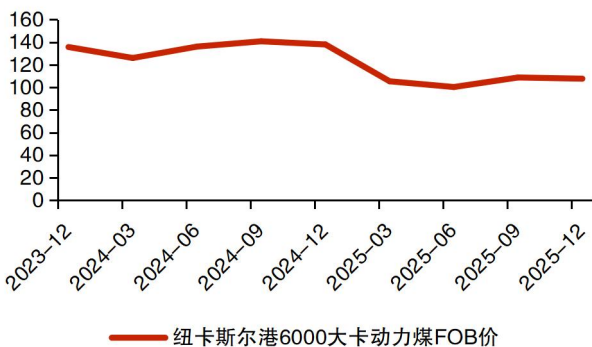
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：京唐港主焦煤库提价-季度平均 (元/吨)


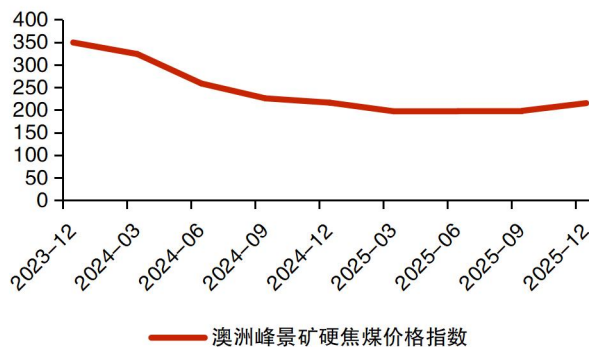
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：主焦煤产地长协价-季度平均 (元/吨)


资料来源：wind，iFind，华源证券研究所

图表 6：纽卡斯尔港 6000 大卡动力煤 FOB 价-季度平均 (美元/吨)


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：澳洲峰景矿硬焦煤价格指数-季度平均 (美元/吨)


资料来源：wind，华源证券研究所

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。