

## 煤炭

2026年01月25日

## 2025Q4 煤价环比改善，重视周期弹性

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

王高展（分析师）

程懿（分析师）

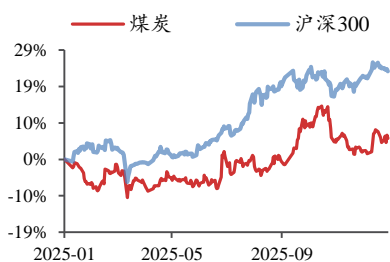
wanggaozhan@kysec.cn

chengyi@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

证书编号：S0790525090001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《煤价动态波动中寻求合理点位，稳字是核心——行业周报》-2026.1.25

《煤价上行回归合理价格，坚定稳煤价逻辑——行业周报》-2026.1.18

《重视煤价合理才是常态，稳煤价逻辑依旧——行业周报》-2025.12.21

### ● 行业回顾：2025Q4 煤价环比改善，重视周期弹性

动力煤方面，动力煤供给侧在“反内卷”等监管约束下偏弱运行，晋陕蒙产量第三季度出现小幅回落，而进入第四季度后在“迎峰度冬，能源保供”的影响下环比回升（Q4 环比上升 1.79%）。电厂需求侧在 2025 年第四季度电厂日耗同比上涨 0.63%，主要是由于 10 月上虚拟异常偏暖导致南方气温上升引起的“反季节”负荷抬升。非电需求主要由化工、建材与冶金构成，2025 年四季度呈现“化工高增，建材下滑，冶金分化”的结构性变化。**炼焦煤方面**，炼焦煤需求端出现“旺季不旺、先稳后弱”的情况，2025 年四季度钢厂盈利率为 42.9%，同比下降 13PCT。**价格层面**，四季度动力煤与炼焦煤价格均环比大幅上涨，动力煤 Q4 均价 824.9 元/吨、环比 +8%，炼焦煤 Q4 均价 1725.7 元/吨、环比 +10%，主要由旺季补库与保供背景下供给修复节奏、以及市场情绪共同推动。

### ● 业绩判断与前瞻：Q4 煤企产量略有下滑，业绩环比改善明显

龙头中国神华商品煤产量同比下滑，而陕西煤业产量保持稳定，中煤能源与潞安环能则表现为波动下行。进入四季度，板块密集推进“并购重组 + 产能指标落地”，且与产能置换承诺大限及“查超产/反内卷”约束共振，交易方向普遍指向煤电一体化与优质产能集中，供给侧秩序加速重构。我们预计 2025 年四季度，煤炭企业业绩同比下滑，环比改善。

### ● 投资建议：

**煤炭股双逻辑之一：周期弹性。**当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端进入取暖旺季，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。**煤炭股双逻辑之二：稳健红利。**多数煤企依然保持了高分红的意愿，中报仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源）。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。**四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。**

● **风险提示：**经济增速下行风险、供需错配引起的风险、可再生能源加速替代风险

## 目 录

1、 2025 年煤炭总体回顾 .....	3
1.1、 动力煤供给：受反内卷影响，煤炭供给偏弱 .....	3
1.2、 动力煤需求：电厂需求走弱，非电需求增速相对平稳 .....	3
1.3、 2025 年非电煤“量的变化”：化工高增、建材下滑、冶金分化 .....	4
1.4、 2025 年 Q4 炼焦煤下游需求“旺季不旺、先稳后弱” .....	6
1.5、 煤炭价格：动力煤环比上涨 8%，炼焦煤环比上涨 10% .....	6
2、 业绩前瞻：2025Q4 煤炭企业业绩环比改善明显 .....	7
3、 投资建议 .....	8
4、 风险提示 .....	10

## 图表目录

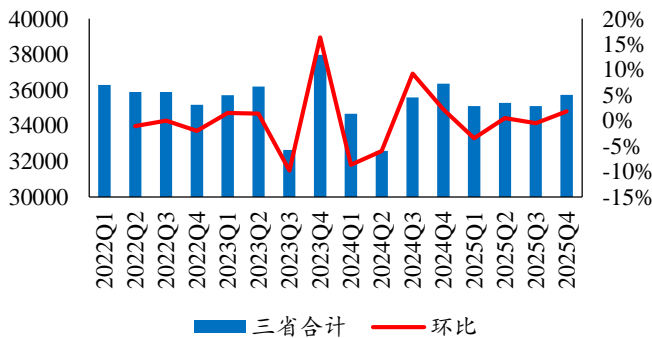
图 1： 2025Q4 晋陕蒙三省煤炭产量环比上升 1.79% .....	3
图 2： 晋陕蒙三省煤矿开工率环比增长 2.3% .....	3
图 3： 2025Q4 沿海八省电厂库存环比下降 2.5%（万吨） .....	4
图 4： 2025Q4 沿海八省电厂季均日耗同比上涨 0.63%（万吨） .....	4
图 5： 2025Q4 尿素开工率同比下降 1.3%，环比下降 1.3% .....	5
图 6： 2025Q4 水泥开工率同比下降 11%，环比上升 2.6% .....	5
图 7： 2025Q4 甲醇开工率同比上涨 4.2%，环比上涨 3.3% .....	5
图 8： 2025Q4 钢厂季度日均铁水产量环比下降 2.5%（万吨） .....	6
图 9： 2025Q4 钢厂平均盈利率同比减少 13 个百分点 .....	6
表 1： 2025Q4 动力价格同比下降 52.5 元，环比上升 60.9 元；炼焦煤价格同比上涨 20.1 元，环比上升 163.8 元 .....	7
表 2： 2025 年公司生产经营情况 .....	8
表 3： 2025 年公司资产收购情况 .....	8
表 4： 公司预测与评级 .....	9

## 1、2025 年煤炭总体回顾

### 1.1、动力煤供给：受反内卷影响，煤炭供给偏弱

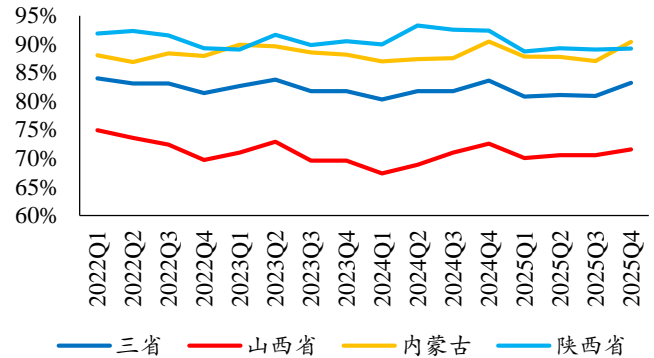
2025 年四季度，晋陕蒙煤炭产量同比下降 1.7%，环比上升 1.79%，三省开工率 83.2%，增长 2.3pct。2025 三季度煤炭产量为 35099 万吨，为全年最低，四季度产量为 35729 万吨，环比增加 1.79%。2025 年第三季度三省开工率 80.9% 为全年最低，第四季度回升至 83.2%。2025 年四季度晋陕蒙煤炭产量环比抬升的核心原因是“保供和迎峰度冬”带来的季节性补库与政策性保供任务叠加、10 月干扰因素消退（大秦线检修结束、主产地降雨影响减弱）改善出矿与外运条件、年底“赶任务”实现全年保供目标，以及煤价回升改善矿山生产积极性；在“查超产”与安监趋严的约束下，产量提升以内蒙古、陕西更为显著、山西相对温和，呈现“稳中有增、结构性抬升”的环比特征。

图1：2025Q4 晋陕蒙三省煤炭产量环比上升 1.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：晋陕蒙三省煤矿开工率环比增长 2.3%

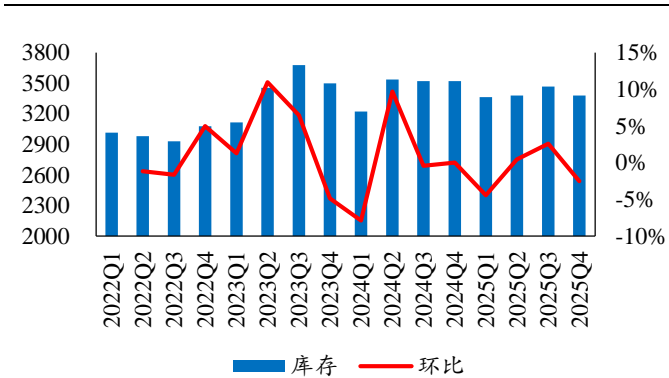


数据来源：Wind、开源证券研究所

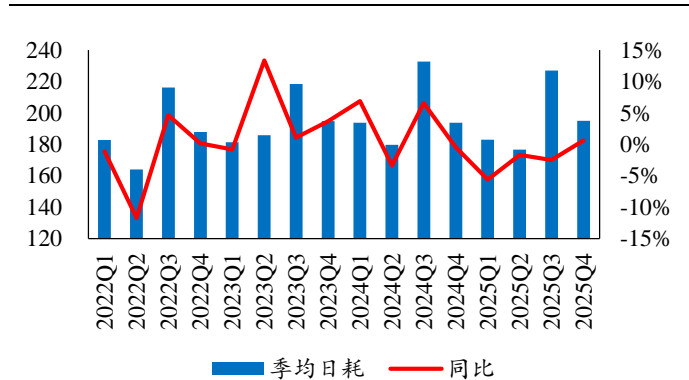
### 1.2、动力煤需求：电厂需求走弱，非电需求增速相对平稳

2025 年四季度沿海八省库存均值为 3380 万吨，同比下降 4%，环比下降 2.5%。2025 年四季度沿海八省电厂库存呈“先被动去库→11 月小幅回补→12 月高位震荡”的节奏，季度内总体小幅累库。10 月上旬异常偏暖抬升日耗且大秦线秋检压制港口调入，沿海八省库存阶段性偏低。进入 11 月，冷空气致港口封航+长协与进口兑现，沿海八省库存小幅回升至 3338.2 万吨，12 月随着冷空气频次增加、日耗环比走高，沿海八省库存周度一度回落至 3412 万吨，但近半月均值同比仍偏低、环比小幅下降，叠加全国 25 省库存持续上行，整体反映“旺季不旺、沿海端高位震荡、总量偏累”的结构。

2025 年四季度沿海八省日耗均值为 195 万吨，同比上涨 0.63%，环比下降 14.1%。25Q4 日耗呈现“先高一回落一再上行”，12 月环比上升显著，其中，10 月上旬异常偏暖导致南方高温天气带来“反季”负荷抬升，10 月中旬沿海八省日耗约 208-209 万吨，周环比+1.4 万吨，同时国家能源局披露 9 月全社会用电量同比+4.5%，二、三产业贡献主要增量，10 月下旬日耗阶段性下滑。11 月“迎峰度冬”启动，日耗逐步回升，12 月冷空气过程频繁日耗加速环比上行。

**图3：2025Q4 沿海八省电厂库存环比下降 2.5%（万吨）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2025Q4 沿海八省电厂季均日耗同比上涨 0.63%（万吨）**


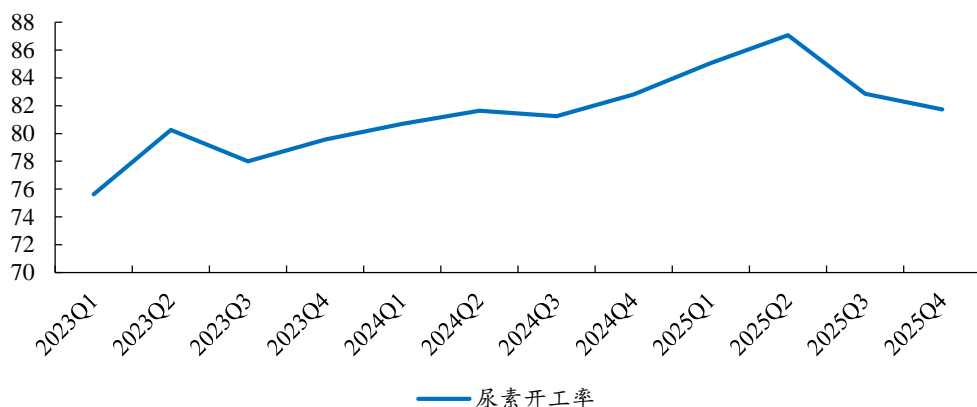
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、2025 年非电煤“量的变化”：化工高增、建材下滑、冶金分化

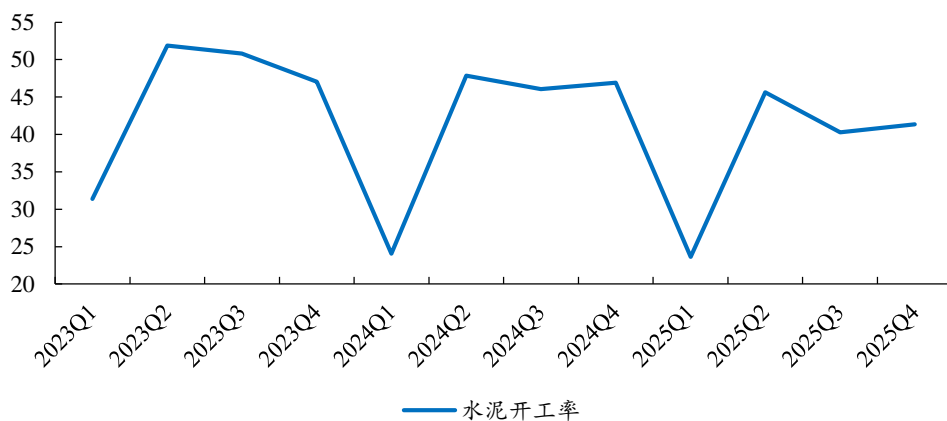
**化工用煤：化工用煤高增为全年唯一强支撑。甲醇主要应用为“化工原料”与“能源燃料”。**尿素主要用于农业、化学试剂、医药等多个行业，我国主要是煤头尿素。甲醇四季度开工率 84.1%，同比上涨 4.2%，环比上涨 3.3%。尿素四季度开工率 81.73%，同比下降 1.3%，环比下降 1.3%。主要系新增产能集中投放，如：新疆准东、鄂尔多斯、榆林等现代煤化工示范区项目密集推进，甲醇、煤制烯烃、合成气、乙二醇等产能扩张，带动用煤基数提升。此外，油煤价差与盈利改善也推动煤化工的需求，煤价中枢回落叠加油价波动，使煤制甲醇、煤制烯烃等环节利润扩张，推动开工率维持高位。

**建材用煤（水泥为主）：延续下滑、降幅边际收敛但仍为“最大拖累”。**水泥四季度开工率 41.4%，同比下降 11%，环比上升 2.6%。主要系地产弱修复与基建不及预期，房屋新开工面积仍负增长，传导至水泥与建材耗煤的滞后性明显；基建虽有专项债支撑，但全年强度与落地节奏不均衡。行业产能过剩与错峰执行分化，区域错峰与协同仍在，但高库存与需求弱化压制采购与耗煤。

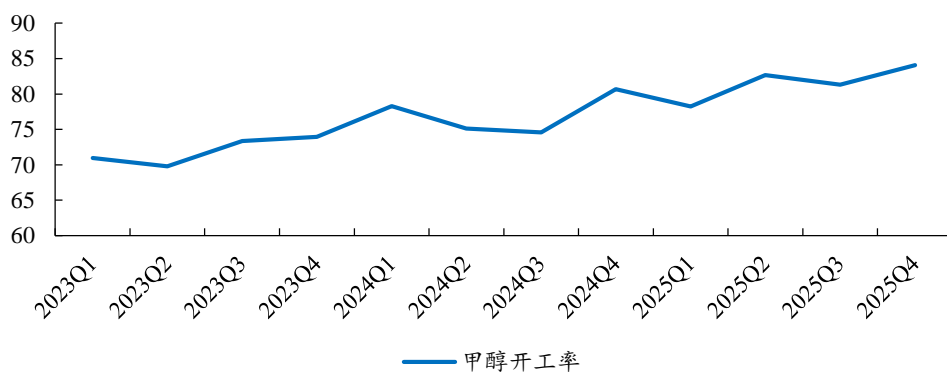
**冶金用煤（钢铁相关）：总体偏弱、月度与企业侧分化。**2025 四季度铁水日均产量 234 万吨，同比基本维持不变，环比下降 2.54%。主要系规范条件与减量约束，钢铁规范条件（2025 版）加速落后产能出清，行业总量受限；废钢比提升与流程调整压制炼焦煤/动力煤的边际需求。外需与出口扰动，制造业用钢韧性与出口对冲存在，但在全球经济放缓下难以系统性抬升全年耗煤。

**图5：2025Q4 尿素开工率同比下降 1.3%，环比下降 1.3%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2025Q4 水泥开工率同比下降 11%，环比上升 2.6%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2025Q4 甲醇开工率同比上涨 4.2%，环比上涨 3.3%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

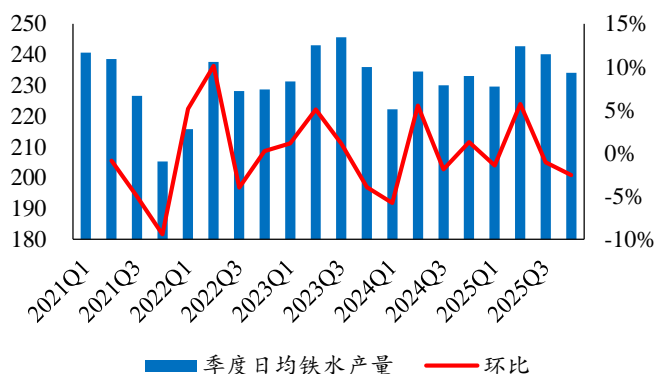
### 1.4、2025年Q4炼焦煤下游需求“旺季不旺、先稳后弱”

247家钢厂盈利率在第三季度见顶约62.2%，随后受钢价回落与原料反弹挤压一路下滑，第四季度下降至约42.9%。2025年Q4铁水日均产量234.4万吨，同比上涨0.4%，环比小幅下降2.5%，钢厂盈利率平均42.9%，同比减少13个百分点。10月在高铁水与出口韧性托底下需求仍有支撑，11月起随钢厂减产、盈利走弱与季节性施工放缓，焦炭、生铁、粗钢产量环比回落，叠加焦煤与双焦库存回升，带动炼焦煤实际消耗走弱。

钢厂端铁水日产自四季度初的240万吨以上高位，至12月中旬降至约226.5万吨，盈利率自三季度高位回落，Q4单季行业业绩环比Q3下滑。主要因为建筑淡季、制造放缓，出口对冲但难逆转，进入采暖季后施工放缓、地产与基建链条走弱，钢材终端“旺季不旺”，拖累长材/焦炭消费与铁水强度；制造业与出口虽具韧性，但难以完全对冲季节性与地产的拖累。

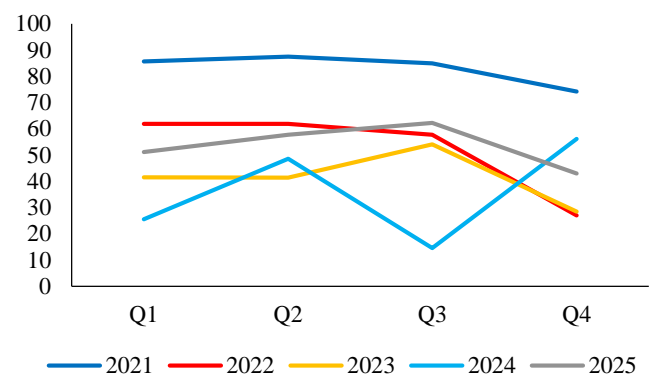
其次，供给端“政策+检修”与利润约束共同压降铁水，四季度环保与季节性检修、加之“稳增长工作方案（2025-2026）”延续粗钢压减取向，钢厂生产意愿与产量弹性受限，铁水自高位回落。最后，焦煤价格冲高与库存上行，10-11月焦煤价格上冲、12月回落，期间焦煤与三港口及口岸库存回升，贸易与钢焦采购转向刚需，压缩钢厂利润空间并抑制高开工持续性。

图8：2025Q4钢厂季度日均铁水产量环比下降2.5%（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025Q4钢厂平均盈利率同比减少13个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.5、煤炭价格：动力煤环比上涨8%，炼焦煤环比上涨10%

2025年四季度动力煤呈现“长协稳、现货波动”，炼焦煤呈现“长协与现货旺季同涨后回调”。动力煤方面，港口平仓均价：2025Q4为756元/吨，环比Q3+11.4%；长协均价2025Q4为680元/吨，环比+1.6%。炼焦煤方面，京唐港主焦煤2025Q4均价1702元/吨，环比+9.7%，新华焦煤长协2025Q4均价1108元/吨，环比+11.9%。

2025年四季度煤炭价格环比走强，呈现“季度环比上行、月度呈现倒V”的结构行情。季度来看，动力煤2025年四季度显著回升，上涨至824.9元/吨，环比上涨60.9元，变化比率8%。炼焦煤2025年第四季度上涨至1725.7元/吨，环比增长163.8元，变化比率10%。月度来看，动力煤(秦皇岛港)：10月746.9→11月821.6→12

月 731.2 元/吨，炼焦煤（京唐港）：10 月 1698.3→11 月 1801.5→12 月 1681.3 元/吨，均呈现倒 V 型。价格月度变化源于迎峰度冬与 10 月异常偏暖抬升了电力负荷、冬储补库与长协上调预期、与查超产导致的供给收紧等因素合力推动动力煤 10-11 月价格上涨。12 月在气温偏暖、封航与贸易商去库、进口补充（焦煤）等影响下，现货价格高位回落，因此形成“环比上行、月度倒 V”的结构性情行，

**表1：2025Q4 动力价格同比下降 52.5 元，环比上升 60.9 元；炼焦煤价格同比上涨 20.1 元，环比上升 163.8 元**

动力煤	2025 年	2024 年	同比变化	同比变化率	环比变化	环比变化率
Q1	805.2 元/吨	930.7 元/吨	-125.5 元/吨	-0.1	-72.2 元/吨	-0.08
Q2	727.3 元/吨	892.9 元/吨	-165.6 元/吨	-0.2	-77.9 元/吨	-0.10
Q3	764.0 元/吨	897.4 元/吨	-133.4 元/吨	-0.1	36.7 元/吨	0.05
Q4	824.9 元/吨	877.4 元/吨	-52.5 元/吨	-0.1	60.9 元/吨	0.08
炼焦煤	2025 年	2024 年	同比变化	同比变化率	环比变化	环比变化率
Q1	1442.2 元/吨	2412.3 元/吨	-970.1 元/吨	-0.4	-263.4 元/吨	-0.15
Q2	1315.2 元/吨	2091.9 元/吨	-776.7 元/吨	-0.4	-127.0 元/吨	-0.09
Q3	1561.9 元/吨	1893.8 元/吨	-331.8 元/吨	-0.2	246.7 元/吨	0.19
Q4	1725.7 元/吨	1705.6 元/吨	20.1 元/吨	0.0	163.8 元/吨	0.10

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、业绩前瞻：2025Q4 煤炭企业业绩环比改善明显

**部分上市公司 2025 四季度煤炭产量情况：**根据上市公司公告，10-12 月中国神华商品煤产量分别为 2640、2700、2780 万吨，同比分别下降 7.4%、4.3%、5.4%；陕西煤业煤炭产量分别为 1499、1479、1474 万吨，同比分别增长 9%、5.2%、下滑 1.03%；中煤能源产量增长分别为 1144、1117、1091 万吨，同比分别上涨 0.9%、下滑 7.4%、8.0%；潞安环能原煤产量分别为 451、432、468 万吨，同比分别下滑 3.8%、15.1%、增长 12.03%。

**2025 年四季度煤炭板块出现“并购重组+产能指标落地”的密集进展，核心包括：**中国神华千亿级资产收购方案落地（涉及煤炭、坑口煤电、煤化工、物流等，交易对价约 1335.98 亿元，拟配套募资不超 200 亿元，资源与产能显著提升）、电投能源收购白音华煤电 100% 股权（露天二号矿核定产能 1500 万吨/年，交易估值约 110-111.49 亿元，收购完成后公司总核定产能提升至 6300 万吨/年）、淮河能源收购电力集团 89.30% 股权（坑口煤电资产注入，交易获上交所并购重组委审议通过），山煤国际完成产能置换指标竞拍（210 万吨/年，四季度未再新增购买）；区域国企层面河南能源与平煤神马签署战略重组框架。上述事件与 2025 年底产能置换承诺大限及“查超产/反内卷”的制度约束形成共振，落地交易普遍指向煤电一体化与优质产能集中，行业供给侧秩序加速重构。

**业绩前瞻：**根据动力煤和炼焦煤港口价格变化情况，上市公司经营数据等，我们预计 2025 年四季度，煤炭企业业绩同比下滑，环比改善。

**表2：2025 年公司生产经营情况**

月份	中国神华		中煤能源		陕西煤业		潞安环能	
	单月	同比(%)	单月	同比(%)	单月	同比(%)	单月	同比(%)
1月	2490万吨	-8.5	1148万吨	2.7	1428万吨	2.7	427万吨	-5.7
2月	2700万吨	1.9	1024万吨	-1.7	1439万吨	17	460万吨	10.3
3月	2940万吨	1.7	1163万吨	7.4	1527万吨	0.2	470万吨	2.5
4月	2730万吨	-3.9	1105万吨	5.4	1424万吨	-1.8	495万吨	4.2
5月	2800万吨	-1.4	1190万吨	1.9	1487万吨	-3.0	461万吨	1.8
6月	2760万吨	-1.4	1104万吨	-4.9	1436万吨	-5.1	552万吨	7.2
7月	2930万吨	6.5	1105万吨	-8.7	1411万吨	1.1	448万吨	-9.1
8月	2860万吨	-0.3	1160万吨	-1.8	1430万吨	5.3	417万吨	-15.1
9月	2760万吨	0.7	1159万吨	-2.6	1456万吨	5.3	525万吨	6.1
10月	2640万吨	-7.4	1144万吨	0.9	1499万吨	9	451万吨	-3.8
11月	2700万吨	-4.3	1117万吨	-7.4	1479万吨	5.2	432万吨	-15.1
12月	2780万吨	-5.4	1091万吨	-8.0	1474万吨	-1.03	468万吨	12.03

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：2025 年公司资产收购情况**

上市公司	时间	事项	影响
中国神华	2025.12.19	整合国家能源集团旗下 12 家核心资产	保有资源量至 684.9 亿吨,可采储量至 345 亿吨,年产量至 5.12 亿吨
电投能源	2025.11.14	收购白音华煤电 100%股权	并表后总核定产能至 6300 万吨/年,预计年化增厚归母净利润约 18.67 亿元
淮河能源	2025.9.12	收购电力集团 89.30%股权	煤电一体化协同增强,现金流稳定提升
河南能源/平煤神马	2025.9.25	省国资委与两集团签订《战略重组框架协议》	河南能源拟成为平煤神马全资子公司
山煤国际	2025.10.31	产能置换指标竞拍	后续核增合规与产能置换承诺达标提供指标保障

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资建议

**煤炭股双逻辑之一：周期弹性。**当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端进入取暖旺季，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。

**煤炭股双逻辑之二：稳健红利。**多数煤企依然保持了高分红的意愿，中报仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源）。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面

或已到拐点右侧，已到布局时点。

#### 四主线精选煤炭个股将受益：

**主线一，周期逻辑：**动力煤的【晋控煤业、充矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、安环能】

**主线二，红利逻辑：**【中国神华、中煤能源(分红潜力)、陕西煤业】

**主线三，多元化铝弹性：**【神火股份、电投能源】

**主线四，成长逻辑：**【新集能源、广汇能源】

表4：公司预测与评级

主要上市公司盈利预测及评级															
证券代码	上市公司	股价(元)	归母净利润(亿元)			EPS		PE		PB	分红比例		股息率		评级
			2026/1/23	2024A	2025E	2024A	2025E	2024A	2025E		2026/1/23	2025E	2024A	2025E	
601088.SH	中国神华	40.0	586.7	520.0	2.9	2.6	13.8	15.3	2.0	76.5%	5.5%	5.0%	买入		
601699.SH	潞安环能	13.0	24.5	28.8	1.1	1.0	11.4	13.5	0.8	50.1%	4.4%	3.7%	买入		
600395.SH	盘江股份	4.8	1.0	2.4	0.05	0.1	96.6	43.9	1.0	82.4%	0.9%	1.9%	买入		
000983.SZ	山西焦煤	6.9	31.1	22.7	0.55	0.4	12.5	17.3	1.1	40.2%	3.2%	2.3%	买入		
601666.SH	平煤股份	8.3	23.5	6.2	1.1	0.3	7.8	33.0	0.9	60.3%	7.7%	1.8%	买入		
600546.SH	山煤国际	10.7	22.7	15.4	1.6	0.8	6.9	13.9	1.3	60.3%	8.7%	4.3%	买入		
000933.SZ	神火股份	31.9	43.1	58.0	2.2	2.6	14.8	12.4	3.0	41.8%	2.8%	3.4%	买入		
600985.SH	淮北矿业	11.8	48.6	24.1	2.0	0.9	5.9	13.1	0.8	41.6%	7.1%	3.2%	买入		
600188.SH	兖矿能源	13.9	144.3	109.9	2.1	1.1	6.7	12.7	2.7	53.6%	8.0%	4.2%	买入		
002128.SZ	电投能源	29.1	53.4	57.3	2.7	2.6	10.7	11.4	1.8	35.7%	3.3%	3.1%	买入		
601001.SH	晋控煤业	14.7	28.1	19.2	2.0	1.2	7.2	12.7	1.3	45.0%	6.2%	3.5%	买入		
600256.SH	广汇能源	5.2	29.6	19.3	0.7	0.3	7.8	17.5	1.4	30.0%	3.8%	1.7%	买入		
000552.SZ	甘肃能化	2.4	12.1	0.2	0.3	0.0	8.9	—	0.8	30.0%	3.4%	0.0%	买入		
601898.SH	中煤能源	13.1	193.2	163.7	1.5	1.2	8.8	10.6	1.1	32.9%	3.7%	3.1%	买入		
600123.SH	兰花科创	6.1	7.2	1.8	0.5	0.1	11.6	51.0	0.6	30.8%	2.6%	0.6%	买入		
600348.SH	华阳股份	9.2	22.2	18.0	0.6	0.5	14.8	18.4	1.2	50.1%	3.4%	2.7%	买入		
601101.SH	昊华能源	7.6	10.4	10.0	1.1	0.7	7.2	10.9	0.9	63.6%	8.8%	5.8%	买入		
600157.SH	永泰能源	1.7	15.6	5.8	0.1	0.0	18.8	56.3	0.8	0.0%	0.0%	0.0%	增持		
601918.SH	新集能源	7.0	23.9	21.1	1.0	0.8	7.2	8.7	1.1	17.3%	2.4%	2.0%	买入		
601225.SH	陕西煤业	21.4	223.6	199.0	2.2	2.1	9.7	10.4	2.2	58.4%	6.0%	5.6%	未评级		
600508.SH	上海能源	12.4	7.2	5.1	1.1	0.7	11.1	17.7	0.7	40.4%	3.6%	2.3%	买入		
000937.SZ	冀中能源	5.5	12.1	4.0	0.4	0.1	13.8	50.1	1.0	234.0%	17.0%	4.7%	未评级		

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、风险提示

▪**经济增速下行风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。

▪**供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。

▪**可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧为主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电可能对火电市场份额产生一定替代效应。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn