

煤炭

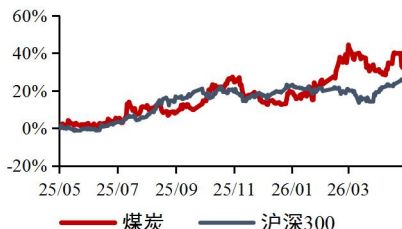
2025 年报及 2026 年一季报综述 领先大市-A(维持)

一季度盈利明显提升，业绩+分红双增长

2026 年 5 月 11 日

行业研究/行业分析

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭】煤炭价格有望持续上行-行业周报(20260420-20260426) 2026.4.27

【山证煤炭】煤炭进口数据拆解 26 年 3 月：焦煤进口放量，美伊冲突或影响蒙古煤炭供应 2026.4.24

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

投资要点：

- **山西原煤同比增长，国内煤炭供给能力增加。**2025 年全国煤炭产量实现 48.32 亿吨，较去年同比上涨 1.53%，全年煤炭产量增加 1.01 亿吨。得益于山西省的原煤产量同比增长，2024 年同期因“查三超”政策导致的供给减少，形成较低的基数，2025 年恢复生产。此外，新疆新增产能的不断释放，带动产量增加。
- **利空出尽，煤炭板块业绩底部确认。**2025 年煤炭板块合计收入 11082.81 亿元，同比-15.8%，实现合计归母净利润 1095.99 亿元，同比-27.4%。业绩回落主要受煤价中枢走低影响。2026 年以来，印尼煤炭配额限制、中东地缘因素等导致煤价回升，2026Q1 煤炭采选板块营收合计 2707.53 亿元，同比+0.91%；实现归母净利润合计 291.45 亿元，同比-3.96%。
- **盈利底部确认，盈利提升可期。**25 年和 26 年一季度，煤炭企业受益于反内卷、印尼减产、美伊冲突等利好，业绩自 25 年中开始出现拐点。行业拐点领先于业绩拐点，其中 25 年四季度和 26 年一季度确认业绩底部。考虑 2026 年煤价中枢抬升趋势确定，煤炭企业的盈利有望继续改善，由于前期煤价下降对中小型煤企的业绩冲击更为显著，当前的价格则更有利于中型煤企的业绩弹性释放。叠加美伊冲突对于煤化工的战略性提振、印尼减产对于海外低卡煤市场的冲击、夏季厄尔尼诺预期等利好，相关标的业绩改善或将跑赢板块，并具备超额收益潜力。
- **盈利向头部集中的趋势出现变化。**从 22 年至 25 年，头部企业的盈利占比呈现持续提高趋势。将神华+陕煤+中煤三家企业看作一个整体，22 年三家企业的归母净利占整个煤炭板块比例为 49%，25 年三家企业的归母净利占整个板块比例为 82.6%，较 22 年提升 33.6 个百分点。从归母增速角度看，22 年至 25 年一体化经营和动力煤高长协这两类公司更具韧性。煤电一体中，电投能源、新集能源、中国神华展现出较强抵御周期的能力；动力煤高长协中，陕西煤业和中煤能源防御性更强。头部提升的趋势出现变化，26 年一季度三家企业的归母净利占整个板块的比例为 69.86%，较 25 年出现明显下降。考虑未来煤价有望继续改善煤企业绩，未来板块内的盈利结构或将重塑，这也预示着周期进入新的阶段。
- **板块有望形成新的红利成长周期。**在低利率的环境下，红利投资仍然是不可忽视的主题。尽管煤炭行业在过去 2 年经历了煤价下行和扩储周期，部分上市公司的分红意愿和分红能力均受到影响，但如中国神华、陕西煤业等公司，仍然在稳定盈利的同时维持了较高的分红比例，并承诺增加分红频次，





我们认为稳定高股息标的仍然值得追逐。此外，随着煤价提升对煤企业绩的修复，上市煤企有望实现“业绩+分红”的双成长格局。

➤ **投资策略：**美伊冲突高不确定性对应高波动性，但油价短期难大幅下调。复苏期信号确认，煤炭 PPI 转正在即。煤价看涨，厄尔尼诺或将导致价格阶段性超预期，煤炭股有望迎来戴维斯双击。当前形势最利好海外产能布局的【兖矿能源】和与煤化工高度关联的【中煤能源】值得关注。另外，中国煤炭涉及能源安全命题，且 HALO 属性高，因此【淮北矿业】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【山煤国际】、【新集能源】、【陕西煤业】、【潞安环能】、【山西焦煤】、【兰花科创】、【盘江股份】等标的也具备较强配置价值。

风险提示：经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。



目录

1. 煤价中枢回落，供需平衡有望回归.....	5
1.1 山西原煤同比增长，国内煤炭供给能力增加.....	5
1.2 电煤消费下降，新能源发电快速增长.....	6
1.3 25 进口量明显减少，无烟煤进口小幅增加.....	7
1.4 煤价中枢整体继续回落，26Q1 煤价上行.....	8
2. 2025 年报及 2026 一季报总结.....	11
2.1 2025 年及 2026Q1 板块归母净利同比回落.....	11
2.2 煤炭产量增加，价格回落吨煤毛利略降.....	12
2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低.....	13
2.4 分红比例继续有所提高.....	14
2.5 市场利率下行，资产负债表进一步修复.....	14
3. 煤炭产销微增，25 营收及盈利普遍回落.....	15
4. 投资策略：关注度夏需求及厄尔尼诺阶段性影响.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 2025 年国内煤炭产量及增速.....	5
图 2： 2025 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速.....	5
图 3： 2025 年火电产量及同比增速.....	6
图 4： 2025 年水泥产量及同比增速.....	6
图 5： 2025 年焦炭产量及增速.....	7
图 6： 2025 年生铁产量及增速.....	7
图 7： 2025 年煤炭进口量及增速.....	7



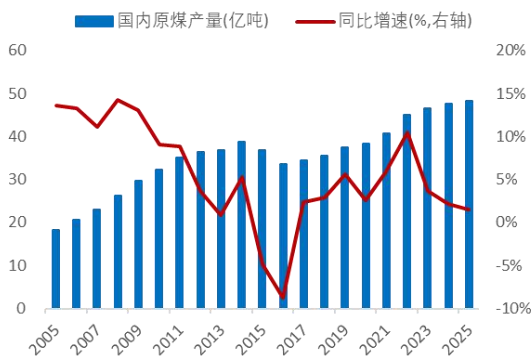
图 8: 2025 年分煤种进口量.....	7
图 9: 分国别动力煤进口量 (万吨)	8
图 10: 分国别炼焦煤进口量 (万吨)	8
图 11: 山西优混 Q5500 市场价走势.....	8
图 12: 山西优混均价走势.....	8
图 13: 2025 年炼焦煤内外贸价格及价差.....	9
图 14: 2025 年炼焦煤价格中枢有所回落.....	9
图 15: 2025 年焦炭价格中枢回落.....	10
图 16: 2025 年焦炭利润维持偏低水平.....	10
图 17: 2025 年单季度煤炭收入及增速.....	11
图 18: 2025 年单季度煤炭利润及增速.....	11
图 19: 2024-2025 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率.....	11
图 20: 2015-2025 年煤炭上市公司产、销量及增速.....	12
图 21: 2015-2025 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本.....	13
图 22: 2015-2025 年样本煤炭上市公司 (25 家) 平均吨煤毛利和净利.....	13
图 23: 2015-2025 年煤炭上市公司分红金额及分红比例.....	14
图 24: 2011-2025 煤炭上市公司资产负债率.....	14
表 1: 2025 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率.....	5
表 2: 2025 年煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位: 万吨, %.....	15
表 3: 2025 年报及 2026Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位: 亿元, %.....	16
表 4: 2025 年报及 2026Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速 单位: 亿元, %.....	17

1. 煤价中枢回落，供需平衡有望回归

1.1 山西原煤同比增长，国内煤炭供给能力增加

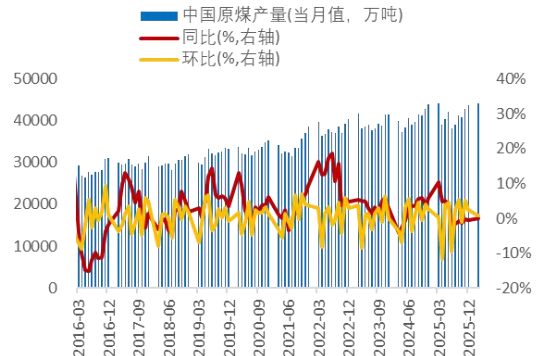
国内产量再创新高。2025 年全国煤炭产量实现 48.32 亿吨，较去年同比上涨 1.53%，全年煤炭产量增加 0.73 亿吨。得益于山西省的原煤产量同比增长，2024 年同期因“查三超”政策导致的供给减少，形成较低的基数，2025 年恢复生产。此外，新疆新增产能的不断释放，带动产量增加。

图 1：2025 年国内煤炭产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：2025 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

供给结构进一步向西部集中，晋陕新产量同比增长。晋陕蒙新四大主产区 2025 年合计产量达 39.5 亿吨，占全国总产量的 81.7%，产业集中度进一步增强。从产量排名来看，2025 年四大主产省区原煤产量由高到低依次为：山西、内蒙古、陕西、新疆。其中山西、陕西、新疆产量同比实现正增长，内蒙古产量呈小幅回落态势。其中，山西产量 13.05 亿吨，增产 0.36 亿吨，增幅 2.82%，产量位居全国第一；内蒙古产量 12.86 亿吨，减产 0.1 亿吨，降幅 0.81%；陕西产量 8.05 亿吨，增产 0.25 亿吨，增幅 3.15%；新疆产量 5.53 亿吨，增产 0.12 亿吨，增幅 2.24%。

表 1：2025 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

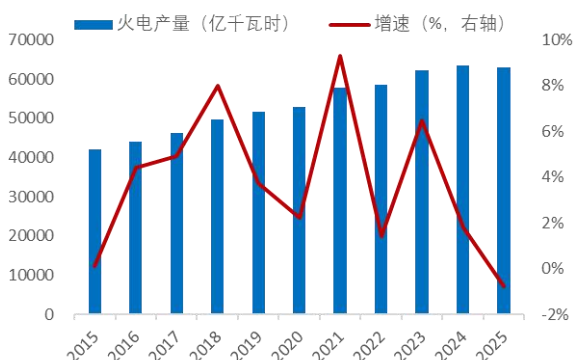
	当年产量 (万吨)	上年产量 (万吨)	增速 (%)	增量(万 吨)	增量贡献 (%)
全国合计	483178	475896	1.53%	7282	100.00%
山西	130455	126874	2.82%	3581	49.17%
内蒙古	128640	129687	-0.81%	-1047	-14.38%
陕西	80462	78004	3.15%	2458	33.75%
新疆	55289	54077	2.24%	1212	16.64%
贵州	15271	14497	5.34%	774	10.63%

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 电煤消费下降，新能源发电快速增长

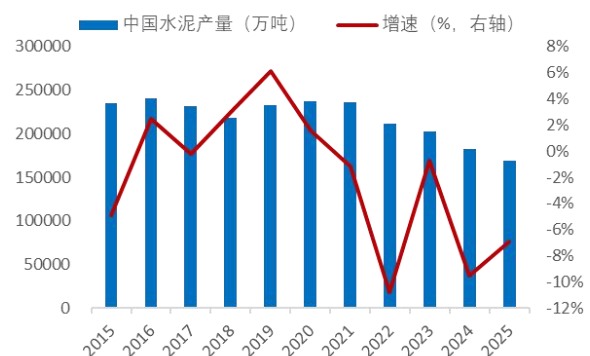
电力、钢铁、建材、化工行业占煤炭消费总量的 90%以上，但电煤消费同比下降，成为影响整体消费表现的主要因素。2025 年，我国火电发电量实现 62945 亿千瓦时，同比下降 0.78%。与此同时，新能源装机和发电量快速增长，1-12 月份，规上工业发电量 97159 亿千瓦时，同比增长 2.2%。分品种看，12 月份，规上工业火电降幅收窄，水电、核电、风电、太阳能发电增速放缓。其中，规上工业火电同比下降 3.2%，降幅比 11 月份收窄 1.0 个百分点；规上工业水电增长 4.1%，增速比 11 月份放缓 13.0 个百分点；规上工业核电增长 3.1%，增速比 11 月份放缓 1.6 个百分点；规上工业风电增长 8.9%，增速比 11 月份放缓 13.1 个百分点；规上工业太阳能发电增长 18.2%，增速比 11 月份放缓 5.2 个百分点。

图 3：2025 年火电产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：2025 年水泥产量及同比增速

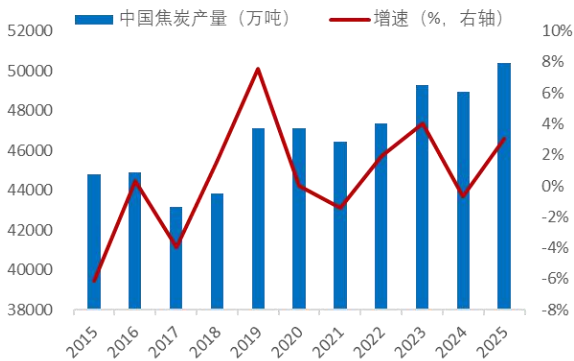


资料来源：wind，山西证券研究所

地产弱势延续。2025 年，全国固定资产投资（不含农户）485186 亿元，比上年下降 3.8%。

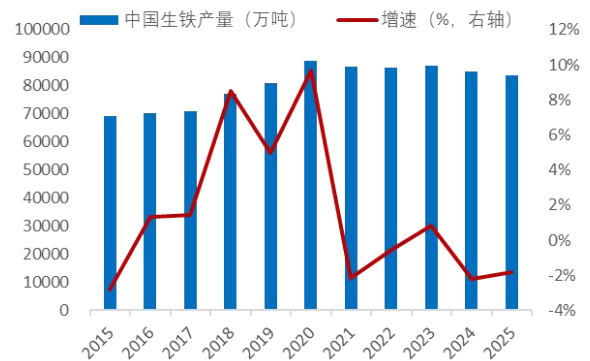
其中，民间固定资产投资比上年下降 6.4%。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）下降 1.13%。2025 年我国房地产市场持续低迷，投资和开工规模继续走弱，水泥、生铁等重点耗煤产品的产量同比持续下降，全国规模以上企业水泥产量达 16.93 亿吨，同比下降 7.24%；生铁产量为 8.36 亿吨，同比下降 1.84%。

图 5：2025 年焦炭产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2025 年生铁产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 25 进口量明显减少，无烟煤进口小幅增加

受进口煤价格倒挂、国内长协履约压力以及进口长协签约量减少等多重因素影响，我国进口煤减量明显。2025 年中国煤及褐煤进口 4.9 亿吨，同比下降 9.66%。从结构上看，进口增量也主要来自于无烟煤，增幅为 3.88%。

图 7：2025 年煤炭进口量及增速

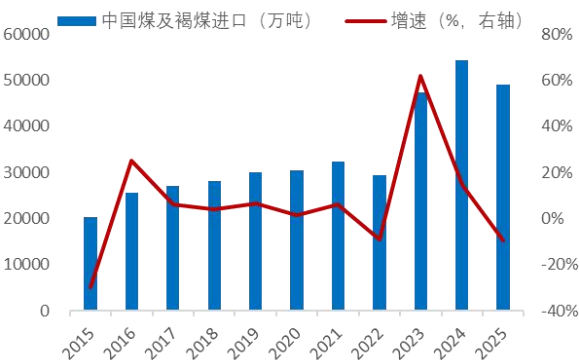
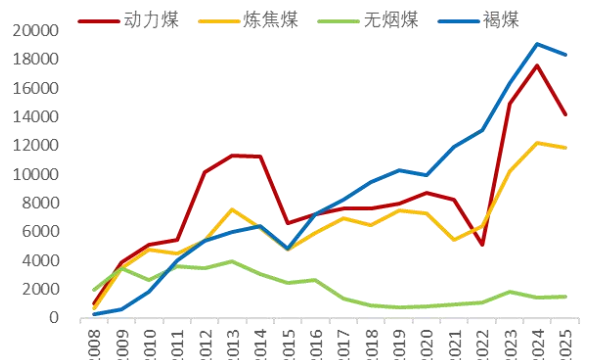


图 8：2025 年分煤种进口量

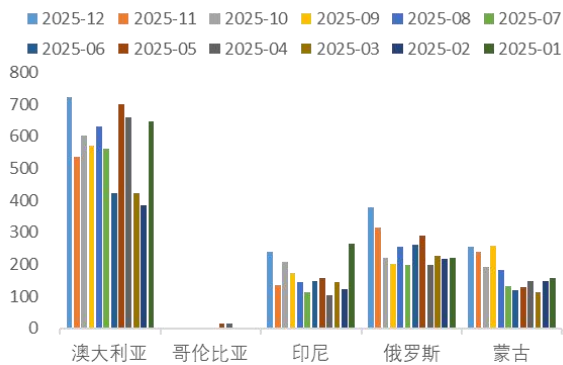


资料来源：wind，山西证券研究所

蒙古进口煤增加，俄澳印尼煤有所减少。分国别来看，俄罗斯、澳大利亚、蒙古、印尼仍是中国主要煤炭进口国，分别同比-8.64%、-6.95%、+5.9%、-29.93%。2025 年进口印尼煤减少，主要是受到印尼煤炭出口端主动收缩以及中国需求变化的影响。

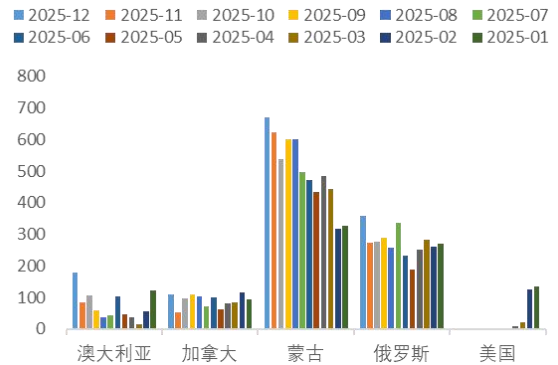
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：分国别动力煤进口量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：分国别炼焦煤进口量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 煤价中枢整体继续回落，26Q1 煤价上行

供需弱平衡，动力煤价格中枢有所回落。动力煤方面，根据百川，2025 年国内动力煤供应量维持较高水平，但下游采购需求有限，煤炭价格涨跌均有。截至 12 月 31 日，国内动力煤市场价格为 592 元/吨，同比去年跌幅为 10.03%，国内动力煤市场均价最高点价格为 666 元/吨，最低点价格为 523 元/吨，国内动力煤市场均价为 595 元/吨，2025 年动力煤市场价格整体涨跌互现。2025 年 12 月全国原煤产量为 43703.4 万吨，同比减少 0.41%。2025 年全国原煤累计产量为 487314.3 万吨，同比增加 2.69%，煤炭市场供应量整体较为充足，供应端利好支撑有限。但下游买货情绪不佳，基本以少量刚需采购为主，煤矿拉运情况一般，市场呈现供大于求格局，煤价缺乏利好支撑，整体呈现下行走势。

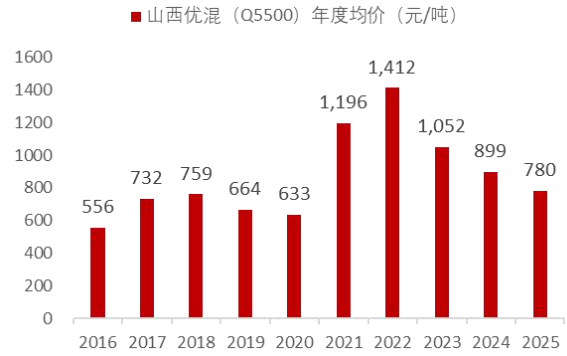
26Q1 动力煤市场价格涨跌互现，下游节后补库需求增加，带动煤价走势上行。

图 11：山西优混 Q5500 市场价走势

图 12：山西优混均价走势



资料来源：wind，山西证券研究所

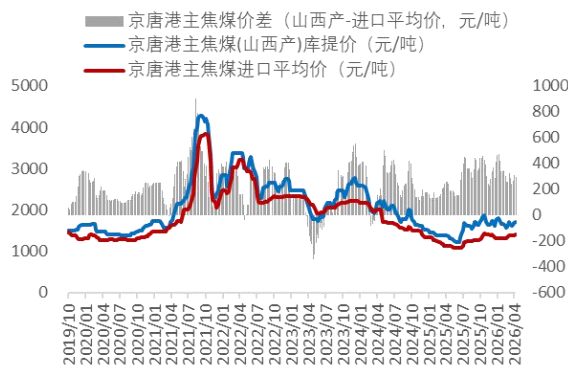


资料来源：wind，山西证券研究所

炼焦煤供需整体趋松，价格中枢明显降低。2025 年国内炼焦煤市场前三季度始终维持供应充足稳定的局面，四季度开始供应有所收缩，需求表现整体偏弱但有阶段性向好情况，炼焦煤市场价格自 2024 年起就始终处于下行状态，直至 2025 年 7 月，在各类利好因素支撑下强势反弹，涨至阶段性高位后，需求端实际支撑有限，市场价格仍有高位下滑的情况出现。根据百川，截止到 2025 年 12 月 31 日，国内炼焦煤参考价格为 1289 元/吨，较 2025 年初（2025 年 1 月 1 日炼焦煤市场均价 1398 元/吨）下跌 109 元/吨，跌幅 7.79%。

26Q1 国际冲突形势严峻，影响能源市场走势震荡，提振炼焦煤市场情绪，带动炼焦煤各类煤种价格宽幅拉涨。

图 13：2025 年炼焦煤内外贸价格及价差



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：2025 年炼焦煤价格中枢有所回落



资料来源：wind，山西证券研究所

焦炭成本坍塌，价格整体走低，利润维持偏低水平。2025 年天津港一级冶金焦价格均价为 1561.25 元/吨，同比变化-23.66%；受钢材量价下行影响，虽然炼焦煤价格同比下滑，但 2025

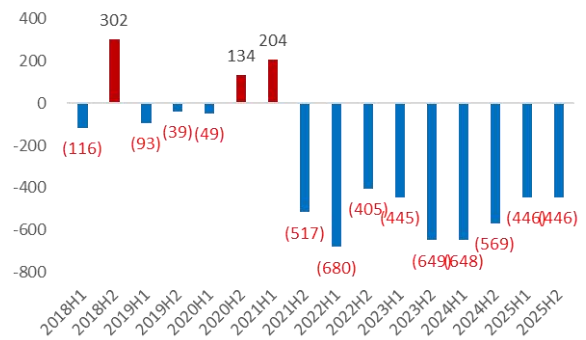
年焦炭行业利润仍然较差，我们测算的上半年拟合焦化厂利润为-445.73 元/吨，下半年-446.36 元/吨。在安全监管以及产量核查等政策影响下，焦煤供应整体增量不高，但多数时间处于偏宽松状态，25 年价格整体走弱，对焦炭价格支撑有限，但在行业反内卷叠加超产核查工作等政策支撑下，焦煤价格阶段性反弹，对焦炭价格略有支撑。

图 15：2025 年焦炭价格中枢回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：2025 年焦炭利润维持偏低水平



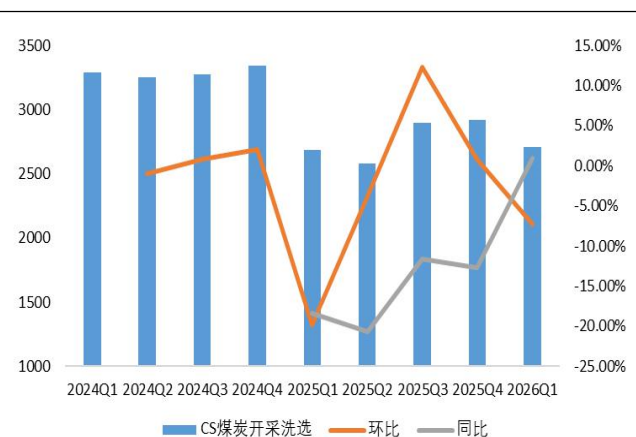
资料来源：wind，山西证券研究所

2. 2025 年报及 2026 一季报总结

2.1 2025 年及 2026Q1 板块归母净利同比回落

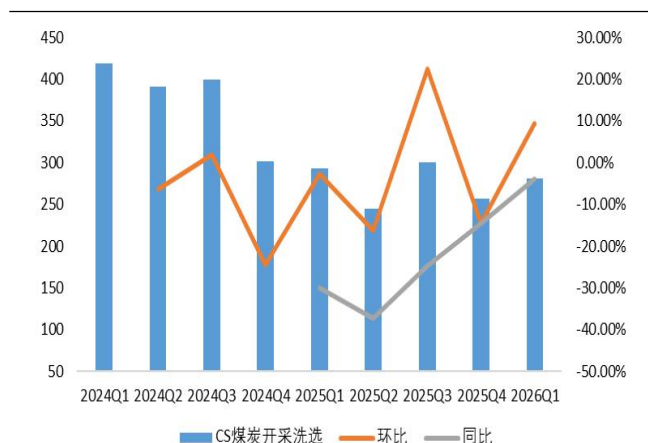
2025 年中信二级行业煤炭开采洗选板块上市公司合计收入 11082.81 亿元，同比-15.8%，实现合计归母净利 1095.99 亿元，同比-27.4%。业绩回落主要受煤价中枢走低影响。分季度来看，2025Q1、Q2、Q3、Q4 分别合计实现收入 2683.05、2580.87、2897.49、2921.41 亿元，同比分别-18.35%、-20.66%、-11.61%、-12.68%，环比分别-19.80%、-3.81%、+12.27%、+0.83%；实现归母净利润分别 293.06、245.42、300.45、257.05 亿元，同比分别变化-29.92%、-37.29%、-24.68%、-14.65%，环比分别-2.69%、-16.26%、+22.42%、-14.44%。2026 年以来，印尼煤炭配额限制、中东地缘因素等导致煤价回升，2026Q1 煤炭采选板块营收合计 2707.53 亿元，同比+0.91%，环比-7.32%；实现归母净利润合计 281.45 亿元，同比-3.96%，环比+9.49%。

图 17：2025 年单季度煤炭收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：2025 年单季度煤炭利润及增速

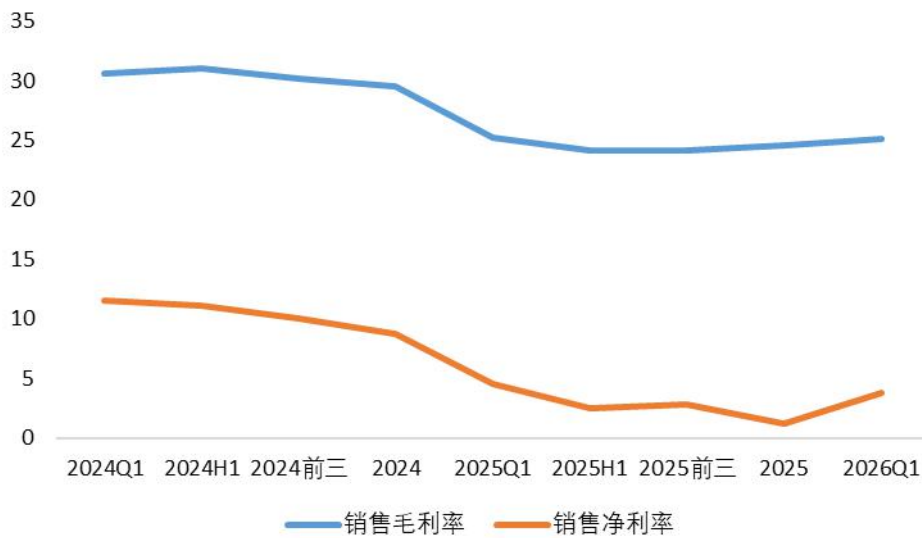


资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，受煤价影响，行业毛利率与净利率也有所降低。2025 年煤炭价格中枢继续回落，中信二级行业煤炭开采洗选板块整体销售毛利率 24.54%，同比下降 5.03 个百分点；销售净利率 1.19%，同比下降 7.55 个百分点。2026 Q1 煤炭采选板块盈利能力相对回落，行业整体销售毛利率 25.12%，同比降低 0.13 个百分点；销售净利率 3.73%，同比降低 0.77 个百分点。

图 19：2024-2025 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率



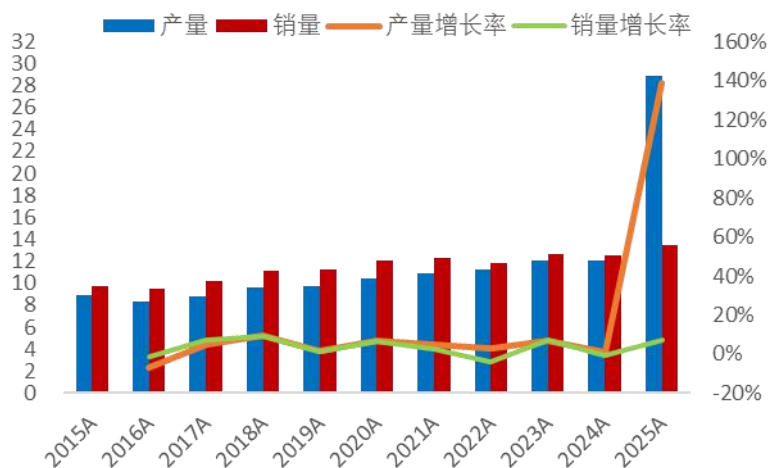


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 煤炭产量增加，价格回落吨煤毛利略降

2025年煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.46 亿吨，同比增长 3.14%；实现煤炭销量 12.57 亿吨，同比增长 0.05%。

图 20：2015-2025 年煤炭上市公司产、销量及增速

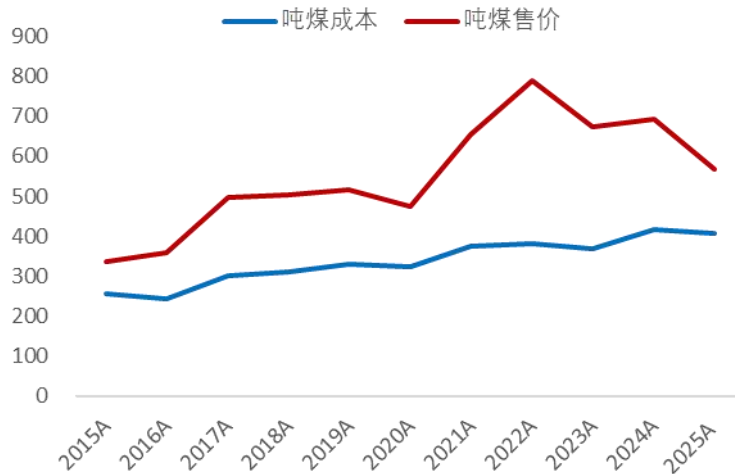


资料来源：wind，山西证券研究所

2025 年煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 581.78 元/吨，同比变化-16.01%；受行业供需影响，煤炭销售价格中枢明显降低。成本方面，受整体产量规模增速下降及煤炭开成

本相对刚性影响，2025年煤炭板块吨煤成本略降，全年平均417.25元/吨，同比变化+0.53%。

图 21：2015-2025 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本

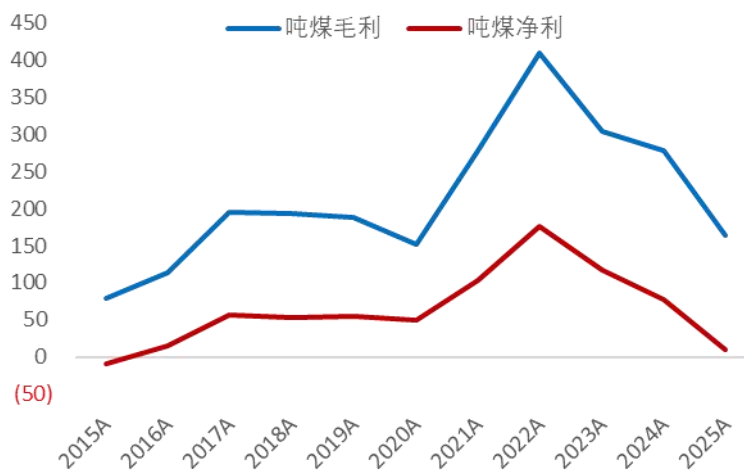


资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低

受煤价下行，但成本刚性影响，煤炭公司平均实现吨煤毛利有所降低，25家样本公司平均吨煤毛利（简单平均）为164.52元/吨，同比减少40.73%。25家煤炭上市公司平均吨煤净利润为10.61元/吨，同比减少86.21%。

图 22：2015-2025 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利

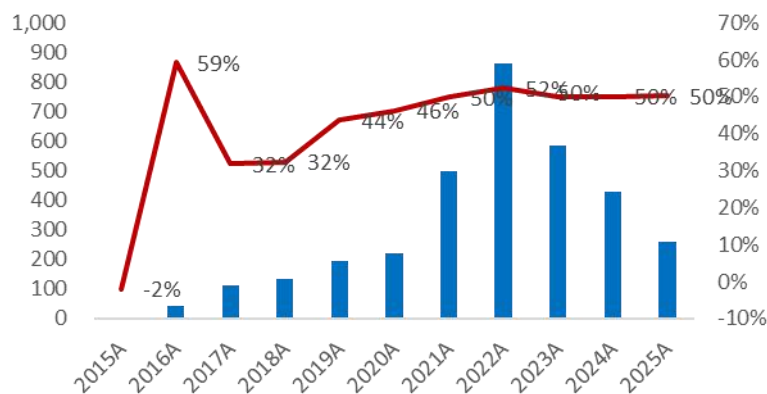


资料来源：wind，山西证券研究所

2.4 分红比例继续有所提高

近年来煤炭上市公司分红意愿及分红比例持续提升。2025 年 25 家样本公司合计分红金额（已宣告，含回购）671.69 亿元，同比减少 23.57%；分红总额占归母净利润的比例约为 64.41%，同比继续提高 3.59 个百分点。剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 258.29 亿元，同比降低 39.9%，分红比例约为 50.21%，同比提高 0.13 个百分点。

图 23：2015-2025 年煤炭上市公司分红金额及分红比例

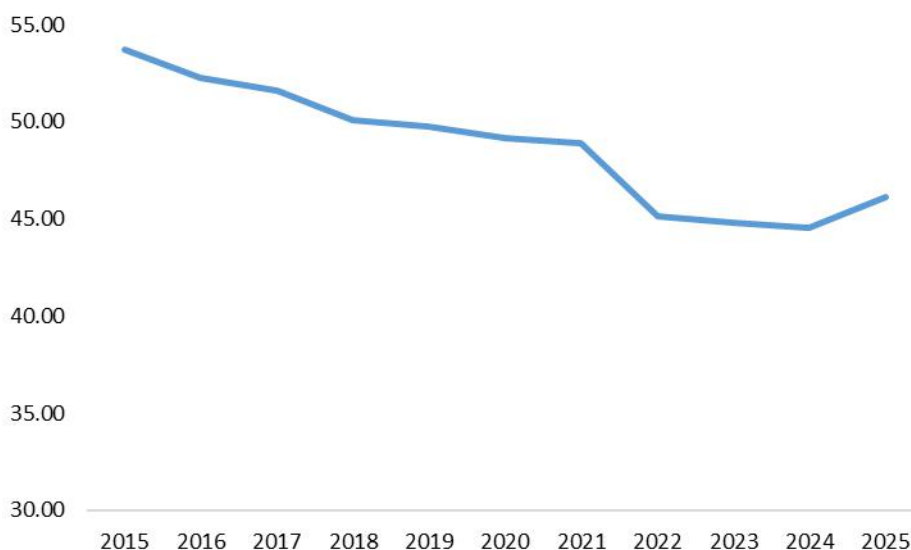


资料来源：wind，山西证券研究所

2.5 市场利率下行，资产负债表进一步修复

2025 年中信二级行业煤炭开采及洗选板块整体资产负债率 46.16%，同比增长 1.59 个百分点；2025Q1 板块整体资产负债率 46.44%，同比增加 2.34 个百分点。上市公司负债普遍在合理水平，但表现也有所分化，资源禀赋较差的公司负债率有所提高，头部企业则继续降低。截止 2026 年 3 月底，资产负债率仍在 70% 以上公司仅有郑州煤电（84.01%）、大有能源（80.22%）、盘江股份（75.25%）；分别同比+6.14、+9.61、+0.37 个百分点。头部如中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖矿能源等分别同比+5.32、+0.51、-1.7、-0.48 个百分点。

图 24：2011-2025 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 煤炭产销微增，25 营收及盈利普遍回落

2025 年煤炭上市公司产、销量微增，并购与产能释放驱动增长。产量增速稍缓、分化较为明显，大有能源、兖矿能源、陕西煤业及山煤国际等稳健增长，中煤能源小幅下滑，甘肃能化、淮北矿业及盘江股份降幅较大。

销量方面，华阳股份、大有能源增幅较大，新大洲 A、淮北矿业及开滦股份降幅较大。

表 2：2025 年煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨，%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2025A	2024A	YoY			2025A	2024A	YoY
中煤能源	动力煤	13510	13757	-1.80%	中煤能源	动力煤	13636	13763	-0.92%
中国神华	动力煤	33210	32710	1.53%	中国神华	动力煤	43090	45930	-6.18%
郑州煤电	动力煤	710	684	3.80%	郑州煤电	动力煤	702	690	1.74%
兰花科创	无烟煤	1444.16	1385.54	4.23%	兰花科创	无烟煤	1257.71	1257.02	0.05%
山西焦煤	炼焦煤	4687	4722	-0.74%	山西焦煤	炼焦煤	2672	2560	4.38%
新大洲 A	动力煤	280.2	240.39	16.56%	新大洲 A	动力煤	193.8	245.21	-20.97%
甘肃能化	动力煤	1662.92	1907.21	-12.81%	甘肃能化	动力煤	1589.84	1762.16	-9.78%
新集能源	动力煤	1975.82	1905.51	3.69%	新集能源	动力煤	1969.29	1887.2	4.35%
永泰能源	炼焦煤	1330.06	1368.01	-2.77%	永泰能源	炼焦煤	1336.4	1368.31	-2.33%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2025A	2024A	YoY			2025A	2024A	YoY
陕西煤业	动力煤	17488.9	17048.46	2.58%	陕西煤业	动力煤	25188.39	25843	-2.53%
兖矿能源	动力煤	18239.8	17162.2	6.28%	兖矿能源	动力煤	17122.6	16505	3.74%
冀中能源	炼焦煤	2681.79	2692.89	-0.41%	冀中能源	炼焦煤	2413.12	2425.43	-0.51%
上海能源	动力煤	809.79	858.16	-5.64%	上海能源	动力煤	542.74	566.11	-4.13%
平煤股份	炼焦煤	2481	2650.17	-6.38%	平煤股份	炼焦煤	2418.89	2641.1	-8.41%
恒源煤电	动力煤	1000.14	962.08	3.96%	恒源煤电	动力煤	770.83	757.15	1.81%
潞安环能	炼焦煤	5630	5757	-2.21%	潞安环能	炼焦煤	4956	5225	-5.15%
昊华能源	无烟煤	1843.26	1806.95	2.01%	昊华能源	无烟煤	1833.47	1809.62	1.32%
大有能源	动力煤	1089.44	968.06	12.54%	大有能源	动力煤	1076.71	953.37	12.94%
				%					
晋控煤业	动力煤	3528.93	3466.64	1.80%	晋控煤业	动力煤	2865.64	2996.65	-4.37%
盘江股份	炼焦煤	1008.79	1446	-30.24%	盘江股份	炼焦煤	795.53	784.19	1.45%
				%					
山煤国际	动力煤	3508.98	3297.89	6.40%	山煤国际	动力煤	2775.51	2673.36	3.82%
华阳股份	无烟煤	4161	3837	8.44%	华阳股份	无烟煤	3960.00	3554.00	11.42%
淮北矿业	炼焦煤	1738.38	2055.3	-15.42%	淮北矿业	炼焦煤	1331.11	1536.69	-13.38%
				%					
开滦股份	炼焦煤	891	914.83	-2.60%	开滦股份	炼焦煤	375.64	444.44	-15.48%

资料来源：wind，山西证券研究所

2025 年煤价中枢回落，煤炭上市公司营收普遍降低，同时由于成本刚性，成本无法随价格同幅度下降，因此煤炭上市公司盈利能力也普遍下滑。2026 年一季度随着国内经济稳步走出调整期，油价高位带动煤化工增长，同时印尼供给收缩预期，煤炭市场需求回暖，价格上行。

从营业总收入增长幅度来看，2025 年增幅为正的公司有兖矿能源、盘江股份；2026Q1 多家实现正增长。2025 年归母净利润为正且实现同比正增长的有盘江股份；2026Q1 多家上市公司利润实现正增长。

表 3：2025 年报及 2026Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位：亿元，%

公司	营业总收入				
	2025A	2024A	YoY	2026Q1	QoQ
中国神华	2,949.16	3,383.75	-12.84%	703.97	1.17%
陕西煤业	1,581.79	1,841.45	-14.10%	389.53	-3.01%
中煤能源	1,480.57	1,893.99	-21.83%	341.89	-10.95%
兖矿能源	1,449.33	1,391.24	4.17%	345.89	14.11%
淮北矿业	412.38	658.75	-37.40%	101.97	-3.80%
山西焦煤	371.55	452.90	-17.96%	88.61	-1.82%
潞安环能	278.20	358.50	-22.40%	72.63	4.24%

公司	营业总收入				
	2025A	2024A	YoY	2026Q1	QoQ
永泰能源	238.17	283.57	-16.01%	55.22	-2.10%
华阳股份	214.44	250.60	-14.43%	49.26	-15.33%
平煤股份	205.32	302.81	-32.20%	63.38	17.37%
山煤国际	204.72	295.61	-30.75%	49.68	30.02%
开滦股份	173.91	211.75	-17.87%	44.25	-1.98%
冀中能源	151.40	187.31	-19.17%	35.54	-11.70%
晋控煤业	131.09	150.33	-12.80%	30.46	25.66%
苏能股份	126.67	141.82	-10.68%	35.22	11.78%
新集能源	122.80	127.27	-3.51%	36.07	23.96%
盘江股份	97.62	89.00	9.68%	25.00	0.74%
兰花科创	81.42	116.97	-30.39%	24.10	9.94%
昊华能源	80.27	91.38	-12.16%	26.05	2.69%
甘肃能化	78.39	96.04	-18.38%	24.95	30.27%
上海能源	76.77	94.88	-19.09%	19.49	12.26%
恒源煤电	55.33	69.72	-20.65%	16.31	38.35%
大有能源	41.12	49.30	-16.59%	9.89	-8.06%
郑州煤电	35.52	42.05	-15.52%	7.33	-24.20%
新大洲 A	5.08	8.21	-38.10%	1.19	34.29%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2025 年报及 2026Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速

单位：亿元，%

公司	归母净利润				
	2025A	2024A	YoY	2026Q1	QoQ
中国神华	528.49	586.71	-9.92%	106.67	-10.73%
陕西煤业	167.65	223.60	-25.02%	42.10	-12.38%
中煤能源	178.84	193.23	-7.45%	38.44	-3.36%
兖矿能源	83.81	144.25	-41.90%	39.55	45.94%
淮北矿业	15.06	48.55	-68.98%	4.91	-29.00%
山西焦煤	12.01	31.08	-61.37%	8.08	18.62%
潞安环能	11.15	24.50	-54.47%	7.19	9.40%
永泰能源	2.09	15.61	-86.63%	0.62	21.09%
华阳股份	17.03	22.25	-23.45%	4.84	-18.98%
平煤股份	2.31	22.83	-89.87%	1.20	-20.85%
山煤国际	11.66	22.68	-48.58%	4.29	68.10%
开滦股份	-0.32	8.16	亏损	-1.09	亏损
冀中能源	6.13	12.08	-49.30%	1.11	-65.07%
晋控煤业	18.31	28.08	-34.78%	3.39	-33.90%

公司	归母净利润				
	2025A	2024A	YoY	2026Q1	QoQ
苏能股份	2.25	13.85	-83.74%	1.96	-3.04%
新集能源	21.36	23.93	-10.73%	5.48	3.08%
盘江股份	3.29	1.04	216.34%	0.45	-143.34%
兰花科创	-5.40	7.18	亏损	-0.27	亏损
昊华能源	5.12	10.37	-50.57%	3.20	15.64%
甘肃能化	-2.11	12.14	亏损	0.65	27.75%
上海能源	2.20	7.16	-69.20%	0.74	-29.28%
恒源煤电	-1.92	10.72	亏损	0.31	12.29%
大有能源	-20.16	-10.91	亏损	-3.69	亏损
郑州煤电	-9.27	2.83	亏损	06 -	亏损
新大洲 A	-1.53	-1.11	亏损	-0.33	亏损

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：关注度夏需求及厄尔尼诺阶段性影响

美伊冲突高不确定性对应高波动性，但油价短期难大幅下调。复苏期信号确认，煤炭 PPI 转正在即。煤价看涨，厄尔尼诺或将导致价格阶段性超预期，煤炭股有望迎来戴维斯双击。当前形势最利好海外产能布局的【兖矿能源】和与煤化工高度关联的【中煤能源】值得关注。另外，中国煤炭涉及能源安全命题，且 HALO 属性高，因此【淮北矿业】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【山煤国际】、【新集能源】、【陕西煤业】、【潞安环能】、【山西焦煤】、【兰花科创】、【盘江股份】等标的也具备较强配置价值。



5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

