

煤炭行业2025年四季度投资策略

底部明确，反弹可期

行业研究 · 行业投资策略

煤炭 · 煤炭

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳
0755-81982908
huruiyang@guosen.com.cn
S0980523060002

1. **从PE和PB变化看煤炭行业20年，把握板底部反转时机。**纵观煤炭板块PE与PB变化，可以发现，煤炭行业经过前期的高速发展期后，PE和PB均震荡下行。期间PE与PB有两次明显的分化。第一次在2014年-2017年中，主要系前期牛市拉动指数上涨，后期则是由于煤企自身利润不佳，导致PE较高。第二次在2024年中至今，前期是由于煤价下行、煤企利润不佳导致，但是2025年下半年煤价反弹后，煤企利润有望改善且四季度煤价具备向上弹性，叠加本轮市场转好后，煤炭板块表现明显弱于其他板块，且底部明确，看好板块四季度反弹。

2. **供给：降雨、查超产等影响下7/8月产量同比降低，预计全年产量微降。**7月全国原煤产量完成3.8亿吨，环比减量4000万吨（-9.5%），同比减少900万吨（-3.8%）；8月份，全国原煤产量完成3.9亿吨，同比减量约600万吨（-3.2%），环比增加900万吨（+2.5%）。经计算，2025年1-6月月均产量4.01亿吨，7-8月月均产量3.86亿吨，若此后全国安检维持7月份以来的水平，假设9-12月月均产量为3.86亿吨，则2025年全年原煤产量约47.1亿吨，同比-1.1%。分产区看，减量主要来自内蒙古和新疆，预计全年产量分别同比-3.7%、-4.6%。**7/8月进口量回升，预计全年降幅约16%。**7月，进口煤及褐煤3561万吨，同比减少22.9%，环比+7.8%；8月，进口煤及褐煤4274万吨，同比减少6.7%，环比+20%。1-6月月均煤炭进口量月3700万吨，7-8月月均煤炭进口量约3918万吨，有所回升，假设9-12月月均进口量3918万吨，则预计2025年全年进口量4.6亿吨，同比-15.8%，减量主要来自印尼煤。

3. **需求：冷冬预期增加，静待冬季需求释放。**分下游看，7、8月需求旺季全社会用电量两破万亿度，火电分别同比+4.3%、+1.7%，8月增速放缓主要系去年同期高基数。考虑到三季度高温因素及上年四季度基数偏低因素，中电联预计今年下半年用电量增速高于上半年，2025年全国全社会用电量同比增长5%-6%。此外，2025年秋冬或有双重拉尼娜天气发生，我国冷冬概率增加，利于11、12月冬季需求释放。**化工煤需求维持高位。**截至10月10日，2025年煤制PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比增加2.6%、增加12.9%、增加13.1%。1-9月，合成氨累计产量同比+9.0%，9月产量同比+2.7%。2025年周度日均铁水产量长时间维持240万吨以上的高位，截至10月10日2025年铁水日均产量同比+3.9%。四季度钢材出口量或受关税影响。下游需求疲软，水泥产量继续下滑。

4. **库存：各环节库存压力较上半年明显缓解，支撑煤价反弹。**中国主流港口库存为6043万吨，相比5月中旬高点下降1800多万吨，低于去年同期5.8%；煤企销售改善，库存下降，8月国内六大区域国有重点煤矿库存2423万吨，月环比-8.25%，年同比+0.48%，降至去年同期水平。电厂库存相比同期略高。**铁水产量维持高位，下游需求较好、炼焦煤库存高于去年同期；供需格局改善，港口库存明显低于去年同期。**

5. **价格：供应收缩预期抬高煤价底部，旺季需求释放或打开煤价上行空间。**动力煤方面，查超产继续实质性推进&安检进一步趋严，国庆节后煤价迅速止跌并反弹，反映供应收紧预期持续增强，抬高煤价底部，旺季需求释放或打开煤价上行空间。四季度煤价中枢有望看向750元/吨。焦煤方面，查超产扰动供给，关税、政策扰动需求，多空博弈，焦煤价格震荡运行。

6. **投资建议：二季度同时验证煤价、业绩底部，当前板块高PE低PB，处于周期性低谷，煤价上行或打开板块反弹空间。**推荐①弹性标的：兖矿能源、晋控煤业、山煤国际、淮北矿业等，②成长性标的：电投能源、华阳股份、新集能源，③中长期稳健型标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业，④煤机龙头天地科技等。

7. **风险提示：海外经济放缓；产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。**

- [01] 从PE和PB看煤炭行业20年，把握底部反转时机
- [02] 供给：查超产影响下7/8月产量同比降低，预计全年产量微降
- [03] 需求：冷冬预期增加，静待冬季需求释放
- [04] 库存：各环节库存压力较上半年明显缓解，支撑煤价反弹
- [05] 价格：供应收缩预期抬高煤价底部，旺季需求释放或打开上行空间

从PE、PB看煤炭行业20年，把握底部反转时机

■ 纵观煤炭板块PE与PB变化，可以发现，煤炭行业经过前期的高速发展期后，PE和PB均震荡下行。期间PE与PB有两次明显的分化：

- ✓ 2014年-2017年中：主要前期牛市拉动指数上涨，后期则是由于煤企自身利润不佳，导致PE较高。
- ✓ 2024年中至今：前期是由于煤价下行，煤企利润不佳，但是2025年下半年煤价反弹后，煤企利润有望改善且四季度煤价具备向上弹性，叠加本轮市场转好后，煤炭板块表现明显弱于其他，且底部明确，看好板块四季度反弹。

■ 20年煤炭板块变化梳理：

- ✓ 2005-2008年：下游需求快速增长，煤炭行业量价齐升，板块迎来戴维斯双击。
- ✓ 2008-2011年：2008年前期动力煤供应紧张，价格大幅上涨，导致电厂亏损，因此国家两次出台动力煤限价令调控市场，价格明显回落。金融危机发生后，需求回落，煤价下行。“四万亿”政策出台刺激经济增长，板块触底反弹。
- ✓ 2012-2015年：刺激政策潮退，GDP增速回落。前期建设的产能开始释放，市场供应宽松，煤价下行，煤企大幅亏损。2014年中-2015年中指数大幅上行主要系牛市带动。
- ✓ 2016-2020年：供给侧结构性改革拉开序幕，供需格局改善，煤价触底反弹后震荡。前期指数回落、但PE维持高位主要系煤企盈利能力较差，后期盈利改善，PE回落。
- ✓ 2021-2023年：疫后需求恢复&俄乌冲突等影响下，煤价大幅上涨，煤企业绩显著改善，随后煤价高位震荡，板块红利属性显现。
- ✓ 2024年中至今：新增产能释放、需求不及预期，供应偏宽格局渐显，2025Q2煤价、煤企业绩同步触底。2025年7月，国家能源局出台“查超产”政策，供应收缩预期持续增加，煤价触底反弹。

从PE和PB变化看煤炭行业20年

图：煤炭板块指数、PE、PB变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前板块高PE低PB，关注底部反转



表：各行业PE历史分位数对比

行业	PE (TTM)	历史分位数		
		2005年以来	2010年以来	2015年以来
计算机	93.6	96.8%	95.9%	94.0%
国防军工	87.4	81.0%	79.1%	73.0%
电子	72.6	88.9%	89.8%	93.2%
房地产	69.5	96.6%	99.8%	99.8%
综合	54.4	68.3%	73.5%	66.5%
传媒	47.6	56.6%	66.8%	77.0%
通信	46.0	75.2%	74.4%	69.2%
社会服务	43.9	42.5%	42.0%	39.6%
电力设备	41.7	61.9%	62.5%	60.3%
美容护理	41.5	57.7%	55.9%	58.5%
商贸零售	40.9	82.2%	86.3%	83.6%
钢铁	40.8	85.2%	82.8%	78.5%
医药生物	39.0	62.8%	64.2%	63.8%
机械设备	38.2	77.1%	76.6%	68.9%
汽车	31.3	83.6%	89.7%	87.8%
轻工制造	30.9	51.4%	49.5%	69.0%
建筑材料	30.1	67.5%	79.2%	77.8%
基础化工	29.9	68.4%	70.0%	68.0%
有色金属	27.8	34.0%	28.1%	38.9%
纺织服饰	27.4	56.3%	58.8%	57.4%
环保	27.4	42.7%	47.5%	68.3%
食品饮料	21.1	13.4%	17.6%	8.1%
公用事业	19.9	30.7%	33.9%	34.7%
石油石化	18.9	53.6%	60.1%	62.9%
农林牧渔	18.7	6.1%	8.0%	11.8%
交通运输	16.8	40.1%	48.3%	43.0%
煤炭	16.1	64.7%	70.5%	75.2%
非银金融	14.9	19.6%	24.4%	35.0%
家用电器	14.6	30.2%	37.5%	30.9%
建筑装饰	12.4	43.8%	57.5%	67.8%
银行	6.1	28.1%	36.9%	34.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：表中标红历史分位数小于煤炭板块，标绿为大于煤炭板块

表：各行业PB历史分位数对比

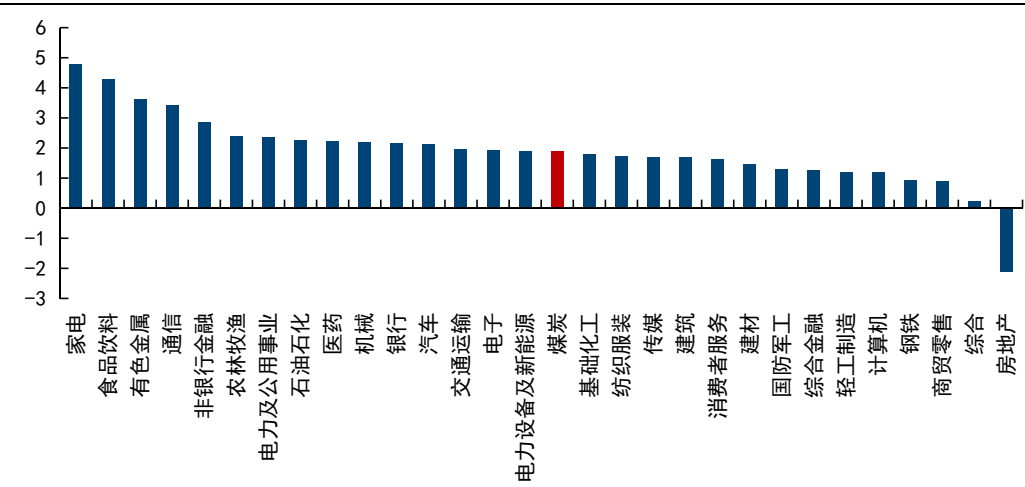
行业	PB_LF	历史分位数		
		2005年以来	2010年以来	2015年以来
电子	5.2	98.3%	98.8%	98.5%
计算机	4.7	74.6%	73.3%	77.6%
通信	4.3	95.3%	96.0%	94.1%
食品饮料	4.1	25.6%	21.7%	15.0%
国防军工	4.1	79.9%	85.7%	89.0%
美容护理	3.5	40.7%	27.6%	36.1%
有色金属	3.3	66.0%	70.5%	82.9%
电力设备	3.3	49.6%	56.0%	54.0%
传媒	3.2	48.0%	54.5%	72.7%
机械设备	3.1	71.8%	79.4%	85.2%
医药生物	3.0	22.3%	16.1%	23.6%
社会服务	3.0	19.9%	14.6%	15.8%
汽车	2.8	80.4%	86.2%	93.6%
农林牧渔	2.6	21.0%	14.3%	20.0%
家用电器	2.5	40.8%	36.8%	25.6%
综合	2.3	42.9%	43.1%	62.3%
基础化工	2.2	35.6%	34.6%	42.0%
商贸零售	2.0	36.4%	40.5%	54.0%
轻工制造	2.0	38.8%	35.6%	41.0%
纺织服饰	1.9	39.8%	39.0%	51.6%
公用事业	1.7	31.8%	39.8%	57.2%
环保	1.7	24.0%	28.9%	42.3%
非银金融	1.4	16.4%	21.5%	31.6%
建筑材料	1.4	10.1%	12.9%	18.9%
交通运输	1.3	16.5%	21.7%	19.4%
煤炭	1.3	27.0%	35.3%	42.7%
石油石化	1.3	8.0%	10.5%	15.4%
钢铁	1.2	46.8%	54.0%	51.4%
房地产	0.9	12.5%	16.5%	24.1%
建筑装饰	0.8	9.8%	12.9%	18.9%
银行	0.5	11.0%	14.5%	21.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：表中标红历史分位数小于煤炭板块，标绿为大于煤炭板块

- 从PE历史分位数来看，当前PE处于2005年以来大概65%分位数的位置，但PB仅处于2005年以来大概27%分位数的位置，板块高PE低PB。说明板块处于周期性低谷。
- 年初以来，煤炭板块跌幅0.5%，位于所有行业第二。2025Q2业绩、煤价底部均已探明，下跌空间有限。若煤价上行将打开板块反弹空间。

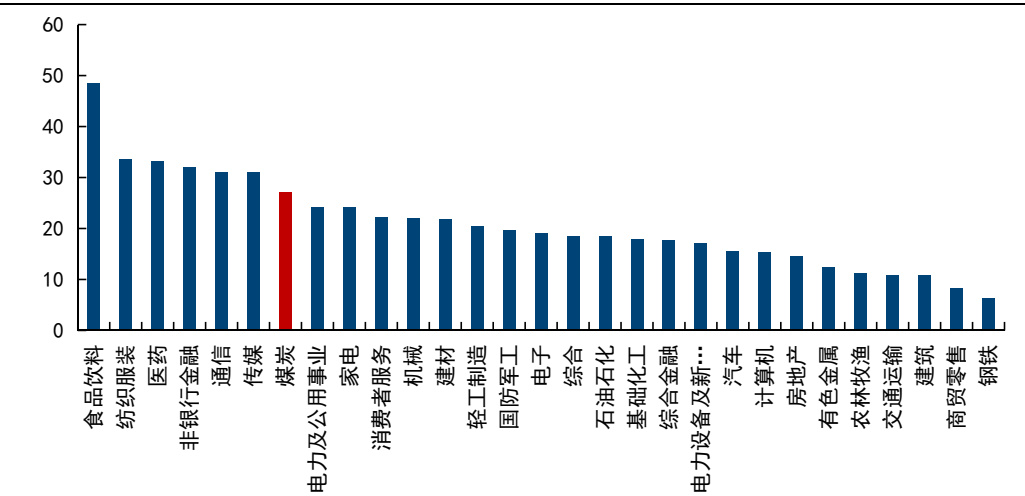
2025Q2验证业绩底部

图：2025Q2板块间ROE比较（%）



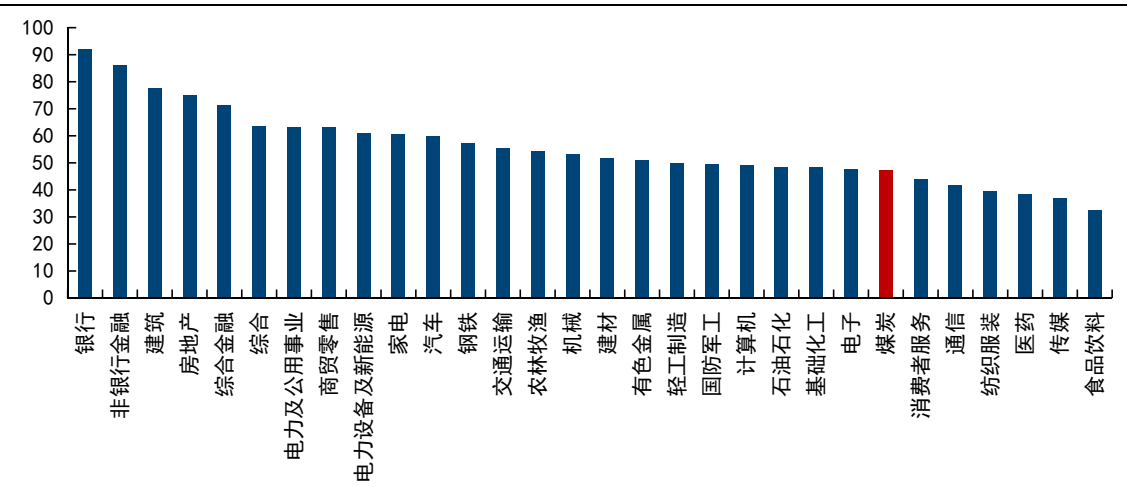
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025Q2板块间销售毛利率比较（%）



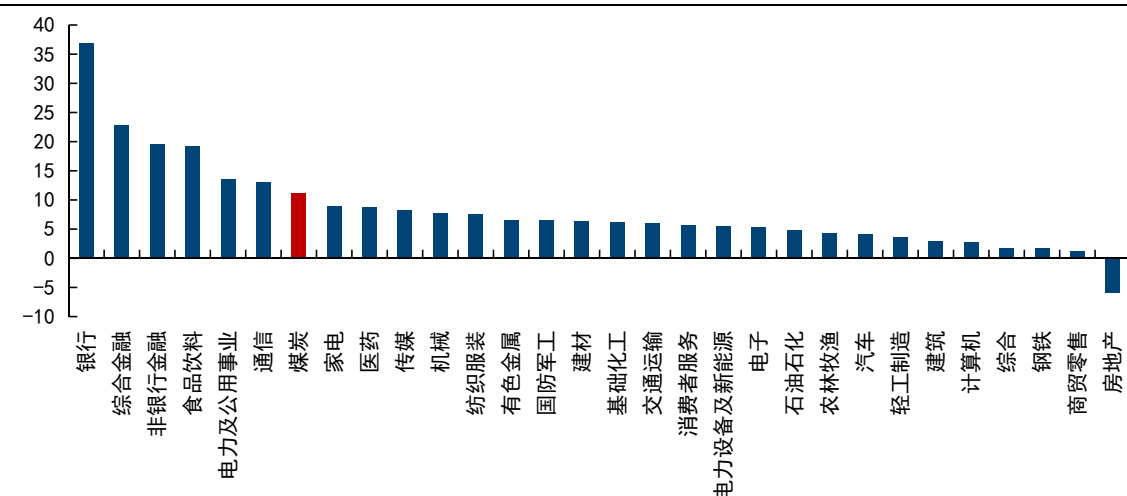
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025Q2板块资产负债率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025Q2板块间销售净利率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供给：查超产影响下7/8月产量同比降低，预计全年产量微降

产量|降雨、查超产影响下7/8月产量同比下滑，预计全年产量微降

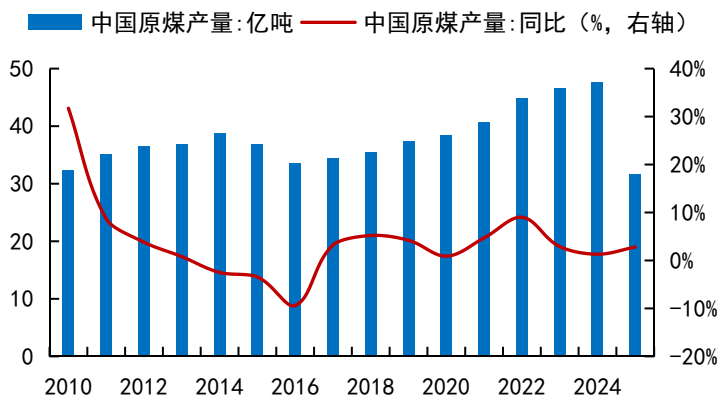


■ 受降雨、查超产等的影响，7/8月旺季产量同比降低；下半年产量或维持较低水平。

✓ 2025年1-8月，全国原煤产量累计完成31.7亿吨，同比增加2.8%。其中，2025年7月全国原煤产量完成3.8亿吨，环比减量4000万吨（-9.5%），同比减少900万吨（-3.8%）；8月份，全国原煤产量完成3.9亿吨，同比减量约600万吨（-3.2%），环比增加900万吨（+2.5%）。

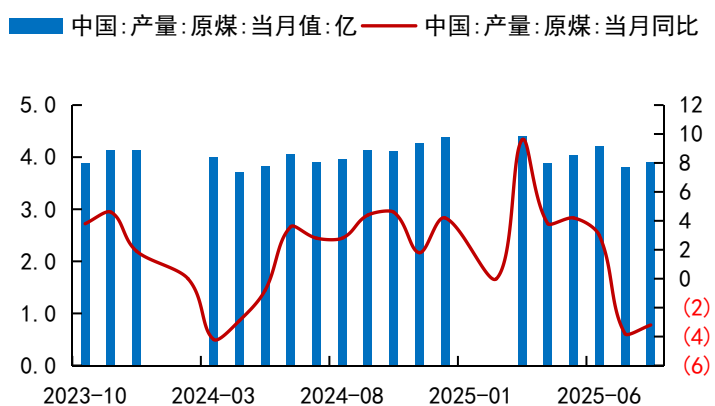
✓ 预计2025年全国原煤产量在47.1亿吨左右，同比减少5100万吨（-1.1%）。经计算，2025年1-6月月均产量4.01亿吨，7-8月月均产量3.86亿吨，若之后全国安检维持7月份以来的相似水平，假设9-12月月均产量为3.86亿吨，则2025年全年原煤产量约47.1亿吨，同比-1.1%。

图：中国原煤累计产量情况（亿吨；%）



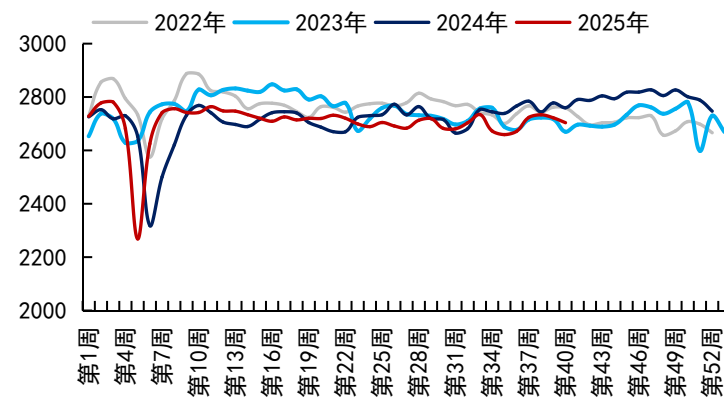
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国原煤单月产量情况（亿吨；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：晋陕蒙442家样本煤矿产量（万吨）

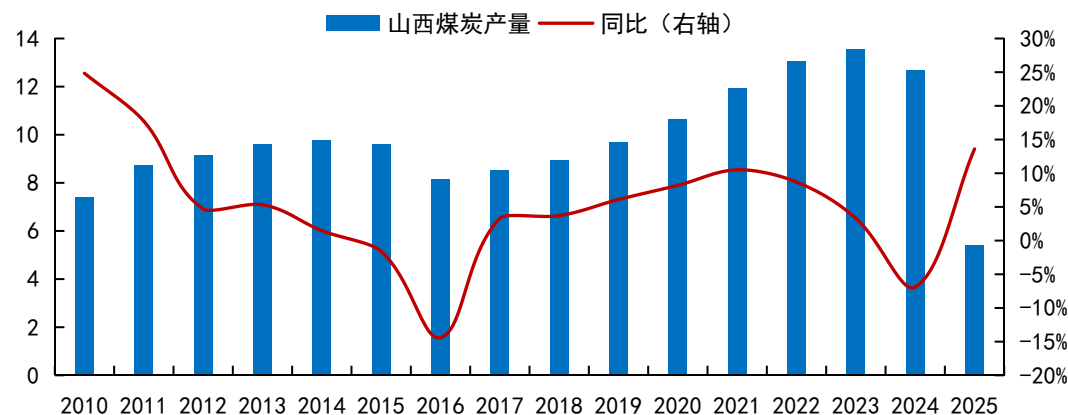


资料来源：煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

产量 | 1-8月除内蒙古外，主产地产量均有所增加

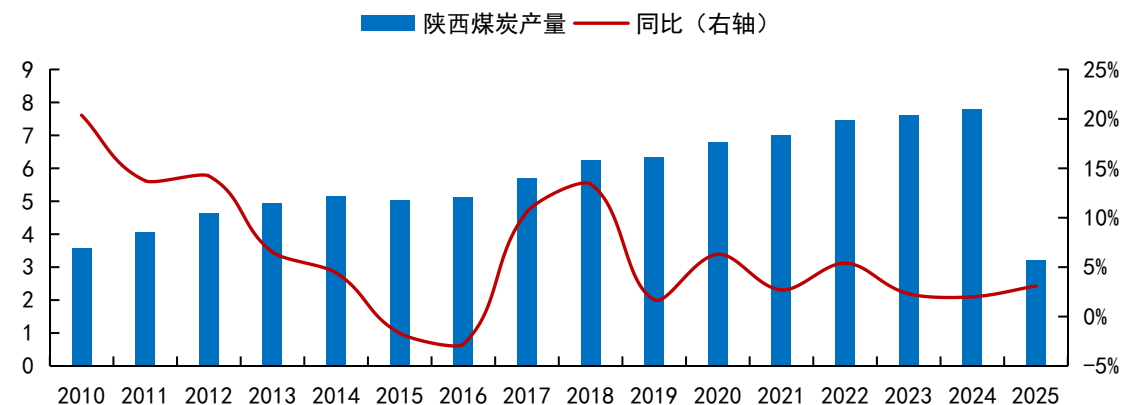
分产地看，2024年1-8月，山西、陕西、内蒙古、新疆累计生产原煤分别为8.6、5.2、8.4、3.6亿吨，同比变化分别为+5.2%、+2.2%、-0.3%、+5.6%。

图：山西煤炭产量及增速（亿吨）



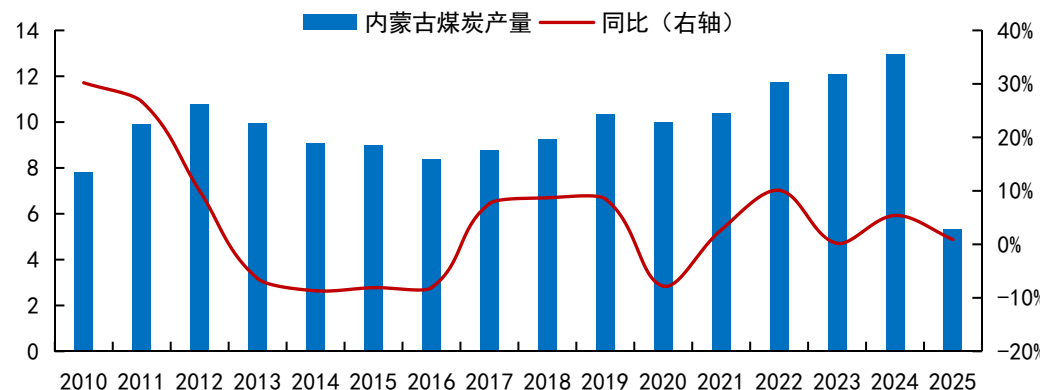
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：陕西煤炭产量及增速（亿吨）



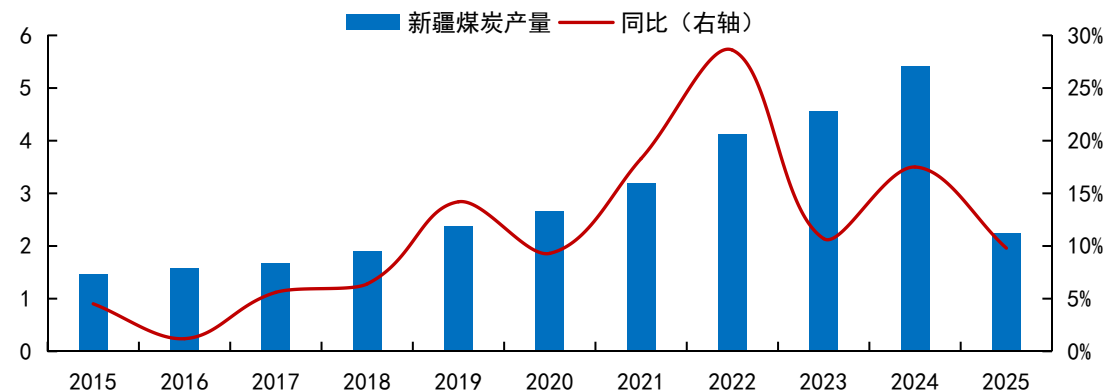
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：内蒙古煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：新疆煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

产量 | 查超产政策下，预计内蒙古、新疆全年减量

分地区看：新疆、内蒙古产区是极端天气或查超产影响较大的区域。

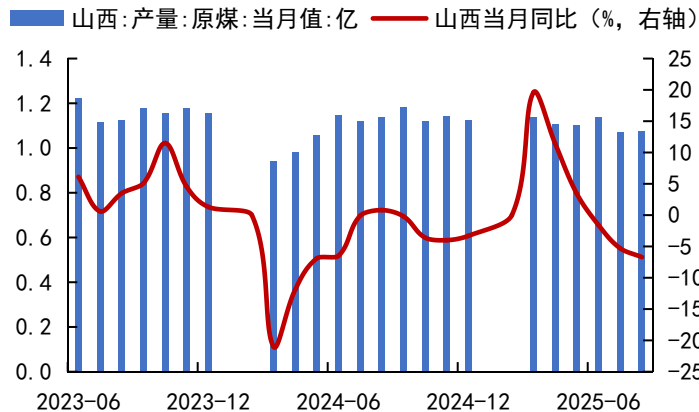
✓ 预计山西全年产量+2.2%。山西1-6月月均产量1.09亿吨，7-8月月均产量1.07亿吨，同比降低约100万吨，假设9-12月月均产量维持1.07亿吨，则2025年全年产量预计13.0亿吨，同比+2.2%。

✓ 预计陕西全年产量+0.7%。陕西1-6月月均产量0.65亿吨，7-8月月均产量0.66亿吨，同比增加约100万吨，假设9-12月月均产量维持0.66亿吨，则2025年全年产量预计7.9亿吨，同比+0.7%。

✓ 预计内蒙古全年产量-3.7%。内蒙古1-6月月均产量1.07亿吨，7-8月月均产量1.02亿吨，同比降低约500万吨，假设9-12月月均产量维持1.02亿吨，则2025年全年产量预计12.5亿吨，同比-3.7%。

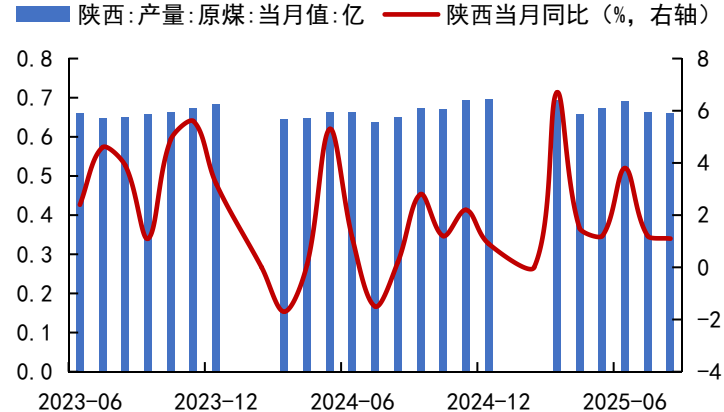
✓ 预计新疆全年产量-4.6%。新疆1-6月月均产量0.46亿吨，7-8月月均产量0.4亿吨，同比降低约700万吨，假设9-12月月均产量维持0.4亿吨，则2025年全年产量预计5.2亿吨，同比-4.6%。

图：山西煤炭产量及增速（亿吨）



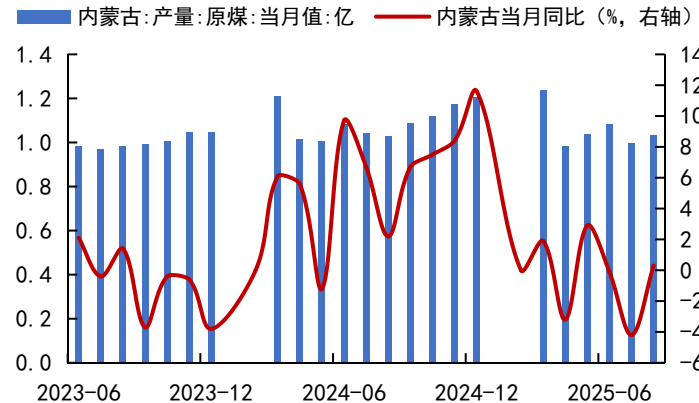
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：陕西煤炭产量及增速（亿吨）



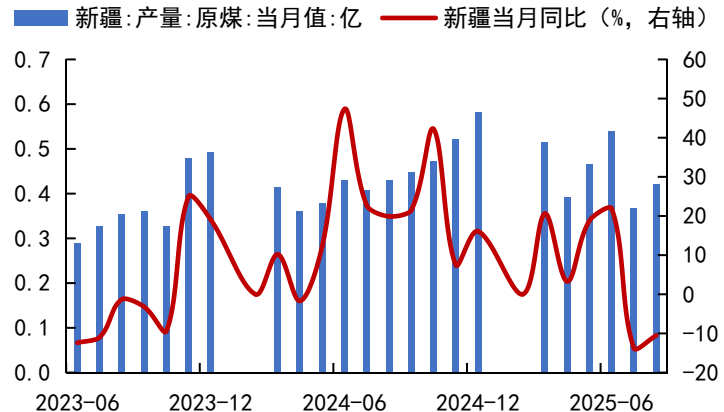
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：内蒙古煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：新疆煤炭产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口|7/8月进口量回升，预计全年降幅约16%

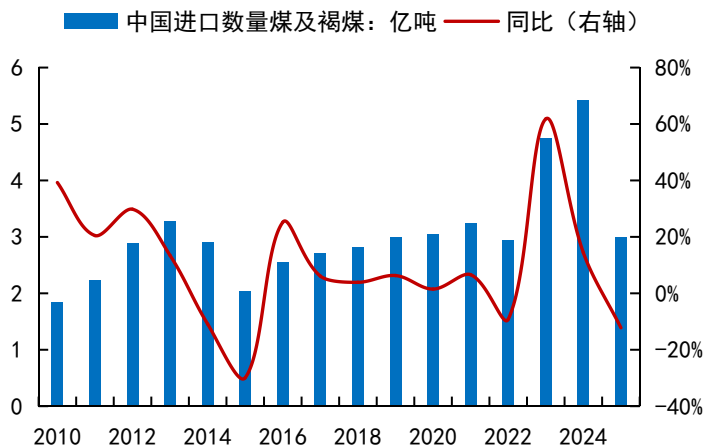
2025年下半年，随着国内需求释放、内贸煤价格上涨，进口煤重现价格优势，7/8月进口量环比均有回升，同比降幅收窄。1-8月，国内进口煤及褐煤3亿吨，同比减少12.2%；其中7月，进口煤及褐煤3561万吨，同比减少22.9%，环比+7.8%；8月，进口煤及褐煤4274万吨，同比减少6.7%，环比+20%。

分煤种看，1-8月，进口炼焦煤7264万吨，同比减少7.5%；进口动力煤22729.7万吨，同比减少13.6%。

分地区看，1-8月印尼煤减量最大，俄、澳、蒙煤进口小幅减少。1-8月，印尼、俄罗斯、澳大利亚、蒙古进口煤分别为12176万吨、5953万吨、4889万吨、5263万吨，分别同比减少2544万吨、减少356万吨、减少113万吨、减少120万吨，占比分别为40.6%、19.8%、16.3%、17.5%。

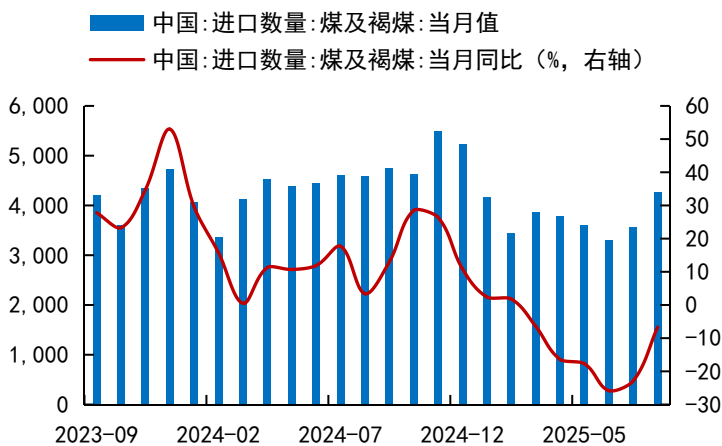
全年进口量预计同比下降约16%。1-6月月均煤炭进口量月3700万吨，7-8月月均煤炭进口量约3918万吨，综合考虑内贸煤价格水平，假设9-12月月均煤炭进口量为3918万吨，则2025年全年进口量预计4.6亿吨，同比-15.8%。

图：中国煤炭进口情况



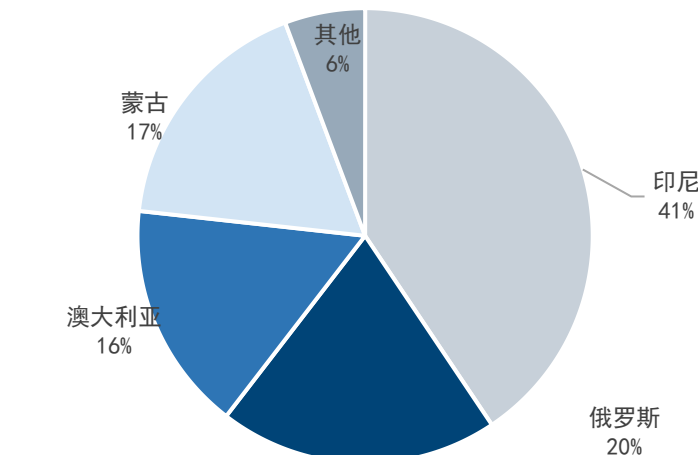
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国煤炭当月进口数量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：进口煤占比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口|减量主要来自印尼煤

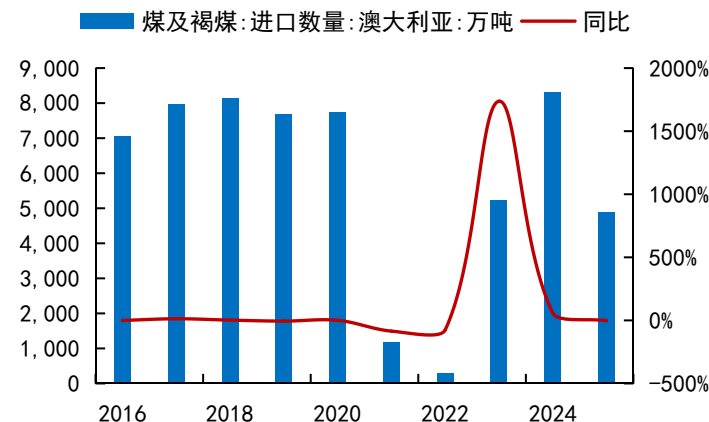
- ✓ **印尼：1-8月累计进口同比-17.3%，预计全年或减量5000-6000万吨。**印尼政府于8月底解除煤炭及矿物销售必须遵循政府基准价底线的规定，赋予出口商更大定价灵活性，有利于增强印尼煤在国际市场的竞争力。7-8月印尼煤进口量明显增加。截至9月底，低卡印尼煤仍有20元左右的价格优势，但已不显著。
- ✓ **澳大利亚：1-8月累计进口同比-2.3%，考虑去年四季度基数较高，预计全年进口量下滑10%左右（约1000万吨）。**1-8月焦煤累计进口461万吨，同比+1.0%，动力煤累计进口0.44亿吨，同比-2.6%。7/8月进口量增长主要来自动力煤。上半年受天气和矿难等的影响，澳大利亚煤炭生产受限，下半年有望逐步修复。
- ✓ **蒙古：1-8月累计进口同比-2.2%，预计全年进口量同比基本持平。**1-8月焦煤累计进口3575万吨，同比-9%，动力煤累计进口0.17亿吨，同比+16.1%。6月份以来，随着国内焦煤价格走强、价格优势显现，焦煤进口量明显回升。
- ✓ **俄罗斯：1-8月累计进口同比-5.6%，预计全年进口量小个位数降低。**1-8月焦煤累计进口2083万吨，同比+1.2%，动力煤累计进口0.39亿吨，同比-8.9%。西方制裁、高昂的物流成本以及全球需求减缓是造成俄罗斯煤企大面积亏损、煤炭产量减少的主要原因。

图：中国进口煤及增速-印尼



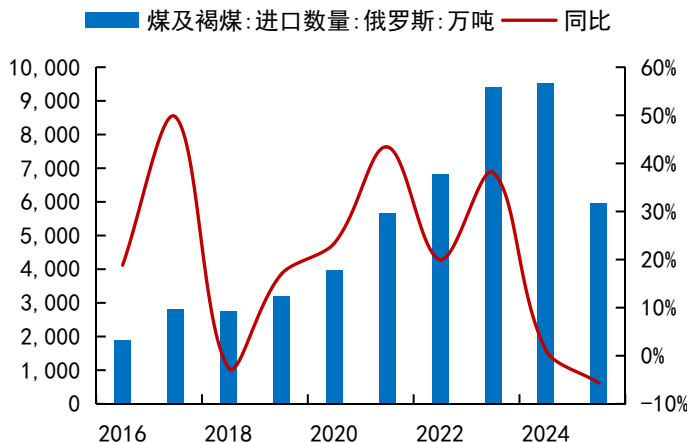
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国进口煤及增速-澳大利亚



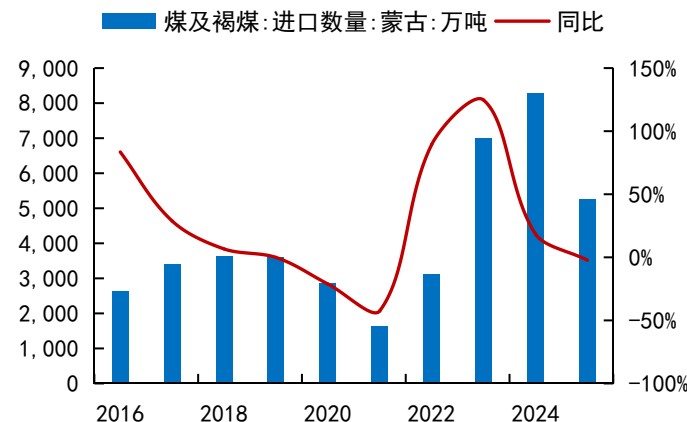
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国进口煤及增速-俄罗斯



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

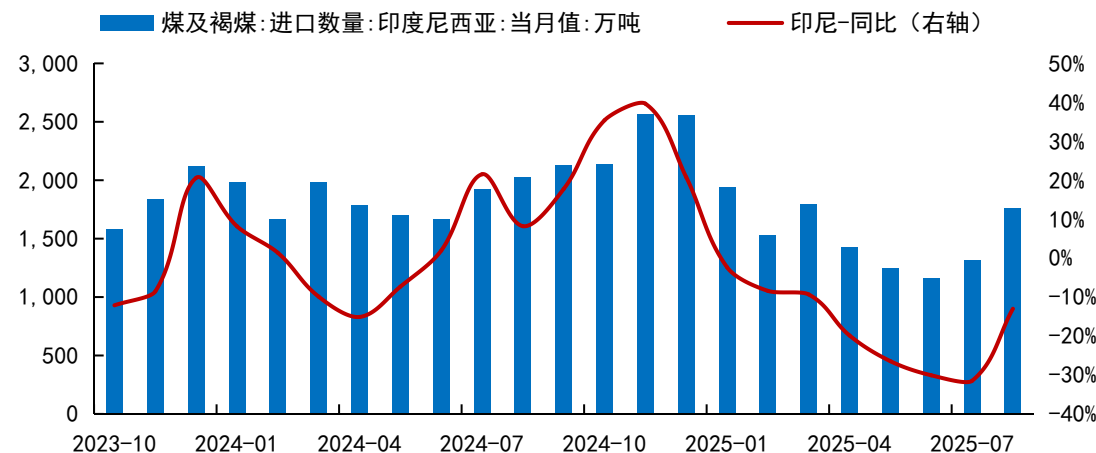
图：中国进口煤及增速-蒙古



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

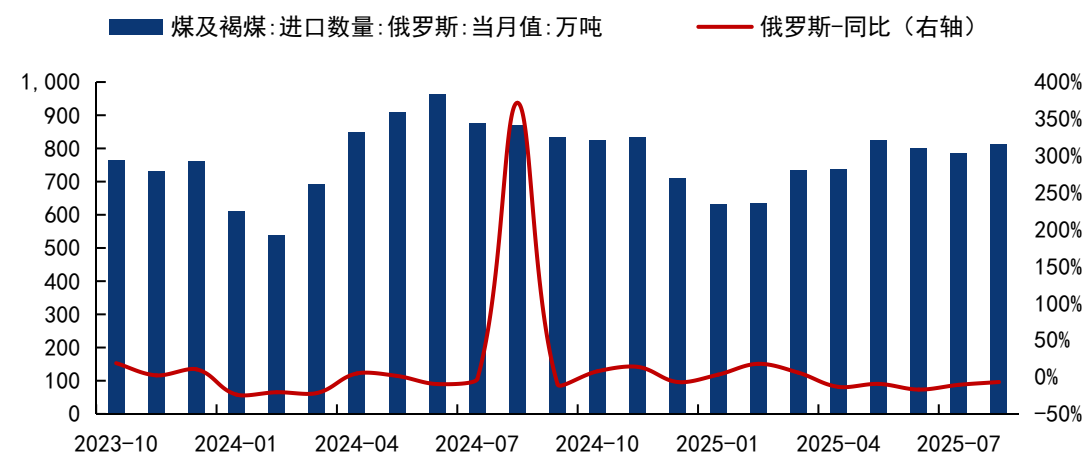
供给|进口：印尼煤、蒙煤、澳煤进口量环比明显改善

图：中国进口煤及增速-印尼



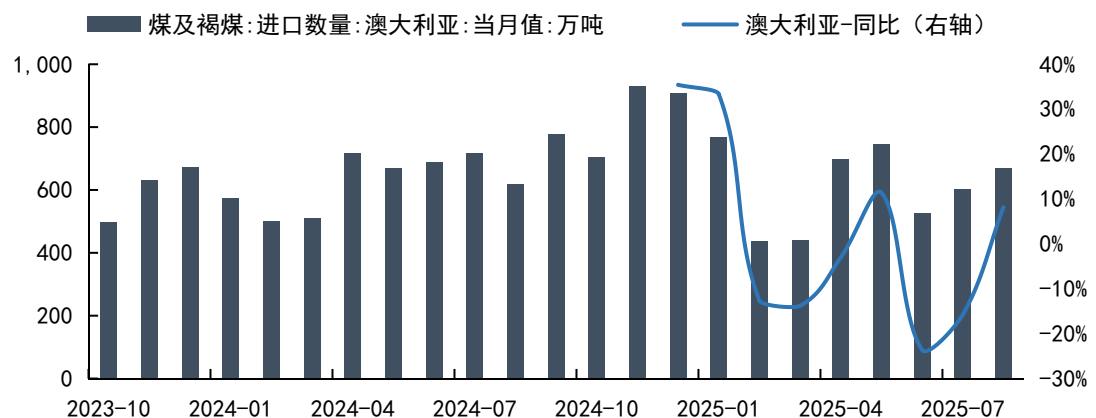
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国进口煤及增速-俄罗斯



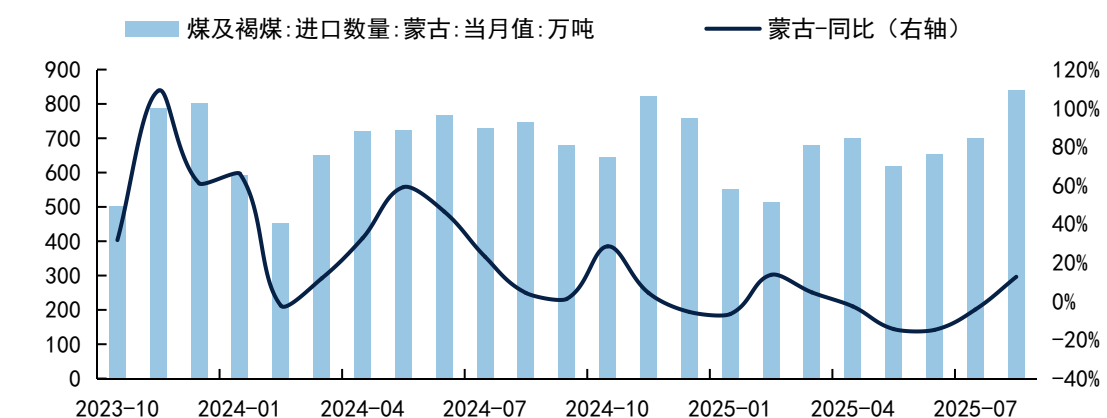
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国进口煤及增速-澳大利亚



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国进口煤及增速-蒙古



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求：冷冬预期增加，静待需求释放

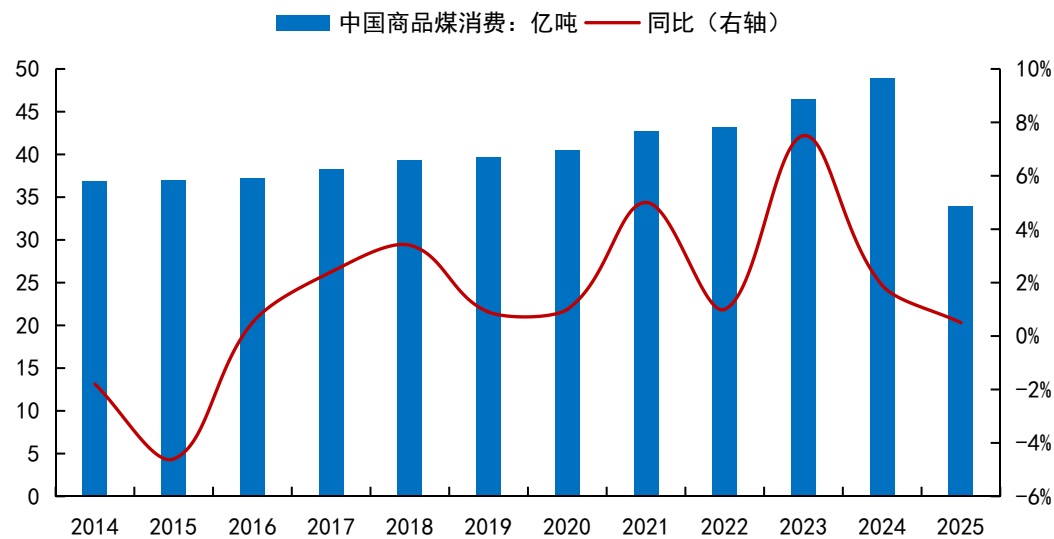
需求 | 高基数影响下8月耗煤同比负增长，静待冬季需求释放

8月受去年同期高基数的影响，商品煤消费同比负增长。分下游行业看，火电虽环比增加、但同比增速放缓，化工煤保持旺盛需求，铁水产量维持高位，水泥需求不佳。1-8月，全国商品煤消费量为33.9亿吨，同比增加0.5%；其中8月，全国商品煤消费量为4.6亿吨，同比减少0.8%。

展望四季度，金九银十&节后北方逐渐开始冬储，需求有支撑；今年或发生双重拉尼娜天气，我国冷冬概率增加，利于11、12月冬季需求释放

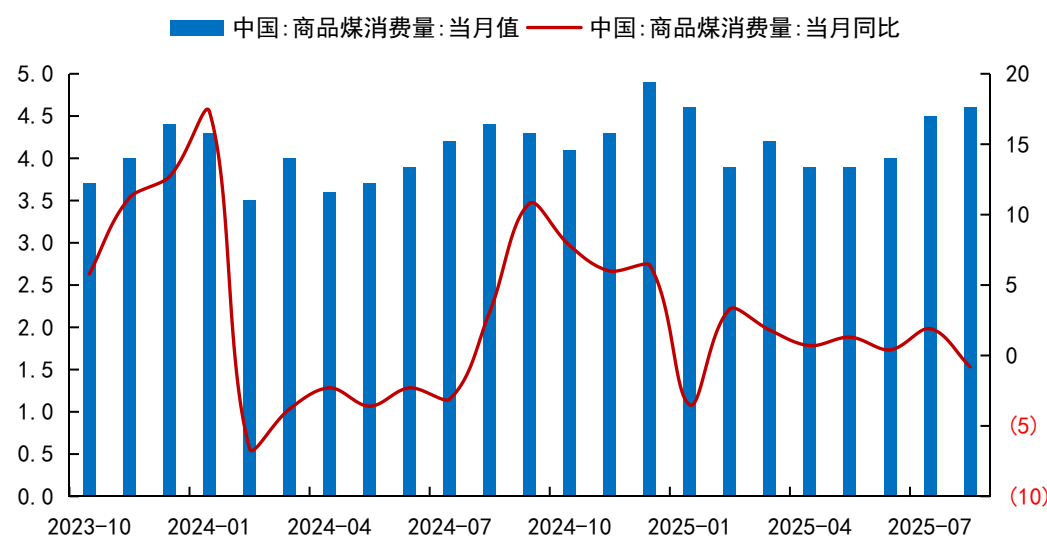
✓ 美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测2025年10-12月之间拉尼娜现象的概率高达71%；进入冬季（2025年12月-2026年2月）拉尼娜现象概率虽有回落，但仍有54%的可能性持续存在。我国冷冬概率增加。

图：中国商品煤累计消费量及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国商品煤单月消费量及增速（亿吨；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|电力：月用电量二破万亿度，预计全年用电量同比+5%~6%



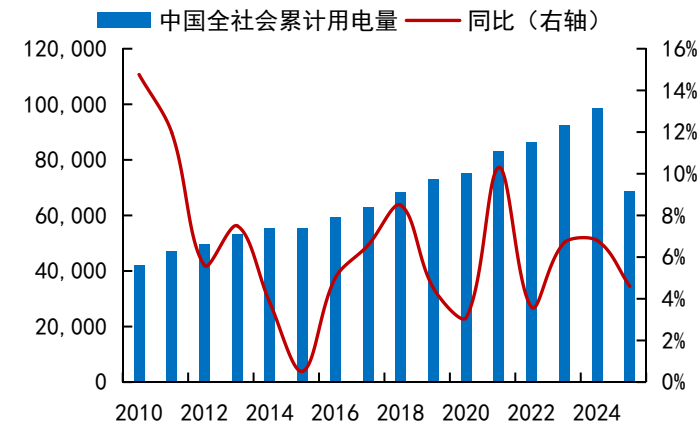
■ 2025年上半年，受闰年因素以及冬季气温偏暖等的影响，全社会用电量低增长。1-6月，全社会用电量同比增加3.7%，分产业看，第一产业、第二产业、第三产业、城乡居民生活用电量分别同比增加8.7%、增加2.4%、增加7.1%、增加4.9%。

■ 高温&宏观经济回暖，7、8月需求旺季用电量二破万亿度。进入暑期旺季后，我国多轮高温过境，第三产业和居民用电量快速增加；此外，在国家“两新”“两重”促消费以及“反内卷”稳工业增长等一系列政策拉动下，宏观经济保持回暖态势，第二产业用电量环比提升显著。

✓ 1-8月，全社会用电量68788亿千瓦时，同比增加4.6%；其中7月全社会用电量10226亿千瓦时（+8.6%），8月全社会用电量10154亿千瓦时（+5.0%）。分产业看，1-8月，第一产业、第二产业、第三产业、城乡居民生活用电量分别同比增加10.6%、增加3.1%、增加7.7%、增加6.6%。

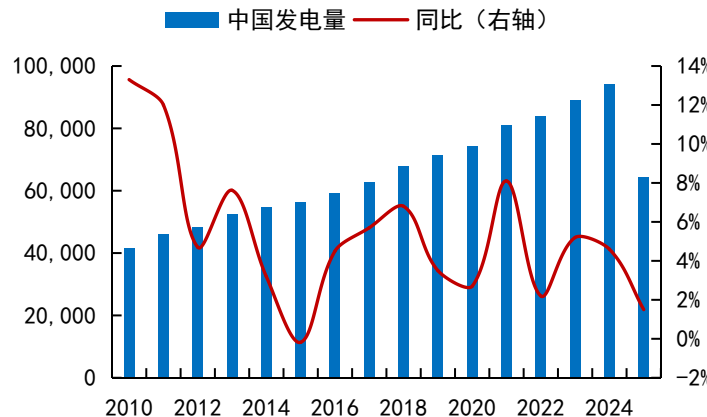
■ 考虑到三季度高温因素及上年四季度基数偏低因素，中电联预计今年下半年用电量增速高于上半年，2025年全国全社会用电量同比增长5%-6%。

图：全社会用电量及同比增速（亿千瓦时，%）



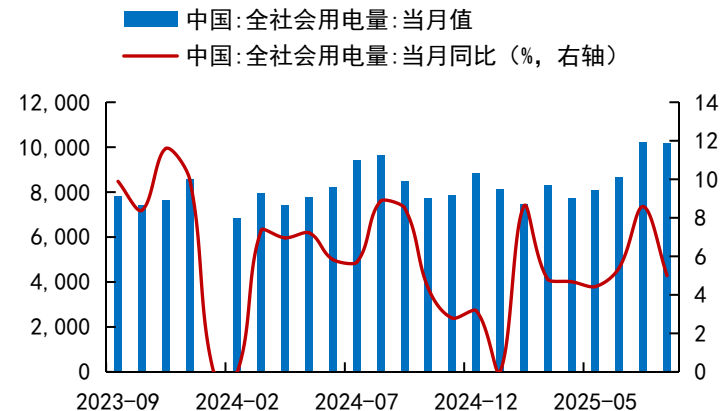
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全社会规上发电量及同比增速（亿千瓦时，%）



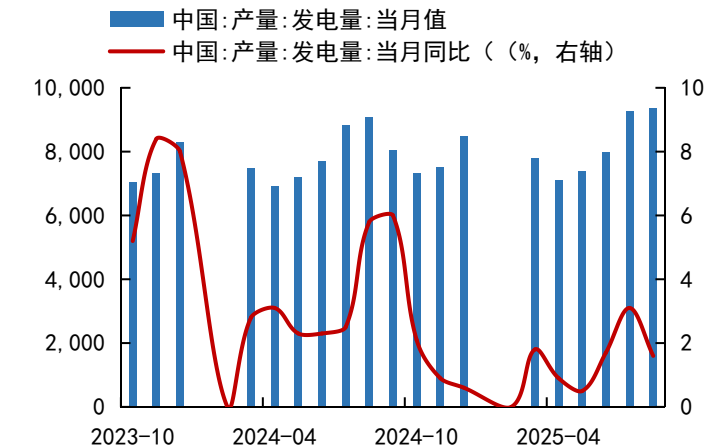
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全社会单月用电量及同比增速（亿千瓦时，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全社会规上单月发电量及同比增速（亿千瓦时，%）



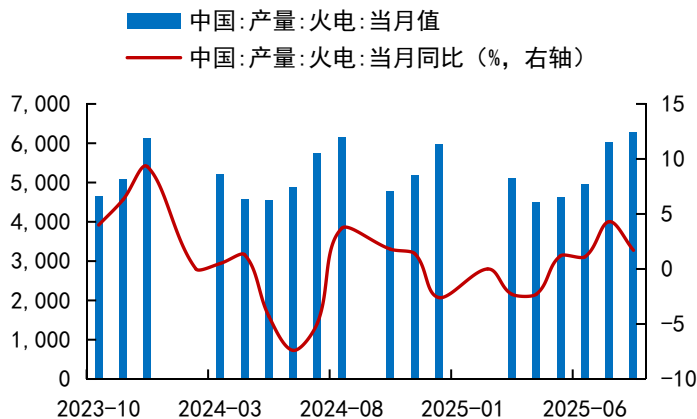
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|电力：新能源增长显著，火电全年有望转正

1-8月全社会规上发电量64193亿千瓦时，同比增加1.5%；分品种看，火电、水电、风电、核电、太阳能发电量分别同比-0.8%、-5.5%、+11.6%、+10.1%、+23.4%。

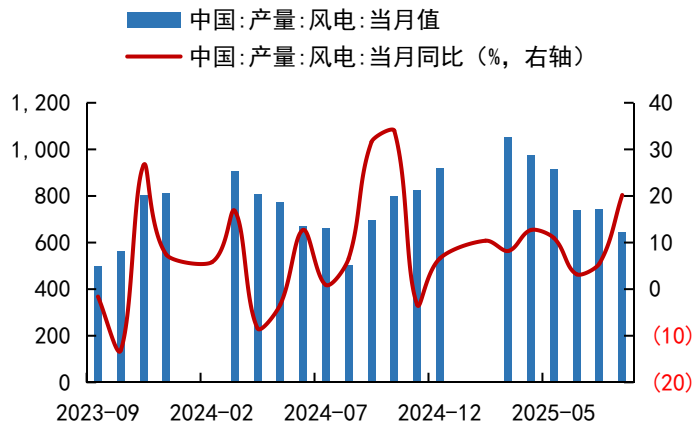
- ✓ **火电**：发电量受新能源冲击明显，去年四季度基数较低，全年同比有望转正。受上半年全社会用电量低增速&新能源快速增长的影响，1-6月火电累计同比-2.4%，7月进入用电旺季后，发电量快速增长，7/8月分别环比增长22%、4.2%，8月发电量创历史新高。
- ✓ **水电**：单月波动明显，全年难超去年高位。受去年旺季来水基数较高的影响，1-8月水电明显回落，但8月中下旬起来水明显高于去年同期水平。
- ✓ **新能源发电**：保持较快速度增长，在总发电中占比从2020年的7.4%快速提高至2025年1-8月的16.9%。

图：火力当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



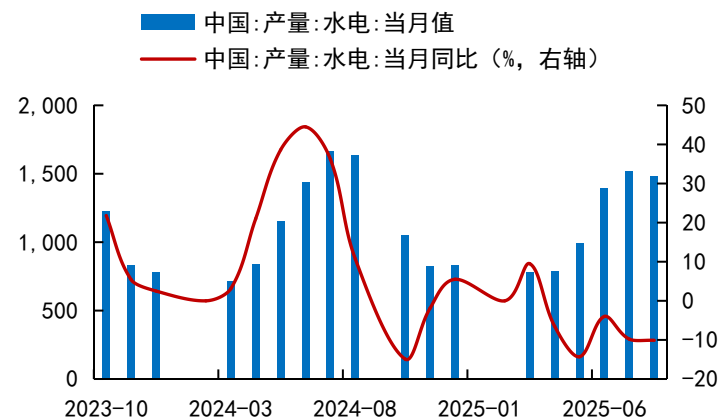
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：风力当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



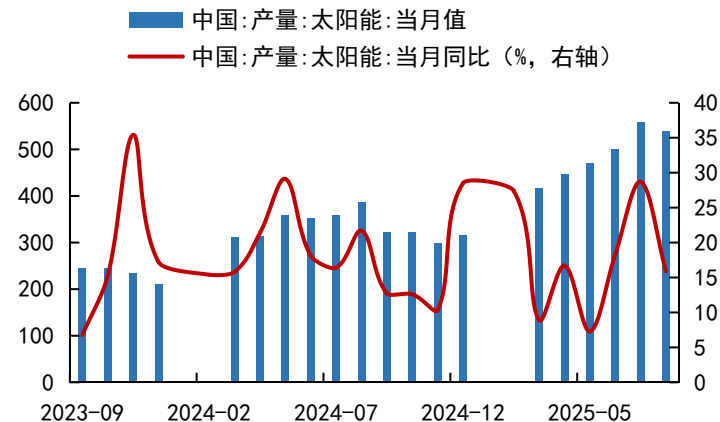
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：水力当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：太阳能当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



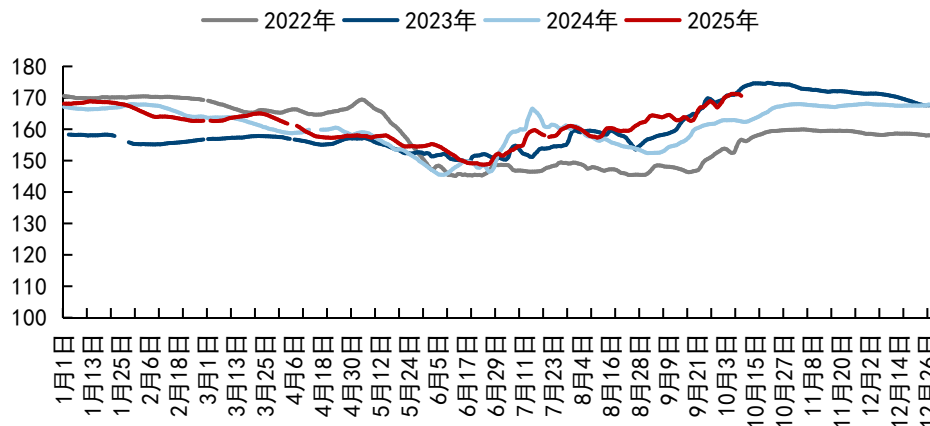
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|电力：8月中下旬水电开始发力，来水显著好于去年同期

来水方面，8月中下旬起来水情况显著好于去年同期：

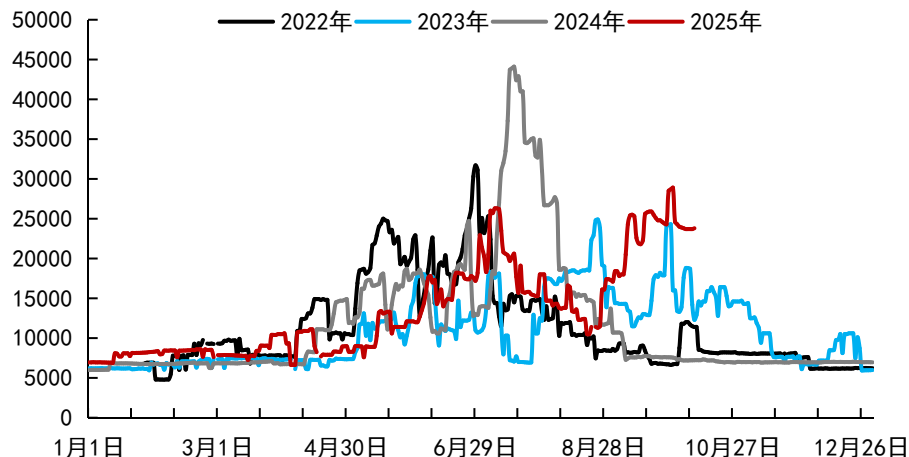
- ✓ 8月三峡水库日均入库流量同比-6.6%，日均出库流量同比-19%，平均水位+2.5%。
- ✓ 9月三峡水库日均入库流量同比+94%，日均出库流量同比+188%，平均水位+5.0%。
- ✓ 截至10月9日，10月三峡水库日均入库流量同比+256%，日均出库流量同比+230%，平均水位+4.8%。

图：三峡水位



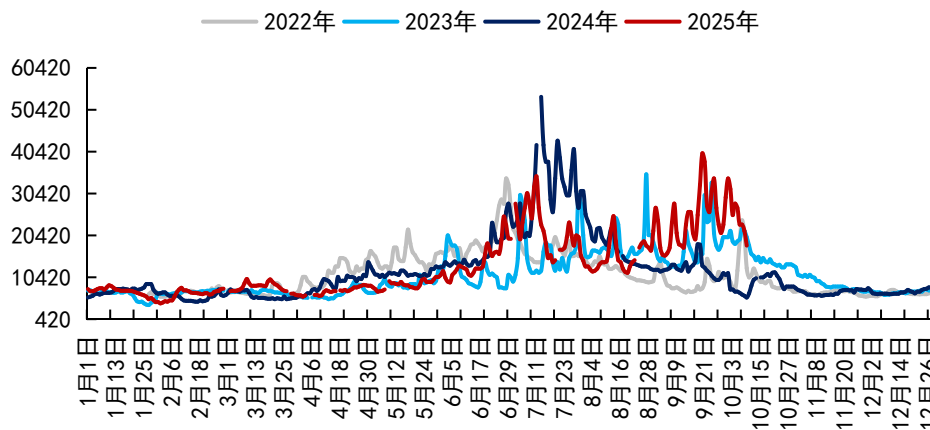
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：三峡出库流量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：三峡入库流量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 电力：煤电仍有增长空间，峰值期预计持续5年左右



根据中国石化发布的《中国能源展望》：目前中国仍处于工业化后期，经济稳步增长使得能源消耗保持一定增长或相对稳定，但随着产业结构的优化升级，能耗强度有望逐渐降低，即较低增速的能源消费保障中高速增长。煤炭能源消耗方面，预计2025-2030年我国煤炭消费进入峰值平台期，中期看，煤炭持续发挥能源“压舱石”作用，远期看，随着可再生能源占比扩大，以及储能、智能电网等技术成熟，煤炭将更多发挥能源安全兜底保障作用。

经预测，在①2025-2030年社会规上发电量维持平均3.5%增速，②太阳能、风电维持较高速增长假设下，预计2025-2030年火电保持小幅增长。到2030年火电占比约59%，太阳能和风能发电合计占比约25%。

表：中国电力弹性系数变化

	2005-2010	2010-2015	2015-2020	2021-2025	2025-2030E
GDP平均增速	11.32	7.94	5.78	5.50	4.50
全社会用电量平均值增速	11.08	5.88	5.53	6.16	4.05
电力弹性系数	0.98	0.74	0.96	1.12	0.90

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：火电增速预测（亿千瓦时）

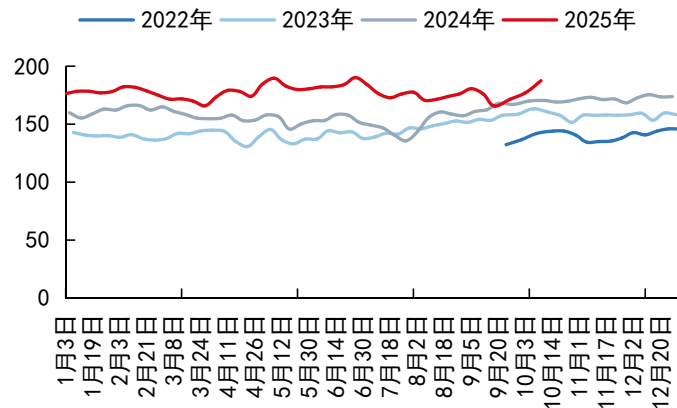
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全社会发电量	83886.3	89090.7843	94180.6	96535.1	99913.8	103410.8	107030.2	110776.3	114653.4
-同比	2.2%	5.2%	4.6%	2.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
火电	58531.3	62318.0388	63437.7	63621.5	64259.8	64797.3	65235.5	65657.2	66100.5
-同比	0.9%	6.1%	1.5%	0.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%
水电	12020.0	11408.9	12742.5	12360.2	12545.6	12733.8	12924.8	13118.7	13315.5
-同比	1.0%	-5.6%	10.7%	-3.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
太阳能	2290.0	2939.7	4190.8	5175.7	5693.3	6234.1	6795.2	7372.8	7962.6
-同比	14.3%	17.2%	28.2%	23.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%	8.0%
风电	6867.2	8090.5	9360.5	10483.8	12056.3	13804.5	15737.1	17782.9	19916.9
-同比	12.3%	12.3%	11.1%	12.0%	15.0%	14.5%	14.0%	13.0%	12.0%
核电	4,177.8	4,332.6	4,449.0	4893.9	5358.8	5841.1	6337.6	6844.6	7358.0
-同比	2.5%	3.7%	2.7%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 化工：煤化工耗煤量维持高位

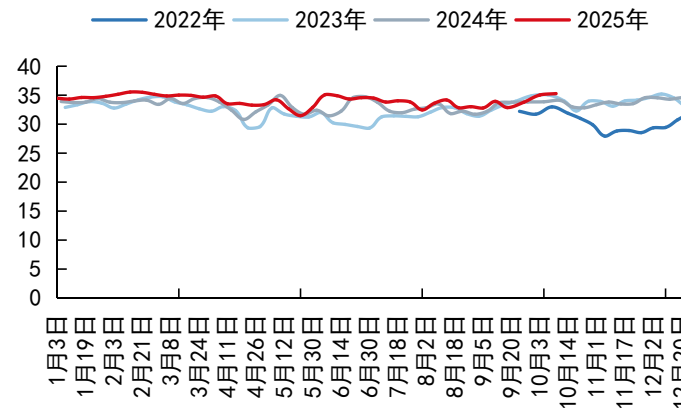
受益于政策支持、煤价中枢下行等，煤化工耗煤量维持高位。截至10月10日，2025年煤制PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比增加2.6%、增加12.9%、增加13.1%。1-9月，合成氨累计产量同比+9.0%，9月产量同比+2.7%。

图：煤制甲醇产量（万吨）



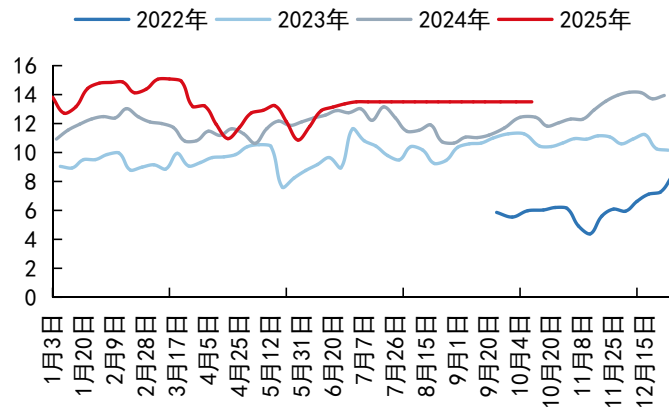
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：煤制PVC产量（万吨）



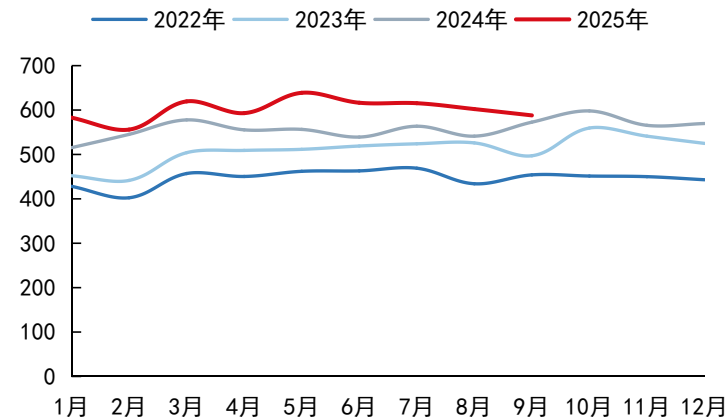
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：煤制乙二醇产量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：合成氨产量（万吨）



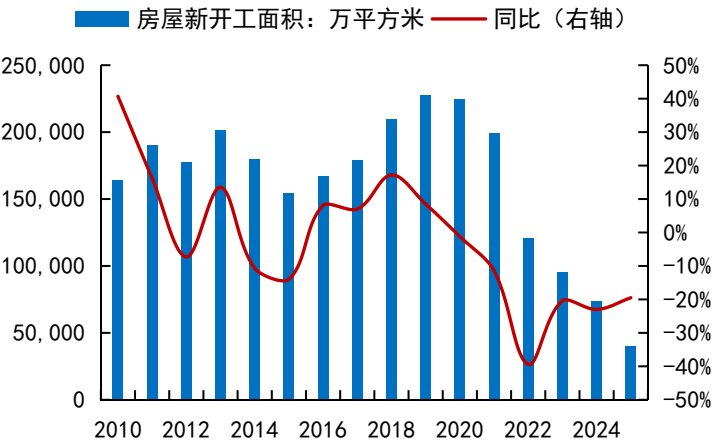
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 房屋新开工面积加速下滑，基建投资增速继续放缓



1-8月，中国房屋新开工面积累计39801万平方米，同比减少19.5%；其中8月，中国房屋新开工面积累计4595万平方米，同比减少19.8%。1-8月，中国基础设施建设投资(不含电力)同比2%，增速放缓。

图：房屋新开工面积累计



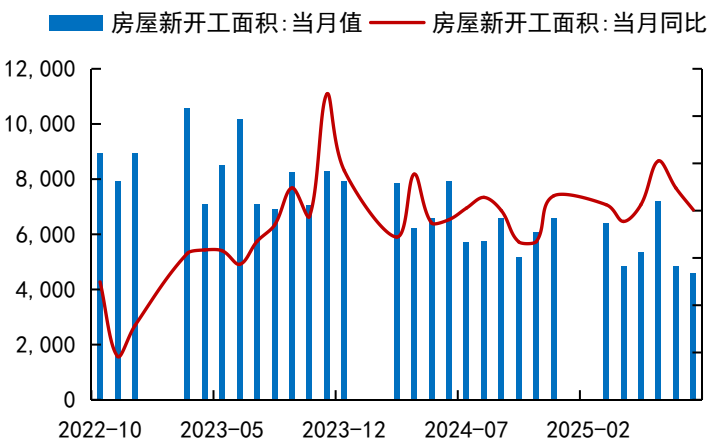
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内基建累计同比增速



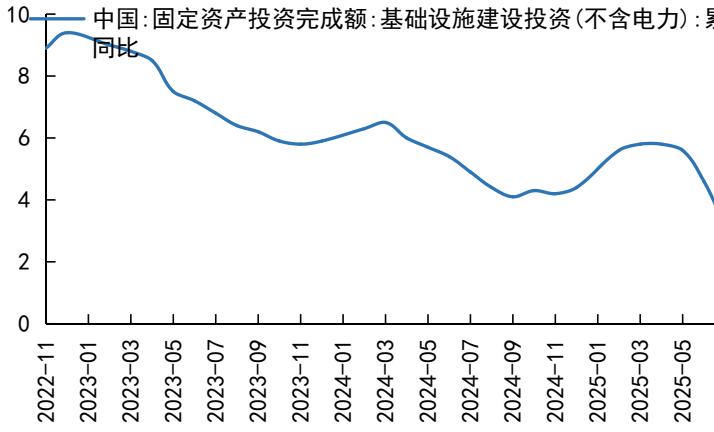
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：房屋月度新开工面积累计（万平方米；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内基建累计同比增速



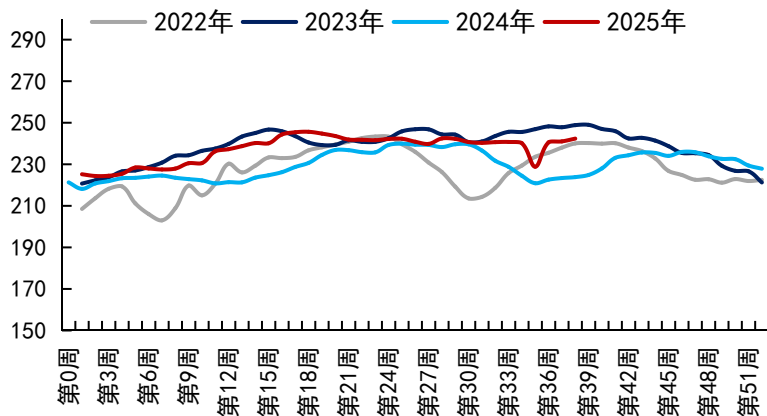
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 钢铁：铁水产量维持高位，钢材出口显著放缓

8月随着下游原材料价格上涨以及钢价回落，钢厂盈利明显收窄，但铁水周度日均产量维持240万吨以上的高位。

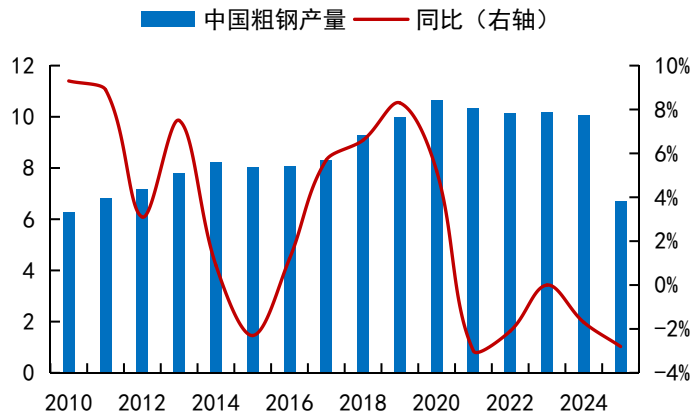
- ✓ 1-8月，中国粗钢产量6.7亿吨，同比减少2.8%；其中8月，中国粗钢产量0.8亿吨，同比减少0.7%。
- ✓ 高基数&高关税压制，8月钢材出口放缓，预计未来出口承压。1-8月，中国钢材出口7749万吨，同比增加10%；其中8月，中国钢材出口951万吨，同比增加0.2%。
- ✓ 截至10月10日，2025年铁水日均产量同比+3.9%。

图：日均铁水产量（万吨）



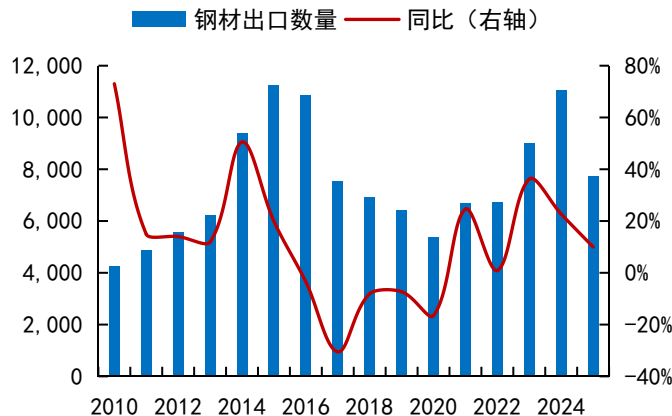
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：粗钢产量及同比增速（亿吨，%）



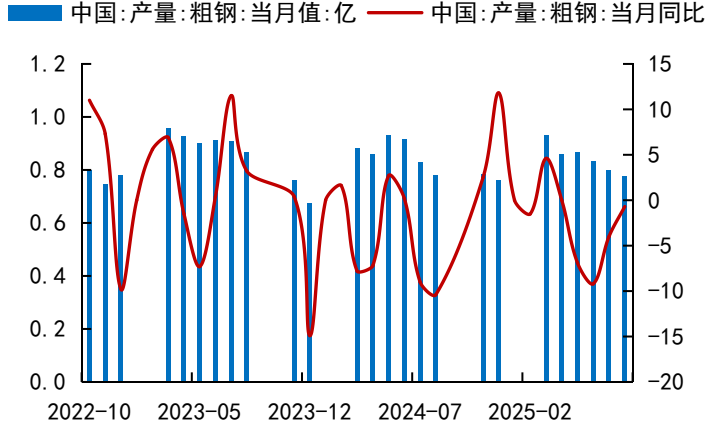
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：钢材出口数量及同比（万吨，%）



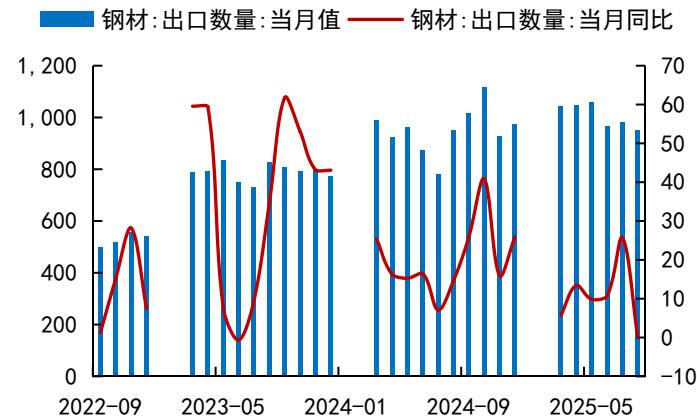
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：粗钢月度产量及同比增速（亿吨，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：钢材月度出口数量及同比（万吨，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|建材：下游需求疲软，水泥产量加速下降

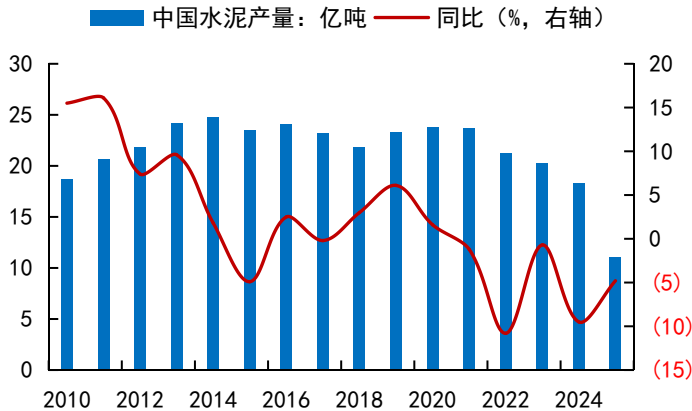


1-8月，中国水泥产量11亿吨，同比减少4.8%；
其中8月，中国水泥产量1.5亿吨，同比减少6.2%。

截至9月26日，全国水泥库容比同比减少3.5%，
截至10月11日，水泥价格指数同比减少11.9%。

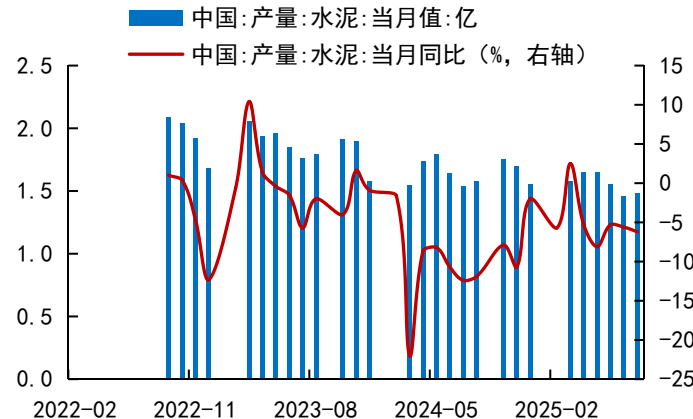
9月全国主流贸易商建材成交量累计同比-16.5%；
截至10与10日，2025年全国主流贸易商建材成交量累计同比-14%。

图：中国水泥累计产量及同比增速



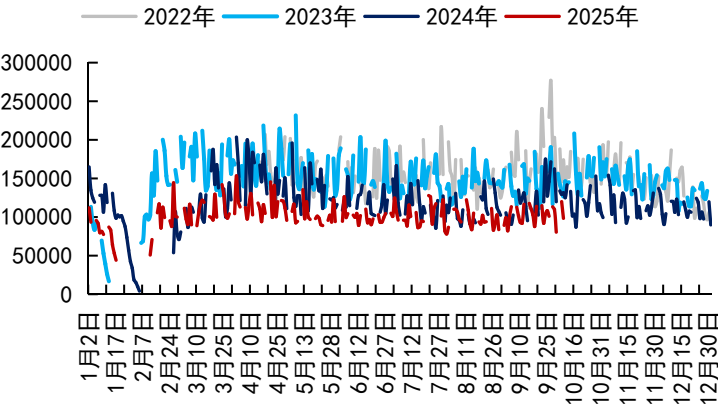
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国水泥月度产量及同比增速



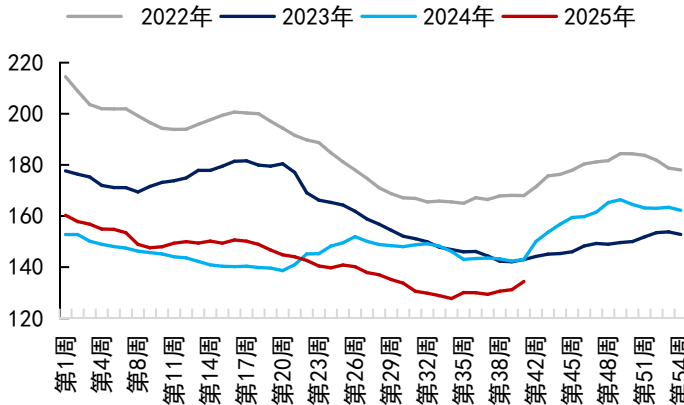
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：建材成交量（吨）



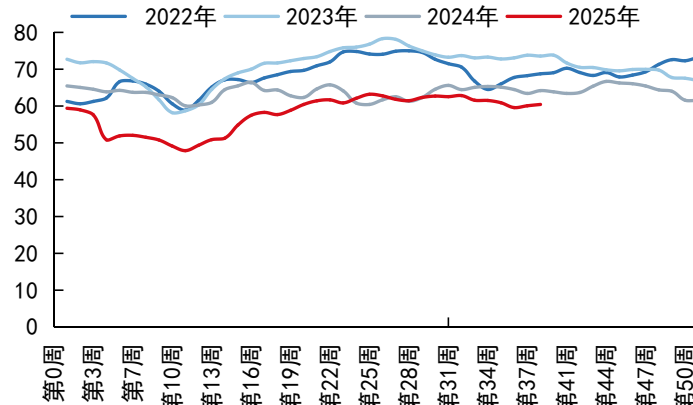
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国水泥价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：水泥库容比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

库存：各环节库存压力较上半年明显缓解，支撑煤价反弹

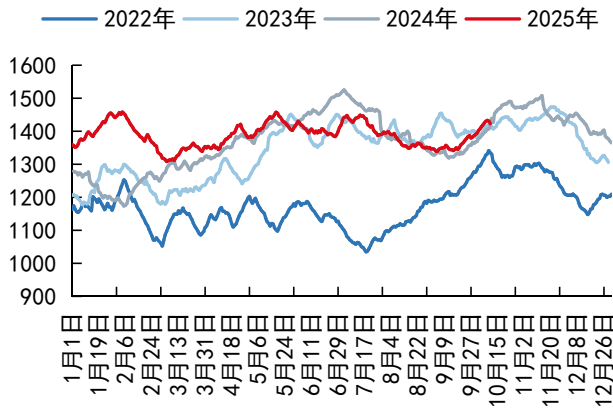
动力煤|库存压力较上半年明显缓解



旺季以来，主流港口库存明显回落，当前煤矿和电厂库存与去年同期基本持平。北港库存受过节期间封航影响有所累库，但整体影响不大。

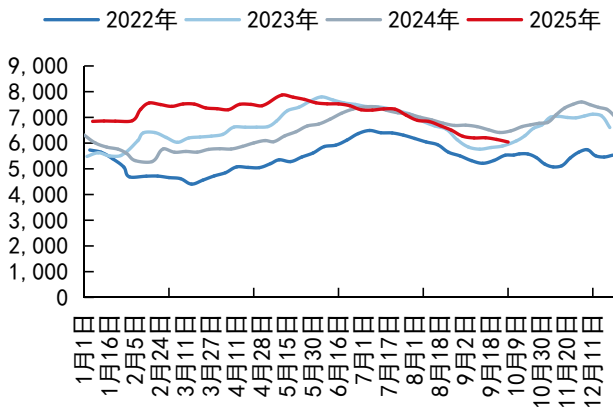
- ✓ 截至9月29日，中国主流港口库存为6043万吨，相比5月中旬高点下降1800多万吨，低于去年同期5.8%。其中，内河港口库存1189万吨，年同比+40.5%；沿海港口库存4854万吨，年同比-12.8%。
- ✓ 国庆期间，受大风封航影响，港口快速累库。截至10月10日，秦皇岛港煤炭库存为641万吨，周环比、年同比分别变化+11.28%、+25.44%。
- ✓ 电厂库存相比同期略高。截至10月10日，六大发电集团存煤1423万吨，比去年同期+0.32%；可用天数16.8天，同比持平。
- ✓ 随着需求改善，煤企销售改善，库存显著回落。8月，国内六大区域国有重点煤矿库存2423万吨，月环比-8.25%，年同比+0.48%。

图：六大发电集团存煤（万吨）



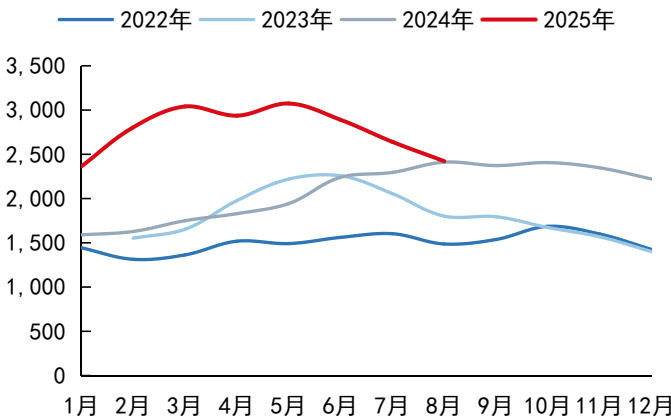
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国主流港口库存（万吨）



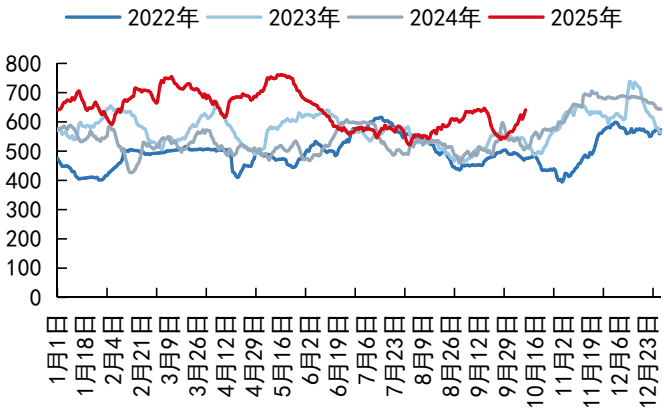
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：六大区域国有重点煤矿库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：秦皇岛港库存（万吨）



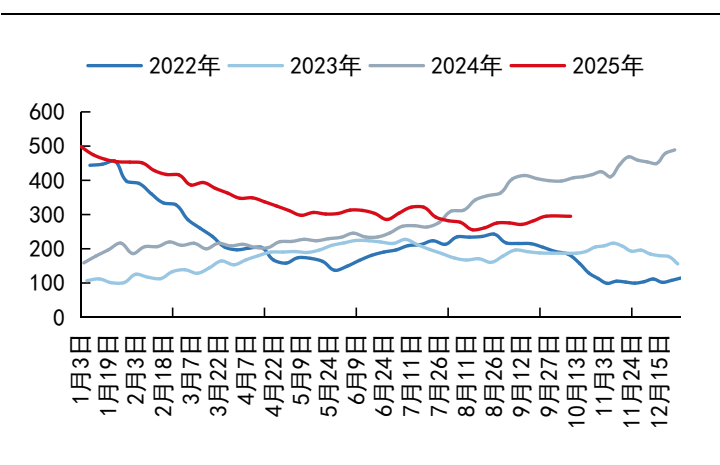
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

炼焦煤|铁水产量高位、下游库存较高，港口库存同比明显降低



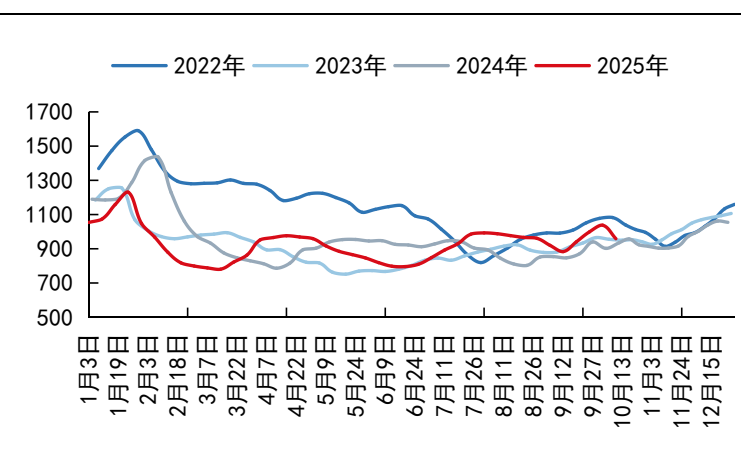
铁水产量高位，钢厂库存较高；焦厂库存受开工率影响波动较大；港口库存8月来有所增加，但明显低于去年同期。截至10月10日，炼焦煤库存六港口合计295万吨，月环比、年同比分别变化+8.8%、-27.6%；国内独立焦化厂（全样本）炼焦煤总库存959万吨，月环比、年同比分别变化+8.6%、+2.6%；钢厂（样本247家）焦煤库存781万吨，月环比、年同比分别变化-1.6%、+6.3%。

图：六港炼焦煤库存合计（万吨）



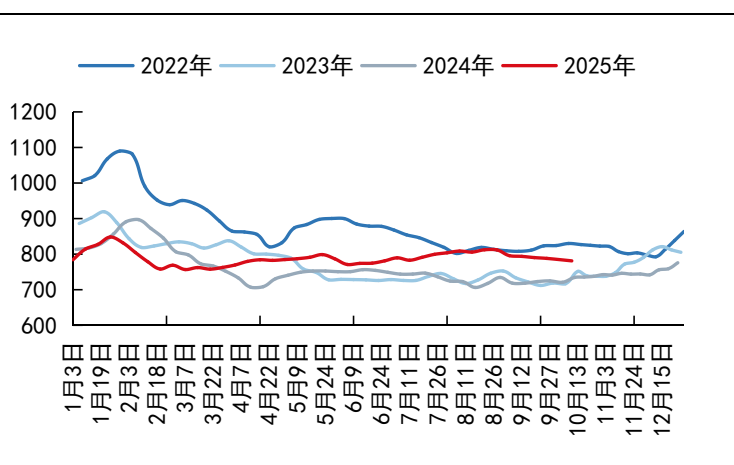
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：独立焦化厂全样本炼焦煤库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：钢厂（247家）炼焦煤库存（万吨）



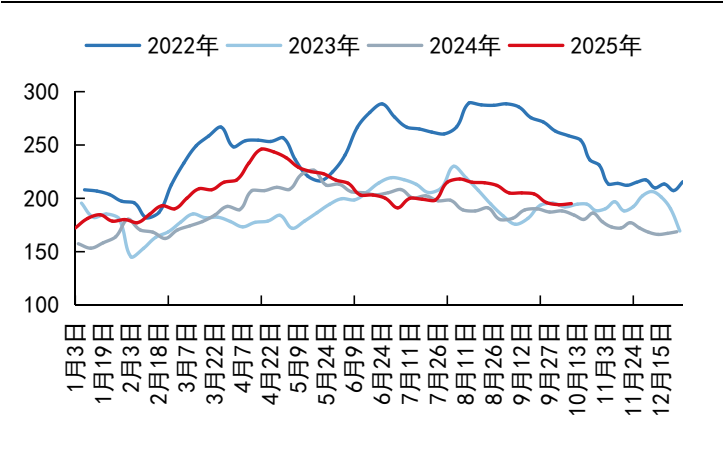
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

焦炭|供应偏紧、焦厂库存较低，需求高位、钢厂库存较高



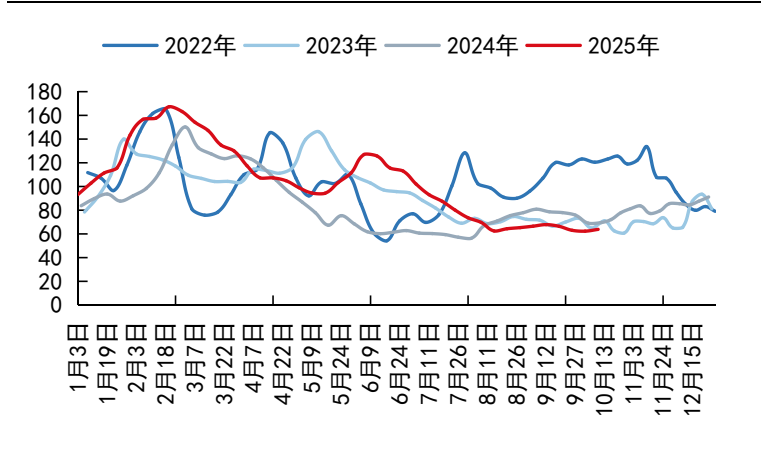
钢厂在需求支撑下，库存同比偏高；焦厂库存低于去年同期，反应焦炭供需偏紧。截至10月10日，焦炭库存四港口合计195万吨，月环比、年同比分别变化-4.9%、+5.9%；国内独立焦化厂（全样本）焦炭库存为63.8万吨，月环比、年同比分别变化-5.9%、-8.3%；钢厂（样本247家）焦炭库存651万吨，月环比、年同比分别变化+2.8%、+16.1%。

图：焦炭四港库存合计（万吨）



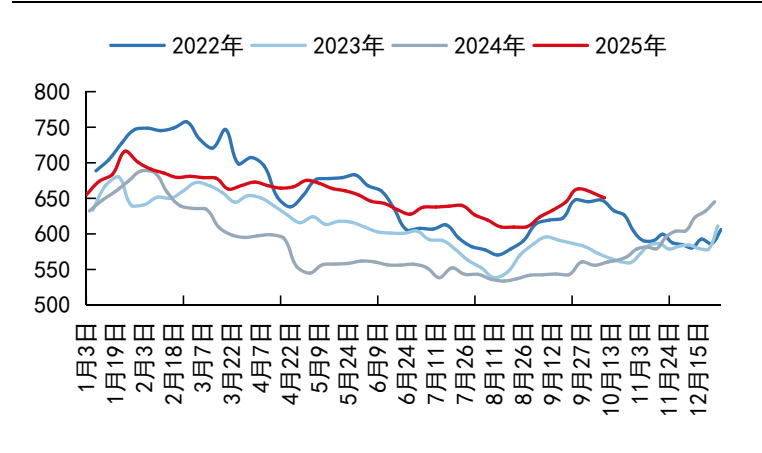
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：独立焦化厂全样本焦炭库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：钢厂（247家）焦炭库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

价格：供应收缩预期抬高煤价底部，冬季需求释放或打开煤价上行空间

动力煤|四季度煤价中枢有望成为全年最高



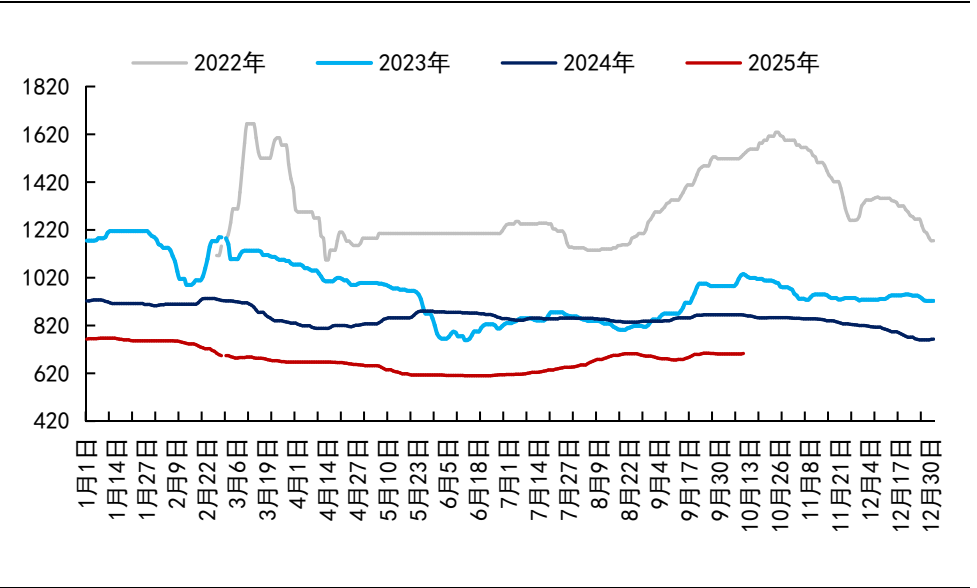
- 展望四季度：供应收紧预期持续增强，需求有看点。四季度煤价中枢有望看向750元/吨。
- ✓ 供应收紧预期持续增强。①查超产继续实质性推进。9月17日国家矿山安全监察局陕西局启动煤矿隐蔽致灾因素普查治理效果评估助力安全生产：抽选98处煤矿，分17个专家组开展评估。国庆期间，陕西两座煤矿（产能分别为1800万吨/年、90万吨/年）因月度超能力生产被处罚，此外榆林另有三座煤矿因安全重大隐患被罚款和停产。②安检进一步趋严。按照2025年度中央安全生产考核巡查工作安排，11月份，22个中央安全生产考核巡查组将陆续进驻31个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团开展年度考核巡查。
- ✓ 双重拉尼娜天气，冷冬概率增加，利于冬季需求释放：美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测2025年10-12月之间拉尼娜现象的概率高达71%；进入冬季（2025年12月—2026年2月）拉尼娜现象概率虽有回落，但仍有54%的可能性持续存在。增加我国冷冬概率。

表：动力煤市场价及长协价变化（元/吨）

	长协煤价	同比降幅	市场煤价	同比降幅
2024-08	699.0	-5.0	840.1	16.2
2024-09	697.0	-2.0	856.2	-68.8
2024-10	699.0	-10.0	852.1	-153.1
2024-11	699.0	-14.0	835.8	-100.4
2024-12	696.0	-14.0	784.5	-152.7
2025-01	693.0	-17.0	760.9	-152.3
2025-02	691.0	-17.0	729.9	-192.0
2025-03	686.0	-22.0	677.5	-195.0
2025-04	679.0	-22.0	661.0	-155.1
2025-05	675.0	-22.0	618.8	-248.0
2025-06	669.0	-31.0	611.4	-254.2
2025-07	666.0	-34.0	638.4	-209.9
2025-08	668.0	-31.0	689.8	-150.3
2025-09	674.0	-23.0	690.7	-165.5
2025-10	676.0	-23.0	702.0	-150.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：秦皇岛山西产5500K煤价变化（元/吨）



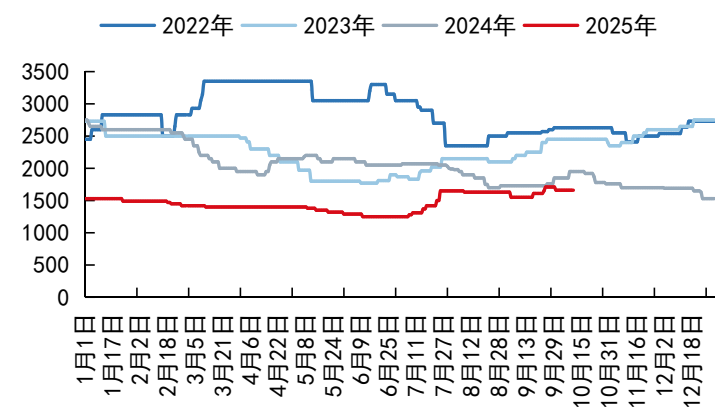
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

焦煤|供需格局改善，煤价反弹后震荡，关注关税、政策影响



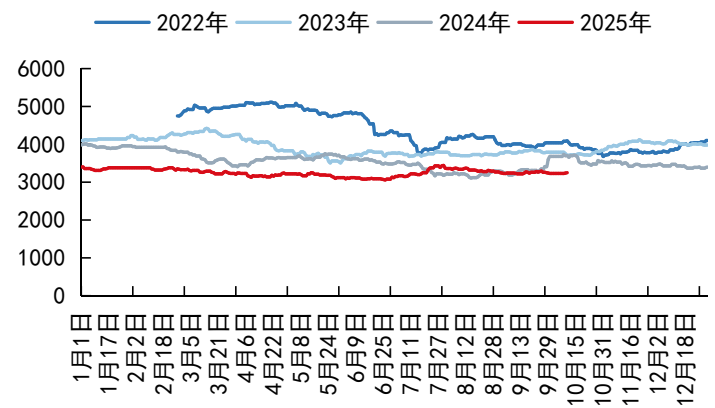
- ✓ 7月起，供应端，由于产地供应修复不及预期，叠加蒙古7月那达慕大会口岸关闭影响，供需格局短期预期改善；7月下旬，查超产政策出台，供应收缩预期进一步增强；同时期货价格上涨，期现共振，也一定程度上带动了现货价格上涨。需求端，下游利润尚可，铁水产量维持较高水平。整体看，供应端格局有所改善。
- ✓ 7月反弹以来，焦煤价格震荡运行，供应波动、宏观情绪、下游需求等是主要影响因素。后续关注查超产、关税等影响，预计价格仍维持震荡运行。

图：京唐港主焦煤库提价（元/吨）



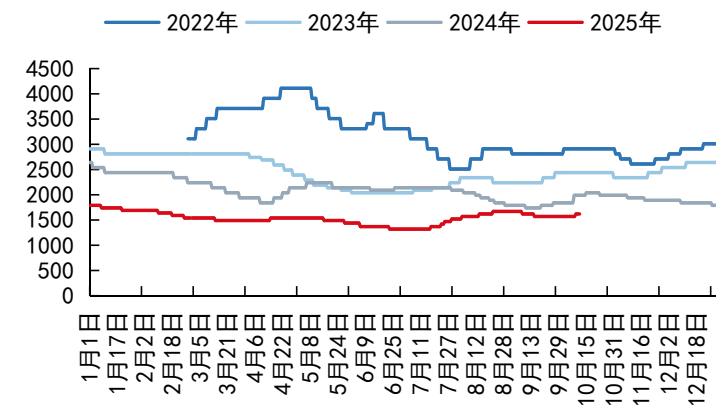
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：一级冶金焦港口含税均价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示：

1. 海外经济增长放缓。海外经济增长不及预期，可能导致全球能源及煤炭需求低迷，同时导致国内煤炭消费需求下降。
2. 煤炭产能大量释放。随着煤炭行业产能优化推进，可能出现煤炭产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌。
3. 新能源对煤炭替代。碳中和政策下，低成本、低排放新能源技术出现替代煤炭部分需求，导致煤炭需求下降。
4. 煤矿安全事故影响。煤矿安全事故发生，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032