



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

澳大利亚煤炭产业发展趋势

煤炭开采

2025 年 7 月 30 日

证券研究报告

澳大利亚煤炭产业发展趋势

2025 年 7 月 30 日

行业研究

本期内容提要:

行业深度

煤炭开采

投资评级

看好

上次评级

看好

高升: 煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮箱: gaosheng@cindasc.com

李睿: 煤炭行业分析师

执业编号: S1500525040002

邮箱: lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

- ▶ **清洁能源政策限制下的煤炭出口大国, 新增煤炭产能有限。**作为全球重要的煤炭出口大国, GDP 在资源出口驱动下扩张, 且一次能源消费总量近年趋于稳定, 但其能源结构仍依赖化石燃料, 2023 年占比 85%, 其煤炭出口比例在过去二十年显著扩张并在全球市场中维持在 25%-30% 的份额, 在国际能源供应链中具备关键地位, 这种扩张既得益于新兴市场能源需求增长, 也离不开澳大利亚国内政策对资源出口的战略性支持。与此同时, 尽管近年煤价高企使企业盈利丰厚, 但资本开支远未恢复历史高位, 企业更倾向于收购现有运营矿井而非新建产能, 国际煤炭新增产能集中于澳大利亚但建设进度缓慢。部分巨头, 如必和必拓、英美资源甚至基于环保战略加速剥离煤炭资产, 而能源危机后积累的充裕现金流叠加同业降低煤炭风险敞口的需求, 共同驱动了矿业并购加速。
- ▶ **尽管面临显著的价格波动, 澳大利亚作为全球主要煤炭出口国, 其整体生产出口展现出韧性并趋于稳定, 但贸易结构自 2021 年起经历重组。**2020 年四季度中国暂停进口澳煤后, 澳大利亚 2022 年煤炭出口量骤降至十年来最低 (不足 3.5 亿吨), 中国市场的巨大空缺虽部分由日韩印等国填补, 但冲击依然显著; 同时, 中国迅速多元化其进口来源, 印尼、俄罗斯、加拿大等国填补了澳煤空缺, 印尼成为中国主要海运煤供应国, 中国也显著降低了对单一炼焦煤来源的依赖。然而, 在 2020-2022 年的低迷后, 澳大利亚对华煤炭出口自 2023 年开始逐步恢复, 并在 2024 财年呈现出明显的结构性分化: 得益于中国电力需求扩张及电煤保供政策, 澳洲对华动力煤出口已完全恢复甚至反超, 达 6450 万吨 (高于 2020 财年的 5180 万吨); 但澳洲对华炼焦煤出口则持续低迷 (2024 财年仅 440 万吨, 远低于 2020 财年的 3390 万吨), 主因中国地产下行压制钢铁及炼焦煤需求, 以及蒙古焦煤进口大幅增长替代了澳煤份额, 澳洲炼焦煤的出口增量则主要转向了日本、欧盟等市场。澳大利亚煤炭出口总量恢复至相对稳定水平, 但其全球贸易流向已发生根本性重组。
- ▶ **近年来, 澳大利亚煤炭行业的成本呈现出持续上升的趋势。**澳大利亚动力煤行业的上市公司市场集中度较高, 澳洲动力煤上市公司共六家, 年产量在 1.5 亿吨左右, 占澳洲动力煤总产量的 55%-62%。其中, BHP NSWEC、Glencore 等主要煤企的成本增长尤为明显, 部分企业 2023 年和 2024 年的成本水平较 2021 年显著提高。成本上升受到多重因素的影响, 包括通胀压力推高的劳动力成本、能源价格上涨导致的开采及运输成本增加, 以及政府对矿业征收更高的税费和环境合规要求。而即便 2023、2024 的特许权使用费随煤价下降而有所回落, 相较 2021 年, FOB 成本依旧显著上升。以兖煤澳洲为例, 2019 年至 2023 年间, 其 FOB 成本由 43.8 美元/吨上升至 63.8 美元/吨, 各项成本构成均有所增长, 短期内难以恢复到 2021 年的较低水准。
- ▶ **成本高位价格下跌, 澳大利亚动力煤公司利润下行或影响供给, 或间接对中国动力煤市场形成支撑。**尽管 2024 年煤价下行, 澳洲主要动力煤

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

上市公司仍能维持盈利，六大企业澳洲区域产量约 1.5 亿吨（占全国 58%），但吨煤盈利已大幅缩水，例如产量最高的 Glencore 仅约 20 美元/吨，而 Whitehaven Coal(WHITEHAVEN)凭借热值优势和 New Hope 凭借低成本优势尚能维持在 50 美元/吨以上，其余公司则降至 20-35 美元/吨区间；这与 2022-2023 年煤价高位时丰厚的盈利（部分企业一度达 150 美元/吨）形成鲜明对比。然而，成本持续高企而价格进一步下跌（2025 年 3 月 NEWC 6000 跌至约 100 美元/吨）正严峻考验盈利能力：我们预计，若 NEWC 6000 均价维持在 100 美元/吨，计算三费及税费前，BHP NSWEC 和 Glencore 将出现现金亏损，其他公司吨煤 FOB 利润也将低于 20 美元/吨；即便是资产优质的 New Hope 和兖煤澳洲（在 100 美元/吨时净利润仅 9.4 和 18.0 美元/吨），其现金利润也被压缩至低水平。这一趋势在全球层面同样显著：IEA 数据显示，尽管 2024 年澳洲高卡动力煤平均利润约 30 美元/吨（仍为海运市场最高），但已低于 2021 年水平；而在 100 美元/吨的价格下，俄罗斯生产商因成本上升、物流问题及关税取消后亏损将扩大，印尼则需依赖 HBA 保底价，南非、哥伦比亚等国同样面临盈利压力。综上，在成本刚性高位与价格持续下跌的双重挤压下，动力煤企业利润普遍显著下行，高成本矿山或出现亏损，海外高卡动力煤具备价格支撑。

- ▶ **投资建议：**结合我们对能源产能周期的研判，煤炭供给瓶颈约束有望持续至“十五五”，仍需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求。在煤炭布局加速西移、资源费与吨煤投资大幅提升背景下，国内经济开发刚性成本和国外进口煤成本的抬升均有望支撑煤价中枢保持高位。当前，煤炭板块仍属高业绩、高现金、高分红资产，行业仍具高景气、长周期、高壁垒特征，叠加宏观经济底部向好，央企市值管理新规落地，煤炭央企资产注入工作已然开启，以及一二级市场估值倒挂，愈加凸显优质煤炭公司盈利与成长的高确定性。煤炭板块向下调整有高股息安全边际支撑，向上弹性有后续煤价上涨预期催化，我们继续全面看多“或跃在渊”的煤炭板块。自上而下重点关注：一是经营稳定、业绩稳健的中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源；二是前期超跌、弹性较大的兖矿能源、电投能源、广汇能源、晋控煤业、山煤国际、甘肃能化等；三是全球资源特殊稀缺的优质冶金煤公司淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤、盘江股份等；同时建议关注兖煤澳大利亚、天地科技、兰花科创、上海能源、天玛智控等。
- ▶ **风险因素：**宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅下跌；煤矿发生安全生产事故；煤企在建矿井建设和探矿权开发进度不及预期。

一、清洁能源政策限制下的煤炭出口大国	6
1.1 后能源转型时代的煤炭出口大国	6
1.2 能源政策影响下，尽管煤价在 2022 年显著上涨，但资本开支仍难恢复	8
二、煤炭生产出口保持稳定，贸易结构经历重组	12
2.1 2020 年后，澳大利亚煤炭价格波动明显，但产量及出口量保持稳定	12
2.2 2020-2023 年，澳洲煤炭出口结构经历重塑	14
三、成本高位价格下跌，动力煤公司利润下行或影响供给	18
3.1 动力煤行业上市公司集中度较高，2021 年后成本上升明显	18
3.2 随煤价下降，上市公司或出现现金层面亏损，进而影响供给	20
四、投资建议	23
风险因素	24

图 1：2000-2024 年澳大利亚人口增长（千万人，%）	7
图 2：2000-2024 澳大利亚国内生产总值（十亿美元，%）	7
图 3：澳大利亚 1990-2023 一次能源消费量(EJ)	7
图 4：澳大利亚 2023 一次能源消费量结构(%)	8
图 5：澳大利亚 1990-2023 分品种能源消费(EJ)	8
图 6：澳大利亚煤炭国内消费与出口比例(EJ)	8
图 7：澳大利亚在世界煤炭出口中占重要地位(EJ)	8
图 8：2009-2024H1，澳洲煤价走势	9
图 9：澳洲煤炭行业勘探开支（百万美元）	10
图 10：澳洲煤炭行业企业资本开支（百万美元）	10
图 11：露天矿为澳洲主要的开采方式（百万吨）	12
图 12：澳洲煤炭矿井几乎都位于新州，昆州	12
图 13：澳洲煤炭矿井几乎都位于新州，昆州	12
图 14：澳洲煤炭洗选率长期维持在 75%-80%（百万吨）	13
图 15：澳洲商品煤产量维持在约 4 亿吨左右（百万吨）	13
图 16：澳大利亚煤炭产量在 2022 与 2023 年有所下降（亿吨）	13
图 17：2020 年后澳大利亚煤价波动较为明显，至 2023 年 6 月后重新进入平稳区间	14
图 18：澳大利亚占全球炼焦煤出口（百万吨）	15
图 19：澳大利亚占全球动力煤出口（百万吨）	15
图 20：澳大利亚季度动力煤出口量分国别（百万吨）	15
图 21：澳大利亚季度焦煤出口量分国别（百万吨）	15
图 22：2020FY 澳大利亚动力煤出口(百万吨)	16
图 23：2024FY 澳大利亚动力煤出口(百万吨)	16
图 24：2020FY 澳大利亚炼焦煤出口(百万吨)	16
图 25：2024FY 澳大利亚炼焦煤出口(百万吨)	16
图 27：澳大利亚动力煤分国别出口价格(美元/吨)	17
图 28：澳大利亚焦煤分国别出口价格(美元/吨)	17
图 29：澳洲六大动力煤上市公司产量(百万吨)	18
图 30：澳洲六大动力煤上市公司产量(百万吨)	18
图 31：澳洲动力煤上市公司动力煤均价(美元/吨)（财年）	18
图 32：澳洲动力煤上市公司动力煤均价(美元/吨)（日历年）	18
图 33：澳洲动力煤上市公司动力煤 FOB 成本(扣除特许权使用费)(美元/吨)	19
图 34：澳洲动力煤上市公司动力煤 FOB 成本(含特许权使用费)(美元/吨)	19
图 35：焦煤澳洲 FOB 成本(美元/吨)	19

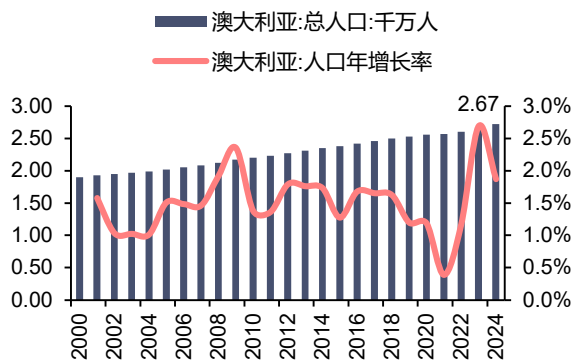
图 36: 兖煤澳洲 2024 FOB 成本构成.....	19
图 37: 新南威尔士州于 2024 年 7 月 1 日起将煤炭出口特许权使用费率提高 2.6pct	20
图 38: 2024 澳洲六大动力煤上市公司动力煤 FOB 成本曲线 (美元/吨).....	20
图 39: 近年澳洲动力煤上市公司动力煤吨煤现金利润(美元/吨).....	21
图 40: 澳洲动力煤上市公司动力煤吨煤现金利润预测(美元/吨).....	21
图 41: IEA: 高热值动力煤贸易的吨煤盈利, 2024 年澳洲动力煤盈利最高(美元/吨).....	22
图 42: 2023 年 6 月后, 纽卡斯尔港与秦港煤价走势趋同, 5500K 煤种相关性更高(美元/吨; 元/吨)	22

一、清洁能源政策限制下的煤炭出口大国

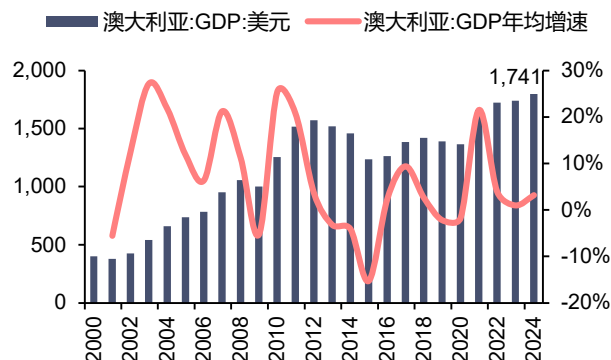
1.1 后能源转型时代的煤炭出口大国

自 2000 年以来，澳大利亚的人口持续稳定增长，从 2000 年的约 1900 万增至 2023 年的约 2670 万。从 2001 年到 2005 年，澳大利亚的人口增长主要得益于国内经济的稳定发展，特别是资源开发和初级产业的持续推动，为本地创造了大量就业机会，吸引了国外劳动力的流动。从 2006 年到 2010 年，人口增长率开始加速。尽管 2008 年全球金融危机对全球经济造成了广泛影响，但澳大利亚凭借其强大的资源行业基础，相对较少受到影响。此外，政府在这一时期推出了一系列促进移民的政策，包括放宽技术移民和学生签证政策，直接促进了人口的快速增长。从 2011 年到 2015 年，澳大利亚人口持续稳定增长，澳大利亚经济开始多元化发展，服务业和高科技产业逐渐成为经济的新支柱。同时，政府增加了对家庭福利和公共服务的投入，提高了居民的生活质量，进一步吸引了来自亚洲和欧洲的高技能人才移民。2016 年后，尽管全球面临 COVID-19 疫情的挑战，澳洲政府在疫情期间实施了严格的边境控制措施，但为已经居住在澳大利亚的外国人提供了一定的居留便利。此外，澳大利亚医疗健康系统的高效应对也提升了其国际形象，使得在疫情后期，澳大利亚能够较快地恢复到正常的移民接纳水平。

自然资源和出口驱动下带来的 GDP 持续增长。从 2000 年到 2023 年，澳大利亚的 GDP 从 4000 亿美元增长到 2023 年的 17410 亿美元，呈现出明显的增长趋势。21 世纪初，澳大利亚经济持续增长部分得益于其丰富的自然资源和对外贸易的增加。进入 21 世纪，澳大利亚经济保持了稳定的增长态势。特别是在全球经济整体向好的背景下，澳大利亚通过其丰富的自然资源出口，尤其是矿产和能源的大量出口，成功地推动了其经济的增长。在这一时期，政府的经济政策也倾向于支持商业扩张和消费者信贷，从而进一步促进了国内消费和投资的增长。尽管 2008 年全球金融危机导致了世界许多国家的经济衰退，澳大利亚却显示出了显著的经济韧性。GDP 增长率达到了 1.89%，这一表现部分得益于澳大利亚政府迅速而有效的财政刺激措施以及其银行系统的稳健。此外，中国对原材料的持续需求也支持了澳大利亚的出口行业，尤其是矿业和能源部门。在金融危机后，澳大利亚经济进入了恢复期，但这一时期的增长出现了一些波动。这些波动反映了全球市场的不确定性、商品价格的变动以及国内外政策的调整。尽管如此，澳大利亚经济整体上保持了增长趋势，政府继续推动结构性改革，包括劳动市场的灵活性改善和税制改革，以适应日益变化的全球经济环境。2020 年，新冠疫情对全球经济构成了前所未有的挑战，澳大利亚也不例外。GDP 增长率下降到 -1.7%，经济活动因封锁措施和国际边界关闭而大幅缩减。尤其是服务业和旅游业遭受重创。政府实施了大规模的经济刺激措施，包括直接财政援助和货币政策的宽松，以缓解疫情对经济的影响。随着疫苗的普及和疫情控制措施的逐步放宽，澳大利亚经济开始逐步恢复。展望未来，澳大利亚面临着重新平衡其经济结构、促进可持续增长以及增强经济抵御外部冲击能力的任务。政府和私营部门可能需要加强对技术创新和绿色经济的投资，以应对全球气候变化的挑战，并推动经济向更高效、更环保的方向发展。

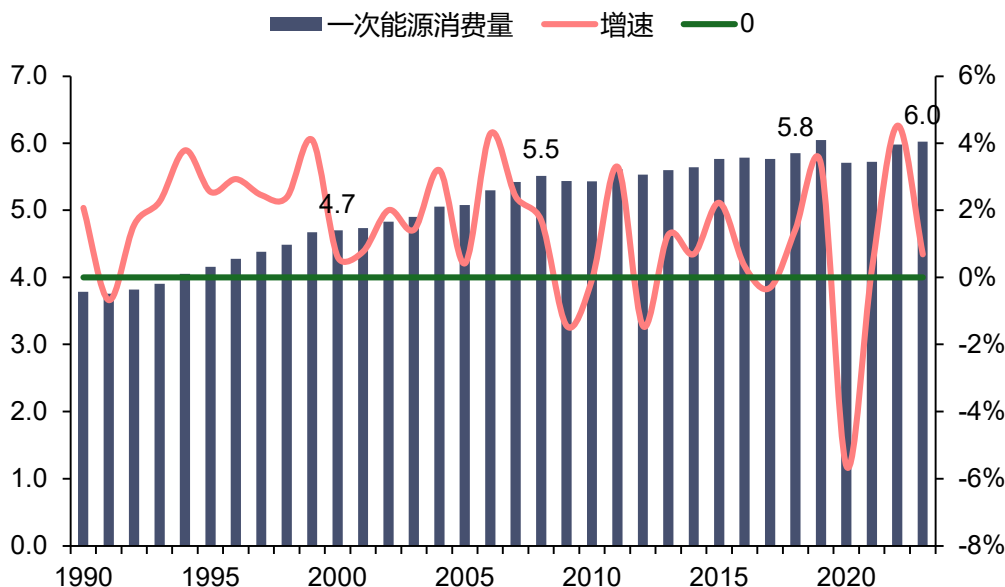
图 1：2000-2024 年澳大利亚人口增长（千万人，%）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

图 2：2000-2024 澳大利亚国内生产总值（十亿美元，%）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

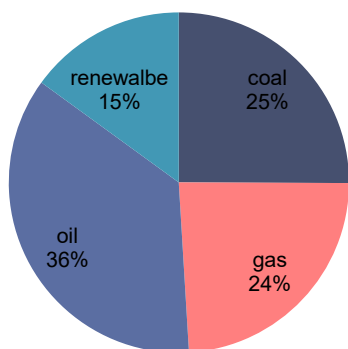
一次能源消费量增速呈下降趋势，维持增长态势。在 1965 年至 1980 年期间伴随着工业化进程和国家经济快速发展，澳大利亚能源消费快速增长，年均增长率维持在 4.7% 上下。而在 1980 年至 2000 年期间增长速度放缓，年均增长率降至 2.1% 上下的水平，该增速下降可能与能源政策向效率和环保转变有关。进入 21 世纪，在可再生能源和清洁能源技术的发展导致能源结构逐步调整的背景下，年均增长率进一步下降到 1.1%。

图 3：澳大利亚 1990-2023 一次能源消费量（EJ）


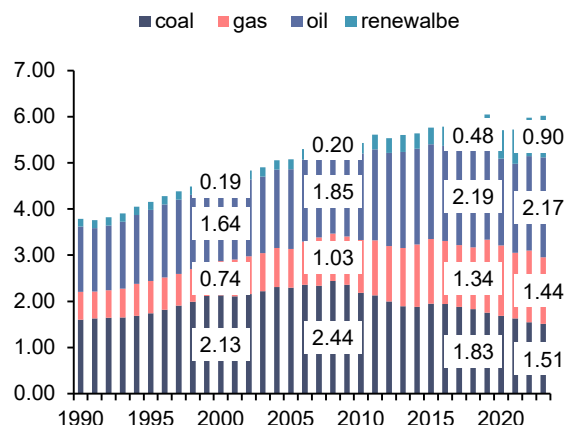
资料来源：EI，信达证券研发中心

从静态结构看，澳大利亚化石燃料消费处于绝对地位。2023 年化石燃料占一次能源比重 85%，化石燃料在一次能源消费中占主体地位，是澳大利亚能源消费的主体与支柱。而新能源（风电、光伏）、水能、核能等清洁能源在能源消费结构中占比较低，合计共占 15%。

从动态结构看，煤炭消费量下降，可再生能源占比显著提升。自 1990 年起，澳洲煤炭消费量在 2008 年以前保持持续增长，直至 2008 年达到 2.44EJ 的峰值，而天然气的消费则保持了持续增长。石油消费也保持了一定的增长持续性，至 2018 年左右达到高位 2.19EJ，与之相对的，可再生能源的消费在 2018 年以前的较长时间都增长缓慢，在 2018-2023 年间由 0.48EJ 快速增长至 0.9EJ。

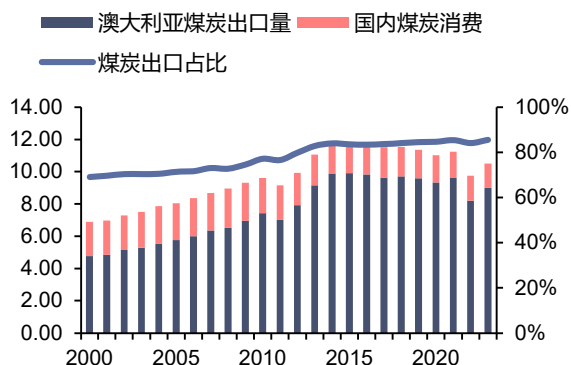
图 4：澳大利亚 2023 一次能源消费量结构（%）


资料来源：EI，信达证券研发中心

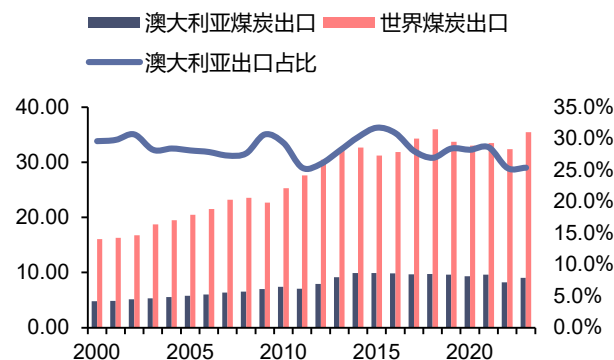
图 5：澳大利亚 1990-2023 分品种能源消费（EJ）


资料来源：EI，信达证券研发中心

澳大利亚煤炭出口比例在过去二十年呈现出显著的扩张趋势，凸显其全球能源供应体系中的重要地位。2000-2020 年间，澳大利亚煤炭出口量从不足 6 EJ 持续攀升至 9 EJ 以上，而同期国内消费量始终维持在 1.6-2.5 EJ 区间波动。这一分化趋势推动其煤炭出口占比从 2000 年的不足 70% 提升至 2020 年的 80% 以上，反映出澳大利亚能源结构的出口导向型特征持续强化。与此同时，其煤炭出口在全球煤炭贸易市场中维持了较为重要的地位，基本维持在 25%-30% 的占比。作为资源出口大国，其煤炭出口的提升既受益于新兴市场能源需求增长，也得益于国内政策对资源出口的战略支持。

图 6：澳大利亚煤炭国内消费与出口比例(EJ)


资料来源：EI，信达证券研发中心

图 7：澳大利亚在世界煤炭出口中占重要地位(EJ)


资料来源：EI，信达证券研发中心

1.2 尽管煤价在 2022 年显著上涨，但资本开支仍难恢复

近年来，受国际经济形势与国际煤炭供需变化影响，澳大利亚煤炭价格呈现较为明显的波动，受通胀影响，煤价中枢呈抬升趋势。

1. 2008-2011 年，金融危机后与 2010 年前后高点：2008 年全球金融危机后，煤价一度下跌，但在中国及印度等新兴市场需求增长的带动下，煤价迅速反弹并于 2010-2011 年达到高位（约 130 美元/吨左右）。这一时期的主要驱动力是中国的强劲需求（基建、工业用能增长）、印度需求快速增长以及气候因素、煤炭产业投资周期等多重影响，市场供应略显紧张。

2. 2011-2017 年，长期供应过剩与价格走低：由于前期煤炭市场繁荣，矿企大量投资扩产，导致供应在 2011 年之后持续增加，远超过需求增幅。价格从 2012 年起持续走低，至 2016 年前后降至 50-60 美元/吨的区间。这段时间也伴随着全球对煤炭环保问题的关注加剧，一些国家逐渐放缓对煤炭的新增需求，市场对煤炭作为主体能源的地位产生质疑。

3. 2017-2019 年，供需形势有所转变，煤炭价格回升：随着部分低效产能退出以及对优质煤种需求的增加，供需逐渐再平衡，价格从低位反弹并在 2017-2018 年回升到 100 美元/吨以上。同期，中国、印度等亚洲国家的能源需求依旧旺盛，对海运煤进口保持一定规模。

4. 2019-2020 年，美国页岩油气冲击煤炭需求，疫情初期经济下行进一步拉低煤价：2019 年，受美国页岩油气冲击以及欧美环保政策影响，欧盟、美国燃煤发电量大幅下降，煤炭需求收缩，国际煤价降幅明显。2020 年初新冠疫情爆发，对全球经济造成冲击，煤炭价格短暂回落至低位（50 美元/吨上下）。随后，随着全球逐步复工复产，加上部分产煤国受疫情影响供应受限，价格开始回升。

5. 2021-2022 年，供应紧张与地缘政治冲击后价格快速上涨：本轮上涨由多种有利价格的因素催化，包括拉尼娜（La Niña）极端天气对澳洲和印尼等主要出口国的生产和运输造成干扰；印尼一度颁布煤炭出口禁令，进一步加剧国际市场供应短缺；中澳关系变化、部分阶段的中国进口限制也在一定程度上扰动了市场流向；俄罗斯-乌克兰冲突导致欧洲天然气供应紧张。在此阶段中，全球能源价格全面飙升，动力煤在电力生产中的“替补”作用更加突出，煤价一度飙升至历史高位（约 400 美元/吨）。

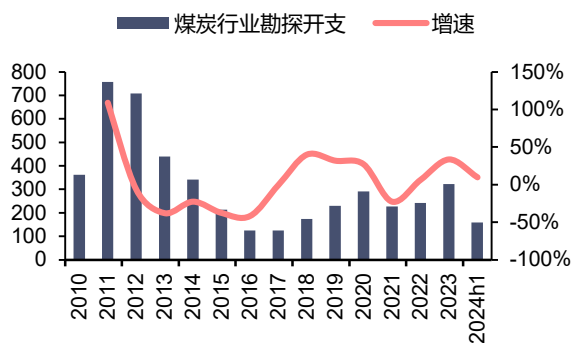
6. 2023 年之后的价格回落：截至 2024 年 6 月，纽卡斯尔 6000 煤价从高位回落到 140 美元/吨左右，而在 2025 年 3 月则进一步回落至 100 美元/吨左右，但仍然高于长期历史平均水平。影响价格回落的因素包括如全球经济复苏不平衡，需求增速放缓；中国对澳煤的进口限制逐步松动（“中国解除澳煤进口禁令”），但需求端并未如疫情初期后般强劲反弹；部分地区极端天气缓解，供应恢复。另一方面，市场对煤炭供应存在结构性短缺的担忧依旧存在，尤其在可再生能源尚未完全替代煤炭发电的过渡时期。再加上地缘政治不确定性，煤炭价格中枢有可能继续维持在高于历史均值的水平。

图 8：2009-2024H1，澳洲煤价走势

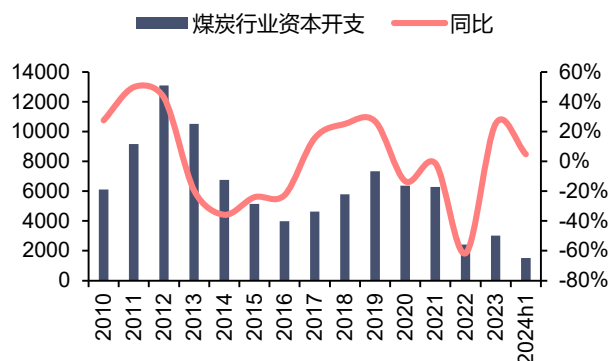


资料来源：NewHope 年报，信达证券研发中心

资本开支与煤价关联明显，但近年来资本开支远未达前高水平。整体来看，澳洲煤炭勘探开支与资本开支在 2011-2012 年煤价高位时左右达到峰值，随后在煤价下行期逐步下降，并在 2016 年触及低点。2017 年至 2022 年间，随煤价回升，勘探支出与资本开支有所回升，但基于 ESG 政策对煤炭企业在借款、开采、环保等领域的多重限制，澳洲煤炭行业整体水平仍远低于 2011 年的高峰。

图 9： 澳洲煤炭行业勘探开支（百万美元）


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 10： 澳洲煤炭行业企业资本开支（百万美元）


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

海外煤炭新增产能集中于澳大利亚，且项目建设进度较慢。根据 IEA 统计的 2024-2028 年海外新建、扩建煤矿的情况，多数产能集中于澳洲（一些出口导向型国家(例如印度尼西亚)的项目公布缺乏透明度，因此部分产能数据可能遗漏）。澳洲原定于 2025、2026 年投产的产能分别为 9400 万吨/年、5810 万吨/年，然而，项目符合进度的分别只有 1150 万吨/年、900 万吨/年。而根据 IEA 的过去的的数据，进度落后的项目取消的可能性是较高的，主要有三个原因：首先，许多项目多年来没有任何进展，可以被视为搁置；其次，在气候政策推进的背景下，一些国家限制煤炭开采项目进展甚至实施禁令，澳洲的 ESG 相关政策对煤炭项目的限制就是其中的代表；最后，不及进度项目更容易受到政府的干预，因为在项目审批阶段政府的影响更大。

表 1： 海外煤炭新建、扩建煤炭产能（万吨/年）

最早投产年份	2024	2025	2026	2027	2028	合计
全部待投产产能	2380	11460	7335	4050	2970	28195
其他国家	880	2060	1525	1000	0	5465
澳大利亚	1500	9400	5810	3050	2970	22730
项目进度落后	700	8250	4910	3050	2970	19880
项目符合进度	800	1150	900	0	0	2850

资料来源：IEA，信达证券研发中心。

尽管近几年澳大利亚煤炭企业盈利颇丰，但部分煤炭企业基于环保战略剥离煤炭资产，而致力于扩张的煤炭企业也更倾向于收购运营矿井，而非新建矿井。在近几年的能源危机后，部分煤炭生产商积累的充裕现金流（high cash flow accumulation），叠加同业机构降低煤炭风险敞口（risk exposure reduction）的战略需求，共同驱动矿业并购活动显著加速。然而，出口导向型煤矿的盈利能力仍呈现显著波动性，其收益结构高度依赖国际市场价格波动。值得注意的是，煤炭行业资本配置正面临多重约束：股东、金融机构、保险公司及公众对煤炭资产的抵触情绪持续升温，其中针对动力煤项目及高煤炭风险企业的反对尤为强烈，而对冶金煤投资的抵制强度相对缓和。这来源于政策与市场机制形成双重压制：其一，西方国家气候目标在需求侧收缩施加长期压力；其二，ESG 导向的融资约束使碳密集型项目融资成本溢价攀升，而保险覆盖缺位则加剧运营风险。在此背景下，煤炭企业更倾向于投资既有资产以维持市场份额（如必和必拓、英美资源加速剥离煤炭资产），而钢铁企业通过上游整合（如

浦项制铁收购昆士兰冶金煤矿权) 对冲供应链不确定性。

表 2: 2016 年后澳洲煤炭资产较为活跃, 冶金煤更受青睐 (万吨/年)

时间	并购事件	交易对价 (亿美元)	矿井类型	产能 (吨/年)
2016. 9	Taurus 基金收购 Foxleigh 煤矿 ⁺	1. 29	冶金煤	250
2017	嘉能可 (Glencore) 与兖煤澳洲合资收购猎人谷煤矿 (HVO)	23. 24	动力煤和半软焦煤 力煤和半软焦煤	3600
2018	嘉能可 (Glencore) 收购力拓 (Rio Tinto) Hail Creek 煤矿 (收购 82% 股权)	17	冶金煤	900
2021. 3	Stanmore Resources 收购必和必拓 BMC 资产	13. 5	冶金煤	1050
2023. 12	澳大利亚 M Resources 和新加坡 GEAR 收购 South32 伊拉瓦 拉冶金煤资产 (Illawarra Metallurgical Coal)	16. 5	冶金煤	700
2024. 11	Jellinbah Group 焦煤合资企业中的 33% 股份出售给其合 作伙伴澳大利亚 Zashvin 公司	11	冶金煤	1400
2024. 11	Peabody Energy 收购英美资源 (Anglo American) 昆士兰焦 煤资产 (共四个矿井)	38 (含 10 亿可 能追加)	冶金煤	1600

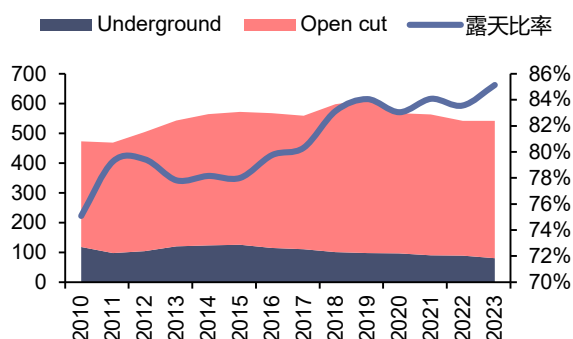
资料来源: 中国煤炭资源网、澎湃新闻、中国煤炭经济研究会、21 经济、新浪财经、上海证券报, 信达证券研发中心

二、煤炭生产出口保持稳定，贸易结构经历重组

2.1 2020 年后，澳大利亚煤炭价格波动明显，但产量及出口量保持稳定

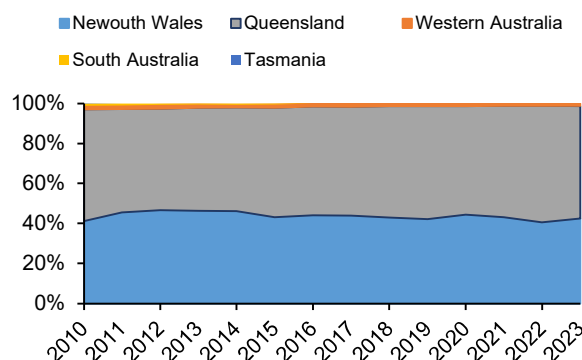
澳大利亚的煤炭生产方式以露天开采为主，且产地高度集中。自 2010 年以来，露天矿（Open cut）一直是澳大利亚主要的开采方式，其占比在过去十余年持续上升，至 2023 年已超过 80%，而井工矿（Underground）的产量相对较小且变化不大。这一趋势主要受采矿成本、资源禀赋以及政策监管等因素影响。露天开采通常成本较低，且适用于澳大利亚广阔的矿区，使其成为行业主流。与此同时，澳大利亚的煤炭产地高度集中，煤炭生产几乎全部集中在新南威尔士州（New South Wales）和昆士兰州（Queensland），其中昆士兰州的产量占比最高，新南威尔士州次之，而其他州如西澳大利亚、南澳大利亚和塔斯马尼亚的煤炭产量极少。这一格局主要受资源分布、基础设施以及市场需求的影响。新州和昆州不仅拥有丰富的煤炭储量，还具备完善的港口和铁路运输体系，便于煤炭出口到亚洲市场。此外，这两个州的煤炭行业政策相对成熟，吸引了大量投资。

图 11：露天矿为澳洲主要的开采方式（百万吨）



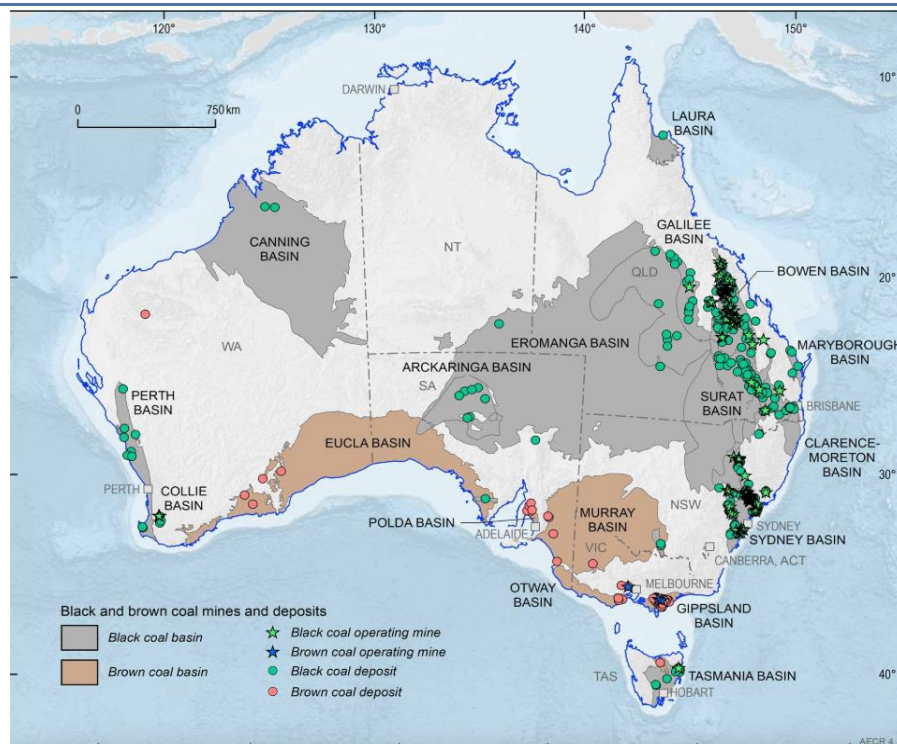
资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 12：澳洲煤炭矿井几乎都位于新州，昆州



资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

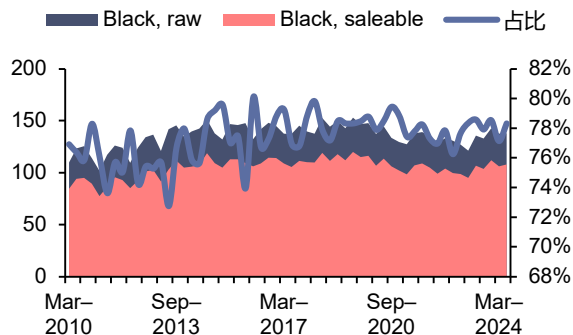
图 13：澳洲煤炭矿井几乎都位于新州，昆州



资料来源：澳大利亚地球科学，信达证券研发中心

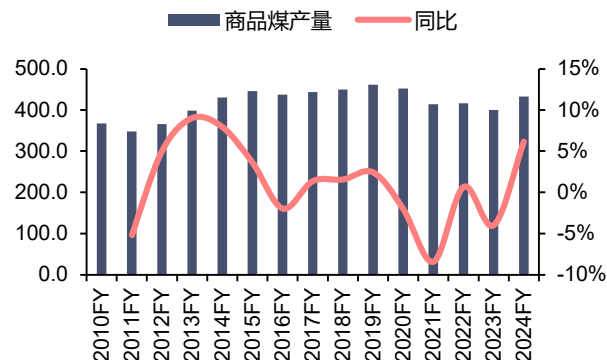
澳大利亚煤炭产量近年来保持相对稳定，商品煤年产量维持在 4 亿吨左右。自 2010 财年以来，澳大利亚商品煤产量总体维持在较高水平，波动幅度有限，显示出较强的供应稳定性。尽管在个别年份受到市场需求、政策调整或天气因素影响，商品煤产量同比增速有所波动，但整体上并未出现大幅下滑，且在 2023 财年后呈现回升趋势。此外，澳大利亚煤炭的洗选率长期稳定在 75%-80% 区间，煤炭加工环节保持稳定，保证了商品煤的供应质量。原煤（Black, raw）与可销售煤（Black, saleable）之间的比例波动不大，尽管行业在部分年份面临成本上升、环保政策收紧等挑战，基于其成熟的煤炭产业链，仍表现出较强的市场适应能力。

图 14：澳洲煤炭洗选率长期维持在 75%-80%（百万吨）



资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

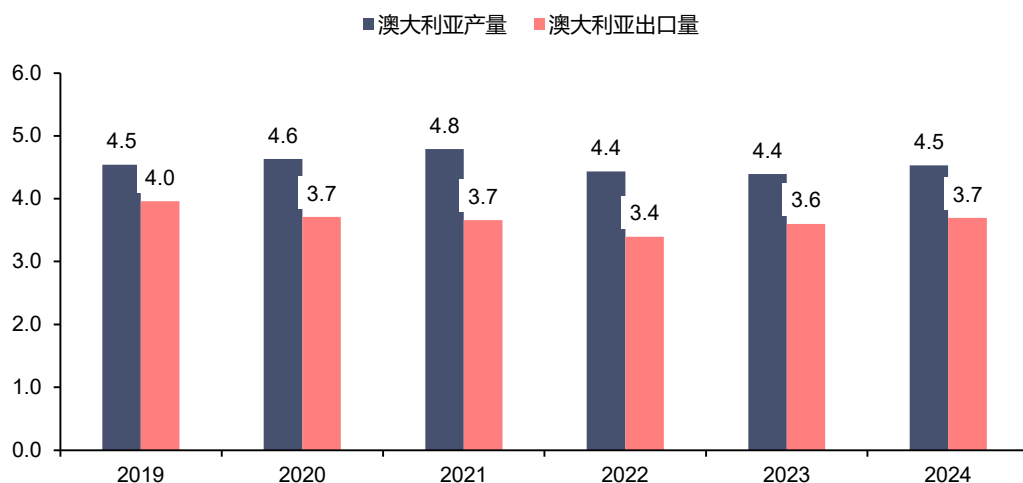
图 15：澳洲商品煤产量维持在约 4 亿吨左右（百万吨）



资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

澳大利亚煤炭产量和出口量在过去几年总体保持波动较小，显示出较强的供应稳定性。澳大利亚煤炭产量自 2019 年的 4.5 亿吨逐步增长至 2021 年的 4.8 亿吨，而后在 2022 年下降至 4.4 亿吨，并在 2023 年维持这一水平，出口量则基本维持在 3.4-4.0 亿吨之间。2022 年和 2023 年煤炭产量下降的主要原因包括全球能源市场的不确定性、极端天气影响以及澳大利亚国内政策的调整。首先，全球能源供需格局在俄乌冲突、国际贸易变化等因素影响下出现波动，导致澳大利亚煤炭出口需求在短期内受到一定抑制。其次，由于拉尼娜气候带来的影响，澳大利亚东部煤炭主产区在 2022 年遭遇强降雨和洪水，影响了部分煤矿的生产和运输能力，进而拖累了全年产量，在 2023 年后，部分煤炭公司对矿区排水、抽水等基础设施进行升级。澳大利亚在 2022-2023 年的供应下降也是国际煤炭价格上涨的主要因素之一。

图 16：澳大利亚煤炭产量在 2022 与 2023 年有所下降（亿吨）



资料来源：CCTD，信达证券研发中心

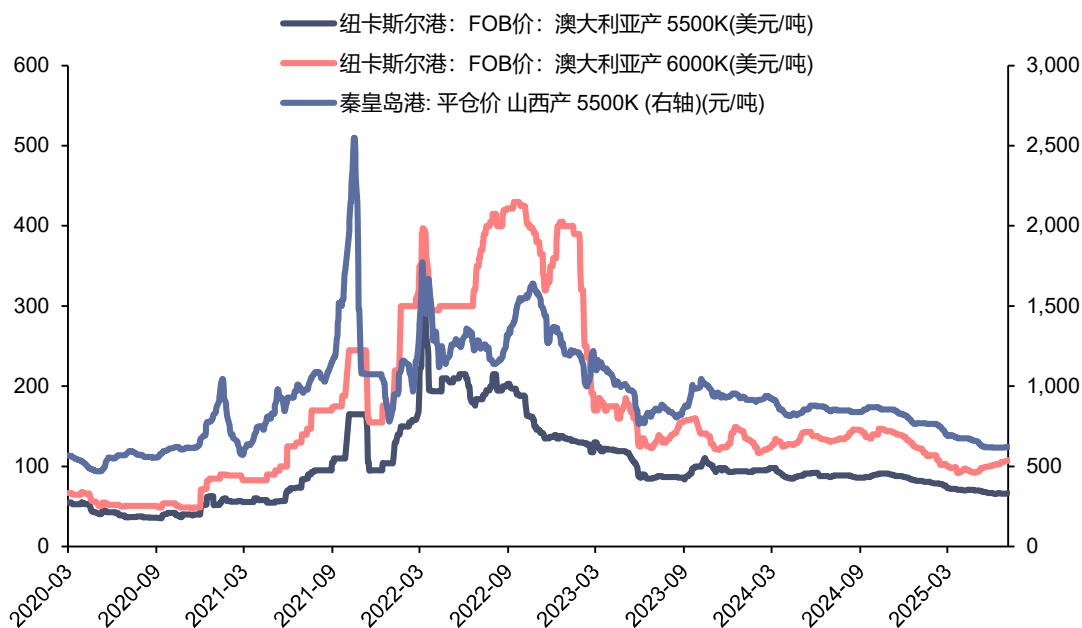
本轮煤价上涨始于 2021 年，疫情封锁结束后的需求复苏带动了第一轮煤价上涨。以纽卡斯尔
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

尔港报价为基准，2020年3月至9月受全球疫情封锁冲击，价格从80美元/吨暴跌至48美元/吨，创十年新低；但随着2021年亚太经济复苏及极端天气引发的能源短缺，价格于2021年9月快速反弹至180美元/吨，同时，中国国内也在夏秋季出现了“用煤荒”，秦港煤价一度上涨至2500元/吨的历史高点。

在气候因素与政治事件的双重作用下，澳大利亚煤炭价格在2022年一度到达历史高点，在2023年下跌后仍维持高位。2022年俄乌冲突爆发后，欧盟对俄煤禁令触发全球供应链重构，叠加印尼出口限制政策，以及澳洲在拉尼娜气候下的供应不足，纽卡斯尔港6000K动力煤价格于2022年9月飙升至460美元/吨历史峰值。此后，尽管2023年全球天然气价格回落缓解替代需求，但澳洲高卡煤因碳强度低、热值高的特性，在亚太高端市场仍维持溢价，2023年9月价格稳定在210-230美元/吨区间，较疫情前仍高出160%。值得注意的是，本轮煤价上涨的重要原因在于俄乌冲突后的欧洲煤炭需求大涨，而欧洲的动力煤需求则集中于高卡煤，因此，在2022年，纽卡斯尔6000与5500的比价关系发生了短期脱钩，直至2023年3月后才逐渐回归正常。

2024年冬季后，澳洲煤价呈下行趋势。基于全球的经济复苏不及预期，以及中国作为世界最大煤炭消费国的高库存，中国北港煤价在2024年10月后明显承压，该下行趋势进一步传导到进口澳煤，并逐步放大到国际煤炭市场。进入2025年后，NEWC 6000的价格持续下跌，由年初的122美元/吨跌至2025年3月的约100美元/吨（此时NEWC 5500约为73美元/吨，秦港5500约为695元/吨），已经回到了2021年5月的价格。

图 17：2020 年后澳大利亚煤价波动较为明显，至 2023 年 6 月后重新进入平稳区间



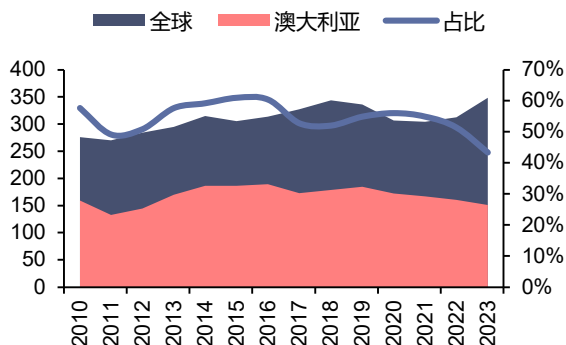
资料来源：钢联终端，信达证券研发中心

2.2 2020-2023 年，澳洲煤炭出口结构经历重塑

澳大利亚在全球煤炭贸易中占据重要地位，长期以来是全球主要的煤炭出口国之一，尤其在炼焦煤和动力煤市场均具有显著的市场份额。澳大利亚在全球炼焦煤出口中占据较高比重，2010年至2023年期间，其出口量基本维持在全球炼焦煤出口总量的50%以上，虽然近年来占比有所波动，澳大利亚凭借其高质量的硬焦煤资源，但仍保持在全球市场的主导地位。另一方面，澳大利亚在全球动力煤出口市场也是主要出口国之一，占比约为15%-20%之间，近年来保持相对稳定。澳大利亚的动力煤主要出口至日本、印度、韩国和中国等国家。总体

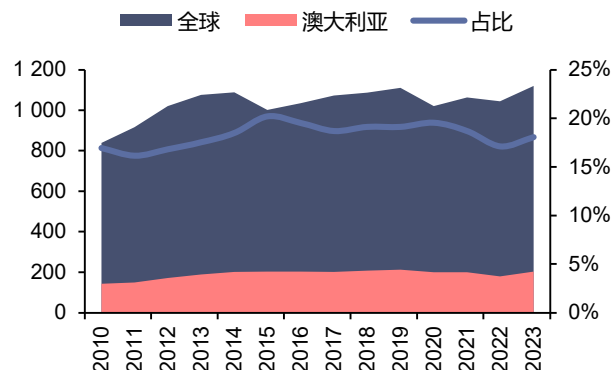
来看，澳大利亚凭借其丰富的煤炭资源、稳定的供应体系以及较高的煤炭品质，在全球煤炭贸易市场中占据举足轻重的地位，未来其在国际煤炭市场的影响力仍有望持续。

图 18：澳大利亚占全球炼焦煤出口（百万吨）



资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 19：澳大利亚占全球动力煤出口（百万吨）

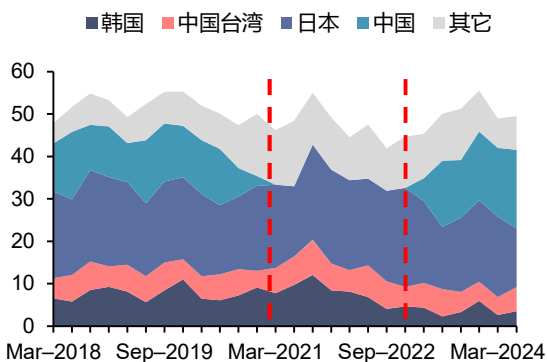


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

2020 年四季度后，中国停运澳洲进口煤，对中国出口受阻对澳大利亚煤炭造成了显著影响。2022 年，澳大利亚煤炭出口量降至十年来最低，不足 3.5 亿吨。这一数据比往年有明显下降。失去了中国这一最大的煤炭进口国以后，澳大利亚不得不寻找其他市场。尽管日韩印等国弥补了一部分空白，在一定程度上缓解了澳大利亚损失，但失去中国市场依然对澳大利亚的煤炭出口造成了冲击。

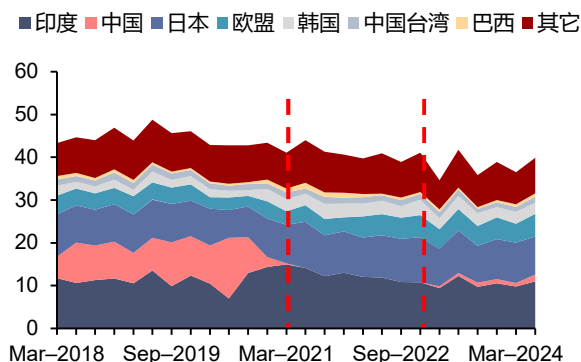
对中国进口而言，印尼、俄罗斯、加拿大、哥伦比亚和蒙古（通过陆路运输）迅速填补了澳大利亚留下的空缺。与此同时，中国多元化了其煤炭进口，特别是在炼焦煤贸易方面减少了对单一来源的依赖。

图 20：澳大利亚季度动力煤出口量分地区（百万吨）



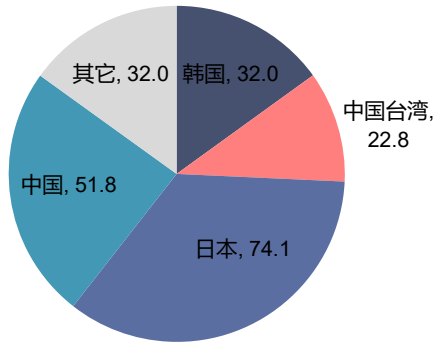
资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 21：澳大利亚季度焦煤出口量分地区（百万吨）

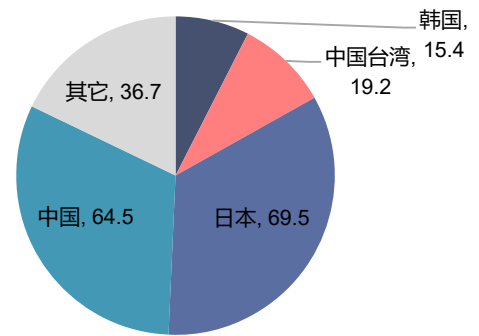


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

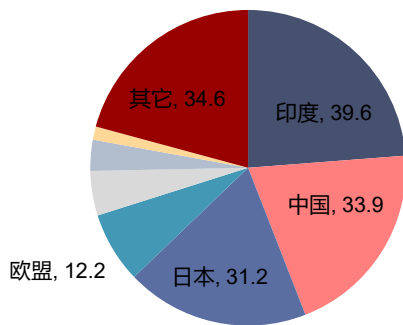
在结束了 2020-2022 年对中国出口低迷之后，澳大利亚的煤炭对中国出口从 2023 年开始逐步恢复。对比 2024 财年与 2020 财年，基于中国电力需求的快速扩张及电煤保供的相关政策要求，2024 财年澳洲对中国的动力煤出口已完全恢复至 6450 万吨，甚至高于 2020 财年时的出口量 5180 万吨。另一方面，澳洲对中国炼焦煤的出口则维持低位，2020 财年澳洲对中国出口 3390 万吨，2024 财年仅为 440 万吨，日本、欧盟等进口国对澳洲的焦煤进口份额增长较为明显。中国的地产行业下行压制钢铁及炼焦煤需求，以及蒙古焦煤对中国出口的大幅增长，导致中国对澳洲焦煤的进口依存度明显下降。

图 22：2020FY 澳大利亚动力煤出口(百万吨)


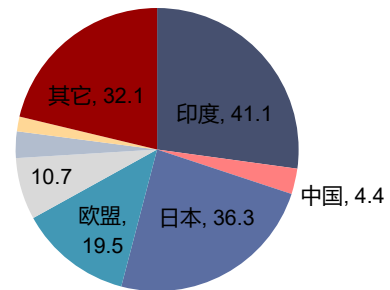
资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 23：2024FY 澳大利亚动力煤出口(百万吨)


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

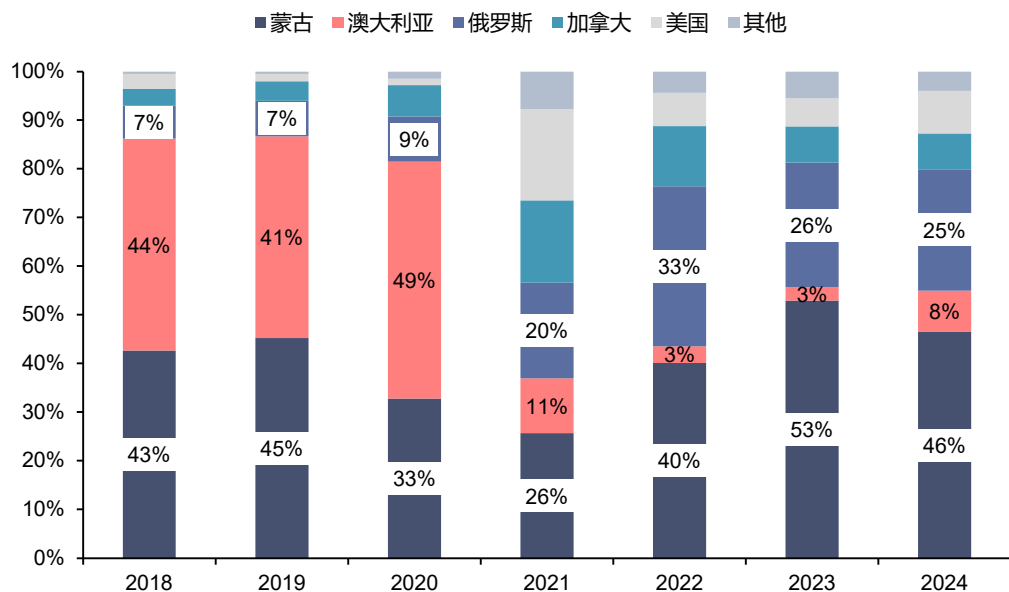
图 24：2020FY 澳大利亚炼焦煤出口(百万吨)


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 25：2024FY 澳大利亚炼焦煤出口(百万吨)


资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

中国焦煤进口结构重塑。自 2021 年起，中国对澳洲的焦煤进口显著下降，占比由 2020 年的 49% 快速下降至 2021 年的 11%，中国对蒙古的焦煤进口则由 2021 年的 26% 上涨至 2024 年的 46%，在 2023 年一度达到 53% 的高位。

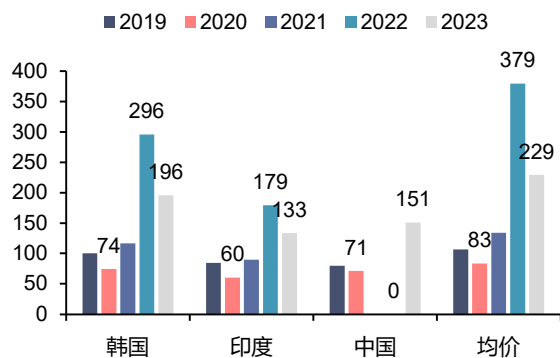
图 26：我国炼焦煤分国别进口量 (%)


资料来源：钢联终端，信达证券研发中心

2019-2023 年澳大利亚动力煤与焦煤分国别出口价格呈现显著的区域分化和阶段性波动特

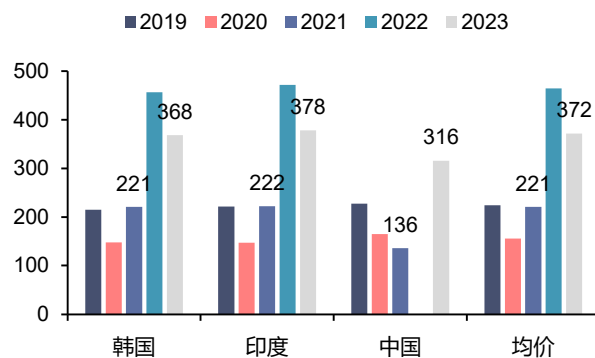
征。动力煤方面，中国、印度、韩国三大亚洲主要进口国的价格差异长期存在。2020 年受疫情冲击，三国到岸均价一度跌至 80 美元/吨以下，但 2021 年后地缘冲突引发全球能源供应链重构，推动澳大利亚动力煤出口价格快速攀升，2022 年对印度报价达 179 美元/吨；同期中国价格涨幅相对温和，但仍于 2023 年达到 151 美元/吨峰值，韩国自澳洲的动力煤进口价格则持续高于中国、印度。焦煤方面，中国采购价持续低于印度、韩国，2023 年均价达到 300 美元/吨以上，印度、韩国的焦煤进口价格区别不大，基于对优质焦煤的刚性需求，始终高于中国。

图 27：澳大利亚动力煤分国别出口价格(美元/吨)



资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

图 28：澳大利亚焦煤分国别出口价格(美元/吨)



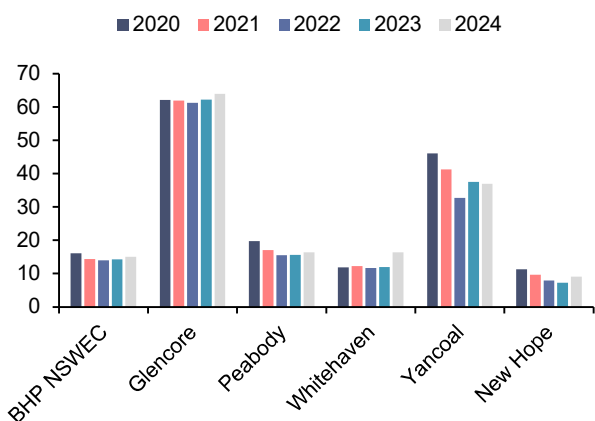
资料来源：澳大利亚工业科学资源部，信达证券研发中心

三、成本高位价格下跌，动力煤公司利润下行或影响供给

3.1 动力煤行业上市公司集中度较高，2021 年后成本上升明显

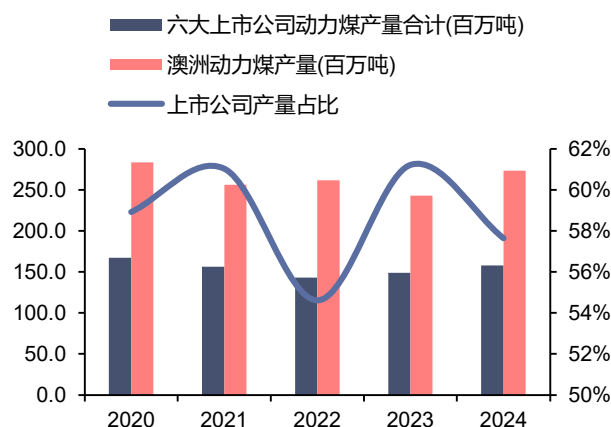
澳大利亚动力煤行业的上市公司市场集中度较高，头部上市企业的产能优势进一步凸显。澳洲动力煤上市公司共六家，年产量在 15000 万吨左右，占澳洲动力煤总产量的 55%-62%。其中最大的供应商是 Glencore，年产量 6000 万吨左右，其次是 yancoal，年产量在 3500 万吨左右。其余四家规模相近，年产量普遍在 1000 万吨-2000 万吨。

图 29：澳洲六大动力煤上市公司产量(百万吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心

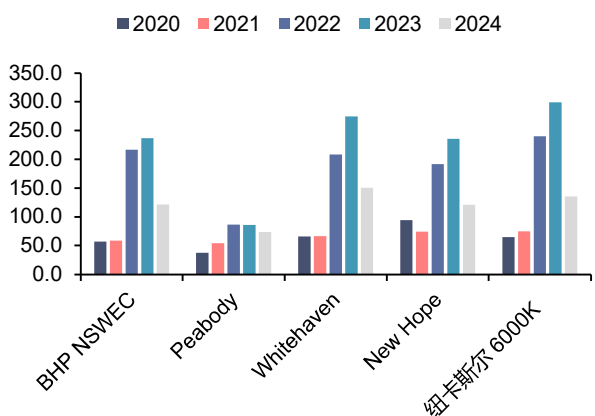
图 30：澳洲六大动力煤上市公司产量(百万吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心

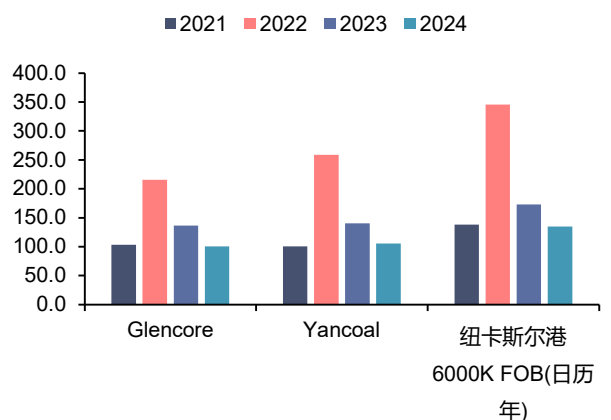
澳洲各上市公司动力煤价格呈一定区分，但普遍低于纽卡斯尔 6000K 标杆煤价。基于资源禀赋和动力煤热值的区分，各家上市公司煤价呈一定区分。在上市公司中，动力煤价格最高的是 White heaven，价格最低则是 Peabody。Glencore 和 Yancoal 以日历年披露年报，因此，2022 年的动力煤价格明显高于 2023 年，其它四家公司则以财年披露年报，2023 财年的动力煤价格高于 2022 财年。

图 31：澳洲动力煤上市公司动力煤均价(美元/吨) (财年)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心

图 32：澳洲动力煤上市公司动力煤均价(美元/吨) (日历年)

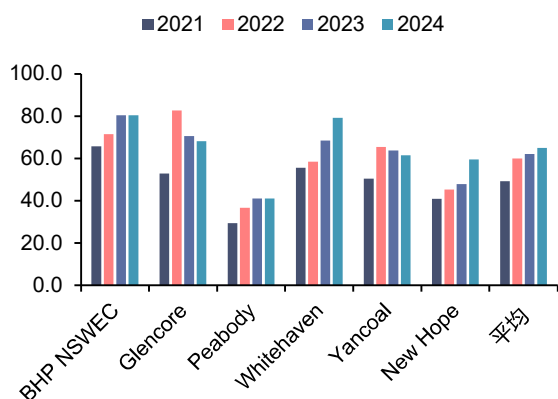


资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心

近年来，澳大利亚煤炭行业的成本呈现出持续上升的趋势。无论是扣除特许权使用费后的 FOB 成本，还是包含特许权使用费的 FOB 成本，2021 年至 2024 年间，澳洲主要动力煤上市公司的生产成本普遍上升。其中，BHP NSWEC、Glencore 等主要煤企的成本增长尤为明显，部分企业 2023 年和 2024 年的成本水平较 2021 年显著提高。这一趋势主要受到多重因素的影响，包括通胀压力推高的劳动力成本、能源价格上涨导致的开采及运输成本增加，

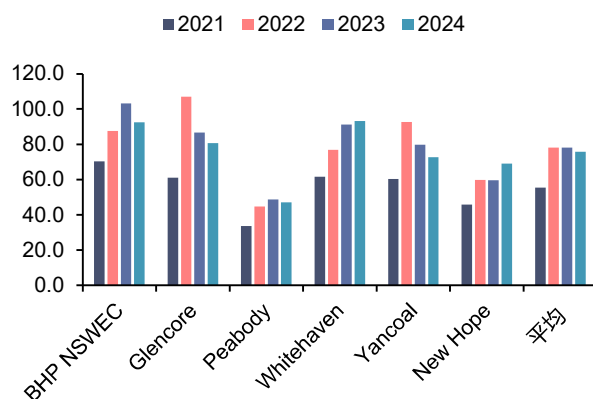
以及政府对矿业征收更高的税费和环境合规要求。而即便 2023、2024 的特许权使用费随煤价下降而有所回落，相较 2021 年，FOB 成本依旧显著上升。

图 33：澳洲动力煤上市公司动力煤 FOB 成本(扣除特许权使用费) (美元/吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心，注：Yancoal 成本包含部分冶金煤成本，略高于实际值

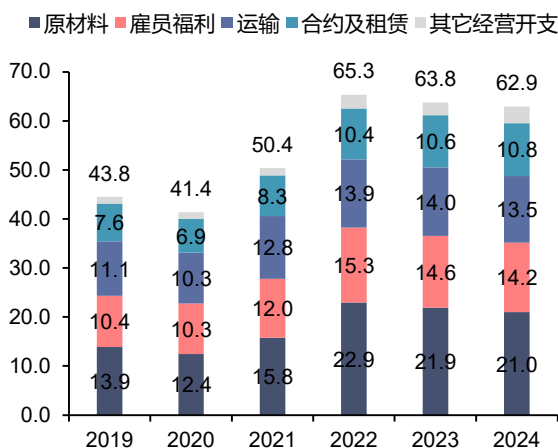
图 34：澳洲动力煤上市公司动力煤 FOB 成本(含特许权使用费) (美元/吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，略高于实际值

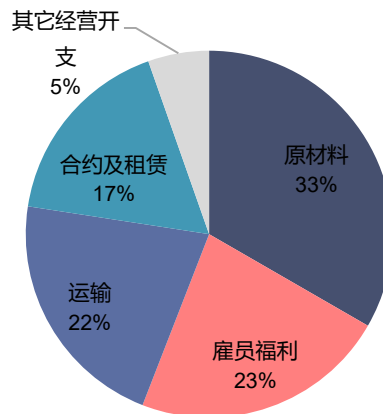
煤炭生产销售成本持续上升，受多重因素推动。以兖煤澳洲为例，2019 年至 2023 年间，其 FOB 成本由 43.8 美元/吨上升至 63.8 美元/吨，涨幅显著。其中，各项成本构成均有所增长，供应链瓶颈及市场波动也进一步推高了运营成本。从成本构成来看，2023 年原材料成本占比最高，达到 34%，其次是员工福利和运输成本，分别占 23%和 22%。在通胀背景下，煤炭生产成本短期内难以恢复到 2021 年的较低水准。

图 35：兖煤澳洲 FOB 成本 (美元/吨)



资料来源：兖煤澳洲年报，信达证券研发中心

图 36：兖煤澳洲 2024 FOB 成本构成



资料来源：兖煤澳洲年报，信达证券研发中心

除去现金成本外，澳大利亚市场煤炭特许权使用费率上升也是成本增长的重要原因。昆士兰州政府对煤炭实行新的累进矿权税率，以增加财政收入。新税收政策 2022 年 7 月 1 日起生效，在原先的税率基础上新增了三级税率，即当煤价超过 175 澳元/吨时征税 20%，超过 225 澳元/吨征税 30%，超过 300 澳元/吨征税 40%。原先，昆士兰州煤炭矿权特许使用税率为售价 100 澳元/吨以下征税 7%，100-150 澳元/吨征税 12.5%，150 澳元/吨以上征税 15%。新南威尔士州政府宣布其将自 2024 年 7 月 1 日起上调煤炭出口的特许权使用费率 2.6pct，包括露天矿、井工矿和深层井工矿在内。

图 37：新南威尔士州于 2024 年 7 月 1 日起将煤炭出口特许权使用费率提高 2.6pct

昆士蘭州 煤價, 澳元/噸	2022年7月1日後 特許權使用費率	2022年7月1日前 特許權使用費率
< 100	7%	7%
100 - 150	12.5%	12.5%
> 150	—	15%
150 - 175	15%	—
175 - 225	20%	—
225 - 300	30%	—
> 300	40%	—

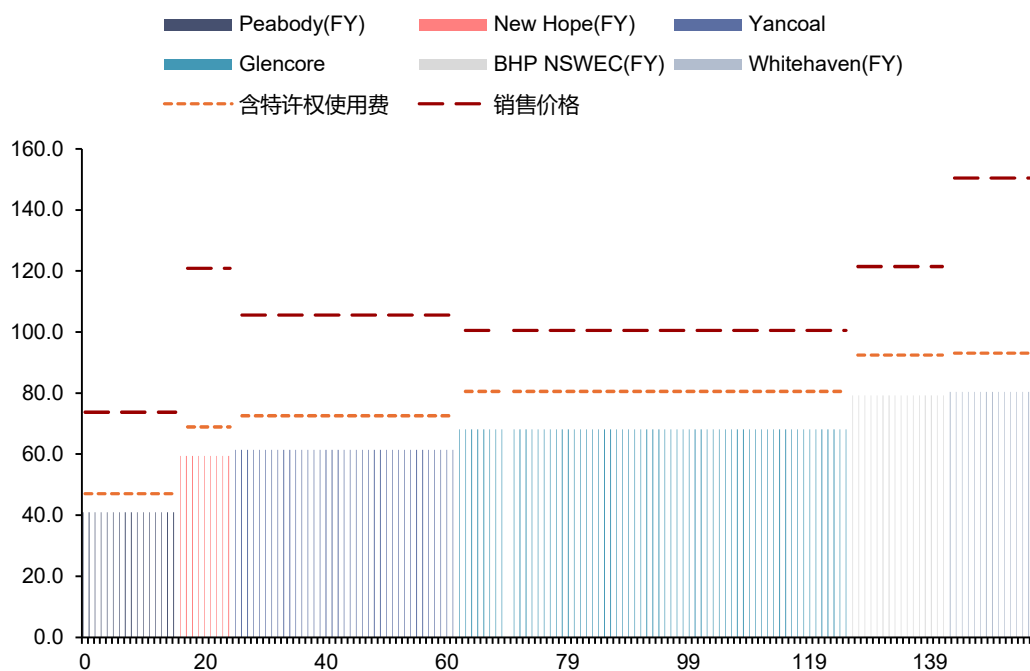
新南威爾士州	2024年7月1日後 特許權使用費率	2024年7月1日前 特許權使用費率
露天開採	10.8%	8.2%
井工開採	9.8%	7.2%
深井工開採	8.8%	6.2%

资料来源：兖煤澳洲年报，信达证券研发中心

3.2 随煤价下降，上市公司或出现现金层面亏损，进而影响供给

2024 年，尽管煤价有所下降，澳洲主要上市公司仍能维持盈利。在我们的统计范围内，2024 年澳洲六大动力煤企业在澳洲区域的动力煤总产量约为 1.5 亿吨，占澳洲动力煤总产量的约 58%。尽管受到煤价下行的冲击，各公司仍能保持一定的盈利能力。值得注意的是，产量最高的 Glencore 在 2024 年的吨煤盈利仅有 20 美元/吨。而基于较高的吨煤售价，尽管 Whitehaven 吨煤成本也处于上市公司中的最高水平，仍能实现约 57.4 美元/吨的吨煤盈利。

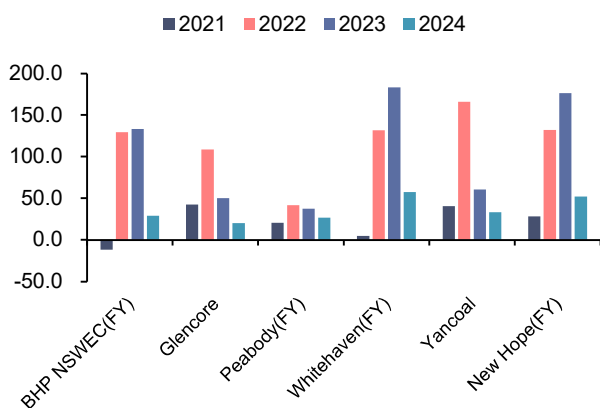
图 38：2024 澳洲六大动力煤上市公司动力煤 FOB 成本曲线 (美元/吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心

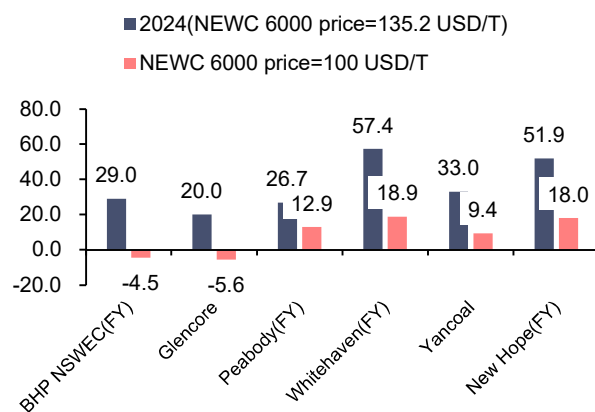
2024 年各公司吨煤盈利已大幅减少，在 NEWC 6000 价格为 100 美元/吨时，BHP NSWEC 及 Glencore 或出现现金层面亏损。尽管披露年报的统计口径不同（财年及日历年），在澳洲煤价处于高位的 2022 年与 2023 年，各公司仍然实现了较为丰厚的吨煤盈利，WHITEHAVEN、兖煤澳洲、Hew hope 甚至一度达到 150 美元/吨的吨煤盈利。然而，进入 2024 年后，随着煤价恢复相对正常的区间，各公司的利润也不同程度地有所减少。除了 WHITEHAVEN 基于其热值优势带来的较高售价，以及 New Hope 基于相同热值的低成本优势，吨煤盈利仍能维持在 50 美元/吨以上，其余四家公司的吨煤盈利则下降至 20-35 美元/吨的区间之内。需要注意的是，2024 财年、日历年 NEWC 6000 均价分别为 134、136 美元/吨，而进入 2025 年后，NEWC 6000 的价格持续下跌，由年初的 122 美元/吨跌至 2025 年 3 月的约 100 美元/吨（此时 NEWC 5500 约为 73 美元/吨，秦港 5500 约为 695 元/吨），已经回到了 2021 年 5 月的价格。在我们对各公司售价进行折算后，如果 NEWC6000 均价为 100 美元/吨，在计算三费及税费之前，BHP NSWEC 以及 Glencore 均已出现现金层面的亏损，而其他公司的吨煤 FOB 利润也均在 20 美元/吨以下。

图 39：近年澳洲动力煤上市公司动力煤吨煤现金利润(美元/吨)



资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心，注：NEWC6000=100 美元/吨时各公司售价根据 2024 年各公司售价进行折算；Yancoal 成本包含部分冶金煤成本，略高于实际值

图 40：澳洲动力煤上市公司动力煤吨煤现金利润预测(美元/吨)



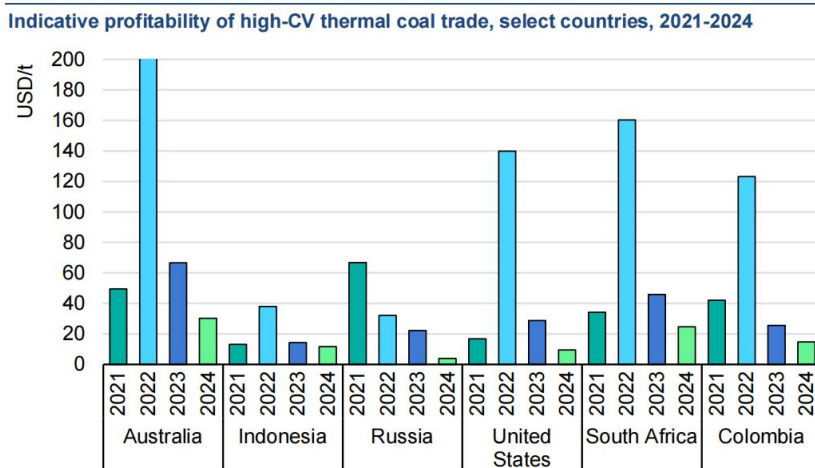
资料来源：BHP NSWEC、Glencore、Peabody、Whitehaven、Yancoal、Newhope 年报，信达证券研发中心，注：NEWC6000=100 美元/吨时各公司售价根据 2024 年各公司售价进行折算；Yancoal 成本包含部分冶金煤成本，略高于实际值

NEWC 6000 的价格下跌至 100 美元/吨时，动力煤公司或将面临更为严峻的盈利考验。在我们的计算中，如果 NEWC 6000 的价格下跌至 100 美元/吨，New hope 和兖煤澳洲的吨煤净利润分别为 9.4 美元/吨、18.0 美元/吨，而这两家公司在澳洲均为煤炭资产较为优质的动力煤生产商：根据两家公司的年报披露，New hope 的三座矿井在世界贸易煤市场均属于成本较低的矿井（热值折算后），兖煤澳洲的主力矿山则在澳洲范围内也属于较为稀少的高产量、低成本矿山。当 NEWC 6000 的价格下跌至 100 美元/吨，这两家公司的吨煤现金利润也被压缩至较低水准，我们认为在上市公司之外的其它动力煤产能或将面临更为严峻的盈利考验。

根据 IEA 统计的海运贸易市场上的各国高卡动力煤盈利，澳洲在 2024 年最高。在 2022 年，随着世界范围内的煤价快速上涨，澳大利亚高热值煤炭的利润率接近每吨 200 美元，其他国家的每吨交易利润也达到了三位数。然而，在 2023 年，随着价格快速下跌，高热值动力煤交易的全球盈利能力下降，但仍高于 2021 年的水平。在 2024 年，尽管采矿成本保持高位，而价格则继续下行，进一步降低了煤炭生产盈利能力，平均利润略低于 2021 年的水平。澳洲基于其高卡动力煤市场的优势，其平均利润约为 30 美元/吨，这也基本符合我们对于澳洲动力煤上市公司盈利的计算，即当 NEWC 6000 下降至 100 美元/吨时，部分公司甚至出现现金层面的亏损。而该价格则会对其它国家的动力煤生产带来更为严峻的挑战。俄罗斯

在 2024 年的价格下几乎已到达盈亏平衡点，随着成本上升、铁路拥堵和更高的铁路运费、许多生煤炭公司几乎无法盈利，2024 年，俄罗斯煤炭企业亏损总额达到 1126 亿卢布。2025 年前 5 个月，行业亏损面从一季度的 53% 快速上升到 62%，亏损额已相当于 2024 年全年水平，俄罗斯中有 51 家煤炭企业已经关闭或处于关闭边缘。印尼则宣布了 HBA 煤价下限的相关政策已保证煤炭价格，其他国家如南非、哥伦比亚或也将面临盈利考验。

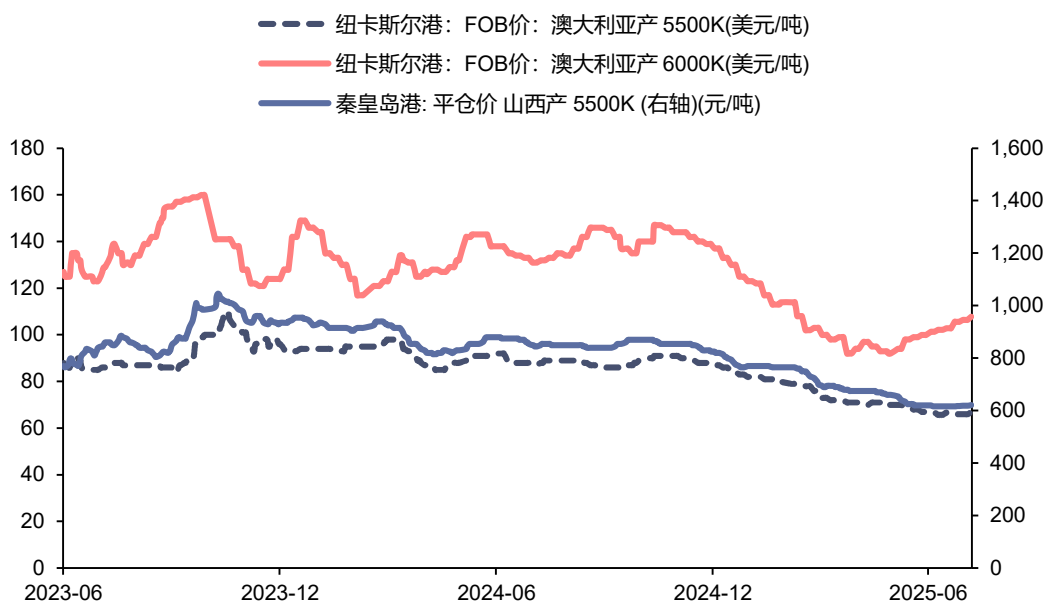
图 41：IEA：高热值动力煤贸易的吨煤盈利，2024 年澳洲动力煤盈利最高(美元/吨)



资料来源：IEA，信达证券研发中心

2023 年 6 月后，纽卡斯尔港与秦港煤价走势趋同，5500K 煤种相关性更高。2023 年 6 月后，随着 NEWC 6000 的煤价快速下跌，NEWC 6000 与 5500 两个品种恢复了较强的关联性，而 NEWC 5500 和秦港 5500 的价格则相关性更高。2024 年 10 月后，各品种煤价均呈下跌趋势，进入 2025 年后，NEWC 6000 的价格持续下跌，由年初的 122 美元/吨跌至 2025 年 3 月的约 100 美元/吨（此时 NEWC 5500 约为 73 美元/吨，秦港 5500 约为 695 元/吨），已经回到了 2021 年 5 月的价格。2025 年 4 月后，NEWC 6000 开始反弹，NEWC 5500 则呈现分化，随秦港 5500K 煤价一同呈筑底走势。

图 42：2023 年 6 月后，纽卡斯尔港与秦港煤价走势趋同，5500K 煤种相关性更高(美元/吨；元/吨)



资料来源：钢联终端，信达证券研发中心

四. 投资建议

尽管面临显著的价格波动,澳大利亚作为全球主要煤炭出口国(尤其在炼焦煤和动力煤市场),其整体生产出口展现出韧性并趋于稳定,但贸易结构自 2021 年起经历重组:得益于中国电力需求扩张及电煤保供政策,澳洲对华动力煤出口已完全恢复甚至反超,达 6450 万吨,高于 2020 财年的 5180 万吨,但澳洲对华炼焦煤出口则持续低迷,2024 财年仅 440 万吨,远低于 2020 财年的 3390 万吨)。

澳大利亚煤炭行业的成本持续上升,动力煤行业尤为明显,BHP NSWEC、Glencore 等主要煤企 2023-2024 年成本较 2021 年显著提高,驱动因素包括通胀推高劳动力成本、能源价格上涨增加开采运输支出、政府税费及环境合规要求趋严,FOB 成本远高于 2021 年水平且短期内难以下降。**更严峻的是,在成本刚性高位与价格持续下跌(2025 年 3 月 NEWC 6000 跌至约 100 美元/吨)的双重挤压下,动力煤公司利润显著下行:**尽管 2024 年主要公司仍能盈利,但吨煤盈利已大幅缩水,仅 WHITEHAVEN 和 New Hope 超 50 美元/吨,余者 20-35 美元/吨),远不及 2022-2023 年高位。我们预计,若 NEWC 6000 均价维持在 100 美元/吨,BHP NSWEC 和 Glencore 将出现现金亏损,其他公司吨煤 FOB 利润低于 20 美元/吨,即便优质资产如 New Hope 和兖煤澳洲净利润也仅 9.4 和 18.0 美元/吨。全球层面,IEA 数据显示 2024 年澳洲高卡动力煤平均利润约 30 美元/吨,为全球动力煤出口国中盈利能力最强。在 2025 年国际煤炭价格进一步下跌的背景下,俄罗斯亏损将扩大、印尼需 HBA 保底、南非及哥伦比亚持续承压。**这种双重压力不仅威胁高成本矿山生存、可能导致国际高卡动力煤供给收缩,间接作用于中国动力煤市场,为我国动力煤价格提供支撑。**

结合我们对能源产能周期的研判,煤炭供给瓶颈约束有望持续至“十五五”,仍需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求。在煤炭布局加速西移、资源费与吨煤投资大幅提升背景下,国内经济开发刚性成本和国外进口煤成本的抬升均有望支撑煤价中枢保持高位。当前,煤炭板块仍属高业绩、高现金、高分红资产,行业仍具高景气、长周期、高壁垒特征,叠加宏观经济底部向好,央企市值管理新规落地,煤炭央企资产注入工作已然开启,以及一二级市场估值倒挂,愈加凸显优质煤炭公司盈利与成长的高确定性。煤炭板块向下调整有高股息安全边际支撑,向上弹性有后续煤价上涨预期催化,我们继续全面看多“或跃在渊”的煤炭板块。**自上而下重点关注:一是经营稳定、业绩稳健的中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源;二是前期超跌、弹性较大的兖矿能源、电投能源、广汇能源、晋控煤业、山煤国际、甘肃能化等;三是全球资源特殊稀缺的优质冶金煤公司淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤、盘江股份等;同时建议关注兖煤澳大利亚、天地科技、兰花科创、上海能源、天玛智控等。**

表 3：重点上市公司估值表

股票名称	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
兖矿能源	12.95	144	133	139	142	1.4	1.3	1.4	1.4	9.0	9.8	9.4	9.2
陕西煤业	20.64	224	206	219	222	2.3	2.1	2.3	2.3	8.9	9.7	9.1	9.0
山煤国际	9.92	23	15	17	18	1.1	0.7	0.8	0.9	8.7	13.3	11.8	10.7
广汇能源	5.52	30	36	42	47	0.5	0.6	0.7	0.7	11.9	9.8	8.3	7.5
晋控煤业	14.87	28	22	24	26	1.7	1.3	1.4	1.6	8.9	11.3	10.5	9.6
中国神华	37.82	587	568	569	574	3.0	2.9	2.9	2.9	12.8	13.2	13.2	13.1
中煤能源	12.03	193	183	186	189	1.5	1.4	1.4	1.4	8.3	8.7	8.6	8.4
新集能源	6.70	24	24	27	29	0.9	0.9	1.1	1.1	7.3	7.3	6.3	6.0
电投能源	20.51	53	57	61	63	2.4	2.5	2.7	2.8	8.6	8.1	7.5	7.3
平煤股份	8.30	23	12	14	17	0.9	0.5	0.6	0.7	8.7	16.6	14.4	12.4
淮北矿业	12.97	49	36	44	49	1.8	1.3	1.6	1.8	7.2	9.7	7.9	7.2
山西焦煤	7.45	31	28	33	35	0.5	0.5	0.6	0.6	13.6	15.3	12.9	12.1
潞安环能	14.70	24	19	24	27	0.8	0.6	0.8	0.9	18.0	23.7	18.0	16.1
盘江股份	5.14	1.0	2.3	3.0	1.3	0.0	0.1	0.1	0.1	105.9	47.9	37.2	83.9
兰花科创	6.91	7	8	9	5	0.5	0.5	0.6	0.3	14.2	13.5	11.5	20.0
天地科技	6.32	26	28	30	32	0.6	0.7	0.7	0.8	10.0	9.3	8.7	8.2
天玛智控	21.22	3.4	3.5	3.8	4.3	0.8	0.8	0.9	1.0	27.1	26.3	24.2	21.4

资料来源：iFind、信达证券研发中心 注：山煤国际、晋控煤业、电投能源、盘江股份和兰花科创为同花顺一致预测；收盘价截至7月29日。

风险因素

宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅下跌：若全球经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，将会使煤价下行。

煤矿发生安全生产事故：接续情况紧张，煤炭生产过程发现安全事故致使煤炭行业政策更加按严格。

煤企在建矿井建设和探矿权开发进度不及预期：探矿权开发速度不及预期，新增矿井审批数量大幅缩减；新矿建设速度缓慢，影响相关设备投入与更新。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。