

煤炭行业2025年中期投资策略

煤价探底，基本面向好

行业研究 · 中期策略

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

- **供给：1-5月国内产量同比增加约1.3亿吨，进口同比减少约1600万吨，整体供应增加；预计下半年供给增量逐步收窄。**
- ✓ **生产端：**受去年上半年低基数影响，1-5月国内原煤产量19.9亿吨，同比增加1.3亿吨（+6%）；预计下半年增幅收窄，2025年全国原煤产量在48.5亿吨左右，同比增加9000万吨（+2%）。分产地看，1-5月产量增长主要来自山西煤炭产量修复以及新疆煤炭产量维持较高速增长。
- ✓ **进口端：**需求疲软、库存高位、进口煤价格优势明显减小甚至消失，2025年前5月进口量1.9亿吨，同比减少约1600万吨（-8%）。分地区看，印尼煤减量最大，澳煤则小幅增加。展望全年，预计煤炭进口量保持相对低位，全年有望同比减量8000万吨（-15%），其中5000万吨来自印尼。
- ✓ **疆煤外运对市场冲击几何？**2025年受煤炭价格持续走低的影响，煤炭出疆铁路运输需求出现阶段性下降，为助力疆煤外运，呼局多次下调铁路运费。但疆煤外运增速仍明显放缓，截至6月6日疆煤铁路外运量同比增长仅6.8%。经测算，当前煤价下，疆煤仅在甘肃、宁夏等地具备一定价格优势，外运增量有限。此外，新疆正加快煤化工、煤电等项目投资建设，未来用煤增量可观，同时受运输条件制约，预计疆煤仍以本地消纳为主。
- ✓ **从减产可能性看本轮煤价中枢下行周期的成本支撑。**参考2012年-2015年煤价下行周期，发现秦皇岛煤价跌破600元/吨时，煤炭开始出现减产现象，从全年维度看，2013-2015年均煤价分别为586元/吨、517元/吨、420元/吨，原煤产量同比+0.7%、-2.5%、-3.3%。但本轮煤价下行周期煤企盈利能力尚可、经营质量相比之前明显提高、且产能向头部企业集中，预计自发性减产相对困难。但2015年以来，参考中国神华，煤企生产成本增幅近40%，参考此前煤价下行周期，若煤价跌破成本线，小幅减产可能性较大，但预计供给侧的明显改善仍需要政策支持。
- **需求：旺季电煤或有弹性，化工煤支撑非电需求。**1-5月全国商品煤消费量20.5亿吨，同比增加约0.1亿吨（+0.5%），下半年进入消费旺季，需求改善可期。
- ✓ **火电方面，**受用电增速放缓、新能源挤压等影响，火电承压，同比5月转正（+1.2%），前5月累计同比-3.1%。但下半年进入新能源发电淡季，火电弹性可期；中期看，火电需求韧性强，峰值期有望维持5年左右。
- ✓ **非电方面，**化工煤在政策支持下保持较高增速，截至7月11日，2025年煤制PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比+2.7%、+11.6%、+14.1%，1-6月合成氨累计产量同比+9.7%；钢厂、焦厂利润尚可，1-5月生铁产量基本持平，后续关注粗钢减产情况；1-5月中国水泥产量同比-4%，下滑幅度明显收窄，拖累减弱。
- **投资建议：高股息价值仍存，阶段博弈弹性。**上半年煤价摸底，下半年随着供需格局改善，煤价尚存持续反弹潜力，中期维度看好煤炭需求韧性。从经营指标看，在业绩压力较大的2025Q1，煤炭板块表现依旧排名靠前，如较低的资产负债率（44.7%）、较高的净利率水平（12.7%）、以及相对较高的ROE。在当前低利率的宏观环境中，业绩稳健的高股息龙头标依旧具备较高配置价值。需要关注的是，由于煤价下行，且二季度处于传统淡季，预计2025Q2煤企有一定业绩压力。建议重点关注（1）业绩稳健的煤企龙头：中国神华、中煤能源、陕西煤业等；（2）弹性标的：电投能源、晋控煤业、淮北矿业等；（3）煤机龙头天地科技等。
- **风险提示：**海外经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

01

供给：边际增量显著降低

02

需求：短期改善可期，中期韧性可见

03

库存：港口库存高位回落，去库仍是焦点

04

价格：动力煤价底部反弹，炼焦煤价阶段反弹

05

投资建议：高股息价值仍存，阶段博弈弹性

供给：边际增量显著降低

■ 受去年同期低基数影响，1-5月国内原煤产量累计同比+6%，但在下游需求疲软等的影响下，单月产量有所波动。下半年低基数影响逐渐消退，预计产量增幅收窄，预计2025年全国原煤产量在48.5亿吨左右，同比+2%左右。

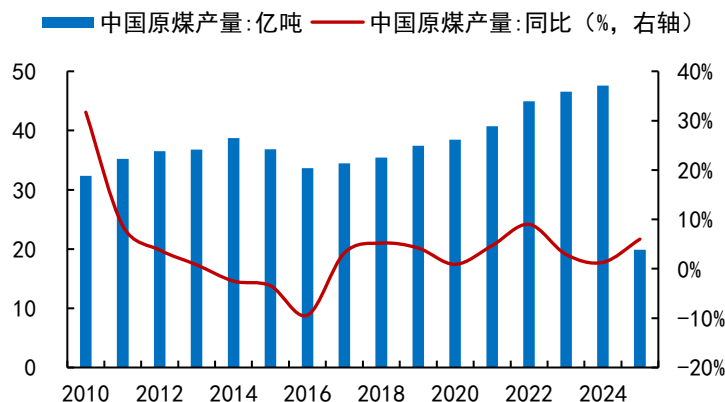
✓ 1-3月累计同比增幅达8.1%，4月受下游需求疲软、煤价持续下行等影响，国内原煤产量虽然同比增加约1800万吨，但环比减少约5100万吨。

✓ 5月全国原煤产量完成4亿吨，同比增加4.2%，环比增加3.6%，产量有所恢复。2025年1-5月，全国原煤产量累计完成19.9亿吨，同比增加6%。

✓ 6月是煤矿安全生产月，产地煤矿安监力度较大，叠加环保检查带来的影响，产地煤矿生产受到一定程度的扰动，供应存在边际收紧预期。但临近消费旺季，预计整体情况和5月差不多。截至2025年6月29日，6月晋陕蒙样本煤矿累计产量同比-1.6%，环比-1%。进入7月，预计国内产量逐步恢复。

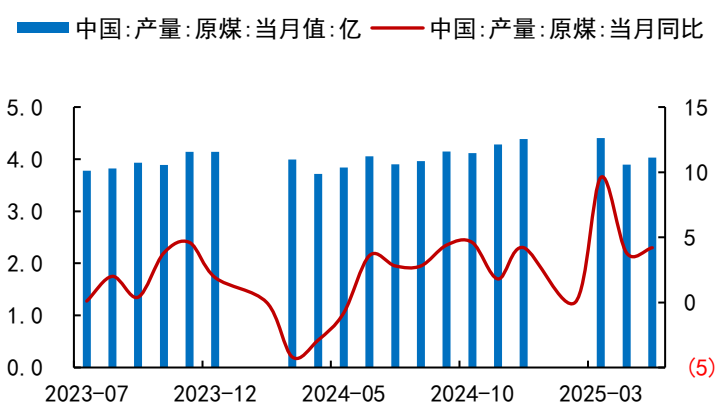
✓ 考虑去年下半年原煤产量较高，预计今年下半年原煤产量同比增幅逐步收窄，全年原煤产量在48.5亿吨左右，同比+2%左右。

图：中国原煤累计产量情况（亿吨；%）



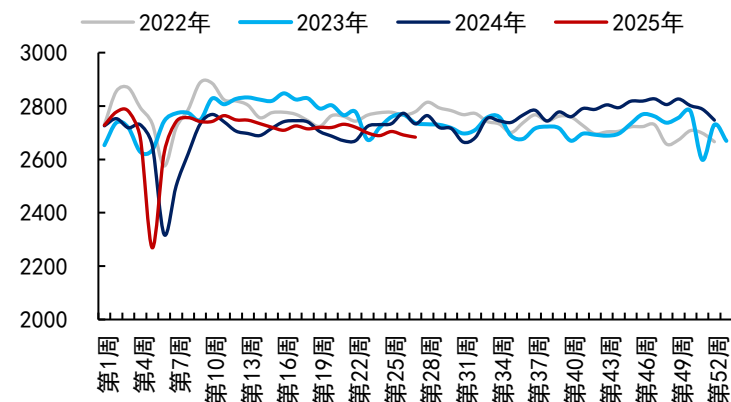
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

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 | 增长主要来自山西产量修复及新疆保持较高速增长

分产地看，1-5月原煤产量增长主要来自于山西产量修复以及新疆产量保持增长。2025年1-5月，山西、陕西、内蒙古、新疆累计生产原煤分别为5.4、3.2、5.3、2.2亿吨，同比变化分别为+13.6%、+3.1%、+0.9%、+9.8%。

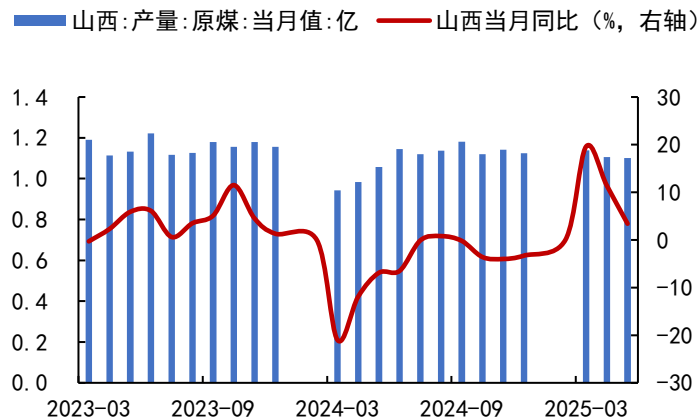
✓ 山西单月产量从3月的1.14亿吨下降至5月的1.10亿吨，当前产量相比于2023年月均产量1.13亿吨略有回落，但整体看月度产量保持相对平稳，未来增长空间有限。

✓ 陕西3-5月产量保持相对平稳，略有增长。

✓ 内蒙古3-5月产量受下游需求、煤价等影响波动较大，其中3月产量创近年来新高达到1.24亿吨，而4月则大幅回落至0.98亿吨，主要与下游需求疲软及亏损停产有关，5月再次小幅上涨至1.04亿吨。

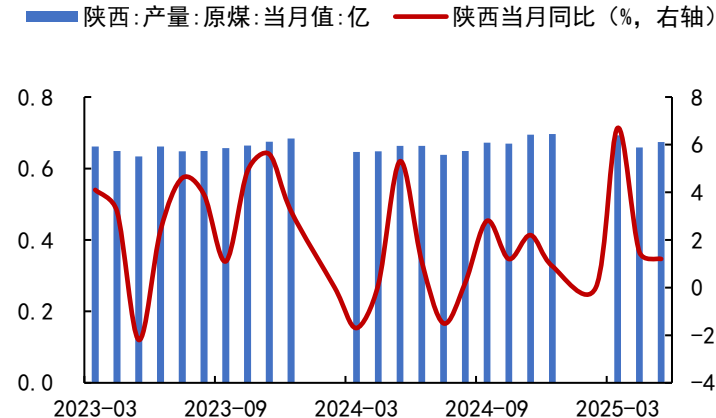
✓ 新疆3-5月产量分别为0.51/0.39/0.47亿吨，分别同比20.6%/3.3%/18.8%，整体保持较高速增长。

图：山西煤炭产量及增速（亿吨）



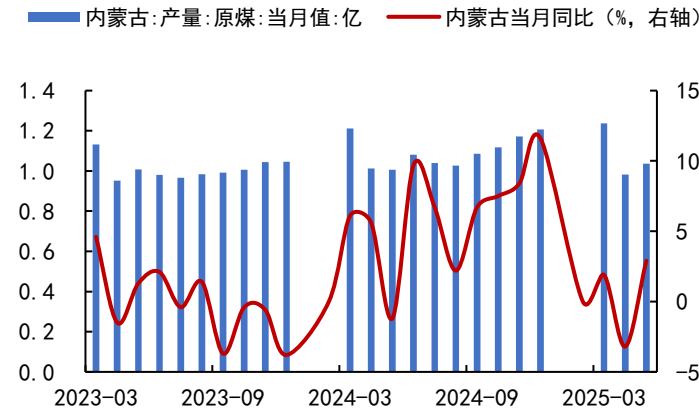
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：陕西煤炭产量及增速（亿吨）



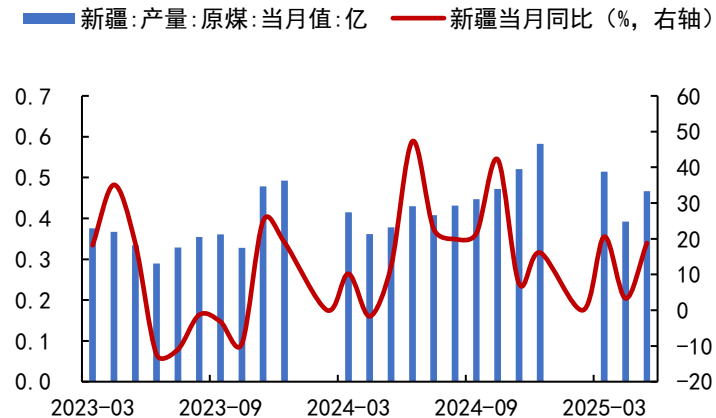
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

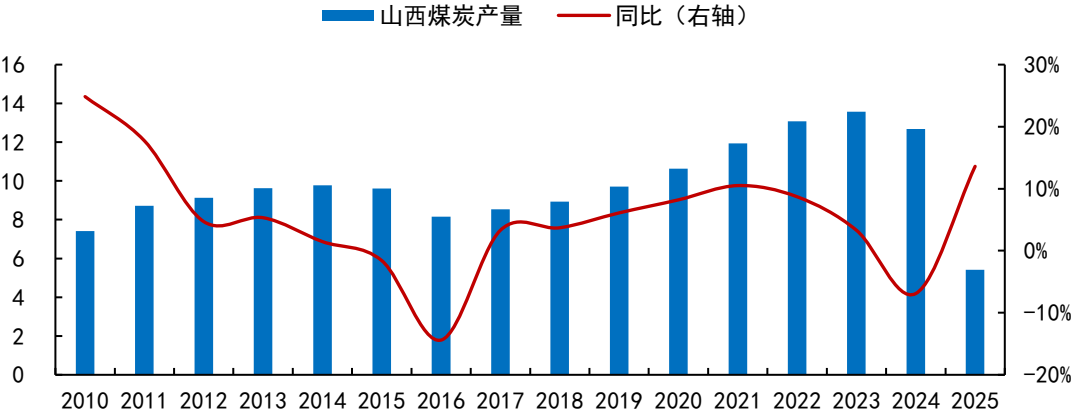


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产量 | 增长主要来自山西产量修复及新疆保持较高速增长

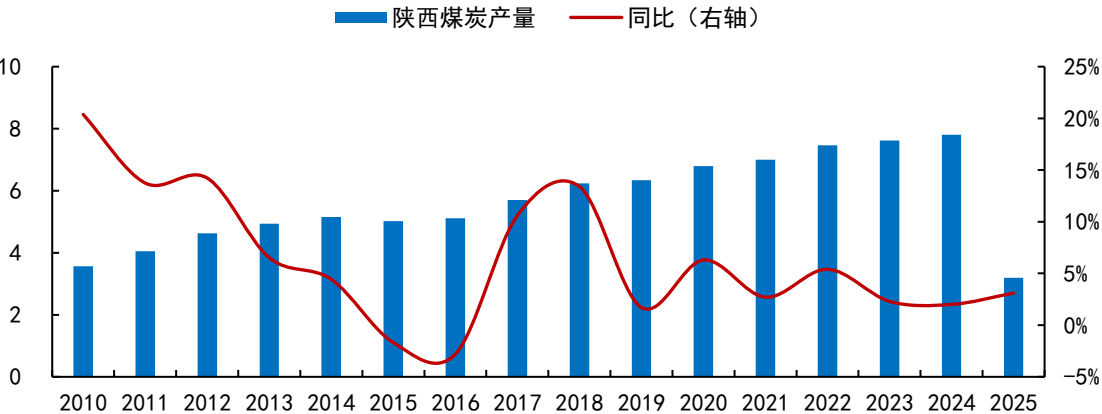


图：山西煤炭产量及增速（亿吨）



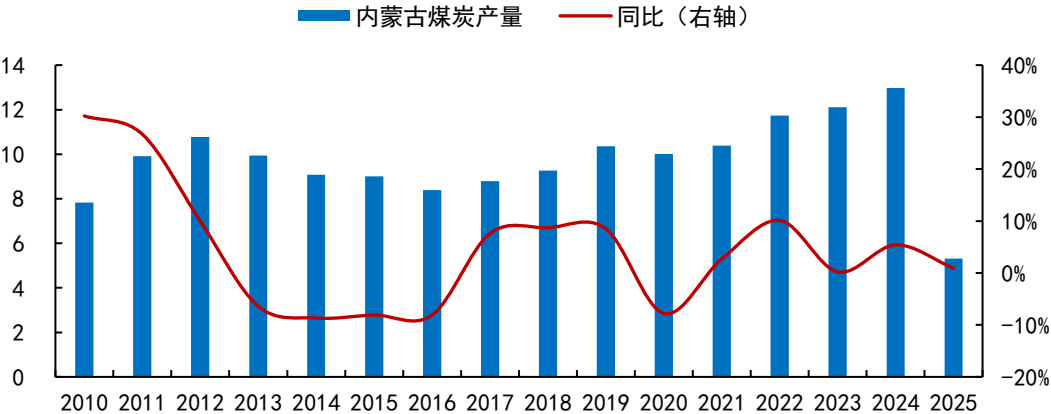
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：陕西煤炭产量及增速（亿吨）



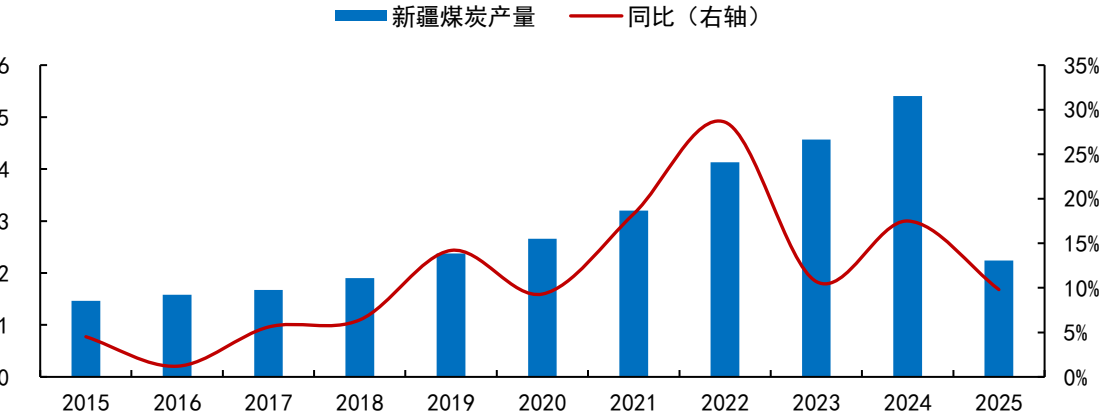
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

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

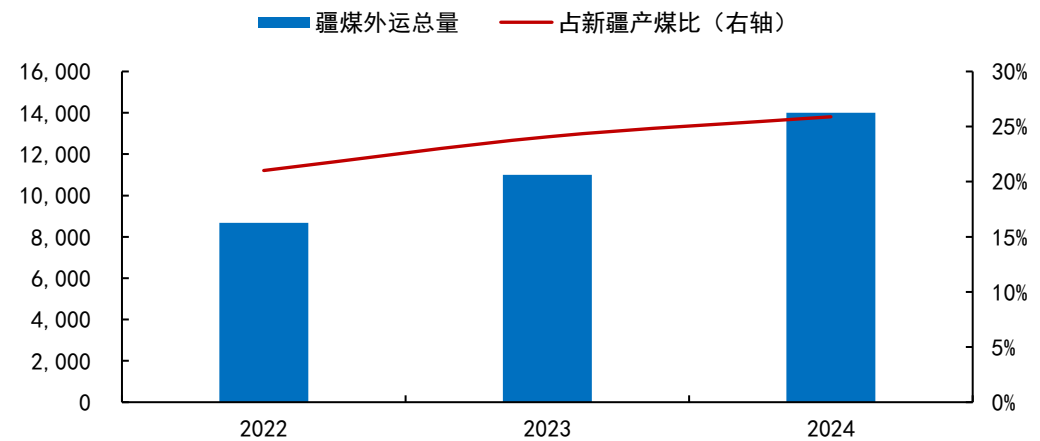
产量|降低运费助力疆煤外运，增速显著放缓



2025年，受煤炭价格持续走低的影响，煤炭出疆铁路运输需求出现阶段性下降，为助力疆煤外运，呼局多次下调铁路运费。受下游需求疲软、煤价下行影响，疆煤铁路日均发运量从1月的27万吨左右下滑至2月的20万吨左右。为促进疆煤外运，3月呼局下调运费，其中乌局到兰州局运费优惠20%，乌局到西安局运费优惠15%，乌局到成都局运费优惠15%，彼时该政策执行至6月30日，此外呼铁局铁路运费一口价（到站：福巨）下浮优惠比例调整为40%，执行时间为3月2日-9月30日。随着煤价中枢的进一步下跌，相关地方铁路集团再次下调运费，4月16日至6月30日，乌鲁木齐局、西安局、兰州局同步加大煤炭运输运费下浮力度，各站铁路运费下浮比例由19%统一提升至25%，重点惠及甘肃、宁夏片区的“疆煤入宁”“疆煤入甘”下游用户。根据新疆煤炭交易中心数据，6月初，呼局进一步下浮运费，幅度为12%-30%，主要覆盖新疆至西南地区的煤炭运输线路。

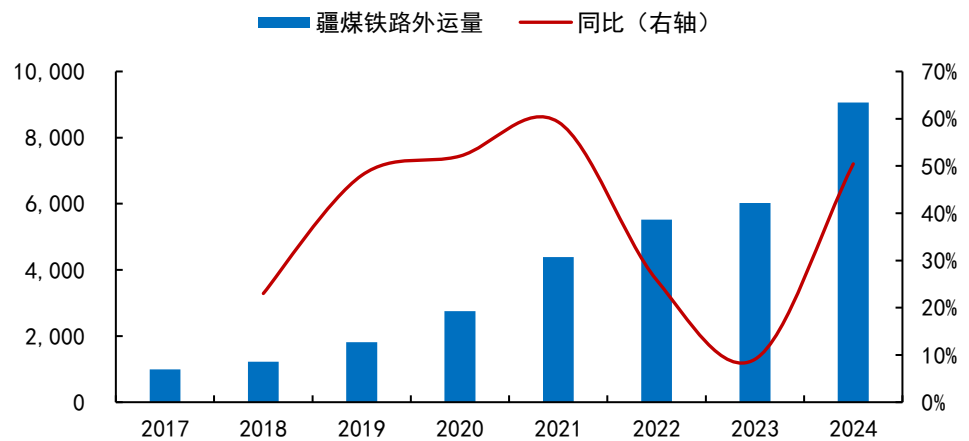
尽管运费降低对冲部分煤价下行的影响，但疆煤外运增速仍明显放缓。截至今年6月6日，疆煤铁路外运量达3940万吨，同比增长6.8%，增速显著放缓。

图：疆煤外运量及占新疆产量比（亿吨）



资料来源：中国煤炭经济网，国信证券经济研究所整理

图：2017年-2024年疆煤铁路外运量（万吨）



资料来源：中国煤炭经济网，国信证券经济研究所整理

产量|预计疆煤仍以本地消纳为主，外运冲击有限



表：哈密和榆林/朔州/鄂尔多斯煤炭成本对比（铁路运输）

出发地	目的地	运输成本 (元/吨)	坑口煤价 (元/吨)	总成本 (元/吨)	疆煤外运价 格优势	运距 (公里)
新疆哈密	甘肃兰州	208	390	598.5	-	1248
	宁夏银川	220	390	610.0	-	1317
	重庆	371	390	761.4	-	2224
	秦皇岛	394	390	784.1	-	2360
陕西榆林	甘肃兰州	153	497	649.6	51	914
	宁夏银川	105	497	602.2	-8	630
	重庆	218	497	715.5	-46	1308
	秦皇岛	188	497	685.5	-99	1128
山西朔州	甘肃兰州	229	469	698.3	100	1373
	宁夏银川	166	469	634.8	25	993
	重庆	245	469	714.4	-47	1470
	秦皇岛	113	469	582.4	-202	679
内蒙古鄂尔多斯	甘肃兰州	181	517	698.3	100	1086
	宁夏银川	107	517	624.1	14	641
	重庆	247	517	764.1	3	1480
	秦皇岛	179	517	695.9	-88	1071

资料来源：Wind，中国铁路，国信证券经济研究所整理 注：所用煤价更新日期为2025年6月26日，热值统一为6000K

受运输条件制约，疆煤外运量相对有限，且随着煤价的持续下行，外运疆煤的价格优势逐渐消失。通过对比新疆/山西/陕西/内蒙古在不同煤炭消费地的成本，可以看出疆煤目前在甘肃、宁夏等地还拥有一定价格优势，在运输距离稍远的重庆价格优势已不明显，若运到港口则完全没有价格优势。值得一提的是，这里的测算是根据外运距离较短的哈密，且采用运费相对较低的铁路运输。一般而言，准东地区运距更远，运费相比哈密平均高出50-100元。此外公路运输费用不同地区差异较大，1000公里的里程公路运费普遍高出100元甚至更多。因此虽然随着运输设施的完善，新疆煤炭逐步扩展到了湖北、湖南、河北等10多个省区市，但是我们认为综合考虑疆煤外运成本、目的地的煤炭缺口等情况，疆煤外运增量相对有限。

预计疆煤仍以本地消纳为主。虽然近年来疆煤外运量大幅增长，但2024年疆煤外运量仅占产量的26%，大部分疆煤仍以本地消纳为主，其中煤电和煤化工耗煤占比70%左右。根据中国煤炭市场网数据，新疆煤电装机有接近30%的增长空间，每年可转化约5000万吨煤炭资源。煤化工方面，煤制气规划建设产能达340亿立方米/年，建成后年耗煤约1亿吨；煤制油规划产能400万吨/年，建成后年耗煤约1420万吨；煤制烯烃规划产能450万吨，建成后年耗煤约3150万吨；煤炭分质规划建设4个项目，建成后年耗煤约5500万吨。综合来看，新疆仅煤电和煤化工项目的煤炭消纳能力就有2.5亿吨以上的增长空间，因此预计未来新疆煤炭仍以就地转化为主。

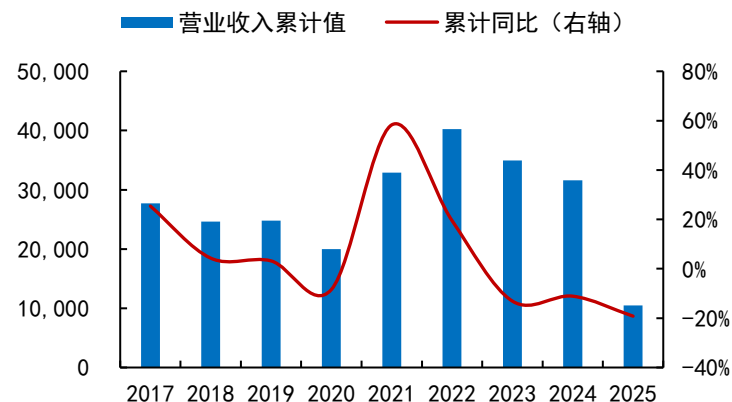
产量|煤价持续下跌，行业亏损面扩大

■ 随着煤价的持续下跌，行业营收、利润下滑，亏损面明显扩大。

✓ 不管是行业营收还是行业利润，在2025年的前五个月均出现明显加速下滑的趋势。利润端，2023年、2024年、2025年1-5月分别下滑25.3%、22.2%、50.6%；营收端，2023年、2024年、2025年1-5月分别下滑13.1%、11.1%、19.2%。

✓ 行业亏损面明显扩大。2025年中国煤炭开采和洗选行业亏损企业占比一直维持在50%以上，其中3月亏损企业数占比达到54.8%的历史最高位，4-5月亏损情况小幅下降。

图：中国煤炭开采及和洗选行业营收变化（亿元）



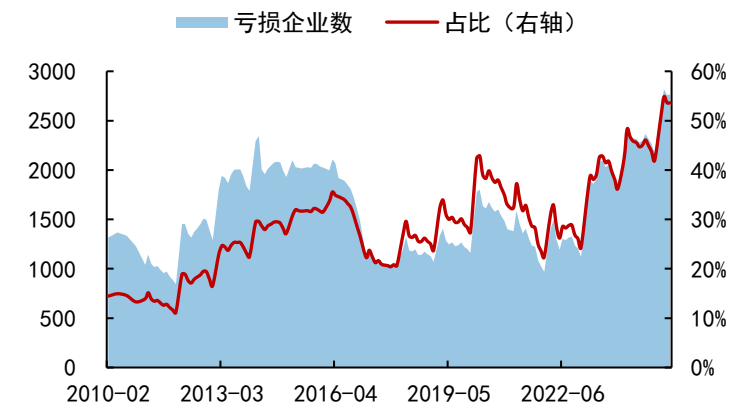
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国煤炭开采和洗选行业利润总额变化（亿元）



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：中国煤炭开采和洗选行业亏损企业占比



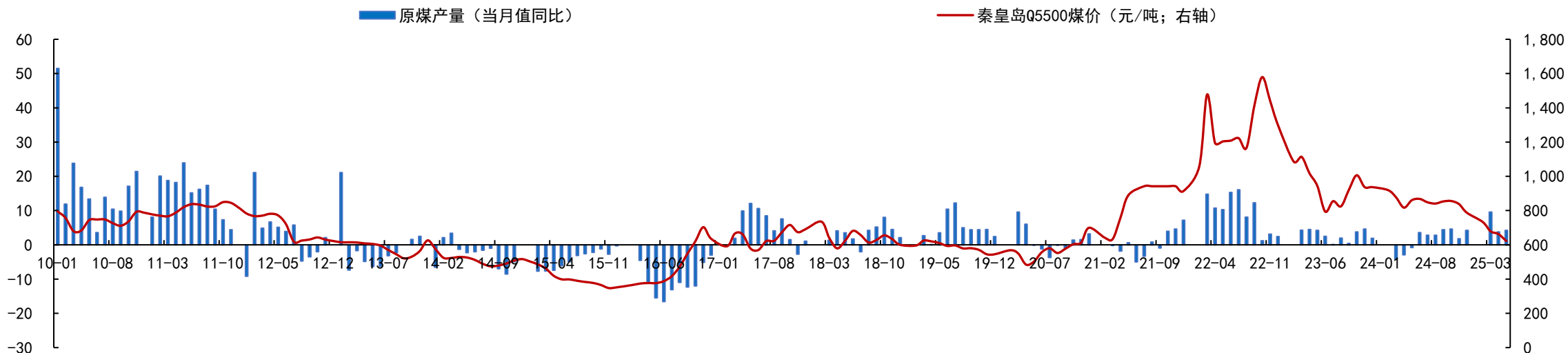
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产量|对比2012年-2015年煤价下行周期看煤企减产可能性

■ 2012-2015年煤价下行与煤炭产量情况梳理：（2025年末行业开始供给侧结构性改革，此后煤炭产量的变化是政策的强干扰作用，暂不考虑）

- ✓ **背景**：2012年GDP增速明显放缓，全社会用电量同比增速大幅下滑，但前期从2011年开始行业投资明显增加，由于煤矿建设周期一般在3-5年，故前期进行的资本投入从2014年起开始贡献产量，产能过剩矛盾逐渐暴露，煤价进入长达4年的下行周期。
- ✓ **政策方面支持**。2013年11月国务院出台《关于促进煤炭行业平稳运行的意见》，要求停止核准新建低于30万吨/年煤矿、低于90万吨/年的煤与瓦斯突出矿井；严厉查处未批先建、批小建大等违规行为；逐步淘汰9万吨/年及以下煤矿，重点关闭不具备安全生产条件的煤矿，加快关闭煤与瓦斯突出等灾害隐患严重的煤矿；严禁违规建设和超能力生产。2014年8月发改委《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为通知》。
- ✓ **减产情况**：可以发现当秦皇岛5500K煤价跌破大概600元/吨时，煤炭开始出现减产。从全年维度看，2013-2015年均煤价分别为586元/吨、517元/吨、420元/吨，原煤产量分别同比+0.7%、-2.5%、-3.3%。

图：中国原煤产量与煤价关系



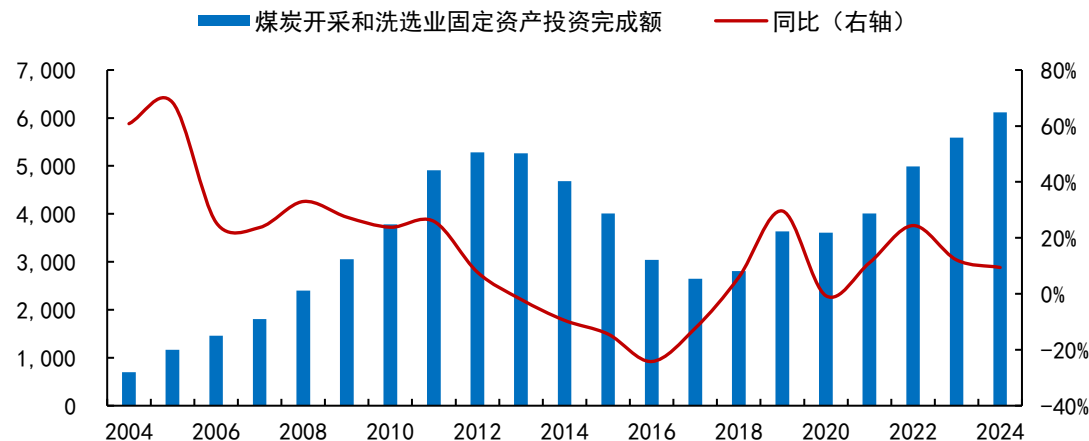
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产量|对比2012年-2015年煤价下行周期看煤企减产可能性

■ 从减产可能性看本轮煤价中枢下行周期的成本支撑。

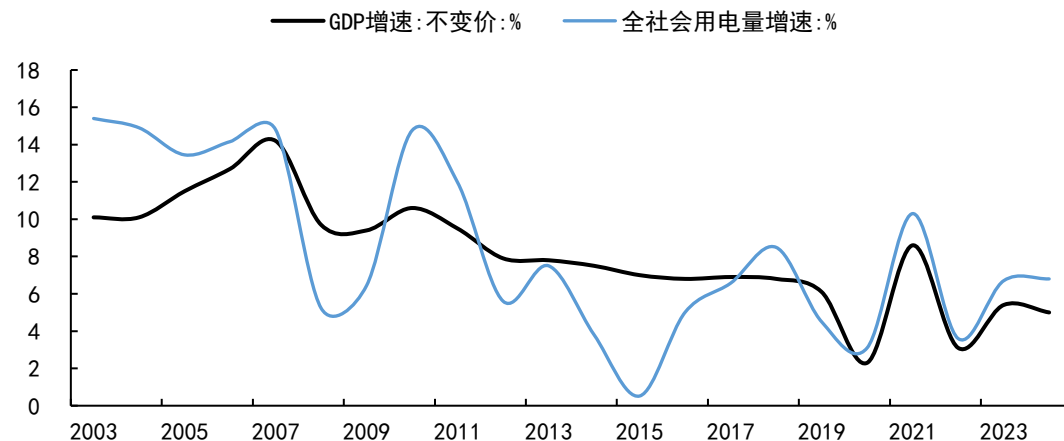
- ✓ **背景：**经历2021年供应出现明显缺口后，煤矿大规模增产，2022年起产能、供应显著增加，但随后的由于下游需求不及预期，供应偏宽逐渐显现，社会库存逐渐积累，煤价再次开启接近4年的下行周期。
- ✓ **当前国内减产相比此前较难，**体现在①煤炭产能向头部煤企集中，头部煤企肩负相应社会责任和考核指标，减产难度较大，甚至出现以量补价的现象；②经历上一轮煤价上涨周期，煤企的负债压力大大减轻，经营显著优化。
- ✓ **当参考此前煤价下行周期，若煤价跌破成本线，小幅减产可能性较大，但供给侧的明显改善仍需要政策支持。**

图：中国煤炭开采和洗选业固定资产投资情况（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：GDP与全社会用电量增速变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

产量|以中国神华为例看近年来煤炭生产成本的变化



- 为排除偶然因素产生的影响，选取业绩稳健、企业经营管理优质的龙头公司中国神华，看近年来煤炭生产成本的变化：
- ✓ 神华煤矿大多位于内蒙古，生产成本整体较低，在销售成本中占比约60%。
- ✓ 整体看，扣除会计统计口径的影响，2015-2024年，中国神华自产煤单位生产成本累计增加约50元/吨，涨幅约39%，年复合增速约3.8%。
- ✓ 拆分来看，人工成本涨幅最大，年复合增速约11.5%；原料成、燃料及动力年复合增速3.2%，主要系电费增加；其他费用年复合增速3.0%，主要系维简安全费等增加；折旧摊销则小幅下降。

表：中国神华煤炭单位生产成本变化（元/吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	年复合增长率
自产煤销售成本	-	-	-	-	-	-	-	294.6	292.7	292.5	
自产煤生产成本	119.5	108.9	108.5	113.4	118.8	128.6	155.5	176.3	179	179	3.8%
-原材料、燃料及动力	20.6	18.3	17.9	23	26.2	27.1	28.2	30.7	30.1	27.4	3.2%
-人工成本	17.7	17.6	18.8	21.2	27	27.8	36.6	44.8	37.4	47.3	11.5%
-修理费	-	-	-	-	-	9.4	10.1	10.1	9.1	9.2	-
-折旧及摊销	24.4	19.7	17.5	18.5	19	18.3	19.7	21.6	23.7	21	-1.7%
-其他成本	56.8	53.3	54.3	50.7	46.6	46	60.9	69.1	78.7	74.1	3.0%

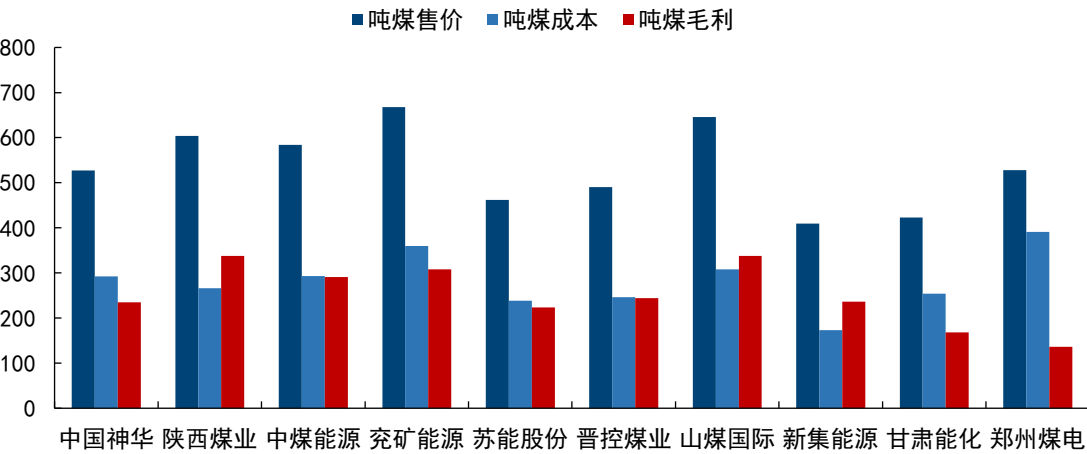
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：①2021年起原计入管理费用的相关修理费，调整为计入生产成本核算；②2024年其他成本由以下三部分组成：（1）与生产直接相关的支出，包括维简安全费、洗选加工费、矿务工程费等，占72%；（2）生产辅助费用，占17%；（3）征地及塌陷补偿、环保支出、税费等，占11%。

动力煤企：低煤价影响部分高成本、低利润产能



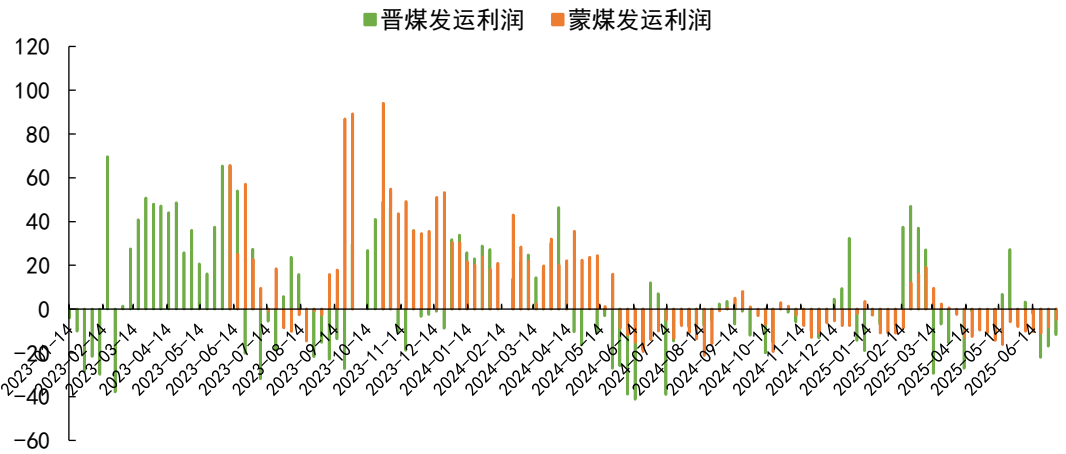
- 对于部分开采年代较长、生产成本较高的煤矿，煤价可能跌下成本线，从而引起减产。但由于动力煤价格实行双轨制，这一定程度上提高了煤企承压能力。
- ✓ 2025年上半年秦皇岛Q5500K动力煤市场价均价跌幅约199元/吨，同比下跌23%，长协煤价下降约22元/吨，同比下跌3%。但动力煤价格实行“双轨制”，头部煤企长协煤占比普遍高于50%，如中国神华、中煤能源等龙头企业长协煤占比更是在80%左右，能够很大程度上减少煤价的波动。根据测算，长协煤占比50%~80%，上半年吨煤售价的下降区间位于57元/吨~111元/吨。而根据统计，2024年动力煤上市公司吨煤毛利均大多位处于200-300的元/吨的区间。
- 发运利润倒挂，进一步压降利润空间。2025年以来，除3月上旬煤价小幅反弹时发运利润为正外，其他时间山西、内蒙古等地的发运利润基本为负，这限制了煤企或者贸易商的发运积极性，导致部分低价值煤炭只能向周边销售，若一定时期内周边需求较低，则可能引起减产。
- 整体看，运输距离较远、或露天煤矿占比较多的地区，更可能出现减产情况，如内蒙古和新疆，从1-5月的产量来看，这两个地区的产量波动也相对较大。

图：2024年动力煤主要上市公司吨煤毛利对比（元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：发运成本支撑港口煤价（元/吨）



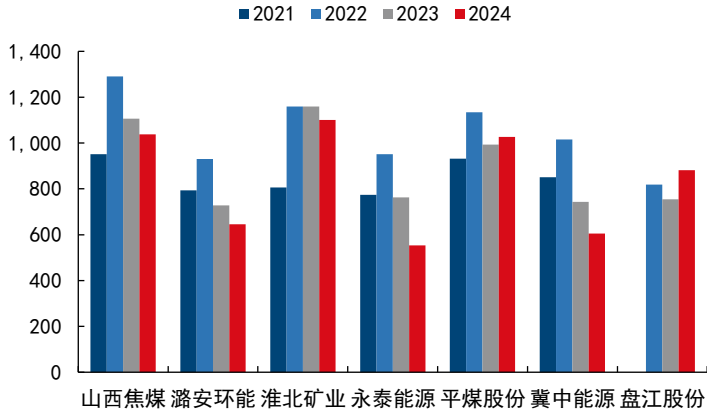
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

炼焦煤企：煤价逐渐逼近成本线，利润大幅下滑

■ 炼焦煤价格已逼近生产成本线。参考近年来上市焦煤企业的吨煤数据，成本端，主焦煤占比较高的煤企吨煤成本相对较高，如淮北矿业、平煤股份、山西焦煤等吨煤成本在500以上；随着煤价下行，2024年吨煤毛利大多在200-300元/吨的区间，山西焦煤和淮北矿业等保持500元/吨以上的吨煤毛利。整体看，随着煤价的下行，煤企利润空间被显著压缩。2025年上半年新华焦煤价格长协指数同比已下滑约466元/吨，同比降幅达30%左右，京唐港主焦煤同比下滑约873元/吨，同比降幅达39%左右，价格逐渐逼近成本线。

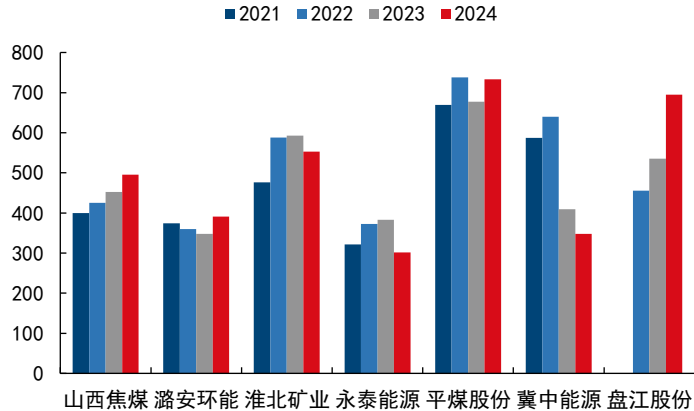
■ 随着炼焦煤价格中枢下行，炼焦煤企业盈利水平大幅下滑。炼焦煤完全市场化定价，企业煤炭售价波动较大，盈利能力与煤价高度相关。2025年以来随着煤价中枢下行，煤企利润空间明显降低。2025Q1炼焦煤板块的销售毛利率和净利率已经处于2016年供给侧结构性改革后的较底部位置。

图：主要焦煤企业吨煤售价对比（元/吨）



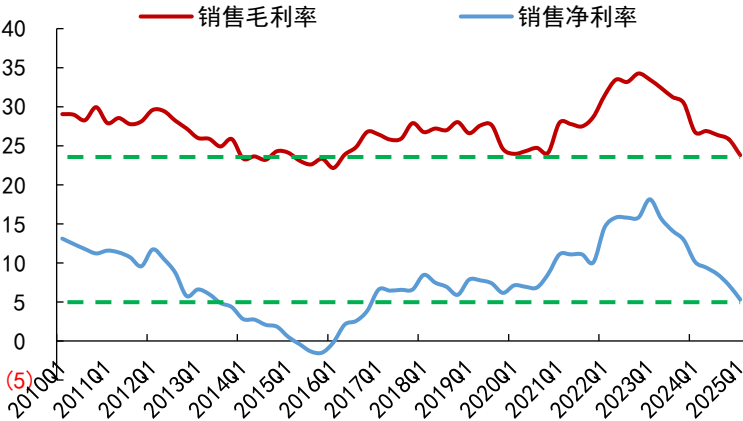
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要焦煤企业吨煤成本对比（元/吨）



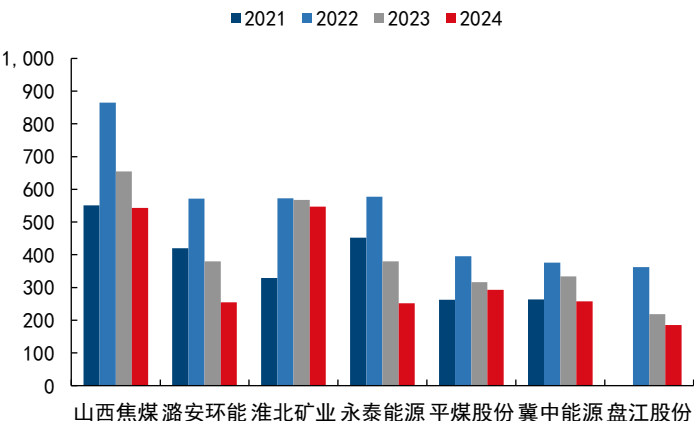
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：炼焦煤板块的盈利水平显著降低（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要焦煤企业吨煤毛利对比（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

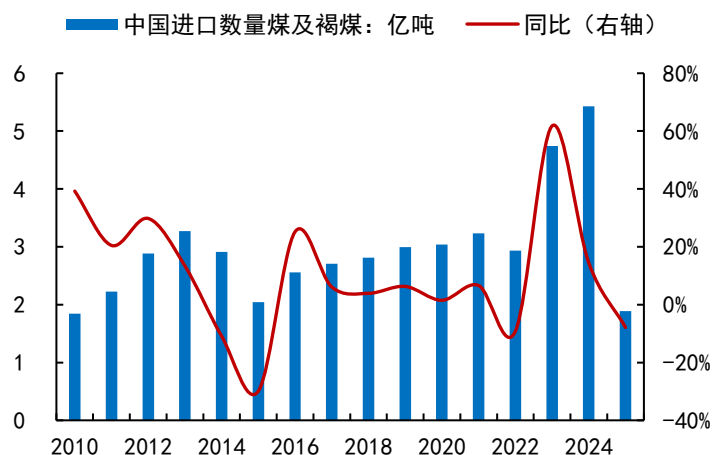
进口|持续减量，预计全年降幅约15%

2025年由于下游需求低迷、煤价持续下跌，进口煤价格优势消失，进口量明显下滑。1-5月，国内进口煤及褐煤1.9亿吨，同比减少7.9%；其中5月，进口煤及褐煤3604万吨，同比减少17.7%。

分地区看，印尼煤减量最大，澳煤则小幅增加。1-5月，印尼、俄罗斯、澳大利亚、蒙古进口煤分别为7935万吨、3558万吨、3088万吨、3069万吨，分别同比减少1175万吨、减少41万吨、增加113万吨、减少70万吨，占比分别为42.1%、18.9%、16.4%、16.3%。

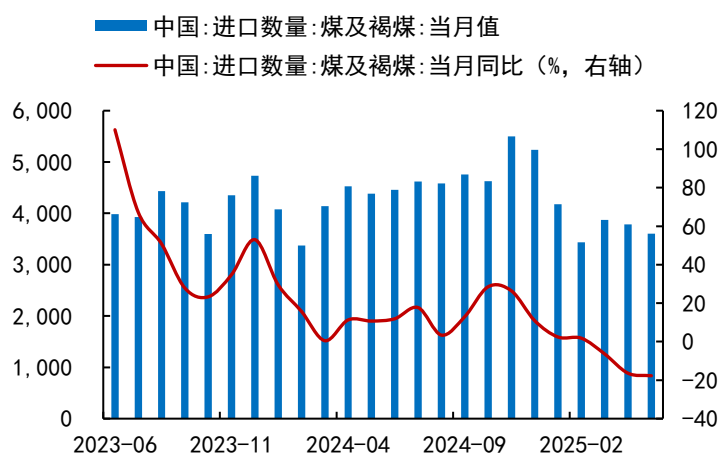
需求疲软、库存高位、进口煤价格优势明显减小甚至消失，2025年前5月月均进口煤炭约3773万吨，全年有望同比减量8000万吨，降幅约15%。

图：中国煤炭进口情况



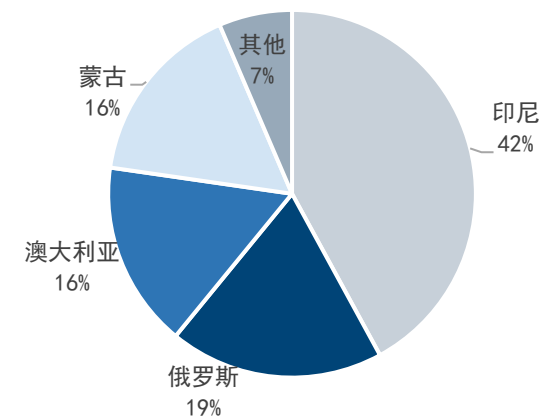
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

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



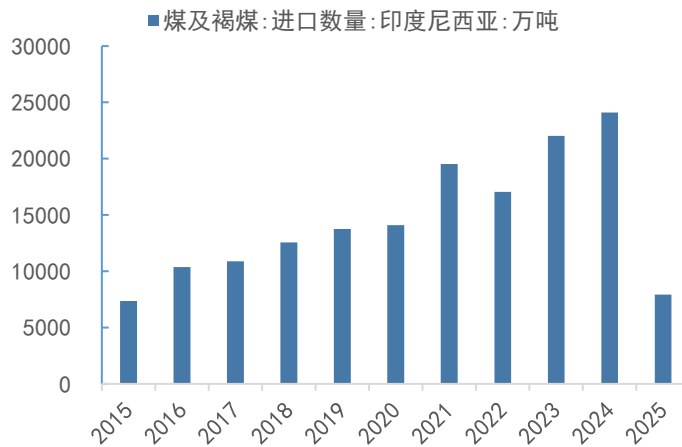
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口|印尼：价格优势消失，进口量大幅下滑

印尼（全球最大的动力煤出口国）：

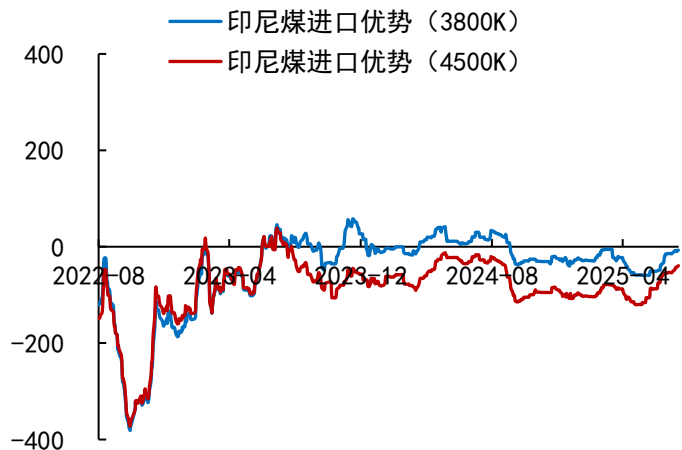
- 受国内煤价中枢持续下行影响，印尼煤价格1-5月没有价格优势，企业招标不积极，进口量大幅下降，1-5月累计同比下降1175万吨，降幅约13%，5月继续保持下降态势，同比下滑449万吨，降幅约26.5%。
- 印尼煤出口难有较大改善，预计全年减量5000万吨左右。
- ✓ 本土产量下降。据印度尼西亚能源和矿产资源部发布的数据显示，2025年1-5月，印尼煤炭产量累计为3.08亿吨，较上年同期的3.4亿吨下降9.6%，完成全年产量目标7.4亿吨的44.26%。
- ✓ 成本支撑，煤价下跌空间有限。①根据IEA数据，2024年印尼煤炭平均生产在40美元/吨以上，当前CCI动力煤3800K进口价格指数约49美元/吨左右。②印尼政府今年3月份推出新的交易平台定价政策HBA，相比此前的ICI定价更高。③印尼镍冶炼厂提供的价格比出口更好，需求转向国内。④印尼政府提高了对镍、煤炭、铜、黄金等矿产的特许权使用费税率，中低卡煤税率提高1%。⑤印尼政府要求自然资源出口商将全部外汇收益留存在印尼国内至少一年，进一步增加矿方资金运营成本。

图：中国煤炭进口情况-印尼



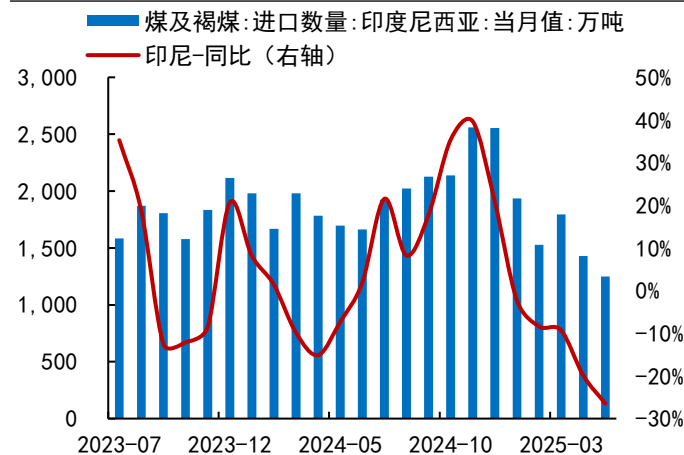
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：印尼煤进口优势（元/吨）



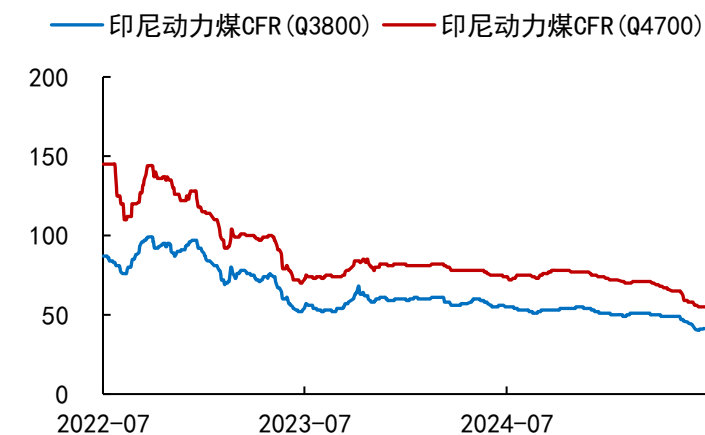
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国煤炭当月进口数量及同比增速-印尼



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：印尼煤炭到岸价变化（美元/吨）



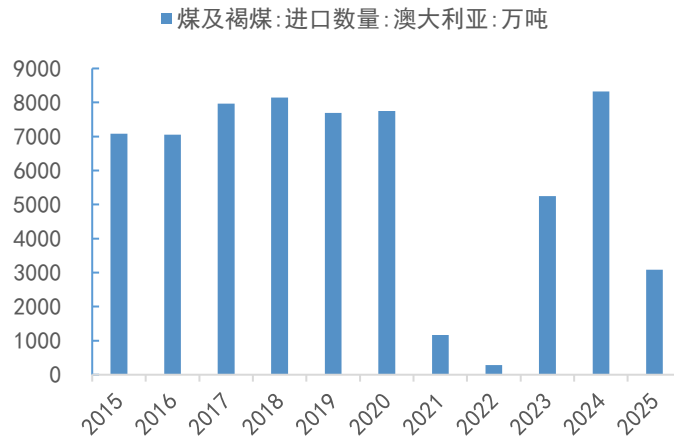
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口|澳大利亚：煤种结构变化明显，增量空间有限

澳大利亚（全球最大的焦煤出口国以及第二大动力煤出口国）：

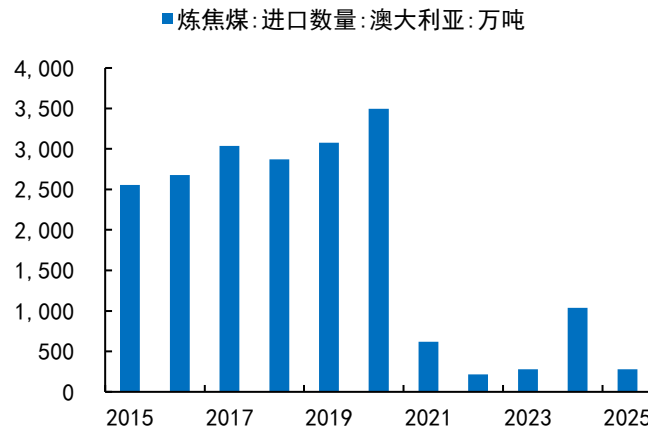
- 解禁后，澳煤进口量快速修复至解禁前水平，但煤种结构有所变化，预计未来增长空间有限。
- ✓ 进口煤种结构明显变化。2020年从澳大利亚进口煤种中焦煤占比约45%，而这一数据在2024年仅为12.5%。
- ✓ 澳大利亚焦煤在我国的进口受到蒙煤和俄罗斯煤的挤压，随着国内煤价中枢的下行，澳大利亚炼焦煤价格已丧失价格优势，进口量难回高位。自2020年10月我国宣布澳煤禁令之后澳煤进口量明显减少，随着2023年禁令解除，澳煤进口量有所恢复，但距离此前进口量仍有较大差距。2024年澳焦煤进口量约1037万吨，2020年以前在3000万吨左右的水平。而2024年11月以来澳焦煤已不具备价格优势，2025年前5月累计进口量同比小幅增长+5.2%。虽然澳焦煤品质较高，但是在蒙煤和俄罗斯焦煤的挤压下，预计难有较大提量。
- ✓ 高卡动力煤填补焦煤进口空缺，2024年澳大利亚进口煤总量创新高。但受限于国内供应偏宽格局，增量空间有限，甚至可能下滑。

图：中国煤炭进口情况-澳大利亚



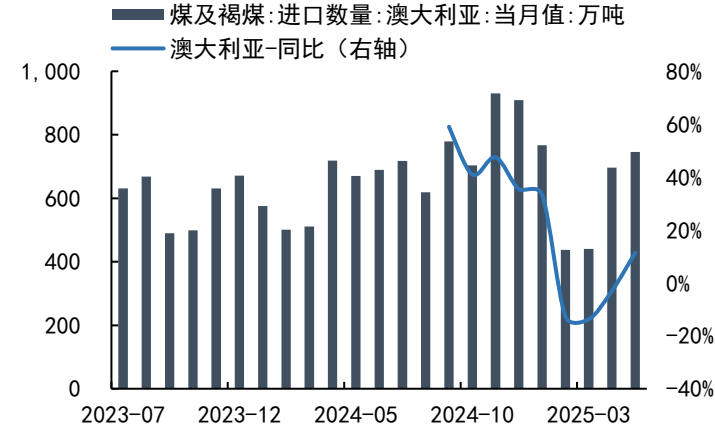
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国炼焦煤进口情况-澳大利亚



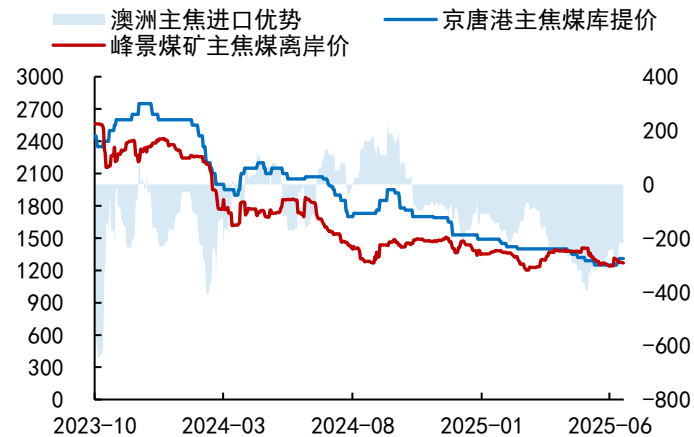
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国煤炭当月进口数量及同比增速-澳大利亚



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：澳大利亚主焦煤进口优势（元/吨）



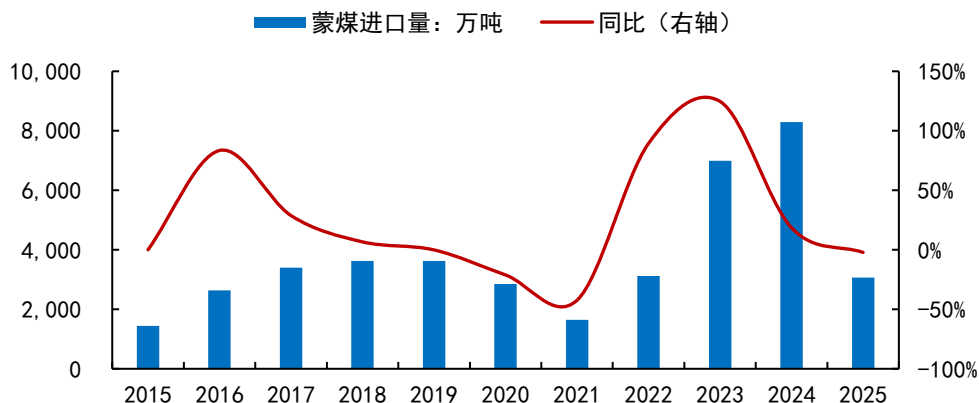
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口|蒙古：多因素促增长

蒙古（全球第二大焦煤出口国）：

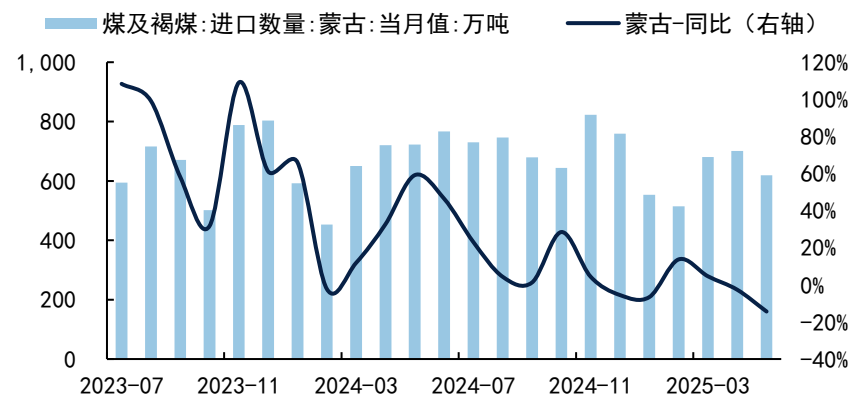
- 受国内焦煤价格持续下行及蒙煤定价机制的影响，2025年蒙煤进口量小幅下滑。由于蒙古长协煤的定价机制是参考历史数据，故调整一般慢于市场，当煤价下行时，蒙煤口岸价格相比内贸煤可能失去价格优势，从而导致进口减量，这一现象在今年6月的时候较为明显。
- 蒙煤进口量受国内下游需求、煤价等因素影响，但仍有望保持增长。
- ✓ 国家能源集团蒙煤贸易长协业务正式落地，成为蒙煤第五大长协贸易商，有望助力蒙煤进口量增长。6月25日由国家能源集团电商公司和蒙古铁路国有股份公司合作的首列52节104集装箱3328吨蒙煤从蒙古铁路公司塔温陶勒盖车站通过铁路公路联运方式通关入境，抵达甘其毛都口岸驰恒监管区。
- ✓ 新季度蒙煤口岸利润较好，预计下半年进口量环比改善。蒙古国的煤炭资源丰富，埋藏深度浅，适合露天开采，完全成本约40美金/吨，三季度长协价约53-54美元/吨，对应口岸利润约70-90元/吨，利润空间较好，下半年进口量有望环比改善。
- ✓ 5月中蒙甘其毛都至嘎舒苏海图铁路建设开工，年货运能力3000万吨，计划2027年建成通车，建成后将进一步提高中蒙煤炭通关能力。

图：中国煤炭进口情况-蒙古



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-蒙古

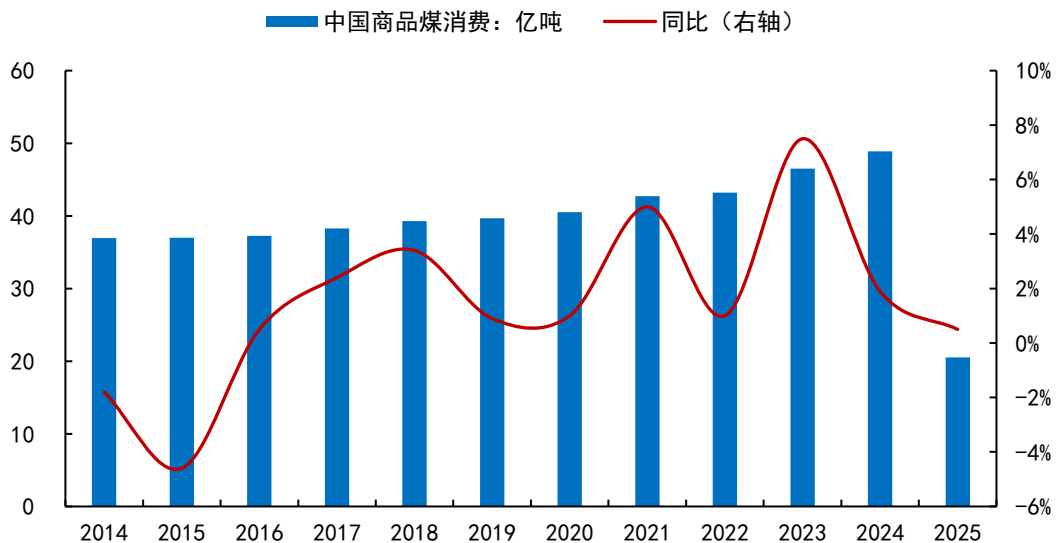


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求：短期改善可期，中期韧性可见

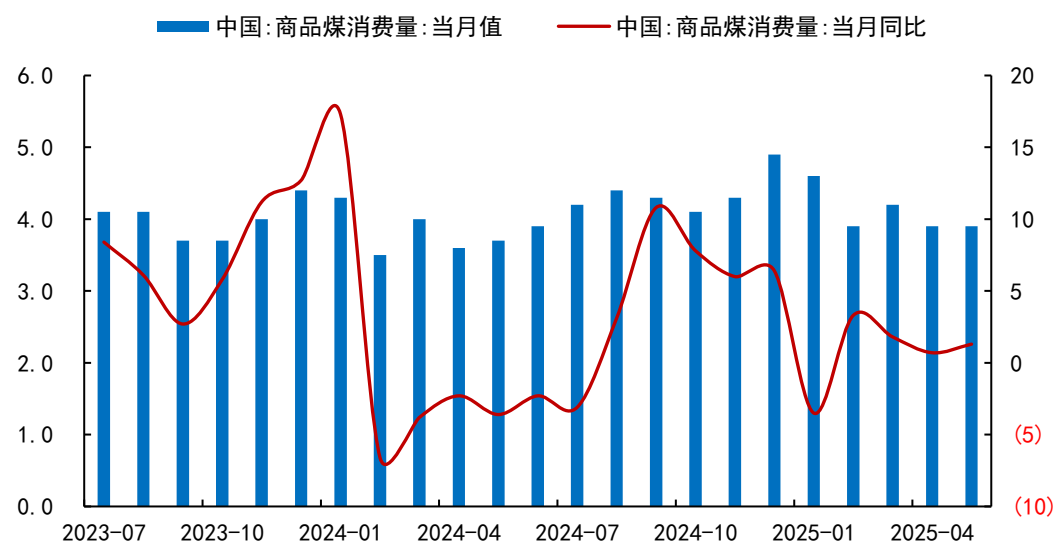
1-5月商品煤消费量小幅增长0.5%，整体表现疲软。1-5月，全国商品煤消费量为20.5亿吨，同比增加0.5%；其中5月，全国商品煤消费量为3.9亿吨，环比持平，同比增加1.3%，增速环比4月提高0.6pct。分下游看，5月，火电同比转正，化工煤保持旺盛需求，生铁产量基本持平、钢铁冶炼端需求尚可，水泥表现不佳。

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 注：2025年数据截至5月

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：全社会用电量平稳增长

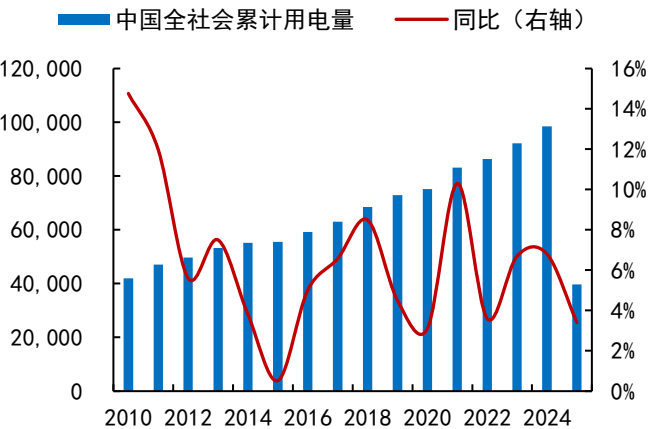


2025年以来全社会用电量同比增速逐月收窄，闰年因素以及年初气温偏暖是用电低增长的重要原因；考虑用电量占比，虽然第一产业增速最快，但第三产业是社会用电量增速的重要支撑，这得益于政策端对内需的拉动。1-5月，全社会用电量39665亿千瓦时，同比增加3.4%；其中5月，全社会用电量8096亿千瓦时，同比增加4.4%。分产业看，1-5月，第一产业、第二产业、第三产业、城乡居民生活用电量分别同比增加9.6%、增加2.2%、增加6.8%、增加3.7%。

分产业看：第一产业用电量增速最快，农业和畜牧业用电需求较好。第二产业同比增速逐月降低，这与关税冲击有关，在内需低迷，传统高耗能用电大户增幅较低的情况下，仅靠高技术及装备制造业、专用设备制造业快速增长用电量的快速增长难以支撑。互联网、软件及相关信息技术&批发和服务业&充换电服务业用电量高速增长带动第三产业维持较快速增长。2025年以来城乡居民生活用电量增速逐月提高，1-2月受暖冬影响，居民用电水平同比仅+0.1%，天气转暖后，家电的普及以及网购等新消费模式的出现持续推动生活用电量增长。

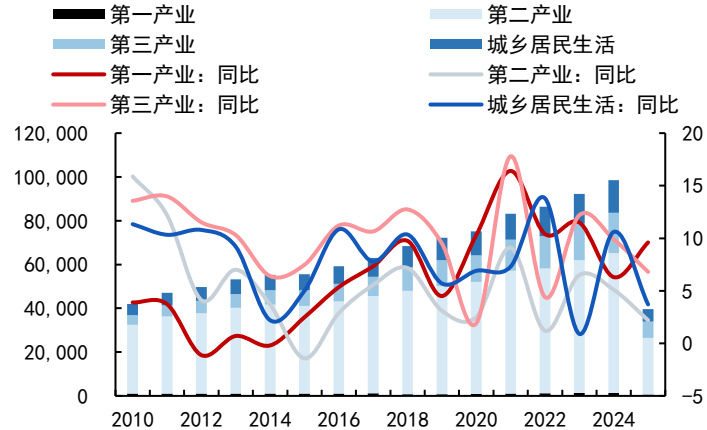
中国电力企业联合会7月10日发布《中国电力行业年度发展报告2025》，预计2025年全国全社会用电量同比增长5%-6%。

图：全社会累计用电量及同比增速（亿千瓦时，%）



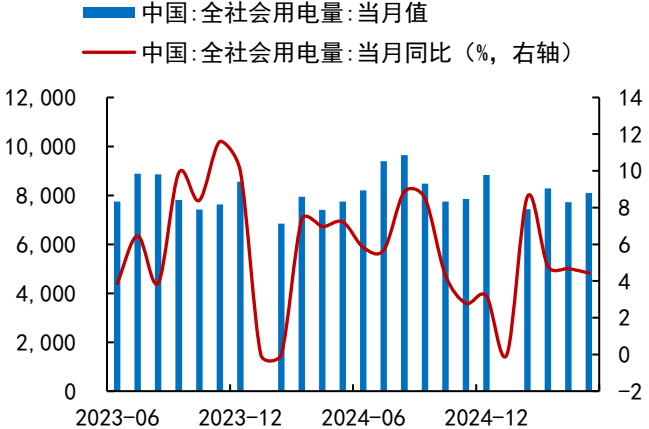
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：分产业用电量情况（亿千瓦时，%）



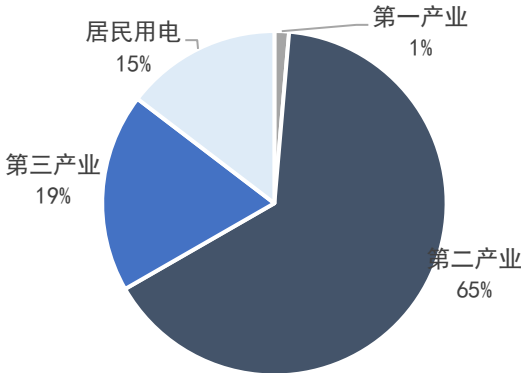
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：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：分产业用电量占比



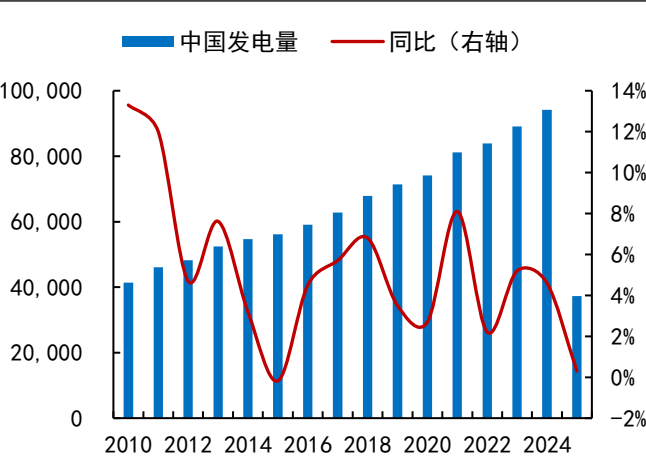
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|电力：火电上半年承压

1-5月，受发电低增长、新能源发电量维持较高增速等的影响，火电承压，5月单月同比转正，1-5月累计同比-3.1%。

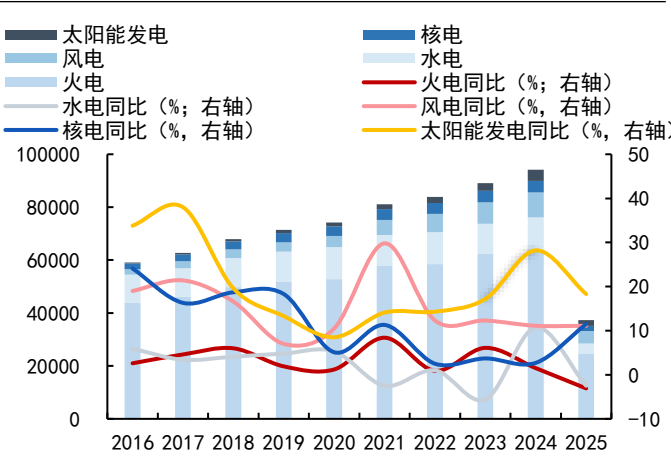
1-5月份，规上发电量37266亿千瓦时，同比增加0.3%。5月份，规上发电量7378亿千瓦时，同比增加0.5%，增速比1-4月份加快0.4个百分点。分品种看，1-5月，火电、水电、风电、核电、太阳能发电占比分别为66%、11%、13%、5%、6%；分别同比-3.1%、-2.5%、+11.1%、+11.5%、+18.3%。

图：全社会规上累计发电量及同比增速（亿千瓦时，%）



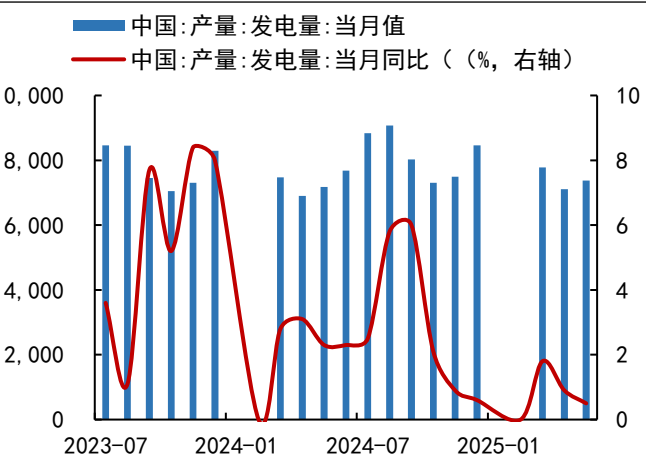
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：分种类发电量情况（亿千瓦时，%）



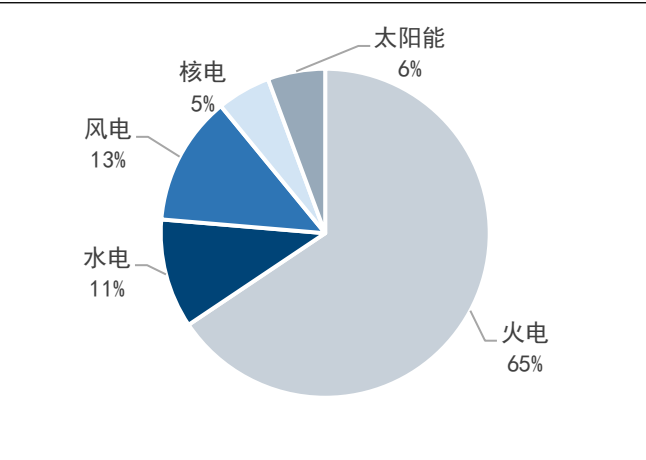
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：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

图：分种类发电量占比

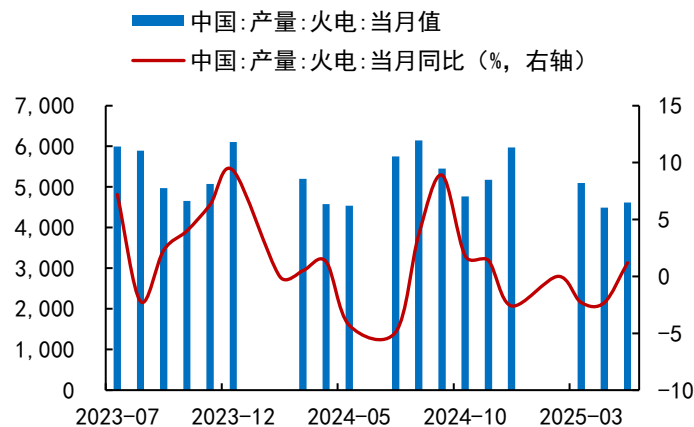


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求|电力：火电旺季弹性可期

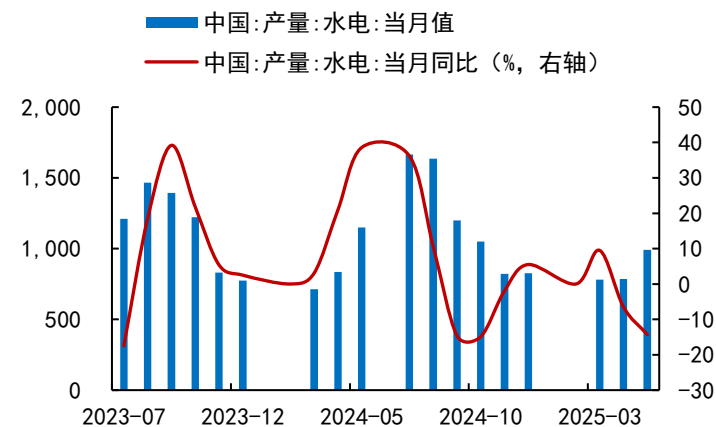
- ✓ **火电**：上半年单月同比增幅5月转正，下半年有望释放弹性。5月单月发电量同比转正，为+1.2%，但1-5月累计发电量同比仍-3.1%，主要系1-5月整体发电量同比增速较低，且在新能源发电旺季，随着新能源装机量的快速增加，挤出效应愈加明显。下半年进入新能源发电淡季，且水电同比已转负，火电有望释放弹性。
- ✓ **水电**：4月单月同比增速转负，5月降幅扩大，1-5月累计同比-2.5%。考虑去年旺季高基数，预计今年对火电挤出效应边际改善。
- ✓ **新能源发电**：保持较快速度增长，在总发电中占比从2020年的7.4%快速提高至2024年的13.8%，对火电的挤出效应也越来越明显，尤其是在上半年新能源的发电旺季。下半年进入发电淡季，对火电的挤出效应有望减弱。

图：火力当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



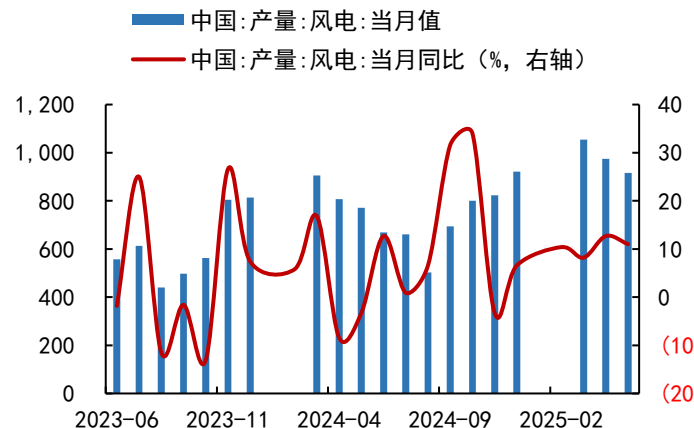
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：水力当月发电量及增速（亿千瓦时，%）



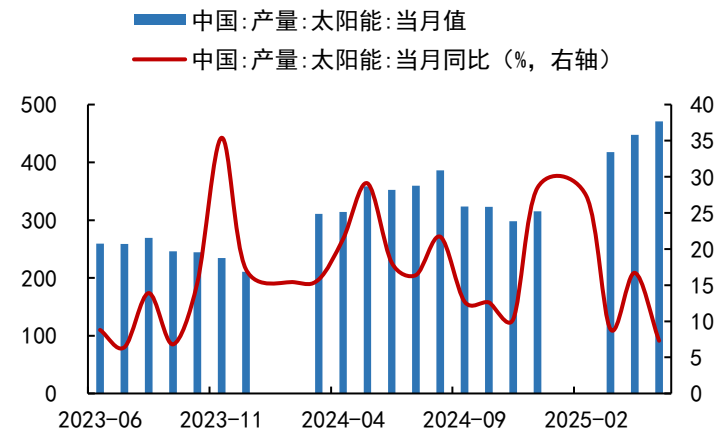
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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：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：煤电仍有增长空间，峰值期或持续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	97006.0	100401.2	103915.3	107552.3	111316.6	115212.7
-同比	2.2%	5.2%	4.6%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
火电	58531.3	62318.0388	63437.7	64128.7	65120.1	66015.3	66693.8	67229.9	67468.5
-同比	0.9%	6.1%	1.5%	1.1%	1.5%	1.4%	1.0%	0.8%	0.4%
水电	12020.0	11408.9	12742.5	12969.3	13200.2	13424.6	13652.8	13871.2	14093.2
-同比	1.0%	-5.6%	10.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
太阳能	2290.0	2939.7	4190.8	5029.0	6034.8	7211.6	8617.9	10255.3	12203.8
-同比	14.3%	17.2%	28.2%	20.0%	20.0%	19.5%	19.5%	19.0%	19.0%
风电	6867.2	8090.5	9360.5	10296.6	11326.2	12402.2	13580.4	14802.6	16134.9
-同比	12.3%	12.3%	11.1%	10.0%	10.0%	9.5%	9.5%	9.0%	9.0%
核电	4,177.8	4,332.6	4,449.0	4582.5	4719.9	4861.5	5007.4	5157.6	5312.3
-同比	2.5%	3.7%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

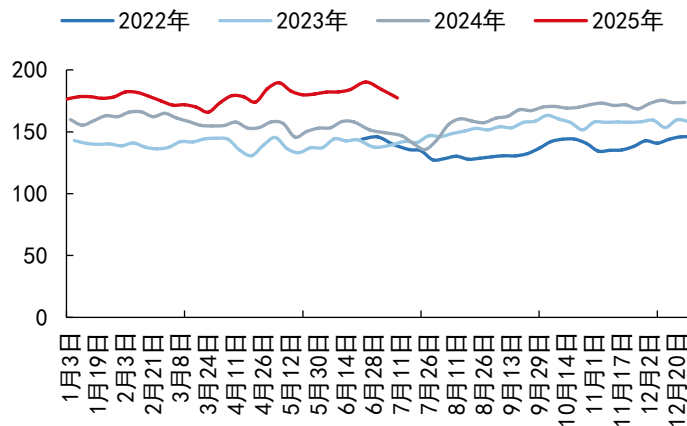
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 化工：政策支持，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7月11日，2025年煤制PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比增加2.7%、增加11.6%、增加14.1%。1-6月，合成氨累计产量同比+9.7%，6月产量同比+14.3%。其中甲醇、合成氨耗煤量合计占比约65%-70%。

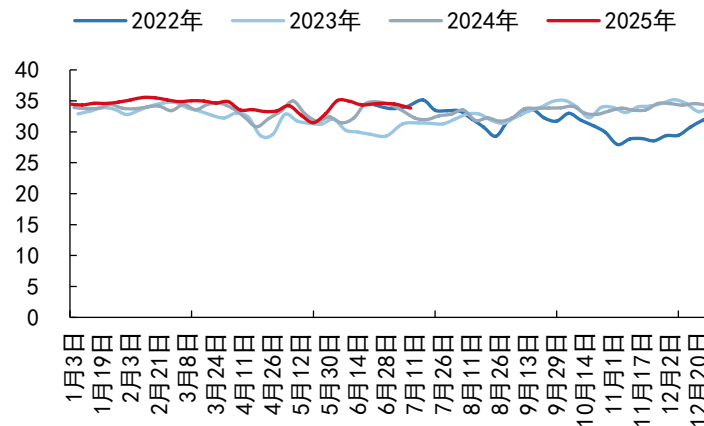
近年来，新疆正以“煤”为基，加快构建煤制油气、煤制烯烃、煤基新材料产业链，煤化工项目投资超9000亿，预计建成后年耗煤达2亿吨左右，拉动化工耗煤需求。

图：煤制甲醇产量（万吨）



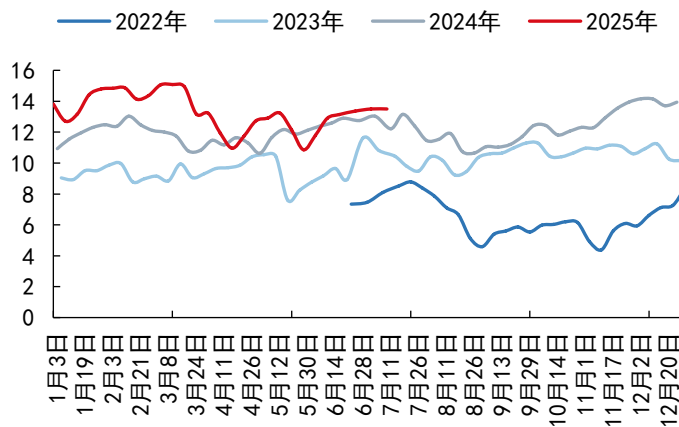
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：煤制PVC产量（万吨）



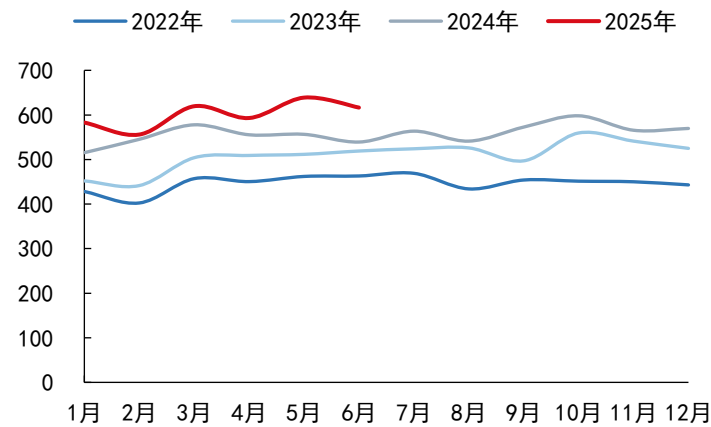
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



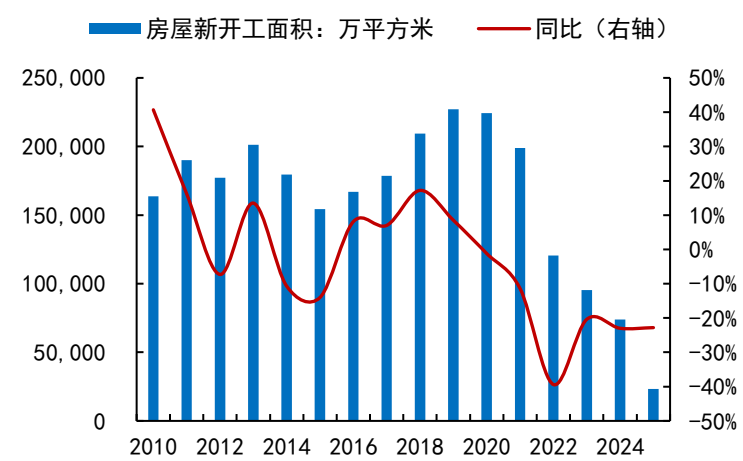
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 地产业尚未见改善，政策助力基建提速



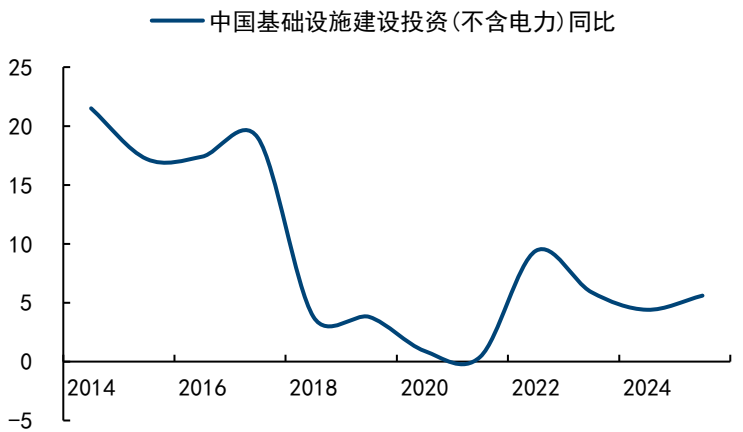
地产业尚未见改善，政策助力基建提速。1-5月，中国房屋新开工面积累计23184万平方米，同比减少22.8%；其中5月，中国房屋新开工面积累计5348万平方米，同比减少18.7%。1-5月，中国基础设施建设投资(不含电力)同比+5.6%。

图：房屋新开工面积累计



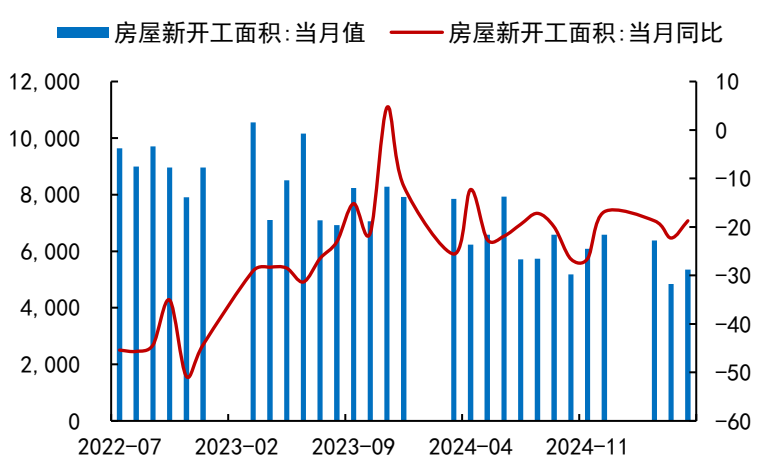
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：国内基建累计同比增速（年度同比）



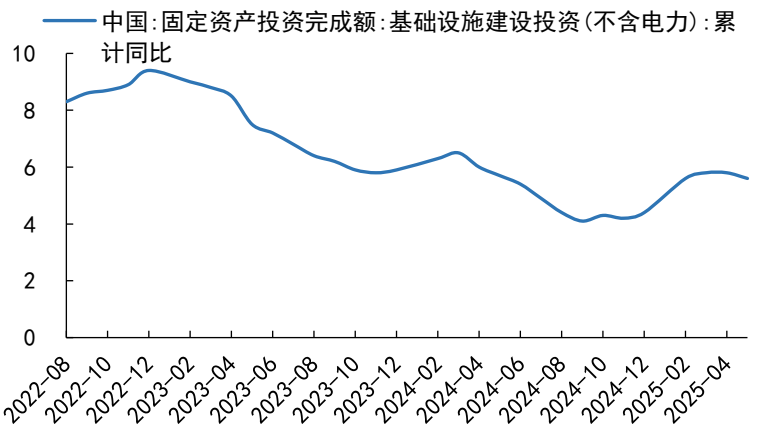
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：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（月度累计同比）



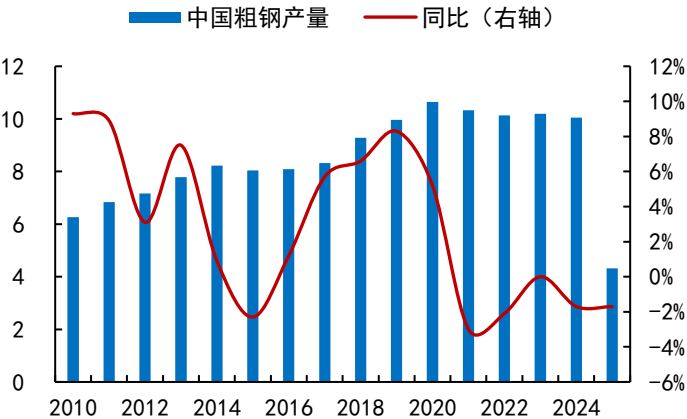
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求 | 钢铁：产量保持小幅回落，关注粗钢减产落地情况



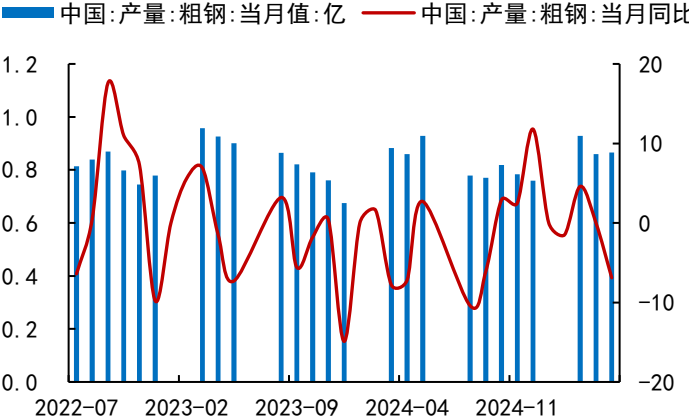
焦煤价格下滑，下游焦厂、钢厂盈利尚可，生产积极性较高，1-5月生铁产量小幅下滑0.1%，粗钢产量下滑1.7%；钢材出口量同比保持增长；关注粗钢减产相关政策及落实。1-5月，中国粗钢产量4.3亿吨，同比减少1.7%；其中5月，中国粗钢产量0.9亿吨，同比减少6.9%。1-5月，中国钢材出口4847万吨，同比增加8.9%；其中5月，中国钢材出口1058万吨，同比增加9.8%。截至7月11日，2025年铁水日均产量同比+3.4%。

图：粗钢产量及同比增速（亿吨，%）



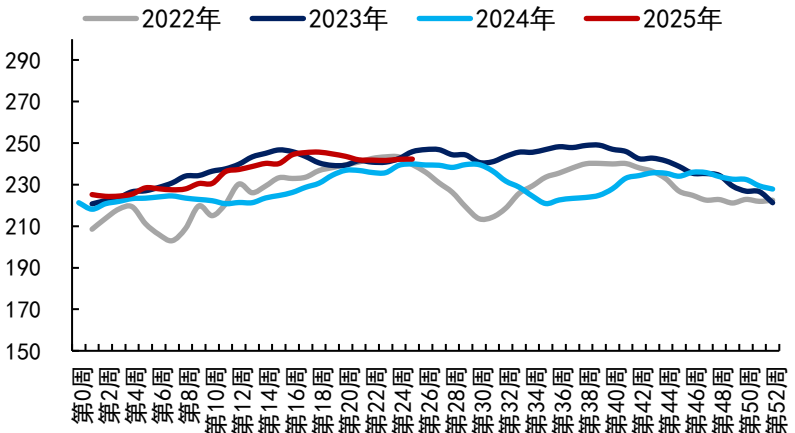
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：粗钢月度产量及同比增速（亿吨，%）



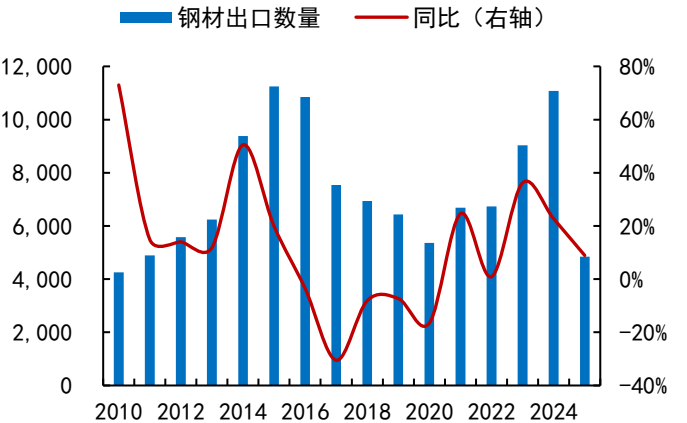
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：日均铁水产量（万吨）



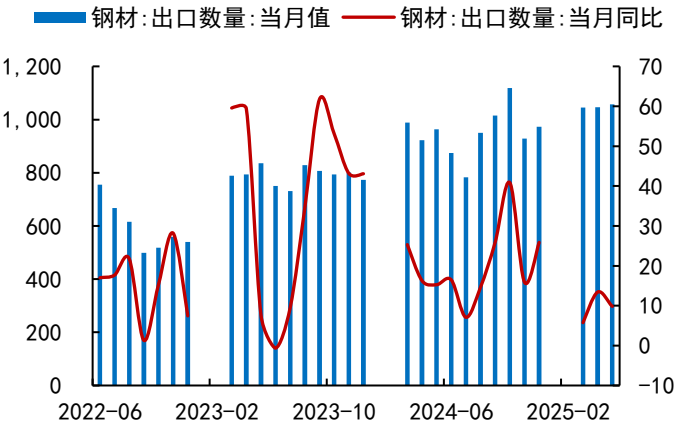
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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 注：2025年数据截至5月

图：钢材月度出口数量及同比（万吨，%）



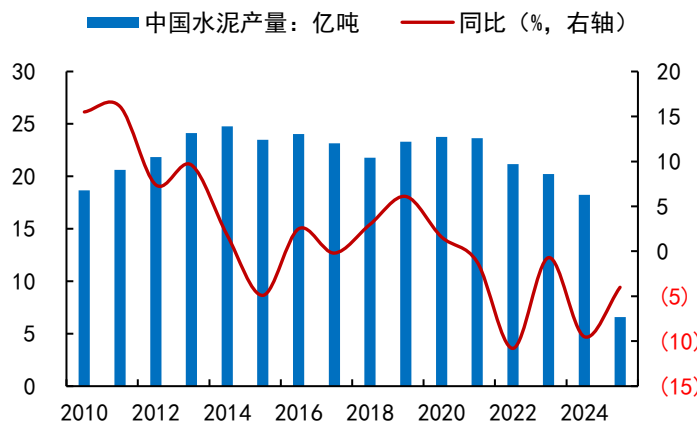
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求| 建材：水泥降幅明显收窄，拖累边际减小



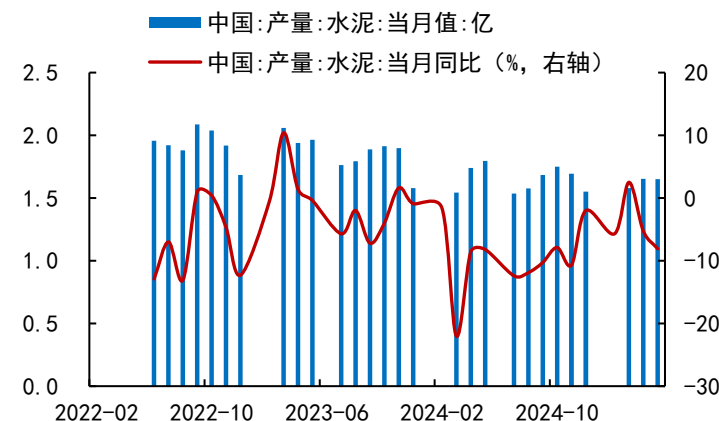
水泥降幅明显收窄，拖累边际减小。1-5月，中国水泥产量6.6亿吨，同比减少4%；其中5月，中国水泥产量1.6亿吨，同比减少8.1%。截至7月4日，2025年全国日均建材成交量同比-15.0%。

图：中国水泥累计产量及同比增速



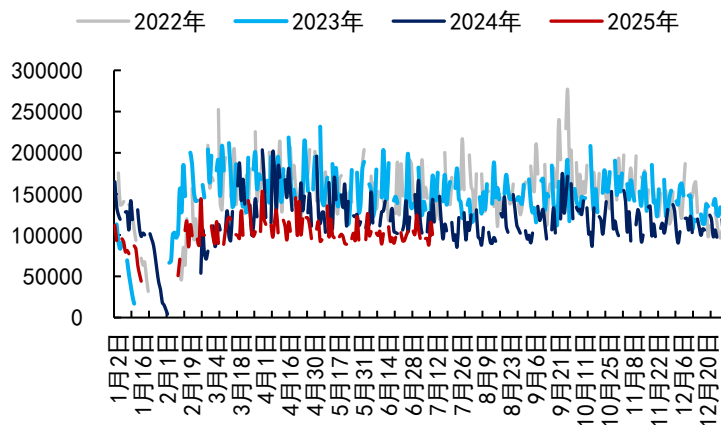
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至5月

图：中国水泥月度产量及同比增速



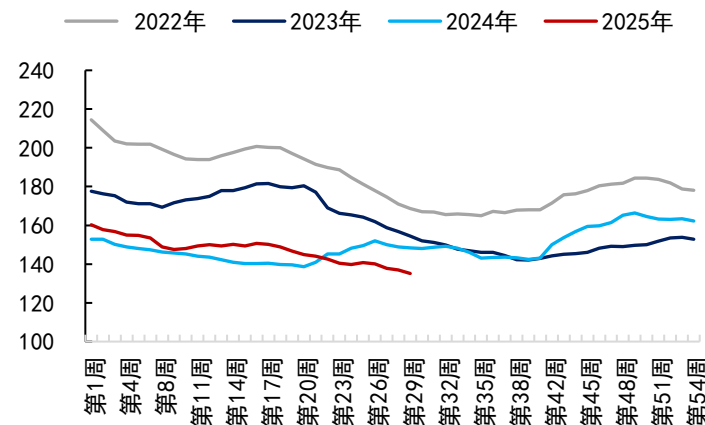
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：建材成交量（吨）



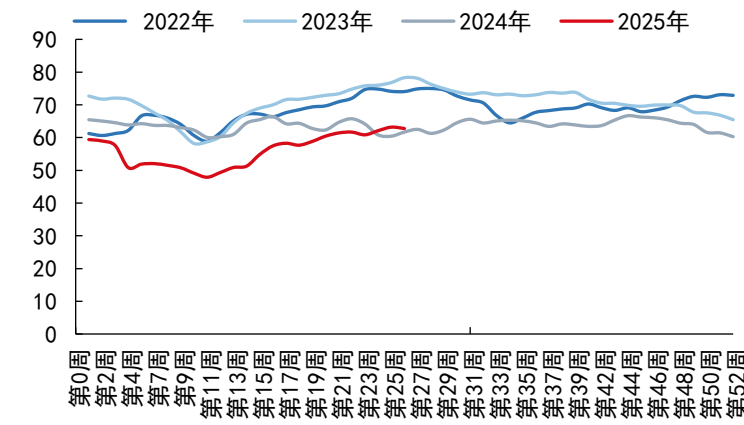
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：港口库存高位回落，去库仍是焦点

动力煤|港口库存回落，支撑煤价反弹

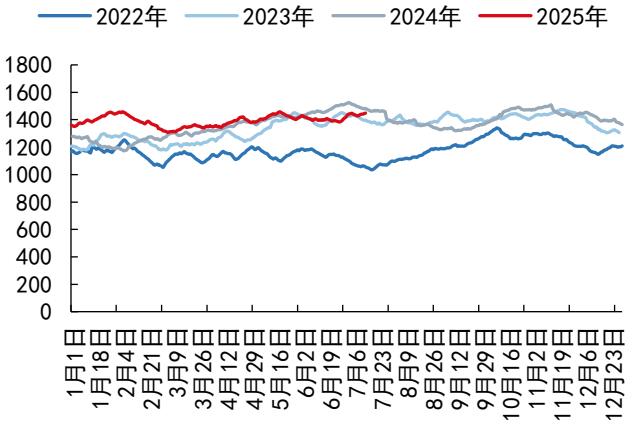


5月中旬以来，受调入限制，主流港口库存明显回落，分地区看，内河港口库存仍较高，沿海港口库存明显降低。截至7月14日，中国主流港口库存为7330万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+0.63%、-2.58%、-1.08%。其中，内河港口库存1437万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+4.24%、+7.71%、+19.34%；沿海港口库存5893万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-0.21%、-4.8%、-5.04%。截至7月14日，秦皇岛港煤炭库存为566万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-1.74%、-6.45%、+4.43%。

煤矿库存继续保持高位，高于去年同期多1100余万吨；上游供应宽松，下游需求未充分释放，电厂囤煤积极性一般，六大发电集团库存同比小幅减少。5月，国内六大区域国有重点煤矿库存3074万吨，月环比+4.68%，年同比+58.21%。截止7月14日，六大发电集团存煤1449万吨，比去年同期-2.27%。

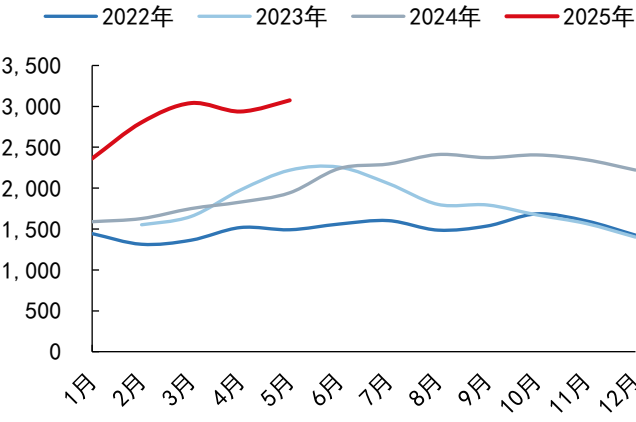
当前库存仍处于较高水平，且随着气温升高，库存煤炭有自燃、热值下降等风险；上游库存压力仍较大，未来去库情况仍是影响煤价的主要因素之一。

图：六大发电集团存煤（万吨）



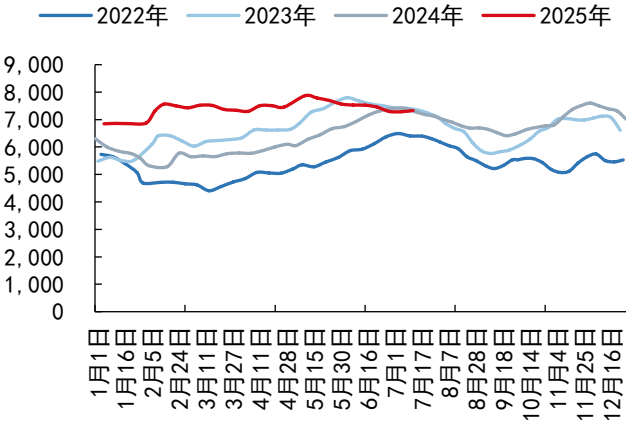
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：六大区域国有重点煤矿库存（万吨）



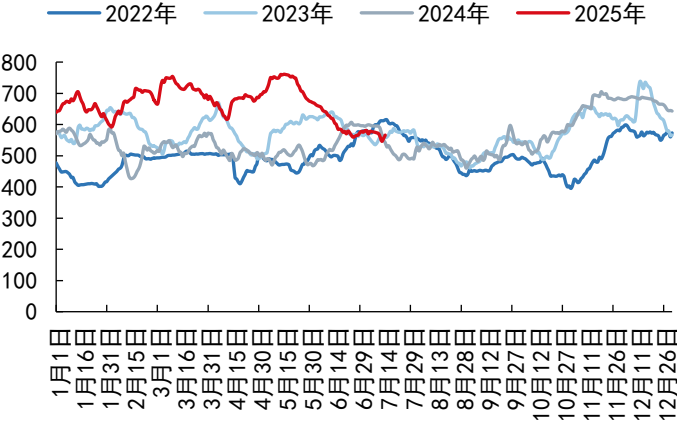
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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：秦皇岛港库存（万吨）



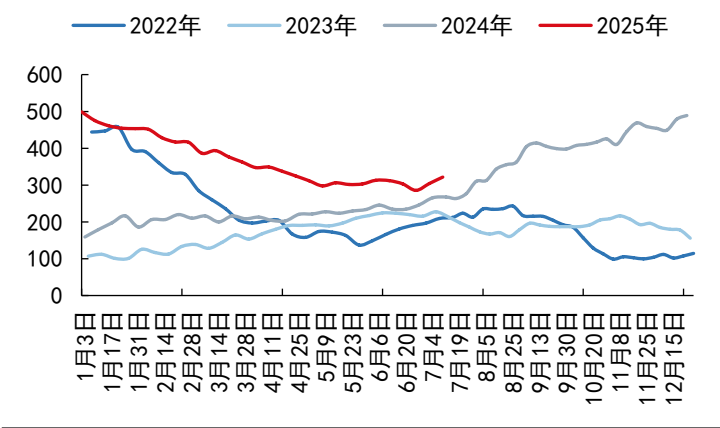
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

炼焦煤|港口库存高位回落，下游保持低库存策略



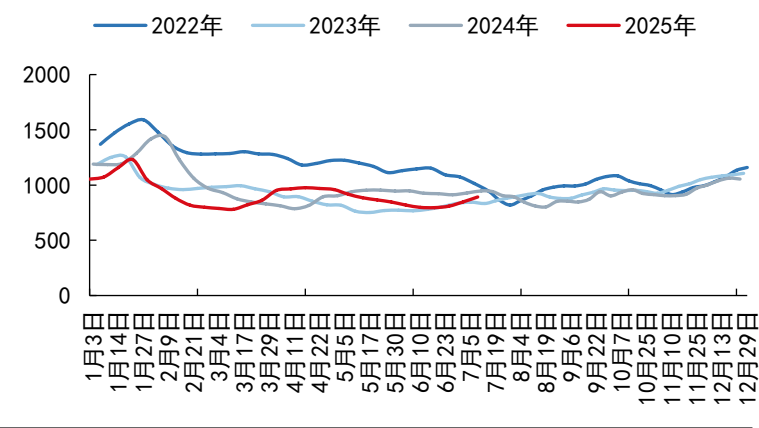
当前虽进入生产淡季，但近期下游钢价在唐山减产、宏观预期利好（2025年第三批“两重”建设项目8000亿元清单下达）等的推动下持续走强，钢厂利润走扩，铁水周均产量仍维持在240万吨以上的水平，补库刚需有所增加。截至7月4日，炼焦煤库存六港口合计304.3万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+6.54%、-2.8%、+14.6%；国内独立焦化厂（全样本）炼焦煤总库存848.2万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+4.85%、+3.57%、-8.63%；钢厂（样本247家）焦煤库存789.6万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+1.07%、+2.42%、+6.15%。

图：六港炼焦煤库存合计（万吨）



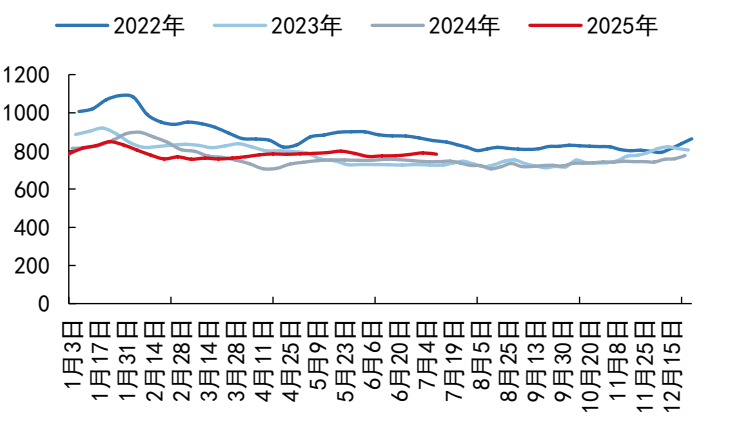
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

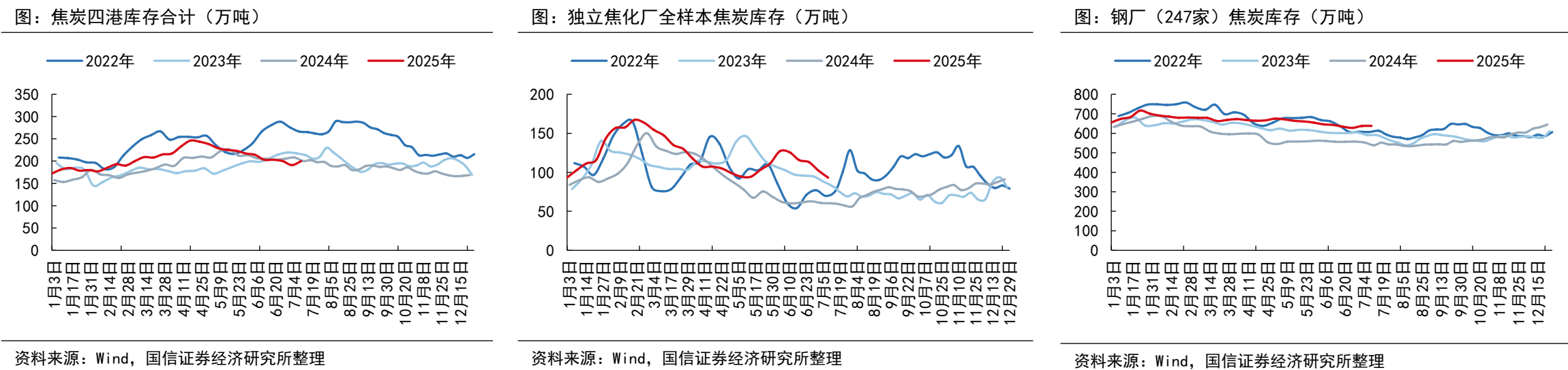


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

焦炭|钢厂补库刚需增加，上游焦炭库存下降



钢厂虽维持刚性采购，但铁水产量保持相对高位，补库需求增加，港口、焦企的焦炭库存下降。截至7月4日，焦炭库存四港口合计191.1万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-4.48%、-10.75%、-8.23%；国内独立焦化厂（全样本）焦炭库存为102.1万吨，周环比、月环比、年同比分别变化-9.67%、-19.61%、+68.23%；钢厂（样本247家）焦炭库存637.5万吨，周环比、月环比、年同比分别变化+1.55%、-1.29%、+15.31%。



价格：动力煤价底部反弹，炼焦煤价阶段反弹

供需平衡表预测



表：煤炭供需平衡表预测（亿吨）

指标		2023	2024	2025E	2026E	2027E
生产端	原煤总产量	46.6	47.6	48.6	48.9	49.1
	-yoy	3.6%	2.2%	2.1%	0.6%	0.4%
	-动力煤	41.7	42.9	43.8	44.1	44.3
	-yoy	4.0%	2.9%	2.1%	0.7%	0.5%
	-炼焦煤	4.9	4.7	4.8	4.8	4.8
	-yoy	0.0%	-4.3%	2.3%	0.0%	0.0%
	商品煤总产量	43.6	44.2	45.1	45.4	45.6
	-yoy	-0.8%	1.4%	2.1%	0.6%	0.4%
进口	合计	4.7	5.4	4.6	4.5	4.5
	-yoy	60.4%	15.5%	-15.2%	-2.2%	0.0%
	-动力煤	3.7	4.2	3.5	3.5	3.5
	-yoy	60.6%	14.3%	-16.8%	0.0%	0.0%
	-炼焦煤	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
	-yoy	59.7%	19.5%	-9.8%	-9.1%	0.0%
需求端	商品煤消费量	48.0	48.9	49.4	49.9	50.4
	-yoy	11.1%	1.9%	1.0%	1.0%	1.0%
	电力	27.5	28.2	28.5	28.9	29.3
	-火电同比：%	6.1%	2.5%	1.0%	1.5%	1.4%
	化工	3.4	3.4	3.7	3.8	3.9
	-yoy	5.0%	0.0%	8.0%	4.0%	3.0%
	建材	5.2	4.9	4.9	4.8	4.8
	-yoy	-9.2%	-5.0%	-1.0%	-1.0%	-0.5%
	钢铁	7.0	6.9	6.9	6.9	6.9
	-yoy	-0.1%	-1.0%	-0.5%	-0.5%	0.0%
	其他	4.9	5.4	5.4	5.4	5.4
	-yoy	272.7%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
供需盈余		0.3	0.7	0.3	0.0	-0.3

资料来源：Wind，中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

动力煤|短期旺季煤价弹性仍存，中期看好需求韧性



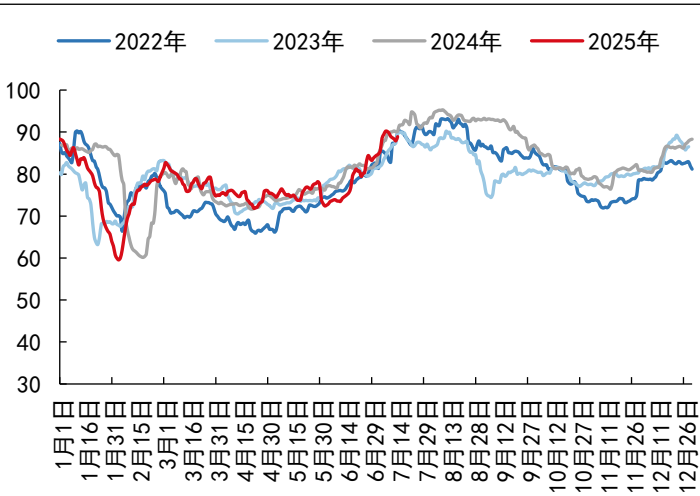
- 2025年以来，受暖冬、下游需求疲软、高库存等的影响下，煤价承压下行，随着需求淡季的来临，在5月末的时候煤价逐渐企稳，6月中旬左右开始小幅持续反弹，截至7月14日，秦皇岛5500K、5000K市场煤价分别上涨15元/吨、27元/吨，但和年初相比，秦皇岛5500K、5000K市场煤价已分别下跌138元/吨、108元/吨。
- 当前仍处于日耗爬坡期，借鉴往年，距离日耗还有一定增长空间，且夏日高日耗往往持续1月左右时间，叠加港口库存水平显著回落，煤价仍有反弹支撑。
- 中期看，供应端，国内产能基本见顶，进口端也难见增长；需求端，在电煤和化工用煤等的支撑下，需求预计维持5年左右的峰值期。此外，随着开采深度增加、物价上涨等，煤炭生产成本呈上升态势，托底煤价。

表：2024年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
2024-07	700.0	-1.0	848.3	-8.1
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	621.5	-226.8

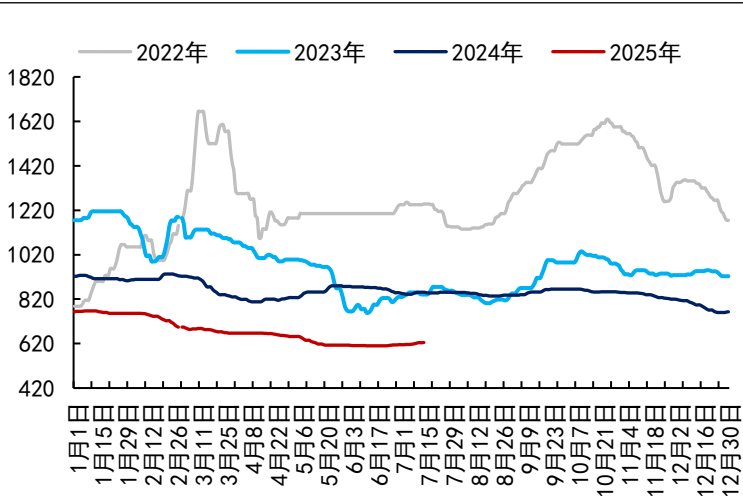
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：六大发电集团日耗（万吨）



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 | 供应偏宽格局难改，波段性机会仍存

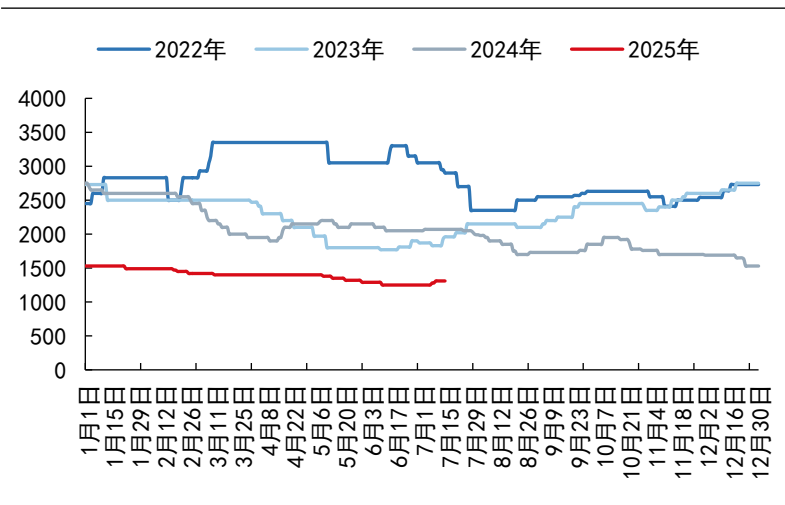


2025年焦煤价格继续探底。截至7月14日，京唐港主焦煤库提价1310元/吨，年同比-36.7%。

近期产地供应恢复缓慢，焦煤价格短期延续较强走势。下游钢价在唐山减产、宏观预期利好（2025年第三批“两重”建设项目8000亿元清单下达）等的推动下持续走强，终端补库预期增多，但供应端修复缓慢，蒙古那达慕放假中蒙口岸关闭，焦煤市场基本面向好，叠加期货走强、投机需求增加，期现共振，推动焦煤价格短期延续较强走势。

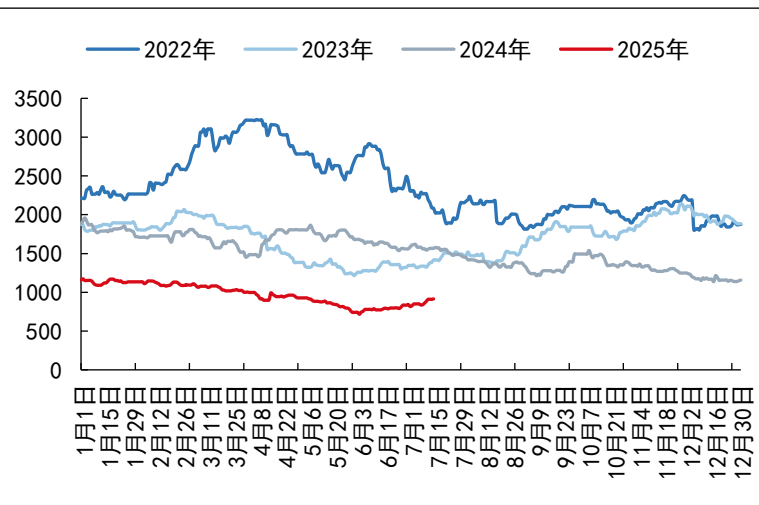
供应偏宽格局难改。在下游需求收缩、供应端尚有增长空间（山西产量修复，俄煤、蒙煤有增长空间等）的背景下，焦煤供应偏宽的格局较难改善，关注阶段性需求改善或供应收缩带来的机会。

图：京唐港主焦煤库提价（元/吨）



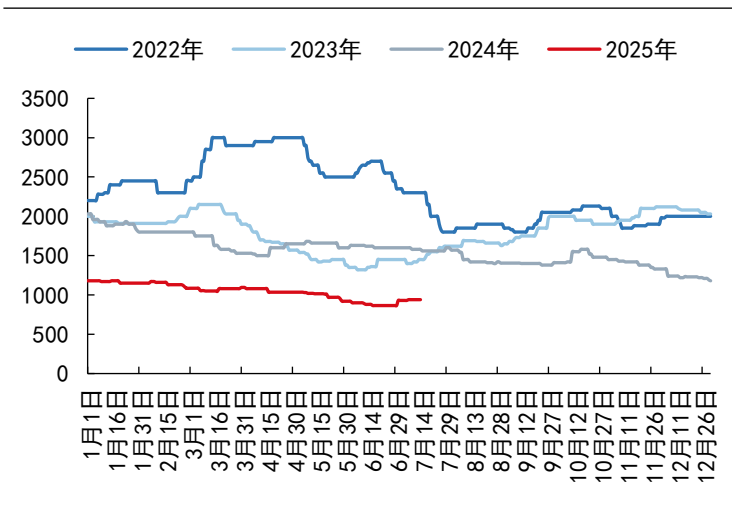
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：焦煤期货结算价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：蒙古甘其毛都口岸精煤库提价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

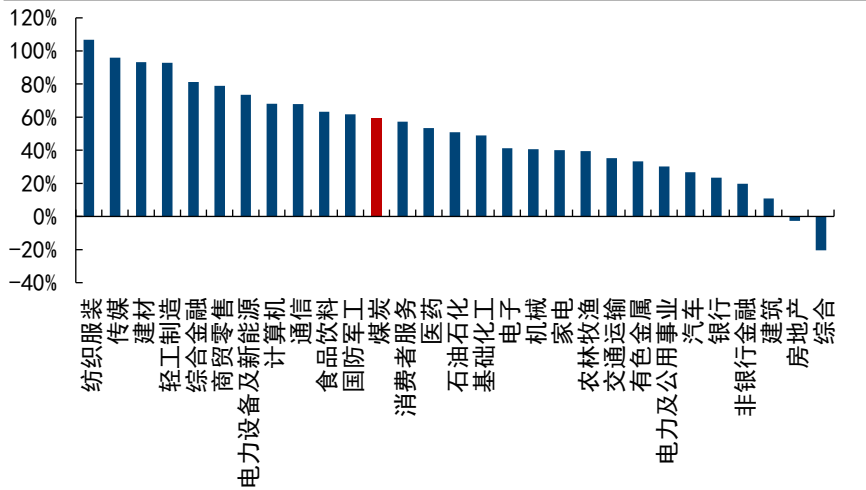
投资建议：高股息价值仍存，阶段博弈弹性

投资建议 | 高股息价值仍存，阶段博弈弹性



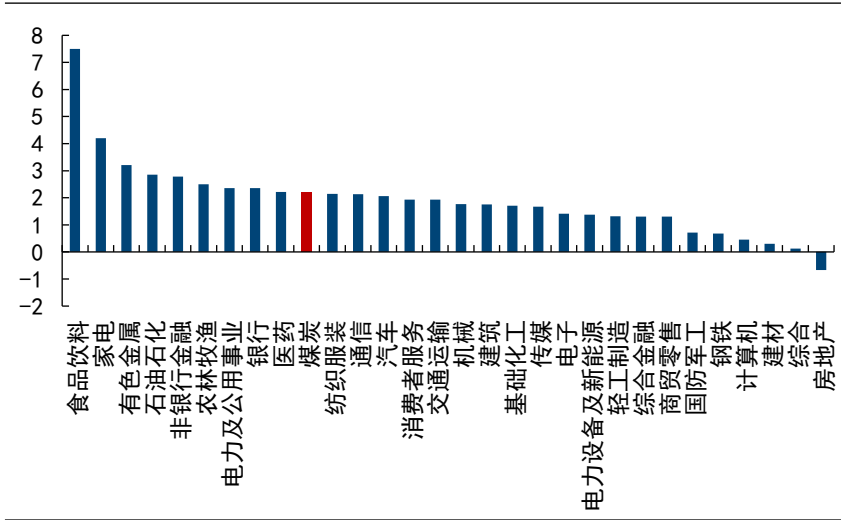
高股息价值仍存，阶段博弈弹性。上半年煤价摸底，下半年随着供需格局改善，煤价尚存持续反弹潜力，中期维度看好煤炭需求韧性。从经营指标看，在业绩压力较大的2025Q1，煤炭板块表现依旧排名靠前，如较低的资产负债率（44.7%）、较高的净利率水平（12.7%）、以及相对较高的ROE。在当前低利率的宏观环境中，业绩稳健的高股息龙头标依旧具备较高配置价值。需要关注的是，由于煤价下行，且二季度处于传统淡季，预计2025Q2煤企有一定业绩压力。建议重点关注（1）业绩稳健的煤企龙头：中国神华、中煤能源、陕西煤业等；（2）弹性标的：电投能源、晋控煤业、淮北矿业等；（3）煤机龙头天地科技等。

图：板块2024年分红率比较



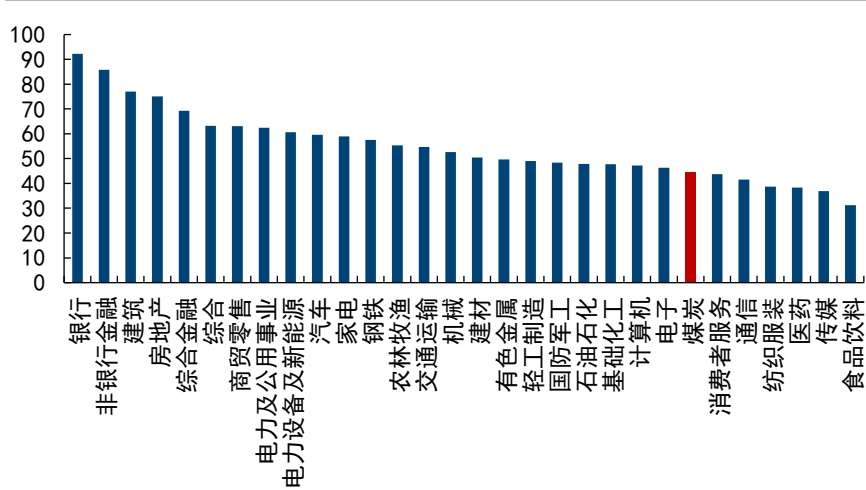
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年一季度板块间ROE比较（%）



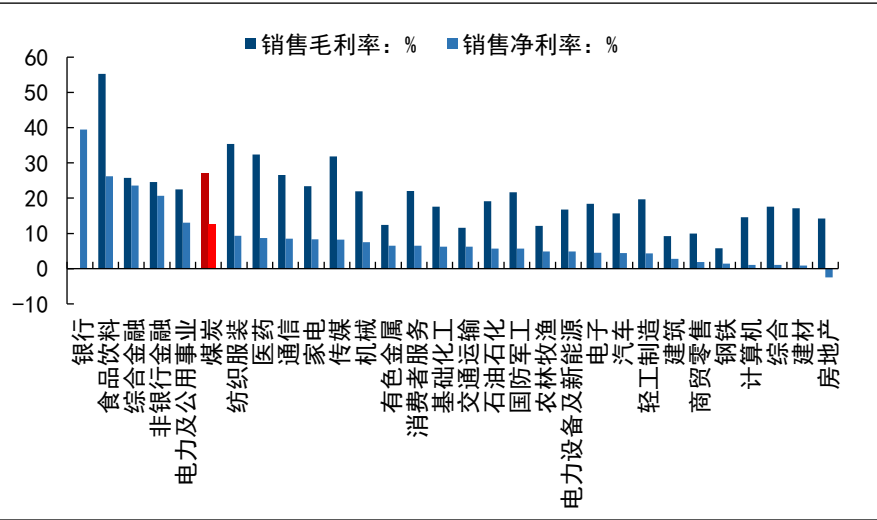
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年一季度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：2025年一季度板块间销售毛/净利率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议 | 高股息价值仍存，阶段博弈弹性



表：煤炭板块主要公司近年分红率及股息率变化

公司名称		股息率：%							分红率：%					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2019	2020	2021	2022	2023	2024
动力煤														
000552.SZ	甘肃能化	3.83	3.83	5.75	5.36	3.83	2.61	0.77	43.58	50.34	47.14	20.37	30.79	29.97
600188.SH	兖矿能源	12.81	8.11	16.22	24.90	12.08	6.24	4.89	89.19	68.44	48.70	49.49	57.14	53.58
600508.SH	上海能源	1.97	2.29	1.28	6.02	3.38	3.30	1.89	30.07	30.06	30.00	30.32	30.58	40.40
600546.SH	山煤国际	0.66	0.73	17.33	24.89	7.19	7.63	2.51	10.14	15.83	62.91	63.89	30.25	60.30
600971.SH	恒源煤电	5.04	4.76	7.20	14.41	12.25	6.77	3.39	37.23	51.24	43.25	47.76	50.10	30.23
601001.SH	晋控煤业	0.00	0.00	3.13	4.94	6.19	5.92	4.39	0.00	0.00	14.37	34.64	40.06	45.00
601088.SH	中国神华	3.42	4.92	6.90	6.93	6.14	6.14	5.43	57.94	91.81	100.39	72.77	75.22	76.53
601225.SH	陕西煤业	1.86	4.14	6.98	11.27	6.80	6.97	6.16	29.98	52.11	61.91	60.17	60.03	58.45
601898.SH	中煤能源	1.12	1.18	2.65	3.64	4.89	4.22	3.36	29.93	30.09	30.05	30.02	30.00	32.87
601918.SH	新集能源	0.30	0.53	1.05	1.65	2.26	2.41	2.40	8.99	10.70	7.45	13.80	18.42	17.32
炼焦煤														
000937.SZ	冀中能源	1.65	6.60	16.50	16.50	9.90	13.20	0.79	39.20	179.94	128.99	79.27	42.88	233.95
000983.SZ	山西焦煤	1.50	1.50	12.01	18.02	12.01	3.30	4.48	18.43	20.94	78.67	63.54	67.07	40.19
600395.SH	盘江股份	8.21	8.21	8.21	8.42	5.75	0.82	0.98	60.68	76.78	73.24	40.11	82.06	82.44
600985.SH	淮北矿业	5.05	5.47	5.89	8.83	8.41	6.31	4.62	35.93	42.85	36.33	37.16	43.27	41.60
601666.SH	平煤股份	3.87	4.62	9.74	11.15	12.69	7.69	4.03	59.99	60.07	60.21	35.18	60.60	60.03
601699.SH	潞安环能	2.17	1.76	6.11	25.89	14.43	3.72	4.21	30.06	30.05	30.01	60.17	60.00	50.07
无烟煤														
600123.SH	兰花科创	2.94	1.47	11.01	14.68	11.01	2.20	1.80	34.47	30.49	36.42	35.44	53.10	30.79
600348.SH	华阳股份	3.98	3.55	7.10	12.46	10.20	4.39	4.61	39.59	39.95	34.03	30.02	50.01	50.11

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理 注：股息率以2024年7月14日收盘价为基础计算；2025年每股收益预测值来自Wind一致预期

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。

免责声明



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