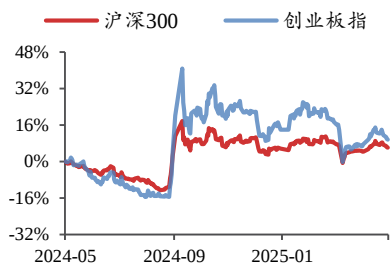


2025 年 05 月 29 日

开源晨会 0529

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	1.171
环保	0.886
煤炭	0.736
交通运输	0.713
通信	0.616

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
基础化工	-0.792
农林牧渔	-0.781
国防军工	-0.721
汽车	-0.719
房地产	-0.677

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【煤炭开采】供-需-库存基本面迎利好，否极泰来重视煤炭配置——行业点评报告-20250528

近期港口煤价边际企稳，截至 2025 年 5 月 27 日秦皇岛港山西产 Q5500 动力末煤已连续 6 日维持在 611 元/吨，且伴随供需存基本面形势好转及政策端严格维护电煤中长期合同履行，现货与 770 元/吨长协的倒挂也将带来煤价的反弹修复。当前煤炭板块公募持仓处于低位，随着基本面好转，有望带来情绪修复，叠加险资在 6-7 月存在分红的 OCI 记账收益，建议关注板块整体投资机会。多维度受益标的：动力煤稳健标的【中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源】、动力煤弹性标的【兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】、焦煤反弹博弈标的【平煤股份、淮北矿业】。

研报摘要

行业公司

【煤炭开采】供-需-库存基本面迎利好，否极泰来重视煤炭配置——行业点评报告-20250528

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

供给端：煤价下跌致产地供给收缩，进口煤价格倒挂致进口量同环比下降

(1) 产地供给收缩：2025 年以来煤价下跌致产地供给持续收缩，4 月国内规上工业原煤产量 3.9 亿吨，较 3 月份减少 5127.6 万吨，环比-11.6%。分区域来看，受全国煤炭市场价格持续下行与区域竞争加剧的双重挤压，4 月新疆及内蒙古产量下降明显，其中 2025 年 4 月新疆原煤产量 3923.9 万吨，环比-23.8%，内蒙古原煤产量 9821.6 万吨，环比-20.6%。从晋陕蒙 442 家煤矿开工率周度数据来看，2025 年 5 月以来三省煤矿开工率仍处于 3 月以来相对低位水平，产地供应减量趋势或有望延续。(2) 进口煤延续减量：受内贸煤价格下跌影响，进口煤与内贸煤价格持续倒挂，导致自 3 月以来中国进口煤量同比持续下滑，4 月中国进口煤及褐煤 3783 万吨，同比-16.4%，环比-2.3%，2025 年 1-4 月中国进口煤及褐煤累计 1.53 万吨，同比-5.3%，且降幅较 2025 年 1-3 月扩大 4.4pct。据 CCTD 信息，中国进口印尼 3800 大卡/澳洲 5500 大卡动力煤华南到岸价与同品种内贸煤价格分别自 2025 年 2 月中下旬、5 月初出现倒挂，截至 5 月 26 日，中国进口印尼 3800 大卡/澳洲 5500 大卡动力煤华南到岸价为 423/656 元/吨，较同品种内贸煤价格高 18/3 元/吨，5 月进口煤量有望延续同比减少趋势。

需求端：迎峰度夏将至有望拉动电力需求，化工&建材&钢铁需求仍具韧性

(1) 迎峰度夏电力需求可期：据国家气候中心 2025 年汛期全国气候趋势及主要气象灾害滚动预测，2025 年夏季全国大部气温偏高，华北、华东、华中、华南、西南地区东部、新疆等地有阶段性高温热浪，东部降水呈“北多南少”分布，区域性和阶段性洪涝灾害明显，2025 年以来国内火电发电量负增长态势有望缓解。5 月中旬以来，伴随天气转热且日耗提升，沿海八省电厂库存已出现去库，且当前库存略低于 2024 年同期水平，后续有望进一步带动补库需求。(2) 非电需求仍具韧性：当前以甲醇为代表的煤化工开工率仍处于高位水平，水泥开工率虽伴随地产开工进入淡季而近期有所转弱，但仍具韧性，此外当前铁水日均产量仍处于 240 万吨以上高位水平，下游钢厂盈利率持续走高至近 60%水平，支撑冶金加热用动力煤需求，叠加中美双方互相取消及暂缓关税，下游粗钢生产用煤需求转弱预期有所缓和。

库存端：环渤海港口库存环比去化，港口锚地船舶数量稳中有增

(1) 环渤海港口库存下降：自 5 月中旬以来，环渤海港口库存开启去库进程，截至 2025 年 5 月 27 日，环渤海港煤炭库存 3140.4 万吨，较 5 月 11 日 3316.3 万吨库存高点下降 175.9 万吨，伴随下游电厂迎峰度夏备货需求提升，有望带动港口库存进一步下降，环渤海港口库存在经历一波夏季去库后，亦将对煤价反弹带来利多。(2) 锚地船舶数量稳中有增：随着迎峰度夏旺季来临，下游询货需求回升，市场氛围有所好转，截至 2025 年 5 月 27 日，环渤海港煤炭锚地船舶量/预到船舶量为 79/33 艘，环比 5 月中旬亦有明显回升，有望带动港口进一步去库。

投资建议：供-需-库存基本面迎利好，否极泰来重视煤炭配置

近期港口煤价边际企稳，截至 2025 年 5 月 27 日秦皇岛港山西产 Q5500 动力末煤已连续 6 日维持在 611 元/吨，且伴随供需基本面形势好转及政策端严格维护电煤中长期合同履行，现货与 770 元/吨长协的倒挂也将带来煤价的反弹修复。当前煤炭板块公募持仓处于低位，随着基本面好转，有望带来情绪修复，叠加险资在 6-7 月存在分红的 OCI 记账收益，建议关注板块整体投资机会。多维度受益标的：动力煤稳健标的【中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源】、动力煤弹性标的【兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】、焦煤反弹博弈标的【平煤股份、淮北矿业】。

风险提示：煤炭产量超预期增长、火电发电量下降、进口煤量超预期增加。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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