



煤炭周期与红利双逻辑，再筑黄金时代2.0

煤炭行业2025年度投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

目录

CONTENTS

- 1 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价受益政策具备完全弹性
- 4 投资策略：周期与红利兼具，低估值且四主线布局
- 5 风险提示

核心观点

1. 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续

复盘煤炭二十年，煤炭股多数时间体现为周期属性，煤炭股价与煤价基本存在同涨同跌的相关性；近三年时间，煤炭股开始体现出红利属性，尤其是2023年四季度开始，国内经济复苏放缓且利率有所下行，煤炭股已演变为具备现金流充沛且高股息的特质，成为防御性投资配置策略的首选。截至目前，煤炭股的红利属性深入人心，但实际上煤炭股作为传统的周期股，其周期属性仍旧存在，当前煤炭股已具备了周期与红利的双重属性。煤炭价格虽从2021年以来持续性回落，但更准确的表述是“向合理回归”，当前煤价已处于近四年低位，且是合理且可持续的高盈利，这亦是未来布局煤炭股的价值基础。

2. 煤价判断：动力煤价格反弹后将区间波动，炼焦煤价格反弹具备完全弹性

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将在箱体区间内震荡（即800-1000元），当前正处于区间的下限，从而也具备向上弹性且表现为区间内的弹性。800元底部支撑主要原因包括：一是产地较高煤价能一定程度纾解地方财政压力；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；三是疆煤外运存在800元港口价格的临界值影响；四是煤化工和石油化工存在成本优势的竞争，布油70美金与港口煤价800元所制烯烃成本相当。1000元顶部判断主要原因包括：政策调控“煤和电盈利平衡”的限价要求、电厂盈亏平衡线的采购行为。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，且充分受益经济政策发力，具备向上的弹性且是完全弹性。通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在800元支撑，则炼焦煤价格存在1920元的支撑，当前焦煤已处于超跌状态。炼焦煤基本面供缩需增仍在演绎，需求端的稳增长政策持续出新，且特朗普当选美国总统，其对中国的外贸高压将促使国内经济再转型内循环，对地产和基建将有更多支持。

3. 投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场慢牛的背景下，市场的投资存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，即攻守兼备，将是资金配置的重要板块。主线一，周期弹性逻辑：冶金煤弹性受益标的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤】，动力煤弹性受益标的【广汇能源、兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】；主线二，稳健红利逻辑：高股息及潜力受益标的【中国神华、中煤能源、陕西煤业、新集能源】；主线三，破净股（PB<1）修复逻辑：【上海能源（0.79）、永泰能源（0.83）、甘肃能化（0.92）、兰花科创（0.81）】；主线四，民企信用资质修复逻辑：【广汇能源、永泰能源】。

5、风险提示：经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

1.1.1 煤炭股价与煤价复盘：二十年维度，煤炭股价以周期逻辑为主

- 从2003年到2022年的二十年间，煤炭行业指数可以分为6个主要阶段。除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤价驱动股价，股价跟随煤价，而总需求和总供给决定煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。
- 2003-2006年：**我国GDP快速增长，能源消费快速提升，煤炭需求增长，叠加煤价市场化改革，煤价由2003年均价264元/吨上涨到2006年均价427元/吨，涨幅达62%；煤炭指数由2003年初的876点逐渐上涨到2006年年末的1277点，涨幅达53%。
- 2007-2008年：**经济增长致需求增长，受流动性宽裕影响，资产价格大幅提升，资产泡沫后发生金融危机，股市出现大幅波动。煤价由2007年初的460元/吨，上涨到2008年7月的965元/吨，后又在12月回调到510元/吨；煤炭指数亦由2007年初的1300点，上涨到2007年10月的6135点，后又大幅回调到2008年11月初的1344点。
- 2009-2010年：**经济危机后，国内四万亿刺激需求，流动性宽裕，煤价中枢继续抬高，2009年煤炭均价600元/吨，2010年均价746元/吨，涨幅达24%；同时，煤炭产能持续扩张，股价随煤价上涨，煤炭指数由2009年初的1637点上涨到2010年12月末的4303点。

图1：复盘2003年-2021年煤炭指数与煤价走势，此20年内煤炭股价以周期逻辑为主



1.1.2 煤炭股价与煤价复盘：二十年维度，煤炭股价以周期逻辑为主（续）

- 从2003年到2022年的二十年间，煤炭行业指数可以分为6个主要阶段，除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤价驱动股价，股价跟随煤价，而总需求和总供给决定煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。
- 2011-2015年**：GDP增速由2010年的10.6%下降至2015年的7%，煤炭消费量自2014年开始连续三年下滑；同时，前期煤炭产能扩张，造成供给严重过剩，煤价下跌，期间股价跟随下跌。煤价由2011年初的785元/吨，下跌到2015年末的360元/吨左右；股价从2011年初的4272点下跌到2015年末的1871点附近。
- 2016-2020年**：2015年11月，中央财经领导小组会议首次提出“供给侧改革”，煤炭行业大量落后产能被淘汰；2020年能源结构调整预期叠加疫情影响煤炭需求，煤价回归区间震荡，煤价维持在500-700元/吨左右，股价亦在1500-2000点的区间震荡。
- 2021-2022年**：2021年疫后需求恢复，GDP增速提升至8.5%，“十三五”期间去产能致供给不足，煤炭价格持续上涨，股价跟随持续上涨。煤价由2021年初的805元/吨，到2021年10月的2000元/吨以上，股价亦由年初的1784点左右上涨到年末的2443点。

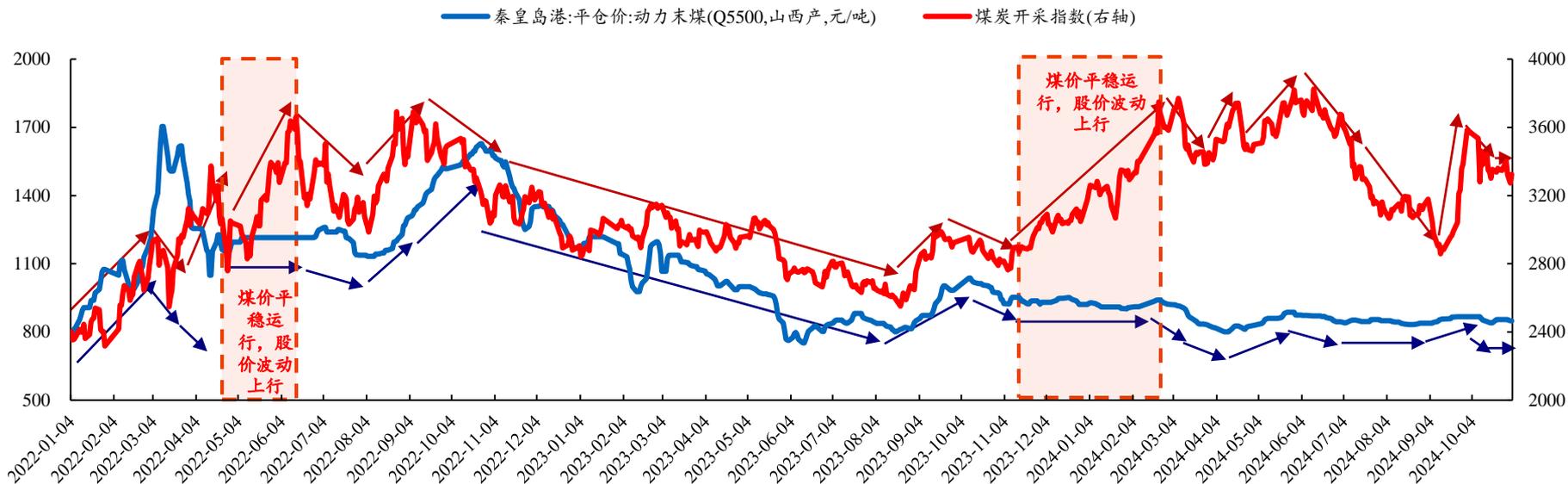
图1：复盘2003年-2021年煤炭指数与煤价走势，此20年内煤炭股价以周期逻辑为主



1.2.1 煤炭股价与煤价复盘：三年维度，虽周期为主，但红利逻辑已明显体现

- 2022年1月-2022年3月，股价与煤价同步上涨，周期弹性体现；**2022年5月-2022年6月，煤价平稳运行，股价波动上行并创年内新高，股价与煤价脱敏，高股息红利逻辑体现**；2022年10月-2023年8月，股价与煤价双双震荡式下行，周期弹性体现；2023年8月-2023年10月，股价与煤价同步震荡上行，周期弹性体现；**2023年11月-2024年3月，煤价平稳运行，股价大幅上行再创新高，股价与煤价脱敏，高股息红利逻辑体现**；2024年3月-2024年4月，股价与煤价同步下行，周期弹性体现；2024年5月-6月，股价与煤价同步上涨，周期弹性体现；2024年6月-7月，股价与煤价同步下行，周期弹性体现；2024年9月-10月中旬，煤价与股价同步上涨，周期弹性体现。

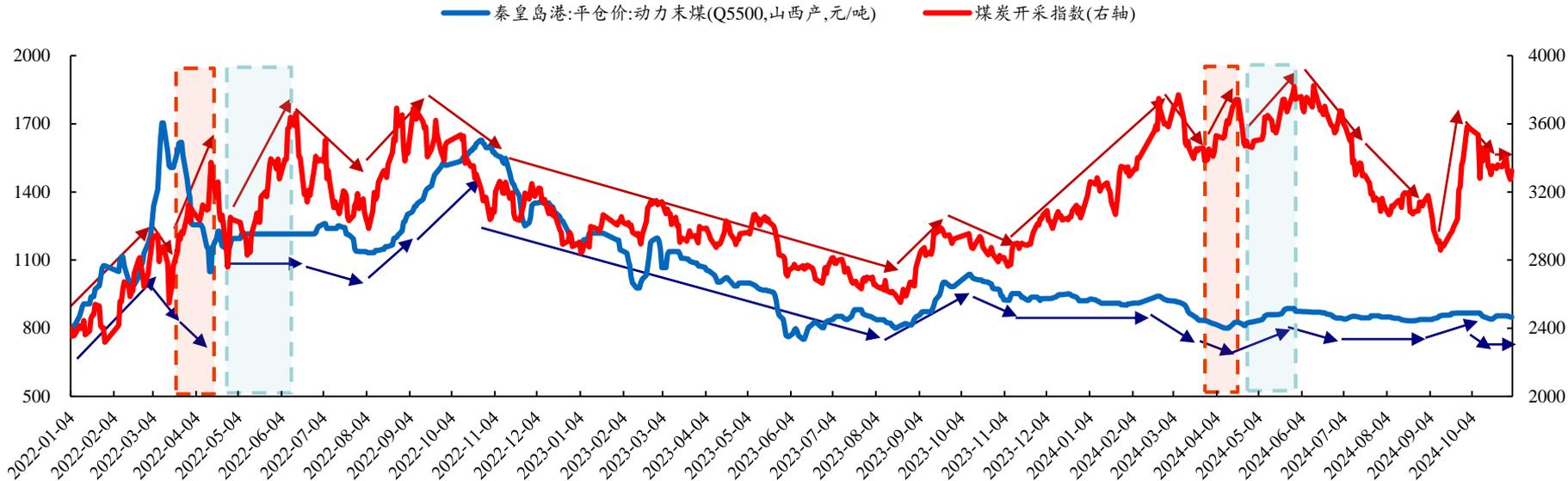
图3：多数体现周期弹性，但高股息红利逻辑已明显体现



1.2.2 煤炭股价与煤价复盘：三年维度，少数体现反相关，但蓄力下一次上涨

- 股价与煤价少数时间存在一定程度的反相关，且均出现在4月附近，如2022年4月与2024年4月，推测是对后续煤价和年报业绩的改善预期的体现。
- 在股价上述预期改善反应之后，股价同样会再次出现明显回调，反而是为下一次上涨催化剂的兑现做铺垫，如：股价2022年4月上涨之后即迎来明显回调，继而实现了2022年5月-2022年7月的煤价高位横盘且高股息红逻辑兑现的股价持续上涨；股价2024年4月上涨之后即迎来明显回调，继而实现了2024年5月-2024年6月的煤价稳步上涨且周期弹性逻辑兑现的股价持续上涨。

图4：少数体现反相关，但为下一次持续上涨做铺垫



1.3

煤炭股价与业绩复盘：股价对财报公告影响有限，消化后仍旧上涨

- 从财报的发布时间来看，考虑到2022年报与2023Q1几乎同时发布，且2021-2022年是煤企业绩同比上涨的阶段，对股价产生正影响，不需要另做分析。然而，2023H1及以后的财报出现了业绩明显下滑，负向业绩表现有可能会影响股价走势。
- 从煤炭指数与煤价复盘、以及2023H1之后的财报发布时间来看，负向业绩表现对煤炭指数的影响仅小幅的回调（如2023三季报、2023年报2024及一季报、2024中报），所以推断2024年三季报业绩延续同比回落且股价下跌后，煤炭板块仍有望上行。

图5：煤炭板块年内归母净利润延续同比下滑

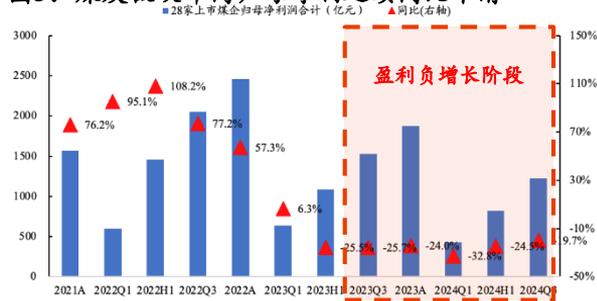
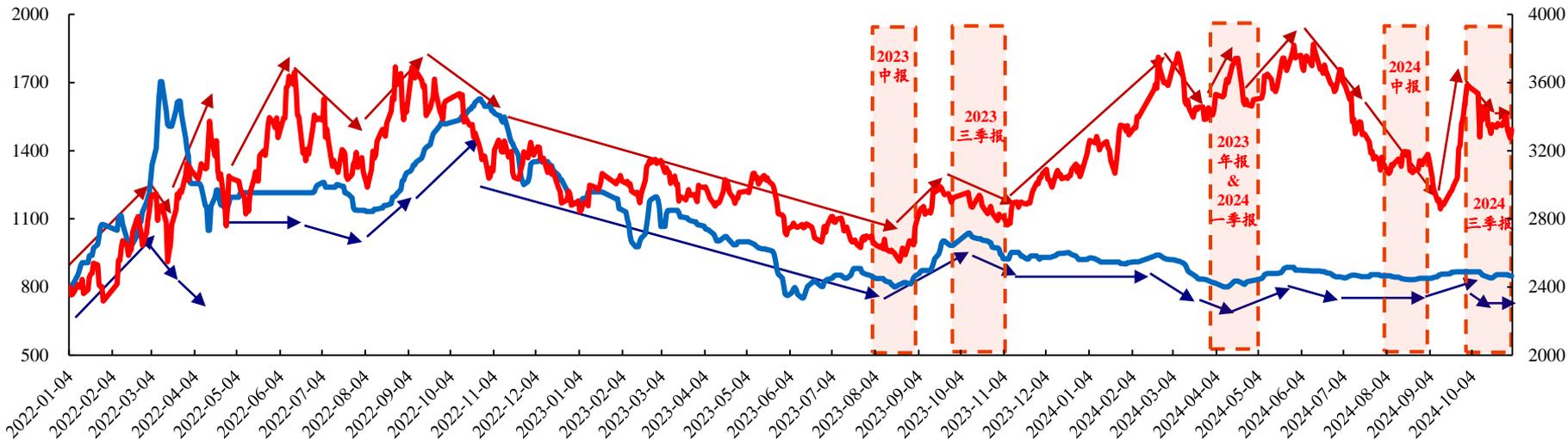


图6：财报公布季对股价影响小，之后仍旧回归上涨

—— 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产,元/吨) —— 煤炭开采指数(右轴)



1.4.1 神华股价与煤价复盘：存在 α ，即使煤价下行但股价平稳或上行

- 中国神华股价与煤价复盘，多处和“煤炭指数与煤价复盘”类似，但有三个时间段走出了明显的阿尔法 (α)，即：2023年1月-2023年8月，煤炭价格单边下行，但神华股价基本处于横盘状态；2024年6月-2024年7月，煤炭价格小幅回落，但神华股价仍维持上行；2024年8月-2024年9月，煤炭价格小幅回落，但神华股价有小幅抬升。反映神华的业绩稳定性和高股息成为资金防御性配置的首选。

图7：中国神华股价相对于煤价体现出更强的韧性，且具备阿尔法 α



1.4.2 神华股价与煤价复盘：财报公告影响有限，消化后仍旧上涨

- 从财报的发布时间来看，考虑到2022年报与2023Q1几乎同时发布，且2021-2022年是神华业绩同比上涨的阶段，对股价产生正影响，不需要另做分析。然而，2023H1及以后的财报出现了业绩下滑，负向业绩表现有可能会影响股价的走势。
- 从神华股价与煤价复盘、以及2023H1之后的财报发布时间来看，负向业绩表现对神华股价的影响微乎其微（如2023中报、2024中报），或许仅存在非常小幅的回调（如2023三季报、2023年报及2024一季报），预计2024三季报之后虽回头，神华股价仍有望上行。

图8：中国神华年内归母净利延续同比下滑

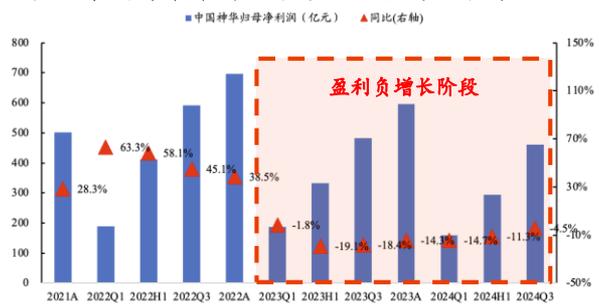
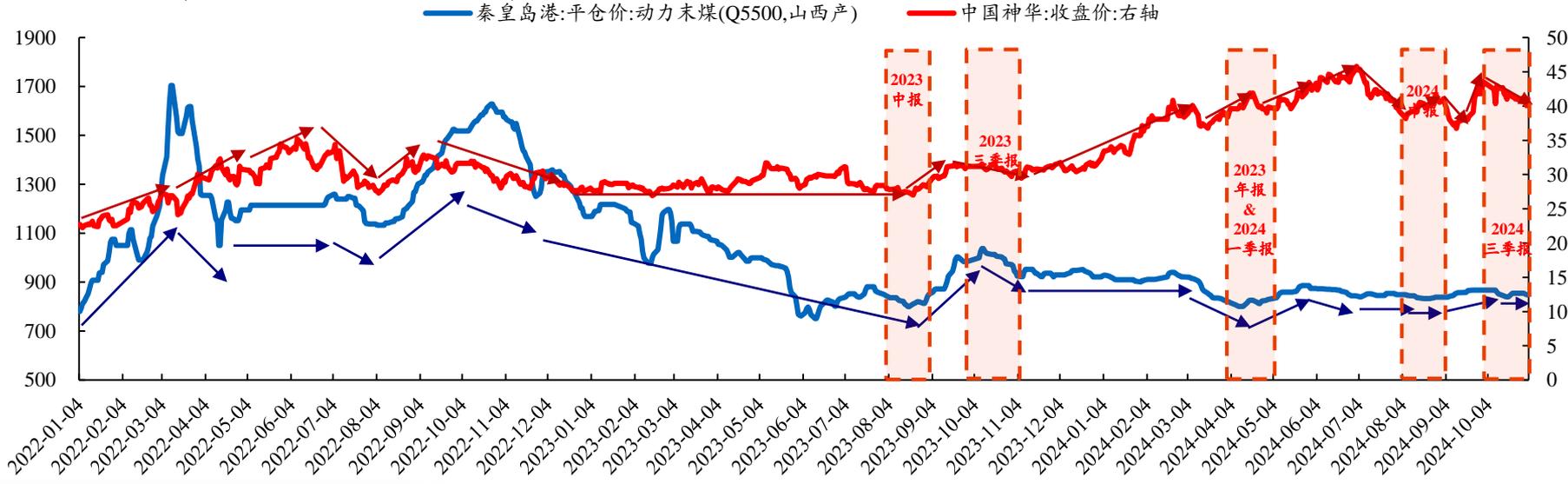


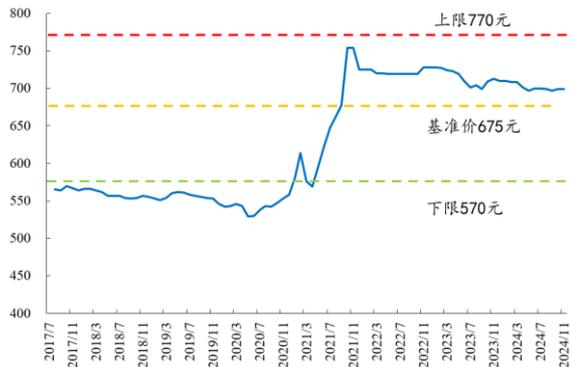
图9：财报公布季，对中国神华股价影响微乎其微，之后仍旧回归上涨



1.4.3 中国神华演绎高股息提估值逻辑，煤炭板块有望复制

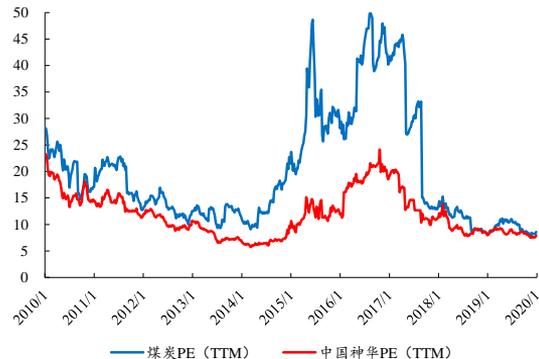
- **煤企稳定&持续高分红，构建估值提升逻辑。**2022-2023年，年度长协基准价675元，较2020-2021年的535元大幅提升，2023年以来，动力煤年度长协价格高位稳定。比例方面：随着发改委对煤炭中长期合同监管工作的重视，电煤中长期合同比例逐渐提升。长协价格稳定、比例提升，煤企盈利有望高位确定，再叠加持续高分红逻辑，有望带来估值重构。未来现货波动幅度收敛，也将有利于业绩稳定性提升。
- **中国神华业绩稳定性高&持续高分红带来估值重构。**2020年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。中国神华体量较大，具有“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及煤炭板块。2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转，2021年11月以来中国神华PE基本都高于板块PE。2024年11月1日，中国神华PE（TTM）为14.19倍，煤炭板块平均PE为12.59倍，中国神华高12.7%。

图10：基准价上调后长协价显著提升



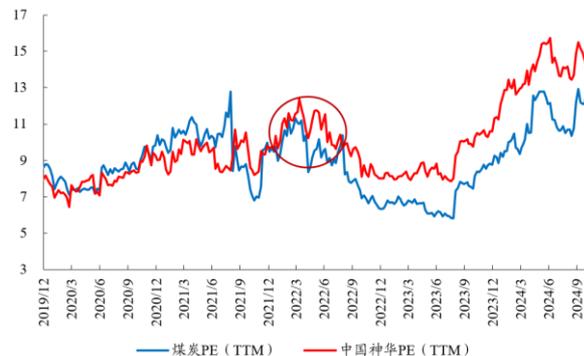
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020年以前中国神华PE始终低于板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

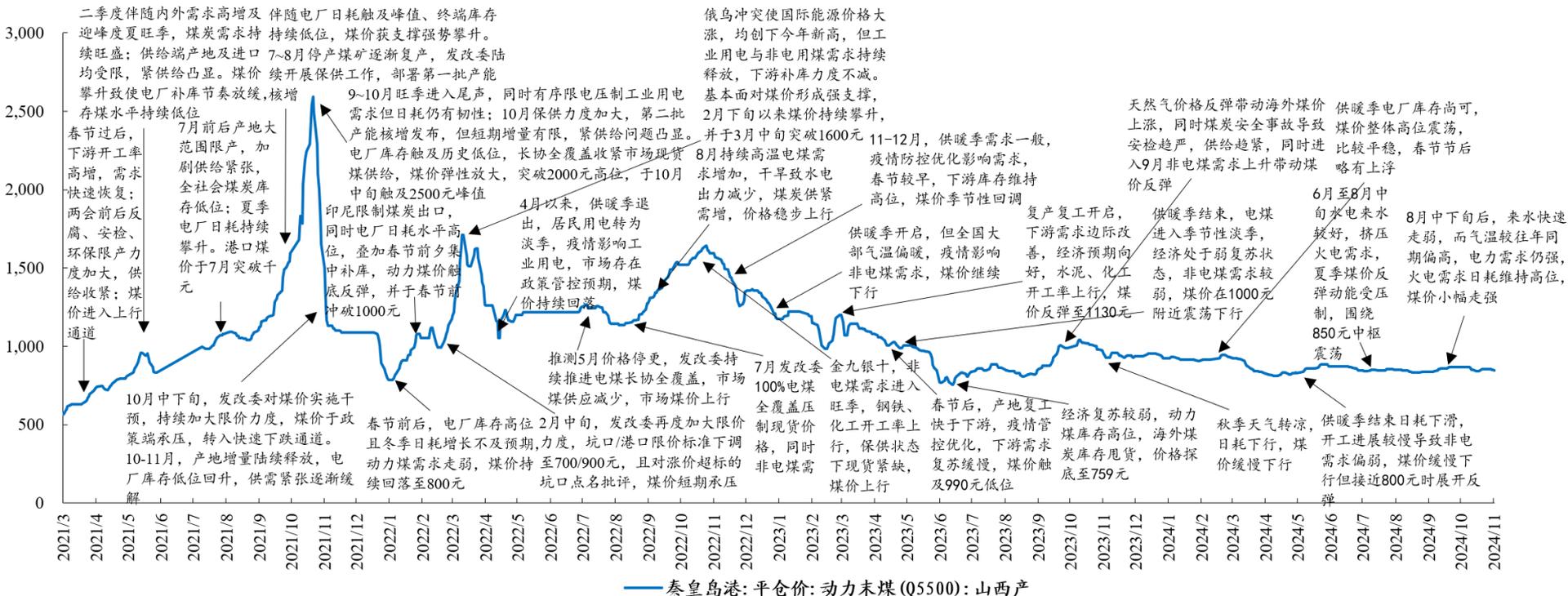
图12：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

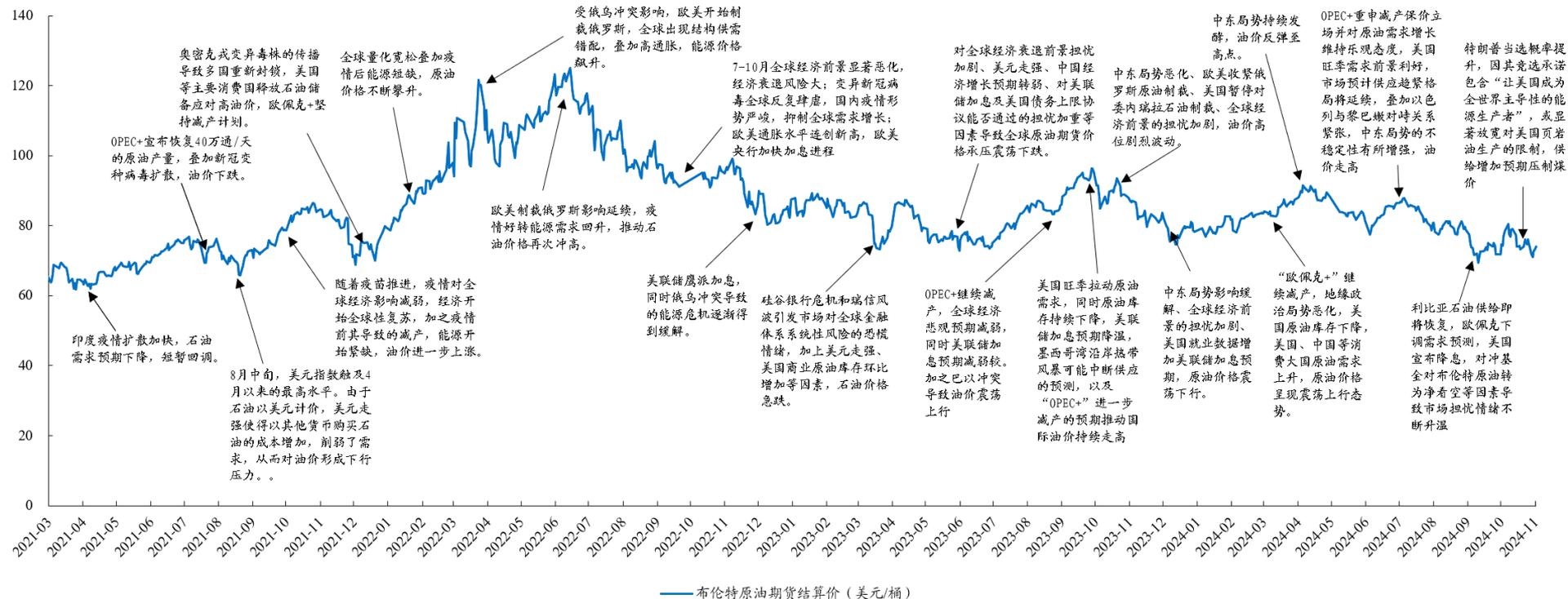
1.5 动力煤复盘：2021-2022价格宽幅震荡，2023之后逐步合理回归

图13：2021-2022动力煤价格高位且宽幅波动，2023年下半年起高位震荡（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021以来原油价格持续上涨，2022-2023年俄乌/巴以冲突下价格高位震荡，OPEC+限产及中东局势进一步催化油价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021年以来欧洲能源价格持续上涨，2022年俄乌冲突下价格高位震荡，2023年下半年以来整体维持震荡（便士/色姆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

— 期货结算价(连续):IPE美国天然气

目录

CONTENTS

- 1 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续
- 2 **动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动**
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价受益政策具备完全弹性
- 4 投资策略：周期与红利兼具，低估值且四主线布局
- 5 风险提示

2.1 国内供给：新增产能有限，且安监限制煤矿开工率

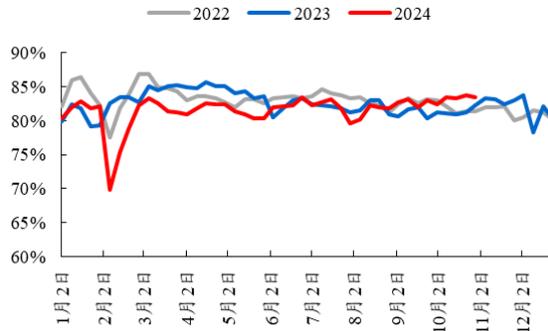
- **新批及核增产能有限，且短时无法贡献产量。**新建矿是增加供应的最主要形式，2020年煤价处在发改委的政策管控区间，煤炭供需基本平衡，政策层面对于新增煤矿项目持谨慎态度，新批建煤矿项目大幅减少；2021年提出碳中和政策，煤企面对2030年的碳达峰目标，投建新矿井的意愿明显减弱，资本开支主要用于矿井的维护以及机械化、智能化的更新替代，且新建矿基本需要3年左右，短期无法供应更多产量。2020年以来新疆新批复产能明显增加，但疆煤大多就地消化且出疆量受运力及价格影响，对内地供给影响有限。核增产能方面，2022年发改委已集中推进了煤矿产能核增，再核增则空间已有限。
- **产能储备制度真实效果仍存较大不确定性。**2024年4月发改委及能源局联合发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》，力争到2027年形成3亿吨/年左右的可调度产能储备。根据规划，该制度短期内难以对煤炭供需格局产生影响，长期来看储备主体以及如何匹配投入产出尚不明确，存在较大不确定性。
- **矿难频发及财政诉求，安监束缚产量释放。**增产保供背景下煤矿生产高负荷，采掘接续紧张的问题愈发突出。2023年以来安全事故频发，国家矿山安全监察局对煤矿安全专项整治活动阶段性开展。地方政府因财政诉求，对较高煤价存在一定的依赖，可通过安监收紧开工率等手段来支撑煤价，如2024年山西省主动减量有望在未来延续。

图17：2020年以来，新批产能数量明显减少



数据来源：发改委、能源局、开源证券研究所

图18：2024年煤矿开工率难有大幅提升（晋陕蒙）



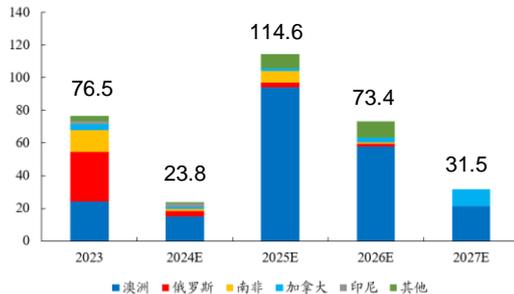
数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

2.2.1 进口煤—海外供给：新增产能仍有增量，但实际产量释放存在制约

海外产能澳洲增加，但印尼和俄罗斯明显减少。根据IEA对海外主要煤矿项目梳理，测算2023-2027年新增煤矿投产产能分别为7645、2380、11460、7335、3150万吨，其中澳洲产能增加大，但目前对中国进口煤影响更大的印尼和俄罗斯的新增产能呈现递减趋势，印尼2025年及以后无新增产能，澳洲的增量未来更多可能由印度等新兴经济体消化。

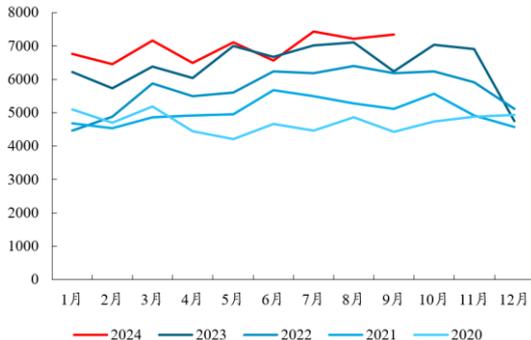
实际产量与产能方向相悖。从产量来看，近几年产能与产销的相悖在澳洲、印尼、俄罗斯均有体现，如：2024年1-6月澳煤产量2.14亿吨，明显低于2020和2021年水平；2024年1-9月印尼煤炭累计产量6.25亿吨，近几月基本与2023年同期持平；2024年1-9月俄罗斯煤炭产量3.09亿吨，同比-3.8%。近期在第九届亚太不锈钢产业大会上，印尼镍矿商协会于11月5日透露，印尼计划效仿此前的镍矿出口禁令，对钴、煤炭、铜、铝土矿、硅等12种矿产资源以及16种非矿产商品实施新的出口禁令，虽然此举执行难度较大，但仍能看到海外政策对产量产生影响。此外对实际产量影响的可能还包括其他政策与天气等因素。

图19：海外新增煤炭产能有限（百万吨）



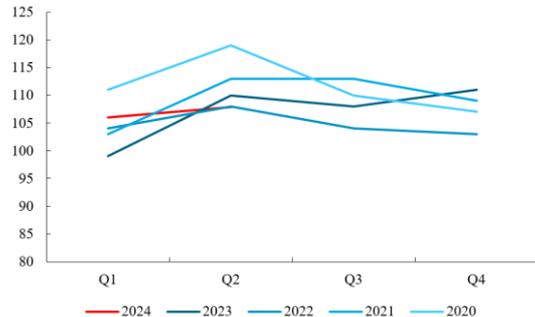
数据来源：IEA、开源证券研究所

图21：印尼煤炭产量增速下滑（万吨）



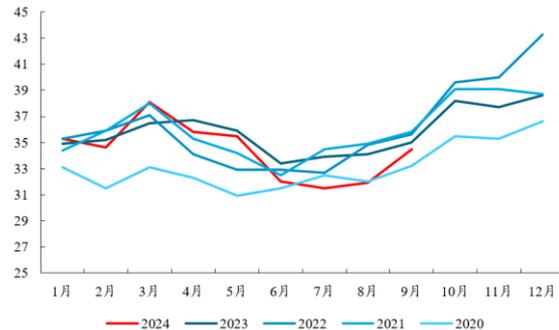
数据来源：印尼能矿部、开源证券研究所

图20：澳煤产量难恢复2020年水平（百万吨）



数据来源：澳大利亚政府网、开源证券研究所

图22：俄罗斯煤炭产量弹性有限且同比下滑（百万吨）

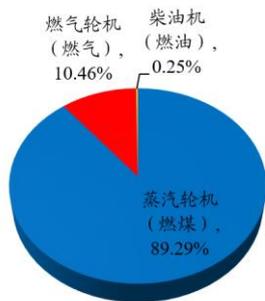


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2 进口煤—海外需求：印度用电需求高涨或挤占中国动力煤进口空间

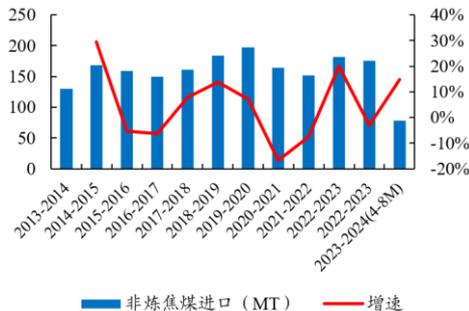
- 印度动力煤进口需求仍将大幅提升。**煤电为印度最主要的供电方式。近年来印度居民和工业部门用电需求高涨，尽管印度提高煤炭自主供应能力，但考虑到矿井建成投产需要一定时间。据我们测算，在中性情形下，印度动力煤（非炼焦煤）需求预计从2022-2023FY的10亿吨提升至2029-2030FY的15.51亿吨，印度进口动力煤预计从2022-2023FY的1.82亿吨提升至2025-2026FY的2.37亿吨。
- 印度煤炭进口量已显著提升。**2022年以来，随着疫后经济回暖，印度对电煤需求显著增加，2022-2023FY进口非炼焦煤1.82亿吨，同比+19.9%，2024-2025FY4-8M进口非炼焦煤0.79亿吨，同比+14.7%。
- 印度对中国动力煤进口的争夺效应或逐步显现。**与中国进口结构相似，印度非炼焦煤进口主要来源于印尼，未来印度对印尼非炼焦煤进口需求或弹性向上，叠加印尼经济发展背景下国内动力煤消费需求提升，或在一定程度上挤占中国动力煤进口空间。

图23：截至2023年3月31日，印度火电装机容量中蒸汽轮机装机量占89.29%



数据来源：印度中央电力局、开源证券研究所

图24：2022年以来印度非炼焦煤进口量显著提升



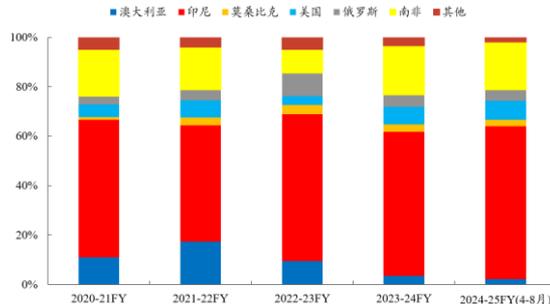
数据来源：印度煤炭部、ICMW、开源证券研究所

表1：2022-2023FY至2029-2030FY印度非炼焦煤进口量预测（亿吨）

	2022-23FY	2023-24FY	2024-25FY(E)	2025-26FY(E)	2026-27FY(E)	2027-28FY(E)	2028-29FY(E)	2029-30FY(E)
宏观情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.25	14.05	14.86	15.70
产量预测	8.18	8.87	9.63	10.44	11.33	12.29	13.33	14.46
进口量预测	1.82	1.90	1.98	2.06	1.93	1.76	1.54	1.24
中性情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.23	13.97	14.73	15.51
产量预测	8.18	8.79	9.44	10.13	10.88	11.69	12.56	13.48
进口量预测	1.82	1.99	2.17	2.37	2.35	2.28	2.18	2.02
悲观情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.58	12.42	13.10	13.78	14.48	15.19
产量预测	8.18	8.69	9.24	9.82	10.43	11.08	11.78	12.51
进口量预测	1.82	2.08	2.34	2.61	2.67	2.70	2.71	2.67

数据来源：Wind、BP、Energy Institute、印度煤炭部、印度中央电力局、开源证券研究所

图25：与中国进口结构相似，印度动力煤进口主要来源于印尼



2.2.3 进口煤—到岸我国：关税恢复政策导向，未来或难有增量

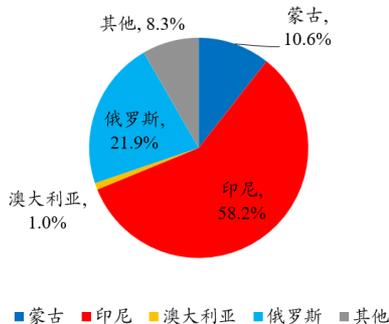
- 2024年进口煤增速已收窄且影响因素或是一次性的。**2024年1-9月我国进口煤累计同比+13.5%，对比2023年同期+66.8%的增速，已大幅回落。2024年截至10月的煤炭进口量增加，我们推测主要原因：一是2024年1月1日起恢复煤炭进口关税，关税成本提升导致贸易商和下游客户抢先签订进口订单；二是澳煤进口恢复，澳洲动力煤重新回流到中国，且国内实行容量电价后电厂对高卡煤需求提升。
- 关税恢复明确政策导向，2025年进口或难有增量。**进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024年之前煤价高位且国内供给增量已经最大化，从而取消关税鼓励进口煤成为了下调煤价的重要方法。当前煤价已经回归到相对合理水平，政策鼓励进口的目的已经淡化，未来有望重新恢复为对国内煤企市场份额的保护。2024年1月1日起恢复，其本意也是抑制进口煤的增长，但抢签进口订单和澳煤回落则使实际进口量并未反映政策初衷，2025年及以后有望贯彻政策的真实导向。

图26：2024年1-10月煤炭进口量同比增速下滑
(万吨, %)



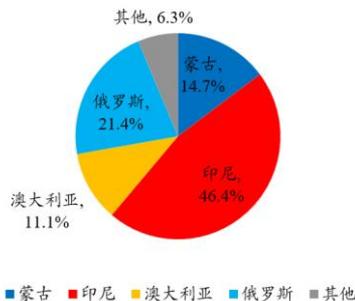
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2022年澳煤占比较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2023年进口澳煤放开使占比恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.1 国内需求—电煤：政策发力致总电力需求增长，水电有望概率性趋弱

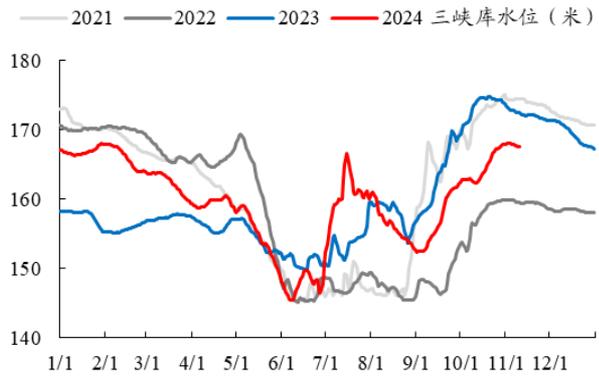
- 经济有望回暖，用电需求或进一步改善。**2024年9月24日以来，货币政策、财政政策显著发力，各部门相继召开新闻发布会加强政策预期引导，已宣布降准0.5个百分点、降低政策利率0.2个百分点、降低一年期MLF0.3个百分点、降低存量房贷利率约0.5个百分点、创设金融机构互换便利及回购增持再贷款政策、增发特别国债支持国有大型银行加强一级核心资本、较大规模地增加债务额度支持地方政府化解隐性债务、房地产442政策、新增6万亿地方债额度化解地方隐性债务等一些列政策组合拳，显著加大逆周期调节力度，有望加速经济企稳回升，电力需求需求有望改善。2024年1-9月国内全社会用电量同比+7.9%，增速维持高位，随着经济回暖用电需求提升，全社会用电量增速有望进一步提升。
- 水电存在不确定性，火电仍是经济复苏的中流砥柱。**展望2025年，水电出力或同比下降。2024年水电出力表现为近几年最好，且集中于6-8月用电高峰期，挤压了火电需求，从长江来水周期看，2025年大概率弱于今年，高基数下水电旺季出力或同比转负，夏季火电需求有望得到提振。此外，本轮从2023年5月持续至2024年4月的厄尔尼诺现象已经结束，2025年进入拉尼娜气候周期，南方降水或减少，冷冬概率加大，夏冬两季的煤炭需求有望增加。

图29：2024年1-9月全社会用电量继续大增



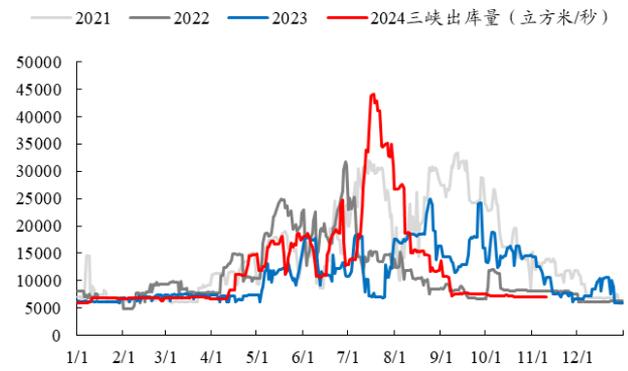
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：三峡水位改善，但后续来水仍存不确定性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：三峡出库量降至新低，持续性具有不确定性

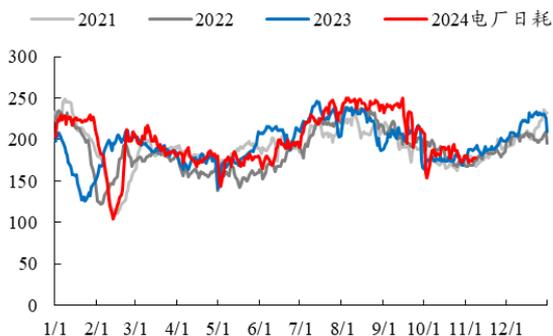


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2 国内需求—电煤：迎峰度冬将至，电煤需求上行

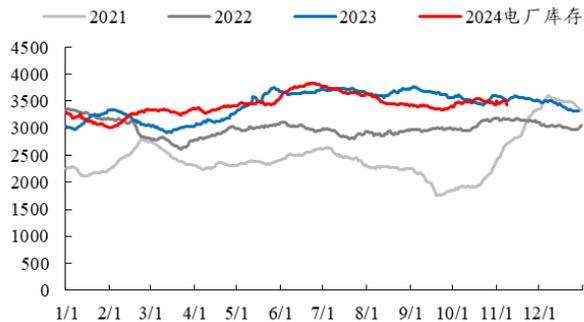
- **迎峰度冬&复苏拉动，电厂日耗将进入上行阶段。**北方11月15日开启集中供暖，沿海八省电厂日耗即将进入“迎峰度冬”高煤耗阶段，同时经济的见底复苏有望拉用电量需求，当前日耗处于淡季底部，将进入冬季日耗上行阶段。
- **电厂高库存常态化，港口阶段补库。**从库存来看，电厂由于年度长协比例的大幅提升，高库存未来将成为常态化，对煤炭价格的影响较小。港口库存有更多贸易商参与，具有主动补库和去库的行为，对价格存在影响，迎峰度冬将至，当前港口补库需求较强，库存持续上升，有望对煤价形成持续支撑。

图32：电厂日耗淡季不淡，高于去年同期水平（万吨/天）



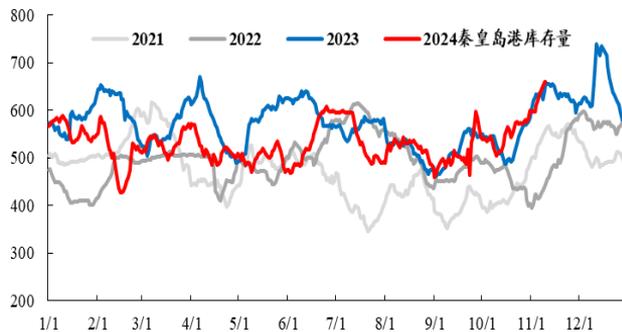
数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

图33：沿海八省电厂库存高位常态化（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：迎峰度冬下秦皇岛港补库支撑煤价（万吨）

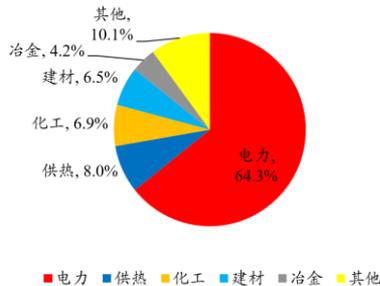


数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

2.3.3 国内需求—非电煤：煤化工受益政策发力、煤油价差、产业扶植政策

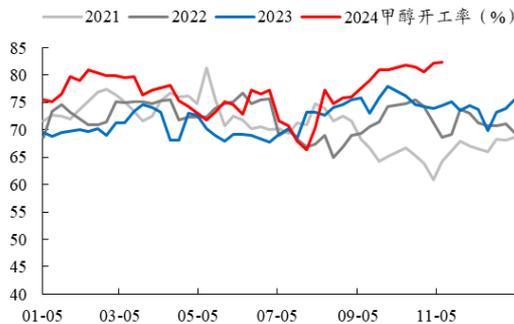
- 非电需求三行业边际影响大。**动力煤非电需求主要分布在化工、建材、冶金等行业，2024年前三季度占比分别为6.9%、6.5%、4.2%。
- 煤化工开工率受益于秋季旺季和稳增长。**2024年以来煤化工开工率同比维持高位，进入“金九银十”旺季，开工率显著上行，截至2024年11月7日，甲醇开工率82.3%，同比+7.8pct。2024年9月底以来稳增长政策组合拳显著发力后，煤化工开工率维持高位上行态势。
- 煤化工开工率受益于“煤油价差”。**海外原油价格上涨，煤头路线相较于油头路线更具备成本优势，从而煤化工企业开工率提升，进而提高化工煤需求量。2024年1-10月，布伦特原油期货结算均价为81.3美元/吨，对应煤头路线煤炭港口价为991.5元/吨，而同期煤炭港口均价仅为864.3元/吨，煤化工相较较油化工的成本优势突出。
- 煤化工项目批复及投产持续增加，耗煤量仍将提升。**以政策上“原料用能不计入能耗双控考核”，未煤化工项目带来增量空间，晋陕蒙近年来新批煤化工产能逐步规划和投建，以新疆为例，作为我国煤炭储量第三大省份，也是未来煤炭产能主要增量地区，目前在建及规划煤制气340亿米³、煤制油400万吨、煤制烯烃410万吨，是当前在产产能的6-10倍，将显著提升煤化工用煤需求，煤化工有望成为煤炭需求增量的重要来源。

图35：2024年前三季度非电动力煤需求中，化工、建材、冶金加热行业合计占比份额高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：甲醇开工率受益于稳增长政策和煤油价差

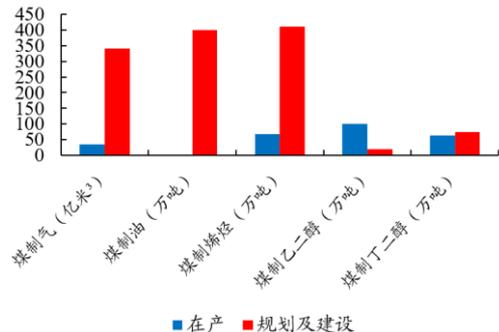


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：不同烯烃生产路线成本比较

石脑油裂解		相同烯烃成本下不同路线对应的原料价格		
国际油价（布伦特现货）（美元/桶）	烯烃完全成本（不含税）（元/吨）	进口乙烷裂解对应的美国乙烷（MB价格）（美元/吨）	MTO对应的甲醇价格（到厂价格）（元/吨）	煤制烯烃煤质价格（港口价格）（元/吨）
30	3042	96	957	159
40	3858	200	1333	323
50	4651	303	1698	483
60	5467	407	2074	647
70	6258	503	2438	806
80	7076	614	2815	971
90	7867	710	3179	1130
100	8685	814	3555	1295

数据来源：《中国进口乙烷裂解制乙烯产业发展机会》（龚华俊等）、开源证券研究所
图37：新疆煤化工在建及规划项目远超当前在产产能

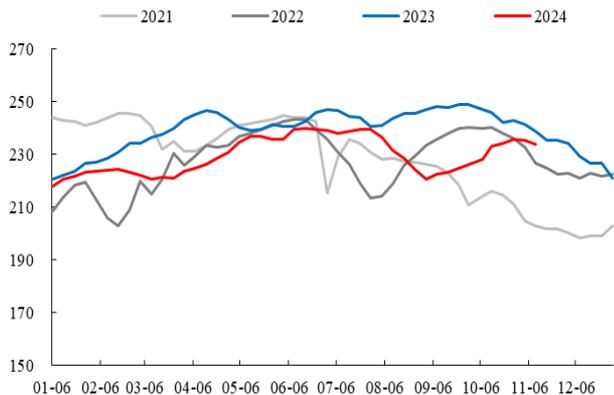


数据来源：政府官网、各公司环评报告、各公司招标公告、开源证券研究所

2.3.4 国内需求—非电煤：冶金与水泥有望受益于经济复苏

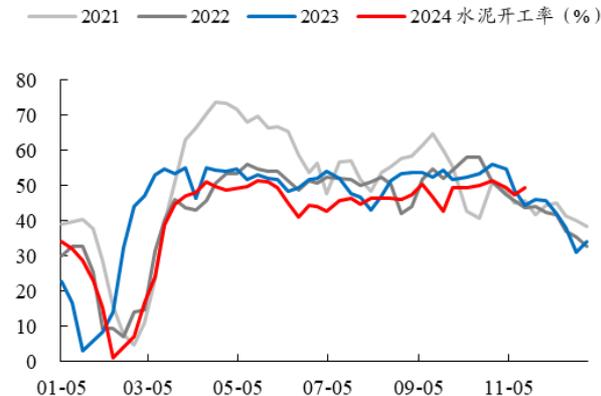
- **冶金与水泥受益于房地产止跌回稳。**冶金下游主要是粗钢生产，水泥下游应用领域主要为房地产、基建、农村建设，两者均与宏观经济高度相关。9月26日中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，为房地产行业定下新基调。2024年10月17日，国新办发布会上住房城乡建设部会同有关部门推出“4+4+2”房地产政策“组合拳”，包括：“四取消”即取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；“四降低”即降低住房公积金贷款利率0.25个百分点，降低首套及二套房最低首付比例至，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房税费负担；“两取消”即通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改造，以及年底前将地产“白名单”项目的贷款规模增加到超4万亿。预计冶金和水泥需求将恢复。
- **冶金加热用动力煤是被忽视的非电煤需求。**冶金行业不仅使用“炼焦煤生产的焦炭”作为还原剂，也会使用动力煤用于高炉的加热，其需求量与铁水产量呈正相关。今年以来铁水产量虽同比回落，但仍具有韧性，且9月以来保持环比上行趋势，在9月房地产新政刺激下，房地产有望止跌企稳，铁水需求有望持续修复，“冶金加热用的动力煤”的需求量也有望提升。

图38：铁水日均产量仍处于上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：水泥开工率受益政策支持

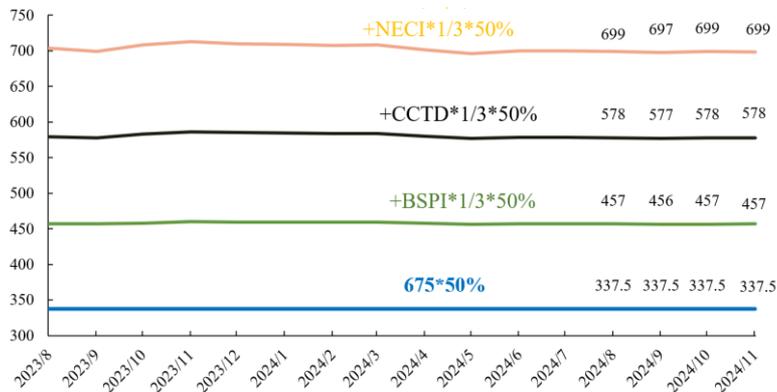


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2.4 动力煤价格双轨制延续，现货煤价有望维持高位

- **电煤以年度长协为主。**2022-2024年动力煤年度长协港口价格合理区间为570—770元，基准价为675元，有明确的计算公式计算每月的年度长协价格。此外对主要产煤省份的坑口年度长协价格也明确了上下限，实际交易中年度长协多以区间上限成交。无论以每月的年度长协参考价还是以上限价格成交，售价均表现很强的稳定性。
- **港口现货价格800元/吨支撑明显。**自2023年10月起，港口现货煤价缓慢下行，2024年3月前整体上维持在900元/吨以上的高位，2024年3月以来下游需求偏弱（电煤进入淡季+非电恢复不及预期），价格跌破900元/吨，但4月触及800元/吨附近时出现较为明显反弹，当前煤价基本维持在800元/吨价格以上水平。
- **非电用煤对现货价影响变大。**对于水泥、化工、冶金等用煤，发改委文件也明确了其在一定程度上不受限价管控，在电煤保供政策下，当前港口价更多体现出的是非电市场煤的影响，随着需求增加，非电煤对现货价格影响更大。

图40：年度长协定价合理区间为570-770元/吨



数据来源：Wind、国家发改委、开源证券研究所

2.5 动力煤整体仍维持紧平衡格局，政策发力或有望带动需求回升

表3：煤炭供需平衡表（亿吨）

全煤炭口径	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
需求假设（同比变化）							
发电耗煤	4.0%	1.7%	8.1%	4.9%	8.8%	3.6%	4.5%
供热耗煤	6.2%	2.8%	12.1%	-7.8%	12.8%	7.4%	3.0%
冶金耗炼焦煤	7.0%	2.0%	-2.2%	2.0%	6.3%	-0.3%	2.0%
冶金耗动力煤	3.6%	7.5%	-1.4%	0.9%	3.3%	-3.0%	1.0%
建材耗煤	7.0%	6.6%	-2.9%	-6.4%	-0.8%	-5.0%	1.5%
化工耗煤	11.2%	2.5%	11.1%	4.0%	9.4%	18.0%	5.0%
供给假设（同比变化）							
国内煤炭产量	5.6%	2.6%	5.9%	10.4%	3.6%	2.0%	3.0%
净进口量	6.3%	2.4%	6.6%	-9.8%	62.5%	9.6%	-3.9%
总需求	40.4	41.3	43.9	47.9	51.3	52.7	54.3
发电耗煤	20.5	20.9	22.5	23.6	25.7	26.7	27.9
冶金耗炼焦煤	5.5	5.6	5.5	5.6	5.9	5.9	6.0
冶金耗动力煤	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
供热耗煤	2.8	2.9	3.2	3.0	3.4	3.6	3.7
建材耗煤	3.0	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8
化工耗煤	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	3.0	3.1
其他耗煤	5.1	5.0	5.6	8.7	9.1	9.1	9.1
总供给	40.4	41.4	43.9	47.9	51.3	52.7	53.9
国内煤炭产量	37.5	38.4	40.7	45.0	46.6	47.5	48.9
净进口量	2.9	3.0	3.2	2.9	4.7	5.2	5.0
供需缺口						0.03	0.44

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：动力煤供需平衡表（亿吨）

动力煤	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
总需求	35.0	35.7	38.5	42.3	45.4	46.8	48.3
发电耗煤	20.5	20.9	22.5	23.6	25.7	26.7	27.9
供热耗煤	2.8	2.9	3.2	3.0	3.4	3.6	3.7
冶金耗动力煤	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
建材耗煤	3.0	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8
化工耗煤	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	3.0	3.1
其他耗煤	5.1	5.0	5.6	8.7	9.1	9.1	9.1
总供给	35.0	35.9	38.5	42.3	45.4	46.7	48.0
动力煤产量	32.8	33.6	35.8	40.0	41.7	42.8	44.2
动力煤净进口量	2.2	2.3	2.7	2.3	3.7	3.9	3.8
供需缺口						0.11	0.28

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6 价格判断：动力煤属于政策性煤种，价格维持区间波动

- 我们判断动力煤价格将在箱体区间里震荡，当前处于价格底部且反映出区间内弹性，价格区间是：800-1000元。
- 底部判断：之前我们一直判断港口动力煤价在800元存在很强支撑，主要原因包括：
 - 一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；
 - 二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；此外煤电双方交易存在800元的另类长协；
 - 三是疆煤外运存在800元港口价格的临界值影响，煤炭出疆量敏感度较高；
 - 四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，即体现煤和油价格的联动，布油70美金与港口煤价800元所制烯烃成本相当。
- 顶部判断：我们判断港口动力煤价高点在1000，主要原因包括：
 - 一是电厂的报表盈亏平衡线是950元，上涨会减缓电厂的追涨采购的节奏，最终上冲至1000元；
 - 二是电厂的现金盈亏平衡线是1100元，上涨会严重影响电厂盈利从而抑制现货煤采购；
 - 三是政策上对动力煤现货的政策约束，年度长协上限770的1.5倍，即1155元，会有提前抑制价格上涨的举措。

目录

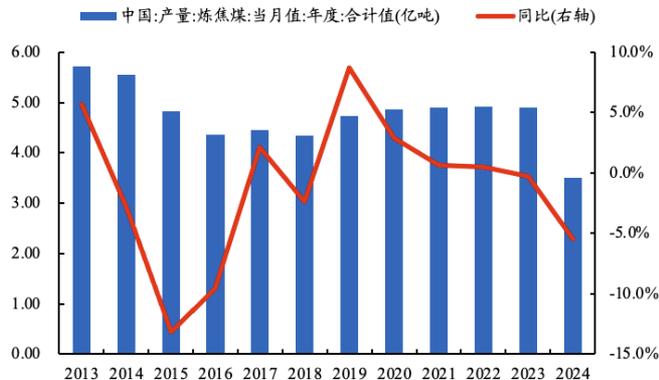
CONTENTS

- 1 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 **炼焦煤：市场化煤种，煤价受益政策具备完全弹性**
- 4 投资策略：周期与红利兼具，低估值且四主线布局
- 5 风险提示

3.1 国内供给：2024炼焦煤产量继续下滑，未来产量难有增量

- **未来新增产能非常有限，保供政策主要倾向动力煤。**一是炼焦煤用于“煤焦钢”产业链，成本可以向下游传导，政策层面对炼焦煤供给没有太多支持倾向，自2019年以来几乎没有批复过新产能，且煤炭保供核增等也只适用于动力煤；二是炼焦煤资源相对稀缺，且由于煤化程度和地质因素，矿井多为埋藏较深的井工矿，新资源较少；三是碳中和背景下，煤企对井工矿新投产意愿较弱。2023年炼焦煤产量4.9亿吨，同比-0.3%（同期炼焦煤+动力煤总产量同比+3.4%）；2024年1-9月炼焦煤产量3.5亿吨，同比-5.5%，而同期动力煤产量28.5亿吨，同比+2.9%，保供政策主要针对动力煤，炼焦煤产量已开始出现下滑。
- **查三超背景下2024年焦煤产量有所下滑。**一是动力煤供给紧张时，炼焦煤企业受到政策的指导会降低洗选率，多产动力煤少产炼焦精煤；二是随着部分煤矿资源已经枯竭，出煤量逐渐减少；三是炼焦煤因为煤质好埋藏深，更容易出现安全隐患，2023年生产事故较多发，山西2024年“查三超”及政府稳产保供要求下预计减产7800万吨，由于山西焦原煤占省内煤炭产量约54.5%，则7800万吨减产对应4251万吨焦原煤减少，假设按照45%洗出率估算则焦精煤将减少1913万吨，占2023年全国炼焦煤产量的3.9%，该缺口很难从其他省份得以弥补。截至2024年9月，全国炼焦煤产量累计为3.5亿吨，累计同比-5.5%。

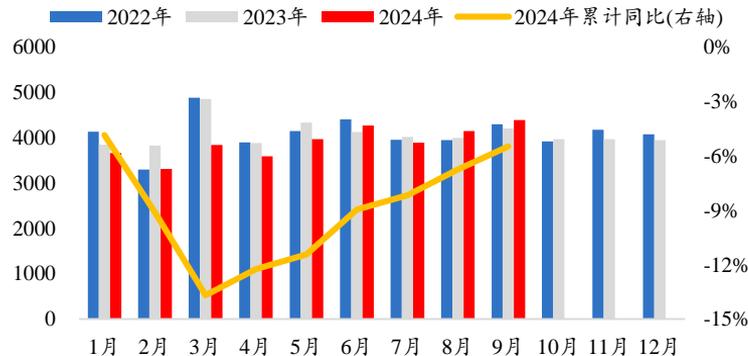
图41：2023年国内焦煤产量4.9亿吨，同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中2024年为1-9月数据

图42：查三超背景下炼焦煤全年产量或显著下滑（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

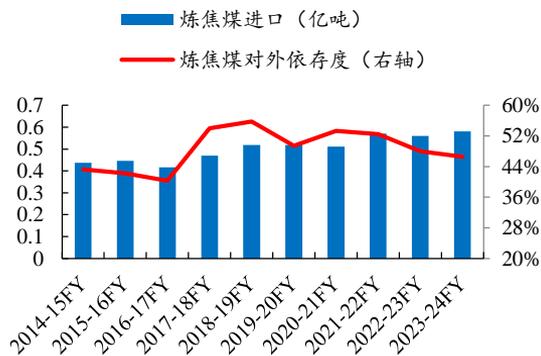
3.2.1 进口煤：印度炼焦煤进口争夺效应或致中国炼焦煤进口趋紧

- 印度炼焦煤供不应求，对外依存度维持高位。**印度计划到2030年粗钢产能由2022年的1.6亿吨提升至3亿吨，粗钢产量由2022年的1.3亿吨提升至2030年的2.55亿吨，且计划在2030-31FY将高炉炼钢比例提升至60-65%，印度炼焦煤需求或将快速提升。且由于印度炼焦煤占印度煤炭总储量的比重较低，叠加印度炼焦煤质量较差、洗选难度较高，印度炼焦煤供应显著依赖进口，近年来印度炼焦煤进口依赖度整体呈上行趋势，2023-24FY印度炼焦煤对外依存度达46.55%。
- 印度炼焦煤进口争夺效应或致中国炼焦煤进口趋紧。**据我们测算，印度炼焦煤需求量预计从2022-23FY的0.61亿吨提升至2029-30FY的1.37亿吨，在煤炭供需平衡下，印度需进口炼焦煤量预计从2022-23FY的0.56亿吨提升至2029-30FY的1.30亿吨。澳大利亚为印度第一大炼焦煤进口来源国，近年来澳洲焦煤进口高成本致印度进口澳洲焦煤减少，若未来进口成本回落，印度进口澳洲炼焦煤的数量有望恢复增长，将影响中国进口澳洲焦煤数量。同时，近年来印度进口俄罗斯炼焦煤需求持续高增，考虑到俄罗斯东部铁路运力有限，部分俄罗斯炼焦煤运力或向印度转移，中国进口俄罗斯炼焦煤增量面临印度的争夺。

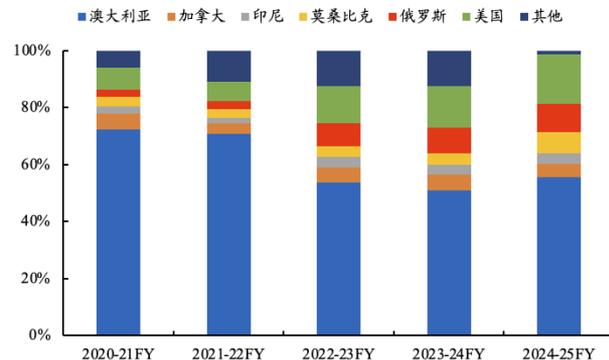
图43：2023-24FY印度炼焦煤对外依存度为46.55%

表5：印度进口炼焦煤量预计将快速增长（亿吨）

图44：印度进口炼焦煤主要来源于澳大利亚，且近年来印度进口俄炼焦煤数量快速增长



	2022-23FY	2023-24FY	2024-25FY(E)	2025-26FY(E)	2026-27FY(E)	2027-28FY(E)	2028-29FY(E)	2029-30FY(E)
非炼焦煤（动力煤）进口量预测								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.23	13.97	14.73	15.51
产量预测	8.18	8.79	9.44	10.13	10.88	11.69	12.56	13.48
进口量预测	1.82	1.99	2.17	2.37	2.35	2.28	2.18	2.02
炼焦煤进口量预测								
需求量预测	0.61	0.68	0.77	0.86	0.97	1.09	1.22	1.37
产量预测	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
进口量预测	0.56	0.64	0.72	0.81	0.91	1.03	1.16	1.30
煤炭（非炼焦煤+炼焦煤）进口量预测								
需求量预测	10.61	11.45	12.38	13.36	14.2	15.06	15.95	16.88
产量预测	8.23	8.83	9.49	10.18	10.94	11.75	12.62	13.55
进口量预测	2.38	2.62	2.89	3.18	3.26	3.31	3.33	3.33



数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所
备注：印度一个完整财年为当年4月至次年3月

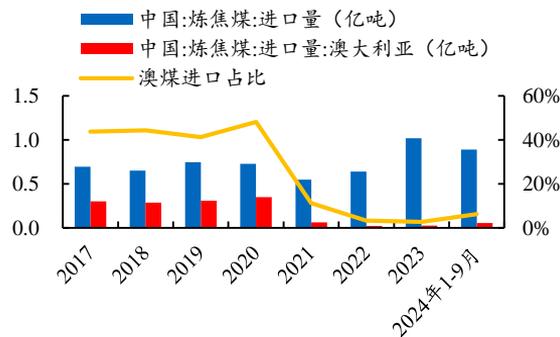
数据来源：Wind、BP、Energy Institute、印度煤炭部、印度中央电力局、开源证券研究所

数据来源：印度煤炭部、ICMW、开源证券研究所
备注：2024-25FY更新至2024年4-8月数据

3.2.2 进口煤：炼焦煤进口增量难度大

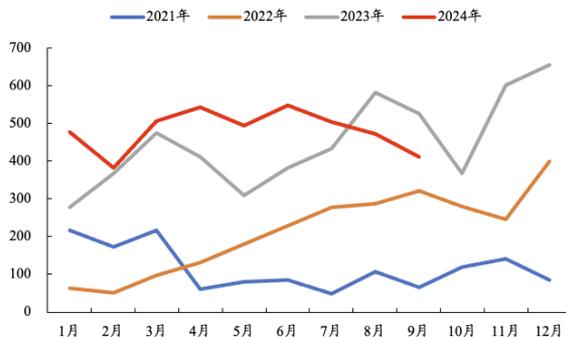
- **澳洲焦煤已被结构性替代，且或受澳洲出口管制。**2020年之前澳洲焦煤进口量占我国炼焦煤总进口量的40%以上，进口量在3000万吨左右，2020年后进口量大幅下滑，2023年起澳煤进口虽已放开，但澳洲焦煤进口占比仍处于较低水平，2024年前三季度中国进口澳焦煤比重仅为6.3%，而俄罗斯和蒙古焦煤占比大幅提升，已结构性替代。2023年10月，受澳洲国防和贸易伙伴需求的影响，澳洲政府或将对炼焦煤列入“关键矿产”清单，中国进口澳焦煤量或难大增。
- **蒙古焦煤先扬后抑，未来或受运力制约。**2023年蒙煤通关量恢复，2024年上半年进口量同比大幅增长，但下半年逐月回落，我们推测蒙煤通关或已达上限，主因当前运力已接近瓶颈。铁路运输仍受到“宽轨转窄轨”的接驳站建设制约。
- **俄罗斯焦煤进口受运力和政策限制。**欧盟禁运俄煤后，俄煤出口中国持续增加，2023年中国进口俄罗斯炼焦煤高达2607万吨，同比+23.7%。受西方制裁下，俄罗斯大力兜售煤炭，但自2022年9月以来，俄罗斯已出现运力不足问题，其东部运输基础设施相对落后，基础设施建设短期改善有限，目前运力已达瓶颈。此外近期俄罗斯决定自2023年10月1日起至2024年底对包括煤炭在内的多种商品施行弹性关税政策，我国也恢复了对俄罗斯煤炭进口关税，成本增加下预计俄罗斯焦煤进口量将受抑制。

图45：澳洲焦煤进口已被结构性替代（万吨）



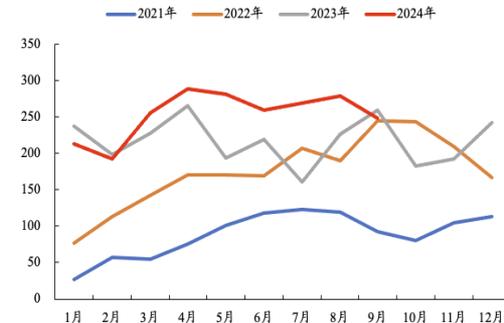
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：蒙炼焦煤单月进口量或已达瓶颈（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：运力和政策限制俄炼焦煤进口量（万吨）

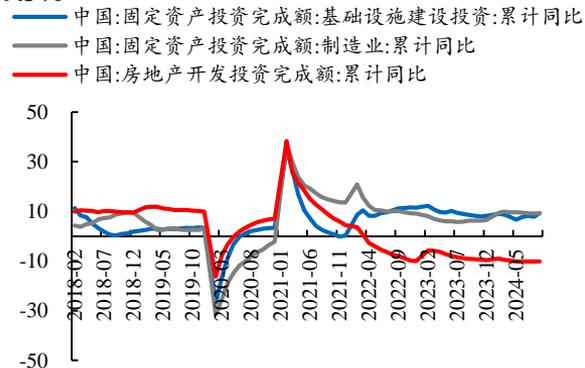


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.1 需求：制造业&钢材出口支撑国内炼焦煤需求

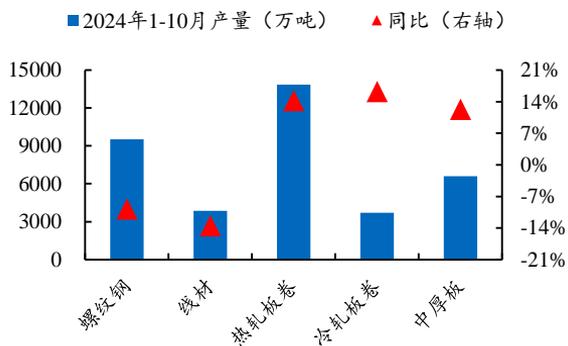
- **制造业支撑国内用钢需求。**在当前房地产投资增速延续负增长的情况下，汽车制造、绿色能源等行业快速发展带动了中厚板等钢材消费增长。截至2024年10月，国内主要钢厂中厚板产量累计为6613万吨，同比+12.3%，主要钢厂螺纹钢和线材产量9515/3852万吨，同比-9.7%/-13.5%，制造业成为国内用钢需求的重要支撑。2024年1-9月中国钢材产量10.4亿吨，同比-0.1%，钢材生产仍具韧性。
- **钢材出口高增对冲国内疲弱需求。**2024年9月中国钢材出口量同比环比均实现大幅增长，9月单月出口钢材1015万吨，环比+6.8%，同比+25.9%，1-9月累计出口钢材8071万吨，同比+20.8%。2024年1-9月钢材出口量占国内钢材产量比重为7.7%，钢材出口高增对冲国内疲弱需求。

图48：2024年1-9月国内制造业投资完成额累计同比9.3%



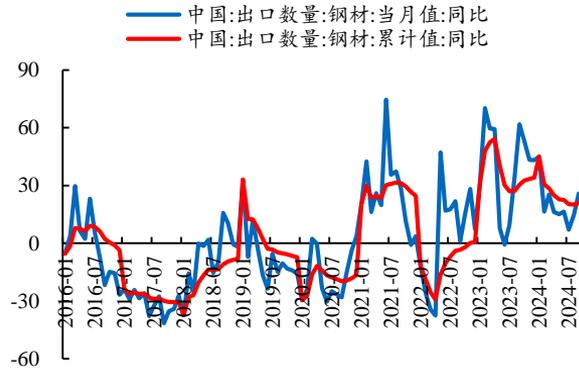
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2024年1-10月中厚板产量同比+12.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2024年1-9月钢材出口累计同比+20.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.2 需求：特朗普上台或对中国加征关税，地产基建成为内循环政策着力点

- **特朗普赢得2024年美国大选，2025年或启动对华加征关税。**特朗普宣布在2024年总统选举中获胜，即将开始其第二任美国总统之旅。在特朗普的第一个总统任期内，频繁地将关税作为一种经济外交手段，本次特朗普上台后，接下来有可能对所有进口商品征收10%-20%的关税，并可能针对所有中国进口商品征收至少60%的关税，此外，还有可能计划逐步停止从中国进口所有必需品，包括电子产品、钢铁和药品，相应关税政策或于2025年下半年落地。
- **美加征关税或挤压中国出口，地产基建成为内循环政策着力点。**如果特朗普上台后对华实施加征关税政策，将直接打击中国的出口产业，对中国政府而言，关键在于以我为主，坚定不移地通过扩张性政策来稳增长与化解风险。目前我国中央财政还有较大举债和赤字提升空间，未来逆周期调节力度有望进一步增强，通过刺激投资、消费的内需方式以积极对冲特朗普上台后可能引发的出口增速减缓风险，未来煤炭需求，尤其是焦煤需求有望进一步改善。

表6：特朗普接下来有可能采取的6大贸易主张

序号	核心内容	主要主张
1	对所有进口商品征收10%的新关税	特朗普曾表示要对所有美国进口商品征收10%的关税，后来又表示征收10%-20%的关税，包括对欧洲等盟友，甚至在必要情况下征收50%-200%的关税。
2	对中国商品征收60%或更高关税	7月份，特朗普在共和党全国代表大会上表示，他正在考虑在可能的第二任期内对中国商品征收60%或更高关税的计划。
3	取消中国“贸易最惠国”地位	今年9月，共和党两名议员共同发起了取消中国最惠国待遇的法案。这也是2022年以来，美国政界连续第三次要求提出取消中国最惠国待遇。美国最惠国关税税率平均约为2.2%，特朗普认为，美国长期以来对外国商品实施的关税较低，而其他国家对美国商品设置更高的关税壁垒，比如中国的MFN关税税率则为2.9%，形成对美国的不公平贸易环境。
4	在4年内停止从中国进口所有必需品	特朗普称他将采取的措施包括“一项四年计划， 逐步停止从中国进口所有必需品——从电子产品到钢铁到药品 ”。并制定新的规则阻止美国公司在中国投资，同时阻止中国购买美国资产。
5	严厉打击中国商品通过第三国出口到美国	特朗普曾提及将对进口自墨西哥的汽车征收100%的关税，以阻止中国汽车制造商将墨西哥作为跳板，在墨西哥生产汽车然后出口到美国。此外，特朗普还誓言要堵塞中国公司的自动驾驶汽车在美国上路的漏洞，禁止中国自动驾驶技术在美国实施，进一步加强了对中国技术产品的限制。同时，还宣布将正式通知墨西哥和加拿大，计划重新谈判北美自由贸易协定，以解决中国汽车绕道墨西哥出口美国的担忧。
6	对不使用美元的国家加税	特朗普承诺，若他当选，将提高其他国家放弃使用美元的成本，对不再使用美元的国家征收100%关税，以此阻止美元的全球影响力下滑。

资料来源：贸易夜航、开源证券研究所

3.3.3 需求：“一揽子”增量政策发力，地产基建需求有望改善

- 近期“一揽子”地产基建支撑政策陆续出台，地产基建需求有望改善。9月26日中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，为房地产行业定下新基调；10月17日国新办座谈会上公布了“四个取消、四个降低、两个增加”的政策组合拳，市场信心有所恢复。10月份商品房成交已同环比实现“双增长”，其中10月份全国新建商品房网签成交量同比+0.9%，比9月份同比扩大12.5pct，自去年6月份连续15个月下降后首次实现增长，全国二手房网签成交量同比增长8.9%，连续7个月同比增长，新建商品房和二手房成交总量同比增长3.9%，自今年2月份连续8个月下降后首次实现增长；10月份全国新建商品房网签成交量环比增长6.7%，二手房网签成交量环比增长4.5%，新建商品房和二手房成交总量环比增长5.8%，10月新建商品房和二手房成交量环比双双提升，亦是2007年起首次“银十”超过“金九”，表明一揽子政策效果初显。

表7：近期“一揽子”地产&基建支持政策

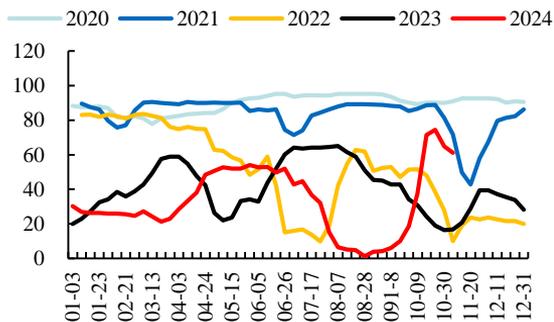
时间	部门	事件	核心内容
2024年9月24日	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会	国务院新闻办公室9月24日上午举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质量发展有关情况	<ol style="list-style-type: none"> 1.降低存款准备金率和政策利率。 近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%。同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。 2.降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例。 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右；统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。 3.加强保障性住房再贷款支持力度。 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励；将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。
2024年9月26日	-	中共中央政治局9月26日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作	<ol style="list-style-type: none"> 1.要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。 2.要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。 3.要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。 4.要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年10月8日	国家发展改革委	国家发展改革委主任郑栅洁10月8日在国新办发布会上介绍国家加力推出一揽子增量政策	<ol style="list-style-type: none"> 1.促进房地产市场止跌回稳。采取系统性综合措施，对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债债券等支持盘活存量闲置土地，调整住房限购政策，释放刚性和改善性住房需求，加快消化存量商品房，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，加快构建房地产发展新模式。 2.明年要继续发行超长期的特别国债，并优化投向，全力支持“两重”建设，即国家重大战略实施和重点领域国家安全能力建设。近期将在年内提前下达明年1000亿中央预算内投资计划和1000亿“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作先行开工实施；同时与此相关的一项重要工作就是加快推动以人为本的新型城镇化建设。
2024年10月12日	财政部	10月12日财政部介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况	<ol style="list-style-type: none"> 1.四个取消。就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因地制宜，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 2.四个降低。降低住房公积金贷款利率，降了0.25个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。 3.两个增加。一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、山西省人民政府、酒泉市发展和改革委员会、开源证券研究所

3.3.4 需求：炼焦煤需求有望受稳增长的地产基建拉动

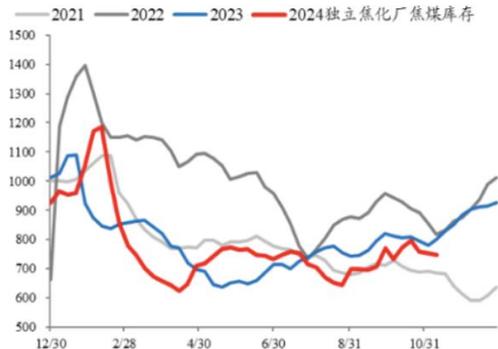
- **短期来看，钢厂盈利率明显回升，冬季铁水日均产量虽下行但焦化厂仍有补库需求。**9月24日以来，财政政策、货币政策以及稳地产、促消费政策频出，有效引导需求预期转好，带动钢材价格回升，钢厂盈利明显改善，截至2024年11月初，国内247家钢厂盈利率已达61.1%，大幅高于2022年/2023年同期水平的10%/16.9%。9月以来，在“金九银十”需求旺季以及政策支持下，钢厂铁水日均产量出现反弹，一般而言，铁水日均产量进入冬季将有所回落，但实际上焦化厂进入冬季后将启动焦煤补库，说明焦煤在冬季的补库需求大于冬季的真实消耗需求，这亦是过去焦煤价格在冬季出现涨价的重要原因。
- **中长期来看，政策发力或带动焦煤需求提升，焦煤或为煤焦钢产业链中最具弹性的品种。**炼焦煤需求主要跟随经济复苏带来的成材需求而波动，未来基建将一如既往发挥兜底左右，地产有望在一揽子增量政策加码发力下企稳回升，伴随钢厂利润修复，铁水复产加快，炼焦煤需求或触底反弹，成为煤焦钢产业链中最具弹性的品种。

图51：国内247家钢厂盈利率明显回升（%）



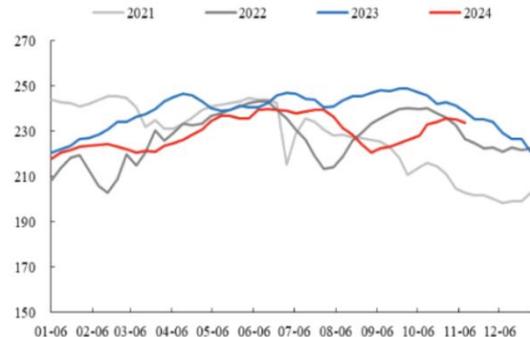
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：冬季独立焦化厂有炼焦煤补库需求（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：主要钢厂铁水日均产量自9月以来反弹（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 炼焦煤供需形势转换，政策发力或有望带动需求明显提升

表8：煤炭供需平衡表（亿吨）

全煤炭口径	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
需求假设（同比变化）							
发电耗煤	4.0%	1.7%	8.1%	4.9%	8.8%	3.6%	4.5%
供热耗煤	6.2%	2.8%	12.1%	-7.8%	12.8%	7.4%	3.0%
冶金耗炼焦煤	7.0%	2.0%	-2.2%	2.0%	6.3%	-0.3%	2.0%
冶金耗动力煤	3.6%	7.5%	-1.4%	0.9%	3.3%	-3.0%	1.0%
建材耗煤	7.0%	6.6%	-2.9%	-6.4%	-0.8%	-5.0%	1.5%
化工耗煤	11.2%	2.5%	11.1%	4.0%	9.4%	18.0%	5.0%
供给假设（同比变化）							
国内煤炭产量	5.6%	2.6%	5.9%	10.4%	3.6%	2.0%	3.0%
净进口量	6.3%	2.4%	6.6%	-9.8%	62.5%	9.6%	-3.9%
总需求	40.4	41.3	43.9	47.9	51.3	52.7	54.3
发电耗煤	20.5	20.9	22.5	23.6	25.7	26.7	27.9
冶金耗炼焦煤	5.5	5.6	5.5	5.6	5.9	5.9	6.0
冶金耗动力煤	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
供热耗煤	2.8	2.9	3.2	3.0	3.4	3.6	3.7
建材耗煤	3.0	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8
化工耗煤	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	3.0	3.1
其他耗煤	5.1	5.0	5.6	8.7	9.1	9.1	9.1
总供给	40.4	41.4	43.9	47.9	51.3	52.7	53.9
国内煤炭产量	37.5	38.4	40.7	45.0	46.6	47.5	48.9
净进口量	2.9	3.0	3.2	2.9	4.7	5.2	5.0
供需缺口						0.03	0.44

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：炼焦煤供需平衡表（亿吨）

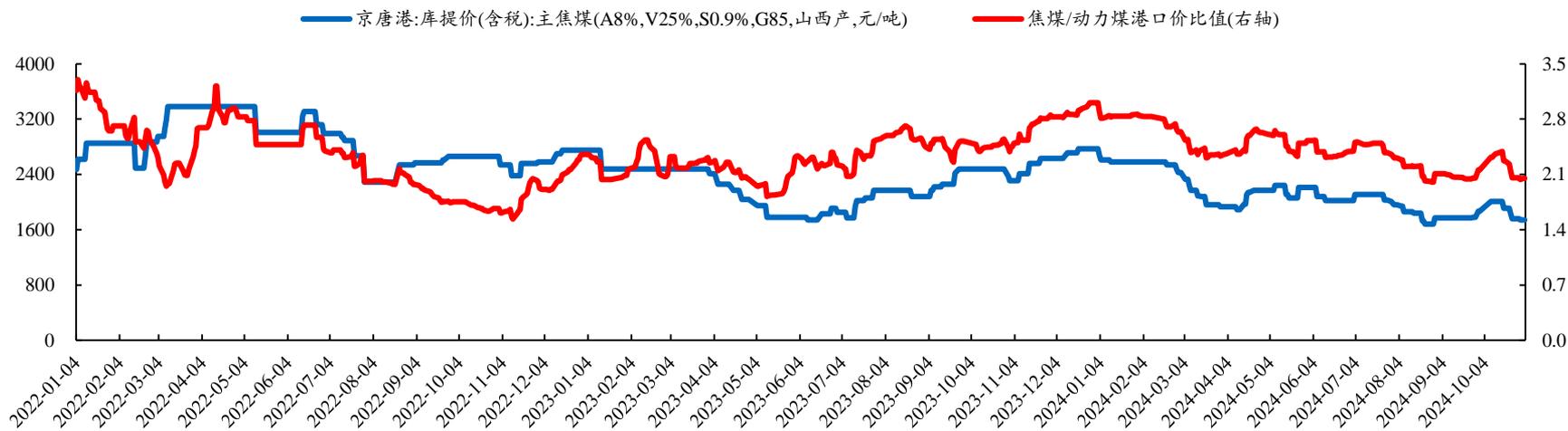
假设及供需	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
冶金耗焦煤同比增速	7.0%	2.0%	-2.2%	2.0%	6.3%	-0.3%	2.0%
焦煤国内产量-累计	4.70	4.85	4.89	4.92	4.90	4.76	4.71
同比增速	8.2%	3.1%	0.9%	0.5%	-0.3%	-3.0%	-1.0%
焦煤净进口量-累计	0.73	0.72	0.55	0.64	1.02	1.22	1.15
同比增速	15.6%	-2.1%	-23.9%	16.4%	59.7%	20.0%	-5.6%
总需求	5.47	5.58	5.45	5.56	5.91	5.90	6.01
冶金用焦煤	5.47	5.58	5.45	5.56	5.91	5.90	6.01
总供给	5.44	5.57	5.44	5.55	5.92	5.98	5.86
炼焦煤产量	4.70	4.85	4.89	4.92	4.90	4.76	4.71
炼焦煤净进口量	0.73	0.72	0.55	0.64	1.02	1.22	1.15
供需缺口						-0.08	0.16

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6 煤价判断：炼焦煤属于市场化煤种，受益经济政策价格向上弹性强

- 我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上的弹性且是完全弹性。
- 之前通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考（2023年港口焦煤价格/动力煤价格=2.4），即若秦港动力煤价存在800元支撑，则炼焦煤价格存在1920元的支撑，截至2024年11月8日，京唐港主焦煤库提价为1640元/吨，侧面反映当前焦煤价格处于超跌状态。由于特朗普上台后或对中国加征关税，未来国内逆周期调节力度有望进一步增强，通过刺激地产基建投资、消费等内需方式以对冲特朗普上台后可能引发的出口增速减缓风险，未来焦煤需求有望进一步改善，叠加国内供给或已接近上限，进口增速或进一步放缓，焦煤基本面“供紧需增”，判断炼焦煤价格具备向上反弹的动能。

图54：按照动力煤港口价800元/吨底部、港口焦煤价格/动力煤价格比值2.4计算，炼焦煤价格存在1920元/吨支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

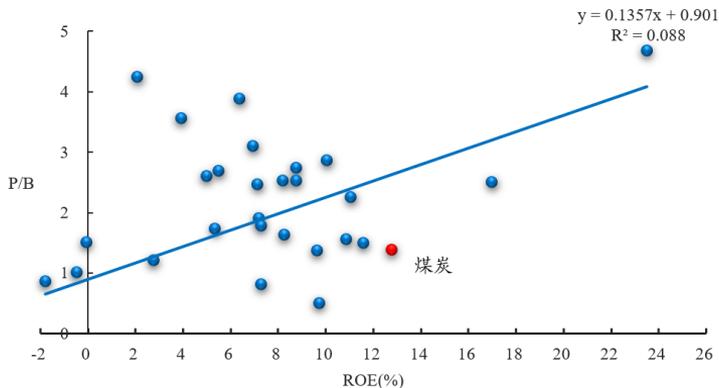
CONTENTS

- 1 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价受益政策具备完全弹性
- 4 **投资策略：周期与红利兼具，低估值且四主线布局**
- 5 风险提示

4.1 煤炭行业高ROE、低PB，估值折价明显

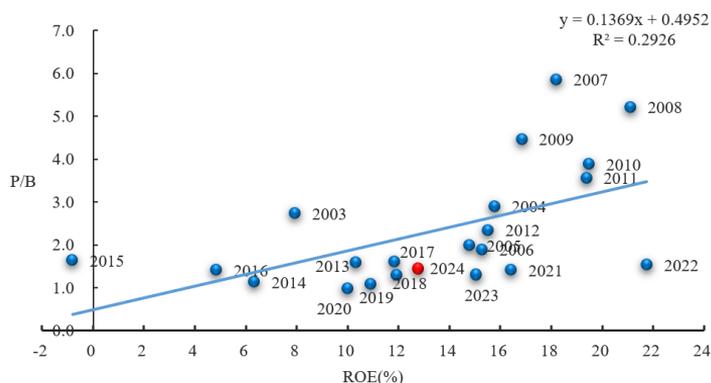
- **PB-ROE角度，煤炭行业明显处于其他行业PB-ROE均衡线以下。**从市净率角度出发，对煤炭行业等28个行业现阶段市净率（PB-LF）和ROE（年化）进行回归分析，发现煤炭行业位于PB-ROE均衡线的下方，且距离均衡线比较远，表现出高ROE，低PB的特点，估值折价明显。通过回归分析，当前煤炭行业2024年15.04%的ROE对应市净率应为2.64，截至2024年11月11日，煤炭板块实际市净率仅1.38，市净率估值折价47.6%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。
- **煤炭行业ROE处于历史高位，但市净率仍处于低位。**对2003-2023年煤炭行业PB-ROE进行回归分析，2017-2023连续七年PB-ROE都位于均衡线以下，当前板块处于“高ROE、低PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，估值存在明显折价。当前ROE虽相较于2023年有所下滑，但PB仍处低位，当前ROE对应的PB应为2.24，实际PB折价38.5%。

图55：煤炭相比A股其他行业位于PB-ROE均衡线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2017-2023年煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下，估值折价



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 投资策略：周期与红利兼备，四主线布局

- 我们认为在资本市场慢牛的背景下，市场的投资存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，即攻守兼备，将是资产配置的重要板块。
- **煤炭股周期弹性投资逻辑，受宏观政策利多将被强化。**随着经济政策的出台和落实，上游煤炭的供需基本面将持续改善，当前无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，两类煤种仍将具备向上弹性，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。
- **煤炭股稳健红利投资逻辑，受现实基本面将体现核心价值。**当前经济慢复苏和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置偏好，据我们对煤炭公司的业绩和股息率测算来看，在2024年盈利水平之下多数煤炭公司仍有很高股息率。此外当前高分红已成为趋势，2024年中报有7家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源）；近期金融政策的“增持回购再贷款”和“金融机构的互惠便利”，再一定程度上也支持高股息。
- **四主线精选煤炭个股有望获得超额收益：**主线一，周期弹性逻辑：冶金煤弹性受益标的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤】，动力煤弹性受益标的【广汇能源、兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】；主线二，稳健红利逻辑：高股息及潜力受益标的【中国神华、中煤能源、陕西煤业、新集能源】；主线三，破净股（PB<1）修复逻辑：【上海能源（0.79）、永泰能源（0.83）、甘肃能化（0.92）、兰花科创（0.81）】；主线四，民企信用资质修复逻辑：【广汇能源、永泰能源】。

4.3 重点公司业绩预测，板块有望整体提估值

表10：推荐及受益标的盈利预测与估值

证券代码	上市公司	股价 (元)	归母净利润 (亿元)		EPS		PE		PB	分红比例	股息率	评级
		2024/11/12	2023A	2024E	2023A	2024E	2023A	2024E	2024/11/12	2024E	2024E	
601088.SH	中国神华	38.9	596.9	590.6	3.0	3.0	13.0	13.1	1.9	75.2%	5.7%	买入
601699.SH	潞安环能	15.5	79.2	34.0	2.6	1.1	5.8	13.6	1.0	60.0%	4.4%	买入
600395.SH	盘江股份	5.6	7.3	1.2	0.3	0.1	16.4	93.3	1.1	82.1%	0.9%	买入
000983.SZ	山西焦煤	8.5	67.7	38.7	1.2	0.7	7.2	12.5	1.3	67.1%	5.3%	买入
601666.SH	平煤股份	10.2	40.0	26.3	1.7	1.1	6.0	9.6	1.0	60.6%	6.3%	买入
600546.SH	山煤国际	13.4	42.6	30.8	2.1	1.6	6.2	8.6	1.6	60.0%	7.0%	买入
000933.SZ	神火股份	18.8	59.1	48.7	2.6	2.2	7.2	8.7	2.0	30.5%	3.5%	买入
600985.SH	淮北矿业	15.2	62.2	54.3	2.5	2.0	6.1	7.5	1.0	42.6%	5.7%	买入
600188.SH	兖矿能源	15.7	201.4	154.8	2.7	2.1	5.8	7.5	2.7	70.0%	9.3%	买入
002128.SZ	电投能源	21.0	45.6	61.1	2.0	2.7	10.3	7.7	1.4	35.5%	4.6%	买入
601001.SH	晋控煤业	14.6	33.0	33.9	2.0	2.0	7.4	7.2	1.4	40.1%	5.6%	买入
600256.SH	广汇能源	7.9	51.7	44.0	0.8	0.7	10.0	11.8	2.0	0.7元/股	8.9%	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.9	17.4	14.4	0.3	0.3	8.8	10.6	0.9	30.8%	2.9%	买入
601898.SH	中煤能源	12.5	195.3	196.2	1.5	1.5	8.5	8.4	1.1	45.0%	5.3%	买入
600123.SH	兰花科创	8.8	21.0	9.4	1.4	0.6	6.2	13.9	0.8	53.1%	3.8%	买入
600348.SH	华阳股份	7.8	51.8	27.1	1.4	0.8	5.4	10.4	1.0	50.0%	4.8%	买入
601101.SH	昊华能源	8.8	10.4	15.2	0.7	1.1	12.2	8.3	1.1	48.5%	5.8%	买入
600157.SH	永泰能源	1.7	22.7	20.1	0.1	0.1	16.4	18.6	0.8	5.4%	0.3%	增持
601918.SH	新集能源	7.9	21.1	25.1	0.8	1.0	9.7	8.1	1.4	18.4%	2.3%	买入
601225.SH	陕西煤业	23.2	212.4	217.3	2.2	2.2	10.6	10.3	2.4	64.9%	6.3%	未评级
600508.SH	上海能源	13.8	9.7	8.1	1.3	1.1	10.3	12.4	0.8	45.0%	3.6%	买入
000937.SZ	冀中能源	6.2	49.4	15.0	1.4	0.4	4.4	14.5	1.0	68.3%	4.7%	未评级

注：假设中报分红作为全年的额外分红计算，除陕西能源、冀中能源外其余公司盈利预测来源于开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：假设中报分红作为全年的额外分红计算；上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所，未评级标的盈利预测和估值均来自于Wind一致预期

目录

CONTENTS

- 1 煤炭复盘：周期与红利兼具，高盈利合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价受益政策具备完全弹性
- 4 投资策略：周期与红利兼具，低估值且四主线布局
- 5 风险提示

- **经济增速下行风险。**作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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。

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，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。

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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券