

煤炭开采

煤炭 2025 年展望：重视供给结构变化

2024 年复盘

2024 年，动力煤全年呈现前高后低，波动率呈现收窄趋势。在水电发力大幅波动的影响下，电煤需求呈现前弱后强的状态，但是今年在高库存，产量前低后高的影响下，动力煤呈现的季节性特征并不明显，稳定性较高。进口量方面，今年依然呈现持续增长的趋势，从大秦线运量负增长可以看出对国内煤炭销售格局造成了一定冲击。

焦煤今年同样呈现前高后低，需求端尽管年内有一定波动，但是整体呈现的是偏弱的趋势，这也导致在 Q2-3 山西逐步复产期间，需求没有承接住增量供给，库存被动上升，价格承压下跌。整体来看，进口量同样呈现持续上升的趋势，其中蒙煤仍为主力进口来源国。

2025 年展望

展望 2025 年，我们认为动力煤需求仍有一定增量，且增量集中于电力用煤。供给端增量主要集中于新疆，少部分在山西，进口量大概率高位持平。整体来看，供需矛盾并不明显，因此我们认为价格不会出现大幅度波动，结合成本支撑以及整体供需，我们认为 2025 全年动力煤价格中枢维持在 800-850 元/吨。

焦煤明年或呈现供需双弱的趋势，需求明年或仍负增长，但出于各方面都有一定利好因素，需求端或有边际好转，降幅相对 2024 年或有所收窄。供给端国内产量或有所上升，主要是因为山西省积极的生产态度所致，进口量或有一定挤出效应，有所下降，供给整体呈现略微下降趋势。

风险提示：美国大选后政策不确定性；供给超预期增长；需求弱于预期；海外需求弱于预期。

证券研究报告

2024 年 11 月 30 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

纪有容

联系人

jiyou rong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《煤炭开采-行业专题研究:煤电一体化专题:估值改善和 ROIC 如何平衡?》
2024-01-20
- 《煤炭开采-行业专题研究:聚焦陕蒙主产区:从安监趋严看煤价向上弹性》
2023-11-02
- 《煤炭开采-行业专题研究:从估值倒挂看煤炭股估值修复空间》
2023-09-18

内容目录

1. 煤炭 2024 年复盘	4
1.1. 动力煤：全年前高后低，波动率呈现收窄趋势	4
1.1.1. 需求端：电力耗煤阶段性波动大，化工用煤持续走强	5
1.1.2. 供给端：国内产量产生阶段性波动，进口煤仍维持增长趋势	7
1.2. 炼焦煤：前高后低，下半年有所走弱	11
1.2.1. 需求端：整体走弱，年内存在一定波动性	11
1.2.2. 供给端：国内产量前低后高，进口量仍持续增长	11
2. 煤炭 2025 年展望	14
2.1. 动力煤：国内产量、需求预计仍有增量，进口或高位持平	14
2.1.1. 需求端：预计增速为 1.86%，增量仍集中于电力用煤	14
2.1.2. 供给端：国内产量预计有所增长，进口或高位持平	15
2.1.3. 供需平衡表及价格判断	18
2.2. 炼焦煤：供给端国内产量略增，进口略降，需求或出现边际好转	19
2.2.1. 需求端：负增长幅度有所收窄	19
2.2.2. 供给端：国内产量略增，进口量或略降	19
2.2.3. 供需平衡表	20
3. 总结及 2025 年价格展望	21
4. 风险提示	21

图表目录

图 1：动力煤价格前高后低，波动率收窄 单位：元/吨	4
图 2：24 年 4-7 月水电替代效应强期间，火电发电增速较弱	5
图 3：水电替代效应强期间，电煤消耗量较弱 单位：万吨	5
图 4：夏天、冬天两段旺季前煤价均有上涨迹象 单位：元/吨	5
图 5：迎峰度夏前涨幅不明显	6
图 6：迎峰度冬前涨幅不明显	6
图 7：化工用煤量维持正增长趋势 单位：万吨	6
图 8：建材用煤量出现负增长 单位：万吨	6
图 9：截至 2024 年 9 月，原煤产量小幅正增长 单位：万吨	7
图 10：内蒙古产量有一定增长 单位：万吨	7
图 11：得益于国家战略，新疆产量增速较快 单位：万吨	7
图 12：山西上半年出现大幅度减产，5 月后复产 单位：万吨	8
图 13：陕西产量波动较小 单位：万吨	8
图 14：进口煤数量总量呈现抬升趋势 单位：万吨	8
图 15：进口煤结构调整，澳大利亚不再是主要进口国 单位：万吨	8
图 16：2024 年进口煤数量延续增长趋势 单位：万吨	9
图 17：印尼煤进口量小幅增长 单位：万吨	9
图 18：澳煤进口量因低基数效应增长幅度较大 单位：万吨	9

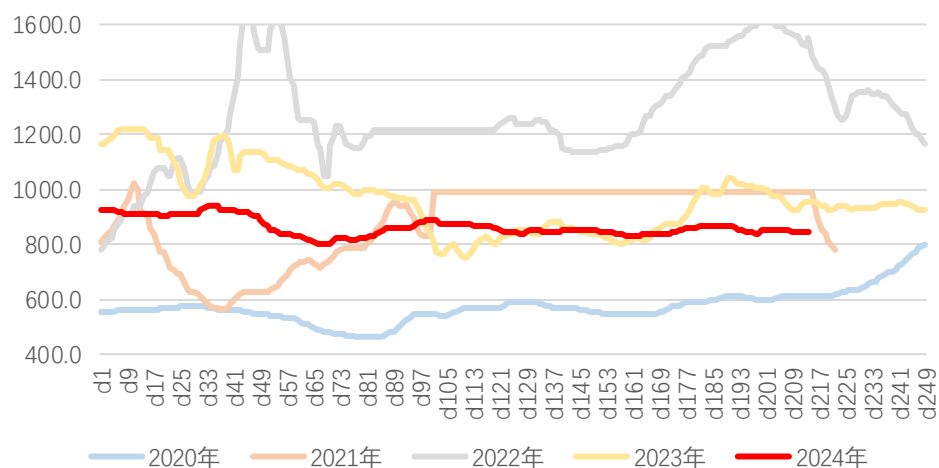
图 19: 俄煤进口量出现一定下滑 单位: 万吨.....	9
图 20: 蒙煤进口量延续增长趋势 单位: 万吨.....	9
图 21: 蒙煤进口量中焦煤占比较高.....	10
图 22: 2024 年大秦线运量出现负增长.....	10
图 23: 铁水产量年初较低, 且今年波动性较大 单位: 万吨.....	11
图 24: 受到山西产量变化影响, 炼焦煤产量同样呈现前低后高 单位: 万吨.....	11
图 25: 焦煤价格在复产期间压力较大 单位: 元/吨.....	12
图 26: 焦煤原煤矿山库存阶段性上升 单位: 万吨.....	12
图 27: 焦煤进口量持续增长 单位: 万吨.....	12
图 28: 蒙古焦煤进口量在山西减产期间增速较快 单位: 万吨.....	12
图 29: 澳大利亚焦煤进口量有所增长, 但体量仍较小 单位: 万吨.....	14
图 30: 俄罗斯焦煤进口量有所增长 单位: 万吨.....	14
图 31: 2025 年总发电量增量预测 单位: 亿千瓦时.....	14
图 32: 2025 年各电源电量增速预测.....	14
图 33: 2025 年动力煤仍有一定增量, 增量来源主要集中于新疆 单位: 万吨.....	15
图 34: 通常在供需出现过剩、价格下跌期间, 进口量会随价格一同回落.....	16
图 35: 土地成交相对于房屋新开工有引领性.....	19
图 36: 进口量或有所下降, 减量主要集中于俄罗斯和澳大利亚 单位: 万吨.....	20
表 1: 2025 年电煤中长期合同政策相比 2024 年有所宽松 (表中仅为部分政策条例的对比).....	17
表 2: 动力煤供需平衡表 单位: 万吨.....	18
表 3: 焦煤供需平衡表 单位: 万吨.....	20

1. 煤炭 2024 年复盘

1.1. 动力煤：全年前高后低，波动率呈现收窄趋势

今年动力煤价格趋势呈现的是前高后低，上半年动力煤价格中枢在 875 左右，下半年小幅回落至 850 左右，我们认为与今年产量波动的节奏及需求季节性均有一定关系。

图 1：动力煤价格前高后低，波动率收窄 单位：元/吨

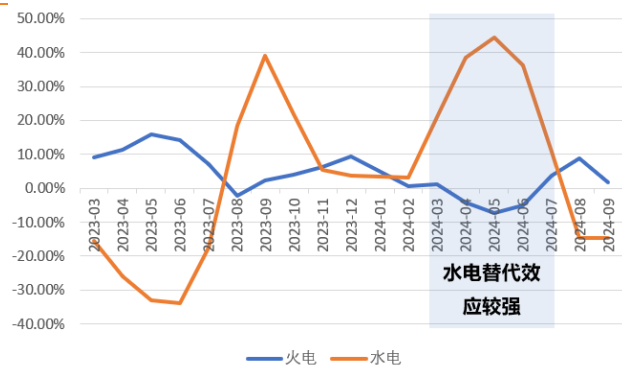


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.1. 需求端：电力耗煤阶段性波动大，化工用煤持续走强

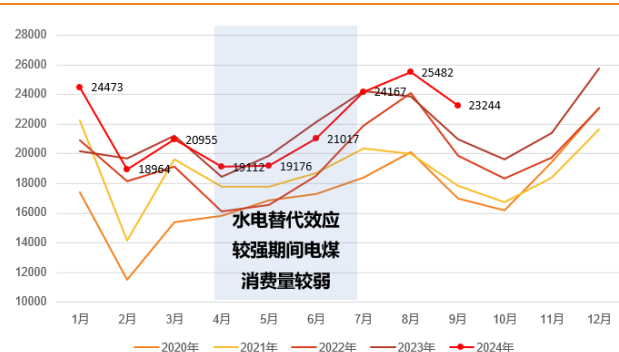
截至 2024 年 9 月，电煤消耗量累计同比+3.14%，二季度以及 7 月份由于水电发力较强，导致电煤消耗量进入阶段性负增长。从发电量数据上看，今年 4 月-6 月，全国水电发电量同比增速维持在 35%-45%之间，而 4-6 月火电持续负增长，幅度在 4.3%-7.4%之间，直至 7 月份进入迎峰度夏期间火电发电量增速才转正。

图 2：24 年 4-7 月水电替代效应强期间，火电发电增速较弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

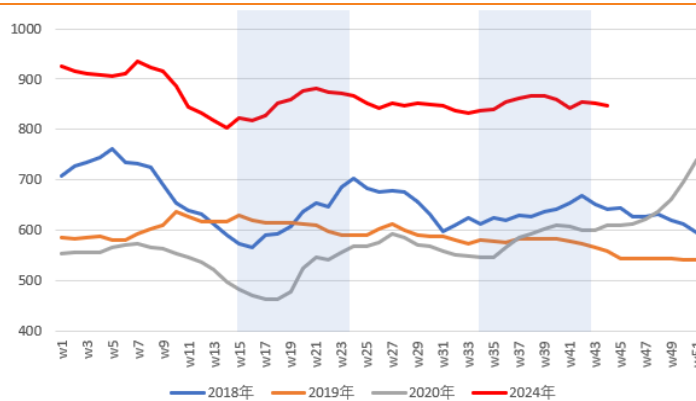
图 3：水电替代效应强期间，电煤消耗量较弱 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为这给动力煤带来的影响是在迎峰度夏、迎峰度冬前涨幅不及预期。通常在旺季前电厂、贸易商会有一段补库周期以备夏天的季节性需求，因此在每年的 4 月中下旬至 5 月、9 月均会有一段补库周期，动力煤价格在这个阶段会有一定幅度的抬升。但是今年两个时间段的涨幅都明显，我们认为是水电强替代导致火电阶段性负增长的背景下，可用天数提高，补库需求下降所致。

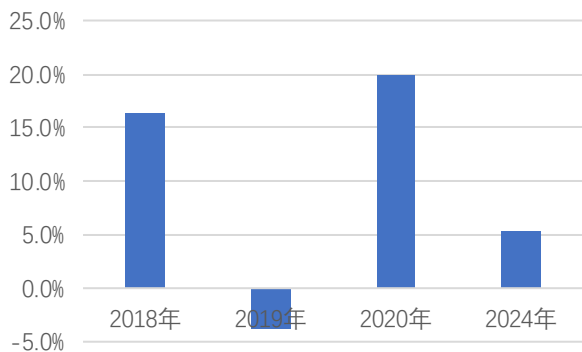
图 4：夏天、冬天两段旺季前煤价均有上涨迹象 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：因部分年份供需扰动过大，导致价格波动超出往年，本图仅选取季节性特征明显的年份用作分析

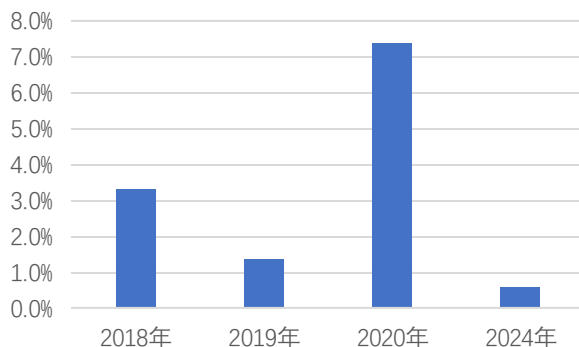
图 5：迎峰度夏前涨幅不明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：因部分年份供需扰动过大，导致价格波动超出往年，本图仅选取季节性特征明显的年份用作分析

图 6：迎峰度冬前涨幅不明显



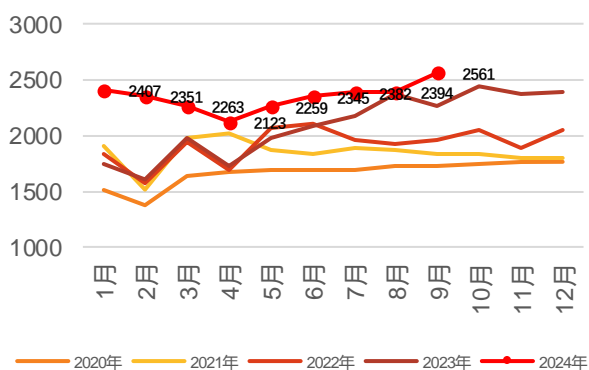
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：因部分年份供需扰动过大，导致价格波动超出往年，本图仅选取季节性特征明显的年份用作分析

另外两个存在变量的需求端是化工用煤和建材用煤。2024 年化工用煤持续正增长，截至 9 月份化工用煤累计同比+17.71%，增量为 3173 万吨。但是化工用煤在动力煤中具有占比较小、月度波动较低的特征，因此其对动力煤价格波动的解释力度较低。

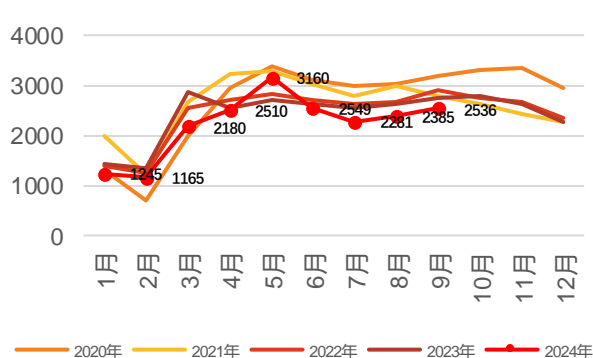
受到水泥产量同比负增长的影响，建材用煤 2024 年出现一定程度的负增长，截至 9 月份建材用煤累计同比-6.36%，减量为 1404 万吨。我们认为可能是受到地产投资、新开工处于弱增长的影响导致出现减量。

图 7：化工用煤量维持正增长趋势 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：建材用煤量出现负增长 单位：万吨

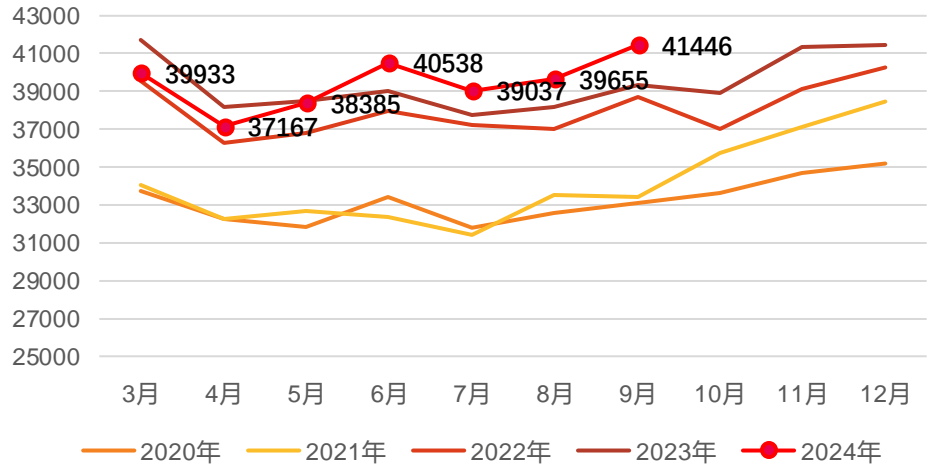


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.2. 供给端：国内产量产生阶段性波动，进口煤仍维持增长趋势

国内产量总量变化小，但四大主产区各自出现一定变化：截至 2024 年 9 月，全国原煤产量累计+0.17%，增量为 572 万吨。虽然总量变化不大，但是四大主产区中有三个省份出现了较大波动，期间山西原煤产量累计-8.7%，减量约为 8903 万吨；内蒙古原煤产量累计+5.58%，增量约为 5020 万吨；新疆原煤产量累计+15.85%，增量约为 5018 万吨；陕西波动较小，原煤产量累计同比+0.32%，增量约为 182 万吨。

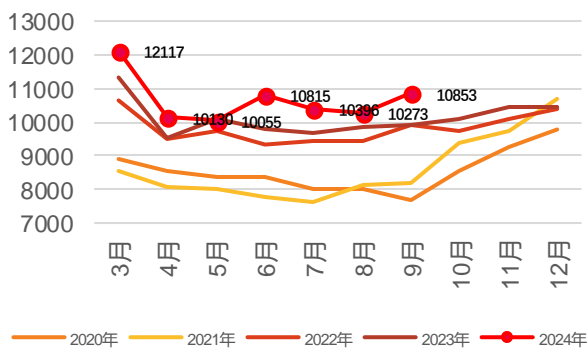
图 9：截至 2024 年 9 月，原煤产量小幅正增长 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

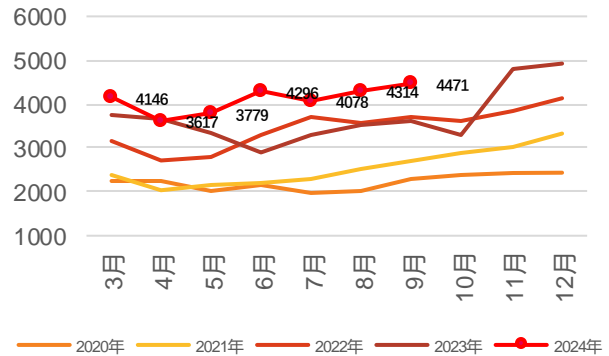
得益于国家战略，新疆产量增速较快：新疆煤炭资源较为丰富，在自治区不断推动优质资源转换战略、西煤东运、疆电外送的基础上，承接内地煤炭产业转移的力度不断增大。随着国内企业不断入驻新疆参与新疆煤炭开发建设，新疆的煤炭产能开始逐步释放，仅 2019-2023 年间，新疆原煤产量增速接近翻倍，大幅领先于晋陕蒙。

图 10：内蒙古产量有一定增长 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

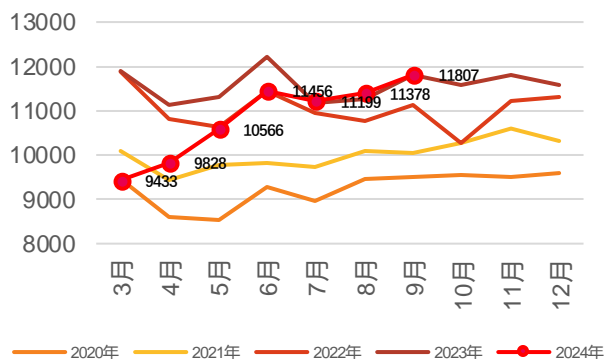
图 11：得益于国家战略，新疆产量增速较快 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

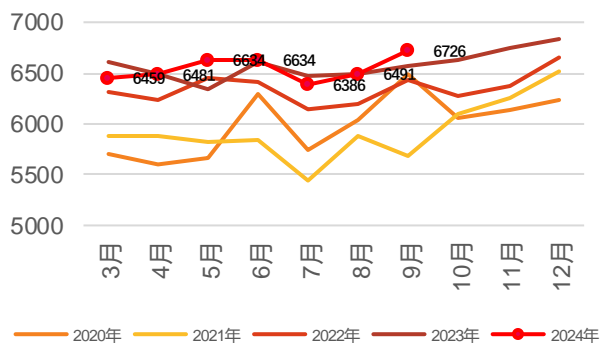
全国原煤产量节奏或受山西影响：分阶段来看，全国原煤产量在一、二季度出现了一定减量，我们认为主要是期间受到了山西减产的影响，上半年煤价更为坚挺或得益于此。直到 5 月中旬，山西原煤产量才开始回升，带动全国原煤产量增速逐步回正。在减产期间，部分上市公司的产量也受到了影响，例如某煤炭企业今年 1-4 月原煤产量累计-9.37%，直到 5 月中旬山西生产趋势转变后，降幅开始慢慢收窄。

图 12：山西上半年出现大幅度减产，5 月后复产 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：陕西产量波动较小 单位：万吨

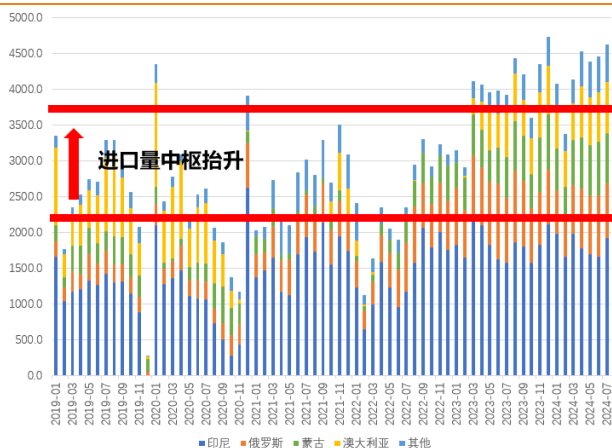


资料来源：Wind，天风证券研究所

进口端：进口增量对国内煤炭销售格局有一定影响

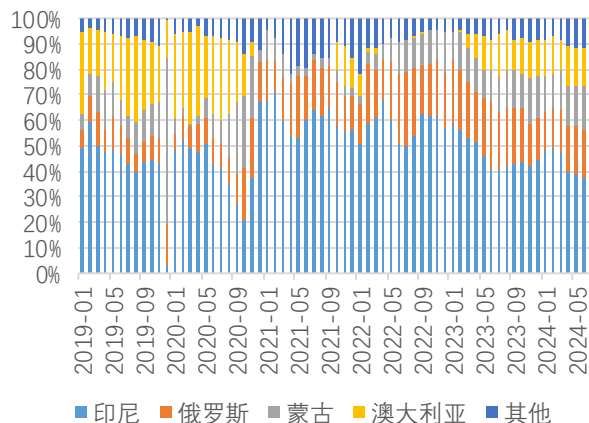
进入 2023-24 年之后，煤炭进口市场整体呈现总量抬升、结构调整的趋势。一方面，从以前的月均 2500 万吨的进口量上升至如今月均 4000 万吨以上的进口量，若四季度延续该趋势，我们预计 2024 原煤进口量年化值有望超过 5 亿吨。其次，出于地缘冲突等原因，主要的进口来源国从以前的澳大利亚、印尼、蒙古，调整为如今的俄罗斯、印尼、蒙古。

图 14：进口煤数量总量呈现抬升趋势 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

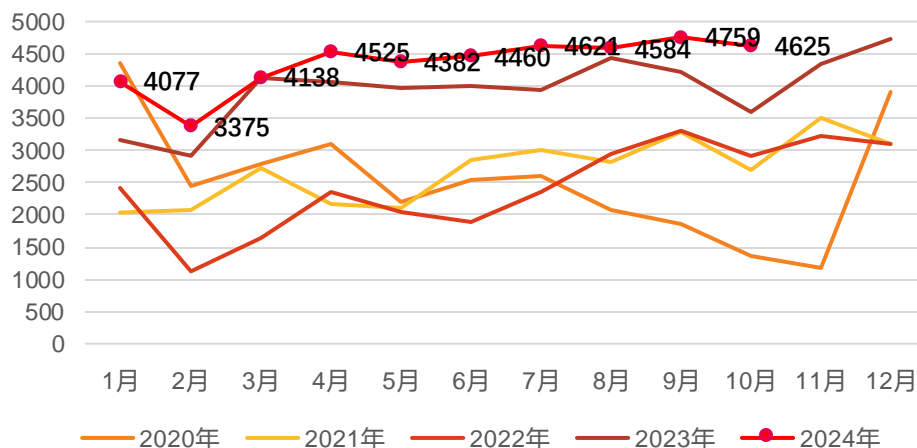
图 15：进口煤结构调整，澳大利亚不再是主要进口国



资料来源：Wind，天风证券研究所

2024 年煤炭进口量仍延续增长趋势，截至十月份进口煤数量已达 4.35 亿吨，同比+13.5%，若四季度后期仍延续该趋势，我们预计全年进口量将超过 5 亿吨，达到历史最高值。

图 16：2024 年进口煤数量延续增长趋势 单位：万吨

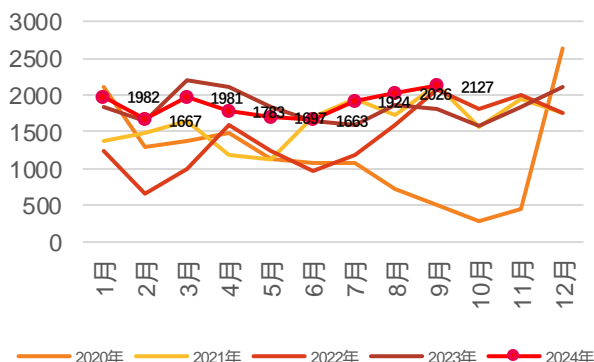


资料来源：Wind，天风证券研究所

从进口来源国结构看，今年变化较大的是澳大利亚、俄罗斯、蒙古。截至 9 月，2024 年澳煤进口量为 5621 万吨，同比+63.14%，但焦煤占比非常低，以动力煤为主导。同期，俄煤进口量为 6626 万吨，同比-16.29%，蒙古进口量为 5940 万吨，蒙煤以焦煤为主导。

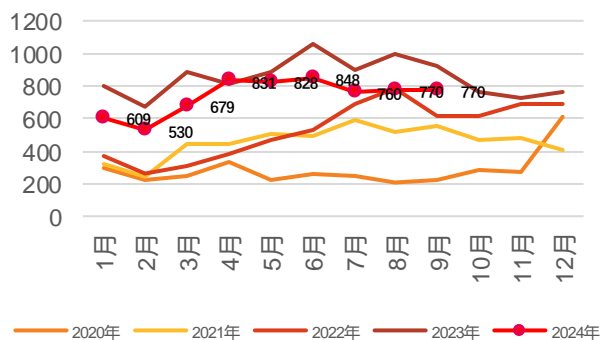
铁路系统性和支付困难或为俄煤下滑的主要原因：俄煤进口量今年出现一定下滑，我们认为背后原因可能是 1) 铁路系统出现机车乘务员不足等系统性问题，导致俄煤出口商无法及时履行煤炭供应的外贸义务。2) 由于美国和欧盟对俄罗斯国内银行和金融机构进行制裁，大多数俄罗斯银行被剔除 SWIFT 系统，导致对外贸支付造成问题。

图 17：印尼煤进口量小幅增长 单位：万吨



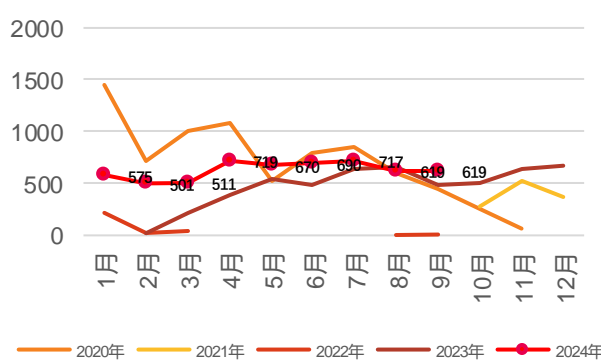
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：俄煤进口量出现一定下滑 单位：万吨



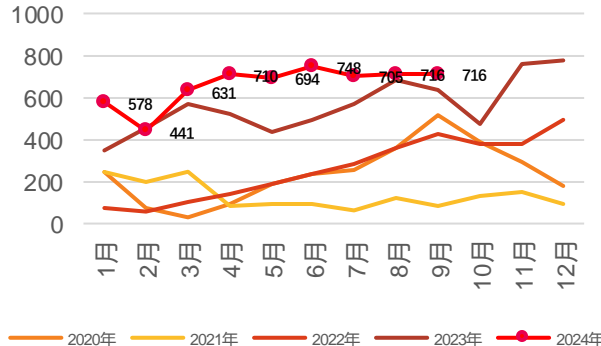
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：澳煤进口量因低基数效应增长幅度较大 单位：万吨



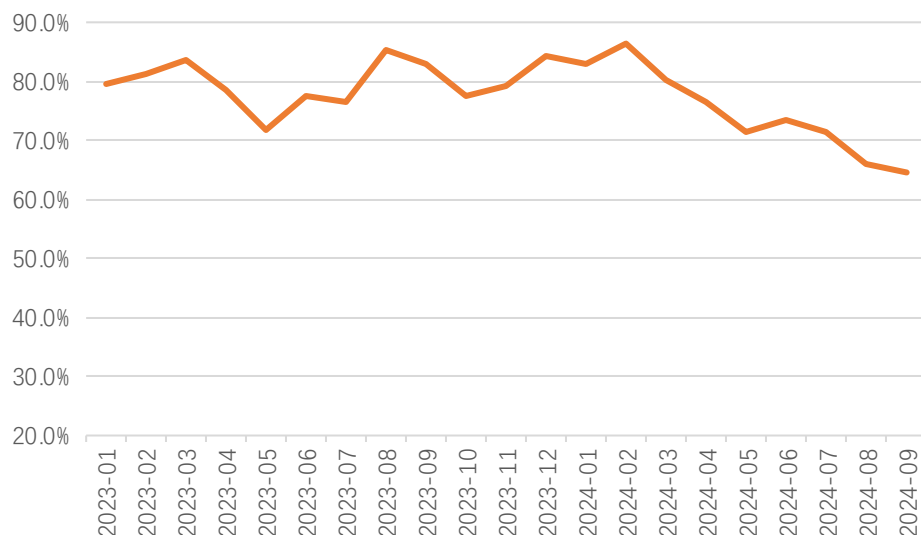
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：蒙煤进口量延续增长趋势 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

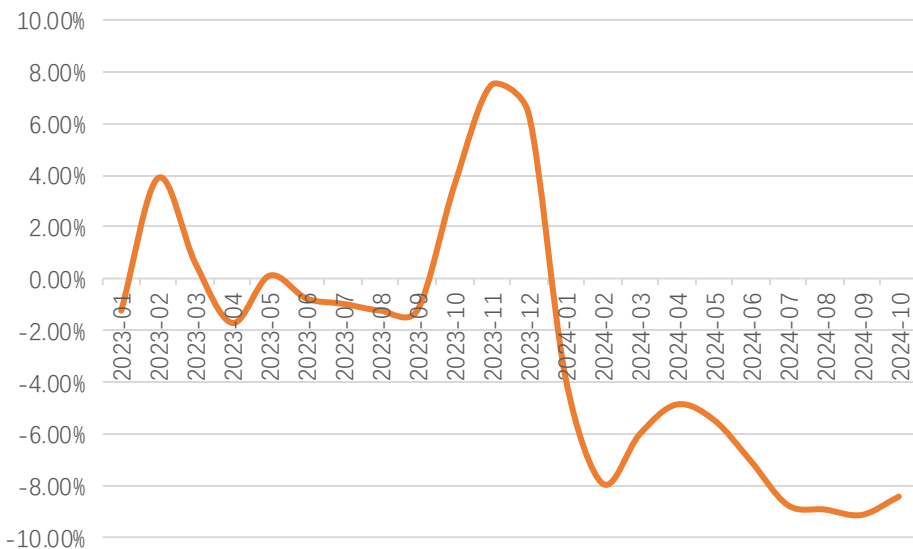
图 21：蒙煤进口量中焦煤占比较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

2024 年进口煤持续增长或对煤炭的销售格局造成一定冲击。今年在发电量、电煤消耗量持续增长的基础上，大秦铁路 1-9 月的发运量同比-9.14%，我们推测大概率是沿海电厂在煤源选择更多的情况下，以低价优先的采购策略选择了更多的进口煤，从而导致北港下水煤需求有所下降。

图 22：2024 年大秦线运量出现负增长



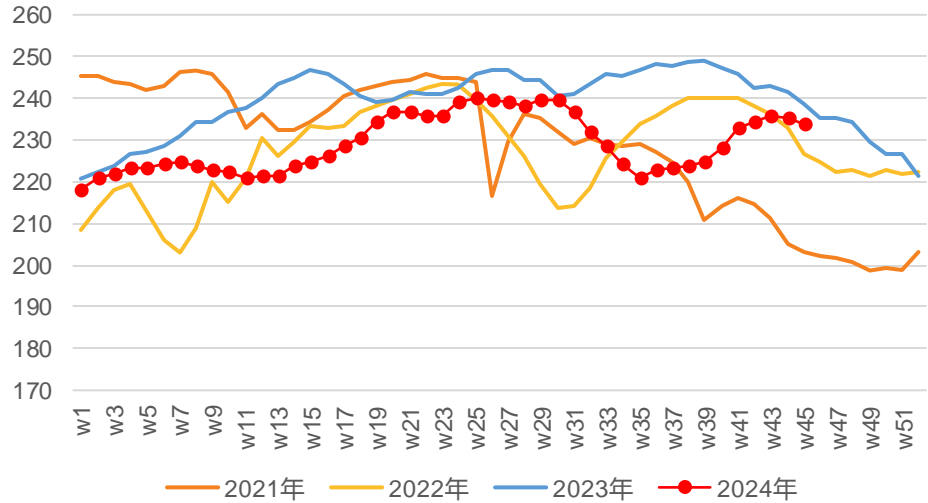
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 炼焦煤：前高后低，下半年有所走弱

1.2.1. 需求端：整体走弱，年内存在一定波动性

截至 2024 年 11 月初，钢联 247 家钢铁企业铁水日均产量累计同比-4.62%，对炼焦煤形成了一定压制，但是年内也出现过两波反弹，一波是今年春节后终端和钢厂逐步开工带来的铁水产量上升，第二波或是 924 政策出台后钢厂对经济的预期有所转变，带来一定幅度的复产。

图 23：铁水产量年初较低，且今年波动性较大 单位：万吨



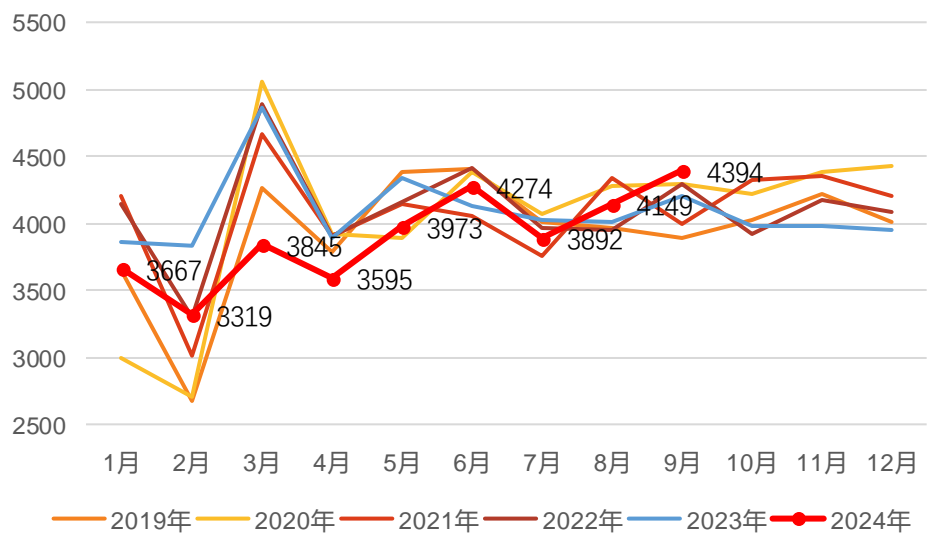
资料来源：Mysteel，天风证券研究所

1.2.2. 供给端：国内产量前低后高，进口量仍持续增长

国内产量：山西产量前低后高，主导焦煤价格走势

如本文在动力煤复盘章节中所述，山西在 1-4 月出现了较大幅度的减产，直至 5 月山西原煤产量开始逐步回升。炼焦煤产量呈现同样的趋势，5 月之后产量同比慢慢回正，截至 24 年 9 月，炼焦煤产量达 3.51 亿吨，累计同比仍有 5.47% 的负增长，减量为 1844 万吨。

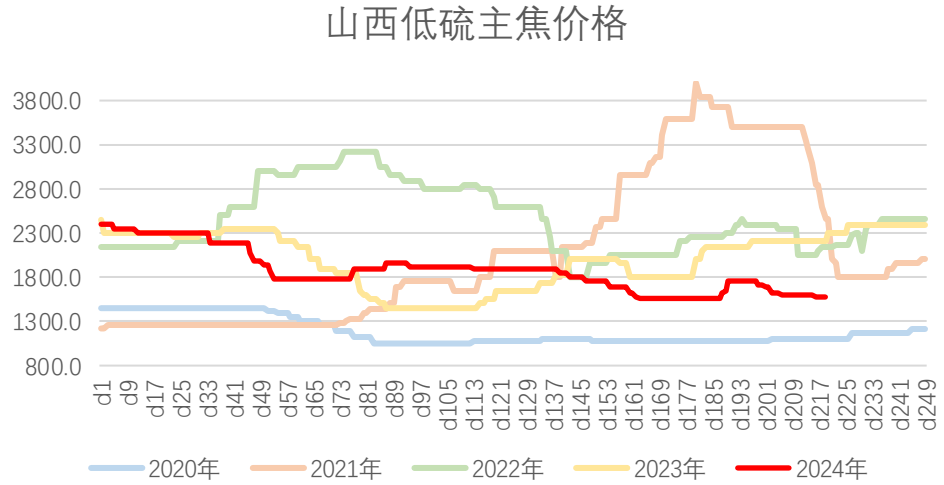
图 24：受到山西产量变化影响，炼焦煤产量同样呈现前低后高 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

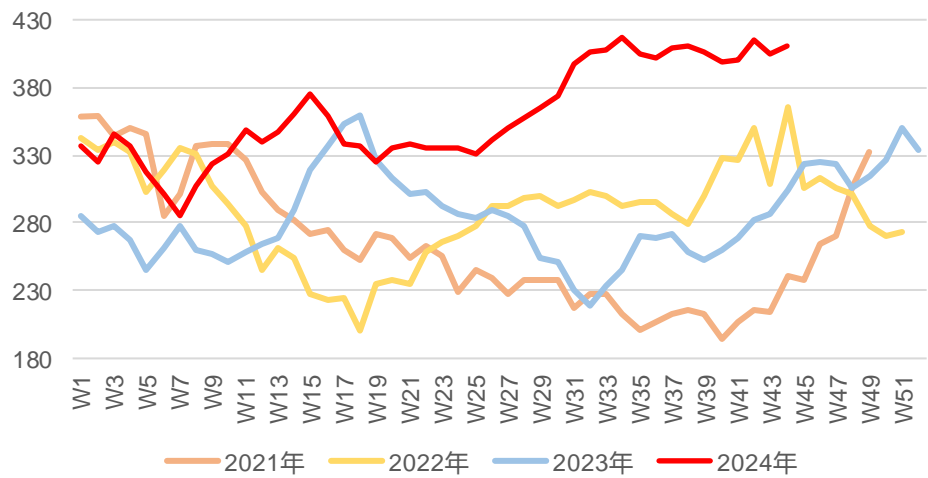
5 月后的持续复产给焦煤供需造成了阶段性压力，在复产期间炼焦煤原煤矿山库存持续上升，但是需求端没有持续转好，导致焦煤价格在复产期间往下走了两个台阶。到三季度末以及现在，库存虽然仍居高位，不过截至 11 月大幅持续累库的现象已经有所缓解，需求端（铁水产量）也有一定的转好，焦煤价格已逐步有止跌迹象。

图 25：焦煤价格在复产期间压力较大 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：焦煤原煤矿山库存阶段性上升 单位：万吨



资料来源：Mysteel，天风证券研究所

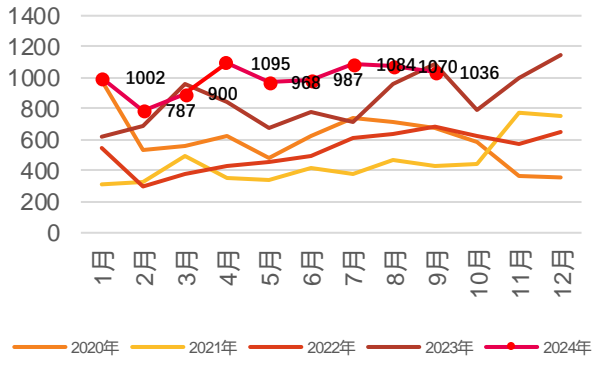
进口端：在山西减产的背景下，蒙煤借机持续发力

截至 2024 年 9 月，全国炼焦煤进口达 8929 万吨，同比+22.07%，增量约为 1615 万吨，增量主要来源是蒙古、澳大利亚、俄罗斯，三国合计增量约为 1460 万吨。

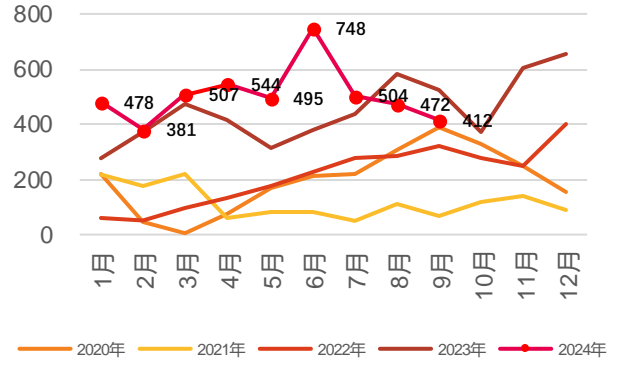
蒙古在今年 1-9 月焦煤进口量达到 4541 万吨，同比+20.45%，我们认为在今年焦煤价格并非特别强势的背景下，或许是山西大幅度减产给予了进口煤一个抢夺市场份额的机会，因此今年 2-6 月蒙煤进口量增长趋势较强。如上文提及，山西在 5 月后逐步有复产趋势，销售格局出现变化，出现了一定进口煤挤出效应，蒙煤进口量开始出现环比下滑趋势。

图 27：焦煤进口量持续增长 单位：万吨

图 28：蒙古焦煤进口量在山西减产期间增速较快 单位：万吨



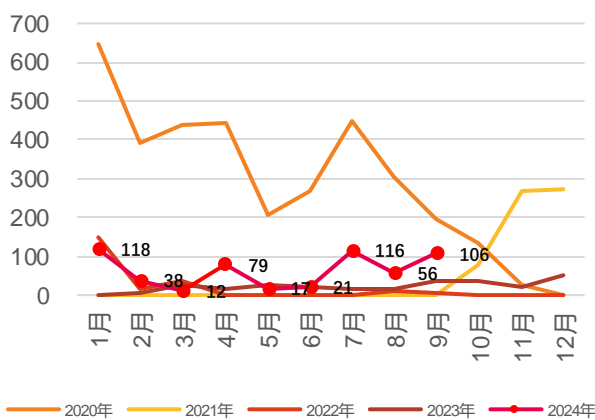
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

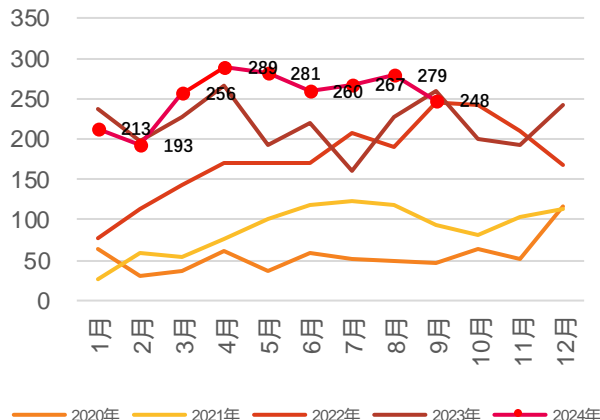
澳俄两国虽均有增量，但整体对焦煤市场的影响不及蒙煤。今年 1-9 月澳大利亚焦煤进口量同比+229.05%，但是总量仅有 562 万吨，我们认为或与中澳焦煤价差显著、贸易商利润不明显所致。同期，俄罗斯焦煤进口量达 2287 万吨，同比+14.98%。

图 29：澳大利亚焦煤进口量有所增长，但体量仍较小 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：俄罗斯焦煤进口量有所增长 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 煤炭 2025 年展望

2.1. 动力煤：国内产量、需求预计仍有增量，进口或高位持平

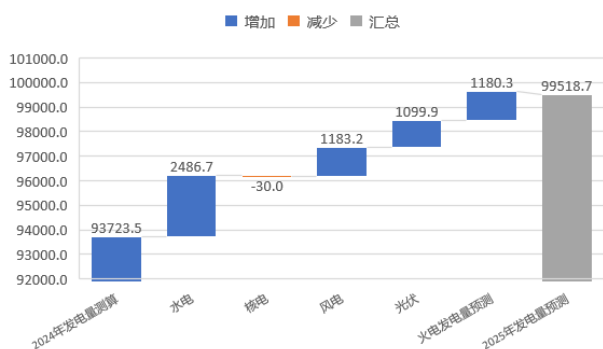
2.1.1. 需求端：预计增速为 1.86%，增量仍集中于电力用煤

动力煤需求主要划分为电力用煤、化工用煤、建材用煤、冶金用煤、供热用煤、其他用煤六个领域，其中占比最高为电力用煤。我们预计 2025 年电力用煤需求仍有一定增量，以下是我们的预测：

总发电量增速或为 6.18%：我们假设明年 GDP 增速与今年的目标 5%持平，电力生产弹性系数取 2018-2023 年的平均值得出 1.237，因此预测明年总发电量增速约为 6.18%。

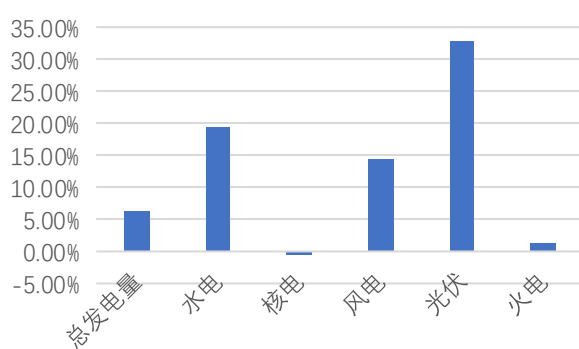
2025 年火电发电量增速预计为 1.62%，电煤消耗增量约为 4516 万吨。在总发电量增速 6.18% 的基础上，我们根据不同电源 2024 年最新的装机容量，以及其 2018-2023 年的发电小时数平均值，大致计算出 2025 年的发电量，分别得出 2025 年水电增速约为 19.52%，核电增速约为 -0.68%，风电增速约为 14.49%，光伏发电量增速约为 32.72%，最终得出火电发电量增速约为 1.62% 的预测，根据 2018-2023 年的供电煤耗率，预计电煤消耗量增量约为 4516 万吨。

图 31：2025 年总发电量增量预测 单位：亿千瓦时



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2025 年各电源电量增速预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

供热用煤、化工用煤均采用 2019-2023 年平均增速，供热用煤方面考虑到目前气候不稳定性有所提高所以延续了此前的增速，我们假设 2025 年增速为 5.21%。化工用煤方面考虑到煤化工是新疆、宁夏的重点发展产业，因此我们假设化工用煤将延续此前增速，我们预计 2025 年增速为 7.69%。

建材用煤和冶金用煤降幅或有所收窄，其他用煤假设持平：主要是考虑到自从 24 年 9 月份以来宏观政策逐步出台，今年 11 月人大常委会审议通过近年来最大化债举措，央行也将加大货币政策逆周期调节力度，且 2024 年土地成交面积降幅有所收窄，由此明年地产新开工降幅有降低的可能性，因此建材用煤和冶金用煤降幅或将有所收窄。

2.1.2. 供给端：国内产量预计有所增长，进口或高位持平

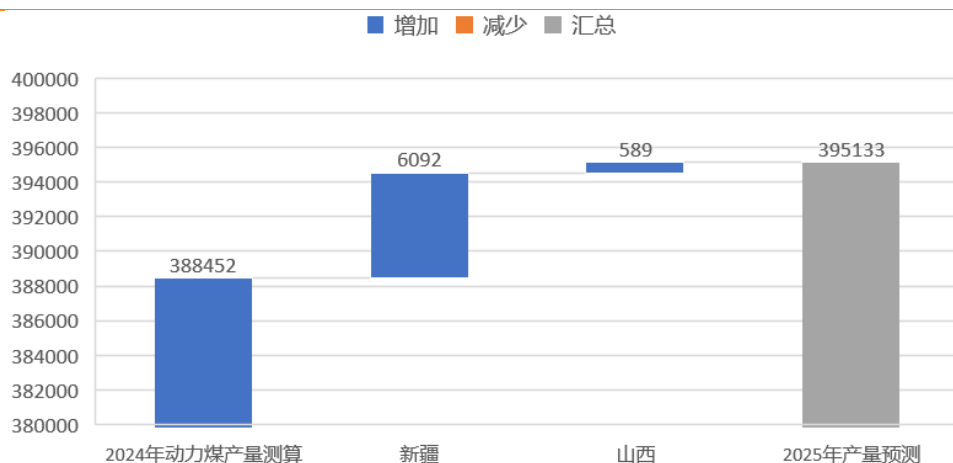
国内产量：明年增速预计为 1.76%，增量集中于新疆、山西

我们假定内蒙、陕西产量持平，新疆、山西原煤产量有所增长：根据 2022 年 5 月，新疆维吾尔自治区人民政府印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，规划十四五末新疆地区原煤产能达到 4.6 亿吨以上。此外据经济观察报报道，预计未来 10 年新疆煤炭产能都会保持增长，有望达到 10 亿吨产能。预计十四五的目标已经达成，我们预计 2024 年新疆原煤产量或将超过 5 亿吨，在这个基础上假定 2030 年新疆可以完成 10 亿吨的目标，且 2025-2030 年期间每年的增量一致，那么 2025 年原煤产量有约 7404 万吨的增长，幅度约为 13.3%。

我们预计山西原煤产量有所增长，预计 2025 年山西省会维持与 2024 年同样的目标 13 亿吨原煤，增量大约为 1213 万吨左右，幅度约为 0.9%。

两省原煤增量合计约为 8618 万吨，基于 2024 年洗煤率及山西动力煤比例测算，我们预计 2025 年动力煤国内产量增量约为 6681 万吨，达到 39.51 亿吨，同比+1.72%。

图 33：2025 年动力煤仍有一定增量，增量来源主要集中于新疆 单位：万吨



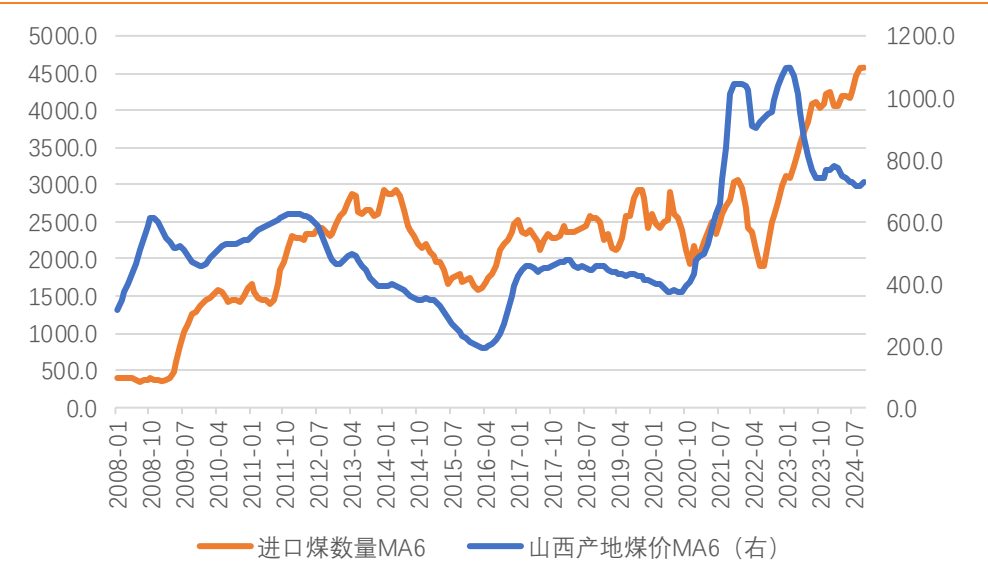
资料来源：Wind，天风证券研究所

进口量：预计高位持平

通常来说在供给回升、价格中枢回落的背景下，由于进口煤贸易商面临利润缩窄，进口量大概率呈现下滑趋势，从历史数据我们也可以看到煤价和进口量大致呈现一致趋势。

图 34：通常在供需出现过剩、价格下跌期间，进口量会随价格一同回落

主坐标轴单位：万吨 次坐标轴单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

但明年在供给略微上升的基础上，进口量未必会有所下滑，核心原因是电煤长协比例下滑。根据 2023 年电煤中长期合同签订履约工作的通知，2023 年的发电企业电煤长协签约比例，原则上是按照 2022 年国内耗煤量的 105% 要求的，进口煤高的电厂考虑进口替代情况可进一步放宽比例。随着 2023 年动力煤价格中枢往下走，2024 年电煤长协签约比例要求同样有所放松，变更为以 2023 年国内耗煤量为基数，最低不低于 80%，鼓励按照 100% 签约。此外，在签订对象和覆盖范围、履约监管等方面的要求也有所放松。

按照此政策逻辑推断，2024 年动力煤中枢略有调整的背景下，2025 年的电煤长协签约有所下调符合预期。根据最新政策，每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 75%，2024 年要求是 80%。电厂长协比例签约方面，2024 要求按照最低 80% 签约，并且鼓励按照 100% 签约，2025 年仍要求最低 80%，但并没有提及按照 100% 鼓励签约。履约监管方面，2024 年要求月度履约 80% 以上，季度履约 90% 以上，年度应足额履约。2025 年的月度和季度履约要求一致，但是全年更改为最低不低于 90%。

若电厂可获取的电煤长协资源减少，且进口煤价格通常比国内市场煤价格更低的背景下，电厂存在购买更多进口煤的动机，因此我们认为进口煤数量大致与 2024 年持平，全年预计维持 4 亿吨左右。

表 1：2025 年电煤中长期合同政策相比 2024 年有所宽松（表中仅为部分政策条例的对比）

政策要点 (全国)	2025 年规定	2024 年规定
签约对象及 覆盖范围	1、供应方：所有在产的煤炭企业 2、需求方： 统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂 。鼓励北方集中供暖区域根据实际组织民生供暖企业签订中长期合同	1、供应方：所有在产的煤炭企业 2、需求方： 统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂 。鼓励北方集中供暖区域根据实际组织民生供暖企业签订中长期合同
煤企签订数量要求	1、原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 75% 2、2021 年 9 月份以来的产能核增部分全部要签长协煤。	1、原则上每个煤企任务量不应低于自有资源量的 80% 2、2021 年 9 月份以来的产能核增部分全部要签长协煤。
发电企业签约要求	以本企业 2023 年 11 月—2024 年 10 月的国内耗煤量（总耗煤量扣除进口煤使用量）为基数，最低不低于签约需求的 80%。	以本企业 2023 年国内耗煤量（总耗煤量减去进口量）为基数，最低不低于的 80%，鼓励按照 100%签约。
履约监管	月度履约率不低于 80%，季度履约率不低于 90%。全年原则上足额履约， 最低不得低于 90%。	月度履约率不低于 80%、季度履约率不低于 90%， 年度应足额履约。

资料来源：国家发改委，今日动力煤公众号，天风证券研究所

2.1.3. 供需平衡表及价格判断

从供需平衡表的角度来看，我们预计 2025 年动力煤总供给（国内产量+进口量）将增加 6015 万吨，幅度约为 1.40%。总需求预计增加约 7144 万吨，幅度约为 1.71%，供需差约为 10222 万吨。

表 2：动力煤供需平衡表 单位：万吨

	动力煤 产量	进口 量	电力用 煤量	建材用 煤量	化工用 煤量	冶金用 煤量	供热 耗煤	其他用 煤量	总供给	总需求	供需差
2016 年	275417	19628	191128	49524	20619	14284	22014	12465	295045	310034	-14989
2017 年	287379	20155	188088	30624	17522	14445	23154	39765	307534	313597	-6063
2018 年	295993	21633	197115	28254	17446	15546	26519	36969	317626	321849	-4223
2019 年	312468	22510	205072	30234	19515	16015	28156	35839	334978	334831	148
2020 年	317954	23137	208568	32236	19985	17255	28938	36867	341091	343848	-2757
2021 年	339912	26857	225418	31310	22128	16941	32431	38106	366769	366334	436
2022 年	370507	22933	236413	29315	23015	17099	29911	38308	393440	374061	19379
2023 年	377435	37252	257321	29093	25186	17659	33733	41170	414687	404162	10525
2024 年 E	388452	40666	265409	27186	29648	16521	35971	43034	429118	417768	11350
2025 年 E	395133	40000	269925	26232	31926	15951	37843	43034	435133	424912	10222

资料来源：Wind，天风证券研究所

成本曲线重点关注疆煤外运&进口煤：疆煤目前依然是供需平衡表的主要供应增量来源，根据我们测算，疆煤外运至重庆的成本约为 750 元/吨。进口方面，印尼煤进口在总进口量占比较高，其低卡煤（4200 大卡）成本中枢 FOB 大约在 60 美元/吨。考虑运费、港杂费后，再折算至 5500 大卡的成本中枢约为 800 元/吨（含税）。

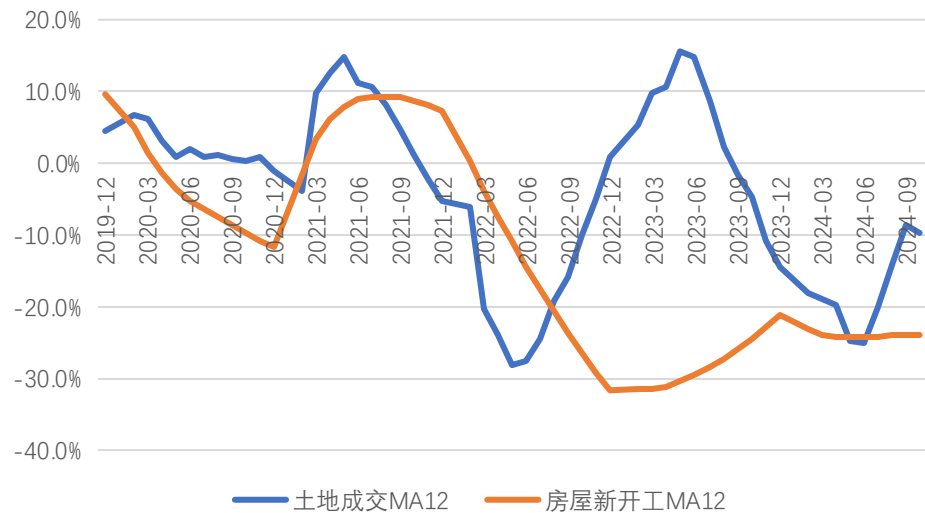
在明年动力煤需求仍有一定增长的假设下，我们不认为煤价会去触碰成本支撑，但在供需平衡表仍显示累库的情况下价格中枢大概率不会上涨，**因此我们认为 2025 年动力煤价格中枢大概率维持在 800-850 元/吨之间。**

2.2. 炼焦煤：供给端国内产量略增，进口略降，需求或出现边际好转

2.2.1. 需求端：负增长幅度有所收窄

从地产角度观察，2024 年土地成交面积依然是负增长，但是负增长幅度大幅收窄。2023 年前十个月全国 100 大中城市全年土地成交累计同比-16.4%，截至 2024 年 10 月，该数据累计同比-8.4%，出现了明显的边际好转。我们认为房地产投资与开发大概率呈现边际好转趋势，对于建筑用钢需求来说，虽然或仍为负增长，但降幅大概率有所收窄。

图 35：土地成交相对于房屋新开工有引领性



资料来源：Wind，天风证券研究所

积极的财政政策背景下，价格传导机制或更为顺畅，投机环节或更活跃：从 11 月提出的地方化债三箭齐发就已初见端倪，分别为 6 万亿置换地方存量隐性债务、4 万亿地方专项债、2 万亿偿还棚改隐性债务。钢铁行业目前亏损面较大，近两年行业的盈利比率比 21 年及之前均有大幅下降。根据今日钢铁公众号，行业负债情况较为严重，从今年某大型钢铁企业破产重整可见一斑，因此我们认为地方化债或能为高负债行业提供一定帮助，低利润的现象或有改善，成本（焦煤）传导通道或将更为顺畅，届时焦煤贸易的活跃度或有望提升，投机需求的提升同样有助于价格中枢的上抬。

钢铁行业有望迎供给侧改革，或将利好上游：国家发改委在 2024 年提出《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，文中提到后续将完善产能调控和产量管理，严格执行钢铁产能置换政策，大气污染防治重点区域钢铁产能只减不增。钢铁产能的控制短期来看或并不利好于双焦需求，但是从中长期来看钢铁行业的利润有望提升，届时焦煤价格将更好传导至下游。

综合上述三点，我们认为 2025 年焦煤需求降幅或将收窄，我们预计全年焦煤需求为 58219.2 万吨，同比减少 300 万吨，幅度为-0.51%。

2.2.2. 供给端：国内产量略增，进口量或略降

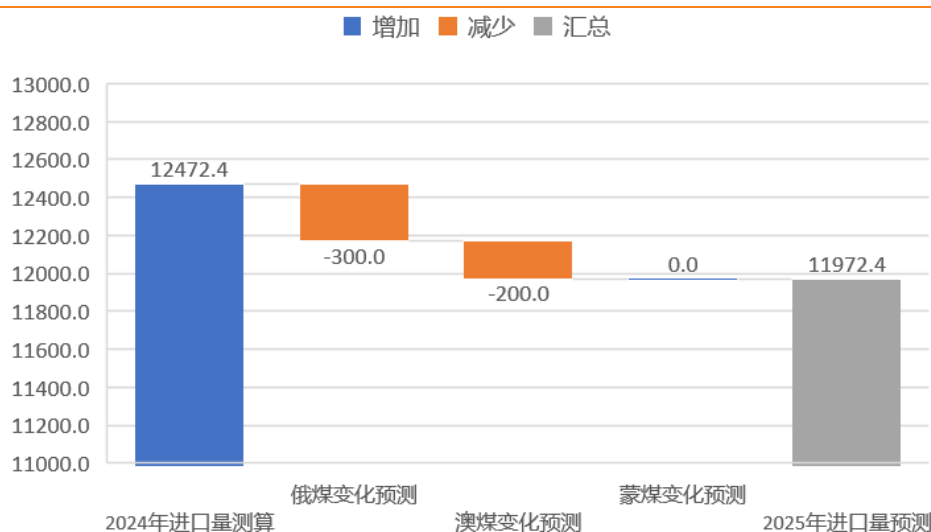
国内产量略增，增量来源主要来自山西：我们预计在今年下半年大幅增产的基础上，山西 2024 年全年原煤产量在 12.88 亿吨左右，略低于今年年初山西省定的 13 亿吨产量目标。鉴于从今年三季度开始的产量较高，且能源局所表示的生产态度较为积极，我们认为 2025 年产量或仍有提升，并且维持与 2024 年一致的产量目标 13 亿吨，同比+0.94%。其中，炼焦煤在山西的产量占比在 41%左右，假设洗煤率在 40.9%左右，炼焦煤商品煤产量增量约为 203 万吨，同比+0.44%。

进口量：进口总量下降，俄煤减少，澳煤略减、蒙煤持平

进口总量或下滑 500 万吨左右：总体来看，在明年国内产量增加，需求仍偏弱的背景下，我们认为焦煤进口需求可能会有所减少，导致整体进口量会有所缩窄。根据我们上述测算，在国内产量增加 203 万吨，需求减少 300 万吨的基础上，进口量大约会被挤出 500 万吨。

进口量变化的结构上，我们认为可能呈现俄煤、澳煤略减、蒙煤持平的格局：俄煤会减少主要还是本文已经论述过的铁路系统性和支付困难两个问题，两个问题结合起来不光给俄煤自身的出口带来困扰，还为购买俄煤的终端带来原料保障不到位的问题，且给贸易商带来较大的贸易风险，因此我们认为若明年出现减量，主要会集中在俄煤。澳大利亚炼焦煤质量较高，具备低灰、低硫、高热值等特点，可以炼出强度较高的焦炭，但是若国内需求明年依然偏弱，我们认为终端可能以经济性原则为先，对优质焦煤的需求可能出现下滑。但出于其产品质量，我们认为澳煤下滑幅度相对较小。

图 36：进口量或有所下降，减量主要集中于俄罗斯和澳大利亚 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合上述两点，我们认为 2025 年焦煤进口总量或下滑 500 万吨，结构上呈现俄煤减少，澳煤略减、蒙煤持平的格局。

2.2.3. 供需平衡表

从供需平衡表来看，我们预计 2025 年焦煤总供给（国内产量+进口量）将减少 297 万吨，幅度约为-0.50%。总需求预计减少约 300 万吨，幅度约为-0.51%，供需差约为 308.9 万吨。

表 3：焦煤供需平衡表 单位：万吨

	焦煤产量	焦煤进口量	焦煤供给	焦煤消费量	供需差
2016 年	43592.5	5923.2	49515.7	53394.1	-3878.4
2017 年	44521.3	6934.6	51455.9	51447.2	8.7
2018 年	43465.3	6489.9	49955.2	51096.0	-1140.8
2019 年	47254.0	7456.8	54710.8	54666.0	44.8
2020 年	48618.5	7262.2	55880.7	55776.0	104.7
2021 年	48944.0	5464.9	54408.9	54537.0	-128.1
2022 年	49176.0	6386.9	55562.9	55618.0	-55.1
2023 年	49034.0	10190.1	59224.1	59146.0	78.1
2024 年 E	46352.2	12472.4	58824.7	58519.2	305.5
2025 年 E	46555.6	11972.4	58528.1	58219.2	308.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 总结及 2025 年价格展望

动力煤复盘：2024 年，动力煤全年呈现前高后低，波动率呈现收窄趋势。在水电发力大幅波动的影响下，电煤需求呈现前弱后强的状态，但是今年在高库存，产量前低后高的影响下，动力煤呈现的季节性特征并不明显，稳定性较高。进口量方面，今年依然呈现持续增长的趋势，从大秦线运量负增长可以看出对国内煤炭销售格局造成了一定冲击。

焦煤复盘：焦煤今年同样呈现前高后低，需求端尽管年内有一定波动，但是整体呈现的是偏弱的趋势，这也导致在 Q2-3 山西逐步复产期间，需求没有承接住增量供给，库存被动上升，价格承压下跌。整体来看，进口量同样呈现持续上升的趋势，其中蒙煤仍为主力进口来源国。

动力煤展望：展望 2025 年，我们认为动力煤需求仍有一定增量，且增量集中于电力用煤。供给端增量主要集中于新疆，少部分在山西，进口量大概率高位持平。整体来看，供需矛盾并不明显，因此我们认为价格不会出现大幅度波动，结合成本支撑以及整体供需，我们认为 2025 全年动力煤价格中枢维持在 800-850 元/吨。

焦煤展望：焦煤明年或呈现供需双弱的趋势，需求明年或仍负增长，但出于各方面都有一定利好因素，需求端或有边际好转，降幅相对 2024 年或有所收窄。供给端国内产量或有所上升，主要是因为山西省积极的生产态度所致，进口量或有一定挤出效应，有所下降，供给整体呈现略微下降趋势。

4. 风险提示

- 1) 美国大选后政策不确定性：若美国新政府推行提高传统化石能源供给能力，降低进口依赖，存在能源价格下跌的可能性。
- 2) 供给超预期增长：若煤炭产量、进口量超预期增长，价格存在超预期下跌的可能性。
- 3) 需求弱于预期：若房建、用电、化工等需求弱于预期，价格存在超预期下跌的可能性。
- 4) 海外需求弱于预期：若海外需求弱于预期，且海外煤炭价格领先下跌，存在进口量超预期导致国内煤价超预期下跌的可能性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com