

行业攻守兼备，锚定确定性价值

投资评级：推荐（维持）

---煤炭行业2025年度投资策略报告

华龙证券研究所 煤炭行业

分析师：景丹阳

SAC执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

联系人：彭越

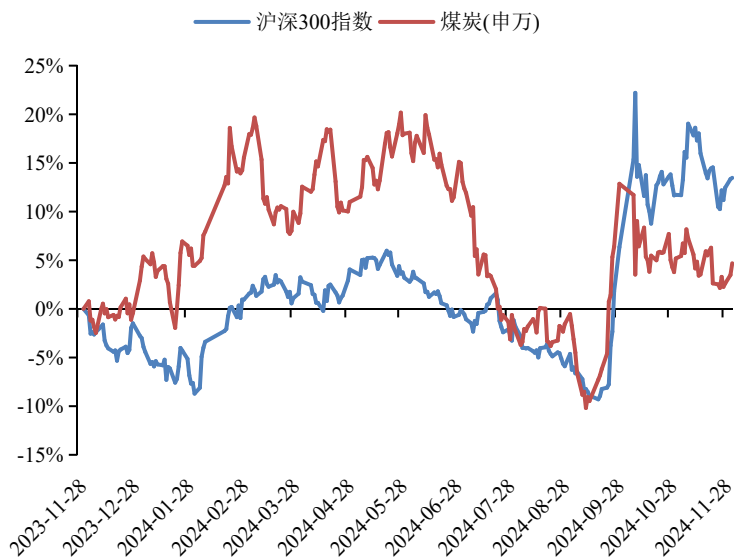
SAC执业证书编号：S0230124010004

邮箱：pengy@hlzq.com

2024年12月04日

证券研究报告

截至2024年12月03日近一年市场走势



煤炭行业与沪深300表现对比 (2024. 12. 03) (单位: %)

表现	1M	3M	12M
煤炭行业	-0.47	6.54	4.68
沪深300	1.56	21.04	13.47

相关报告

《动力煤环比盈利改善，焦煤承压静待拐点—煤炭行业2024年三季度报综述》
2024. 11. 11

《电煤日耗环比提升，库存仍维持较高水平—煤炭行业周报》2024. 11. 11

《煤价短期震荡，静待需求释放—煤炭行业周报》2024. 11. 05

- **供给端：**
- **国内方面**，在2024年违规超产问题进行大规模专项整治后，预计2025年安全生产监督工作将保持常态化进行，大规模减产可能性较低，2025年长协要求放松将增加市场煤供应，高长协履约比例龙头企业的市场煤供应弹性有望增加，预计2025年供给有望保持平衡充裕，内蒙及新疆产区仍为全国煤炭增产主要关注地区，但随着煤炭资源的深度开发，行业面临资源接续日趋紧张，地质构造异常复杂等问题导致开采成本上升，使整体供给增长维持有限空间。
- **进口方面**，进口煤的补充可以有效平衡煤炭资源分布不均等资源错配等问题，煤炭进口量增加有效拓展了能源供应渠道，平衡了国内外煤炭价格，降低沿海电厂用煤成本。预计2025年国际煤价大幅涨价可能性较低，进口煤量有望保持高位。
- **需求端：**
- **动力煤方面**，火电作为煤炭下游需求的主要行业，发电量增幅虽然不及其他品种且受新能源挤压占比下降，但火电作为能源“压舱石”托底作用不改，对电煤消费形成有力支撑，未来预计在电力消费持续上涨的背景下，火电发电量仍维持小幅上涨，对电煤消耗形成支撑。非电方面，化工行业2024年动力煤消费量占比超过建材行业，成为非电需求的主要来源，国内外需求共振有望支撑化工行业动力煤消费量维持高位。
- **炼焦煤方面**，板块修复整体受到宏观政策提振及市场需求恢复影响，近期政策从降准、降房贷利率、化债等方面，进一步支持经济稳增长。随着下游钢铁行业集中度提升，供需关系及终端需求改善，行业盈利能力修复，炼焦煤需求有望打开向上空间。
- **投资建议：**煤价经历2023年5月、2024年4月两次800元/吨压力测试支撑明显，稳健的资产和充足的现金流是煤炭企业持续高分红的保障，长期配置性价比不变，有望受益于市值管理指引，维持行业“推荐”评级，建议关注1) 高分红、高长协履约比例稳盈利优质龙头：中国神华（601088.SH）、中煤能源（601898.SH）、陕西煤业（601225.SH）；2) 煤电一体平抑价格波动公司：新集能源（601918.SH）、电投能源（002128.SZ）；3) 高弹性高成长：山煤国际（600546.SH）、晋控煤业（601001.SH）；4) 估值较低且具备增量公司：兖矿能源（600188.SH）、甘肃能化（000552.SZ）；5) 主焦占比较高有望超跌反弹公司：淮北矿业（600985.SH）、平煤股份（601666.SH）、山西焦煤（000983.SZ）。
- **风险提示：**煤炭产能大量释放，生产成本大幅上升，需求改善不及预期，政策不及预期，宏观经济波动风险，国际煤价大幅波动，数据的引用风险。

表：重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票名称	2024/12/3 股价（元）	EPS（元）				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601088.SH	中国神华	40.23	3.00	3.02	3.11	3.16	9.6	13.3	12.9	12.7	增持
601898.SH	中煤能源	12.66	1.47	1.46	1.54	1.56	6.4	8.7	8.2	8.1	增持
601225.SH	陕西煤业	24.07	2.19	2.24	2.38	2.47	9.5	10.7	10.1	9.7	未评级
601918.SH	新集能源	7.74	0.81	0.88	0.95	1.12	6.5	8.8	8.1	6.9	未评级
002128.SZ	电投能源	20.57	2.03	2.49	2.64	2.84	7.0	8.3	7.8	7.2	未评级
600546.SH	山煤国际	12.68	2.15	1.49	1.64	1.75	8.1	8.5	7.7	7.3	未评级
601001.SH	晋控煤业	14.20	1.97	1.79	1.91	1.97	6.3	7.9	7.4	7.2	未评级
600188.SH	兖矿能源	14.80	2.71	1.59	1.78	1.93	8.3	9.3	8.3	7.7	未评级
000552.SZ	甘肃能化	2.83	0.32	0.40	0.42	0.46	9.4	7.1	6.7	6.2	买入
600985.SH	淮北矿业	14.65	2.51	1.99	2.26	2.50	6.6	7.3	6.5	5.9	未评级
601666.SH	平煤股份	10.50	1.71	1.13	1.33	1.47	6.7	9.3	7.9	7.1	未评级
000983.SZ	山西焦煤	8.20	1.19	0.72	0.82	0.89	8.3	11.5	10.0	9.2	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（中国神华、中煤能源、甘肃能化业绩为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自Wind一致预期）

目录

1

2024年行情回顾

2

供给端：储备稳定充裕，增产空间有限

3

需求端：受益于政策发力及宏观经济复苏

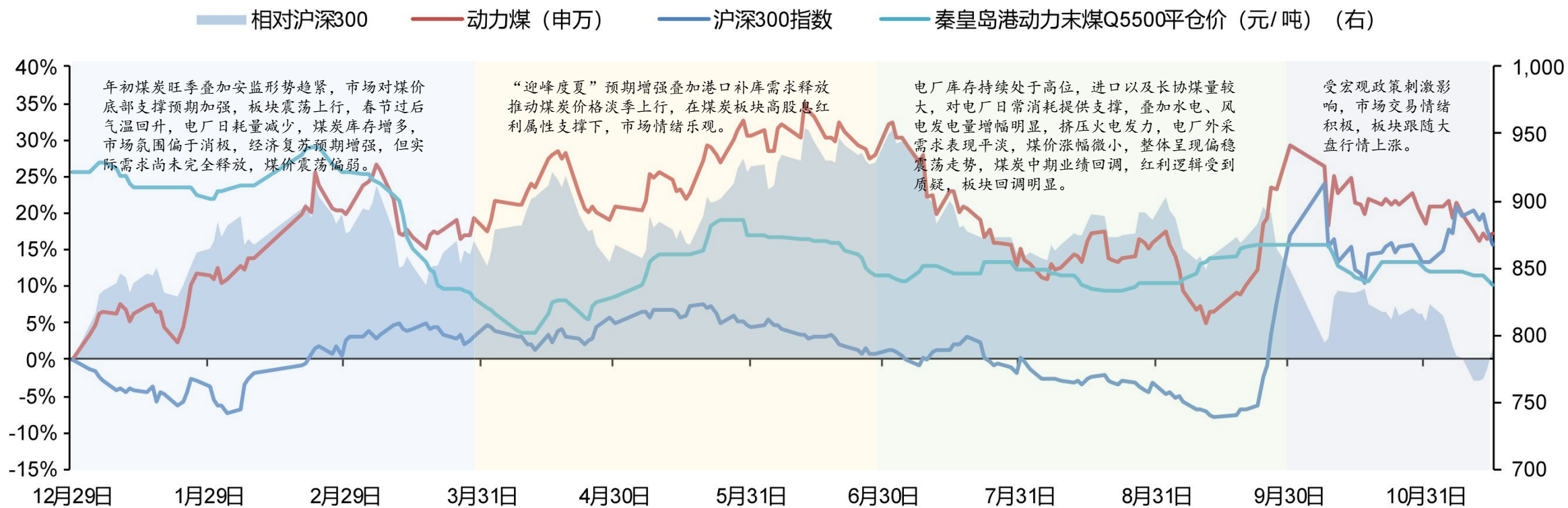
4

投资建议

5

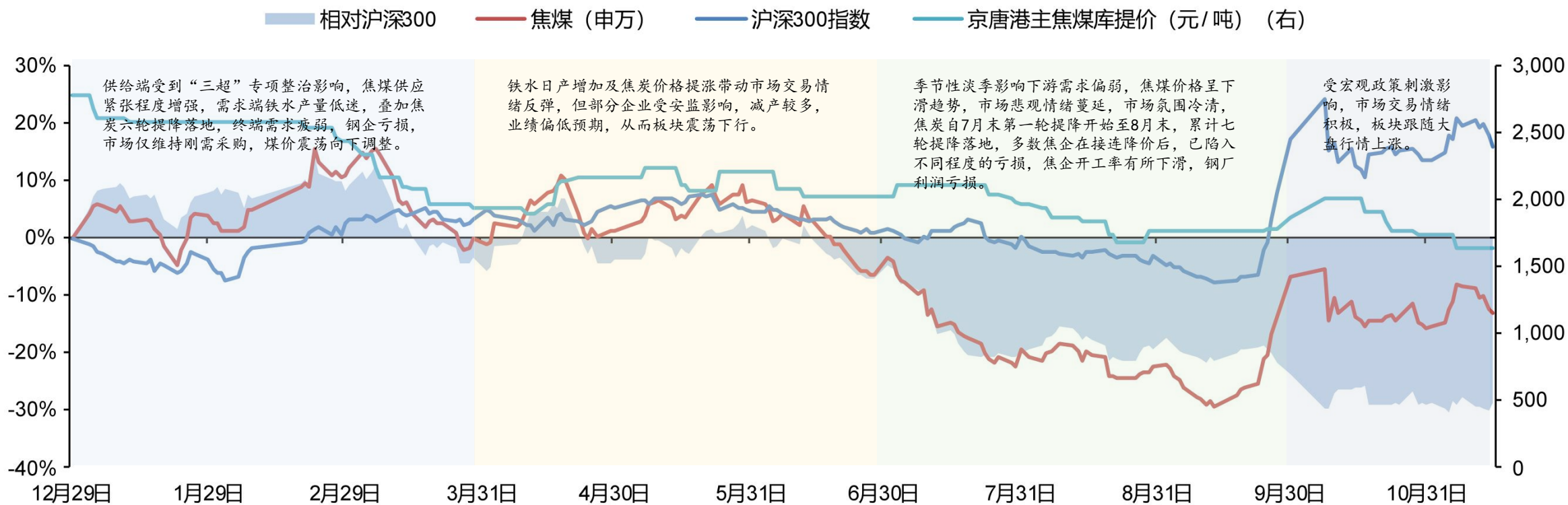
风险提示

图1:2024年动力煤板块行情表现



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2:2024年炼焦煤板块行情表现



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

2024年行情回顾

2

供给端：储备稳定充裕，增产空间有限

3

需求端：受益于政策发力及宏观经济复苏

4

投资建议

5

风险提示

- 2024年3月，国家能源局印发《2024年能源工作指导意见》明确了2024年全国能源工作的主要目标，坚持把保障国家能源安全放在首位，截至2024年10月，煤炭稳产增产目标基本实现，全国原煤累计产量为38.92亿吨，同比增加1.64%。2024年上半年，在山西省开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的影响下，1月至7月原煤累计产量同比下降，随着下半年安全检查专项整治结束，原煤复产增产显著提升。2024年10月，国家矿山安全监察局关于印发《矿山安全生产举报奖励实施细则》的通知，核心旨在通过奖励机制鼓励社会公众参与矿山安全生产的监督，及时发现并消除安全隐患。在2024年违规超产问题进行大规模专项整治后，预计2025年安全生产监督工作将保持常态化进行，大规模减产可能性较低，供给有望保持平衡充裕。

表1：全国原煤产量及同环比增速（亿吨）

日期	单月产量				累计产量			
	2024年	2023年	环比	同比	2024年	2023年	环比	同比
2月					7.05	7.34		-3.94%
3月	3.99	4.17		-4.29%	11.06	11.53	56.76%	-4.12%
4月	3.72	3.81	-6.93%	-2.57%	14.76	15.27	33.49%	-3.34%
5月	3.84	3.85	3.28%	-0.42%	18.58	19.12	25.89%	-2.83%
6月	4.05	3.90	5.61%	3.92%	22.66	23.01	21.94%	-1.52%
7月	3.90	3.78	-3.70%	3.40%	26.57	26.72	17.28%	-0.56%
8月	3.97	3.82	1.58%	3.76%	30.52	30.51	14.88%	0.04%
9月	4.14	3.93	4.52%	5.47%	34.76	34.42	13.88%	0.98%
10月	4.12	3.89	-0.64%	5.93%	38.92	38.29	11.98%	1.64%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 分产区来看，山西省2024年上半年根据“三超”整治要求，煤矿全年或月度原煤产量不得超过核定（设计）生产能力幅度的10%，导致山西原煤产量同比有所下降，但下半年专项检查结束，产量累计同比降幅从3月的-18.5%逐渐收窄至9月的-8.0%，预计2024年全省煤炭产量稳定在13亿吨左右，比2023年减产约7500万吨左右。截至2024年9月，内蒙古/陕西/新疆原煤累计产量较去年同比增加5.7%/1.6%/18%，新疆铁路部门数据显示，截至2024年10月24日，新疆铁路疆煤外运量达7005.38万吨，同比增长51.7%，运量、增幅均创历史新高，受到新疆煤炭外运能力提升以及新疆煤制油气、煤制烯烃、煤基新材料等产业集群快速发展的影响，新疆原煤增产显著。预计2025年内蒙及新疆产区仍为全国煤炭增产主要关注地区。

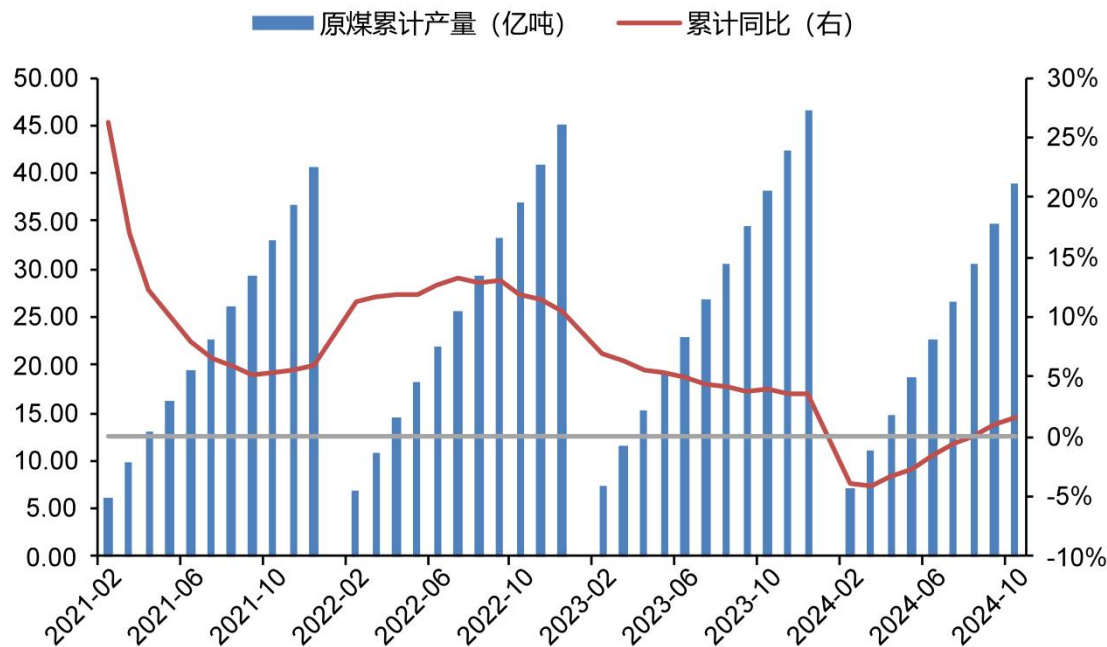
表2：2024年分地区原煤累计产量及同比（万吨）

	山西	yoy	内蒙	yoy	陕西	yoy	新疆	yoy
03月	27162	-18.5%	32404	3.7%	17733	-0.8%	12167	7.6%
04月	36923	-16.8%	42490	4.2%	24231	-0.1%	15812	5.6%
05月	47391	-14.9%	52545	3.3%	30865	0.6%	19591	6.8%
06月	58789	-13.3%	63387	4.4%	37553	0.8%	24018	13.6%
07月	70039	-11.0%	73806	4.8%	43938	1.3%	28103	15.0%
08月	81322	-9.4%	84079	5.0%	50452	1.2%	32393	15.7%
09月	93366	-8.0%	94950	5.7%	57333	1.6%	37298	18.0%

数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

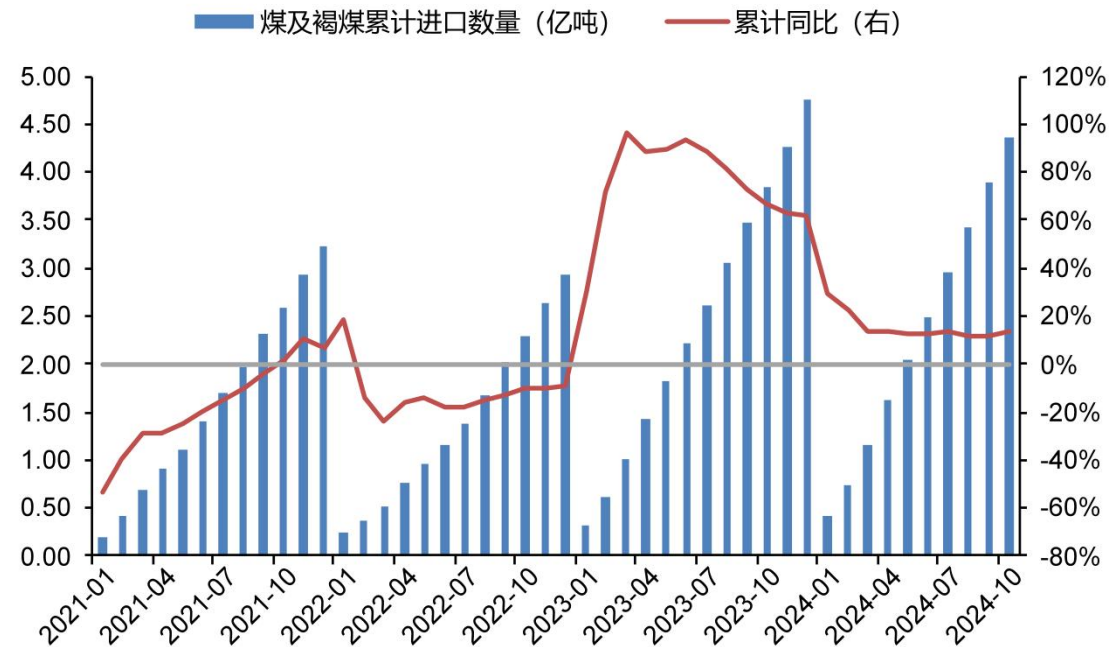
截至2024年“三超”和隐蔽工作面整治之前，2021年至2023年全国原煤累计产量及同比增速均呈正增长，对应累计产量分别为40.71、44.96、46.58亿吨，同比增加5.92%、10.43%、3.62%，2023年原煤产量增幅小幅收窄，但整体产量仍维持高位，除安检趋严影响原煤供给外，2023年以来进口煤大幅增加也对原煤产量形成挤压，2024年原煤进口量在2023年高基数下仍维持正增长。

图3:全国原煤累计产量及累计同比增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4:全国原煤进口量及累计同比增速

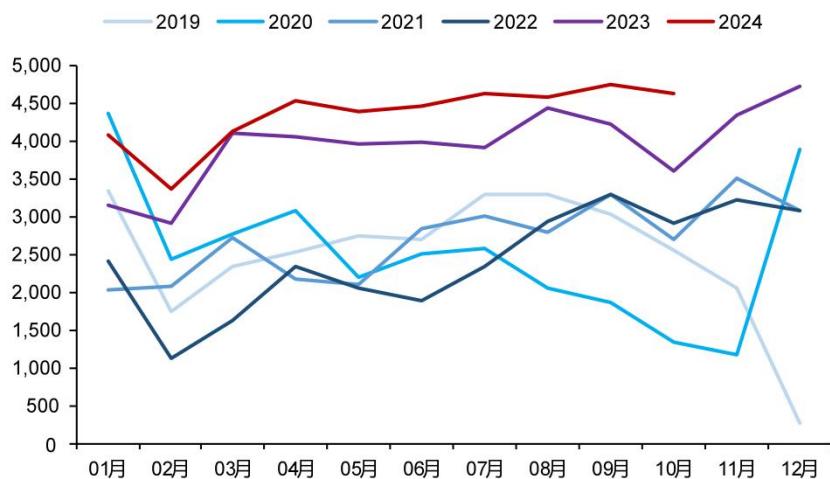


数据来源：Wind，华龙证券研究所

02 煤炭进口量新高，能源供应渠道有效拓展

- 全国煤炭当月及累计进口量增长显著，进口煤的补充可以有效平衡煤炭资源分布不均等资源错配等问题，煤炭进口量增加有效拓展了能源供应渠道，平衡了国内外煤炭价格，降低沿海电厂用煤成本。截至2024年10月，煤炭当月进口量为4625万吨，同比增加28.50%，累计进口量为4.35亿吨，同比增加13.51%，国际煤价大幅涨价可能性较低，四季度有望较国产煤延续价格优势，预计2024年原煤进口量有望达到5亿吨。

图5:全国煤炭进口数量当月合计(万吨)



数据来源: 钢联数据, 华龙证券研究所

表3: 煤炭进口量及同环比增速(万吨)

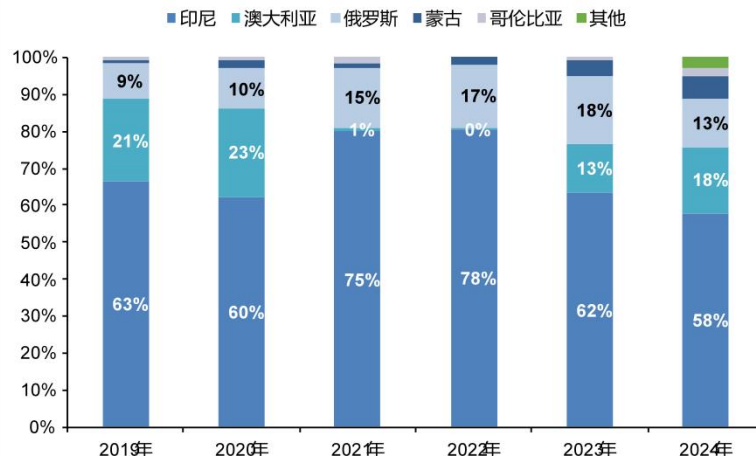
日期	单月进口量				累计进口量			
	2024年	2023年	环比	同比	2024年	2023年	环比	同比
1月	4077	3147		29.54%	4077	3147		29.54%
2月	3375	2916	-17.23%	15.74%	7452	6063	82.77%	22.90%
3月	4138	4116	22.62%	0.53%	11590	10179	55.53%	13.86%
4月	4525	4068	9.36%	11.25%	16115	14247	39.05%	13.11%
5月	4382	3958	-3.17%	10.71%	20496	18204	27.19%	12.59%
6月	4460	3987	1.80%	11.88%	24957	22191	21.76%	12.46%
7月	4621	3926	3.60%	17.70%	29578	26117	18.52%	13.25%
8月	4584	4433	-0.79%	3.42%	34162	30550	15.50%	11.82%
9月	4759	4213	3.80%	12.96%	38921	34763	13.93%	11.96%
10月	4625	3599	-2.82%	28.50%	43546	38362	11.88%	13.51%

数据来源: 钢联数据, 华龙证券研究所

- 截至2024年10月，印尼/澳大利亚/俄罗斯/蒙古/哥伦比亚/其他国家动力煤进口数量累计占比分别为58%/18%/13%/6%/2%/3%，进口量同比分别+5.7%/+55.9%/-16.1%/+56.5%/+236.0%/+25.6%，由于澳大利亚煤炭同比占比增加，印尼煤炭进口量占比较2023年62%下降至58%，但印尼煤累计进口量仍较2023年同期增长1015万吨。

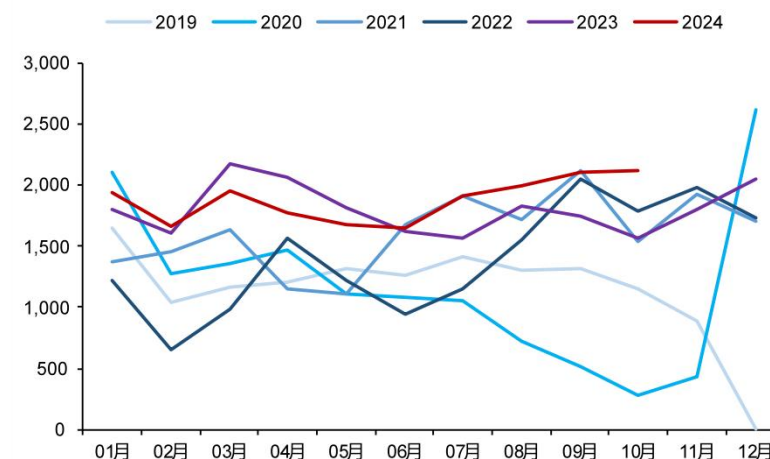
- 截至2024年9月，动力煤（广义）累计进口量为1.68亿吨，同比增加9.08%，动力煤当月进口均价为651.68元/吨，且进口均价自2024年初呈显著下降趋势，较国产煤价格降幅明显。

图6:动力煤：全球→中国进口占比（累计前10月）



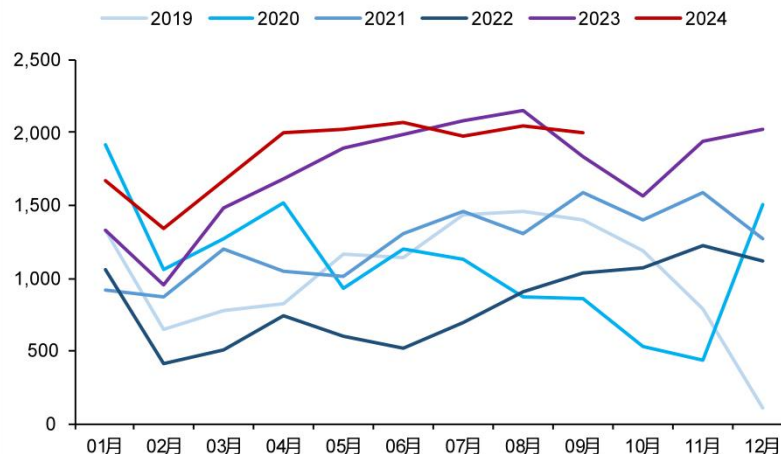
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图7:动力煤：印尼→中国当月进口数量（万吨）



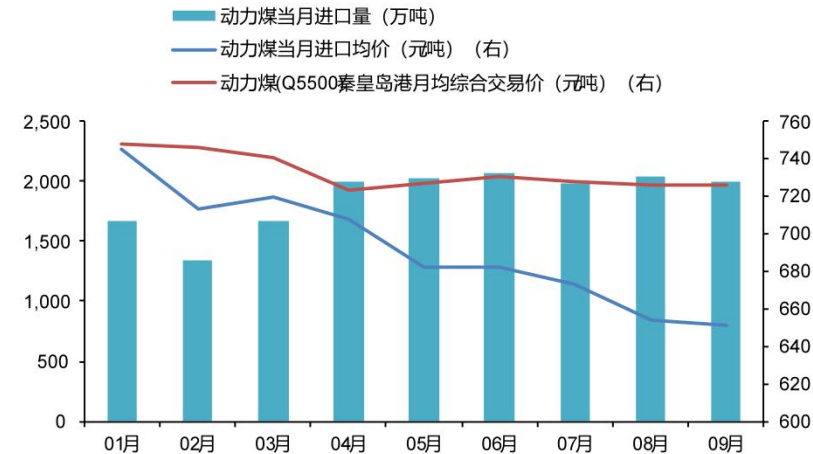
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图8:动力煤（广义）：当月进口数量（万吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图9:动力煤：当月进口量及国内外价格



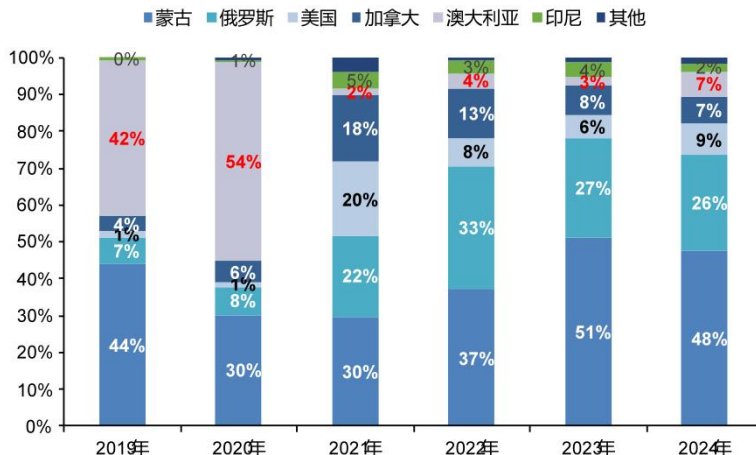
数据来源：Wind，华龙证券研究所

02 蒙古炼焦煤进口量占比排名靠前，进口价格优势稳定

- 截至2024年10月，蒙古/俄罗斯/美国/加拿大/澳大利亚/印尼/其他国家动力煤进口数量累计占比分别为48%/26%/9%/7%/7%/2%/2%，进口量同比分别+14.5%/+18.0%/+78.6%/+10.4%/+233.3%/-34.0%/+57.0%。由于澳大利亚煤炭同比占比增加，蒙古煤炭进口量占比较2023年51%下降至48%，但蒙古煤累计进口量仍较2023年增长599万吨。

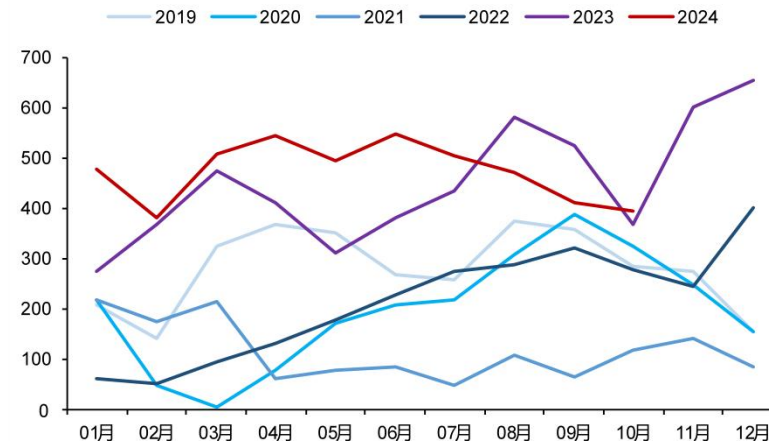
- 截至2024年9月，炼焦煤当月进口量为8,898.88万吨，同比增加22.36%，炼焦煤当月进口均价为1036.70元/吨，较国内价格优势明显。

图10: 炼焦煤：全球→中国进口占比（累计前10月）



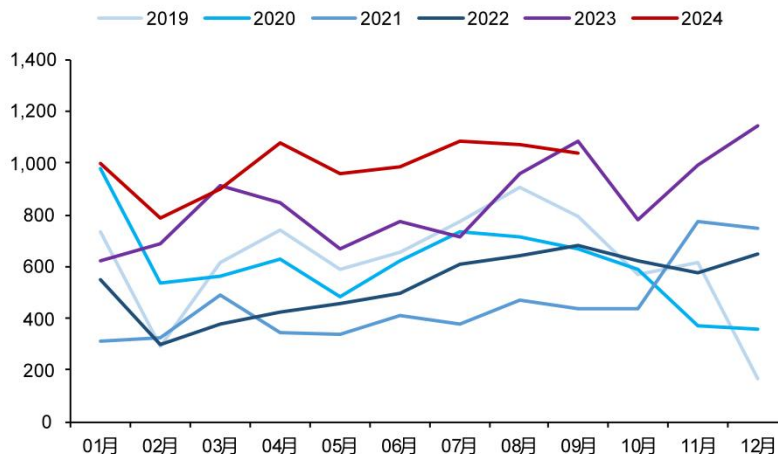
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图11: 炼焦煤：蒙古→中国当月进口数量（万吨）



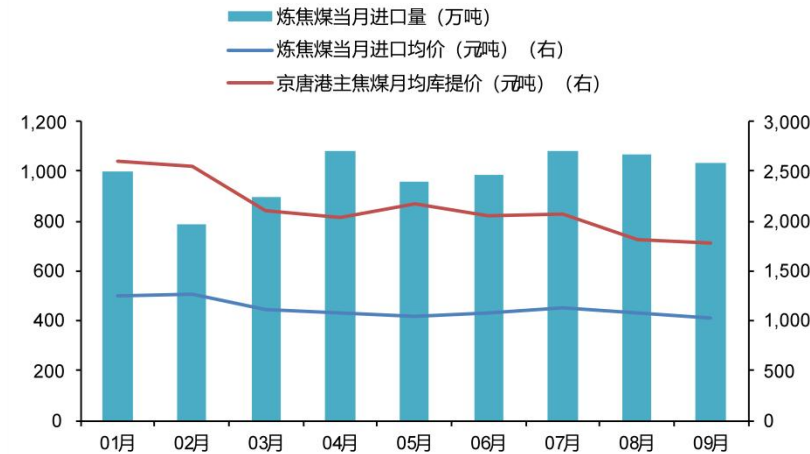
数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图12: 炼焦煤：当月进口数量（万吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图13: 炼焦煤：当月进口量及国内外价格

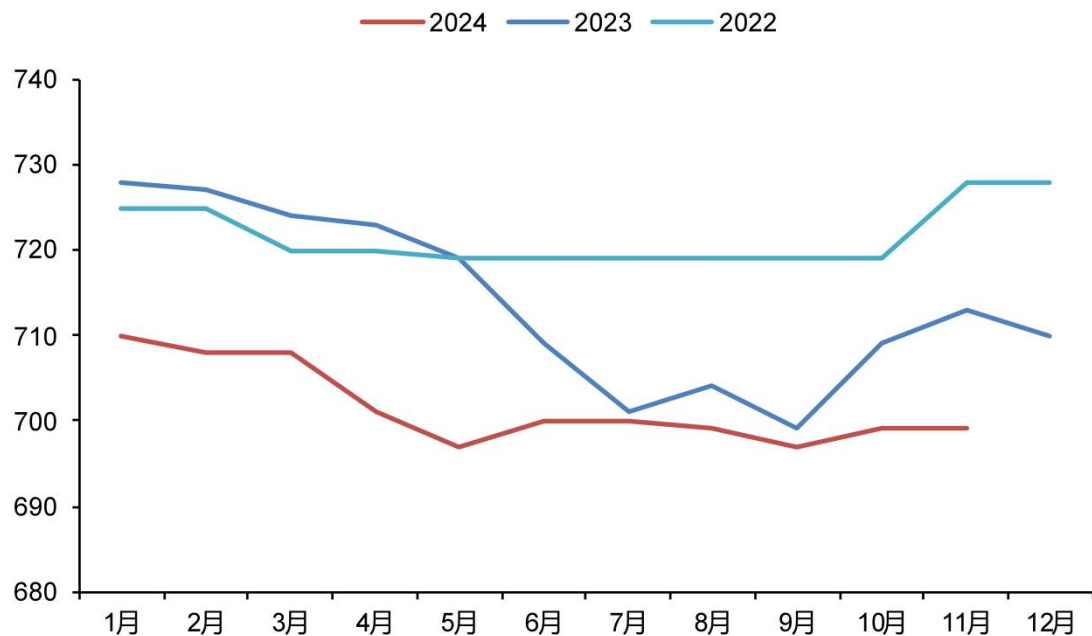


数据来源：Wind，华龙证券研究所

02 长协要求放松，市场煤供应弹性预计增加

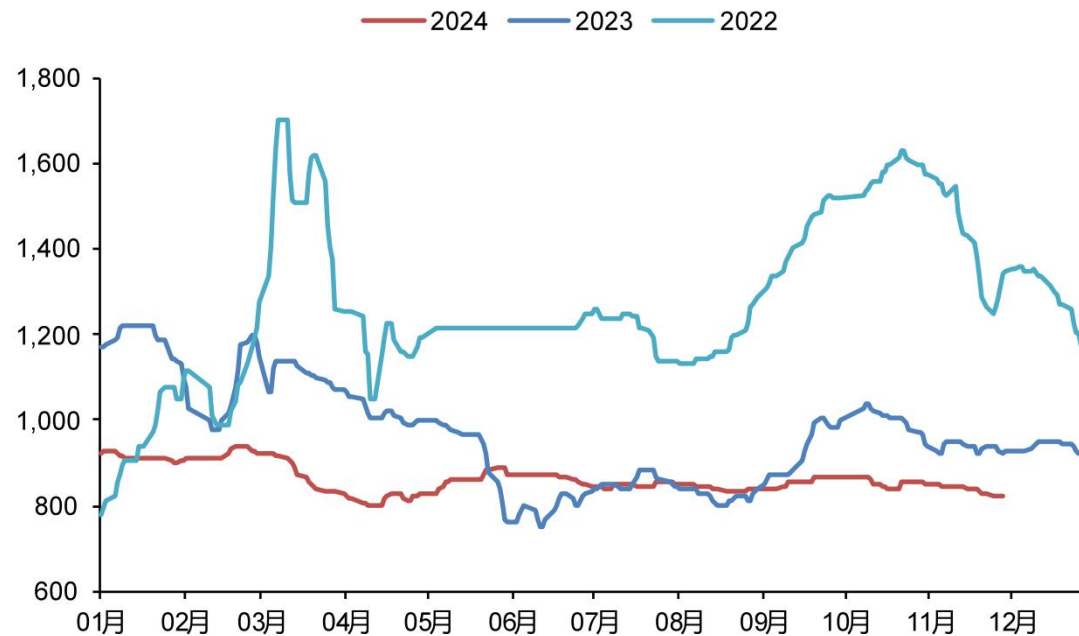
- 国家发展改革委办公厅印发《关于做好2025年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，对2025年电煤中长期合同的签订履约工作作出了系统安排。2025年主要变化为：第一，煤炭企业任务量从不低于自有资源量80%下调至75%，并增加对煤矿安全生产能力的考量。第二，全年履约要求从“全年足额完成履约任务”调整为“全年原则上足额履约，最低不得低于90%”。总体来看，2025年长协要求放松将增加市场煤供应，高长协履约比例龙头企业的市场煤供应弹性有望增加。

图14: 秦皇岛港年度长协价: 动力煤(Q5500) (元/吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

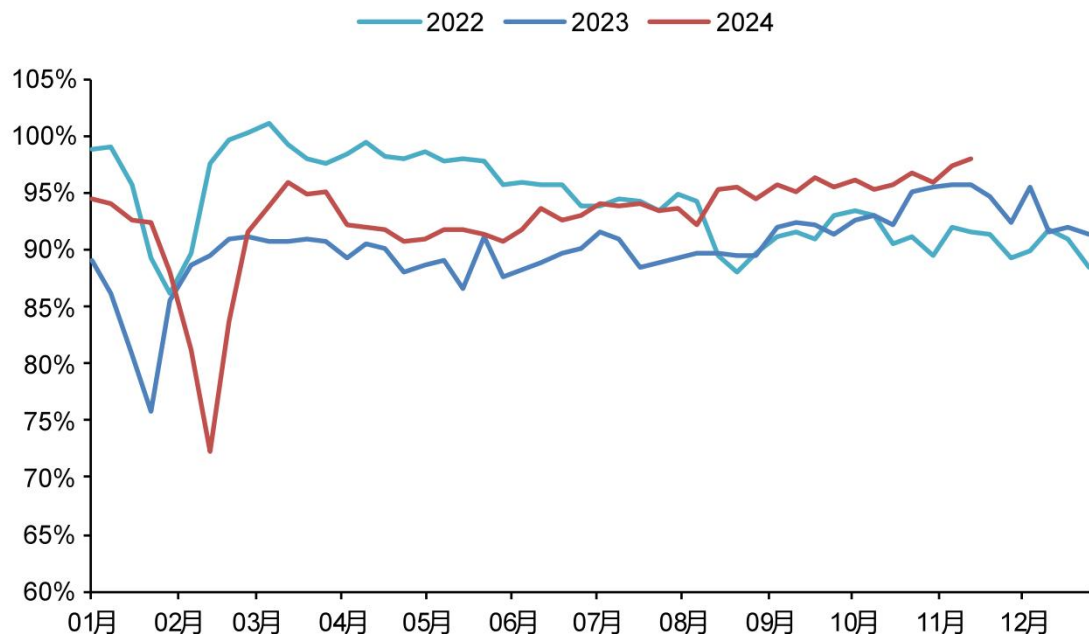
图15: 秦皇岛港平仓价: 动力末煤(Q5500, 山西产) (元/吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

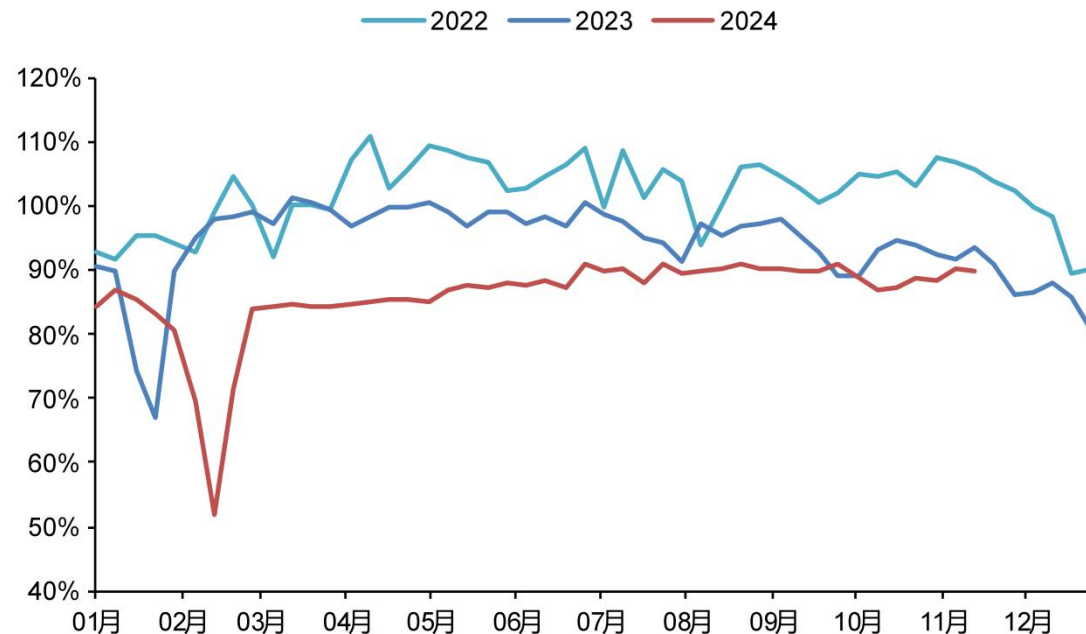
- 煤炭产能释放受到政策调控、安全生产要求及宏观经济等多重因素影响，煤炭作为我国的主体能源，产能利用保持高位，在能源保供中，起到“压舱石”和“稳定器”的作用。截至2024年11月15日，动力煤方面，461家样本矿山产能利用率为98.10%，同比增加2.4pct，炼焦煤方面，522家样本矿山开工率为89.78%，同比减少3.66pct，炼焦煤样本矿山开工率受到安全检查趋严影响，同比有所回落。2024年4月2日，国家发展改革委发布了《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》，旨在建立煤矿产能储备制度，增强供应保障能力。这一政策的实施通过有序核准建设产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度煤炭产能储备，从而增强供给的弹性和韧性，预计2025年矿山产能利用率随储备政策的实施及宏观需求复苏，仍将保持高位，但随着煤炭资源的深度开发，行业面临资源接续日趋紧张，地质构造异常复杂等问题导致开采成本上升，使整体供给增长维持有限空间。

图16:动力煤: 461家样本矿山产能利用率



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图17:炼焦煤: 522家样本矿山开工率



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

目录

1

2024年行情回顾

2

供给端：储备稳定充裕，增产空间有限

3

需求端：受益于政策发力及宏观经济复苏

4

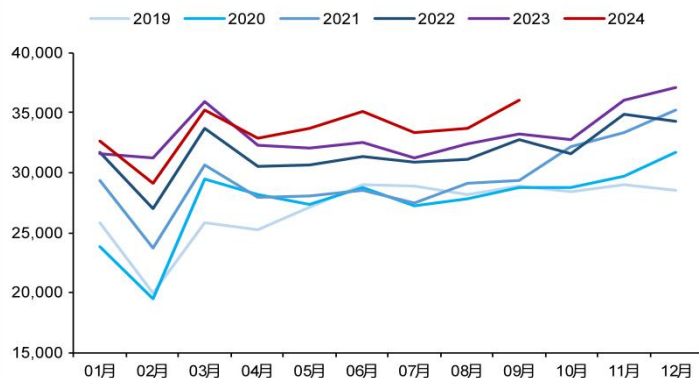
投资建议

5

风险提示

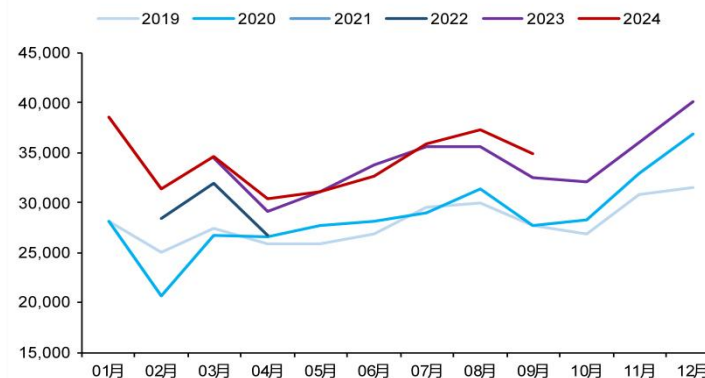
- 2024年动力煤供需整体呈同比双增趋势，供给先降后增需求整体稍弱。一季度安监趋严叠加煤炭消费旺季影响，动力煤供需缺口达到7,497万吨，较2023年-411万吨增幅显著；二季度电煤需求淡季，非电需求较为疲软，整体需求不及2023年同期，供需缺口为-7,780万吨，较2023年-2,932万吨降幅显著；三季度动力煤旺季不旺，迎峰度夏水电出力较强，对火电需求有所挤压，供需缺口为4,777万吨，较2023年6,824万吨同期缺口收窄，煤价整体平稳，旺季反弹有限。

图18:动力煤: 当月总供给(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图19:动力煤: 当月总需求(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图20:动力煤当月供需缺口(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图21:2024年动力煤总需求、总供给及供需缺口对比(万吨)



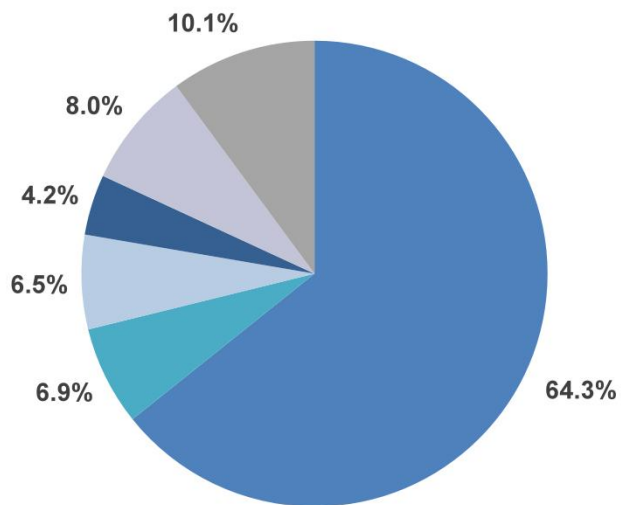
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

03 电煤消费量占比维持高位，化工煤创造需求增量

- 从需求结构来看，截至2024年9月，动力煤累计消费量为305940万吨，同比增加3.29%，其中电力/化工/建材/冶金/供热/其他行业消费量分别为196590/21085/20011/12858/24483/30913万吨，同比增加3.14%/17.71%/-6.56%/-6.45%/6.63%/4.53%，累计占比分别为64.3%/6.9%/6.5%/4.2%/8.0%/10.1%。前三季度动力煤消费量同比小幅增加，电煤消费量维持稳定及高占比，化工煤消费量显著提升，建材、冶金行业消费回落。

图22:动力煤累计消费量占比（截至2024年9月）

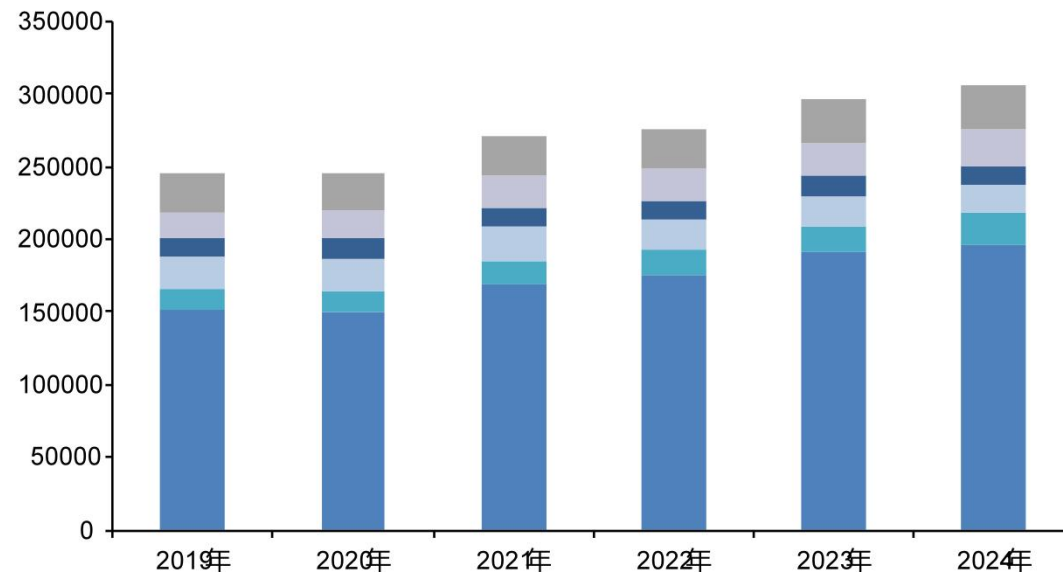
■ 电力行业 ■ 化工行业 ■ 建材行业 ■ 冶金行业 ■ 供热行业 ■ 其他行业



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图23:动力煤累计消费量占比走势（万吨）（截至2024年9月）

■ 电力行业 ■ 化工行业 ■ 建材行业 ■ 冶金行业 ■ 供热行业 ■ 其他行业

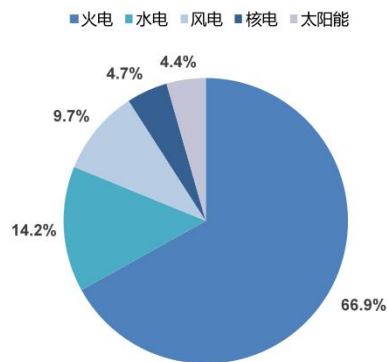


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 火电发电量维持小幅上涨，对电煤消耗形成支撑

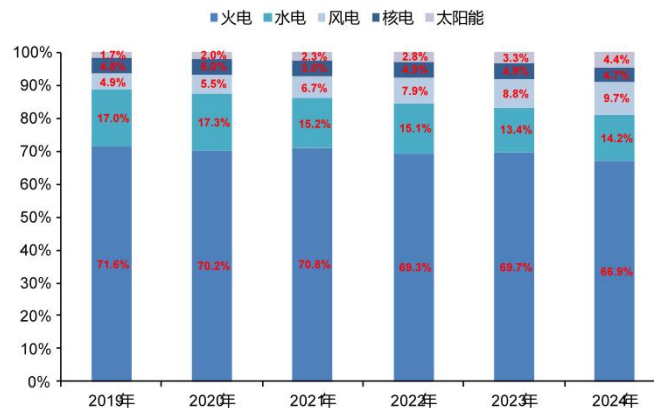
- 电力需求方面，截至2024年10月，全国总发电量累计值为78027.20亿千瓦时，同比增加6.41%，整体维持较高增速，其中，火电/水电/风电/核电/太阳能分别同比增加2.26%/13.22%/18.00%/1.55%/42.55%，从近几年全国前10个月发电量累计值占比来看，火电占比自2019年71.6%回落至2024年66.9%，《2024—2025年节能降碳行动方案》中指出，下一步我国将继续加大非化石能源开发力度，重点建设沙漠、戈壁、荒漠的大型风电光伏基地，有序开发海上风电，要求至2025年底，全国非化石能源发电量占比达到39%左右。火电作为煤炭下游需求的主要行业，发电量增幅虽然不及其他品种且受新能源挤压占比下降，但火电作为能源“压舱石”托底作用不改，对电煤消费形成有力支撑，截至2024年10月，火电累计发电量达到52230.5亿千瓦时，同比增加2.26%，占全国发电总量66.9%，未来预计在电力消费持续上涨的背景下，火电发电量仍维持小幅上涨，对电煤消耗形成支撑。

图24:主要能源发电量占比（截至2024年10月）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图25:主要能源发电量占比走势（截至2024年10月）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

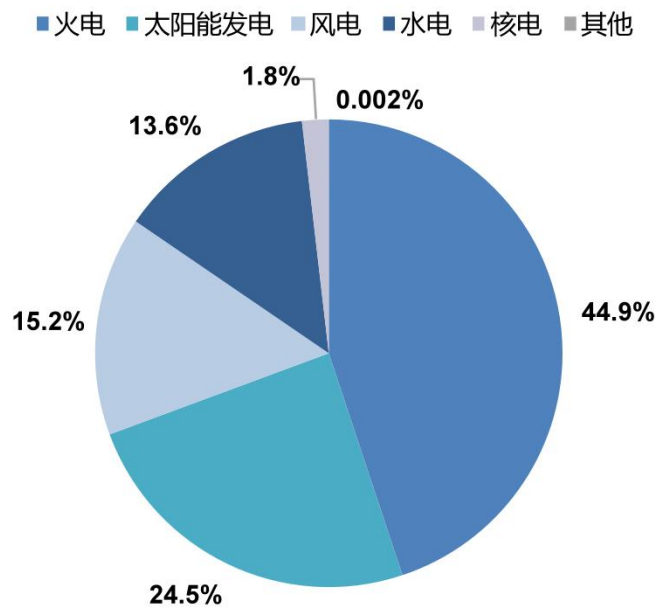
图26:火电发电量累计值及同比增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

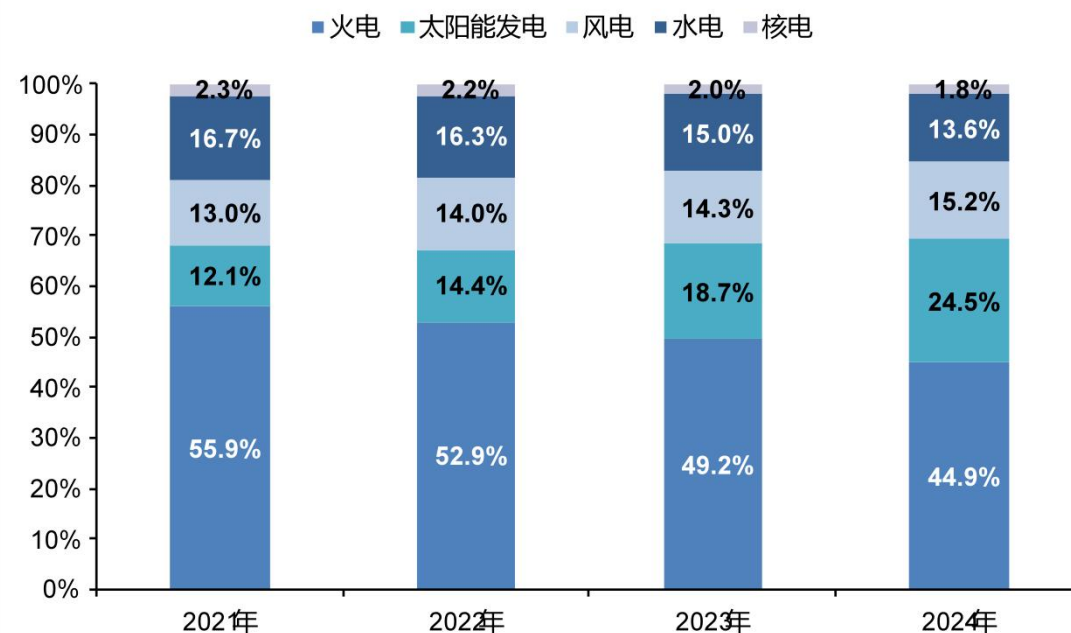
- 从发电机装机容量占比来看，截至2024年9月，全国发电装机容量为315,976万千瓦，同比增加13.20%，其中火电/太阳能/风电/水电/核电分别为141,860/77,292/47,955/43,055/5,808万千瓦，同比增加3.35%/48.31%/19.82%/2.64%/2.33%，累计占比分别为44.9%/24.5%/15.2%/13.6%/1.8%。火电的装机容量同比小幅增加，但结构占比逐年呈下降态势，太阳能发电的装机容量占比显著上升，在能源转型进程中，清洁能源的比重正逐步提高，但火电仍为电力系统稳定运行的基石。2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过《中华人民共和国能源法》，能源法提出，“国家优化煤炭开发布局和产业结构，鼓励发展煤矿矿区循环经济，优化煤炭消费结构，促进煤炭清洁高效利用，发挥煤炭在能源供应体系中的基础保障和系统调节作用”，赋予了煤炭新的责任，即既要为能源转型给予支撑，又要推动产业转型。

图27:发电装机容量累计占比（截至2024年9月）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

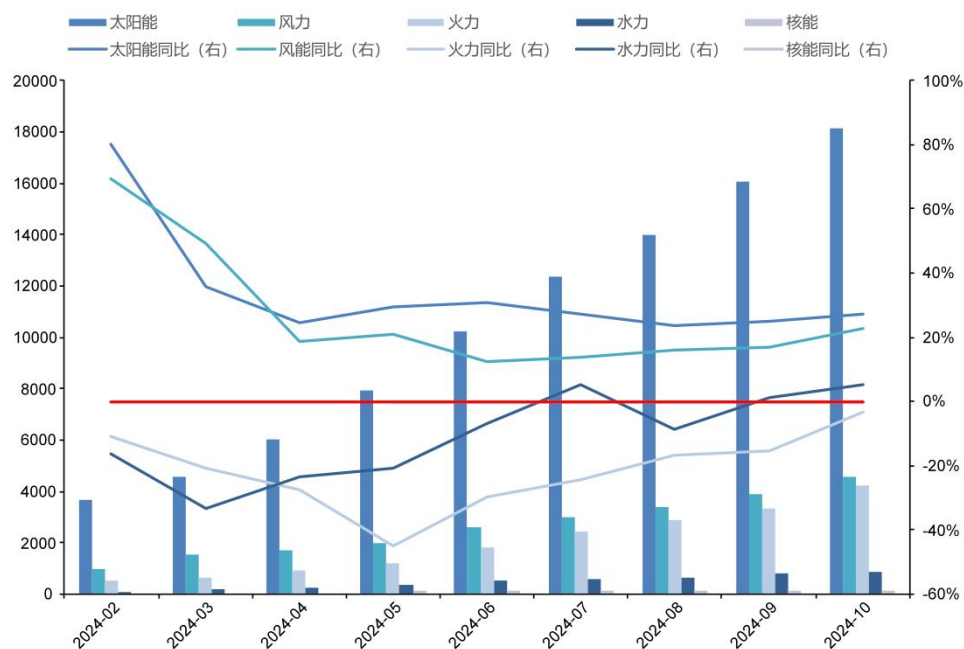
图28:发电装机容量累计占比走势（截至2024年9月）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

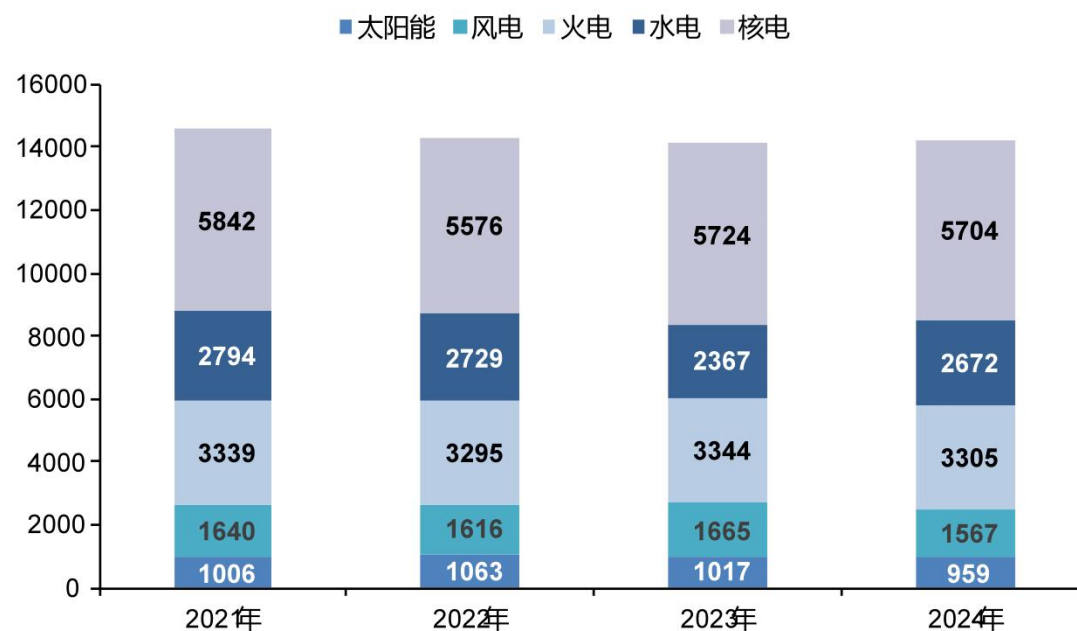
- 从新增发电装机容量来看，截至2024年10月，全国发电设备新增装机容量累计值为27933万千瓦，同比增加12%，其中太阳能/风力/火力/水力/核能分别为18130/4580/4218/887/119万千瓦，同比增加27%/23%/-4%/5%/0%，从发电设备利用小时数来看，截至2024年9月，全国发电设备平均利用小时累计值为2619小时，同比下降3.89%，其中太阳能/风电/火电/水电/核电分别为959/1567/3305/2672/5704小时，同比分别-5.70%/-5.89%/-1.17%/12.89%/-0.35%，在2024年全国装机大幅上升前提下，水电受夏季雨水充沛影响，增幅显著，挤压部分火电需求，但火电利用小时数仍保持稳定，仅呈小幅下降，反映出电力供需格局稳健。

图29:全国发电设备新增装机容量累计值及同比(万千瓦)(截至2024年10月)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图30:发电设备平均利用小时(小时)(截至2024年9月)

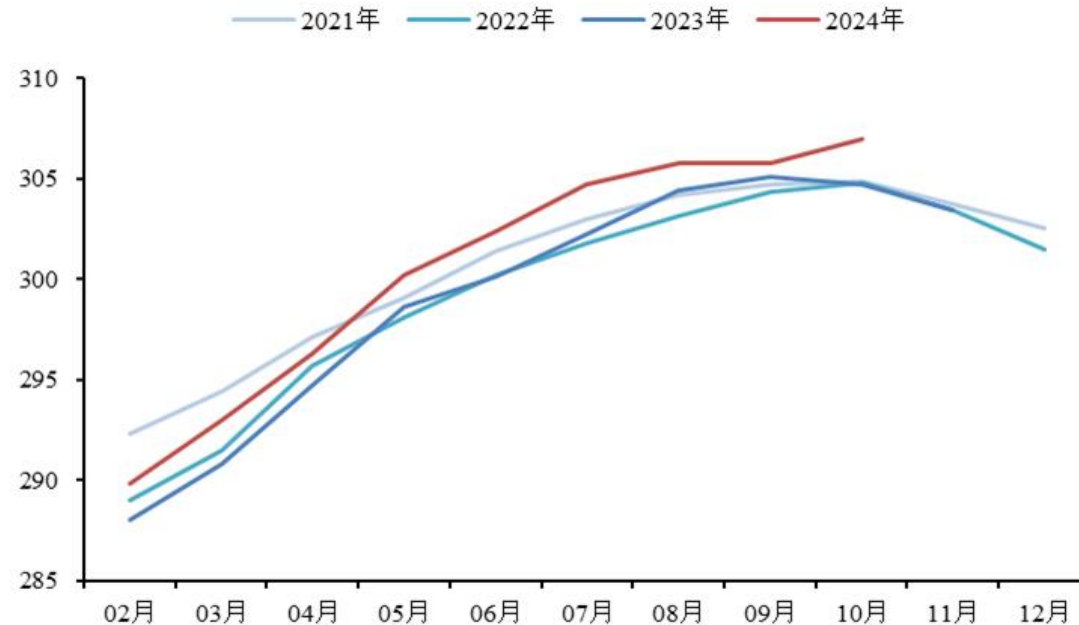
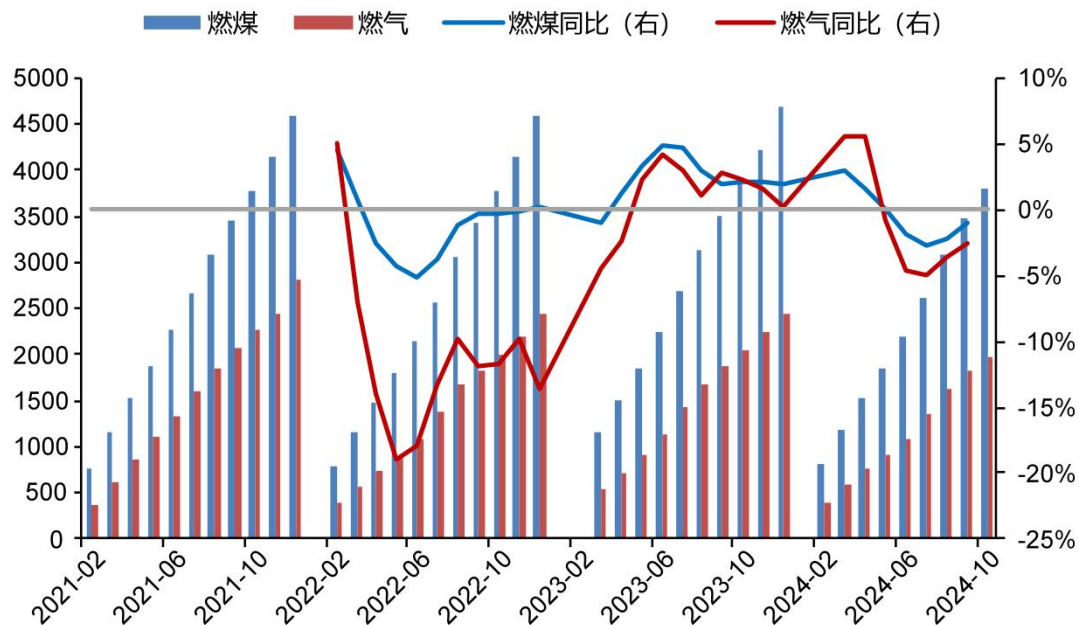


数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 从不同类型火电发电设备平均利用小时来看，截至2024年9月，燃煤及燃气火电发电设备累计平均利用小时分别3469/1828小时，同比分别-0.9%/-2.6%，燃气设备平均利用小时数同比降幅较高，拉低整体火电设备利用小时数，主要由于燃气发电设备通常被用作调峰电源而非基荷电源，在旺季水电充裕情况下，峰值调控需求减少，燃气发电设备作为调峰电源的使用频率会降低。截至2024年10月，全国供电煤耗率累计值为307.0克/千瓦时，同比增加0.75%，预计在煤耗稳定增加的情况下，2025年国内经济复苏将拉动煤炭需求适度增长。

图31:分品种火电发电设备累计平均利用小时及同比（小时）（截至2024年9月）

图32:全国供电煤耗率累计值（克/千瓦时）（截至2024年10月）

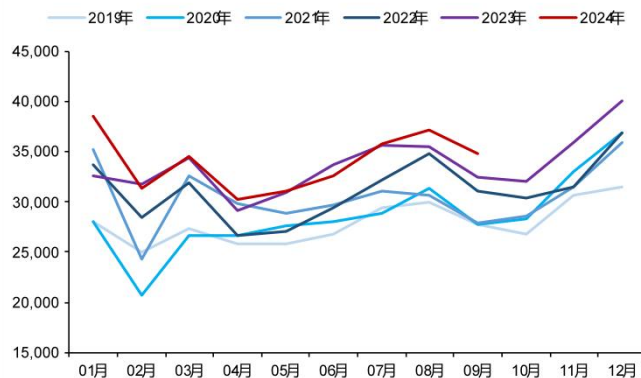


数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

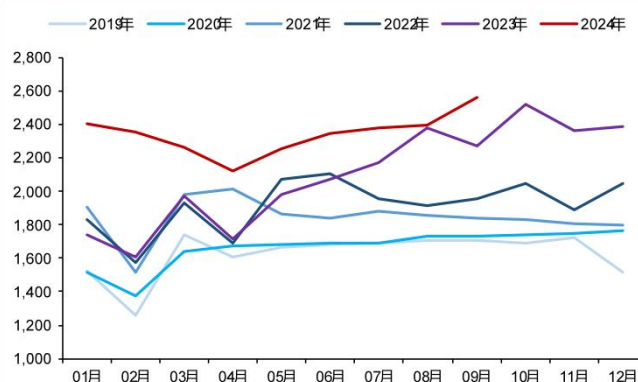
- 非电需求方面，化工、供热及其他行业煤炭消费量同比增长，建材、冶金同比回落。2023年下半年海外化工企业开启主动补库阶段，化工行业煤炭消费量即保持同比显著增长，2024年上半年，大宗商品涨价带动中游化工产品价格回升修复利润，海外化工企业自俄乌战争后，原料物流成本高企，我国全产业链化工品出口成本优势凸显，国内商务部等部门持续推出《推动消费品以旧换新行动方案》《汽车以旧换新补贴实施细则》政策，国内外需求共振有望支撑化工行业煤炭消费量。

图33:动力煤当月消费量(万吨)



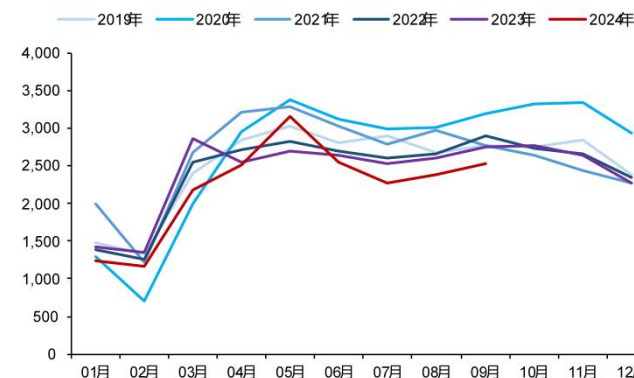
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图34:动力煤当月消费量:化工行业(万吨)



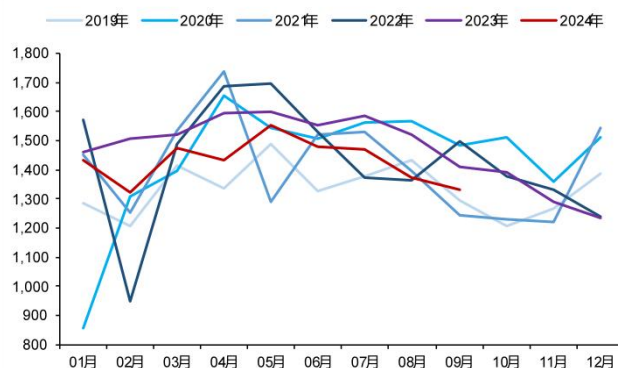
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图35:动力煤当月消费量:建材行业(万吨)



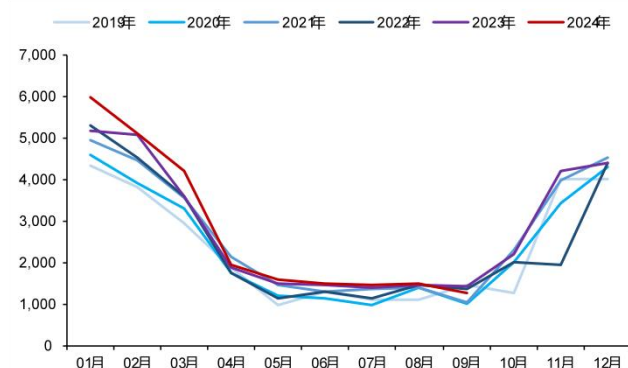
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图36:动力煤当月消费量:冶金行业(万吨)



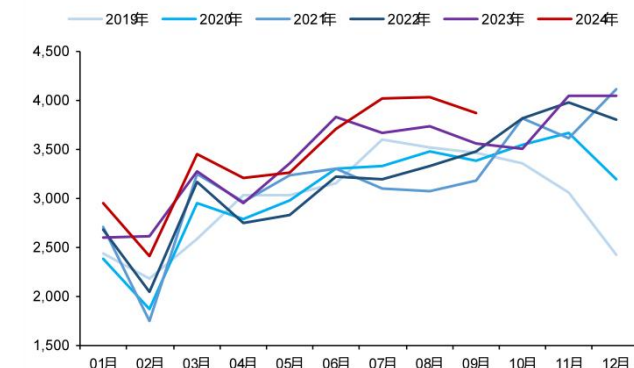
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图37:动力煤当月消费量:供热行业(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

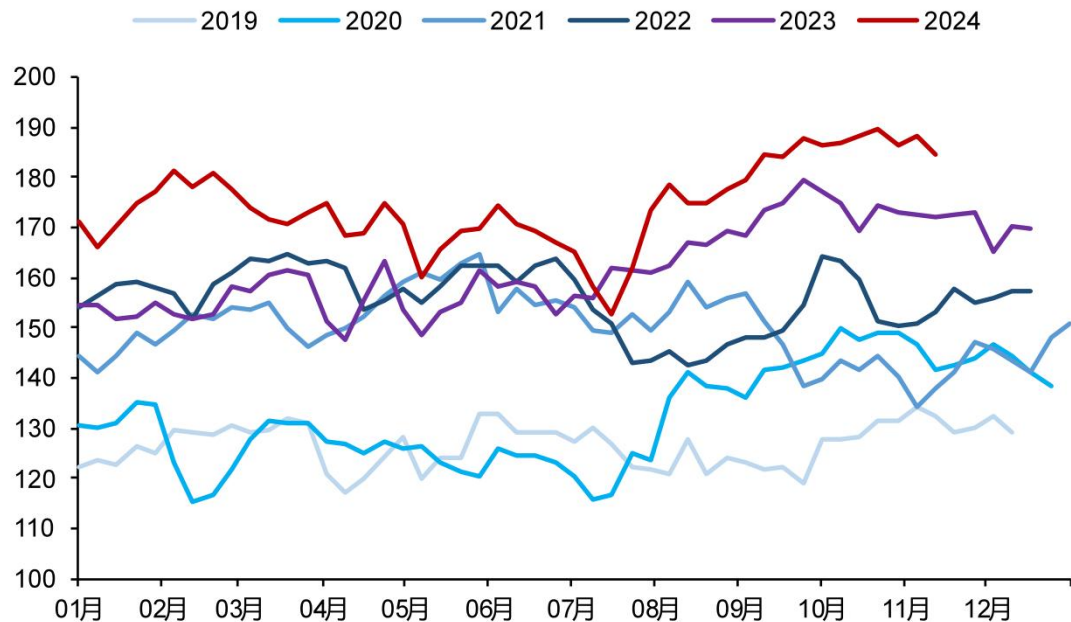
图38:动力煤当月消费量:其他行业(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

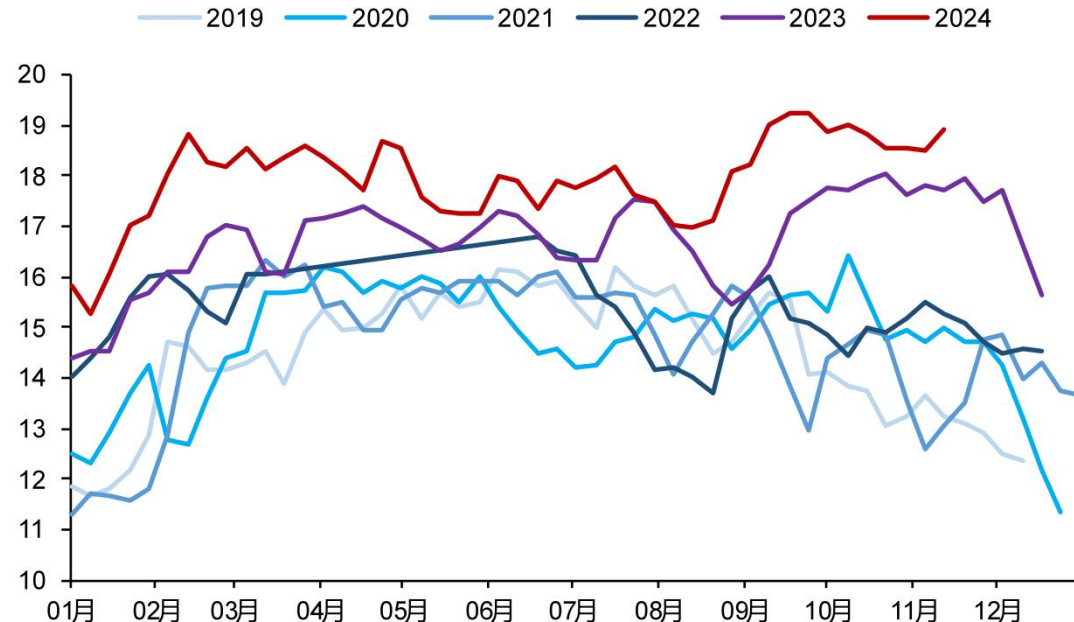
- 化工行业2024年动力煤消费量占比超过建材行业，成为非电需求的主要来源，占比6.9%。甲醇产量保持增长趋势，截至2024年11月29日，全国甲醇产量达8,030.52万吨，同比增长8.35%。全国尿素产量达825.05万吨。同比增长9.91%。

图39:全国甲醇产量(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

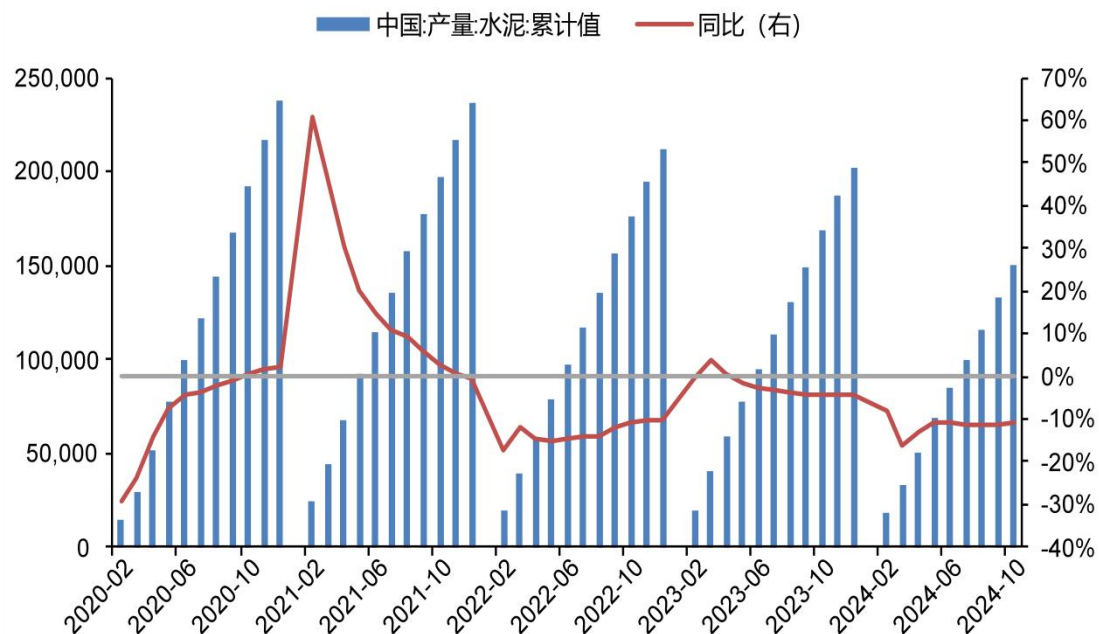
图40:全国尿素产量(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

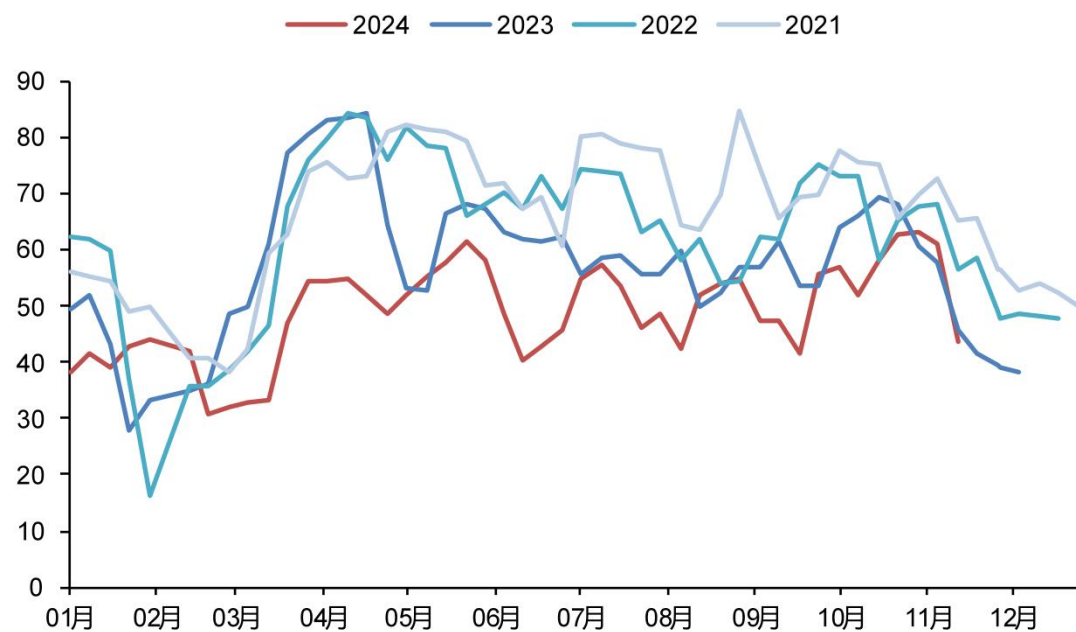
- 建材行业煤炭消费量占比6.5%，同比下降6.56%。2024年受地产拖累，水泥产量同比下降，截至2024年10月末，全国水泥产量为15.01亿吨，同比降低10.96%；水泥熟料全年产能利用率平均48.97%，较2023年的58.38%降低9.41个百分点，最高在11月份为63.17%，最低在2月份，仅为30.96%，水泥生产开工率整体下滑。

图41:全国水泥累计产量及同比 (万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

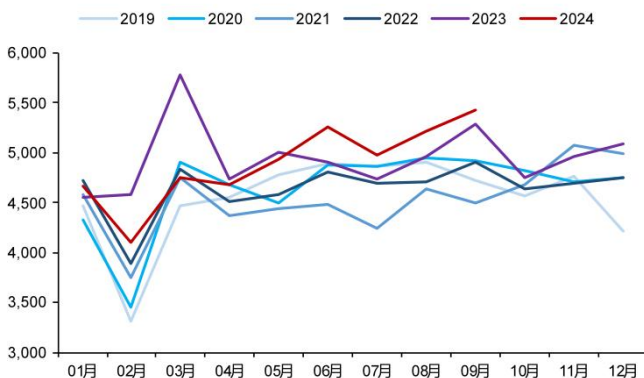
图42:全国水泥熟料产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

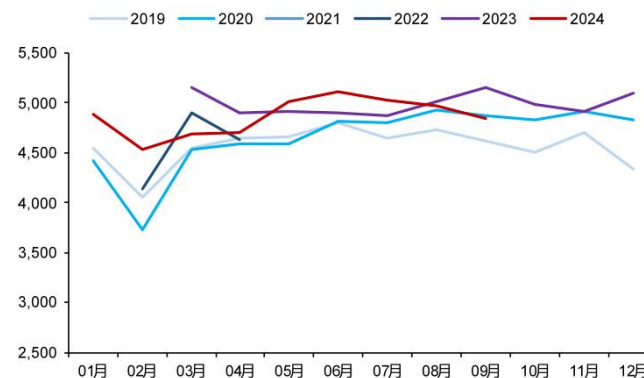
- 2024年炼焦煤供给先降后增，整体需求偏弱。一季度供给端受到“三超”专项整治影响，焦煤供应紧张程度增强，需求端铁水产量低迷，钢企亏损，市场仅维持刚需采购，供给紧缩导致供需缺口达到598万吨。二季度铁水日产增加及焦炭价格提涨带动市场交易情绪反弹，供需缺口为-45万吨，基本平衡。三季度季节性淡季影响下游需求偏弱，焦炭季中累计七轮提降落地，焦企亏损开工率下滑，供需缺口为-789万吨，需求偏弱。

图43:炼焦煤：当月总供给（万吨）



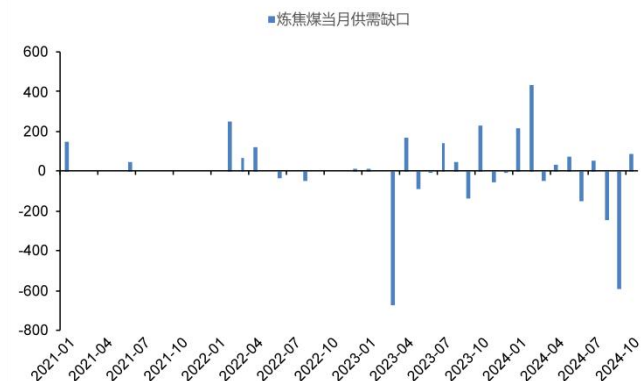
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图44:炼焦煤：当月总需求（万吨）



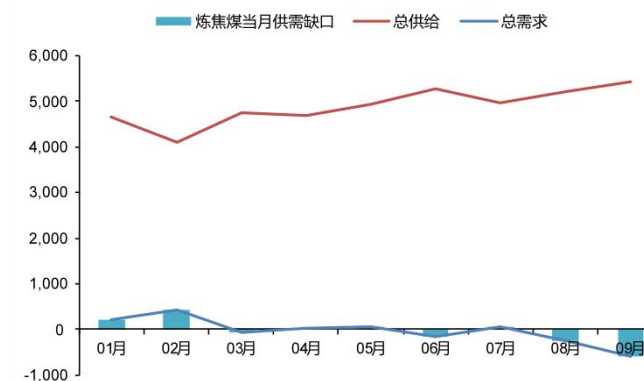
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图45:炼焦煤当月供需缺口（万吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图46:2024年炼焦煤总需求、总供给及供需缺口对比（万吨）

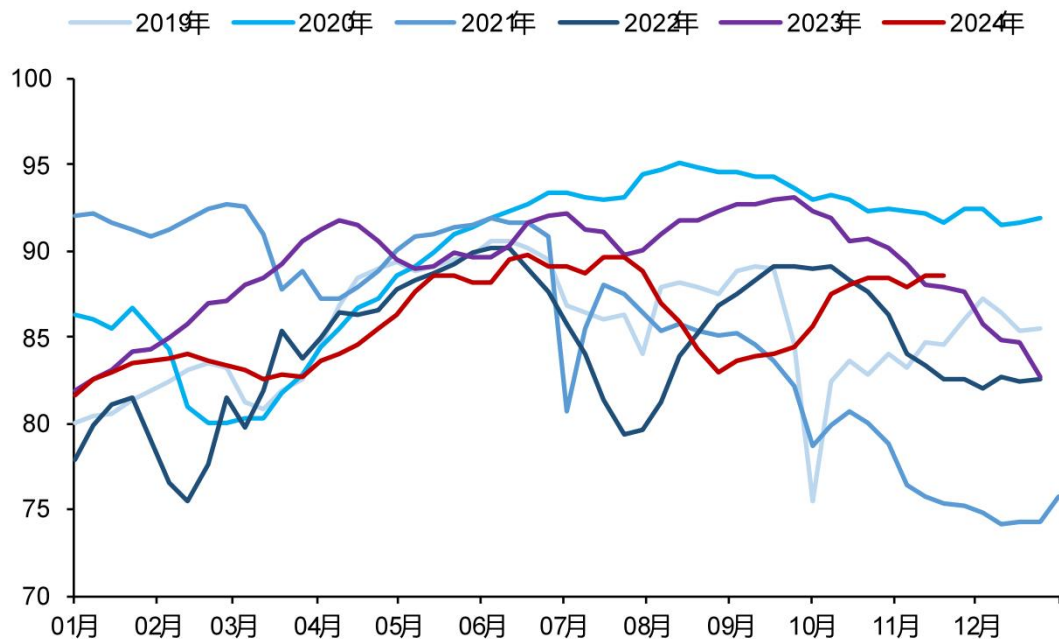


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 宏观政策持续发力，终端需求有望改善

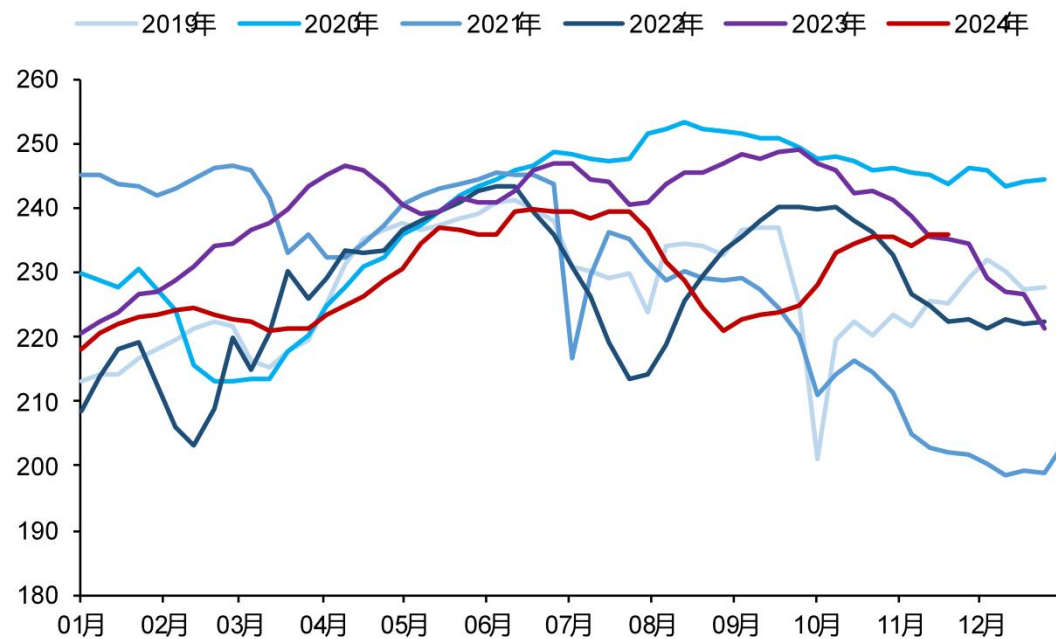
- 炼焦煤板块修复整体受到宏观政策提振及市场需求恢复影响，四季度“金九银十”钢材旺季，高炉产能利用率及铁水日均产量较三季度末有所回升。截至2024年11月22日，247家钢铁企业高炉产能利用率为88.53%，247家钢铁企业铁水日均产量为235.8万吨。2024年9月24日，金融支持经济高质量发展有关情况新闻发布会推出多项重磅政策，从降准、降房贷利率等方面，进一步支持经济稳增长。2024年11月8日，全国人大常委会第12次会议通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。以上多项政策的施行，有望改善终端不平衡的供需关系，修复行业盈利能力，带动炼焦煤需求复苏。

图47:247家钢铁企业：高炉产能利用率 (%)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图48:247家钢铁企业铁水日均产量 (万吨)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

目录

1

2024年行情回顾

2

供给端：储备稳定充裕，增产空间有限

3

需求端：受益于政策发力及宏观经济复苏

4

投资建议

5

风险提示

- 2024年11月15日，证监会发布市值管理指引，《指引》对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求，煤炭央国企行业龙头具有业绩稳定性较强，现金流充裕，主要成份股等特征，有望受益于市值管理指引。

表4：主要煤炭企业业绩增速预测及股息率情况（截至2024年12月3日）

公司名称	PE-TTM	PE近两年分位数 (%)	业绩同比增速		对应PE		分红比例			对应股息率		
			2023A	2024E	2023A	2024E	2023A	2024A	承诺保底	2023A	2024E	承诺保底
中国神华	13.9	78.05	-14.3%	0.8%	12.4	13.3	75%	75%	60%	5.6%	5.7%	4.5%
陕西煤业	11.1	67.29	-39.5%	2.4%	11.0	10.7	60%	60%	60%	5.5%	5.6%	5.6%
兖矿能源	9.3	79.71	-34.6%	-20.6%	8.4	9.3	57%	60%	60%	10.1%	6.5%	6.5%
中煤能源	9.6	73.50	7.1%	-1.5%	8.3	8.7	38%	38%	20%	4.4%	4.3%	2.3%
晋控煤业	7.2	43.17	8.4%	-9.2%	7.2	7.9	40%	40%	30%	5.6%	5.1%	3.8%
山煤国际	10.7	95.03	-39.0%	-30.8%	5.9	8.5	30%	30%	30%	5.1%	3.5%	3.5%
兰花科创	13.1	98.76	-34.9%	-43.4%	6.3	11.1	53%	53%	30%	8.5%	4.8%	2.7%
华阳股份	10.0	97.10	-26.3%	-51.0%	5.3	10.8	50%	50%	30%	9.5%	4.6%	2.8%
潞安环能	12.8	97.31	-44.1%	-52.0%	5.6	11.7	60%	60%	30%	10.7%	5.2%	2.6%
山西焦煤	11.7	89.75	-36.8%	-40.0%	6.9	11.5	67%	67%	30%	9.8%	5.9%	2.6%
平煤股份	8.9	95.45	-30.1%	-29.8%	6.5	9.3	61%	61%	30%	9.4%	6.5%	3.2%
淮北矿业	7.4	79.09	-11.2%	-13.7%	6.3	7.3	43%	43%	30%	6.8%	5.9%	4.1%
冀中能源	10.3	100.00	10.9%	-69.6%	4.7	15.4	43%	43%	35%	9.2%	2.8%	2.3%
盘江股份	-	0.00	-66.6%	-77.4%	15.7	69.7	82%	61%	30%	5.2%	0.9%	0.4%
电投能源	8.6	76.81	14.4%	22.6%	10.1	8.3	33%	33%	30%	3.3%	4.1%	3.6%
新集能源	10.0	69.36	2.2%	8.5%	9.5	8.8	18%	18%	30%	1.9%	2.1%	3.4%
恒源煤电	8.4	95.24	-19.0%	-33.7%	5.6	8.4	50%	50%	30%	9.0%	6.0%	3.6%
昊华能源	11.1	66.87	-22.6%	35.1%	12.3	9.1	48%	48%	30%	3.9%	5.3%	3.3%
甘肃能化	12.5	75.98	-45.2%	-8.7%	8.7	9.5	31%	31%	30%	3.5%	3.2%	3.1%

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所（业绩增速预测来源Wind一致性预期）

- 煤价经历2023年5月、2024年4月两次800元/吨压力测试支撑明显，稳健的资产和充足的现金流是煤炭企业持续高分红的保障，长期配置性价比不变，有望受益于市值管理指引，维持行业“推荐”评级。建议关注：1) 高分红、高长协履约比例稳盈利优质龙头：中国神华（601088.SH）、中煤能源（601898.SH）、陕西煤业（601225.SH）；2) 煤电一体平抑价格波动公司：新集能源（601918.SH）、电投能源（002128.SZ）；3) 高弹性高成长：山煤国际（600546.SH）、晋控煤业（601001.SH）；4) 估值较低且具备增量公司：兖矿能源（600188.SH）、甘肃能化（000552.SZ）；5) 主焦占比较高有望超跌反弹公司：淮北矿业（600985.SH）、平煤股份（601666.SH）、山西焦煤（000983.SZ）。

表5：重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票名称	2024/12/3 股价（元）	EPS（元）				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601088.SH	中国神华	40.23	3.00	3.02	3.11	3.16	9.6	13.3	12.9	12.7	增持
601898.SH	中煤能源	12.66	1.47	1.46	1.54	1.56	6.4	8.7	8.2	8.1	增持
601225.SH	陕西煤业	24.07	2.19	2.24	2.38	2.47	9.5	10.7	10.1	9.7	未评级
601918.SH	新集能源	7.74	0.81	0.88	0.95	1.12	6.5	8.8	8.1	6.9	未评级
002128.SZ	电投能源	20.57	2.03	2.49	2.64	2.84	7.0	8.3	7.8	7.2	未评级
600546.SH	山煤国际	12.68	2.15	1.49	1.64	1.75	8.1	8.5	7.7	7.3	未评级
601001.SH	晋控煤业	14.20	1.97	1.79	1.91	1.97	6.3	7.9	7.4	7.2	未评级
600188.SH	兖矿能源	14.80	2.71	1.59	1.78	1.93	8.3	9.3	8.3	7.7	未评级
000552.SZ	甘肃能化	2.83	0.32	0.40	0.42	0.46	9.4	7.1	6.7	6.2	买入
600985.SH	淮北矿业	14.65	2.51	1.99	2.26	2.50	6.6	7.3	6.5	5.9	未评级
601666.SH	平煤股份	10.50	1.71	1.13	1.33	1.47	6.7	9.3	7.9	7.1	未评级
000983.SZ	山西焦煤	8.20	1.19	0.72	0.82	0.89	8.3	11.5	10.0	9.2	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（中国神华、中煤能源、甘肃能化业绩为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自Wind一致预期）

目录

1

2024年行情回顾

2

供给端：储备稳定充裕，增产空间有限

3

需求端：受益于政策发力及宏观经济复苏

4

投资建议

5

风险提示

- (1) 煤炭产能大量释放。煤炭行业产能优化升级，可能出现产能释放超过预期，导致煤炭价格大幅下跌。
- (2) 生产成本大幅上升。受煤炭开采条件复杂、大型设备检修、安全环保投入不断加大、个别矿井产量下降、大宗商品价格大幅上涨等影响，成本控制压力较大。
- (3) 需求改善不及预期。下游电力及钢铁需求改善不及预期，进而对动力煤及焦煤价格支撑形成不利影响。
- (4) 政策不及预期：政策出台或实施时，由于各种因素影响未能达到预期目标。
- (5) 宏观经济波动风险。煤炭行业是国民经济重要的基础性行业，受电力、冶金、建材、化工等相关行业影响较大，与宏观经济密切相关。
- (6) 国际煤价大幅波动风险。国际煤炭价格大幅波动对国内市场产生影响。
- (7) 数据的引用风险。本文中的数据引用来源可靠，经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046