

证券研究报告

煤炭行业深度： 煤价底部渐进，静待供给出清

煤炭 强于大市（首次覆盖）

平安证券研究所

陈潇榕 S1060523110001（投资咨询资格） 邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 S1060524070002（投资咨询资格） 邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2025年6月19日

请务必阅读正文后免责条款

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



核心摘要

- **煤市：供应重回宽松，煤价逐步回落至供给侧改革之初，静待高成本矿边际出清后的基本面重构。** 1) 价格端：2002-2011年我国加入WTO后经济高速发展，煤炭迎来黄金十年；2016-2020年供给侧结构性改革后，重构供需平衡，进入边去高能耗产能边保供的阶段；2021-2022年，煤炭经历了供不应求的煤荒，俄乌冲突下的全球能源危机，能耗双控引发的区域性限电，用电旺季逢多地旱情导致的季节性高涨行情；2023年至今，严格的保供任务逐步落实，供应重回宽松，煤价逐步回落至供给侧改革之初。2) 成本端：根据我们的测算，生产动力煤为主的代表性煤企产量加权平均销售成本约为291元/吨，主营炼焦煤企业产量加权平均销售成本约为507元/吨，结合当前煤价，动煤企业尚有盈利空间，而焦煤边际高成本矿企或面临亏损而逐步出清。3) 供应端：我国煤炭集中于晋陕蒙新四省，2025年山西受安监影响消退、产量明显回补，2025年前4月产量已同比大幅增加0.64亿吨，疆煤产能持续释放、将继续提供主要增量之一，国内煤炭呈现相对宽松的供应格局；但海外俄罗斯等国已有煤企亏损停产，进口煤增量的明显减少或缓解部分供应压力。4) 需求端：动力煤-刚性用电需求支撑下，全年电煤消耗量仍有望增加，后续随着迎峰度夏耗煤旺季的到来，煤炭日耗有望回暖；非电煤需求中，化工品耗煤需求维持强劲增长，冶金建材耗煤量同比有所回升，供暖耗煤受暖冬天气影响同比小幅下滑，整体非电煤消费量仍保持增长态势。炼焦煤-虽然地产链尚未明显复苏压制钢材实际消费表现，但主要品种钢材呈较大幅的去库态势，钢厂盈利率触底回暖，铁水开工同比回升，后续随着宏观经济提振和地产利好政策落地生效，有望刺激地产链消费边际回暖。
- **煤企：资产负债结构合理，货币资金和现金流保持充裕；维持高分红高股息风格，配置价值再次凸显。** 1) 从金融市场角度来看，煤炭央企支持上市公司高质量发展，推进优质资产注入，拟加大增持回购力度，主动型基金持仓持续出清至低位后，高股息头部煤企业绩韧性较好、资产质量优质，配置价值再次凸显。2) 从煤企本身来说，资产负债率和有息负债率自高点回落后目前已控制在历史较低水平，利息费用大幅缩减后，目前煤企偿债和偿付利息的资金压力相对可控；3) 煤企货币资金在2020-2022年受煤价阶段性高涨行情驱动而显著增厚，当前煤企货币资金和现金及现金等价物整体维持在中高位水平，仍相对充裕。
- **投资建议：市场方面**，当前动煤和焦煤价格均处于底部震荡期，煤价续跌可能造成边际高成本矿面临退出风险，此外，按照水电大小年的规律，2024年是来水大年，水电发电量同比大增，今年来水情况可能有所回落，利好煤炭下游火电需求，后续“迎峰度夏”耗煤旺季的来临有望驱动动力煤基本面边际改善。**投资层面**，高长协比例的销售模式叠加煤企优化的盈利能力和目前较良好的资产负债率有利于保障高分红高股息的兑现，2024年主要上市煤企现金分红比例均值在62%左右，大部分煤企分红比例仍维持在40%以上，截至2025年5月30日收盘价下的主要上市煤企股息率(TTM)均值约为5.37%，相较于2025年5月30日的十年期国债收益率1.72%高出3.65个百分点，在低利率环境下高股息的煤炭板块仍具备较好投资价值，首次覆盖煤炭行业，给予“强于大市”评级。我们建议关注量价相对具有韧性、高分红高股息的头部煤企：**中煤能源、中国神华、陕西煤业**；发展煤电一体化、具备一定成长性的煤企：**新集能源、昊华能源**。
- **风险提示**：1) 国内煤炭库存超预期增加，供需基本面失衡的风险。2) 矿山安全事故发生的风险。3) 供暖耗煤需求不及预期的风险。4) 煤企资本开支大幅增加，股息率和分红比例下调的风险。5) 下游地产政策落实不及预期导致焦煤需求难以回暖的风险。

CONTENT 目录



一、煤市

- 1.1价格端：回至供给侧改革之初，需待重新出清破局
- 1.2成本端：动煤尚有盈利空间，焦煤或率先边际出清
- 1.2供应端：山西产量明显回补，疆煤产能正加速释放
- 1.3需求端：动煤刚性需求支撑，焦煤待终端政策催化

二、煤企

- 2.1煤炭央企推进优质资产注入上市公司，加大增持回购
- 2.2煤企资产负债率和利息费用率继续在中低水平
- 2.3煤企货币资金维持高位，现金流保持相对充裕的水平
- 2.4煤企维持高分红高股息风格，低利率环境凸显性价比

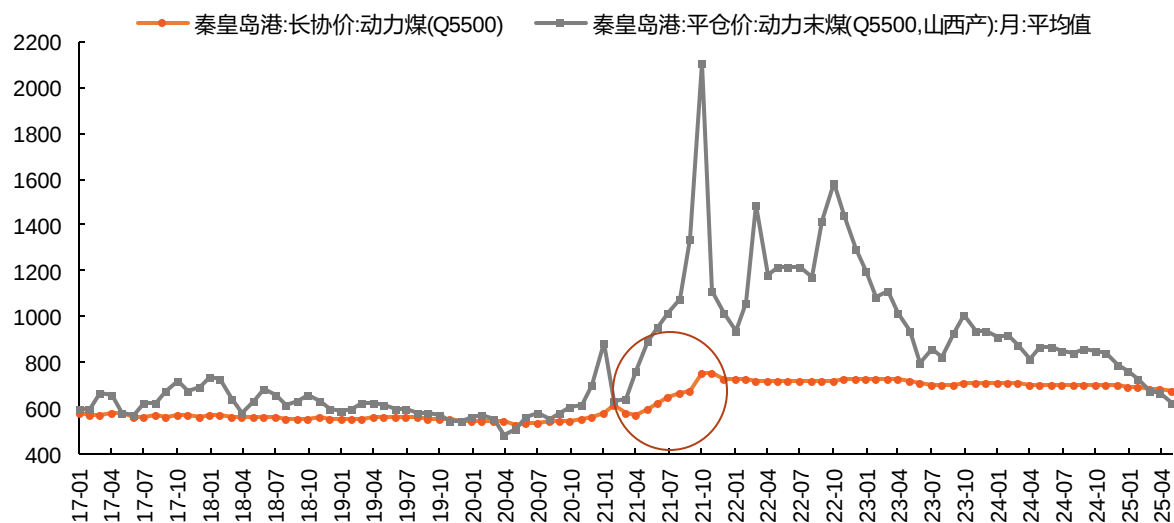
三、投资建议与风险提示



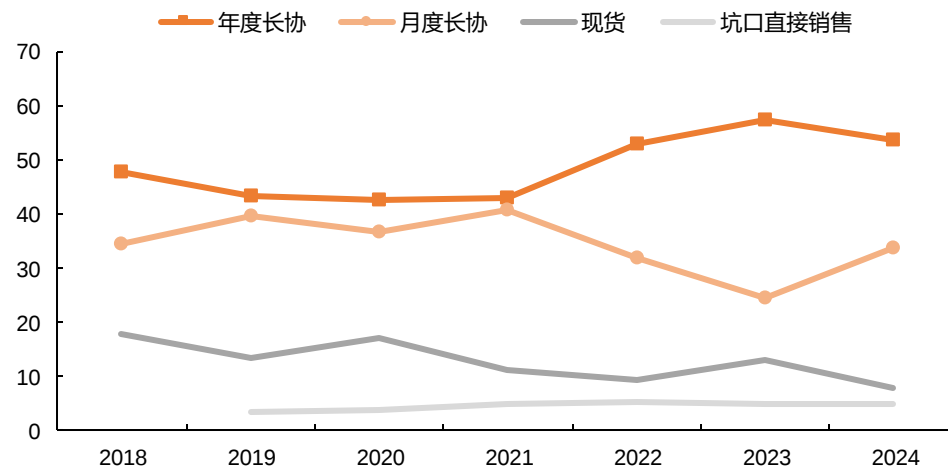
1.1 价格端：动力煤以长协模式为主，长协价稳定性相对好

■ 我国动力煤实行双轨制，但以长协合同为主导，长协价定价机制为“基准价+浮动价”，2022年5月起新长协机制落地实施后，基准价从535元/吨调整为675元/吨，根据国家发改委最新要求，2025年煤炭企业保供任务量不得低于自有资源量的75%（2024年为80%），全年履约率不得低于90%（2024年为足额完成），发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%，浮动价参考指标中加入中国电煤采购价格指数(CECI)，以此增强长协价与现货价的连接。长协机制在一定程度上保障了煤价的稳定性，在煤价下行期，长协占比高的煤企盈利更具韧性。

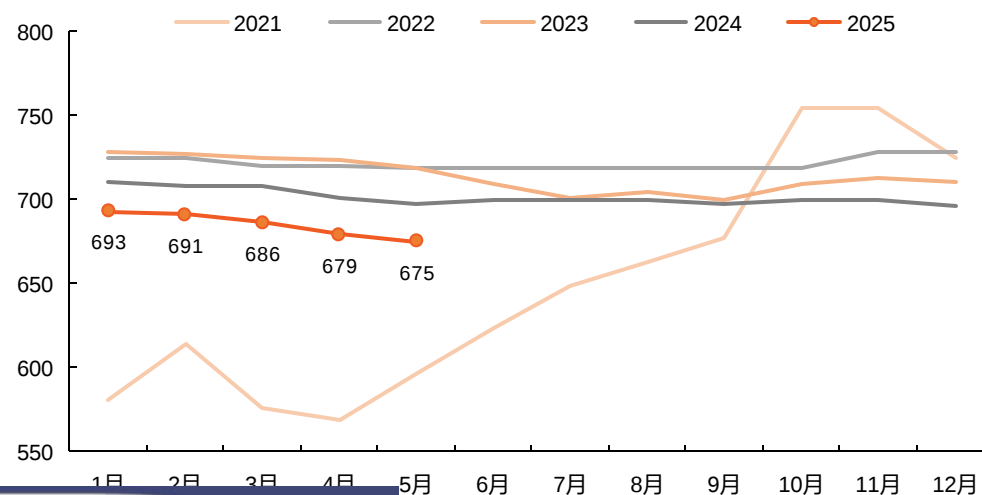
我国动力煤月度长协价和平仓价走势（元/吨）



中国神华长协和现货销售占比 (%)



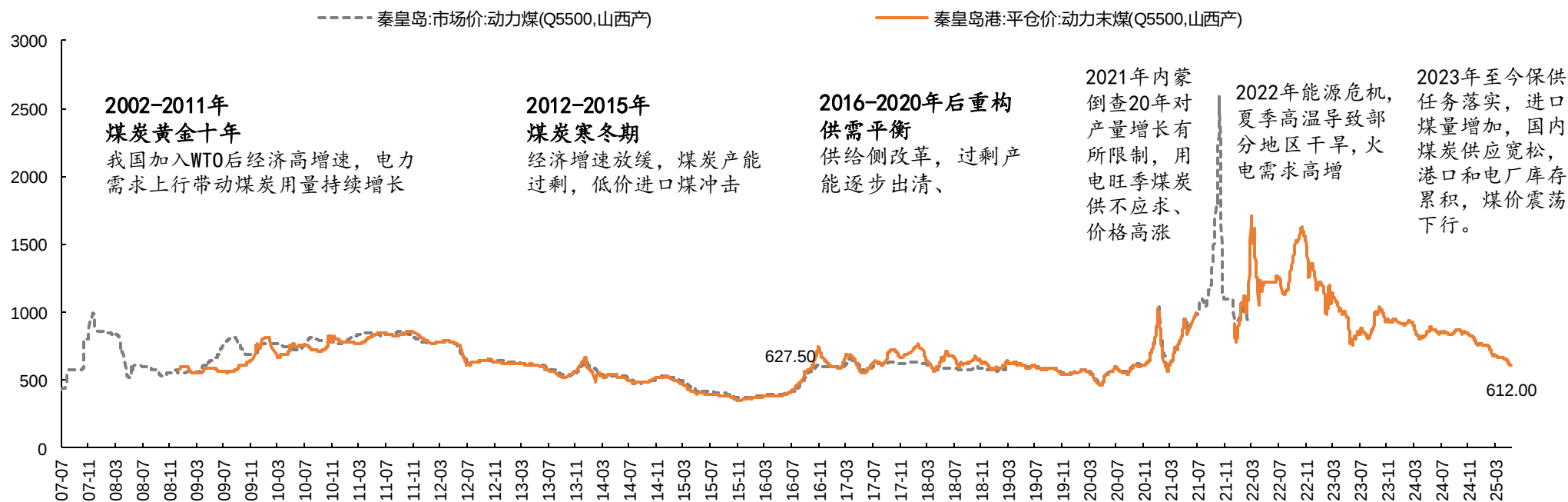
我国动力煤月度长协价（元/吨）



1.1 动力煤复盘：供给侧改革后基本面重塑，保供落实后重回宽松

■ **动力煤价格走势复盘：**2002-2011年是煤炭的黄金十年，我国加入WTO后，经济高速发展，GDP年均增速超10%，全社会电力需求上行带动煤炭用量增长。2012-2016年进入寒冬期，中国政府4万亿投资的刺激作用退潮，国内经济增速放缓，前期大幅增加资本开支导致该阶段煤炭产能过剩，叠加低价进口煤冲击，煤价持续走低。2016-2020年供给侧结构性改革，过剩产能逐步出清，煤炭重构供需平衡，进入边去高能耗产能边保供的阶段。2021年，煤炭经历了3-9月电力需求高增后供不应求的煤荒和10月增产保供兑现后的重回宽松；2022年，俄乌冲突导致全球能源危机短期推涨煤价，夏季用电旺季逢多地旱情严重影响水电，火电需求高增带动煤价季节性走高；2023年至今保供任务落实，进口煤量增加，国内煤炭供应趋于宽松，港口和电厂库存累积，煤价震荡下行。

国内动力煤市场价走势（元/吨）



1.1 炼焦煤复盘：价格回落至供给侧改革之初，等待新一轮出清破局

- 炼焦煤价格走势复盘：2012-2015年，宏观经济刺激政策逐渐退潮，焦煤和焦炭产能在前几年大幅扩张后进入过剩阶段；2016-2020年，供给侧改革期间，下游钢铁冶炼环节落后产能大幅出清，钢厂利润走阔，叠加环保限产使得焦煤产能优化、基本面有所改善；2021-2022年，地缘政治因素导致澳煤进口停止，煤矿安全整治限制国内供应，能耗双控引发区域性限电，下游集中补库造成供需阶段性错配；2023-2025年，下游焦炭、钢材供应相对宽松，需求表现较疲软，钢厂和焦炭企业自身利润有限、较难释放给焦煤厂，导致焦煤价格持续走低。据中煤协、中钢协联合发布通知，焦煤长协煤钢联动机制于2025年1月起试运行，该机制以焦煤现货价格为核心（权重75%），结合钢材现货（15%）、焦炭现货（5%）及期货价格（5%），以此促进焦钢产业链协同稳定发展。

国内焦煤现货和期货价格走势（元/吨）

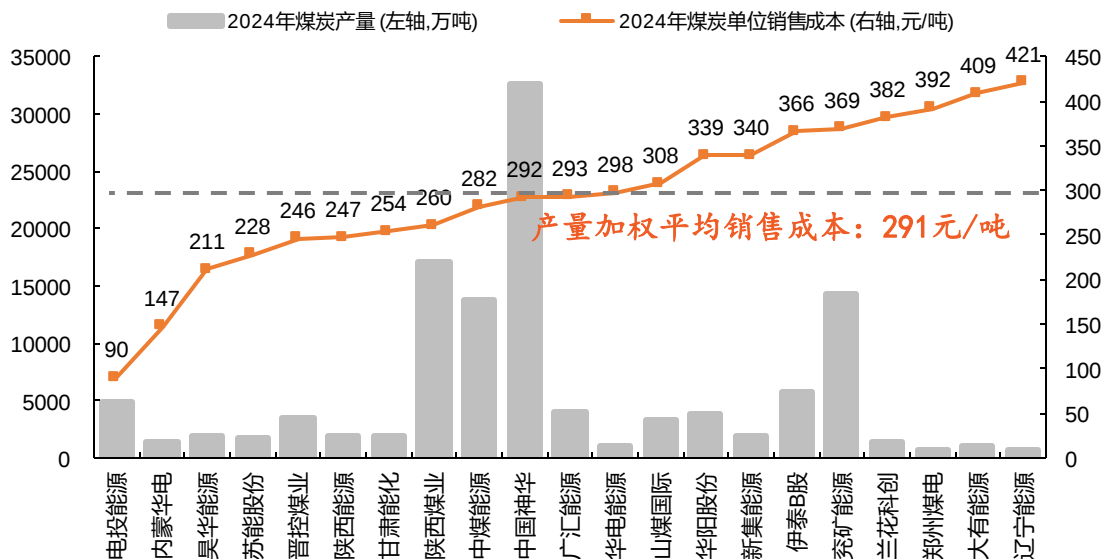




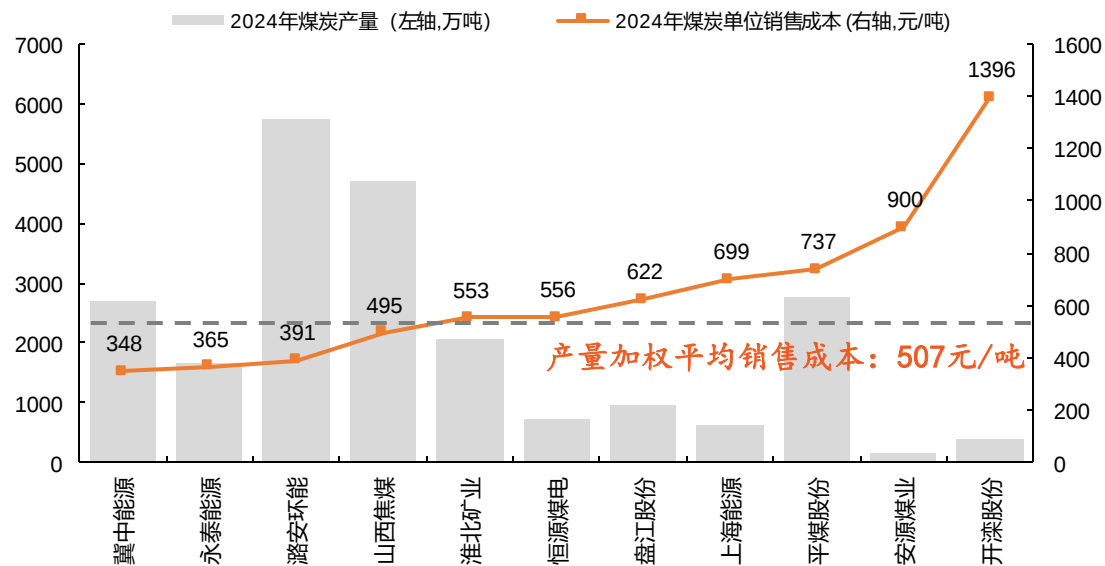
1.2成本端：动煤尚有盈利空间，焦煤边际高成本企业或面临亏损

- 煤炭生产成本端：我们选取了21家披露相关数据的生产动力煤为主的代表性上市煤企测算成本曲线，得到2024年主营动力煤企业产量加权平均销售成本约为291元/吨（包含：原材料成本+燃料与动力费+职工薪酬+折旧摊销+计提各项基金费用+安全生产/维简/维修+其他+运费）；选取11家生产炼焦煤为主的代表性上市煤企（含生产喷吹煤+混煤的潞安环能，生产无烟煤为主的华阳股份）测算成本曲线，得到2024年主营炼焦煤企业产量加权平均销售成本约为507元/吨，焦煤企业吨煤完全成本普遍比动力煤高，主要由于焦煤矿井多为井工矿，受瓦斯、冲击地压等灾害威胁较重，开采难度大，因此开采成本普遍较高。结合当前的市场煤价，秦皇岛5500卡的动力煤市价611元/吨（据wind数据，5月26日），动力煤企仍有一定盈利空间；而焦煤期货价已跌至850元/吨以下，边际高成本焦煤生产企业或面临亏损从而逐步出清部分产能，其中安源煤业已于2025年4月2日公告，拟以公司持有的煤炭业务与控股股东江钨控股持有的57%金环磁选进行资产置换，置换完成后主营业务或改变。

◆ 主营动力煤企业2024年成本曲线



◆ 主营炼焦煤企业2024年成本曲线



资料来源：各公司公告，平安证券研究所整理

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

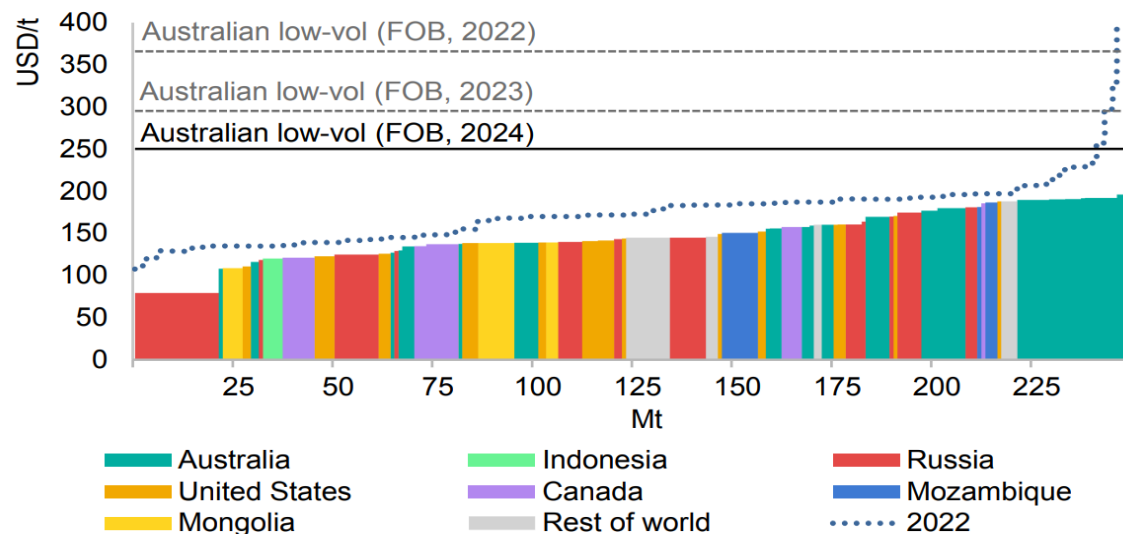


1.2成本端：海外煤企成本曲线下移，但仍无法弥补价格降幅

- 随着全球能源价格回落，能耗成本下降，全球炼焦煤整体生产成本曲线下移，但仍无法弥补价格的快速下行。据IEA-2024年煤炭报告，2023-2024年能源价格走弱背景下，全球煤炭成本曲线下移的趋势持续演绎，虽然生产成本整体下移，但市场煤价降幅更大，因此生产商盈利能力仍有明显下滑。在当前煤价持续走低的环境下，海外部分煤企已面临一定的亏损压力，且图中仅考虑到最近港口的运输成本，运至亚洲的离岸成本或更高，煤价续跌可能导致海外煤企开始面临破产出清的风险。

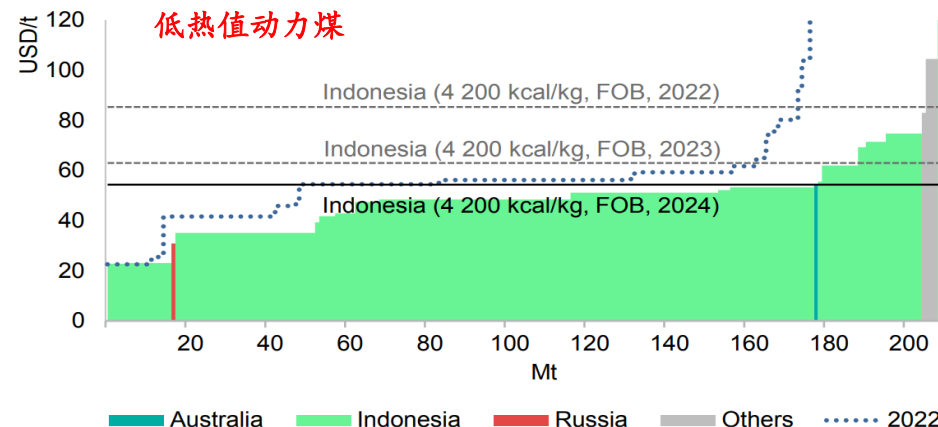
全球炼焦煤生产成本曲线（美元/吨）

Indicative hard coking coal FOB supply curve, 2023, and average FOB price markers, 2022-2024

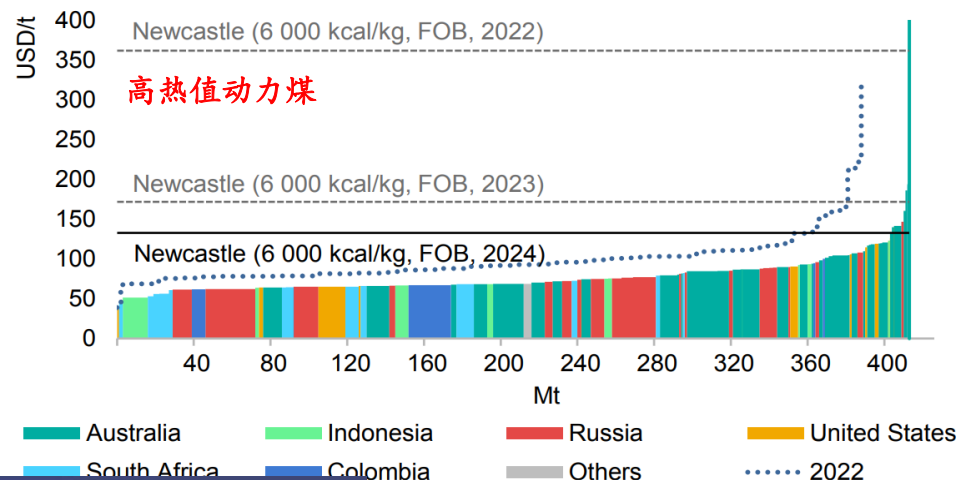


全球动力煤生产成本曲线（美元/吨）

Indicative low-CV (< 4 500 kcal/kg) thermal coal FOB supply curve, 2023, and average FOB price markers, 2022-2024



Indicative high-CV (> 5 700 kcal/kg) thermal coal FOB supply curve, 2023, and average FOB price markers, 2022-2024





1.3供应端：集中于晋陕蒙新四省，山西产量有明显回补

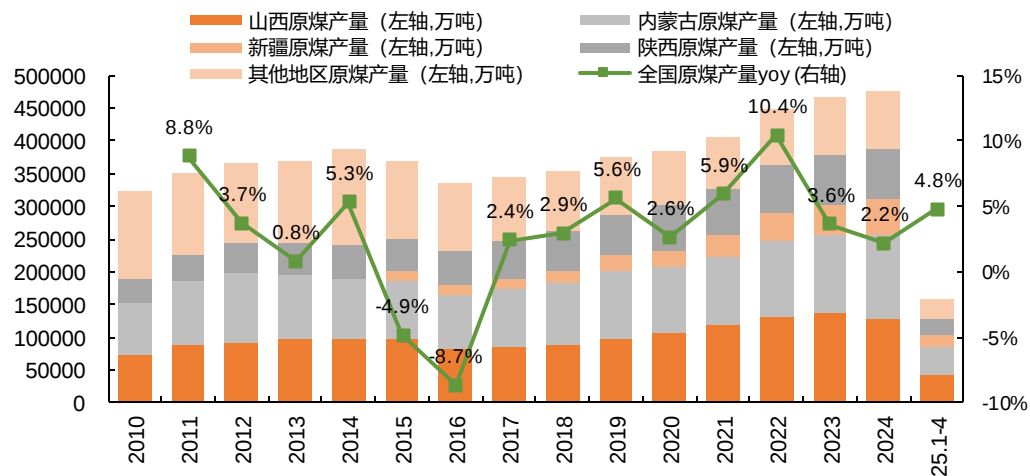
■ 我国是全球主要的煤炭供应和需求国，2016年供给侧改革出清了部分高能耗低端产能，2017年以来我国煤炭产量重回增长态势。我国煤炭供应以动力煤为主，集中分布于晋陕蒙新四省（据wind数据，2024年四省产量合计占全国的81.7%），2024年山西省因查三超和矿山安全严监管导致产量同比减少0.88亿吨（据wind数据），但内蒙古和新疆煤炭产量的较快增长弥补了山西产量的减少，因此2024年全国煤炭仍有超1亿吨的产量增幅。2025年山西查三超和安监影响消退，2025年前4月产量已同比回升0.64亿吨；新疆煤炭继续维持增长态势；陕西和贵州新增煤矿产能，上调了2025年产量目标。

◆ 我国煤炭主要产地产量及计划

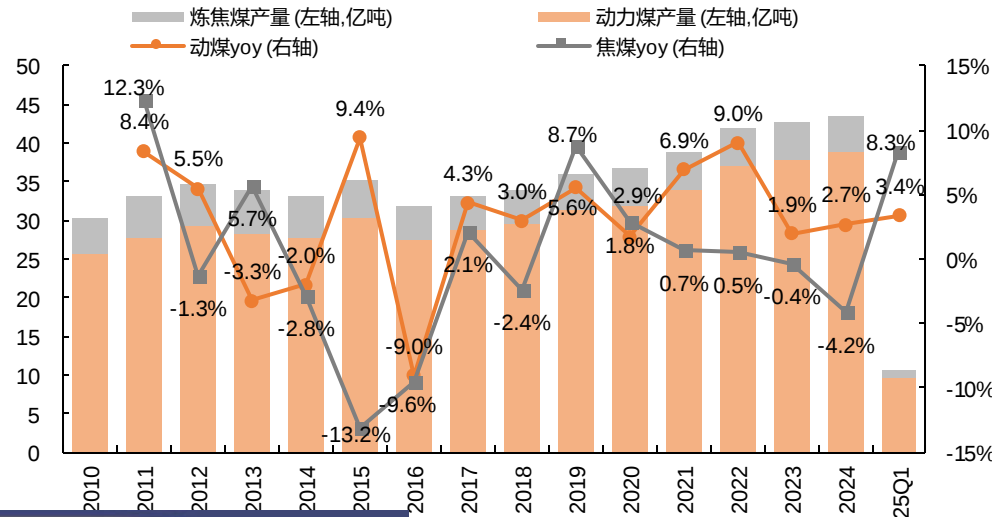
	2024年生产目标(亿吨)	2024年产量(亿吨)	2024年产量完成情况	2024年产量同比变化(亿吨)	2025年生产目标(亿吨)	2025年1-4月同比增量(亿吨)
山西	13.00	12.69	97.60%	-0.88	13.00	0.64
内蒙古	12.20	12.97	106.30%	0.86	12.00	0.03
陕西	7.80	7.80	100.00%	0.19	8.00	0.09
新疆	5.00	5.41	108.15%	0.84		0.19
贵州	1.65	1.45	87.86%	0.14	1.80	0.06
甘肃		0.66		0.07	0.70	0.00
其他		6.61		-0.20		0.07
全国		47.59		1.01		1.09

资料来源：wind，CCTD，煤炭宝，内蒙古自

◆ 全国主要产煤地产量及全国煤炭供应情况



◆ 我国动力煤和炼焦煤产量及同比增速



更多免费行业报告

并购家

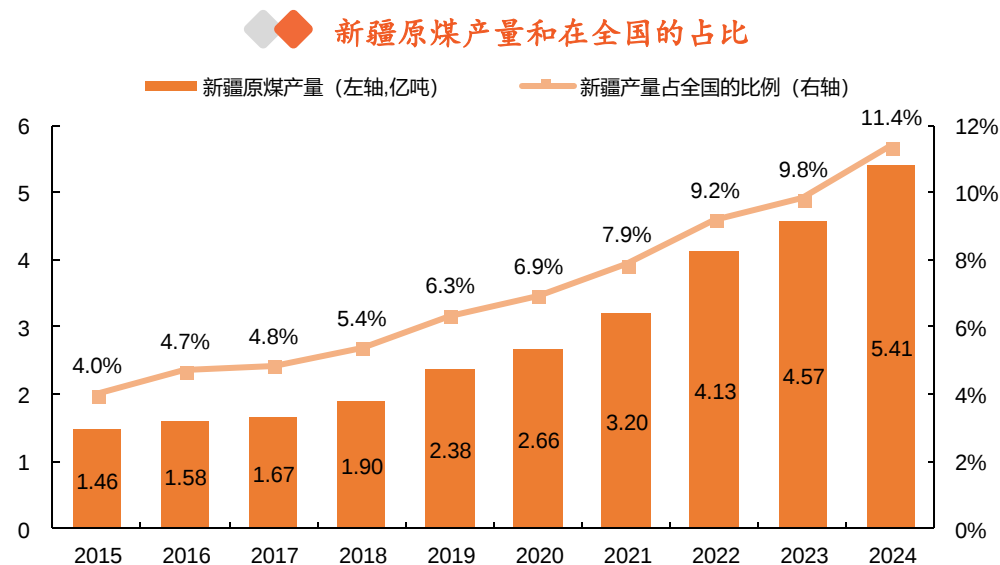
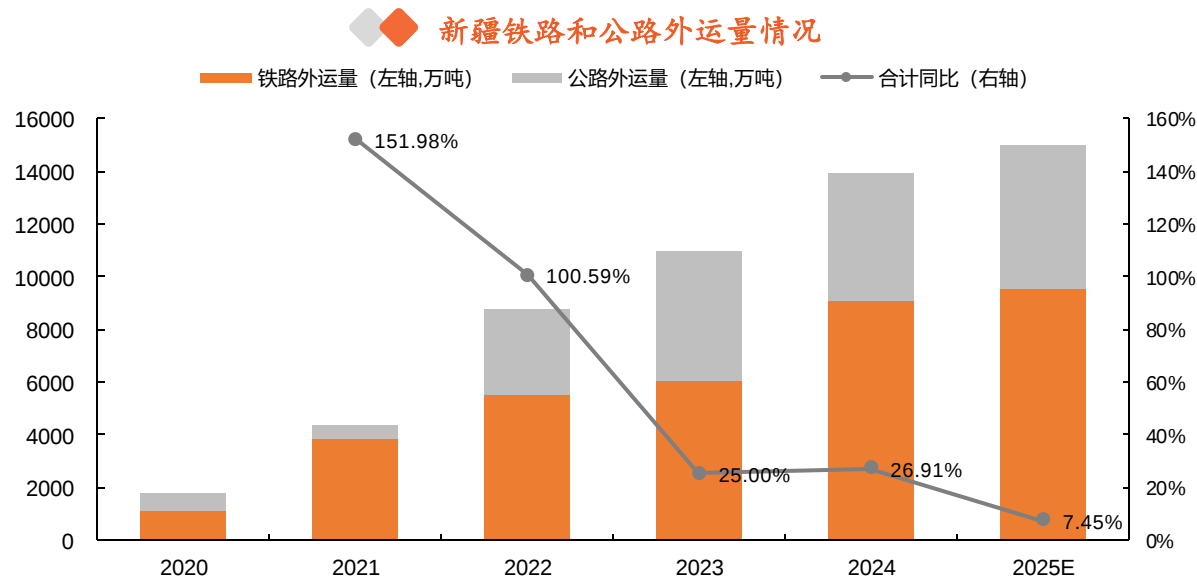
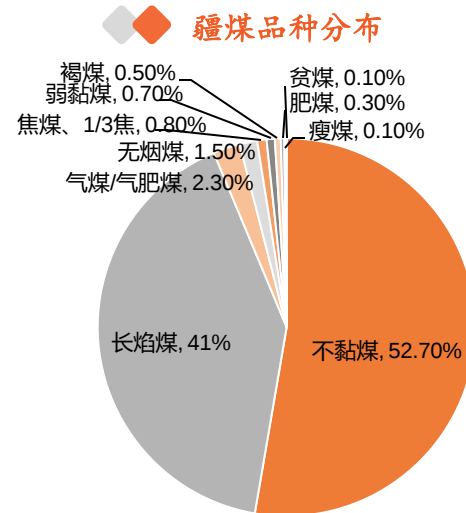
www.ipoipo.cn

研究所



1.3供应端：疆煤产能加速释放，成为供应增量主要来源

■ 疆煤产能加速释放，逐步成为供应增量主要来源。据wind数据，2015-2024年新疆原煤产量年复合增速达15.6%，占全国煤炭产量的比例从4.0%逐年提升至11.4%。新疆煤炭资源储量丰富、煤种齐全，同时露天矿多、埋深较浅，开发难度相对小、成本较低，且因风光资源丰富，初始购电成本低，适合发展煤炭+煤化工一体化产业。自2020年新疆一主两翼外运格局成型后，疆煤发运量显著增加，据新疆煤炭交易中心，2024年新疆铁路和公路煤炭外运量合计近1.4亿吨，同比增长26.9%，占新疆煤炭产量的25.8%，但受高运输成本制约，主要还是流向甘肃（外运占比37%）、宁夏（外运占比18%）等就近的西北地区。

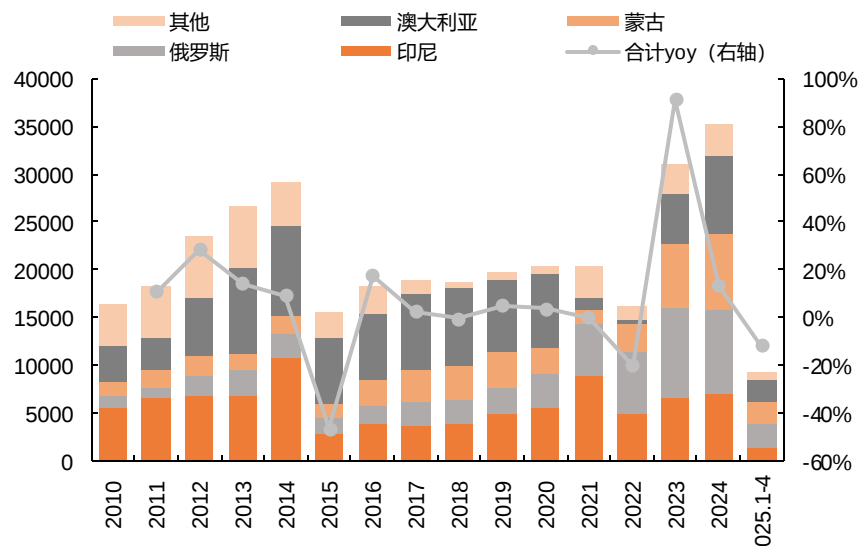




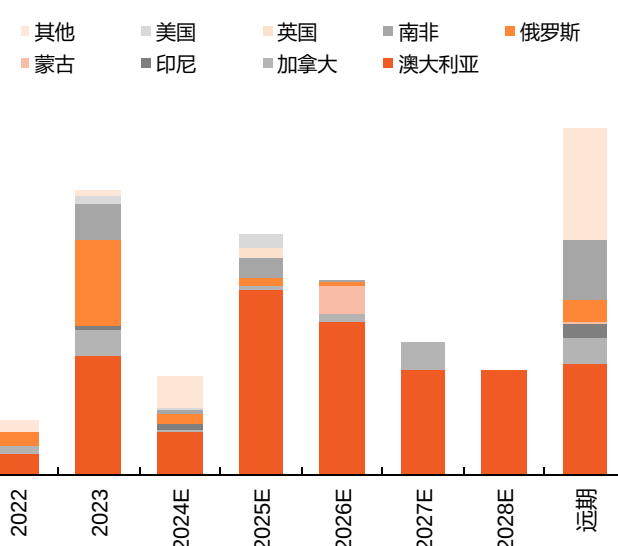
1.3供应端：海外煤企出现亏损停产，进口煤量同比减少

- 我国煤炭供应主要来自国内自产，同时由进口进行补充，进口来源主要是印度尼西亚、俄罗斯、澳大利亚、蒙古国等邻国，其中动力煤主要进口自印尼、俄罗斯、澳大利亚和蒙古国，炼焦煤主要进口自蒙古国、澳大利亚、俄罗斯等国。**2023年和2024年我国煤炭进口量增幅较大**：1) 2023年以来中澳关系缓和，两国重启煤炭贸易，我国对澳煤进口量加速恢复；2) 蒙古国铁路建设不断完善，口岸通关能力加速提升，叠加低价优势，我国从蒙古国的炼焦煤进口量持续增加；3) 俄乌冲突后，全球能源贸易格局经历重塑，由于欧美对俄罗斯能源实施严格制裁，导致俄罗斯煤炭出口向亚洲转移。但**2025年1-4月进口增速有明显回落**：1) 国内供应相对宽松，煤价下跌后进口煤价格优势削弱，由进口煤补充国内供应的需求下降；2) 煤价的持续下跌导致俄罗斯和澳大利亚部分煤企因亏损或需求下滑等原因而出现减停产，据CCA Analysis，目前已有27家合计年产量达4000万吨的俄罗斯煤炭公司进入破产前阶段，另有62家合计年产量约1.26亿吨的公司亏损超过行业平均水平，据俄罗斯能源部预计，2025年俄罗斯煤炭出口量将同比减少2940万吨、yoy-15%；3) 据IEA，印尼煤炭产能扩张进入瓶颈期，未来产量和出口量增长或显乏力，且为控制出口煤价被压得太低，印尼政府转变了出口煤最低价参考指标，自2025年3月1日开始改为以HBA作为出口最低价（此前参考ICI，HBA通常比ICI更高）；4) 俄罗斯煤炭向亚洲转移仍然受到铁路运力、海港库容瓶颈等方面的制约，在煤价下行期，高运输成本也是制约俄煤外运的主要因素。

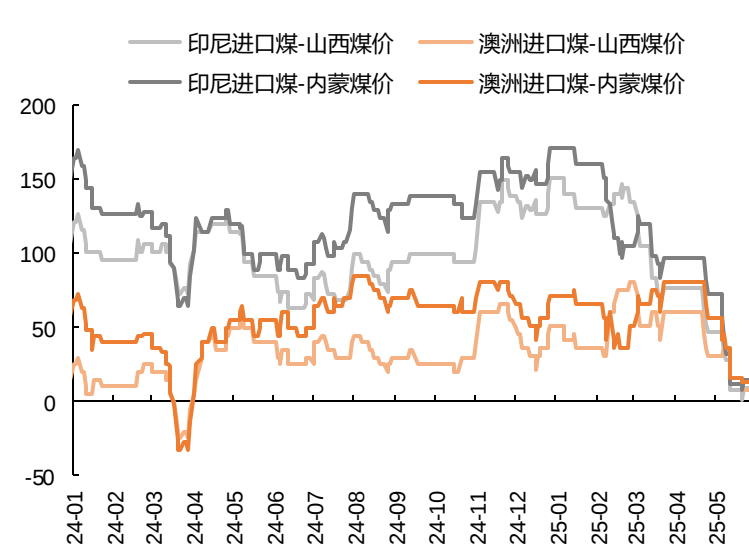
◆ 我国煤炭进口来源（万吨）



◆ 海外国家新建产能预期（百万吨）



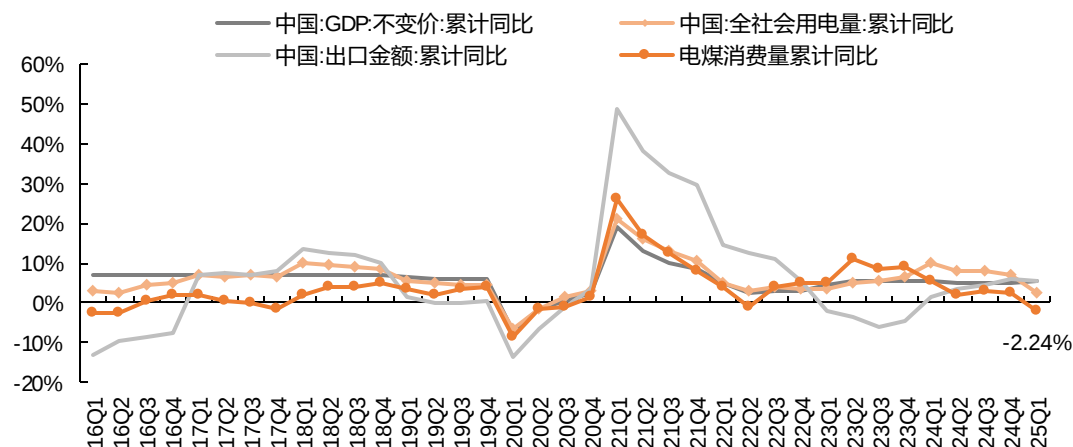
◆ 进口动力煤价格优势（元/吨）



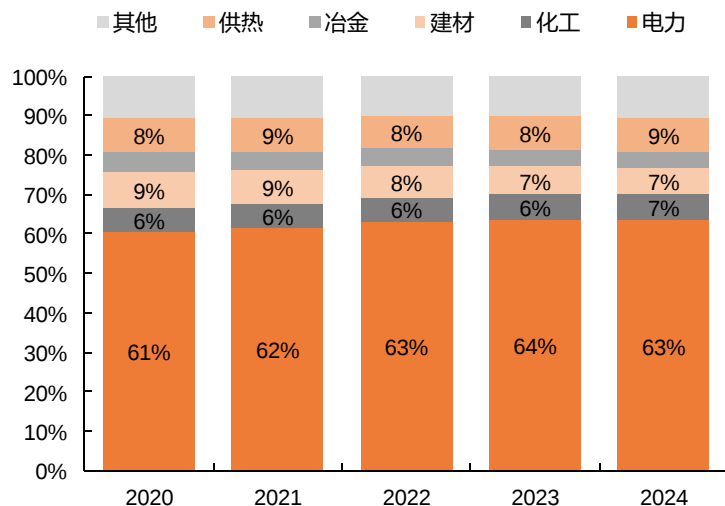
1.4需求端：我国动力煤以刚性电力需求为主，迎峰度夏旺季可期

■ 我国动力煤消费结构稳定，以电力耗煤为主、占比超60%，另用于供热、制水泥、炼钢、制烯烃/氨/醇等，终端电力、地产、化工等领域景气度和国民经济增速有高相关性。从我国发电结构来看，新能源在新增发电量中占比持续提升，火电占比呈现收缩趋势，25Q1火电发电量受全国平均气温偏暖，以及水电、核电和新能源发电量增速较高的挤占而同比下滑，但火电作为国内电力结构的中坚力量，在刚性的用电需求支撑下，整体电煤消耗量仍有望增加，后续随着迎峰度夏耗煤旺季的到来，煤炭日耗有望回暖。

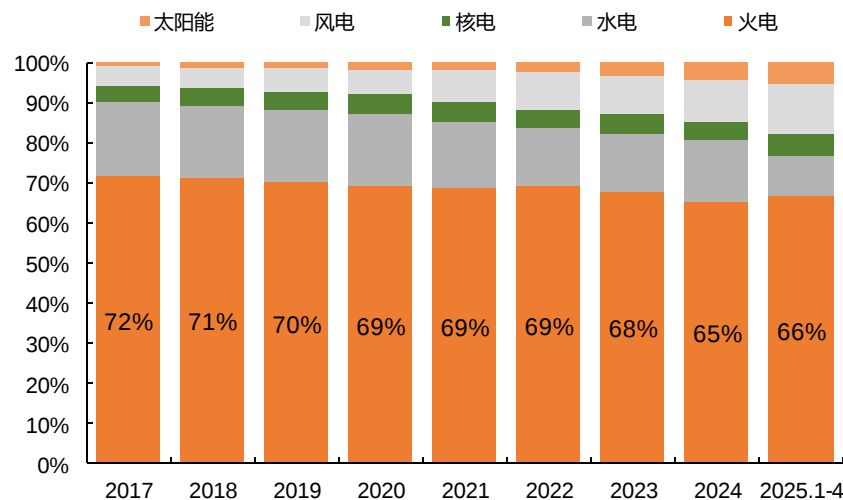
电煤消费量增速和国民经济情况具有较高相关性



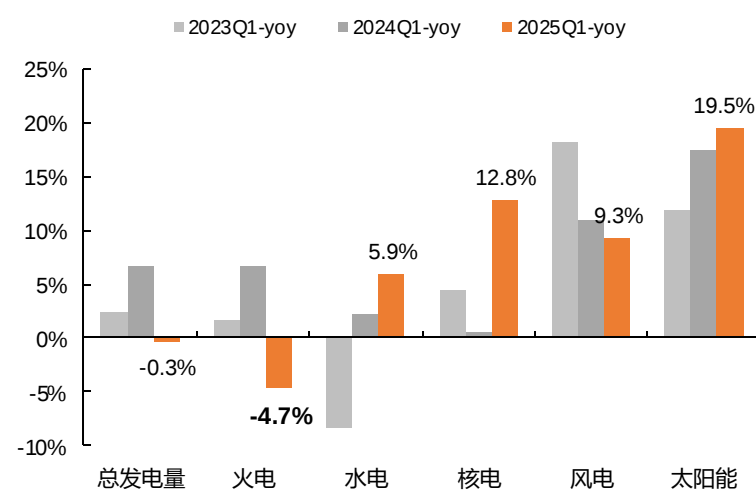
我国动力煤下游消费结构



我国发电结构变化



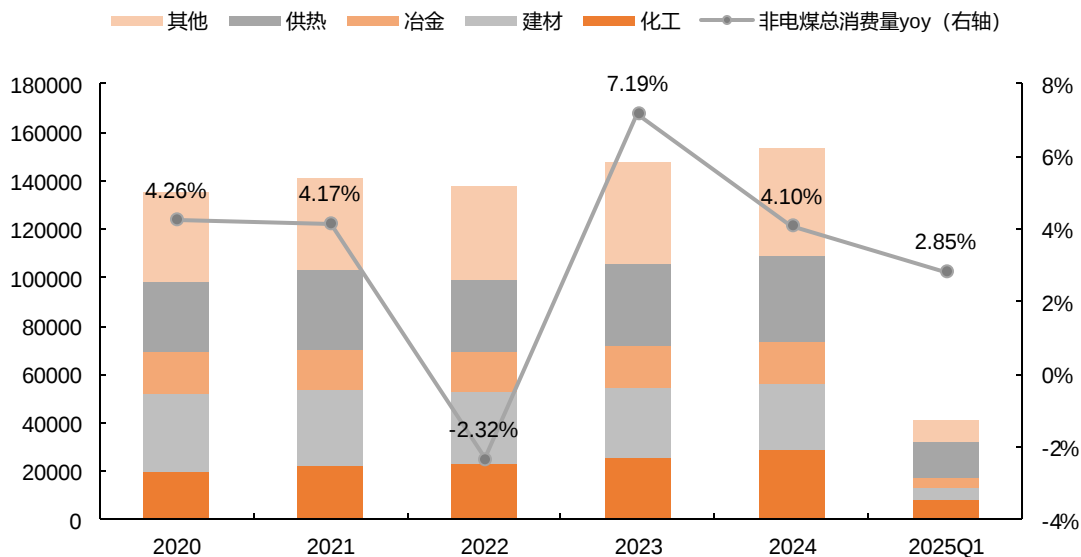
我国各类能源发电量一季度同比情况



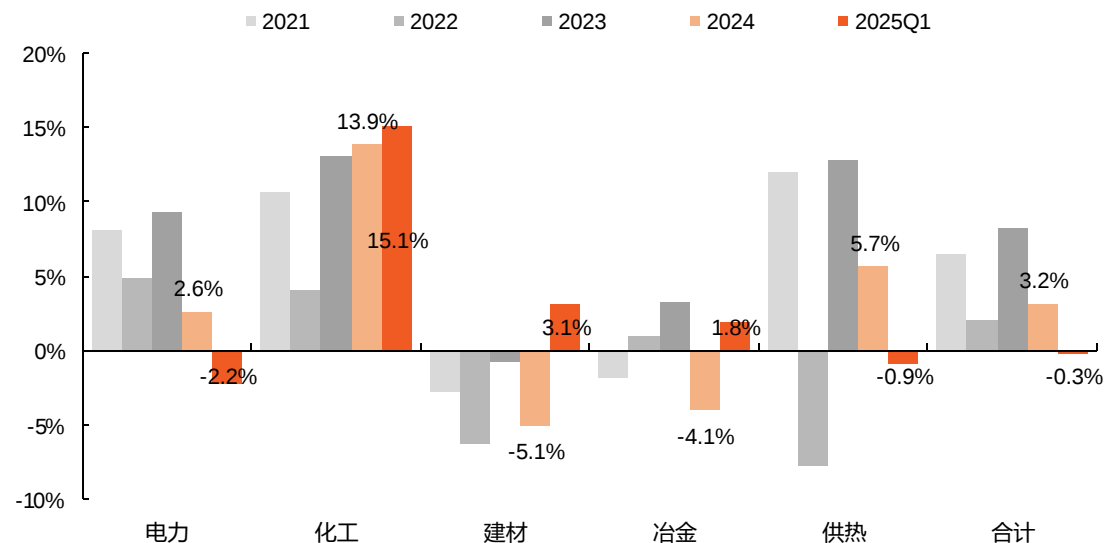
1.4需求端：非电煤-化工耗煤增长强劲，冶金建材耗煤需求回暖

■ 非电煤需求中，化工品对煤炭的消费量保持较好的增长态势，其中醇氨和烯烃是两大耗煤重要产业，甲醇和尿素（合成氨下游）等化工品开工上行带动耗煤需求增势强劲，同时因煤油价差长期存在，煤制烯烃原材料成本优势仍显，烯烃制备耗煤量也有望保持增长，据wind数据，2024年和25Q1化工消耗动力煤同比增加达13.9%和15.1%；建材、冶金行业对动力煤的需求在2025Q1有回暖迹象，分别同比增加3.1%和1.8%（据wind数据），随着经济升温、地产政策发力，下游铁水产量增加、高炉开工率提升，后市楼市宽松政策陆续落地、地产链需求边际回暖或有望带动冶钢和建材需求进一步改善；供暖方面，据wind数据，2024年供热耗煤同比增加5.7%，2025年一季度受到暖冬天气影响，供暖耗煤需求同比小幅下滑0.9%；综上，2024年和2025Q1非电煤总需求同比增加4.10%和2.85%，化工品耗煤需求增长强劲，冶金建材耗煤量同比有所回暖，整体非电煤消费量有望保持增长态势。

◆ 2020-2025Q1非电力领域煤炭消费量（万吨）



◆ 各领域消耗动力煤的同比增速情况

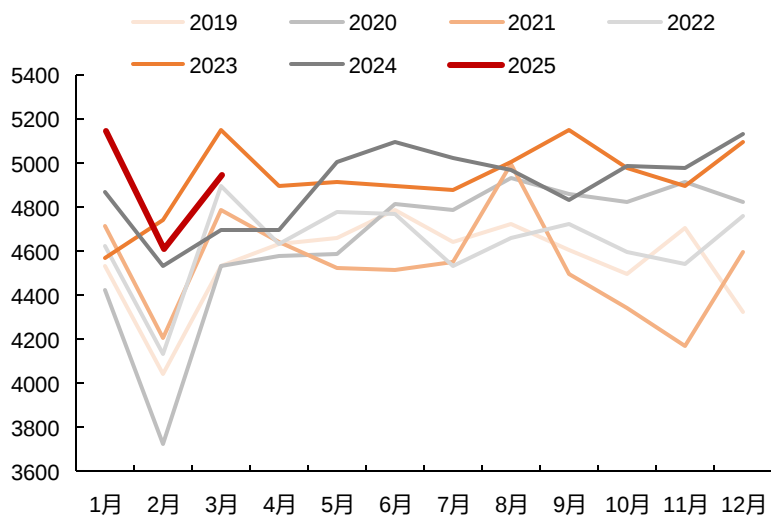




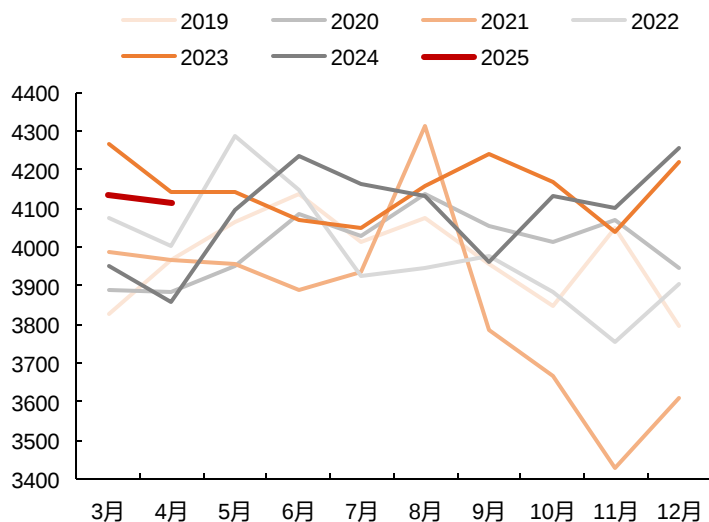
1.4需求端：炼焦煤需求取决于焦钢表现，边际回暖迹象渐显

➤ 炼焦煤主要作为生产焦炭的原料，焦炭主要用于钢铁冶炼，下游建筑钢材实际成交表现与地产和基建开工情况直接相关。2024年9月26日中央政治局会议作出有效落实存量政策、加力推出增量政策的重大部署；2024年10月8日在国新办举行的新闻发布会上，国家发展改革委提到加力推出一揽子增量政策包括：加力提效实施宏观政策、进一步扩大内需、加大助企帮扶力度、促进房地产市场止跌回稳、努力提振资本市场；2025年以降准降息等金融方法“稳楼市”的力度持续加大，主要品种钢材呈现较大幅的去库态势，钢厂盈利率触底回暖，焦炭、铁水产量和高炉开工率上行，带动我国炼焦煤消费量同比增加。

我国炼焦煤消费量（万吨）

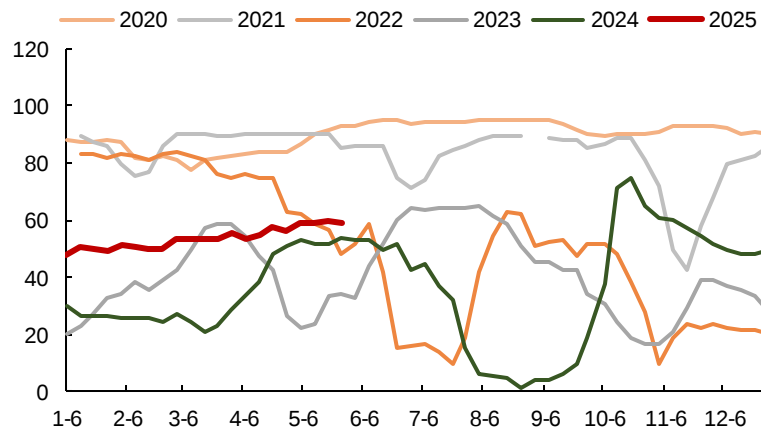


我国焦炭月产量（万吨）

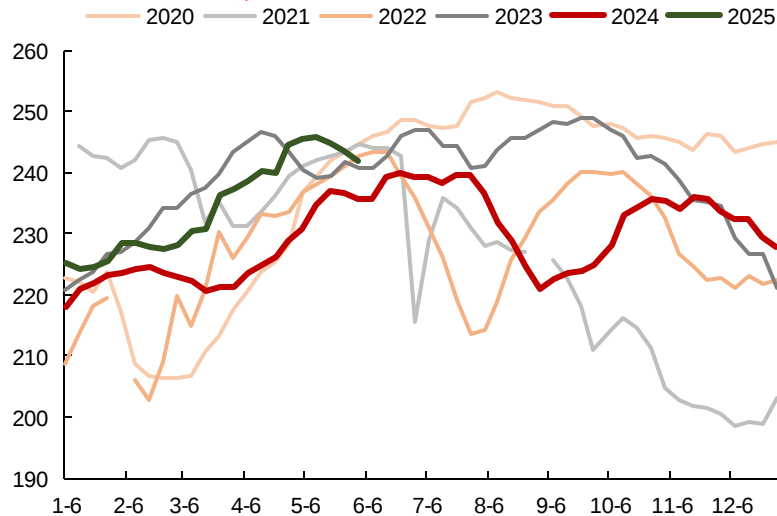


资料来源：，平安证券研究所

我国247家钢厂盈利率（%）



我国247家钢厂日均铁水产量（万吨）



更多免费行业报告

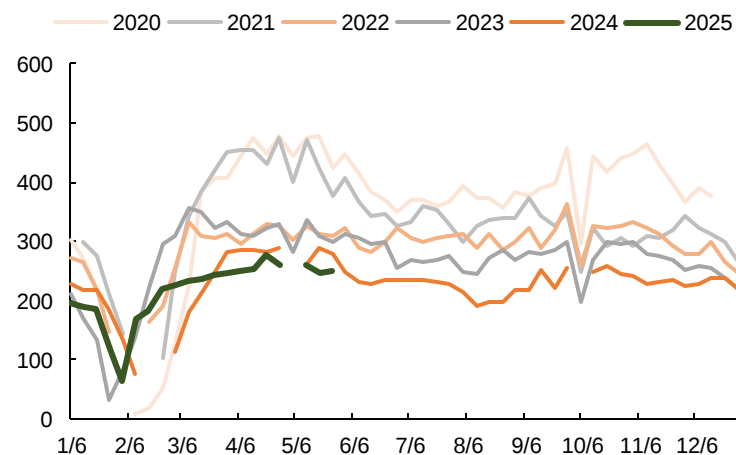
并购家

www.ipoipo.cn

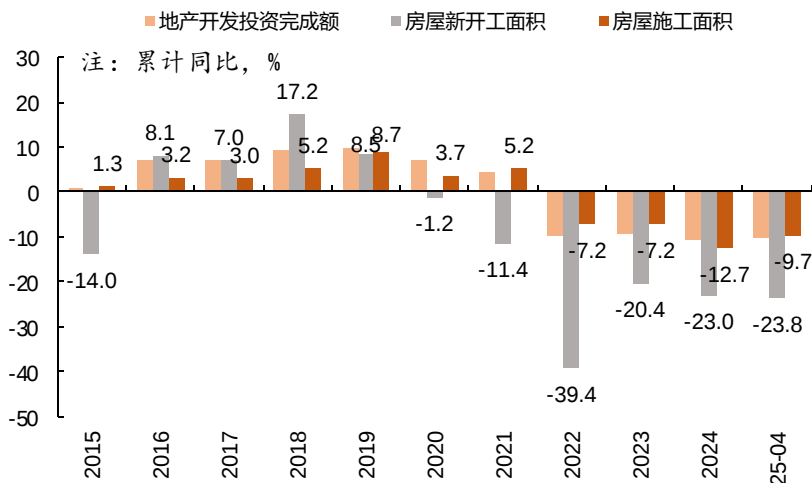
1.4需求端：炼焦煤-地产链静待政策催化，钢材基本面有望好转

从终端市场表现来看，基建、制造业固定资产投资额同比增速保持稳定，汽车产销增加对钢铁需求有一定拉动作用，地产开发投资额和房屋新开工、施工面积累计同比表现仍偏弱，地产链尚未明显复苏压制钢材实际消费表现，但终端商品房销售面积同比降幅已有明显收窄，据wind数据，2025年1-4月我国基建投资完成额累计同比增加10.85%，房地产开发投资完成额累计同比下降10.3%，房屋新开工、施工面积累计分别同比-23.8%、-9.7%，商品房销售面积累计同比减少2.8%，较2024年同期-20.2%的降幅有明显收窄。虽然目前钢材表需和产量尚未明显回升，但后续随着国内宏观经济提振政策和地产利好措施逐步落地生效，有望刺激地产链消费边际回暖。

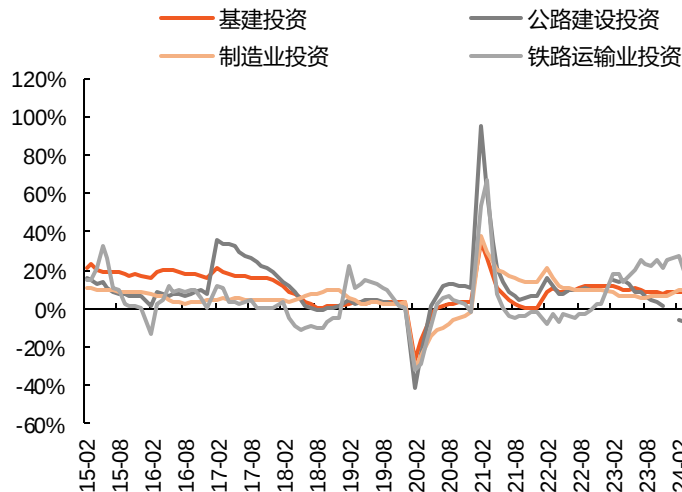
我国螺纹钢表需（万吨）



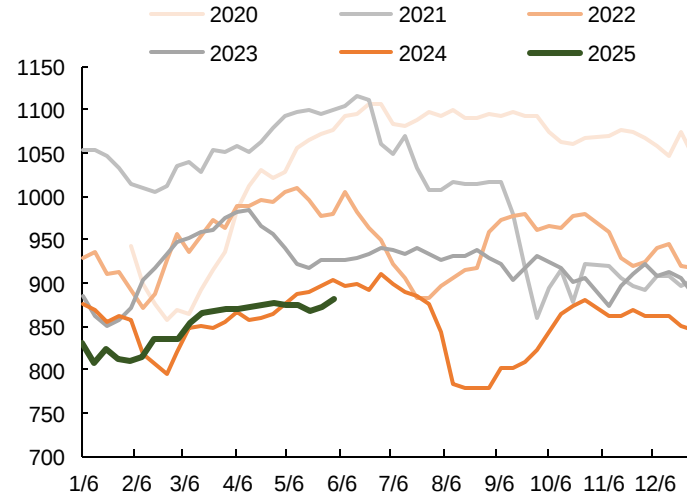
地产数据表现



固定资产投资完成额累计同比



五大品种钢材产量（万吨）



资料来源：，平安证券研究所，注：五

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

CONTENT 目录



一、煤市

- 1.1价格端：回至供给侧改革之初，需待重新出清破局
- 1.2成本端：动煤尚有盈利空间，焦煤或率先边际出清
- 1.2供应端：山西产量明显回补，疆煤产能正加速释放
- 1.3需求端：动煤刚性需求支撑，焦煤待终端政策催化

二、煤企

- 2.1煤炭央企推进优质资产注入上市公司，加大增持回购
- 2.2煤企资产负债率和利息费用率继续在中低水平
- 2.3煤企货币资金维持高位，现金流保持相对充裕的水平
- 2.4煤企维持高分红高股息风格，低利率环境凸显性价比

三、投资建议与风险提示

2.1煤炭央企支持上市公司高质量发展，推进优质资产注入

- 2025年4月8日国务院国资委表示，将全力支持推动央企及其控股上市公司不断加大增持回购力度，同时加大对央企市值管理工作指导。
- 同日，国家能源集团宣布，积极支持控股上市公司高质量发展，下一步集团将持续支持各控股上市公司推进资产整合，兑现同业竞争承诺，实现优质资产向上市公司集聚。旗下上市公司中国神华同日发布公告表示：分红方面，2025年1月公司董事会建议2025年至2027年度股东回报规划方案，提高每年度最低现金分红比例5个百分点至65%，并考虑适当增加分红频次；股票回购方面，公司董事会已获得股东周年大会授予回购H股股份的一般性授权；优质资产注入方面，2025年1月，公司以近8.53亿元对价收购国家能源集团所持杭锦能源100%股权，2025年2月完成交割，目前国家能源集团和中国神华正在协商启动新一批的注资交易。

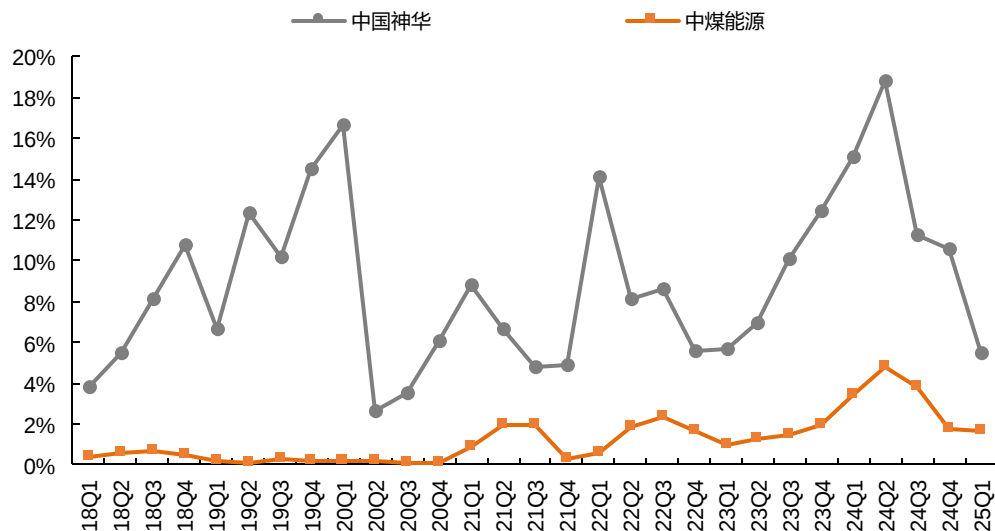
中国神华和中煤能源控股集团潜在注资能力

公司名称	所属集团	最新资产注入情况	未来集团注资潜力	规模
中国神华	国资委-国家能源投资集团持股神华69.52%	2023年-2025年初完成集团资产收购：①大雁矿业100%（拥有3处在产煤矿-雁南矿、扎尼河露天矿、敏东一矿，合计产能1570万吨/年，可采储量10.37亿吨，并拥有鄂温克电厂 2×600MW 煤电发电机组）；②杭锦能源100%（拥有1处在建煤矿-塔然高勒煤矿，产能1000万吨/年，可采储量10.5亿吨，预计 2028 年建成、2029 年达产）	待注入上市企业煤矿资产（合计权益产能166百万吨/年）：①宁夏煤业51%（产能81.2百万吨/年）；②乌海能源100%（产能12.3百万吨/年）；③新疆能源100%股权（产能102百万吨/年）；④陕西神延51%（产能13百万吨/年）；⑤晋神能源49%（产能8百万吨/年）	2024年煤炭产量：327.1百万吨/年 已启动注入资产：25.7百万吨/年 集团待注入产能：166百万吨/年 集团规模：2024年煤炭产量首次突破620百万吨 中国神华可对集团现有未上市资产行使优先交易权
中煤能源	国资委-中煤集团持股中煤能源57.41%	2021年3月25日公司公告，为避免同业竞争，控股股东中煤集团承诺在2028年5月11日前将旗下两家公司股权注入中煤能源：①中煤资源发展集团有限公司，中煤集团持股100%，在产煤矿8座，电厂2座，洗煤厂5座。煤炭总产能1344万吨/年，入洗选能力 3360 万吨/年，总装机容量 540 MW；②中煤集团山西华昱能源有限公司，中煤集团持股60%，在产煤矿7座，可采储量4亿吨，核定产能1900万吨/年，拥有年洗选2200万吨的3座大型洗煤厂。		2024年煤炭产量：137.6百万吨/年 待注入煤炭产能：24.84百万吨/年 集团总产能：2024年核定产能278百万吨/年

2.1 煤炭央企拟加大增持回购力度，高股息煤企配置价值再次凸显

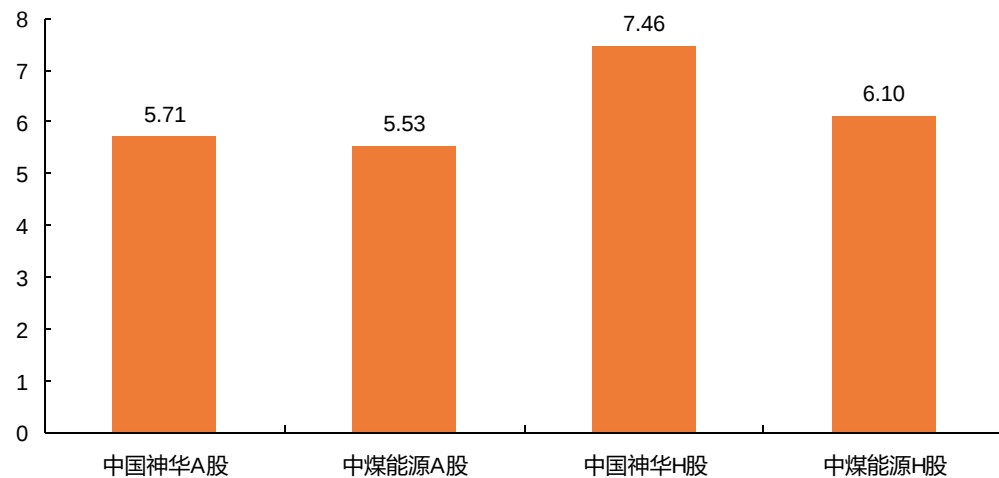
- 2025年4月8日，中煤集团宣布，基于对我国经济长期向好的坚定信心，集团当日再次启动对旗下控股上市公司的股份增持计划。**股票增持回购方面**，旗下上市公司中煤能源表示已收到集团通知，中国中煤拟增持公司A股股份，增持总金额不低于5000万元，不高于8000万元，增持数量不超过公司总股本的2%。**资产注入方面**，根据2021年出具的“2021年-2028年避免同业竞争承诺函”要求，在2028年5月11日前，中国中煤将与中煤能源存在同业竞争的“资源发展公司”和“华昱公司”的股权注入中煤能源。
- **基金持仓持续出清，高股息风格的煤炭板块性价比再次凸显。**24Q2以来煤炭板块受基本面偏宽、煤价下行影响持续下调，截至25Q1主动型基金对中国神华和中煤能源的持仓均已回落至较低水平，但头部煤企业绩韧性较好，且资产质量仍保持优质，结合4月以来多部委联合打出稳市“组合拳”，市场支持资金充足，我们认为煤企作为高股息代表之一，现阶段配置价值再次凸显。

主动型基金对中国神华和中煤能源持仓变化 (%)



中国神华和中煤能源股息率 (%)

股息率 (以2025年5月30日收盘价和2024年现金分红计算)

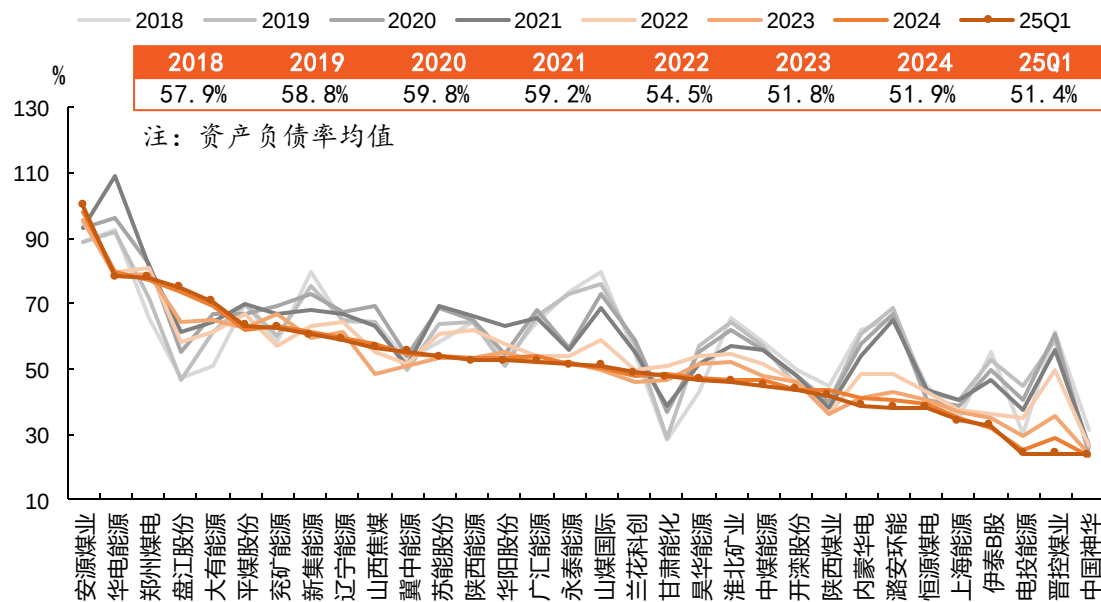




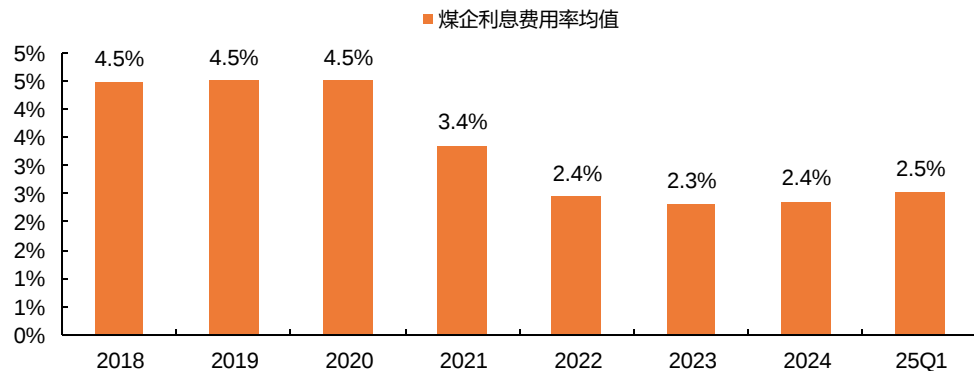
2.2煤企资产负债率和利息费用率继续在合理的中低水平

■ 煤企资产负债率和有息负债率自高点回落后目前已控制在历史较低水平。25Q1上市煤企资产负债率均值约51.4%，有息负债率均值为25.9%，利息费用率均值为2.5%，整体控制在合理范围内。主要系2021-2022年期间煤价出现阶段性高涨行情，煤企利润增厚，此后煤企使用部分增加的现金流偿还大额有息负债，较多煤企资产负债结构有了显著优化，有息负债率自高点回落、利息费用大幅缩减后，目前煤企偿债和偿付利息的资金压力相对可控。

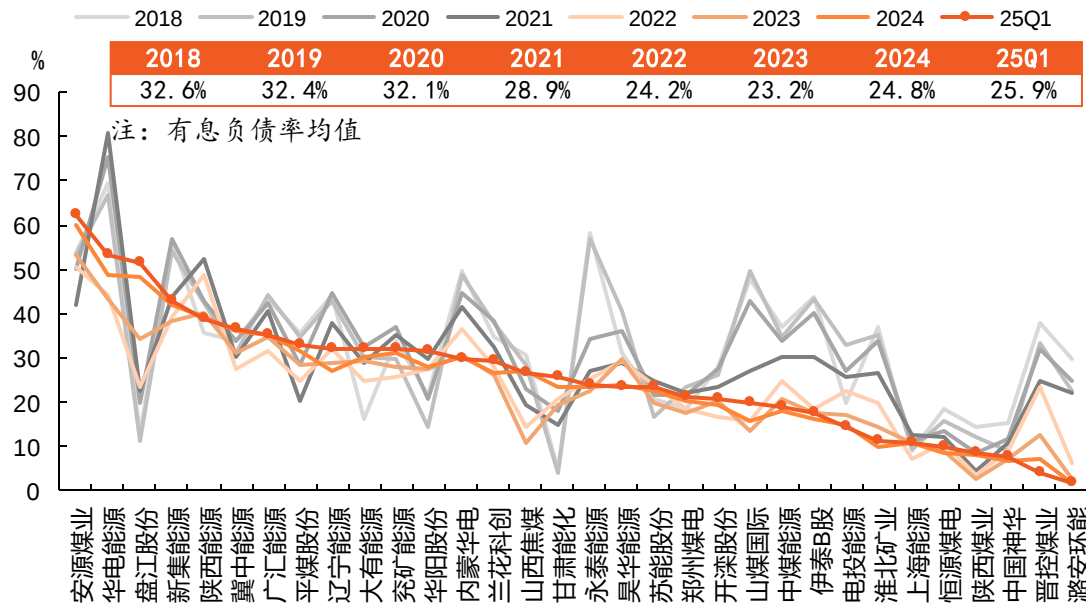
2018年-2025年一季度煤企资产负债率



2018年-2025年一季度煤企利息费用率



2018年-2025年一季度煤企有息负债率



资料来源：wind，平安证券研究所，注：经营煤炭业务，电投能源和华电能源中煤炭

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

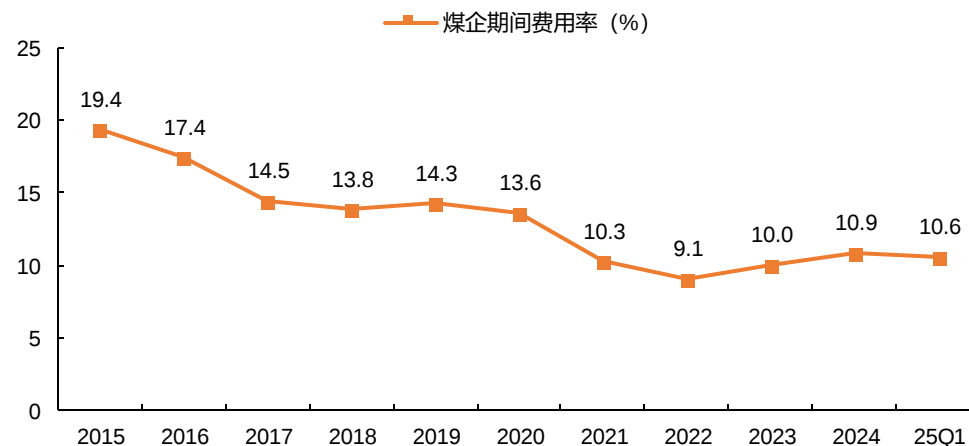
细节经营数据，但山西焦煤和冀中能源主



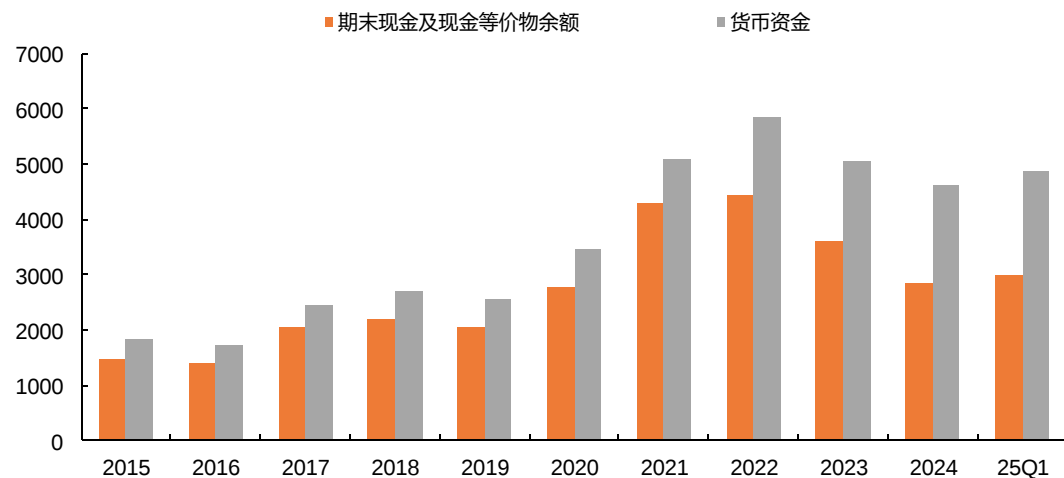
2.3煤企货币资金维持高位，现金流相对充裕

■ 近年来煤企保持优异的控费能力，较大规模的有息债务偿还后，多家煤企期间费用率降至历史低位，促进现金流加速回流，使得货币资金保持充裕。2025年第一季度主要上市煤企期间费用率均值约为10.6%，继续维持在自2015年以来较低的水平；从货币资金和现金流上来看，煤企货币资金在2020-2022年受煤价阶段性高涨行情驱动而显著增厚，近两年虽然煤价有所回落，但煤企货币资金和现金及现金等价物整体仍维持在中高位水平，仍相对充裕。

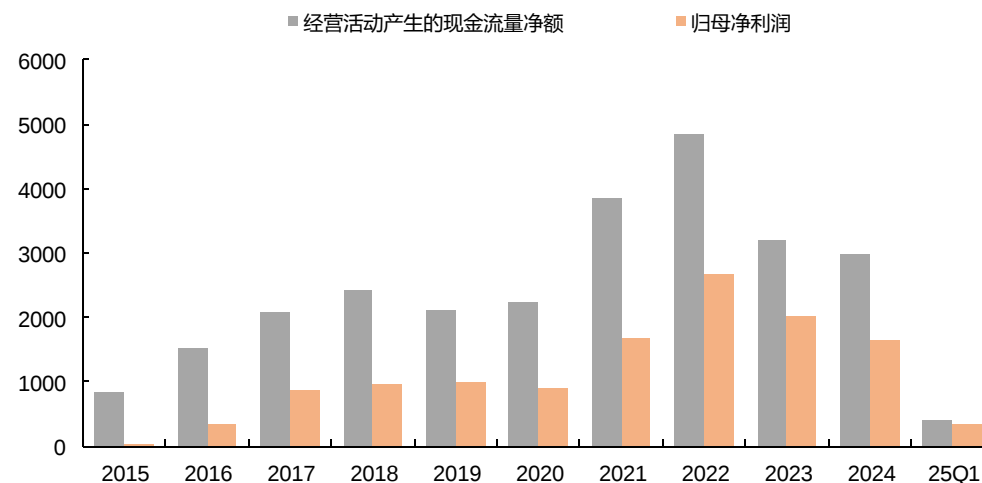
◆ 煤企期间费用率走势 (%)



◆ 煤企货币资金和期末现金及现金等价物 (亿元)



◆ 煤企经营活动产生的现金流和归母净利润 (亿元)



资料来源：wind，平安证券研究所，注：统计口径为煤炭业务，电投能源和华电能源中煤炭业务

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

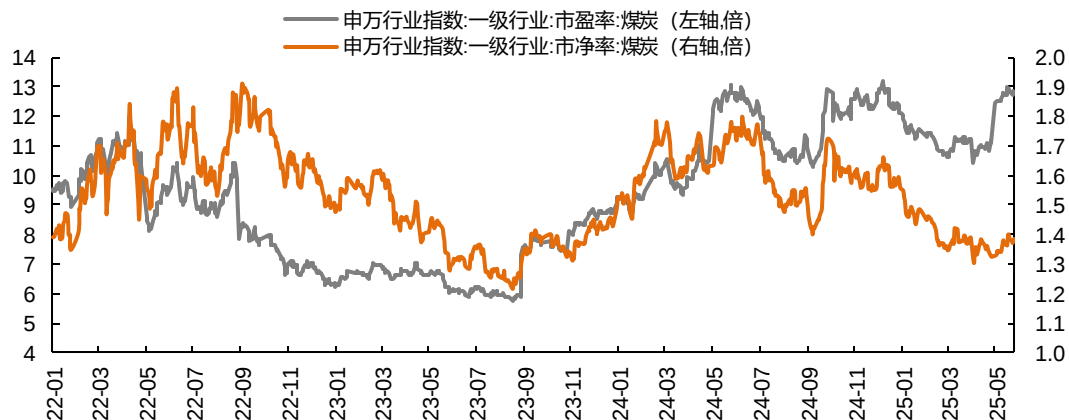
细节经营数据，但山西焦煤和冀中能源主



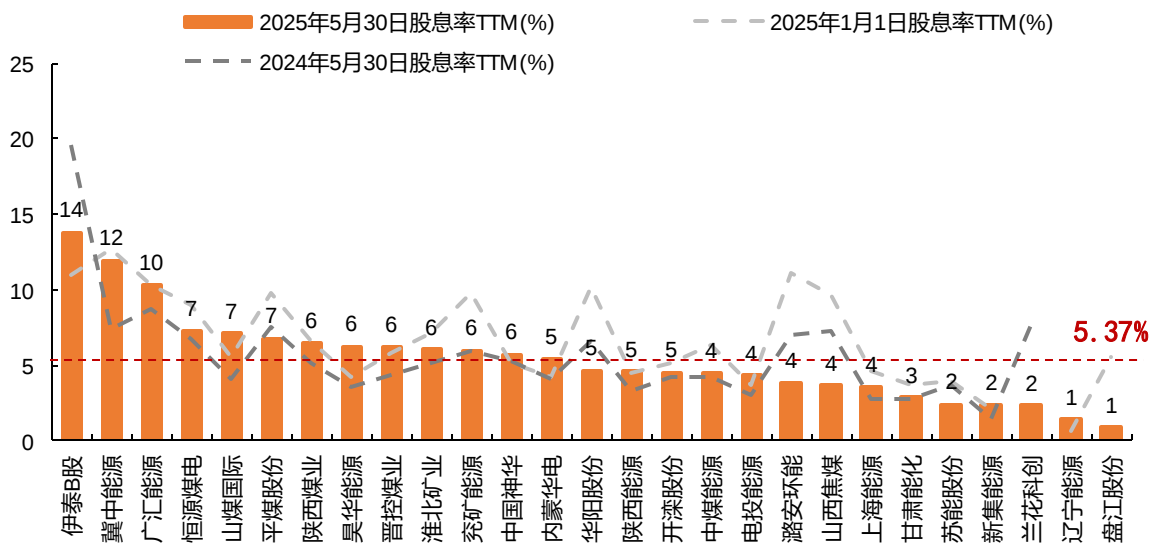
2.4煤企维持高分红高股息风格，低利率环境凸显性价比

■ 根据各煤企发布的2024年年报，主要上市煤企（图中的27家）2024年现金分红比例均值在62%左右，大部分煤企分红比例仍维持在40%以上；截至2025年5月30日收盘价下的主要上市煤企股息率(TTM)均值约为5.37%，相较于2025年5月30日的十年期国债收益率1.72%高出3.65个百分点，且大部分煤企股息率高于十年期国债利率，高长协比例的销售模式使煤企业绩在煤价下行期体现出一定韧性，同时煤企资产负债结构优化后，货币资金和现金流较为充裕，使得高分红高股息的情况得以维持，在低利率环境下具备较好投资性价比。

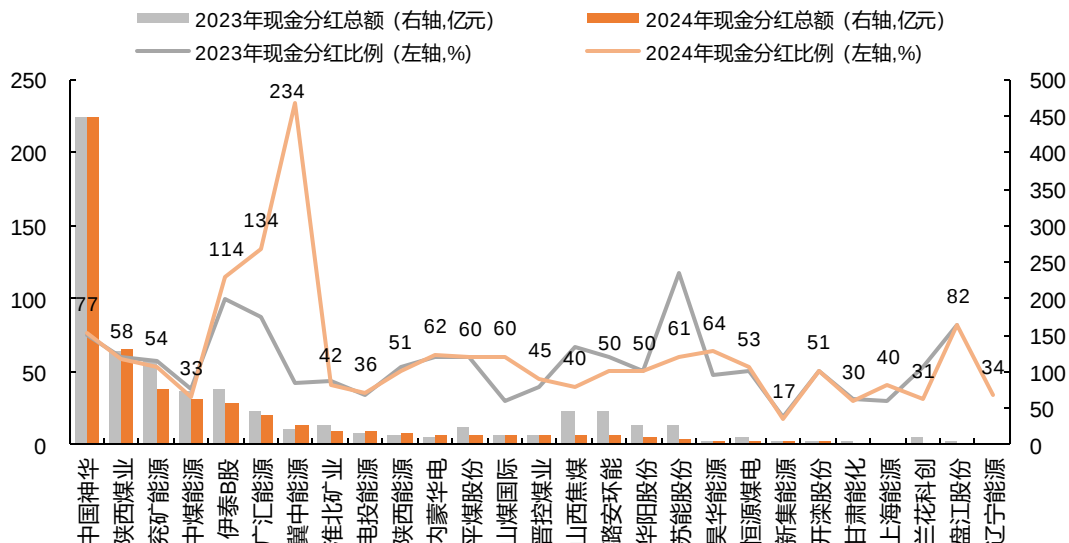
申万煤炭开采业市净率和市盈率走势



煤企最新股息率情况



2023年和2024年煤企现金分红情况





主要上市煤企煤炭业务经营细节数据汇总



25Q1主要上市煤企煤炭业务经营数据情况

	25Q1产量 (万吨)	qoq	yoy	25Q1销量 (万吨)	qoq	yoy	25Q1销售均价 (元/吨)	qoq	yoy	25Q1单吨成本 (元/吨)	qoq	yoy	25Q1单吨毛利 (元/吨)	qoq	yoy	25Q1煤炭业务 销售收入(亿元)	qoq	yoy	25Q1煤炭业务 毛利润(亿元)	qoq	yoy	25Q1煤炭业务 毛利率	环比 变动	同比 变动
中国神华	8250.0	-0.2%	1.5%	9930.0	-12.9%	-15.2%	505.8	-10.1%	-11.7%	352.8	-7.7%	-13.1%	153.0	-15.1%	-8.2%	502.3	-21.7%	-25.1%	151.9	-26.0%	-22.2%	30.2%	-1.8%	1.2%
中煤能源	3335.0	-5.4%	1.9%	6414.0	-19.1%	0.4%	487.1	-9.8%	-17.0%	371.0	-9.8%	-13.4%	116.1	-11.2%	-26.8%	312.4	-27.1%	-16.6%	74.5	-28.2%	-26.5%	23.8%	-0.4%	-3.2%
陕西煤业	4393.8	2.9%	6.0%	3954.7	15.7%	-4.6%										401.6	-3.3%	0.6%						
兖矿能源	3680.0	0.3%	6.3%	3142.6	-6.3%	-8.1%	551.2	-13.6%	-24.2%	362.3	3.5%	-24.7%	188.9	-34.3%	-23.2%	173.2	-19.5%	-30.3%	59.4	-38.8%	-26.4%	34.3%	-10.8%	0.4%
广汇能源	1406.7	-14.4%	108.4%	1469.0	-21.1%	62.9%																		
潞安环能	1357.0	-10.1%	2.5%	1187.0	-16.3%	0.5%	542.9	-9.7%	-21.3%	340.2	-20.9%	-10.0%	202.7	18.5%	-35.0%	64.4	-24.4%	-20.9%	24.1	-0.8%	-34.6%	37.3%	8.9%	-7.9%
华阳股份	993.6	3.2%	16.9%	875.4	-2.3%	5.7%	511.5	-11.1%	-13.1%	292.2	-11.8%	-19.1%	219.3	-10.1%	-3.4%	44.8	-13.1%	-8.1%	19.2	-12.2%	2.1%	42.9%	0.5%	4.3%
晋控煤业	786.3	-11.4%	-6.9%	526.2	-38.4%	-24.3%	426.1	-11.3%	-16.4%							22.4	-40.9%	-36.8%						
山煤国际	908.6	7.2%	20.9%	762.8	-38.6%	-17.9%	563.3	-4.1%	-15.6%	371.1	-15.1%	-17.2%	192.2	27.3%	-12.2%	43.0	-42.0%	-30.7%	14.7	-22.8%	-26.0%	34.1%	8.5%	1.3%
平煤股份	749.5	15.3%	13.1%	631.7	-11.3%	-8.6%	763.4	-25.1%	-34.0%	616.1	-21.9%	-26.1%	147.3	-39.8%	-54.3%	48.2	-34.5%	-39.7%	9.3	-46.6%	-58.2%	19.3%	-4.4%	-8.6%
郑州煤电	183.0	8.3%	1.7%	182.0	5.8%	1.1%	470.9	-5.6%	-14.8%	379.8	-5.6%	-3.4%	91.1	-5.7%	-42.9%	8.6	-0.1%	-13.9%	1.7	-0.2%	-42.3%	19.4%	0.0%	-9.5%
大有能源	270.2	11.4%	19.8%	260.7	7.5%	20.2%	376.0	-10.3%	-27.0%	357.4	-20.5%	-18.8%	18.6		-75.2%	9.8	-3.5%	-12.2%	0.5	-165.4%	-70.2%	4.9%	12.2%	-9.6%
开滦股份	90.0	-13.6%	0.0%	49.9	-31.3%	-11.2%	1192.2	-13.7%	-34.3%							5.9	-40.7%	-41.7%						
昊华能源	488.3	21.3%	0.9%	474.4	17.5%	-2.8%	390.5	-4.8%	-11.3%	227.7	-3.6%	19.3%	162.7	-6.6%	-34.7%	18.5	11.8%	-13.8%	7.7	9.8%	-38.5%	41.7%	-0.8%	-15.0%
淮北矿业	430.8	-11.8%	-17.7%	297.2	-14.8%	-26.2%	937.8	-10.8%	-20.3%	519.9	-3.4%	-12.3%	417.9	-18.7%	-28.4%	27.9	-24.0%	-41.2%	12.4	-30.7%	-47.2%	44.6%	-4.3%	-5.1%
新集能源	498.9	-3.5%	6.3%	460.3	-9.5%	1.8%	560.2	-3.3%	-2.6%	324.0	-3.7%	-6.6%	236.2	-3.3%	3.4%	25.8	-12.9%	-0.8%	10.9	-13.0%	5.2%	42.2%	0.0%	2.4%
恒源煤电	175.4	-0.1%	-10.0%	160.0	-15.0%	-16.5%	691.8	-10.8%	-32.0%	561.3	10.7%	0.0%	130.4	-51.4%	-71.4%	11.1	-24.2%	-43.2%	2.1	-58.7%	-76.1%	18.9%	-15.8%	-26.0%
兰花科创	368.3	9.7%	18.1%	288.7	-21.9%	21.2%	538.4	-13.7%	-14.7%	331.0	-24.9%	-9.4%	207.3	13.0%	-22.1%	15.5	-32.6%	3.3%	6.0	-11.8%	-5.6%	38.5%	9.1%	-3.6%
甘肃能化	484.7	7.8%	-7.9%	370.7	-26.3%	-11.0%																		
盘江股份	218.0	-13.9%	7.0%	168.9	-12.1%	-11.2%	671.9	-9.4%	-24.9%	595.8	7.4%	-10.5%	76.2	-59.4%	-66.7%	11.3	-20.4%	-33.3%	1.3	-64.3%	-70.4%	11.3%	-13.9%	-14.2%
安源煤业	28.6	-26.6%	-26.9%	23.0	-28.2%	-24.2%	702.7	-6.9%	-16.4%	999.3	11.3%	8.5%	-296.7			1.6	-33.1%	-36.7%	-0.7			-42.2%	-23.7%	-32.6%
上海能源	134.0	-14.9%	-13.0%	120.9	-31.1%	-7.3%	764.9	-8.0%	-29.1%	577.1	-13.5%	-5.8%	187.8	14.4%	-59.6%	9.2	-36.6%	-34.3%	2.3	-21.2%	-62.5%	24.6%	4.8%	-18.5%
陕西能源	434.7	-0.6%	-10.5%	187.7	-20.8%	19.5%																		
内蒙华电	315.4	-18.9%	-4.0%	156.1	-23.9%	0.4%	358.8	-4.0%	-14.0%							5.6	-27.0%	-13.7%						
苏能股份	407.2	2.4%	12.2%	378.8	-15.1%	14.1%	376.1	-9.0%	-22.2%	223.8	19.4%	-1.6%	152.3	-32.5%	-40.5%	14.2	-22.7%	-11.2%	5.8	-42.7%	-38.1%	40.5%	-14.1%	-12.4%
永泰能源	339.8	-22.8%	10.7%	335.0	-24.9%	12.0%	345.9	-24.6%	-52.5%	246.6	-27.5%	-22.2%	99.3	-16.1%	-75.9%	11.6	-43.3%	-46.8%	3.3	-37.0%	-73.0%	28.7%	2.9%	-27.8%
辽宁能源	146.4	-17.2%	28.6%	137.8	-16.7%	16.1%	580.6	-11.9%	-17.3%	466.6	17.3%	-11.5%	114.0	-56.3%	-34.8%	8.0	-26.6%	-4.0%	1.6	-63.6%	-24.3%	19.6%	-20.0%	-5.8%
伊泰B股	1445.6	-20.5%	22.3%	1786.2	-17.8%	13.3%	456.0	-11.2%	-25.1%	321.2	-4.3%	-19.0%	134.8	-24.1%	-38.5%	81.4	-27.0%	-15.1%	24.1	-37.6%	-28.0%	29.6%	-5.0%	-5.8%
合计	32319.5	-2.7%	6.7%	34731.6	-13.1%	-4.9%	573.6	-11.0%	-22.9%	420.8	-4.9%	-11.4%	140.5	-21.7%	-44.5%	1878.6	-20.8%	-19.9%	431.8	-44.7%	-46.2%	23.0%	-8.2%	-9.4%

资料来源：各公司公告，wind，平安证券研
销售收入为包含贸易煤的收入。图中统计口

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

销量仅指自产煤（未披露贸易煤数据），而煤炭业务

CONTENT 目录



一、煤市

- 1.1价格端：回至供给侧改革之初，需待重新出清破局
- 1.2成本端：动煤尚有盈利空间，焦煤或率先边际出清
- 1.2供应端：山西产量明显回补，疆煤产能正加速释放
- 1.3需求端：动煤刚性需求支撑，焦煤待终端政策催化

二、煤企

- 2.1煤炭央企推进优质资产注入上市公司，加大增持回购
- 2.2煤企资产负债率和利息费用率继续在中低水平
- 2.3煤企货币资金维持高位，现金流保持相对充裕的水平
- 2.4煤企维持高分红高股息风格，低利率环境凸显性价比

三、投资建议与风险提示

投资建议

■ **投资建议：**市场方面，当前动煤和焦煤价格均处于底部震荡期，煤价续跌可能造成边际高成本矿面临退出风险，此外，按照水电大小年的规律，2024年是来水大年、水电发电量同比大增，今年来水情况可能有所回落，利好煤炭下游火电需求，后续“迎峰度夏”耗煤旺季的来临有望驱动动力煤基本面边际改善。投资层面，高长协比例的销售模式叠加煤企优化的盈利能力和目前较良好的资产负债率有利于保障高分红高股息的兑现，2024年主要上市煤企现金分红比例均值在62%左右，大部分煤企分红比例仍维持在40%以上，截至2025年5月30日收盘价下的主要上市煤企股息率(TTM)均值约为5.37%，相较于2025年5月30日的十年期国债收益率1.72%高出3.65个百分点，在低利率环境下高股息的煤炭板块仍具备较好投资价值，首次覆盖煤炭行业，给予“强于大市”评级。我们建议关注量价相对具有韧性、高分红高股息的头部煤企：**中煤能源、中国神华、陕西煤业**；发展煤电一体化、具备一定成长性的煤企：**新集能源、昊华能源**。

重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)				评级
		2025/6/18	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
中煤能源	601898.SH	11.02	1.46	1.40	1.48	1.53	7.5	7.9	7.4	7.2	推荐
中国神华	601088.SH	39.22	2.95	2.67	2.73	2.81	13.3	14.7	14.4	14.0	暂未评级
陕西煤业	601225.SH	19.98	2.31	1.99	2.08	2.19	8.6	10.0	9.6	9.1	暂未评级
新集能源	601918.SH	6.57	0.92	0.88	0.97	1.04	7.1	7.5	6.8	6.3	暂未评级
昊华能源	601101.SH	7.29	0.72	0.74	0.83	0.92	10.1	9.9	8.8	7.9	暂未评级

资料来源：wind，平安证券研究所，注：除

风险提示

- 国内煤炭库存超预期增加，供需基本面失衡的风险。若国内煤企产量持续增加，进口煤量在价格优势下重新增加，而需求端难以回暖，则可能造成煤炭供应过剩、库存继续累高的风险。
- 矿山安全事故发生的风险。若有矿山安全事故发生，政府持续加强矿山安全管理，相关煤企产量可能会受到较大影响。
- 供暖耗煤旺季需求不及预期，煤炭库存持续高位的风险。若后市冬季供暖所需煤炭消耗量不及预期，煤炭库存持续高位，可能导致煤价继续下跌。
- 煤企资本开支增加，股息率和分红比例下调风险。如果煤企大幅调增资本开支，加大基建项目开发力度，则一方面可能导致煤炭供应增幅超预期，另一方面用于股息分红的现金减少，可能造成煤企下调股息率和分红率。
- 下游地产政策落实不及预期导致焦煤需求难以回暖的风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。