

煤炭行业深度报告

全球煤市新篇章：印尼减产定基调，AI 增量启新局

方正证券研究所证券研究报告

分析师

金宁 登记编号：S1220524110004

韩笑 登记编号：S1220525050003

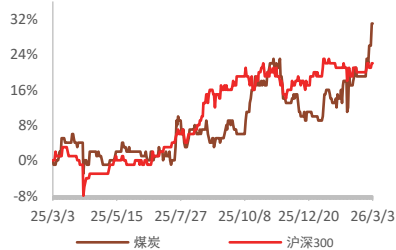
范笑男 登记编号：S1220526010001

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	49
总股本(亿股)	1,841.81
销售收入(亿元)	21,606.22
利润总额(亿元)	2,614.68
行业平均 PE	-50.60
平均股价(元)	10.89

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《煤价筑底龙头业绩稳健，重视煤炭红利投资价值》2025.09.07

《煤价下行煤企业绩承压，关注高长协高股息龙头》2025.05.07

近期国际煤炭市场接连受到两次关键冲击，再度引发市场的高度关注：一是印尼收紧煤炭生产配额，主动控量保价，全球贸易供给端显著收缩；二是美国政府加大煤炭采购，海外需求边际改善，国际煤价支撑增强，两大事件共同推动全球煤炭供需格局转向偏紧。叠加国内煤炭行业“反内卷”政策持续深化，国内主产地煤矿超产得到有效约束，国内外供需影响因素有望形成共振，2026 年煤炭市场供需格局有望迎来趋势性转变，煤炭价格中枢与行业盈利有望稳步抬升。本文我们对国际煤炭贸易格局进行拆解，以及印尼、美国的煤炭环境进行分析，探讨未来煤炭供需由宽松逐步走向偏紧的可能性。

印尼：成为市场关注焦点

作为全球最大的煤炭出口国，印尼政府 2026 年接连出台产量配额大幅下调、加征出口关税以限制煤炭出口等系列政策，将年度煤炭产量配额从 2025 年实际 7.9 亿吨降至 6 亿吨，部分矿企减产幅度高达 40%-70%。在此政策影响下，矿商已暂停新增现货煤炭出口的现象，直接扰动全球煤炭贸易格局。

印尼凭借得天独厚的资源条件、低成本开采优势，长期占据着全球动力煤出口榜首位置。2025 年印尼煤炭出口量达 5.4 亿吨，2026 年印尼计划将煤炭产量配额下调，预计全年出口量将减少 2 亿吨，直接牵动国际煤价与亚太能源供应格局。

美国：AI 缺电时代下煤炭或迎来潜在反转窗口

近年来美国电力需求基本保持平稳，根据 EIA 预测，2026-2030 年美国电力需求年平均将增长 2%，约为过去十年观察到的增幅的两倍之多，其中数据中心的电力消耗预计将占预测增长的近一半，AI 数据中心为未来用电增长的主要引擎，其耗电量或呈指数级扩张。

电网本身来看，在 AI 电力需求快速增长的背景下，美国电力供给端面临电网基础设施老化和区域碎片化的双重刚性约束，一方面设备超期服役问题严峻，但大型设备平均交付周期较长；另一方面，美国电网由东部、西部、得克萨斯三大独立电网及 500 余家私营电力公司碎片化运营，这使得美国跨区协调成本高昂，系统在高峰负荷下的脆弱性或进一步凸显。

发电结构来看，美国天然气和风电虽占发电结构主导，但由于燃气轮机供应链紧张以及天然气供应趋紧或导致气电顶峰能力不足，而风电间歇性出力特征使其难以满足数据中心“24/7”连续运行的刚性负荷要求。综合来看，在电网老化制约跨区调度、气电受制于燃气轮机交付周期、风电无法保证稳定出力的多重约束下，存量煤电成为美国短期内填补 AI 电力缺口的最优解。

当前美国存量煤电机组利用率处于历史低位，利用率水平远低于 2008 年的峰值 72%，基于存量煤电装机约 170GW 的假设，假设存量煤电机组的利用率水平回升至 50%~72%，则对应的煤炭需求或在 0.54~2.01 亿短吨左右。我们认为美国煤炭内需走强或重塑全球煤炭贸易流，国内供需趋紧或引发美国煤炭出口量大幅缩减，其供需变化将对全球煤价产生显著支撑作用。

投资建议：

本次印尼减产、美国增加煤炭需求，均会对过去煤炭供需偏弱的格局予以修正。当前煤炭价格在 700 元/吨附近震荡，印尼煤炭减产的趋势基本确立，煤炭行业的供给侧收紧成为投资主题，国内的“反内卷”以及印尼的 KRAB 配额生产背景下，煤炭供大于求的局面有望扭转。随着供给端产能收紧的政策继续在 2026 年落实，同时煤炭需求随着用电需求增长而增加，我们认为煤价弹性较强的企业有望率先迎来业绩反转，此外长协占比较高的中国神华、中煤能源业绩稳定性较强，如果煤价维持高位，低估值标的也有望迎来估值修复。

投资逻辑一：随着供给侧收紧，需求增长，煤炭供需格局改善，煤价弹性较强的企业有望率先收益。建议关注：兖矿能源、晋控煤业、山煤国际。

投资逻辑二：成长型企业值得关注，兖矿能源未来有望达成 3 亿吨原煤产量目标，目前尚有不小的距离，此外还有钾盐、钼矿增量；首钢资源未来有望获得联山矿采矿许可，进一步增厚自身资产。建议关注：兖矿能源、首钢资源。

投资逻辑三：2025 年煤价确立底部，为煤炭企业确立盈利底，对于高分红比例的标的，其业绩有了下限保证，股息率也有保障，高股息企业有望得到估值提升。建议关注资源禀赋优秀，经营业绩稳定且分红比例预期较高的标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业。

风险提示：安全生产风险、国际形势变动风险、宏观经济波动风险、商品价格大幅波动风险、项目建设进度不及预期风险、政策支持力度不及预期风险、市场竞争加剧风险。

正文目录

1 近期国际市场供需均受冲击	5
2 供给冲击：印尼煤炭供给收缩成为市场关注焦点	7
2.1 印尼是全球最大的煤炭出口国	7
2.2 印尼历史上曾限制煤炭出口	9
3 需求冲击：AI 缺电时代下煤炭需求或迎来反转窗口	11
3.1 AI 驱动美国电力需求非线性增长，结束长期停滞格局	11
3.2 多重供给约束下煤电回归，成为承接 AI 用电需求激增的最优解	14
3.3 美国煤电供应弹性正待释放，有望推动煤炭需求显著提升	17
3.4 美国煤炭供给先减后增	19
4 投资建议	20
5 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2020 年起全球煤炭产量整体上升 (百万吨)	5
图表 2: 中国仍是全球煤炭产量最大的国家 (百万吨)	5
图表 3: 2020 年起全球煤炭消费量整体上升 (百万吨)	6
图表 4: 近年来印度煤炭消费占比快速提升 (百万吨)	6
图表 5: 印尼煤炭出口量全球第一 (百万吨)	6
图表 6: 中国仍是全球最大的煤炭进口市场 (百万吨)	6
图表 7: 2020-2024 全球煤炭贸易量持续增长 (百万吨)	7
图表 8: 印尼煤炭资源分布图	8
图表 9: 近年来印尼煤炭产量增长 (百万吨)	8
图表 10: EI 统计全球前五大煤炭资源储量国家	8
图表 11: 2025 印尼煤炭出口量减少 (万吨)	9
图表 12: 2025 中国进口印尼煤减少 (万吨)	9
图表 13: 印度进口印尼煤约 10000 万吨	9
图表 14: 印尼主要的几个煤炭出口国 (万吨)	9
图表 15: 2022 年印尼出口禁令直接导致煤价上涨 (元/吨)	10
图表 16: 2025 年印尼为应对煤价下跌出台出口限制措施 (元/吨)	10
图表 17: 2024 年印尼煤炭产量占比约 9%	11
图表 18: 印尼煤炭消费量也逐渐提升 (百万吨)	11
图表 19: 2015 年-2025 年 11 月美国电力零售销量变化	12
图表 20: 2015 年-2025 年 11 月美国电力零售销量变化	12
图表 21: 2015 年-2024 年美国电力总装机变化	13
图表 22: 2020 年-2024 年美国电力装机结构变化	13
图表 23: 2014-2028 年美国数据中心电力消费总量变化	13
图表 24: 2023-2027 年美国各区域电力需求变化预测	14
图表 25: PJM 容量市场主要区域的基本拍卖价格走势	14
图表 26: 美国电网区域分布示意图	15
图表 27: 2015-2024 年美国净发电量结构变化	16
图表 28: 特朗普政府支撑煤电政策与表态时间轴	16
图表 29: 2025 年 1-11 月美国煤电份额同比回升	17
图表 30: 2000-2025 年美国退役燃煤电厂装机容量变化	17
图表 31: 2014-2024 年美国燃煤机组产能利用率水平变化	18
图表 32: 不同情景测算下煤电利用率回升带来的发电量增量	18
图表 33: 美国煤炭资源分布图	19
图表 34: 2024 年美国煤炭产量约 4.6 亿吨	19
图表 35: 美国对华出口快速下降 (万吨/季)	20
图表 36: 美国动力煤及炼焦煤均有出口 (万吨/季)	20
图表 37: 我们预测秦港 Q5500 动力煤价格对应动力煤公司业绩、PE、股息率	21

1 近期国际市场供需均受冲击

2025 年国内煤炭市场呈现先跌后涨的运行态势，年中触底反弹，10 月价格开启快速提升，行业景气度也逐步修复。近期国际煤炭市场接连受到两次关键冲击，再度引发市场的高度关注：一是印尼收紧煤炭生产配额，主动控量保价，全球贸易供给端显著收缩；二是美国政府加大煤炭采购，海外需求边际改善，国际煤价支撑增强，两大事件共同推动全球煤炭供需格局转向偏紧。叠加国内煤炭行业“反内卷”政策持续深化，国内主产地煤矿超产得到有效约束，国内外供需影响因素有望形成共振，2026 年煤炭市场供需格局有望迎来趋势性转变，煤炭价格中枢与行业盈利有望稳步抬升。本文我们对国际煤炭贸易格局进行拆解，以及印尼、美国的煤炭环境进行分析，探讨未来煤炭供需由宽松逐步走向偏紧的可能性。

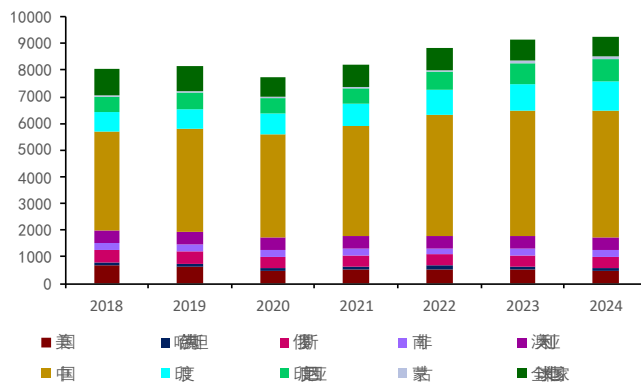
近几年全球煤炭产量呈现持续攀升，自 2021 年全球供应偏紧后，主要生产国中国、印度、印尼持续扩产，产量连续数年增长，美国、澳大利亚呈现煤炭产量下滑趋势。2024 年全球煤炭产量已升至约 92 亿吨的历史峰值，2025 年全球煤炭产量预计小幅微增，与 2024 年基本持平。2025 年煤价下跌触底、产量达到平台期上涨缓慢，标志着全球煤炭产量由持续增长转入高位平台期，区域分化加剧，中国、印度保持稳健增产，印尼产量开始下滑，澳大利亚煤炭产量继续收缩，在中国产量预计 2025 年达峰的情况下，预计 2026 年起全球产量将逐步进入下行通道。

图表1:2020 年起全球煤炭产量整体上升（百万吨）



资料来源：EI、方正证券研究所

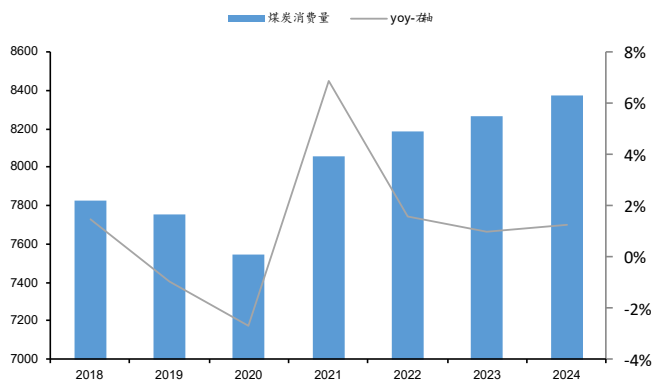
图表2:中国仍是全球煤炭产量最大的国家（百万吨）



资料来源：EI、方正证券研究所

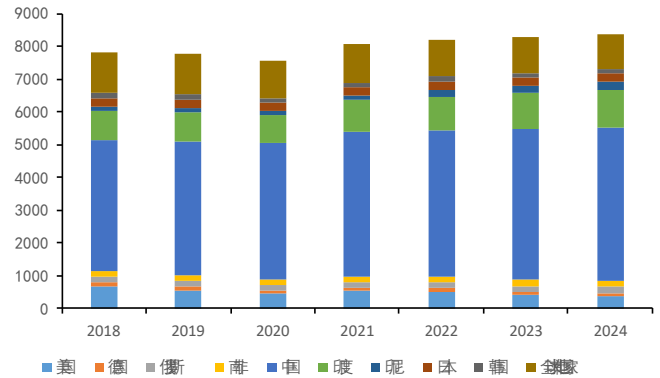
近几年全球煤炭消费整体呈持续增长，2024 年创历史新高，预计 2025 年有望再度突破历史高位。2020-2024 年全球煤炭需求连续回升，根据 EI 统计，2024 年同比增长 1.3%，达到 83.71 亿吨，刷新历史峰值。国际能源署预计 2025 年全球煤炭消费量仍将小幅增长 0.5%。全球煤炭消费区域分化显著，中国、印度为消费主力，尤其是印度需求占比逐渐提升，而欧美煤炭需求延续下滑趋势，2024 年欧洲煤炭需求下滑 7%，北美煤炭需求下滑 4.3%。不过，虽然北美整体需求下滑，但 2025 年起美国受采购与发电支撑煤炭需求短期回升。

图表3:2020年起全球煤炭消费量整体上升(百万吨)



资料来源:EI、方正证券研究所

图表4:近年来印度煤炭消费占比快速提升(百万吨)

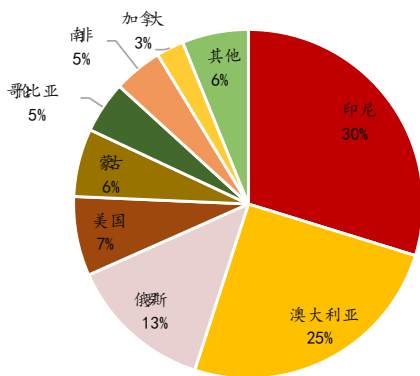


资料来源:EI、方正证券研究所

近几年全球煤炭贸易量呈现持续增长态势,至2024年煤炭贸易量创历史新高,根据国际能源署预测2025年煤炭贸易量有所下滑。2024年全球煤炭贸易量达到历史峰值。2025年受中国进口量回落、印尼等主产国出口收紧等影响,预计2025年全球煤炭贸易量同比下降5%,为2020年以来首次下滑,贸易结构同步调整,动力煤降幅大于炼焦煤,亚太地区仍为核心消费与贸易区域。

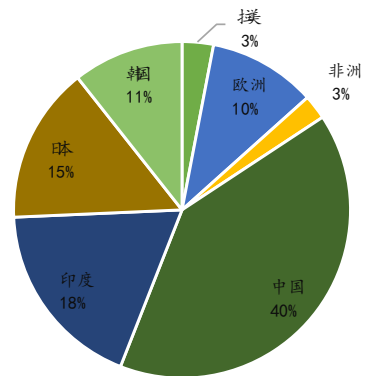
总体来看,2024年产销均快速增长,2025年供需增速均有所放缓,国际煤炭贸易量开始收缩,如果没有印尼和美国带来的供需冲击,2026年煤炭供需矛盾仍不明显。

图表5:印尼煤炭出口量全球第一(百万吨)



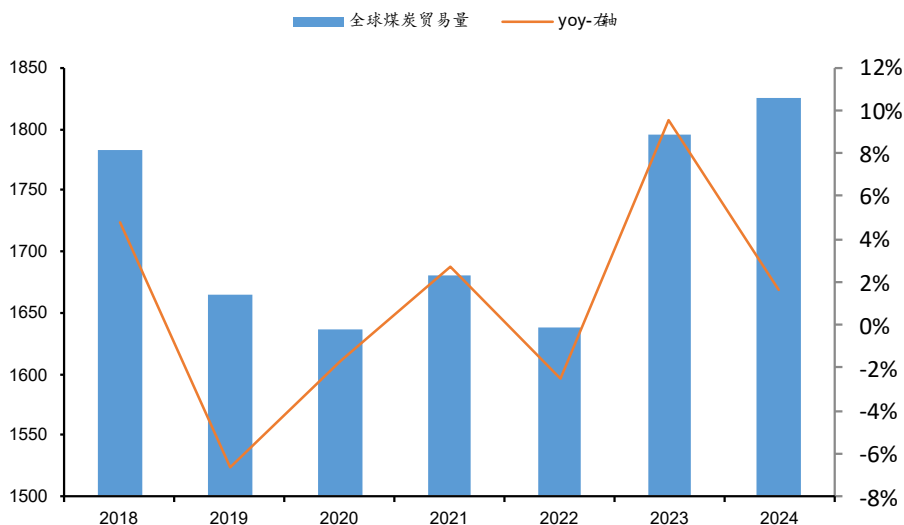
资料来源:EI、方正证券研究所

图表6:中国仍是全球最大的煤炭进口市场(百万吨)



资料来源:EI、方正证券研究所

图表7:2020-2024 全球煤炭贸易量持续增长（百万吨）



资料来源：EI、方正证券研究所

2 供给冲击：印尼煤炭供给收缩成为市场关注焦点

近期，印度尼西亚收紧煤炭出口政策，引发全球市场高度关注。作为全球最大的煤炭出口国，印尼政府 2026 年接连出台产量配额大幅下调、加征出口关税以限制煤炭出口等系列政策，将年度煤炭产量配额从 2025 年实际 7.9 亿吨降至 6 亿吨，部分矿企减产幅度高达 40%-70%。在此政策影响下，矿商已暂停新增现货煤炭出口的现象。印尼政府的超预期供给收缩举措，直接扰动全球煤炭贸易格局，让印尼煤迅速成为当前全球能源与大宗商品市场的核心焦点。本文我们对以往印尼煤炭出口情况进行分析，讨论印尼本次限产政策将对全球煤价产生什么影响。

2.1 印尼是全球最大的煤炭出口国

印尼是全球煤炭贸易体系中举足轻重的核心供给国，凭借得天独厚的资源条件、低成本开采优势，长期占据着全球动力煤出口榜首位置。印尼煤炭资源集中分布于加里曼丹岛与苏门答腊岛，形成两大核心产区。其中，加里曼丹岛是印尼煤炭主产区，贡献全国超九成产量，东加里曼丹、南加里曼丹为主要开采区域；苏门答腊岛煤炭资源主要集中于南部地区，产量占比相对较小。

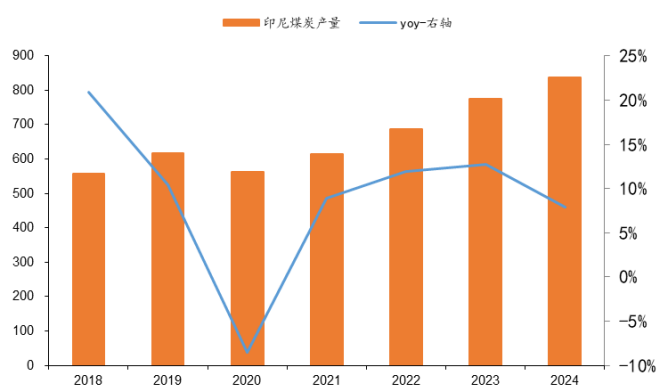
图表8: 印尼煤炭资源分布图



资料来源：中国冶金报社、方正证券研究所

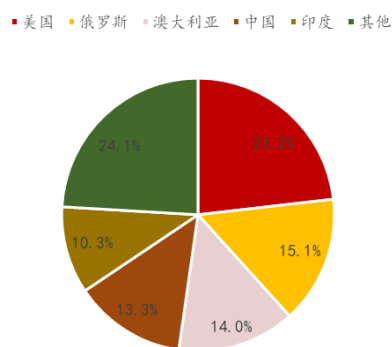
印尼煤炭已探明储量约 319 亿吨，预估总储量超 900 亿吨，资源保障能力充足。煤种结构上，印尼煤炭以褐煤、次烟煤为主，占比超 90%，热值多集中在 3800 - 5000 大卡，是火力发电的优质燃料；仅少量为高卡烟煤及焦煤，得益于煤层埋藏浅、地质条件简单，印尼煤炭以露天开采为主，开采成本低、开采效率高，这也是其煤炭产品在国际市场具备强竞争力的关键因素。根据 EI 能源图鉴，2024 年印尼煤炭产量 8.36 亿吨，排名全球第三。

图表9: 近年来印尼煤炭产量增长（百万吨）



资料来源：EI、方正证券研究所

图表10: EI 统计全球前五大煤炭资源储量国家

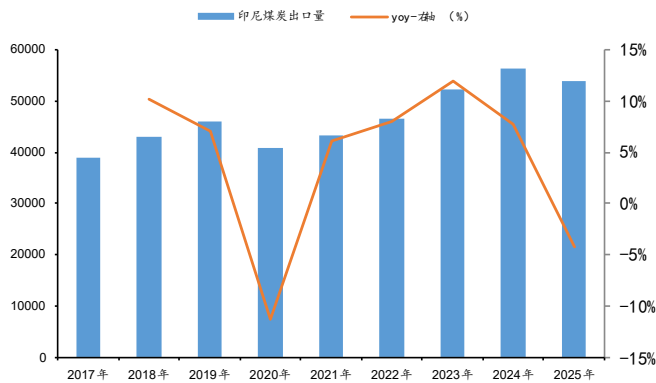


资料来源：EI、方正证券研究所

印度尼西亚是全球最大的煤炭出口国，2025 年印尼煤炭出口量达 5.4 亿吨，同比下降 4.2%。2025 年印尼煤炭产量 7.9 亿吨，国内消费约 2.4-2.54 亿吨，煤炭出口依存度超 68%。印尼出口结构以 3800-5000 大卡动力煤为主，核心流向为中国（约 2.2 亿吨，占其出口 41%，占中国煤炭进口总量 45%）、印度（占比约 19%），日本、韩国为重要传统市场。2026 年印尼计划将煤炭产量配额下调至 6 亿吨，同

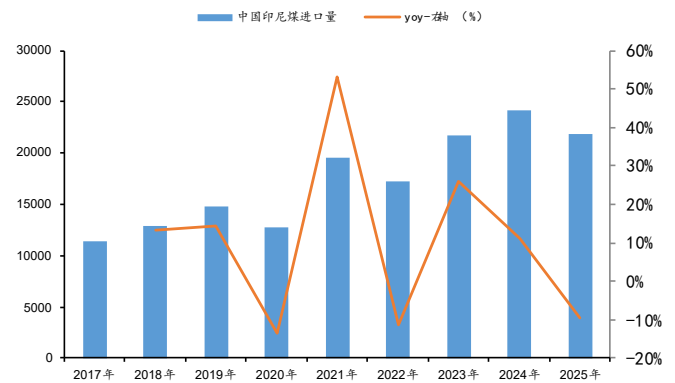
比降幅约 24%，如果减产 1.9 亿吨落实，预计全年出口量将减少约 2 亿吨，直接牵动国际煤价与亚太能源供应格局。

图表11:2025 印尼煤炭出口量减少（万吨）



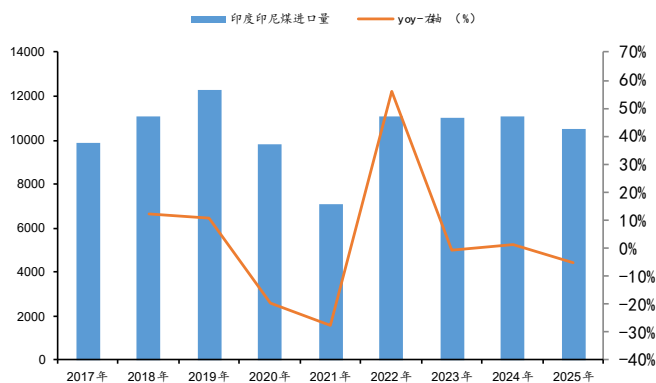
资料来源：钢联数据、方正证券研究所

图表12:2025 中国进口印尼煤减少（万吨）



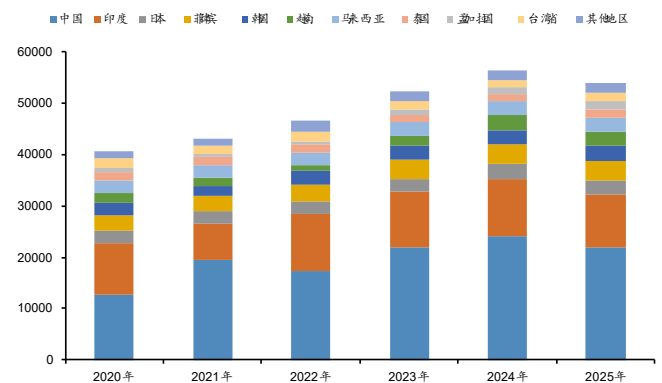
资料来源：钢联数据、方正证券研究所

图表13:印度进口印尼煤约 10000 万吨



资料来源：钢联数据、方正证券研究所

图表14:印尼主要的几个煤炭出口国（万吨）



资料来源：钢联数据、方正证券研究所

2.2 印尼历史上曾限制煤炭出口

近年来印尼曾多次限制煤炭出口，均对国际市场煤价产生一定影响。

2022 年印尼第一次出台对煤炭出口限制政策。2022 年 1 月，因国内电厂煤炭库存告急、矿工未足额履行 DMO 供应义务，印尼政府宣布全面禁止煤炭出口，维持一个月，本次出口限制成为史上力度最强的一次供给冲击。该禁令执行约 10 天便快速松绑，允许合规企业恢复出口，虽时间短暂，却显著推高了国际煤价，凸显印尼对全球动力煤市场的定价影响力。

图表15:2022 年印尼出口禁令直接导致煤价上涨（元/吨）



资料来源：方正证券研究所

2025 年内印尼连续出台出口煤炭限制政策。2025 年 3 月份，印尼政府曾要求煤炭和矿产生产商以不低于政府基准价（HPB/HPM）下限的价格出口煤炭，但随着全球大宗商品价格波动加剧、煤炭价格下行压力增加，矿商的经营负担加重，印尼于 8 月份取消了出口限价政策。2025 年末，印尼推出煤炭出口关税计划，拟按价格分级征收 1%-5% 出口税，以增加财政收入、调节出口节奏并稳定国内供应，这两次调整为价格层面限制，是基于煤价下跌的大背景下的政策，因此对国际市场冲击影响较小，成为介于行政禁令与长期配额之间的过渡性限制。

图表16:2025 年印尼为应对煤价下跌出台出口限制措施（元/吨）



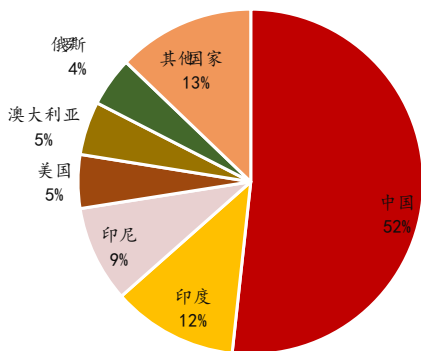
资料来源：方正证券研究所

从前几次限制出口的政策中我们看到，印尼国内煤炭需求也逐年提升，2022 年的限制正是为强化印尼国内 DMO 保供。虽然 2025-2026 年是应对煤价快速下跌，但印尼政府仍然要求其矿商保障印尼国内的供给。同时，虽然 2022 年出口限制政策为期较短，但可以看到印尼政府对煤炭市场的政策对国际市场影响力之大。

本次印尼限制出口主要是由财政诉求、定价权博弈、国内能源安全三大支柱构成，其核心在于扭转“量增价跌”的被动局面。

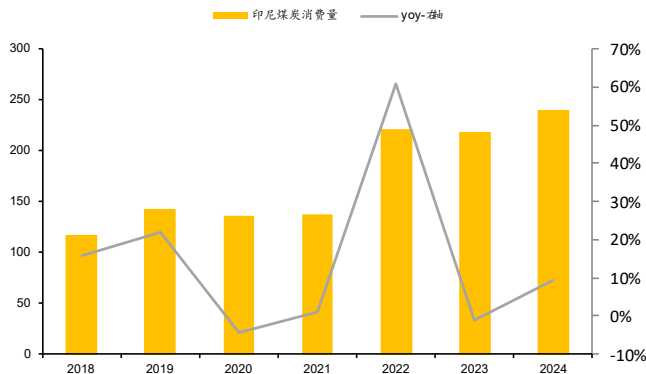
2026 年印尼正式实施年度生产配额大幅削减。2026 年印尼将全国煤炭产量压降至约 6 亿吨，较 2025 年实际产量下调约 24%，部分矿商配额降幅达 40%-70%，由于生产配额存在大幅缩减预期，部分煤矿出现暂停出口的现象。本次强化年度生产计划审批，是从源头收紧供给的制度性、长期性收缩。

图表17:2024 年印尼煤炭产量占比约 9%



资料来源：EI、方正证券研究所

图表18:印尼煤炭消费量也逐渐提升（百万吨）



资料来源：EI、方正证券研究所

3 需求冲击：AI 缺电时代下煤炭需求或迎来反转窗口

在 AI 算力爆发引发的电力供需新格局下，我们认为，美国煤炭行业或迎来一个潜在的周期反转窗口。需求端，当前 **AI 算力的爆发**正推动数据中心成为用电增长的主力引擎，美国多地已出现实质性供电缺口。然而，美国电力的供给端却略显紧张，这主要系美国相对老化的电网设施与滞后的燃气机组建设，导致电力系统短期内难以跟上电力需求的激增。

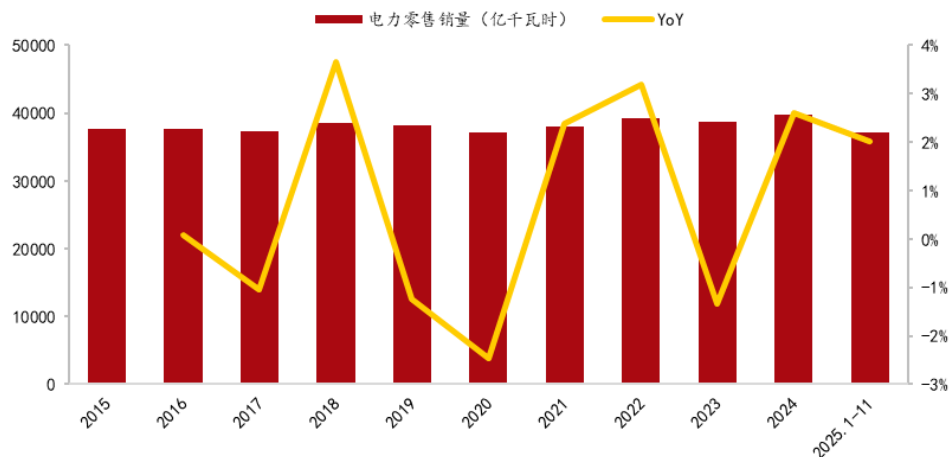
在此背景下，煤电作为稳定基荷电源的战略价值被重新审视：一方面美国存量机组当前极低的利用率赋予其煤电板块巨大的供应弹性，部分原定退役的机组甚至也因此获得延寿机会；另一方面，AI 用电对于电力的稳定性要求较高，清洁能源的波动性反而凸显煤电的基荷价值。此外，美国电源供给端长达十年的投资乏力已形成一定的刚性约束，导致电力产量在短时间内难以迅速释放，因而进一步激发对于煤电的需求。我们认为，当前美国电力供需两端的“剪刀差”，正推动其煤炭市场从过去十年的持续出清，逐渐转入由 AI 驱动的潜在反转窗口。

3.1 AI 驱动美国电力需求非线性增长，结束长期停滞格局

美国电力需求增速有望迎来突破式增长。根据 EIA 统计，近年来美国向终端用户销售的电力总量基本维持在每年 3.8-3.9 万亿千瓦时左右。2025 年 1-11 月，美国电力销售总量达到了 3.72 万亿千瓦时，同比增长 2.01%。根据 EIA 报告，2024 年和 2025 年，建筑部门（住宅和商业）占美国电力需求增长的 70% 以上。此外，

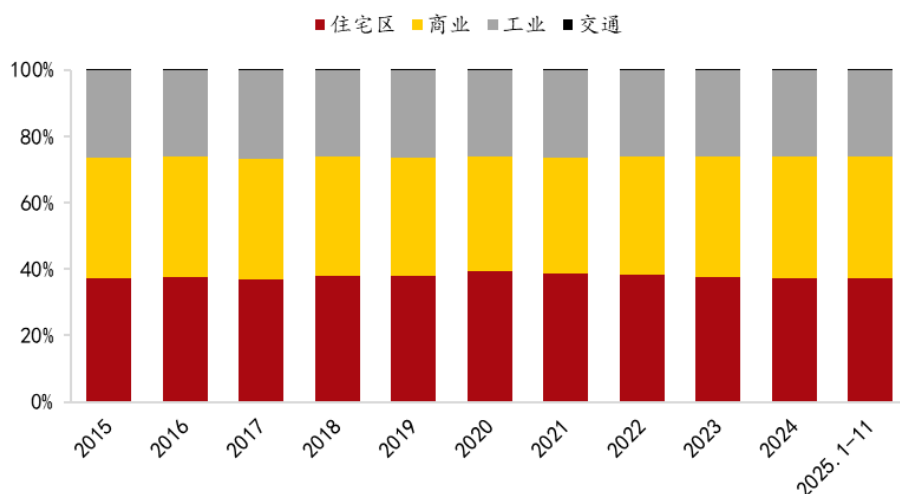
EIA 预计 2026 年至 2030 年期间，美国电力需求年平均将增长 2%，约为过去十年（2016 至 2025 年）观察到的增幅的两倍之多，其中数据中心的电力消耗预计将占预测增长的近一半，此外工业部门里的半导体生产、电池制造等负荷较大的新兴产业也将是电力需求的另外一部分贡献来源。

图表19:2015 年-2025 年 11 月美国电力零售销量变化



资料来源：EIA，方正证券研究所

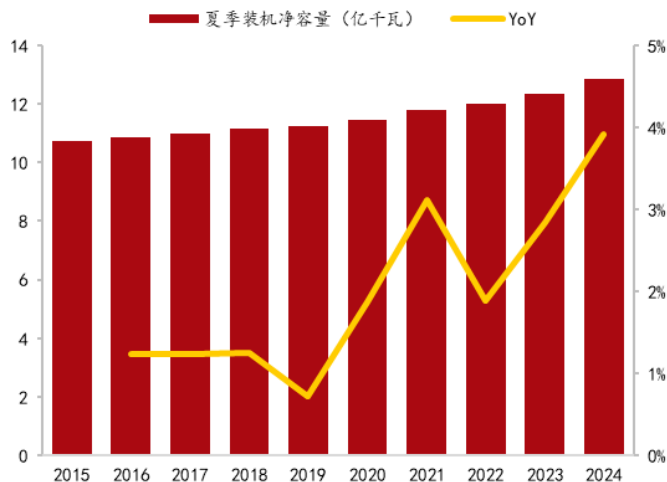
图表20:2015 年-2025 年 11 月美国电力零售销量变化



资料来源：EIA，方正证券研究所

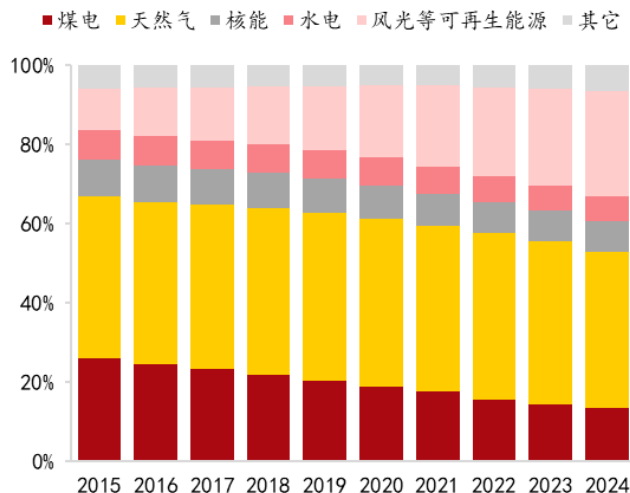
美国天然气与可再生能源装机双核驱动，近年来煤电退役步伐放缓。从装机结构上看，2015 至 2024 年间，美国电力装机总量从约 10.74 亿千瓦增长至 12.84 亿千瓦，结构发生了显著变化。其中美国煤电装机容量持续下降，从 2015 年的约 2.80 亿千瓦降至 2024 年的 1.74 亿千瓦；天然气装机容量则稳步增长，从 4.39 亿千瓦增至 5.06 亿千瓦，成为了美国电力供应的主要电源。与此同时，以风能和太阳能为主的其他可再生能源（不含常规水电）装机容量也迅速增长，其装机总量从 2015 年的约 1.13 亿千瓦快速攀升至 2024 年的 3.43 亿千瓦；而核能和水电装机容量在这十年间则保持相对稳定。从边际变化来看，近年来，美国煤电退役速度逐渐出现放缓迹象，煤电装机减少速度有所趋缓。截至 2025 年 11 月，美国煤电夏季装机净容量为 1.70 亿千瓦，当年减少规模约为 0.04 亿千瓦，远低于此前 EIA 预测的 0.8 亿千瓦退役规模。

图表21:2015年-2024年美国电力总装机变化



资料来源: EIA、方正证券研究所

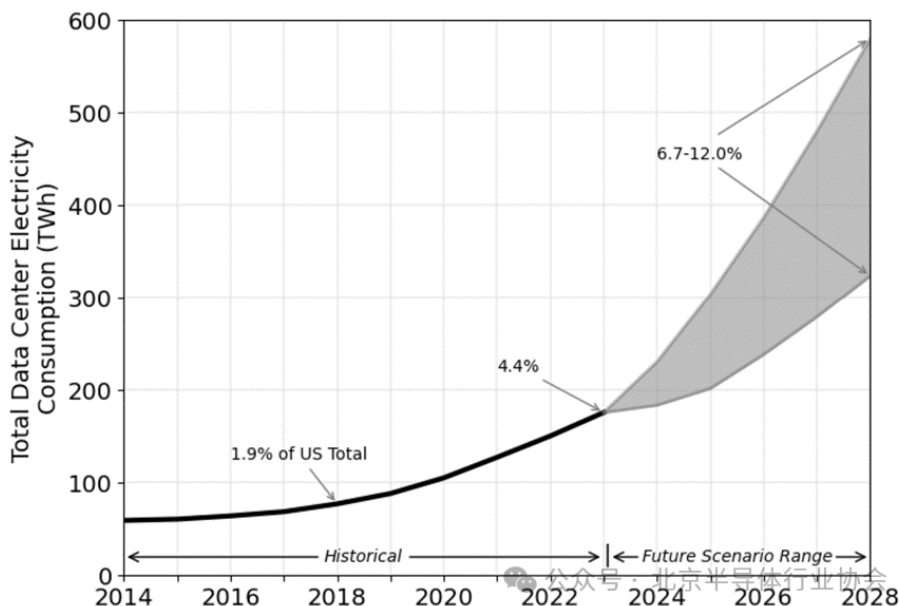
图表22:2020年-2024年美国电力装机结构变化



资料来源: EIA、方正证券研究所

AI 数据中心为未来用电增长的主要引擎,其耗电量或呈指数级扩张。根据 IEA 最新数据,美国数据中心用电量从 2021 年 (ChatGPT 发布前的最后一个完整年度) 的 120.65 太瓦时快速攀升至 2024 年的 182.61 太瓦时,三年间累计增长超过 50%,占全美总发电量的比重已达约 4.24%。IEA 在其《能源与人工智能》报告中预测,到 2030 年美国数据中心用电量将增至超过 400 太瓦时,较 2024 年水平增长一倍以上,增速远高于全美用电量平均增速。IEA 进一步指出,到 2030 年美国数据中心用电增长将占全美电力需求增量的近一半,届时美国用于数据处理的电力消耗将超过铝、钢、水泥和化学品等高耗能制造业用电量总和,未来 AI 数据中心将成为全美用电增长的主要引擎。

图表23:2014-2028年美国数据中心电力消费总量变化

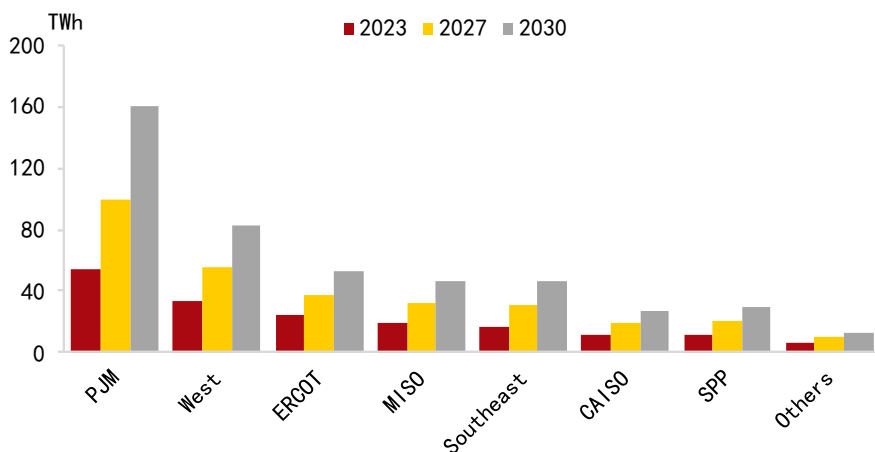


资料来源: EIA, 北京半导体行业协会, 方正证券研究所

数据中心建设主要集中在中大西洋 (PJM) 和得克萨斯 (ERCOT) 地区,而美国多地已出现实质性供电缺口。2023 年,美国 80% 的数据中心电力消耗集中在仅 15

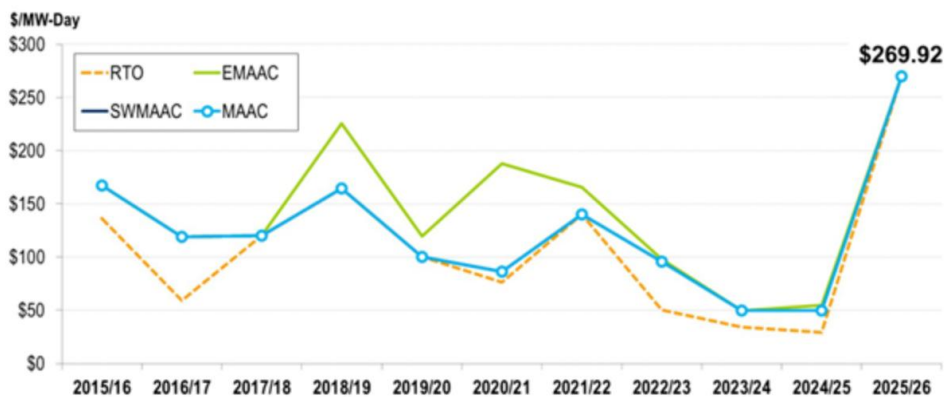
个州，其中弗吉尼亚、得克萨斯和加利福尼亚三州领跑，弗吉尼亚州的数据中心耗电量更是占该州总电力消耗的近四分之一，有望带动全美用电需求进一步增长。电力批发侧，美国最大区域电网 PJM 交付的 RTO 区域的容量拍卖价格从 2024/2025 交付年的 28.92 美元/MW-day 暴涨至 2025/2026 交付年的 269.92 美元/MW-day，而 2026/2027 交付年度拍卖价进一步升至 329.17 美元/MW-day，较上一交付年上涨 22%。PJM 独立市场监测机构 Monitoring Analytics 报告指出，数据中心负荷是容量市场价格飙升、供需紧张和可靠性风险上升的首要原因，其导致 2025/2026 至 2027/2028 三次拍卖总成本增加 231 亿美元，占同期拍卖总成本 472 亿美元的 49%。

图表24:2023-2027 年美国各区域电力需求变化预测



资料来源: EIA, 要点 AI, Accenture Research modeling, 方正证券研究所

图表25:PJM 容量市场主要区域的基本拍卖价格走势



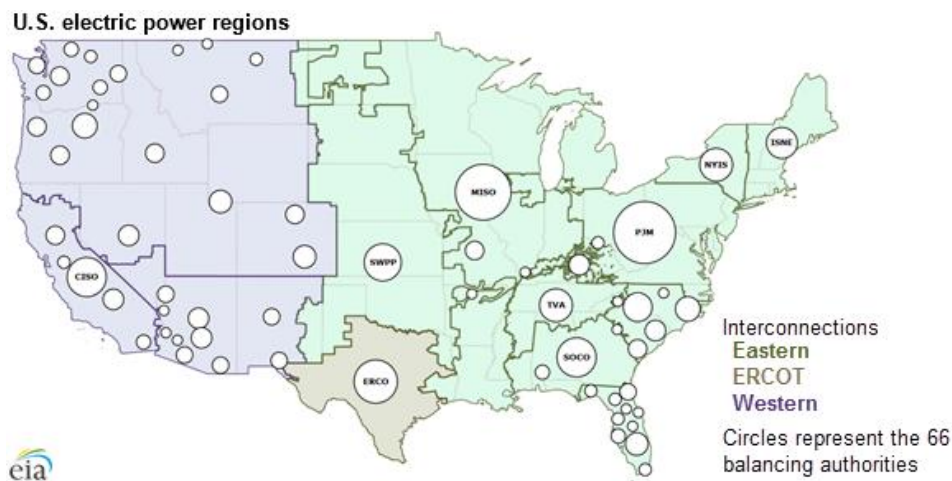
资料来源: 清华大学能源互联网创新研究院, 方正证券研究所

3.2 多重供给约束下煤电回归，成为承接 AI 用电需求激增的最优解

美国电力供给端面临电网基础设施老化和区域碎片化的双重刚性约束。美国电网一方面设备超期服役问题严峻，根据大西洋理事会引用美国工程协会的评级，美国能源系统被评为 D+，约 70% 的输电线路已运行超过 25 年，55% 的变压器接近使用寿命终点，新变压器平均交付周期超过一年。此外，NERC、EIA、DOE 等机构的研究指出，2025 年美国大型变压器设备平均交付周期已延长至 80-210 周，较 2024

年同期平均 120 周进一步延长。另一方面，美国电网由东部、西部、得克萨斯三大独立电网及 500 余家私营电力公司碎片化运营，根据 ESIG 观点，尽管美国的电力系统系全球互联程度最高的电网之一，但资源充足性规划仍分散在数十家公用事业公司、系统运营商和规划协调机构之间，这种“孤岛式”规划使得美国跨区协调成本高企，系统在高峰负荷下的脆弱性或进一步凸显。

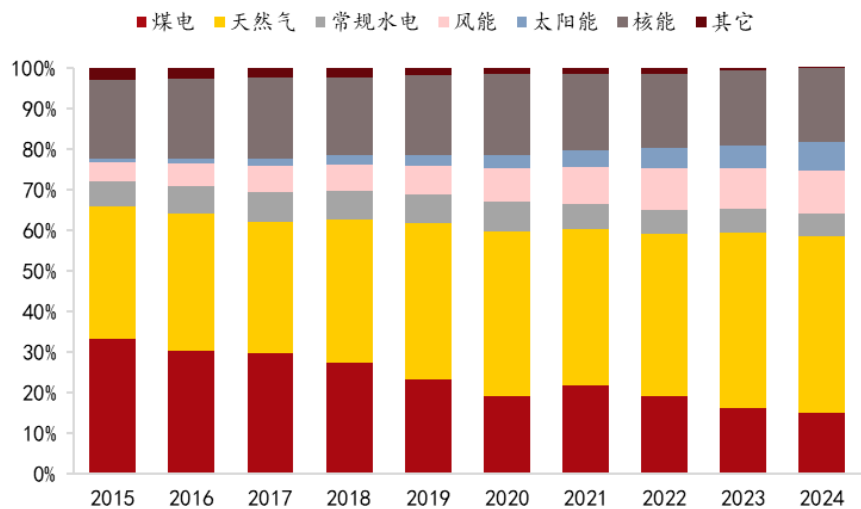
图表26: 美国电网区域分布示意图



资料来源: EIA, electricityrates, 方正证券研究所

天然气和风电虽占发电结构主导，但均难以有效承接 AI 激增的基荷需求。过去十年，天然气凭借页岩气革命带来的成本优势，已成为美国电力系统的支柱电源。根据 EIA 数据，美国天然气发电占比从 2015 年的约 33% 升至 2024 年的 43%；风能发电量同期亦实现跨越式增长，与天然气合计发电占比超过总发电量的 50%。然而，面对 AI 数据中心激增的用电需求，气电面临两大瓶颈：一是燃气轮机制造商产能饱和，多个供应商难以及时交付订单，如 GE Vernova 首席执行官指出 2025 年公司燃气轮机合同量增长约 80%，但大部分在过去两年内签订的高利润订单需到 2027 年以后才能开始交付，我们推测燃气轮机供应链危机将成为天然气满足数据中心电力需求的重要瓶颈之一。此外，美国天然气出口需求对其国内供应形成了持续挤压，供应的趋紧可能造成气电顶峰能力严重不足。此外，风电受制于间歇性出力特性，含逆变器资源（IBR）在电网扰动期间易发生意外跳闸，无法满足数据中心“24/7”连续运行的刚性负荷要求。综合来看，尽管气电和风电是美国发电“主力军”，但其难以在短期内稳定满足 AI 所带来的激增基荷需求。

图表27:2015-2024 年美国净发电量结构变化



资料来源: EIA, 方正证券研究所

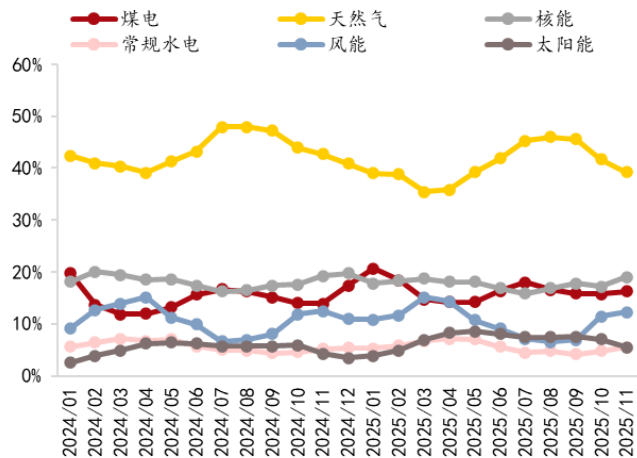
特朗普政府明确推动煤电回归，2025 年美国煤电份额迎来实质性回升。2025 年 4 月以来，特朗普签署多项行政令挽救可能退役的煤电厂，拟推动煤电回归。在此背景下，美国煤电退役规模从 2023 年的 10.2GW 持续下滑至 2025 年的 3.9GW，创 2012 年以来最低水平。具体电站层面，Talen Energy、Dominion Energy 等多家电力公司已将原定退役计划推迟 5 年至 20 年。在政策托底叠加 AI 用电需求激增下，2025 年 1-11 月美国煤电发电占比回升至 16.58%，较 2024 年同期提升 1.65 个百分点，结束了连续十年的占比下滑趋势，发电份额迎来实质性回升。

图表28:特朗普政府支撑煤电政策与表态时间轴

日期	政策或表态	具体内容
2025 年 1 月	就职首日宣布能源紧急状态	以人工智能、数据中心推动电力需求大幅增长为由，宣布能源紧急状态
2025 年 4 月 8 日	签署行政令“重振美国美丽清洁煤炭工业”	三大举措：1) 挽救可能退役的煤电厂；2) 允许私营公司在联邦土地购买煤炭开采权；3) 指示能源部长评估将钢铁用煤纳入“关键矿物”目录
2025 年 4 月	能源部发布五项倡议	包括 reinstating 国家煤炭委员会、提供 2000 亿美元低成本长期融资用于煤电基础设施升级
2025 年 7 月 7 日	发布电网可靠性报告	指出电网无法承受煤电退役损失，预计 2030 年需新增 100GW 峰值供电能力
2025 年 9 月 25 日	能源部长赖特表态	明确特朗普政府希望美国大多数燃煤电厂推迟退役，以确保人工智能发展所需的电力供应
2025 年 5 月-12 月	多次发布紧急运营令	对密歇根州 J. H. Campbell 电厂 (1560MW) 三次签发紧急令，要求延长运营至 2026 年夏季；对印第安纳州 FB Culley 电厂 2 号机组、R M Schahfer 煤电厂 17/18 号机组等发布紧急令
2026 年 2 月 11 日	签署最新行政令	指示国防部与煤电厂签订长期购电协议，为军事设施提供基载电力
2026 年 2 月 11 日	能源部宣布 1.75 亿美元拨款	用于肯塔基州、北卡罗来纳州、俄亥俄州、弗吉尼亚州和西弗吉尼亚州六座燃煤电厂的升级改造，延长运营年限
2026 年 2 月	田纳西河谷管理局配合行动	作为联邦政府所有的公用事业机构，TVA 宣布推迟两座最大煤电厂的退役计划

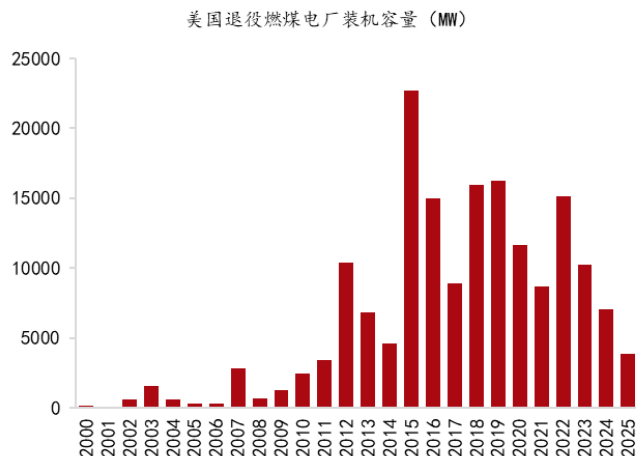
资料来源: 美国政府出版局, 观察者网, 双碳情报, 中国能源新闻网, 钢之家, 新华网客户端, 每天全球, 方正证券研究所

图表29:2025年1-11月美国煤电份额同比回升



资料来源: EIA, 方正证券研究所

图表30:2000-2025年美国退役燃煤电厂装机容量变化



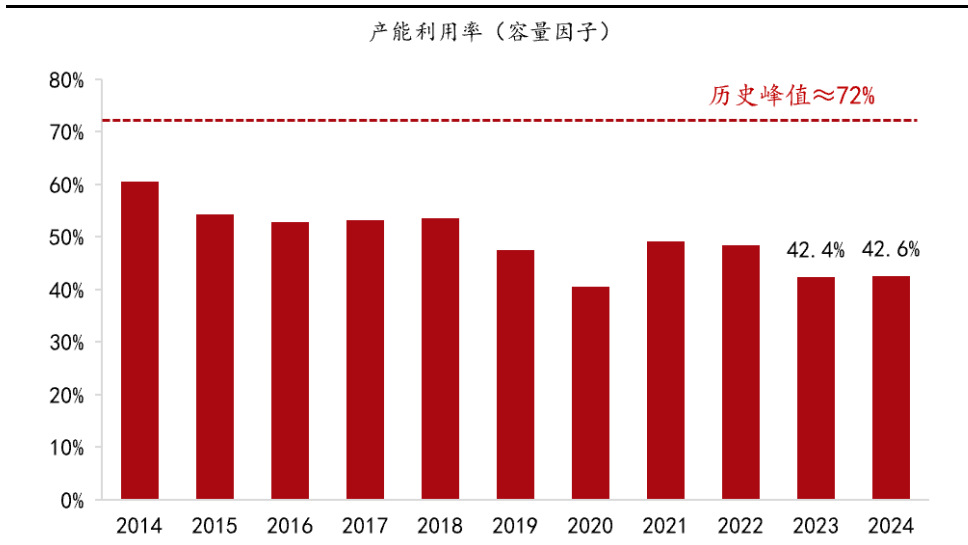
资料来源: Global Energy Monitor, 方正证券研究所

综合来看,在电网老化制约跨区调度、气电受制于燃气轮机交付周期、风电无法保证稳定出力的多重约束下,存量煤电成为美国短期内填补AI电力缺口的最优解。煤电的核心优势在于存量机组无需新建即可快速提升出力,提高利用小时数即可提供发电增量;同时煤电作为可全天候稳定出力的基荷电源,与数据中心的负荷特性天然匹配。在新增供给无法及时跟上的背景下,提升存量煤电利用率或为美国保障AI算力落地的“最优解”。

3.3 美国煤电供应弹性正待释放,有望推动煤炭需求显著提升

美国存量煤电机组利用率处于历史低位,供电弹性有待释放。根据EIA数据,近年来美国燃煤机组的利用率整体呈现下降态势,其机组的产能利用率已从2014年的60.5%下降至2024年的42.6%,十年间下降幅度近18pct。2025年1-7月,美国公用事业规模燃煤机组平均利用小时数(容量因子)为49%,明显高于去年同期的42%以下。然而,根据矿业巨头Peabody Energy数据,历史上美国燃煤电厂的产能利用率峰值或出现于2008年,届时整体燃煤机组利用率达到了72%。对比该数据,我们认为当前美国存量燃煤电厂的利用率提升空间还很大,供电弹性还有相当一部分待释放。

图表31:2014-2024年美国燃煤机组产能利用率水平变化



资料来源：EIA，财联社，我的钢铁，方正证券研究所

若存量机组利用率提升至不同水平，可释放可观的发电量增量，可有效满足美国电力需求增长部分。根据EIA预测，2026年增长1.7%，2025-2027年年均增速约2%。我们基于存量煤电装机约170GW的假设，设定三种情景测算利用率回升带来的发电量增量：低情景（利用率回升至50%）可释放约1191亿千瓦时发电量，对应煤炭需求约0.54亿吨；中情景（利用率回升至60.5%）可释放约2755亿千瓦时发电量，对应煤炭需求约1.24亿吨；高情景（利用率回升至72%历史峰值）可释放约4468亿千瓦时发电量，对应煤炭需求约2.01亿吨。

图表32:不同情景测算下煤电利用率回升带来的发电量增量

测算项目	单位	低情景	中情景	高情景
基准利用率（2024年）	%	42	42	42
目标利用率	%	50	60.5	72
利用率提升幅度	百分点	8	18.5	30
存量煤电装机容量	GW	170	170	170
年运行小时数	小时	8760	8760	8760
满发电量潜力	亿千瓦时	14892	14892	14892
利用率提升对应发电增量	亿千瓦时	1191	2755	4468
度电煤耗	克/千瓦时	450	450	450
发电增量对应煤炭需求	亿吨	0.54	1.24	2.01
换算为短吨（美国地区）	亿短吨	0.59	1.37	2.22
2025年已释放增量 （利用率提升至50%）	亿短吨	约0.7	约0.7	约0.7
剩余潜在增量	亿短吨	—	约0.67	约1.52

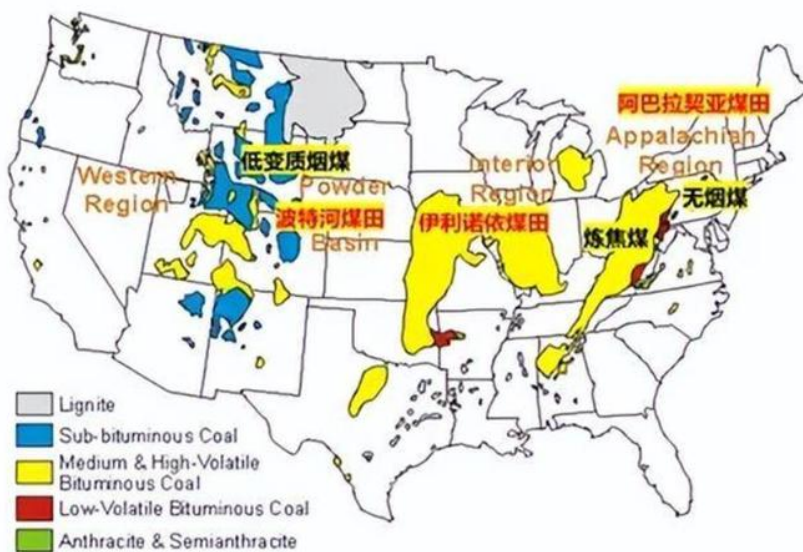
注：按照存量装机170GW、年运行8760小时测算

资料来源：EIA，方正证券研究所测算

3.4 美国煤炭供给先减后增

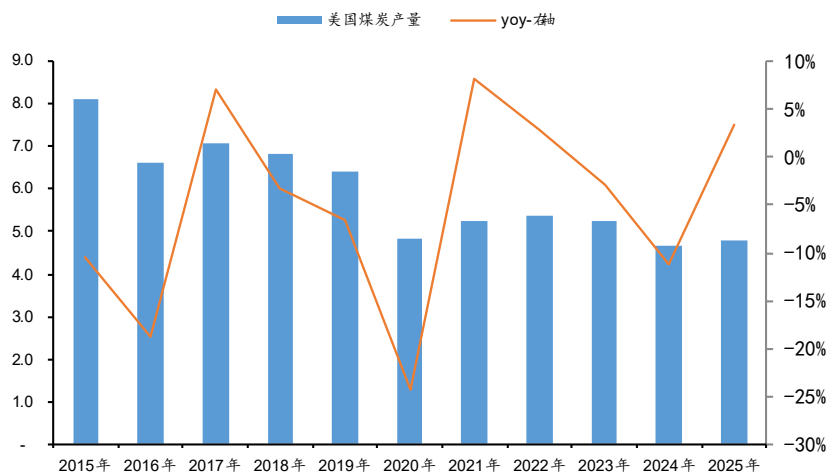
美国是煤炭资源大国，2024 年 EI 数据显示，美国煤炭储量 2489 亿吨，占全球 23.2%，位居世界第一。美国煤炭主要集中在西部、阿巴拉契亚、内陆三大产区，其中西部以怀俄明州波特河煤田为核心。根据 EIA 数据，全美煤矿总产能约 7.6 亿吨，产能利用率约 61.2%。2025 年美国煤炭产量 4.8 亿吨，同比+3.5%，动力煤占比超七成，炼焦煤约四分之一，整体呈现存量产能提效、区域高度集中的格局。

图表33:美国煤炭资源分布图



资料来源：USGS、方正证券研究所

图表34:2024 年美国煤炭产量约 4.6 亿吨

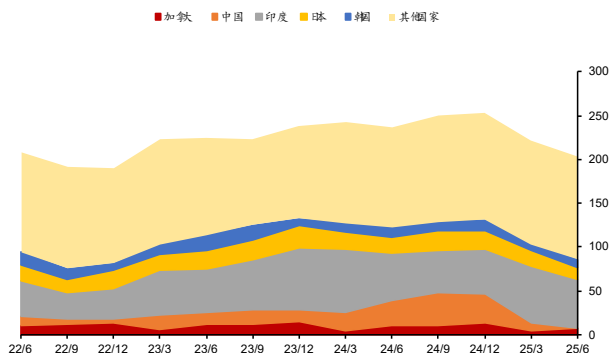


资料来源：EIA、方正证券研究所

出口领域，我们认为美国煤炭内需走强或重塑全球煤炭贸易流。2025 年上半年美国煤炭出口量 4245 万吨，同比-15.7%，同期美国国内煤炭消费量同比+13.4%，形成鲜明的“内销走强、外销走弱”格局。这一趋势背后，是国内电力需求的强

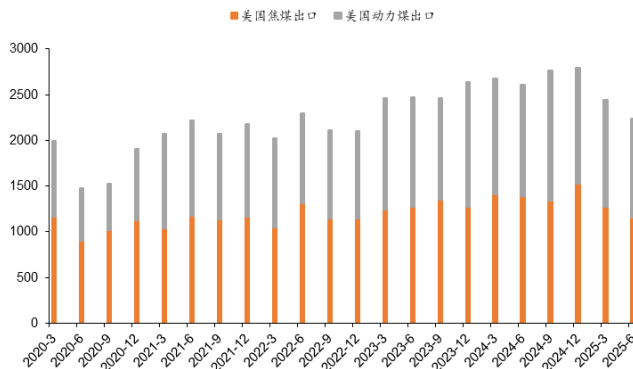
劲增长正在吸收原本用于出口的煤炭资源。我们推测，美国国内供需趋紧或引发美国煤炭出口量大幅缩减，其供需变化将对全球煤价产生显著支撑作用。进口方面，美国煤炭进口规模较小，2025 年前三季度由于煤炭消耗量提升，美国进口约 180 万吨，同比+25.0%，未来进口量如果进一步提升，哥伦比亚、加拿大、澳大利亚等国的煤炭有望打入美国市场，对亚太地区的煤炭国际贸易环境形成一定冲击。

图表35: 美国对华出口快速下降（万吨/季）



资料来源：EIA、方正证券研究所

图表36: 美国动力煤及炼焦煤均有出口（万吨/季）



资料来源：EIA、方正证券研究所

据我们前文所述，当前印尼作为全球最大动力煤出口国，正面临政府推动的 2026 年产量大幅削减计划。根据我们预计，假设 2026 年印尼政府落实从 7.9 亿吨减产至 6 亿吨的计划，2026 年印尼将减少出口约 2 亿吨。而 AI 需求催化下，美国煤炭消费量或有约 0-1.5 亿吨的需求增量。在 2022 年煤价高企时，美国煤炭产量阶段性高点为 5.4 亿吨，相比 2025 年多 6000 万吨，如果美国开发自身煤炭产量潜能至 2022 年水平，预计全球将会有 1.4-2.9 亿吨的供需缺口改善。

若美国进一步提升煤炭产量，我们预计也难以恢复至 2018 年的美国煤炭产量水平。如果按照 2018 年的 6.8 亿吨估算，全球煤炭供需缺口最高仍有 1.4 亿吨的变动，供需格局发生变化，将有望进一步提升煤价。

4 投资建议

本次印尼减产、美国增加煤炭需求，均会对过去煤炭供需偏弱的格局予以修正。我们认为 2025 年基本为近几年的煤价底部，2026 年由于美国短期供电设备难以建成，煤炭需求有望在政策支持下进一步提高，而印尼对国际市场的影响将带来更大的变数。我们认为 2026 年煤价有望迎来向上动能。

当前煤炭价格在 700 元/吨附近震荡，印尼政府大幅减产的政策已经引发市场波动，虽然政策还未具体落实，但印尼煤炭减产的趋势基本确立，尤其是在煤价下跌过快的时间点，因此我们认为 2025 年上半年的煤价快速下跌现象难以再次复现。部分煤炭企业已经公布 2025 年业绩，我们认为 2025 年的煤价整体水平偏弱，煤炭业绩底部基本确立，未来煤企业绩会随着煤价中枢的抬升而逐步提升。

图表37: 我们预测秦港 Q5500 动力煤价格对应动力煤公司业绩、PE、股息率

项目	公司	秦港 Q5500 动力煤价格 (元/吨) 对应业绩、PE、股息率						
		600	650	700	750	770	800	850
归母净利润 (亿元)	中国神华	497	515	532	549	556	566	583
	中煤能源	143	153	162	172	176	182	191
	兖矿能源	77	90	103	116	122	130	143
	陕西煤业	124	145	166	187	196	208	229
	晋控煤业	13	16	18	21	22	24	27
	山煤国际	11	13	16	18	19	20	22
	新集能源	21	22	23	23	23	24	24
	华阳股份	10	13	15	18	19	21	23
	昊华能源	5	7	8	10	11	11	13
PE	中国神华	16.9	16.3	15.8	15.3	15.1	14.8	14.4
	中煤能源	13.0	12.4	11.9	11.4	11.2	10.9	10.5
	兖矿能源	23.2	19.8	17.2	15.3	14.6	13.7	12.5
	陕西煤业	15.3	14.2	13.2	12.3	12.0	11.6	10.9
	晋控煤业	22.0	18.1	15.3	13.3	12.7	11.8	10.6
	山煤国际	21.1	17.5	15.0	13.1	12.5	11.7	10.5
	新集能源	10.8	10.0	9.4	8.8	8.6	8.3	7.9
	华阳股份	36.9	29.0	23.8	20.2	19.1	17.6	15.5
	昊华能源	22.2	17.2	14.1	11.9	11.2	10.3	9.1
	中国神华(H股)	14.7	14.3	13.8	13.4	13.3	13.0	12.7
	中煤能源(H股)	9.9	9.4	9.0	8.6	8.5	8.3	8.0
	兖矿能源(H股)	16.2	13.8	12.1	10.7	10.2	9.6	8.7
	中国神华	4.5	4.7	4.8	5.0	5.1	5.2	5.3
股息率	中煤能源	2.5	2.6	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1
	兖矿能源	2.6	3.0	3.5	3.9	4.1	4.4	4.8
	陕西煤业	3.8	4.1	4.4	4.7	4.9	5.1	5.4
	晋控煤业	2.0	2.5	2.9	3.4	3.6	3.8	4.3
	山煤国际	2.9	3.4	4.0	4.6	4.8	5.2	5.7
	新集能源	1.9	2.1	2.2	2.4	2.4	2.5	2.6
	华阳股份	1.4	1.7	2.1	2.5	2.6	2.9	3.2
	昊华能源	2.9	3.7	4.5	5.3	5.7	6.2	7.0
	中国神华(H股)	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.9	6.0
	中煤能源(H股)	3.3	3.5	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1
	兖矿能源(H股)	3.7	4.3	5.0	5.6	5.9	6.3	6.9

资料来源: 方正证券研究所 (收盘价截至 2026.2.27)

当前煤炭行业的供给侧收紧成为投资主题,国内的“反内卷”以及印尼的 KRAB 配额生产背景下,煤炭供大于求的局面有望扭转。随着供给端产能收紧的政策继续在 2026 年落实,同时煤炭需求随着用电需求增长而增加,我们认为煤价弹性较强的企业有望率先迎来业绩反转,此外长协占比较高的中国神华、中煤能源业绩稳定性较强,如果煤价维持高位,低估值标的也有望迎来估值修复。

投资逻辑一：随着供给侧收紧，需求增长，煤炭供需格局改善，煤价弹性较强的企业有望率先收益。建议关注：兖矿能源、晋控煤业、山煤国际。

投资逻辑二：成长型企业值得关注，兖矿能源未来有望达成3亿吨原煤产量目标，目前尚有不小的距离，此外还有钾盐、钼矿增量；首钢资源未来有望获得联山矿采矿许可，进一步增厚自身资产。建议关注：兖矿能源、首钢资源。

投资逻辑三：2025年煤价确立底部，为煤炭企业确立盈利底，对于高分红比例的标的，其业绩有了下限保证，股息率也有保障，高股息企业有望得到估值提升。建议关注资源禀赋优秀，经营业绩稳定且分红比例预期较高的标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业。

5 风险提示

安全生产风险、国际形势变动风险、宏观经济波动风险、商品价格大幅波动风险、项目建设进度不及预期风险、政策支持力度不及预期风险、市场竞争加剧风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com