

• 证券研究报告 •

煤价中枢预计稳定，焦煤中期需求韧性仍存

2025年煤炭行业投资策略

2024.12.04

- **受主产地安监趋严影响，24年国内煤炭产量增速承压，预计2025年恢复性增长，而进口端主要产煤国产量及出口量无大幅增长预期，煤炭供给预计较为稳定。**2024年在安监环保政策趋严、山西地区“三超治理”的背景下，国内产量增速放缓。伴随后续新增产能受限且落后煤炭产能持续退出，国内煤炭增量产能主要在新疆，未来“疆煤外运”将成为调节供给的重要方式。而国际主要煤炭出口国产量及出口量均无大幅增长预期，全球供应格局较稳定。
- **火电及化工行业煤炭需求未来几年有望维持正增长，钢铁及建材行业需求预期下降，预计2030年以前煤炭需求稳中有增。**随着宏观经济企稳、新增煤电装机增加，预计2025年电煤需求小幅增长。而煤化工产能落地、将持续提振化工用煤需求。23年初以来焦煤受进口冲击较大，但当前焦煤库存低位，若稳增长政策发力，焦煤价格预计将企稳反弹。随着需求持续释放，中期煤价有望维持高位。
- **投资分析意见：**我们分析认为，进入2025年山西产量恢复性增长、全国产量预计接近23年水平，进口量无大幅增长预期，而火电需求在宏观企稳的背景下具备韧性，煤炭行业供需基本平衡，**全年动力煤价格中枢预计维持24年下半年平均水平，而焦煤价格则有望在“扩内需”政策刺激下，出现阶段性反弹。**推荐受益于市场煤增加，稳定经营高分红高股息标的**中国神华、陕西煤业**；一揽子增量政策出台，推荐受益于扩内需、稳增长政策的低估值弹性标的**淮北矿业、平煤股份、广汇能源**；建议关注煤电联营标的**新集能源**。
- **风险提示：**新能源供给增量超预期，储能技术发展高于预期；宏观经济超预期下滑、煤炭需求低于预期；国际煤炭需求大幅下滑，国际煤价超预期下跌。

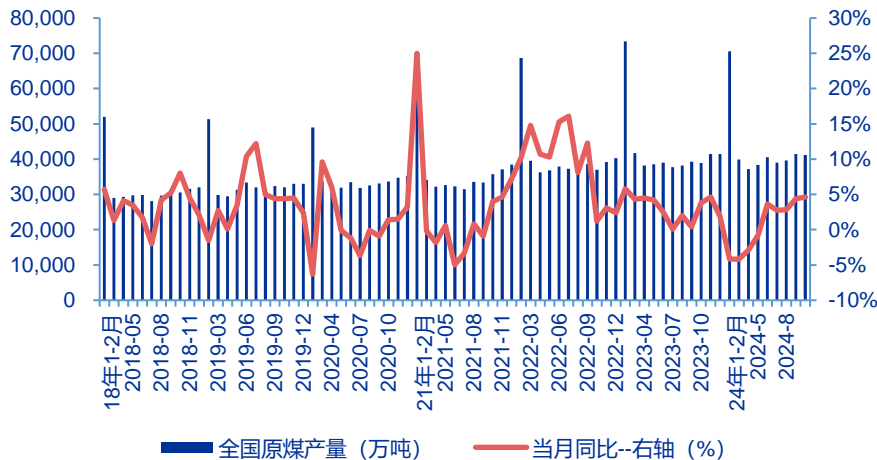
主要内容

1. 国内产量恢复性增长、进口量无大幅增长预期，预计供给较为稳定
2. 需求端：动力煤需求稳定、焦煤有望阶段性反弹
3. 投资分析意见与风险提示

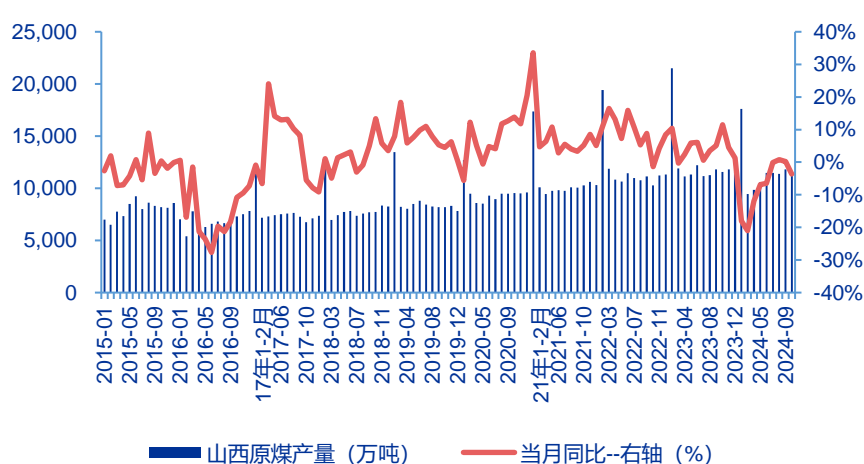
1.1 预计2025年山西及全国产量将有所修复

- **受产地安监专项治理影响，2024年国内原煤产量同比下降，预计2025年产量将同比修复性增长。**根据统计局数据，进入2024年以来，1-5月全国单月产量均负增长，自6月开始呈现单月正增长。**1-10月原煤产量为38.92亿吨，累计同比增长1.2%。**
- **2024年初开始，山西省内开展“三超”和隐蔽工作面专项整治，原煤产量大幅下降。**其中，1-2月累计、3月、4月单月同比降幅分别高达18.1%、21%和11.9%，1-10月山西省原煤产量为10.45亿吨，累计同比下降7.7%。**随着该专项整治工作结束，预计2025年山西省原煤产量将同比恢复性增长，预计恢复到接近2023年13.6亿吨的产量水平。**

24年1-10月全国原煤产量同比增长1.2%



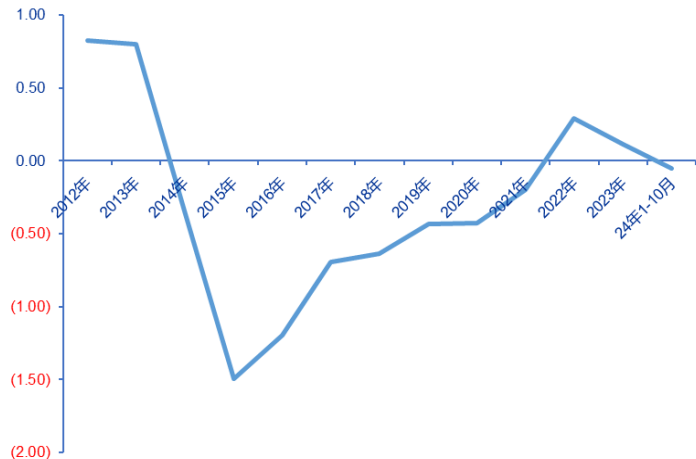
24年1-10月山西省原煤产量同比下降7.7%



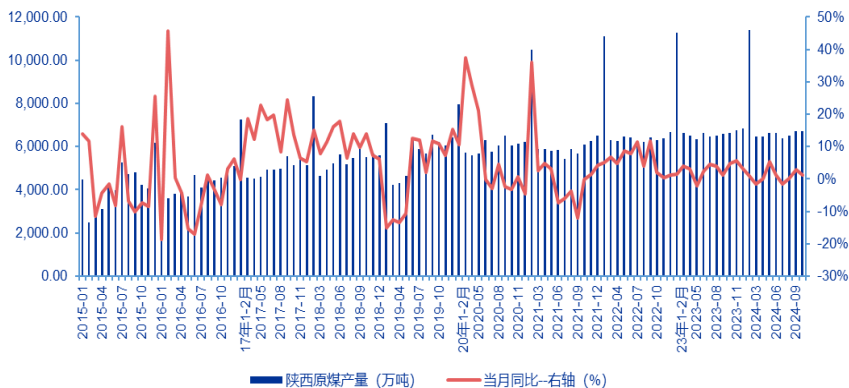
1.2 陕蒙产量小幅增长，但中东部省份同比下降

- **2024年陕蒙产量同比小幅增长。**据国家统计局，24年1-10月，陕西省原煤产量6.41亿吨，同比增长2.1%；内蒙古原煤产量10.61亿吨，同比增长4.9%。
- **除晋陕蒙宁及新疆外，其他大部分省份有大量存续的老旧煤矿，面临资源枯竭带来的产能退出问题。**据统计局数据，2015-2021年，除晋陕蒙宁及新疆外，其他省份煤炭总产量逐年缩减。在能源保供政策的影响下，2022-2023年中东部省份煤炭产量同比分别增长约2900万吨、1100万吨。但进入24年，中东部省份产量同比下降，1-10月同比减少约500万吨，**预计后续受落后产能退出影响，中东部地区产量下降问题不可避免。**

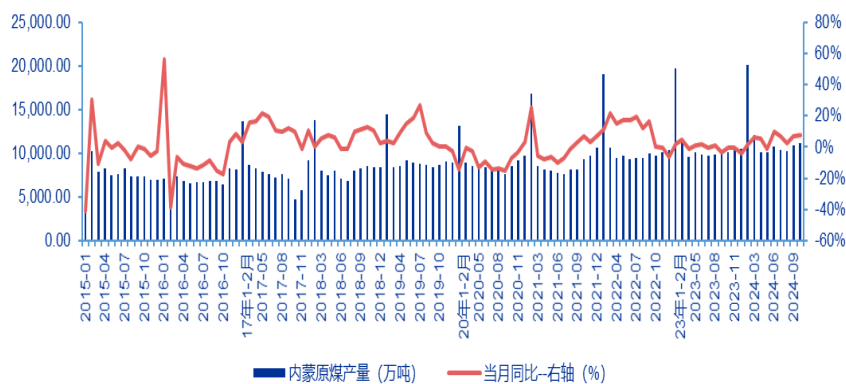
中东部地区省份产量下降 (亿吨)



24年1-10月陕西省原煤产量同比增长2.1%



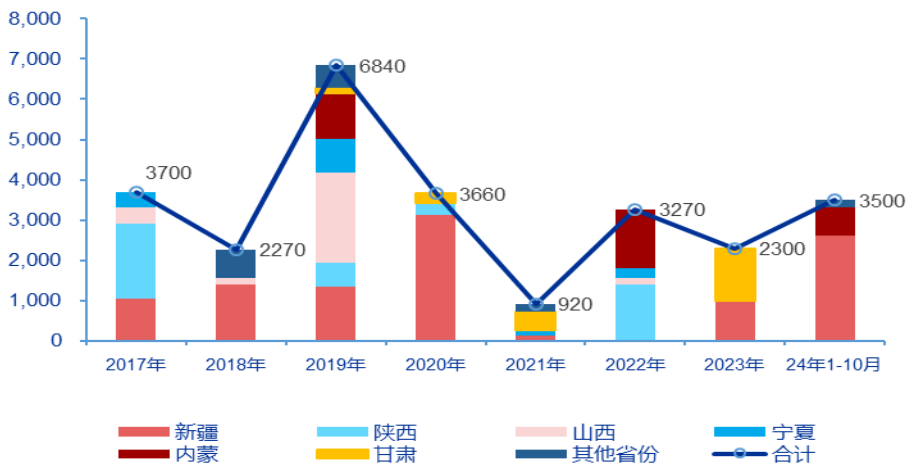
24年1-10月内蒙原煤产量同比增长4.9%



1.3 国内未来新增产能有限、且主要在新疆地区

- 2020年以来，新批复产能大幅减少，且主要集中在西北地区。**2023年以来，新批复产能主要在新疆、甘肃等交通不便利地区。**
- 2024年1-10月合计批复约6个项目，其中新疆地区4个，合计产能约2620万吨/年。

能源局批复新增煤矿产能大幅降低 (万吨)



资料：国家能源局，申万宏源研究
备注：以项目批复日期为准

- 未来三年确定性预计新增产能约8290万吨，未来难现大规模产能增量。**根据公告和各集团信评报告，目前在建的煤矿产能合计约为1.99亿吨，其中25-27年三年内确定性新增产能约为8290万吨。

未来三年可投产在建产能梳理 (万吨/年)

产能状态	产能规模 (万吨/年)	备注
在建产能	19900	
预计2025年投产产能	2190	华阳七元煤矿、峰峰集团磁西一号、广汇东部矿区等产能
预计2026年投产产能	4000	淮北陶忽图、华阳泊里、中煤里必和苇子沟、兖矿五彩湾、国能塔然高勒矿等产能
预计2027年投产产能	2100	中煤新疆条湖一号、华电准东西黑山矿等产能
无法确定投产时间产能	11610	投资进度存在不确定性

资料：各集团信评报告、产能统计、公司公告、申万宏源研究

1.4 新疆1000m以浅资源量占全国60%，开发潜力大

- **新疆地区煤炭资源储量丰富、煤质优良，且埋藏深度浅、开采难度小。**我国煤炭资源九宫格规划区中，北疆的煤炭保有量约为2097.9亿吨，占全国19455.4亿吨的11%；**其中1000米以浅潜在资源量北疆分区为8669亿吨，占全国14380.8亿吨的比重高达60%。**新疆地区煤炭资源赋存条件好、开采简易，是未来国内煤炭资源开发的重点地区。
- 2020年以来，国内新批复产能主要集中于新疆，能源局批复了约13650万吨产能，其中新疆地区有6860万吨，占比高达50%。**目前新疆在建及新批复的产能合计超过8630万吨/年。**

新疆部分在建矿井及新批复矿井梳理

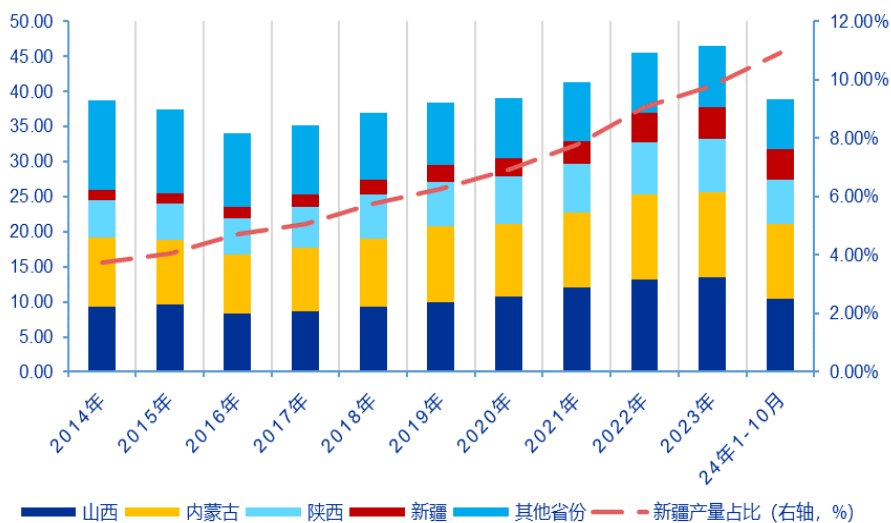
煤矿	产能 (万吨/年)	备注
华电煤业集团准东西黑山一号矿井	1200	计划于24年内开工、27年建成
开滦集团新疆中联润世准东煤矿项目	1200	扩建项目
中煤集团哈密条湖一号矿井	1000	24年7月开工建设
兖矿准东五彩湾四号露天矿	1000	在建，预计25年4季度建成
广汇能源集团东部矿区	1000	已完成基建，待取证
湘煤集团库木塔格矿区一号露天矿项目	1000	24年11月开工
开滦集团新疆库车北山中部煤矿	300	24年10月开工建设
中煤集团伊犁煤炭300万吨井工矿	300	
中煤集团苇子沟煤矿	240	在建，预计2025年底投产
昌吉阿吾孜苏煤矿	120	在建
冀中能源峰峰集团拜城矿区察尔齐煤矿	90	在建
冀中能源峰峰集团拜城东兴泰矿	60	在建
大唐集团孔兑沟煤矿	700	2024年4月批复
巴州轮台阳霞矿区塔里克一号	120	2024年9月批复
巴州轮台阳霞矿区塔里克二号改扩建项目	300	2024年9月批复
合计	8630	

1.5 西部地区疆煤产量持续高增

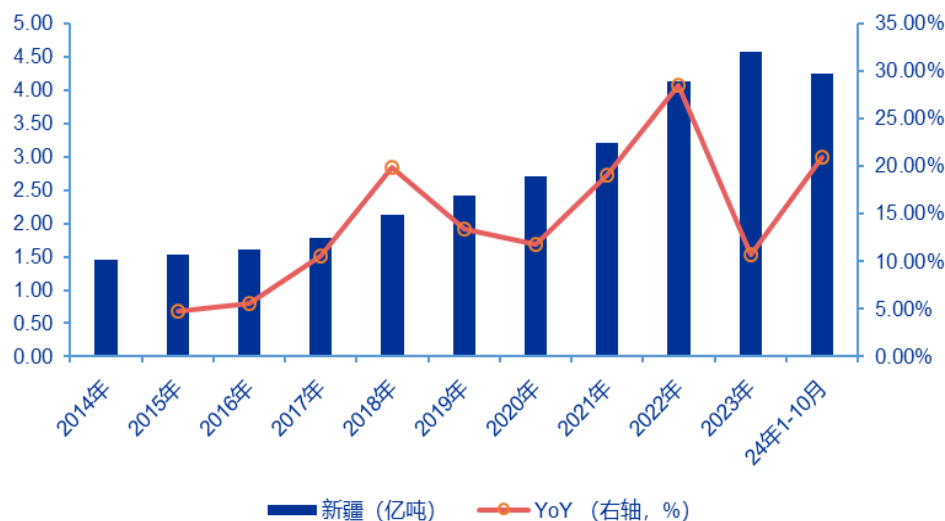


- 内地煤炭资源面临枯竭，煤炭资源开发重心向西部转移，2014年以来，晋陕蒙新四省煤炭产量增长，其他省份煤炭产能下降，**2024年1-10月，晋陕蒙新四省煤炭产量合计达到31.71亿吨；占全国煤炭产量比重高达81.48%。**
- **其中，新疆煤炭在全国能源供应体系中重要性持续提升、产量占比逐年提升。**24年1-10月，新疆煤炭产量占全国煤炭产量比重为10.91%，较2023年全年的9.81%提升了1.1pct。
- 新疆煤炭产量快速增长，17-23年，**新疆煤炭产量已连续7年保持两位数增长。**2023年新疆煤炭产量实现4.57亿吨，**24年1-10月新疆煤炭产量已达到4.25亿吨，同比增长21%。**

2014-24/1-10主要产煤省份煤炭产量变化 (亿吨, %)



新疆煤炭产量 (亿吨) 及同比增速%

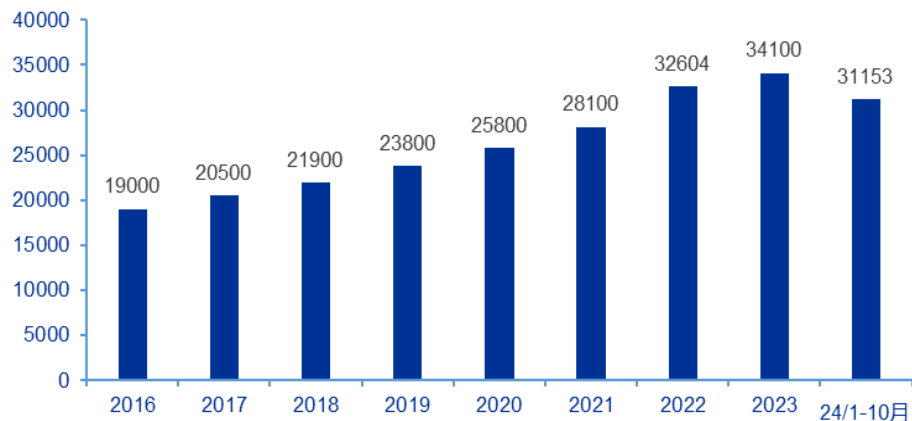


1.6 疆煤外运高增速，亟待外运铁路通道进一步打通

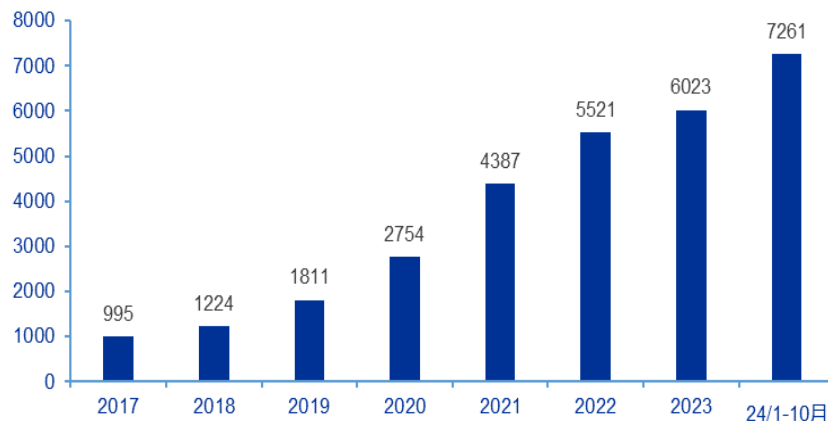


- 据新疆煤炭交易中心数据，24年1-10月，全区疆煤外运量11322.2万吨，同比增长26.64%。其中，铁路疆煤外运量达到7260.8万吨，同比增长52.28%，**预计全年将达到9000万吨。**
- 24年1-10月，疆煤外运量占疆煤产量比重约为27%，疆煤铁路外运量占比约为14%。
- 铁路煤炭运输一定程度受到铁路运力资源和通道能力的限制。**我们认为，铁路运输成本较公路运输成本低，铁路运输能力一定程度上抑制了疆煤外运量的增速，铁路运输能力的改善可有效驱动疆煤外运量二阶导的改善。**

新疆煤炭消费量 (万吨)



疆煤铁路外运量 (万吨)

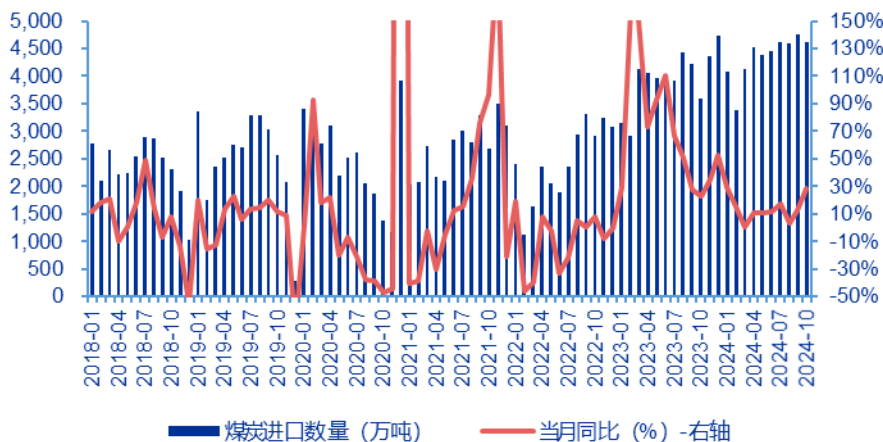


1.7 进入24年进口量持续增长，澳煤及蒙煤增加较多

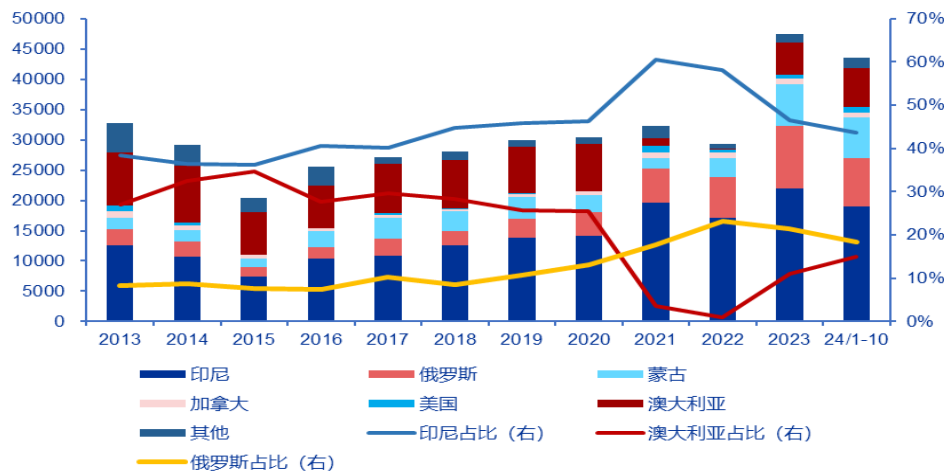


- **2023年以来，我国煤炭进口量有较大增长。**2016-2022年煤炭的年净进口量约3亿吨。2023年，国际能源价格回落导致我国煤炭进口量同比大增，全年进口量4.74亿吨，同比增长62%。**24年1-10月我国进口煤炭4.35亿吨，同比增长13.5%。**
- 24年1-10月，前6大进口国分别为**印尼、俄罗斯、蒙古、澳大利亚、美国和加拿大**，进口量**同比变化分别为+910、-753、+1302、+2540、+429和-7万吨**，同比增速分别为5.0%、-8.6%、24.1%、64.4%、78.8%和-0.9%。**从绝对量来说，澳大利亚和蒙古增量最大。**
- 截止10月末，随着产量恢复，**澳煤进口占比回升至15%**，较23年全年的11%提升了4pct；而**俄煤进口占比则由23年全年的22%下降至18%**。

2024年煤炭进口量仍有增长



中国煤炭进口分国别情况 (万吨, %)



1.8 海外新增供给增速有限，预期进口量增速持续放缓



- 据各国能源局等官方网站披露，主要产煤国中：
 - 印度煤炭产量继续保持高增速，但需求缺口大，依赖进口。
 - 印尼的产量受暴雨等天气影响，预计全年增长至8亿吨；而国内铁矿、镍等多个项目落地使得政府对国内保供提出更高要求，加之能矿部意在提高煤炭当地消纳，出口量无大幅增加预期。
 - 蒙古产量、出口量增幅较大，主要对我国焦煤供应端产生扰动，但受运力瓶颈限制，预计短期内难以再大幅增长。
 - 受多雨天气影响，前两年产量低基数，澳大利亚恢复性增长，未来无大幅增长预期。
 - 由于西方对俄罗斯的限制升级，俄煤出口量同比明显下降。

主要产煤国产量及出口量情况 (亿吨, %)

国家	产量						出口量					
	2022	2023	24/1-9	同比	2024E	2025E	2022	2023	24/1-9	同比	2024E	2025E
印度	9.11	10.11	8.01	7.6%	11.02	11.57	-	-	-	-	-	-
印尼	6.87	7.75	7.71	5.0%	8.00	8.16	4.67	5.21	4.05	7.9%	5.47	5.55
蒙古国	0.37	0.81	0.81	25.8%	0.97	1.02	0.16	0.70	0.68	25.9%	0.82	0.83
澳大利亚	5.19	5.32	2.75	3.2%	5.49	5.50	3.39	3.53	2.66	2.6%	3.62	3.65
俄罗斯	4.44	4.30	3.10	-1.7%	4.23	4.25	2.11	2.13	1.18	-16.7%	1.77	1.87
美国	5.39	5.28	3.44	-13.1%	4.63	4.23	0.78	0.91	0.64	8.6%	0.98	1.03
南非	2.26	2.18	2.23	-3.3%	2.11	2.05	0.72	0.74	0.51	-6.8%	0.69	0.65
加拿大	0.39	0.48	0.28	-13.2%	0.42	0.40	0.37	0.39	0.25	-14.1%	0.34	0.30
哥伦比亚	0.57	0.54	N/A	下降	0.52	0.50	0.61	0.60	0.43	17.8%	0.71	0.75

1.8.1 印尼推进下游加工产业，预计可供出口量将下降

- 在2024年11月第九届亚太不锈钢产业大会上，印尼镍矿商协会（APNI）称**印尼计划对煤炭在内的多种矿产资源实施新的出口禁令，旨在推动国内下游产业发展。**
- 印尼能源和矿产资源部（ESDM）近年来出台一系列举措，旨在**加快煤炭下游产业发展，提高煤炭就地消纳，共同开发和提高印尼煤炭附加值（PNT），即以其他产品形式向下游发展，例如煤炭质量改善、煤压块、炼焦和煤液化等项目。**
- **早在2020年，印尼政府就计划出台一系列鼓励政策，支持煤炭下游产业的快速发展。**这些政策包括：用于汽化的煤炭矿业税降为零；汽化用煤炭专门计价；相关企业的矿业许可证期限与煤炭汽化项目的经济年限持平；根据煤炭汽化项目的经济年限给予企业所得税减免优惠；取消煤炭合成气加工过程的增值税；取消项目建设当地成分的增值税；确立汽化产品的市场指导价；转移煤炭汽化产品所替代的液化石油气享受的补贴份额；确定产品收购人（拟指定为国家石油公司）等。
- 根据印尼的《矿产和煤炭矿业法》有关规定，**持有一般矿业许可（IUP）和特殊矿业许可（IUPK）的矿业公司应当将开采出来的矿产在印尼国内进行加工和精炼。**
- **国内市场供应义务：**根据印尼的矿产和煤炭开采法，**煤炭生产商需至少将其年度煤炭总产量的25%用于供应国内市场，不遵守规定的企业将被禁止出口或罚款。**这一政策旨在优先确保国内需求得到满足。

1.8.2 蒙古国运输瓶颈短期无法解决

■ 蒙古国至中国铁路目前仅有一条跨境铁路，新的跨境铁路建成投产仍需时日，运力瓶颈短期难以突破：

➤ 中蒙第一条跨境铁路二连浩特—扎门乌德口岸铁路，现在也是中欧班列蒙古方向的国际运输通道。

➤ 24年5月，中铁四局承建的蒙古国首条标准轨铁路—西伯库伦口岸铁路全线轨通。该铁路是中蒙拟接通的第二条跨境铁路，不仅连通蒙古国的西伯库伦口岸与我国的策克口岸，更是作为连接俄罗斯、蒙古和中国“经济走廊”的重要跨境铁路，主要从纳林苏海图矿山出口矿产品。

➤ 蒙古国塔万陶勒盖煤矿（TT矿）至蒙古国边境的铁路——塔万陶勒盖至嘎顺苏海图铁路支线项目于2020年启动，2022年投入运营，成为TT矿蒙煤出口中国的重要通路。作为该铁路的延续工程，嘎顺苏海图至我国内蒙古甘其毛都口岸跨境铁路项目于4月2日由中蒙政府完成签署。这一协议标志着项目进入实质性实施阶段，**预计跨境铁路将在2027年正式投入运营。**

中蒙铁路图



➤ 去年蒙古国建成了宗巴彦-杭吉铁路，从杭吉站向南到杭吉口岸铁路起点的14公里铺设了宽轨（1520毫米）和准轨（1435毫米）各一条线路，便于连接中国的铁路。

主要内容

1. 国内产量恢复性增长、进口量无大幅增长预期，预计供给较为稳定
2. 需求端：动力煤需求稳定、焦煤有望阶段性反弹
3. 投资分析意见与风险提示

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/618142005121007004>