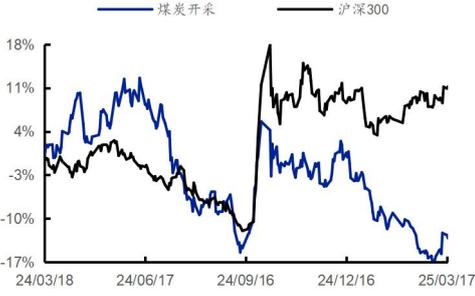


基本面阶段性探底，等待供需回暖

——煤炭开采行业动态研究

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	0.9%	-14.0%	-13.5%
沪深300	2.4%	1.7%	11.2%

相关报告

《煤炭开采行业周报：供给约束大，非电需求未明显变化，煤价窄幅波动（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2025-03-17

《电投能源优质稳健有增量，神火股份铝价上涨业绩增厚更佳——电投能源 VS 神火股份深度对比（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2025-03-13

《煤炭开采行业周报：进口约束提升、需求稳增，后半周动力煤价格回暖（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2025-03-10

《煤炭开采行业周报：协会倡议有效控制劣质煤进口量，进口约束有望进一步提升（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2025-03-02

《煤炭开采行业周报：供给提升放缓，等待非电等需求逐步恢复（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2025-02-23

事件：

2025年3月17日，国家统计局发布2025年1-2月能源生产情况：

煤炭：原煤生产增速加快。1-2月份，规上工业原煤产量7.7亿吨，同比增长7.7%，增速比上年12月份加快3.5pct；日均产量1297万吨。

电力：规上工业电力生产略有下降。1-2月份，规上工业发电量14921亿千瓦时，同比下降1.3%；日均发电252.9亿千瓦时，同比增长0.4%。分品种看，1-2月份，规上工业风电增速加快，水电、核电、太阳能发电同比增速放缓，火电降幅扩大。其中，规上工业火电发电量同比下降5.8%，降幅比上年12月份扩大3.2pct；规上工业水电增长4.5%，增速放缓1.0pct；规上工业核电增长7.7%，增速放缓3.7pct；规上工业风电增长10.4%，增速加快3.8pct；规上工业太阳能发电增长27.4%，增速放缓1.1pct。

投资要点：

■ **供给端：相较于去年12月增速，2025年1-2月生产端加速、进口端放缓，整体供应提速。**

生产方面：1-2月原煤生产加速同比增长。据国家统计局数据，2025年1-2月，规上工业原煤产量7.7亿吨，累计同比增长7.7%，增速较上年12月份提升3.5pct；规上工业原煤日均产量为1297万吨，较上年12月减少118.5万吨/天，同比增加121.7万吨/天。

■ **生产提速与去年低基数有关。**2024年1-2月，山西减产背景下，规上工业原煤产量7.1亿吨，同比下降4.2%。若结合2024年数据，2024-2025年两年1-2月原煤产量增速的平均值为1.8%。

■ **样本大型煤企煤炭生产情况整体同比增长，增速低于上述行业数据。**我们以中国神华、陕西煤业、中煤能源、潞安环能为样本，2025年1-2月，中国神华商品煤累计产量为5310万吨，同比-2.6%；陕西煤业煤炭1-2月产量为2867万吨，同比+9.4%；中煤能源1-2月商品煤产量为2172万吨，同比-0.8%；潞安环能1-2月原煤产量为887万吨，同比+2.0%。整体看，四家样本公司产量虽然同比数据略有差异，但合计值较2024年1-2月有接近2%的同比增长，低于上述的规上工业原煤产量累计同比增速。

进口方面：2025年1-2月进口同比增速较2024年12月显著放缓。2025年1-2月，我国进口煤炭7612万吨，同比增长2%，增速较2024年12月放缓约12pct。

按照2025年1-2月国内产量同比增速7.7%以及进口量同比增速2.1%来计算，**2025年1-2月国内煤炭供应同比增速为7.1%**（供应增速测算未考虑热值变化）。

■ **需求端：1-2月火电降幅扩大，化工景气延续，整体需求降速。**

电力：1-2月规上工业电力降低，火电降幅扩大。1-2月份，规上工业发电量14921亿千瓦时，同比降低1.30%，增速比上年12月放缓5.9pct；规上工业日均发电252.9亿千瓦时。1-2月份，规上工业风电增速加快，水电、核电、太阳能发电同比增速放缓，火电降幅扩大。其中，规上工业火电发电量同比下降5.8%，降幅比上年12月份扩大3.2pct；规上工业水电增长4.5%，增速放缓1.0pct；规上工业核电增长7.7%，增速放缓3.7pct；规上工业风电增长10.4%，增速加快3.8pct；规上工业太阳能发电增长27.4%，增速放缓1.1pct。

火电降幅扩大同样与去年高基数有关。2024年1-2月工业增加值增速+7%，比2025年1-2月高出1.1pct，发电/火电基数高，若考虑2024年1-2月数据进行两年平均，火电同比增速为+2%。

■ **钢铁：1-2月生铁/焦炭产量同比增速较去年12月下降/提升。**2025年1-2月我国实现生铁产量14075万吨，同比降低0.5%，同比增速较去年12月降低9.9pct；焦炭产量8190万吨，同比增长1.6%，同比增速较去年12月上升1.4pct。

从下游来看，1-2月基建投资增速、汽车产量增速有所加速，地产仍然较弱。2025年1-2月基建投资完成额同比+9.95%，增速较去年1-12月上升0.76pct，房地产开发投资完成额同比-9.80%，房屋新开工面积同比-29.60%，增速较去年1-12月下降6.60pct。此外，2025年1-2月汽车产量同比+13.90%，增速较去年1-12月提升9.1pct，钢材出口同比+6.70%，增速较去年1-12月下降16pct，整体来看，基建、汽车加速发力支撑需求，钢材直接出口保持同比增长但增速放缓，地产则继续走弱。

■ **建材化工：建材化工需求方面，水泥和甲醇情况延续分化，但水泥产量1-2月降幅较2024年1-12月有所收窄。**2025年1-2月，全国水泥产量1.7亿吨，同比-5.70%，降幅较2024年1-12月收窄3.8pct；甲醇生产较为旺盛，2025年1-2月甲醇周均产量达到192.1万吨，同比增长9.8%。

按照煤炭工业协会数据，若按照2024年电力、钢铁、化工、建材在煤炭下游需求中占比分别为62%、15%、8%、8%计算，我们估

算 2025 年 1-2 月四大行业带动煤炭消费同比-3.3%，增速较去年 1-12 月约减少 3.8pct。

- **库存：2 月底较年初，动力煤下游电厂去库、港口累库。**2025 年 2 月末，动力煤生产企业库存较年初（下同）增加 32 万吨至 472 万吨；北方港口动力煤库存增加 384 万吨至 2926 万吨；南方港口动力煤库存增加 283 万吨至 3685 万吨；沿海八省电厂库存减少 333 万吨至 3176 万吨；内陆十七省电厂库存减少 1829 万吨至 7770 万吨。

炼焦煤库存 2 月上游累库、中下游去库。2025 年 2 月底较年初，炼焦煤生产企业库存环比增加 30 万吨至 477 万吨；北方港口炼焦煤库存减少 83 万吨至 404 万吨；焦化厂炼焦煤库存减少 46 万吨至 219 万吨；钢厂炼焦煤库存减少 15 万吨至 500 万吨。

- **从供需基本面来看，2025 年 1-2 月受暖冬和实体经济用电需求偏弱影响，煤炭供需整体呈现宽松状态，电厂维持去库存、港口延续累库，秦皇岛 5500 港口煤价不断探底，1-2 月累计下降 55 元/吨。展望后续，行业探底空间已相对有限，电厂经历前期库存去化，目前沿海电厂库存已降至去年以下水平，内陆电厂库存也向去年水平明显收敛。（截至 3 月 13 日，沿海电厂库存已降至 3261 万吨，同比去年减少 56 万吨，其中年初同比增加 225 万吨；内陆电厂库存降至 7638 万吨，同比去年增加 402 万吨，但年初同比增加 1202 万吨），展望 4-5 月，非电端景气如冶金建材随着复工复产正逐步修复，化工需求则始终保持高增速（如甲醇周均产量在高基数下，1-2 月仍实现 9.8% 同比增速）。供给端则随国内煤价充分回调，海外煤性价比已大幅消退，供给约束明显提升。总结上述，4-5 月份煤价或将开启窄幅震荡行情。而从大方向来看，行业投资逻辑依然未变，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。重点关注：**
 - （1）稳健型标的：中国神华、陕西煤业、中煤能源、电投能源、新集能源。**
 - （2）动力煤弹性较大标的：兖矿能源、晋控煤业、广汇能源。**
 - （3）焦煤弹性较大标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤。**
- **风险提示：1）经济增速不及预期风险；2）政策调控力度超预期的风险；3）可再生能源持续替代风险；4）煤炭进口影响风险；5）重点关注公司业绩可能不及预期风险；6）测算误差风险。**

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2025/3/18 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	36.68	3.00	2.94	2.85	12.2	12.5	12.9	买入
601225.SH	陕西煤业	20.03	2.19	2.18	2.34	9.1	9.2	8.6	买入
600188.SH	兖矿能源	13.55	2.74	1.55	1.80	4.9	8.7	7.5	买入
601898.SH	中煤能源	10.25	1.47	1.39	1.54	7.0	7.4	6.7	买入
600546.SH	山煤国际	10.85	2.15	1.52	1.78	5.0	7.2	6.1	买入
600256.SH	广汇能源	6.23	0.80	0.52	0.70	7.8	12.0	8.9	买入
601699.SH	潞安环能	12.65	2.65	1.39	1.61	4.8	9.1	7.9	买入
000983.SZ	山西焦煤	6.99	1.23	0.68	0.77	5.7	10.3	9.0	买入
600348.SH	华阳股份	6.71	1.44	0.66	0.76	4.7	10.2	8.8	买入
000933.SZ	神火股份	19.28	2.65	2.16	2.56	7.3	8.9	7.5	买入
600985.SH	淮北矿业	13.80	2.51	1.93	2.10	5.5	7.2	6.6	买入
601666.SH	平煤股份	9.03	1.73	1.09	1.26	5.2	8.3	7.2	买入
600123.SH	兰花科创	7.83	1.41	0.93	1.05	5.5	8.4	7.5	买入
601918.SH	新集能源	6.90	0.81	0.91	0.92	8.5	7.6	7.5	买入
601001.SH	晋控煤业	12.32	1.97	1.73	1.89	6.3	7.1	6.5	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.58	0.37	0.34	0.40	7.0	7.7	6.5	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

事件：	7
评论：	7
1、 供应： 相较于去年 12 月增速， 2025 年 1-2 月生产加速、 进口放缓， 整体供应提速	7
2、 需求： 火电降幅扩大， 化工延续高景气， 整体需求降速	9
2.1、 电力： 规上工业电力降低， 火力发电降幅扩大	9
2.2、 钢铁： 生铁产量同比增速较去年 12 月下降	11
2.3、 建材及化工： 水泥产量同比降幅略有收窄， 甲醇生产保持旺盛	12
3、 库存： 1-2 月下游电厂去库、 港口累库	13
3.1、 动力煤： 1-2 月下游电厂去库、 港口累库	13
3.2、 炼焦煤库存： 1-2 月上游累库、 中下游去库	14
4、 投资建议	15
5、 风险提示	16

图表目录

图 1: 历年全国原煤产量 (截至 2025 年 2 月)	7
图 2: 全国煤炭日均产量同比提升 (截至 2025 年 2 月)	7
图 3: 主要煤企月度产量 (万吨)	8
图 4: 历年煤炭进口量 (截至 2025 年 2 月)	9
图 5: 历年规上发电量 (截至 2025 年 2 月)	10
图 6: 2025 年 1-2 月规上发电量结构 (亿千瓦时)	10
图 7: 历年火电发电量 (截至 2025 年 2 月)	10
图 8: 生铁产量 (截至 2025 年 2 月)	11
图 9: 焦炭产量 (截至 2025 年 2 月)	11
图 10: 基础设施建设投资完成额累计同比增速 (截至 2025 年 2 月)	11
图 11: 采矿业固定资产投资完成额累计同比增速 (截至 2025 年 2 月)	11
图 12: 汽车产量 (截至 2025 年 2 月)	12
图 13: 钢材出口量 (截至 2025 年 2 月)	12
图 14: 水泥产量 (截至 2025 年 2 月)	12
图 15: 甲醇周度产量 (万吨)	12
图 16: 动力煤生产企业库存情况	13
图 17: 北方港口库存情况	13
图 18: 南方港口库存情况	13
图 19: 沿海八省电厂库存情况	14
图 20: 内陆十七省电厂库存情况	14
图 21: 炼焦煤生产企业库存情况	14
图 22: 北方港口炼焦煤库存情况	14
图 23: 焦化厂炼焦煤库存情况	15
图 24: 钢厂炼焦煤库存情况	15

事件：

2025年3月17日，国家统计局发布2025年1-2月能源生产情况：

煤炭：原煤生产增速加快。1-2月份，规上工业原煤产量7.7亿吨，同比增长7.7%，增速比上年12月份加快3.5pct；日均产量1297万吨。

电力：规上工业电力生产略有下降。1-2月份，规上工业发电量14921亿千瓦时，同比下降1.3%；日均发电252.9亿千瓦时，同比增长0.4%。分品种看，1-2月份，规上工业风电增速加快，水电、核电、太阳能发电同比增速放缓，火电降幅扩大。其中，规上工业火电发电量同比下降5.8%，降幅比上年12月份扩大3.2pct；规上工业水电增长4.5%，增速放缓1.0pct；规上工业核电增长7.7%，增速放缓3.7pct；规上工业风电增长10.4%，增速加快3.8pct；规上工业太阳能发电增长27.4%，增速放缓1.1pct。

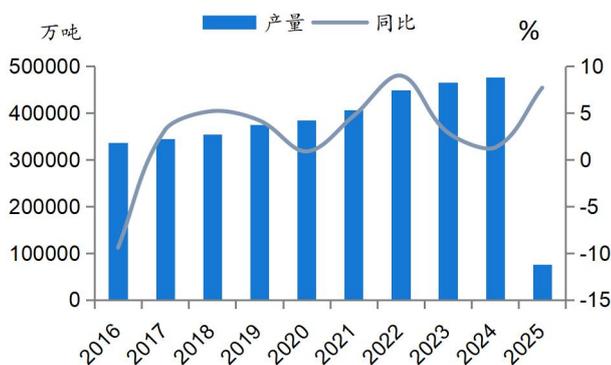
评论：

1、供应：相较去年12月增速，2025年1-2月生产加速、进口放缓，整体供应提速

1-2月原煤生产加速同比增长。据国家统计局数据，2025年1-2月，规上工业原煤产量7.7亿吨，累计同比增长7.7%，增速较上年12月份提升3.5pct；规上工业原煤日均产量为1297万吨，较上年12月减少118.5万吨/天，同比增加121.7万吨/天。

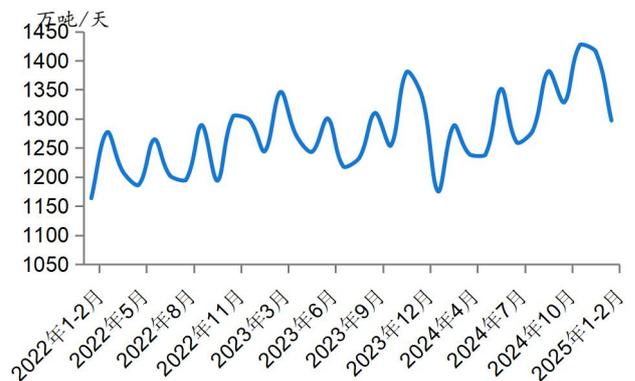
生产提速与去年低基数有关。2024年1-2月，山西减产背景下，规上工业原煤产量7.1亿吨，同比下降4.2%。若看结合2024年数据，2024-2025年两年1-2月增速的平均值为1.8%。

图1：历年全国原煤产量（截至2025年2月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图2：全国煤炭日均产量同比提升（截至2025年2月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

样本大型煤企煤炭生产情况整体同比增长，但增速低于上述行业数据。我们以中国神华、陕西煤业、中煤能源、潞安环能为样本，2025年1-2月，中国神华商品煤累计产量为5310万吨，同比-2.6%；陕西煤业煤炭1-2月产量为2867万吨，同比+9.4%；中煤能源1-2月商品煤产量为2172万吨，同比-0.8%；潞安环能1-2月原煤产量为887万吨，同比+2.0%。整体看，四家样本公司产量虽然同比数据略有差异，但合计值较2024年1-2月有接近2%的同比增长，低于上述的规上工业原煤产量累计同比增速。

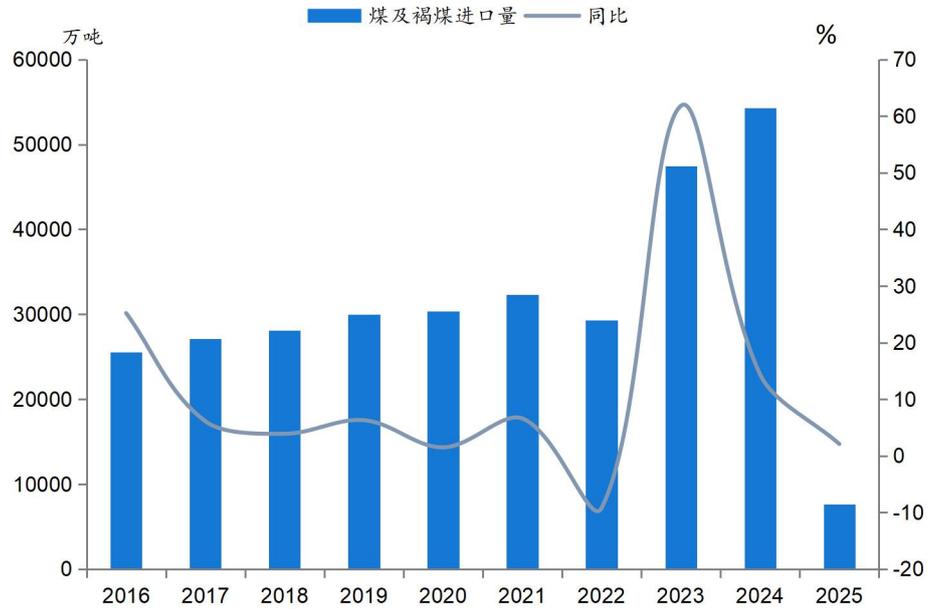
图3：主要煤企月度产量（万吨）

时间	中国神华		陕西煤业		中煤能源		潞安环能	
	商品煤产量	同比	煤炭产量	同比	商品煤产量	同比	原煤产量	同比
2023/01	2690	-3.2%	1309	17.5%	1099	4.2%	496	2.3%
2023/02	2590	2.8%	1384	16.2%	1060	11.3%	515	25.6%
2023/03	2730	-1.8%	1398	2.4%	1171	12.4%	459	-14.7%
2023/04	2610	-2.6%	1423	9.1%	1112	21.8%	515	-2.3%
2023/05	2690	7.6%	1459	10.3%	1111	16.3%	483	-4.9%
2023/06	2760	10.4%	1440	9.3%	1159	15.2%	486	2.5%
2023/07	2680	-1.5%	1373	7.3%	1140	7.0%	475	1.5%
2023/08	2730	7.5%	1345	-1.6%	1174	7.5%	503	3.9%
2023/09	2720	7.9%	1303	-2.4%	1091	-2.6%	530	11.8%
2023/10	2750	9.1%	1451	4.5%	1109	21.1%	493	7.4%
2023/11	2730	5.0%	1263	-10.7%	1115	21.5%	538	15.0%
2023/12	2770	3.4%	1232	-7.1%	1081	22.4%	547	38.8%
2024/01	2720	1.1%	1391	6.2%	1148	4.5%	453	-8.7%
2024/02	2590	0.0%	1230	-11.1%	1042	-1.7%	417	-19.0%
2024/03	2820	3.3%	1525	9.6%	1083	-7.5%	454	-1.1%
2024/04	2750	5.4%	1450	1.9%	1048	-5.8%	475	-7.8%
2024/05	2740	1.9%	1533	5.1%	1168	5.1%	453	-6.2%
2024/06	2700	-2.2%	1513	5.1%	1161	0.2%	515	6.0%
2024/07	2680	0.0%	1396	1.7%	1210	6.1%	493	3.8%
2024/08	2780	1.8%	1359	1.1%	1181	0.6%	492	-2.2%
2024/09	2660	-2.2%	1382	6.0%	1190	9.1%	495	-6.6%
2024/10	2760	0.4%	1375	-5.2%	1134	2.3%	469	-4.9%
2024/11	2700	-1.1%	1406	11.3%	1206	8.2%	509	-5.4%
2024/12	2810	1.4%	1490	21.0%	1186	9.7%	503	-8.0%
2024年累计	32710	0.8%	17050	4.1%	13757	2.5%	5728	-5.2%
2025/01	2490	-8.5%	1428	2.7%	1148	0.0%	427	-5.7%
2025/02	2700	1.9%	1439	17.0%	1024	-1.7%	460	10.3%
2025年累计	5310	-2.6%	2867	9.4%	2172	-0.8%	887	2.0%

资料来源：各公司公告、国海证券研究所

2025年1-2月进口同比增速较2024年12月显著放缓。2025年1-2月，我国进口煤炭7612万吨，同比增长2%，增速较2024年12月放缓约12pct。

图4：历年煤炭进口量（截至2025年2月）



资料来源：Wind、海关总署、国海证券研究所

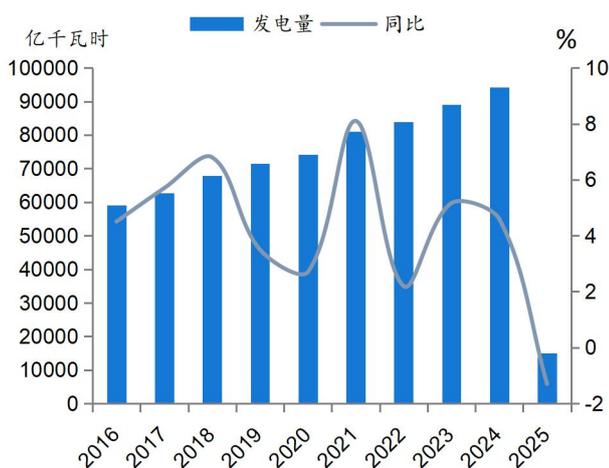
按照2025年1-2月国内产量同比增速7.7%以及进口量同比增速2.1%来计算，2025年1-2月国内煤炭供应同比增速为7.1%（供应增速测算未考虑热值变化）。

2、需求：火电降幅扩大，化工延续高景气，整体需求降速

2.1、电力：规上工业电力降低，火力发电降幅扩大

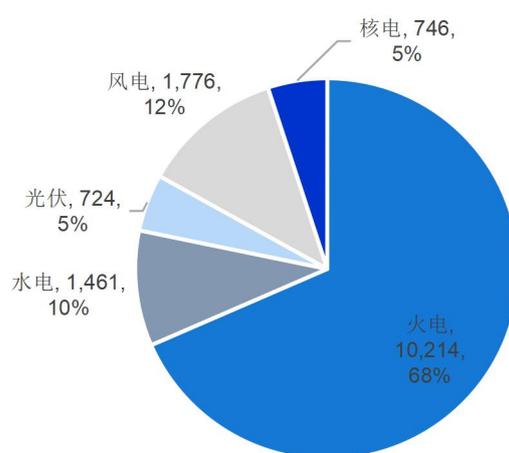
规上工业电力生产降低。1-2月份，规上工业发电量14921亿千瓦时，同比降低1.30%，增速比上年12月放缓1.9pct；规上工业日均发电252.9亿千瓦时。

图 5：历年规上发电量（截至 2025 年 2 月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图 6：2025 年 1-2 月规上发电量结构（亿千瓦时）



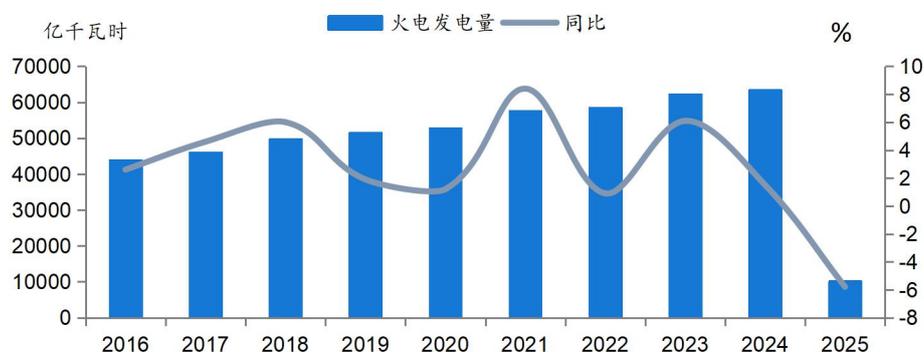
资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

1-2 月份，规上工业风电增速加快，水电、核电、太阳能发电同比增速放缓，火电降幅扩大。其中，规上工业火电发电量同比下降 5.8%，降幅比上年 12 月份扩大 3.2pct；规上工业水电增长 4.5%，增速放缓 1.0pct；规上工业核电增长 7.7%，增速放缓 3.7pct；规上工业风电增长 10.4%，增速加快 3.8pct；规上工业太阳能发电增长 27.4%，增速放缓 1.1pct。

火电降幅扩大同样与去年高基数有关。2024 年 1-2 月工业增加值增速+7%，比 2025 年 1-2 月高出 1.1pct，发电/火电基数高。若考虑 2024 年 1-2 月数据进行两年平均，火电同比增速为+2%。

2025 年 1-2 月，火电发电量 10214 亿千瓦时，占总发电量比例达到 68%，火电依赖度仍然较高。

图 7：历年火电发电量（截至 2025 年 2 月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

2.2、钢铁：生铁产量同比增速较去年12月下降

2025年1-2月生铁/焦炭产量同比增速较去年12月下降/提升。2025年1-2月我国实现生铁产量14075万吨，同比降低0.5%，同比增速较去年12月降低9.9pct；焦炭产量8190万吨，同比增长1.6%，同比增速较去年12月上升1.4pct。

图8：生铁产量（截至2025年2月）

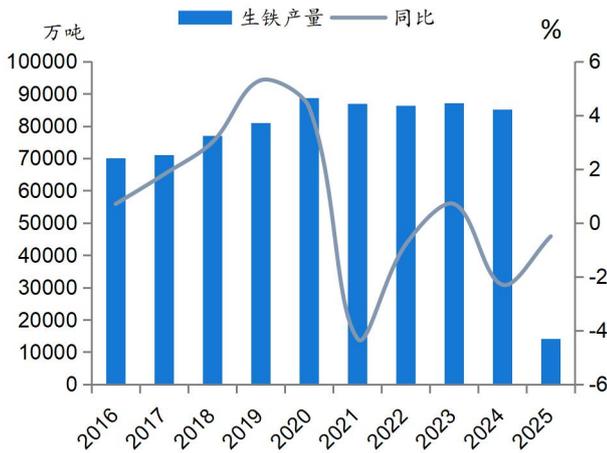
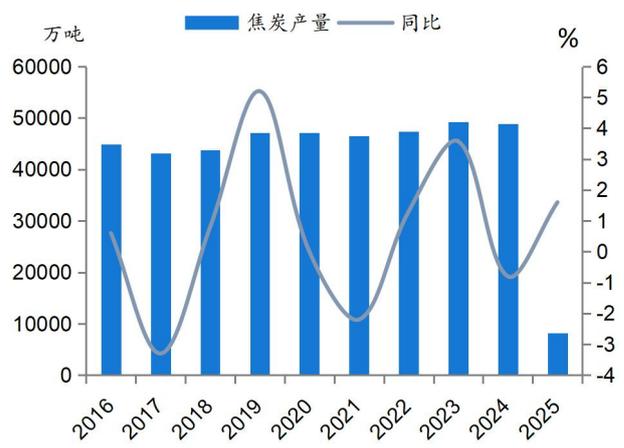


图9：焦炭产量（截至2025年2月）

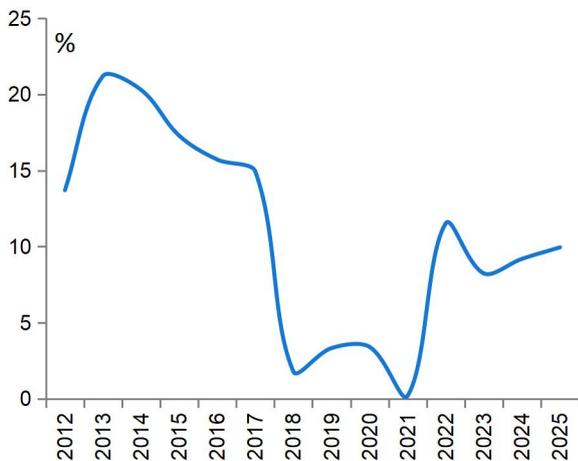


资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

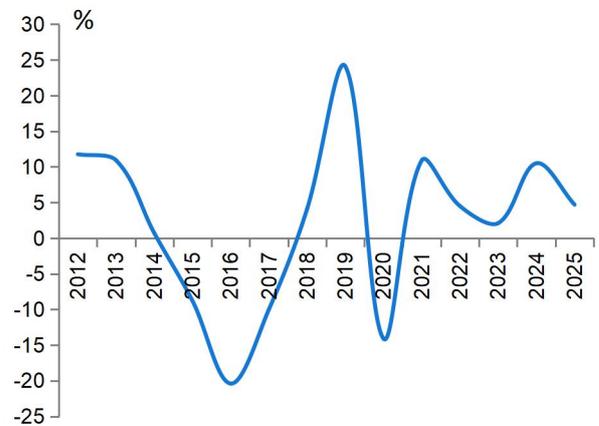
从下游来看，基建投资增速、汽车产量增速有所加速，地产仍然较弱。2025年1-2月基建投资完成额同比+9.95%，增速较去年1-12月上升0.76pct，房地产开发投资完成额同比-9.80%，房屋新开工面积同比-29.60%，增速较去年1-12月下降6.60pct。此外，2025年1-2月汽车产量同比+13.90%，增速较去年1-12月提升9.1pct，钢材出口同比+6.70%，增速较去年1-12月下降16pct，整体来看，基建、汽车加速发力支撑需求，钢材直接出口保持同比增长但增速放缓，地产则继续走弱。

图10：基础设施建设投资完成额累计同比增速（截至2025年2月）



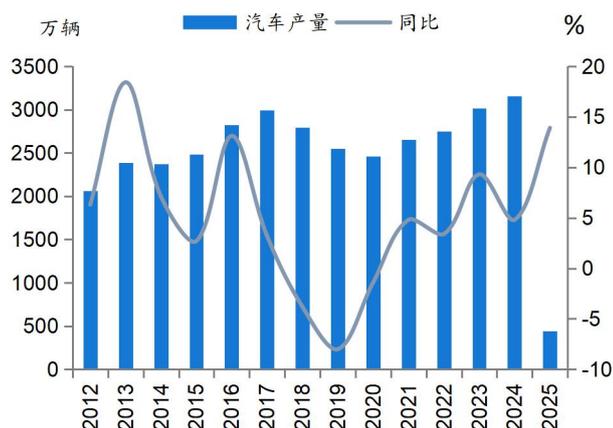
资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图11：采矿业固定资产投资完成额累计同比增速（截至2025年2月）



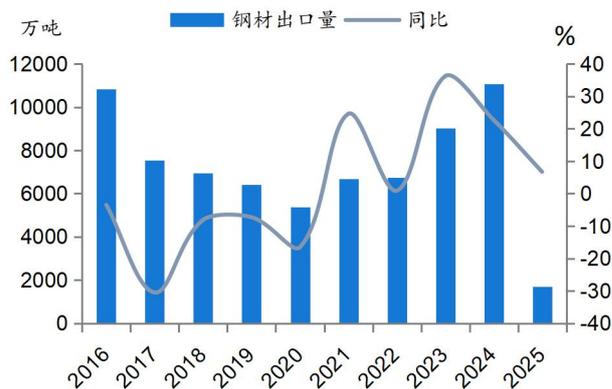
资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图 12：汽车产量（截至 2025 年 2 月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图 13：钢材出口量（截至 2025 年 2 月）

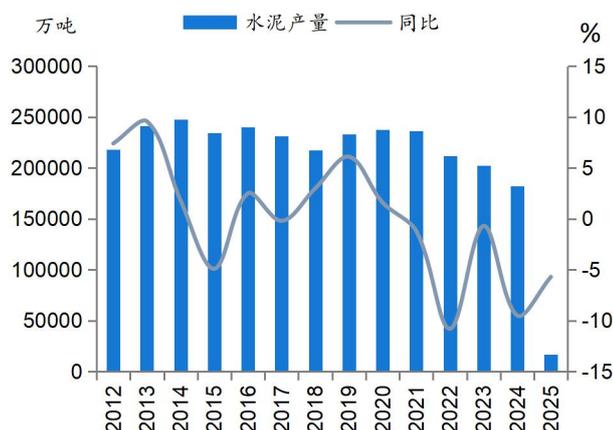


资料来源：Wind、海关总署、国海证券研究所

2.3、建材及化工：水泥产量同比降幅略有收窄，甲醇生产保持旺盛

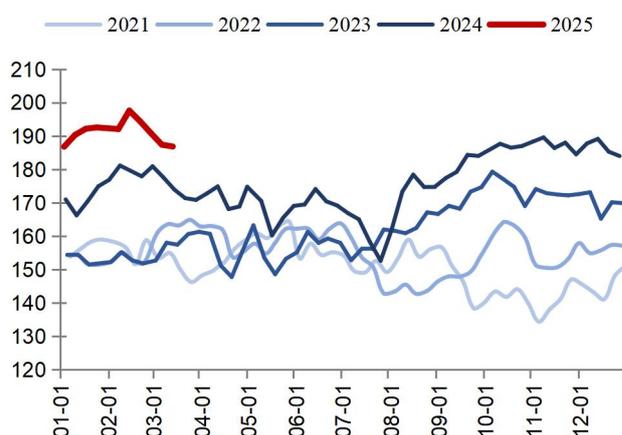
建材化工需求方面，水泥和甲醇情况延续分化，但水泥降幅有所收窄。2025 年 1-2 月，全国水泥产量 1.7 亿吨，同比-5.70%，降幅较 2024 年 1-12 月收窄 3.8pct；甲醇生产较为旺盛，2025 年 1-2 月甲醇周均产量达到 192.1 万吨，同比增长 9.8%。

图 14：水泥产量（截至 2025 年 2 月）



资料来源：Wind、国家统计局、国海证券研究所

图 15：甲醇周度产量（万吨）



资料来源：Wind、隆众资讯、国海证券研究所

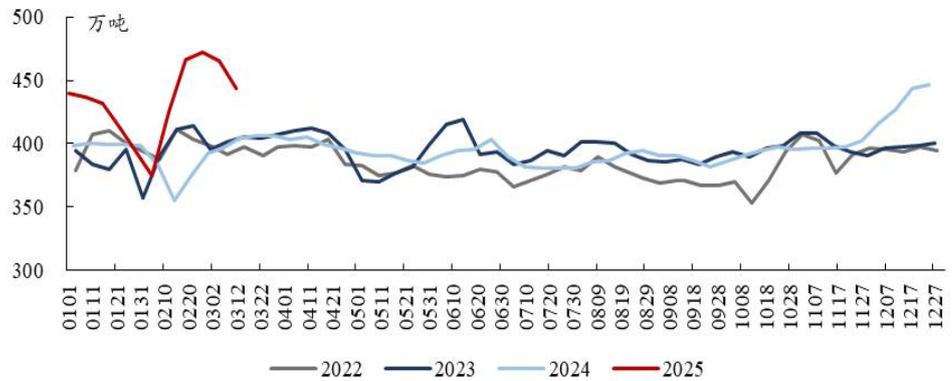
按照煤炭工业协会数据，若按照 2024 年电力、钢铁、化工、建材在煤炭下游需求中占比分别为 62%、15%、8%、8% 计算，我们估算 2025 年 1-2 月四大行业带动煤炭消费同比降低 3.3%，增速较去年 1-12 月约减少 3.8pct。

3、库存：1-2 月下游电厂去库、港口累库

3.1、动力煤：1-2 月下游电厂去库、港口累库

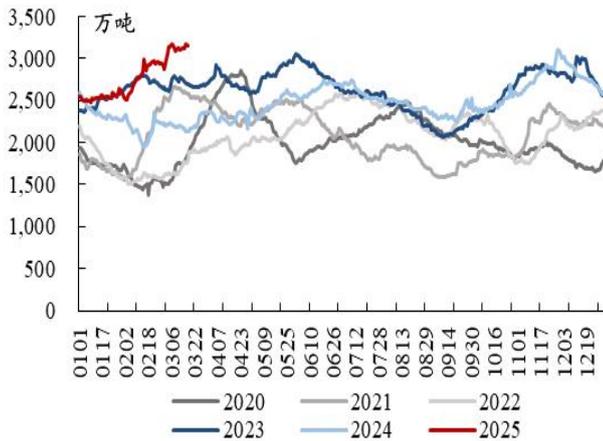
2 月底较年初，动力煤下游电厂去库、港口累库。2025 年 2 月末，动力煤生产企业库存较年初（下同）增加 32 万吨至 472 万吨；北方港口动力煤库存增加 384 万吨至 2926 万吨；南方港口动力煤库存增加 283 万吨至 3685 万吨；沿海八省电厂库存减少 333 万吨至 3176 万吨；内陆十七省电厂库存减少 1829 万吨至 7770 万吨。

图 16：动力煤生产企业库存情况



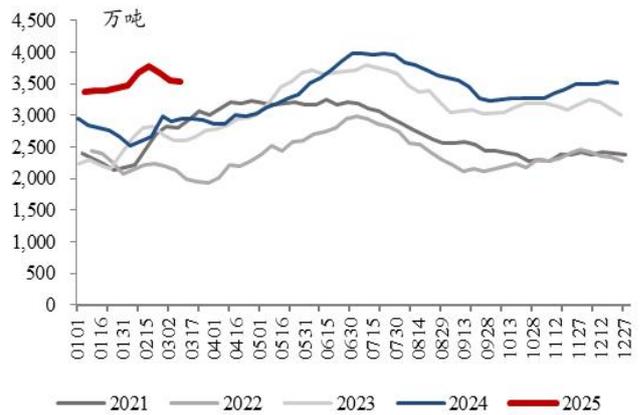
资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

图 17：北方港口库存情况



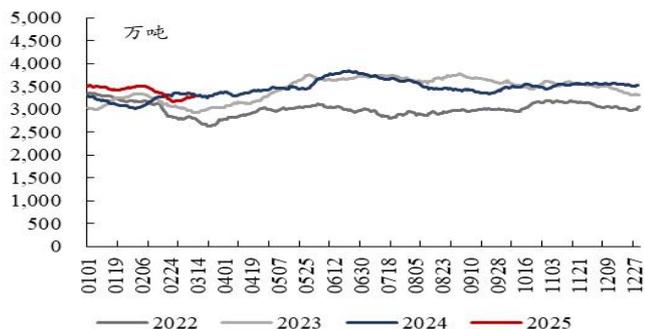
资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

图 18：南方港口库存情况



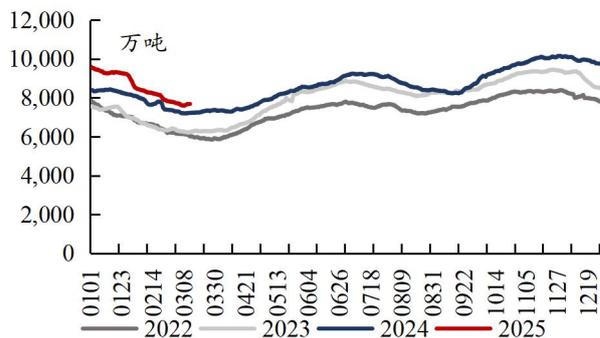
资料来源：Wind、煤炭市场网、国海证券研究所

图 19：沿海八省电厂库存情况



资料来源：煤炭市场网、国海证券研究所

图 20：内陆十七省电厂库存情况

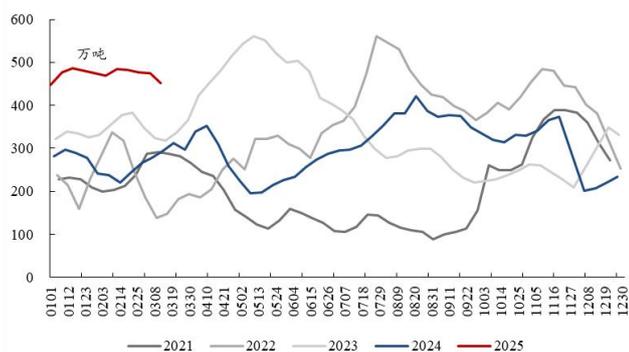


资料来源：煤炭市场网、国海证券研究所

3.2、炼焦煤库存：1-2 月上游累库、中下游去库

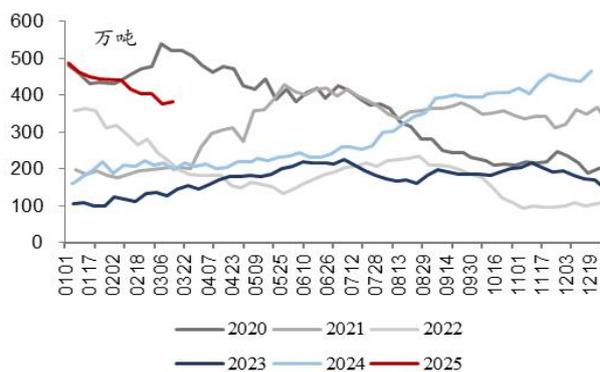
炼焦煤库存 2 月上游累库、中下游去库。2025 年 2 月底较年初，炼焦煤生产企业库存环比增加 30 万吨至 477 万吨；北方港口炼焦煤库存减少 83 万吨至 404 万吨；焦化厂炼焦煤库存减少 46 万吨至 219 万吨；钢厂炼焦煤库存减少 15 万吨至 500 万吨。

图 21：炼焦煤生产企业库存情况



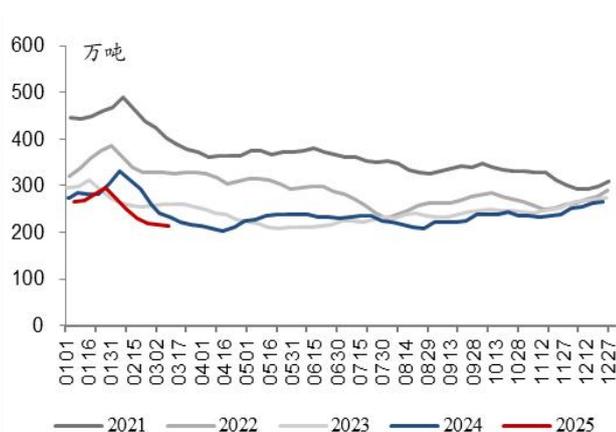
资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

图 22：北方港口炼焦煤库存情况



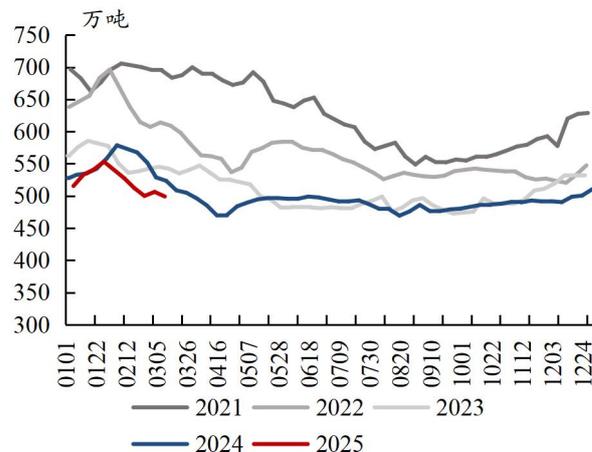
资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

图 23：焦化厂炼焦煤库存情况



资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

图 24：钢厂炼焦煤库存情况



资料来源：煤炭资源网、国海证券研究所

4、投资建议

从供需基本面来看，2025 年 1-2 月受暖冬和实体经济用电需求偏弱影响，煤炭供需整体呈现宽松状态，电厂维持去库存、港口延续累库，秦皇岛 5500 港口煤价不断探底，1-2 月累计下降 55 元/吨。展望后续，行业探底空间已相对有限，电厂经历前期库存去化，目前沿海电厂库存已降至去年以下水平，内陆电厂库存也向去年水平明显收敛。（截至 3 月 13 日，沿海电厂库存已降至 3261 万吨，同比去年减少 56 万吨，其中年初同比增加 225 万吨；内陆电厂库存降至 7638 万吨，同比去年增加 402 万吨，但年初同比增加 1202 万吨），展望 4-5 月，非电端景气如冶金建材随着复工复产正逐步修复，化工需求则始终保持高增速（如甲醇周均产量在高基数下，1-2 月仍实现 9.8% 同比增速）。供给端则随国内煤价充分回调，海外煤性价比已大幅消退，供给约束明显提升。总结上述，4-5 月份煤价或将开启窄幅震荡行情。而从大方向来看，行业投资逻辑依然未变，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。重点关注：（1）稳健型标的：中国神华、陕西煤业、中煤能源、电投能源、新集能源。（2）动力煤弹性较大标的：兖矿能源、晋控煤业、广汇能源。（3）焦煤弹性较大标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2025/3/18 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	36.68	3.00	2.94	2.85	12.2	12.5	12.9	买入
601225.SH	陕西煤业	20.03	2.19	2.18	2.34	9.1	9.2	8.6	买入
600188.SH	兖矿能源	13.55	2.74	1.55	1.80	4.9	8.7	7.5	买入
601898.SH	中煤能源	10.25	1.47	1.39	1.54	7.0	7.4	6.7	买入
600546.SH	山煤国际	10.85	2.15	1.52	1.78	5.0	7.2	6.1	买入
600256.SH	广汇能源	6.23	0.80	0.52	0.70	7.8	12.0	8.9	买入
601699.SH	潞安环能	12.65	2.65	1.39	1.61	4.8	9.1	7.9	买入
000983.SZ	山西焦煤	6.99	1.23	0.68	0.77	5.7	10.3	9.0	买入
600348.SH	华阳股份	6.71	1.44	0.66	0.76	4.7	10.2	8.8	买入
000933.SZ	神火股份	19.28	2.65	2.16	2.56	7.3	8.9	7.5	买入
600985.SH	淮北矿业	13.80	2.51	1.93	2.10	5.5	7.2	6.6	买入
601666.SH	平煤股份	9.03	1.73	1.09	1.26	5.2	8.3	7.2	买入
600123.SH	兰花科创	7.83	1.41	0.93	1.05	5.5	8.4	7.5	买入
601918.SH	新集能源	6.90	0.81	0.91	0.92	8.5	7.6	7.5	买入
601001.SH	晋控煤业	12.32	1.97	1.73	1.89	6.3	7.1	6.5	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.58	0.37	0.34	0.40	7.0	7.7	6.5	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) **经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- 2) **政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- 3) **可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处于量变阶段。
- 4) **煤炭进口影响风险。**随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- 5) **重点关注公司业绩可能不及预期风险。**
- 6) **测算误差风险。**