下载日志已记录，仅供内部参考



煤炭行业半年度投资策略

# 风起云涌全球变，煤海潮生新周期

2026 年 06 月 16 日

## 【投资要点】

- **煤炭供给：26 年以来国内供给整体平稳，安监趋严约束旺季弹性，进口明显减量。1）国内产量：**2026 年以来供给相对平稳，26 年 1-4 月全国原煤产量 15.84 亿吨，同比-0.1%，3/4 月分别同比+0.03%/-1.0%。“5·22”山西沁源事故后，主产区安监明显升级，供给影响正由局部停产向系统性压缩供给弹性演变，我们认为严安监环境下国内供给弹性有限。**2）进口：**26 年 1-4 月进口量 1.49 亿吨，同比-2.1%，3 月以来进口煤价仍处倒挂，叠加中东局势支撑海外能源价格和海运费，预计进口煤难以成为旺季快速补充供给的主要来源。
- **煤炭需求：26 年以来火电边际改善，非电需求分化。1）火电：**26 年 3/4 月火电发电量同比+4.2%/+3.1%，水电区域出力不均、风电阶段性偏弱、光伏新增装机在 25 年高基数后回落，使火电仍承担兜底和调峰功能。**2）钢铁：**Mysteel 247 家钢厂日均铁水产量 4 月下旬至 5 月中旬基本维持在 239 万吨附近，焦煤需求具备底部支撑，但地产链仍弱限制上行弹性。**3）化工：**26Q1 化工行业用煤 9444 万吨，同比+14.3%，油气价格上行进一步强化煤化工成本优势。**4）建材：**26Q1 建材用煤 4339 万吨，同比-8.3%，地产链仍是需求主要拖累项。
- **煤电价值重估：电力系统从电量宽松走向容量稀缺，煤电安全价值抬升。**亚洲在油气进口风险和新增电力负荷上行背景下，日韩、印度、东南亚均重新强化煤电保供功能；欧洲虽长期退煤，但天然气外部依赖和新能源高占比下的电网稳定约束，使煤电仍承担备用和缓冲电源作用；美国则受 AI 和数据中心负荷拉动，存量煤电容量价值重新定价。
- **煤化工：油气价格抬升煤化工优势，新疆成为本轮增量主战场。**煤化工技术降本、定价放开、管网打通三大条件同步成熟。短期看，26Q1 cctd 周度平均化工用煤 755 万吨，同比+9.8%、环比+5.2%，sxcoal 口径化工行业用煤 9444 万吨，同比+14.3%，中东局势推高油气价格后，煤化工成本优势和利润弹性进一步增强。中长期看，新疆资源量大、煤价低、基础设施补齐，我们测算已规划未投产煤化工项目对应煤炭需求约 2.5 亿吨，煤化工可能成为本轮煤炭行情的重要放大器。
- **全球供需：需求低速平台，供给弹性收缩，海运煤价格弹性增强。1）需求端：**根据 IEA，2025 年全球煤炭需求同比+0.4%，较 2024 年+1.4%继续放缓，其中煤炭消费约 2/3 仍来自电力部门。分地区看，2025 年中国需求基本持平、印度受强季风扰动阶段性下滑、美国气转煤带动需求同比+10%、欧洲降幅明显收窄。**2）供给端：**全球煤炭投资 2010-2012 年达到上一轮高点后明显回落，2021 年后虽有修复，但新增投资主要集中在中国、印度等内需保供市场，出口导向的项目仍受融资、保险、审批和长期需求不确定性约束。同时澳大利亚、印尼、蒙古、俄罗斯等主要出口国分别受到环保监管、资源民族主义、收益分配诉求和制裁物流成本约束，全球海运煤供给弹性明显下降。

东方财富证券 Eastmoney Securities

*挖掘价值 投资成长*

**强于大市**（维持）

**东方财富证券研究所**

证券分析师：李淼

证书编号：S1160524120006

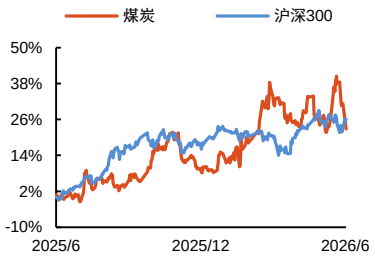
证券分析师：王涛

证书编号：S1160525020003

证券分析师：朱彤

证书编号：S1160525030006

**相对指数表现**




**相关研究**

《焦煤强势大涨，关注安监持续性》

2026.06.07

《煤价重回涨势，旺季需求或进一步助推》

2026.05.31

《山西事故+印尼新政，供给或进一步趋紧》

2026.05.28

《能源安全重估下的煤炭新周期（一）AI 与高负荷时代，煤电的容量和安全价值重估》

2026.05.25

《安监再发力，煤价蓄势后有望再突破》

2026.05.17

下载日志已记录，仅供内部参考



## 【配置建议】

- 我们认为，煤炭行业的核心矛盾正在逐渐从 2025 年的需求偏弱和库存压力，转向行业供给弹性不足、需求边际改善与能源安全溢价共振。
- 配置上，**建议围绕价格弹性、煤化工弹性、稳健红利、产业链设备四条主线布局：1）价格弹性：**盈利弹性相对更高的动力煤公司，建议关注【兖矿能源】【昊华能源】【晋控煤业】【陕西煤业】，焦煤价格在相对低位的焦煤公司，建议关注【平煤股份】【潞安环能】【淮北矿业】【山西焦煤】【首钢资源】【Mongol Mining】，有海外煤炭敞口的【兖煤澳大利亚】、【力量发展】；**2）煤化工弹性：**具备煤化工弹性的公司，建议关注【兖矿能源】、【中煤能源】、【广汇能源】；**3）稳健红利：**市场避险需求增加下，稳健红利公司仍具配置价值，建议关注【中国神华】、【中煤能源】、【陕西煤业】；**4）产业链设备：**建议关注受益煤炭产能储备政策落地、煤矿安全智能化改造以及“一带一路”倡议的煤机公司【天地科技】、【中创智领】。

## 【风险提示】

- 下游需求下滑、保供稳价及地方安监政策风险、国际地缘对国内出口工业需求扰动风险、煤化工项目落地节奏及用煤量需求不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

1. 煤炭供给：25 年产量小幅增长，26Q1 供给整体平稳 ..... 7
1.1. 国内产量：供给偏平稳，严安监延续 ..... 7
1.2. 分省份产量：晋陕蒙位于相对高位，新疆有所回落 ..... 8
1.3. 分煤种产量：动力煤稳中略增，焦煤供给弹性仍弱 ..... 8
1.4. 进口端：进口利润倒挂延续，旺季补充弹性或受限 ..... 10
2. 需求端：26 年以来火电边际改善，非电需求分化 ..... 11
2.1. 火电：需求边际改善，旺季补库弹性可期 ..... 11
2.2. 钢铁：铁水产量维持高位，焦煤需求有底部支撑 ..... 13
2.3. 化工：油气价格抬升煤化工优势，化工用煤维持高景气 ..... 15
2.4. 建材：地产链仍弱，建材用煤延续拖累态势 ..... 16
3. 煤电价值重估：全球电力系统从电量宽松走向容量稀缺 ..... 17
3.1. 亚洲：油气安全约束强化，煤电重回保供核心 ..... 18
3.2. 欧洲：能源安全与电网稳定约束下，退煤进程趋于非线性 ..... 19
3.3. 美国：AI 负荷推升容量需求，存量煤电迎来再定价 ..... 21
4. 煤化工：产业成熟，经济性抬升 ..... 23
4.1. 产业三大条件同步成熟：技术降本、定价放开、管网打通 ..... 24
4.2. 新疆成为本轮煤化工增量的主战场 ..... 27
4.3. 煤化工可能成为本轮煤炭行情的重大放大器 ..... 29
5. 全球煤炭供需 ..... 30
5.1. 全球煤炭需求：进入低增平台，电力仍是最大支撑 ..... 30
5.1.1. 总量：煤电为主体，仍然承担基础电力负荷 ..... 30
5.1.2. 结构：中印维持需求底盘，欧美构成边际弹性 ..... 30
5.2. 全球煤炭供给：资本开支约束叠加资源民族主义，出口弹性持续收缩 ..... 32
5.2.1. 长期资本开支不足，中长期弹性较为有限 ..... 32
5.2.2. 澳大利亚：环境法改革和高资源税率打击长期投资积极性 ..... 33
5.2.3. 印尼：资源民族主义升温，或转向政策约束型煤炭出口国 ..... 34
5.2.4. 蒙古：面临更高的政治分配诉求，新增供给或放缓 ..... 35
5.2.5. 俄罗斯：俄乌冲突之后出口的成本曲线被整体抬高 ..... 36
5.3. 国内煤炭供需平衡表 ..... 37
5.3.1. 动力煤 ..... 37
5.3.2. 焦煤 ..... 38
6. 投资策略 ..... 39
7. 风险提示 ..... 40

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1： 主要省份产量增速（%） ..... 7
图表 2： 国内原煤产量及增速 ..... 7
图表 3： 山西省月度煤炭产量（亿吨） ..... 8
图表 4： 内蒙古月度煤炭产量（亿吨） ..... 8
图表 5： 陕西省月度煤炭产量（亿吨） ..... 8
图表 6： 新疆月度煤炭产量（亿吨） ..... 8
图表 7： 全国焦煤原煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 8： 全国焦煤精煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 9： 山西焦煤精煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 10： 内蒙古焦煤精煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 11： 全国动力煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 12： 山西动力煤月度产量（万吨） ..... 9
图表 13： 内蒙古动力煤月度产量（万吨） ..... 10
图表 14： 陕西动力煤月度产量（万吨） ..... 10
图表 15： 煤炭月度进口量（万吨） ..... 10
图表 16： 国内外进口价差（元/吨） ..... 10
图表 17： 火电月度发电量同比增速（%） ..... 11
图表 18： 火电月度发电量占比 ..... 11
图表 19： 水电月度发电量同比增速（%） ..... 11
图表 20： 水电月度发电量（亿千瓦时） ..... 11
图表 21： 新增风光装机同比增速（%） ..... 12
图表 22： 风光月度发电量占比 ..... 12
图表 23： 沿海八省日耗（万吨） ..... 13
图表 24： 内陆十七省日耗（万吨） ..... 13
图表 25： 沿海八省库存（万吨） ..... 13
图表 26： 内陆十七省库存（万吨） ..... 13
图表 27： 铁水产量（万吨） ..... 13
图表 28： 粗钢月度产量和同比增速 ..... 13
图表 29： 房屋面积累积同比增速（%） ..... 14
图表 30： 30 大中城市商品房成交面积（万平） ..... 14
图表 31： 固定资产投资额累计同比增速（%） ..... 14
图表 32： 地方政府专项债发行额（亿元） ..... 14
图表 33： PMI：新出口订单（%） ..... 15
图表 34： 主要白电产量累计同比增速（%） ..... 15
图表 35： 化工行业月度用煤量（万吨） ..... 15
图表 36： 化工行业周度用煤量（万吨） ..... 15
图表 37： 国内甲醇开工率（%） ..... 16
图表 38： 国内烯烃开工率（%） ..... 16
图表 39： 建材行业月度用煤量（万吨） ..... 16
图表 40： 全国月度水泥产量（万吨） ..... 16
图表 41： 全球数据中心用电需求快速增长 ..... 17
图表 42： 2024-2030 年分部门用电增量预测 ..... 17
图表 43： 2020-2035 年中美数据中心分电源用电量预测（基准情形） ..... 17
图表 44： 2024-2030、2031-2035 年数据中心电力装机增量预测（基准情形） ..... 17
图表 45： 各国对煤电的能源安全价值重估 ..... 18
图表 46： 日本数据中心和半导体工厂增加的用电量预测（万千瓦） ..... 18
图表 47： 韩国第 11 次电力供需基本计划（TWh） ..... 18

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 48：印度电力总需求和净需求情况 ..... 19
图表 49：煤电仍然是印度主要的灵活性机组来源 ..... 19
图表 50：2013-2024 年印尼自备电厂容量 ..... 19
图表 51：2023-2024 年菲律宾能源结构 ..... 19
图表 52：欧盟进口能源产品占总进口比重 ..... 20
图表 53：21Q1 以来欧盟能源进口指数 ..... 20
图表 54：伊比利亚半岛停电 ..... 20
图表 55：英国停电 ..... 20
图表 56：欧盟在运和备用燃煤机组情况（截至 2025 年 1 月） ..... 21
图表 57：根据巴黎协定匹配的欧盟退煤计划（截至 2025 年 1 月） ..... 21
图表 58：数据中心电力峰值需求 vs 工业部门电力峰值需求 ..... 21
图表 59：2020-2030 年数据中心电力需求预测（基准情形） ..... 21
图表 60：数据中心配套电力机组建设周期和碳强度 ..... 22
图表 61：PJM 电力 RTO 容量拍卖出清价格 ..... 22
图表 62：变压器积压订单变化、变压器价格指数及电网基础设施交付周期 ..... 22
图表 63：美国在运煤电机组计划退役情况（截至 26 年 3 月） ..... 23
图表 64：2024-2025 年美国发电量变化（TWh） ..... 23
图表 65：各电源的年成本（十亿美元） ..... 23
图表 66：现代煤化工典型技术路线及其主要产品类型 ..... 24
图表 67：多喷嘴水煤浆气流床加压气化炉 ..... 24
图表 68：航天干煤粉气流床加压气化炉 ..... 24
图表 69：近年来天然气价格市场化相关文件 ..... 25
图表 70：西气东输示意图 ..... 26
图表 71：油价、煤价共同决定煤制乙二醇相对石油路线的经济性 ..... 26
图表 72：新疆原煤产量 ..... 27
图表 73：新疆 vs 内蒙动力煤价格（元/吨） ..... 27
图表 74：新疆规划“一主两翼”铁路通道 ..... 27
图表 75：新疆公路网 ..... 27
图表 76：准东煤制天然气管道开工 ..... 28
图表 77：广汇淖毛湖现代煤化工基地 ..... 28
图表 78：新疆已规划未投产煤化工项目梳理（产能：万吨/年；亿立方米/年） ..... 28
图表 79：主要省份已规划未投产煤化工项目产能梳理（万吨；亿立方米） ..... 29
图表 80：2023-2025 年全球煤炭需求变化 ..... 30
图表 81：2010-2025 年煤电发电量变化 ..... 30
图表 82：2025 年主要国家和地区电力结构 ..... 31
图表 83：2000-2025 年中国电力结构变化 ..... 31
图表 84：印度日内光伏和煤电出力 ..... 31
图表 85：2025 年全球煤电发电量、电力结构占比、人均发电量排名 31
图表 86：近年来美国煤炭产量和预测 ..... 32
图表 87：2025 年全球煤电发电量变化 ..... 32
图表 88：欧洲煤转气替代空间 ..... 32
图表 89：2025 年欧盟发电量变化 ..... 32
图表 90：全球煤炭行业资本开支（百万美元） ..... 33
图表 91：GEM 统计的全球新增煤矿产能 ..... 33
图表 92：新南威尔士州煤矿甲烷排放量（百万吨 CH4） ..... 33
图表 93：2025 年全球高卡动力煤离岸成本曲线 ..... 33
图表 94：昆士兰州平均煤价和资源税率 ..... 34
图表 95：昆士兰州资源税率（2022 年 7 月后） ..... 34
图表 96：澳大利亚冶金煤出口量及预测 ..... 34
图表 97：澳大利亚动力煤出口量及预测 ..... 34

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 98： 印尼煤炭产量和出口量（百万吨） ..... 35
图表 99： 印尼动力煤出口结构 ..... 35
图表 100： 蒙古国煤炭产量和出口量（百万吨） ..... 36
图表 101： 2024 年蒙古国矿业出口额情况 ..... 36
图表 102： 2021-2024 年俄罗斯煤炭行业盈利情况 ..... 36
图表 103： 俄罗斯主要煤田和出口运输距离 ..... 36
图表 104： 动力煤供需平衡表（万吨；元/吨） ..... 37
图表 105： 焦煤供需平衡表（万吨；元/吨） ..... 38

下载日志已记录，仅供内部参考



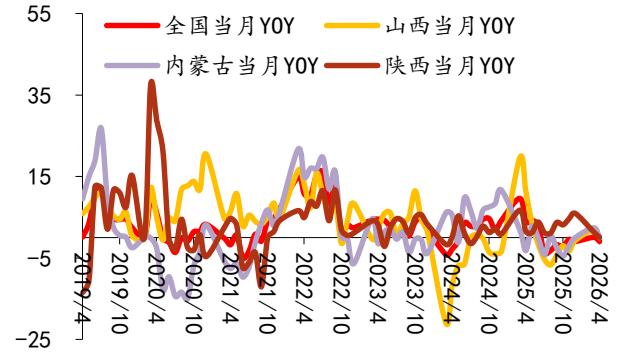
# 1.煤炭供给：25 年产量小幅增长，26Q1 供给整体平稳

## 1.1.国内产量：供给偏平稳，严安监延续

**2025 年全国原煤产量 48.32 亿吨，同比+1.2%，同比增速节奏上呈现明显的前高后低。**25H1 在 24 年同期安监扰动低基数、主产地复产及保供生产延续的背景下，原煤产量同比保持增长，1-6 月累计产量 24.05 亿吨，同比+5.4%；单月看，3-6 月产量同比分别+9.6%/+3.8%/+4.2%/+3%。7 月以后，随着“反内卷”、超产核查、安全监管等约束强化，主产地产量释放明显收紧，单月产量同比连续转负，7-12 月同比分别-3.8%/-3.2%/-1.8%/-2.3%/-0.5%/-1%，全年增速由 25H1 的+5.4%逐步回落至+1.2%。

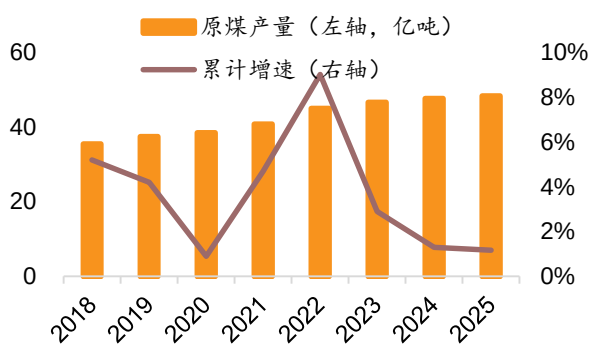
2026 年以来，国内产量相对平稳，26 年 1-4 月全国原煤产量 15.84 亿吨，同比-0.1%，3/4 月全国原煤产量同比+0.03%/-1%。国家矿监局 5 月 8 日印发《关于进一步强化矿山顶板安全管理工作的通知》，山西同步部署开展煤矿顶板管理专项整治行动，专项整治自即日起至 10 月底结束。我们认为国内安监常态化趋严背景下，本次顶板专项整治行动或进一步强化供给约束；在强安监的环境下，国内供给弹性整体有限。

**图表 1：主要省份产量增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 2：国内原煤产量及增速**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**“5·22”山西沁源事故后，主产区安监明显升级，供给影响正由局部停产向系统性压缩供给弹性演变。**山西方面，当前整治重点已不再局限于事故矿井本身，而是进一步延伸至隐蔽工作面、超能力/超强度/超定员组织生产、违规外包转包等高风险环节；在高压督导和责任追究趋严背景下，部分复产矿井虽已恢复生产，但存在停夜班、降强度、减人员等现象，实际产量较停产前明显回落。更重要的是，本轮整治影响已由山西向陕蒙等主产区外溢，过去依赖超产、灰色产量及不合规施工组织贡献的边际供给弹性面临系统性收缩。我们认为“5·22”事故后主产区煤炭供给约束或将呈现有效产量中枢下移，其中焦煤受影响更为直接 ，动力煤主产区的边际增量能力亦将受到明显抑制。

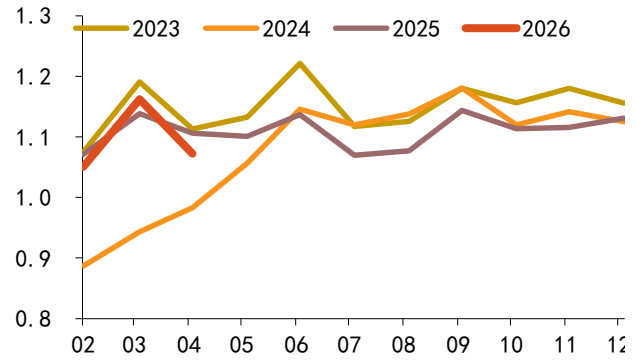
下载日志已记录，仅供内部参考



## 1.2.分省份产量：晋陕蒙位于相对高位，新疆有所回落

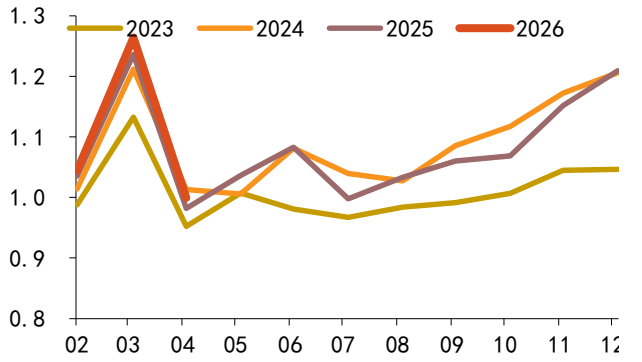
分省份看，2025 年山西/内蒙古/陕西/新疆原煤产量分别 13.05/12.86/8.05/5.53 亿吨，累计同比+2.1%/-1.0%/+2.9%/+1.9%；26 年 1-4 月山西/内蒙古/陕西/新疆原煤产量分别 4.32/4.33/2.61/1.7 亿吨，累计同比-0.5%/+1.3%/+3.7%/-4.4%，内蒙古和陕西产量小幅增长，山西基本持平，新疆同比回落。我们认为 4 月以来晋陕蒙主产地产能利用率位于高位，预计 26Q2 较 26Q1 有恢复性增量，但稳定生产后旺季额外放量空间有限。

**图表 3：山西省月度煤炭产量（亿吨）**



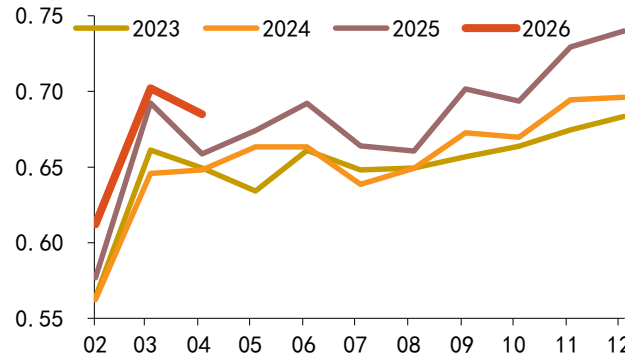

资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月原煤累计产量平均

**图表 4：内蒙古月度煤炭产量（亿吨）**



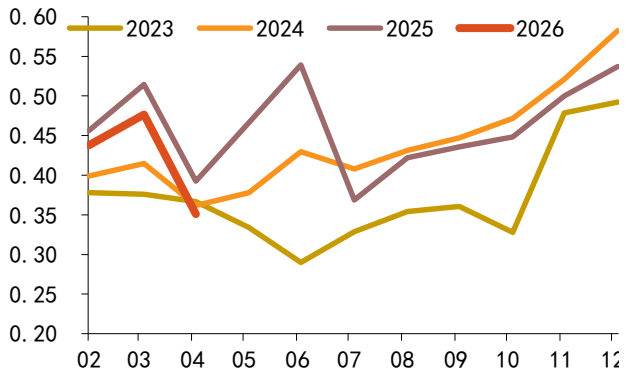

资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月原煤累计产量平均

**图表 5：陕西省月度煤炭产量（亿吨）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月原煤累计产量平均

**图表 6：新疆月度煤炭产量（亿吨）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月原煤累计产量平均

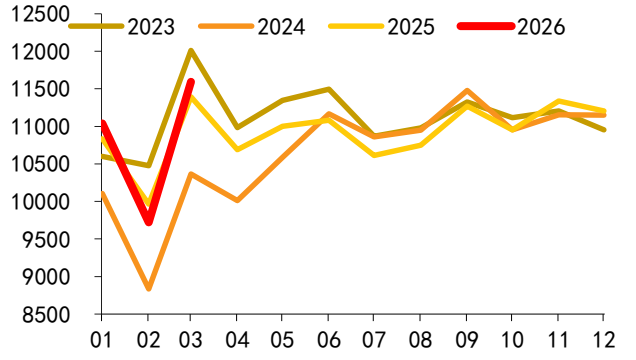
## 1.3.分煤种产量：动力煤稳中略增，焦煤供给弹性仍弱

**分煤种来看，26Q1 焦煤原煤产量 3.24 亿吨，同比+0.5%，动力煤产量 9.43 亿吨，同比+0.7%，整体维持小幅增长。**焦煤方面，山西 26Q1 焦煤原煤产量 1.80 亿吨，同比-0.2%，安徽/山东/内蒙古分别同比-0.9%/-2.5%/-3.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

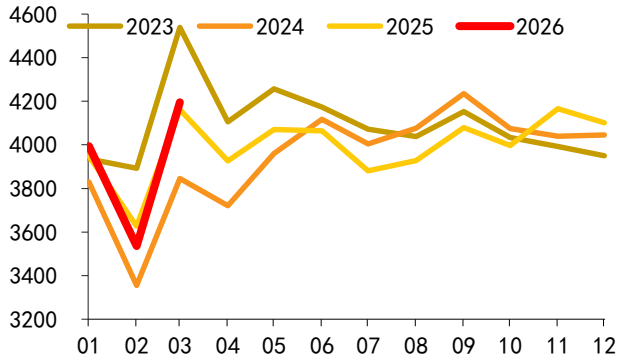


图表 7：全国焦煤原煤月度产量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

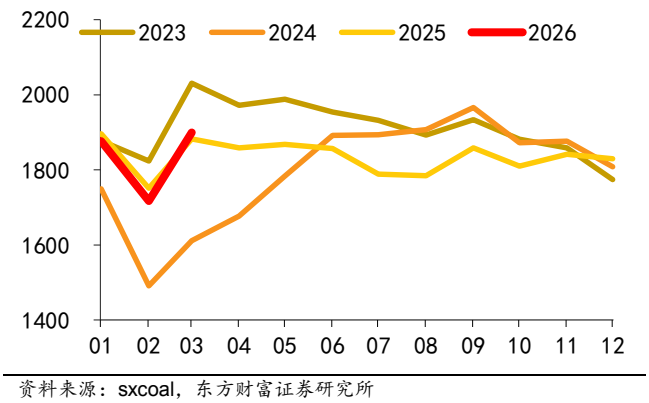
图表 8：全国焦煤精煤月度产量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

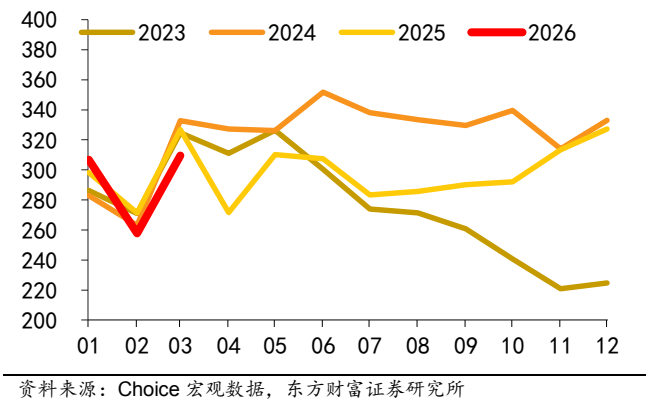
从供给约束看，焦煤仍受安全监管、矿井资源禀赋和下游钢焦利润影响，产量弹性弱于动力煤。26Q1 全国焦煤精煤产量 1.17 亿吨，同比-0.1%，其中山西/内蒙古焦煤精煤产量 5493/874 万吨，同比-0.7%/-2.5%。

图表 9：山西焦煤精煤月度产量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

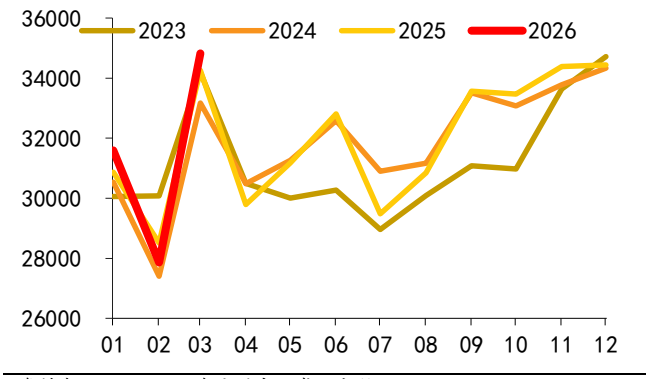
图表 10：内蒙古焦煤精煤月度产量（万吨）




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

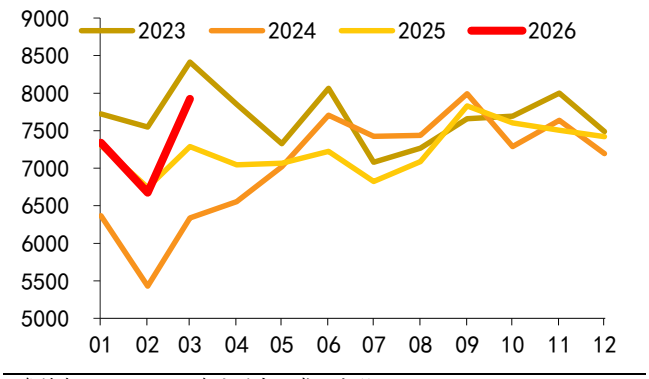
动力煤方面，26Q1 山西/内蒙古/陕西产量 2.19/2.98/1.63 亿吨，同比+2.8%/+0.6%/+1.8%，新疆产量 1.17 亿吨，同比-2.6%。动力煤三西地区保持较高利用率，但在严安监的环境下继续大幅增产的难度较大。后续若迎峰度夏需求启动，预计供给端能够额外释放的产量也相对有限。

图表 11：全国动力煤月度产量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

图表 12：山西动力煤月度产量（万吨）

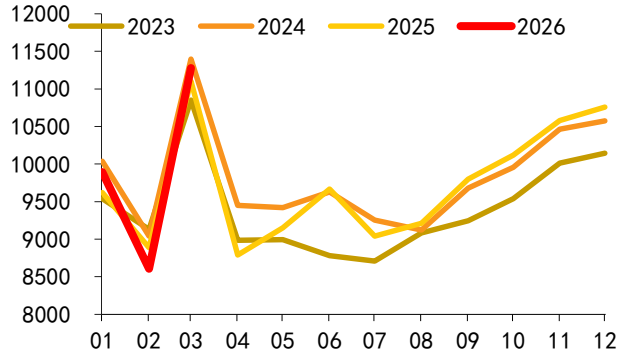



资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

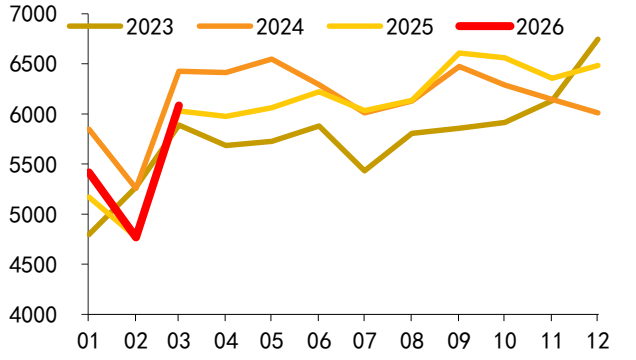


图表 13：内蒙古动力煤月度产量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

图表 14：陕西动力煤月度产量（万吨）



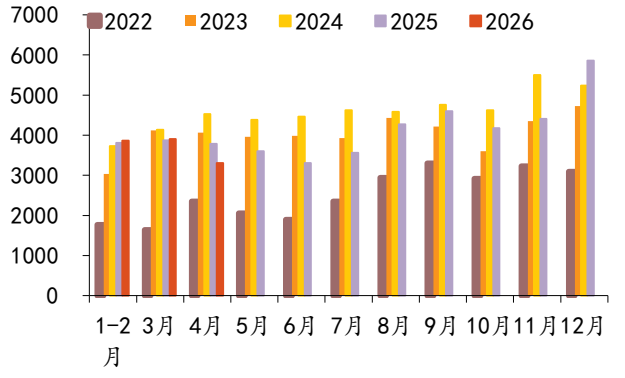

资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

## 1.4.进口端：进口利润倒挂延续，旺季补充弹性或受限

2025 年煤及褐煤进口量 4.90 亿吨，同比-9.6%，较 2024 年减少 5243 万吨，我们认为主要源于国内煤价下行后进口利润收缩，4-7 月和 11 月同比降幅较大。26 年 1-4 月进口量 1.49 亿吨，同比-2.1%，其中 1-4 月 4628/3094/3906/3308 万吨、同比+10.8%/-9.9%/+0.8%/-12.4%。

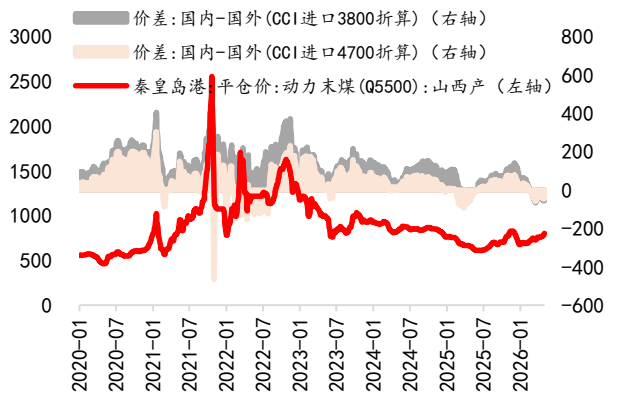
从进口经济性看，25H1 国内煤价快速下行导致进口利润显著收窄，3-5 月按照 CCI3800 折算的国内外价差转负；25H2 随着国内煤价修复，进口价差重新打开。26 年 3 月以来进口煤价仍处倒挂，预计除兑现长协外、电厂终端现货进口煤采购意愿较弱。叠加中东局势仍然紧张，油气和 LNG 价格波动抬升海外能源风险溢价，我们认为海外高卡煤价格、以及海运费由于短期中东冲突难以快速恢复存在对进口煤价的支撑，进口煤难以成为旺季快速补充供给的主要来源。

图表 15：煤炭月度进口量（万吨）




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：1-2 月数据为累计进口量平均

图表 16：国内外进口价差（元/吨）




资料来源：Choice 宏观数据，sxcoal，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

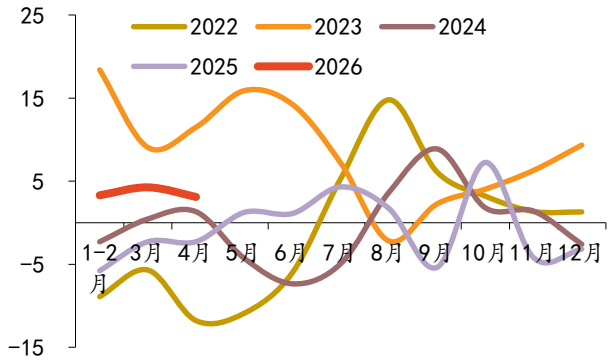


# 2.需求端：26 年以来火电边际改善，非电需求分化

## 2.1.火电：需求边际改善，旺季补库弹性可期

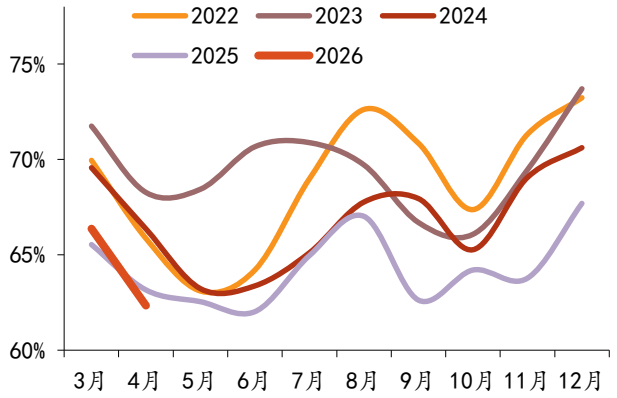
2025 年火电需求受用电增速放缓及清洁能源挤占影响整体偏弱，但 26 年 3 月以来边际改善。2026 年 3/4 月火电发电量 5326.6/4638.5 亿千瓦时，同比+4.2%/+3.1%；火电发电量占比 66.4%/62.3%，较同期+0.8/-0.8pct。4 月以来沿海电厂需求率先走强，5 月 15 日-21 日，沿海八省/内陆十七省电厂平均日耗 187.7/320.6 万吨，同比+4.1%/+4.2%，我们认为主要由于偏热天气、水风光出力不足、气电份额让出、海外订单回流带动工业用电共同支撑电煤日耗。

**图表 17：火电月度发电量同比增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

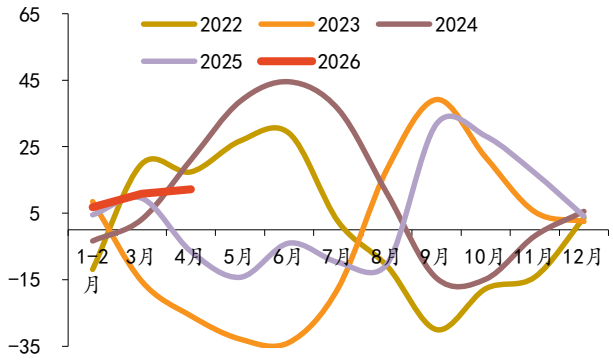
**图表 18：火电月度发电量占比**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

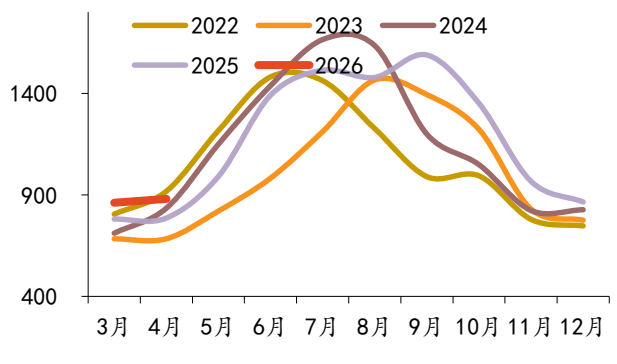
**水电和新能源对火电的替代节奏仍存在月度扰动。**26 年 3/4 月水电发电量分别 862.1/881 亿千瓦时，同比分别+10.8%/+12.2%，但区域来水和出力节奏仍不均衡；风电、光伏装机高增长后的消纳压力也在上升。26 年 1-3 月新增风电装机同比+7.9%，新增太阳能发电装机同比-30.7%，光伏新增装机较 25 年抢装高基数明显回落，短期火电仍承担电力系统兜底和调峰功能。

**图表 19：水电月度发电量同比增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 20：水电月度发电量（亿千瓦时）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

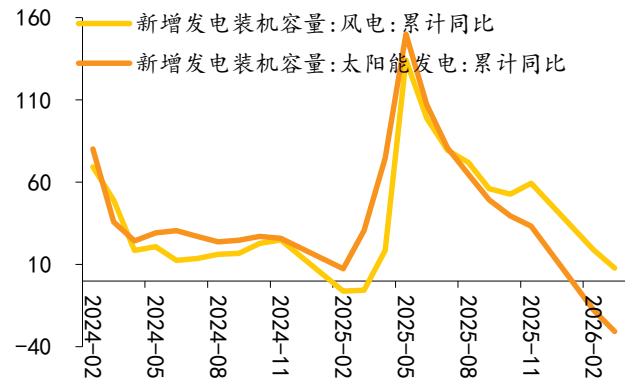
下载日志已记录，仅供内部参考



**26 年新增装机节奏较 25 年抢装高峰明显放缓。**2025 年受“531”节点影响，风光装机集中释放，25 年 1-5 月新增风电 4628 万千瓦，同比+134.2%，新增光伏 19785 万千瓦，同比+150.0%。2026 年后，风电装机仍维持增长，但光伏在高基数下明显回落，26Q1 新增风电 1577 万千瓦，同比+7.9%，新增光伏 4139 万千瓦，同比-30.7%。

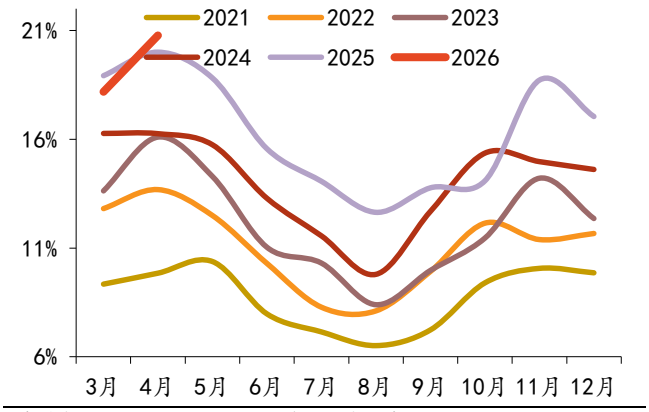
**从发电量看，风光出力对火电的替代存在明显季节性和波动性。**26 年 3 月/4 月风电发电量分别为 912/974 亿千瓦时，较 25 年同期分别下降约 17.3%/5%；太阳能发电量分别为 547/571 亿千瓦时，同比分别+10%/+7.1%。虽然光伏发电延续较快增长，但风电出力阶段性偏弱，叠加水电区域来水节奏不均，火电仍需承担电力系统兜底和调峰功能。**我们认为，在风光装机占比持续提升的背景下，火电的价值并未削弱，反而在高峰负荷、低风低光、极端天气和连续高日耗场景下更加突出；若 26Q2 迎峰度夏前电厂库存仍未有效回补，火电日耗上行将直接带动电煤采购强度提升。**

**图表 21：新增风光装机同比增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 22：风光月度发电量占比**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

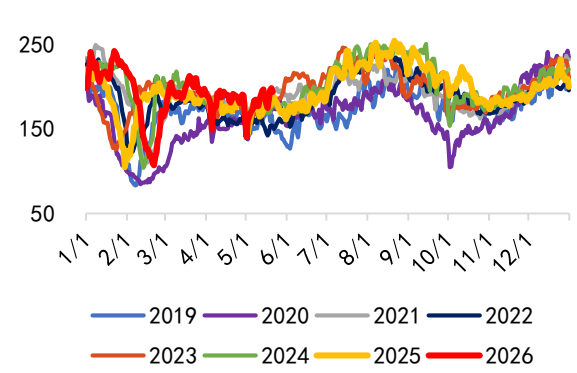
**我们认为火电需求短期已从 25 年的偏弱状态转向边际改善，中长期仍具备韧性。煤炭和火电仍是国内基础能源和电力系统安全底座，叠加 AI、数据中心、新能源并网消纳和制造业用电增长，火电需求并不悲观，煤电的价值也正从单纯电量逻辑转向容量保障和系统安全逻辑。**

近期电厂端进行阶段性补库，区域有所分化。5 月 15 日-21 日，沿海八省/内陆十七省电厂平均日耗 187.7/320.6 万吨，同比+4.1%/+4.2%；截至 5 月 21 日，沿海八省库存 3502.5 万吨，较 24/25 年同期+1.7%/+5.0%，内陆十七省库存 7839.2 万吨，较 24/25 年同期-5.6%/-3.5%。南方沿海电厂自 3 月起已逐步增加采购，4 月中下旬已出现提前迎峰度夏提库需求，在迎峰度夏前日耗抬升、进口煤减量及内贸发运运力偏紧的影响下，沿海库存可用天数截至 5 月 21 日仍仅 18.1 天。展望 26Q2，我们认为 5 月中旬至下旬迎峰度夏日耗上行趋势开启，若电厂库存仍未明显回补，采购将从阶段性补库转为全面积极采购；在主产地边际增量有限、进口煤价倒挂和中东局势支撑海外能源价格的背景下，动力煤价格上行弹性有望继续打开。

下载日志已记录，仅供内部参考

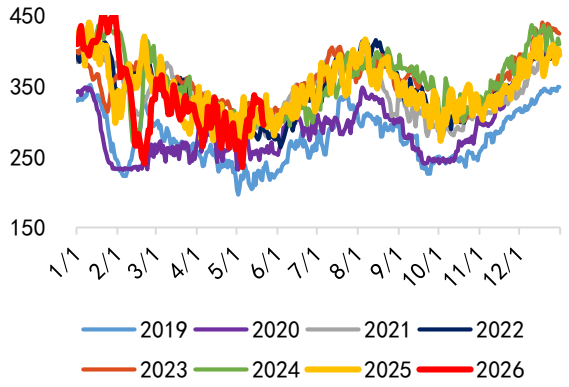


图表 23：沿海八省日耗（万吨）



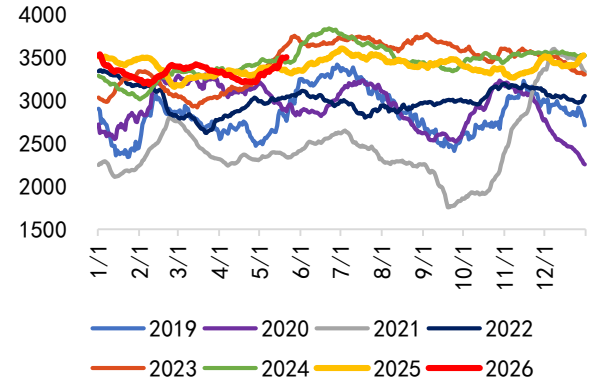

资料来源：cctd，东方财富证券研究所

图表 24：内陆十七省日耗（万吨）



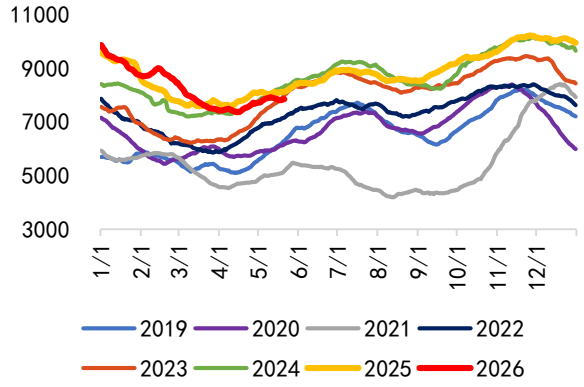

资料来源：cctd，东方财富证券研究所

图表 25：沿海八省库存（万吨）




资料来源：cctd，东方财富证券研究所

图表 26：内陆十七省库存（万吨）

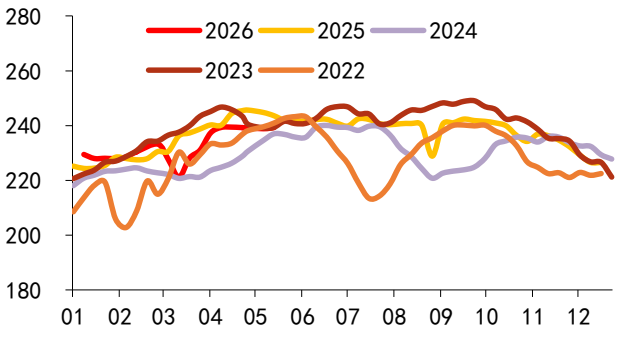



资料来源：cctd，东方财富证券研究所

## 2.2.钢铁：铁水产量维持高位，焦煤需求有底部支撑

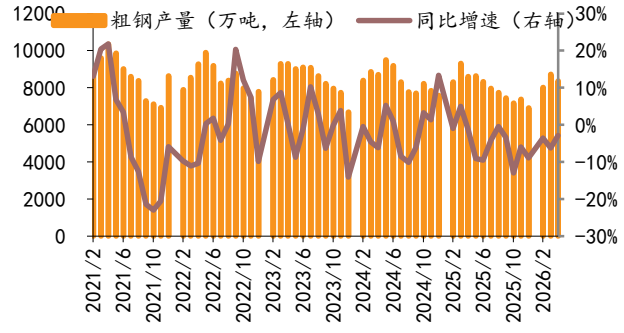
**钢铁需求维持韧性，但我们认为对焦煤的拉动更多体现为阶段性补库和利润修复，而非需求大幅扩张。**Mysteel 247 家钢厂日均铁水产量自 3 月中旬低位回升，4 月下旬至 5 月中旬基本维持在 239 万吨附近，5 月 29 日为 241 万吨，仍处于相对高位。考虑地产链需求仍弱、钢厂利润修复但扩产弹性有限，预计黑色链条对焦煤价格形成底部支撑，向上弹性仍需等待钢材需求或政策预期进一步改善。

图表 27：铁水产量（万吨）




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

图表 28：粗钢月度产量和同比增速




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月累计粗钢产量平均

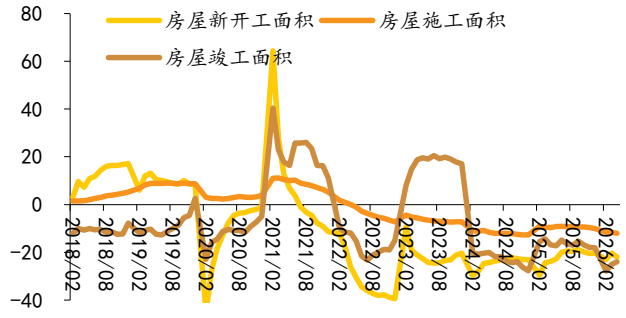
下载日志已记录，仅供内部参考



**房地产板块仍处于调整周期，投资端与销售端同步承压。**26 年 1-4 月房地产开发投资累计同比-13.7%，房屋新开工面积累计同比-22%，施工面积累计同比-12.1%，竣工面积累计同比-24%，显示房企投资意愿和施工强度仍未明显修复。虽然城中村改造、危旧房改造和存量土地盘活等政策继续推进，但短期对煤焦钢产业链的实物需求拉动仍有限。

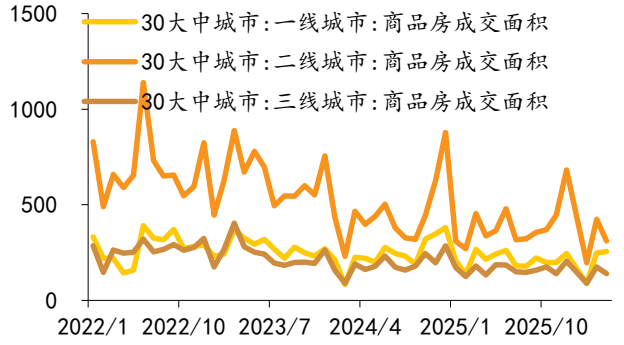
**政策层面，**稳地产仍以托底和结构性支持为主，核心城市销售和保障性住房、城中村改造有望形成局部支撑，但全国层面的新开工和施工链条修复仍需时间。预计房地产对焦煤、钢材和建材用煤需求的拖累边际收窄，但尚难形成系统性增量。

**图表 29：房屋面积累积同比增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 30：30 大中城市商品房成交面积（万平）**

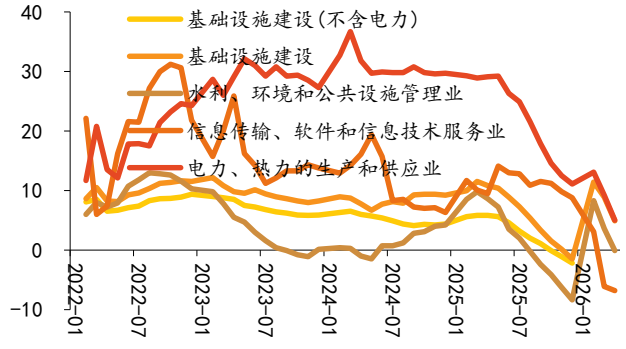



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**基建仍是钢材消费的重要支撑项，但结构分化明显。**26 年 1-4 月基础设施投资累计同比+4.9%，其中电力、热力的生产和供应业投资累计同比+5%，但水利、环境和公共设施管理业累计同比-0.1%，地方传统基建仍受项目收益率和债务约束影响。整体看，中央主导的新质基建、电网、电源和能源转型投资仍具韧性，传统基建对钢材需求的拉动更偏托底。

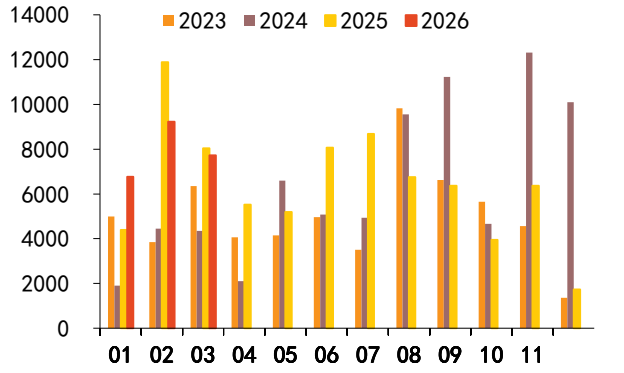
**从资金端看，**积极财政政策继续前置发力，26 年 1-3 月地方政府专项债发行规模约 2.37 万亿元，同比-2.5%。专项债和超长期特别国债有望对基建形成资金支撑，但从实物工作量传导到钢材需求仍存在时滞，预计 26Q2 基建需求对黑色链条形成底部支撑。

**图表 31：固定资产投资额累计同比增速（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 32：地方政府专项债发行额（亿元）**



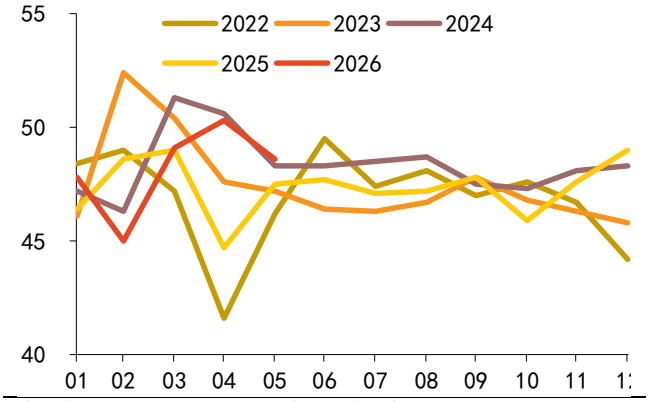

资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



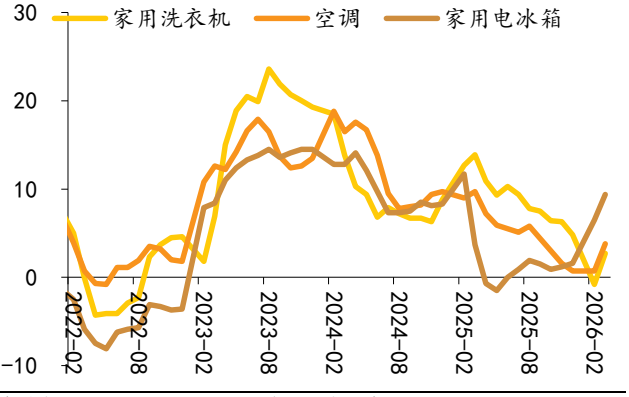
**制造业需求整体维持韧性，但外需存在波动。**26 年 3-5 月制造业 PMI 新出口订单指数分别为 49.1/50.3/48.6；家电、汽车、机械等领域仍对钢材消费形成支撑。考虑海外订单回流、设备更新和新质生产力投资推进，制造业有望成为对冲地产下行的重要需求来源。

**图表 33：PMI：新出口订单（%）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 34：主要白电产量累计同比增速（%）**

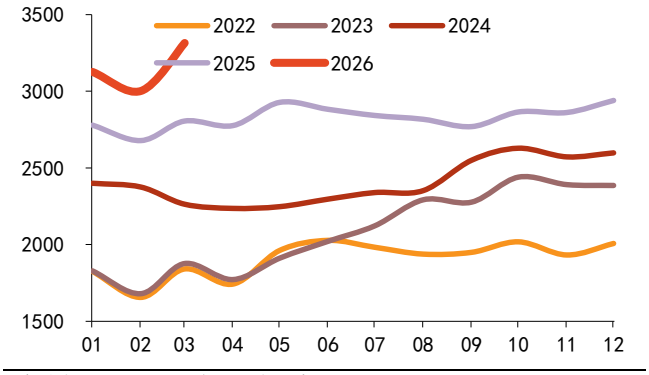



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

## 2.3.化工：油气价格抬升煤化工优势，化工用煤维持高景气

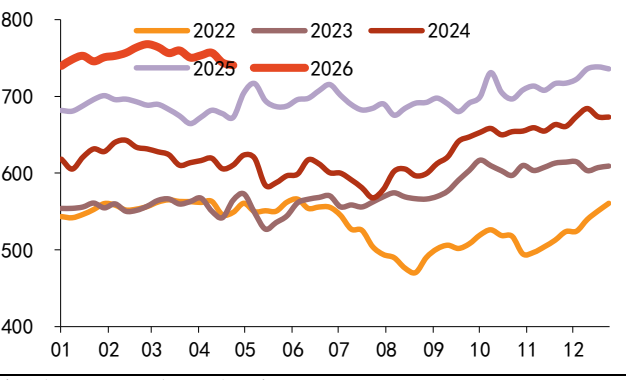
**化工用煤延续高位，成为近期煤价淡季不淡的重要支撑。**根据 cctd 数据，26Q1 周度平均化工用煤 755 万吨，同比+9.8%，环比+5.2%。根据 sxcoal 数据，26Q1 化工行业合计用煤 9444 万吨，同比+14.3%。近期甲醇、烯烃等化工开工率维持高位，中东局势推高油气价格后，甲醇、尿素、烯烃等化工品价格上涨，煤化工成本优势和替代需求进一步增强。

**图表 35：化工行业月度用煤量（万吨）**




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

**图表 36：化工行业周度用煤量（万吨）**



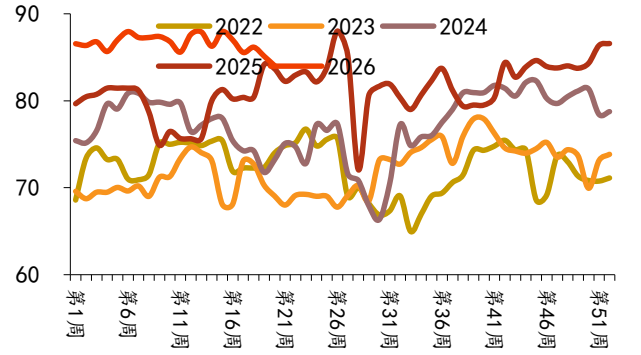

资料来源：cctd，东方财富证券研究所

从主要煤化工产品开工率看，2026 年以来甲醇开工率维持高位，1-5 月多数时间维持在 85%以上，明显高于 25 年同期。煤制甲醇、合成氨、PVC、纯碱、乙二醇等耗煤需求共同支撑化工用煤增长，预计 26Q2 在油气价格高位和化工品利润修复背景下，化工用煤仍有较强韧性。

下载日志已记录，仅供内部参考

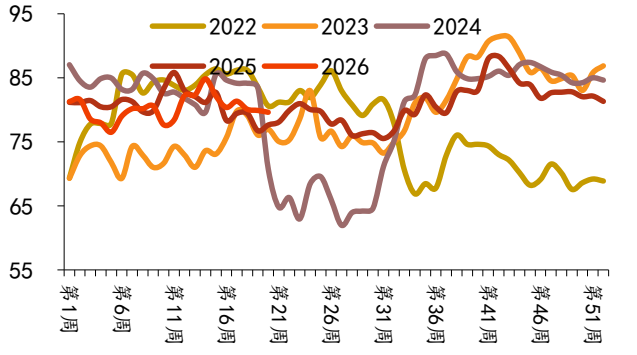


图表 37：国内甲醇开工率（%）




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

图表 38：国内烯烃开工率（%）

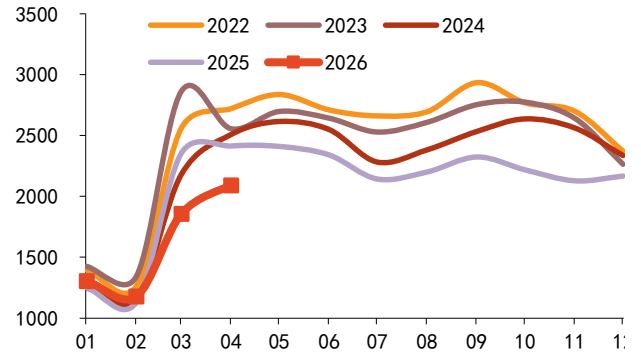



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

## 2.4.建材：地产链仍弱，建材用煤延续拖累态势

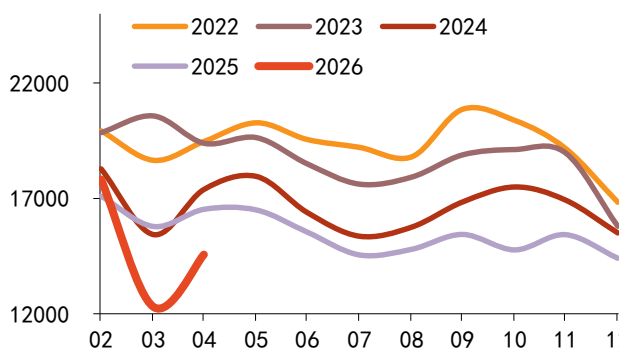
建材需求仍是煤炭需求的拖累项。根据 sxcoal 数据，2025 年国内建材用煤量 2.51 亿吨，同比-7.1%；26Q1 建材用煤量 4339 万吨，同比-8.3%，其中 3 月建材用煤 1856 万吨，同比-21.2%。水泥端同样偏弱，2026 年 3/4 月全国水泥产量 12310/14571 万吨，同比-22%/-11.9%。我们认为地产投资和施工需求仍未明显企稳，预计建材用煤短期难以提供新增拉动，但其占动力煤需求比重相对有限。

图表 39：建材行业月度用煤量（万吨）




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

图表 40：全国月度水泥产量（万吨）




资料来源：cctd，东方财富证券研究所
注：2 月数据为 1-2 月累计值

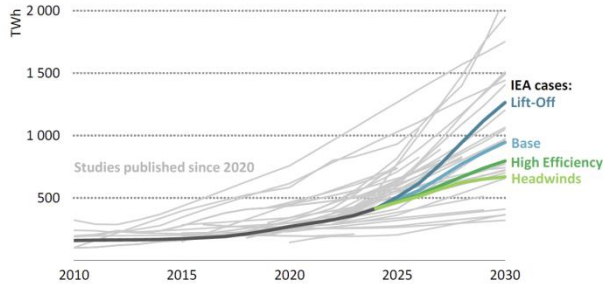
下载日志已记录，仅供内部参考



## 3.煤电价值重估：全球电力系统从电量宽松走向容量稀缺

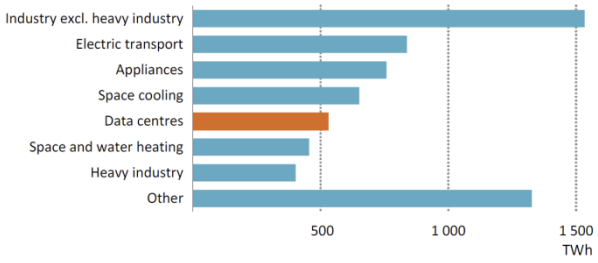
**新型电力系统的核心矛盾，正在从电量不足转向可靠容量不足。**随着风电、光伏装机占比持续提升，很多电力系统面临的问题已不再是全年总电量不足，而是在高峰负荷、极端天气、低风低光、局部拥塞和连续高负荷运行场景下，能够有稳定、持续的可靠容量机组。根据 IEA 数据，2024 年全球数据中心耗电约 415TWh，占全球用电 1.5%，基准情形下 2030 年数据中心耗电将升至 945TWh，较 2024 年翻倍以上，其中美国的数据中心有望贡献近一半的电力需求增量，中国的数据中心用电量增量仅次于美国。为了保障电力供应可靠性，系统需要新增可靠容量以保障安全。如果不解决电网和设备瓶颈，约 20%的规划数据中心项目可能延迟。

**图表 41：全球数据中心用电需求快速增长**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

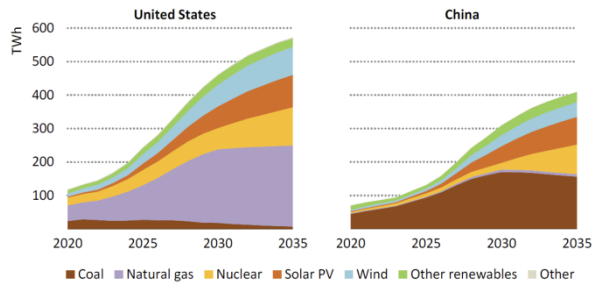
**图表 42：2024-2030 年分部门用电增量预测**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

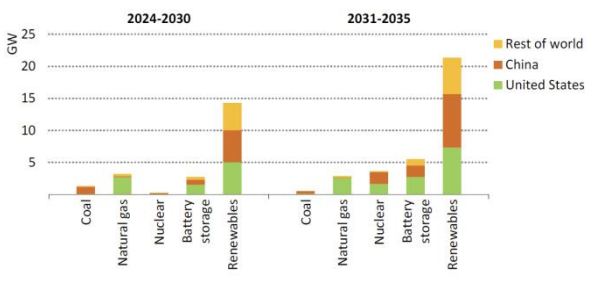
**因此煤电成为现阶段最现实、最经济的可靠容量必选。**IEA 也认为未来数据中心新增用电并不会完全由绿电独立消化，到 2030 年，全球用于满足数据中心需求的发电量将从 2024 年的约 460TWh 升至 1000TWh 以上，其中天然气和煤电合计仍将承担超过 40%的新增电力供给。就煤炭而言，煤电当前仍是数据中心用电的重要来源之一，约占全球数据中心实际供电结构的 30%，并且比重在中国等市场尤其突出。煤电在未来几年有望通过“提高现有机组利用率+部分新建机组投运”的方式，继续承担数据中心电力增长中的关键角色。**因此我们认为，在 AI 和数据中心负荷快速扩张、而低碳可调度电源尚未完全到位之前，煤电并不会线性退出，反而会因为其可大规模、连续、稳定出力的特征，在中短期内继续承担重要的电力系统支撑功能。**

**图表 43：2020-2035 年中美数据中心分电源用电量预测（基准情形）**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**图表 44：2024-2030、2031-2035 年数据中心电力装机增量预测（基准情形）**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



并且对于已经拥有大规模煤电存量的经济体而言，继续保留或适度提高煤电利用率，往往比短期内新建大量燃气、储能或核电更快、更便宜，也更符合危机阶段“先保供、再优化”的政策逻辑。也正是在这一逻辑下，后文所讨论的各国，虽然面临的资源禀赋、政策约束和电力结构各不相同，但都在不同程度上重新强化了煤电的系统安全价值。

**图表 45：各国对煤电的能源安全价值重估**

| 区域 | 电力安全压力来源 | 煤电承担的核心功能 | 重估方向 |
|---|---|---|---|
| 日本 | 能源自给率低、LNG 进口依赖高、霍尔木兹风险 | 保供、替代 LNG、容量缓冲 | 从减排对象转向安全资产 |
| 韩国 | 半导体与 AI 负荷增长、LNG 成本高、燃气依赖上升 | 高负荷保供、压降 LNG、稳定出力 | 煤电出力阶段性强化 |
| 印度 | 电力需求高增长、电价敏感、可调度电源不足 | 经济性基荷、保供底盘、工业稳电价 | 煤电仍是能源底盘 |
| 东南亚 | 需求增长快、能源进口依赖高、天然气供给波动 | 低成本扩容、替代燃气、能源安全 | 煤电仍是扩张期主力 |
| 中国 | 新能源占比提升、AI 与数据中心新增负荷 | 容量保障、调峰调频、系统备用 | 从电量逻辑转向容量逻辑 |
| 欧洲 | 天然气进口依赖、风光波动、电网稳定性压力 | 备用容量、极端情景保供、缓冲电源 | 短期难退煤 |
| 美国 | AI 数据中心高负荷、电网并网瓶颈、可靠容量紧张 | 可靠容量、延缓退役、系统压舱石 | 煤电容量价值重估 |

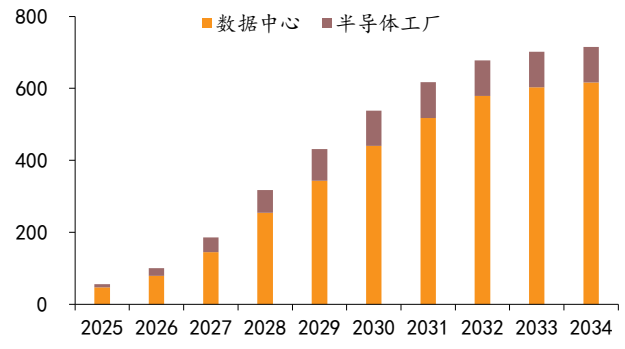
资料来源：东方财富证券研究所

## 3.1.亚洲：油气安全约束强化，煤电重回保供核心

**中东冲击之后，亚洲地区同时面临油气进口风险和新增电力负荷上行，迫使煤电重新承担保供角色。**日本、韩国、印度和东南亚虽然资源禀赋不同，但都面临一个共同问题：在 LNG 成本抬升、海运通道不确定、而工业化与数据中心负荷又持续上行的背景下，电力系统很难只依赖天然气和新能源来完成平稳过渡。因此很多国家在危机阶段重新提高煤电的系统优先级，用现有煤电资产对冲外部能源冲击和峰值负荷压力。

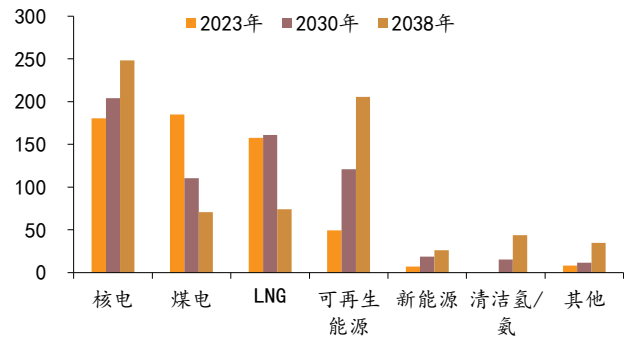
**日韩为“安全约束型”国家，由于能源自给率较低，煤电作为主要的 LNG 替代能源提供保供作用。**日本的核心矛盾是能源自给率极低，原油、天然气和煤炭高度依赖进口，因此中东冲击之后，煤电重新被纳入能源安全框架，既承担替代 LNG 的作用，也承担容量保障功能；韩国的半导体、高端制造和 AI 基础设施有望明显推升中长期用电需求以及电力负荷，在 LNG 成本偏高和地缘风险上升时，韩国政策性放松煤电利用率约束，2026 年 4 月韩国燃煤发电量同比增长 39.7%，创 2019 年 8 月以来最大增幅。

**图表 46：日本数据中心和半导体工厂增加的用电量预测（万千瓦）**




资料来源：日本经济产业省，东方财富证券研究所

**图表 47：韩国第 11 次电力供需基本计划（TWh）**




资料来源：韩国产业通商资源部《第 11 次电力供需基本计划》，东方财富证券研究所

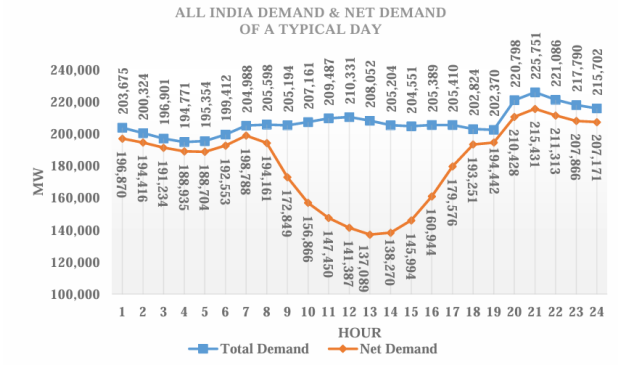
**印度为“发展阶段型”国家，资源禀赋+电力保供+经济性共同决定煤**

下载日志已记录，仅供内部参考



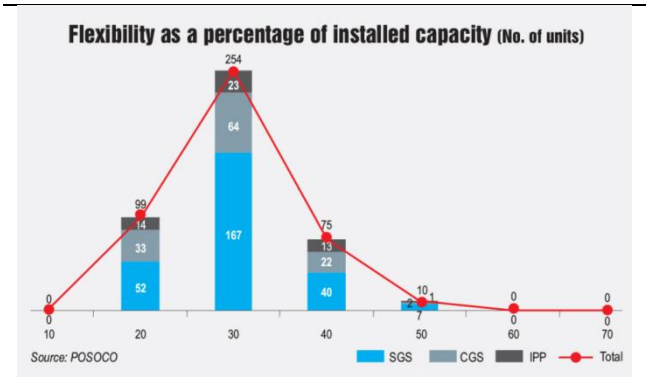
**炭为最主要的基础能源。**与多数亚洲进口国不同，印度煤炭不仅是最主要的一次能源，也是本土可大规模、低成本开发的核心化石能源，而石油和天然气对外依赖度更高，因此煤炭天然承担了能源安全底盘的角色。即便近年来印度新能源装机增长很快，但系统约束并没有同步消失，晚高峰、季节性高负荷、储能不足和输配电瓶颈仍使煤电成为主要的灵活性和基荷来源。中东冲击之后，印度政府再次把进口煤机组和存量火电保供放在更高优先级，要求重点机组满发、推迟火电检修，本质上就是在外部油气风险上升时重新确认煤电的短期安全价值。因此对印度而言，煤电并不是阶段性的补充能源，而仍然是支撑工业化、城镇化和电价稳定的基础能源。

**图表 48：印度电力总需求和净需求情况**




资料来源：印度电力部《国家电力计划》，东方财富证券研究所

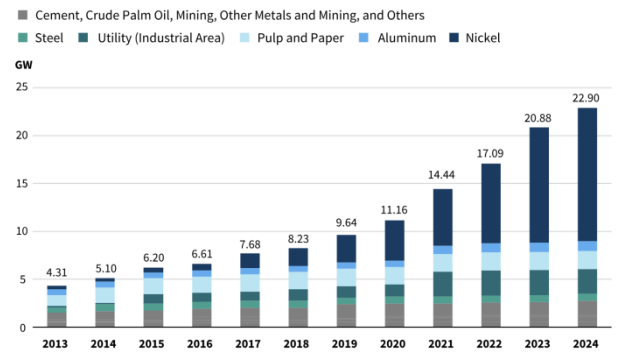
**图表 49：煤电仍然是印度主要的灵活性机组来源**




资料来源：Powerline，东方财富证券研究所

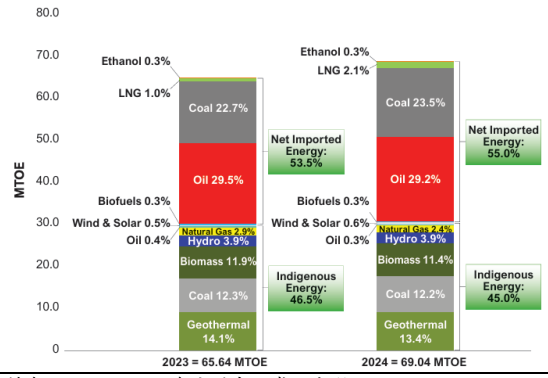
**东南亚煤电的强化，则主要由于需求扩张快于低碳替代、进口风险高于政策转型理想的现实约束。**印尼、菲律宾、越南等国所处发展阶段不同，但共同点在于电力需求仍处于增长期，工业化、矿产加工和城市化正在推高持续负荷，而天然气供应、进口能源价格和电网建设能力又难以支撑系统快速转向高比例低碳电源。印尼因下游冶炼和高耗能产业扩张，国内煤炭消费明显抬升，煤电成为产业升级的直接配套电源；菲律宾和越南则在能源进口依赖加深、电力需求增长和本土调节资源不足的背景下，仍需依赖煤电作为可快速补量、成本相对可控的现实选择。也就是说，东南亚并不是逆转转型方向，而是在增长阶段和安全约束并存的条件下，煤电仍然承担着扩容、保供和稳定电价的多重功能，因此短期内难以被线性替代。

**图表 50：2013-2024 年印尼自备电厂容量**




资料来源：RMI，东方财富证券研究所

**图表 51：2023-2024 年菲律宾能源结构**




资料来源：In Corp，东方财富证券研究所

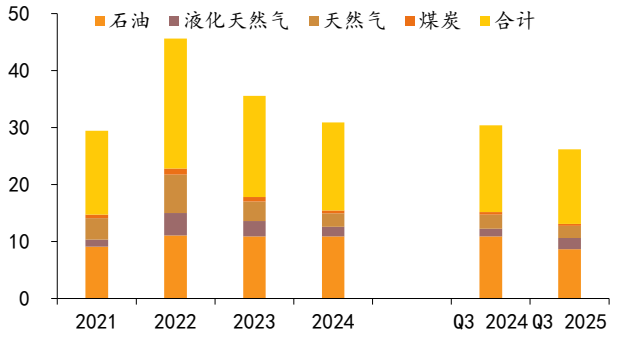
## 3.2.欧洲：能源安全与电网稳定约束下，退煤进程趋于非线性

下载日志已记录，仅供内部参考



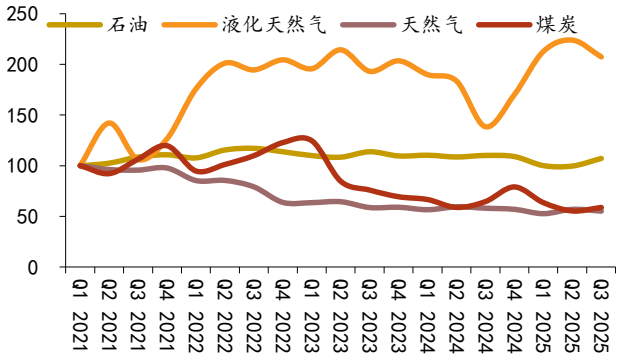
**欧洲能源的矛盾主要在于在能源安全和电网稳定约束下，短期无法真正退出煤电。**俄乌冲突之后，欧洲确实持续推进能源转型，但天然气来源外部化程度依然很高，煤炭占比虽然显著压缩，却并未完全退出系统。更关键的是，欧洲油气资源禀赋有限，天然气价格和供应都更容易受到地缘政治影响，而煤电相较之下具有一定本土性、库存属性和极端情景下的容量保障意义。因此在安全维度上，煤电主要承担备用和缓冲电源。

**图表 52：欧盟进口能源产品占总进口比重**




资料来源：Eurostat，东方财富证券研究所

**图表 53：21Q1 以来欧盟能源进口指数**




资料来源：Eurostat，东方财富证券研究所
注：指数以 21Q1 的进口量为 100 基准

**欧洲的第二个核心矛盾，是新能源高占比下电网稳定性的约束正在上升。风光发电确实提高了平均清洁电力占比，但也增加了系统在小时级、日级和季节级平衡上的压力。**25Q1 欧洲风电和水电偏弱时，化石发电显著反弹，煤电同比增长也重新转强；而伊比利亚半岛停电、英国停电等案例说明，在同步机组占比下降、逆变器占比上升的系统里，一旦缺少足够的备用容量、电压控制和无功支撑，局部扰动就更容易放大成系统性风险。因此欧洲保留煤电，不仅是燃料替代问题，更是电网安全和系统韧性问题。

**图表 54：伊比利亚半岛停电**


西班牙公布4月底大停电调查结果

伊比利亚半岛或开启电网“大改造”

资料来源：人民网援引中国能源报，东方财富证券研究所

**图表 55：英国停电**


National Grid blames lightning strike for blackout

Ofgem to launch investigation after two power generators tripped offline

资料来源：Ember，东方财富证券研究所

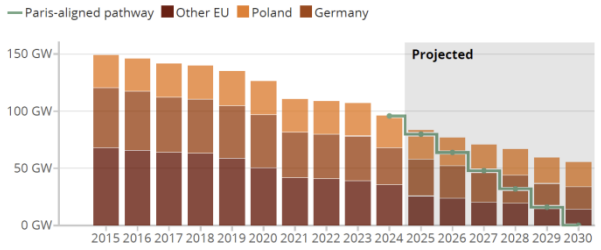
**欧洲的第三个约束在经济性，备用的燃煤机组在气价抬升阶段具备现实补位价值。**根据 Global Energy Monitor/Global Coal Plant Tracker 数据测算，2025 年欧盟运行及备用的燃煤机组容量约 92GW，较 2022 年下降约 21%。其中，德国约 6.7GW 硬煤机组已进入电网备用，另有约 1.0GW 处于备用状态；意大利 2025 年约 4.0GW 燃煤容量处于备用而非退役。合计看，德国、意大利仍有约 11.7GW 燃煤机组具备潜在重启能力。在已计

下载日志已记录，仅供内部参考



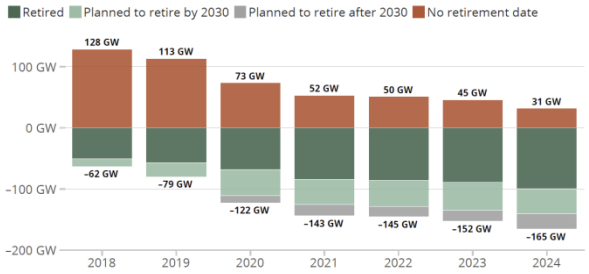
划退役的 64.9GW 容量中，约 37%即 24GW 计划在 2030 年后退役；另有 30.9GW 容量没有明确项目级退役日期，其中近 40%约 12GW 位于波兰。我们测算在目前煤价、碳税价格水平下（API2 价格 122 美元/吨、碳税 85 欧元/吨），天然气价格在 40 欧元/兆瓦时以上较燃煤就已经不具备经济性，如果这 11.7 GW 机组全部启用可增加煤炭需求约 2400 万吨。

**图表 56：欧盟在运和备用燃煤机组情况（截至 2025 年 1 月）**




资料来源：Global Energy Monitor 东方财富证券研究所

**图表 57：根据巴黎协定匹配的欧盟退煤计划（截至 2025 年 1 月）**

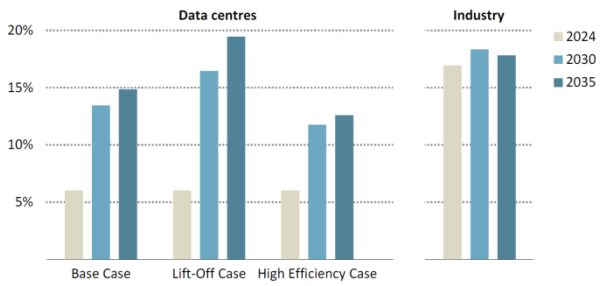



资料来源：Global Energy Monitor，东方财富证券研究所

## 3.3.美国：AI 负荷推升容量需求，存量煤电迎来再定价

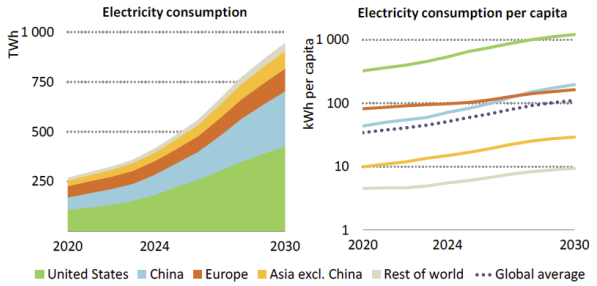
**美国部分最重要的逻辑，是 AI 和数据中心把电力系统从“电量约束”迅速推向“容量约束”。**美国是当前全球 AI 用电增量最大的经济体，数据中心用电增量不仅大，而且高度集中，既拉高了总需求，也抬升了局部电网并网和峰值负荷压力。IEA 预测在基准情形下到 2030 年，美国数据中心用电增至约 426 TWh，比 2024 年增加约 240 TWh，增幅约 130%。这意味着美国贡献了全球数据中心用电增长的最大部分（46%），并且数据中心用电将占到 2030 年前美国新增电力需求的近一半。

**图表 58：数据中心电力峰值需求 vs 工业部门电力峰值需求**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**图表 59：2020-2030 年数据中心电力需求预测(基准情形)**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**美国第二个关键矛盾，是新增负荷增长速度快于可靠电源和电网投产速度。**天然气仍然是美国数据中心短期最重要的新增容量方向，但重型燃

下载日志已记录，仅供内部参考



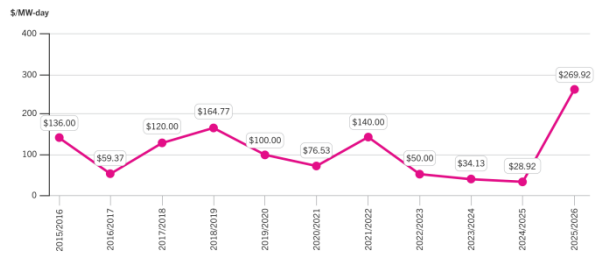
机供应链、并网审批、电网改造和输配电设备交付周期都偏长，使得天然气很难在未来 2-3 年独自承担所有新增负荷；核电和新型地热等低碳稳定电源更需要更长建设周期。于是，电力系统对“现成的、可调度的、能够兜底 24/7 刚性负荷”的容量资源需求快速上升，美东区域输电组织 PJM 已经出现明显的线路拥堵问题，容量价格也因此显著上行，2025/2026 交付年电力容量拍卖出清价格升至 269.92 美元/MW 每日、较上一年的 28.92 美元/MW 每日增长接近十倍；2025 年 7 月的拍卖中 2026/2027 交付年进一步增至 329.17 美元/MW 每日。

**图表 60：数据中心配套电力机组建设周期和碳强度**

| 机组类型 | 建设周期 | 波动性/可调度性 | 平均 CO2 强度（g CO2/kWh） | 全球平均 LCOE（USD/MWh） |
|---|---|---|---|---|
| 公用事业级光伏 | 1-4 年 | 波动性 | 0 | 60 |
| 陆上风电 | 2-5 年 | 波动性 | 0 | 50 |
| 海上风电 | 3-7 年 | 波动性 | 0 | 110 |
| 水电站 | 5-15 年 | 波动性（径流式）；可调度（水库式） | 0 | 80 |
| 常规地热 | 3-8 年 | 可调度 | 0 | 80 |
| 核电（新建） | 5-15 年 | 可调度 | 0 | 90 |
| 核电（重启） | 2-5 年 | 可调度 | 0 | 60 |
| 煤电 | 3-6 年 | 可调度 | 960 | 80 |
| 燃气联合循环（CCGT） | 2-4 年 | 可调度 | 390 | 80 |
| 燃气轮机（GT） | 1-3 年 | 可调度 | 620 | 220 |
| 电网连接 | 3-7 年以上 | 可调度 | 美国：350；中国：600；东南亚：610；欧洲：240；全球：460 | - |

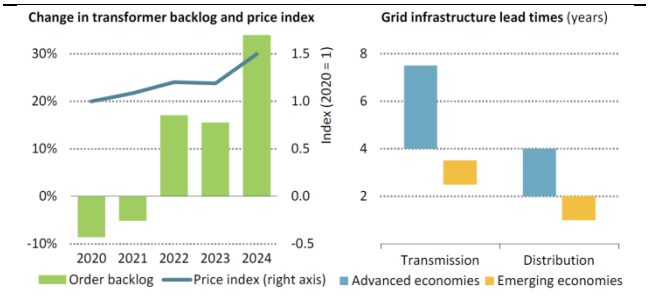
资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**图表 61：PJM 电力 RTO 容量拍卖出清价格**




资料来源：PJM 官网，东方财富证券研究所

**图表 62：变压器积压订单变化、变压器价格指数及电网基础设施交付周期**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

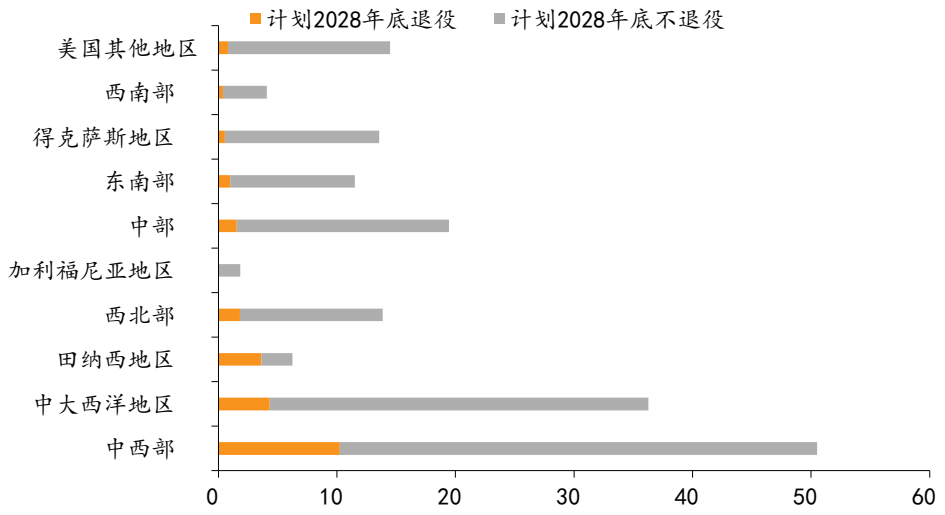
**AI 数据中心将容量价值重新定价，因此煤电有望通过容量收入覆盖部分固定成本，而替代电源的成本也明显高于现有的煤电机组。**容量价格上涨、退役机组延后、煤电利用小时改善、替代电源建设成本偏高，这些因素共同推动电力机组的容量价值日益凸显，因此煤电机组在电力容量需求、政策放松的背景下在运时间有所延长。截至 2026 年 3 月，美国有煤电机

下载日志已记录，仅供内部参考



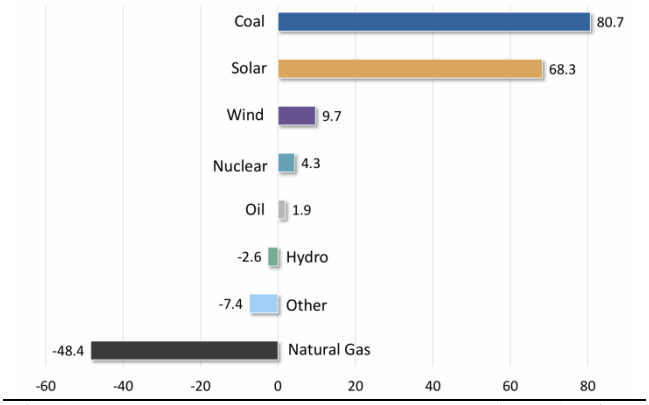
组 171.8GW，其中计划在 2028 年之前退役的机组 24.3 GW、占比 14.2%，较 2025 年 5 月计划在 2028 年之前退役的 27 GW 进一步下降 2.7 GW。

**图表 63：美国在运煤电机组计划退役情况（截至 26 年 3 月）**



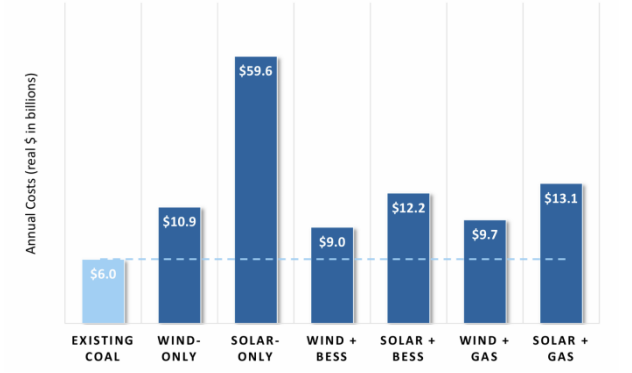

资料来源：EIA，东方财富证券研究所

**图表 64：2024-2025 年美国发电量变化（TWh）**




资料来源：Peabody 援引 Energy Venture Analysis，东方财富证券研究所

**图表 65：各电源的年成本（十亿美元）**




资料来源：Peabody 援引 Energy Venture Analysis，东方财富证券研究所

综合来看，无论是日本、韩国、印度和东南亚在油气冲击下对煤电的边际放松，还是欧洲在新能源高占比与进口依赖并存条件下保留煤电缓冲功能，抑或美国在 AI 和数据中心高负荷时代延缓煤电退出，本质上都指向同一个结论：在新型电力系统中，决定煤电价值的已不再只是发多少电，而是能否在关键时点提供稳定出力、容量保障和系统调节。**煤电的估值逻辑也因此从过去单纯的电量逻辑，逐步转向容量逻辑和安全资产逻辑。**

相应地，煤炭需求的边际支撑、煤价中枢的抬升以及煤炭股的再估值，都将获得更坚实的电力系统逻辑支撑。**因此我们认为煤电在未来一段时间内仍将作为电力系统的安全底座存在，而这正是煤炭资产值得被重新定价的根本原因。**

## 4.煤化工：产业成熟，经济性抬升

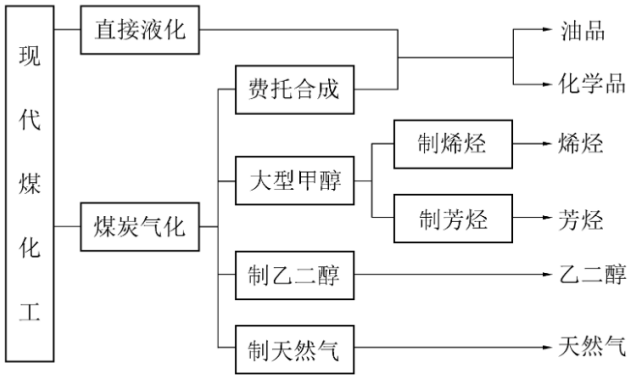
下载日志已记录，仅供内部参考



## 4.1.产业三大条件同步成熟：技术降本、定价放开、管网打通

**国内煤化工技术降本、定价放开、管网打通商业闭环的三大条件正在同步成熟。**过去煤制气、煤制烯烃等项目长期受制于高投资、强进口依赖、开车不稳和达产慢，导致项目经济性不强；而近几年随着大型高效煤气化、MTO 等关键技术和装备持续国产化，现代煤化工的项目投资强度、设备依赖和运行风险明显下降。我们认为，这一轮煤化工产业正在从过去高投入、强政策、弱市场的示范型产业，转向技术更成熟、定价更灵活、通道更顺畅的商业化阶段。

**图表 66：现代煤化工典型技术路线及其主要产品类型**




资料来源：徐振刚《中国现代煤化工近 25 年发展回顾·反思·展望》，东方财富证券研究所

**技术降本方面，大型煤气化、MTO 等核心工艺和关键装备国产化率持续提升，从而实现煤化工的投资可控、运营降本。**近二十多年，我国现代煤化工在大型先进煤气化、煤制烯烃、煤制油、煤制乙二醇等核心工艺上持续突破，并形成了一批具有自主知识产权的大型反应器、空分、压缩机、泵阀等关键设备体系。多喷嘴对置式水煤浆气化、航天粉煤加压气化等大型煤气化技术已实现工业化应用，MTO、费托合成、煤制乙二醇等下游路线也由示范验证逐步走向稳定运行。随着核心工艺和关键装备国产化率提升，项目对海外技术包和进口设备的依赖下降，国内的煤化工产业正从早期示范项目转向投资可控、运营降本的商业化阶段。

**图表 67：多喷嘴水煤浆气流床加压气化炉**



资料来源：徐振刚《中国现代煤化工近 25 年发展回顾·反思·展望》，东方财富证券研究所

**图表 68：航天干煤粉气流床加压气化炉**



资料来源：徐振刚《中国现代煤化工近 25 年发展回顾·反思·展望》，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**定价放开方面，我国天然气价格市场化改革与油气管网体制改革，正在从收入端和外送端共同改善煤化工项目的商业化条件。**2013 年以来，我国陆续放开页岩气、煤层气、煤制气等非常规天然气价格，煤制气开始具备市场化定价基础；2016 年前后，天然气价格改革进一步确立“管住中间、放开两头”的方向，即政府重点监管管输、配气等自然垄断环节，气源端和销售端价格更多由市场形成；2017 年《加快推进天然气利用的意见》提出用户可自主选择资源方和供气路径，强化了下游用户直接对接气源的制度基础；2019 年国家管网公司成立，则进一步推动管输与销售分离、管网公平开放和“全国一张网”建设。对于煤制气等现代煤化工项目而言，这意味着过去受制于固定价格和外送通道的收入端约束逐步缓解，项目盈利的商业化确定性明显增强。

**图表 69：近年来天然气价格市场化相关文件**

| 时间 | 部门 | 文件/事件 | 主要内容 | 意义 |
|---|---|---|---|---|
| 2013 年 6 月 | 国家发展改革委 | 全国推广天然气价格形成新机制 | 在广东、广西试点基础上，在全国范围内推广天然气价格形成新机制：区分存量气和增量气，逐步理顺非居民用气价格，推动天然气价格向市场化方向过渡。 | 煤制气等新增气源的收入端开始从行政定价逐步转向市场化定价逻辑，为后续非常规气源参与竞争奠定价格机制基础。 |
| 2017 年 6 月 | 国家发展改革委 | 《关于加强配气价格监管的指导意见》 | 明确城镇燃气管网属于自然垄断环节，地方价格主管部门要厘清供气环节，核定独立配气价格，配气价格按“准许成本+合理收益”原则制定。 | 将垄断环节收益制度化、透明化，为气源端竞争和用户自主选择打基础。 |
| 2017 年 7 月 | 国家发展改革委等 13 部门 | 《加快推进天然气利用的意见》 | 提出发挥市场在天然气资源配置中的决定性作用，有序放开竞争性环节，加快推进天然气价格市场化；支持用户对管道气、CNG、LNG 等气源做市场化选择。 | 下游用户自主选择气源和供气路径的制度基础增强，煤制气可通过市场化交易对接工业用户和城市燃气市场。 |
| 2019 年 5 月 | 国家发展改革委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局 | 《油气管网设施公平开放监管办法》 | 规范油气管网设施公平开放，要求管网设施运营企业公平、无歧视地向符合条件的用户提供服务，并通过信息公开提升透明度。 | 为煤制气等非传统气源接入管网、获得外送通道提供制度基础，降低项目从产地向消费市场销售的不确定性。 |
| 2019 年 10 月 | 国家能源局综合司 | 《关于加强天然气管网设施公平开放相关信息公开工作的通知》 | 落实《油气管网设施公平开放监管办法》，规范天然气管网设施开放行为，做好信息公开工作。 | 通过剩余能力、服务条件和开放流程等信息披露，提升管网接入可预期性，使煤制气项目更容易进行销售和管输测算。 |
| 2019 年 12 月 | 国家管网公司 | 国家石油天然气管网集团有限公司成立 | 国家管网公司成立，推动上游多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的“X+1+X”油气市场体系建设。 | 推动管输和销售分离、管网公平开放和全国统一调度，煤制气外送从“找通道”转向“按规则接入管网”。 |
| 2022 年 2 月 | 国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家能源局 | 《现代煤化工行业节能降碳改造升级实施指南》 | 围绕煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇等重点领域，明确节能降碳工作方向和技术路径，推动现代煤化工提升能效水平、降低碳排放强度。 | 在价格和管网改革之外，进一步提升现代煤化工项目能效、环保和政策合规性，强化优质项目落地确定性。 |

资料来源：发改委，能源局等，东方财富证券研究所

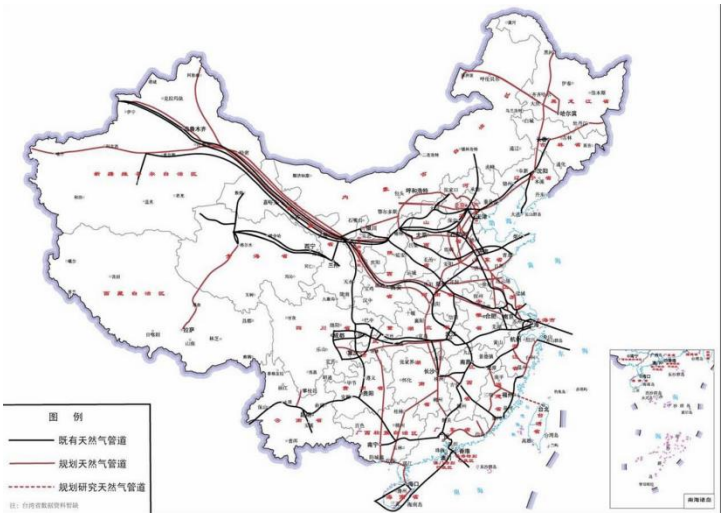
**管网打通方面，管网公平开放和“全国一张网”建设，正在打通煤制气从资源地到消费地的外送瓶颈。**过去煤制气项目的难点不只在于生产端，更在于产地多位于新疆、内蒙古、辽宁等煤炭资源地，而消费市场主要集

下载日志已记录，仅供内部参考



中在华北、华东等负荷中心，项目通常受制于资源出路不畅和下游市场触达能力不足。2014 年以来，油气管网设施公平开放制度逐步建立；2019 年国家管网公司成立后，推动形成“上游多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争”的“X+1+X”体系，并承担全国油气干线管网建设、互联互通、统一调度和剩余能力公开等职责。对于煤制气项目而言，这意味着外送瓶颈、管输不透明和区域割裂问题逐步缓解，管网打通正在把煤制气从单点示范项目推向可跨区域销售、可规模化消纳的产业化阶段。

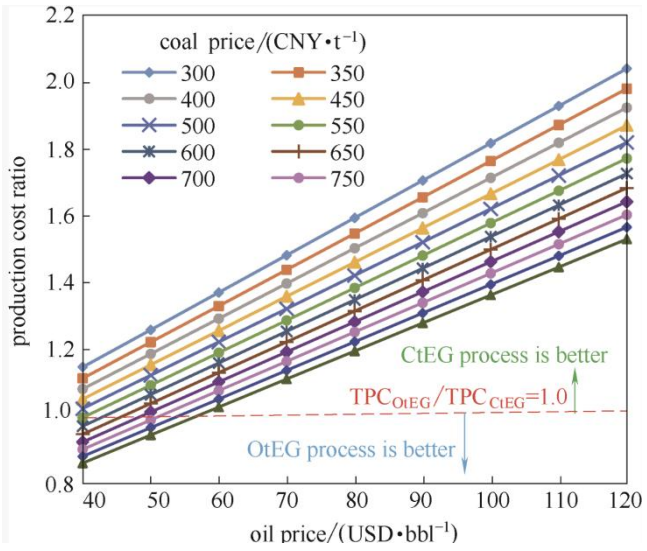
**图表 70：西气东输示意图**




资料来源：发改委、能源局《中长期油气管网规划》，东方财富证券研究所

**伊朗冲突后油价中枢有所抬升，煤化工能够将价差转化为利润，经济性明显提升。**油价抬升油头成本，天然气市场化定价增强弹性，因此煤头煤化工产品享受价差扩张；而新疆、陕蒙煤炭主产区相对煤价较低，导致煤化工产品的原材料成本相对平稳，因此煤化工项目的盈利水平和经济性明显抬升。

**图表 71：油价、煤价共同决定煤制乙二醇相对石油路线的经济性**




资料来源：杨庆等《石油与煤路线制乙二醇过程的技术经济分析》，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

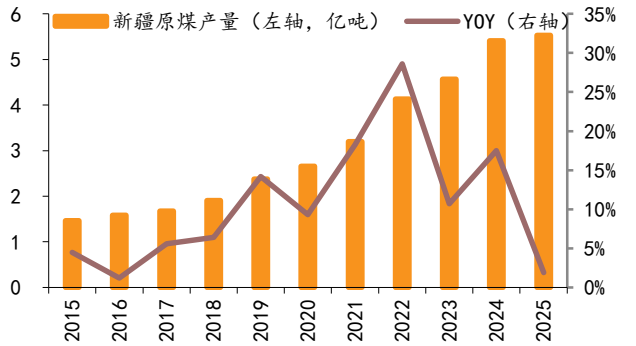


注：红色虚线以上为煤路线更具经济性

## 4.2.新疆成为本轮煤化工增量的主战场

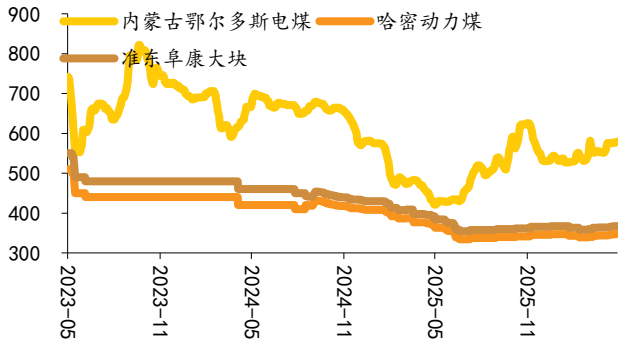
**本轮煤化工增量的主战场主要在新疆，为资源量丰富的低煤价资源地，并且在逐步具备完整的现代煤化工基础设施。**新疆查明煤炭储量 4500 亿吨,占全国的 25%，预测储量居全国首位，约占全国煤炭资源预测总量的 40%。2020-2025 年原煤产量从 2.66 亿吨增至 5.53 亿吨，复合增速高达 15.8%。与此同时，过去三年准东煤价平均比内蒙东胜低超 150 元/吨，这种原料成本优势是新疆煤化工长期具备竞争优势的底层条件。

**图表 72：新疆原煤产量**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**图表 73：新疆 vs 内蒙动力煤价格（元/吨）**




资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所

**随着准东煤化工园区水、路、管网等基础设施持续补齐，新疆煤化工项目的落地约束正在边际缓解。**供水方面，25 年 2 月底开始彩北复线、彩南复线、将军庙产业园生产供水项目、西黑山产业园生产供水项目同步开复工，四项供水工程拟新建约 73 公里供水管道。运力方面，新疆煤炭外运正由传统单一通道向铁路“一主两翼”、高速公路大通道和天然气管网外送并行转变：将淖铁路作为新疆煤炭外运“一主两翼”北通道关键线路，已连接准东、三塘湖、淖毛湖等煤炭基地；G30 连霍、G7 京新等进出疆高速通道加快成形；准东煤制天然气管道支线工程也已开工，设计输气能力 60 亿方/年，未来可接入西气东输管网系统实现外送。

**图表 74：新疆规划“一主两翼”铁路通道**




资料来源：察布查尔锡伯自治县人民政府，东方财富证券研究所

**图表 75：新疆公路网**




资料来源：察布查尔锡伯自治县人民政府，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**此外，新疆煤化工项目的外送体系正在从过去单一依赖疆煤出省，逐步转向“管道输气+公铁路运化工品+园区就地转化”的综合模式。**以煤制气为例，特变电工准东 20 亿 Nm³/年煤制天然气项目已明确以准东低成本煤源为基础，根据项目可研，准东至上海、北京的管输费用分别约为 0.7514 元/Nm³、0.5973 元/Nm³；同时，准东煤制天然气管道工程正在推进，一期设计输气能力 60 亿立方米/年，未来可通过西气东输四线接入“全国一张网”，这意味着新疆煤制气具备跨区域管网外送的现实通道。

煤化工园区方面，广汇能源淖毛湖基地已经形成甲醇、LNG、乙二醇、煤焦油加氢等煤化工产品组合，并通过淖柳公路、红淖铁路及柳沟物流中转基地降低运输和仓储成本；山东能源新疆能化准东项目也配套推进四号露天矿、80 万吨煤制烯烃及铁路专用线，体现“煤矿-煤化工-物流”一体化建设思路。我们认为，新疆煤化工园区一体化项目的价值，不在于把低价煤炭简单外运，而在于通过就地气化、液化和深加工，把资源地低煤价沉淀为园区内稳定的原料成本优势，并借助管道、铁路、公路等多路径外送，从而减少长距离运煤出疆对经济性的侵蚀。

**图表 76：准东煤制天然气管道开工**



资料来源：国家管网，东方财富证券研究所

**图表 77：广汇淖毛湖现代煤化工基地**



资料来源：广汇能源官网，东方财富证券研究所

据我们不完全统计及测算，新疆已规划未投产的现代煤化工项目对应煤炭需求达到 2.5 亿吨，其中：规划煤制烯烃项目合计 1125 万吨；煤制天然气项目合计 320 亿立方米；煤制油项目合计 500 万吨。

**图表 78：新疆已规划未投产煤化工项目梳理（产能：万吨/年；亿立方米/年）**

| 项目名称 | 地点 | 产品 | 产能 |
|---|---|---|---|
| 新疆中泰新材料股份有限公司 70 万吨煤制烯烃 | 吐鲁番 | 煤制烯烃 | 70 |
| 新疆东明塑胶有限公司年产 80 万吨煤制烯烃项目 | 准东 | 煤制烯烃 | 80 |
| 新建山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目 | 准东 | 煤制烯烃 | 80 |
| 河南能源集团新疆公司准东 85 万吨煤制烯烃项目 | 准东 | 煤制烯烃 | 85 |
| 宝丰能源 400 万吨煤制烯烃项目 | 准东 | 煤制烯烃 | 400 |
| 陕煤+兵团十三师（新疆中新建煤炭产业有限公司 150 万吨/年煤制烯烃项目） | 哈密 | 煤制烯烃 | 150 |
| 兵团一师阿拉尔市绿氢耦合 80 万吨每年煤制烯烃项目 | 阿拉尔市 | 煤制烯烃 | 80 |
| 其亚 2*90 万吨煤制烯烃 | 准东 | 煤制烯烃 | 180 |
| 新疆其亚化工有限公司 60 亿立方米/年煤制天然气项目 | 准东 | 煤制气 | 60 |
| 天池能源 20 亿立方米/年煤制天然气项目 | 准东 | 煤制气 | 20 |
| 国家能源集团 40 亿立方米/年煤制天然气项目 | 准东 | 煤制气 | 40 |
| 新业准东 20 亿立方米/年煤制气项目 | 准东 | 煤制气 | 20 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| 华能准东 40 亿立方米/年煤制气项目 | 准东 | 煤制气 | 40 |
| 国源电力哈密煤电公司 20 亿方/年煤制天然气项目 | 哈密 | 煤制气 | 20 |
| 新疆哈密中新建 40 亿立方米/年煤制天然气 | 哈密 | 煤制气 | 40 |
| 新疆龙宇能源准东 40 亿立方米/年煤制天然气 | 准东 | 煤制气 | 40 |
| 新疆庆华 40 亿立方米/年煤制天然气项目二期 | 伊犁 | 煤制气 | 40 |
| 伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目 | 伊犁 | 煤制油 | 100 |
| 国能哈密 400 万吨/年煤制油一阶段 | 哈密 | 煤制油 | 400 |
| 其亚化工 600 万吨/年煤制甲醇、60 万吨/年合成氨项目 | 准东 | 甲醇 | 600 |
| 新疆蓝山屯河科技股份有限公司 110 万吨/年煤制甲醇项目 | 昌吉市 | 甲醇 | 110 |
| 新疆能源集团哈密新能煤化工煤制甲醇 120 万吨 | 哈密 | 甲醇 | 120 |
| 新疆中泰新材料 100 万吨煤制甲醇 | 吐鲁番市托克逊县 | 甲醇 | 100 |
| 嘉国伟业年产 600 万吨低阶煤清洁高效综合利用项目和年产 60 万吨煤焦油加氢项目 | 哈密市巴里坤 | 综合利用 | 600 |
| 吉木萨尔县 40 万吨/年煤基劣质物清洁综合利用项目 | 吉木萨尔县 | 综合利用 | 40 |
| 伊犁新天煤化工有限责任公司重芳烃多元烃深加工项目 | 伊犁 | 综合利用 | 20 |
| 伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目 | 伊吾县 | 综合利用 | 1500 |
| 新疆中鑫环泰 260 万吨焦炭/年煤焦化多联产(焦化)项目 | 新星市 | 综合利用 | 260 |

资料来源：发改委，能源局等，东方财富证券研究所

## 4.3.煤化工可能成为本轮煤炭行情的重大放大器

**我们认为在中东冲突造成油气供给风险的时期，煤化工有望成为带动本轮煤炭板块行情的放大器。**原因在于：1）煤化工为煤炭需求的显著增量来源，并且减少了煤炭对单一电煤周期的依赖；2）高油价本身会让煤化工成为跨品种套利产品；3）一体化企业的盈利弹性往往同时来自煤价和化工高景气，具备双重杠杆。

**化工煤有望拉动煤炭消费增长，我们统计未来相关增量煤炭需求最高达到约 4 亿吨。**根据我们对西北及主要煤化工省份，包括新疆、陕西、内蒙古、山西、宁夏、辽宁等地区在建、拟建及规划煤化工项目的不完全统计，若按项目设计产能及对应耗煤系数测算，未来潜在新增化工煤需求最高可接近 4 亿吨。考虑到煤化工项目实际落地仍受审批进度、能耗指标、用水条件、资金安排、产品景气度和配套物流等因素影响，我们进一步设置项目投产比例的情景假设：若假设纳入统计项目的 90%、70%、50%产能建设完毕投产，对应的新增煤炭需求约 3.7/2.9/2.1 亿吨。

**图表 79：主要省份已规划未投产煤化工项目产能梳理（万吨；亿立方米）**

| 省份 | 煤制烯烃 | 煤制油 | 煤制气 | 煤制甲醇 | 综合利用 |
|---|---|---|---|---|---|
| 新疆 | 1125 | 500 | 320 | 930 | 2420 |
| 陕西 | 90 | 400 | 0 | 0 | 2000 |
| 内蒙古 | 505 | 500 | 80 | 0 | 0 |
| 山西 | 80 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 宁夏 | 220 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 辽宁 | 0 | 0 | 40 | 0 | 0 |
| **合计** | **2020** | **1480** | **440** | **930** | **4420** |

资料来源：发改委，能源局等，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 5.全球煤炭供需

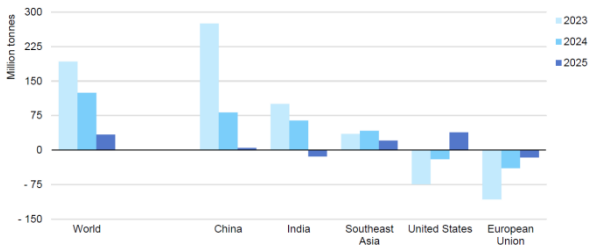
## 5.1.全球煤炭需求：进入低增平台，电力仍是最大支撑

### 5.1.1.总量：煤电为主体，仍然承担基础电力负荷

**从总量看，2025 年全球煤炭需求并未出现明显萎缩，而是进入低速增长平台。**根据 IEA《2026 年全球能源回顾》，2025 年全球煤炭需求同比增长 0.4%（2024 年增速 1.4%）。

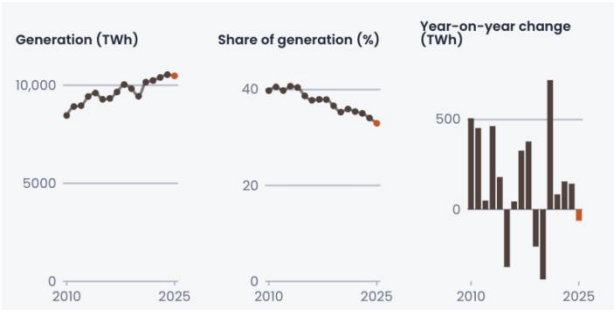
**结构上，煤炭消费约 2/3 来自电力部门，因此煤电发电量变化仍是煤炭需求的主要决定变量。**根据 Ember《2026 年全球电力回顾》，2025 年全球煤电发电量约 10476 TWh、占比 33.0%，首次降至全球发电量 1/3 以下、且为首次被新能源发电量超过（10730 TWh、占比 33.8%）。电力系统虽然继续低碳化转型，但从能源安全和容量保障角度看，煤电仍承担基础负荷、调峰和极端天气保障功能。**我们认为尤其在需求快速增长、输配电和储能建设不足的地区，煤电退出速度仍明显慢于新能源装机增长速度。**

**图表 80：2023-2025 年全球煤炭需求变化**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**图表 81：2010-2025 年煤电发电量变化**




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

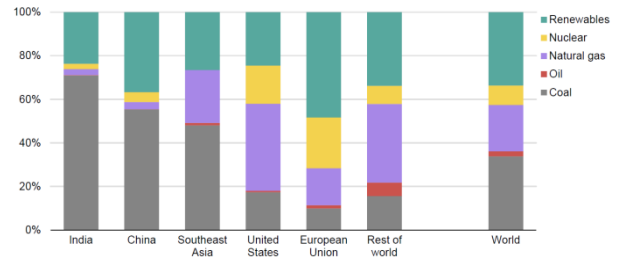
### 5.1.2.结构：中印维持需求底盘，欧美构成边际弹性

**中国仍是全球煤炭需求的中心，2025 年消费量比全球其他地区合计还高约 30%。**根据 IEA《2026 年全球能源回顾》，2025 年中国煤炭消费同比小幅增长 0.1%，基本持平。分部门看，2025 年中国煤电发电量同比下降 1.5%，为 1970s 以来第二次下降，主要受风光水核等低排放电源增长影响；同时钢铁、水泥产量分别下降约 4%和 7%，压制工业用煤，但煤化工、化工原料等非电需求对总量形成对冲。供给侧和电力安全层面，中国 2025 年投运近 80GW 煤电机组，这批机组多源自 2022-2024 年核准项目，定位从单纯电量供应更多转向高峰负荷保障和系统安全支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

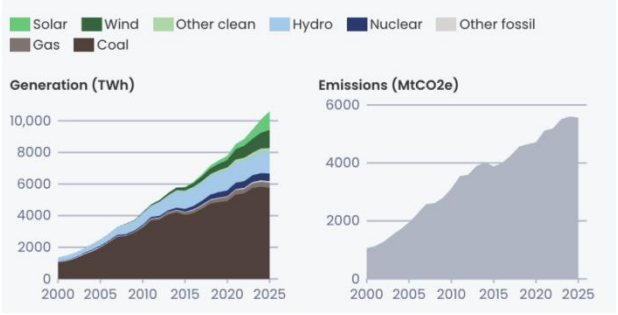


图表 82：2025 年主要国家和地区电力结构




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

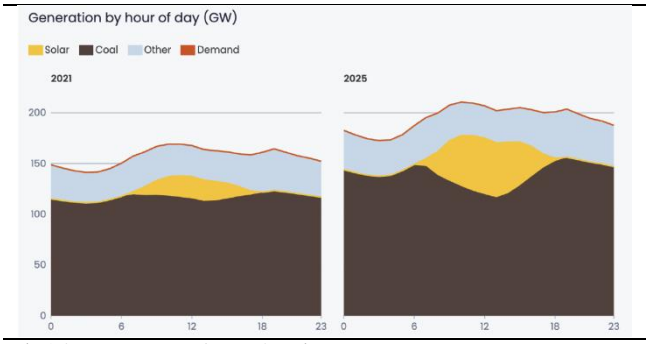
图表 83：2000-2025 年中国电力结构变化




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

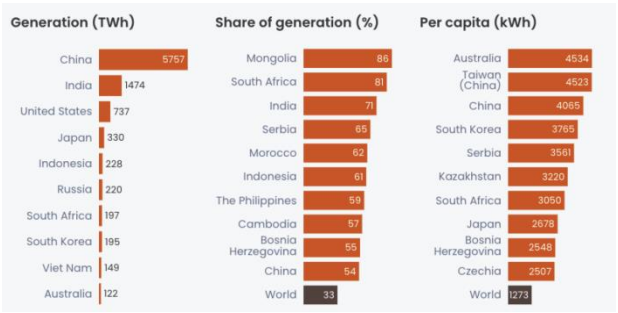
**印度短期对煤炭仍然高依赖，预计中长期电力需求仍增长。**2025 年印度煤炭需求同比下降约 1%，主要受到早到且偏强的季风影响：用电、制冷和农业抽水需求阶段性偏弱，同时水电出力改善，使煤电发电量同比下降约 3%；但钢铁产量同比增长超 10%，对冶金和工业用煤形成部分对冲。中长期看，IEA 预计印度电力需求 2026-2030 年平均增速达 6.4%，根据 Ember 的数据，2025 年印度煤电仍贡献约 71%的发电量，且非日照时段煤电仍承担大部分负荷，因此短期扰动不改变印度对煤炭的高依赖属性。

图表 84：印度日内光伏和煤电出力




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

图表 85：2025 年全球煤电发电量、电力结构占比、人均发电量排名



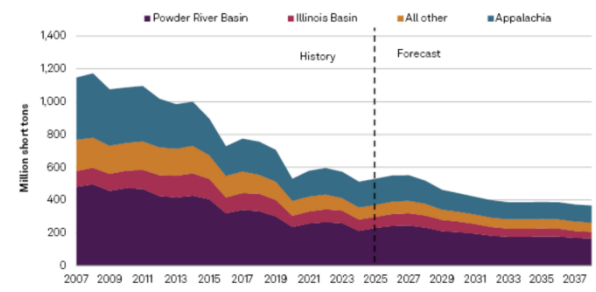

资料来源：Ember，东方财富证券研究所

**美国 2025 煤炭需求出现逆势增长，气转煤支撑煤炭消费反弹。**根据 IEA 数据，2025 年美国煤炭需求同比增长约 10%，扭转 2023/2024 年下降 16%/5%的趋势，核心来自电力部门（煤炭在美国消费中约 90%用于发电）。Ember 统计 2025 年美国煤电发电量同比增加 85TWh、增幅 13%，为全球煤电发电量最大增量，主因天然气现货价格上涨推动气转煤。根据 S&P Global 在 2026 年 2 月的分析，较高的天然气价格将在 2027 年之前通过气转煤支撑美国煤电需求，且产量在 2027 年前有望维持稳定或增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

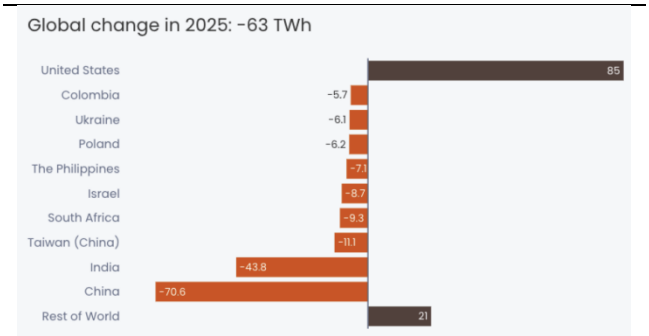


图表 86：近年来美国煤炭产量和预测




资料来源：S&P Global Market Intelligence，东方财富证券研究所

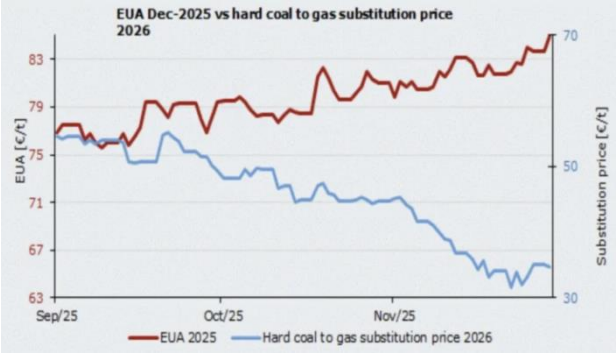
图表 87：2025 年全球煤电发电量变化




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

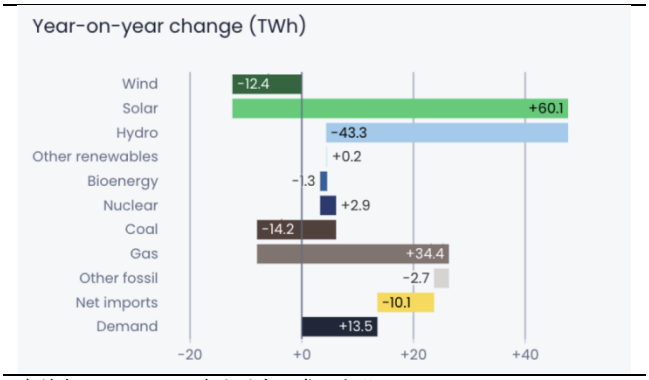
**欧洲地区则在 LNG 供应扰动和气价上行阶段，煤电具备明显的电力保供和经济性的备用价值。**IEA 统计，2025 年欧盟煤炭需求同比下降约 5%，降幅较 2023/2024 年的 23%/11%明显收窄，主要因为 25H1 水电、风电出力偏弱阶段性抬升煤电需求。根据 Ember 数据，2025 年欧盟煤电发电量同比下降 5%（-14TWh），煤电占比降至约 9.2%。但在中东油气冲击的背景下，欧洲的煤电需求存在阶段性上行空间，德国煤炭进口商协会也在 2026 年 4 月提出德国约 6.7 GW 硬煤备用机组适合重新进入电力市场以节约天然气，并提到意大利已推迟退煤；根据其测算，在当前燃料价格下，欧洲老旧的硬煤机组发电成本约 115 欧元/MWh，现代硬煤机组约 95 欧元/MWh，均低于开式燃气机组约 135 欧元/MWh。

图表 88：欧洲煤转气替代空间




资料来源：the coal hub，东方财富证券研究所

图表 89：2025 年欧盟发电量变化




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

## 5.2.全球煤炭供给：资本开支约束叠加资源民族主义，出口弹性持续收缩

### 5.2.1.长期资本开支不足，中长期弹性较为有限

**煤炭供给的中长期弹性，本质上由资本开支周期决定。**按 IEA 口径，全球煤炭投资在 2010-2012 年达到上一轮高点后，于 2013-2016 年显著回落，直到 2021 年后才在能源安全和高煤价驱动下有所回升。然而，资本开支的回升并未同步转化为全球海运煤供给的高弹性扩张。一方面，当前新增投资高度集中在中国、印度等以内需保供为主的市场；另一方面，出口导向煤矿仍受制于融资、保险、审批和需求前景的不确定性。因此出口

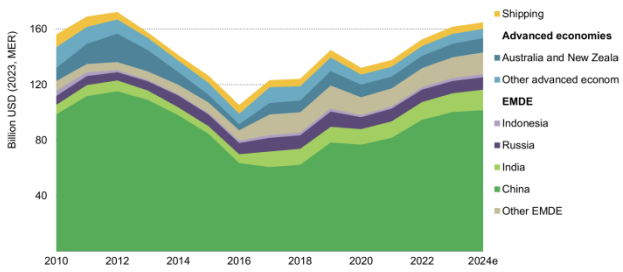
下载日志已记录，仅供内部参考



型煤矿虽然获得较高现金流，但自有资金并未流向绿地项目，而是用于股东回报（比如兖煤澳大利亚）或存量资产并购（比如 Whitehaven）。

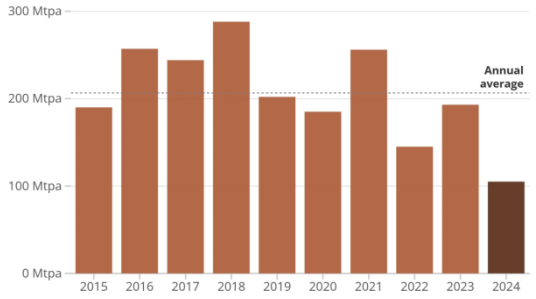
根据 GEM 统计的数据显示，2024 年全球新投运煤矿产能仅 1.05 亿吨，创近十年最低。可见即便煤价重新上行，供给恢复也往往只能通过旧矿挖潜、复产和物流改善来实现，而很难依赖大规模绿地项目在短时间内补足增量。

**图表 90：全球煤炭行业资本开支（百万美元）**




资料来源：IEA，东方财富证券研究所

**图表 91：GEM 统计的全球新增煤矿产能**



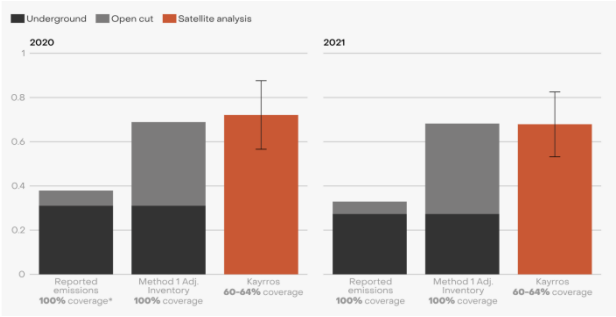

资料来源：GEM，东方财富证券研究所

5.2.2.澳大利亚：环境法改革和高资源税率打击长期投资积极性

**分地区来看，澳大利亚的环境法改革和高资源税率打击长期投资积极性，产量尤其是动力煤或结构性见顶。**2025 年底澳大利亚的环境法改革针对煤炭行业出台多项限制性条款。2025 年 11 月澳大利亚通过 Nature Positive 相关法案，EPBC 法案的改革取得重大进展，并且明确设立独立的联邦环保机构澳大利亚环境保护局（EPA），煤炭等化石燃料项目被排除在“简化审批通道”之外，并且合规成本明显上升（EPA 有权因为水资源影响否决项目、需要投入更多资金用于环境修复和生态补偿）。

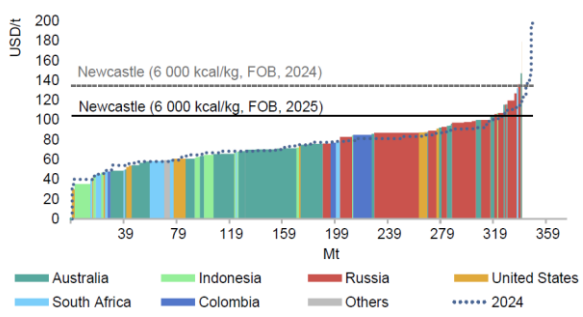
***矿业保障机制进一步增加采矿的合规成本。***2023 年 7 月工党上台后全面实施矿业保障机制，要求大型工业设施（年排放>10 万吨 CO2-e）的排放基线每年下降 4.9%，高瓦斯含量的地下煤矿需购买碳信用单位（ACCUs）或投资昂贵的瓦斯抽采与发电设施，直接推高了采矿成本。2025 年 7 月进一步针对露天煤矿的“逃逸甲烷”测量要求转向更精确的测量防范，进一步增加合规成本。

**图表 92：新南威尔士州煤矿甲烷排放量（百万吨 CH4）**




资料来源：Ember，东方财富证券研究所

**图表 93：2025 年全球高卡动力煤离岸成本曲线**



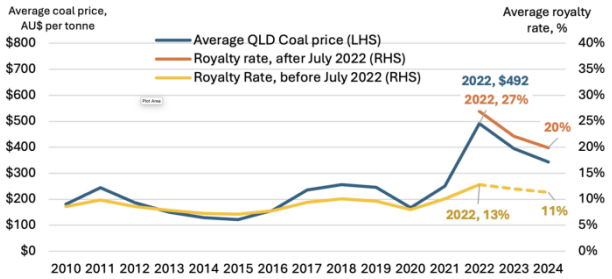

资料来源：IEA，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**澳大利亚最主要的煤炭出口地昆士兰州的高特许权使用费率明显打击矿企的长期投资意愿。**2022 年 7 月以来，昆士兰州实施累进特许权使用费制度（最高可达 40%），新南威尔士州从 2024 年 7 月起，露天矿特许权使用费率从 8.2%升至 10.8%。明显打击矿企的长期投资意愿，25Q3 昆士兰州的煤炭勘探支出已连续五个季度下降。

**图表 94：昆士兰州平均煤价和资源税率**




资料来源：IEEFA，昆士兰州政府，东方财富证券研究所

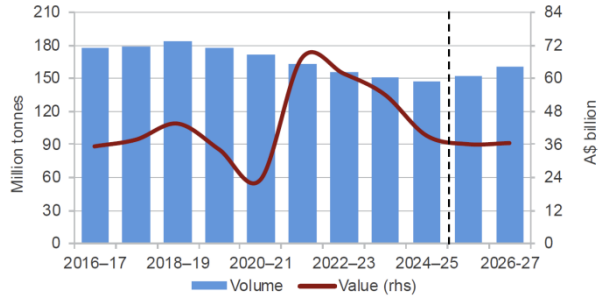
**图表 95：昆士兰州资源税率（2022 年 7 月后）**

| COAL PRICE | ROYALTY RATE PER COAL PRICE BRACKET | MAXIMUM ROYALTY AMOUNT PAYABLE PER TONNE | MAXIMUM OVERALL ROYALTY RATE PER TONNE |
|---|---|---|---|
| FIRST $100 | 7% | $7.00 | 7% |
| >$100-$150 | 12.50% | $13.25 | 9% |
| >$150-$175 | 15% | $32.00 | 18% |
| >$175-$225 | 20% | $42.00 | 19% |
| >$225-$300 | 30% | $64.50 | 22% |
| >$300 | 40% | >$64.50 | - |
| EXAMPLE $663 | | $209.7 | 32% |

资料来源：IEEFA，Queensland Mineral Resources (Royalty) Regulation，东方财富证券研究所

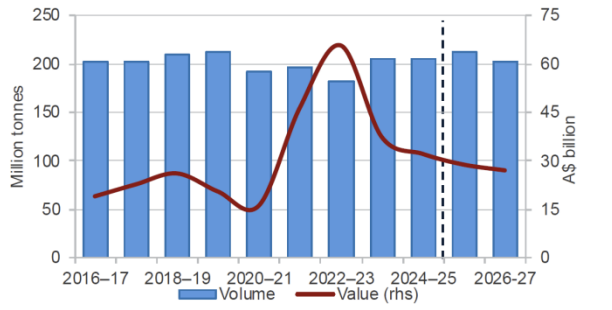
**由于主要买家日韩需求下降以及供给端产能受限，澳大利亚工业科学和资源部预测未来两年动力煤出口量或结构性见顶。**REQ 预测未来两年澳大利亚动力煤出口量将从 25 年的 2.04 亿吨降至 26/27 年的 2.03/2.01 亿吨，我们认为由于澳大利亚煤炭产业的利润空间被严重挤压，部分老旧矿井永久退出或者减产，澳大利亚未来的增产能力非常有限。

**图表 96：澳大利亚冶金煤出口量及预测**




资料来源：REQ，东方财富证券研究所

**图表 97：澳大利亚动力煤出口量及预测**




资料来源：REQ，东方财富证券研究所

5.2.3.印尼：资源民族主义升温，或转向政策约束型煤炭出口国

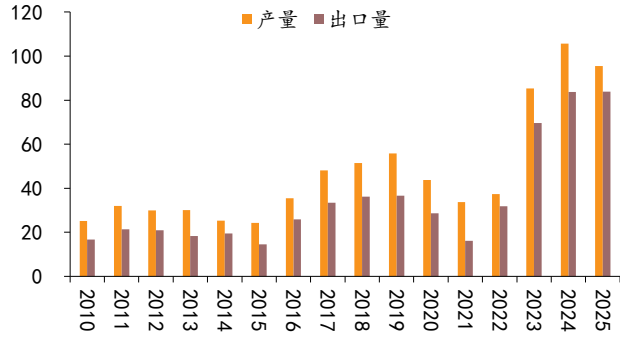
**印尼资源民族主义持续升温，可能从煤炭高弹性出口国转向政策约束型出口国。**2026 年以来，印尼煤炭政策明显从鼓励出口创汇转向强化国家控制、提高资源收益、稳定国内保供和支撑价格。2026 年 5 月 22 日，印尼政府拟将煤炭出口全面由国有企业统管的实施时间安排在 2027 年 1 月 1 日，虽给出口商和国际买家留下过渡期，但生产额度削减和国内供应义务提高已使供应端缩量初见端倪。与此同时，印尼政府正推动通过 Danantara 相关国有平台集中管理煤炭、棕榈油、铁合金等关键商品出口，以提高政府对资源贸易的定价和税收控制能力。

下载日志已记录，仅供内部参考



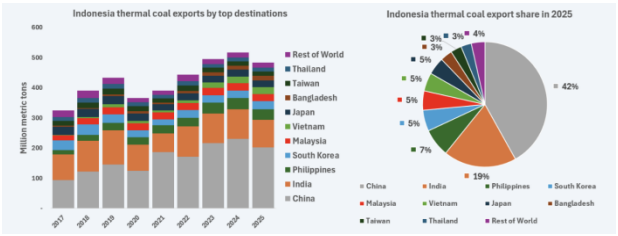
**从出口角度看，产量下降对印尼煤炭出口的影响可能被进一步放大。**一方面，印尼国内市场义务（DMO）优先级提高，Petromindo 报道称，政府要求第一代 PKP2B 矿商和国有煤企在 2026 年承担 7500 万吨 DMO 供应，并将相关供应前置以保障 PLN 电煤安全；若全国总产量下降而国内电力用煤刚性存在，出口可用量的压缩幅度将高于总产量降幅。另一方面，国有平台统管出口后，民营矿商和贸易商在销售节奏、合同签署、收款路径和出口定价上的灵活度下降，可能导致长尾小矿、边际高成本矿及依赖现货贸易的矿商主动减产或退出，进一步削弱印尼煤炭出口弹性。

**图表 98：印尼煤炭产量和出口量（百万吨）**




资料来源：印尼能源矿产部（EDSM），东方财富证券研究所

**图表 99：印尼动力煤出口结构**




资料来源：Kpler，东方财富证券研究所

### 5.2.4.蒙古：面临更高的政治分配诉求，新增供给或放缓

**蒙古则面临更强的资源民族主义的约束和更高的政治分配诉求。**蒙古煤炭在 2010-2024 年已经经历了一轮大幅扩张，产量从 2520 万吨升至 1.06 亿吨（2025 年略降至 0.96 亿吨），出口从 1670 万吨升至 8370 万吨。但进入 2025 年后，煤炭扩张面对的已不只是地质和运力问题，而是更强的资源民族主义约束和更高的政治分配诉求。

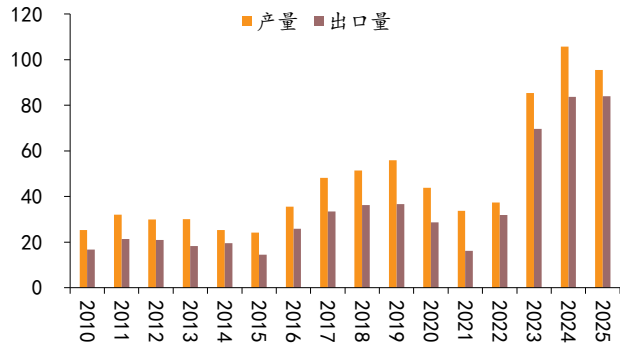
2025 年 6 月 3 日，总理 Oyun-Erdene 在反腐以及矿产利益分配不公的抗议压力下辞职；2025 年 6 月 12 日，Zandanshatar 获议会批准出任总理，上任后强化了“矿产收益应更多回到国家和居民”的政治逻辑。蒙古现行《矿产法》仍保留战略矿床 34%-50%的国家持股框架，而 2024 年 4 月 19 日通过的国家财富基金法、2025 年 8 月 27 日推进的矿业分红入民众个人储蓄账户安排，则进一步把矿业现金流的公共分配置于政策中心。**我们认为未来蒙古的煤炭项目即便可以继续推进，也更可能在国家分成、股权结构、交易制度和收益分配上经历更强的政治博弈，新增供给释放速度难以像上一轮那样顺畅。**



下载日志已记录，仅供内部参考

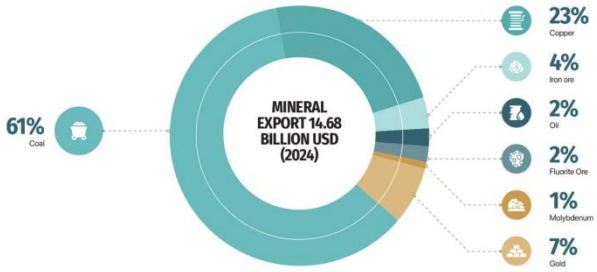


**图表 100：蒙古国煤炭产量和出口量（百万吨）**




资料来源：Mongolia Inc，Mysteel，新华网，东方财富证券研究所

**图表 101：2024 年蒙古国矿业出口额情况**




资料来源：Mongolia Inc，东方财富证券研究所

### 5.2.5.俄罗斯：俄乌冲突之后出口的成本曲线被整体抬高

**俄罗斯的煤炭产业仍是明显的出口驱动行业，但俄乌冲突之后出口的成本曲线被整体抬高。**俄罗斯煤炭产量从 2011 年约 3.4 亿吨升到 2025 年约 4.4 亿吨，出口从 1.06 亿吨升到约 2.11 亿吨，但是 2021 年俄乌冲突前出口约 2.15 亿吨，2024/2025 年降到 1.96/2.11 亿吨。原因主要在于制裁后成本链条被整体抬高：俄罗斯在 2021 年对欧洲、日本、韩国的煤炭销量接近 1.03 亿吨，2023 年后只剩约 0.16 亿吨；失去近距高价市场后，只能更多转去亚洲，而主要产煤的库兹巴斯到波罗的海/黑海/太平洋港口要走约 4000/4600/5700 公里的铁路，运输成本最高可占煤炭终端价格的 2/3。叠加俄罗斯 2023 年上调 10.75%的铁路运价、2024 年 12 月起再加 13.8%的运价并且 2023 年 10 月起征收 4%-7%的出口附加税，2024 年俄罗斯煤炭行业已经转为净亏损 1126 亿卢布。

**因此我们认为未来俄罗斯煤炭出口还能波动修复，但要重回一轮持续多年、幅度很大的上行，难度已经明显高于俄乌冲突之前。**原因在于 1）是欧洲这个近距离大市场很难回来，2）亚洲市场要和印尼、澳洲、蒙古直接拼运距与到岸成本，3）东向铁路仍然是硬瓶颈，4）2025 年的出口修复本身已经依赖税费延期、定向支持和物流补贴，但效果仍然相对有限。

**图表 102：2021-2024 年俄罗斯煤炭行业盈利情况**




资料来源：OSW 援引 Rosstat，东方财富证券研究所

**图表 103：俄罗斯主要煤田和出口运输距离**

| Exporter (share in global exports) | Coal field | Coal terminal | Distance |
|---|---|---|---|
| Indonesia (35%) | Sangatta Mine | Tanjung Bara | 20 km |
| Australia (26%) | Goonyella Riverside Mine | Port of Hay | 190 km |
| Russia (13.5%) | Yerunakovo | Port of Vostochny | 5700 km |
| South Africa (12%) | Highveld Coalfield | Port of Richards Bay | 588 km |
| Colombia (5%) | Cerrejón | Puerto Bolivar | 150 km |

资料来源：OSW，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 5.3.国内煤炭供需平衡表

### 5.3.1.动力煤

展望 2026-2027 年，动力煤供需格局有望继续边际收紧。供给端看，在安监常态化趋严、超产治理强化的背景下，国内动力煤新增供给弹性已明显下降，主产区边际放量能力受限；进口端则受海外资源国政策扰动、国际煤价高位及倒挂影响，补充作用也难显著增强。需求端看，煤电仍承担重要兜底和容量支撑作用，动力煤需求预计仍具韧性，化工用煤继续增长。整体看，2026-2027 年动力煤市场或将呈现需求稳中有增、供给弹性不足的特征，煤价中枢有望逐步抬升。

**图表 104：动力煤供需平衡表（万吨；元/吨）**

| | 有效供应量 | 净进口量 | 电力用煤量 | 建材用煤量 | 化工用煤量 | 冶金用煤量 | 供热耗煤 | 其他用煤量 | 合计用煤 | 供需对比 | 动力煤价格 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2016 | 282423 | 18881 | 181898 | 31526 | 16190 | 13875 | 22015 | 43923 | 309426 | -8122 | 476 |
| 2017 | 290457 | 19457 | 188091 | 31421 | 17902 | 14420 | 23154 | 39763 | 314751 | -4837 | 639 |
| 2018 | 306453 | 21293 | 201085 | 28780 | 17483 | 15421 | 26519 | 37545 | 326833 | 913 | 647 |
| 2019 | 319004 | 22056 | 205782 | 32065 | 19442 | 15976 | 28658 | 36174 | 338098 | 2963 | 587 |
| 2020 | 322430 | 22920 | 210533 | 32546 | 19925 | 17573 | 28941 | 36863 | 346381 | -1030 | 571 |
| 2021 | 342094 | 26647 | 228987 | 32255 | 22053 | 16942 | 32431 | 38108 | 370776 | -2035 | 857 |
| 2022 | 376426 | 22574 | 237839 | 29614 | 22871 | 17101 | 31733 | 38308 | 377466 | 21534 | 1268 |
| 2023 | 382283 | 36787 | 258722 | 29096 | 24995 | 17609 | 33738 | 41169 | 405329 | 13741 | 966 |
| 2024 | 389334 | 41459 | 266380 | 27008 | 28852 | 17234 | 35757 | 44526 | 419756 | 11037 | 856 |
| 2025-01 | 31443 | 3144 | 23073 | 1250 | 2718 | 1460 | 5815 | 2860 | 37176 | -2589 | 762 |
| 2025-02 | 29041 | 2510 | 18919 | 1129 | 2617 | 1362 | 5262 | 2441 | 31731 | -180 | 734 |
| 2025-03 | 34880 | 2977 | 20958 | 2355 | 2744 | 1533 | 4052 | 3516 | 35158 | 2700 | 679 |
| 2025-04 | 30376 | 2838 | 18438 | 2414 | 2715 | 1473 | 1934 | 3173 | 30147 | 3067 | 663 |
| 2025-05 | 31755 | 2826 | 19069 | 2411 | 2866 | 1500 | 1497 | 3255 | 30598 | 3983 | 622 |
| 2025-06 | 33412 | 2330 | 21222 | 2341 | 2821 | 1460 | 1516 | 3764 | 33124 | 2617 | 611 |
| 2025-07 | 30039 | 2532 | 25184 | 2143 | 2781 | 1444 | 1518 | 4033 | 37103 | -4531 | 630 |
| 2025-08 | 31303 | 3212 | 26023 | 2201 | 2756 | 1487 | 1495 | 4145 | 38105 | -3590 | 687 |
| 2025-09 | 34065 | 3448 | 21897 | 2324 | 2708 | 1356 | 1531 | 3774 | 33590 | 3922 | 690 |
| 2025-10 | 33951 | 3079 | 21641 | 2218 | 2804 | 1330 | 2499 | 3986 | 34478 | 2552 | 743 |
| 2025-11 | 34893 | 3302 | 21325 | 2128 | 2800 | 1272 | 4115 | 4334 | 35974 | 2220 | 817 |
| 2025-12 | 34909 | 4445 | 24847 | 2167 | 2879 | 1258 | 4650 | 4904 | 40705 | -1351 | 752 |
| 2025 | 390066 | 36643 | 262595 | 25081 | 33208 | 16937 | 35884 | 44185 | 417889 | 8819 | 701 |
| yoy | 0.2% | -11.6% | -1.4% | -7.1% | 15.1% | -1.7% | 0.4% | -0.8% | -0.4% | | |
| 2026-01 | 32171 | 3426 | 24278 | 1305 | 3127 | 1460 | 5900 | 3005 | 39074 | -3477 | 691 |
| 2026-02 | 28374 | 2245 | 19009 | 1178 | 3002 | 1307 | 5299 | 2483 | 32279 | -1660 | 710 |
| 2026-03 | 35359 | 2633 | 22154 | 1856 | 3315 | 1488 | 4143 | 3662 | 36619 | 1374 | 741 |
| 2026-04 | 30186 | 2142 | 19238 | 2092 | 3203 | 1447 | 2027 | 3231 | 31238 | 1089 | 768 |
| 2026E | 389286 | 34810 | 266533 | 23827 | 36529 | 16767 | 36422 | 45510 | 425589 | -1493 | 800 |
| yoy | -0.2% | -5.0% | 1.5% | -5.0% | 10.0% | -1.0% | 1.5% | 3.0% | 1.8% | | |
| 2027E | 389675 | 36551 | 270531 | 23350 | 38356 | 16683 | 36969 | 45510 | 431400 | -5174 | 850 |
| yoy | 0.1% | 5.0% | 1.5% | -2.0% | 5.0% | -0.5% | 1.5% | 0.0% | 1.4% | | |

资料来源：sxcoal，中国电力企业联合会等，东方财富证券研究所测算
风险提示：1）政策基调变化，煤炭产量大幅增加；2）火电需求增长不及预期；3）建材、冶金用煤需求受地产拖累。

下载日志已记录，仅供内部参考



5.3.2.焦煤

焦煤方面，2026-2027 年市场矛盾或将更多体现为供给端约束驱动下的结构性偏紧。供给端看，山西“5·22”事故后安监趋严，超产、隐蔽工作面及违规外包等灰色产量面临持续出清，叠加焦煤新增产能释放本就偏慢，行业有效供给弹性或明显下降；进口端虽然蒙古及澳煤可部分补充，但增量相对有限。需求端看，焦煤需求与钢铁链景气相关性较强，但在供给约束强化背景下，即便需求仅维持平稳，供需也容易偏紧。整体看，2026-2027 年焦煤价格中枢有望抬升，阶段性供需错配下向上弹性值得重视。

**图表 105：焦煤供需平衡表（万吨；元/吨）**

| | 有效供应量 | 净进口量 | 炼焦用煤量 | 供需对比 | 焦煤价格 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2016 | 44438 | 5811 | 53391 | -3142 | 970 |
| 2017 | 44570 | 6757 | 51451 | -123 | 1555 |
| 2018 | 45406 | 6295 | 51952 | -251 | 1764 |
| 2019 | 48060 | 7329 | 55204 | 185 | 1716 |
| 2020 | 48510 | 7179 | 55771 | -82 | 1496 |
| 2021 | 48991 | 5460 | 54542 | -91 | 2515 |
| 2022 | 49351 | 6358 | 55618 | 90 | 2832 |
| 2023 | 49142 | 10214 | 59149 | 207 | 2284 |
| 2024 | 47303 | 12153 | 58779 | 676 | 2031 |
| 2025-01 | 3943 | 995 | 5140 | -202 | 1522 |
| 2025-02 | 3623 | 868 | 4607 | -116 | 1468 |
| 2025-03 | 4161 | 849 | 4941 | 70 | 1406 |
| 2025-04 | 3926 | 873 | 4925 | -126 | 1400 |
| 2025-05 | 4070 | 733 | 5051 | -248 | 1348 |
| 2025-06 | 4064 | 896 | 4963 | -2 | 1260 |
| 2025-07 | 3881 | 949 | 4953 | -123 | 1412 |
| 2025-08 | 3928 | 1008 | 5004 | -67 | 1635 |
| 2025-09 | 4080 | 1082 | 5085 | 76 | 1615 |
| 2025-10 | 3997 | 1059 | 5030 | 26 | 1698 |
| 2025-11 | 4166 | 1060 | 5025 | 201 | 1786 |
| 2025-12 | 4102 | 1372 | 5184 | 290 | 1677 |
| 2025 | 47942 | 11745 | 59909 | -221 | 1519 |
| yoy | 1.4% | -3.4% | 1.9% | | |
| 2026-01 | 3995 | 1158 | 5147 | 5 | 1726 |
| 2026-02 | 3536 | 794 | 4717 | -387 | 1715 |
| 2026-03 | 4195 | 1234 | 5252 | 177 | 1634 |
| 2026-04 | 3876 | 1129 | 4974 | 32 | 1663 |
| 2026E | 47463 | 12332 | 60208 | -413 | 1830 |
| yoy | -1.0% | 5.0% | 0.5% | | |
| 2027E | 47225 | 12332 | 60329 | -771 | 1880 |
| yoy | -0.5% | 0.0% | 0.2% | | |

资料来源：sxcoal，东方财富证券研究所测算
风险提示：1）煤炭产量大幅增加；2）黑色产业链需求不及预期；3）进口蒙煤大量补充。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 6.投资策略

我们认为，煤炭行业的核心矛盾正在逐渐从 2025 年的需求偏弱和库存压力，转向行业供给弹性不足、需求边际改善与能源安全溢价共振。

1）供给端，国内严安监延续，5 月以来顶板安全专项整治进一步强化主产地安全约束，晋陕蒙主产地产能利用率已处高位，旺季额外放量空间有限；进口端，印尼政策压产和出口国企化、澳洲环保及高资源税率约束、蒙古资源民族主义、俄罗斯物流和制裁成本抬升，均使全球海运煤供给弹性下降。

2）需求端，过去煤电更多按电量周期定价，但在新能源高占比、极端天气频发、AI 和数据中心负荷快速增长的背景下，煤电需求并不应简单按新能源替代逻辑线性下修，煤炭作为电力系统安全底座的估值逻辑有望被重新认识。2026 年 5 月以来火电日耗边际改善，叠加中东局势扰动油气价格、进口煤价倒挂、迎峰度夏补库启动，动力煤价格有望呈现淡季不淡和旺季弹性。

配置上，建议围绕价格弹性、煤化工弹性、稳健红利、产业链设备四条主线布局：

**1）价格弹性：**盈利弹性相对更高的动力煤公司，建议关注【兖矿能源】【昊华能源】【晋控煤业】【陕西煤业】，焦煤价格在相对低位的焦煤公司，建议关注【平煤股份】【潞安环能】【淮北矿业】【山西焦煤】【首钢资源】【Mongol Mining】，有海外煤炭敞口的【兖煤澳大利亚】、【力量发展】；

**2）煤化工弹性：**具备煤化工弹性的公司，建议关注【兖矿能源】、【中煤能源】、【广汇能源】；

**3）稳健红利：**市场避险需求增加下，稳健红利公司仍具配置价值，建议关注【中国神华】、【中煤能源】、【陕西煤业】；

**4）产业链设备：**建议关注受益煤炭产能储备政策落地、煤矿安全智能化改造以及“一带一路”倡议的煤机公司【天地科技】、【中创智领】。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 7.风险提示

下游需求下滑，包括火电需求受水电和新能源挤压、黑色产业链需求不及预期、工业需求恢复不及预期等；

保供稳价及地方安监政策风险，地方有保护当地财政和 GDP 诉求、或与严安监查超产文件有所矛盾；

国际地缘对国内出口工业需求扰动风险，如中美贸易冲突加剧将不利于出口工业、或对用电需求造成压力；

煤化工项目落地节奏及用煤量需求不及预期风险，煤化工项目统计基于公开信息可能有遗误，以及煤化工项目实际投产节奏及耗煤量存在不确定性，包括项目审批、能耗双控/碳排放约束等，叠加油煤价差收窄、下游化工品景气下行，均可能导致项目延期、开工率低于假设或实际用煤需求量低于预期。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（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；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

## 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。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。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
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。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司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。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。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。
本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。