

● 证券研究报告 ●

硬质主焦煤供需缺口边际走阔，价值重估可期

焦煤行业专题研究深度报告

证券分析师：严天鹏 A0230524090004

施佳瑜 A0230521040004

闫海 A0230519010004

研究支持：施佳瑜 A0230521040004

联系人：施佳瑜 A

2026.6.17



投资要点

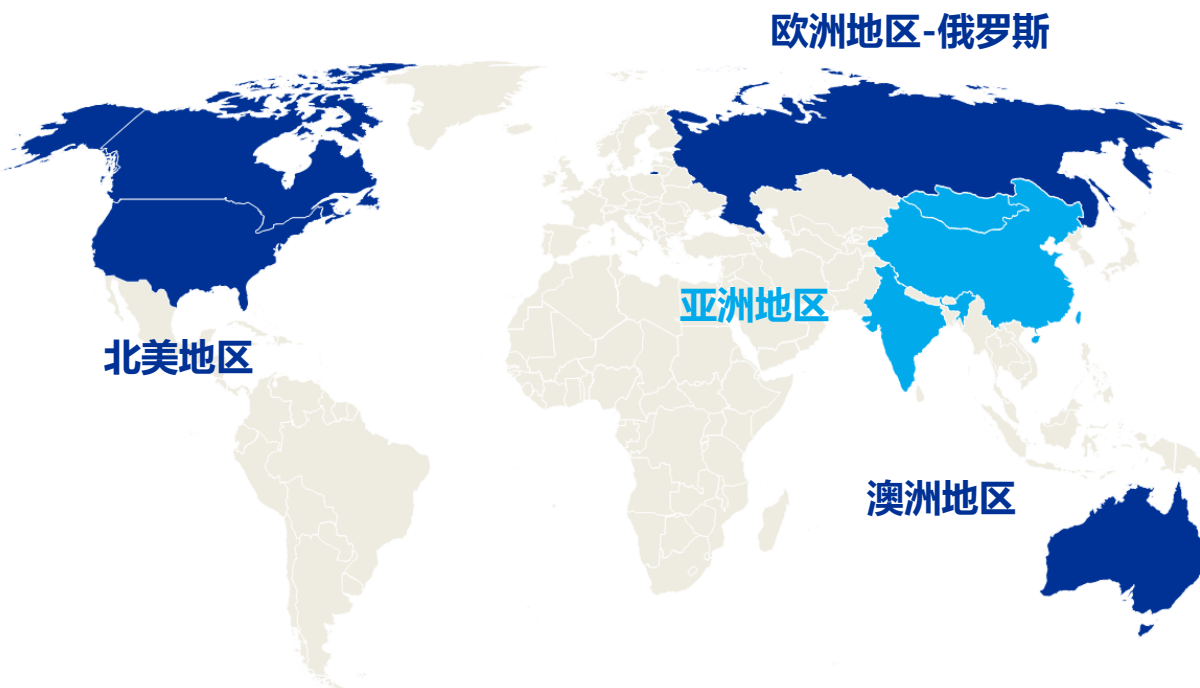
- **供给端整体趋紧，产能增长乏力。**国内焦原煤产量预计已于2025年见顶，叠加山西的特大安全事故引发全国安监全面趋严，国内焦煤产量进一步承压；同时，精煤洗出率下滑、煤质变差，炼焦精煤产量后续将逐步回落。海外主流焦煤企业资本开支收缩、主要焦煤生产国新增产能落地存不确定性，预计未来三年我国焦煤进口虽不会大幅下滑，但整体行业将进入供需紧平衡状态，且优质主焦煤稀缺性持续凸显。
- **需求端具备较强韧性，下行空间有限。**中期地产行业偏弱拖累粗钢产量缓步下降，但当前铁水产量维持高位，政策层面也无大幅压减计划。加之长流程高炉炼钢成本低于电炉短流程、短流程炼钢替代速度偏慢，多重因素支撑下，焦煤需求不会出现超预期下滑，基本面保持稳健。
- **投资分析意见：**推荐弹性焦煤标的**山西焦煤、淮北矿业、潞安环能**，建议关注**恒源煤电**；推荐煤化工业务盈利提升带来公司业绩改善的**兖矿能源、中煤能源**，建议关注**中国旭阳集团**；看好动力煤价格上涨，建议关注成长性标的**特变电工、晋控煤业、华阳股份、新集能源、淮河能源**；推荐稳定经营高分红高股息标的**陕西煤业**，建议关注**鄂尔多斯**；
- **风险提示：**宏观经济超预期下滑、煤炭需求低于预期；国际焦煤需求大幅下滑，进口量超预期增长；国内安监政策波动。

主要内容

1. 海外焦煤资源分布、供给及需求趋势
2. 国内焦煤供给端趋势
3. 国内焦煤需求侧趋势
4. 国内外典型煤企吨煤盈利及股价复盘
5. 投资分析意见与风险提示

全球焦煤资源分布不均匀，约1/2在亚洲

- 在世界煤炭资源总量中褐煤占1/3以上，在硬煤（烟煤和无烟煤）资源中，气煤（气肥煤、1/3焦煤）、肥煤、焦煤、瘦煤**四种炼焦煤资源不到1/10**，其中又以气煤最多，**肥煤、焦煤和瘦煤合计只占炼焦煤资源的1/2**。
- 全球炼焦煤资源分布不均匀，**约1/2分布在亚洲，1/4分布在北美洲，其余1/4分散在世界其他地区**。



中国：焦煤可采储量约670亿吨、占全球焦煤可采储量的16%左右。

蒙古：炼焦煤资源丰富，约占总储量的35%，且多数为低灰、低硫、低磷且易选的优质炼焦煤，主要集中在南戈壁地区，其与中国接壤，地理位置有利于向中国出口焦煤。

印度：煤炭资源丰富、但焦煤储量较少，炼焦煤储量约350亿吨，占总储量的10%左右，其中主焦煤资源仅53亿吨左右。印度的焦煤质量参差不齐，部分煤种的灰分和硫分较高。

美国：焦煤资源主要分布在东部地区，灰分低，但硫含量较高。阿巴拉契亚煤田煤类齐全，烟煤占92.5%，又以炼焦煤为主。

加拿大：炼焦煤储量占比较高，主要分布于不列颠哥伦比亚省和阿尔伯塔省等地，探明炼焦煤资源储量超过15亿吨，其中主焦煤资源储量超过10亿吨。生产以露天开采为主。

俄罗斯：炼焦煤资源储量大，品种全、煤质优良。位于西西伯利亚的库兹巴斯煤田，炼焦煤探明储量324.8亿吨，占俄罗斯工业储量的一半以上。

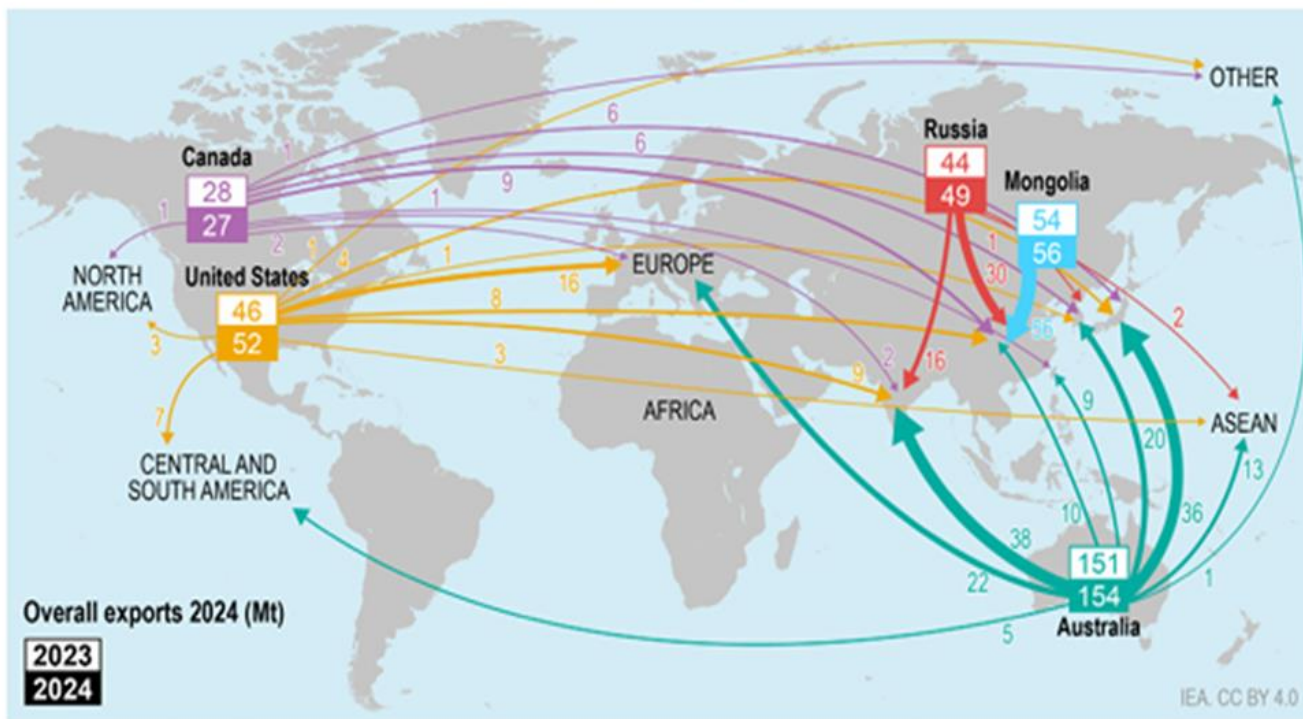
澳大利亚：黑煤经济可采探明储量约754亿吨，主要分布在昆士兰州和新南威尔士州。该国焦煤资源丰富，且品质优良，多为低灰、低硫焦煤。广泛采用大型露天开采方式。

澳大利亚、蒙古、俄罗斯、美国等为主要炼焦煤出口国

- 据国际能源署（IEA）数据，2024年全球焦煤贸易量达到3.68亿吨。在供应方面，国际焦煤市场仍由少数主要出口国主导。其中，**澳大利亚是全球最大的焦煤出口国**，出口1.54亿吨，占世界焦煤贸易量的42%；蒙古的焦煤出口量为0.55亿吨（占比15%）；俄罗斯为0.49亿吨（占比13%），美国0.52亿吨（占比14%），加拿大0.27亿吨（占比7%），**以上5国合计占比高达92%**。

2024年全球炼焦煤贸易流向图（百万吨）

Main trade flows in the met coal market, 2024 (Mt).



配焦煤工艺

- **炼焦配煤是将不同煤类（气煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤等）、不同质量（灰分、硫分、挥发分、结焦性）的数种煤按比例混合，配成炼焦炉料进行炼焦。**配煤炼焦可以扩展炼焦用煤资源，节约优质炼焦用煤；在确保焦炭质量的条件下，增加炼焦化学产品的发生量；充分利用各单煤的结焦特性，改善焦炭质量。
- 根据中国最新的冶金焦炭质量标准，一级冶金焦 $CSR \geq 60\%$ ， $Ad \leq 12.0\%$ ， $St,d \leq 0.6\%$ 。国内大部分焦炭的灰分指标高于10%，硫分多在0.5%-1.5%之间，**而进口焦煤多为低灰低硫特性（灰分 < 9%，硫分 < 0.6%）**。随着炼焦煤资源开采强度的增大、煤层向下开采，炼焦煤的洗选难度逐渐加大，部分炼焦煤煤种的灰分、硫分不断攀升，**优质炼焦煤资源的短缺问题日益凸显**。为了生产高热强度焦炭（CSR为67%-73%），焦化企业在配煤生产中配入焦煤、肥煤的比例高达50%-80%，而国内焦煤、肥煤资源多以高灰、高硫为主，配煤结构中其他炼焦煤煤种不足以平衡焦炭的灰分和硫分。
- **蒙煤以低灰、低硫、高活性组分（活性组分质量分数达74.4%）为特点。**俄煤与蒙煤在性能上具有互补性，在配煤炼焦中具有较高的热稳定性。在炼焦实践中，蒙煤比例控制在5%-10%、俄煤控制在10%-25%可以有效调节入炉煤硫分，改善焦炭质量，特别是在高灰高硫炼焦煤资源为主的情况下，产出的焦炭 $CSR \geq 64\%$ 。
- **近年来我国焦化企业不断尝试，通过掺配进口炼焦煤在保障焦炭品质的前提下，以达到降低成本的目的。**《北美焦煤和肥煤的配煤炼焦研究与实践》中，中钢集团尝试将低灰、低硫、较强黏结性能的北美焦煤、肥煤逐步替代配煤成分中国产焦煤、肥煤的比例，从8%逐步增加到12%，结果显示焦炭的CSR由原本的67.7%稳定至67.5%-70%，硫分由0.83%降低至0.82%，灰分由12.2%减少至11.9%，最终优化了配煤结构，有效缓解了公司现有低硫焦煤、肥煤紧缺的局面。

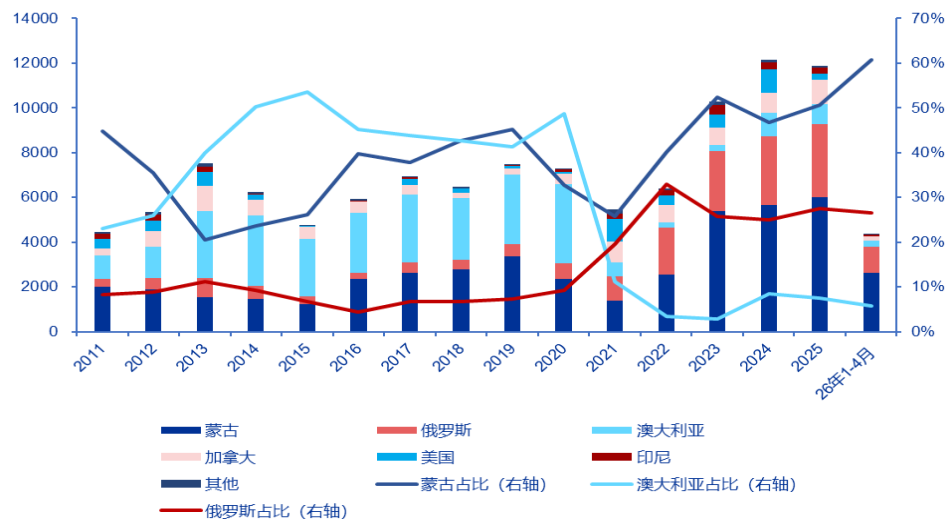
国际上优质主焦煤产地有限，主要为澳洲、加拿大

- 目前，国内多数企业评价指标集中在灰硫、黏结性和结焦性指标，但基于国内外焦煤煤质差异，**进口炼焦煤综合质量评价指标重点考虑灰分（Ad）、硫分（St,d）和反应后强度（CSR）**。山西的焦煤在结焦性能方面明显优于进口炼焦煤，而**通过掺配低硫、低灰的蒙煤、俄煤，可以改善山西煤高硫的问题**。
- **蒙古国**焦煤具有**低硫、低灰**的特点，强度一般在60左右，单种煤结焦性能较好，高变质的优质焦煤可以替代国内优质焦煤。
- **俄罗斯**：俄罗斯焦煤的显著优势是**硫分低、灰分低**。部分煤种属于特低硫的炼焦煤，如俄罗斯k10煤硫分仅为0.29%。但黏结性和**反应后强度较低**，不能作为炼焦煤单独入炉使用、多数作为瘦焦煤在配煤中调节焦炭的粒度，通过控制其配入量，在保证配合煤黏结性的前提下，可以获得冷热强度较好的焦炭、降低配煤成本。
- **澳大利亚**焦煤与中国国内同牌号焦煤基本处于同等水平，其显著的区别特征就是**低硫、煤层单一、不同批次煤质较稳定**。
- **加拿大**焦煤品质较好，具有**低灰、低硫和低磷**的特点，**所得焦炭具备较高的热强度**。
- **美国**焦煤反应后强度较低、变质程度较高，基本归属于**瘦焦煤**，因此**不能作为国内优质主焦煤使用**。
- **印尼**焦煤具有**低硫、低灰、高黏结性、反应后强度低**的特征。

我国焦煤进口以蒙煤、俄煤为主，澳煤、加煤等其他国家煤为辅。

- **2023年我国焦煤进口量大幅增长，而后维持较高水平。**进口作为优质焦煤的补充，能够有效缓解国内优质焦煤的紧张势态。2016-2020年，我国焦煤进口量较稳定，在5900-7500万吨间波动。23年/24年/25年，我国焦煤进口量突破1亿吨，分别为1.03/1.22/1.19亿吨，同比增速为61%、18%和-3%。
- **2022年以来，蒙古焦煤占我国焦煤进口量40%以上，为我国第一大焦煤进口国。**随着中蒙间运输成本降低、口岸通关能力提升、蒙煤增产，我国对蒙古焦煤进口量增长。2022年9月塔旺陶勒盖—嘎顺苏海图铁路投运，2023年蒙古焦煤进口量同比增加2835万吨、至5396万吨；24年、25年分别进口蒙焦煤5679、6007万吨。26年1-4月进口量2642万吨，同比增1072万吨。
- **2021年以来，俄罗斯焦煤的进口占比在20%以上，已成为我国第二大焦煤进口国。**25年俄焦煤进口量3276万吨，同比增长225万吨。
- **2025年，加拿大焦煤进口量为1080万吨，同比增加177万吨；澳大利亚焦煤进口量886万吨，同比降151万吨；印尼基本持平；美国煤因关税原因大幅下降、26年1-4月进口量为0。**

我国炼焦煤进口分国别情况（万吨，%）



全球焦煤资本开支收紧，保护性开发改善焦煤稀缺性

- **据国际能源署（IEA），近年来，在资本开支方面，目前动力煤项目份额下降而焦煤项目份额上升，受市场前景影响，企业投资偏好转向焦煤，但整体保持审慎态度。未来趋势预测，伴随焦煤战略资源属性凸显与整体规模有限，焦煤投资价值将重新发现。一方面，动力煤面临替代压力，市场空间受挤压，长期增长乏力；另一方面，炼焦煤是钢铁冶炼生产中不可或缺的原料。尽管电炉炼钢技术不断发展，但其成本较高且部分领域应用受限，替代方案在商业可行性方面仍面临诸多挑战，尚未能大规模投入使用。因此，焦煤在钢铁行业中的关键地位在短期内难以被撼动，同时，印度等发展中国家的发展仍会推动钢铁需求，从而支撑焦煤消费。**
- **从资源稀缺性与战略地位层面考虑，优质焦煤在全球范围内视为战略性资源，我国对于炼焦煤实施保护性开发政策，新增产能审批严格，现有资源价值更为凸显。**
- **在新增产能趋势上，焦煤资源呈现出“地域分化显著，短期扩张与长期不确定性并存”的复杂趋势。**澳大利亚在煤炭资源开发方面具有一定的优势，其丰富的焦煤储量、先进的开采技术以及相对完善的基础设施，使其成为焦煤项目投资的热门地区。其他地区如俄罗斯、蒙古等也有一定新增产能分布。此外，美国、加拿大等国家也有少量焦煤项目但总体规模相对较小。目前许多项目面临经济前景不确定、基础设施瓶颈及市场风险等挑战。

国际矿工焦煤板块资本开支收紧

- 国际主流矿工对于焦煤业务看法呈现分歧，资本开支策略也因此分化。总体而言，典型国际煤企普遍收缩资本开支水平，大部分选择继续过往煤矿运营情况，扩张新产能者较少。
- 以必和必拓为代表的部分澳洲煤企2025年披露其资本开支主要用于确保公司产品竞争力，达到稳态维持目的；美国皮博迪能源资本开支上升，核心投向澳洲焦煤及海运动力煤等项目；蒙古主要煤企进入产能爬坡与提质阶段，资本开支聚焦提升现有资产质量。

典型国际煤企焦煤资本开支情况（百万美元）

国家	主要企业	2020	2021	2022	2023	2024	2025	用途
澳大利亚	必和必拓	603	579	621	657	646	525	确保剩余炼焦煤资产在过渡期内保持竞争力
	斯坦莫尔资源 (Stanmore Resources)	61	35	458	464	170	85	2025年作为SWC煤矿扩产收官之年，资本性支出从扩张期进入稳态维持期
	英美资源集团	683	649	648	619	468	339	炼焦煤业务待出售，集团致力于剥离该资产，预计2026年完成交易
美国	皮博迪能源	191	183	221	348	375	420	核心投向澳大利亚焦煤、美国动力煤、海运动力煤及相关新兴或转型项目
加拿大	Arch矿产	269	228	140	141	N/A	N/A	
	泰克资源	982	915	550	793	790	N/A	
蒙古	南戈壁	117	94.2	118	44.78	123	78	进入产能爬坡与提质阶段，2026年预计以维持性资本为主，开支进一步回落
	MMC	7.98	12.34	11.30	41.30	87.40	46.90	全部投向UHG、BN两座露天煤焦矿，预计2026年焦煤资本性开支将进一步下降
印尼	阿达罗能源							用于道路升级、剥采设备、矿区配套，同时提升洗选效率

在建焦煤项目有限，且部分矿井投产时间不确定

国际在建焦煤矿井梳理

国家	公司	煤矿项目	建设类型	最早建成日期	产能 (百万吨/年)	资源类型
加拿大	Conuma Resources Ltd.	Wolverine-Hermann Amendment Project	扩建	2027	1	焦煤、动力煤
加拿大	Hancock Prospecting Pty. Ltd.	Grassy Mountain	新建	2027	4.5	焦煤
加拿大	HD Mining International Ltd	Murray River	新建	2029	6	焦煤
加拿大	Valory Resources	Summit Mine 14	新建		1.3	焦煤
加拿大	Bathurst Resources Ltd.	Tenas Project	新建	2027	0.75	焦煤
加拿大	Conuma Resources Ltd.	Rocky Creek Coal Mine	新建	2030	3	焦煤
印尼	PT Resource Alam Indonesia Tbk - 75.00%, Private - 25.00%	Kaltim Mineral Coal Mine	新建			焦煤
印尼	PT Adaro Minerals Tbk.	PT Maruwai Coal - Expansion	扩建			焦煤
蒙古	Aspire Mining Ltd.	Ovoot	新建	2026	3	焦煤
蒙古	Erdenes Mongol LLC - 51.00%, Private - 49.00%	Tavan Tolgoi Expansion	扩建	2026	10	焦煤
莫桑比克	Tata Steel Ltd 35%, Steel Authority of India 32.2%, NMDC Ltd 16.1%, Rashtriya Ispat Nigam Ltd. 16.1%	Benga Coking Coal Mine	扩建		12.6	焦煤、动力煤
莫桑比克	Stonecoal CA 92%	Revuboe	新建	2026	7	焦煤
波兰	GreenX Metals Ltd.	Dekiensko	新建			焦煤
俄罗斯	Triple A Property Co. Ltd.	Elga Expansion 2	扩建	2027	25	焦煤
俄罗斯	Kolmar	Inaglinsky-2	扩建		8	焦煤
俄罗斯	MMK-Ugol	Tikhova Stage 2	扩建	2026	2.8	焦煤
俄罗斯	AEON Corporation	Taymyr Syradasaysky Coal Mine	扩建	2026	7	焦煤
俄罗斯	AEON Corporation	VostokUgol-Dikson Coal Mine	扩建		4	焦煤
俄罗斯	Tigers Realm Coal Ltd	Amaam	扩建	2026	5	焦煤
南非	MC Mining	Makhado Phase	扩建		.	焦煤
南非	MC Mining	Makhdo Phase 2	扩建	2026	1.2	焦煤

在建焦煤项目有限，且部分矿井投产时间不确定

国际在建焦煤矿井梳理

国家	公司	煤矿项目	建设类型	最早建成日期	产能 (百万吨/年)	资源类型
澳大利亚	Whitehaven Coal Ltd. 70%, Nippon Steel 20%, JFE Steel 10%	Blackwater South	新建	2029	8	焦煤、动力煤
澳大利亚	Idemitsu Australia Resources 80%, Chugoku Electric Power Australia Resources Pty Ltd 10%, NS Boggabri Pty Limited 10%	Boggabri Coal Expansion	扩建	2026	8.6	喷吹煤、动力煤、焦煤
澳大利亚	Qcoal 85%, JFE Holdings Inc 15%	Byerwen Coal Project Stage 2	扩建	2028	2.2	动力煤、焦煤
澳大利亚	Bowen Coking Coal Ltd	Isaac River	新建	2026	0.5	焦煤
澳大利亚	The Lake Vermont Joint Venture	Lake Vermont Meadowbrook Project	新建	2028	5.5	动力煤、喷吹煤、焦煤
澳大利亚	Anglo American PLC 25%, Exxaro Resource Ltd. 50%, Peabody Energy Corp 25%	Moranbah South	新建	2026	18	焦煤
澳大利亚	Nippon Steel Corporation 6%, Other 4%, POSCO Holdings Inc. 7%, Yancoal Australia 83%	Mount Thorley Warkworth Extension	扩建	2029	2	焦煤、动力煤
澳大利亚	Bowen Coking Coal Ltd.	Plumtree North Mine	扩建	2026	5.5	焦煤
澳大利亚	Bowen Coking Coal Ltd - 90%, Formonsa Plastic 10%	Lenton Deposit	新建	2027	1.4	焦煤
澳大利亚	Malabar Resources Ltd	Spur Hill	新建	2026		动力煤、焦煤
澳大利亚	Magnetic South	Walton	新建		1.3	焦煤、动力煤
澳大利亚	Glencore PLC - 75.00%, Private - 25.00%	Wandoan	新建			焦煤
澳大利亚	Bowen Coking Coal Ltd	Plumtree North Mine	新建	2026	5.5	焦煤
澳大利亚	Malabar Resources Ltd	Maxwell Underground Expansion	扩建	2026	3.6	焦煤
加拿大	Jameson Resources 77.9%, Bathurst Resources Ltd. 22.1%	Crown Mountain	新建	2026	2	焦煤
英国	New Age Exploration Ltd	Lochinvar	新建	2026	1.4	焦煤
美国	Warrior Met	Blue Creek No. 1	新建	2026	4	焦煤
乌克兰	Lubel Coal Company	Lubel	新建	2028	5.2	焦煤、动力煤

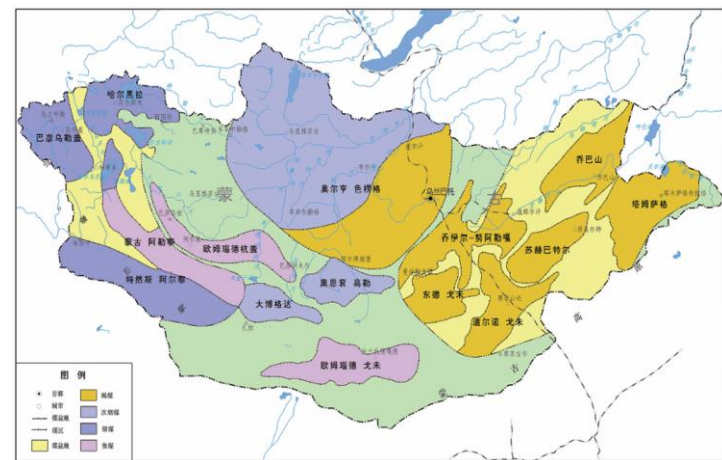
蒙古国铁路运力预计需2027年实现大幅提升

- 蒙古国至中国铁路目前仅有一条跨境铁路，新的跨境铁路计划2027年通车：
 - 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。
 - 甘其毛都—嘎舒苏海图铁路是中蒙两国近70年来新建的第二条跨境铁路，也是一条重要的能源资源运输通道。其中设计年运力宽轨3000万吨，标准轨1000万吨。该铁路打通了蒙古塔本陶勒盖煤矿、奥尤陶勒盖铜金矿至中国的铁路干线，运输时间从公路的3天缩短至约20小时。截止2026年4月，项目已经进入施工高峰期，计划在2027年完工并开展试运行。
- 蒙古南戈壁地区煤类主要为焦煤，煤炭储量大约有53Gt，是蒙古重点打造的世界级煤矿区，位于该区的塔本陶勒盖煤矿是世界最大的焦煤矿。
 - 炼焦煤主要分布在蒙古国西部、中南部地区。蒙古炼焦煤资源占煤炭资源总储量的35%左右，储量丰富，品种齐全。

中蒙跨境铁路图



蒙古煤炭分布图



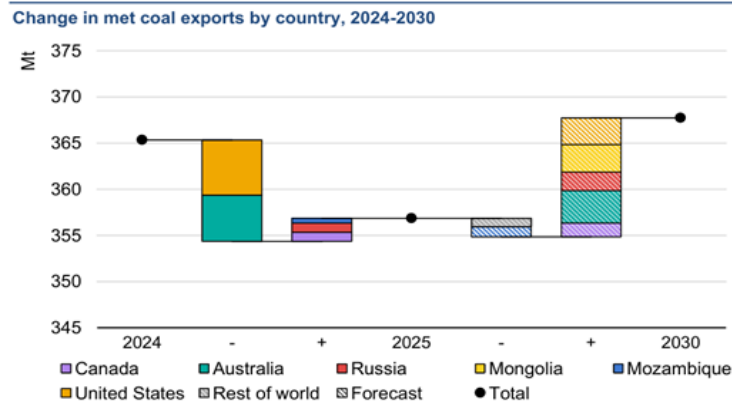
澳洲焦煤资源开发面临结构性拐点，不确定性增加

- **澳大利亚煤炭资源分布情况：**澳大利亚95%以上的炼焦煤资源都集中在新南威尔士州和昆士兰州，其中新南威尔士州的储量约占全国总量的34%，而昆士兰州储量约占全国总量的62%，且以露天矿居多。
- **州政府特许权使用费：**2022年昆士兰州政府宣布自7月1日开始，针对煤炭实行新的累进税率，**超过175澳元征税20%，超过225澳元征税30%，以及超过300澳元征税40%**。放眼全球，昆士兰州的煤炭特许权使用费制度是最高的，比其他司法管辖区高出43%。
- **极端天气扰动：**2026年1月中下旬，受热带气旋科吉（Cyclone Koji）的影响，**澳大利亚东北部遭遇暴雨并引发洪水，阻碍了矿山的运营，扰乱了该地区冶金煤的供应，推动澳大利亚炼焦煤价格短期内走高。鉴于矿井被淹和铁路线路严重受损，主要煤炭生产商被迫正式宣布无法履行合同义务。**
- **矿产投资合规性：**澳大利亚各州政府拥有地下矿产资源的所有权，**通过法定程序向企业授予勘探和采矿证**。权利授予后，持有者须遵守许可条款，政府可在许可条件不符时（如未缴纳年费、未进行勘探/开采等）予以撤销。**矿权只是“许可证”，并不等同土地所有权。**
- **环境评估要求严格：**澳大利亚政府非常重视环境保护，**矿业项目在开发前必须进行严格的环境影响评估，遵守联邦和州两级环境保护法规**。评估内容通常包括是否影响濒危物种栖息地、世界遗产、国际湿地、关键水资源等，并需符合碳减排要求。

未来五年，蒙煤仍是主要新增焦煤资源来源地

- **总体趋势：**据国际能源署预测，到2030年，全球焦煤出口量3.68亿吨，较2024年的3.65亿吨基本持平。主要出口国方面：
 - **澳大利亚：**到2030年其出口量预计小幅下降至1.52亿吨，一方面考虑到是澳大利亚资源行业政策收紧，项目审批时间延长；另一方面，综合亚洲主要市场背景如印度钢铁生产转型，中国需求复苏略显乏力等，上述情景减少了对传统焦煤的依赖。积极推动绿色低碳转型，如电弧炉炼钢技术推广，将从长期的时间维度冲击焦煤需求。
 - **蒙古国：**到2030年，预计其出口量5900万吨、较24年小幅增长。蒙古国经济高度依赖煤炭出口，煤炭出口占出口收入的80%~90%，其中焦煤出口量占煤炭总出口量的40%。未来依然存有动力扩大出口规模以增加收入。伴随后续甘其毛都—嘎舒苏海图铁路投运，将显著提升运力。
 - **俄罗斯：**预计未来出口量到2030年将达到5200万吨，较当前规模略有提升。2025年1月1日起，全面停止征收煤炭相关出口关税。重点开拓印度市场，并维持对于中国等亚洲国家供应，同时推进铁路运输保障与港口升级。
 - **美国：**到2030年出口量预计4800万吨，其中2025年因关税原因出口量大幅下降，而后出口规模基本持平。美国供应商将重点转向需求旺盛的印度市场。同时，巴西等需求相对稳定的市场也成为重要目的地。
 - **加拿大：**预计2030年加拿大焦煤出口量3100万吨，规模较当前小幅上升。加拿大炼焦煤品质优良。

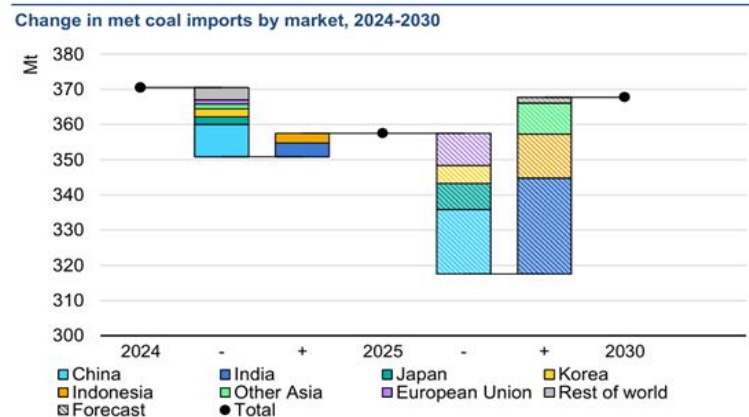
国际焦煤进口量变化预测（百万吨）



主要焦煤进口国进口量预测

- **总体趋势：**据国际能源署预测，**预计到2030年全球焦煤进口量约3.68亿吨**，较2025年增加1100万吨。
- 其中，中国焦煤进口量预计为1.04亿吨，较25年下降1800万吨，其他主要进口国方面：
 - **印度：预计到2030年进口量将持续增长。**随着印度钢铁产能持续扩张，焦煤需求预计将长期保持强劲。印度计划到2030年将钢铁产能提升至3亿吨/年，并在2047年达到5亿吨/年，这将持续强化其作为全球重要海运焦煤买家的地位。同时本土焦煤资源品质不佳，目前约90%依赖进口。
 - **日本和韩国：受经济增长乏力影响，2030年日本、韩国的焦煤进口量预计分别为2900万吨、1800万吨，较25年分别下降800、500万吨。**日韩两国粗钢产量同比下滑，开始进行结构性调整。同时两国企业主要钢铁企业正积极推进从传统高炉-转炉向电弧炉的转型。从长期角度来看，对于炼焦煤的需求也将下降。同时，美国关税政策调整，全球贸易格局的变化也给日韩的制造业和钢铁出口带来了压力。
 - **欧洲：预计到2030年焦煤进口量4000万吨、将较2025年减少900万吨。**欧洲钢铁行业在环保政策和市场竞争下，不断进行结构调整，加大了对新技术的研发和应用投入。但未来可能会改变焦煤需求量。
 - **东盟：未来5年焦煤进口量预计将以年化11.5%的速度增长。**其中，除印尼外，多数东盟国家炼焦煤储量有限，且印尼煤种在配炼焦煤中使用比例受限。而区域内规划新增钢铁产能超1亿吨，将推动冶金煤需求增长。

国际焦煤进口量变化预测（百万吨）



IEA, CC BY 4.0.

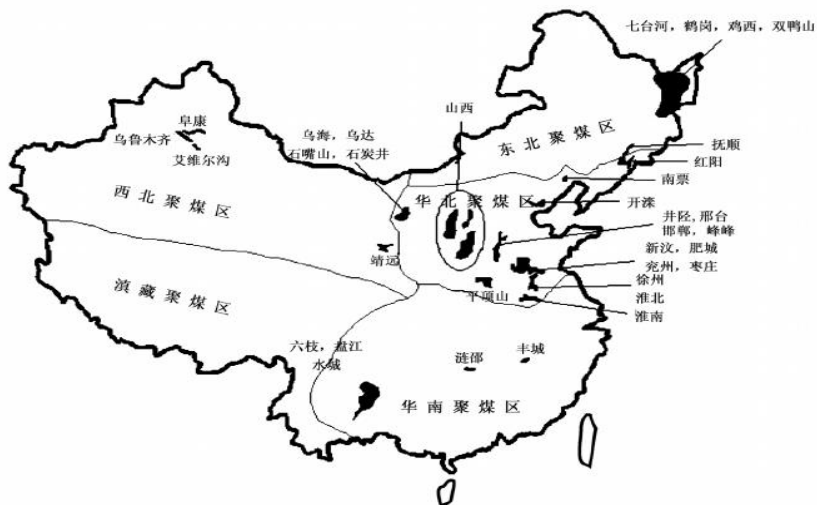
主要内容

1. 海外焦煤资源分布、供给及需求趋势
2. 国内焦煤供给端趋势
3. 国内焦煤需求侧趋势
4. 国内外典型煤企吨煤盈利及股价复盘
5. 投资分析意见与风险提示

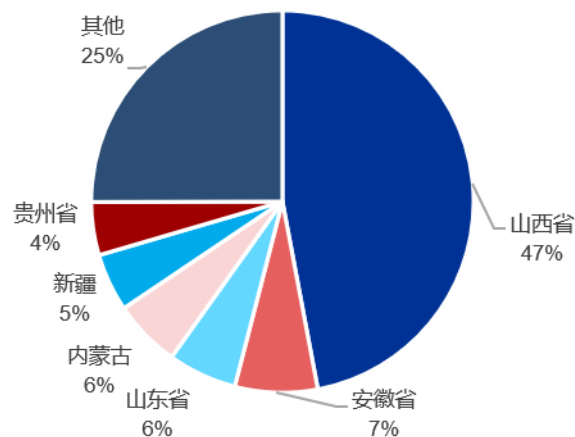
我国炼焦煤品种齐全，但强黏结性的肥煤、焦煤十分稀缺

- 在所有煤种的资源总量中，四种炼焦煤所占比例仅为**27.6%**。在四种炼焦煤资源量中，**气煤（含气肥煤、1/3焦）占47%、占比最高**，肥煤、焦煤、瘦煤分别占14%、24%和15%。在炼焦煤资源最多的山西省内，该比例十分接近。
- 2005年，虽然在29个省（自治区）赋存有炼焦煤，**但是山西储量达56.1%**，其次为安徽、山东、贵州、黑龙江、河北，资源量分别占8.5%、6.1%、3.6%、3.5%、3.3%，地理分布上并不均匀。**山西的宁武、西山、霍西、离柳等矿区，焦煤产量占全国约1/4。**
- 2025年全国各省炼焦煤产量占比情况中，山西占全国47%，其次为安徽（7%）、山东（6%）、内蒙古（6%）、新疆（5%）和贵州（4%）。

中国炼焦煤主要产地分布



2025年全国各省炼焦煤产量占比 (%)

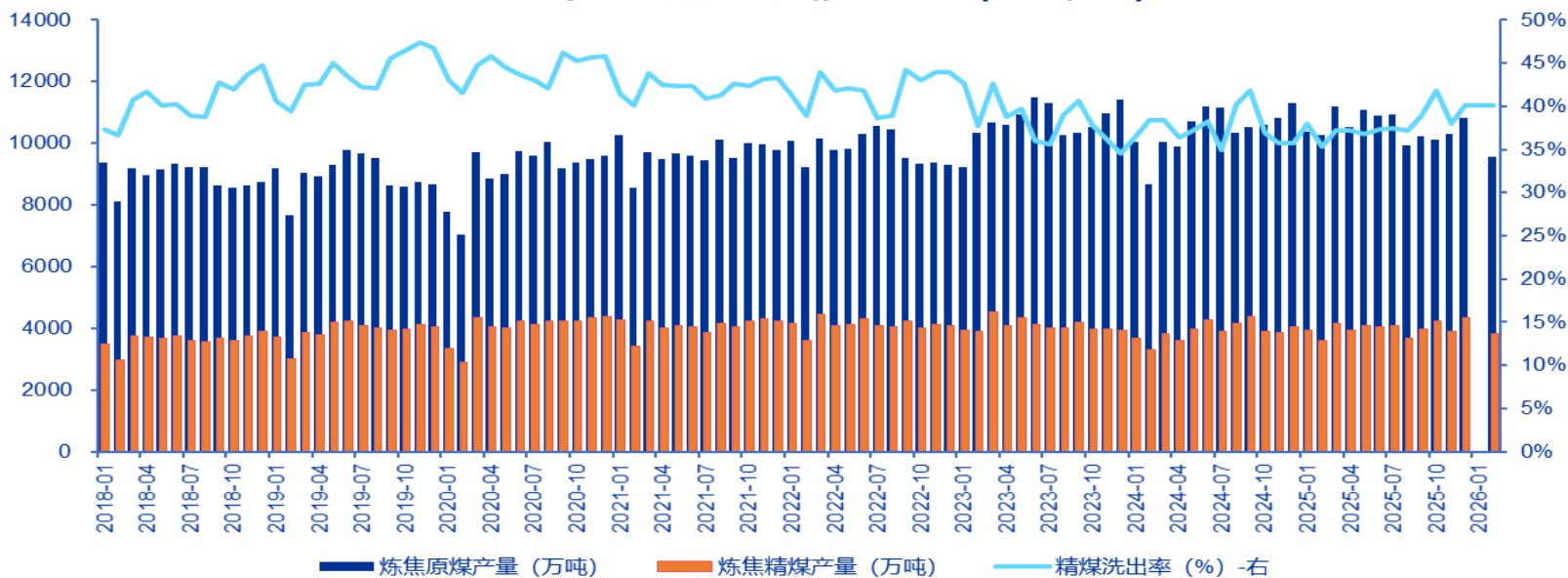


资料来源：《中国炼焦煤资源分布特点与深部资源潜力分析》，申万宏源研究

我国焦原煤产量已超过12亿吨，但精煤洗出率呈现下降趋势

- 近年来，在增产保供政策下，国内焦原煤产量逐步提升，但年均增速较小。2018-2025年，焦煤产量由10.71亿吨增长至12.66亿吨，CAGR为2.24%。
- 但是由于国内新增矿井数量稀少，且随开采年限增加资源逐渐枯竭，新安全规范的生效也在客观上限制产能释放，炼焦精煤产量增速不及原煤产量增速，精煤洗出率呈现下降趋势。2018-2025年，焦精煤产量由4.35亿吨增长至4.80亿吨，CAGR为1.44%。
- 2018-2025年，精煤洗出率分别为40.6%、43.9%、44.4%、42.1%、41.7%、38.3%、37.6%、37.9%，呈震荡下行态势。

中国炼焦原煤及精煤产量 (万吨, %)



典型焦煤企业可采储量及开采年限

- 以国内670亿吨的焦煤可采储量，及我国2025年12.66亿吨的炼焦煤原煤年产量测算，现有焦煤储量的可采年限约为53年。
- 据各集团公告，主要焦煤企业测算可采年限在50年左右，但存在部分矿井资源枯竭的问题。如山西焦煤集团，截至24年底拥有可采储量约67亿吨，主要矿井平均可采年限约为70年。
- 我国当前部分焦煤企业面临开采条件恶化，成本与安全风险上升问题影响。叠加部分老矿区资源枯竭，2019年后少有新批焦煤矿项目，新增产能不足，焦煤行业面临资源接续问题。

典型焦煤企业可采储量及开采年限

公司	可采储量 (亿吨)	年产量 (万吨)	测算可采年限 (年)
山西焦煤集团	67	18218	37
淮北矿业集团	20.48	3621	57
平煤神马集团	19.86	4058	49
潞安矿业集团	44.93	9325	48
兰花煤炭集团	7.65	1830	42

注：1、淮北矿业因24年信湖矿未贡献产量，因为测算时除以核定产能、平煤的分母为核定产能

国内批复及在建焦煤产能有限，未来产量增长乏力。

- 据统计，目前已批复、在建及有望复产的焦煤产能约4020万吨/年，其中山西的产能约为3390万吨/年，比84%。
- 其中有部分产能为在建状态，具体投产时间无法确定。相较于2025年焦煤12.66亿吨焦原煤产量而言，未来焦煤产能增长有限。

已批复及在建的焦煤产能（万吨/年）

煤矿名称	所在地	产能（万吨/年）	状态	所属公司
三交一号煤矿	山西吕梁临县	600	在建	山西焦煤集团
中峪煤矿	山西省长治市沁源县	500	已开工	山西焦煤集团
谭坪煤矿（一期）	山西省临汾市乡宁县	400	在建	山西焦煤集团
吴家峁矿井	山西省吕梁市中阳县	300	已批复，预计2026年开工建设	山西焦煤集团
灵北煤矿	山西省晋中市灵石县	240	已批复	山西焦煤集团
珠峰煤业	山西省太原市	120	已批复	山西焦煤集团
马家岩煤业	山西省太原市	90	已批复	山西焦煤集团
贾郭煤矿	山西省长治市	180	已批复	山西焦煤集团
正城煤矿	山西省吕梁市	90	已批复	山西焦煤集团
同安煤业	山西省吕梁市	90	已批复	山西焦煤集团
新工煤业	山西省吕梁市	120	已批复	山西焦煤集团
大土河光明煤矿	山西吕梁临县	240	在建	山西大土河煤业
姚家山煤矿	山西吕梁临县	300	已批复待开工	山西潞安化工集团
离柳中吕煤矿	山西吕梁临县	120	核准前期	山西离柳焦煤集团
永安煤矿	宁夏回族自治区	120	已进入联合试运转，预计2026年正式生产	力量发展集团
韦一煤矿	宁夏回族自治区	90	预计2026年下半年联合试运转	力量发展集团
信湖煤矿	安徽省亳州市涡阳县	300	预计2026年11月底全面复产	淮北矿业
阳霞煤矿	新疆巴州		在建	陕西黑猫
合计		4020		

安监趋严态势重启，焦煤产量预计受限

- **2026年5月22日晚，山西长治沁源县通洲集团留神峪煤业发生重大瓦斯爆炸事故。次日，受瓦斯爆炸安全事故影响，沁源县煤矿全部停产。**
- **山西全域严整：**作为事故属地与核心产煤大省，山西落实措施最为严厉，多地煤矿集中推进“停产自查”要求，其中长治沁源全县25座煤矿全停产，全市新增23座炼焦煤矿停产；吕梁开展7天安全专项检查，11座煤矿停产自查；晋中平遥煤矿全停产三日、灵石全面停井下作业，新增29座煤矿停产；临汾多区县10座煤矿启动自查整改。**在多数产地集中停产自查的背景之下，短期内焦煤产量预计将收紧。**
- **全国安监检查趋严：**事故发生后，国家迅速部署安全生产整治工作，全面核查矿山安全“八条硬措施”落实情况，深化矿山领域“打非治违”行动，严厉查处隐蔽工作面作业、安全监控造假等违法违规行为。**山西、陕西、内蒙古、河南、安徽等主要产煤省份同步启动全域煤矿安全生产大检查，大批煤矿停产整顿。**叠加2026年全国“安全生产月”到来，要求深入排查整治风险隐患、持续推进安全宣传“五进”工作、认真组织开展全国“安全宣传咨询日”活动、大力培育安全文化。
- **焦煤价格中枢预计持续提升：**预计山西高瓦斯矿井、民营煤矿停产范围或将进一步扩大，各大主产区安检持续加码，煤炭供应收紧已成定局。**综合来看，短期煤炭供需矛盾阶段性凸显，新一轮煤价上涨行情即将启动。**

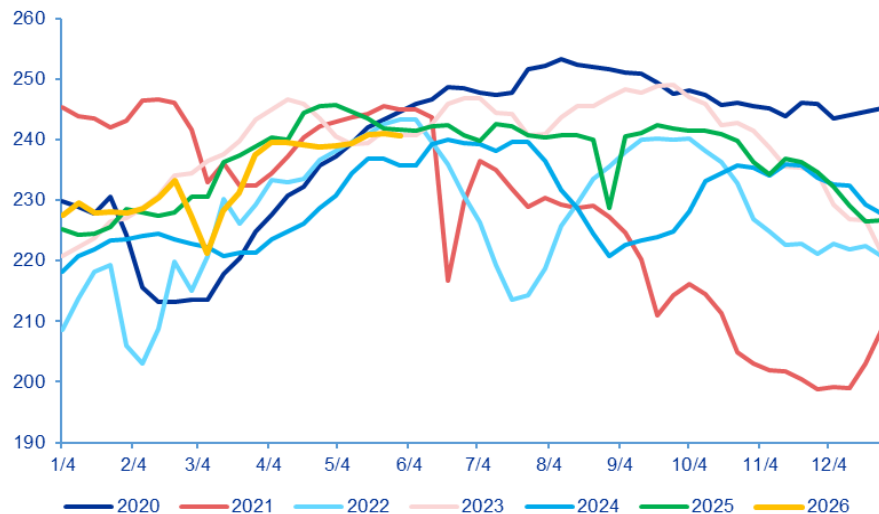
主要内容

1. 海外焦煤资源分布、供给及需求趋势
2. 国内焦煤供给端趋势
3. 国内焦煤需求侧趋势
4. 国内外典型煤企吨煤盈利及股价复盘
5. 投资分析意见与风险提示

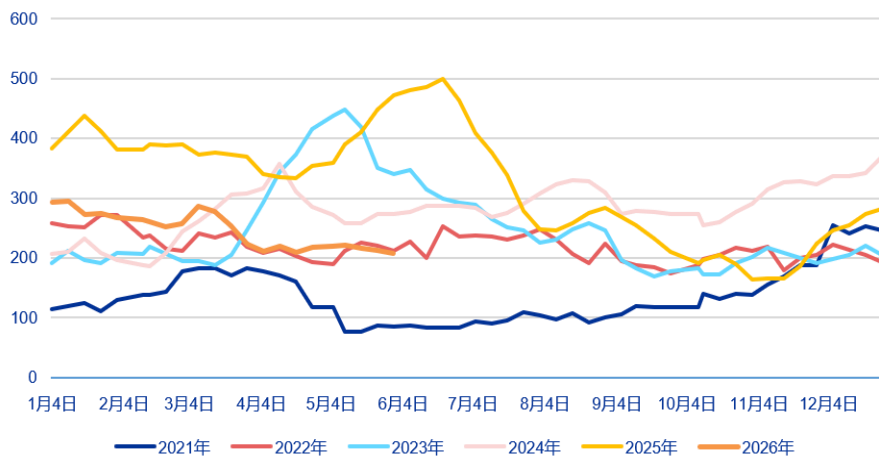
钢铁行业用煤韧性仍存，低库存或赋能价格反弹斜率

- 据海关需求端，长流程炼钢具备成本优势，截至6月5日，日均铁水产量为240.65万吨/日，焦煤需求较稳定。
- 当前全社会焦煤库存处于历史中低位。截至2026年5月29日，我的钢铁网统计的上游矿山、247家钢厂、焦化厂、主要港口焦煤库存合计约为2212万吨，处历史同期中低水位。
- 其中，上游焦煤库存年初以来先升后降，3月中旬以来显著下降，5月29日，523家样本矿山精煤库存208.1万吨。

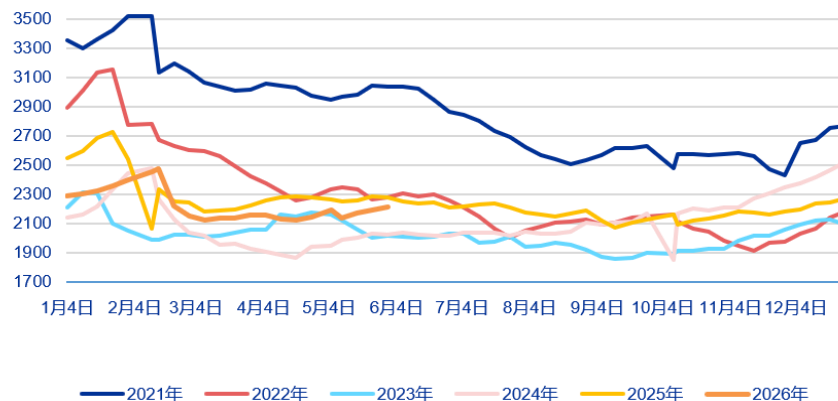
日均铁水产量 (万吨/日)



上游焦煤库存 (万吨)



炼焦煤总库存 (万吨)



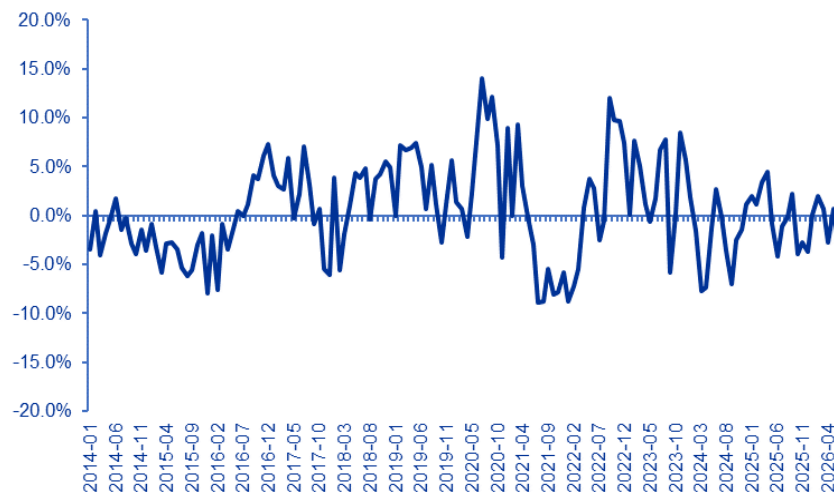
注：总库存为矿山+进口港库+钢厂+焦化厂的焦煤库存合计数据

资料来源：wind，我的钢铁网，申万宏源研究

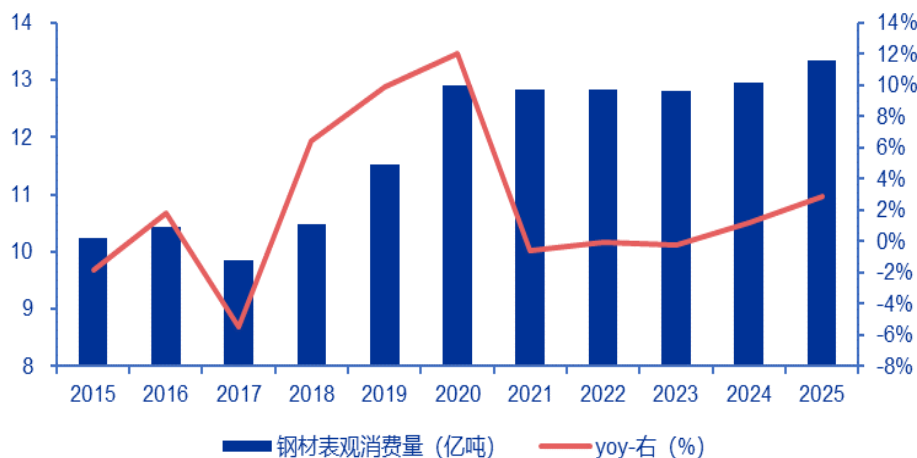
钢材消费量较为稳定，支撑钢铁行业煤耗量

- **钢铁内需增量转正且出口补位，低成本高炉长流程炼钢支撑耗煤量高位。**2025年钢铁行业耗煤量7.1亿吨，同比-0.4%；26年1-4月消耗2.3亿吨，同比持平。
- 2025全年钢铁表观消费量13.33亿吨，同比增长2.89%，钢铁整体消费量企稳。
- **出口方面，2025年出口钢材合计1.19亿吨，累计同比+7.2%，**钢材出口需求旺盛。

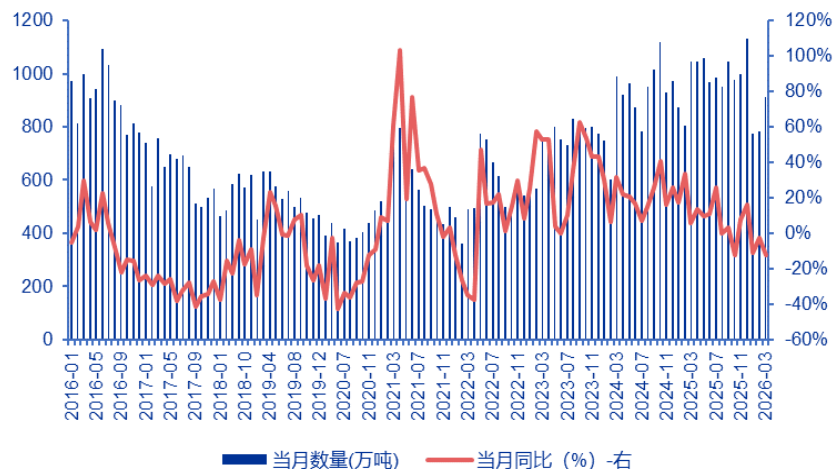
钢铁行业耗煤量当月同比增速 (%)



钢材表观消费量 (亿吨, %)



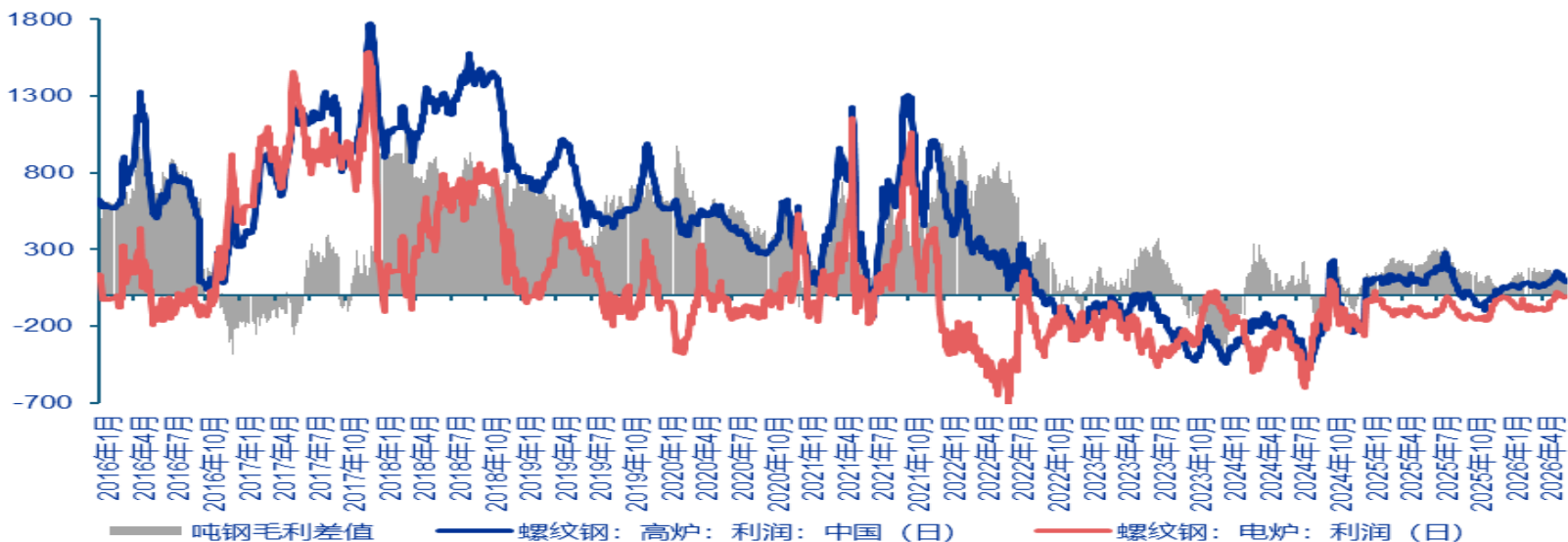
钢材出口量 (万吨, %)



长流程高炉炼钢利润历史均值高于短流程

- 近年来在碳中和目标下，我国粗钢产量整体呈稳中有降的趋势：2024、2025年均同比下降1.4%，4.4%，预计未来三年粗钢产量仍维持下降趋势。
- **虽然粗钢产量整体承压，但由于焦煤主要用于长流程的高炉炼钢，预计高炉钢的成本优势将一定程度上降低钢铁需求下降的不利影响。**
- 由于我国废钢价格较高，历史上除供给侧改革清出地条钢期间，电炉炼钢有短暂成本优势外，其余多数时间内，电炉炼钢成本均显著高于高炉炼钢：**2016年至今，长流程高炉吨钢毛利平均高出电炉短流程340元/吨。**因此，在粗钢产量下降的情况下，高成本的电炉钢对于高炉炼钢的需求冲击有限，而焦煤主要用于高炉炼钢，故预计焦煤需求不会大幅下降。

高炉和电炉流程生产螺纹钢的吨毛利比较（元/吨）



预计国内焦煤消费量不会大幅下降

- 我们预计26-28年国内粗钢产量维持每年1%的降速，**即每年产量下降约1000万吨。**
- 由于当前缺乏有力的措施降低废钢成本，进而提升短流程的粗钢产量，因此我们预计26-28年短流程粗钢占比分别为16%、17%和18%。
- 同时，26-28年铁水单耗预计稳定，综合导致**国内铁水需求量下降至7.85亿吨、7.73亿吨和7.61亿吨。**
- 综合测算，钢铁行业炼焦煤消费量26-28年分别为5.89亿吨、5.80亿吨、5.71亿吨。

钢铁行业煤炭消费需求测算表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
粗钢产量(万吨)	99634	105300	103279	101300	101908	100509	96081	95120	94169	93228
增长率 (%)		5.0%	-1.9%	-1.9%	0.6%	-1.4%	-4.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
转炉钢-废钢单耗 (公斤/吨)	165	169	167	165	168	167	168	168	168	168
电炉钢-废钢单耗 (公斤/吨)	663	655	648	607	600	594	600	600	600	600
长流程粗钢产量 (万吨)	89314	94254	92228	91484	92023	90257	81666	79901	78160	76447
短流程粗钢产量 (万吨)	10320	11046	11051	9816	9885	10252	14415	15219	16009	16781
长流程粗钢占比 (%)	89.6%	89.5%	89.3%	90.3%	90.3%	89.8%	85.0%	84.0%	83.0%	82.0%
短流程粗钢占比 (%)	10.4%	10.5%	10.7%	9.7%	9.7%	10.2%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%
转炉钢铁量 (公斤/吨)	1062	1062	1062	1062	1061	1062	1063	1063	1063	1063
电炉钢铁量 (公斤/吨)	984	984	984	984	1060	1060	1060	1060	1060	1060
转炉钢-铁水单耗 (公斤/吨)	897	893	895	897	893	895	895	895	895	895
电炉钢-铁水单耗 (公斤/吨)	517	517	470	470	460	466	460	460	460	460
铁水需求量 (万吨)	85450	89880	87738	86675	86724	85558	79722	78512	77318	76139
吨铁水消费焦煤量 (吨)	.	.	.	.	.	.	.	0.751	0.751	0.751
炼焦煤消费量 (亿吨)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

焦煤供需平衡表

- **国内焦煤产量方面，预计焦原煤至2025年达峰后逐步下降。叠加山西长治沁源县发生安全事故，安监趋严。**预计26年全年山西省产量同比减少5%，随后小幅下降；新疆产量维持增长态势；其他省份由于资源枯竭、且无大规模新建矿，预计产量将持续下降。
- **随着近年来加大开采，焦煤品质下降，精煤洗出率大幅下降，**由2020年约44%降至2025年的38.0%，未来趋势预测，未来焦煤洗出率预计将进一步下降至37.5%左右水平。
- **预计未来焦煤进口格局呈现增长的总量趋势。**其中，随着运力的增加，蒙煤主导的格局强化，陆路邻国占比持续提升。我们预计未来3年焦煤进口量维持在1.3亿吨以上。
- **26-28年预计精煤总需求量呈现逐步下降趋势，比供给略少100、300和100万吨，供需呈现紧平衡格局。**

我国焦煤供需测算表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
山西省焦煤原煤产量 (亿吨)	4.63	4.90	5.16	5.57	5.81	6.79	6.32	6.49	6.17	6.04	5.92
增速 (%)	8.02%	5.87%	5.24%	8.00%	4.27%	16.82%	-6.9%	2.7%	-5.0%	-2.0%	-2.0%
新疆焦煤原煤产量 (亿吨)	0.30	0.31	0.41	0.53	0.62	0.73	0.84	0.69	0.76	0.82	0.89
增速 (%)	9.15%	4.74%	32.06%	30.00%	15.86%	18.19%	15.6%	-17.5%	10.0%	8.0%	8.0%
其它省焦煤原煤产量 (亿吨)	5.79	5.56	5.37	5.51	5.37	5.29	5.31	5.48	5.20	4.94	4.70
增速 (%)	-3.49%	-3.82%	-3.41%	2.59%	-2.60%	-1.43%	0.3%	3.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
焦煤原煤产量合计 (亿吨)	10.71	10.77	10.94	11.62	11.79	12.81	12.47	12.66	12.13	11.81	11.51
增速 (%)		0.60%	1.54%	6.17%	1.54%	8.58%	-2.6%	1.5%	-4.2%	-2.7%	-2.6%
洗出率 (%)	40.6%	43.9%	44.4%	42.1%	41.7%	38.3%	37.6%	38.0%	37.7%	37.5%	37.5%
国内焦煤精煤产量 (亿吨)	4.35	4.73	4.86	4.89	4.92	4.90	4.69	4.82	4.57	4.43	4.32
焦煤精煤进口量 (亿吨)	0.64	0.75	0.73	0.55	0.64	1.02	1.22	1.19	1.31	1.34	1.38
进口增速 (%)	-6.4%	15.9%	-2.7%	-24.7%	16.7%	59.7%	19.6%	-2.7%	10.0%	3.0%	3.0%
焦煤精煤供给量 (亿吨)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
理论供需差Δ (亿吨)									-0.01	-0.03	-0.01

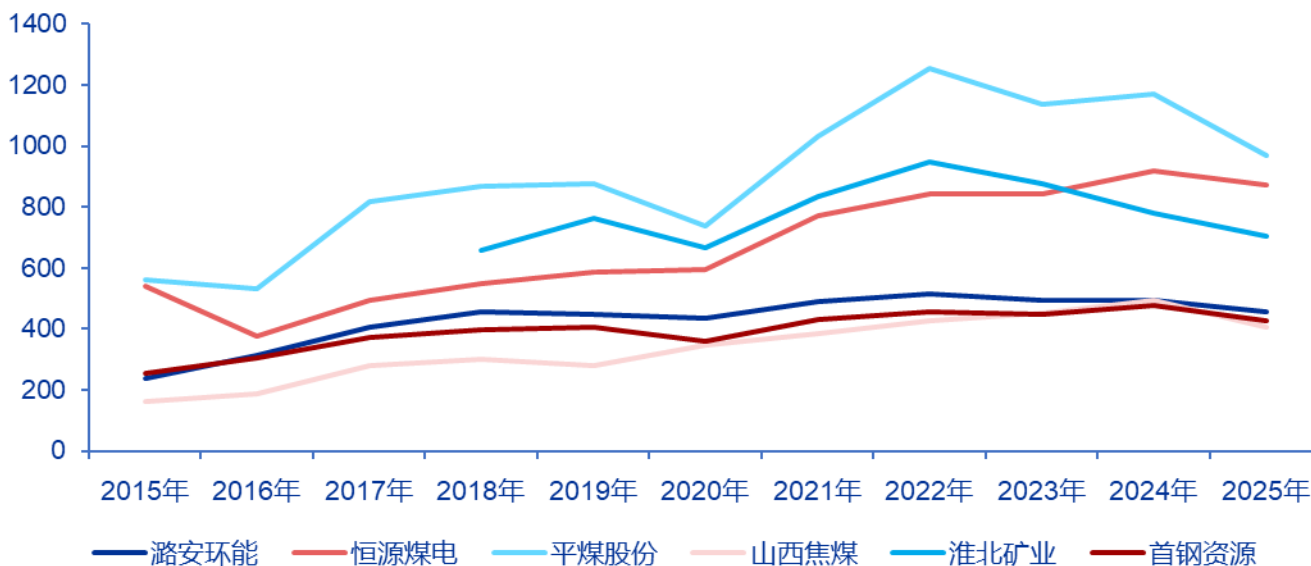
主要内容

1. 海外焦煤资源分布、供给及需求趋势
2. 国内焦煤供给端趋势
3. 国内焦煤需求侧趋势
4. 国内外典型煤企吨煤盈利及股价复盘
5. 投资分析意见与风险提示

国内典型焦煤企业焦煤业务吨煤成本

- **焦煤成本刚性上行，不同企业分化显著。**总体来看，全行业成本呈现长期刚性上升趋势，在2021-2024年能源与安全政策趋严背景下表现更为明显。企业之间成本水平展现不同层次。首钢资源煤层埋藏浅、地质结构稳定，极大降低了开采难度，吨煤成本具备天然优势。平煤股份因地质条件复杂，吨煤成本长期高企。其他焦煤企业成本主要表现为**山西主产区企业相对有优势，华东等区域企业因开采条件及人工成本略高的特征。**
- 2025年整体属于煤价下行周期，行业成本端有所下降，部分企业成本出现见顶回落迹象。但**近年来，伴随煤矿安全与环保相关投入持续增加，人工、材料、动力等成本也持续呈现上升趋势，成本刚性依然存在，预计后续即便在煤价预期走弱的背景下，成本端也难有显著下降。**

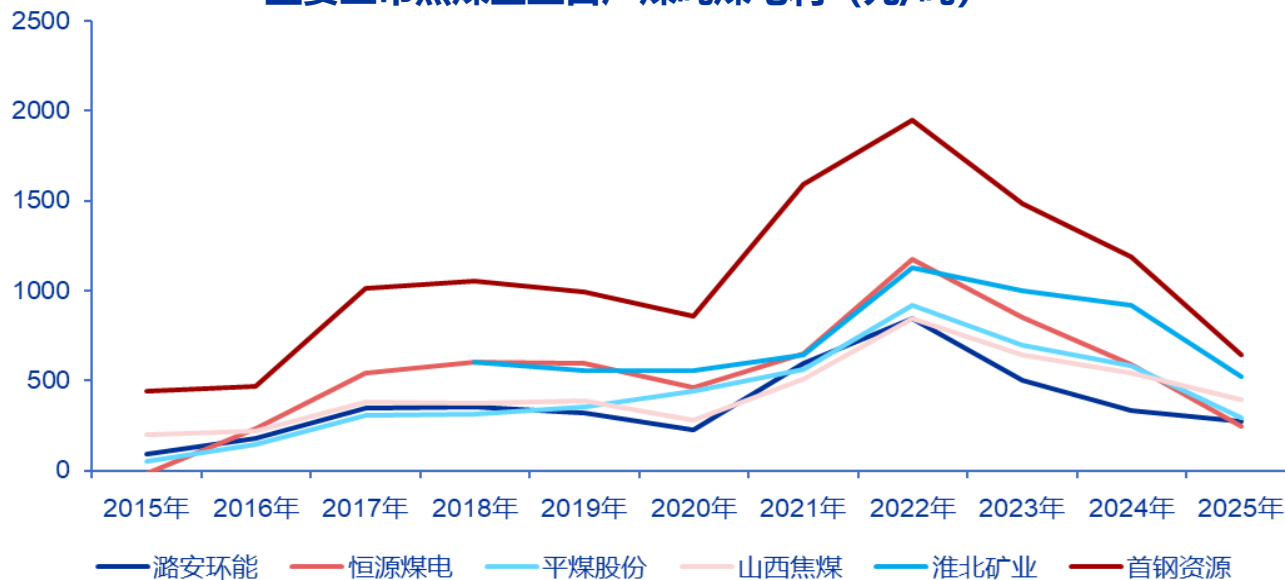
主要上市焦煤企业自产煤吨煤成本（元/吨）



国内典型焦煤企业焦煤业务吨煤盈利

- **典型焦煤企业吨煤毛利呈现显著的周期性波动，与焦煤价格周期高度同步。**2021-2022年在全球能源危机与国内“双碳”目标下，供给端持续收缩，行业毛利达到历史顶峰。随后2023-2025年受制于保供政策持续，焦煤供给边际改善与海外能源紧张环节，进口焦煤对国内价格有所压制，毛利呈现下行趋势。
- **企业资源禀赋决定盈利水平高度。**首钢资源凭借其优质主焦煤稀缺资源，在炼焦配煤中不可或缺，享有较高的价格溢价。其他大型焦煤上市企业毛利区间主要集中在200-500元/吨，由具体资源品类、地理区位等因素共同决定。

主要上市焦煤企业自产煤吨煤毛利（元/吨）



国内焦煤指数复盘

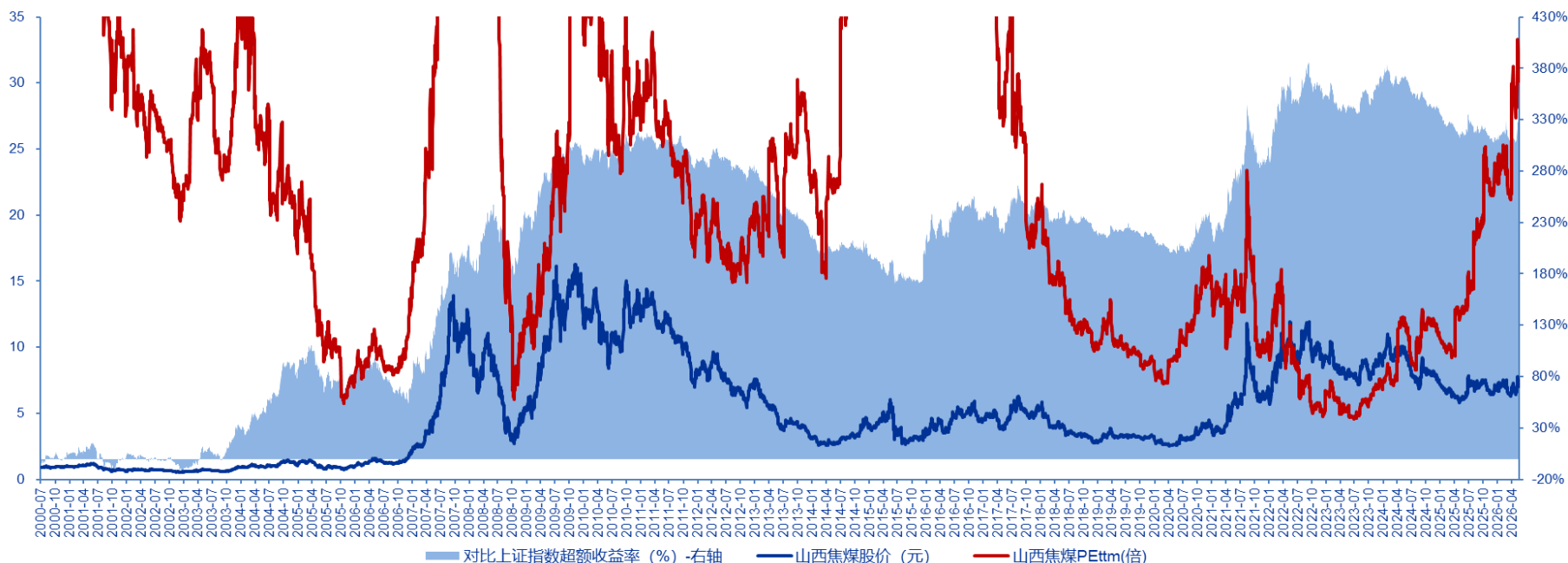
2000年以来申万焦煤指数大部分时间跑赢市场



山西焦煤 (000983.SZ) 股价复盘

- **山西焦煤历史股价最高点出现在2009年下半年**，一方面受益于经济刺激政策、煤价上涨，公司业绩较好，此外，在“四万亿”刺激政策下，市场看好公司下游房地产行业。
- 公司较上证指数累计超额收益率的三个“峰值”分别出现在：08年四万亿刺激政策出台后；2016年“供给侧改革”启动后；2021年以来供给偏紧带来煤价上涨、煤企业绩改善及分红增长。
- **公司的估值PE在2016年供给侧改革以后，大约在15倍左右；随后随着市场对于地产的预期下降，估值在22-23年降至5倍左右，触底低位；而后随着焦煤价格上涨、高股息标的估值提升。2026年以来，随着煤价上涨，叠加5月22日特大安全事故带来的行业安监趋严，至6月，公司估值PE回升至30倍左右。**

山西焦煤股价复盘



MMC: 蒙古国重要的洗选焦煤生产商及出口商

- MMC是蒙古国重要的民营煤企，主产高品质硬焦煤，2010年在香港交易所上市，股票代码00975.HK。MMC在蒙古国南戈壁省塔本陶勒盖煤田拥有两座矿山，分别为Ukhaa Khudag (UHG) 和Baruun Naran (BN) 露天焦煤煤矿。据公司2025年报披露数据，两座煤矿的资源储量分别为3.28亿吨和2.67亿吨，均主产炼焦煤。

表: MMC煤矿资源储量 (百万吨)

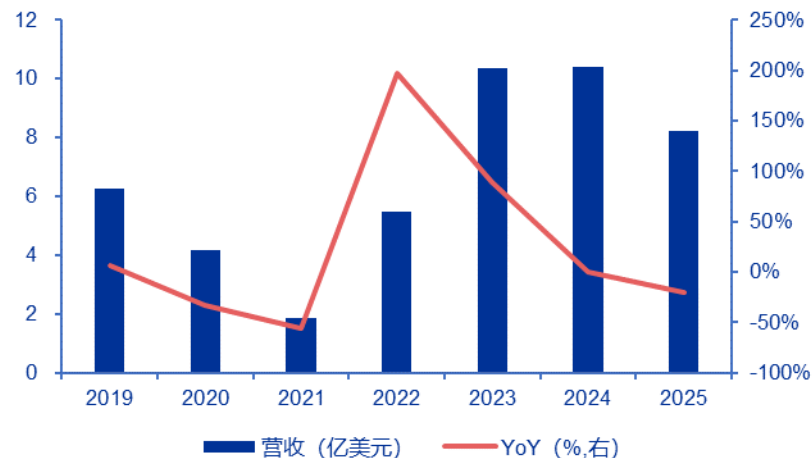
2026/01/01 UHG开采许可证JORC煤炭储量估算 (百万吨)

原煤储量	储量分类		
	证实	预可采	总计
煤炭类别			
焦煤	301	10	311
动力煤	17		17
总计	318	10	328

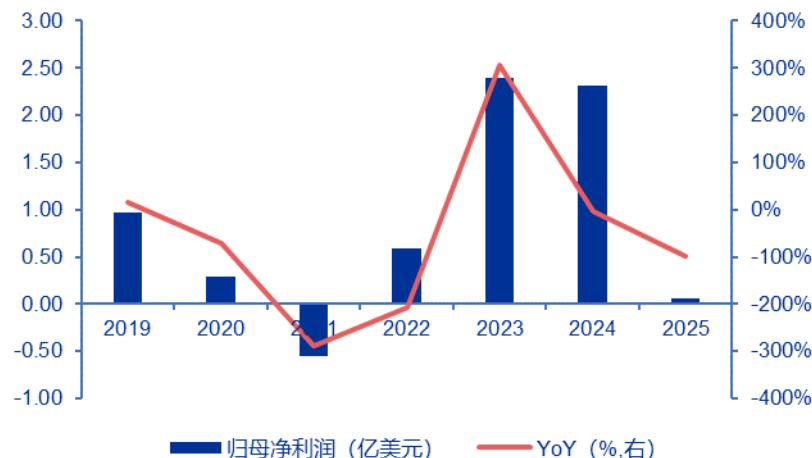
2026/01/01 BN开采许可证JORC煤炭储量估算 (百万吨)

原煤储量	储量分类		
	证实	预可采	总计
煤炭类别			
焦煤	235	23	258
动力煤			
总计	243	24	267

MMC营收情况



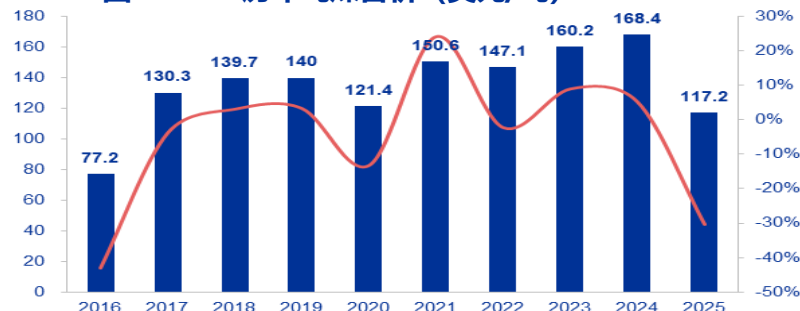
MMC归母净利润情况



MMC: 蒙古国最大的洗选焦煤生产商及出口商

- MMC集团两个矿场在整个年度全面投入运营，产能水平达到约1500万吨/年，**受益于强劲需求及蒙古国至中国跨境物流状况改善，公司25年实现煤炭产品总销量1010万吨，同比增长17%。**
- 2015年，受中国煤炭行业景气度下降，蒙古国煤价承压，公司煤炭产品售价仅为63.2美元/吨（不含中国增值税）。受益于中国供给侧改革，售价自2017年上涨至120美元/吨（不含税）以上。**受益于国内煤价中枢提升，2021年以来公司硬焦煤均价（不含税）逐步提升，至24年增长至168.4美元/吨，创过往新高水平；25年由于供应格局变化与定价方式改变，叠加市场疲软环境，吨煤售价跌至117.2美元/吨，同比减少30%。**
- 由于25年吨煤售价大幅下降，公司毛利空间遭到一定程度侵蚀，**25年公司吨煤成本65.6美元，毛利率44.0%，同比降12.6pct。**

图：MMC历年吨煤售价（美元/吨）



图：MMC历年焦煤总销量（百万吨）



图：MMC历年吨煤成本及吨煤毛利率



蒙古典型焦煤生产企业MMC成本分析

MMC吨煤坑口成本分析测算表

MMC吨煤坑口成本分析 (美元/吨)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
开采成本	19.7	15.5	11.5	13.1	13.7	14.7	14.6	16.7	17.8	18.1	18.8	21.4
可变成本	10.3	7.1	5.1	5.8	6.8	8.1	7.5	8.1	8.9	11.3	11.0	12.6
固定成本	7.1	7.4	5.6	5.9	4.7	4.2	4.4	5.0	5.6	2.8	2.6	3.2
折旧及摊销	2.2	1.0	0.9	1.4	2.2	2.5	2.7	3.5	3.3	4.0	5.3	5.6
特许权使用费及费用	3.9	3.7	6.3	6.6	7.5	7.3	6.4	14.3	18.7	12.1	9.2	4.8
加工成本	4.9	5.8	4.4	5.3	4.6	4.8	4.8	4.8	5.2	4.6	4.8	5.6
可变成本	1.9	2.3	1.7	1.5	1.6	1.7	1.7	1.4	1.9	1.9	2.0	2.2
固定成本	0.6	1.2	0.5	0.4	0.5	0.8	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.8
折旧及摊销	2.4	2.3	2.2	3.4	2.5	2.7	2.5	2.7	2.5	1.7	1.6	1.6
其他成本	17.9	50.0	40.1	17.1	25.3	25.0	25.8	27.3	27.4	11.9	22.8	18.3
矿场管理成本	2.4	4.2	4.0	3.2	3.4	4.2	4.6	6.8	5.6	2.8	3.5	3.7
其他	15.5	45.8	36.1	13.9	21.9	20.9	21.2	20.5	21.8	9.1	19.3	14.6
吨煤成本合计	46.4	75.0	62.3	42.1	51.2	51.8	51.6	63.1	69.1	46.7	55.6	50.1

MMC吨煤坑口成本分析 (人民币, 元/吨)

单位成本 (人民币/吨)	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
平均美元兑人民币汇率	6.14	6.23	6.64	6.75	6.62	6.90	6.90	6.45	6.73	7.05	7.20	7.19
开采成本	121	97	76	88	91	101	101	108	120	128	135	154
可变成本	64	44	34	39	45	56	52	53	60	80	79	91
固定成本	44	46	37	40	31	29	30	32	38	20	19	23
折旧及摊销	14	6	6	10	14	17	18	23	22	28	38	40
特许权使用费及费用	24	23	42	45	50	50	44	92	126	86	66	34
加工成本	30	36	29	36	30	33	33	31	35	32	35	40
可变成本	12	14	11	10	11	12	11	9	13	13	14	16
固定成本	4	7	3	3	3	6	4	4	6	7	9	13
折旧及摊销	15	14	15	23	17	19	18	17	17	12	11	12
其他成本												
合计	285	467	414	284	339	358	356	407	465	329	401	360

主要内容

1. 海外焦煤资源分布、供给及需求趋势
2. 国内焦煤供给端趋势
3. 国内焦煤需求侧趋势
4. 国内外典型煤企吨煤盈利及股价复盘
5. 投资分析意见与风险提示

关键结论与投资分析意见

- **供给端整体趋紧，产能增长乏力。需求端具备较强韧性，下行空间有限，因此看好焦煤价格上涨。**

- **投资分析意见：**
 - ✓ 推荐弹性焦煤标的**山西焦煤、淮北矿业、潞安环能**，建议关注**恒源煤电**。
 - ✓ 看好动力煤价格上涨，建议关注成长性标的**特变电工、晋控煤业、华阳股份、新集能源、淮河能源**；
 - ✓ 推荐稳定经营高分红高股息标的**陕西煤业**，建议关注**鄂尔多斯**；
 - ✓ 推荐煤化工业务盈利提升带来公司业绩改善的**兖矿能源、中煤能源**，建议关注**中国旭阳集团**。

投资分析意见

焦煤重点公司业绩弹性测算表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	精煤产量 (万吨)			股价	吨净利 (元)			归母净利润 (亿元)			26E煤价涨跌后对应的归母净利润 (亿元)				2026/6/16	26E煤价涨跌后对应的PE			
					2024A	2025A	2026E		2024A	2025A	2026E	煤价-2022元/吨	1513	1626	-100	+100	+400	+800	PE	-100	+100	+400	+800
															1513	1739	2078	2530	2026E	1513	1739	2078	2530
601699.SH	潞安环能	523	5060	4629	2072	2157	2224	17.50	129.41	56.09	173.49	24.50	11.15	35.30	20.04	48.80	89.31	143.33	15	26	11	6	4
600985.SH	淮北矿业	418	3280	3032	1054	953	1053	15.53	508.74	171.21	344.37	48.55	15.06	33.52	27.06	39.98	59.36	85.20	12	15	10	7	5
000983.SZ	山西焦煤	392	3780	3435	1637	1682	1893	6.91	208.94	78.56	141.94	31.08	12.01	24.41	13.00	35.83	70.07	115.73	16	30	11	6	3
601666.SH	平煤股份	216	3203	2971	1196	1038	1310	8.75	214.12	23.98	126.00	22.83	2.31	15.31	7.25	23.37	47.57	79.83	14	30	9	5	3

投资分析意见

重点公司估值表 (元/股, 亿元, 元, 倍)

代码	公司	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB lf
		2026/6/16		25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
601225.SH	陕西煤业	24.40	2366	1.73	2.12	2.23	2.30	14	12	11	11	2.3
600188.SH	兖矿能源	20.82	2090	0.84	1.77	1.85	1.96	25	12	11	11	2.7
601898.SH	中煤能源	14.35	1903	1.35	1.56	1.63	1.67	11	9	9	9	1.2
601699.SH	潞安环能	17.50	523	0.37	1.18	1.32	1.46	47	15	13	12	1.1
000983.SZ	山西焦煤	6.91	392	0.21	0.51	0.56	0.61	33	14	12	11	1.1
600348.SH	华阳股份	8.58	310	0.43	0.66	0.73	0.78	20	13	12	11	1.1
600985.SH	淮北矿业	15.53	418	0.56	1.24	1.58	1.68	28	12	10	9	1.0
600546.SH	山煤国际	12.72	252	0.59	1.11	1.20	1.31	22	11	11	10	1.5
002128.SZ	电投能源	24.95	737	2.42	2.56	2.73	2.88	10	10	9	9	1.6
601666.SH	平煤股份	8.75	216	0.09	0.49	0.59	0.70	94	18	15	13	1.0
601001.SH	晋控煤业	19.59	328	1.09	1.45	1.58	1.72	18	14	12	11	1.7
600089.SH	特变电工	24.11	1218	1.16	1.55	1.88	3.32	21	16	13	7	1.7
600123.SH	兰花科创	6.72	99	-0.37	0.29	0.47	0.63	/	23	14	11	0.7
600740.SH	山西焦化	3.68	94	0.03	0.27	0.32	0.38	114	13	11	10	0.6
600971.SH	恒源煤电	7.45	89	-0.16	0.42	0.59	0.87	/	18	13	9	0.8
601918.SH	新集能源	9.45	245	0.83	0.90	0.96	0.99	11	10	10	10	1.4
600508.SH	上海能源	12.69	92	0.31	0.90	0.95	1.11	41	14	13	11	0.7
平均								34	14	12	10	1.3

资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：陕西煤业、兖矿能源、中煤能源、潞安环能、山西焦煤、淮北矿业、特变电工盈利预测来自申万研究，其余来自万得一致预期。

风险提示

- **1、宏观经济超预期下滑，煤炭需求低于预期：**焦煤需求和宏观经济发展密切相关。若房地产行业持续低迷，钢材消费将进一步受挫，抑制焦煤需求，直接影响焦煤供需关系。
- **2、国际煤炭需求大幅下滑，焦煤进口量超预期增长：**国际煤炭需求旺盛、国际煤价高位运行，则导致国际国内价格倒挂，抑制进口量。若国际用煤需求大幅下滑，则会导致国际煤价下跌，进口量进一步增加的情况下预计增加煤价下跌风险。
- **3、国内安监政策波动：**安全事故可能引发区域性停产整顿，导致短期供应收紧，但长期影响能力存在不确定性。



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

严天鹏
yantp@swsresearch.com