长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



行业研究丨深度报告丨煤炭与消费用燃料

# 云开月明

## ——煤炭行业 2026 年度中期投资策略

请阅读最后评级说明和重要声明

## 报告要点

上半年煤炭周期反转，板块累计涨幅一度处于全行业前三，但近一个月煤炭板块回撤幅度较大，除了风格扰动影响外，市场对煤炭或也存在诸多担忧。具体来看：1）长期：一是能源重估是否还有意义？二是未来煤价中枢是否再度面临大幅回落？2）短期：核心矛盾在于下半年煤价能否上涨，担忧主要集中在①来水偏丰是否压制旺季火电出力？②原油价格回落，国内煤化工需求转弱？③迎峰度夏保供是否导致安监宽松引发供给增量？④海外煤价下滑，进口增加导致供给宽松？⑤港口煤价高位，疆煤外运供给放量？本篇报告基于煤炭行业长期逻辑及短期视角测算，将对以上问题一一回应。我们认为，站在当前时点，煤炭板块中长期配置窗口或正在打开。

## 分析师及联系人




肖勇

SAC：S0490516080003

SFC：BUT918



赵超

SAC：S0490519030001

SFC：BUY139



叶如祯

SAC：S0490517070008



庄越

SAC：S0490522090003



韦思宇

SAC：S0490524120007



宋楚

煤炭与消费用燃料

# 云开月明
# ——煤炭行业 2026 年度中期投资策略

丨证券研究报告丨

2026-07-07

行业研究丨深度报告

投资评级 看好丨维持

## 引言：分歧再审视，选择愈坚定

上半年煤炭周期反转，板块累计涨幅一度处于全行业前三，但近一个月煤炭板块回撤幅度较大，除了风格扰动影响外，市场对煤炭或也存在诸多担忧。**具体来看：1）长期：**一是能源重估是否还有意义？二是未来煤价中枢是否再度面临大幅回落？**2）短期：**核心矛盾在于下半年煤价能否上涨，担忧主要集中在①来水偏丰是否压制旺季火电出力？②原油价格回落，国内煤化工需求转弱？③迎峰度夏保供是否导致安监宽松引发供给增量？④海外煤价下滑，进口增加导致供给宽松？⑤港口煤价高位，疆煤外运供给放量？**本篇报告基于煤炭行业长期逻辑及短期视角测算，将对以上问题一一回应。我们认为，站在当前时点，煤炭板块中长期配置窗口正在打开。**

## 长期研判：能源重估启程

**国内能源重估的本质，并不在于一次地缘冲突的短期催化，而是基于三个结构性因素的叠加。1）能源安全日益重要：**逆全球化深化背景下，民族资源主义盛行，全球能源供给从"相对充裕"转入"结构性动荡"，低价能源时代或面临终结，这构成国内能源重估的外部驱动力。**2）煤炭周期扁平化：**供给端，双碳目标下产能扩张意愿不足，上市公司煤矿增量性资本开支占比持续回落；资源枯竭加速，山西约 22%产能在 20 年内存在枯竭问题；安监长期趋严。需求端，到 2030 年即使实现非化石能源发电占比 50%目标，国内实际发电耗煤量或许仍未达峰；煤化工耗煤维持较高增速，或成为中长期需求韧性关键驱动。**3）成本刚性抬升：**近 10 年煤炭企业单位成本涨幅近 50%，2024 年样本企业加权吨煤销售成本 300 元/吨、完全成本 380 元/吨，2015-2024 年 CAGR 均达 4%左右，累计增长约 47%，支撑煤价中枢底部抬升。

## 展望下半年：煤价或仍能上涨

**供需缺口或进一步打开，煤价有望进一步上涨。1）需求端：**火电维持高增速，即使 2026 年水电利用小时数达到历史最高水平，火电仍有+2.6%增速；若水电为近五年均值，火电增速维持 3%水平。7 月南方梅雨结束后日耗旺季来临，当前二十五省电厂库存处于过去三年以来最低位，补库空间释放有望刺激煤价弹性。化工耗煤维持高位稳定，美伊冲突前后同比增速均在 9%左右，油价回落影响有限。**2）供给端：**迎峰度夏保供属常规工作安排，并非安监放松信号，5 月底山西沁源特大事故后安监逐步升级，重点区域煤矿超产能力或面临永久性丧失。进口方面，2026 年 1-5 月进口印尼动力煤同比-6.7%，蒙煤同比+63%但运能受限，疆煤供给弹性约 457~2551 万吨，难对冲主产区减量。**3）供需平衡与空间：**下半年供需偏紧延续下，煤价中枢确定性抬升。此外，电价上涨通道确立，假设电价回升至 2025 年水平，电厂报表端盈亏平衡线对应港口煤价 959 元/吨，现金流盈亏平衡线对应 1153 元/吨，或打开煤价上行空间。

## 投资策略：位置优异，弹性可期

**当前煤炭板块处于多重低位，配置价值凸显。板块估值具备安全边际，并且扣除现金后 PE 进一步下降，投资性价比打开。**落地投资，重点布局三条主线：主线一，受益于煤价抬升弹性与增量成长，重点推荐兖矿/力量/昊华/晋控，焦煤推荐淮矿/平煤/山焦；主线二，受益于能源重估与安全溢价，重点推荐神华/陕煤/中煤；主线三，受益于电价-煤价联动，重点推荐新集。

## 风险提示

1、经济承压形势下，下游需求存在不确定性；2、外部因素影响下，煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险；3、进口煤增量较大风险；4、行业新增产能较大风险。

**市场表现对比图(近 12 个月)**




资料来源：Wind

**相关研究**

- 《印尼进口配额放松对中国进口影响几何？》2026-07-05
- 《煤价回调是"假摔"还是"真跌"？》2026-06-28
- 《煤炭"错杀"了吗？——三大担忧拆解》2026-06-21

更多研报请访问
长江研究小程序

# 目录

引言：分歧再审视，选择愈坚定 ..... 6
长期研判：能源重估启程 ..... 10
外部视角：逆全球化深化，能源安全日益重要 ..... 10
内部视角：周期扁平化+成本刚性上涨，煤价中枢抬升 ..... 12
展望下半年：煤价或仍能上涨 ..... 18
需求：火电维持高增速，化工耗煤高位稳定 ..... 18
供给：安监强度短期难降温，进口增量亦有限 ..... 19
供需平衡：下半年供需缺口延续，煤价中枢确定性抬升 ..... 25
节奏&空间：下游库存低位，电价上涨打开煤价空间 ..... 27
投资策略：位置优异，弹性可期 ..... 29
当前煤炭板块处于什么位置? ..... 29
落地投资：底部反转攻守兼备，重视低位布局良机 ..... 31
风险提示 ..... 32

# 图表目录

图 1：近一个月煤炭板块累计涨跌幅回撤明显（截止 6/30） ..... 6
图 2：近一个月煤炭板块跌幅高于银行/交运/公用（截止 6/30） ..... 7
图 3：当前市场对煤炭存在的长期&短期担忧 ..... 7
图 4：历史数据来看煤价与行业盈利呈现明显正相关，预计 Q2 行业盈利大概率同环比均转正 ..... 8
图 5：动力煤上半年权益&商品复盘（截止 6/30） ..... 8
图 6：焦煤上半年权益&商品复盘（截止 6/30） ..... 9
图 7：国内能源重估的本质在于能源安全、周期扁平化、成本刚性抬升共同支撑 ..... 10
图 8：能源重估框架 ..... 11
图 9：煤炭行业固定投资额当前实际处于周期高位 ..... 12
图 10：新核准产能的吨产能投资金额逐年提升 ..... 12
图 11：近年上市煤炭公司资本开支多集中在配套性业务、下游延伸项目等领域 ..... 12
图 12：近年上市煤炭公司资本开支中的煤炭增量性开支占比整体持续下降（单位：亿元） ..... 12
图 13：山西省煤矿可采年限&煤种分布（万吨） ..... 13
图 14：自 2025 年下半年以来，超产核查实现了对国内煤炭供给弹性的收敛 ..... 14
图 15：测算下来到 2030 年即使实现非化石能源发电占比 50%目标，国内实际发电耗煤量或许仍未达峰，仍较 2025 年有 9%的累计增长空间 ..... 14
图 16：得益于新兴产业用电增长，有希望进一步对冲地产基建等周期下行行业用电回落趋势，保持用电总量增长韧性 ..... 15
图 17：过去几年受益于新建产能投产，化工耗煤量维持较高增速 ..... 15
图 18：化工耗煤不在能耗双控范畴管制 ..... 15
图 19：我国部分新建煤化工项目统计（分产品，单位：万吨/年&亿方/年） ..... 16
图 20：2024 年样本企业加权吨煤销售成本为 300 元/吨，同比-2% ..... 17

图 21：加权吨煤销售成本来看，上市公司相较发债集团成本更稳定.....17
图 22：2024 年样本企业加权吨煤完全成本为 380 元/吨，同比-3%.....17
图 23：加权吨煤完全成本来看，上市公司相较发债集团成本更稳定.....17
图 24：来水丰沛下火电增速测算来看，即使 26 年水电利用小时数达到历史最高水平，后续火电仍有+2.6%增速...18
图 25：近期国内气温低于同期.....18
图 26：26-27 年预计新增装机量较 25 年回落（单位：万千瓦）.....18
图 27：6 月以来煤炭日耗水平同比相对偏弱（单位：万吨/天）.....19
图 28：当前煤炭库存可用天数水平仍相对充裕（单位：天）.....19
图 29：煤化工耗煤同比增速在美伊前后并未有明显变动.....19
图 30：地方政府、发改委、应急管理部三方制约下的动力煤供给.....20
图 31：2000 年以来，大部分典型安监事件后产量同比增速收敛且环比下降，煤价震荡上行，其中法律常态化型安监影响更显著.....20
图 32：事故后安监影响逐步升级.....21
图 33：事故后山西焦煤产能利用率明显回落.....22
图 34：停产测算依据（样本→山西→全国）.....22
图 35：23 年作为表外预计产量最少的年份，假设 23 年表外产量为 0，则 25 年表外或至少有 821 万吨产量.....23
图 36：如果焦煤/焦炭比例为 1.3，则倒算 25 年国内焦煤或存在 5471 万吨表外供给.....23
图 37：近期国内高频海运煤进口数据增长较多.....24
图 38：2026 年 1~5 月进口印尼动力煤同比-6.7%.....24
图 39：2026 年 1~5 月进口蒙古国焦煤同比+63.2%.....24
图 40：超产管控常态化，疆煤产能利用率系统性下降.....25
图 41：测算 2026 年疆煤供给弹性约 457~2551 万吨，或难对冲主产区减量（单位：万吨）.....25
图 42：中性假设下，2026 年动力煤供需缺口 2130 万吨，同比由宽松转紧缺，煤价中枢抬升确定性较高.....26
图 43：中性假设下，2026 年焦煤缺口为 1039 万吨，同比缺口放大.....27
图 44：二十五省电厂库存均处于过去三年以来最低位（单位：万吨）.....28
图 45：欧洲 ARA 煤炭库存分位处于过去 5 年最低位.....28
图 46：广东发电侧日前加权平均电价(单位:元/兆瓦时).....28
图 47：山东发电侧日前平均电价(单位:元/兆瓦时).....28
图 48：假设电价回升至 25 年水平即回升约 4 分钱，电厂报表端盈亏平衡线对应港口煤价 959 元/吨，现金流盈亏平衡线对应港口煤价 1153 元/吨.....28
图 49：截止 6/30，十年期国债仅为 1.7%.....29
图 50：截止 6/30，主流高分红煤企股息率均在 5%+.....29
图 51：截止 6/30，当前煤炭板块的股息率（TTM）为 4.9%，位于 32 个行业中第 2.....29
图 52：主要煤炭公司 2026 年业绩敏感性测算.....30
图 53：扣除现金后 PE 进一步下降，空间可期.....30
图 54：主要煤炭公司投资特征四象限一览图.....31

表 1：逆全球化背景下，近年全球民族资源主义事件层出不穷.....11
表 2：应急管理部 5 月 28 日发布修订后的《煤矿重大事故隐患判定标准》，涉及瓦斯超限作业等 17 个方面，由之前的 15 类增至17 类.....13
表 3：基于山西产能利用率下降推算全国减量.....22

# 引言：分歧再审视，选择愈坚定

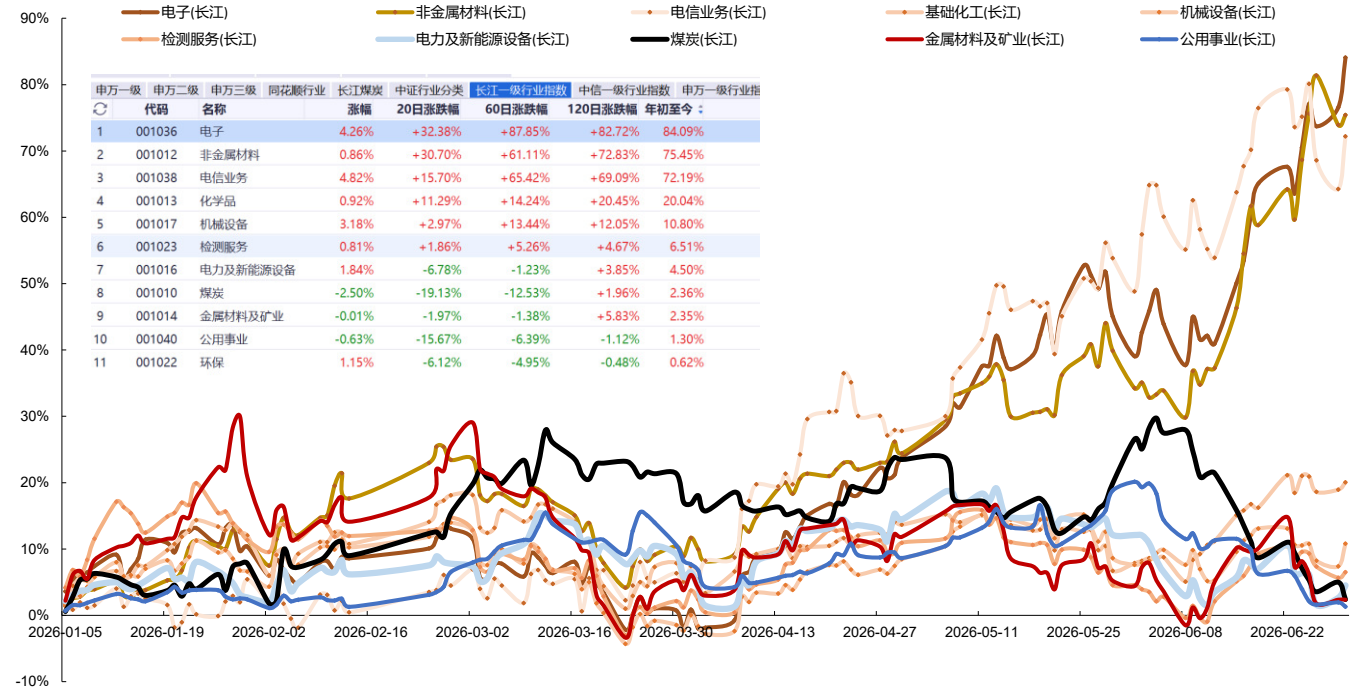
**悲观情绪集中释放，煤炭板块回调消化。**截止 6/30，煤炭（长江）年初至今上涨 2.4%，近一个月煤炭板块回撤幅度较大，明显超过银行/公用等板块，或说明除了市场风格扰动影响外，煤炭行业自身或也存在诸多担忧。具体来看：

1） **长期：**一是，若地缘冲突引发的能源安全溢价随着事态缓和退潮，能源重估是否还有意义？二是，远期国内供需展望来说，双碳&新能源对煤炭需求预期压制以及供给远期放量，未来煤价中枢或再度面临大幅回落？

2） **短期：**核心矛盾在于下半年煤价能否上涨，担忧主要集中在①来水偏丰是否压制旺季火电出力？②原油价格回落，国内煤化工需求转弱？③迎峰度夏保供是否导致安监宽松引发供给增量？④海外煤价下滑，进口快速增加导致供给宽松？⑤港口煤价高位，疆煤外运供给放量？

本篇报告基于煤炭行业长期逻辑，兼顾短期视角下的量化测算，将对以上问题一一作出回应。最后本文结论是：**站在煤炭年中大跌时点，Q2 煤价涨价确认盈利改善下，我们认为当前板块中长期配置窗口正在打开。长期来看，逆全球化深化，民族资源主义盛行，全球能源供给从“相对充裕”转入“结构性动荡”，低价能源时代或面临终结，这构成国内能源重估的外部驱动力，而国内长期供需在煤电基石地位稳固、供给长期增量有限约束下有望延续偏紧平衡，伴随成本刚性抬升，煤价中枢或维持高位。短期来看，火电需求保持韧性增长、煤化工需求维持较高增速、产地安监约束供给持续以及进口&疆煤增量空间预计仍相对有限，下半年煤价有望再度上涨，看好板块后续投资机会。**

图 1：近一个月煤炭板块累计涨跌幅回撤明显（截止 6/30）

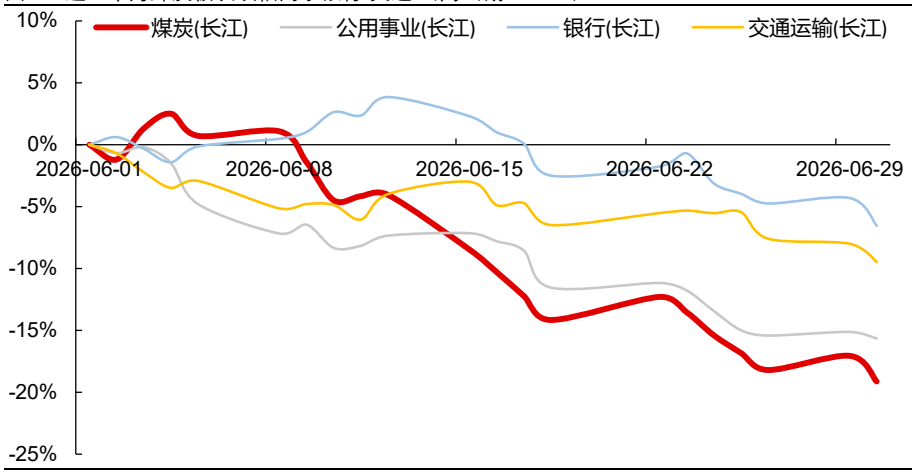



| 申万一级 | 申万二级 | 申万三级 | 同花顺行业 | 长江煤炭 | 中证行业分类 | 长江一级行业指数 | 中信一级行业指数 | 申万一级行业指 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|

| | 代码 | 名称 | 涨幅 | 20日涨跌幅 | 60日涨跌幅 | 120日涨跌幅 | 年初至今 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 001036 | 电子 | 4.26% | +32.38% | +87.85% | +82.72% | 84.09% |
| 2 | 001012 | 非金属材料 | 0.86% | +30.70% | +61.11% | +72.83% | 75.45% |
| 3 | 001038 | 电信业务 | 4.82% | +15.70% | +65.42% | +69.09% | 72.19% |
| 4 | 001013 | 化学品 | 0.92% | +11.29% | +14.24% | +20.45% | 20.04% |
| 5 | 001017 | 机械设备 | 3.18% | +2.97% | +13.44% | +12.05% | 10.80% |
| 6 | 001023 | 检测服务 | 0.81% | +1.86% | +5.26% | +4.67% | 6.51% |
| 7 | 001016 | 电力及新能源设备 | 1.84% | -6.78% | -1.23% | +3.85% | 4.50% |
| 8 | 001010 | 煤炭 | -2.50% | -19.13% | -12.53% | +1.96% | 2.36% |
| 9 | 001014 | 金属材料及矿业 | -0.01% | -1.97% | -1.38% | +5.83% | 2.35% |
| 10 | 001040 | 公用事业 | -0.63% | -15.67% | -6.39% | -1.12% | 1.30% |
| 11 | 001022 | 环保 | 1.15% | -6.12% | -4.95% | -0.48% | 0.62% |

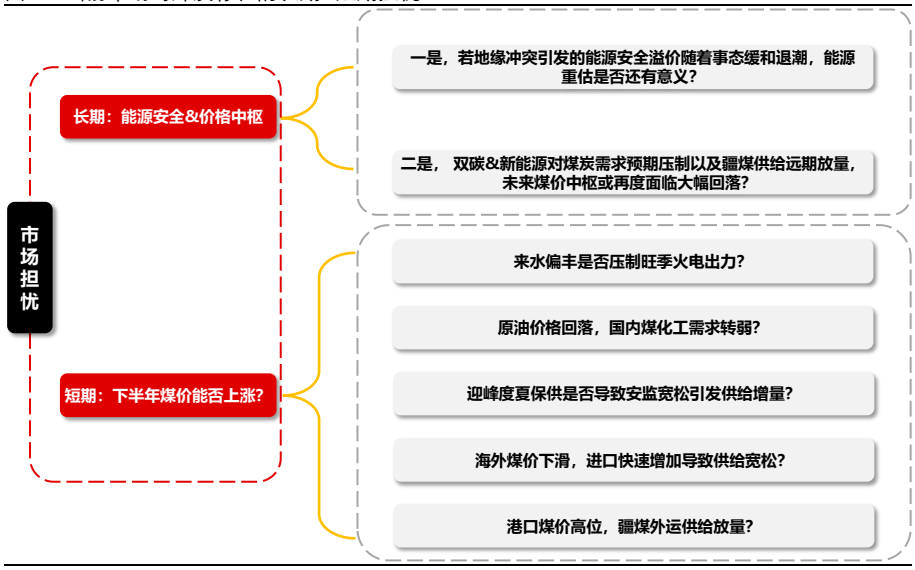
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：近一个月煤炭板块跌幅高于银行/交运/公用（截止 6/30）




资料来源：Wind，长江证券研究所

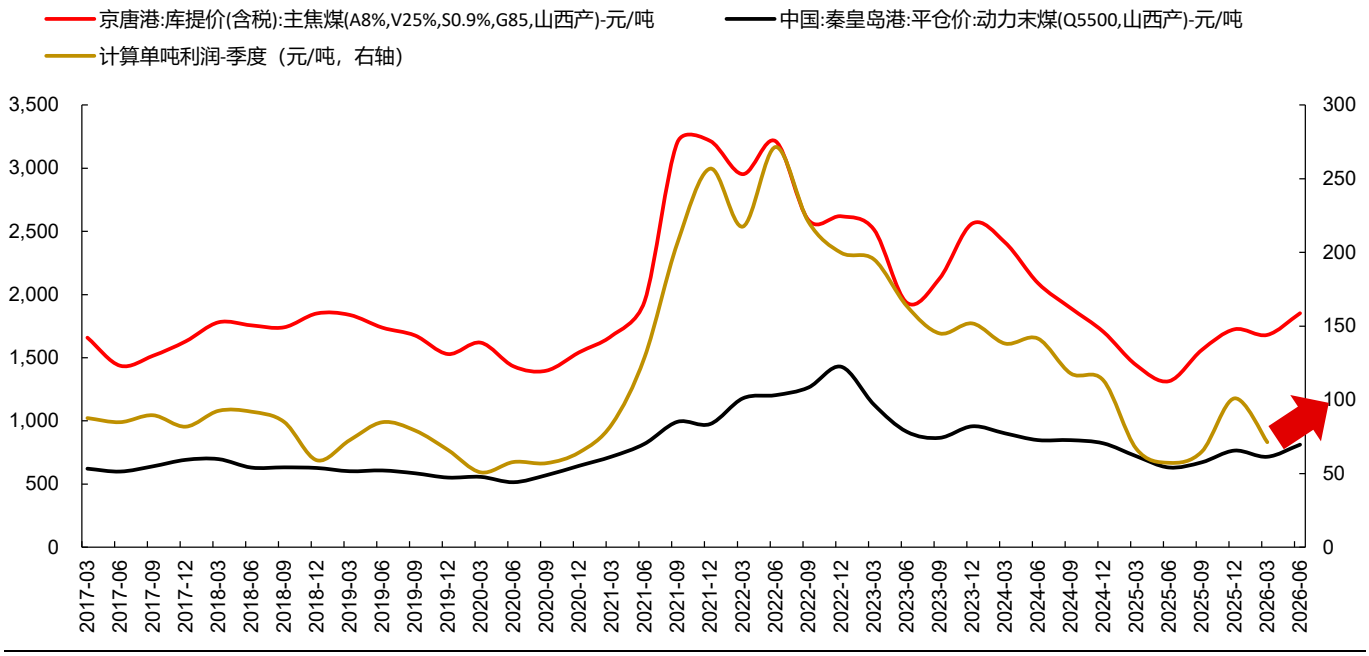
图 3：当前市场对煤炭存在的长期&短期担忧




资料来源：长江证券研究所

**上半年煤价中枢提升，Q2 煤炭行业盈利确定性改善。**从煤价趋势上看，动力煤月度价格 1 月以来持续上行；焦煤价格 1、2 月回落，但 3 月后稳步上行。截止 6/30，动力煤 Q2 均价 821 元/吨，同比+189 元/吨（+29.9%），环比+104 元/吨（+14.5%）；焦煤 Q2 均价 1853 元/吨，同比+537 元/吨（+40.9%），环比+171 元/吨（+10.2%）。拟合国家统计局披露煤炭行业利润来看，煤价与行业盈利呈现明显正相关，因此预计 Q2 煤价明显改善下，煤炭行业盈利也大概率出现修复。

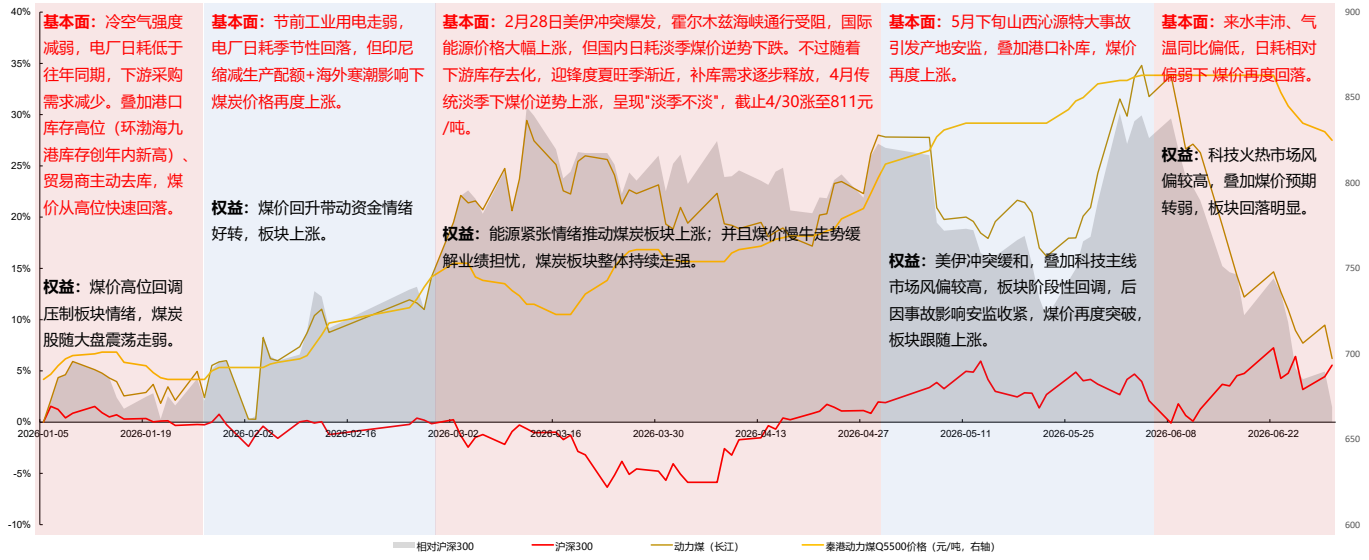
图 4：历史数据来看煤价与行业盈利呈现明显正相关，预计 Q2 行业盈利大概率同环比均转正




资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

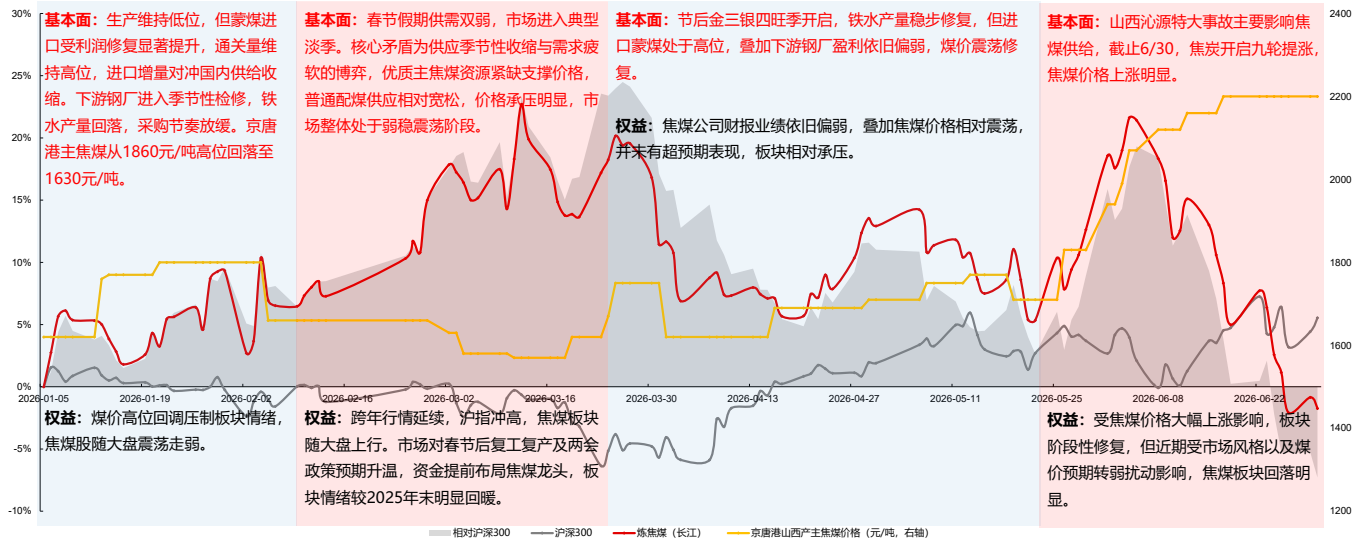
**复盘来看，上半年板块受市场行情、美伊冲突反复以及煤价预期情绪影响，整体呈现震荡运行。**

图 5：动力煤上半年权益&商品复盘（截止 6/30）




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：焦煤上半年权益&商品复盘（截止 6/30）




资料来源：Wind，长江证券研究所

# 长期研判：能源重估启程

目前市场对能源重估首要担忧，是美伊冲突缓解之后，国内能源安全的地缘溢价会不会彻底退潮。我们认为，国内能源重估的本质，并不在于一次地缘冲突的短期催化，而是基于三个结构性因素的叠加：

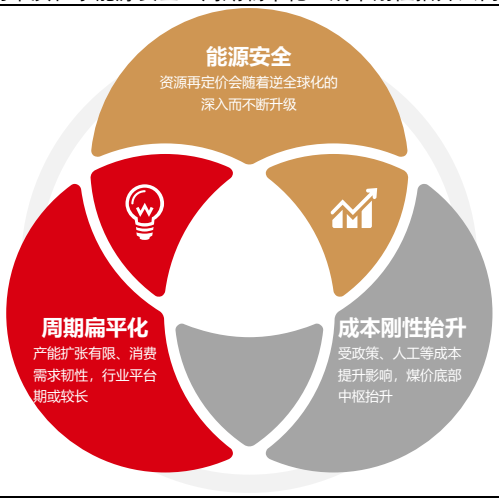
**1）能源安全日益重要：**能源安全是长期战略，资源再定价会随着逆全球化的深入而不断升级；

**2）煤炭周期扁平化：**长期资本开支有限&资源枯竭&安监强化约束，以及火电能源基石地位稳固，行业久期或拉长，并且中长期煤炭供需维持平衡甚至偏紧，煤价有望高位维持；

**3）行业成本刚性抬升：**过去十年国内煤炭行业成本经历了充分上移，支撑煤价中枢底部抬升。

而对以上三条结构性因素的判断，都不取决于美伊冲突是否持续。

图 7：国内能源重估的本质在于能源安全、周期扁平化、成本刚性抬升共同支撑




资料来源：长江证券研究所

# 外部视角：逆全球化深化，能源安全日益重要

**外部来看，逆全球化持续深化背景下，民族资源主义日益盛行，全球能源供给进入动荡阶段，能源安全重要性日益提升，这是国内能源重估的重要外部驱动力。**随着世界格局趋于动荡，如俄乌战争、美伊冲突等地缘事件频发，逆全球化日益加剧，战略资源愈发重要，由此近年来部分资源国家陆续出现对于本国资源品出口的相关限制政策，从金属矿产中具备高度集中特征及高加工附加值的钴/镍，再到出现印尼收拢煤炭/棕榈油等能源大宗品类的出口，均能印证。但即使美伊冲突缓和，海峡再度通航，能源类资源保护主义是否就会消失？答案或仍为否。首先，美伊冲突不论从实际生产基础设施还是主观资源把控意愿都收紧了原油本身供给预期，叠加后续战略补库需求释放，油价中枢或仍有望维持中高位置；其次，即使油价中枢回落，考虑到国内煤化工用煤的稳定增长、亚洲地区日韩煤电需求减量较为有限、低库存支撑下的补库刚性依旧，预计煤价受负向影响可控，并且印尼生产配额减量+收紧出口下，整体煤炭供需仍维持向好；最后，美伊冲突标志着逆全球化加剧，地缘风险带来的能源安全问题长期存在，同时，输入式通胀

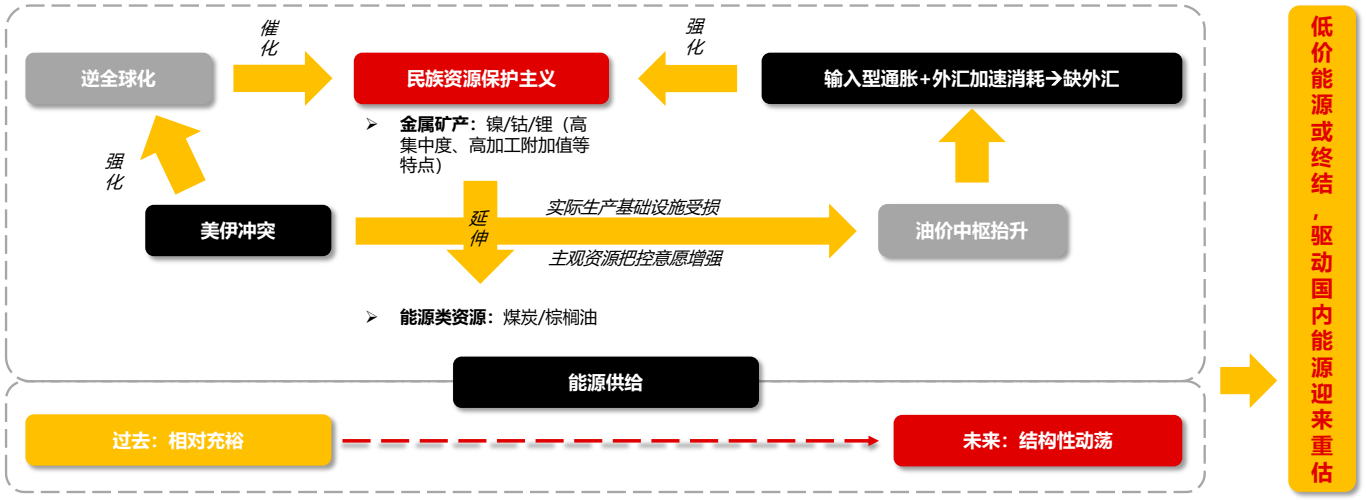
倒逼资源国强化对本国资源管控力度。**由此，我们认为，全球能源供给将从“相对充裕”转入“结构性动荡”，低价能源时代或面临终结，这构成国内能源重估的外部驱动力。**

表 1：逆全球化背景下，近年全球民族资源主义事件层出不穷

| 所在区域 | 国家 | 主要品种 | 时间 | 相关事件内容梳理 |
|---|---|---|---|---|
| 非洲 | 刚果（金） | 钴 | 2025 年 | 2025 年 2 月起暂停钴产品出口，同年 10 月解除禁令但转为出口配额制度。 |
| | 津巴布韦 | 锂 | 2026 年 | 从“禁原矿”到“禁精矿”，锁定本地化加工。2026 年 2 月起暂停原矿及锂精矿出口；2026 年 5 月发布《矿产分类与宣言》，将锂、镍、钴、石墨等 14 种矿产列为“关键矿产”，石灰石、钾盐等列为“战略矿产”，全面推行国家持股和出口管制。 |
| | 几内亚 | 铝土矿 | 2025/2026 年 | 2025 年上调铝土矿出口关税并吊销多家矿权；2026 年计划出台针对铝土矿出口的管制改革措施，管控铝土矿出口，以提振这一矿产的价格。 |
| 南美 | 智利 | 铜/锂 | 2023/2026 年 | 2023 年推出的《国家锂战略》强化国家参与度以及面向大型铜矿企业的矿业特许权税；2026 年 1 月，智利政府正式发布国家关键矿产战略（简称战略），将 14 种矿产（铜、锂、钼、铼、钴、稀土、锑、硒、碲、金、银、铁矿石、硼及碘）列为关键矿产，旨在全球关键矿产竞争中抢占先机。 |
| 亚洲 | 印尼 | 镍/煤炭 | 2014/2025/2026 年 | 2014 年首次禁止镍原矿出口；2025 年 2 月，印尼国会通过《矿产和煤炭矿业法》修正案，核心在于强化国家对矿产资源的控制力；2026 年，镍矿&煤炭的年配额大幅下调，5 月印尼总统宣布所有战略性自然资源大宗商品的出口销售，包括棕榈油、煤炭、铁合金，必须通过政府指定的国有企业实行单一窗口统一管理。 |

资料来源：SMM，Mysteel，中国有色网，河南省地质局，煤炭资源网，长江证券研究所

图 8：能源重估框架




资料来源：Wind，长江证券研究所

## 内部视角：周期扁平化+成本刚性上涨，煤价中枢抬升

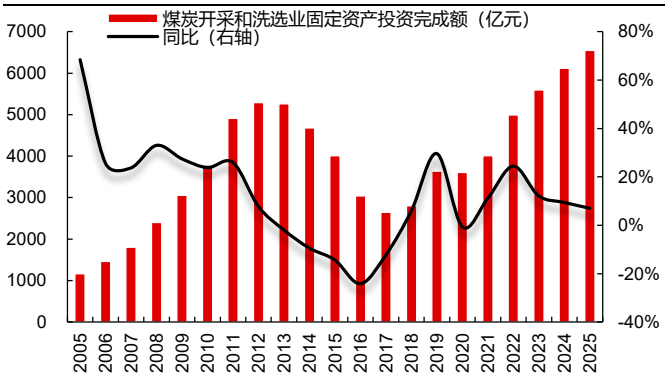
**内部来看，中长期煤炭受产能扩张资本开支匮乏&资源枯竭加速&安监长期政策方向不变、火电能源基石地位稳固并且煤化工需求提供增长韧性影响下，行业经营久期有望拉长，周期趋于扁平化，煤价中枢有望维持中高水平。**

**供给端**，虽然当前煤价处于历史中高位置，并且行业固定投资额实际处于周期高位，**但首先**，双碳目标下行业产能扩张意愿相对不足，以国内上市公司口径数据来看，资本开支多集中在配套性支出、下游延伸项目支出（煤电等），煤矿增量性资本开支占比呈现持续回落趋势。

**其次**，国内煤矿产能后续面临因资源枯竭加速退出状态。通过统计山西省能源局 2022 年公布的煤矿产能情况，可查证煤炭产能 10 亿吨，其中约 22%的产能在 20 年内存在枯竭问题，其中 10 年内的产能约 4750 万吨，占 5%。

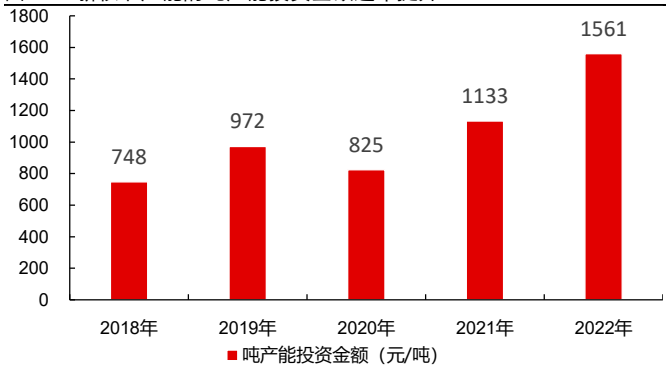
**最后**，煤矿安全作为关乎民生的重要议题，2025 年 7 月国家发改委发布超产核查通知，对重点产煤省（区）生产进行规范，遏制超产现象；而在 2026 年 5 月末山西沁源特大事故发生后，应急管理部修改《煤矿重大事故隐患判定标准》（2026 年 7 月 1 日施行），进一步从严整治超产现象。长期来看，国内对于煤矿安监的力度或并不会放松，从而煤矿产能利用率存在刚性治理约束。

图 9：煤炭行业固定投资额当前实际处于周期高位



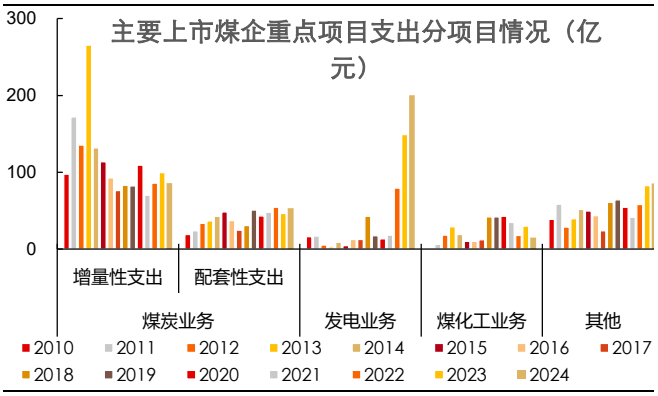

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：新核准产能的吨产能投资金额逐年提升



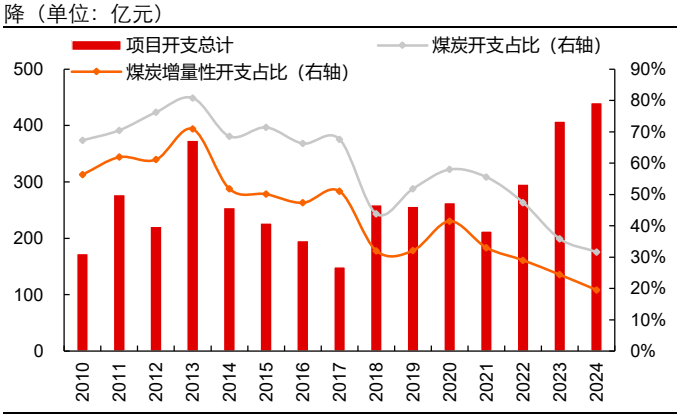

资料来源：国家发改委，国家能源局，长江证券研究所

图 11：近年上市煤炭公司资本开支多集中在配套性业务、下游延伸项目等领域




资料来源：Wind，各公司年报，长江证券研究所

图 12：近年上市煤炭公司资本开支中的煤炭增量性开支占比整体持续下降（单位：亿元）




资料来源：Wind，各公司年报，长江证券研究所

图 13：山西省煤矿可采年限&煤种分布（万吨）

| 可采年限 | 产能（万吨） | 占比 | 动力煤 | 焦煤 | 动力煤/焦煤 | 国企 | 民企 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| N<10年 | 4750 | 5% | 2600 | 1590 | 560 | 3850 | 900 |
| 10≤N<20年 | 17255 | 17% | 9120 | 6075 | 2060 | 11345 | 5910 |
| 20≤N<30年 | 20080 | 20% | 13700 | 4790 | 1590 | 16440 | 3640 |
| 30≤N<40年 | 14820 | 15% | 6220 | 6440 | 2160 | 10810 | 4010 |
| N≥40年 | 43925 | 44% | 25595 | 9560 | 8770 | 37205 | 6720 |
| 合计 | 100830 | 100% | 57235 | 28455 | 15140 | 79650 | 21180 |

资料来源：山西省能源局，长江证券研究所

表 2：应急管理部 5 月 28 日发布修订后的《煤矿重大事故隐患判定标准》，涉及瓦斯超限作业等 17 个方面，由之前的 15 类增至17 类

| 序号 | 2026 年新版（17 个方面） | 2020 版（15 个方面） |
|---|---|---|
| 1 | 超能力、超强度或者超定员组织生产 | 超能力、超强度或者超定员组织生产 |
| 2 | 瓦斯超限作业 | 瓦斯超限作业 |
| 3 | **煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井未按照规定实施防突措施** | 煤与瓦斯突出矿井，未依照规定实施防突措施 |
| 4 | 煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、高瓦斯矿井未按照规定建立瓦斯抽采系统，或者系统不能正常运行 | 高瓦斯矿井未建立瓦斯抽采系统和监控系统，或者系统不能正常运行 |
| 5 | 通风系统不完善、不可靠 | 通风系统不完善、不可靠 |
| 6 | 超层、越界开采 | 超层越界开采 |
| 7 | 有严重水患，未采取有效措施 | 有严重水患，未采取有效措施 |
| 8 | 有冲击地压危险，未采取有效措施 | 有冲击地压危险，未采取有效措施 |
| 9 | 自然发火严重，未采取有效措施 | 自然发火严重，未采取有效措施 |
| 10 | 使用应当淘汰的危及生产安全的设备、工艺 | 使用明令禁止使用或者淘汰的设备、工艺 |
| 11 | 未按照规定建立监控与通讯系统，或者系统不能正常运行 | |
| 12 | 露天煤矿边坡角大于设计最大值或者边坡发生严重变形，未采取有效措施 | |
| 13 | 未按照规定采用双回路供电系统 | 煤矿没有双回路供电系统 |
| 14 | 新建煤矿边建设边生产，煤矿改扩建期间，在改扩建的区域生产，或者在其他区域的生产超出设计规定的范围和规模 | 新建煤矿边建设边生产，煤矿改扩建期间，在改扩建的区域生产，或者在其他区域的生产超出安全设施设计规定的范围和规模 |
| 15 | 实行整体承包生产经营后，未重新取得或者及时变更安全生产许可证而从事生产，或者承包方再次转包，以及将井下采掘工作面和井巷维修作业外包 | 煤矿实行整体承包生产经营后，未重新取得或者及时变更安全生产许可证而从事生产，或者承包方再次转包，以及将井下采掘工作面和井巷维修作业进行劳务承包 |
| 16 | 改制、合并、分立期间，未明确安全生产责任人和安全生产管理机构，或者在完成改制、合并、分立后，未重新取得或者及时变更安全生产许可证等 | 煤矿改制期间，未明确安全生产责任人和安全管理机构，或者在完成改制后，未重新取得或者变更采矿许可证、安全生产许可证和营业执照 |
| 17 | 其他重大事故隐患 | 其他重大事故隐患 |

资料来源：应急管理部，长江证券研究所

图 14：自 2025 年下半年以来，超产核查实现了对国内煤炭供给弹性的收敛

| 单位：亿吨 | | 2024H2 | 2025Q1 | 2025H1 | 2025H2 | 2025A | 2026Q1 | 2026E | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全国 | 原煤产量 | 24.9 | 12.0 | 24.0 | 24.3 | 48.3 | 12.0 | 48.1 | -0.4% |
| | 煤炭有效产能 | 26.4 | 13.1 | 26.1 | 26.5 | 52.6 | 13.2 | 52.7 | 0.1% |
| | 产能利用率 | 94.5% | 92.1% | 92.0% | 91.7% | 91.8% | 91.4% | 91.4% | -0.4% |
| 山西 | 原煤产量 | 6.8 | 3.3 | 6.5 | 6.5 | 13.0 | 3.3 | 13.0 | -0.2% |
| | 煤炭有效产能 | 7.0 | 3.5 | 6.9 | 6.9 | 13.9 | 3.5 | 13.9 | 0.1% |
| | 产能利用率 | 97.6% | 94.0% | 94.2% | 94.0% | 94.1% | 93.8% | 93.8% | -0.3% |
| 内蒙古 | 原煤产量 | 6.6 | 3.3 | 6.4 | 6.5 | 12.9 | 3.4 | 13.4 | 4.5% |
| | 煤炭有效产能 | 6.9 | 3.4 | 6.9 | 6.9 | 13.8 | 3.5 | 13.9 | 0.6% |
| | 产能利用率 | 95.7% | 96.1% | 92.9% | 93.2% | 93.0% | 96.6% | 96.6% | 3.6% |
| 陕西 | 原煤产量 | 4.0 | 1.8 | 3.9 | 4.2 | 8.0 | 1.9 | 7.7 | -4.5% |
| | 煤炭有效产能 | 3.9 | 2.0 | 4.0 | 4.1 | 8.0 | 2.0 | 8.0 | 0.1% |
| | 产能利用率 | 102.6% | 94.4% | 98.2% | 102.2% | 100.2% | 95.7% | 95.7% | -4.5% |
| 新疆 | 原煤产量 | 3.0 | 1.4 | 2.8 | 2.7 | 5.5 | 1.4 | 5.4 | -1.7% |
| | 煤炭有效产能 | 2.4 | 1.2 | 2.4 | 2.5 | 4.9 | 1.2 | 4.9 | 0.0% |
| | 产能利用率 | 124.0% | 120.2% | 117.5% | 109.8% | 113.6% | 111.7% | 111.7% | -1.9% |

资料来源：Wind，国家统计局，煤炭资源网，长江证券研究所

**需求端，双碳目标下，中长期火电被结构替代固然持续进行，但总量增长预期稳定以及煤炭热值下降带来的度电煤耗提升下，火电代表的用煤需求水平或呈现较强韧性。**具体来说，2026 年 6 月 25 日，国家发展改革委、国家能源局发布《新型能源体系建设“十五五”规划》，提出到 2030 年，风电和太阳能发电装机比重目标超过 50%，成为电力装机主体；非化石能源发电量比重达到 50%，成为电量主体。但截止 2025 年，在风电和光伏的基础上，计入水电和核电的非化石能源发电量占比口径，已经达到 41%左右，距离 2030 年非化石能源发电量比重 50%的目标仅有 9 个百分点。此外，2026Q1 计算新兴产业用电增速已经达到 14.1%，得益于新兴产业用电增长，有希望进一步对冲地产基建等周期下行行业用电回落趋势，保持用电总量增长韧性。**综合来看，假设全社会用电总量维持 5%增速增长、非化石能源发电量从 2025 年匀速增长至 2030 年的 50%、度电煤耗后续每年增加 6 克/千瓦时，则测算到 2030 年即使实现非化石能源发电占比 50%目标，国内实际发电耗煤量或许仍未达峰，较 2025 年或仍有 9%的累计增长空间。**

图 15：测算下来到 2030 年即使实现非化石能源发电占比 50%目标，国内实际发电耗煤量或许仍未达峰，仍较 2025 年有 9%的累计增长空间

| 项目 | 单位 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全社会用电量 | 亿千瓦时 | 55,500 | 59,198 | 63,077 | 68,449 | 72,255 | 75,110 | 83,128 | 86,372 | 92,241 | 98,521 | 103,682 | 108,866 | 114,309 | 120,025 | 126,026 | 132,327 |
| 同比增速 | % | 0.52% | 5.00% | 6.57% | 8.49% | 4.50% | 3.10% | 10.30% | 3.60% | 6.70% | 6.81% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 全电源发电量 | 亿千瓦时 | 56,184 | 59,897 | 64,179 | 69,940 | 73,253 | 76,236 | 83,768 | 86,941 | 92,888 | 99,129 | 104,166 | 109,375 | 114,843 | 120,586 | 126,615 | 132,946 |
| 同比增速 | % | 0.60% | 5.20% | 6.53% | 8.38% | 4.70% | 4.00% | 9.80% | 3.60% | 6.70% | 6.70% | 5.08% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 煤电发电量 | 亿千瓦时 | 38,539 | 39,058 | 41,498 | 44,521 | 45,607 | 46,316 | 50,270 | 50,770 | 53,790 | 54,345 | 53,212 | 53,633 | 54,006 | 54,323 | 54,577 | 54,758 |
| ——煤电占比 | % | 69% | 65% | 65% | 64% | 62% | 61% | 60% | 58% | 58% | 55% | 51% | 49% | 47% | 45% | 43% | 41% |
| 非化石能源发电量 | 亿千瓦时 | 14,082 | 17,011 | 18,666 | 20,709 | 22,803 | 24,493 | 27,305 | 29,634 | 31,869 | 37,060 | 42,447 | 46,593 | 51,048 | 55,831 | 60,965 | 66,473 |
| ——非化石能源占比 | % | 25% | 28% | 29% | 30% | 31% | 32% | 33% | 34% | 34% | 37% | 41% | 43% | 44% | 46% | 48% | 50% |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 发电耗煤量 | 万吨 | 187,600 | 181,898 | 188,091 | 201,085 | 205,782 | 210,533 | 228,987 | 237,839 | 258,722 | 265,106 | 262,595 | 268,023 | 273,260 | 278,260 | 282,970 | 287,332 |
| 同比增速 | % | | -3.04% | 3.40% | 6.91% | 2.34% | 2.31% | 8.77% | 3.87% | 8.78% | 2.47% | -0.95% | 2.07% | 1.95% | 1.83% | 1.69% | 1.54% |
| 煤电发电量 | 亿千瓦时 | 38,539 | 39,058 | 41,498 | 44,521 | 45,607 | 46,316 | 50,270 | 50,770 | 53,790 | 54,345 | 53,212 | 53,633 | 54,006 | 54,323 | 54,577 | 54,758 |
| 同比增速 | % | | 2.40% | 5.18% | 7.31% | 2.40% | 2.50% | 9.10% | 1.20% | 6.48% | 1.72% | -0.56% | 0.79% | 0.69% | 0.59% | 0.47% | 0.33% |
| 度电煤耗 | 克/千瓦时 | 486.8 | 465.7 | 453.3 | 451.7 | 451.2 | 454.6 | 455.5 | 468.5 | 481.0 | 487.8 | 493.5 | 499.7 | 506.0 | 512.2 | 518.5 | 524.7 |

资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

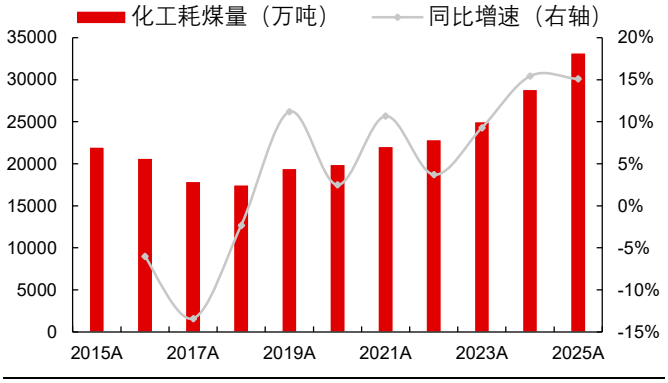
图 16：得益于新兴产业用电增长，有希望进一步对冲地产基建等周期下行行业用电回落趋势，保持用电总量增长韧性

| 用电增速测算 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026M1-3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 新兴产业用电增速 | 9.2% | 10.4% | 19.4% | 6.9% | 15.8% | 13.5% | 10.5% | 14.1% |
| 地产基建周期相关产业用电增速 | 5.0% | 2.6% | 9.7% | 0.2% | 6.5% | 3.4% | 2.9% | 3.4% |
| 传统产业（平稳/波动）用电增速 | 5.3% | 2.7% | 11.0% | 3.5% | 6.8% | 7.1% | 5.7% | 5.7% |
| 城乡居民生活用电增速 | 5.8% | 6.8% | 7.2% | 13.8% | 1.2% | 10.5% | 6.3% | 3.4% |
| | | | | | | | | |
| *新兴产业用电占比* | *9.15%* | *9.72%* | *10.48%* | *10.79%* | *11.70%* | *12.43%* | *13.05%* | *12.98%* |
| *地产基建周期相关产业用电占比* | *44.14%* | *43.58%* | *43.19%* | *41.65%* | *41.55%* | *40.22%* | *39.32%* | *38.09%* |
| *传统产业（平稳/波动）用电占比* | *32.52%* | *32.12%* | *32.21%* | *32.08%* | *32.09%* | *32.18%* | *32.32%* | *33.08%* |
| *城乡居民生活用电占比* | *14.19%* | *14.58%* | *14.13%* | *15.48%* | *14.66%* | *15.17%* | *15.32%* | *15.85%* |

资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

**煤化工耗煤维持较高增速，或为中长期国内煤炭需求增长关键驱动。**对于煤化工耗煤需求，过去几年受益于新建产能投产，耗煤量维持较高增速，当前国内煤化工项目仍较多，并且考虑化工耗煤不在能耗双控范畴管制，展望来看，或有望成为支撑中长期国内煤炭需求增长的关键驱动。

图 17：过去几年受益于新建产能投产，化工耗煤量维持较高增速




资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

图 18：化工耗煤不在能耗双控范畴管制



国家发展改革委 国家统计局关于进一步做好
原料用能不纳入能源消费总量控制
有关工作的通知

发改环资〔2022〕803号

各省、自治区、直辖市、新疆生产建设兵团发展改革委、统计局，江苏省工业和信息化厅，山西省能源局：

原料用能不纳入能源消费总量控制，是完善能源消耗总量和强度调控的重要举措，对保障高质量发展合理用能需求具有重要意义。为深入贯彻党的二十大精神，按照党中央、国务院决策部署和中央经济工作会议精神，落实《“十四五”节能减排综合工作方案》有关要求，有序推进原料用能不纳入能源消费总量控制，科学开展节能目标责任评价考核，现就有关事项通知如下：

一、准确界定原料用能范畴

（一）基本定义。原料用能指用作原材料的能源消费，即能源产品不作为燃料、动力使用，而作为生产非能源产品的原料、材料使用。

（二）具体范畴。用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品等，属于原料用能范畴；若用作燃料、动力使用，不属于原料用能范畴。

资料来源：国家发展改革委，国家统计局，长江证券研究所

图 19：我国部分新建煤化工项目统计（分产品，单位：万吨/年&亿方/年）

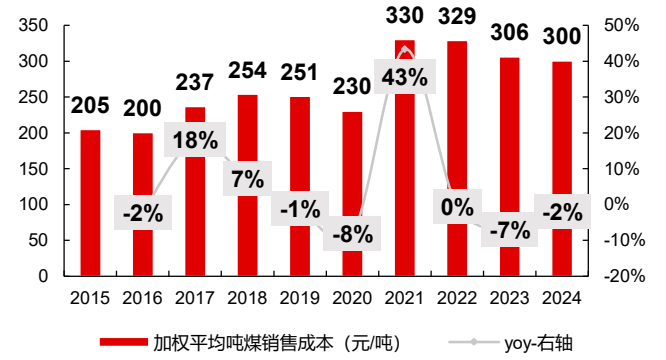
| 省份 | 项目 | 产品 | 新建产能 |
|---|---|---|---|
| 内蒙古 | 内蒙古卓正煤化工项目 | 煤制甲醇 | 100 |
| 新疆 | 富德准东煤制甲醇首期年产600万吨的项目 | 煤制甲醇 | 600 |
| 新疆 | 蓝山屯河110万吨煤制甲醇项目 | 煤制甲醇 | 110 |
| 新疆 | 新疆其亚600万吨煤基甲醇项目 | 煤制甲醇 | 600 |
| 新疆 | 国家能源集团准东20亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 新疆 | 年产20亿立方米煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 新疆 | 新疆天池能源有限责任公司准东20亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 辽宁 | 辽宁大唐国际阜新煤制天然气项目 | 煤制气 | 40 |
| 新疆 | 中国华能集团40亿Nm3/a(一期20亿Nm3/a) 煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 新疆 | 新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司准东20亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 内蒙古 | 内蒙古华星新能源有限公司40亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 新疆 | 新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程——40亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 40 |
| 新疆 | 中煤集团条湖煤炭清洁高效转化多能融合综合示范项目 | 煤制气 | 40 |
| 新疆 | 年产55亿立方米煤制天然气项目二期工程 | 煤制气 | 40 |
| 新疆 | 新疆其亚60亿m3/a煤制天然气项目一期 | 煤制气 | 20 |
| 新疆 | 新疆龙宇能源40亿立方米/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 40 |
| 新疆 | 新疆能源集团哈密三塘湖40亿Nm3/年煤制天然气项目 | 煤制气 | 20 |
| 内蒙古 | 内蒙古荣信化工有限公司年产80万吨烯烃项目 | 煤制烯烃 | 80 |
| 山西 | 中煤平朔烯烃项目 | 煤制烯烃 | 80 |
| 内蒙古 | 神华包头煤制烯烃升级示范项目 | 煤制烯烃 | 75 |
| 新疆 | 新疆准东160万吨煤制烯烃项目 | 煤制烯烃 | 160 |
| 新疆 | 准东五彩湾80万吨/年煤制烯烃项目 | 煤制烯烃 | 80 |
| 内蒙古 | 中石化长城能源化工(内蒙古)大路80万吨/年煤制烯烃升级示范项目 | 煤制烯烃 | 80 |
| 陕西 | 中煤榆林煤炭深加工基地项目（即煤化工二期项目） | 煤制烯烃 | 80 |
| 新疆 | 新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目 | 煤制烯烃 | 400 |
| 新疆 | 东方希望集团新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目 | 煤制烯烃 | 80 |
| 新疆 | 新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程——150万吨/年煤制烯烃项目 | 煤制烯烃 | 150 |
| 内蒙古 | 内蒙古宝丰煤基新材料有限公司一期 260 万吨 / 年煤制烯烃和配套 40 万吨 / 年植入绿氢耦合制烯烃项目 | 煤制烯烃 | 300 |
| 新疆 | 新业集团120万吨煤制乙醇多联产项目 | 煤制乙醇 | 120 |
| 新疆 | 天然气制乙二醇项目（一期）煤炭清洁高效利用技术改造 | 煤制乙二醇 | |
| 新疆 | 逸能源科技（吐鲁番）有限公司240万吨/年高品质纤维用煤制乙二醇项目 | 煤制乙二醇 | 240 |
| 新疆 | 伊泰伊犁能源有限公司100万t/a煤制油示范项目 | 煤制油 | 100 |
| 内蒙古 | 中国神华煤制油化工有限公司鄂尔多斯煤制油分公司煤制油煤直接液化升级示范项目 | 煤制油 | 300 |
| 新疆 | 国家能源集团哈密能源集成创新基地项目400万t/a煤制油工程 | 煤制油 | 400 |
| 陕西 | 陕煤集团榆林化学1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目烯烃、芳烃及深加工工程（以下简称榆林化学二期项目） | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆陇疆新能源有限公司1200万吨/年煤分级分质综合利用项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 潞安新疆1000万吨低阶煤分级分质清洁项目 | 综合利用项目 | |
| 陕西 | 神华榆林循环经济煤炭综合利用项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆500万吨煤炭清洁高效利用示范项目（一期） | 综合利用项目 | |
| 内蒙古 | 荣盛能源科技（内蒙古）有限公司绿色煤化一体化项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆广汇新材料科技有限公司1500万吨/年煤炭分质分级利用示范项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆泰亨1000万吨低阶煤分质分级项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆嘉国伟业新建600万吨低阶煤清洁高效综合利用项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 新疆慧能煤清洁高效利用有限公司1500万吨/年煤炭清洁高效利用项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 伊吾疆纳新能源科技有限公司伊吾疆纳1500万吨年煤炭分质分级利用示范项目 | 综合利用项目 | |
| 新疆 | 规划多个百万吨级煤炭分质分级转化项目 | 综合利用项目 | |

资料来源：煤化工信息网，中国化工信息，长江石化组，长江证券研究所

**综上所述，不考虑外部进口波动影响下，中长期国内煤炭供需有望维持平衡甚至呈现偏紧趋势，从而国内煤价仍有望维持高位水平，或是国内能源重估的重要底气。**

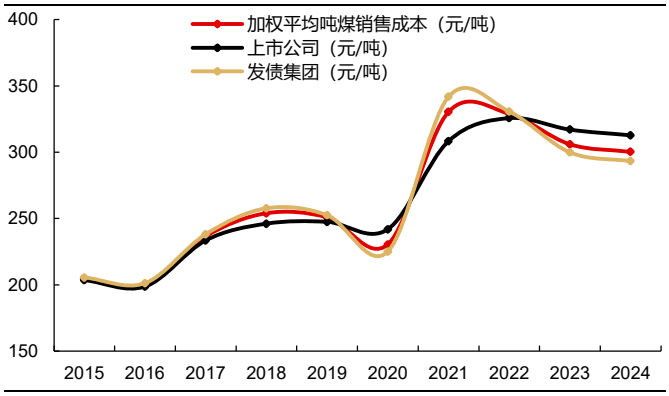
**最后，过去十年的成本刚性抬升也是支撑国内能源重估的底层逻辑之一。**具体来看，近 10 年煤炭企业单位成本涨幅近 50%，2023 年以来有所下行但仍高于十三五时期。2024 年样本煤企加权吨煤销售成本 300 元/吨，加权吨煤完全成本 380 元/吨，2015-2024 年二者 CAGR 均达到 4%左右，累计增长幅度均达到 47%左右。2017 年、2021 年吨煤成本均有明显跃升，原因或包括煤价上升导致从价计征的资源税等大幅增加、前期亏欠成本弥补、政策变化促使矿井投入增加等。2023 年以来随着煤价中枢回落，煤炭成本有所下行但仍高于十三五时期。

图 20：2024 年样本企业加权吨煤销售成本为 300 元/吨，同比-2%



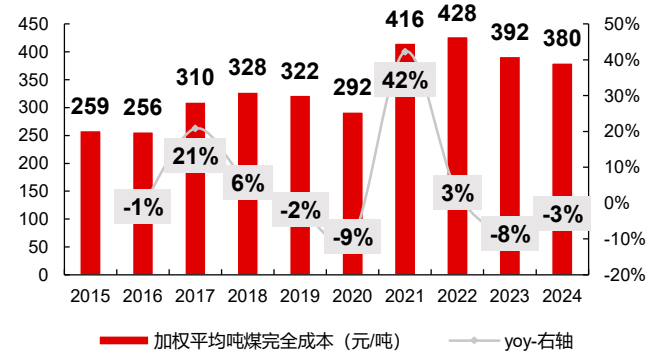

资料来源：Wind，各公司公告，各公司债券募集说明书，各公司债券评级报告，长江证券研究所

图 21：加权吨煤销售成本来看，上市公司相较发债集团成本更稳定



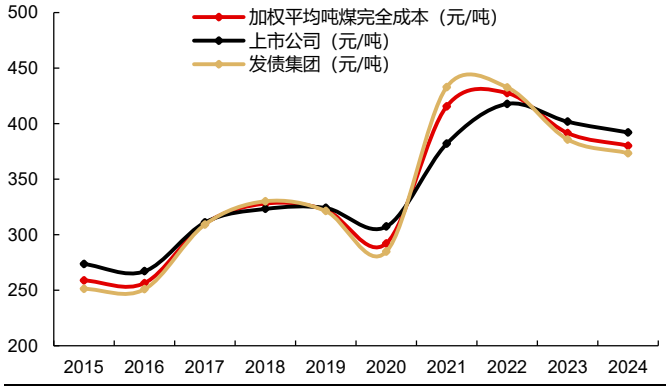

资料来源：Wind，各公司公告，各公司债券募集说明书，各公司债券评级报告，长江证券研究所

图 22：2024 年样本企业加权吨煤完全成本为 380 元/吨，同比-3%




资料来源：Wind，各公司公告，各公司债券募集说明书，各公司债券评级报告，长江证券研究所

图 23：加权吨煤完全成本来看，上市公司相较发债集团成本更稳定




资料来源：Wind，各公司公告，各公司债券募集说明书，各公司债券评级报告，长江证券研究所

# 展望下半年：煤价或仍能上涨

## 需求：火电维持高增速，化工耗煤高位稳定

➢ **担忧一：来水偏丰是否压制旺季火电出力?**

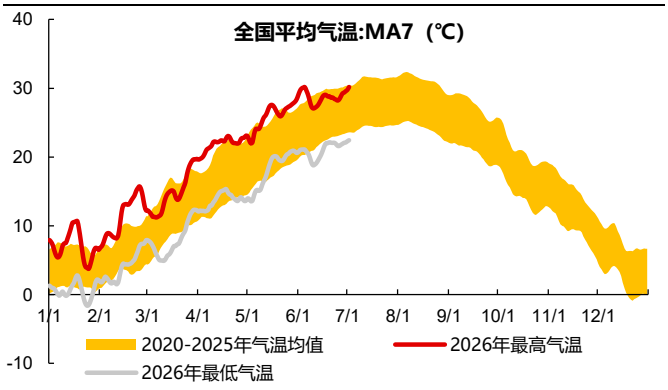
**来水丰沛不改下半年火电需求向好。**近期全国降雨普遍较多，气温偏低，电厂日耗偏弱同期。**首先总量上看，**今年厄尔尼诺背景下，由于气温往往呈现均值回归，夏季高温预期仍有较大概率兑现，用电负荷有望升至高位，并且国家能源局今年 4 月预计较去年极值增长 0.7~0.9 亿千瓦，由此对总发/用电量延续高增或不用过于悲观。**其次结构上看，**测算来看，2026 年新能源装机预期明显弱于 2025 年，并且即使水电利用小时数达到 2020 年水平，预计火电 2026M1-8 仍有 2.6%累计增速，若水电利用小时数为 2000 年以来前五年度平均值，则预计火电 2026M1-8 累计增速仍将维持 3%水平。即便仅考虑常规季节性因素，若电厂不加大采购力度，则后续日耗高峰阶段，当前库存对应可用天数 18.9 天，位于过去 5 年 21%分位，后续补库需求仍有较大释放空间。

图 24：来水丰沛下火电增速测算来看，即使 26 年水电利用小时数达到历史最高水平，后续火电仍有+2.6%增速

| 来水丰沛下火电增速测算 | | 单位 | 单月预测值 | | | 2026M1-5 | 累计增速预测 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2026M6 | 2026M7 | 2026M8 | | 2026M1-6 | 2026M1-7 | 2026M1-8 |
| 总用电量 | | 亿千瓦时 | 9080 | 10742 | 10691 | 42,018 | 5.5% | 5.5% | 5.4% |
| 总发电量 | | 亿千瓦时 | 8753 | 9812 | 9992 | 39,129 | 5.5% | 5.5% | 5.4% |
| 情景一（26年旺季水电利用小时数达到2000年以来最高水平） | ——火电 | 亿千瓦时 | 5164 | 6039 | 6350 | 25,283 | 3.5% | 3.0% | 2.6% |
| | ——水电 | 亿千瓦时 | 1687 | 1818 | 1779 | 4,426 | 13.2% | 14.8% | 15.8% |
| 情景二（26年旺季水电利用小时数达到2000年以来前五平均水平） | ——火电 | 亿千瓦时 | 5221 | 6101 | 6411 | 25,283 | 3.7% | 3.3% | 3.0% |
| | ——水电 | 亿千瓦时 | 1629 | 1755 | 1718 | 4,426 | 12.2% | 13.0% | 13.6% |
| | ——风电 | 亿千瓦时 | 804 | 770 | 686 | 4,820 | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| | ——光伏 | 亿千瓦时 | 715 | 766 | 762 | 2,680 | 27.3% | 27.3% | 27.3% |
| | ——核电 | 亿千瓦时 | 384 | 419 | 416 | 1,919 | -2.5% | -2.5% | -2.5% |

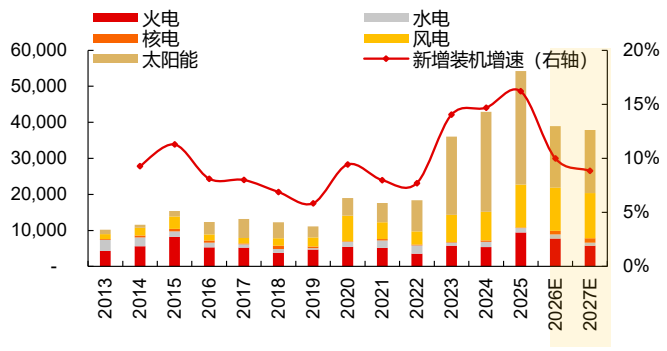
资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

图 25：近期国内气温低于同期



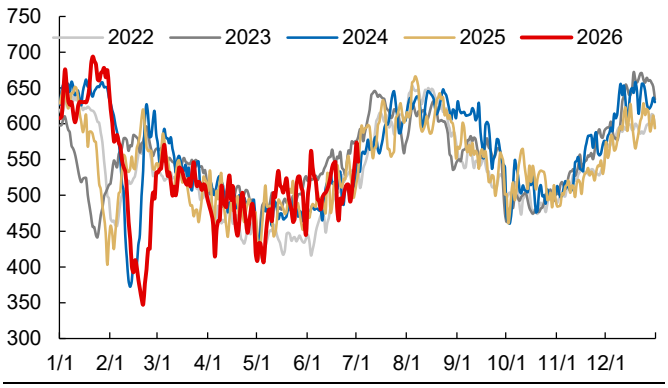

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：26-27 年预计新增装机量较 25 年回落（单位：万千瓦）



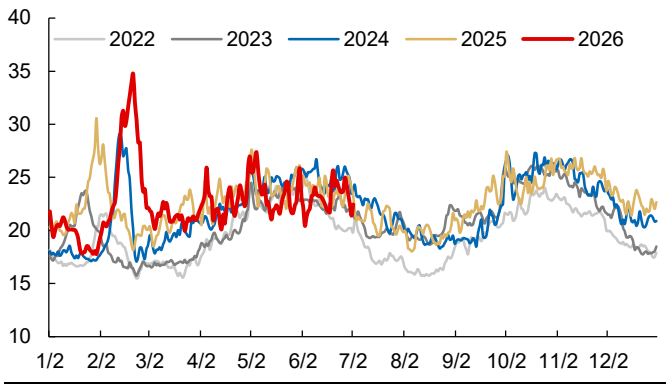

资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

图 27：6 月以来煤炭日耗水平同比相对偏弱（单位：万吨/天）




资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

图 28：当前煤炭库存可用天数水平仍相对充裕（单位：天）

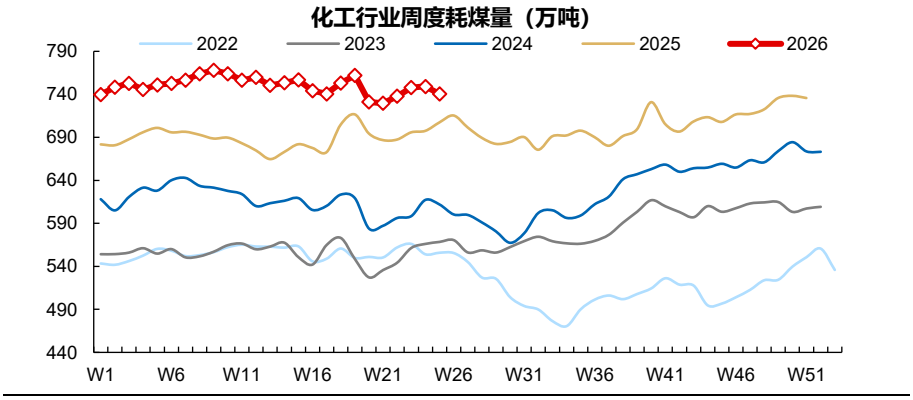



资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

➢ **担忧二：原油价格回落，国内煤化工需求转弱?**

**国内煤化工耗煤需求韧性充足，油价回落影响有限。**根据 CCTD 化工耗煤数据，美伊冲突前（1-2 月）煤化工耗煤同比增速约 8.6%，冲突后（3-6 月中上旬）同比增速约 9.4%，增速并未因冲突升级而显著跳升，这主要和煤化工装置产能利用率一直保持高位&存在新项目投产有关。由此可见，即使冲突预期缓解油价回落，化工行业对煤炭的刚性需求依然稳固。

图 29：煤化工耗煤同比增速在美伊前后并未有明显变动




资料来源：CCTD，长江证券研究所

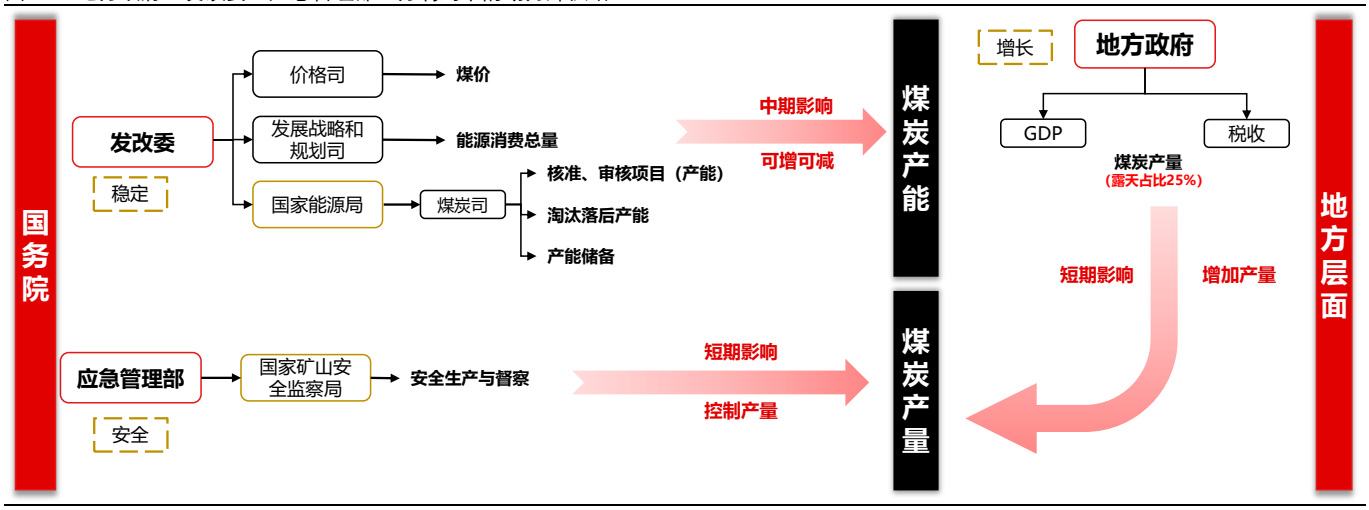
## 供给：安监强度短期难降温，进口增量亦有限

➢ **担忧三：迎峰度夏能源保供，是否导致安监宽松引发供给增量？安监减量影响几何?**

**迎峰度夏能源保供属于常规工作安排，并非应急管理部放松安监信号。**近期陕西/山西能源局陆续发布做好 2026 年迎峰度夏能源保供工作通知，引发市场对后续产地保供要求下供给将宽松释放的预期。**在煤炭产量释放环节，主要受到地方政府、发改委、应急管理部三方制约。**国家发改委保供的动机或是基于发电稳定性。但一方面，从能力角度，应急管理部主管国内矿山安全生产，国家能源局作为国家发改委下属职能机构，迎峰度夏能源保供属于常规工作安排，并非应急管理部放松安监信号。另一方面，从必要性角

度，5 月底山西沁源煤矿特大事故发生后，引起社会舆论广泛关注，客观来说，政策端对于安全生产的把控力度短时间或较难放松。

图 30：地方政府、发改委、应急管理部三方制约下的动力煤供给




资料来源：国务院官网，长江证券研究所

**具体来看，**2026 年 5 月 22 日，山西长治沁源县通洲集团留神峪煤矿发生特大瓦斯爆炸，造成重大人员伤亡。事故发生后，安监形势逐步升级，安监区域从山西焦煤矿逐步扩散至陕西、内蒙等动力煤主产区。**如何看待本次事故引发的影响?**

**首先，经历二十余年的发展，安监对产量的影响已从短期脉冲演变为长期结构约束，供给对需求响应速度显著放缓。**回顾 2000 年以来的煤炭安监历史，大部分典型安监事件后产量同比增速收敛且环比下降，煤价震荡上行，其中法律常态化型安监影响更显著，特点是供给弹性被永久性削弱，煤矿企业从“被动接受检查”转为“主动合规生产”，即使煤价高企也失去增产意愿。**本次事故引发应急管理部修改《煤矿重大事故隐患判定标准》，我们认为与法律常态化型安监类型更为接近，重点区域的煤矿超产能力或面临永久性丧失。**

图 31：2000 年以来，大部分典型安监事件后产量同比增速收敛且环比下降，煤价震荡上行，其中法律常态化型安监影响更显著

| 时间 | 类型 | 事件 | 产量同比 | | | | | | 产量环比 | | | | | | 动力煤价同比 | | | | | | 动力煤价环比 | | | | | | 焦煤价格同比 | | | | | | 焦煤价格环比 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | T+0 | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | | T+30 | T+60 | T+90 | T+180 | T+360 | |
| 2001年6月 | 事件驱动型 | 国务院发出“四个一律关闭”紧急通知，要求10月底前全部关闭不具备安全生产条件的小煤矿，当年小煤矿从8万处压减至2.5万处。 | 8% | 6% | 12% | 14% | 15% | 16% | -8% | 5% | 4% | 23% | -7% | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | |
| 2005年2月 | 制度约束型 | 国务院办公厅发出《关于进一步加强煤矿安全生产工作的紧急通知》，国务院安委会从2月23日到3月10日对全国20个主要产煤省开展安全大检查，核心是限制超能力开采。 | 8% | 9% | 10% | 16% | 16% | 10% | 26% | 3% | 4% | 3% | -14% | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | |
| 2008年4月 | 事件驱动型 | 奥运会提前三个月启动安保停产，地方煤矿一律停产。 | 20% | 0% | 32% | 18% | 51% | -1% | -15% | 39% | -14% | 30% | -25% | | - | - | - | -7% | -32% | | -30% | 13% | 0% | -11% | 6% | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | |
| 2009年2月 | 事件驱动型 | 屯兰矿瓦斯爆炸导致78人死亡，国务院安委会紧急部署专项监察。 | 7% | 6% | -1% | 26% | 97% | 27% | 13% | 4% | 8% | 6% | -8% | | -32% | -1% | 21% | 42% | 36% | | 0% | 8% | 5% | 28% | -6% | | - | - | - | - | - | | - | - | - | - | - | |
| 2013年10月 | 事件驱动型 | 正升煤业“9·28”透水事故后，全省建设矿井一律停建。 | -1% | 14% | 13% | 1% | -6% | -11% | 13% | 7% | -36% | 22% | -5% | | -14% | -7% | -5% | -15% | -9% | | 4% | 8% | 3% | -13% | -9% | | 0% | 2% | 2% | 2% | -18% | | 2% | 0% | 0% | -11% | -3% | |
| 2016年3月 | 制度约束型 | 国家发改委发布276个工作日制度，要求全国所有煤矿按276天重新核定产能，相当于在原有330天工作日基础上直接压缩16% | -4% | -8% | -7% | -7% | -11% | 2% | -9% | -2% | 5% | 0% | 8% | | -12% | -5% | -4% | 34% | 60% | | 0% | 0% | 3% | 34% | 17% | | -15% | -15% | -9% | -9% | 7% | | 0% | 7% | 0% | 0% | 75% | |
| 2021年3月 | 法律常态化型 | 《刑法修正案（十一）》正式施行，明确规定对未发生生产事故但存在现实危险的违法行为（包括超能力生产）追究刑事责任。 | 1% | 0% | 2% | -3% | 1% | 16% | -5% | 1% | -1% | 3% | 18% | | 36% | 72% | 56% | 98% | 84% | | 30% | 9% | 6% | 29% | -1% | | 12% | 14% | 12% | 33% | 88% | | 0% | -7% | 19% | 30% | 4% | |
| 2023年12月 | 事件驱动型 | 继“2.22”阿拉善盟天矿事故、“11.16”山西吕梁永聚煤业火灾事故后，国务院安委会办公室帮扶指导工作组于2023年11月下旬进驻山西省对矿山安全生产工作开展帮扶指导。 | 3% | -4% | -4% | -4% | 4% | 6% | -15% | 0% | 13% | 2% | 8% | | -21% | -24% | -22% | 10% | -12% | | -1% | -2% | 2% | -4% | -7% | | -2% | -4% | -6% | 0% | 23% | | 13% | -8% | -2% | -9% | -21% | |
| 2025年7月 | 法律常态化型 | 国家能源局针对煤炭行业“以量补价”导致的超能力生产乱象，发布了《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》（国能综通煤炭〔2025〕108号），启动了严厉的煤炭超产管控与核查行动。 | -2% | -2% | -1% | -1% | 0% | - | 2% | 5% | -1% | -6% | - | | -22% | -18% | -19% | -12% | - | | 6% | 5% | 1% | -4% | - | | -45% | -40% | -24% | -20% | -6% | | 9% | 16% | -3% | 7% | - | |
| 平均 | - | - | 4% | 2% | 6% | 7% | 19% | 8% | 0% | 7% | -2% | 9% | -3% | | -11% | 3% | 5% | 21% | 21% | | 1% | 6% | 3% | 8% | 0% | | -10% | -9% | -5% | 1% | 19% | | 5% | 2% | 3% | 4% | 14% | |
| | 事件驱动型 | | 7% | 4% | 10% | 11% | 32% | 7% | -2% | 11% | -5% | 17% | -7% | | -22% | -11% | -2% | 8% | -4% | | -7% | 7% | 2% | 0% | -4% | | -1% | -1% | -2% | 1% | 2% | | 7% | -4% | -1% | -10% | -12% | |
| | 制度约束型 | | 2% | 1% | 1% | 5% | 3% | 6% | 8% | 1% | 5% | 1% | -3% | | -12% | -5% | -4% | 34% | 60% | | 0% | 0% | 3% | 34% | 17% | | -15% | -15% | -9% | -9% | 7% | | 0% | 7% | 0% | 0% | 75% | |
| | 法律常态化型 | | -1% | -1% | 1% | -2% | 0% | 16% | -1% | 3% | -1% | -1% | 18% | | 7% | 27% | 18% | 43% | 84% | | 18% | 7% | 4% | 12% | -1% | | -17% | -13% | -6% | 6% | 41% | | 4% | 5% | 8% | 19% | 4% | |

资料来源：Wind，国务院，应急管理部，国家发改委，国家能源局，国家矿山安全监察局综合司，内蒙古自治区人民政府办公厅，广西新闻网，中联钢，岳阳市应急管理局，亿矿通，长江证券研究所（注：产量指全国原煤当月产量，动力煤价格指秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价，焦煤价格综合考虑可追溯时间，取贵州六盘水焦煤出厂价）

**其次，跟踪来看，目前复产进度低预期，沁源或为难以复产的“硬骨头”。**事故发生之初，根据 Mysteel 调研预计煤矿停产约 3-5 天，但实际在停产验收过程中存在部分矿验收困难，导致复产进度低预期，且越到后期，复产难度呈非线性递增：1）合规问题复杂，验收通过率低；2）即便验收通过，复产后也面临达产率低（部分工作面已封闭、人员组织效率下降）；3）矿方在 6 月安全月+7 月新规（超产即重大隐患+刑责）双重压力下，主动压产以规避风险，复产意愿并不强。越往后，能复的矿越少、复了也难满产。根据 Mysteel 统计，截至 7 月 1 日，山西炼焦煤矿山共计 165 座煤矿存在停产现象，产能合计 21870 万吨。截至 7 月 1 日，复产煤矿数量为 95 座，产能共计 12500 万吨；当日处于停产煤矿共计 70 座，产能共计 9370 万吨。

图 32：事故后安监影响逐步升级




资料来源：Mysteel，长江证券研究所

**最后，如何测算停产可能带来的影响?**

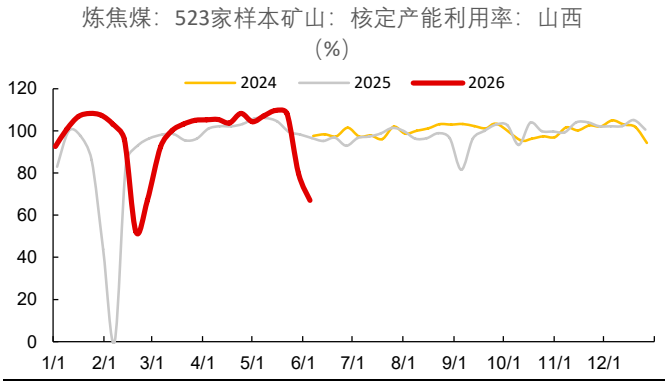
**一是，表内角度来看，**山西是我国炼焦煤第一大产区，2025 年炼焦原煤产量占全国 54.9%，其产能利用率变化也最具代表性。因此，我们采用 Mysteel “山西 523 家样本矿山的核定产能利用率”为基准，推测安监可能给全国带来的供给减量影响。

**假设依据&结论：**

- **山西 523 家样本矿山煤矿核定产能利用率：**根据 Mysteel 数据，安全事故前（2026/5/1-2026/5/22）产能利用率 107%，2025 年山西样本煤矿产能利用率 97%，假设安监后产能利用率回撤到 2025 年水平，下降 10pct。
- **产能：**根据煤炭资源网，山西省 2025 年炼焦原煤 7.2 亿吨，全国炼焦原煤 13.1 亿吨，山西炼焦原煤占比约 55%。全国 2025 年炼焦原煤洗出率约 36.6%。

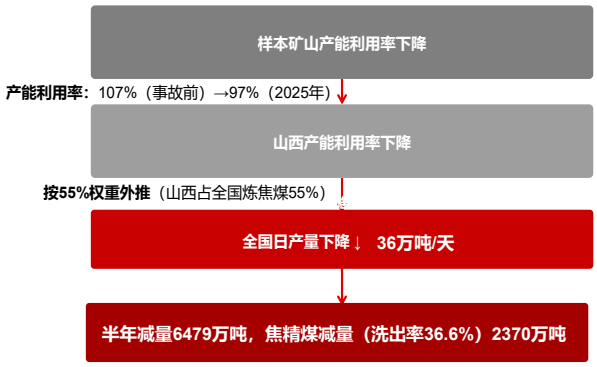
- **结论：**若 2025H2 山西省炼焦原煤产能利用率维持在 2025 年（97%），预计炼焦原煤日产下降 20 万吨，半年下降 6479 万吨。考虑到焦原煤洗出率约 36.6%，预计全国焦精煤减量约 2370 万吨，占全国焦煤需求的 4%。

图 33：事故后山西焦煤产能利用率明显回落




资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 34：停产测算依据（样本→山西→全国）




资料来源：煤炭资源网，Mysteel，Wind，长江证券研究所

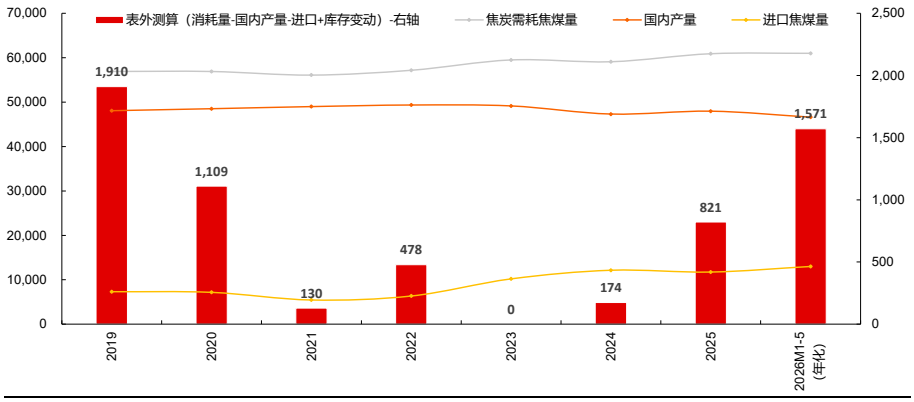
表 3：基于山西产能利用率下降推算全国减量

| 项目 | 数据 |
|---|---|
| 山西炼焦原煤年产量（万吨） | 72002 |
| 全国炼焦原煤年产量（万吨） | 131091 |
| 山西炼焦原煤占全国比例 | 55% |
| 山西炼焦原煤日产量（万吨/日） | 197.3 |
| 山西产能利用率下降（百分点） | 10 |
| 山西炼焦原煤日产量下降（万吨/日） | 20 |
| 全国炼焦原煤日产量下降（万吨/日） | 36 |
| 全国月度减量（万吨/月） | 1080 |
| 半年原煤减量（万吨） | 6479 |
| 焦煤洗出率（%） | 36.6 |
| 焦精煤半年减量（万吨） | 2370 |

资料来源：Wind，煤炭资源网，Mysteel，长江证券研究所

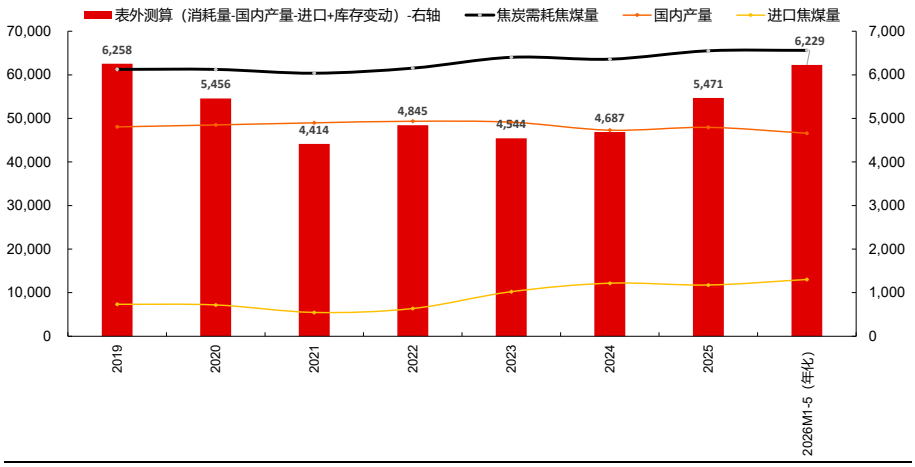
**二是，表外角度来看，**根据焦炭产量，以及焦煤/焦炭比例，倒算国内潜在存在的焦煤表外供给。其中表外产量=焦炭理论消耗焦煤量-国内焦煤产量-进口焦煤量+年度库存变动，则：1）2023 年作为表外预计产量最少的年份，假设 2023 年表外产量为 0，则 2025 年表外或至少有 821 万吨产量；2）基于焦化行业研究，如果假设国内焦化焦煤:焦炭比例为 1.3，则倒算 2025 年国内焦煤或存在 5471 万吨表外供给。从而，本次山西安监控制下，以山西商品煤焦煤占国内焦煤供给比例测算来看（2025 年占比为 46%），上述两种情况下山西表外产能全部退出带来的供给减量分别为 377 万吨/2513 万吨。

图 35：23 年作为表外预计产量最少的年份，假设 23 年表外产量为 0，则 25 年表外或至少有 821 万吨产量




资料来源：Wind，国家统计局，煤炭资源网，长江证券研究所

图 36：如果焦煤/焦炭比例为 1.3，则倒算 25 年国内焦煤或存在 5471 万吨表外供给




资料来源：Wind，国家统计局，煤炭资源网，长江证券研究所

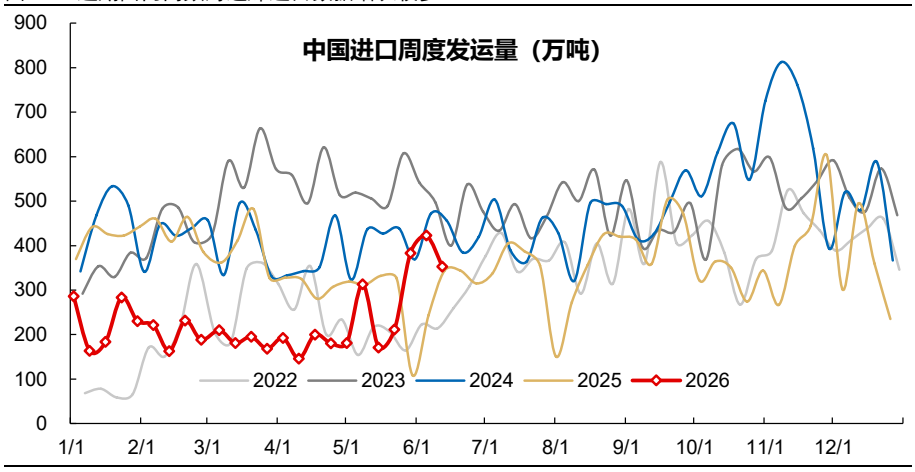
➢ **担忧四：海外煤价下滑，进口快速增加导致供给宽松？**

**海外煤价亦有较强支撑，进口大幅增长难有持续性。**近期高频海运煤进口数据出现跳涨，进口增加核心在于若海外煤价低于国内，则进口煤性价比优势显现，进口量便会增加。

**1）动力煤：**主要受海峡缓和、印尼生产配额边际宽松影响，海外动力煤价格边际回落。短期海峡释放能源供给压制价格走弱，但一方面海峡能源供给形势完全解决断言尚早，另一方面，北半球夏旺季需求临近，叠加海外能源补库需求或较旺盛，海外能源需求实际不弱，进一步下行空间或有限；此外，印尼控制煤炭出口的政策目标为维持高煤价增加国家收入，煤价大幅下跌容易负反馈减少其供给释放，则在海外动力煤价较难进一步大幅下跌情况下，短期国内进口增幅仍有限。

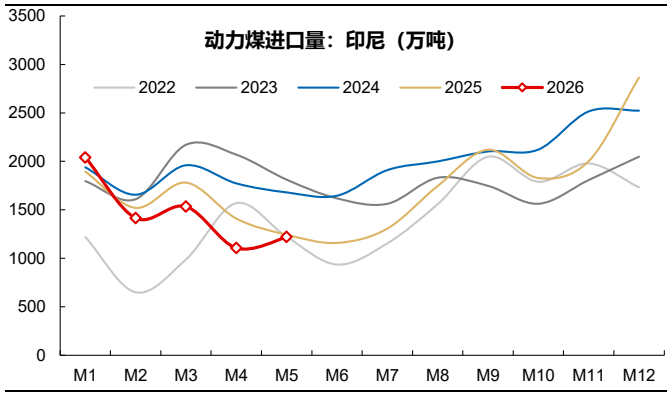
**2）焦煤：**由于国内产地安监减量明显，铁水维持高位，整体供需呈现偏紧状态，焦煤价格上涨明显，已经高于澳洲主焦煤价格，因此进口澳洲增长较快，进一步增量需要跟踪；此外，得益于通关效率提升，2026 年以来国内进口蒙煤高速增长，但仍受制于运能，边际进一步的增量或也有限。

图 37：近期国内高频海运煤进口数据增长较多



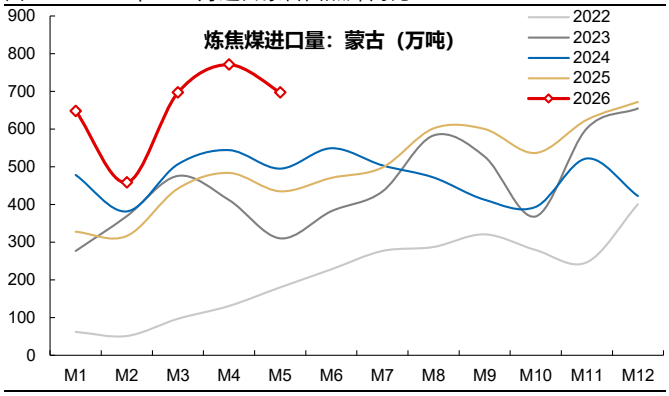

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 38：2026 年 1~5 月进口印尼动力煤同比-6.7%




资料来源：Wind，海关总署，长江证券研究所

图 39：2026 年 1~5 月进口蒙古国焦煤同比+63.2%

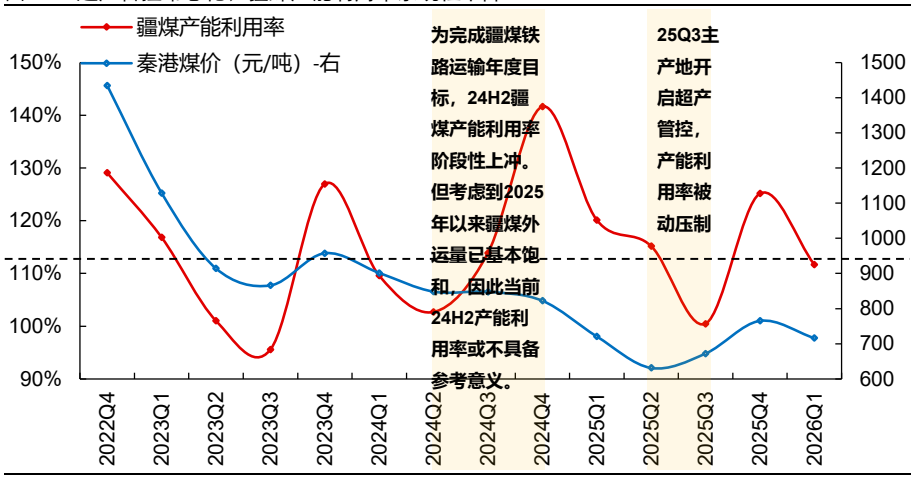



资料来源：海关总署，长江证券研究所

➢ **担忧五：港口煤价高位，疆煤外运供给放量？**

**虽然煤价处于 800 元/吨上方，疆煤外运具备经济性，但考虑到受超产核查制约、运能限制以及疆内化工需求旺盛影响，处于到港成本曲线右侧的新疆供给短期提升空间或仍有限。**2025 年以来，受铁路运力饱和及超产管控常态化影响，疆煤产能利用率整体下降并振幅收敛。若分别根据 2022-2025 年度最大产能利用率 114%和超产管控要求最高月度产能利用率 110%测算，2026 年预计疆煤供给弹性约 457~2551 万吨，增速 0.8%-4.6%。此外，近年新疆煤炭项目配套或独立的煤化工项目稳步落地，叠加当前化工品价格处于相对高位，优异盈利驱动产能利用率居高不下，也一定程度减少了运至疆外的煤炭体量。

图 40：超产管控常态化，疆煤产能利用率系统性下降




资料来源：Wind，煤炭资源网，长江证券研究所

图 41：测算 2026 年疆煤供给弹性约 457~2551 万吨，或难对冲主产区减量（单位：万吨）

| 半年 | 2022H2 | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 | 2025H1 | 2025H2 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 原煤产量 | 23,134 | 21,151 | 24,521 | 24,018 | 30,059 | 27,898 | 27,390 | |
| 煤炭有效产能 | 18,823 | 19,496 | 22,164 | 23,079 | 23,690 | 23,741 | 24,339 | |
| 产能利用率 | 123% | 108% | 111% | 104% | 127% | 118% | 113% | |
| **年度** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025** | **2026E(1)** | **同比** | **2026E(2)** | **同比** |
| 原煤产量 | 41,282 | 45,673 | 54,077 | 55,289 | 57,840 | 4.6% | 55,746 | 0.8% |
| 煤炭有效产能 | 37,646 | 44,328 | 47,381 | 48,678 | 50,678 | 4.1% | 50,678 | 4.1% |
| 产能利用率 | 110% | 103% | 114% | 114% | 114% | 1% | 110% | -4% |

资料来源：Wind，煤炭资源网，长江证券研究所

## 供需平衡：下半年供需缺口延续，煤价中枢确定性抬升

**需求向好叠加供给刚性，动力煤价中枢有望重回 800 元/吨以上。**综上，考虑到火电增速底部修复由负转正、化工需求延续高增、国内新增产能不足且存量产能弹性受限、印尼进口减量对冲蒙煤增量，综合影响下 2026 年动力煤供需由宽松转向紧缺，全年缺口有望突破 2000 万吨，煤价中枢底部反转确定性抬升。

图 42：中性假设下，2026 年动力煤供需缺口 2130 万吨，同比由宽松转紧缺，煤价中枢抬升确定性较高

| 动力煤需求 | 单位 | 2025A | 2026E 悲观 | 2026E 中性 | 2026E 乐观 | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **动力煤消费量** | **万吨** | **417,889** | **423,442** | **426,407** | **429,541** | **436,801** | **444,746** |
| **同比增速** | | -0.14% | 1.33% | 2.04% | 2.79% | 2.44% | 1.82% |
| **电力行业** | | | | | | | |
| **发电耗煤量** | **万吨** | **262,595** | **266,701** | **269,327** | **271,953** | **271,669** | **276,311** |
| 同比增速 | | -0.95% | 1.56% | 2.56% | 3.56% | 0.87% | 1.71% |
| 火电发电量 | 亿千瓦时 | 61,719 | 62,684 | 63,301 | 63,919 | 63,852 | 64,943 |
| 同比增速 | | -0.56% | 1.56% | 2.56% | 3.56% | 0.87% | 1.71% |
| 度电煤耗 | 克/千瓦时 | 425.47 | 425.47 | 425.47 | 425.47 | 425.47 | 425.47 |
| **冶金行业** | | | | | | | |
| **冶金耗煤量** | **万吨** | **16,937** | **16,259** | **16,598** | **17,106** | **16,100** | **15,617** |
| 同比增速 | | -1.73% | -4.00% | -2.00% | 1.00% | -3.00% | -3.00% |
| 粗钢产量 | 万吨 | 96,081 | 92,238 | 94,160 | 97,042 | 91,335 | 88,595 |
| 同比增速 | | -4.41% | -4.00% | -2.00% | 1.00% | -3.00% | -3.00% |
| 燃料耗煤系数 | | 0.176 | 0.176 | 0.176 | 0.176 | 0.176 | 0.176 |
| **化工行业** | | | | | | | |
| **化工耗煤量** | **万吨** | **33,208** | **36,208** | **36,208** | **36,208** | **45,594** | **49,713** |
| 同比增速 | | 15.10% | 9.03% | 9.03% | 9.03% | 25.92% | 9.03% |
| **建材行业** | | | | | | | |
| **建材耗煤量** | **万吨** | **25,081** | **24,078** | **24,078** | **24,078** | **23,114** | **22,652** |
| 同比增速 | | -7.14% | -4.00% | -4.00% | -4.00% | -4.00% | -2.00% |
| 水泥产量 | 万吨 | 169,314 | 162,542 | 162,542 | 162,542 | 156,040 | 152,919 |
| 同比增速 | | -6.90% | -4.00% | -4.00% | -4.00% | -4.00% | -2.00% |
| 每吨水泥耗煤量 | | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| **供热行业** | | | | | | | |
| **供热耗煤量** | **万吨** | **35,884** | **36,011** | **36,011** | **36,011** | **36,139** | **36,268** |
| 同比增速 | | 0.36% | 0.36% | 0.36% | 0.36% | 0.36% | 0.36% |
| **其他行业** | | | | | | | |
| **其他行业** | **万吨** | **44,185** | **44,185** | **44,185** | **44,185** | **44,185** | **44,185** |
| 同比增速 | | -0.77% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| *需求调节项* | | *2,000* | *2,000* | *2,000* | *2,000* | *2,000* | *2,000* |

| 动力煤供给 | 单位 | 2025A | 2026E 悲观 | 2026E 中性 | 2026E 乐观 | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **动力煤总供应量** | 万吨 | **426,708** | **428,512** | **426,277** | **424,312** | **431,650** | **434,842** |
| 同比增速 | | -0.61% | 0.42% | -0.10% | -0.56% | 1.26% | 0.74% |
| **动力煤有效供应量** | 万吨 | **390,066** | **394,862** | **392,627** | **390,662** | **396,992** | **399,176** |
| 同比增速 | | 0.57% | 1.23% | 0.66% | 0.15% | 1.11% | 0.55% |
| 1）新投产能 | | 7,700 | 7,080 | 7,080 | 7,080 | 7,470 | 3,810 |
| 新投产能供给增量 | | 6,590 | 5,788 | 5,788 | 5,788 | 5,898 | 3,780 |
| 2）加：核增产能供给增量 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3）减：安监减产或超产核查减量 | | -2,553 | -135 | 2,100 | 4,065 | 0 | 0 |
| 4）减：淘汰落后产能假设 | | 1,770 | 1,127 | 1,127 | 1,127 | 1,533 | 1,596 |
| **——供给净增量** | | **7,373** | **4,796** | **2,561** | **596** | **4,365** | **2,184** |
| 其他调整 | | -5,169 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **动力煤净进口** | **万吨** | **36,642** | **33,650** | **33,650** | **33,650** | **34,658** | **35,666** |
| 同比增速 | | -11.62% | -8.17% | -8.17% | -8.17% | 3.00% | 2.91% |
| **动力煤进口量** | **万吨** | **37,186** | **34,194** | **34,194** | **34,194** | **35,202** | **36,210** |
| 澳大利亚 | 万吨 | 6,860 | 6,860 | 6,860 | 6,860 | 6,860 | 6,860 |
| 印尼 | 万吨 | 20,868 | 16,868 | 16,868 | 16,868 | 16,868 | 16,868 |
| 蒙古 | 万吨 | 2,889 | 3,572 | 3,897 | 4,222 | 4,905 | 5,913 |
| 俄罗斯 | 万吨 | 5,613 | 5,613 | 5,613 | 5,613 | 5,613 | 5,613 |
| 其他 | 万吨 | 956 | 956 | 956 | 956 | 956 | 956 |
| **动力煤出口量** | **万吨** | 544 | 544 | 544 | 544 | 544 | 544 |

| 动力煤供需缺口/盈余 | 单位 | 2025A | 2026E | 2026E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **供需缺口/盈余** | **万吨** | **6,819** | **3,070** | **-2,130** | **-7,229** | **-7,151** | **-9,904** |

资料来源：Wind，煤炭资源网，国家统计局，海关总署，长江证券研究所

**短期供给减量冲击持续，金九银十焦煤价格仍有上行驱动，中长期供需趋于双弱但相对平衡，煤价中枢抬升确定性仍较强。**短期来看，事故收紧国内焦煤供给弹性更为显著，若焦煤表外产能弹性永久退出，虽然进口蒙煤贡献增量，但短期供需依旧偏紧，下半年或形成缺口，若铁矿延续让利，钢厂盈利面维持较好位置，则库存相对中位下焦煤价格金九银十或仍有上涨空间。中长期来看，铁水产量核心取决于国内钢铁行业政策趋势，不过供给端受山西资源枯竭问题影响或日益严重，并且焦煤进口端依赖度较高从而市场化减量空间相对较大，供需或维持相对平衡。

图 43：中性假设下，2026 年焦煤缺口为 1039 万吨，同比缺口放大

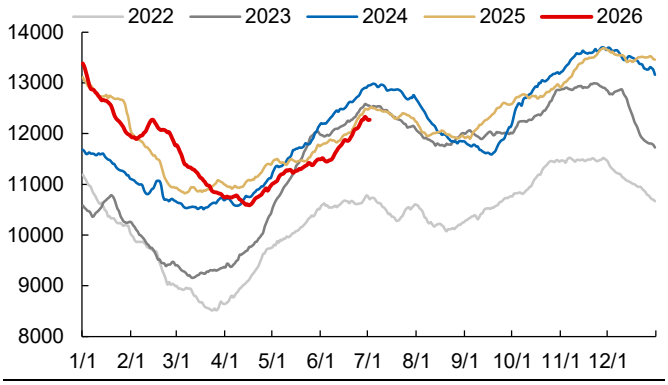
| 项目 | 单位 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E 悲观 | 2026E 中性 | 2026E 乐观 | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **炼焦煤有效供应量** | **万吨** | **49,142** | **47,303** | **47,942** | **45,586** | **44,808** | **44,031** | **40,930** | **39,700** |
| 同比增速 | | -0.42% | -3.74% | 1.35% | -4.92% | -6.54% | -8.16% | -8.66% | -3.01% |
| 1）新投产能 | 万吨 | 3,800 | 2,550 | 2,325 | 1,440 | 1,440 | 1,440 | 300 | 300 |
| 新投产能供给增量 | 万吨 | 1,520 | 1,020 | 930 | 576 | 576 | 576 | 120 | 120 |
| 2）加：核增产能供给增量 | 万吨 | 764 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3）减：山西超产减量假设 | 万吨 | 0 | 1,390 | -498 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4）减：淘汰落后产能假设 | 万吨 | 675 | 555 | 834 | 928 | 928 | 928 | 1,353 | 1,350 |
| **5）减：超产核查减量** | 万吨 | | | | **-729** | **49** | **826** | | |
| **6）减：山西沁源事故减量（表内+表外）** | 万吨 | | | | **2,734** | **2,734** | **2,734** | **2,645** | |
| **——供给净增量** | 万吨 | **1,609** | **-925** | **594** | **-2,357** | **-3,134** | **-3,912** | **-3,878** | **-1,230** |
| 其他调整 | 万吨 | -1,818 | -913 | 45 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **炼焦煤净进口量** | **万吨** | **10,214** | **12,153** | **11,745** | **12,166** | **12,841** | **13,516** | **15,937** | **18,032** |
| 同比增速 | | 60.64% | 18.98% | -3.35% | 3.58% | 9.33% | 15.08% | 24.11% | 13.15% |
| **焦煤进口量** | **万吨** | **10,251** | **12,225** | **11,863** | **12,283** | **12,958** | **13,634** | **16,054** | **18,150** |
| 澳洲 | 万吨 | 280 | 1,037 | 886 | 886 | 886 | 886 | 886 | 886 |
| 蒙古 | 万吨 | 5,396 | 5,679 | 6,007 | 6,428 | 7,103 | 7,778 | 10,199 | 12,295 |
| 俄罗斯 | 万吨 | 2,663 | 3,051 | 3,276 | 3,276 | 3,276 | 3,276 | 3,276 | 3,276 |
| 其他 | 万吨 | 1,912 | 2,458 | 1,693 | 1,693 | 1,693 | 1,693 | 1,693 | 1,693 |
| 焦煤出口量 | **万吨** | 38 | 73 | 117 | 117 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| **炼焦煤总供应量** | **万吨** | **59,356** | **59,456** | **59,687** | **57,751** | **57,649** | **57,547** | **56,866** | **57,732** |
| 同比增速 | | 6.55% | 0.17% | 0.39% | -3.24% | -3.42% | -3.59% | -1.36% | 1.52% |
| **炼焦用煤量** | **万吨** | **59,148** | **58,779** | **59,909** | **57,508** | **58,688** | **60,458** | **56,954** | **55,271** |
| 同比增速 | | 6.35% | -0.62% | 1.92% | -4.01% | -2.04% | 0.92% | -2.96% | -2.95% |
| 炼焦用煤量/焦炭产量 | | 1.201 | 1.201 | 1.188 | 1.188 | 1.188 | 1.188 | 1.19 | 1.19 |
| **焦炭产量** | **万吨** | **49,260** | **48,927** | **50,412** | **48,425** | **49,419** | **50,909** | **47,958** | **46,541** |
| 同比增速 | | 4.05% | -0.68% | 2.90% | -3.94% | -1.97% | 0.99% | -2.96% | -2.95% |
| **焦炭净进口** | **万吨** | **-862** | **-820** | **-735** | **-735** | **-735** | **-735** | **-735** | **-735** |
| **焦炭表观需求量** | **万吨** | **48,398** | **48,107** | **49,677** | **47,690** | **48,684** | **50,174** | **47,223** | **45,807** |
| 焦炭/生铁 | | 0.556 | 0.565 | 0.594 | 0.594 | 0.594 | 0.594 | 0.59 | 0.59 |
| **粗钢产量** | **万吨** | **101,908** | **100,509** | **96,081** | **92,238** | **94,160** | **97,042** | **91,335** | **88,595** |
| 同比增速 | | 0.60% | -1.37% | -4.41% | -4.00% | -2.00% | 1.00% | -3.00% | -3.00% |
| 生铁/粗钢 | | 0.855 | 0.847 | 0.870 | 0.870 | 0.870 | 0.870 | 0.87 | 0.87 |
| **生铁产量** | **万吨** | **87,101** | **85,174** | **83,604** | **80,260** | **81,932** | **84,440** | **79,474** | **77,090** |
| 同比增速 | | 0.83% | -2.30% | -3.00% | -4.00% | -2.00% | 1.00% | -3.00% | -3.00% |
| **日均铁水产量** | **万吨** | **238.94** | **229.68** | **236.79** | **232.05** | **232.05** | **232.05** | **225.09** | **218.34** |
| 同比增速 | | 4.90% | -3.88% | 3.10% | -2.00% | -2.00% | -2.00% | -3.00% | -3.00% |
| **年化铁水产量** | **万吨** | **87213** | **84063** | **86428** | **82971** | **84700** | **87293** | **82159** | **79694** |
| 年化铁水产量/统计局生铁产量 | | 1.00 | 0.99 | 1.03 | 1.03 | 1.03 | 1.03 | 1.03 | 1.03 |
| **炼焦煤供需缺口** | **万吨** | **208** | **676** | **-221** | **243** | **-1039** | **-2911** | **-87** | **2461** |

资料来源：Wind，Mysteel，煤炭资源网，国家统计局，长江证券研究所

## 节奏&空间：下游库存低位，电价上涨打开煤价空间

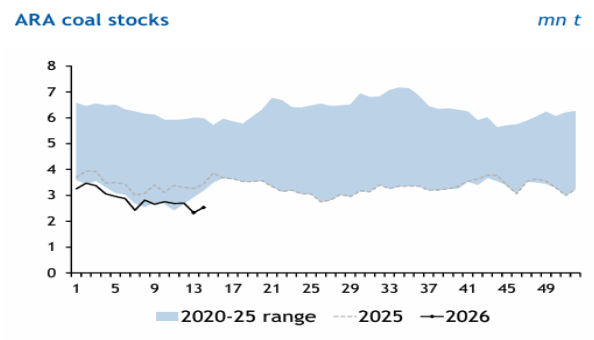
**补库空间释放有望刺激煤价弹性。**7 月随着南方梅雨结束，气温逐步回升或带动用电负荷增加改善日耗水平，正式进入日耗旺季，而当前国内电厂库存处于低位，海外能源库存也同样已经消耗至低位，旺季煤价弹性有望一触即发。

图 44：二十五省电厂库存均处于过去三年以来最低位（单位：万吨）




资料来源：CCTD，长江证券研究所

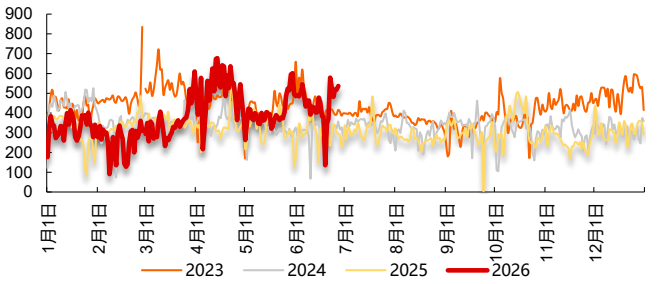
图 45：欧洲 ARA 煤炭库存分位处于过去 5 年最低位




资料来源：Argus，长江证券研究所

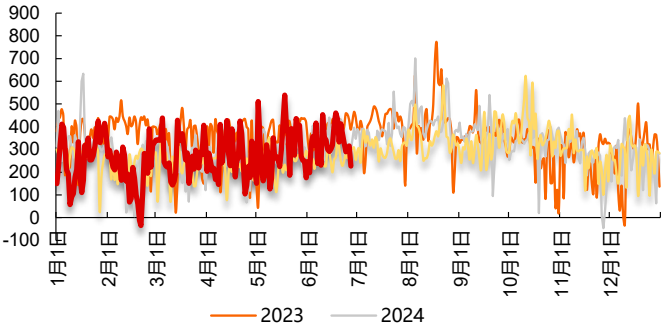
**电价上涨通道确立，打开煤价承受空间。**假设电价回升至 25 年水平即回升约 4 分钱，电厂报表端盈亏平衡线对应煤价 959 元/吨，现金流盈亏平衡线对应煤价 1153 元/吨，上行空间打开。

图 46：广东发电侧日前加权平均电价(单位:元/兆瓦时)




资料来源：Wind，广东电力交易中心，长江证券研究所

图 47：山东发电侧日前平均电价(单位:元/兆瓦时)




资料来源：Wind，山东电力交易中心，长江证券研究所

图 48：假设电价回升至 25 年水平即回升约 4 分钱，电厂报表端盈亏平衡线对应港口煤价 959 元/吨，现金流盈亏平衡线对应港口煤价 1153 元/吨

| 煤价上限测算（元/吨） | | 度电售价（元/度，含税） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 降4分 | 降3分 | 降2分 | 降1分 | 0 | 涨1分 | 涨2分 |
| 中枢度电利润（元/度，不含税） | -0.04 | 1056 | 1080 | 1104 | 1128 | 1153 | 1177 | 1201 |
| | -0.03 | 1008 | 1032 | 1056 | 1080 | 1104 | 1128 | 1153 |
| | -0.02 | 959 | 984 | 1008 | 1032 | 1056 | 1080 | 1104 |
| | -0.01 | 911 | 935 | 959 | 984 | 1008 | 1032 | 1056 |
| | 0 | 863 | 887 | 911 | 935 | 959 | 984 | 1008 |
| | 0.01 | 815 | 839 | 863 | 887 | 911 | 935 | 959 |
| | 0.02 | 766 | 790 | 815 | 839 | 863 | 887 | 911 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

# 投资策略：位置优异，弹性可期

## 当前煤炭板块处于什么位置？

**一是，**绝对股息位置优异。当前主流煤企股息率 5%+，明显高于 10 年期国债（1.7%）。

**二是，**相对股息位置优异。煤炭行业股息率 TTM4.7%（截止 6/18），股息率处于全行业前列。

**三是，**中枢煤价下的行业估值位置不高，具备安全边际。截止 6/30 收盘，秦港煤价 800 元/吨中枢对应的板块估值水平仅为 9~10 倍左右；

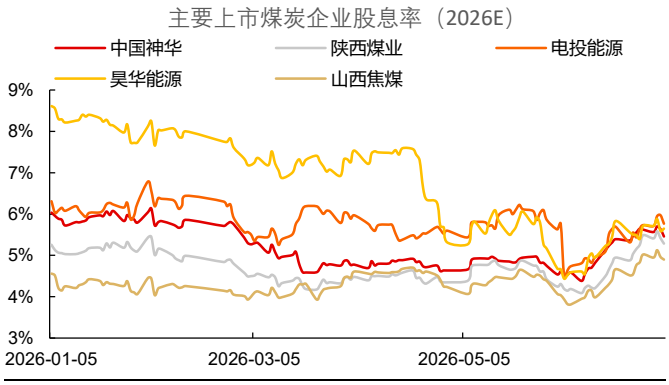
**四是，**凭借优秀的财务状况，主要煤炭上市公司在扣除现金后 PE 进一步下降，投资性价比进一步打开。

图 49：截止 6/30，十年期国债仅为 1.7%



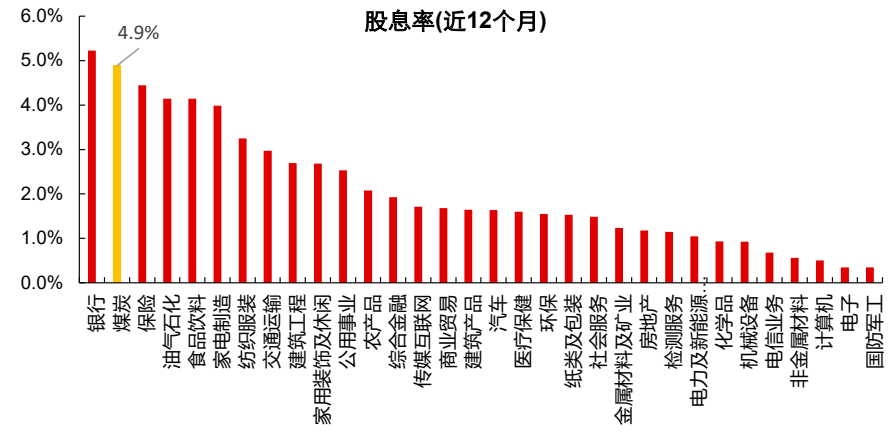

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：截止 6/30，主流高分红煤企股息率均在 5%+




资料来源：Wind，长江证券研究所（注：盈利预测取 wind 一致预期，2026 年分红率取与 2025 年持平）

图 51：截止 6/30，当前煤炭板块的股息率（TTM）为 4.9%，位于 32 个行业中第 2




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：主要煤炭公司 2026 年业绩敏感性测算

| 秦港动力煤（元/吨） | | 700 | 720 | 740 | 760 | 780 | 800 | 850 | 900 | 1000 | 1100 | 1200 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 京唐港焦煤（元/吨） | | 1599 | 1645 | 1690 | 1736 | 1782 | 1828 | 1942 | 2056 | 2284 | 2513 | 2741 |
| 归母净利润（亿元） | 中国神华 | 605 | 607 | 610 | 612 | 614 | 617 | 622 | 628 | 640 | 651 | 663 |
| | 中国神华H股 | 621 | 623 | 626 | 628 | 630 | 633 | 639 | 644 | 656 | 668 | 680 |
| | 陕西煤业 | 164 | 172 | 180 | 188 | 196 | 204 | 223 | 243 | 261 | 282 | 321 |
| | 中煤能源 | 176 | 179 | 183 | 186 | 190 | 193 | 202 | 211 | 228 | 245 | 263 |
| | 中煤能源H股 | 161 | 165 | 168 | 171 | 174 | 177 | 185 | 193 | 209 | 225 | 241 |
| | 兖矿能源 | 96 | 105 | 118 | 124 | 133 | 143 | 166 | 189 | 236 | 283 | 330 |
| | 兖矿能源H股 | 92 | 101 | 112 | 119 | 127 | 136 | 159 | 181 | 225 | 270 | 315 |
| | 新集能源 | 21 | 22 | 22 | 22 | 23 | 23 | 24 | 25 | 27 | 29 | 31 |
| | 电投能源 | 111 | 112 | 112 | 112 | 113 | 113 | 114 | 115 | 117 | 119 | 121 |
| | 晋控煤业 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 27 | 30 | 36 | 41 | 47 |
| | 山煤国际 | 16 | 18 | 20 | 21 | 22 | 23 | 25 | 27 | 31 | 36 | 40 |
| | 华阳股份 | 20 | 21 | 22 | 23 | 25 | 26 | 29 | 32 | 39 | 45 | 52 |
| | 昊华能源 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 16 | 18 | 20 | 24 | 28 | 32 |
| | 广汇能源 | 21 | 25 | 29 | 33 | 37 | 41 | 52 | 62 | 82 | 102 | 123 |
| | 淮北矿业 | 19 | 20 | 22 | 24 | 26 | 28 | 32 | 37 | 46 | 55 | 65 |
| | 山西焦煤 | 21 | 23 | 26 | 28 | 30 | 33 | 39 | 45 | 58 | 70 | 83 |
| | 平煤股份 | 2 | 4 | 7 | 9 | 12 | 14 | 21 | 27 | 39 | 52 | 64 |
| | 力量发展 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 22 | 25 | 30 | 35 | 40 |
| 股息率 | 中国神华 | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.8% | 5.9% | 6.0% | 6.1% |
| | 中国神华H股 | 6.3% | 6.3% | 6.3% | 6.3% | 6.4% | 6.4% | 6.4% | 6.5% | 6.6% | 6.7% | 6.9% |
| | 陕西煤业 | 4.6% | 4.8% | 5.0% | 5.2% | 5.4% | 5.7% | 6.2% | 6.8% | 7.2% | 7.8% | 8.9% |
| | 中煤能源 | 3.3% | 3.3% | 3.4% | 3.5% | 3.5% | 3.6% | 3.8% | 3.9% | 4.2% | 4.6% | 4.9% |
| | 中煤能源H股 | 5.0% | 5.1% | 5.2% | 5.3% | 5.4% | 5.5% | 5.7% | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.4% |
| | 兖矿能源 | 3.3% | 3.6% | 4.0% | 4.2% | 4.5% | 4.8% | 5.6% | 6.4% | 8.0% | 9.6% | 11.2% |
| | 兖矿能源H股 | 5.7% | 6.2% | 7.0% | 7.4% | 7.9% | 8.5% | 9.8% | 11.2% | 14.0% | 16.8% | 19.5% |
| | 新集能源 | 2.9% | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.1% | 3.1% | 3.3% | 3.4% | 3.7% | 3.9% | 4.2% |
| | 电投能源 | 8.2% | 8.2% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 8.4% | 8.4% | 8.5% | 8.6% | 8.8% | 8.9% |
| | 晋控煤业 | 3.2% | 3.4% | 3.6% | 3.8% | 4.0% | 4.2% | 4.6% | 5.1% | 6.1% | 7.1% | 8.0% |
| | 山煤国际 | 4.5% | 5.1% | 5.6% | 5.9% | 6.1% | 6.4% | 7.0% | 7.6% | 8.7% | 9.9% | 11.1% |
| | 华阳股份 | 3.6% | 3.8% | 4.0% | 4.3% | 4.5% | 4.7% | 5.3% | 5.9% | 7.1% | 8.2% | 9.4% |
| | 昊华能源 | 5.7% | 6.0% | 6.4% | 6.8% | 7.2% | 7.5% | 8.5% | 9.4% | 11.2% | 13.1% | 15.0% |
| | 广汇能源 | 2.0% | 2.4% | 2.8% | 3.2% | 3.5% | 3.9% | 4.9% | 5.9% | 7.8% | 9.7% | 11.6% |
| | 淮北矿业 | 2.2% | 2.4% | 2.6% | 2.8% | 3.0% | 3.3% | 3.8% | 4.3% | 5.4% | 6.5% | 7.7% |
| | 山西焦煤 | 3.7% | 4.2% | 4.6% | 5.1% | 5.5% | 6.0% | 7.1% | 8.2% | 10.4% | 12.7% | 14.9% |
| | 平煤股份 | 0.6% | 1.5% | 2.3% | 3.2% | 4.0% | 4.9% | 7.1% | 9.2% | 13.5% | 17.8% | 22.1% |
| | 力量发展 | 7.2% | 7.7% | 8.2% | 8.7% | 9.2% | 9.7% | 11.0% | 12.2% | 14.7% | 17.2% | 19.7% |
| PE | 中国神华 | 14.0 | 13.9 | 13.9 | 13.8 | 13.8 | 13.7 | 13.6 | 13.5 | 13.2 | 13.0 | 12.8 |
| | 中国神华H股 | 12.2 | 12.1 | 12.1 | 12.0 | 12.0 | 11.9 | 11.8 | 11.7 | 11.5 | 11.3 | 11.1 |
| | 陕西煤业 | 12.0 | 11.4 | 10.9 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 8.8 | 8.1 | 7.6 | 7.0 | 6.1 |
| | 中煤能源 | 9.2 | 9.0 | 8.8 | 8.7 | 8.5 | 8.4 | 8.0 | 7.7 | 7.1 | 6.6 | 6.1 |
| | 中煤能源H股 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.1 | 5.9 | 5.4 | 5.0 | 4.7 |
| | 兖矿能源 | 18.4 | 16.8 | 15.0 | 14.2 | 13.2 | 12.4 | 10.6 | 9.3 | 7.5 | 6.2 | 5.4 |
| | 兖矿能源H股 | 10.3 | 9.4 | 8.4 | 8.0 | 7.4 | 6.9 | 6.0 | 5.2 | 4.2 | 3.5 | 3.0 |
| | 新集能源 | 10.5 | 10.3 | 10.0 | 9.9 | 9.8 | 9.6 | 9.2 | 8.9 | 8.2 | 7.7 | 7.2 |
| | 电投能源 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.3 | 6.2 | 6.1 | 6.0 |
| | 晋控煤业 | 15.6 | 14.7 | 13.9 | 13.2 | 12.6 | 12.0 | 10.8 | 9.7 | 8.2 | 7.1 | 6.2 |
| | 山煤国际 | 13.3 | 11.9 | 10.8 | 10.2 | 9.8 | 9.5 | 8.7 | 8.0 | 6.9 | 6.1 | 5.4 |
| | 华阳股份 | 14.1 | 13.2 | 12.4 | 11.8 | 11.2 | 10.6 | 9.4 | 8.5 | 7.1 | 6.1 | 5.3 |
| | 昊华能源 | 12.4 | 11.6 | 10.9 | 10.3 | 9.8 | 9.3 | 8.3 | 7.5 | 6.2 | 5.4 | 4.7 |
| | 广汇能源 | 14.9 | 12.5 | 10.8 | 9.5 | 8.4 | 7.6 | 6.1 | 5.1 | 3.8 | 3.1 | 2.6 |
| | 淮北矿业 | 20.4 | 18.6 | 17.1 | 15.8 | 14.7 | 13.7 | 11.8 | 10.3 | 8.2 | 6.8 | 5.8 |
| | 山西焦煤 | 16.0 | 14.3 | 12.9 | 11.8 | 10.8 | 10.0 | 8.4 | 7.3 | 5.7 | 4.7 | 4.0 |
| | 平煤股份 | 102.7 | 41.8 | 26.2 | 19.1 | 15.0 | 12.4 | 8.6 | 6.6 | 4.5 | 3.4 | 2.7 |
| | 兖煤澳洲 | 16.8 | 13.3 | 11.0 | 9.4 | 8.2 | 7.3 | 5.7 | 4.6 | 3.4 | 2.7 | 2.2 |

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：截至 2026 年 6 月 30 日收盘）

图 53：扣除现金后 PE 进一步下降，空间可期

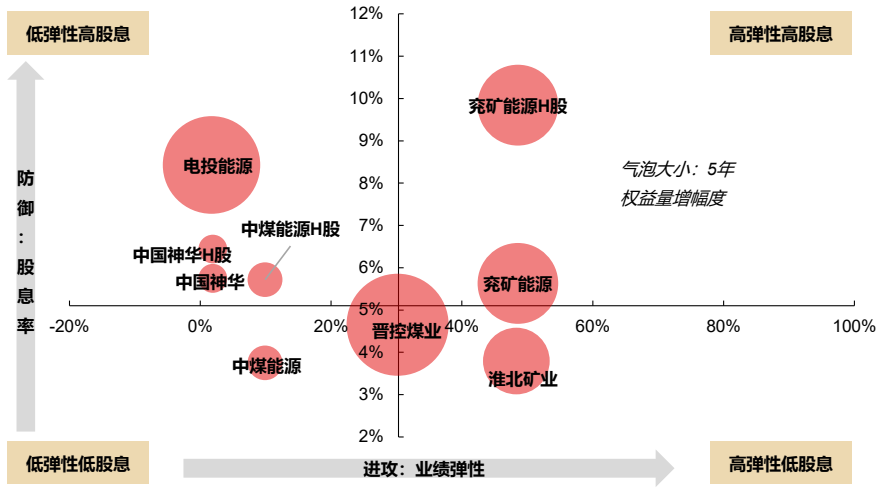
| 公司代码 | 公司 | 市值(亿元) | 现金(亿元) | 短期借款(亿元) | 长期借款(亿元) | 应付债券(亿元) | 有息负债合计(亿元) | EV(亿元) | 2026E净利润(亿元) | | | PE（EV法） | | | 普通PE | | | PE折价幅度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | 800 | 900 | 1000 | 800 | 900 | 1000 | 800 | 900 | 1000 | 800 | 900 | 1000 |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 291 | 159 | 0 | 0 | 0 | 0 | 132 | 24 | 30 | 36 | 5.5 | 4.4 | 3.7 | 12.0 | 9.7 | 8.2 | 45% | 45% | 45% |
| 601898.SH | 中煤能源 | 1,615 | 887 | 10 | 376 | 73 | 459 | 1,187 | 193 | 211 | 228 | 6.1 | 5.6 | 5.2 | 8.4 | 7.7 | 7.1 | 73% | 73% | 73% |
| 002128.SZ | 电投能源 | 683 | 24 | 15 | 48 | 0 | 63 | 722 | 113 | 115 | 117 | 6.4 | 6.3 | 6.2 | 6.0 | 5.9 | 5.8 | 106% | 106% | 106% |
| 601699.SH | 潞安环能 | 427 | 180 | 12 | 1 | 0 | 13 | 260 | 37 | 59 | 80 | 7.0 | 4.4 | 3.2 | 11.5 | 7.3 | 5.3 | 61% | 61% | 61% |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 1,973 | 318 | 16 | 198 | 0 | 215 | 1,870 | 204 | 243 | 261 | 9.2 | 7.7 | 7.2 | 9.7 | 8.1 | 7.6 | 95% | 95% | 95% |
| 600546.SH | 山煤国际 | 217 | 61 | 0 | 60 | 0 | 60 | 216 | 23 | 27 | 31 | 9.4 | 8.0 | 6.9 | 9.5 | 8.0 | 6.9 | 100% | 100% | 100% |
| 600256.SH | 广汇能源 | 316 | 19 | 76 | 49 | 0 | 125 | 422 | 41 | 62 | 82 | 10.2 | 6.8 | 5.1 | 7.6 | 5.1 | 3.8 | 134% | 134% | 134% |
| 601101.SH | 昊华能源 | 152 | 45 | 8 | 54 | 0 | 62 | 169 | 16 | 20 | 24 | 10.4 | 8.3 | 7.0 | 9.3 | 7.5 | 6.2 | 111% | 111% | 111% |
| 601088.SH | 中国神华 | 8,468 | 968 | 4 | 283 | 0 | 287 | 7,787 | 617 | 628 | 640 | 12.6 | 12.4 | 12.2 | 13.7 | 13.5 | 13.2 | 92% | 92% | 92% |
| 000983.SZ | 山西焦煤 | 329 | 117 | 18 | 227 | 20 | 265 | 477 | 33 | 45 | 58 | 14.5 | 10.5 | 8.3 | 10.0 | 7.3 | 5.7 | 145% | 145% | 145% |
| 600985.SH | 淮北矿业 | 378 | 27 | 1 | 73 | 0 | 74 | 426 | 28 | 37 | 46 | 15.5 | 11.6 | 9.3 | 13.7 | 10.3 | 8.2 | 113% | 113% | 113% |
| 600348.SH | 华阳股份 | 276 | 119 | 36 | 216 | 0 | 252 | 409 | 26 | 32 | 39 | 15.7 | 12.6 | 10.5 | 10.6 | 8.5 | 7.1 | 148% | 148% | 148% |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 1,784 | 374 | 210 | 571 | 230 | 1,010 | 2,419 | 143 | 189 | 236 | 16.9 | 12.8 | 10.2 | 12.5 | 9.4 | 7.6 | 136% | 136% | 136% |
| 601918.SH | 新集能源 | 223 | 25 | 20 | 179 | 0 | 199 | 396 | 23 | 25 | 27 | 17.1 | 15.8 | 14.6 | 9.6 | 8.9 | 8.2 | 178% | 178% | 178% |
| 601666.SH | 平煤股份 | 177 | 94 | 120 | 84 | 65 | 269 | 351 | 14 | 27 | 39 | 24.6 | 13.1 | 8.9 | 12.4 | 6.6 | 4.5 | 199% | 199% | 199% |

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：截止 6/30，其中，有息负债合计=短期借款+长期借款+应付债券；EV=市值+有息负债合计-现金；PE(EV 法）=EV/2026E 净利润）

## 落地投资：底部反转攻守兼备，重视低位布局良机

- **主线一：**受益于煤价抬升弹性与增量成长稀缺。重点推荐兖矿能源、广汇能源、力量发展、昊华能源、晋控煤业；另外焦煤方面，考虑焦煤资源稀缺，价格弹性明显，推荐淮北矿业、平煤股份、山西焦煤等。
- **主线二：**受益于能源重估与安全溢价。考虑资源禀赋好、长协锁量、高股息的龙头煤企，确定性享受煤炭价格中枢上移。重点推荐中国神华、陕西煤业、中煤能源等。
- **主线三：**受益于电价-煤价联动。煤电一体化公司，考虑电力估值修复与原料保障双重逻辑。重点推荐新集能源等。

图 54：主要煤炭公司投资特征四象限一览图




资料来源：Wind，长江证券研究所（注：1、横轴指 2026E 各公司 800 元/吨动力煤价格下年化业绩相对 700 元/吨年化业绩计算涨幅。2、纵轴指各公司 800 元/吨动力煤价格下 2026E 股息率。3、5 年煤炭权益量增为预测值。4、截至 2026 年 6 月 30 日收盘）

# 风险提示

1、经济承压形势下，下游需求存在不确定性：若后期地产复苏较弱，钢铁需求承压下双焦市场价格存在下行风险，公司长协月度调价可能随着市场价下调，对业绩影响可能较大。

2、外部因素影响下，煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致气价跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

3、进口煤增量较大风险：若后期海外需求疲软，海外煤价持续回落，进口煤增量较大或使得我国煤炭供需趋于宽松。

4、行业新增产能较大风险：若后续保供要求下核增和新建产能较多，煤炭国内供给较多或使得煤价面临下行压力。

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 看好： | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | 中性： | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | 看淡： | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 买入： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10% |
| | 增持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间 |
| | 中性： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | 减持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

