

行业研究 | 专题报告 | 煤炭与消费用燃料

2020vs2026 煤炭行情对比：从“需求周期共振”到“供给约束先导”

报告要点

近期供给端事故频发、安监持续收紧，煤炭产量出现明显收缩，这不禁使市场联想起 2020-2021 年那轮史诗级煤价上涨行情——彼时秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格从不足 600 元/吨一路飙升至 2500 元/吨以上，涨幅超过 300%。本轮供给约束与彼时有何异同？本篇报告从需求、供给、库存三个维度展开复盘对比，试图厘清两轮行情的本质差异。

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

煤炭与消费用燃料

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

2020vs2026 煤炭行情对比：从“需求周期共振”到“供给约束先导”

引言

近期供给端事故频发、安监持续收紧，煤炭产量出现明显收缩，这不禁使市场联想起 2020-2021 年那轮史诗级煤价上涨行情——彼时秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格从不足 600 元/吨一路飙升至 2500 元/吨以上，涨幅超过 300%。本轮供给约束与彼时有何异同？本篇报告从需求、供给、库存三个维度展开复盘对比，试图厘清两轮行情的本质差异。

需求对比：强脉冲让位于稳韧性

电力需求方面，2020-2021 年火电呈现高弹性：得益于全球经济复苏共振且风光建设刚起步对火电挤压效应有限，2020/2021 年全社会用电量增速达 3.1%/10.3%，火电增速达 2.5%/9.1%。**而 2026 年，需求弹性明显收敛：**尽管得益于总发电数据底部反转、风光挤压高峰已过，2026H1 全社会用电量增速 5.3%，火电增速降至 3%，需求弹性明显收敛，总量增速已系统性下移。**非电用煤领域，受益于化工耗煤增量(化工+9%)，2026H1 非电耗煤量增速约 3%，相较 2020/2021 年的 4%/2%仍平稳增长。**综合来看，需求端从“强弹性”切换为“稳韧性”，对煤价的作用由加速器转为稳定器，决定了价格上行将更温和且依赖供给端驱动。

供给对比：收缩表象相似，但弹性已系统性减弱

2020 年供给收缩虽快，但释放同样迅速。2020 年内蒙古倒查 20 年，导致表外产量快速出清，原煤产量增速仅 0.9%；但随着煤价快速上涨，政策态度也迅速反转，2021 年下半年产量呈现 V 型反弹，快速平抑缺口，单月最高产量增速达到 7%（12 月），最终 2021 年原煤产量增速 4.7%。这一“冲击—放松”模式，赋予了煤价极高的短期爆发力，但抑制了持续性。**而 2026 年，一系列政策文件均指向供给弹性系统性收缩，2026H1 原煤产量增速仅-1.7%。**这主要是因为，过去五年极限保供已严重透支矿井条件，安全欠账多、生产强度被迫回归常态。更重要的是，安全监管已从过去的“运动式”转变为制度化、常态化，表外产能和超产行为受到长期压制。在安全红线约束下，复产强度与速度都无法与 2021 年同日而语。

库存对比：价格或阶梯式上移，而非弹性爆发

2020-2021 年，库存去化伴随着需求急加速，去库斜率极为陡峭，港口库存骤降，价格在短时间内完成翻倍以上的冲顶。反观 2026 年，去库的过程预计将更为温和，这主要因为 2026 年去库主要依赖供给端的持续收缩，需求端虽有韧性但缺乏强弹性，因此库存下降的斜率趋缓，价格或将呈现“台阶式上涨”特征。

行情复盘与核心结论：中枢慢牛，把握长景气

综上所述，2020-2021 年行情是**需求周期共振**的产物：需求率先提供强加速器，供给短期收紧再放开，形成价格强脉冲。而 2026 年是**供给约束先导**：供给因产能极限和安监制度化率先硬化，触发价格反转；需求转向韧性托底，不再提供加速动能，只加固价格底部。因此我们认为，在供给弹性收缩的背景下，煤价中枢温和上移，行业高盈利周期被显著拉长。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。

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。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《短期扰动不改中期方向，重视 9 月起煤炭再配置机会》2026-08-16
- 《红利为基，弹性待现——煤炭估值修复后再审视》2026-08-02
- 《供给硬约束确立，需求验证是关键》2026-07-26



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言.....	4
需求对比：强脉冲让位于稳韧性.....	5
供给对比：收缩表象相似，但弹性已系统性减弱.....	7
库存对比：价格或阶梯式上移，而非弹性爆发.....	8
行情复盘与核心结论：中枢慢牛，把握长景气.....	9
风险提示.....	10

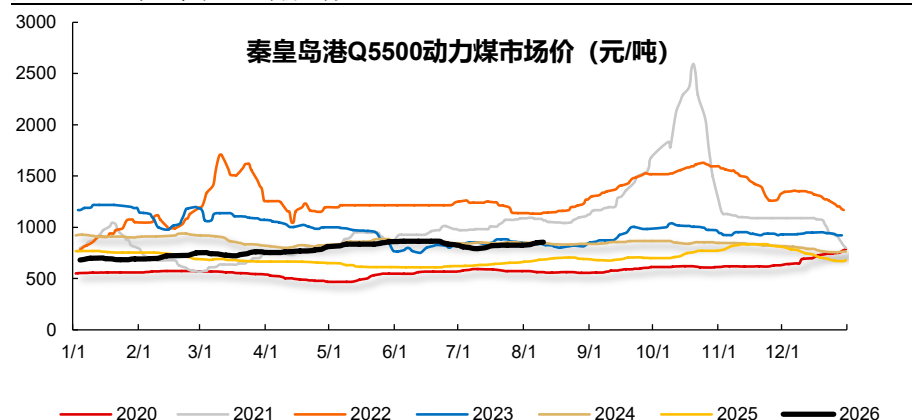
图表目录

图 1：2020 年至今秦皇岛煤价走势.....	4
图 2：2020 年 11 月以后火电当月增速超过 8%，2026 年前 6 月火电每月增速在 5%以内（%）.....	5
图 3：2021Q1 煤炭产量大幅增长，2021 年下半年煤炭产量增速同样较快（%）.....	7
图 4：2026 年以来动力煤产量同比明显偏低（万吨）.....	7
图 5：2026 年沁源事故后焦煤产量明显下降（万吨）.....	7
图 6：2020 年港口煤炭库存累积和去化斜率均较为陡峭且绝对值偏低，2026 年以来港口库存绝对值偏高且整体较为平缓.....	8
图 7：2020 年至今秦皇岛煤价走势.....	8
图 8：2020VS2026：行情&煤价复盘.....	9
表 1：风光装机抬升后，发电量即使增长较快，也挤压了火电增速（亿千瓦时）.....	5
表 2：2020 年与 2026 年非电用煤主要分项（化工、冶金、建材）需求增速对比（万吨）.....	6

引言

近期供给端事故频发、安监持续收紧，煤炭产量出现明显收缩，市场不禁联想起 2020-2021 年那轮史诗级煤价上涨行情——彼时秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格从不足 600 元/吨一路飙升至 2500 元/吨以上，涨幅超过 300%。本轮供给约束与彼时有何异同？本篇报告从需求、供给、库存三个维度展开复盘对比，试图厘清两轮行情的本质差异。

图 1：2020 年至今秦皇岛煤价走势

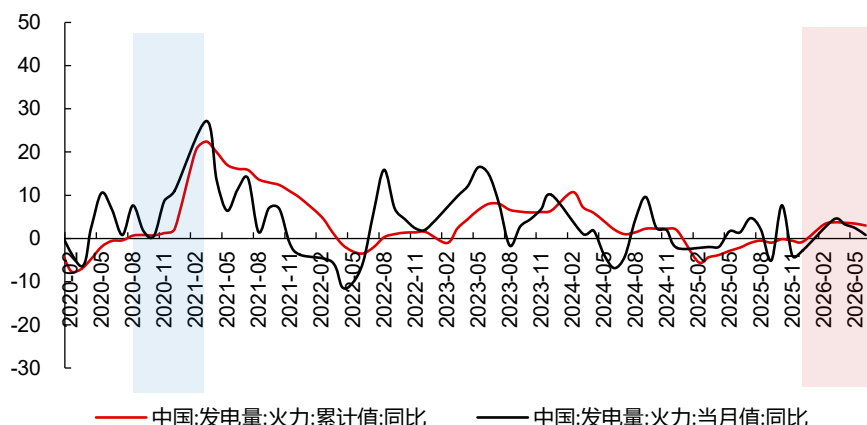


资料来源：Wind，长江证券研究所

需求对比：强脉冲让位于稳韧性

电力需求方面，2020-2021 年火电呈现高弹性：得益于全球经济复苏共振且风光建设刚起步，对火电挤压效应有限，2020/2021 年全社会用电量增速达 3.1%/10.3%，火电增速达 2.5%/9.1%。而 2026 年，需求弹性明显收敛：尽管得益于总发电数据底部反转、风光挤压高峰已过，2026H1 全社会用电量增速 5.3%，火电增速降至 3%，需求弹性明显收敛，总量增速已系统性下移。

图 2：2020 年 11 月以后火电当月增速超过 8%，2026 年前 6 月火电每月增速在 5%以内（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：风光装机抬升后，发电量即使增长较快，也挤压了火电增速（亿千瓦时）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
全电源发电量	76,236	83,768	86,941	92,888	99,129	104,166	109,797
同比	4.00%	9.80%	3.60%	6.70%	6.70%	5.08%	5.40%
火电	51,743	56,463	57,307	61,019	62,069	61,719	63,909
同比	2.50%	9.10%	1.20%	6.48%	1.72%	-0.56%	3.55%
水电	13,552	13,401	13,550	12,836	14,239	14,635	15,589
同比	4.10%	-1.10%	1.10%	-5.27%	10.93%	2.78%	6.52%
核电	3,662	4,075	4,178	4,341	4,469	4,814	5,225
同比	5.00%	11.30%	2.50%	3.90%	2.96%	7.70%	8.54%
风电	4,665	6,556	7,624	8,858	9,968	11,274	12,550
同比	15.10%	40.50%	16.30%	16.19%	12.53%	13.10%	11.32%
太阳能	2,611	3,270	4,276	5,833	8,383	11,724	12,524
同比	16.60%	25.20%	30.80%	36.41%	43.71%	39.86%	6.82%

资料来源：Wind，中电联，国家能源局，长江证券研究所

非电用煤领域，受益于化工耗煤增量（化工+9%），2026H1 非电耗煤量增速约 3%，相较 2020/2021 年的 4%/2%仍平稳增长。

综合来看，需求端从“强弹性”切换为“稳韧性”，对煤价的作用由加速器转为稳定器，决定了价格上行将更温和且依赖供给端驱动。

表 2：2020 年与 2026 年非电用煤主要分项（化工、冶金、建材）需求增速对比（万吨）

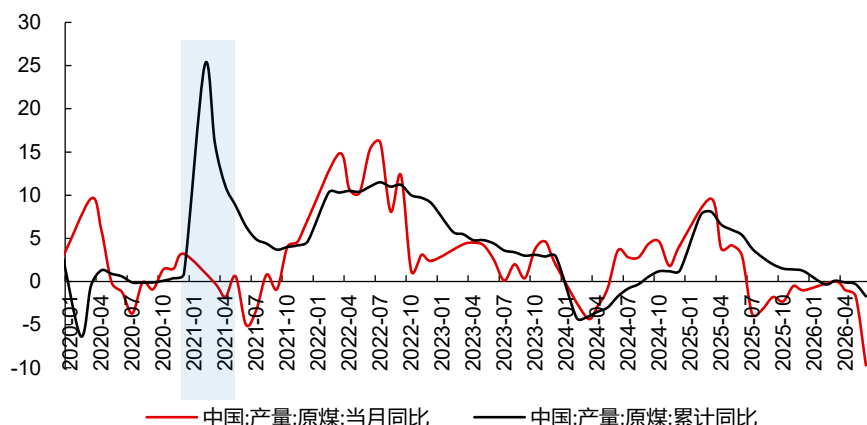
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
冶金耗煤量	17,573	16,942	17,101	17,609	17,234	16,937	16,598
同比增速	10.00%	-3.59%	0.94%	2.97%	-2.13%	-1.73%	-2.00%
化工耗煤量	19,925	22,053	22,871	24,994	28,852	33,208	36,208
同比增速	2.48%	10.68%	3.71%	9.28%	15.43%	15.10%	9.03%
建材耗煤量	32,546	32,255	29,614	29,096	27,008	25,081	24,078
同比增速	1.50%	-0.89%	-8.19%	-1.75%	-7.18%	-7.14%	-4.00%
非电用煤合计	70,044	71,250	69,586	71,699	73,094	75,226	76,884
同比增速	4%	2%	-2%	3%	2%	3%	2%

资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

供给对比：收缩表象相似，但弹性已系统性减弱

2020 年供给收缩虽快，但释放同样迅速。2020 年内蒙古倒查 20 年，导致表外产量快速出清，原煤产量增速仅 0.9%；但随着煤价快速上涨，政策态度也迅速反转，2021 年下半年产量呈现 V 型反弹，快速平抑缺口，单月最高产量增速达到 7%（12 月），最终 2021 年原煤产量增速 4.7%。这一“冲击—放松”模式，赋予了煤价极高的短期爆发力，但抑制了持续性。

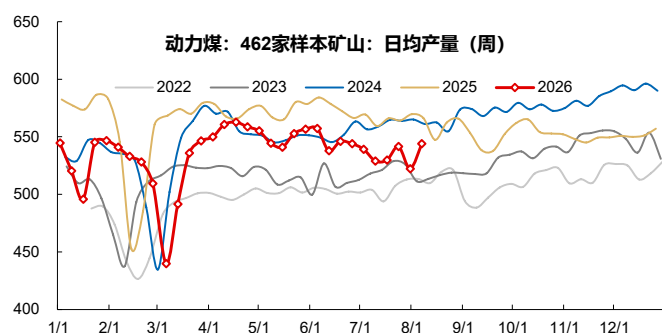
图 3：2021Q1 煤炭产量大幅增长，2021 年下半年煤炭产量增速同样较快（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

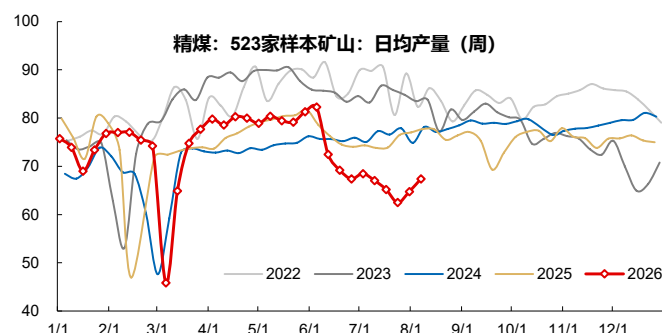
反观 2026 年，一系列政策文件均指向供给弹性系统性收缩，2026H1 原煤产量增速仅-1.7%。这主要是因为，过去五年极限保供已严重透支矿井条件，安全欠账多、生产强度被迫回归常态。更重要的是，安全监管已从过去的“运动式”转变为制度化、常态化，表外产能和超产行为受到长期压制。在安全红线约束下，复产强度与速度都无法与 2021 年同日而语。

图 4：2026 年以来动力煤产量同比明显偏低（万吨）



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 5：2026 年沁源事故后焦煤产量明显下降（万吨）



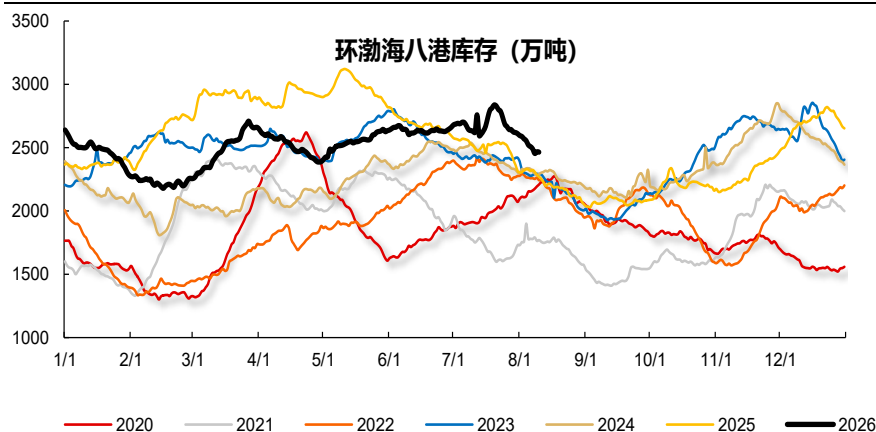
资料来源：Mysteel，长江证券研究所

库存对比：价格或阶梯式上移，而非弹性爆发

2020-2021 年，库存去化伴随着需求急加速，去库斜率极为陡峭，港口库存骤降，价格在短时间内完成翻倍以上的冲顶。反观 2026 年，去库的过程预计将更为温和，这主要因为 2026 年去库主要依赖供给端的持续收缩，需求端虽有韧性但缺乏强弹性，因此库存下降的斜率趋缓，价格或将呈现“台阶式上涨”特征。淡季靠供给收缩和主动去库夯实底部，旺季需求季节性回升带动煤价逐级走高，价格重心缓慢抬升，而不是连续急涨。

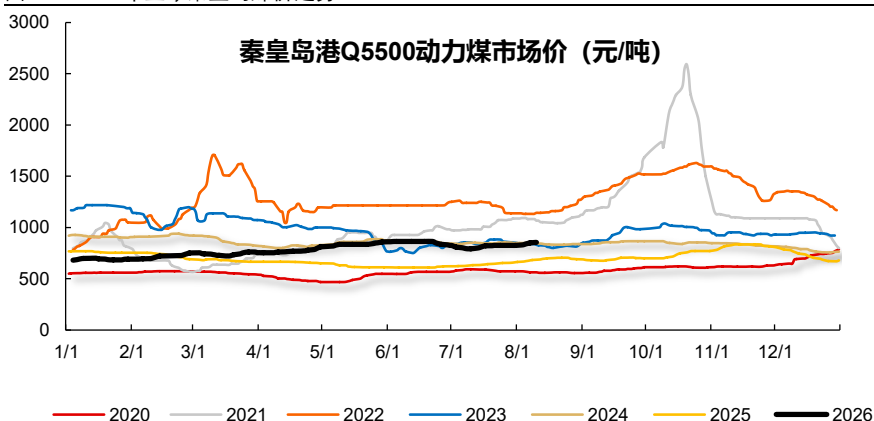
因此，我们认为本轮煤价的持续性会明显强于 2021-2023 年，但绝对价格峰值大概率难以超越 2021 年极端高位。行情将表现为“台阶式上移”而非“脉冲式冲顶”，整体应把握中枢上移拉长盈利周期的机会，而非博弈暴力拉升。

图 6：2020 年港口煤炭库存累积和去化斜率均较为陡峭且绝对值偏低，2026 年以来港口库存绝对值偏高且整体较为平缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2020 年至今秦皇岛煤价走势



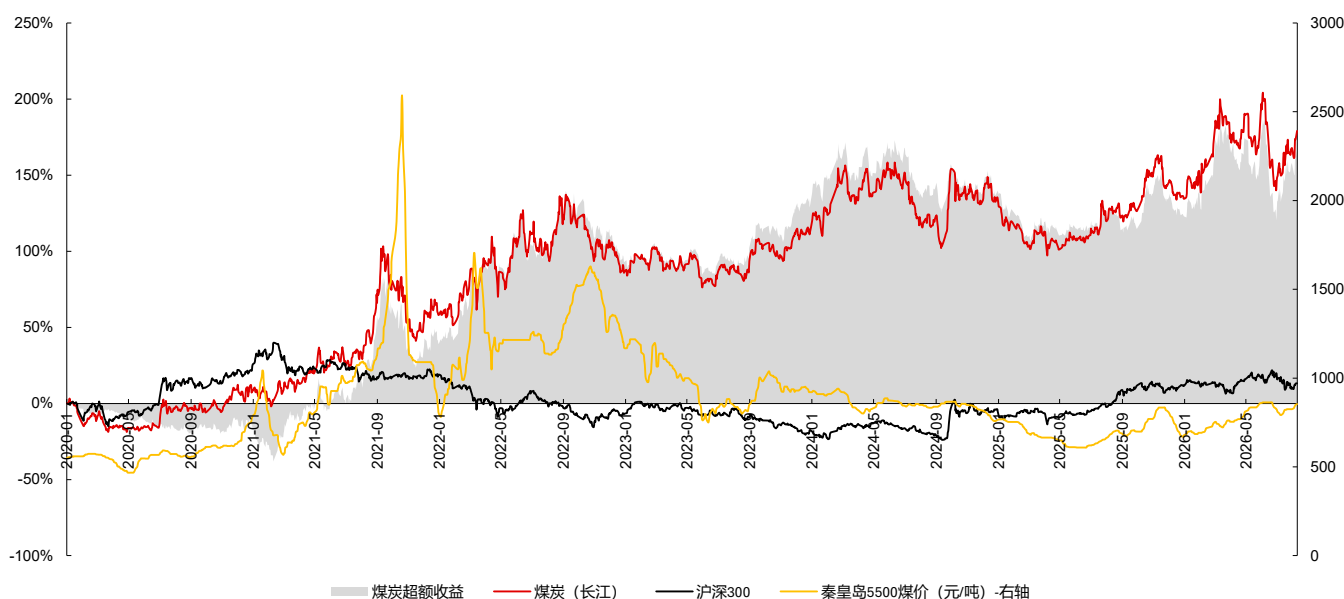
资料来源：Wind，长江证券研究所

行情复盘与核心结论：中枢慢牛，把握长景气

总结可见，2020-2021 年行情是**需求周期共振**的产物：需求率先提供强加速器，供给短期收紧再放开，形成冬季强脉冲。而 2026 年是**供给约束先导**：供给因产能极限和安监制度化率先硬化，触发价格反转；需求转向韧性托底，不再提供加速动能，只加固价格底部。因此我们认为，在供给弹性收缩的背景下，煤价中枢温和上移，行业高盈利周期被显著拉长。

投资建议：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。

图 8：2020VS2026：行情&煤价复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所



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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 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。

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证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。