煤价速涨引发调控担忧，重申板块景气上行逻辑 20260906

供给收缩驱动煤价破千，内陆库存告急支撑价格中枢抬升

摘要

- 供给端收缩驱动煤价开启主升浪，秦皇岛港与产地价格倒挂，预计下周港口煤价突破 1,000 元/吨。
- 内陆电厂库存降至近五年低位，叠加采暖季补库需求，供需矛盾激化，坑口价格表现强于港口。
- 焦煤现货及长协价超预期上涨，主焦煤长协普涨 350 元/吨，山西减产导致供给缺口难以由进口弥补。
- 股价与煤价走势背离，主因市场担忧政策调控及高位获利了结，但企业 EPS 改善确定性高，估值仍具吸引力。
- 政策调控空间有限，新增产能核增规模难及 2021 年水平，且无法扭转供给短缺导致的价格中枢抬升趋势。
- 欧洲煤炭补库需求积极，高卡动力煤随天然气价格上涨，全球能源价格共振支撑国内煤价高位运行。

Q&A

请概述本周（2026 年 9 月第一周）国内外动力煤市场的价格变动、供需格局及库存情况？

本周国内动力煤市场呈现显著上涨，港口价格从 880 元/吨上涨至接近 950 元/吨，涨幅近 8%。坑口价格涨幅更为显著，普遍超过 100 元/吨，导致山西煤折算至秦皇岛港的价格接近 1,000 元/吨，而陕西与内蒙古的折算价格则接近 1,100 元/吨，形成显著的价格倒挂。此轮上涨主要由供给端收缩驱动，矛盾集中于内陆电厂，而非传统的沿海区域。 国际市场方面，澳洲 6,000 大卡动力煤价格随欧洲天然气补库需求上升，从 140 美元/吨涨至近 150 美元/吨，涨幅约 6%。澳洲 5,500 大卡动力煤上涨近 3%，印尼同热值煤炭则上涨近 8%。折算至到岸含税价，澳洲煤价格略高于 1,000 元/吨，印尼煤接近 1,000 元/吨。与国内港口约 950 元/吨的价格相比，若考虑至广州港的运费，进口煤与国内煤价格基本持平，存在约 10 元/吨的轻微倒挂。但考虑到国内坑口折算至港口的成本已近 1,100 元/吨，进口煤仍具备一定价格优势。 库存方面，本周港口库存显著下行，整体

下降 5%，北方九港合计库存同样下降近 5%，已从往年同期偏高水平降至基本持平。其中，CCBD 主流港口库存周度下降 7%。电厂库存分化明显，沿海电厂库存在前期去化后有所回升，压力较小；而内陆电厂库存持续下降，已处于近五年同期低位，接近 2022 年水平，风险较大。

本周（2026 年 9 月第一周）国内外焦煤市场的价格走势、长协定价以及供需基本面情况如何？

本周国内焦煤市场延续强势，京唐港山西产主焦煤价格在前期基础上再度上涨近 100 元，从 2,650 元/吨涨至 2,730 元/吨，涨幅 3%，年初至今累计涨幅已超过 65%。现货价格自底部 1,600 元/吨已累计上涨超过 1,100 元。9 月份主流煤企的长协价格也已确定，涨幅超出市场预期，主焦煤普遍上涨 350 元/吨，累计涨幅达到 700 至 750 元/吨，但仍显著滞后于现货价格。尽管下游钢铁行业铁水产量保持平稳，需求未见大幅回升，但由于供给端的严重收缩，焦煤价格依然呈现强劲上涨态势。 国际市场方面，海外焦煤价格同步上行。本周澳洲焦煤涨幅显著，上涨近 5%至接近 300 美元/吨，折算到岸含税价约 2,300 元/吨，与国内市场存在价差。蒙古煤价格亦上涨约 40 元/吨，达到近 2000 元/吨的水平。

如何评估近期中蒙关系缓和及蒙古煤通关恢复对国内焦煤市场格局的潜在影响？

近期蒙古煤通关量的恢复对市场构成边际上的利空，可能对价格上涨的高度和斜率产生影响，但不会根本改变当前国内焦煤供给短缺的整体格局。首先，此前的通关减量是技术性问题，其恢复在预期之内。其次，即便未来通关量恢复至上半年单月 1,200 万吨的高位，该增量也难以完全弥补因山西地区减产所造成的供给缺口。再者，从煤质角度看，蒙古煤无法替代山西主焦煤。此外，蒙古的煤炭行业近年来缺乏资本开支，矿山短期内大幅增产的能力有限，同时口岸的通关能力也未有显著提升，除非进行长期的资本开支改造。因此，综合来看，蒙古煤的增量仅能对市场情绪产生扰动，而焦煤价格中枢确定性抬升的趋势不会改变。

在当前能源价格背景下，欧洲市场的煤炭需求和库存状况呈现何种特点？

在原油价格重回 90 美元/桶以上、欧洲天然气价格上涨至 72 欧元/兆瓦时的背景下，煤炭相对于天然气的经济性显著提升。受此驱动，欧洲市场对煤炭的补库需求表现积极。近期，高卡动力煤价格持续上涨，同时欧洲港口的煤炭库存水平有所提升，这些迹象均表明欧洲正在积极补充动力煤库存。尽管如此，从绝对水平来看，欧洲当前的整体煤炭库存仍处于过去几年的绝对低位。

本周（2025 年 9 月第一周）煤炭板块股价与煤炭现货价格走势出现背离，其主要原因是什么？

本周煤炭板块股价普遍呈震荡下行，与强势上涨的现货价格形成鲜明对比。港股市场的动力煤与焦煤相关公司股价均有不同程度下跌，其中兖矿能源下跌近 3%，中煤能源和蒙古焦煤下跌约 5%。这种背离现象主要由市场情绪和交易层面因素导致。在煤价短期快速拉涨后，市场对价格上涨的可持续性以及潜在的政策调控产生了担忧，导致投资者普遍持观望态度。同时，煤炭板块股价已运行至前期高点位置，从交易角度看，部分资金存在兑现收益、进行高低切换的需求。此外，煤炭板块前期的相对收益较为显著，当股价出现滞涨迹象时，也增强了部分资金的兑现意愿。因此，当前股价表现更多是受情绪和交易因素影响，而非基本面变化。

当前市场担忧煤炭日耗不具备持续性，可能导致供需矛盾缓解，如何看待此轮煤炭行情的驱动因素与可持续性？

此轮煤炭价格上涨的根本驱动力并非需求端拉动，而是供给端的持续减量。经过长达三个月的供给收缩，整体库存已消耗殆尽，导致坑口出现严重的资源短缺，从而推动价格上行。在这种供给大幅收缩的背景下，只要需求不出现与供给同等程度的断崖式下行，供需矛盾就会持续积累。因此，行情的上涨并非源于需求向好，而是供给收缩剧烈导致库存处于低位，使得煤价容易出现异动。

当前电厂的库存水平和采购行为呈现何种态势？这对坑口煤价构成了怎样的影响？

尽管沿海电厂目前可能并不急于采购，但内陆电厂的库存已降至过去五年的低位，面临较大风险。内陆电厂的煤炭供应主要依赖固定的坑口煤矿，并以长协合同为主。在坑口普遍减产的背景下，长协合同的兑现率也打了折扣，影响了内陆电厂的煤源稳定性，导致其库存持续走低。当前已进入 9 月，东北、内蒙等地区在国庆节后即进入采暖季，目前本应是采暖季前的补库阶段，但库存不仅未能累积反而持续下降，这揭示了潜在的供应风险。因此，内陆电厂的边际采购需求开始显现，但在市场上却发现难以大量采购到煤炭，这进一步激化了坑口的供需矛盾，表现为坑口价格相较于港口更为强势的上涨。

综合来看，当前煤炭价格的上涨趋势将如何演变？市场对价格的预期是否需要调整？

在内陆电厂库存持续低迷、供应端因安全监察而持续减产的背景下，短期内供需矛盾难以缓解。同时，需求端在低库存状态下，旺季来临前的补库需求较为迫切。因此，当前的价格上涨已开启了主升浪行情。市场此前可能预期的 9 月份整，并等到 9 月底再展望四季度的上涨行情，这种情况可能不会出现。今所期待的煤价突破千元的行情已经到来。本周，从坑口发运至港口的瞬时



远超 1,000 元/吨，接近 1,100 元/吨的水平，只是港口报价暂时滞后于贸易商的发运成本，呈现倒挂状态。预计下周港口价格将突破 1,000 元/吨。这一系列表现印证了强劲的基本面，预计下周价格将持续向上，并不会因后续日耗进入淡季下行而改变，其核心驱动依然是供给端的强力收缩。

面对煤价的快速上涨，市场担忧发改委可能进行政策调控，应如何评估当前政策干预的可能性及其潜在效果？

当前的局面与 2020 年至 2021 年的情况有相似之处。2020 年因内蒙古“倒查 20 年”导致供给收缩，价格快速上行。当时发改委虽多次号召增产保供，但由于安监部门对超产的严查，尤其是在保供后对相关矿井进行处罚，导致煤矿在 2021 年不敢轻易增产。目前，山西发生重大安全事故后，全国处于安监高压状态，晋陕蒙主产区的产量在事故后至今仍未恢复，更谈不上增产。在这种背景下，发改委仅通过会议号召等方式敦促增产保供，预计难以取得实质性增量。因为在当前高煤价下，有能力合法合规生产的矿井基本已满产满销，而未能产出足量煤炭的矿井则普遍存在各类制约因素。

若价格持续非理性上涨，参照 2021 年的经验，发改委是否会采取类似“产能核增”的强力措施？此类政策在当前背景下面临哪些制约？

参照 2021 年的经验，只有当价格矛盾达到极度紧张的程度，例如出现显著不合理的异动，才可能促使发改委启动“预核增”这类重大政策。2021 年，在经历了近三个季度的价格持续异动并与期货投机形成共振，价格冲高至 2,600 元/吨的极端水平后，发改委才于当年 9 月底出台了规模达 5 亿吨的产能核增政策，将部分有增产能力的“灰色”产能转为合法的表内产能。然而，当前若要再次动用此类工具，面临两大制约。首先，从规模上看，难以达到 2021 年 5 亿吨的水平。根据新发布的煤炭工业“十五五”规划，未来五年规划新增产能仅约 3 亿吨，年均约五六千万吨。若在一年内进行上亿吨的产能核增，将提前耗尽五年规划额度，可能性较低。其次，从政策大方向看，发改委致力于使煤炭供给与需求达峰相匹配，控制产能是为了配合 2030 年煤炭消费达峰的目标。因此，再次进行大规模产能核增与长期政策方向相悖。

考虑到近期煤炭价格异动，市场普遍担忧发改委可能出台调控政策，这会对煤价及相关企业股价产生何种影响？

即使后续煤炭价格出现显著异动，导致下游电力企业难以承受，预计最终的预核增规模也将非常有限，仅能缓解短期矛盾，无法扭转当前供应紧张的局面。在此过程中，政策将优先保障长协煤的兑现，这反而会加剧现货市场的紧张程度。因此，不必过度担忧政策调控，因为政策调控的出台需要价格出现极端异动，且当前政策的调控空间本身不大。 参考 2021 年的情况，当时的调控政策将 2.600 元/吨的异常煤价压回。虽然股价在短期内会跟随市场情绪出现回撤，但 2022 年煤价整体上从低位震荡上行，全年均价依然达到 1,200 元/吨。这表明，2,600

元/吨是一个有价无市的异常价格，而 1,000 多元/吨是下游在综合考虑长协与现货后可以接受的市场价。2022 年的调控实质上是将煤价从异常位置调整回合理区间。在 2021 年 10 月发改委政策冲击后，随着煤价重回上行通道，相关公司股价在 2022 年甚至突破前期高点，创下新高。 因此，政策调控短期内可能带来情绪上的冲击，挤压价格泡沫，但不会改变当前供需紧张的基本面。

在当前供给收缩的背景下，即使未来有新增产能获批，其对缓解供需缺口和补充库存的实际效果如何？煤价中枢的长期趋势将如何演变？

根据 2026 年前 8 个月的数据，剔除所有隐性库存后，煤炭的供需缺口可能达到亿吨级别。即便后续核增例如 5,000 万吨的产能，该数字也是年化规模。这些产能在逐步释放的过程中，需要优先弥补瞬时缺口，只有产生冗余后才能进一步补充库存，这是一个非常缓慢的过程。一旦因供给收缩导致库存严重去化，补充库存的需求将在相当长的时间内成为潜在的需求支撑。回顾历史，2021 年价格异动后，在 5 亿吨大规模产能核增的背景下，市场依然花费了 2022 年、2023 年至 2024 年近三年的时间，才使均价回落至 850 元/吨左右的相对正常水平。 此外，以内蒙古“倒查 20 年”事件为例，该事件发生前，煤价在供给侧改革后运行于 500-600 元/吨的区间；事件冲击后，煤价中枢直接上涨至 800 元/吨左右，连长协煤的基准价也从 535 元/吨上调至 675 元/吨。这表明，在增量产能不足的行业背景下，供给端的短期冲击必然会导致煤价中枢的确定性抬升。

综合当前市场情绪与基本面情况，如何看待煤炭板块的投资机会与估值水平？

近期的板块调整可视为行业内部的资金轮换，部分获利或恐高的资金可能离场。然而，市场已出现显著背离，即煤价上涨而股价不涨。以焦煤为例，企业的产品价格已处于确定性底部，长协价甚至上涨了 700 多元/吨，这意味着企业 EPS 将有确定性的大幅改善。但目前股价的改善幅度显著低于盈利改善幅度，导致 PE 估值持续走低。 当前市场中，景气度确定性上行的行业非常稀缺。尽管市场担心价格异动后的政策扰动，但首先，本轮价格快速上涨并未在股价中得到充分反映，尤其是在板块已处于前期高位的情况下；其次，即使异常高价被政策调控回落，调整后的煤价中枢较之前也将有确定性的抬升。在当前电价未上调的假设下，若以 900 元/吨的煤价测算 EPS，并给予一定的估值修复，板块仍有接近 50%的上涨空间。 尽管从交易层面看，当前位置可能需要时间消化，但强势的基本面并未改变。无论是动力煤还是焦煤，都继续维持积极看好的观点，建议投资者重点关注。