下载日志已记录，仅供内部参考

煤炭

2026 年 09 月 24 日

投资评级：看好（维持）

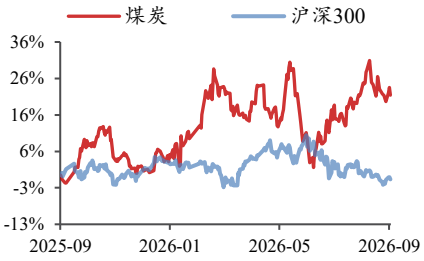
焦煤行业专题（一）：有效供给收缩明显，焦煤供给中枢或难回事故前

——行业深度报告

王高展（分析师）
wanggaozhan@kysec.cn
证书编号：S0790525070003

吕双（联系人）
lvshuang@kysec.cn
证书编号：S0790126050061

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭保供政策供给增量压力有限，关注冬储备货需求提振—行业周报》-2026.9.20

《忽略短期扰动，重视煤价中枢抬升强力支撑—行业周报》-2026.9.13

《供给收缩叠加发运倒挂，动力煤价格突破 950 元/吨—行业点评报告》-2026.9.7

● **有效供给收缩明显，焦煤供给中枢或难回事故前**

本轮焦煤供给收缩的核心在于山西有效供给下降，事故后实际减量明显高于公开停产影响。山西优质焦煤资源、产量及煤种结构高度集中，2026H1 炼焦精煤产量占全国约 45.3%；同时，叠加特殊和稀缺煤保护性开发、采掘接续及安全治理约束，国内优质焦煤短期增产弹性有限。当前煤矿虽进入复产阶段，但实际产量恢复仍偏慢，焦煤有效供给中枢或仍低于事故前水平。

● **三项测算共同指向供给缺口扩大，事故后有效供给减量明显**

公开停产产能、统计口径差额及库存变化三项测算均表明，事故后焦煤有效供给减量明显，现有供给难以完全弥补缺口。第一，公开停产产能仅能解释约 54%的实际减量，说明本轮供给下降并非仅来自停产矿井，区域生产强度下降同样贡献较大；第二，2023-2025 年统计口径外炼焦精煤供给约占统计国产精煤产量的 14%-16%，且连续三年维持在相近区间，表明事故前实际供给中长期存在规模较稳定的统计口径外供给，事故后该部分供给收缩进一步放大减量；第三，6-8 月焦煤库存累计去化 740 万吨，说明新增供给缺口更多依靠前期库存消耗进行弥补。**三项测算相互验证，本轮焦煤供给减量幅度较大，供给端自身难以快速恢复，库存持续去化进一步反映有效供给偏紧。**

● **煤矿产量恢复仍较有限，2026 年炼焦精煤产量预计同比下降约 10%**

煤矿复产持续推进，但实际产量恢复仍相对有限。523 家样本矿原煤、精煤日产截至 9 月仍低于事故前；山西 270 座在产炼焦煤矿中仅 93 座具备年内进一步增产条件，涉及产能约 1.22 亿吨/年。我们预计 2026 年 8-12 月炼焦精煤产量分别约 3150/3250/3500/3600/3750 万吨，全年约 4.32 亿吨，同比下降 9.98%，Q4 供给虽逐步修复，但预计全年仍明显低于 2025 年。

● **投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局**

焦煤供给约束仍强，煤炭板块周期弹性与红利价值兼具。 Q4 焦煤供给虽逐步修复，但有效供给中枢仍可能低于事故前，若下游需求保持韧性，煤价具备供给端支撑。受益标的围绕四条主线布局：主线一，周期弹性，动力煤及冶金煤龙头；主线二，稳健红利，高股息煤企；主线三，煤电一体化，盈利稳定性较强的煤电企业；主线四，产能成长，具备明确新增产能的煤企。

● **风险提示：**宏观经济及钢材需求超预期走弱；国内炼焦煤供给恢复超预期；进口炼焦煤增量超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 国内焦煤供给低弹性，山西是优质主焦煤核心供给地 3
1.1、 炼焦煤煤种分化明显，不同煤种质量指标存在差异 3
1.2、 炼焦原煤产量不等于有效供给，洗选环节影响精煤产出 4
1.3、 资源与煤种高度集中，山西是优质主焦煤核心供给地 4
1.4、 采掘接续及安全治理约束存量矿井供给弹性 6
1.5、 政策由增产保供转向稳产稳供，新增供给更依赖接续产能 7
2、 事故扰动叠加安监升级，国内炼焦煤有效供给明显收缩 8
2.1、 事故后炼焦煤产量持续回落，山西贡献主要减量 8
2.2、 三项测算指向有效供给收缩，库存持续承担供需缺口 9
3、 复产不复量，国内焦煤供给中枢或难回事故前 11
3.1、 煤矿陆续复产，实际产量恢复仍相对有限 11
3.2、 供给逐步修复，全年炼焦精煤产量仍同比下降 12
4、 投资建议 14
5、 风险提示 14

图表目录

图 1： 炼焦烟煤及精煤产量长期整体维持高位 4
图 2： 炼焦煤洗选率由高位回落，2026H1 降至 36.3% 4
图 3： 山西炼焦精煤产量占全国近半，供给集中度较高 5
图 4： 事故后炼焦煤产量持续回落，7 月降至年内低位 8
图 5： 山西贡献主要减量，其他地区增产对冲有限 8
图 6： 山西 6 月炼焦原煤减量 1315 万吨，公开停产影响占实际减量的 54% 9
图 7： 事故后国产炼焦精煤供给收缩快于下游需求回落 10
图 8： 焦煤库存连续去化，6-8 月累计去库 740 万吨 10
图 9： 523 家样本矿原煤日产仍低于事故前 11
图 10： 523 家样本矿精煤日产恢复幅度仍有限 11
图 11： 山西样本炼焦煤矿年内增产空间受多重因素约束 12
图 12： 可增产产能主要集中于 9 月底至 10 月，约 42%兑现时间待定 13
图 13： 炼焦精煤产量预计逐步修复，我们预计全年同比下降约 10% 13

表 1： 主要炼焦煤煤种分类及核心指标 3
表 2： 炼焦用商品煤灰分、硫分存在明确分级 3
表 3： 山西主要矿区及煤类 5
表 4： 特殊和稀缺煤类开发建设及生产管理约束较强 6
表 5： 煤矿采掘接续对不同阶段可采期设有明确要求 6
表 6： 煤矿安全监管对生产强度形成多重约束 7
表 7： “十五五”煤炭供给更加突出稳产稳供和接续产能建设 7
表 8： 事故后安监由单矿处置逐步升级至区域性系统治理 9
表 9： 2023-2025 年统计口径外炼焦精煤供给约占 14%-16% 10
表 10： 政策推动合规复产提速，但核定产能仍是生产边界 12

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 国内焦煤供给低弹性，山西是优质主焦煤核心供给地

1.1、 炼焦煤煤种分化明显，不同煤种质量指标存在差异

炼焦煤煤种分化明显，不同煤种在分类指标上存在显著差异。根据《中国煤炭分类》(GB/T 5751-2009)，我国烟煤按照挥发分、黏结指数等指标进一步划分为焦煤、肥煤、气煤、1/3 焦煤、气肥煤、瘦煤等不同煤类，不同煤种在挥发分、黏结指数、胶质层最大厚度等分类指标上具有不同区间。煤种分类反映了炼焦煤基础属性的差异，也决定了其在下游使用中的适配范围。因此，炼焦煤并非同质化资源，煤种结构变化本身就会影响实际可用供给。

表1：主要炼焦煤煤种分类及核心指标

煤种	分类代号	干燥无灰基挥发分 Vdaf（%）	黏结指数 G	胶质层最大厚度 Y（mm）	分类特征
瘦煤	SM	10.0-20.0	20-65	—	低挥发分、具一定黏结性
焦煤	JM	10.0-28.0	>65	部分牌号 Y>25	中低挥发分、黏结性较强
肥煤	FM	10.0-37.0	>85	Y>25	黏结性强、胶质层较厚
1/3 焦煤	1/3JM	28.0-37.0	>65	—	中高挥发分、黏结性较强
气肥煤	QF	>37.0	>85	Y>25	高挥发分、黏结性强
气煤	QM	>28.0	35-85	—	高挥发分、具有一定黏结性

资料来源：国家标准全文公开系统、《中国煤炭分类》(GB/T 5751-2009)、开源证券研究所

同一煤种内部仍存在明显煤质分化，优质焦煤供给约束强于总量约束。《商品煤质量炼焦用煤》(GB/T 397-2022）进一步对炼焦用商品煤的灰分、硫分、磷分等质量指标作出明确要求，说明同属炼焦用煤，其商品煤质量仍存在差异。不同质量水平的炼焦煤在下游使用价值上并不完全一致，优质资源的供给变化无法简单由炼焦煤总量变化替代。因此，即使炼焦煤总产量保持稳定，优质焦煤供给仍可能因煤质结构变化而趋紧，供给矛盾更多体现为结构性约束。

表2：炼焦用商品煤灰分、硫分存在明确分级

指标	A1/S1	A2/S2	A3/S3	A4/S4	A5/S5
灰分 Ad（单种煤）	≤6.0%	6.0%-8.0%	8.0%-10.0%	10.0%-12.5%	12.5%-14.0%
灰分 Ad（配合煤）	≤6.0%	6.0%-8.0%	8.0%-10.0%	10.0%-12.5%	—
全硫 St,d（单种煤）	≤0.5%	0.5%-1.0%	1.0%-1.5%	1.5%-2.0%	2.0%-2.5%
全硫 St,d（配合煤）	≤0.5%	0.5%-1.0%	1.0%-1.5%	—	—

资料来源：国家标准全文公开系统、《商品煤质量 炼焦用煤》(GB/T 397-2022)、开源证券研究所

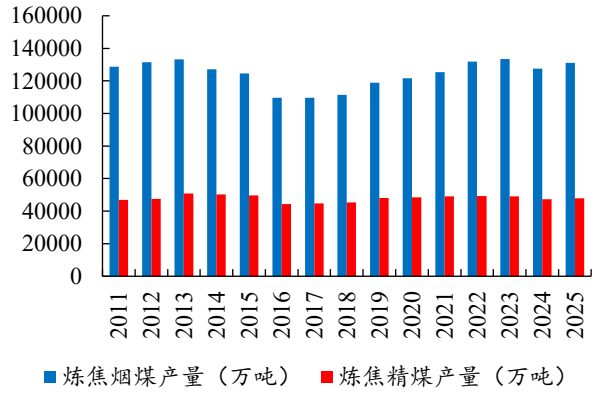
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2、 炼焦原煤产量不等于有效供给，洗选环节影响精煤产出

炼焦原煤需经洗选后形成精煤进入炼焦环节，原煤产量与实际可用供给之间存在转化环节。国家能源局明确，煤炭洗选是根据产品质量要求和市场需求，分离原煤中矸石及杂质、形成不同规格产品的重要加工环节；国家统计局能源统计司亦明确，洗精煤是煤炭洗选环节的产出，同时作为炼焦环节的原料投入。原煤性质、煤质特征、可选性及洗选工艺共同影响最终产品结构，原煤增产并不必然对应炼焦精煤同步增加。因此，相较原煤总量，炼焦精煤产量及原煤向精煤的转化效率更能反映国内焦煤实际供给能力。

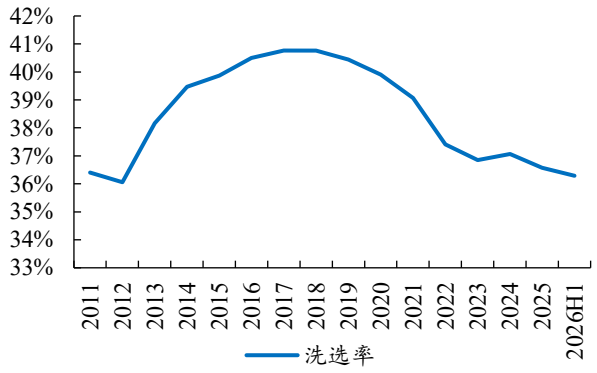
国内炼焦煤产量长期缺乏明显增量，洗选率较前期高点持续回落。2011-2025 年国内炼焦烟煤产量由 12.87 亿吨增至 13.11 亿吨，炼焦精煤产量由 4.69 亿吨增至 4.80 亿吨，长期产量整体变化有限；同期洗选率由 2017-2018 年的 40.8%阶段性高位逐步下降至 2025 年的 36.6%，2026H1 进一步降至 36.3%。原煤总量维持高位并未带来精煤供给明显扩张，洗选率回落进一步强化国内炼焦精煤供给约束。

图1：炼焦烟煤及精煤产量长期整体维持高位



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

图2：炼焦煤洗选率由高位回落，2026H1 降至 36.3%



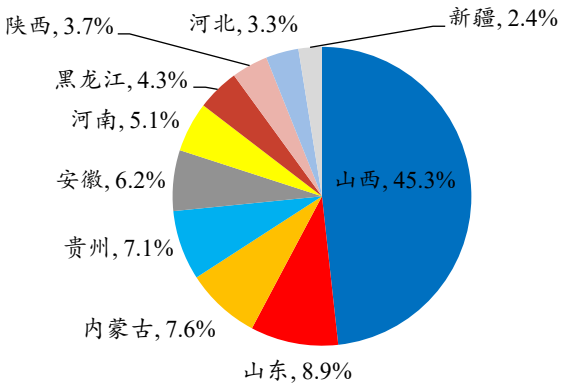
数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

1.3、 资源与煤种高度集中，山西是优质主焦煤核心供给地

山西炼焦煤资源禀赋突出，是国内优质焦煤最核心的供给区域之一。山西省人民政府办公厅印发的《山西省“十四五”自然资源保护和利用规划》明确提出，对主焦煤、无烟煤等特殊煤种、稀缺煤种实施战略储备；山西省政府系统公开信息显示，全省炼焦煤保有资源量约 1400 亿吨、约占全国 45%。2026H1 山西炼焦精煤产量约 1.04 亿吨，占全国约 45.3%，明显高于其他主要产区。山西不仅在国内炼焦煤供给中占据较高份额，其主焦煤资源禀赋进一步强化了其对优质焦煤边际供给的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：山西炼焦精煤产量占全国近半，供给集中度较高



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

山西优质炼焦煤资源进一步集中于晋中传统矿区，主焦煤、肥煤等稀缺煤种分布具有明显区域特征。国家发展改革委公布的大型煤炭基地规划显示，晋中基地包括西山、汾西、霍州、离柳、乡宁、霍东等矿区；《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》进一步明确，西山、汾西、霍州、离柳、乡宁等矿区的主要煤类均包括焦煤、肥煤、瘦煤，其中霍东以焦煤、瘦煤为主。由此看，山西炼焦煤供给优势不仅体现在产量规模，更体现在优质煤种向少数传统矿区集中。核心矿区供给变化对国内主焦煤、肥煤等优质煤种的边际影响明显高于其单纯产量占比所反映的水平。

表3：山西主要矿区及煤类

矿区	主要煤类
西山	焦煤、肥煤、瘦煤
汾西	肥煤、焦煤、瘦煤
霍州	肥煤、焦煤、瘦煤
霍东	焦煤、瘦煤
离柳	焦煤、肥煤、瘦煤
乡宁	肥煤、焦煤、瘦煤

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、开源证券研究所

特殊和稀缺煤类实行保护性开发，优质焦煤供给扩张受到总量及产能约束。现行规定明确，对特殊和稀缺煤类实行生产总量控制，并要求矿区均衡生产服务年限、煤矿设计服务年限不得低于相关规范规定的 1.2 倍；新建大中型特殊和稀缺煤矿投产后 10 年内，原则上不得通过改扩建、技术改造、资源整合、生产能力核定等方式提高生产能力。生产环节同时明确不得超能力生产，并要求特殊和稀缺煤类全部洗选。因此，焦煤、肥煤等优质煤种并非具备资源即可快速释放产量，保护性开发、产能约束及洗选要求共同限制其供给弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：特殊和稀缺煤类开发建设及生产管理约束较强

环节	主要规定	对供给的影响
总量管理	实行生产总量控制、优化开发布局	约束资源集中快速释放
服务年限	矿区均衡生产服务年限不得低于规范 1.2 倍	强调均衡开采、限制高强度开发
矿井设计	煤矿设计服务年限不得低于规范 1.2 倍	延长资源开发周期
产能扩张	新建大中型矿井投产 10 年内原则上不得通过改扩建、技改、整合、核能等方式提高生产能力	短期扩产空间受限
生产管理	不得超能力生产	实际生产强度受到约束
加工利用	特殊和稀缺煤类应全部洗选	优质资源需经洗选后进入使用环节

资料来源：国家发展改革委、开源证券研究所

1.4、 采掘接续及安全治理约束存量矿井供给弹性

井工焦煤生产受采掘接续约束，存量矿井短期增产空间有限。国家矿山安全监察局《防范煤矿采掘接续紧张暂行办法》明确要求煤矿保持开拓煤量、准备煤量、回采煤量合理可采期，其中煤与瓦斯突出、水文地质极复杂、冲击地压矿井开拓煤量可采期不得少于 5 年，高瓦斯矿井不得少于 4 年；准备煤量可采期一般不得少于 12 个月，部分复杂矿井不得少于 14 个月。煤矿增产需要提前完成开拓、准备及回采工作面接续，无法仅依靠提高短期生产强度快速释放产量。因此，采掘接续决定了井工焦煤供给具有较强的工程约束，存量矿井产量提升需要较长准备周期。

表5：煤矿采掘接续对不同阶段可采期设有明确要求

环节	矿井类型	最低可采期要求
开拓煤量	煤与瓦斯突出、水文地质极复杂、冲击地压矿井	≥5 年
开拓煤量	高瓦斯、水文地质复杂矿井	≥4 年
开拓煤量	其他矿井	≥3 年
准备煤量	复杂及极复杂矿井、突出矿井、冲击地压矿井等	≥14 个月
准备煤量	其他矿井	≥12 个月
回采煤量	2 个及以上采煤工作面同时生产	≥5 个月
回采煤量	其他矿井	≥4 个月

资料来源：国家矿山安全监察局、开源证券研究所

安全治理要求进一步约束高瓦斯、突出矿井生产强度，合规生产边界持续收紧。《煤矿安全生产条例》将超能力、超强度组织生产、瓦斯超限作业、突出矿井未按规定实施防突措施、高瓦斯及突出矿井瓦斯抽采系统不完善等情形明确列为重大事故隐患，并要求立即停止受影响区域生产。2026 年 5 月留神峪事故后，国家矿山安全监察局进一步要求高瓦斯、突出矿井实施“一矿一策、一面一策”，强化通风系统、抽采达标、监控运行及现场管理检查，同时严查隐蔽工作面、非法分包转包及监控造假等违法违规行为。在安全监管趋严背景下，焦煤矿井产量释放更多受到瓦斯治理及合规生产约束，短期通过提高生产强度增产的空间进一步收窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：煤矿安全监管对生产强度形成多重约束

约束环节	主要监管要求	对供给的影响
超能力生产	超能力、超强度组织生产属于重大事故隐患	限制短期提高生产强度
瓦斯超限	瓦斯超限作业属于重大事故隐患	高瓦斯矿井生产受安全边界约束
防突管理	突出矿井须按规定实施防突措施	增加采掘前治理要求
瓦斯抽采	高瓦斯、突出矿井须建立并正常运行瓦斯抽采系统	抽采达标影响采掘节奏
隐蔽工作面	严查隐蔽工作面等违法违规行为	非合规产量释放空间收缩
监控管理	严查监控系统造假	强化实际生产过程约束

资料来源：国家矿山安全监察局、开源证券研究所

1.5、 政策由增产保供转向稳产稳供，新增供给更依赖接续产能

“十五五”煤炭供给政策更加突出稳产稳供和接续产能建设，炼焦煤新增供给仍相对有限。“十四五”时期煤炭行业以稳产保供、先进产能释放为重点，通过产能释放、产能置换等方式提升有效供给；进入“十五五”，政策进一步强调优化煤炭开发空间布局、有序推进接续产能建设、发展优质先进产能、推动落后无效产能退出，煤炭供给由增量释放逐步转向稳产稳供和产能接续。考虑新增先进产能更多分布于晋陕蒙新等主产区，而优质炼焦煤资源仍集中于山西等传统矿区，全国煤炭供给能力保持稳定并不意味着炼焦煤同步增产，优质焦煤新增供给仍相对有限。

表7：“十五五”煤炭供给更加突出稳产稳供和接续产能建设

维度	“十四五”时期	“十五五”规划	对炼焦煤供给影响
供给导向	能源保供背景下，有序释放先进煤炭产能	强调稳产稳供、有序推进接续产能建设	供给由增量释放逐步转向稳产稳供
产能管理	先进产能释放、产能置换推动有效供给增加	强化矿区总体规划和产能管理，推进接续产能建设	新增供给更多依赖合规接续产能
区域布局	晋陕蒙新等主产区承担主要供应保障功能	优化煤炭开发空间布局，推进重点区域接续产能建设	优质焦煤新增供给仍相对有限
生产约束	保供阶段更强调先进产能释放	加强安全生产、重大灾害治理及生产能力管理	存量矿井进一步提高生产强度空间收窄

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、开源证券研究所

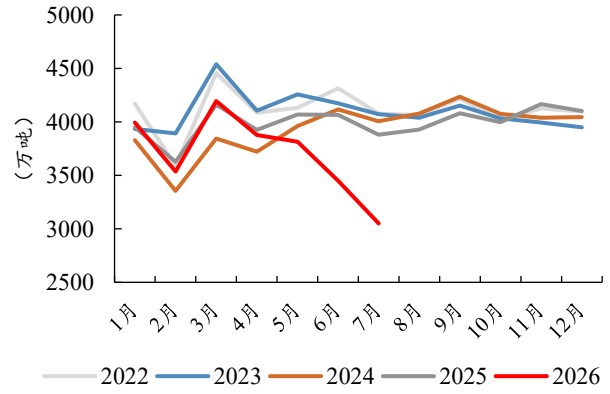
下载日志已记录，仅供内部参考

2、 事故扰动叠加安监升级，国内炼焦煤有效供给明显收缩

2.1、 事故后炼焦煤产量持续回落，山西贡献主要减量

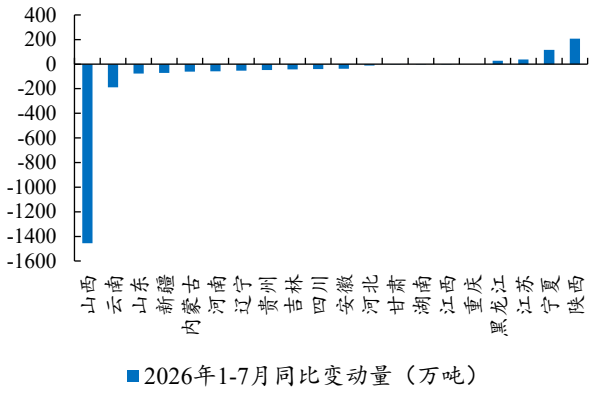
留神峪事故后国内炼焦煤供给明显收缩，山西成为本轮减量的主要来源。2026 年 5 月以来国内炼焦精煤产量连续下滑，5 月 3815 万吨降至 6 月 3449 万吨、7 月 3051 万吨，7 月较 5 月下降约 20.0%，并明显低于近年同期。分地区看，2026 年 1-7 月全国炼焦精煤产量 2.59 亿吨，同比减少 1762 万吨，其中山西同比减少 1455 万吨，占全国减量约 83%；内蒙古、贵州、安徽等地区亦有减量，陕西、宁夏、江苏等地区增产仍难以形成有效对冲。本轮国内炼焦煤供给收缩具有明显的区域集中特征，山西减产是全国供给转弱的核心驱动。

图4：事故后炼焦煤产量持续回落，7 月降至年内低位



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

图5：山西贡献主要减量，其他地区增产对冲有限



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

留神峪事故后矿山安全监管持续升级，影响由事故矿井逐步扩散至主产区整体生产。5 月 24 日国家矿山安全监察局印发进一步加强煤矿瓦斯防治工作的紧急通知，监管重点由事故矿井停产整顿延伸至瓦斯防治、重大隐患排查、复工复产验收及超能力生产治理；此后国家层面进一步强化重大事故隐患识别及整改要求，山西、陕西等主产区持续加强重大隐患、超能力生产、监控造假及洗选煤安全排查。监管由短期停复产管理逐步转向区域性、制度化治理，煤矿即使完成复产，实际产量恢复仍受到安全验收、采掘接续及合规生产约束。事故影响因此不再局限于涉事矿井直接停产，而是进一步压低主产区整体生产强度。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：事故后安监由单矿处置逐步升级至区域性系统治理

时间	层级/地区	政策或监管措施	核心内容	对焦煤供给影响
2026 年 5 月 24 日	国家	煤矿瓦斯防治紧急通知	强化瓦斯抽采、通风、监控及隐患排查，严查隐蔽工作面等违规行为	高瓦斯、突出矿井生产约束强化
2026 年 5 月 28 日	国家	《煤矿重大事故隐患判定标准》	完善重大事故隐患识别及判定标准，明确超能力、超强度生产等重大隐患情形	违规生产空间进一步收缩
2026 年 6 月 12 日	山西	沁源县强化煤矿复工复产验收	实行全系统排查、全数据核查、全流程签字、全环节把关，从严审核复工复产条件	复产节奏受到验收约束
2026 年 7 月 6 日	国家	矿山等重点行业领域“打非治违”	严厉打击非法违法生产建设、弄虚作假等行为，推动全面排查和系统治理	安全治理由单矿处置进一步向系统性治理扩展
2026 年 6 月	山西、陕西等	主产区持续推进煤矿安全风险隐患专项整治	聚焦隐蔽工作面、超能力生产、监控造假、重大灾害治理等突出问题	主产区生产强度持续受到安全治理约束

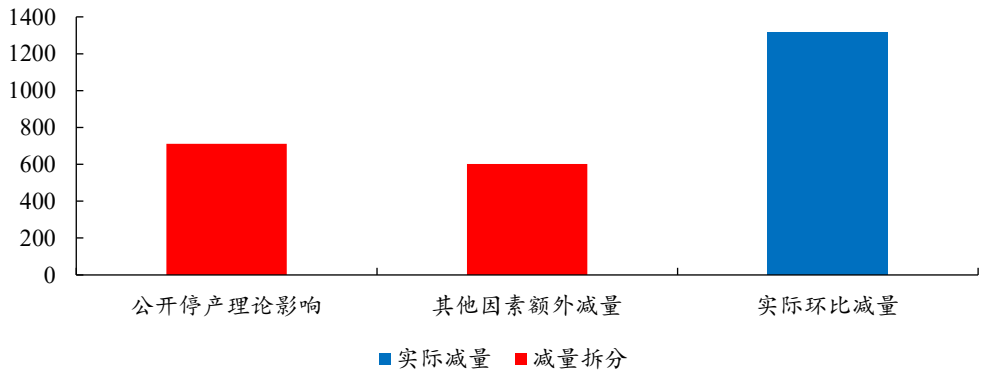
资料来源：国家矿山安全监察局、地方政府及相关主管部门、开源证券研究所。

2.2、 三项测算指向有效供给收缩，库存持续承担供需缺口

为进一步判断事故后山西焦煤供给收缩的实际影响，我们分别从公开停产产能、统计口径差额及库存变化三个维度进行验证。公开停产产能用于衡量事故后停产矿井能够解释的直接减量；统计口径差额用于观察历史实际供给与统计产量之间的偏离程度；库存变化则用于判断事故后供给缺口是否更多通过前期存量资源消耗进行补充。

事故后山西实际减量显著高于公开停产产能对应影响，区域生产强度下降进一步放大供给收缩。Mysteel 数据显示，2026 年 6 月山西炼焦煤矿平均停产产能约 8546 万吨/年，按核定产能简单折算的单月理论影响约 712 万吨；同期山西炼焦烟煤产量由 5 月 5766 万吨降至 6 月 4452 万吨，环比减少 1315 万吨。由此测算，公开停产产能约能解释 54%的实际减量，仍有约 602 万吨减量无法由公开停产矿井直接解释，或更多反映区域安监强化、主动降产、复产验收趋严及超能力生产治理等综合影响。本轮供给收缩因此并非单纯由停产矿井数量决定，主产区整体生产强度下降同样是重要减量来源。

图6：山西 6 月炼焦原煤减量 1315 万吨，公开停产影响占实际减量的 54%



数据来源：Sxcoal、Mysteel、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国内炼焦精煤统计产量与实际供给之间长期存在一定差额，2023-2025 年统计口径外供给约占统计国产精煤产量的 14%-16%。我们以焦炭产量及吨焦耗精煤 1.35 吨测算炼焦精煤需求，并结合炼焦煤净进口及库存变化反推国产炼焦精煤实际供给。2023-2025 年隐含国产精煤供给分别约 5.58/5.48/5.54 亿吨，较统计国产炼焦精煤产量分别高 6701/7541/7447 万吨，对应统计产量的 14%/16%/16%。连续三年均存在较明显的统计口径差额，表明统计口径外供给具有一定规模，可作为判断事故前国内炼焦精煤实际供给的重要参考。

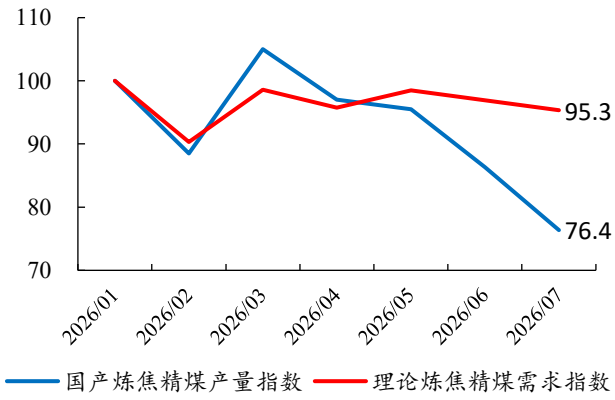
表9：2023-2025 年统计口径外炼焦精煤供给约占 14%-16%

万吨	2023	2024	2025
焦炭产量	49,260	48,927	50,412
理论炼焦精煤需求	66,501	66,052	68,056
炼焦煤净进口	10,153	12,117	11,748
库存变化	-505	909	-909
隐含国产精煤供给	55,843	54,844	55,399
统计国产炼焦精煤产量	49,142	47,303	47,952
统计口径外供给	6,701	7,541	7,447
占统计国产精煤产量	14%	16%	16%

数据来源：Sxcoal、Mysteel、海关总署、开源证券研究所

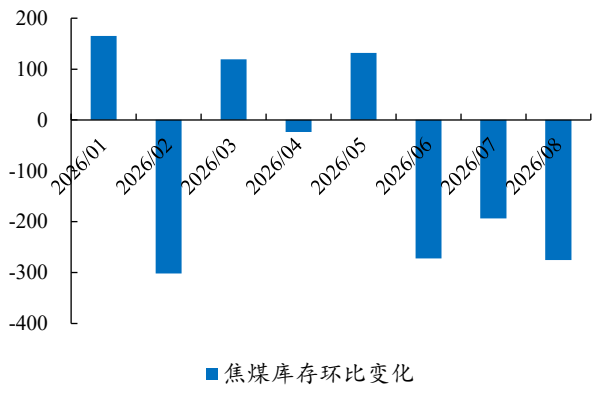
事故后国产炼焦煤供给快速收缩，库存消耗明显加快。2026 年 5 月留神峪事故后，国产炼焦精煤产量由 5 月 3815 万吨降至 6 月 3449 万吨、7 月 3051 万吨，而同期焦炭产量仅由 4273 万吨降至 4204/4135 万吨，焦炭生产所对应的炼焦精煤需求回落明显慢于国产供给。进口煤虽有所增加，但难以完全弥补国内减量，可观测焦煤库存由 5 月累库 132 万吨转为 6-8 月连续去库，6 月、7 月、8 月分别去库 272/193/275 万吨，三个月累计去库 740 万吨。库存持续去化表明，事故后新增供给缺口更多依靠前期库存消耗进行弥补，国内有效供给偏紧进一步得到验证。

图7：事故后国产炼焦精煤供给收缩快于下游需求回落



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

图8：焦煤库存连续去化，6-8 月累计去库 740 万吨



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

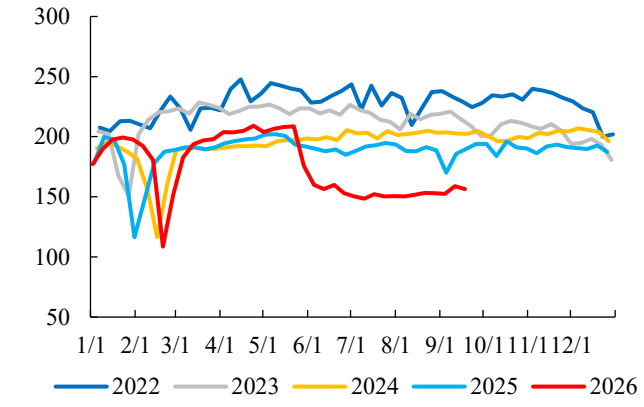
三项测算共同表明，事故后国内焦煤有效供给减量明显，公开停产难以解释全部供给收缩。公开停产产能仅能解释约 54%的实际减量，区域生产强度下降贡献了较大额外减量；2023-2025 年统计口径外供给约占统计国产精煤产量的 12%-17%，表明事故前长期存在规模较稳定的统计口径外供给；事故后 6-8 月焦煤库存累计去化 740 万吨，说明新增供给缺口更多依靠前期库存消耗进行弥补。**由此看，本轮焦煤供给冲击已由公开停产进一步传导至区域生产强度、统计口径外供给及库存端，当前有效供给恢复仍难完全弥补事故后减量。**

3、 复产不复量，国内焦煤供给中枢或难回事故前

3.1、 煤矿陆续复产，实际产量恢复仍相对有限

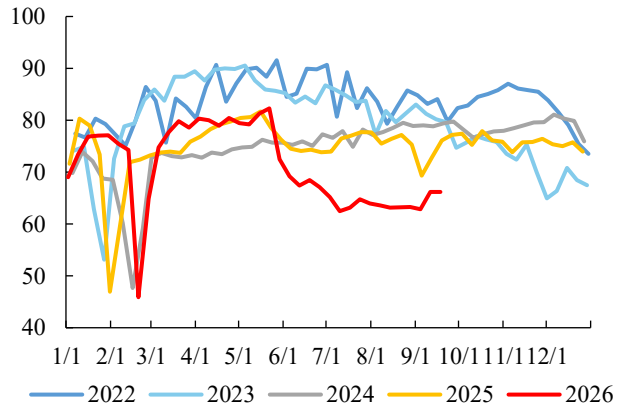
事故后煤矿陆续恢复生产，但炼焦煤实际日产仍明显低于事故前水平。523 家样本炼焦煤矿数据显示，5 月事故前样本矿原煤日产一度超过 200 万吨，事故后快速降至 150 万吨左右，此后随着停产煤矿逐步复产，原煤日产有所回升，但仍未恢复至事故前高位；精煤日产走势基本一致，由事故前 80 万吨以上降至 60-70 万吨左右，后续虽有所修复，但恢复幅度相对有限。原煤与精煤日产同步低于事故前，表明矿井复产并未带来实际产量的等比例恢复。当前焦煤供给已进入复产阶段，但“复产不复量”特征仍较明显。

图9：523 家样本矿原煤日产仍低于事故前



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图10：523 家样本矿精煤日产恢复幅度仍有限



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

稳产稳供政策有望加快合规煤矿复产达产，但实际增量仍受核定产能及安全条件约束。9 月国家发展改革委、国家能源局、国家矿山安监局联合部署煤炭安全稳产保供，要求在确保安全的前提下积极稳妥推进停产煤矿复产达产、加快联合试运转煤矿验收，并推动煤炭产量平稳回升；同时，政策继续强调优化生产组织和安全生产管理。对于已超设计（核定）能力生产的煤矿，完成行政处罚、停产整改及安全评估后，剩余月份可按单月不高于设计（核定）能力 1/12 组织生产。政策边际上有利于表内合规产量恢复，但并未突破核定产能及安全生产约束，后续供给修复更多体现为复产提速，而非事故前高生产强度的全面恢复。

下载日志已记录，仅供内部参考

表10：政策推动合规复产提速，但核定产能仍是生产边界

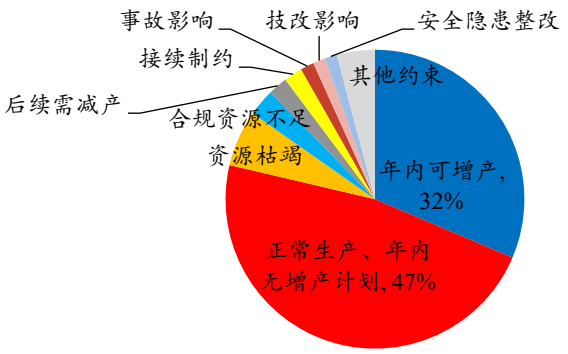
政策方向	主要内容	对焦煤供给影响
复产达产	在确保安全前提下，积极稳妥推进停产煤矿复产达产，加快联合试运转煤矿验收	有利于表内煤矿加快恢复生产，推动短期产量回升
超产煤矿生产安排	完成处罚整改及安全评估后，剩余月份按单月不超过设计（核定）能力 1/12 组织生产	缓解前期超产煤矿年内生产约束，但产量仍受核定能力限制
接续产能建设	加快在建煤矿投产及接续产能建设，推动符合条件煤矿核增产能	有利于中期供给能力修复，但新增产量释放仍需时间

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、国家矿山安全监察局、开源证券研究所

3.2、 供给逐步修复，全年炼焦精煤产量仍同比下降

稳产稳供政策打开合规复量空间，但山西炼焦煤矿年内增产能力明显分化。根据 Mysteel 公开调研数据270山西在产炼焦煤矿样本中，93 座煤矿年内具备进一步增产条件，涉及产能约 1.22 亿吨/年，矿井数量占比约 34%，对应样本产能占比约 31%；其余 177 座煤矿涉及产能约 2.67 亿吨/年，年内进一步增产空间相对有限。其中，106 座煤矿当前生产节奏正常、产量合规且年内无增产计划，部分煤矿则受到资源枯竭、合规资源不足、后续需按合规产能生产及安全隐患整改等因素约束。由此看，稳产稳供政策有利于推动合规产量恢复，但山西炼焦煤矿年内增产能力仍存在明显分化，2026Q4 供给增量预计主要集中于具备增产条件的矿井。

图11：山西样本炼焦煤矿年内增产空间受多重因素约束

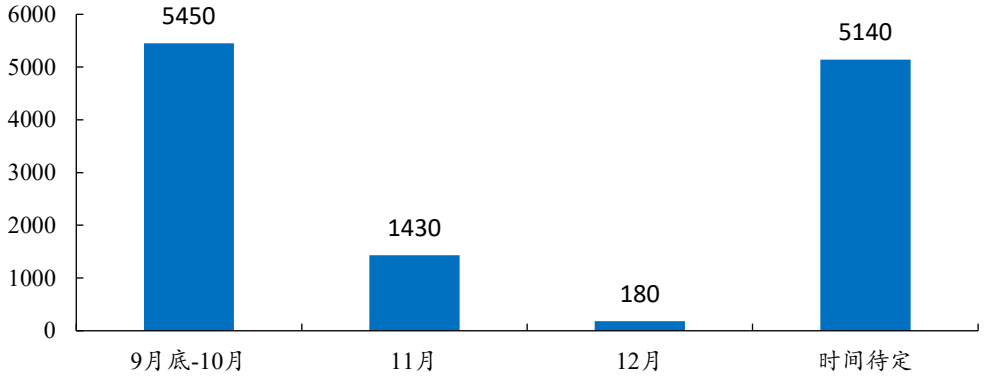


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

从增产节奏看，2026Q4 供给修复预计主要集中在 10 月前后，后续增量释放仍具有一定不确定性。Mysteel 公开调研数据显示，93 座具备年内增产条件的山西炼焦煤矿中，40 座预计于 9 月底至 10 月完成复产增产，涉及产能约 5450 万吨/年；16 座预计于 11 月实现增产，涉及产能约 1430 万吨/年；2 座预计于 12 月恢复，涉及产能约 180 万吨/年，另有 35 座煤矿增产时间尚未明确，涉及产能约 5140 万吨/年。按产能计算，9 月底至 10 月对应约 45%的可增产产能，是 Q4 最主要的增量兑现阶段，而仍有约 42%的可增产产能缺乏明确兑现时点。因此，Q4 炼焦煤供给预计呈“前快后稳”的修复节奏，10 月增量释放相对集中，11-12 月进一步复量更多取决于待定产能的实际恢复进度。

下载日志已记录，仅供内部参考

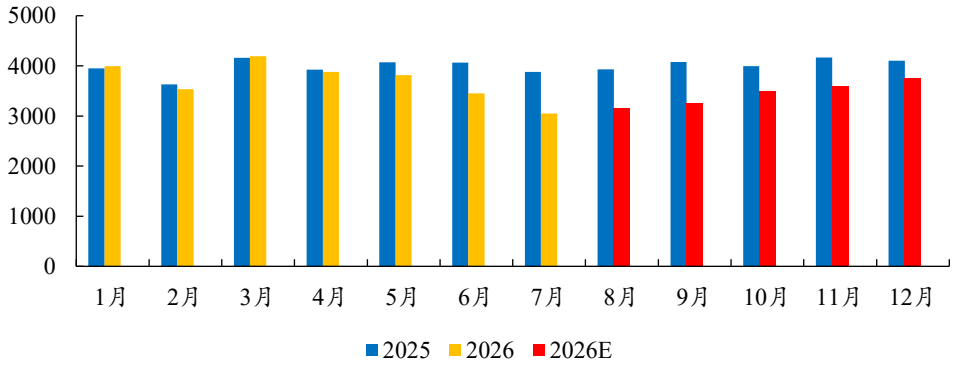
图12：可增产产能主要集中于 9 月底至 10 月，约 42%兑现时间待定



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

随着煤矿复产推进及稳产稳供政策落地，后续炼焦精煤产量有望逐步回升，但全年产量仍难恢复至 2025 年水平。据中国煤炭资源网数据，2026 年 1-7 月全国炼焦精煤产量约 2.59 亿吨，同比减少 1762 万吨，其中 6-7 月受事故及安监升级影响连续下降。进入下半年后，停产煤矿陆续复产，我们预计 8-12 月炼焦精煤产量分别约 3150/3250/3500/3600/3750 万吨，月度产量呈逐步修复态势；其中，前期超设计（核定）能力生产的煤矿在完成处罚整改及安全评估后，可在剩余月份按单月不超过设计（核定）能力的 1/12 组织生产，有利于 Q4 合规产量进一步恢复。**基准情景下，我们预计 2026 年全国炼焦精煤产量约 4.32 亿吨，同比下降 9.98%，同比减少 4788 万吨。**

图13：炼焦精煤产量预计逐步修复，我们预计全年同比下降约 10%



数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 投资建议

周期与红利双逻辑，四主线布局。煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前煤价进入上行阶段，行情驱动正由旺季需求逐步转向供给收缩。“查超产”及安全监管趋严制约主产区产量释放，供给恢复仍需时间；随着冬储启动及取暖旺季临近，煤炭供需基本面有望进一步改善。动力煤受益于现货价格上涨及长协机制对产业链利润的稳定作用；炼焦煤市场化程度更高，对供给变化及下游补库节奏更为敏感，价格及业绩弹性相对更大。**煤炭股双逻辑之二：稳健红利。**多数煤企仍保持较强分红意愿，在宏观环境及资本市场波动加大的背景下，高股息资产仍具配置价值。随着煤价回升改善煤企盈利预期，煤炭板块有望由单一红利逻辑逐步转向周期与红利双重驱动。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期弹性，动力煤【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，稳健红利，【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性，【神火股份、电投能源】；主线四，产能成长，【新集能源、广汇能源】。

5、 风险提示

宏观经济及钢材需求超预期走弱：焦煤需求主要由铁水及焦炭产量决定，若地产、基建等终端需求持续偏弱，钢材去库不畅、钢厂利润进一步承压，可能带动铁水及焦炭产量下降，进而削弱焦煤需求支撑。

国内焦煤供给恢复超预期：若山西煤矿复产进度明显加快，前期受限产能集中恢复，叠加稳产稳供政策推动合规产量释放，国内炼焦煤产量恢复幅度可能高于预期，供需缺口收窄并对焦煤价格形成压力。

进口焦煤供给超预期增加：若蒙煤通关持续回升、海运焦煤到港量明显增加，或国内外价差扩大推动进口窗口持续打开，进口煤对国内供给的补充力度可能超预期，阶段性加大国内焦煤价格下行压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn