

供给看政策需求看天气，紧随去库主线布局红利龙头

——煤炭开采行业2026年度策略报告

证券分析师
姓名：查浩
资格编号：S1350524060004
邮箱：zhahao@huayuanstock.com

证券分析师
姓名：刘晓宁
资格编号：S1350523120003
邮箱：liuxiaoning@jzsec.com

证券分析师
姓名：邱达治
资格编号：S1350525050001
邮箱：qiudazhi@huayuanstock.com



■ 动力煤：供给拐点期待新政，需求改善关注天气

- 2026年或为动力煤产能集中释放的最后一年。我们根据新投产煤矿的情况预计，2026年原煤产量或增加0.7亿吨，2027-2030年煤炭产能增量预计显著下降。
- 政策有望双路径加码发力供给侧调控。国内供需形势延续宽松态势，政策推动保供产能退出或转储备产能，若政策落地，有望减量1.5亿吨产能规模，此外“十五五”政策建议再提“能源资源基地布局优化”，非主产区（非晋陕蒙新）的落后产能或重启退出进程。
- 2026年进口煤有望延续减量。印尼政府有意维持煤炭出口的量价平衡，面对海外需求降档，印尼2026年出口大概率维持减量；此外，进口蒙古国动力煤预计增量有限；俄煤及澳煤产量稳定，在2025年已经减量基础上，预计2026年维持稳定。
- 风光水扰动增大或推升煤价。2025年火电需求同比转负，主因用电增速放缓及新能源抢装。随着“136号文”的深入实施，预计2026年新能源装机增速显著放缓，用电量稳定增长前提下，火电需求有望转好。此外，水电发电量已两年高位，若2026年回归均值，或释放数千万吨电煤需求。
- 动力煤库存居高不下，去库存仍是主线任务。截至2025年底，动力煤总库存接近4亿吨，为历史高位，宽松格局下的高库存与政策“反内卷”稳煤价目标存在矛盾，难以长期共存，最终行业或将在新的供给端政策支持下，实现库存的稳定持续下降。

■ 炼焦煤：供给仅剩蒙煤增量，需求低位静待复苏

- 国内增量停滞多年。炼焦煤资源稀缺，洗选率低，国内供给早已触顶，考虑主产区山西省原煤产量同比或将大致持平，预计2026年炼焦煤难有增量。
- 蒙煤仍是进口增量来源。2025年受美煤进口停滞影响，炼焦煤进口小幅减量，高位震荡。蒙古国炼焦煤主要来自两大露天矿区，开采成本低，当前价格下出口我国仍有可观利润空间，预计2026年在蒙煤带动下进口炼焦煤有小幅增量。
- 需求端复苏或仍需时间。当前二手房价环比下行，市场成交意愿弱，住宅成交面积、住宅开发投资完成额、新开工面积均同比持续为负，预计2026年房企投资建设仍处低位。
- 建筑钢材低库存或蕴含潜在需求弹性。当前炼焦煤及焦炭总库存均处于近年库存均值水平，行业供需较为平衡。同时，下游钢厂钢材库存明显分化，铁水供给往需求和盈利更强的冷轧板卷及中厚板等钢材类型转移。我们认为，建筑用钢材低库存或难以应对突发性的需求增长，若潜在的需求复苏提前到来或预期快速回温，当前库存结构积累弹性有望快速释放，对炼焦煤价格或产生较大影响。

■ 投资建议：去库周期布局红利，坚定龙头攻守兼备

- 2026年我们认为宽松格局依旧，供给端政策有望加码，推动实现产能收缩，风光水等清洁能源出力扰动或增大，建议把握（1）**政策出台时点**；（2）**天气变化导致风光水出力减弱而刺激煤炭需求骤增的机会**。我们认为当前煤价处于阶段性低位，从当下高库存去化周期的行业背景出发，关注高股息头部煤企，核心推荐：中国神华、中煤能源、陕西煤业；建议关注：兖矿能源。

■ 风险提示

- 煤炭供给端政策不及预期；进口煤数量降幅不及预期；新能源替代速度超预期；房地产下行周期超预期。

主要内容

1. 动力煤：供给拐点期待新政，需求改善关注天气
2. 炼焦煤：供给仅剩蒙煤增量，需求低位静待复苏
3. 投资意见：去库周期布局红利，坚定龙头攻守兼备

1.1 国内供给：“反内卷”控产能，稳价健康发展是政策长期追求

- 2025年7月10日，国家能源局综合司发布煤炭“查超产”通知，开启煤炭行业“反内卷”。“查超产”政策要求之一，煤矿年度原煤产量不得超过公告产能，月度原煤产量不得超过公告产能的10%，对超能力生产的煤矿，一律责令停产整改。“反内卷”最终目的是防止恶性竞争，推动行业健康发展，**煤炭行业也由此迎来政策对供给端的调控，进入供需再平衡的去库存阶段，供给收缩的政策力度有望主导煤价中枢。**

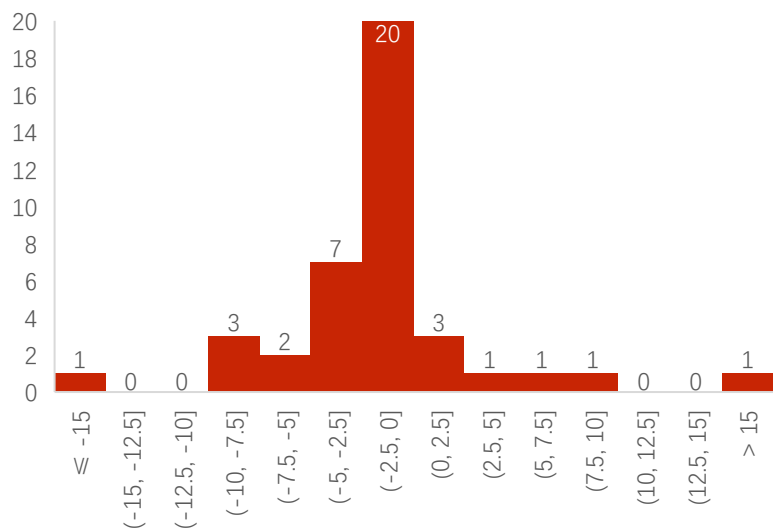
表：煤炭“反内卷”政策梳理

| 发布时间 | 部门/机构 | 政策文件/事件 | 主要内容 |
|---------------|---------------|---|---|
| 中央层面 | | | |
| 2024年7月30日 | 中共中央政治局会议 | 中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作 | 首次提出防止“内卷式”竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。 |
| 2024年12月12日 | 中央经济工作会议 | 中央经济工作会议：总结2024年经济工作，分析当前经济形势，部署2025年经济工作 | 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。 |
| 2025年4月2日 | 中共中央办公厅国务院办公厅 | 《关于完善价格治理机制的意见》 | 防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争。 |
| 2025年7月1日 | 中央财经委员会第六次会议 | 中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题 | 纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。 |
| 2025年7月30日 | 中共中央政治局会议 | 中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作 | 纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。 |
| 部委层面 | | | |
| 2025年2月25日 | 市场监管总局 | 市场监管总局召开部分企业公平竞争座谈会 | 多家企业有关负责人围绕整治“内卷式”竞争进行深入交流，发表意见和建议。 |
| 2025年5月16日 | 市场监管总局 | 《综合整治“内卷式”竞争 维护公平竞争市场秩序》 | 指出要坚持问题导向，注重系统施策，坚决遏制“内卷”乱象，依法查处不正当竞争和价格违法行为。 |
| 2025年5月20日 | 发改委 | 《国家发展改革委整治“内卷式”竞争：因业施策、对症下药》 | 将针对问题症结，因业施策、对症下药，标本兼治化解重点产业结构性矛盾，促进产业健康发展和提质升级。优化产业布局，遏制落后产能无序扩张。发挥质量、标准支撑作用，以市场化方式促进兼并重组；加强行业自律，引导新能源汽车、光伏企业注重技术研发。 |
| 2025年7月18日 | 工信部 | 国新办就2025年上半年工业和信息化发展情况举行新闻发布会 | 实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。 |
| 2025年7月24日 | 发改委、市场监管总局 | 《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》 | 主要修订内容中提到，要完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。 |
| 2025年7月28日 | 工信部 | 全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会 | 指出要巩固新能源汽车行业“内卷式”竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。 |
| 2025年8月1日 | 发改委 | 国家发展改革委新闻发布会，解读当前经济形势和经济工作 | 依法依规治理企业无序竞争，扎实开展市场准入壁垒清理整治行动。加强对中标结果的公平性审查，规范地方招商引资行为。加快推进价格法修订。将重点治理为排挤竞争对手或独占市场，低于成本价倾销的行为，并将服务纳入低价倾销规范范围。 |
| 2025年8月29日 | 发改委 | 国家发展改革委召开8月份新闻发布会 | 下半年，国家发展改革委将紧盯重点领域重点任务，加快建设全国统一大市场，研究制定纵深推进全国统一大市场建设的行动方案，加快治理部分领域的无序竞争。 |
| 2025年9月10日 | 发改委 | 《努力完成全年经济社会发展目标任务——从计划执行报告看下半年经济工作重点》 | 统筹推进物价水平合理回升。 |
| 2025年9月16日 | 《求是》杂志 | 习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》 | 要聚焦重点难点，下决心清除顽瘴痼疾。第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。“内卷”重灾区，要依法依规有效治理。更好发挥行业协会自律作用，引导企业提升产品品质。 |
| 煤炭行业层面 | | | |
| 2025年7月10日 | 国家能源局 | 《国家能源局综合司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） | 煤矿应当按照均衡生产原则，科学安排年度、季度、月度生产计划，合理组织生产。年度原煤产量不得超过公告产能，月度原煤产量不得超过公告产能的10%。企业集团公司不得向所属煤矿下达超过公告产能的生产计划及相关经济指标。煤矿要严格按公告产能组织生产，对超能力生产的煤矿，一律责令停产整改。 |
| 2025年7月18日 | 鄂尔多斯市能源局 | 《鄂尔多斯市能源局关于转发国家能源局综合司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》 | 对辖区内所有正在生产的煤矿和处于联合试运转阶段的煤矿（包括央企的煤矿）逐个进行核查，且填写现场核查表。 |
| 2025年7月18日 | 山西省能源局 | 《关于组织开展煤矿生产情况核查的通知》 | 煤矿要严格按公告(核定)产能组织生产，对超能力生产的煤矿，一律责令停产整改。 |
| 2025年7月19日 | 新疆发改委 | 《自治区发展改革委关于优化煤矿生产供给及开展煤矿生产情况核查有关事宜的通知》 | 对生产煤矿和联合试运转煤矿全覆盖，逐矿对2024年及2025年1-6月生产情况开展核查，重点核查煤矿原煤产量、生产计划等相关数据，准确认定是否有超生产能力组织生产的行为 |
| 2025年7月20日 | 河南工信厅 | 《关于转发国能综通煤炭〔2025〕108号开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》 | 严格按照《通知》明确的核查依据、范围和内容，逐矿开展生产情况核查，确保全覆盖。 |
| 2025年9月1日 | 陕西发改委 | 《陕西省发展和改革委员会关于优化煤炭生产供给促进煤炭市场平稳运行的通知》陕发改运行〔2025〕1231号 | 推进煤矿产能储备制度实施，部分保供产能向储备产能转化。 |
| 2025年9月8日 | 内蒙古自治区能源局 | 《内蒙古自治区能源局关于全区生产煤矿生产能力核查情况的通报》 | 核查覆盖全区2024年至2025年6月生产或阶段性生产煤矿299处、产能123570万吨/年，发现超公告产能(含保供产能，下同)组织生产煤矿93处。 |
| 2025年9月25日 | 国务院国资委 | 国务院国资委召开部分国有企业经济运行座谈会 | 聚焦稳电价、稳煤价、防止“内卷式”恶性竞争等，听取企业意见建议。要带头坚决抵制“内卷式”竞争，坚定走差异化发展和品牌竞争路线，强化行业自律，引导行业健康、良性、可持续发展，构建竞合并存、开放共享的产业生态。 |
| 2025年10月16日 | 应急管理部 | 应急管理部发布会，2025年度中央安全生产考核巡查将启动 | 2025年11月到12月，22个中央安全生产考核巡查组将陆续进驻各地和国务院安委会有关成员单位开展安全生产考核巡查。 |
| 2025年11月11日 | 应急管理部 | 应急管理部官网，2025年度中央安全生产考核巡查正式启动 | 对2025年度安全生产工作开展考核巡查，11月底完成。 |
| 2025年11月21日 | 陕西省发改委 | 《陕西省60万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》 | 按照“关闭退出一批，升级改造一批，兼并重组一批”的总体思路，加快60万吨/年以下煤矿分类处置，确保2028年底前取得实效。 |

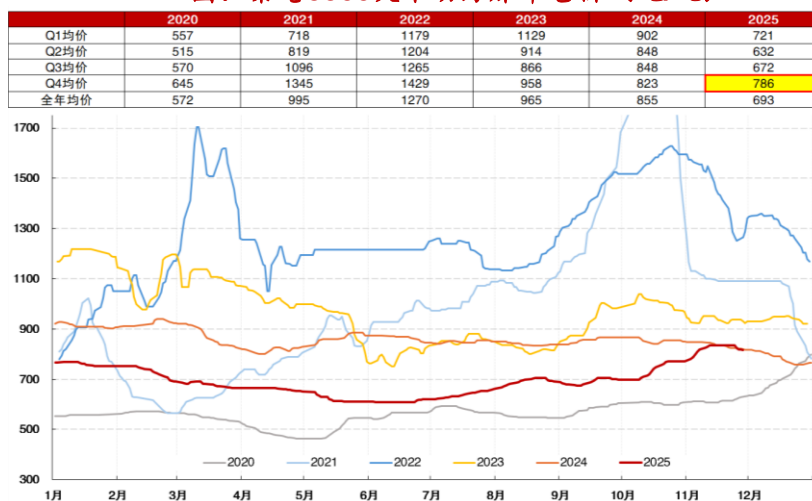
1.1 国内供给：政策稳煤价提振PPI，2026年煤价有望窄幅波动

“反内卷”或推动均值回归，2026年煤价波动有望收窄。2025年1-10月，煤炭行业PPI累计同比-16.8%，在“反内卷”控产能政策发力下，降幅较1-9月收窄0.1pct，但在40个细分行业中，煤炭仍录得最低PPI，且远低于其他行业，对2025年整体PPI拖累较为明显，规上煤企亏损面也扩大至50%以上。国内从2024年7月首提“反内卷”，统筹推动物价水平合理回升，而煤炭行业作为国内上游最主要的能源燃料产业，关系就业及下游产业链价格稳定，维持煤炭合理价格，保障煤企合理利润，有望成为“反内卷”政策久久为功的目标。参考其他行业PPI区间分布，2025年1-10月，80%的行业PPI累计同比位于(-7.5%, 2.5%]区间，煤炭是唯一降幅超15%的行业，预计随着“反内卷”政策深入推进，2026年煤炭行业PPI将逐渐回归主流波动水平，价格有望进一步企稳，并带动行业利润持续回升。

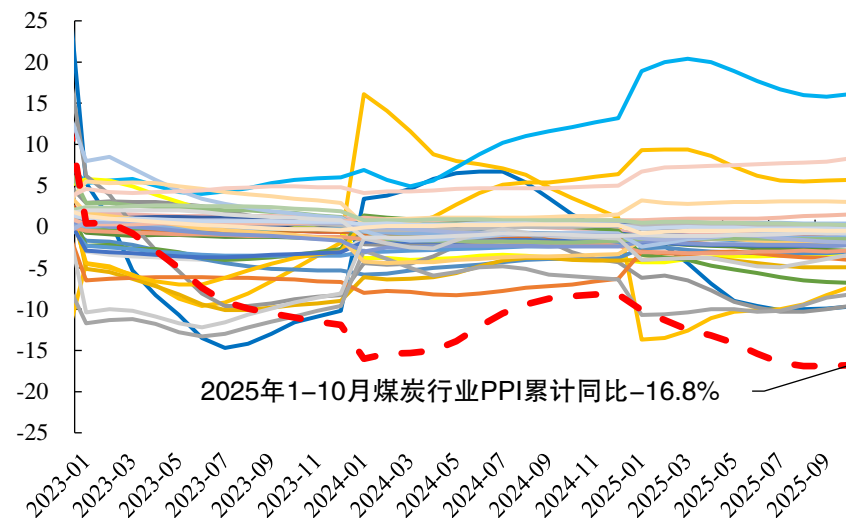
图：40个行业PPI累计同比区间分布 (%)



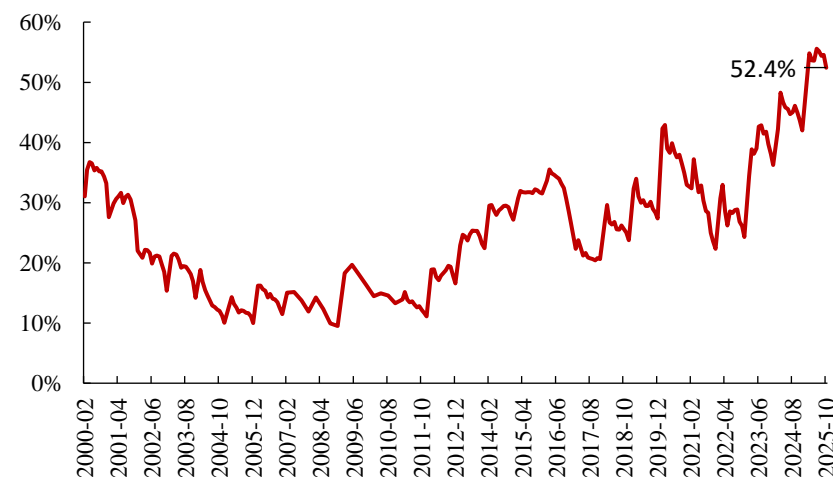
图：秦港5500大卡动力煤平仓价 (元/吨)



图：40个行业PPI累计同比 (%)



图：规上煤炭企业亏损面



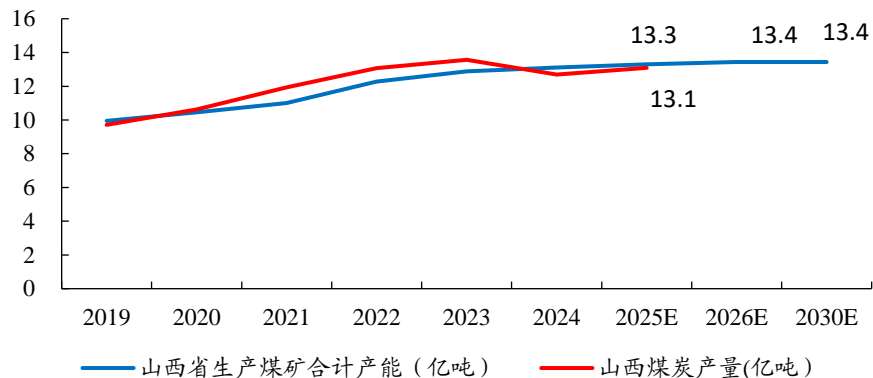
资料来源：Wind，华源证券研究。注：“图40个行业PPI累计同比区间分布”的纵坐标是行业数量，横坐标是2025年1-10月PPI累计同比 (%)



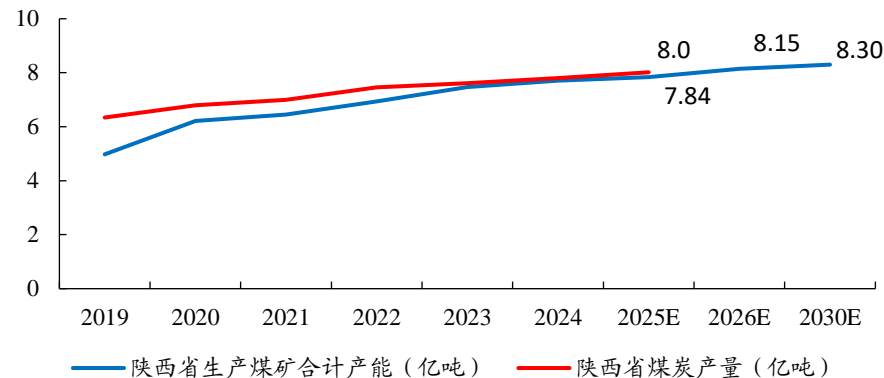
1.1 国内供给：超产时代已过，产能增量有限拐点临近

- **产量与产能趋同，供给端非合规产量减少。**2025年7月“查超产”政策要求煤矿全年产量不得超过公告产能，此次“反内卷”政策背景下的查超产有望严格落地，供给端超产导致的产量虚高现象大幅减少，根据2025年1-10月各省产量，我们预计山西、陕西、内蒙古原煤产量均接近公告产能，产量与产能逐渐并轨。
- **产能增速放缓，产量拐点预计将逐渐临近。**据我们不完全统计，2025-2030年，晋陕蒙当前可见的在建及规划煤炭产能相比往年已大幅下降，主要产煤省份仅新疆仍有较明显增量空间，考虑“双碳”进程推进，产能审批持续趋严，随着枯竭产能增加，落后产能退出，煤炭产量有望迎来拐点。

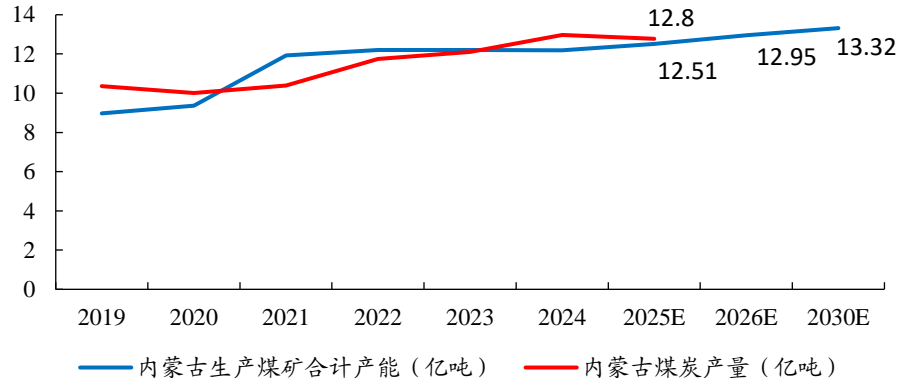
图：山西省煤炭产能和产量



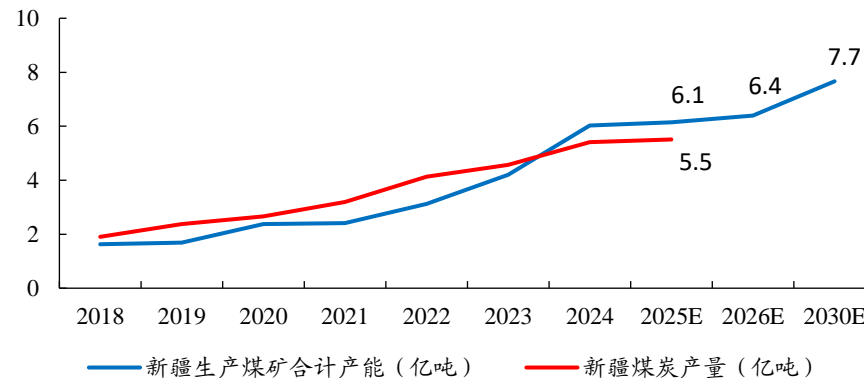
图：陕西省煤炭产能和产量



图：内蒙古煤炭产能和产量



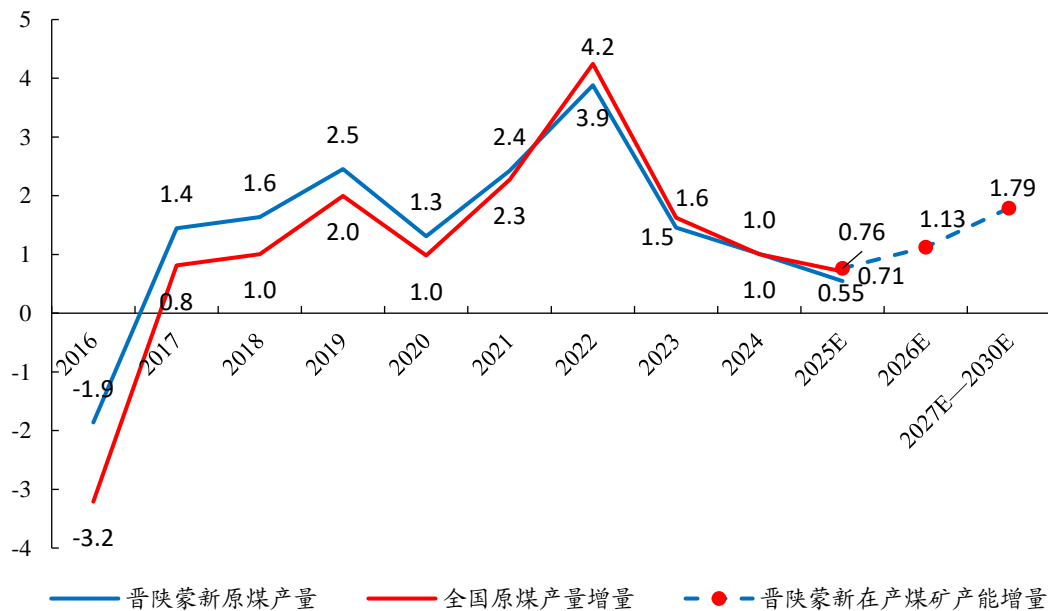
图：新疆煤炭产能和产量



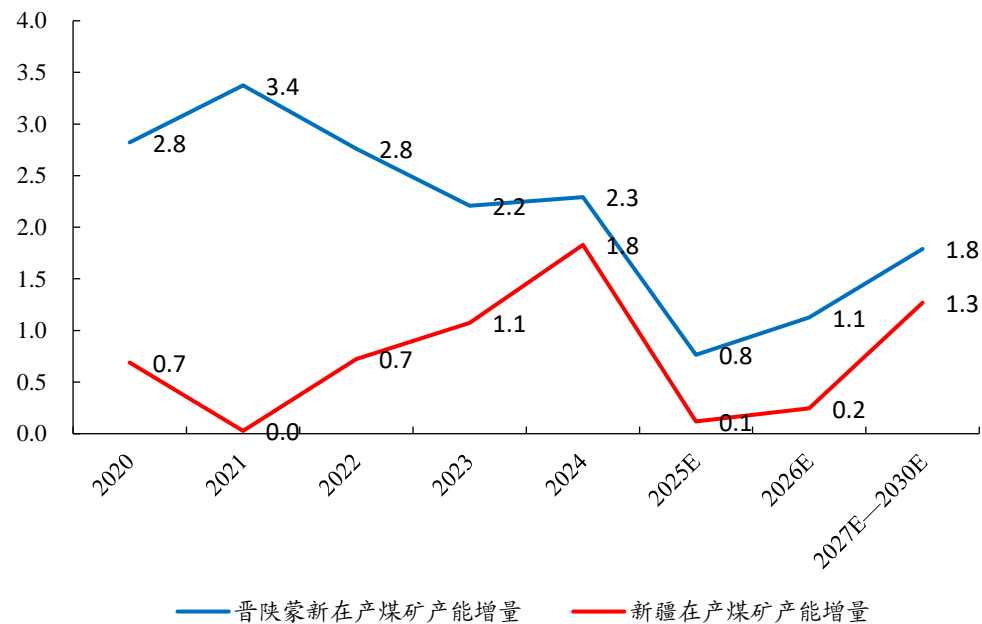
1.1 国内供给：预计2026年最后一批产能集中释放，“十五五”增量大幅下降

■ **预计2026年晋陕蒙新煤炭产能增加约1.1亿吨，全国煤炭产量或迎来最后的集中释放。**自2021年来，全国煤炭产量增长主要由晋陕蒙新贡献，在产能与产量并轨趋势下，通过晋陕蒙新的产能释放节奏可估算出全国煤炭产量。据我们统计测算，预计2025年晋陕蒙新煤炭新增产能0.8亿吨，全国原煤产量增长0.7亿吨；预计2026年晋陕蒙新煤炭新增产能1.1亿吨，考虑部分新增产能在2025年已经试运转出煤，且2026年试运转煤矿大幅减少，预计2026年**全国原煤产量或增加约0.7亿吨**。同时，我们预计2027-2030年晋陕蒙新煤炭产能增量约1.8亿吨，其中1.3亿吨来自新疆，全国煤炭产量增速预计将在2026年后显著下降，**2026年全国煤炭产能或迎来拐点前最后的集中释放。**

图：煤炭产量增长预测（亿吨）



图：晋陕蒙新煤炭产能增长结构（亿吨）



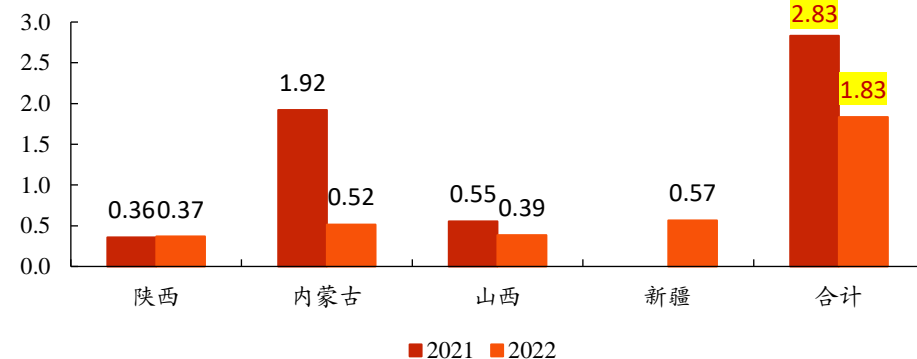
1.1 国内供给：环评及产能指标缺失，保供产能有望集中退出

2021-2022年，晋陕蒙新积极响应国家增产保供政策，充分利用政策阶段性许可，累计核增保供产能约4.7亿吨，由于保供需求紧急，这期间核增产能多数未能同步获得环评及产能置换指标，导致核增产能无法取得安全生产许可证。虽政策默许保供产能持续生产，但当前“十四五”已过，相关生产手续问题也将面临集中处理。若严格按照证载产能生产，相关手续不全的保供产能或面临退出，或转为储备产能（储备产能非应急状态不能生产）。此外，根据发改委文件，计划2030年建成3亿吨储备产能，我们测算，新增煤矿的储备产能增量或仅有1.5亿吨，剩余的1.5亿吨或将通过部分保供产能转为储备产能来实现。**我们认为，无合规手续的保供产能多数仍承担保供任务，虽然短期内难以完全退出，但其中部分保供责任履行不力的产能有望优先较快退出，结合储备产能缺口，这部分产能转为储备（约1.5亿吨）或恰逢其时。**

表：保供产能相关政策梳理

| 文件/来源 | 时间 | 关于保供产能退出的相关内容 |
|---|----------|---|
| 生态环境部、国家发改委、能源局《关于进一步加强煤炭资源开发环境影响评价管理的通知》 | 2020年11月 | 单个煤矿生产能力较原建设项目环评批复增加30%及以上的，应依法重新开展环评；原环评文件设计生产能力增加30%以下的，依法开展环境影响后评价，报生态环境主管部门备案。 未按上述规定完成环评手续的，煤矿不得按照核定变化后的产能组织生产。 |
| 国家发改委《关于实行核增产能置换承诺加快释放优质产能的通知》 | 2021年7月 | 鼓励符合条件的煤矿核增生产能力。2022年3月31日前提出核增申请的煤矿，不需要提前落实产能置换指标，可采用承诺的方式进行产能置换， 取得产能核增批复后，应在3个月内完成产能置换方案。 逾期未兑现承诺列入煤炭行业失信名单，撤销其产能核增批复并在三年内不再受理其核增产能申请。 |
| 《山西省人民政府办公厅关于印发山西省煤炭增产保供和产能新增工作方案的通知》 | 2022年6月 | 加快产能核增煤矿环评手续办理。对产能核增幅度未超过30%的煤矿，取得核增批复后，允许煤矿按照核增后能力组织生产，同步办理环境影响后评价备案。 对产能核增幅度达到或超过30%的煤矿，取得核增批复并出具2年内办理环评手续的承诺后，可以按照核定变化后的产能组织生产。承诺期满，因各种原因未办理环评手续的，煤矿产能应恢复至核定变化前的环评批复能力。 |
| 陕西省发改委 | 2025年9月 | 各产煤市发展改革、煤炭行业管理部门要 加快推进煤矿产能储备制度实施，积极推动部分保供产能向储备产能转化，提升煤炭供应弹性。督促产能核增煤矿、调整建设规模煤矿加快环评、产能置换、生产要素变更等手续办理，力争年底前完成。 |

图：2021-2022年晋陕蒙新保供核增产能数量（亿吨）



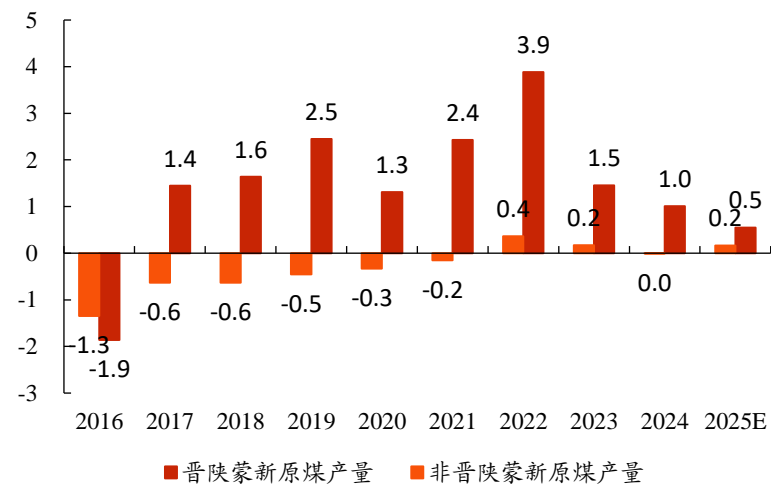
表：测算保供产能转为储备产能的需求量（亿吨）

| | 产能（亿吨） |
|------------------------------|--------|
| 预测晋陕蒙新2024-2030年合计新增产能 | 6.0 |
| 假设25%为储备产能，则新矿带动的储备产能量 | 1.5 |
| 为实现2030年3亿吨储备产能，有望从保供产能转储备产能 | 1.5 |

1.1 国内供给：再提“能源资源基地布局优化”，产能退出有望重启

- 2025年10月28日，新华社报道《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，其中提到“推动战略性新兴产业、能源资源基地等布局优化”。“能源资源基地”表述曾见于2016年《全国矿产资源规划（2016~2020年）》，其中提到“对矿区实行统一规划，优化布局”，这与2016年3月发布的十三五规划纲要中“限制东部、控制中部和东北、优化西部地区煤炭资源开发”表述一致。此后2017-2021年，国内晋陕蒙新原煤产量与其他省份出现一增一减的分化趋势，非煤炭主产区产量持续下降。此次十五五规划建议中，再次提及“能源资源基地布局优化”，或预示着煤炭产能将进一步向大型基地集中，非主产地将迎来新一轮产能退出。
- 考虑2015年供给侧改革及2021年保供增产的影响，我们剔除2016和2021年数据，2017-2020年非晋陕蒙新省份平均每年减少约5000万吨原煤产量，若新一轮产能退出重启且维持此退出强度，2026-2030年有望累计退出2.5亿吨煤炭产能。

图：非煤炭主产区的产量变动（亿吨）



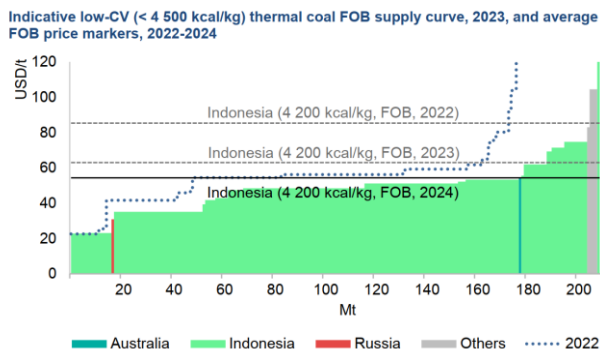
表：能源资源布局优化相关政策梳理

| 发布时间 | 政策文件/事件 | 相关表述 |
|-----------------------|--------------------------------|---|
| 上一轮能源资源布局优化 | | |
| 2016年3月 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》 | 大力推进煤炭清洁高效利用。限制东部、控制中部和东北、优化西部地区煤炭资源开发，推进大型煤炭基地绿色化开采和改造，鼓励采用新技术发展煤电。 |
| 2016年11-12月 | 《全国矿产资源规划（2016~2020年）》 | 提出建设14个煤炭基地。提出对矿区实行统一规划，优化布局。 |
| | 《煤炭工业发展“十三五”规划》 | 全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部。东部地区煤炭资源枯竭，开采条件复杂，生产成本低，逐步压缩生产规模；中部和东北地区现有开发强度大，接续资源多在深部，投资效益降低，从严控制接续煤矿建设；西部地区资源丰富，开采条件好，生态环境脆弱，加大资源开发与生态环境保护统筹协调力度，结合煤电和煤炭深加工项目用煤需要，配套建设一体化煤矿。 |
| | 《能源发展十三五规划》 | 严格控制新增产能；加快淘汰落后产能；有序退出过剩产能。 |
| 本轮能源资源布局优化或已启动 | | |
| 2025年10月28日 | 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》 | 推动战略性新兴产业、能源资源基地等布局优化。 |

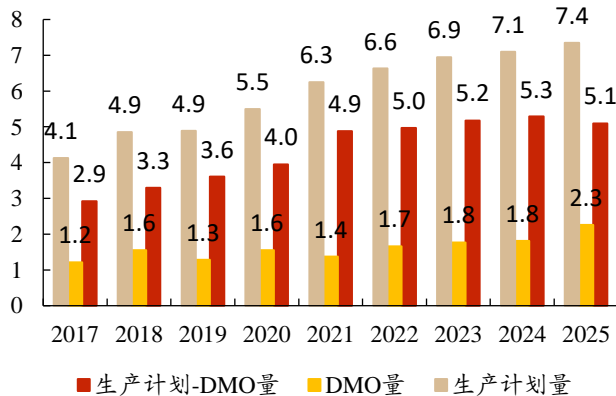
1.2 进口供给：缩小配额并开征关税，印尼重视量价平衡或延续出口减量

■ **价格压力推动印尼主动及被动减产。** 印尼低卡煤供给弹性临界点在50美元/吨左右，FOB价格低迷或将导致印尼煤出口亏损，出口量下降，2025年上半年低价影响已经显现，全年产量及出口量或将明显下降。同时，由于2025年煤价下降导致出口价下降影响行业利润及政府税收，**印尼政府计划下调2026年煤炭生产计划量以缩量挺价并开始对煤炭征收出口税**，在DMO量上行趋势下，可供出口的煤炭数量或将受到挤压。此外，**印尼政府计划停止3年一批RKAB生产配额，从2026年开始一年一批**，从而压降本已下发的2026年RKAB配额，若RKAB配额重回政府计划产量水平，有望显著增大对煤炭生产的掌控力。

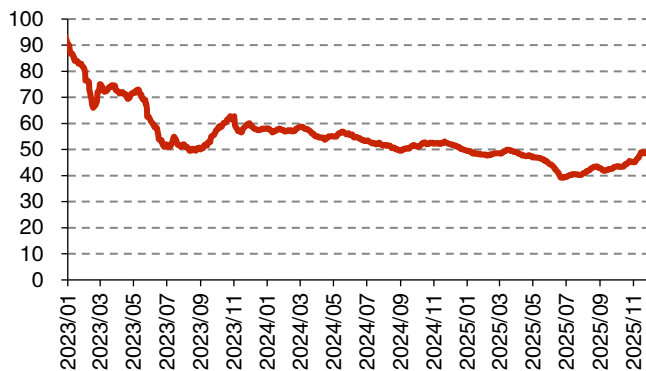
图：低卡煤成本曲线（美元/吨）



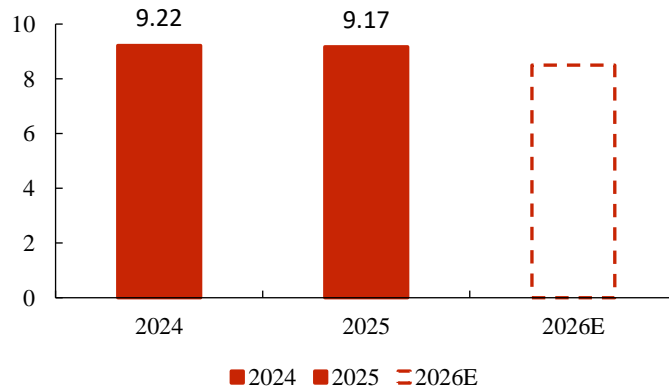
图：印尼煤炭生产计划量（亿吨）



图：印尼3800大卡动力煤FOB价（美元/吨）



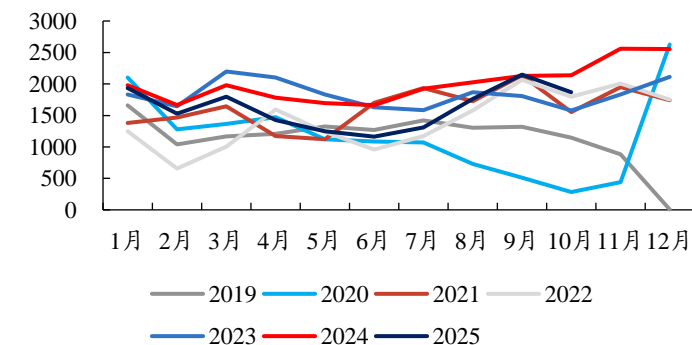
图：印尼煤炭RKAB生产配额（亿吨）



图：印尼煤与国内煤炭价差（元/吨）



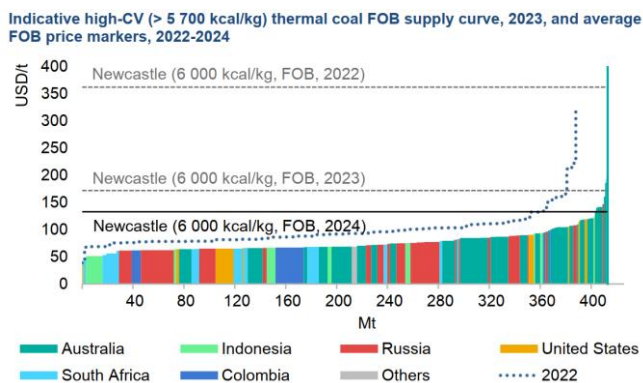
图：中国进口印尼动力煤数量（万吨）



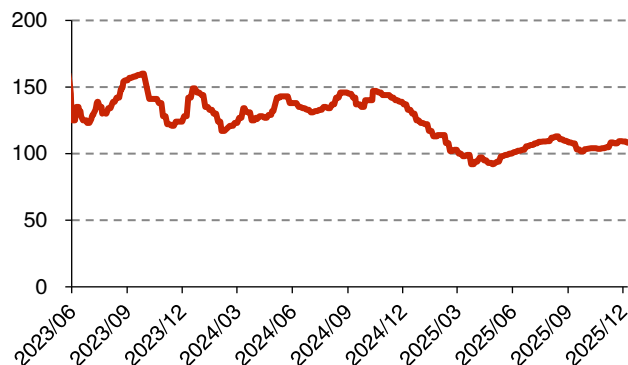
1.2 进口供给：澳煤产能无增量价格优势小，预计增量有限

- **澳煤供给受限，国内进口难有增量。** 由于全球“碳中和”进程抑制国际煤炭资本开支、当地政府征收高额边际特许权使用费、人力成本及运力瓶颈凸显，澳大利亚煤炭产能长期受限。2020-2024年，澳大利亚煤炭产量保持在4亿吨水平，动力煤出口维持2亿吨水平，2025年产量显著下降，拖累动力煤出口，2025年1-10月，我国进口澳大利亚动力煤5602万吨，同比-3.3%。

图：高卡煤成本曲线（美元/吨）



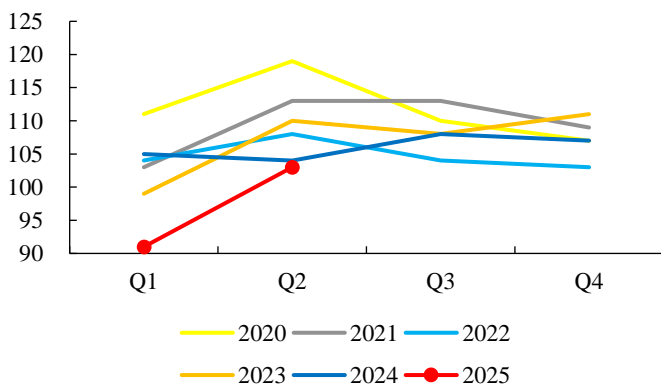
图：澳大利亚6000大卡动力煤FOB价（美元/吨）



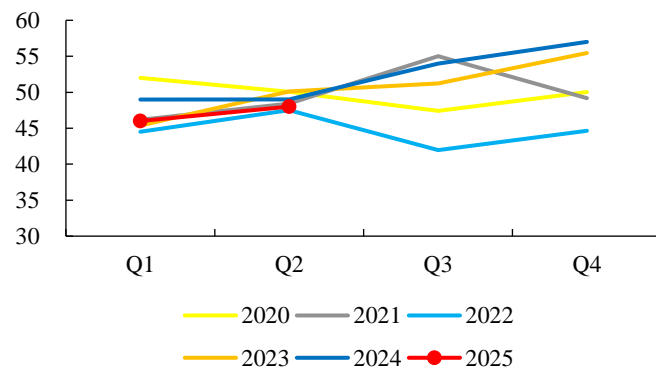
图：澳大利亚与国内煤炭价差（元/吨）



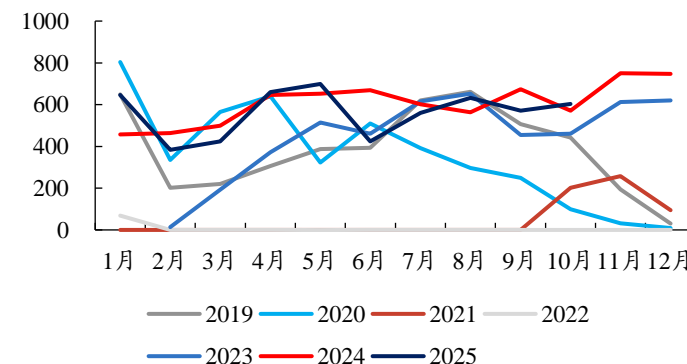
图：澳大利亚煤炭产量（百万吨）



图：澳大利亚动力煤出口量（百万吨）



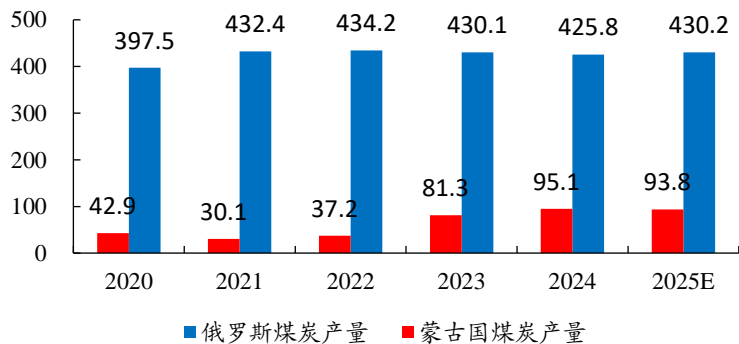
图：中国进口澳大利亚动力煤数量（万吨）



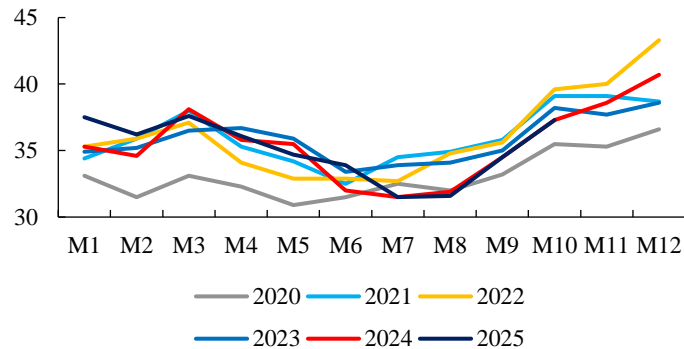
1.2 进口供给：运力等因素制约，俄煤及蒙煤进口增量有限

- **产量及运力制约俄煤进口。**俄煤出口亚洲长期受限于铁路运力，截至2025年3月，俄罗斯东部铁路运力为1.8亿吨，2030年运力目标仅为2.1亿吨，提升空间有限。2024-2025年，由于铁路物流瓶颈、国际制裁、煤炭价格低迷和生产成本高企，俄罗斯大多数煤炭生产商以零利润或负利润出口煤炭，截至2025年11月，74%的俄罗斯煤企处于亏损状态。2021-2025年，俄罗斯煤炭产量稳定在4.3亿吨水平，2025年1-10月中国进口俄动力煤同比-20.0%，预计经营压力下，2026全年进口俄动力煤难有增量。
- **蒙古动力煤进口积极但增量有限。**甘其毛都口岸跨境铁路已于2025年5月开工建设，预计2027年投运，有望提升煤炭出口能力。但考虑蒙古国对我国煤炭中期出口目标为1亿吨，较当前水平仅剩约1100万吨的增长空间，动力煤占比约30%，对应增量约为400万吨，预计2026年增量有限。

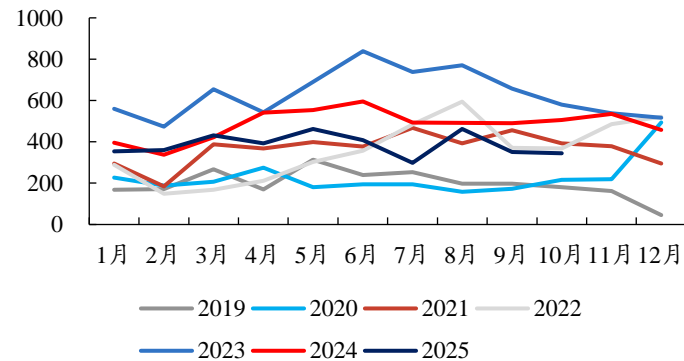
图：俄罗斯及蒙古国煤炭产量（百万吨）



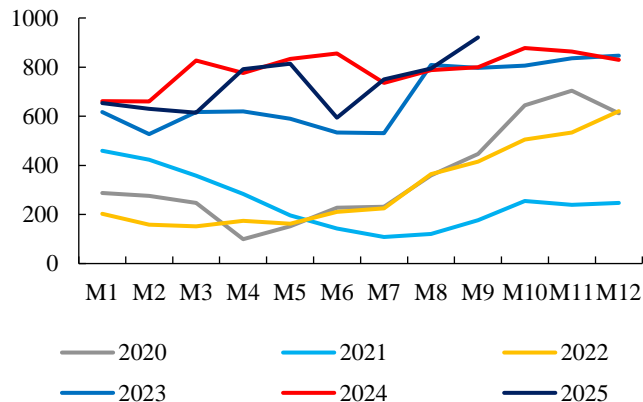
图：俄罗斯煤炭产量（百万吨）



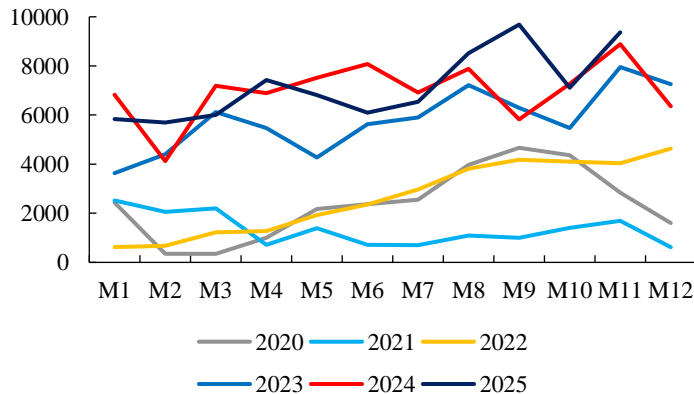
图：中国进口俄罗斯动力煤数量（万吨）



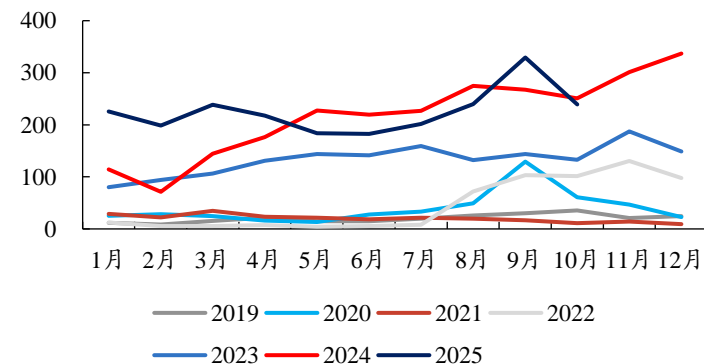
图：蒙古国煤炭产量（万吨）



图：蒙古国煤炭出口量（万吨）



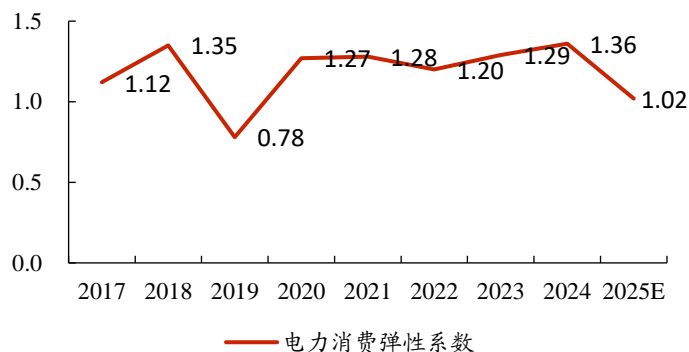
图：中国进口蒙古国动力煤数量（万吨）



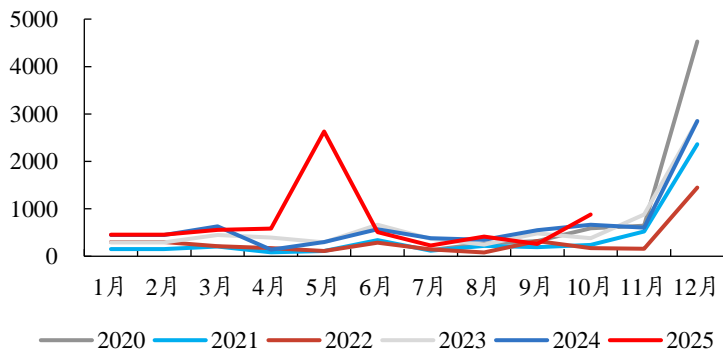
1.2 需求：火电同比有望改善，新能源装机及利用小时数下降

- **新能源抢装潮已过，2026年装机有望下降。**2025年2月，国家能源局发布“136号文”，新能源上网电量原则上全部进入电力市场，全国范围内取消新能源“保量保价”政策，新老划断的并网时间节点为2025年6月1日，由此引发新能源抢装潮，2025年上半年光伏及风电装机同比大幅增长。2025年6月以来，由于电价不再有政策托底，投资回报不确定性陡增，开发商观望情绪浓厚，新能源装机规模显著下降。据发改委预测，2026年新增光伏风电装机超2亿千瓦，较2025年3.7亿千瓦显著下降，2026年新能源并网装机容量或延续2025年下半年以来的弱势。
- **利用小时数下降或影响2026年新能源出力，火电同比有望改善。**随着新能源装机快速提升，新能源电力消纳面临供需不匹配、经济性弃电、电网建设滞后等矛盾，2025年风光发电利用小时数显著下降，在全社会用电量增速稳定的预期下，考虑新能源装机及利用小时数转弱，预计2026年新能源对火电挤出效应减小。

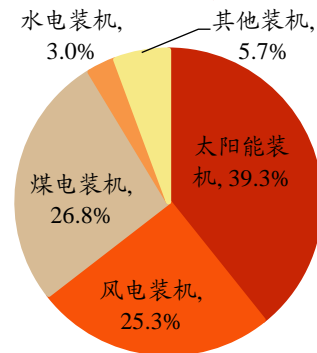
图：电力消费弹性系数



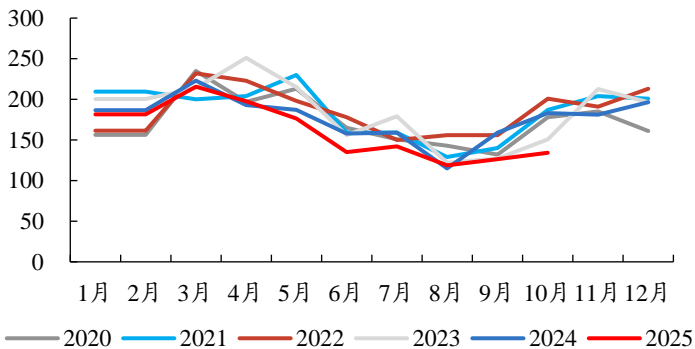
图：风电装机增量 (万千瓦)



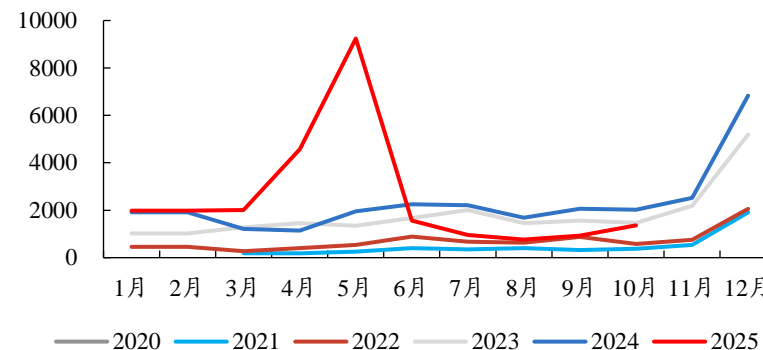
图：电力装机增量格局 (截至2025年10月)



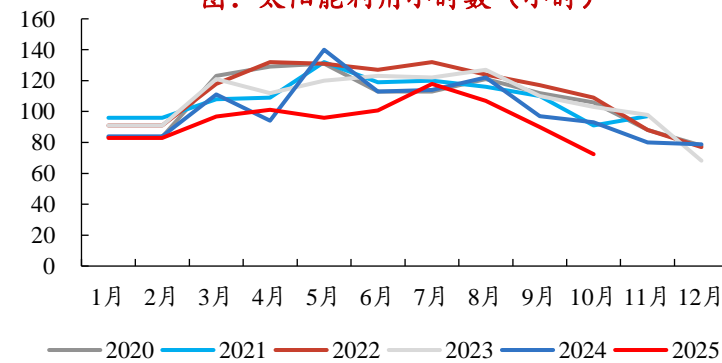
图：风电利用小时数 (小时)



图：光伏装机增量 (万千瓦)



图：太阳能利用小时数 (小时)

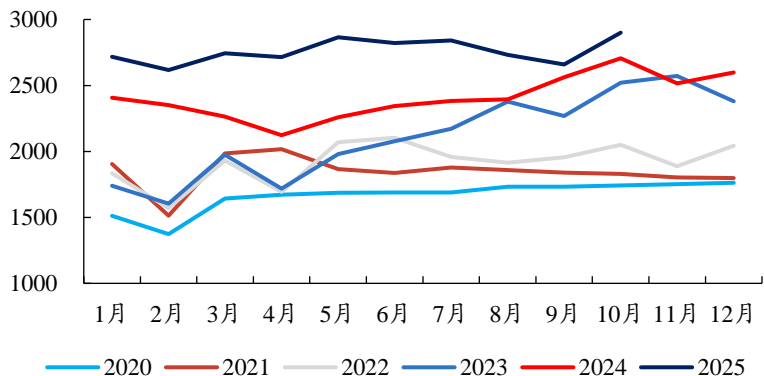




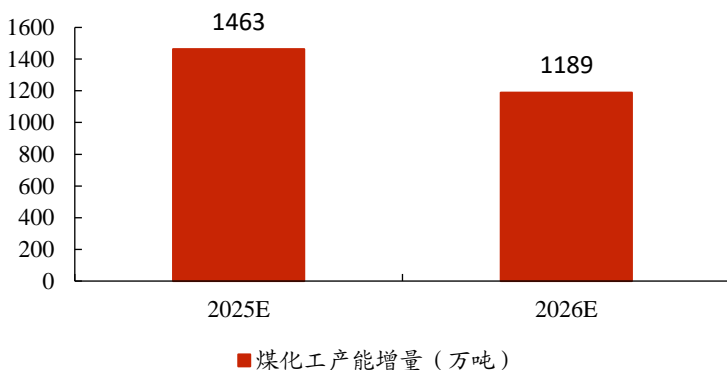
1.2 需求：2026年仍是煤化工投产大年，有望继续提振非电煤需求

- **2026年煤化工产能有望持续释放，拉动非电煤需求。**2025年我国煤化工新建产能集中投产，据不完全统计，主要煤化工品种新增产能预计达到1463万吨，而2026年，据不完全统计，计划投产的煤化工项目合计产能预计达到1189万吨，煤化工行业有望延续产能高增长，考虑2025年煤化工用煤同比或增加约4200万吨，预计2026年煤化工仍将实现约3400万吨的煤炭新增需求量。
- **煤油价差推动煤化工高开工率。**煤化工领域存在煤头及油头路线的替代效应，2025年内布伦特原油约70美元/桶，国内油头路线对应煤制烯烃的煤炭港口成本约800元/吨，而年内煤炭港口均价约700元/吨，煤头路线具备成本优势，有望推动煤化工产能保持高位开工率。

图：化工行业煤炭消耗量（万吨）



图：2026年主要煤化工项目新增产能（不完全统计，万吨）



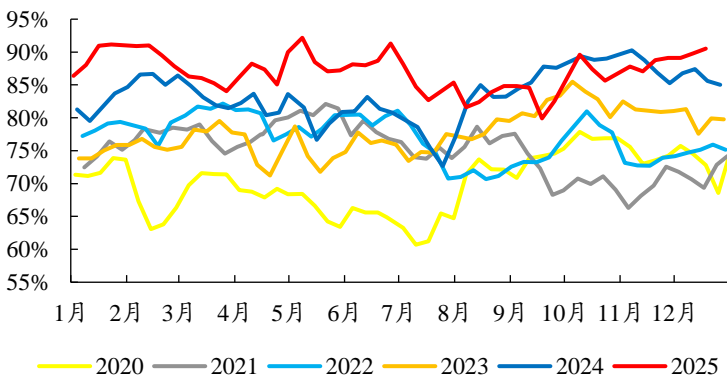
表：我国不同路线烯烃成本竞争力对比

| 石脑油裂解 | | 相同烯烃成本下不同路线对应的原料价格 | | | |
|---------------------------|-----------------------------|--|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|
| 国际油价 (布伦特现货) (美元/桶) | 烯烃完全 成本 (元/吨, 不含税) | 进口乙烷裂解 对应的美国乙 烷(MB价格) /(美元/吨) | MTO对应的甲 醇价格 (到厂价格)/ (元/吨) | 煤制烯烃的煤炭 价格 (到厂价格) (元/吨) | 煤制烯烃的 煤炭价格 (港口价 格) (元/吨) |
| 30 | 3042 | 96 | 957 | -91 | 159 |
| 40 | 3858 | 200 | 1333 | 73 | 323 |
| 50 | 4651 | 303 | 1698 | 233 | 483 |
| 60 | 5467 | 407 | 2074 | 397 | 647 |
| 70 | 6258 | 503 | 2438 | 556 | 806 |
| 80 | 7076 | 614 | 2815 | 721 | 971 |
| 90 | 7867 | 710 | 3179 | 880 | 1130 |
| 100 | 8685 | 814 | 3555 | 1045 | 1295 |

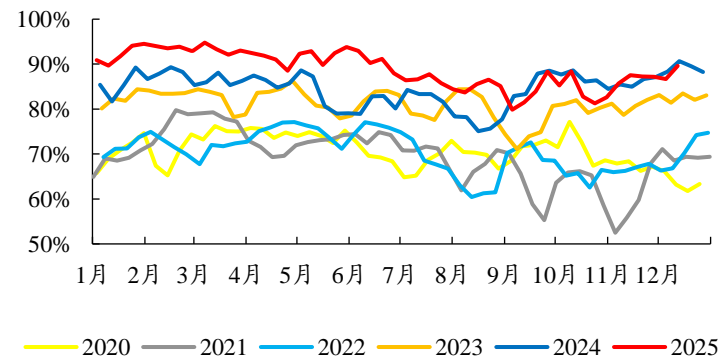
图：布伦特原油期货收盘价（美元/桶）



图：甲醇开工率



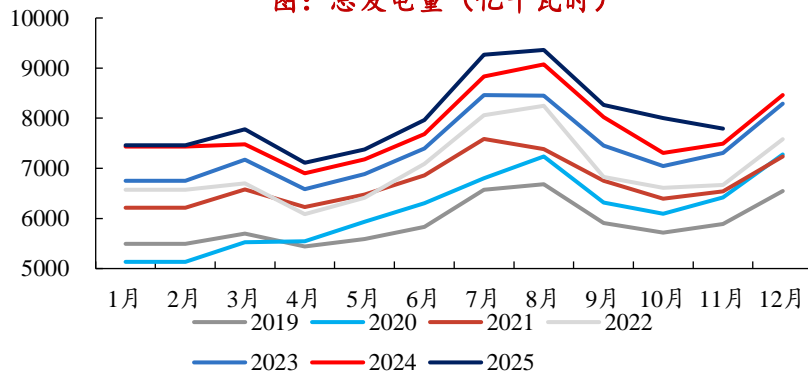
图：煤制尿素开工率



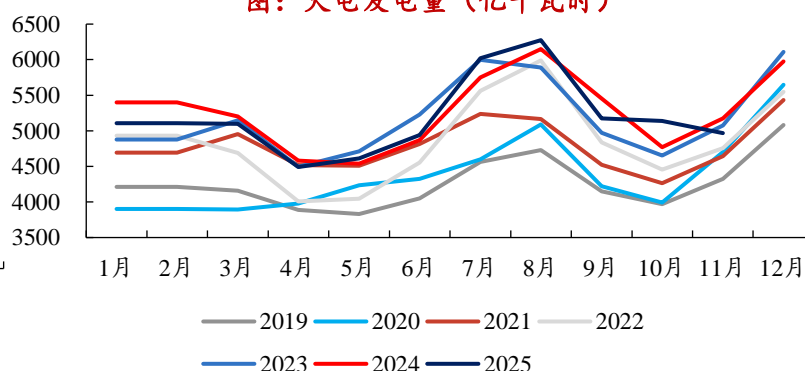
1.2 需求：风光扰动电煤需求，水电高出力或难持续

- **新能源出力波动对电煤需求影响增加，天气变化跟踪愈发重要。**随着新能源渗透率提升，气候变化导致的出力波动对火电需求的影响日益显著，且影响周期已扩展至月度级别，例如2025年10月，北方阴雨天气造成风光出力环比显著走弱，且高温延续导致南方制冷需求“淡季不淡”推高总用电需求，最终导致火电需求月度同比高增，此时恰好叠加库存季节性低位且电厂冬储补库需求释放，煤炭下游需求快速提升，推动了动力煤10-11月的价格快速上涨。
- **连续两年来水大年，2026年来水转弱或带动数千万吨煤炭需求增量。**2019-2023年，年均水电发电量11789亿千瓦时，而2024-2025年，年均水电发电量预计约为13000亿千瓦时，若2026年水电回归常年出力水平，由此产生的约千亿千瓦时供电缺口若由火电填补，或带动数千万吨电煤需求增量。

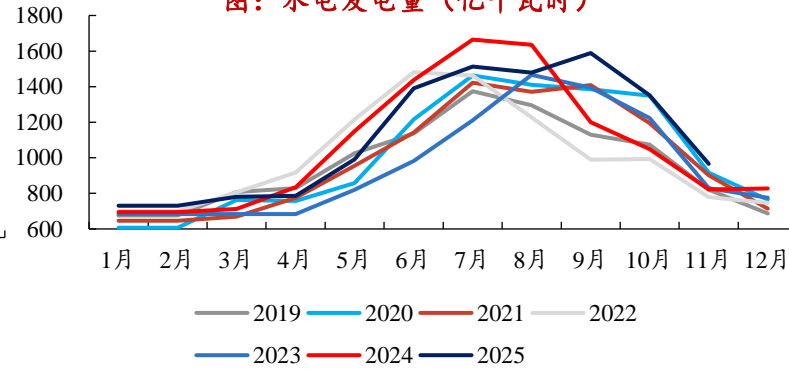
图：总发电量（亿千瓦时）



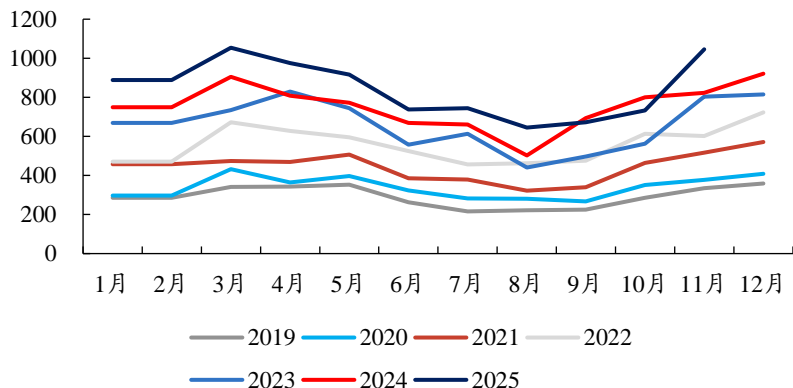
图：火电发电量（亿千瓦时）



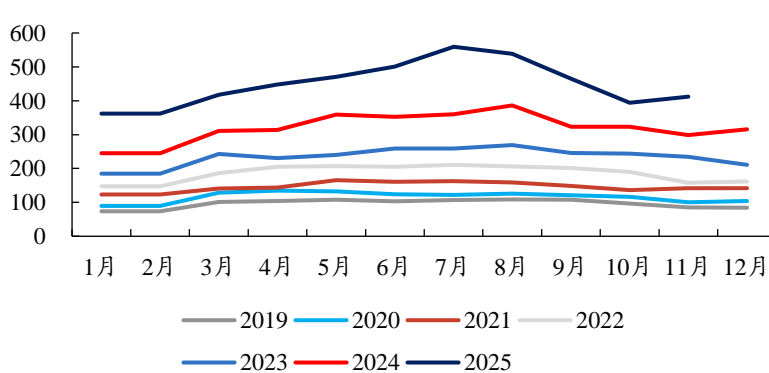
图：水电发电量（亿千瓦时）



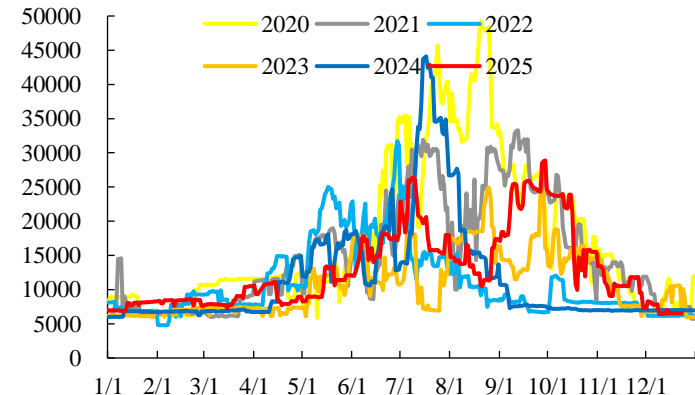
图：风电发电量（亿千瓦时）



图：太阳能发电量（亿千瓦时）



图：三峡出库流量（立方米/秒）



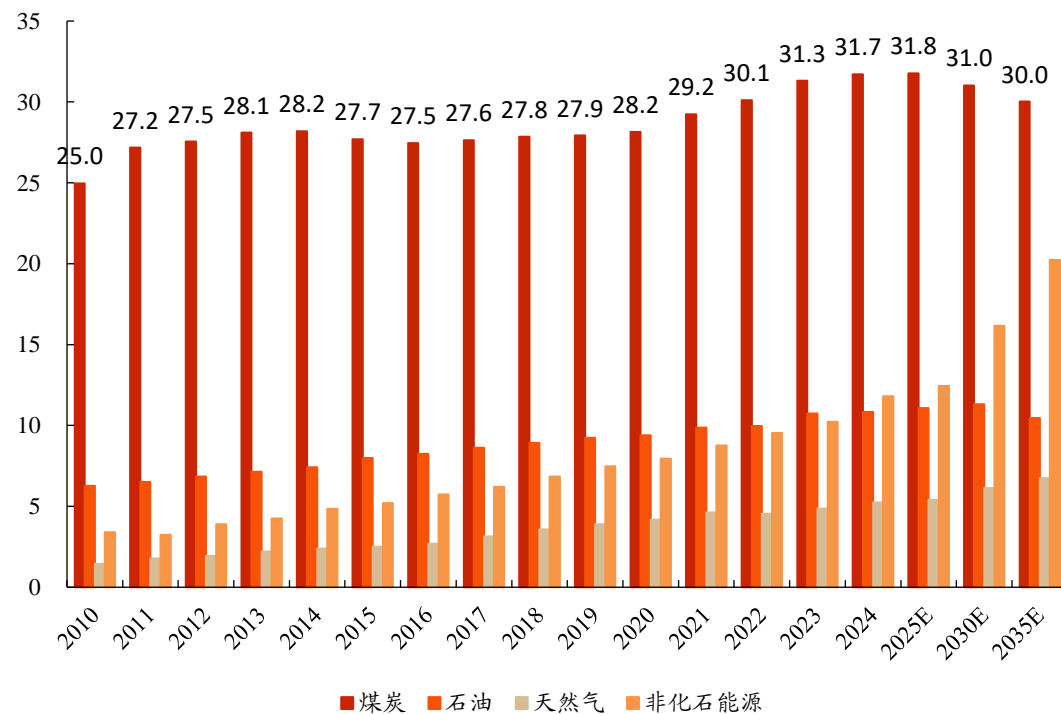
1.2 需求：碳达峰平台期，未来10年或将保持30亿吨标准煤消费

- **碳达峰前后煤炭消费进入平台期，未来10年煤炭消费量有望维持30亿吨/年标准煤。**随着“双碳”目标的推进，煤炭逐渐从主体能源向兜底保障性能源转变，消费量预计将于2025-2030年间达峰，但同时我国GDP也持续保持中高速增长，能源总需求持续增长，根据碳达峰目标下设定的非化石能源消费占比，煤炭仍将在较长时间内保持主要能源地位，我们测算，2025-2035年，仍有望保持每年30亿吨标准煤的消费需求，煤炭或将进入稳定的平台期，若配合总产能的适时达峰及推动落后产能的退出，有望推动煤炭供需实现稳定平衡。

表：碳中和进程的阶段性目标

| | 2025年 | 2030年 | 2035年 | 2060年 |
|---------------|---------------|---------------|-------------|-------|
| 非化石能源消费占比 | 达到20%左右 | 达到25%左右 | 30%以上 | 80%以上 |
| 单位GDP二氧化碳排放 | 较2020年下降18% | 较2005年下降65%以上 | - | - |
| 单位GDP能耗 | 较2020年下降13.5% | 大幅下降 | - | - |
| 风电、太阳能装机容量 | - | 12亿千瓦以上 | 力争达到36亿千瓦 | - |
| 全经济范围温室气体净排放量 | - | - | 比峰值下降7%~10% | - |
| 森林覆盖率 | 24.1% | 25% | - | - |
| 森林蓄积量 | 180亿立方米 | 190亿立方米 | 240亿立方米以上 | - |

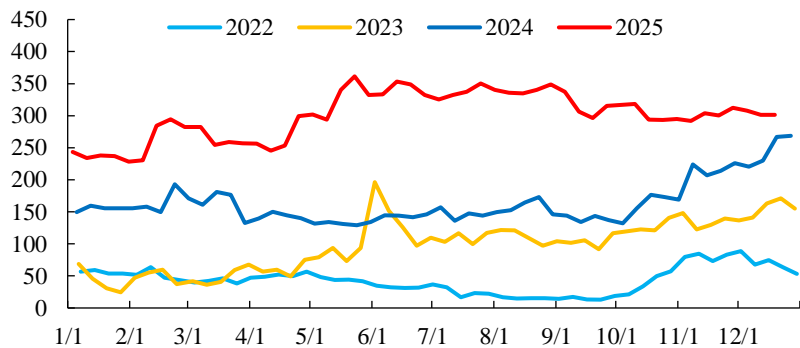
图：能源消费总量（标准煤，亿吨）



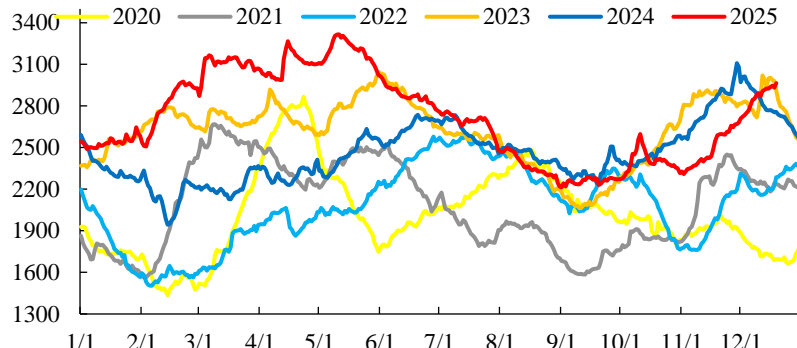
1.3 库存：正视高库存与稳煤价之间的矛盾，去库仍是主线任务

■ **动力煤库存居高不下，去库存仍是主线任务。**自2021年下半年保供增产以来，动力煤保持供需宽松格局，坑口、港口、电厂库存持续累积，当前各环节库存均处于历史高位，动力煤总库存接近4亿吨。2025年7月煤炭行业开始“反内卷”，超产核查趋严虽阶段性实现去库，但进一步去库效果有限，我们认为，宽松格局下的高库存与政策“反内卷”稳煤价目标存在矛盾，难以长期共存，最终行业或仍将在新的供给端政策支持下，实现库存的稳定持续下降，2026年动力煤的主线任务及核心观察指标仍是去库存。

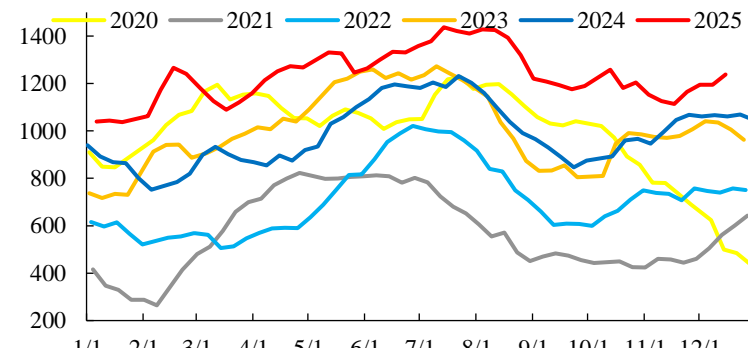
图：462家煤矿库存（万吨）



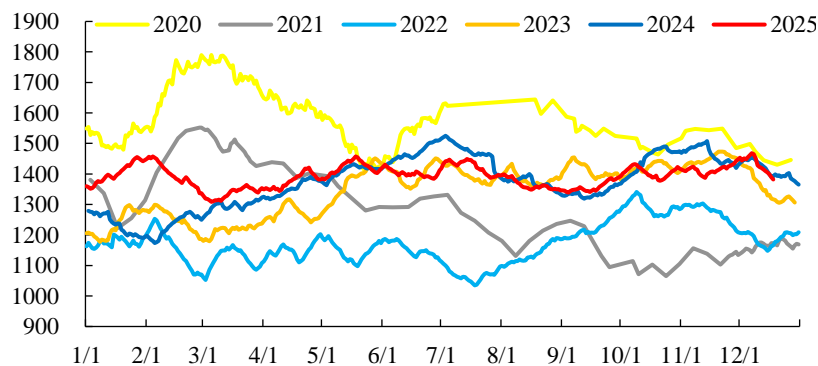
图：北方9港库存（万吨）



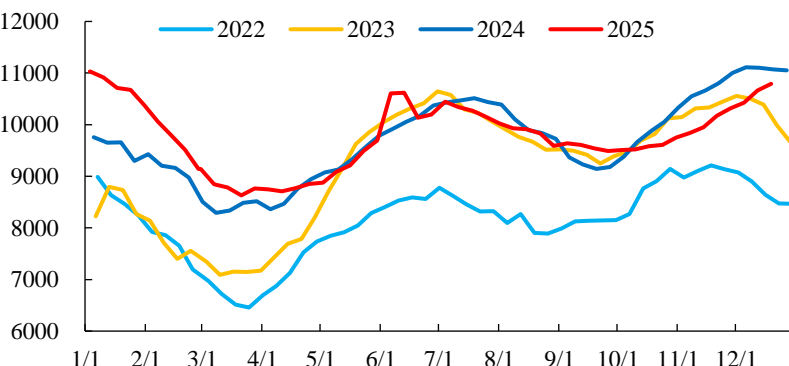
图：内河港口库存（万吨）



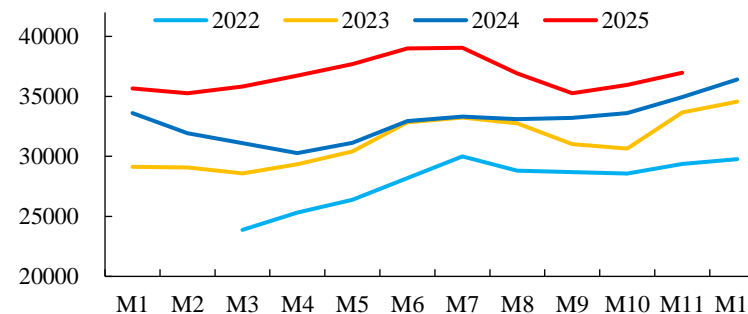
图：6大发电集团库存（万吨）



图：493家电厂库存（万吨）



图：全国煤炭总库存（万吨）

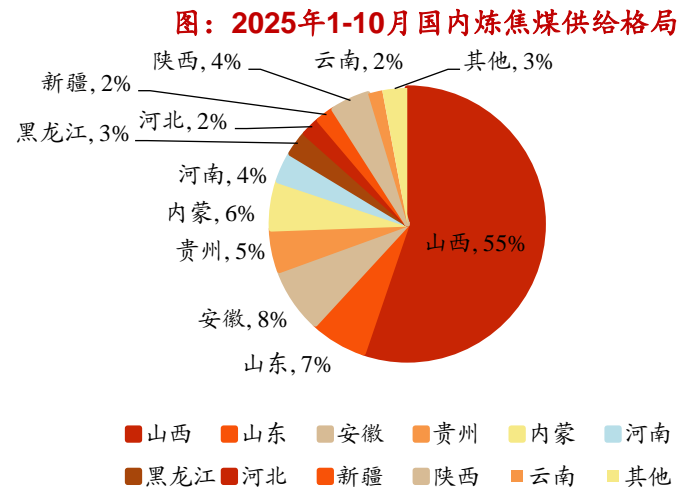


主要内容

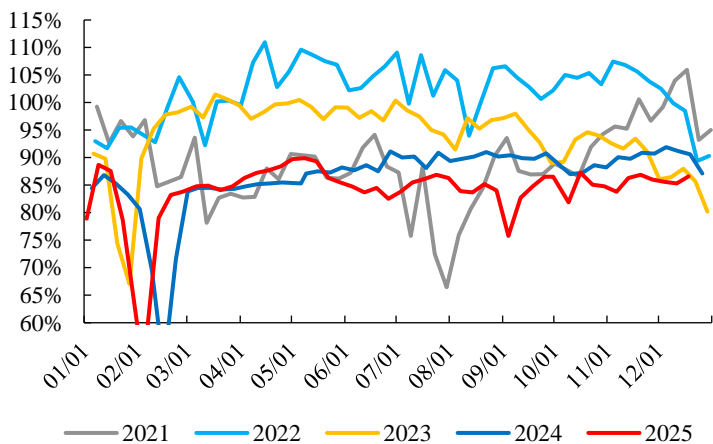
1. 动力煤：供给拐点期待新政，需求改善关注天气
2. 炼焦煤：供给仅剩蒙煤增量，需求低位静待复苏
3. 投资意见：去库周期布局红利，坚定龙头攻守兼备

2.1 国内供给：精煤进入达峰平台期，山西原煤持平精煤或难有增量

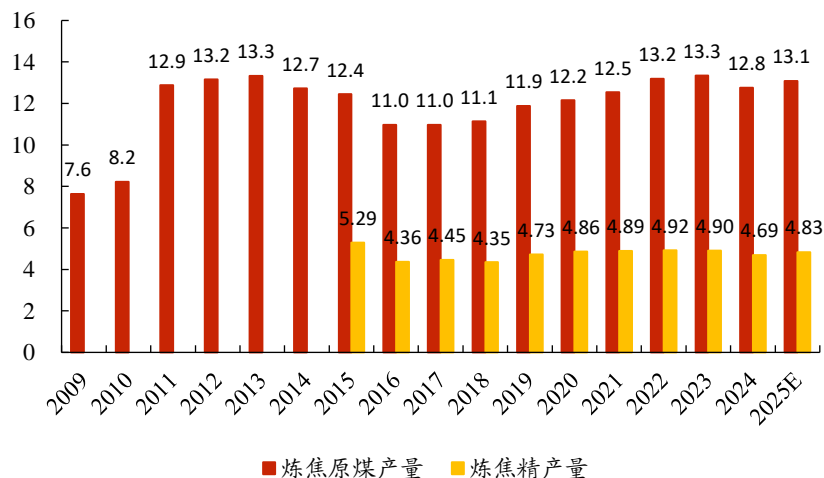
资源稀缺叠加国内供给触顶，原煤产量与洗选率双低制约增量释放。炼焦煤在长流程炼钢中发挥了难以替代的还原剂及骨架支撑作用，属于稀缺资源，我国炼焦煤主产地位于山西省，2025年1-10月山西炼焦原煤产量占比达55%，随着优质资源枯竭、洗选率显著下降、山西煤炭产能高位回落，国内炼焦煤产量也于2022-2023年达到峰值，当前国内炼焦原煤产量稳定于13亿吨，炼焦精煤产量稳定于4.8亿吨，年度波动较小。考虑炼焦煤主产区山西省2026年原煤产量同比或将大致持平，我们预计2026年全国炼焦煤产量难有显著增量，有望维持13亿吨原煤产量、4.8亿吨精煤产量的水平。



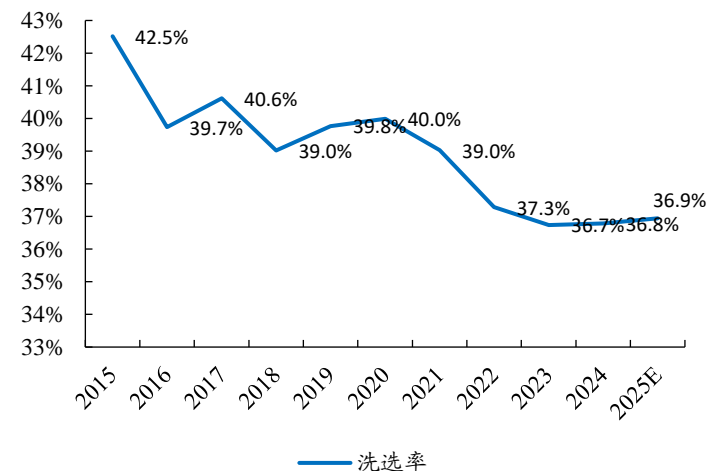
图：523家炼焦煤矿山产能利用率



图：炼焦原煤产量（亿吨）



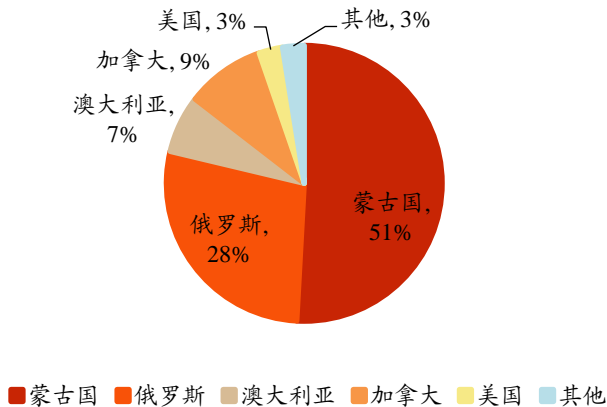
图：炼焦煤洗选率



2.2 进口供给：总量高位震荡，预计增量主要来自蒙煤

■ **停止美国炼焦煤进口致2025年进口减量，蒙煤进口仍处高位。**我国炼焦煤进口主要来源国为蒙古国及俄罗斯，原重要进口国澳大利亚的地位已被蒙煤取代，由于关税大幅提升，2025年2月后我国已几乎停止对美国炼焦煤进口，该进口量的骤降也导致2025年国内整体炼焦煤进口量小幅下降。考虑2025年下半年进口蒙古炼焦煤处于2025年高位，且当前进口量距离未来1亿吨“蒙方出口目标”仍有增量空间，预计蒙煤仍将是2026年进口炼焦煤的主要增长来源。

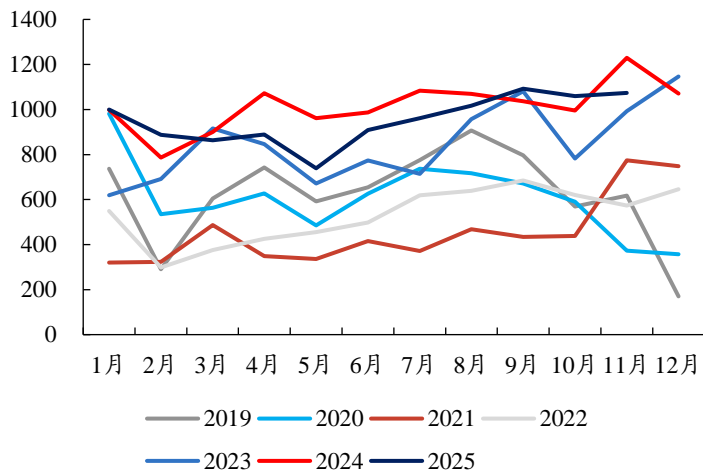
图：2025年1-11月炼焦煤进口格局



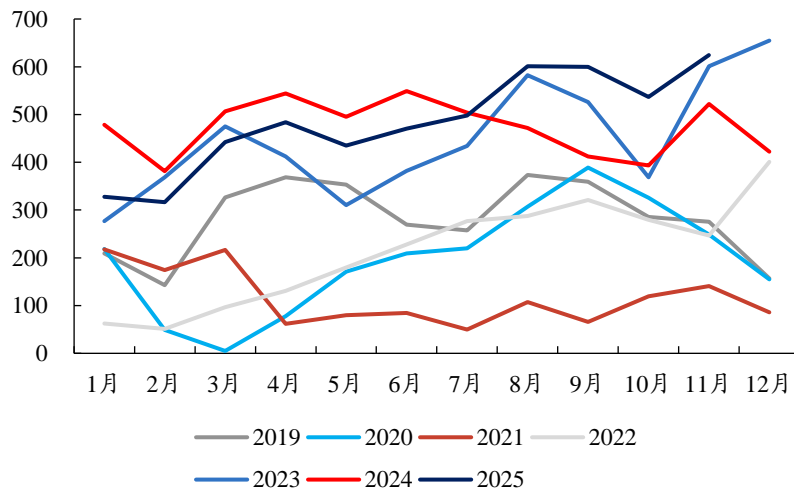
图：炼焦煤总进口（万吨）



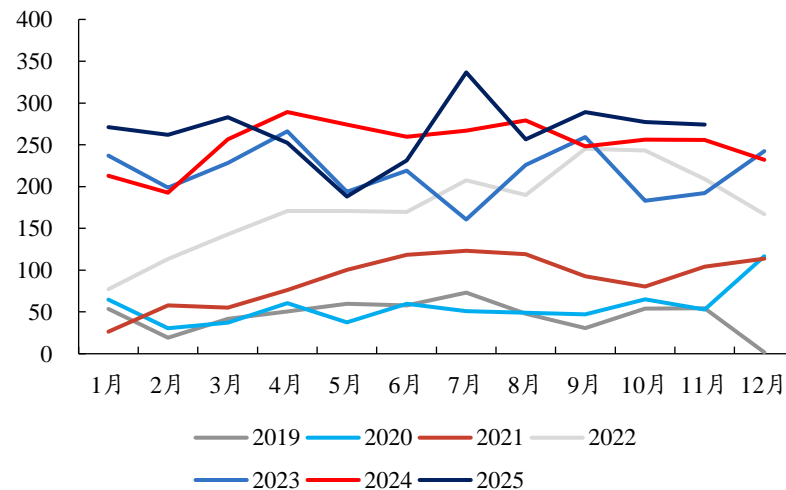
图：炼焦煤总进口（万吨）



图：进口蒙古国炼焦煤数量（万吨）



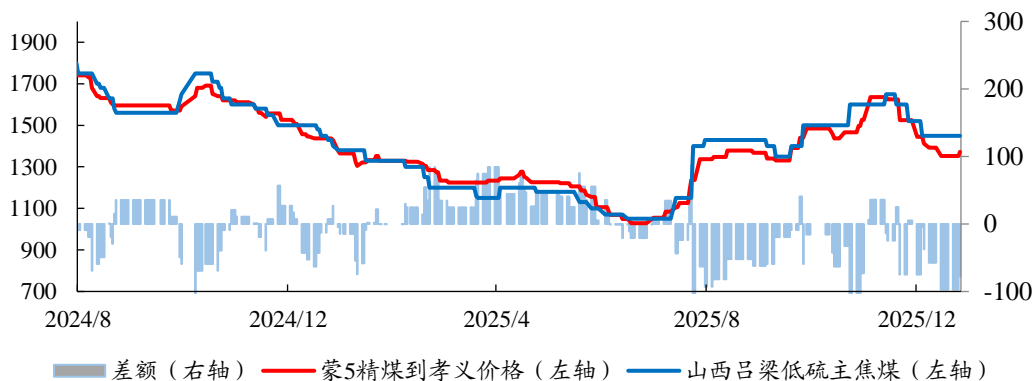
图：进口俄罗斯炼焦煤数量（万吨）



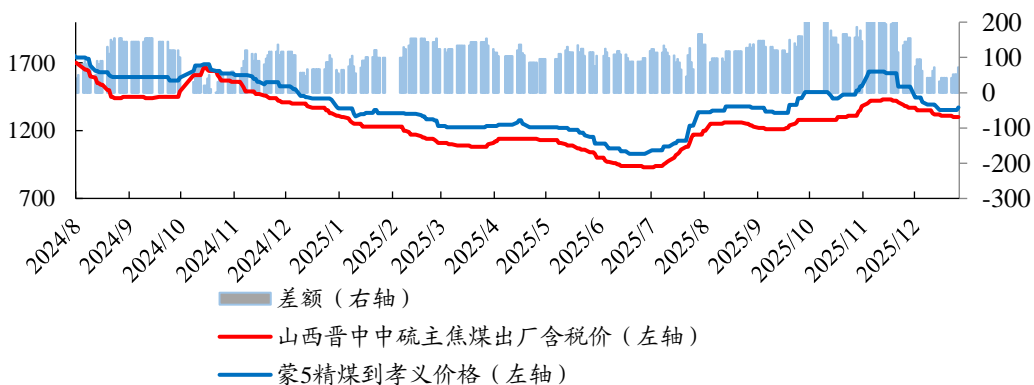
2.2 进口供给：蒙煤对国内焦煤市场价格形成显著影响

- **蒙煤低硫特性具备配煤作用，进口可对国内主焦煤价格形成冲击。**蒙煤的低硫特性可一定程度替代低硫主焦煤，且价格多数时间较优：在山西，由于汽运成本较高及可以替代部分低硫主焦煤，蒙煤具备较强稀缺性，价格接近品质较高的低硫主焦煤；在唐山，山西低硫主焦由于增加了运费成本，而蒙煤从甘其毛都直达唐山运费增幅较小，且唐山钢厂偏好低硫高强度的山西低硫主焦煤，因此蒙煤价格低于山西低硫主焦。**蒙煤对中硫主焦煤价格造成间接压力：**在山西，由于低硫煤需求更大，中硫煤价格往往显著低于低硫主焦煤及与低硫主焦煤价格相近的蒙煤，蒙煤价格常常形成中硫煤的价格天花板；在唐山，市场需求或更直接，倾向高品质低硫煤，蒙煤价格的强度折价与中硫煤的硫分折价贴近，因此两者价格相近。

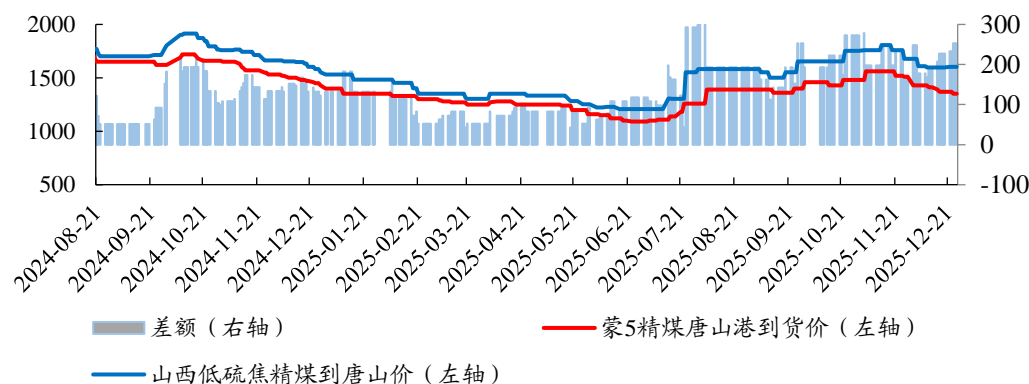
图：蒙煤VS山西低硫主焦（山西价，元/吨）



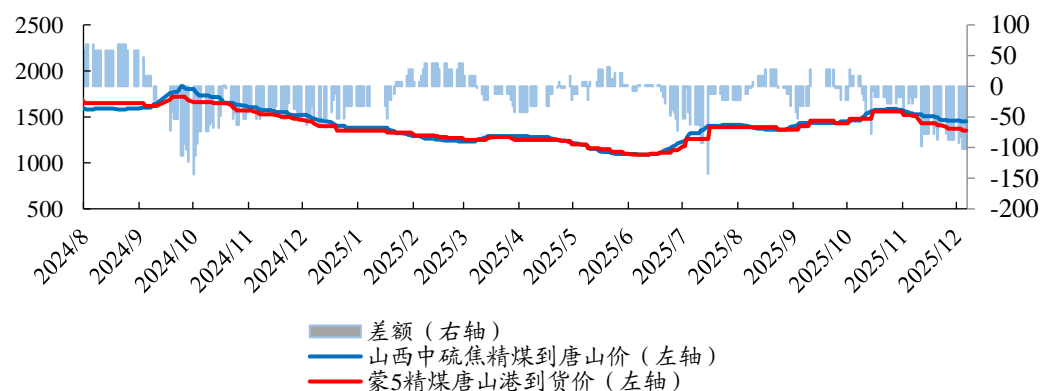
图：蒙煤VS山西中硫主焦（山西价，元/吨）



图：蒙煤VS山西低硫主焦（唐山价，元/吨）



图：蒙煤VS山西中硫主焦（唐山价，元/吨）





2.2 进口供给：蒙煤成本较低，盈利空间助推进口增量

- **蒙古精煤运至山西产地完全成本约800元/吨，无显著成本压力，预计进口蒙煤数量仍将保持增长态势。**进口的蒙古精煤主要来自塔旺陶勒盖及纳林苏海特两大矿区，我们将典型炼焦精煤产品的口岸完全成本，结合国内公路运费，测算出蒙古精煤运至山西主产区的成本。经测算，2024年，塔旺陶勒盖矿区炼焦精煤运至山西完全成本约为855元/吨，纳林苏海特矿区炼焦精煤运输至山西的完全成本约为751元/吨，两者相较当前山西低硫主焦煤约1400元/吨的价格仍有较大差距，因而成本端压力较难限制蒙煤供应，预计未来进口蒙煤仍将保持增长态势。

表：塔旺陶勒盖矿区焦煤成本测算（元/吨）

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| 塔旺陶勒盖矿区蒙煤完全成本 | 622 | 1032 | 588 | 547 |
| 甘其毛都口岸成本（含13%增值税，含3%关税价格） | 724 | 1201 | 684 | 637 |
| 甘其毛都-山西介休汽运价格 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 塔旺陶勒盖矿区蒙煤山西晋中介休站台完全成本（含9%运输增值税） | 942 | 1419 | 902 | 855 |
| 山西介休-唐山汽运价格（含9%运输增值税） | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 塔旺陶勒盖矿区蒙煤京唐港完全成本 | 1092 | 1569 | 1052 | 1005 |

表：纳林苏海特矿区焦煤成本测算（元/吨）

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| 纳林苏海特矿区蒙煤完全成本 | 450 | 252 | 337 | 383 |
| 策克口岸成本（含13%增值税，含3%关税价格） | 523 | 293 | 392 | 446 |
| 策克-山西孝义汽运价格 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 纳林苏海特矿区蒙煤山西吕梁孝义站台完全成本（含9%运输增值税） | 828 | 598 | 698 | 751 |
| 山西吕梁孝义-唐山汽运价格（含9%运输增值税） | 164 | 164 | 164 | 164 |
| 纳林苏海特矿区蒙煤京唐港完全成本 | 992 | 762 | 861 | 915 |

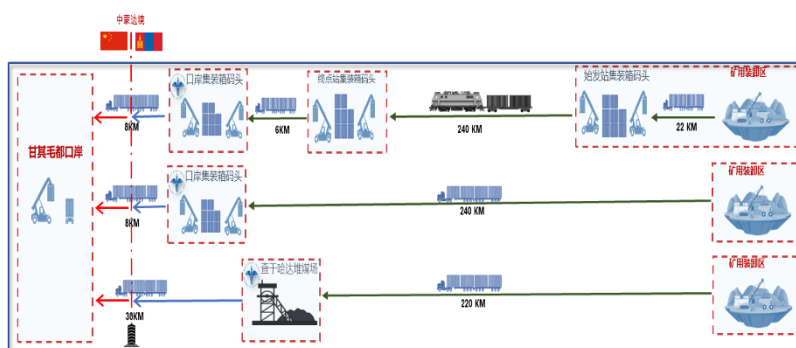
2.2 进口供给：运力瓶颈渐显，大幅提升出口或需跨境铁路建成

策克口岸运力释放或仍有空间，但蒙煤进口大幅增长仍需甘其毛都铁路接驳站建成。2026年进口蒙煤的两大口岸中，策克口岸通关车数显著增长，而甘其毛都几乎持平，或反映了塔旺陶勒盖矿区到甘其毛都的重装公路难以进一步提升运力，而策克口岸连接纳林苏海特矿区的重装公路运力仍有一定提升空间，但截至2025年12月9日，策克口岸通关货物数量已超3000万吨，已达到公路设计运力的150%，进一步提升空间有限。且纳林苏海特矿区3家主要煤矿产能合计2800万吨，进一步增产空间有限。蒙古国对我国煤炭出口目标为1亿吨，对应2025年增量约1100万吨，甘其毛都口岸跨境铁路已于2025年5月开工建设，预计2027年投运，因此塔旺陶勒盖矿区出口增量的实现或需等待2027年才能实质性兑现，蒙煤实现出口我国一亿吨目标或不早于2027年。

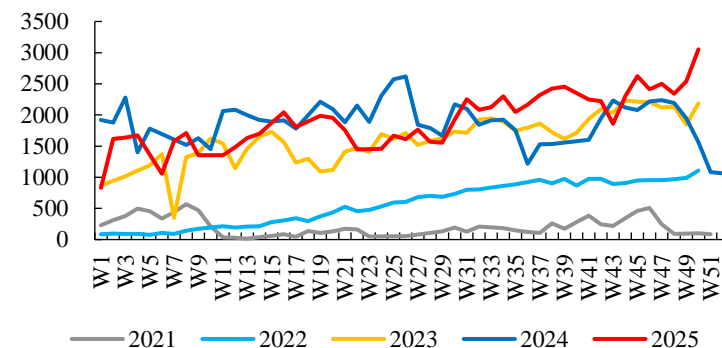
图：蒙古国煤炭资源、出口路线、主要口岸位置



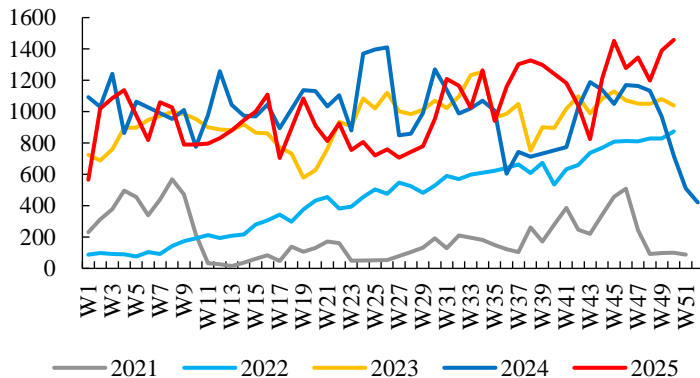
图：当前蒙古国煤炭经甘其毛都口岸出口的主要运输方式



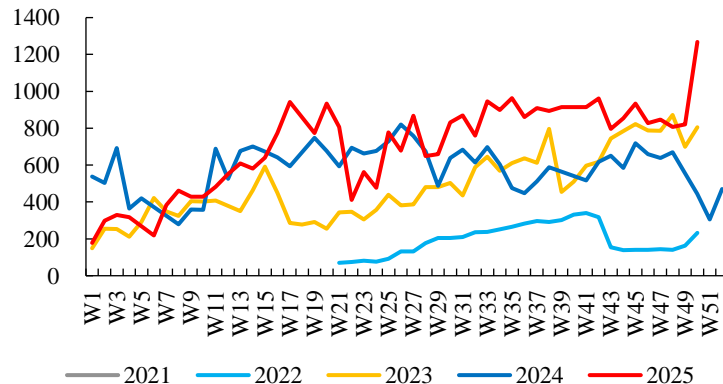
图：甘其毛都、策克、满都拉三大口岸日通关车数（辆）



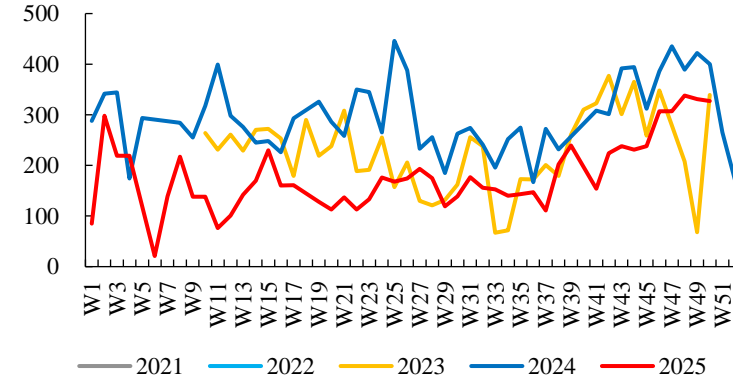
图：甘其毛都口岸日通关车数（辆）



图：策克口岸日通关车数（辆）



图：满都拉口岸日通关车数（辆）

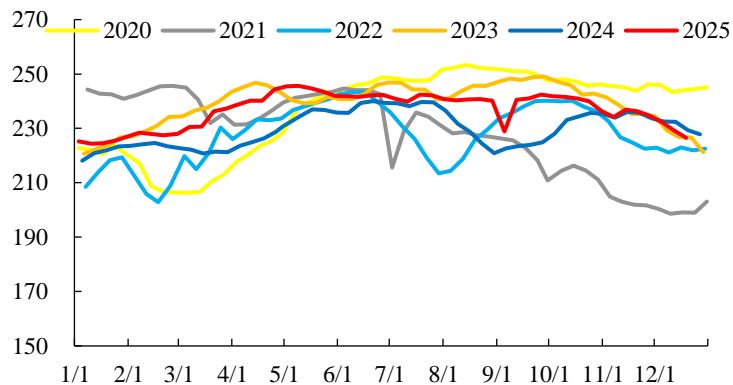




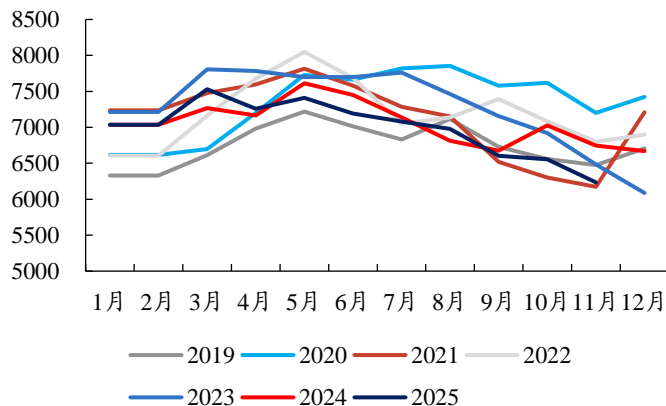
2.3 需求：出口及工业板材提振，对冲房地产低迷

- **出口及制造用板材提振钢铁需求，2025年内铁水产量向好。**据钢联调研统计，2025年全国247家钢厂日均铁水产量维持同比高位，仅12月同比小幅下降，受益成本下降，钢厂盈利水平同比显著回升，大型钢企开工积极。同时，虽然房地产维持低迷，但汽车、家电等制造业相对景气，板材使用量提振国内钢材需求。此外，钢铁出口维持高位，钢材出口同比为正，钢坯出口量同比进一步提升。

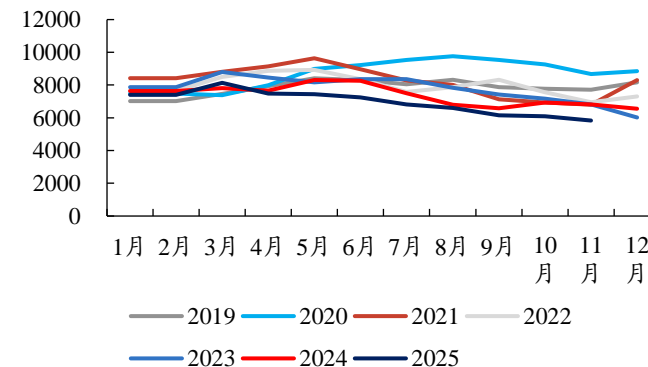
图：247家钢厂日均铁水产量（万吨）



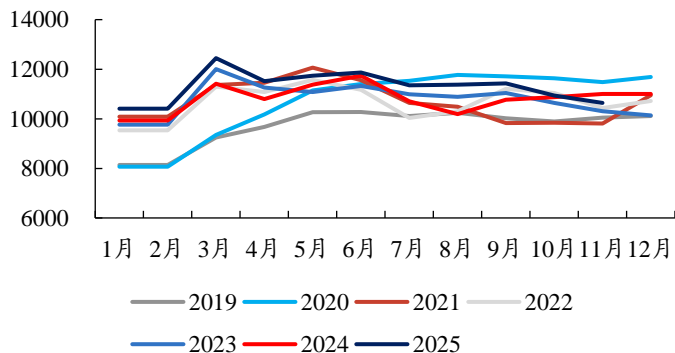
图：全国生铁产量（万吨）



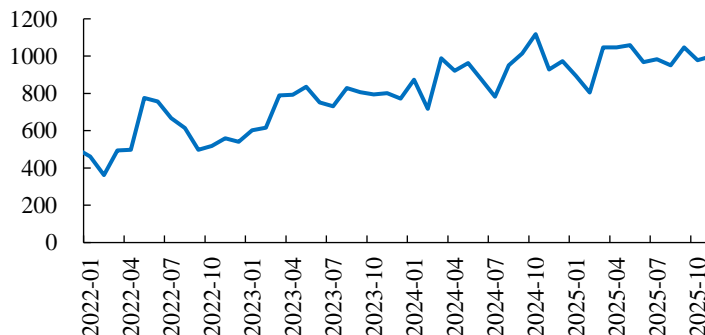
图：全国粗钢表观需求（万吨）



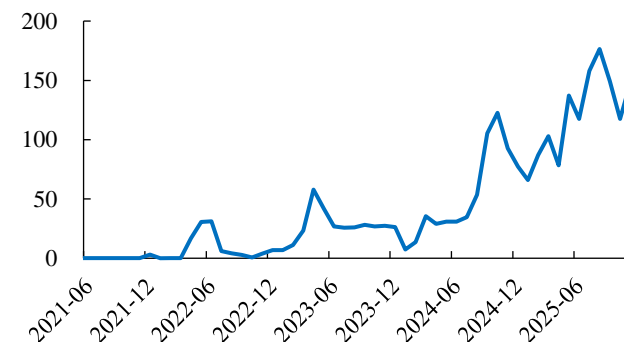
图：全国钢材表观需求（万吨）



图：钢材出口（万吨）



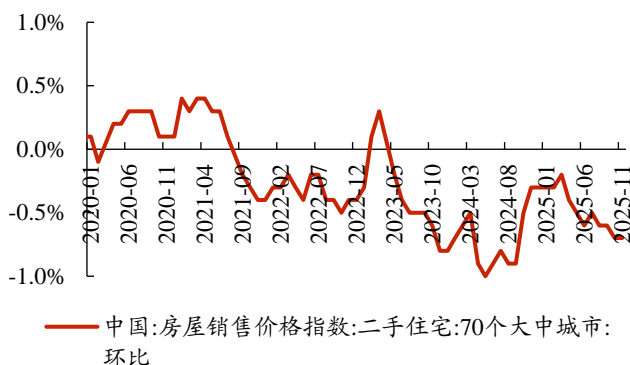
图：钢坯出口（万吨）



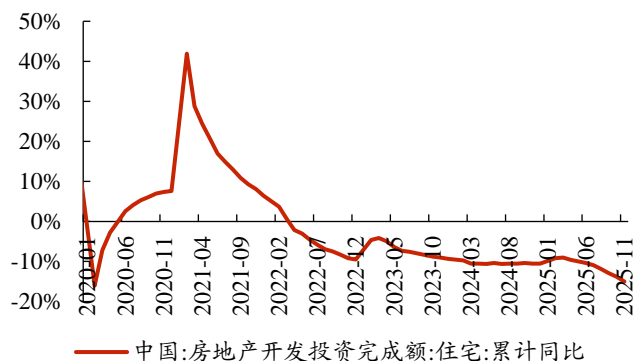
2.3 需求：下游房地产仍较疲软，周期低位静待回暖

- **二手房价环比下行，市场成交意愿弱，预计2026年房企投资建设仍处低位，需求端或仍将承压。**自2021年9月二手住宅价格指数环比转负，房地产进入持续下行周期，住宅成交面积、住宅开发投资完成额、新开工面积均同比持续为负，房地产作为钢铁主要下游行业，占据近50%市场需求，此外占需求15%的工程机械用钢也与房地产相关，当前房地产仍较为低迷，或仍将拖累2026年钢铁需求，进而影响上游炼焦煤需求。此外，在新能源汽车购置税优惠减半、家电国补退坡以及重启钢铁出口许可证管理的背景下，钢材需求或面临新形势下的压力，建议紧密关注后续影响。

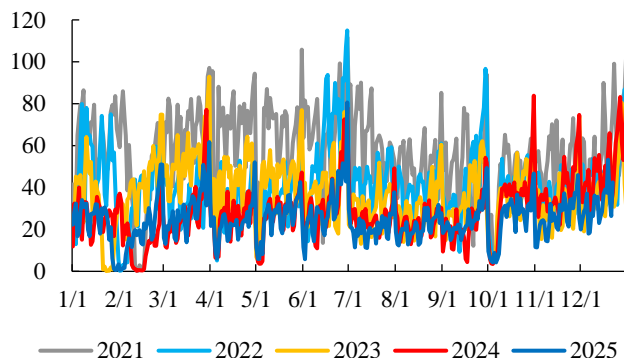
图：70个大中城市二手住宅房屋销售价格指数环比



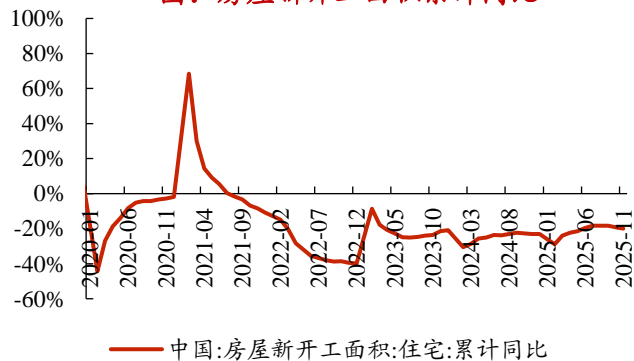
图：住宅开发投资完成额累计同比



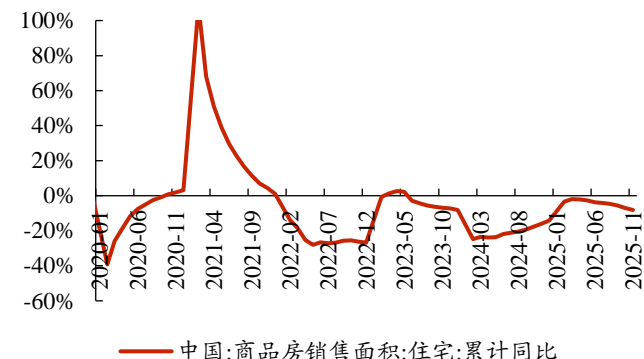
图：30大中城市商品房成交面积（万平方米）



图：房屋新开工面积累计同比



图：住宅销售面积累计同比



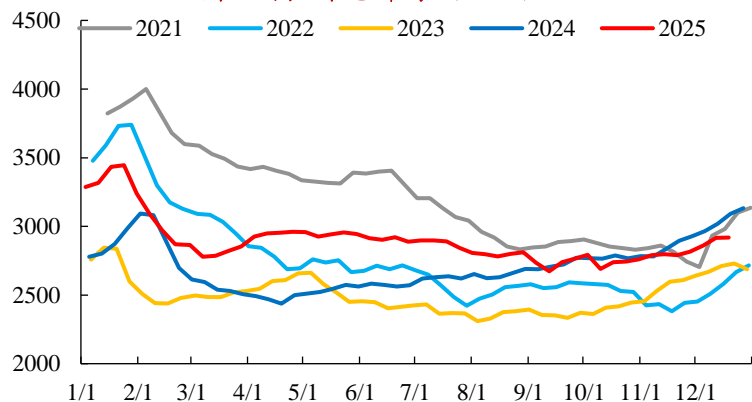
图：房屋竣工面积累计同比



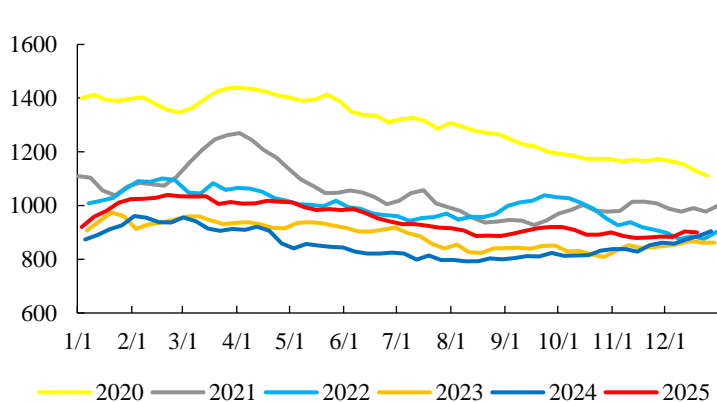
2.3 需求：煤焦库存合理，建筑钢材低库存积蓄需求弹性

■ **煤焦库存处中等水平，建筑钢材低库存或为房地产需求回暖积蓄弹性。**当前炼焦煤及焦炭总库存均处于近年库存均值水平，行业供需较为平衡。同时，下游钢厂钢材库存明显分化，由于房地产基建需求弱，螺纹钢及线材等建筑用钢材需求低迷且盈利压力大，此类钢材保持较低库存，而需求和盈利更强的冷轧板卷及中厚板等钢材类型库存较高，前者对应汽车及家电景气需求，后者对应造船及出口的旺盛需求。当前建筑用钢材低库存或难以应对突发性的需求增长，若潜在的需求复苏提前到来，当前库存结构积累弹性有望快速释放，对炼焦煤价格或产生较大影响。

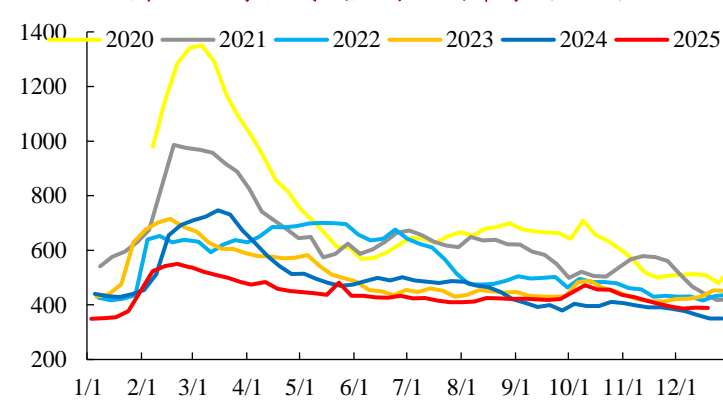
图：炼焦煤总库存（万吨）



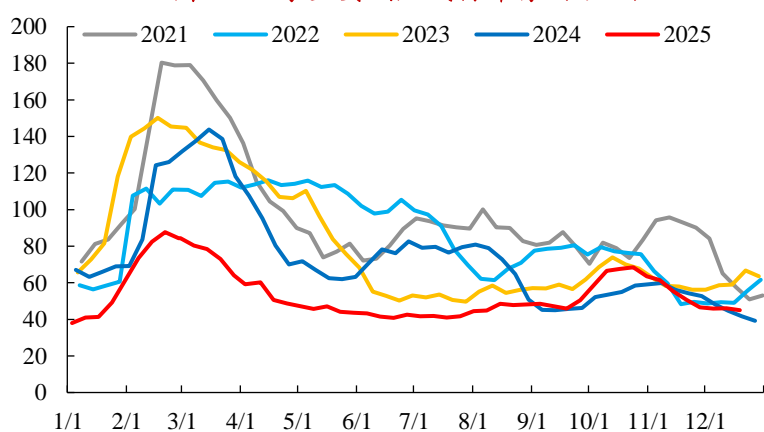
图：焦炭总库存（万吨）



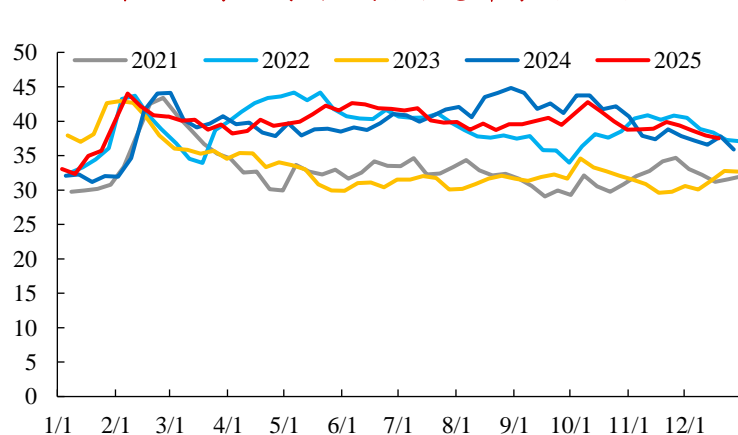
图：137家主要钢厂螺纹钢库存（万吨）



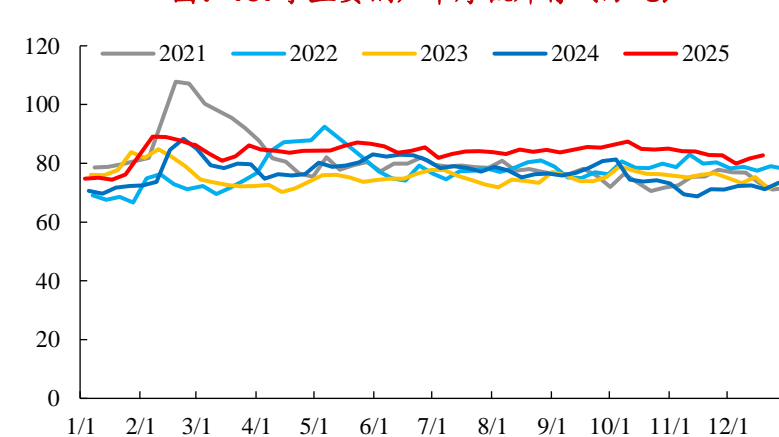
图：137家主要钢厂线材库存（万吨）



图：137家主要钢厂冷轧板卷库存（万吨）



图：137家主要钢厂中厚板库存（万吨）



主要内容

1. 动力煤：供给拐点期待新政，需求改善关注天气
2. 炼焦煤：供给仅剩蒙煤增量，需求低位静待复苏
3. 投资意见：去库周期布局红利，坚定龙头攻守兼备



核心推荐：

■ 中国神华：煤炭巨擘高分红标杆，一体化经营业绩稳健

- 煤炭主业盈利稳健。维持75%的高比例长协，且多为按基准价+浮动价定价机制的下水煤。
- 全产业链联营优势显著。煤电化陆港航全产业链一体化运营，有效实现降本增利，并熨平煤价波动，或提升业绩稳定性。
- 可持续的高比例分红。承诺2025-2027年65%以上高分红，近年维持75%以上分红率，现金流充沛负债率低。
- 集团优质资产注入，行业地位断崖领先。煤炭产能、储量跃升，解除同业竞争问题，一体化协同能力有望显著提升。

■ 中煤能源：煤炭央企分红提升，业绩稳健估值较低

- 唯二全国性上市煤炭央企。中煤集团主要煤炭上市平台，可采储量居上市煤企第二，资源获取及接续能力强。
- 一体化战略持续推进。拥有晋陕蒙优质高热值煤炭资源，75%的高比例长协，已建成煤及化工一体化经营格局，盈利能力稳健性突出，未来有望履行解决同业竞争承诺，进一步注入集团电厂等优质资产。
- 估值及分红或有提升空间。公司积极响应央企市值管理改革，2023年起分红率突破30%水平，当前货币资金及未分配利润充足，资产负债率低位，分红率较行业平均水平或仍有提升空间。当前估值低于动力煤可比公司，估值水平有望随分红而提升。

■ 陕西煤业：高热值动力煤龙头，成本价格优势显著

- 煤种优质热值高，成本价格优势显著。公司拥有陕北高热值优质动力煤，煤炭热值达5500大卡以上。内陆煤炭市场巨头，优质化工煤占比过半，售价相较电煤具有优势，热值折算后吨煤成本优势突出，不仅占有陕西省内煤炭市场，在北方非电煤也占据主导地位，并通过浩吉铁路和长江水运主导两湖一江市场，辐射西南市场。
- 煤电联营业绩稳健性增强。收购陕煤电力布局煤电一体，截至2024年末控股煤电总装机1962万千瓦，其中在运煤电装机830万千瓦，在建装机1132万千瓦，抗周期能力增强。
- 业绩弹性较大的头部煤企。市场煤比例较高的头部煤企，业绩弹性大。此外，由于顶格长协机制在煤价倒挂期间难以维持，估值压力阶段性增加或在煤价反弹后提供额外的估值修复弹性。
- 历史分红稳定。分红率维持在60%左右，行业领先的成本安全垫有望保障分红能力。

建议关注：

■ 兖矿能源：高比例市场煤成长空间大

- 背靠山东能源集团。4家自产煤销量过亿吨的上市煤企之一，具备优质海外动力煤资源，接续资源获取能力较强。
- 产能高成长。2025年公司预计原煤产量2.2亿吨，目标2030年左右实现3亿吨/年原煤产量，在建及规划矿井有望助力目标实现。
- 高比例市场煤。公司保供长协电煤仅占自产煤约25%，业绩随煤价波动较大，是板块内主要的大市值市场煤标的。



- **煤炭供给端政策不及预期。**保供产能退出等供给端政策对2026年煤炭行业供需存在较大影响，若产能退出不及预期，或导致供需格局相对宽松；
- **进口煤数量降幅不及预期。**我们预计2026年进口煤数量仍将同比下降，有助于改善煤炭行业供需，若降幅不及预期或增大供给宽松的压力；
- **新能源替代速度超预期。**新能源发电占比持续提升且仍快速发展，若2026年风光装机或利用小时数超预期，或影响电煤需求；
- **房地产下行周期超预期。**炼焦煤需求仍较大程度依赖房地产需求，若2026年房地产需求下行超预期，或导致炼焦煤需求持续萎靡。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES