



煤炭行业中报总结

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：姜涛（执业 S1130525120007）

jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）

lujiagi@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）

xuziyi@gjzq.com.cn

煤价回升促 Q2 业绩高增，关注供给收缩与库存低位

投资逻辑

■ 板块综述：业绩同比增长，年初至今涨幅居前，Q2 持仓环比回落

（1）业绩方面，26H1 煤炭板块实现归母净利润 718 亿元，同比+18.6%，主要受煤价上涨影响，同时 Q2 化工品价格大幅上涨，26Q2 板块归母净利润 418 亿元，同比+41.2%，环比+39.3%。26H1 板块经营现金流同比明显修复，期间费率下降，资产负债率较上年末略有提升，ROE 温和修复。（2）经营方面，受安监影响，板块公司产销量整体稳中偏紧、表现分化，得益于煤价上涨和较好的成本管控，吨煤毛利同比显著修复、增幅 13.4%。（3）行情方面，煤炭板块年初至今涨幅 22.3%，为全行业第三，26H1 温和上涨 2.7%，7 月以来涨幅扩大至 24.3%，各子板块全面走强；板块 PE/PB 为 18.05/1.77，近十年估值分位数为 91.23%/98.12%，均已处于历史高位，但考虑煤炭供给纪律有望由阶段性安监约束逐步转向常态化、制度化，虽未必形成持续短缺，但价格中枢有望抬升，有助于降低行业盈利波动、提高中枢利润及分红的可持续性，从而支撑煤炭红利属性进一步深化带来的价值重估。（4）持仓方面，26Q2 公募基金对煤炭板块的配置比例环比回落至 2.26%，预计系市场仍在交易需求偏弱、进口高位、煤价及盈利下修，叠加证金汇金持仓回落，进入 Q3 后煤价上涨，盈利上修和估值修复共振，预计持仓有所提升，当前板块成交额占比 0.58%。

■ 动力煤：供应持续偏紧，冬储放大价格弹性

26H1 动力煤板块归母净利润同比+100 亿元/+18.2%。年初至今秦港 Q5500 现货价由 679 元/吨升至 942 元/吨，累计上涨 38.7%；截至 9 月 4 日，26Q3 现货均价 840 元/吨，环比+22 元，同比+171 元，长协均价 703 元，环比+12 元，同比+33 元。2026 年前 5 月全国原煤产量同比下降 0.3%，伴随山西省安监升级并逐步扩散至全国，6-7 月全国原煤产量同比大幅下降 9.7%、10.1%，其中山西产量下降 31.5%、35.8%，且当前产量恢复速度仍持续偏慢。前 7 月进口量虽同比有所增加，但难以对冲国内缺口，缓冲作用有限。需求端则呈现总用电增长、火电波动和非电需求偏弱并存的格局。当前矿山低产量、低库存，电厂日耗旺季峰值回落、仍处高位，因产地供应偏紧及坑口煤价强势加剧发运倒挂，港口库存快速去化，考虑电厂库存显著低于去年同期，冬储补库力度或偏强，有望驱动煤价快速上涨。短期煤价仍主要交易供给收缩，9 月冬储补库开启以及四季度火电低基数带来的需求相对改善增强涨价弹性，若安监力度不减，煤价仍具较大空间。

■ 炼焦煤：供给强收缩叠加旺季预期，煤价易涨难跌

26H1 炼焦煤板块归母净利润同比+7 亿元/+15.2%。年初至今京唐港山西产主焦煤价格由 1650 元/吨升至 2730 元/吨，累计上涨 65.5%；截至 9 月 4 日，26Q3 现货均价 2286 元/吨，环比+448 元，同比+735 元，长协均价 1446 元，环比+244 元，同比+456 元，其中 7-9 月长协指数分别环比+183/持平/+221 元/吨。8 月以来，双焦市场明显走强，虽然钢材盈利仍处低位，但产地安全监管持续趋严，叠加蒙煤供应阶段性收缩，焦煤供给端支撑增强，同时焦钢企业补库意愿增强，推动焦煤价格上涨。展望后市，供应偏紧格局未见改善，煤矿库存低位，外部增量难以对冲国内缺口，焦企仍有提涨预期，钢厂利润收窄但尚未形成负反馈，旺季及焦炭提涨预期支撑下游采购需求，焦煤价格易涨难跌。

■ 相关标的：动力煤高现货与焦煤弹性

主线一：动力煤龙头业绩表现稳健，股息价值高，高现货标的更为受益煤价上涨，相关标的陕西煤业、中国神华、兖矿能源、昊华能源。主线二：电价上行下的煤电一体，相关标的新集能源。主线三：焦煤价格受益供给收缩，Q3 业绩有望显著增长，相关标的淮北矿业、平煤股份、潞安环能、恒源煤电。

■ 风险提示

煤价下行幅度超预期；下游需求不及预期；下游需求不及预期。



内容目录

一、市场回顾	5
(一) 基本面：煤价中枢同比抬升，Q3 涨幅扩大	5
(二) 板块表现：年初至今涨幅居前，炼焦煤估值相对偏低	7
(三) 基金持仓：Q2 持仓环比回落，预计 Q3 明显回升	9
二、业绩综述：板块业绩同比增长，动力煤贡献主要增量	11
三、经营概览：产销量表现分化，吨煤毛利显著修复	15
(一) 量：稳中偏紧，表现分化	15
(二) 利：售价中枢上移，成本分化下吨煤毛利显著修复	16
四、后市展望：供给偏紧，需求改善，涨价动能持续	17
(一) 动力煤：供应持续偏紧，冬储放大价格弹性	17
(二) 炼焦煤：供给强收缩叠加旺季预期，煤价易涨难跌	23
五、投资建议：动力煤高现货与焦煤弹性	25
六、风险提示	25

图表目录

图表 1：秦港 Q5500 动力煤价格（元/吨）	5
图表 2：秦港 Q5500 动力煤季度价格（元/吨）	5
图表 3：国煤下水煤 Q5500 长协价（元/吨）	5
图表 4：京唐港山西主焦煤价格（元/吨）	6
图表 5：京唐港山西主焦煤季度价格（元/吨）	6
图表 6：中价·新华焦煤长协价格指数（元/吨）	6
图表 7：2026 年初至今煤炭板块涨幅居前	7
图表 8：煤炭板块历史涨跌幅	7
图表 9：煤炭板块 PE	8
图表 10：煤炭板块 PB	8
图表 11：动力煤板块 PE	8
图表 12：动力煤板块 PB	8
图表 13：焦煤板块 PE	8
图表 14：焦煤板块 PB	8
图表 15：煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅	9
图表 16：2026 年二季度末煤炭股基金配置占比为 0.21%、环比-0.14pct、同比-0.01pct	9
图表 17：细分板块来看，2026 年二季度末动力煤、炼焦煤板块配置比例降至 0.17%、0.04%	10



图表 18: 煤炭板块基金重仓个股持股市值占基金股票投资市值比前 15 大公司	10
图表 19: 煤炭板块营业收入及增速	11
图表 20: 煤炭板块归母净利润及增速	11
图表 21: 煤炭子板块营业收入 (亿元)	11
图表 22: 煤炭子板块归母净利润 (亿元)	11
图表 23: 煤炭板块公司半年度利润	12
图表 24: 煤炭板块公司单季利润	12
图表 25: 煤炭板块经营现金流净额 (亿元)	13
图表 26: 煤炭板块投资现金流净流出 (亿元)	14
图表 27: 煤炭板块筹资现金流净额 (亿元)	14
图表 28: 煤炭板块期间费用 (亿元)	14
图表 29: 煤炭板块期间费率	14
图表 30: 煤炭板块资产负债率	15
图表 31: 煤炭板块 ROE	15
图表 32: 煤炭各子板块重点公司 26H1 ROE	15
图表 33: 26H1 煤炭板块公司产销量	16
图表 34: 26H1 煤炭板块公司吨煤售价、成本、毛利	17
图表 35: 全国原煤产量 (万吨)	18
图表 36: 山西省原煤产量 (万吨)	18
图表 37: 晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量 (万吨)	18
图表 38: 山西样本煤矿周度产量 (万吨)	18
图表 39: 全国煤炭进口量 (万吨)	18
图表 40: 1-7 月分国别进口量 (万吨)	18
图表 41: 月度发电量同比增速	19
图表 42: 分电源月度发电增量 (亿千瓦时)	19
图表 43: 化工行业耗煤量 (万吨)	20
图表 44: 水泥周度发运率 (%)	20
图表 45: 沿海八省电厂日耗 (万吨)	20
图表 46: 内陆十七省电厂日耗 (万吨)	20
图表 47: 大秦线日运量/万吨	20
图表 48: 唐呼线日运量/万吨	20
图表 49: 环渤海港口库存 (万吨)	21
图表 50: 江内港口库存 (万吨)	21
图表 51: 沿海八省电厂库存 (万吨)	21
图表 52: 内陆十七省电厂库存 (万吨)	21



图表 53: 欧盟天然气储气负荷率.....	22
图表 54: 美国地下储气库中的工作气量 (十亿立方英尺)	22
图表 55: 美国汽油库存量 (千桶)	22
图表 56: 美国馏分燃料油库存量 (千桶)	22
图表 57: 中国神华股息率与十年期国债收益率.....	23
图表 58: 炼焦烟煤月度产量 (万吨)	23
图表 59: 甘其毛都口岸通关量 (车)	23
图表 60: 88 家样本焦煤矿原煤产量 (万吨)	24
图表 61: 产业链焦煤库存 (万吨)	24
图表 62: 产业链焦炭库存 (万吨)	24
图表 63: 产业链碳元素库存 (万吨)	24
图表 64: 247 家钢厂日均铁水产量 (万吨)	24
图表 65: 247 家钢厂盈利率	24



一、市场回顾

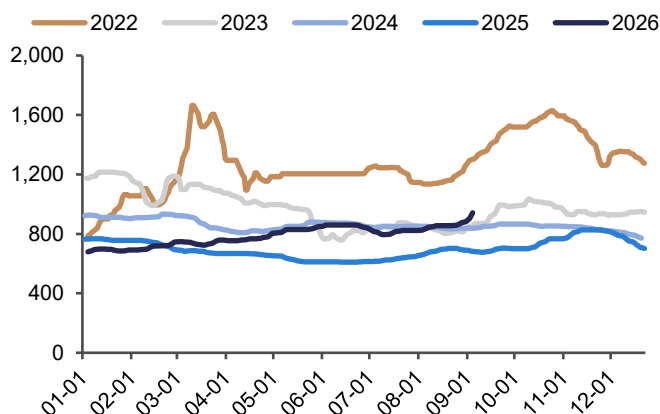
(一) 基本面：煤价中枢同比抬升，Q3 涨幅扩大

动力煤：需求与库存定节奏，供给约束抬中枢

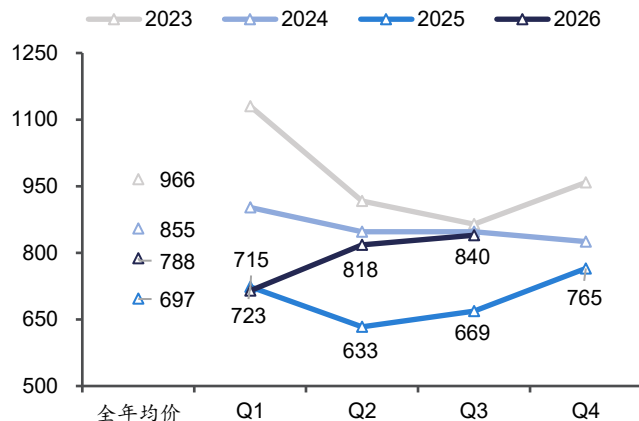
2026 年初至今，秦港 Q5500 现货价由 679 元/吨升至 942 元/吨，累计上涨 38.7%。一方面“反内卷”以来，国内原煤产量持续负增长，叠加年初印尼减产，进口成本抬升，国内进口量收缩；另一方面春节后电厂补库，3 月中东冲突推升国际能源价格，国内煤化工需求提升，供需共振推动煤价淡季走强。5 月下旬，山西“522”事故后，停产自查进一步收紧供给，6 月中旬煤价升至 860 元/吨，但下旬起受降雨、水电替代及高库存影响价格回落；7 月中旬后，因山西复产偏慢、安监范围扩大至其他主产区，叠加高温拉动日耗、港口持续去库，供给收缩强支撑和冬储补库预期较强下，煤价再创新高。

截至 9 月 4 日，秦港 Q5500 现货价 942 元/吨，同比+260 元/+38.1%。其中，26Q2，秦港 Q5500 现货均价 818 元/吨，环比+103 元/+14.4%，同比+185 元/+29.1%，长协均价 690 元，环比+8 元，同比+16 元；26Q3 现货均价 840 元/吨，环比+22 元/+2.7%，同比+171 元/+25.5%，长协均价 703 元，环比+12 元，同比+33 元。

图表1：秦港 Q5500 动力煤价格（元/吨）



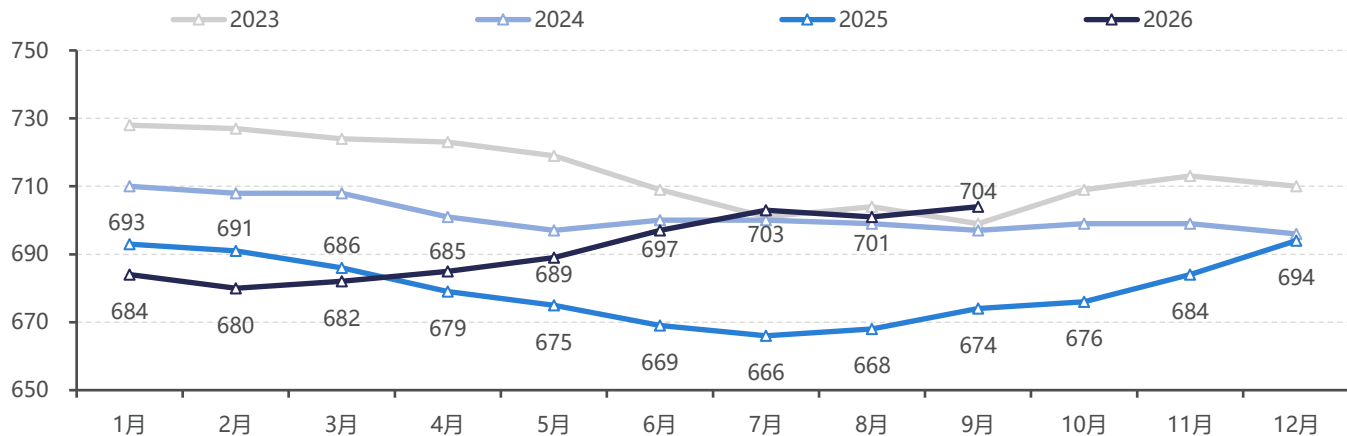
图表2：秦港 Q5500 动力煤季度价格（元/吨）



来源：煤炭资源网，国金证券研究所

来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表3：国煤下水煤 Q5500 长协价（元/吨）



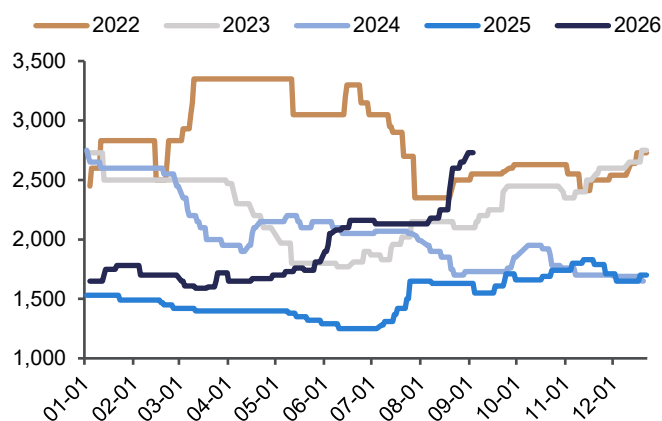
来源：全国煤炭交易中心，国金证券研究所

炼焦煤：供给收缩抬中枢，焦钢利润定斜率

2026 年初至今，京唐港山西产主焦煤价格由 1650 元/吨升至 2730 元/吨，累计上涨 65.5%。1 月节前补库及煤矿放假预期推动价格上行；春节后煤矿复产、铁水偏低、焦炭降价及焦企亏损引发产业链去库，3 月中旬最低回落至 1590 元/吨，此后旺季高炉复产、铁水回升和焦炭提涨带动价格修复。5 月下旬山西矿难后，炼焦煤矿集中停产自查，低库存下优质主焦煤缺口扩大，推动价格于 6 月升至 2160 元/吨。7 月以来，山西复产偏慢、优质煤紧缺构成价格底部支撑，但铁水回落、焦炭提降、蒙煤通关恢复及矿山库存回升压制上行空间，煤价于 2130 元/吨持稳。进入 8 月后，供给持续偏紧，蒙煤通关扰动及“金九银十”旺季补库预期共振，价格快速升至 2730 元/吨。

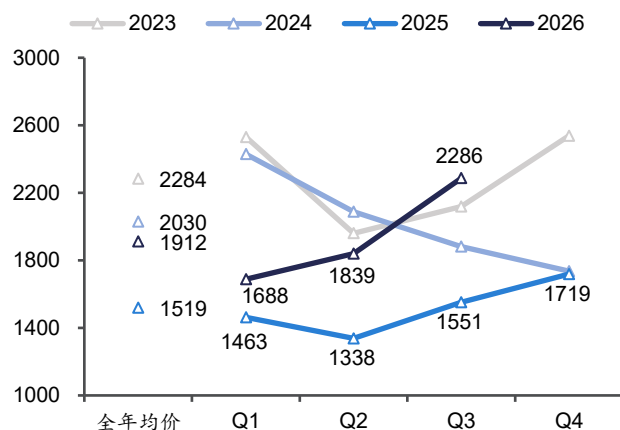
截至9月4日，京唐港山西产主焦煤价格2730元/吨，同比+1180元/+76.1%。其中，26Q2，主焦煤现货均价1839元/吨，环比+150元/+8.9%，同比+501元/+37.4%，中价-新华焦煤长协均价1202元，环比+55元，同比+177元；26Q3现货均价2286元/吨，环比+448元/+24.3%，同比+735元/+47.4%，长协均价1446元，环比+244元，同比+456元，其中7月、9月长协指数分别环比上调183、221元/吨。

图表4: 京唐港山西主焦煤价格 (元/吨)



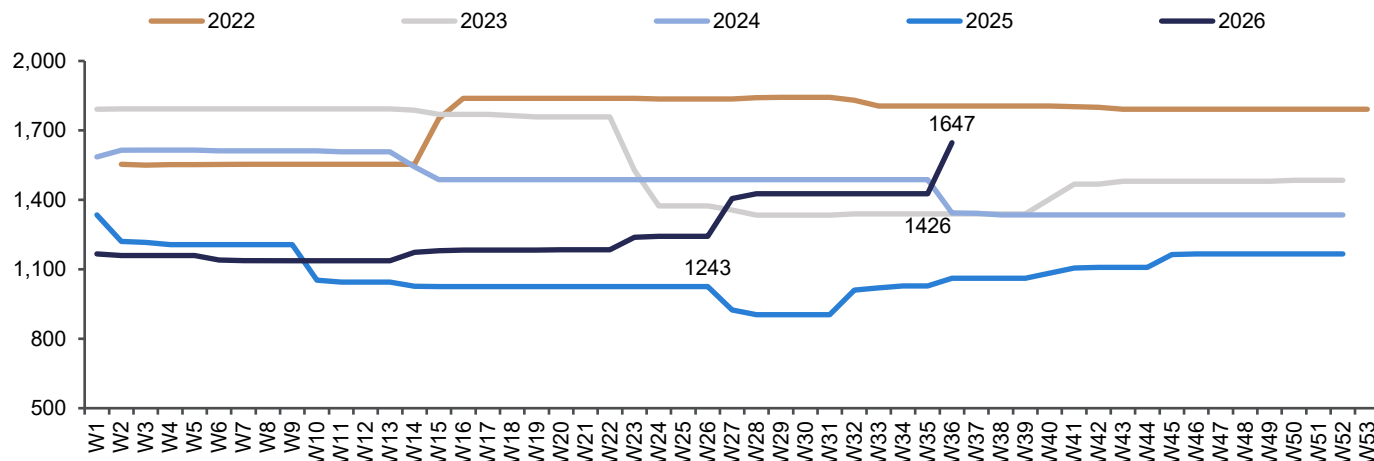
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表5: 京唐港山西主焦煤季度价格 (元/吨)



来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表6: 中价·新华焦煤长协价格指数 (元/吨)



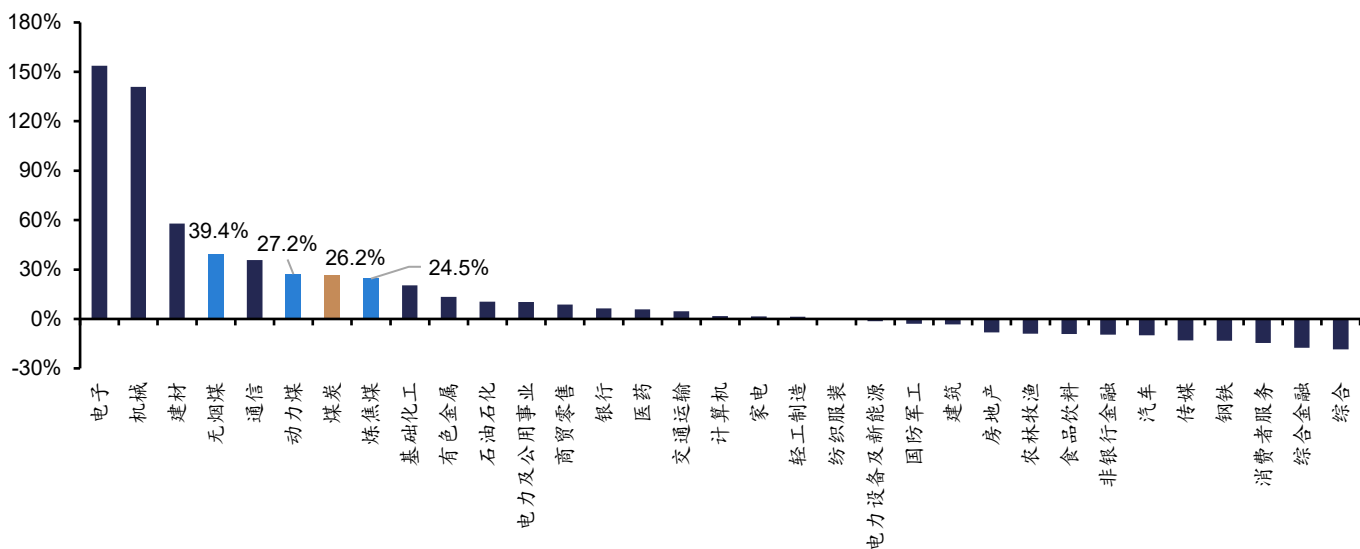
来源：焦煤在线，国金证券研究所



(二) 板块表现：年初至今涨幅居前，炼焦煤估值相对偏低

涨跌幅方面，2026 年初至今煤炭板块涨幅居前，动力煤、无烟煤、炼焦煤涨幅分别为 +27.2%、+39.4%、+24.5%。26H1 煤炭板块温和上涨 2.7%，子板块表现分化，无烟煤、炼焦煤分别上涨 9.6%、6.3%，动力煤仅上涨 2.0%。7 月以来，煤炭板块涨幅扩大至 24.3%，各子板块全面走强：无烟煤上涨 25.5%，延续相对领先；动力煤上涨 25.1%，由上半年相对落后转为主要领涨方向之一；炼焦煤上涨 17.4%，较上半年明显走强，相对落后于行业整体。总体来看，行情由上半年的温和上涨、局部分化转向 7 月以来的普遍上涨，动力煤补涨特征突出。

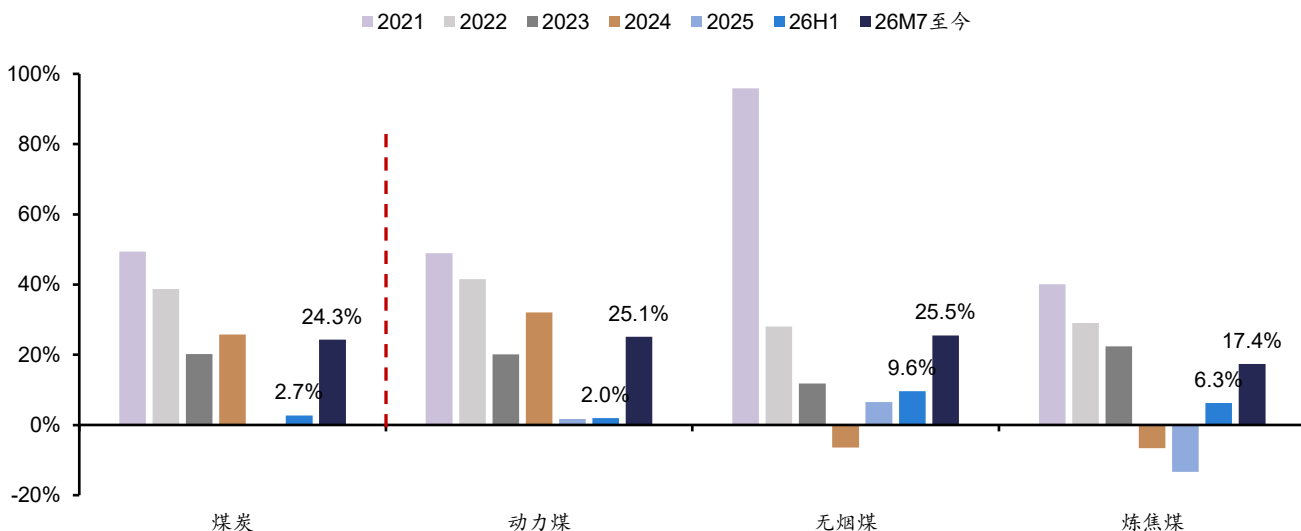
图表7：2026 年初至今煤炭板块涨幅居前



来源：iFind，国金证券研究所

备注：涨跌幅统计起始日期为 2026 年 1 月 1 日，截至日期为 2026 年 9 月 3 日，口径为总市值加权平均值

图表8：煤炭板块历史涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所



估值方面,煤炭板块市盈率(剔除负值,下同)为 18.05,近十年估值分位数为 91.23%,市净率为 1.77,近十年估值分位数为 98.12%。其中,动力煤子板块市盈率为 16.87,近十年估值分位数为 91.47%,市净率为 2.08,近十年估值分位数为 98.49%;炼焦煤子板块市盈率为 36.66,近十年估值分位数为 89.27%,市净率为 0.97,近十年估值分位数为 44.66%。

图表9: 煤炭板块 PE



来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 煤炭板块 PB



来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 动力煤板块 PE



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 动力煤板块 PB



来源: iFind, 国金证券研究所

图表13: 焦煤板块 PE



来源: iFind, 国金证券研究所

图表14: 焦煤板块 PB

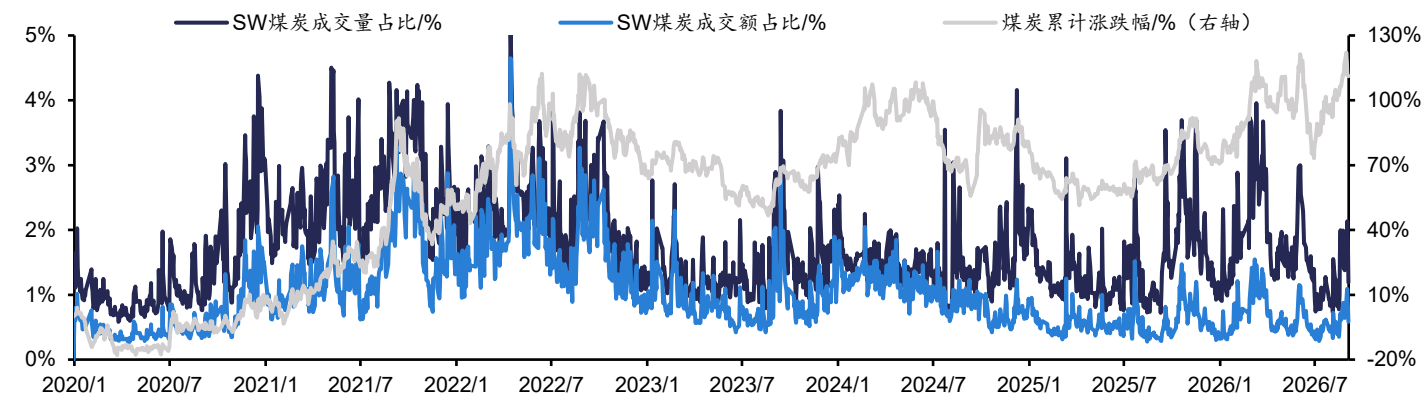


来源: iFind, 国金证券研究所



交易方面,2026 年以来,煤炭板块成交活跃度呈“事件脉冲—基本面放量—缩量上涨”特征。3 月中东冲突推升全球能源风险溢价,成交量占比一度接近 4%,为年内最高;6 月国内煤价上涨、供给约束及盈利预期改善,成交量占比升至约 3%,基本面驱动更强。8 月以来板块继续上涨并创阶段新高,但成交量、成交额占比均未突破前高,当前交易拥挤度尚可。9 月 4 日煤炭板块成交量占比 1.19%,成交额占比 0.58%。

图表15: 煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅

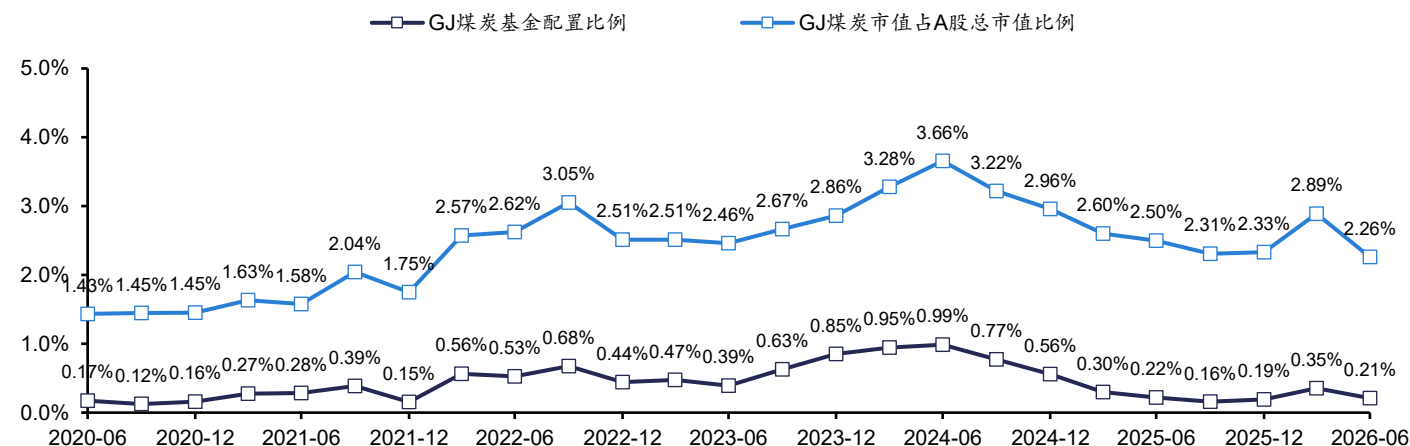


来源: iFind, 国金证券研究所

(三) 基金持仓: Q2 持仓环比回落, 预计 Q3 明显回升

26Q2 公募基金对煤炭板块的配置比例环比回落, 预计 Q3 或有明显回升。26Q2 煤炭基金持仓环比回落, 核心是二季度末市场仍在交易需求偏弱、进口高位、煤价及盈利下修, 板块相对收益落后后机构主动减仓, 同时持仓市值下降也包含股价下跌的影响。但进入 Q3 后, 安监与超产治理导致供给收缩、库存去化和旺季补库推动煤价回升, 煤炭指数 7 月以来上涨约 24.3%, 低配筹码、盈利上修和估值修复共振, 预计 26Q3 基金煤炭持仓市值占比将明显回升, 增配方向或集中在高股息龙头和盈利弹性较强的焦煤股。

图表16: 2026 年二季度末煤炭股基金配置占比为 0.21%、环比-0.14pct、同比-0.01pct



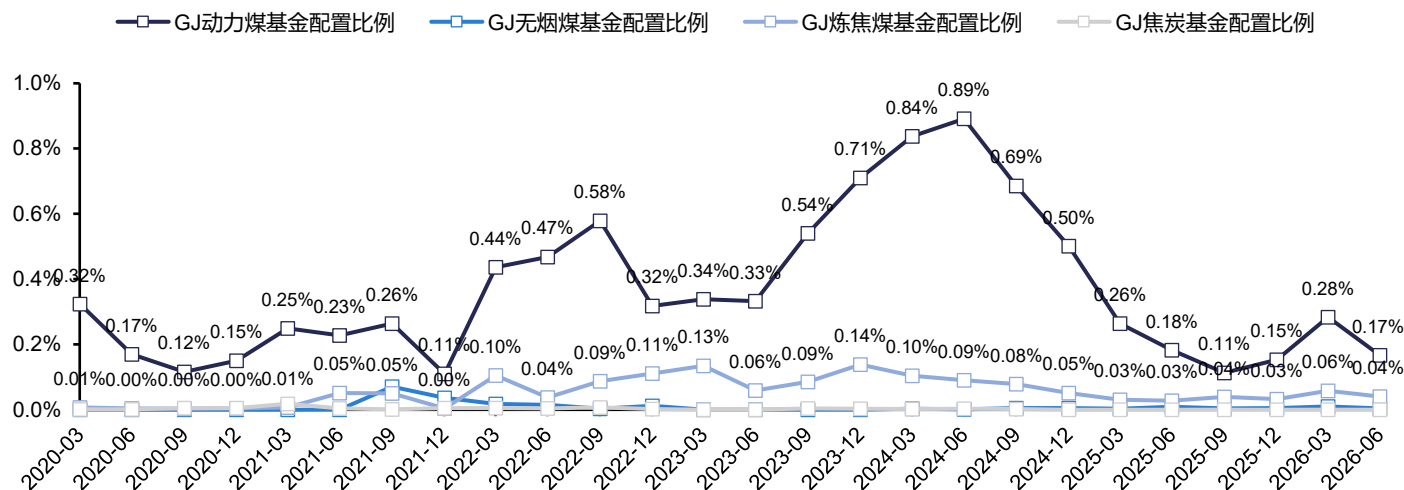
来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 包括 GJ 煤炭合计 44 支样本股, 板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径: 偏股型基金 (不含指数型)=开放式股票型基金 (不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金 (不含指数型) (下同)



分板块来看，26Q2 末煤炭各子板块公募持仓比例均环比回落。其中，GJ 动力煤、GJ 无烟煤、GJ 炼焦煤、GJ 焦炭基金配置比例分别为 0.17%、0.00%、0.04%、0.00%，环比分别-0.12pct、-0.01pct、-0.02pct、持平。动力煤配置比例处于历史偏低水平。

图表17：细分板块来看，2026 年二季度末动力煤、炼焦煤板块配置比例降至 0.17%、0.04%



来源：iFinD，国金证券研究所

截至 26Q2 末，煤炭板块中基金前五大重仓个股分别为新集能源、陕西煤业、晋控煤业、潞安环能、中煤能源，持股市值分别占基金股票投资市值比的 0.063%/0.040%/0.034%/0.033%/0.029%。持股市值前五大的个股当中新集能源、陕西能源、华阳股份 Q2 持仓占比环比增长。

图表18：煤炭板块基金重仓个股持股市值占基金股票投资市值比前 15 大公司

简称	25Q4	26Q1	26Q2	季度变动
新集能源	0.011%	0.020%	0.063%	0.04pct
陕西煤业	0.042%	0.106%	0.040%	-0.07pct
晋控煤业	0.025%	0.038%	0.034%	0.00pct
潞安环能	0.028%	0.044%	0.033%	-0.01pct
中煤能源	0.026%	0.068%	0.029%	-0.04pct
兖矿能源	0.006%	0.053%	0.028%	-0.02pct
中国神华	0.049%	0.065%	0.022%	-0.04pct
淮北矿业	0.019%	0.031%	0.014%	-0.02pct
电投能源	0.014%	0.053%	0.012%	-0.04pct
山煤国际	0.022%	0.023%	0.011%	-0.01pct
陕西能源	0.001%	0.001%	0.010%	0.01pct
平煤股份	0.005%	0.011%	0.007%	0.00pct
昊华能源	0.006%	0.010%	0.004%	-0.01pct
华阳股份	0.013%	0.001%	0.003%	0.00pct
山西焦煤	0.009%	0.012%	0.001%	-0.01pct

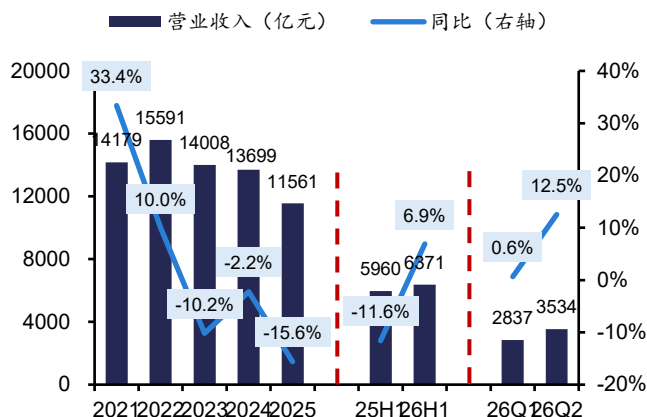
来源：iFinD，国金证券研究所



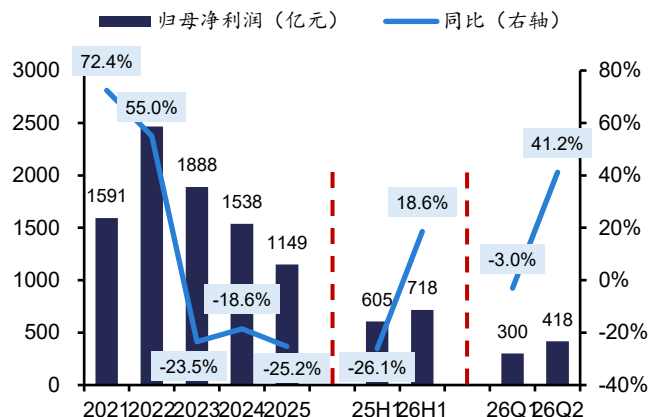
二、业绩综述：板块业绩同比增长，动力煤贡献主要增量

26H1 煤炭板块实现营业收入 6371 亿元，同比+6.9%；实现归母净利润 718 亿元，同比+18.6%。营收、利润增长主要受煤价上涨影响，同时具备煤化工产能的公司受益 Q2 化工品价格大幅上涨。26Q2 板块归母净利润合计 418 亿元，同比+41.2%，环比+39.3%。

图表19：煤炭板块营业收入及增速



图表20：煤炭板块归母净利润及增速



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

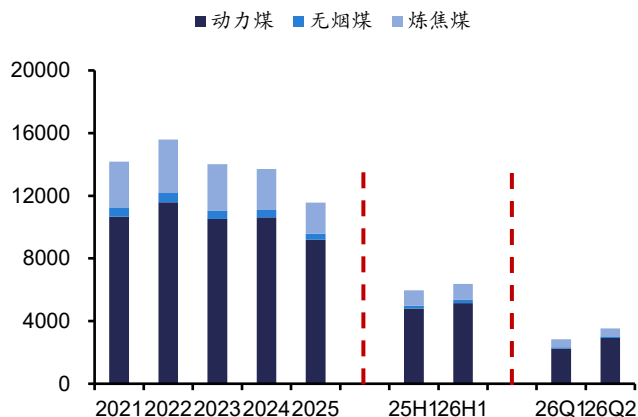
备注：煤炭样本股选择 28 家公司，覆盖动力煤、无烟煤、炼焦煤三个子板块，

不含港股（下同）

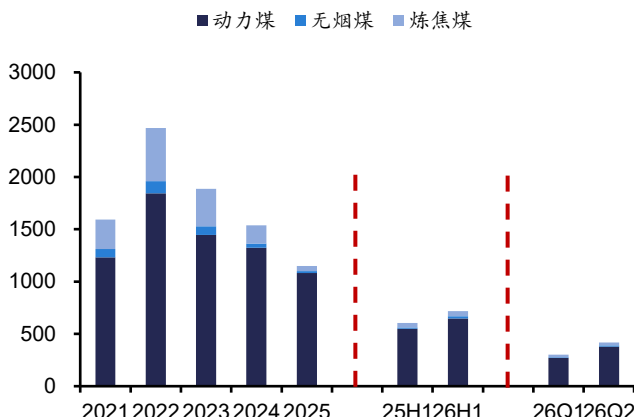
分子板块来看，动力煤板块贡献主要业绩增量，无烟煤增幅较大。26H1 动力煤板块归母净利润同比+100 亿元/+18.2%；无烟煤板块归母净利润同比+6 亿元/+46.6%；炼焦煤板块归母净利润同比+7 亿元/+15.2%。

26Q2，动力煤板块归母净利润同比+105 亿元/+38.4%，环比+110 亿元/+40.8%（若剔除神华 Q2 并表影响，同比+81 亿元/+69.0%，环比+36 亿元/+22.2%）；无烟煤板块归母净利润同比增长 7 亿元/+191.9%，环比增长 3 亿元/+43.5%；炼焦煤板块归母净利润同比增长 9 亿元/+51.0%，环比增长 5 亿元/+20.0%。

图表21：煤炭子板块营业收入（亿元）



图表22：煤炭子板块归母净利润（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

分公司来看，受益煤价中枢上移，26H1 板块多数公司利润同比修复，高现货比例公司增幅更大，如陕西煤业、山煤国际、昊华能源、潞安环能，同时具备煤化工产能的公司受益 Q2 化工品价格上涨，实现盈利提升，如昊华能源、淮北矿业。从扣非口径来看，陕西煤业剔除减持盐湖股份带来的一次性处置收益后，经营性盈利仍大幅增长



34.8%；兖矿能源同时受益煤、化价格上涨及高现货比例，经营毛利增厚，叠加出售内蒙古鑫泰煤炭 100%股权确认投资收益 28.43 亿元，归母净利润大幅增长，但因兖煤澳洲套保损失以及公允价值、减值和资产处置收益下降影响，扣非利润环比增幅较小。

图表23：煤炭板块公司半年度利润

子行业	证券简称	归母净利润（亿元）			扣非归母净利润（亿元）		
		25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
动力煤	中国神华	275.8	287.2	4.1%	243.1	269.0	10.6%
	陕西煤业	76.4	112.7	47.6%	72.2	97.4	34.8%
	兖矿能源	48.4	71.5	47.7%	44.3	46.1	4.0%
	中煤能源	77.0	81.5	5.8%	76.5	85.4	11.7%
	山煤国际	6.5	10.1	54.1%	6.8	10.4	53.2%
	晋控煤业	8.8	7.2	-17.4%	8.7	7.2	-17.5%
	电投能源	35.5	52.9	49.1%	27.2	40.4	48.2%
	新集能源	9.2	12.2	32.3%	9.3	12.2	30.7%
	陕西能源	13.3	13.5	1.1%	13.3	13.4	0.5%
	淮河能源	8.4	5.3	-36.6%	4.4	4.9	12.5%
	苏能股份	0.9	0.5	-42.9%	0.8	0.4	-46.6%
	甘肃能化	-1.9	1.7	190.7%	-2.3	0.9	140.7%
	郑州煤电	-2.2	-3.4	-51.3%	-2.3	-3.4	-46.4%
	新大洲 A	-0.8	-0.6	19.1%	-0.7	-0.6	19.7%
	大有能源	-8.5	-6.4	24.5%	-8.7	-6.4	25.9%
	上海能源	2.1	2.8	38.0%	2.0	2.7	34.3%
动力煤合计		548.8	648.7	18.2%	494.8	580.0	17.2%
无烟煤	昊华能源	4.5	7.4	66.1%	4.5	7.5	66.3%
	华阳股份	7.8	10.6	35.6%	8.2	10.3	25.3%
	兰花科创	0.6	0.8	44.6%	-1.7	0.9	155.5%
无烟煤合计		12.9	18.9	46.6%	11.0	18.8	70.0%
炼焦煤	淮北矿业	10.3	12.4	20.1%	9.7	12.1	24.6%
	平煤股份	2.6	3.2	22.8%	2.8	3.0	6.8%
	潞安环能	13.5	17.8	31.9%	11.5	17.2	49.7%
	山西焦煤	10.1	12.4	22.0%	10.3	10.8	4.7%
	恒源煤电	-1.3	1.6	224.8%	-1.4	0.8	153.6%
	冀中能源	3.5	2.6	-24.2%	3.3	2.6	-19.5%
	盘江股份	-0.1	0.6	1344.5%	-0.2	0.8	512.1%
	开滦股份	3.6	-1.4	-138.3%	3.5	-1.4	-138.8%
	永泰能源	1.3	0.9	-28.1%	1.0	1.1	5.4%
炼焦煤合计		43.5	50.1	15.2%	40.5	46.9	15.8%
煤炭板块合计		605.2	717.7	18.6%	546.3	645.6	18.2%

来源：iFind，国金证券研究所

单季扣非来看，陕西煤业、兖矿能源、山煤国际、昊华能源、淮北矿业、潞安环能盈利环比增长较多，共性增利因素为煤价上涨，其中除淮北矿业外公司现货比例均较高，淮北矿业、兖矿能源、昊华能源同时受益 Q2 化工品价格提升。山西公司或因 6 月安监趋严减量影响利润释放，但 26Q2 整体业绩仍环比增长。中国神华环比增速较高含新资产并表影响。

图表24：煤炭板块公司单季利润

子行业	证券简称	归母净利润（亿元）				扣非归母净利润（亿元）			
		26Q1	26Q2	同比	环比	26Q1	26Q2	同比	环比
动力煤	中国神华	106.7	180.5	15.4%	69.2%	107.1	161.8	28.4%	51.1%
	陕西煤业	42.1	70.6	149.2%	67.8%	42.1	55.2	106.8%	31.2%
	兖矿能源	39.5	31.9	55.3%	-19.2%	10.6	35.5	108.5%	234.5%
	中煤能源	38.4	43.0	15.4%	12.0%	38.5	47.0	26.6%	22.0%
	山煤国际	4.3	5.8	45.2%	35.6%	4.5	5.9	43.8%	31.8%
	晋控煤业	3.4	3.8	5.8%	13.7%	3.4	3.8	5.2%	12.6%

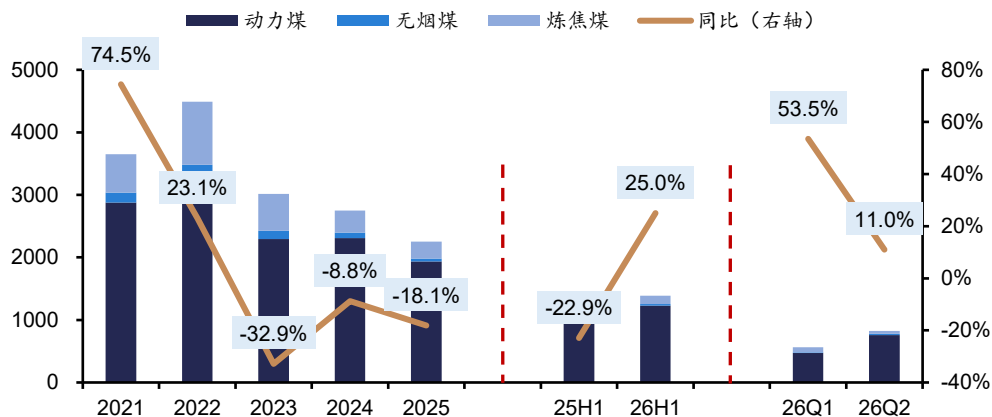


电投能源	20.0	32.9	65.4%	64.5%	19.8	20.5	71.5%	3.6%
新集能源	5.5	6.7	72.2%	22.1%	5.5	6.7	69.2%	22.0%
陕西能源	8.9	4.6	-27.1%	-48.2%	8.9	4.5	-29.0%	-49.6%
淮河能源	3.2	2.1	-44.2%	-36.3%	3.5	1.4	-19.1%	-59.8%
苏能股份	2.0	-1.4	-31.2%	-172.8%	1.9	-1.5	-36.0%	-177.4%
甘肃能化	0.7	1.1	145.7%	66.9%	0.3	0.6	124.2%	80.8%
郑州煤电	-2.0	-1.4	12.4%	26.7%	-2.0	-1.4	14.0%	26.7%
新大洲 A	-0.3	-0.3	32.5%	8.8%	-0.3	-0.3	36.6%	18.4%
大有能源	-3.7	-2.7	49.5%	25.9%	-3.9	-2.6	52.8%	33.8%
上海能源	0.7	2.1	107.8%	183.2%	0.8	1.9	99.4%	146.2%
动力煤合计	269.4	379.3	38.4%	40.8%	240.8	339.1	48.4%	40.8%
无烟煤								
昊华能源	3.2	4.2	147.5%	32.8%	3.2	4.3	141.5%	32.1%
华阳股份	4.8	5.8	211.2%	19.5%	4.8	5.5	186.6%	15.7%
兰花科创	-0.3	1.1	358.7%	502.7%	-0.3	1.2	160.2%	543.2%
无烟煤合计	7.8	11.1	191.9%	43.5%	7.7	11.0	562.4%	42.5%
炼焦煤								
淮北矿业	4.9	7.5	120.0%	52.4%	4.8	7.3	143.5%	51.3%
平煤股份	1.2	2.0	85.3%	63.7%	1.4	1.6	48.2%	9.2%
潞安环能	7.2	10.6	53.2%	47.2%	7.0	10.2	113.9%	44.9%
山西焦煤	8.1	4.3	29.0%	-46.9%	6.5	4.3	42.4%	-33.6%
恒源煤电	0.3	1.3	183.6%	328.3%	0.2	0.5	134.1%	130.3%
冀中能源	1.1	1.5	423.1%	36.9%	0.9	1.7	622.5%	87.3%
盘江股份	0.5	0.2	-81.8%	-60.1%	0.6	0.2	-81.3%	-65.1%
开滦股份	-1.1	-0.3	-109.8%	73.6%	-1.0	-0.3	-111.2%	68.4%
永泰能源	0.6	0.3	-61.6%	-53.6%	0.7	0.4	-33.4%	-43.0%
炼焦煤合计	22.8	27.3	51.0%	20.0%	21.1	25.8	71.4%	22.5%
煤炭板块合计	300.0	417.8	41.2%	39.3%	269.6	376.0	53.3%	39.4%

来源：iFinD，国金证券研究所

现金流方面，经营端明显修复，投资端小幅增加，筹资端延续净流出。26H1，板块经营性现金流净额为 1389 亿元，同比+25.0%，主因煤价中枢同比抬升。其中动力煤板块经营性现金流净额同比+20.2%，无烟煤同比+304.4%，大幅高增主因上年同期兰花科创经营现金流净额为负；炼焦煤同比+64.3%。投资现金流净流出 990 亿元，同比+5.3%，主要受中国神华收购集团资产和潞安环能购买探矿权影响。筹资现金流净流出 36 亿元，同比-60.7%，其中动力煤板块净流出 124 亿元，无烟煤、炼焦煤板块分别净流入 9/79 亿元。

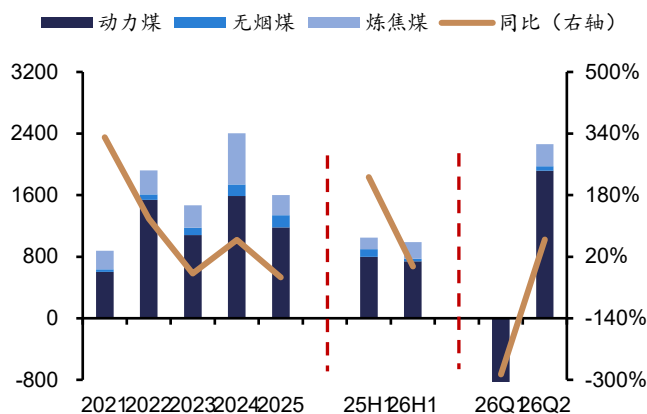
图表25：煤炭板块经营现金流净额（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

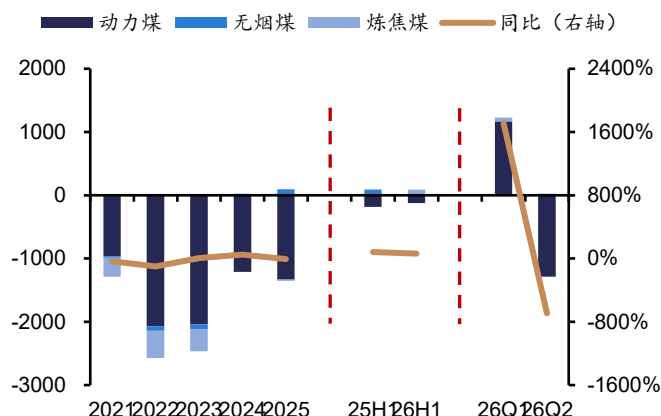


图表26: 煤炭板块投资现金流净流出 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

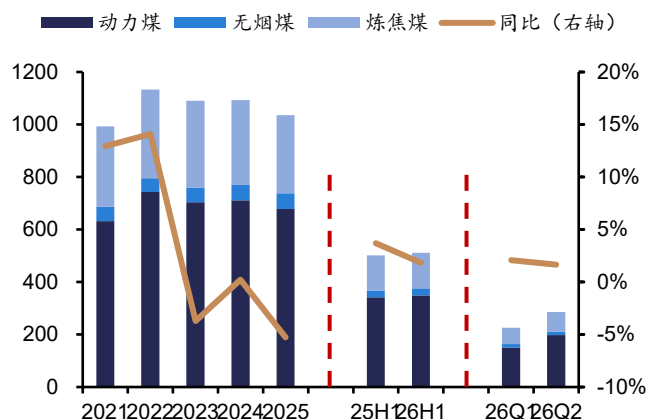
图表27: 煤炭板块筹资现金流净额 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

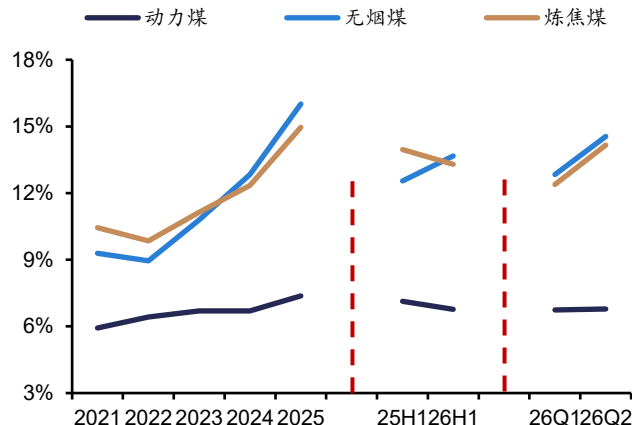
期间费率下降,单季较为稳定。26H1 煤炭板块期间费用 511 亿元,同比小幅增长 1.8%,期间费率 8.0%,同比-0.4pct。26Q2,煤炭板块期间费用 286 亿元,同环比+1.7%/+26.4%,期间费率 8.1%,同环比-0.9/+0.1pct,2026 年以来季度间较为均衡。

图表28: 煤炭板块期间费用 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表29: 煤炭板块期间费率



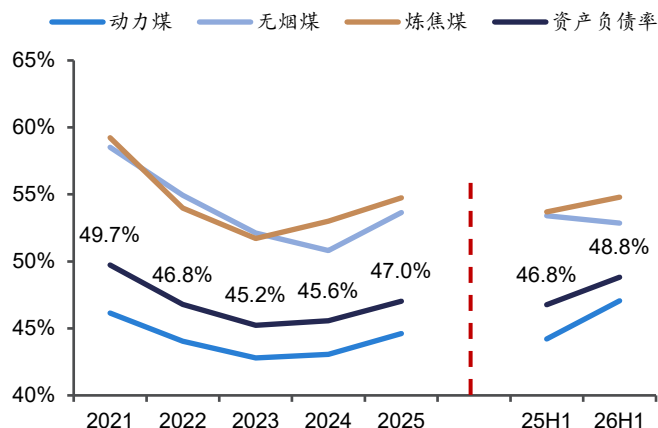
来源: iFinD, 国金证券研究所

资产负债率较上年末略有提升。26H1 板块资产负债率略有提升,为 48.8%,同比+2.1pct,较 2025 年末+1.8pct。其中,动力煤板块为 47.1%,同比+2.9pct,较 2025 年末+2.4pct;无烟煤板块为 52.9%,同比-0.6pct,较 2025 年末-0.8pct;炼焦煤板块为 54.8%,同比+1.1pct,较 2025 年末持平。

ROE 同比小幅提升。26H1 煤炭板块 ROE 同比提升 0.4pct 至 5.3%,盈利能力温和修复,但子板块及公司间分化明显。动力煤 ROE 同比提升 0.2pct 至 6.2%,仍居子板块首位,陕西煤业、兖矿能源及山煤国际改善较为突出,中国神华、晋控煤业及淮河能源回落形成部分抵消;无烟煤 ROE 同比提升 0.8pct 至 3.0%,修复幅度最大,其中昊华能源同比提升 2.4pct 至 6.1%,兰花科创虽小幅改善,但 ROE 仅 0.5%,仍拉低板块整体水平;炼焦煤 ROE 同比提升 0.3pct 至 2.0%,多数公司有所改善,开滦股份同比下降 3.5pct 至-1.0%,拖累整体修复。总体看,行业资本回报率有所回升,但盈利修复尚不均衡。

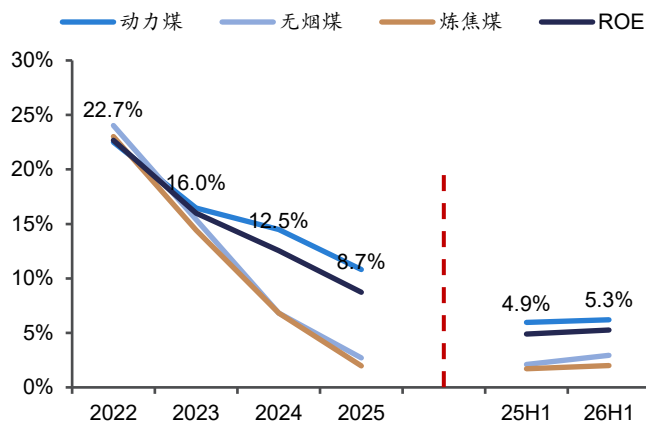


图表30：煤炭板块资产负债率



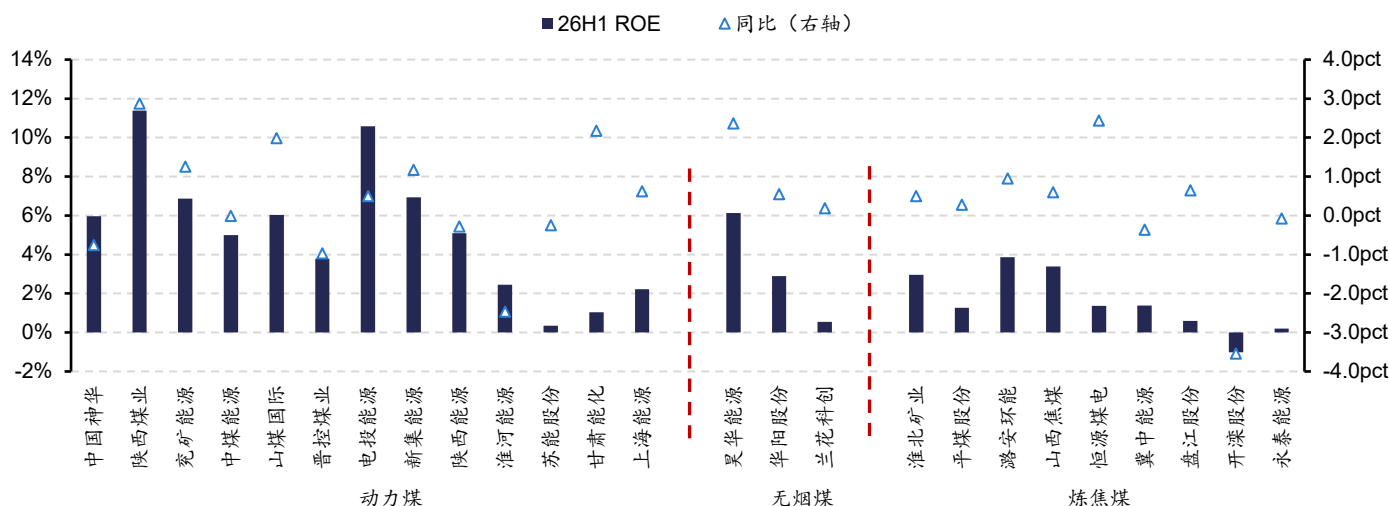
来源：iFind，国金证券研究所

图表31：煤炭板块 ROE



来源：iFind，国金证券研究所

图表32：煤炭各子板块重点公司 26H1 ROE



来源：iFind，国金证券研究所

三、经营概览：产销量表现分化，吨煤毛利显著修复

(一) 量：稳中偏紧，表现分化

26H1，板块重点公司商品煤产量同比下降 1.9%，自产商品煤销量基本持平，供给总体偏紧，但公司分化明显。增量端，陕西能源受赵石畔矿产能释放带动，产量、销量分别增长 34.3%、46.7%；晋控煤业、电投能源产量分别增长 17.4%、6.5%，形成主要增量。山煤国际、平煤股份销量分别增长 29.2%、16.6%，增速明显高于产量，主因去年同期低煤价阶段销量偏低。减量端，山西公司如华阳股份、潞安环能受安监趋严影响产销有所下滑；中煤能源、开滦股份受矿井地质条件影响，产销量分别-8.0%/-8.5%、-30.3%/-28.0%，同时中煤能源矿井多集中于山西，安监因素亦导致部分减量；广汇能源以销定产，叠加新疆安监趋严、运力偏紧，产销量同比-26.0%/-10.3%。

展望 26Q3，安全监管延续、矿井复产偏慢下，供给仍有约束，但考虑上市公司生产较为合规，受安全检查影响相对较小，且 Q3 价格上涨有望充分对冲。


图表33：26H1 煤炭板块公司产销量

子行业	证券简称	商品煤产量（万吨）			自产商品煤销量（万吨）		
		25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
动力煤	中国神华	25920	24990	-3.6%	25270	24430	-3.3%
	陕西煤业	8740	9117	4.3%	8016	8343	4.1%
	兖矿能源	8986	8802	-2.0%	7785	8048	3.4%
	中煤能源	6734	6195	-8.0%	6711	6142	-8.5%
	山煤国际	1782	1802	1.1%	1035	1337	29.2%
	晋控煤业	1722	2021	17.4%	1329	1403	5.6%
	广汇能源	2882	2133	-26.0%	2764	2479	-10.3%
	电投能源	2920	3111	6.5%	2832	3104	9.6%
	新集能源	994	1025	3.2%	943	1012	7.3%
	陕西能源	989	1328	34.3%	572	840	46.7%
	苏能股份	846	907	7.2%	818	901	10.1%
	甘肃能化	867	759	-12.4%	663	747	12.7%
无烟煤	昊华能源	976	1002	2.7%	971	1010	4.0%
	华阳股份	2076	2033	-2.1%	1928	1766	-8.4%
	兰花科创	757	693	-8.5%	604	672	11.2%
炼焦煤	淮北矿业	891	919	3.1%	648	690	6.5%
	平煤股份	1263	1312	3.9%	1144	1334	16.6%
	潞安环能	2863	2706	-5.5%	2525	2404	-4.8%
	恒源煤电	355	405	14.0%	338	331	-1.9%
	冀中能源	1315	1290	-1.9%	1150	1153	0.2%
	盘江股份	515	466	-9.6%	395	464	17.4%
	开滦股份	300	209	-30.3%	210	151	-28.0%
	永泰能源	558	578	3.6%	549	554	0.8%
	上海能源	284	303	6.6%	237	277	16.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：淮河能源、山西焦煤数据披露不全，未整理（下同）

（二）利：售价中枢上移，成本分化下吨煤毛利显著修复

售价：板块普涨。26H1 板块重点公司销量加权吨煤售价同比上涨 7.2%，其中动力煤、无烟煤、炼焦煤分别上涨 6.5%、8.4%、10.1%。其中，中国神华售价稳中略增，体现高长协比例下价格稳健特征；中煤能源长协占比虽偏高，但受益煤种和销售结构的优化，实现售价同比上涨 9.3%；高现货比例公司售价涨幅则相对较高，如陕西煤业、兖矿能源、广汇能源、昊华能源、兰花科创、潞安环能。陕西能源因外销煤增加，优化长协与现货比例，售价大幅上涨 21.6%。焦煤公司中恒源煤电受益精煤占比提升，售价增幅相对较高。26Q3 以来现货煤价持续上涨，预计 Q3 售价中枢环比提升，炼焦煤及市场化销售占比较高的公司兑现较快，高长协公司传导相对平缓。

吨煤成本：盈利分化核心。26H1 板块重点公司销量加权吨煤成本同比上涨 3.6%，其中动力煤、无烟煤、炼焦煤分别+2.9%、-3.3%、+8.4%。中煤能源、广汇能源、兰花科创、平煤股份、潞安环能因量减影响，吨煤成本同比提升；中国神华、陕西煤业成本管控仍较好，基本平稳；电投能源、昊华能源、华阳股份分别下降 5.4%、3.6%、9.1%，其中昊华能源通过超长工作面、小煤柱开采及材料、电力管控提升回采效率。展望 Q3，需关注公司能否通过产量恢复摊薄固定成本，以及安监、人工和采掘接续投入是否继续抬升单位成本。预计 Q3 山西地区公司产量仍受限，但受益较强的成本管控能力，成本波动幅度有限。

吨煤毛利：同比修复明显。因售价上涨快于成本，26H1 板块重点公司销量加权吨煤毛利同比提升 13.4%，其中动力煤、无烟煤、炼焦煤分别提升约 12.3%、29.3%、14.1%。陕西煤业、陕西能源、山煤国际兼具销量增长与价差扩大，吨煤毛利分别增长 38.4%、



30.5%、11.2%，综合利润弹性领先；恒源煤电、永泰能源、盘江股份吨煤毛利分别增长 125.0%、70.3%、65.9%，主要受售价上行或显著降本驱动。晋控煤业、苏能股份因成本增速超过售价，吨煤毛利分别下降 6.4%、11.3%；开滦股份量减、成本升并存，吨煤毛利下降 30.8%；上海能源吨煤亏损由 104 元扩大至 126 元，盈利仍待修复。26Q3 受煤价涨幅扩大驱动，板块利润有望继续改善，同步关注产量兑现与成本控制。

图表34：26H1 煤炭板块公司吨煤售价、成本、毛利

子行业	证券简称	吨煤售价 (元/吨)			吨煤成本 (元/吨)			吨煤毛利 (元/吨)		
		25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
动力煤	中国神华	401	404	0.9%	237	236	-0.6%	164	169	3.2%
	陕西煤业	420	477	13.5%	280	283	1.0%	140	194	38.4%
	兖矿能源	506	553	9.3%	346	371	7.3%	161	182	13.5%
	中煤能源	470	524	11.5%	263	286	8.6%	207	238	15.2%
	山煤国际	556	579	4.1%	275	266	-3.2%	281	313	11.2%
	晋控煤业	422	422	0.0%	261	271	3.9%	161	150	-6.4%
	广汇能源	292	325	11.4%	243	268	10.4%	49	57	16.7%
	电投能源	176	184	4.3%	79	75	-5.4%	97	109	12.2%
	新集能源	529	559	5.7%	327	338	3.4%	201	221	9.5%
	陕西能源	395	480	21.6%	178	197	10.8%	217	283	30.5%
	苏能股份	335	362	8.0%	205	246	20.3%	130	116	-11.3%
	甘肃能化	326	360	10.4%	257	257	0.1%	69	102	49.3%
无烟煤	昊华能源	362	402	11.1%	226	217	-3.6%	137	185	35.4%
	华阳股份	461	482	4.6%	289	263	-9.1%	172	219	27.7%
	兰花科创	486	565	16.3%	338	371	9.9%	148	194	30.9%
炼焦煤	淮北矿业	835	876	4.9%	469	490	4.5%	366	386	5.6%
	平煤股份	758	816	7.7%	606	673	11.2%	152	143	-6.2%
	潞安环能	516	596	15.5%	318	351	10.5%	198	245	23.4%
	恒源煤电	662	775	17.1%	567	562	-1.0%	95	214	125.0%
	冀中能源	497	511	2.9%	303	312	3.2%	194	199	2.5%
	盘江股份	649	638	-1.6%	513	412	-19.6%	136	226	65.9%
	开滦股份	1052	1228	16.7%	679	970	42.8%	373	258	-30.8%
	永泰能源	461	559	21.1%	354	375	6.2%	108	183	70.3%
	上海能源	549	554	0.8%	653	680	4.1%	-104	-126	21.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

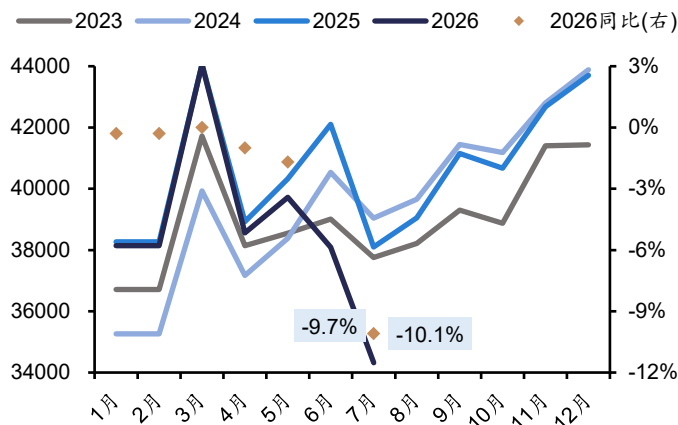
四、后市展望：供给偏紧，需求改善，涨价动能持续

（一）动力煤：供应持续偏紧，冬储放大价格弹性

国内产量持续偏紧。2025 年 7 月重点产煤省区开展煤矿生产情况核查以来，原煤产量同比连续负增长，进入 2026 年后持续。2026 年前 5 个月全国原煤产量 19.8 亿吨，同比下降 0.3%，产能核查从预期影响转化为实际产量约束。而后 522 山西沁源县事故进一步放大减量力度，一方面事故造成产地直接停产，另一方面事故发生后检查范围逐步扩展至山西省，并带动全国主产区安监升级，停产排查、生产负荷下降以及复产验收时间延长导致产量大幅收缩。事故发生后，6-7 月全国原煤产量分别大幅下降 9.7%、10.1%，其中山西省产量分别同比下降 31.5%、35.8%。高频供给来看，事故后山西样本煤矿周度产量大幅下降，且恢复速度持续偏慢，截至 8 月 30 日，山西样本煤矿周度产量同比-11.2%，晋陕蒙 442 家煤矿合计产量同比-2.8%。

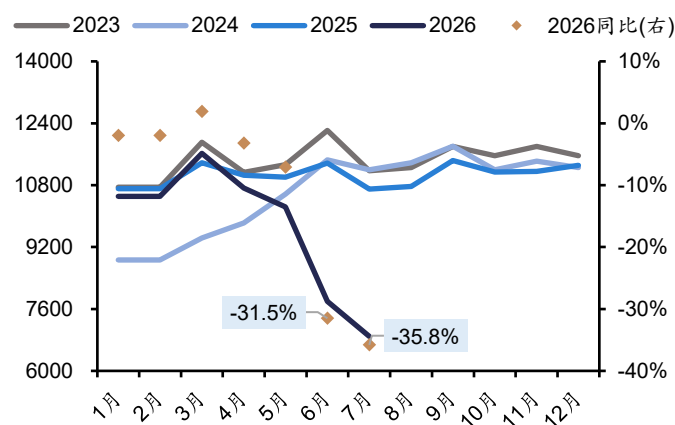


图表35：全国原煤产量（万吨）



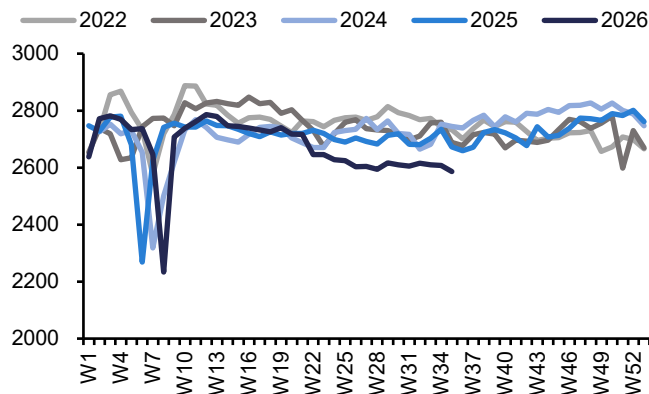
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表36：山西省原煤产量（万吨）



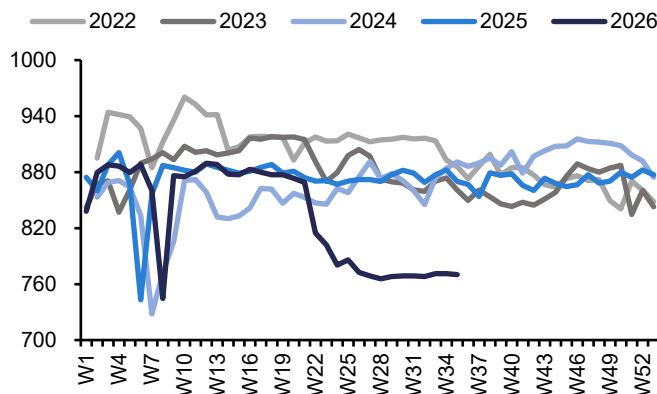
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表37：晋陕蒙442家样本煤矿周度产量（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

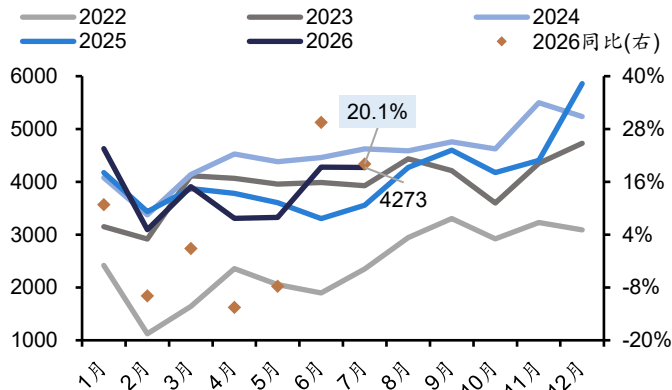
图表38：山西样本煤矿周度产量（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

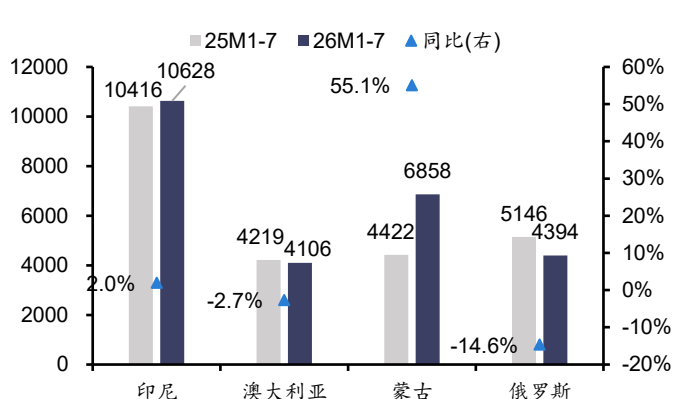
进口补量，难以对冲缺口。2026年1-7月，全国煤炭进口量2.68亿吨，同比+4.2%，其中6-7月高位持稳。分煤种看，1-7月动力煤和炼焦煤进口同比分别+1871/+2767万吨，增量主要集中于炼焦煤；分国别看，增量主要来自蒙古，印尼因减产、国内保供压力加强和出口政策趋严影响增幅有限，俄、澳缩量。前7月我国进口煤炭增量约1076万吨，同期国内原煤产量同比减少7765万吨，进口煤的补充或可缓冲国内减产，但难以完全对冲。

图表39：全国煤炭进口量（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表40：1-7月分国别进口量（万吨）



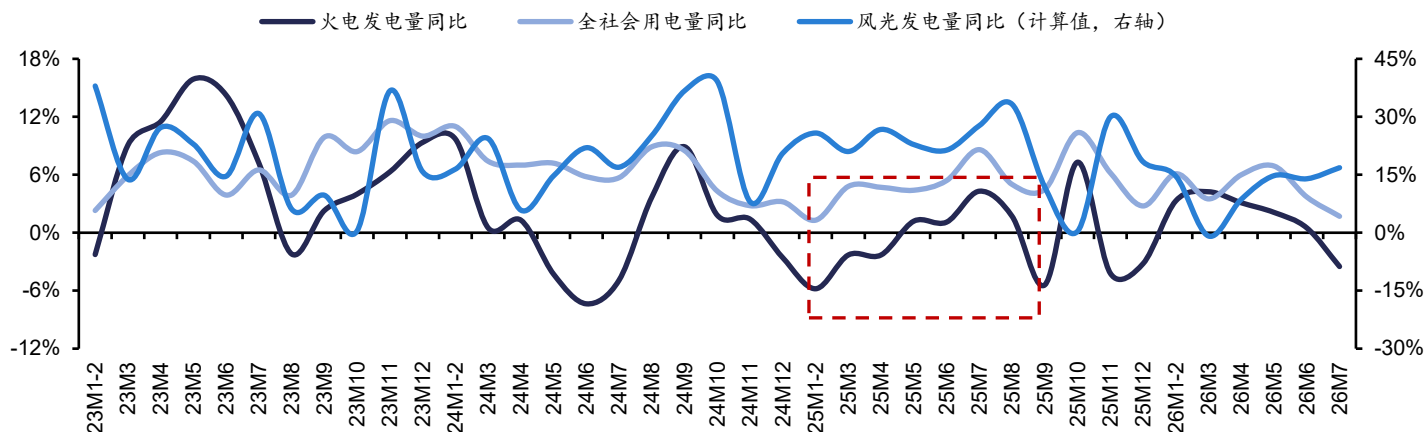
来源：海关总署，国金证券研究所



总用电增长、火电波动和非电需求偏弱并存。2026 年 1-7 月，全社会用电量同比+4.7%，火电发电量同比+1.8%。2026 年上半年因去年同期火电发电增量基数较低，用电增速尚可下火电发电量同比增幅较高，7-8 月受高基数影响低增长。在气温、来水和工业负荷没有明显下滑的情况下，预计 2026 年 9 月以及 11 月至 12 月火电增速在低基数下或有所好转。非电方面，2026 年钢铁、建材等非电需求仍然偏弱，但煤化工需求仍保持 7% 左右的高增速。

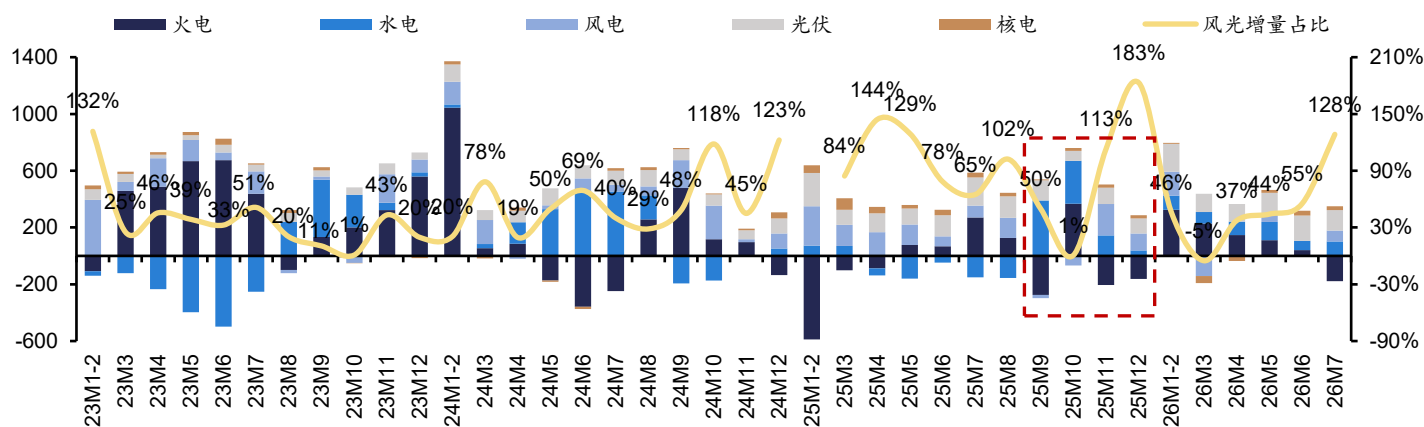
淡季电厂日耗下降。当前逐步进入电煤淡季，日耗峰值回落。截至 9 月 3 日当周，二十五省电厂日耗均值为 546.2 万吨，周环比-80.1 万吨（-12.8%），同比-31.6 万吨（-5.5%）。

图表41：月度发用电量同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

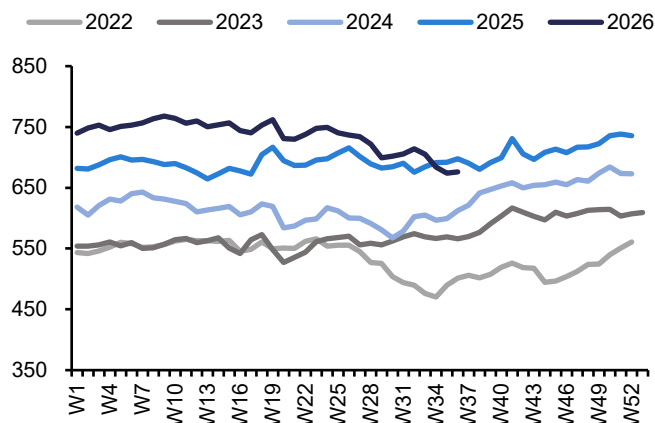
图表42：分电源月度发电增量（亿千瓦时）



来源：国家统计局，国金证券研究所

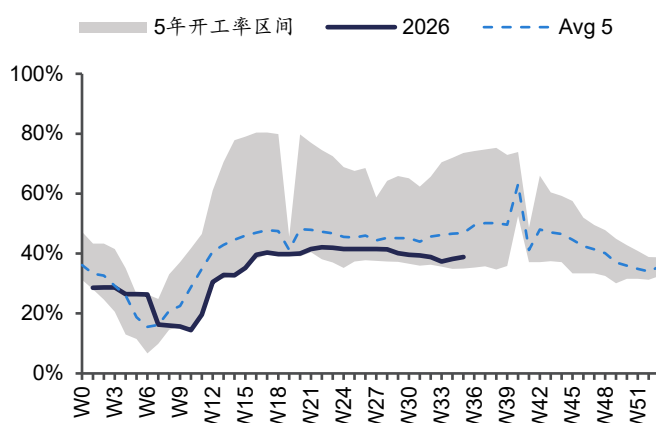


图表43: 化工行业耗煤量 (万吨)



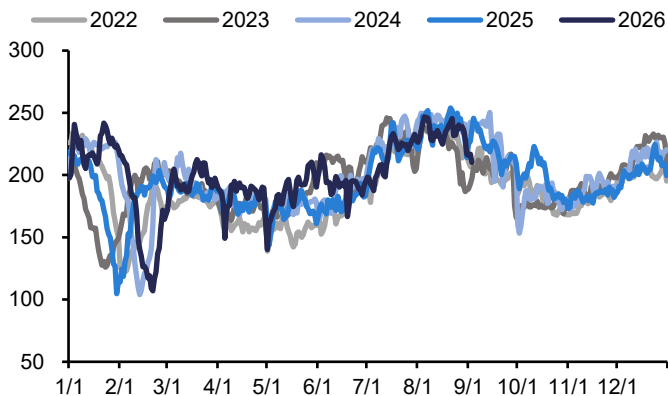
来源: CCTD, 国金证券研究所

图表44: 水泥周度发运率 (%)



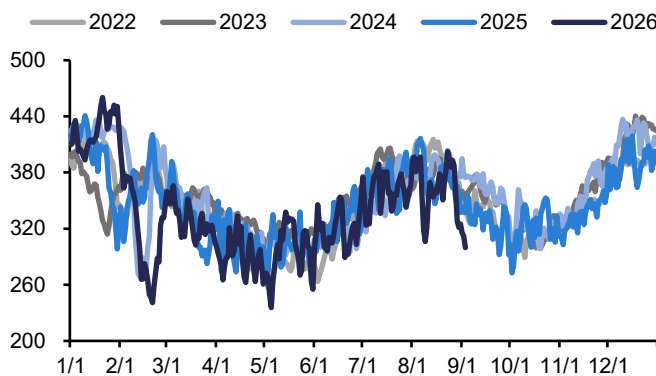
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 沿海八省电厂日耗 (万吨)



来源: CCTD, 国金证券研究所

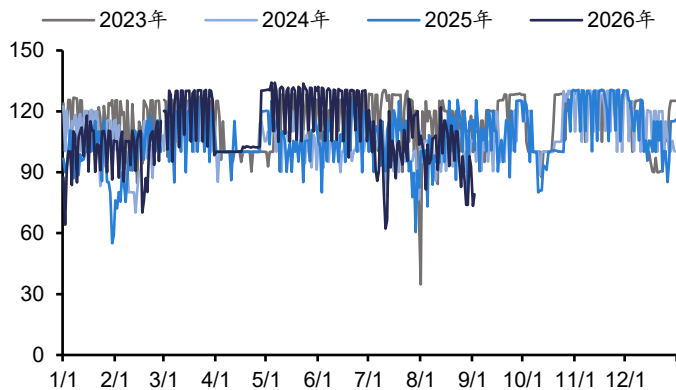
图表46: 内陆十七省电厂日耗 (万吨)



来源: CCTD, 国金证券研究所

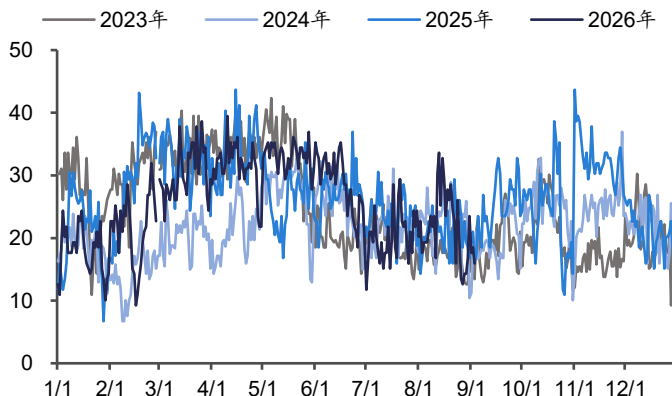
供给收缩下大秦线运量快速下滑, 港口加速去库。产地供应持续偏紧, 坑口煤价上涨加剧发运倒挂, 导致铁路运量明显下滑。截至9月2日当周, 大秦线日均运量 82.7 万吨, 周环比-17.1%, 同比-23.3%; 唐呼线日均运量 16.8 万吨, 周环比-21.8%, 同比-14.1%。港口调入减少, 调出稳中有增下, 库存加速去化, 9月3日环渤海港库存降至 2382 万吨, 周环比-7.5%, 同比+7.0%; 江内港口库存 1162 万吨, 周环比-3.5%, 同比-2.2%。

图表47: 大秦线日运量/万吨



来源: CCTD, 国金证券研究所

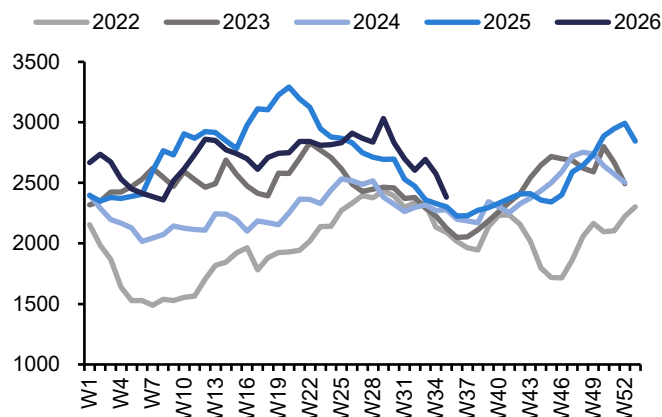
图表48: 唐呼线日运量/万吨



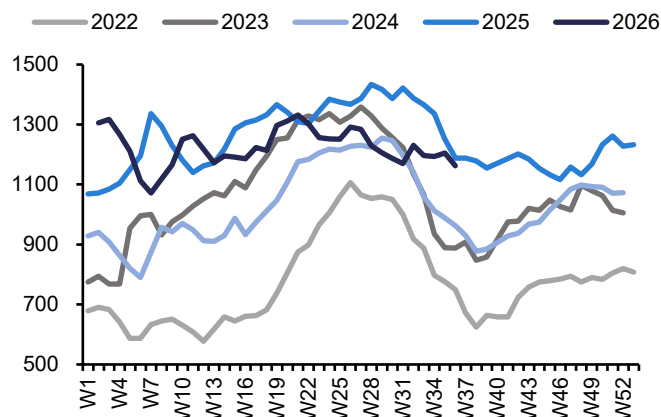
来源: CCTD, 国金证券研究所



图表49：环渤海港口库存（万吨）



图表50：江内港口库存（万吨）

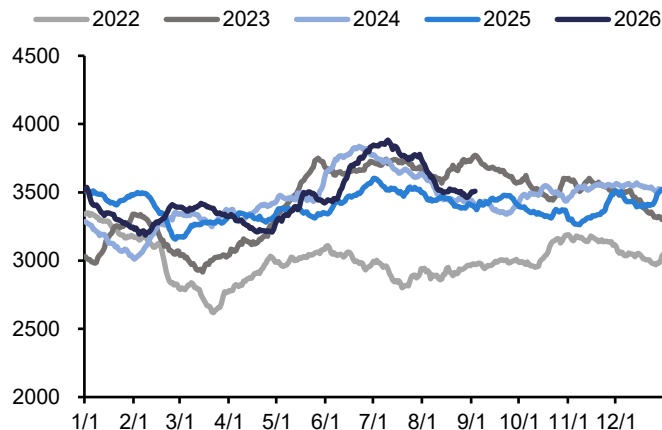


来源：煤炭江湖，国金证券研究所

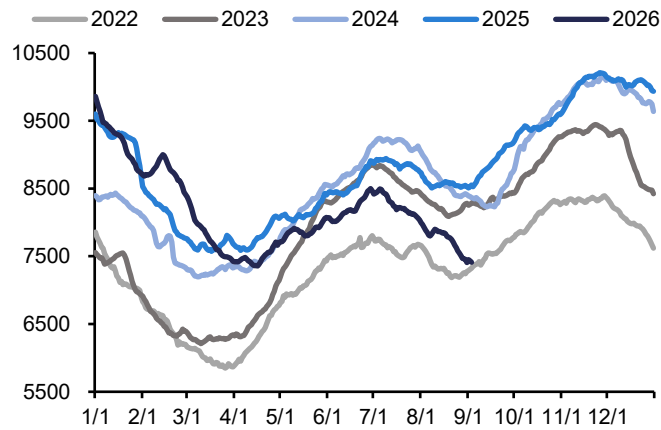
来源：煤炭江湖，国金证券研究所

二十五省电厂库存显著低于去年同期，冬储需求驱动煤价。9月3日，沿海八省电厂绝对库存 3509 万吨，周环比+0.6%，同比+3.5%；内陆十七省电厂绝对库存 7410 万吨，周环比-1.3%，同比-13.3%。二十五省电厂库存合计 10923 万吨，周环比-0.7%，同比-8.5%，可用天数约 21.4 天，周环比+3.8 天，同比+0.6 天。考虑内陆电厂库存同比明显偏低，冬储开启后补库力度或偏强，叠加当前矿山低库存，有望进一步驱动煤价快速上涨。

图表51：沿海八省电厂库存（万吨）



图表52：内陆十七省电厂库存（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

来源：CCTD，国金证券研究所

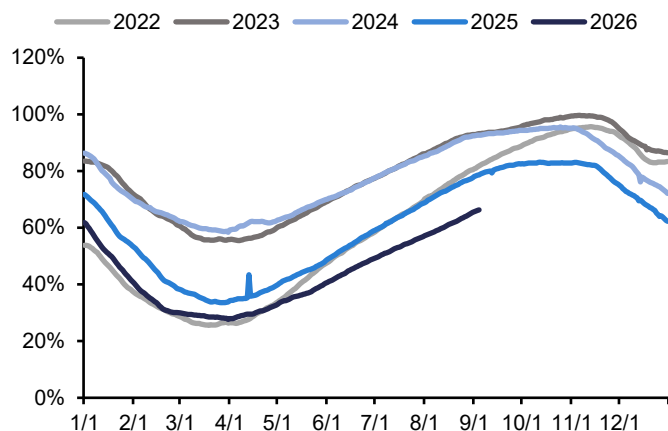
短期来看，伴随安监持续和煤炭产能逐步合规化，煤价上涨后煤矿供给响应速度减慢，国内边际供给弹性下降，煤价中枢存在抬升动力。短期煤价仍主要交易供给收缩，9月冬储补库开启以及四季度火电低基数带来的需求相对改善增强涨价弹性，高点价格有望破千。

海外能源市场仍具潜在上行可能。当前欧洲天然气库存显著低于往年同期，美国汽油及馏分油库存亦处于历史偏低水平，虽当前美气库存仍高于五年均值、欧洲暂无即时供应缺口，但若冬季气温偏低叠加 LNG 供应或运输环节扰动，全球天然气及煤炭价格或出现非线性上涨，削弱进口煤价格优势，并通过沿海电厂补库向国内动力煤市场传导。在国内产量恢复偏慢、电厂库存低于往年的背景下，海外能源安全风险将强化煤



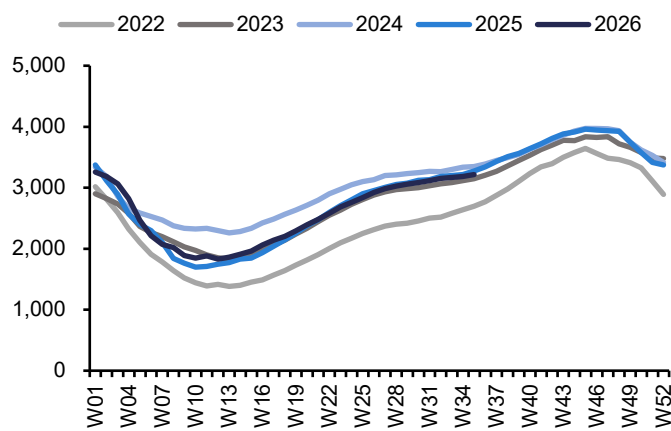
价上行弹性，并提升煤炭板块的能源安全溢价。

图表53: 欧盟天然气储气负荷率



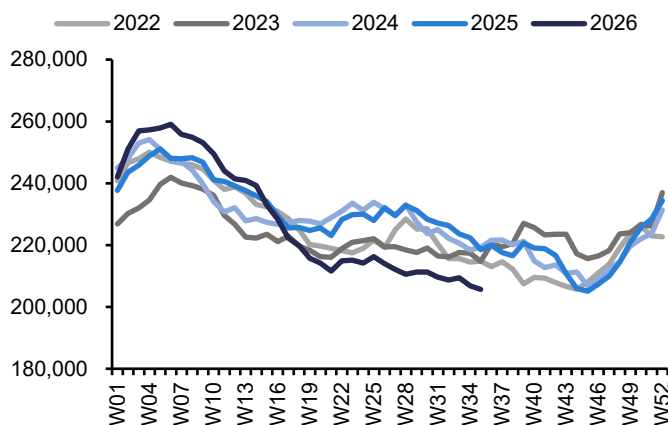
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 美国地下储气库中的工作气量 (十亿立方英尺)



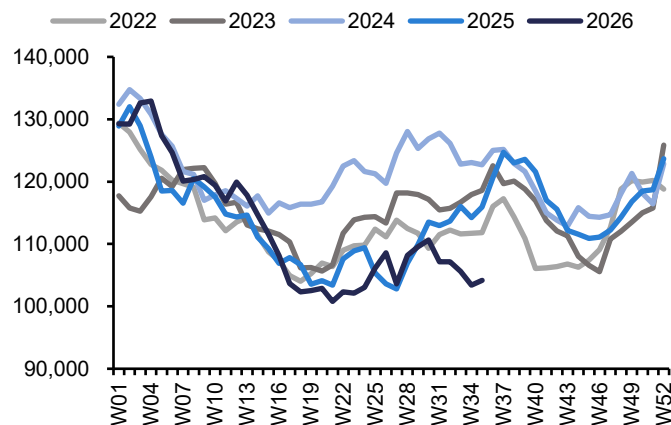
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 美国汽油库存量 (千桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 美国馏分燃料油库存量 (千桶)



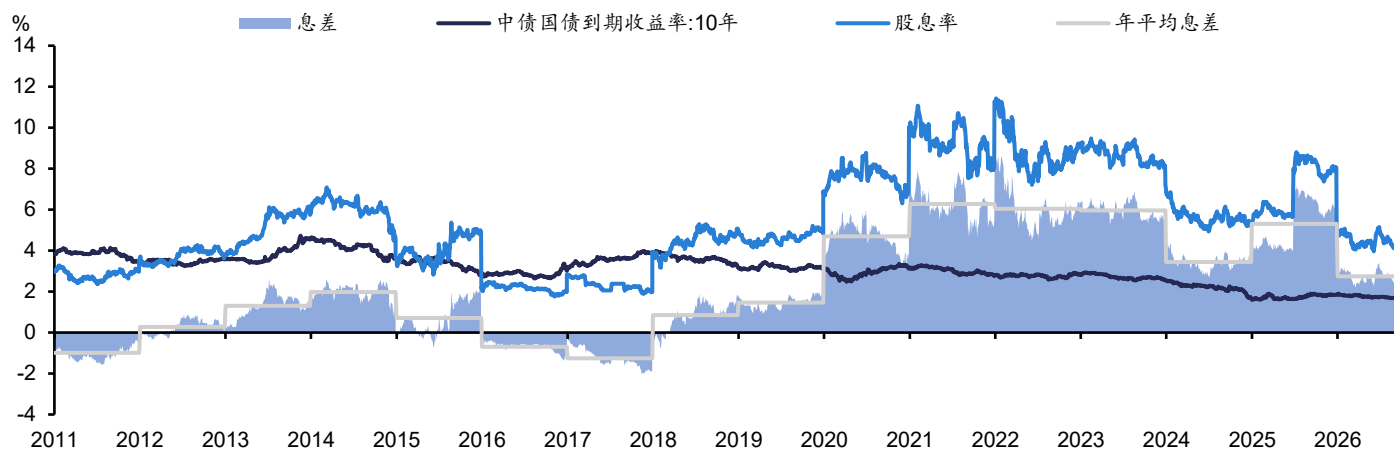
来源: Wind, 国金证券研究所

中长期来看，产能合规化并不意味着煤价进入单边上涨周期。大型先进煤矿仍将稳定释放产量，进口煤继续发挥调节作用，长协煤、储备产能以及新能源替代也会限制煤价过度上涨，与此同时表外产量减少、产业集中度提升和安全生产约束常态化则抬高煤价底部。供需两端调节机制同步增强，或使煤价从大起大落逐步转向“底部更高、顶部受限、波动收窄”。

板块估值方面，若煤价中枢抬升，行业盈利波动性下降，我们认为动力煤龙头的估值体系也有望抬升。以中国神华的股息率和十年期国债收益率的息差值进行比较，最新息差约为 270bp。若与长江电力进行对比，息差具备约 70bp 的空间。展望未来低利率环境持续，我们认为息差下降带来的估值空间更值得期待。



图表57：中国神华股息率与十年期国债收益率

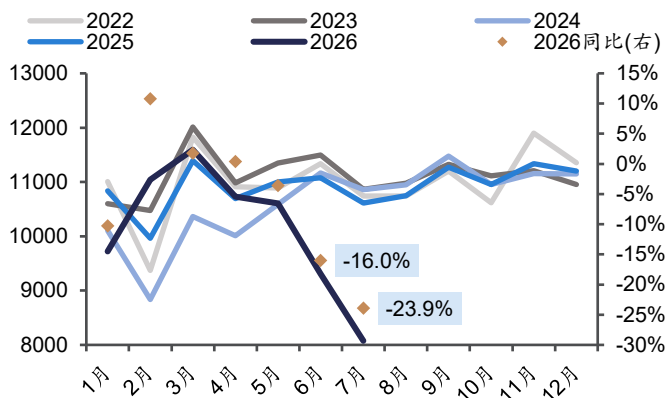


来源：iFind，国金证券研究所

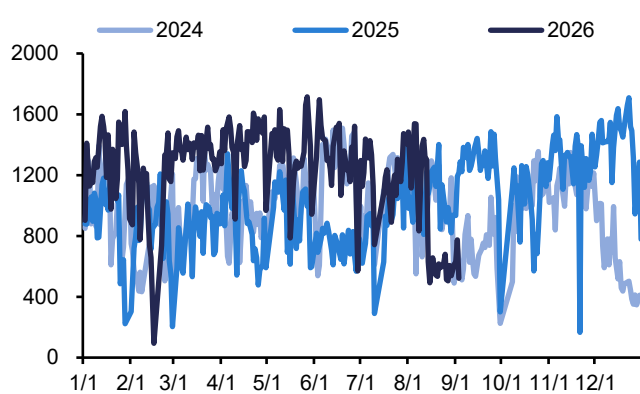
（二）炼焦煤：供给强收缩叠加旺季预期，煤价易涨难跌

8月以来，双焦市场明显走强。本轮上涨核心仍为供给收缩，同时下游补库共同驱动。一方面，虽然钢材盈利仍处低位，但产地安全监管持续趋严，叠加蒙煤供应阶段性收缩，焦煤供给端支撑增强，同时资金面情绪升温及期现联动进一步放大价格弹性；另一方面，钢厂铁水产量保持韧性，市场提前交易“金九”旺季去库预期，焦钢企业补库意愿增强，推动焦煤现货率先提价。随着原料成本上升，焦企亏损压力加大，焦炭已完成四轮提涨，成本推动下的产业链价格传导将逐步展开。

图表58：炼焦煤月度产量（万吨）



图表59：甘其毛都口岸通关量（车）



来源：煤炭资源网，国金证券研究所

来源：煤炭资源网，国金证券研究所

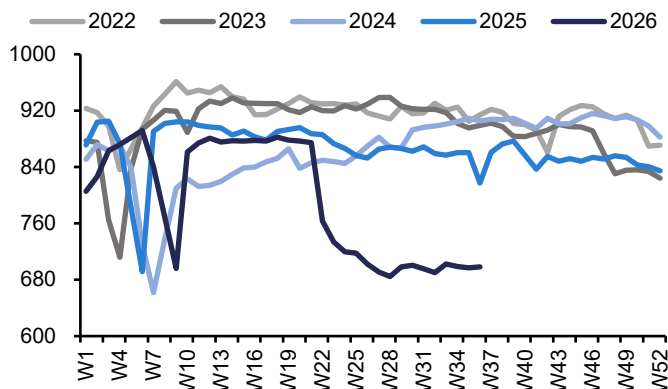
样本煤矿产量持续低位。2026年第36周样本焦煤矿（88家）原煤产量698万吨，环比+0.2%，同比-14.5%。

产业链双焦库存均低于去年同期。9月4日，产业链焦煤库存1985万吨，环比+0.5%，同比-3.2%；产业链焦炭库存840万吨，环比-4.7%，同比-3.1%；产业链碳元素库存3111万吨，环比-1.4%，同比-3.2%。

钢厂铁水产量韧性较强。2026年第36周日均铁水产量（247家钢厂）236.8万吨，环比+0.1%，同比+3.5%；钢铁企业盈利率（247家钢厂）30.3%，环比-2.2pct。

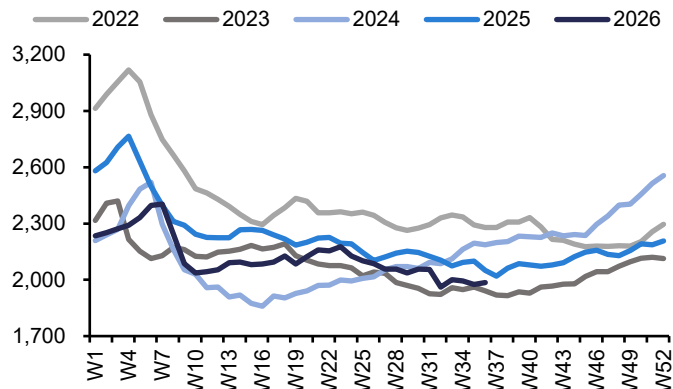


图表60: 88家样本焦煤矿原煤产量(万吨)



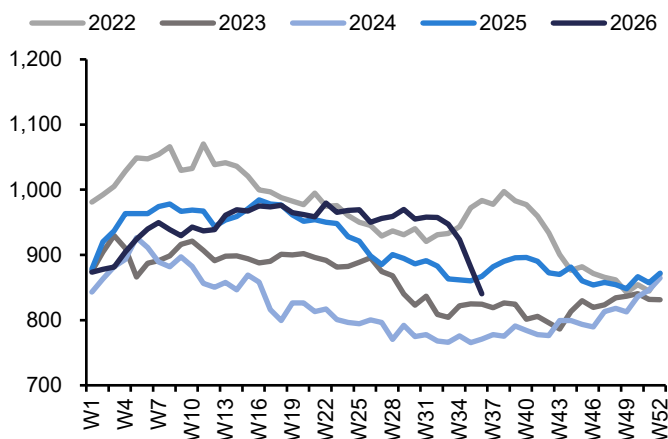
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

图表61: 产业链焦煤库存(万吨)



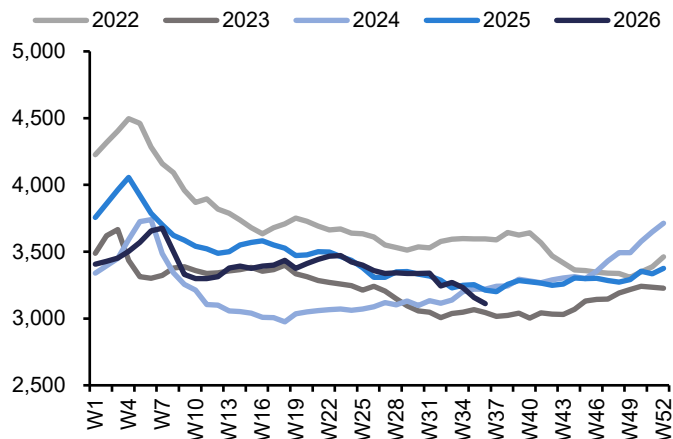
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

图表62: 产业链焦炭库存(万吨)



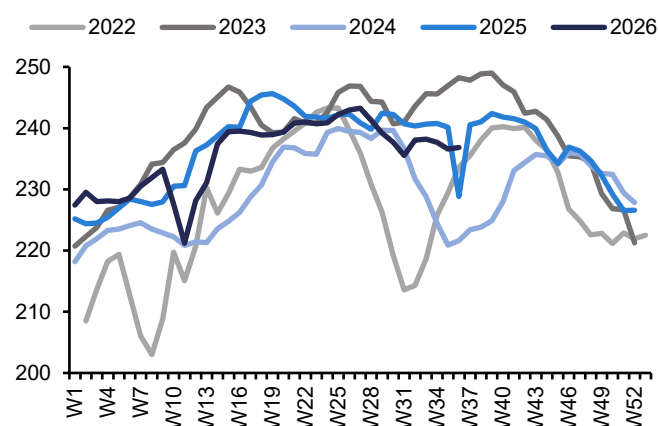
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

图表63: 产业链碳元素库存(万吨)



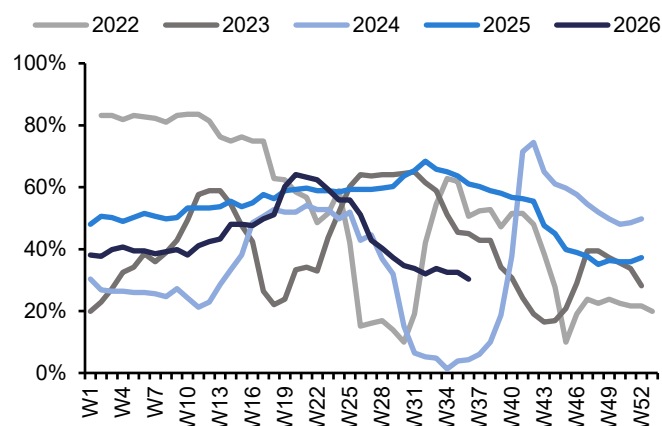
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

图表64: 247家钢厂日均铁水产量(万吨)



来源: Mysteel, 国金证券研究所

图表65: 247家钢厂盈利率



来源: Mysteel, 国金证券研究所

展望9月, 双焦价格仍具上涨动能, 弹性取决于旺季钢材需求及钢厂利润。供应端, 国内主产区安监持续, 矿井多复产不复量, 供应偏紧格局未见改善, 同时煤矿库存维持低位, 蒙煤口岸通关量维持偏低水平, 外部增量难以对冲国内缺口。需求端, 焦炭



第四轮提涨落地后，焦企利润修复但仍处于亏损状态，生产维持低负荷，供需偏紧下仍有五轮提涨预期；钢厂盈利小幅下滑，铁水产量韧性仍存。综合来看，短期焦煤供应仍有明显约束，钢厂利润收窄但尚未形成负反馈，旺季及焦炭提涨预期支撑下游采购需求，焦煤价格易涨难跌。

五、投资建议：动力煤高现货与焦煤弹性

主线一：动力煤龙头业绩表现稳健，股息价值高，高现货标的更为受益煤价上涨，相关标的陕西煤业、中国神华、兖矿能源、昊华能源。

主线二：电价上行下的煤电一体，相关标的新集能源。

主线三：焦煤价格受益供给收缩，Q3 业绩有望显著增长，相关标的淮北矿业、平煤股份、潞安环能、恒源煤电。

六、风险提示

煤价下行幅度超预期：若国内煤炭供给释放提速、进口煤到岸增量扩大，叠加下游火电、化工、钢铁需求恢复偏弱，煤价持续承压下行，将压制煤炭企业营收与盈利水平，削弱企业现金流改善、资本开支与分红兑现能力。

下游需求不及预期：地产、基建回暖节奏偏慢，钢铁、化工行业开工持续低迷，火电日耗受风光水出力挤压出现回落，终端耗煤需求走弱，导致港口及电厂煤炭库存被动累积，进一步约束煤价上行空间。

进口煤冲击超预期：印尼、蒙古、俄罗斯等对华煤炭出口增量超预期，低价进口煤持续冲击国内市场，对内贸煤价格形成长期压制，挤压国内煤企盈利空间。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究