东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

中小盘观察之煤炭行业：等权篮子回落至基点，龙头凭股息与三季报维持高位

2026 年 11 月 04 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

1. 2026 年 10 月 30 日，两市放量下跌，上证指数收于 3599.02 点（-1.44%）、深证成指 -2.73%、国证 2000 指数 -3.34%，成交额较前一交易日增加 1179.46 亿元、增幅 7.58%；煤炭 25 只涨跌幅中位 0.00%，涨 11 只、跌 12 只、平 2 只，合计成交 79.10 亿元、较上日减少 11.9%，占两市成交额 0.47%。指数放量下跌而板块缩量走平，防御属性是这一年里最直接的一次体现。

2. 单日抗跌掩盖不了整体位置的下移。25 只等权合成的板块指数 10 月 30 日为 100.45，与 4 月 1 日的基期 100 基本重合，处在 4 月 1 日以来区间的 35.0%，较 6 月 4 日的区间高点回撤 15.65%，较 6 月 30 日的区间低点反弹 11.08%；位置中位数仅 31.4%。四段行情走完，等权篮子把 4 月以来的涨幅回吐殆尽。

3. 三季报在 10 月 31 日披露完毕，25 只全部可得：18 只归母净利同比正增、中位增速 42.2%，兰花科创 +1268.8%、平煤股份 +139.4%、昊华能源 +119.7% 居前；4 只仍为亏损，合计 -22.83 亿元；大市值组 13 只占净利 98.8%，改善的绝对额仍集中在龙头。但增速最高的四只位置都在区间中段，兑现程度与股价位置并不对应。

4. 股息仍是回落阶段最有效的定价锚。TTM 股息率 3% 以上的 6 只，近 60 日涨跌中位 +5.61%、自区间低点反弹中位 +21.7%、PE 中位 15.37 倍；股息率 1% 至 3% 的 11 只，近 60 日中位 -1.68%，两组相差 7.3 个百分点。但高股息不等于低估值，恒源煤电股息率 3.30%、PE(TTM) 却达 45.72 倍。

5. 量能是最硬的约束。25 只中仅电投能源 1.25、中国神华 1.21、盘江股份 1.09 三只量比站上 1.0，其余 22 只近 5 日均成交额低于各自近 60 日均值；板块合计口径量比 0.76，成交已连续两段收缩，第四阶段日均成交降至 88.89 亿元。

6. 估值上，PE(TTM) 中位 18.39 倍、PB 中位 1.12 倍、股息率中位 2.71%；按三季报净利年化计算的整体法为 15.72 倍，与中位数只差 2.7 倍，低估的并非全部权重股，而是中煤能源、电投能源、新集能源。板块仍无整体性行情，在成交回补、位置中位数抬升之前，高股息组与三季报已兑现标的的相对收益，比板块整体的方向更确定。

风险提示：动力煤与焦煤价格若大幅回落，开采环节的盈利与估值可能同步承压；小市值组 12 只净利合计仅 12.45 亿元、资产负债率中位 61.80%，煤价走弱时同时承受毛利压缩与利息刚性；4 只标的持续亏损、负债率均在 63% 以上，亏损可能扩大；成交持续收缩、板块量比（合计口径）0.76，若未回补，龙头一端的高位读数难以维持；5 只标的 PE(TTM) 无读数，估值与盈利不可比；样本仅覆盖煤炭开采环节，不含焦化与煤化工；行情与财务数据截止日不同，复权拼接存在小幅差异；本报告不构成具体个股的投资建议。

相关研究

《中小盘观察之石油石化行业：股息成为分水岭，盈利质量决定修复的先后》

2026-10-31

《中小盘观察之传媒行业：影视院线量比放大到 1.44，票房与内容供给谁先兑现》

2026-10-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 盘面：大盘放量下跌，板块缩量走平 4
2. 折返路径：四段行情，四张不同的领涨名单 6
2.1. 从四月起点到十月底：涨、跌、涨、再回落 6
2.2. 反弹始终没有带来增量成交 7
3. 三季报：25 只全部披露，改善面比价格更宽 7
3.1. 25 只全部披露，18 只净利正增 7
3.2. 现金流与负债：改善的分布不均 8
4. 股息：3% 以上的六只在回落中反弹幅度更大 10
4.1. 分组的读数 10
4.2. 六只的构成 11
5. 量能：回落是缩量，放量只集中在三只 11
6. 估值：整体法 15.7 倍与中位数 18.4 倍的近距离 12
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 13
8. 风险提示 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 板块概览（2026-10-30，25 只全样本）.....4
表 2: 区间位置最高的代表个股（2026-10-30，前 8 只，含位置与估值）.....5
表 3: 四段行情的表现对照（2026-04-01 至 2026-10-30）.....7
表 4: 分市值组的中报与三季报对照（2026 年三季报，2026-10-30）.....8
表 5: 25 只三季报明细（2026 年前三季度，按净利同比降序）.....9
表 6: 按 TTM 股息率分组的估值与表现对照（2026-10-30）.....10
表 7: 按量比分层的价格与估值对照（2026-10-30）.....12
表 8: 按 PE(TTM) 区间的分布（2026-10-30）.....13
表 9: 后续值得跟踪的几个指标.....14

1. 盘面：大盘放量下跌，板块缩量走平

2026 年 10 月 30 日，煤炭 25 只样本当日涨跌幅中位数 0.00%，上涨 11 只、下跌 12 只、平盘 2 只，合计成交额 79.10 亿元，占两市成交额 16744.63 亿元的 0.47%。同日上证指数 3599.02 点（-1.44%）、深证成指 10833.78 点（-2.73%）、国证 2000 指数 8171.97 点（-3.34%），两市成交额较前一交易日增加 1179.46 亿元、增幅 7.58%。指数放量下跌、板块缩量走平，是这一天最值得记录的对比。

但把这一天放进更长的时间里看，单日抗跌的意义有限。25 只等权合成的板块指数（2026 年 4 月 1 日＝100）10 月 30 日为 100.45，与基期基本重合；处在 4 月 1 日以来区间的 35.0%，距区间高点 119.09（2026 年 6 月 4 日）回撤 15.65%，距区间低点 90.43（2026 年 6 月 30 日）反弹 11.08%。四段行情走完，等权篮子回吐了 4 月以来的涨幅。

真正值得研究的是篮子内部的分化。以个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次（下称区间位置）计，中国神华 100.0%、陕西煤业 98.25%，两只权重龙头分别处于区间新高与接近新高的位置，合计市值 13998.70 亿元、占 25 只总市值 22569.86 亿元的 62.0%；而 25 只位置中位数只有 31.4%，位置在 20% 以下的 5 只合计市值占比 4.1%。同一板块、同一天，龙头在年内高位，多数标的回落至区间三成以下。

表1：板块概览（2026-10-30，25 只全样本）

指标	全样本（25 只）	大市值组（13 只）	小市值组（12 只）
当日涨跌中位（%）	0.00	0.66	-1.60
近 5 日涨跌中位（%）	2.08	3.16	-1.36
近 20 日涨跌中位（%）	-6.57	-1.12	-9.92
近 60 日涨跌中位（%）	-1.68	0.92	-3.97
量比中位	0.68	0.76	0.58
115 日区间位置中位（%）	31.4	39.2	25.8
自区间低点反弹中位（%）	15.46	15.94	13.28
PE(TTM) 中位（倍）	18.39	15.61	28.32
PB 中位（倍）	1.12	1.39	0.88
TTM 股息率中位（%）	2.71	2.71	2.45
总市值中位（亿元）	243.05	402.91	100.73
当日合计成交额（亿元）	79.10	58.31	20.79

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；区间位置为个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，量比为近 5 个交易日均成交额与近 60 日均成交额之比，两项均按 2026 年 10 月 30 日收盘计算；市值分组以 25 只总市值中位数 243.05 亿元为界；股息率为可得 19 只的中位数。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

按位置分四档，两端与中间的表现并不单调。位置 80% 以上的 2 只（中国神华、陕西煤业）合计占板块市值 62.0%，近 20 日涨跌中位 +9.68%、近 60 日 +14.89%；位置 40%~80% 的 5 只占 15.1%，近 20 日 -1.80%、近 60 日 +1.03%；20%~40% 的 13 只占 18.8%，近 20 日 -8.23%；20% 以下的 5 只占 4.1%，近 20 日 -6.80%、近 60 日 -5.63%。位置最高的两只占六成以上，中间 13 只不足两成，最低 5 只仅占 4.1%。

表2：区间位置最高的代表个股（2026-10-30，前 8 只，含位置与估值）

名称（代码）	当日涨跌（%）	近 5 日（%）	近 20 日（%）	近 60 日（%）	量比	115 日位置（%）	PE(TTM)（倍）	PB（倍）	总市值（亿元）	股息率（%）
中国神华（601088）	0.72	5.63	10.40	16.03	1.21	100.0	20.70	2.54	11276	3.87
陕西煤业（601225）	2.11	6.81	8.95	13.75	0.88	98.2	12.89	2.53	2722	3.44
电投能源（002128）	1.17	2.08	2.34	5.06	1.25	59.4	11.48	1.61	890	3.27
华阳股份（600348）	3.19	4.80	-1.80	0.92	0.76	59.2	13.93	1.12	315	2.71
兰花科创（600123）	0.47	0.31	-8.45	-7.53	0.73	51.2	—	0.61	94	—
新集能源（601918）	-0.81	1.35	-12.38	1.03	0.92	41.8	10.52	1.37	253	1.74
中煤能源（601898）	-1.55	-4.26	0.68	2.14	0.68	41.0	10.18	1.10	1848	2.88
山西焦煤（000983）	0.00	5.02	-0.61	-0.46	0.86	39.2	20.62	0.97	368	1.39

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；按 115 日区间位置由高到低排列；PE(TTM) 为最近 12 个月归母净利对应 2026 年 10 月 30 日收盘价，5 只 TTM 净利为负或无读数以[—]表示；股息率同为可得样本，无 TTM 分红数据以[—]表示。

从表 2 看，两类标的的差别不只是幅度。中国神华当日 +0.72%、量比 1.21、股息率 3.87%、三季报归母净利同比 +3.8%；陕西煤业当日 +2.11%、股息率 3.44%、三季报同比 +34.2%，两者的位置接近新高，有分红与盈利作依据。另一端，华阳股份位置 59.2%、当日 +3.19%，是三季报净利同比 +49.7% 且 PE 只有 13.93 倍的中段标的；电投能源位置 59.4%、量比 1.25，是当日放量最明显的两只之一，股息率 3.27%、PE 11.48 倍、三季报同比 +43.6%，是“位置中段、估值偏低、盈利兑现”的组合。兰花科创位置 51.2%，三季报净利同比 +1268.8%，但绝对额只有 1.44 亿元、PB 0.61 倍、PE 无读数，位置抬升更多来自低基数下的利润修复。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 折返路径：四段行情，四张不同的领涨名单

2.1. 从四月起点到十月底：涨、跌、涨、再回落

把 4 月 1 日以来的 141 个交易日切成四段，每一段的领涨名单几乎不重复，这是理解这轮行情的另一条线索。

第一阶段从 4 月 1 日到 6 月 4 日，共 42 个交易日，等权指数上涨 19.09%，个股涨跌幅中位数 +13.60%。领涨的是昊华能源（+63.9%）、新集能源（+50.4%）、潞安环能（+44.4%），25 只中只有中煤能源小幅下跌 0.4%。这一段是普涨，弹性大的中小市值领跑，权重龙头反而落后。

第二阶段从 6 月 4 日到 6 月 30 日，共 17 个交易日，等权指数下跌 24.07%，个股中位数 -23.69%。25 只里唯一取得正收益的是新大洲 A（+10.3%），跌幅最大的是辽宁能源（-38.5%）。17 个交易日的跌幅超过前一阶段的涨幅，这一段是价格中枢的整体下移。

第三阶段从 6 月 30 日到 10 月 13 日，共 69 个交易日，等权指数上涨 20.34%，个股中位数 +20.78%，指数与中位数几乎同步。领涨名单换成郑州煤电（+48.9%）、上海能源（+41.3%）、大有能源（+36.9%），均为市值 50 亿元至 135 亿元的中小市值标的，第一阶段的领涨股昊华能源这一段仅上涨 4.4%。等权指数在 10 月 13 日回到 108.83，接近 6 月的高点。

第四阶段从 10 月 13 日到 10 月 30 日，共 13 个交易日，等权指数回落 7.70%，个股中位数 -6.44%。同期上证指数下跌 4.45%、深证成指下跌 10.31%、国证 2000 指数下跌 12.26%。以个股涨跌幅中位数 -6.44% 衡量，这一阶段煤炭的跌幅约为国证 2000 指数的一半；以等权指数 -7.70% 衡量为六成。这一阶段的领涨名单缩减至三只：中国神华（+7.1%）、电投能源（+3.6%）、陕西煤业（+2.4%），跌幅最大的是上一阶段的领涨股郑州煤电（-24.0%）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：四段行情的表现对照（2026-04-01 至 2026-10-30）

阶段	区间	交易日	等权指数涨跌（%）	个股涨跌中位（%）	领涨前三	跌幅最大	日均成交（亿元）
第一阶段	2026-04-01 至 06-04	42	19.09	13.60	昊华能源 +63.9%、新集能源 +50.4%、潞安环能 +44.4%	中煤能源 -0.4%	120.82
第二阶段	2026-06-04 至 06-30	17	-24.07	-23.69	新大洲 A +10.3%、淮北矿业 -14.0%、苏能股份 -17.3%	辽宁能源 -38.5%	140.92
第三阶段	2026-06-30 至 10-13	69	20.34	20.78	郑州煤电 +48.9%、上海能源 +41.3%、大有能源 +36.9%	新大洲 A -5.2%	111.18
第四阶段	2026-10-13 至 10-30	13	-7.70	-6.44	中国神华 +7.1%、电投能源 +3.6%、陕西煤业 +2.4%	郑州煤电 -24.0%	88.89

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；等权指数以 2026 年 4 月 1 日为 100，按 25 只等权合成；个股涨跌按前复权收盘价计算，以各阶段首个交易日为基准；第二阶段只有 1 只上涨，列示的第二、三名实为跌幅较小的标的；日均成交为各阶段板块合计成交额除以交易日数。

2.2. 反弹始终没有带来增量成交

四个阶段的板块日均成交额分别是 120.82 亿元、140.92 亿元、111.18 亿元、88.89 亿元，最近 5 个交易日的日均成交额进一步降到 80.78 亿元。第二阶段跌幅最大，日均成交反而最高，抛压得到释放；第三阶段反弹了 20.34%、持续 69 个交易日，日均成交只有 111.18 亿元，比第一阶段少 8.0%，比第二阶段少 21.1%。

这个组合说明第三阶段的反弹是存量资金的仓位回补，而不是增量资金推动的修复。存量博弈的特征是板块内可以出现结构性机会，但很难形成整体趋势；一旦成交继续退潮，结构性机会也会跟着收窄。第四阶段日均成交降到 88.89 亿元、量比（合计口径）0.76，价格回落的同时成交也在收缩。值得注意的是 10 月 30 日这一天，全市场成交环比放大 7.58%，板块成交反而从 89.75 亿元降到 79.10 亿元、减少 11.9%，属于典型的“大盘放量、板块缩量”。

3. 三季报：25 只全部披露，改善面比价格更宽

3.1. 25 只全部披露，18 只净利正增

三季报在 10 月 31 日披露完毕，25 只全部可得，披露时间从 10 月 23 日延伸到 10 月 31 日，其中兖矿能源、山煤国际、大有能源、郑州煤电 4 只在最后一日披露。财务口径按全部 25 只计，价格口径仍截至 10 月 30 日收盘。前三季度合计，营业收入 9199.34 亿元、归母净利 1076.63 亿元、经营活动产生的现金流量净额 2383.22 亿元，经营现金流为净利的 2.21 倍。其中中国神华归母净利 444.03 亿元，上年同期调整后 427.80 亿元，同比 +3.8%。

结构上，18 只归母净利同比正增，中位增速 42.2%，兰花科创 +1268.8%、平煤股

请务必阅读正文之后的免责声明部分

份 +139.4%、昊华能源 +119.7%、淮北矿业 +100.5%、潞安环能 +71.8%、兖矿能源 +55.9% 居前，中国神华 +3.8%、陕西煤业 +34.2%、中煤能源 +2.1%。这 18 只净利合计 1092.07 亿元，比 25 只合计的 1076.63 亿元还多，差额来自另一端：大有能源 -10.79 亿元、辽宁能源 -8.34 亿元、郑州煤电 -2.81 亿元、新大洲 A-0.89 亿元，4 只合计 -22.83 亿元；另有甘肃能化 2.21 亿元、盘江股份 2.29 亿元、恒源煤电 2.89 亿元 3 只由去年同期的亏损转为盈利，因基数问题无法计算同比。

盈利改善的面比价格表现宽。三季报净利正增的 18 只，当日涨跌中位 +0.35%、近 5 日 +3.15%、近 20 日 -4.12%、近 60 日 +0.23%、位置中位 38.8%、PE 中位 15.98 倍；同比不可得或亏损的 7 只，当日 -3.22%、近 20 日 -17.03%、近 60 日 -4.81%、位置中位 21.4%，四组读数一致落后。差距最大的是近 20 日，12.9 个百分点，价格的分组差异与盈利兑现的分组同向。

表4：分市值组的中报与三季报对照（2026 年三季报，2026-10-30）

分组	样本数	中报营收合计（亿元）	中报净利合计（亿元）	三季报营收合计（亿元）	三季报净利合计（亿元）	三季报经营现金流（亿元）	毛利率中位（%）	负债率中位（%）
大市值组	13	5369.44	692.21	8389.85	1064.18	2235.64	34.99	49.11
小市值组	12	523.98	5.85	809.49	12.45	147.58	23.46	61.80
全样本	25	5893.42	698.06	9199.34	1076.63	2383.22	29.94	55.42

数据来源：上市公司 2026 年三季报及半年报，东吴证券研究所；营收与归母净利为各组合计，中报为半年度累计口径、三季报为前三季度累计口径，两列不可直接相减；毛利率与资产负债率为组内中位数；经营现金流为合并现金流量表[经营活动产生的现金流量净额]。

3.2. 现金流与负债：改善的分布不均

利润的改善在两组之间分布得并不均匀。大市值组 13 只三季报净利合计 1064.18 亿元、占 25 只合计 1076.63 亿元的 98.8%；小市值组 12 只合计只有 12.45 亿元，占 1.2%。盈利的绝对额几乎全部集中在 13 只大市值标的里。

现金流对利润的覆盖，两组的方向相反。全样本三季报经营现金流 2383.22 亿元为净利 1076.63 亿元的 2.21 倍，中位比值 2.29 倍；大市值组中位 2.09 倍，小市值组中位 3.72 倍。小市值的比值更高，原因在分母：小市值组净利合计只有 12.45 亿元，个别标的（兰花科创 11.22 倍、苏能股份 11.02 倍、盘江股份 7.61 倍、恒源煤电 7.60 倍）抬高中位数，而这一组的经营现金流合计只有 147.58 亿元。比值高并不等同于现金流充裕。

负债率的差距更稳定。小市值组资产负债率中位 61.80%，比大市值组的 49.11% 高 12.7 个百分点；毛利率中位 23.46%，比大市值组的 34.99% 低 11.5 个百分点。这一组合意味着，煤价下行时小市值一端同时承受毛利压缩与利息刚性，利润缓冲弱于龙头。郑州煤电负债率 83.52%、大有能源 83.14%，是 25 只里最高的两只，也正好是三季报

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亏损的两只。

表5：25 只三季报明细（2026 年前三季度，按净利同比降序）

名称（代码）	营收（亿元）	归母净利（亿元）	净利同比（%）	毛利率（%）	ROE（%）	负债率（%）	经营现金流/净利（倍）	115 日位置（%）
兰花科创（600123）	73.80	1.44	1268.8	33.64	0.94	59.97	11.22	51.2
平煤股份（601666）	193.12	6.70	139.4	18.89	2.65	64.82	3.45	38.0
昊华能源（601101）	71.68	12.17	119.7	44.67	9.86	45.24	2.54	38.9
淮北矿业（600985）	350.80	21.46	100.5	20.76	5.07	49.78	2.69	38.4
潞安环能（601699）	221.87	26.99	71.8	41.39	5.80	40.92	0.85	12.4
兖矿能源（600188）	1175.04	111.17	55.9	33.08	10.34	60.76	2.29	22.0
华阳股份（600348）	161.69	16.82	49.7	43.02	4.53	52.01	1.66	59.2
山煤国际（600546）	155.24	15.26	45.8	41.61	9.16	49.11	2.30	38.7
电投能源（002128）	371.21	76.85	43.6	42.49	15.01	27.94	1.79	59.4
山西焦煤（000983）	275.60	20.20	40.9	30.18	5.46	55.42	2.08	39.2
苏能股份（600925）	108.73	2.61	39.1	21.83	1.69	58.40	11.02	27.4
陕西煤业（601225）	1227.66	170.65	34.2	35.25	16.70	41.38	2.40	98.2
上海能源（600508）	70.64	3.37	31.9	17.14	2.64	42.27	4.83	23.8
新集能源（601918）	127.25	17.47	18.3	33.04	9.88	63.18	2.29	41.8
中国神华（601088）	2960.31	444.03	3.8	34.99	9.28	40.83	2.09	100.0
冀中能源（000937）	112.06	4.21	3.3	29.86	2.19	60.46	4.43	25.8
晋控煤业（601001）	98.09	13.18	3.3	38.50	6.78	19.57	2.04	16.2
中煤能源（601898）	1156.36	127.49	2.1	27.28	7.76	46.52	1.77	41.0
大有能源（600403）	33.23	-10.79	—	9.45	-34.09	83.14	0.37	21.4
甘肃能化（000552）	69.45	2.21	—	22.70	1.32	55.92	3.99	15.2
盘江股份（600395）	76.18	2.29	—	29.94	2.14	75.89	7.61	31.4
恒源煤电（600971）	54.14	2.89	—	29.21	2.44	51.49	7.60	27.1
郑州煤电	26.23	-2.81	—	24.22	-34.90	83.52	-1.35	25.8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（600121）								
新大洲 A（000571）	5.80	-0.89	—	21.95	-151.27	68.68	-1.25	0.0
辽宁能源（600758）	23.16	-8.34	—	-10.52	-16.64	63.13	0.79	3.7

数据来源：上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；营收与归母净利为前三季度累计数，净利同比为相对 2025 年三季报的累计增速，去年同期归母净利为负的标的无法计算同比、以[—]表示；ROE 为前三季度加权净资产收益率；经营现金流/净利为合并现金流量表[经营活动产生的现金流量净额]与归母净利之比，比值仅用于横向比较。

把表 5 与表 2 对照，两个排序并不一致：净利同比最高的四只位置都在区间中段（51.2%、38.0%、38.9%、38.4%），而位置最高的中国神华净利同比 +3.8%、陕西煤业 +34.2%，增速并不突出。增速与位置之间没有稳定的对应关系，高位更多来自分红的确定性。

4. 股息：3% 以上的六只在回落中反弹幅度更大

4.1. 分组的读数

把 19 只有 TTM 股息率读数的标的按 3% 与 1% 切开，结果比按市值分组整齐得多。股息率 3% 以上的 6 只，PE 中位 15.37 倍、PB 中位 1.50 倍、量比中位 0.81、位置中位 49.1%、近 20 日 -2.23%、近 60 日 +5.61%、自区间低点反弹中位 +21.7%，总市值中位 582.72 亿元。股息率 1% 至 3% 的 11 只，PE 中位 18.16 倍、PB 0.99 倍、量比 0.68、位置 38.4%、近 20 日 -3.17%、近 60 日 -1.68%、反弹 +15.3%。股息率 1% 以下的 2 只（平煤股份 0.69%、苏能股份 0.47%），PE 中位 65.29 倍、位置 32.7%。

两组最关键的差别在近 60 日：+5.61% 与 -1.68%，相差 7.3 个百分点。同期等权指数只有 -0.15%，板块整体几乎没有收益，高股息组的正收益主要来自结构。

表6：按 TTM 股息率分组的估值与表现对照（2026-10-30）

TTM 股息率	只数	股息率中位（%）	总市值中位（亿元）	PE(TTM)中位（倍）	PB 中位（倍）	量比中位	115 日位置中位（%）	近 20 日（%）	近 60 日（%）	自区间低点反弹（%）
3% 以上	6	3.31	582.72	15.37	1.50	0.81	49.1	-2.23	5.61	21.7
1%~3%	11	2.12	314.93	18.16	0.99	0.68	38.4	-3.17	-1.68	15.3
1% 以下	2	0.58	247.90	65.29	1.39	0.73	32.7	-1.33	0.67	10.6
全样本	19	2.71	243.05	18.39	1.12	0.68	31.4	-6.57	-1.68	15.46

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；股息率为最近 12 个月现金分红对应 2026 年 10 月 30 日收盘价，可得样本 19 只，其余 6 只无 TTM 分红数据未纳入分组；各项为组内中位数，PE 为可得样本中位数；全样本行的近 20 日、近 60 日与反弹为 25 只口径，与分组口径存在样本差异。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.2. 六只的构成

高股息这一组的名单说明了它的性质：中国神华 3.87%、陕西煤业 3.44%、晋控煤业 3.33%、恒源煤电 3.30%、电投能源 3.27%、昊华能源 3.05%。四只是市值 890 亿元至 2722 亿元的龙头与准龙头，恒源煤电、昊华能源是 90 亿元至 170 亿元的中小市值标的。六只的三季报都已披露且净利正增：中国神华 +3.8%、陕西煤业 +34.2%、电投能源 +43.6%、昊华能源 +119.7%、晋控煤业 +3.3%、恒源煤电由亏转盈。

但“高股息”不等于“低估值”，这是这一组里需要注意的反例。恒源煤电股息率 3.30%，PE(TTM) 却是 45.72 倍、位置 27.1%、近 20 日 -11.11%、当日 -3.22%；昊华能源股息率 3.05%、PE 14.47 倍，量比只有 0.39，是 25 只中成交最清淡的一只。股息率高只说明分红对股价的比例高，不保证估值偏低或资金关注。真正同时具备“高股息、低估值、位置靠前”的是中国神华（3.87%、20.70 倍、100.0%）与陕西煤业（3.44%、12.89 倍、98.2%）；电投能源（3.27%、11.48 倍、59.4%）落在位置中段，晋控煤业（3.33%、14.70 倍、16.2%）则仍在低位。

5. 量能：回落是缩量，放量只集中在三只

以量比（近 5 个交易日均成交额与近 60 日均成交额之比）分层，25 只中只有 3 只站上 1.0：电投能源 1.25、中国神华 1.21、盘江股份 1.09。这三只当日涨跌中位 +0.72%、近 5 日中位 +5.04%、近 20 日中位 +2.34%、位置中位 59.4%、股息率中位 3.27%，是“位置在中段以上、成交在放大、近 20 日为正”的一组。0.7 至 1.0 的 9 只，近 20 日 -5.26%；0.7 以下的 13 只，当日 -0.53%、近 20 日 -8.73%、位置中位 25.8%、市值中位 170.06 亿元，是缩量最明显、跌幅最大的一组。

这个结构与第四阶段的领涨名单高度吻合：三只放量的标的中有两只同时位列这一阶段的领涨名单（中国神华 +7.1%、电投能源 +3.6%）。反过来说，第四阶段跌幅最大的郑州煤电（-24.0%）量比只有 0.52，属于缩量下跌，而非放量出货。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：按量比分层的价格与估值对照（2026-10-30）

量比区间	只数	当日涨跌中位（%）	近 5 日（%）	近 20 日（%）	115 日位置中位（%）	总市值中位（亿元）	股息率中位（%）	名单
1.0 以上	3	0.72	5.04	2.34	59.4	890.11	3.27	电投能源、中国神华、盘江股份
0.7~1.0	9	0.00	3.13	-5.26	39.2	275.32	2.71	新集能源、陕西煤业、山西焦煤、苏能股份、甘肃能化、华阳股份、晋控煤业、恒源煤电、兰花科创
0.7 以下	13	-0.53	0.91	-8.73	25.8	170.06	2.69	淮北矿业、山煤国际、中煤能源、兖矿能源、冀中能源、平煤股份、潞安环能、郑州煤电、新大洲 A、大有能源、上海能源、昊华能源、辽宁能源

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；量比为近 5 个交易日均成交额与近 60 日均成交额之比，低于 1 视为未放量；各组数值为组内中位数，股息率为可得样本中位数。

成交的绝对水平同样在回落。近 5 日日均 80.78 亿元，近 60 日日均 106.53 亿元，两者之比（合计口径）0.76。板块成交占全市场不到 0.5%，单只标的的大额进出即可扰动合计读数，因此本报告同时给出中位与合计两个口径。

6. 估值：整体法 15.7 倍与中位数 18.4 倍的近距离

25 只 PE(TTM) 中位数 18.39 倍、PB 中位数 1.12 倍、TTM 股息率中位数 2.71%。PE 可得读数 20 只，其余 5 只为 TTM 净利为负或数据缺失、无读数（兰花科创、大有能源、郑州煤电、新大洲 A、辽宁能源）；PB 25 只全部可得；股息率可得 19 只。

以市值加权衡量，25 只合计总市值 22569.86 亿元，对应三季报归母净利 1076.63 亿元，按四分之三年化后的估值约 15.72 倍（三季报净利年化口径）；按中报净利年化计算为 16.17 倍。两个市值加权口径与 18.39 倍的 PE 中位数之间只差 2.2 倍至 2.7 倍，远小于其他行业常见的差距。

这个“近距离”本身就是结论。整体法偏低通常源于权重股估值较低；煤炭的情况并非如此——中国神华占板块市值 50.0%，PE(TTM) 20.70 倍，比中位数还高。真正压低整体法估值的是中煤能源（10.18 倍）、新集能源（10.52 倍）、电投能源（11.48 倍）这三只 253 亿元至 1848 亿元市值的标的，以及陕西煤业（12.89 倍）。换句话说，煤炭的估值差不是“大盘股估值低、小盘股估值高”，而是按盈利兑现能力重新排过序。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：按 PE(TTM) 区间的分布（2026-10-30）

PE(TTM)区间	只数	合计市值（亿元）	市值占比（%）	115日位置中位（%）	股息率中位（%）	近20日涨跌中位（%）
12倍以下	3	2991.5	13.3	41.8	2.88	0.68
12~20倍	9	6612.9	29.3	38.4	2.71	-5.08
20~40倍	5	12100.4	53.6	38.0	2.12	-3.17
40倍以上	3	507.6	2.2	27.1	1.89	-5.26
无读数	5	357.5	1.6	21.4	—	-17.35

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；
备注：PE(TTM) 为最近 12 个月归母净利对应 2026 年 10 月 30 日收盘价，TTM 净利为负或无数据的标的无读数；12 倍以下为中煤能源、电投能源、新集能源，40 倍以上为苏能股份、甘肃能化、恒源煤电；市值占比以 25 只合计 22569.86 亿元为分母。

分布重心较为清晰：20 倍至 40 倍这一档只有 5 只，却占了 53.6% 的市值，主要是中国神华一家；12 倍以下的 3 只占 13.3%，12 倍至 20 倍的 9 只占 29.3%。价格表现与估值高低大体反向：12 倍以下的 3 只（中煤能源、电投能源、新集能源）近 20 日涨跌中位 +0.68%、近 60 日 +2.14%，是五档里唯一近 20 日取得正收益的一组；无读数的 5 只近 20 日 -17.35%，跌幅最深；40 倍以上的 3 只（苏能股份 97.78 倍、恒源煤电 45.72 倍、甘肃能化 41.93 倍）合计市值只有 507.6 亿元、占比 2.2%，股息率中位 1.89%、位置中位 27.1%，是“估值高、位置低”的一组。

PB 口径的分化小得多。25 只 PB 中位 1.12 倍，大市值组 1.39 倍、小市值组 0.88 倍，组间差距 0.5 倍；而 PE 的组间差距接近 1.8 倍。PB 的排序与 PE 相反，小市值组更低，说明市场对中小市值的折价体现于净资产，而非盈利。两者在煤炭给出的信号并不一致：位置最低的 5 只中，潞安环能 PB 0.91 倍、晋控煤业 1.39 倍、辽宁能源 0.87 倍，另有新大洲 A 的 PB 高达 54.24 倍（净资产接近为零所致），同一档里的估值含义并不相同。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

对 10 月 30 日这一截面的判断有五条。

第一，板块没有整体性行情。等权指数 100.45 与 4 月 1 日的基期基本重合，处在区间 35.0% 的位置，位置中位数 31.4%，成交连续两段收缩、量比 0.76。当日走平更多体现防御属性，不是资金回流。

第二，定价主体是“股息 + 三季报兑现”两条都占的龙头。中国神华股息率 3.87%、三季报净利同比 +3.8%、位置 100.0%，陕西煤业 3.44%、+34.2%、98.2%，两只合计占板块市值 62.0%。10 月 30 日大盘下跌 1.44%、小盘指数下跌 3.34% 的背景下，这两只分别上涨 0.72% 与 2.11%，是当日板块走平的主要支撑。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第三，三季报的改善面已经完整呈现，但不能外推到全样本。25 只全部披露后，18 只净利同比正增、中位 42.2%，可增速最高的四只（兰花科创、平煤股份、昊华能源、淮北矿业）位置都在区间中段，读数并未因此更高；同时 4 只亏损合计 -22.83 亿元、负债率都在 63% 以上，亏损与高杠杆是同一批标的的两面。

第四，位置低不等于估值低。位置 20% 以下的 5 只，PE(TTM) 分别为潞安环能 19.43 倍、晋控煤业 14.70 倍、甘肃能化 41.93 倍，并不都低于板块中位，其中新大洲 A、辽宁能源为亏损、PE 无读数。这一组的反弹需要煤价或分红预期作为触发条件，仅凭跌幅较大难以形成持续修复。

第五，量能是当前最主要的约束。25 只中只有 3 只量比站上 1.0，其余 22 只的近 5 日均成交额低于各自近 60 日均值。在成交没有回补之前，龙头一端的高位读数可以维持，但向中段扩散的可能性不高。

需要强调，上述判断建立在单一日截面数据之上。动力煤与焦煤价格是这一板块最核心的外部变量，单日价格与成交不构成趋势判断依据；三季报已经出完，接下来决定板块内部排序的是四季度煤价与年度分红方案，这比单日涨跌更值得跟踪。

从配置节奏看，当前位置更适合观察而非追高。等权指数距区间高点有 15.65% 的回撤空间、距区间低点只有 11.08% 的反弹空间，上下空间大体对称；量比 0.76、成交持续收缩，说明分歧没有充分释放。若后续出现量比站上 1.0、同时位置中位数从 31.4% 抬升的组合，修复的持续性才有依据；在此之前，高股息组与三季报已兑现标的的相对收益，比板块整体的方向更确定。

表9：后续值得跟踪的几个指标

跟踪指标	观察要点	当前读数（2026-10-30）	数据频率
板块合计成交额	单日成交额与近 60 日均值对比，判断成交能否回补	79.10 亿元（近 60 日均值 106.53 亿元）	日频
板块量比	合计成交额 5 日均 ÷ 60 日均，站上 1.0 视为成交回补扩散	0.76（合计口径）	日频
等权指数区间位置	与个股位置中位数对照，看修复是整体还是结构性	35.0%（等权指数 100.45）	日频
全样本区间位置	位置中位数能否从 31.4% 抬升	31.4%	日频
四季度煤价	动力煤港口价与焦煤价格的中枢变化，决定四季度盈利预期	以公开行情为准	日频/周频
龙头分红兑现	中国神华、陕西煤业年度分红方案与股息率的变化	3.87%、3.44%	季频/年频
高股息组的量能	6 只高股息标的量比能否持续站上 1.0	中位 0.81（仅神华 1.21、电投 1.25 在 1.0 以上）	日频
亏损标的的改善	大有能源、辽宁能源、郑州煤电、新大洲 A 四季度能否减亏	三季报合计 -22.83 亿元	季频

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年三季报，东吴证券研究所；量比为近 5 个交易日均成交额与近 60 日均成交额之比；动力煤与焦煤价格以公开行情为准，本报告不提供点位预测，未列入表内。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8. 风险提示

1. 动力煤与焦煤价格受进口煤到港量、水电出力与下游用电需求影响波动较大，若煤价快速回落，开采环节的盈利与估值可能同步承压。

2. 小市值组 12 只三季报归母净利合计仅 12.45 亿元、资产负债率中位 61.80%、毛利率中位 23.46%，在煤价走弱时同时承受毛利压缩与利息刚性，经营风险高于龙头组。

3. 25 只中有 4 只三季报亏损（大有能源 -10.79 亿元、辽宁能源 -8.34 亿元、郑州煤电 -2.81 亿元、新大洲 A -0.89 亿元），其中郑州煤电、大有能源资产负债率分别为 83.52% 与 83.14%，若煤价继续下行，亏损可能扩大。

4. 板块量比(合计口径)0.76，近 5 日日均成交 80.78 亿元低于近 60 日的 106.53 亿元，若成交未能回补，龙头一端的高位读数可能难以维持。

5. 25 只中 5 只 PE(TTM) 无读数，TTM 净利为负或数据缺失，相关标的的估值与盈利不可比，对板块中位数有一定扰动。

6. 样本 25 只均属煤炭开采环节，不含焦化、煤化工与煤炭贸易，对煤炭板块的代表性存在边界，跨环节的结论需谨慎。

7. 本报告行情数据统一截至 2026 年 10 月 30 日收盘，财务数据为 2026 年三季报、披露期截至 10 月 31 日，两者的截止日不同。区间序列按前复权价格拼接，重叠交易日的复权因子存在小幅差异，除权除息日的价格衔接可能与不复权行情不同。

8. 本报告为行业配置观察，不构成具体个股的投资建议，所有结论基于公开数据与本报告口径，不构成任何收益承诺。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn