国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 08 日

煤炭行业三季报总结

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） lujiaqi@gjzq.com.cn
分析师：许子怡（执业 S1130526030003） xuziyi@gjzq.com.cn

盈利持续改善，关注估值提升

投资逻辑

■ **板块综述：主业盈利修复，板块涨幅显著、基金配置回升**

（1）业绩方面，26Q3 煤炭板块归母净利润 393 亿元，同环比+19.8%、-5.8%，扣非净利润 398 亿元，同环比+32.3%、+5.9%，归母环比回落主要受 Q2 较高非经收益基数影响。26Q1-3 经营现金流同比+32.9%，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，26Q3 安监约束下煤企产销承压、山西地区较为明显，售价上涨带动吨煤毛利显著修复，板块销量加权吨毛利环比+27.0%，其中动力煤、焦煤分别+26.4%、34.6%，但量减及成本上升抵消部分收益。（3）行情方面，煤炭板块年初至今涨幅 15.2%，为全行业第一，Q3 上涨 22.0%，动力煤、焦煤分别上涨 22.8%、15.3%；板块 PE/PB 为 15.61/1.70，近十年分位数为 85.69%/93.08%，仍处历史较高水平。考虑 Q4 煤价中枢环比抬升，盈利有望继续改善，中长期供给合规化与安全约束常态化有望抬高煤价底部、降低盈利波动，增强利润及分红可持续性，支撑红利属性深化带来的价值重估。(4)持仓方面，26Q3 公募煤炭配置比例升至 1.01%，环比+0.59pct，供给约束与煤价上涨推动盈利预期上修，其中动力煤、焦煤分别增配 0.52、0.07pct；同期行业市值占比升至 2.95%，仍低配约 1.94pct，险资及主动公募选择性增配，被动产品持仓随净赎回收缩，当前板块成交额占比 0.52%。

■ **动力煤：供给弹性受限，冬储及供暖需求支撑价格**

26Q3 动力煤板块扣非归母净利润 362 亿元，同比+22.7%、环比+3.9%。年初至今秦港 Q5500 现货价由 679 元/吨升至 1013 元/吨，累计上涨 49.2%，其中 26Q3 均价 878 元/吨，环比+7.4%，同比+31.3%；截至 11 月 6 日，26Q4 现货均价 1016 元/吨，环比+15.7%，同比+32.8%，长协均价 722 元，环比+19 元，同比+37 元。供给端，26Q3 全国原煤产量同比-10.1%、-7.7%、-6.8%，日均产量环比-12.8%、+5.4%、+10.0%，其中山西同比降幅持续在 30%以上，26Q3 动力煤进口同比下降 6.0%。10 月以来复产进一步推进，但安全验收、生产接续及负荷恢复制约实际增量，且伴随 11 月中旬生产考核巡查启动，国内供应端或难以大幅放量，进口煤补充亦有限。需求端，北方降温及供暖带动日耗回升，且 11-12 月火电电量在低基数下有望增长，二十五省电厂库存同比低 6.5%，内陆低 12.1%，补库需求仍有释放空间。10 月末供应改善预期与谨慎采购带动煤价调整，11 月首周已企稳回升，供给弹性受限叠加冬储需求，煤价仍有向上空间。

■ **炼焦煤：供给约束支撑煤价，需求转弱压制涨幅**

26Q3 炼焦煤板块扣非归母净利润 36 亿元，同比+476.6%、环比+31.6%。年初至今京唐港山西产主焦煤价格由 1650 元/吨升至 2420 元/吨，累计上涨 46.7%，其中 26Q3 均价 2402 元/吨，环比+30.6%，同比+54.8%；截至 11 月 6 日，26Q4 现货均价 2488 元/吨，环比+3.6%，同比+44.8%，长协指数 10 月上调 50 元至 1728 元后 11 月基本持平。10 月以来，国内复产增量释放偏慢、蒙煤通关维持低位，支撑优质煤价格，但钢厂盈利承压、铁水回落，焦炭提降进一步挤压焦企利润，下游采购趋于谨慎，煤价高位调整。后续国内复产与甘其毛都通关提量预期压制上行空间，实际恢复偏慢及产业链低库存则限制回调幅度。短期预计延续震荡调整，若焦钢利润企稳、补库需求释放，煤价仍有修复空间。

■ **相关标的：动力煤龙头红利价值**

Q4 煤价中枢抬升有望推动业绩继续改善，低利率环境下，盈利稳定性提升亦为股息率要求下降、估值修复提供基础。主线一：动力煤龙头盈利稳健，股息价值高，相关标的中国神华 A/H、陕西煤业。主线二：受益煤价上涨的弹性标的，相关标的兖矿能源、广汇能源。主线三：电价上行下的煤电一体，相关标的新集能源、淮河能源、电投能源。

■ **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：供给约束驱动煤价上涨，高位震荡运行 5
（二）板块表现：三季度涨幅显著，四季度以来动力煤延续强势 7
（三）基金持仓：Q3 持仓明显回升，供给约束与盈利修复预期推动配置回暖 9
二、业绩综述：前三季度盈利同比修复，Q3 扣非利润环比增长 12
三、经营概览：安监约束下产销承压，售价抬升带动吨煤毛利修复 17
（一）量：安监约束下产销承压，山西煤企减量分化 17
（二）利：售价抬升带动吨煤毛利修复，量减抵消部分涨价收益 18
四、后市展望：供给恢复偏慢，冬储需求支持煤价高位震荡 20
（一）动力煤：供给弹性受限，冬储及供暖需求支撑价格 20
（二）炼焦煤：供给约束支撑煤价，需求转弱压制涨幅 25
五、投资建议：动力煤龙头红利价值 27
六、风险提示 28

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 16：26Q3 末煤炭股基金配置占比为 1.01%、环比+0.59pct、同比+0.71pct 9
图表 17：细分板块来看，26Q3 末动力煤、炼焦煤板块配置比例升至 0.88%、0.13% 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：煤炭核心个股机构持仓比例变化 11
图表 20：煤炭板块营业收入及增速 12
图表 21：煤炭板块归母净利润及增速 12
图表 22：煤炭子板块营业收入（亿元） 12
图表 23：煤炭子板块归母净利润（亿元） 12
图表 24：煤炭板块公司 26Q1-3 利润 13
图表 25：煤炭板块公司单季利润 13
图表 26：煤炭板块经营现金流净额（亿元） 15
图表 27：煤炭板块投资现金流净流出（亿元） 15
图表 28：煤炭板块自由现金流（亿元） 15
图表 29：煤炭板块筹资现金流净额（亿元） 15
图表 30：煤炭板块期间费用（亿元） 15
图表 31：煤炭板块期间费率 15
图表 32：煤炭板块资产负债率 16
图表 33：煤炭板块 ROE 16
图表 34：煤炭各子板块重点公司 26Q1-3 ROE 16
图表 35：26Q1-3 煤炭板块公司产销量 17
图表 36：26Q3 煤炭板块公司产销量 18
图表 37：26Q1-3 煤炭板块公司吨煤售价、成本、毛利 19
图表 38：26Q3 煤炭板块公司吨煤售价、成本、毛利 19
图表 39：全国原煤产量（万吨） 20
图表 40：山西省原煤产量（万吨） 20
图表 41：晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量（万吨） 20
图表 42：山西样本煤矿周度产量（万吨） 20
图表 43：全国煤炭进口量（万吨） 21
图表 44：1-7 月分国别进口量（万吨） 21
图表 45：月度发用电量同比增速 21
图表 46：分电源月度发电增量（亿千瓦时） 22
图表 47：化工行业耗煤量（万吨） 22
图表 48：水泥周度发运率（%） 22
图表 49：沿海八省电厂日耗（万吨） 22
图表 50：内陆十七省电厂日耗（万吨） 22
图表 51：大秦线日运量/万吨 23
图表 52：唐呼线日运量/万吨 23

图表 53：环渤海港口库存（万吨）..... 23
图表 54：江内港口库存（万吨）..... 23
图表 55：沿海八省电厂库存（万吨）..... 24
图表 56：内陆十七省电厂库存（万吨）..... 24
图表 57：欧盟天然气储气负荷率..... 24
图表 58：美国地下储气库中的工作气量（十亿立方英尺）..... 24
图表 59：美国汽油库存量（千桶）..... 25
图表 60：美国馏分燃料油库存量（千桶）..... 25
图表 61：中国神华股息率与十年期国债收益率..... 25
图表 62：炼焦烟煤月度产量（万吨）..... 26
图表 63：甘其毛都口岸通关量（车）..... 26
图表 64：88 家样本焦煤矿原煤产量（万吨）..... 26
图表 65：产业链焦煤库存（万吨）..... 26
图表 66：产业链焦炭库存（万吨）..... 27
图表 67：产业链碳元素库存（万吨）..... 27
图表 68：247 家钢厂日均铁水产量（万吨）..... 27
图表 69：247 家钢厂盈利率..... 27

一、市场回顾

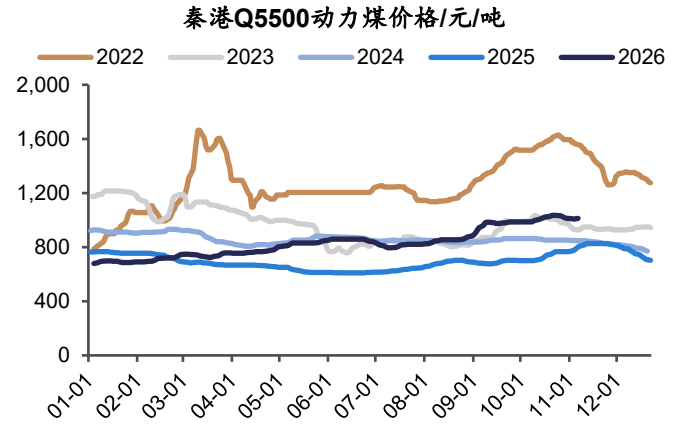
（一）基本面：供给约束驱动煤价上涨，高位震荡运行

动力煤：供给约束叠加用煤旺季，煤价破千

2026 年初至今，秦港 Q5500 现货价由 679 元/吨升至 1013 元/吨，累计上涨 49.2%。山西“522”事故后，供给收缩驱动煤价上涨，6 月中旬升至 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，叠加高温拉动日耗，低库存放大供给收缩影响，煤价持续向上突破。10 月，大秦线秋检叠加冬储预期及非电刚需拉动，煤价破千，高点涨至 1035 元/吨，下旬起伴随检修结束、港口调入回升，以及保供政策下供应改善预期增强，终端补库谨慎，煤价小幅回落，维持千元以上高位；因供给实际增量有限及旺季需求逐步兑现，11 月首周煤价企稳回升。

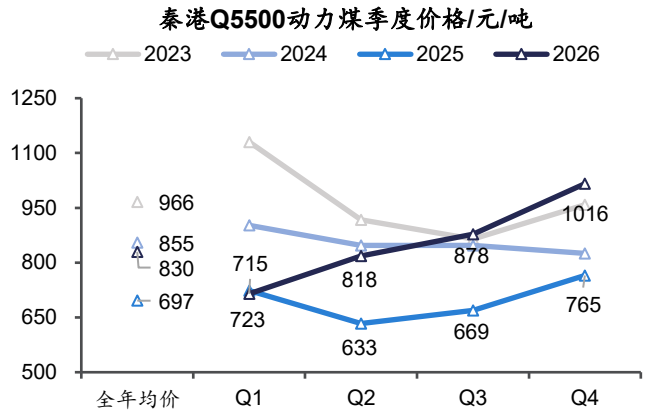
截至 11 月 6 日，秦港 Q5500 现货价 1013 元/吨，周环比+1 元/+0.1%、周内企稳反弹，同比+214 元/+26.8%。其中 26Q3 秦港 Q5500 现货均价 878 元/吨，环比+60 元/+7.4%，同比+209 元/+31.3%，长协均价 703 元，环比+12 元，同比+33 元；26Q4 以来（截至 11 月 6 日）现货均价 1016 元/吨，环比+138 元/+15.7%，同比+251 元/+32.8%，长协均价 722 元，环比+19 元，同比+37 元。

图表1：秦港 Q5500 动力煤价格（元/吨）



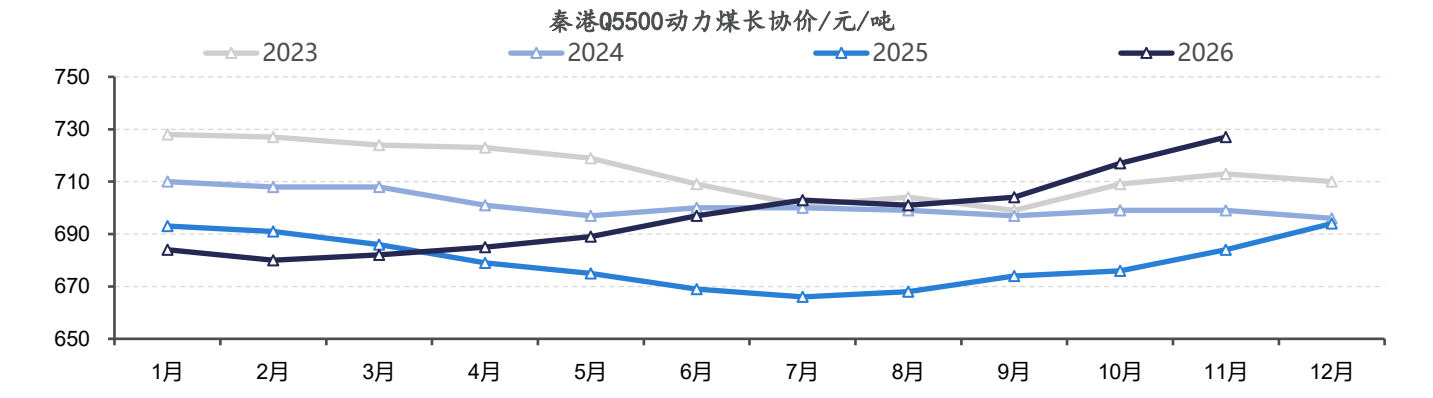
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

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

图表3：国煤下水煤 Q5500 长协价（元/吨）



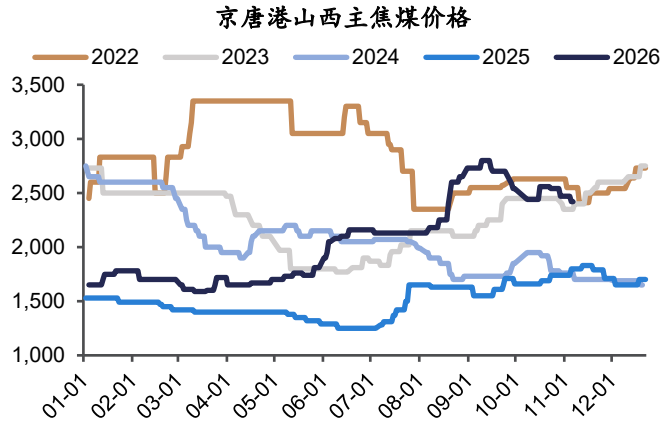
来源：全国煤炭交易中心，国金证券研究所

炼焦煤：供给约束抬升中枢，焦钢承压高位回调

2026 年初至今，京唐港山西产主焦煤价格由 1650 元/吨升至 2420 元/吨，累计上涨 46.7%。山西“522”事故后，炼焦煤矿集中停产自查，低库存下优质主焦煤缺口扩大，推动价格回升；7 月，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；8 月至 9 月上旬，安监趋严、复产不复量叠加蒙煤通关扰动，优质煤供应偏紧，焦炭连续提涨及旺季补库预期推动煤价升至 2800 元/吨;此后供应边际恢复、高价承接转弱，煤价回落。10 月以来，焦炭提降、钢焦利润承压，煤价虽因低库存补库一度反弹，但焦炭提涨受阻、煤矿复产推进叠加铁水高位回落，煤价震荡偏弱运行。

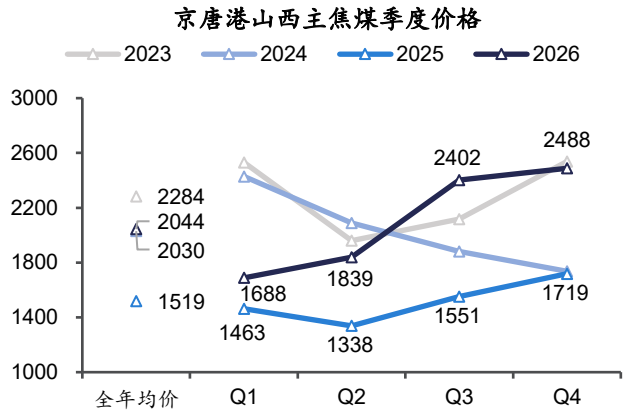
截至 11 月 6 日，京唐港山西产主焦煤价格 2420 元/吨，周环比-50 元/-2.0%，同比+620 元/+34.4%。其中 26Q3 主焦煤现货均价 2402 元/吨，环比+563 元/+30.6%，同比+851 元/+54.8%，长协均价 1497 元，环比+295 元，同比+507 元；26Q4 以来（截至 11 月 6 日）现货均价 2488 元/吨，环比+86 元/+3.6%，同比+770 元/+44.8%，长协指数 11 月 6 日当周 1729 元/吨，10 月上调 50 元后 11 月基本持平。

图表4：京唐港山西主焦煤价格（元/吨）



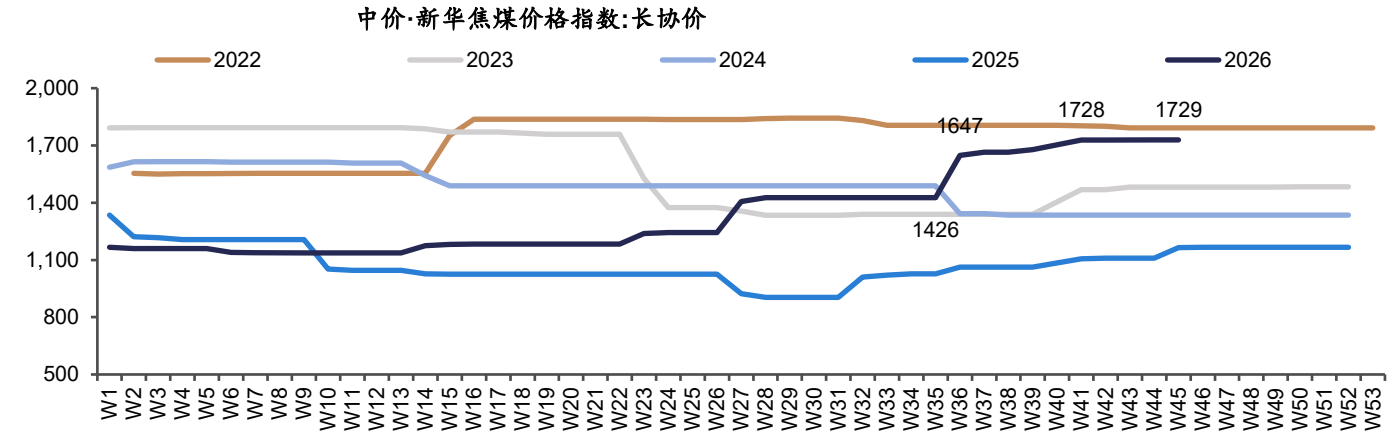
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

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）

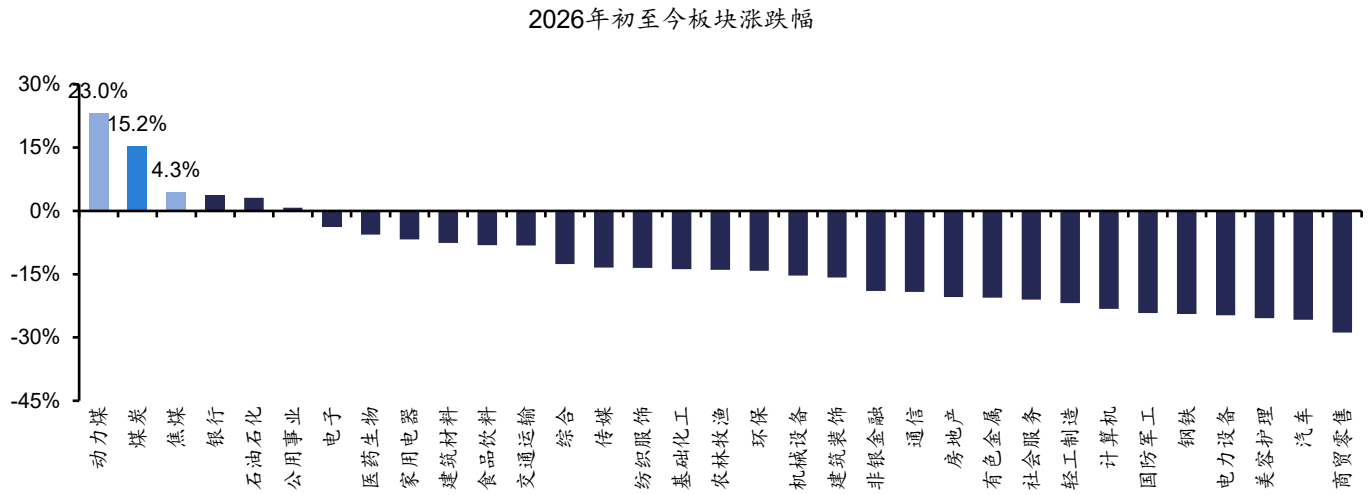


来源：焦煤在线，国金证券研究所

（二）板块表现：三季度涨幅显著，四季度以来动力煤延续强势

涨跌幅方面，截至 11 月 6 日，煤炭板块年初至今上涨 15.2%，涨幅全行业第一，其中动力煤、焦煤分别上涨 23.0%、4.3%。分阶段看，三季度涨幅较高，煤炭板块单季上涨 22.0%，动力煤、焦煤分别上涨 22.8%、15.3%，主因安监趋严约束供给，煤价上涨带动盈利预期修复。10 月以来，动力煤延续强势、上涨 4.1%，支撑煤炭板块上涨 3.1%；焦煤则下跌 5.5%，主要受复产预期及钢厂盈利承压影响。整体看，三季度煤价回升推动板块普涨，四季度以来表现分化，冬储需求及供给恢复偏缓继续支撑动力煤，焦煤有所回调。

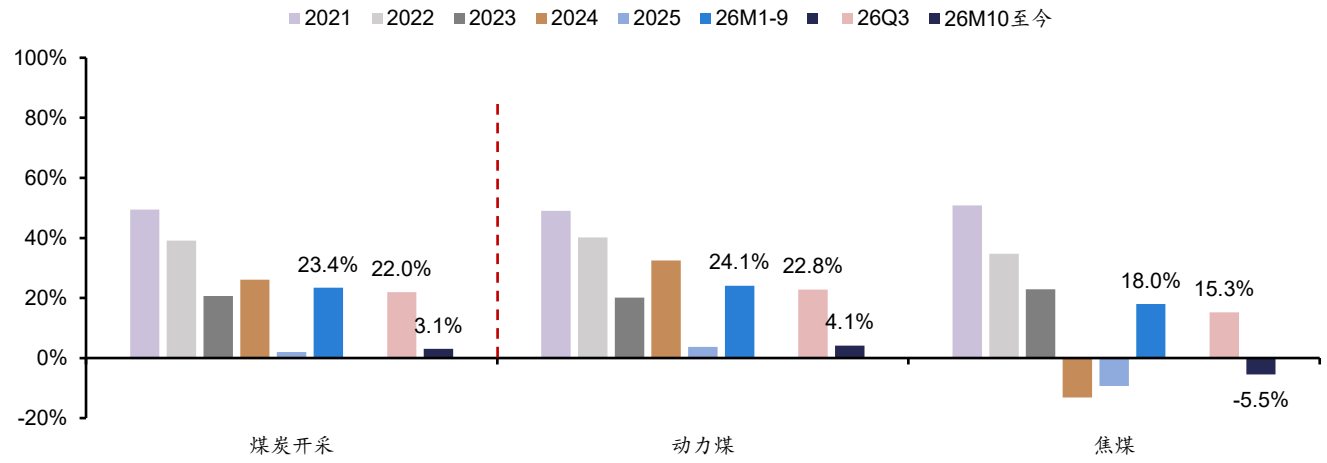
图表7：2026 年初至今煤炭板块涨幅居前



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 11 月 6 日

图表8：煤炭板块历史涨跌幅



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 11 月 4 日

估值方面，截至 11 月 6 日，煤炭板块市盈率（剔除负值，下同）为 15.61，近十年估值分位数为 85.69%，市净率为 1.70，近十年估值分位数为 93.08%。其中，动力煤子板块市盈率为 15.33，近十年估值分位数为 89.28%，市净率为 1.95，近十年估值分位数为 95.31%；炼焦煤子板块市盈率为 18.14，近十年估值分位数为 76.55%，市净率为

0.86，近十年估值分位数为 22.84%。

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

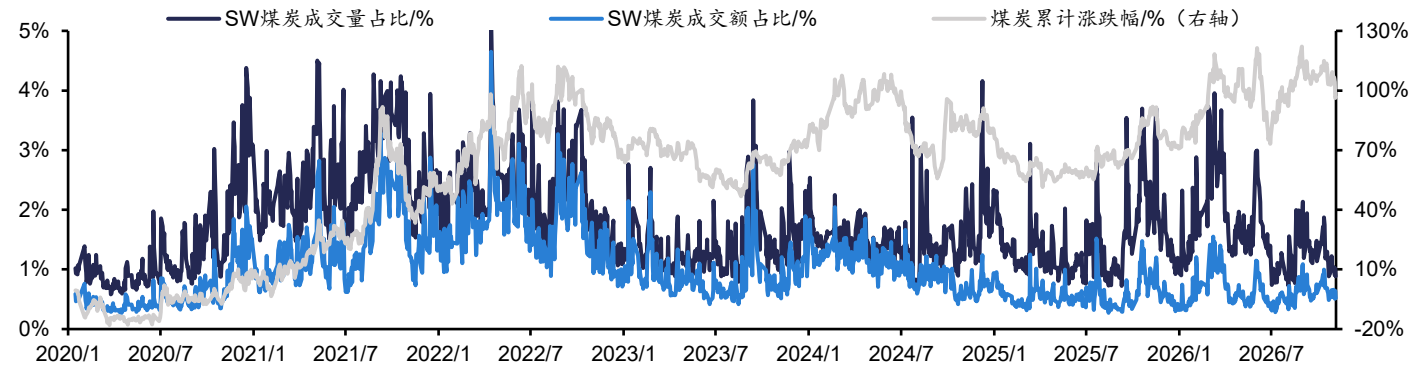
图表14：焦煤板块 PB



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“事件催化放量—基本面驱动上涨—缩量维持高位”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 月以来，安监趋严制约供给，煤价上涨带动煤企业绩及分红预期改善，行情由事件催化转向基本面驱动，成交量占比升至约 3%，三季度伴随煤价上行涨幅较大。10 月以来，板块内部表现分化，同期成交量、成交额占比未随股价上涨持续扩大，整体呈缩量上涨、涨后整理特征。11 月 6 日煤炭板块成交量占比 0.88%，成交额占比 0.52%。

图表15：煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅

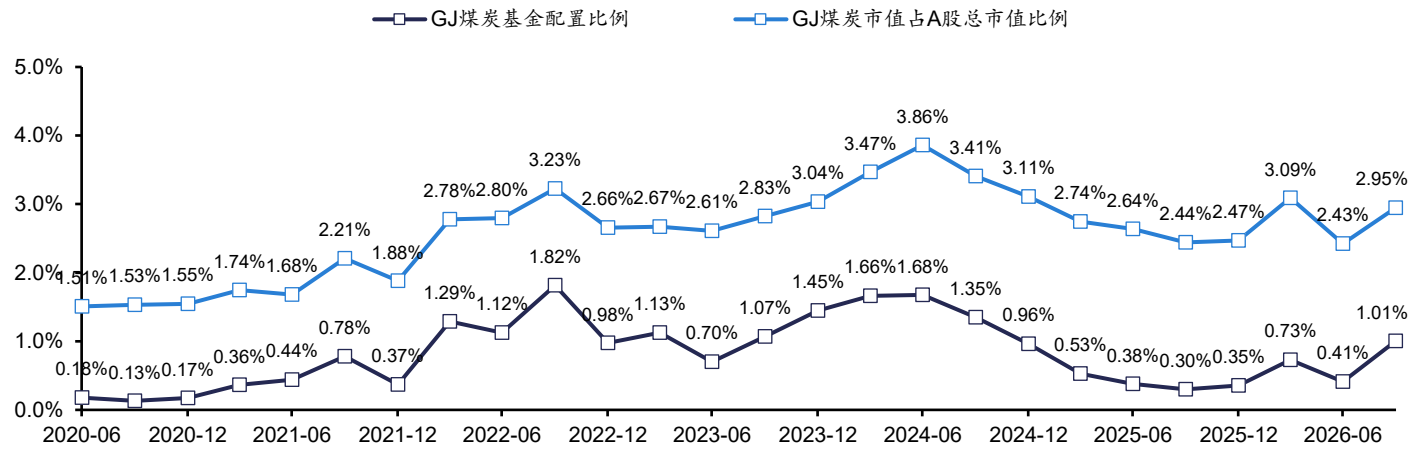


来源：iFinD，国金证券研究所

（三）基金持仓：Q3 持仓明显回升，供给约束与盈利修复预期推动配置回暖

26Q3 公募基金对煤炭板块的配置比例明显回升，核心是安监及超产治理约束供给，煤价回升推动市场上修盈利预期，板块投资逻辑由高股息防御进一步向盈利修复延伸。三季度末，煤炭股基金配置比例升至 1.01%，环比+0.59pct、同比+0.71pct，前期因煤价及盈利下修而受到压制的配置需求有所恢复。同期，煤炭板块市值占 A 股总市值比例由 2.43%升至 2.95%。目前基金仍低配煤炭板块约 1.94pct，尚未形成拥挤配置。展望 Q4，若供给约束延续、冬储及迎峰度冬需求支撑煤价维持偏强，盈利预期改善有望继续推动配置修复，高股息龙头与煤价上涨受益较大的弹性标的仍值得关注。

图表16：26Q3 末煤炭股基金配置占比为 1.01%、环比+0.59pct、同比+0.71pct

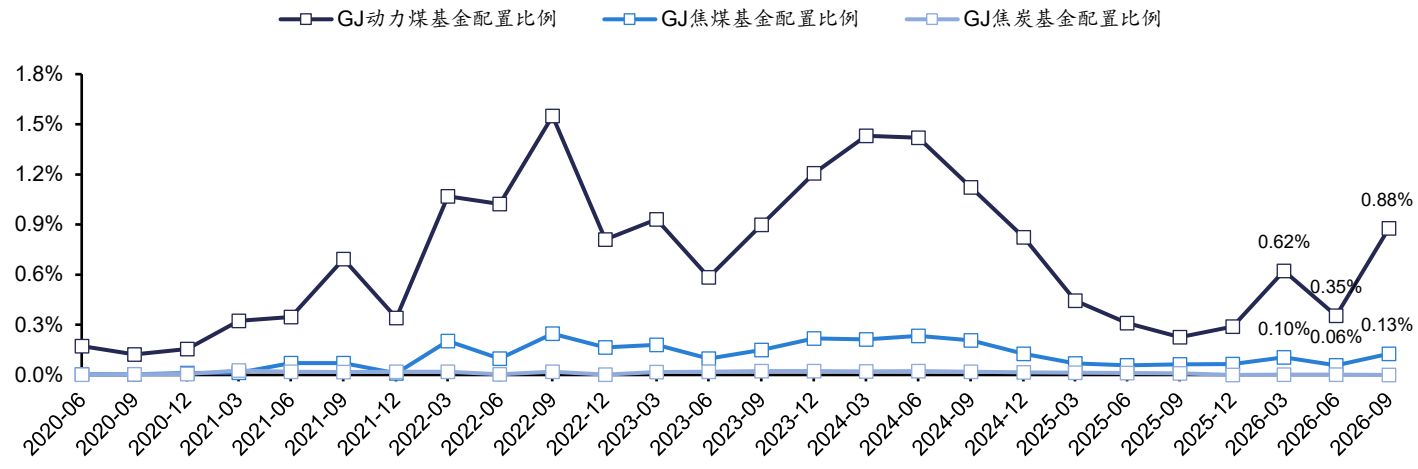


来源：iFinD，国金证券研究所

备注：包括 GJ 煤炭合计 47 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，26Q3 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 焦煤、GJ 焦炭基金配置比例分别为 0.88%、0.13%、0.00%，环比分别+0.52pct、+0.07pct、持平，动力煤配置比例显著提升。

图表17：细分板块来看，26Q3末动力煤、炼焦煤板块配置比例升至0.88%、0.13%



来源：iFinD，国金证券研究所

截至26Q3末，煤炭板块中基金前五大重仓个股分别为兖矿能源、陕西煤业、新集能源、中国神华、潞安环能，持股市值分别占基金股票投资市值比的0.169%/0.126%/0.123%/0.104%/0.082%。持股市值前十五大的个股当中兖矿能源、陕西煤业、中国神华、新集能源、潞安环能Q3持仓占比环比增长较大。

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	26Q1	26Q2	26Q3	季度变动
兖矿能源	0.053%	0.028%	0.169%	0.14pct
陕西煤业	0.106%	0.040%	0.126%	0.09pct
新集能源	0.020%	0.063%	0.123%	0.06pct
中国神华	0.065%	0.022%	0.104%	0.08pct
潞安环能	0.044%	0.033%	0.082%	0.05pct
广汇能源	0.057%	0.034%	0.062%	0.03pct
晋控煤业	0.038%	0.034%	0.054%	0.02pct
中煤能源	0.068%	0.029%	0.049%	0.02pct
电投能源	0.053%	0.012%	0.036%	0.02pct
淮北矿业	0.031%	0.014%	0.022%	0.01pct
山煤国际	0.023%	0.011%	0.021%	0.01pct
平煤股份	0.011%	0.007%	0.018%	0.01pct
昊华能源	0.010%	0.004%	0.014%	0.01pct
华阳股份	0.001%	0.003%	0.009%	0.01pct
兰花科创	0.000%	0.001%	0.004%	0.00pct

来源：iFinD，国金证券研究所

26Q3煤炭机构持仓呈现“长线资金定点增配、主动产品布局弹性标的、被动产品净赎回”的分化特点。

（1）险资、国新系选择性增配。中国神华获国寿、国新系同步增持，国新宏盛继续增持中煤能源；泰康、平安人寿账户分别新进入陕西煤业、新集能源前十。险资内部亦有分化，长城人寿减持上海能源，体现个股配置差异。

（2）主动公募布局部分周期弹性标的，被动产品持仓随赎回收缩。易方达旗下产品新进入兖矿能源、华阳股份、晋控煤业、潞安环能前十，景顺长城周期优选新进入山西焦煤、盘江股份、平煤股份前十，昊华能源获永赢旗下产品增持或新进。煤炭及红利

ETF 持股数普遍下降，主要受产品净赎回影响。

（3）社保定点增配，淮北矿业、盘江股份较突出。全国社保基金四一三组合增持淮北矿业、盘江股份，昊华能源亦有社保及基本养老保险账户新进入前十，长期资金配置呈现个股选择。

图表19：煤炭核心个股机构持仓比例变化

公司	股东名称	26Q1	26Q2	26Q3	Q3 变化
中国神华	中国人寿保险—传统普通保险产品	0.43%	1.16%	1.27%	+0.11pct
	国新宏盛投资	0.39%	0.53%	0.73%	+0.21pct
	国新投资	0.58%	0.88%	0.92%	+0.04pct
陕西煤业	中国人寿保险—传统普通保险产品	-	1.75%	1.71%	-0.04pct
	太平人寿保险	1.18%	1.18%	1.18%	持平
	泰康人寿保险—传统普通保险产品	-	-	0.58%	新进
中煤能源	国新宏盛投资	-	0.26%	0.44%	+0.18pct
	太保致远 1 号私募证券投资基金（险资系）	0.16%	0.16%	0.17%	+0.02pct
兖矿能源	中国人寿保险—传统普通保险产品	0.30%	0.28%	-	退出前十
	易方达供给改革混合	-	-	0.76%	新进
	国泰中证煤炭 ETF	0.52%	0.58%	0.44%	-0.15pct
山西焦煤	太平洋人寿—传统保险高分红股票管理组合	1.91%	2.05%	2.10%	+0.05pct
	景顺长城周期优选混合	-	-	0.47%	新进
平煤股份	瑞众人寿保险—自有资金	4.44%	4.44%	4.44%	持平
	景顺长城周期优选混合	-	-	1.07%	新进
	华泰柏瑞上证红利 ETF	2.12%	3.13%	2.31%	-0.82pct
淮北矿业	全国社保基金四一三组合	0.68%	0.73%	1.01%	+0.28pct
	华泰柏瑞上证红利 ETF	1.08%	1.59%	1.18%	-0.41pct
广汇能源	富德生命人寿保险—分红 A	9.99%	9.99%	9.99%	持平
	中国人寿保险—传统普通保险产品	-	-	0.87%	新进
	全国社保基金一一零组合	0.85%	-	0.91%	新进
新集能源	平安人寿—平安基金权益委托投资 2 号	-	-	1.26%	新进
	国泰中证煤炭 ETF	1.76%	2.05%	1.53%	-0.52pct
晋控煤业	易方达供给改革混合	-	-	0.97%	新进
潞安环能	易方达供给改革混合	-	-	1.10%	新进
	嘉实基金—社保基金 16042 组合	0.59%	0.54%	0.56%	+0.02pct
昊华能源	永赢科技驱动混合	-	0.67%	1.30%	+0.63pct
	基本养老保险基金一二零四组合	-	-	0.95%	新进
	汇添富基金—社保基金四二三组合	-	-	0.73%	新进
盘江股份	景顺长城周期优选混合	-	-	1.53%	新进
	全国社保基金四一三组合	-	1.02%	1.28%	+0.26pct
山煤国际	中国人寿—富国基金新价值传统险账户	-	-	0.47%	新进
	华泰柏瑞上证红利 ETF	2.07%	3.03%	2.24%	-0.79pct
上海能源	长城人寿保险—自有资金	4.57%	4.57%	3.38%	-1.19pct

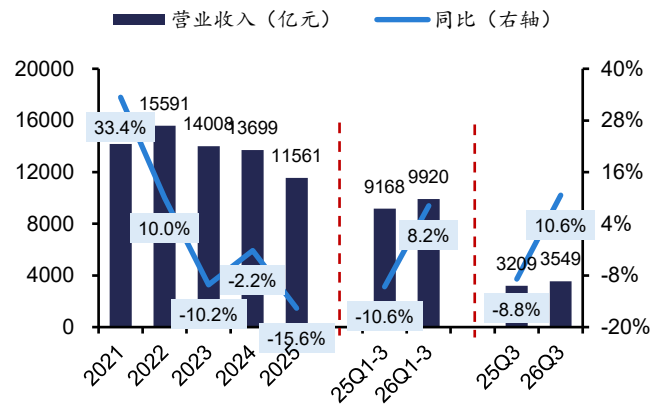
险资及国新系　公募基金　社保及养老金

来源：iFinD，国金证券研究所

二、业绩综述：前三季度盈利同比修复，Q3 扣非利润环比增长

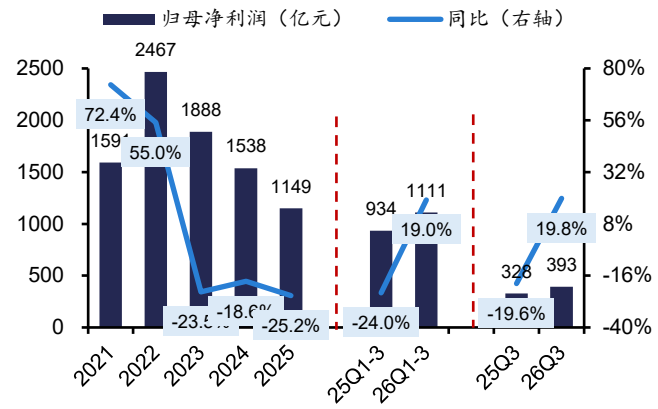
26Q1-3 煤炭板块实现营业收入 9920 亿元，同比+8.2%；归母净利润 1111 亿元，同比+19.0%；扣非归母净利润 1044 亿元，同比+23.2%。煤价中枢抬升带动盈利修复，但安监减量、成本费用及税费增加对冲部分涨价收益。26Q3 板块归母净利润 393 亿元，同比+19.8%、环比-5.8%；扣非归母净利润 398 亿元，同比+32.3%、环比+5.9%。归母与扣非走势分化，主要受 Q2 较高非经常性收益形成的基数影响，煤炭主业仍受益价格上涨。

图表20：煤炭板块营业收入及增速



来源：iFinD，国金证券研究所

图表21：煤炭板块归母净利润及增速



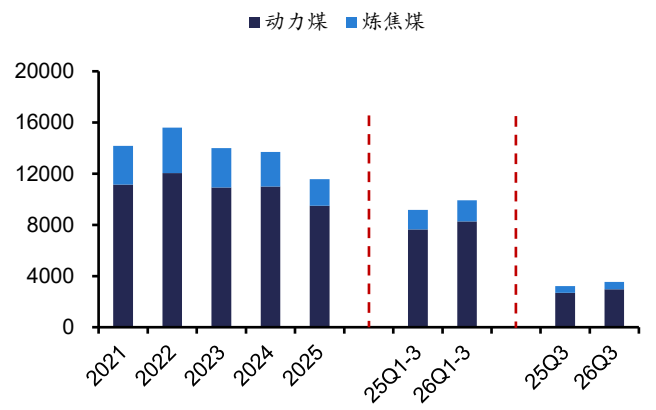
来源：iFinD，国金证券研究所

备注：煤炭样本股选择 28 家公司，覆盖动力煤、炼焦煤两个子板块，不含港股（下同）

分子板块看，动力煤贡献主要业绩增量，炼焦煤低基数下修复更快。26Q1-3 动力煤归母净利润 1023 亿元，同比+142 亿元/+16.1%，贡献板块约 80%的利润增量；炼焦煤归母净利润 88 亿元，同比+36 亿元/+67.5%。

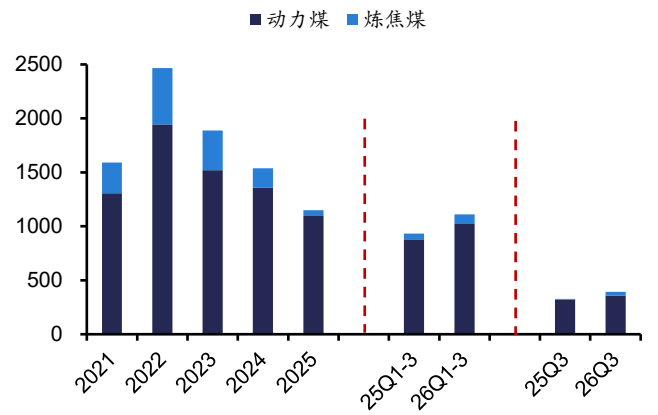
26Q3 动力煤归母净利润 358 亿元，同环比+11.5%/-7.8%，扣非归母净利润 362 亿元，同环比+22.7%/+3.9%；炼焦煤归母净利润 36 亿元，同环比+389.5%/+20.7%，扣非归母净利润 36 亿元，同环比+476.6%/+31.6%。动力煤归母环比回落含非经收益减少影响；焦煤长协涨价叠加低基数，利润弹性更大。

图表22：煤炭子板块营业收入（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表23：煤炭子板块归母净利润（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

分公司看，煤价上涨是前三季度盈利改善的共性因素。陕西煤业、兖矿能源、山煤国

际扣非利润同比分别+35.0%、+31.1%、+50.5%；淮北矿业、平煤股份、潞安环能同比分别+111.5%、+95.3%、+102.8%，但增幅包含低基数影响。涨价收益向净利润传导仍受经营及非经因素制约：中煤能源量减、成本上升及补税滞纳金等影响，扣非利润仅同比+6.0%；兖矿能源化工检修、煤制油消费税及澳洲掉期损失影响盈利释放；陕西煤业供应链资产减值亦形成拖累。

图表24：煤炭板块公司26Q1-3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）		
		25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比
动力煤	中国神华	427.8	444.0	3.8%	387.0	428.1	10.6%
	陕西煤业	127.1	170.7	34.2%	114.9	155.1	35.0%
	兖矿能源	71.3	111.2	55.9%	65.2	85.4	31.1%
	中煤能源	124.8	127.5	2.1%	123.9	131.3	6.0%
	山煤国际	10.5	15.3	45.8%	10.9	16.4	50.5%
	晋控煤业	12.8	13.2	3.3%	12.7	13.2	3.5%
	电投能源	53.5	76.8	43.6%	40.3	64.2	59.2%
	新集能源	14.8	17.5	18.3%	14.8	17.6	18.8%
	陕西能源	24.2	19.9	-17.6%	24.2	19.7	-18.4%
	淮河能源	14.3	6.0	-58.2%	7.4	5.5	-25.4%
	苏能股份	1.9	2.6	39.1%	1.8	2.5	43.2%
	甘肃能化	-2.9	2.2	176.7%	-3.3	1.4	142.7%
	郑州煤电	-3.8	-2.8	26.5%	-4.0	-2.7	31.4%
	新大洲 A	-1.0	-0.9	12.8%	-0.9	-0.8	15.9%
	大有能源	-11.2	-10.8	3.8%	-11.5	-10.0	12.9%
	昊华能源	5.5	12.2	119.6%	5.6	12.2	117.5%
	华阳股份	11.2	16.8	49.7%	11.7	16.6	41.9%
	兰花科创	0.1	1.4	1268.8%	-2.2	2.0	190.1%
动力煤合计		**880.8**	**1022.7**	**16.1%**	**798.5**	**957.7**	**19.9%**
炼焦煤	淮北矿业	10.7	21.5	100.5%	10.0	21.2	111.5%
	平煤股份	2.8	6.7	139.5%	3.4	6.6	95.3%
	潞安环能	15.7	27.0	71.8%	13.4	27.2	102.8%
	山西焦煤	14.3	20.2	40.9%	14.5	18.6	28.4%
	恒源煤电	-1.0	2.9	390.2%	-1.2	1.9	265.0%
	冀中能源	4.1	4.2	3.3%	3.9	4.1	4.5%
	盘江股份	-0.2	2.3	1419.9%	-0.6	2.4	523.1%
	开滦股份	1.8	0.2	-88.9%	1.3	0.2	-83.3%
	上海能源	2.6	3.4	31.9%	2.5	3.2	29.9%
	永泰能源	2.0	0.2	-92.2%	1.5	0.5	-65.3%
炼焦煤合计		**52.8**	**88.5**	**67.5%**	**48.8**	**86.1**	**76.2%**
煤炭板块合计		**933.6**	**1111.2**	**19.0%**	**847.3**	**1043.8**	**23.2%**

来源：iFinD，国金证券研究所

单季看，Q3盈利分化主要来自产量、成本及非经收益基数。陕西煤业、电投能源归母利润环比分别-18.0%、-27.3%，扣非则+4.6%、+15.8%；中国神华归母环比-13.1%，主要受Q2累计相减口径包含新并入资产1-3月利润、基数偏高影响，扣非仅-1.7%。经营端，淮北矿业、平煤股份受益焦煤涨价，扣非环比+23.8%、+125.8%；潞安环能、山煤国际虽售价上涨，但减量及费用投入抵消部分收益，扣非环比-1.0%、-0.3%；新集能源主动降负荷、成本抬升并计提采矿权减值，扣非环比-19.7%。华阳股份量减相对较少，但所得税费用增加限制归母利润释放。

图表25：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）			
		26Q2	26Q3	同比	环比	26Q2	26Q3	同比	环比
动力煤	中国神华	180.5	156.9	3.2%	-13.1%	161.8	159.1	10.6%	-1.7%
	陕西煤业	70.6	57.9	14.2%	-18.0%	55.2	57.8	35.3%	4.6%

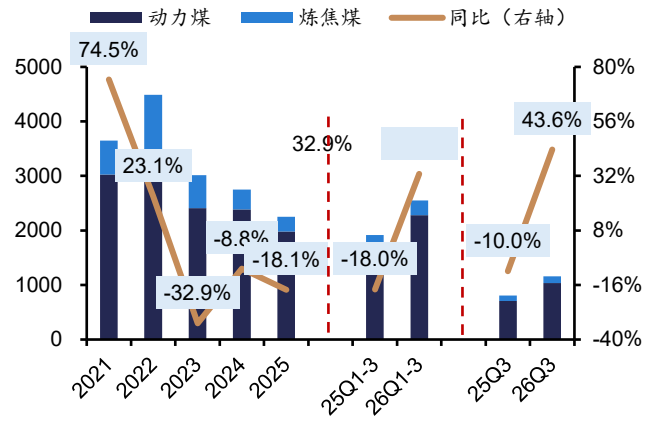
	兖矿能源	31.9	39.7	73.3%	24.2%	35.5	39.4	88.4%	11.0%
	中煤能源	43.0	46.0	-3.8%	6.8%	47.0	45.9	-3.1%	-2.3%
	山煤国际	5.8	5.2	31.9%	-11.2%	5.9	5.9	45.9%	-0.3%
	晋控煤业	3.8	5.9	48.5%	54.6%	3.8	6.0	48.6%	58.6%
	电投能源	32.9	23.9	32.6%	-27.3%	20.5	23.8	82.2%	15.8%
	新集能源	6.7	5.3	-4.7%	-20.8%	6.7	5.4	-1.6%	-19.7%
	陕西能源	4.6	6.4	-40.6%	40.0%	4.5	6.4	-41.5%	42.0%
	淮河能源	2.1	0.7	-88.9%	-68.2%	1.4	0.6	-80.6%	-58.6%
	苏能股份	-1.4	2.1	119.6%	246.3%	-1.5	2.1	120.3%	239.8%
	甘肃能化	1.1	0.5	148.9%	-56.6%	0.6	0.5	147.0%	-16.6%
	郑州煤电	-1.4	0.6	136.7%	140.5%	-1.4	0.7	139.5%	145.9%
	新大洲 A	-0.3	-0.3	-7.8%	14.0%	-0.3	-0.2	4.7%	10.1%
	大有能源	-2.7	-4.4	-61.3%	-59.4%	-2.6	-3.6	-27.0%	-40.3%
	昊华能源	4.2	4.7	346.1%	11.2%	4.3	4.7	326.2%	10.6%
	华阳股份	5.8	6.2	81.8%	7.4%	5.5	6.3	81.3%	13.3%
	兰花科创	1.1	0.6	229.5%	-45.0%	1.2	1.0	313.1%	-16.4%
动力煤合计		**388.4**	**358.0**	**11.5%**	**-7.8%**	**348.2**	**361.7**	**22.7%**	**3.9%**
	淮北矿业	7.5	9.1	2242.4%	21.2%	7.3	9.0	3226.3%	23.8%
	平煤股份	2.0	3.5	1518.3%	79.5%	1.6	3.6	556.9%	125.8%
	潞安环能	10.6	9.2	313.5%	-13.0%	10.2	10.1	414.9%	-1.0%
	山西焦煤	4.3	7.8	86.4%	82.5%	4.3	7.9	85.4%	84.0%
炼焦煤	恒源煤电	1.3	1.3	334.6%	-2.0%	0.5	1.2	383.8%	122.4%
	冀中能源	1.5	1.6	165.4%	2.8%	1.7	1.5	121.3%	-13.4%
	盘江股份	0.2	1.7	1451.2%	818.2%	0.2	1.7	528.4%	747.2%
	开滦股份	-0.3	1.6	190.3%	649.5%	-0.3	1.6	170.5%	582.1%
	上海能源	2.1	0.5	6.7%	-74.7%	1.9	0.5	11.8%	-71.9%
	永泰能源	0.3	-0.8	-204.3%	-361.3%	0.4	-0.5	-193.2%	-234.7%
炼焦煤合计		**29.4**	**35.5**	**389.5%**	**20.7%**	**27.7**	**36.5**	**476.6%**	**31.6%**
煤炭板块合计		**417.8**	**393.5**	**19.8%**	**-5.8%**	**376.0**	**398.2**	**32.3%**	**5.9%**

来源：iFinD，国金证券研究所

现金流方面，经营端改善较为明显，投资支出仍大，筹资延续净流出。26Q1-3 板块经营现金流净额 2548 亿元，同比+32.9%，高于归母利润增幅；其中动力煤、炼焦煤分别同比+31.4%、+47.3%，中国神华、陕西煤业、兖矿能源合计贡献约 364 亿元经营现金流增量，煤价回升及销售回款改善支撑现金创造。26Q3 经营现金流 1159 亿元，同环比+43.6%/+40.1%。26Q1-3 板块投资现金流净流出 1238 亿元，同比-1.4%，中煤能源、兰花科创净流出收窄，对冲潞安环能资源接续、兖矿能源项目建设等投入增加；筹资净流出 501 亿元，同比收窄 44.3%。

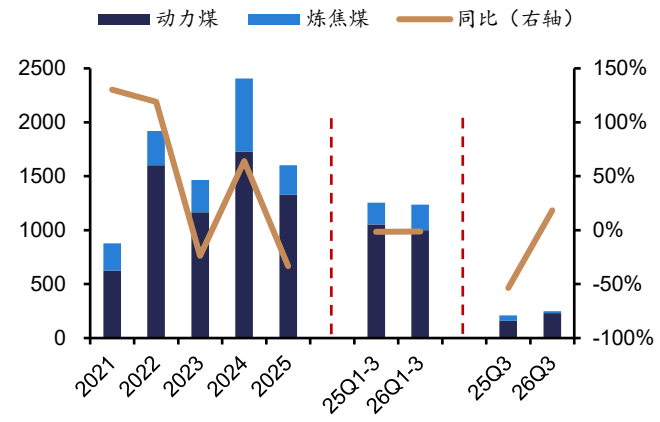
自由现金流环比大幅改善。26Q1-3 板块自由现金流 1310.4 亿元，同比+97.6%，其中动力煤 1280.2 亿元，同比+87.2%，炼焦煤 30.2 亿元，同比由负转正；26Q3 自由现金流 911.4 亿元，同比+52.4%、环比-17.7%，环比下滑主要受中国神华 26Q2 新资产并表导致投资现金流大额净流入，若剔除中国神华、以及潞安环能 Q2 购买矿权影响，26Q3 板块自由现金流 501.0 亿元，同比+67.5%，环比大增 168%。

图表26：煤炭板块经营现金流净额（亿元）



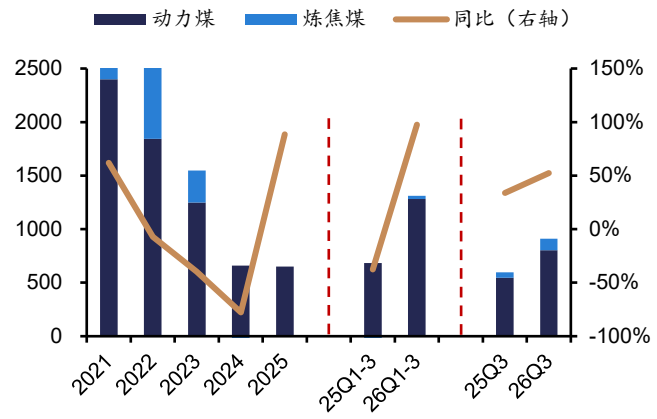
来源：iFinD，国金证券研究所

图表27：煤炭板块投资现金流净流出（亿元）



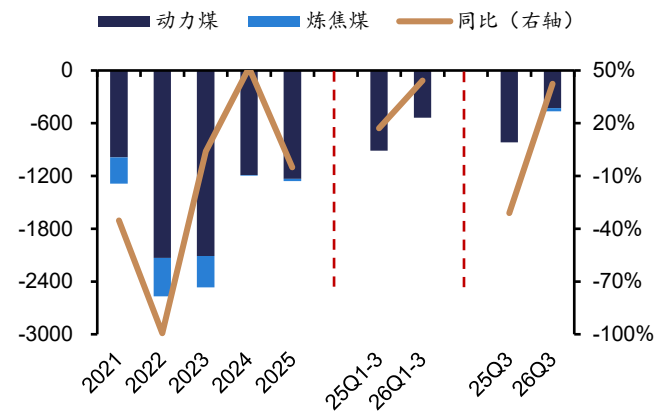
来源：iFinD，国金证券研究所

图表28：煤炭板块自由现金流（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

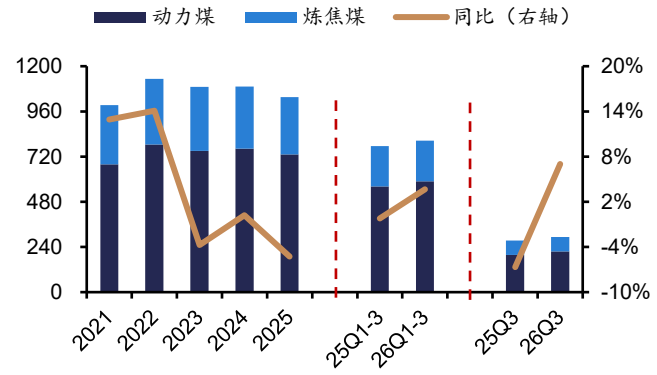
图表29：煤炭板块筹资现金流净额（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

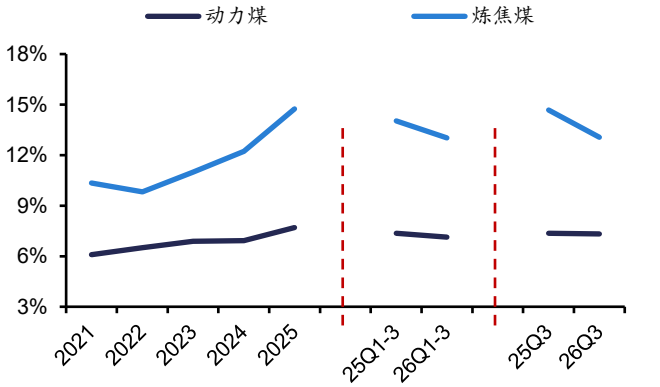
期间费率同比下降，Q3 费用环比有所增加。26Q1-3 板块期间费用 805 亿元，同比+3.7%，低于收入增幅，期间费率同比-0.4pct 至 8.1%；动力煤、炼焦煤费率分别为 7.1%、13.0%，同比-0.2、-1.0pct。26Q3 期间费用 294 亿元，同环比+7.0%/+2.9%，费率 8.3%，同比-0.3pct、环比+0.2pct。26Q3 费用增加部分受薪酬等集中确认影响。

图表30：煤炭板块期间费用（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表31：煤炭板块期间费率

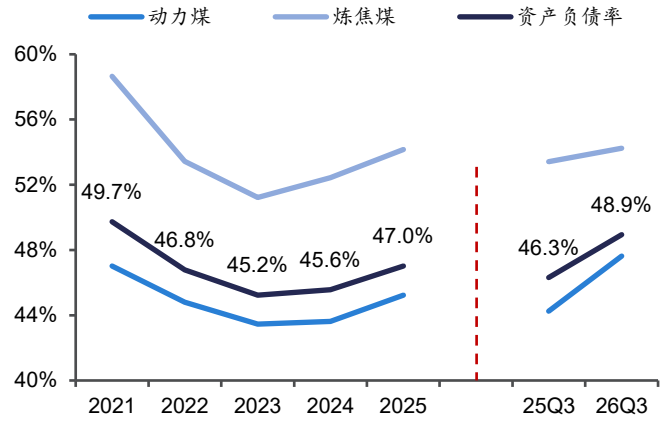


来源：iFinD，国金证券研究所

资产负债率较上年末有所提升。26Q3 末板块资产负债率 48.9%，同比+2.6pct、较 2025 年末+1.9pct，较 Q2 末仅小幅增加 0.1pct；动力煤、炼焦煤分别为 47.6%、54.2%，较上年末+2.4、+0.1pct。经营现金流改善与投资、融资需求并存，去杠杆表现仍有分化：新集能源新机组投产、现金回收改善，负债率同比下降；潞安环能年内新增贷款则推高财务费用，后续随部分偿还有望缓解。

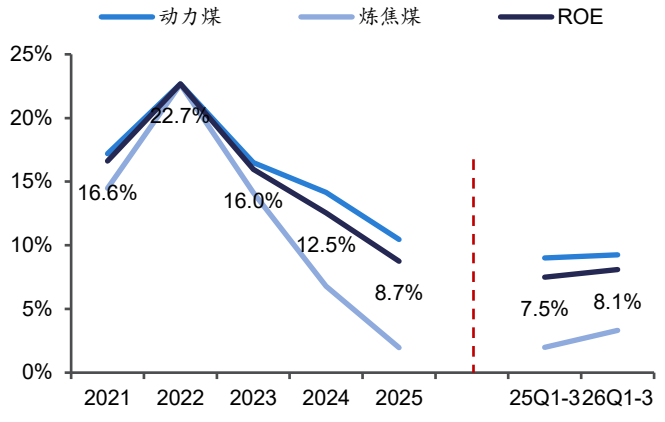
ROE 同比回升，炼焦煤改善幅度较大。26Q1-3 板块 ROE 为 8.1%、同比+0.6pct；其中动力煤 9.2%、同比+0.2pct，炼焦煤 3.3%、同比+1.4pct。动力煤中，陕西煤业、兖矿能源 ROE 分别为 16.7%、10.3%，同比+3.0、+1.7pct，昊华能源升至 9.9%、同比+5.3pct；炼焦煤中，淮北矿业、潞安环能分别为 5.1%、5.8%，同比+2.5、+2.4pct。煤价上行推动资本回报修复，但量减、税费及新增项目折旧等仍制约盈利兑现，炼焦煤整体回报水平仍低于动力煤。

图表32：煤炭板块资产负债率



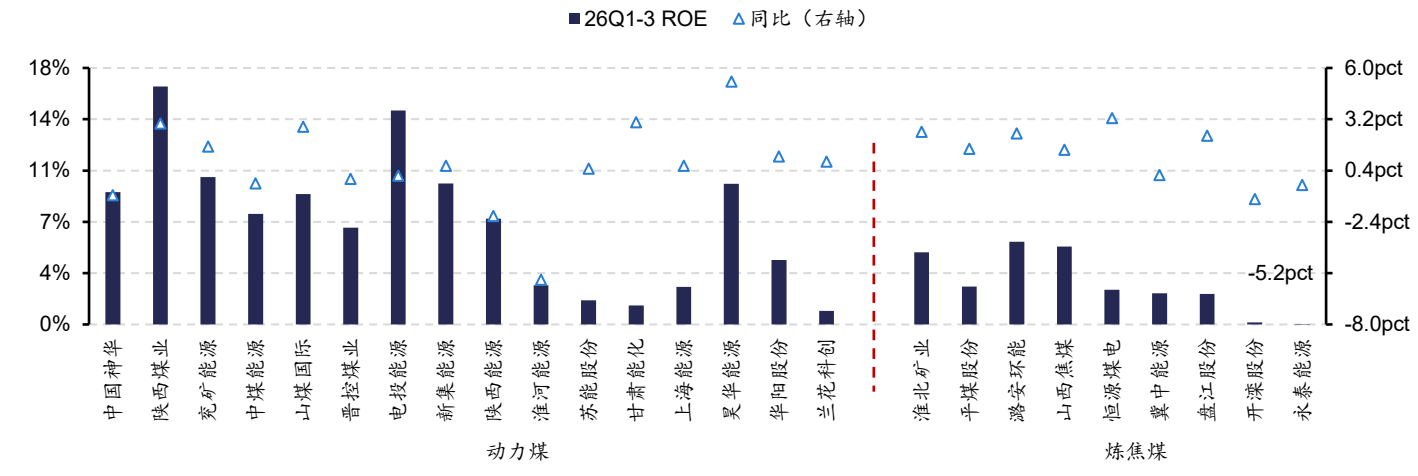
来源：iFinD，国金证券研究所

图表33：煤炭板块 ROE



来源：iFinD，国金证券研究所

图表34：煤炭各子板块重点公司 26Q1-3 ROE



来源：iFinD，国金证券研究所

三、经营概览：安监约束下产销承压，售价抬升带动吨煤毛利修复

（一）量：安监约束下产销承压，山西煤企减量分化

26Q1-3，煤炭产销分化延续，山西减量较为突出。26Q1-3，板块产量同比-2.7%，其中动力煤、炼焦煤分别-2.1%、-8.0%；板块销量同比-2.8%，其中动力煤、炼焦煤分别-2.3%、-8.3%。山煤国际、潞安环能、兰花科创产量同比分别-8.4%、-13.1%、-12.3%，华阳股份-4.5%，晋控煤业则+14.1%。安监趋严之外，工作面过构造、采掘接续及产品结构调整亦影响产销。省外标的中，陕西能源、陕西煤业、淮北矿业产量分别+26.2%、+3.9%、+4.3%；中煤能源、广汇能源则分别-8.1%、-20.7%，分别受采掘接续及安监、以销定产等因素影响。

图表35：26Q1-3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）		
		25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比
动力煤	中国神华	39090	38190	-2.3%	38820	37610	-3.1%
	陕西煤业	13037	13548	3.9%	11938	12391	3.8%
	兖矿能源	13589	13179	-3.0%	12235	12074	-1.3%
	中煤能源	10158	9338	-8.1%	10145	9359	-7.7%
	山煤国际	2664	2441	-8.4%	1982	1845	-6.9%
	晋控煤业	2619	2988	14.1%	2086	2096	0.5%
	广汇能源	4139	3281	-20.7%	4003	3852	-3.8%
	新集能源	1468	1495	1.9%	1447	1490	3.0%
	陕西能源	1572	1985	26.2%	1014	1215	19.9%
	苏能股份	1281	1318	2.9%	1282	1311	2.3%
	昊华能源	1396	1495	7.1%	1395	1502	7.7%
	华阳股份	3115	2975	-4.5%	3080	2577	-16.3%
	兰花科创	1141	1001	-12.3%	903	956	5.9%
动力煤小计		95269	93234	-2.1%	90330	88279	-2.3%
炼焦煤	淮北矿业	1304	1359	4.3%	981	1007	2.6%
	平煤股份	1921	1856	-3.4%	1773	1913	7.9%
	潞安环能	4245	3688	-13.1%	3758	3231	-14.0%
	恒源煤电	552	617	11.8%	545	488	-10.5%
	盘江股份	752	693	-7.8%	585	499	-14.7%
	永泰能源	926	669	-27.7%	926	671	-27.5%
	上海能源	468	474	1.1%	410	428	4.3%
炼焦煤小计		10167	9356	-8.0%	8978	8237	-8.3%
合计		**105436**	**102590**	**-2.7%**	**99308**	**96516**	**-2.8%**

来源：公司公告，国金证券研究所

单季看，山西煤企Q3减量程度差异较大。26Q3，板块产量同环比-6.7%、-6.6%，其中动力煤同环比-3.8%、-5.0%，炼焦煤同环比分-22.4%、-15.9%；板块销量同环比-10.7%、-6.1%，其中动力煤同环比-7.3%、-2.8%，炼焦煤同环比-30.5%、-25.6%。永泰能源、山煤国际、潞安环能产量环比分别-69.2%、-28.3%、-22.9%，减量较多；晋控煤业、兰花科创、华阳股份分别-13.9%、-8.5%、-6.3%。其中，山煤国际工作面过构造、生产衔接偏紧，潞安环能受事故后续管控影响，华阳股份前期已按核定能力规范生产，矿井以局部整改为主、未大面积停产，减量相对较小。晋控煤业Q2存在基数较高且煤质较差影响，Q3产量回落，但煤质改善、洗选损耗下降，销量环比增长0.9%；华阳股份销量环比仅下降3.4%。

展望四季度，山西地区推进复产，但仍受工作面接续、安全验收及核定产能约束，预计产量环比或有所提升，但弥补前期欠量或有所分化。

图表36：26Q3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）				
		25Q3	26Q2	26Q3	同比	环比	25Q3	26Q2	26Q3	同比	环比
动力煤	中国神华	13170	-	13200	0.2%	-	13550	-	13180	-2.7%	-
	陕西煤业	4297	4583	4431	3.1%	-3.3%	3921	4151	4048	3.2%	-2.5%
	兖矿能源	4603	4646	4377	-4.9%	-5.8%	4451	4251	4026	-9.5%	-5.3%
	中煤能源	3424	3178	3143	-8.2%	-1.1%	3434	3172	3217	-6.3%	1.4%
	山煤国际	882	890	638	-27.7%	-28.3%	947	668	509	-46.3%	-23.9%
	晋控煤业	897	1122	967	7.8%	-13.9%	756	687	693	-8.3%	0.9%
	广汇能源	1257	1044	1149	-8.6%	10.0%	1238	1189	1373	10.8%	15.5%
	新集能源	474	526	470	-0.9%	-10.6%	503	533	478	-5.1%	-10.3%
	陕西能源	584	664	657	12.5%	-1.1%	441	449	376	-14.9%	-16.4%
	苏能股份	435	440	411	-5.5%	-6.6%	464	437	410	-11.6%	-6.1%
	昊华能源	420	501	493	17.4%	-1.5%	424	502	492	15.9%	-2.0%
	华阳股份	1039	1006	942	-9.3%	-6.3%	1152	840	811	-29.6%	-3.4%
	兰花科创	384	337	308	-19.7%	-8.5%	299	322	284	-4.9%	-11.9%
动力煤小计		18696	18939	17986	-3.8%	-5.0%	18032	17201	16716	-7.3%	-2.8%
炼焦煤	淮北矿业	413	461	441	6.7%	-4.5%	334	343	317	-4.9%	-7.5%
	平煤股份	658	577	544	-17.3%	-5.7%	629	582	579	-7.9%	-0.5%
	潞安环能	1382	1274	982	-28.9%	-22.9%	1233	1145	827	-32.9%	-27.8%
	恒源煤电	197	208	212	7.9%	2.2%	207	179	156	-24.6%	-12.9%
	盘江股份	236	222	227	-4.1%	2.3%	190	271	35	-81.5%	-87.0%
	永泰能源	368	295	91	-75.2%	-69.2%	376	271	118	-68.7%	-56.5%
	上海能源	185	136	171	-7.4%	26.1%	173	143	151	-12.8%	5.8%
炼焦煤小计		3438	3173	2668	-22.4%	-15.9%	3143	2934	2184	-30.5%	-25.6%
合计		**22134**	**22112**	**20653**	**-6.7%**	**-6.6%**	**21175**	**20134**	**18900**	**-10.7%**	**-6.1%**

来源：公司公告，国金证券研究所；备注：单季小计合计剔除中国神华。

（二）利：售价抬升带动吨煤毛利修复，量减抵消部分涨价收益

售价：Q3涨价加快，煤种及销售结构放大弹性。26Q1-3板块重点公司销量加权吨煤售价同比+12.9%，其中动力煤/炼焦煤分别+10.7%、+28.0%。26Q3板块吨煤售价同环比+37.9%、+14.1%，其中动力煤环比+13.7%，炼焦煤同环比+61.3%、+23.0%。26Q1-3，中煤能源、山煤国际、潞安环能、兰花科创吨煤售价同比分别+17.4%、+19.0%、+24.9%、+33.9%，中国神华同比+4.0%，长协占比较高、价格传导相对平缓。Q3华阳股份、潞安环能、淮北矿业、平煤股份售价环比分别+30.1%、+24.4%、+21.4%、+20.7%，涨价收益加快兑现。除市场煤价上行外，公司亦优化产品结构：潞安环能优先保障喷吹煤产出、占比提升，平煤股份坚持“大精煤”战略，共同支撑综合售价。

吨煤成本：量减摊薄不足，成本控制表现分化。26Q1-3板块重点公司销量加权吨煤成本同比+6.0%，其中动力煤、炼焦煤分别+4.0%、+18.5%。26Q3板块吨煤成本同环比+19.2%、+1.5%，其中动力煤同环比+14.7%、-0.2%，炼焦煤同环比+38.5%、+16.7%。26Q1-3，中煤能源、山煤国际、潞安环能吨煤成本分别同比+15.9%、+6.5%、+10.4%；Q3环比+10.7%、+9.0%、+14.9%。其共性原因是量减后固定成本摊薄不足，此外安全、技术等成本投入及绩效计提亦有增加。平煤股份Q3吨煤成本785元、环比+8.7%；昊华能源Q1-3、Q3吨煤成本分别同比-10.7%、-20.1%，降本对毛利改善形成较强支撑。

吨煤毛利：涨价总体对冲成本上升、吨毛利提升，量减制约毛利总额释放。26Q1-3板块重点公司销量加权吨煤毛利同比+24.6%，其中动力煤、炼焦煤分别+21.4%、+50.5%。26Q3板块吨煤毛利同环比+70.0%、+27.0%，其中动力煤同环比+59.9%、+26.4%，炼焦煤同环比+119.4%、+34.6%。26Q1-3，山煤国际、潞安环能、兰花科创吨煤毛利分别为336、283、259元，同比分别+31.5%、+50.5%、+72.8%。Q3煤价涨幅扩大，淮北矿业、平煤股份吨煤毛利升至562、285元，环比分别+36.2%、+73.2%；山煤国际、潞安环能

升至 397、396 元，环比分别+15.3%、+36.2%，但同期销量环比分别-23.9%、-27.8%，煤炭毛利总额环比仍下降，涨价收益被量减抵消。昊华能源 Q3 吨煤毛利 256 元、环比+19.9%，售价相对平稳、成本下降贡献更大。

展望四季度，煤炭售价有望环比继续上涨，虽年末成本或略有抬升，但涨价收益有望覆盖成本增量，推动煤企盈利进一步改善。

图表37：26Q1-3 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）		
		25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比
动力煤	中国神华	393	409	4.0%	239	235	-1.7%	153	173	12.9%
	兖矿能源	503	588	16.8%	342	367	7.5%	162	220	36.4%
	中煤能源	474	557	17.4%	258	299	15.9%	217	258	19.1%
	山煤国际	509	606	19.0%	254	270	6.5%	255	336	31.5%
	晋控煤业	423	449	6.2%	262	272	3.9%	161	177	10.1%
	新集能源	523	582	11.2%	327	350	6.9%	196	232	18.4%
	苏能股份	320	379	18.2%	210	239	13.8%	111	140	26.6%
	昊华能源	334	386	15.7%	201	179	-10.7%	133	207	55.6%
	华阳股份	450	555	23.3%	288	305	6.0%	162	250	53.8%
	兰花科创	486	650	33.9%	336	392	16.6%	150	259	72.8%
动力煤小计		430	476	10.7%	264	274	4.0%	167	202	21.4%
炼焦煤	淮北矿业	804	947	17.8%	461	505	9.6%	343	442	28.9%
	平煤股份	712	893	25.4%	563	707	25.5%	149	186	24.7%
	潞安环能	520	649	24.9%	331	366	10.4%	188	283	50.5%
	恒源煤电	654	822	25.7%	532	608	14.2%	121	214	76.3%
	盘江股份	661	926	40.2%	520	589	13.2%	140	337	140.3%
	永泰能源	455	598	31.5%	347	401	15.8%	108	197	82.0%
	上海能源	799	1003	25.5%	641	726	13.3%	158	277	75.1%
炼焦煤小计		612	783	28.0%	432	512	18.5%	181	4	
合计		**450**	**508**	**12.9%**	**282**	**299**	**6.0%**	**168**	4	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：26Q3 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）		
		26Q3	同比	环比	26Q3	同比	环比	26Q3	同比	环比
动力煤	兖矿能源	657	31.9%	12.2%	360	7.7%	-3.9%	296	81.6%	40.9%
	中煤能源	619	28.2%	12.5%	323	30.8%	10.7%	296	25.4%	14.4%
	山煤国际	677	47.9%	12.6%	281	21.7%	9.0%	397	74.5%	15.3%
	晋控煤业	505	18.9%	16.4%	275	4.0%	-	230	43.5%	-
	新集能源	630	22.8%	9.7%	374	14.2%	6.7%	256	38.0%	14.2%
	苏能股份	417	41.2%	6.0%	223	1.7%	-27.0%	194	155.1%	120.3%
	昊华能源	428	24.9%	0.5%	172	-20.1%	-18.9%	256	101.0%	19.9%
	华阳股份	690	60.0%	30.1%	-	-	-	-	-	-
	兰花科创	852	75.6%	42.9%	441	32.5%	20.2%	411	169.5%	79.1%
动力煤小计		624	33.5%	13.7%	327	14.7%	-0.2%	292	59.9%	26.4%
炼焦煤	淮北矿业	1102	48.2%	21.4%	540	20.9%	9.1%	562	89.1%	36.2%
	平煤股份	1071	69.9%	20.7%	785	61.5%	8.7%	285	98.6%	73.2%
	潞安环能	804	52.5%	24.4%	408	13.7%	14.9%	396	135.5%	36.2%
	恒源煤电	921	43.8%	14.8%	706	48.4%	21.5%	215	30.8%	-2.7%
	盘江股份	1149	67.7%	25.2%	709	32.5%	16.9%	440	193.3%	41.5%
	永泰能源	782	75.6%	32.7%	522	55.2%	36.9%	259	138.4%	24.8%
	上海能源	1114	48.2%	4.7%	810	29.9%	7.6%	304	137.1%	-2.3%
炼焦煤小计		952	61.3%	23.0%	587	38.5%	16.7%	365	119.4%	34.6%
合计		**679**	**37.9%**	**14.1%**	**373**	**19.2%**	**1.5%**	**305**	**70.0%**	**27.0%**

来源：公司公告，国金证券研究所

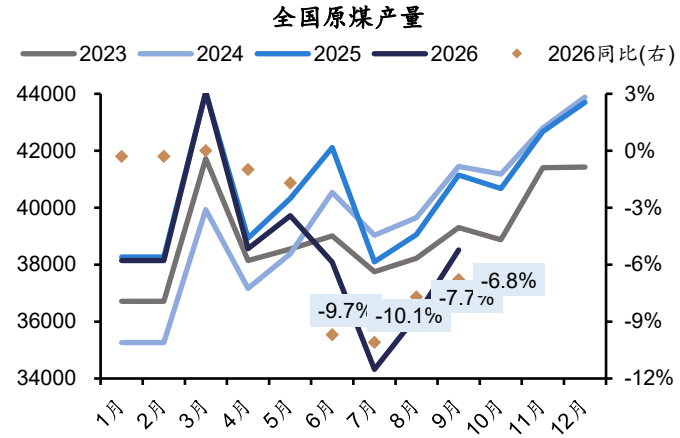
四、后市展望：供给恢复偏慢，冬储需求支持煤价高位震荡

（一）动力煤：供给弹性受限，冬储及供暖需求支撑价格

国内产量低位修复，供应恢复仍偏慢。“522”事故后，安监趋严带动原煤产量大幅收缩，2026 年 7-9 月全国原煤产量分别为 3.43、3.62、3.85 亿吨，同比-10.1%、-7.7%、-6.8%，日均产量 1107、1167、1284 万吨，环比-12.8%、+5.4%、+10.0%，边际回升；前三季度累计产量约 34.5 亿吨，同比-3.5%。山西仍是供给减量的主要来源，7-9 月产量分别为 6893、7460、7883 万吨，复产推进下环比有所恢复，但同比降幅仍较高，分别为-35.8%、-30.9%、-31.3%，前三季度累计产量同比-14.6%。10 月保供复产进一步推进，矿井复工数量增加，但安全整改、验收及生产负荷爬坡需要时间，复产向实际增量的转化仍偏慢。展望后续，11 月中旬起，24 个巡查组将陆续进驻 31 个省区市和新疆兵团开展 2026 年度省级党委和政府安全生产考核巡查，安监仍将持续偏紧。后续供应虽有修复空间，但合规生产与安全约束下，煤价上涨后的供给响应弹性仍弱于以往。

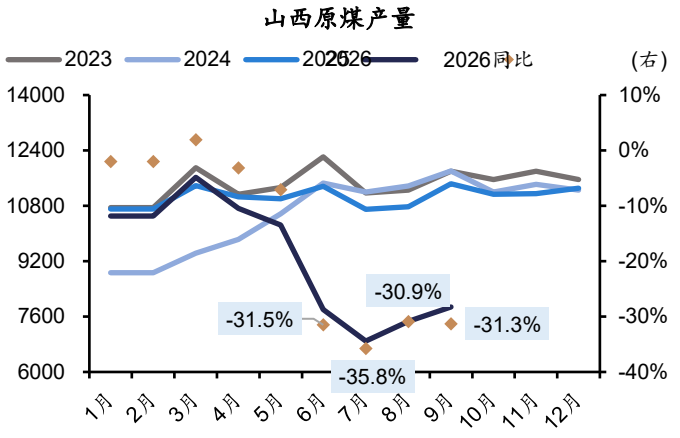
高频供给来看，山西产量恢复速度持续偏慢。截至 11 月 6 日当周，晋陕蒙 442 家煤矿合计产量 2630 万吨，同比-3.0%、环比-0.4%，产能利用率 79.5%，同比-2.7pct，环比-0.3pct。其中，山西样本煤矿周度产量 781 万吨，同比-9.7%、环比-1.0%，产能利用率 63.8%，同比-7.2pct，环比-0.7pct。

图表39：全国原煤产量（万吨）



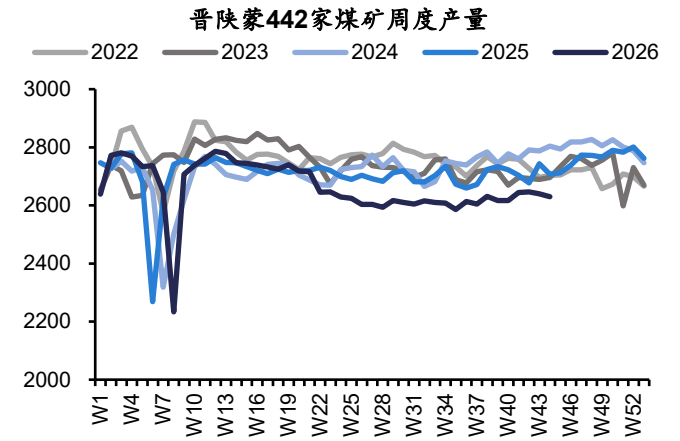
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表40：山西省原煤产量（万吨）



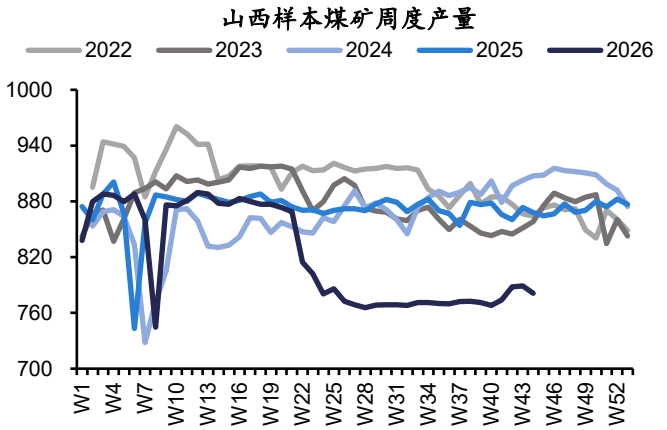
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表41：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

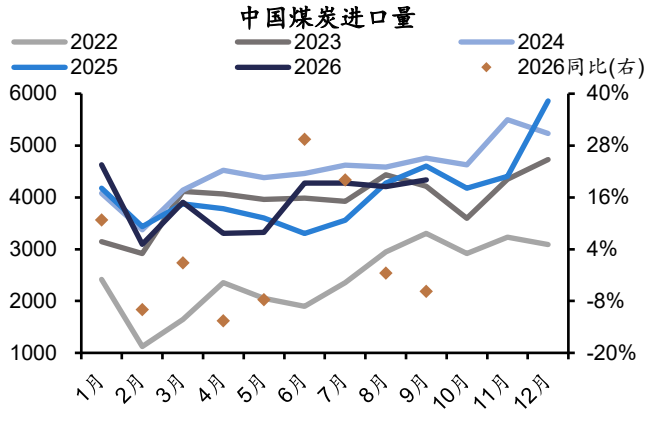
图表42：山西样本煤矿周度产量（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

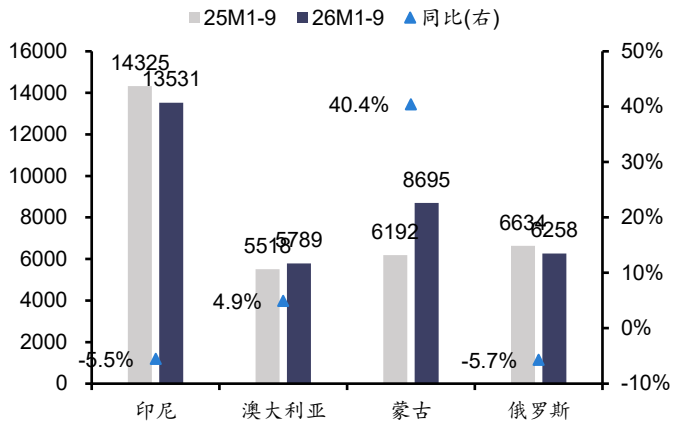
进口维持高位难以对冲国内缺口，增量集中于焦煤、对动力煤影响有限。2026 年 7-9 月，全国煤炭进口量分别为 4273、4209、4337 万吨，高位持稳；前三季度累计进口 3.54 亿吨，同比增长 2.2%。分煤种看，进口增量集中于焦煤，7-9 月焦煤、动力煤进口量分别同比+30.8%、-6.0%；前三季度进口量分别为 1.07、2.47 亿吨，同比+28.1%、-6.1%。分国别看，7-9 月自印尼进口量同比下降 14.3%，蒙煤进口增幅收窄至 9.8%、9 月口岸通车下滑同比增速已转负，俄澳补量较多、增速分别为 21.9%、32.3%；前三季度自印尼、澳洲、俄罗斯、蒙古累计进口量分别同比-5.5%、+4.9%、-5.7%、+40.4%。展望后市，外盘成本与海外采购需求仍对进口煤报价形成支撑，国内终端采购则趋于谨慎，进口煤或能够补充沿海及特定煤种需求，但增量有限，难以充分替代国内减量。

图表43：全国煤炭进口量（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表44：1-7月分国别进口量（万吨）

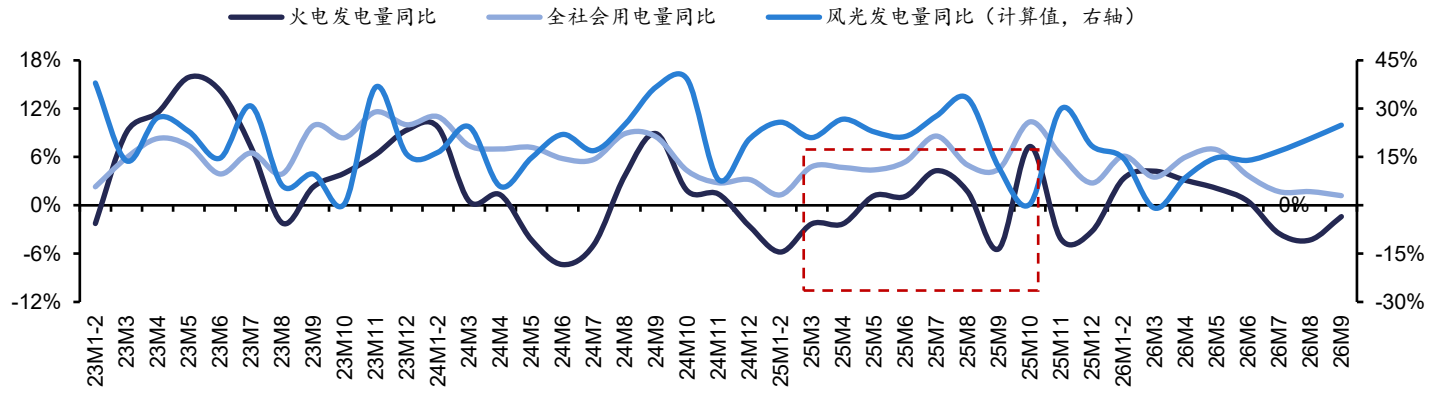


来源：海关总署，国金证券研究所

用电保持增长，火电需求承压，四季度改善仍待兑现。2026 年 7-9 月，全社会用电量分别同比+1.7%、+1.7%、+1.2%，同期火电发电量分别同比-3.5%、-4.3%、-1.4%。三季度用电需求仍有增长，但水电、新能源出力增加及基数因素压制火电，9 月降幅已收窄。非电需求则继续分化，钢铁、建材需求偏弱，煤化工对耗煤需求仍有一定支撑。展望四季度，在气温、来水及工业负荷没有明显不利变化的情况下，火电低基数叠加供暖需求释放，有望推动电煤需求环比改善。

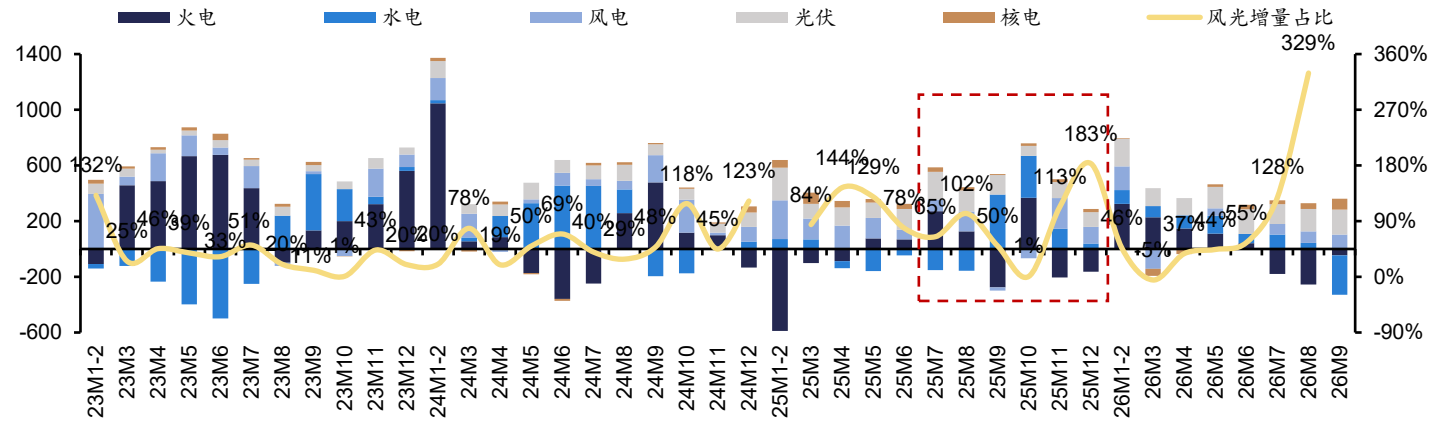
日耗走强，冬储补库启动。截至 11 月 5 日当周，二十五省电厂周均日耗 532.2 万吨，周环比+2.7%，同比+7.4%；其中沿海八省日耗 200.1 万吨，周环比-0.5%，同比+11.6%，内陆十七省日耗 332.1 万吨，周环比+4.7%，同比+5.0%。10 月以来气温下降、北方陆续进入供暖季，日耗明显走强，冬储与迎峰度冬补库需求有望释放。

图表45：月度发用电量同比增速



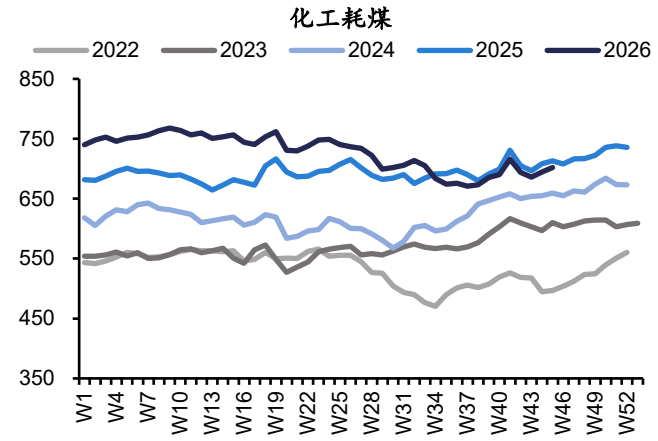
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表46：分电源月度发电增量（亿千瓦时）



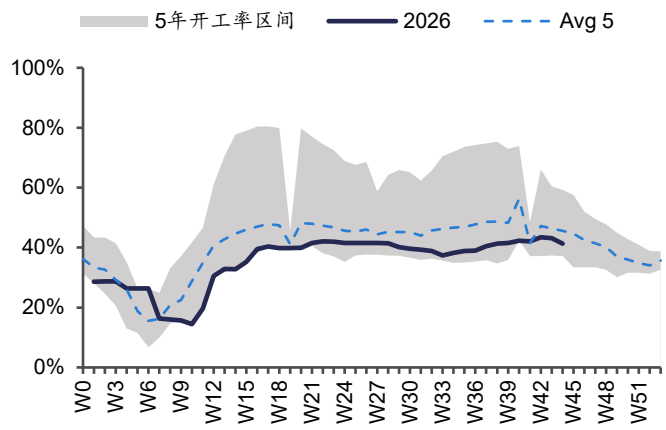
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表47：化工行业耗煤量（万吨）



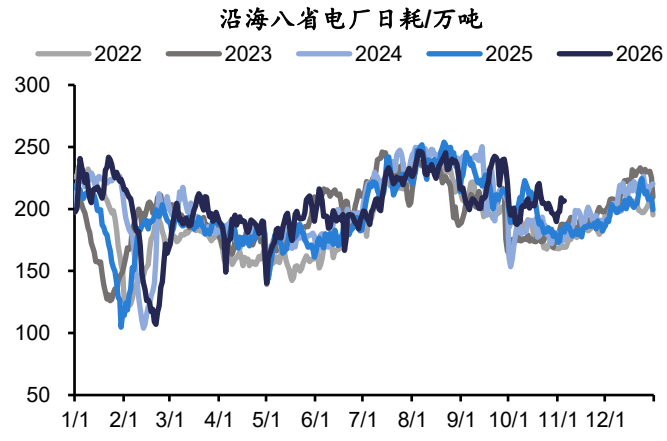
来源：CCTD，国金证券研究所

图表48：水泥周度发运率（%）



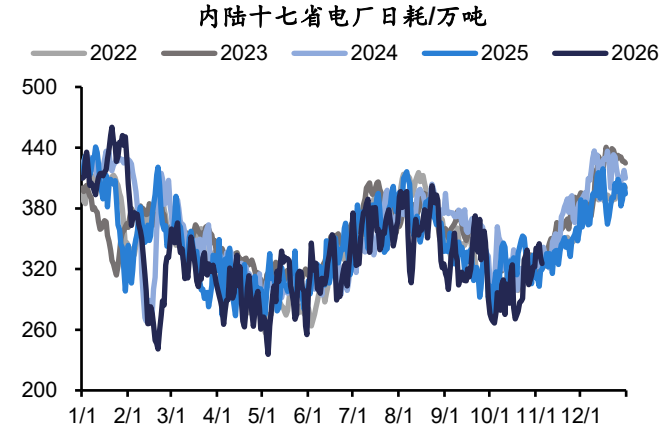
来源：Wind，国金证券研究所

图表49：沿海八省电厂日耗（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

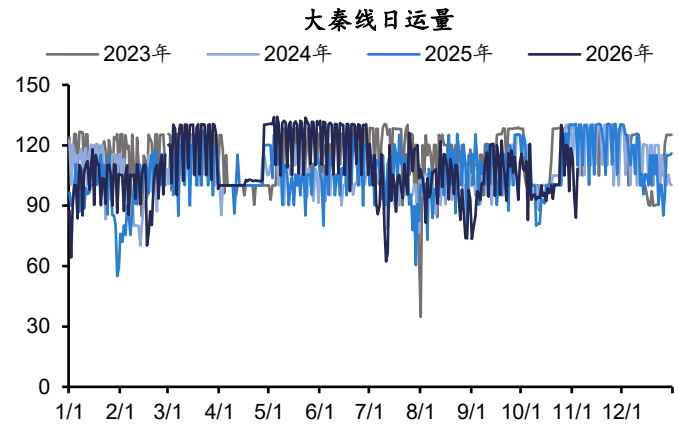
图表50：内陆十七省电厂日耗（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

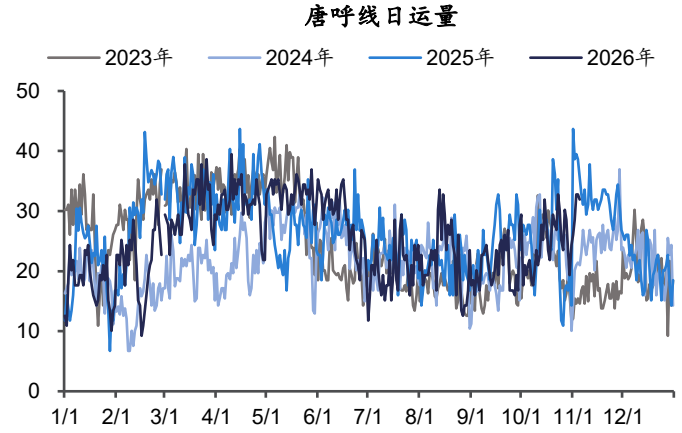
大秦线运量同比仍偏低，港口库存低位回升。7-9 月，产地供应恢复偏慢、发运利润承压，港口调入受限，夏季日耗及冬储采购推动库存阶段性去化。10 月大秦线秋检进一步影响调入，检修结束后运输能力恢复，港口供应改善预期增强。截至 11 月 4 日当周，大秦线日均运量 105.0 万吨，周环比-6.1%，同比-15.7%；唐呼线日均运量 26.8 万吨，周环比-5.1%，同比-11.2%。11 月 4 日环渤海港口库存 2542 万吨，周环比+4.0%，同比+8.5%；江内港口库存 1037 万吨，周环比基本持平，同比-8.4%。

图表51：大秦线日运量/万吨



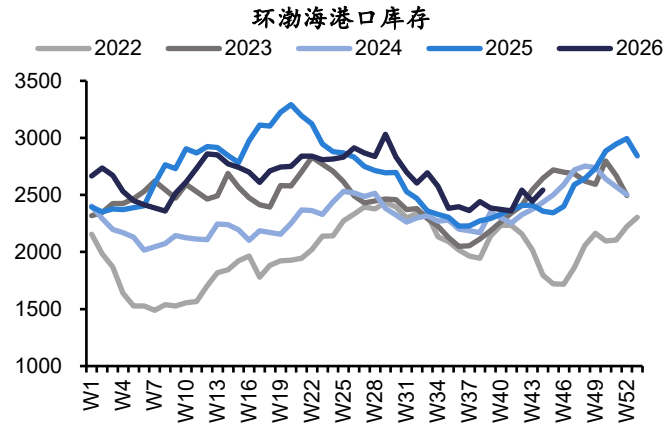
来源：CCTD，国金证券研究所

图表52：唐呼线日运量/万吨



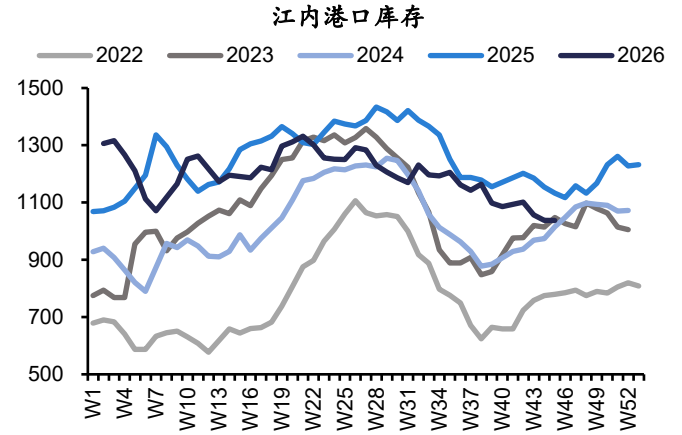
来源：CCTD，国金证券研究所

图表53：环渤海港口库存（万吨）



来源：煤炭江湖，国金证券研究所

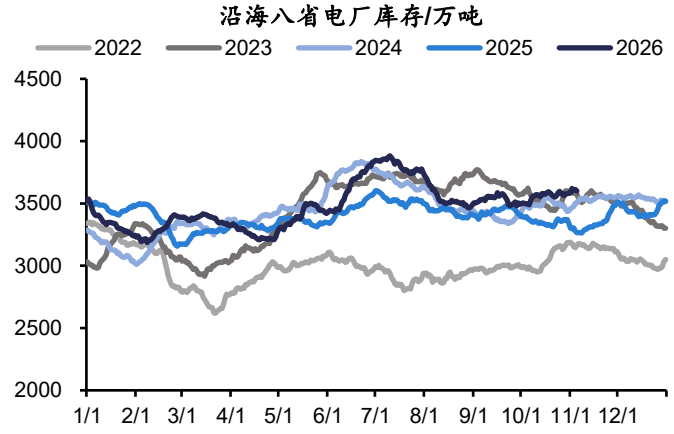
图表54：江内港口库存（万吨）



来源：煤炭江湖，国金证券研究所

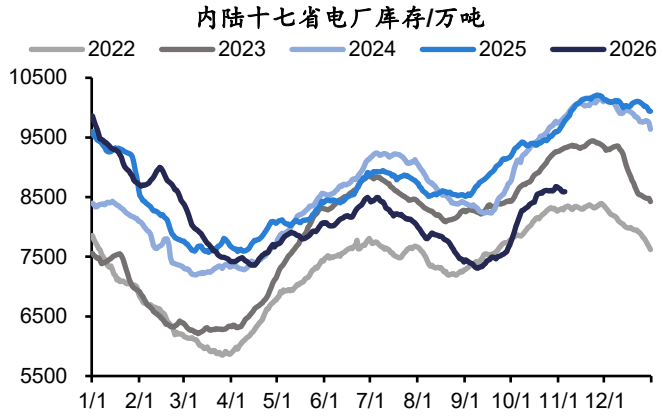
二十五省电厂库存低于去年同期，冬储需求驱动煤价。11 月 5 日，沿海八省电厂绝对库存 3601 万吨，周环比+0.7%，同比+10.2%；内陆十七省电厂绝对库存 8590 万吨，周环比-0.4%，同比-12.1%。二十五省电厂库存合计 12190 万吨，周环比-0.1%，同比-6.5%，可用天数约 22.9 天，周环比-1.0%，同比-3.1 天。当前内陆电厂库存同比仍显著偏低，后续需求增量取决于降温后日耗提升及冬储补库再启动，若供应恢复仍相对较慢，采购增加有望重新增强煤价弹性。

图表55：沿海八省电厂库存（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

图表56：内陆十七省电厂库存（万吨）

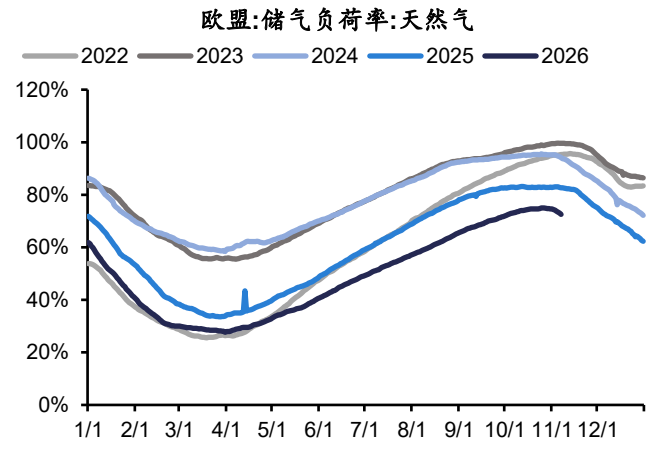


来源：CCTD，国金证券研究所

短期煤价高位调整，冬季需求仍有望带动修复。7-10 月，安全约束及复产偏慢抬升煤价中枢，夏季日耗与冬储采购放大价格弹性，10 月动力煤现货价格已突破千元关口。月末随着复产及检修结束带来供应改善预期，终端采购趋于谨慎，煤价有所回落。展望后市，供给实际增量释放仍需时间，降温及供暖需求兑现有望带动日耗和采购改善，煤价仍有向上修复空间。考虑四季度煤价中枢较三季度抬升，我们预计煤企主业盈利仍将继续改善，市场煤占比较高、成本控制较好的公司受益更为明显。

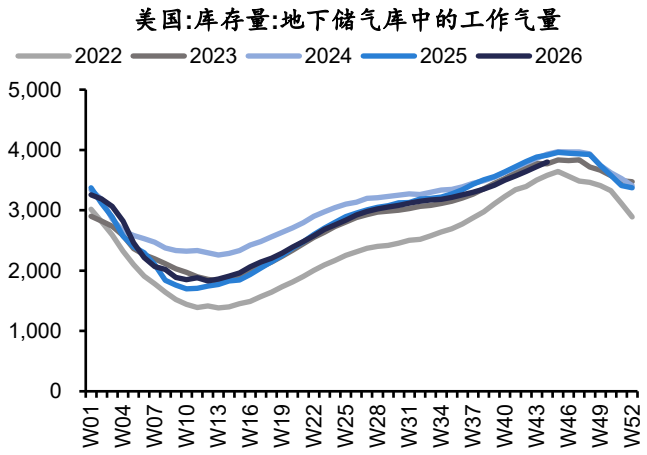
近期油气回调削弱海外煤支撑，海外低库存仍提示冬季上行风险。7-10 月，中东局势与 LNG 运输扰动影响全球能源定价，近期油气共同回吐地缘风险溢价，气价下行削弱煤电相对气电的经济性，对海外煤价形成压力，短期海外煤对国内支撑有所减弱。但考虑欧洲天然气库存低于过去 10 年同期（11 月 7 日欧盟储气率约 60.3%，5 年均值为 88.8%），供暖季供应缓冲相对有限，若降温推动气价企稳，或供应及运输再受扰动，煤电相对经济性与海外煤价有望获得支撑，进而通过进口煤到岸成本和采购价差增强国内煤价韧性。

图表57：欧盟天然气储气负荷率



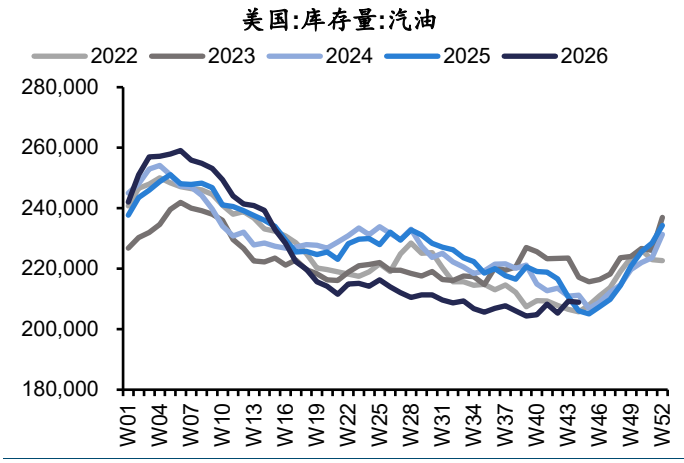
来源：Wind，国金证券研究所

图表58：美国地下储气库中的工作气量（十亿立方英尺）



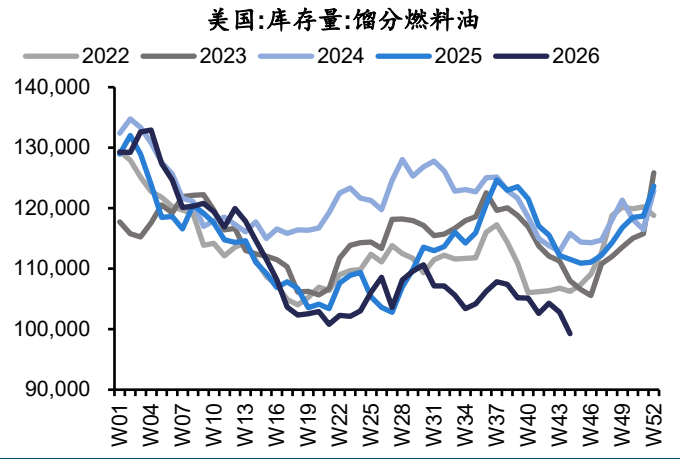
来源：Wind，国金证券研究所

图表59：美国汽油库存量（千桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表60：美国馏分燃料油库存量（千桶）



来源：Wind，国金证券研究所

中长期煤价底部有支撑，供需调节机制限制单边波动，合理中枢或上移。大型先进煤矿稳定生产、进口煤调节、长协履约及储备产能释放，有助于缓解阶段性紧张，新能源替代也会约束煤价上行空间。与此同时，产能合规化、表外产量减少和安全约束常态化降低边际供给弹性，有望抬高煤价底部。我们继续看好煤价底部抬升、波动逐步收敛的趋势，龙头企业凭借资源、成本与经营管理优势，有望保持长期盈利和现金回报能力。

盈利改善叠加红利价值提升，动力煤板块充分回调后配置性价比提升。四季度煤价环比上涨有望推动企业业绩继续改善，龙头盈利韧性与分红能力形成支撑。经过前期调整，部分优质标的已回到合理估值区间，股息吸引力进一步提升，配置需求有望逐步释放。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292bp。若低利率环境延续，煤价底部抬升带来的盈利稳定性改善，也有望推动龙头股息率与无风险利率的息差收敛，打开估值修复空间。

图表61：中国神华股息率与十年期国债收益率

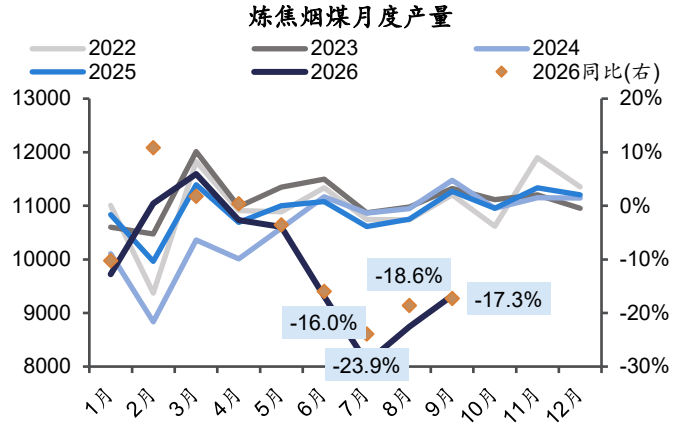


来源：iFinD，国金证券研究所

（二）炼焦煤：供给约束支撑煤价，需求转弱压制涨幅

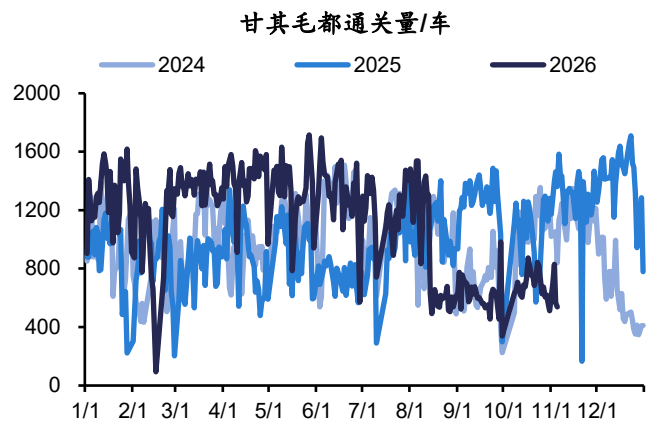
供给约束支撑煤价，需求转弱压制涨幅。10月以来，复产保供预期增强，但实际增量释放偏慢，蒙煤通关维持低位，焦煤供给端仍有支撑；需求端钢厂盈利承压、铁水回落，叠加焦炭提降挤压焦企利润，焦钢企业采购谨慎，炼焦煤价格高位调整。

图表62：炼焦烟煤月度产量（万吨）



来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表63：甘其毛都口岸通关量（车）



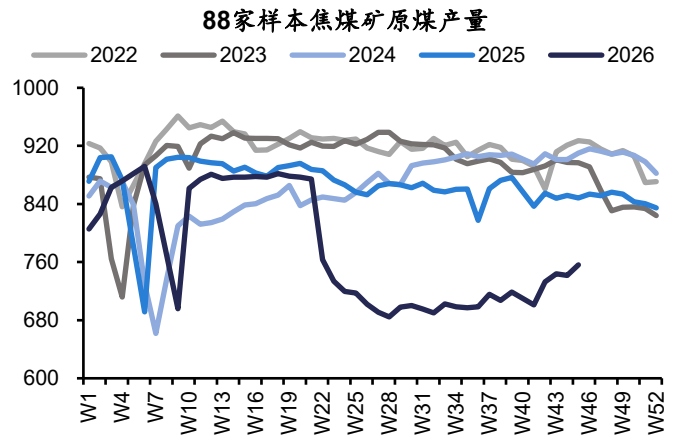
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

样本煤矿产量边际恢复。2026 年第 45 周样本焦煤矿（88 家）原煤产量 756 万吨，环比+2.0%，同比-10.9%。煤矿复产持续推进，但安全整改和负荷恢复仍有约束，实际供应增量尚未稳定释放，仍对煤价形成支撑。

产业链双焦库存均维持低位。11 月 6 日，产业链焦煤库存 2037 万吨，环比-2.1%，同比-5.1%；产业链焦炭库存 742 万吨，环比-3.9%，同比-13.7%；产业链碳元素库存 3031 万吨，环比-2.7%，同比-8.2%。焦钢利润偏弱下，企业主动补库意愿不足。

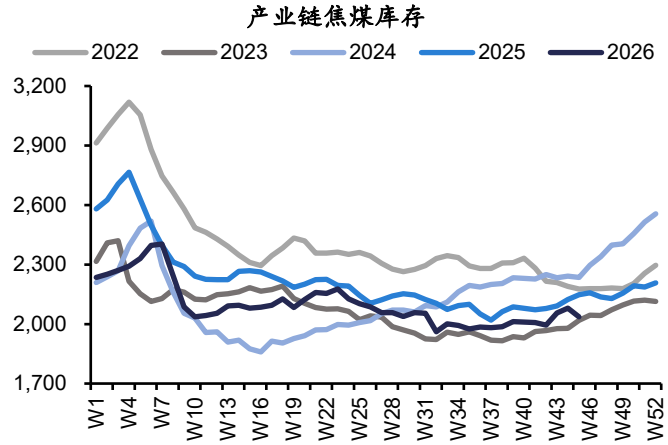
钢厂铁水产量承压、韧性较强。2026 年第 45 周日均铁水产量（247 家钢厂）230.7 万吨，环比-0.5%，同比-1.5%；钢铁企业盈利率（247 家钢厂）11.3%，环比持平。较 9 月初，铁水和盈利水平均有所下降，焦企亦在盈亏线附近运行，焦炭提降预期增强，产业链对原料涨价的承受能力减弱。铁水虽保持一定韧性，焦煤刚需仍存，但短期补库偏谨慎，煤价上涨需钢材需求改善及焦钢利润修复。

图表64：88 家样本焦煤矿原煤产量（万吨）



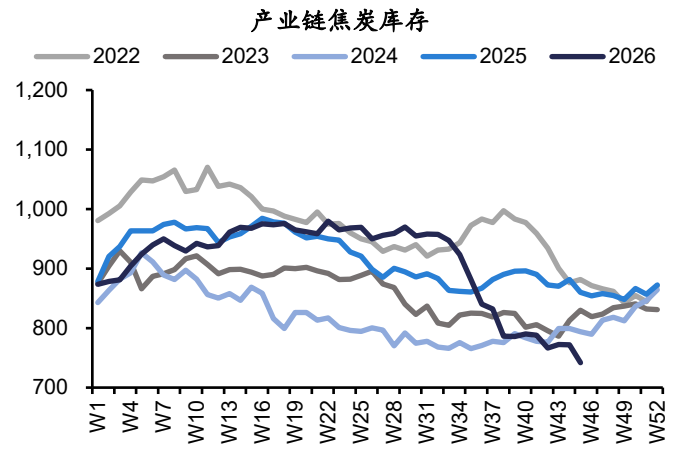
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表65：产业链焦煤库存（万吨）



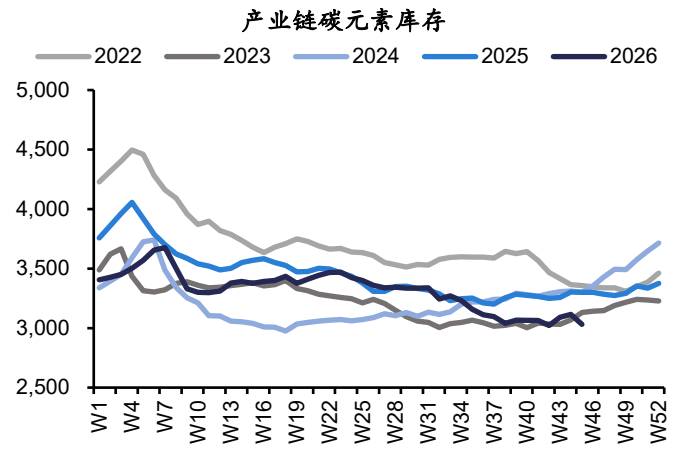
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表66：产业链焦炭库存（万吨）



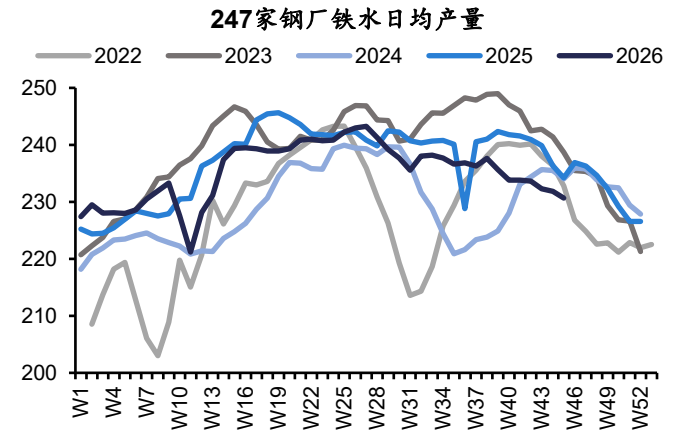
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表67：产业链碳元素库存（万吨）



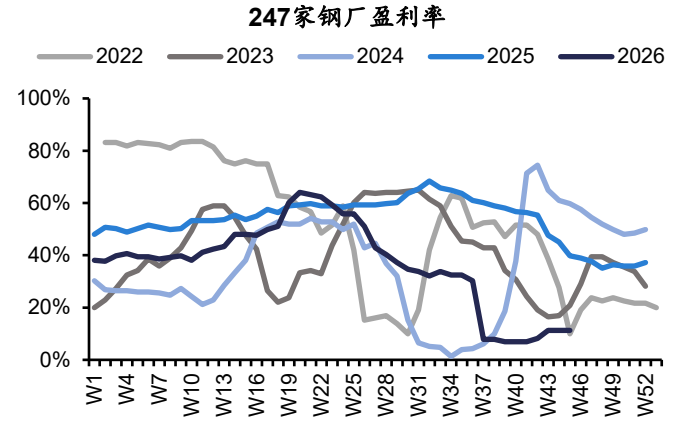
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表68：247 家钢厂日均铁水产量（万吨）



来源：Mysteel，国金证券研究所

图表69：247 家钢厂盈利率



来源：Mysteel，国金证券研究所

展望后市，供给偏紧仍支撑高位价格，短期或震荡调整。供应端，国内复产推进但增量释放滞后，优质主焦煤资源仍有约束，进口补充则受煤种结构与口岸通关节奏影响，11 月 3 日中蒙谈判达成将甘其毛都日通关车辆由约 430 车提升至 1200 车的共识，但近期实际通车量仍保持 500+车低位，持续性仍需观察。需求端，铁水回落及焦钢利润承压抑制主动补库，短期煤价可能延续震荡、局部调整，为供给恢复偏慢将限制价格回落幅度，若钢厂利润企稳、焦炭价格改善带动采购恢复，焦煤仍具补库驱动的上涨弹性。长协价格调整及前期现货涨价的传导，有望继续支撑煤企业绩，关注供给约束较强煤种及成本优势突出的公司。

五、投资建议：动力煤龙头红利价值

主线一：动力煤龙头盈利稳健，股息价值高，相关标的中国神华 A/H、陕西煤业。

主线二：受益煤价上涨的弹性标的，相关标的兖矿能源、广汇能源。

主线三：电价上行下的煤电一体，相关标的新集能源、淮河能源、电投能源。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究