证券研究报告

开源证券

能源安全内外共振，煤炭周期上行景气延续

煤炭行业2027年度投资策略

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

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

姓名 王奕欣（联系人）
证书编号：S0790126050016
邮箱：wangyixin@kysec.cn

2026年11月10日

核心观点

1. 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2026年1-10月煤炭板块累计涨幅22.55%，2026年以来煤价上行，煤炭利润释放。2026Q1-Q3煤炭板块归母净利润1051.57亿元，同比+25.93%。

2.动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放

国内供给方面，2026Q1-Q3我国原煤产量34.49亿吨，同比-3.39%，9月以来复产有所提速。分区域看，2026Q1-Q3晋陕蒙新原煤产量分别为8.35、6.10、9.83、3.88亿吨，分别同比-14.4%、+3.7%、+4.2%、-3.2%。山西煤炭生产以存量修复为主；陕西具备产能核增潜力，但井工矿占比较高限制增产幅度及空间；内蒙古十五五期间原煤产量稳定在13亿吨/年以上，蒙西大型矿井建设支撑后续优质产能接续；疆煤资源丰富，短期铁路运力制约疆煤产能释放，远期疆煤增量空间广阔，2030年原煤产量或超7亿吨。**进口方面，**2026Q1-Q3我国动力煤进口量2.37亿吨，同比-5.23%，其中印尼、澳大利亚、俄罗斯、蒙古进口量分别为1.33、0.47、0.24、0.28亿吨，分别同比-5.78%、-6.27%、-21.65%、+39.30%。印尼受RKAB配额、DMO保供等影响，煤炭对华出口收缩趋势不变；澳大利亚具备增量条件，预计受煤价及新增产能建设节奏影响；俄罗斯则受铁路运力等影响，产量及出口量下滑；蒙古煤炭资源丰富，动力煤对华出口或延续增长态势。**海外扰动方面，**中东地缘反复，油价高位运行对煤价形成支撑；印度电厂缺煤或分流中国动力煤进口；欧洲天然气价高企，有望对燃煤发电需求形成支撑。**国内需求方面，**当前逐步进入电厂冬储高峰，且厄尔尼诺暖冬预期下，极端天气或增多，火电峰值兜底需求或进一步强化煤价支撑。能源安全及安监加严背景下，2027年煤价中枢或小幅下移，但预计仍维持相对高位运行。

3. 焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行

国内供给，2026Q1-Q3我国炼焦精煤产量3.24亿吨，同比下降9.37%；2026Q3同比下降18.13%；2026年9月同比下降17.61%，环比增长6.96%。9月以来复产煤矿数量增加，但实际产量恢复不足，截至2026年11月6日，Mysteel523家样本焦煤矿山原煤日产160.3万吨，同比-13.97%（522事故前为208万吨，6-8月低点为153万吨）。**国内需求，**截至2026年11月6日，Mysteel247家钢厂铁水日产降至230.69万吨（2025年同期234.22万吨）。供需双弱背景下，供给收缩占主导，京唐港主焦价格2380元/吨，同比+27.96%。**焦煤进口，**蒙煤通关仍存在扰动，预计2026Q4增量释放有限，2027年蒙煤进口或进一步放量，海运焦煤10月我国成交已环比下滑，海运煤进口存在海外需求竞争约束。**整体看，**安监趋严，隐蔽面供给中长期出清，国内供给中长期收缩，蒙煤进口增量但难补山西主焦缺口，焦煤价格高位运行景气延续。

4 .投资建议：

低长协弹性受益标的：兖矿能源、晋控煤业、潞安环能；**红利稳健受益标的：**中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业；**焦煤受益标的：**淮北矿业、平煤股份、山西焦煤；**成长受益标的：**新集能源、广汇能源；**多元煤电铝受益标的：**神火股份、电投能源。

5 .风险提示：经济增速下行风险；供需错配风险；可再生能源加速替代风险。

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2 动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放

3 焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行

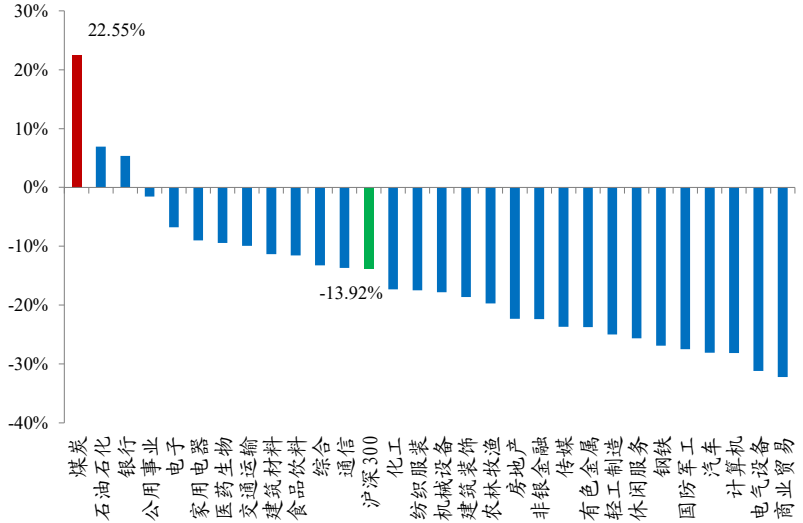
4 投资建议

5 风险提示

1.1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

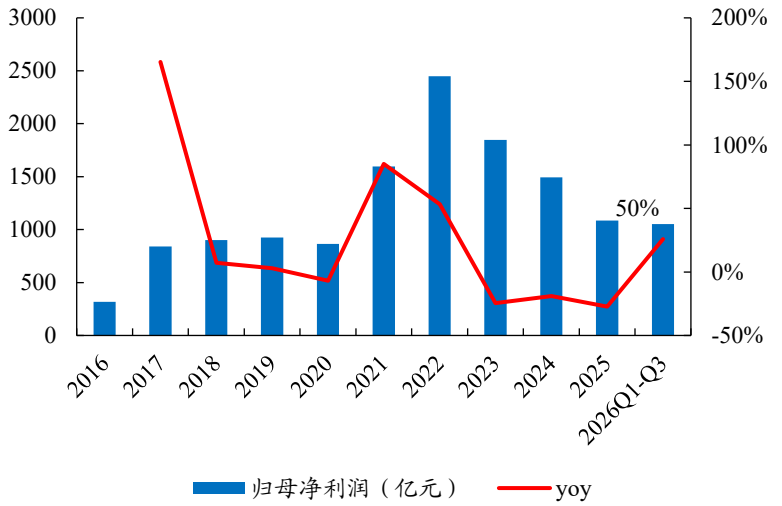
2026年1-10月煤炭板块涨幅居前，周期上行板块利润释放。2026年1-10月煤炭板块累计涨幅22.55%，居各行业首位，同期沪深300指数累计跌幅13.92%，煤炭板块跑赢指数36.47pct。2026年以来受印尼缩量、中东地缘、国内安监等因素驱动，煤价中枢上移，煤炭板块利润释放。2026Q1-Q3煤炭板块实现归母净利润1051.57亿元，同比+25.93%，其中动力煤板块归母净利润981.50亿元，同比+ 24.33%，焦煤板块归母净利润95.34亿元，同比+48.98%。2026Q4煤炭板块量价环比有望双增，利润或进一步释放。

图：2026年1-10月煤炭板块上涨22.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：煤炭板块2026年前三季度归母净利润同比+25.93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2 **动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放**

3 焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行

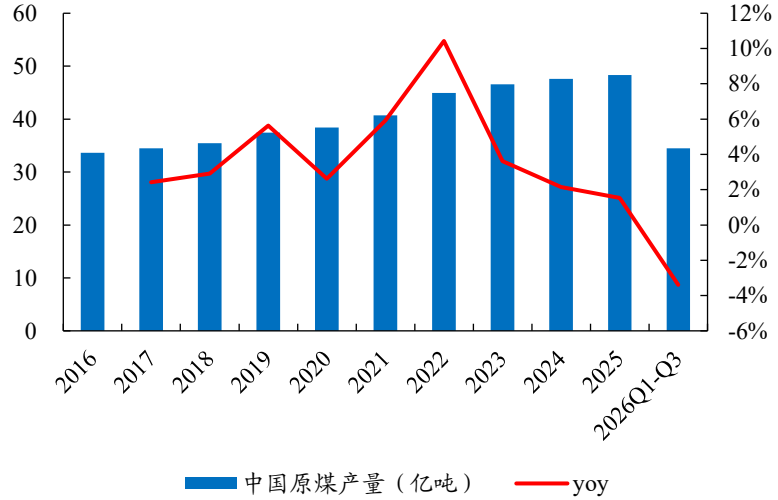
4 投资建议

5 风险提示

2.1 概况：安监加严煤炭供给收缩，复产推进产量缓慢修复

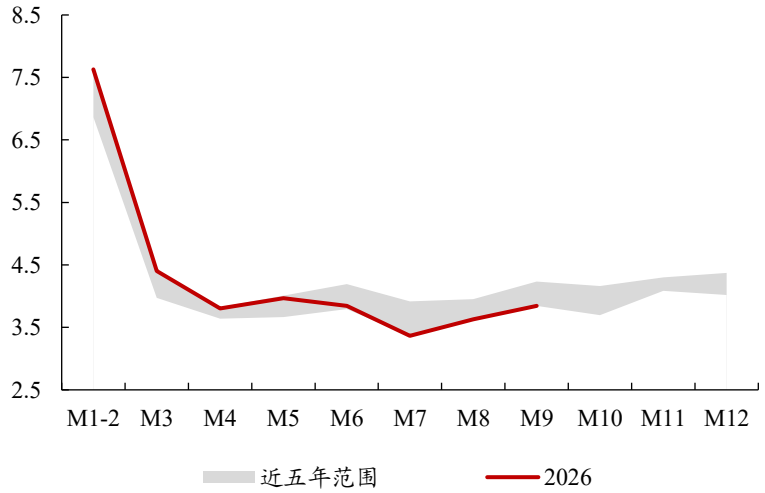
受国内安监加严影响，2026Q1-Q3我国原煤产量同比-3.39%，9月以来复产提速，产量修复。522事故以来，国内安监加严导致我国原煤产量下滑，2026Q1-Q3我国原煤产量34.49亿吨，同比-3.39%，其中2026Q3为核心减量时段，原煤产量为10.84亿吨，同比-7.00%。2026年8月以来原煤产量月度环比有所修复，9月以来复产提速，2026年9月原煤产量达3.85亿吨，同比虽仍-5.03%，但环比+6.00%。预计2026Q4我国原煤产量环比进一步修复，但冬季安全事故高发背景下，产量环比增幅或有限。

图：2026年前三季度全国原煤产量34.49亿吨，同比-3.39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：全国原煤月产量自7月起处于近五年低点（亿吨）

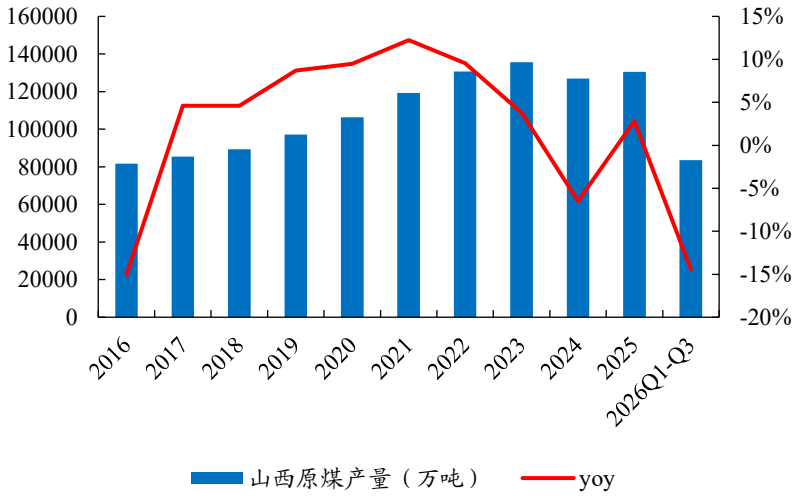


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1 国内供给：山西以存量产能修复为主，增量产能释放空间受限

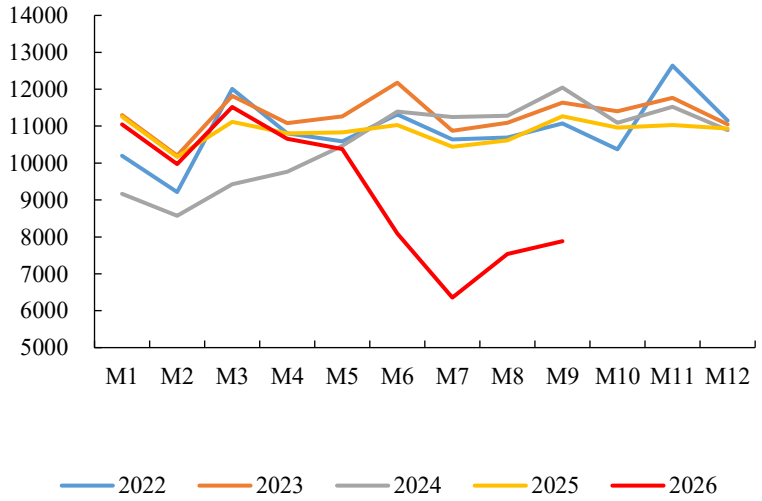
山西煤炭供给以稳产接续和存量产能修复为主，新增产能释放仍受资源接续与安全合规约束。2025年山西原煤产量约13.05亿吨；2026Q1-Q3产量约8.35亿吨，同比下降14.4%，生产恢复仍弱于上年同期。根据山西省能源规划，到2030年全省煤矿生产能力保持在13亿吨/年左右、煤炭产量稳定在12.5亿吨左右，政策重点由规模扩张转向稳产保供、资源接续和产能结构优化。后续停减产煤矿复产及合规产能释放有望推动产量修复，但核定产能、安全生产和资源接续仍构成供给边界，山西煤炭产量中枢预计保持稳定，难以形成持续、大规模增量。

图：山西原煤产量进入平台期，存量产能修复主导供给变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年以来山西原煤月度产量同比承压（万吨/月）

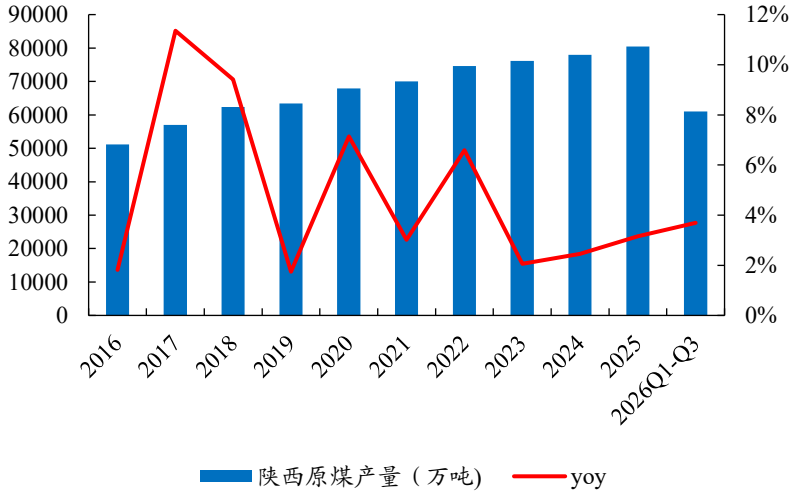


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2 国内供给：陕西仍具产能核增动能，但井工矿约束增产弹性

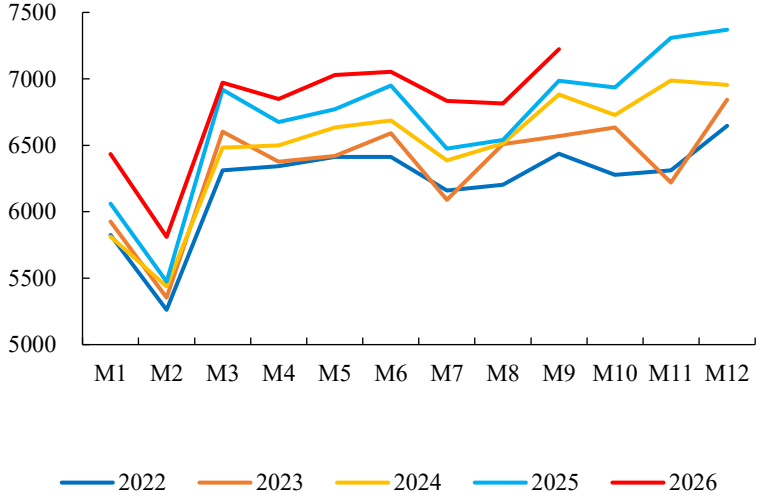
陕西优质煤炭资源仍具产能核增潜力，但井工矿占比较高决定了增产更多体现为渐进式释放。2025年陕西原煤产量约8.05亿吨；2026Q1-Q3产量约6.10亿吨，同比增长3.7%，供给表现好于山西。稳产保供、增储增产及煤矿智能化改造有望推动具备条件的矿井核增产能，但井工矿扩产需同步完成采掘接续、通风、运输、提升及灾害治理等系统改造，核定能力由生产系统最薄弱环节决定，单一环节提效难以直接转化为全矿增量。预计陕西仍可通过存量矿井核增和接续项目投产贡献增量，但释放节奏相对平缓，增产空间明显低于以内蒙古、新疆为代表的露天矿集中区域。

图：陕西原煤产量稳步增长，存量矿井核增贡献主要增量



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年以来陕西原煤月度产量保持增长（万吨/月）

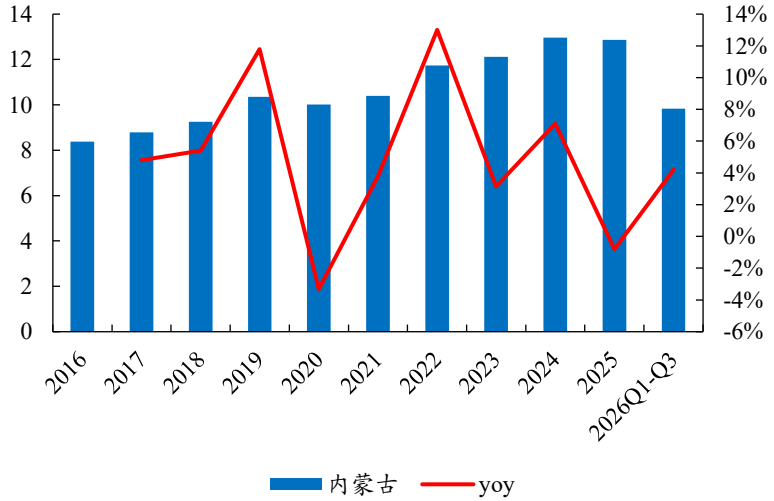


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3 国内供给：蒙西扩充优质产能、蒙东侧重区域保供

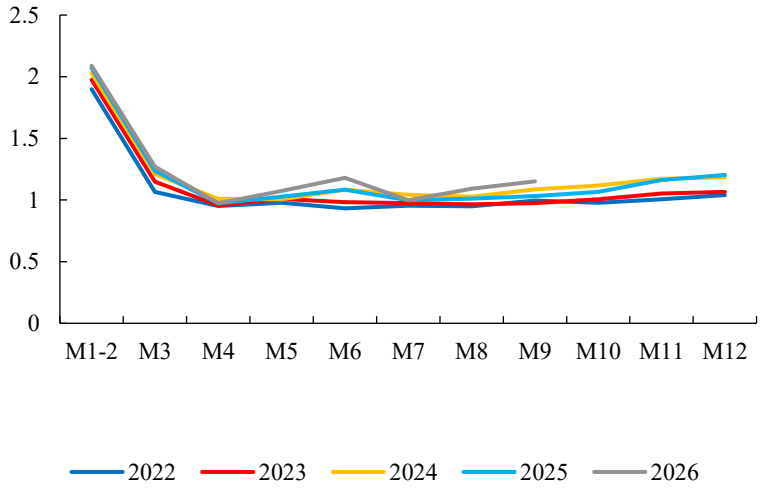
内蒙古原煤产能同比延续增长，蒙西大型矿井建设有望支撑后续优质产能接续。内蒙古2026Q1-Q3原煤产量9.83亿吨，同比+4.19%，增产3949.30万吨。其中，上半年产量6.59亿吨，同比+3.06%；三季度产量3.24亿吨，同比+6.55%。据内蒙古能源局，内蒙古十五五期间煤矿产能稳定在13亿吨/年以上。分区域看，蒙西以鄂尔多斯为重点，加快建设大型现代化矿井集群，是优质产能增量的主要来源。蒙东统筹草原生态保护和煤炭开发，重点保障蒙东及东北地区用煤。

图：2026Q1-Q3内蒙古原煤产量9.83亿吨，同比+4.19%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年内蒙古原煤产量维持高位（亿吨/月）

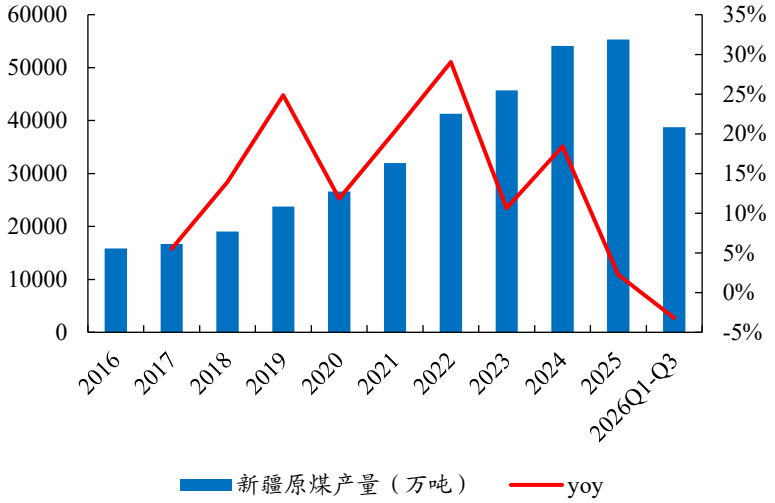


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.4 国内供给：铁路运力制约疆煤产能释放，远期疆煤增量空间广阔

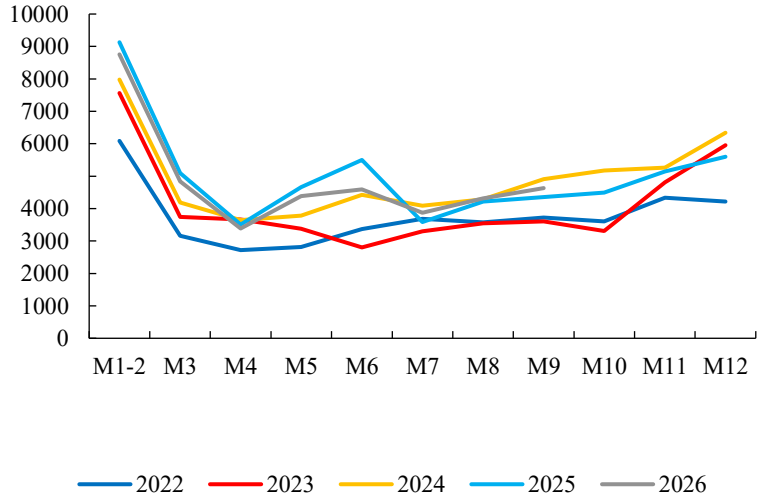
疆煤受2026H1查超产及铁路运力影响产量下滑，远期看疆煤是我国煤炭重要增量来源。新疆2026Q1-Q3原煤产量3.88亿吨，同比-3.21%，疆煤减产主要系2026H1新疆严控超产及4-5月兰新线集中检修，2026H1疆煤产量同比-6.97%。2026Q3以来疆煤产量修复向上，2026Q3疆煤产量1.28亿吨，同比+5.42%，其中2026年9月疆煤产量同比+6.37%。十四五期间疆煤产量由2020年2.76亿吨提升2025年5.53亿吨，实现高速增长。据发改委，新疆煤炭预测资源量2.19万亿吨，占全国总量四成以上，煤炭资源充足。远期疆煤增量空间广阔，我们预计2030年原煤产量或超7亿吨，增量释放节奏受铁路运力、环评等因素影响。

图：2026Q1-Q3新疆原煤产量3.88亿吨，同比-3.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：新疆原煤产量7-9月逐月回升（万吨/月）

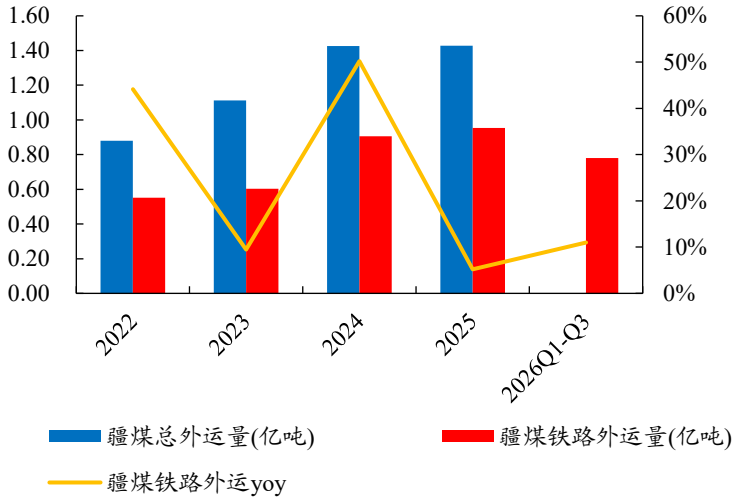


数据来源：Wind 、开源证券研究所

2.2.4 国内供给：铁路运力制约疆煤产能释放，远期疆煤增量空间广阔

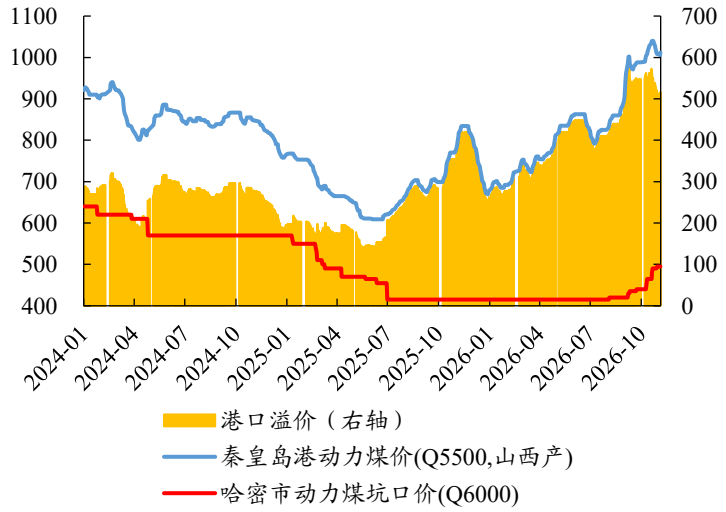
疆煤外运增量提速，疆外煤价溢价走扩强化疆煤外运利润。2025年疆煤外运总量达1.43亿吨，同比+0.14%，占疆煤产量25.82%，其中铁路外运量0.95亿吨，同比+5.20%，占疆煤外运总量66.77%。2026Q1-Q3疆煤铁路外运量7804.7万吨，同比+11%，疆煤外运量同比增速进一步提升。2026年7月以来，受安监影响疆外煤价上涨，疆内外煤炭价差走扩带动疆煤价格上行并推升疆煤外运利润，截至2026年11月5日，秦港动力煤较哈密坑口溢价提升至517元/吨（年初267元/吨）。

图：2026Q1-Q3新疆铁路外运量量0.78亿吨，同比+11.00%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：新疆哈密市动力煤坑口价7月后逐月上升（万吨/月）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.4 国内供给：铁路运力制约疆煤产能释放，远期疆煤增量空间广阔

短期疆煤外运或仍受运力限制，北翼临哈线扩能改造持续推进。目前疆煤铁路外运格局为“一主两翼”（即主通道兰新线、北翼临哈线、南翼库格线），2025年兰新线疆煤外运量约8000万吨，占疆煤外运总量超80%（兰新线总货运能力1亿吨/年，同时需承担其他运输，已饱和）。南北翼本身运力有限，当前亦接近饱和。疆煤外运未来增量集中于北翼，临哈线临额段扩能改造预计2027年底竣工，额哈段预计2029年5月竣工，改造完成后临哈线货运能力有望从0.3亿吨/年提升至2亿吨/年。

表：新疆煤炭资源丰富

煤炭基地	定位	预测资源量（亿吨）	外运线路
吐哈	东疆出疆	5700	铁路：兰新铁路、临哈铁路 公路：G30 连霍高速、312 国道、G7 京新高速、淖柳公路
准东	新疆核心外运基地	3900	铁路：临哈铁路 公路：G7 京新高速
伊犁	疆内转化为主	3000	公路：G30 连霍高速、312 国道
库拜	南疆出疆	1300	铁路：格库铁路 公路：315国道、G0612

资料来源：煤炭学报、开源证券研究所

图：新疆主要外运通道布局



资料来源：西拓能源、开源证券研究所

2.2.5 国内供给：短期恢复看山西，中长期增量向蒙新集中

国内供给短期关注山西恢复，中长期增量向蒙新集中。2023-2025年，全国原煤产量由46.58亿吨增至48.32亿吨，年复合增长1.84%；动力煤供给由39.86亿吨增至40.90亿吨，年复合增长率1.29%，同期新疆原煤产量年复合增长10.02%，明显高于晋陕蒙等传统主产区。并且十五五期间，也将加快推进内蒙古地区现代化大型矿井集群建设。我们预计2026年全国原煤产量47.07亿吨、同比-2.58%。其中山西产量11.01亿吨，同比-15.63%，减产对供给增量形成拖累。2027年重点关注山西恢复及新疆产量释放，我们预计2027/2028年山西原煤产量分别回升至12.01/12.51亿吨，带动全国原煤产量增至49.38/50.89亿吨。展望“十五五”，国内煤炭增量有望继续向西部资源富集地区集中，2029年起山西产量趋稳，增量更多取决于蒙新项目兑现。其中，新疆产量释放仍需外运能力与本地消纳承接，我们预计2027/2028年原煤产量分别达6.70/7.50亿吨，同比+21.82%/+11.94%，2029—2030年增速维持约5%，2030年产量达到8.30亿吨。

表：预计2027年国内煤炭供给恢复增长，中长期增量向西部集中（亿吨/年）

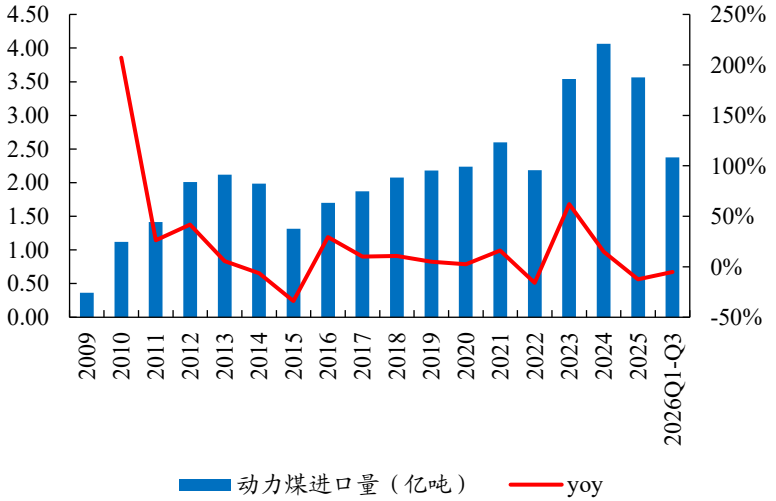
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新疆原煤产量	4.57	5.41	5.53	5.50	6.70	7.50	7.90	8.30
山西原煤产量	13.57	12.69	13.05	11.01	12.01	12.51	12.51	12.51
陕西原煤产量	7.61	7.80	8.05	8.38	8.43	8.48	8.53	8.58
内蒙古原煤产量	12.11	12.97	12.86	13.80	13.90	14.10	14.25	14.28
晋陕蒙新原煤产量合计	37.86	38.86	39.48	38.69	41.04	42.59	43.19	43.67
全国原煤总产量	46.58	47.59	48.32	47.07	49.38	50.89	51.45	51.89
全国动力煤总产量	37.77	38.79	39.01	38.17	40.05	41.21	41.71	42.06
动力煤进口	2.09	2.30	1.89	1.71	1.68	1.64	1.61	1.58
全国动力煤总供给	39.86	41.09	40.90	39.89	41.73	42.85	43.32	43.64

数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

2.3.1 动力煤进口同比下降，供应增量仍受约束

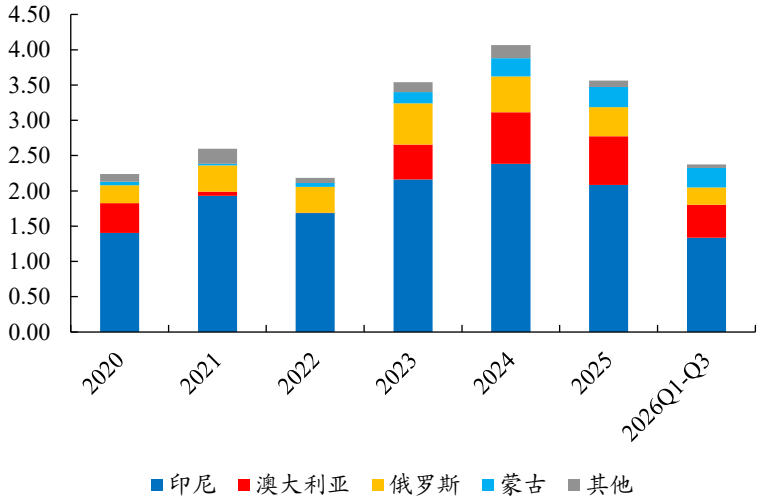
我国动力煤进口同比收缩，蒙煤贡献核心增量。据海关总署，2026Q1-Q3我国动力煤进口量2.37亿吨，同比-5.23%，其中印尼、澳大利亚、俄罗斯、蒙古进口量分别为1.33、0.47、0.24、0.28亿吨，分别同比-5.78%、-6.27%、-21.65%、+39.30%。 2026Q1-Q3印尼仍为我国第一大动力煤进口来源国， 占动力煤进口比重56.23%，蒙煤进口快速放量，占比提升至11.71%。我国动力煤进口具有较强的价格调节特征，进口煤到岸成本与国内同煤质煤炭价格的差额决定采购意愿，海外可供出口资源增加并不必然带来我国进口同步增长。若进口价差持续收窄或倒挂，新增订单将受到抑制，进口对国内供应的补充力度趋弱。预计后续动力煤进口仍以价差驱动的弹性调节为主，持续放量需要海外供应释放与进口经济性改善共同支撑。

图：2026年前三季度我国动力煤进口2.37亿吨，同比-5.23%



数据来源：海关总署、Mysteel、开源证券研究所

图：2026年前三季度我国动力煤进口中蒙煤同比+39.30%（万吨）

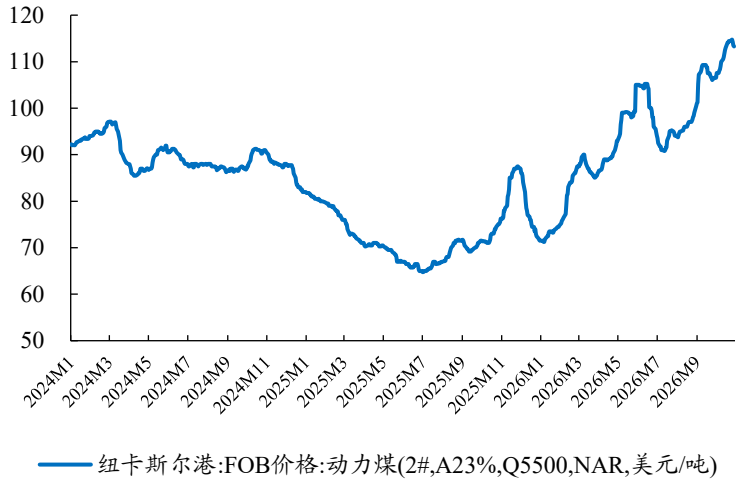


数据来源：海关总署、Mysteel、开源证券研究所

2.3.1 动力煤进口同比下降，供应增量仍受约束

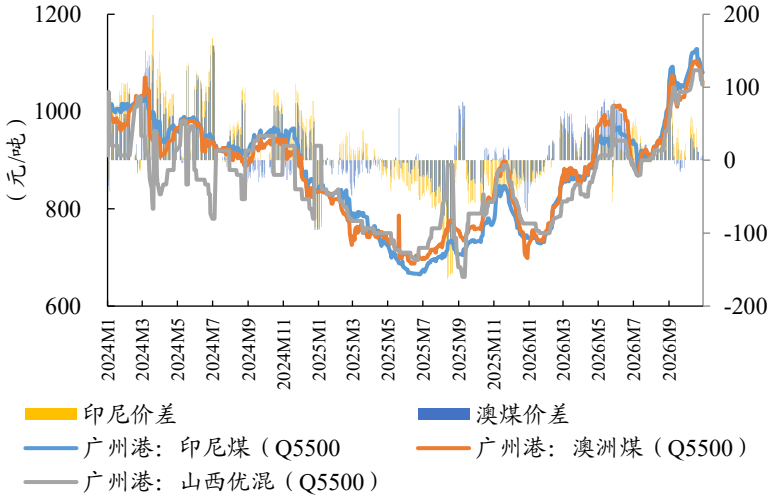
预计2027年动力煤进口增量相对温和，低价进口对国内煤价的压制较前期减弱。海外煤价回升削弱了进口资源的成本优势，截至11月2日，广州港Q5500澳煤、印尼煤价格较同港口山西煤分别高5.51元/吨、35.51元/吨，进口煤尚未形成明显低价优势。结合印尼生产配额及本国需求对出口资源的约束，预计2027年海外供应恢复更多体现为可供资源增加，难以同步形成量增价低的进口冲击，国内煤价仍主要由本土产量释放与需求变化决定。其中，澳煤已接近国产煤价格，后续采购弹性可能强于仍有溢价的印尼煤，进口增量对不同来源国的依赖将有所分化。海外煤价及海运费明显回落，是进口压力重新上升的主要风险。

图：纽卡斯尔Q5500动力煤离岸价格低位回升（美元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年以来进口煤价格优势收窄，国产煤价格竞争力增强

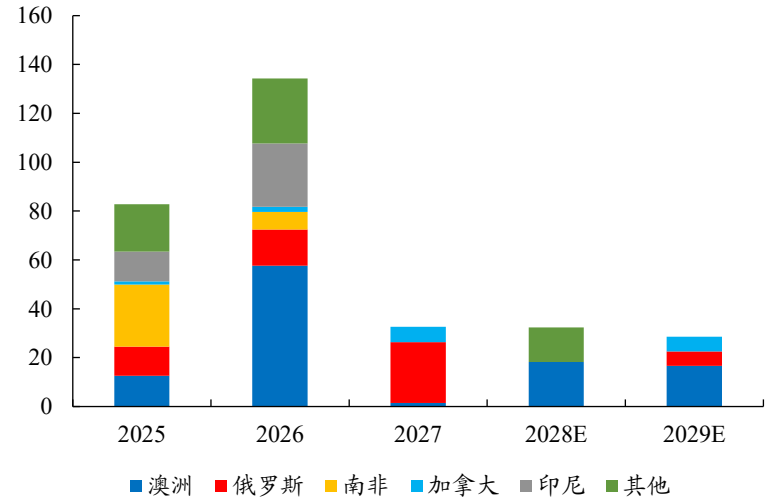


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.1 动力煤进口同比下降，供应增量仍受约束

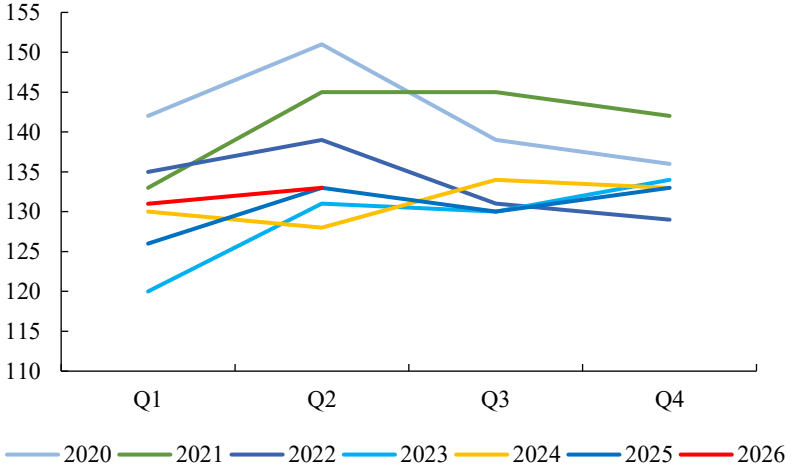
海外煤矿新增产能集中于澳洲，但项目投产向实际供应的转化仍需时间，2027年增量释放预计较为温和。按海外主要煤矿项目计划投产时间汇总，2025-2027年新增产能分别约8278万吨、13430万吨和3265万吨，2026年为集中投放期，2027年计划新增规模明显回落。其中，澳洲新增产能占比较高，但部分项目属于炼焦煤，对海运动力煤供应的直接贡献相对有限。从实际产出看，2026年上半年澳洲煤炭产量约2.64亿吨，同比增长1.9%，产量仍呈温和增长，尚未形成明显放量。展望2027年，2026年投产项目继续爬坡有望贡献供应增量，但新项目投放减少，叠加建设进度、矿山运营及配套运输条件影响，新增供应预计逐步兑现，澳洲动力煤出口短期大幅扩张的空间仍较有限。

图：2026年海外计划新增煤矿产能达到阶段性高点（百万吨）



数据来源：IEA、开源证券研究所

图：2026年上半年澳洲煤炭产量同比增长1.9%（百万吨）

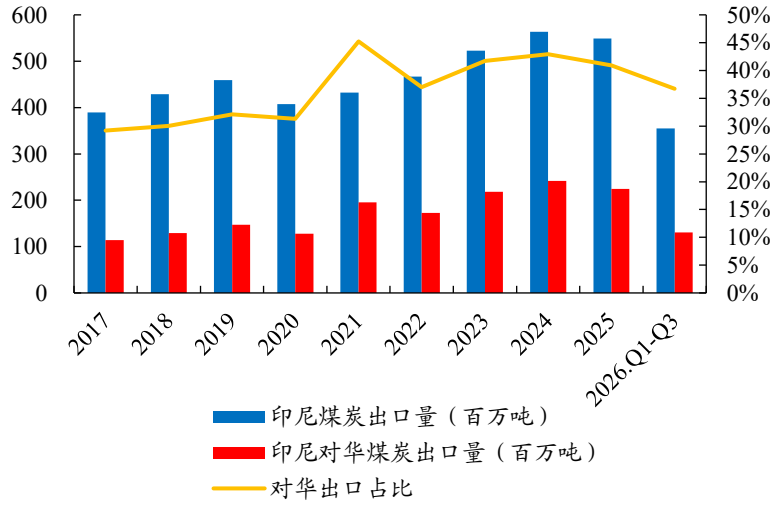


数据来源：澳大利亚政府网、开源证券研究所

2.3.2 印尼对华供煤回落，煤炭出口仍受政策扰动

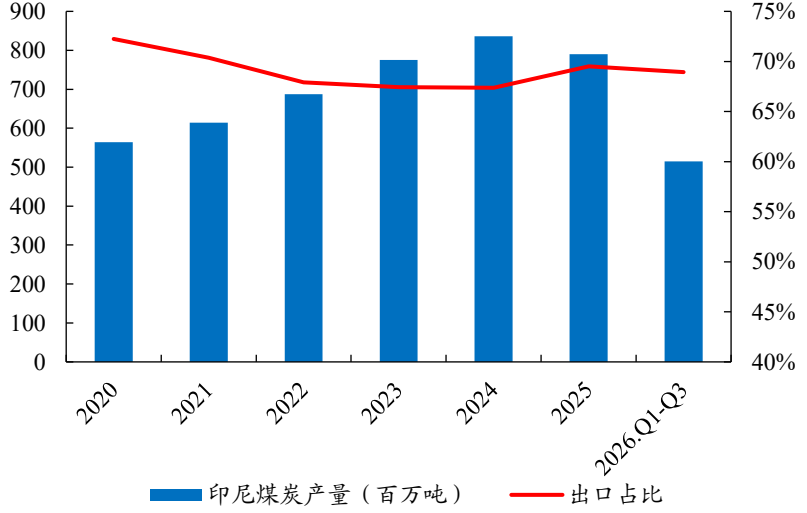
印尼对华供煤已由增长转向回落，2027年供应恢复及对华出口增量仍受生产配额与价格竞争力约束。2025年印尼对华煤炭出口2.25亿吨，同比下降7.1%，对华供应的增量贡献有所减弱。2026年前三季度，印尼煤炭产量5.15亿吨，出口3.55亿吨，出口量占产量的68.94%，供应仍以出口市场为主；其中对华出口1.30亿吨，占出口总量的37%。在这一结构下，印尼供给调节既受RKAB生产配额影响，也取决于出口价格及矿山盈利，配额放松能否带来持续增产仍需出口需求承接。展望2027年，部分生产配额调整及矿山生产恢复有望增加可供出口资源，但印尼国内煤炭消费增长将对出口形成一定分流，我国采购则仍受内外价差约束。预计印尼煤供应有所恢复，对华出口能否转增主要取决于进口经济性改善，难以仅依靠产量恢复重回快速扩张阶段。

图：印尼仍是我国主要煤炭进口来源国，近年来对华供应有所回落



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图：印尼煤炭产量2025年转降，出口占比呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2 印尼生产配额边际放松，煤炭出口仍受政策约束

表：印尼煤炭政策由控产转向动态调节，生产配额及出口管理持续调整

时间/阶段	政策类型	政策名称/事件	主要内容（概述）	执行结果/当前状态	关键出口/成本影响
2025年3月—2026年9月	出口资金管理	DHE出口外汇留存制度及后续调整	印尼要求非油气资源出口收入100%汇回并原则上留存12个月。2026年进一步完善资金使用规则，对符合特定双边贸易安排及资格条件的矿业出口商，允许适用30%资金留存3个月的特殊安排。	2026年6月新规实施，9月起符合条件的企业可选择适用特殊安排，其他企业仍按一般规定执行。资金约束并未全面取消，而是针对部分出口商提供差异化安排。	外汇留存要求增加企业资金管理成本，对中小矿商资金周转形成一定压力；部分企业获得政策便利后，经营灵活性有所改善，但整体出口仍面临资金合规要求。
2025年3月—8月	出口价格管理	HBA/HPB基准价格政策调整	印尼曾要求煤炭销售价格参照政府制定的HBA/HPB基准价格，以规范出口定价及税费征收。2025年8月取消强制以政府基准价作为最低销售价格的要求，但相关税费计算仍以政府参考价格为重要依据。	强制销售底价要求已取消，出口交易价格灵活性有所恢复；但HBA/HPB仍在矿业税费计征中发挥作用，市场成交价格与计税参考价格可能存在差异。	政策调整有利于企业根据国际市场变化灵活报价，但在市场煤价较低时，实际销售价格与税费计算基础之间的差异仍可能压缩出口利润。
2026年1月	生产总量管理	RKAB控产目标下调	印尼政府为改善全球煤炭供需及价格，提出调整2026年RKAB生产计划，将全年煤炭产量目标由2025年的约7.9亿吨压减至约6亿吨，并重新评估矿山生产额度。	年初形成较强控产预期，但6亿吨属于初始政策目标，后续矿企申请及实际审批仍存在调整空间，不能直接视作最终获批产量或全年实际产量。	政策强化政府对煤炭供应总量的调控能力，初期压缩市场对出口增量的预期，但实际出口变化仍取决于配额兑现、国内用煤需求和企业生产情况。
2026年6月	生产配额调整	RKAB生产配额边际放松	随着煤炭价格变化及本国电力用煤需求增加，印尼政府提出适度提高煤炭生产配额，允许2026年全国批准产量超过年初约6亿吨目标，并重点考虑电力保供需要。	政府已明确配额放松方向，部分企业可通过RKAB修订申请增加生产额度。但新增配额仍须经过审核，不意味着所有煤矿均可无条件恢复原有生产水平。	生产配额调整缓解此前过度控产预期，有利于部分矿商恢复产量；但新增煤炭可能优先满足印尼本国用煤需求，不能简单等同于出口供应同比例增加。
2026年6月	出口贸易管理	第15/2026号贸易部长条例	印尼针对煤炭等战略资源出台新的出口管理规定，明确出口商登记、装运检验及出口渠道管理要求，并设置向指定国有出口主体过渡的制度安排。	新规于2026年6月1日生效，原有非国有出口商登记许可设置截至2026年12月31日的过渡期。按照现行规定，2027年煤炭出口将进一步纳入国有出口主体管理体系。	出口渠道管理由原有企业自主出口向更集中管理的制度安排过渡，可能改变贸易商及矿企的出口组织方式；实际成本与出口效率影响仍取决于后续执行情况。
2026年9月	RKAB审批进展	生产配额修订审批推进	印尼矿业主管部门推进2026年煤炭RKAB修订审批，截至9月底约95%的企业申请已获批准。矿产与煤炭总局局长公开预计2026年全国煤炭产量约7.2亿吨，高于年初政策目标。	配额审批取得明显进展，全年产量预期较年初有所上调，但7.2亿吨仍为主管部门公开预测，并非已经实现的实际产量，也不代表2027年正式生产配额。	2026年供应收缩幅度或小于年初预期，海外供应压力有所缓解。展望2027年，出口增量仍需结合新年度配额、印尼本国耗煤和矿山生产经济性判断。

资料来源：印尼能源与矿产资源部、印尼贸易部、印尼经济统筹部、印尼财政部、开源证券研究所

2.3.2 印尼进口煤边际收紧，催化价格中枢趋于合理

印尼产量收缩叠加本土需求韧性，出口供应预计进一步收紧，低卡进口煤价格有望获得支撑。印尼镍冶炼产业扩张及自备燃煤电厂建设支撑本土用煤需求，DMO制度优先保障当地煤炭供应，产量下降将更多体现为出口资源减少。2026年生产限制虽有所放松，但预计全年产量仍低于2025年水平，出口供应继续承压。按2026—2027年印尼煤炭产量分别为7.20亿吨、7.10亿吨，本土需求均为2.66亿吨测算，在不考虑净库存变化的情况下，出口量分别约4.54亿吨、4.44亿吨，同比下降10.1%、2.2%。若中国占印尼煤炭出口的比例维持2025年的40.5%，则2026—2027年我国自印尼进口煤炭分别约1.84亿吨、1.80亿吨，对华供应延续收缩，有利于缓解低价进口煤对国内市场的冲击，为煤价中枢提供支撑。

表：印尼煤炭出口预计收缩，对华出口量同步承压

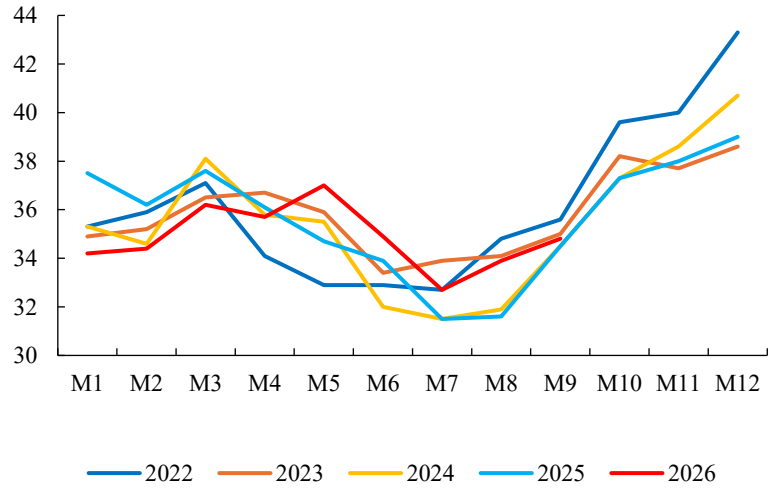
印尼出口测算表	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
政府目标产量（亿吨）	5.5	5.5	6.63	6.65	7.1	7.25	6	-
实际产量(亿吨)	5.637	6.14	6.874	7.752	8.361	7.9	7.20	7.10
yoy	8.52%	8.92%	11.95%	12.77%	7.86%	-5.51%	-8.86%	-1.39%
超产率	2.49%	11.64%	3.68%	16.57%	17.76%	8.97%	20.00%	15.58%
DMO		1.375	1.65	1.736	2.2	2.39	2.48	2.59
实际需求量（亿吨）	1.55	1.57	1.77	2.13	2.47	2.66	2.66	2.66
yoy	12%	56%	64%	93%	131%	8%	0%	0%
需求占产量比重	27.50%	25.57%	25.75%	27.48%	29.54%	33.67%	36.94%	37.46%
GDP增速		3.70%	5.31%	5.05%	5.03%	5.20%	5.20%	5.20%
yoy			43.51%	-4.90%	-0.40%	0.17	0	0
出口量（亿吨）	4.05	4.35	4.65	5.18	5.55	5.05	4.54	4.44
yoy	10.88%	7.45%	6.92%	11.33%	7.20%	-9.06%	-10.10%	-2.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.3 俄罗斯非焦煤产量回落，2027年出口增量释放有限

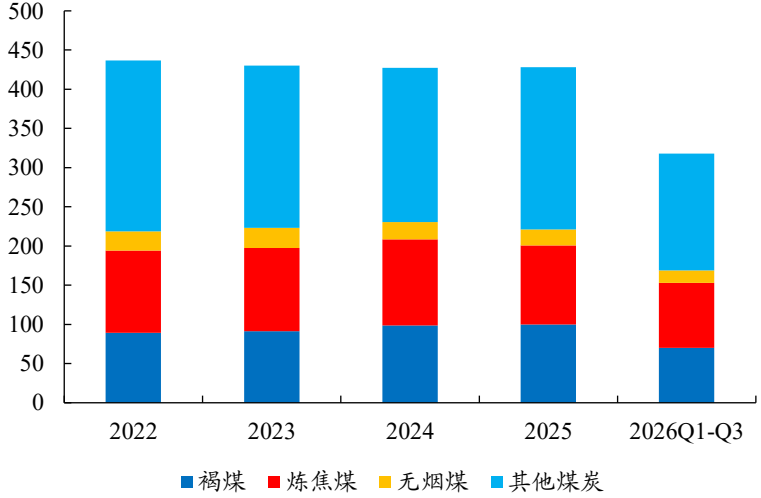
俄罗斯煤炭总产量小幅增长，但增量集中于炼焦煤，非焦煤供应仍偏弱。2026年前三季度，俄罗斯煤炭产量3.17亿吨，同比增长0.96%。分煤种看，炼焦煤、无烟煤产量分别为8300万吨、1580万吨，同比分别增长10.23%、2.60%；其他煤炭、褐煤产量分别为1.49亿吨、7010万吨，同比分别下降1.97%、1.82%，占总产量的比例分别为47.00%、22.11%。其他煤炭与褐煤合计占比69.12%，两类煤种均减产，煤炭总量增长尚未带来非焦煤供应同步扩张。展望2027年，预计俄罗斯动力煤出口增量仍较有限，非焦煤生产恢复缺乏持续增量支撑，铁路运力及长距离运输成本也制约资源外运，难以形成持续、大规模的低成本出口放量。

图：俄罗斯9月煤炭产量环比回升2.6%，同比仍下降0.8%（百万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：俄罗斯煤炭生产结构分化，其他煤炭与褐煤产量均回落（百万吨）

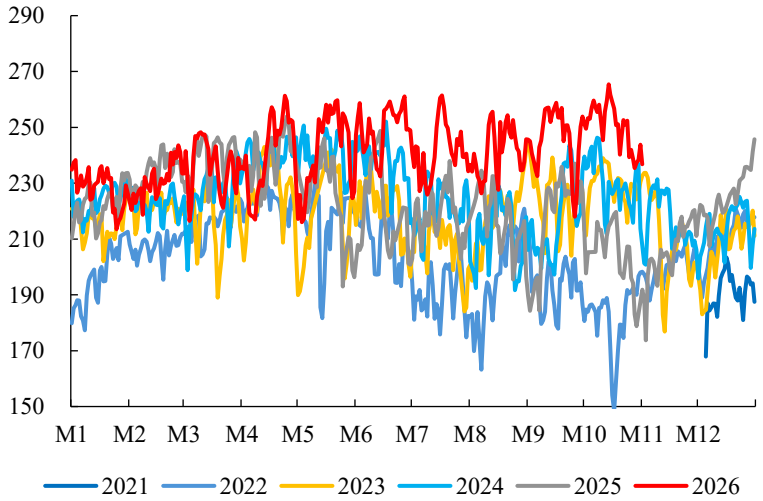


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

2.4.1 海外需求：印度用煤需求高位运行，低库存强化补库需求

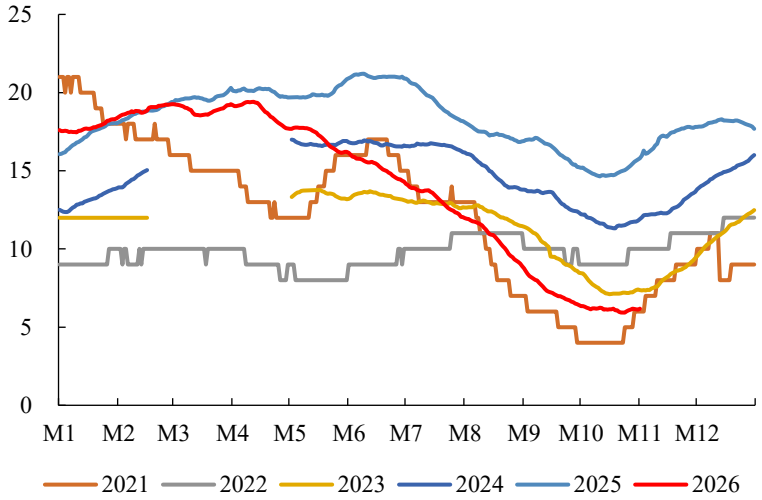
印度用煤需求高位运行，低库存放大海运煤采购弹性。2026年印度电厂煤炭日耗整体高于近年同期，10月下旬库存可用天数降至约6天，持续消耗库存反映本土供煤尚未充分覆盖电厂用煤需求。2026年8月，印度电力行业进口煤炭552万吨，同比增长85.6%，其中印尼煤占比约80%，显示电力行业供需缺口能够较快转化为海运煤采购需求。用煤增长与库存下降共同削弱电厂应对供应扰动的能力，煤矿增产能否转化为稳定到货，是决定补库进度的关键。印度对进口煤的需求不仅来自消费增长，也包括前期库存消耗后的回补，对印尼等主要出口国具有较强的采购弹性。

图：印度煤炭日耗高位运行（万吨/天）



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图：印度煤炭可用天数处于低位（天）

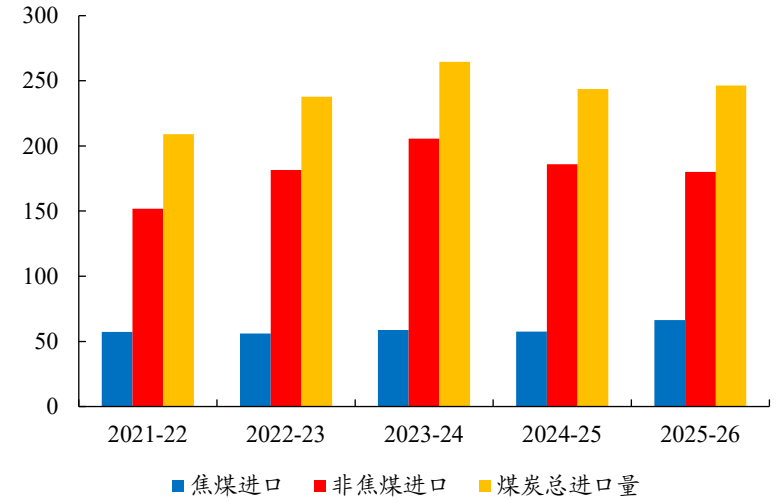


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2.4.2 海外需求：印度进口替代仍有约束，海运煤采购有望保持韧性

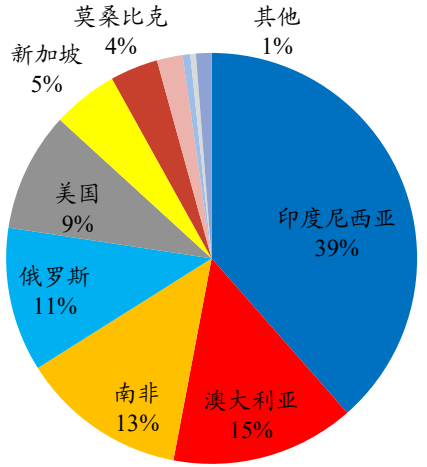
印度非炼焦煤进口仍具规模支撑，印尼是中印采购竞争的主要交集。2025-2026财年，印度煤炭进口总量2.46亿吨，同比增长1.1%，其中炼焦煤进口6633万吨，同比增长15.2%，非炼焦煤进口1.80亿吨，同比下降3.2%，进口增长主要由炼焦煤贡献。从来源看，印度自印尼进口9492万吨，占煤炭进口总量约39%，印尼仍为第一大来源国。预计2027年印度本土增产将继续抑制非炼焦煤进口增幅，但用电增长及电厂库存回补仍将支撑海运采购，进口需求难以随本土产量增长同步大幅下降。印度对印尼煤的采购有望维持韧性，消化部分出口资源，缓和中国采购变化对亚洲海运煤价格的影响。

图：2022年以来印度非炼焦煤进口量稳定（百万吨）



数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所

图：与中国进口结构相似，印度动力煤进口主要来源于印尼（进口量占比，%）

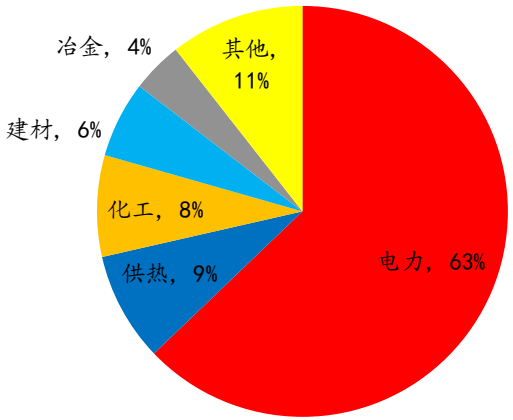


数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所

2.5.1 国内需求—非电煤：高油价凸显煤化工替代价值，支撑化工煤需求

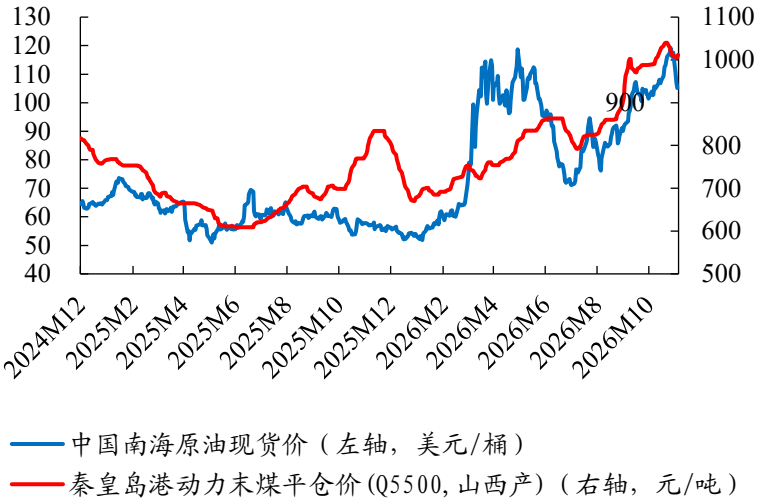
油气原料替代需求有望释放，煤化工贡献非电用煤增量。动力煤非电需求主要集中于化工、建材及冶金行业，2025年需求占比分别为8%/6%/4%。中东地缘冲突持续， 2026年10月14日IEA《石油市场月报》中表示中东能源设施及航运风险仍威胁石油供应恢复。我们认为，因为油气供应不确定性上升，国内煤炭资源的原料保障优势进一步凸显，煤化工替代部分油气原料的需求有望增长，带动化工用煤需求提升，成为煤炭需求的重要增量来源。

图：2025年化工煤需求占比8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年以来能源价格持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5.1 国内需求—非电煤：高油价凸显煤化工替代价值，支撑化工煤需求

高油价有利于扩大部分煤化工产品的成本优势，煤化工企业利润有望获得支撑。截至2026年10月30日，中国南海原油现货价为117.63美元/桶，秦皇岛港Q5500动力末煤平仓价为1008元/吨，较2025年末分别上涨104.54%/30.91%。按我们模型测算，煤价700元/吨、油价100美元/桶的假设下，煤制乙二醇及煤制烯烃较对应油路线的成本分别低2209元/吨、150元/吨。煤制乙二醇开工改善，2026年10月30日煤制乙二醇开工率为70.18%，同比+3.98pct。若高油价持续、产品需求能够承接，相对成本优势有望转化为企业盈利。

表：煤制烯烃相对油头路线成本在不同价格下优势显著

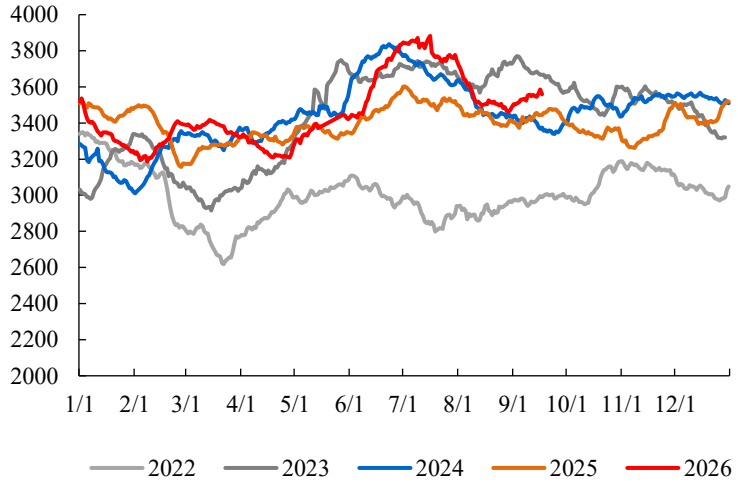
油价（美元/桶）		30	40	50	60	70	80	90	100
油头乙二醇成本（元/吨）		4599	5040	5480	5920	6361	6801	7242	7682
煤价（元/吨）	成本（元/吨）								
500	4895	-296	145	585	1025	1466	1906	2347	2787
600	5184	-585	-144	296	736	1177	1617	2058	2498
700	5473	-874	-433	7	447	888	1328	1769	2209
800	5762	-1163	-722	-282	158	599	1039	1480	1920
900	6051	-1452	-1011	-571	-131	310	750	1191	1631
1000	6340	-1741	-1300	-860	-420	21	461	902	1342
油头烯烃成本（元/吨）		4500	5250	6000	6500	7000	7833	8667	9500
煤价（元/吨）	成本（元/吨）								
500	7950	-3450	-2700	-1950	-1450	-950	-117	717	1550
600	8650	-4150	-3400	-2650	-2150	-1650	-817	17	850
700	9350	-4850	-4100	-3350	-2850	-2350	-1517	-683	150
800	10050	-5550	-4800	-4050	-3550	-3050	-2217	-1383	-550
900	10750	-6250	-5500	-4750	-4250	-3750	-2917	-2083	-1250
1000	11450	-6950	-6200	-5450	-4950	-4450	-3617	-2783	-1950

数据来源：百川盈孚、DSA、开源证券研究所

2.5.2 国内需求—电煤：稳增长托底用电需求，强厄尔尼诺带动电煤需求

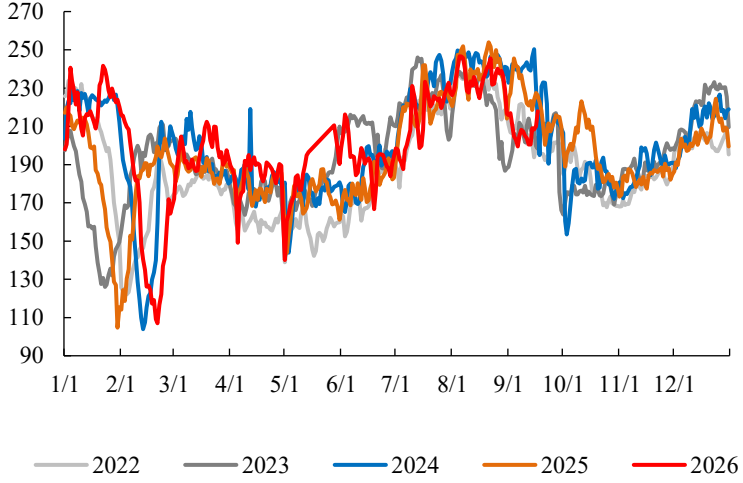
电厂高库存延续，港口阶段性去库叠加进口运输扰动。2026年电厂库存延续往年的季节性波动，迎峰度夏后，整体仍处于较高水平，高库存对补库空间形成一定约束。但随着日耗同步回升，叠加印尼厄尔尼诺影响，主要运煤航线水位下降、驳船航行受阻，进口运输受阻仍然扰动后续冬储。

图：沿海八省电厂库存微涨（万吨）



数据来源：CCTD、开源证券研究所

图：电厂日耗维持高位（万吨）



数据来源：CCTD、开源证券研究所

2.5.2 国内需求—电煤：煤电的兜底保供作用明显，动力煤需求支撑稳固

煤电的兜底保供作用明显，短期及长期兼具需求支撑。短期来看，2026年10月8日美国国家海洋和大气管理局气候预测中心预计，强至极强厄尔尼诺状态延续至2027年一季度的概率超过83%。在此背景下，国家气候中心预计今冬我国寒潮频次或较往年更多。寒潮来临时，取暖用电和集中供热需求可能同步上升，推高电厂日耗。部分电厂或在常规冬储基础上适度增加备煤，以保障寒潮期间的电力和热力供应。长期看，随着双碳目标推进，煤电发电量占比预计逐步下降。但当用电高峰与风光出力不足时段重合，电力系统仍需煤电机组提高出力、补足供电缺口。这部分顶峰保供用电将支撑煤电在发电结构中维持一定比重，为长期电煤需求提供底部支撑。2026Q1-Q3全社会用电量8.07万亿千瓦时，规模以上企业发电量7.49万亿千瓦时，其中火电发电量4.73万亿千瓦时，占比约63.20%。

表：用电需求稳步增长，火电占比下降但仍为供应主力

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
全社会用电量	亿千瓦时	75110.00	83128.00	86372.00	92241.00	98521.00	103682.00	80734.00
yoy	%	3%	11%	4%	7%	7%	5%	4%
规模以上企业发电量	亿千瓦时	74170.40	81121.80	83886.30	89090.80	94180.60	97158.80	74915.80
yoy	%	4%	9%	3%	6%	6%	3%	3%
规模以上企业火电发电量	亿千瓦时	52798.70	57702.70	58531.30	62318.00	63437.70	62945.50	47343.20
火电发电占比	%	71.19%	71.13%	69.77%	69.95%	67.36%	64.79%	63.20%
海洋厄尔尼诺指数(ONI)	℃	-0.06	-0.68	-0.80	0.60	0.62	-0.27	0.82
中国平均降水量	毫米	600.10	620.40	640.70	642.80	717.70	683.40	683.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2 动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放

3 **焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行**

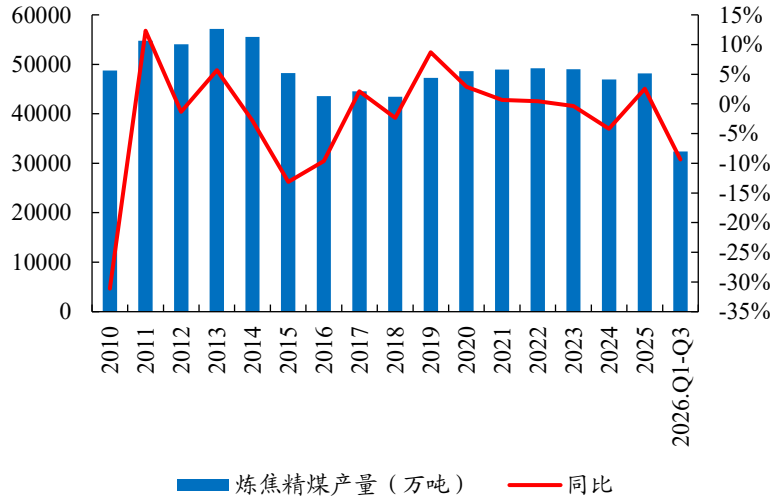
4 投资建议

5 风险提示

3.1.1 国内供给：事故冲击炼焦精煤产量，复产尚未带来充分恢复

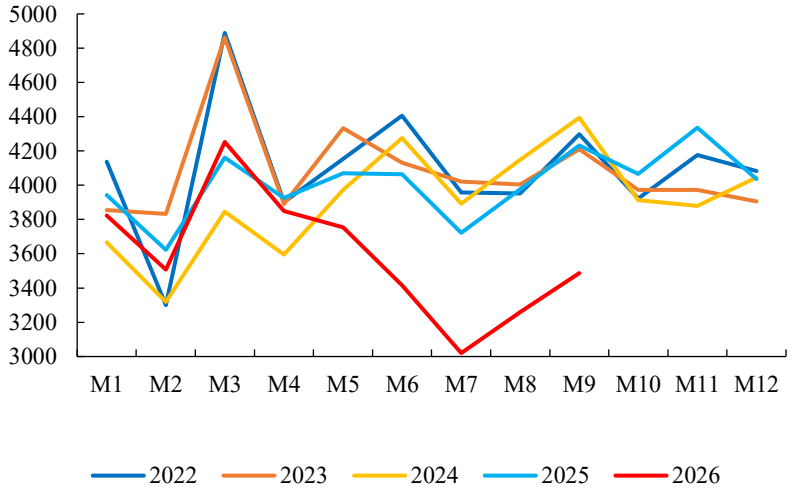
国内炼焦精煤产量同比明显下降，9月环比修复仍未扭转供应收缩。2026年前三季度，国内炼焦精煤产量3.24亿吨，同比下降9.37%；2026Q3产量9766.47万吨，同比下降18.13%、环比下降11.38%，事故停产、安全检查及合规生产约束下，供给收缩进一步显现。随着部分煤矿逐步复产，9月炼焦精煤产量回升至3486.52万吨，环比增长6.96%，但同比仍下降17.61%，明显低于近年同期水平。整体来看，煤矿复产带动炼焦精煤产量边际修复，但实际生产强度恢复仍受约束，尚未充分弥补前期供应减量。

图：国内炼焦精煤年产量中枢趋稳，持续扩张动力不足（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：炼焦精煤月度产量低位回升，仍低于近年同期水平（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.1 国内供给：事故冲击炼焦煤产量，复产尚未带来充分恢复

2026年前三季度，京唐港主焦煤市场均价为1976.64元/吨，同比增长37.2%；2026Q3均价为2397.89元/吨，同比增长53.3%、环比增长29.6%；9月均价为2699.09元/吨，同比增长65.9%、环比增长12.7%。2026年前三季度，山西焦煤长协均价为1663.36元/吨，同比增长33.6%；2026Q3均价为2066.82元/吨，同比增长53.1%、环比增长36.7%；9月均价为2454.55元/吨，同比增长73.4%、环比增长24.4%。

图：2026Q3主焦煤市场均价环比上涨29.6%，9月延续涨势（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q3山西焦煤长协均价环比上涨36.7%，9月涨幅扩大（元/吨）

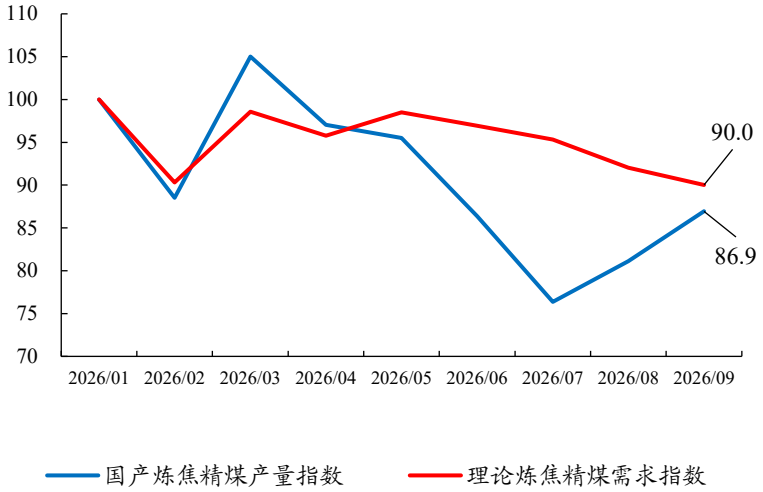


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2 国内供给：供给收缩快于需求，库存持续承担调节功能

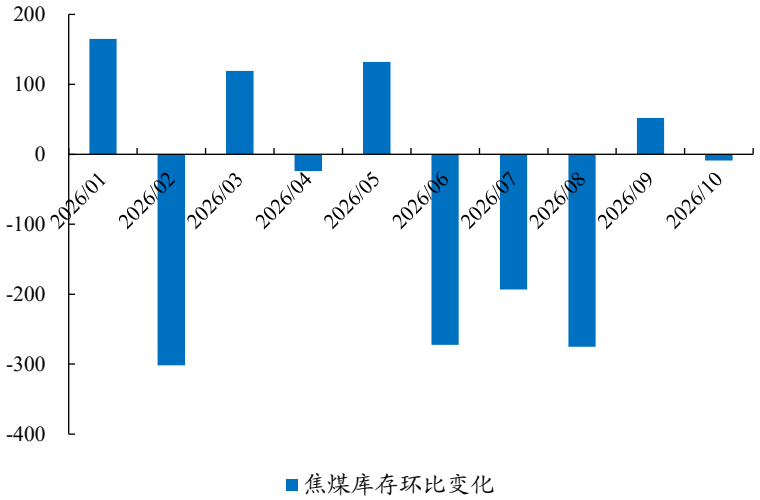
国内炼焦煤供给收缩幅度仍高于需求回落幅度，供需缺口主要通过库存消耗弥补。2026年9月，国产炼焦精煤产量指数为86.9，较年初下降13.1%，同期理论需求指数为90.0，仅下降10.0%，供给降幅明显更大。炼焦煤库存自6月起整体去化，6-10月累计下降698万吨，其中9月短暂回补、10月再度小幅去化，前期库存消耗尚未完全补回，国内有效供给仍处于偏紧状态。

图：事故后国产炼焦精煤供给收缩快于下游需求回落



数据来源： Sxcoal、开源证券研究所

图：炼焦煤库存连续去化，6-10月累计去库698万吨



数据来源： Sxcoal、开源证券研究所

3.1.3 国内供给：统计口径外供给约占统计国产精煤产量的14%-16%

国内炼焦精煤统计产量与实际供给之间长期存在一定差额，2023-2025年统计口径外供给约占统计国产精煤产量的14%-16%。我们以焦炭产量及吨焦耗精煤1.35吨测算炼焦精煤需求，并结合炼焦煤净进口及库存变化反推国产炼焦精煤实际供给。2023-2025年隐含国产精煤供给分别约5.58/5.48/5.54亿吨，较统计国产炼焦精煤产量分别高6701/7541/7447万吨，对应统计产量的14%/16%/16%。连续三年测算差额维持在相近区间，反映统计产量与基于下游煤耗反推的供给规模之间存在一定偏离，单一统计口径难以完整反映产业链供需变化。

表：2023-2025年统计口径外炼焦精煤供给约占14%-16%

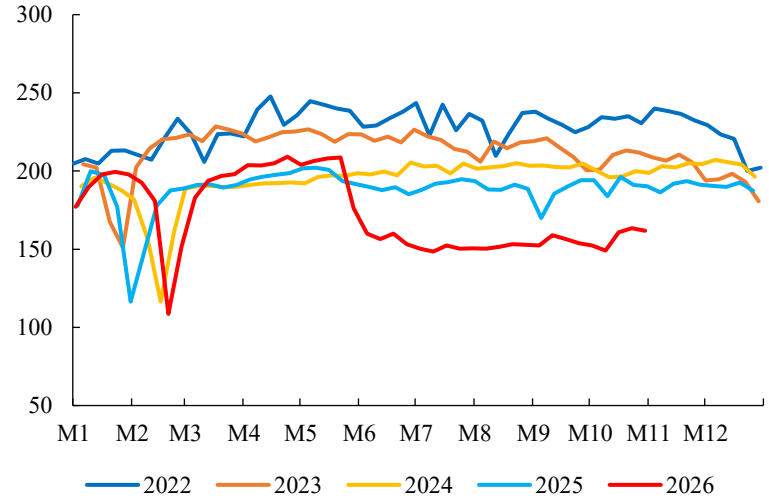
万吨	2023	2024	2025
焦炭产量	49,260	48,927	50,412
理论炼焦精煤需求	66,501	66,052	68,056
炼焦煤净进口	10,153	12,117	11,748
库存变化	-505	909	-909
隐含国产精煤供给	55,843	54,844	55,399
统计国产炼焦精煤产量	49,142	47,303	47,952
统计口径外供给	6,701	7,541	7,447
占统计国产精煤产量	14%	16%	16%

数据来源：Sxcoal、Mysteel、海关总署、开源证券研究所

3.1.4 国内供给：样本矿复产不复量，产量修复幅度仍有限

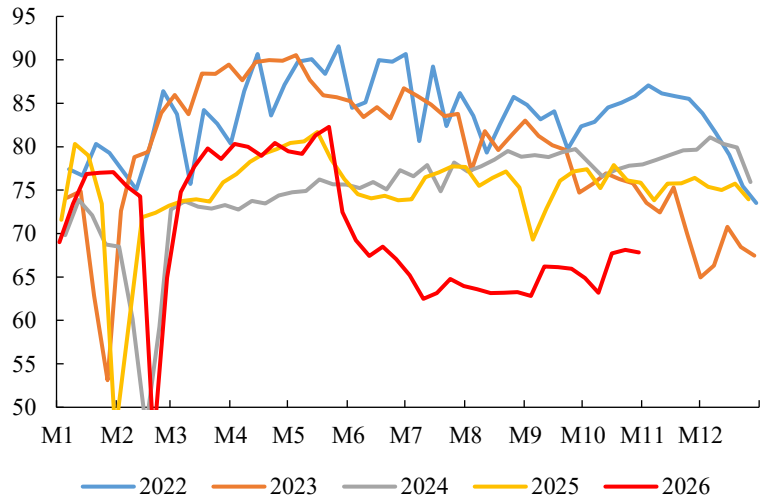
样本矿生产虽较事故后低点有所恢复，但原煤及精煤日产仍明显低于事故前水平。Mysteel数据显示，2026年10月30日当周，523家样本矿原煤、炼焦精煤日均产量分别为161.74万吨、67.84万吨，较10月9日分别增长8.44%、7.39%。从事故后的运行区间看，原煤日均产量主要维持在150万—160万吨，炼焦精煤日均产量主要维持在63万—68万吨，仍低于事故前200万吨以上、80万吨以上的水平。样本矿复产已带动产量边际回升，但生产强度尚未充分恢复，合规生产、安全生产及工作面接续仍约束供给释放。

图： 523家样本矿原煤日产仍低于事故前（万吨）



数据来源： Mysteel、开源证券研究所

图： 523家样本矿精煤日产恢复幅度仍有限（万吨）

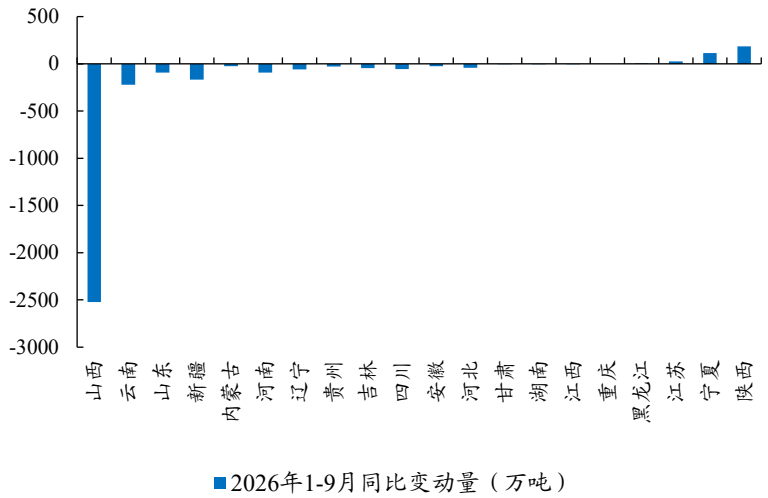


数据来源： Mysteel、开源证券研究所

3.1.5 国内供给：减量集中于山西，合规要求约束供给弹性

炼焦精煤减产集中于山西，稳产稳供政策推动合规复产，但产能约束仍限制供给弹性。Sxcoal数据显示，2026年前三季度，山西炼焦精煤产量14023万吨，同比下降17.98%，减少2522万吨；云南、新疆分别减产223万吨、168万吨，同比分别下降28.61%、21.12%。陕西、宁夏分别增产185万吨、113万吨，同比分别增长14.48%、37.63%，增量尚不足以对冲山西减产。政策方面，在确保安全的前提下，推进停产煤矿复产达产及联合试运转煤矿验收；超产煤矿完成处罚、整改及安全评估后，剩余月份可按单月不高于设计（核定）能力的1/12组织生产，同时推动符合条件的煤矿核增产能及在建项目投产。上述措施有利于山西等主产区恢复生产，但未放松超产治理与安全生产要求，后续增量仍需依靠合规复产、产能核增及项目投产逐步释放。

图：山西贡献主要减量，其他地区增产对冲有限



表：政策推动合规复产提速，但核定产能仍是生产边界

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

数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、国家矿山安全监察局、开源证券研究所

3.1.6 国内供给：复产不复量，2026年国内炼焦精煤供给仍明显下降

复产推进但实际产量恢复有限，Q4国内焦煤供应仍难回到事故前水平。事故前样本矿原煤日产约209万吨、精煤日产约82万吨，对应全国炼焦精煤月产约3857万吨；受事故影响，样本矿原煤及精煤日产同步下降，目前分别约162万吨和68万吨对应全国月产约3180万吨，较事故前下降约18%。考虑后续停产煤矿逐步复产，若Q4样本矿精煤日产恢复至70-75万吨，对应全国炼焦精煤月产约3300-3500万吨，较事故前水平仍低约9%-15%。整体来看，虽然稳产稳供政策推动部分煤矿恢复生产，但受安全检查、工作面恢复以及合规生产约束影响，炼焦煤产量释放仍存在限制，Q4供应恢复仍偏慢。

表：523家样本矿日产恢复测算，Q4焦煤供应仍低于事故前水平

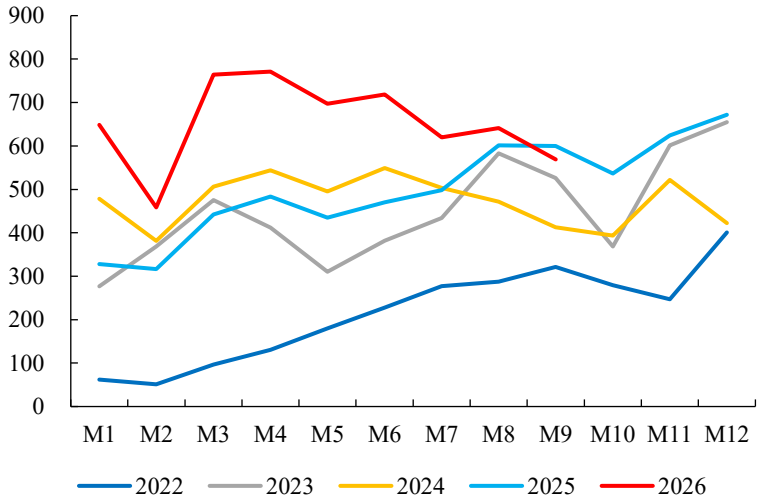
	事故前（5月）	当前（10月末）	Q4恢复假设
523家样本原煤日产（万吨）	209	162	175-185
523家样本精煤日产（万吨）	82	68	70-75
样本覆盖比例	64%	64%	64%
折算全国精煤日产（万吨）	129	106	109-117
折算全国精煤月产（万吨）	3857	3180	3300-3500
较事故前变化	-	-18%	-9%~-15%

数据来源：Mysteel、开源证券研究所

3.2.1 蒙煤进口：进口保持高增长，通关扰动仍在，存在增量释放空间

蒙煤进口保持高速增长，蒙古国出口预期上修，2026Q4通关提速或推动进口进一步放量。2026年1-9月，我国自蒙古进口炼焦煤5888万吨，已接近2025年全年6007万吨的水平。蒙古国年初煤炭出口目标为9000万吨，9月17日披露已完成这一规模，并预计全年出口达到1.15亿吨，较初始目标增加2500万吨，显示蒙方增供意愿仍强。按甘其毛都口岸占蒙焦煤进口比例保持稳定测算，2026Q4通关放缓情景下，季度蒙焦煤进口约1184万吨，全年约7072万吨，同比增长约17.7%；若口岸通关放开，季度进口可增至约1970万吨，全年约7858万吨，同比增长约30.8%。蒙古国全部煤炭出口预期虽不能直接等同于对华炼焦煤供应，但较强的出口诉求叠加口岸通关改善，将有利于蒙焦煤增量释放，进一步增加国内焦煤供应。

图：2026年蒙古炼焦煤月度进口整体处于近年较高水平（万吨）



数据来源：海关总署、开源证券研究所

表：2026Q4通关放缓情景下，全年蒙煤进口测算约7100万吨

	2026.1-9	2026年10-12月测算-日均700车	2026年10-12月测算-日均1200车	2026全年预测-Q4通关放缓	2026全年预测-Q4通关放开
甘其毛都炼焦煤日均通关量（万吨）	16	10	14	14	16
甘其毛都炼焦煤进口量（万吨）	3486	701	4187	4187	4652
甘其毛都占蒙古炼焦煤进口比例	59%	59%	59%	59%	59%
蒙古炼焦煤进口量（万吨）	5888	1184	7072	7072	7858

数据来源：海关总署、Mysteel、开源证券研究所

3.2.1 蒙煤进口：进口保持高增长，通关扰动仍在，存在增量释放空间

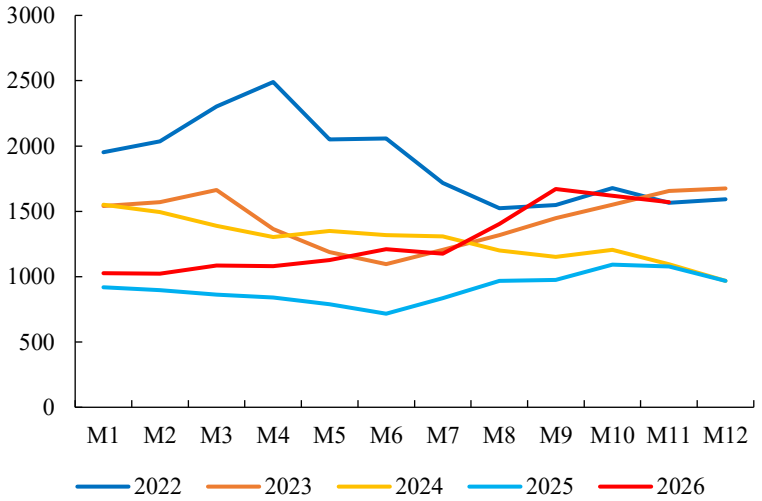
2026年前三季度，甘其毛都蒙5原煤自提均价为1200.05元/吨，同比增长38.4%；2026Q3均价为1416.34元/吨，同比增长52.9%、环比增长24.4%；9月均价约1671元/吨，同比增长71.6%、环比增长19.1%。

图：2026Q3价格明显回升，9月涨势延续



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图：2026年9月蒙5原煤均价高于2023—2025年同期（元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

3.2.2 蒙煤进口：跨境铁路缓解运输约束，2027年增量有望延续

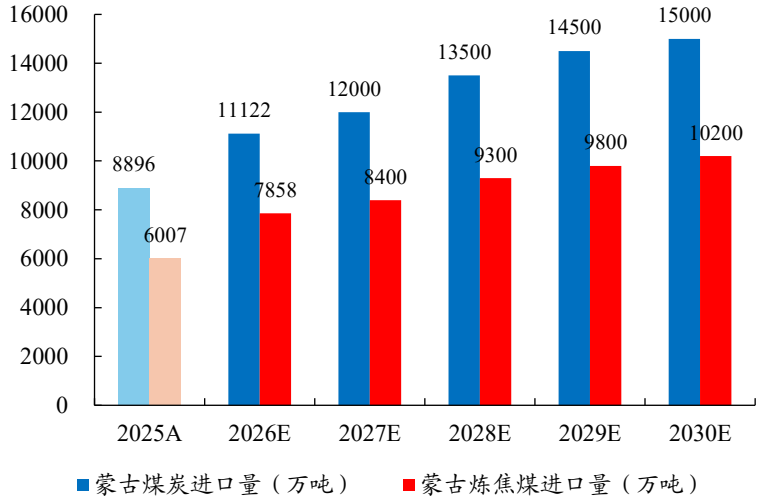
跨境铁路建设持续推进，蒙煤进口有望在高基数上继续增长。甘其毛都-嘎舒苏海图跨境铁路计划于2027年4月启动试运输，策克、满都拉等口岸铁路建设同步推进，有助于缓解公路运输及口岸换装约束，为蒙煤扩大对华供应提供运输保障。考虑新线路投运后仍需经历运输组织磨合及运量爬坡，2027年新增运能预计逐步释放。预计2026年我国自蒙古进口煤炭约1.11亿吨，其中炼焦煤7858万吨；预计2027年分别增至1.20亿吨和8400万吨，同比增长约7.9%和6.9%，炼焦煤进口增加约542万吨。随着铁路衔接与配套设施逐步完善，中长期运输约束有望进一步缓解，预计2030年蒙煤及蒙焦煤进口量分别达到1.50亿吨和1.02亿吨，蒙煤仍将是我国炼焦煤进口增量的重要来源。

表：中蒙跨境铁路建设持续推进，蒙煤运输增量空间进一步打开

铁路项目	最新进展	核心意义
甘其毛都-嘎舒苏海图	2025年5月开工；按蒙方2026年3月公布的计划，目标于2027年4月启动试运输。	设计年货运能力4000万吨；实际新增运量随投运后的运输组织及运量爬坡逐步释放。
策克-希维呼伦	蒙方6.96公里线路于2024年12月通过验收；截至2026年5月，跨境接轨仍在推进，全线通车时间待明确。	全线接轨投运后，口岸年货物通关能力预计增加约1000万吨，不等同于当年煤炭进口增量。
满都拉—杭吉	纳入蒙古政府2024-2028年行动计划，规划建设0.6公里跨境铁路	进一步拓宽蒙古南部矿产品对华运输通道

资料来源：蒙古国道路交通部、开源证券研究所

图：预计2027年蒙焦煤进口增至8400万吨，同比增长约6.9%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

3.3.1 海运焦煤：成交有所回升，2026Q4进口补充需求仍存

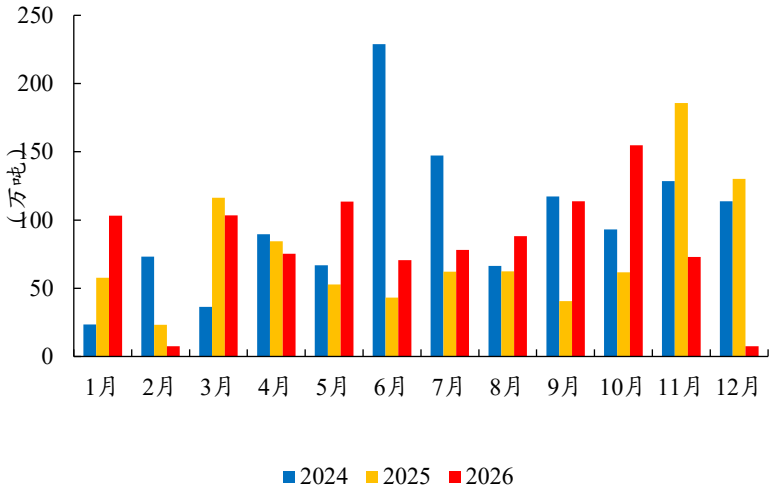
海运焦煤采购边际改善，国内供给恢复偏缓仍为进口需求提供支撑。2026年前三季度，我国累计进口炼焦煤10701万吨，进口来源仍以蒙古和俄罗斯为主，澳大利亚占比较2025年提升3个百分点至10%，加拿大占比下降4个百分点至5%，不同来源国供应表现分化。从船期分布看，2026年10月船期成交量为154.8万吨，较9月增长36.15%，后续发运到港将补充国内供应。海运煤采购延续边际改善。后续发运到港将补充国内供应。展望2026Q4，国内炼焦煤产量尚未恢复至事故前水平，优质海运焦煤仍具配煤补充价值，进口采购存在需求基础；但随着国内煤矿逐步复产，采购持续性将更多取决于内外价差及终端采购利润，预计海运煤以满足实际配煤需求为主，持续增量仍需进口价格优势支撑。

表：2026年1-9月我国炼焦煤进口仍以蒙俄为主，澳煤占比回升

来源国	2025年进口量（万吨）	2025年占比（%）	2026年1-9月进口量（万吨）	2026年1-9月占比（%）
蒙古	6007	51%	5888	55%
俄罗斯	3281	28%	2958	28%
澳大利亚	886	7%	1092	10%
加拿大	1079	9%	484	5%
其他	613	5%	279	3%
合计	11866	100%	10701	100%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

图：海运煤10月船期成交量回升，供应补充仍需等待发运到港

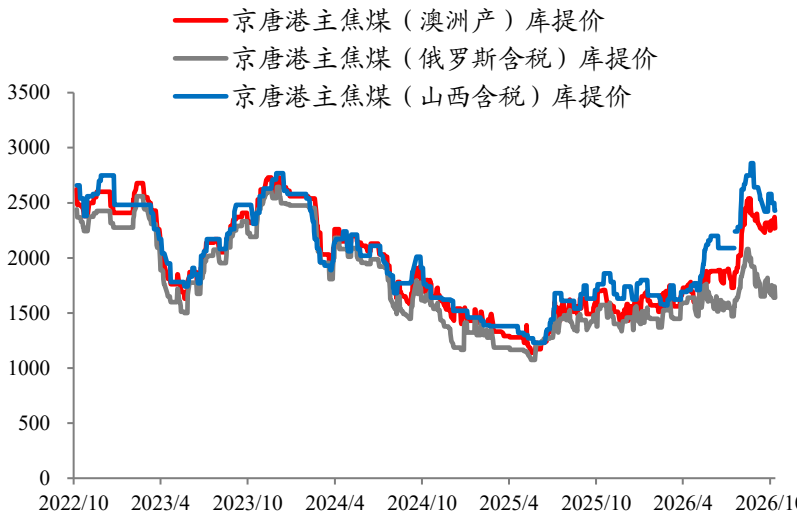


数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

3.3.2 海运焦煤：2026Q3澳煤价格明显回升，内外价差阶段性修复

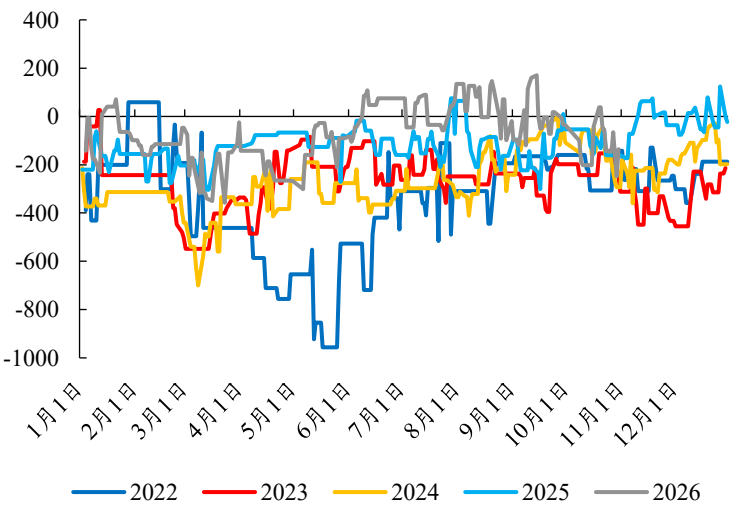
2026年前三季度，京唐港澳洲主焦煤库提均价约1806元/吨，同比增长30.0%；2026Q3均价约2100元/吨，同比增长41.2%、环比增长22.1%；9月均价约2397元/吨，同比增长52.9%、环比增长16.4%。2026年前三季度山西煤与澳煤平均价差为-66元/吨，同比上升63元/吨；2026Q3平均价差为20元/吨，同比上升136元/吨、环比上升114元/吨；9月平均价差为-10元/吨，同比上升134元/吨、环比下降65元/吨。

图：国内外主焦煤港口价格自年中低位回升（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q3山西煤与澳煤平均价差转正，9月有所回落（元/吨）

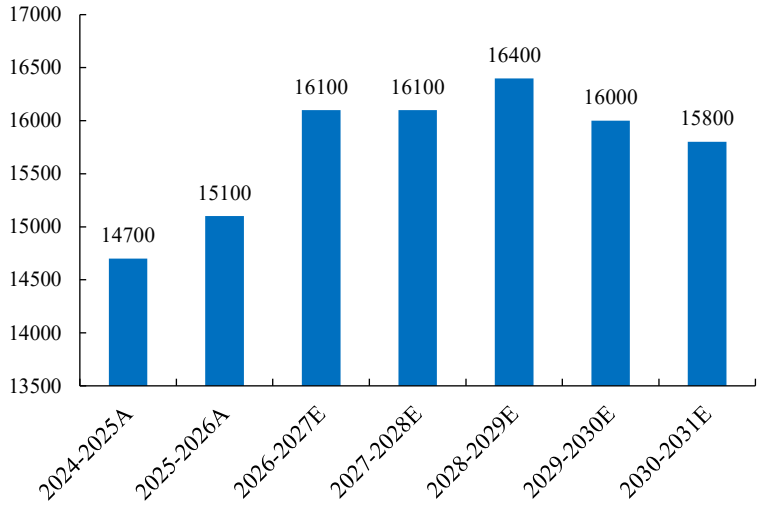


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.3 澳大利亚：出口供应阶段性恢复，对华增量仍受海外需求竞争约束

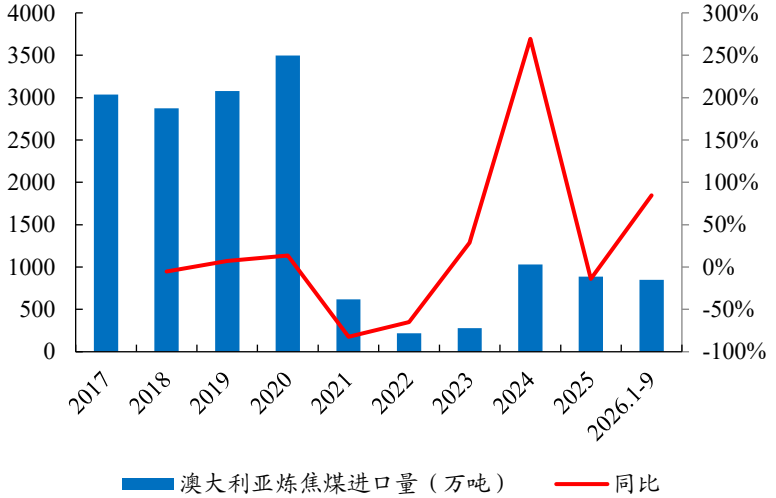
澳煤出口恢复为对华供应增长提供支撑，但海外主要买方需求分流仍制约增量释放。澳大利亚政府预测，炼焦煤出口量将由2025-2026财年的1.51亿吨增至2026-2027财年的1.61亿吨，增加1000万吨、增长约6.6%，随后在2027-2028财年保持稳定，供应呈现阶段性恢复特征。我国自澳大利亚进口炼焦煤亦有所增加，2026年前三季度，我国自澳大利亚进口炼焦煤1092万吨，同比增长111.07%，但进口规模仍低于历史高位。展望2027年，出口资源增加有望延续澳煤对国内优质炼焦煤的补充作用，但海外主要买方的采购将分流部分增量，我国进口规模仍受内外价差及配煤经济性约束，预计澳煤对华供应保持恢复性增长，大幅放量仍需进口价格优势配合。

图：澳洲炼焦煤出口量预计于2028-2029 财年达到阶段高点



数据来源：DISR、开源证券研究所

图：我国澳煤进口量仍低于历史高位

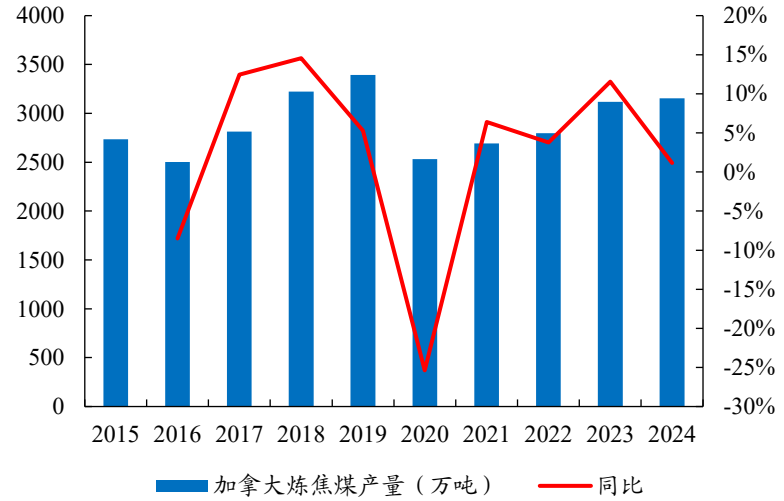


数据来源：海关总署、开源证券研究所

3.3.4 加拿大：核心矿山以稳产为主，供应增量依赖复产项目

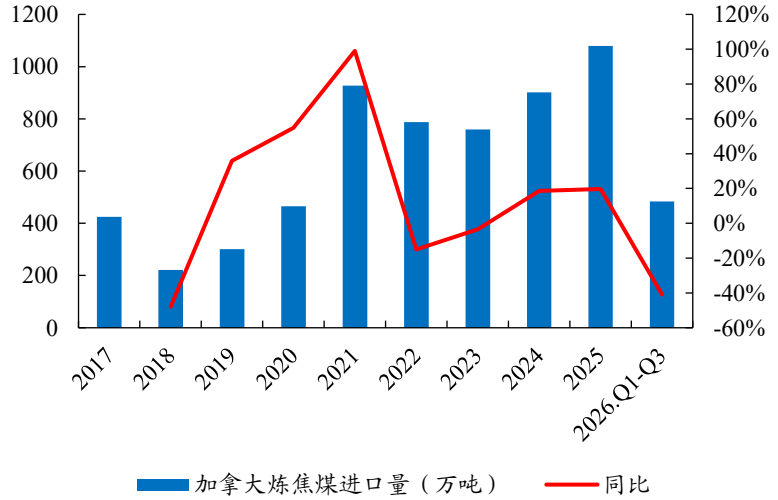
加拿大炼焦煤供应以核心矿山稳产为主，新增供应主要取决于复产项目爬坡及生产效率改善。过去十年，加拿大炼焦煤年产量基本维持在2500万-3400万吨，2024年约3155万吨，供应规模未形成持续扩张趋势。嘉能可旗下EVR是加拿大炼焦煤的核心供应商，2025年产量2520万吨，2026-2029年规划年产量维持在2400万-2600万吨，现有矿山增产空间相对有限，Conuma旗下Quintette等复产矿山成为供应增量的重要来源。对华供应方面，我国2025年自加拿大进口炼焦煤1079万吨，2026年1-9月累计进口484万吨，供应有所收缩；同期EVR生产受到煤炭处理量及洗选回收率下降影响，实际产出承压。展望2027年，加拿大供应改善主要依靠核心矿山生产恢复及复产项目释放，对华到货能否回升仍取决于生产改善向可出口资源的转化，以及国内外采购价差。

图：加拿大炼焦煤产量总体保持稳定



数据来源：World Mining Data、开源证券研究所

图：2026 年我国加拿大炼焦煤进口量明显回落

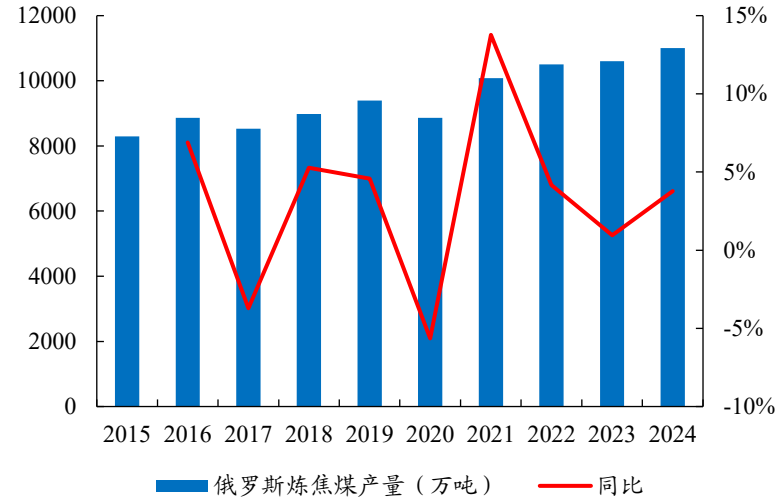


数据来源：加拿大自然资源部、开源证券研究所

3.3.5 俄罗斯：对华焦煤出口增长，经营与运输约束增量持续性

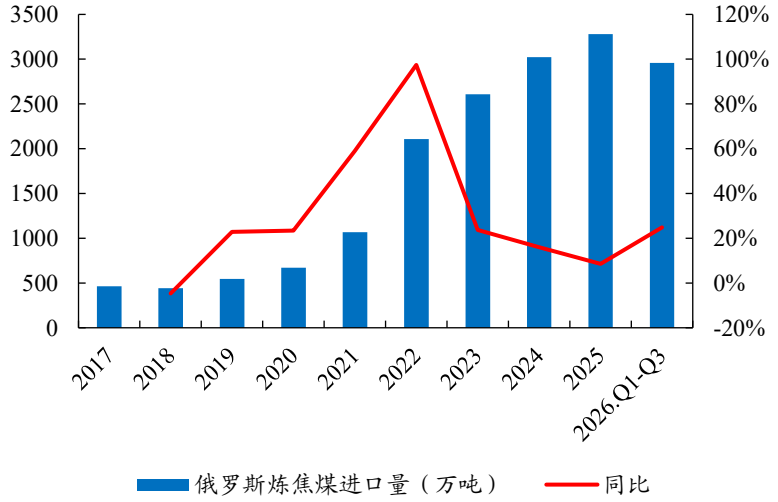
俄罗斯焦煤对华供应保持增长，但出口规模扩大与企业经营承压并存。俄罗斯焦煤资源较为丰富，部分煤种具有低硫、黏结性较强等特点，在我国配煤体系中具有一定补充价值。近年来，我国自俄罗斯进口炼焦煤规模明显扩大，2026年1-9月进口量2958万吨，同比增长24.81%，俄罗斯仍是我国焦煤进口的重要增量来源。不过，对华出口增长并不意味着俄罗斯煤炭行业盈利同步改善，国际煤价低迷、铁路运费上涨及融资成本高企持续挤压企业利润，2026年1-7月煤炭行业累计税前亏损1782亿卢布，亏损企业占比达64.5%。持续亏损削弱煤企维持生产及追加投资的能力，铁路运输条件也制约资源外运，俄罗斯焦煤对华供应虽有增长，但后续增量的持续性仍受企业经营状况与运输能力约束。

图：俄罗斯炼焦煤产量总体呈增长趋势



数据来源：World Mining Data、开源证券研究所

图：我国自俄罗斯进口炼焦煤规模显著扩大

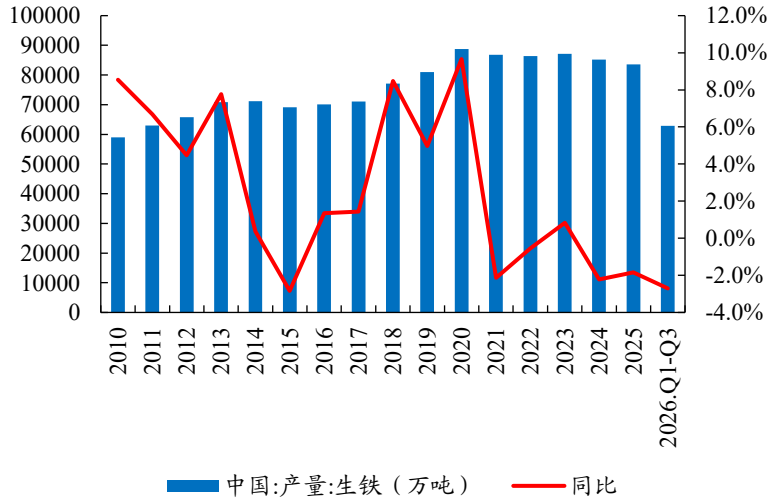


数据来源：俄罗斯联邦统计局、开源证券研究所

3.4.1 国内需求：生铁产量中枢回落，炼焦煤消费支撑减弱

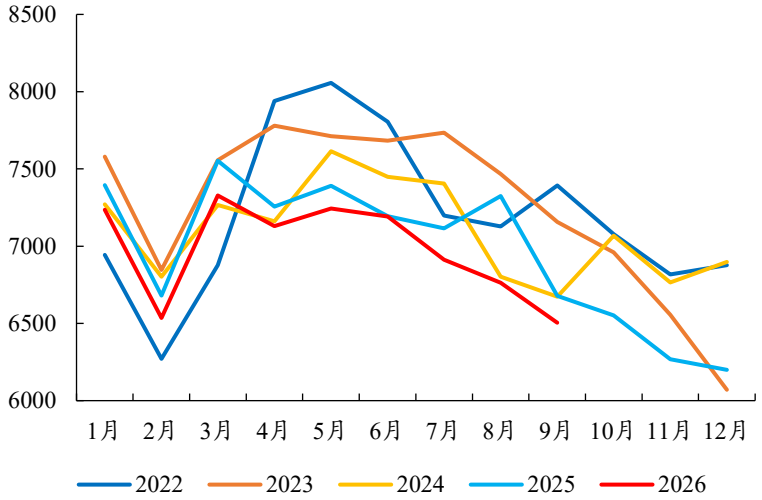
国内生铁产量由规模扩张转向存量波动，炼焦煤需求缺乏持续增长的总量支撑。全国生铁产量在2020年达到约8.88亿吨后总体回落，近年来虽有阶段性回升，但未突破此前高点，高炉生产对焦煤消费的拉动逐步减弱。2026年1-9月，生铁产量累计约6.28亿吨，同比下降约2.7%，延续近年的偏弱趋势；月度产量整体低于近年同期，也表明需求尚未形成持续修复。对于炼焦煤而言，高炉生产仍支撑庞大的存量消耗，但生铁产量中枢回落意味着需求端难以持续消化新增供应，行业供需平衡更依赖供应释放节奏与实际消费相匹配。

图：全国生铁产量自2020年高点总体回落（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年生铁月度产量整体低于近年同期（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4.2 国内需求：内需偏弱叠加出口回落，2027年生铁产量预计下降1.3%

国内用钢需求预计延续弱势，出口支撑减弱，生铁产量下行仍将约束焦煤消费。国内需求方面，地产用钢需求修复不足，制造业及其他领域用钢难以完全对冲，预计2027年国内粗钢表观需求约7.97亿吨，同比下降1.25%，降幅较2026年收窄，但尚未转向增长。出口方面，考虑海外贸易壁垒及市场竞争约束，预计2027年钢材出口约1.30亿吨，同比下降4.05%，对国内钢铁生产的支撑有所减弱。在内需偏弱与出口回落共同影响下，预计2027年粗钢产量约9.22亿吨，同比下降1.6%；生铁产量约8.34亿吨，同比下降1.3%。需求降幅收窄有助于缓和焦煤消费下行压力，但高炉生产规模仍趋收缩，需求端尚难形成持续增量。

表：预计2027年内需降幅收窄、钢材出口回落，生铁产量延续下降

（万吨）	生铁产量	增速	粗钢产量	增速	钢材出口	增速	钢材进口	增速	国内需求	增速
2015	69142	-6.10%	80382	-2.70%	11240	-53.50%	1304	2.20%	70446	-11.00%
2016	70074	1.35%	80837	0.57%	10850	-3.47%	1346	3.26%	71333	1.26%
2017	71076	1.43%	83173	2.89%	7542	-30.49%	1379	2.42%	77010	7.96%
2018	77105	8.48%	92826	11.61%	6935	-8.04%	1422	3.15%	87313	13.38%
2019	80937	4.97%	99634	7.33%	6433	-7.25%	1536	7.95%	94737	8.50%
2020	88752	9.66%	106477	6.87%	5369	-16.54%	3856	151.15%	104964	10.80%
2021	86857	-2.14%	103279	-3.00%	6694	24.68%	2798	-27.45%	99383	-5.32%
2022	86383	-0.55%	101300	-1.92%	6835	2.11%	1694	-39.44%	96160	-3.24%
2023	90610	4.89%	101908	0.60%	9354	36.86%	1092	-35.58%	93646	-2.61%
2024	87100	-3.87%	100509	-1.37%	11705	25.14%	859	-21.27%	89663	-4.25%
2025	86856	-0.28%	96081	-4.41%	13384	14.34%	688	-19.95%	83385	-7.00%
2026年E	84514	-2.70%	93679	-2.50%	13589	1.53%	619	-10.00%	80710	-3.21%
2027年E	83415	-1.30%	92180	-1.60%	13038	-4.05%	557	-10.00%	79700	-1.25%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2 动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放

3 焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行

4 投资建议

5 风险提示

4 投资建议

能源安全内外共振，煤炭周期上行景气延续。动力煤内外共振，周期上行利润释放。焦煤供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行。**低长协弹性受益标的：**兖矿能源、晋控煤业、潞安环能；**红利稳健受益标的：**中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业；**焦煤受益标的：**淮北矿业、平煤股份、山西焦煤；**成长受益标的：**新集能源、广汇能源；**多元煤电铝受益标的：**电投能源、神火股份。

表10：煤炭周期上行景气延续，建议加强配置（收盘价截至2026年11月9日）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601088.SH	中国神华	49.57	2.66	2.87	2.94	3.10	18.6	17.3	16.9	16.0
601699.SH	潞安环能	13.78	0.37	1.30	1.31	1.43	37.2	10.6	10.5	9.6
600395.SH	盘江股份	5.05	0.15	0.21	0.33	0.39	33.0	24.0	15.3	12.9
000983.SZ	山西焦煤	6.48	0.21	0.49	0.52	0.58	30.6	13.2	12.5	11.2
601666.SH	平煤股份	7.86	0.09	0.46	0.54	0.68	84.1	17.1	14.6	11.6
600546.SH	山煤国际	11.30	0.59	1.12	1.19	1.21	19.2	10.1	9.5	9.3
000933.SZ	神火股份	25.48	1.81	3.95	4.13	4.31	14.1	6.5	6.2	5.9
600985.SH	淮北矿业	14.58	0.56	1.09	1.36	1.61	26.0	13.4	10.7	9.1
600188.SH	兖矿能源	17.44	0.84	1.72	1.97	2.39	20.8	10.1	8.9	7.3
002128.SZ	电投能源	27.98	2.42	3.44	3.82	4.03	11.6	8.1	7.3	6.9
601001.SH	晋控煤业	15.70	1.09	1.26	1.30	1.73	14.4	12.5	12.1	9.1
600256.SH	广汇能源	6.90	0.21	0.62	0.67	0.89	33.3	11.1	10.3	7.8
000552.SZ	甘肃能化	2.36	-0.04	0.07	0.12	0.16	-59.0	32.6	19.4	14.5
601898.SH	中煤能源	13.35	1.35	1.49	1.49	1.66	9.9	9.0	9.0	8.0
600123.SH	兰花科创	6.25	-0.37	0.20	0.23	0.35	-17.1	31.3	27.2	17.9
600348.SH	华阳股份	8.63	0.43	0.69	0.76	0.81	20.1	12.5	11.4	10.7
601101.SH	昊华能源	11.55	0.36	1.15	1.08	1.18	32.1	10.0	10.7	9.8
600157.SH	永泰能源	1.39	0.01	0.01	0.04	0.05	146.3	139.0	34.8	27.8
601918.SH	新集能源	10.01	0.83	1.11	1.30	1.48	12.1	9.0	7.7	6.8
601225.SH	陕西煤业	26.54	1.73	2.25	2.36	2.43	15.3	11.8	11.2	10.9
600508.SH	上海能源	8.80	0.31	0.56	0.68	0.76	28.4	15.7	12.9	11.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除甘肃能化、陕西煤业EPS及PE为Wind一致预测外，其他公司EPS及PE均为开源证券研究所预测值。）

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：周期上行，煤炭板块年内涨幅居前

2 动力煤：能源安全内外共振，周期上行利润释放

3 焦煤：供给收缩复产缓慢，表外出清支撑景气上行

4 投资建议

5 风险提示

- **经济增速下行风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券