2026 年 11 月 22 日

煤炭行业研究

买入（维持评级）

行业周报

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

联系人：郭仕豪
guoshihao@gjzq.com.cn

长协履约要求强化，库存低位供需待验

投资逻辑：

■ **2027 年电煤长协通知印发，签约比例和定价机制延续，履约要求提升**

11 月 13 日，国家发展改革委办公厅印发《关于做好 2027 年电煤保供中长期合同签订和履约工作的通知》。相较 2026 年，需求方签约比例原则上不低于核定需求量的 80%、煤企资源保障量原则上不低于自有资源量的 75%的要求延续，港口“基准价+浮动价”及产地月度调价机制总体保持稳定，交易价格仍受合理区间约束。政策变化主要体现在资源保障与履约监管：明确资源保障总量覆盖需求并保持合理充裕，已落实但未签约资源优先用于应急保供和储备；年度通知未再列明月度 80%、季度及全年原则上 90%的履约率，转而强调按合同全面履行义务、月度履约量总体均衡；履约情况按月报送并开展不定期抽查，强化供需及运输企业责任。签约录入、涉铁合同推送节点分别提前至 12 月 5 日、12 月 15 日，推动煤源与运力同步落实。我们认为，长协兑现改善有助于稳定煤企销量和回款，减少电厂旺季临时补库；对现货价格的影响则取决于可售市场煤与现货采购需求的相对变化，自有煤源充足、运输保障完善的煤企经营可预见性有望增强，但综合售价弹性亦可能受到一定约束。若长协煤价中枢上移，则高长协比例煤企在盈利稳健基础上，盈利能力进一步提升，分红能力增强，估值有望提升。

■ **10 月日均产量与进口环比回落，总供给同比下降 5.4%，供给恢复仍受约束**

2026 年 10 月全国原煤产量 3.85 亿吨，同比下降 5.8%，降幅较 9 月收窄 1.0pct；日均产量 1242 万吨，环比下降 3.3%。1-10 月原煤累计产量 38.3 亿吨，同比下降 3.8%。分地区看，10 月晋陕蒙新日均产量分别为 268/229/362/149 万吨，环比+1.9%/-4.8%/-5.7%/-3.3%，同比-25.7%/+2.4%/+4.6%/+0.7%。主产区生产表现分化，山西环比延续修复、同比降幅收窄，但陕蒙新日均产量环比回落，同比增量尚未完全对冲山西减量。进口方面，2026 年 10 月全国煤炭进口量 3939 万吨，同比下降 5.6%、环比下降 9.2%；1-10 月累计进口 3.93 亿吨，同比增长 1.3%。其中，10 月动力煤、炼焦煤进口均环比下降，自印尼、蒙古进口降幅较大，俄罗斯小幅回落，澳大利亚小幅增加。2026 年 10 月，煤炭总供给（规上原煤产量+进口量）4.24 亿吨，同比-5.4%/-2412 万吨，环比-1.0%/-414 万吨；1-10 月总供给 42.22 亿吨，同比-3.2%/-1.38 亿吨。整体来看，国内生产恢复力度有限、进口增量不足，供给同比缺口仍存。

■ **动力煤短期窄幅震荡、冬储需求支撑价格高位，焦煤需求负反馈延续、价格稳中偏弱**

动力煤方面，本周秦港 Q5500 煤价周环比下跌 19 元/吨至 1001 元/吨，周内跌幅收窄。供给端，晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量 2635 万吨，环比下降 0.4%，后续月底生产任务完成、部分矿井阶段性减停产及安全生产巡查约束供应增量，港口发运倒挂亦制约贸易商发运积极性。需求端，沿海八省、内陆十七省电厂周均日耗分别为 201.3、369.4 万吨，环比增长 1.4%、11.1%，降温带动用煤需求回升；但沿海电厂库存仍高于去年同期，终端补库以长协兑现为主，市场煤采购难以明显放量。供应约束与采购偏谨慎相互制衡，预计短期煤价窄幅震荡，关注降温后的日耗持续性及港口库存变化。焦煤方面，本周京唐港主焦煤价格报收 2360 元/吨，周环比下跌 40 元/吨（-1.7%）。供给端，安监及天气扰动下煤矿复产偏慢、供应增量有限，但出货不畅带动部分矿端库存累积，竞拍流拍较多、成交价格承压。需求端，247 家钢厂日均铁水产量 229.57 万吨，环比下降 0.75 万吨，焦炭第三轮提降落地、第四轮提降预期增强，焦钢利润承压制约原料采购，冬储补库尚未启动。预计短期焦煤价格稳中偏弱，关注煤矿减产力度、铁水变化及冬储补库节奏。

■ **相关标的：动力煤龙头红利价值**

Q4 及长期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；进口煤冲击超预期。

内容目录

一、2027 年电煤长协履约要求提升，煤炭供给端延续弱势 4
（一）2027 年电煤长协通知印发，签约比例和定价机制延续，履约要求提升 4
（二）10 月原煤产量同比降幅收窄，山西环比修复、陕蒙新日均产量回落 5
（三）10 月进口量环比回落，印蒙煤降幅较大，澳煤小幅增加 7
二、煤炭高频数据跟踪 8
（一）动力煤：高位回落，复产偏慢，日耗回升 8
（二）双焦：供需两弱，偏弱运行 12
三、板块估值及交易情况 14
四、风险提示 16

图表目录

图表 1： 2027 年电煤长协通知核心条款与变化 4
图表 2： 全国原煤产量（万吨） 6
图表 3： 山西省原煤产量（万吨） 6
图表 4： 内蒙古原煤产量（万吨） 6
图表 5： 陕西原煤产量（万吨） 6
图表 6： 新疆原煤产量（万吨） 6
图表 7： 全国煤炭进口量（万吨） 7
图表 8： 全国动力煤进口量（万吨） 7
图表 9： 全国炼焦煤进口量（万吨） 7
图表 10： 印尼进口量（万吨） 8
图表 11： 澳大利亚进口量（万吨） 8
图表 12： 俄罗斯进口量（万吨） 8
图表 13： 蒙古进口量（万吨） 8
图表 14： 秦皇岛港 Q5500 动力煤价（元/吨） 9
图表 15： 坑口动力煤价格（元/吨） 9
图表 16： 国内外煤价对比（元/吨） 9
图表 17： 晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量（万吨） 9
图表 18： 大秦线日运量/万吨 9
图表 19： 唐呼线日运量/万吨 9
图表 20： 环渤海港口库存（万吨） 10
图表 21： 江内港口库存（万吨） 10
图表 22： 沿海八省电厂库存（万吨） 10

图表 23： 沿海八省电厂可用天数（天） 10
图表 24： 内陆十七省电厂库存（万吨） 10
图表 25： 内陆十七省电厂可用天数（天） 10
图表 26： 沿海八省电厂日耗（万吨） 11
图表 27： 内陆十七省电厂日耗（万吨） 11
图表 28： 欧盟天然气储气负荷率 11
图表 29： 美国地下储气库中的工作气量（十亿立方英尺） 11
图表 30： 美国汽油库存量（千桶） 12
图表 31： 美国馏分燃料油库存量（千桶） 12
图表 32： 京唐港山西主焦煤价格（元/吨） 12
图表 33： 天津港准一级冶金焦平仓价（元/吨） 12
图表 34： 88 家样本焦煤矿原煤产量（万吨） 13
图表 35： 产业链焦煤库存（万吨） 13
图表 36： 产业链焦炭库存（万吨） 13
图表 37： 产业链碳元素库存（万吨） 13
图表 38： 247 家钢厂日均铁水产量（万吨） 13
图表 39： 247 家钢厂盈利率 13
图表 40： 煤炭板块 PE 14
图表 41： 煤炭板块 PB 14
图表 42： 动力煤板块 PE 14
图表 43： 动力煤板块 PB 14
图表 44： 焦煤板块 PE 14
图表 45： 焦煤板块 PB 14
图表 46： 煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅 15
图表 47： 煤炭板块位于申万板块涨跌幅前列 15

一、2027 年电煤长协履约要求提升，煤炭供给端延续弱势

（一）2027 年电煤长协通知印发，签约比例和定价机制延续，履约要求提升

11 月 13 日，国家发展改革委办公厅印发《关于做好 2027 年电煤保供中长期合同签订和履约工作的通知》（发改办运行〔2026〕788 号）。与 2026 年相比，签约比例和定价机制总体延续，对履约的要求进一步提升。核心变化如下：

（1）更强调资源保障和全面履约。需求方签约比例仍原则上不低于核定需求量的 80%，煤企资源保障量仍原则上不低于自有资源量的 75%。新通知明确资源保障量要覆盖需求并保持合理充裕，已落实但未签约的资源优先用于应急保供和储备。履约方面，年度通知未再列明月度 80%、季度和全年原则上 90%的履约率，要求双方按合同全面履行义务、月度履约量总体均衡。

（2）定价机制基本延续。通知沿用现行定价机制，港口继续执行“基准价+浮动价”，产地参照“基准价+浮动价”实行月度调价，交易价格仍受合理区间约束。

（3）加强监管，明确合同变更和追责程序。在原有按月填报和平台内部公示基础上，2027 年明确履约情况按月报送国家发展改革委，并开展不定期抽查，追责对象明确包括地方主管部门、供需企业及运输企业。同时加强考核与激励约束力度，履约表现与资源配置、企业评价联系更加紧密。

（4）签约窗口前移，铁路运量落实到三方确认。按年度通知原定安排，签约录入由 12 月 13 日提前至 12 月 5 日，涉铁合同推送由 12 月 18 日提前至 12 月 15 日。供需双方与铁路运输企业须按最终衔接运量盖章确认，企业需要在签约阶段同步落实煤源和运力。

从行业影响看，长协实际兑现改善，有助于稳定煤企销量、减少电厂旺季临时补库。对现货而言，长协兑现提升既会减少煤企可售市场煤，也会减少电厂现货采购需求，价格影响取决于相对变化。自有煤源充足、铁路运力有保障的煤企，销量和回款的可预见性有望增强，临时外采和调运压力也相对较小，但现货煤的减少或限制综合售价弹性。

图表1：2027 年电煤长协通知核心条款与变化

内容	2026 年（发改办运行〔2025〕985 号）	2027 年（发改办运行〔2026〕788 号）	变化
制度依据	通过年度通知部署签约及履约监管。	明确依据《能源保供中长期合同管理办法（试行）》开展工作。	年度安排与部门规章衔接，**制度稳定性增强。**
需求方签约比例	各省（区、市）和有关中央企业应充分结合新能源替代等因素合理确定合同签订量，**原则上不应低于签约需求量的 80%。**	各省（区、市）和有关中央企业 2027 年合同签订量**原则上不低于签约需求量的 80%。**	**80%的比例要求不变**，未再单列结合新能源替代等因素确定签约量的表述。
需求量核算	以 2024 年 11 月-2025 年 10 月的国内耗煤量为基数，根据上网电量按比例核算。新投产机组按照并网后的计划发电量测算确定。	以 2025 年 11 月-2026 年 10 月的国内耗煤量为基数，根据燃煤发电上网电量按比例核算，新投产煤电机组按照并网后的预计发电量测算确定。	核算基期滚动一年，**上网电量进一步明确为燃煤发电上网电量。**
煤企资源保障比例	原则上每家煤炭企业**任务量不低于自有资源量的 75%**，重点煤炭企业任务量较上一年度保持总体稳定；享受保供支持政策的核增部分按承诺全部签约。	原则上每家煤炭企业**资源保障量不低于自有资源量的 75%**，重点煤炭企业资源保障量较上一年度保持总体稳定；享受保供支持政策的核增部分按承诺全部签约。	**75%的比例要求不变，任务量调整为资源保障量。**核增部分按承诺全部签约的要求延续。
资源保障总量及剩余资源	明确**煤源保障任务**；签约结束后剩余任务量资源接受国家调度，用于应急保供和储备。	明确**资源保障总量覆盖需求总量并保持合理充裕**；已落实但未签约的剩余资源优先用于应急保供、储备等。	**更强调资源保障与需求匹配。**
港口价格机制	按照**“基准价+浮动价”**价格机制签订和执行，交易价格不超过明确的合理区间。其中，基准价按现行水平确定，浮动价采用四个指数综合确定。	在合理区间范围内协商确定；港口按照**现行的“基准价+浮动价”**机制签订。	**港口现行核心定价机制延续**，未列示具体指数，**交易价格仍受合理区间约束。**

内容	2026 年（发改办运行〔2025〕985 号）	2027 年（发改办运行〔2026〕788 号）	变化
产地价格机制	应**符合本地区价格合理区间要求**，并应建立价格月度调整机制。**可参照“基准价+浮动价”机制**，其中，山西、陕西、蒙西、蒙东基准价采用当地价格合理区间中值，浮动价采用产地指数综合确定，其他省区参考建立。	在**合理区间范围内**协商确定，产地价格应有明确的月度调整机制，其中，山西、陕西、蒙西、蒙东可参照**现行的“基准价+浮动价”**机制确定出矿环节价格，其他省区参考建立。	**产地月度调价及晋陕蒙参考定价机制延续**。
月度安排及履约要求	**月度履约率不低于 80%、季度和全年原则上不低于 90%**，迎峰度夏、度冬等重点时段提高履约比例。鼓励淡储旺用，原则上淡季月份分解量不低于旺季的 80%。	签订合同的供应方与需求方应当按照约定**全面履行义务**。合同月度履约量应当总体保持均衡稳定。	**由统一比例要求转向按约全面履约**
合同变更	确因不可抗力因素难以履约的合同，经供需双方企业和所在省份省级主管部门同意，并报我委运行局确认后，可调整或移出重点监管台账。	双方协商一致后提出变更，地方主管部门充分评估，由涉及省份省级主管部门书面报国家发展改革委确认；台账总量保持总体稳定。	变更情形未再限定为不可抗力，变更仍须经双方协商、主管部门评估并报送确认，重点监管台账合同量须保持总体稳定。
履约监管及激励约束	企业评估结果建档记录并视情通报至有关方面，与保供支持政策、释放煤炭先进产能、跨省跨区送电安排、金融信贷支持、铁路运力配置、信用激励约束、国资国企考核等**挂钩**。	依据管理办法加强监管，**对落实不力的地方主管部门、供需及运输企业等依法依规追责**。地区和企业的签订和履约情况，将作为国有企业综合评价和考核、煤炭先进产能释放、跨省跨区送电安排、铁路运力保障等方面的**重要参考**。	**强化制度衔接及多方责任**，加强考核与激励约束力度，履约表现与资源配置、企业评价联系更加紧密。
签约录入进度	2025 年 12 月 13 日前完成签约录入等工作，12 月 18 日前推送国铁集团。	2026 年 12 月 5 日前完成签约录入等工作，12 月 15 日前推送国铁集团。	年度签约节点分别提前 8 天、3 天。
经济合同上传期限	不得晚于 2026 年 3 月 10 日。	最迟不得晚于 2027 年 2 月底。	最晚期限提前，推动合同更早落实。

来源：《国家发展改革委办公厅关于做好 2026 年电煤保供中长期合同签订和履约监管工作的通知》（发改办运行〔2025〕985 号），《国家发展改革委办公厅关于做好 2027 年电煤保供中长期合同签订和履约工作的通知》（发改办运行〔2026〕788 号），国金证券研究所

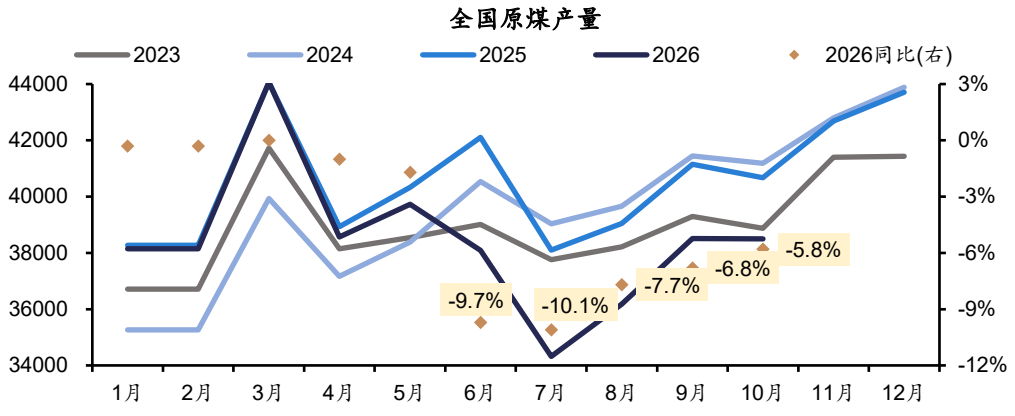
（二）10 月原煤产量同比降幅收窄，山西环比修复、陕蒙新日均产量回落

2026 年 10 月全国原煤产量 3.85 亿吨，同比-5.8%，降幅较 9 月收窄 1.0pct；日均产量 1242 万吨、环比-3.3%。1-10 月全国原煤累计产量 38.3 亿吨，同比-3.8%，降幅较前 9 月扩大 0.3pct，供给整体仍弱于去年同期。

2026 年 10 月晋陕蒙新日均产量分别为 268/229/362/149 万吨，环比+1.9%/-4.8%/-5.7%/-3.3%，同比-25.7%/+2.4%/+4.6%/+0.7%。环比来看，主产区表现分化，山西延续修复，陕蒙新日均产量均有所回落；同比来看，山西降幅较 9 月收窄 5.6pct，但仍处较高水平，陕蒙新增速均有所放缓。

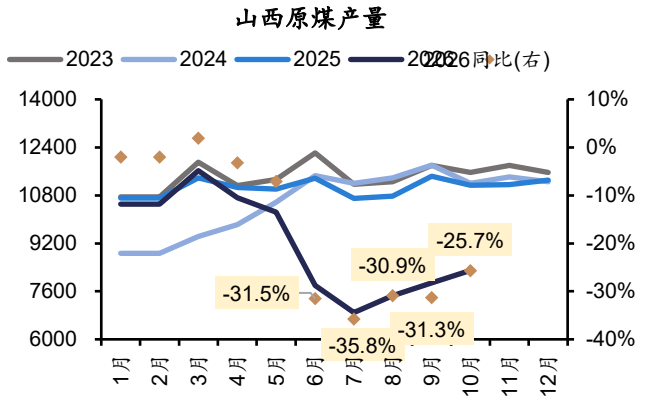
2026 年 10 月国内原煤供给呈现同比降幅收窄、日均产量环比回落的特征。山西生产有所恢复，但减量仍较明显，陕蒙新同比增量尚未完全对冲其减量，全国供给恢复力度仍有限。展望后续，冬季用煤旺季及保供需求有望支撑生产，但受制于安全生产约束及主产区产能释放规模小、节奏慢，实际增量仍有限，供给端对煤价高位支撑作用较强。

图表2：全国原煤产量（万吨）



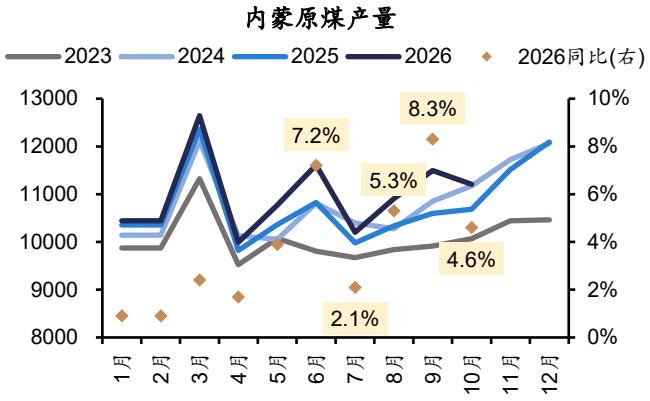
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表3：山西省原煤产量（万吨）



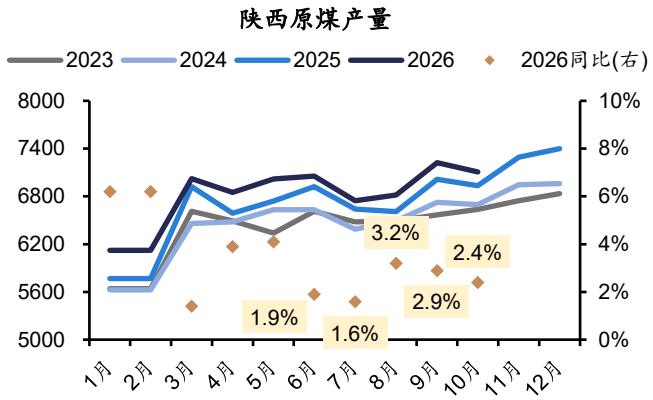
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：内蒙古原煤产量（万吨）



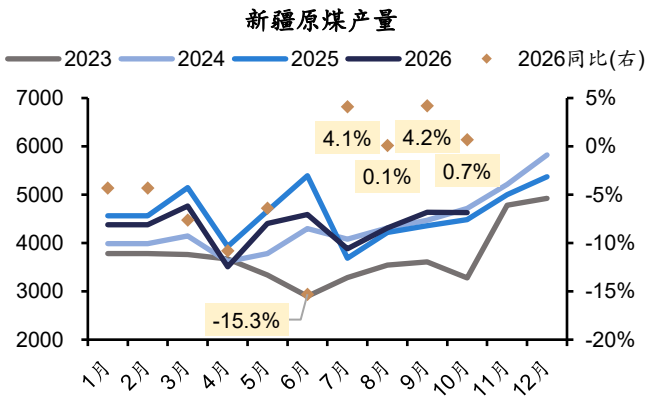
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表5：陕西原煤产量（万吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表6：新疆原煤产量（万吨）



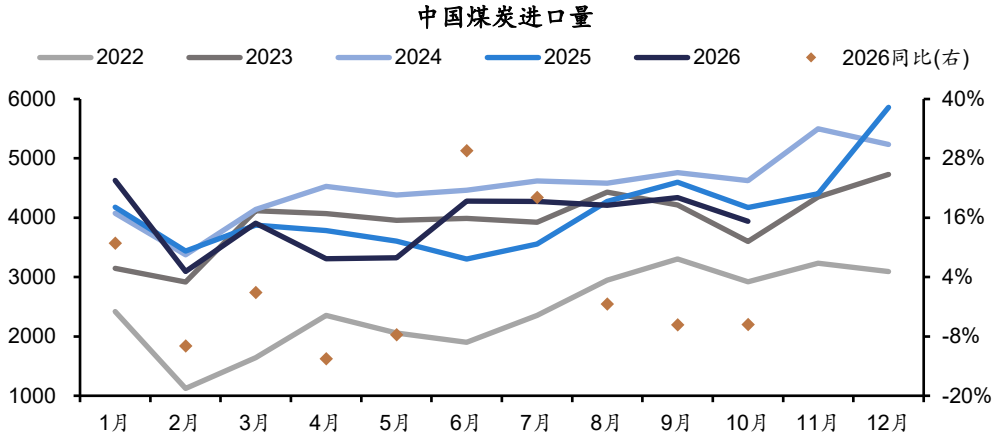
来源：国家统计局，国金证券研究所

（三）10 月进口量环比回落，印蒙煤降幅较大，澳煤小幅增加

2026 年 10 月，全国煤炭进口量 3939 万吨，同比-5.6%，降幅较 9 月收窄 0.1pct。6-10 月环比增速分别为+28.6%/-0.1%/-1.5%/+3.0%/-9.2%，10 月进口量较 9 月减少 398 万吨，为 6 月以来首次低于 4000 万吨。2026 年 1-10 月，全国煤炭进口量 3.93 亿吨，同比+1.3%，增幅较 1-9 月收窄 0.8pct。

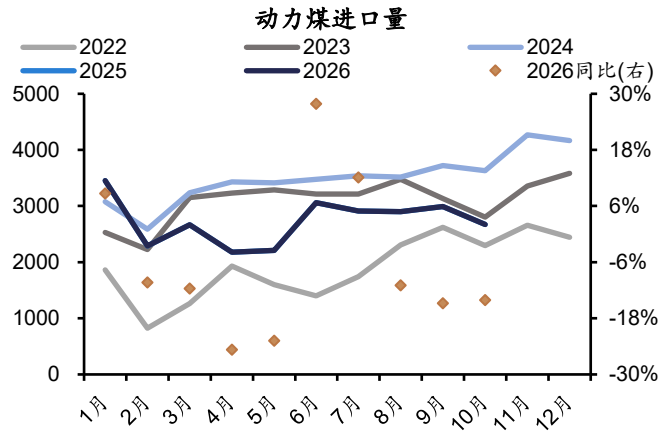
分煤种来看，10 月动力煤、炼焦煤进口均环比下降，动力煤贡献近八成环比减量。2026 年 10 月，动力煤进口量 2675 万吨，同环比-14.1%/-10.5%，环比减少 315 万吨。炼焦煤进口量 1264 万吨，同环比+19.3%/-6.1%，环比减少 83 万吨。1-10 月，动力煤进口量 2.73 亿吨，同比-6.9%；炼焦煤进口量 1.20 亿吨，同比+27.1%，累计增量仍覆盖动力煤进口减量。

图表7：全国煤炭进口量（万吨）



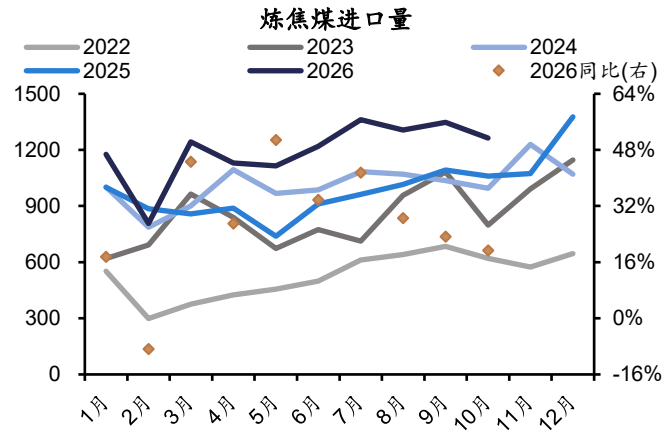
来源：海关总署，国金证券研究所

图表8：全国动力煤进口量（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表9：全国炼焦煤进口量（万吨）

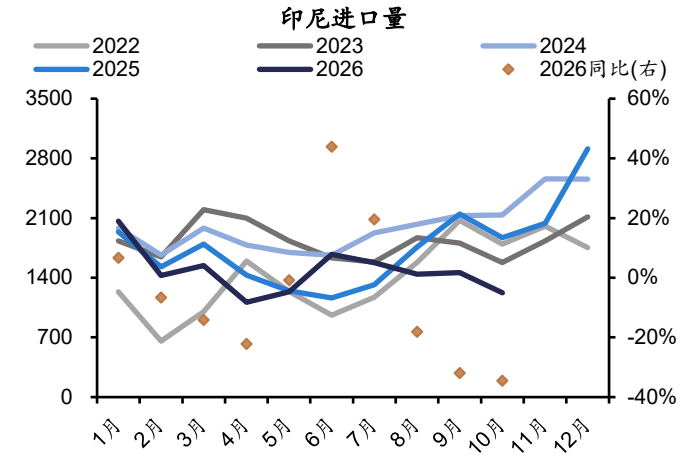


来源：海关总署，国金证券研究所

分国别来看，10 月自印尼、蒙古进口降幅较大，自俄罗斯进口小幅回落，自澳洲进口小幅增加。2026 年 10 月自印尼进口 1225 万吨，同比-34.5%/-646 万吨，环比-16.2%/-237 万吨；自澳洲进口 992 万吨，同比+40.1%/+284 万吨，环比+1.1%/+11 万吨；自俄罗斯进口 922 万吨，同比+35.8%/+243 万吨，环比-2.2%/-21 万吨；自蒙古进口 708 万吨，同比-8.7%/-67 万吨，环比-17.3%/-148 万吨。印尼和蒙古合计环比减少 385 万吨。1-10 月，自印尼、澳洲、俄罗斯、蒙古累计进口量分别为 14756/6780/7180/9403 万吨，同比-1439/+555/-134/+2435 万吨（-8.9%/+8.9%/-1.8%/+34.9%）。

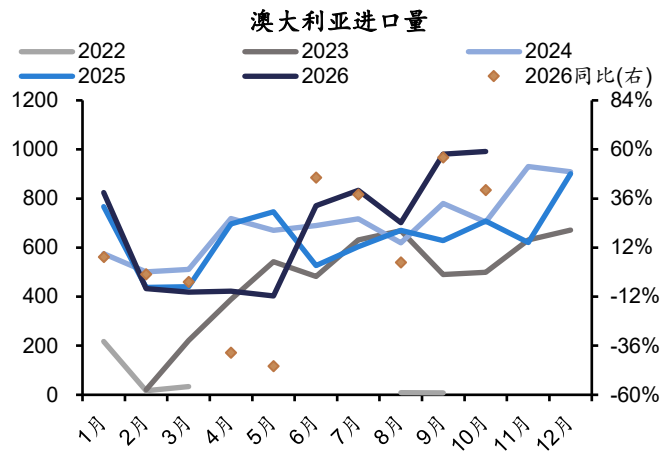
总供给（规上原煤产量+进口量）来看，2026 年 10 月全国煤炭总供给 4.24 亿吨，同比-5.4%/-2412 万吨，环比-1.0%/-414 万吨，环比减量主要来自进口。1-10 月总供给 42.22 亿吨，同比-3.2%/-1.38 亿吨。

图表10：印尼进口量（万吨）



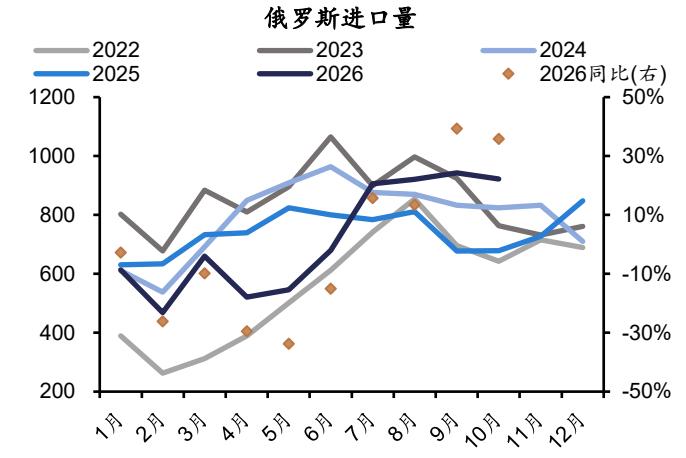
来源：海关总署，国金证券研究所

图表11：澳大利亚进口量（万吨）



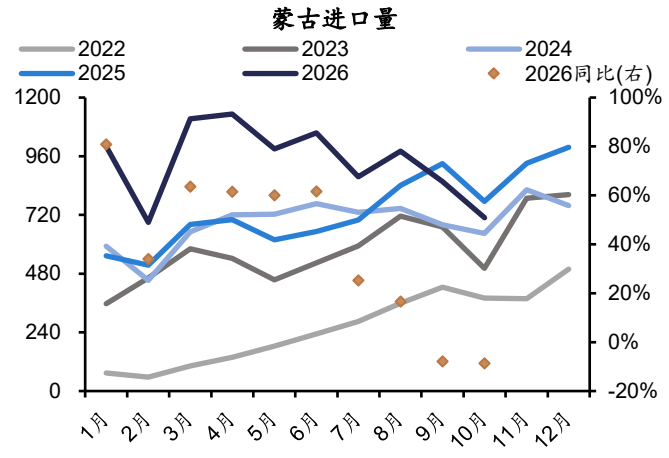
来源：海关总署，国金证券研究所

图表12：俄罗斯进口量（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表13：蒙古进口量（万吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

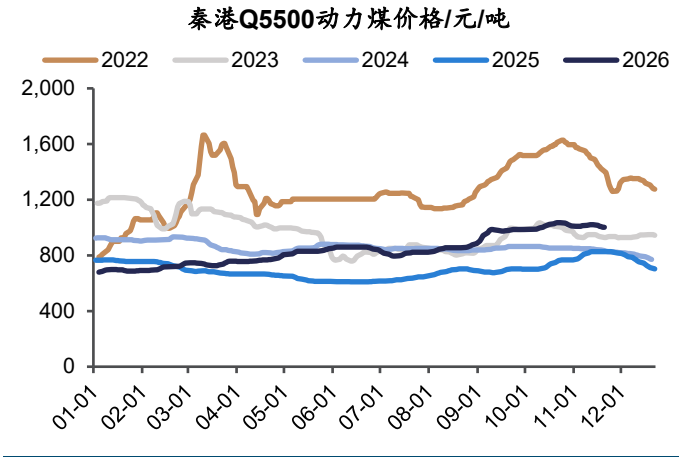
二、煤炭高频数据跟踪

（一）动力煤：高位回落，复产偏慢，日耗回升

价格：港口煤价下跌，产地煤价普遍下跌。港口方面，11 月 20 日，秦皇岛港 5500 大卡动力末煤平仓价报收 1001 元/吨，周环比下跌 19 元/吨（-1.9%）、周内跌幅逐渐收窄，同比上涨 174 元/吨（+21.0%）。产地方面，本周主产地动力煤价格普遍下跌，其中山西地区煤价周环比下跌 9 元/吨，内蒙地区煤价周环比下跌 17 元/吨，陕西地区煤价周环比下跌 22 元/吨。国际方面，11 月 20 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 FOB 价（5500 大卡）118 美元/吨，较之前一周上涨 1.4 美元/吨（+1.2%）。

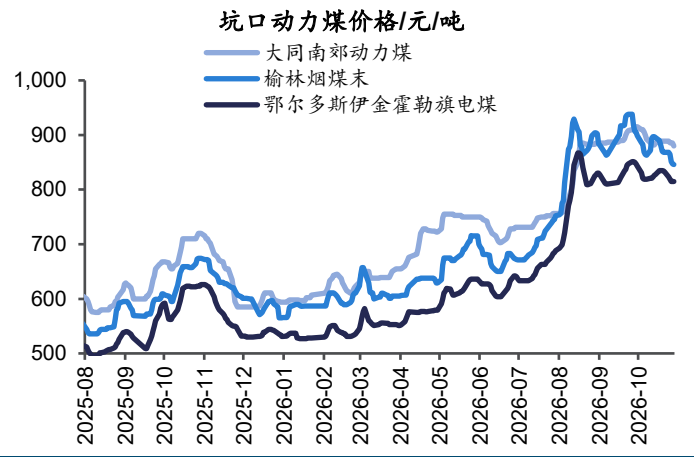
生产：样本煤矿产量周环比小幅下降。截至 11 月 15 日当周，晋陕蒙 442 家煤矿周度产量 2635 万吨，同比-5.0%，环比-0.4%；产能利用率 79.7%，同比-4.3pct，环比-0.3pct。其中，山西周度产量 783 万吨，同比-10.7%，环比+0.6%；内蒙古周度产量 1188 万吨，同比-4.1%，环比-1.4%；陕西周度产量 663 万吨，同比+0.9%，环比+0.2%。

图表14：秦皇岛港 Q5500 动力煤价（元/吨）



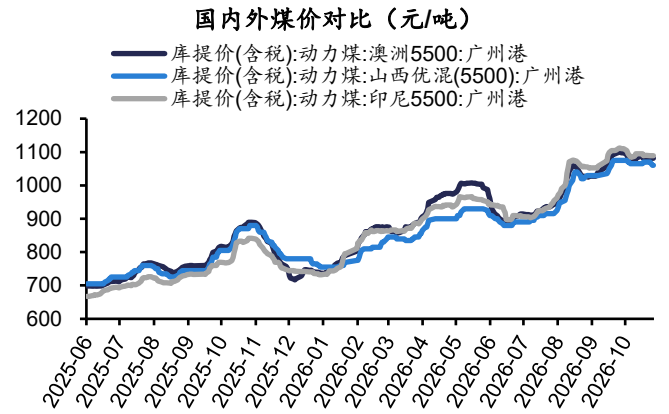
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表15：坑口动力煤价格（元/吨）



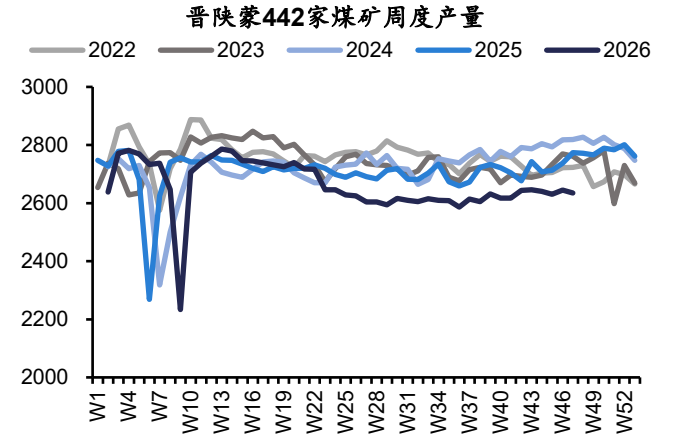
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表16：国内外煤价对比（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

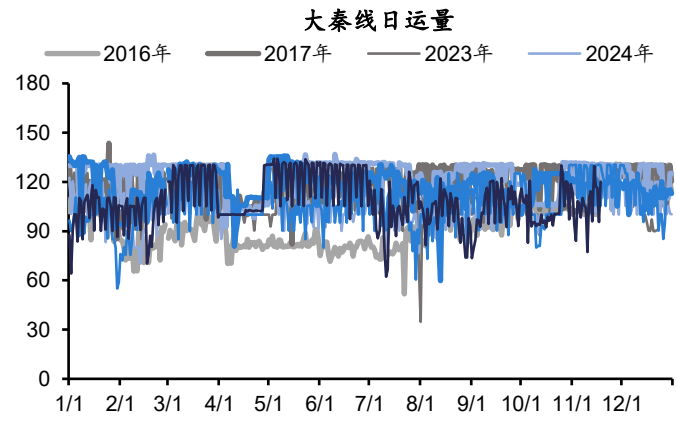
图表17：晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

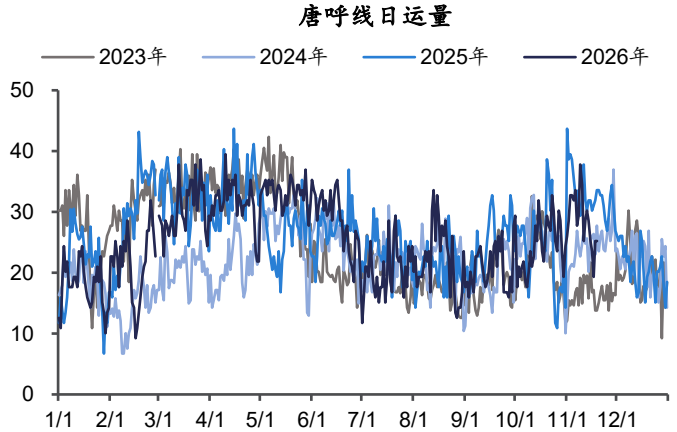
铁路运量：大秦线运量周环比提升。截至 11 月 18 日当周，大秦线日均运量 112.7 万吨，周环比+10.6%，同比-11.0%；唐呼线日均运量 25.8 万吨，周环比-17.9%，同比-17.6%。

图表18：大秦线日运量/万吨



来源：CCTD，国金证券研究所

图表19：唐呼线日运量/万吨



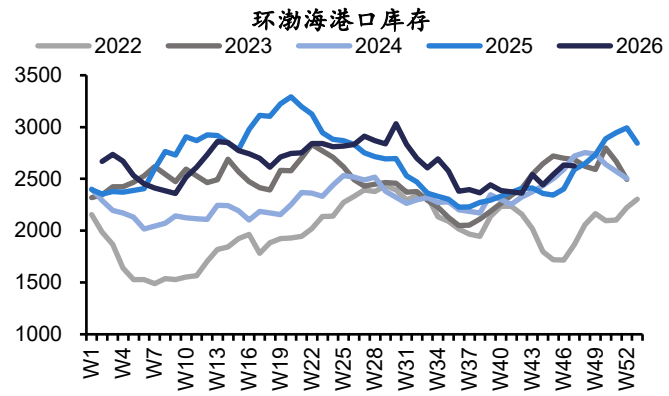
来源：CCTD，国金证券研究所

库存：环渤海港口库存下降，电厂库存下降，可用天数增加。

港口方面，11 月 18 日，环渤海港库存为 2624 万吨，周环比-0.3%，同比+1.3%；江内港口库存 978 万吨，周环比-1.1%，同比-15.6%。

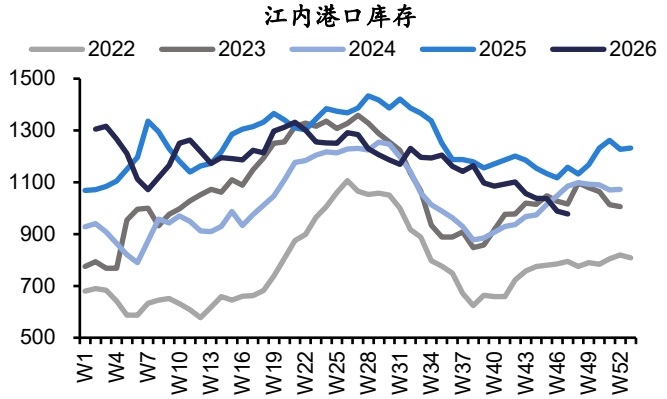
电厂方面，11 月 19 日，沿海八省电厂绝对库存 3544 万吨，周环比-1.7%，同比+6.3%，可用天数约 18.7 天，周环比+0.8 天，同比+0.7 天；内陆十七省电厂绝对库存 8534 万吨，周环比-1.3%，同比-13.9%，可用天数约 25.3 天，周环比+0.6 天，同比-7.1 天。

图表20：环渤海港口库存（万吨）



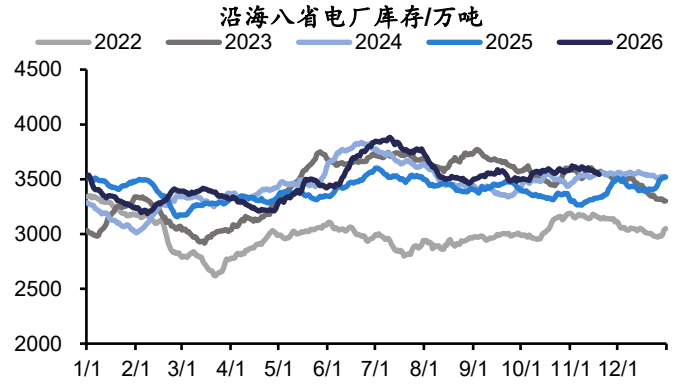
来源：煤炭江湖，国金证券研究所

图表21：江内港口库存（万吨）



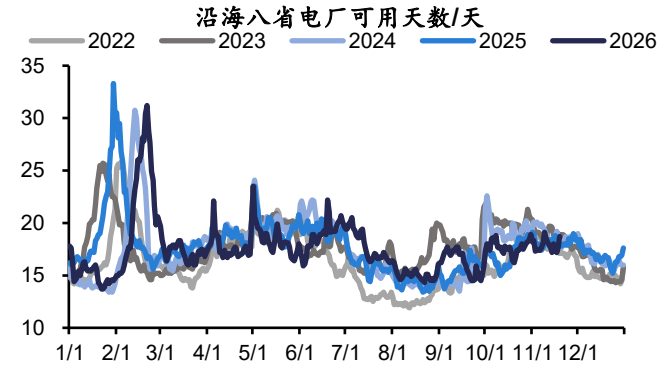
来源：煤炭江湖，国金证券研究所

图表22：沿海八省电厂库存（万吨）



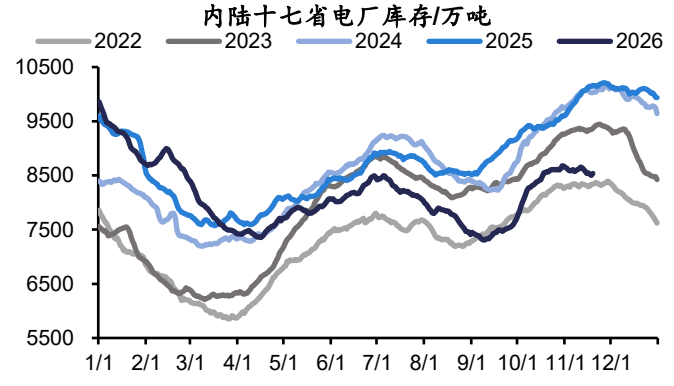
来源：CCTD，国金证券研究所

图表23：沿海八省电厂可用天数（天）



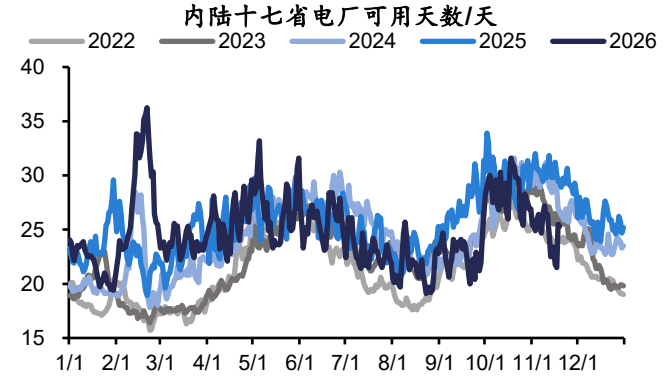
来源：CCTD，国金证券研究所

图表24：内陆十七省电厂库存（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

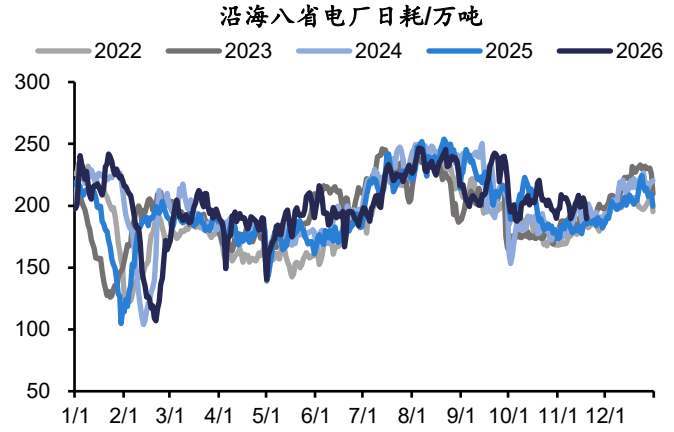
图表25：内陆十七省电厂可用天数（天）



来源：CCTD，国金证券研究所

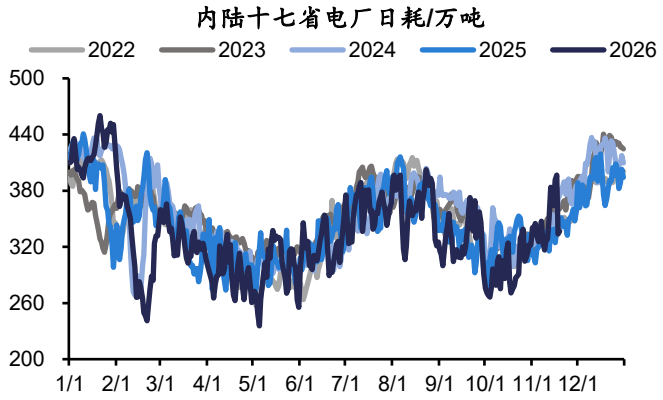
需求：电厂日耗提升。截至 11 月 19 日当周，沿海八省电厂日耗均值为 201.3 万吨，周环比+2.7 万吨（+1.4%），同比+19.0 万吨（+10.5%），11 月日均日耗 200.8 万吨，同比+19.0 万吨（+10.5%）；内陆十七省电厂日耗均值为 369.4 万吨，周环比+36.9 万吨（+11.1%），同比+31.4 万吨（+9.3%），11 月日均日耗 347.0 万吨，同比+19.6 万吨（+6.0%）。

图表26：沿海八省电厂日耗（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

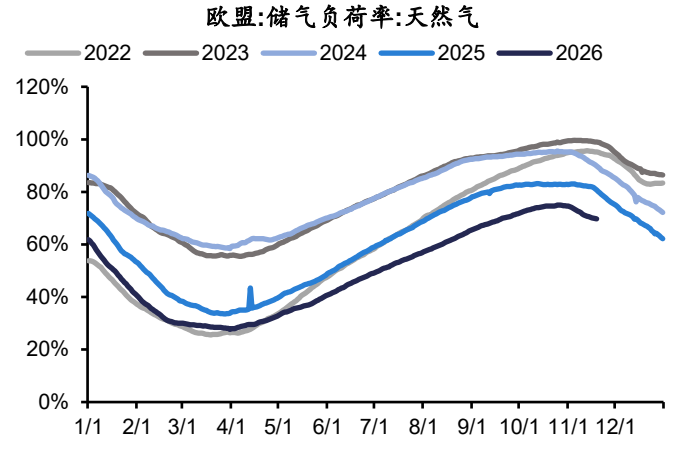
图表27：内陆十七省电厂日耗（万吨）



来源：CCTD，国金证券研究所

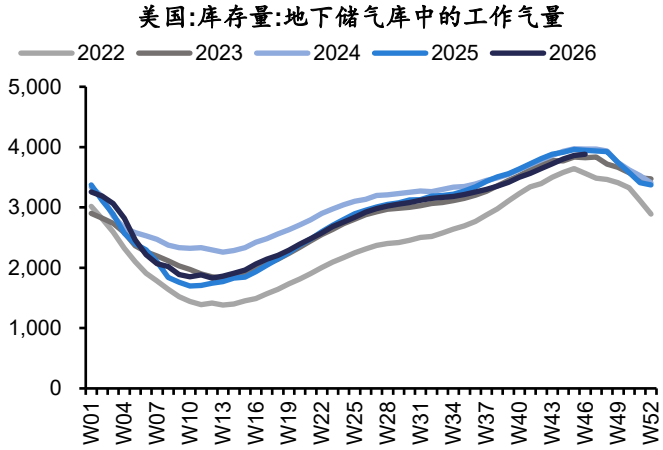
海外：低库存仍提示冬季上行风险。7-10 月，中东局势与 LNG 运输扰动影响全球能源定价，近期油气共同回吐地缘风险溢价，气价下行削弱煤电相对气电的经济性，对海外煤价形成压力，短期海外煤对国内支撑有所减弱。但考虑欧洲天然气库存低于过去 10 年同期（11 月 19 日欧盟储气率约 69.7%，5 年均值为 86.9%），供暖季供应缓冲相对有限，若降温推动气价企稳，或供应及运输再受扰动，煤电相对经济性与海外煤价有望获得支撑，进而通过进口煤到岸成本和采购价差增强国内煤价韧性。

图表28：欧盟天然气储气负荷率



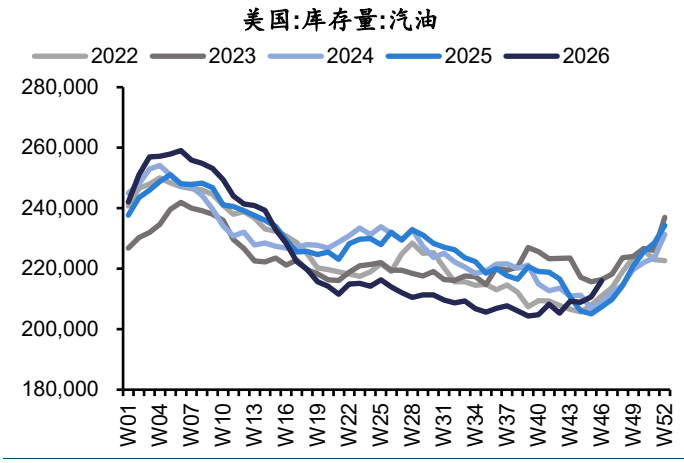
来源：Wind，国金证券研究所

图表29：美国地下储气库中的工作气量（十亿立方英尺）



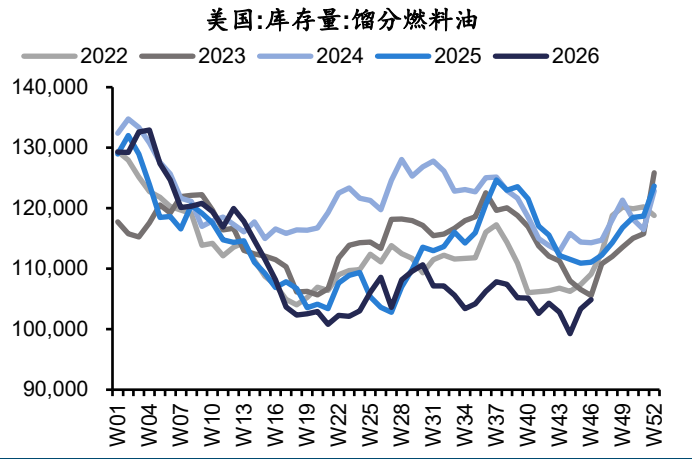
来源：Wind，国金证券研究所

图表30：美国汽油库存量（千桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：美国馏分燃料油库存量（千桶）



来源：Wind，国金证券研究所

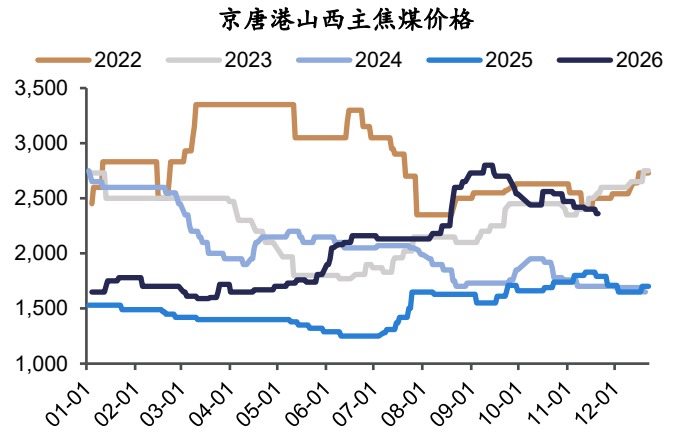
（二）双焦：供需两弱，偏弱运行

价格：焦煤、焦炭价格高位震荡。

焦煤：港口方面，11 月 20 日，京唐港山西产主焦煤库提价报收 2360 元/吨，周环比下跌 40 元/吨（-1.7%），同比上涨 570 元/吨（+31.8%）。产地方面，本周主产地炼焦煤价下降，其中山西柳林 4#焦煤价格周环比下跌 40 元/吨，临汾 1/3 焦价格周环比持平，沁源瘦精煤价格周环比下跌 130 元/吨，内蒙乌海气肥煤价格周环比持平，山东济宁气肥煤价格周环比持平。国际方面，11 月 20 日，澳洲峰景矿硬焦煤价格 FOB 价为 257 美元/吨，周环比下跌 2.9 美元/吨；甘其毛都口岸蒙古进口精煤价格为 1710 元/吨，周环比上涨 20 元/吨。

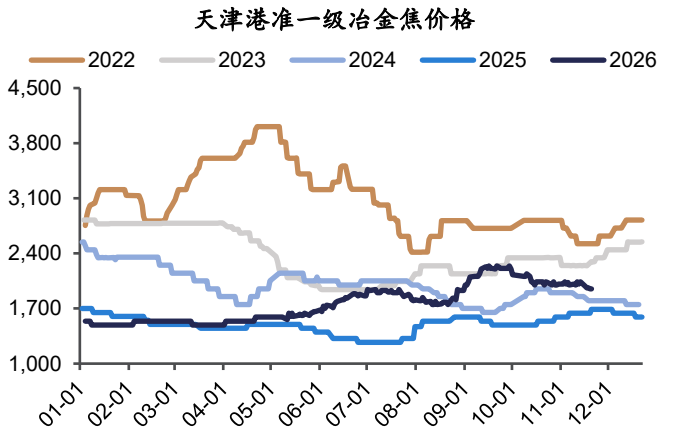
焦炭：港口方面，11 月 20 日，天津港准一级冶金焦平仓价 1950 元/吨，周环比下跌 90 元/吨（-4.4%），同比上涨 260 元/吨（+15.4%）。

图表32：京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33：天津港准一级冶金焦平仓价（元/吨）



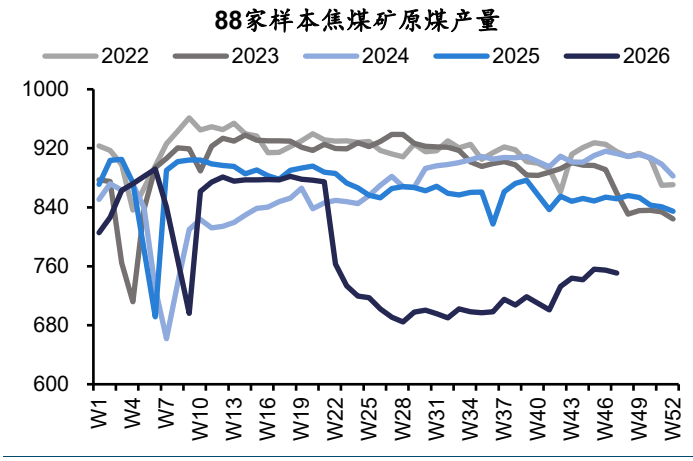
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

生产：样本煤矿产量周环比增加。2026 年第 47 周样本焦煤矿（88 家）原煤产量 751 万吨，环比-0.5%，同比-11.8%。

库存：产业链焦煤、焦炭库存环比增加。11 月 20 日，产业链焦煤库存 2018 万吨，环比+0.1%，同比-5.5%；产业链焦炭库存 730 万吨，环比-1.2%，同比-14.9%；产业链碳元素库存 2995 万吨，环比-0.3%，同比-8.8%。

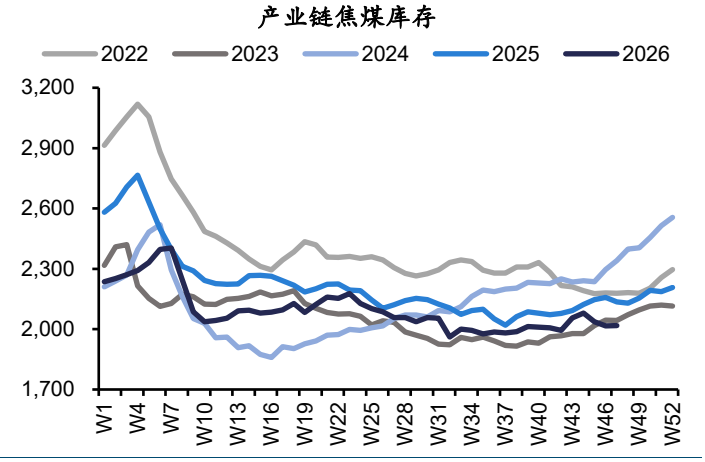
下游：铁水产量周环比下降，钢厂盈利略有恢复。2026 年第 47 周日均铁水产量（247 家钢厂）229.57 万吨，环比-0.3%，同比-2.8%。2026 年第 47 周钢铁企业盈利率（247 家钢厂）10.82%，环比下降 0.4pct。

图表34：88 家样本焦煤矿原煤产量（万吨）



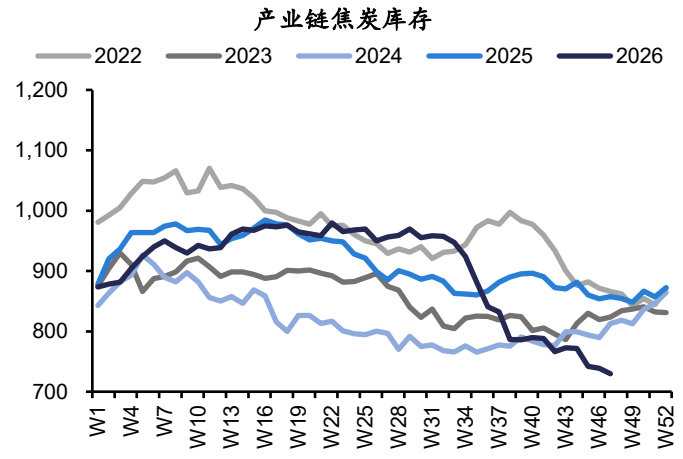
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表35：产业链焦煤库存（万吨）



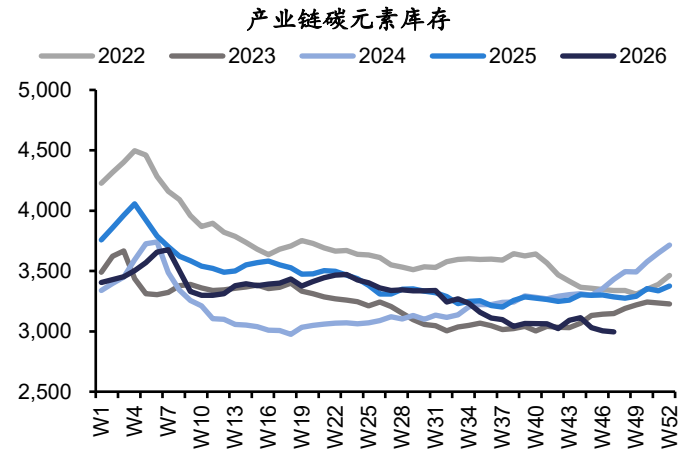
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表36：产业链焦炭库存（万吨）



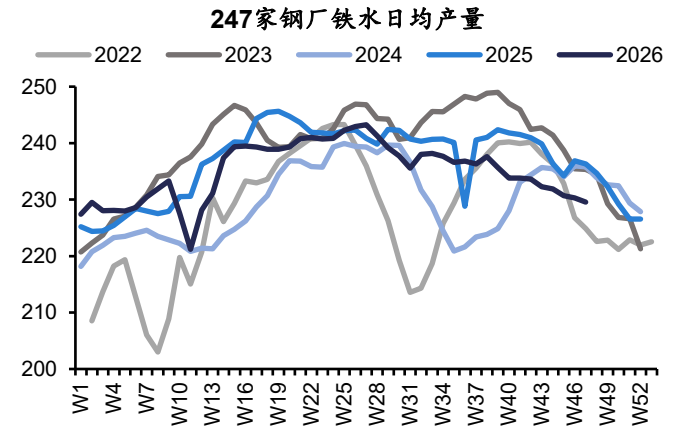
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表37：产业链碳元素库存（万吨）



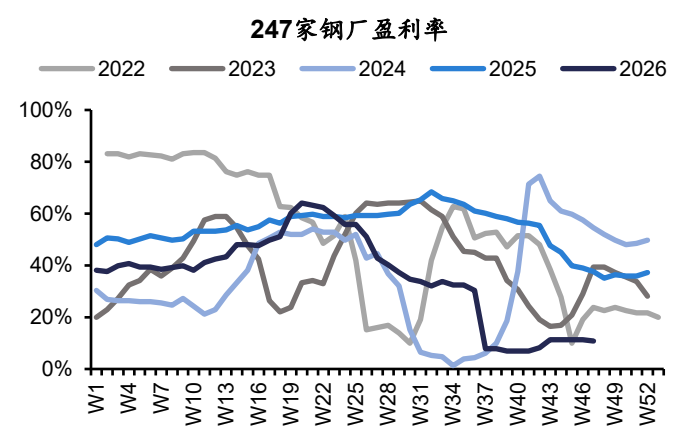
来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表38：247 家钢厂日均铁水产量（万吨）



来源：Mysteel，国金证券研究所

图表39：247 家钢厂盈利率



来源：Mysteel，国金证券研究所

三、板块估值及交易情况

估值方面，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 16.33，近十年估值分位数为 89.38%；市净率为 1.77，近十年估值分位数为 97.31%。其中，动力煤子板块市盈率（剔除负值）为 16.17，近十年估值分位数为 92.20%，市净率为 2.05，近十年估值分位数为 98.61%；焦煤子板块市盈率（剔除负值）为 17.56，近十年估值分位数为 76.68%，市净率为 0.83，近十年估值分位数为 16.44%，市净率处于历史较低水平。

图表 40：煤炭板块 PE



来源：iFinD，国金证券研究所

图表 41：煤炭板块 PB



来源：iFinD，国金证券研究所

图表 42：动力煤板块 PE



来源：iFinD，国金证券研究所

图表 43：动力煤板块 PB



来源：iFinD，国金证券研究所

图表 44：焦煤板块 PE



来源：iFinD，国金证券研究所

图表 45：焦煤板块 PB

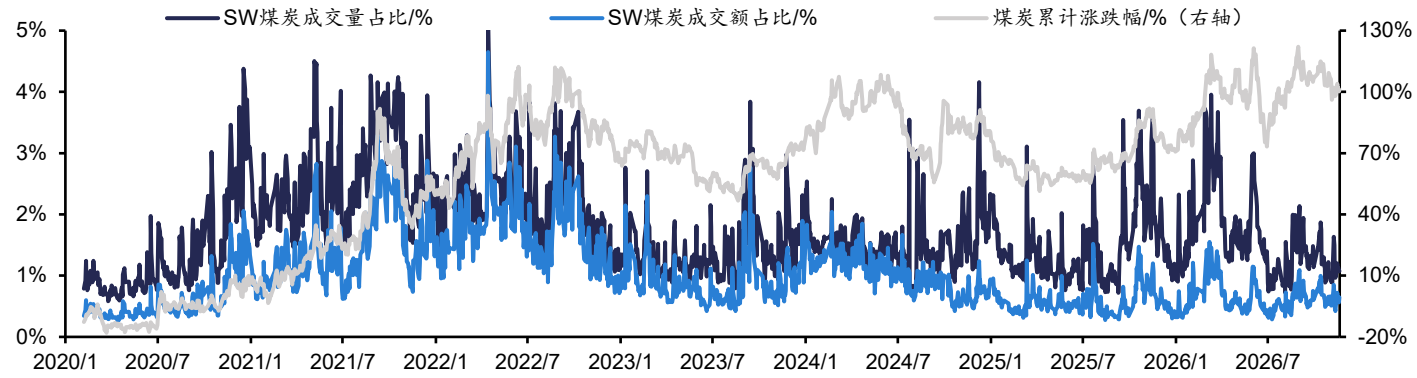


来源：iFinD，国金证券研究所

交易量方面，本周煤炭板块日均成交量占比由上周的 1.25%降至 1.12%，日均成交额占比由 0.60%升至 0.62%。11 月 20 日成交量占比 1.08%、成交额占比 0.64%。年初至

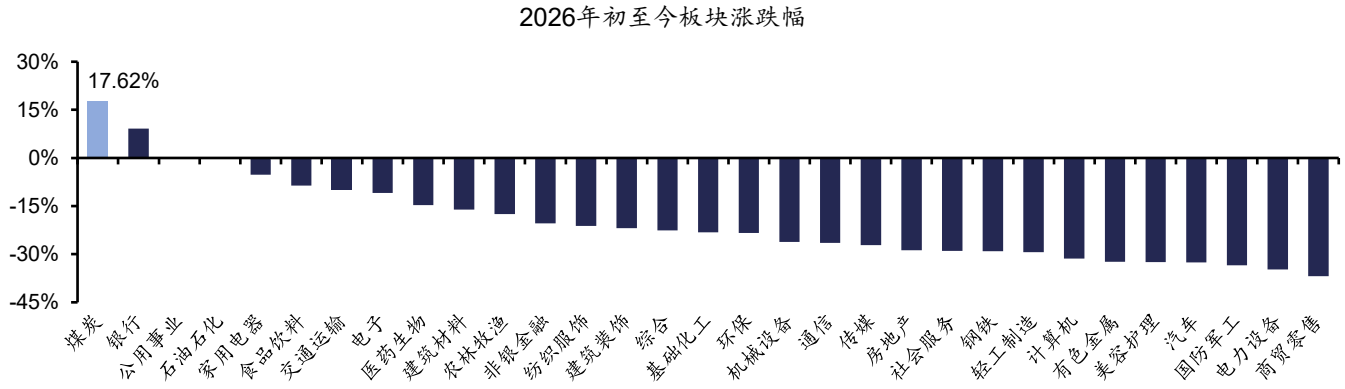
今，煤炭板块上涨 17.62%，在申万一级行业中位列第一。

图表46：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

图表47：煤炭板块位于申万板块涨跌幅前列



来源：iFinD，国金证券研究所

四、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