煤炭供给环比回升 市场供需仍然偏紧

——煤炭行业报告及市场供需跟踪

行业评级：看好

2026年11月1日

分析师	沈涛	分析师	宋炜
邮箱	shentao@stocke.com.cn	邮箱	songwei01@stocke.com.cn
电话	13810333199	电话	15802126806
证书编号	S1230526040007	证书编号	S1230526070007

摘要

1、焦煤：

- 山西加快煤矿复产，蒙煤通关持续低位。
- 焦煤价格高位回落，市场预期有所转弱。

2、 焦炭：

- 焦炭进入降价通道，连续2轮提降落地。
- 部分区域持续亏损，行业盈利再次承压。

3、 动力煤：

- 港口煤价高位波动，煤价近期小幅回落。
- 产地供给边际恢复，市场供需仍然偏紧。

4、 总体观点

- 煤价仍将高位波动，看好四季度煤炭行情。
- 供需紧平衡格局驱动煤炭板块价值重估。

风险提示

1、宏观风险：宏观经济增速放缓，需求持续性不足造成煤价回落（下行风险）

2、供应风险：安监力度减弱，保供政策加码，进口煤大幅增加（下行风险）

3、替代风险：新能源发电超预期增长，充分替代火电需求（下行风险）

4、地缘风险：国际煤价大幅波动，原油大涨导致全球能源危机（上行风险）

5、其他风险：估值与流动性风险， 数据库口径差异风险，情景预测不确定性风险等。

目录

CONTENTS

01 国内供需

02 进口煤

03 政策解读

04 行业数据

05 总体观点

01 国内供需

前三季度国内产量同比收缩 3.5%，进口端结构分化加剧

国内原煤产量（1-9月）	进口煤炭总量（1-9月）	山西累计产量同比	进口炼焦煤（1-9月）
34.5 亿吨	3.54 亿吨	-14.6 %	1.07 亿吨
同比 -3.5%	同比 +2.2%	沁源事故安监高压	同比 +28.1%（逆势）

三条核心判断

① **国内供给冲击：**1-9月山西安监高压下产量同比 -14.6%，蒙陕增量（+4.2%、+3.7%）不足以对冲，全国累计产量-3.5 %。

② **进口结构分化：**动力煤进口 2.37 亿吨（-5%），印尼收缩拖累；炼焦煤进口 1.07 亿吨（+28.1%），蒙古 +41.1%、澳洲 +111.1%补充国内缺口。

③ **供需紧平衡：**国内产量环比回升，但在安监约束下复产偏缓，叠加冬储补库，四季度煤价中枢继续上移，区域分化加剧。

来源：国家统计局、海关总署、钢联、汾渭、浙商证券研究所

1-9 月原煤产量 34.5 亿吨同比 -3.5%，6 月起单月降幅骤扩至 -10% 一线

月度原煤产量同比增速（%）

月份	同比(%)	月份	同比(%)	拐点
2025-09	-1.8	2026-03	0.0	—
2025-10	-2.3	2026-04	-1.0	—
2025-11	-0.5	2026-05	-1.7	—
2025-12	-1.0	2026-06	-9.7	拐点
2026-01~02	-0.3	2026-07	-10.1	最深
		2026-08	-7.7	收窄
		2026-09	-6.8	收窄

关键读数

9 月单月：原煤产量 3.9 亿吨，日均 1284 万吨，同比 -6.8%，降幅较 8 月收窄 0.9pct。

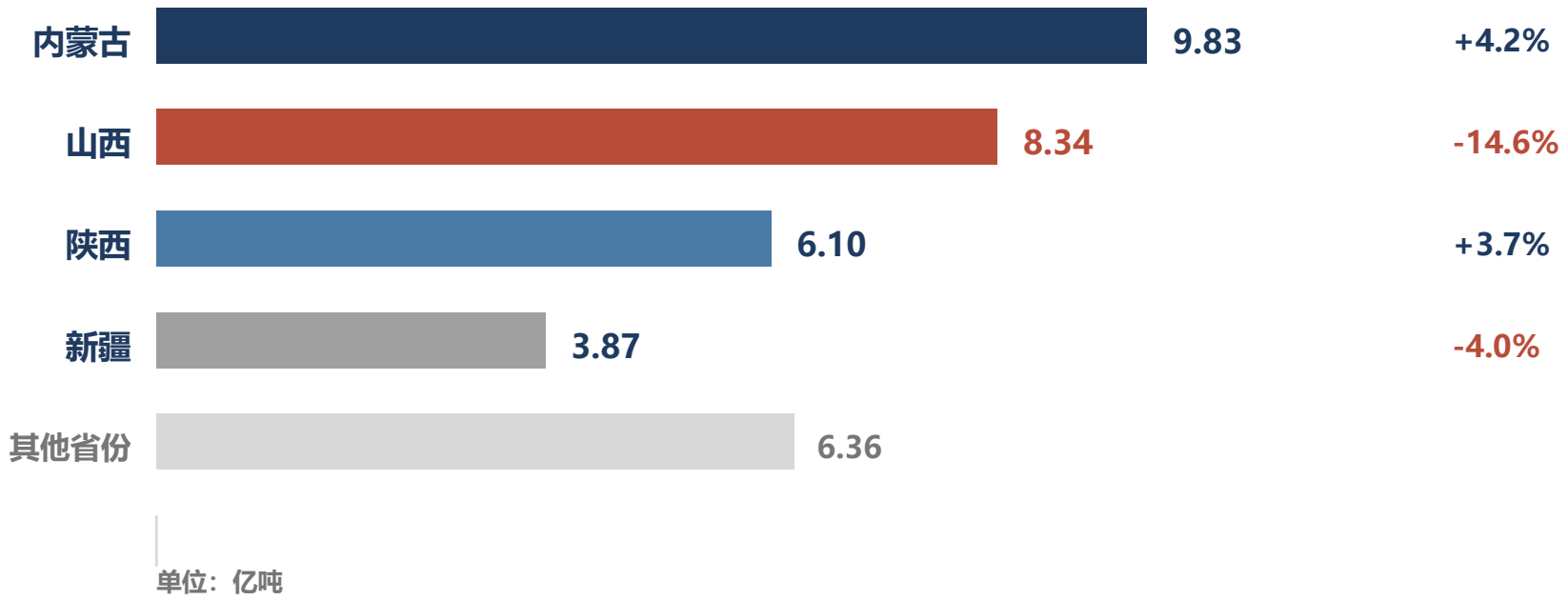
拐点成因：6 月山西沁源安全事故触发全国安监高压，主产省矿停产整顿，单月同比从 -1.7% 骤降至 -9.7%。

边际变化：7-9 月降幅逐月收窄（-10.1% → -7.7% → -6.8%），复产缓慢释放，但累计降幅仍在扩大。

来源：国家统计局、浙商证券研究所

晋陕蒙新四省合计占全国 82%：蒙陕微增、晋新收缩，增量难抵山西减产

四大主产省 1-9 月累计原煤产量（亿吨）与同比增速



四大主产省合计 28.14 亿吨

占全国 34.5 亿吨的 81.6%

增量：内蒙古 +4.2%、陕西 +3.7%

鄂尔多斯、榆林基地稳产保供

减量：山西 -14.6%、新疆 -4.0%

山西安监冲击为核心矛盾

来源：国家统计局、浙商证券研究所

9月晋陕蒙新环比增量均超 300 万吨，主产省复产节奏边际加快

排名	省份	9月产量(万吨)	环比增量(万吨)	环比增幅
1	内蒙古	11,498.0	+594.0	+5.45%
2	山西	7,882.6	+422.6	+5.66%
3	陕西	7,223.2	+407.5	+5.98%
4	新疆	4,634.2	+322.6	+7.48%
5	贵州	1,312.9	—	—
6	安徽	873.1	—	—
7	宁夏	860.3	—	—
8	河南	856.0	—	—
9	山东	758.4	—	—
10	云南	588.9	—	—

关键读数

晋陕蒙新合计：31,238 万吨，占全国 9 月产量 3.9 亿吨的 80%。

环比普涨：四省环比增量均超 300 万吨，复产在边际加快。

但同比仍弱：山西 9 月单月同比降幅仍在两位数，累计同比 -14.6%。

来源：国家统计局、汾渭、浙商证券研究所

山西安监直接冲击炼焦煤供给，是进口焦煤逆势 +28.1% 的核心原因

国内原煤分煤种结构（1-9月，估算）

动力煤（原煤）

约 27.0 亿吨 ｜ 占比 78%

主产：内蒙古、陕西、新疆 ｜ 蒙陕增产对冲山西减产

炼焦煤（原煤）

约 6.0 亿吨 ｜ 占比 17%

主产：山西（占全国约 50%）、山东、贵州 ｜ 安监直接冲击

无烟煤等（原煤）

约 1.5 亿吨 ｜ 占比 5%

注：分煤种结构为行业经验估算，国家统计局未直接公布分煤种产量；山西炼焦煤占比为行业共识。

供给冲击传导链

① 山西 -14.6%：主焦煤主产区安监高压，国内炼焦煤供给收缩。

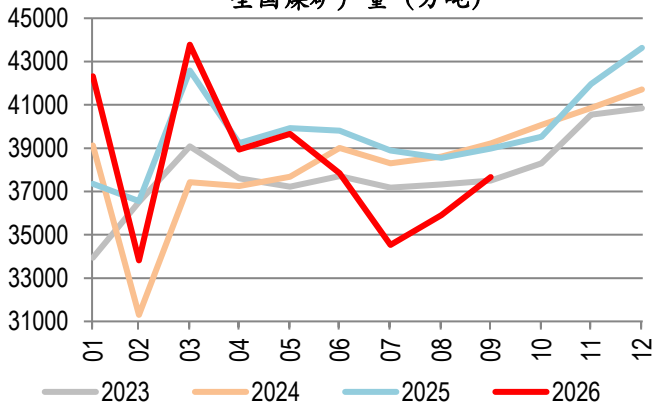
② 进口补缺口：炼焦煤进口 1.07 亿吨，同比 +28.1%，蒙古、澳洲接力。

③ 动力煤相对稳：蒙陕增产对冲，进口动力煤 -5% 但国内降幅可控。

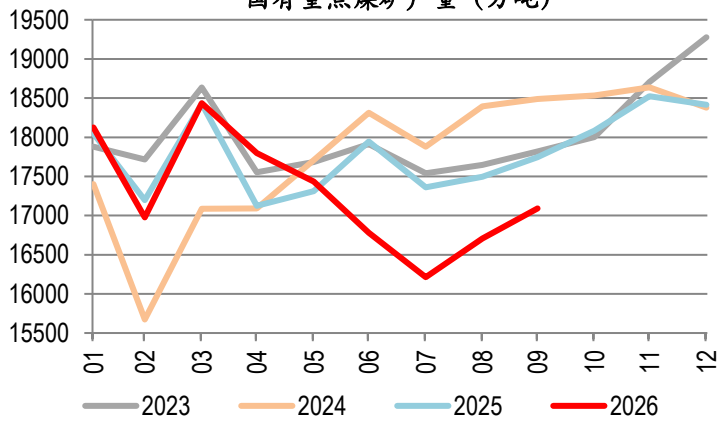
结论：炼焦煤供需紧平衡程度 > 动力煤，焦煤价格弹性更大。

来源：国家统计局、汾渭、浙商证券研究所

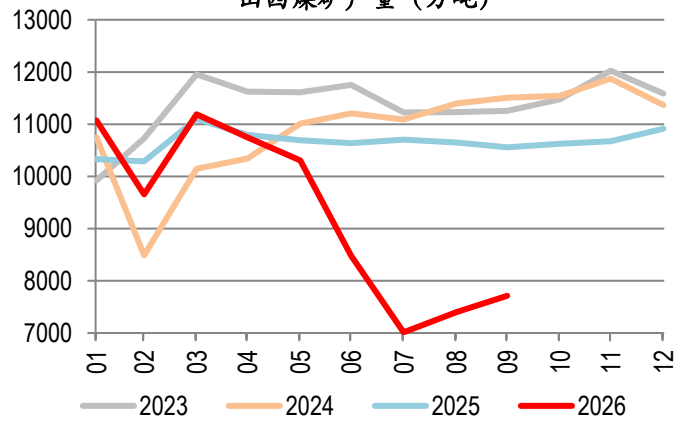
全国煤矿产量（万吨）



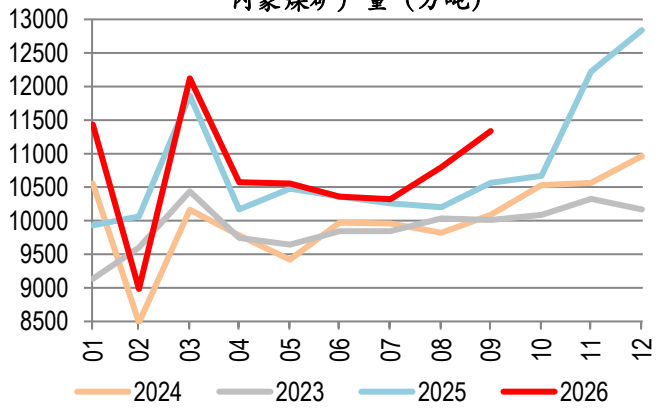
国有重点煤矿产量（万吨）



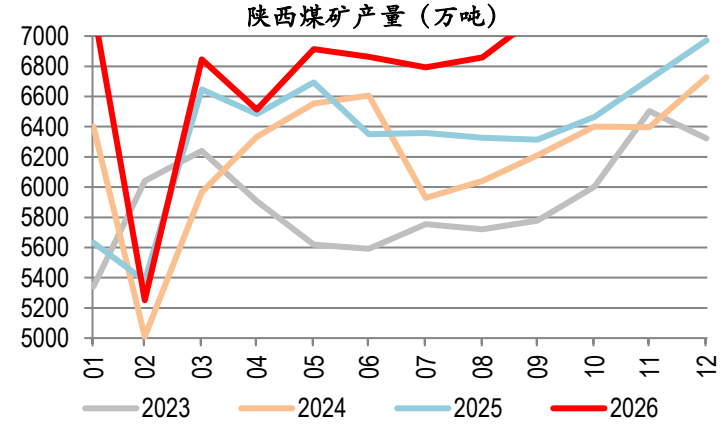
山西煤矿产量（万吨）



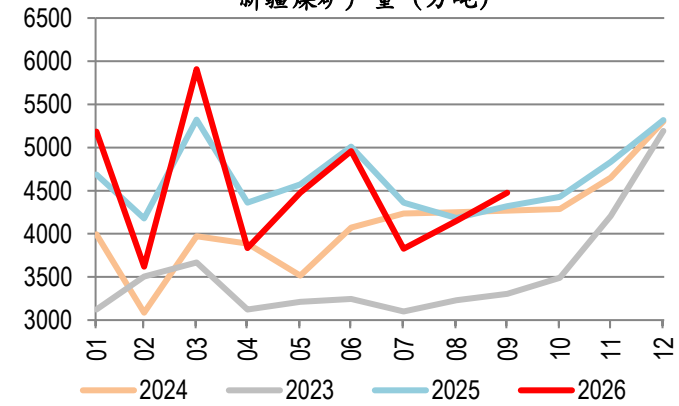
内蒙煤矿产量（万吨）



陕西煤矿产量（万吨）



新疆煤矿产量（万吨）



来源：国家统计局、煤炭运销协会、浙商证券研究所

需求端整体平稳偏弱：火电微增、钢铁收缩、建材疲弱，9月煤炭需求降幅收窄至 -2.3%

下游板块	核心指标（9月/累计）	同比	趋势	对煤炭需求影响
电力	火电发电量（9月5129亿千瓦时/1-9月47299亿千瓦时）	-1.4%/+0.8%	见顶回落	占煤炭需求约 55%，微增但增速放缓
钢铁	9月：生铁 6,534 万吨 / 焦炭 3,904 万吨 累计：生铁62844万吨/37316万吨	-1.4% / -8.2% -3.0%/-0.7%	延续下滑	炼焦煤需求承压，焦炭产量降幅大
建材	水泥产量（9月水泥产量14401万吨/累计产量113119 万吨）	-5.3%/-8.6%	持续疲弱	房地产链拖累，建材用煤需求走弱
化工	现代煤化工（9月甲醇产量691万吨/累计产量6801万吨）	-8.7%/+2.7%	稳定	高景气度支撑，是需求端稳定器
综合	9月整体煤炭需求	-2.3%	降幅收窄	供给收缩快于需求收缩，供需紧平衡

关键判断：需求端并非收缩主因，而是供给端安监冲击导致供需缺口。9月煤炭需求 -2.3%，但国内产量 -6.8%，供给收缩幅度更大，这是煤价中枢上移的核心逻辑。

来源：国家统计局、浙商证券研究所

02 进口煤

进口煤炭3.54亿吨同比增长2.2%：动力煤继续下滑与炼焦煤大幅增长出现分化

进口煤炭总量

3.54 亿吨

同比 +2.2%

其中：动力煤

2.37 亿吨

同比 -5.0%

其中：炼焦煤

1.07 亿吨

同比 +28.1%

结构分化逻辑

动力煤进口收缩：

印尼 RKAB 审批滞后 + 本土保供趋严，对华出口收缩 6%；澳洲、俄罗斯同比仍负；仅蒙古陆运煤 +39% 对冲。

炼焦煤进口爆发：

国内山西安监致焦煤供给缺口，蒙古 +41.1%、澳洲 +111.1%、俄罗斯 +24.9% 全面补位，9月单月进口 1346.9 万吨创年内次高。

来源：海关总署、钢联、中国煤炭运销协会、汾渭、浙商证券研究所

动力煤进口：印尼收缩拖累动力煤进口减量，蒙古是焦煤进口量正增长主要来源

来源国	1-9月累计(万吨)	占比	同比	同比增减(万吨)
印尼	13,347.0	56.2%	-6.0%	-818.7
澳大利亚	4,685.9	19.7%	-6.0%	-313.3
蒙古	2,778.7	11.7%	+39.3%	+783.9
俄罗斯	2,431.8	10.2%	-22.0%	-672.1
加拿大	46.7	0.2%	+90.0%	+22.1
美国	3.0	0.0%	—	+3.0
其他	445.3	1.9%	-41.0%	-314.4
合计	23,738.3	100%	-5.0%	-1,309.5

核心判断

印尼独大但收缩：占比 56%，减量 818.7 万吨，占全国总减量 62.5%。

蒙古陆运补位：煤炭进口量正增长主要来源，增量783.9万吨，成本优势显著。

澳洲 9 月回暖：单月 +35% 环比，高卡煤性价比显现。

来源：海关总署、钢联 、浙商证券研究所

炼焦煤进口：1-9月蒙古占一半以上份额，俄煤、澳煤进口大幅增长补位国内缺口

来源国	1-9月累计(万吨)	占比	同比	9月进口量及同比
蒙古	5888.9	55.04%	+41.1%	569 .0万吨（-5.2%）
俄罗斯	2959.4	27.66%	+24.9%	444.5 万吨（+53.8%）
澳大利亚	1092.5	10.21%	+111.1%	243.5 万吨（+323.6%）
其他	759.2	7.1%	—	加拿大、印尼等
合计	10700	100%	+28.1%	1346.9 万吨（+23.3%）

结构性变化

蒙古份额收缩：9月占比 42%，年内次低水平，口岸通关受限，环比下滑。

俄煤快速补位：9月份额升至 33%，单月 444.5 万吨创纪录，欧洲需求减量出口东移。

澳煤回归：9月同比 +323.6%，49 个月高位，高卡主焦煤性价比突出。

来源：海关总署、汾渭、钢联 、浙商证券研究所

印尼收缩+全球需求创新高，国际煤价创24个月新高，中国进口窗口持续收窄

主要国际煤价（2026年10月30日）

品种	价格	月环比
CCI进口3800	91.5 美元/吨	+3美元/吨
CCI进口4700	113.5 美元/吨	+4美元/吨
CCI进口5500	136.0 美元/吨	+5.5美元/吨
CCI甘其毛都5500	720.0元/吨	-10元/吨

全球需求：IEA预测2026年全球煤炭需求89.4亿吨，+1.2%创新高（此前预测为下降）。

印度：近47%电厂库存临界低位，抢进口加剧国际竞争。

主要出口国动态

印尼

2026年下调产量目标，前8月出口2.28亿吨同比-9.3%，配额政策不确定+运输中断。

澳洲

中国转向澳煤弥补印尼缺口，澳煤价格上涨，生产商预计增产。

俄罗斯/蒙古

俄煤受制裁溢价、蒙古受口岸通关影响，以炼焦煤为主。

对中国影响：印尼产量减量部分约60%流向中印，国际煤价上行压缩中国买家进口利润空间，进口补充作用边际减弱；四季度中国进口煤到岸成本上升，进一步强化国内煤价中枢上移逻辑。

来源：汾渭、IEA、浙商证券研究所

03 政策解读

5•22 沁源事故触发安监升级，10 月国家层面推动复产保供

5月22日
山西长治沁源留神峪煤业瓦斯爆炸事故
重大人员伤亡，全国安监升级起点

6-7月
全国煤矿专项排查整治，落实矿山安全八条硬措施
高瓦斯矿井停产整顿，山西产量6月起骤降

7月31日
沁源县印发强化煤矿复工复产验收方案
复产验收趋严，复产节奏慢于预期

9月26日
山西省煤炭安全稳产稳供工作推进会
要求分级分类、有序复产，上大压小

10月16日
发改委、能源局在太原召开复产增产保供推进会
"一矿一策"复产，加快达产满产，每日监测调度

短期（Q4）：安监高压基调不变，复产"一矿一策"推进但安全门槛高，产量恢复斜率平缓，供给紧平衡延续。
中期：国家层面推动保供+山西"上大压小"，大型优质产能加速释放，小矿退出趋势明确。

来源：国家发改委、国家能源局 、 山西省政府、浙商证券研究所

三部门部署稳产保供推动复产，“十五五”锚定产能布局优化

8 月煤炭工业“十五五”规划 → 9/18 稳产保供通知 → 加强晋陕蒙新四大主产区稳产稳供

短期·三部门稳产保供（9/18）

- 国家发改委、能源局、矿山安监局联合印发通知，加快推进煤炭稳产保供。
- 确保安全生产前提下持续监测调度，优化生产组织。
- 积极稳妥推进煤矿复产达产，加快联合试运转煤矿验收。
- 推动煤炭产量合理增长，保障冬供。
- 山西推进煤矿复工复产，持续深化能源革命。

中长期·煤炭工业“十五五”规划

- 《煤炭工业发展“十五五”规划》（发改能源〔2026〕979 号）8 月印发。
- 优化煤炭产能布局，完善晋陕蒙新等能源资源基地。
- 推进安全、绿色、智能化开采与煤层气（煤矿瓦斯）开发利用。
- 十二部门完善主产区支持政策，优化落后产能退出。

市场研判：保供有望推动煤矿复产，但执行力度与进度待观察，难以根本改变四季度供给偏紧格局。

风险提示：北方港口5500大卡再度破千，监管部门推进落实煤炭保供政策。

来源：国家发改委、国家能源局、新华网、CCTD 、浙商证券研究所

山西加快复工复产，内蒙、陕西、山东采暖季稳产稳供。

国家发展改革委、国家能源局等部门在山西召开加快煤矿复产增产保供工作推进会

10月16日，国家发展改革委、国家能源局会同有关部门在山西太原召开加快煤矿复产增产保供工作推进会。**会议要求山西省加快停产煤矿复工复产，在确保安全的基础上全力增加煤炭供应，促进煤炭市场平稳运行。要“一矿一策”制定复产计划，优化复产验收程序，推动临时停产煤矿加快复产。要督促复产煤矿优化生产组织，尽快达产满产，将煤炭产量提升至正常水平。要强化每日监测调度，及时协调解决煤炭生产供应中的突出问题。要加强电煤保供中长期合同签订履约，着力提高合同兑现率。要挖掘省内增产保供潜力，研究确定一批应急保供煤矿，加快释放煤炭先进产能。要进一步压实煤炭保供责任，发挥好煤炭主产地作用，全力保障能源安全稳定供应。**

根据工作安排，国家发展改革委、国家能源局会同国家矿山安监局等部门已组建工作组赴山西省产煤地市开展调研督导，积极协调煤矿复工复产的堵点难点，加快研究出台煤炭增产保供系列政策举措，进一步推动增加煤炭生产供应，持续夯实今冬供暖季煤炭保供基础。

10月16日上午，习近平在内蒙古自治区党委书记王伟中和自治区人民政府主席包钢陪同下，来到乌兰察布市考察调研。习近平16日在内蒙古自治区乌兰察布市考察时强调，**绿色发展是高质量发展的应有之义，要统筹高质量发展和高水平保护，坚持山水林田湖草沙一体化保护和系统治理，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，坚定不移走生态优先、绿色发展之路。**

习近平强调，**算力网是国家规划建设的“六张网”之一，算力产业正处在加速发展阶段，前景广阔。希望大家认真落实高效、绿色、安全的要求，注重“算电协同”、“算水协同”，搞好算力中心项目建设和运营，积极推动绿色算力产业发展，为推进数字中国建设、促进新质生产力发展多作贡献。**

9月18日，国家发展改革委、国家能源局、国家矿山安监局联合印发通知，**多措并举加快推进煤炭稳产保供。**

通知指出，**各产煤省（自治区）和煤炭企业要在确保安全的前提下，全力做好煤炭稳产保供相关工作，持续抓好监测调度，不断优化生产组织，积极稳妥推进煤矿复产达产，加快联合试运转煤矿验收，推动煤炭产量平稳回升，为经济增长和能源保供提供有力支撑。同时，通知对电煤中长期合同签订履约、发挥进口补充调剂作用、推进煤炭接续产能建设提出要求。**

下一步，有关部门将加强统筹协调，指导各产煤省（自治区）和煤炭企业抓紧落实各项工作部署，调整完善政策举措，适时释放煤炭产能储备，全力稳定煤炭生产供应，促进市场平稳运行。

来源：国家发改委、国家能源局、新华网、CCTD 、浙商证券研究所

山西加快复工复产，内蒙、陕西、山东采暖季稳产稳供。

国家能源局召开党组扩大会议，要求落实党中央和国务院部署要求，紧盯煤炭增产保供稳价、迎峰度冬电力、天然气保供等重点环节

10月30日上午，国家能源局召开党组扩大会议暨党的建设工作领导小组会议，传达学习党的二十届五中全会精神，研究贯彻落实意见。会议要求，要扎实做好岁末年初重点工作。

1、要紧盯“十五五”能源总体规划和各专项规划落地实施，加快重大能源项目建设，扩大能源领域有效投资，促进经济持续向新向优向好；

2、要统筹抓好安全生产和防灾减灾救灾工作，拧紧责任链条，紧盯关键环节，坚决守住不发生重特大事故的底线；

3、要全力保障民生用能，认真落实党中央和国务院部署要求，紧盯煤炭增产保供稳价、迎峰度冬电力、天然气保供等重点环节，压紧压实责任、加强跟踪调度，确保人民群众温暖过冬（国家能源局）

来源：国家发改委、国家能源局、CCTD 、浙商证券研究所

04 行业数据

1.焦煤

04 市场

本周产地部分煤价止跌反弹，涨价煤矿有所增加，少数高价资源继续补跌。节后随着焦企补库需求逐步释放，市场成交氛围好转，煤矿订单增多，部分库存压力有效缓解，支撑价格止跌回涨，节后涨幅多在50-100元/吨左右。不过焦企盈利一般，对于高价资源接受度有限，高价资源成交偏弱，焦钢市场博弈，短期煤价震荡偏稳运行。

指标名称	CCI山西低硫		CCI山西高硫		CCI柳林低硫		CCI灵石肥煤		CCI济宁气煤		CCI长治喷吹煤	
煤质	发热量Qnar(Kcal/Kg):_...		发热量Qnar(Kcal/Kg):_...		发热量Qnar(Kcal/Kg):_...		发热量Qnar(Kcal/Kg):_...		发热量Qnar(Kcal/Kg):_...		发热量Qnar(Kcal/Kg):7000,_...	
价格类型	出厂含税价		出厂含税价		出厂含税价		出厂含税价		出厂含税价		出厂含税价	
更新频率	日度		日度		日度		日度		日度		日度	
值项	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
数据来源	中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网	
2026-10-30	2,264	0	1,991	0	2,270	0	2,100	0	1,430	0	1,480	0
2026-10-29	2,264	-60	1,991	-70	2,270	-70	2,100	-50	1,430	0	1,480	-20
2026-10-28	2,324	0	2,061	0	2,340	0	2,150	0	1,430	0	1,500	-50
2026-10-27	2,324	0	2,061	0	2,340	0	2,150	0	1,430	0	1,550	0
2026-10-26	2,324	0	2,061	0	2,340	0	2,150	0	1,430	0	1,550	0
2026-10-23	2,324	-17	2,061	0	2,340	-20	2,150	0	1,430	0	1,550	0

根据中国煤炭资源网最新统计显示，10月30日全省停产炼焦煤煤矿（长治、太原、晋中、吕梁、临汾五市）合计32座，涉及产能4200万吨，周环比4座煤矿复产，但停产产能增加110万吨，相比5月25日复产87座。目前长治地区停产的炼焦煤矿井总计16座，总计产能2760万吨，停产煤矿主要集中在沁源县、襄垣县和潞州区。沁源地区某煤矿目前已通过验收，预计下周复产，产能90万吨，其他煤矿复产时间暂不确定。目前产地仍处于复产增量阶段，但是在安全、产能限制等条件约束下，目前整体供应增量相对有限，多数在产煤矿仍维持50-70%的开工。

山西各地区煤矿停产情况汇总

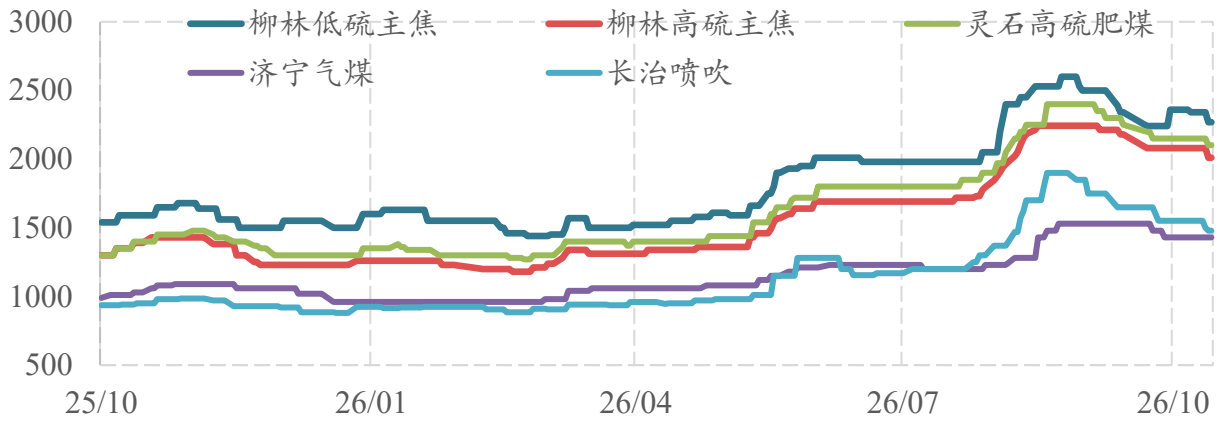
地区/市	2026/5/25		2026/6/25		2026/7/24		2026/8/25		2026/9/24		2026/10/8		2026/10/12		2026/10/19		2026/10/26		2026/10/27		2026/10/28		2026/10/29		2026/10/30	
	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个	停产产能/万吨	停产数量/个
山西长治	5060	38	2680	22	2680	23	2530	21	2200	18	1840	15	1840	15	1840	15	2050	15	2050	15	2050	15	2050	15	2760	16
山西临汾	2630	22	570	6	750	7	360	4	630	7	540	6	450	5	450	5	150	2	150	2	150	2	150	2	60	1
山西太原	420	6	1250	7	1110	7	480	5	570	6	570	6	570	6	390	4	390	4	390	4	390	4	390	4	390	4
山西吕梁	1380	11	780	5	900	6	1750	13	1510	10	1060	7	810	5	810	5	810	5	510	3	510	3	510	3	510	3
山西晋中	3960	42	420	6	750	10	630	10	540	9	540	9	480	8	480	8	480	8	480	8	480	8	480	8	480	8
山西合计	13450	119	5700	46	6190	53	5750	53	5450	50	4550	43	4150	39	3970	37	3880	34	3580	32	3580	32	3580	32	4200	32

数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

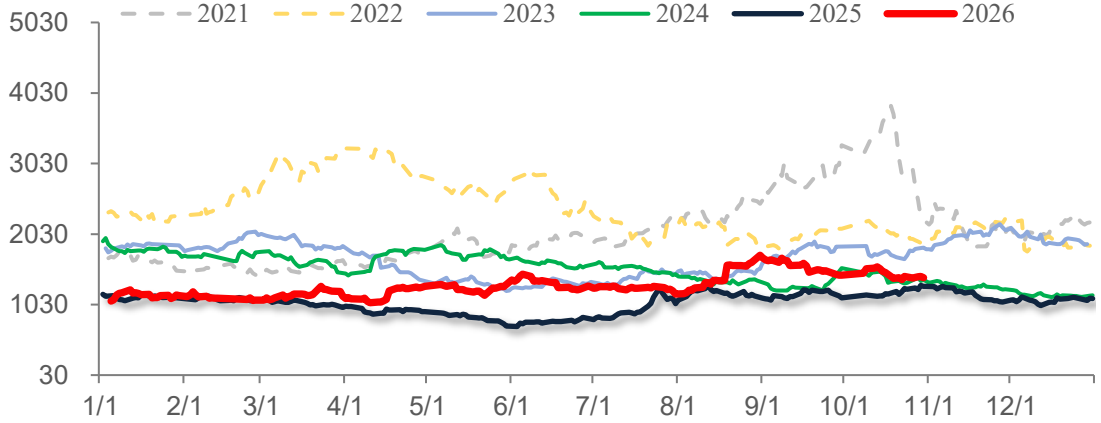
04 价格

本周山西低硫主焦煤（S0.7）再降70元/吨现汇含税报约2280元/吨，累计下跌320元/吨；山西中硫主焦煤约2000元/吨，较节前下跌260元/吨；长协方面，山焦集团低硫主焦煤（屯兰）10月车板含税现汇价2340元/吨，月环比上涨70元/吨；口岸蒙5原煤报1560-1600元/吨，周环比下跌40-60元/吨左右；海运煤方面，准一线澳煤报价FOB265美元/吨，周环比下跌2美元/吨，折合国内港口库提价约2201元/吨。

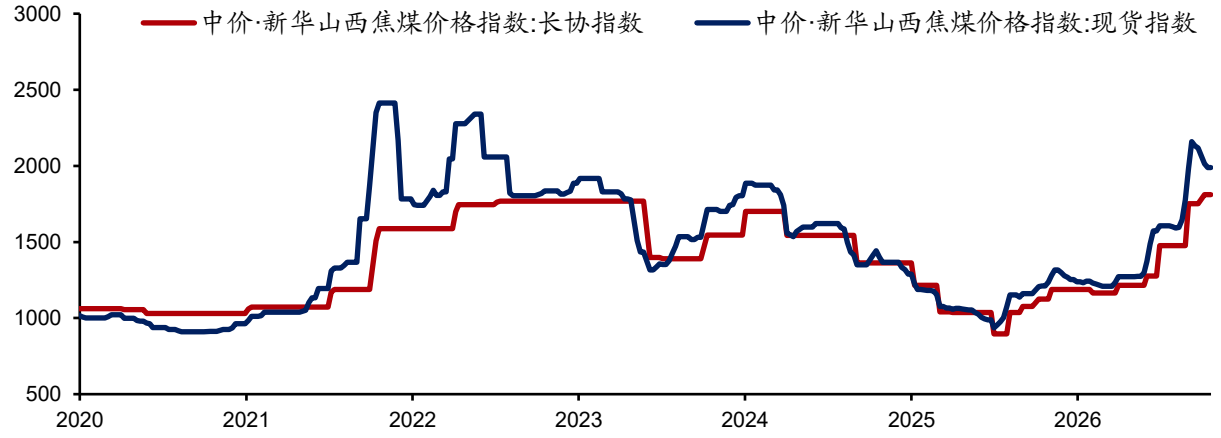
山西煤现货走势（元/吨）



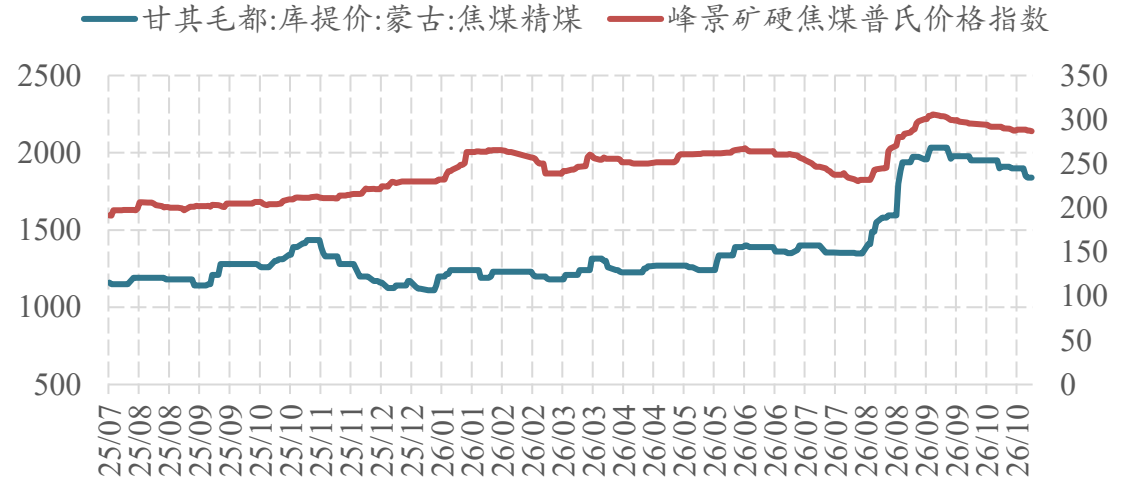
JM活跃收盘价



中价·新华山西焦煤价格指数



蒙煤和澳煤价格走势（元/吨 、美元/吨）

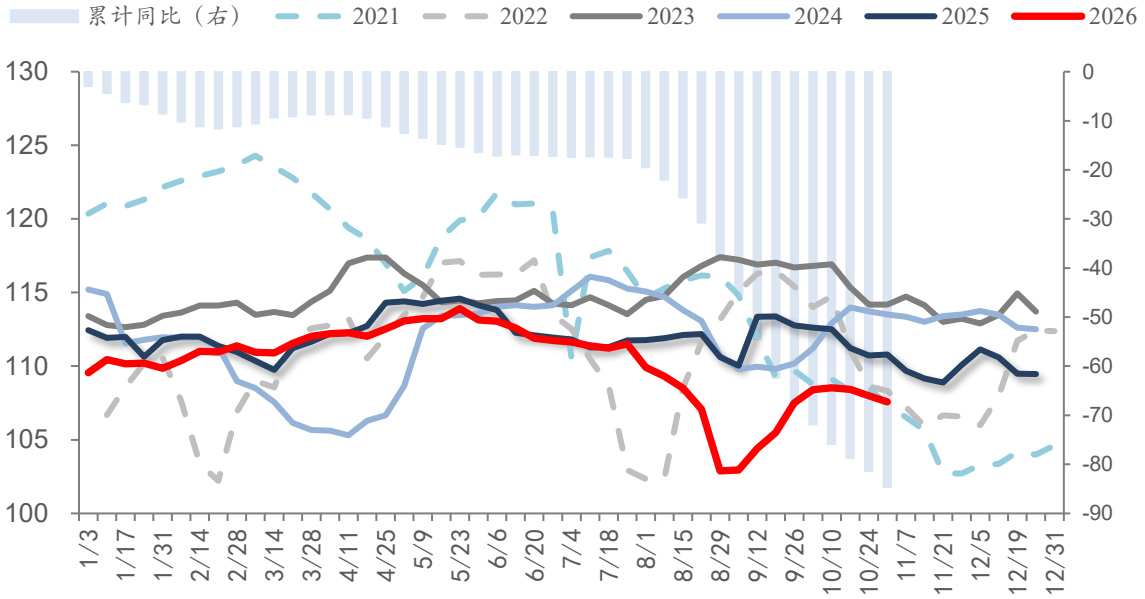


数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

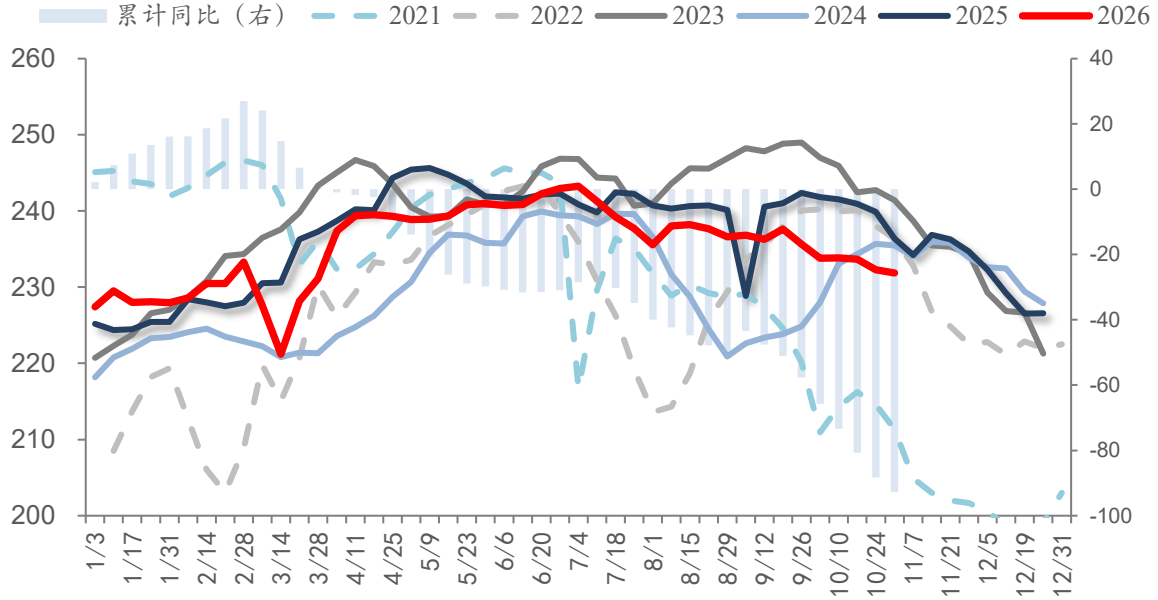
下游需求

据国家统计局发布的2026年9月规模以上工业生产主要数据：
焦炭：2026年9月焦炭及半焦产量3904万吨，同比-8.2%，环比-2.2%；1—9月累计产量37316万吨，同比-0.7%。
钢铁：2026年9月生铁产量6534万吨，同比-1.4%，环比-3.4%；1—9月累计产量62844万吨，同比-3.0%。

全样本焦企+247钢厂：焦炭日产



247家钢厂日均铁水产量



高频数据： 焦化厂焦炭产量环比下降，钢厂焦炭产量下降。截至10月29日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量61.1万吨/日，周环比-0.2万吨/日，247家钢厂焦炭日均产量46.5万吨/日，周环比-0.2万吨/日，总产量为107.6万吨/日，周环比-0.4万吨/日。第2轮提降后，焦化厂再次陷入亏损。

钢厂铁水节后持稳。截至10月29日，日均铁水产量231.87万吨/日，周环比-0.43万吨/日；高炉开工率-0.39百分点至80.03%；高炉炼铁产能利用率-0.16个百分点至87.06%；钢厂盈利率持平至11.26%。

数据来源：WIND、钢联、国家统计局、浙商证券研究所

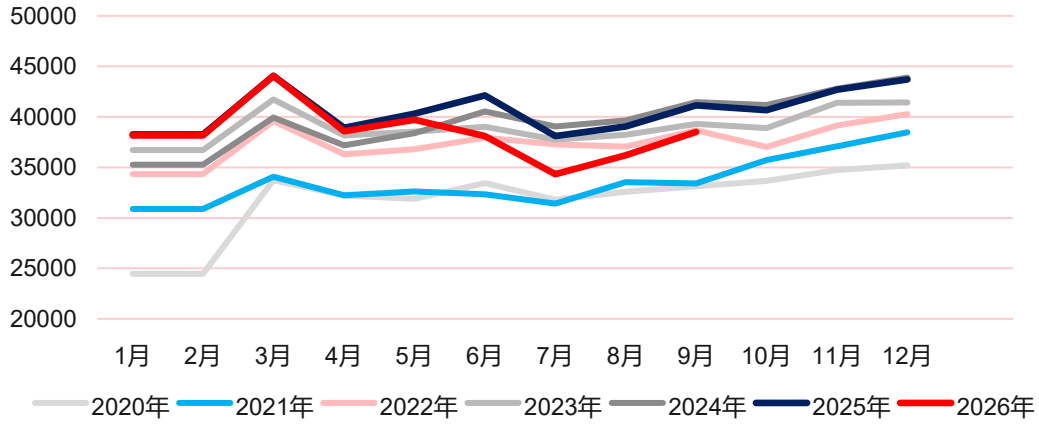
中国原煤月度产量（万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1月	24451.3	30879.65	34329.9	36711.6	35263.35	38266.4	38144.3
2月	24451.3	30879.65	34329.9	36711.6	35263.35	38266.4	38144.3
3月	33726	34076.2	39579.5	41722.5	39933.3	44058.2	44062.0
4月	32212.1	32221.7	36279.6	38145	37166.5	38930.6	38562.6
5月	31884	32628.9	36783.3	38545.6	38385.3	40328.4	39722
6月	33427.6	32318.6	37931.3	39009.3	40538.2	42107.4	38088
7月	31794.1	31417.4	37266.3	37754.2	39036.6	38099	34321
8月	32580.9	33524	37044	38217.4	39654.5	39050	36182.3
9月	33107.3	33409.8	38671.8	39297.9	41445.9	41151	38513.3
10月	33662.8	35708.9	37009.5	38875.3	41180.3	40675	
11月	34727.3	37084.4	39131	41400	42798.4	42679	
12月	35189.3	38466.8	40269	41430.7	43884.8	43703	

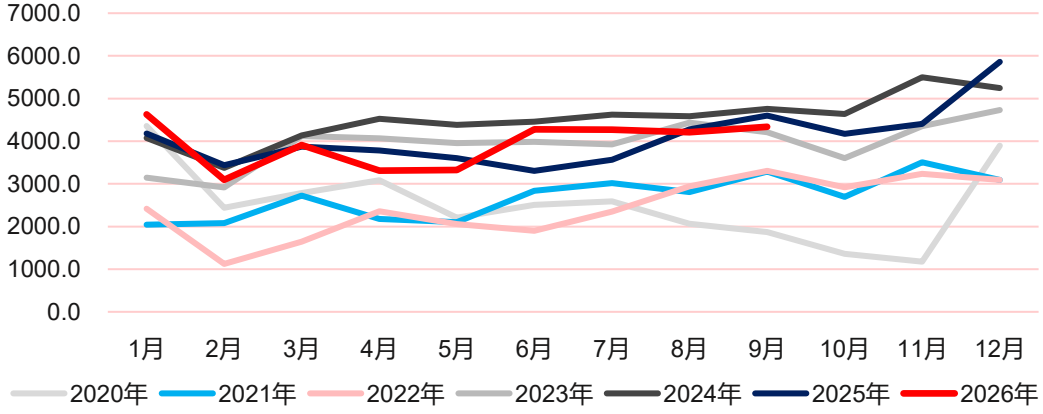
中国进口煤炭月度数量（万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1月	4356.0	2042.2	2416.1	3147.2	4077.2	4176.2	4628.0
2月	2438.4	2078.5	1123.0	2915.9	3374.8	3435.7	3094.3
3月	2781.6	2726.3	1642.3	4116.1	4137.3	3873.2	3905.9
4月	3085.6	2173.4	2354.9	4067.5	4525.2	3782.5	3308.3
5月	2205.0	2099.7	2054.9	3957.8	4379.3	3604.0	3326.5
6月	2509.5	2839.2	1898.2	3986.9	4454.4	3303.7	4277.9
7月	2591.7	3017.8	2352.3	3925.9	4621.0	3561.0	4272.8
8月	2066.3	2805.2	2945.6	4432.7	4581.7	4273.7	4209.2
9月	1867.7	3288.3	3304.8	4212.7	4759.0	4600.3	4336.9
10月	1355.9	2694.3	2918.2	3599.1	4638.8	4173.7	
11月	1176.1	3505.2	3231.3	4350.0	5497.9	4405.3	
12月	3895.4	3095.0	3090.8	4729.7	5242.0	5859.7	

中国原煤月度产量（万吨）



中国进口煤炭月度数量（万吨）



2026年中国煤炭产量跟踪

指标	9月产量	累计产量	环比	同比	累计同比
原煤	38513.3	344904.9	6.44%	-6.80%	-3.50%

2026年中国煤炭进口跟踪

指标	9月进口量	累计进口量	环比	同比	累计同比
煤及褐煤	4336.9	35354.3	3.03%	-5.73%	2.20%

数据来源：国家统计局、海关总署、浙商证券研究所

产量：

原煤生产同比下降。9月份，规上工业原煤产量3.9亿吨，同比-6.8%，环比+6.4%；日均产量1284万吨。1—9月份，规上工业原煤产量34.5亿吨，同比-3.5%。

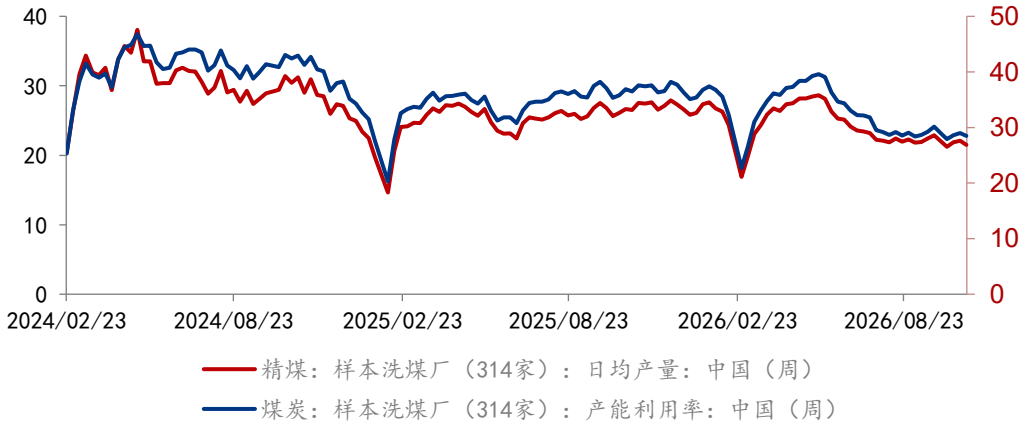
受安监停产影响， 9月全国炼焦精煤产量3466.2万吨（推算值），同比-18.1%（-765.3万吨），环比+6.3%（+206.4万吨）； 1—9月累计炼焦精煤产量32349.3万吨（推算值），同比-9.4%（同比-3368.3万吨）

进口：

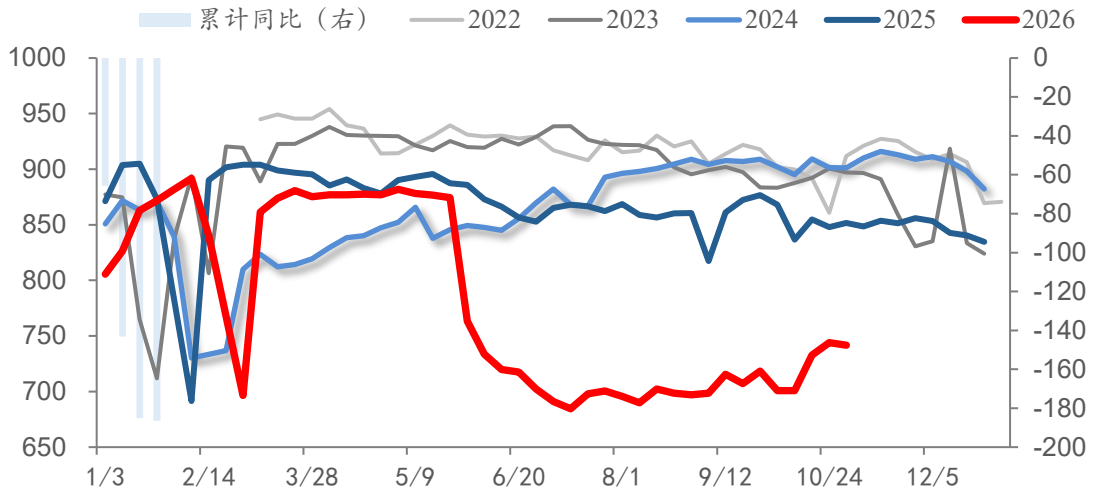
9月进口煤及褐煤4336.9 万吨，同比-5.7%，环比+3.0%；1—9月累计进口35354.3万吨，同比+2.2%。

9月进口焦煤烟煤1346.86万吨，同比+23.3%，环比+3.0%；1—9月累计10700万吨，同比+28.1%，整体进口维持高增。

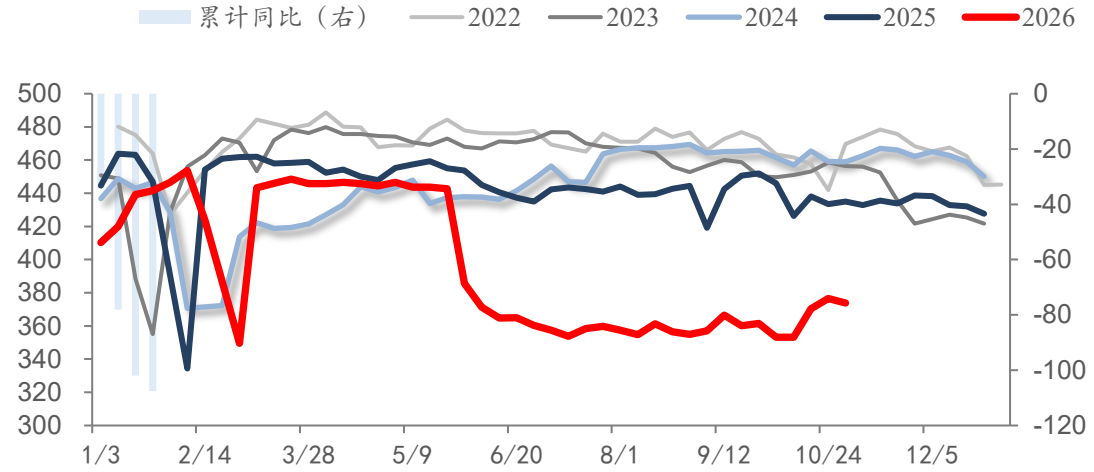
钢联314家洗煤厂产量和开工率统计



汾渭大样本（88家）原煤产量



汾渭大样本（88家）精煤产量

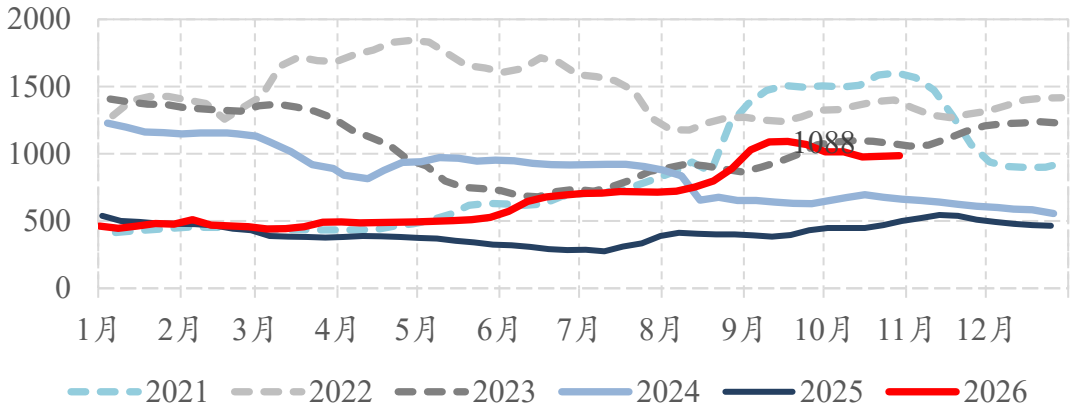


数据来源：WIND、钢联、汾渭、浙商证券研究所

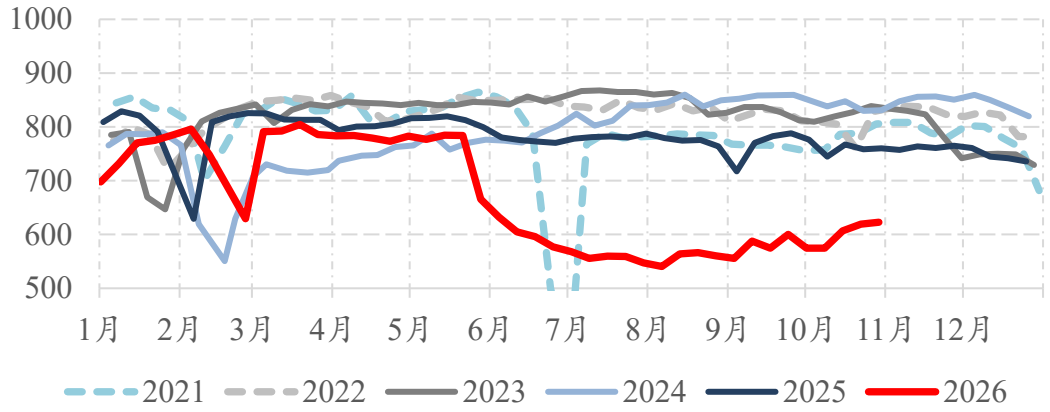
分地区产量

本周原煤和精煤产量环比快速回升。 截至10月29日，钢联523家样本煤矿产能利用率71.8%，周环比0.7个百分点；原煤日均产量161.6万吨/日，周环比-1.6万吨/日；精煤日均产量67.8万吨/日，周环比0.3万吨/日。

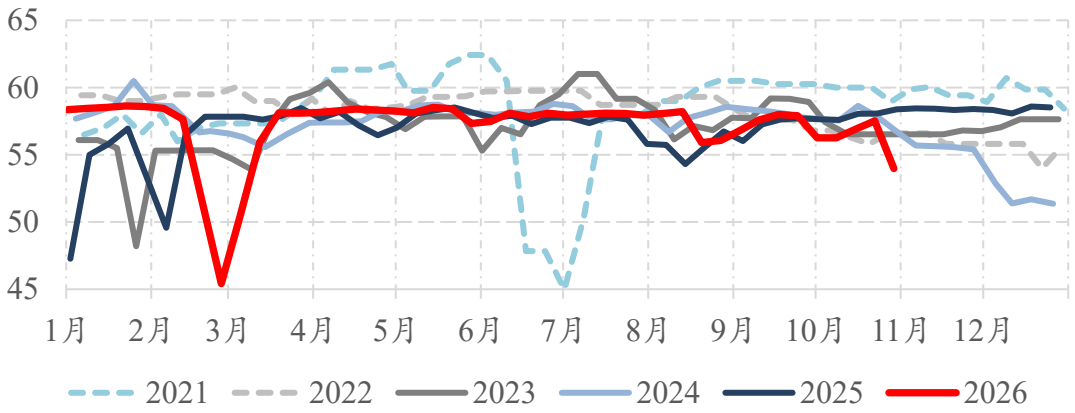
煤矿利润



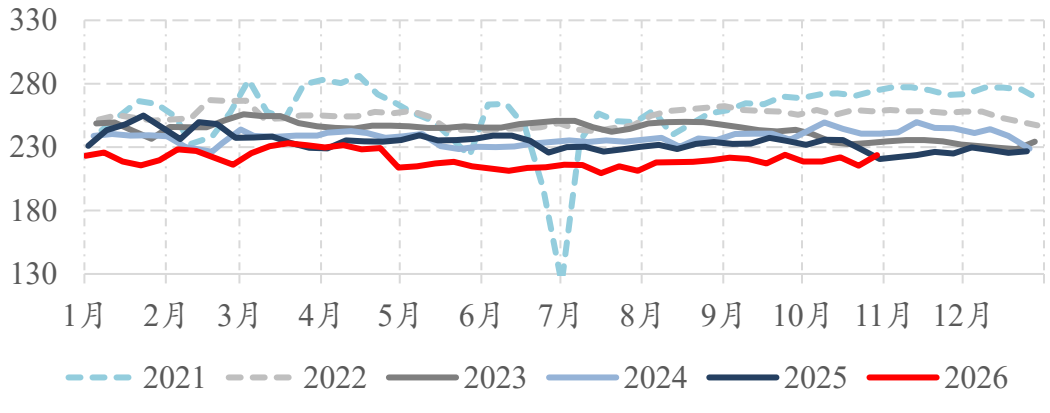
原煤产量：山西



原煤产量：河北



原煤产量：山东

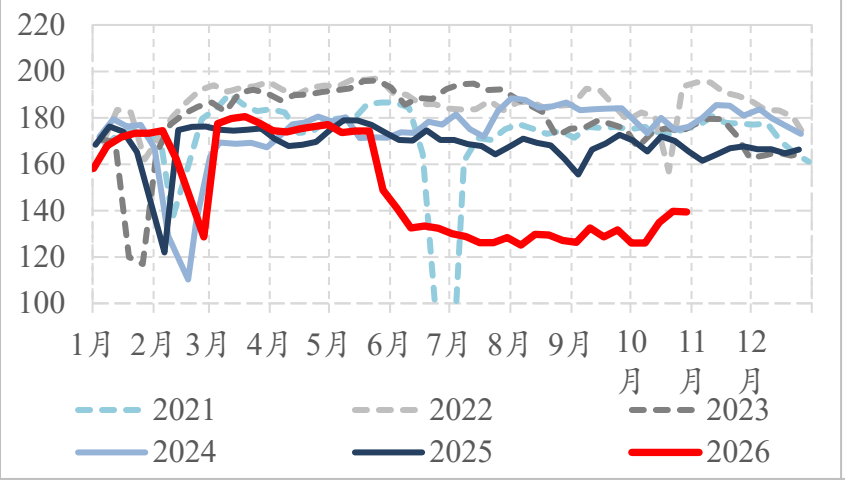


数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

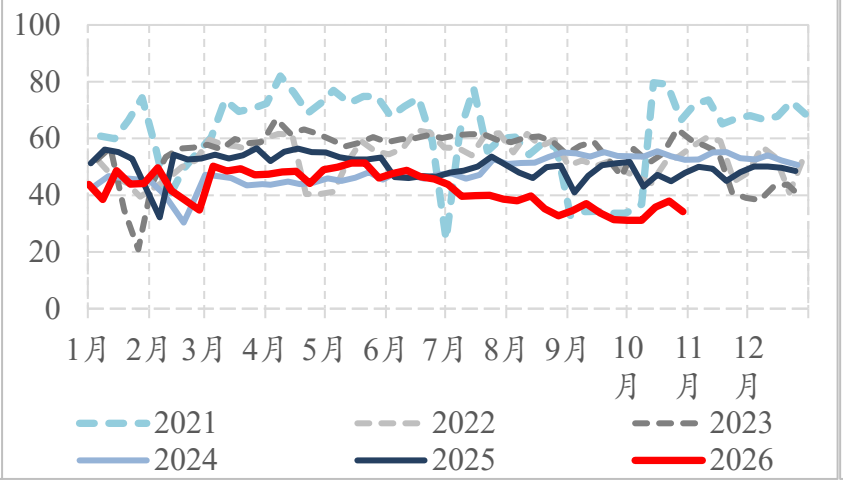
04 分煤种产量

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

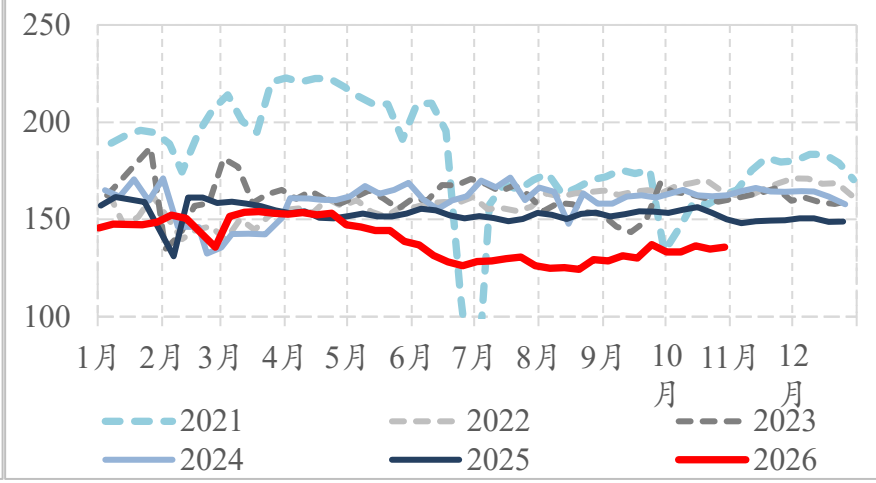
主焦煤产量（万吨）



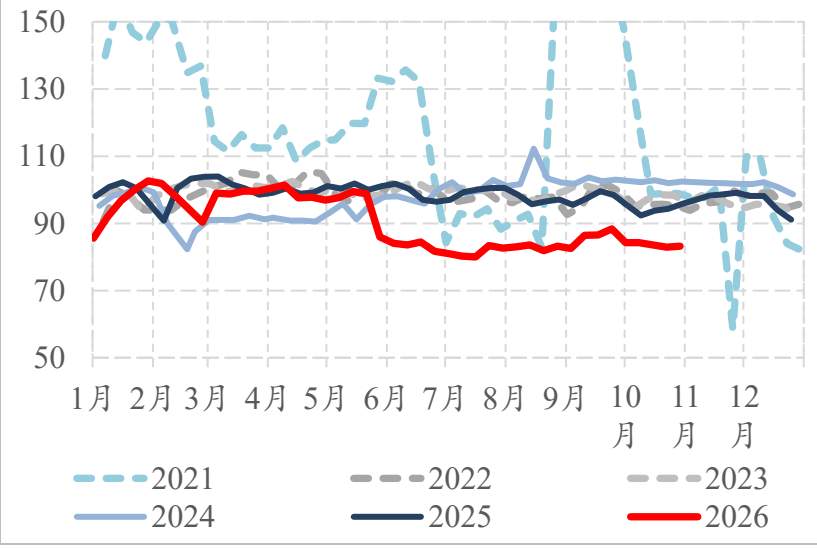
瘦主焦产量（万吨）



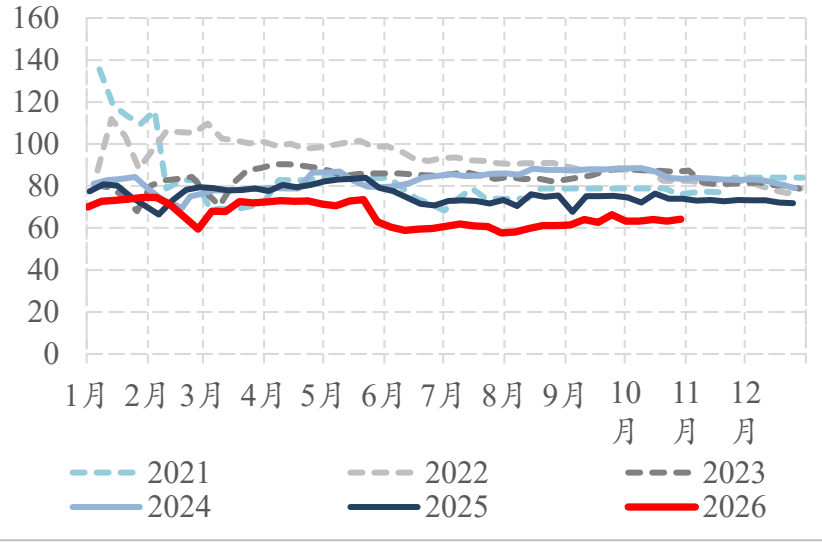
气煤产量（万吨）



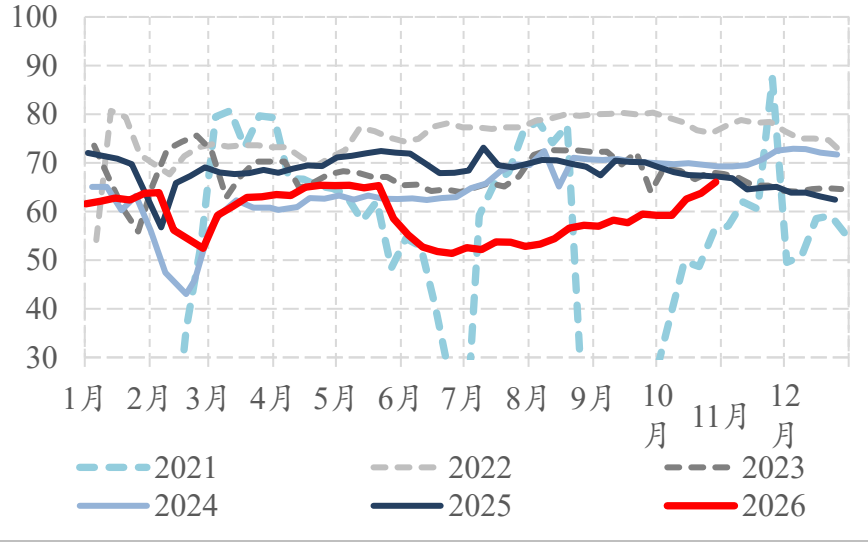
贫瘦煤产量（万吨）



肥煤产量（万吨）



1/3焦煤产量（万吨）



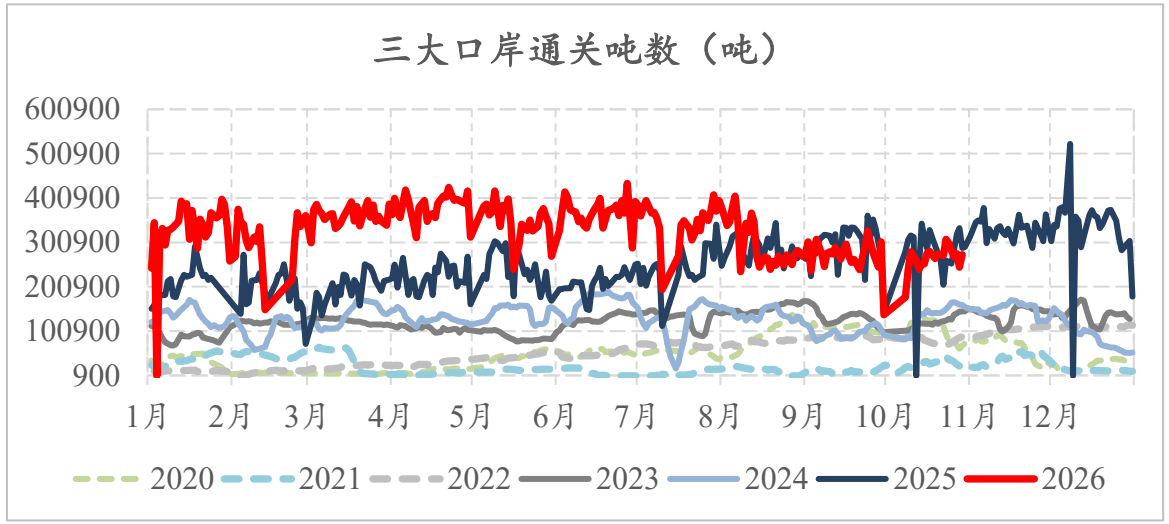
数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

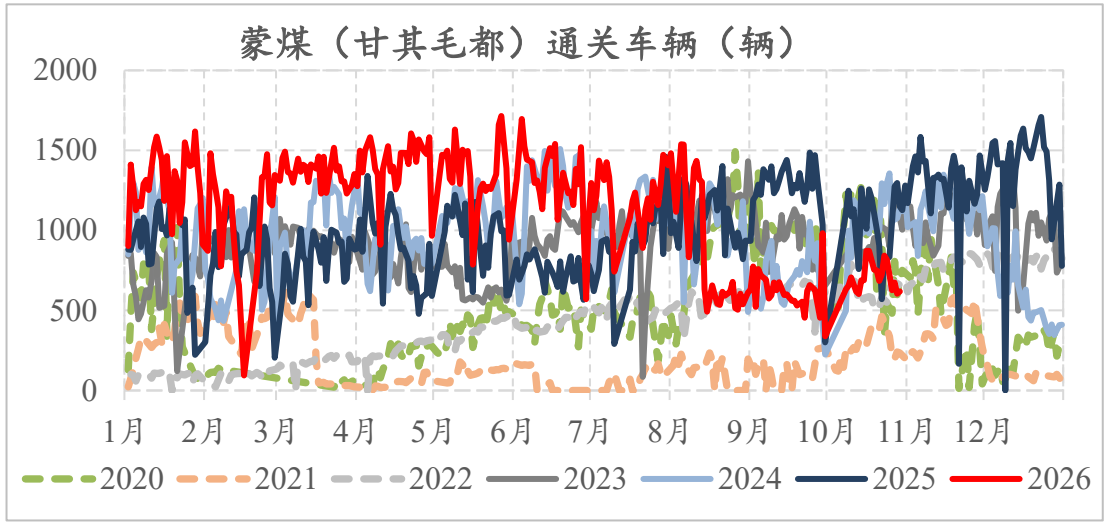
04 蒙煤通关

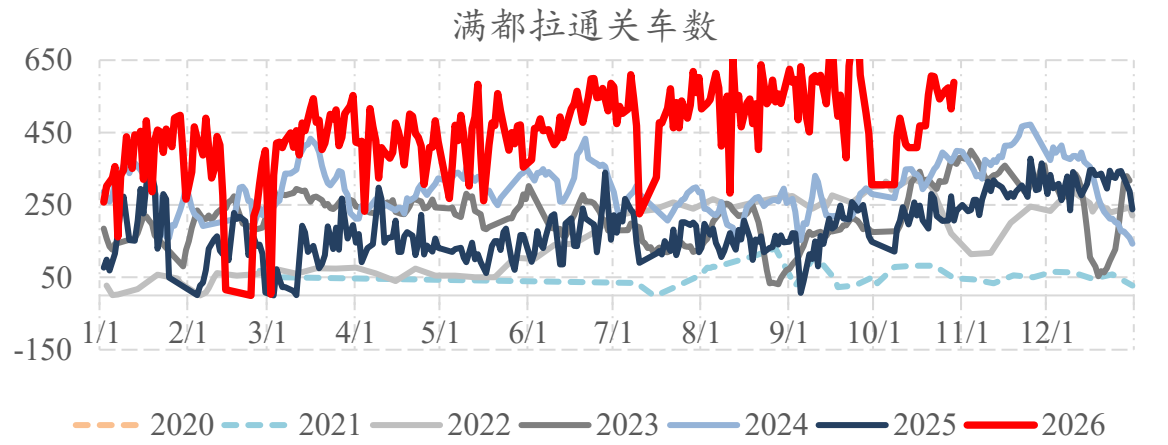
十月份口岸通关继续保持低位。甘其毛都口岸，本周日均通关631车，较上周同期环比减少98车。

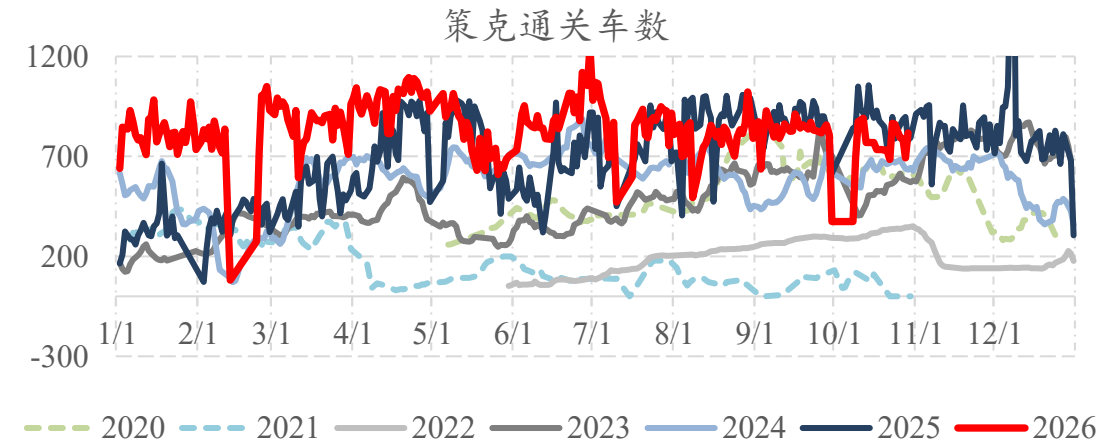
策克口岸，本周日均通关773车，较节前日均增加52车。

满都拉口岸，本周日均通关561车，较上期同期日均增加3车。









数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

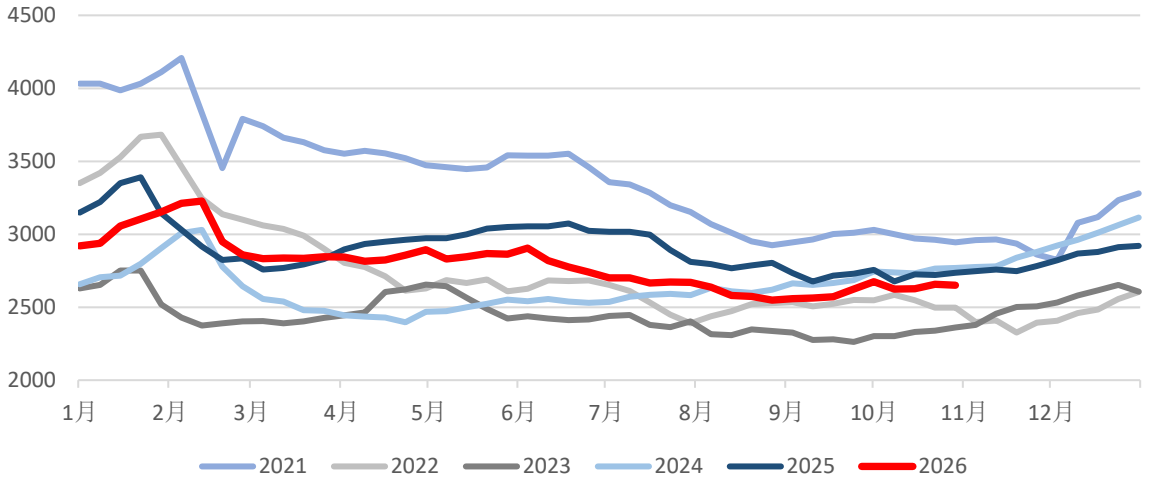
焦煤库存：

截至10月29日，钢联523家样本煤矿原煤库存周环比下降；沿海16港焦煤库存环比上升；三大口岸蒙煤库存开始回升。

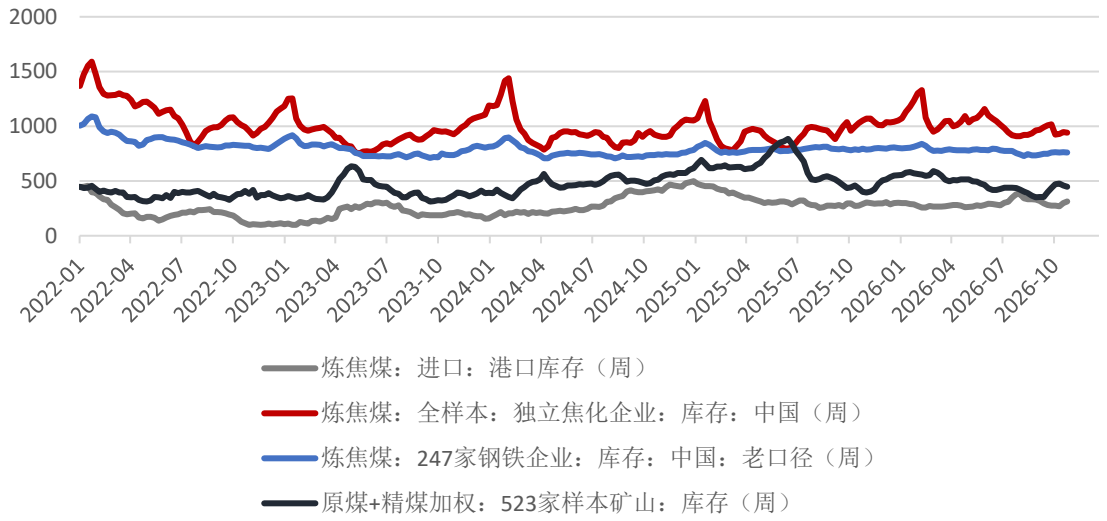
钢联焦煤总库存（矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16港+口岸）周环比+33.7万吨至3609.1万吨。其中，523家矿山库存环比-11.8至433.0万吨，314家洗煤厂环比+15.4至406.8万吨，全样本焦化厂环比-5.5至942.2万吨，247家钢厂环比-3.6至761.0万吨；沿海16港库存环比+22.3至829.7万吨；三大口岸库存+17.0至236.4万吨。

总体库存仍保持近年来偏低水平。

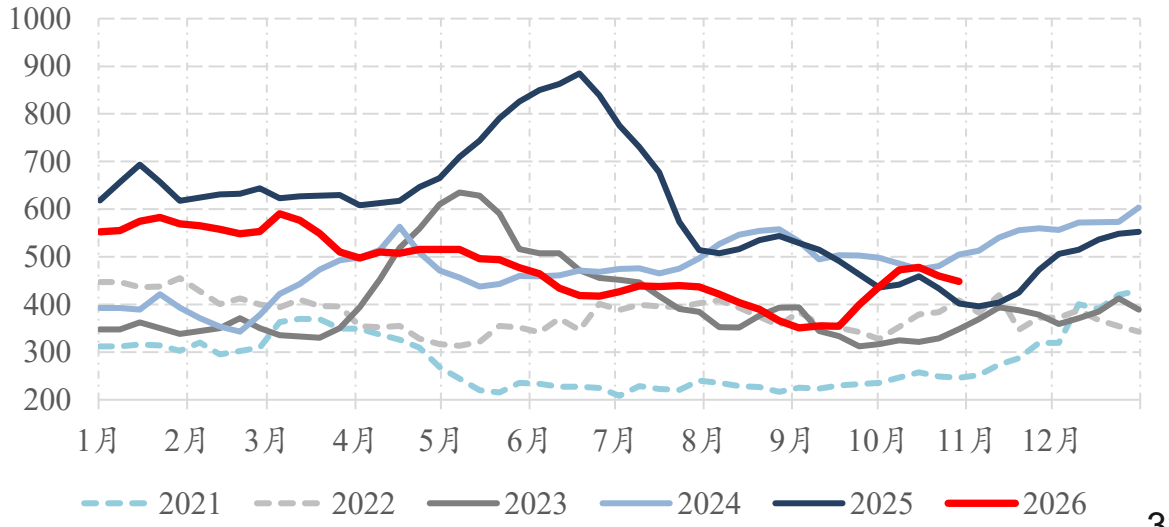
钢联口径焦煤各环节总库存（原煤+精煤加权）



各环节库存变化走势图

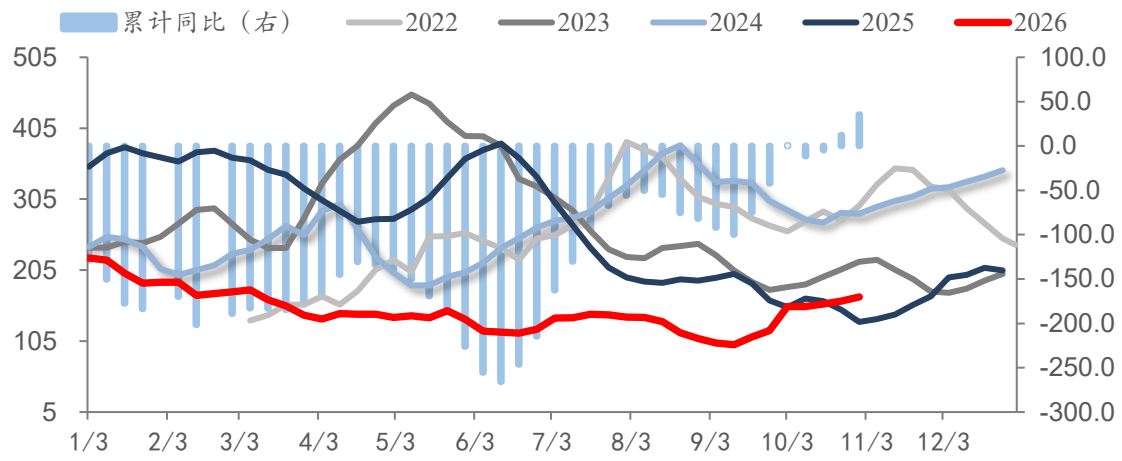


钢联523家样本矿山焦煤库存（原煤+精煤加权）

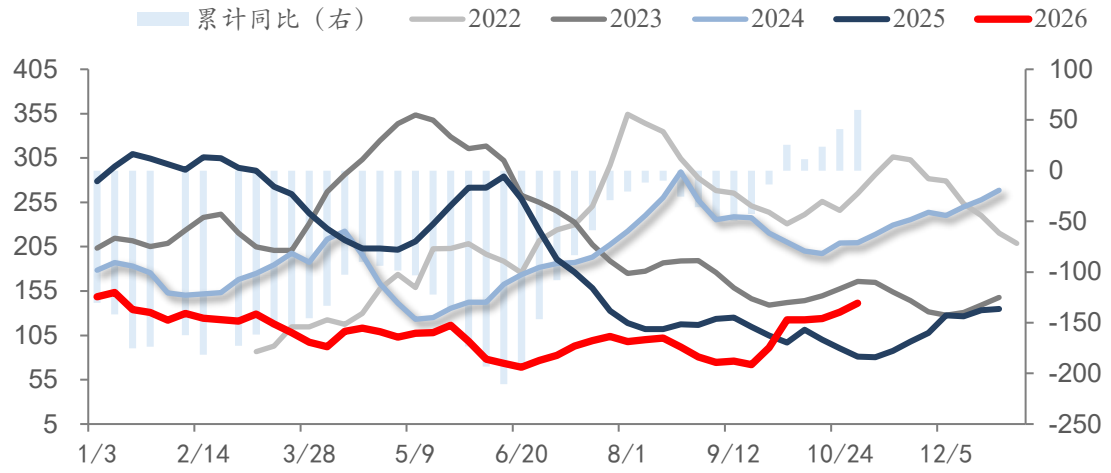


数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

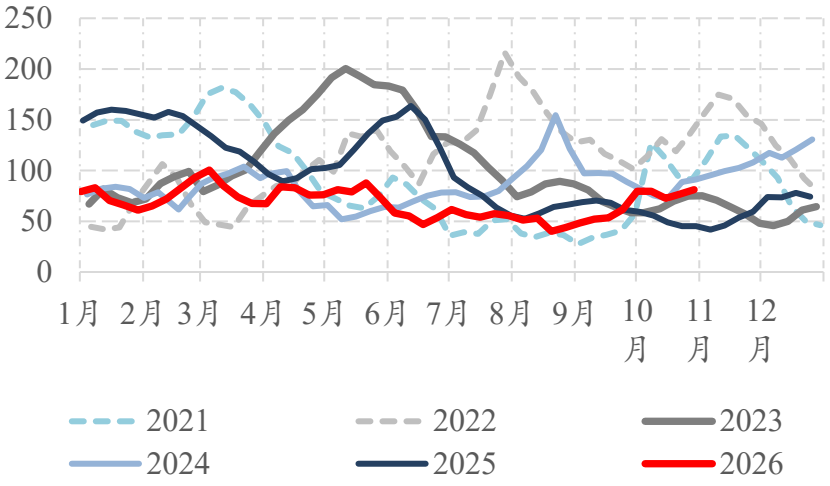
汾渭原煤库存（88家大样本）



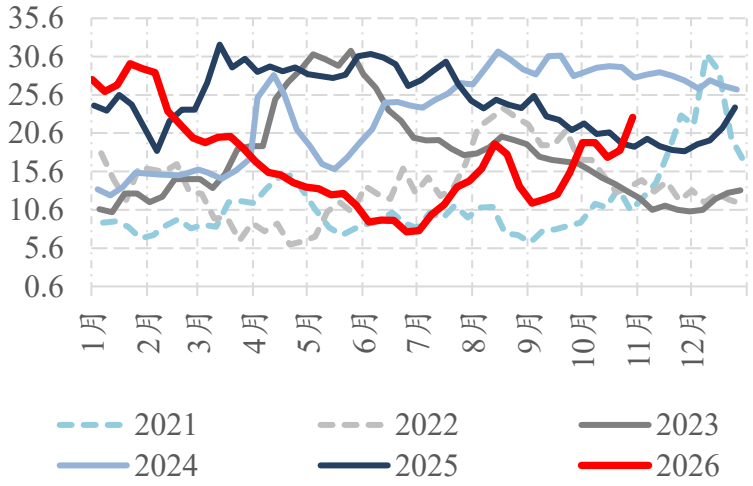
汾渭精煤库存（大样本88家）



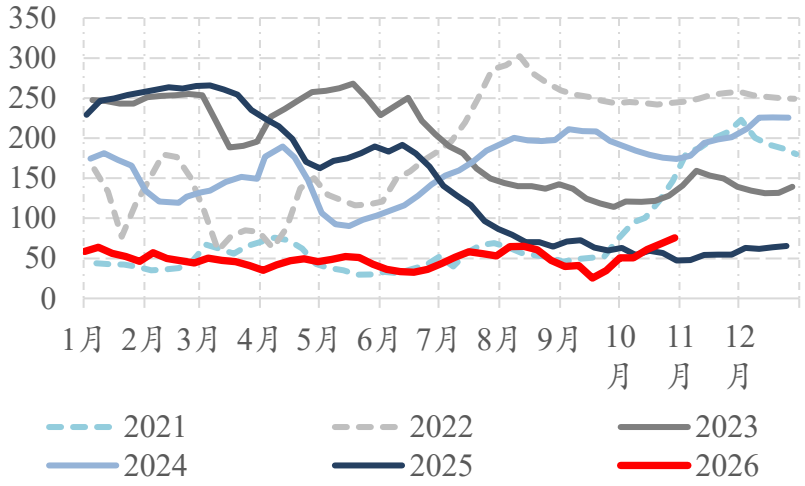
精煤库存：山西



精煤库存：河北

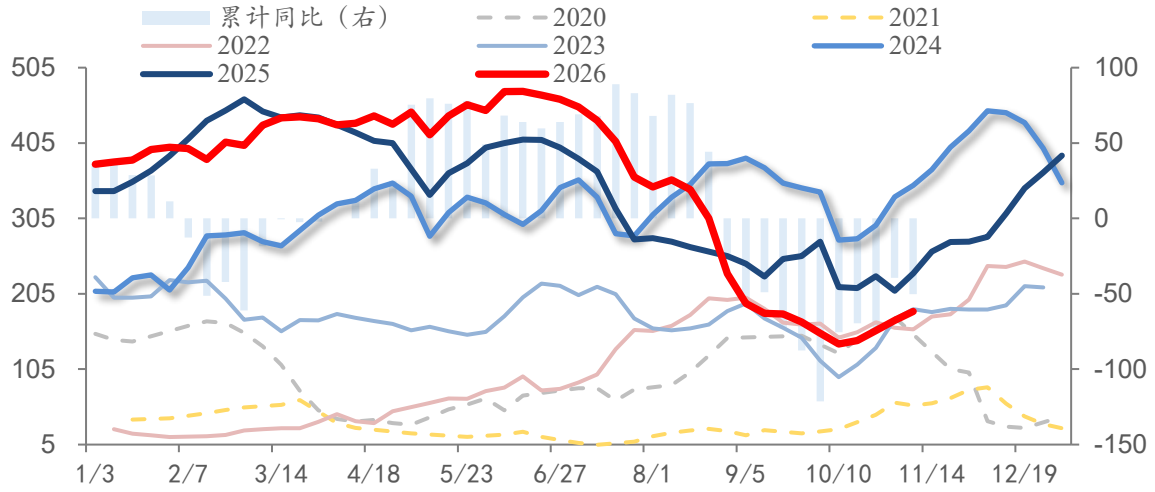


精煤库存：山东

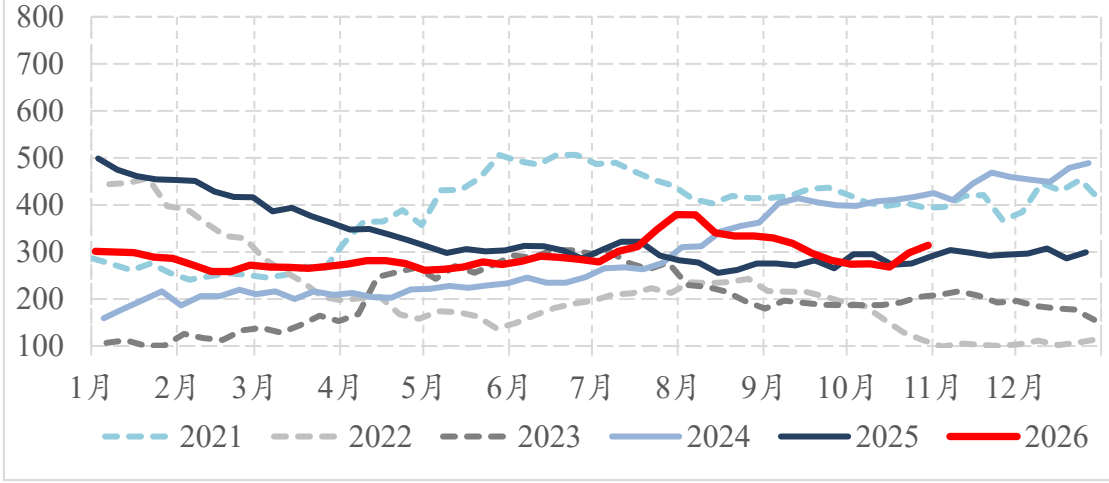


数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

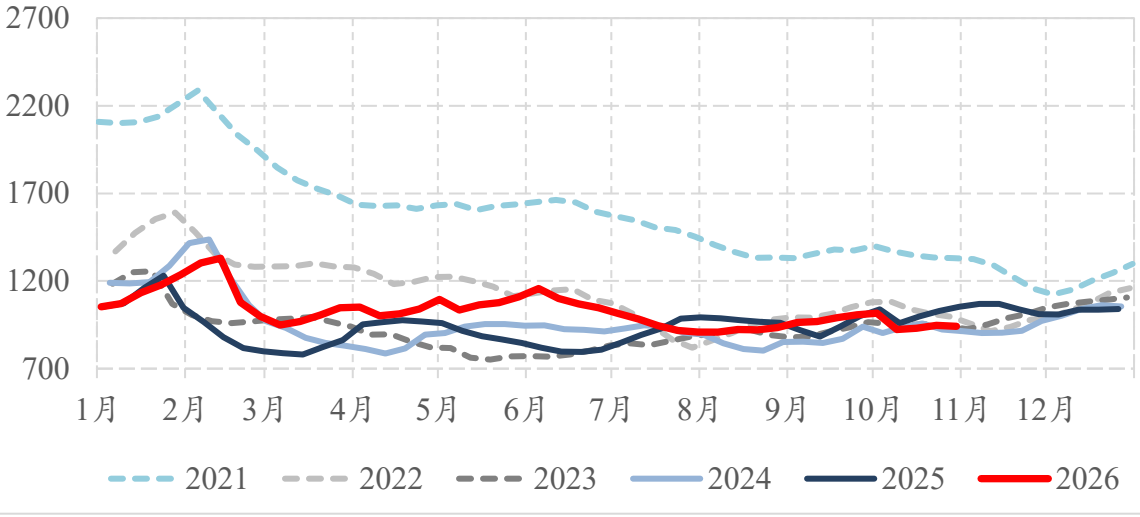
288口岸监管区总库存



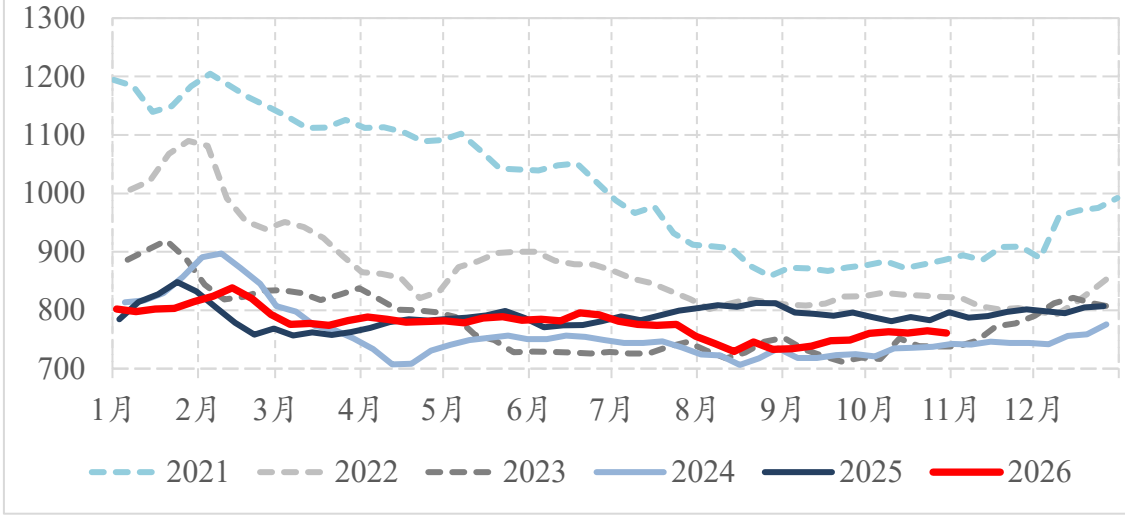
钢联焦煤港口库存（万吨）



钢联全样本焦化厂焦煤库存（万吨）



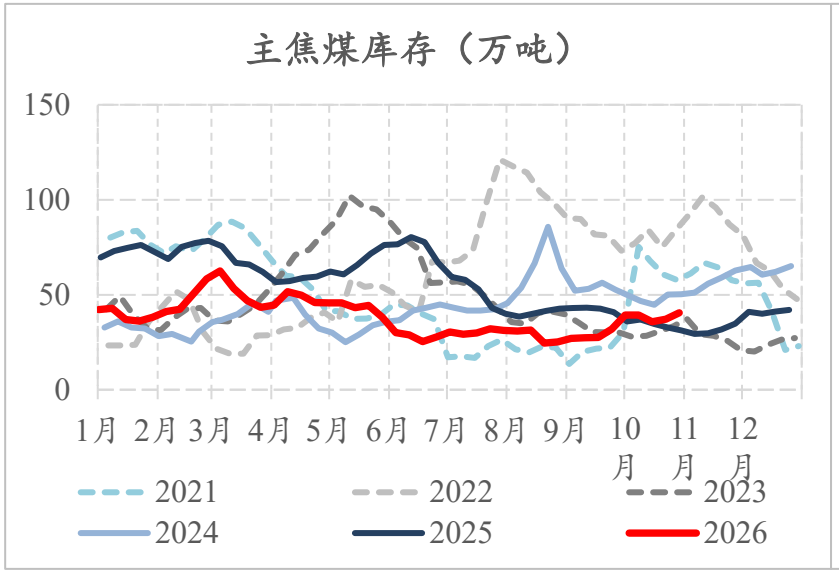
钢联247家钢厂焦煤库存（万吨）

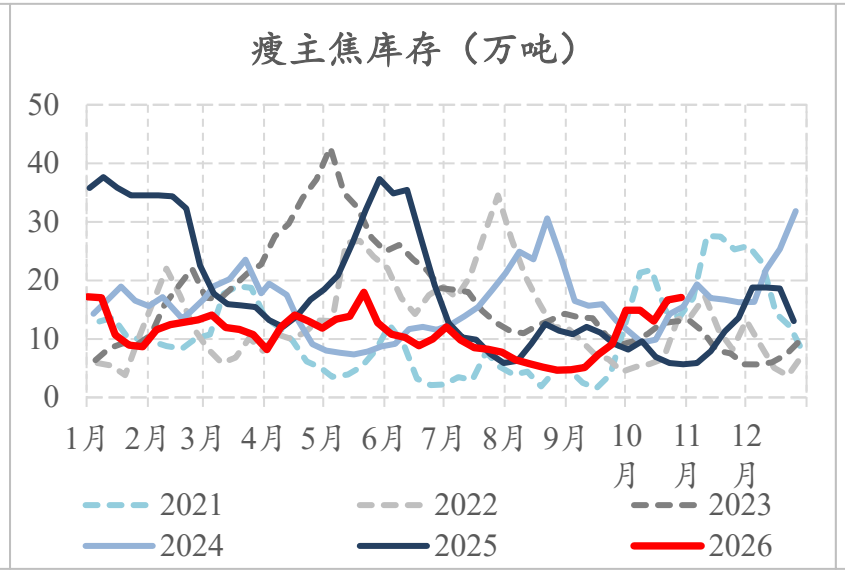


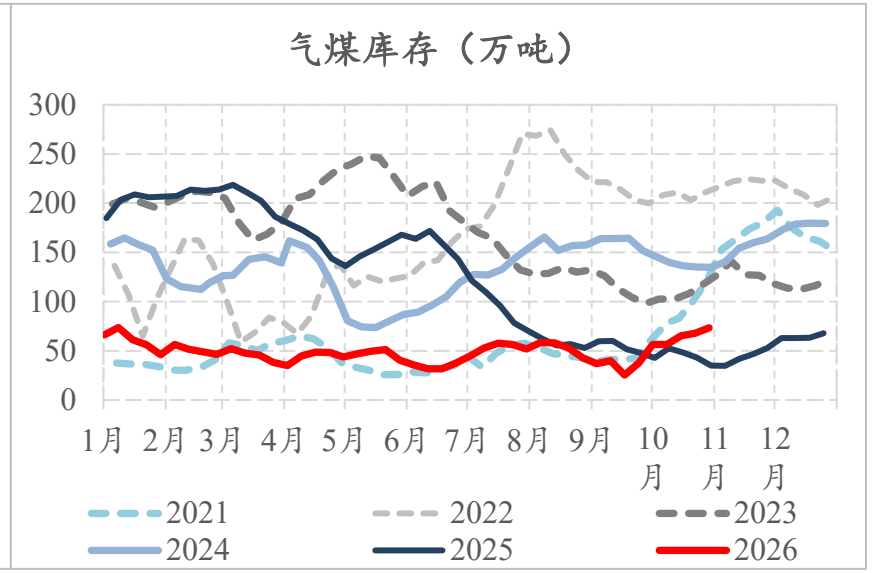
数据来源：WIND、钢联、汾渭、浙商证券研究所

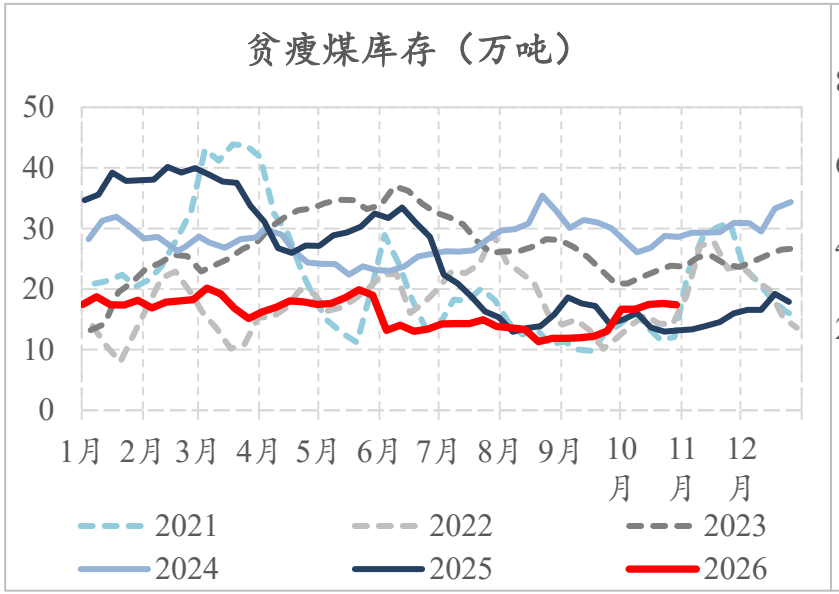
01 分煤种库存

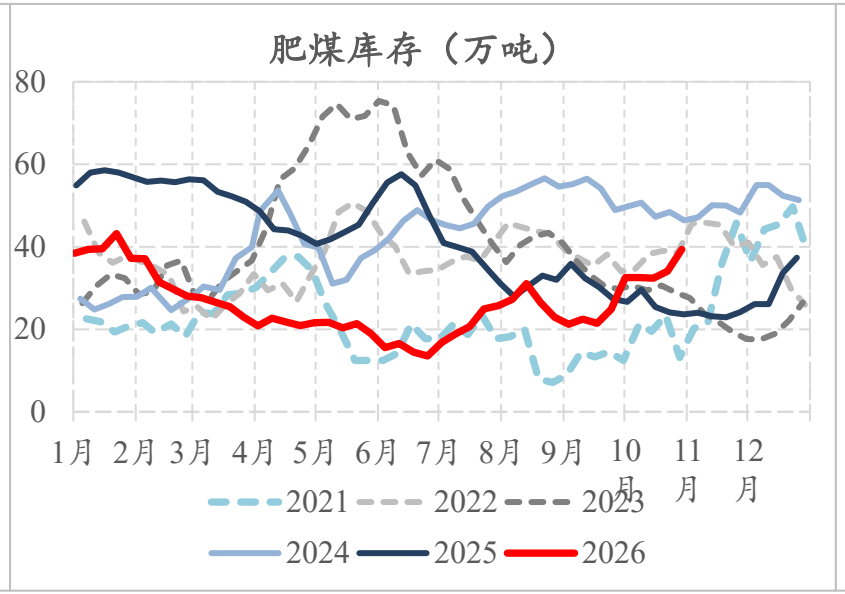
浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

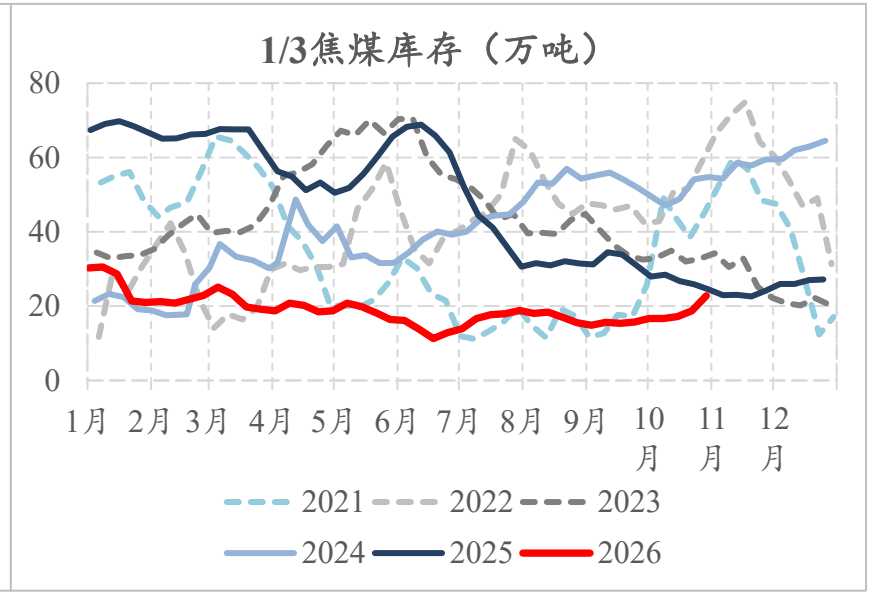












数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

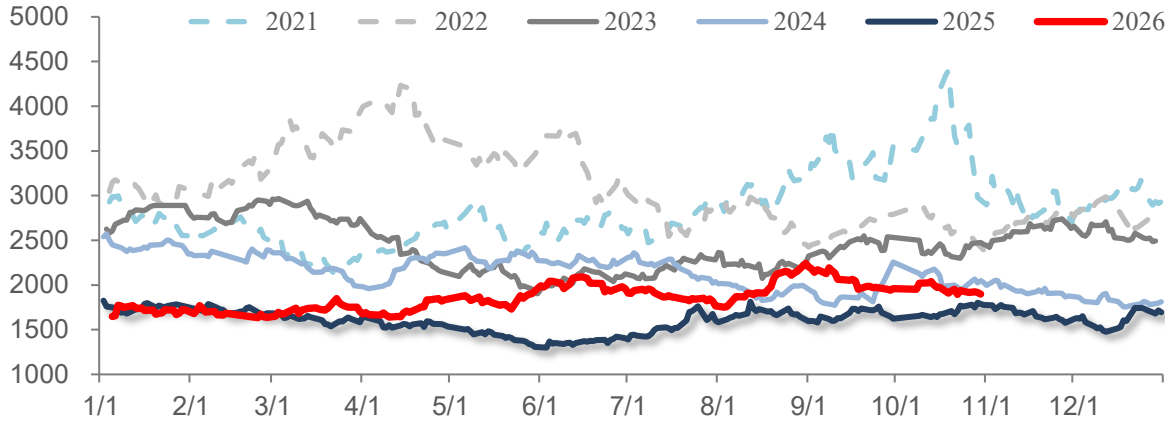
04 行业数据

2.焦炭

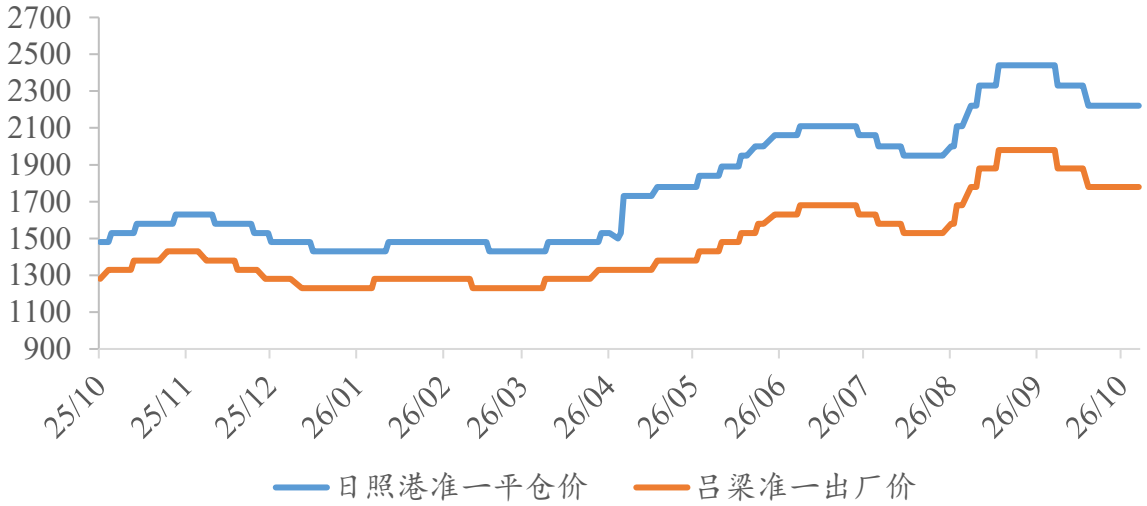
焦炭市场行情：

截至2026年10月29日，吕梁准一级干熄焦2080元/吨，周环比持平。日照准一级冶金焦报1770元/吨，周环比下跌50元/吨。焦炭提降第二轮落地100/110元/吨（湿熄焦/干熄焦，下同），于10月12日执行，累计降价幅度200/220元/吨。

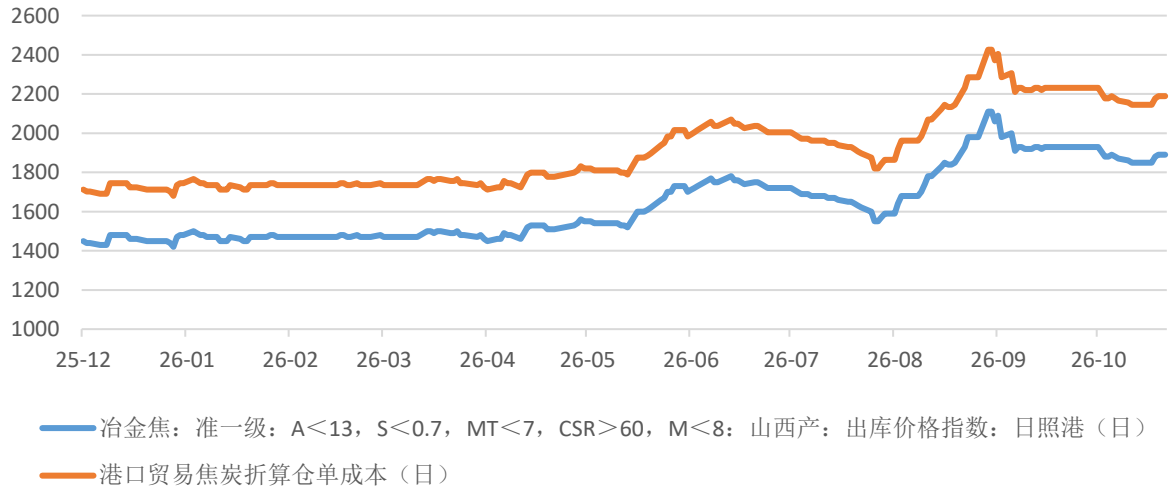
期货收盘价(活跃合约):焦炭



焦炭港口工厂价格和山西出厂价格走势（元/吨）

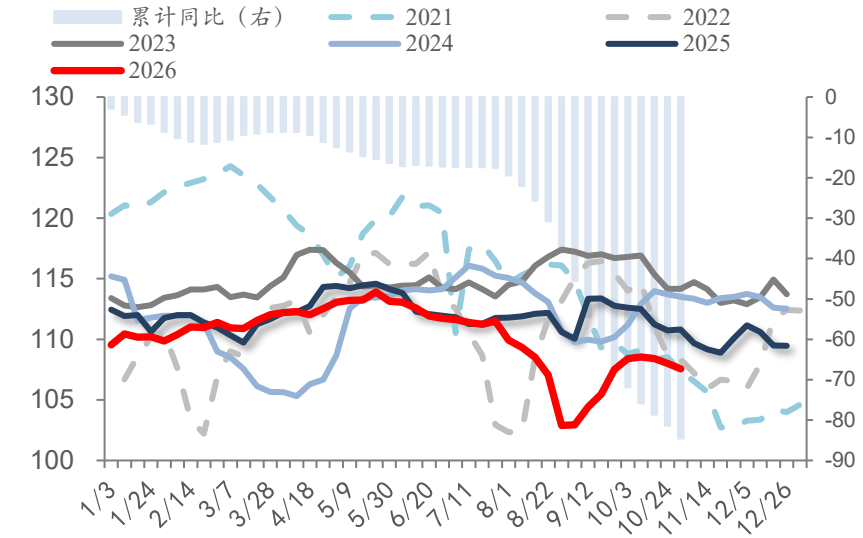


港口准一级贸易焦炭出库价和仓单成本走势图

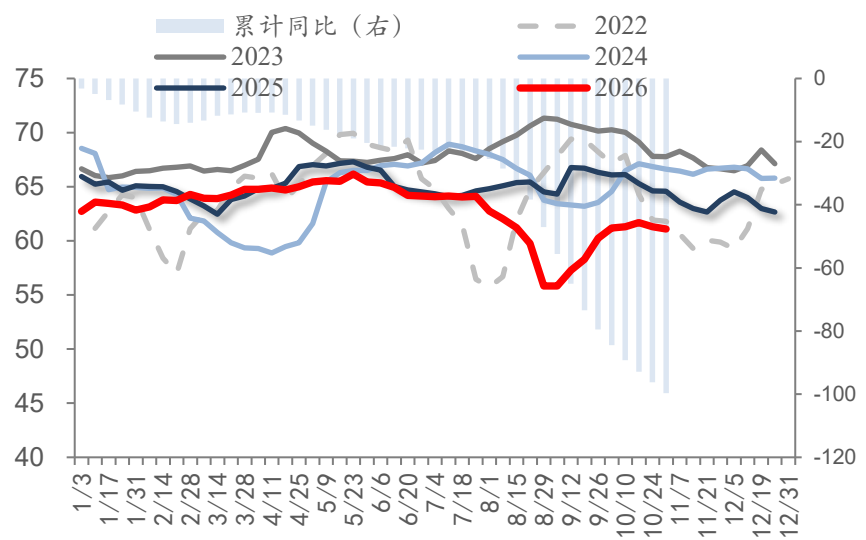


数据来源：WIND、钢联、汾渭、浙商证券研究所

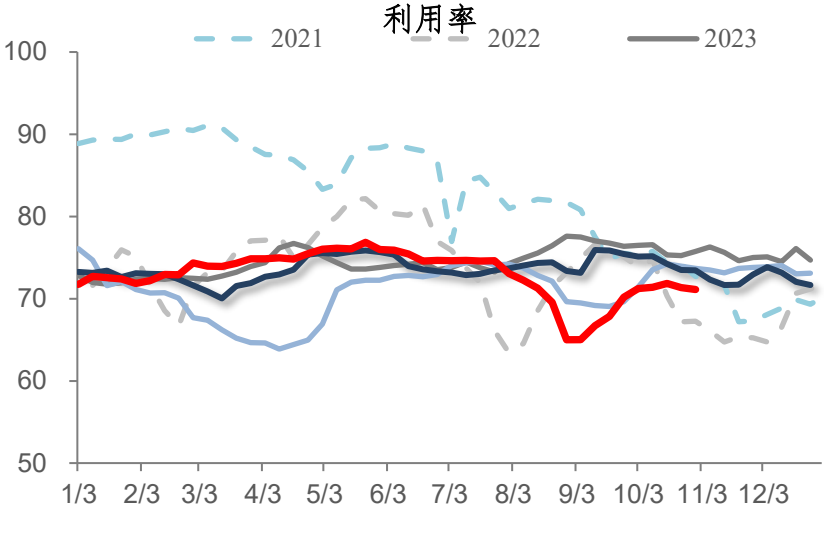
全样本焦企+247钢厂：焦炭日产



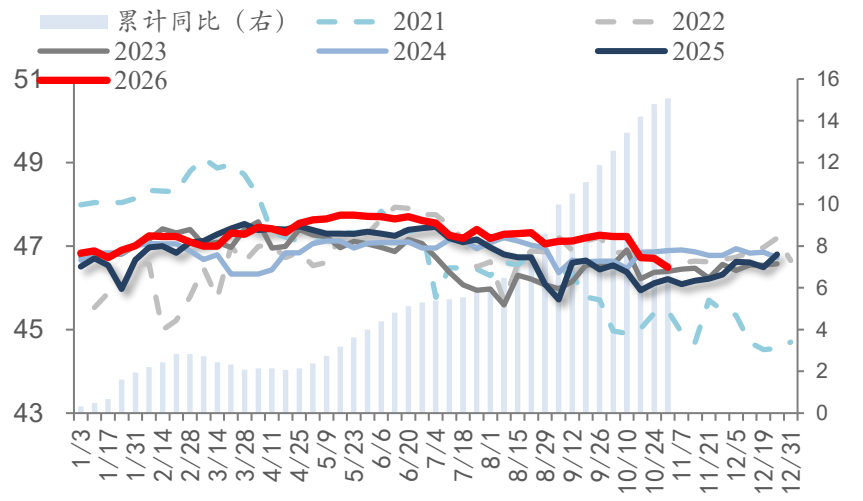
焦炭：全样本：独立焦化企业：日均产量



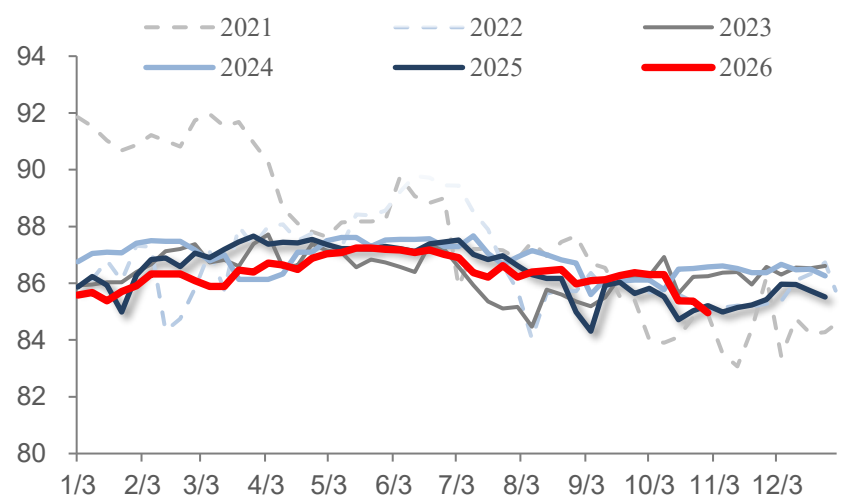
焦炭：全样本：独立焦化企业：剔除淘汰产能利用率



焦炭：247家钢厂：日均产量



焦炭：247家钢厂：剔除淘汰产能利用率



产量：

据国家统计局发布的2026年9月规模以上工业生产主要数据，2026年9月国内焦炭及半焦产量3904万吨，同比-8.2%，环比-2.2%；1—9月累计产量37316万吨，同比-0.7%。

出口：

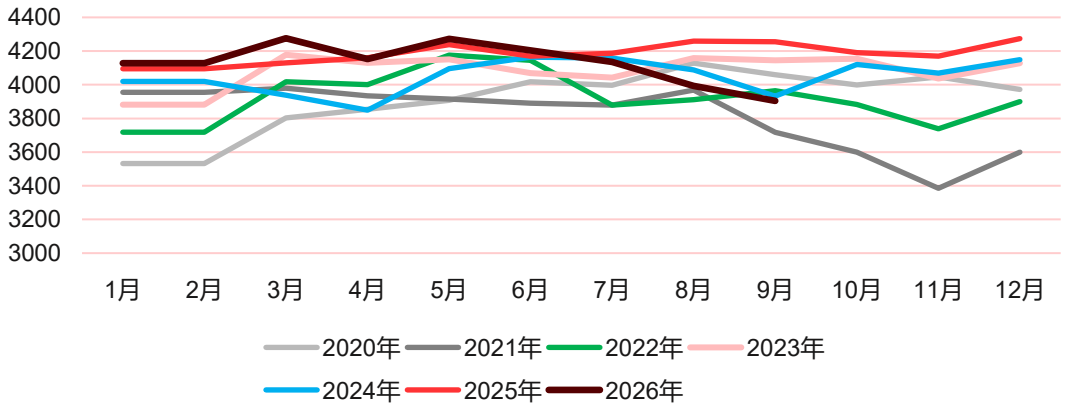
海关总署公布数据显示，2026年9月，中国出口焦炭及半焦炭52.76万吨，环比-26.66%，同比-2.53%；1-9月中国累计出口568.82万吨，同比+3.62%。

数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

中国焦炭及半焦月度产量（万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1月	3532.05	3955.3	3718.1	3881.7	4019.75	4094.8	4127.5
2月	3532.05	3955.3	3718.1	3881.7	4019.75	4094.8	4127.5
3月	3803.3	3979.4	4016.9	4178.2	3937.2	4129.4	4276
4月	3855.2	3934.2	4001	4129	3849	4160	4152.9
5月	3907.6	3915	4176	4150.1	4096.1	4237.6	4272
6月	4017.2	3890.9	4145.8	4068.9	4163.5	4170.3	4204
7月	3997.3	3879.3	3879.7	4043.3	4157.6	4186	4135
8月	4128.4	3967.4	3910.6	4157.9	4088.6	4260	3992
9月	4059.1	3718.4	3964.8	4144.1	3932.4	4256	3904.2
10月	3999.6	3599.1	3883.4	4153.7	4120	4190	
11月	4045.6	3385.1	3739	4037	4068.2	4170	
12月	3971.7	3600.1	3900	4128.1	4148.1	4274	

中国焦炭及半焦月度产量（万吨）



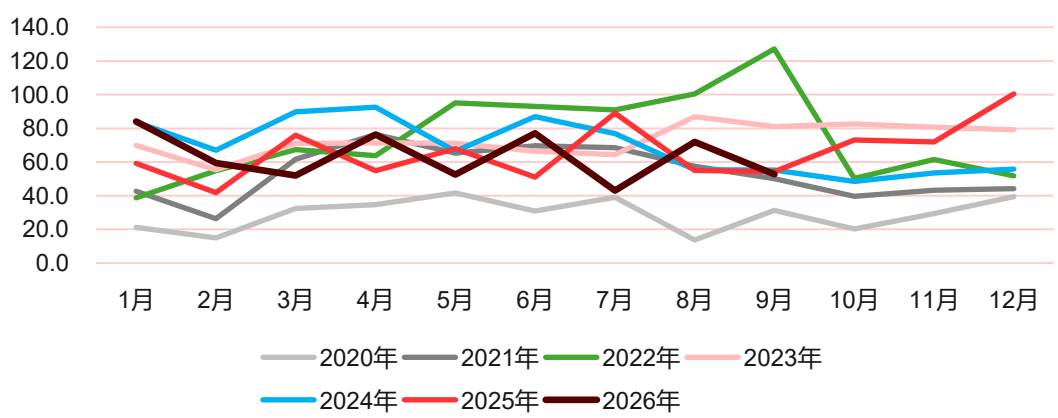
2026年中国焦炭产量跟踪

指标	9月产量	累计产量	环比	同比	累计同比
焦炭及半焦	3904.2	37316	-2.20%	-8.20%	-0.70%

中国出口焦炭及半焦月度数量（万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1月	21.2	42.7	38.7	69.9	83.8	59.3	84.04
2月	14.9	26.3	54.9	55.3	67.0	41.8	59.37
3月	32.4	61.7	67.3	71.0	89.9	75.9	52.0
4月	34.6	76.4	63.8	71.4	92.5	54.8	76.2
5月	41.6	65.3	95.2	71.1	66.4	67.9	52.5
6月	31.0	69.6	93.0	66.3	86.9	51.0	77.1
7月	39.0	68.5	90.8	64.2	76.9	89.0	43.03
8月	13.7	57.5	100.5	86.9	55.5	55.0	72.0
9月	31.2	50.1	127.1	81.0	55.3	54.3	52.8
10月	20.2	39.6	50.3	82.6	48.5	73.0	
11月	29.5	43.2	61.5	80.6	53.5	72.0	
12月	39.5	44.1	51.8	79.2	55.8	100.5	

中国出口焦炭及半焦月度数量（万吨）



2026年中国焦炭出口跟踪

指标	9月出口量	累计出口量	环比	同比	累计同比
焦炭及半焦	52.8	568.8	-26.66%	-2.53%	3.62%

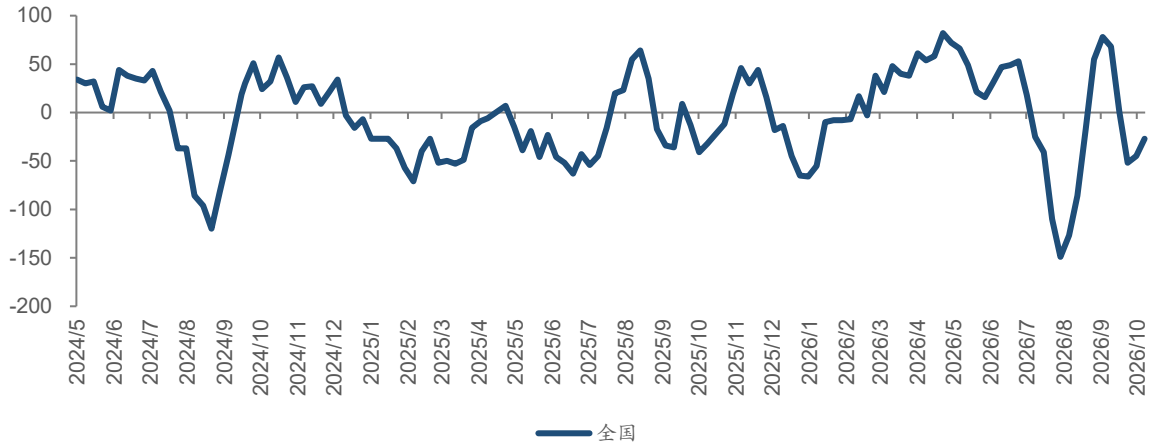
数据来源：国家统计局、海关总署、浙商证券研究所

焦炭利润：

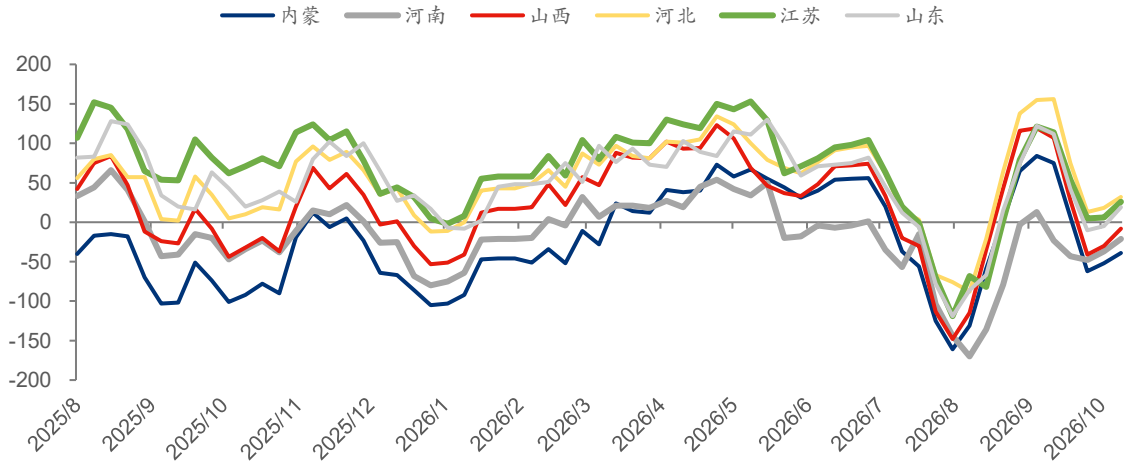
焦煤价格高位回落，焦企成本小幅下降，焦炭第二轮提降落地，焦化利润再次回落，行业陷入亏损困境。

全国独立焦化厂吨焦盈利情况：全国平均吨焦盈利-27元/吨；山西准一级焦平均盈利-8元/吨，山东准一级焦平均盈利19元/吨，内蒙古冶金焦平均盈利-39元/吨，河北准一级焦平均盈利32元/吨。

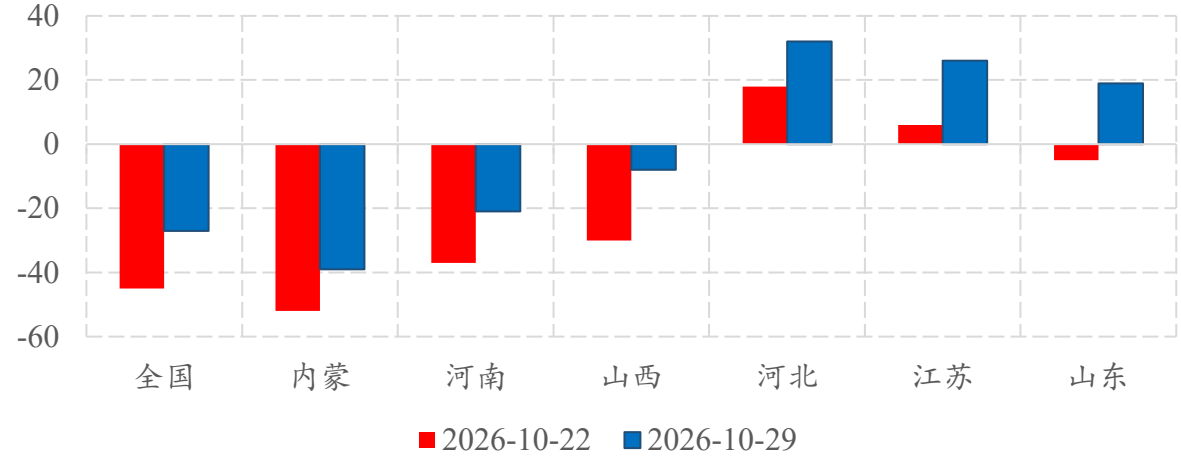
钢联全国吨焦利润（元/吨）



不同区域焦化利润变化（元/吨）



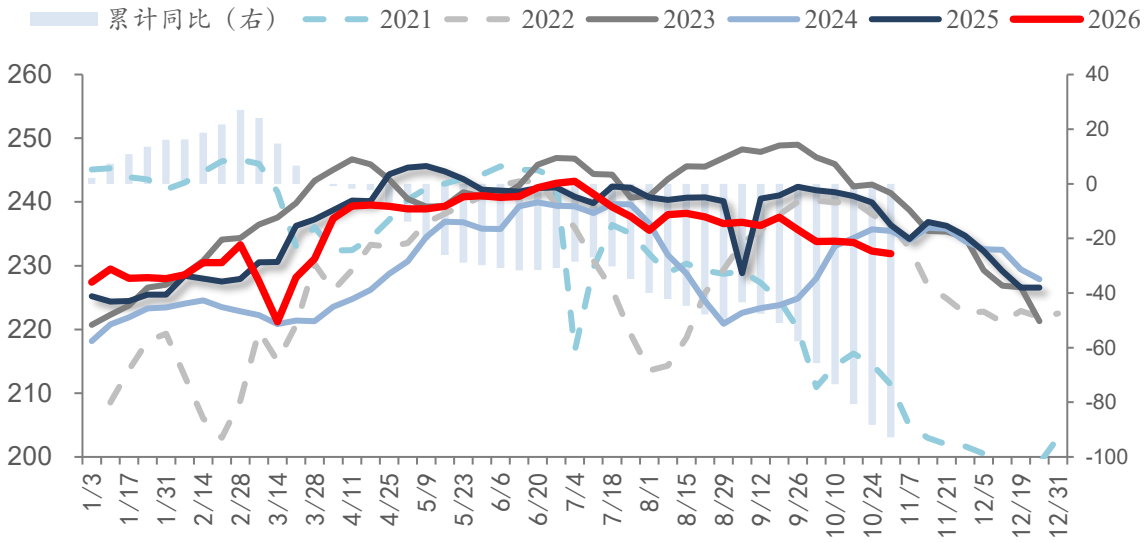
不同区域焦化利润变化（元/吨）



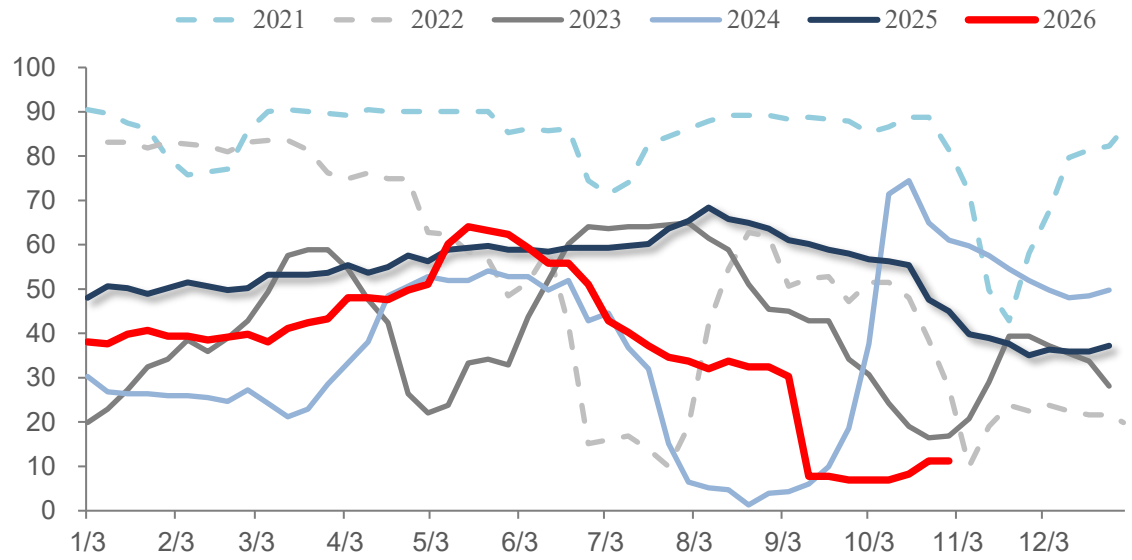
数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

据国家统计局发布的2026年9月规模以上工业生产主要数据：
钢铁：2026年9月生铁产量6534万吨，同比-1.4%，环比-3.4%；1—9月累计产量62844万吨，同比-3.0%。
2026年9月粗钢产量7359万吨，同比+0.1%，环比-3.0%；1—9月累计产量72477万吨，同比-2.9%。
2026年9月钢材产量11817万吨，同比-3.8%，环比-1.5%；1—9月累计产量10.67亿吨，同比-2.0%。

247家钢厂日均铁水产量



247家钢厂盈利率



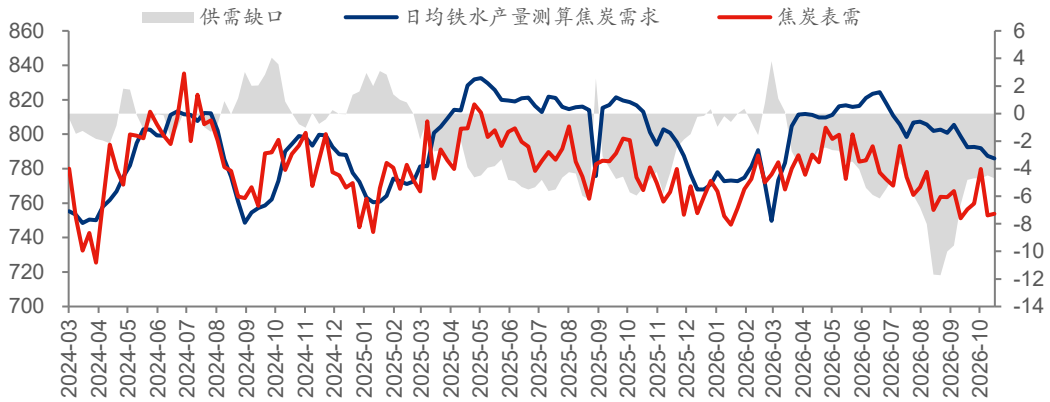
钢厂铁水节后持稳。截至10月29日，日均铁水产量231.87万吨/日，周环比-0.43万吨/日；高炉开工率-0.39百分点至80.03%；高炉炼铁产能利用率-0.16个百分点至87.06%；钢厂盈利率+0个百分点至11.26%。

数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

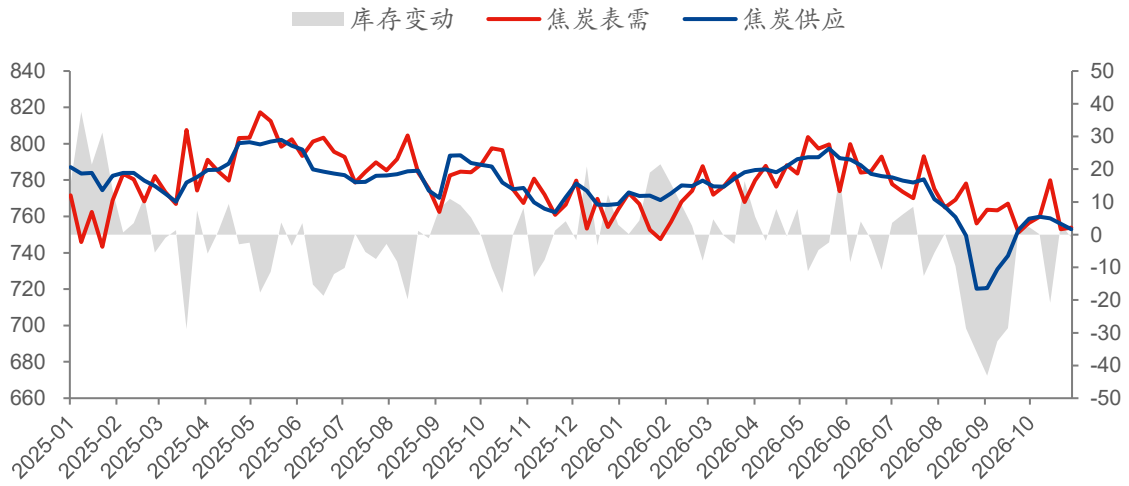
供给方面，由于焦煤价格见顶回落，焦炭进入提降趋势，累计降价2轮，焦企利润再次收缩，为了减少库存货值损失，焦化库存煤开始下降，但生产总体稳定，焦化开工仍处于低位。

需求方面，钢厂铁水产量总体稳定，打破负反馈预期，本周铁水产量微降，焦炭日耗小幅回落，下游补库需求在盈利下滑后仍有韧性。需要关注下游铁水产量的持续性和需求季兑现程度。

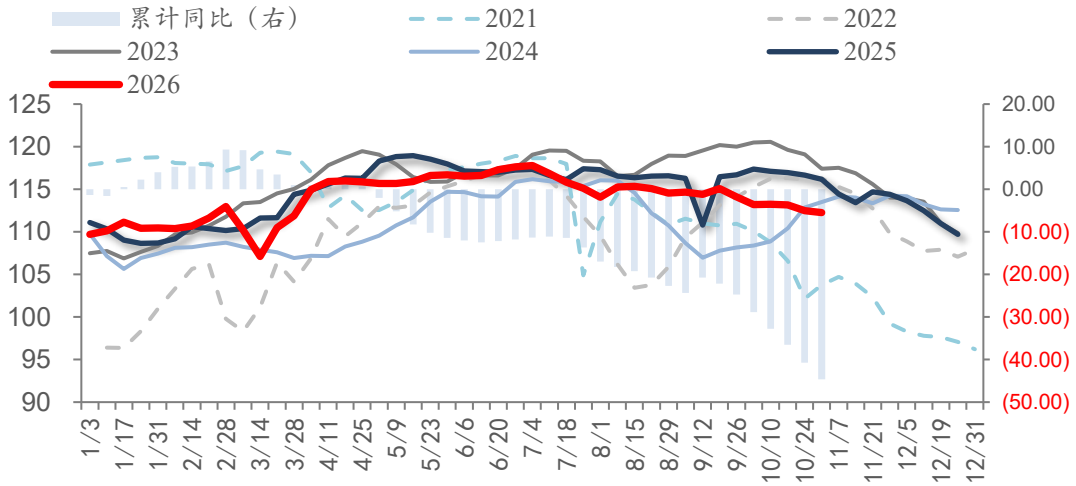
焦炭供需平衡测算（万吨/日）



焦炭表需测算



焦炭需求:铁水测算

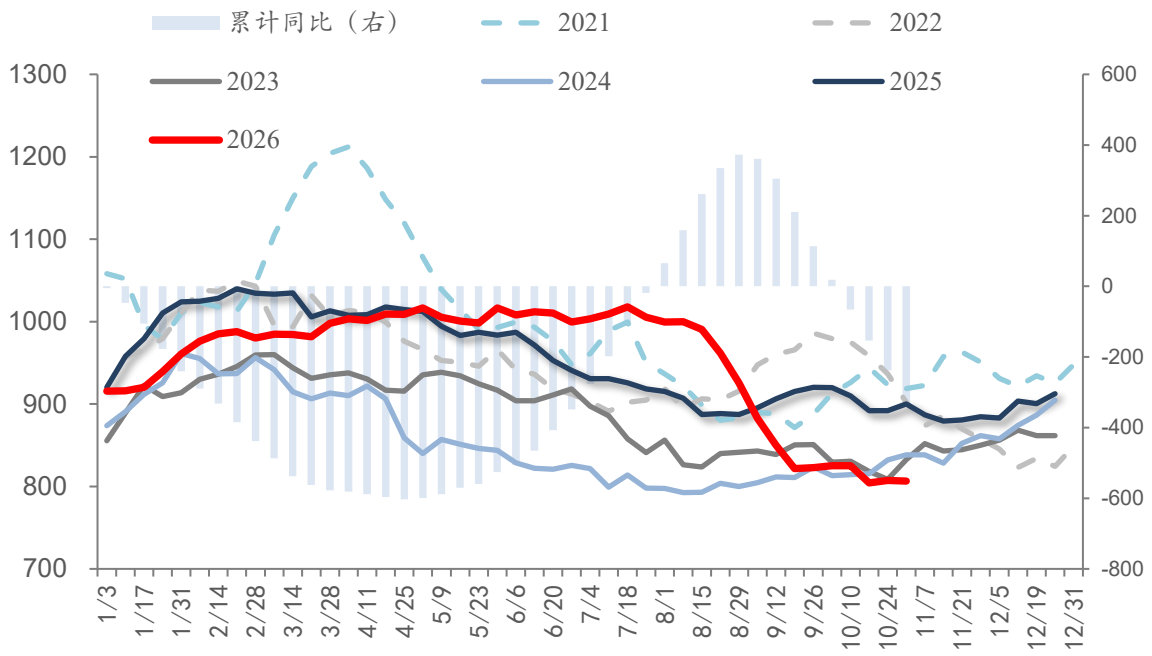


数据来源：WIND、钢联、汾渭、浙商证券研究所

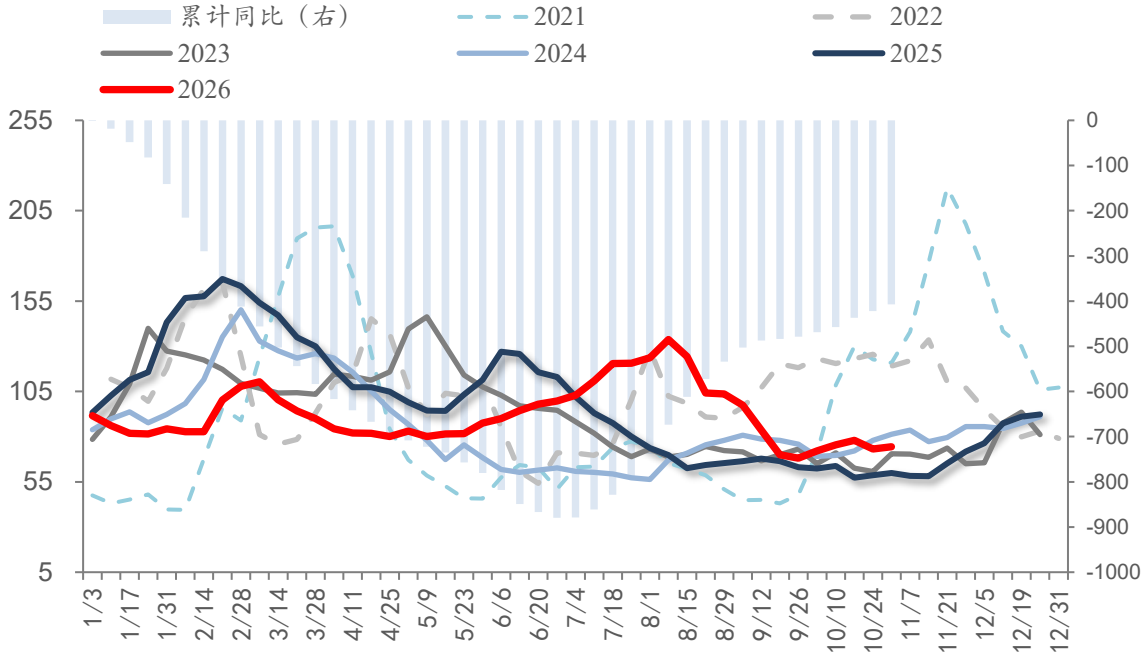
受减产影响，近期市场总库存保持去库趋势，本周环比微增，保持偏低水平。

截至10月29日，焦炭总库存周环比+3.1万吨至868.0万吨，其中，全样本独立焦企焦炭库存+1.1万吨至74.4万吨；247家钢厂焦炭库存+1.9万吨至590.0万吨，可用天数微持平于10.8天。港口库存+0万吨至203.6万吨。

焦炭：库存：各环节全样本

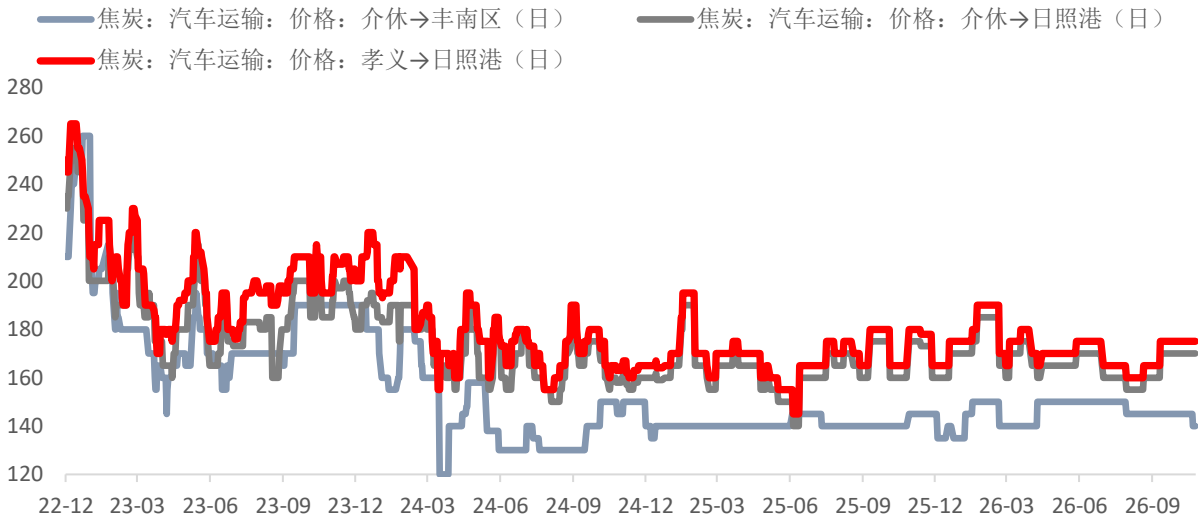


全样本焦企库存

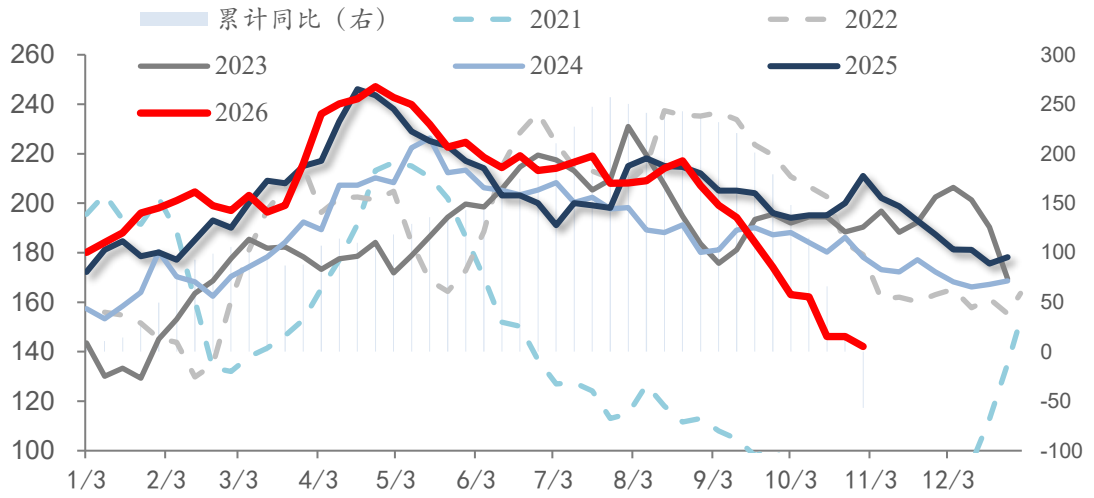


数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

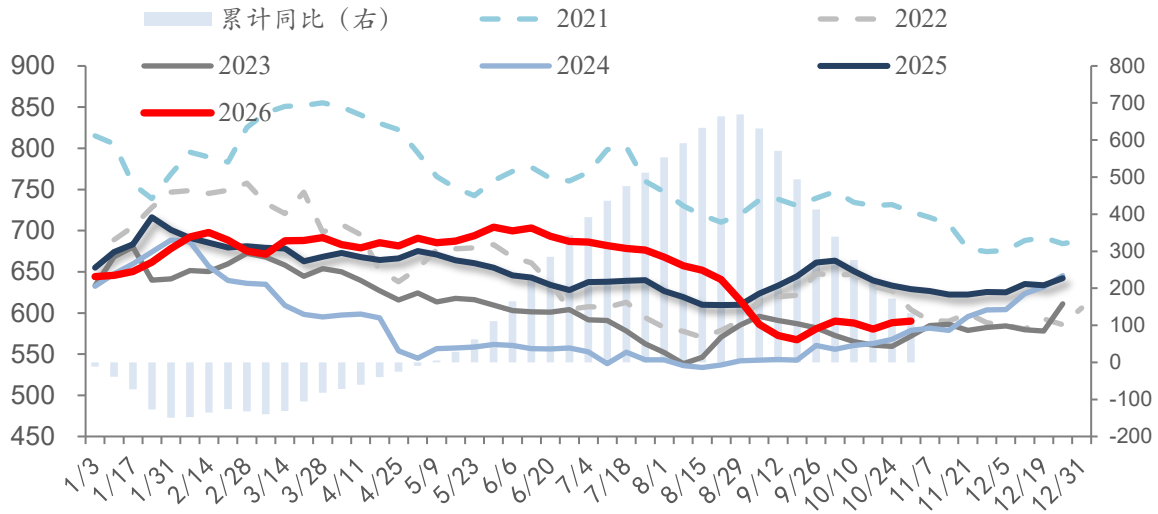
山西到唐山、日照汽运运费走势图（元/吨）



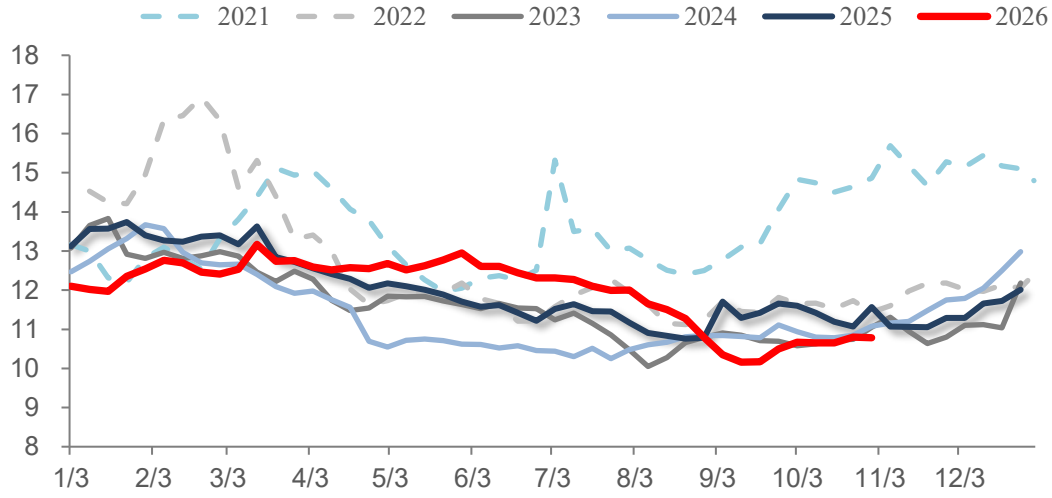
焦炭：港口库存：中国



焦炭：247家钢厂样本焦化厂：库存



焦炭：247家钢厂样本焦化厂：库存天数



数据来源：WIND、钢联、浙商证券研究所

04

行业数据

3.动力煤

产地方面：截至10月30日，榆林5800大卡指数872.0元/吨，周环比下跌38.0元/吨；鄂尔多斯5500大卡指数814.0元/吨，周环比下跌24.0元/吨；大同5500大卡指数862.0元/吨，周环比下跌23.0元/吨。

港口方面：截止2026年10月30日，秦皇岛港5500价格报1017.0元/吨，周环比下跌23元/吨，秦皇岛港5000价格报914.0元/吨，周环比下跌23元/吨。CCI进口4700指数报113.5美元/吨，周环比下跌2.5美元/吨，CCI进口3800指数报91.5美元/吨，周环比下跌2.0美元/吨。

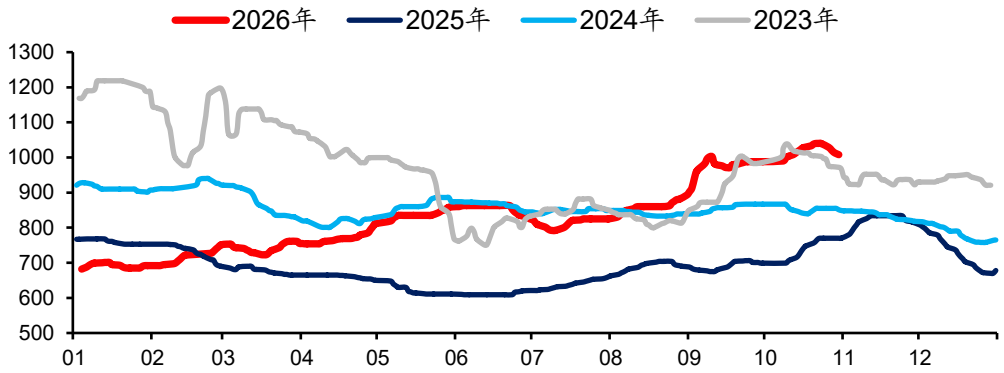
指标名称	内蒙古鄂尔多斯5500		内蒙古鄂尔多斯5000		山西大同5500		陕西榆林6200		陕西榆林5800	
煤质	发热量Qnar(Kcal/Kg):5500,...		发热量Qnar(Kcal/Kg):5000,...		发热量Qnar(Kcal/Kg):5500,...		发热量Qnar(Kcal/Kg):6200,...		发热量Qnar(Kcal/Kg):5800,...	
价格类型	坑口含税价		坑口含税价		坑口含税价		坑口含税价		坑口含税价	
更新频率	日度		日度		日度		日度		日度	
值项	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比	人民币	价格指数环比
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
数据来源	中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网		中国煤炭资源网	
2026-10-30	814	0	693	0	862	-8	878	-1	872	0
2026-10-29	814	0	693	-3	870	-6	879	-5	872	-10
2026-10-28	814	-2	696	-5	876	-4	884	-14	882	-6
2026-10-27	816	-10	701	-10	880	0	898	-3	888	-5
2026-10-26	826	-12	711	-16	880	-5	901	-13	893	-17
2026-10-23	838	-4	727	-5	885	0	914	-6	910	-11

指标名称	CCI5500				CCI5000				CCI4500		
煤质	发热量Qnar(Kcal/Kg):5500,...				发热量Qnar(Kcal/Kg):5000,...				发热量Qnar(Kcal/Kg):4500,...		
价格类型	平仓含税价				平仓含税价				平仓含税价		
更新频率	日度				日度				日度		
值项	人民币	美元	价格指数环比	价格(美元)指数环比	人民币	美元	价格指数环比	价格(美元)指数环比	人民币	美元	价格指数环比
单位	元/吨	美元/吨	元/吨	美元/吨	元/吨	美元/吨	元/吨	美元/吨	元/吨	美元/吨	元/吨
数据来源	中国煤炭资源网				中国煤炭资源网				中国煤炭资源网		
2026-10-30	1,017	153.16	-4	-0.37	914	137.65	-4	-0.4	809	121.84	-5
2026-10-29	1,021	153.53	-5	-0.52	918	138.05	-5	-0.54	814	122.41	-6
2026-10-28	1,026	154.05	-6	-0.9	923	138.59	-6	-0.9	820	123.12	-7
2026-10-27	1,032	154.95	-5	-0.76	929	139.49	-5	-0.75	827	124.17	-6
2026-10-26	1,037	155.71	-3	-0.45	934	140.24	-3	-0.45	833	125.08	-4
2026-10-23	1,040	156.16	0	0	937	140.69	0	0	837	125.68	0

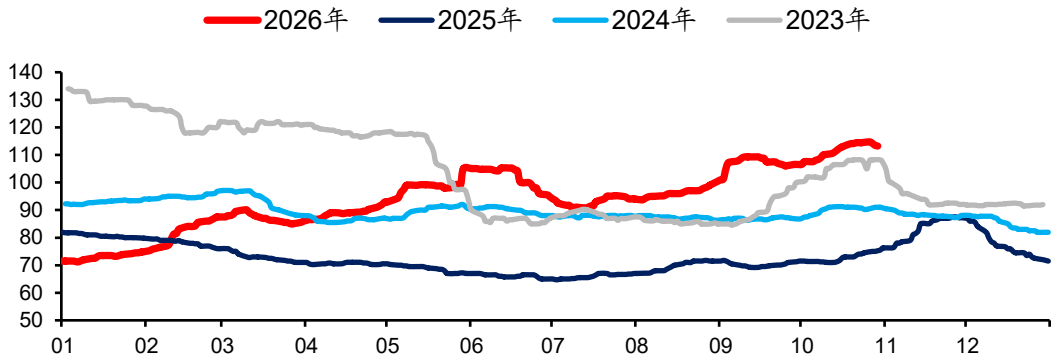
数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

本周主产区价格延续跌势。月底个别煤矿因月度生产任务完成停产，多数煤矿维持正常生产，整体供应略有收紧。受买涨不买跌心态影响，终端采购以刚需为主，叠加港口价格回落及大集团采购价下调，站台、煤场等采购积极性下降，部分煤矿销售不畅，价格持续下跌。

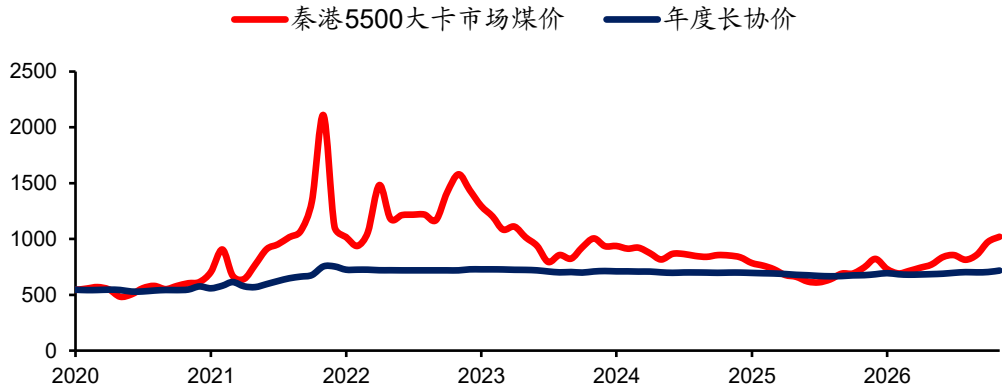
秦皇岛港5500大卡动力末煤平仓价



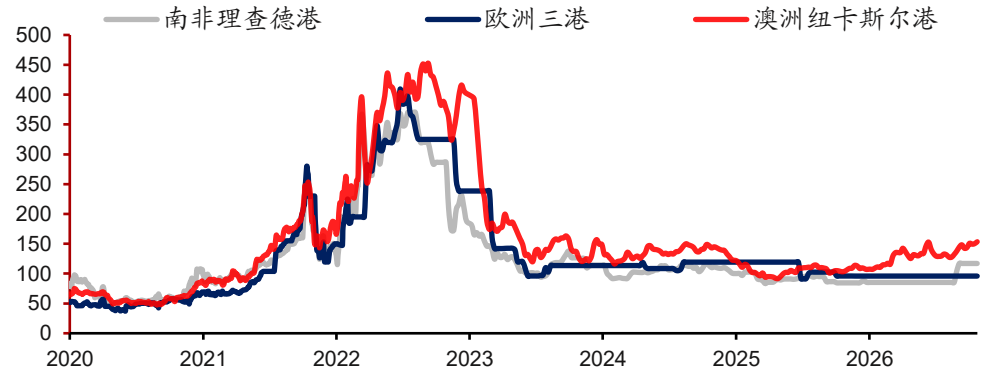
纽卡斯尔港5500大卡动力煤离岸价



主要港口动力煤价格指数及年度长协价



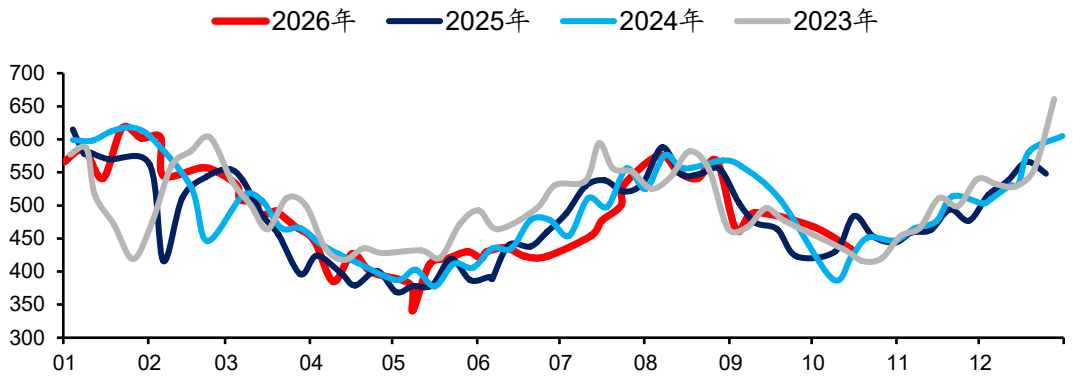
国际动力煤指数走势



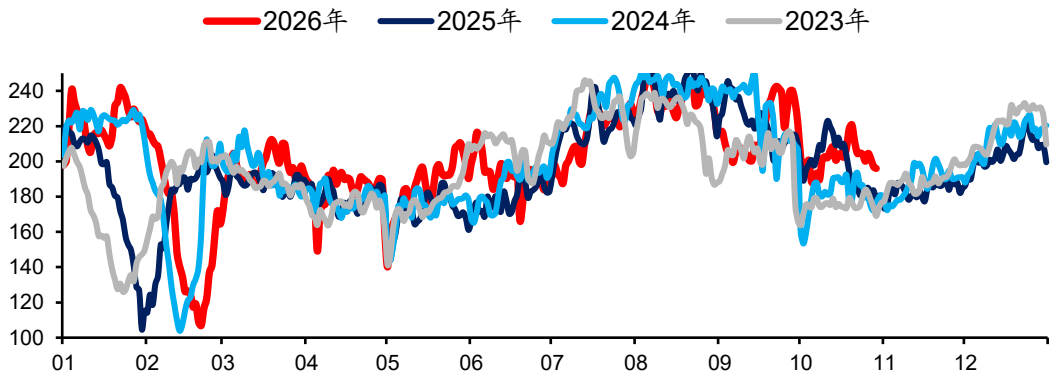
数据来源：WIND、钢联、汾渭、浙商证券研究所

电力耗煤方面，截止10月30日，沿海六大电厂日耗81.7万吨，周环比减少1.8万吨，总库存合计1453.2万吨，周环比下降7.4万吨。可用天数18天，周环比增加1天。

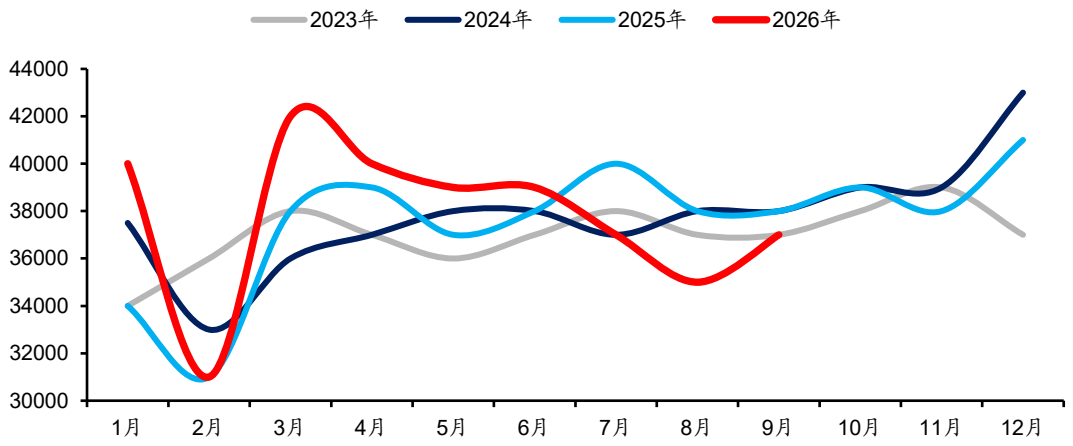
重点电厂煤炭日耗（万吨/日）



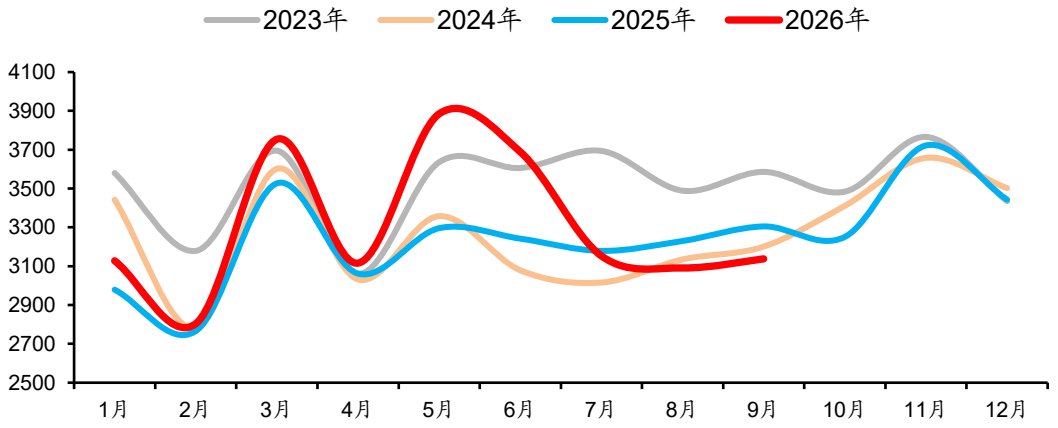
沿海八省电厂煤炭日耗



全国原煤销量（万吨/月）



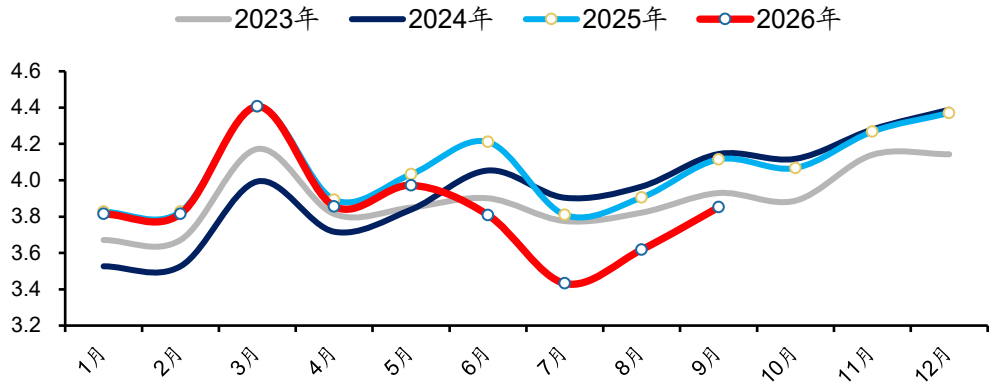
大秦线运量（万吨/月）



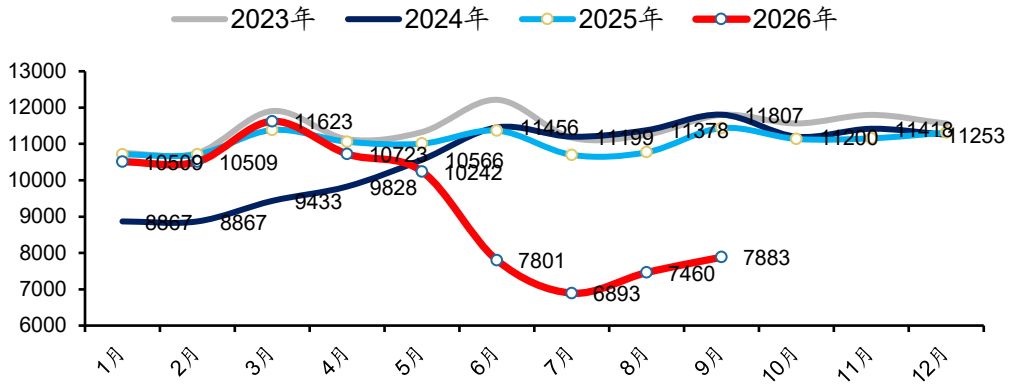
数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

根据国家统计局数据显示，9月原煤生产同比下降，但降幅较7月明显收窄。9月份，规上工业原煤产量3.9亿吨，同比-6.8%，环比+6.4%；日均产量1284万吨。1—9月份，规上工业原煤产量34.5亿吨，同比-3.5%。

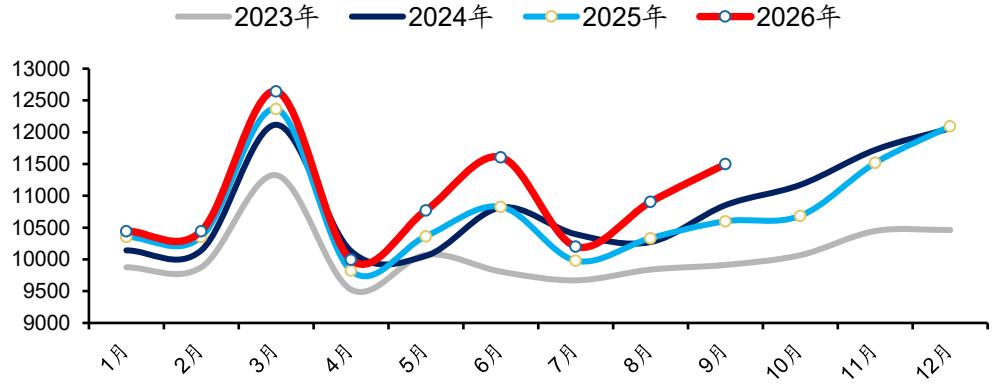
全国原煤产量（亿吨）



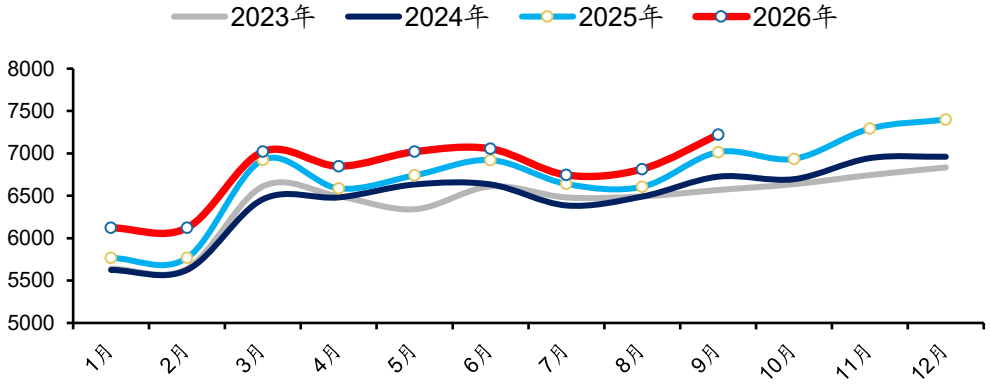
山西原煤产量



内蒙原煤产量



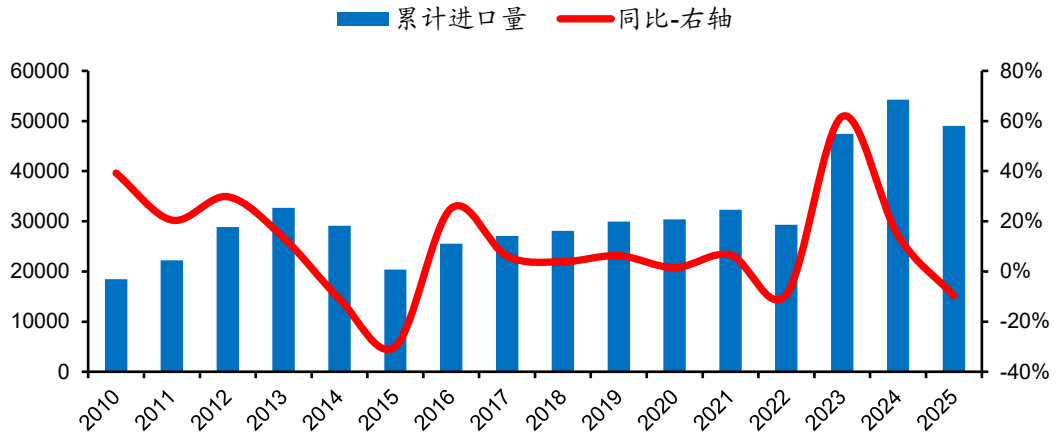
陕西原煤产量



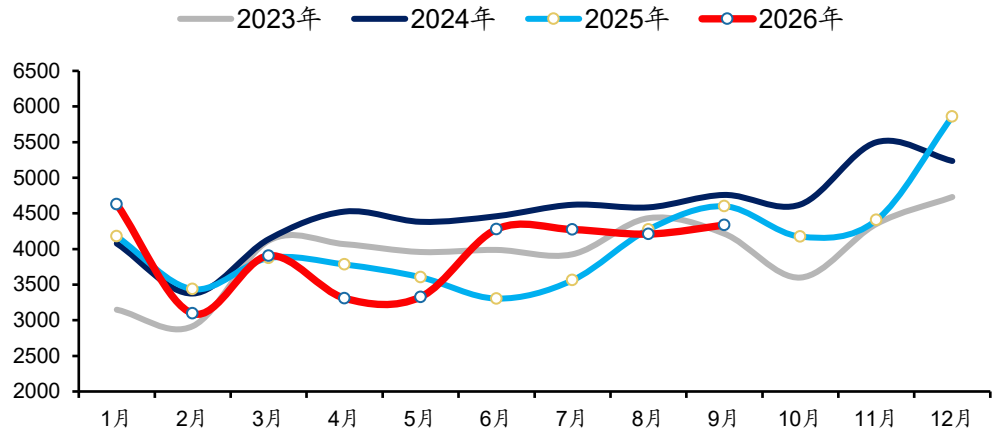
数据来源：WIND、国家统计局、浙商证券研究所

海关总署公布数据显示，9月进口煤及褐煤4336.9 万吨，同比-5.73%，环比+3.0%；1—9月累计进口35354.3 万吨，同比+2.2%。进口煤自6月份开始明显增长，弥补国内供需缺口。

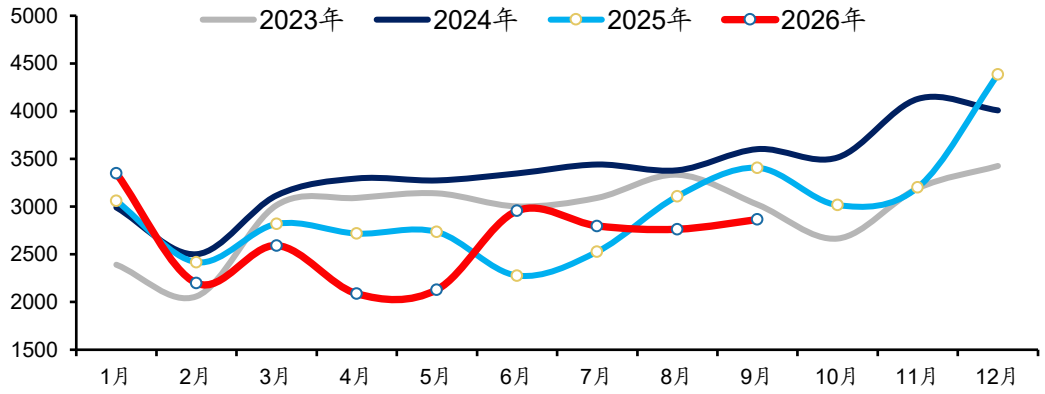
总进口情况及同比变化



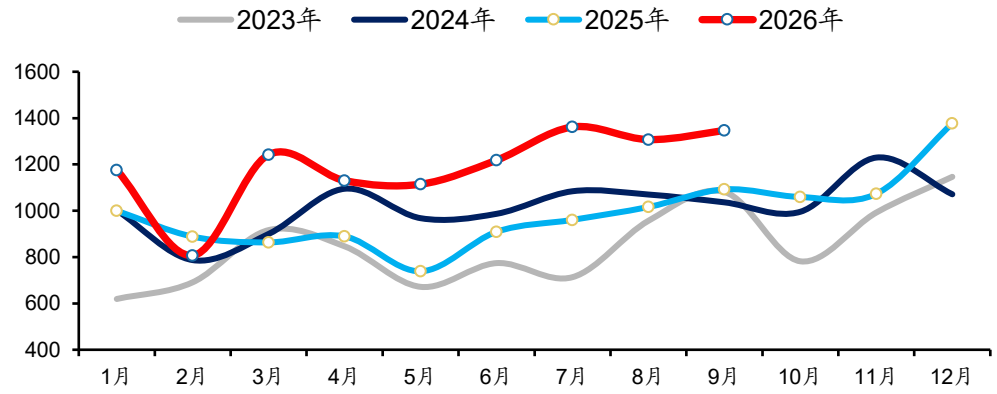
煤炭总进口情况



动力煤进口情况



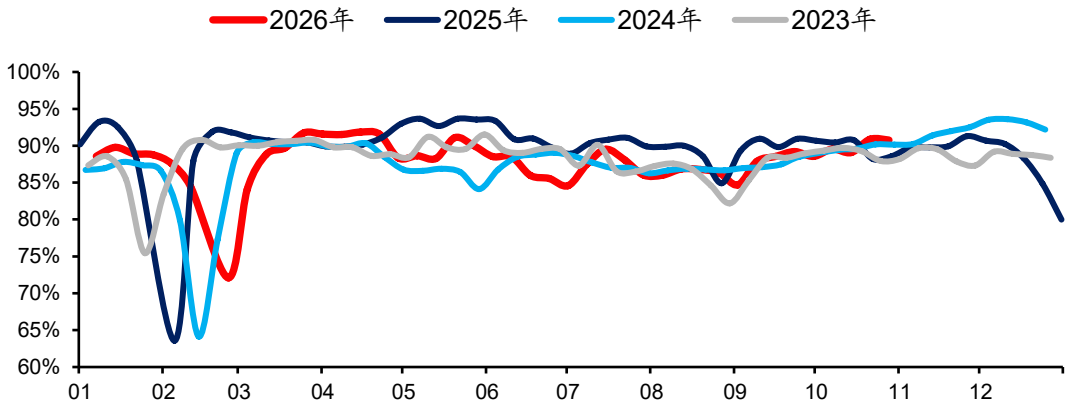
炼焦煤进口情况



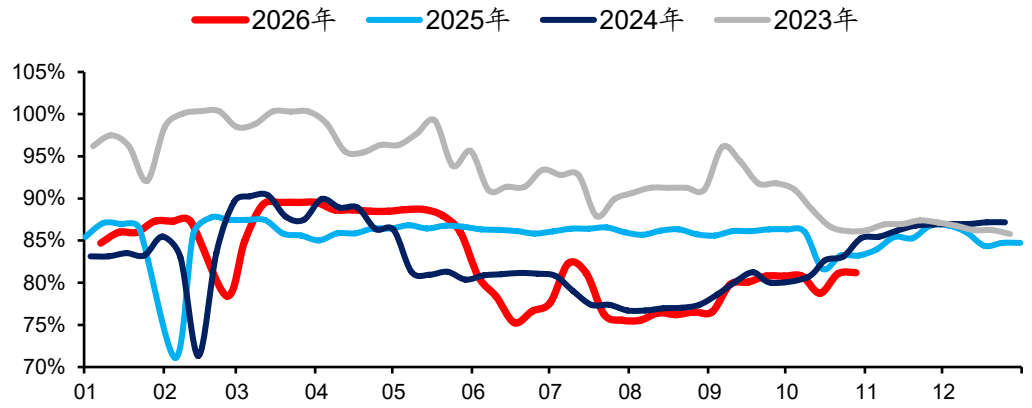
数据来源：WIND、海关总署、浙商证券研究所

据中国煤炭资源网产运销监测样本数据显示，2026年10月22日-10月28日，本期三西地区样本煤矿产能利用率90.11%，较上期下降0.1个百分点。月底，产地少部分煤矿完成任务暂停产销，叠加少数煤矿井下换工作面减产停产，监测点煤矿产能利用率小幅下降，大部分煤矿生产正常，整体供应变化不大。

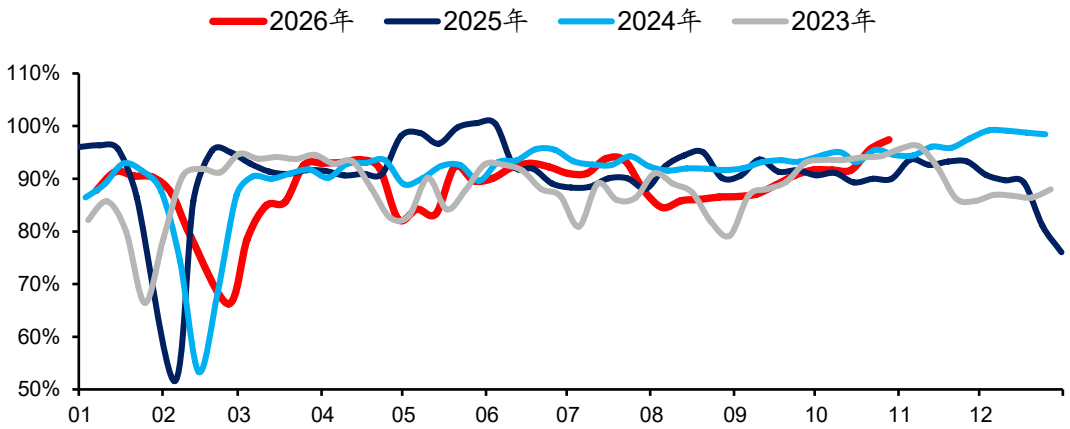
100家样本动力煤矿产能利用率



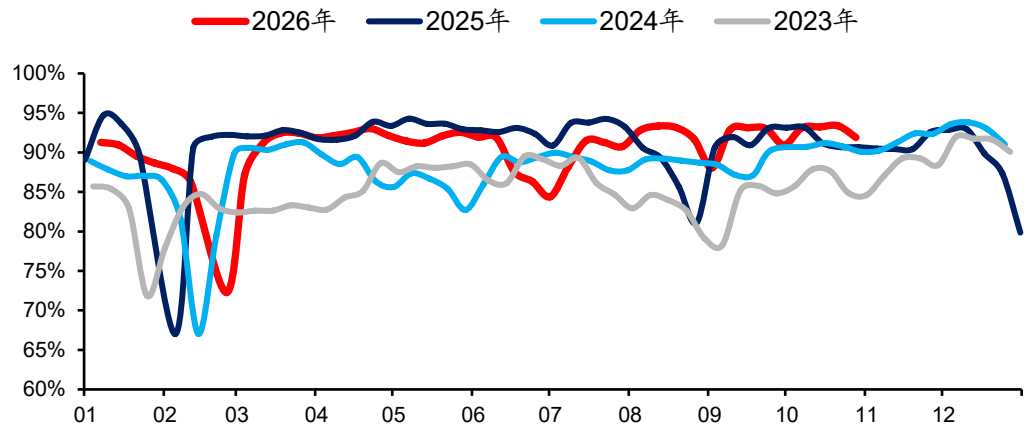
山西地区样本煤矿产能利用率



陕西地区样本煤矿产能利用率



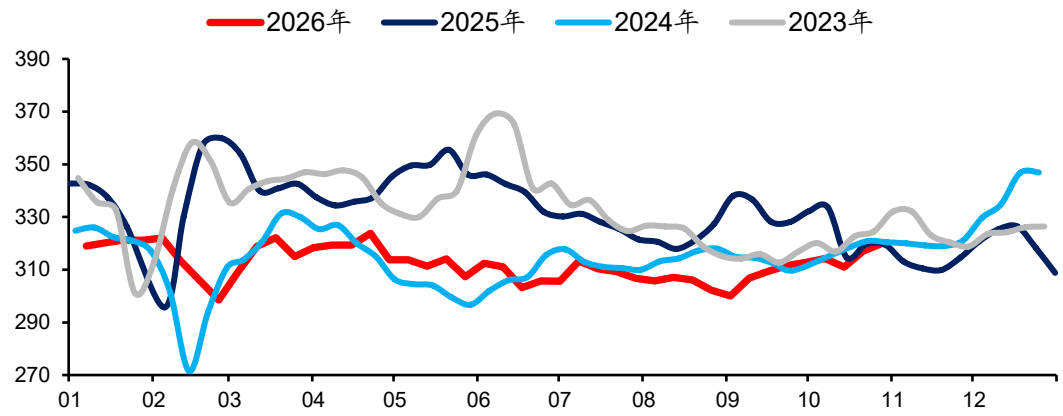
内蒙古地区样本煤矿产能利用率



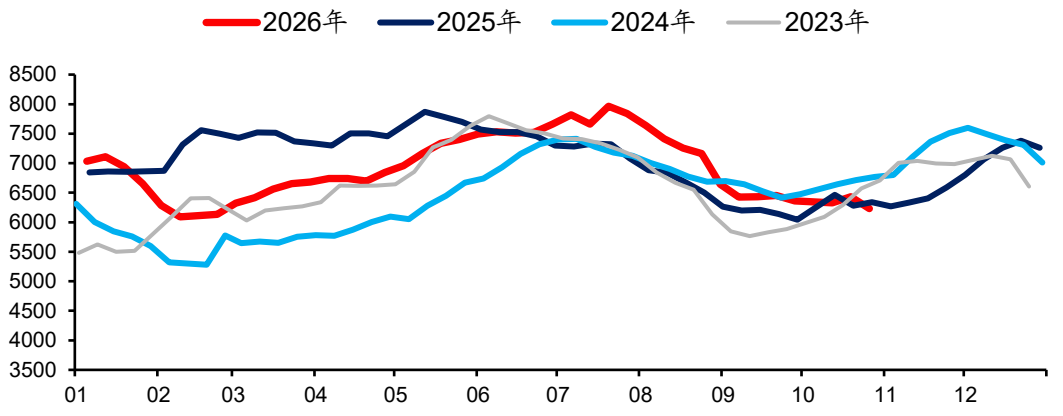
数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

截止10月30日，北方港（不含黄骅）库存合计2286.0万吨，周环比下降45万吨。本周港口日均调入127.16万吨，环比+10.92万吨，日均调出105.46万吨，环比增加2.94万吨。

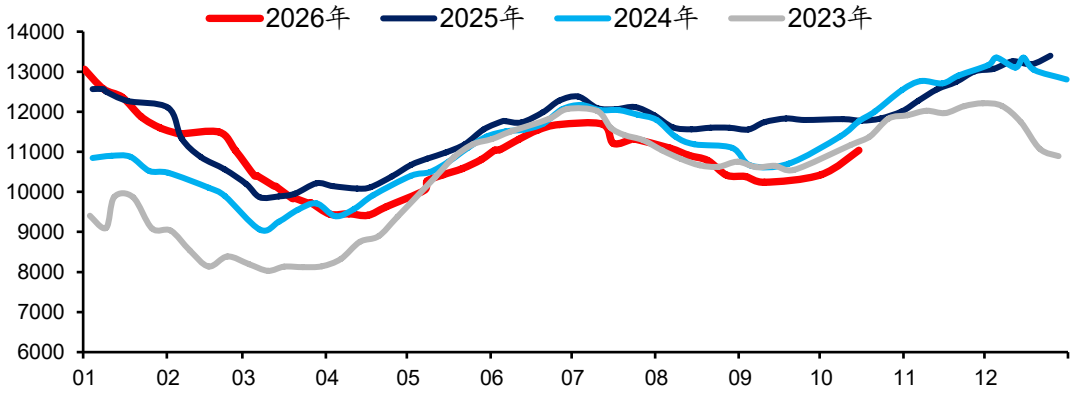
100家样本动力煤矿煤炭库存（万吨）



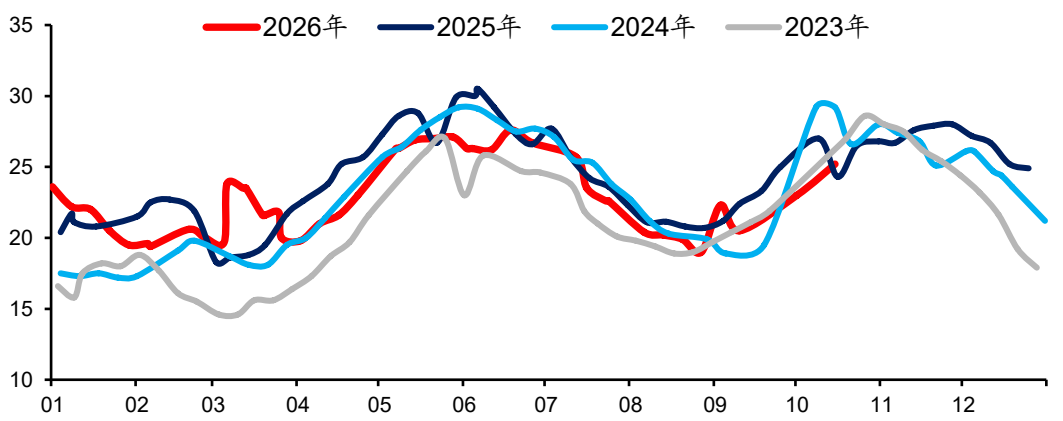
主流港口煤炭库存（万吨）



重点电厂煤炭库存（万吨）



重点电厂库存可用天数（日）

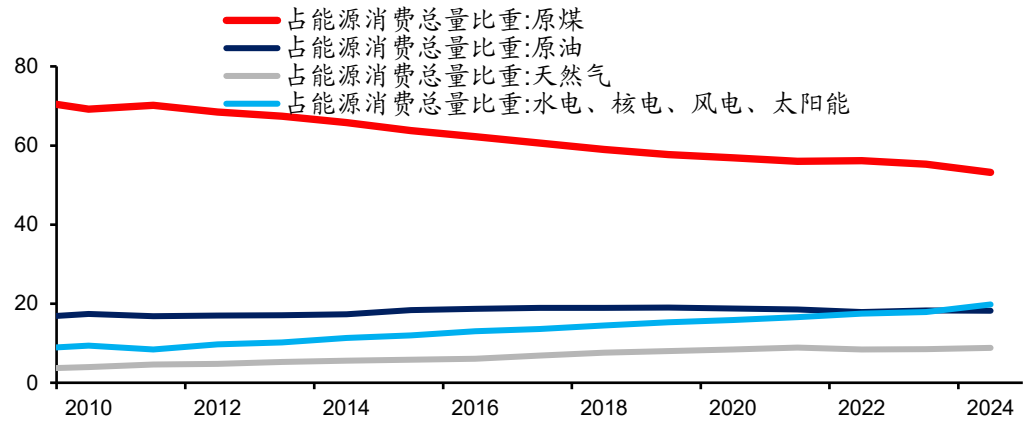


数据来源：WIND、汾渭、浙商证券研究所

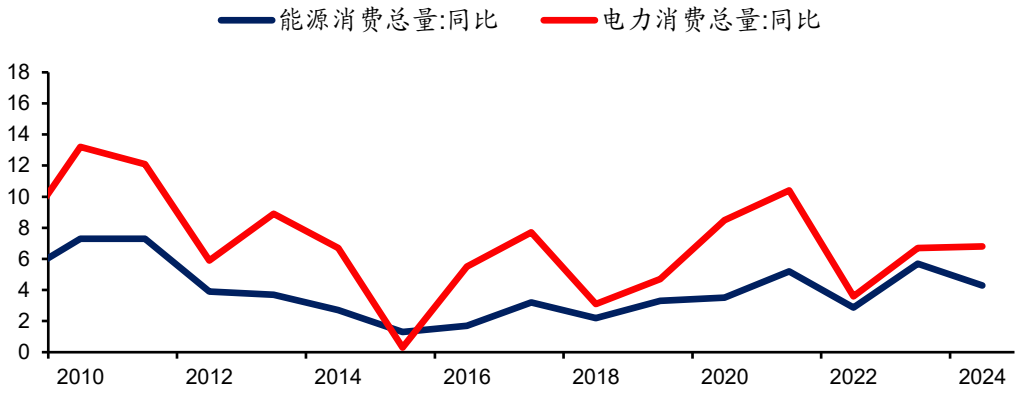
发电量及结构变化

9月发电量总量转弱：规上发电量同比-1.2%、连续三个月下降（7月-0.1%、8月-0.8%、9月-1.2%），主要拖累是水电深跌-18.1%（去年高基数+来水偏枯，8月还在+2.8%，9月“由增转降”）。清洁电源分化：核电（+21.5%）、太阳能（+19.5%）、风电（+10.6%）增速全面加快并领涨，火电降幅收窄2.9百分点。总体结构：火电仍占63.2%，但太阳能累计+12.9%为最高增速，非化石电源替代加速。9月全社会用电量8997亿千瓦时、同比+1.2%，发电量同比下滑主要反映居民/降温用电受台风极端天气拖累（居民用电-6.0%）。

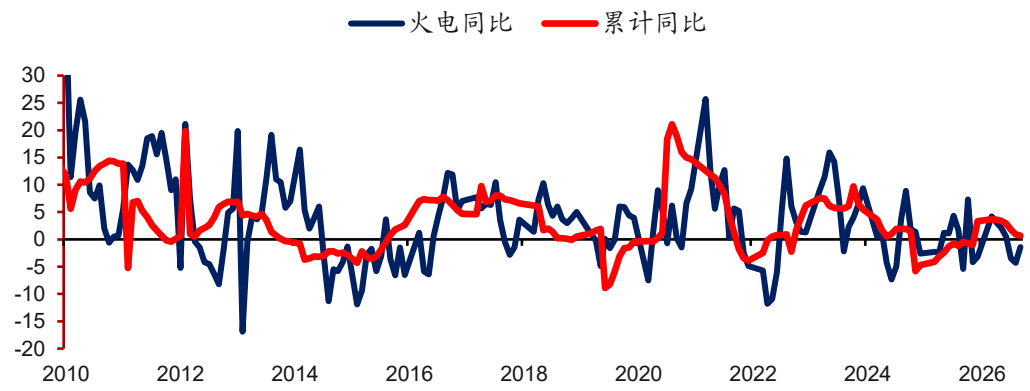
能源消费结构变化（%）



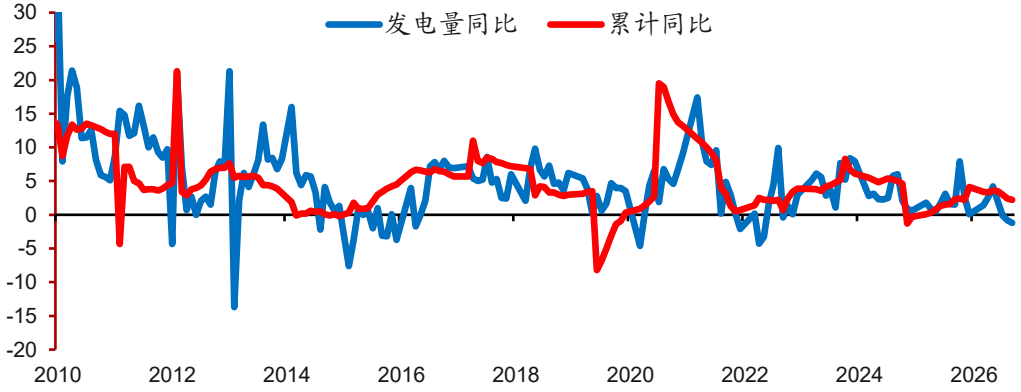
能源消费同比增速（%）



火电发电量走势（%）



发电量走势（%）



数据来源：WIND、国家统计局、浙商证券研究所

05 总体观点

四季度供需紧平衡延续，煤价中枢上移，焦煤弹性大于动力煤，动力煤需求好于焦煤。

国内供给

安监高压延续，山西复产缓慢，单月同比降幅仍在 -6.8% 至 -10% 区间。

蒙陕稳产保供增量有限，新疆、贵州等地同步收缩。

预计全年国内原煤产量 46 亿吨左右，同比 -3% 至 -4%。

进口补充

总量：预计2026年进口煤总量仍保持在5亿吨左右。

动力煤：印尼收缩延续，澳煤性价比回升，全年进口 3.2 亿吨或以上。

炼焦煤：10 月口岸闭关+蒙煤回落，进口环比或下滑，但同比仍高，预计焦煤进口量在1.3亿吨以上。

需求与价格

冬储补库 11-12 月集中释放，电厂日耗季节性上行。

北港 Q5500 一度触及1040元/吨高点，近期小幅回落，但价格中枢上移。

国内缺口+进口边际回落（动力煤）驱动今年煤炭价格重心上移，动力煤基本面更为扎实；由于终端需求偏弱拖累，焦煤高位后面临供需双弱困境。

核心判断：供给端国内收缩+进口补充有限，需求端冬储季节性走强，四季度煤价中枢环比上行，全年煤炭板块业绩预计将继续显著增长。

来源：钢联、汾渭、浙商证券研究所

供给冲击下煤价中枢上移，弹性和红利攻守兼备

市场观点：

① **国内供给收缩：** 1-9月原煤 34.5 亿吨同比 -3.5%，山西安监高压致 -14.6%，蒙陕增量难对冲，复产缓慢。

② **进口结构分化：** 动力煤 -5%（印尼收缩），炼焦煤 +28.1%（蒙古+41%、澳洲+111%补位），焦煤进口爆发是国内缺口镜像。

③ **四季度紧平衡：** 冬储补库+复产偏慢，煤价中枢上移，动力煤基本面好于焦煤，焦煤弹性大于动力煤，不同煤种出现分化。

投资建议方向

- 焦煤：山西安监持续下，焦煤价格弹性最大，利好低估值龙头
- 动力煤：蒙陕高产稳产标的，盈利稳定、高股息防御
- 产业链一体化：煤电一体化，煤及煤化工一体化等

风险提示

- 安监政策放松、煤矿复产超预期
- 宏观经济下行致需求不及预期
- 进口煤放量超预期、国际煤价大幅波动
- 关注山西安监政策边际变化与冬储补库节奏

来源：钢联、汾渭、浙商证券研究所

投资主线:周期与红利兼备,攻守有道

01 进攻主线

周期弹性

核心逻辑

聚焦拥有优质资源、成本优势显著且受益于煤价上涨的动力煤和焦煤龙头。

标的特征

资源禀赋优异、成本控制能力强、业绩弹性大。

代表方向

优质动力煤龙头、稀缺焦煤龙头。例如：山煤国际、山西焦煤、潞安环能、兖矿能源、 淮北矿业 。

02 防守主线

红利价值

核心逻辑

关注现金流充裕、分红稳定、具备估值优势的一体化龙头企业。

标的特征

一体化运营、现金流稳定、高股息率、估值低。

代表方向

“煤-电-路-港-航”一体化龙头。例如：中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源。

03 成长主线

转型机遇

核心逻辑

布局在煤化工、绿氢耦合等领域具备技术优势和产能储备的企业,分享能源转型带来的结构性机会。

标的特征

技术领先、产能储备丰富、成长性高。

代表方向

高端煤化工龙头、绿氢转型先锋。例如：宝丰能源、广汇能源、兖矿能源。

美联储加息对美股影响分析

美联储利率上行周期中，能源与高股息风格显著跑赢，煤炭板块三重受益

美国利率上行的行业/风格敏感性（2016年以来）

跑赢方向：能源（Energy）、价值（Value）、高股息（Dividends）、高自由现金流（Cash Cow）

跑输方向：IT、通信服务、医疗、消费等成长板块；利润成长因子

统计显著：能源板块在通胀压力驱动下利率上行时超额收益确定性强

传导逻辑

① 利率上行 → 成长股远期估值承压贴现

② 能源/资源品兼具实物资产属性，抗通胀；高股息提供现金回报

煤炭板块三重受益逻辑

① 能源属性

利率上行周期中能源板块历史上显著跑赢，煤炭是能源板块核心组成

② 高股息属性

龙头煤企股息率普遍 5%-8%，现金回报对冲利率上行风险

③ 价值属性

煤炭板块 PE 估值低位、PB 历史分位低，属典型价值风格

配置建议：美联储利率高位震荡背景下，煤炭板块同时具备能源+高股息+价值三重属性，是利率上行周期中防御与进攻兼备的方向。

来源：Wind 、浙商证券研究所

2016年以来两轮完整加息周期,驱动机制截然不同

同是利率上行,周期1由增长驱动、周期2由通胀驱动——这正是风格结果相反的制度性原因。

维度	周期1 • 2016.12–2018.12	周期2 • 2022.01–2023.07
加息驱动	增长驱动、低通胀,缓步加息	通胀驱动,1981 年以来最快加息
联邦基金利率	0.54% → 2.27%(+173bp,分9次)	0.08% → 5.33%(+525bp,连加11次)
10年期美债	1.37%(2016-07 低)→ 3.24%(2018-11 高)	1.52%(2021-12)→ 4.98%(2023-10 高)
市场风格	成长持续跑赢(累计领先价值 21.5pp)	价值大幅跑赢(领先成长 21.2pp)
能源板块(XLE)	累计 −6.9%,跑输大盘	累计 +51.0%,大幅跑赢

口径:总收益、年度累计,年K数据取自同花顺;利率为联邦基金利率与10年期美债(FRED DGS10 / FEDFUNDS,日度取年末值)。

来源: 同花顺 、浙商证券研究所

风格对利率的敏感性是条件式的——关键在加息由什么驱动

利率上行本身不必然利多价值或利空成长;决定风格的,是推动利率上行的经济与通胀组合。

01 两轮加息周期风格结果相反,无单一定律

周期1(2016-18):成长累计领先价值 21.5pp;周期2(2022-23):价值领先成长 21.2pp

02 “加息=价值跑赢”几乎全由 2022 单年驱动,非常态规律

价值-成长价差~Δ10Y 相关全样本 +0.50,剔除 2022 后翻转 -0.61 → 高度依赖样本

03 能源与利率的正相关相对稳健

XLE~Δ10Y 相关 +0.78,剔除 2022 后仍 +0.60;β +24.9%/pp → 能源更宜作利率上行时的进攻方向

04 判断路径:看加息成因与油价,而非利率方向本身

增长驱动加息→成长占优;通胀驱动加息→价值与能源占优;油价是能源-利率联动的锚

来源: 同花顺、浙商证券研究所

周期1（2016-2018）成长领跑、周期2（2022-2023）价值与能源反超——风格随加息成因切换.

累计口径下,两轮周期成长与价值各领先约21个百分点,方向完全相反;能源在周期2录得+51%。

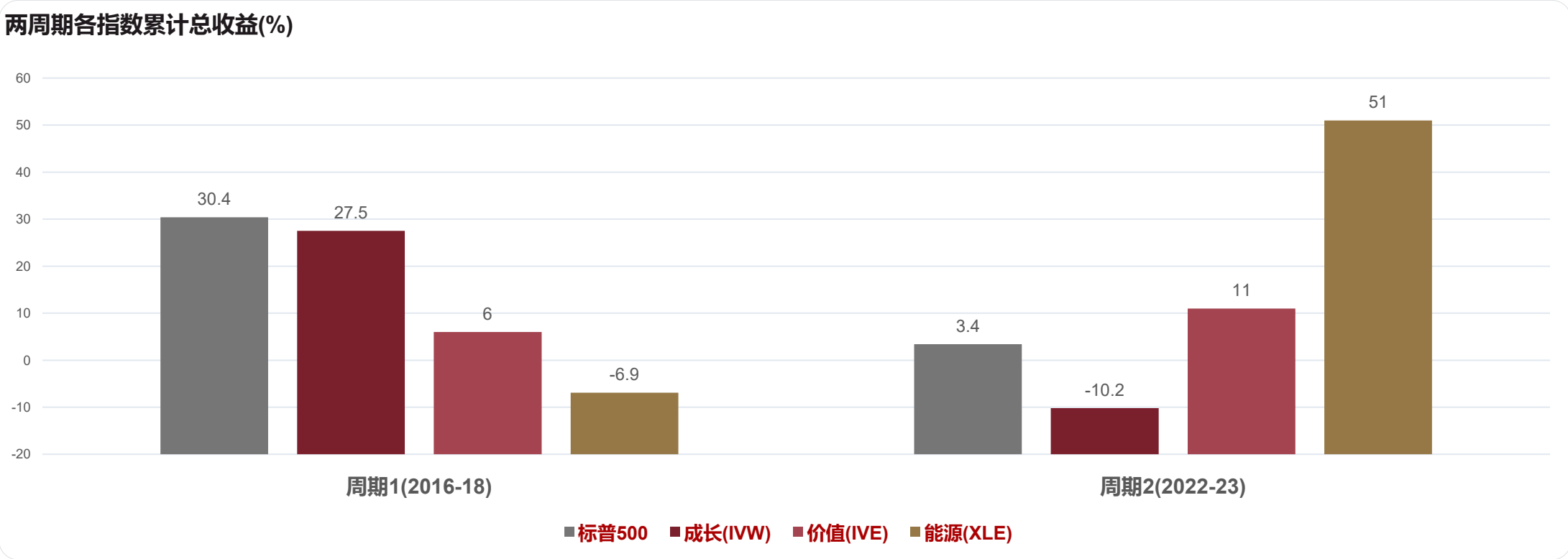


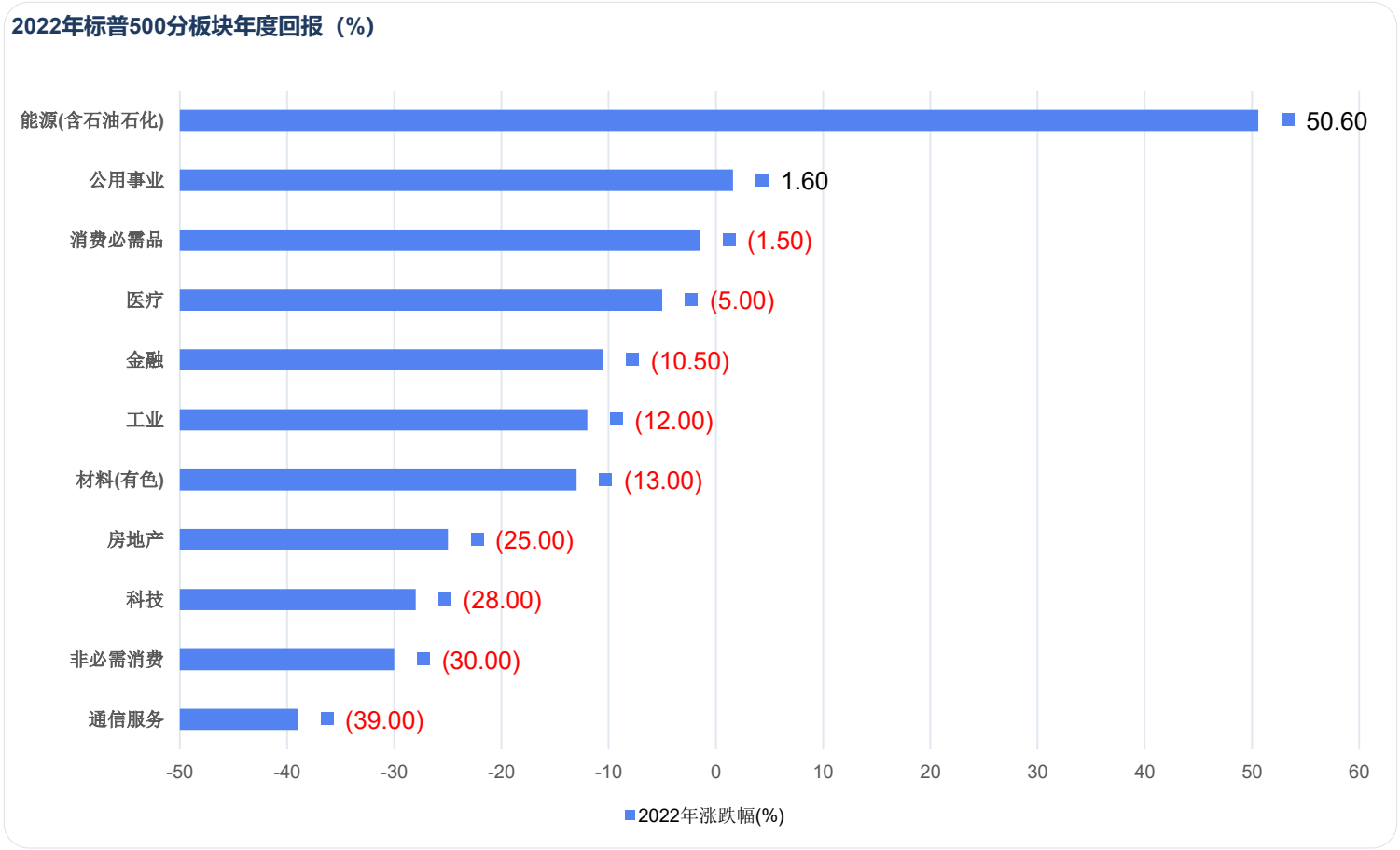
图 1 · 两周期累计总收益对比

结论：2022年爆发俄乌冲突，与今年美伊冲突情况类似，能源商品大涨推动全球（特别是美国）通胀，促使美联储决定加息举措，本轮加息可以参考周期2分析。

来源：同花顺、浙商证券研究所

2022年美联储加息背景下美股各板块表现

2022年美联储激进加息425bp：能源板块（+50.6%）大涨，成长板块全线重挫



关键发现

能源板块大涨：+50.6%，高油价+供给短缺双击（俄乌冲突造成全球能源价格大涨）

防御板块抗跌：公用事业、消费必需品跌幅最小

成长板块重挫：通信-39%、非必需消费-30%、科技-28%

启示：加息周期中能源+高股息是最优配置方向

来源：Wind、浙商证券研究所

A股风格敏感性是"价值系统性占优"——煤炭是两轮周期的防御性赢家

两轮美联储加息周期内,A股价值均跑赢成长,价差与美利率稳定正相关;煤炭大幅跑赢大盘,与国内利率正相关、与美利率关系弱。

01 A股"加息=价值跑赢"是稳定规律,非2022单年驱动

价值-成长价差~Δ美10Y相关 +0.54,剔除2022后 +0.75(增强);与美股剔2022后转负形成对比

02 风格轮动跟随全球/美利率周期,而非国内贴现率

价差~Δ中债10Y相关≈0;驱动来自海外利率与风险周期,而非国内债券收益率

03 煤炭是A股版"加息周期防御性赢家"

周期1煤炭+9.6%、周期2+29.2%,两轮均大幅跑赢大盘;同期沪深300为+3.4%/-30.5%

04 煤炭-利率:与国内正相关、与美利率弱、与大盘无关

煤炭~Δ中债10Y ρ+0.43;~Δ美10Y ρ+0.18;~沪深300 β≈0.12,由国内供需/煤价驱动

来源：同花顺、浙商证券研究所

煤炭是A股两轮加息周期的防御性赢家——周期2逆势大涨29.2%

累计口径:周期1煤炭+9.6%跑赢大盘,周期2煤炭+29.2% vs 沪深300 -30.5%;两轮周期价值均领先成长(价差+66.8pp/+25.1pp)。

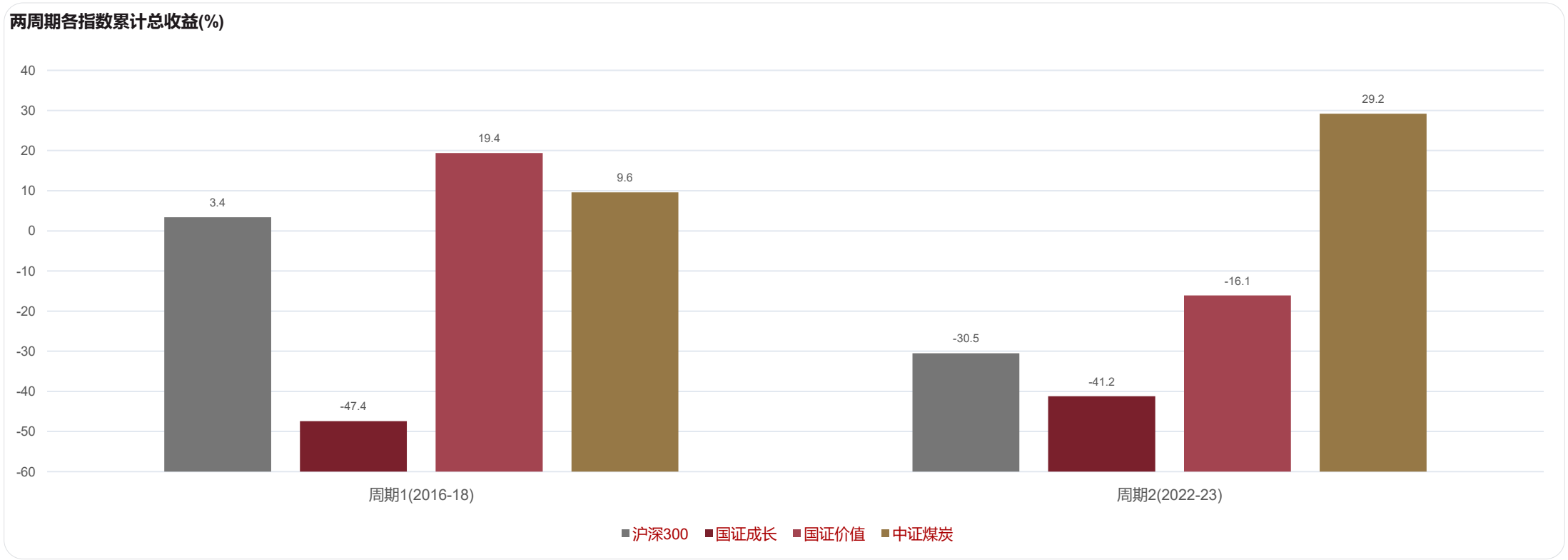
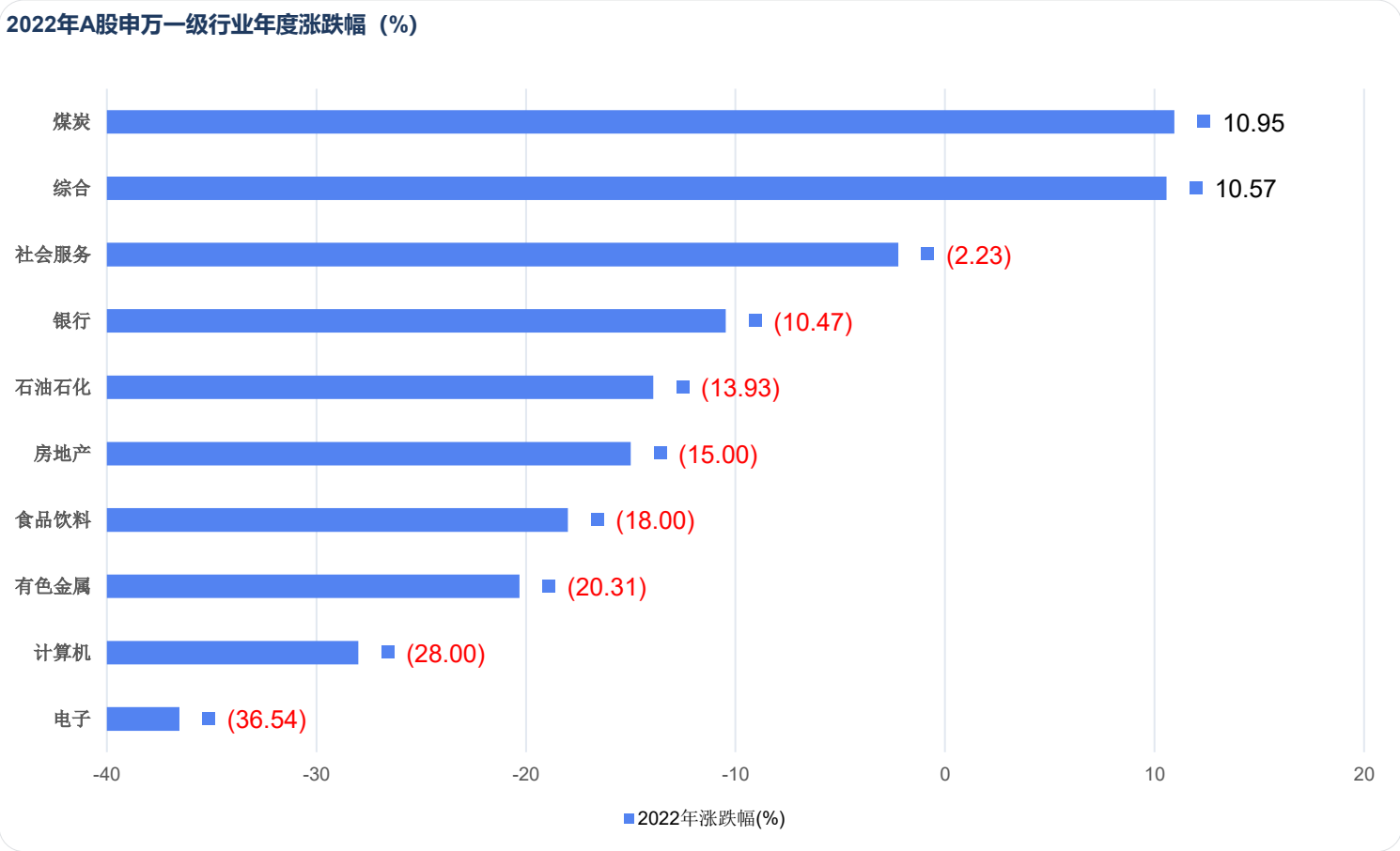


图 A4 · A股两周期累计总收益对比

来源： 同花顺 、浙商证券研究所

2022年美联储加息背景下A股各板块表现

2022年A股：煤炭板块（+10.95%）是少数上涨板块之一，成长板块全线重挫



A股关键发现

煤炭板块上涨：+10.95%，31个申万一级行业中涨幅第一，唯二正收益板块（排名第二为 综合板块+10.57%)

防御板块相对强势：煤炭、综合、社会服务、交通运输、银行。

成长板块重挫：电子-36.5%、计算机-28.00%、有色-20.31%

跨市场验证：美股能源+50.6%与A股煤炭+10.95%同逻辑

来源：Wind、浙商证券研究所

美股附录:底层年度数据与计算口径

年份	Δ10Y(pp)	Δ联邦基金(pp)	标普500(%)	成长(%)	价值(%)	能源(%)	价差(pp)
2016	+0.18	+0.30	+11.96	+3.1	+6.3	+18.7	+3.2
2017	-0.05	+0.76	+21.83	+25.4	+12.7	-4.1	-12.7
2018	+0.29	+0.97	-4.38	-1.4	-11.5	-18.2	-10.1
2019	-0.77	-0.72	+31.49	+28.5	+28.6	+4.7	+0.1
2020	-0.99	-1.46	+18.40	—	—	-42.9	—
2021	+0.59	-0.01	+28.71	+31.1	+22.3	+46.4	-8.8
2022	+2.36	+4.02	-18.11	-30.1	-7.4	+57.6	+22.7
2023	+0.00	+1.23	+26.29	+28.4	+19.9	-4.2	-8.5
2024	+0.70	-0.85	+25.02	+35.2	+9.8	+2.2	-25.4

计算口径:① 相关 $\rho=\Sigma(x-\bar{x})(y-\bar{y})/\sqrt{[\Sigma(x-\bar{x})^2\cdot\Sigma(y-\bar{y})^2]}$;② 敏感度 $\beta=\Sigma(x-\bar{x})(y-\bar{y})/\Sigma(x-\bar{x})^2$(一元回归斜率);③ 累计收益=总收益连乘;④ 价差=价值收益−成长收益。Δ 为年内变动,单位百分点。

来源：同花顺年K总收益(SPX/IVW/IVE/XLE) 、FRED DGS10 / FEDFUNDS、 iShares 官方(IVW/IVE)、浙商证券研究所

A股附录:底层年度数据与计算口径

年份	Δ中债10Y(pp)	Δ美10Y(pp)	沪深300(%)	国证成长(%)	国证价值(%)	中证煤炭(%)	价差(pp)
2016	+0.19	+0.18	-11.28	-24.13	+3.81	+14.27	+27.94
2017	+0.87	-0.05	+28.52	+6.32	+27.46	+29.45	+21.14
2018	-0.65	+0.29	-9.30	-34.82	-9.77	-25.91	+25.05
2019	-0.09	-0.77	+6.06	+46.14	+13.04	-8.71	-33.10
2020	+0.01	-0.99	+27.21	+48.57	+4.87	+11.38	-43.70
2021	-0.36	+0.59	-5.20	+5.43	-1.39	+48.13	-6.82
2022	+0.06	+2.36	-21.63	-27.47	-13.99	+15.32	+13.48
2023	-0.28	+0.00	-11.38	-18.95	-2.50	+12.01	+16.45
2024	-0.88	+0.70	+14.68	+3.85	+19.65	+2.40	+15.80

计算口径:$\rho=\Sigma(x-\bar{x})(y-\bar{y})/\sqrt{[\Sigma(x-\bar{x})^2\cdot\Sigma(y-\bar{y})^2]}$;$\beta=\Sigma(x-\bar{x})(y-\bar{y})/\Sigma(x-\bar{x})^2$;累计收益=总收益连乘;价差=价值−成长;Δ 为年内变动(百分点)。
口径:A股风格用国证成长/价值(399370/399371)、煤炭用中证煤炭全收益(H20596)、大盘用沪深300;中债10Y 为年末值(中央结算)。016年前后指数方法学更新、按现行官方口径。

来源： 同花顺 、中央结算ChinaBond中债10Y 、FRED DGS10/FEDFUNDS、浙商证券研究所

05 风险提示

1、宏观风险：宏观经济增速放缓，需求持续性不足造成煤价回落（下行风险）

2、供应风险：安监力度减弱，保供政策加码，进口煤大幅增加（下行风险）

3、替代风险：新能源发电超预期增长，充分替代火电需求（下行风险）

4、地缘风险：国际煤价大幅波动，原油大涨导致全球能源危机（上行风险）

5、其他风险：估值与流动性风险， 数据库口径差异风险，情景预测不确定性风险等。

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保 证，也不保 证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn