

信义山证汇通天下

证券研究报告

煤炭

2026 年一季度煤炭债复盘

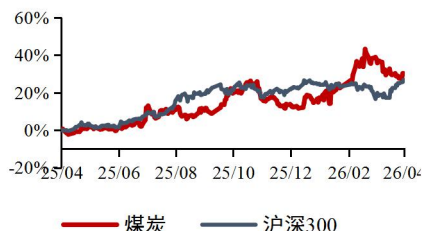
领先大市-A(维持)

海外局势紧张，煤炭债料有超额表现

2026 年 4 月 23 日

行业研究/行业分析

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：常闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】煤炭月度供需数据点评 3 月：淡季不淡符合预期，看好旺季表现
2026.4.21

【山证煤炭】淡季不淡，看好煤炭持续上涨-行业周报（20260413-20260419）
2026.4.20

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

投资要点：

- 一季度煤炭债表现略强于信用债市场。26 年一季度信用利差走势主要分为两阶段，第一阶段受配置盘驱动收窄，第二阶段为经济数据向好和通胀预期引导的分化。相较于市场的波动和分化，煤炭债利差持续收窄。
- 煤价上涨，业绩担忧情绪有所缓解。一季度煤炭价格走势并未延续去年四季度中开启的下跌趋势，而是呈现温和上涨。期间印尼减产、美伊冲突等海外多重利好催化煤价上涨预期，全年煤价中枢继续看涨。政策端继续坚持反内卷相关政策落地，国内供需数据有所改善。一季度煤价表现也在很大程度上缓解了市场对于煤企财务表现的担忧，相关主体的业绩改善值得期待。与此同时，尽管当前煤炭债平均期限小幅下降，但经历过较长时期的期限结构改善后，煤炭债策略空间仍然较大。
- 海外局势紧张，煤炭债下沉策略更具进攻性。海外局势复杂多变，可预测性偏弱、高波动性增加。而煤炭价格有望继续受益于能源替代逻辑、供给收缩等逻辑，叠加资产荒背景下，二季度部分下沉品种更具进攻性。
- 供应链风险影响有限。涉事主体处置风险态度积极，但要关注相关主体新发债情况。而潜在风险债务较为分散，预计风险事件对煤炭债公开市场影响有限。
- **风险提示：**行业景气度长期下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，信用事件冲击。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 煤炭行业基本面季度回顾.....	5
1.1 供给端：反内卷政策延续，一季度供应同比基本持平.....	5
1.2 进口煤：国际局势复杂，进口煤存在缩量预期.....	6
1.3 需求端：看好旺季需求.....	6
1.3.1 价格与盈利：价格慢牛走势，盈利担忧明显缓解.....	7
1.3.2 价格表现：一季度煤炭价格呈慢牛走势.....	7
1.3.3 收入情况：煤价上涨，营收同比接近回正.....	8
1.3.4 成本情况：营业成本小幅增长和各类费用有所分化.....	9
1.3.5 盈利情况：一季度行业毛利率有所波动.....	10
1.3.6 亏损面：2026 年以来亏损面继续改善.....	10
1.4 投资与杠杆水平：投资高增，杠杆合理.....	11
2. 煤炭债市场分析.....	13
2.1 一级市场：一季度煤炭债持续新增.....	13
2.2 二级市场：一季度煤炭债呈现进攻性.....	15
3. 投资建议.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 中国原煤累计产量及增速（%）	5
图 2： 15-26 年一季度中国原煤年度产量（万吨）	5
图 3： 中国进口煤累计产量及增速（万吨；%）	6
图 4： 中国进口煤季节分布（万吨）	6
图 5： 固定资产投资及分项投资增速（%）	6



图 6: 下游行业需求累计同比 (%)	6
图 7: 中国全社会用电量累计同比增速.....	7
图 8: 水电增速%.....	7
图 9: 秦港 5500 大卡平仓价走势.....	8
图 10: 京唐港主焦煤库提价走势 (元/吨)	8
图 11: 煤炭行业营业收入及增速 (%)	8
图 12: 煤炭行业营业成本及增速 (%)	9
图 13: 煤炭行业营业费用及增速 (%)	9
图 14: 煤炭行业管理费用及增速 (%).....	9
图 15: 煤炭行业财务费用及增速 (%)	9
图 16: 煤炭行业毛利率 (%)	10
图 17: 煤炭行业利润总额及增速 (%)	10
图 18: 煤炭行业亏损率 (%)	10
图 19: 煤炭行业亏损企业数量 (个)	10
图 20: 煤炭行业亏损企业亏损总额.....	11
图 21: 煤炭行业单位亏损金额.....	11
图 22: 煤炭行业固定资产投资额及增速.....	11
图 23: 煤炭行业资产负债率 (%)	12
图 24: 2022Q1-2026Q1 煤炭债净融资.....	13
图 25: 2026Q1 新发煤炭债外评等级分布.....	14
图 26: 2026Q1 新发煤炭债 YY 等级分布 (亿元)	14
图 27: 2026Q1 新发煤炭债期限分布 (亿元)	14
图 28: 2026Q1 新发煤炭债区域性质分布 (亿元)	14



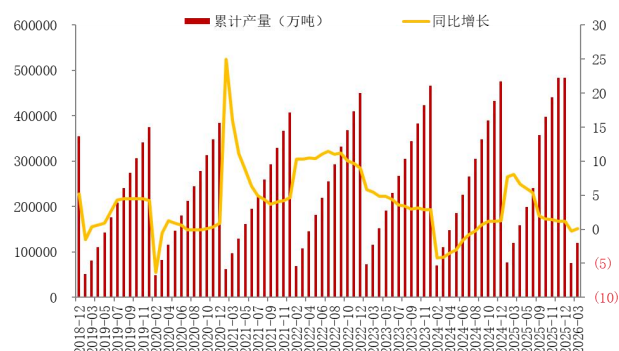
图 29: 2026Q1-2027Q4 煤炭债到期与回售.....	15
图 30: 2015Q4-2025Q3 存量煤炭债规模（亿元）.....	16
图 31: 2015Q4-2026Q1 存量煤炭债券种规模（亿元）.....	16
图 32: 2015Q3-2026Q1 存量煤炭债平均剩余期限（年）.....	17
图 33: 煤炭信用利差走势（BP）.....	18
图 34: 煤炭债期限利差走势（BP）.....	18
表 1: 原煤季度产量分布.....	5

1. 煤炭行业基本面季度回顾

1.1 供给端：反内卷政策延续，一季度供应同比基本持平

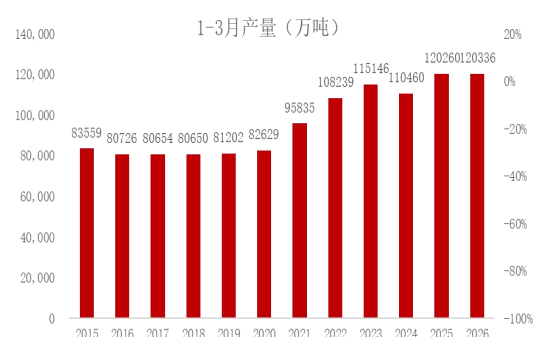
26 年一季度供给同比基本收缩，反内卷政策持续落实。26 年一季度原煤产量同比基本持平，尽管一季度国际局势纷繁复杂，但国内煤炭供应仍然相对稳定，反映出反内卷政策仍然在延续。若后续政策延续，预计国内供给较难大幅增长。

图 1：中国原煤累计产量及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：15-26 年一季度中国原煤年度产量（万吨）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

一季度产量同比基本持平，环比下降。一季度原煤产量实现 12.03 亿吨，同比减少 0.21%，环比减少 5.29%。

表 1：原煤季度产量分布

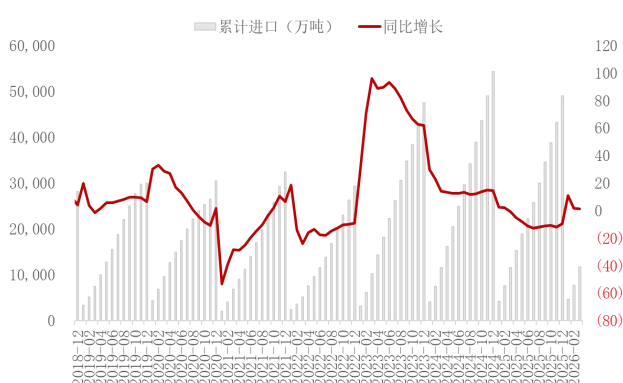
单位：万吨	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	80654	90066	88327	89839
2018	80650	88830	88412	94093
2019	81202	94003	96239	99067
2020	82629	97524	97482	103579
2021	95835	97170	98351	111260
2022	108239	110994	112982	116409
2023	115146	115700	115269	121706
2024	110460	116090	120137	127863
2025	120591	121366	116561	127057
2026	120336			

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 进口煤：国际局势复杂，进口煤存在缩量预期

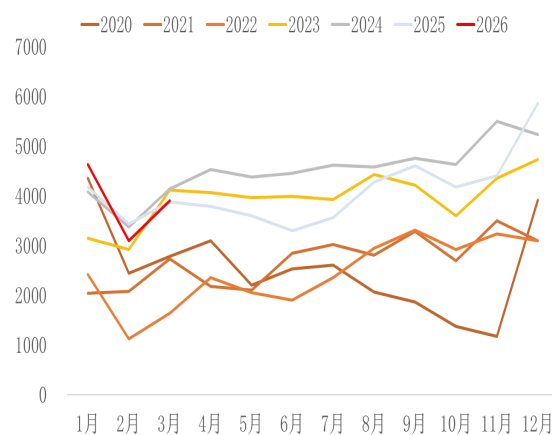
2026 年一季度进口煤小幅增加，未来存在缩量预期。2026 年一季度以来海外市场整体偏紧，一方面印尼减少 RKAB 和产量预期，全年对华出口预期大幅调整；另一方面，美伊冲突强化能源替代逻辑的同时也在边际上影响如外蒙古等煤炭进口来源国的供应。结合 26 年一季度以来的局势变化，全年进口煤存在缩量预期。

图 3：中国进口煤累计产量及增速（万吨；%）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 4：中国进口煤季节分布（万吨）



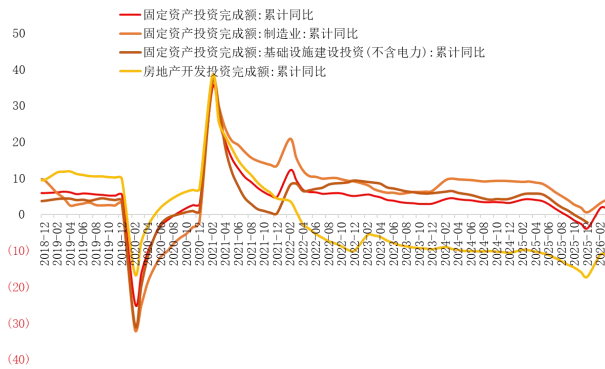
资料来源：海关总署，山西证券研究所

1.3 需求端：看好旺季需求

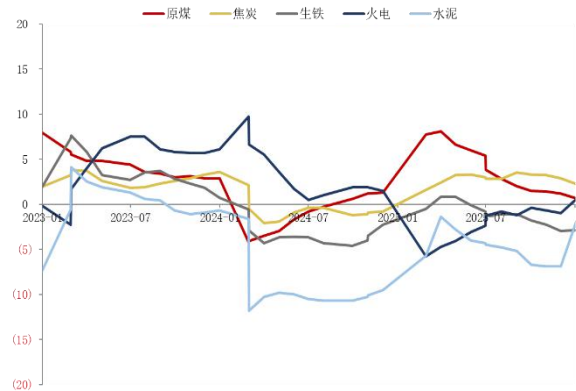
2026 年一季度需求有所支撑。从终端需求来看，一季度全社会用电量维持较高增速，带动火电发电量同比增长。非电需求中，焦炭增速尚可，美伊冲突下相关煤化工品种产量或将持续提升，进而带动煤炭需求。

图 5：固定资产投资及分项投资增速（%）

图 6：下游行业需求累计同比（%）

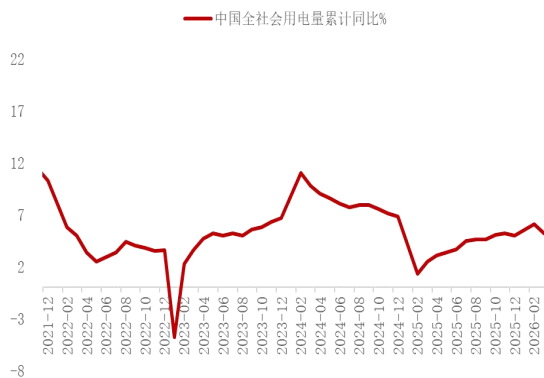


资料来源：国家统计局，山西证券研究所



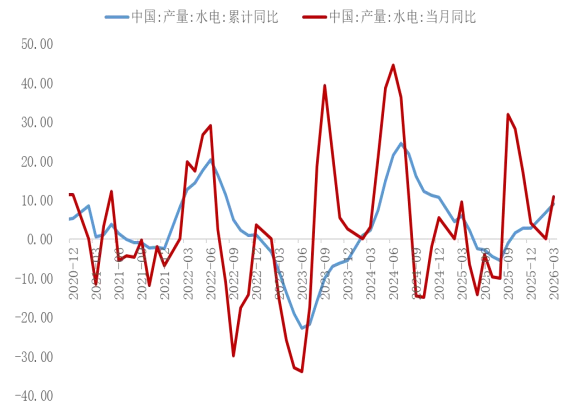
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 7：中国全社会用电量累计同比增速



资料来源：Wind，国家能源局，山西证券研究所

图 8：水电增速%



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.3.1 价格与盈利：价格慢牛走势，盈利担忧明显缓解

1.3.2 价格表现：一季度煤炭价格呈慢牛走势

2026 年一季度煤炭价格呈现慢牛走势。动力煤方面：2026 年以来，印尼减产、美伊冲突等利好频出，叠加国内电力和化工用煤需求表现具备韧性，供需存在一定缺口且有继续扩大趋势，国内煤炭价格走出慢牛格局。炼焦煤方面：一季度焦煤价格延续反内卷之后震荡格局，下游钢铁需求出现一些波动，若后续相关进口国出现扰动，焦煤价格看涨。



图 9：秦港 5500 大卡平仓价走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：京唐港主焦煤库提价走势（元/吨）

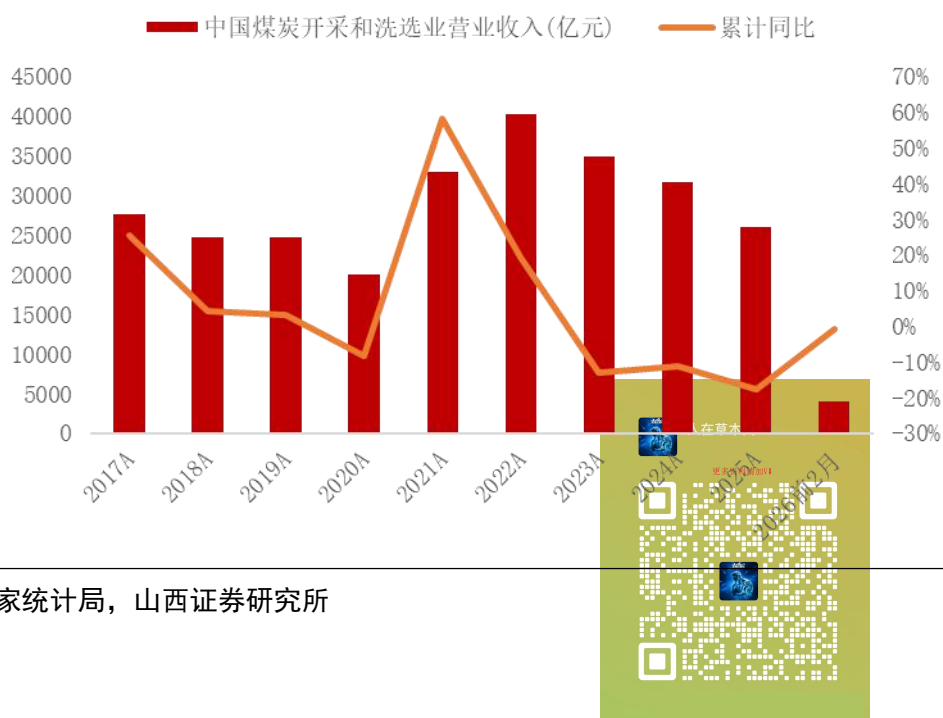


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3.3 收入情况：煤价上涨，营收同比接近回正

受价格影响，煤炭行业收入同比接近回正。2026 年前 2 月，煤炭行业实现营业收入 4000.6 亿元，同比降 0.9%。

图 11：煤炭行业营业收入及增速（%）

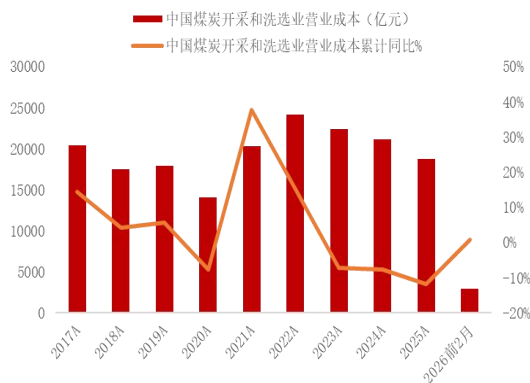


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.3.4 成本情况：营业成本小幅增长和各类费用有所分化

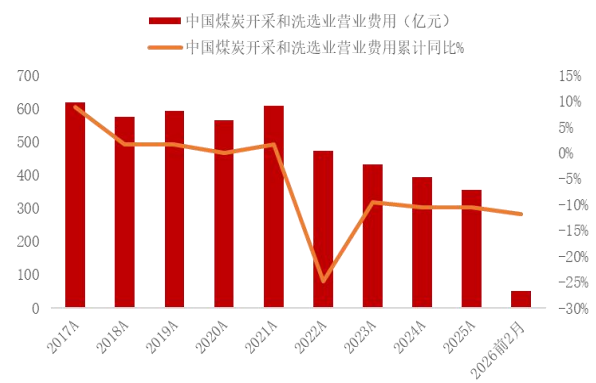
行业成本端同比有所分化。其中 2026 年前 2 月煤炭行业营业成本实现 2903.7 亿元，同比增 0.9%；营业费用实现 49.5 亿元，同比降 11.8%；管理费用实现 266.3 亿元，同比降 0.8%；财务费用实现 88.1 亿元，同比增 9.4%。

图 12：煤炭行业营业成本及增速（%）



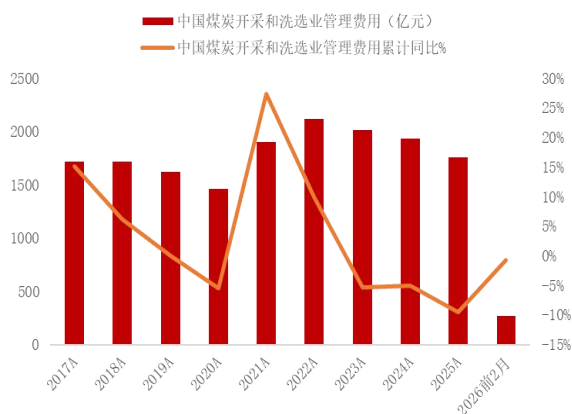
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 13：煤炭行业营业费用及增速（%）



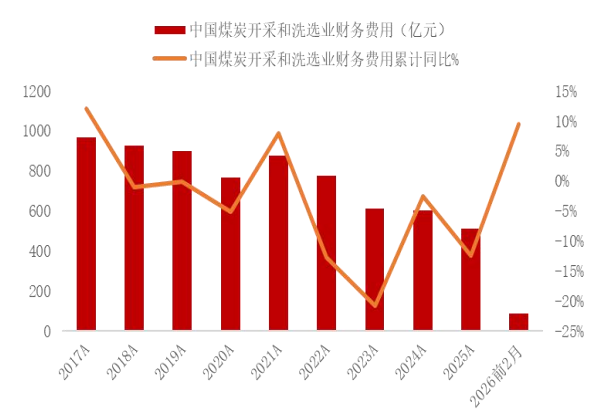
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 14：煤炭行业管理费用及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：煤炭行业财务费用及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.3.5 盈利情况：一季度行业毛利率有所波动

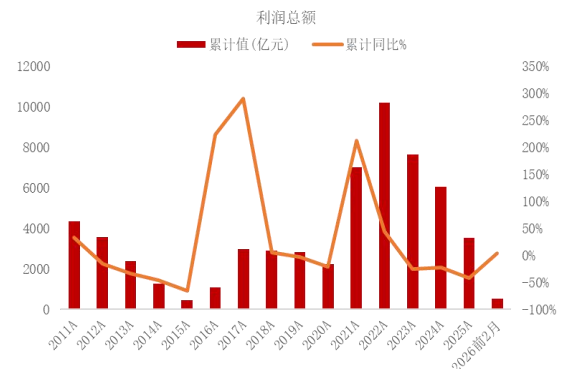
行业毛利率波动，利润总额同比增长。截至 2026 年 2 月，煤炭行业毛利率录得 27.42%，较去年同期有所回落。利润总额方面，2026 年前 2 月，煤炭行业实现利润总额 531.3 亿元，同比增 4.5%。

图 16：煤炭行业毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：煤炭行业利润总额及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.3.6 亏损面：2026 年以来亏损面继续改善

行业亏损面继续改善。一季度海外局势紧张，价格持续反弹，亏损面延续反内卷后的改善趋势。若价格持续走高，未来亏损面或继续改善。

图 18：煤炭行业亏损率（

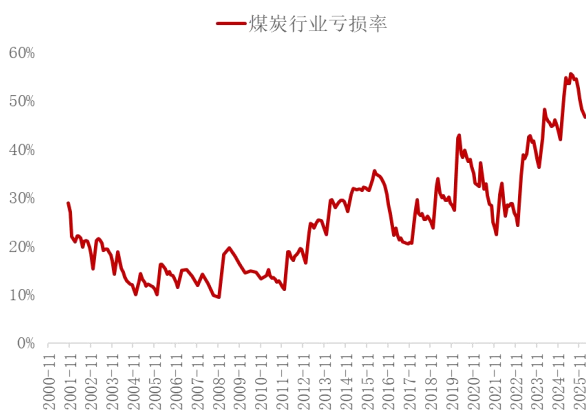
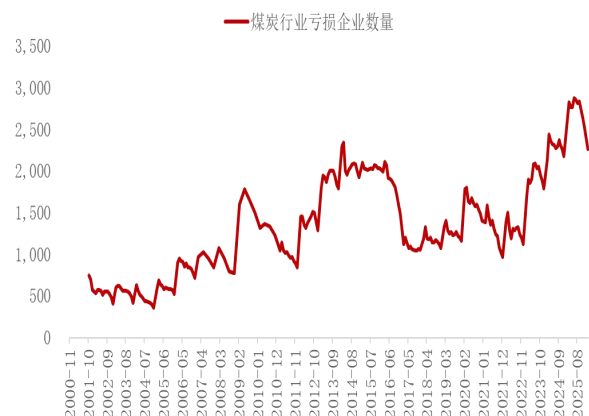


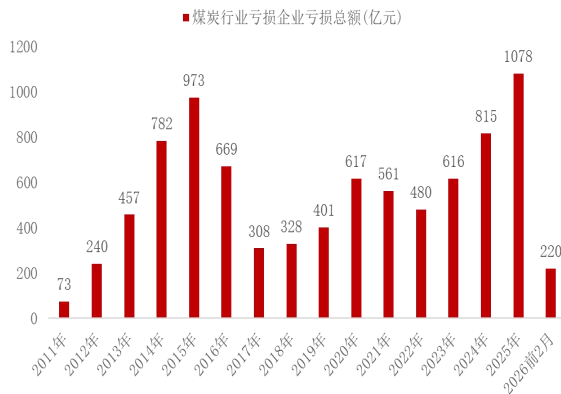
图 19：煤炭行业亏损企业数量（个）





资料来源：国家统计局，山西证券研究所

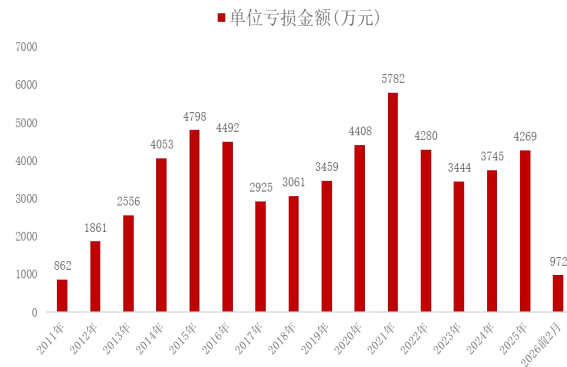
图 20：煤炭行业亏损企业亏损总额



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 21：煤炭行业单位亏损金额

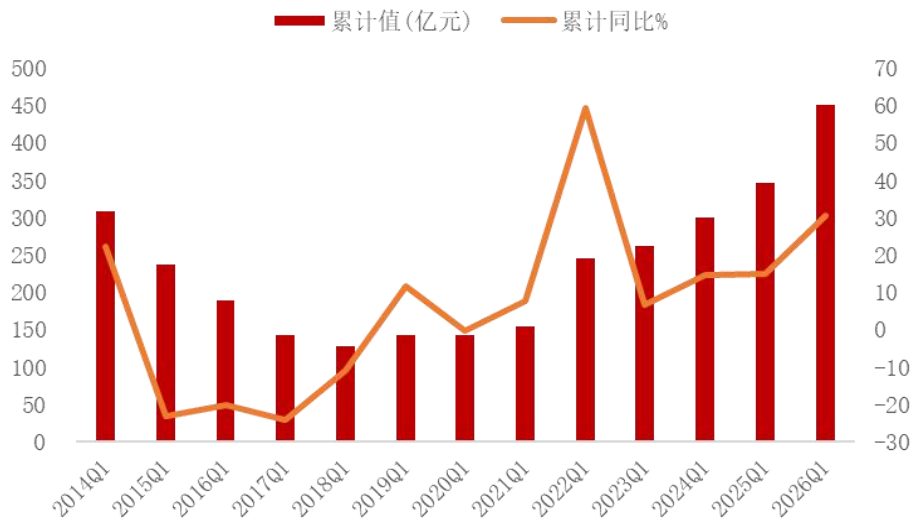


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.4 投资与杠杆水平：投资高增，杠杆合理

一季度煤炭行业固定资产投资快速增长，杠杆率相对合理。2026 年前 2 月煤炭行业固定资产投资实现 451.62 亿元，同比增长 30.6%。资产负债率方面，2026 年 2 月煤炭行业资产负债率实现 60.93%，整体较为合理。后续资本开支方向或主要来自于煤炭价格下行所带来的周期性的现金流补充、存量项目的继续投入、资源接续所产生的现金流出等。

图 22：煤炭行业固定资产投资额及增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 23：煤炭行业资产负债率（%）



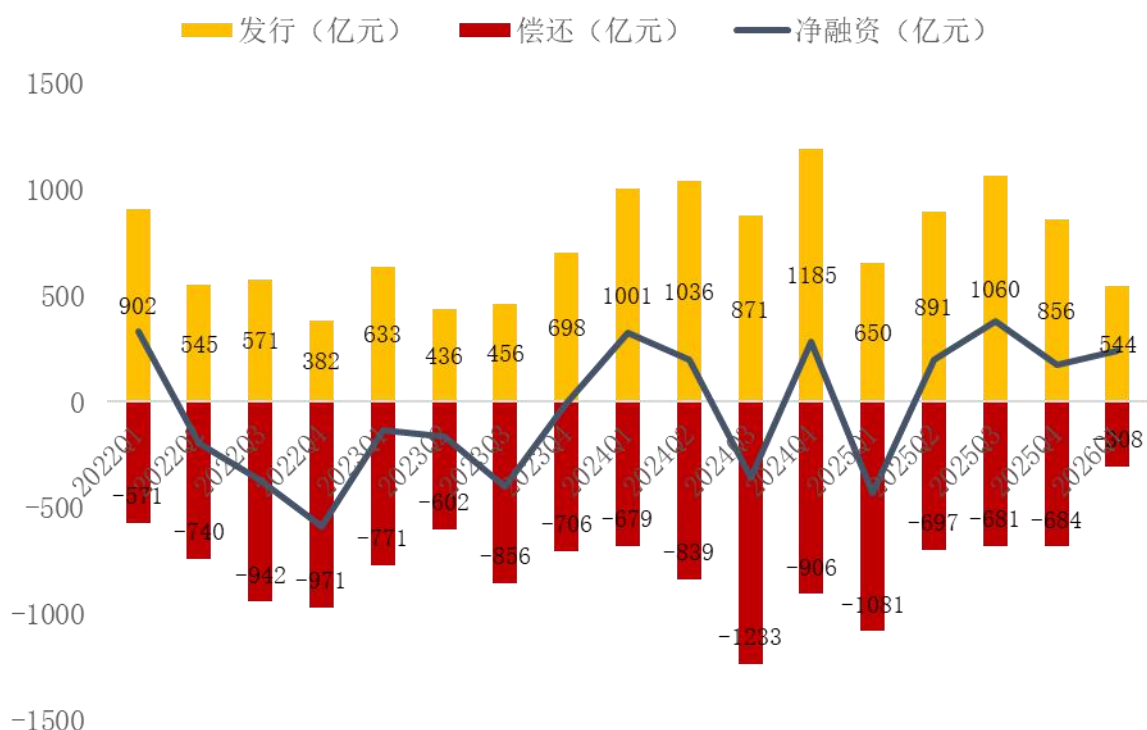
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2. 煤炭债市场分析

2.1 一级市场：一季度煤炭债持续新增

一季度煤炭债净融资额维持正增。2026 年一季度煤炭债新发行量环比有所减少，偿还量环比大幅减少，净融资额维持正增。其中，煤炭债新发行 544 亿元，偿还 308 亿元，净融资 236 亿元，环比增 64 亿元。

图 24：2022Q1-2026Q1 煤炭债净融资

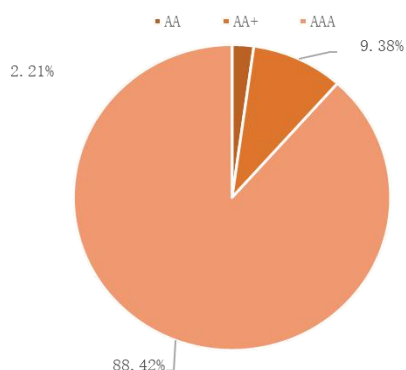


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

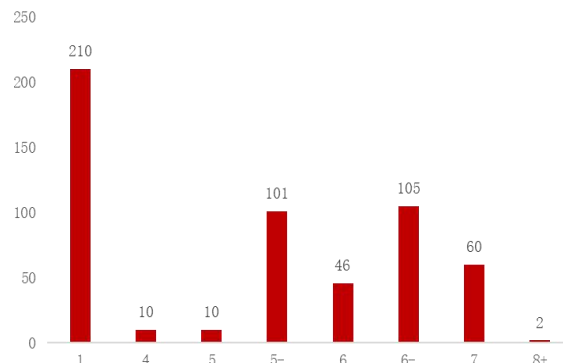
一季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 88.42%，AA+占 9.38%。从 YY 评级上看投机级占 39.15%，投资级占 60.85%，其中 1、6-、5-发行量较大。

图 25：2026Q1 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：2026Q1 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

一季度新发煤炭债中，0 到 1 年期占比较高，央企和山西国企占比较高。从期限分布看，1 年期及以内的 240 亿元，占 44.12%；1 年至 2 年期的 38 亿元，占 6.99%；2 年至 3 年期的 95 亿元，占 17.46%；3 至 5 年期的 153 亿元，占 28.13%；10 年期及以上的 18 亿元，占 3.31%。从区域分布上看，央企新发 220 亿元，占比 40.44%；山西省地方国有企业新发 192 亿元，占比 35.29%；河北省地方国有企业新发 45 亿元，占比 8.27%；安徽省地方国有企业新发 30 亿元，占比 5.51%；陕西省地方国有企业新发 20 亿元，占比 3.68%；甘肃省地方国有企业新发 10 亿元，占比 1.84%；江苏省地方国有企业新发 10 亿元，占比 1.84%；新疆维吾尔自治区地方国有企业新发 10 亿元，占比 1.84%；山东省地方国有企业新发 7 亿元，占比 1.29%。

图 27：2026Q1 新发煤炭债期限分布（亿元）

■ (0, 1Y] ■ (1Y, 2Y] ■ (2Y, 3Y] ■ (3Y, 5Y] ■ [10Y, ∞)

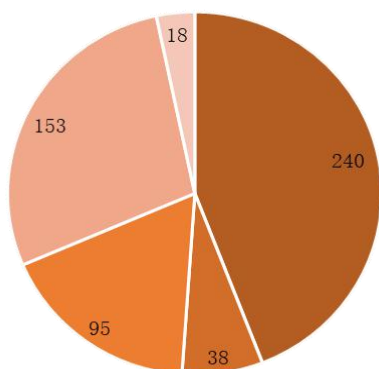
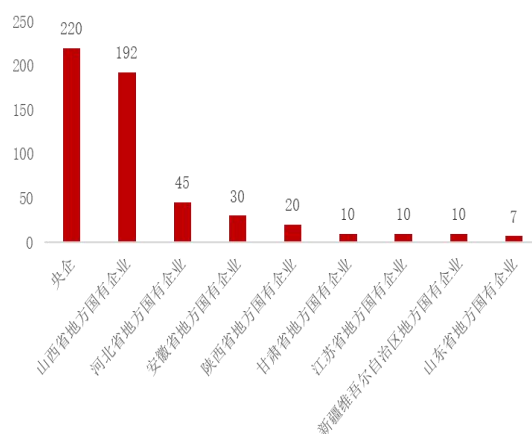


图 28：2026Q1 新发煤炭债区域性质分布（亿元）



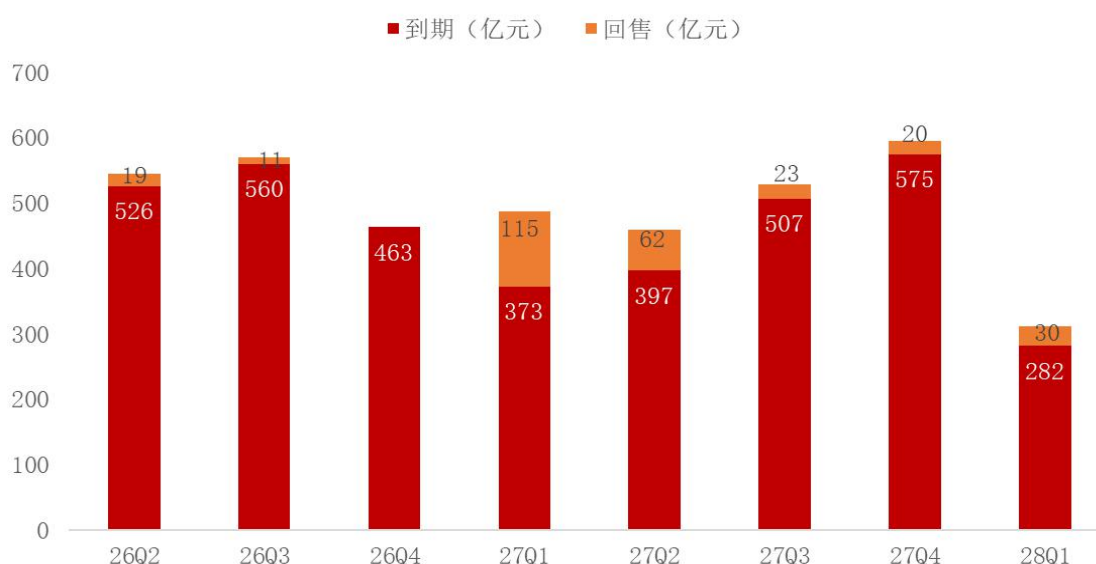
资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

一季度煤炭债无取消发行和推迟发行。

27Q4 和 26Q3 偿债量相对较大。2027 年四季度和 2026 年三季度煤炭债预计分别到期 575 和 560 亿元，回售含权分别为 20 和 11 亿元，2027 年四季度合计 595 亿元，2026 年三季度合计 571 亿元。

图 29：2026Q1-2027Q4 煤炭债到期与回售



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融和定向工具。

2.2 二级市场：一季度煤炭债呈现进攻性

一季度存量煤炭债规模较去年同期大幅增加。截至 2026 年 3 月，存量煤炭债 7753 亿元，较上年同期增加 20.73%。目前煤炭债存量规模仍明显低于永煤事件前夕的高点。



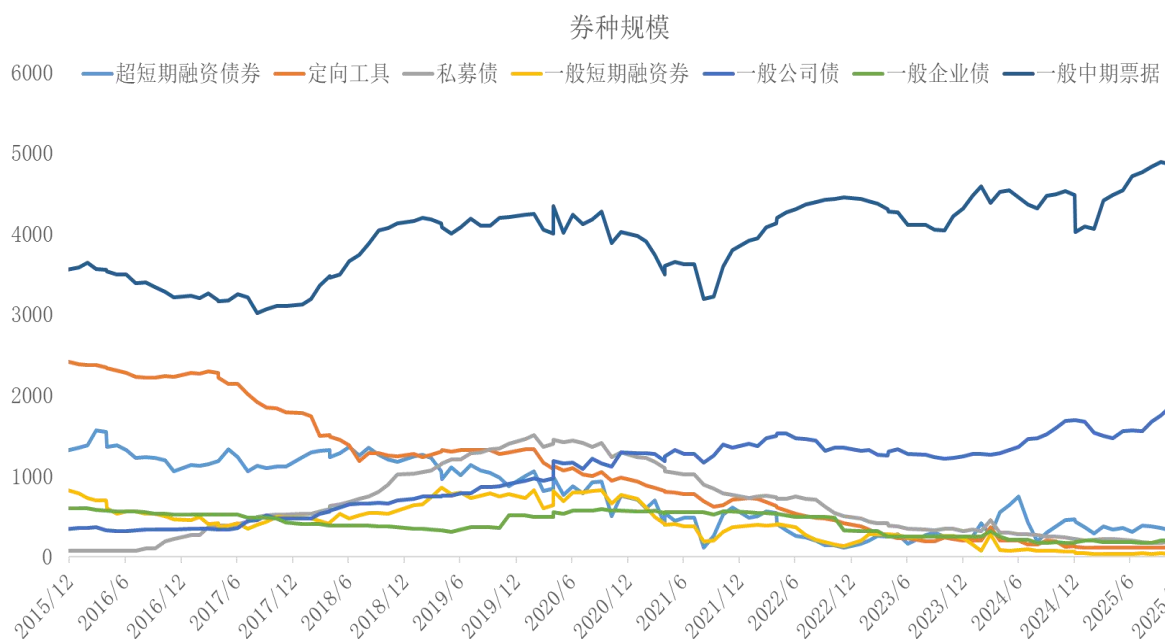
图 30：2015Q4-2025Q3 存量煤炭债规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

中票占煤炭债比重最大。截至 2026 年 3 月，中票占全部煤炭债的 63.73%。

图 31：2015Q4-2026Q1 存量煤炭债券种规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

煤炭债平均期限开始收缩。信用债市场一季度产业债和金融债的新发债期限均有不同幅度的收缩。一方面，为控制利率风险，理财、基金为主的广义基金偏好短久期，配置盘对长端支撑有限。另一方面，一季度利率下行，发行人倾向发短债锁定低成本。截至 2026 年 3 月，按余额加权法测算的煤炭债平均期限为 2.67 年，呈现显著收缩趋势。目前煤炭债平均期限仍远超过供给侧改革时期水平，行业期限结构较为健康。

图 32：2015Q3-2026Q1 存量煤炭债平均期限-余额加权法（年）



资料来源：Wind，山西证券研究所

一季度煤炭债表现略强于信用债市场。26 年一季度信用利差走势主要分为两阶段，第一阶段受配置盘驱动收窄，第二阶段为经济数据向好和通胀预期引导的分化。相较于市场的波动和分化，煤炭债利差持续收窄。一方面，一季度初期受益摊余债基驱动的配置浪潮，短端和长端煤炭债利差均有不同程度收窄。另一方面，一季度后半段海外局势严峻，煤炭基本面预期持续改善，而在此期间债券市场受到通胀交易的影响，但煤炭债作为周期品种表现出进攻属性，利差不断收窄且长端表现更优。

图 33：煤炭信用利差走势（BP）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：煤炭债期限利差走势（BP）



资料来源：DM，山西证券研究所

3. 投资建议

煤价上涨，业绩担忧情绪有所缓解。一季度煤炭价格走势并未延续去年四季开启的下跌趋势，而是呈现温和上涨。期间印尼减产、美伊冲突等海外多重利好催化煤价上涨预期，全年煤价中枢继续看涨。政策端继续坚持反内卷相关政策落地，国内供需数据有所改善。一季度煤价表现也在很大程度上缓解了市场对于煤企财务表现的担忧，相关主体的业绩改善值得期待。与此同时，尽管当前煤炭债平均期限小幅下降，但经历过较长时期的期限结构改善后，煤炭债策略空间仍然较大。

海外局势紧张，煤炭债下沉策略更具进攻性。海外局势复杂多变，可预测性偏弱、高波动性增加。而煤炭价格有望继续受益于能源替代逻辑、供给收缩等逻辑，叠加资产荒背景下，二季度部分下沉品种更具进攻性。

供应链风险影响有限。涉事主体处置风险态度积极，但要关注相关主体新发债情况。而潜在风险债务较为分散，预计风险事件对煤炭债公开市场影响有限。

4. 风险提示

行业景气度长期下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，信用事件冲击。

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转交给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
 电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
 华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

