仅供内部参考，请务必阅读

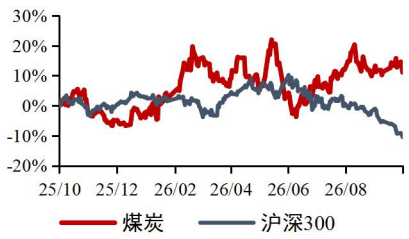
煤炭

2026 年三季度煤炭债复盘　　领先大市-A(维持)

金融支持实体方向不变，把握趋势下的做多机会

2026 年 10 月 22 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：

【山证能源】煤炭月度供需数据点评 9 月：煤价延续涨势，保供政策力度逐步增强 2026.10.20

【山证能源】煤价普涨库存回落，关注煤矿复产进度-行业周报（20261012-20261018） 2026.10.19

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：

- **山西矿难有利于行业长期健康发展，金融支持实体方向未变。**山西矿难后安监环境趋严，83 号文强化供给中期约束，同时 84 号文也加强了对国企煤矿的约束。事件对供给的影响不断升级，部分民营小矿存在退出的可能，考虑到本次事故对供给弹性已造成实质影响，预计事件影响大于“山西查三超”。现阶段预期复产节奏延后且复产后产量也难以达到事故前的水平。预计三季度事件对产量的影响将高于二季度，四季度是否能出现拐点有待观察。尽管事故导致部分煤企短期承压，但强监管环境下行业生态将有所优化，落后产能有望加速出清，行业长期发展向好。维持“山西矿难对煤企信用影响偏低”的判断，金融支持实体方向未变。
- **煤企业绩分化，山西信用一体化有所改善。**煤企中报业绩在各等级均有所分化，除山西矿难的影响之外，还存在公司治理等影响因素。结合当前政策环境，煤炭发债主体业绩改善仍需耐心。山西省属国企角度，减产后涨价对营收的影响偏中性，但成本管理的难度大幅提升。尽管部分弱资质主体业绩有待改善，但信用捆绑角度下，资质出现改善迹象，且财务统筹加速推进。虽然山西财务治理、矿权出让等大方向不变，但矿难或扰动既定节奏，也在一定程度对相关主体有所呵护。
- **三季度煤炭利差延续收窄趋势，具备超额利差的主体仍有进攻机会。**2026 年以来信用市场向好、产业债扩容，煤炭债作为产业债中可应对输入性通胀的品种，年初至今煤炭利差收窄，超额利差也明显压缩，显示出较强的进攻属性。部分弱资质主体信用展望稳定，当前仍有超额利差和接续需求，若后续市场趋势不变，建议把握相关主体下沉机会。
- **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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 煤炭行业基本面季度回顾 5

1.1 供给端：山西矿难后安监持续升级，三季度供应弹性大幅下降 5

1.2 进口煤：增量存在不确定性 6

1.3 需求端：趋弱 6

1.4 价格与盈利：价格上涨，盈利改善 7

1.4.1 价格表现：三季度煤炭价格继续上涨，焦煤波动更大 7

1.4.2 收入情况：煤价上涨，营收同比增长 8

1.4.3 成本情况：减产增加煤企成本管理难度，关注安全投入对成本的影响 9

1.4.4 盈利情况：三季度行业盈利能力持续提升 10

1.4.5 亏损面：继续改善 10

1.5 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：三季度煤炭债净融资量有所扩大 13

2.2 二级市场：三季度煤炭债存量提升，超额利差继续收窄 15

3. 投资建议 18

4. 风险提示 18

图表目录

图 1： 中国原煤累计产量及增速（%） 5

图 2： 15-26 年前三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（%） 7

仅供内部参考，请勿外传

图 6： 下游行业需求累计同比（%）.....7
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.....12
图 23： 煤炭行业资产负债率（%）.....12
图 24： 2022Q1-2026Q3 煤炭债净融资.....13
图 25： 2026Q3 新发煤炭债外评等级分布.....14
图 26： 2026Q3 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）.....14
图 27： 2026Q3 新发煤炭债期限分布（亿元）.....14
图 28： 2026Q3 新发煤炭债区域性质分布（亿元）.....14

仅供内部参考，请勿外传

图 29： 2026Q4-2028Q4 煤炭债到期与回售.....15
图 30： 2015Q4-2026Q3 存量煤炭债规模（亿元）.....15
图 31： 2015Q4-2026Q3 存量煤炭债券种规模（亿元）.....16
图 32： 2015Q3-2026Q3 存量煤炭债平均期限-余额加权法（年）.....17
图 33： 煤炭信用利差走势（BP）.....17
图 34： 煤炭债期限利差走势（BP）.....17

表 1： 原煤季度产量分布.....5

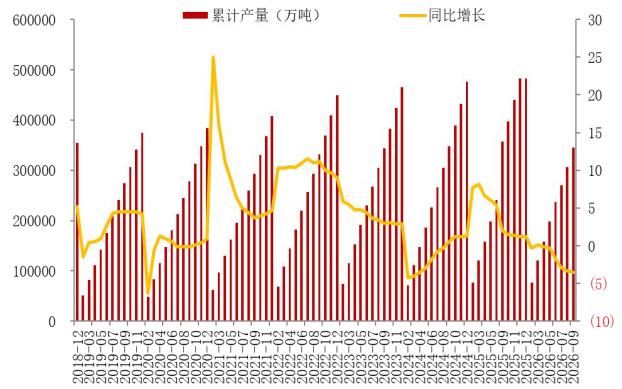
仅供内部参考，请勿外传

1. 煤炭行业基本面季度回顾

1.1 供给端：山西矿难后安监持续升级，三季度供应弹性大幅下降

26 年三季度安监升级，供应弹性大幅下降。26 年三季度原煤产量同比显著收缩，核心驱动为矿难后的安监升级，其中 83 号文和 84 号文对各主要产区的生产均有影响，主产区存在“复产慢”和“复工不复产”现象，国内煤炭供应弹性大幅下降。

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 年前三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

三季度产量同比大幅收缩，环比持续收缩。三季度原煤产量实现 10.90 亿吨，同比减少 6.47%，环比减少 6.16%。

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	116172	109016	

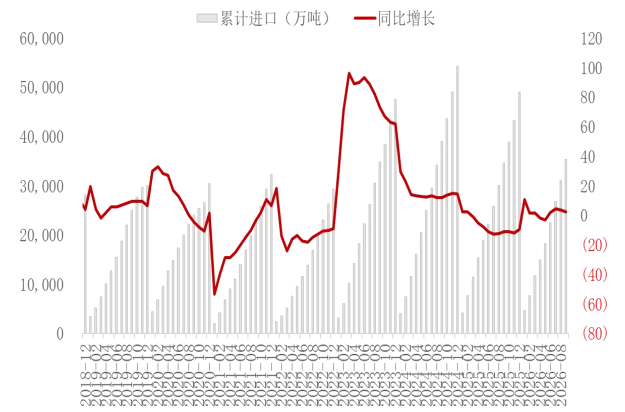
仅供内部参考，请勿外传

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 进口煤：增量存在不确定性

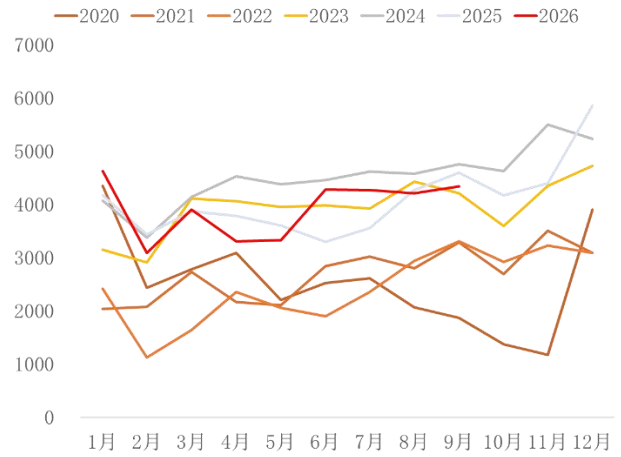
2026 年三季度进口煤维持高位，关注进口煤需求变化。2026 年三季度进口煤补缺口逻辑仍在，但进口增量存在不确定性，其中包括印尼出口管控、部分区域煤价与国内煤价倒挂、能源危机导致外蒙古运力受限、厄尔尼诺影响等因素。后续关注国内复产后对进口煤需求的影响。

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）



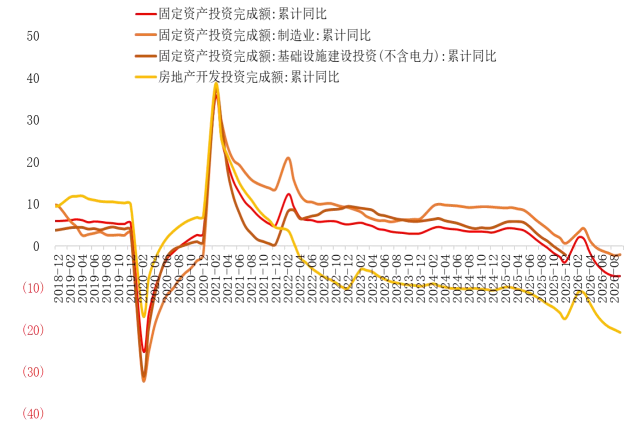
资料来源：海关总署，山西证券研究所

1.3 需求端：趋弱

2026 年三季度需求趋弱。终端需求偏弱。三季度全社会用电量边际回落，但水电增速明显放缓。强厄尔尼诺预期下，关注气候变化对火电需求的影响。非电需求中，国际局势复杂反复，相关煤化工品种产量或将持续提升，进而带动煤炭需求。

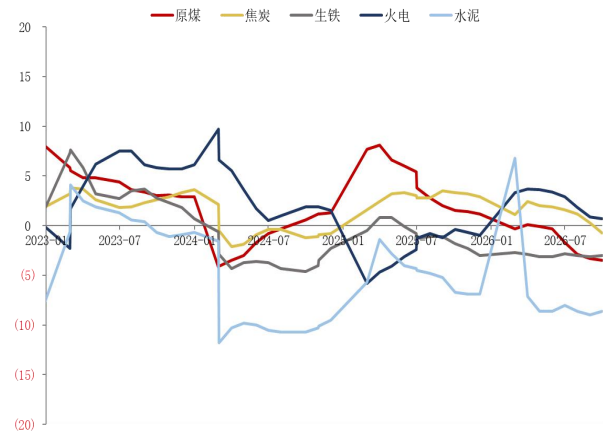
仅供内部参考，请勿外传

图 5：固定资产投资及分项投资增速（%）



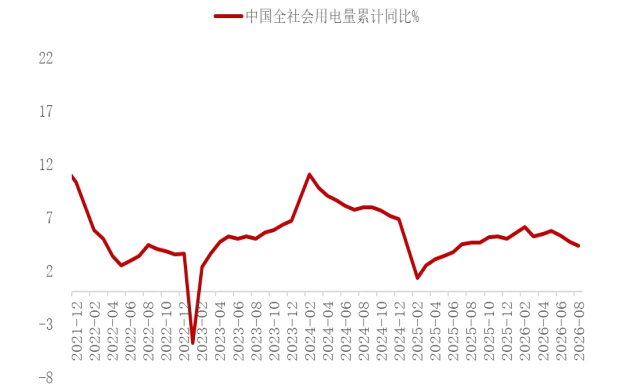
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：下游行业需求累计同比（%）



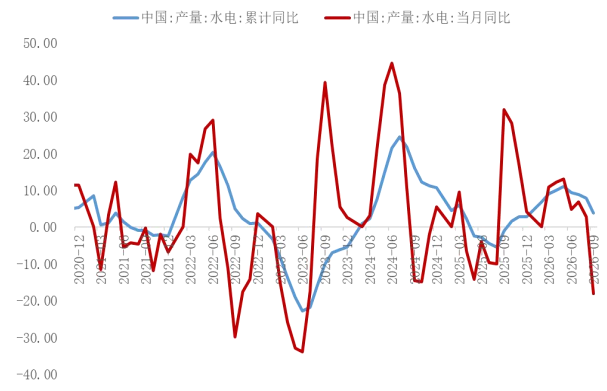
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

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



1.4 价格与盈利：价格上涨，盈利改善

1.4.1 价格表现：三季度煤炭价格继续上涨，焦煤波动更大

2026 年三季度煤炭价格坚挺，焦煤价格相对更加强势。动力煤方面：2026 年三季度加速上涨，核心驱动逻辑由海外扰动转为国内供应收缩，复产偏慢导致价格破千。炼焦煤方面：三

仅供内部参考，请勿外传

季度焦煤价格受益山西矿难形成的主焦煤供应收缩、外蒙古通关车数降低以及相对坚挺的铁水量，价格形成突破，走势较动力煤波动更大。

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

1.4.2 收入情况：煤价上涨，营收同比增长

受价格影响，煤炭行业收入同比增长。2026 年前 8 月，煤炭行业实现营业收入 18267 亿元，同比增 10.4%。

图 11：煤炭行业营业收入及增速（%）



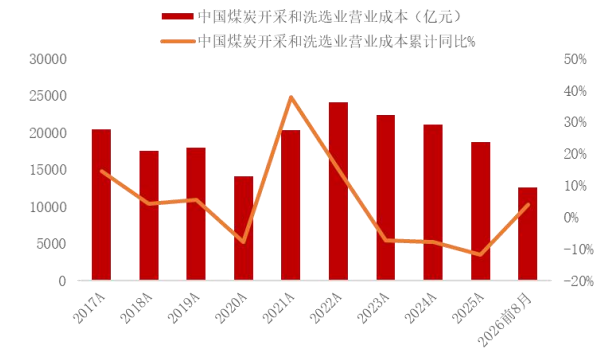
仅供内部参考，请勿外传

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.4.3 成本情况：减产增加煤企成本管理难度，关注安全投入对成本的影响

减产增加煤企成本管理难度，关注安全投入对成本的影响。其中 2026 年前 8 月煤炭行业营业成本实现 12573 亿元，同比增 4.1%；营业费用实现 219 亿元，同比降 2.7%；管理费用实现 1111 亿元，同比增 4.7%；财务费用实现 338 亿元，同比增 1.0%。

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（%）

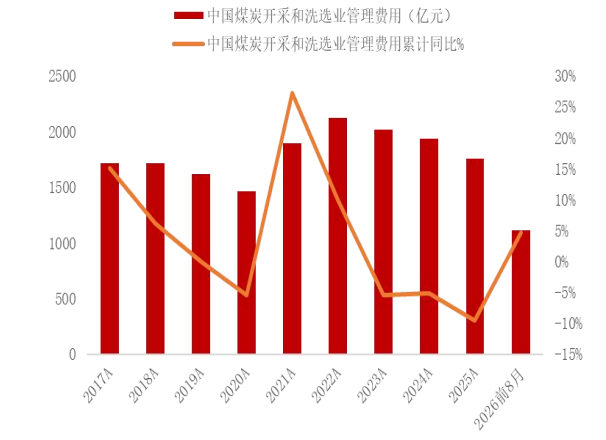
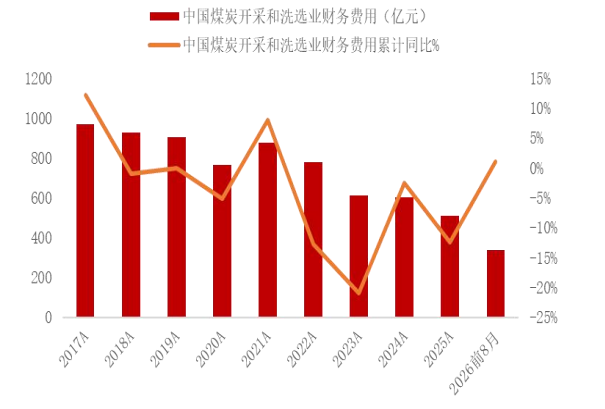


图 15：煤炭行业财务费用及增速（%）



仅供内部参考，请勿外传

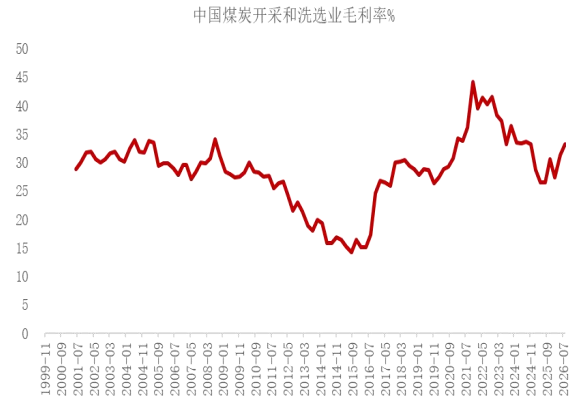
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.4.4 盈利情况：三季度行业盈利能力持续提升

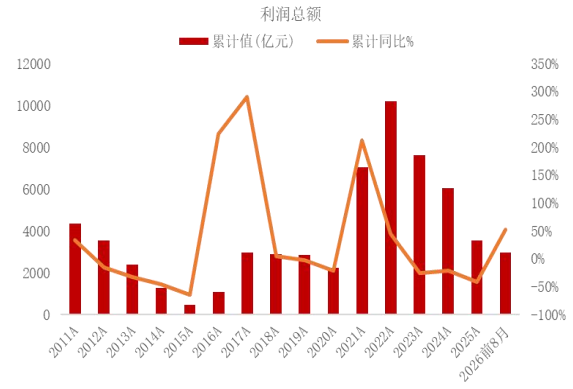
行业毛利率回升，利润总额同比大幅增长。截至 2026 年 8 月，煤炭行业毛利率录得 33.18%，较去年同期回升。利润总额方面，2026 年前 8 月，煤炭行业实现利润总额 2944 亿元，同比增 51.6%。

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

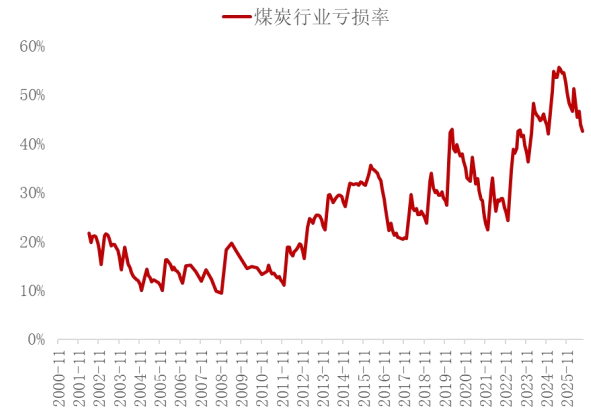
1.4.5 亏损面：继续改善

行业亏损面继续改善。三季度随着煤炭价格持续上涨，亏损面延续改善趋势。若价格持续走高，未来亏损面仍有改善空间。

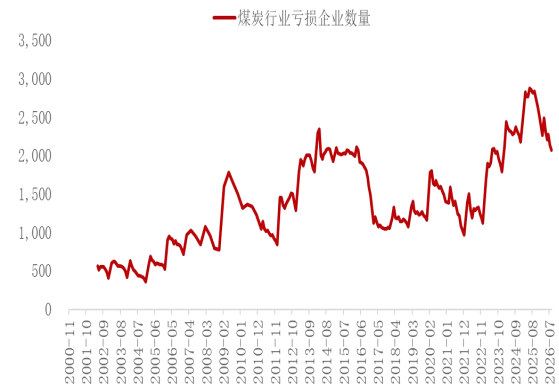
图 18：煤炭行业亏损率（%）

图 19：煤炭行业亏损企业数量（个）

仅供内部参考，请勿外传

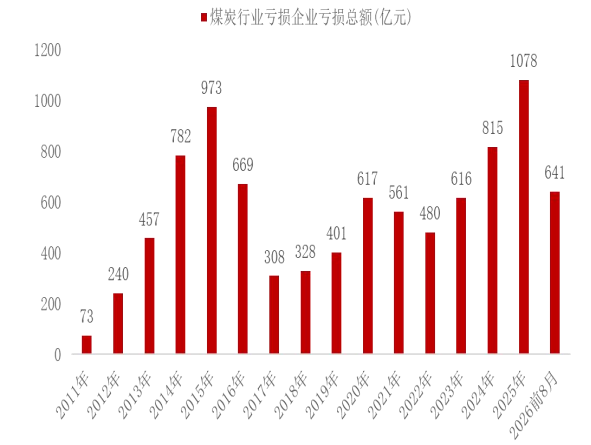


资料来源：国家统计局，山西证券研究所



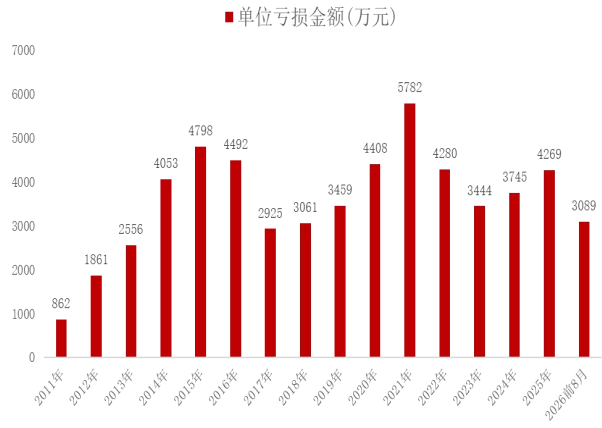
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 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

图 21：煤炭行业单位亏损金额



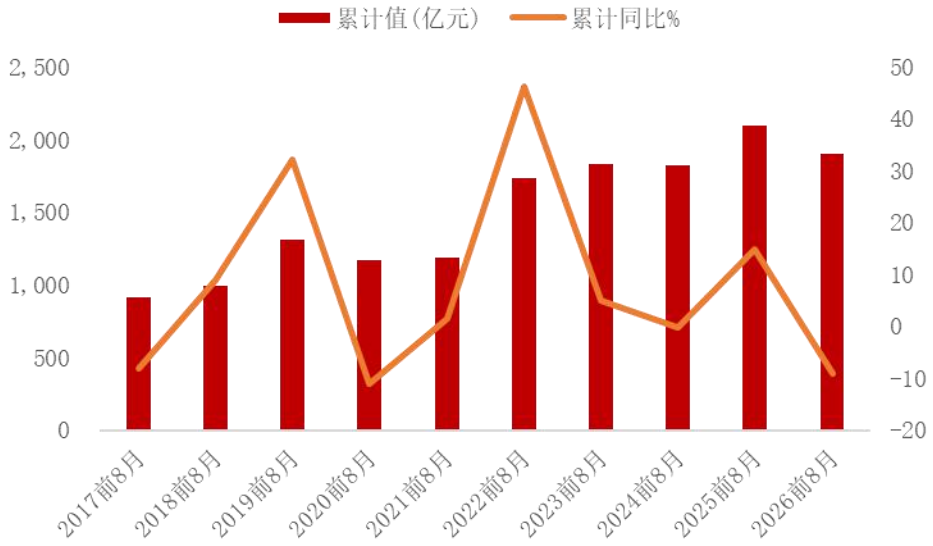
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.5 投资与杠杆水平：投资高增，杠杆合理

前 8 月煤炭行业固定资产投资收缩，杠杆率相对合理。2026 年前 8 月煤炭行业固定资产投资实现 1906 亿元，同比降 9.1%。资产负债率方面，2026 年 8 月煤炭行业资产负债率实现 60.7%，整体较为合理。后续资本开支方向或主要来自于减产后的补流、安全技改投入、存量项目的继续投入、资源接续所产生的现金流出等。

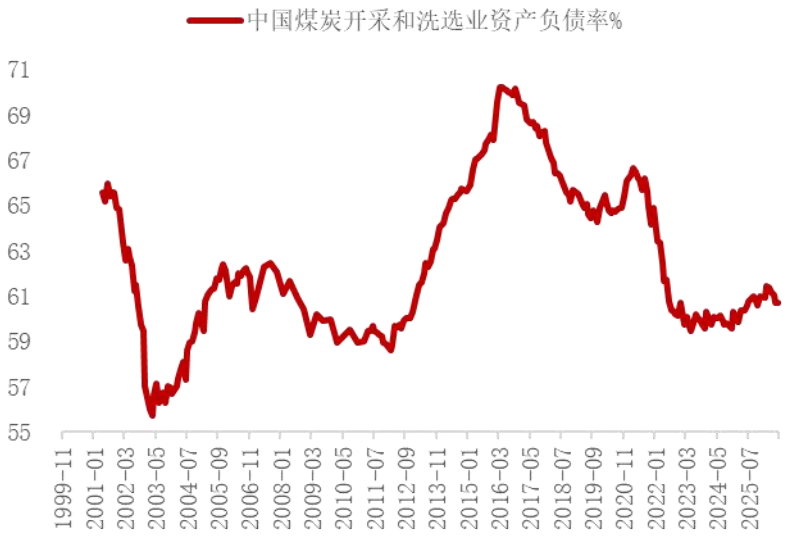
仅供内部参考，请勿外传

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

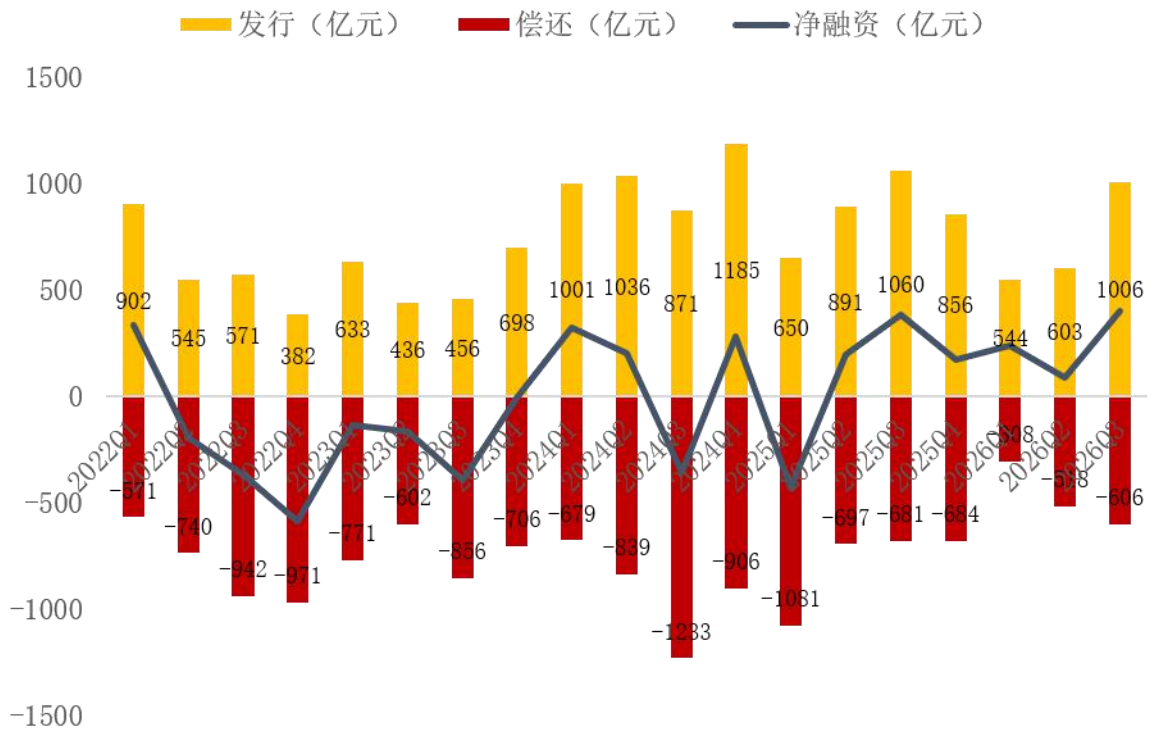
仅供内部参考，请勿外传

2. 煤炭债市场分析

2.1 一级市场：三季度煤炭债净融资量有所扩大

三季度煤炭债净融资额有所扩大。2026 年三季度煤炭债新发行量环比大幅增加，偿还量环比有所增加，净融资额环比有所扩大。其中，煤炭债新发行 1006 亿元，偿还 606 亿元，净融资 400 亿元，环比增 316 亿元。

图 24：2022Q1-2026Q3 煤炭债净融资



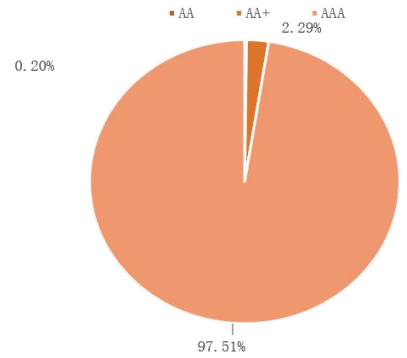
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

三季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 97.51%，AA+占 2.29%。从 YY 评级上看投机级占 27.44%，投资级占 72.56%，其中 1、6-、4 发行量较大。

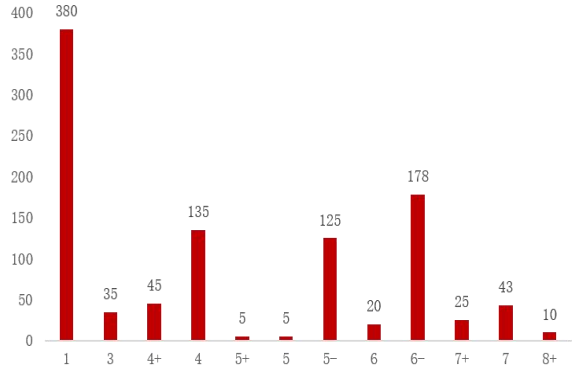
仅供内部参考，请勿外传

图 25：2026Q3 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：2026Q3 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

三季度新发煤炭债中，3 到 5 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 200 亿元，占 19.88%；1 年至 2 年期的 31 亿元，占 3.08%；2 年至 3 年期的 310 亿元，占 30.82%；3 至 5 年期的 395 亿元，占 39.26%；5 至 10 年期的 10 亿元，占 0.99%；10 年期及以上的 60 亿元，占 5.96%。从区域分布上看，央企新发 448 亿元，占比 44.53%；山西省地方国有企业新发 265 亿元，占比 26.34%；山东省地方国有企业新发 97 亿元，占比 9.64%；河北省地方国有企业新发 71 亿元，占比 7.06%；陕西省地方国有企业新发 65 亿元，占比 6.46%；河南省地方国有企业新发 25 亿元，占比 2.49%；安徽省地方国有企业新发 20 亿元，占比 1.99%；甘肃省地方国有企业新发 15 亿元，占比 1.49%。

图 27：2026Q3 新发煤炭债期限分布（亿元）

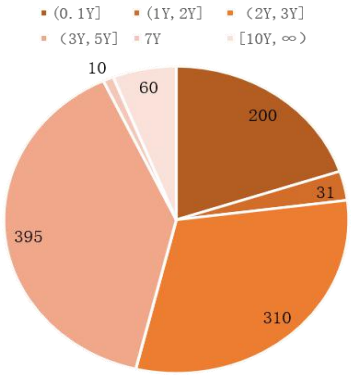
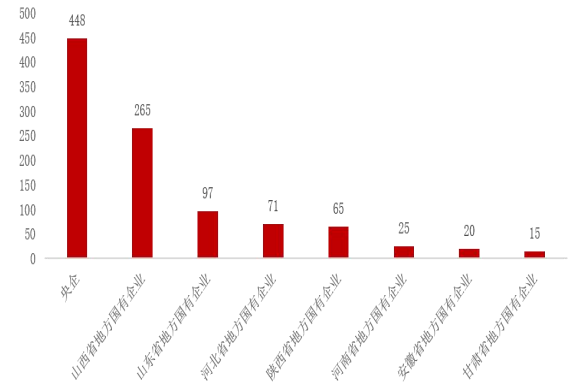


图 28：2026Q3 新发煤炭债区域性质分布（亿元）



仅供内部参考，请勿外传

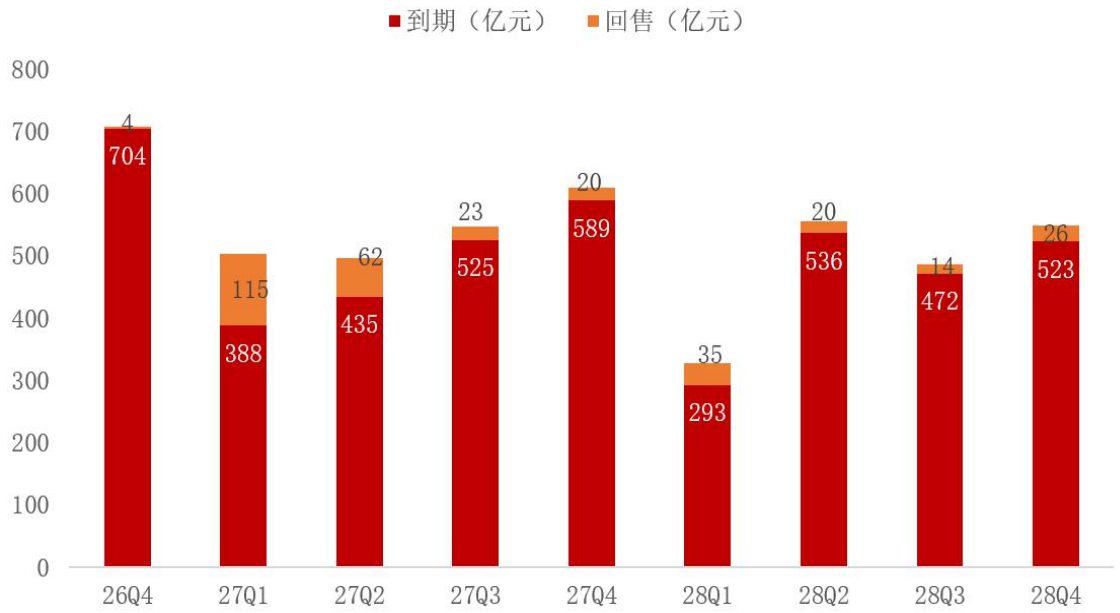
资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

三季度煤炭债无取消发行和推迟发行。

26Q4 和 27Q4 偿债量相对较大。2026 年四季度和 2027 年四季度煤炭债预计分别到期 704 和 589 亿元，回售含权分别为 4 和 20 亿元，2026 年四季度合计 708 亿元，2027 年四季度合计 609 亿元。

图 29：2026Q4-2028Q4 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：三季度煤炭债存量提升，超额利差继续收窄

三季度存量煤炭债规模较去年同期增加。截至 2026 年 9 月，存量煤炭债 8488 亿元，较上年同期增加 12.28%。目前煤炭债存量规模低于永煤事件前夕的高点。

图 30：2015Q4-2026Q3 存量煤炭债规模（亿元）

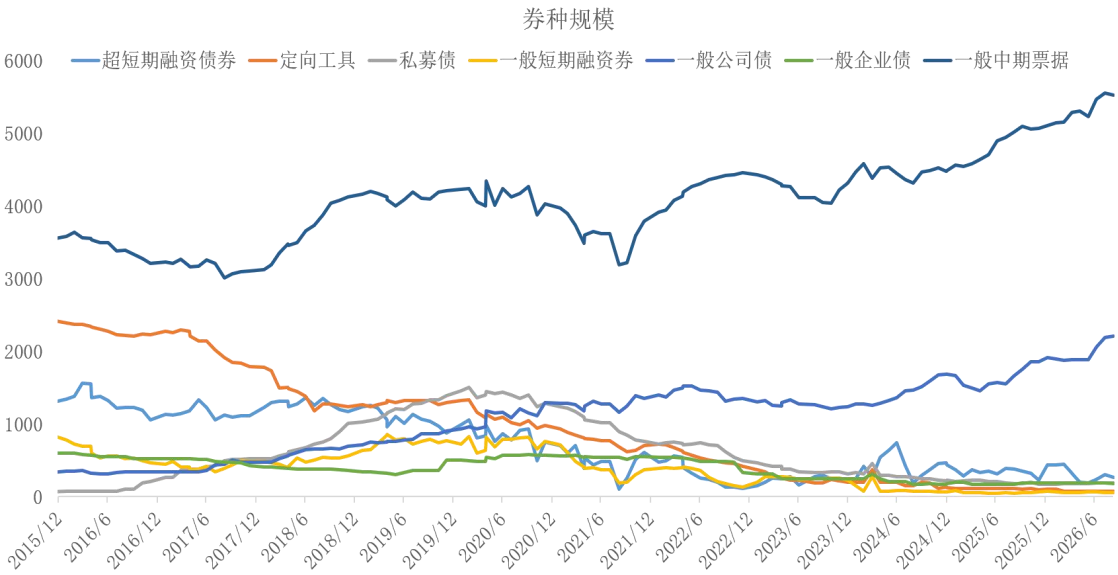
仅供内部参考，请勿外传



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 9 月，中票占全部煤炭债的 65.06%。

图 31：2015Q4-2026Q3 存量煤炭债券种规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

煤炭债平均期限环比拉长。截至 2026 年 9 月，按余额加权法测算的煤炭债平均期限为 2.74

仅供内部参考，请勿外传

年，季度环比呈现拉长趋势。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 32：2015Q3-2026Q3 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

三季度煤炭债超额利差持续收窄。三季度受益于信用市场资产荒大趋势，煤炭债利差持续收窄。期限利差方面，1Y、2Y 和 3Y 利差均有不同程度收窄，但收缩节奏不同，其中 3Y 持续性更强。煤炭债在流动性持续呵护和自身展望稳定的背景下，三季度超额利差继续被压缩。

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

仅供内部参考，请勿外传

3. 投资建议

山西矿难有利于行业长期健康发展，金融支持实体方向未变。山西矿难后安监环境趋严，83 号文强化供给中期约束，同时 84 号文也加强了对国企煤矿的约束。事件对供给的影响不断升级，部分民营小矿存在退出的可能，考虑到本次事故对供给弹性已造成实质影响，预计事件影响大于“山西查三超”。现阶段预期复产节奏延后且复产后产量也难以达到事故前的水平。预计三季度事件对产量的影响将高于二季度，四季度是否能出现拐点有待观察。尽管事故导致部分煤企短期承压，但强监管环境下行业生态将有所优化，落后产能有望加速出清，行业长期发展向好。维持“山西矿难对煤企信用影响偏低”的判断，金融支持实体方向未变。

煤企业绩分化，山西信用一体化有所改善。煤企中报业绩在各等级均有所分化，除山西矿难的影响之外，还存在公司治理等影响因素。结合当前政策环境，煤炭发债主体业绩改善仍需耐心。山西省属国企角度，减产后涨价对营收的影响偏中性，但成本管理的难度大幅提升。尽管部分弱资质主体业绩有待改善，但信用捆绑角度下，资质出现改善迹象，且财务统筹加速推进。虽然山西财务治理、矿权出让等大方向不变，但矿难或扰动既定节奏，也在一定程度对相关主体有所呵护。

三季度煤炭利差延续收窄趋势，具备超额利差的主体仍有进攻机会。2026 年以来信用市场向好、产业债扩容，煤炭债作为产业债中可应对输入性通胀的品种，年初至今煤炭利差收窄，超额利差也明显压缩，显示出较强的进攻属性。部分弱资质主体信用展望稳定，当前仍有超额利差和接续需求，若后续市场趋势不变，建议把握相关主体下沉机会。

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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发给他人，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

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

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

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

