

煤炭

煤炭行业信用分析报告

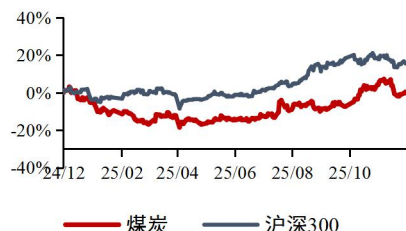
领先大市-A(维持)

煤炭行业信用风险观察与展望

2025 年 12 月 5 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】煤炭进口数据拆解：25 年 10 月进口环比收缩 2025.12.1

【山证煤炭】行业政策点评 2026 年电煤中长期合同点评：符合预期，港口基准价维持不变 2025.11.20

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

投资要点：

➤ “反内卷”扭转预期？：2025 年反内卷带动政策转向，煤炭价格反弹，尽管价格上涨超预期，信用市场对反内卷并不敏感。主要因为现阶段煤炭信用对于煤价变化相对钝化，而且前期跌价时煤炭相关债项并未出现显著风险释放。从核心宏观目标来说，反内卷主要是为了扭转通缩趋势，因此传导链条为“通缩→反内卷→盈利提升→通胀”，而通胀水平提升需要各环节维持合理利润。因此煤炭反内卷政策并非供应单向收缩，而是均衡统筹考虑。对比供给侧改革和山西查三超，反内卷和前两者底层逻辑不同，供给侧改革是债务驱动，山西查三超是安全驱动，反内卷是通缩驱动。预计反内卷对供应的压缩高于山西查三超，但低于供给侧改革。

➤ 2026 年煤炭供需展望：动力煤方面，2026 动力煤或整体处于紧平衡。反内卷后国内供应收缩，进口补充，政策二次转向后关注国内供应弹性变化。2025 年以来终端需求回落，下游需求结构存在分化。四季度需求超预期来自补库。上半年长协倒挂未实质触动长协体系，新长协方案向市场化方向小幅修正。预计 2026 上半年动力煤市场压力仍在但同比 2025 年同期会趋缓，电煤需求弹性大概率从 2026 下半年开始。中枢预测为 750 元/吨左右。炼焦煤方面，2026 年炼焦煤预计供应弹性来自海外，需求小幅收缩。25 年下游开工维持高位，铁水表现尚可。考虑前期钢厂减产传闻较多，炼焦煤需求表现略好于预期。需求表现好或与前期房地产拖累作用减弱有关，现阶段板材生产占主导，有力支撑铁水。短期需求持续性来自于冬储，2026 年需求或小幅收缩。2025 年反内卷之后，金融和实体共振，焦煤价格波动更大。2026 年炼焦煤价格中枢有望维持 1500-1600 元/吨。

➤ 信用基本面观察：煤炭债存量低于供给侧改革时期，存量目前围绕永煤事件爆发后的波动，新发债接续正常，行业负债率稳定，关注后续周期变化对企业融资需求的影响。受益于超长信用债发行浪潮，存量煤炭债平均期限屡创新高。信用利差处于低位，25 年以来机构“控久期”操作频繁，但期限利差有所分化。信用一体化方面，整体利息覆盖处于周期磨底阶段，反内卷后边际改善。

➤ 2026 年信用风险展望：反内卷修正底部预期，但若需求长期萎缩，煤价仍有下行风险。本轮煤炭信用周期特征更贴近供给侧改革前期而非永煤事件前期。当前煤炭债平均期限偏高，景气下行后机构对相关债项的久期控制或带来一定估值风险。低等级主体稳定性弱于中高等级，若煤价长期下行尾部主体风险释放概率提升。此外，煤价长期下行也将会对一体化中的低资质主



体利润、内部亏损面、现金流等有所冲击，“信用一体”或再次走向“信用分化”。

➤ **风险提示：**关注经济增速变化对煤价的影响；关注事件发生对煤炭行业带来的影响；关注流动性环境变化对煤炭债带来的影响。

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

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

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

