

大宗商品行业的危与机：地缘风暴下的趋势展望

2026 年 4 月 16 日

要点：

煤炭

- 作为“十五五”开局之年，2026 年动力煤需求受 AI、新能源等新基建快速发展、稳增长发力及全球能源冲击替代等因素影响有望小幅回暖，焦煤则因地产偏弱和钢铁调控延续弱势；
- “反内卷”边际调整供给，“保供”仍是核心底线，全球煤炭供需格局偏紧，我国原煤产量增速 0.5%-1.5%；
- 价格中枢回升，5500K 动力煤或处于 730-830 元/吨，行业利润较 2025 年有所回暖；
- 行业财务杠杆有所回落，流动性风险可控，行业信用质量稳定。

钢铁

- 2026 年，行业内需在房地产的拖累下仍将下降，但需求结构变化使制造业和基建的支撑对冲效应增强，降幅或收窄至 1%-3%；
- 需求收缩及“反内卷”背景下，供给继续压降，预计 2026 年粗钢产量 9.3-9.4 亿吨；
- 供需格局呈现“弱平衡”，钢价中枢较上年或能相对企稳，成本有所抬升，行业利润改善仍有赖于更为积极的供给端调控；
- 财务杠杆承压，内部分化明显，部分企业财务压力仍较为显著。

化工

- 原材料供给不确定性上升，成本显著抬升，地炼企业面临冲击，加速中小企业淘汰；
- 石化利润受“成本上升+供给收缩”双重因素影响，大炼化企业因产业链更全面或韧性更强；
- 煤化工受益于产品价格上涨，利润或有明显改善。

分析师

焦迪

北京

di.jiao@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

2026 年以来，美伊冲突持续升级，霍尔木兹海峡通行受阻、中东关键能源设施遭袭，全球能源市场遭遇新一轮供给冲击，原油价格中枢大幅上移，化工品供应链出现缺口。近期，虽然美伊双方已开启谈判，地缘局势出现缓和迹象，但前期受损的能源设施复产仍需时日，海峡通航的完全恢复也面临不确定性，全球原油及化工品的供给缺口难以在短期内弥合。在此背景下，周期性行业在成本抬升与供需再平衡中呈现分化，部分企业盈利承压、财务杠杆波动，但行业“反内卷”政策引导下的供给调节，也为价格提供了支撑。近年来，钢铁、化工、煤炭等行业经历了景气度的持续低迷或下行，即便在以

国企为主的发行人结构下，行业信用利差与其他产业类企业相较于处于相对高位。在当前安全资产收益率整体偏低、优质高息资产稀缺的环境下，周期性行业仍持续受到投资者关注。本文将从供需格局、价格走势、财务压力及流动性等维度，对煤炭、钢铁、化工行业 2026 年的运行趋势及信用质量进行分析及展望。

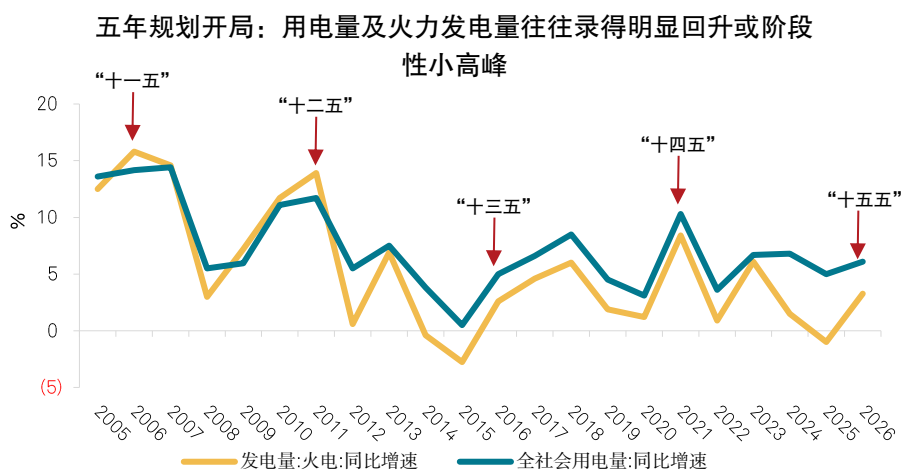
煤炭——供需紧平衡，利润有所回暖，信用质量稳定

需求侧：

- 2026 年作为“十五五”开局之年，AI、数字经济、新能源等新基建快速发展拉动电力需求，传统基建投资前置与稳增长政策作为托底，国内火电用煤需求有望小幅回暖；全球能源冲击，亦会带动煤炭替代需求上升；
- 而受地产链偏弱和钢铁产能产量调控因素影响，焦煤需求延续弱势运行。

我们预计，随着算力集群、特高压电网、新能源充电等新基建加快落地，高耗电新兴产业对电力需求的拉动作用将进一步凸显。新兴用电需求方面，AI 算力扩张及相关产业链正成为电力需求增长的重要引擎。根据中电联，2025 年我国互联网和相关服务业用电量同比增长 30.7%。传统需求方面，2026 年作为“十五五”开局之年，各地重大项目集中开工、基建投资适度前置，稳增长政策持续发力，将对工业用电和全社会用电形成托底。截至 2026 年 2 月末，全国基础设施投资同比增长 11.4%，2025 年全年为-1.5%。我们观察到，过去二十年间，全社会用电量及火电发电量增速在五年规划开局之年往往出现明显回升或阶段性小高峰。我们认为，在传统用能领域稳增长发力、新兴产业需求持续拉动的共同支撑下，2026 年作为“十五五”开局之年，将延续上述趋势，从而带动动力煤等需求的小幅回暖。

图1



同时，在全球能源市场受冲击波动的背景下，煤炭对油气的替代需求亦有望提升。高油气价格环境下，煤炭主要通过发电、供热直接替代以及煤化工原料转化两条路径实现对油气的替代。2026 年 2 月底以来，美伊局势持续紧张，虽近期有一定的缓和迹象，但谈判周期及结果仍面临很大不确定性，霍尔

木兹海峡航运风险仍然显著，对全球液化天然气贸易及石油运输形成明显扰动。2026年3月末，布伦特原油价格较冲突前上涨幅度超过50%，亚洲LNG现货价格基准JKM涨幅更是达到约90%。若高气煤比价格局势持续，煤电凭借成本经济性将成为日韩、欧洲等国家及地区的现实选择。此外，国际油价大幅上行推升化工品价格中枢，而煤价涨幅显著低于油价，亦将带动煤化工行业开工率提升，进而提振工业用煤需求。因此，我们认为在高油气价格环境下，国内外煤炭对油气的替代需求有望进一步增强，从而对国内煤炭需求形成外源性支撑。

而在焦煤需求侧，受地产链持续偏弱和钢铁产能产量调控影响，需求延续弱势运行。2025年，我国房屋新开工面积和房屋施工面积分别同比下降20.4%和10.0%，房地产用钢需求仍处调整期。粗钢产量方面，2025年中国粗钢产量同比下降4.4%至9.61亿吨，为2020年以来首次降至10亿吨以下。我们预计，在需求不足、“反内卷”等供给侧调整政策下，2026年粗钢产量将继续压减，焦煤需求难有起色。

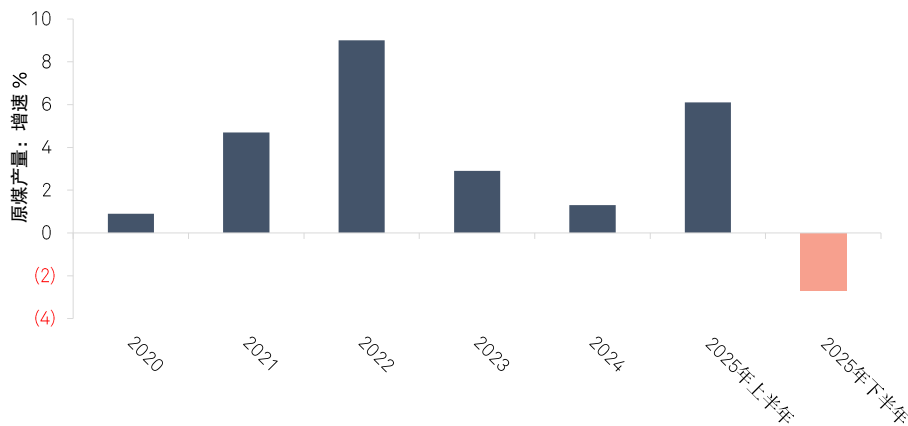
供给侧：

- 2026年，行业“反内卷”等政策边际调整煤炭供给，“保供”仍是核心底线，我国原煤产量增速0.5%-1.5%；
- 印尼等主要出口国收紧煤炭出口政策，全球及国内煤炭供应格局整体偏紧。

我们发现，近年来煤炭行业供给侧调节的灵敏度明显高于钢铁等大宗商品领域。从增产端看，2021年能源短缺后，国家加速新矿井审批与产能释放，叠加技术进步推动产能建设周期缩短至1-1.5年，2021-2023年原煤产量增速分别达到4.7%、9.0%和2.9%，煤炭供应紧张状况逐步缓解。从减产端看，“反内卷”政策效果同样显著。2025年7月，国家能源局印发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，以“查超产”形式推进煤炭领域“反内卷”行动，2025年下半年全国原煤产量同比下降2.7%，而上半年同比增速为6.1%，减产效果明显。

图2

政策在煤炭供给侧调节灵敏度较高



资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，在国内煤炭需求边际回暖、地缘冲突冲击能源安全等背景之下，2026年煤炭行业的“反内卷”政策或主要为边际供给调节因素，煤炭作为能源安全的“压舱石”，“保供”仍是行业核心底线，预计全年原煤产量增速或处于0.5%-1.5%。煤炭作为基础能源，既要支撑新型能源体系建设，又承担能源兜底保障责任。近年来，在能源安全保供与智能化、绿色转型高质量发展的双重驱动下，煤炭

固定资产投资持续较快增长，2020-2025 年复合增速达 12.6%，为能源保障提供了较为坚实的基础。此外，2025 年底，国家发展改革委印发《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》，将“电煤中长期合同”调整为“电煤保供中长期合同”，明确将电煤中长期合同提升至国家能源安全战略高度。我们认为，在保供底线思维下，供给端政策虽阶段性收紧，但不会动摇国内煤炭稳定供应的根基。

图3



印尼等主要煤炭出口国收紧煤炭出口政策，亦或增加全球煤炭供应偏紧格局。近期，印尼能源与矿产资源部（ESDM）将 2026 年煤炭产量目标调整为 7.33 亿吨，此前该国曾计划将全年产量配额下调至 6 亿吨。印尼煤矿协会数据显示，2025 年该国煤炭产量 7.9 亿吨，出口约 5.4 亿吨，同比分别下降 5.5%、7.9%。我们认为，印尼收紧煤炭生产与出口，强化本国能源自主保障能力，符合应对全球能源资源竞争加剧的现状，作为全球最大的动力煤出口国，也在一定程度上加剧了全球煤炭供应紧张预期。

价格和利润：

- 价格中枢回升，5500K 动力煤价格中枢或处于 730-830 元/吨，行业利润较 2025 年有所回暖；
- 价格上限受冲突持续时间影响，但国内保供及长协机制有望抑制煤价大幅波动；

我们认为，需求小幅回暖及供给偏紧的供需格局会推动煤价中枢上移。中国作为煤炭生产和消费大国，价格变化主要受国内供需格局驱动，但同样会受到国际能源局势的影响，其传导路径包括能源替代、进口煤价变化等直接或间接渠道。根据历史价格分析，煤价与油价及气价均展现正向强相关关系，但在不同阶段时期和外界驱动因素条件下煤价与油气价格的相关性也呈现波动状态。如在较早期阶段，LNG 应用场景有限，煤炭与油气替代机制未成熟，相关性并不是很高；但在俄乌冲突、疫情后需求反弹这一全球能源紧张时期，能源替代效应显现出最大化程度，国内煤炭市场与国际联动紧密程度明显提升；而后续随着国内“保供稳价”政策发力，煤价受国际波动的传导效应减弱，我国市场独立性增强。我们认为，美伊冲突对国内煤价具有提振作用，若冲突持续时间延长或进一步推高价格上限，但国内煤炭保供及长协机制将降低煤价大幅波动的可能性。煤价回升将会带动 2026 年行业利润的回暖，但在基础煤价预期假设下，行业利润水平将仍低于 2024 年。

图4

煤价与油气价格走势相关性高



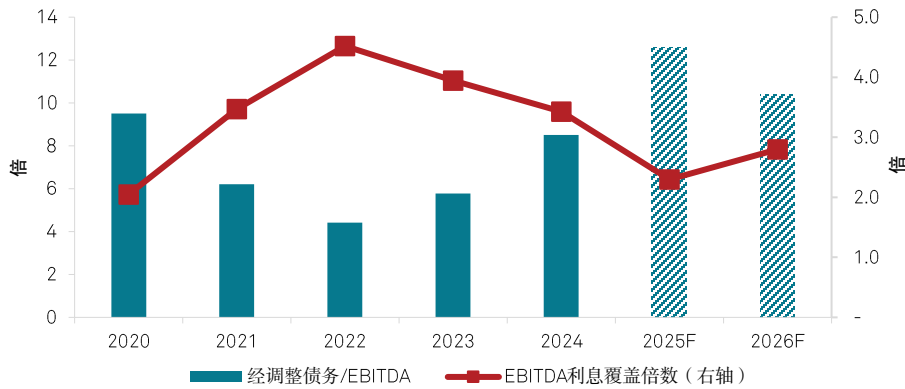
财务状况和信用质量：

- 2026 年行业财务杠杆有所回落，绝大多数样本企业 EBITDA 能保障对利息的覆盖；
- 流动性风险可控，行业信用质量稳定。

我们预计，2026 年随着行业利润回升，样本煤企经调整债务/EBITDA 中位数将有所回落，虽然仍处于偏高水平，但绝大多数企业的 EBITDA 足以覆盖利息支出。我们观察到，由于行业资本开支持续较强等因素，多数样本煤企在前几年的景气周期中扩张了债务规模；即便在 2025 年行业景气度明显下行，债务规模仍保持累积态势。尽管近年来煤炭企业留存了一定规模的在手资金，但债务的持续扩张使得其财务杠杆对周期波动更为敏感。整体来看，煤炭行业债务负担普遍偏重，财务杠杆水平高于多数产业类企业。经历一轮景气周期后，以经调整总债务/EBITDA 衡量的样本煤企财务杠杆在 2021-2023 年间虽有明显回落，但这主要得益于 EBITDA 的改善，债务规模实则仍在扩张。而随着煤价下行，2024-2025 年样本煤企的杠杆水平已显著升高。我们认为，2026 年行业利润修复、财务杠杆回落以及近年来积累的在手货币资金，将使多数煤企的流动性风险可控；但如果煤炭价格超预期下跌、融资环境收紧，部分债务负担重、盈利能力弱的企业的信用质量可能重新变得脆弱。

图5

行业财务杠杆和利息覆盖倍数变化情况



注：1.数据为20家样本企业中位数；2.F为预测数

资料来源：iFinD,标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

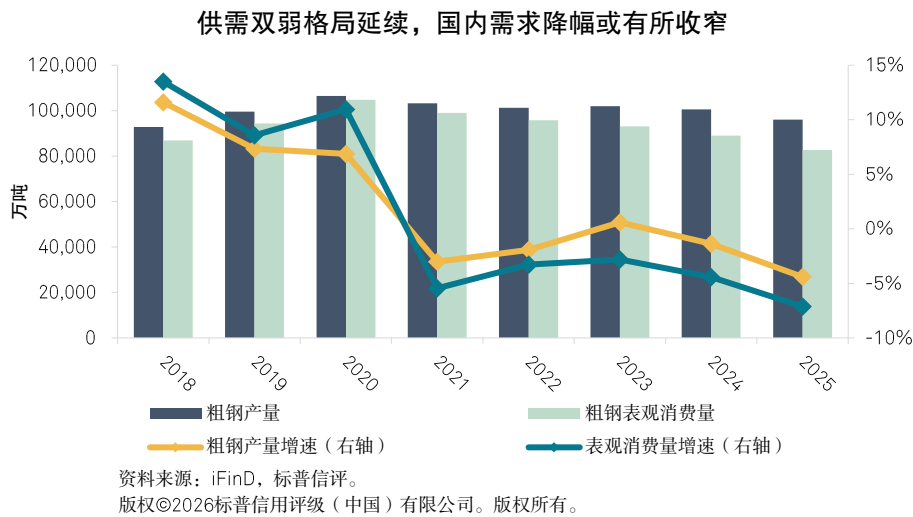
钢铁——需求曙光未见，行业杠杆继续承压，企业财务压力分化明显

需求侧：

- 2026年，钢铁行业内需在房地产的拖累下仍将下降，但需求结构变化使制造业和基建的支撑对冲效应增强，降幅或收窄至1%-3%；
- 出口拉动难以延续，对钢铁总需求的辅助支撑作用预计将有所减弱。

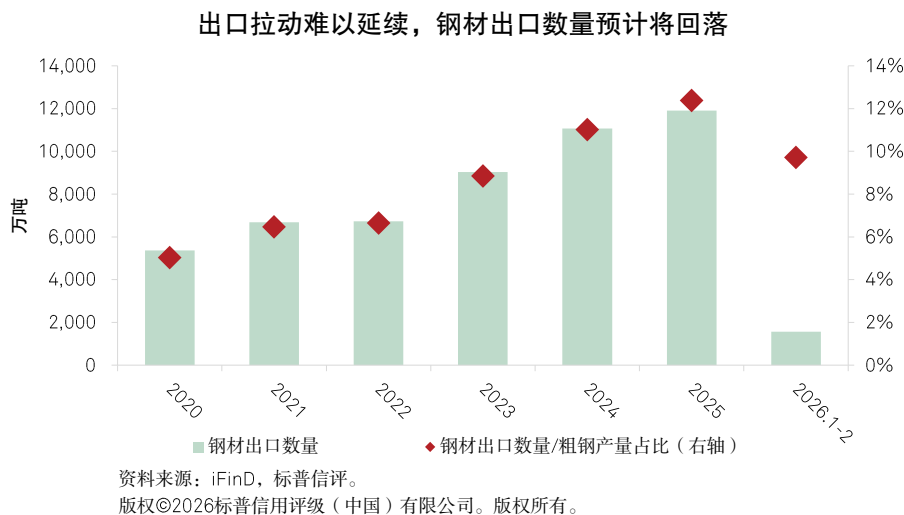
我们预计，2026年钢铁内需仍受地产拖累，但降幅有望收窄，叠加出口减弱，行业整体需求仍在寻底过程中。2025年，全年粗钢表观消费量约8.3亿吨，国内钢铁需求延续下滑，降幅较上年进一步扩大。从下游表现看，房地产仍是主要拖累因素，建筑工程投资和新开工面积同比分别大幅下降19.2%和20.4%。我们预计，2026年房地产建筑工程投资将进一步下滑约15%，新开工面积再收缩15%-20%，继续压制钢铁内需。积极因素在于，作为“十五五”开局之年，财政政策前置发力有望推动基建投资实现良性增长，同时制造业需求将保持稳健。2025年，基建固定资产投资、制造业固定资产投资、汽车、挖掘机产量同比增速分别为-1.4%、0.6%、9.8%和16.6%。由于房地产用钢需求已连续多年下滑，其在用钢结构中的占比较2020年前明显下降。我们预计，制造业和基建用钢需求对房地产下滑的对冲效应将增强，2026年我国钢铁内需降幅有望收窄至1%-3%。

图6



受上年抢出口形成的高基数、海外反倾销措施、关税壁垒、出口许可证管理等多重因素叠加影响，我们预计 2026 年出口对钢铁总需求的辅助支撑作用将减弱。近年来，国内钢铁需求持续疲弱，而出口的快速增长成为支撑钢铁总体需求的重要力量。2025 年，我国钢材出口规模达 1.2 亿吨，同比增长 7.5%；钢材出口量占粗钢产量的比重已从 2020 年的 5.0% 上升至 12.4%，出口需求对总需求的贡献度明显提升。进入 2026 年后，高基数效应将拖累出口同比增速，削弱其对总需求的边际贡献。其次，海外多国对中国钢铁产品发起反倾销调查并陆续裁定高额反倾销税，这直接抬升了出口成本。美国及欧盟等主要市场维持或进一步加征钢铁进口关税，叠加部分新兴市场跟进设置关税壁垒，使得中国钢铁出口的价格竞争力明显下降。此外，2026 年 1 月 1 日正式实施的出口许可证管理制度对部分钢铁品种实施配额或审批流程，增加了出口的时间成本和不确定性。我们认为，在上述因素的共同作用下，2026 年钢铁出口难以延续前期的拉动效应，出口需求或将有一定的回落。

图7



供给侧：

- 在需求继续收缩及“反内卷”背景下，供给将继续下降，预计2026年粗钢产量为9.3-9.4亿吨；
- 大幅度的行政性或自发性压产、减产的难度较大，可能性较低。

我们认为，当前钢铁行业的调控与发展政策思路清晰，核心围绕“反内卷、稳增长、优结构”展开。政策将加速缺乏成本与产品优势、环保不达标的中小型钢铁企业退出。行业供给将在“反内卷”政策与需求收缩的双重作用下进一步压降，但行政性及行业自发性大规模减产的难度较大，可能性较低。

2025—2026年，多项政策文件陆续出台，推动钢铁行业健康发展。其中，《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》与《钢铁行业产能置换实施办法》延续了粗钢产量压减政策，并修订产能置换办法，将产能置换比例提升至不低于1.5:1，明确2027年后全面取消产能指标交易置换。企业分级管理以《钢铁行业规范条件（2025年版）》为核心，构建“引领型规范企业—规范企业—不符合规范条件企业”三级差异化调控体系，产量指标向环保绩效优、能效水平高的优势企业倾斜。总体而言，本轮政策的核心是“减量提质”：严禁新增产能，淘汰落后低效产能，加大减量置换力度，引导行业从规模扩张转向结构优化。我们认为，这将加速部分中小钢企的退出，更有利于头部企业及行业长期健康发展。但与此同时，行政性大幅减产的可能性较低。原因在于上一轮供给侧改革已实现较大规模去产能，此后行业长期沿用减量置换思路，新建产能置换与环保改造等提升了在产产能的生产效率，产能过剩格局随着需求收缩进一步突显。行政性减产通常依赖环保限产等手段，但目前全国90%的钢铁产能已经实现了超低排放改造，该手段对产量的边际影响将趋于一般。

表1 2025-2026年钢铁行业相关政策

序号	政策名称	出台日期	发布单位	主要内容
1	2026年政府工作报告	2026年3月	国务院	将深入整治“内卷式”竞争列为年度经济重点工作重点任务；提出“综合运用产能调控、标准引领、价格执法、质量监管等手段，营造良好市场生态”；要求“实施碳排放总量和强度双控制度，完善碳排放统计核算、碳足迹管理体系，进一步扩大碳排放权交易市场覆盖范围”
2	《2024、2025年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案》	2025年11月	生态环境部	对钢铁行业碳配额分配确立三大原则，2025年成为钢铁行业纳入全国碳排放权交易市场的第一年；碳排放管控政策持续趋严，对高碳排放企业形成刚性约束
3	《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》	2025年10月	工信部	炼铁、炼钢产能置换比例不低于1.5:1（兼并重组取得的产能不低于1.25:1）；明确2027年后仅允许通过整体性兼并重组实现产能整合；强化产能置换与节能降耗、减污降碳政策联动，同步实施主要污染物排放、能源消耗和碳排放等量或减量置换
4	《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	2025年9月	工信部、自然资源部、生态环境部、商务部、市场监管总局	明确未来两年钢铁行业增加值年均增长4%左右；实施产能产量精准调控，严禁新增产能，继续实施粗钢产量压减政策；推进钢铁企业分级分类管理，引导资源要素向优势企业集聚；2025年底前80%以上钢铁产能完成超低排放改造
5	《钢铁行业规范条件（2025年版）》	2025年2月	工信部	首次提出“引领型规范企业”与“规范企业”评价体系，形成三级管理架构；基础指标包含基本要求、工艺装备、环境保护、资源消耗、安全生产、质量管理6项；引领指标包含高端化、智能化、绿色化、高效化、安全化、特色化6项（合计130分），引领型须总分≥80分；增加动态调整机制，每两年自查一次，不符合者降档或撤销公告

资料来源：政府网站，标普信评整理。

此外，我们认为，行业自发性减产也面临较多挑战。2021年以来，粗钢表观消费量降幅持续高于粗钢产量，生产端的刚性强于消费端，2025年我国全年粗钢产量9.6亿吨。我们认为自发性减产难度较大原因涉及多个方面：钢铁企业往往是地方经济的重要支柱，减产对就业、税收及上下游产业链的波及面较广；长流程高炉启停成本高昂，且伴随较高的安全生产风险；维持产量有助于企业保持自身

市场份额、摊薄单位固定成本；在周期低谷中，企业往往力争成为行业幸存者，通过维持生产加速淘汰其他竞争力不足对手。

综合而言，我们预计 2026 年钢铁供给将延续下降趋势，我国粗钢产量 9.3-9.4 亿吨。

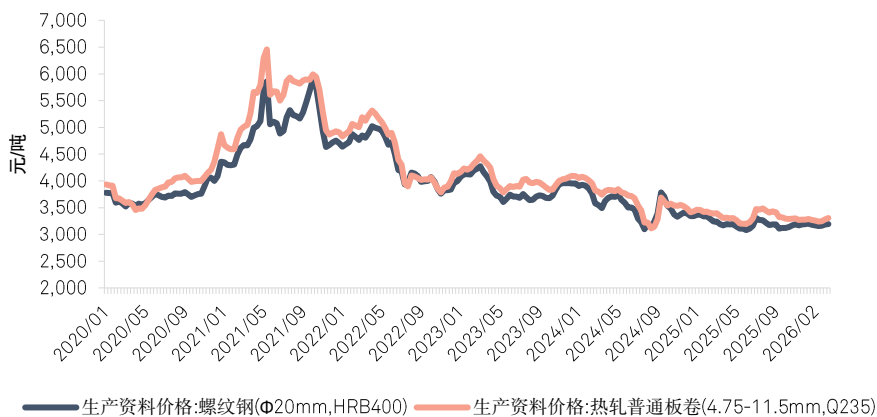
价格和利润：

- 2026 年钢铁行业或将呈现供需“弱平衡”，钢价中枢较上年或能相对企稳；
- 铁矿供需趋于宽松，焦煤价格或小幅上涨，钢企成本端有一定增长；
- 行业利润较 2025 年或有所收缩，改善仍有赖于更为积极的供给端调控。

我们预计，2026 年钢铁供需格局仍将呈现一定的结构性分化，建筑用钢需求偏弱，制造业用钢相对良好，总体钢价中枢较上年相对企稳。建筑用钢疲软主要受房地产投资低迷、新开工下滑及基建边际效益减弱影响，长材需求难有明显改善。制造业用钢韧性仍然较强，汽车、家电、船舶等行业受益于设备更新及出口等，板材及特钢需求或保持增长。从供给端看，粗钢产量在“反内卷”及产能调控政策下预计收缩至 9.3—9.4 亿吨。供需两端同步调整，2026 年钢铁行业或将呈现“弱平衡”，钢价中枢或能相对稳定。

图8

钢价中枢连续多年下跌，2026年或能有所企稳



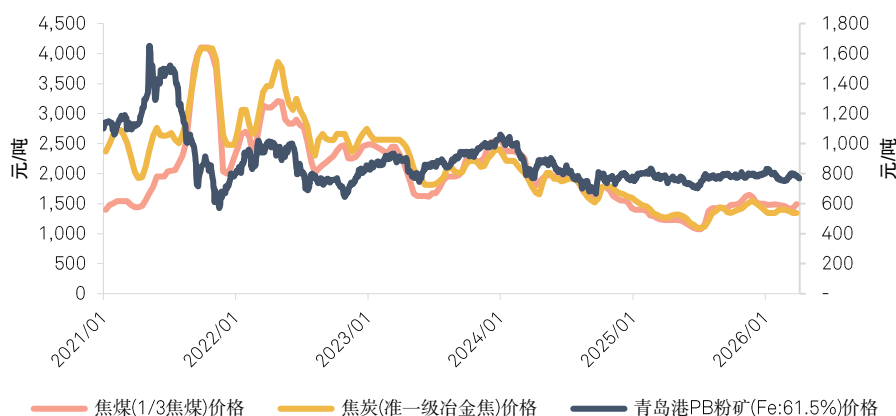
资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

成本方面，2026 年全球铁矿石市场处于产能扩张周期，随着几内亚西芒杜项目正式出货以及四大矿山稳产增产，全球供应持续增长；铁矿需求端则呈现结构性分化，中国需求边际走弱，而印度及东南亚等新兴经济体有所接续，我们预计全球铁矿石供需格局将逐步趋于宽松。然而，受能源冲击、钢厂补库以及矿山新增产能投产节奏等因素的影响，我们预计铁矿价格或呈现前高后低的走势。焦煤方面，虽然需求端表现偏弱，但供给亦受到有效节制，近年来焦煤的治超力度强于动力煤，叠加与动力煤的价格联动，我们认为焦煤价格存在支撑，或有小幅上行。

图9

2026年钢企成本端或有一定的抬升



资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，在钢价相对稳定、成本有所抬升的预期下，2026年钢铁行业利润或将有所收缩。钢价自2021年高位水平已连续四年回落，2025年螺纹钢价格已降至3,200元/吨左右，处于历史低分位水平。根据国家统计局数据，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额自2022年起较此前几年大幅下行；2025年行业利润出现回暖，主要受成本明显下降驱动。但我们认为，成本下行带来的利润回暖具有被动性，基础并不稳固，行业利润的改善仍有赖于更为积极的供给端调控。

财务状况和信用质量：

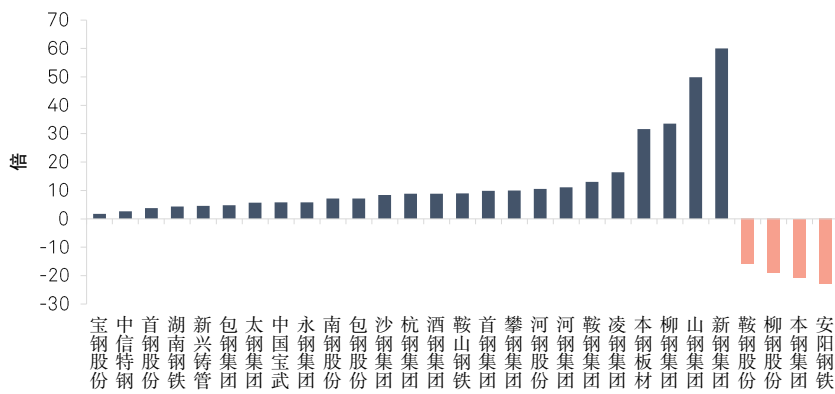
- 2026年行业财务杠杆承压，内部分化明显，部分企业财务压力仍较为显著；
- 以央国企为主的发行人结构有利于保持钢铁样本企业债务融资的持续性与稳定性；
- 但本轮周期低迷持续时间较长，仍需关注盈利弱、债务重企业的付息能力及再融资环境。

我们预计，2026年钢铁行业财务杠杆水平仍将承压，企业间杠杆分化明显，部分企业财务压力较大，对再融资的依赖度较高。目前来看，发债样本钢企普遍为中央或地方主要的钢铁生产企业，金融机构的信贷及资金支持较为稳定。

近年来，受利润与现金流收缩影响，钢铁行业整体债务规模呈上升趋势。2025年，随着行业利润复苏，债务规模也得到一定控制，财务杠杆水平较2024年有所回落。但受成本抬升影响，我们预计行业盈利回暖仍不稳固，2026年行业杠杆水平面临回升压力。从企业层面看，行业低迷时期不同企业的财务压力分化明显，部分企业盈利能力弱，且自身债务负担较重，在周期下行过程中EBITDA与财务杠杆波动剧烈，财务压力陡增，典型如安阳钢铁、本钢集团、凌钢集团、柳钢集团及股份、鞍钢股份等。另一方面，当前发债钢企以央国企为主，且银行融资在债务结构中占比较高，这有利于保持钢铁企业债务融资的持续性与稳定性。我们认为，在EBITDA等现金流指标能够覆盖利息支出的前提下，高杠杆钢铁企业的再融资或可保持相对稳定，但本轮钢铁行业周期低谷持续时间较长，行业利润复苏仍面临较大挑战。若行业盈利持续低迷，企业现金流持续难以覆盖利息支出，则需警惕该类企业的再融资稳定性风险。

图10

2022-2024年钢铁企业三年平均债务/EBITDA



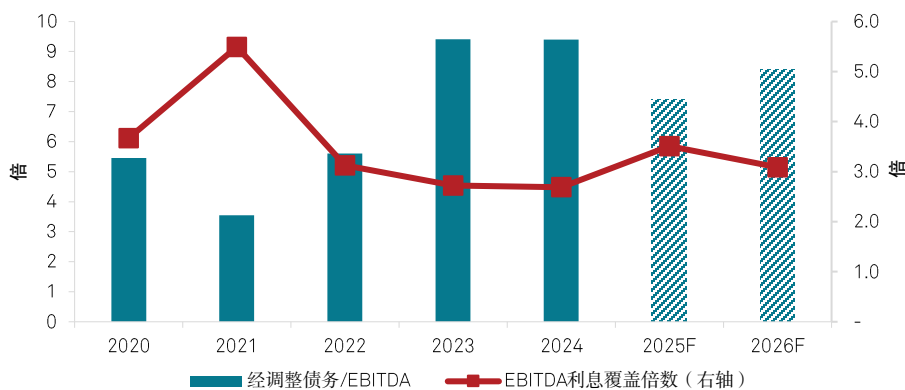
注：60倍以上不再详细展示。

资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11

行业财务杠杆和利息覆盖倍数变化情况



注：1.数据为29家样本企业剔除负数后的中位数；2.F为预测数

资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

化工——地炼加速淘汰，大炼化具备韧性，煤化工受益

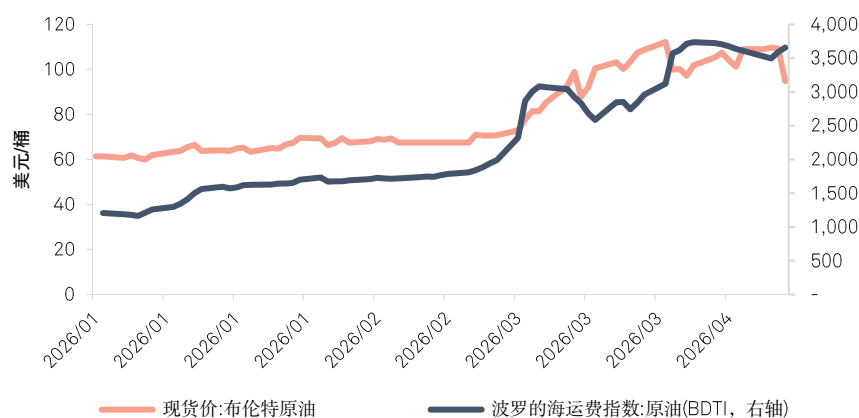
- 原材料供给不确定性上升，成本显著抬升，地炼企业面临显著冲击，加速中小企业淘汰；
- 石化利润受“成本上升+供给收缩”双重因素影响，大炼化企业因产业链更全面或韧性更强；
- 煤化工受益于产品价格上涨，利润或有明显改善。

我们认为，美伊冲突、霍尔木兹海峡航运受阻导致中东原油供应的稳定性下降，以山东为主的地炼企业原材料供给不确定性及成本压力显著上升。较多应用伊朗等非主流渠道折扣原油以及以现货为主的采购结构使地炼企业在能源冲击环境下暴露出较强的脆弱性。冲突持续期间，山东地炼炼油业务陷入全面亏损，即便后续冲突缓和，油价也难以在短期内回到冲突前水平，本年内或处于较高位震荡。我

们认为，利润的大面积亏损叠加原料获取不确定性的提升将加速中小型地炼企业的淘汰出清。国家政策已对年产能力不足 200 万吨的小型炼厂设定了明确的淘汰目标，对 200-500 万吨炼厂通过产能减量置换、兼并重组方式优化升级，不允许新增独立中小产能。在油价高企和原料供应收紧环境下，处于边缘地带的中小地炼面临“政策+市场”的双重淘汰压力。

图12

地炼原材料供给不确定性及成本压力显著上升



资料来源：iFinD，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，一体化炼化企业原材料供应稳定性受一定的长协保护，但采购价格仍面临明显上升。相比地炼企业，一体化炼化企业在原料采购端具备一定的缓冲能力，荣盛、恒力等民营大炼化企业与沙特阿美等主要石油供应商签订了长期供应协议，在原材料供应的稳定性上相对更有保障。但在当前中东地缘冲突持续的背景下，仍存在交付延迟与运输成本上升的风险。从供应链韧性来看，沙特长协供应可通过东西管道（Petroline）加延布港的路线绕开霍尔木兹海峡。东西管道设计输油能力约 700 万桶/日，延布港装船能力约 450 万桶/日，当前两条通道均处于满负荷运行状态，存在客观的输油产能上限瓶颈。定价机制方面，沙特阿美对亚洲（含中国）的长协原油采用 OSP（官方售价）公式定价： $OSP = (\text{普氏迪拜现货均价} + \text{DME 阿曼期货均价}) \div 2 + \text{固定/月度升贴水}$ ，定价核心是“基准均价+升贴水”。这一“保量不保价”的长协机制下，采购价格仍与国际基准油价高度挂钩，企业生产成本依然受到国际能源价格波动的显著影响。

表2 主要大炼化发债企业原油采购及长协情况

项目	荣盛石化	恒力石化	恒逸石化
炼油加工能力	4,000 万吨/年	2,000 万吨/年	800 万吨/年
原油采购主要对手方	沙特阿美等	沙特阿美等	马来西亚、文莱、中东等
长协期限	20 年（可续）	/	/
长协供应量	48 万桶/日（约 2,400 万吨/年）	/	/
长协覆盖率	60%	约 80%	/

注：“/”为未公布或为找到相关信息。

资料来源：募集说明书等公开信息，标普信评。

我们认为，石化企业在美伊冲突局势下的利润空间受“成本上升+供给收缩”双重因素影响，不同产业链环节价差演绎不同，大炼化企业因产业链更全面在成本波动中或能展现更强的经营韧性，而终端化工品企业则因成本传导受阻、提价空间有限，或面临更为突出的成本上升压力。尽管成本端显著抬

升，但中东装置受袭、亚洲炼厂降负及海峡运输受阻导致全球部分化工品供给收缩，支撑相关品种价差，产品间盈利分化将较为明显。例如，伊朗是全球最大甲醇出口国，中东地区承担着全球约 35% 的甲醇海运贸易；伊朗的尿素产能也在千万吨水平，冲突使得全球供应缺口上升。甲醇、尿素和烯烃等品种受中东产能受损影响明显，冲突后价差显著走阔，全年利润水平或回暖。相比之下，面向纺织、塑料等竞争充分的消费市场的终端化工品，议价能力有限，成本抬升或直接挤压利润空间。我们认为，大炼化企业凭借从炼油到化工品的全产业链，叠加国内行业“反内卷”淘汰落后产能及控制新增产能，一定程度上能够在原料价格上行中利用上游利润环节对冲下游产品的成本压力。

我们认为，煤化工企业将明显受益于本轮能源价格上涨，全年盈利水平改善，财务杠杆有望回落。在原油价格大幅冲高的背景下，煤炭作为替代能源和化工原料，其价格涨幅明显低于原油，油煤价差显著走扩，为煤化工企业创造了明显的成本优势窗口。截至 2026 年 3 月末，煤制烯烃的成本优势至近 4,000 元/吨。我们预计，即便后续冲突有所缓和，油价短期内难以回落至战前水平，且全球化工品供应缺口仍需时间修复，煤化工企业有望继续维持较好的利润空间，进而带动财务杠杆回落，但长期景气度的改善仍有赖于需求端的复苏以及供给格局的优化。此外，部分煤炭企业同时布局煤化工业务，化工板块利润的改善也将为其整体现金流提供有效补充。

附录

样本煤炭企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	甘肃能源化工投资集团有限公司	甘肃能化	国有
2	贵州能源集团有限公司	贵州能源	国有
3	华电煤业集团有限公司	华电煤业	国有
4	华阳新材料科技集团有限公司	华阳集团	国有
5	淮南矿业(集团)有限责任公司	淮南矿业	国有
6	冀中能源集团有限责任公司	冀中能源	国有
7	晋能控股电力集团有限公司	晋控电力	国有
8	晋能控股煤业集团有限公司	晋控煤业	国有
9	晋能控股装备制造集团有限公司	晋控装备	国有
10	开滦(集团)有限责任公司	开滦集团	国有
11	山东能源集团有限公司	山东能源	国有
12	山西焦煤集团有限责任公司	焦煤集团	国有
13	山西兰花煤炭实业集团有限公司	兰花实业	国有
14	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	潞安集团	国有
15	陕西煤业化工集团有限责任公司	陕煤集团	国有
16	陕西榆林能源集团有限公司	榆林能源	国有
17	徐州矿务集团有限公司	徐矿集团	国有
18	阳城县阳泰集团实业有限公司	阳泰集团	国有
19	中国平煤神马控股集团有限公司	平煤集团	国有
20	中国中煤能源集团有限公司	中煤集团	国有

样本钢铁企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	鞍钢集团有限公司	鞍钢集团	国有
2	鞍钢股份有限公司	鞍钢股份	国有
3	鞍山钢铁集团有限公司	鞍山钢铁	国有
4	安阳钢铁集团有限责任公司	安阳钢铁	国有
5	宝山钢铁股份有限公司	宝钢股份	国有
6	包头钢铁(集团)有限责任公司	包钢集团	国有
7	北京首钢股份有限公司	首钢股份	国有
8	本钢集团有限公司	本钢集团	国有

9	本钢板材股份有限公司	本钢板材	国有
10	广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	国有
11	杭州钢铁集团有限公司	杭钢集团	国有
12	河钢集团有限公司	河钢集团	国有
13	河钢股份有限公司	河钢股份	国有
14	湖南钢铁集团有限公司	湖南钢铁	国有
15	江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	民营
16	江苏永钢集团有限公司	永钢集团	民营
17	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	酒钢集团	国有
18	凌源钢铁集团有限责任公司	凌钢集团	国有
19	柳州钢铁股份有限公司	柳钢股份	国有
20	南京钢铁股份有限公司	南钢股份	国有
21	内蒙古包钢钢联股份有限公司	包钢股份	国有
22	攀钢集团有限公司	攀钢集团	国有
23	山东钢铁集团有限公司	山钢集团	国有
24	首钢集团有限公司	首钢集团	国有
25	太原钢铁(集团)有限公司	太钢集团	国有
26	新兴铸管股份有限公司	新兴铸管	国有
27	新余钢铁集团有限公司	新钢集团	国有
28	中国宝武钢铁集团有限公司	中国宝武	国有
29	中信泰富特钢集团股份有限公司	中信特钢	国有

注：上述企业按拼音排序。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2026 标普信用评级 (中国) 有限公司。保留所有权利。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失 (包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。