

煤炭

2025 年二季度煤炭债复盘

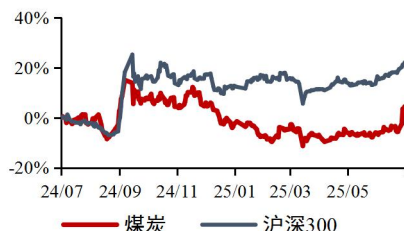
同步大市-A(维持)

平稳接续，久期继续拉升

2025 年 7 月 25 日

行业研究/行业分析

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】煤炭月度供需数据点评 6 月：“反内卷”改变政策方向，夏季煤价反弹 2025.7.17

【山证煤炭】盈利能力尚可，红利价值仍有交易空间-【山证煤炭】煤炭行业 2024 年报及 2025 年一季报综述：2025.7.5

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

投资要点：

- 二季度煤价淡季特征，关注久期控制。二季度煤炭市场淡季特征明显，行业盈利能力继续下降，部分尾部主体出现内部亏损面较大和亏现金流等现象，建议提高对煤企获现能力的观察。考虑过去几年煤炭企业的盈利累积，我们认为短期风险仍然可控，市场尚未重点交易煤炭利差。但考虑煤炭债平均久期不断创新高和基本面不断弱化，市场对煤炭信用品的认可程度或有所变化，未来不排除机构增加控久期行为。
- “信用捆绑”仍坚固，“高息债务置换”和“资源接续”可挖掘。现阶段煤价对估值影响有限，行业利差受无风险利率影响更大。超长债发行在市场调整后虽然有所降速，但考虑到当前融资成本较低，且公开市场优势较大，预计未来煤炭企业仍会尝试发行超长期品种，同时中短期品种发债也较为畅通。“信用捆绑”主体中短期内可继续保持“信仰”，但若煤价长期低迷，不排除尾部再次分化的可能性。此外，当前市场资产荒仍存，可适当挖掘煤炭“高息债务置换”和“资源接续”等投资机会。
- **风险提示：**行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债。



目录

1. 煤炭行业基本面季度回顾.....	5
1.1 供给端：低基数+保供惯性，产量高增.....	5
1.2 进口煤：降速，有望继续收缩.....	6
1.3 需求端：非电支撑煤炭消费，用电与制造业背离.....	7
1.4 价格与盈利：价格寻底，亏损面扩大.....	8
1.4.1 价格表现：一季度煤炭价格寻底.....	8
1.4.2 收入情况：受价格因素影响，营收下滑.....	9
1.4.3 成本情况：营业成本和各类费用均有所下降.....	10
1.4.4 盈利情况：一季度行业毛利率有所回落.....	11
1.4.5 亏损面：亏损率创新高，单位亏损金额提升.....	12
1.5 投资与杠杆水平：投资正增，杠杆合理.....	13
2. 煤炭债市场分析.....	14
2.1 一级市场：二季度平稳接续.....	14
2.2 二级市场：存量煤炭债平均期限继续推升.....	17
3. 投资建议.....	19
4. 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 中国原煤累计产量及增速（%）	5
图 2： 15-25 年中国原煤上半年产量（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： 进口分煤种占比.....	6

图 6: 进口分国别占比.....	6
图 7: 中国进口煤均价.....	7
图 8: 中国进口煤分煤种价格走势.....	7
图 9: 固定资产投资及分项投资增速 (%)	8
图 10: 下游行业需求累计同比 (%)	8
图 11: 中国全社会用电量累计同比增速.....	8
图 12: 水电增速%.....	8
图 13: 秦港 5500 大卡平仓价走势.....	9
图 14: 京唐港主焦煤库提价走势 (元/吨)	9
图 15: 煤炭行业营业收入及增速 (%)	9
图 16: 煤炭行业营业成本及增速 (%)	10
图 17: 煤炭行业营业费用及增速 (%)	10
图 18: 煤炭行业管理费用及增速 (%)	11
图 19: 煤炭行业财务费用及增速 (%)	11
图 20: 煤炭行业毛利率 (%)	11
图 21: 煤炭行业利润总额及增速 (%)	11
图 22: 煤炭行业亏损率 (%)	12
图 23: 煤炭行业亏损企业数量 (个)	12
图 24: 煤炭行业亏损企业亏损总额.....	12
图 25: 煤炭行业单位亏损金额.....	12
图 26: 煤炭行业固定资产投资额及增速.....	13
图 27: 煤炭行业资产负债率 (%)	13
图 28: 2021Q1-2025Q2 煤炭债净融资.....	14

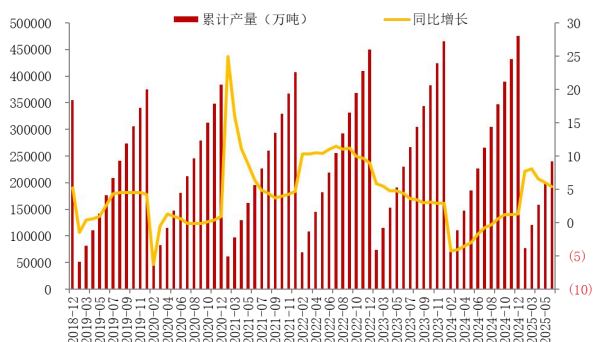
图 29: 2025Q2 新发煤炭债外评等级分布.....	14
图 30: 2025Q2 新发煤炭债 YY 等级分布 (亿元)	14
图 31: 2025Q2 新发煤炭债期限分布 (亿元)	15
图 32: 2025Q2 新发煤炭债区域性质分布 (亿元)	15
图 33: 2025Q3-2026Q4 煤炭债到期与回售.....	16
图 34: 2015Q4-2025Q2 存量煤炭债规模 (亿元)	17
图 35: 2015Q4-2025Q2 存量煤炭债券种规模 (亿元)	17
图 36: 2015Q3-2025Q2 存量煤炭债平均期限-余额加权法 (年)	18
图 37: 煤炭债不同隐含评级利差走势 (BP)	19
图 38: 煤炭债期限利差走势 (BP)	19
表 1: 原煤季度产量分布.....	5
表 2: 2025Q1 煤炭债取消发行.....	16

1. 煤炭行业基本面季度回顾

1.1 供给端：低基数+保供惯性，产量高增

25 年二季度供给边际放缓，严查超产或影响未来供应。25 年二季度以来供给释放速度边际放缓，主因因安全环保和生产积极性低等因素，部分区域煤矿出现停产检查等现象，在一定程度上限制了产量释放。但原煤的绝对量仍然较高，主要是受前期“保供周期惯性”支撑。后续随着反内卷和限制超产等政策转向，产量增速有望继续下降，关注其他增量的持续性。

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 2：15-25 年中国原煤上半年产量（万吨）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

二季度产量同比增速放缓，环比小幅增加。二季度原煤产量实现 12.14 亿吨，同比增长 4.55%，环比实现 0.64%。

表 1：原煤季度产量分布

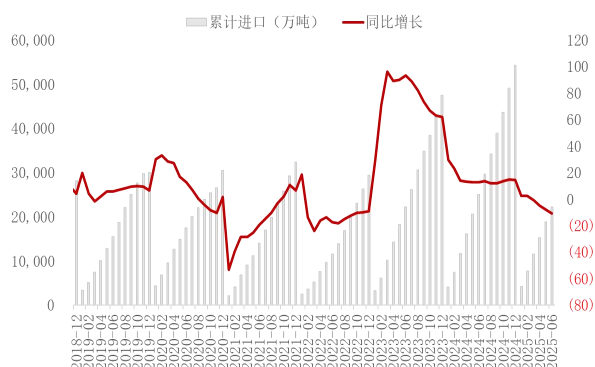
单位：万吨	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	80654	90066	88327	89839
2018	80650	88830	88412	94093
2019	81202	94003	96239	99067
2020	82629	97524	97482	103579
2021	95835	97170	98351	111260
2022	108239	110994	112982	116409
2023	115146	115700	115269	121706
2024	110460	116090	120137	127863
2025	120591	121366		

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 进口煤：降速，有望继续收缩

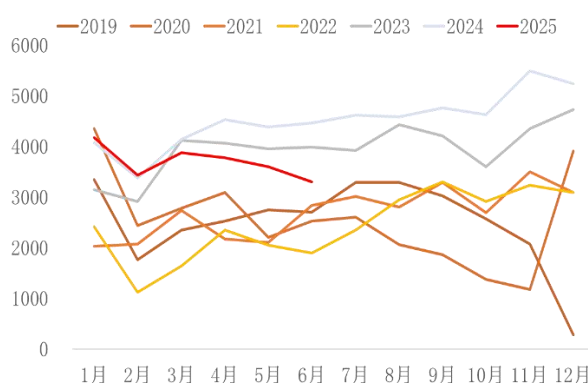
2025 年以来进口煤加速收缩。随着国内供给释放和价格回落，无论进口煤的需求还是竞争优势均出现明显变化。尽管当前进口煤绝对量仍处于高位，但是已出现连续数月负增。考虑国内市场反内卷趋势显现，预计后续仍有收缩空间。

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

进口结构变化反映“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”。2025 年以来进口煤结构最大变化是动力煤占比显著降低、褐煤占比显著提升。虽然分煤种进口结构的变化趋势与 2022 年相似，但考虑到进口量价的变化特征不一样，因此背后的逻辑截然不同。我们倾向于认为这一变化反映的深层次逻辑为“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”，而非“全球抢煤”。边际上，关注澳大利亚、蒙古、俄国对印尼份额的挤占。

图 5：进口分煤种占比

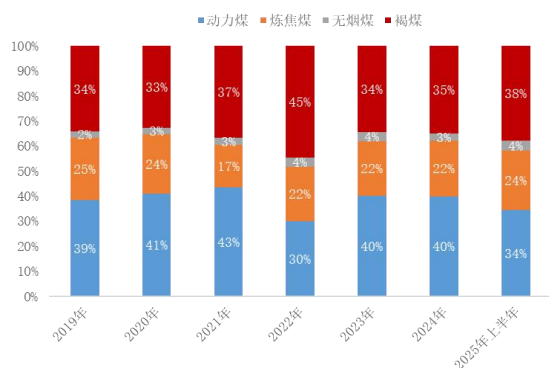
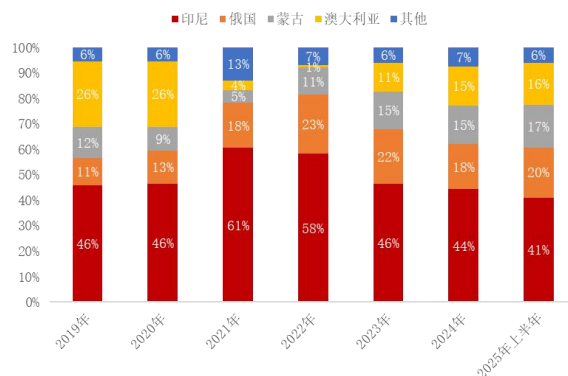


图 6：进口分国别占比

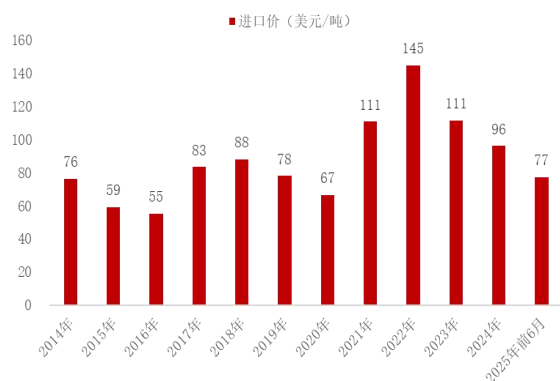


资料来源：海关总署，山西证券研究所

资料来源：海关总署，山西证券研究所

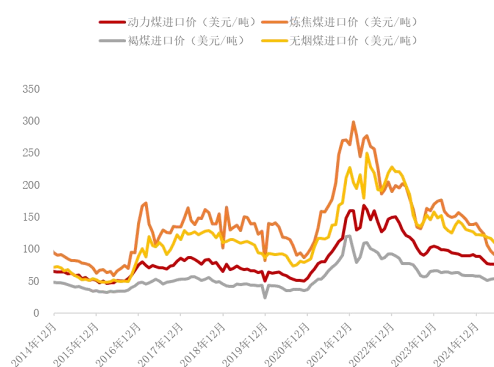
炼焦煤价格波动更大，进口煤寻找新平衡点。从分煤种价格走势来看，2025 年二季度内以来进口煤价格继续下调，其中对需求更敏感的炼焦煤波动更大，期间出现了企稳反弹的趋势。基于二季度进口煤量价特征来看，海外煤炭供需仍然呈现“平衡性宽松”状态，但贸易价差已经大幅收窄，进口煤尝试寻找新的贸易平衡点。

图 7：中国进口煤均价



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 8：中国进口煤分煤种价格走势

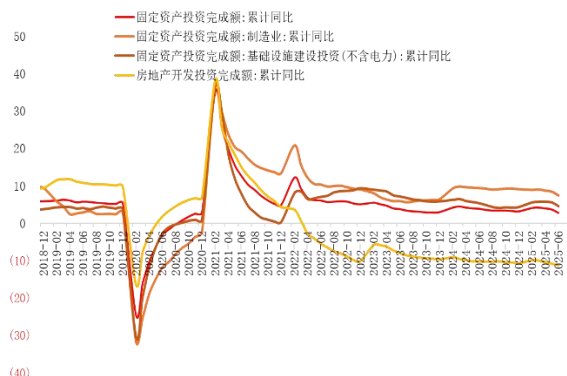


资料来源：海关总署，山西证券研究所

1.3 需求端：非电支撑煤炭消费，用电与制造业背离

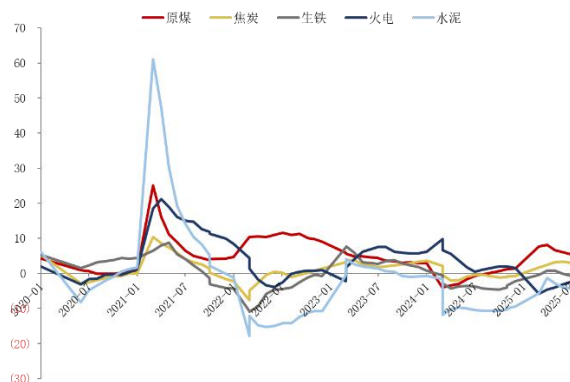
2025 年二季度电力需求回升。从终端需求来看，二季度终端需求呈现一定放缓趋势，也在一定程度上拖累部分非电行业需求。但随着全社会用电量的修复和水电出力不足等因素，火电需求不断回升。

图 9：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 10：下游行业需求累计同比（%）



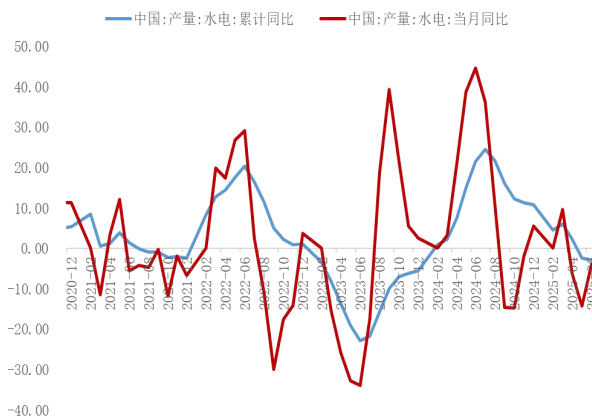
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 11：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 12：水电增速%



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

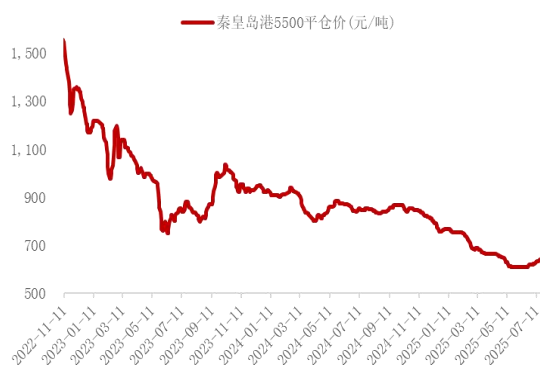
1.4 价格与盈利：价格寻底，亏损面扩大

1.4.1 价格表现：一季度煤炭价格寻底

2025 年二季度煤炭价格探底，三季度有望反弹。动力煤方面：二季度动力煤港口价格延续 2024 年四季度以来的趋势，季度内再次向下突破关键点位。二季度煤价调整更多为供需因

素导致。期间动力煤市场价已经与长协价出现倒挂，但价格降速也明显放缓，随着旺季来临，季度末开始显示旺季特征。持续观察市场煤是否会对长协体系产生更为深刻的影响。炼焦煤方面：二季度炼焦煤港口价持续回调，调整幅度更加剧烈，部分企业面临亏损，生产积极性也受到了影响。后续随着反内卷号召和相关政策落地，焦煤悲观预期被打消，价格在季度末出现较为明显的回升。后续关注下游行业供给收缩对焦煤供需产生的影响。

图 13：秦港 5500 大卡平仓价走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：京唐港主焦煤库提价走势（元/吨）

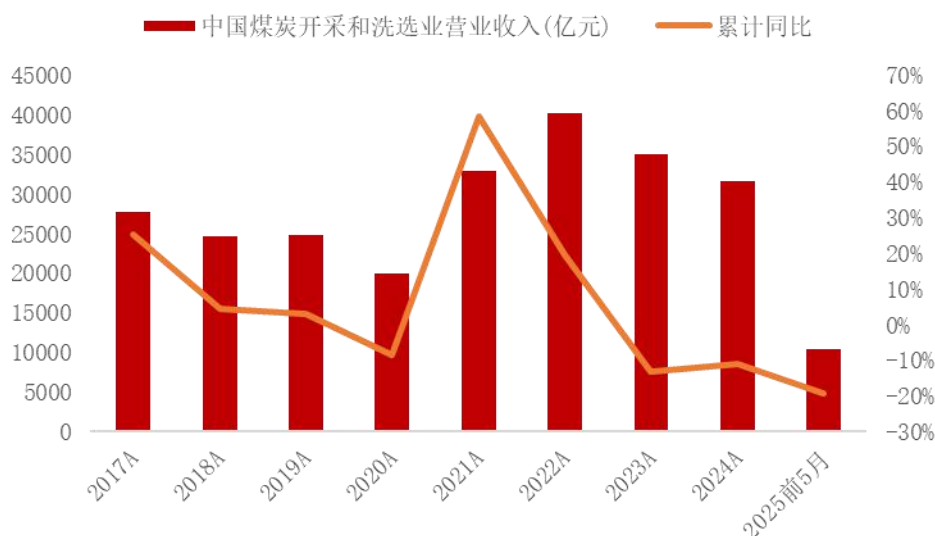


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.4.2 收入情况：受价格因素影响，营收下滑

受价格影响，煤炭行业收入同比下滑。2025 年前 5 月，煤炭行业实现营业收入 1.05 万亿元同比降 19%。

图 15：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

1.4.3 成本情况：营业成本和各类费用均有所下降

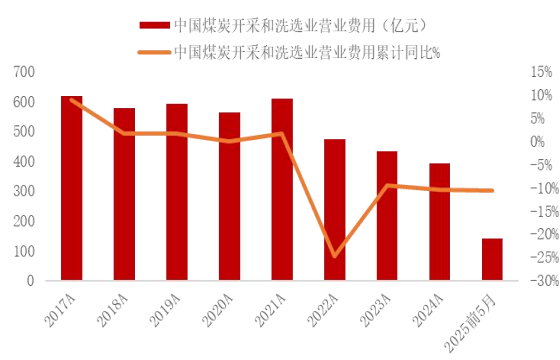
行业成本端同比有所下降。其中 2025 年前 5 月煤炭行业营业成本实现 7617 亿元，同比降 12.1%；营业费用实现 140.5 亿元，同比降 10.7%；管理费用实现 676.7 亿元，同比降 8.4%；财务费用实现 209.2 亿元，同比降 12.4%。

图 16：煤炭行业营业成本及增速 (%)



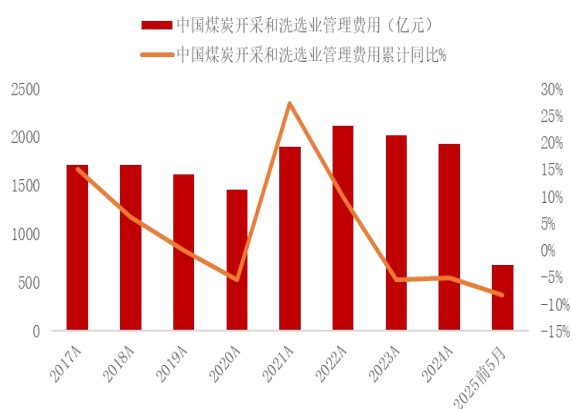
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 17：煤炭行业营业费用及增速 (%)



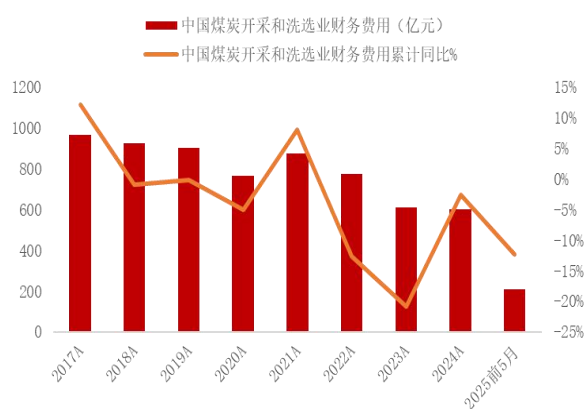
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 18：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 19：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

1.4.4 盈利情况：一季度行业毛利率有所回落

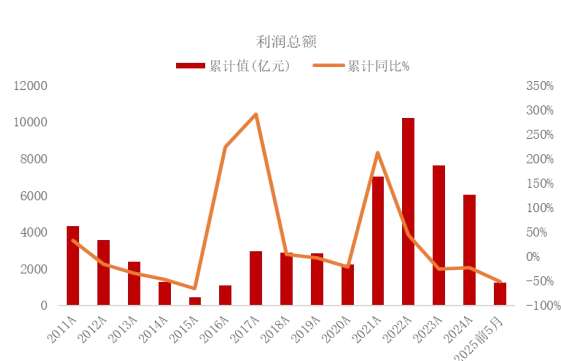
行业毛利率有所回落，利润总额同比下修。截至 2025 年 5 月，煤炭行业毛利率录得 26.53%，较去年同期有所回落。利润总额方面，2025 年前 5 月，煤炭行业实现利润总额 1263.8 亿元，同比降 50.6%。

图 20：煤炭行业毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：煤炭行业利润总额及增速（%）

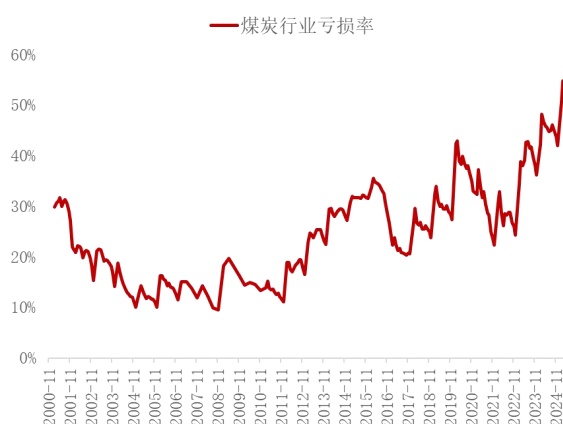


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.4.5 亏损面：亏损率创新高，单位亏损金额提升

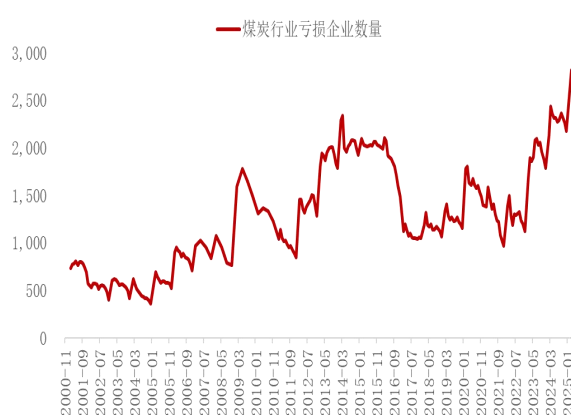
行业亏损面扩大。随着行业盈利能力的变化，行业亏损面继续创历史新高。其中 2025 年 5 月，行业亏损率达到 53.61%。结合亏损企业亏损总额数据，我们推算出近年单位亏损金额也出现了一定程度的走高。

图 22：煤炭行业亏损率（%）



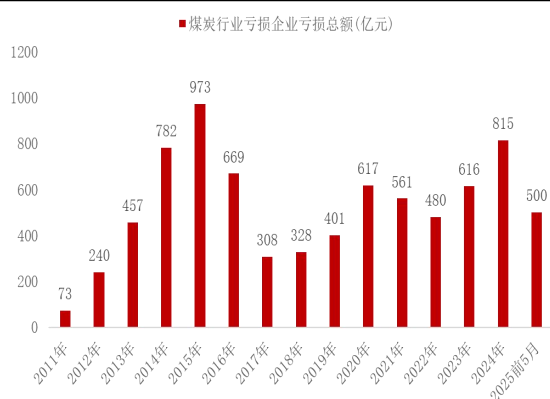
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 23：煤炭行业亏损企业数量（个）



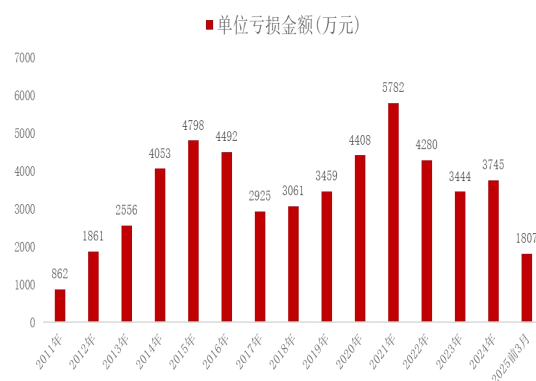
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 24：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 25：煤炭行业单位亏损金额

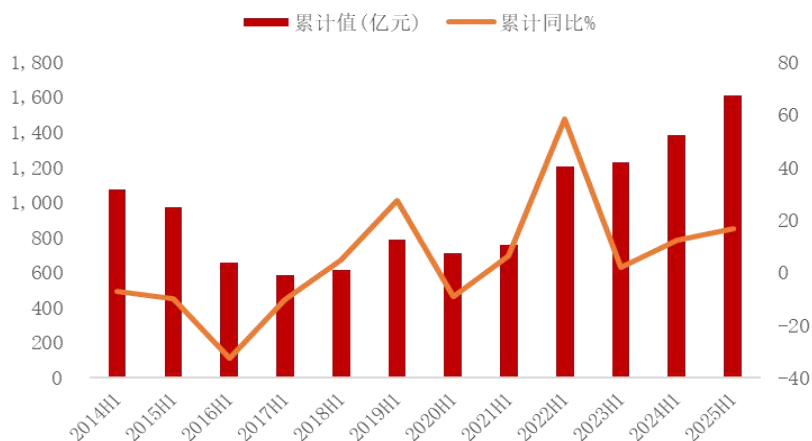


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.5 投资与杠杆水平：投资正增，杠杆合理

煤炭行业固定资产投资稳步增长，杠杆率保持合理。2025 年上半年煤炭行业固定资产投资实现 1613.37 亿元，同比增长 16.7%。资产负债率方面，2025 年 5 月煤炭行业资产负债率实现 60.37%，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 26：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 27：煤炭行业资产负债率 (%)



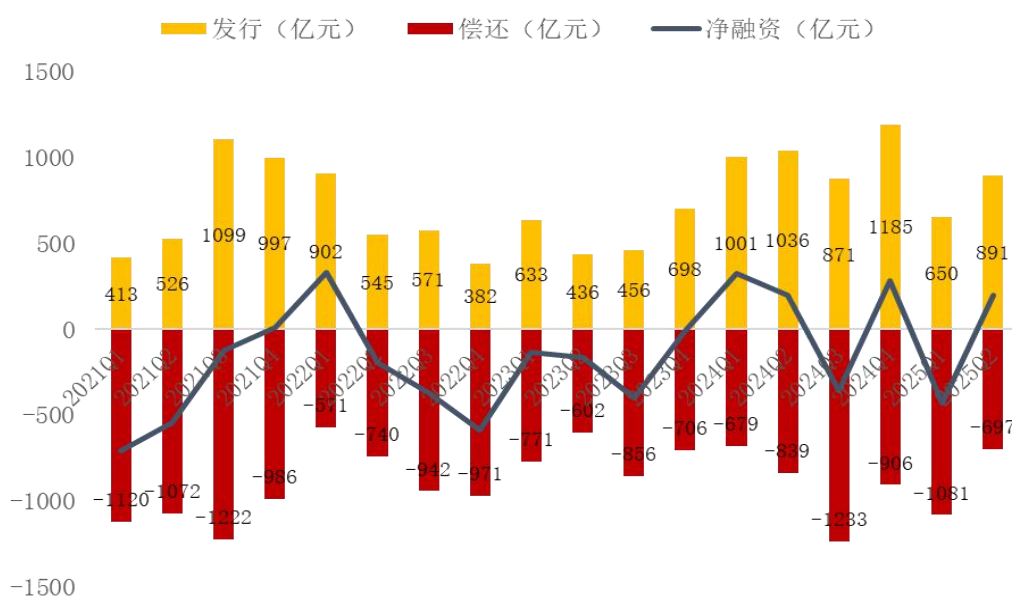
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2. 煤炭债市场分析

2.1 一级市场：二季度平稳接续

二季度煤炭债净融资额为正。2025 年二季度煤炭债新发行量有所增加，偿还量减少，净融资额由负转正。其中，煤炭债新发行 891 亿元，偿还 697 亿元，净融资 194 亿元，环比增 625 亿元。

图 28：2021Q1-2025Q2 煤炭债净融资



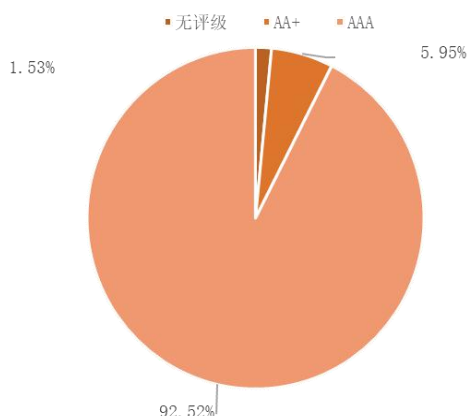
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

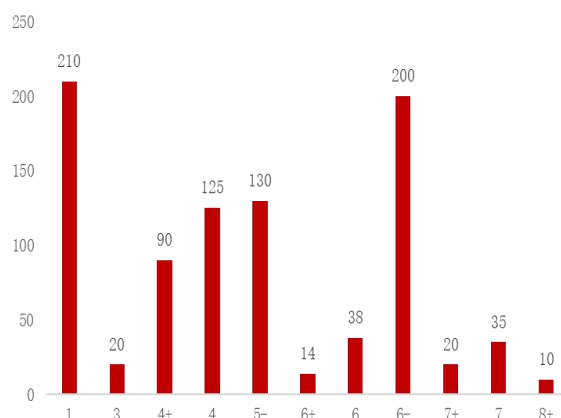
二季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 92.52%，AA+占 5.95%。从 YY 评级上看投机级占 35.53%，投资级占 64.47%，其中 1、6-、5-、4 发行量最大。

图 29：2025Q2 新发煤炭债外评等级分布

图 30：2025Q2 新发煤炭债 YY 等级分布（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

备注：无评级为资产支持票据

二季度新发煤炭债中，2 到 3 年期占比较高，中央国企和山西国企占比较高。从期限分布看，1 年期以下的 190 亿元，占 21%；1 年至 2 年期的 152 亿元，占 17%；2 年至 3 年期的 301 亿元，占 34%；5 年期的 174.50 亿元，占 20%；10 年期及以上的 74 亿元，占 8%。从区域分布上看，山西省地方国有企业新发 293 亿元，占比 32.82%；央企新发 240 亿元，占比 26.93%；山东省地方国有企业新发 150 亿元，占比 16.83%；安徽省地方国有企业新发 55 亿元，占比 6.17%；陕西省地方国有企业新发 55 亿元，占比 6.17%；河北省地方国有企业新发 50 亿元，占比 5.61%；河南省地方国有企业新发 25 亿元，占比 2.81%；广东省地方国有企业新发 14 亿元，占比 1.53%；甘肃省地方国有企业新发 5 亿元，占比 0.56%；新疆地方国有企业新发 5 亿元，占比 0.56%。

图 31：2025Q2 新发煤炭债期限分布 (亿元)

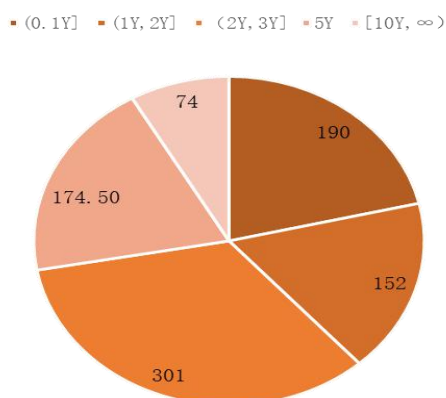
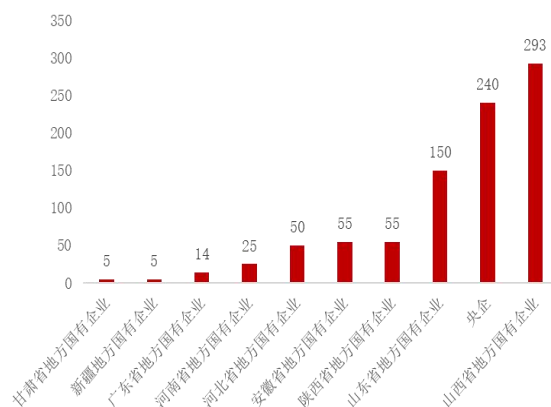


图 32：2025Q2 新发煤炭债区域性质分布 (亿元)



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

二季度取消发行 2 例，未出现推迟发行。二季度一共 2 只债取消发行，合计规模 30 亿元，发债主体为开滦(集团)有限责任公司和山西潞安矿业(集团)有限责任公司。

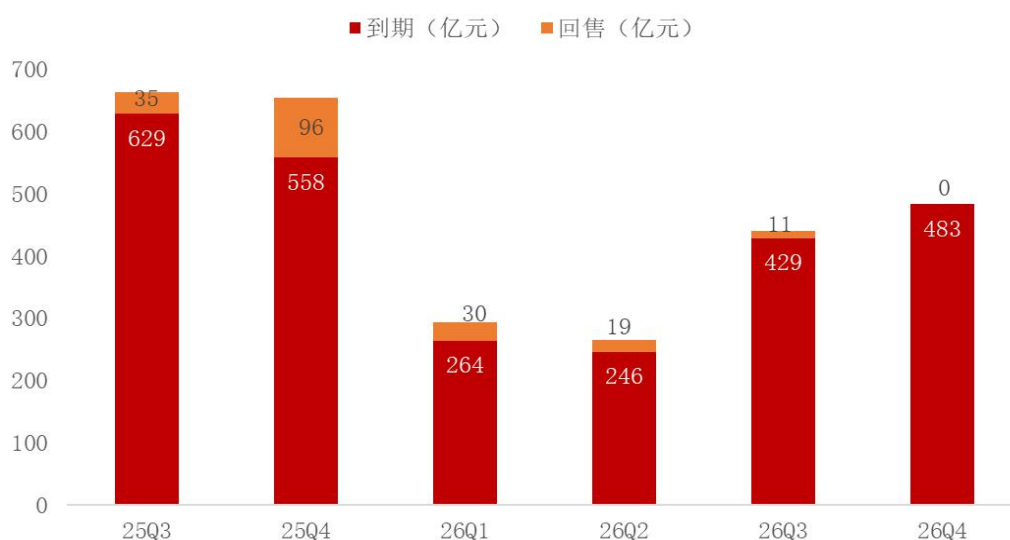
表 2：2025Q1 煤炭债取消发行

债券简称	省份	主体评级	YY	发生日期	计划发行规模(亿元)	发行期限(年)
25 开滦 MTN002	河北省	AAA	6-	2025/4/2	10	5
25 潞安 SCP001	山西省	AAA	6-	2025/4/18	20	0.4932

资料来源：Wind，山西证券研究所

25Q3 和 25Q4 偿债量相对较大。2025 年三季度煤炭债预计到期 629 亿元，回售含权 35 亿元，合计 664 亿元，2025 年四季度煤炭债预计到期 558 亿元，回售含权 96 亿元，合计 654 亿元。

图 33：2025Q3-2026Q4 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：存量煤炭债平均期限继续推升

二季度存量煤炭债规模较去年同期有所减少。截至 2025 年 6 月，存量煤炭债 6952 亿元，较上年同期降低 5.06%。目前煤炭债存量规模仍明显低于永煤事件前夕的高点。

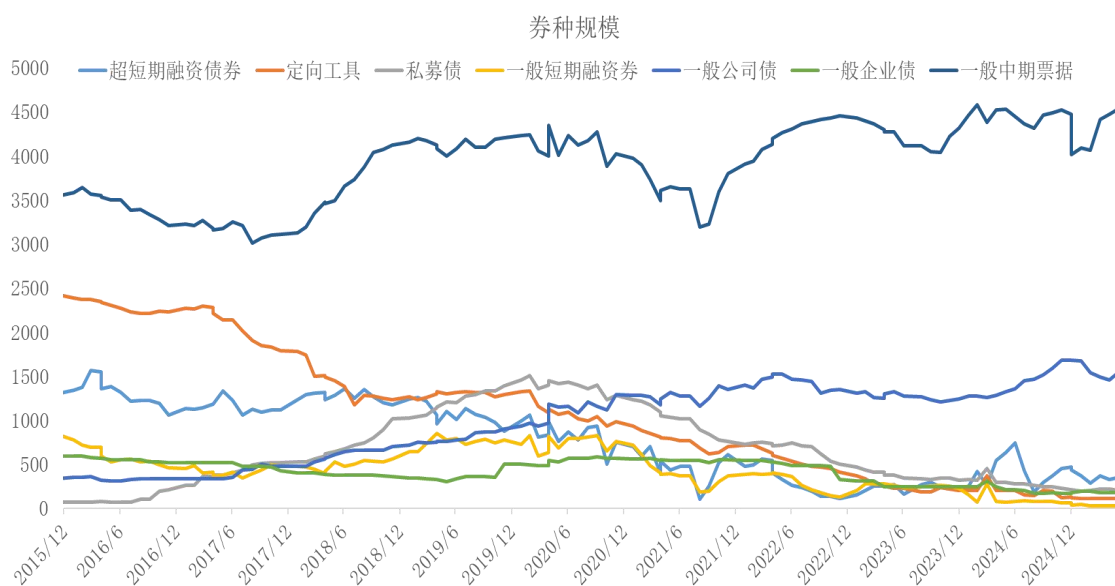
图 34：2015Q4-2025Q2 存量煤炭债规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

中票占煤炭债比重最大。截至 2025 年 6 月，中票占全部煤炭债的 65.21%。

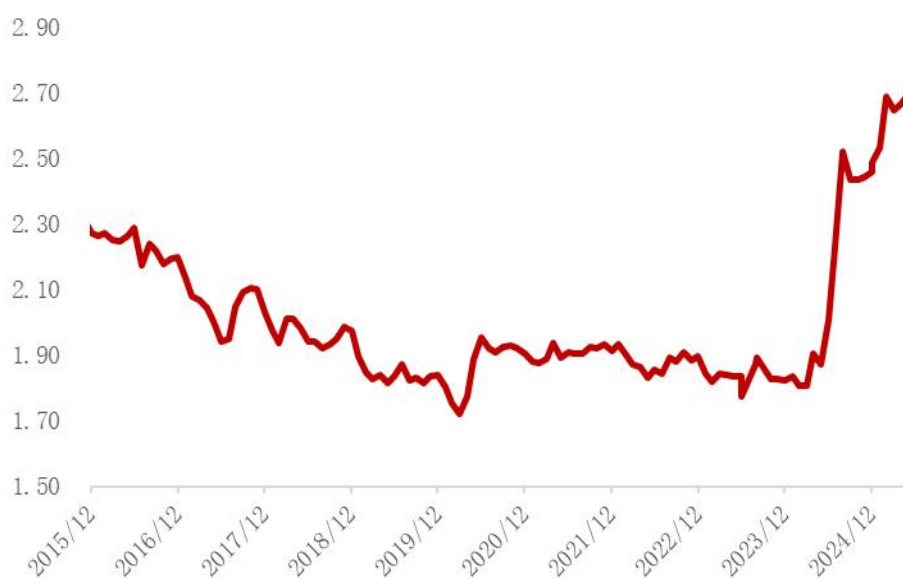
图 35：2015Q4-2025Q2 存量煤炭债券种规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

煤炭债平均期限显著上升。截至 2025 年 6 月，按余额加权法测算的煤炭债平均期限为 2.70 年，季度环比呈现显著增长趋势，目前已超过供给侧改革时期水平，行业期限结构持续改善。

图 36：2015Q3-2025Q2 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

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，发债主体逃废债。

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

