

弱化并非恶化，穆迪下调不改市场预期

——煤炭行业深度

引言：

2025 年 8 月初，穆迪将山东能源及子公司兖矿能源的家族评级由 Ba1 降至 Ba2。这不仅是一次企业个体信用的调降，更是煤炭行业在能源转型与周期下行双重压力下的深度缩影。表面上看，此次评级下调直接源于杠杆高企、债务攀升与盈利走弱；深层次却映射出整个行业的结构性困境：一方面，清洁能源加速替代致使电煤需求持续收缩，地产低迷更拖累炼焦煤价格；另一方面，供给过剩未解，煤企仍陷于“量增价跌”的利润困局。山东能源同样需抵御行业洪流与自身大额资本开支带来的杠杆压力，但其资源禀赋优势突出，且具备较强的融资能力，债务风险整体可控。本报告将以此次评级事件为切口，从企业经营、债务结构、现金流韧性、或有风险等多维度展开分析，同时对煤炭行业供需加以审视，并对未来煤价走势以及煤企的盈利情况进行预测。

目 录

(一) 评级调整事件回顾.....	3
(二) 山东能源主体分析.....	4
(1) 盈利.....	4
(2) 债务.....	6
(3) 现金流.....	8
(4) 或有债务.....	9
(5) 外部支持.....	9
(三) 煤炭行业趋势与影响因素分析.....	11
(1) 煤炭价格.....	11
(2) 需求端.....	11
(3) 供给端.....	13
(四) 总结.....	16

（一）评级调整事件回顾

2025 年 8 月 1 日，穆迪评级将山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源”）及其子公司兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“兖矿能源”，持股 43.79%）的公司家族评级（CFR）由 Ba1 下调至 Ba2，展望调整为稳定。同时，穆迪评级将山东能源的基础信用评估（BCA）由 b1 下调至 b2，并将兖矿能源的 BCA 由 ba3 下调至 b1。此前，早在 2025 年 5 月 6 日，上述两家公司就已被穆迪列入下调观察名单，预示了本次下调的可能性。

表 山东能源及子公司兖矿能源2025年以来穆迪家族评级结果

发布日期	本次评级	本次展望	评级变动	展望变动	上期评级	上期展望
2025/8/1	Ba2	稳定	下降	上升	Ba1	信用观察
2025/5/6	Ba1	信用观察	持平	下降	Ba1	负面

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

穆迪评级分析师指出，本次下调山东能源的评级反映了穆迪评级预期其杠杆率在未来 12-18 个月内将维持在约 8.5 倍的高位，这主要是由于其资本支出水平居高不下导致债务水平持续高企，以及煤价疲软导致其 EBITDA 下降。而兖矿能源的评级下调紧随其母公司山东能源之后，原因是它们之间存在紧密的信用关联，兖矿能源的基础信用评估受到其母公司信用质量较弱的制约，并可能发生潜在的资金流失。

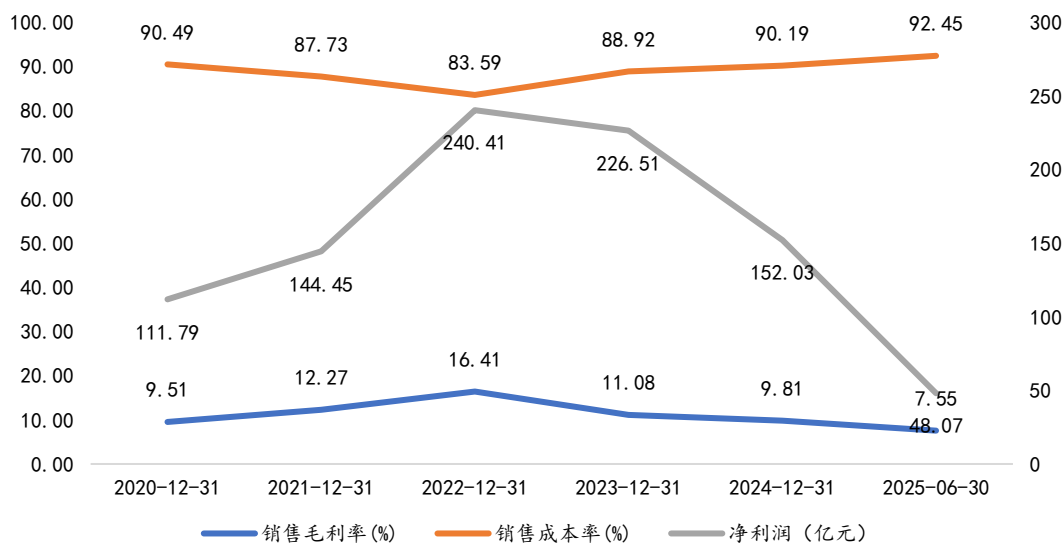
(二) 山东能源主体分析

山东能源是山东省最大的煤企，第一大股东和实际控制人均为山东省国资委，股东背景雄厚。公司业务以煤炭为主，贸易、化工、金融等业务为辅。2024 年山东能源营业收入主要来自于贸易、煤炭和其他业务，占比分别为 63.01%、21.32%和 15.67%。煤炭业务方面，山东能源煤炭资源储量丰富，煤炭产品品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等，其中出产的“兖矿煤”以“三低三高”而著称，主要分布于山东、山西、陕西、内蒙古、新疆、贵州等地，境外煤炭业务由下属企业兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。截至 2024 年末，山东能源煤炭资源总量 889.74 亿吨；可采储量为 177.44 亿吨，在发债煤企中位列第 5 位；核定生产能力 3.25 亿吨/年，在煤企中位居第 2，仅次于国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），煤炭资源禀赋优势突出。

(1) 盈利

从盈利来看，山东能源盈利能力受煤炭价格波动影响显著，2021-2022 年在行业上行周期中，随着煤炭价格持续走高，净利润持续增长，在 2022 年增至历史高位 240.41 亿元；然而 2023 年以来在煤炭价格下行周期中，随着煤炭价格回落，净利润持续下滑，2024 年降至 152.03 亿元。毛利率亦由 2022 年的 16.41%降至 9.81%，在发债煤企中位列第 55 位，远低于同期行业均值 24.17%水平，主要系其收入占比较大的贸易业务毛利率偏低（均不足 1%），拉低了综合毛利率。从煤炭业务来看，2024 年山东能源煤炭业务毛利率 31.59%，在头部煤企中处于中游水平。2024 年，山东能源净利润在发债煤企中位列第 7 位，在行业中仍处于较高水平，盈利能力良好；山东能源净资产收益率仅 0.72%，在行业中排名 49 位，远低于行业均值 9.02%。

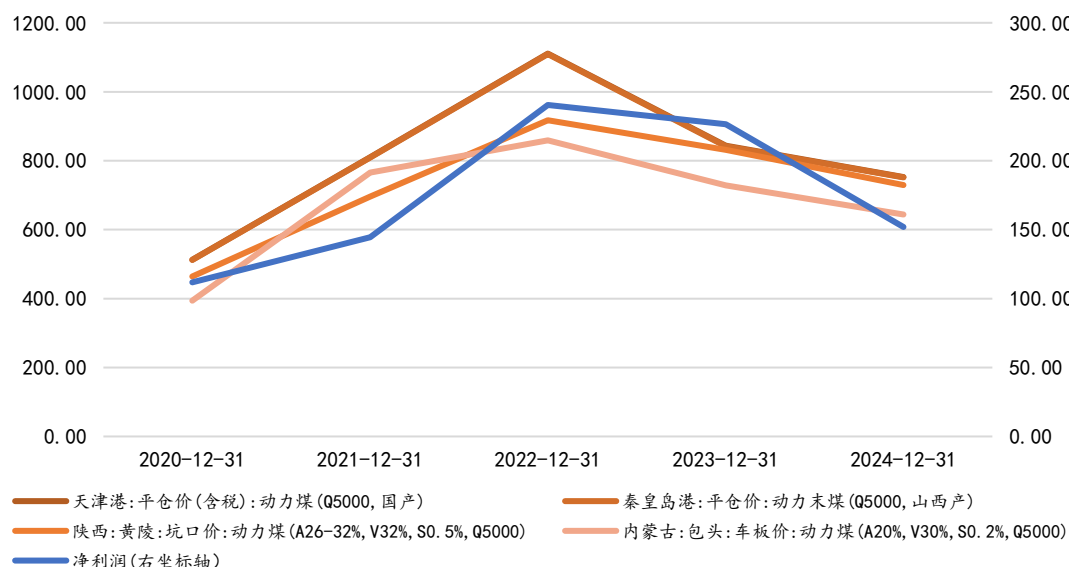
图 山东能源 2020 年以来销售毛利率、销售成本率以及净利润情况 (单位: %、亿元)



数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

2025 年 1-6 月, 山东能源净利润同比下降 39.87%至 48.07 亿元, 降幅同比有所收窄 (前值为-45.93%)。同期, 子公司兖矿能源净利润同比大幅减少 37.53%至 68.08 亿元, 但高于其控股股东山东能源当期净利润规模, 主要系山东能源受非煤业务成本以及高昂的管理费用和财务费用侵蚀; EBITDA 进一步下降 24.53%至 160.09 亿元。考虑到 2025 年以来煤炭价格处于低位, 为上年同期 80%左右水平, 预计全年净利润总体将进一步下降, 但降幅将有所收窄。

图 山东能源净利润与动力煤价格走势情况 (单位: 亿元、元/吨)



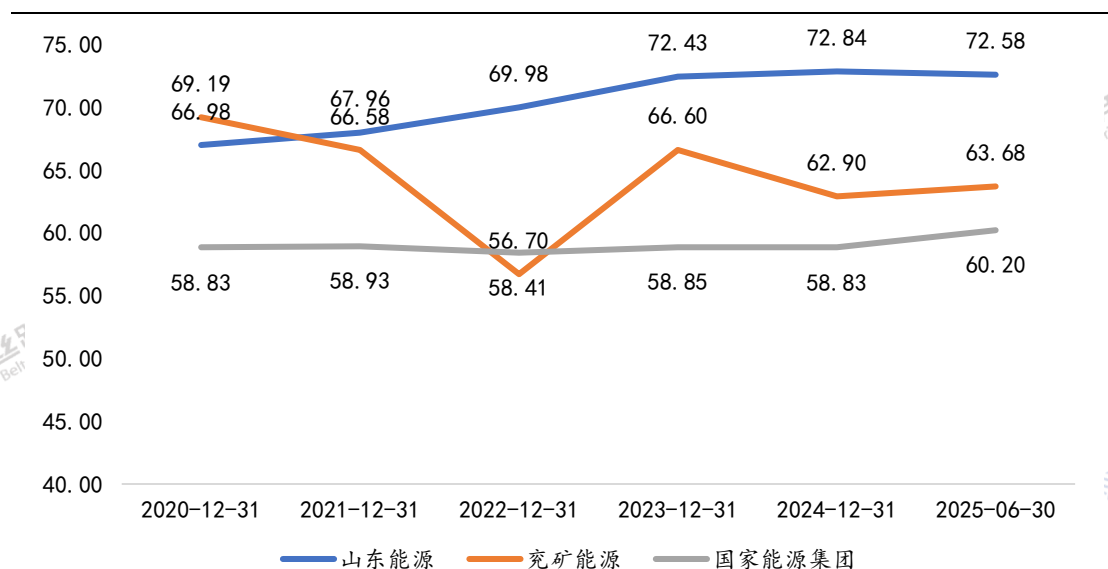
数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

(2) 债务

从债务压力来看，山东能源资产负债率总体呈现上升趋势，2020 年末为 66.98%，尽管此后煤炭价格有所上升，但由于投资支出压力较大，资产负债率在此后两年持续走高，并于 2023 年末突破 70%。近两年随着煤炭价格的回落，杠杆率处于较高水平，2024 年末为 72.84%，较行业均值（61.23%）高出约 10 个百分点，债务负担偏重。同时，子公司兖矿能源资产负债率波动较大，在煤炭价格上行阶段，杠杆率有所改善，2022 年末降至 56.70%，但随着 2023 年煤炭价格回落，杠杆率再度回升，2025 年 6 月末为 63.68%，尽管其债务负担与控股股东山东能源相比相对较轻，但仍略高于行业平均水平。

债务结构方面，2025 年 6 月末，山东能源总有息债务合计 4475.83 亿元，较年初 4212.63 亿元增长 263.29 亿元，增幅为 6.25%；其中短期有息债务 1755.64 亿元，占总息债务的比重为 39.22%，期末现金等价物对其保障倍数 0.71 倍，短期偿债保障有待继续提升。同期，子公司兖矿能源有息债务 1292.06 亿元，较年初 1184.92 亿元增加了 107.14 亿元，增幅 9.0%，主要是项目资金需求推动的杠杆增加；其中短期有息债务 557.91 亿元，占比 43.18%，期末现金等价物对其保障倍数 0.66 倍，略低于控股股东水平。

图 山东能源、兖矿能源、国家能源集团资产负债率走势情况（单位：%）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从存续债券来看，截至 2025 年 9 月 16 日，山东能源本部存续债券共 39 只，余额合计 557.4 亿元，以行权计一年内到期规模 87.00 亿元。2025 年以来共发行 2 只债券，规模合计

40.00 亿元，期限均为中长期，票面利率在 2.15-2.25%，略低于其 2024 年发行债券平均票面利率水平（2.37%）。同期，子公司兖矿能源存续债券 25 只，余额合计 530.00 亿元，以行权计一年内到期规模 135.00 亿元，2025 年以来累计发行 5 只债券，规模合计 130.00 亿元，票面利率在 1.56-2.09% 之间，较 2024 年平均票面利率（2.24%）出现显著下降。总体来看，山东能源及其子公司兖矿能源 2025 年在一级市场债券融资成本有所降低，市场认可度较高，并未明显受到煤炭价格下行或是评级下调等外部负面因素的冲击。

表 山东能源及子公司兖矿能源2025年以来债券发行情况（单位：亿元、%）

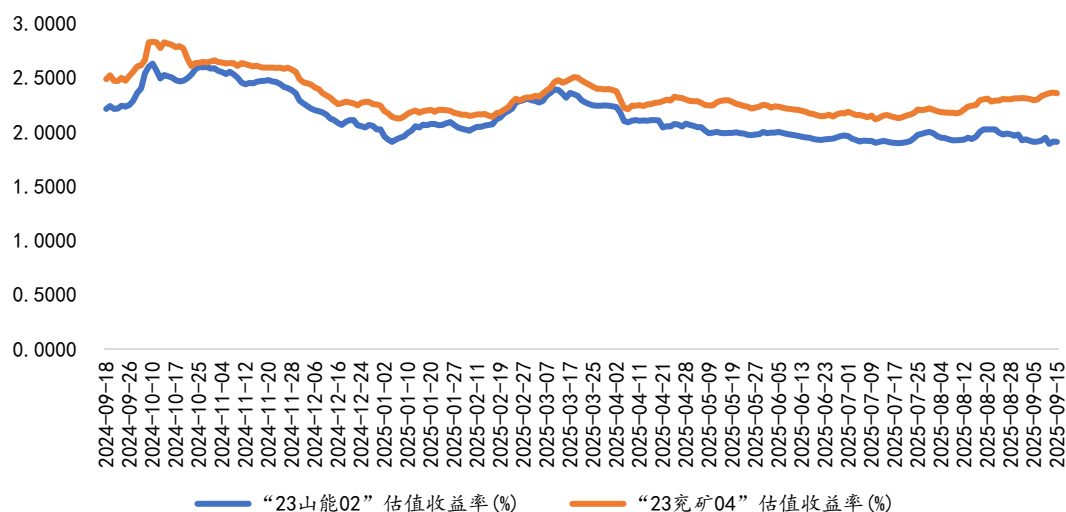
发行主体	证券简称	证券类别	发行期限	发行总额	发行日期	票面利率
兖矿能源	25 兖矿 K3	一般公司债	5Y	20.00	2025-09-05	1.94
兖矿能源	25 兖矿能源 SCP001	超短期融资债券	140D	20.00	2025-07-23	1.56
兖矿能源	兖矿 KY04	一般公司债	2Y (2+N)	30.00	2025-06-20	1.86
兖矿能源	25 兖矿 K2	一般公司债	5Y	30.00	2025-06-04	2.02
兖矿能源	25 兖矿能源 MTN001	一般中期票据	2Y (2+N)	30.00	2025-04-28	2.09
山东能源	25 鲁能源 MTN001 (科创票据)	一般中期票据	3Y (3+N)	20.00	2025-04-24	2.25
山东能源	25 山能 01	一般公司债	5Y	20.00	2025-04-22	2.15

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

再来看存量债券的估值情况¹，2025 年以来，山东能源及其子公司兖矿能源存量债券估值整体保持平稳，但在两个时间段出现小幅波动：1 季度末和 8 月下旬，两个阶段波动主要与基本面因素有关，包括煤炭价格走弱以及公司财务表现有所弱化，导致市场对煤炭债的估值产生轻微上行压力。值得注意的是，穆迪今年两次调整（2025 年 5 月 6 日和 8 月 1 日）相关评级并未对其二级市场造成显著冲击，市场反应总体平稳，反映出投资人对其基本面和信用资质的预期相对稳定。

¹ 此处选取了较具代表性的公司债券，分别为 5 年期的 23 山能 02 和 10 年期的 23 兖矿 04。

图 山东能源及子公司兖矿能源存量债券估值收益率情况 (单位: %)

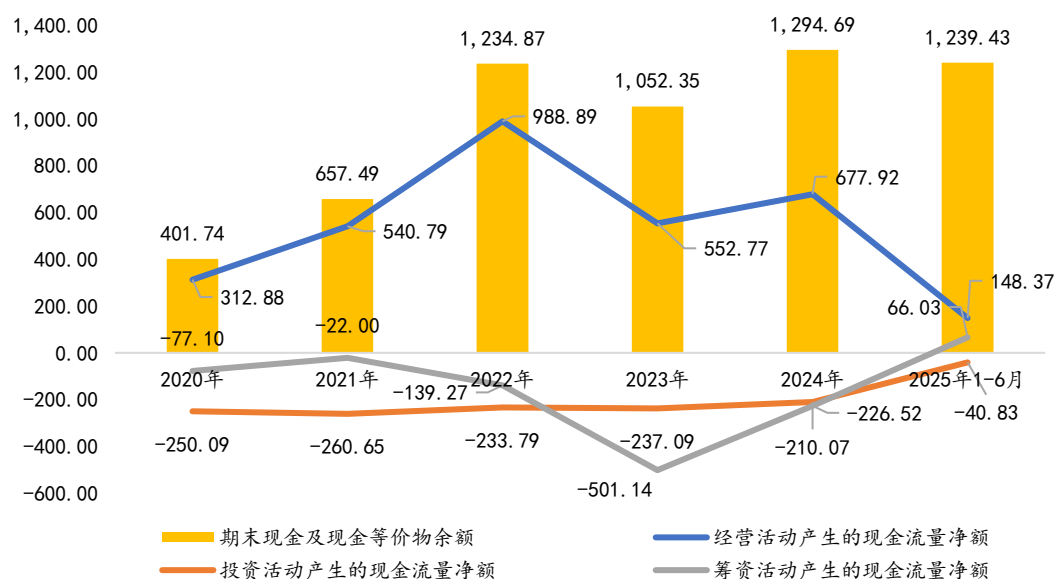


数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

(3) 现金流

从现金流表现来看, 山东能源经营活动现金流呈现较大波动, 2021-2022 年连续两年受益于煤炭价格回暖, 经营活动现金流净流入规模持续增加; 2023 年因煤炭价格回落, 经营性现金流出现明显下滑。2024 年, 尽管煤炭价格延续下行, 但由于处置交易性金融资产规模扩大以及其支付其他与经营活动有关现金减少, 经营性现金流净额有所回升。

图 山东能源 2020 年以来现金流走势 (单位: 亿元)



数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

投资活动方面，山东能源近年来持续对在建项目保持较大规模投入，投资活动现金流长期处于较大规模净流出状态。截至 2024 年末，其在建及拟建项目计划总投资高达 937.27 亿元，尚需投资 704.74 亿元，未来仍面临较大的投资支出压力。2025 年山东能源拟投资 84.80 亿元，相较于 2023 年投资规模有所收缩。

山东能源筹资活动现金流亦持续净流出，2023 年及 2024 年净流出规模较大，主要系股利分配和利息支出规模较大，两年分别高达 441.19 亿元和 298.61 亿元。同期，期末现金及现金等价物余额有所波动，2022 年末以来均维持在千亿元以上，截至 2025 年 6 月末为 1239.43 亿元。

(4) 或有债务

2025 年 6 月末，山东能源对外担保合计 442.68 亿元，担保比率 15.29%。截至 2025 年 3 月末，对关联方山东裕龙石化有限公司（以下简称“裕龙石化公司”）担保金额高达 275.74 亿元，占当期全部对外担保（439.80 亿元）的 62.70%，较 2023 年末的 191.37 亿元和 2024 年末的 258.41 亿元分别增加了 84.37 亿元和 17.33 亿元，对裕龙石化公司融资担保的金额持续增加。裕龙岛炼化一体化项目是山东省实施新旧动能转换的标志性工程，旨在通过整合地炼产能、延伸高端化工新材料产业链，推动石化行业向高端化、清洁化转型，项目总投资高达 3876 亿元，于 2020 年 10 月启动建设，其中一期核准总投资 1168.5 亿元，已完成投资 1159.5 亿元。截至 2025 年 6 月末，裕龙石化公司总资产 1266.28 亿元，净资产 337.41 亿元。山东能源作为裕龙石化公司第二大股东（持股 46.11%），近年来对其进行持续增资，截至 2024 年末长期股权中对裕龙石化的投资账目价值合计 164.80 亿元，较 2023 年末减少了 7.60 亿元，主要系裕龙石化公司 2024 年净利润出现大额亏损导致（-16.56 亿元），亏损的原因主要是项目前期投入较多，尚未产生规模性收益导致。考虑到裕龙岛炼化一体化项目仍需较大的后续资金投入，山东能源作为其重要股东及融资的担保方，其或有债务负担预计将继续加重。

(5) 外部支持

外部支持方面，山东能源作为山东省主要的国有煤炭企业，在山东省地方经济发展中占有重要地位，在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面均获得了一定的政策支持。此外，2022-2024 年，山东能源获得计入其他收益科目的政府补助分别为 6.80 亿元、10.26

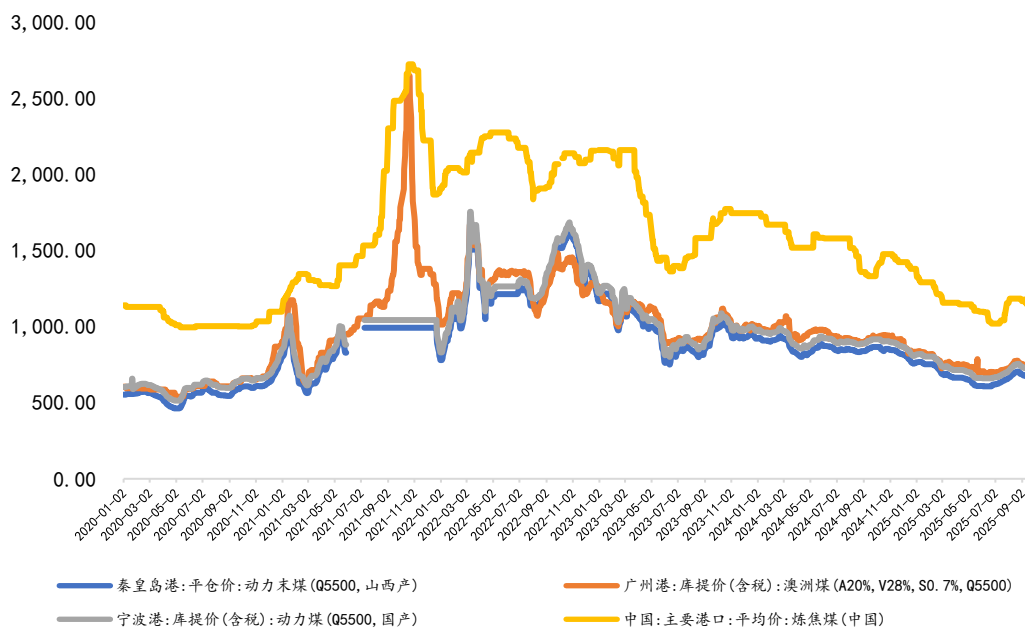
亿元和 15.62 亿元，计入营业外收入科目的与日常经营活动无关的政府补助分别为 0.60 亿元、0.43 亿元和 0.20 亿元，获得资源压覆款分别为 3.77 亿元、1.21 亿元和 4.03 亿元，2022-2023 年持续获得了政府拨付的城镇建设资金 1.94 亿元等。2023 年 3 月，山东能源股东会作出决议——增加出资 55.00 亿元，增资后其注册资本变更为 302.00 亿元。

(三) 煤炭行业趋势与影响因素分析

(1) 煤炭价格

从煤炭价格来看，2025 年以来，煤炭价格整体呈现下行趋势，平均价格约为 2024 年同期 80%左右，7 月起价格出现一定反弹，这主要是受煤炭减产、供给收缩，加强安全检查力度以及节前补库需求增加等因素支撑。但考虑到长期需求端仍未实质性改善，清洁能源的发展挤压了火电的空间，煤炭供需格局尚未发生根本扭转，未来价格仍面临一定压力。

图 煤炭价格走势（单位：元/吨）

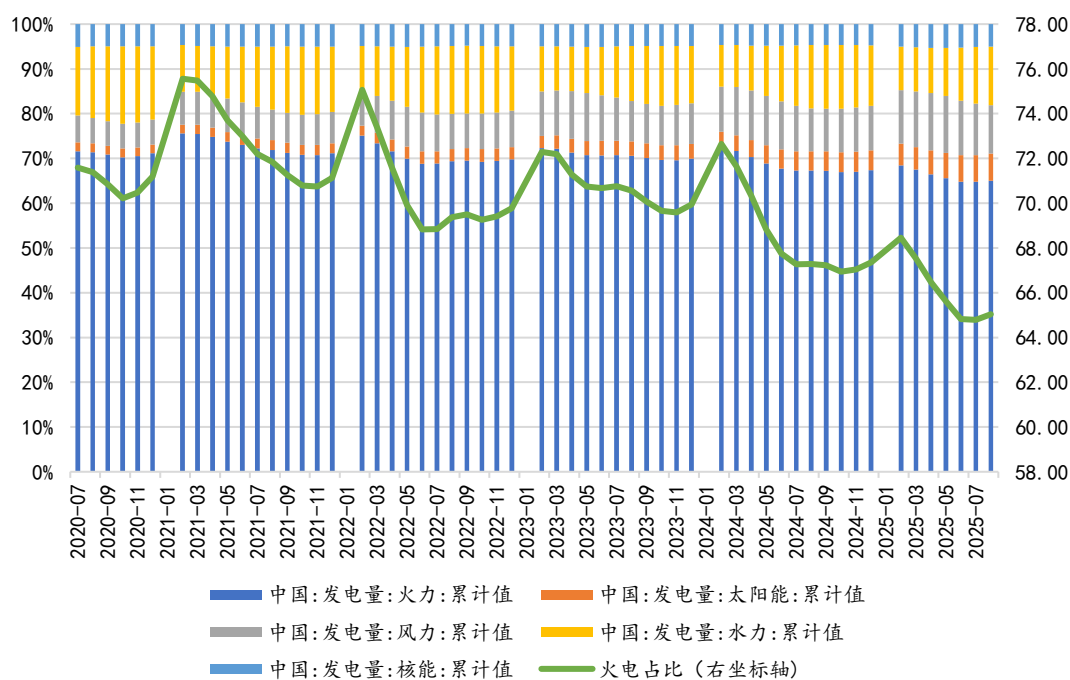
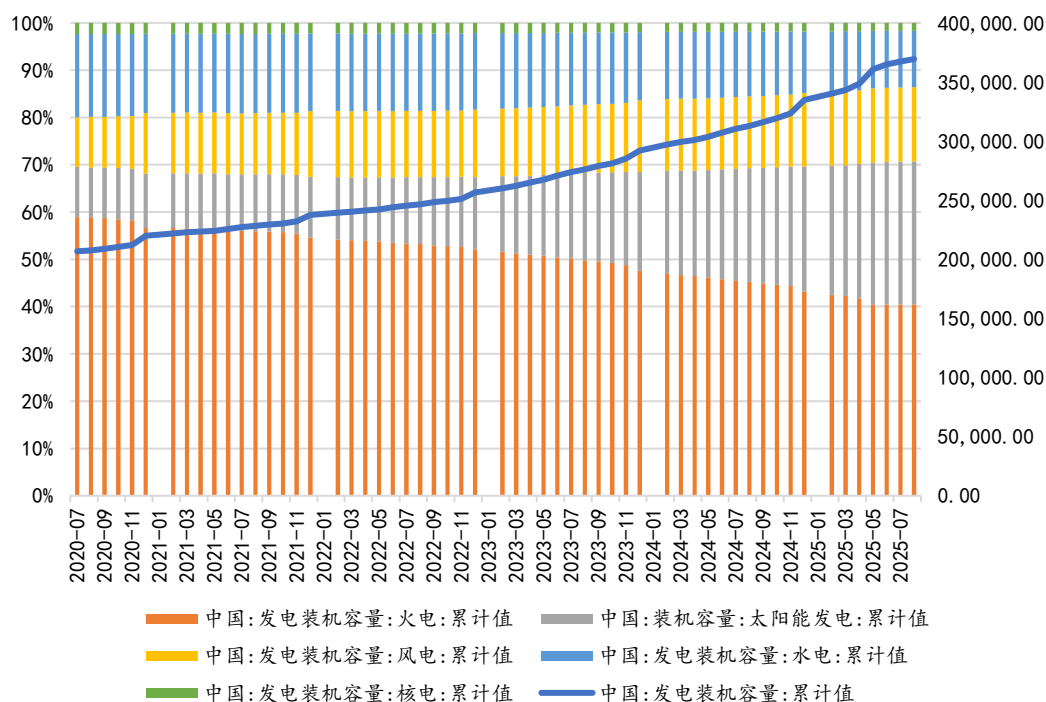


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

(2) 需求端

从需求端来看，动力煤方面，近年来，随着我国清洁能源的迅速发展，逐步替代火电，动力煤消费受到清洁能源加速替代的明显压制。2023 年 8 月，清洁能源装机容量首次超过火电；2025 年 7 月末，太阳能发电和风电发电装机容量较 2024 年末的分别增长 25.14%和 10.41%，远超火电装机 2.92%的增幅。受此影响，火电发电装机容量占比持续下降，火电占发电量的占比亦呈现波动下降的趋势，截至 2025 年 8 月末上述占比分别降至 40.46%和 65.04%，火电需求的减少对动力煤消费需求进行持续压制。

图 各类发电装机容量及累计发电量走势（单位：万千瓦、亿千万时、%）

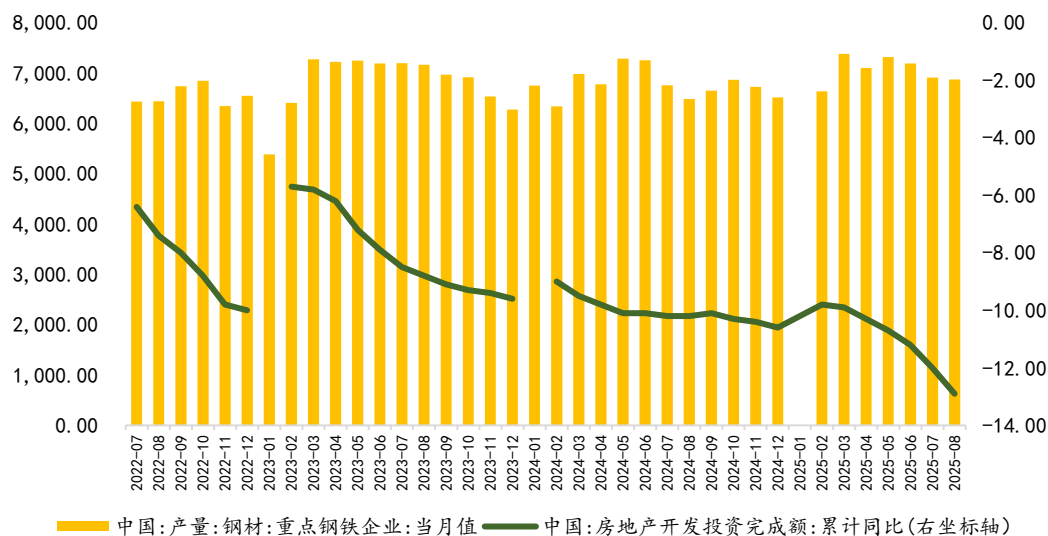


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

炼焦煤方面，其需求与钢铁行业景气度高度相关，而钢铁消费又很大程度上依赖于房地产行业。近年来地产行业持续处于下行通道，房地产开发投资额累计同比增速持续为负，2025年1-8月跌至-12.80%。在房地产低迷的背景下，钢铁需求将继续维持震荡格局，难以

实现实质性增长，因此炼焦煤需求也将相应承压。

图 钢铁产量及房地产开发投资额增速情况（单位：万吨、%）

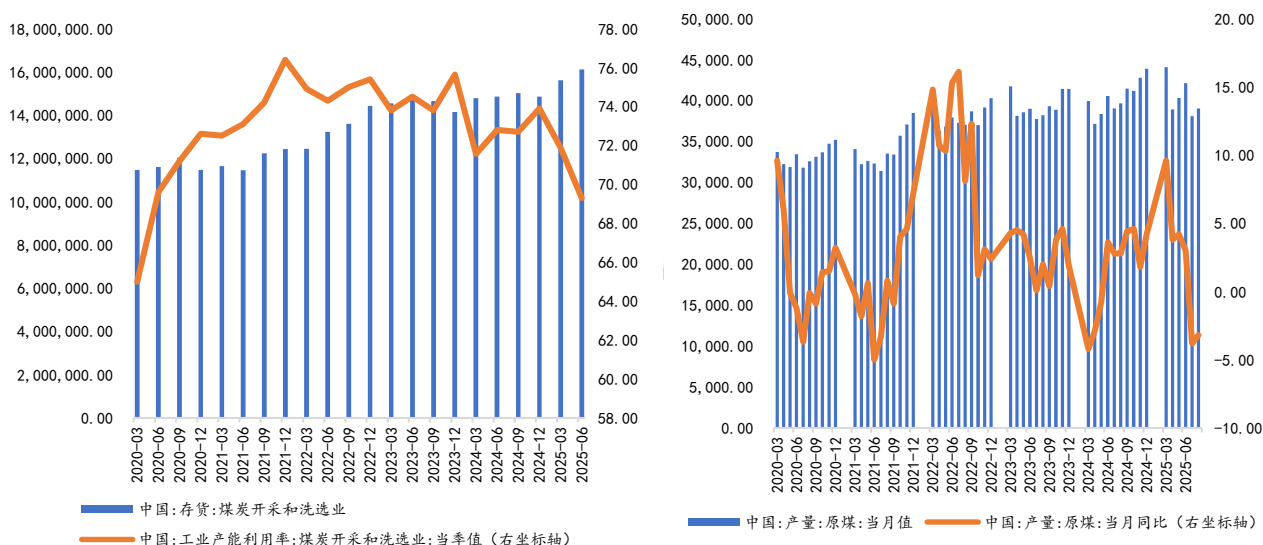


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（3）供给端

从供给端来看，近年来煤炭产量整体呈现增长趋势，供给持续处于高位。2025 年以来，煤炭存货不断累积，持续处于较高水平，同时产能利用率大幅下滑，2025 年 6 月末降至 69.30%，产能过剩问题进一步加剧。

图 我国煤炭存货与产能利用率、原煤产量走势（单位：万吨、%）

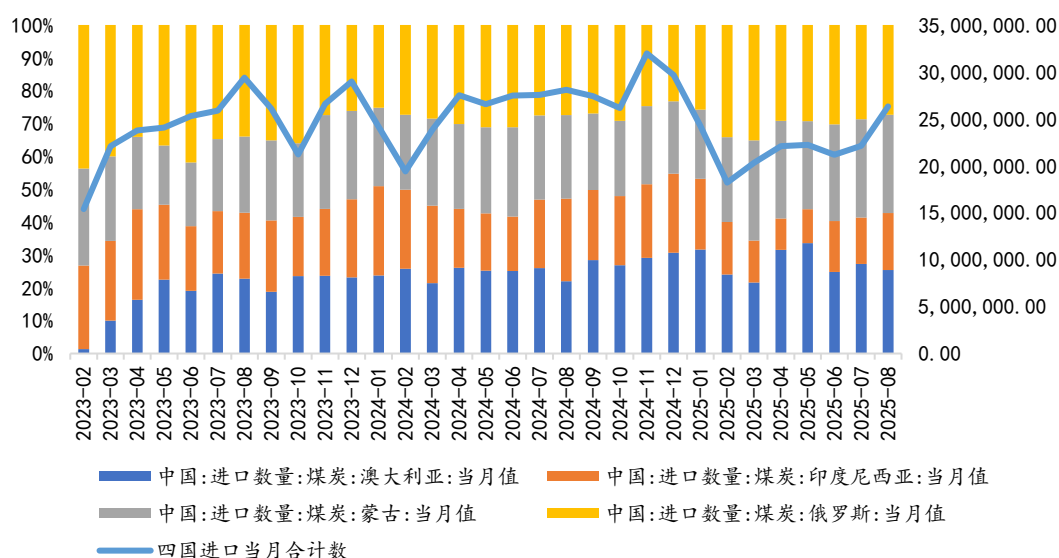


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从月度数据来看，原煤产量波动下行，同比增速也出现明显放缓。2025 年 7 月以来，受产地持续强降雨影响，尤其是部分露天煤矿被迫减产，加上“反内卷”背景下国家能源局综合司发布了超产核查文件《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》，推动了多地煤矿进行超产核查以及停产整顿，上述因素共同导致了 7 月原煤产量同比出现下降，7-8 月同比分别同比下降 3.80% 和 3.20%。2025 年 9 月 16 日，内蒙古自治区能源局发布《关于全区生产煤矿生产能力核查情况的通报》（以下简称“《通报》”）。《通报》显示，此次核查覆盖 2024 年至 2025 年 6 月生产或阶段性生产的 299 处煤矿，发现有 93 处煤矿存在超产，其中有 15 家煤矿产量超过公告产能 10%，对此一律责令停产整改。此外，据应急管理部消息，按照 2025 年度中央安全生产考核巡查工作安排，11 月份，22 个中央安全生产考核巡查组将陆续进驻 31 个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团开展年度考核巡查。巡查组进驻后，将对煤炭超产等安全隐患进行核查整改，或导致煤炭供给的进一步收缩，进而对煤价形成一定支撑。

进口煤方面，2025 年以来煤炭进口整体呈现收缩，主要来源国煤炭进口总量同比有所减少，3-7 月同比降幅均超过 10%，8 月进口量尽管环比有所回升，但同比降幅仍达到 6.35%，进口煤补给力度有所减弱，对煤炭价格形成一定利好。

图 主要进口国煤炭进口月度数据（单位：吨）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

2025 年以来煤炭价格整体呈下行趋势，清洁能源加速替代叠加地产投资低迷抑制了动力煤及炼焦煤需求，供给端受国内产量因强降雨及超产核查政策有所收缩，同时煤炭进口量

同比减少，对价格形成一定支撑，7月起煤炭价格有所反弹。预计未来随着煤炭供应端的调整优化以及供暖季用煤需求的逐步释放，煤炭价格有望企稳，并延续区间震荡走势。

（四）总结

总体来看，穆迪本次下调山东能源的评级事件，本质上是煤炭行业周期下行与个体经营叠加的必然结果。山东能源虽受煤炭行业下行以及自身持续大额资本性支出影响，杠杆率处于相对较高水平，但其资源禀赋优势突出，且具备较强的融资能力，债务风险整体可控。外资评级下调并未对其二级市场造成显著冲击，市场反应总体平稳，反映出投资人对其基本面和信用资质的预期相对稳定。

从行业层面来看，尽管煤炭需求端呈现疲软态势，清洁能源加速替代叠加地产投资低迷共同抑制了动力煤及炼焦煤需求，供给端面临产能过剩与库存高企的压力，行业整体呈现供需宽松格局。但在此背景下，国家层面推出的“反内卷”政策正在逐步落实，有望对煤炭价格形成有效支撑。随着供应端的调整优化以及供暖季需求的逐步释放，短期内煤炭价格有望企稳，并延续区间震荡走势。对于煤企而言，2025 年全年利润预计虽将随煤价回落有所下降，但预计降幅将有所收窄，行业整体抗压韧性仍较强。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。