

行业展望

2024年1月

中国煤炭行业展望，2024年1月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	9
结论	12
附录	13

在扩产能及进口煤炭量走阔影响下，我国煤炭供求紧张局面明显缓解，2023年以来煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业盈利仍处于较好水平。短期来看，煤炭供应紧张向宽松转变的势能仍存，煤炭价格或承压，但作为国家能源保障的“压舱石”，煤炭行业稳价仍然是主基调，行业信用水平将保持稳定。长期来看，“双碳”政策下，新能源替代传统能源的规模将逐步扩大，煤炭需求增长受限，同时煤炭供应弹性能力的建立，价格或难再出现大幅波动情况。

中国煤炭行业的展望维持稳定。中诚信国际认为，未来12~18个月该行业总体信用质量不会发生重大变化。

联络人

作者

企业评级部

肖瀚 027-87339288
hxiao@ccxi.com.cn

邱学友 027-87339288
xyqiu@ccxi.com.cn

李路易 027-87339288
lyli01@ccxi.com.cn

涂月 027-87339288
ytu@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288
txgong@ccxi.com.cn

摘要

- 近年来，全国煤炭消费持续增长但增速受下游需求变化等因素影响有所波动。电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限。短期来看，为保障国内经济稳定发展、平抑国际能源价格大幅波动，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将由正转负，但用煤需求仍将保持一定规模。
- 伴随增产保供政策有力推进，近年来国内煤炭产量保持增长态势，煤炭供应来源进一步向西及新疆地区集中；2023年恢复澳煤进口，同时印尼、蒙古和俄罗斯煤炭流入明显走阔，进口煤炭量同比大幅增长。短期内，随着增产保供政策延续，国内产能仍将增加，叠加进口煤补充调剂，煤炭供给面将延续宽松格局。长期来看，煤炭供给在政策推动下将具备弹性能力。
- 2023年在扩产能以及进口煤炭量大幅增长影响下，煤炭供求紧张局面明显缓解，但安全生产形势严峻，国内煤炭价格呈回落后回升态势；随着增产保供政策的持续推进、政策调控的有力执行，供应面整体宽松格局仍将延续，短期内动力煤价格中枢或将下行但降幅空间有限，炼焦煤因稀缺属性，价格有下行压力但仍有一定支持基础。长期来看，在需求增速放缓，煤炭供应弹性能力建立情况下，煤炭价格将在合理稳定区间运行。
- 2023年以来，煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业整体保持较好的获现和盈利能力，企业杠杆指标和偿债指标总体保持向好态势。未来煤炭供需紧张的态势持续缓解，煤炭价格或承压，煤炭企业盈利及获现能力或将回落，偿债指标表现或趋弱，但考虑到行业融资环境有所改善，煤炭企业债务接续仍较有保障。

一、分析思路

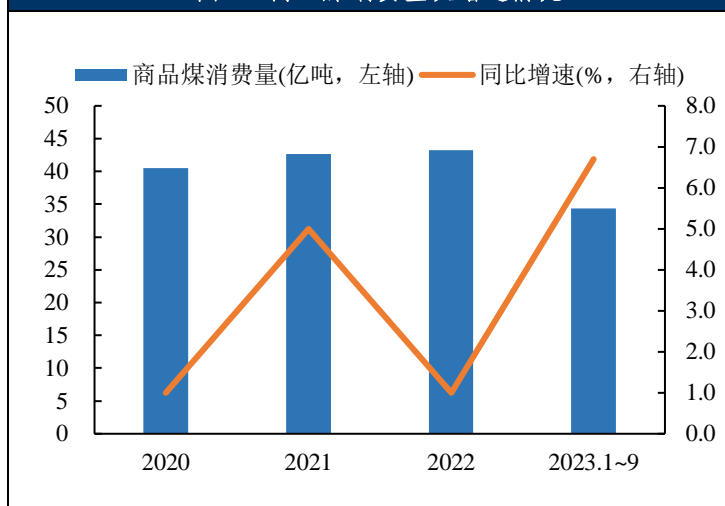
煤炭行业的信用基本面分析，主要是通过供给端和需求端并结合政策端等多个维度的变化综合分析煤炭价格变化情况，在此基础上，分析样本企业的盈利能力、获现能力、偿债能力等财务表现总结当前煤炭行业的信用基本面情况，并得出对行业整体信用状况的判断。

二、行业基本面

近年来，全国煤炭消费持续增长但增速受下游需求变化等因素影响有所波动。电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限。短期来看，为保障国内经济稳定发展、平抑国际能源价格大幅波动，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将由正转负，但用煤需求仍将保持一定规模。

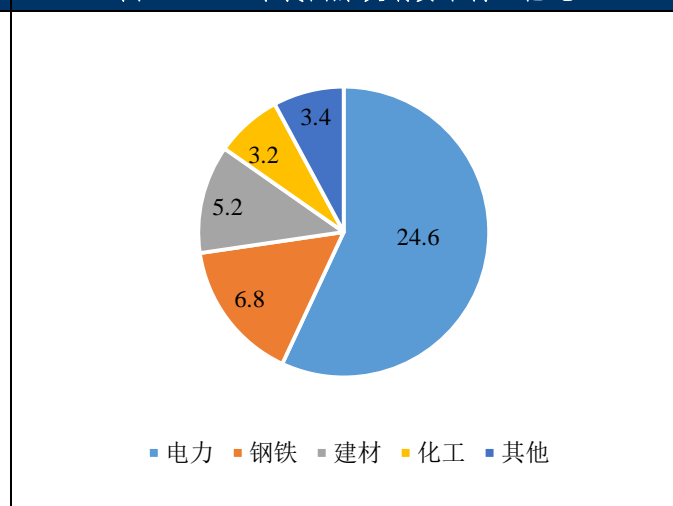
煤炭是我国最主要的能源，2020~2022年全国煤炭消费量占能源消费总量的比重分别为56.8%、56.0%和56.2%，近年来，受俄乌冲突等因素影响，国际油气价格高位震荡，替代效应下煤炭需求增加，国内煤炭消费比重有所回升，煤炭在我国能源体系的重要作用仍难以取代。2023年以来，经济复苏及夏季高温天气影响导致用电需求增加，煤炭消费量保持较快增长，2023年1~9月，全国煤炭消费量为34.4亿吨，同比增长6.7%。具体来看，煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材和化工行业，下游四大行业耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过90%。

图 1：商品煤消费量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 2：2022 年我国煤炭消费结构（亿吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

从煤炭下游消费来看，电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在50%以上。2023年1~9月，全国火力发电量为46,397亿千瓦时，同比增长5.8%，主要是由于水电受干旱天气持续时间较长影响，水力发电量不足，火电替代有所强化。2023年1~9月电力行业累计耗煤量20.4亿吨，同比增长10.3%，低基数效应下增速明显提升，具体来看，除季节性因素影响下1月耗煤量同比下降外，其他月份月度耗煤量同比增速整体呈上升趋势，2023年6月月度耗煤量同比增速达到年内峰值22.7%。2023年末，国家出台一系列振兴经济的政策和措施，为2024年的经济向好打下了基础，用电需求预计保持增长，短期内火力发电量对煤炭

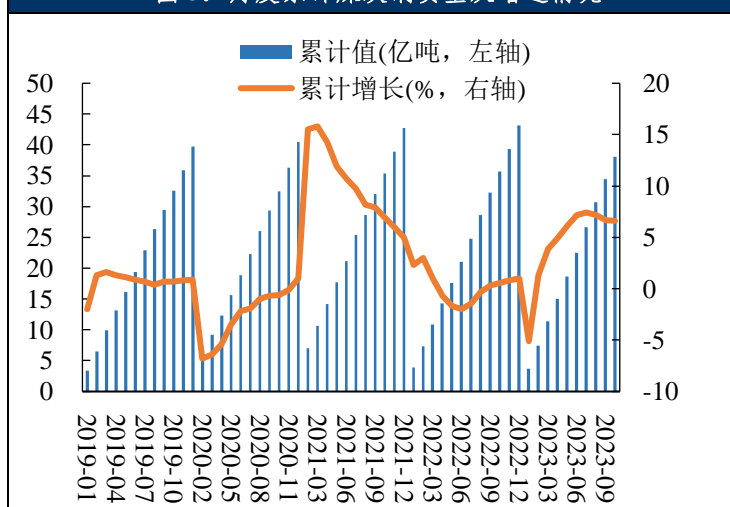
需求的支撑仍在。2023年11月8日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、国家能源局联合印发了《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501号），决定自2024年1月1日起，在全国建立煤电容量电价机制，将现行煤电单一制电价调整为电量电价和容量电价两部制电价，煤电容量电价机制的建立可促进煤电企业主动为新能源做好调峰调频，推动煤电从提供电力电量保障的主力电源逐步转为基础保障性和系统调节性电源。该政策明确了未来火电的重要作用，用煤需求仍有一定保障，但随着需求逻辑转变，用煤增速将因新能源的快速发展受到抑制。

钢铁行业是煤炭第二大需求行业，2023年前三季度，全国钢产量较上年同期增长1.7%，增速由负转正，增长的主要动力是钢材出口的增长，同期钢材出口已接近2022年全年水平，考虑到前三季度折合粗钢表观消费量同比下降1.5%，钢铁供给大于需求的态势仍未有明显改观。耗煤方面，2023年1~9月，钢铁行业累计耗煤量为5.2亿吨，同比增速2.4%。短期来看，全国整体用钢需求依然偏弱，特别是短期内钢材出口的可持续性仍需关注。目前地方专项债等政策的推进执行使得基建领域对钢材需求提供一定支撑，国家针对房地产消费领域密集出台的优化调整政策亦有望对房地产领域产生积极影响，但政策的落地实施及其对钢材需求乃至煤炭需求的传导仍需要一定时间。

建材行业方面，我国建材行业煤炭需求以水泥用煤为主。2023年1~9月，水泥产量为14.95亿吨，同比略降0.7%，建材行业耗煤量为3.9亿吨，同比基本持平。短期内建材耗煤量仍有赖于房地产及建材市场的恢复情况，在稳增长预期以及积极的宏观调控传导效应下，建材需求有望企稳回升。

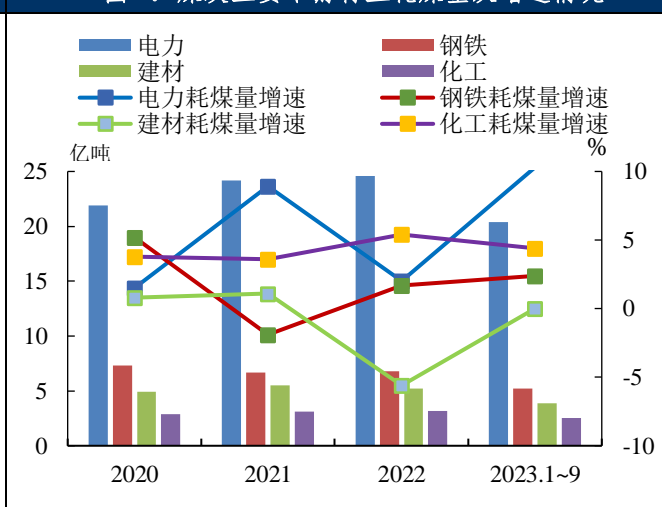
化工行业方面，煤化工的发展能够在一定程度上缓解我国“富煤、缺油、少气”的能源问题，从而进一步保障能源安全。近年来，煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇以及煤制气的产能逐步扩大。2023年1~9月，化工行业累计耗煤量2.5亿吨，较上年同期增长4.4%，增速有所放缓，主要是由于供求压力缓解所致。2023年7月，发改委发布《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，提出从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量，应确保煤炭供应稳定，不得通过减少保供煤用于现代煤化工项目建设。受政策限制，短期内化工行业耗煤量增长有限。煤化工产品的市场竞争力受到国际油价以及天然气等替代能源价格的影响，其行业景气度及产销量容易出现波动，未来化工用煤需求的不确定性较大，从中长期来看，化工行业煤炭消耗量增速将放缓。

图 3：月度累计煤炭消费量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 4：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

总体来看，在现有能源结构的框架下，电力行业对煤炭的需求提供基础支撑，随着全国煤电容量电价机制的

建立，电力结构逐步向新能源转型，未来火电耗煤量增速或将由正转负，但火电作为基础保障和系统调节性电源，用煤需求仍将具有一定规模，钢铁行业和建材耗煤量仍有赖于房地产、大基建等行业的发展情况，化工行业耗煤量随化工产品的价格变化而波动，煤炭整体消费量增速将在经济增长方式的转变、能源结构的调整以及“双碳”政策持续下继续承压。

伴随增产保供政策有力推进，近年来国内煤炭产量保持增长态势，煤炭供应来源进一步向三西及新疆地区集中；2023年恢复澳煤进口，同时印尼、蒙古和俄罗斯煤炭流入明显走阔，进口煤炭量同比大幅增长。短期内，随着增产保供政策延续，国内产能仍将增加，叠加进口煤补充调剂，煤炭供给面将延续宽松格局。长期来看，煤炭供给在政策推动下将具备弹性能力。

产能及产量方面，近年来，通过推进增产保供政策，国内煤炭产能及产量持续提升，煤炭供需紧张局面得到有效缓解，根据国家能源局于2022年11月发布的消息，当年国家能源局核准（含调整建设规模）煤矿项目14处，新增产能6,200万吨/年以上，推动进入联合试运转试生产煤矿产能约9,000万吨/年。根据国家能源局2023年4月发布的《2023年能源工作指导意见》，国家能源局仍将有序推进煤矿先进产能核准建设，推动在建煤矿尽快投产达产，增强煤炭增产保供能力。此外，2023年以来，煤炭生产安全问题对部分地区的生产节奏及供给形成了一定扰动，前三季度全国原煤累计生产34.42亿吨，同比增长3.0%，增速明显回落。2023年12月，发改委发布《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），《征求意见稿》指出，到2027年，初步建立煤矿产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度煤炭产能储备，到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成3亿吨/年的可调度产能储备。预计未来随着煤炭保供压力持续缓解，可调度煤炭产能将使煤炭供应具有弹性。

从产地分布来看，随着东部老矿区资源枯竭，大部分衰老煤矿逐渐退出，加上西南地区资源赋存条件较差，煤矿生产安全压力大，全国煤炭生产持续向山西、陕西及内蒙古西部（三西地区）以及新疆等煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低、安全保障程度高的地区集中。根据国家统计局公布的数据，2023年前三季度山西、陕西、内蒙古和新疆煤炭产量合计数达27.9亿吨，占全国煤炭产量的比例在80%左右。

图 5：国内煤炭产量变化情况

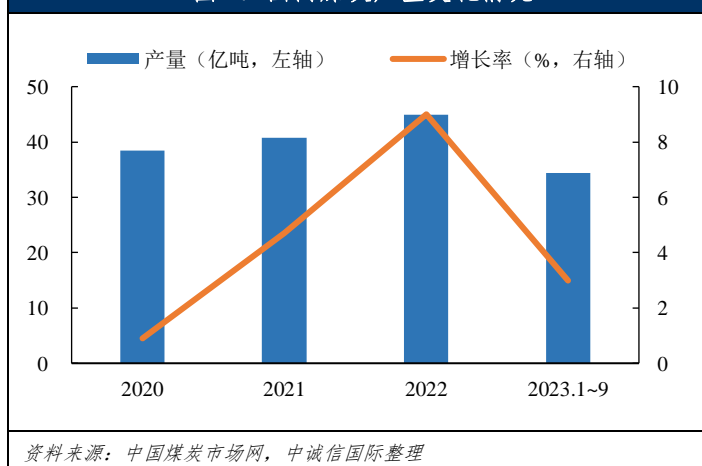
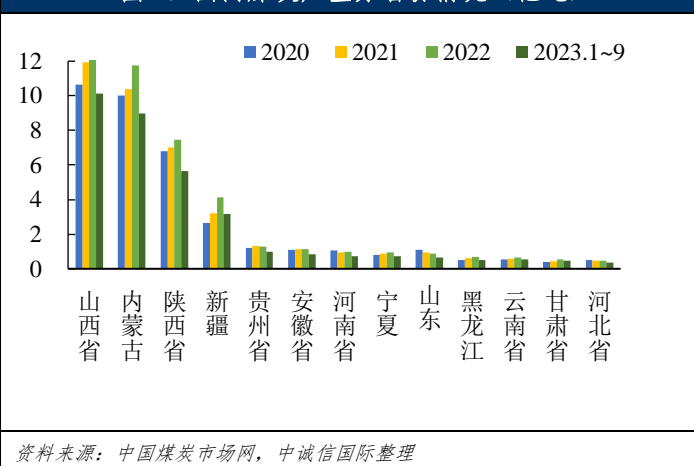


图 6：国内煤炭产量分省份情况（亿吨）



煤炭运输方面，由于我国煤炭的消费地和生产地的逆向分布，使我国形成了“西煤东送，北煤南运”的运输格局。2022年，全国铁路累计发运煤炭26.8亿吨以上，同比增长3.9%，其中电煤发运量21.8亿吨，同比增长8.7%；

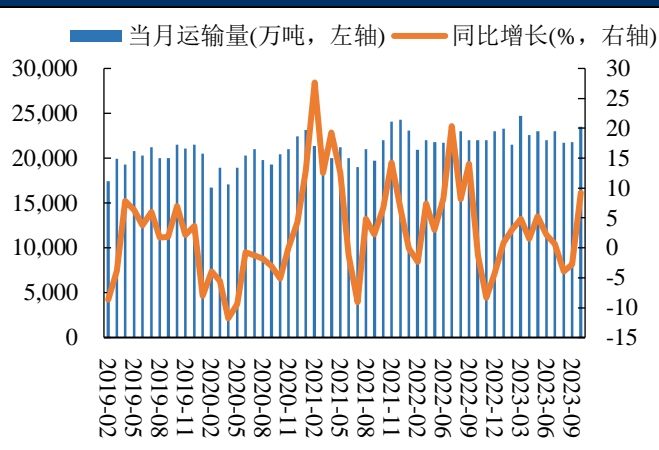
全国主要港口内贸煤炭发运量约7.3亿吨，同比下降1.8%，铁路仍然是我国煤炭运输的主要方式；2023年前三季度，全国铁路累计发运煤炭20.37亿吨以上，同比增长1.3%。“北煤南运”通道除浩吉铁路为专用通道外，其他大多为路网干线，同时承担大量普速客运以及其他大宗物资运输任务，截至2023年9月26日，浩吉铁路开通运营4周年，运量累计完成2.5亿吨。“西煤东送”通道主要有大秦线、朔黄铁路、瓦日铁路等，2023年大秦线铁路、朔黄铁路和瓦日铁路年运量分别达到4.22亿吨、3.68亿吨和1.00亿吨。此外，2023年，新疆铁路与31家重点企业签订战略合作协议，明确2024年度协议运量1.78亿吨；利用兰新铁路、临哈铁路、格库铁路“一主两辅”通道，抓好淖毛湖、柳树泉等煤炭发运地的电煤运输组织工作，2023年，新疆铁路发运煤炭超1.3亿吨，同比增长5.4%，其中疆煤外运量0.60亿吨，同比增长9.5%。根据交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设。到2025年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量150万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距500公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到80%左右。铁路运输具有运量大、速度快、运价低等优势，煤炭铁路运输比例的上升将有利于煤炭行业运输成本的下降以及供应量和供应速度的提升，有利于缓解煤炭调入地区煤炭供需紧张局面。

图 7：煤炭运输流向示意图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

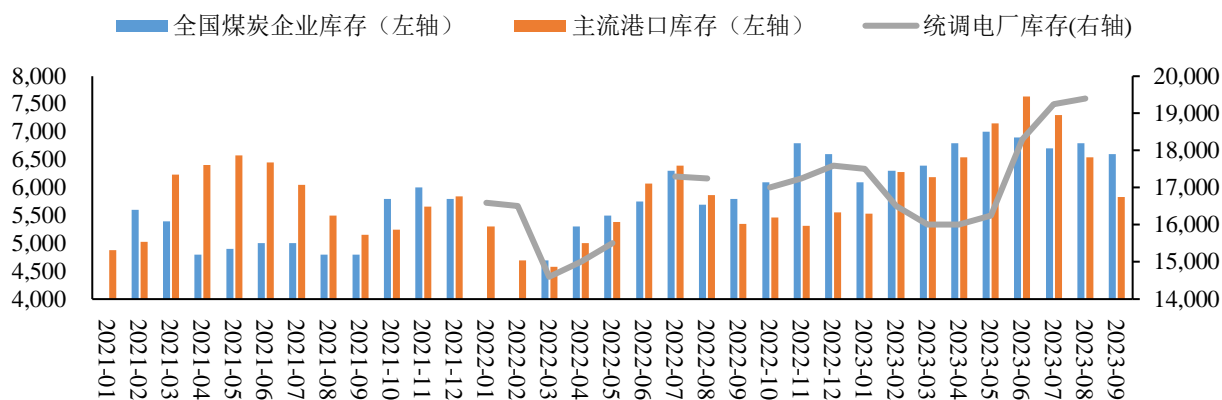
图 8：煤炭铁路运输情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

煤炭库存方面，随着煤炭供需关系变化，煤炭库存呈季节性波动，冬夏用煤高峰期煤炭库存消耗较快，其他季节库存储备增加；此外近年来建立健全煤矿产能储备制度的政策出台对煤炭库存提升亦有一定的推动作用。2023年全国煤炭企业库存高于同期，月均库存较2022年全年月均库存增加将近800万吨，进入暑期用煤高峰后，煤炭企业库存和港口库存开始降低，但电厂库存仍维持高位，在7月创下19,900万吨的历史高位库存。总体来看，2023年前三季度，国内煤炭库存创历史新高，煤炭库存逐步宽松。未来煤炭库存仍将在供需关系变化影响下有所波动，如库存整体走高，将对煤价形成一定压制。

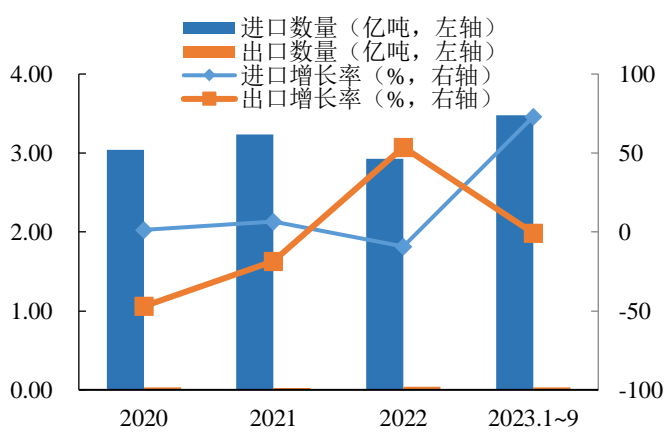
图 9：国内煤炭库存变化情况（万吨）



资料来源：中国煤炭市场网、Wind，中诚信国际整理

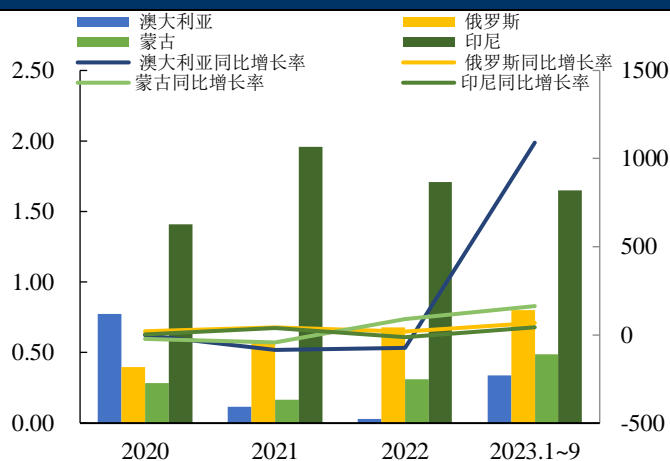
煤炭进出口方面，2023年恢复澳煤进口，同时印尼、俄罗斯、蒙古进口煤均显著增长，前三季度，上述四国进口数量占全部进口量的比例为94.25%，印尼进口煤占比降低12.33个百分点至50.30%，但仍保持我国煤炭第一进口来源国地位，俄罗斯和蒙古进口煤占比分别提升至24.39%和14.08%，澳大利亚进口煤占比则恢复至9.77%。2023年全年进口煤炭4.74亿吨，同比增长61.8%，创历史新高。2023年12月20日，国务院关税税则委员会发布《国务院关税税则委员会关于2024年关税调整方案的公告》（以下简称“公告”），公告称自2024年1月1日起，对来自澳大利亚、东盟的进口煤继续实行0关税；对来自其他国家的进口煤实行最惠国税率，无烟煤、焦煤、褐煤关税为3%，动力煤关税为6%。2024年受关税调整影响，来自于印尼及澳大利亚煤炭或将进一步增加。

图 10：煤炭进出口情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

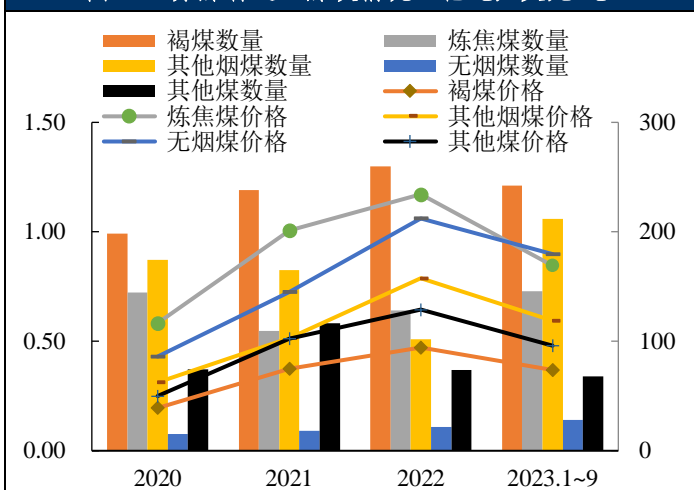
图 11：进口煤炭分国别情况（亿吨，%）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

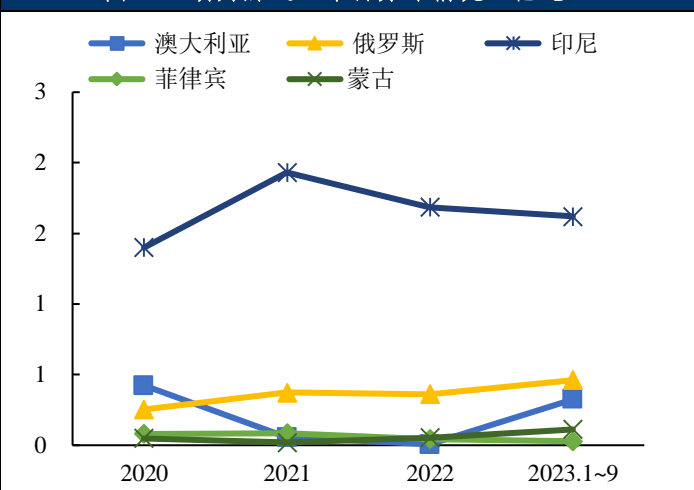
分煤种来看，进口煤炭主要包括动力煤和焦煤，其中动力煤（广义动力煤含褐煤、其他烟煤和其他煤）占比75%左右，焦煤占比在20%左右，无烟煤占比较小，近年来均不足5%。2023年前三季度，广义动力煤进口2.61亿吨，超过2022年全年水平，占比达到75%，澳大利亚动力煤增长较明显；焦煤进口0.73亿吨，亦超过2022年全年水平，主要系蒙古焦煤大幅增加；无烟煤进口保持增长，但体量仍较小，且主要来源于俄罗斯。

图 12: 分煤种进口煤炭情况 (亿吨, 美元/吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

图 13: 动力煤进口来源分布情况 (亿吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

总体来看, 国内煤炭生产受政策的影响较大, 煤炭供应来源进一步向西及新疆地区集中, 煤炭资源的调配对煤炭运力和储备能力提出了更高的要求。2023年国内煤炭产量增长及进口煤大幅增长背景下, 煤炭供应向宽松转变, 长期来看, 国内煤炭供应量将具有一定弹性, 进口煤炭量价扰动对国内市场的影响将进一步弱化。

2023年在扩产能以及进口煤炭量大幅增长影响下, 煤炭供求紧张局面明显缓解, 但安全生产形势严峻, 国内煤炭价格呈现回落后回升态势; 随着增产保供政策的持续推进、政策调控的有力执行, 煤炭供应面整体宽松格局仍将延续, 短期内动力煤价格中枢或将下行但降幅空间有限, 炼焦煤因稀缺属性, 价格有下行压力但仍有一定支持基础。长期来看, 在需求增速放缓, 煤炭供应弹性能力建立情况下, 煤炭价格将在合理稳定区间运行。

定价机制方面, 2022年10月, 发改委印发的《2023年电煤中长期合同签订履约工作方案》显示, 下水煤合同基准价按5,500大卡动力煤675元/吨执行。2023年11月, 发改委印发《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》, 对2024年电煤中长期合同的签约对象、签订要求、履约监管等做出全面指导, 定价机制延续, 以港口价格计算的电煤中长期合同应按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行, 不超过明确的合理区间。但较2023年电煤中长期合同签订履约工作方案, 2024年不再将工业供热企业纳入长协签订范围, 可减轻电煤中长期供应压力, 履约率由2023年要求的“季度、年度履约率100%”调整为“月度兑现率不低于80%, 季度兑现率不低于90%, 全年达到100%”, 此外对于2023年明确的26亿吨合同任务及下水煤合同基准价按5,500大卡动力煤675元/吨的明确参考价格, 2024年尚未给出具体合同任务及价格指标。预计2024年煤炭长协量同比会有所减少, 后续仍需关注长协价格机制是否发生变化, 以及长协合同的实际执行情况。

表 1: 煤炭价格政策

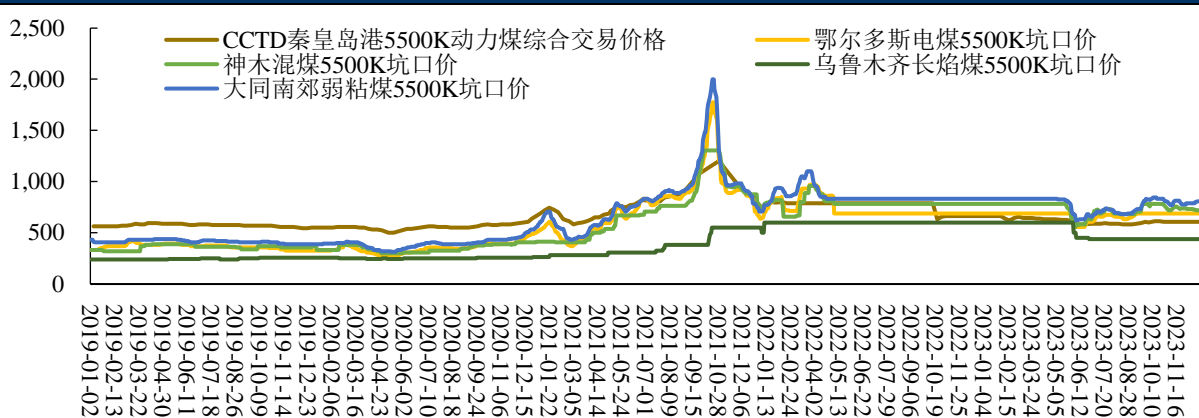
时期	政策名称	主要内容
2022年2月25日	国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知	秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易价格每吨570~770元(含税)较为合理, 明确了晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间, 并于2022年5月1日开始执行
2022年10月31日	《2023年电煤中长期合同签订履约工作方案》	2023年下水煤合同基准价按5500大卡动力煤675元/吨执行。浮动价, 实行月度调整, 当月浮动价按全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数、CCTD秦皇岛动力煤综合价格指数综合确定。选取以上3个指数每月最后一期价格, 按同等权重确定指数综合价格
2022年12月2日	关于做好2023年电力中	市场化电力用户2023年年度中长期合同签订电量应高于上一年度用电量的80%, 并通过后续季

	长期合同签订履约工作的通知	度、月度、月内合同签订，保障全年中长期合同签约电量高于上一年度用电量的90%。燃煤发电企业2023年年度中长期合同签约电量不低于上一年实际发电量的80%，月度（含月内）及以上合同签订电量不低于上一年实际发电量的90%。水电和新能源占比较高省份签约比例可适当放宽。对于足额签订电力中长期合同的煤电企业，各地应优先协调给予煤炭和运力保障，支撑电力中长期合同足额履约
2023年4月6日	国家能源局关于印发《2023年能源工作指导意见》的通知	要求坚持把能源保供稳价放在首位。强化忧患意识和底线思维，加强国内能源资源勘探开发和增储上产，积极推进能源资源进口多元化，以常态能源供应有弹性应对需求超预期增长，全力保障能源供应持续稳定、价格合理可控
2023年11月8日	发改委 国家能源局关于建立煤电容量电价机制的通知	发改委强化煤炭价格调控监管，加强煤电中长期合同签订履约指导，促进形成竞争充分、合理反映燃料成本的电量电价，引导煤炭、煤电价格保持基本稳定，确保机制平稳实施

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

从不同产品具体价格来看，动力煤方面，2023年以来，国内动力煤价格先抑后扬，下半年整体在窄幅区间内波动运行，2023年2月初开始CCTD秦皇岛5,500大卡动力煤综合交易价格开始下跌，并在6月中旬降至近年来最低水平，与年初高位相比最高落差超过100元/吨，后随着用电高峰的到来，动力煤价格小幅反弹。8月国内多降雨天气，水电出力逐步好转，沿海终端日耗同比增幅放缓。9月安监高压持续压制产地煤炭产能释放，坑口优先保障长协电煤发运，动力煤价格有所攀升。10月中下旬电厂日耗处于淡季，库存相对充足，供需关系较前期宽松，动力煤价格呈下降走势。11月受长协保供煤、进口煤的持续到厂及初冬阶段日耗提振缓慢推动，终端电厂库存居高不下，动力煤价格支撑不足。2023年末CCTD秦皇岛5500k动力煤综合交易价格较年初下降超60元/吨。预计2024年动力煤供应宽松格局仍将延续，价格中枢或将下行但降幅空间有限。

图 14：部分地区动力煤价格变化情况（元/吨）¹



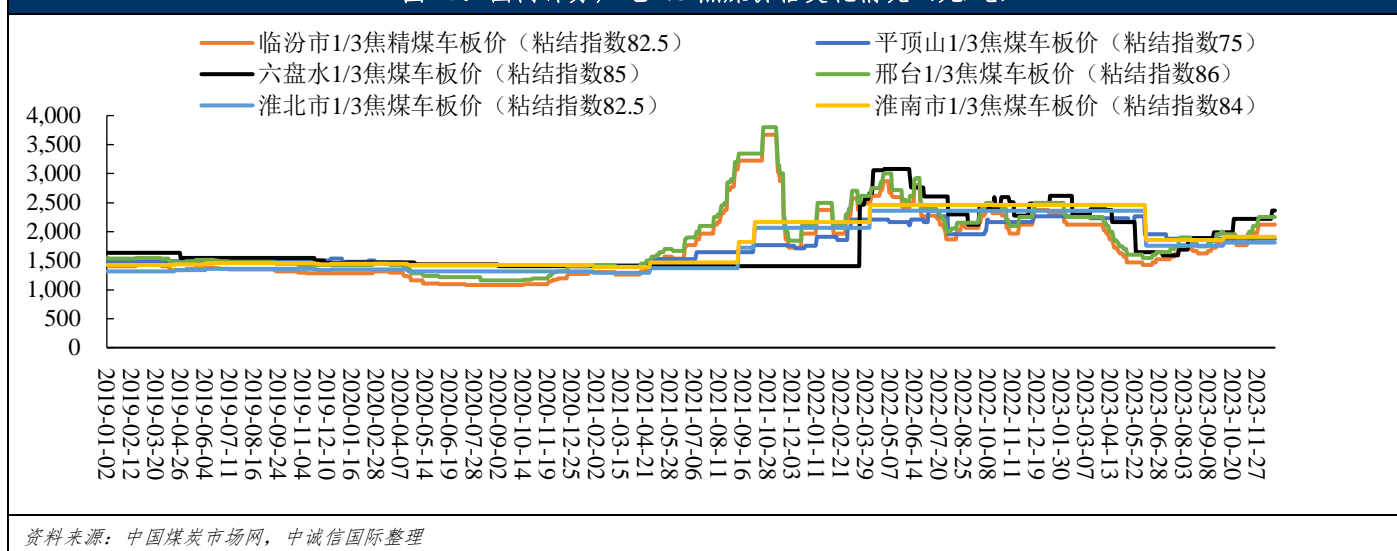
资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

焦煤方面，不同地区的焦煤价格区间以及定价模式略有差异，淮北、淮南、平顶山等区域多数资源偏向长协定价，山西、河北等地市场流动资源较为丰富。由于定价机制不同，各地区不同时间的价格差异较为明显，但整体的变化较为趋同，相对而言，长协定价较市场定价的波动更小。2023年以来，在市场需求及预期变化叠加安全生产事故带来的供给端变化综合影响下，焦煤价格走出“V”字型，下游钢厂和焦企低库存战略亦起到助涨助跌作用。上半年，随着需求端萎缩以及进口煤的大幅增长，炼焦煤价格亦显著回落，各产地炼焦煤价格在6月下落到近年来最低值，与年初高位相比最高落差接近1,000元/吨，到7月，焦企亏损现象增多，焦企对未来预期作出调整，限产焦企逐步增加，焦炭供应能力趋紧，但钢厂盈利能力转好，高炉开工率保持高位，钢厂采购速度加快，焦炭价格支撑较强，9、10月钢厂、焦企低库存战略的负面影响开始出现，国庆前补库的需求造成焦煤需求大增，而在

¹ 注：CCTD 秦皇岛港 5500K 动力煤综合交易价格取样点较少，仅反映变化趋势。

安全检查供给减少的环境下，供需出现严重失衡，焦煤价格再度上涨；11月后，山西吕梁永聚煤业火灾事故导致山西等地煤矿安全检查再度升级，焦煤供给再度趋紧。2023年末焦煤价格水平已基本接近年初水平，部分地区部分品种甚至超过年初价格。焦煤属于稀缺煤种，新增产能较少，进口焦煤方面，优质澳洲焦煤近年来分流至印度、日本和韩国等国家，客观上使得焦煤的供应面相对动力煤更紧张，随着下游钢铁、建材及化工等行业需求预期不强，焦煤价格或面临一定下行压力，但其价格支撑性相较于动力煤更强。

图 15：国内部分产地 1/3 焦煤价格变化情况（元/吨）



总体来看，在扩产能以及进口煤炭量大幅增长影响下，供给明显宽松，2023年国内煤炭价格回落后，在安全生产等因素影响下有所反弹，其中动力煤价格始终未恢复至年初高位，焦煤价格走出“V”字型。短期内，煤炭的供给宽松格局仍将延续，价格中枢或将下行但降幅空间有限，其中焦煤价格支撑性更强。

三、行业财务表现

为研究煤炭企业盈利能力，获现能力和偿债能力的变动趋势，中诚信国际采用了国内债券市场公开发行债券的25家中大型煤炭企业作为样本进行分析，样本企业覆盖了主要煤炭生产省份。

盈利能力

2023年煤炭价格整体呈先抑后扬趋势，但仍保持相对高位运行，煤炭企业保持较好的盈利能力。在“保供稳价”政策基调的持续推动下，煤炭行业供求关系紧张的态势或将持续缓解，未来煤炭企业整体盈利能力或将有所弱化，但不同企业的盈利能力或随自身经营管理及资源禀赋的不同或有所分化。

样本企业方面，2023年前三季度，受煤炭价格高位回落的影响，样本企业净利润总和较上年同期下降10.65%至2,278.15亿元。从营业毛利率来看，2023年前三季度，受煤炭价格整体下降的影响，样本企业营业毛利率均值较上年同期下降3.74个百分点至23.24%。从利润构成来看，经营性业务利润（经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益）是煤炭企业利润的主要构成，受煤炭价格回落的影响，经营性业利润有所下降；投资

收益是利润的重要补充，由于煤炭企业主要投资收益来源同主业相关度较高，且2023年前三季度的投资收益主要受企业2022年分配股利的影响，因此投资收益走势较经营性业务利润走势有所滞后，2023年前三季度投资收益较上年同期仍有所上升。资产减值损失方面，2023年前三季度资产减值和信用减值规模均较上年同期大幅减少。整体来看，2023年前三季度，因煤炭价格出现回落，因此盈利能力未能延续近三年以来的增长趋势，但煤价仍处于相对高位，煤炭企业仍保持较好的盈利能力。考虑到当前供需关系向宽松转变格局不变，预计2024年煤炭企业的盈利水平或将有所下降。

现金流及偿债能力

2023前三季度煤炭价格回落，煤炭企业经营获现能力有所下降，但仍保持较好水平，财务杠杆水平保持稳定。同时部分区域企业新发债和净融资规模显著改善，企业整体发行利差呈下行趋势。短期来看，煤炭企业债务仍保持较大规模，盈利指标或将趋弱，但考虑到行业融资环境持续向好，煤炭企业债务接续仍较有保障。

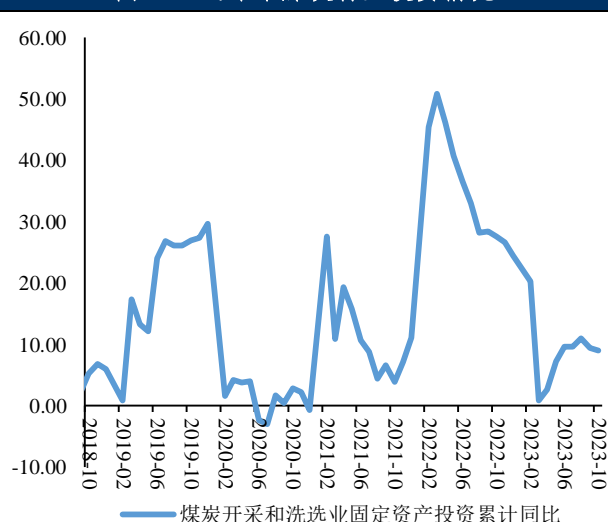
从现金流来看，受煤炭价格下降的影响，2023年前三季度样本企业经营活动现金流较上年同期有所下降；在前期项目落地的背景下，煤炭企业仍保持一定规模的资本开支，2023年前三季度样本企业合计投资活动现金净流出规模较上年同期有所上升，同时样本企业加大偿还债务力度并进行大规模分红，筹资活动现金净流出规模较上年同期大幅上升。财务杠杆方面，2023年，样本企业债务规模增速进一步放缓，9月末样本企业总债务规模合计为32,798.93亿元，较上年末上升443.29亿元²，总债务增量主要集中于少量公司，其中仅山东能源、平煤神马和山西焦煤三家公司总债务合计较上年末增长达648.28亿元，14家企业总债务规模较上年末有所下降。后续来看，当前煤炭价格中枢或将有所下行，预计2024年煤炭企业未分配利润增速或将有所放缓，所有者权益增速亦放缓，投资增长放缓背景下债务规模或将保持低增速，煤炭企业财务杠杆将保持稳定。

图16：近年来煤炭行业杠杆情况（%）



资料来源：国家统计局，Choice，中诚信国际整理

图17：近年来煤炭行业投资情况（%）



资料来源：国家统计局，Choice，中诚信国际整理

现金流偿债指标方面，2023年以来随着煤炭价格整体回落，样本企业整体获现能力有所弱化，2023年前三季

² 样本企业2023年三季度数据口径均为剔除河南能源后样本企业数据。

度，样本企业经营活动净现金流合计为3,832.27亿元，较上年同期下降21.89%。以样本企业经营活动净现金流/总债务平均值简单计算，2023年前三季度该指标由去年同期的0.15倍下降至0.12倍，经营活动净现金流对有关债务的覆盖能力有所弱化。

融资环境方面，从煤炭企业信用债市场融资来看，煤炭企业整体发行规模以及净融资规模整体呈下降趋势，截至2023年9月末，煤炭企业连续七个季度信用债新发行规模在1,000亿元以下，净融资规模连续六个季度为负。2023年前三季度，煤炭企业信用债发行规模为1,723.10亿元，较上年同期下降530.67亿元；净融资规模为-555.70亿元，较上年同期进一步下降529.57亿元。从具体地域来看，除发债频率相对较低的安徽省外，央企、山西省、山东省以及陕西省，2023年前三季度煤炭企业信用债发行规模均低于上年同期，且净融资规模均为负。受“永煤事件”冲击较为严重的河南省和河北省的煤炭企业亦在行业盈利好转以及政企持续化解债务风险的推动下，信用债融资能力持续修复。2023年前三季度河南省煤炭企业信用债新发行规模为79亿元，较上年同期大幅增长52亿元。河北省煤炭企业信用债新发行规模为157亿元，较上年同期大幅增长83亿元。

图 18：煤炭企业信用债发行与到期规模（亿元）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 19：河南河北两省融资环境改善（亿元）

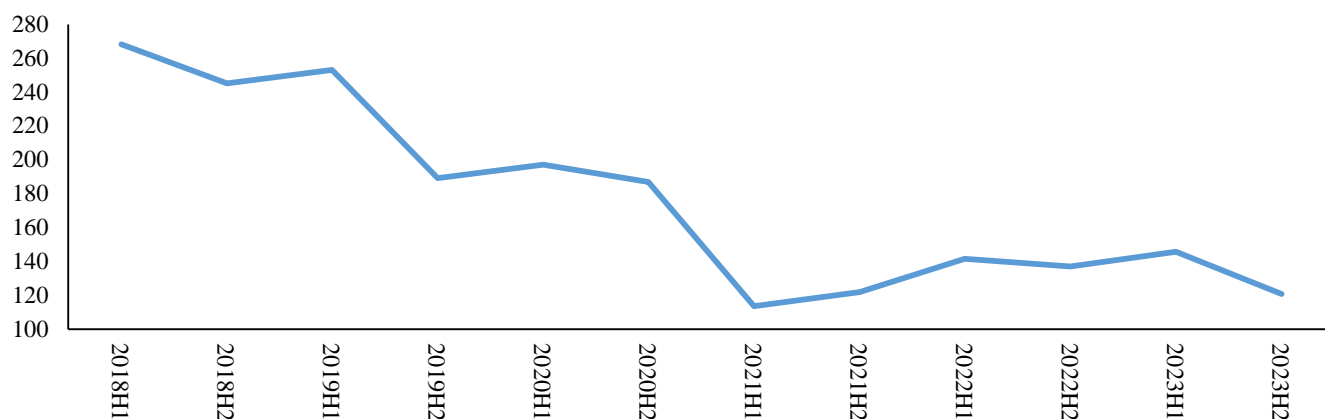


资料来源：Wind，中诚信国际整理

从发债煤企三年期中期票据发行利差³表现来看，近年来煤炭企业发行利差波动较大。2021年之前，受煤炭价格处于较低水平、行业相对不景气以及部分风险较高客户频发债券的影响，煤炭企业发行利差处于较高水平。“永煤事件”的爆发对行业整体信用冲击较大，短期内煤炭企业债券发行规模大幅下降，仅部分优质煤企能够获得市场融资。2021年煤炭企业发行利差逆势下行，主要有两方面的原因：一方面是发债企业以央企为主，另一方面则是由于2020年以来煤炭企业进一步整合，部分整合后的企业信用实力有所增强。2022年，随着煤炭市场整体向好，煤炭企业盈利和获现能力大幅上升，煤炭企业发行利差整体呈下降趋势。2023年，受部分区域信用持续修复，相关煤炭企业再度在债券市场融资的影响，发行利差有所波动，但煤炭企业整体发行利差呈持续下降趋势。

³ 考虑到数据的可比性，样本债券为主体评级为 AAA 的公司 2018 年以来在公开市场上发行的固定利率三年期中期票据，其中部分企业历史级别有调整，样本债券级别为主体最新级别，主体级别有多家公司评级的，取最高级别。

图 20：煤炭企业发行利差（三年期中期票据，BP）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

整体来看，2024年煤炭企业整体盈利能力或将延续下降趋势，经营获现能力的弱化或将使得偿债指标有所下降，但考虑到煤炭行业融资环境的持续向好，债务接续预计较为顺利，行业整体的债务接续仍较有保障。

结论

需求端方面，电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限。短期来看，为保障国内经济稳定发展、平抑国际能源价格大幅波动，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将由正转负，但用煤需求仍将保持一定规模。供给方面，伴随增产保供政策有力推进，近年来国内煤炭产量保持增长态势，煤炭供应来源进一步向西及新疆地区集中；2023年以来我国恢复澳煤进口，同时印尼、蒙古、俄罗斯煤炭流入走阔，进口煤炭量大幅增长。短期内，随着增产保供政策延续，国内产能仍将增加，叠加进口煤补充调剂，煤炭供给面将有所宽松，长期来看，煤炭供给在政策层面下将有一定弹性。价格方面，2023年在扩产能以及进口煤炭量大幅增长影响下，供给明显宽松，国内煤炭价格回落，后在安全生产等因素影响供给下有所反弹；未来，随着增产保供政策的持续推进、政策调控的有力执行，短期内煤炭价格承压；长期来看，随着“双碳”政策持续推进、清洁能源的替代效应逐步显现，供给弹性能力建立，价格或将在合理稳定区间运行。在煤炭价格松动背景下，2023年煤企盈利及偿债指标均有所下降，2024年盈利能力及偿债指标或进一步趋弱，但煤炭行业仍是我国能源保障的“压舱石”，行业稳定性十分重要，且随着信用环境的持续修复，煤炭企业的再融资能力将有所保障。

综上所述，中诚信国际认为未来12~18个月中国煤炭行业总体信用质量不会发生重大变化，行业展望维持稳定。

附表一：样本企业简介

企业名称	简称	区域
华电煤业集团有限公司	华电煤业	央企
神木市国有资本投资运营集团有限公司	神木国资	陕西
陕西榆林能源集团有限公司	榆林能源	陕西
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	内蒙古伊泰	内蒙
陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西煤化	陕西
山西兰花煤炭实业集团有限公司	兰花实业	山西
中国中煤能源集团有限公司	中煤集团	央企
甘肃能源化工投资集团有限公司	甘肃能化	甘肃
国家能源投资集团有限责任公司	国家能源	央企
淮河能源控股集团有限责任公司	淮河能源	安徽
山东能源集团有限公司	山东能源	山东
晋能控股装备制造集团有限公司	晋能装备	山西
晋能控股电力集团有限公司	晋能电力	山西
晋能控股煤业集团有限公司	晋能煤业	山西
徐州矿务集团有限公司	徐州矿务	江苏
河南能源集团有限公司	河南能源	河南
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	郑州煤业	河南
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	潞安矿业	山西
华阳新材料科技集团有限公司	华阳新材	山西
淮北矿业控股股份有限公司	淮北矿业	安徽
冀中能源集团有限责任公司	冀中能源	河北
中国平煤神马控股集团有限公司	平煤神马	河南
开滦(集团)有限责任公司	开滦集团	河北
山西焦煤集团有限责任公司	山西焦煤	山西
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	皖北煤电	安徽

附表二：2020~2022年以及2023年前三季度样本企业盈利指标变化

企业名称	净利润（亿元）				营业毛利率（%）				期间费用率（%）				总资产报酬率（%）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
国家能源	577.40	618.02	802.26	678.54	33.64	27.56	31.94	25.31	13.10	9.32	8.44	7.37	6.56	6.32	7.36	6.90
陕西煤化	127.44	271.63	441.86	237.04	15.16	23.69	22.27	18.75	10.01	10.70	7.95	7.55	5.30	9.71	11.53	7.57
中煤能源	101.33	167.24	325.10	253.13	27.35	20.99	28.87	25.88	16.87	6.14	7.43	6.85	5.74	7.82	11.01	9.88
山东能源	111.79	144.45	240.41	195.09	9.51	12.27	16.41	10.66	6.34	6.29	7.89	7.05	7.00	5.48	7.26	5.47
山西焦煤	28.18	46.44	170.32	134.86	16.86	27.45	33.20	26.70	11.93	12.89	13.62	12.36	3.45	4.22	8.63	6.85
内蒙古伊泰	-5.46	98.74	123.26	78.71	25.14	37.19	40.11	35.48	12.70	6.95	5.58	4.02	2.35	16.31	18.47	16.09
神木国资	26.96	60.26	119.24	59.90	27.47	39.54	56.11	50.98	10.04	12.56	10.21	11.61	11.35	17.04	24.58	13.33
榆林能源	39.24	81.53	114.02	63.33	36.85	37.83	26.63	10.37	8.84	6.11	2.83	1.31	11.42	17.78	17.66	10.38
华电煤业	36.97	136.76	74.18	63.15	39.99	56.10	35.88	35.23	9.76	5.42	6.45	6.02	10.48	30.28	16.18	13.63
淮北矿业	36.70	51.99	71.39	48.21	18.17	19.77	23.15	20.07	10.12	9.48	9.90	9.22	8.08	9.76	11.65	9.51
晋能装备	11.29	53.13	69.76	38.67	12.24	17.72	19.04	17.91	10.26	9.63	10.03	11.24	3.19	5.32	5.92	4.45
平煤神马	7.89	62.84	61.19	33.43	10.41	12.46	15.15	13.00	8.51	7.90	7.83	7.78	4.08	4.97	5.44	5.75
晋能煤业	4.24	10.67	55.60	54.88	15.90	16.65	17.67	22.78	12.83	10.41	9.29	12.21	2.73	4.37	5.38	4.70
淮河能源	40.13	42.01	55.49	67.49	32.89	30.55	31.25	34.55	24.66	16.71	14.06	17.43	6.14	6.04	7.96	9.39
华阳新材	0.94	2.90	53.87	28.60	9.21	15.87	23.03	21.35	7.16	8.78	10.61	10.27	3.10	5.63	7.25	5.20
晋能电力	15.73	19.44	37.65	84.67	16.93	25.76	23.11	26.11	12.83	15.88	11.74	10.47	2.64	4.74	5.44	6.50
兰花实业	1.67	18.71	36.66	21.66	34.79	46.95	52.32	43.46	27.39	19.53	17.77	15.20	3.31	9.40	14.06	9.83
潞安矿业	1.91	9.30	34.39	50.15	10.99	15.68	25.16	25.02	8.00	8.23	11.97	11.59	2.97	5.04	7.16	6.51
皖北煤电	-3.77	2.75	30.00	25.94	9.58	20.51	25.68	25.20	7.97	9.56	8.48	8.16	2.51	5.00	11.14	12.44
甘肃能化	3.25	16.28	29.27	15.42	26.83	32.54	37.65	28.52	18.14	12.58	12.61	12.48	2.92	7.54	10.60	6.42
冀中能源	0.38	12.97	22.09	13.42	11.12	16.69	21.21	19.42	9.45	11.90	13.53	14.47	3.75	4.99	7.33	1.44
河南能源	-56.32	16.83	17.81	--	9.51	22.94	27.47	--	8.80	12.06	12.65	--	1.14	4.10	4.63	--
徐州矿务	7.04	11.43	17.66	20.03	11.98	14.38	14.13	14.68	7.36	6.55	6.01	6.92	3.44	3.40	5.48	5.56
开滦集团	5.21	9.99	15.81	14.90	6.96	9.64	10.22	11.35	5.78	5.39	5.36	6.09	2.75	3.95	5.30	5.17
郑州煤业	-15.11	-11.88	-3.48	-3.07	15.47	25.49	28.97	19.04	24.91	26.19	21.93	19.52	-1.20	-1.67	0.04	1.10
合计/平均值	1,104.99	1,954.43	3,015.79	2,278.15	19.40	25.05	27.47	24.24	12.15	10.69	10.17	9.88	4.61	7.90	9.50	7.67

注：1、2023年前三季度总资产报酬率经过年化处理；2、企业顺序按照2022年净利润规模排序；3、因河南能源未披露2023年三季度报，因此样本企业2023年三季度数据口径均为剔除河南能源后样本企业数据。

资料来源：Wind，中诚信国际通过公开资料整理

附表三：2020~2022年以及2023年前三季度样本企业资本结构和偿债能力变化

企业名称	总债务（亿元）				总资本化比率（%）				经营活动净现金流（亿元）				经营活动净现金流/总债务（X）			
	2020	2021	2022	2023.1-9	2020	2021	2022	2023.1-9	2020	2021	2022	2023.1-9	2020	2021	2022	2023.1-9
国家能源	7,505.53	7,943.66	7,692.09	7,609.14	50.49	50.48	48.78	46.72	1,806.96	1,901.18	2,278.62	1,403.49	0.24	0.24	0.30	0.18
山东能源	3,313.08	3,532.11	4,136.58	4,512.96	59.42	59.47	59.17	61.54	312.88	540.79	988.89	310.18	0.09	0.15	0.24	0.07
陕西煤化	2,963.35	3,115.64	3,180.92	3,119.06	61.57	59.46	56.05	54.37	323.40	681.78	774.71	306.82	0.11	0.22	0.24	0.10
晋能煤业	1,938.23	1,871.71	2,457.08	2,531.86	68.56	67.32	69.75	68.81	65.41	626.11	119.29	84.96	0.03	0.33	0.05	0.03
山西焦煤	2,221.62	2,103.37	2,019.46	2,148.11	67.28	65.40	59.76	60.11	169.71	366.71	493.12	124.99	0.08	0.17	0.24	0.06
中煤能源	1,732.70	1,738.67	1,734.67	1,641.98	52.59	50.43	46.48	42.64	308.93	553.17	563.39	424.21	0.18	0.32	0.32	0.26
晋能装备	1,729.26	1,780.20	1,651.55	1,642.23	70.08	69.50	65.79	65.97	105.44	153.63	359.26	170.18	0.06	0.09	0.22	0.10
冀中能源	1,276.17	1,505.36	1,528.75	1,519.85	76.27	75.17	75.32	74.43	72.37	96.30	126.12	63.44	0.06	0.06	0.08	0.04
晋能电力	1,582.41	1,415.91	1,512.14	1,467.52	61.56	60.06	63.30	60.39	78.80	91.05	261.78	92.51	0.05	0.06	0.17	0.06
潞安矿业	1,388.26	1,333.76	1,394.50	1,232.69	70.49	66.71	62.43	62.23	98.77	177.47	331.73	166.13	0.07	0.13	0.24	0.13
河南能源	1,577.24	1,409.29	1,394.10	--	80.40	80.06	78.23	--	124.12	149.36	168.82	--	0.08	0.11	0.12	--
华阳新材	1,386.45	1,437.52	1,117.44	1,121.69	70.48	71.72	70.67	71.79	116.32	160.45	151.50	64.73	0.08	0.11	0.14	0.06
平煤神马	1,115.94	1,041.86	1,104.66	1,247.91	68.52	64.27	61.62	65.15	67.66	151.20	183.03	92.66	0.06	0.15	0.17	0.07
淮河能源	629.08	633.36	595.28	690.99	66.32	61.59	58.46	54.67	104.70	139.44	148.23	108.95	0.17	0.22	0.25	0.16
开滦集团	415.06	414.42	364.69	432.71	60.63	61.59	56.71	61.33	38.00	45.24	60.68	33.70	0.09	0.11	0.17	0.08
华电煤业	171.30	172.59	313.24	289.30	42.14	33.29	49.63	46.58	65.23	193.21	133.99	82.56	0.38	1.12	0.43	0.29
榆林能源	150.28	209.59	273.92	339.69	34.75	37.29	38.09	41.80	35.08	90.65	120.84	31.24	0.23	0.43	0.44	0.09
皖北煤电	215.95	204.15	212.31	194.88	65.82	68.05	65.33	60.64	34.05	69.44	69.44	39.84	0.16	0.34	0.33	0.20
内蒙古伊泰	355.17	300.15	211.39	197.39	45.17	37.67	26.58	24.60	67.40	177.52	221.64	78.37	0.19	0.59	1.05	0.40
兰花实业	215.59	217.60	196.68	193.12	63.95	60.97	53.53	50.59	11.52	41.35	61.73	30.00	0.05	0.19	0.31	0.16
郑州煤电	206.07	165.50	166.20	153.18	81.05	73.24	80.08	78.90	1.66	4.96	12.80	3.70	0.01	0.03	0.08	0.02
淮北矿业	213.44	187.87	158.40	142.40	45.60	37.14	29.42	25.70	55.08	110.53	166.69	74.37	0.26	0.59	1.05	0.52
徐州矿务	122.90	128.25	156.16	171.30	37.52	37.33	40.67	38.30	34.26	23.86	33.56	26.70	0.28	0.19	0.21	0.16
甘肃能化	134.50	127.87	103.43	126.04	49.93	47.55	37.90	40.07	7.94	43.63	49.55	16.87	0.06	0.34	0.48	0.13
神木国资	55.54	70.02	74.11	72.94	20.56	18.71	15.24	13.14	2.41	2.71	36.71	1.70	0.04	0.04	0.50	0.02
合计	32,615.14	33,060.43	33,749.74	32,798.93	58.85	56.58	54.76	52.94	4,108.11	6,591.73	7,916.15	3,832.27	0.13	0.20	0.23	0.12

注：1、排序按照2022年总债务规模排序；合计中总债务及经营活动净现金流为合计数，总资本化比率为平均数，经营活动净现金流/总债务为合计数后比值；

2、因河南能源未披露2023年三季度报，因此样本企业2023年三季度数据口径均为剔除河南能源后样本企业数据。

资料来源：中诚信国际通过公开资料整理，wind

附表四：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
肖瀚	企业评级部	高级分析师
邱学友	企业评级部	高级分析师
李路易	企业评级部	分析师
涂月	企业评级部	分析师

中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
 银河 SOHO 5 号楼
 邮编：100010
 电话：(86010) 66428877
 传真：(86010) 66426100
 网址：<http://www.ccx.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
 ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
 No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
 Doncheng District, Beijing,PRC.100010
 TEL: (86010) 66428877
 FAX: (86010) 66426100
 SITE: <http://www.ccx.com.cn>