

行业展望

2025年1月

中国煤炭行业展望，2025年1月

煤炭需求增长明显放缓，但作为能源安全的“压舱石”，托底需求仍存；在前期扩产能释放以及煤炭进口量创新高的背景下，我国煤炭供给量保持增长，未来将延续宽松格局；煤炭价格整体弱势运行，短期内或将呈持续疲弱走势；煤炭企业盈利能力将继续承压，但煤炭企业经营获现及再融资能力较好，行业信用水平将保持稳定。

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。

要点

- 2024年我国煤炭消费增速有所放缓，其中，电力行业在清洁能源高速增长挤出影响下，用煤增速明显放缓；钢材和建材行业受下游需求低迷影响，用煤量均不及上年同期；只有化工行业在新型煤化工产能投产带动下，用煤增速明显提升，但整体体量仍偏小。作为能源安全保障的“压舱石”，短期内电力用煤需求仍将对煤炭消费量形成托底，钢材和建材用煤需求走势仍需关注政策对下游需求的推动，新型煤化工新增产能的持续释放将推动化工行业用煤需求保持增长。
- 在前期增产保供政策效应持续显现的背景下，2024年以来国内煤炭产量保持高位；在进口渠道通畅带动下煤炭进口量创历史同期新高。短期内，前期煤炭新增产能仍将释放，同时进口渠道保持多元化，预计2025年煤炭供给仍将延续宽松格局，且供给弹性进一步提高。
- 2024年以来，煤炭价格整体呈下行趋势。短期内煤炭供给宽松格局难改，煤炭价格或将延续疲弱走势。
- 2024年以来，煤炭企业经营获现能力随煤价同步下降；但前期项目逐步落地，资本支出保持一定规模。债务规模和财务杠杆小幅增长，偿债指标有所弱化，但整体债务期限结构有所改善。预计2025年煤炭企业对外融资需求将增加，煤炭企业整体偿债指标仍将趋弱，但考虑到行业仍具备相对较好获现能力，且煤炭行业在能源保供中的重要地位，融资环境较为宽松，煤炭企业债务接续仍较有保障。

目录

要点	1
分析思路	2
行业基本面	2
样本企业财务表现	8
结论	14
附录	15

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

凌丽 027-87339288
llin@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288
txgong@ccxi.com.cn

高哲理 027-87339288
zhlgao@ccxi.com.cn

一、分析思路

煤炭行业的信用基本面分析，主要是通过分析影响供给端和需求端的主要因素，并结合库存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及煤炭行业再融资信息，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

2024年我国煤炭消费增速有所放缓，其中，电力行业在清洁能源高速增长挤出影响下，用煤增速明显放缓；钢材和建材行业受下游需求低迷影响，用煤量均不及上年同期；只有化工行业在新型煤化工产能投产带动下，用煤增速明显提升，但整体体量仍偏小。作为能源安全保障的“压舱石”，短期内电力用煤需求仍将对煤炭消费量形成托底，钢材和建材用煤需求走势仍需关注政策对下游需求的推动，新型煤化工新增产能的持续释放将推动化工行业用煤需求保持增长。

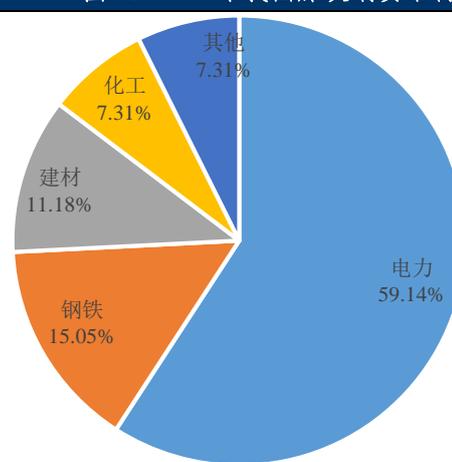
2024年以来，煤炭消费量增速整体呈放缓态势，前10月，我国原煤消费量为38.92亿吨，同比增速仅为1.2%。煤炭消费增长放缓主要有两方面的原因：一方面，新能源和水电持续出力，对火电供应形成明显挤出效应，并进而影响电煤消费需求；另一方面，受宏观经济增长放缓的影响，主要用煤下游行业如钢材和建材持续低迷，特别是近年来房地产行业固定资产投资持续负增长，导致钢材和建材行业用煤需求均为负增长。

图 1：商品煤消费量及增速情况（亿吨、%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 2：2023 年我国煤炭消费结构

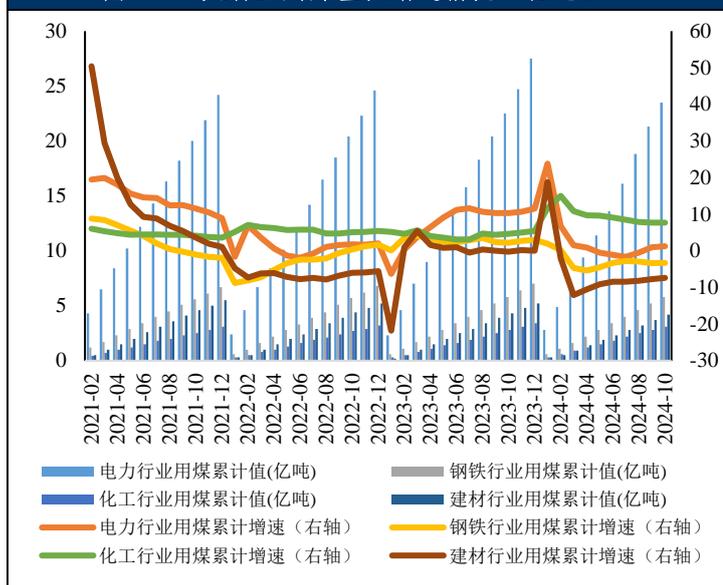


资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业。2024年1~10月，全国发电量增速为5.2%，超过去年同期增速，但火力发电量同比增速为1.9%，低于总发电量增速，较去年同期增速明显下降。火力发电增长放缓主要系新能源及水电持续发力的挤出效应所致，同期水电和风力发电同比增速均超过10%。受此影响，2024年前10个月，火力发电占我国全部发电量比重仅为66.94%，创该数据统计以来的新低。但清洁能源供给的稳定性难以持续，9月和10月随着降水量减少，水电发力明显减弱，对火力发电的挤出有所弱化。短期来看，根据国家气候中心的预测数据显示——2024~2025年冬季全国大部地区气温较常年同期偏高，采暖需求或有所收缩，电煤采购或呈“旺季不旺”态势，煤炭消费量或进一步承压。长期来看，新能源的快速发展将对火电用煤增速形成压制，但新能源电力不稳定的缺点以及此前出台的容量电价机制政策明确了火电在我国电力能源中的基础保障和系统调节性电源的地位，电力行

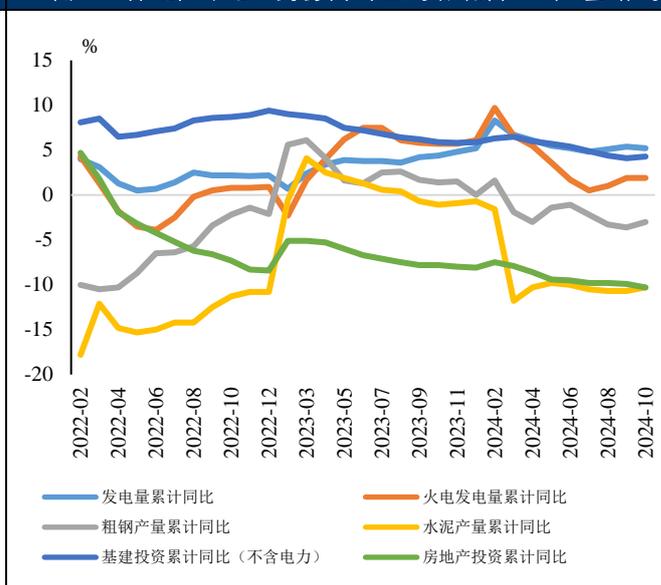
业耗煤量保持一定规模仍将是国情和现实做出的必然选择。此外，近年来AI和数据中心的快速发展增加了对电力消费的需求，另一方面，近年来东南亚部分国家承接中国产业外溢保持较高的经济增速，但其自身面临较为严重的电力短缺和保障能力不足的问题，中国作为全球电力主要出口国之一，电力行业在“走出去”战略指导下，行业发电量或将持续增长，缓释新能源发展对火力发电供应的压力，为电力行业煤炭需求提供增量空间。

图 3：四大行业用煤量及增速情况（亿吨、%）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 4：房地产和基建投资以及主要用煤产品产量增速



资料来源：wind，中诚信国际整理

钢铁行业用煤需求仅次于电力行业。近年来，在房地产行业持续下行，基建行业增长持续放缓的背景下，钢铁行业面临下游需求走弱的压力，2024年1~10月，全国粗钢和钢材产量累计同比增速分别为-3.00%和0.50%，均较上年同期明显下降。加上节能降碳政策对行业用煤需求的压制，同期钢铁行业用煤量累计同比增速为-3.30%。2024年10月国新办发布会上，财政部部长宣布将在近期陆续推出一揽子针对性增量政策举措，其中提出要“支持推动房地产市场止跌回稳”、“研究扩大专项债券适用范围”，近期针对房地产政策频出，房地产投资增速降幅有望收窄，或将对钢铁需求带来一定的支撑。此外，2024年7月24日，财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，安排3,000亿特别国债加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新；国务院国资委于2024年7月26日召开新闻发布会，指出“未来五年，中央企业预计安排大规模设备更新改造总投资超3万亿元”。在宏观政策发力的情况下，钢铁行业仍有增长空间，进而对钢用煤炭带来延伸需求，综合来看，钢铁行业用煤需求有一定政策支撑。

建材行业方面，我国建材行业煤炭需求以水泥用煤为主。建材行业的下游与钢铁行业有一定的重叠，受房地产行业持续下行以及基建行业增长放缓的影响，建材行业需求整体呈走弱趋势。2024年1~10月，我国水泥产量为15.01亿吨，较上年同期下降10.3%，建材行业耗煤量为4.2亿吨，较上年同期下降7.4%。后续来看，同钢铁行业类似，政策端，面临降低能耗政策的限制，但宏观政策发力亦使得建材行业或将回暖，进而带来延伸的用煤需求，综合来看，建材用煤下降趋势将得以缓解。

化工行业方面，近年来新型煤化工产业投资保持较大规模，随着煤化工产能的落地推动原料用煤的明显增长，综合影响下，2024年1~10月，化工产业用煤为3.1亿吨，较上年同期增长7.7%。考虑到化工行业耗煤规模低于其他三大行业，其增量难以弥补其他三大行业耗煤量的下降。短期内，新型煤化工产能仍将进一步释放，或将推动化

工行业用煤保持增长。

近一年，政策层面高度重视强调节能降碳，《〈中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要〉实施中期评估报告》（以下简称“《中期评估报告》”）中指出，“十四五”前半程的20项主要指标中，仅4项指标相对滞后，其中包括“单位GDP能源消耗降低”和“单位GDP二氧化碳排放降低”两项指标；为落实“十四五”规划的实施，《中期评估报告》提出要“加大攻坚力度，尽最大努力推动完成规划目标。其中，对单位GDP能源消耗降低、单位GDP二氧化碳排放降低、地级及以上城市空气质量优良天数比率等约束性指标，要进一步完善能耗及碳排放强度管控政策，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目上马，严格合理控制煤炭消费总量”。总体来看，近一年国家层面对能耗控制特别是控制煤炭消费提出了较为严格的要求；同时，当前我国经济运行挑战仍存，国内仍面临有效需求不足的问题，煤炭需求强势反弹增长的势能难觅。

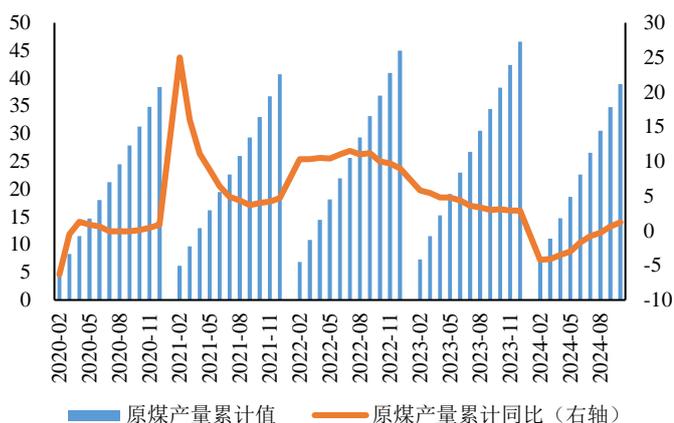
在前期增产保供政策效应持续显现的背景下，2024年以来国内煤炭产量保持高位；在进口渠道通畅带动下煤炭进口量创历史同期新高。短期内，前期煤炭新增产能仍将释放，同时进口渠道保持多元化，预计2025年煤炭供给仍将延续宽松格局，且供给弹性进一步提高。

我国煤炭供给分为国内产量和进口部分，对外出口¹很少。国内供给方面，2021年以来，在增产保供政策的持续推动下，在建和拟建产能规模持续扩大，随着新增产能持续落地，原煤产量整体保持增长趋势。山西、内蒙古、陕西和新疆四个省（自治区）生产规模较大，近年来以上四省（自治区）产量合计占全国比重超过80%。2024年1~10月，全国原煤生产量为38.92亿吨，较上年同期增长1.2%，创同期历史新高。但2024年整体生产进度有所波动，2024年1~5月，全国原煤单月产量同比呈减产态势，主要系山西开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治减产所致，同期山西省原煤产量累计同比下降15.00%；随着5月末专项整治工作结束，山西省原煤产量累计同比降幅持续收窄，从而带动全国原煤产量增速转正。

近年来，新疆多个百亿级、千亿级的煤炭项目不断落地，进而推动新疆原煤产量持续高速增长，2024年1~10月，新疆原煤产量为4.25亿吨，较上年同期大幅增长21%，接近2020年同期产量的两倍，随着疆煤外运通道逐步完善，未来我国煤炭产量的增量或将主要来自新疆。同期，内蒙古原煤产量为10.61亿吨，同比增速为4.9%，在山西煤炭减产的情况下，内蒙古成为国内煤炭生产第一大省；陕西原煤产量为6.41亿吨，同比增速为2.1%。此外，2024年以来，国内煤炭探矿权转让以及产能核增集中于以上四省（区），未来国内煤炭资源将进一步向以上四省（区）集中。此外，当前新增产能主要为优质产能，进入门槛也随之提高，2024年探矿权竞拍价款多为超百亿井田，在此背景下，煤炭资源也将向头部企业和高盈利企业集中。预计2025年，随着前期在建产能释放，国内煤炭产量仍将保持上升趋势，但在产地安监力度保持高压态势、煤价下行煤矿增产动力不足的制约以及煤炭产能储备制度的逐步推进下，产量增速或将放缓。

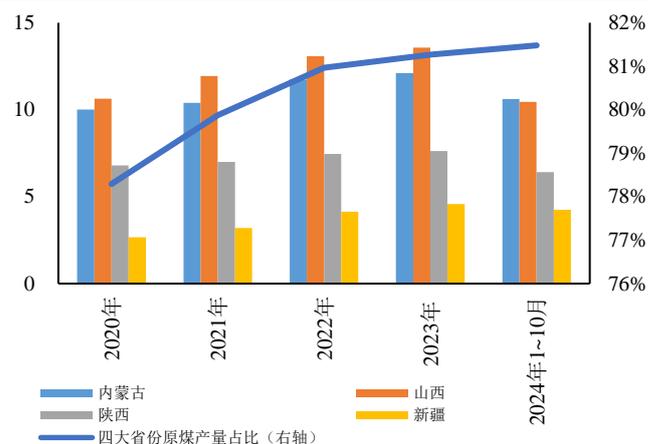
¹ 2023年和2024年1~10月，我国煤炭出口量分别为447万吨和569万吨，煤炭出口对我国煤炭整体供需形势影响很小。

图 5：我国原煤产量增速（亿吨、%）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 6：分省份原煤产量及合计占比（亿吨）



资料来源：wind，中诚信国际整理

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。2024年1~10月，全国铁路累计发运煤炭23.31亿吨，同比增长2.5%。“西煤东送”通道主要有大秦线和朔黄铁路等，其中大秦线铁路和朔黄铁路完成煤炭运量分别为3.50亿吨和2.10亿吨，同比分别增加0.12亿吨和0.13亿吨；“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，2024年前三季度，浩吉铁路完成煤炭运量为7,250.16万吨、同比增加102.9万吨，发展成为继大秦铁路、朔黄铁路之后的第三大煤炭战略运输通道。随着2021年“疆煤外运”的大门全面打开，新疆铁路部门以兰新铁路、临哈铁路、格库铁路构建起“一主两翼”的北、中、南三大“疆煤外运”大通道，目前疆煤销售已经拓展至东北、华东和西南等地区。截至2024年11月29日，疆煤外运量达8,147.9万吨，同比增长52.4%。目前，新疆自治区继续围绕哈密和准东区域煤炭富集区规划煤炭出疆通道，考虑到铁路运输具有运量大、速度快、运价低等优势，同时新疆地区的煤炭具有规模大、安全生产压力小以及生产成本低等优势，近年来煤炭项目新增集中于新疆地区，疆煤供给增加的长期趋势不改，未来“疆煤外运”将进一步保障国家能源安全。

进口方面，2024年1~10月，我国煤炭进口量为4.35亿吨，较上年同期增长13.50%，创历史同期新高。其中，自蒙古进口煤炭6,706.99万吨，较上年同期增长24.09%。自印尼进口煤炭为5,515.56万吨，较上年同期小幅增长3.39%。自澳大利亚进口煤炭为6,484.88万吨，较上年同期增长64.42%，不过规模上较历史同期高点²仍有差距。自俄罗斯进口煤炭为7,362.92万吨，较上年同期下降15.16%，主要系俄罗斯恢复征收煤炭出口关税以及俄罗斯国内运输瓶颈限制所致；俄罗斯政府将从2024年12月1日起取消炼焦煤的出口关税，俄罗斯作为我国重要的炼焦煤进口来源国，后续对俄罗斯煤炭进口或将回暖。煤炭进口特别是炼焦煤进口已成为我国煤炭供应的重要补充，但当前国际煤价相对于国内并没有明显优势，预计2025年煤炭进口或将同2024年持平。

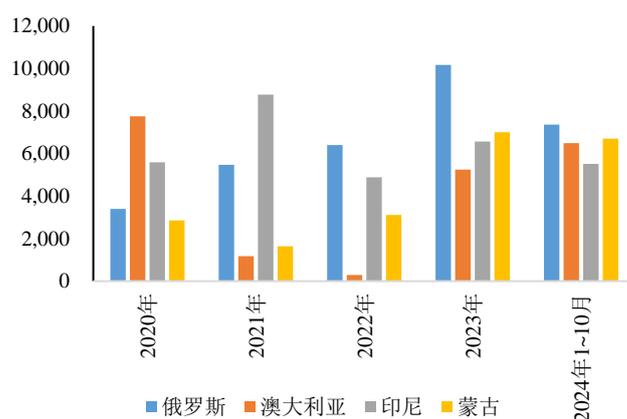
² 2020年1~10月，我国自澳大利亚进口煤炭规模为7,685.53万吨，为历史同期最高。

图 7：我国煤炭进口量和增速（万吨、%）



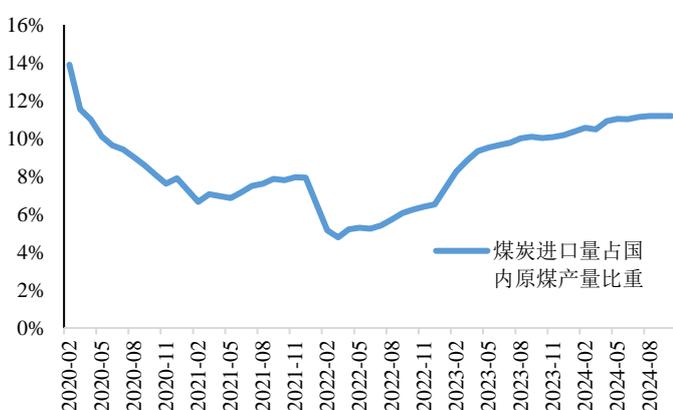
资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 8：分国别煤炭进口（万吨）



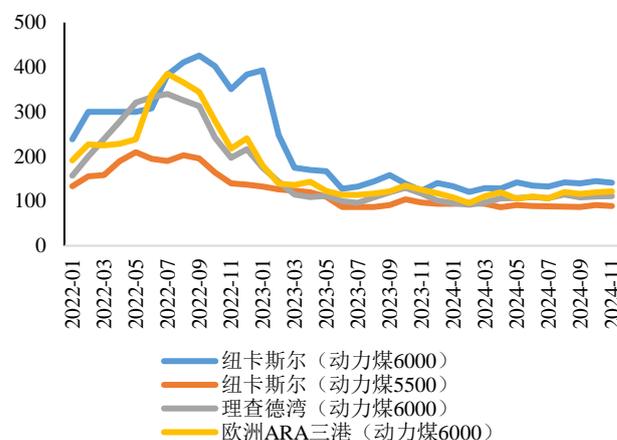
资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 9：我国煤炭进口量占国内原煤产量比重



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

图 10：海外主要煤炭出港价走势（FOB、美元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

库存方面，当前我国煤炭供给整体呈宽松格局，煤炭库存整体呈波动上升趋势。近年来建立健全煤矿库存和产能储备制度的政策出台是煤炭库存保持高位水平的主要因素。2024年以来，煤炭企业库存、统调电厂库存以及CCTD主流港口库存月度合计值均超过3亿吨，即便是夏季用煤高峰，受水电供给增大对火电供给挤出的影响，煤炭库存仍保持在相对高位。在2024年~2025年冬季温度或将整体偏暖的背景下，预计短期内煤炭高库存水平仍将持续，对动力煤价格形成一定的压制。

图 11：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

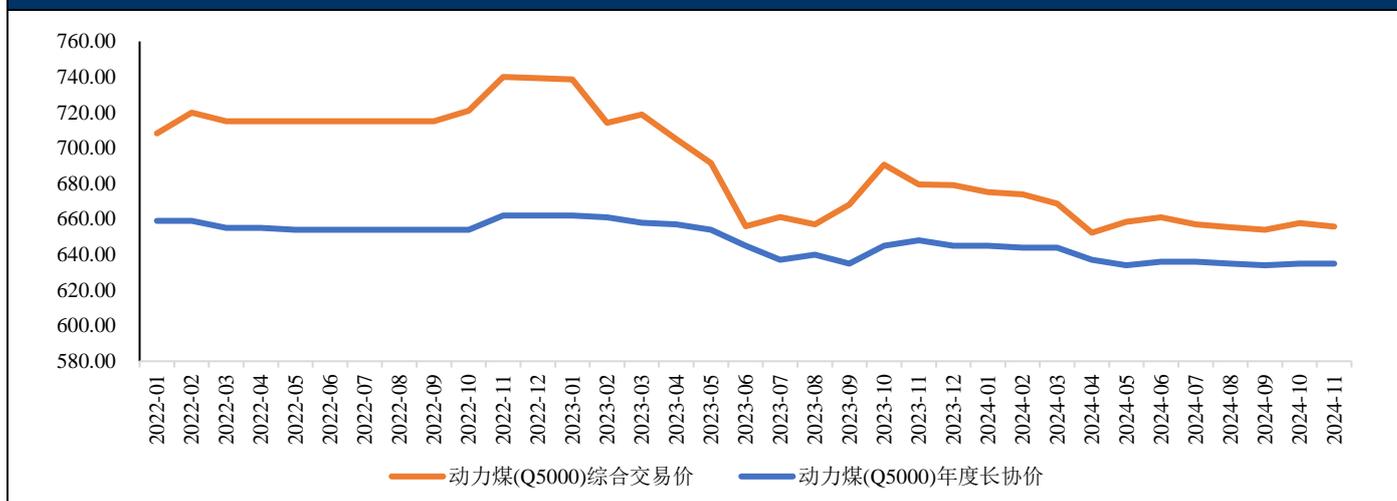
综合来看，在产能释放以及进口保持高位的背景下，短期内我国煤炭供给宽松格局仍将延续。在国内煤炭储备制度持续完善以及进口煤炭多元化的背景下，未来煤炭供给将保持较高弹性，将有助于弱化煤炭价格的波动。

2024年以来，煤炭价格整体呈下行趋势。短期内煤炭供给宽松格局难改，煤炭价格或将延续疲弱走势。

定价机制方面，2024年11月，发改委印发《关于做好2025年电煤中长期合同签订履约工作的通知》（以下简称“2025年履约通知”），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2024年电煤中长期合同签订履约工作方案，2025年履约通知在供需双方履约量和要求均有所放松。煤炭企业履约方面：每家煤炭企业任务量“不低于自有资源量的80%”调整为“不低于自有资源量的75%”，删去“其中2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同”；发电企业履约方面：“发电企业合同签订量最低应不低于需求量的80%，鼓励按照100%签约”调整为“发电企业合同签订量最低应不低于需求量的80%，鼓励根据供需情况多签、签实”；履约要求方面：“全年足额完成履约任务，迎峰度夏度冬期间要进一步提高履约比例”调整为“全年原则上足额履约，最低不得低于90%”。2025年履约通知的变化反映出了当前煤炭供给宽松的格局，同时叠加煤炭库存和储备产能制度的持续完善，未来煤炭价格已不具备大幅波动的基础。但电煤长协签订量仍保持相当高的比重，仍将为煤炭价格提供一定支撑。

动力煤方面，2024年以来，动力煤供应整体保持宽松，动力煤价格整体呈波动下行趋势。2024年1~2月，受季节因素、安全事故频发的影响，动力煤市场呈供需双走弱的状态，但在供给端整体保持宽松的影响下，动力煤价格整体呈下降趋势。随着3~4月进入淡季，动力煤价格继续走弱。5月份以来，随着用电高峰的到来，补库存需求增加，煤炭价格有所回升。但6~8月水电持续发力，对火电供应不断挤压，动力煤需求再度走弱，动力煤价格再度下行。9月份以来，虽然枯水季的提前到来，水力发电有所弱化，动力煤需求有所提高，但前期持续高库存对动力煤价格有所压制，动力煤价格整体保持稳定。2024~2025年冬季大概率为暖冬，动力煤需求或难以明显反弹，短期内动力煤价格仍有一定下行压力。

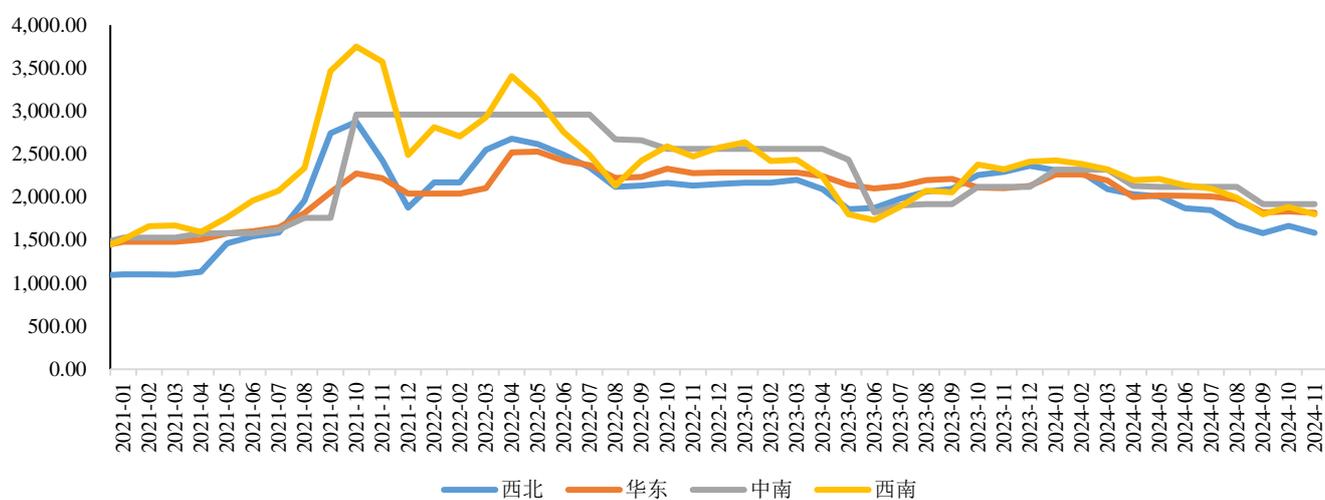
图 12：动力煤价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 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。2024年以来,受河南和安徽安全事故以及山西省安全整治的影响,国内炼焦煤供给走弱,但炼焦煤进口大幅增长——2024年1~10月,炼焦煤进口总计9,924.61万吨,较上年同期大幅增长21.69%,叠加下游市场需求走弱的影响,2024年以来各区域炼焦煤价格整体呈下降趋势。综合来看,短期内炼焦煤市场供需两弱的格局难改,不过考虑到8月末和9月初,在面临焦煤长协熔断机制³调整压力下,主要地区炼焦煤价格降幅在100元/吨~200元/吨之间,短期内炼焦煤价格已随利调整较多,炼焦煤价格短期下行空间有限,未来炼焦煤价格走势仍有赖于国内宏观经济和投资活动的复苏状况。

图 13: 主焦煤价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

总体来看,在产能释放以及煤炭进口量大幅增长影响下,2024年煤炭供给仍将延续宽松的局面,动力煤方面,根据CECI采购经理人景气指数显示,动力煤供给指数持续位居荣枯线以上,需求指数围绕荣枯线波动但中枢位于荣枯线以下,价格指数持续低于荣枯线以下,动力煤价格仍将面临一定的下行压力。炼焦煤方面,短期内市场供需双弱格局难改,预计2025年炼焦煤价格仍呈下行走势。

三、样本企业财务表现

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26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

煤炭企业盈利状况与煤价高度相关,2024年煤炭价格整体呈下行趋势,企业盈利能力同步下降,其

³ 焦煤长协是采取季度定价的方式,一般季度内不做调整,当长协价高于市场煤价15%这一临界值时,将触发长协炼焦煤“熔断”机制。

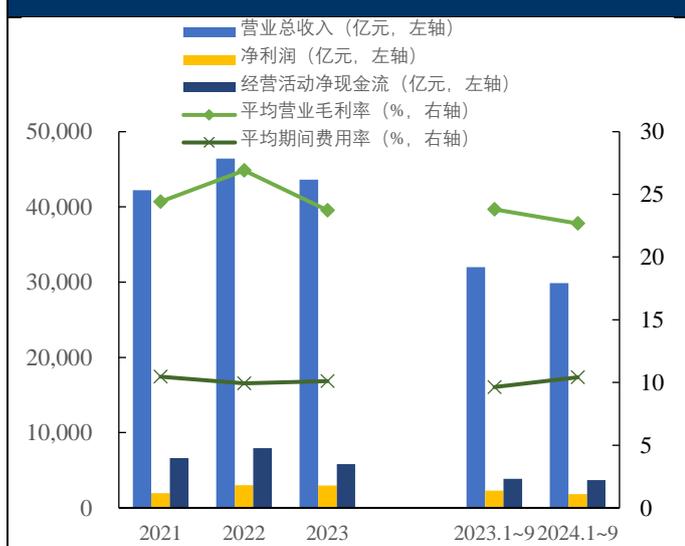
中山西地区的煤企受减产影响，净利润降幅高于平均水平，而煤电联营企业则在煤炭价格下行周期中体现出优势。展望2025年，煤炭行业整体仍将处于供过于求的格局，煤价中枢有进一步下行压力，煤炭企业的盈利水平或将继续呈现下降态势。

样本企业方面，2024年前三季度，受煤炭价格下行影响，样本企业净利润总和较上年同期下降20.08%至1,830.16亿元，其中，样本中的七家山西煤企因煤炭价格下降叠加减产影响，净利润均值同比下降75.97%，晋能煤业、华阳新材已出现亏损。从营业毛利率来看，2024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1.13个百分点至22.68%。煤价下行导致煤企营业收入减少，但持续的降本增效及融资成本下行导致期间费用总额亦有所压降，综合影响下样本企业平均期间费用率增长0.77个百分点至10.40%。从利润构成来看，经营性业务利润仍是煤炭企业利润的主要构成，受煤炭价格回落的影响，样本企业经营性业务利润总和下降20.12%至2,305.50亿元，下降幅度与净利润基本持平；投资收益方面，投资收益是利润的重要补充，煤炭企业投资收益主要来源于参股其他煤企、电厂或煤化工企业，煤炭价格下降使得样本企业投资收益表现有所分化，整体来看，2024年前三季度样本企业投资收益总和较上年同期小幅下降。减值损失方面，资产减值损失合计数较上年同期小幅增长，信用减值损失合计数则呈现转回态势。

从业务分类构成来看，“煤+电”型企业净利润下降幅度明显小于“煤+贸易”和“煤+化工”型企业，煤电联营的央企—华电煤业、中煤能源、国家能源，盈利表现远优于其他样本企业，在煤炭价格下行周期中抗风险能力很强。从区域来看，山西、河北和山东区域的煤炭样本企业因吨煤成本较高，煤价下行对其利润影响相对更大。部分企业受益于新投产煤矿的产能释放和新建电厂的建成投产，业绩表现优于样本企业的平均水平。

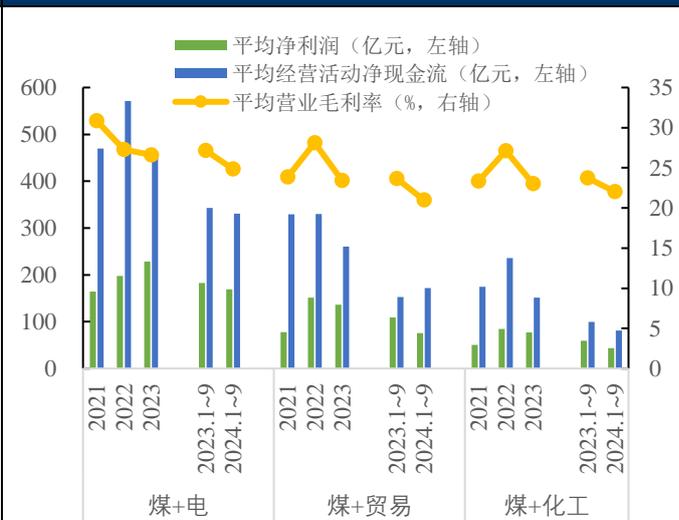
整体来看，2024年前三季度，在煤炭价格下行带动下，样本企业盈利能力大幅下降。考虑到当前供需关系仍将延续宽松格局，预计2025年煤炭企业的盈利水平或将继续呈现下降态势，但不同类型的企业的盈利表现或将有所分化。

图14：样本企业营业收入、利润及现金流情况



资料来源：iFind，中诚信国际整理

图15：按收入构成分析样本企业净利润、经营活动净现金流和营业毛利率变化情况



资料来源：iFind，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2024前三季度煤炭价格继续回落，煤炭企业经营获现能力有所下降但仍保持较好水平；在前期项目落地的背景下，样本企业资本支出保持一定规模。2021~2023年，煤价处于景气周期，煤炭企业整体实现了财务杠杆的压降和期限结构的改善。2024年以来，债务规模和财务杠杆小幅增长，偿债指标有所弱化，但整体债务期限结构继续呈改善态势。

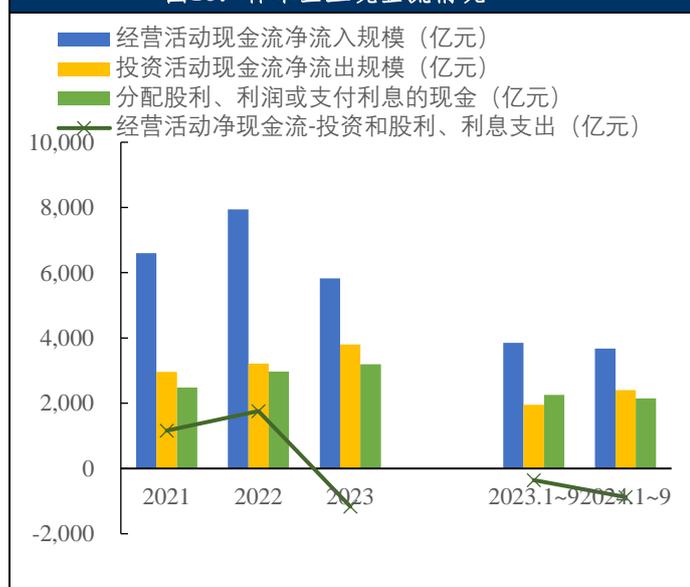
煤炭企业煤炭销售以款到发货或隔月结算为主，行业内样本企业整体获现能力较好。2023年以来，受煤炭价格下行影响，样本企业利润收缩，经营活动净现金流合计数从历史高位回落，且自2023年开始，经营活动净现金流已经不能完全覆盖投资活动净流出以及股利、利息支出。2024年前三季度样本企业经营活动净现金流合计数较上年同期下降4.45%至3,676.97亿元，经营活动净现金流对投资活动以及股利、利息支出的覆盖程度较上年同期有所下降。

自2021年底煤炭价格高位运行以来，煤炭企业加大了资本开支，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计数逐年增长，2024年以来，煤炭市场供需形势偏向宽松，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，2024年前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计数较上年同期增长16.42%。分地区来看，因徐矿集团在建电厂项目、甘肃能化在建煤矿项目、新疆能源在建煤矿和风电项目产生较大资本开支，江苏⁴、甘肃和新疆地区投资支出规模增幅较大，而河南、内蒙地区的煤企缩减投资幅度较大。

筹资活动方面，样本企业筹资活动现金流仍呈现净流出态势，但是净流出规模较上年同期大幅收窄。其中，分配股利、利润或支付利息的现金合计数仅较上年同期小幅下降，仍维持较大规模。

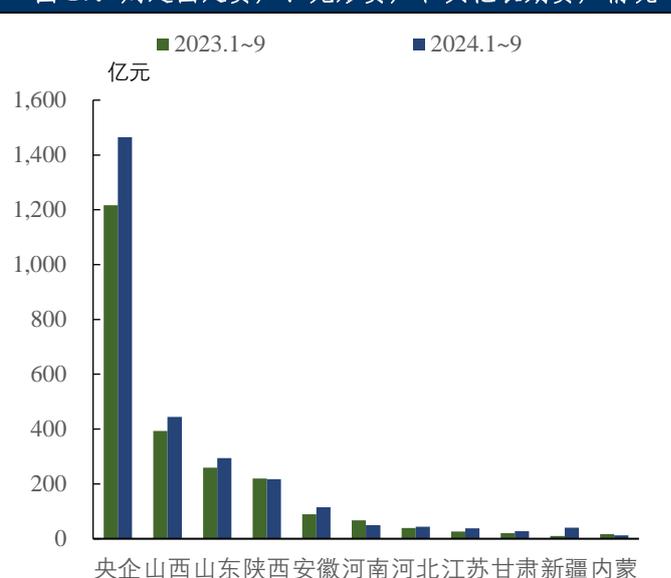
预计2025年煤炭企业的经营获现水平将继续呈现下降态势，而投资活动现金流出仍保持相对刚性，资金缺口部分将通过净新增债务的方式来补齐。

图16：样本企业现金流情况



资料来源：iFind，中诚信国际整理

图17：购建固定资产、无形资产和其他长期资产情况



资料来源：iFind，中诚信国际整理

权益方面，2021年以来，受益于利润的积累，样本企业未分配利润合计数逐年增长，2023年末，样本企业未

⁴ 按照样本企业总部所在地统计。

分配利润合计数同比增长25.85%至2,839.61亿元；少数股东权益合计数亦呈现逐年递增趋势，在二者的共同影响下，样本企业所有者权益合计数逐年增长。总债务方面，2021~2023年末，样本企业总债务呈现小幅增长态势。财务杠杆水平方面，2021~2023年末，样本企业资产负债率呈现下降态势，样本企业平均总资本化比率由2021年的55.88%下降至2023年的53.42%。2024年以来，样本企业总债务规模合计数仍保持小幅增长，9月末样本企业总债务合计数为35,205.70亿元，较2023年末上升1,496.15亿元⁵，仅内蒙古伊泰和淮北矿业两家企业实现了债务的压降，样本中的其他企业债务规模均有不同程度的上升。未经调整的平均总资本化比率由上年末的52.53%增长至52.84%⁶，其中央企、陕西、内蒙、安徽、江苏、甘肃地区的煤企未经调整的总资本化比率相对较低，河南、河北、山西和山东煤企的财务杠杆相对较高。

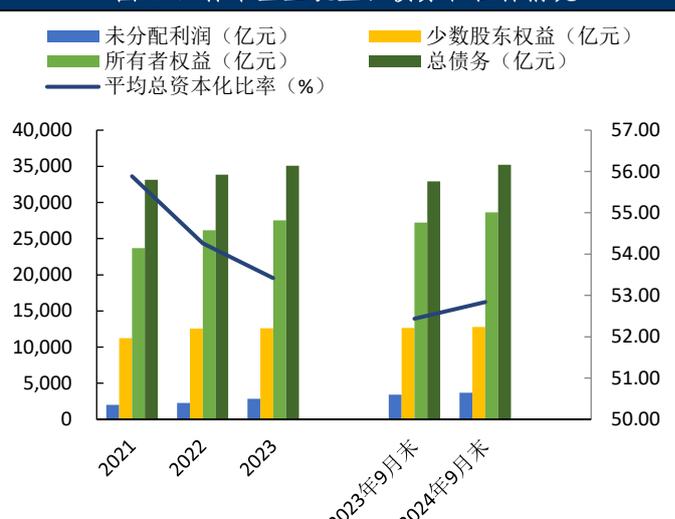
债务期限结构来看，截至2024年9月末，样本企业未调整的短期债务（短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债）合计数较上年末下降9.81%⁷。2021~2023年样本企业债务期限结构改善明显，平均短期债务占比由2021年的55.94%下降至50.44%。2024年以来，债务期限结构继续改善，平均短期债务占比较上年末下降5.00个百分点⁸。偿债指标方面，因经营活动净现金流入收窄而债务保持增长，2024年9月末经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所下降。

图18：近年来煤炭开采和洗选业资产负债率



资料来源：国家统计局，Choice，中诚信国际整理

图19：样本企业权益、债务和杠杆情况



资料来源：iFind，中诚信国际整理

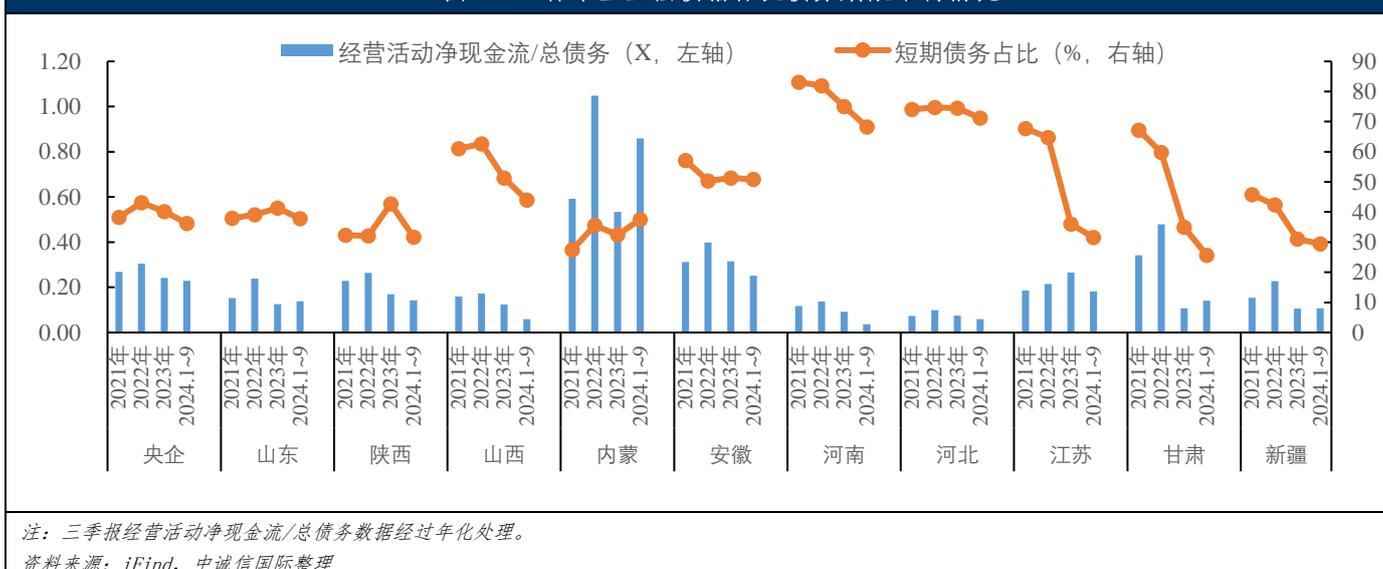
⁵ 由于样本企业2024年三季度数据口径未包含河南能源，为保持数据可比性，此处“较上年末上升1,496.15亿元”表述中使用的上年末总债务数据亦为剔除河南能源后的数据。

⁶ 由于样本企业2024年三季度数据口径未包含河南能源，为保持数据可比性，此处上年末未经调整的平均总资本化比率52.53%为剔除河南能源后的数据。

⁷ 由于样本企业2024年三季度数据口径未包含河南能源，为保持数据可比性，此处计算对比的上年末数据为剔除河南能源后的数据。

⁸ 由于样本企业2024年三季度数据口径未包含河南能源，为保持数据可比性，此处计算对比的上年末数据为剔除河南能源后的数据。

图 20： 样本企业偿债指标及债务期限结构情况



煤炭企业再融资

2024年前三季度，煤炭企业整体发行规模以及净融资规模呈现增长趋势，煤炭企业发行利差波动较大，随着行业再融资环境的持续改善，煤炭企业债务接续仍较有保障。

融资环境方面，从煤炭企业信用债市场融资来看，2021~2023年，煤炭企业整体发行规模呈下降趋势，且2022年第二季度至2023年第三季度净融资规模连续六个季度为负。2024年以来，煤炭企业整体发行规模以及净融资规模呈现增长趋势，2024年前三季度，煤炭企业信用债发行规模为3,542.58亿元，较上年同期增长1,497.28亿元；净融资规模为193.92亿元，较上年同期增长825.97亿元。从具体地域来看，除山西地区以外，其他地区2024年前三季度煤炭企业信用债发行规模均高于上年同期；安徽、内蒙、陕西地区的净融资规模低于上年同期，其他地区的净融资规模均高于上年同期。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进入景气周期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。2024年前三季度河南省煤炭企业信用债新发行规模为115亿元，较上年同期增长21亿元。河北省煤炭企业信用债新发行规模为280亿元，较上年同期大幅增长117亿元。

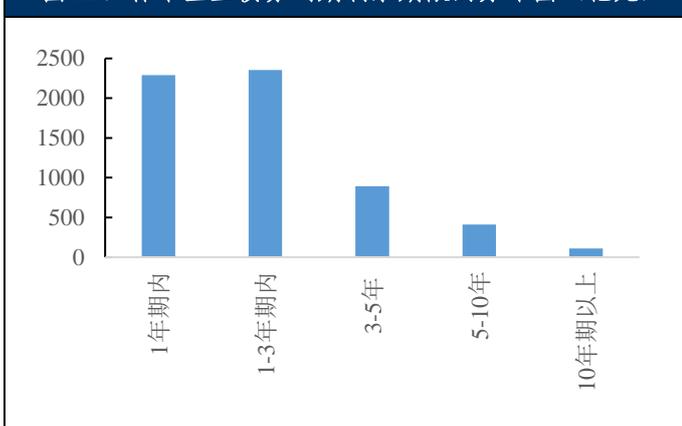
图 21：各区域煤炭企业信用债发行与到期规模



资料来源：iFind，中诚信国际整理

从发债煤企三年期中期票据发行利差⁹表现来看，近年来煤炭企业发行利差波动较大。2023 年以来，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，对行业发行利差有所扰动，但煤炭企业整体发行利差呈持续下降趋势。2024 年上半年，煤炭企业发行利差已下降至近年来的历史最低点。但是从全行业来看，煤企债券发行利率、信用利差均处在所有行业中等偏高位置，预计在煤炭储备建设意见落地后，产能储备政策的实施有望催化新一轮煤炭产能建设，被核准建设产能储备煤矿项目的主体或有进一步发展空间，煤炭行业利差或有进一步收窄可能。

图 22：样本企业债券到期剩余期限的分布图（亿元）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

图 23：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

⁹ 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 24：煤炭企业信用债发行与到期规模（亿元）



资料来源：iFind，中诚信国际整理

整体来看，2025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，短期内电力用煤需求仍将对煤炭消费量形成托底，钢材和建材用煤需求走势仍需关注政策刺激对下游需求的推动，新型煤化工新增产能的持续释放将推动化工行业用煤需求保持增长，总体来看，煤炭消费增速呈放缓态势。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，在前期增产保供政策效应持续显现的背景下，2024年以来国内煤炭产量保持高位；进口渠道的畅通带动煤炭进口创历史同期新高。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，煤炭供给面将继续宽松，长期来看，随着产能储备制度的逐步落地，煤炭供给在政策层面下将有一定弹性。价格方面，2024年以来，在供给增长而需求走弱背景下，煤炭价格整体呈下行趋势。短期内煤炭供给宽松格局难改，煤炭价格或将延续弱走势。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，2024年煤企盈利及偿债指标均有所下降，2025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。

附录一：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
中国中煤能源集团有限公司	中煤能源	央企
国家能源投资集团有限责任公司	国家能源	央企
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
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
山西焦煤集团有限责任公司	山西焦煤	山西
山西兰花煤炭实业集团有限公司	兰花实业	山西
陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西煤化	陕西
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
新疆能源(集团)有限责任公司	新疆能源	新疆
山东能源集团有限公司	山东能源	山东
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
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
冀中能源集团有限责任公司	冀中能源	河北
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	皖北煤电	安徽
淮河能源控股集团有限责任公司	淮河能源	安徽
淮北矿业控股股份有限公司	淮北矿业	安徽
甘肃能源化工投资集团有限公司	甘肃能化	甘肃
徐州矿务集团有限公司	徐州矿务	江苏

附表二：2021~2023年以及2024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（%）			
	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9
国家能源	618.02	802.26	884.91	689.37	27.56	31.94	30.08	27.31	9.32	8.44	8.62	8.08	6.35	7.11	7.05	6.68
中煤能源	167.24	325.10	343.82	257.92	20.99	28.87	29.46	29.77	6.14	7.43	8.13	7.44	7.71	10.96	10.10	9.47
陕西煤化	271.63	441.86	328.44	245.13	23.69	22.27	19.23	18.17	10.7	7.95	7.25	7.35	9.17	10.93	7.55	7.55
山东能源	144.45	240.41	226.51	113.06	12.27	16.41	11.08	9.13	6.29	7.89	7.49	7.21	5.23	6.86	5.43	3.61
山西焦煤	46.44	170.32	197.67	62.46	27.45	33.20	28.66	24.89	12.89	13.62	12.76	14.10	4.23	8.18	6.83	3.75
内蒙古伊泰	98.74	123.26	93.56	63.11	37.19	40.11	33.27	31.76	6.95	5.58	5.06	5.49	15.99	17.68	14.06	13.31
神木国资	60.26	119.24	88.31	51.02	39.54	56.11	44.48	41.63	12.56	10.21	14.06	9.40	16.62	24.05	13.75	9.44
榆林能源	81.53	114.02	87.86	57.88	37.83	26.63	11.55	9.92	6.11	2.83	1.70	1.62	16.64	16.50	10.65	8.74
华电煤业	136.76	74.18	85.16	62.94	56.1	35.88	35.15	34.66	5.42	6.45	6.94	6.35	30.30	15.93	14.14	13.66
淮河能源	34.09	55.49	78.50	49.47	30.55	31.25	30.80	25.18	16.71	14.06	15.48	13.80	5.81	7.26	7.68	6.23
晋能电力	19.44	37.65	67.34	23.16	25.76	23.11	21.39	20.34	15.88	11.74	9.91	11.32	4.45	5.10	4.67	2.86
潞安矿业	9.30	34.39	60.14	6.25	15.68	25.16	23.26	20.20	8.23	11.97	11.40	12.32	4.00	6.09	4.94	2.60
淮北矿业	51.99	71.39	59.50	39.61	19.77	23.15	18.87	17.58	9.48	9.9	8.74	8.68	9.64	11.29	9.18	7.71
晋能装备	53.13	69.76	55.47	27.15	17.72	19.04	17.61	17.63	9.63	10.03	11.25	11.83	5.02	5.71	4.42	3.42
平煤神马	62.84	61.19	53.48	23.73	12.46	15.15	13.32	11.63	7.9	7.83	7.84	7.33	5.04	4.63	4.79	3.37
晋能煤业	10.67	55.60	43.06	-19.07	16.65	17.67	22.12	19.51	10.41	9.29	12.88	14.98	4.18	4.71	3.36	1.70
河南能源	16.83	17.81	36.19	--	22.94	27.47	17.36	--	12.06	12.65	10.68	--	3.18	4.06	3.66	--
皖北煤电	2.75	30.00	32.00	23.15	20.51	25.68	24.76	23.68	9.56	8.48	8.37	9.15	5.74	11.75	11.57	10.85
华阳新材	2.90	53.87	28.31	-6.51	15.87	23.03	21.93	15.89	8.78	10.61	12.38	12.81	4.15	6.11	4.24	1.78
徐州矿务	11.43	17.66	25.76	19.70	14.38	14.13	15.65	16.81	6.55	6.01	6.55	7.29	3.75	5.53	5.73	5.45
兰花实业	18.71	36.66	24.15	5.92	46.95	52.32	40.71	30.02	19.53	17.77	14.88	14.58	8.99	13.12	8.30	3.79
冀中能源	12.97	22.09	24.02	4.47	16.69	21.21	19.15	19.91	11.9	13.53	14.67	16.32	5.10	5.79	4.96	3.38
开滦集团	9.99	15.81	21.20	6.68	9.64	10.22	12.40	16.14	5.39	5.36	6.67	9.91	3.99	5.06	5.25	3.65
新疆能源	1.29	14.08	19.52	9.63	8.85	12.95	19.32	32.72	4.81	3.84	6.31	10.33	2.16	8.09	8.20	5.31
甘肃能化	16.28	29.27	16.40	14.70	32.54	37.65	30.56	32.66	12.58	12.61	14.08	13.96	7.13	10.27	5.39	5.52
郑州煤业	-11.88	-3.48	-1.79	-0.77	25.49	28.97	24.71	19.79	26.19	21.93	19.05	18.41	-0.57	2.04	1.93	1.76
合计/平均值	1,947.81	3,029.87	2,979.48	1,830.16	24.43	26.91	23.73	22.68	10.46	9.92	10.12	10.40	7.46	9.03	7.22	5.82

注：1、表中最后一行的净利润为合计数，其他指标为平均值；2、2024年前三季度总资产报酬率经过年化处理；3、企业顺序按照2023年净利润规模排序；4、因河南能源未披露2024年三季报，因此样本企业2024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

附表三：2021~2023 年以及 2024 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)			
	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9
国家能源	7,943.66	7,692.09	8,439.43	8,687.94	50.48	48.78	49.49	48.57	1,901.18	2,278.62	1,774.08	1,410.47	0.24	0.30	0.21	0.16
山东能源	3,532.11	4,136.58	4,392.98	4,476.01	59.47	59.17	61.39	60.90	540.79	988.89	552.77	463.62	0.15	0.24	0.13	0.10
陕西煤化	3,115.64	3,180.92	3,086.83	3,157.22	59.46	56.05	55.55	53.52	681.78	774.71	480.62	303.95	0.22	0.24	0.16	0.10
晋能煤业	1,871.71	2,457.08	2,571.77	2,649.65	67.32	69.75	70.17	70.87	626.11	119.29	208.82	93.33	0.33	0.05	0.08	0.04
山西焦煤	2,103.37	2,019.46	2,043.50	2,221.28	65.40	59.76	58.71	60.23	366.71	493.12	322.62	77.38	0.17	0.24	0.16	0.03
晋能装备	1,780.20	1,651.55	1,675.85	1,848.57	69.50	65.79	65.85	66.98	153.63	359.26	207.57	121.64	0.09	0.22	0.12	0.07
中煤能源	1,738.67	1,734.67	1,658.38	1,685.34	50.43	46.48	41.73	40.30	553.17	563.39	601.25	339.00	0.32	0.32	0.36	0.20
冀中能源	1,505.36	1,528.75	1,547.52	1,599.56	75.17	75.32	75.03	73.84	96.30	126.12	102.47	66.09	0.06	0.08	0.07	0.04
晋能电力	1,415.91	1,512.14	1,515.35	1,607.04	60.06	63.30	63.19	63.55	91.05	261.78	192.09	58.11	0.06	0.17	0.13	0.04
河南能源	1,409.29	1,394.10	1,362.71	--	80.06	78.23	75.57	--	149.36	168.82	138.26	--	0.11	0.12	0.10	--
平煤神马	1,041.86	1,104.66	1,306.16	1,480.40	64.27	61.62	62.59	62.97	151.20	183.03	110.35	40.42	0.15	0.17	0.08	0.03
潞安矿业	1,333.76	1,394.50	1,177.23	1,218.01	66.71	62.43	62.09	65.18	177.47	331.73	230.81	70.69	0.13	0.24	0.20	0.06
华阳新材	1,437.52	1,117.44	1,161.48	1,240.60	71.72	70.67	73.01	74.30	160.45	151.50	88.47	53.17	0.11	0.14	0.08	0.04
淮河能源	633.36	595.28	731.87	753.61	61.59	58.46	57.55	56.90	139.44	148.23	139.64	75.12	0.22	0.25	0.19	0.10
开滦集团	414.42	364.69	404.78	446.78	61.59	56.71	58.63	60.08	45.24	60.68	43.44	25.63	0.11	0.17	0.11	0.06
榆林能源	209.59	273.92	357.01	366.61	37.29	38.09	42.29	41.15	90.65	120.84	94.09	77.96	0.43	0.44	0.26	0.21
华电煤业	172.59	313.24	250.78	281.49	33.29	49.63	42.30	44.15	193.21	133.99	124.33	82.62	1.12	0.43	0.50	0.29
皖北煤电	204.15	212.31	194.37	204.36	68.05	65.33	61.08	59.93	69.44	69.44	61.91	44.17	0.34	0.33	0.32	0.22
兰花实业	217.60	196.68	187.28	200.04	60.97	53.53	49.59	51.35	41.35	61.73	33.76	18.24	0.19	0.31	0.18	0.09
新疆能源	81.90	104.09	184.74	219.72	38.52	41.83	49.26	52.72	12.56	23.73	19.61	17.75	0.15	0.23	0.11	0.08
徐州矿务	128.25	156.16	167.26	192.66	37.33	40.67	37.70	39.85	23.86	33.56	44.33	26.43	0.19	0.21	0.27	0.14
内蒙古伊泰	300.15	211.39	166.60	166.08	37.67	26.58	23.11	22.78	177.52	221.64	88.91	106.94	0.59	1.05	0.53	0.64
郑州煤业	165.50	166.20	151.57	158.43	73.24	80.08	79.10	79.78	4.96	12.80	8.22	4.58	0.03	0.08	0.05	0.03
甘肃能化	127.87	103.43	143.69	162.67	47.55	37.90	39.17	39.99	43.63	49.55	15.51	17.15	0.34	0.48	0.11	0.11
淮北矿业	187.87	158.40	126.69	89.43	37.14	29.42	23.37	16.14	110.53	166.69	130.31	77.89	0.59	1.05	1.03	0.87
神木国资	70.02	74.11	66.44	92.19	18.71	15.24	11.42	15.01	2.71	36.71	18.70	4.62	0.04	0.50	0.28	0.05
合计/平均值	33,142.33	33,853.84	35,072.26	35,205.70	55.88	54.26	53.42	52.84	6604.29	7939.88	5832.91	3676.97	0.20	0.23	0.17	0.10

注：1、排序按照2023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2024年三季度报，因此样本企业2024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	资深分析师
邱学友	企业评级部	高级分析师
李路易	企业评级部	分析师
凌丽	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.ccxi.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.ccxi.com.cn>