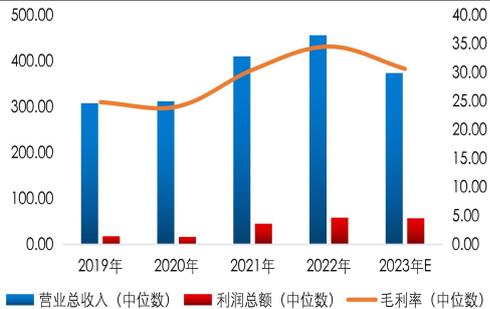


## 2024 年煤炭行业信用风险展望

煤炭样本企业主要盈利指标（亿元、%）



煤炭行业规模以上企业的盈利情况（亿元、%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

分析师：何阳

- 2023 年，传统产业用电需求拉动、新兴产业用电快速增长、以及水电蓄能不足影响下，国内动力煤市场需求较快增长；房地产和基建两大旧动能对焦煤需求的推动作用下降，但汽车、造船和钢材出口等新动能对焦煤需求拉动作用增加。2024 年工业周期见底，制造业转型升级，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求平稳增加，动力煤需求继续修复。基建投资提速，工业用钢与出口用钢贡献增量，带动焦煤需求稳中有升。
- 2023 年，在保供增产政策影响下，全国煤炭产量 46.58 亿吨，同比增长 2.90%，产量增速放缓。预计 2024 年，保供增产政策持续，供给质量提升，安全监察政策较严，产量增速放缓，焦焦煤减产风险仍存，进口关税恢复后，海外运力制约与额度管控，叠加高基数，进口增速放缓。
- 2023 年，煤炭供需趋于宽松，价格高位回落。2024 年，电力化工耗煤需求增长，但产量增速和进口增速放缓，动力煤价格中枢企稳回升；焦煤主产区山东、贵州、安徽等地持续减产，焦焦煤产量下降风险仍存，基建投资增速上升，铁水、焦炭开工维持高位，焦煤价格将维持高位。
- 2023 年，受煤炭价格中枢下滑影响，煤企收入和利润普遍同比下降。预计 2024 年，动力煤和焦煤供需格局改善，煤炭价格筑底回升，煤企收入和利润将同比增长。
- 2024 年国内煤矿智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，产量增速放缓，焦焦煤减产风险仍存，叠加进口煤增速下降，煤炭供给弹性减弱，但需求保持增长，煤炭价格企稳回升，煤炭企业信用质量维持高位。“双碳”目标下，煤企资本支出意愿不足，盈利和现金流用于偿还债务，整体资产负债率趋于下降，但部分煤企历史债务负担较重、安全生产压力较大，负债率和利息支出仍将位于较高水平，未来去杠杆与偿债压力仍较大。

请务必阅读本报告正文后之免责条款

## 一、煤炭行业信用基本面

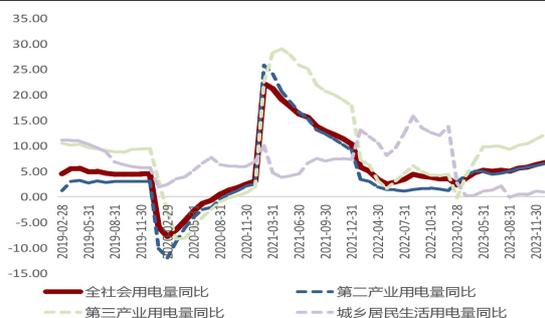
2023 年，在传统产业用电需求拉动、新兴产业用电快速增长、以及水电蓄能不足影响下，国内煤炭市场需求较快增长，预计 2024 年，工业库存周期见底，制造业转型升级，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求平稳增加，煤炭能源基石地位依然稳固

2023 年，上半年在传统四大高耗能产业用电需求拉动，以及新兴产业新能源汽车与高技术装备快速发展、用电量上升带动下，第二产业用电量同比小幅增长；同时，由于水电梯级蓄能减少，水电发电量同比下降 22.9%，支撑火电耗煤需求。下半年，迎峰度夏期间，极端高温天气带动沿海六大电厂耗煤快速上升，全国火电月度耗煤量增长到 2.42 亿吨。2023 年全社会用电量 9.22 万亿千瓦，同比增长 6.70%；其中，第二产业用电量（6.07 万亿千瓦）和第三产业用电量（1.67 万亿千瓦）同比分别增长 6.50%和 12.20%；电力行业动力煤消费量 25.73 亿吨，同比增长 8.85%。

2024 年，从用电侧来看，工业库存周期见底，开启补库周期，同时制造业转型升级，传统高耗能产业用电增速放缓的情况下，高技术装备、IDC 数据中心、新能源汽车制造等新兴产业的用电量快速增加，支撑工业用电增长；第三产业批发零售、餐饮文旅、交运等服务业延续复苏态势，用电量增速提升。从发电侧来看，2023 年火力发电量占全国发电量的 69.95%，是我国电源供应的主力，经济增长带动的用电需求仍主要依赖于火电增发电量来满足。在经历 2021、2022 年全国多省阶段限电后，国家新批复的一批火电建设机组陆续投产，2023 年，全国火电新增装机 6567 万千瓦，同比增长 46.88%，预计 2024 年我国仍将新增 5000 万千瓦火电装机容量。此外，国家出台容量电价政策，减少煤电业绩波动，对冲利用小时数下滑，保障火电企业长期收益，从而带动火电耗煤需求。

从水电和新能源发电挤出效应来看，2024 年随着长江流域来水改善，水电发力，对火电挤出效应上升。2023 年，全国风电新增装机容量 7566.00 万千瓦，同比增长 101.06%，光伏行业强内卷，新增装机容量 21602.00 万千瓦，同比增长 147.13%，新能源电力持续扩容，对火电形成一定挤压。但从发电占比来看，目前火电发电占比接近 70%，水电发电占比 12.18%、风电与光伏发电占比合计 12.38%，虽然新能源装机快速增长，但由于从装机到并网发电存在时滞，且光伏利用小时数低于风电和火电，新能源发电总体占比相对较低，在碳达峰之前对火电的挤出效应有限，火电能源基石的地位依然稳固。

图表 1 全社会用电量增速，二三产业和居民用电量增速（单位：%）



图表 2 我国电源结构（单位：万千瓦、%）

类型	2023年		
	发电量	同比增速	占比
规模发电企业发电量	89091	5.2	100.00
火电发电量	62318	6.10	69.95
水电发电量	11409	-5.60	12.81
风电发电量	8091	12.30	9.08
核电发电量	4333	3.70	4.86
光伏发电量	2940	17.20	3.30

数据来源：同花顺 iFind，东方金诚整理

近年，在双碳目标约束和高油价驱动下，煤炭和化工企业扩大对煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇和煤制气等煤炭清洁利用产能的投资，现代化煤化工快速发展带动动力煤和无烟煤

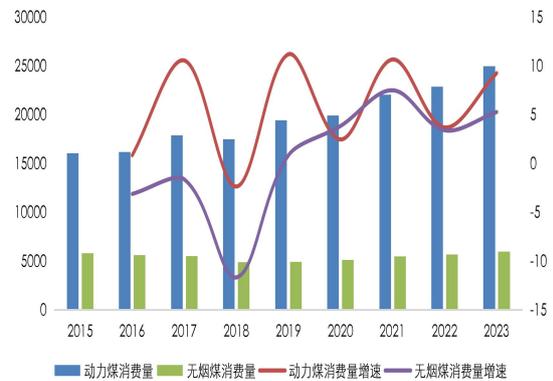
消费量增长。根据煤炭工业协会最新数据，2023 年，我国煤制油产能 931 万吨/年，煤制气产能 74.55 亿立方米/年，煤（甲醇）制烯烃产能 1872 万吨/年，煤制乙二醇产能 1143 万吨/年。2023 年化工行业动力煤消费量 2.50 亿吨，同比增长 9.28%，化工行业无烟煤消费量 5989.28 万吨，同比增长 5.29%。根据《现代煤化工“十四五”发展指南》，“十四五”我国将形成 3000 万吨/年煤制油、150 亿立方米/年煤制气、1000 万吨/年煤制乙二醇、100 万吨/年煤制芳烃、2000 万吨/年煤制（甲醇）制烯烃的产业规模，未来煤化工将有较大发展空间。

2023 年，上半年，国内经济复苏不及预期，叠加地产投资下滑拖累，化工行业耗煤需求走弱。下半年，国际原油和天然气价格上涨，推动油气制化工品价格上上升，叠加下游补库，甲醇、甲醇制烯烃开工率上升，化工周度耗煤量上升 600 万吨以上，对煤炭边际需求形成较大支撑。2024 年基建投资稳增长，同时 OPEC+ 减产协议继续实施，地缘冲突不断，国际油价维持 70 美元以上，煤制油、煤制天然气和煤制烯烃等新型煤化工行业利润空间充裕，生产动力较强，带动动力煤和无烟煤需求增加。

图表 3 近年煤化工产能规模



图表 4 化工行业动力煤与无烟煤消费量及增速（单位：吨、%）



数据来源：同花顺 iFind，中国煤炭工业协会，东方金诚整理

综合来看，2024 年，国内经济平稳增长，制造业转型升级，带动全社会用电需求上升；水电和新能源电力占比仍较低，对煤电挤出效应有限。同时，在建煤电机组投产、化工与建材等非电产业耗煤需求增加，动力煤需求继续修复。

**2023 年，地产和基建两大旧动能对焦煤需求的推动作用下降，但汽车、造船和钢材出口等新动能对焦煤需求拉动作用增加，预计 2024 年，地产投资降幅收窄，基建投资提速，工业用钢与出口贡献增量，铁水焦炭开工高位，带动焦煤需求稳中有升**

从焦煤需求的旧动能来看，2023 年，土地成交缩量，房企资金压力较大，地产开发投资同比下降 9.60%；基础设施建设投资由于地方政府隐性债务监管加强，地方专项债和政策银行专项基建投资基金支持力度边际减弱，基建增速放缓，2023 年基础设施建设投资同比增长 8.24%，增速下降 3.28 个百分点。2024 年，地产投资筑底，保障房、城中村、“平急两用”公共基础设施建设三大工程加快建设；预计房地产新开工面积、房地产投资降幅将有所收窄；中央赤字率提升，专项债前置发力，基建资金得以缓解，同时新增项目投向，基建投资增速提升，支撑焦煤需求增长。

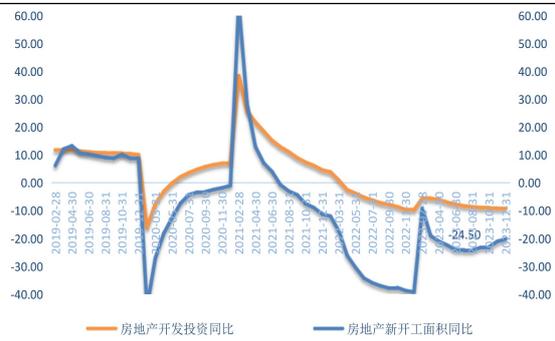
从焦煤需求的新动能来看，2023 年钢材出口同比增长 36.20%，汽车销量和造船完工量均同比分别增长 12.00%和 11.80%，支撑焦煤需求。2024 年，装配式钢结构渗透率将提升至 12%，年用钢量将达到 1.4 亿吨；新能源汽车与造船保持高景气，机械内需筑底、出海兑现，

用钢需求增加。焦炉行业新旧产能置换后，焦化行业格局改善，开工率上升。铁水产量维持高位，对双焦补库需求韧性较强。

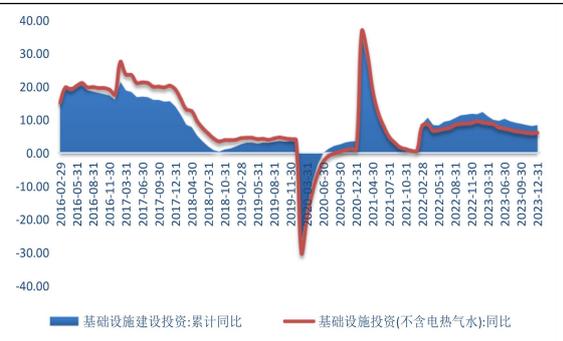
此外，随着钢铁高质量转型发展，高炉大型化趋势对焦炭反应强度（CSR）提出了更高要求，主焦煤配比量与焦炭反应强度（CSR）存在正相关性，炉容提升将进一步拉动主焦煤需求。同时，“十四五”期间，高强钢作为重点发展的特钢品种，对铁水含硫量的要求提高。未来具备低硫、中挥发分、中胶质层厚度（25mm）、高粘结指数煤质特性的主焦煤、肥煤煤种的市场竞争力将更强。

综合来看，2024 年房地产“三大工程”加快建设，房地产投资降幅收窄，地产用钢需求恢复缓慢；中央财政提高赤字率，增发万亿国债，基建投资稳增长；钢结构、工业与出口用钢增长较快，贡献用钢增量，焦煤需求预期改善。

图表 5 下游房地产开发投资、新开工面积增速（单位：%）



图表 6 基础设施建设投资增速情况（单位：%）

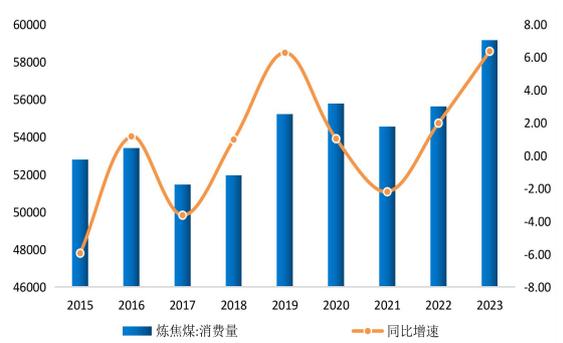


数据来源：iFinD，东方金诚整理

图表 7 生铁、焦炭产量及增速（单位：万吨、%）



图表 8 近年炼焦煤消费量及增速（%）



数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

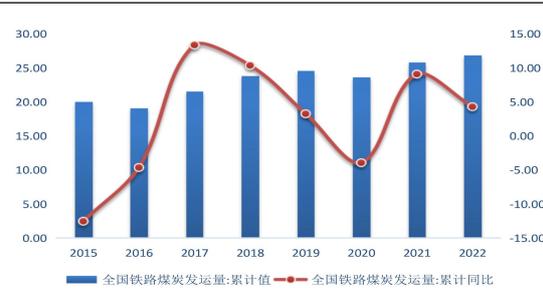
《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求意见稿）》提出，促进煤炭清洁高效利用，中适度发展现代煤化工，打通煤油气、化工和新材料产业链，拓展煤炭全产业链发展空间，现代煤化工业将有望成为煤炭需求增长点。中长期来看，在“2030 年碳排放达峰”、“2060 年碳中和”远景目标下，国家将强化节能减排、大气环境治理，新能源和可再生能源对煤炭消费的替代作用增强，预计中长期煤炭消费量将“稳中有降”，但在电力安全保供、系统调峰需求下，煤电仍将承担国内电力供应的“稳定器”和“压舱石”的基础保障作用。

2023 年，国内经济持续复苏，带动煤炭需求与转运能力同比增长，预计 2024 年煤炭消费量保持增加，带动煤炭运量小幅增长

我国煤炭资源分布呈现“西多东少”、“北多南少”的特点，生产与消费呈逆向分布，

区域不平衡现象突出，从而形成西煤东运、北煤南运的格局。2023 年，全国铁路继续发挥西煤东运、北煤南运、疆煤外运的主要通道作用，并与港口、公路等其他运输方式衔接，电煤保供成效显著。2023 年，全国铁路完成煤炭发运量 27.48 亿吨，同比增长 2.54%，全国煤炭铁路日均装车 7.45 万车，同比下降 0.46%。2023 年大秦铁路煤炭运输量 42211 万吨，同比增长 5.84%。“北煤南运”下水港口主要包括黄骅港、秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港、天津港等。2023 年，全国港口煤炭吞吐量 25.2 亿吨，同比增长 5.40%；其中，黄骅港煤炭吞吐量 2.09 亿吨，同比增长 1.40%，秦皇岛港煤炭吞吐量 1.69 亿吨，同比增长 1.09%，曹妃甸港煤炭吞吐量 0.81 亿吨，同比下降 4.82%。交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》提出，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。预计 2024 年，煤炭消费量保持增加，晋陕蒙煤矿和煤炭物流园区铁路专用线和专用线接入比例提升，带动煤炭运量平稳增长。

图表 9 近年全国铁路煤炭运输量  
(单位：亿吨、%)



图表 10 近年秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港  
煤炭吞吐量及增速 (单位：亿吨、%)



数据来源：iFinD，东方金诚整理

在保供增产等政策推动下，近年国内煤炭产能增加，但产量增速放缓，产能利用率见顶回落，预计 2024 年，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，产量增速放缓，焦精煤减产风险仍存

“十三五”时期，在煤炭行业供给侧改革推动下，我国累计关闭退出煤矿 5500 处，退出煤炭落后产能 10 亿吨以上，同时释放优质产能 3 亿吨左右。2021 年~2023 年，我国新增煤炭产能 6 亿吨/年。2022 年末，全国煤炭储量 2070.12 亿吨，可采年限 46 年，低于全球煤炭资源可采年限 220 年。2023 年末，全国煤矿数量减少至 4300 处，其中，年产 120 万吨及以上的大型煤矿产量占全国产能的 85% 以上，较 2020 年提高 5 个百分点。从国内产量来看，2023 年我国原煤单月产量 3.88 亿吨，当月同比增速从上年同期的 8% 以上下降至 4.5% 以下，累计同比增速也明显低于 2021 年和 2022 年。2024 年，由于我国供给侧改革后新批复的产能较少，且以动力煤为主，加上安监升级，产能利用率在 2021 年后见顶回落，未来产能增长弹性有限。虽然国家发改委拟建立煤矿产能储备制度，有助于提升中长期产能，但对短期产能影响较小。根据国家统计局数据，2023 年，全国煤炭产量 46.58 亿吨，同比增长 2.90%。煤炭开采和洗选行业产能利用率 74.43%，同比下降 0.47 个百分点。随着人工智能、5G、大数据、区块链等新技术快速发展，煤炭工业加快向生产智能化、管理信息化、煤炭利用清洁化转型，充填开采、保水开采、煤气共采、煤水共采等绿色开采技术应用范围不断拓展，煤矿向自动化、智能化、数字化和绿色化加速转型，供给质量提升。2023 年全国

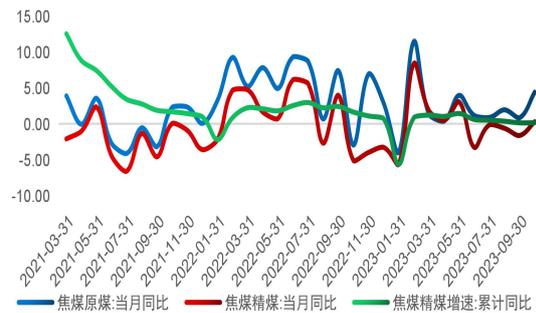
智能化采掘工作面从 400 个快速增加 1600 个左右，全国百万吨煤死亡率降低至 0.094 人/百万吨煤以下。

2023 年下半年以来，焦煤因为资源衰减、山西、山东、新疆、河北等焦煤产区产量减少、洗出率受电煤保供而下降，虽然炼焦原煤产量同比增长，但炼焦精煤产量同比下降。由于炼焦原煤部分用于保供，近年洗出率从 40% 下降至 36%（洗出率每下降 1 个百分点，精煤的产量就会减少 1000 万吨），精煤产量增速持续低于原煤，特别是炼焦骨架煤主焦煤产量 23 年同比下降。从焦煤的主产区来看，虽然山西省炼焦原煤产量同比增长，但受到安全事故、电煤保供、关闭退出落后产能的影响，山西省炼焦精煤产量同比下降 1.12%。山东省主要是受超千米冲击地压矿井关闭退出影响，炼焦原煤和精煤的产量均同比下降 0.54%。由于山西省炼焦精煤产量占到全国一半以上，虽然内蒙、安徽、贵州省炼焦原煤与炼焦精煤的产量同比增长，但也难以抵消山西和山东两省炼焦精煤产量下降的影响。此外，2023 年，由于保供以来高负荷生产，加之部分煤矿智能化开采与安全生产投入不足，事故频发，安全监察升级，国家矿山安全局撤销核增产能 30 余处，减退产能 2625 万吨。同时，国家出台“加强矿山安全生产意见”，要求停建、关闭退出地质复杂、安全条件不符合要求的矿山。在安监升级的背景下，预计原煤增产压力较大，炼焦精煤产量仍存在下降的风险。

图表 11 我国原煤产量增速（单位：%）



图表 12 我国炼焦原煤及精煤产量增速（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

近年，我国煤炭供给结构持续向主产区集中，2023 年，煤炭主产区晋蒙陕新四省（区）原煤产量合计 37.86 亿吨，占全国原煤产量的 81.28%，区域集中度同比提高 0.32 个百分点。从主产区各省煤炭产量来看，2023 年，山西、内蒙古、陕西和新疆煤炭产量分别为 13.57 亿吨、12.11 亿吨、7.61 亿吨和 4.57 亿吨，同比分别增长 3.78%、3.14%、2.05% 和 10.63%。但受安全事故、关闭退出落后产能与超千米冲击地压矿井等因素影响，山东、河北、黑龙江、辽宁、四川等省份煤炭产量同比下降。

根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量将控制至 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4000 处以内，大型煤矿产量占比 85% 以上，大型煤炭基地产量占比 97% 以上。晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、蒙西基地担负全国煤炭供应保障的责任，将建设千万吨级大型智能化煤矿，提高煤炭单矿生产效率，实现煤炭生产转型升级。此外，煤炭行业将持续实施煤矿“上大压小、增优汰劣”，有序释放先进产能，进一步淘汰湖南、江西等地区落后产能，至“十四五”末，全国煤矿数量将由 4500 座减少至 4000 座，建成智能化煤矿 1000 座以上。

综合来看，预计 2024 年，保供政策继续实施，国内煤炭供给质量提升，安监力度加大，动力煤产量中枢将维持在月均 2.4 亿吨的历年高位水平上，但产量增速放缓，高热值动力煤

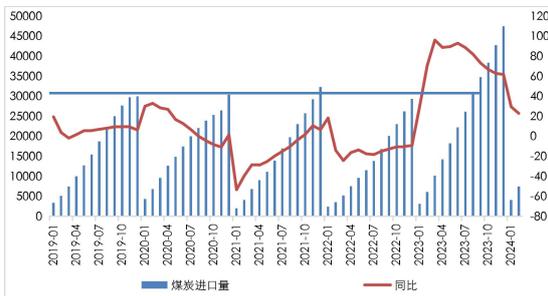
结构短缺。国内焦煤资源短缺，焦煤资源探明储量仅占煤炭总储量的 26%，可采储量中焦煤和肥煤等稀缺煤种占比较低，主焦煤可采年限只有 19 年，由于焦煤洗出率下降，精煤产量增速持续低于原煤，进口关税恢复后，焦煤进口增速将回落，焦煤总体供给弹性仍不足。

**2023 年，我国煤炭进口量同比大幅增长，预计 2024 年进口关税恢复，海外运力制约、额度管控，叠加高基数，进口增速放缓**

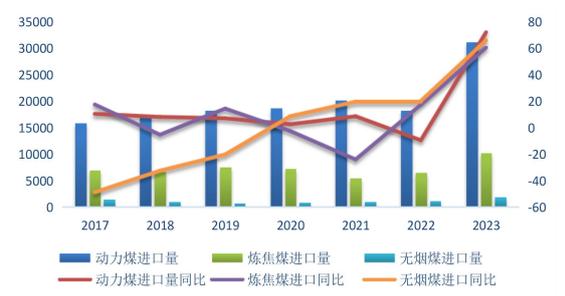
2023 年，欧洲经济低迷，煤炭消费下降，主动去库存，国际低价煤涌入国内；进口零关税政策延续；俄煤出口向亚太转移；蒙煤通关效率提升；澳煤进口恢复，五重因素叠加，煤炭进口超预期增长。2023 年前 8 个月的累计进口量，已超过 2022 年全年进口量，同时超过 19、20 年每年的进口量。2023 年，我国煤炭进口量同比增长 61.80%。预计 2024 年煤炭进口量保持在 5 亿吨到 5.6 亿吨的较高水平，同比小幅增长，增速放缓，进口煤将继续发挥供给调节器的作用。

从细分煤种来看，2023 年动力煤、炼焦煤、无烟煤均实现进口大幅增长，焦煤进口增速相对较低，主要是因为进口焦煤的价差倒挂，澳洲焦煤进口增幅较小所致。2024 年进口关税恢复后，由于蒙古和俄罗斯适用最惠国税率，从其进口的褐煤、焦煤、无烟煤将被征收 3% 进口关税，蒙古和俄罗斯作为 2023 年我国焦煤最主要的两个进口来源国，进口关税的恢复对焦煤的影响更大一些。动力煤因印尼额度控制、俄罗斯运力瓶颈影响，进口增速将高位回落。

图表 13 我国煤炭进口量及增速  
(单位: 万吨、%)



图表 14 我国动力煤、炼焦煤进口量及增速  
(单位: 万吨、%)



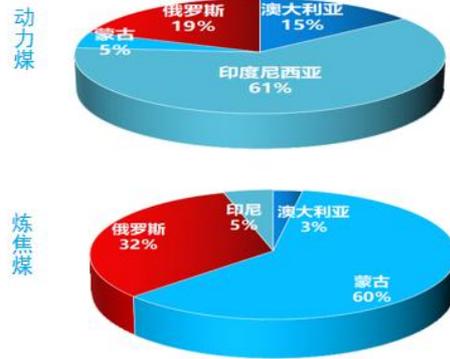
数据来源: iFind, 东方金诚整理

从进口来源国来看，动力煤的进口来源国主要是印尼、俄罗斯和澳大利亚。2023 年，俄罗斯、蒙古、澳大利亚和印尼的煤炭进口量同比都出现大幅增长。2024 年，除俄罗斯外，印尼和澳大利亚适用于 RCEP 协定的零关税税率，因此进口煤关税恢复对印尼和澳大利亚的动力煤进口影响不大。但是焦煤的主要进口国蒙古、俄罗斯在关税恢复后，适用于最惠国税率，澳大利亚的优质焦煤将取代部分俄罗斯和蒙古的焦煤进口份额。另外，从海外煤炭供给弹性来看，近年来，由于双碳目标约束煤企资本开支，煤炭投资仅维持现有矿山设备更新、安全环保、智能化改造，投资规模远低于可再生能源、电网、油气和终端使用效率投资，因此海外供给缺乏弹性，也将制约我国进口煤的增速。

图表 15 2021 年~2023 年我国主要进口来源国的煤炭进口数量（单位：万吨）



图表 16 动力煤和炼焦煤进口来源国进口量占比



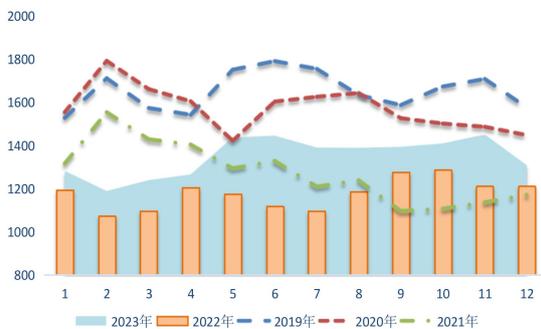
数据来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年，增产保供政策和进口量大幅增长影响下，动力煤库存上升，但焦煤受入洗率下降和主产区减产影响，库存持续位于低位，预计 2024 年，动力煤下游被动去库，库存前高后低，焦煤供给仍偏紧，焦煤库存仍处低位

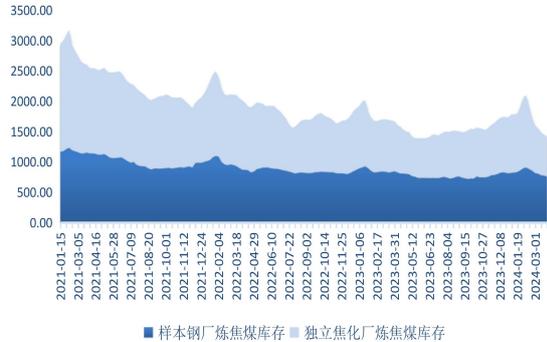
2022 年，国家煤炭增产保供政策继续实施，国内煤炭产量维持历年高位，同时煤炭进口量大幅增长，下游电厂被动累库，动力煤库存前低后高。2023 年六大发电集团动力煤平均库存 1347.90 万吨，较 2022 年同比增长 14.60%；库存平均可用天数 17.04 天，同比增加 2.28 天。从港口库存来看，2023 年秦皇岛港煤炭周平均库存 576 万吨，同比增长 15%；曹妃甸港煤炭周平均库存 508 万吨，同比增长 21%，CCTD 主流港口煤炭平均库存 6619.35 万吨，同比增长 22%。2023 年末，全国国有重点煤矿煤炭库存 2159.20 万吨，同比增长 4.96%。预计 2024 年，工业用电量平稳增长，电厂耗煤需求增加，动力煤将从被动补库转向被动去库，煤企保供政策延续，电厂库存将呈现前高后低，恢复至历年中位水平。

受电煤增产保供降低焦煤入洗率、焦煤主产区减产等影响，2023 年焦煤库存持续处于低位。2023 年末，全国 230 家独立焦企和 247 家样本钢厂焦煤库存合计 1730.47 万吨，同比下降 7.79%；京唐港、日照港、连云港、青岛港和湛江港六港炼焦煤库存 176.55 万吨，同比下降 16.40%；山西、河北、山东、安徽、河南五省炼焦煤煤矿库存 199.90 万吨，同比下降 25.59%。2024 年，焦煤供给仍偏紧，焦化厂主动去库转向主动补库，钢企盈利不佳暂时压制补库意愿，焦煤库存整体仍处低位。

图表 17 2019 年以来六大发电集团动力煤库存（单位：万吨）



图表 18 2021 年以来独立炼焦厂和样本钢厂焦煤库存（单位：万吨）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年煤炭价格呈“V”字形走势，预计 2024 年，动力煤需求增长，产量增速和进口

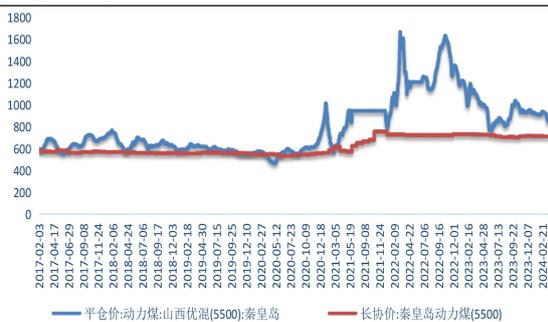
**增速放缓，动力煤价格中枢企稳回升，焦煤主产区持续减产，焦精煤减产风险仍存，万亿国债带动基建投资增速上升，铁水焦炭开工维持高位，焦煤价格维持高位**

自 2017 年以来，国家发改委推动煤炭企业与用煤企业实行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的价格机制，实行煤炭市场化价格与长协价格双轨并行，长协价格成为煤炭市场稳健发展的基石。国家发改委推动发电供热用煤企业实施中长期合同全覆盖，有助于发电和供热企业提前锁定煤炭资源和价格，平抑煤价大幅波动，促进煤炭市场平稳运行，降低发电供热企业运营成本。2022 年 2 月 24 日，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“303 号文”），将长协煤合理区间由 500 元/吨~600 元/吨重新界定为 570 元/吨~770 元/吨，价格下限和价格上限较之前分别提高了 14% 和 28%。同时，价格机制通知新增设置晋陕蒙三大主产区坑口煤长协价的合理区间分别为：山西 370 元/吨~570 元/吨、陕西 320 元/吨~570 元/吨、蒙西 260 元/吨~460 元/吨、蒙东 200 元/吨~300 元/吨。

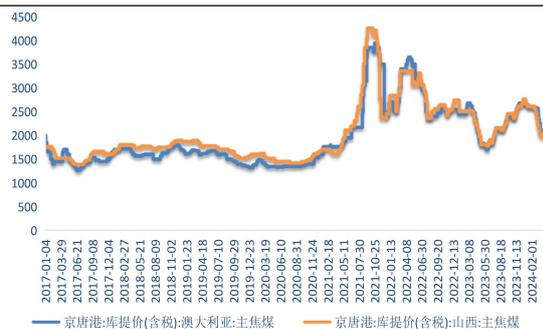
2023 年 12 月，国家发改委、国家能源局发布《关于做好 2024 年电力中长期合同签订履约工作的通知》提出，继续发挥电煤中长期合同在能源保供中“压舱石”和“稳定器”的作用；2024 年电煤中长期合同延续此前定价机制和 303 号文，以港口价格计算的电煤中长期合同应按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，但并未给出明确的基准价和浮动价参考的价格指标。与 2023 年电煤中长期合同签订履约要求相比，2024 年电煤中长期合同的签订需求方范围缩小，仅强制要求统调电厂及承担居民供暖任务的电厂签订长协合同，供热企业不再强制签订长协合同。同时，需求方的签约弹性由 2023 年的 100%~105% 覆盖，下降至 80%~100% 覆盖。供给方煤炭生产企业签订任务量不低于自有资源量的 80%，但对动力煤的签订任务量不再要求不低于自有资源量的 75%。综合来看，2024 年电煤长协合同供需方签约要求均有所放松。

2023 年煤炭价格呈 V 字形走势。上半年，由于经济复苏不及预期，电煤 3 月下旬以来进入传统消费淡季，非电需求疲软，加上欧洲能源需求放缓、高库存压力，进口煤凭借价差优势大幅涌入国内市场，煤价趋势下降；其中，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价在 6 月末下滑至 830 元/吨，同比下降 33.17%；京唐港山西产主焦煤库提价在 6 月末下降至 1870 元/吨，同比下降 38.69%。下半年，迎峰度夏期间，传统电煤需求旺季，煤价止跌企稳，化工等非电用煤需求增长，叠加海外能源价格走强、进口煤价差优势减弱，进口增速放缓，国内煤价有所回升。2023 年末，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价为 923 元/吨，同比下降 22.31%；京唐港山西产主焦煤库提价 2750 元/吨，同比增长 0.73%。

**图表 19 近年国内动力煤市场价与长协价格走势（单位：元/吨）**



**图表 20 近年国内外炼焦煤价格走势（单位：元/吨）**



数据来源：iFIND，东方金诚整理

2024 年，动力煤需求增长、供给有所放缓，动力煤库存压力得以缓解。化石能源价格联动增强，高油价支撑国际煤价，国内长协定价机制延续，为动力煤价格筑底；美联储降息周期即将开启，大宗原料价格重估，动力煤供需将形成新平衡，下游去库支撑动力煤价格筑底回升。焦煤供给弹性不足，需求预期改善，大宗原料价格重估，焦煤价格中枢将上升。

**近年我国煤炭供给体系持续优化，大型煤矿成为煤炭生产主体，晋蒙陕新等主产区优质产能将继续释放，加之煤炭行业盈利能力将持续改善，煤炭行业重组整合不断推进，区域集中度和行业集中度进一步提升**

受益于煤炭价格和煤化工产品价格高位回落影响，2023 年，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 3.50 万亿元，同比下降 13.09%；全国规模以上煤炭企业实现利润总额 0.76 万亿元，同比下降 25.22%。

近年，我国煤炭供给体系持续优化，供给弹性较强，大型现代化煤矿成为煤炭供应主体，同时煤炭生产进一步向资源禀赋好、市场竞争力强的晋蒙陕疆地区集中，中东部煤矿赋存条件差、煤质差、资源濒临枯竭的煤矿基本退出，全国煤炭生产主要集中在 14 个大型煤炭生产基地。2023 年，全国 120 万吨/年以上大型煤矿产量占比超过 85%；行业前 10 家大型煤企原煤产量占全国原煤产量的比例超过 50%。山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、安徽等 6 个省（区）原煤产量超亿吨，产量合计约占全国产量的 85%。2023 年 3 月，贵州省政府批复组建贵州能源集团有限公司（以下简称“贵州能源集团”），将盘江煤电集团有限责任公司更名为贵州能源集团，并吸收合并贵州乌江能源集团有限责任公司。根据贵州省政府及贵州省国资委相关批复要求，贵州省国资委将贵州水矿控股集团有限责任公司（以下简称“水矿集团”）委托贵州能源集团管理，将在水矿集团债转股完成后将水矿集团股权划转给贵州能源集团。未来，晋蒙陕新等煤炭主产区优质产能将继续释放，供给结构优化，区域集中度和行业集中度将进一步提高。

《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》指出，到“十四五”末，我国将培育 3~5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业；支持煤炭企业跨行业、跨区域、跨所有制兼并重组。预计未来煤炭行业集中度将进一步提升。

**图表 21 煤炭行业规模以上企业及前十大上市公司盈利情况（单位：亿元、%、亿吨、万吨）**



资料来源：iFind，东方金诚整理

陕西煤业、华阳股份的可采储量为 2022 年数据；华阳股份产量数据为 2022 年产量数据；山西焦煤可采储量为 2022 年末的资源储量数据；苏能股份可采储量为 2023 年 6 月末的可采储量数据，产量为 2023 年 1~6 月的产量数据。陕西煤业、潞安环能、山西焦煤、苏能股份、华阳股份的营业收入、利润总额、净利润、毛利率数据使用 2023 年 9 月数据。

## 二、煤炭企业信用表现

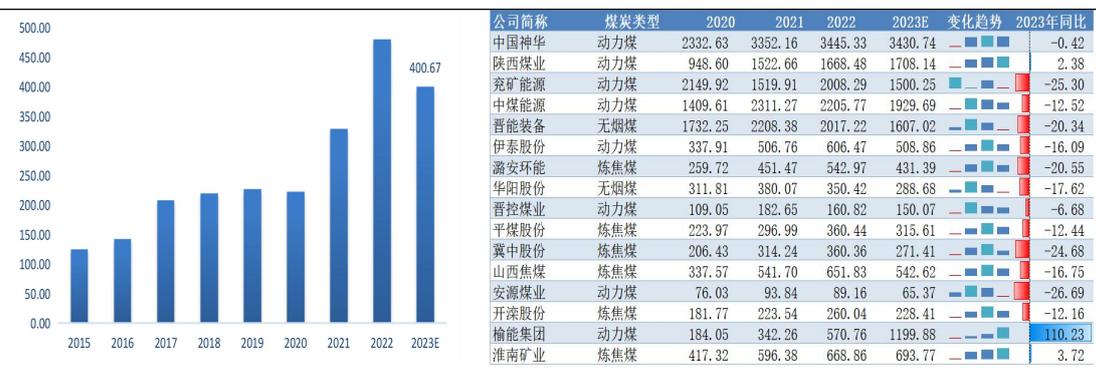
2023 年，受煤炭价格下降影响，煤企营业收入普遍同比下降，预计 2024 年动力煤和

### 焦煤供需格局将有所改善，煤炭价格筑底回升，煤企营业收入将同比增长

动力煤企业中，中国神华以煤炭业务为基础，已形成煤炭生产、运输（铁路、港口、航运）和转化（发电及煤化工）一体化运营模式。中国神华在神东、准格尔、胜利和宝日希勒矿区拥有煤炭资源保有可采储量 133.80 亿吨，2023 年中国神华生产动力煤 3.25 亿吨，煤炭产量同比增长 3.5%；销售煤炭 4.50 亿吨（含外购煤 1.25 亿吨），煤炭销量同比增长 7.7%，但销售均价同比下降 9.3%（自产煤售价同比下降 8.2%，外购煤售价同比下降 13.9%；年度长协价同比下降 2.9%，月度长协价同比下降 7.4%，现货价同比下降 17.5%）。同时，中国神华发电装机容量 44634 兆瓦，以燃煤发电机组为主，2023 年中国神华发电量 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%，售电量 1997.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%，售电价 414 元/兆瓦时，同比下降 1.0%。受自产煤与外购煤、长协煤和现货煤销售价格下降影响，中国神华煤炭业务销售收入同比下降 2.3%，但在电力业务销售收入同比增长 9.3% 的支撑下，中国神华营业总收入同比下降 0.42%。陕西煤业在陕北（神府、榆横）和彬黄（彬长、黄陵）等矿区拥有煤炭可采储量 106 亿吨以上，且煤炭埋藏浅、赋存条件和开采技术优越，2023 年，陕西煤业生产煤炭 1.64 亿吨，同比增长 4.10%，销售煤炭 2.53 亿吨，同比增长 12.60%，受益于煤炭销量增加，陕西煤业营业总收入同比增长 2.38%。中煤能源在山西、内蒙古和陕西拥有可采储量 138.71 亿吨，2023 年生产商品煤 1.34 亿吨，同比增长 12.6%，但受煤炭和煤化工产品价格下降影响，中煤能源营业总收入同比下降 12.52%。

炼焦煤企业中，山西焦煤主要矿区位于晋中煤炭基地，以及临汾和吕梁地区，拥有煤炭资源储量 66.00 亿吨，核定产能 4890 万吨/年。尽管电力热力业务受益于燃料煤成本下降，山西焦煤电力与热力业务收入同比增长，但受煤炭和焦炭价格下降影响，山西焦煤营业总收入同比小幅下降。开滦化工拥有肥煤和主焦煤 3.81 亿吨可采储量，原煤产能 960 万吨/年，并形成 660 万吨/年焦炭、30 万吨/年焦油加工、20 万吨/年甲醇等产品的综合加工能力。受煤炭、焦炭和化工品市场价格下行影响，开滦股份营业总收入同比下降 12.16%。潞安环能是煤炭行业唯一的国家级高新技术企业，贫煤、贫瘦煤、焦煤等可采储量 9.03 亿吨，拥有 17 座单井规模 60 万吨/年以上的先进产能矿井，先进产能合计 4730 万吨，2023 年潞安环能生产原煤 6040 万吨，同比增长 6.15%，销售商品煤 5500 万吨，同比增长 3.89%，但受煤炭销售价格下降影响，潞安环能营业总收入同比下降 20.55%。平煤股份 1/3 焦煤、焦煤、肥煤等可采储量 16.05 亿吨，2023 年生产原煤 3070.57 万吨，同比增长 1.34%，销售商品煤 3102.83 万吨，同比增长 0.34%，但受煤炭销售价格下降影响，煤炭销售收入和营业总收入同比分别下降 13.45% 和 12.44%。无烟煤企业，晋能装备、华阳股份收入均同比下降。

图表 22 近年样本企业营业总收入中位数及部分样本企业营业总收入情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，东方金诚整理

预计 2024 年，国内经济平稳增长，制造业转型升级，全社会用电需求上升，火电与化工行业耗煤需求平稳增加，动力煤需求继续修复。但供给增速放缓，库存压力缓解，动力煤价格将逐步筑底，动力煤企业营业总收入将稳中有升。地产投资降幅收窄，基建投资提速，工业用钢与出口贡献增量，铁水焦炭开工高位，焦煤需求预期改善，但焦煤供给弹性不足，焦煤产量减产风险仍存，焦煤价格中枢将企稳回升，焦煤企业营业总收入将同比有所上升。

**受煤炭价格高位回落影响，2023 年多数煤企毛利率同比下降，安源煤业由于煤炭赋存条件差，开采成较高，毛利率相对较低，预计 2024 年，煤炭价格筑底回升，煤企毛利率将维持高位**

动力煤龙头企业中国神华、陕西煤业煤炭资源赋存条件较好、开采成本较低，煤炭销售价格下降后，毛利率虽有下降但仍高于 35%。陕西煤业毛利率同比下降 7 个百分点以上，主要是受煤炭销售价格同比下降，同时安全环保投入、委外业务费、吨煤成本小幅上升所致。中国神华毛利率同比下降 3.1 个百分点，降幅相对较小，主要是因为虽然煤炭和煤化工产品价格下降，但由于按照长协价格销售的商品煤占比较大，且电力业务毛利提高。兖矿能源毛利率同比降幅较小，主要是兖矿能源减少了低毛利率的贸易煤规模，同时实施预算控制、物资管理、控员提效等等精准降本措施。安源煤业由于煤矿赋存条件较差，尽管所属事故煤矿停产整顿后恢复生产，毛利率虽有提升，但其毛利率仍低于 8%。

炼焦煤企业中，潞安环能煤炭具有低硫、低磷、低中灰和高发热量的优质特性，受煤炭价格下滑影响，毛利率同比下降 5.95 个百分点。山西焦煤毛利率同比下降 3 个百分点，毛利率降幅较小，主要是因为煤价下降提高了电力热力业务毛利空间。平煤股份受煤炭销售价格下降影响，毛利率同比下降 2.93 个百分点至 31.45%。无烟煤企业晋能装备、华阳股份毛利率同比均下降 1 个百分点。

预计 2024 年，经济持续复苏，二三产业电力需求增加，动力煤需求同比保持增长，同时，国内煤炭产量增速和进口增速放缓，供需基本平衡，动力煤和炼焦煤价格企稳回升，煤企毛利率将维持高位。但江西、贵州、山东、河北煤矿地质构造复杂，区域内部分煤企吨煤完全成本上升，毛利率仍将有所回落。

图表 23 近年样本企业毛利率中位数及部分样本企业毛利率情况（单位：%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

**受煤炭价格下降影响，2023 年煤企净利润同比减少，部分动力煤企业非经常损益减少和部分炼焦煤企业受煤炭价格与煤化工产品价格双降影响，净利润降幅较大，预计 2024 年，煤炭价格筑底回升，煤企净利润将同比增长**

动力煤企业中国神华受煤炭平均销售价格下降、自产煤单位生产成本上涨、外购煤炭

购成本上升影响，煤炭业务利润同比下降，同时税额抵减较少，所得税费用增加，公司净利润同比下降 14.81%。陕西煤业受煤炭销售价格同比下降较多，公允价值变动损益和投资收益同比降低，归属于上市公司股东的净利润同比下降 39.59%。中煤能源加快煤炭先进产能释放，自产商品煤销量 1.34 亿吨，同比增长 11.3%，净利润同比增长 1.38%。伊泰股份 2023 年煤炭产量 5179.88 万吨，同比增长 7.23%，煤炭销量 6780.91 万吨，同比增长 2.74%，但受煤炭价格下降影响，伊泰股份销售毛利润同比下降 30.34%，净利润亦同比降幅较大。

受商品煤价格下降影响，大型炼焦煤(喷吹煤)企业潞安环能利润总额同比下降 41.44%，归属于上市公司股东的净利润同比下降 44.11%。山西焦煤受煤炭和焦炭价格下降影响，净利润同比下降 29.54%。焦煤企业平煤股份和开滦股份，受煤炭销售价格和焦化产品价格下降影响，净利润预计同比分别下降 31.42%和 50.82%。无烟煤企业晋能装备洗末煤和洗块煤售价同比下降，净利润预计同比下降 26.08%。

预计 2024 年，动力煤和焦煤需求保持增长，但产量增速和进口煤增速放缓，煤炭价格企稳回升，煤企净利润将同比增长。

图表 24 近年样本企业净利润中位数及部分样本企业净利润情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

“双碳”目标下，煤企投资新建矿井等资本支出意愿不足，盈利和现金流仍处于历史较高水平，煤企继续置换高成本债务，资产负债率下降，但部分历史债务负担较重和安全生产压力较大的煤企，负债率仍位于较高水平，未来去杠杆压力较大

大型动力煤企业中国神华和陕西煤业资产负债率较低，尽管收入和利润同比下滑，但盈利和现金流仍位于历史较高水平。煤企继续置换高成本债务、加大对债务偿付，大型动力煤企业伊泰股份、晋控煤业和大型炼焦煤企业潞安环能、山西焦煤负债率同比下降。大型动力煤企业中国神华负债率低于 25%，进一步压降的空间有限。山西无烟煤企业晋能装备由于在建煤矿和煤化工项目陆续投资，资产负债率在 75%以上进一步上升；安徽炼焦煤企业淮南矿业历史债务负担较重，随着短期借款到期偿还，资产负债率同比下降至 70%以下，但未来去杠杆压力仍较大。安源煤业下属煤矿在安全事故停产整顿后恢复生产，净利润扭亏为盈，资产负债率同比略有下降，但仍高于 94%。

预计 2024 年，焦煤企业平煤股份和动力煤企业淮南煤业有望持续偿付债务，剥离债务负担较高的资产，债务负担将有所减少，资产负债率将趋于下降；但安源煤业煤炭赋存条件较弱，安全生产压力较大，安全生产投入与矿井智能化改造资本支出较大，预计资产负债率将维持在 90%以上。

图表 25 近年样本企业资产负债率中位数及部分样本企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

动力煤企业安源煤业 EBITDA 利息倍数较低，中国神华、陕西煤业、榆能集团 EBITDA 利息倍数较高；焦煤企业平煤股份和淮南矿业、无烟煤企业晋能装备 EBITDA 利息倍数较低

大型动力煤企业中国神华、陕西煤业利息支出金额较小，折旧摊销增幅较大，EBITDA 利息倍数较高，偿债能力较强。炼焦煤企业安源煤业和淮南矿业，无烟煤企业晋能装备债务负担较重，利息支出规模较大，EBITDA 利息倍数较小；安源煤业下属煤矿安全事故停产整顿后，恢复生产，利润扭亏为盈带动 EBITDA 利息倍数提升，但整体水平仍处于同业低位。

预计 2024 年，大型动力煤企业中国神华、陕西煤业和榆能集团债务负担和利息支出进一步减少，偿债能力维持较强水平；动力煤企业安源煤业，焦煤企业平煤股份和淮南矿业、无烟煤企业晋能装备，尽管盈利和偿债能力回升，但债务负担仍较重，EBITDA 利息倍数维持较低水平。

图表 26 样本企业 EBITDA 利息倍数中位数及部分样本企业 EBITDA 利息倍数



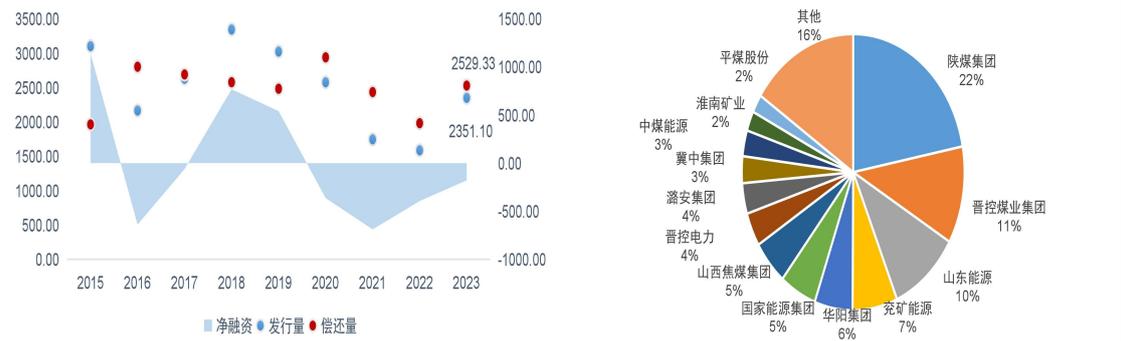
资料来源：iFinD，东方金诚整理

### 三、煤炭行业债券市场表现

煤炭行业债券发行规模同比下降，行业高等级利差逐渐收窄，预计 2023 年煤炭行业偿债规模下降，煤企集中兑付压力较小

2023 年，煤炭行业发行债券 186 只，发行债券金额 2351.10 亿元，实现净融资-178.23 亿元。截至 2023 年末，煤炭行业存续期债券 485 只，发行主体以地方国有企业为主。债券余额主要集中于 AAA 高等级煤企，陕煤集团、晋控煤业集团、山东能源、兖矿能源等债券余额规模较大。

图表 27 煤炭行业债券发行、偿还、净融资规模与存量债券金额分布情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年，煤炭行业无存续债违约。2023 年煤炭价格维持高位，煤企保持良好的现金净流入，煤企新发行债券主要用于债务置换，预计 2024 年，煤炭价格筑底回升，现金流改善将继续用于偿还债务，债务负担进一步下降，债务结构优化，行业集中兑付压力较小，总体风险可控。

2023 年，煤炭企业中只有 1 家企业级别出现变动。大公国际将郑州煤炭工业(集团)有限责任公司（以下简称“郑煤集团”）主体信用等级由 BBB+/负面下调至 BBB-/负面，主要是因为郑煤集团部分贷款逾期，持有上市子公司郑州煤电一半以上的股权被冻结和质押，同时债务负担沉重。

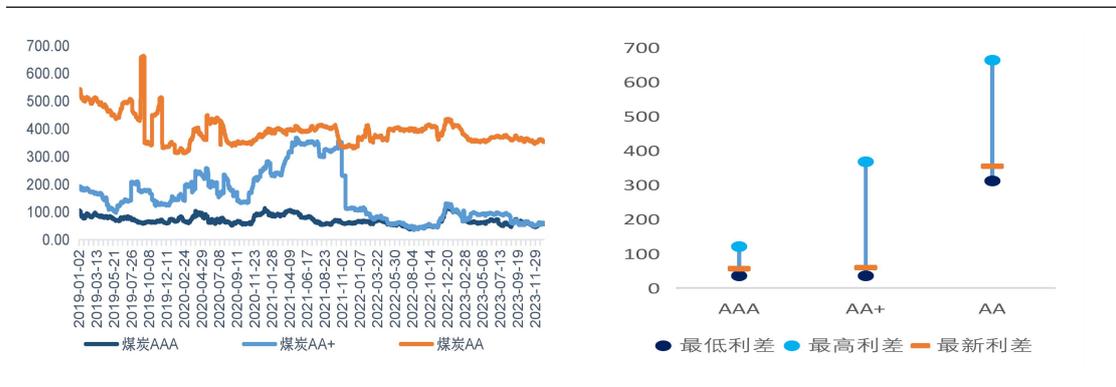
图表 28 2023 年煤炭企业主体信用级别及展望调整情况

调整类型	公司名称	评级机构	主体信用等级与展望调整	调整时间	最新主体评级及展望
级别上调			无		
级别下调	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	大公国际	BBB+/负面→BBB-/负面	2023-04-25	BBB-/负面

数据来源：iFinD，东方金诚整理

2023 年，煤炭行业信用利差波动下行，各等级利差均已压缩至接近行业历年最低水平。预计 2024 年货币政策稳健偏松，流动性保持充裕，煤价筑底回升，行业盈利改善，行业利差还将维持历史低位水平。

图表 29 煤炭行业各等级信用利差（中位数）走势及利差分位数



资料来源：iFinD，东方金诚整理

## 四、信用风险展望

**2024 年，煤炭下游需求保持增长，产量与进口增速放缓，供需格局改善，煤价企稳回升，煤企盈利改善，信用质量位于近年高位**

2024 年，工业库存周期见底，制造业转型升级，传统高耗能产业用电增速放缓的情况下，高技术装备、IDC 数据中心、新能源汽车制造等新兴产业的用电量快速增加，支撑工业用电增长，二三产业用电需求和化工行业耗煤增长将带动动力煤需求增加。房地产“三大工程”加快建设，房地产投资降幅收窄，房地产用钢需求恢复缓慢，中央财政提高赤字率，增发万亿国债，基建投资稳增长，钢结构、工业与出口用钢增长较快，贡献用钢增量，焦煤需求预期改善。保供增产政策推动下，国内煤炭产能增加边际弹性减弱，产能利用率见顶回落，产量增速放缓，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，原煤产量增速放缓，焦精煤减产风险仍存。进口关税恢复，海外运力制约、额度管控，叠加高基数，进口增速放缓。动力煤需求增长，产量增速和进口增速放缓，动力煤市场价格企稳回升。焦煤需求预期改善，但主产区持续减产，铁水焦炭开工维持高位，焦煤价格维持高位。

受益于煤炭价格企稳回升，2024 年煤炭企业营业收入和净利润将恢复增长。煤企整体资产负债率将进一步下降，但江西、安徽、贵州煤炭赋存条件较弱，煤企安全生产投入和智能化矿井改造支出较大，资产负债率将进一步上升。动力煤企业中国神华、陕西煤业、榆能集团 EBITDA 利息倍数维持较高水平。动力煤企业安源煤业和淮南矿业、焦煤企业平煤股份、无烟煤企业晋能装备 EBITDA 利息倍数仍将位于较低水平。

## 声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。