

惠誉博华 2023 年煤炭开采行业信用展望

2022 年，中国实现原煤产量 45.0 亿吨，同比增长 9.0%，增速创近十一年新高，中国政府推行的保供增产行动效能彰显并得以赓续。然而，“双碳”承诺、增产潜力不足与新矿资源缺乏使得 2023 年中国原煤产量较 2022 年基本持平。同时，煤炭运输压力不减，非电煤种因运力挤占，实际供给增量将持续承压。进口煤价格倒挂修复与贸易关系改善将推动中国煤炭进口量在 2022 年低基数下实现反弹。

2023 年，宏观经济复苏将为动力煤提供合理的需求增长潜力，而炼焦煤受多重因素压抑，耗用增量仍将维持偏弱态势。供给的潜在改善将使焦煤价格中枢下移，但库存低位仍有助于煤价运行在高景气区间。动力煤增产潜力不足但产量规模高企，需求在宏观经济恢复性增长助力下亦将有所抬升，但其价格走势仍可能偏离供需库存基本面而与长协履约及海外煤价高度相关。惠誉博华预计，2023 年中国动力煤价格中枢亦将有所回落。

虽然信用质量趋于承压，但煤价中枢下行程度尚不足以改变惠誉博华对绝大多数煤企的信用观点，行业整体信用展望“高景气稳定”。然而，企业层面信用表现不能一概而论，分化依然明显，自身抗跌价能力较弱的主体在煤价中枢下移过程中将面临更大的信用质量弱化压力。

相关研究

“碳”路者：中国煤炭开采行业一循序渐进，破旧立新（2022.02）

惠誉博华 2021 年报及 2022 年一季报点评：煤炭采掘（2022.05）

沪深 300 指数工商企业 2023 年信用趋势前瞻（2023.01）

分析师



唐大千, Daqian Darius Tang CPA, CFA
+ 86 (10) 5663 3873
darius.tang@fitchbohua.com



刘濛洋, Mengyang Liu CPA, FRM
+ 86 (10) 5663 3875
mengyang.liu@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

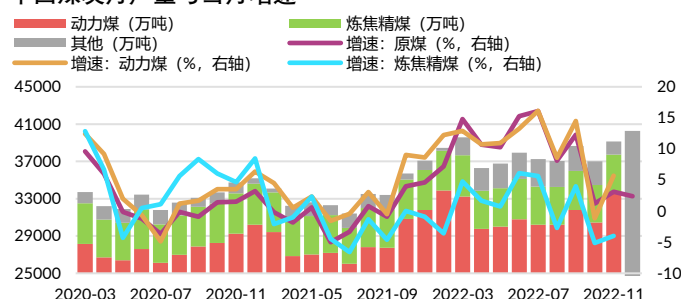
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

“双碳”承诺、增产潜力不足与新矿资源缺乏使得 2023 年中国原煤产量将于高位基本持平

2022 年，中国实现原煤产量 45.0 亿吨，同比增长 9.0%，增速创近十一年新高；月度原煤产量介于 3.6~4.0 亿吨，较历史区间站上高产新台阶。中国政府于 2021 年下半年推行的保供增产行动效能彰显并得以赓续。作为产量权重逾八成的核心煤种与保供对象，动力煤贡献了绝大部分增产动能，月产量增长曲线与原煤高度拟合，而炼焦煤开采则相对稳定，月均生产增速仅为 1.2%，这与炼焦煤井相对稀缺、井工条件制约增产潜力、政策定位缺乏保供紧迫性等因素密切相关。

中国煤炭月产量与当月增速



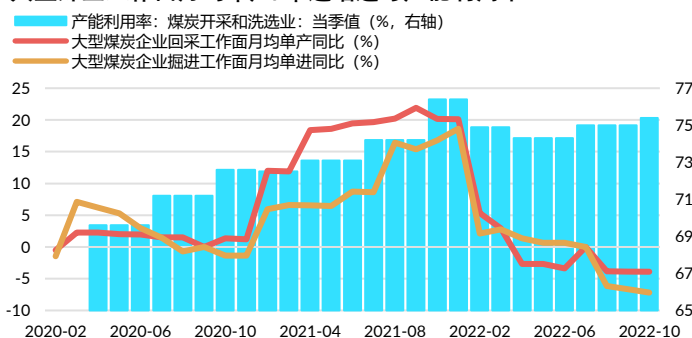
注：1. 动力煤、炼焦精煤与其他煤月产量合计等于统计局公布原煤月产量

2. 因披露原因，2022 年 12 月分煤种数据暂不可得

来源：WIND，惠誉博华

经济在防疫新阶段快速修复的强预期将催生用煤需求增长，这可能使得 2023 年中国煤炭保供意愿依然坚定。然而，原煤年产量进一步提升的空间非常有限，2023 年产量同比基本持平是大概率事件。2022 年中国原煤开采量已超过煤炭工业协会“十四五”末产量目标值近 4 亿吨并明显超越历史水平，更高强度的增产既与减碳承诺背道而驰，也加大了与现实需求的匹配难度。另一方面，使得煤炭产量得以短期抬升的表外产能转换与其他政策工具效用在保供执行一年半后边际递减效应明显，在产矿井进一步增产潜力不足。2022 年四季度，煤炭开采和洗选业产能利用率达 75.4%，爬升至自供给侧改革以来高水平。但 2022 年下半年大型煤企回采工作面月均单产与掘进工作面月均单进同比增速均已由正转负，高强度工况下矿井生产效率的增长惯性难以维继，这对原煤开采量的进一步跃升形成挑战。

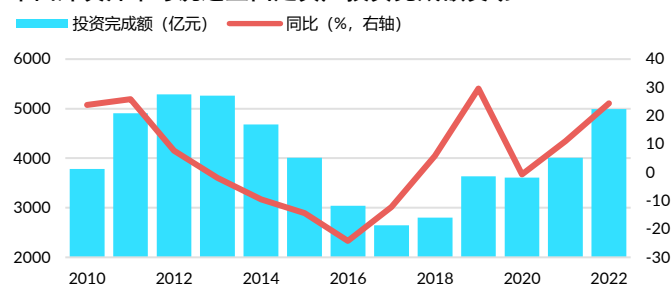
大型煤企工作面月均单产/单进增速与产能利用率



来源：中国煤炭工业协会，WIND，惠誉博华

因此，即使保供政策力度不减，在产矿井或已难为 2023 年原煤生产贡献明显增量。同时，供给侧改革导致中国煤炭开采与洗选业固定资产投资持续低迷，自 2018 年以来投资完成额增速虽有所回升但规模仍不及历史水平，特别是在“双碳”承诺引领下，更多投资流向“智慧/绿色”矿山建设与在产矿井升级改造，新矿开辟投资明显不足。惠誉博华统计，2018~2022 年，经国家能源局与国家发改委核准的新矿项目（详见附录 2）产能分别为 7,400 万吨、21,640 万吨、4,860 万吨、2,920 万吨、4,590 万吨，对应投资 484.3 亿元、1,718.1 亿元、366.4 亿元、223.6 亿元、486.8 亿元，新核准产能与投资在历经 2019 年小高峰后出现断崖式下滑，与行业固定资产投资完成额走势趋势性背离。考虑露天矿与井工矿差异，以三年为平均建设期，2023 年可投产新矿资源料将缺乏，这也成为制约全年煤炭生产在高位基础上再次放量的关键因素。

中国煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额变动



来源：WIND，惠誉博华

2018~2022 年中国新核准（含调整建设规模）煤矿项目产能与投资额

	2018	2019	2020	2021	2022
新核准产能 (万吨/年)	7,400	21,640	4,860	2,920	4,590
其中：山西	500	5,240	—	—	1,350
陕西	1,500	3,400	900	1,000	1,400
内蒙古	1,600	9,030	—	—	1,600
新疆	3,320	2,440	3,720	1,120	—
其他	480	1,530	240	800	240
新核准总投资 (亿元)	484.3	1,718.1	366.4	223.6	486.8

注：2021 年两项新疆调整建设规模项目因披露原因未纳入年度新核准总投资计算

来源：国家发改委，国家能源局，惠誉博华

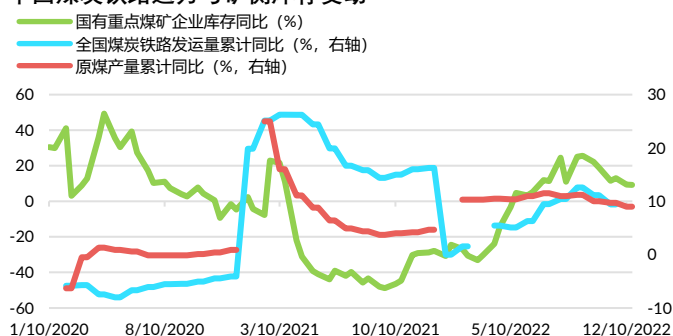
2023 年煤炭运输压力不减，非电煤种因运力挤占，实际供给增量将持续承压

然而，无论在产矿井增产抑或新矿投产，煤炭产量向实际供给的转化将愈发依赖于可调用运力。随着战略规划将煤炭生产向资源禀赋优越区域集中，2022 年晋陕蒙新原煤产量累计权重已达 81.0%，较五年前增长近 7 个百分点。煤炭生产与消耗区域错配的深化将使得“西煤东运、北煤南运”的运力保障压力倍增。2022 年 1~8 月，中国原煤产量增速持续超越铁路发运量增长，致使坑口库存积累速度不断提高；国家发改委于 2022 年 10 月发布《2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案》，要求“不得以未配置铁路运力为由拒绝履约”，侧面印证了原煤高产对运输能力的挑战。惠誉博华认为，在保供政策力度不减、原煤生产仍处高位情境下，2023 年煤炭运输压力将不弱于 2022 年，且随着长协机制对电煤履约考核趋严，非电煤种受制于运力资源挤占，实际供给增量将持续承压。

2023 年中国煤炭进口量将实现反弹

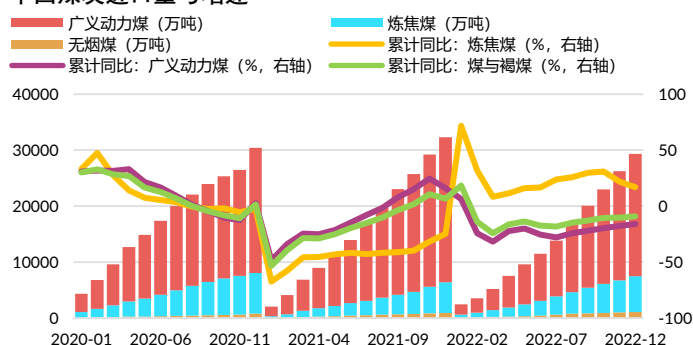
2022 年，中国煤与褐煤进口量合计 2.93 亿吨，同比下滑 9.2%，系近六年来首次负增长，这主要系国际煤价飙升导致进口煤经济性缺失及境内煤炭在保供政策下产量大幅增长进而挤压进口需求所致。分煤种看，1~12 月广义动力煤进口量同比下滑 15.9%，而炼焦煤进口量则增长 16.9%，这既与炼焦煤境内外价差密切相关，又体现出中国对于相对稀缺的高品质焦煤较为刚性的进口需求。2023 年，保供政策下矿井高产虽将持续压制进口空间，但也使境内以电厂为代表的煤炭耗用方得以获得更为经济的能源资源，这展现了煤炭进口对供给的调剂作用。然而，国际煤价在利空因素积累下，自高位回落概率加大，这可能使得进口煤价格倒挂深度获得修复。同时，与澳大利亚贸易关系的改善或将推动优质炼焦煤进口空间进一步拓宽。惠誉博华预计，2023 年中国煤炭进口量在 2022 年低基数下将实现反弹。

中国煤炭铁路运力与矿侧库存变动



来源：WIND，钢联数据，惠誉博华

中国煤炭进口量与增速



注：1. 广义动力煤进口量=其他煤进口量+其他烟煤进口量+褐煤进口量

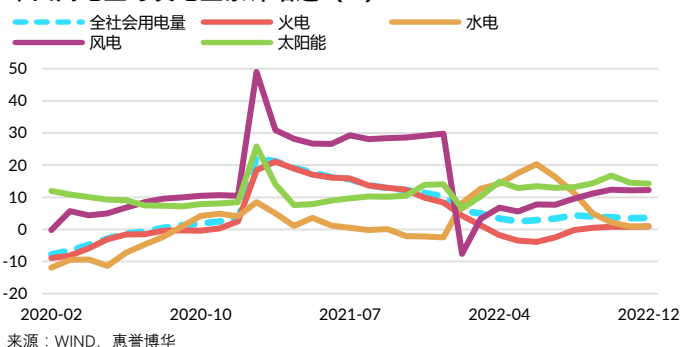
2. 广义动力煤进口量+炼焦煤进口量+无烟煤进口量=煤与褐煤进口量

来源：WIND，惠誉博华

经济复苏将为动力煤提供合理的需求增长潜力。多重因素压抑焦钢需求，2023 年炼焦煤耗用增量仍将维持偏弱态势

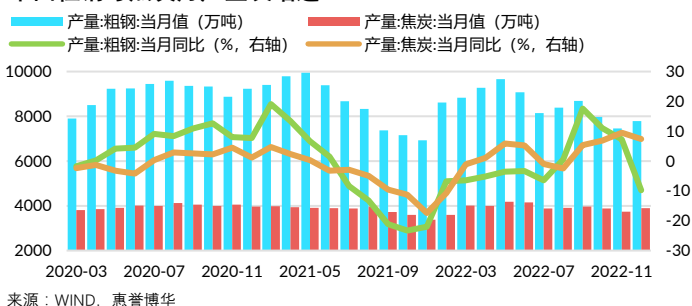
2022 年，中国实现全社会用电量 86,372 亿千瓦时，同比增长 3.6%；实现发电量 83,886 亿千瓦时，同比增长 2.2%。其中，火电、水电、风电、太阳能电量增速各达 0.9%、1.0%、12.3%、14.3%。新能源电量不仅增速出众，绝对增量亦占据年度电量增量近 60%，其对火电的挤出效应在“双碳”目标引领下愈发明显。同时，尽管因顶峰容量不足，中国已于 2021 年下半年起加快火电核准，但考虑到建设期，新增项目于 2023 年产能释放有限，加之投产时间适配的“十三五”期间火电投资低迷，火电增量装机或难为电煤消耗贡献实质增幅。因此，2023 年经济增长带动的电力生产增量方是动力煤需求抬升的核心动力。

中国用电量与发电量累计增速 (%)



复苏性增长将成为 2023 年中国宏观经济发展主题。防疫政策的根本性转变使得因疫情防控引发的生产与物流障碍基本消除，消费场景的丰富与消费半径的扩宽为服务业实现乐观增长奠定基础，这也将促进增长活力向上游工业生产领域传递。然而，挑战依然形影相随。基础设施建设在实现高增基础上必将权衡地方政府的债务压力，房地产政策暖风吹至投资端尚待时日，全球经济衰退预期与地缘政治竞争导致出口负增，多轮疫情风险对消费形成潜在冲击。惠誉博华权衡多空因素认为，2023 年中国经济增长的乐观因素仍更胜一筹，经济在 2022 年低基数下增速将达 5%，这转化为社会用电量增量将为动力煤提供合理的需求增长潜力。

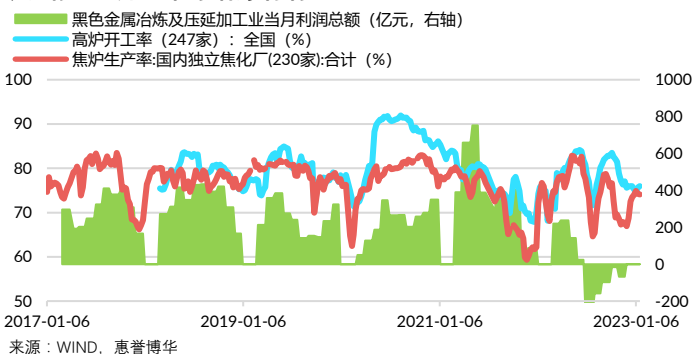
中国粗钢与焦炭月产量及增速



多重因素压抑焦钢生产。2022 年，中国实现焦炭产量 4.7 亿吨，同比增长 1.3%，产量较过去三年基本持平；实现粗钢产量 10.1 亿吨，同比下滑 2.1%。除一以贯之的产量压降政策外，房地产深度低迷是打击焦钢基本面的关键变量。2022 年，中国房地产开发投资完成额同比下滑 10%，房屋新开工面积同比回落 39.4%，累计降

幅均创除 2020 年 2 月外的历史新低，焦钢需求丧失一关键支柱。地产需求羸弱扭转钢价景气走势，行业亏损面加大，钢企主动减产显现，高炉开工率回落。焦炭原地踏步、粗钢生产低迷对炼焦煤需求增长形成掣肘。

焦/钢企业开工率与冶炼利润



惠誉博华预计，2023 年中国钢铁行业供需双弱格局仍将持续，且需求将继续主导钢铁行业供需博弈。基建投资可对用钢需求形成托底，但其投资增速在 2022 年高基数下维系难度较大。在政策转而强调地产支柱产业属性、满足开发商合理融资需求暖风下，地产投资跌幅料将收敛，但新开工面积或将延续回落，用钢需求依旧偏低。钢需不振致使炼焦煤耗用增量仍将维持 2022 年偏弱态势，且明显逊于下游多元化程度高、与经济复苏走势密切相关的动力煤需求。

基本面推动炼焦煤价格高位盘整并于 2022 年下半年有所回落，长协合约对市场煤供给挤压与国际高价煤的锚定作用是影响动力煤价格的关键因素

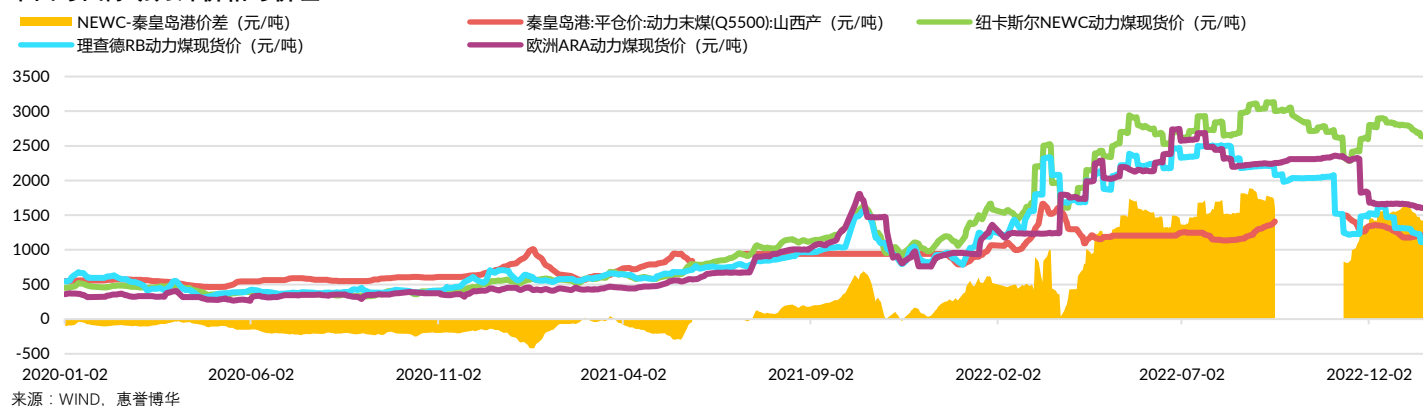
中国煤炭价格，特别是动力煤价格，受市场与政策双重主导。国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），明确近期阶段秦皇岛港下水煤（5,500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并对晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格设定合理区间。2022 年 4 月，国家发改委在前期价格机制基础上，发布《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》，认定超过中长期（长协）交易价格合理区间上限 50% 的市场煤（现货）交易，如无正当理由，一般可视为哄抬物价。在政策与市场双重导向下，2022 年秦皇岛港山西产动力末煤平仓均价（Q5,500）1,221.6 元/吨，同比增长 363.5 元/吨（+42.4%）；京唐港山西产主焦煤库提均价（含税）2,828.4 元/吨，同比增长 321.7 元/吨（+12.8%）。

国家发改委设定煤炭中长期交易价格合理区间与市场煤价格上限

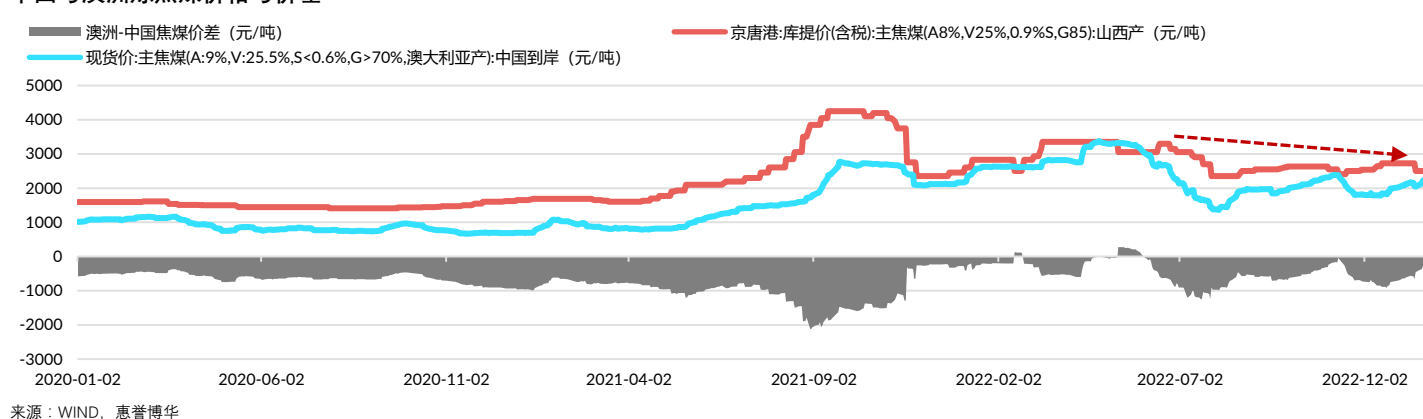
	热值 (千卡)	中长期交易价格合理区间 (元/吨)	市场煤价格上限 (元/吨)
秦皇岛下水	5,500	570~770	1,155
山西出矿	5,500	370~570	855
陕西出矿	5,500	320~520	780
蒙西出矿	5,500	260~460	690
蒙东出矿	3,500	200~300	450

来源：国家发改委，惠誉博华

中国与动力煤价格与价差

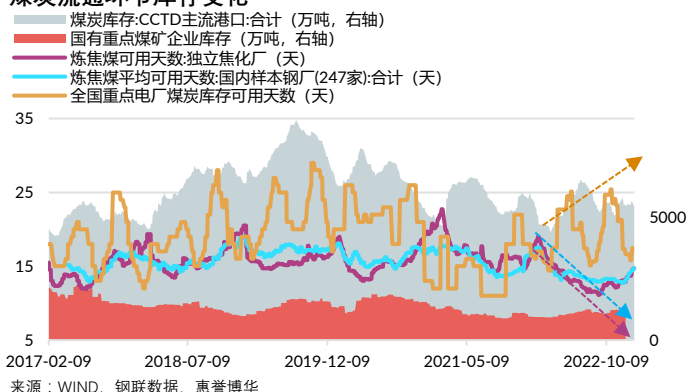


中国与澳洲炼焦煤价格与价差



非保供煤增产乏力叠加下游钢铁部门景气度低迷使得炼焦煤呈“供需双弱”格局。焦化厂与钢厂库存持续滑落至五年低位支撑焦煤价格高位盘整。但受需求不足影响，煤价自2022年下半年以来转向回落，全年均价上升近13%主要由2021年前三季度煤价尚处爬坡阶段基数不高所致。与焦煤价格贴合供需库存基本面相反，动力煤在增产成效显著、宏观需求放缓的“供强需弱”格局下，库存虽逐步回升，但价格却居高不下。特别是非长协煤（市场煤），年度报价低点接近2021年均价水平，年度均价在同比高基数下仍劲增40%以上。惠誉博华认为，2022年中国动力煤市场价格走势与供需库存基本面有所背离，主要系长协合约执行监管增强挤压市场煤供给、境内外煤价倒挂幅度不减刺激煤价上涨所致。

煤炭流通环节库存变化



2021 与 2022 年，国家发改委接连发布《电煤中长期合同签订履约工作方案》，明确扩大煤炭中长期合约覆盖面，保障电煤稳定、可靠供应。新版工作方案要求煤企承担中长期合同任务量，不应低于自有资源量 80%、动力煤资源量 75%；同时强化履约监管，季度、年度履约率由原方案 90%提升至 100%，对因不可抗力影响产量且确难恢复的，须通过采购市场煤资源履约。如未履约，监管机构将采取纳入违约名单、取消配置运力等系列惩戒措施。具备高资源量覆盖度的长协煤合约强化监管使得市场煤供给紧张加剧，为实现履约而发生的临时采购在供给规模有限时容易触发价格飙升。同时，未纳入履约对象管理的非电/热厂类动力煤需求方对剩余非保供资源量的争夺也有助于煤价维持坚挺。

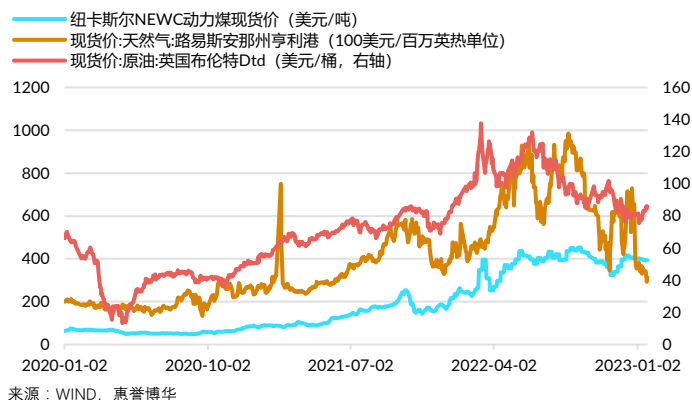
相较长协合约对市场煤供给的挤压，导致动力煤价格与供需库存基本面有所偏离的更为重要的因素是国际煤价的持续飙升对境内价格的锚定效用。俄乌战争搅动全球能源格局叠加主要产煤国囿于政策或自然灾害供给增量有限，2022 年欧洲 ARA、理查德 RB、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货均价同比分别飙升 144%、125%、162%，其与存在政策性限价的境内动力煤间价差居高不下。由于沿海电厂对进口煤依赖程度高达 30%，国际煤价飙升引发的外煤紧张使得境内煤矿议价能力增强，进而推动动力煤价格景气度持续高涨。惠誉博华发现，炼焦煤境内外价差表现与动力煤大相径庭，海外煤价锚定作用缺乏可能是炼焦煤价格走势更加贴合境内基本面分析结论的关键原因。

2023 年中国煤炭价格中枢将有所回落

2023 年，中国炼焦煤仍将维持当前高强度生产节奏，而优质焦煤进口空间扩宽将使供给能力得以增强，下游钢厂因地产业投资回升乏力，需求增长预期并不乐观。因此，供给的潜在改善将使焦煤价格中枢下移，但库存低位仍有助于煤价运行在高景气区间。动力煤增产潜力不足但产量规模高企，需求在宏观经济恢复性增长助力下亦将有所抬升，但其价格走势仍可能偏离供需库存基本面而与长协履约及海外煤价高度相关。

惠誉博华认为，纳入更多中小型供热企业后电煤长协覆盖面的扩大与履约监察增强对市场煤的供给压力于 2023 年不会减退，但国际煤价走势大概率将发生明显回调。随着全球经济衰退迷雾渐浓，需求下行将成为影响能源消费的关键变量，特别是在过去五年 ESG 理念盛行致使化石能源开采设施投资不足、产能趋刚的情境下。此外，作为与煤价挂钩的替代性能源，国际油气价格于 2022 年下半年已调转航向。截至 2022 年末，布伦特原油与亨利港天然气现货价各报 81.41 美元/桶，3.5502 美元/百万英热单位，较年内高点分别下跌 40.9%、64.0%。随着重要边际买家欧洲逐步告别俄罗斯能源胁迫、天然气储量触及高位，2023 年因恐慌导致的国际能源价格飙升将不会再现。因此，供需格局与市场情绪均难以支撑 2022 年能源价格中枢，国际动力煤价回调引发的境内外价差收窄将促使中国动力煤价格中枢在高景气区间有所回落。

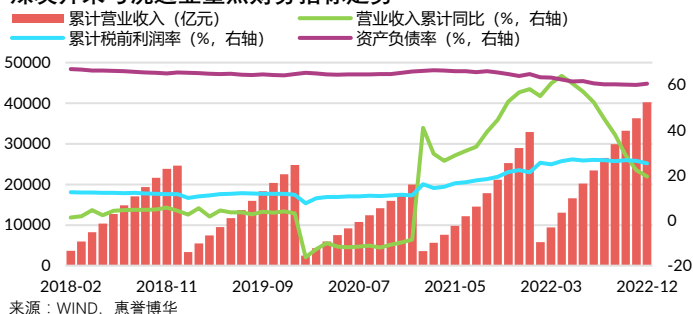
国际能源价格联动



煤价中枢下行尚不足以改变惠誉博华对绝大多数煤企的信用观点，行业整体信用展望“高景气稳定”，但抗跌价能力较弱主体将面临更大信用质量弱化压力

惠誉博华对中国煤炭价格景气度的研判是分析煤炭生产商财务表现，进而决定煤企信用质量的关键变量。由于成本地位、机械化水平、煤种多样性、矿井年限、债务规模与结构等风险因素演变相对稳定，煤炭生产商信用质量主要随煤价起伏而波动。2022 年，价格高景气推动中国煤炭开采与洗选业财务表现劲升，国家统计局披露全行业实现营业收入 4.0 万亿元，增速在 2021 年高基数下仍达 19.5%；年内行业税前利润率稳步抬升至 24%~27% 水平，资产负债率在权益（资产）增厚下持续下行，煤企信用质量整体强化。

煤炭开采与洗选业重点财务指标走势



如放眼微观企业，结论如出一辙。惠誉博华以截至 2022 年末 WIND 披露所有以煤炭开采与洗选为主业并剔除财务数据不完备者后的 38 家样本企业（详见附录 1）为基础，研究自 2020Q3~2022Q3 煤价渐进步入高景气周期后，煤炭生产商全部债务与现金流的增速关系，以印证价格飙升对煤企信用质量的正向促进作用。基于增速关系不同，惠誉博华对样本企业赋予四种颜色标识。其中，绿色标识企业在本轮高景气周期中信用质量强化趋势最甚，而红色企业仍面临信用质量弱化风险。

煤炭发债企业全部债务与经营活动净现金流变动图企业颜色标识

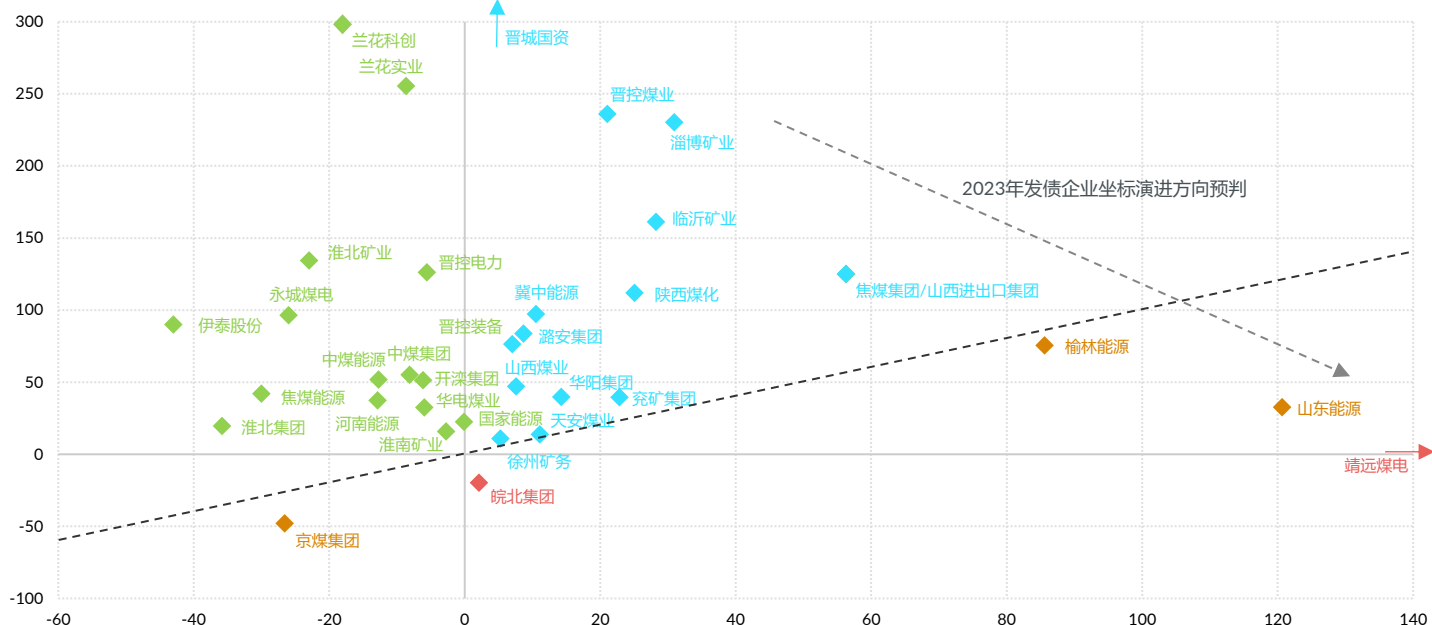
企业颜色标识	含义
绿色	Δ 全部债务 < 0, Δ 经营活动现金净流量 > 0
蓝色	变动方向一致, Δ 全部债务 < Δ 经营活动现金净流量
橙色	变动方向一致, Δ 全部债务 > Δ 经营活动现金净流量
红色	Δ 全部债务 > 0, Δ 经营活动现金净流量 < 0

来源：惠誉博华

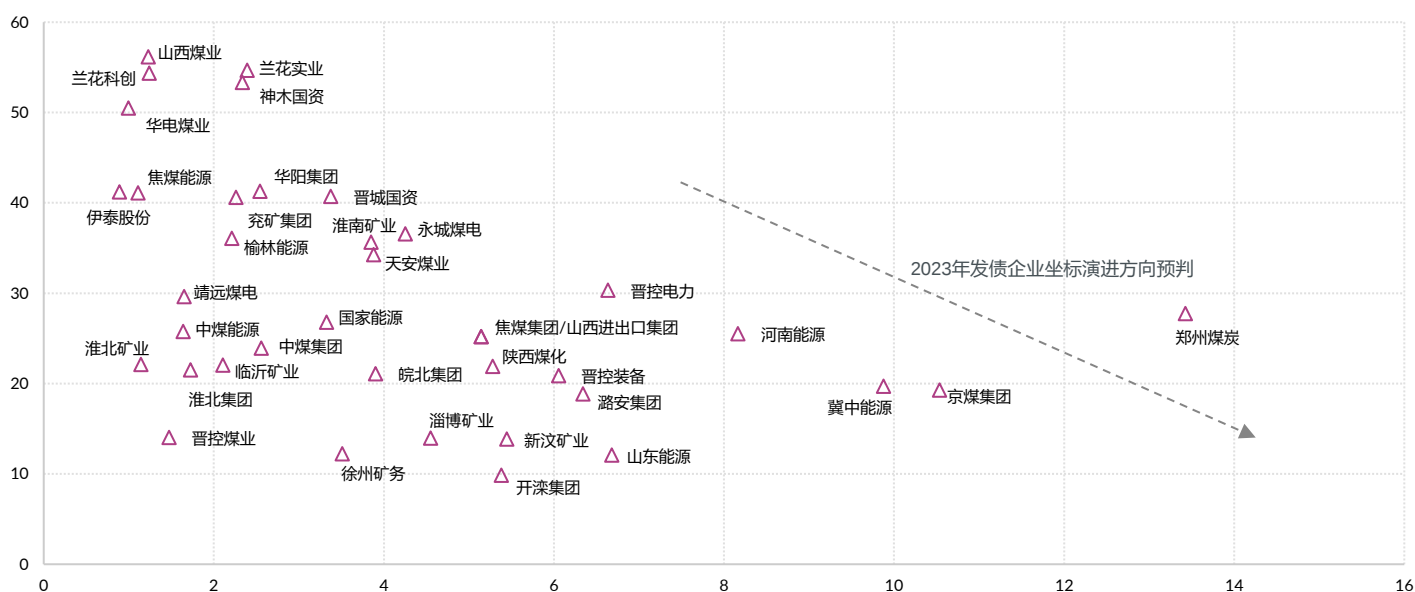
分析显示，得益于煤价飙升带来的充沛现金流入与减碳承诺引发的谨慎投资，几近所有研究主体经营活动现金净流入增速均高于全部债务增速，其中不乏债务下行、现金流量上行的绿色标识主体。高景气周期推动企业于全部债务与现金流增速关系图中的位置向左上迁移。但由于惠誉博华对 2023 年中国煤炭价格给予高景气但中枢下行的预判，处于增速分界线（45 度虚线）位置的煤炭生产商（如天安煤业、徐州矿务等）因现金流增长失速，坐标可能跨越分界，由绿/蓝色标识转变为橙/红色标识企业。

虽然 2023 年中国煤炭开采部门信用质量趋于承压，但惠誉博华结合更为广泛的风险评价体系认为，高景气区间的价格中枢下行程度尚难以改变惠誉博华对绝大多数煤企的信用观点，行业整体信用展望“高景气稳定”。然而，企业层面信用表现不能一概而论，分化依然明显，这从截至 2022Q3 末，以 CFO 杠杆与销售毛利率为要素的坐标图中可见一斑：部分企业坐标居于利润率较低而杠杆较高的右下位置。其中，较为典型的包括郑州煤炭、京煤集团、冀中能源等，这些主体因自身抗跌价能力较弱，在煤价中枢下移过程中将面临更大的信用质量弱化压力。惠誉博华将在后续报告《中国煤炭开采行业信用质量梳理》中，结合基于企业的多重关键风险因素与本报告所涉 2023 年行业信用趋势演进特征，对中国煤炭生产商信用质量分布加以划分。

煤炭发债样本企业全部债务（横轴）与经营活动净现金流（纵轴）变动（%，2022Q3 vs 2020Q3）



煤炭发债样本企业CFO杠杆（横轴）与销售毛利率（纵轴）（倍，%，2022Q3）



注：

1. 以上两图包含 WIND 披露所有以煤炭开采与洗选为主业的发债主体，剔除因数据披露不全而无法进行同业对比者。
2. 煤炭发债企业全部债务（横轴）与经营活动净现金流（纵轴）变动图中，郑州煤炭与神木国资 2020Q3~2022Q3 期间经营活动现金净流量由负转正，同比增速无法计算，未纳入对比；新汶矿业 2020Q3 披露债务为 0，同比增速无法计算，未纳入对比。
3. 煤炭发债企业全部债务（横轴）与经营活动净现金流（纵轴）变动图中存在部分样本，因优化展示原因而未处于其按照计算结果所应处的真实位置。这些样本名称被置于图边缘，并以箭头对其真实位置加以指向。惠誉博华按照“主体简称（全部债务变动率（%）/经营活动净现金流变动率（%））”格式将上述样本的真实数据计算结果展示如下：晋城国资（7/428），靖远煤电（550/-1）。
4. 经营活动净现金流变动系计算“截至 2022 年 9 月末最近 12 个月的 CFO”较“截至 2021 年 9 月末最近 12 个月的 CFO”的增长率。
5. CFO 杠杆=全部债务/CFO，2022Q3 全部债务对应截至 2022 年 9 月末最近 12 个月的 CFO。

来源：WIND，惠誉博华

附录 1：本报告所载 38 家以煤炭开采与洗选为主业发债主体

序号	主体简称	主体全称	Δ 全部债务 (%)	Δ 经营活动现金净流量 (%)	2022Q3 全部债务 /CFO (倍)	2022 前三季度销售毛利率 (%)
1	冀中能源	冀中能源集团有限责任公司	10.5	97.3	9.9	19.7
2	开滦集团	开滦(集团)有限责任公司	-6.2	51.2	5.4	9.9
3	淮北集团	淮北矿业(集团)有限责任公司	-35.9	19.5	1.7	21.5
4	榆林能源	陕西榆林能源集团有限公司	85.6	75.5	2.2	36.1
5	华电煤业	华电煤业集团有限公司	-6.0	32.5	1.0	50.5
6	淮南矿业	淮南矿业(集团)有限责任公司	-2.8	15.8	3.9	35.6
7	山东能源	山东能源集团有限公司	120.7	32.6	6.7	12.1
8	陕西煤化	陕西煤业化工集团有限责任公司	25.1	111.8	5.3	21.9
9	河南能源	河南能源集团有限公司	-12.9	37.3	8.2	25.5
10	潞安集团	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	8.7	83.6	6.3	18.9
11	晋控煤业	晋能控股煤业集团有限公司	21.1	235.9	4.6	14.0
12	晋控电力	晋能控股电力集团有限公司	-5.6	126.1	6.6	30.3
13	永城煤电	永城煤电控股集团有限公司	-26.0	96.3	4.3	36.6
14	山西进出口集团	山西煤炭进出口集团有限公司	56.3	125.0	5.1	25.2
15	皖北集团	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	2.1	-19.8	3.9	21.1
16	晋城国资	晋城市国有资本投资运营有限公司	6.9	428.0	3.4	40.7
17	焦煤集团	山西焦煤集团有限责任公司	56.3	125.0	5.1	25.2
18	郑州煤炭	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	-13.5	—	13.4	27.8
19	国家能源	国家能源投资集团有限责任公司	-0.1	22.5	3.3	26.8
20	临沂矿业	临沂矿业集团有限责任公司	28.2	161.2	2.1	22.0
21	神木国资	神木市国有资本投资运营集团有限公司	131.0	—	2.3	53.4
22	中煤能源	中国中煤能源股份有限公司	-12.8	51.8	1.6	25.8
23	晋能装备	晋能控股装备制造集团有限公司	7.1	76.4	6.1	20.9
24	徐州矿务	徐州矿务集团有限公司	5.3	10.7	3.5	12.2
25	中煤集团	中国中煤能源集团有限公司	-8.1	55.2	2.6	23.9
26	京煤集团	北京京煤集团有限责任公司	-26.5	-48.0	10.5	19.3
27	兖矿集团	兖矿能源集团股份有限公司	22.9	39.4	2.3	40.6
28	淄博矿业	淄博矿业集团有限责任公司	31.0	230.1	1.5	14.0
29	天安煤业	平顶山天安煤业股份有限公司	11.1	13.8	3.9	34.3
30	淮北矿业	淮北矿业控股股份有限公司	-23.0	134.4	1.1	22.1
31	靖远煤电	甘肃靖远煤电股份有限公司	550.4	-0.8	1.7	29.7
32	焦煤能源	山西焦煤能源集团股份有限公司	-30.0	42.0	1.1	41.1
33	兰花实业	山西兰花煤炭实业集团有限公司	-8.7	255.4	2.4	54.7
34	华阳集团	山西华阳集团新能股份有限公司	14.3	39.6	2.5	41.3
35	伊泰股份	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	-43.0	90.0	0.9	41.2
36	兰花科创	山西兰花科技创业股份有限公司	-19.4	295.0	1.2	54.4
37	新汶矿业	新汶矿业集团有限责任公司	—	33.3	5.4	13.9
38	山西煤业	晋能控股山西煤业股份有限公司	7.6	47.0	1.2	56.2

注：

1. 郑州煤炭与神木国资 2020Q3~2022Q3 期间经营活动现金净流量由负转正，同比增速无法计算；新汶矿业 2020Q3 披露债务为 0，同比增速无法计算。

2. 经营活动净现金流变动系计算“截至 2022 年 9 月末最近 12 个月 CFO”较“截至 2021 年 9 月末最近 12 个月 CFO”的增长率。

3. CFO 杠杆=全部债务/CFO，2022Q3 全部债务对应截至 2022 年 9 月末最近 12 个月 CFO。

来源：WIND，惠誉博华

附录 2：2018~2022 年国家能源局、国家发改委核准煤矿（含调整建设规模）项目清单

2022 年

序号	核准项目名称	核准项目所在地	核准产能（万吨/年）	核准总投资（亿元）
1	内蒙古上海庙矿区长城二号煤矿二期工程	鄂尔多斯市	400	30.81
2	内蒙古准格尔矿区东坪煤矿	鄂尔多斯市	400	32.86
3	山西西山矿区中社煤矿	古交市	150	44.95
4	陕西榆横矿区南区黄蒿界煤矿	榆林市	300	48.21
5	宁夏积家井矿区新乔煤矿	吴忠市	240	35.32
6	山西离柳矿区肖家洼煤矿项目调整建设规模	吕梁市	1,200	53.45
7	内蒙古纳林河矿区陶忽图煤矿	鄂尔多斯市	800	85.40
8	陕西榆横矿区南区海则滩煤矿	榆林市	600	74.60
9	陕西榆横矿区南区海则滩煤矿	榆林市	500	81.24
合计			4,590	486.84

2021 年

序号	核准项目名称	核准项目所在地	核准产能（万吨/年）	核准总投资（亿元）
1	陕西榆横矿区北区可可盖煤矿	榆林市	1,000	124.34
2	甘肃吐鲁矿区红沙梁矿井项目	酒泉市	240	22.95
3	宁夏萌城矿区惠安煤矿	吴忠市	150	25.49
4	甘肃吐鲁矿区红沙梁露天矿	酒泉市	200	15.26
5	新疆准东老君庙矿区四号矿井（阿吾孜苏煤矿）一期工程项目	昌吉回族自治州	120	12.42
6	贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿二期工程项目	六盘水市	210	23.15
7	新疆三道岭矿区砂墩子煤矿调整建设规模	哈密市	500	—
8	新疆淖毛湖矿区兴盛露天煤矿调整建设规模	哈密市	500	—
合计			2,920	223.61

2020 年

序号	核准项目名称	核准项目所在地	核准产能（万吨/年）	核准总投资（亿元）
1	陕西榆横矿区南区赵石畔煤矿	榆林市	600	65.04
2	新疆昌吉白杨河矿区天业煤矿	昌吉回族自治州	240	17.01
3	新疆和什托洛盖矿区小型煤矿整合区阿勒泰鑫泰矿业五号煤矿	塔城地区	120	4.69
4	新疆准东黑山矿区资源整合区北山露天煤矿一期工程	昌吉回族自治州	300	6.03
5	新疆伊宁矿区北区七号矿井一期工程	伊犁哈萨克自治州	300	22.42
6	新疆七克台矿区资源整合区二号整合井田项目	吐鲁番市	120	8.94
7	新疆伊宁矿区资源整合区伊泰伊犁矿业公司煤矿	伊犁哈萨克自治州	450	20.89
8	新疆阳霞矿区塔里克区二号矿井（轮台卫东煤矿）一期工程	巴音郭楞蒙古自治州	120	11.46
9	新疆伊宁矿区北区干沟煤矿	伊犁哈萨克自治州	240	11.97
10	新疆七泉湖矿区星亮二矿井井项目	吐鲁番市	120	9.07
11	新疆和什托洛盖矿区资源整合区泉龙煤矿	塔城地区	120	8.06
12	新疆和什托洛盖矿区陶和矿井一期工程项目	塔城地区	120	11.86
13	新疆巴州阳霞矿区苏库努尔区玉鑫煤矿	巴音郭楞蒙古自治州	120	13.75
14	新疆昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程项目	昌吉回族自治州	120	15.04
15	新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井一期工程项目	哈密市	120	10.89
16	新疆阳霞矿区卡达希区轮台阳霞煤矿	巴音郭楞蒙古自治州	120	11.41
17	新疆鄯善县七克台矿区资源整合区一号整合井田项目	吐鲁番市	150	8.40
18	新疆克布尔碱矿区润田煤矿	吐鲁番市	120	10.58
19	新疆沙湾矿区西区红山西煤矿	塔城地区	120	7.33
20	甘肃华亭矿区五举煤矿	平凉市	240	32.67
21	陕西韩城矿区王峰煤矿	渭南市	300	41.84
22	新疆哈密巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿调整建设规模	哈密市	300	7.30
23	新疆哈密巴里坤矿区吉郎德露天煤矿调整建设规模	哈密市	300	9.70

合计			4,860	366.35
2019 年				
序号	核准项目名称	核准项目所在地	核准产能 (万吨/年)	核准总投资 (亿元)
1	内蒙古塔然高勒矿区油房壕煤矿	鄂尔多斯市	500	37.65
2	山西阳泉矿区七元煤矿	晋中市	500	55.99
3	山西阳泉矿区泊里煤矿	晋中市	500	47.71
4	内蒙古贺斯格乌拉矿区农乃庙鲁新煤矿	锡林郭勒盟	500	30.56
5	内蒙古纳林河矿区白家海子煤矿	鄂尔多斯市	1,500	90.05
6	山西大同矿区马道头煤矿	大同市	1,000	65.03
7	内蒙古上海庙矿区长城三号煤矿	鄂尔多斯市	500	44.49
8	内蒙古纳林河矿区营盘壕煤矿	鄂尔多斯市	1,200	72.68
9	陕西永陇矿区麟游区园子沟煤矿	宝鸡市	800	75.37
10	内蒙古上海庙矿区巴楞煤矿	鄂尔多斯市	800	76.28
11	陕西榆横矿区北区巴拉素煤矿	榆林市	1,000	114.12
12	山西离柳矿区庞庞塔煤矿	吕梁市	1,000	62.61
13	陕西榆神矿区郭家滩煤矿	榆林市	1,000	57.01
14	新疆三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿	哈密市	500	13.76
15	内蒙古查干淖尔矿区查干淖尔一号井项目	锡林郭勒盟	500	31.64
16	内蒙古胜利矿区胜利西三号露天矿	锡林郭勒盟	600	14.60
17	内蒙古五间房矿区西一号煤矿	锡林郭勒盟	800	33.68
18	内蒙古胜利矿区胜利西二号露天煤矿	锡林郭勒盟	1,000	19.57
19	新疆准东五彩湾矿区一号矿井一期工程	昌吉回族自治州	600	36.14
20	贵州发耳矿区发耳二矿西井二期工程	六盘水市	240	19.34
21	陕西澄合矿区西卓煤矿	渭南市	300	40.04
22	河南平顶山矿区夏店煤矿	汝州市	150	32.57
23	山西离柳矿区吴家峁煤矿	吕梁市	300	46.20
24	宁夏红墩子矿区红二煤矿	银川市	240	27.57
25	宁夏红墩子矿区红一煤矿	银川市	240	30.99
26	陕西澄合矿区山阳煤矿	渭南市	300	27.89
27	宁夏红墩子矿区红四煤矿	银川市	240	33.74
28	山西轩岗矿区北辛窑煤矿	忻州市	400	53.33
29	山西汾西矿区灵北煤矿	晋中市	240	30.45
30	宁夏积家井矿区宋新庄煤矿	吴忠市	120	16.40
31	甘肃灵台矿区邵寨煤矿	平凉市	120	24.15
32	青海鱼卡矿区鱼卡二号井项目	海西蒙古族藏族自治州	180	10.78
33	内蒙古玛尼图矿区达安煤矿	锡林郭勒盟	120	5.25
34	内蒙古上海庙矿区长城一号煤矿改扩建工程	鄂尔多斯市	180	19.84
35	山西晋城矿区龙湾煤矿	晋城市	400	70.70
36	内蒙古上海庙矿区长城六号煤矿	鄂尔多斯市	150	23.33
37	新疆和什托洛盖矿区红山煤矿	塔城地区	300	22.46
38	山西晋城矿区郑庄煤矿	晋城市	400	88.02
39	山西阳泉矿区温家庄煤矿改扩建项目	晋中市	500	39.14
40	内蒙古上海庙矿区长城五号煤矿	鄂尔多斯市	180	26.82
41	新疆准东五彩湾矿区二号露天矿一期工程项目	昌吉回族自治州	400	11.16
42	新疆昌吉白杨河矿区苇子沟煤矿一期工程项目	昌吉回族自治州	240	19.83
43	内蒙古白音乌拉矿区芒来露天煤矿改扩建项目一期工程	锡林郭勒盟	500	10.59
44	新疆准东黑山矿区中联润世露天煤矿一期工程项目	昌吉回族自治州	400	8.54
合计			21,640	1,718.07

2018 年

序号	核准项目名称	核准项目所在地	核准产能 (万吨/年)	核准总投资 (亿元)
1	陕西榆横矿区北区大海则煤矿	榆林市	1,500	103.62
2	山西霍东矿区中峪煤矿	长治市/临汾市	500	76.95
3	新疆和什托洛盖矿区沙吉海一号煤矿	塔城地区	500	33.55
4	新疆伊宁矿区北区伊犁四号煤矿	伊犁州	600	37.97
5	新疆准东五彩湾矿区一号露天煤矿一期工程	昌吉回族自治州	700	15.80
6	内蒙古霍林河矿区达来胡硕 (霍林河二号) 煤矿	霍林郭勒市	600	34.04
7	新疆大南湖矿区西区二号露天煤矿一期工程	哈密市	600	25.17
8	内蒙古准格尔矿区龙王沟煤矿项目核准建设方案变更项目	鄂尔多斯市	1,000	45.98
9	贵州盘江矿区南区马依西一井项目	盘州市	240	32.47
10	河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目	禹州市	240	22.27
11	新疆黑山矿区黑山露天煤矿一期工程项目	吐鲁番市	400	24.13
12	新疆巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿一期工程项目	哈密市	200	9.19
13	新疆拜城矿区阿尔格敏露天煤矿	阿克苏地区	120	7.52
14	新疆巴里坤矿区吉郎德露天煤矿一期工程项目	哈密市	200	15.64
合计			7,400	484.30

来源：国家能源局，国家发改委，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。