

惠誉博华中国煤炭开采行业信用梳理（2023）

惠誉博华选取了 50 家中国煤炭开采企业开展信用梳理，对其潜在独立信用状况与主体信用质量进行评估。

中国煤炭价格具有明显的周期性特征，是影响煤炭生产商经营与财务业绩最为关键的变量。由于价格信号瞬息万变且难以掌控，惠誉博华认为中国煤炭开采企业，无论其个体竞争地位强弱，均经营于存在高风险的行业环境中。

惠誉博华对中国煤炭开采企业经营风险的评估围绕对其核心资产即“矿山”质量的考察。晋陕蒙地区大型煤企具备天然的经营优势，有助于其获得更为有利的潜在独立信用状况评估结果。财务风险评估侧重于煤炭开采企业现金流的创造能力，部分在经营风险梳理中尽显优势的煤企偿债风险要素排序殿后。

样本煤炭开采企业潜在独立信用状况集中于“一般”区间，评估结果分布体现了其经营与财务表现易随周期波动的特征。基于股东的支持能力、意图或与其关联性强弱，“自上而下”与“自下而上”的评估方法被分别应用于煤炭开采企业潜在主体信用质量的评估中。

惠誉博华

相关研究

煤价跌势未止，煤企利润缩水（2023.06）

分析师



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



王兴萍, Xingping Wang CPA
+ 86 (10) 5663 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

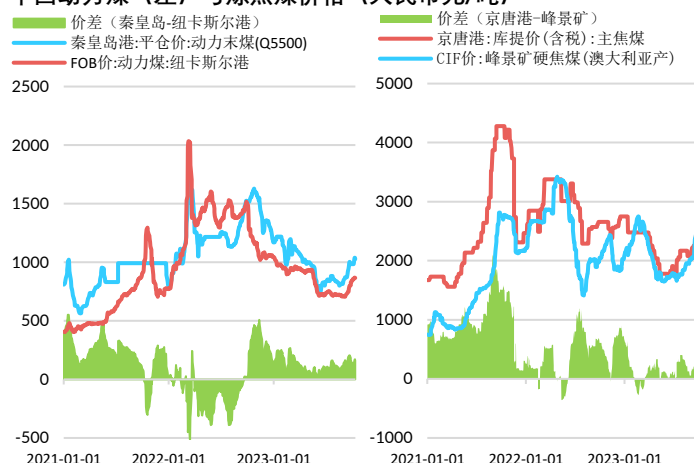
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

中国煤炭生产商业绩随煤价起舞，具备周期性特征，行业风险高于平均水平

“富煤、贫油、少气”的资源禀赋决定了煤炭对中国能源安全具有关键意义。2022 年，煤炭消费占中国一次能源消费比重达 55.5%，高于全球平均水平近 29 个百分点。中国煤炭短期价格受供需平衡、市场情绪、与国际煤炭或可替代性能源价差关系等多重因素共同影响，中长期价格则与“碳中和”路径下的供需格局演进息息相关，具有明显的周期性特征。以近三年煤价走势为例，2021 年去产能成效显著叠加安全事故频发及重大活动安排，矿井主动/被动停产加剧，煤炭供给缩减与需求持续复苏间的矛盾快速发酵，煤炭价格迅猛回升，超高景气周期骤然形成。即使中国政府密集出台保供政策与限价措施，煤价走势依然坚挺。2022 年秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓均价与京唐港山西产主焦煤（含税）库提均价同比仍分别上涨 42.4%、12.8%。

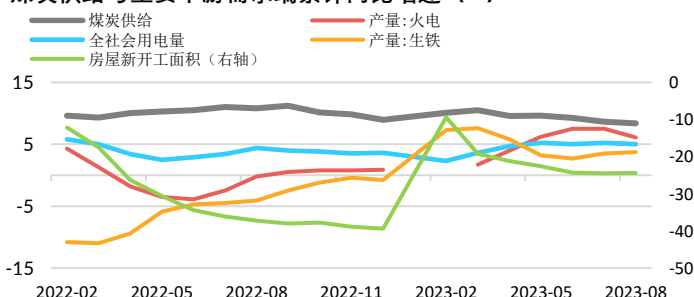
中国动力煤（左）与炼焦煤价格（人民币元/吨）



来源：Wind，惠誉博华

然而，执行近两年的保供政策全面激发了中国煤炭的增产潜能。2022 年与 2023 年 1~9 月，中国分别实现原煤产量 45.0 亿吨、34.4 亿吨，同比增长 9.0%、3.0%。与此同时，在动力煤内外价差修复，进口窗口打开、零关税优惠政策延续、与重要贸易对手澳大利亚关系改善等利多因素共同推动下，2023 年 1~9 月中国煤及褐煤进口量同比暴涨 73.1%至 3.5 亿吨，规模已达 2022 年度水平的 119%。原煤的高负荷生产与超预期进口导致中国煤炭供给自 2023

煤炭供给与主要下游需求端累计同比增速（%）



注：煤炭供给=原煤产量+煤与褐煤进口量-出口量。

来源：Wind，惠誉博华

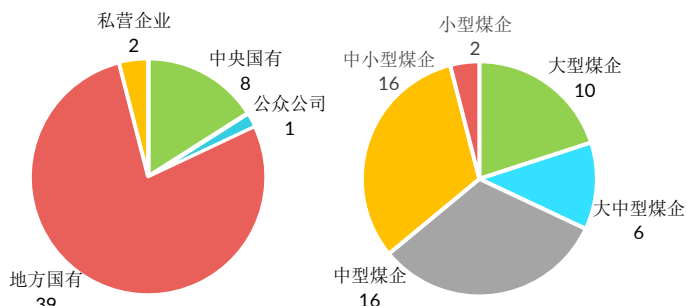
年以来月度（累计）增速居于 7%~11% 的高位区间，超越主要下游需求端增长水平。煤炭供需平衡由相对短缺转向过剩叠加接踵而至的高库存，煤价应声回落。2023 年前三季度秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓均价与京唐港山西产主焦煤（含税）库提均价同比分别下滑 20.1%、24.8%。

由于产量变化相对稳定，价格成为影响煤炭生产商经营与财务业绩最为关键的变量。在煤价飙升加持下，2022 年中国煤炭开采与洗选部门分别录得营业收入与利润总额同比增幅 19.5%、44.3%；但随着煤价回落，2023 年 1~8 月前述增幅分别反转至-13.9%、-26.3%，变化趋势与煤价如出一辙。这展现出煤炭开采企业，无论其个体竞争地位强弱，其业绩表现被充分暴露于瞬息万变且难以掌控的价格信号中，因而具备强周期性特征。惠誉博华基于上述考量，认为中国煤炭开采企业，与其他大宗商品生产商雷同，行业风险高于平均水平。

惠誉博华所选样本煤企运营规模与所有制类型展现多元化属性

惠誉博华选取了 50 家中国煤炭开采企业为样本开展信用梳理，对其潜在独立信用状况¹与主体信用质量进行案头评估。按运营规模分，50 家样本主体包括原煤/煤炭产量大于 1 亿吨的大型煤炭企业 10 家（20%），产量大于 5000 万吨的大中型煤炭企业 6 家（12%），产量大于 2000 万吨的中型煤炭企业 16 家（32%），产量大于 500 万吨的中小型煤炭企业 16 家（32%），产量不足 500 万吨的小型煤炭企业 2 家（4%）。按所有权性质分，50 家样本主体包括中央国有企业 8 家（16%），地方国有企业 39 家（78%），民营企业 2 家（4%），无实际控制人的公众企业 1 家（2%）。

煤炭开采行业信用梳理样本结构（个样本）



来源：惠誉博华

惠誉博华对中国煤炭开采企业潜在独立信用状况的分析基于惠誉博华工商企业主评级方法与行业评级指引—采掘业，分析要素包括企业所处行业风险、管理与治理、经营风险、财务风险等四大核心指标。其中，经营风险包含规模与市场地位、成本地位、多样性，环境与国别风险、矿井年限等四项子指标，财务风险包含盈利能力、财务杠杆与财务灵活性等三项子指标。无论经营抑或财务风险子指标，其评估结果均可能包含惠誉博华对一项或多项关键风险要素（Key Risk Factors, KRFs）的评估意见。

¹ 指未将源自政府或非政府控股股东/实际控制人的支持或制约纳入考量而完全基于样本主体自身管理治理、经营与财务状况的信用评估结果。



注：FFO=运营现金流量，FCF=自由现金流量。

来源：惠誉博华

惠誉博华本次信用梳理系内部研究，不构成评级行动。评估基于案头可获得的公开历史资料，存在一定局限性，评估结果可能与经实地调研后的项目存在差异。惠誉博华将持续关注中国煤炭开采企业经营与财务变化。伴随政策指引、行业发展与公司持续运营，样本潜在独立信用状况、潜在主体信用质量及其分布可能发生变化。

经营风险评估聚焦于矿山质量，晋陕蒙地区大型煤企具备天然的经营优势，有助于其获得更为有利的潜在独立信用状况评估结果

惠誉博华对中国煤炭开采企业经营风险的评估围绕对其核心资产即“矿山”质量的考察。考虑到仅个别样本享有具备竞争力的海外矿山资源（如兖矿集团于澳大利亚拥有以莫拉本（Moolarben）为代表的 9 座在产矿山）而存在国别风险敞口，绝大多数样本煤企主力矿井均位于中国境内，惠誉博华因此将企业经营风险的评估聚焦于可展现煤炭生产商规模与市场地位的原煤产量、EBITDA 与单井规模以及可衡量其成本地位的吨煤成本等关键风险要素。与此同时，反映矿山生产可持续性的矿井剩余开采年限也将被纳入分析框架，以评估样本煤企的实际经营风险。梳理结果显示，拥有晋陕蒙地区（或“三西地区”，下同）大型矿井的煤炭开采企业具备天然的经营优势，这些优势有助于煤企获得更为有利的潜在独立信用状况评估结果。

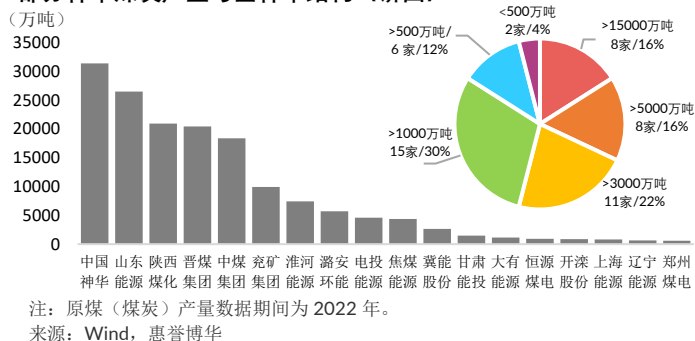
样本主体规模与市场地位分化显著，评估结果优势煤企主力矿井基本位于晋陕蒙地区，而劣势煤企矿井区位广泛，地域特征并不明显

惠誉博华对煤炭开采企业规模与市场地位的评估涉及生产规模、EBITDA 与单井规模三大关键风险要素。原煤产量方面，近半数（52%）样本煤企 2022 年原煤（煤炭）产量居于 1000~5000 万吨之间，剩余煤企产量规模分居序列两端而差异明显。其中，国家能源、中国神华、山东能源、陕西煤化、晋煤集团、中煤集团、焦煤集团、陕西煤业、中煤能源、潞安集团等 10 家大型煤企 2022 年原煤（煤炭）产量过亿吨，生产规模效应显著，主力矿井基本位于晋陕蒙地区。而恒源煤电、郑州煤电、安源煤业等中小或小型煤企，2022 年原煤（煤炭）产量不足 1000 万吨，规模地位与头部企业不可同日而语。

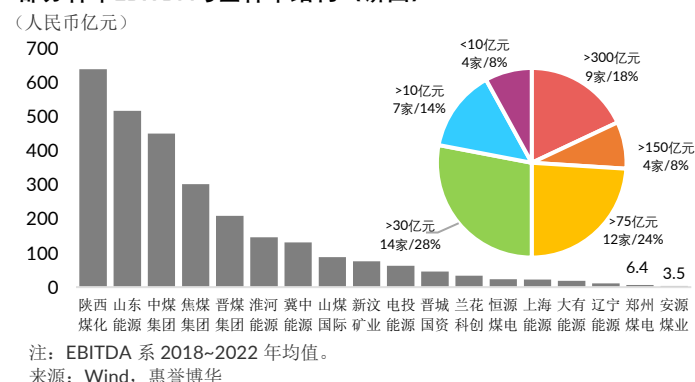
样本煤炭开采企业 EBITDA 序列与原煤（煤炭）产量高度相似。26 家（52%）煤企近五年 EBITDA 均值（下同）居于 30~150 亿元人

民币区间。头部企业国家能源 EBITDA 规模一枝独秀，均值逾 2000 亿元，陕西煤化、山东能源、中煤集团、焦煤集团等其他全国或地方煤炭领军企业 EBITDA 均值处于 300~700 亿元人民币区间，规模地位同等突出。而身处序列另一端的大有能源、郑州煤炭、安源煤业 EBITDA 均值不足 20 亿元人民币，样本煤企间规模与市场地位的差异不言自明。

部分样本煤炭产量与全样本结构（饼图）

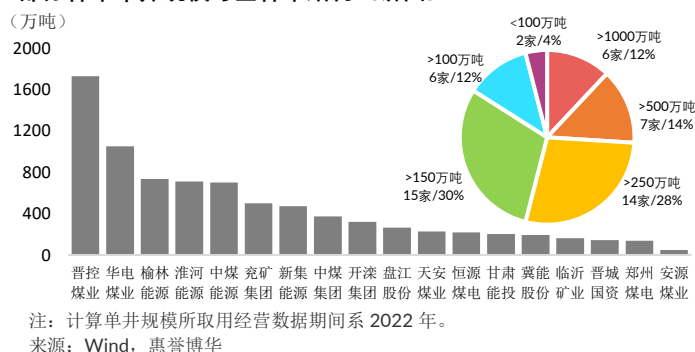


部分样本 EBITDA 与全样本结构（饼图）



惠誉博华对衡量煤炭开采企业规模与市场地位的第三项关键风险要素，即单井规模的评估结果显示，样本煤企计算单井规模²多处于 150~500 万吨区间。其中，晋陕蒙域内煤矿单井规模普遍较大，如陕西煤化、中国神华、电投能源不乏单井规模千万吨级以上矿井。尽管可能存在较小的整合矿井拉低测算结果，以晋控煤业、华电煤业、榆林能源为代表的三西地区煤矿计算单井规模整体优于地处山东、河南、安徽、河北、江苏等地区煤企，其煤矿计算单井规模大多处于 100~300 万吨之间。

部分样本单井规模与全样本结构（饼图）

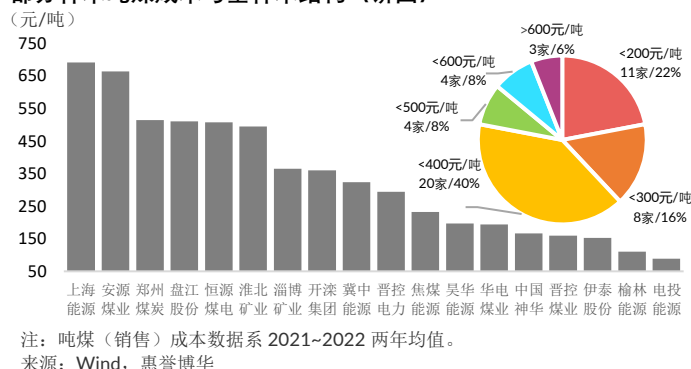


² 计算单井规模=生产矿井核定产能/生产矿井数量。

三西地区得天独厚的资源禀赋是域内矿井成本领先的基石

成本优势是煤炭生产商对抗周期冲击的有力武器，样本煤企吨煤（销售）成本因矿山条件、开采煤种、技术水平、管理能力不同而差异明显，多数煤企吨煤（销售）成本分布于 300~400 元/吨区间。晋陕蒙得天独厚的资源禀赋是域内矿井成本领先的基石。电投能源、榆林能源、伊泰股份、晋控煤业、中国神华近两年吨煤成本均值（下同）不超 170 元/吨，（销售）成本明显低于样本企业 331 元/吨的中位水平；而恒源煤电、盘江股份、郑州煤电、天安煤业、安源煤业、上海能源、开滦股份等样本煤企主力矿区经多年开采赋存较深、地质条件复杂、安全生产压力大，且煤种多以焦煤为主，吨煤成本均值高于 500 元/吨，这在很大程度上剥夺了其获得较高成本地位评估结果的可能性。

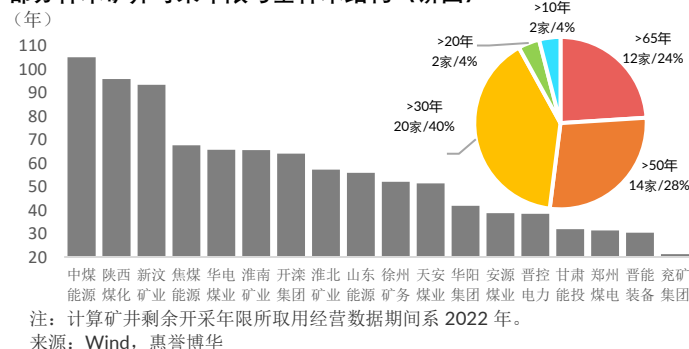
部分样本吨煤成本与全样本结构（饼图）



国家战略规划推动晋陕蒙基地内煤炭开采企业存在更大新矿开辟机遇以强化其可持续性优势

作为经营风险评估的重要组成部分，惠誉博华采用矿井剩余开采年限的测算结果³衡量样本煤炭开采企业的经营可持续性和（或）资本开支紧迫性。绝大多数样本煤企矿井剩余开采年限居于 30~65 年区间。盘江股份、中煤能源、郑州煤炭、陕西煤化、新汶矿业矿井计算可采年限高于 90 年，经营可持续性很强；而山煤国际、兖矿集团、潞安环能、冀能股份矿井计算可采年限低于 30 年，可能需要大规模新矿开拓开支以保障生产接续。相较规模与市场地位、成本地位子指标，矿井年限评估结果与煤企主力矿井区位关联性有所降低，但惠誉博华仍认为晋陕蒙地区煤炭生产商在中长期内拥有更强的生产接续能力，这与中国政府对境内煤炭生产基地的增量规划与发展政策息息相关。“十四五”期间，中国 14 个亿吨级煤炭基地共获得 2.6 亿吨增量生产指标。其中，晋陕蒙地区增量指标比重高达 73.5%。与其他基地侧重“控制/稳定规模”或承担“应急

部分样本矿井可采年限与全样本结构（饼图）



³ 计算矿井剩余开采年限=在产矿井可采储量/在产矿井核定产能。

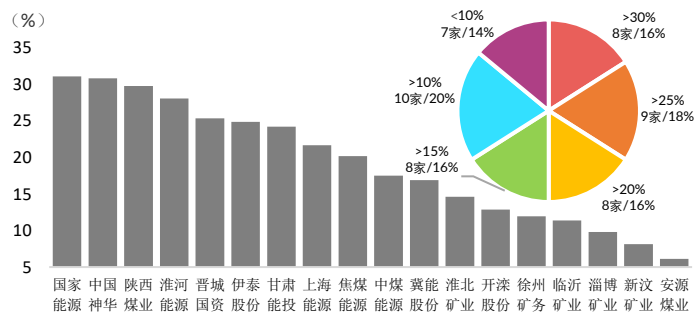
保障/区内平衡（保障）”不同，晋陕蒙地区基地将以“控制节奏，高产高效，兜底保障”为目标，这使得域内煤炭开采企业存在更大新矿开辟机遇以强化其可持续性优势。

财务风险评估侧重于煤炭开采企业现金流创造能力，部分在经营风险梳理中尽显优势的煤企偿债风险要素排序殿后

吨煤成本低的样本煤企在盈利能力排序中“占尽先机”

惠誉博华对中国煤炭开采企业财务风险的评估侧重于煤炭生产商现金流的创造能力。其中，盈利能力的评估对象聚焦于 FFO 利润率与 FCF 利润率，并辅以 EBITDA 利润率。梳理结果显示，FFO 利润率各区间样本数量均衡，晋陕蒙地区煤企盈利能力在样本主体中排序领先。例如，居于第一梯队，即近五年 FFO 利润率（FFO/营业总收入）均值高于 30% 的 8 家样本煤企中，6 家主力矿井位于三西地区，这与经营风险评估中其域内矿井普遍较低的吨煤成本遥相呼应。与之相对，FFO 利润率排序殿后的 17 家样本煤企中仅 5 家主力矿井位于晋陕蒙，且其偏低的盈利评估结果多由以贸易、化工为代表的辅业拖累所致。样本煤企 FCF 利润率、EBITDA 利润率序列与 FFO 利润率具有较高相似性。

部分样本 FFO 利润率与全样本结构（饼图）

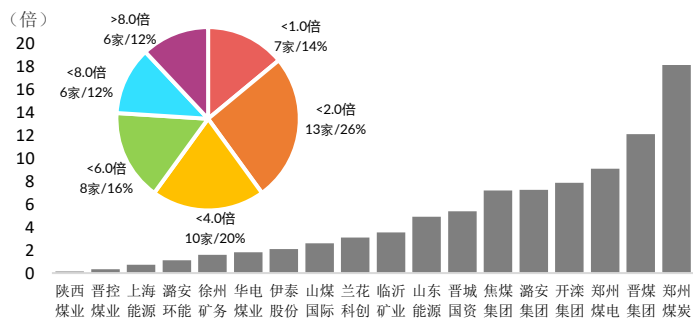


注：FFO 利润率=FFO/营业总收入，数据系近五年（2018~2022 年）均值。
来源：Wind，惠誉博华

样本煤企流动性倍数分布呈现右偏特征，短期财务灵活性趋紧；部分在经营和（或）盈利能力关键风险要素评估中尽显优势的企业，偿债相关风险要素排序位置殿后

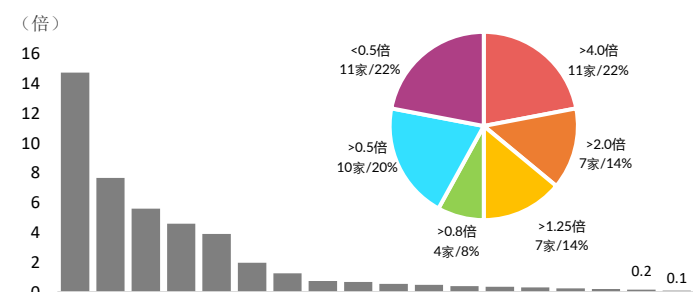
多数煤炭开采企业因历史原因债务负担重且其债务化解难以一蹴而就。分别侧重于长期、短期债务偿还能力分析的财务杠杆与财务灵活性指标梳理结果显示，样本煤企 FFO 净杠杆各区间家数分布均匀，与 FFO 利润率评估结果如出一辙，但流动性倍数分布则展现出一定右偏特征，近 40% 的样本主体流动性倍数不足 0.8 倍，短期财务灵活性趋紧。与此同时，部分在各经营关键风险要素和（或）盈利能力评估中尽显优势的企业，其在以 FFO 净杠杆与流动性倍数为代表的偿债相关风险要素排序中位置殿后，较为典型的包括国家能源、焦煤集团、晋煤集团等，这限制了上述企业获得更高潜在独立信用状况评估结果的可能性。但亦存在部分样本主体，如中国神华、陕西煤业等大型煤企集团的核心上市子公司，其在包括盈利能力、债务（利息）清偿能力在内的各（多）项财务关键风险要素梳理中维持了与经营风险相一致的优异评估结果，这奠定了上述煤企领先的潜在独立信用状况地位。

部分样本 FFO 净杠杆与全样本结构（饼图）



注：FFO 净杠杆=经调整后净债务/FFO，数据系近五年（2018~2022）均值。
来源：Wind，惠誉博华

部分样本流动性倍数与全样本结构（饼图）

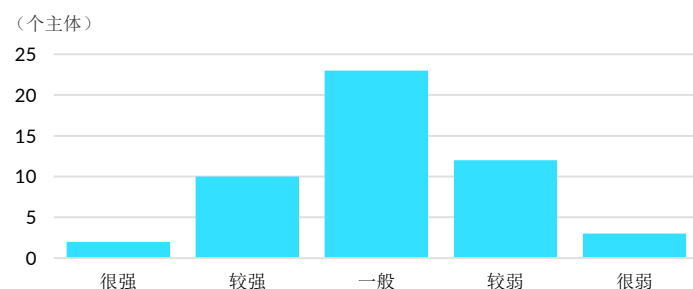


注：流动性倍数=（现金及等价物+FCF）/短期债务，数据期间系 2022 年。
来源：Wind，惠誉博华

样本煤炭开采企业潜在独立信用状况集中于“一般”区间，评估结果分布体现了其经营与财务表现易随周期波动的特征

惠誉博华就中国煤炭开采企业潜在独立信用状况的梳理基于对行业风险、管理与治理、经营风险、财务风险等因素的综合评估。梳理结果显示，样本煤企潜在独立信用状况集中于“一般”区间，共 23 家（46%）主体的评估结果位于本区间。共 2 家（4%）、10 家（20%）、12 家（24%）主体潜在独立信用状况被分别认定为处于“很强”、“较强”与“较弱”区间；另有 3 家（6%）主体潜在独立信用状况评估结果为“很弱”。中国煤炭开采企业潜在独立信用状况评估结果的分布与大多数竞争性行业相似，体现了煤企经营与财务表现易随周期波动的特征。评估结果同时反映了晋陕蒙地区煤炭生产商显著的内源竞争优势，潜在独立信用状况被认定为“很强”与“较强”的煤企，其主力矿井均位于这一区域。

50家样本煤炭开采企业潜在独立信用状况梳理结果



来源：惠誉博华

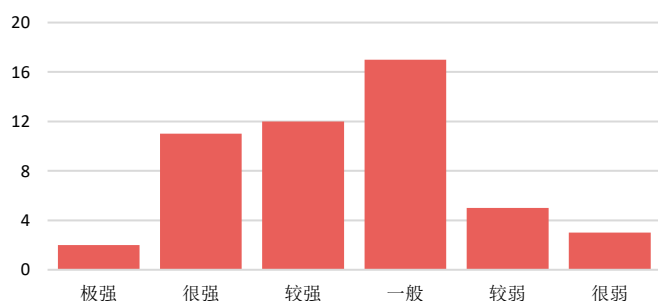
基于股东的支持能力、意图或关联性，“自上而下”与“自下而上”的评估方法被分别应用于样本煤炭开采企业潜在主体信用质量的评估中

对中国煤炭开采企业潜在主体信用质量的梳理基于惠誉博华政府相关企业评级方法与母子公司关联性评级方法，以评估源自政府/非政府股东的支持/制约对样本煤企潜在主体信用质量的影响。梳理结果显示，2家（4%）煤企即国家能源、中国神华潜在主体信用质量“极强”，以陕西煤化、中煤集团、山东能源、焦煤集团、晋煤集团为代表的11家（22%）煤企潜在主体信用质量“很强”。上述信用序列内煤企均是具有明确战略定位、若违约将对其所属政府产生（非常）严重甚至无法承受的社会与政治影响和（或）将对其其他中央/地方国有企业融资造成破坏性连锁反应的大型煤炭生产商或其核心子公司，“自上而下”的评估方法在该序列主体中被广泛应用。

除上述主体外，共12家（24%）、17家（34%）、5家（10%）、3家（6%）煤企潜在主体信用质量分别被评估为“较强”、“一般”、“较弱”与“很弱”。其中，潜在主体信用质量序列后的企业，主力矿井多不位于晋陕蒙地区，煤炭开采并非当地经济命脉且（或）其在地方国资系统中重要性不足或仅是潜在主体信用质量“较强”及以上煤企的非核心子公司。由于上级政府支持意图有限或与强信用质量的母公司在法律、运营、战略层面的关联性总体薄弱，企业在面临信用风险时获得支持的力度与可能性相对存疑，“自下而上”的评估方法在此类煤企中被广泛应用。

50家样本煤炭开采企业潜在主体信用质量梳理结果

（个主体）



来源：惠誉博华

附录：惠誉博华中国煤炭开采企业信用梳理所涉样本

序号	公司名称	原煤/煤炭产量 (万吨, 2022)	平均 FFO 利润率 (%, 2018~2022)	平均 FFO 净杠杆 (倍, 2018~2022)	流动性倍数 (倍, 2022)
1	国家能源投资集团有限责任公司	60000	31.1	3.4	0.7
2	中国神华能源股份有限公司	31340	30.8	0.0	14.7
3	中国中煤能源集团有限公司	18387	18.2	4.2	1.3
4	中国中煤能源股份有限公司	11917	17.5	3.1	2.0
5	山东能源集团有限公司	26500	9.6	4.9	1.2
6	陕西煤业化工集团有限责任公司	20900	16.5	5.0	1.2
7	晋能控股煤业集团有限公司	20402	8.6	12.1	0.2
8	陕西煤业股份有限公司	15728	29.7	0.1	30.1
9	山西焦煤集团有限责任公司	18215	12.9	7.2	0.7
10	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	10083	10.0	7.2	0.7
11	晋能控股电力集团有限公司	9634	16.7	7.3	0.7
12	晋能控股装备制造集团有限公司	6471	12.2	6.9	0.4
13	山西潞安环保能源开发股份有限公司	5690	27.3	1.1	7.7
14	兖矿能源集团股份有限公司	9953	18.0	2.4	2.8
15	淮河能源控股集团有限责任公司	7412	28.0	3.9	0.5
16	淮南矿业(集团)有限责任公司	7406	27.0	4.5	0.5
17	华电煤业集团有限公司	4524	35.6	1.8	1.4
18	山西焦煤能源集团股份有限公司	4385	20.2	2.0	4.6
19	晋能控股山西煤业股份有限公司	3196	31.3	0.3	3.9
20	内蒙古电投能源股份有限公司	4600	29.7	1.2	4.1
21	陕西榆林能源集团有限公司	2156	31.8	1.1	2.4
22	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	4831	24.9	2.1	5.6
23	山西华阳集团新能股份有限公司	4523	21.0	1.6	2.8
24	山煤国际能源集团股份有限公司	4057	18.0	2.6	5.5
25	北京昊华能源股份有限公司	1490	33.4	3.0	8.5
26	冀中能源集团有限责任公司	4453	9.2	8.6	0.2
27	开滦(集团)有限责任公司	3101	5.0	7.9	0.4
28	冀中能源股份有限公司	2637	16.9	1.1	1.3
29	贵州盘江精煤股份有限公司	1508	21.1	1.2	0.7
30	甘肃能化股份有限公司	1494	28.5	0.0	4.1
31	晋城市国有资本投资运营有限公司	1343	25.3	5.4	0.9
32	山西兰花科技创业股份有限公司	1146	29.2	3.1	2.3
33	淄博矿业集团有限责任公司	2675	9.8	1.2	1.6
34	徐州矿务集团有限公司	2002	11.9	1.6	0.7
35	甘肃能源化工投资集团有限公司	1494	24.2	1.7	1.8
36	安徽恒源煤电股份有限公司	934	35.8	0.0	6.4
37	开滦能源化工股份有限公司	876	12.9	0.3	2.5
38	新汶矿业集团有限责任公司	4284	8.1	5.3	0.6
39	淮北矿业控股股份有限公司	2290	14.6	1.9	2.8
40	中煤新集能源股份有限公司	1842	34.2	4.4	0.4
41	河南大有能源股份有限公司	1158	27.1	1.6	1.0
42	上海大屯能源股份有限公司	819	21.6	0.7	38.4
43	平顶山天安煤业股份有限公司	3062	23.5	3.4	0.3
44	临沂矿业集团有限责任公司	1199	11.4	3.6	0.4

45	永泰能源集团股份有限公司	1103	23.5	6.7	0.7
46	新大洲控股股份有限公司	273	11.1	9.4	1.6
47	辽宁能源煤电产业股份有限公司	630	18.7	5.2	0.5
48	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	871	13.6	18.1	0.2
49	郑州煤电股份有限公司	599	14.9	9.1	0.3
50	安源煤业集团股份有限公司	144	6.1	11.8	0.1

来源：Wind，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。