

煤价步入下行周期，多数煤企盈利腰斩

分析师

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

媒体联系人

李林
+86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

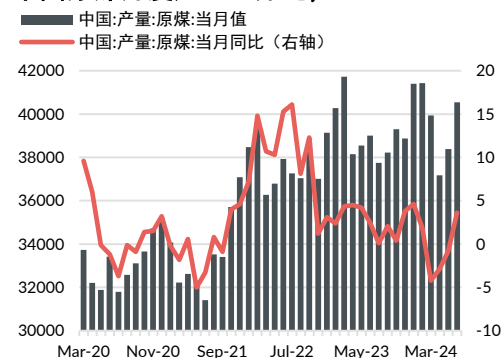
相关研究

惠誉博华 2024 年信用展望：煤炭采掘—高景气周期风头已过，众煤企信用短期无虞
(2024.03)

进口高额放量难以对冲开采规模缩减，2024 年中国煤炭总供给可能不及上载

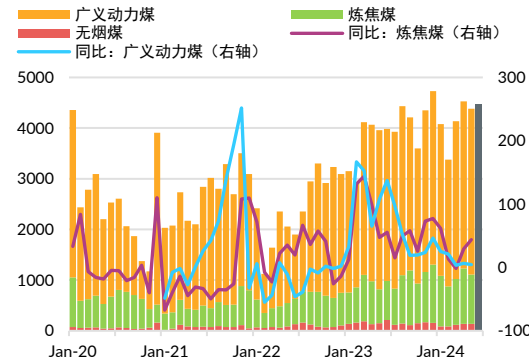
惠誉博华于 2024 年 3 月发布的 [煤炭采掘行业信用展望——高景气周期风头已过，众煤企信用短期无虞](#)中指出：自 2023 年以来，中国煤炭开采部门的保供增产正面临与低碳发展战略背道而驰、矿井生产接续紧张陷入增产瓶颈、安全隐患与事故频发导致安监趋严三大挑战。而 2024 年上半年的产量数据恰印证了这三大挑战对中国煤炭生产的影响。2024 年 1~6 月，中国实现原煤产量 22.7 亿吨，同比减产 1.7%。若以月度产量计，除 6 月录得 3.6% 的产量增长外，其余各月原煤产量均不及 2023 年同期水平，中国煤炭开采强度触顶回落之势彰明较著。与之相反，中国煤炭进口量在经济性窗口持续开启与能源商品贸易格局重塑的共同推动下屡创新高。2024 年上半年，中国录得煤及褐煤进口量 2.5 亿吨，在 2023 年（同期）高基数下仍实现 12.5% 的快速增长。其中，1~5 月¹录得广义动力煤进口量 1.5 亿吨，同比增长 10.8%；录得炼焦煤进口量 0.47 亿吨，同比增长 26.8%。然而，进口的高额放量难以完全弥补境内原煤开采规模缩减带来的缺口。测算显示，2024 年上半年中国煤炭总供给较 2023 年同期微降 0.3%，且自 2 月以来月度煤炭总供给均落后于可比期间。考虑到下半年进口增速或将转向温和甚至回落，惠誉博华维持 2024 年中国煤炭总供给可能不及 2023 年的判断。

中国原煤月度产量（万吨，%）



来源：Wind，惠誉博华

中国煤炭月度进口量（万吨，%）



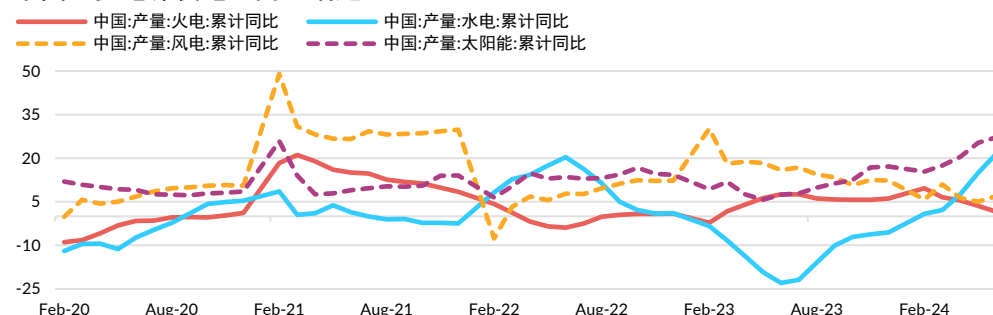
注：2024 年 6 月分煤种进口量至本报告发布日尚未披露。
来源：Wind，惠誉博华

¹ 至本报告发布日，2024 年 6 月分煤种进口量尚未披露。

经济增长挑战与用电量增速转化受阻掣肘动力煤耗用，而炼焦煤需求前景更难言乐观

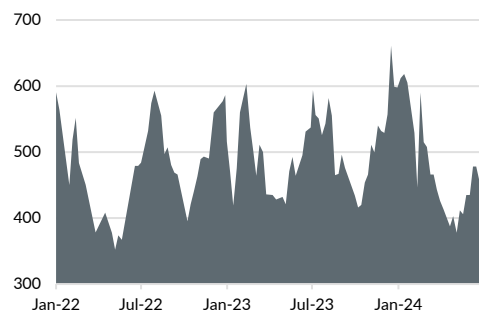
煤炭总供给虽存边际回落预期，但仍盘踞于高位区间，这使得其与不温不火甚至于部分领域深陷低迷的终端需求间的矛盾不断显露。中国经济正处于向新质生产力转型的启航阶段，并面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等诸多挑战。2024 年上半年，中国宏观经济录得 5.0% 的温和增长，但二季度 GDP 增速降至 4.7%，不及预期且低于政府设定的 5.0% 的目标水平，这一趋势对与经济活动及居民生活广泛挂钩的动力煤需求增长形成掣肘。2024 年 1~5 月，中国实现全社会用电量 38,370 亿千瓦时，同比增长 8.6%，增速虽逐月滑落但仍处于过去十年间乐观位置。然而，我们依然看重经济信号向用电量的传导以及对于动力煤需求更具决定性的——降雨充沛水电多发对火电的短期挤出效应与新能源装机增长对传统电源的长期替代趋势。2024 年上半年，中国水电、风电、光伏发电量同比分别增长 21.4%、6.9%、27.1%，明显高于火电 1.7% 的增幅并整体超越社会用电量增速，这使得用电量增长向电煤需求的转化受阻。重点电厂煤炭日耗量的变化印证了这一趋势：电煤自旺季以来耗用虽有所提升但强度低于去年水平。相较动力煤，炼焦煤的直接下游钢铁冶炼在颓势不止的房地产磨底重压下，需求前景更难言乐观。至 7 月中旬，247 家钢厂日均铁水产量缓慢爬升至 238.2 万吨，居于自 2020 年以来中位水平且日产量曲线已有调头向下之势。2024 年上半年，中国房地产开发投资完成额同比下滑 10.1%（1~5 月：-10.1%）、房屋新开工面积同比回落 23.7%（1~5 月：-24.2%）、待售商品房面积同比增长 15.2%（1~5 月：15.8%）。我们认为，房地产市场短期内于谷底难以自拔必将严重削弱上游钢焦企业对焦煤的需求。

中国主要电源发电量同比增速（%）



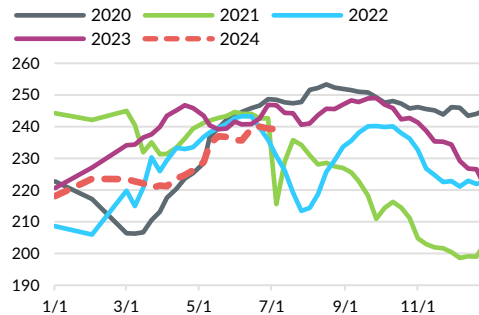
来源：Wind，惠誉博华

中国煤炭重点电厂电煤日耗量
(万吨)



来源: Wind, 惠誉博华

中国247家钢厂日均铁水产量
(万吨/日)

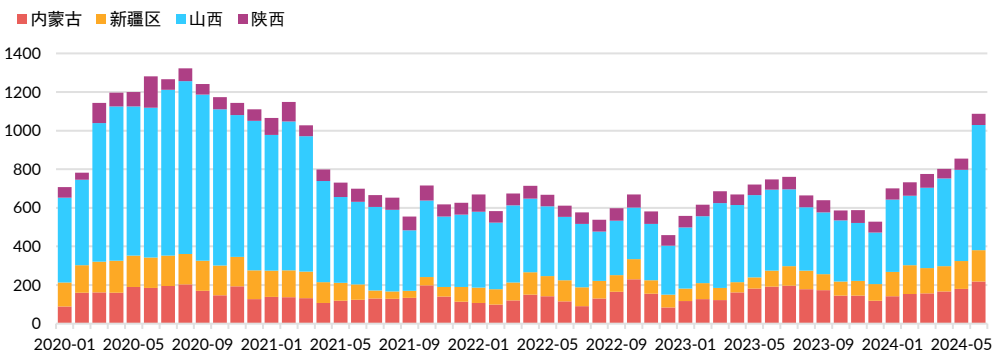


来源: Wind, 惠誉博华

煤炭产业链库存压力陡升，煤价已然步入下行周期

供给充足与需求不振间的矛盾扩大使得产业链库存压力陡升。2024 年 1~6 月，占据中国原煤产量逾八成的山西、陕西、内蒙古、新疆四省区国有重点煤矿煤炭库存逐月攀升，6 月末突破至 1,086.6 万吨，系自 2021 年 3 月以来最高水平。CCTD 主流港口煤炭库存亦呈快速积累之势，至 7 月中旬录得 7,275.7 万吨，仓位达近五年次高位置。若结合需求侧库存曲线分析，2024 年初至今中国统调电厂煤炭库存持续盘桓于近三年高位区间，矿井—港口—电厂各环节均面临明显的动力煤库存高企与去库潜能不足压力。炼焦煤库存表现整体优于动力煤。2024 年以来，钢厂与焦化厂炼焦煤库存踟躅于近五年中下位置，其与港口焦煤仓位水平遥相呼应。虽然库存表现存在分化，

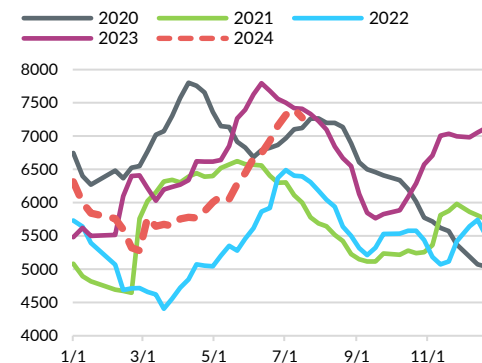
主要煤炭产区国有重点煤矿库存（万吨）



来源: Wind, 惠誉博华

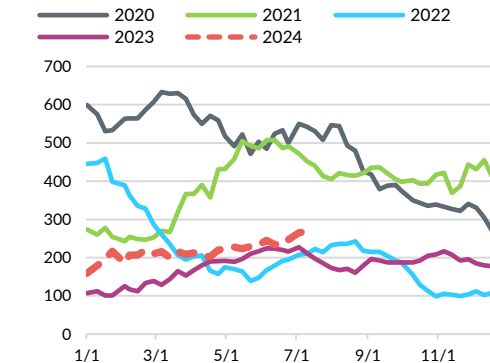
但我们认为这均是行业景气度将进一步回落的先兆：动力煤全产业链的高库存特征抹杀了终端加大采购的动机，炼焦煤累库空间虽较大但其根源在于钢焦企业刚需采购的观望心理。库存变化所展现的基本面趋弱亦映射于煤炭价格，中国煤价已完全挥别 2022 年的高光时刻。2024 年以来，秦皇岛港山西产动力末煤(Q5500) 平仓价与京唐港山西产主焦煤含税库提价均徘徊于近五年中游位置，至 7 月中旬均价各录得 872.9 元/吨、2,239.9 元/吨，同比分别变动-13.5%、2.0%。惠誉博华认为，中国煤炭价格已然步入下行周期，但稀缺性与库存特征或将使得炼焦煤价中枢回落幅度较动力煤更为缓和。

CCTD主流港口煤炭库存（万吨）



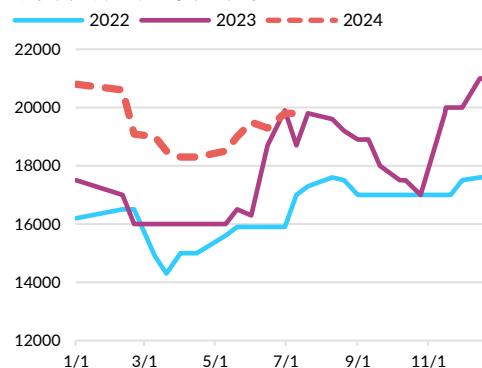
来源: Wind, 惠誉博华

六大港口炼焦煤库存（万吨）



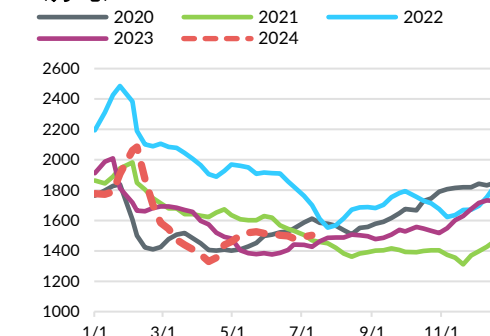
来源: Wind, 惠誉博华

中国统调电厂煤炭库存（万吨）



来源: Wind, 惠誉博华

样本钢厂与独立焦化厂炼焦煤库存
(万吨)

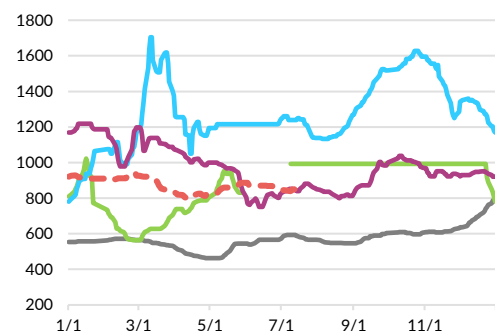


来源: Wind, 惠誉博华

动力煤价格走势（元/吨）

秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)

— 2020 — 2021 — 2022
— 2023 - - - 2024

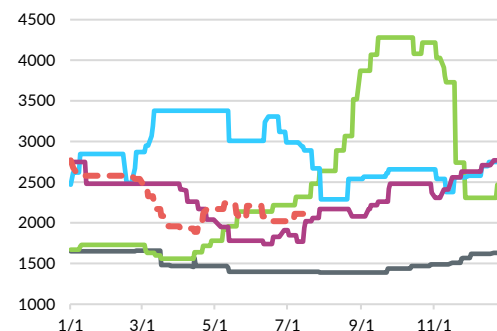


来源: Wind, 惠誉博华

炼焦煤价格走势（元/吨）

京唐港:库提价(含税):主焦煤(山西产)

— 2020 — 2021 — 2022
— 2023 - - - 2024



来源: Wind, 惠誉博华

部分煤炭采掘上市公司 2024 年上半年业绩预告（节选数据）

公司简称	预告净利润上限 (人民币百万元)	预告净利润下限 (人民币百万元)	预告净利润同比增长上限 (%)	预告净利润同比增长下限 (%)
冀中能源	1,100	900	-67.3	-73.3
山西焦煤	2,258	1,716	-50.0	-62.0
郑州煤电	10	10	-78.0	-78.0
兰花科创	560	500	-58.9	-63.3
永泰能源	1,260	1,160	24.4	14.5
华阳股份	1,510	1,110	-49.9	-63.1
盘江股份	41	34	-93.5	-94.5
安源煤业	-96	-115	-283.2	-319.4
大有能源	-470	-470	-313.0	-313.0
上海能源	530	460	-55.1	-61.0
山煤国际	1,450	1,250	-52.9	-59.4
中国神华	30,600	28,600	-8.1	-14.1
潞安环能	2,350	2,050	-55.6	-61.3

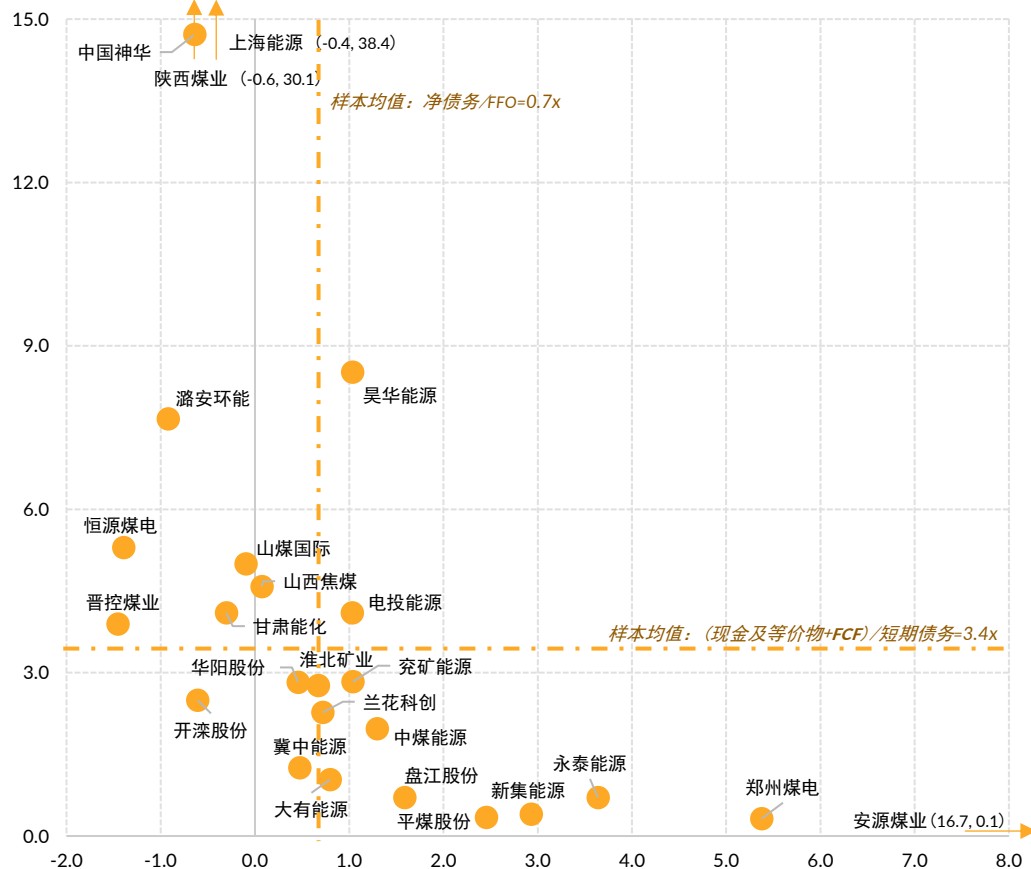
来源: Wind, 惠誉博华

2024 年上半年煤企盈利回撤呈加剧之势，需关注处于竞争劣势的中小型煤企信用质量变化

煤价下行将直接作用于煤企盈利，进而影响惠誉博华对煤炭生产商财务灵活性与信用质量变化的判断。2024 年 1~5 月，中国煤炭开采和洗选业实现营业收入 12,836.3 亿元，同比下降 15.6%；实现利润总额 2,545 亿元，同比下降 31.8%，这是继 2023 年行业营业收入与利润分别录得 13.1%、25.3%的回落后的进一步下滑。截至 2024 年 7 月 15 日，多家以煤炭采掘为主业的上市公司披露了其 2024 年上半年预告净利润。除永泰能源逆势增长、中国神华降幅较小外，其余主体预告净利润下滑严重，（增长上限）同比多接近腰斩。即使存在个性化诱因，上述企业无一不将盈利弱化归因于市场煤价下行与因安监驱严引发的产销量回落。我们曾于年初的展望报告中将中国煤炭采掘行业景气度由“高景气”下调为“中景气”并认为短期内煤价走势尚不足以对行业信用构成实质性挑战。但从煤炭生产商最新披露的半年度业绩数据考量，煤企所经受的盈利回撤已呈加剧之势。若下半年缺乏诸如进口规模缩减、库存高企缓解等价格提振因素，盈利指标的弱化或将使得煤炭企业面临更大的财务灵活性下行压力。惠誉博华再次提示应特别关注地处非核心产区、独立信用状况偏弱的中小型煤炭开采企业，这包括 2024 年上半年以盘江股份、安源煤业、大有能源为代表的盈利超预期下滑的样本企业以及 2023 年在营运现金流（FFO）净杠杆——财务灵活性坐标图中居于右下位置的煤炭开采主体：短期内难以化解的债务与急剧回落的现金流间的落差使得此类煤企在下行周期中信用质量相对脆弱。

主要煤炭采掘企业财务杠杆与灵活性（2022，x）

横轴：净债务/FFO，纵轴：（现金及等价物+FCF）/短期债务



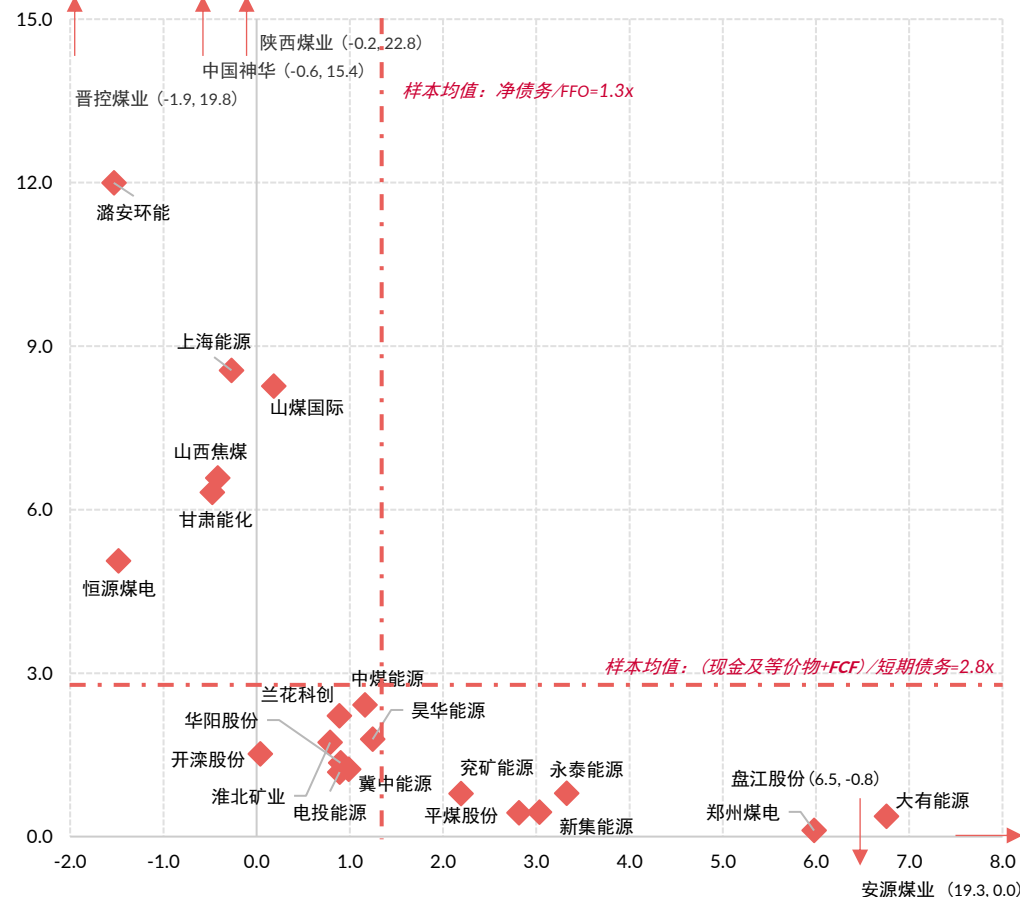
注：

1. FFO=营运现金流，FCF=自由现金流。
2. 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。这些样本被置于图示边缘，并以箭头与其真实位置加以指向。
3. 样本均值计算已剔除异常值。

来源：各公司年报，Wind，惠誉博华

主要煤炭采掘企业财务杠杆与灵活性（2023，x）

横轴：净债务/FFO，纵轴：（现金及等价物+FCF）/短期债务



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。