

惠誉博华 2025 年信用展望：煤炭开采和洗选

惠誉博华预计，2025 年中国原煤产量增速将进一步放缓至 1.0%~1.5%，对应原煤产量值 48.0 亿吨~48.2 亿吨。需求放缓、库存高企、煤价下行将促使 2025 年中国煤炭进口量增速明显回落。2025 年，动力煤需求增长仍将保持韧性，增速或维持低个位数，而炼焦煤表观消费量可能较 2024 年进一步下滑。

基于现货与长协煤价关系、综合运输成本偏高的疆煤外运经济性与进口煤炭对供给的调剂作用，惠誉博华认为 2025 年初动力煤港口价格已接近底部，预计秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）全年平仓价中枢将位于 760~810 元/吨区间运行。焦煤价格中枢亦将下探且其回落幅度或高于动力煤种。

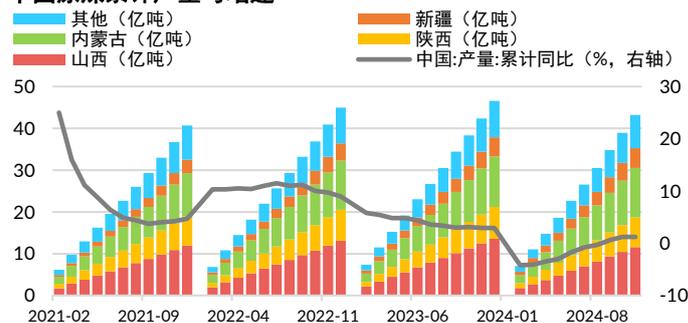
2025 年，惠誉博华授予中国煤炭开采和洗选业整体“中景气稳定”的信用展望。但仍需关注偿债指标处于行业偏弱位置，地处非核心产区、独立信用状况偏弱的中小型煤炭开采和洗选企业在景气度逐渐回落环境下所面临的更大信用压力。

惠誉博华

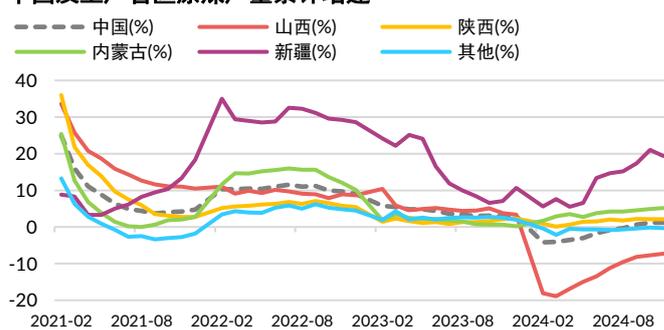
预计 2025 年中国原煤产量增速放缓至 1.0%~1.5%，总量更为充裕，疆煤在产量结构中的比重将快步提升

2024 年 1~11 月，中国实现原煤产量 43.2 亿吨，同比增长 1.2%。其中，山西、陕西、内蒙古、新疆四大主产区原煤产量各录得 11.6 亿吨（比重 26.8%，下同）、7.1 亿吨（16.4%）、11.8 亿吨（27.3%）、4.8 亿吨（11.0%），增速分别达-7.3%、2.1%、5.2%、19.4%。山西因 2~5 月开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治行动，煤炭产量大幅减少，至行动终末 5 月底全省原煤生产累计同比降幅高达 15.0%，下半年（降幅）方才逐步收敛。新疆煤炭产量则快速攀升，特别是 6 月以来开采节奏进一步加快，原煤生产维持双位数高增，弥补了山西减产带来的产量缺口。这使得中国原煤产量于 2024 年前十一个月呈现“前低后高”之势并录得温和增幅。惠誉博华预计，2024 年中国原煤产量或将突破 47.5 亿吨，同比增长约 2.0%。

中国原煤累计产量与增速



中国及主产省区原煤产量累计增速



我们预计，在不发生特/重大安全事故引发区域性安监趋严情境下，2025 年中国原煤产量增速将在 2023 与 2024 年 2.9%、约 2.0%（预测值）的基础上进一步放缓至 1.0%~1.5%，对应原煤产量值 48.0 亿吨~48.2 亿吨。惠誉博华对 2025 年中国原煤产量增速退坡的预判主要基于以下两点考量：一是从在产矿井角度分析，高产现状下其进一步扩产能力捉襟见肘且效率已现边际下滑。2024 年前三季度，中国煤炭开采和洗选业产能利用率徘徊于 71%~73%区间，较 2023 年 73%~76%的产能利用率有所降低，反映矿井供给效率放缓。二是从在建拟投产矿井角度分析，2024 年以来中国煤炭开采和洗选业固定资产投资保持较快增长，至 11 月末累计增速录得

分析师

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

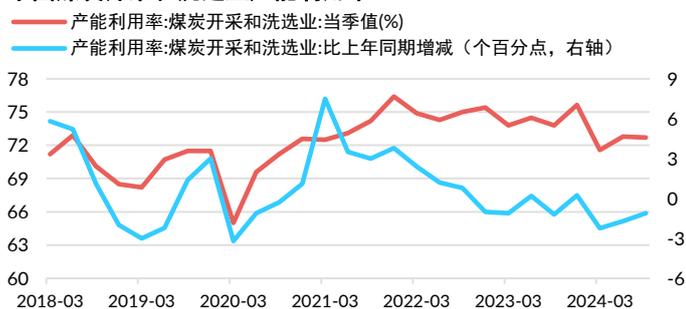
刘濛洋，CPA，FRM
+ 86 (10) 5663 3875
mengyang.liu@fitchbohua.com

媒体联系人

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

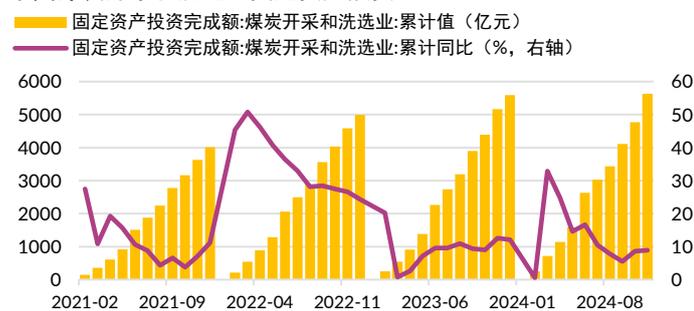
8.9%。但惠誉博华认为，当前煤炭部门的投资高涨主要源自矿井智能化升级改造而非净增产能。2024年5月，国家能源局承袭先前政策，发布《关于进一步加快煤矿智能化建设 促进煤炭高质量发展的通知》（国能发煤炭[2024]38号），要求大型煤矿至2025年末前建成单个或多个系统智能化，具备条件的要实现采掘系统智能化；灾害严重煤矿以及高海拔或采深大的生产煤矿应“一矿一策”制定智能化改造方案，煤企为达成任务里程碑料将扩大资本支出以满足智能化升级要求。如仅考虑固定资产投资所对应的新增产能，我们基于已公布的矿井核准/投产数据与建设周期，预计2025年中国新增煤矿投产规模约为7,000万吨，其中近40%（产能）位于新疆地区。因此，惠誉博华认为2025年新疆原煤产量在煤炭总产量结构中的比重将快步提升，其亦将成为中国原煤边际增产的核心力量。

中国煤炭开采和洗选业产能利用率



来源:国家统计局, Wind, 惠誉博华

中国煤炭开采和洗选业固定资产投资



来源:国家统计局, Wind, 惠誉博华

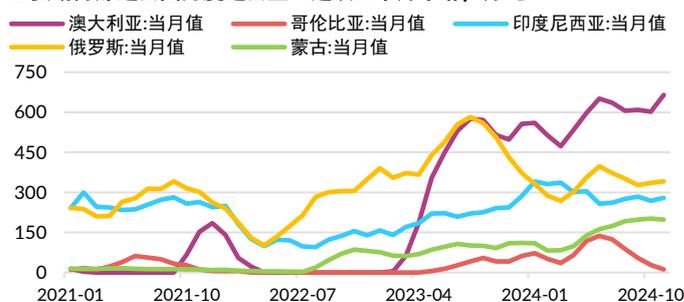
需求放缓、库存高企、煤价下行将促使2025年中国煤炭进口量增速明显回落

2024年以来，煤炭进口量在2023年高基数下的超预期增长为持续扩产的煤炭供给“火上浇油”。2024年，中国实现煤与褐煤进口量5.4亿吨，同比增长14.4%，占煤炭总供给的比重为10.2%¹，系历史极高水平。对比2014~2023年7.3%的平均比重，2024年进口对中国煤炭总供给的贡献可见一斑。若分煤种考量，2024年1~11月，中国录得广义动力煤²进口量3.8亿吨，同比增长12.6%；录得炼焦煤进口量1.1亿吨，同比大幅增长23.0%。炼焦煤进口增速更快主要为弥补焦煤大省山西于2024上半年因安监趋严引发的产量缩减。若分进口来源国考量，2024年1~11月，中国前三大动力煤进口国分别为澳大利亚、俄罗斯联邦与印度尼西亚，进口量增速分别为51.7%、-27.2%、35.9%，自澳大利亚进口量的迅猛反弹挤占了俄罗斯联邦动力煤的进口份额。2024年1~11月，中

¹ 按1~11月数据计。

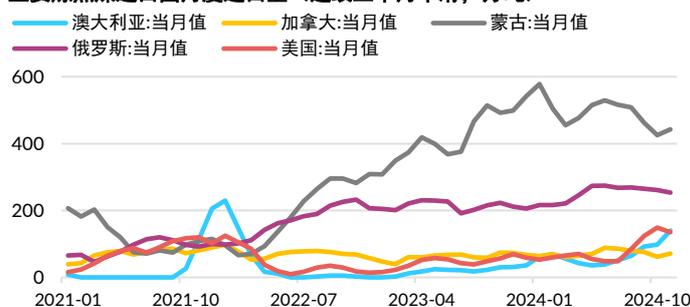
国前三大炼焦煤进口国分别为蒙古国、俄罗斯联邦与美国，其中近半数炼焦煤进口源自蒙古国，自上述三国进口量同比增速分别为11.0%、18.1%、76.1%。自美国炼焦煤进口增速虽然迅猛但绝对数相对较小。随着下半年山西矿井陆续复产，蒙煤月度进口增速快速转负，显现进出口煤对中国煤炭总供给灵活的调剂作用。

主要动力煤进口国月度进口量(连续三个月平滑,万吨)



来源:海关总署, Wind, 惠誉博华

主要炼焦煤进口国月度进口量(连续三个月平滑,万吨)



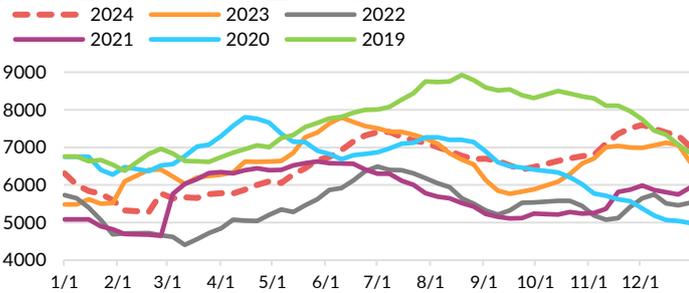
来源:海关总署, Wind, 惠誉博华

惠誉博华预计，在四大主产区不发生大规模政策性限产前提下，2025年中国煤炭进口增速将明显回落。2024年，进口煤炭对总供给的贡献度已处历史极高水平，随着国内原煤产量进一步增长，其与需求匹配的难度正逐步加大，且以炼焦煤更为突出，煤与褐煤进口量的增速回落既可以让位于境内矿企销售，也与经济增长承压下煤炭需求增长放缓相契合。与此同时，我们认为库存状况也将对进口继续高速增长形成显著制约。截至2024年12月末，港口库存高位积压尚未释放，CCTD主流港口煤炭库存量录得7,009.6万吨，处于自2019年以来同期最高水平；重点电厂动力煤库存饱满，可用天数(21.2天)明显高于2022~2023年同期17.6天的平均水平，电厂加码累库空间狭窄；钢厂与独立焦化厂炼焦煤平均可用天数(12.6天)则处于自2019年以来最低水平，下游需求持续低迷引致企业仅维持刚需采购，补库意愿淡薄。库存基本面使得煤炭产业链消化更多进口增量愈显艰难。当前，主要煤炭出口国备用产能充足，但全球经济增速预期减弱引发对煤炭需求增长乏力的担忧。能源危机后美欧等发达经济体已重返脱煤道路：七国集团(G7)决意最晚于2035年淘汰煤电并已采取行动，这将大幅抵消印度、越南等新兴经济体的增量煤炭需求。惠誉博华预计，在供给端未发生重大扰动情境下，国际煤炭价格未来2~3年整体看跌，2025年亦不例外。价格处于下行通道使得境内煤炭贸易商拿货更趋谨慎、国际矿商对华出口热情在煤价逼近

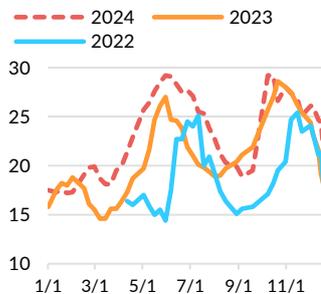
² 惠誉博华口径，包含褐煤、煤砖、煤球及用煤制成的类似固体燃料、其他煤、其他烟煤与无烟煤。

其到岸现金成本时亦将受抑（详见下文），这成为 2025 年制约中国煤炭进口量快速增长的又一诱因。

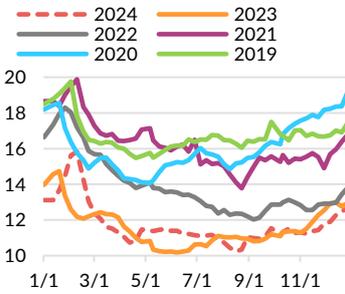
CCTD主流港口煤炭库存量（万吨）



煤炭重点电厂库存可用天数（天）



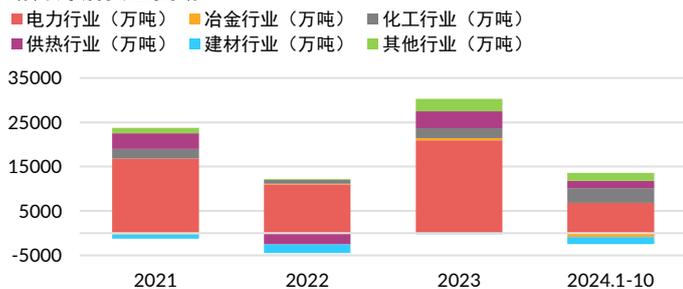
钢厂与独立焦化厂炼焦煤平均可用天数（天）



惠誉博华认为 2025 年动力煤需求增长仍将保持韧性，增速或维持低个位数

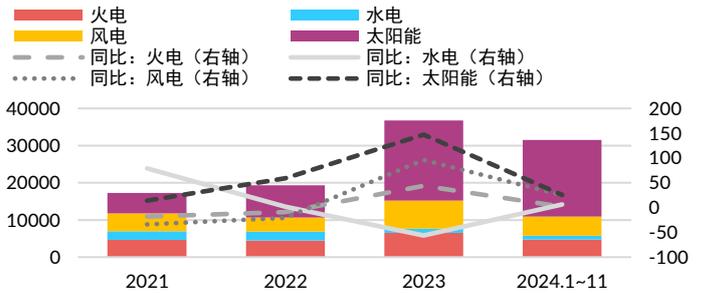
2024 年 1~11 月，中国动力煤消费量合计 37.7 亿吨，同比增长 1.1 亿吨或 3.0%。煤炭增量消费中，电力、化工、供热与其他部门分别贡献 6,811 万吨（+2.9%）、3,301 万吨（+14.3%）、1,690 万吨（5.8%）、1,766 万吨（+4.7%）。电力部门仍系动力煤增量需求的核心贡献方。2024 年 1~11 月，中国实现全社会用电量 89,686 亿千瓦时，同比增长 7.1%，增速超越市场预期，这主要得益于服务业相对工业更为乐观的复苏势头、电气化水平提高与高温因素带来的三产与居民用电量高速增长，其累计增速各达 10.4%、11.6%。用电量增长强劲推动发电端加大出力、消纳瓶颈下新能源电量替代火电节奏被抑制：2024 年 1~11 月，风光新增装机容量占比高达 81.8%，而新增电量占比仅为 47.7%，这使得火电直接受

动力煤消费量变动

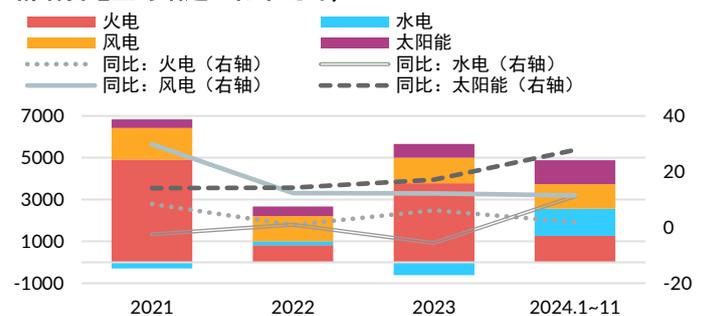


益。然而，2024 年入夏以来水电高发对火电形成挤压，制约了动力煤旺季及全年的需求增速。除电力部门外，2024 年 1~11 月，迎合“固碳”需求的新型煤化工用煤量录得双位数高增，成为增速最快的动力煤消耗领域，而冶金与建材部门在持续磨底的房地产行业重压下，动力煤需求量同比分别减少 897 万吨（-5.4%）、1,541 万吨（-5.8%）。

新增发电设备容量与增速（万千瓦，%）



新增发电量与增速（亿千瓦时，%）



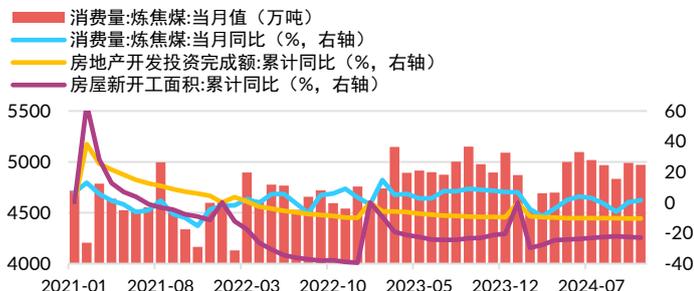
动力煤应用集中于电厂，其需求与宏观经济走势密切相关。当前，中国经济依然面临有效需求不足与市场信心偏弱的挑战。2024 年以来，中国政府已陆续出台包括降准降息、设备更新与消费品以旧换新、促地产止跌回稳、增加地方化债资源等一系列超预期增量刺激政策，释放政策转向的强烈信号，经济有回升向好迹象，但基础尚不牢固。2025 年，包含潜在贸易摩擦在内的外部变量暗流涌动，均可能对工业生产，特别是与出口挂钩紧密的领域造成影响进而制约动力煤的需求增长。当然，我们也关注到以数据中心、新能源汽车充电桩为代表的新质生产力所驱动的增量电力及动力煤需求将在一定程度上对冲前述利空因素，且水电若以“大小年”规律视之，2025 年来水不及预期概率较大，其对火电的挤出效应亦将削弱。多空因素交织下，惠誉博华认为 2025 年动力煤需求增长仍将保持韧性，增速或维持低个位数。

惠誉博华对 2025 年炼焦煤需求持“偏空”观点，预计其表观消费量较 2024 年或将进一步下滑

2024 年 1~11 月，中国炼焦煤消费量合计 5.4 亿吨，同比减少 378.3 万吨或 0.7%，其需求表现较动力煤（同比增长 3.0%）倍显疲软。炼焦煤应用主要集中于钢铁冶炼。2024 年 1~11 月，中国实现生铁产量 7.8 亿吨，同比下滑 3.5%；实现粗钢产量 9.3 亿吨，同比减少 2.7%。环保要求趋严与粗钢产量调控使得中国钢铁行业失去了实质性扩产机会。更为重要与严峻的是，占据钢铁需求比重逾 50% 的建筑部门在房地产行业艰难寻底的旅程中倍感寒意。2024 年 1~11 月，中国房地产行业开发投资完成额同比下滑 10.4%、房屋

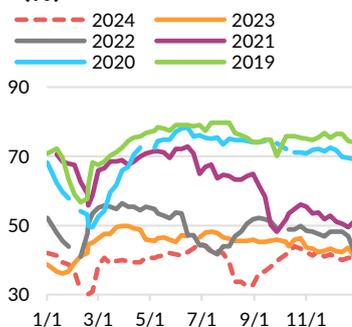
新开工面积同比减少 23.0%，这导致钢材表观消费量同比降低 0.7%³，增速变化与炼焦煤需求变动相吻合。

中国炼焦煤与终端需求增速

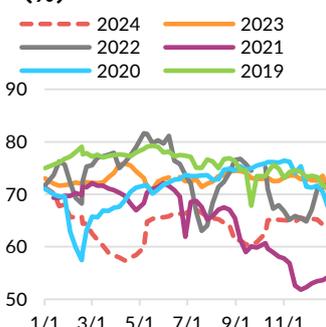


惠誉博华认为，地产行业仍是严重压制 2025 年炼焦煤增量需求的核心阻力，其消费量料将维持疲弱。我们于 11 月发布的《2025 年信用展望：房地产开发》中指出：中性情景下，中国房地产销售面积将于 2025 年四季度企稳回升，但新开工增速下行压力依旧较大，而房地产行业投资同比降幅将收窄至 5%~8%。因此，2025 年地产部门或虽有筑底迹象，但其修复向施工端—建材端—冶炼端的传导路径依然漫长，短期对于炼焦煤需求难有提振效用。当前螺纹钢价格处于自 2014 年以来约三分位，钢铁企业大面积亏损，钢厂、独立焦化厂开工率分别居于自 2019 年以来最低与次低区间。下游行业生产意愿淡薄，在地产呈趋势性反转前恐难以扭转。因此，我们对 2025 年炼焦煤需求维持“偏空”观点，预计其表观消费量较 2024 年或将进一步下滑。

主要钢厂螺纹钢开工率 (%)



焦化企业平均开工率 (%)

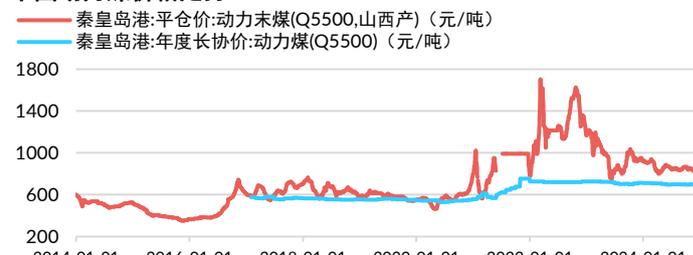


惠誉博华预计 2025 年秦港 5500 大卡动力煤平仓价中枢将于 760~810 元/吨区间运行

在供给充裕、夏季电厂煤耗受水电高发挤压、暖冬与库存高企等因素的共同推动下，中国动力煤价格中枢进一步回落。2024 年，秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓均价录得 854.9 元/吨，同比下滑 11.4%；秦皇岛港动力煤（Q5500）年度长协均价录得 702.3 元/吨，同比降低 1.8%。年度长协均价较现货均价差距绝对值达 152.7 元/吨，回撤幅度明显低于现货煤，凸显其低波动性的“压舱石”特征。若分析境内外煤价关系，我们选取同一港口、相同热值、不同来源的动力煤库提价进行对比。2024 年，广州港 Q5500 澳洲煤、印尼煤、山西优混库提均价分别为 938.9 元/吨、

954.5 元/吨、899.4 元/吨，同比各回落 8.4%、7.3%、14.5%。由此可见，2024 年中国境内动力煤价跌幅高于进口煤，境内煤（山西优混）价格曲线整体亦低于同热值的澳洲与印尼煤种。

中国动力煤价格走势



自产与进口动力煤价格走势



惠誉博华预期，2025 年中国动力煤价格中枢将延续回撤之势。同时，就其价格底部，我们认为可从以下三个方面探究：一是现货与长协煤价的关系。截至 2025 年 1 月 6 日，秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价报 768 元/吨，已跌破国家发改委制定的 770 元/吨的电煤中长期合同合理价格区间上限。截至同日，秦皇岛港动力煤（Q5500）年度长协价报 696 元/吨，低于现货价格 72 元/吨。若现货价格跌破长协价，将刺激买方加大现货煤炭采购力度，进而拉动煤价回升，特别是在煤炭中长期合同签订履约要求边际放松的当下。基于国家发改委于 2024 年 11 月印发的《关于做好 2025 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》（发改办运行[2024]941 号），2025 年长协煤签约率与履约要求较 2024 年均有所放松。

电煤中长期合同签订履约要求对比

	2024年	2025年
发电企业签约率	发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%， 鼓励按照100%签约。	发电企业合同签订量不应低于签约需求的80%， 鼓励根据供需情况多签、签实。
煤炭企业签约率	原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 80% 。	原则上每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 75% 。
履约要求	月度履约率不低于80%，季度履约率不低于90%。 全年足额完成履约任务。	月度履约率不低于80%，季度履约率不低于90%。 全年原则上足额履约，最低不得低于90%。

来源：国家发改委，惠誉博华

二是疆煤外运对煤炭供给的影响。因晋陕蒙产量预期平稳，作为 2025 年原煤增产的核心贡献方，新疆煤炭开采成本低但运输费用高，外运经济性较晋陕蒙明显偏弱。若市场煤价持续回落将首先

³ 系 3~11 月合计消费量，1~2 月数据公开资料未披露。

触及其（外运）成本线，进而引发疆煤转向疆内消化或矿井投产放缓，这将减少国内煤炭有效供给并对煤价形成支撑。惠誉博华对疆煤外运的可行性价格进行压力测试。其中，开采成本以特变电工、广汇能源两家核心矿区分别位于准东、哈密的新疆煤炭开采企业所披露的不包含运费与折旧的现金成本为基础，以 5500 大卡热值动力煤为标准进行测算，结果显示 2024 年新疆地区煤炭开采平均现金成本约为 150 元/吨。再根据目的地不同考虑运输成本，即可计算疆煤外运的底线价格，即未考虑矿企销售利润、期间费用摊销与折旧的最低价格。若煤价跌破底线价格，疆煤外运将明显受限，进而从供给端对煤价形成支撑。测算结果表明，若动力煤含税价格低于 615~749 元/吨价格区间，疆煤外运秦皇岛将失去经济性；若低于 589~723 元/吨价格区间，疆煤外运川渝将失去经济性；若低于 394~540 元/吨价格区间，疆煤外运青甘宁将失去经济性并转向疆内消化或减/停产。截至 2025 年 1 月 6 日，秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价报 768 元/吨，高于相应测算底线价格 19~153 元/吨。

新疆煤炭开采现金成本测算

代表企业	所在矿区	热值 (大卡)	开采成本 (元/吨)					转5500大卡
			材料	人工	制造费用	其他	合计	
特变电工	准东	4400-4600	65.9	4.4	61.7	-	132.0	161.4
广汇能源	哈密	5000-6200	61.3	3.9	7.5	70.9	143.5	140.9

来源：各公司年报，惠誉博华

新疆煤炭外运底线价格测算

煤田	路线	铁路运费率 (元/吨公里)	里程 (公里)	运输成本 (元/吨)	开采成本 (元/吨)	底线完税煤价 (元/吨)
吐哈煤田	淖毛湖—青海格尔木	0.14	1450	204	150	401
	淖毛湖—甘肃兰州	0.13	1588	208	150	405
	淖毛湖—宁夏中卫	0.11	1894	199	150	394
	淖毛湖—重庆	0.15	2474	371	150	589
	淖毛湖—河北秦皇岛	0.11	3681	394	150	615
准东煤田	将军庙—青海格尔木	0.13	2078	278	150	484
	将军庙—甘肃兰州	0.15	2216	328	150	540
	将军庙—宁夏中卫	0.13	2522	318	150	529
	将军庙—重庆	0.16	3102	490	150	723
	将军庙—河北秦皇岛	0.12	4309	513	150	749

来源：中国铁路 95306，黑金新视野，惠誉博华

三是进口对煤炭供给的影响。若港口煤价显著低于境外甚至跌破主流矿商所采煤炭的到岸现金成本，海外煤向中国发运和（或）贸易商采购将明显受抑，进而减弱进口煤炭的供给调剂能力并刺激境内煤价回升。惠誉博华考察了澳洲典型煤炭生产商兖煤澳大利亚（03668.HK）2024 年的成本数据，其包含特许权使用费的现金开采成本录得 101 澳元/吨⁴。结合纽卡斯尔港至青岛港海运费约 15 美元/吨，测算兖煤澳大利亚动力煤到岸完税现金成本约为 662 元/吨。以同样方法测算另一典型生产商嘉能可（以澳煤为主）动力煤到岸完税现金成本约为 694 元/吨。因此，我们推测澳洲主流煤炭生产商动力煤到岸完税现金成本约为 680 元/吨，低于 2025 年 1 月 6 日秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价约 90 元/吨。

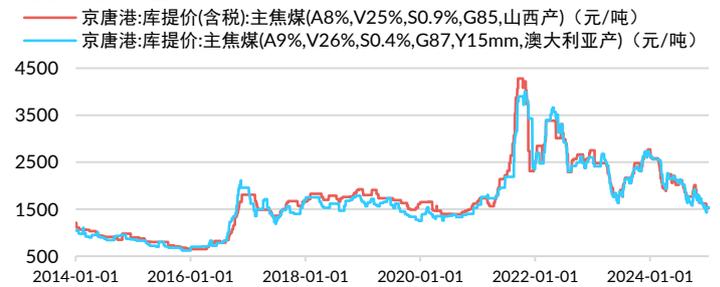
综上所述，2025 年初秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价高于同期长协价、疆煤外运秦皇岛底线完税价与澳煤到岸完税现金成本等三个基准或参考价格，价差分别为 72 元/吨、19~153 元/吨、约 90 元/吨，港口煤价似仍有一定下行空间。然而，疆煤与进口煤成本测算尚未考虑矿企费用摊销与折旧（即完全成本）与生产商合理利润。若将上述因素纳入考量，当前动力煤港口价格已穿破或逼近外运综合成本较高的疆煤与部分海外主流矿企的成本线，进一步

下行必将引发煤炭减产或进口下降。因此，我们判断年初港口价格已接近底部，预计 2025 年秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价中枢将位于 760~810 元/吨区间运行，较 2024 年（中枢）下滑 5.3%~11.1%。

惠誉博华预计 2025 年焦煤价格中枢将下探且其回落幅度或高于动力煤种

下游钢铁需求在地产寻底境遇下持续低迷，引发中国炼焦煤价格快速回落。2024 年，京唐港山西产主焦煤含税库提均价录得 2,022.3 元/吨，同比下滑 11.4%。若分析境内外煤价关系，2024 年京唐港澳大利亚产主焦煤库提均价录得 2,024.6 元/吨，同比下滑 10.4%。与动力煤一致，2024 年中国境内炼焦煤价跌幅高于进口煤。截至 2025 年 1 月 6 日，京唐港山西产与澳大利亚产主焦煤库提价分别为 1,520 元/吨、1,540 元/吨，国产焦煤价格稍具优势。

炼焦煤价格走势



来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华认为，羸弱的需求是影响 2025 年炼焦煤价格走势的核心矛盾。我们预计，2025 年中国炼焦煤仍将延续“供需双弱”格局，价格中枢较 2024 年将进一步下探。由于缺乏政策性中长期合同履约要求且疆煤外运以动力煤为主，惠誉博华仅从进口角度测算炼焦煤价格底线。蒙古国炼焦煤品质劣于澳煤，其生产成本多作为配焦煤价格指针，而主焦煤价格仍以澳洲生产商经营数据为准。2024 年，嘉能可披露其炼焦煤 FOB 现金成本为 130.1 美元/吨，同时考虑运费与税费因素，我们测算澳洲主焦煤到岸完税现金成本约为 1,200 元/吨，低于截至 2025 年 1 月 6 日港口主焦煤价格近 320 元/吨。即使同样未考虑矿企费用摊销、折旧与合理利润，焦煤测算底线价格较现价差异空间阔于动力煤，预示其 2025 年价格中枢回落幅度或高于动力煤种。

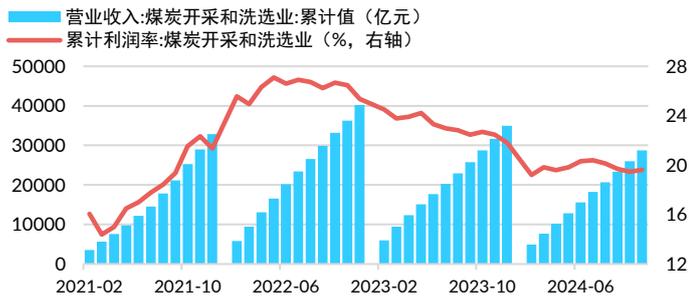
惠誉博华授予中国煤炭开采和洗选业 2025 年“中景气稳定”的信用展望

煤价是引发煤炭开采企业盈利变化最为关键的变量。2024 年 1~11 月，中国煤炭开采和洗选业实现营业收入 28,739.9 亿元，同比下降 10.7%；实现利润总额 5,640.5 亿元，同比下滑 20.8%。若以（累计）利润率考量，1~11 月行业利润总额/营业收入录得 19.6%，较 2022 年 1~5 月峰值 27.1%回撤 7.5 个百分点。2024 年以来煤价中枢的持续下行对中国煤炭生产商盈利构成显著侵蚀。惠誉博华认为，随着 2025 年煤价继续回落，煤企盈利将进一步弱化，但这可能尚不足以将企业盈利能力削弱至堪忧水平，进而对其“中景气稳定”的信用展望形成实质性挑战。以动力煤为例，预期 760~810 元/吨的港口煤价中枢仍远高于国家发改委制定的 570~770 元/吨的电煤

⁴ 系自产煤综合现金开采成本。2024 年兖煤澳大利亚自产煤销售中动力煤占比 88%，以自产煤综合现金开采成本替代动力煤现金开采成本误差较小。

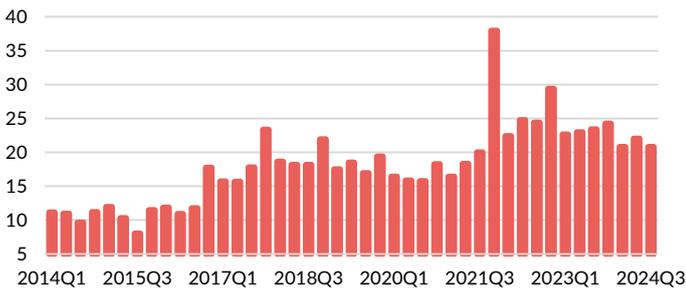
中长期合同合理区间下限，该区间被认定为可保护煤企实现合理利润。另外，760~810 元/吨的秦港煤价曾出现于 2021 年 4 月，彼时煤炭开采和洗选业当月利润率录得 16.7%。而近十年煤价低点位于 2016 年初，彼时港口价格不足 400 元/吨，导致行业利润率转负，惠誉博华所选 22 家中国煤炭样本生产商毛利率均值亦触及约 11% 的低位。这一样本盈利低点较其 2024 年三季度均值 20.8% 有较大差距。因此，即使 2025 年煤价中枢进一步下移，煤企盈利削弱幅度较近十年行业底部仍存明显安全垫，这使得我们有信心维持中国煤炭开采和洗选业 2025 年“中景气稳定”的信用展望。

中国煤炭开采和洗选业营业收入与利润率



来源：国家统计局，Wind，惠誉博华

22家样本煤炭开采企业季度销售毛利率均值 (%)



来源：各公司年报，Wind，惠誉博华

2022~2023 年，煤炭开采和洗选业债务规模增长温和。惠誉博华所选 22 家样本煤炭生产商⁵全部债务（合计）同比分别录得 3.9%、3.2% 的增速。2024 年前三季度，样本煤企全部债务增速则提升至 6.5%。净债务呈现与全部债务类似的特征性表现，2022~2024 年前三季度，样本煤企净债务（合计）增速分别录得 0.8%、7.6%、9.6%。煤价趋势性下行导致企业现金积累放缓，进而引发净债务较快增长。虽然资本结构相对稳定，样本煤企全部债务资本化率自 2021 年以来维持在 54%~55% 的区间窄幅波动，但以全部债务/经营活动净现金流（CFO）为代表的长期偿债指标却快速弱化。2024 年前三季度，样本煤企全部债务/CFO 均值录得 10.0x，较 2022 年的 5.8x 几近翻番。流动性指标方面，样本煤企现金及等价物/短期债务均值变化较小，但整体处于不足 1.0x 的偏弱水平。惠誉博华预计，2025 年中国煤炭开采和洗选业仍将维持较快资本开支节奏，这主要源于煤企的多元化补链诉求。最新的典型案例为陕西煤业于 2024 年 12 月斥资 156.95 亿元，现金收购陕煤电力集团 88.7% 的股权，力求打造大型煤电一体化的行业标杆。我们认为，中国煤炭生产商迫切的转型行动将推动其债务规模增长，而在盈利与现金流因煤价中枢回落而弱化情境下，可能导致其杠杆与流

动性指标持续弱化。然而，这一弱化幅度可能并未达到惠誉博华授予行业“负面”信用展望的阈值。

样本煤炭开采企业债务、资本结构与偿债指标

(十亿元)	2021	2022	2023	2024Q3
全部债务	2,526	2,624	2,707	2,868
变动	1.2%	3.9%	3.2%	6.5%
其中：短期债务	1,216	1,288	1,231	1,147
短期债务占比	48.1%	49.1%	45.4%	40.0%
净债务	1,943	1,958	2,095	1,886
变动	-7.9%	0.8%	7.0%	9.6%
全部债务资本化率（平均数）	55.8%	54.3%	53.7%	54.4%
全部债务/CFO (x, 平均数, 不含中国神华)	9.3	5.8	8.1	10.0
现金及等价物/短期债务 (x, 平均数, 不含中国神华)	0.7	0.9	0.8	1.2

1. 受披露限制，2024Q3 全部债务未经调整，净债务计算时仅扣除货币资金及交易性金融资产，未剔除受限资产。
2. 2024Q3 CFO 系截至 2024 年 9 月末最近 12 个月 CFO 合计，即已进行年化处理。

来源：各公司年报，Wind，惠誉博华

尽管惠誉博华授予中国煤炭开采和洗选业整体“中景气稳定”的信用展望，但我们认为仍需关注偿债指标处于行业偏弱位置的煤企，这在 2024Q3 部分煤炭生产商偿债能力指标表现图中体现为居于右下位置的主体。与此同时，亦需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和洗选企业，行业高债务运行的特征使得此类主体在景气度回落环境下将面临更大信用压力，其不考虑外部支持的独立信用状况在景气度下行周期中理应得到重视。

部分煤炭生产商偿债能力指标表现 (2024Q3)

横轴：全部债务/CFO (x)，纵轴：现金及等价物/短期债务



来源：Wind，惠誉博华

⁵ 已剔除母子公司重复计算影响。

附录：惠誉博华 2025 年煤炭开采和洗选业信用展望所涉企业名单（排名不分先后）

序号	公司名称	序号	公司名称
1	淮河能源控股集团有限责任公司	12	陕西煤业化工集团有限责任公司
2	甘肃能源化工投资集团有限公司	13	晋能控股装备制造集团有限公司
3	中国神华能源股份有限公司	14	山西焦煤集团有限责任公司
4	陕西榆林能源集团有限公司	15	山西潞安矿业(集团)有限责任公司
5	冀中能源集团有限责任公司	16	神木市国有资本投资运营集团有限公司
6	晋能控股煤业集团有限公司	17	中国中煤能源集团有限公司
7	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	18	晋能控股电力集团有限公司
8	晋城市国有资本投资运营有限公司	19	徐州矿务集团有限公司
9	中国平煤神马控股集团有限公司	20	开滦(集团)有限责任公司
10	山东能源集团有限公司	21	华电煤业集团有限公司
11	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	22	山西华阳集团新能股份有限公司

来源：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。