

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0209号

华电煤业集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“华电煤业集团有限公司2024年度第一期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年六月三日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月3日至2025年6月2日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月3日

华电煤业集团有限公司

2024年度第一期中期票据信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中期票据信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2024/6/3	何阳	朱天明

主体概况	评级模型																																													
华电煤业集团有限公司（以下简称“华电煤业集团”或“公司”）主要从事煤炭生产、电力及热力生产、煤炭贸易等业务，控股股东为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。	<table><thead><tr><th>一级指标</th><th>二级指标</th><th>权重 (%)</th><th>得分</th></tr></thead><tbody><tr><td rowspan="2">企业规模</td><td>营业总收入</td><td>10.00</td><td>6.23</td></tr><tr><td>原煤产量</td><td>10.00</td><td>8.19</td></tr><tr><td rowspan="4">市场竞争力</td><td>资源储备</td><td>10.00</td><td>8.87</td></tr><tr><td>煤种煤质与赋存条件</td><td>5.00</td><td>5.00</td></tr><tr><td>产地多元化、运输条件和产业协同效应</td><td>5.00</td><td>5.00</td></tr><tr><td>智慧矿山建设与研发投入</td><td>5.00</td><td>5.00</td></tr><tr><td rowspan="2">盈利能力</td><td>毛利率</td><td>10.00</td><td>8.25</td></tr><tr><td>净资产收益率</td><td>10.00</td><td>10.00</td></tr><tr><td rowspan="3">债务负担与保障程度</td><td>资产负债率</td><td>8.75</td><td>7.71</td></tr><tr><td>经营现金流动负债比</td><td>8.75</td><td>8.75</td></tr><tr><td>EBITDA 利息倍数</td><td>8.75</td><td>8.75</td></tr><tr><td></td><td>全部债务/EBITDA</td><td>8.75</td><td>8.28</td></tr></tbody></table>	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	企业规模	营业总收入	10.00	6.23	原煤产量	10.00	8.19	市场竞争力	资源储备	10.00	8.87	煤种煤质与赋存条件	5.00	5.00	产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00	智慧矿山建设与研发投入	5.00	5.00	盈利能力	毛利率	10.00	8.25	净资产收益率	10.00	10.00	债务负担与保障程度	资产负债率	8.75	7.71	经营现金流动负债比	8.75	8.75	EBITDA 利息倍数	8.75	8.75		全部债务/EBITDA	8.75	8.28
	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分																																										
	企业规模	营业总收入	10.00	6.23																																										
		原煤产量	10.00	8.19																																										
	市场竞争力	资源储备	10.00	8.87																																										
		煤种煤质与赋存条件	5.00	5.00																																										
		产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00																																										
		智慧矿山建设与研发投入	5.00	5.00																																										
	盈利能力	毛利率	10.00	8.25																																										
		净资产收益率	10.00	10.00																																										
债务负担与保障程度	资产负债率	8.75	7.71																																											
	经营现金流动负债比	8.75	8.75																																											
	EBITDA 利息倍数	8.75	8.75																																											
	全部债务/EBITDA	8.75	8.28																																											
本期中期票据概况	调整因素																																													
注册金额：15.00 亿元	无																																													
本期发行金额：5.00 亿元	个体信用状况																																													
中期票据期限：2+N（2）年，公司依据发行条款约定赎回前长期存续，依据发行条款约定赎回时到期	aaa																																													
偿还方式：每年付息一次；到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	外部支持																																													
募集资金用途：偿还公司有息债务及存量到期债券	-																																													
	评级模型结果																																													
	AAA																																													

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，煤炭资源储量丰富，煤种以动力煤为主，煤质较好，产能和产量保持增长态势，具有极强的市场竞争力；公司对华电集团系统内客户销量占比较高，并与下游大型电厂、化工企业形成战略合作关系，销售渠道稳定，近年煤炭业务盈利维持较高水平；公司持续推进煤电一体化项目建设，2022年合并华电能源股份有限公司，电力装机规模和上网电量显著提升；经营性净现金流保持较大规模净流入，获现能力很强，对投资性支出覆盖较好。但是，东方金诚关注到，近年公司电力及热力业务毛利率为负；有息债务规模较大，债务负担较重。

外部支持方面，控股股东华电集团是国务院批准成立的全国五大发电集团之一，在电力装机容量方面具有极强的规模优势；华电集团“十四五”期间在煤炭业务方面，将开展国家智能化示范煤矿建设，优化煤炭开发布局和产能结构；作为华电集团下属的煤炭业务核心运营主体，公司在业务发展、产业整合、信贷支持等方面持续获得股东及相关各方的有力支持，预计未来华电集团对公司的支持意愿仍很强。

综合分析，东方金诚认为公司偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

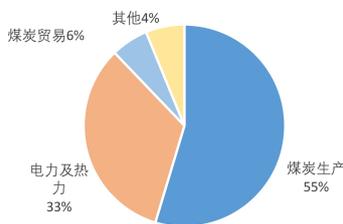
同业比较

项目	华电煤业集团有限公司	晋能控股山西煤业股份有限公司	山西华阳集团新能股份有限公司	山煤国际能源集团股份有限公司
资产总额 (亿元)	854.01	376.75	715.71	406.17
营业总收入 (亿元)	443.81	153.42	285.18	373.71
可采储量 (亿吨)	38.20	19.54	29.64	7.58
原煤产量 (万吨)	4678.47	3468.76	4591.00	3898.37
毛利率 (%)	35.15	50.05	44.90	39.12
利润总额 (亿元)	110.34	58.68	78.88	94.96
资产负债率 (%)	59.95	35.31	55.06	49.45
经营现金流负债比 (%)	53.42	70.40	26.78	47.84

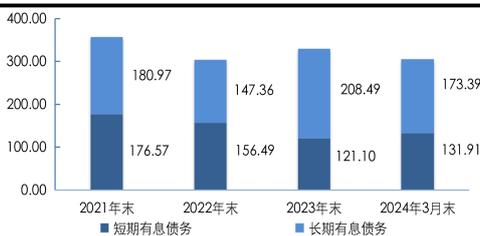
数据来源: 各企业公开披露的 2023 年年度数据、iFinD, 东方金诚整理。注: 以上企业最新主体信用等级为 AAA/稳定。华电煤业集团可采储量数据为在产煤矿可采储量。

主要指标及依据

2023 年收入构成



近年公司债务结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额 (亿元)	898.71	893.50	854.01	884.45
所有者权益 (亿元)	325.08	317.94	342.05	371.23
全部债务 (亿元)	357.54	303.86	329.59	305.30
营业总收入 (亿元)	492.85	448.13	443.81	117.78
利润总额 (亿元)	148.62	108.95	110.34	29.82
经营性净现金流 (亿元)	192.76	133.99	124.33	21.04
营业利润率 (%)	35.74	30.01	29.52	30.43
资产负债率 (%)	63.83	64.42	59.95	58.03
流动比率 (%)	74.26	71.13	66.07	79.78
全部债务/EBITDA (倍)	1.79	1.89	1.87	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.96	9.60	12.98	-

注: 表中数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。2021 年数据按照 2022 年审计报告年初数据进行追溯调整。

优势

- 公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台, 已形成“煤-电-路-港-航”为一体的综合产业体系, 在陕晋蒙甘等地的煤炭可采储量超 90 亿吨, 煤种以动力煤为主, 煤质较好, 近年煤炭产能和产量保持增长态势, 具有极强的市场竞争力;
- 公司对华电集团系统内客户销量占比较高, 并与下游大型电厂、化工企业形成战略合作关系, 销售渠道较稳定, 近年煤炭业务盈利维持较高水平;
- 公司持续推进煤电一体化项目建设, 2022 年合并华电能源股份有限公司, 电力装机规模和上网电量显著提升, 叠加近年上网电价波动上升, 公司电力及热力业务收入逐年增加;
- 控股股东华电集团是国务院批准成立的全国五大发电集团之一, 作为华电集团下属的煤炭业务核心运营主体, 公司在业务发展、产业整合、信贷支持等方面持续获得股东及相关各方的大力支持。

关注

- 受燃料煤成本上升, 以及黑龙江省供热市场增速放缓、供热价格较低导致华电能源电力及热力业务毛利润为负影响, 近年公司电力及热力业务毛利率为负, 预计 2024 年公司电力及热力业务盈利仍将维持较低水平;
- 公司有息债务规模较大, 债务负担较重。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来随着在建煤矿、电力和码头项目陆续投产, 公司煤炭产量及发电量将继续增加, “煤-电-路-港-航”一体化运营优势进一步提升, 预计仍将保持极强的市场竞争力。

评级方法及模型

《煤炭企业信用评级方法及模型（RTFC002202403）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	AAA	2023/9/15	何阳、侯艳华	《煤炭企业信用评级方法及模型（RTFC002202208）》	阅读原文

注：自 2023 年 9 月 15 日（首次评级），华电煤业主体信用等级未发生变化，均为 AAA/稳定。

主体概况

公司主要从事煤炭、电力及热力生产与销售，以及煤炭贸易等业务，控股股东为中国华电集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会

华电煤业集团有限公司（以下简称“华电煤业集团”或“公司”）主要从事煤炭、电力及热力的生产与销售，以及煤炭贸易业务。控股股东为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

华电煤业集团前身华电煤业有限公司成立于 2005 年 9 月，是由华电集团出资组建的国有独资有限责任公司，初始注册资本 1.37 亿元。2005 年 10 月，华电集团通过以华电煤业有限公司为核心，重组华电燃料有限公司和华电开发投资有限公司；重组完成后，公司于 2005 年 11 月更名为现名，注册资本增加至 5.00 亿元。后经华电集团多次内部重组及引入外部投资者，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 36.57 亿元，控股股东华电集团持股 77.96%，公司实际控制人为国务院国资委。

公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，已形成“煤-电-路-港-航”为一体的综合产业体系，煤炭资源储量丰富，在产煤矿赋存条件较好，煤炭运力保障程度较高，综合竞争力很强。截至 2023 年末，公司拥有煤炭资源地质储量 140.13 亿吨（在产煤矿地质储量 56.90 亿吨、在建及拟建煤矿地质储量 83.23 亿吨），可采储量 93.21 亿吨（在产煤矿可采储量 38.20 亿吨、在建及拟建煤矿可采储量 55.01 亿吨），在产煤矿设计产能 5240.00 万吨/年，在建及拟建煤矿设计产能 2300.00 万吨/年。公司煤矿主要分布在陕西、山西、内蒙古、甘肃和新疆，煤种以不粘煤、长焰煤、气煤与 1/2 中粘煤为主，具有较强的规模优势。2023 年，公司煤炭产量 4678.00 万吨，占华电集团煤炭产量的 80%以上，在华电集团煤炭业务板块地位突出。同时，2023 年末公司电力装机规模 833.20 万千瓦，2023 年发电量 328.16 亿千瓦时，上网电量 290.84 亿千瓦时。此外，公司参股铁路运营里程 2800 公里，投运港口吞吐能力 6800 万吨，自有船队运力 34.7 万载重吨。

截至 2024 年 3 月末，公司（合并）资产总额 884.45 亿元，所有者权益 371.23 亿元，资产负债率 58.03%；2023 年和 2024 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 443.81 亿元和 117.78 亿元，利润总额分别为 110.34 亿元和 29.82 亿元。

公司旗下拥有 1 家上市公司华电能源股份有限公司（股票简称“华电能源”，股票代码“600726.SH”）。华电能源是公司电力及热力业务的主要经营主体。2024 年 3 月末，华电能源（合并）资产总额 293.63 亿元，所有者权益 70.39 亿元，资产负债率 76.03%；2023 年和 2024 年 1~3 月，华电能源分别实现营业总收入 188.44 亿元和 53.54 亿元，利润总额 20.53 亿元和 9.05 亿元。

本期中期票据概况及募集资金用途

中期票据概况

公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册金额为 15.00 亿元的中期票据，采用分期发

行方式。其中“华电煤业集团有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额 5.00 亿元，发行期限为 2+N（2）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次。本期中期票据面值 100 元，按面值平价发行，发行利率采用固定利率计息，单利按年计息。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率计息。本期中期票据前 2 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定，在前 2 个计息年度内保持不变，前 2 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差；第 2 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率；如果公司选择不赎回本期中期票据，则从第 3 个计息年度开始，每 2 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 2 个计息年度内保持不变。

本期中期票据公司具有赎回选择权和递延支付利息选择权。每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。在公司不行使递延支付利息权的情况下，本次中期票据每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还债务融资工具。

本期中期票据无担保。

募集资金用途

本期中期票据扣除发行费用后拟用于偿还公司有息债务及存量到期债券。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带

给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4% 左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

公司主要从事煤炭、电力及热力生产与销售，以及煤炭贸易等业务，所属行业为煤炭行业。

煤炭行业

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

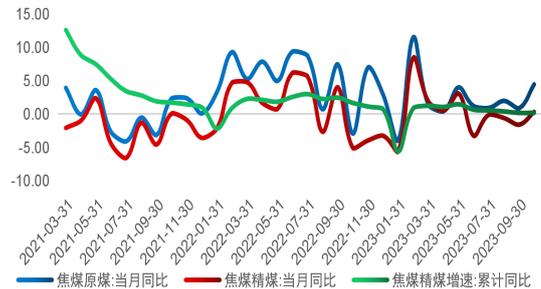
采、煤气共采、煤水共采等绿色开采技术应用范围不断拓展，煤矿向自动化、智能化、数字化和绿色化加速转型，供给质量提升。2023年全国智能化采掘工作面从400个快速增加1600个左右，全国百万吨煤死亡率降低至0.094人/百万吨煤以下。

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1 近年我国原煤产量增速（单位：%）



图表2 我国炼焦原煤及精煤产量增速（单位：%）



资料来源：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。

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，2023 年国内动力煤市场需求较快增长，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。

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

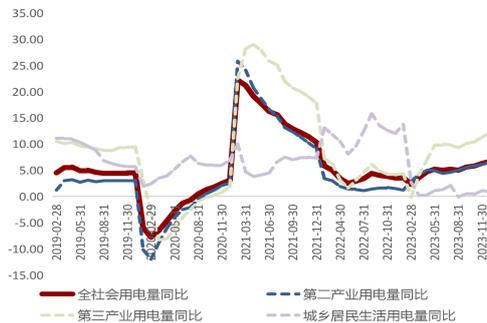
施建设三大工程加快建设；预计房地产新开工面积、房地产投资降幅将有所收窄；中央赤字率提升，专项债前置发力，基建资金得以缓解，同时新增项目投向，基建投资增速提升，支撑焦煤需求增长。

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3 全社会用电量增速以及二三产业和居民用电量增速（单位：%）



图表4 基建投资和房地产开发投资同比增速（单位：%）



资料来源：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

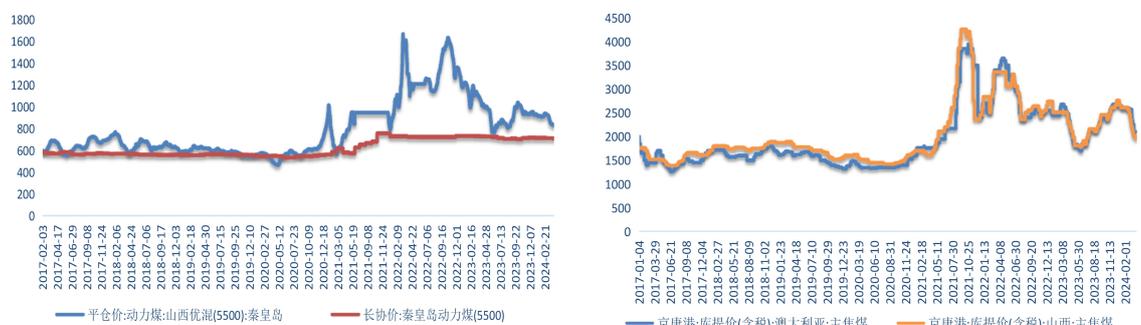
自2017年以来，国家发改委推动煤炭企业与用煤企业实行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的价格机制，实行煤炭市场化价格与长协价格双轨并行，长协价格成为煤炭市场稳健发展的基石。国家发改委推动发电供热用煤企业实施中长期合同全覆盖，有助于发电和供热企业

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%。

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。

图表5 国内主要煤炭品种现货价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

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。

图表6 规模以上煤企和行业前十大上市公司盈利情况（单位：亿吨、万吨、亿元、%）



数据来源：iFinD，东方金诚整理

《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。

业务运营

经营概况

公司收入主要来源于煤炭生产和电力及热力业务，毛利润仍主要来自煤炭生产业务，受煤炭价格高位回落影响，近年营业总收入和毛利润逐年下降，毛利率有所波动

公司主营业务为煤炭生产，同时经营电力及热力、煤炭贸易等业务。公司营业总收入主要来源于煤炭生产和电力及热力业务。受煤炭销售价格高位回落影响，公司2022年营业总收入同比下降9.07%；2023年同比变化不大。2023年煤炭生产和电力及热力业务收入占比分别为

54.67%和33.14%。其他业务主要为仓储、物流业务，规模相对较小。

公司毛利润主要来自煤炭生产业务，2023年煤炭业务毛利润占比为98.66%。电力及热力业务因燃料煤价格较高，2021年~2023年毛利润持续亏损。2022年和2023年，受煤炭销售价格高位回落影响，公司毛利润同比分别下降22.21%和2.98%，毛利率同比分别下降6.06个百分点和0.73个百分点。

2024年1~3月，公司营业总收入同比增长1.89%，毛利润同比增长4.92%，综合毛利率同比提高1.04个百分点。随着煤炭销售价格逐步企稳，预计2024年公司营业总收入和毛利润同比将稳中有升。

图表7 公司营业总收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭生产	308.26	62.55	258.55	57.69	242.61	54.67	66.94	56.83
电力及热力	126.51	25.67	142.77	31.86	147.1	33.14	40.54	34.42
煤炭贸易	40.18	8.15	27.83	6.21	26.5	5.97	5.80	4.92
其他业务	17.9	3.63	18.99	4.24	27.6	6.22	4.50	3.83
合计	492.85	100.00	448.13	100.00	443.81	100.00	117.78	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
煤炭生产	213.01	69.1	161.54	62.48	153.91	63.44	38.67	57.77
电力及热力	-12.18	-9.63	-6.62	-4.64	-1.88	-1.28	0.45	1.11
煤炭贸易	1.10	2.73	1.37	4.92	-1.55	-5.85	1.91	32.93
其他业务	4.78	26.68	4.51	23.76	5.52	20.00	1.07	23.78
合计	206.70	41.94	160.80	35.88	156.00	35.15	42.10	35.75

数据来源：公司提供，东方金诚整理

煤炭业务

公司煤炭业务主要由下属子公司内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司（以下简称“不连沟煤业”）、神木县隆德矿业有限责任公司（以下简称“隆德矿业”）、陕西华电榆横煤电有限责任公司（以下简称“榆横煤电”）、甘肃万胜矿业有限公司（以下简称“万胜矿业”）和华电能源下属的山西锦兴能源有限公司（以下简称“锦兴能源”）负责运营。

图表8 2023年公司煤炭业务经营主体主要经营和财务数据（单位：%、万吨、亿元）

子公司简称	持股比例	煤炭产量	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
不连沟煤业	51.00	1570.00	71.99	19.48	79.97	23.7	72.94
隆德矿业	51.00	565.00	112.18	48.83	30.84	10.39	56.47
榆横煤电	66.90	1277.00	118.68	73.9	98.5	36.3	37.74
万胜矿业	60.00	106.00	46.10	18.01	5.15	-0.41	60.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，在陕西、山西、内蒙古、新疆和甘肃等地，拥有煤炭资源可采储量93.21亿吨，在产煤矿设计产能5240万吨/年，煤质优良，具有极强的市场竞争力

作为华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，公司已形成以煤炭产业为核心，集煤、电、

璐、港、航为一体的综合产业体系，煤炭资源储量丰富，在陕西、山西、内蒙古、甘肃和新疆地区控制了大量煤炭资源。截至2023年末，公司煤炭资源地质储量140.13亿吨（在产煤矿56.90亿吨、拟建煤矿83.23亿吨），可采储量93.21亿吨（在产煤矿38.20亿吨、拟建煤矿55.01亿吨）。公司在产煤矿设计年产能5240.00万吨/年，2023年公司煤炭产量4678万吨，位居国内煤炭行业前列，具备很强的规模优势。此外，公司还分别参股陕西中能煤田有限公司33.50%的股权、参股陕西煤业集团黄陵建庄矿业有限公司30.00%的股权，参股煤矿地质储量14.23亿吨、可采储量7.56亿吨，产能1300.00万吨/年。

公司煤种主要为长焰煤、不粘煤、气煤、中粘煤等。公司生产的煤炭具有低硫、低灰、高发热量的特点，是用于火力发电、化工和制造水煤浆的优质煤种，煤质较好。

图表9 截至2023年末主要煤矿煤炭资源储量及生产情况（单位：%、亿吨、万吨/年、万吨）

序号	煤矿名称	持股比例	煤炭品种	地质储量	可采储量	设计年产能	2023年产量
1	不连沟煤矿	51.00	长焰煤	8.80	4.70	1800.00	1571.00
2	隆德煤矿	51.00	不粘煤	8.60	5.10	1000.00	565.00
3	小纪汗煤矿	67.00	不粘煤	26.20	20.60	1000.00	1277.00
4	肖家洼煤矿	51.00	气煤、中粘煤	10.50	6.20	1200.00	1159.00
5	万胜煤矿	60.00	不粘煤	2.80	1.60	240.00	106.00
在产煤矿合计		-	-	56.9	38.20	5240.00	4678.00
6	高家梁煤矿	51.00	-	9.03	5.91	1000.00	-
7	哈密煤矿	72.00	-	6.90	3.30（一号井）	300.00	-
8	西黑山煤矿	88.00	-	67.30	45.80（一期）	1200.00	-
在建与拟建合计		-	-	83.23	55.01	2300.00	-
合计		-	-	140.13	93.21	7540.00	4678.00

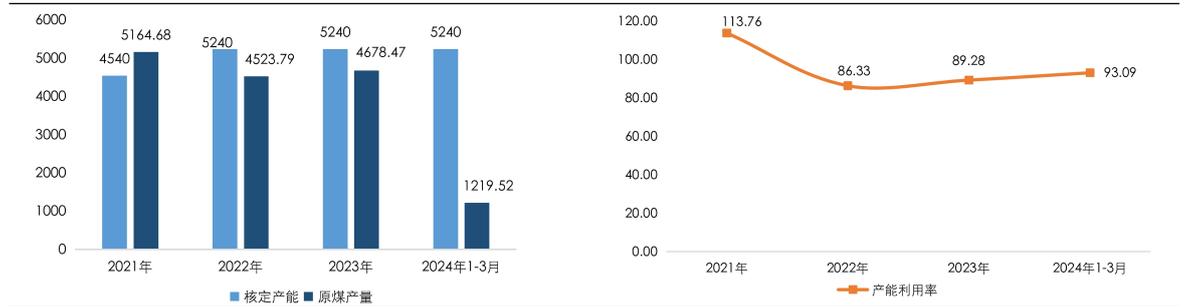
资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于煤炭保供政策实施、部分矿井产能核增，以及持续推进煤矿智能高效转型，近年公司煤炭产量波动增长

公司在产5座煤矿地质构造简单、煤层赋存条件稳定、煤质较好，适合机械化大规模开采。公司开采技术装备先进，采用成套综采与综放装备，设备可靠性强，公司已基本实现采煤、掘进、综合等生产环节的机械化。近年，受益于煤炭保供政策实施，不连沟煤矿核增产能，肖家洼煤矿扩大建设规模等影响，公司煤炭产能逐年增加。截至2023年末，公司煤炭核定产能5240万吨/年，较2022年末保持稳定。公司持续推进下属煤矿智能高效转型，已完成建设智能采掘工作面10个，智能化示范矿井3个。

2021年，公司下属不连沟煤矿产能核增和肖家旺扩大建设规模，同时公司持续推进煤矿开采智能高效转型，公司煤炭产量同比增长6.50%，产能利用率因新增产能有待释放同比有所下降。2022年，受不连沟煤矿发生安全事故导致阶段停产整顿和隆德煤矿办理采矿权证影响，煤炭产量同比下降12.41%。2023年，随着隆德煤矿北部扩大区采矿权证完成办理，逐步生产，煤炭产量同比增长，产能利用率有所提高。预计2024年随着在建煤矿逐步投产及产能的进一步释放，公司煤炭产能规模将有所扩大，产能利用率提升，煤炭业务市场竞争力将进一步提升。

图表 10 近年公司原煤产能、产量和产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司主要在产矿井均为新建煤矿，具备服务年限短、赋存条件好、开采自动化水平高及人员负担轻等优势。公司煤炭完全成本主要由修理及安全维检费、税金及附加、职工薪酬、管理销售及其他费用、动力材料费及矿务工程费等构成。近年，随着修理及安全维检费、管理费用及其他费用、动力材料费及矿务工程费与职工薪酬等增加影响，公司吨煤成本整体呈上行趋势，但仍处于行业较低水平。2023年，公司吨煤完全成本同比增长1.46%，主要是因为减少外包用工，并增加自营队伍建设导致职工薪酬增加等所致。

图表 11 公司吨煤完全成本构成情况（单位：元/吨）

吨煤成本构成	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
职工薪酬	15.44	22.21	32.68	29.54
动力、材料费及矿物工程费	23.75	27.78	25.75	26.15
折旧及摊销	14.82	18.31	17.37	15.68
修理及安全维检费	34.49	38.50	52.48	47.76
洗选成本	12.60	16.48	14.92	15.91
税金及附加	55.65	54.14	49.34	45.01
财务费用	9.96	6.45	8.12	5.48
管理销售及其他费用	47.89	57.91	44.00	28.24
合计	214.61	241.78	245.32	213.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司部分矿井随着开采深度和年限增加，或因水、火和瓦斯影响，未来面临一定安全生产风险，在建和拟建煤矿未来投资金额较大，存在一定资本支出压力

近三年公司安全生产投入金额分别为8.55亿元、9.38亿元和16.34亿元，逐年增长。但2022年下属不连沟煤矿发生一起安全事故，造成1人死亡，未来公司尚需加强安全管理。公司部分矿井随着开采深度和年限增加，或因水、火和瓦斯影响，未来面临一定安全生产风险。

公司在建¹煤矿及洗煤厂主要包括新疆西黑山煤矿、隆德煤矿1000万吨/年改扩建项目和甘肃甜水堡煤矿二号井洗煤厂。公司拟建煤矿为新疆哈密淖毛湖煤矿和内蒙古高家梁煤矿，设计产能分别为500万吨/年和1000万吨/年。在建煤矿设计总产能3700万吨/年、在建洗煤厂产能240万吨，在建及拟建煤矿与洗煤厂项目计划总投资185.34亿元，截至2023年末已累计完成投资15.84亿元，2024年在建与拟建项目计划投资10.50亿元。

¹ 公司部分在建项目尚未办理结算。

图表 12 截至 2023 年末公司煤矿及洗煤厂主要在建项目（单位：万吨/年、亿元）

序号	项目类型	项目名称	设计产能	计划总投资	截至 2023 年末已投资	2024 年拟投资	2025 年拟投资	2026 年拟投资
1		新疆西黑山煤矿	1200	55.98	5.60	5.00	31.30	10.00
2	在建项目	隆德煤矿 1000 万吨/年改扩建项目	1000	22.73	3.70	4.50	15.80	2.00
3		甘肃甜水堡煤矿二号井选煤厂	240 万吨/年煤矿配套洗煤厂	2.58	1.90	0.20	-	-
4	拟建项目	新疆哈密淖毛湖二号矿井	500	36.92	3.17	0.40	8.00	20.00
5		内蒙古东高家梁煤矿	1000	67.13	1.47	0.40	5.00	25.00
合计			3940	185.34	15.84	10.50	60.10	57.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

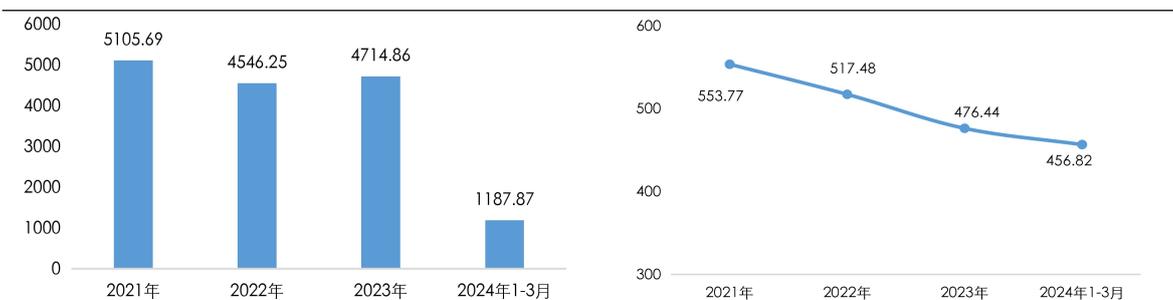
公司对华电集团系统内客户销量占比较高，并与下游大型电厂、化工企业形成战略合作关系，销售渠道较稳定，近年煤炭业务盈利能力维持较高水平

公司作为华电集团煤炭业务经营主体，对华电集团系统内客户煤炭销量占公司煤炭总销量的 25%以上，并与下游大型电厂、化工企业形成稳固的战略合作关系，销售渠道较为稳定。公司对华电集团系统内客户及其他长协客户销售定价机制为，根据运输方式参照长协价格机制、铁路竞价、CCI 汾渭指数等市场价格定价，对外长协销售量占煤炭总销量的 52%。公司对剩余约 48%的煤炭通过公开竞价方式对外销售，价格主要采取公开竞价并参照华电价格机制，且销售价格不低于华电集团系统内销售价格。公司对华电集团下属关联企业级少部分优质客户给予一定账期，账期在 45 天左右，对华电集团外的煤炭销售以预收货款为主。2022 年以来，公司对所有下游客户结算方式调整为预收货款。

2023 年，公司煤炭销售客户以华电集团体系内的客户为主。近年，受益于国际能源供需偏紧、国内火电需求增加，以及煤炭市场价格高位运行，公司煤炭销售均价在 500 元/吨~600 元/吨区间内波动。2022 年以来，受煤炭市场价格和长协价格高位回落影响，公司不连沟煤矿和肖家洼煤矿的煤炭销售均价有所下降，公司煤炭销售均价同比下降 6.55%。2023 年，公司煤炭销售均价同比下降 7.93%。

近年公司煤炭销量有所波动。2022 年，受不连沟煤矿和隆德煤矿销量减少影响，公司煤炭销量同比下降 10.96%。2023 年，受益于不连沟煤矿销量增加，公司煤炭销量同比增长 3.71%。

图表 13 公司煤炭销量与销售价格情况（单位：万吨、元/吨）

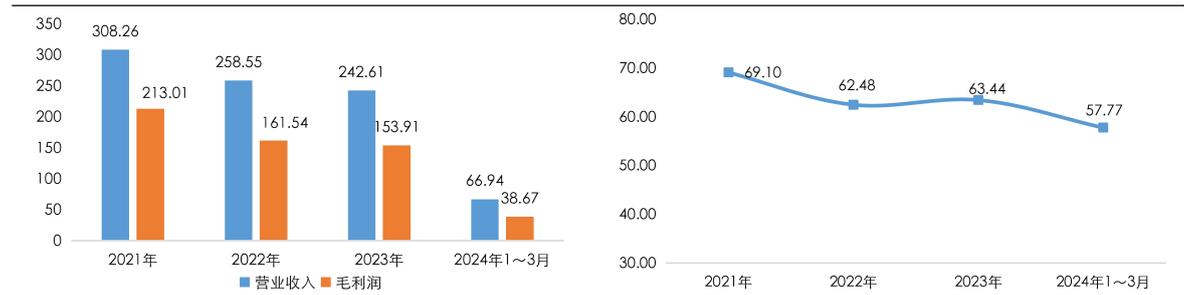


资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年，受益于销售价格上涨、销量增加，公司煤炭业务收入和毛利润同比分别增长 97.08%

和 183.37%，毛利率同比提高 21.04 个百分点。2022 年，受不连沟和隆德煤矿销量减少，以及煤炭销售价格高位回落影响，公司煤炭业务收入和毛利润同比分别下降 16.13%和 24.16%，毛利率同比下滑 6.62 个百分点。2023 年，受煤炭销售均价下降影响，公司煤炭业务收入和毛利润同比分别下降 6.17%和 4.72%，但煤炭业务盈利能力仍维持较高水平。2024 年 1~3 月，受煤炭销售均价继续下降影响，公司煤炭业务收入同比下降 2.41%，煤炭业务毛利润同比下降 0.03%。2024 年二季度以来，我国煤炭行业供给增速放缓，需求平稳增加，煤炭行业供需改善，煤价企稳回升，预计 2024 年公司煤炭业务盈利将有望企稳。

图表 14 公司煤炭业务收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

电力及热力业务

公司电力及热力业务主要由子公司华电能源股份有限公司（以下简称“华电能源”）、榆横煤电和不连沟煤业负责运营。

图表 15 2023 年公司电力及热力业务经营主体主要数据（单位：%、万千瓦、亿元）

子公司名称	持股比例	装机容量	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
华电能源	59.79	641.20	291.14	62.31	186.56	10.45	78.6
榆横煤电	79.41	132.00	118.68	73.90	98.50	36.30	37.74
不连沟煤业	51.00	60.00	71.99	19.48	79.97	23.7	72.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司不断推进煤电一体化项目建设，近年随着下游用电需求增加与合并华电能源，公司电力装机容量和发电量较快增长，电力与热力业务收入逐年增长，但受燃料煤成本上升影响，2021 年以来公司电力与热力业务毛利润持续亏损，毛利率持续为负

公司不断推进煤电一体化项目建设，发挥煤电一体化的成本优势。公司火力发电厂主要位于黑龙江、陕西和内蒙古地区。截至 2024 年 3 月末，公司电力及热力业务装机容量 833.20 万千瓦。其中，榆横煤电下属的榆横电厂（一期），装机容量 2×66 万千瓦，于 2014 年建成投产，燃料煤主要来源于小纪汗煤矿；不连沟煤业下属的大路煤研石电厂装机容量为 2×30 万千瓦，于 2016 年投产，该电厂为不连沟煤矿的配套项目，燃料煤主要来源于不连沟煤矿。2022 年，公司合并华电能源，增加燃煤发电机组 27 台，装机容量增加 641.20 万千瓦，并成为黑龙江省最大发电与集中供热运营商。

随着下游用电需求增加和合并华电能源，近年公司电力装机容量、发电量呈增长趋势。2022 年公司电力装机容量和发电量同比分别增长 333.96%和 190.64%，主要是合并华电能源，装机

容量增加所致。2023年公司电力装机容量和发电量同比分别增长5.48%和5.16%，主要是因为下游电力需求旺盛。2022年公司机组平均利用小时数同比下降33.30%，主要系黑龙江省经济发展滞后，省内用电及用热需求不足，叠加黑龙江省煤炭去产能后，电煤供应紧张所致。2023年公司机组平均利用小时数同比增长5.92%，主要是因为下游用电需求增长。近年，受执行电价上浮政策和电煤成本上升影响，公司上网电价波动上升。

图表 16 公司电力及热力业务经营主体主要数据（单位：万千瓦、亿千瓦时、小时、元/千瓦时、克/千瓦时）

指标	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
装机容量	192.00	833.20	833.20	833.20
发电量	107.04	311.10	328.16	85.27
上网电量	95.43	276.56	290.84	74.52
机组平均利用小时数	5574	3718	3938	1023
平均上网电价	0.301	0.410	0.390	0.4037
单位煤耗	304.82	303.42	304.75	275.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司发电量全部向当地电网公司销售，再由电网公司销售终端用户，并由电网调度中心通过对各电厂实行公开调度执行。电厂根据与地方电网公司签订的售电合同，对上网电量采取每月一结的结算方式定期进行电费结算。公司电力业务主要销售客户包括国网黑龙江省电力有限公司、国网陕西省电力有限公司、内蒙古电力（集团）有限责任公司、齐齐哈尔市鹤城热网有限公司等，客户集中度很高。

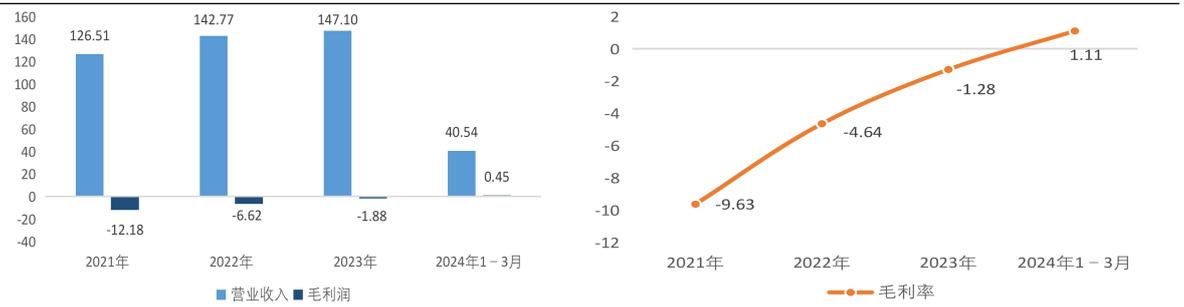
受合并华电能源影响，2022年公司燃料煤采购量2069.99万吨，同比增长333.16%。受黑龙江省煤炭去产能，电煤供应商减量提价，区域电煤供应紧张和煤炭市场价格上涨影响，2021年和2022年公司燃料煤采购均价同比上涨；2023年受煤炭市场价格下降影响，公司燃料煤采购均价有所下降，电力及热力业务成本控制压力有所缓解。

公司电力及热力业务煤炭供应商主要为哈尔滨铁路燃料运销有限公司、黑龙江龙煤矿业集团股份有限公司、华能内蒙古东部能源有限公司煤炭销售分公司、国能销售集团东北能源贸易有限公司和陕西华电榆横煤电有限责任公司等，供应商集中度较高。近年公司持续推进“光轴、切缸、全背压”等创新技术在供热改造中应用、推进机组升级改造，电力及热力业务单位煤耗有所下降。

截至2023年末，公司电力及热力在建项目为山西锦兴能源有限公司位于山西省吕梁市兴县的低热值煤发电项目，装机容量2×35万千瓦，计划总投资37.35亿元，截至2023年末已累计投资5.05亿元，2024年计划投资12.00亿元。未来，随着在建电厂投产后释放产能，公司电力及热力业务装机规模将进一步提升。

公司上网电量和上网电价逐年上升，加之合并华电能源后追溯调整收入和毛利润，电力与热力业务收入逐年增长，但受燃料煤成本上升，以及黑龙江省供热市场增速放缓、供热价格较低导致华电能源电力及热力业务毛利润为负影响，2021年以来，公司电力与热力业务毛利润和毛利率持续为负。2024年1~3月，受益于燃料煤价格高位回落影响，公司电力及热力业务毛利润和毛利率同比提升。受燃料煤价格仍位于较高水平和黑龙江省供热市场增速放缓影响，预计2024年公司电力及热力业务盈利将维持较低水平。

图表 17 近年公司电力及热力业务营业收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤炭贸易业务

公司煤炭贸易业务主要经营主体为华电煤业集团运销有限公司（以下简称“运销公司”）。

图表 18 2023 年公司煤炭贸易业务经营主体主要经营和财务数据（单位：%、万吨、亿元）

子公司名称	持股比例	贸易量	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	资产负债率
运销公司	100.00	2816.24	16.78	2.28	174.08	1.14	86.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年受贸易煤销售价格波动下降影响，公司煤炭贸易业务毛利润和毛利率有所波动，整体获利能力较弱

公司主要采取“点对点”的贸易模式，先与下游客户确定煤种、煤炭供应量、价格和结算方式后再参照上述条件向上游煤炭生产厂商采购煤炭，并尽量减少因大量存煤和煤炭价格波动造成的煤炭存货减值风险。公司根据煤炭市场景气程度，适当采取预收煤款或赊销方式对煤炭贸易业务进行调节。公司在结算方式也采取“点对点”模式，在与下游客户约定结算方式后以相应的结算方式与上游客户结算；或者在与上游客户约定结算方式后，要求下游客户以相应的结算方式进行结算。公司对华电集团系统内的电厂及少量优质下游客户，会核定一定账期，到期后，由电厂通过华电集团财务公司或结算银行向公司支付货款，账期一般不超过 1 个月。

2023 年，公司煤炭贸易业务前五大销售客户销售金额合计 127.50 亿元，占煤炭贸易业务销售收入的 56.46%，客户集中度较高。公司煤炭贸易业务前五大销售客户中，关联方销售金额占比 80%以上，关联方销售金额占比高。

图表 19 2023 年公司煤炭贸易业务前五大客户情况（单位：万吨、亿元、%）

前五大客户名称	销售量	销售金额	销售金额占比	是否关联方
中国华电集团有限公司燃料分公司	1638.26	109.56	48.52	是
华电集团北京燃料物流有限公司内蒙古分公司	98.28	5.60	2.48	是
四川广安发电有限责任公司	63.19	3.63	1.61	是
榆林矿业集团鑫源煤炭运销有限公司	55.33	4.76	2.11	否
四川西部制汇能源有限公司	46.65	3.95	1.75	是
合计	1901.71	127.50	56.46	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年，公司煤炭贸易业务前五大供应商分别为陕西华电榆横煤电有限责任公司、山西锦兴能源有限公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限公司、内蒙古华通瑞盛能源有限公司和神木县隆德矿业有限责任公司，主要为公司子公司或关联方，前五大供应商采购量合计2567.29万吨，占煤炭贸易采购量的90.85%，采购金额合计163.57亿元，占煤炭贸易业务采购总额的79.65%，供应商集中度高，但煤炭供应商稳定性较强。

近年公司煤炭贸易业务收入有所下降，毛利润和毛利率有所波动，综合盈利能力较弱。预计公司未来贸易业务收入占比有所下降，同时受贸易业务盈利模式影响，毛利润增长空间有限。

图表 20 近年公司煤炭贸易销售和盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，拥有煤炭资源可采储量超90亿吨，在产煤矿产能5240万吨/年，煤质较好，具有极强的市场竞争力；近年受益于煤炭保供政策实施、部分矿井产能核增，以及持续推进煤矿智能高效转型，公司煤炭产量波动增长，产能规模较大；公司不断推进煤电一体化项目建设，近年随着下游用电需求增加与合并华电能源，公司电力装机容量和发电量较快增长。同时，东方金诚也关注到，近年受煤炭销售价格下降影响，煤炭业务收入和毛利润有所下降；公司部分矿井或因水、火和瓦斯影响，未来面临一定安全生产风险，在建和拟建煤矿未来投资金额较大，存在一定资本支出压力；受燃料煤成本上升，以及黑龙江省供热市场增速放缓、供热价格较低等因素影响，2021年至2023年公司电力与热力业务毛利率持续为负，预计2024年公司电力及热力业务盈利仍将维持较低水平。

重大事项

2022年华电能源通过向公司发行股份购买公司子公司锦兴能源股权的方式进行重大资产重组，重组完成后，公司成为华电能源控股股东，锦兴能源成为华电能源控股子公司，华电能源电力及热力业务持续亏损，对利润形成一定侵蚀

为提升上市公司华电能源股份有限公司（以下简称“华电能源”）的资产质量，改善其财务结构，实现煤电联营和煤电互保，平抑行业周期波动影响，2022年12月，公司关联方原华电集团下属上市子公司华电能源，通过向公司发行股份购买公司控股子公司山西锦兴能源有限公司（以下简称“锦兴能源”）51%股权的方式进行重大资产重组。华电能源向华电集团在内的8名特定投资者以非公开发行股份的方式募集配套资金26.80亿元，其中收购锦兴能源的交易价格为10.73亿元。重组完成后，公司成为华电能源控股股东，锦兴能源成为华电能源控股子公司，由于公司控股股东为华电集团，实际控制人为国务院国资委，华电能源的实际控制

人未发生变化。

华电能源是黑龙江区域电力供应和能源保障的重要支柱企业，发电装机容量占黑龙江省煤电装机容量的 25.89%，是区域内居民供热的主要热源。华电能源在重组前，主营电力及供热业务，发电机组装机容量 641.20 万千瓦，且均位于黑龙江省内。近年，黑龙江省大幅削减煤炭产能、每年 40% 的煤炭消耗依赖省外调入，区域内煤炭供应紧张，燃煤成本上升，2018 年~2021 年，华电能源持续亏损，资不抵债，面临退市风险。2022 年，华电能源重组后，并表锦兴能源，实现扭亏为盈，但资产负债率 79.58%，有息债务规模 187.16 亿元，债务负担仍很重；电力及热力业务持续亏损，对公司利润形成一定侵蚀。

公司治理与战略

公司建立了较为规范的法人治理结构，内部控制制度及管理体系健全

公司根据《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，建立了较为完善的法人治理结构。根据《公司章程》，公司设立了股东大会、董事会、监事会和管理层。股东大会是公司权力机构，董事会是公司经营决策机构。董事会由 9 名董事组成，其中，外部董事 5 名，内部董事 4 名；中国华电集团有限公司推荐 6 名董事，3 名为外部董事，3 名为内部董事；华电国际电力股份有限公司推荐 1 名外部董事；贵州乌江水电开发有限责任公司推荐 1 名外部董事，职工代表董事 1 名。董事会设董事长 1 名，由董事会以全体董事的过半数选举产生，董事的任期为 3 年，董事任期届满，经推荐或者选举可以连任，外部董事在同一企业连续任职一般不超过 6 年。公司设立监事会，由股东委派 1 名监事，监事的任期每届为 3 年，任期届满，可以连任。公司监事会由 3 名监事组成，中国华电集团有限公司委派 1 名监事，2 名为职工代表监事，股东推荐的监事由股东会选举和更换，职工代表监事由职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设立经理层，经理层是公司执行机构，经理层包括总经理 1 名，副总经理若干名，总会计师 1 名，总工程师 1 名，总法律顾问 1 名，由董事会聘任。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师、总工程师、总法律顾问，以及由董事会明确聘任为公司高级管理人员的其他人员。总经理对董事会负责。公司高管团队稳定，管理层级清晰。

公司设立了办公室（党委办公室/董事会办公室/法律事务部）、规划发展部、人力资源部、财务管理部、安全监督部（安全监察局）、环保管理部、生产部（科技中心、应急办）、机电设备部（信息中心）、工程管理部、销售（物流）管理部、资产管理部、党建工作部、监督部（纪检/巡察办公室）、审计部、企业管理部、群团工作部等。公司各个部门分工明确，职责清晰。公司建立了较为完善的管理制度，有助于公司防范运营风险。

安全环保方面，公司根据有关安全生产和环境保护方面的法律法规制定了内部安全生产及环境保护相关的规章制度，近年公司未发生重大安全生产事故和环保事故。2022 年，公司下属不连沟煤矿由于 F6220 综放工作面工人在更换输送机链条工作中违规操作，发生一起安全事故，造成 1 人死亡，事故发生后，公司强化安全生产奖惩管理办法等制度的执行，加强安全教育培训和问题隐患整改落实，并在整改完成后恢复生产。同时，公司深入推进安全责任“五落实、五到位”，强化安全生产双重预防机制建设，严格从业人员准入、业务培训、安全教育和资质审查，推进安全高效矿井建设，着力打造本质安全性煤炭企业。

公司高度重视安全环保工作，建立矿区全方位，生产全过程，工艺全工序的污染综合防治

体系，较好地解决了瓦斯、煤矸石、矿井水等资源综合利用和提高资源回收率等问题。公司矿井采区资源回收率达到90%，高于行业平均水平，为国家节约了大量宝贵的煤炭资源。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，可为缓解就业压力作出一定贡献。

公司未来将巩固发展煤炭、电力及热力两大传统产业，通过推进在建煤矿及相关产业一体化项目建设，建设世界一流能源企业

控股股东华电集团是国务院批准成立的全国五大发电集团之一，在电力装机容量方面具有极强的规模优势。华电集团“十四五”期间在煤炭业务方面，将开展国家智能化示范煤矿建设，优化煤炭开发布局和产能结构。

煤炭业务方面，公司将加快推进西黑山等前期项目工作进程，加快推进产能核增和合规手续办理，持续进行智能转型升级，提升煤矿智能化水平，积极开展港航企业智能化建设，并做好自产煤内销保供工作。电力及热力方面，公司将不断推进煤电一体化项目建设，以市场占有率为抓手，以效益电量为关键要素，稳妥参与现货交易，积极优化电量结构；同时公司将加强燃料成本控制，提高长协覆盖率，加大储煤力度，推动落实高耗能用户电价上浮政策，提高省间交易电价，推动热价上调。煤炭贸易与物流方面，公司将加快推进河北唐山港曹妃甸港区码头三期工程等项目建设，提高路港航、产运销协同，建立现代贸易与物流的数字化供应链服务平台。此外，公司还将持续落实安全生产目标，绿色发展目标以及碳中和目标，围绕全产业链碳减排技术实施科研攻关，将综合碳排放治理水平达到煤基能源行业领先水平。

财务分析

财务质量

公司提供了2021年~2023年的合并财务报告和2024年1~3月的合并财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年和2022年的合并财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见；天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2024年1~3月的合并财务报表未经审计。2021年数据按照2022年审计报告年初数据进行追溯调整。

截至2023年末，公司纳入合并范围的主要子公司共16家。

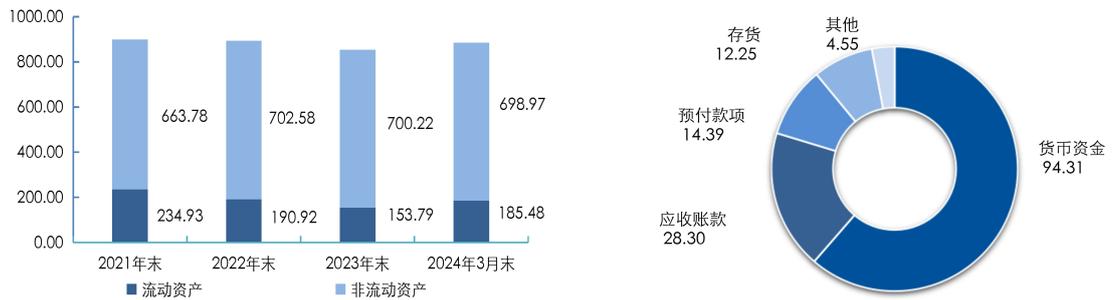
资产构成与资产质量

近年公司资产总额呈增长态势，构成以非流动资产为主，应收账款和存货占用资金较多，受限资产金额较大，对资产流动性形成一定影响

近年末，公司资产总额有所下降，2023年末非流动资产占总资产的比例为81.99%，资产构成以非流动资产为主。2023年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，2023年末货币资金期末余额同比下降27.38%，主要系公司偿还债务所致，其中受限货币资金占货币资金的比例为22.74%，主要为复垦保证金和账户冻结资金等。公司应收账款主要是应收电力和应收煤炭销售款，2023年末账面价值同比下降2.88%，主要系公司改变煤炭销售结算方式所致，应收账款共计提坏账准备6.21亿元，应收账款账龄以1年以内（含1年）为主，应收账款前五名客户分别为国网黑龙江省电力有限公司、国网陕西省电力公司、大唐电力燃料有限公司山西分公司、中国华电公司有

限公司燃料分公司和内蒙古电力（公司）有限责任公司，前五名单位应收账款账面余额合计占比 55.20%，应收账款集中度较高，但应收对象以大型国有电力公司、华电集团子公司、央企发电集团子公司为主，回款风险相对较小；2024 年 3 月末，公司应收账款较 2023 年末增长 30.39%，主要系煤炭销量增加，部分货款未结算导致应收煤炭货款增加所致。公司存货主要为燃煤及燃油、原材料和库存商品等，2023 年末存货同比下降 4.33%，主要系煤炭库存减少所致；2023 年存货周转率 17.44 次，同比下降 3.90 次；2023 年末计提存货跌价准备 0.34 亿元。公司预付款项主要是预付煤款及铁路运费，近年期末余额逐年增长，2023 年预付款项期末余额同比增长 66.54%，主要是因为运销公司采购时，上游供应商调整采购预付款政策所致。

图表 21 公司资产构成及 2023 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产仍主要由固定资产、无形资产、其他权益工具投资和在建工程构成，2023 年末占比分别为 46.81%、31.45%、6.30%和 5.33%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2023 年末固定资产账面价值同比下降 2.26%，固定资产累计折旧 406.49 亿元，共计提减值准备 4.46 亿元。公司无形资产主要为采矿权、探矿权、特许权和土地使用权等，2023 年末无形资产账面价值基本保持稳定，无形资产累计计提减值准备 3.58 亿元。公司主要在建工程包括河北唐山曹妃甸煤炭码头三期（预算 60.83 亿元）、新疆昌吉西黑山煤矿一期、淖毛湖一号矿井项目、隆德矿业 1000 万吨改扩建项目等，2023 年末公司在建工程账面价值基本保持稳定，在建工程累计计提减值准备 3.38 亿元，主要为万胜矿业甜水堡一号矿井 2016 年关停后计提减值，以及锦兴能源煤化工项目关停后计提减值所致。公司其他权益工具投资主要为对股东华电集团关联企业的投资以及对相关煤炭铁路线路的投资，2023 年末，其他权益工具投资同比增长 22.70%，主要是对中国华电集团财务有限公司、乌准铁路有限责任公司、华电置业有限公司、蒙冀铁路有限责任公司等投资增加所致。

2024 年 3 月末，公司资产总额较 2023 年末增长 3.56%，主要是流动资产中货币资金增加 22.31 亿元所致，资产构成中非流动资产占比 79.03%；流动资产构成较 2022 年末变化不大。

截至 2023 年末，公司受限资产为 76.35 亿元，主要是受限的货币资金、应收账款和固定资产，合计占资产总额的 8.94%，占净资产的 22.32%，对资产流动性产生一定影响。

图表 22 截至 2023 年末非流动资产构成及资产受限情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

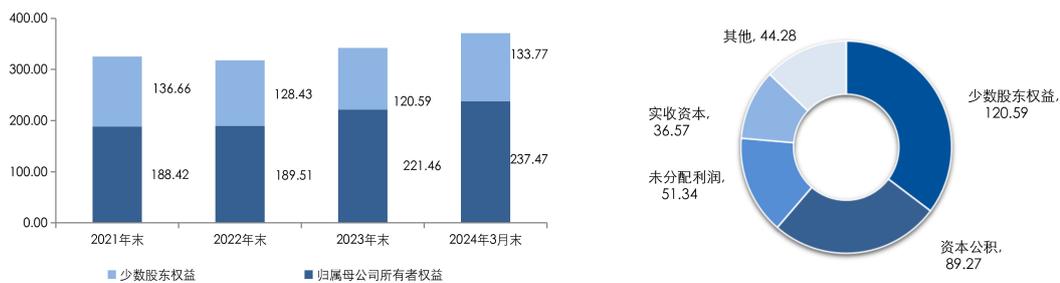
资本结构

受益于资本公积和盈余公积增加, 公司所有者权益近年波动增长, 但少数股东权益占比较高

近年末, 公司所有者权益波动增长。2023 年末, 公司所有者权益同比增长 7.58%, 主要是盈利积累、资本公积和盈余公积增加所致。2023 年末, 公司所有者权益主要由少数股东权益、资本公积、未分配利润和实收资本等构成, 占比分别为 35.26%、26.10%、15.01%和 10.69%。2023 年末, 公司少数股东权益同比下降 6.11%, 主要系少数股东股权占比较高的子公司盈利下降, 少数股东损益同比下降所致。2023 年末, 公司资本公积同比增长 1.38%, 主要是公司增加华电能源三供一业资产。2023 年末, 公司未分配利润同比增长 26.01%, 主要是当期盈利积累所致。2023 年末, 公司实收资本基本保持稳定。

2024 年 3 月末, 公司所有者权益较 2023 年末增长 3.56%, 所有者权益的构成较 2023 年末变化不大。

图表 23 公司所有者权益规模及 2023 年末构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

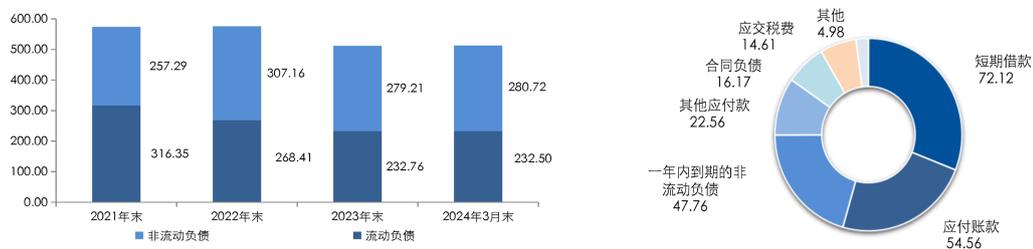
近年公司负债总额和资产负债率波动下降, 有息债务规模较大, 债务负担较重

近年末, 公司负债总额波动下降。2023 年末, 公司负债总额同比下降 11.05%, 负债中流动负债和非流动负债占比分别为 45.46%和 54.54%。2023 年末, 公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付账款、合同负债和应交税费构成。公司短期借款主要为信用借款, 2023 年末短期借款同比下降 15.22%, 短期借款融资利率区间为 2.40%~3.65%。应付账款主要是应付工程款及质保金等, 2023 年末应付账款同比增长 4.99%, 应付账款账龄以 1 年以内为主。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券, 2023 年末一年内到期的非流动负债同比下降 23.58%, 主要是偿还一年内到期的

长期借款所致。合同负债均为预收合同款，2023年合同负债同比下降23.58%，主要是煤炭价格下降导致收款减少所致。其他应付款主要是应付工程质保金、应付履约/投标或其他保证金和押金等，2023年其他应付款同比增长40.19%。

2023年末，公司非流动负债同比下降9.10%，主要是因为长期借款到期和长期应付款减少所致，非流动负债主要由长期借款、长期应付款和预计负债构成，期末余额占比分别为45.03%、42.55%和6.12%。公司长期借款主要由信用借款和质押借款构成，2023年末，长期借款同比下降10.85%，主要是因为公司长期借款到期所致，长期借款融资利率区间为2.70%~4.80%。公司长期应付款主要是公司本身及子公司应付煤款及其他部分质保金、工程款等项目，2023年末，长期应付款同比下降2.03%，主要是应付售后回租款减少所致。公司预计负债主要是矿山环境恢复治理基金，2023年末，预计负债同比增长69.70%，主要是预提缴纳的矿山环境恢复治理基金费用增加。

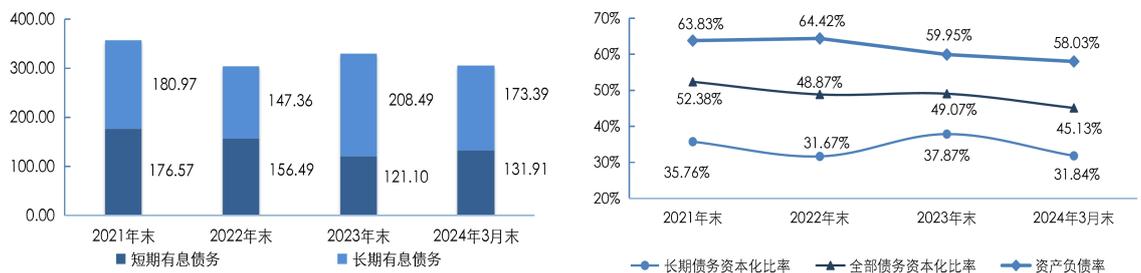
图表 24 公司负债构成及 2023 年末流动负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司全部有息债务规模较大，2023年末同比增长8.47%，主要系长期应付款付息项增加较多所致；2023年末短期有息债务占比36.74%，债务结构以长期有息债务为主。2023年末，公司资产负债率同比下降4.47个百分点，全部债务资本化比率同比上升0.20个百分点。从债务期限结构来看，公司一年内到期的有息债务主要为短期借款和一年内到期的非流动负债。2024年3月末，公司有息债务有所下降，主要系长期应付款付息项减少所致。

图表 25 公司有息债务及债务率情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司有息债务方面，2023年末，母公司全部有息债务为34.94亿元，其中短期有息债务占比64.74%；母公司资产负债率26.75%，资产负债率同比下降。

截至2023年末，公司对外担保余额2.36亿元，担保比率0.69%，主要是控股子公司内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司对内蒙古伊泰呼准铁路有限责任公司贷款按股权比例提供连带责任保证担保。截至本报告出具日，内蒙古伊泰呼准铁路有限责任公司经营正常。

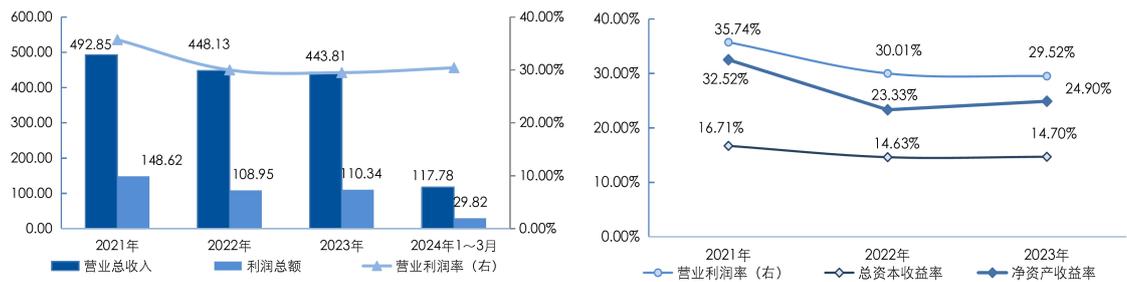
盈利能力

受煤炭价格高位回落影响，近年公司营业总收入逐年下降，利润总额有所波动，期间费用对利润的侵蚀较大，预计 2024 年煤价中枢将有所回升，公司盈利能力将有望企稳

近年，受煤炭价格高位回落影响，公司营业总收入逐年下降，利润总额有所波动。2022 年，随着煤炭价格高位回落，以及煤炭销量减少，公司营业总收入和利润总额同比分别下降 9.67% 和 26.69%。近年公司营业利润率波动下降。2021 年~2022 年，随着公司改善融资结构、发行债券，降低融资成本，公司期间费用有所下降，但由于营业总收入下降，2023 年期间费用率有所上升，公司期间费用规模仍较大，2021 年~2023 年，公司期间费用分别为 31.45 亿元、28.92 亿元和 30.81 亿元，期间费用对利润侵蚀较大。

2023 年，公司资产减值损失 0.31 亿元，主要为固定资产减值损失-0.16 亿元和无形资产减值损失-0.15 亿元。2023 年，公司投资收益同比下降 40.08% 至 5.47 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益和其他权益工具投资持有期间的投资收益增加所致。2023 年，公司营业外收入 2.31 亿元，同比增长 642.36%；营业外支出 0.85 亿元，同比下降 34.42%。

图表 26 近年公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024 年 1~3 月，受煤炭贸易规模增加影响，公司营业总收入同比增长 1.89%；受益于煤炭贸易业务盈利增加和财务费用下降，利润总额同比增长 2.85%。预计 2024 年煤炭价格中枢将有所回升，公司盈利能力将有望企稳。

现金流

近年公司经营性活动现金流保持净流入，投资活动和筹资活动现金流持续净流出

近年，受益于煤炭价格高位运行、盈利呈增长态势，公司经营现金流保持净流入。公司现金收入比维持较高水平，经营获现能力较强。近年，公司投资活动现金流持续保持净流出状态，主要系公司不断加大煤炭、煤电一体化、物流等项目投资，购建固定资产、无形资产等长期资产支付的现金及投资支付的现金较多所致。近年公司筹资活动现金流持续净流出，主要系公司盈利改善后，加大债务偿还所致。

图表 27 公司现金流和现金收入比情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

近年末, 公司流动比率和速动比率有所下降。受经营活动净现金流波动影响, 公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度有所波动。从长期偿债能力来看, 公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数波动下降。

图表 28 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

指标名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
流动比率	74.26	71.13	66.07	79.78
速动比率	67.90	66.36	60.81	74.36
经营现金流流动负债比	60.93	49.92	53.42	-
EBITDA 利息倍数	20.96	9.60	12.98	-
全部债务/EBITDA	1.79	1.89	1.87	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2023 年末, 公司短期有息债务 121.10 亿元, 存续债券余额 15.00 亿元。2023 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 80.96 亿元。2023 年公司经营活动净现金流为 124.33 亿元, 投资活动净现金流为-22.44 亿元, 筹资活动前净现金流为 101.89 亿元。2024 年 1~3 月, 受煤炭贸易规模增加影响, 公司营业总收入同比小幅增长, 利润总额略有增长, 预计 2024 年整体盈利能力将有望企稳。2024 年公司在建及拟建煤矿、在建曹妃甸港口码头等项目资本支出约 10.50 亿元, 筹资活动前净现金流对短期债务的保障能力一般。

公司融资渠道较畅通, 截至 2024 年 3 月末, 公司获得银行授信总额 613.94 亿元, 未使用银行授信约 463.29 亿元。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》, 截至 2024 年 4 月 3 日, 公司本部在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录。

截至本报告出具日, 公司在债券市场发行的各期债券均正常付息, 到期债券按时兑付。

外部支持

公司控股股东华电集团是国内五大发电集团之一，行业地位显著，综合实力极强，公司作为华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，在业务发展、产业整合、信贷支持等方面可持续获得股东及相关各方的有力支持

公司控股股东华电集团是国务院批准成立的全国五大发电集团之一，在装机容量方面具有极强的规模优势。华电集团主要从事发电运营、煤炭开采、电力建设等业务，发电资产分布在全国 30 多个省、自治区和直辖市，2023 年末华电集团控股装机容量 21431 万千瓦（其中，风电、水电和太阳能发电等清洁能源装机容量 8723 万千瓦），控股煤炭产能 6060 万吨/年。华电集团火电机组单机容量 30 万千瓦及以上的机组占比 86.98%，60 万千瓦及以上的机组占比为 47.32%。同时，华电集团直接或间接控股华电国际电力股份有限公司、华电能源股份有限公司、贵州黔源电力股份有限公司、国电南京自动化股份有限公司等上市公司，直接融资渠道畅通。

公司作为华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，在业务发展、产业整合、信贷支持等方面有望持续获得股东及相关各方的大力支持。近年，公司在煤炭产品销售方面持续获得华电集团的大力支持，华电集团火电装机容量 12709 万千瓦，公司约 25% 的煤炭产品供给华电集团下属的电厂使用，华电集团及子公司为公司提供了稳定的下游销售渠道。

2022 年 12 月，华电集团下属上市子公司华电能源，通过向公司发行股份购买公司控股子公司山西锦兴能源有限公司（以下简称“锦兴能源”）51% 股权的方式进行重大资产重组。重组完成后，公司成为华电能源控股股东，控股电力装机容量增加 641.20 万千瓦。

截至 2024 年 3 月末，公司获得华电集团财务公司授信总额 60.90 亿元，未使用授信 49.10 亿元。此外，公司还通过华电融资租赁有限公司、华电商业保理(天津)有限公司、华电集团委托贷款等方式，获得授信总额 38.58 亿元，未使用授信 2.90 亿元。

2021 年~2023 年，公司获得计入其他收益的政府补助分别为 0.94 亿元、1.70 亿元和 1.76 亿元，主要为中央和地方财政补贴收入、煤炭补贴收入、节能减排（含技改）补贴收入、稳岗补贴、增值税加计抵减、增值税免税等。

综上，公司作为华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，在业务发展、产业整合、信贷支持等方面可持续获得股东及相关各方的有力支持，预计华电集团未来对公司的支持意愿仍很强。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司是华电集团下属的煤炭资源整合开发平台，已形成“煤-电-路-港-航”为一体的综合产业体系，在陕晋蒙甘等地的煤炭可采储量超 90 亿吨，煤种以动力煤为主，煤质较好，近年煤炭产能和产量保持增长态势，具有极强的市场竞争力；公司对华电集团系统内客户销量占比较高，并与下游大型电厂、化工企业形成战略合作关系，销售渠道较稳定，近年煤炭业务盈利维持较高水平；公司持续推进煤电一体化项目建设，2022 年合并华电能源股份有限公司，电力装机规模和上网电量显著提升，叠加近年上网电价波动上升，公司电力及热力业务收入逐年增加。

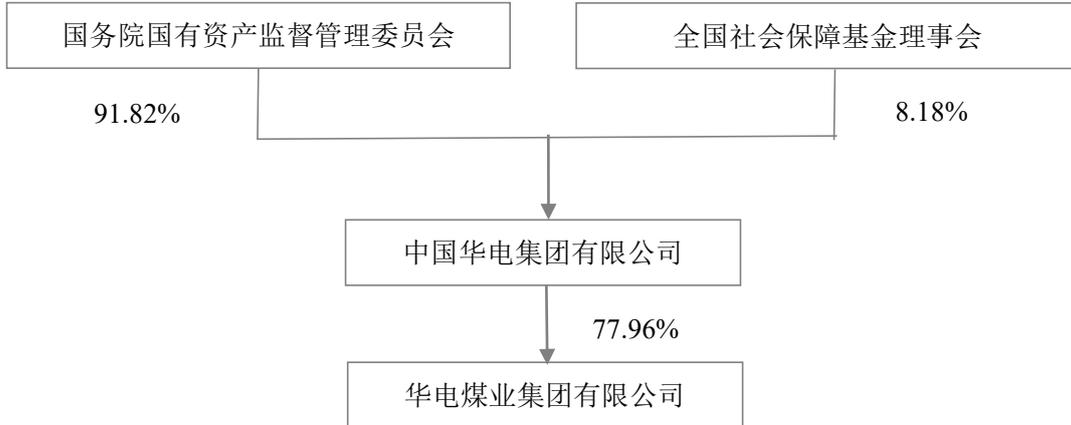
同时，东方金诚关注到，受燃料煤成本上升，以及黑龙江省供热市场增速放缓、供热价格

较低导致华电能源电力及热力业务毛利润为负影响，近年公司电力及热力业务毛利率为负，预计 2024 年公司电力及热力业务盈利仍将维持较低水平；公司有息债务规模较大，债务负担较重。

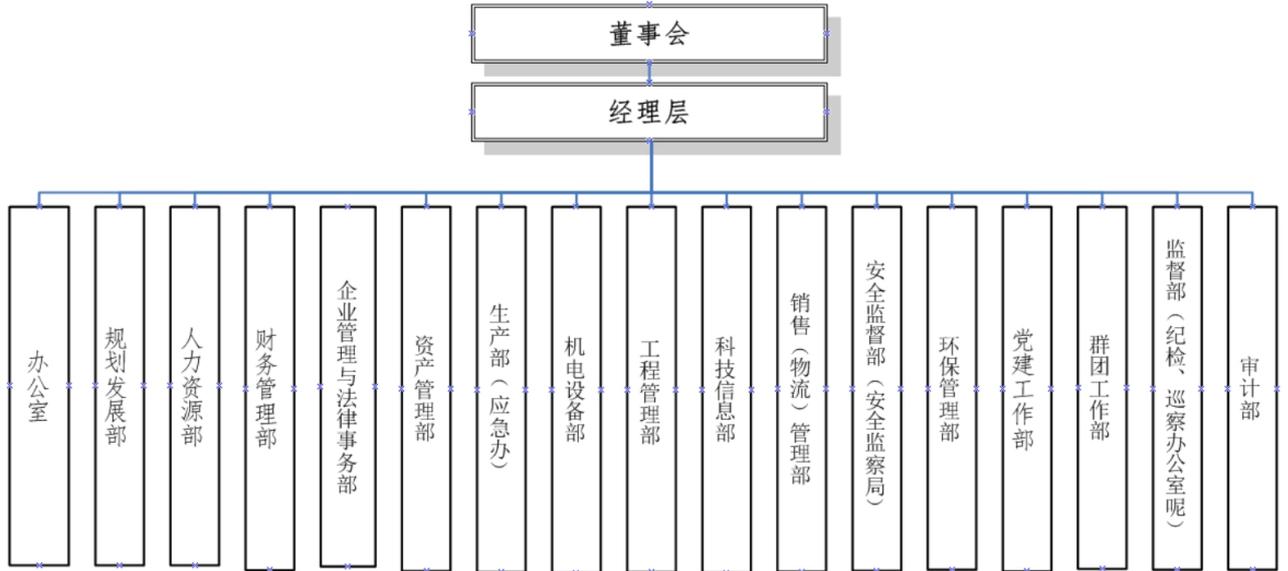
外部支持方面，控股股东华电集团是国务院批准成立的全国五大发电集团之一，在电力装机容量方面具有极强的规模优势；华电集团“十四五”期间在煤炭业务方面，将开展国家智能化示范煤矿建设，优化煤炭开发布局和产能结构；作为华电集团下属的煤炭业务核心运营主体，公司在业务发展、产业整合、信贷支持等方面持续获得股东及相关各方的有力支持，预计未来华电集团对公司的支持意愿仍很强。

综上所述，东方金诚评定华电煤业集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用及本期中期票据本息偿还能力的评估，东方金诚评定本期中期票据的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及财务指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	898.71	893.50	854.01	884.45
所有者权益 (亿元)	325.08	317.94	342.05	371.23
负债总额 (亿元)	573.63	575.56	511.97	513.22
短期债务 (亿元)	176.57	156.49	121.10	131.91
长期债务 (亿元)	180.97	147.36	208.49	173.39
全部债务 (亿元)	357.54	303.86	329.59	305.30
营业总收入 (亿元)	492.85	448.13	443.81	117.78
利润总额 (亿元)	148.62	108.95	110.34	29.82
净利润 (亿元)	105.72	74.18	85.16	24.71
EBITDA (亿元)	199.41	161.06	176.55	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	192.76	133.99	124.33	21.04
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-32.29	-27.24	-22.44	-3.27
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-76.29	-131.95	-145.59	2.13
毛利率 (%)	41.94	35.88	35.15	35.75
营业利润率 (%)	35.74	30.01	29.52	30.43
销售净利率 (%)	21.45	16.55	19.19	20.98
总资本收益率 (%)	16.71	14.63	14.70	-
净资产收益率 (%)	32.52	23.33	24.90	-
总资产收益率 (%)	11.76	8.30	9.97	-
资产负债率 (%)	63.83	64.42	59.95	58.03
长期债务资本化比率 (%)	35.76	31.67	37.87	31.84
全部债务资本化比率 (%)	52.38	48.87	49.07	45.13
货币资金/短期债务 (%)	84.60	82.99	77.88	88.41
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	44.88	35.13	30.92	5.82
流动比率 (%)	74.26	71.13	66.07	79.78
速动比率 (%)	67.90	66.36	60.81	74.36
经营现金流流动负债比 (%)	60.93	49.92	53.42	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.96	9.60	12.98	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.79	1.89	1.87	-
应收账款周转率 (次)	18.56	15.79	15.46	-
销售债权周转率 (次)	13.91	12.82	15.20	-
存货周转率 (次)	20.91	27.53	22.97	-
总资产周转率 (次)	0.67	0.57	0.51	-
现金收入比 (%)	108.31	118.35	111.32	109.34

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“华电煤业集团有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与华电煤业集团有限公司（以下简称“受评主体”）和该债项相关的、债券特殊条款事项、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果将根据监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024 年 6 月 3 日