

作者：朱杰

邮箱：research@fecr.com.cn

2019年煤炭行业信用展望

摘要

2018年中国煤炭行业去产能力度较大，原煤产量保持低速增长，其中，受到环保监督趋严、限产等因素影响，炼焦煤产量有所下降，焦炭基本维持上年产量。需求方面，全社会用电量快速增长，动力煤需求较好；受到汽车、房地产行业增速下降的影响，焦煤需求有所下降。展望2019年，煤炭子行业价格将面临结构性分化，动力煤行业供给偏宽松，价格中枢下行，但大幅回落可能性较小；受到基建补短板政策影响，焦煤及焦炭行业仍将保持平稳发展趋势，需求或将好转，价格或先抑后扬。

从行业政策看，2018年煤炭行业去产能任务已基本完成，未来两年，产能淘汰进度将呈放缓趋势。但煤炭行业优质产能对落后产能的置换力度仍将较大，煤炭行业产业布局将由中部和东北部地区向西部转移，煤炭企业安全生产、绿色、高效发展成为发展趋势。

从行业关注来看，煤炭行业集中度提升，老旧矿井开采成本上行，开采安全和环保问题较突出，而绿色化、自动化、智能化发展投资较大，需关注由此引发的信用风险。新型煤化工生产成本偏高，需关注石油价格波动对新型煤化工和煤炭行业的影响。中小煤炭企业矿井规模通常较小，且机械化水平和安全性亦相对较低，或面临兼并重组和较大的关停并转经营压力。

2018年煤炭发债企业信用级别整体保持稳定，信用利差处于高位。龙头企业具有资源优势，煤炭价格上涨使其资产负债率、盈利能力均有所改善，经营性现金净流量可覆盖投资性资本支出。小型煤炭企业资源禀赋相对较差，安全隐患较多，财务杠杆处于高位，存在盈利能力较弱及对外投资较为激进等问题，整体抗风险能力较弱。2019年动力煤价格回落将对发债企业造成一定负面影响，需关注小型煤炭发债企业的信用风险。

整体而言，预计2019年行业基本面较好，政策亦引导行业健康发展，面临的积极因素较多，2019年煤炭行业整体信用状况将保持稳定。

远东资信行业信用展望系列：

1. 《2019年建筑行业信用展望》，2019.01.31
2. 《2019年商业银行信用展望》，2019.02.01
3. 《2019年商业地产行业信用展望》，2019.02.18
4. 《2019年医药制造行业信用展望》，2019.02.22
5. 《2019年火电行业信用展望》，2019.02.25

一、行业运行概况

(一) 煤炭供给分析

1. 原煤产量分析

中国是全球最大的煤炭生产和消费国,煤炭在国内能源消费占据首位的趋势在较长时间内不会改变。中国煤炭储量较大,从开采条件来看,大型露天矿较少,井工矿占比较大,开采成本较高;且煤层厚度、硫分、灰分和热值等差异较大,煤质较好的动力煤主要分布在北方及三西地区。炼焦煤方面,受到成煤年代、成煤物质、成煤环境及变质作用的影响,焦煤品质亦存在较大差异,其中,东北和华北地区焦煤质量较好,适用于黑色金属冶炼及压延行业等。而西北和华南地区煤质较差,多用于煤化工领域。截至2018年6月末,中国煤炭产能为34.91亿吨,山西、内蒙古、山西产能合计占比超过60%,为中国重要的煤炭产区。此外,中国有14个亿级大型煤炭基地,分别为晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、宁东、鲁西、两淮、云贵、冀中、河南、内蒙古东部和新疆,煤炭基地大型化趋势明显。

在煤炭供给侧改革过程中,2016年、2017年中国煤炭行业分别退出产能26090万吨、16913万吨,2018年政府预期退出煤炭产能1.5亿吨,并计划以晋陕蒙和新疆大型煤炭基地产能取代南方中小煤矿,促进优质煤炭产能释放。供给侧改革促进煤炭供给收紧,价格上涨;煤炭开采和洗选业产能利用率有所上升,2018年6月末为72.90%,分别较2017年6月末、12月末上升5.20个百分点和2.4个百分点。

2018年1-11月中国原煤产量为32.14亿吨,同比增长2.49%,增速较上年同期下降0.24个百分点。其中,内蒙古、山西、陕西为前三大原煤生产省市,原煤产量占比合计为69.10%,产能利用率高于全国平均水平,新疆、贵州、山东、安徽、河南为第二梯队,原煤产量占比合计为18.76%。

单位:亿吨

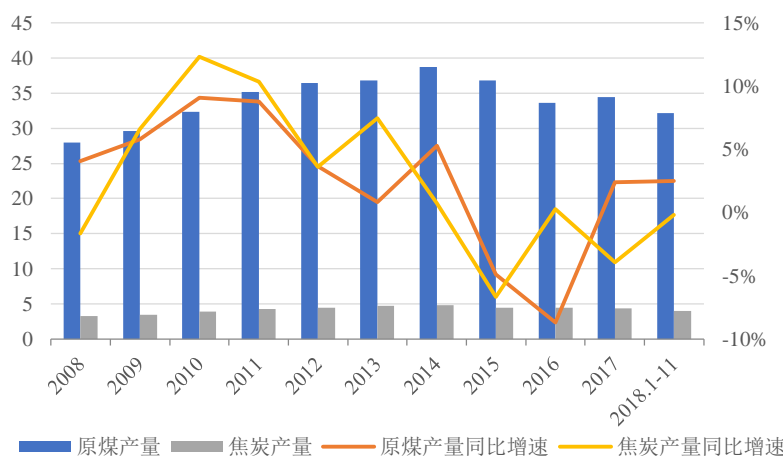


图 1: 近年来中国原煤和焦炭产量

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

根据十三五规划,中国原煤产量将由2017年的34.45亿吨增至2020年的39亿吨,年均复合增长率为4.22%。以此测算,2019年煤炭产量约为37.42亿吨,产量将保持低速增长。同时,中国煤炭结构化转型趋势明显,煤炭生产基地呈现大型化的发展趋势,优质产能将进一步释放,到2020年中国煤矿数量将控制在6000处左右,120万吨/年及以上大型煤矿产量占80%以上,30万吨/年及以下小型煤矿产量占10%以下。未来,中小煤矿面临较大的关停并转经营压力。

2.煤炭进口分析

进口煤对调节国内煤炭供需、平抑煤价波动起到积极作用。2018年1-11月中国进口动力煤7395.42万吨,同比增长7.79%;进口炼焦煤6178.53万吨,同比下降2.28%。2018年年中,为了抑制煤价上涨,监管部门鼓励进口煤炭,煤价下行后,10月要求全年进口煤实行平控。

澳大利亚为中国最重要的煤炭(炼焦煤)进口国。中国从澳大利亚进口的动力煤以高热值煤为主¹。2018年1-11月中国从澳大利亚累计进口动力煤4967.30万吨,同比增长18.41%,占中国进口动力煤的67.17%;进口均价为108.14美元/吨。中国从俄罗斯、印度尼西亚进口动力煤数量位居第二、第三位,当期累计进口量为1146.19万吨和832.14万吨,同比增速分别下降8.13%和17.93%,进口均价为69.94美元/吨和79.25美元/吨。同期,中国从澳大利亚进口炼焦煤2784.59万吨,基本与上年持平,进口均价为192.90美元/吨;紧随其后,中国向蒙古进口炼焦煤2514.97万吨,同比增长5.13%,蒙古炼焦煤进口均价较低,为93.23美元/吨。

单位:万吨

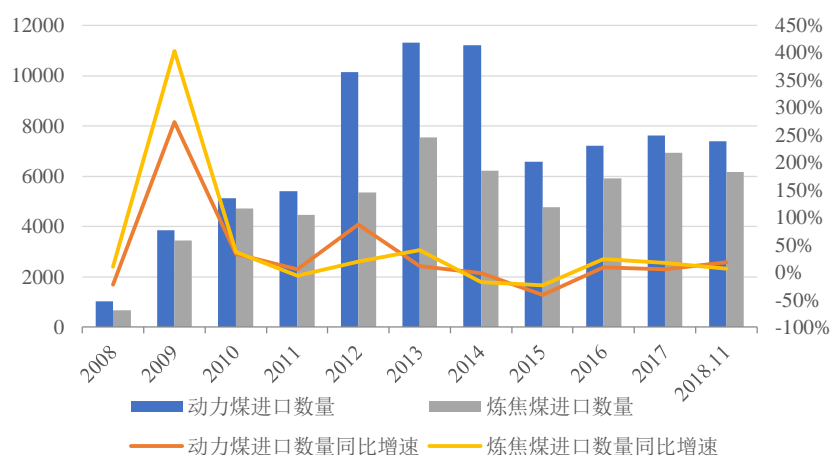


图 2: 近年来动力煤、炼焦煤进口数量

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

¹ 《中国进口澳大利亚煤现状及对国内市场的影响》，煤炭与化工，2016年4月第39卷第4期。

综上所述，中国煤炭产能供给偏宽松，2018年1-11月中国动力煤产量增加，但增速放缓，产量主要集中于内蒙古、山西、陕西。受到焦炭需求减弱、环保监督趋严、限产等因素影响，炼焦煤产量出现下降，焦炭产量基本与上年持平。澳大利亚为中国最大的动力煤和炼焦煤进口国，2018年全年中国进口煤实行平控，进口煤炭对调节国内煤炭供给、平抑煤价波动起到积极作用。

（二）煤炭需求分析

1.国内煤炭市场需求分析

中国是全球最大的能源消费国，2017年中国占全球能源消费的23.2%。从中长期来看，清洁能源对煤炭的替代作用将导致煤炭消费减少。根据《BP世界能源统计年鉴》中国专题数据，2017年煤炭在中国能源消费结构中的占比下降至60.4%，较上年下降1.6个百分点。中国光伏发电和风力发电政府补贴逐渐退坡，核电亦实现商业化运营，且增速较快，至2050年或将替代煤炭成为最重要的能源。但现阶段，在较长时间内，煤炭仍将是中國最主要的能源。2016年中国天然气、石油、核电、水电、风电、光伏和地热能源折算标准煤为7.36亿吨²，占比较低。

尽管中国经济增速将有所下降，但短期内对煤炭需求大幅下降的可能性较小。2018年1-9月，中国煤炭消费量为25.98亿吨³，同比增长3%，以此测算，2018年全年中国煤炭消费量约为34.64亿吨。火电、钢铁、建材、化工消耗的煤炭分别约占比51%、11%、12%、4%⁴。

从动力煤子行业来看，2018年1-11月，全国全社会用电量为62199亿千瓦时，同比增长8.5%，增速较上年提升2.0个百分点，对动力煤需求形成支撑。而工业用电占全社会用电量的比重为67.5%，有色金属冶炼行业、黑色金属冶炼行业、化工行业和建材行业四大高耗能行业合计占全社会用电量的29.9%⁵。

2.煤炭出口分析

中国煤炭出口实行配额，拥有出口煤炭专营权的企业为5家，分别为神华集团、中煤集团、山西省煤炭进出口公司、五矿集团和中铝集团，其中，中铝集团煤炭出口配额较小且数量不稳定。随着国内工业发展和居民生活水平的提高，国内煤炭需求较好，近年来煤炭出口配额数量总体呈现下降趋势，处于低位。分煤种来看，2018年1-11月，除了焦炭及半焦炭出口数量同比增长22.55%至975.40万吨，动力煤、炼焦煤、无烟煤出口数量为196.83万吨、156.32万吨，104.81万吨，均大幅下降，降幅为分别为38.89%、18.31%和53.98%。

单位:吨

²中国能源报，《武强院士：煤炭低碳化比清洁化更值得关注》。

³参考自搜狐网，《2018年中国煤炭消费量将比去年增4000万吨》，2018年12月1日，http://www.sohu.com/a/278968775_488723。

⁴参考自搜狐网，《重磅：煤炭未来怎么走？先看下游四大行业需求》，2016年2月22日，http://www.sohu.com/a/59959871_255498。

⁵参考自北极星售电网，《2018年1-11月中国电力行业运行情况月度报告》，2019年1月4日，

<http://shoudian.bjx.com.cn/html/20190104/954339.shtml>。

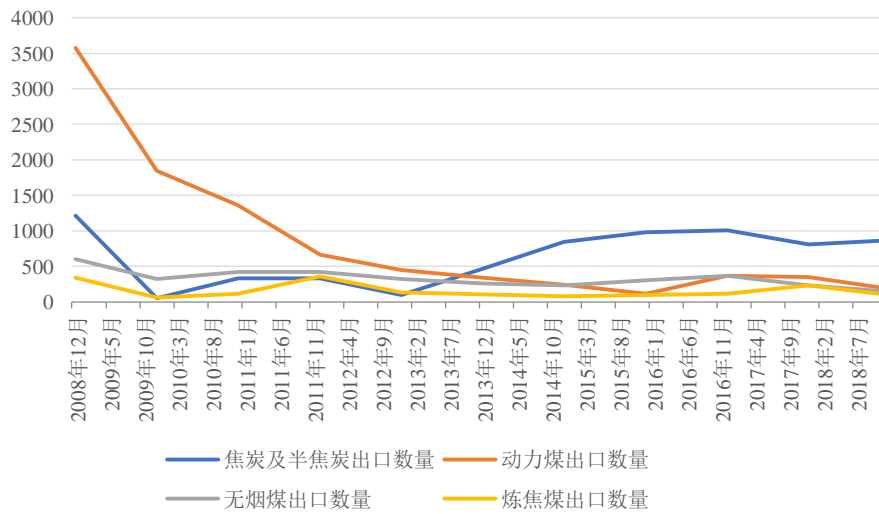


图 3: 中国煤炭出口量趋势

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

中国煤炭开采成本较高, 煤炭品质一般, 且因为运输等问题, 中国煤炭主要销往日本和韩国, 规模较小。近年来, 中国煤炭出口规模降至较低水平, 对国内煤炭供应量影响较小。

整体来看, 中国出台较多融资、税收、就业等政策支持中小微企业和民营企业发展, 全社会用电量增速较快, 使得动力煤行业需求保持稳定增长; 焦炭及焦煤需求的情况, 依赖于基建补短板力度, 以及是否能抵消房地产投资增速下滑带来的负面影响。同时, 焦炭行业环保限产导致产能收缩, 将成为支撑焦炭价格的重要原因。预计未来, 政府将加大对基础设施投资的力度, 以稳定中国经济的增长。此外, 房地产市场调控政策的变化亦将成为较大的不确定因素。

出口方面, 受到国内煤炭供给侧改革和需求增加影响, 中国煤炭出口配额减少, 出口规模下降明显, 对煤炭需求影响较小。

(三) 煤炭库存分析

动力煤的消费呈季节性波动, 每年的用煤旺季为 7-8 月迎峰度夏和 11 月至次年 2 月中旬的采暖季。电厂煤炭库存、港口煤炭库存和煤炭开采企业的库存(产地库存)可在一定程度上调节煤炭供需差异带来的波动。由下图可知, 为了保障全国电力正常运行, 电厂存煤规模通常较大, 从近三年情况来看, 基本保持 5000 万吨以上水平。2018 年以来, 电厂实行错峰补库, 淡季补库导致电厂库存较上年同期明显增长。

港口煤炭库存和煤炭开采企业库存规模较小, 其中, 港口煤炭库存除了受到 6 大发电集团的煤炭需求影响外, 还受到贸易商心态、期货价格走势、运输等因素影响, 但近年来基本保持平稳。2018 年 1 月 1 日《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见(试行)》实施, 要求当动力煤处于绿色区域时, 煤矿最低储煤量不低于

5天，当动力煤下跌超出绿色区域下限时，最低储煤量不高于7天。自2018年以来，华北地区重点煤矿库存明显下降，基本维持700-850万吨。

单位:万吨

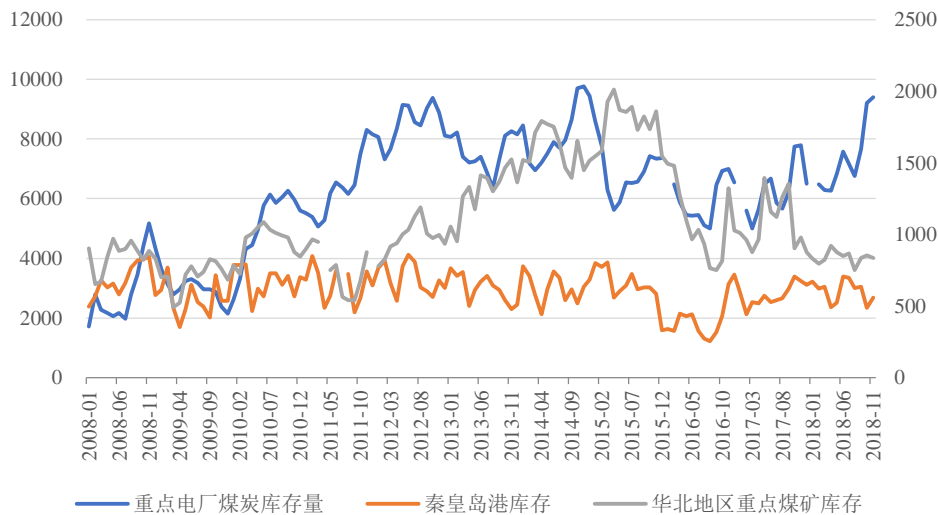


图4：2008年以来煤炭库存情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

综上所述，2018年电厂实行错峰补库，重点电厂煤炭库存较上年同期明显上升。短期来看，2019年春节即将来临，煤矿已基本完成全年任务，部分煤矿开始停产，工业企业亦因假期而停产，用电量下降，预计产地和电厂库存将有所下降。

(四) 煤炭价格分析

煤炭下游行业均为周期性行业，受宏观经济影响大。下游需求的波动对煤炭行业供需产生较大影响，导致煤炭价格波动亦较大。中国动力煤格实行长协价和市场价格并行的制度。为了减少煤价波动，保障工业生产的稳定性，2017年1月发改委等四部门联合签署了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，自2016-2020年，以重点煤电钢铁企业中长期基准合同价为基础，建立价格异常波动预警机制。2018年、2019年签订的煤炭中长期合同，要求中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上，按照“基准价+浮动价”的办法协商确定定价机制，全年中长期合同履约率不低于90%，其中，2018年11月发改委明确提出2019年中长期合同数量不能低于上年水平，鼓励支持更多企业签订2年及以上中长期合同。

表 1: 煤炭价格波动监测区间

时间	重点煤电企业动力煤中长期基础合同价	分类	价格波动幅度	价格
2017年、2018年	535元/吨	绿色区域	6%以内	500-570元/吨
		蓝色区域	6%-12%	570-600元/吨、470-500元/吨
		红色区域	12%以上	600元/吨以上或470元/吨以下

资料来源:《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》

长协价格在一定程度上稳定了动力煤市场价格,由下图可知,CCTD秦皇岛动力煤(Q5500)年度长协价呈现不断下降的趋势,由年初的566元/吨下降至年末的555元/吨。

单位:元/吨

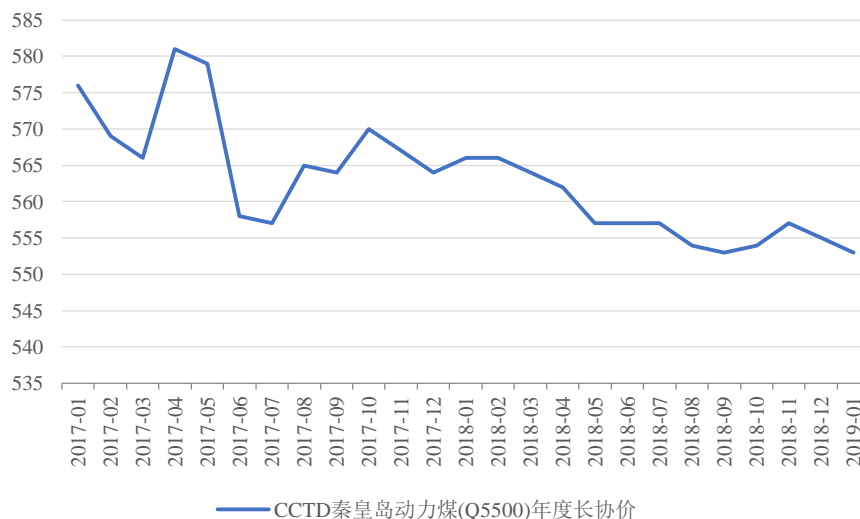


图 5: CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价

资料来源: Wind 资讯

动力煤需求具有季节性,但进口煤在一定程度上降低了煤炭需求引起的市场价格波动,从煤炭市场价格来看,基本围绕600元/吨的价格波动。由于电厂提前补库效应,2018年动力煤价格呈现“旺季不旺、淡季不淡”的特征。以秦皇岛动力煤(Q5500)市场价为例,2018年1-4月,由年初630元/吨的近期高位下行至580元/吨,之后基本在580-595元/吨之间震荡。

炼焦煤的价格走势基本与动力煤一致,波动相对有限。太原古交2号焦煤(A20-23%,V20-26%,0.9%S,G>65)坑口价(含税)由年初的900元/吨上涨至4月980元/吨,4月末至5月大幅回调至915元/吨,之后缓慢震荡上行,11月末价格上行至950元/吨。

焦炭为焦煤的下游行业，行业去产能及环保因素对焦炭影响较大，加之议价能力较弱，受到上游煤矿和下游钢厂等终端用户挤压，价格波动相对较大，2018年以来，唐山二级冶金焦最低点为4月的1675元/吨，最高点为9月的2615元/吨。钢厂与焦企就焦炭价格博弈较为激烈，考虑到冬季北方建筑活动放缓，需求下降，预计2019年焦炭和炼焦煤价格将呈现先抑后扬的趋势。

综上所述，煤炭实行长协煤和市场煤价格并行制度，2018年动力煤市场价高点回落，震荡下行，焦煤、焦炭产能受限，价格震荡上行。2019年煤炭子行业将面临结构性分化，动力煤行业供给偏宽松，价格中枢下行，接近绿色区间，但大幅回落可能性较小；受到基建补短板的拉动，焦煤及焦炭行业仍将保持平稳发展趋势，需求好转，价格或先抑后扬。

单位：元/吨

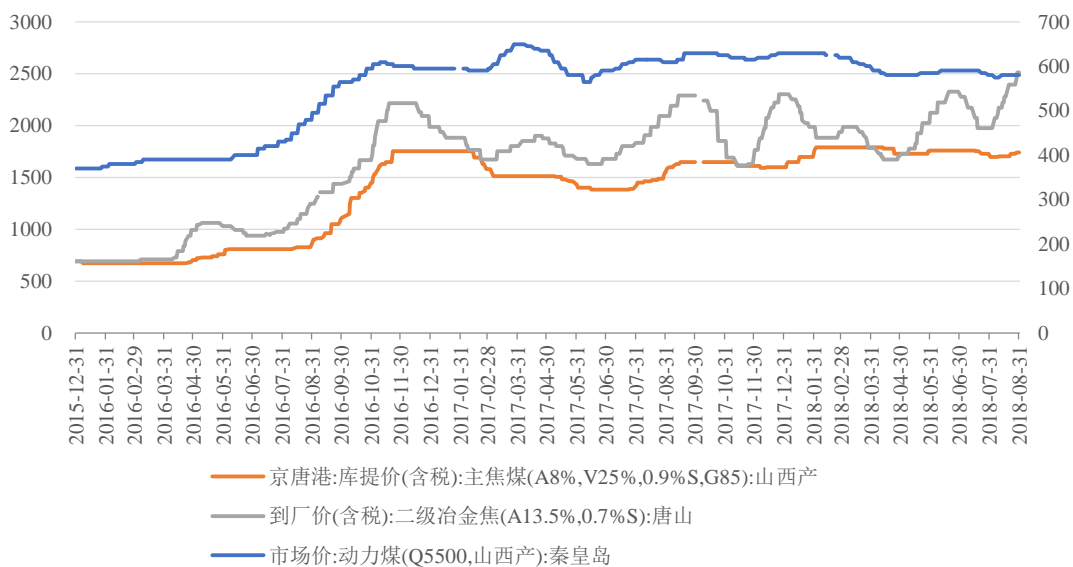


图 6：煤炭价格趋势

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、行业政策

煤炭行业作为传统能源行业，面临优化能源结构、淘汰落后产能、推进兼并重组和资源整合、安全生产、节能环保、智能化生产提质增效等方面的挑战。煤炭行业是国家重要的基础能源行业，因此，国家亦制定较多行业政策和监管政策引导行业健康、绿色和可持续发展。

(一) 煤炭行业去产能政策

根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，“十三五”期间，中国将淘汰落后产能8亿吨/年，并减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年，到2020年煤炭产量39亿吨。根据《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，自2016年开始，用3-5年时间，煤炭行业退出产能5亿吨左右，减量重组5亿吨左右。从实际去产能情况来看，2016-2018年上半年，山西省、河北省、贵州省、内蒙古、新疆去产能力度较大，占退出产能的52.98%。

表 2：2016-2018 年上半年各省市产能退出情况

省市	2016	2017	2018.1-6	合计	省市	2016	2017	2018.1-6	合计
山西	3344	7860	1880	13084	福建省	276	57	258	591
新疆	1973	518	320	2811	江西省	1068	255	317	1640
辽宁省	2120	473	121	2714	安徽省	1055	705	-	1760
内蒙古	1828	665	420	2913	四川省	1077	729	184	1990
贵州	541	1323	1141	3005	宁夏	575	900	51	1526
江苏省	749	-	-	749	湖南省	441	311	49	801
湖北省	640	159	81	880	河北	3271	638	160	4069
陕西省	1897	610	41	2548	青海省	15	30	-	45
河南	1807	920	-	2727	云南	0	186	557	743
吉林省	1319	-	-	1319	甘肃	35	105	20	160
黑龙江	632	79	16	727	广西	100	-	9	109
山东	1227	390	170	1787	总计	26090	16913	5845	48848
北京市	100	-	50	150					

资料来源:国家能源局及公开资料, 远东资信整理

从总量上看，2018年煤炭行业去产能任务已基本完成。未来两年，产能淘汰进度将呈放缓趋势，但是结构性去产能任务尚未完成，国家推进产业结构升级和重视环保等政策方向不会发生改变。因此，煤炭行业优质产能对落后产能的置换力度仍将较大。中小煤炭企业矿井规模通常较小，且机械化水平和安全性亦相对较低，或面临兼并重组，有一定经营压力。

从2018年6月公布的全国煤炭产能来看,在建产能为9.76亿吨,联合试运转产能3.35亿吨;在经历了中央督查组的一轮检查后,2019年启动的第二轮环保督查检查对行业产能影响减弱,因此,2019年动力煤产能供给相对宽松。

受到煤炭资源禀赋的影响,煤炭行业产业布局将由中部和东北部地区向西部转移。十三五期间中部、东北部新开工规模约占全国的比重分别为12%和1%;西部新开工规模约占全国的87%,其中,内蒙古、陕西、新疆新开工规模将达到80%左右,且鼓励煤电一体化和煤炭深加工项目。2016年、2017年、2018年1-6月,煤炭行业新增产能26189

万吨、8947万吨和18187万吨。从2018年发改委批复的大型煤矿项目来看，位于新疆、陕西、内蒙古、山西四省，批复项目为9个，产能合计为6900万吨。

表 3：2018 年部分批复的煤炭优质产能

发布时间	省市	公司	产能	总投资
2018.12.29	新疆	伊宁矿区伊犁一号煤矿项目	1000万吨	53.49亿元
2018.12.28	陕西	彬长矿区孟村煤矿项目	600万吨	--
2018.11.08	陕西	榆横矿区北区大海则煤矿项目	1500万吨	103.62亿元
2018.09.04	内蒙古	准格尔矿区龙王沟煤矿项目	1000万吨	45.98亿元
2018.05.28	山西	霍东矿区中峪煤矿项目	500万吨	76.95亿元
2018.04.04	新疆	和什托洛盖矿区沙吉海一号煤矿项目	500万吨	33.55亿元
2018.03.15	新疆	伊宁矿区北区伊犁四号煤矿项目	600万吨	37.97亿元
2018.03.13	内蒙古	霍林河矿区达来胡硕（霍林河二号）煤矿项目	600万吨	34.04亿元
2018.03.13	新疆	大南湖矿区西区二号露天煤矿一期工程项目	600万吨	25.17亿元
合计			6900万吨	

资料来源：发改委网站，远东资信整理

2018年以来，国家相关部委先后出台了《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》等政策，鼓励核减与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，灾害严重煤矿和长期停工停产煤矿，南方地区落后煤炭产能，年产能30万吨以下的煤矿，并限制高硫高灰煤项目开发和劣质煤进口。化解过剩产能的过程中，可与采取国企改革、兼并重组的方式，分类处置“僵尸企业”及去产能企业的直接债务、统借债务、担保债务，防止逃废债等道德风险、国有资产流失风险。

国家鼓励一级安全生产标准化煤矿、优化生产系统煤矿（机械化、自动化、智能化、井下采用一个采煤工作面两个掘进工作面）、煤电联营煤矿、与煤炭调入地区签订中长期合同、已核准（审批）建设煤矿。对于优质产能，国家将加大信息技术和先进设备投入，建设智慧矿山，降低经营成本，提质增效；晋陕蒙新等主要产煤区域，推行坑口煤电一体化、煤焦一体化、煤化一体化，减少煤价波动和经济周期性波动对企业的不利影响。同时，国家鼓励环保、低碳和低能耗技术发展。

综上所述，“十三五”期间，中国煤炭行业去产能已基本完成；同时，煤炭在建产能规模较大，减量置换亦持续进行，煤炭行业供给保持宽松的局面。此外，结构性调整中产业布局向西部转移，煤炭基地大型化趋势明显，预计行业内兼并重组加剧，中部、东北部地区中小煤矿企业经营面临较大压力。

（二）煤炭价格政策

2018年11月国家发展改革委办公厅发布《关于做好2019年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，鼓励支持更多煤炭企业签订2年及以上量价齐全的中长期合同。采购量上，规模以上煤炭、发电企业集团需达到自有

资源量或采购量的75%以上，且不能低于上年水平，全年中长期合同履行率应不低于90%。对于季度长协、月度长协以及外购煤长协价格应处于《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》规定的绿色区间以内；对外购煤长协确因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限。综上所述，国家相关政策导向为维持煤炭供应稳定、价格在合理区间内波动。对于煤炭企业来说，随着煤炭产能的释放，煤炭价格下行概率较大，长协价可提前锁定煤炭价格和销量，有利于企业的稳定经营。

（三）煤炭安全生产政策

中国井工矿数量占比很大，随着开采深度的增加，煤与瓦斯突出、冲击地压、水害、热害等灾害严重，加之小型煤矿数量众多，安全条件较差，煤矿职业病亦多发，煤矿安全生产十分重要。根据《煤矿安全生产“十三五”规划》，到2020年，煤矿死亡人数和煤矿百万吨死亡率均下降15%以上，积极推进煤矿安全基础建设，加快淘汰9万吨/年及以下煤矿，以及采煤工艺落后的煤矿；引导开采深度超过1200米、非机械化开采煤矿、无法保证正常安全投入的煤矿等有序退出。推动煤矿机械化、自动化、智能化改造。煤矿安全监督检查方面，实行常态化安全生产监督机制，对煤矿进行分类分级监管，确定“谁主管谁负责”的原则。

2018年5-7月国家煤矿安全监察局先后印发《煤矿瓦斯等级鉴定办法》《煤矿防治水细则》和《防治煤矿冲击地压细则》，对于水害防治、瓦斯防治、冲击地压防治进行了明确规定。

2018年11月国家发展改革委、国家能源局等四部委发布《煤矿安全改造专项管理办法》，采用专项投资补助方式，用于计划新开工或续建煤矿与煤矿安全生产直接相关的设备升级、系统改造和工程建设等。中央预算内投资补助比例一般不超过煤矿安全改造项目总投资的30%。重点支持的煤矿包括灾害严重、安全欠账多且自身投入困难的煤矿，中长期合同履行率高、供应保障责任落实较好的煤矿，落实煤炭行业供给侧改革煤矿所属煤矿，智能化采煤提效煤矿，安全生产标准化达到二级以上的煤矿，欠发达地区的煤矿。

同月，国家煤矿安全监察局发布《关于规范煤矿安全监管执法工作的意见》。《意见》按照省市县三级煤矿安全监管部门负责A、B、C、D四级煤矿的监管，其中，监管重点对象为C类煤矿，加大检查频次；对长期停产停工的D类煤矿，安排驻矿盯守或定期巡查；对安全保障程度较高的A类煤矿，可适当降低检查频次；对安全保障程度一般的B类煤矿，保持一定的检查频次，防止安全管理滑坡。

综上所述，国家重视煤矿安全生产，不规范小煤矿因安全生产问题被陆续关停，有利于中大型煤矿的长期发展，对煤矿结构有积极影响。国家对煤矿实行分类监管，并加强煤矿安全基础建设和煤矿机械化、自动化、智能化改造，并以财政资金对符合条件的煤矿的安全生产进行补助。煤矿安全生产非常重要，一旦发生煤矿事故，将造成人员死伤、停产限产等事件，在重要煤炭产区的安全检查甚至覆盖全县或省，对煤炭供应造成影响，如安全检查影响煤炭产能大、持续时间长，将导致煤价上涨。

（四）煤炭绿色发展政策

根据《“十三五”节能减排综合工作方案》，“十三五”期间，中国实行煤炭消费减量替代和煤炭绿色高效利用，包括推广使用优质煤、推行煤改气、煤改电，鼓励可再生能源、天然气、电力等清洁能源替代燃煤。到2020年，煤炭占能源消费总量比重下降到58%以下，电煤占煤炭消费量比重提高到55%以上。京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北、以及大气污染防治重点区域城市实行煤炭消费总量控制，积极发展热电联产和集中供热，港口码头堆场建设防风抑尘设施或实现封闭储存。

2018年07月国务院颁布《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域），严禁新增钢铁、焦化产能，加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。重点区域继续实施煤炭消费总量控制的措施包括推进北方地区“增气减煤”、“煤改电”电网升级改造；实行散煤治理、打击劣质煤销售、淘汰关停不达标的燃煤机组、以及“公转铁”等。

综上所述，中国煤炭消费实行总量控制，清洁能源、煤改气、煤改电使得煤炭消费占比下降，以钢定焦、错峰生产和散煤治理等措施推进煤炭绿色高效利用和行业供给侧改革。

（五）煤炭进出口政策

2018年煤炭进口实行全年平控政策，2月、6月开放煤炭进口量，4月、10月、11月从港口限制进口煤、国家发改委召开煤炭进口会、发改委和海关总署要求停止进口煤报关，平控力度逐渐增大。

2018年4月，发改委颁布《2018年煤炭化解过剩产能工作要点》，要求以进口煤来调节国内煤炭需求周期性变化，同时优化进口煤结构，严格控制进口劣质煤。

综上所述，进口煤政策主要根据国内煤炭供需确定，随着供给侧改革的推行，优化进口煤结构亦成为重点。

三、行业关注

（一）行业集中度提升

由于煤炭先进产能对落后产能的替代，煤炭行业准入壁垒有所提高，加之兼并重组和“去产能”的供给侧改革，产业集中度提升。根据中国煤炭工业协会统计与工信部统计，近年来，煤炭行业集中度(Concentration Rate, CR)不断提升，2018年上半年，煤炭行业CR4、CR8⁶分别为37.99%和56.57%，较2017年末上升2.55个百分点和3.53个百分点⁷。

⁶行业内规模最大的前四大和前八大企业集中度。

⁷参考自中华商务网，《2018年1-9月全国大型煤炭企业原煤产量前十名完成情况》，2018年11月11日，http://www.chinaccm.cn/33/20161111/3303_3765934.shtml。

表 4：煤炭行业集中趋势

时间	原煤产量 (亿吨)	CR4	CR8
2018年1-6月	12.7	37.99%	56.57%
2017	25	35.44%	53.04%

资料来源：搜狐网、煤炭工业网、中国煤炭网、中华商务网，远东资信整理

随着供给侧改革进程的推进，中小煤炭关闭数量增多，截至2018年11月末，煤炭开采和洗选业企业单位数为4505家，较年初大幅减少605家。加上环保、限产的影响，企业成本上升，2018年11月末，行业亏损面为25.02%，较年初上升4.21个百分点。

整体来看，煤炭行业集中度较快提升，原有大型国有煤企具有明显资源优势，国企混改亦给民营企业提供一定契机。

（二）煤炭清洁利用趋势明显

国家对煤炭实行分类使用，其中，优质和清洁煤炭用于发电、民营和工业炉窑的燃料，炼焦煤用于煤焦化工，褐煤和煤化程度低的烟煤用于煤液化工业，高硫煤等劣质煤用于煤气化工业⁸。煤制油、煤制气、低阶煤分质利用等技术研发重要性日益凸显。

2017年2月，国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，要求到2020年，中国煤制油产能为1300万吨/年、煤制天然气产能为170亿立方米/年、低阶煤分质利用产能为1500万吨/年（煤炭加工量）。而十三五期间，煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用新建产能分别为680万吨、182亿立方米/年、4100万吨/年。随着环保意识提升和国家监管趋严，煤炭清洁利用趋势较为明显。

表 5：资源利用效率主要指标

指标名称	煤制油(直接液化)		煤制油(间接液化)		煤制天然气	
	基准值	先进值	基准值	先进值	基准值	先进值
单位产品综合能耗,吨标煤/吨(千标立方米)	≤1.9	≤1.6	≤2.2	≤1.8	≤1.4	≤1.3
单位产品原料煤耗,吨标煤/吨(千标立方米)	≤3.5	≤3.0	≤3.3	≤2.8	≤2.0	≤1.6
单位产品新鲜水耗,吨/吨(千标立方米)	≤7.5	≤6.0	≤7.5	≤6.0	≤6.0	≤5.5
能源转化效率(%)	≥55	≥57	≥42	≥44	≥51	≥57

注：①同时生产多种产品的项目要求达到按产品加权平均后的指标；②以褐煤等劣质煤为原料的项目可适度放宽指标要求。

资料来源：《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》

国家对煤制油、煤制气、低阶煤分质利用等新型煤化工项目的推进有利于煤炭清洁化利用，但其大规模的商业化应用及盈利状况受到石油价格影响。

⁸参考自姜英，《煤化工用煤技术标准系统研究》，煤炭科学技术，2008年12月第36卷第12期。

（三）绿色和智能化生产资金投入大

中国75%以上的煤炭埋藏在600m以下的矿层内，且深井煤矿或超深井煤矿占比约为50%，面临着瓦斯浓度高、气温高、冲击矿压、突水和地面塌陷等风险。现阶段，综采技术已被中国煤炭企业广泛应用，不同厚度的煤层在40°以下不同倾角的工作面综采技术已趋于成熟，先进煤矿智能化开采使用记忆截割，液压支架实现自动跟机，并使用生产系统智能化控制软件进行远程监控，可实现对支架的精准控制，无人开采可应用到各种煤层及大采高。但超前及端头支护问题尚未解决，部分中小煤矿机械化率水平仍有提升空间。

中国煤炭但中国煤炭智能化开采技术以煤机智能制造为主，但对于井下定位等软件技术仍有提升空间。此外，在环保督查和“回头看”检查下，矿山绿色化发展趋势亦愈加明显。开采技术方面，保水开采、填充开采、已实现商业化，无煤柱自成巷开采的应用亦较广泛，但煤炭气化开采尚处于起步阶段，未来有较大发展潜力。此外，煤炭开采过程中亦加大对煤气层开发利用，注重生产综合能耗、生产电耗的控制，煤炭资源枯竭后，进行土地复垦，促进城市功能转化。现阶段，中国中小煤矿数量仍较多，淘汰落后产能仍在持续中，若开采技术落后导致发生安全事故或绿色环保不达标，将对煤矿的正常运营产生重大不利影响。而对于大型煤矿而言，在绿色化和智能化的发展过程中，技改投资及新煤矿的投资额较大，对企业资金链和财务弹性提出较高要求，需关注由此可能引起的信用风险。

综上所述，中国多为深井或超深井煤矿，开采安全和环保问题较突出，而绿色化、自动化、智能化发展投资较大，需关注由此可能引发的信用风险。

（四）煤炭开采成本上行

煤炭开采成本是煤炭价格的重要支撑，通常露天开采、平硐开采、斜井开拓、立井开拓的开采成本逐渐提升；同时，开采成本也与产量、效率、机械化程度等因素有关。此外，随着开采深度的增加，开采难度亦逐渐提升，安全问题亦将逐渐显现，因此，对于正常生产的矿井，吨煤生产成本将呈上升趋势。动力煤和焦煤开采工艺区别不大，开采成本亦相差较小。现阶段，煤炭行业仍属于劳动力密集型产业，人工成本、安全提取费占煤炭开采成本的比重较大。

表 6：2017 年部分煤炭企业开采成本（不包括期间费用）

	大同煤矿集团有限责任公司		淮北矿业股份有限公司		山西焦煤集团有限责任公司		青海省能源发展(集团)有限责任公司		郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	
	2016年	2017年	2016年	2017年	2017年	2018年 1-3月	2017年	2018年 1-3月	2016年	2017年
材料成本	12.79	17.09	32.01	36.58	--	--	3.12	4.57	11.03	18.91
电力成本	7.98	8.53			--	--	1.72	2.66	12.20	13.97
人工成本	46.00	50.3	109.26	135.40	--	--	19.63	16.68	72.87	91.46
折旧费	8.12	9.97	44.25	49.36	--	--	4.89	17.48	19.49	21.90
安全提取费	21.92	21.43	--	--	13.37	--	9.92	10.43	43.62	47.09
其他	23.00	38.69	140.12	209.85	--	--	46.27	18.6	157.77	184.28
吨煤成本	119.81	146.01	325.64	431.19	358.71	368.25	85.56	70.42	316.98	377.61

	大同煤矿集团有限责任公司		淮北矿业股份有限公司		山西焦煤集团有限责任公司		青海省能源发展(集团)有限责任公司		郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	
	2016年	2017年	2016年	2017年	2017年	2018年1-3月	2017年	2018年1-3月	2016年	2017年
煤种	动力煤	动力煤	以炼焦精煤为主、动力煤为辅	以炼焦精煤为主、动力煤为辅	焦煤、肥煤、1/3焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等	焦煤、肥煤、1/3焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等	动力煤	动力煤	以优质动力煤为主(贫煤、贫瘦煤、无烟煤)	以优质动力煤为主(贫煤、贫瘦煤、无烟煤)
原煤产量(万吨)	11800	12700.1	2724	2661	13665	3359	354.71	107.33	1337	1298.31
综采机械化程度(%)	--	100	--	100	--	--	65.35(2016年)	--	--	--
采煤机械化程度(%)	--	100	--	--	--	--	--	--	--	--
掘进机械化程度(%)	--	97.11	--	83.49	--	--	12.62(2016年)	--	--	--
全员效率(吨/工)	--	6.494	--	5.25	--	--	2.88(2016年)	--	--	--
百万吨死亡率(人/百万吨)	0.178	0.024	--	0.038	0.07	--	0.22(2016年)	--	--	--

资料来源: Wind 资讯, 信用评级报告, 远东资信整理

四、行业内发债企业信用分析

(一) 发债企业运行状况

远东资信对2018年末仍在存续期内的煤炭行业发债主体进行了筛选, 筛选标准参照远东资信《中国煤炭行业企业信用评级方法》⁹所述的“行业界定”, 最后共获得62家样本企业。

1. 信用级别分布

截至2018年末, 煤炭行业仍在存续期内的发债主体共有62个, 发行456只债券, 发行规模为7612.85亿元, 债券余额为7493.50亿元, 规模加权发行利率为5.65%, 加权剩余期限为2.88年, 涉及定向工具、短期融资券、公司债、企业债、中期票据、可交换债。其中, 煤炭行业债券发行数量和债券发行规模分别占信用债发行数量和发行规模的2.03%和2.11%, 前五大发债主体分别为大同煤矿集团有限责任公司、陕西煤业化工集团有限责任公司

⁹本评级方法所指火电行业也主要指煤电行业。

司、国家能源投资集团有限责任公司、晋能集团有限公司和冀中能源集团有限责任公司，债券发行额分别为1118.1亿元、840亿元、774.95亿元、536.2亿元和419亿元，合计占煤炭行业债券发行规模的48.41%，集中度较高。

单位：亿元

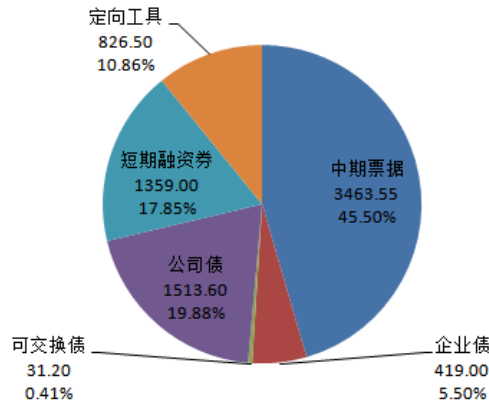


图7：按债券类型煤炭发债企业发行规模

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从存量债券的信用级别来看，煤炭发债主体信用级别相对稳定，基本位于AA-级及以上，且AAA级高级别占比较高，其中，2018年AAA级、AA+级、AA级、AA-级发债主体数量分别为24个、12个、12个、9个，占比分别为38.71%、19.35%、19.35%、14.52%，信用等级为A级、BBB+级、BB+级、CC级、C级发债主体各为1个。从近年级别分布变化情况来看，AAA级发行主体个数逐渐增多，2016-2018年占比分别为29.82%、36.06%、38.71%；AA+级发行主体个数及占比逐年下降；AA级和AA-级发债主体数量较为稳定。

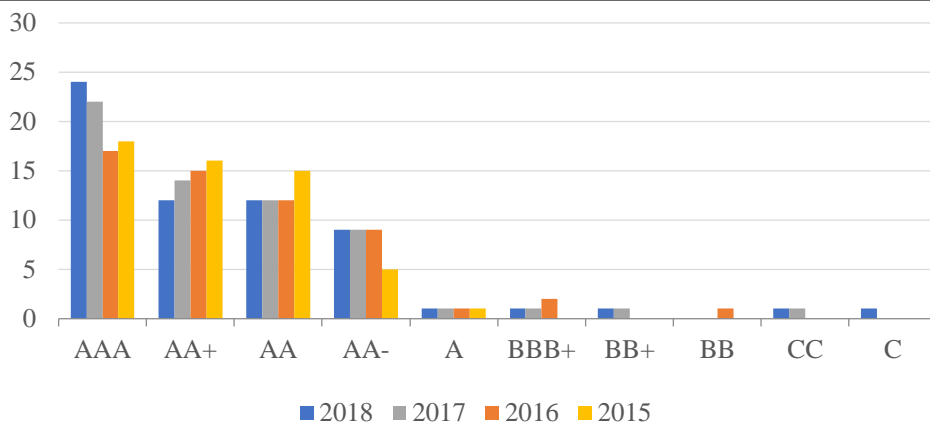


图8：2015-2018年煤炭行业发债主体信用级别分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018年煤炭行业共有35家发行主体发行了244只债券,发行总额为3345.40亿元,分别占当期信用债发行只数和发行总额的3.23%和3.55%,较前两年有所增长。从发债主体的主营业务来看,动力煤、焦煤、无烟煤业务占比相对较大的发债企业分别为16家、13家、5家¹⁰,分别占比47.06%、38.24%和14.70%。从发债主体性质来看,地方国有企业占比较大,达到29家,中央国有企业、民营企业各有3家。从企业性质来看,上市公司11家,占比为31.43%;非上市公司24家,占比68.57%。从区域分布来看,山西省作为煤炭大省,发债数量较多,为8家企业;其次为山东省和安徽省,各为5家企业;河北省发债企业为4家,其余省份发债企业数相对较少。从发行的债券种类来看,短期融资券、中期票据、私募债、定向工具、可交换债分别占比40.40%、30.40%、18.40%、10.40%、0.40%。从信用级别分布来看,AAA级、AA+级、AA级、AA-级、CC级发债主体家数分别为17家、8家、7家、1家、1家。

单位:个

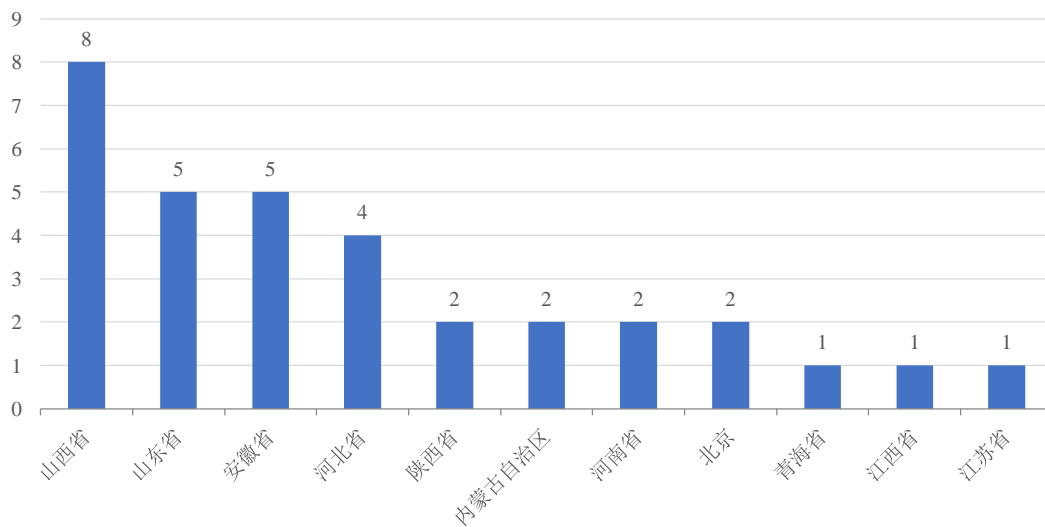


图 9: 煤炭行业发债主体区域分布

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 信用级别迁移

截至2017年末,仍在存续期内的煤炭债券发债主体为61家。从信用等级迁移情况来看,向上迁移的发债企业数为4家,向下迁移的家数为2家,级别迁移率为9.84%。

¹⁰中国大唐集团煤业有限责任公司发行非公开定向债务融资工具和非公开公司债券,没有披露煤种、主体信用等级等,故未纳入统计范围。

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
AAA	21	1																	
AA+	3	10																	1
AA		1	11																
AA-				9															
A+																			
A						1													
A-																			
BBB+								1											
BBB																			
BBB-																			
BB+											1								
BB																			
BB-																			
B+																			
B																			
B-																			
CCC																			
CC																		1	
C																			

图 10: 2017-2018 年煤炭发债主体信用迁移情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

其中, 开滦(集团)有限责任公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、淮北矿业(集团)有限责任公司由AA+级调升至AAA级, 山煤国际能源集团股份有限公司由AA级调整至AA+级。2018年开滦能源化工股份有限公司实行双评级, 中证鹏元给予的主体信用级别为AAA级, 与上年持平; 新增联合资信作为受托评级机构, 给予的主体信用级别为AA+级; 出于谨慎角度, 远东资信使用较低信用级别。此外, 永泰能源股份有限公司(以下简称“永泰能源”)因债券发生实质性违约, 主体信用级别由AA+级调降C级。

表 7: 煤炭行业发债主体级别调整情况(公募)

发债主体	最新评级			历史评级		
	信用等级/展望	评级时间	评级公司	信用等级/展望	评级时间	评级公司
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	AAA/稳定	2018.11.20	东方金诚	AA+/稳定	2017.04.26	大公国际
淮北矿业(集团)有限责任公司	AAA/稳定	2018.11.23	中诚信	AA+/稳定	2017.06.30	联合资信
开滦能源化工股份有限公司	AA+/稳定	2018.06.11	联合资信	AAA/稳定	2017.06.21	中证鹏元
	AAA/稳定	2018.05.11	中证鹏元			
永泰能源股份有限公司	C	2018.12.27	联合资信	AA+	2017.07.10	联合资信

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 违约事件分析

2018年煤炭行业新增违约主体永泰能源，合计发生违约的主体共有3家，分别为永泰能源、永泰集团有限公司、四川省煤炭产业集团有限责任公司，涉及34只债券，发行金额合计为303.30亿元，债券余额为301.80亿元。其中，上市公司永泰能源涉及违约债券28只，占比82.35%，发行金额为264.30亿元，占比87.14%，为最大的违约主体。其违约原因包括：因负债规模较大、债务杠杆较高、银行抽贷，而导致永泰能源本部银行贷款违约；新债发行失败以及触发交叉保护条款等。永泰能源的控股股东永泰集团有限公司涉及2只债券、发行额合计为20亿元的债券违约。而四川省煤炭产业集团有限责任公司涉及违约债券数量4只，金额19亿元，该发债主体为煤炭行业首个违约的地方国企，作为四川省内最大的国有煤炭开采企业，近年来大力开发新矿和整合小矿井，但由于煤炭资源禀赋较差，加之经营较为激进，且连续多年亏损，再融资渠道不畅，造成资金链断裂。

从违约处置情况来看，川煤集团已兑付10川煤债的本金5亿元，以及其余三只债券的利息，未来或采取债转股方式兑付违约债券。永泰能源将维持正常经营，通过出售150亿元资产、实施240亿元债转股、发行可转债，以及与金融机构协调给予流动性支持等方式争取兑付违约债券。

4. 信用利差分析

从2018年行业发行利差¹¹来看，AAA级、AA+级、AA级债券发行利差均值分别为222.92BP、233.79BP和233.69BP，煤炭行业信用利差处于高位。AAA级和AA+级信用级差为10.87BP，AA+级和AA级信用级差为-0.11BP，出现倒挂，可能与低信用级别债券发行时资本市场资金较为宽松有关。AAA级债券信用利差区间为110.24-455.63BP，变异系数为0.43，略高于AA+级和AA级债券，煤炭行业相同级别债券发行利差差异较大，可能与发债企业资质、债券担保方式等因素有关。

表 8：发债企业发行利差分析

	样本	发行利率均值 (%)	发行利率区间 (%)	变异系数	平均值(BP)	级差	区间(BP)	变异系数
AAA	17	5.22	3.91-7.48	0.18	222.92	-	110.24-455.63	0.43
AA+	8	5.78	4.07-8.50	0.24	233.79	10.87	159.00-565.92	0.41
AA	9	7.01	6.00-8.10	0.10	233.69	-0.11	306.45-510.44	0.41
AA-	1	-	-	-	-	-	-	-
CC	1	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

¹¹发行利差是指发行时的票面利率减去相同发行日、同期限的中债国债到期收益率。

从煤炭行业债券二级市场信用利差来看，2018年前三季度AAA级债券信用利差较为平稳，信用利差位于120-160BP；AA+级债券信用利差呈现倒V字形走势，信用利差位于180-320BP；AA级债券信用利差持续走扩，位于420-680BP，其中，彬县煤炭有限责任公司、安徽省皖北煤电集团有限责任公司、贵州水城矿业股份有限公司到期收益率较高，拉高了AA级债券信用利差的整体水平¹²。

单位：BP

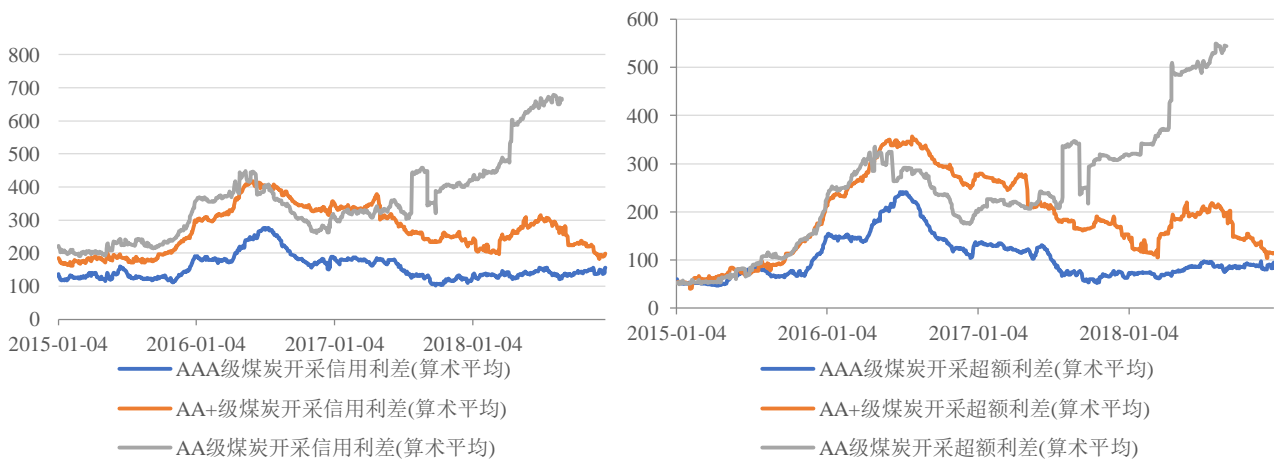


图 11：煤炭行业信用利差及超额信用利差

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

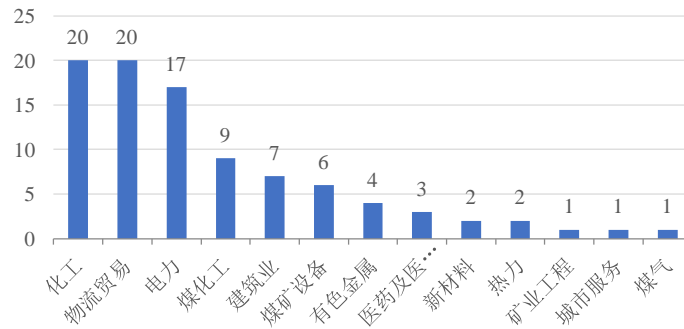
（二）发债企业经营风险分析

1. 多元化经营趋势明显，煤电、煤化工产业链延伸较多

煤炭行业为周期性行业，为了减小煤炭价格波动，进一步推进去产能，国家鼓励坑口煤电一体化、煤焦一体化、煤化工一体化。从发债企业来看，绝大多数企业均采取多元化经营策略，所涉及的行业多为化工、物流贸易（多为煤炭贸易和运输）、电力，分别有20家、20家、17家，与主业相关度较大，具有协同效应。而我国煤焦化产能过剩，煤制气、煤制油等煤化工投资规模很大，从事该行业的发债企业数量相对较少，为9家。非相关多元化的行业包括建筑业、有色金属、医药及医疗器械等。

单位：家

¹²数据来源于兴业研究。


图12：煤炭发债企业多元化趋势¹³

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 南方中小煤矿机械化程度偏低

煤炭行业较高的机械化程度可提升开采效率、减少安全事故的发生。47家发债企业中分别有35家企业、29家企业披露了采煤机械化程度和掘进机械化程度。采煤机械化程度和掘进机械化程度较低的发债企业多为因地质构造复杂而不适用大规模机械化的南方地区；此外，多数企业可采储量相对较小，进行技改投资较大，或亦成为中小煤矿机械化程度较低的原因之一。

表 9：机械化程度较低的煤炭发债企业

发行人中文名称	采煤机械化率	掘进机械化程度	煤炭可采储量 (亿吨)	煤炭产量 (万吨)	省份
淮北矿业(集团)有限责任公司	机械化程度不高	机械化程度不高	17.31	2912	安徽省
淮北矿业股份有限公司	地质构造复杂, 属于“三软”煤层	地质构造复杂, 属于“三软”煤层	16.46	2661	安徽省
新汶矿业集团有限责任公司	67-100	100	1.34	804.3	山东省
北京京煤集团有限责任公司	52-100	-	11.19	818	北京
冀中能源峰峰集团有限公司	96	31	53.05	5260	河北省
平顶山天安煤业股份有限公司	80	80	9.84	3125	河南省
青海省能源发展(集团)有限责任公司	65.35	12.62	15.4	354.71	青海省
江西省能源集团有限公司	20	48	2.41	299.03	江西省

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 安全生产需重视

¹³每个企业根据行业不同可重复计算。

47家发债企业中，2017年发生安全事故的有21家，占比44.68%，比例较高。其中，位居前三的发债企业为水城矿业、安源煤业、江西能源集团，百万吨死亡率分别为1.92人、1.4人和0.56人。而百万吨死亡率超过0.106的行业平均水平的发债企业共计10家，占比21.28%。煤矿安全生产较为重要，发生安全事故将影响企业的产能，因此，企业应给与安全生产更多的重视。

单位：人

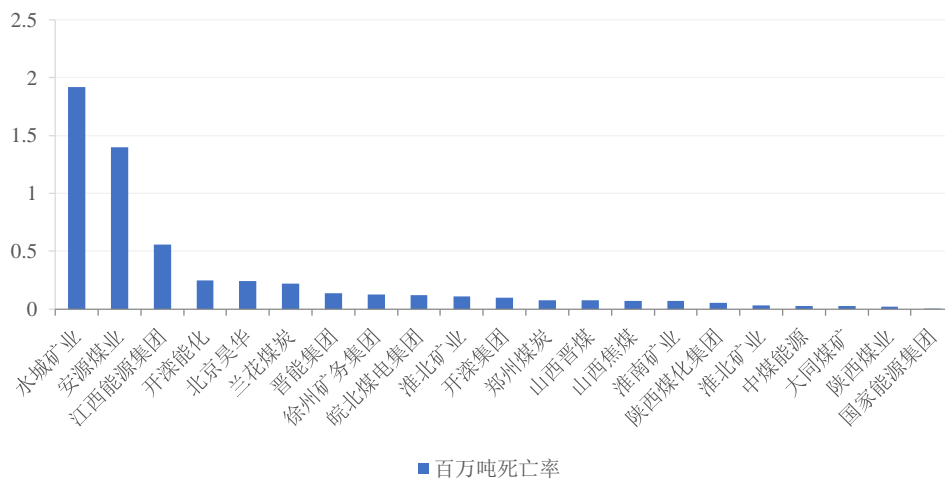


图13：煤炭发债企业百万吨死亡率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）发债企业财务分析

在后文的相关发债企业财务分析中，远东资信依据截至2019年1月20日的数据，去除了尚未披露2018年3季度财务报告及相关数据不全的企业样本，最后共获得47家可分析样本企业。在下文中，远东资信使用简单平均法对发债主体财务状况进行分析。

1.经营规模情况

煤炭行业产品同质性较强，经营模式较为简单，煤炭储量、煤种及煤质是企业核心竞争力所在。近年来，煤炭产量稳定增加，由于产能超前建设，近年来煤炭行业产能过剩严重。随着煤炭行业供给侧改革的推进，兼并重组、关闭落后产能，煤炭企业数量不断下降，煤炭价格有所回升。煤炭为大宗商品，价格受到下游需求影响具有周期性，导致行业营业收入出现波动，煤炭行业营业收入同比增速与PPI同比增速有较强的相关性。2015-2017年、

2018年1-11月煤炭行业规模以上企业主营业务收入分别为24994.90亿元、23178.50亿元、25444.90亿元和21983.8亿元，同比增速分别为-16.81%、-7.27%、9.78%和-6.67%¹⁴。

单位：亿元、%

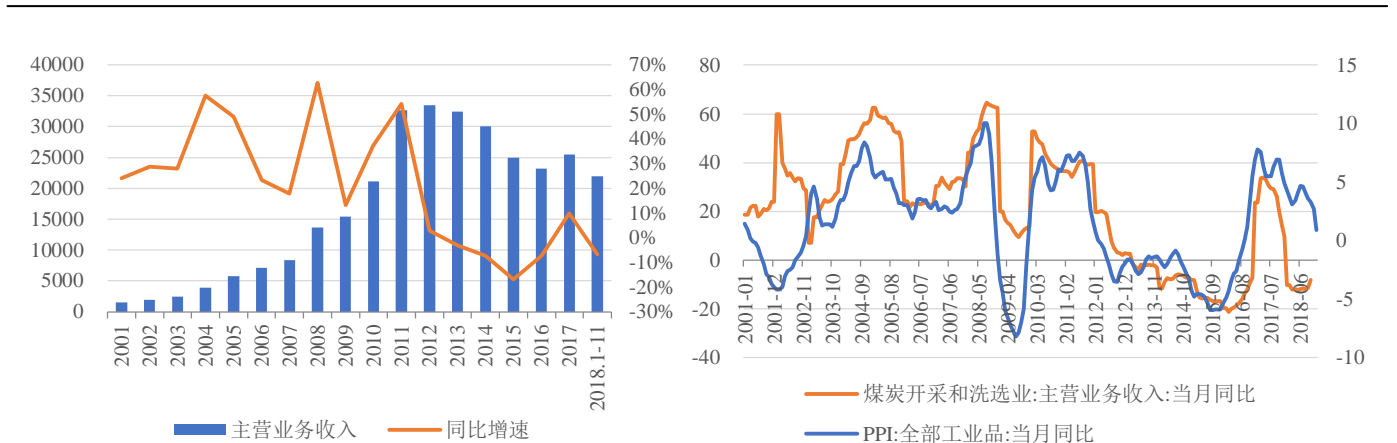


图14：煤炭行业规模以上企业主营业务收入趋势及与PPI的相关性

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

发债企业通常规模较大，为行业内前部企业。煤炭价格具有周期性波动，受益于供给侧改革，2015年以来煤炭价格逐渐回升，煤炭发债企业的营业收入规模及盈利能力均有所改善。2015-2017年煤炭发债企业营业收入分别为24122.73亿元、25042.45亿元、30853.72亿元，同比变动为-20.50%、+3.81%、+23.21%。2018年1-3季度，煤炭发债企业营业收入合计为24320.66亿元，较上年同期增长4.45%。其中，发债企业中营业收入规模较大的企业通常具有较大的煤炭可采储量和煤炭产量，包括国家能源投资集团有限责任公司、山东能源集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、兖矿集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司，年产量均达到亿吨以上。而经营规模较小的发债企业包括宝泰隆新材料股份有限公司、云南煤业能源股份有限公司、安源煤业集团股份有限公司、江西省能源集团有限公司、青海省能源发展(集团)有限责任公司，年产量不足400万吨。综上所述，煤炭行业去产能煤炭价格上升，改善了煤炭发债企业的营业收入状况。

单位：亿元

¹⁴国家统计局口径。

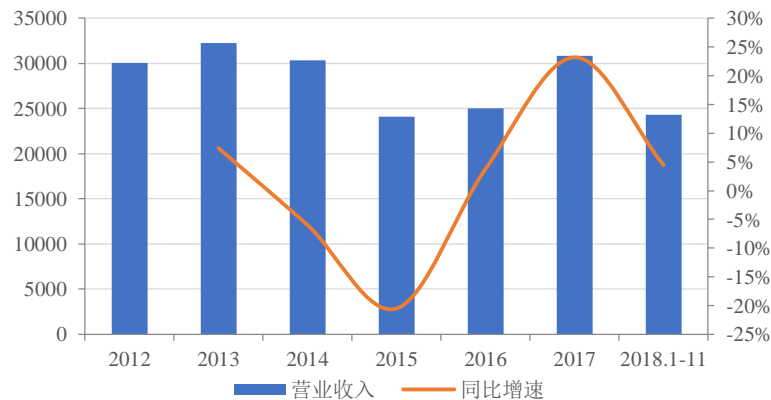


图15: 煤炭发债企业营业收入趋势

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 财务杠杆

煤炭行业为资本密集型行业, 国内煤炭需求的增长使得煤炭行业产能扩张较快, 而大多数煤炭企业融资渠道有限, 多依赖银行借款和发行债券等方式负债经营, 导致资产负债率处于高位。煤炭行业财务杠杆于2016年达到历史新高, 当年平均资产负债率为69.96%。同期, 煤炭价格处于低位, 行业亏损严重, 资金链较为紧张。之后, 国家出台了去杠杆、防范金融风险等多项政策, 在保证不发生系统性风险的情况下, 逐渐降低国有企业杠杆水平。2017年行业规模以上企业平均资产负债率为68.51%, 2018年1-11月进一步降至66.12%¹⁵, 但仍处于较高水平。

单位: %



图16: 煤炭行业规模以上企业资产负债率

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

¹⁵国家统计局公布的规模以上工业企业数据。

从发债企业来看，2015-2017年末、2018年3季度末资产负债率分别为68.78%、69.37%、67.01%和65.83%（简单平均），虽然供给侧改革以来有所回落，但最新的资产负债率仍处于偏高水平。发债企业中，资产负债率最高企业依次为安源煤业、江西能源集团、郑煤集团、山西晋煤、冀中能源、山煤国际，2018年3季度末资产负债率均超过80%。从近三年情况看，江西能源集团资产负债情况有所改善，其他企业资产负债率基本保持稳定，安源煤业则有所上升。

发债企业中，资产负债率较低的企业依次为大屯能源、宝泰隆新材料、昊华能源、云南煤业、国家能源集团、陕西煤业、开滦能化，资产负债率均低于50%。从近年情况来看，国家能源集团、陕西煤业、开滦能化等龙头企业降杠杆情况较好。

单位：%

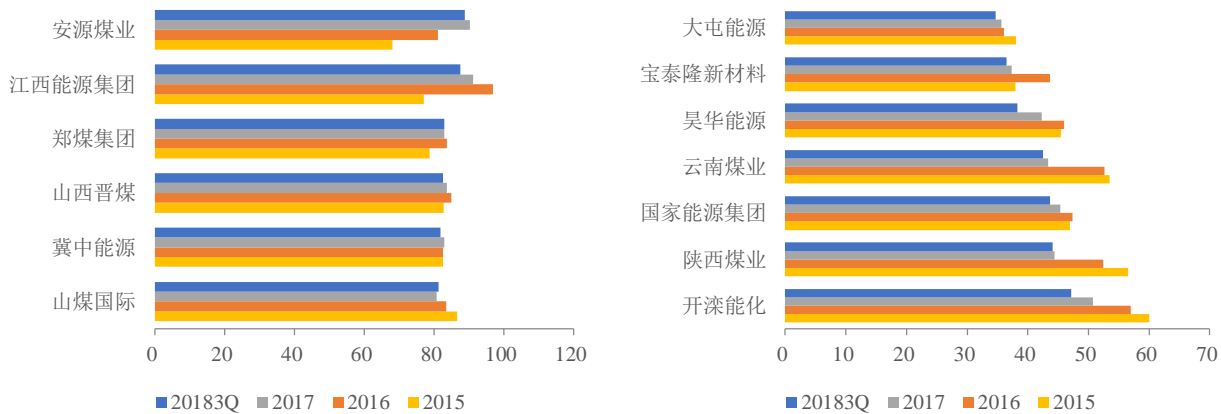


图17：煤炭发债企业资产负债率极端值情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发债企业性质来看，5家央企的平均资产负债率为61.17%、60.11%、58.51%和56.49%，明显低于行业平均水平，但2018年3季度末中煤新集能源股份有限公司资产负债率高达78.66%；38家地方国企平均资产负债率分别为70.80%、71.50%、69.09%、67.98%，资产负债率较高的企业为安源煤业集团股份有限公司和江西省能源集团有限公司，2018年3季度末分别为88.77%和87.40%；4家民营企业资产负债率差异较大，资产负债率最高的民营企业为已经违约的永泰能源股份有限公司，2018年3季末为73.49%；内蒙古伊泰集团有限公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、宝泰隆新材料股份有限公司2018年3季末资产负债率分别为63.85%、54.47%和36.48%，亦低于行业平均水平，或因企业性质原因融资难度较大。

总体来看，煤炭发债企业中，龙头企业受益于供给侧改革，资产负债率进一步下降，行业内财务结构稳健性出现结构性分化。

3. 盈利能力

煤炭发债企业煤炭产能和产量相对稳定，盈利能力受吨煤成本及煤炭销售价格影响较大。其中，新建矿井通常机械化程度较高、且开采较为便捷，吨煤成本较低，老旧矿井开采深度较深，安全投入较大，开采难度逐渐增加，吨煤成本亦相应上升。2015年以来，煤价逐渐回升，使得发债企业毛利水平呈上升趋势，煤炭开业业务板块毛利率约为40%-60%，但部分煤炭开采企业从事煤炭贸易及多元化业务等，拉低了行业整体毛利水平，2014-2017年毛利率分别为15.52%、13.86%、18.26%、22.61%，2018年1-3季度进一步上升至24.26%。较高的运输成本、固定资产折旧和利息支出使得发债企业期间费用规模较大，侵蚀利润空间，2014-2016年出现经营亏损。2017年以来随着煤价上涨，煤炭发债企业盈利状况有所好转。2015-2017年、2018年1-3季度净资产收益率分别为-0.94%、-5.65%、-4.08%、4.20%和6.48%。值得注意的是，作为地方国有企业的安徽省皖北煤电集团有限责任公司、郑州煤炭工业(集团)有限责任公司，在煤炭行业景气度提升的情况下，仍连续4年经营亏损，且资产负债率一直处于70%以上的高位，需关注其信用风险。

单位：亿元、%

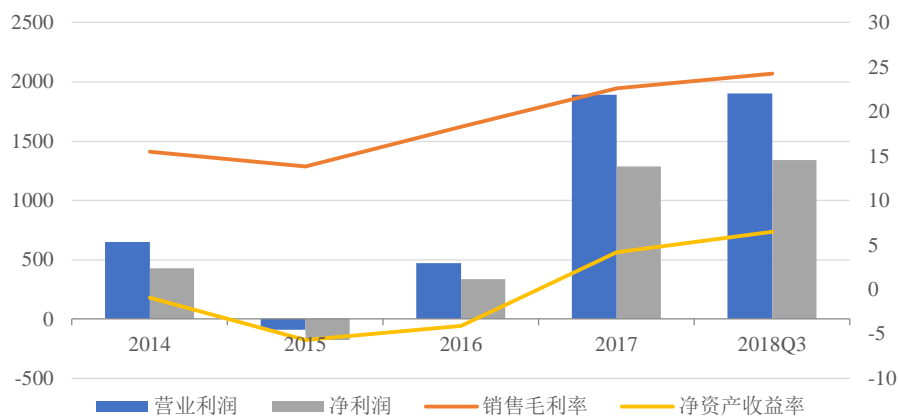


图18：煤炭发债企业盈利情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从具体企业来看，无论是行业内龙头企业还是相对较差企业，随着煤炭价格的上涨，盈利能力均出现好转。其中，2018年1-3季度毛利率位于前五位的煤炭发债企业均达到40%以上，而最末五位发债企业毛利率为8%-12%，相差较大。

单位：%

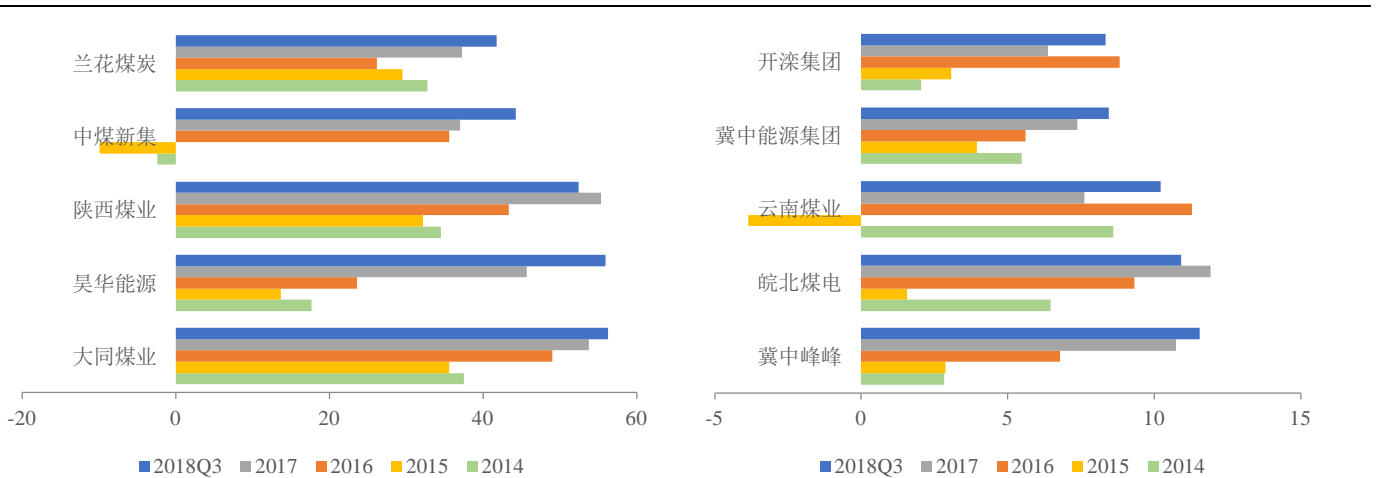


图19：煤炭发债企业毛利率情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 现金流与债务覆盖水平

2015年以来，煤炭发债企业经营性现金净流入有所好转，分别为1140.77亿元、2803.86亿元、4133.78亿元和3192.92亿元；同时，煤炭发债主体投资性现金净流出规模虽有所波动，但淘汰落后产能和对新建产能的严格控制使得行业投资支出整体有所减小，分别流出2537.96亿元、2106.63亿元、2492.13亿元和1449.30亿元。自2016年以来，发债企业经营性现金净流入可覆盖投资性现金净流出，并呈增长态势，2016年-2018年3季度经营性现金净流入与投资性现金净流入合计值为696.22亿元、1641.66亿元和1743.62亿元。

值得注意的是，存续期内的煤炭企业发行的债券将于2019-2021年迎来偿债高峰，需偿还的债券金额分别为2544.15亿元、1722.58亿元和1758.86亿元。从再融资角度看，发债企业最新授信额度约为5.1万亿元，尚未使用授信额度约为2.78万亿元，再融资压力可控。

2019年煤炭优质产能置换将持续，投资性支出可能增加，而动力煤价格或将回归绿色区间，动力煤发债主体收入或下行；焦煤、焦炭行业情况将依赖于基建补短板力度。预计发债企业将通过融资方式偿还到期债权，面临一定的偿债压力。

单位：亿元

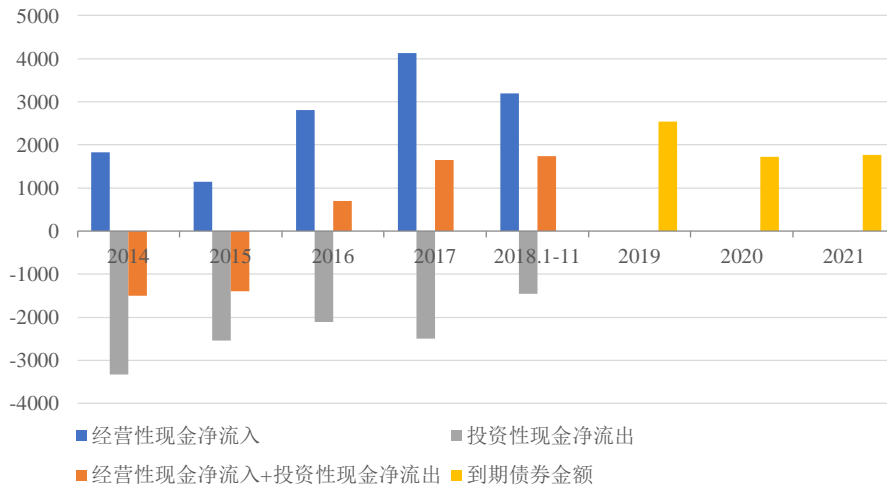


图20: 发债企业部分偿债能力指标趋势

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

分企业来看, 国家能源集团、陕西煤化、淮南矿业、兖州煤业、陕西煤业经营性净现金流可覆盖投资性净现金流, 表现出较好的经营能力。而青海能源集团、安源煤业、山煤国际、永泰能源、皖北煤电经营情况欠佳或是投资较大, 在煤价上涨的情况下, 经营性净现金流难以覆盖投资性净现金流, 日常经营对于外部融资依赖很大。与此同时, 皖北煤电盈利能力较弱, 安源煤业、山煤国际的资产负债率处于高位, 需关注其信用风险。

单位: 亿元

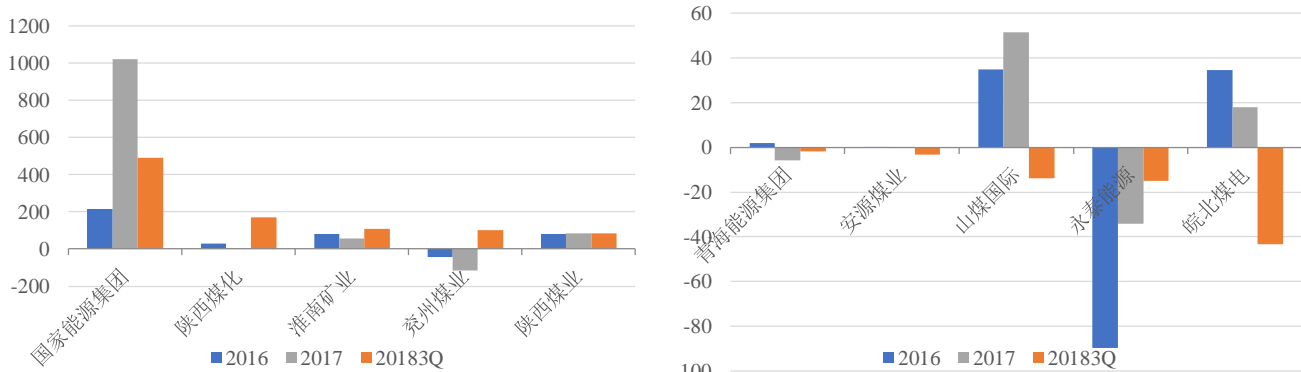


图21: 发债企业部分偿债能力指标趋势

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、行业信用展望

2018年供给侧改革是煤炭行业发展的主线，当年中国原煤产量保持低速增长，内蒙古和三西地区仍是重要的原煤产地；受到环保监督趋严、限产等因素影响，炼焦煤和焦炭产量或有所下降。需求方面，全社会用电量快速增长，动力煤需求较好；受到汽车、房地产行业增速下降的影响，焦煤需求有所下降。2019年煤炭子行业价格将面临结构性分化，动力煤行业供给偏宽松，价格中枢下行，但大幅回落可能性较小；受到基建补短板政策影响，焦煤及焦炭行业仍将保持平稳发展趋势，需求或将好转，价格或先抑后扬。

从行业政策看，2018年煤炭行业去产能任务已基本完成，未来两年，产能淘汰进度将呈放缓趋势，但煤炭行业优质产能对落后产能的置换力度仍将较大。受到煤炭资源禀赋的影响，煤炭行业产业布局将由中部和东北部地区向西部转移，煤炭优质产能将进一步释放。同时，中国煤炭结构化转型趋势明显，煤炭生产基地呈现大型化的发展趋势。同时，煤炭企业安全生产、绿色、高效发展成为发展趋势。中小煤炭企业矿井规模通常较小，且机械化水平和安全性亦相对较低，或面临兼并重组和较大的关停并转经营压力。2019年国家对于环保的要求将继续提高，环保检查力度将加强，预计煤炭行业绿色发展政策不会改变。

从行业关注来看，近年来，煤炭行业集中度提升，2018年6月末CR4和CR8分别为37.99%和56.57%，随着供给侧改革的推进，预计行业集中度将继续提升。中国多为深井或超深井煤矿，老旧矿井开采成本呈上行趋势，开采安全和环保问题较突出，而绿色化、自动化、智能化发展投资较大，需关注由此引发的信用风险。国家对煤炭实行分类使用，煤制油、煤制气、低阶煤分质利用等技术研发使得褐煤、煤化程度较低的烟煤、劣质高硫无烟煤等清洁利用成为可能，但由于技术尚不成熟，生产成本偏高，当石油价格处于50-60美元/桶时，煤制油和煤制气项目达到盈亏平衡点。2019年EIA预测WTI石油价格、布伦特石油均价分别为70美元/桶和75美元/桶左右，世行(WB)预测石油均价为67美元/桶，需关注石油价格波动对新型煤化工和煤炭行业的影响

2018年煤炭发债企业信用级别整体保持稳定，信用利差处于高位。供给侧改革使得煤炭行业内产生结构性分化，龙头企业具有资源优势，在煤炭价格上涨的情况下，资产负债率、盈利能力均有所改善，经营性现金净流量可覆盖投资性资本支出。小型煤炭企业存在一定的安全生产问题，资源禀赋相对较差，财务杠杆仍处于高位，存在盈利能力较弱及对外投资较为激进等问题，整体抗风险能力较弱。2019年国内货币供应量较为充裕，但动力煤价格回落将对发债企业造成一定负面影响，信用利差或有所上升，需关注小型煤炭发债企业的信用风险。

整体而言，2019年煤炭发债企业将面临一定的偿债压力，但我国煤炭行业需求仍将保持增长，长协价与市场价并行保证煤价在可控区间内波动，行业基本面较好，政策亦引导行业健康发展，面临的积极因素较多，行业整体信用状况将保持稳定。远东资信主要关注的风险点包括：（1）2019年房地产行业开发投资完成额及销售面临下滑，或使焦炭行业需求承压；（2）煤炭行业供给侧改革放缓，动力煤供给或有所增加，价格中枢或回落；（3）2019年美国经济增长或放缓，将对包括中国在内的全球其他国家经济造成不利影响。远东资信认为，煤炭行业2019年的信用展望为稳定。

【作者简介】

朱杰，德累斯顿工业大学国际管理专业硕士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司(简称“远东资信”)成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。