

## 我国煤炭行业风险逆向传导综合分析

文/潘瑶

**摘要:**2012年以来,在国内外经济形势下行压力下,我国煤炭行业供求发生逆转,结束了过去十年煤炭以卖方为主导的市场格局,煤炭市场景气程度大幅下滑。考虑到目前我国绝大部分煤炭企业均为价格的被动接受者,因此行业需求增速减缓引起的煤价下跌不断挤压煤炭企业盈利空间,在成本刚性的经营模式下,煤炭企业盈利能力及获现能力均面临较大挑战。

另一方面,我国大多数煤炭企业在“黄金十年”期间采取了较为激进的扩张策略,即通过举借带息债务进行兼并重组以扩张企业规模并获取矿产资源,使得煤炭企业历史负担较重、债务规模较高,并推动了行业整体的产能过剩,进一步加重行业供求失衡;同时,煤炭企业在煤化工领域的产业链延伸亦成为投资高、回报低的企业负担之一。

上述内外部因素导致我国煤炭企业近年来各类经营指标表现不佳、资金链紧张、融资环境恶化,煤炭行业在各类金融市场上的信用风险正逐步积累扩大。短期内,我国经济下行压力依旧存在,煤炭行业下游需求或将持续低迷,量价或保持低位运行,行业整体信用风险或将进一步加剧。

### 一、煤炭行业外部压力

#### (一)宏观经济下行对煤炭行业逆产业链传导

煤炭行业是我国关系国计民生的基础能源行业,在我国能源发展战略格局中有不可替代的重要作用。我国富煤、贫油、少气的能源结构决定了煤炭是我国能源消费主体,煤炭消费在我国一次能源结构中的占比长期维持在70%左右。作为基础能源,煤炭产品的应用范围通过电力、钢铁、建材、化工四大产业链延伸至基础设施建设、房地产以及机械制造等国民经济重大产业领域,一旦经济实体的终端消费出现波动,便会沿着各产业链自下而上对煤炭行业形成倒逼影响,使煤炭行业呈现略滞后于宏观经济波动的周期性特征。

煤炭行业直接的下游行业一般分为火电、钢铁、建材和化工四大行业,2014年1-11月,四大行业耗煤占比分别为47%、15%、14%和6%,合计用煤占比达80%以上。四大下游行业主要应用于基础设施建设、房地产以及机械制造等重点产业领域,尤其是房地产和基础建设耗煤量占比合计约达20%左右,而二者与我国宏观经济运行休戚相关,

因此煤炭行业景气程度波动的根本动因在于宏观经济变动延产业链逆向传导。

2010年第四季度开始我国宏观经济增速出现放缓,原有的投资拉动型经济增长开始难以为继,经济增长逐渐转入中速发展的阶段。2012年以来,我国固定资产投资增速和房地产投资增速开始双重下滑,煤炭下游主要耗煤行业用煤需求持续放缓。在项目建设超前、产能过剩严重的内部结构失衡状态下,行业需求的减少颠覆原有卖方主导的市场格局,行业呈现供大于求、库存增加、价格下滑、产量减少等衰退信号,煤炭企业效益下降、经营压力加大、项目投资趋缓,煤炭行业结束“黄金十年”的迅猛增长。

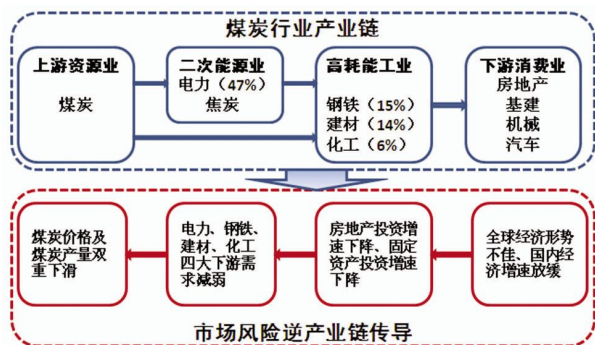


图1 煤炭行业产业链以及市场风险逆产业链传导

数据来源:中国煤炭工业协会,远东资信整理

## (二)环保政策进一步限制市场空间

当前我国环境形势十分严峻,一些地区建设项目和企业的环境违法现象较为突出,因污染企业关停带来的信贷风险加大,已严重影响了社会稳定和经济安全,严格对建设项目的环境监管和信贷管理,已经成为一项紧迫的任务。环保问责制更使落实节能减排指标成为各级政府和环保部门工作的重头戏,与煤炭及煤基产业多属环境污染较重的行业,特别是煤化工行业对环境污染更为严

重。同时,国家及重点煤炭地区陆续出台节能减排、环境保护政策,加大对生态恢复的投入和治理力度,也势必增加煤炭企业的生产运营成本。

与环保政策保持一致的是我国能源结构调整步伐正在加快,节能减排力度逐步加大,国家支持清洁能源发电的优惠政策相继出台,风能、太阳能、水能、核能等清洁能源对火电替代冲击势头明显。据统计,截至2014年11月末,全国水力、核能、风力发电量累计同比增速分别为22.4%、18.3%和3.84%,而火力发电量累计同比下降0.3%。新能源的快速发展既是为国家未来能源安全提供有力保障,同时也必将挤压传统化石能源尤其是煤炭的市场空间,煤炭企业也将面临来自新能源的挑战。

## 二、煤炭行业内部失衡

### (一)超前建设导致产能过剩形势严峻

随着煤炭企业在经营收益率高、市场前景看好和追求做大的心理需求驱动下,煤炭企业在“黄金十年”期间不断收购兼并抢占资源建设新矿,盲目寻求扩张发展。尽管中央层面对于煤炭行业去产能的政策要求早已有之,但地方政府出于对自身经济、财政收入和本地就业的考虑,煤炭行业的产能扩张在2010-2013年有增无减。

2014年,在煤炭行业景气度连续2年持续下滑的行情下,当年新增产能规模开始收缩。但考虑到一般煤矿的建矿周期为三年,即于2012年之前大规模投入的大型煤炭基地即将进入产能集中释放期;即使煤炭行业固投投资增速在2013-2014年已经显著回落乃至为负,2012-2014年间年均5000亿元的投资规模仍将在2016年左右逐步形成产

能,而这一投资规模还尚未将五大发电集团在煤炭行业的扩张核算在内。根据 Wind 测算,目前国内煤矿在建和建成煤矿产能为 40 亿吨以上,而全国煤炭消费在 35 亿吨左右,国内煤炭产能超前建设导致产能过剩形势极为严峻。

### (二)盲目进行产业链延伸加重经营包袱

目前我国煤炭企业为完善产业链、增强企业竞争力,通常选择进行产业链延伸,一般包括煤电一体化和煤化工一体化两条途径,其中煤电一体化的协同效应较为显著,近两年电力业务盈利能力对煤炭企业的贡献较为明显。

但在煤化工一体化方面,以焦炭、甲醇、二甲醚、合成氨等为主要产品的传统煤化工领域发展过快,加之需求不足、地域布局不合理、产品结构、项目资本结构不合理等原因,造成较多煤化工企业陷入经营困难。同时,由于同业恶性竞争严重,成本与市场价格倒挂,大多数煤炭企业煤化工产业出现了严重亏损。煤炭企业煤化工项目多为贷款建设,贷款额度大、财务费用高,企业债务沉重,无疑加重煤炭企业经营包袱。

近年来国内大型能源企业开始大规模投入煤制油、煤制气等转化一次性能源的新型煤化工项目。作为技术和资金密集型的新型煤化工项目,其面临的风险较为复杂,一是项目经济性受到能源价格影响较大,现代煤化工项目普遍投资巨大,而煤炭、原油、未来页岩气大规模开发都可能对煤化工项目的投资回报率产生重要影响,特别是 2014 年下半年来国际原油价格暴跌对已建成的新型煤化工项目的盈利产生较大负面影响;二是新型煤化工技术的可靠性和稳定性尚存在较大不确定性;三是传统煤化工行业面临的产能

过剩风险、资源及环保制约风险等风险依旧是煤炭企业无法避免的压力之一。

## 三、2014 年煤炭企业信用风险表现

### (一)内外部风险对煤炭企业信用的影响

煤炭企业生产模式一般是在取得相关营业证照并满足各项生产销售条件的情况下以销定产,其生产成本主要取决于资源禀赋、开采条件以及各种税费等客观因素,在人工成本压缩空间较小的现状下,自主调整成本的余地相对有限。在成本刚性的经营状态下,煤价下跌成为煤炭企业即期盈利能力大幅下滑、现金流紧张情况加剧的最主要原因。除煤价下跌导致利润缩减外,部分地方国有煤炭企业为做大收入规模进入物流贸易领域,非煤产业大部分选择了尿素、甲醇和焦炭等产能过剩行业,进一步拉低企业整体毛利水平。

相对于外部因素主要影响盈利能力,对煤炭企业偿债能力影响较大则主要取决于煤炭企业内部经营策略。前期资源整合和产业链延伸过程中的大规模盲目扩张则是导致企业债务压力巨大、历史负担沉重、成本控制能力较弱的重要内因。在煤炭行业发展的“黄金十年”中,煤炭企业利润和现金持续积累,融资能力相对较强,在煤炭资源的获取和产能扩张方面普遍制定了较为激进的战略规划,特别是 2009 年开始各产煤大省陆续开展兼并重组和资源整合,煤矿新建和改扩建项目大幅增加,使得煤炭企业债务压力普遍上升。除资源整合外,向煤电、煤化工等领域拓展产业链延伸成为大中型煤炭企业投资的第二大领域。上述两项投资导致煤炭企业普遍积累了较多的外部融资,煤炭行业债务压力较大,历史负担较重。

在内外部因素的共同作用下,煤炭企业



自 2012 年以来无论是财务杠杆、偿债能力还是盈利性以及运营效率,其各个财务指标均不断恶化,行业整体信用风险急剧上升。

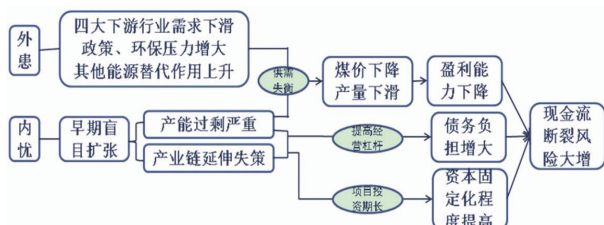


图 2 内外部风险对我国煤炭企业信用的影响途径

资料来源:远东资信整理

## (二) 煤炭行业信用风险在各金融市场的表现

### (1) 信贷市场

在信贷市场,2014 年 1 月银监会要求加强对煤炭信贷审查,中国银监会已经要求各地分支机构加强对煤炭开采行业信贷风险的审查,显示出政府对可能出现违约问题的担忧。银监会还提醒,因企业互联互保引发的风险传染比较严重,部分地区的煤炭企业从“抱团欠款”转向“抱团逃废债”,同样类似于钢贸贷款,部分区域信用环境有所恶化。2014 年 7 月底,银监会进一步下发通知,对联保贷款进行规模限制,同时要求各银行业金融机构在 10 月底之前,完成对担保圈贷款的风险排查,并及时汇报排查结果和高风险客户的风险处置预案。银监会警示,担保圈企业风险较高的地区为长三角、珠三角等地,行业分布为钢贸、煤炭、纺织化纤等;银行要重点监控银行贷款依存度高、民间融资依存度高、生产经营不正常的担保圈企业。

### (2) 债券市场

在债券市场,煤炭企业债发行人平均财务指标呈现不同程度恶化,表现为财务杠杆增加、偿债能力下滑、营运效率降低、

经营回报减少以及成长能力趋弱。2014 年,煤炭企业债券发行人亏损面扩大,亏损家数由上年的 26 家增至 35 家。随着信用资质的下降,煤炭行业发生负面评级调整的发行人家数也呈现上升趋势:自 2012 年开始,陆续有煤炭企业债券发行人被负面评级调整,数目从 2012 年的 1 家增加到 2013 年和 2014 年的 11 和 14 家。

表 1 我国煤炭行业发债企业平均财务指标

| 主指标     | 具体分类指标              | 2012   | 2013   | 2014   |
|---------|---------------------|--------|--------|--------|
| 财务杠杆    | 资产负债率%              | 66.45  | 69.33  | 71.68  |
|         | 带息债务/全部投入资本%        | 64.74  | 69.37  | 72.51  |
|         | 归属母公司股东的权益/带息债务%    | 1.07   | 0.62   | 0.50   |
| 偿债压力    | 速动比率%               | 0.82   | 0.78   | 0.74   |
|         | 经营活动产生的现金流量净额/负债合计% | 0.06   | 0.04   | 0.04   |
|         | 已获利息倍数(EBIT/利息费用)   | 4.91   | 2.51   | 1.60   |
| 营运能力和效率 | 存货周转率(次)            | 14.53  | 13.74  | 11.75  |
|         | 应收账款周转率(次)          | 29.86  | 31.40  | 22.26  |
|         | 固定资产周转率(次)          | 4.11   | 3.57   | 2.41   |
|         | 总资产周转率(次)           | 0.80   | 0.75   | 0.64   |
| 经营业绩和回报 | 销售毛利率%              | 20.52  | 16.45  | 14.24  |
|         | 成本费用利润率%            | 7.14   | 2.89   | -0.02  |
|         | 销售期间费用率%            | 13.37  | 13.42  | 14.12  |
|         | 净资产收益率 ROE%         | 4.30   | -0.70  | -5.17  |
| 成长性     | 固定资产投资扩张率%          | 30.42  | 18.37  | 9.88   |
|         | 资本项目规模维持率%          | 410.78 | 222.06 | 139.39 |
|         | 总资产增长率%             | 0.24   | 0.16   | 0.10   |
|         | 营业收入增长率%            | 0.23   | 0.16   | -0.01  |
|         | 利润总额增长率%            | -0.24  | -0.25  | -0.32  |
|         | 净利润增长率%             | -0.26  | -0.32  | -0.42  |

资料来源:2014 年末煤炭行业发债企业财务数据均值

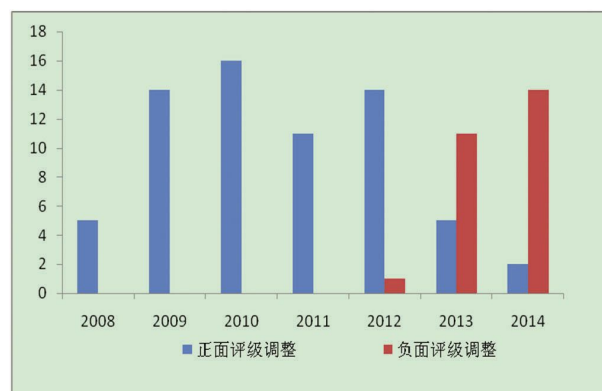


图 3 2014 年我国煤炭债券市场级别下调家数增加

资料来源:远东资信整理

### (3) 信托市场

2014年,煤炭企业在信贷市场以及债券市场上的融资难度增加,在自身经营恶化、债务负担沉重的状况下极易引发现金流断裂、企业亏损等经营风险,使其在其他金融市场融资产品的信用风险进一步上升。在信托市场,2014年煤炭企业作为融资方的整体发行规模骤降、兑付风险大增。

**表 2 2014 年我国煤炭行业信托违约事件**

(单位:亿元)

| 到期日        | 规模   | 发行人  | 产品名称                               | 借款人  | 地区 | 结果        |
|------------|------|------|------------------------------------|------|----|-----------|
| 2014.01.31 | 30   | 中诚信托 | 中诚信托·诚至金开 1 号集合信托计划                | 振富能源 | 山西 | 不支付第三期利息  |
| 2014.02.07 | 2.89 | 吉林信托 | 吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(四期) | 联盛   | 山西 | 已逾期       |
| 2014.02.19 | 1    | 吉林信托 | 吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(五期) | 联盛   | 山西 | 已逾期       |
| 2014.02.21 | 5    | 山西信托 | 山西信托山西联盛能源投资有限公司权益投资集合资金信托计划第三期    | 联盛   | 山西 | 已逾期       |
| 2014.03.11 | 1.09 | 吉林信托 | 吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(六期) | 联盛   | 山西 | 6 期产品全部违约 |
| 2014.07.25 | 13   | 中诚信托 | 中诚信托·诚至金开 2 号集合信托计划                | 新北方  | 山西 | 延期兑付      |
| 2014.12.23 | 11.4 | 华润信托 | 华润信托鑫金 2 号孝义德威集合资金信托计划             | 德威煤业 | 山西 | 延期兑付      |

资料来源:远东资信整理

## 四、2015 年煤炭行业信用风险预测

### (一) 煤炭产量无法提升

1992-2014 年间我国煤炭产量与 GDP 基本同步上升,尤其是 2002 年煤炭价格市场化之后,煤炭产量与 GDP 的同步趋势更加明显,

二者相关系数高达 0.833,呈显著正相关。对二者进行格兰杰因果检验后结果表明 GDP 的变动引导煤炭产量。进一步取 GDP 滞后数据与煤炭产量及煤炭价格做相关性分析,结果显示煤炭产量对 GDP 的滞后期为一个季度左右,煤炭价格对 GDP 的滞后期为半年左右。

**Correlations**

|       |                     | lnGDP  | lnPro  |
|-------|---------------------|--------|--------|
| lnGDP | Pearson Correlation | 1      | .833** |
|       | Sig. (2-tailed)     | .      | .000   |
|       | N                   | 84     | 84     |
| lnPro | Pearson Correlation | .833** | 1      |
|       | Sig. (2-tailed)     | .000   | .      |
|       | N                   | 84     | 84     |

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level

**图 4 我国 GDP 与煤炭产量显著正相关(对数)**

资料来源:远东资信整理

Pairwise Granger Causality Tests  
Date: 04/11/13 Time: 14:59  
Sample: 1 84  
Lags: 2

| Null Hypothesis:                   | Obs | F-Statistic | Prob.  |
|------------------------------------|-----|-------------|--------|
| LNGDP does not Granger Cause LNPRO | 82  | 12.1273     | 3.E-05 |
| LNPRO does not Granger Cause LNGDP |     | 2.52421     | 0.0867 |

**图 5 因果检验显示“GDP 引导煤炭产量”**

资料来源:远东资信整理

**表 3 GDP 对煤炭产量和煤炭价格的先导性作用**

|      | GDP <sub>t</sub> | GDP <sub>t+1</sub> | GDP <sub>t+2</sub> | GDP <sub>t+3</sub> |
|------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 煤炭产量 | .777**           | <b>.921**</b>      | .912**             | .806**             |
| 煤炭价格 | .880**           | .867**             | <b>.888**</b>      | .833**             |

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level

从波幅来看,由于煤炭行业所有下游需求全部与国民经济高度正相关,导致煤炭行业的波动幅度大于国民经济的波动幅度。根据历年数据对比表明:11%的 GDP 增速为煤炭行业产量增速波幅的临界值,即当 GDP 增速大于 11%时煤炭产量增速高于 GDP 增速,而在国民经济下行阶段煤炭行业无法选择具有支撑性的需求市场来抵制行业景气

程度的下滑,GDP增速小于11%时煤炭产量增速则低于GDP增速。2014年我国GDP增速为7.4%,且未来难以提升至11%以上水平,因此2015年煤炭行业产量增速预计将维持低位运行。

## (二)煤炭价格维持低位

从1997-2014年我国煤价PPI的历史波动情况来看,煤价PPI的市场敏感度较高,呈现出较为明显的周期性波动,17年间经历五个发展周期,每个周期平均期限约3.4年。从前四个周期来看,我国煤价PPI在20%左右的幅度内波动,并呈震荡上升趋势,整体趋势与我国过去十余年间宏观经济上升趋势基本保持同步。除受宏观经济波动影响外,其波峰波谷的形成主要受到产业政策、市场供求关系转变等因素的影响。

2014年,我国煤炭价格PPI最低点为-14.24%,甚至低于次贷危机后的-11.44%的最低历史水平。2014年末,随着国内外煤炭供应减少,以及下游需求有所回升,煤价PPI企稳止跌。但考虑到我国经济发展增速未出现明显好转、煤炭产能过剩短期内无法根本性改善,预计未来我国煤价PPI将维持在-10%左右徘徊,其出现回升拐点的时间尚需以来整体经济形势回暖及市场需求的拉动,目前尚无法明确反弹时间。

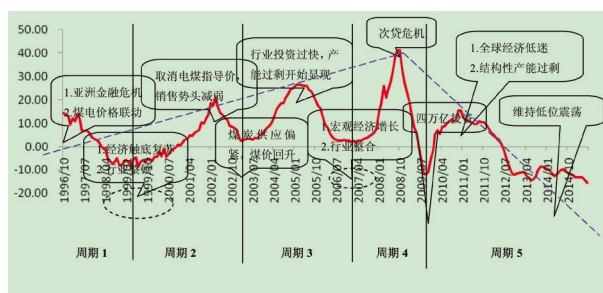


图6 1997-2014年我国煤炭价格PPI经历五个周期

资料来源:远东资信整理

## (三)煤炭行业信用风险加剧

2015年我国将继续保持在“新常态”下的平稳运行,经济下行压力依旧存在。随着我国进一步进行经济结构调整,固定资产投资增速或将持续趋缓;考虑到楼市供求关系基本转为整体平衡和局部过剩,房地产市场预计将不会出现持续性暴涨。受此影响,煤炭行业下游需求或将继续维持低迷状态。通过上述分析,煤炭行业产量及价格均仍保持低位运行。

上述因素对于煤炭企业来说,使得其盈利能力及获现能力无望大幅回升,利润水平或将进一步挤压,对于投资方而言第一还款来源保障能力降低;另外,融资环境恶化加剧煤炭企业流动性风险,资金周转不畅或将增加煤炭企业到期兑付的违约概率。整体而言煤炭行业信用风险或将加剧。