

## 煤炭企业亏损面进一步上升,主体评级密集下调

文/刘敏 潘瑶

2015年2季度,延续1季度的行情,我国宏观经济增速步入低速运行新常态以及环保政策趋严等外部压力使得煤炭行业下游需求增速继续放缓,行业景气度持续下滑;供给方面,尽管国家的煤炭限产力度加大,但煤炭行业前期建设的正逐步释放,煤炭供给能力大幅增加,行业整体延续供大于求态势,煤炭价格继续位于低位运行。

2015年2季度,煤炭行业企业盈利和获利能力持续下降,煤炭企业亏损面进一步上升;前期资源整合和产业链延伸使得企业债务压力普遍较大、成本控制能力弱、历史负担重的煤炭企业面临较大的信用风险,煤炭企业呈现密集的评级下调现象。

未来,煤炭经济运行外部形势依旧严峻,加之化解产能过剩短期内无法明显显现,因此在未来一段时间内仍将呈现供大于求的态势,煤炭市场价格下行压力依然较大,煤炭企业盈利空间及获现能力仍受抑制,信用水平或将维持在较弱水平。

### 一、行业运行态势表现

2015年第二季度煤价出现企稳态势,降幅较小。主要原因是电厂为7、8月份的用电高峰补库存所致(提前一个月),但由于整体经济疲软,且降雨天气较多,预计未来价格将以震荡为主。

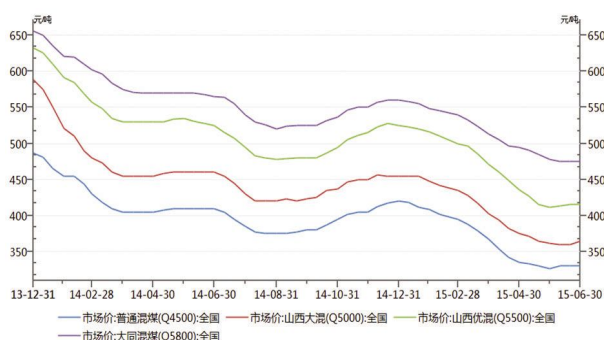


图1 2013年12月-2015年6月  
煤炭价格变动情况

数据来源:WIND

煤炭需求增长仍呈逐步放缓态势。煤炭行业为顺经济周期行业,其需求受宏观经济波动影响明显。2015年1-6月,GDP为314178.20亿元,剔除价格影响,同比增长7.00%,较2014年同期回落0.30个百分点。1-6月我国固定资产投资同比增长11.40%,增速较2014年同期回落5.9个百分点,接近2003年以来最低水平。

从行业来看,2015年上半年火电产量维持低位。2015年1-6月,发电量合计27091.00亿千瓦时,同比增长0.60%。2015年上半年我国南方主要流域进入汛期,水电出力明显增加,导致我国火电发电量持续低位徘徊,1月至6月火电发电量同比下降3.20%。

上半年钢铁行业用煤总量略有下降。由于上半年基础设施建设增速放缓,房地产开

发不确定性增大,钢铁行业仍面临较大的产能过剩的压力,钢材需求增速放缓。受此影响,生铁、粗钢产量仅略有增长,焦炭产量甚至出现小幅下降。国家统计局数据显示,1-6月,生铁和粗钢产量累计同比分别下降2.30%和1.30%;焦炭产量累计为22638.00万吨,累计同比下降3.40%,已连续5个月负增长。钢铁行业用煤主要为炼焦用煤、烧结用煤和高炉喷吹用煤。焦炭产量下降意味着焦煤需求有所减少,1-6月生铁产量累计同比降低1.30%,意味着烧结用煤和高炉喷吹用煤需求很难出现明显增长。

上半年,建材行业水泥用煤需求有所下降。建材行业中水泥耗煤占比最大,水泥广泛应用于大型建筑工程,与固定资产投资密切相关。鉴于固定资产投资增速放缓,导致2015年上半年水泥产量增速趋缓。2015年1-6月,全国水泥产量累计产量107714.00万吨,同比下降5.30%。

化肥用煤需求保持平稳,化工用煤需求增长较快。化肥行业是主要耗煤行业,化工行业在煤炭需求的占比中较小,合成氨和甲醇分别是化肥、化工行业两大主要耗煤产品。2015年1-6月,合成氨产量2881.24万吨,同比增加1.44%。年初天然气供应紧张,使得煤炭企业开工率相对较高,1-6月合成氨耗煤总量基本保持平稳,但难以对煤炭行业形成较大提振。甲醇主要原料为煤、天然气和焦炉煤气,其中以煤为原料的甲醇产能占总产能的比重超过60%。1-6月精甲醇产量1923.66万吨,同比增长9.38%。

煤炭市场供应偏松,原煤产量总体呈下降态势。由于煤炭需求增长较慢,2015年上半年国内煤炭生产回落明显,2015年6月原煤产量32672.00万吨,同比下降4.90%,1-6

月累计产量178904.00万吨。分重点省市看,2015年上半年山西、内蒙和陕西三省区原煤产量均呈下降态势。其中,1-6月,山西省原煤产量46300.00万吨,同比减少4.37%;内蒙古原煤产量45906.00万吨,同比下降7.26%;陕西省原煤产量21035.00万吨,同比下降0.31%。

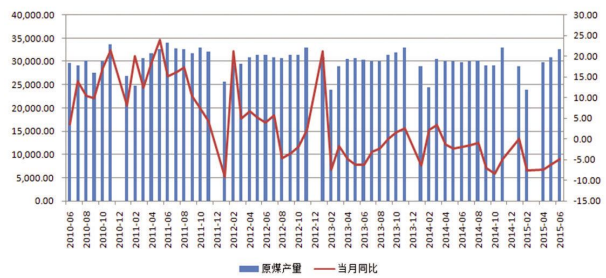


图2 2010年6月-2015年6月  
原煤产量变化情况

资料来源:WIND

## 二、行业最新政策

### (一)正式实施《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020年)》

2015年4月27日,国际能源局印发了《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020年)》(以下简称“《计划》”)。

计划的主要目标:全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于300克标准煤/千瓦时;到2017年,全国原煤入选率达到70%以上;现代煤化工产业化示范取得初步成效,燃煤工业锅炉平均运行效率比2013年提高5个百分点。到2020年,原煤入选率达到80%以上;现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克/千瓦时,电煤占煤炭消费比重提高到60%以上;现代煤化工产业化示范取得阶段性成果,形成更加完整的自主技术和装备体系;燃煤工业锅炉平均运行效率比2013年提高8个百分点;稳步推进煤炭优质化加

工、分质分级梯级利用、煤矿废弃物资源化利用等的示范,建设一批煤炭清洁高效利用示范工程项目。

未来,《计划》的实施,煤炭产业将进一步提高利用效率,这在一定程度上将继续缩减煤炭需求。

## (二)发布《关于开展煤违法违规建设生产情况核查工作的通知》

2015年4月,国家发改委、国土局、环保局、水利部、能源局、煤矿安监局联合下发《关于开展煤违法违规建设生产情况核查工作的通知》,联合核查的内容报告违法违规建设煤矿,超能力生产煤矿,有重大安全生产隐患的煤矿,在煤田灭火、河道治理、采空区治理等工程中的采煤行为,以及未公告产能的煤矿。同年,国家能源局、国家煤矿安全监察局联合下发《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》,要求所有生产煤矿必须按照公告生产能力组织生产,合理安排年度、季度、月度生产计划;企业集团公司不得向所属煤矿下达超过公告生产能力的生产计划及相关经济指标。

2015年5月,国家发改委牵头召开专题会议,对涉及违法违规建设的产煤省份和煤矿进行约谈,提出了“四个严格”即严格治理违法违规建设生产、严格治理超能力生产、严格治理不安全生产、严格治理劣质煤生产使用。

国家对煤矿超采的打击力度加大,通过严控违规生产限制煤炭供给,新增产能或将趋势性放缓。

## 三、行业发债情况

### (一)行业发债情况

截止至2015年2季度末,债券市场共有煤炭行业发行人98家,共计债券存量

7754.3亿元。其中,中央国有背景9家、地方央企69家、民营企业13家、中外合资企业1家、上市公司18家(发债61支,占比13.3%)。

当前存续煤炭债中,中票合计145只,金额3238.5亿元,占煤炭债存量42%;定向工具141只,金额1910亿元,占比24.8%;短融75只,余额1500亿元,占比19.5%;企业债66只,余额819.8亿元,占比10.6%;公司债26只,金额385亿元;资产支持证券5只,金额15亿元。

从分布情况来看,煤炭企业债发行人主要分布在华北及中西部地区,其中,山西省(17)、山东省(15)、内蒙古自治区(11)、河南省(10)以及北京(8)为分布最多的省市。东南沿海及西南地区分布较少。业务品种多以动力煤和焦煤为主,近半数开始向多元化链条转化。

2015年煤炭债到期或回售金额为2579.5亿元,其中短融和超级短融合计1450亿元。除去短融,煤炭债在2015-2019年分别到期或回售金额为1129、1272、1584、650和963亿元,2020年及以后年份到期或回售额度较小。

从主体评级的分布来看,煤炭企业债发行人评级多在AA及以上,其中,AAA主体23家,AA+25家,AA26家,AA-13家,A+1家。从金额上看,AA及以上评级主体债券余额为7635亿元,占比达到了98.5%。

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,评级调整时间集中在每年的6月底至7月底。

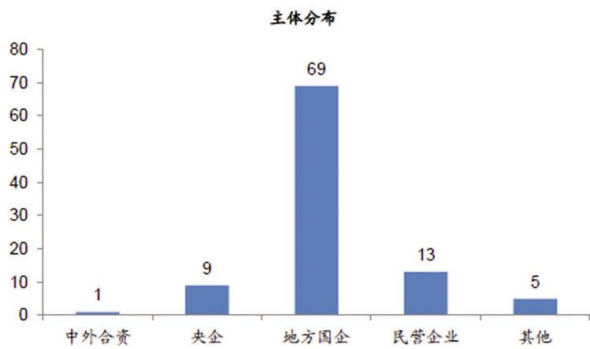


图3 煤炭债发行主体属性

资料来源:WIND 招商证券

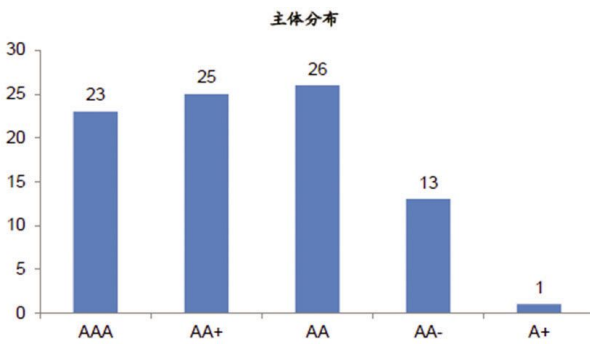


图4 煤炭债券发行主体评级

资料来源:WIND 招商证券

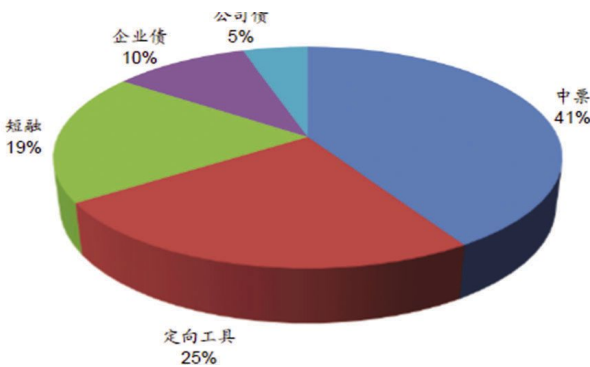


图5 煤炭债券种属性

资料来源:WIND 招商证券

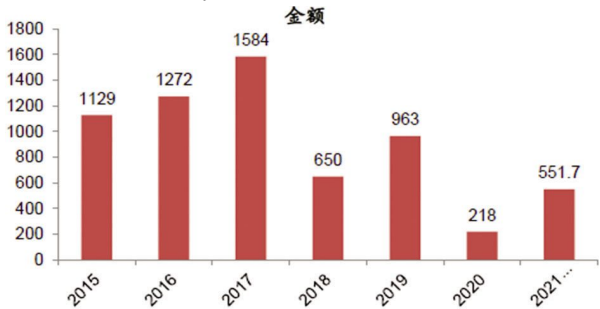


图4 煤炭债券到期规模分布

资料来源:WIND 招商证券

## (二)行业信用风险揭示

2015年第二季度是跟踪评级调整集中期,煤炭行业景气度持续低迷,煤炭企业盈利能力和现金流状况恶化,2015年煤炭企业发行人评级出现密集下调现象,且发生负面评级调整的发行人家数呈现上升趋势。截止2015年6月底,共有14个煤炭行业发行人评级下调,其中11个发行人下调半级。而2012年评级下调家数为1家,2013年和2014年分别为11和14家。

表1 煤炭行业 2015.1-2015.6.30 发行人主体评级下调情况统计

债券代码	债券简称	发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	上次评级展望
078046.IB	07永煤债	永煤集团股份有限公司	2015-6-30	AA+	稳定	2014-7-28	AA+	正面
1180120.IB	11永煤电债	龙口煤电有限公司	2015-6-29	A+	负面	2014-6-23	AA-	稳定
1282153.IB	12川煤炭MTN1	四川省煤炭产业集团有限公司	2015-6-26	AA	负面	2014-7-29	AA	稳定
122297.SH	13山煤01	山煤国际能源集团股份有限公司	2015-6-19	AA	稳定	2014-6-17	AA+	稳定
122200.SH	12晋兰花	山西兰花科技创业股份有限公司	2015-6-15	AA+	负面	2014-5-28	AA+	稳定
122249.SH	13平煤债	平顶山天安煤业股份有限公司	2015-6-12	AAA	负面	2014-6-4	AAA	稳定
112024.SZ	10煤气02	太原煤气化股份有限公司	2015-6-9	A+	负面	2014-6-24	AA	负面
101462003.IB	14皖北MTN001	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	2015-5-29	AA	负面	2015-2-11	AA	稳定
122135.SH	12宝泰隆	七台河宝泰隆煤化工股份有限公司	2015-5-27	AA-	稳定	2014-5-28	AA	负面
041553032.IB	15国投新集CP001	国投新集能源股份有限公司	2015-4-1	AA+	负面	2014-8-21	AA+	稳定
1282421.IB	12晋煤集MTN1	山西煤炭进出口集团有限公司	2015-3-18	AA+	负面	2014-8-11	AA+	稳定
041473006.IB	14滇洁能CP002	云南解化清洁能源开发有限公司	2015-3-17	AA-	负面	2014-7-23	AA-	稳定
1282149.IB	12龙煤MTN1	黑龙江龙矿煤业集团股份有限公司	2015-2-13	AA-	负面	2014-7-24	AA	负面
1282408.IB	12沈焦煤MTN1	沈阳焦煤股份有限公司	2015-1-27	AA+	负面	2014-9-11	AA+	稳定

资料来源:WIND

#### 四、行业信用风险趋势展望

**新常态下,煤炭行业供大于求的态势难以根本性转变,煤炭行业整体偿债能力难见整体性回升,信用事件的发生或以区域性形式出现**

2015年,我国煤炭经济仍将保持低位运行态势。一方面,全球石油价格大幅下降,国际煤炭市场继续保持供大于求的态势,将进一步影响国内市场。另一方面,国内煤炭供需形势不会发生较大变化,推动煤炭价格回升的基础较薄弱。

从需求看,2015年中国经济增速将进一步放缓,国家调控能源消费总量,提高非化石能源在一次能源消费中的比重,大幅度降低单位GDP能耗,降低大气污染物排放,降低煤炭占一次能源消费中比重,能源结构将进一步优化,能源需求强度将进一步降低。

从供应看,一方面,中国煤炭产能已经超过40亿吨,在建规模11亿吨以上,煤炭产能释放压力较大;另一方面,国家严格治

理违法违规煤矿生产建设,治理不安全生产、超能力生产,限制劣质煤生产与消费,煤炭产能增长势头得到遏制。

**行业景气度下滑,公司业绩出现亏损,债务负担上升,偿债能力回升压力较大。**受煤炭行业景气度持续低迷,煤矿停产等影响,煤炭企业期间费用高企,经营性利润较低,煤炭企业资产变现能力较弱,有息债务占比较高,且面临较大的资金支出压力,部分企业出现银根缩紧,导致企业偿债能力压力较大。

**信用事件的发生或以区域化形式出现。**一方面煤炭行业产能过剩,煤炭作为支柱产业的地区比如山西、内蒙古鄂尔多斯等,围绕煤炭价格下降所带来的低于性产业冲击不可避免,另一方面,宏观经济短期内难以强势反弹,即使企稳也多为弱企稳,需求回升导致信用风险降低的概率相对较低,因此未来的信用事件或以区域化方式出现,或企业直接出现偿债困难,或担保链条断裂导致企业出现流动性问题。