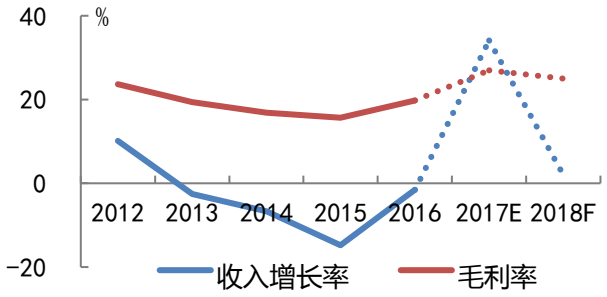
煤炭行业 2018 年信用风险展望

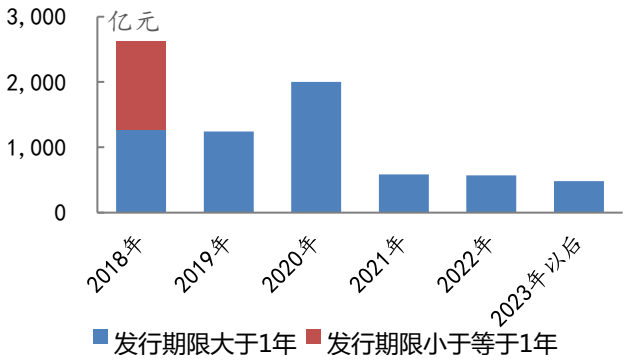
供给侧改革任重道远，煤企信用风险继续分化

行业主营业务收入增速及毛利率情况



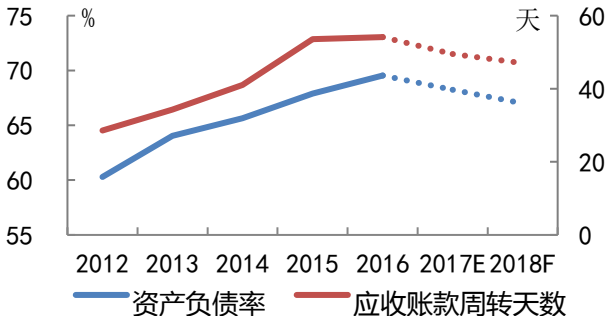
资料来源：Wind、大公预测

截至 2017 年 11 月末行业存续债到期期限结构



资料来源：Wind、大公预测

行业负债率及流动性走势图



资料来源：Wind、大公整理

政策：煤炭行业供给侧改革政策重点将逐步转向结构性去产能，煤炭政策将继续聚焦安全和环保，并通过长协合同等稳定煤炭价格。

需求：2018 年，下游用煤行业开工率在利润驱动下有望维持高位，煤炭需求保持平稳。

价格：2018 年，煤炭价格存在一定下行压力，在供给侧改革、安全环保要求趋严和下游需求平稳的持续驱动下，煤炭价格将在合理区间波动。

盈利：煤炭行业整体盈利能力将保持稳定，但行业内企业盈利分化明显，行业集中度将进一步提升。

债务负担：存续债到期期限较集中，2018 年占比最高，面临一定集中兑付压力。

信用质量：煤炭行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，个别煤企面临一定信用风险。

大公资信工商一部　王思明　王　鹏　王　婧
客服电话：4008-84-4008
Email　：rating@dagongcredit.com

概 要

2017 年是煤炭行业供给侧改革继续深入推进的一年，去产能效果显著，加之下游主要需求端回暖，此前积累的行业高库存逐渐去化，进入 2017 年后，煤炭供需逐步趋向紧平衡，价格继续保持高位震荡，煤炭企业整体盈利能力显著提升，但分化较明显，多数煤炭企业仍处于微利状态，整个行业并未彻底好转，发债企业级别调整亦出现明显分化。此外，煤炭发债企业存续债到期期限较集中，面临一定集中偿付压力，但从新发行债券和资产负债率情况看，债务结构有所改善。

从长期看，我国煤炭仍将处于产能过剩阶段。宏观经济增速换挡，结构调整效应将逐步显现，下游行业需求增幅会放缓，但总规模不会出现大幅下降。在供给侧改革背景下，去产能及环保力度的加强，将使得煤炭行业无序产能及过剩产能逐渐出清，行业供需矛盾将会有所缓解。2018 年，在利润驱动下，钢铁等用电行业开工率有望持续高位，煤炭下游需求将保持平稳，短期内，安全环保要求的提升，使得产量释放受到一定抑制，煤价存在一定下行压力。发改委对煤炭企业签订中长期合同以及最低和最高库存提出明确要求，有助于稳定煤炭价格，煤炭价格将在合理区间波动。行业整体盈利将保持平稳，资本结构有所改善，但行业内分化将更加明显，少数煤炭资源条件差、非煤业务亏损、费用控制能力弱和债务压力大的煤炭企业将面临一定信用风险。

2018年，煤炭行业供给侧改革政策重点将逐步转向结构性去产能，煤炭政策将继续聚焦安全和环保，并通过长协合同稳定煤炭价格

从总量上看，去产能任务有望在 2018 年基本完成或提前完成，但煤炭行业相对落后产能仍然较多，且在建矿井产能规模较大，结构性去产能任务依然艰巨，2018 年煤炭去产能将逐步由总量性去产能向结构性去产能过渡。

2017 年是煤炭行业供给侧改革继续推进深化的一年，根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，十三五期间将化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。2017 年年初政府工作报告中提出，2017 年要退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，从实际去产能效果来看，到 10 月份，去产能任务提前完成。2017 年 11 月 2 日，中国煤炭工业协会会长在第十八届中国煤炭经济管理论坛中指出，截至目前全国煤矿总产能 51～52 亿吨/年，其中有生产能力的有效产能 39 亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能 12～13 亿吨/年左右。总体来看，2017 年我国煤炭行业去产能取得显著效果。

从实际产量来看，2017 年，由于 276 个工作日限产政策调整，煤炭产量有所恢复，2017 年 1～10 月，原煤产量同比提高 4.80%，但 2017 年发生矿难较多，安全环保要求有所提升，因此调节产量结构的方式逐步从抑制产能过渡到整体安全环保要求的提高。由于人力成本上升以及大型煤企对于打破短暂的高价均衡意愿不高，政策微调后，产量虽有增加，但幅度有限，未能改变年内供给紧张的格局。预计未来受环保、安全等问题影响，产量释放仍将承压。

2017 年 11～12 月，国家发改委印发《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》和《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）》等文件，对规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，定价机制和履约率等均有了明确的说

明，并对煤炭价格处于绿色区域、红色区域等煤企的库存提出明确规定。经过煤电长协谈判，最终2018年度长协价仍由基准价+浮动价组成，而基准价与2017年保持不变，为535元/吨。大型煤炭企业的长协销售比例预计从80%提升至90%。保障煤炭企业与上下游签订中长期合同和煤矿最低和最高库存等政策，对于保障煤炭稳定供应，维护行业平稳运行发挥重要作用，并从供给端对2018年煤炭价格稳定提供一定保障。预计2018年，煤炭行业供给侧改革延续，煤炭政策继续聚焦安全和环保，并通过约束煤企中长期合同和库存稳定煤炭价格。

2018年，下游用煤行业开工率在利润驱动下有望维持高位，煤炭需求保持平稳

作为我国传统的上游资源品，我国的煤炭消费量一直以来都保持在相对较高的40亿吨左右，总消费量在2013年达到44.2亿吨的高点后逐年下滑，至2016年已降至37亿吨的水平。截至2017年9月我国共实现煤炭消费总量28.6亿吨，同比增长5.4%，需求端在结束了此前连续三年的下行期后2017年逐渐企稳。

煤炭行业的下游需求主要包括电力、钢铁、水泥、化肥等。按耗煤量来看，电力占比约53%，钢铁、水泥和化肥分别占比约18%、15%和3%。电力方面，2017年上半年水量不足导致水电发电量相应减小，火电替代需求较大。2017年1～10月份全国发电量51,944亿千瓦时，同比增长6.0%。其中，火力发电量37,993亿千瓦时，同比增长5.4%；水力发电量9,234亿千瓦时，同比增长2.2%。预计2018年钢铁、有色等用电较多行业在利润动力的背景下开工有望保持高位，虽然随着我国环保政策逐渐趋严，有色化工等高耗能行业用电需求受压制，全年用电量增速难以保持高增长，但电力需求仍有望保持平稳。

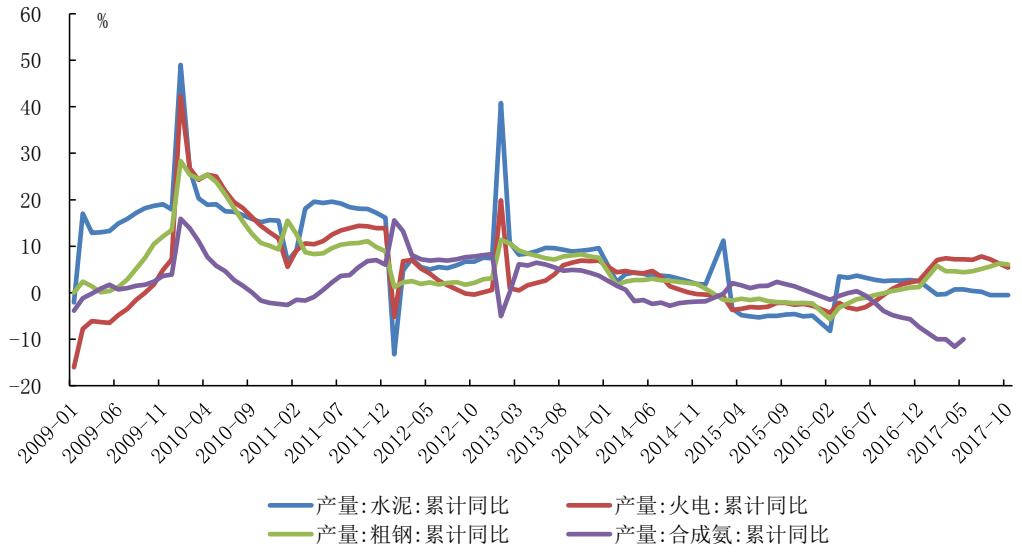
钢铁方面，2017年以来，我国粗钢产量逐月保持增长，1～10月粗钢累计产量70,950万吨，同比增长6.1%，增速较去年同期提升5.4个百分点。钢材价格波动上涨，钢铁企业盈利水平整体有所提升，随

着去产能及环保力度的不断加大，市场预期向好，预计2018年粗钢产量增速将小幅回落，但仍保持增长趋势，煤炭在钢铁行业的消费量有望保持平稳。

水泥方面，随着水泥行业供给侧改革的深入，去产能化逐步加深，2017年1～10月水泥行业通过持续的错峰生产和加强环保管制等措施对供需关系进行了改善，水泥库存水平大幅低于2016年同期，行业整体呈现量价齐升的态势，但仍处于产能过剩阶段，预计2018年水泥行业煤炭消费量变化不大。

煤化工方面，化工传统耗煤领域如化肥产能过剩，处于进入煤炭消费的平台期。化工领域的煤炭消费增量主要来自煤制烯烃、煤制天然气、煤制油等新型煤化工。当前价格来看，仍难以实现盈利。

图 1　2009 年以来煤炭下游主要产品产量增速



数据来源：Wind，大公整理

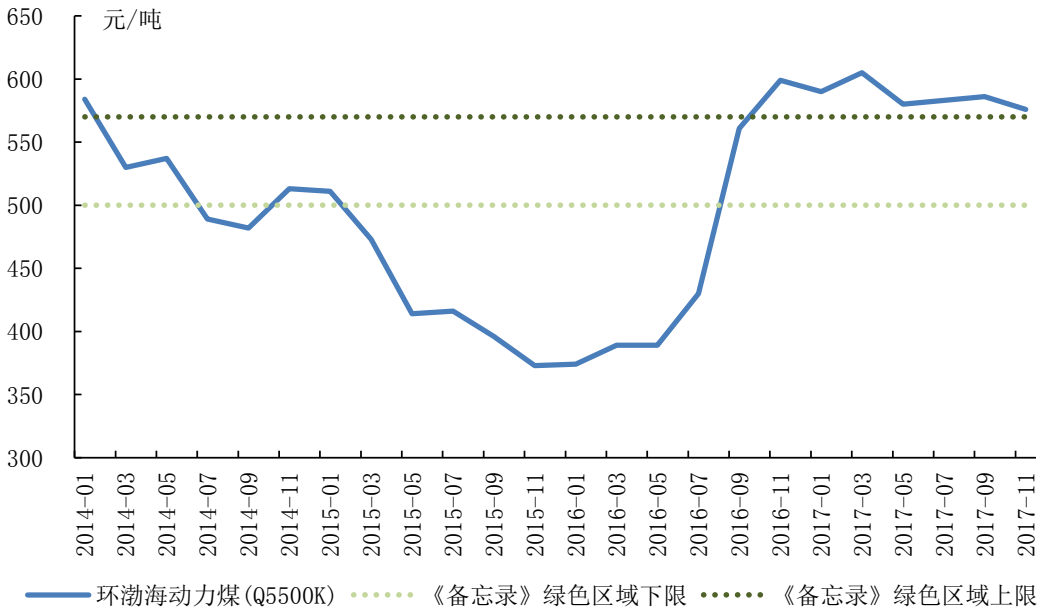
预计2018年受下游主要行业回暖，钢铁等用电行业在利润驱动下开工率有望保持高位，部分高耗能工业用电受环保政策限制，全年用电量增速难以保持高增长，但总体电力需求仍有望保持平稳，煤炭消费量将保持稳定。

2018年，煤炭价格存在一定下行压力，在供给侧改革、安全环保要求趋严和下游需求平稳的持续驱动下，煤炭价格将在合理区间波动

长期来看，由于当前煤炭价格对于电力企业成本压力仍较大，且政策趋向于抑制煤价的不合理上涨，因此 2018 年，煤炭价格存在一定下行压力。在煤炭行业下游需求稳定的基础上，考虑到环保和安全监察力度趋严，供给端产能释放受到一定限制，煤炭行业供需紧平衡短期内仍将持续。2017 年发改委对 2018 年煤企签订中长期合同和最低最高库存提出明确要求，并提出严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为，亦有助于稳定煤炭价格。因此，预计煤炭价格 2018 年在合理区间波动。

2017 年初发布的《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（以下简称“《备忘录》”）中设定了动力煤价格的绿色（价格正常）、蓝色（价格轻度上涨或下跌）和红色区域（价格异常上涨或下跌），其中动力煤价格绿色区域为 500～570 元/吨。

图 2　2014 年以来环渤海动力煤（Q5500K）价格情况及《备忘录》绿色区域



数据来源：Wind，大公整理

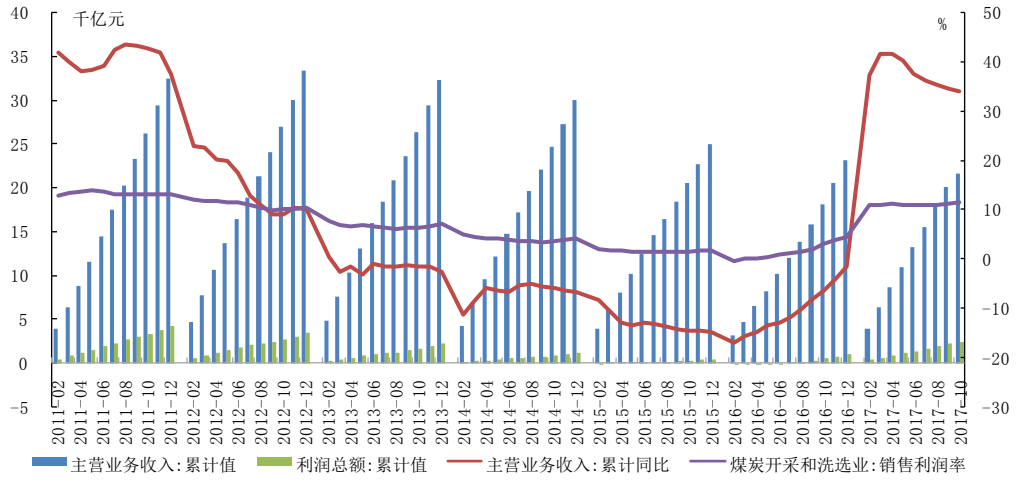
在煤炭行业下游电力、钢铁需求回暖，安全环保要求趋严以及供给侧改革超预期的驱动下，煤炭价格自 2016 年下半年起快速回升，

2017 年继续保持高位震荡趋势。环渤海动力煤价格指数从 2016 年初的 371 元/吨增长至 2017 年 4 月末的 598 元/吨。2017 年 5 月，大型煤企纷纷下调煤炭长协及现货价格，逐步引导市场价格回归平稳区间，2017 年 10～12 月，环渤海动力煤价格指数小幅下降并稳定至 576 元/吨左右。

煤炭行业整体盈利能力将保持稳定，但行业内企业盈利分化更加明显，行业集中度将进一步提升

煤炭开采和洗选业主营业务收入自 2017 年起从持续多年的下降转为增长。2017 年 1～10 月，实现主营业务收入 21,701.10 亿元，同比增长 34.10%，利润总额 2,506.30 亿元，同比增长近 11 倍。销售利润率方面，2017 年保持在 10%以上，同比显著提升。但债务规模仍然较大，煤炭行业资产负债率仍然较高，截至 2017 年 10 月末，资产负债率高达 68.24%，下降幅度有限，债务负担仍较重。

图 3　2011 年 2 月以来煤炭开采和洗选业盈利情况



数据来源：Wind，大公整理

2018 年，在煤炭价格合理波动的情况下，预计煤企整体盈利能力保持稳定，但增速将有所放缓，行业利润率较 2017 年保持平稳。同时良好的盈利以及市场化债转股的逐步落地等将持续改善煤炭企业的资本结构，资产负债率水平有望小幅下降。

从行业集中度来看，自 2012 年煤炭价格下降以来，随着亏损企

业数量的增多，以及国内淘汰落后产能政策的执行，煤炭企业个数快速下降。同时按原煤产量排，前十大煤炭企业的原煤产量占全国原煤产量比重也呈现上升趋势，2016 年和 2017 年前三季度，前十大煤企原煤产量占比分别为 40.74%和 42.05%。总体来看，煤炭行业集中度有所提升。

与此同时，煤炭市场供需平衡的基础仍较脆弱，煤矿关闭退出人员安置难度大，资产债务处理困难，“三供一业”（供水、供电、供暖和物业管理职能）移交难，企业历史负担重等问题仍较突出，虽有诸如神华、山东能源、陕煤、伊泰、中煤、淮北矿业等业绩较好的企业，但多数煤炭企业仍处于微利状态，且仍有部分煤炭企业未摆脱亏损局面，行业内盈利水平出现明显分化。预计 2018 年，行业内企业盈利分化将更加明显，随着淘汰落后产能、国企混改、债转股和资产重组等一系列国企改革的推进，行业集中度将进一步提升，从而更加有利于稳定煤炭价格和煤炭行业盈利水平。

煤炭企业存续债到期期限较集中，其中2018年占比最高，面临一定债券集中兑付压力

2017 年 1～11 月，受多家地方政府出面为所属煤企提供金融面支持及煤炭价格回升等影响，煤炭行业信用环境得到改善，发债规模和数量小幅提升，当期发行债券总额 3,085.30 亿元，同比增长 5.37%。从债券品种看，仍以超短期融资券和短期融资券等短期类债券发行为主，且主要集中在 AAA 级别企业，短期类债券占发行总额比重为 56.88%，同比下降 12.38 个百分点，煤炭行业整体债务融资工具的期限结构有所改善。

从存续债来看，截至 2017 年 11 月末，存续债券余额 7,518.01 亿元，主要分布在 3 年以内，其中于 2018 年到期债券余额为 2,633.12 亿元，占比为 35.02%，占比最高。此外于 2020 年到期的债券余额为 2,003.22 亿元，占比为 26.65%，占比亦较高。综合来看，煤炭发债企业面临一定债券集中兑付压力，尤其 2018 年债券兑付压力较大。

2018年，煤炭行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，个别煤企面临一定信用风险

从发债主体级别来看，2017 年，发债主体级别向高级别集中，主体级别均在 AA 以上，且 AAA 占比不断增大。级别调整方面，截至 2017 年 11 月末，煤炭行业共有 26 家企业级别或展望调整，其中 5 家企业级别上调，16 家企业展望上调（其中淮北矿业同时被大公上调展望并被联合资信上调级别），6 家级别下调。

表 1　2017 年 1～11 月煤炭行业级别调整主要原因

级别或展望上调原因	级别下调原因
煤炭价格上涨	社会负担重，期间费用高企
采取降本增效措施降低费用和成本	非煤业务亏损严重
新矿井或技改矿井达产，产量和销量得以提升	受去产能政策影响，关停在产矿井
剥离亏损资产	债务重组使得优质资产被剥离
-	杠杆压力和流动性压力大
-	对外担保金额较大且对象集中，被担保方经营状况差
-	涉诉金额较大
-	债务发生逾期

数据来源：公开资料，大公整理

综合分析，预计 2018 年，在下游需求平稳，政策有利于稳定煤炭价格，煤炭价格有望在合理区间波动的情况下，煤企整体盈利能力将保持平稳。煤炭行业整体信用水平将保持稳定，但煤企盈利分化将更加明显，少数煤炭资源条件差、非煤业务亏损、费用控制能力弱和债务压力大的煤炭企业盈利难以得到明显改善，面临一定信用风险。