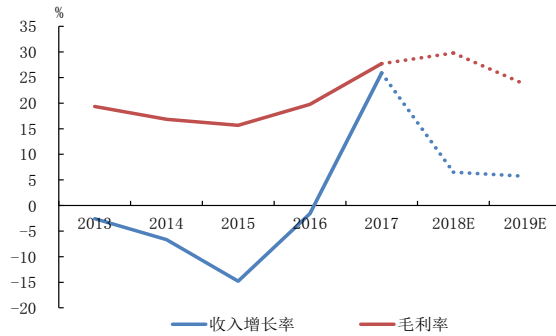




煤炭行业 2019 年信用风险展望

供给侧改革深入推进 煤企信用风险继续分化

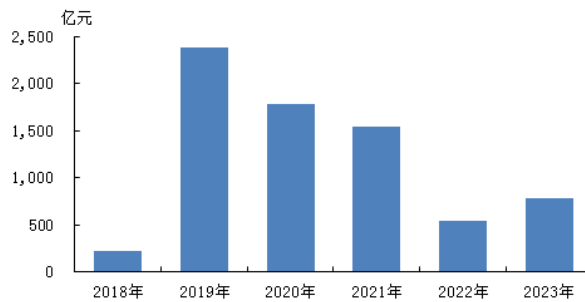
行业主营业务收入增速及毛利率情况



政策: 煤炭调控重点逐步转向保障先进产能的置换和企业的兼并重组与减负, 并提升安全和环保监察力度, 同时通过长协合同等多种手段稳定煤炭价格。

需求: 2019 年, 电力及煤化工需求将有所增长, 但由于下游客户高库存战略, 动力煤需求增速将有所放缓, 而钢铁等用煤企业将保持平稳, 煤炭总需求在平稳的基础上有望增长, 但增速放缓。

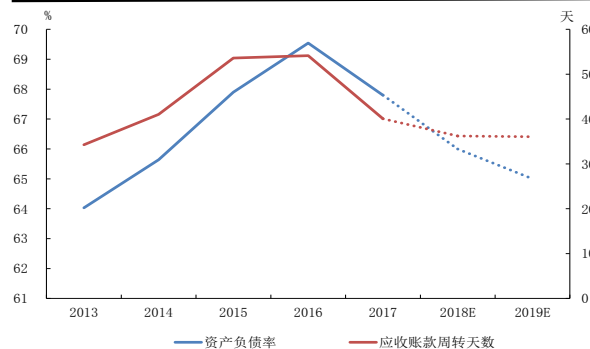
截至 2018 年 11 月 21 日行业存续债到期期限结构



价格: 2019 年, 煤炭价格存在一定下行压力, 在供给侧改革、长协合同监管、安全环保要求趋严和下游需求增速放缓的驱动下, 煤炭价格将在合理区间波动。

盈利: 煤炭行业整体盈利增速放缓将趋于平稳, 但行业内企业盈利分化明显, 行业集中度将进一步提升。

行业负债率及流动性走势图



债务负担: 存续债到期期限较集中, 2019 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。

作者

大公煤炭行业小组

负责人: 王 鹏

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

概要

2018 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增速放缓及高库存战略，进入 2018 年后，煤炭供需由紧平衡转向短期相对宽松，但整体趋势仍相对偏紧，价格继续保持高位震荡，煤炭企业整体盈利能力有所提升，但分化较明显，大部分中大型煤企盈利能力明显提升，而部分矿井单一、规模较小的企业盈利能力较弱。从存量债券来看，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。2018 年因资金支出较高，流动性压力较大，债务负担较高，永泰能源股份有限公司出现未结清关注类贷款，导致债券集中到期，短期集中兑付压力猛增，出现债务违约。

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，下游行业需求增幅放缓，但总规模不会出现大幅下降。在供给侧改革背景下，保供应、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。但受供求关系变化影响，煤价高位区间震荡运行，且存在一定下行压力。2019 年，受益于能源清洁高效利用增强、新型化工工业发展，电力、化工需求有望增长，但因下游高库存战略等因素，需求增速放缓，总体煤炭消费量有望平稳中增速增长。随着去产能任务的提前完成，主产区优质产能释放，煤炭总产量有望增长，但安全环保持续提升及产能释放迟缓将对产量增速产生一定影响。目前我国主要通过调节煤炭储备、加强长期合同履行监管、最高和最低库存监督、运输调控、进口调控等多种手段稳定煤炭价格，煤炭价格未来将在合理区间波动。行业整体盈利增速放缓将趋于平稳，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。

2019年,煤炭调控重点逐步转向保障先进产能的置换和企业的兼并重组与减负,并提升安全和环保监察力度。

总量去产能任务有望提前完成,结构性去产能将是未来供给侧改革的重点。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。2018年年初政府工作报告中提出,2018年要退出煤炭产能1.5亿吨左右。根据国家能源局数据,截至2018年6月末,安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3,816处,产能34.91亿吨/年;已核准(审批)、开工建设煤矿1,138处(含生产煤矿同步改建、改造项目96处)、产能9.76亿吨/年,其中已建成、进入联合试运转的煤矿201处,产能3.35亿吨/年。从总量上看,去产能任务有望提前完成,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年发改委、国家能源局等部门发布涉及在建煤矿配套项目审批,产能置换折算率等多项文件用以支持优质产能释放,但产能释放尚需一定过程。从在建矿井分布情况来看,山西、内蒙古和陕西省合计在建产能占比超过70%,按照“压缩东部、限制中部和东北、优化西部”的战略布局,未来煤矿产能分布将向山西、内蒙古和陕西地区倾斜,区域煤炭运输也将承受一定压力。与此同时,去产能工作中尚存在部分煤企历史遗留问题较多,社会负担较重,去产能矿井职工安置资金不足,安置渠道较少等问题亟待解决。

供给端来看,2018年产量有所增长,煤炭进口已成为调控的重要手段。从实际产量来看,2018年,随着产能的释放,煤炭产量有所恢复,2018年1~10月,原煤产量同比提高5.40%。此外,煤炭进口规模同比有所提升,根据统计局数据,2018年1~10月我国进口煤炭2.5亿吨,同比增长11.5%,煤炭进口已经成为调控煤炭供给的重要手段。

2018年以来煤炭安全和环保压力有所提升,2018年发生的大型

矿难较多，安全生产管理压力增加，且根据国务院 2018 年 6 月发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，我国将加快调整能源结构，构建清洁低碳高效能源体系，到 2020 年，全国煤炭占能源消费总量比重下降到 58% 以下，全国电力用煤占比达到 55% 以上；未来煤炭安全、环保及煤炭清洁高效利用的监督力度将加大。

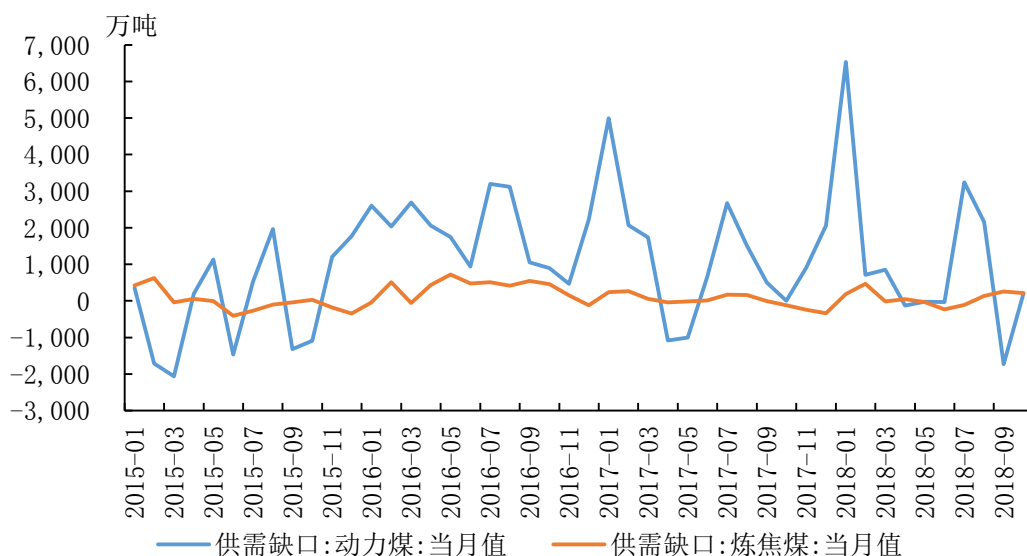
随着煤炭落后产能的逐步淘汰和行业集中度的提升，我国从供给端稳定煤炭价格手段的多样性和执行力度也随之增强。目前可通过调节煤炭储备，对生产流通消费企业最高和最低库存情况监督检查，查处价格违法行为，加强中长期合同履行监管，商请铁路部门调控煤炭运输，行业协会加强行业自律，引导会员企业合理采购或销售煤炭，调控进口煤炭量等多种手段稳定煤炭价格。

综合来看，预计 2019 年，在产煤炭产能将保持稳定，煤炭新增产能在继续受到严格控制的基础上，主产区优质产能释放存在一定优势，落后产能仍将有序退出，国家调控重点逐步转向保障先进产能的置换，企业的兼并重组与减负，并提升矿井的安全和环保监察力度。

2019 年，由于电力、化工需求有望增长，钢铁、水泥需求平稳，总体煤炭消费量在保持平稳的基础上将有望缓速增长。

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 40 亿吨左右的相对较高水平，总消费量在 2013 年达到 42.4 亿吨的高点后逐年下滑，至 2016 年已降至 38.5 亿吨的水平。2018 年 1~10 月，煤炭消费量 32.48 亿吨，同比增加 2.81%，需求端逐渐企稳。

图1 2015年以来动力煤焦煤供需缺口¹



数据来源: Wind, 大公整理

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%。从上述行业的煤炭需求来看，2018年以来，动力煤下游需求增速放缓，钢铁、水泥及化工等煤炭需求相对稳定。

电力方面，2018年以来，电厂采取高库存策略，2018年1~10月，重点电厂煤炭库存均值为6,878万吨，同比增加632万吨，增幅10.11%；特别是自9月淡季以来，6大发电集团煤炭库存保持在1,400万吨以上，可用天数也在20天以上，供需环境短期内相对宽松。预计受天气变化等季节性因素影响，短期内下游电力行业煤炭日耗量将有望增加，补库需求将会提升。2018年1~10月份全国发电量55,816亿千瓦时，同比增长7.2%，其中，火力发电量40,686亿千瓦时，同比增长6.6%；水力发电量9,418亿千瓦时，同比增长4.6%。随着新型制造业的逐步崛起，和居民消费水平的升高，预计2019年电力需求有望继续增长，但增速放缓。但随着国家更注重绿色低碳发展及能源高效清洁利用，火电需求增速可能存在一定下行压力。

钢铁方面，2018年以来，我国粗钢产量逐月保持增长，1~10月

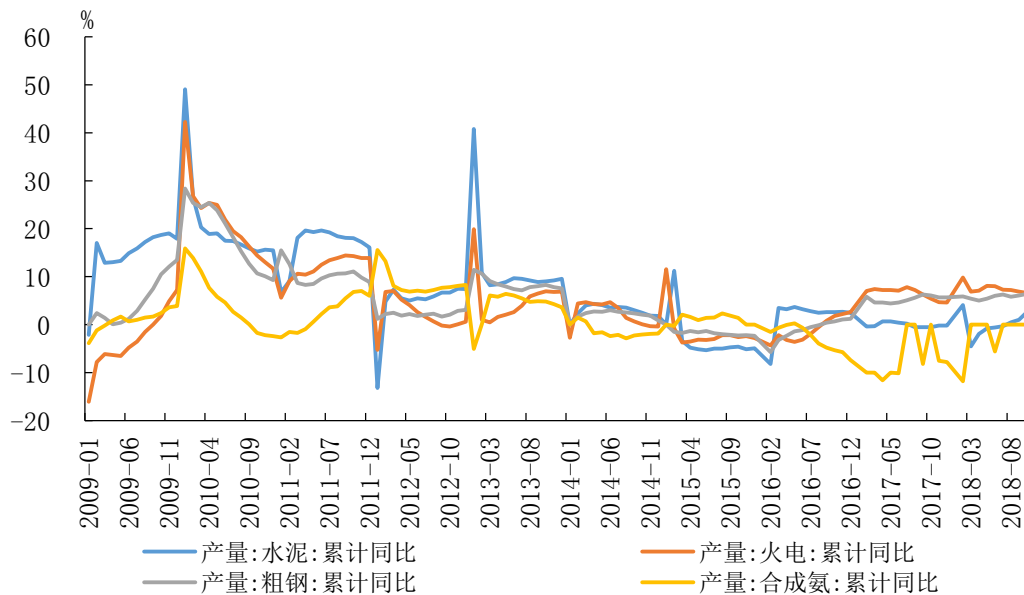
¹ 供需缺口=总需求-总供给

粗钢累计产量78,246万吨，同比增长6.4%，增速较去年同期提升0.3个百分点。2018年以来，钢材价格呈现两头低，中间高的趋势。随着去产能任务即将完成，行业整体的环保水平大幅提高，预计2019年粗钢产量增速将小幅下降，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，2018年1~10月，水泥累计产量为179,463万吨，同比增长13.1%。在房地产投资稳中有降，基建投资触底回升的态势下，预计2019年水泥行业煤炭消费量变化不大。

煤化工方面，传统煤化工领域，随着环保限产、化工园整顿、部分落后产能退出，企业盈利明显改善。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。但随着能源高效清洁利用、非化石能源消费占比提升及在建矿建配套化工项目的推进，化工领域的煤炭需求量将有所增长。

图2 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

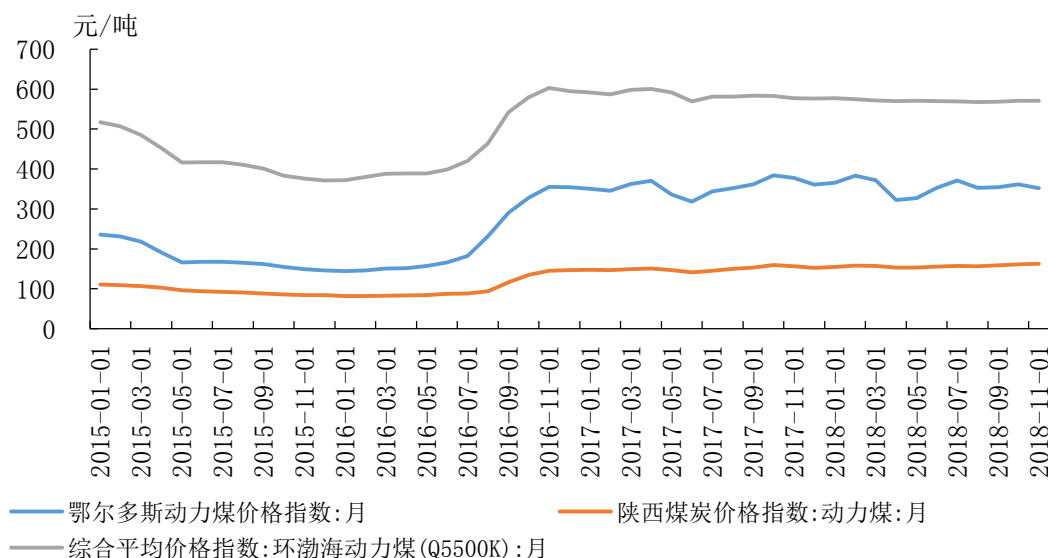
预计2019年，随着新型制造业的逐步崛起，居民消费水平的升高，电力需求有望增长，但受能源高效清洁利用及高库存去化速度等影响，火电需求增速将有所减缓，而受益于新型化工业发展，化工用煤需求有望增长，钢铁、水泥需求平稳，总体煤炭消费量平稳中有所增长，

但增幅不大。

在下游需求增速放缓、环保、安全、置换产能、保供应等因素的共同影响之下，预计2019年，煤炭价格总体存在一定下行压力，但仍将在合理区间波动。

总体来看，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2019年，煤炭价格存在一定下行压力。在煤炭行业下游需求增速放缓的基础上，一方面，环保和安全监察力度趋严，另一方面，随着优质产能释放、保供应等政策的实施，煤炭行业供需矛盾将有所缓解，但值得注意的是产能释放尚需一定时间。2018年我国主要通过调节煤炭储备，加强最高和最低库存情况监督检查，查处价格违法行为，商请铁路部门调控煤炭运输，加强行业自律，引导合理煤炭采购或销售，调控进口煤炭量等多种手段稳定煤炭价格。此外2018年11月，发改委对2019年煤企签订中长期合同和进一步完善合同价格机制提出明确要求。因此，预计煤炭价格2019年在高位合理区间波动。

图3 2015年以来动力煤价格情况

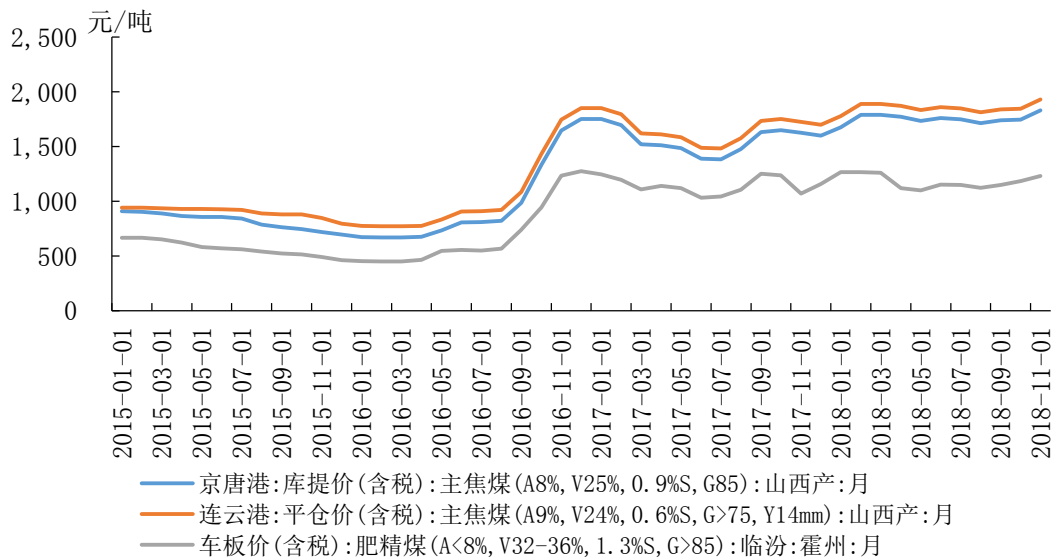


数据来源: Wind, 大公整理

2018年，动力煤价格全年保持高位运行。一方面，安全环保检查、去产能继续执行，另一方面火电、钢铁、化工等行业增长拉动动力煤

消费。2018年1~11月，环渤海动力煤价格指数稳定在570元/吨左右。产地煤价整体高位小幅波动。截至2018年11月末，山西煤炭动力煤价格指数全年均价为157元/吨，较2017年全年均价上升4.8%；鄂尔多斯动力煤价格指数全年均价为356元/吨，较2017年全年均价变化不大。

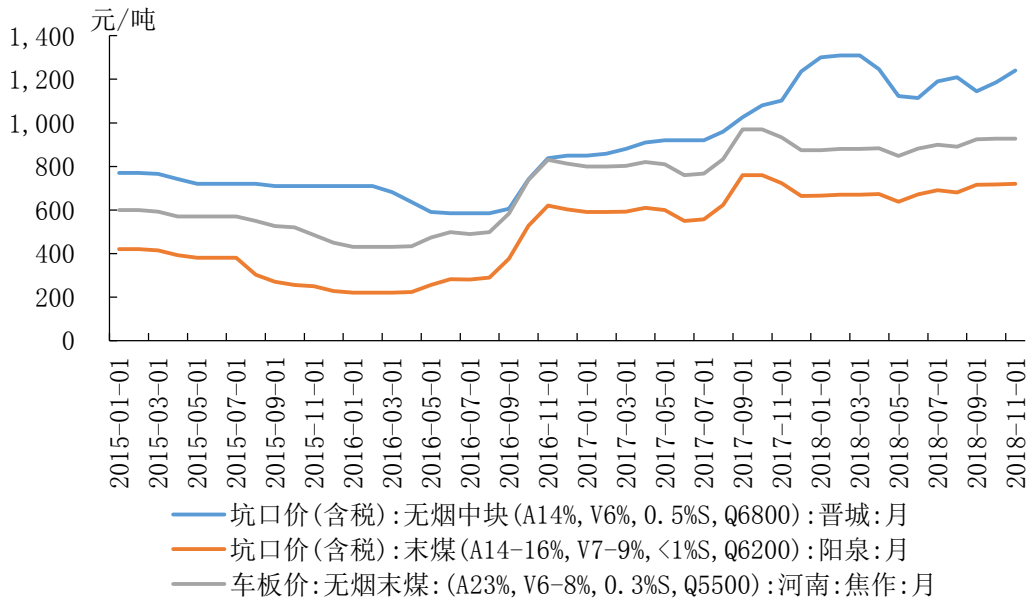
图4 2015年以来焦煤价格情况



数据来源: Wind, 大公整理

2018年，去产能、安全、环保、进出口、价格等政策综合运用用于炼焦煤市场，市场供需保持紧平衡状态。港口焦煤价格持续上行，截至2018年11月末，京唐港主焦煤全年均价为1,754元/吨，较2017年全年均价上升12.5%；连云港主焦煤全年均价为1,854元/吨，较2017年全年均价上升11.74%。产地焦煤价格持续上行，截至2018年11月末，临汾霍州肥精煤车板价全年均价为1,182元/吨，较2017年全年均价上升3.49%。

图 5 2015 年以来无烟煤价格情况



数据来源: Wind, 大公整理

2018 年, 由于化工化肥行业行情较好, 无烟煤价格得到较好支撑。截至 2018 年 11 月末, 晋城无烟中块全年均价为 1,215 元/吨, 较 2017 年全年均价上升 25.1%; 阳泉末煤全年均价为 683 元/吨, 较 2017 年全年均价上升 7.5%; 焦作无烟末煤全年均价为 893 元/吨, 较 2017 年全年均价上升 5.6%。

预计 2019 年, 煤炭价格总体存在一定下行压力。但在下游需求增速放缓、环保、安全、保供应等因素的共同影响之下, 煤炭价格将在高位合理区间波动。

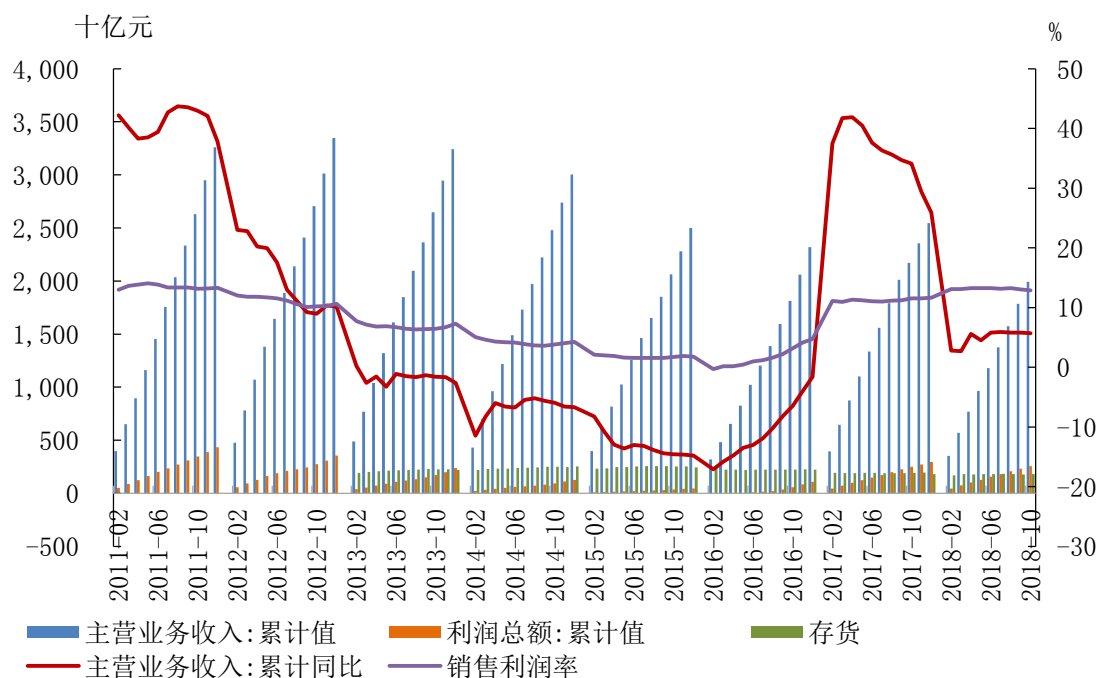
煤炭行业整体盈利能力增速放缓趋于稳定, 但行业内企业盈利分化更加明显, 行业集中度将进一步提升。

煤炭开采和洗选业企业主营业务收入自 2017 年起从持续多年的下降转为增长, 但 2018 年以来增速较为缓慢。2018 年 1~10 月, 煤炭开采和洗选行业企业实现主营业务收入 19,923.00 亿元, 同比增长 5.70%, 利润总额 2,561.30 亿元, 同比增长 10.70%。销售利润率方面, 2018 年保持在 12%以上, 同比略有提升。

与此同时, 煤炭开采和洗选行业内企业债务规模仍然较大, 资产

负债率仍然保持较高水平。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。截至2018年10月末，煤炭开采和洗选业企业总负债为36,157.00亿元，同比增长2.10%，资产负债率高达65.43%，较2017年末下降2.37个百分点，下降幅度有限，债务负担仍较重。

图6 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

2019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2018年将保持平稳。同时相对稳定的盈利以及市场化债转股等的逐步落地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，煤炭企业数量快速下降，企业和区域分布集中度明显增加。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，2017年和2018年1~10月，前十大煤企原煤产量占大型企业原煤产量比重分

别为 59.3%和 63.4%；从区域分布来看，内蒙古、山西和陕西仍是我国原煤最大的产区，2018 年 1~10 月内蒙古、山西省、陕西省原煤产量分别为 75,834.9 万吨、72,764.6 万吨和 51,066.6 万吨，分别占全国累计产量的 26.16%、25.10%和 17.62%，区域分布集中度提升。随着去产能继续执行、优质产能的释放及行业规模化发展，预计 2019 年煤炭行业集中度将进一步提升。

行业内盈利水平明显分化趋势仍将持续。因供给侧改革、行业景气度等因素，神华、山东能源、陕煤、伊泰、中煤、淮北矿业等中型及大型企业盈利状况较好，但由于下游需求增速减缓、环保、安全限产及结构性改革等因素，处于去产能序列及矿井单一等企业仍有部分煤炭企业未摆脱亏损局面。预计 2019 年，行业内企业盈利增速放缓趋于稳定，分化将更加明显，随着淘汰落后产能、优质产能释放、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2019年占比最高，面临一定债券集中兑付压力。

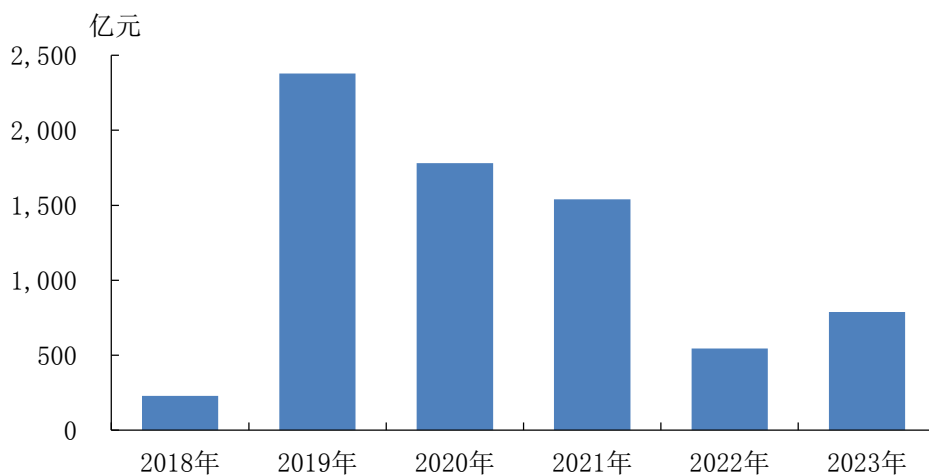
2018 年以来，受煤企自身盈利能力提升及煤炭行业景气度回升等影响，煤炭行业信用环境得到改善，发债规模和数量有所提升；2018 年 1~11 月，煤炭企业发行债券总额 3,671.00 亿元，同比增长 20.55%。从债券品种看，仍以超短期融资券和短期融资券等短期类债券发行为主，且主要集中在 AAA 级别企业，AAA 主体级别发债规模占比 88.40%，同比增加 0.35 个百分点；短期类债券占发行总额比重为 51.28%，同比下降 4.40 个百分点，煤炭行业整体债务融资工具的期限结构有所改善。

从存续债来看，截至 2018 年 11 月 21 日，存续债券余额 7,259.24 亿元²，主要分布在 3 年以内，其中于 2019 年到期债券余额为 2,378.85

² 该债券余额不包含永泰能源股份有限公司存量债券中触发交叉违约条款已提前到期但实质违约的债券余额合计 50 亿元。

亿元，占比为 32.77%，占比最高。此外于 2020 年及 2021 年到期的债券余额分别为 1,780.16 亿元和 1,538.86 亿元，占比分别为 24.52% 和 21.20%，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 2019 年债券兑付压力较大。

图 7 截至 2018 年 11 月 21 日煤炭行业存续债到期期限结构



数据来源: Wind, 大公整理

2018年，永泰能源股份有限公司出现实质违约。2019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，2018 年，主体级别向高级别集中，主体级别主要集中在 AA+ 以上，且主体级别 AAA 占比很高，继续增大；2018 年 1~11 月新发债主体级别 AA+ 以上的发债规模占比 95.51%，主要集中在 AAA 级别；截至 2018 年 11 月末，存续债券主体级别 AA+ 以上发债规模占比 92.55%，主体级别 AAA 以上占比 81.11%。级别调整方面，截至 2018 年 11 月末，煤炭行业共有 8 家企业级别或展望调整，其中 3 家企业级别上调，4 家企业展望上调，1 家级别下调，为永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”）出现债券实质违约，主体级别由 AA+ 连续下调至 C，具体体现在（1）截至 2018 年 7 月 4 日，永泰能源本部存在一笔 2.50 亿元未结清关注类贷款，（2）永泰能源“17 永泰能源 CP004”和“15 永泰能源 MTN001”未能在兑付日日终按时

偿付，构成实质违约；(3) 上述违约事项，触发多期债券的“交叉保护条款”，致使债券集中提前到期，集中兑付压力猛增，出现实质违约。综合来看，永泰能源存在债务负担较大，未来资金支出规模较大，流动性压力较高等风险。

表 1 2018 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
行业景气度回升，地区煤炭行业发展整体向好	本部银行贷款存在到期日未结清情况
煤炭资源储量丰富，煤种优质	实际到期债券实质违约
产品产销量及价格上涨，业绩大幅增长，经营性利润持续好转	触发多期债券“交叉保护条款”，多期债券提前集中到期，实质违约
推进企业办社会职能剥离，剥离后预计年度支出减少，盈利能力将有所增强	-
经营性现金流净流入持续增长，货币资金充裕，融资渠道通畅，获现及融资能力强，	-
在建项目投产或达产后，煤化工、煤制气、煤电热等非煤产业链进一步完善，收入来源丰富	-
在建项目进入投资尾期，未来投资规模不大，且债务负担减轻	-
政府支持较大	-

数据来源：公开资料，大公整理

综合分析，预计 2019 年，在下游需求增速放缓，政策有利于稳定煤炭价格，煤炭价格有望在高位合理区间波动的情况下，煤企整体盈利能力增速放缓将趋于平稳。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。