

作者：朱杰

邮箱：research@fecr.com.cn

2020年中国煤炭行业信用展望

煤炭行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对煤炭行业未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对煤炭业的展望为稳定，这一结论是基于我们对经济持续增长的预期以及该行业因供给侧改革带来的改善。

对可持续的经济增长预期支撑了我们对煤炭行业未来12个月信用状况的稳定展望。尽管面临中美贸易摩擦和国内经济结构转型，经济增速下行压力较大，但国家实行减税降费刺激消费，并以基建投资托底经济。我们预测2019年和2020年中国实际GDP增长率分别为6.1%和5.8%~6.0%（假定中美经贸谈判没有大的正向或负向变化），这与我国潜在增长率以及中央政府的经济增长目标相一致。

除了经济增速位于合理增长区间外，我们预计在展望期内煤炭行业供给侧改革持续。优质产能替代、兼并重组和资源整合、环保安全生产将提升行业经营效率，稳定煤价，为行业的健康、绿色和可持续发展奠定良好基础。

2020年，预计全社会居民用电需求和工业用电需求保持稳定增长，成为支撑动力煤需求的重要因素。煤炭先进产能的释放将促使动力煤价格窄幅震荡下行。

随着“房住不炒”“因城施策”等房地产行业调控政策不放松和融资渠道收紧，2019年1-11月土地市场明显降温，房地产新开工面积增速下降至8.6%，2020年房地产投资增速或回落至5%~8%，基建补短板力度可能略好于2019年，预计全年增速约为6%~7%，加之汽车需求下降和船舶行业景气度较低，未来钢铁需求增速或有所放缓。但考虑到焦化行业去产能力度较大，预计焦煤、焦炭价格亦将受到支撑。

远东资信关注的煤炭行业风险包括：1) 动力煤和焦煤需求增速或面临一定的下行压力；2) 2020年进口煤政策具有不确定性，进口煤或对国内煤价造成进一步冲击；3) 焦炭行业“去产能”或加大中小企业经营压力。

煤炭行业总体稳定的展望与大多数煤炭企业的评级展望也相一致。除了4家企业信用级别上调，2家企业信用级别下调，其他煤炭发债企业都有稳定的评级展望。优质产能开采成本下降、产业链拓展、供给侧改革红利和进口煤限制政策将使煤炭行业基本保持供需平衡，有助于抵挡煤价波动等因素引发的信用风险。

Author: Zhu Jie

E-mail: research@fecd.com.cn

Coal Industry Outlook

Our outlook for the coal industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the coal industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for the coal industry is stable, reflecting our expectation of sustained economic growth and the improvement of the industry due to the supply-side reforms.

The expectation of sustainable economic growth supports our stable outlook of the coal industry in the next 12 months. Because of trade friction between China and US and the transformation of domestic economic structure, China is facing the downward pressure on the economy. But the central government implements tax cuts and fee reductions to stimulate consumption, and also increases the infrastructure investment to smooth the economic fluctuations. We forecast real GDP growth of 6.1% and 5.8%~6.0% in 2019 and 2020 (under the assumption of no significant positive or negative changes in the trade friction between China and US), respectively, in line with the country's estimated long-term potential growth rate and the central government's target range.

In addition to the reasonable growth of the economy, we expect the supply-side reform of the coal industry to continue during the outlook period. High-quality production capacity replacement, mergers and acquisitions, environment protection, safe production will enhance the efficiency of the industry and stabilize coal prices. Coal Industry will achieve green and sustainable development.

We expect that the demand for electricity consumption of the whole society will maintain steady growth, which will support the demand of thermal coal. The release of high-quality production capacity will make the thermal coal price fluctuate downward in a narrow range.

Because of the real estate industry's regulatory policies ("houses should be for living in, not for speculation" and "different policies are adopted according to the specific conditions of each city") and the tightening of financing channels, the trade volume of the land market declined significantly, and the growth rate of floor space of real estate started fell to 8.6%. We expect that the growth rate of real estate investment may fall to 5% ~ 8% in 2020. It is expected that the annual growth rate of infrastructure construction will be about 6%~7% in 2020, slightly better than 2019. The automobile demand declines, and the prosperity of shipbuilding industry is low; in the future, steel demand may decline, which has a negative influence on

coking industry. However, considering the large production capacity reduction in the coking industry, it is expected that the prices of coking coal and coke will still be supported.

We have paid attention to the following risks of coal industry: 1) the growth rate of thermal coal and coking coal demand may have downward pressure; 2) the uncertainty of the import coal policy in 2020, which may influence the domestic coal price; 3) the "de-capacity" of coke industry may increase the operating pressure of small and medium-sized enterprises.

The stable outlook for the overall coal industry is consistent with the stable outlook for most of the coal companies. Except for six enterprises, the other enterprises have stable rating outlooks. The decline in the cost of large coal mines, the expansion of the coal industrial chain, the supply-side reform and the import coal restriction policy will enable the coal industry to maintain a balance between supply and demand, and help to offset the credit risk caused by fluctuations in coal prices.

一、行业运行概况

本文中的“煤炭行业”，包括煤炭开采和焦炭加工。

（一）煤炭供给分析

1. 煤炭产量分析

（1）优质煤炭产能较为充裕，结构分布优化，淘汰落后产能仍有空间

中国煤炭储量丰富，2018年末探明储量为17085.73亿吨，约占全球煤炭储量的13%~17%，位居全球第三。中国煤炭储量分布不均，呈现“北富南贫”的格局，且与需求区域逆向分布。山西、内蒙古、陕西、新疆煤炭资源较多，合计约占全国基础储量的70%。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，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。

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，机械化开采存在一定难度，开采成本亦相对较高。

煤炭行业为强周期行业，存在产能超前建设的情况。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，并减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨，到2020年煤炭产量39亿吨。

2018年末煤炭行业去产能任务已基本完成，但优质产能对落后产能的置换力度仍将较大。据不完全统计，2019年各省去产能计划逾7000万吨，其中，山西、贵州和河北合计退出产能计划为4515万吨，30万吨以下小煤矿产能是淘汰重点。根据国家能源局数据，截至2019年8月30日，产能30万吨/年（不含30万吨/年）以下煤矿数量约有2100个，未来，煤炭淘汰落后产能仍有空间。

与此同时，受到中美贸易摩擦和国内经济结构调整影响，中国经济增速下行压力较大，政府以基建托底经济平稳发展，当年新批煤炭产能规模大幅增长。2019年1-11月，国家发改委和能源局公示批复的45个大型煤炭新建扩建产能合计为25600万吨，总投资为1945.38亿元，新建煤矿产能较大，均超过120万吨，煤矿多位于新疆、内蒙古、山西、宁夏、陕西，少数煤矿位于河南、甘肃和青海。2004-2018年，中国煤炭年均新增产能均保持在11000万吨/年以上，预计2019年四季度至2020年中国煤炭新增产能亦将保持较快增长，煤炭产能供给较为充裕。

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（表1）。

表1：14个大型煤炭基地

煤炭基地	矿区	供给区域
神东基地	神东、万利、准格尔、包头、乌海、府谷矿区	华东、华北、东北等地区，并作为“西电东送”北通道电煤基地
陕北基地	榆神、榆横矿区	
晋北基地	大同、平朔、朔南、轩岗、河保偏、岚县矿区	
晋中基地	西山、东山、汾西、霍州、离柳、乡宁、霍东、石隰矿区	

煤炭基地	矿区	供给区域
晋东基地	晋城、潞安、阳泉、武夏矿区	
蒙东（东北）基地	五九、准哈诺尔、查干淖儿、吉日嘎郎、哈日高毕、宝日希勒、伊敏、大雁、霍林河、平庄、白音华、胜利、阜新、铁法、沈阳、抚顺、鸡西、七台河、双鸭山、鹤岗矿区等	东北三省和内蒙古东部地区
两淮基地	淮南、淮北矿区	
鲁西基地	兖州、济宁、新汶、枣藤、龙口、淄博、肥城、巨野、黄河北矿区	京津冀、中南、华东地区
河南基地	鹤壁、焦作、义马、郑州、平顶山、永夏矿区	
冀中基地	峰峰、邯郸、邢台、开滦、平原	
云贵基地	盘县、普兴、永城、六枝、织纳、黔北、庆云、老厂、小龙潭、昭通、镇雄、恩洪、跨竹、筠连、古叙矿区	西南、中南地区，并作为“西电东送”南通道电煤基地
黄陇基地	彬长（含永陇）、黄陵、旬耀、铜川、蒲白、澄合、韩城、华亭矿区	
宁东基地	石嘴山、石炭笋、红墩子、灵武、鸳鸯湖、横城、韦州、马家滩、积家并、萌城矿区	西北、华东、中南地区
新疆基地	准东（五彩湾、大井、西黑山和将军庙）伊利、吐哈、库拜	--

资料来源：搜狐网，《14个亿吨级煤炭基地名单公布！》

（2）原煤产量增长，行业集中度和地域集中度提升

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，保持低速增长。同时，中国煤炭行业结构化转型趋势明显，优质产能将进一步释放，而中小煤矿面临较大的关停并转经营压力。

煤炭生产具有较强的季节性。2019年初，煤炭安全事故频发，国家煤矿安监局加大了春节后以及“两会”期间煤矿安全检查力度，提高复工复产的验收标准，当期原煤产量保持0.4%的较低增速，一季度煤炭开采和洗选业产能利用率为68.2%，较上年同期下降3个百分点。2019年二季度，煤炭复工复产验收影响逐渐减弱，当期原煤产量同比增长5.8%，由于新增产能增长较快，煤炭产能利用率上升至70.7%，但仍低于上年同期2.2个百分点。2019年下半年，原煤产量保持8%~9%的较高同比增速，第三季度的产能利用率上升至71.5%。

2019年1-10月中国原煤产量为30.63亿吨，累计同比增长4.5%，增速较上年同期下降0.9个百分点（图1）。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70.44%，较上年同期提升1.56个百分点，煤炭生产向上述地区集中的趋势较为明显。未来，随着煤炭产能的扩大，预计煤炭产量亦将呈增长趋势。

其中，焦煤属于稀有煤质，约占原煤产量的15%。中国焦煤产地主要位于山西、山东和河北等省，其中，山西焦煤产量最大，且煤层浅，开采条件较好。

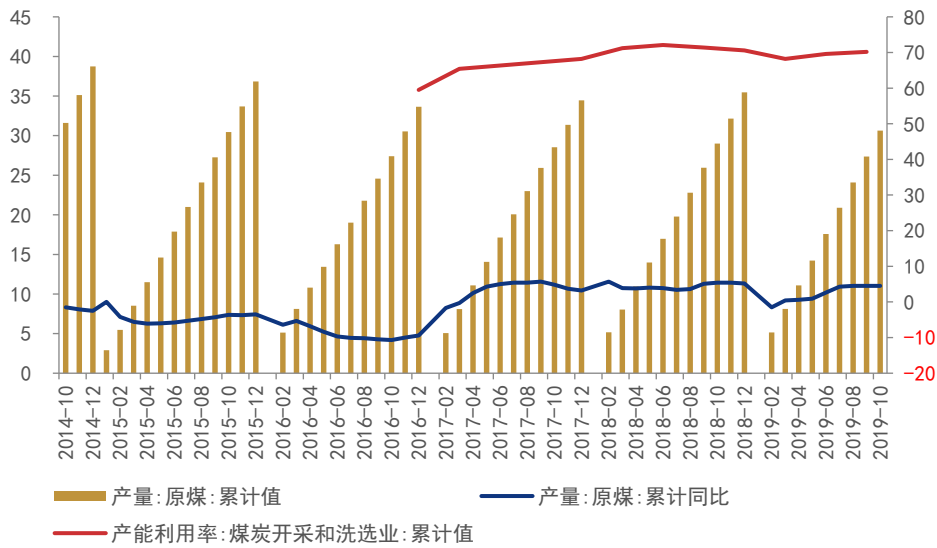


图 1：近年来中国原煤产量及其增速（单位：亿吨、%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于煤炭先进产能对落后产能的替代、煤矿开采大型化趋势明显，煤炭企业获得煤炭探矿权和采矿权难度有所增加，对资金要求亦较高，行业准入门槛有所提升；加之兼并重组和“去产能”的供给侧改革，中小产能有序退出，煤炭行业集中度提升，行业企业数量逐年下降（图2）。根据中国煤炭工业协会统计与工信部统计，2019年1-10月，协会直报煤炭企业中前四大、前八大企业产量占比分别为41.25%、59.09%，较2018年1-11月提高2.14个百分点和1.961个百分点，较2017年提高5.81个百分点和6.05个百分点（表2）。

表 2：煤炭行业集中趋势

时间	协会直报煤炭企业原煤产量（亿吨）	前四大企业产量占比	前八大企业产量占比
2019年1-10月	21.6	41.25%	59.09%
2018年1-11月	23.7	39.11%	57.13%
2017年	25	35.44%	53.04%

资料来源：中国煤炭资源网，远东资信整理

值得注意的是，国有重点煤矿煤炭销量稳定，但产量增长导致产销率下降。2019年1-10月国有重点煤矿煤炭销量为13.61亿吨（图3），基本与上年同期持平，产销率为86.57%，较2018年末下降2.52个百分点。煤炭产量的增长或导致一定的库存压力。

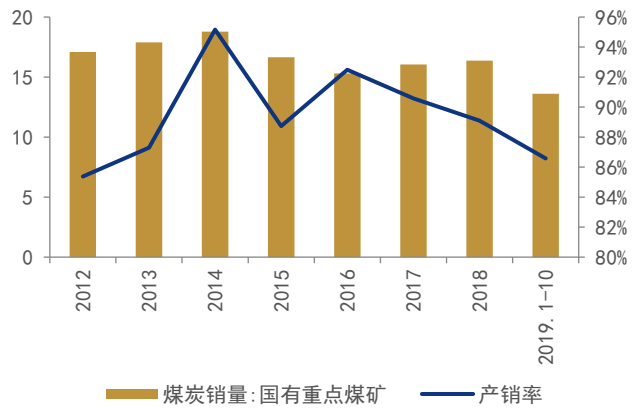
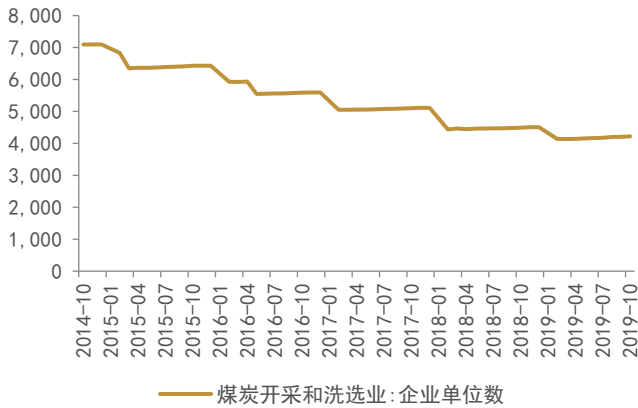


图2: 中国煤炭行业规模以上企业数量 (单位: 个) 图3: 国有重点煤矿煤炭销量 (单位: 亿吨)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(3) 焦炭产量增长, 供给侧改革使得大型焦企受益

原煤中焦煤属于稀有煤质, 约占原煤产量的 15%。中国焦煤产地主要位于山西、山东和河北等省, 其中, 山西焦煤产量最大, 且煤层浅, 开采条件较好。

煤炭加工方面, 中国焦化行业产能约为 6.7 亿吨, 常规焦炉产能、半焦 (兰炭)、热回收焦炉产能分别为 5.6 亿吨、0.9 亿吨和 0.2 亿吨左右。中国焦化行业产能供过于求, 山西、陕西和内蒙古地区产能过剩情况较为严重 (表 3), 而江苏和河北地区需要输入焦炭。根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 要求重点区域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。如全国范围内推广 0.4 焦钢比, 将淘汰焦化产能 5500 万吨左右。

表 3: 焦化行业以钢定焦情况 (单位: 万吨)

指标名称	2019年1-11月 焦炭产量	2019年1-11月 粗钢产量	焦钢比	0.4焦钢比下 焦炭需求	0.4焦钢比下 焦炭淘汰产量
全国	43328.30	90417.70	0.48	36167.08	7161.22
山西	8909.60	5428.12	1.64	2171.25	6738.35
陕西	4321.60	1309.11	3.30	523.64	3797.96
内蒙古	3469.60	2406.15	1.44	962.46	2507.14
山东	4537.50	6900.23	0.66	2760.09	1777.41
新疆	1816.60	1153.43	1.57	461.37	1355.23
宁夏	723.90	-	-	0.00	723.90
河南	1865.10	2984.24	0.62	1193.70	671.40
黑龙江	985.90	814.07	1.21	325.63	660.27
广东	541.90	2952.62	0.18	1181.05	-639.15
天津	145.30	2048.73	0.07	819.49	-674.19
福建	185.40	2183.56	0.08	873.42	-688.02
江苏	1483.10	11071.95	0.13	4428.78	-2945.68
河北	4568.60	22141.14	0.21	8856.46	-4287.86

指标名称	2019年1-11月 焦炭产量	2019年1-11月 粗钢产量	焦钢比	0.4焦钢比下 焦炭需求	0.4焦钢比下 焦炭淘汰产量
合计					14033

资料来源：《我国煤焦化产业供给侧改革政策分析》，远东资信

中国独立焦化厂数量众多，占比约为2/3，其中，中小焦化企业占比较大。由于产能严重过剩，近年来，中国焦化行业推进去产能，去产能力度较大。根据券商中国数据，2018年末全国焦化在产产能为5.59亿吨，2019年6月末降至5.51亿吨，2020年末将进一步降至5.21亿吨，减产力度较大。

目前，大型焦化企业优势逐渐显现，2019年上半年，大型焦化企业开工率及产量增长较快。其中，产能大于200万吨的焦化企业（100家）平均开工率（简单平均，下同）为81.93%（图4），产能小于100万吨、产能为100-200万吨焦化企业（100家）平均开工率处于73%-74%的水平。

受到钢铁产量增长和开工率上升的影响，焦炭产量开始增长。2019年1-10月焦炭产量为39280.90万吨，同比增长5.6%，增速较上年同期增长6.6%（图4）。分区域看，山西焦炭产量最大，占比达20.59%；河北、山东、陕西产量亦较大，占比为10%-11%；内蒙古产量位居第五位，占比为7.77%。

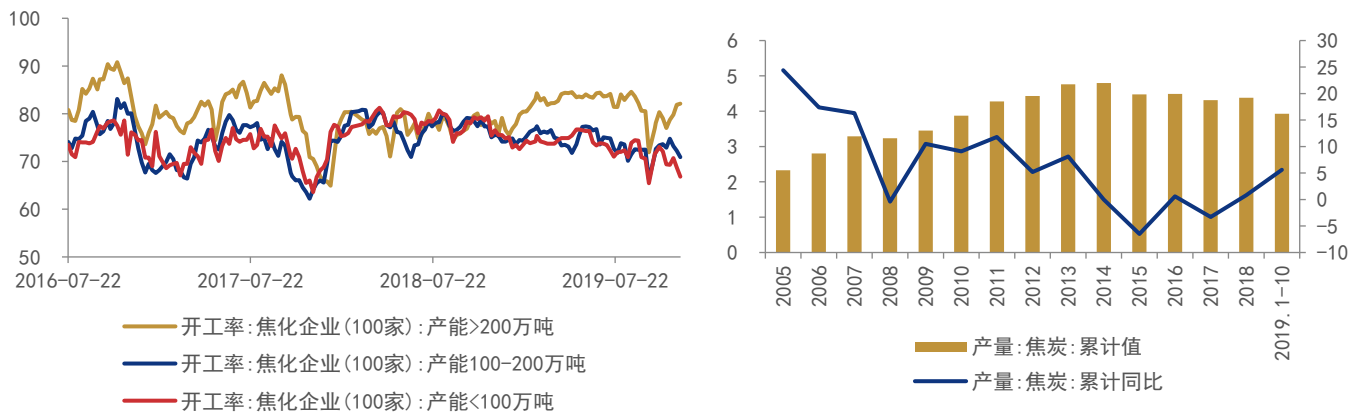


图4：近年来中国焦化企业开工率及焦炭产量趋势（单位：%（左图）；亿吨、%（右图））

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 煤炭进口分析

(1) 中国进口低价优质动力煤，进口焦煤量价齐升

进口煤对调节国内煤炭供需、平抑煤价波动起到积极作用。中国是煤炭进口大国，随着中国煤炭优质产能的增长、国内环保意识的加强，2019年海关对进口煤质要求提高，澳洲进口煤通关时间延长至40天，7月进一步延长至40个工作日，11月由于进口配额基本用尽，部分口岸开始限制进口煤通关。国外煤矿开采条件较好，此外，印尼煤具有低灰低硫特征，澳洲煤发热量高，蒙古煤具有成本和地理优势，对冶金和火电行业供给形成良好的补充。

2019年进口煤在一定程度上弥补了年初中国煤矿安全检查时的供给收缩。2019年1-10月中国进口动力煤、焦煤7411万吨、6663万吨，分别同比上升7.37%、17.09%（图5）；进口金额54.26亿美元、93.68亿美元，分别同比变化-11.59%和+11.06%。但，进口焦炭及半焦炭数量很少。由此可见，中国进口具有成本优势的动力煤，对焦煤需求较大。

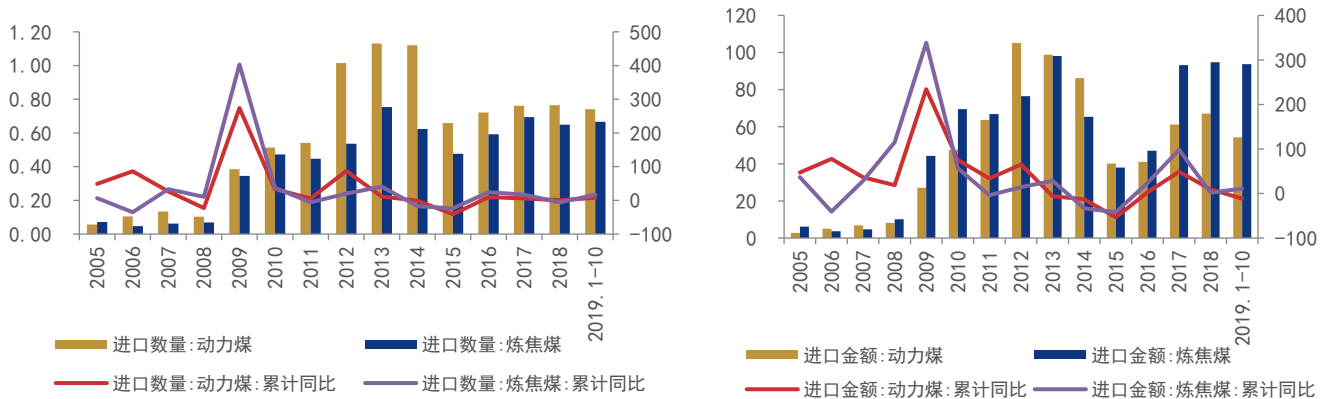


图5：近年来动力煤、炼焦煤进口数量（单位：万吨、%（左图）；万美元、%（右图））

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.小结

中国煤炭行业实行供给侧改革，煤炭产能向规模大、成本低的地区集中，提质增效取得一定成果。2019年1-10月，中国煤炭产能供给偏宽松，受到钢材产量和火电需求增长，中国煤炭产量和煤炭进口量均上升。展望未来，供给侧改革仍是主线，优质产能释放将保持国内优质煤炭供给，煤炭产量将在较大程度上受下游需求及进口煤政策影响。

（二）煤炭需求分析

1.国内煤炭市场需求分析

（1）动力煤需求保持低速平稳增长

中国是全球最大的煤炭生产和消费国，煤炭在国内一次能源消费占据首位的局面在较长时间内不会改变，但被清洁能源替代的长期趋势将持续。从发电量看，2016-2018年、2019年1-10月火电产量占发电量的比重为74.36%、73.48%、73.32%和71.57%，煤炭仍将是中國最主要的能源。

中国经济增速下行压力仍较大，预计2020年GDP增速为5.8%~6.0%（假定中美经贸谈判没有大的正向或负向变化）。动力煤主要用于火电行业。经济结构性改革、经济新动能增长、电能替代力度加大将使得2019-2020年全社会用电需求保持4%~5%的增幅。火电行业亦在推行供给侧改革，火电机组的“上大压小”和特高压网建设使得火电机组装机容量呈上升趋势，火电需求亦保持增长，但增速保持低位增长，预计煤电装机峰值12.3亿千瓦至13.5

亿千瓦将于2030年出现。2019年1-10月火电产量为4.20万亿千瓦时，同比增长3.33%，增速较上年同期下降3.76个百分点。预计2020年工业用电量和居民用电量平稳增长，或难以跟上煤炭产量增速。

中国煤炭资源分布和消费区域呈逆向分布状态，中国煤炭消费市场中华东、华南地区对煤炭需求较大。大秦线、神朔黄线等成为“西煤东运”“北煤南运”的重要通道。由于环保要求趋严，国家提出“公转铁”目标，随着铁路建设强度的增加，煤炭运输瓶颈有望进一步缓解。

(2) 基建、房地产和煤化工行业拉动焦煤、焦炭需求增长

焦炭主要用于“煤-焦-钢”产业链，占比约为86%¹，通常1.3-1.4吨焦煤可生产1吨焦炭。受到基建补短板 and 房地产施工面积增长的影响，2019年1-10月钢铁需求有所增长，粗钢产量为8.29亿吨，同比增长7.4%，增速较上年同期增长1个百分点，在较大程度上拉动了焦炭需求。

此轮的房地产行业调控政策力度较大、持续时间长，已使得房屋销售面积和土地市场交易大幅降温，或对未来房地产开发投资增速造成不利影响。以前年度对房地产行业的刺激政策透支了居民消费能力，居民杠杆较高，对汽车的需求下降。而全球经济疲软、贸易摩擦升级亦使得船舶行业景气度较低。但2019年12月的中央政治局会议定调逆周期调节政策将持续助力经济稳定，基建补短板将持续发力，将对钢铁需求形成有效补充，预计2020年基建投资增速或略增长至6%~7%，但房地产投资增速或将回落至5%-8%，中国钢铁需求增长仍将保持增长，但增速将有所放缓，或维持1%-4%的增长区间。

焦煤除了炼钢以外，还可用于煤化工行业。根据隆重预计，2019年中国将新增300-800万吨甲醇产能，年末甲醇产能将达到9000万吨²。但“3.21”响水特大爆炸事件发生后，监管部门对化工行业安全生产的检查力度加大，对甲醇产量造成一定影响。

煤的清洁利用是国家战略，煤制油、煤制气、煤质烯烃、煤制乙二醇受到国家政策鼓励和扶持，有较好的发展前景，且技术亦逐渐成熟。2019年以来，石油价格中枢在60~65美元/桶区间震荡，与煤化工产品价格相比具有优势，中国煤化工产能利用率较低。远东资信根据中国石化联合会煤化工专业委员会统计数据测算，2019年煤化工领域用煤需求约为9800万吨左右（表4），且产量增速较快。但此领域可使用劣质煤和动力煤，焦煤、焦炭需求可能受到一定影响。

表4：2019年上半年中国煤化工行业部分数据

	产能(万吨)	产量(万吨)	同比增速(%)	折算比	煤需求量(万吨)
煤制油	921	352.0	14.1	4.5	1584.9
煤制天然气	51.05	19.7	25.5	2.4~2.9	47.28~57.13
煤制烯烃	932	431.7	10.0	5	2158.5
煤制乙二醇	438	166.3	56.4	6.7(草酸酯路线)	1114.21

¹《2018年上半年我国焦炭行业各地区产量及供需关系分析》，中国产业信息网，2018年12月14日，<https://www.chyxx.com/industry/201812/699898.html>。

²《2019年中国甲醇市场需求趋势》，中国银行证券，2019年4月22日，http://www.chinastock.com.cn/yhwz_about.do?docId=6737937&methodCall=getDetailInfo。

	产能 (万吨)	产量 (万吨)	同比增速 (%)	折算比 制乙二醇)	煤需求量 (万吨)
合计					4904.89~4914.74

资料来源：《抢占新高地，谱写新传奇——2019 中国国际煤化工发展论坛隆重开幕》，现代煤化工，远东资信

2.煤炭出口分析：煤炭出口数量很少，对需求影响不大

中国煤炭出口实行配额，近年来，国内煤炭需求较好，煤炭出口配额数量总体呈现下降趋势，处于低位，对煤炭需求影响较小。2019年1-10月，中国原煤、焦炭及半焦炭出口量分别为455.43万吨和543万吨，同比变化16.03%和-30.03%，对中国煤炭市场需求影响较小。

3.小结

经济结构性改革、经济新动能增长、电能替代力度加大、电力运输通道建设使得火电需求亦保持增长，动力煤需求保持低速平稳增长。基建补短板、房地产施工面积增长和煤化工产品产量快速增长拉动焦煤、焦炭需求增长。2020年逆周期调节政策将对钢铁需求形成补充，但房地产调控政策、汽车需求的下降、船舶行业景气度较低给钢铁需求带来不确定性，受此影响，预计焦煤、焦炭需求增速亦有所下降。

(三) 煤炭库存分析

1.6 大发电集团和港口动力煤库存高企，煤矿库存处于低位

煤炭需求具有季节性，冬季取暖、迎峰度夏对煤炭需求较多。电厂通常上年末补库存，应对冬季取暖需求和春节放假导致补库不及时等问题。迎峰度夏之前，电厂亦会积极补库。2019年以来，六大发电集团煤炭库存震荡上行，除了季节性因素外，六大发电集团淡季提前补库和电厂日耗低于预期是主要原因（图6），6大发电集团可用天数基本处于20天以上，高于历年均值，抑制了动力煤上涨空间。展望未来，2019~2020年冬季为暖冬，取暖需求有所下降，但考虑到6大发电集团签订年度购销协议，难以降低采购量，预计煤炭库存仍将保持较高位。

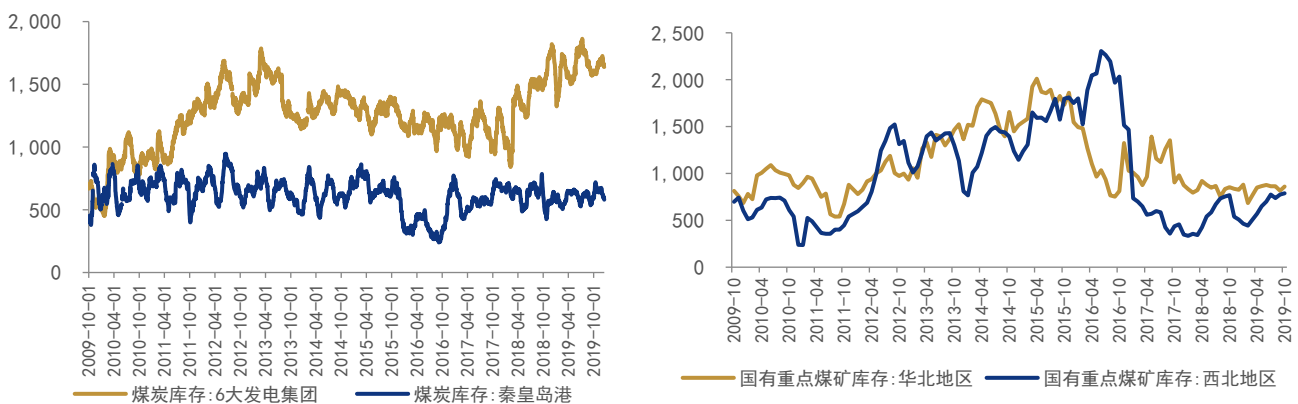


图6：动力煤库存情况（单位：万吨）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

煤矿库存方面，从国有重点煤矿库存情况来看，华北、西北地区为产煤重点区域，煤炭销售较为顺畅，2019年2月因复工复产验收的影响，煤矿库存有所下降，之后呈上升趋势，但与以往年度相比，整体尚处低位。而港口动力煤库存相对稳定。

2.港口焦煤库存创历史新高，独立焦化厂和钢厂焦煤库存平稳

焦煤库存主要存在独立焦化厂、钢厂和港口。2019年初因煤矿安全检查和复工复产，独立焦化厂和钢厂为了保障正常生产而积极补库，焦煤库存快速上涨。2019年2月以来，煤矿逐渐恢复生产，国内独立焦化厂、钢厂焦煤库存逐渐下降并维持平稳趋势。

2019年炼焦煤供给宽松，高硫主焦煤结构性短缺使得焦煤价格有所上升，同时，钢铁行业需求较好，贸易商对焦煤的预期较好，进货积极，导致六港口炼焦煤库存快速上扬（图7），创近期历史新高。

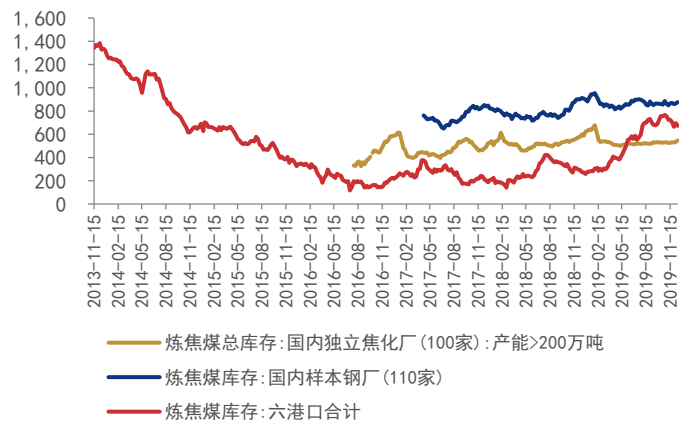


图7：炼焦煤库存情况（单位：万吨）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.钢厂焦炭库存可用天数稳定，焦化企业焦炭库存处于低位

从钢厂焦炭库存来看，2019年以来，钢铁产量增长较快，钢厂积极备货，国内样本钢厂（110家）焦炭库存明显高于上年同期水平（图8）。其中，2月受到春节因素影响；5月中旬至6月上旬因地方债发行放缓，影响基建进度，同时房地产市场融资收紧，钢铁需求有所下降，钢厂焦炭库存有所下降；2019年四季度钢铁产量增速下降明显，产能利用率亦震荡下行，此外，11月钢厂环保限产较为严重，补库较为谨慎，为年内焦炭库存最低点。2019年上半年国内样本钢厂（110家）焦炭平均可用天数为13-15天，较为稳定。

从焦化企业焦炭库存来看，2019年1-10月钢厂采购焦炭积极性较高，焦企开工率较高（图8），产销良好，焦企库存处于相对低位。焦炭库存变化有季节性，春节影响和“两会”期间库存相对较高，为节假日因素和钢铁企业环保限产有关。

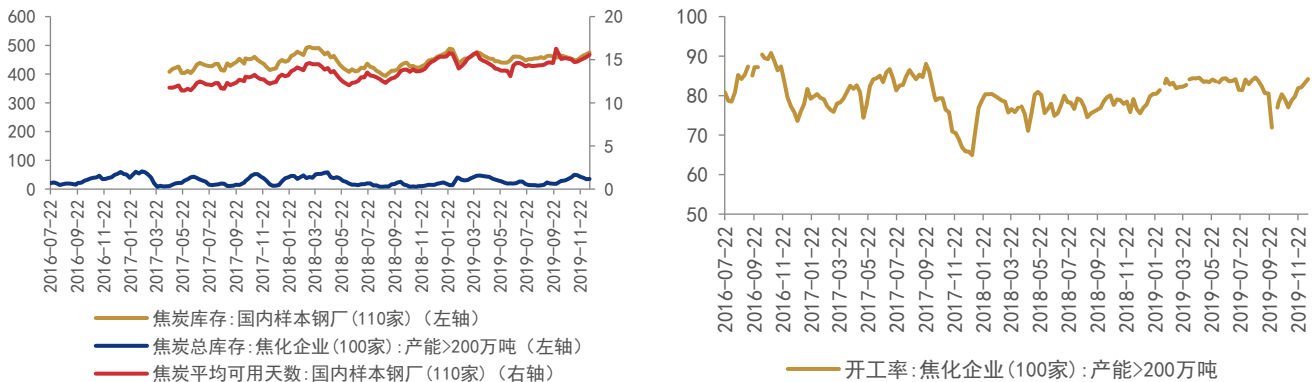


图8: 焦炭库存情况(单位:万吨、天(左图);%(右图))

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

4.小结

2019年1-11月,受到日耗低于预期、贸易商乐观情绪等因素影响,电厂和港口动力煤库存处于高位,而煤矿销售较为顺畅,焦化厂、钢厂受益于基建和房地产行业需求增长,焦煤和焦炭库存平稳或处于低位。

(四) 煤炭价格分析

1.动力煤价格较为稳定,运输费对市场价影响较大

随着电力价格市场化改革的推进,工商企业电力价格呈下降趋势,动力煤价格长期承压,基本处于《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》规定的绿色区间内。2019年1-12月,动力煤长协价处于546元/吨至562元/吨区间内窄幅波动(图9),均价为555.33元/吨,较上年同期下降3.17元/吨,整体尚属平稳。

近期,发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》,要求将2020年上网电价机制改为“基准价+上下浮动”市场化价格机制,取消现行煤电价格联动机制,电力价格市场化改革将促使电价进一步降低。煤炭供给宽松,加之煤电价格呈下降趋势,预计2020年动力煤价格中枢将小幅下移。

煤炭市场价格受到供需情况影响较大,2019年2月煤矿复产复工进度缓慢,加之动力煤进口量下降,春节后6大发电集团日均耗煤量快速上升,使得煤炭供给偏紧,推动市场煤价格上涨。根据秦皇岛动力煤市场价格,2019年1-2月煤炭价格在565-580元/吨区间震荡(图9),3月煤价快速上涨,最高点达642元/吨。之后,随着煤矿复工复产、进口煤数量增加和动力煤需求疲软,动力煤价格震荡下行,2019年11月末为552元/吨,较年内最高点下降16.3%。2019年四季度至2020年煤炭产能宽松,预计煤炭价格将震荡下行。

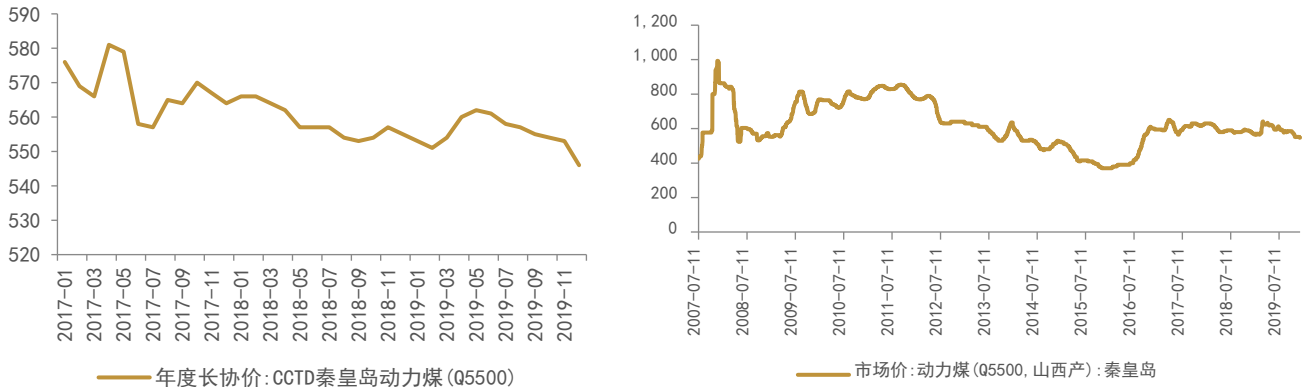


图9：动力煤长协价和秦皇岛动力煤价格（单位：元/吨）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从煤炭价格构成来看，坑口价约占市场价的 1/2 至 2/3 左右。煤炭具有运输半径，消费地离产地越远，运输费占该地区煤炭市场价格比例越高。以动力煤为例，2019 年 11 月末，动力煤在某产地的坑口价（Q5500）为 323 元/吨，而通过陆运、水运和火车运输后，广东动力煤市场价格（Q5500）约为 685 元/吨，为坑口价的 2.12 倍（图 10）。

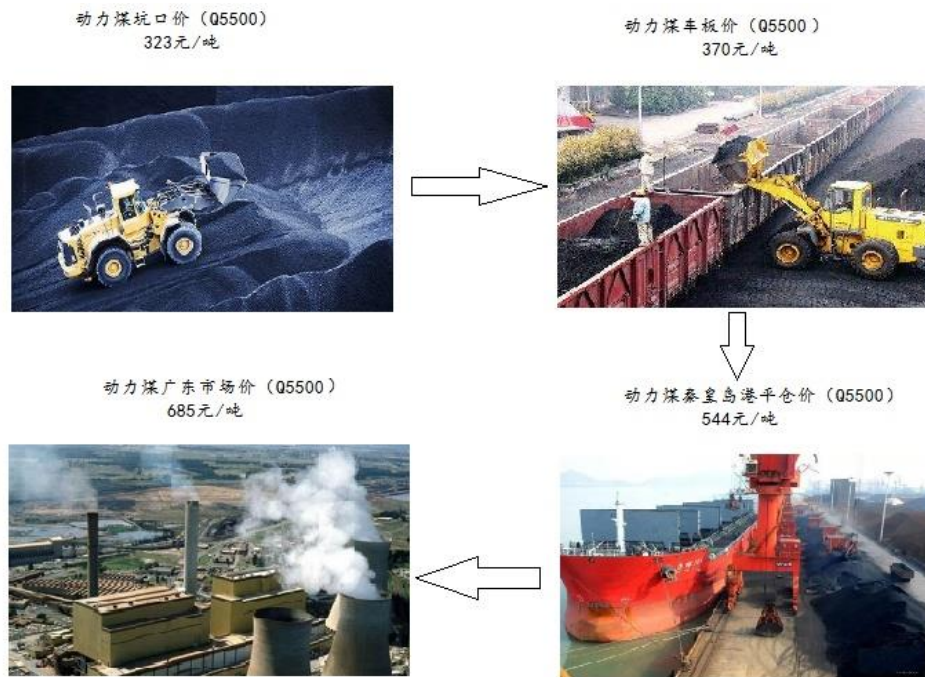
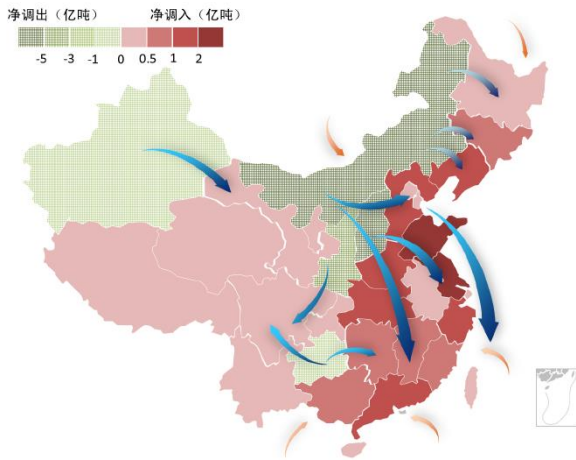


图 10：煤炭价格链

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

中国煤炭产量与需求市场逆向分布，铁路运输是主要的运输方式，“公转铁”后铁路运输重要性进一步显现。根据“十三五”规划，全国铁路运力将达到 36 亿吨，形成“九纵六横”的运输通道（图 11），满足“北煤南运”“西煤东运”运输需求。随着煤炭运输通道完善和运价的下降，动力煤价格有望进一步下行。



通道名称	通道构成	消费区域
晋陕蒙外运通道	由北通路（大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）、中通路（石太、邯长、山西中南部、和邢）和南通路（侯月、陇海、宁西）三大横向通路和焦柳、京九、京广、蒙西至华中、包西五大纵向通路组成	满足京津冀、华东、华中和东北地区煤炭需求
蒙东外运通道	主要为锡乌、巴新横向通路	满足东北地区煤炭需求
云贵外运通道	主要包括沪昆横向通路、南昆纵向通路	满足湘粤桂川渝地区煤炭需求
新疆外运通道	主要包括兰新、兰渝纵向通路	适应新疆煤炭外运需求
水运通道	由长江、珠江-西江横向通路、沿海纵向通路、京杭运河纵向通路组成	满足华东、华中、华南地区煤炭需求
进出口通道	由沿海港口和沿边陆路口岸组成	适应煤炭进出口需要

图 11：煤炭运输通道

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》

进口煤延续了2018年下跌的趋势，但受到进口煤通关时间较长、进口限额等因素影响，对国内煤价影响相对较小。

除了受到供需影响外，煤炭期货价格还受到投机需求、市场心态的需求，因此波动幅度通常大于煤炭现货。但2019年煤炭期货价格位于542-623元/吨区间震荡（图12），振幅略大于现货市场价格变化幅度，体现期货避险以及资本市场金融波动风险。

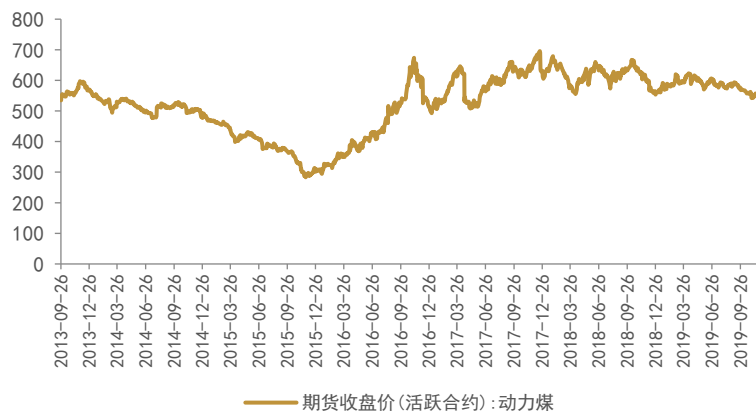


图 12：动力煤期货价（单位：元/吨）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.10 月粗钢产量下滑导致焦煤价格下降，国内外焦煤价差较大

焦煤资源较为稀缺，长期以来国内焦煤价格较为稳定。2019年1-9月，太原古交2号焦煤坑口价区间为920元/吨至940元/吨（图13），但2019年10月粗钢产量出现了2016年以来的首次同比下降，对焦煤价格产生较大影响，10-11月，太原古交2号焦煤坑口价区间为870元/吨至900元/吨，最低点较2019年9月末的935元/吨下降7.47%。2020年中国焦化行业去产能力度加强，或对焦煤、焦炭价格形成一定支撑。

2019年1-11月澳大利亚产峰景矿硬焦煤（CSR74%,V20.7%,A10.5%,S0.6%,P0.03%）中国到岸价震荡下行，且波动幅度较大，由1月初的201美元/吨降至11月末的149美元/吨，降幅为34.9%。但中国汇率大幅下降在一定程度上减轻了焦煤价格的波动幅度，以人民币计价的澳大利亚产峰景矿硬焦煤价格波动幅度为10.22%，价差有所缩小。

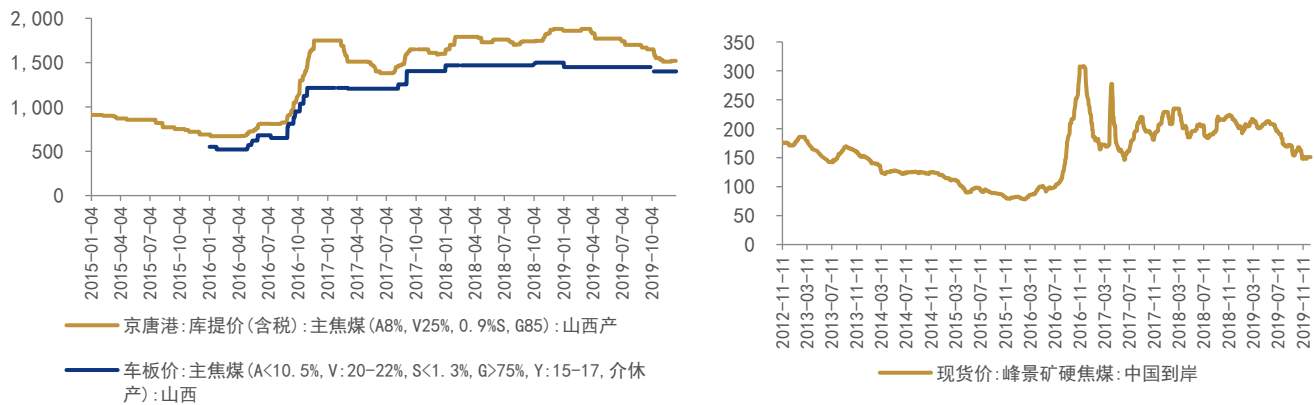


图 13：国内外焦煤价格走势（单位：元/吨（左图）、美元/吨（右图））

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 焦炭价格震荡下行，仍处于相对高位

焦化行业产能严重过剩，独立焦化厂的利润受到煤矿和钢厂两头挤压，2019年以来焦价震荡下行，但仍处于相对高位。以唐山二级冶金焦(A13.5%,0.7%S)到厂价(含税)为例，2019年由年初的2065元/吨下行至11月末的1800元/吨（图14），但期间波动幅度较大，最高点的2150元/吨和最低点的1750元/吨波动幅度为22.86%。

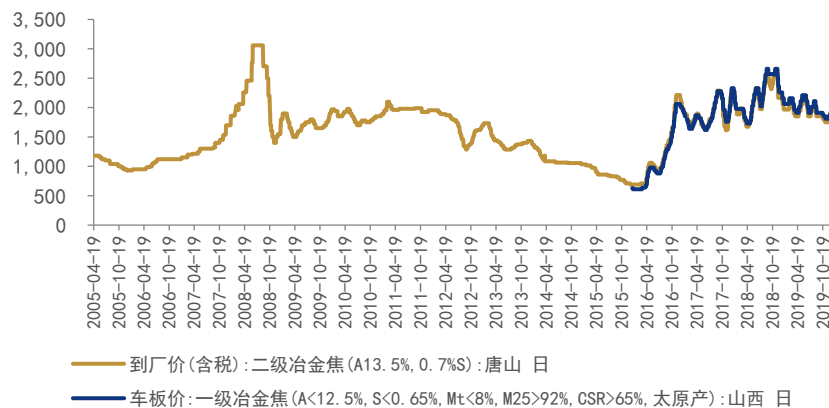


图 14：焦炭价格趋势（单位：元/吨）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 小结

动力煤长协价受到需求和运输成本影响，其中，居民用电需求保持平稳增长，但工业用电需求或保持低速增长，随着煤炭运输通道完善和运价的下降，动力煤价格有望进一步下行。中国焦化行业产能严重过剩，独立焦化厂的利润受到煤矿和钢厂两头挤压，价格波动相对较大，尤其2019年10月粗钢产量下滑，导致焦炭和焦煤价格焦化震荡下行，但仍处于相对高位。

展望未来，火电需求保持稳定增长，动力煤产量增长适度，价格窄幅震荡或进一步下行，但下行幅度较小；焦煤资源稀缺，需求量和价格受粗钢产量影响大，2020年钢铁需求增速可能下降，焦煤需求增速亦或下降；焦炭行业面临供给侧改革，短期内焦炭产量增长加快，而钢铁需求疲软，价格或承压下行，长期来看，行业集中度提高后，焦炭价格或有上升空间。

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）“以钢定焦”和30万吨及以下中小煤矿退出，行业集中度提升

2017年6月5日，国家发改委颁布《煤炭工业发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”），提出煤炭生产开发布局逐步优化，减量置换，实现供需基本平衡，大型煤炭基地成为煤炭供应的主体和综合能源基地建设的依托。

《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》要求，对于30万吨/年及以下产能的小型煤矿，通过严格执法限期关闭一批、政策引导主动退出一批、具备条件升级改造一批，力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，华北、西北地区（不含南疆）30万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区30万吨/年以下煤矿数量原则上比2018年底减少50%以上。

《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》提出，京津冀、长三角、汾渭平原禁止新增钢铁和水泥行业产能，提高落后产能淘汰标准，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争2020年钢焦比达到0.4。

中国煤炭产业结构持续优化，煤矿大型化发展趋势将使得行业内企业投入较多资金进行大型煤矿建设、中小煤矿技改，对于行业固定资产投资力度加大，或进一步提高行业内大型企业的杠杆水平。中国中小煤矿数量众多，多为乡镇和私营煤矿，行业准入门槛较低。大部分30万吨及以下小型煤矿被关闭，行业集中度提升，运行效率提高。

未来，煤炭的单位成本呈下降趋势，将促进煤炭价格的下降，而部分煤炭企业资源禀赋较差，开采成本较高，当煤炭价格降至成本线以下时，将实现部分落后产能被动退出。

（二）安全检查力度和标准提升，机械化开采程度较高

2019年1月9日国家煤炭安全监督局发布《煤矿复工复产验收管理办法》，要求安全生产系统或巷道遭到严重破坏或封闭井口(采区)的煤矿、连续停工停产时间达30天及以上的煤矿、被相关部门责令停工停产的煤矿等的复工复产按照省级、市(地)级、县级由监管地的煤监部门分级验收，并要求“谁验收、谁签字、谁负责”。对于验收不合格的煤矿，2-6个月内将不再受理其复工复产申请。此外，《规划》要求加大煤炭行业安全投入和提高机械化程度，采煤机械化程度达到85%，掘进机械化程度达到65%。

中国部分煤矿存在冲击地压、瓦斯突出、高瓦斯、煤尘爆炸、水文地质类型复杂、采深超千米、火、顶板、高温、单班下井人数多等问题，存在风险隐患。对于煤监部门而言，深入煤矿进行安全监察有利于降低安全事故，检查标准不断提升；对于煤炭企业来说，安全检查影响煤炭生产节奏，且安全改造等支出亦较大，煤炭企业成本有所提升。

（三）鼓励煤炭清洁高效利用

煤炭清洁高效利用方面，《规划》限制开发高硫、高灰、高砷、高氟等煤矿，鼓励煤炭消费领域节能减排，分级分级梯级利用，鼓励煤、化、电、热一体化发展。对煤炭行业建立的清洁生产评价体系，考察了煤炭企业生产工艺和装备、能源消耗、能源综合利用、生态环境、清洁生产管理能力。部分环保要求不达标的煤炭生产企业或焦化企业，或面临限产、停产的压力，且部分区域或面临集中停产，给煤炭供给带来一定波动。

2019年3月5日国务院总理李克强在政府工作报告中提出推进污染防治，包括京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染治理攻坚；加快火电、钢铁行业等重点行业达标排放改造和超低排放改造；推进煤炭清洁化利用。

中国对于环境保护是长期的战略，且环保力度不断加大。对于煤炭、钢铁等重点污染行业而言，清洁生产评价指标体系的出台，使得清洁开采、清洁生产、清洁运输等有可参照执行的量化标准，具有较好的可执行性。清洁开采和生产对于企业提出了更高的技术要求，如部分中小企业技改难以负荷要求，或面临停产和兼并重组的风险。行业内清洁生产程度较高的煤炭企业或将获得政府和监管部门的支持。

煤炭清洁化利用主要是煤制油、煤制气和煤制烯烃行业，项目投资规模很大。目前，中国相关技术尚未成熟，项目建设成本较高，且产品与石化产品替代性较强，受石油价格影响大。而煤炭清洁化利用是趋势，现阶段来看，新型煤化工将给煤炭企业经营稳定性造成影响，加大企业的信用风险。

（四）煤炭企业兼并重组加剧

对于“僵尸企业”加快出清速度和债务处置，以国企改革为抓手，推动兼并重组、优化布局和转型升级。例如，山西省煤炭产业占比很大，产业链条短，同质化竞争激烈，国有资本一股独大，行政色彩突出，资产负债率普遍偏高，历史遗留问题多、包袱重。晋煤集团、阳煤集团、同煤集团、山西焦煤集团为山西省四大煤炭集团，现阶段尚没有集团层面混改或混改相对滞后。未来，山西煤炭企业兼并重组力度将加大。

（五）其他政策

为了满足煤炭行业发展需求，政府及相关部委出台了较多行业及相关配套政策（表5）。生产方面，国家鼓励应用煤矿机器人研发，开展煤矿安全集中整治，促进行业智能化、节能、绿色发展。进口方面，加强进口煤质量和环保检验，减少劣质煤进口。煤炭运输方面，积极建设运煤通道，调整区域运输结构，并规范铁路货物运输收费。防范风险方面，国家要求煤炭企业降杠杆，加快低效无效主体退出。

值得注意的是，一方面，安全投入、技改、智能化建设提高了煤炭企业资本投入，另一方面，煤炭行业资产负债率较高，且在宏观经济下行压力下，企业再融资较为困难，中小煤炭企业违约风险或有所提升。2019年国家要求降低企业杠杆，煤炭企业资本结构有望改善。

表5：部分煤炭行业相关政策

部门	时间	政策名称	内容
国家煤矿安全监察局	2019年1月2日	《煤矿机器人重点研发目录》	鼓励支持煤矿企业与国内外科研单位、机器人制造企业开展合作，大力研发应用煤矿机器人，推进煤炭工业高质量发展和煤矿安全发展，包括掘进类、采煤类、运输类、安控类、救援类5大类38种机器人。
发改委、市场监管总局	2019年2月21日	《关于进一步清理规范铁路货物运输相关的通知》	继续清理简化铁路货运杂费、合理降低地方铁路运价水平、进一步规范经营者收费行为。
外交部	2019年2月22日	《中国海关加强对进口煤炭的质量安全检验和环保项目检测等答问》	中国海关在对进口煤炭进行安全质量风险分析和监测中发现，进口煤炭存在环保不合格的情况，将加强对进口煤炭的质量安全检验和环保项目检测。
工信部办公厅、国家开发银行办公厅	2019年3月29日	关于《加快推进工业节能与绿色发展》的通知	推动焦化、建材、有色金属、化工、印染等重点行业企业实施清洁生产改造，在钢铁等行业实施超低排放改造，从源头削减废气、废水及固体废物产生。拓展中国人民银行抵押补充贷款资金（以下简称PSL资金）运用范围至生态环保领域，对已取得国家开发银行贷款承诺，且符合生态环保领域PSL资金运用标准的工业污染防治重点工程，给予低成本资金支持，主要包括节能环保技术改造升级、工业废气、废水和固体废物治理、资源再生及综合利用、工业企业环保搬迁改造及环境整治等。
发改委、工信部等4部委	2019年5月7日	《关于做好2019年降成本重点工作的通知》	继续推动大规模减税和降费，制造业等行业16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业10%的税率降至9%等政策，确保所有行业税负只减不增。继续降低一般工商业电价，使一般工商业平均电价再降低10%。取消或降低一批公路、铁路、民航、港口收费，着力提高物流效率。
山西省人民政府办公厅	2019年5月17日	《山西省推进运输结构调整实施方案》	全省重点煤矿企业全部接入铁路专用线，煤炭、焦炭铁路运输比例达到80%以上，出省煤炭、焦炭基本上全部采用铁路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点工业企业铁路专用线接入比例达到80%以上。全省大宗货物年货运量150万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区，原则上全部修建铁路专用线。加快推进蒙西至华中地区煤运通道、和顺至邢台、阳泉北至大寨铁路等干线铁路项目建设进度，提升大秦、瓦日、朔黄等既有铁路综合利用效率。
发改委	2019年6月22日	《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》	经营性电力用户的发用电计划原则上全部放开。全面放开经营性发用电计划后的价格形成机制。对于已按市场化交易规则执行的电量，价格仍按照市场化规则形成。鼓励电力用户和发电企业自主协商签订合同时，以灵活可浮动的形式确定具体价格，价格浮动方式由双方事先约定。
国家能源局	2019年7月3日	《关于解决“煤改气”“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通	因地制宜拓展多种清洁供暖方式，保障清洁供暖均衡发展。保障群众安全温暖过冬，对于偏远山区等暂不能通过清洁供暖替代散烧煤供暖的，重点利用“洁净煤+节能环保炉具”等方式替代散烧煤。

部门	时间	政策名称	内容
发改委、最高人民法院、工信部等13部委	2019年7月16日	《加快完善市场主体退出制度改革方案》	逐步建立覆盖企业等营利法人、非营利法人、非法人组织、农民专业合作社、个体工商户、自然人等各类市场主体的便利、高效、有序的退出制度，市场主体退出渠道进一步畅通，市场主体退出成本明显下降，无效低效市场主体加快退出。
发改委、人民银行等4部委	2019年7月26日	关于印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》的通知	综合运用各类降杠杆措施，推进企业战略重组与结构调整，加快“僵尸企业”债务处置，完善破产退出相关保障机制。
生态环境部、发改委等十部委	2019年10月16日	《京津冀及周边地区2019-2020年秋季大气污染防治攻坚行动方案》	受厄尔尼诺影响，2019-2020年秋季气象条件整体偏差，需进一步加大大气污染防治压力。调整优化产业结构，推进企业集群升级改造，坚决治理“散乱污”企业，加强排污许可管理，高标准实施钢铁行业超低排放改造等。2019年12月底前，天津市关停荣程钢铁588立方米高炉1台；河北省压减退出钢铁产能1400万吨、焦炭产能300万吨、水泥产能100万吨、平板玻璃产能660万重量箱；山西省压减钢铁产能175万吨，关停淘汰焦炭产能1000万吨；山东省压减焦化产能1031万吨。河北省加快压减1000立方米以下炼钢用生铁高炉和100吨以下转炉。
发改委	2019年10月30日	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	煤炭行业共有18项列入鼓励类、6项列入限制类、10项列入淘汰类。
国家煤矿安全监察局	2019年11月27日	关于《开展煤矿安全集中整治》的通知	自即日起，开展为期3个月的煤矿安全集中整治。整治重点内容包括超能力、超强度、超定员组织生产，超层越界开采和违法违规开采保安煤柱，采用巷道式采煤等国家明令禁止使用的采煤方法、设备、工艺等11项内容。

资料来源：公开资料，远东资信整理

（六）小结

煤炭行业的“以钢定焦”和30万吨及以下中小煤矿退出将提升行业集中度，行业内兼并重组加剧，而监管部门亦加强对煤矿的安全生产检查力度和标准，鼓励机械化开采和煤炭清洁利用。此外，国家还疏通煤炭运输通道，降低运输成本，促进煤炭供需均衡。2019年国家要求降低企业杠杆，煤炭企业资本结构有望改善。

三、行业关注

（一）增值税税率下调增厚煤炭企业利润

2019年3月20日，财政部、税务总局、海关总署联合发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》，决定自4月1日起降低部分行业增值税率。该政策延续了减税降费的基调。对于煤炭行业而言，2018年5月1日之前，行业增值税率为17%，2018年5月1日至2019年3月31日为16%，2019年4月1日之后下调至13%。

大型煤炭企业与电厂签订长协合同，如煤炭销售价格不变，增值税的下调可降低煤炭企业税赋，增加企业利润。煤炭行业为上游行业，设备、原材料采购很少，贷款利息、采矿权价款、土地塌陷等补偿费、征地迁村费等无法取得增值税专用发票，导致煤炭企业可抵扣的进项税额很小，实际增值税税负水平较高。根据中国煤炭工业协会数据，当增值税税率为17%时，煤炭行业增值税实际税负为12%左右。此次税率下调，实际增值税税负有望下降1.4个百分点至2个百分点。

此外，亦有部分下游企业要求降低煤炭价格，产业链中，可获得较高增值税红利的企业通常在供需关系中占优势地位。煤炭行业优质产能不断释放，供给趋于宽松。但考虑到增值税下调具有普惠性，煤炭长协价格下调可能性不大。

（二）长协价与现货价价差或收窄

2019年12月2日，国家发改委发布《关于推进2020年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，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，较2019年水平合理增加，定价机制仍为“基准价+浮动价”，中长期合同季度履约率应不低于80%，全年履约率不低于90%。

预计2020年煤炭长协价与2017-2019年535元/吨的长协价相差不大。但从煤炭现货价来看，2020年煤炭供应较为充足，价格或小幅下降，与煤炭长协价价差呈缩小趋势。2019年11月初，环渤海煤价（5500大卡市场煤价格）跌破了年度长协价格，之后随着气温下降、贸易商挺价和电厂招标，煤价出现企稳。2020年，淡季煤价亦或降幅较大，或对煤炭行业盈利产生不利影响。

四、行业内发债企业信用分析

（一）相关企业债券总体运行概况

1. 发行规模大幅增长，新增可交换债新品种

远东资信对2019年9月末仍在存续期内的煤炭行业发债主体进行了筛选，发债主体所属行业包括煤炭开采和焦炭加工。由于数据可得性，统计范围未包括发行资产支持证券的煤炭企业。

2019年1-9月煤炭行业企业发债规模大幅增长，26家煤炭发债企业发行168只债券，较上年同期增加78只，发行规模为2261.10亿元，为上年同期的1.90倍。从存量债券来看，2019年9月末，59家煤炭发债企业有462只债券尚未到期，余额为7301.85亿元。

2019年7~9月煤炭发债企业发行了2笔可交换债，规模为15亿元。尽管发行规模不大，但其为该行业新出现的债券品种。

2. 发行利率和二级市场到期收益率双降，行业信用风险下行

煤炭发债企业融资用途多为补充流动资金。2019年1-9月煤炭企业发行的债券以中短期债券为主，占比为43.83%，与发行利率较低和发行较为简便有关；中期票据、公司债、定向工具、可交换债分别占比24.85%、20.20%、10.5%和0.66%。

分期限来看，1年期以下（含1年）债券发行规模为1016亿元，占比44.93%；1-3年期（含3年）债券发行规模为939.1亿元，占比41.53%；3年期以上债券发行规模较小，为306亿元，占比为13.53%。

2019年，10年期中债国债到期收益率较上年明显下行（图15左），2019年前三季度10年期平均中债国债到期收益率为3.18%，较2018年下降44.19BP。尤其，2019年8月至10月到期收益率下行幅度较大。2019年前三季度煤炭行业债券到期收益率亦呈现相同的趋势（图15右），平均到期收益率为6.10%，较2018年下降56.99BP，其原因包括国债到期收益率下降和行业信用风险略有下降。

此外，煤炭行业发行利率亦下行幅度较大，2019年1-9月简单算术平均发行利率为4.72%，较上年同期下降134.56BP，明显高于到期收益率下行幅度，体现债券一级市场对降低实体融资成本起到积极作用。

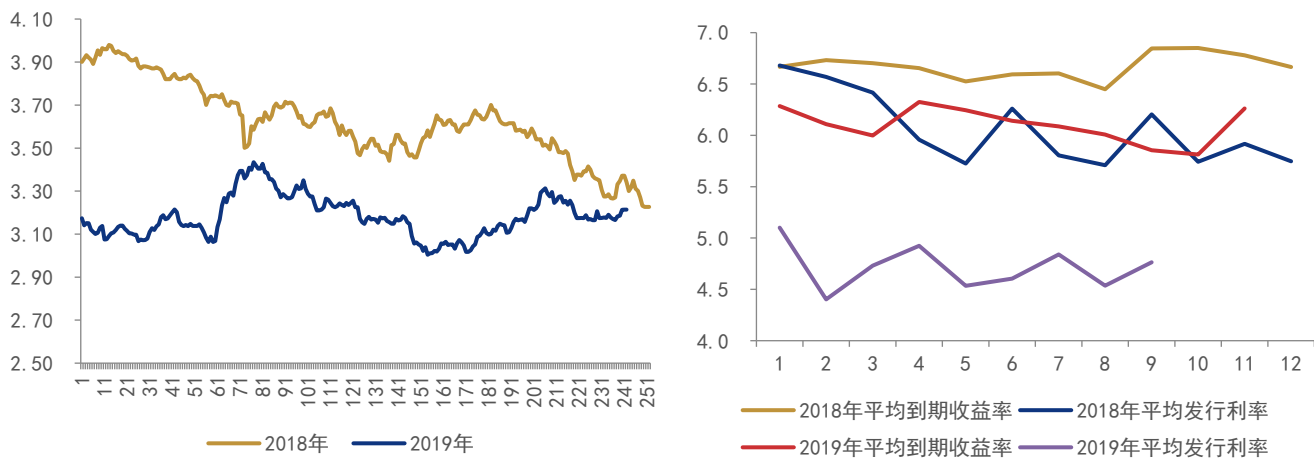


图15：2018年以来国债利率（左）和煤炭行业债券发行利率（右）趋势（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年前三季度发生交易的煤炭行业债券为365只，占比79%，交易量为5304.66亿元，对应换手率为74.43%，交易较为活跃。

近年来，煤炭供给侧改革给行业带来红利，煤炭价格在合理区间内震荡，需求波动亦相对可控，煤炭企业经营情况良好。2019年1月至11月，AAA级煤炭开采业债券信用利差走势呈现缓步窄幅下行，相对平稳，2019年11月末为91.86BP，较年初下降51.07BP（图16）。

2019年11月16日，环保部等10部委发布《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求加大大气污染防治力度。其中，河北省、山西省、山东省分别退出焦炭产能300万吨、1000万吨和1031万吨，行业产能过剩局面将有所缓解，市场份额向头部企业集中。AA+级债券信用风险有所下降，2019年11月18日，债券信用利差下降73.29BP至188.47BP，之后缓慢下行。2019年11月末，AA+级债券信用利差为160.93BP，较年初下降55.58BP。

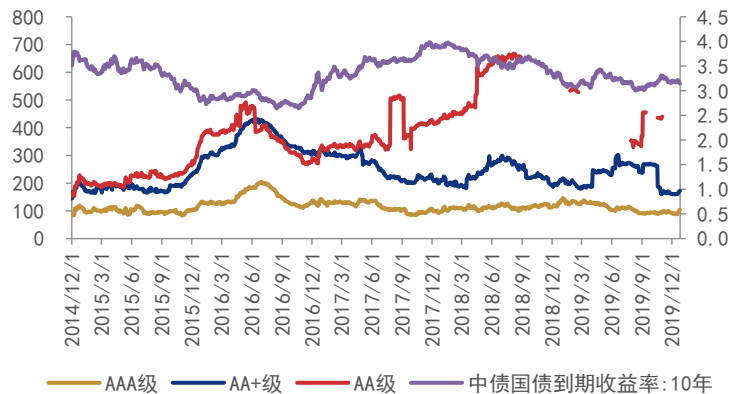


图 16: 2014年12月以来煤炭开采行业债券信用利差(余额加权)和中债国债到期收益率趋势 (单位: BP)

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

3.地方国企发债规模大, 信用级别中枢上行

发债企业多为拥有较好煤炭资源的地方国有企业。2019年1-9月, 煤炭发债企业中, 23家地方国有企业新发行163只债券, 发债规模为2101.1亿元, 分别占发行家数、发债规模的88.46%和92.92%。2019年1-9月发债企业主要位于北京、山东省、山西省、河北省发债规模为100亿元、88亿元、80亿元和42亿元, 四省合计占比为76.26% (图14)。

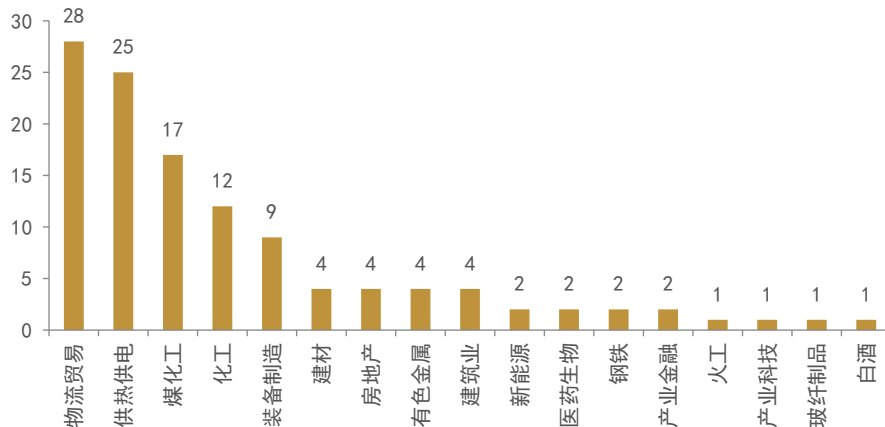
各信用评级公司对发债企业出具的受托评级信用级别中枢上移较明显。从信用级别来看, 2019年1-9月AAA级、AA+级、AA级债券发行人数量分别为17个、5个和4个, 占比为65.38%、19.23%、15.38%, 与存量债券相比, 分别变化+26.4个百分点、+0.59个百分点和-6.65个百分点。

2019年前三季度存量债券中信用级别发生调整的共有6家企业, 其中, 4家企业信用级别上调, 2家企业信用级别下调, 级别迁移率为10.17%。开滦(集团)有限责任公司、淮北矿业(集团)有限责任公司、淮北矿业股份有限公司信用级别由AA+级上调至AAA级; 山煤国际能源集团股份有限公司信用级别由AA级上调至AA+级; 北京京煤集团有限责任公司因煤炭业务板块被无偿划转, 导致偿债能力下降, 主体信用等级由AA+级下调至AA级; 永泰能源股份有限公司债券违约, 信用等级由CC级下调至C级。

(二) 发债企业经营风险分析

1.在供电供热和煤化工等煤炭清洁利用领域的多元化经营增多

为了平滑企业现金流、降低经营风险, 绝大多数发债企业均采取多元化经营策略, 所涉及的行业多为物流贸易 (多为煤炭贸易和运输)、供热供电、煤化工这三类与主业相关度较大、具有协同效应的业务, 随着清洁能源发展, 发展煤化工业务和供电供热的煤炭发债企业有所增加; 此外, 从事建筑业、有色金属、医药生物、食品饮料、金融等非相关多元化业务的煤炭发债企业数量较少 (图17)。


图17: 煤炭发债企业多元化趋势³ (单位: 家)

煤炭行业“十三五”规划及相关政策鼓励煤电联营和煤炭清洁化利用，未来，煤炭发债企业多元化趋势或更为明显，但煤化工业务投资规模大，产品价格受石油价格波动影响大。

2. 机械化程度提升降低煤炭开采成本

通常，埋藏浅、开采难度小、矿区条件优良（如位于14大煤炭基地）的煤矿开采成本较低，同时，机械化有助于提高煤炭采选效率，亦是降低煤炭开采成本的有效途径之一。由下表可知，露天煤矿开采方式简单，动力煤吨煤成本不足150元/吨；井工矿开采深度大，面临冲击地压、瓦斯等风险，动力煤开采成本约为300元/吨至400元/吨，部分煤矿或因机械化程度较低导致开采成本更高。在经济下行期间，煤炭价格亦相应下降，部分开采成本较高的煤矿或面临被动去产能的风险。

表6: 2016~2019年部分煤炭企业原煤开采成本

	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	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月	2017年	2018年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
材料成本	12.79	17.09	20.05	16.24	32.01	36.58	50	51.57	15.31	39.81	39.18	27.89	3.12	4.57	11.03	18.91	20.74	23.74
电力成本	7.98	8.53	8.46	10.13					10.99	16.75	14.51	15.67	1.72	2.66	12.2	13.97	14.05	14.94
人工成本	46	50.3	50.69	55.75	109.26	135.4	161.97	157.28	82.48	132.3	137.54	145.34	19.63	16.68	72.87	91.46	8.23	111.05
折旧费	8.12	9.97	10.99	11.87	44.25	49.36	50.4	49.76	13.95	17.82	18.48	18.79	4.89	17.48	19.49	21.9	23.73	26.02
安全提取费	21.92	21.43	23.35	23.69	34.25	36.26	51.63	56.8	21.54	26.84	24	24.83	9.92	10.43	43.62	47.09	64.03	67.75
其他	23	38.69	32.43	27.82	105.87	173.59	172.85	147.41	54.21	125.19	156.76	159.02	46.27	18.6	157.77	184.28	193.76	140.05
吨煤成本	119.81	146.01	145.97	145.5	325.64	431.19	486.85	462.82	198.48	358.71	390	391.54	85.56	70.42	316.98	377.61	404.54	383.55
煤种	动力煤				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				动力煤		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	13721.7	3717.4	2724	2661	2801	655(1-3月)	9151	9610	10011	5141	354.71	107.33	1337	1298.31	1269	272
综采机械化程度(%)	--	100	100	100	99.21	100	100	100(1-3月)	--	--	--	100	65.35(2016年)	--	--	--	--	--
采煤机械化程度(%)	--	100	100	100	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
掘进机械化程度(%)	--	97.11	95.49	95.42	74.36	83.49	85.32	78.48(1-3月)	--	--	--	85	12.62(2016年)	--	--	--	--	--
全员效率(吨/工)	--	6.494	--	--	4.5	5.25	5.79	5.92(1-3月)	--	--	--	--	2.88(2016年)	--	--	--	--	--
百万吨死亡率(人/百万吨)	0.178	0.024	0.007	0	0.147	0.038	0.264	0(1-3月)	0.066	0.07	0	0	0.22(2016年)	--	--	--	--	--

资料来源: Wind 资讯, 信用评级报告, 远东资信整理

³每个企业根据行业不同可重复计算。

3.煤化工发展受石油价格影响大

煤化工行业具有促进煤碳清洁利用、减少对外能源依存度等战略意义，受到国家政策支持。根据《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，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），较“十二五”期间产能成倍增长。

煤炭化工和石油化工具有较强的替代性，煤化工产品受油价影响较大。从现有煤化工技术看，当石油价格为60美元/桶至65美元/桶时，煤制油、煤制气和煤制烯烃可达到盈亏平衡，当原油价格处于100美元/桶时，煤化工项目盈利状况较好。全球经济下行压力加大导致石油需求减弱，同时，叠加OPEC减产、美国页岩油产量增加、伊朗地缘政治危机等因素，国际油价波动较大（图18），或对煤炭发债企业的煤化工业务板块稳定性造成一定影响。



图 18：2006 年以来石油期货结算价格（单位：美元/桶）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4.中小煤矿机械化程度偏低易导致安全事故

中国安徽、山东、北京、河北、青海、江西等省市均有煤炭资源，但储量较小，煤矿技改和提升机械化程度需要资金规模较大，投入与产出不匹配。此外，南方部分省市地质构造复杂，属于“三软”煤层，不具备实现大规模机械化的条件。因此，部分中小煤矿的采煤机械化程度和掘进机械化程度较低，易发生安全事故。而煤矿安全事故不仅导致事故煤矿停产、限产，亦使得行业内安全检查趋严，影响煤炭产量。

（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9月30日的数据，去除了尚未披露2019年三季度财务报告及相关数据不全的企业样本，最后共获得50家可分析样本企业。在下文中，远东资信计算发债主体财务指标平均值时使用简单算术平均法。

1.资产规模保持稳健增长

发债企业通常为行业内头部企业，煤炭开采行业前期投入较大，为重资产行业，煤炭产品同质性较强，通常拥有煤矿产能越大的企业，资产规模亦越大。2015-2018年煤炭发债企业总资产为51878.06亿元、53860.46亿元、

56997.30亿元、67541.67亿元，同比增长6.14%、3.82%、5.82%、18.50%，呈逐年增长趋势（图19）。2019年三季度末发债企业总资产进一步增至68301.54亿元，较年初增长1.12%。

2018年1月5日，发改委、财政部等12部委发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，要求到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，并鼓励通过资产移交等方式，对国有企业开办煤矿业务进行整合。2018年下半年神华集团有限责任公司吸收合并中国国电集团公司，并更名为国家能源投资集团有限责任公司，该企业在煤炭产量、发电装机容量及煤化工产品产量等方面成为全球第一的综合性能源集团。国家能源投资集团有限责任公司总资产由2018年末的9835.94亿元大幅增至17826.41亿元，行业龙头地位更为突出。2019年三季度末，该企业的总资产占发债企业总资产规模的25%左右，占比过大，或影响对行业内其他企业总资产状况分析，故远东资信将其作为极端值，未纳入总资产分析范围。

2019年三季度末，煤炭发债企业总资产20%分位、40%分位、60%分位、80%分位分别为256.25亿元、424.31亿元、625.06亿元和1759.24亿元；行业均值为1034.20亿元，位于60%分位和80%分位之间，行业内规模偏小的企业数量较多。不考虑国家能源投资集团时，总资产规模相对最大的煤炭发债企业为陕西煤业化工集团有限责任公司，2019年三季度末，该公司拥有煤炭资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨，核定产能16022万吨/年，煤炭资源丰富，为陕西省内重要的大型煤炭集团。2018年下半年基建补短板政策出台后，煤矿新增产能和产能置换力度增加，但项目建设有一定滞后性，预计未来煤炭行业总资产规模将持续增长。

2019年三季度末，发债企业中云南煤业能源股份有限公司总资产规模较小，不足60亿元。云南省焦化产能严重过剩，大量中小焦化企业产能利用率低。但是，云南煤业能源股份有限公司依托与控股股东昆钢控股下属子公司武钢集团昆明钢铁股份有限公司建立长期稳定的战略合作关系，焦化行业的供给侧改革使得焦炭价格上涨，提升焦化企业盈利空间，公司整体信用风险相对较小。

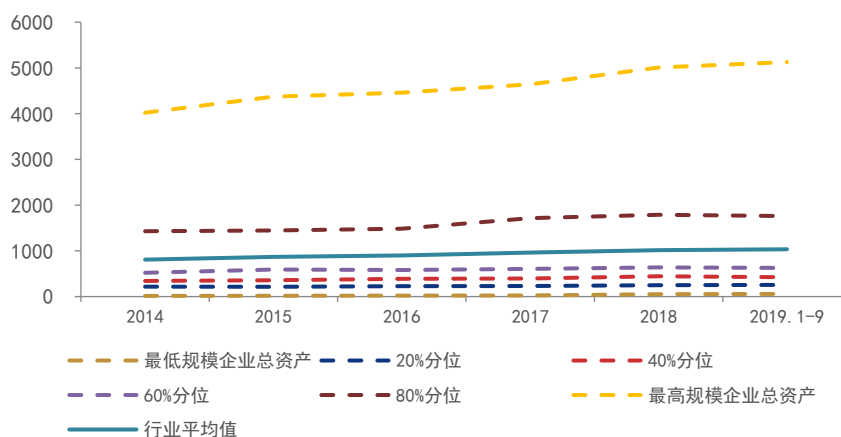


图19：2014~2019年1-9月煤炭发债企业总资产规模（单位：亿元）

注：本图总资产规模分析未包括国家能源投资集团有限责任公司

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 营业收入增长

煤炭发债企业营业收入增长。2015-2018年、2019年前三季度煤炭发债企业营业收入分别为24075.22亿元、24971.56亿元、30753.43亿元、35585.62亿元、27992.73亿元，同比变动为-20.30%、+3.72%、+23.15%、+15.71%和13.25%。

煤炭行业发债企业营业收入规模仍将保持增长，但增速或有所下降。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（图20）。2019年1-11月，PPI同比增速下行至-1.6%~-0.9%区间，但11月PPI降幅有所收窄。2020年全球经济复苏乏力，煤炭、原油、黑色金属、有色金属和化工产品价格仍将在低位徘徊，PPI或在-4%~1%区间运行，预计煤炭发债企业的营业收入累计同比增速亦将下行。

2019年前三季度，山西蓝焰控股股份有限公司、宝泰隆新材料股份有限公司、潞安新疆煤化工（集团）有限公司营业收入规模较小，分别为14.65亿元、21.34亿元和34.27亿元。其中，山西蓝焰控股股份有限公司煤炭产能较小，但其实际控制人为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，为地方国有煤矿开采企业；潞安新疆煤化工（集团）有限公司煤炭储量丰富，部分煤矿仍处于建设期，产能尚未释放，上述两家煤炭企业信用风险相对可控。宝泰隆新材料股份有限公司主要从事焦炭业务，但其发展战略较为激进，投资规模较大，且在建煤化工业务盈利情况受石油价格影响大，此外，无形资产规模亦较大，而公司主营业务收入规模较小，作为民营企业，可获得的外部支持亦相对有限，在经济下行周期，固定资产支出难以削减，抗风险能力较弱。

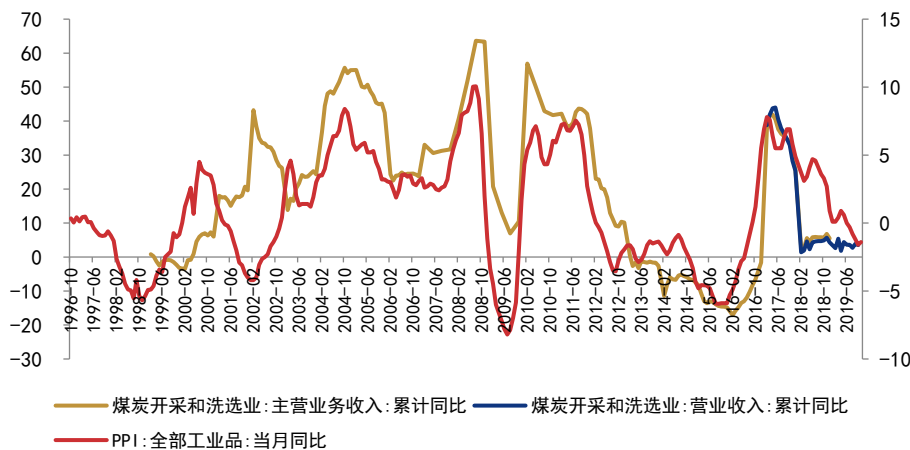


图20：煤炭行业规模以上企业主营业务收入趋势及与PPI的相关性（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 资产负债率水平降幅较大，结构化差异较为明显

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，2014年至2016年末煤炭发债企业平均资产负债率为65.99%、68.75%、69.21%（图21）。2017年包括煤炭在内的产能过剩企业经历了去产能、去杠杆和防范金融风险等多项政策，使得煤炭发债企业资产负债率大幅下降至65.84%，2018年基本维持上述水平。《2019年降低企业杠杆率工作要点》颁布使得煤炭发债企业降杠杆力度再次加大，2019年三季度末，煤炭发债企业资产负债率降至63.97%。整体来看，经过5-6年的去产能、去杠杆、防风险，煤炭发债企业平均资产负债率已由高位回落至较高位，资产负债结构有所优化，信用风险得到一定释放。

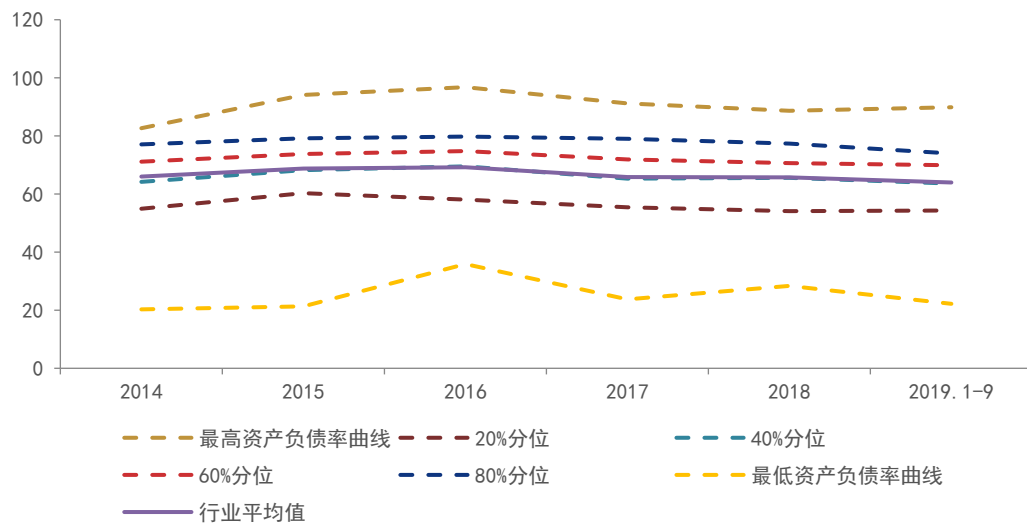


图21：煤炭发债企业资产负债率（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年三季度末，发债企业中资产负债率最高的企业为安源煤业集团股份有限公司，资产负债率达到89.88%。安源煤业集团股份有限公司为江西省能源集团有限公司煤炭板块经营实体，煤炭储量较少，经营规模较小，且开采条件较差，吨煤开采成本较高，达到398元/吨，2018年末对外担保占净资产的比重超过50%，面临一定的经营压力和或有风险。但江西省政府对江西省能源集团有限公司的外部支持力度较大，2018年江西省国资委通过注资及土地作价增加资本金等方式给予江西省能源集团有限公司支持，其下属子公司实施债转股，2019年11月18日，江西省下发文件，将其持有的66.67%的江西省能源集团有限公司股权无偿划转至江西省投资集团有限公司。此次战略重组后，江西省能源集团有限公司可获得资金支持或将增加。整体来看，安源煤业集团股份有限公司发生违约可能性不大。

从发债企业性质来看，2019年三季度末，中煤新集能源股份有限公司、华电煤业集团有限公司、国家能源投资集团有限责任公司、中国中煤能源股份有限公司4家央企的资产负债率为73.30%、65.30%、59.79%和56.92%，平均资产负债率为63.83%，其中，中煤新集能源股份有限公司和华电煤业集团有限公司资产负债率高于50家发债样本企业平均水平（63.97%）；41家地方国企平均资产负债率分别为66.18%，明显高于央企资产负债率的平均水

平；5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，2019年三季度末为72.90%，而内蒙古伊泰集团有限公司、宝泰隆新材料股份有限公司、宁夏宝丰能源集团股份有限公司、金能科技股份有限公司资产负债率分别为60.62%、37.81%、36.23%和22.17%，低于行业平均水平，或因企业性质原因融资难度较大。

此外，煤炭发债企业中的22家上市公司股权融资渠道较为顺畅，资本结构较为稳健，平均资产负债率为54.94%；28家非上市公司对债券融资依赖度较大，平均资产负债率高达71.06%。

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，央企、上市公司因较为严格的内部管理和较好的融资渠道，资产负债率亦相对较低，行业内财务结构稳健性出现结构性分化。

4. 煤价震荡下行导致盈利空间略有收窄

2015年以来，煤价逐渐回升，加之优质产能替换，机械化水平提升，使得煤炭开采成本有所下降，煤炭发债企业毛利水平呈上升趋势，煤炭开业务板块毛利率约为40%-60%，少部分煤炭资源较差、开采难度较高的煤炭发债企业毛利率亦处于30%左右的相对较高水平。但较多煤炭发债企业进行大规模的煤炭等大宗商品贸易业务，加之多元化业务的影响，拉低了煤炭发债企业的整体毛利水平。2015-2018年分别为13.99%、19.61%、23.94%、24.90%，由于煤炭价格窄幅震荡下行，2019年前三季度毛利率下降至22.84%（图22）。

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，在较大程度上侵蚀利润空间。2015-2018年、2019年三季度煤炭发债企业营业利润率分别为-5.06%、-0.69%、7.78%、8.93%和8.75%。2019年三季度净资产收益率、总资产报酬率分别为5.01%、4.79%，较2018年同期下降1.07个百分点和0.57个百分点。

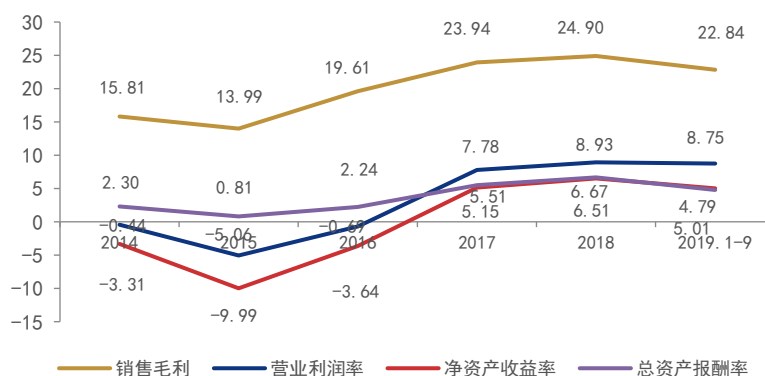


图22：煤炭发债企业盈利情况（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

盈利能力方面，表现较弱的发债企业为江西省能源集团有限公司、安源煤业集团股份有限公司、贵州水城矿业股份有限公司，表现较好的发债企业为山西蓝焰控股股份有限公司。

煤炭行业产品同质性强，规模效应较为明显，江西省能源集团有限公司、安源煤业集团股份有限公司、贵州水城矿业股份有限公司煤炭资源相对匮乏，地质条件欠佳，开采难度大，加之债务负担重，2019年前三季度经营亏损。江西省及周边地区为煤炭净调入省，江西省能源集团有限公司为江西省最大的国有煤炭企业，在兼并重组、资本金注入等方面可获得政府和股东支持。安源煤业集团股份有限公司为江西省能源集团有限公司控股子公司，亦是重要的煤炭板块经营主体。2018年贵州水城矿业股份有限公司在省政府协调下进行债转股及债务重组事项，2019年进展顺利。预计上述三家公司信用风险仍相对可控。

2016年6月山西蓝焰控股股份有限公司进行重大资产重组，置出原有经营性资产和负债，置入晋煤集团持有的山西蓝焰煤层气集团有限责任公司100%股权等相关优质资产。此后，山西蓝焰控股股份有限公司盈利能力大幅改善，营业利润率逐年增长，由2017年的31.44%增至2019年前三季度的41.56%，成为煤炭发债企业中营业利润率最高的企业。

5. 现金流对债务覆盖程度较好

煤矿企业与电厂、钢厂等大型终端用户签订年度长协，确定煤炭用量与价格区间，但与此同时，煤矿企业采用赊销方式销售煤炭，2015年以来营业收入现金率维持在93%~94%左右。营业收入的增长使得煤炭发债企业经营性现金净流入情况较好，2015年至2018年、2019年一季度分别为1148.21亿元、2762.65亿元、4139.00亿元、5415.22亿元和3505.29亿元（图23）。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，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，2016年至2018年、2019年三季度非筹资性现金净额（等于“经营性现金流净额+投资性现金流净额”）为673.07亿元、1664.55亿元、2348.80亿元和1622.83亿元，经营性现金流量净额和投资性现金流量净额对短期债务的保障程度（等于“（经营性现金流净额+投资性现金流净额）/短期债务”）分别为0.11、0.18、0.32和0.11，已获利息倍数为1.8倍、5.59倍、19.66倍和7.42倍，现金流对利息偿付的保障程度较高。

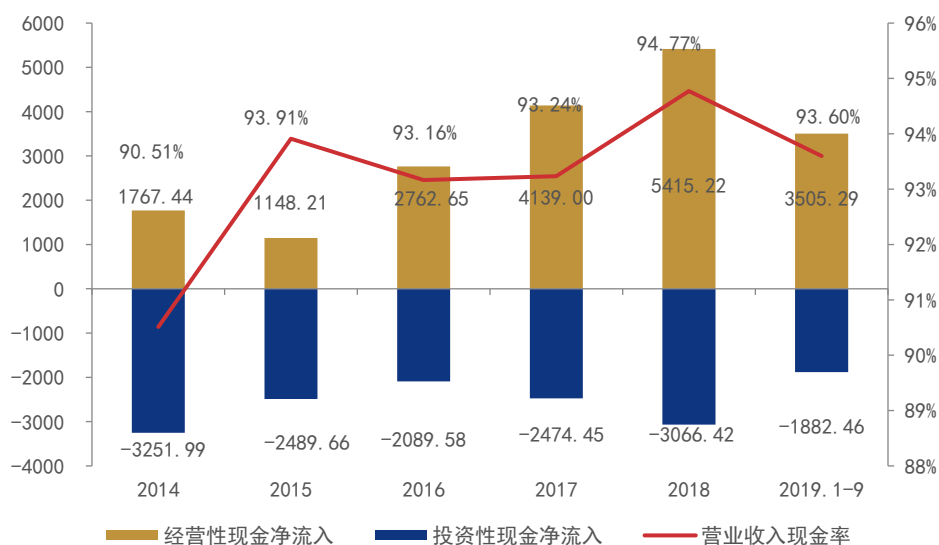


图23：发债企业部分偿债能力指标趋势（单位：亿元、%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从现金流对债务的覆盖程度看，偿债能力指标较弱的发债企业为云南煤业能源股份有限公司、北京昊华能源股份有限公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司和平顶山天安煤业股份有限公司。

云南省焦化行业产能严重过剩，竞争激烈，2019年前三季度云南煤业能源股份有限公司部分业务收入与成本倒挂，且给予客户较长的信用期，应收票据和应收账款规模较年初大幅增长41.78%，亦远高于营业收入10.66%的涨幅，资金被大量占用导致经营性现金净流出6亿元。而公司控股股东为国有企业昆明钢铁控股有限公司，对该企业的支持力度可能相对较弱，云南煤业能源股份有限公司或面临一定的信用风险。

而北京昊华能源股份有限公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司和平顶山天安煤业股份有限公司投资相对激进，煤矿、煤化工、电力等建设规模较大，经营性现金净流入难以覆盖经营性现金净流出，2019年前三季度非筹资性现金流分别为-18.88亿元、-11.39亿元和-10.79亿元。北京昊华能源股份有限公司为北京能源集团有限责任公司的控股子公司，煤矿资源具有地域多元化优势，且产能逐渐释放，同时发展“煤-化-运”产业链，加之短期债务占比持续下降，信用风险较小。山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司和平顶山天安煤业股份有限公司为14个大型煤炭基地骨干企业之一，煤炭资源较为丰富，区位优势明显，可获得的外部支持力度较大，信用风险较小。

2019年煤炭发债企业债券到期金额为3037.81亿元，其中，短期融资券净融资额为1294.59亿元，规模较大，但煤炭发债企业并未发生违约。2020年~2024年煤炭发债企业债券到期金额分别为1809.30亿元、1852.90亿元、717.40亿元和508.50亿元，低于2019年煤炭发债企业债券到期金额，整体偿债压力较小。此外，从融资弹性来看，发债企业最新授信额度约为5.12万亿元，尚未使用授信额度约为2.67万亿元，再融资压力亦相对可控。

五、行业信用展望

中国是煤炭生产和消费大国，近年来，供给侧改革促进了煤炭优质产能置换，供需相对平衡。供给侧改革、国企改革和资产重组使得行业内资源向优势地区和行业龙头企业聚集。

经济结构性改革、经济新动能增长、电能替代力度加大、电力运输通道建设使得火电需求亦保持增长，动力煤需求保持低速平稳增长；基建补短板、房地产施工面积增长和煤化工产品产量快速增长拉动焦煤、焦炭需求增长。煤炭长协价稳定，市场价格虽震荡下行，但仍处于相对高位。

从行业政策来看，国家通过减税降费鼓励煤炭企业发展，促进行业智能化、节能、安全、绿色环保发展，并积极建设煤炭运输配套铁路线，并规范铁路货物运输收费。防范风险方面，国家要求煤炭企业降杠杆，加快低效无效主体退出。

2019年煤炭发债企业增加了对电力和煤化工行业的业务多元化投资，煤炭产销量增长、煤炭价格相对高位和优质产能置换带来的煤炭开采成本下降，使得煤炭企业营业收入规模增长，并保持良好的盈利能力。受政策影响，煤炭发债企业负债水平明显下降，偿债能力增强，行业信用风险可控，信用级别中枢上行。

展望2020年，中国经济增速下行压力仍较大，预计2020年GDP增速为5.8%~6.0%（假定中美经贸谈判没有大的正向或负向变化）。中国煤炭行业供给侧改革仍有较大空间，大部分30万吨/年产能以下小煤矿将被淘汰，优质产能进一步释放。动力煤方面，工业用电量和居民用电量平稳增长，或难以跟上煤炭产量增速，预计动力煤价格或窄幅震荡下行。而基建补短板将继续托底经济，预计2020年基建投资增速或略增长至6%~7%，但“房住不炒”“因城施策”等房地产调控政策的执行或导致房地产投资增速回落至5%-8%，加之，汽车需求的下降和船舶行业景气度较低，钢铁需求增速大幅放缓。但得益于焦化行业去产能力度较大，预计焦煤、焦炭价格亦将受到较强支撑。未来，煤炭行业发债企业营业收入规模仍将保持增长，但增速或有所下降。

煤炭行业亦面临一定的风险。远东资信关注的煤炭行业风险包括：1) 中国经济下行压力较大，且中美贸易摩擦谈判结果具有不确定性，制造业投资和工业需求面临一定下行压力；同时，房地产开发投资增速或降低，基建投资或受到债务预算约束，增速亦或低于预期，动力煤和焦煤需求增速或面临一定的下行压力；2) 2020年进口煤政策具有不确定性，如进口煤政策放松，煤炭供给增加，煤价将下行；3) 2020年焦炭行业“去产能”力度加大，随着行业集中度和效率提升，大型焦化企业炼焦成本有望下降，而中小焦化企业生产规模较小，对环保设施的投入将导致吨煤成本大幅上升，中小焦化企业经营压力进一步加大。

综上所述，远东资信认为，煤炭行业未来12个月的信用展望为稳定。

【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余年的丰富经验，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：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

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。