

煤炭行业短期景气下行趋势明显，行业兼并重组或将提速



煤炭行业短期景气下行趋势明显，行业兼并重组或将提速

联合资信 钟睿 丁继平

2011年第四季度以来，随着宏观经济增速下滑，煤炭行业景气出现较为明显的下行趋势，阶段性供过于求的表象特征明显，主要体现为煤炭价格持续下跌，并对煤炭企业的盈利能力、经营获现能力造成较大负面影响。

煤炭价格在2007年金融危机后随实体经济回暖及通货膨胀影响持续回升，至2011年11月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。进入2011年5月，随着下游行业原料煤库存量逐渐饱和，煤炭价格加速下行。截至2012年7月4日，环渤海动力煤（Q5500）综合平均价格指数报收676元/吨，同比下跌19.71%。

本轮煤炭价格下跌的成因来自多方面。从供给方面看，2012年，前期煤炭资源整合效应集中释放，导致全国煤炭产能产量短期内快速增长，主要产煤区内蒙、山西、陕西地区2012年1~5月原煤产量同比均出现超过10%的增长。从需求方面看，火电、钢铁、化工及水泥行业需求增长缓慢。占煤炭需求50%左右的火电行业，2012年6月份其发电量不到18500亿千瓦时，增长为零，较上年同期16.2%的增速大幅下滑，加之水电行业因来水充沛，满发率高，对成本相对较高的火电生产造成较大挤压，各大火电厂电煤平均库存水平持续提升，煤炭采购意愿普遍较低，最终引发今年二季度以来动力煤价格加速下行。

联合资信同时关注到，在国内市场供大于求的背景下，国内煤炭市场还面临进口煤的外部性冲击。受欧债危机影响，国际能源需求及煤炭价格持续下行。目前进口煤与国产煤价格已非常接近，甚至出现价格倒挂现象，进口煤在东南沿海市场竞争力明显增强。据海关总署统计，2012年1~6月，中国煤炭进口量合计约1.4亿吨，同比增长65.9%。以目前的进口规模测算，进口煤占中国煤炭需求总量仍不足10%，对行业实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，国际煤炭价格持续下跌和煤炭进口量快速上升会进一步恶化国内市场预期。

目前煤炭行业供过于求的态势在短期内难以逆转，煤炭价格近期上涨的可能性较

小。随着夏季用电高峰的到来，民用电需求有望回升，这有利于收窄煤价环比跌幅。但整个宏观经济阶段性探底尚未结束，未来煤炭需求增幅有限；同时，各企业为保住市场份额，更加倾向于降价而非减产措施，煤炭供给不会出现明显下降。供需两方面的因素将导致未来3~6个月煤炭价格仍将以弱势下行为主。

煤炭行业是经济的最上游行业，属于典型的后周期行业，宏观经济变动对煤炭行业的影响有较长的产业链条需要传导。从历史数据看，宏观基本面变动传导至煤炭行业大约有4个月左右的时滞，而宏观政策对煤炭行业基本面的传导则需要半年甚至更长时间。央行二季度末连续两次降息，政策利好对煤炭行业的刺激仍需一定时间才能显现，但较长的传导周期也给煤炭企业较为充裕的时间窗口以应对宏观经济变化。

联合资信认为，煤炭行业作为国民经济中重要的基础性能源行业，随着中国经济的增长，其下游需求整体呈上升趋势，行业发展长期向好，当前的阶段性供给过剩并不影响其长期发展。盈利能力方面，根据《关于做好执行会计准则2008年年报工作的通知》（财会函[2008]60号）和《关于印发企业会计准则解释第3号的通知》（财会[2009]8号），煤炭企业按照国家规定提取的安全生产费和维简费计入生产成本，该项政策给予了煤炭企业一定的利润调节空间。2009年以来随着煤炭价格上升，国内煤企均处于满负荷甚至超负荷生产状态，出于满足生产实际需要及调节利润空间等原因，不少煤企均大幅上调安全生产费及维简费计提标准，煤炭企业的实际盈利水平可能高于指标反映值。随着近期煤炭价格下行导致煤炭企业盈利下降及减产停产，未来不排除相关企业通过降低安全生产费和维简费计提标准以修复盈利指标的可能性。这种账务处理无法从根本上改变煤炭价格下行对企业经营获现能力的影响，但反映了煤炭行业近年受益于煤价快速上涨而具备高于一般行业的较强盈利能力，目前价格水平不会导致全行业的亏损，行业内龙头企业仍将保持较强的盈利能力。

《煤炭工业发展“十二五”规划》明确提出，要支持具有资金、技术、管理优势的大型企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，鼓励煤、电、运一体化经营，促进规模化、集约化发展。本轮煤炭价格下降对中小型煤炭企业的短期偿债能力带来较大压力，对其获现能力、盈利水平以及融资能力方面提出更大的挑战，煤炭企业的抗风险能力将经受考验，但行业中资金实力雄厚的大型企业则有望迎来低成本扩张机遇，行业内兼并重组或将提速。

煤炭行业具有产品消耗量大、产品同质化高、产品种类单一、销售半径明显等特征，经营规模、资源禀赋、产业链协同、地理区位等因素成为衡量企业信用基本面的

重要方面。经联合资信评级的陕西煤业化工集团有限责任公司（AAA/稳定）、兖矿集团有限公司（AAA/稳定）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（AAA/稳定）、淮南矿业（集团）有限责任公司（AAA/稳定）、大同煤矿集团有限责任公司（AAA/稳定）、山西煤炭运销集团有限公司（AAA/稳定）、山西潞安矿业（集团）有限责任公司（AAA/稳定）、淮北矿业（集团）有限责任公司（AA+/稳定）、黑龙江龙煤矿业集团股份有限公司（AA+/稳定）、义马煤业集团股份有限公司（AA+/稳定）、安徽省皖北煤电集团有限责任公司（AA/稳定）等煤炭企业，均为各大煤炭基地的大型支柱企业，具备突出的规模优势。

在本轮行业性衰退中，大型企业具备煤种煤质优良（产品可替代性较低，如山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司等）、合同煤占比较高（产品销路有保障，如淮南矿业（集团）有限责任公司等）、区位优势明显（受销售半径及运输瓶颈制约小，如淮南矿业（集团）有限责任公司、淮北矿业（集团）有限责任公司、黑龙江龙煤矿业集团股份有限公司等）、产业链布局完整（有助规避单一煤炭价格波动风险，如兖矿集团有限公司等）等相对竞争优势，综合抗风险能力突出。同时，上述企业均为所处区域的资源整合主体，受政策支持力度大，未来随着煤炭产能的不断集中，各企业的产品议价能力将明显增强，进而对各企业的信用水平形成支撑。