

联合 研究报告

2014.12.26

煤炭行业 2014 年度研究报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

煤炭行业 2014 年度研究报告

时间：2014 年 12 月 26 日

概要

分析师：

钟睿 张强

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层
(100022)

www.lhratings.com

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中占据重要的战略地位，具有高投入、高风险、高产出、政策导向性强等特点。建国以来，中国煤炭工业发展较快，目前已具备设计、建设、装备及管理千万吨级露天煤矿和大中型矿区的能力，综合机械化采煤等现代化成套设备广泛使用。2013 年中国煤炭消费总量合计 36.1 亿吨，约占全国一次性能源消费总量的 65.7%，行业地位突出。

煤炭企业的行业类型属于资源开采型，国有大中型企业集团是行业的运营主体。与其他行业相比，煤炭企业的特点表现在：资源禀赋条件的先天性，生产成本的不稳定性，产品的同质性，销售方式的特殊性，管理的复杂性，产业机构的多元性，管理体制、运行机制的传统性。股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模及安全生产水平是业内企业的核心竞争要素。近年来，煤炭资源整合快速推进，煤炭行业集中度相应改善，随着大集团、大基地的逐步形成，龙头企业行业影响力逐步增强。

煤炭行业与宏观经济周期保持高度正相关性，在经历了“十五”后期和“十一五”期间爆发性增长的需求拉动周期后，2011 年四季度起，国民经济增速放缓，对煤炭下游需求形成抑制，同时，随着前期资源整合矿井产能集中释放，行业供给压力逐年上升，行业供需格局逆转，行业景气度显著下降。

在经济结构调整的新常态下，电力、钢铁、化工、水泥等重化工行业对国民经济的贡献程度下降，煤炭下游需求增速或将趋势性减缓。另一方面，后资源整合时代的产能释放压力短期内仍然存在，供给价格弹性维持较高水平，对国内煤炭价格形成压制。

展望 2015 年，煤炭行业整体信用品质一般，行业展望为稳定。在行业供给过剩倒逼去产能化的背景下，产业结构正在经历艰难转型，全行业盈利水平及现金回流弱化导致业内企业违约风险及流动性风险上升，行业内企业信用水平出现分化，部分企业信用风险逐步暴露。外部支持充分、经营现金回流良好、再融资渠道稳定的大型企业具备相对较强的资金调配能力，是支撑企业渡过行业低谷期的重要因素。相对地，缺乏外部支持、外部融资渠道有限的煤炭企业将面临较大的流动性压力，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

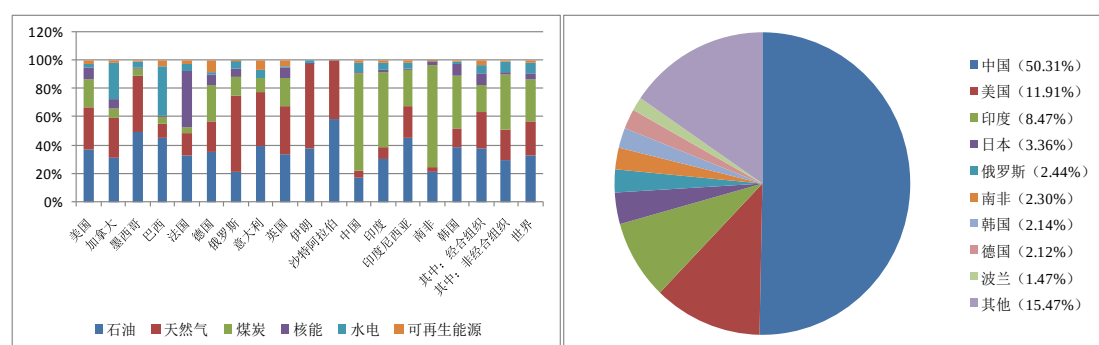
一、行业现状

行业地位

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

图 1 主要国家能源消费结构及世界煤炭消费量分布（2013）



资料来源：BP Statistical Review of World Energy June 2013, Wind 资讯

资源分布

煤炭资源在全球各大陆、大洋岛屿均有分布，但分布很不均衡，主要集中在北半球。地域上，亚洲和北美洲储量最为丰富。美国（占27.60%）、俄罗斯（占18.20%）、中国（占13.30%）、澳大利亚（占8.90%）、印度（占7.00%）是煤炭储量丰富的国家，也是主要产煤国，其中，中国是世界上煤产量最高的国家（占47.41%）。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

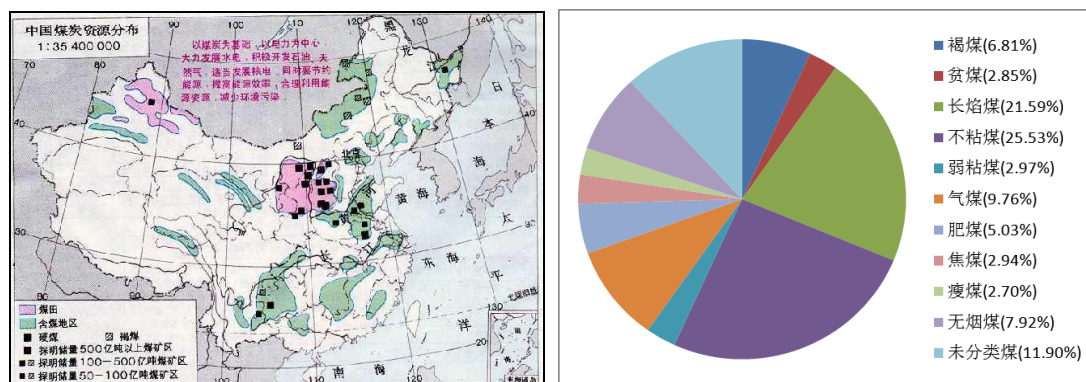
中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

表 1 分地区煤炭基础储量（2012 年）

地区	基础储量（亿吨）	占比	地区	基础储量（亿吨）	占比
全国	2298.86	100.00%	重庆	19.85	0.86%
山西	908.42	39.52%	青海	15.97	0.69%
内蒙古	401.66	17.47%	江苏	10.82	0.47%
新疆	152.47	6.63%	吉林	9.82	0.43%
陕西	108.99	4.74%	湖南	6.61	0.29%
河南	99.09	4.31%	福建	4.44	0.19%
安徽	80.38	3.50%	江西	4.11	0.18%
山东	79.73	3.47%	北京	3.73	0.16%
贵州	69.39	3.02%	湖北	3.25	0.14%
黑龙江	61.64	2.68%	天津	2.97	0.13%
云南	59.09	2.57%	广西	2.08	0.09%
四川	54.53	2.37%	海南	1.19	0.05%
河北	39.51	1.72%	浙江	0.43	0.02%
甘肃	34.08	1.48%	广东	0.23	0.01%
宁夏	32.34	1.41%	西藏	0.12	0.01%
辽宁	31.92	1.39%	上海	--	--

资料来源：《中国统计年鉴-2013》

图 2 中国煤炭资源地域分布及煤种构成情况



资料来源：联合资信整理

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制

度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，2012年3月出台的《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。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。

随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨，占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大型煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

表 2 2010-2012 年中国煤炭企业原煤产量前十名（单位：万吨）

排名	2010 年		2011 年		2012 年	
	排名对象	产量	排名对象	产量	排名对象	产量
1	神华集团有限责任公司	35696	神华集团有限责任公司	40789	神华集团有限责任公司	45665
2	中国中煤能源集团有限公司	15370	中国中煤能源集团有限公司	16357	中国中煤能源集团有限公司	17552
3	山西焦煤集团有限责任公司	10214	大同煤矿集团有限责任公司	11537	大同煤矿集团有限责任公司	13267
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	10118	山西焦煤集团有限责任公司	11006	山东能源集团有限公司	12292
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	10039	山东能源集团有限公司	10821	冀中能源集团有限责任公司	11564
6	河南煤业化工集团有限责任公司	7401	冀中能源集团有限责任公司	10215	陕西煤业化工集团有限责任公司	11368
7	冀中能源集团有限责任公司	7332	陕西煤业化工集团有限责任公司	10186	山西焦煤集团有限责任公司	10540
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7098	河南煤业化工集团有限责任公司	8483	开滦（集团）有限责任公司	8354
9	淮南矿业（集团）有限责任公司	6619	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7718	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	8008

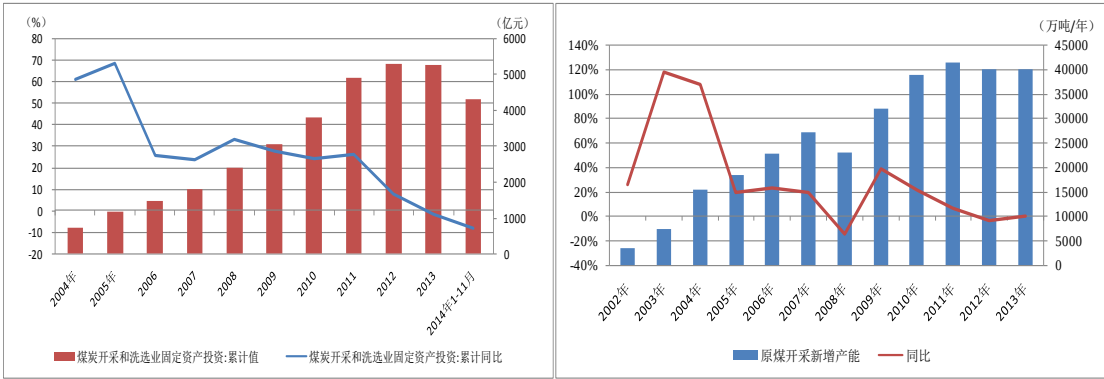
10	开滦（集团）有限责任公司	6087	兖矿集团有限公司	7079	兖矿集团有限公司	7617
合计		115974		134191		146227
占全国原煤总产量比例（%）		35.79		38.12		40.06

资料来源：中国煤炭工业协会，国家统计局，联合资信整理

行业供给

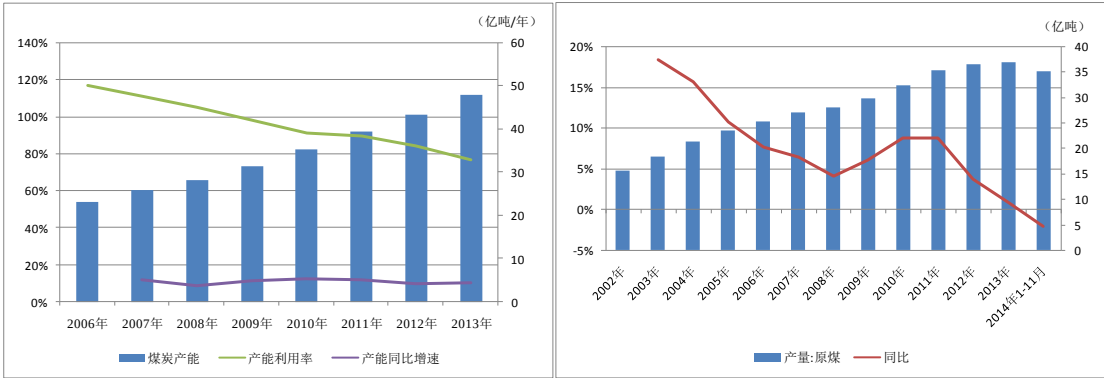
建国以来，中国煤炭工业发展较快，目前已具备设计、建设、装备及管理千万吨级露天煤矿和大中型矿区的能力，综合机械化采煤等现代化成套设备广泛使用。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地。从现实条件看，晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源；其次是西南区及西北新甘宁青地区，上述地区煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便；华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

图 3 中国煤炭固定资产投资、新增产能情况



资料来源：Wind 资讯

图 4 中国煤炭产能、产量、产能利用率情况



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

煤炭行业属于典型的强周期行业，行业新增供给受宏观经济冲击影响较为明显，同时煤

炭行业新增投资一般在3~5年后形成产能投产,有效供给对宏观经济基本面的反馈存在一定滞后。随着中国加入WTO并开始重化工业产业升级,国民经济对能源的需求快速上升,该期间煤炭全行业产能利用率维持在100%以上,中国煤炭行业进入供给偏紧阶段。受供给偏紧刺激,煤炭企业固定资产投资增速维持高位运行(投资同比增速在20%~70%之间),新增产能快速增长。2008年,受金融危机影响,煤炭需求出现断崖式下降,虽然煤炭行业固定资产投资受惯性影响依然维持在较高水平,但新增产能投放明显放缓。随后受四万亿经济刺激政策影响,煤炭行业固定资产投资恢复高速运行,新增产能继续大幅增长。2011年四季度起,前期高速投资形成的新增产能释放叠加下游需求减速,导致中国煤炭行业供需格局逆转,产能利用率由2007年的111.16%下降至2012年的84.28%,中国煤炭行业进入产能过剩阶段。2012年,煤炭价格开始加速下滑,在盈利及现金回流弱化的背景下,煤炭企业固定资产投资增速大幅下降,原煤新增产能也较2011年有所下滑。2013年煤炭行业固定资产投资首现负增长,但受前期投资形成产能投放影响,2013年国内原煤新增产能同比小幅回升,合计新增产能4亿吨/年,整体仍处于历史高位。同时,2014年1~11月,全国原煤实际产量同比出现负增长,持续的新增产能进一步加剧了行业供给过剩格局,增大了宏观调控及业内企业控产保价的难度。2014年1~11月,煤炭行业固定资产投资增速继续呈现负增长。

行业需求

中国煤炭的主要需求来自于四大行业,电力、建材(水泥)、钢铁、化工约占煤炭总需求的80%左右。煤炭行业下游电力、钢铁、化工、建材均属与宏观经济联系紧密的强周期产业。煤炭行业作为整个国民经济产业链的最上游,具有后周期性特征,对宏观经济基本面的反应存在一定滞后性,传导周期约为6个月左右。

2002~2007年期间是中国煤炭行业发展最为迅速的阶段,从煤炭消费量来看,年均复合增长速度达到13.70%。该阶段下游产业煤炭消费量快速增长,火电、钢铁、建材、化工四大行业煤炭消费量年均复合增幅分别达到13.92%、13.11%、10.50和14.12%。2008年起,煤炭下游需求逐步放缓,煤炭消费量同比增速较2002~2007年期间放缓,火电和建材等行业煤炭消费量同比增速大幅减缓。

2014年1~10月,中国煤炭消费量为30.39亿吨,同比下降1.63%,2014年中国全年煤炭消费量预计将略低于2013年。考虑到目前煤炭下游行业普遍存在产能过剩情况,未来1~2年内下游行业将处于消化过剩产能阶段,煤炭行业下游需求将继续维持低速增长,煤炭需求总量逐步趋于稳定。

表 3 中国 2002 年以来煤炭下游需求情况（单位：百万吨、%）

时间	火电			钢铁			建材			化工			总消费量
	煤炭消费	同比	占比	煤炭消费	同比	占比	煤炭消费	同比	占比	煤炭消费	同比	占比	
2002 年	676	10.57	49.5	212	0.54	15.5	92	-18.32	6.7	76	1.19	5.6	1366
2003 年	836	23.62	49.4	276	30.26	16.3	118	29.41	7.0	90	17.23	5.3	1692
2004 年	956	14.42	49.4	319	15.82	16.5	168	42.21	8.7	99	10.10	5.1	1936
2005 年	1143	19.54	49.3	408	27.77	17.6	186	10.15	8.0	121	22.13	5.2	2319
2006 年	1211	5.92	50.9	421	3.15	18.3	207	11.58	7.3	159	31.85	4.9	2551
2007 年	1337	10.40	51.6	441	4.75	18.6	204	-1.45	6.8	167	5.03	4.7	2727
2008 年	1367	2.24	48.6	466	5.67	16.6	230	12.75	8.2	177	5.99	6.3	2811
2009 年	1449	6.00	49.0	497	6.65	16.8	238	3.48	8.0	177	0.00	6.0	2958
2010 年	1512	4.35	48.4	535	7.65	17.1	235	-1.26	7.5	177	0.00	5.7	3122
2011 年	1707	12.90	49.8	589	10.09	17.2	250	6.38	7.3	196	10.73	5.7	3430
2012 年	1743	2.11	49.4	613	4.07	17.4	248	-0.80	7.0	214	9.18	6.1	3526
2013 年	1835	5.28	50.8	645	5.22	17.9	260	4.84	7.2	221	3.27	6.1	3610

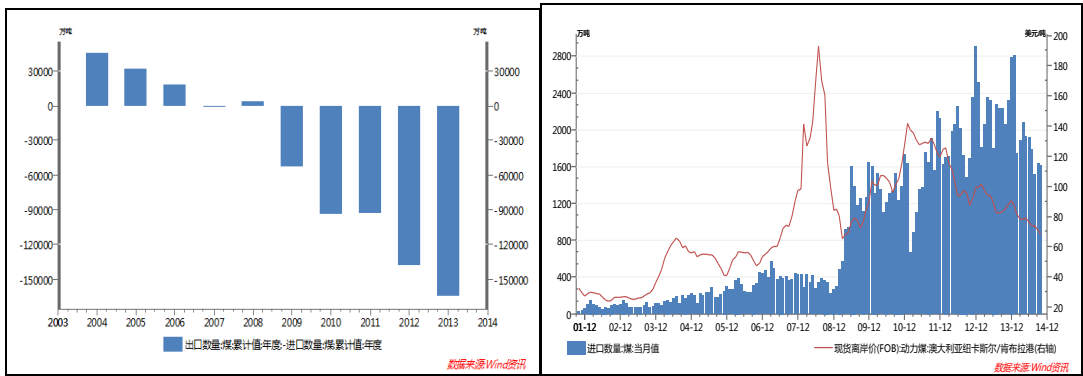
资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

煤炭进出口

中国煤炭资源储量和产量均位于世界前列，历史上曾长期是世界上主要的煤炭出口国，国家的进出口政策直接影响到业内企业的销售收入和利润水平，对外贸易政策对国内煤炭价格具有重要影响力。

中国加入WTO之后，煤炭出口退税比例不断下调，使中国煤炭出口出现下降趋势，2006年8月实施的《进出口煤炭检验管理办法》，意在控制煤炭出口，提高煤炭产品质量。2005年，煤炭进口关税降为零关税，煤炭进口呈现快速增长势头。在中国煤炭内需的强劲拉动下，2009年起，中国成为煤炭净进口国，国内煤炭企业在国内和国际两个市场上，开始直接面对来自澳大利亚、印尼等煤炭出口大国的竞争。

图 5 近年中国煤炭净出口变动情况



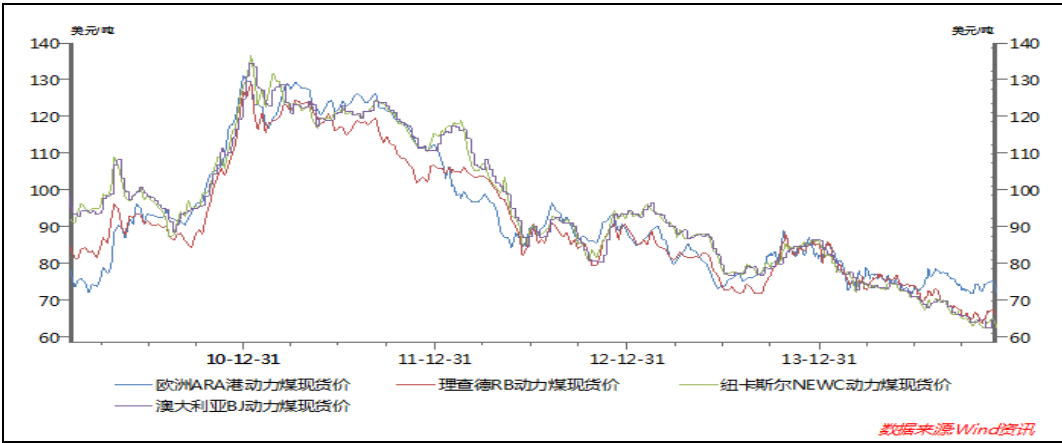
资料来源：Wind 资讯

受欧债危机、美国页岩气开发影响，国际煤炭需求持续下降，澳大利亚、美国、越南、

印尼等国煤炭价格持续下行。中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界煤炭的主要出口目的国，以越南为代表的产煤国纷纷采取下调煤炭出口税率等措施刺激对华煤炭出口，导致进口煤价格快速下滑，进口煤在东南沿海市场竞争力明显增强。2009~2013年，中国煤炭进口量分别为1.26亿吨、1.63亿吨、1.82亿吨、2.88亿吨和3.27亿吨，总体呈快速扩大趋势。2014年1~10月，受国内煤炭需求下降、部分进口煤关税调整影响，中国煤炭进口量为2.43亿吨，同比下降7.70%。

2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。

图 6 近年国际主要动力煤价格走势



资料来源：WIND资讯

供需格局

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013年度煤炭总供给过剩量达3.32亿吨。

表 4 中国 2002 年以来煤炭行业供需变化（单位：百万吨、%）

时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口		库存净减少	总供给总需求
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比		
2002年	1380	18.97	1366	8.24	11	266.67	84	-6.67	-11	-70
2003年	1722	24.78	1692	23.87	11	0.00	94	11.90	-5	-58

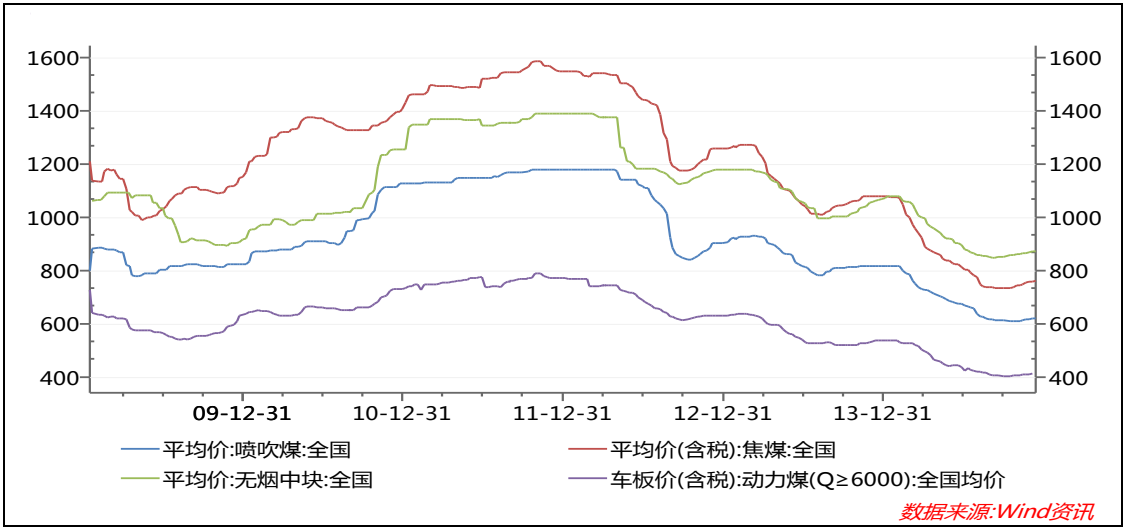
2004年	1992	15.68	1936	14.42	19	72.73	87	-7.45	-2	-13
2005年	2350	17.97	2319	19.78	26	36.84	72	-17.24	-35	-49
2006年	2529	7.62	2551	10.00	38	46.15	63	-12.50	10	-37
2007年	2692	6.45	2727	6.90	51	34.21	53	-15.87	-34	-72
2008年	2802	4.09	2811	3.08	40	-21.57	45	-15.09	-46	-60
2009年	2973	6.10	2958	5.23	126	215.00	22	-51.11	-64	55
2010年	3235	8.81	3122	5.54	163	29.37	19	-13.64	-81	175
2011年	3516	8.69	3430	9.87	182	11.66	15	-21.05	-78	176
2012年	3645	3.67	3526	2.80	288	58.24	9	-40.00	-124	274
2013年	3680	0.96	3610	2.38	327	13.54	8	-11.11	-57	332

资料来源：《国民经济和社会发展统计公报》，Wind 资讯，联合资信整理

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 7 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind 资讯

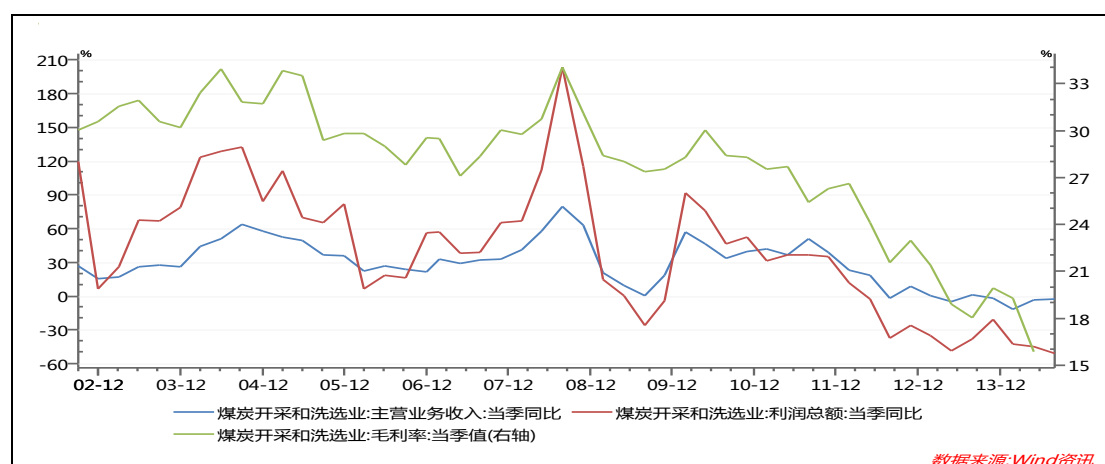
历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。

煤炭行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2013年和2014年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图 8 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

二、行业监管及政策环境

监管体系

1998年国家行政机构改革中，包括煤炭工业部在内的九大产业部被撤销，煤炭行业统一管理部门暂时缺失。煤炭行业管理一时呈现“九龙治煤”的混乱局面，国有煤炭企业负责人由国资委或组织部管理，社保劳资由劳动保障部门管理，财务由财政部门管理，资源由国土资源部门管理，安全监察由国家煤矿安全监察机构管理等等。在实际监管实践中，“多头管理”既浪费国家行政资源，又降低了行政效率，比如国土资源部门管理资源的探矿权和采矿权设置与煤炭开发规划不衔接，使煤炭规划难以实施，造成资源管理的混乱；在煤矿安全监

管方面,煤矿安全监察机构负责实施国家监察的职责,煤炭行业管理部门负责行业安全监督管理职责,职责难以划清等等。随着煤炭问题的升温,2006年7月国务院办公厅出台《关于加强煤炭行业管理有关问题的意见》,将原属国家发改委的五项与安全生产密切相关的行业管理职能,划至国家安监总局及其下属的煤矿安监局行使,以期解决煤炭行业管理弱化问题,增强安监部门管理效能。

目前煤炭行业主要受六大部门监管:国务院(核准煤炭类重大投资项目);国家发展和改革委员会(制定行业政策和投资方针,对煤炭项目进行审批或核准,会同商务部共同管理煤炭出口);国土资源部(土地使用权和矿业权的授予、转让、租赁及评估审核);国家环保总局(对重大经济、技术、开发计划进行环境影响评价,核查重污染行业生产对环境的影响);国家煤矿安全监察局(国家煤矿安全监察、对地方煤矿安全监督管理工作的监督监察);中国煤炭工业协会(制定相关行业标准)。

适用法规

煤炭行业所适用的法律法规主要包括《中华人民共和国矿产资源法》、《煤炭法》、《煤矿企业安全施工许可证实施办法》、《国务院关于预防煤矿生产安全事故的特别规定》、《煤炭工业污染物排放标准》、《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》和《关于深化煤炭资源有偿使用制度改革试点的实施方案》等。此外,由于煤炭产品的特殊性,其生产、流通等环节均受到政府有关部门的严格管制,企业进行煤炭采掘生产必须持有《采矿许可证》、《煤炭生产许可证》、《煤炭安全生产许可证》、《矿长资格证》和《主要负责人安全资格证书》等,进行煤炭销售必须持有《煤炭经营资格证书》等。

总体规划

2012年3月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“十二五”规划)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%,新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%,到2015年形成产能41亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占63%.22%和15%,东、中、西部产量分别占12%、35%和53%),产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨,规划铁路煤炭运力30亿吨,省际间煤炭调运量16.6亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨,规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储

备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面，2004年，国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》，对煤炭出口实行配额管理，此后，煤炭出口配额整体呈下降趋势。从2004年1月1日开始，煤炭出口退税率由13%下调至11%；2005年5月1日，出口退税率进一步下调至8%；2006年9月15日正式取消煤炭出口退税；2006年11月1日开始，对炼焦煤出口征收5%的暂定出口关税；2008年8月20日开始，对所有煤种征收10%的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下，2004年以来中国煤炭出口逐年下降。

进口政策方面，从2005年1月1日开始，将炼焦煤进口关税暂定税率下调为0，动力煤和无烟煤进口仍然分别征收6%和3%的进口关税；2005年4月1日开始，动力煤进口执行3%的暂定关税税率；2006年11月1日开始，将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至1%；2008年1月1日开始，所有煤炭进口关税暂定税率又下调至0；2014年10月15日起，取消煤炭进口零暂定关税，将分别对无烟煤征收3%、炼焦煤征收3%、炼焦煤以外的其他烟煤征收6%、其他煤征收5%、煤球等燃料征收5%的最惠国关税。

三、企业竞争要素分析

煤炭企业的行业类型属于资源开采型，国有大中型企业集团是煤炭行业的主体。与其他行业相比，煤炭企业具有行业自身所独具的特殊性，主要表现在以下几点：资源禀赋条件的先天性；生产成本的不稳定性；产品的同质性；销售方式的特殊性；管理的复杂性；产业结构的多元性；管理体制、运行机制的传统性。股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模及安全生产水平是企业的核心竞争要素。

股东背景

现阶段，国有大中型企业集团是煤炭行业的主体。公司的所有制性质是确定企业治理结构和权利分配的重要影响因素。对于资源开采型行业，资源储备是企业长远发展的核心保障，而煤炭作为中国重要的基础能源矿产，资源开发受到政府的高度重视，行业政策导向性强。企业的实际控制股东与行业政策制定者的关系直接影响企业在资源整合、运力分配、税费减免等方面的政策支持。

资源禀赋

资源禀赋主要包括储量、地质开采条件、煤质煤种。煤炭储量是煤炭企业发展的储备力量，资源的多少决定了公司未来的规模和潜力；开采条件对煤炭生产成本有重要影响；同时煤炭依变质程度分为多种，不同煤种发热量及用途不同，销售价格差异较大。良好的资源赋存条件决定了企业的高盈利水平。

地理区位

煤炭产品具有消耗量大、产品单价低的特点，因此，运输流通环节的成本是商品煤终端价格的重要组成部分。煤炭企业所处地理区位决定了其周边运输条件和需求分布情况。受地质赋存条件影响，中国西部交通不便，但煤炭地质储量大，东南部发达，但煤炭资源短缺，造成了煤炭运输在煤炭行业中的重要地位。地理区位优势也直接导致了部分处于煤炭消费区但资源赋存条件相对较差的企业具备高于行业平均水平的盈利能力。

运营规模

大型煤炭企业在本地经济发展和政府政策上都具有一定优势，一定的规模优势不仅有利于保证对客户较强的议价能力，更有助于资源获取、产业整合；考虑到煤矿投资规模大、周期长、政策性强，中小煤炭企业在此诸多方面处于劣势。此外，较大的规模在人才竞争、市场销售等方面都比行业地位低的企业更具有优势。煤炭企业的原煤产量排名是衡量企业规模的重要指标。

另一方面，煤炭企业的运营规模不仅体现在煤炭主业上，也体现在多元化产业布局方面。煤炭企业为规避单一煤炭产品价格波动风险，并实现资源循环利用，一般会立足煤炭主业延伸多个上下游产业，常见的产业包括火（热）电、煤化工、机械制造、钢铁冶炼等，部分煤企会依据其煤炭伴生资源发展铝、硅等产业。全面的产业集群有助煤炭企业提升产品附加值，更好地应对外部性冲击。

安全生产水平

煤炭开采是传统的高危行业，地下作业面临瓦斯爆炸、透水、矿震、顶板等多重安全隐患，煤矿的安全生产问题历来受到监管部门和社会舆论的高度关注。煤矿事故致死率高，一旦发生安全事故，除人员伤亡外，往往会导致整个企业甚至地区煤矿的全部停产整顿，矿井报废也将造成巨额的资产损失，对生产经营有重大影响。随着科技水平的不断发展，煤矿机械化作业的条件不断成熟，机械化开采成为行业未来发展的大趋势。此外，规章制度的健全性、安全制度的执行情况、煤炭维简费提取及支出情况、获得的安全环保认证等因素也是判断企业安全生产水平的重点。

发债企业级别分布

表 5 近年煤炭企业信用级别分布情况

时间	家数	资产规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业利润率 (%)	净资产收益率 (%)	原煤产量区间 (万吨)
2011 年								
AAA	14	1282.81	1181.21	57.52	68.90	16.77	8.55	>3675
AA+	20	421.48	311.73	28.88	65.50	22.70	14.06	1000~6000
AA	20	228.39	187.58	10.08	62.47	22.20	9.45	700~3000
AA-	5	81.14	29.48	8.18	51.59	49.16	15.19	400~1000
A+	2	31.73	16.35	5.64	41.91	47.30	21.45	300~600
2012 年								
AAA	20	1370.97	1148.55	37.12	68.41	15.49	5.54	>3839
AA+	26	468.60	388.17	21.34	63.90	19.42	8.25	1000~6000
AA	26	182.76	133.91	5.61	59.60	23.60	6.28	700~3000
AA-	19	128.54	54.76	3.01	60.57	23.47	4.08	400~1000
A+	6	99.09	46.13	3.13	59.27	30.92	5.24	300~600
2013 年								
AAA	20	1588.95	1311.13	13.56	72.08	12.58	0.91	>3600
AA+	26	493.50	377.60	9.70	65.43	16.70	2.59	1000~6000
AA	26	197.70	138.22	2.27	60.17	18.89	2.02	700~3000
AA-	16	147.89	61.58	1.85	62.83	18.87	0.54	400~1000
A+	4	100.33	61.71	3.58	64.58	24.12	2.76	300~600
2014 年 9 月								
AAA	18	1537.30	953.81	2.46	71.89	11.77	-0.79	>3600
AA+	24	510.18	255.94	-0.94	69.23	13.24	-2.79	1000~6000
AA	23	258.06	110.34	-1.08	64.53	15.29	-4.03	700~3000
AA-	10	181.56	46.93	0.08	65.46	20.06	-4.04	400~1000
A+	2	78.37	34.58	-0.94	71.43	17.37	-5.72	300~600

资料来源：WIND资讯，联合资信整理

注：1.样本取自银行间债券交易市场及证券市场，AAA级样本中剔除神华集团有限责任公司和中国神华能源股份有限公司；

2.部分发债企业未公布2014年度三季报，2014年9月底存量发债企业统计口径与2011~2013年略有差异。

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。从行业级别分布情况看，资产规模大、收入规模大、原煤产量（储量）高、区位优势明显、股东支持力度大的企业具备相对较高的信用级别。

华北、华中传统产煤大省（山西、河北、河南、安徽）企业级别序列稳定，基本分布于AAA和AA+。东北、西南及其他省份的龙头企业级别分布于AA+和AA，但相较于前述四省同级别企业，其经营规模普遍偏小，临近消费区的区位优势成为支撑其信用级别的重要因素。

近年来，受评企业资产、收入规模持续扩张，营业利润率与宏观周期同步波动，但营业

利润率与资产规模、营业收入关联性不高，规模经济效应不明显。作为重资产类行业，收入规模接近或超过资产规模的受评企业普遍通过贸易业务扩大收入规模，营业利润率相应较低。不同企业营业利润率差距主要来自煤种、地质开采条件及基于安全费、维简费提取标准的财务处理差异，但资源禀赋仍然是决定企业盈利能力的主要因素，高盈利能力是一项较为稳定且难以复制的竞争优势。

2011年起，低级别（AA-及以下）企业的营业利润率高于高级别（AA及以上）。AA-及以下主要为民营企业，社会负担轻，营业利润率高于国企，但规模普遍不大，且受政策偏好影响，无法通过资源整合扩大规模。联合资信关注到，煤炭“十二五”规划明确提出支持民间资本、多种所有制共同开发西部煤炭资源，具有规模优势的民企有望迎来快速发展期。

在当前行业形势下，煤炭企业盈利水平及经营现金回流情况均有较大程度弱化，企业普遍通过提升杠杆的方式维持运营，行业债务负担持续加重，煤炭企业资金链受到集中考验，偿债指标均有不同程度弱化。外部支持、经营现金回流能力、再融资渠道成为判断煤炭企业信用风险的重要参考因素。

表 6 近年煤炭行业发债企业信用级别调整统计

年度	降级/负面合计（次）	升级/正面合计（次）	总计
2013	12	4	16
2014	15	3	18

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从近年的评级实践看，针对发债煤企的评级调整次数维持较高水平，且负面类（含降级及负面展望）调整次数大幅高于正面类（含升级及正面展望）调整次数，反映出行业信用基本面的整体下行。

具体而言，2013年负面类调整主要源于部分企业自身资产重组、矿井停产等因素导致信用基本面出现重大不利变化，代表企业如肥城矿业集团有限责任公司、山西煤炭运销集团有限公司、四川恒鼎实业有限公司等。2014年负面类调整主要源于全行业盈利能力的持续下滑，在缺乏外部支持的情况下，部分煤企出现大额亏损，对所有者权益形成侵蚀，代表企业如黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司、吉林省煤业集团有限公司、中国庆华能源集团有限公司等。

四、行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》（2013年6月），中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100

的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为32亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思路，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。

产业结构失衡，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭

行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

环境保护压力加大

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力将长期存在。

同时，2014年9月12日国务院正式印发《大气污染防治行动计划》，将大气污染治理提到前所未有的高度。大气污染物排放主要有三种类型：二氧化硫、氮氧化物和烟（粉）尘。煤炭燃烧产生四种主要污染物：氧化硫、氮氧化物、二氧化碳和颗粒物。所有这些污染物污染空气、土壤和水源。上述氧化硫、氮氧化物和颗粒物中工业排放分别为91%、72%和86%，而工业排放中发电占二氧化硫排放的45%，占氮氧化物排放的64%。而发电行业中，排放超过九成都来自火电。煤炭行业环保压力进一步加大。

煤炭对石油的替代性加速煤企转型

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油保持高度联动。煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径，煤化工技术的不断成熟与发展让煤基化工对油基化工的可替代性日益增强。行业内具有成熟煤化工技术及运营经验的煤企将具有先行优势，有望获得更多的政策及资源配置支持。另一方面，煤化工产业具有高投资、建设周期长的特点，石油价格的大幅波动，可能加大煤化工产业的经营风险。

煤炭资源整合

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，通过煤炭资源整合，中国煤炭产业集中度明显提高，产业结构得到优化，煤炭工业的规模化、集约化、机械化、现代化水平进一步提高，可持续发展和安全保障能力进一步增强。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，当煤炭资源集中在大企业手中后，随着大企业改扩建力度的加大，被关闭煤矿将陆续恢复生产，从而加大市场供给压力。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来

大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。同时，随着煤炭价格持续下跌，部分高成本的整合标的存在较大的跌价风险，进而对整合主体资产质量形成负面影响。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

本轮资源税改革始于2010年，石油、天然气资源税改在新疆率先展开试点。2011年10月国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时提高焦煤和稀土矿两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨0.3~5元的征收标准。

资源税从价计征是完善国内财税体制改革、优化资源价格形成机制、实现资源合理利用的重要举措，目前原油、天然气资源税征收已在全国全面推行。煤炭资源税改革面临的主要障碍在于各产煤大省存在大量涉煤地方性规费，该类地方规费是地方财政收入的重要来源。在煤炭行业景气运行时期，地方政府清理涉煤规费的意愿较弱，煤炭企业转嫁税收负担的能力较强，考虑到煤炭占我国一次性能源消费比重高，资源税改革可能对国民经济下游产业造成一定冲击，因此煤炭资源税改革步伐一直较为谨慎。

此次国务院常务会议公布煤炭资源税从价征收意味着资源税改革取得突破性进展。中央在煤炭行业弱势运行、煤企盈利恶化倒逼地方政府主动清理规费的关键时点推进煤炭资源税改，一方面可以避免能源价格上升引致成本推动型通胀，另一方面也有助于顺利落实各项清费工作，体现了当前稳增长、调结构、促改革的总体经济工作思路。

从各省上报的煤炭资源税从价征收方案看，煤炭资源税率在2%~10%之间的可能性较大，但应税价格标准尚未确定，若按照国内商品煤销售价格300-1000元/吨测算，相较于原有的从量计征费率，此次从价计征税率改革将显著增加煤炭产品税负。在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

目前，各类地方性规费占煤企营业成本比例约10%~40%。2013年下半年至今，包括山西、陕西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，重点清理各类地方性涉煤规费，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。由于相关清费政策直接

导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，清费政策实施期限均较短。此次国务院常务会议明确提出要在彻底清理各类地方规费的基础上改革资源税，确保不增加煤企负担，实质上是将现行的临时性清费政策予以长效制度化约束，以进一步理顺相关财税体制。从此次政策颁布时点上看，应是地方性规费清理工作已经取得阶段性成果，此时实行资源税改革对市场各方及宏观经济的冲击较小。

目前市场对于资源税改革对煤炭企业的影响观点分歧较大，且税改细则仍有待进一步明确，改革对煤炭企业的实际影响将取决于各方博弈的最终结果。以山西省为例，各类地方规费占商品煤终端售价的比例超过10%，部分品种接近20%。在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。

长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

五、行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西

部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期，但西煤东运也将进一步加大东部煤炭消费市场的供给压力，部分东部地区的老旧矿井可能受到较大冲击。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。