

联合研究报告

2013.11.07

供需格局转换倒逼跨行业重组 煤炭行业步入信用风险暴露期



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

供需格局转换倒逼跨行业重组 煤炭行业步入信用风险暴露期

联合资信评估有限公司 钟 睿

自2012年二季度以来，进口冲击、国内需求增速下滑及产能增长导致煤炭行业供需格局逆转，行业性供大于求格局逐步显现。以环渤海地区5500大卡动力煤价格为例，2013年9月中旬约为533元/吨，同比下跌17.1%，较2011年10月底峰值853元/吨跌幅超过35%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌幅度和持续时间均为2000年以来最大值。

受2008年国际金融危机影响，国内煤价出现一波快速下行，中国政府适时推进煤炭行业资源整合战略，在提升行业集中度、避免行业恶性低效竞争方面取得了一定成效，同时，资源整合导致的煤炭供给短期趋紧和“四万亿”投资计划对下游需求的有效刺激也拉动煤炭价格快速反弹并在2011年10月创出煤炭价格历史高点。另一方面，各资源整合主体较为激进的逆周期产能建设也导致大量产能自2012年起集中释放。根据国家统计局公报，2012年全国原煤产量36.50亿吨，同比增长3.8%，煤炭消费量35.15亿吨，同比增长2.5%，煤炭产量及增速均高于消费量。同期，全国火电发电量同比仅增长0.6%，增幅回落14.2个百分点，以社会用电总量为代表的需求端受到明显抑制，传导至煤炭行业并最终引发煤炭价格加速下行。

国际方面，2012年美国页岩气革命导致价格低廉的页岩气在发电领域对煤炭形成显著的替代效应。受此影响，国际煤炭需求格局发生变化。根据《BP世界能源统计年鉴》（2013），2012年中国煤炭消费量同比小幅增长，在全球煤炭消费总量中占比首次超过50%，达到50.2%，而同期美国煤炭消费量同比下降11.3%。在国际宏观经济弱复苏的背景下，澳大利亚、印尼、俄罗斯等能源输出国为提振国内经济，纷纷将中国作为的主要出口目的国。据国家海关总署统计，2012年全国进口煤炭合计2.90亿吨，同比增长59%，高于2011年增幅48个百分点，2013年1~8月全国进口煤炭合计2.13亿吨，

同比增长15.50%。

尽管从进口量看，进口煤占国内煤炭消费总量的比例仍不足10%，但在国内煤炭整体产能高于下游需求的背景下，国际煤炭价格对国内煤价具有强烈的指向作用。以澳洲BJ动力煤为例，其价格走势在2011年9月中旬触及金融危机后价格高点，随后较国内价格提前1个半月进入下行通道，截至2013年9月底，澳洲BJ动力煤价格周均价报收78.55美元/吨，同比下跌9.45%，较2011年9月底下跌36.53%。与国内企业相比，各主要出口国煤炭地质赋存条件较好，煤炭生产成本较国内大多数企业更低，各出口国企业抵御煤炭价格下行的能力高于国内同类企业，导致国际煤炭价格下行速度高于国内，中国东南沿海部分地区的煤炭进口价格一度显著低于国内同类产品，国内煤价下行较难抑制煤炭进口，反将加速国内高成本煤矿退出市场。

煤炭产业作为各地方的重要支柱产业，历来是地方政府的重点支持产业，2012年下半年，包括河南、陕西等地政府先后出台政策，强化区域内煤炭上下游供销对接，要求省内煤炭消费企业优先采购省内煤炭产品。从政策效果看，受到政策支持的大型地方国企得以保持较好的开工率和产销率水平，但2012年盈利能力及经营获现能力均出现明显弱化。同时，规模较小的民营企业受冲击较大，部分地区出现大范围的停产现象。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

盈利恶化导致企业投资需求下降，2012年起全球煤炭行业投资增幅已呈显著下降趋势，但考虑到投资惯性，2013~2015年国际及国内仍将保持一定新增产能，短期内行业景气恢复取决于国内煤炭需求的实质性好转。考虑到宏观经济增速放缓、产业结构

升级、节能减排等因素将对国内煤炭需求形成增长约束，国际主要煤炭出口国产能增长也将对国内煤价形成一定压制，煤炭行业盈利水平在未来2~3年内仍将维持弱势，国内煤炭行业短期内面临供需再平衡的内在要求，淘汰落后、过剩产能是行业调整的必然趋势，业内企业抗风险能力将出现分化。

区别于2009~2011年由政策主导的资源整合进程，本轮煤炭行业调整主要由市场因素推动。业内企业单纯通过扩充产能获取规模优势的边际效用已经极为有限，资源整合等政策红利对业内企业的支撑作用将有所弱化，提升内部管理水平、煤炭精细化加工和纵向产业链整合成为煤炭企业抵御煤炭价格波动的有效途径。在行业内重组继续深化的背景下，跨行业并购重组或将成为业内常态，进而催生新一批特大型综合能源集团。具体而言，基于不同煤质的各产业链整合方向，对煤炭企业的盈利能力影响有所差异，煤电联营是当前煤炭企业跨行业整合的较优选择，具备精细化工技术的煤化工产业链整合也有助于支撑相关企业的综合抗风险能力。此外，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。

另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升，需重点关注。