

2020年9月

行业研究专题报告

2020年煤炭行业信用风险展望（9月修订）

行业信用质量：在新冠疫情影响、经济增速放缓大背景下，2020年煤炭行业信用质量高位回落，维持煤炭行业信用质量稳定的判断不变



煤炭行业规模以上企业的盈利情况



- 受新冠疫情影响，经济增速放缓，2020年动力煤和炼焦煤需求下降，东方金诚下调动力煤需求增速至-0.80%，维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变。
- 2020年行业新建及核增产能陆续投产，东方金诚维持煤炭产量保持小幅增长，全年煤炭供给同比增加的预测。
- 2020年煤价中枢同比下移，东方金诚维持全年煤价中枢位于绿色区间基准价535元/吨以上的预测，维持焦煤价格、无烟煤价格将有所回落的判断不变，动力煤价格强于焦煤和无烟煤；
- 随着煤价下移、吨煤成本上升，东方金诚将2020年煤炭行业利润预测由“稳中有降”下调为“小幅下降”；
- 国有大型煤企盈利降幅相对较小，利息支出较小，偿债能力较强，在本研究样本分组中位置相对稳定；受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，部分民营煤企及中小煤企盈利降幅较大且债务负担和利息支出较重，信用质量下降，导致其在本次样本分组中明显下沉。

一、煤炭行业信用基本面

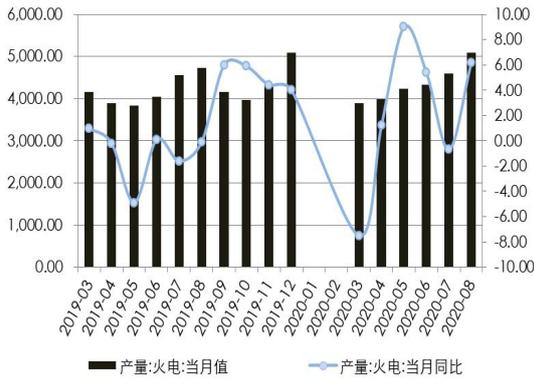
受新冠肺炎疫情影响，经济增速放缓，2020 年全年煤炭消费量略有下降，东方金诚下调动力煤需求增速至-0.80%，维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变

受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度二、三产业用电量增速下滑，六大电厂日耗煤显著低于过去三年的水平，二季度逆周期政策调节和制造业补库需求带动发电量同比快速增长，三季度迎峰度夏用电量需求低于预期，发电量增速低于上年同期水平。1~7 月，全国火电发电量 28956.80 亿千瓦时，同比下降 1.50%，增速同比下降 4.50 个百分点。1~7 月，六大电厂日耗煤均值 56.00 万吨/天，同比下降 9.67%。截至 6 月末，六大电厂日耗煤 63.67 万吨/天，同比下降 2.07%，较 1 月末提高 65.33%。预计四季度，采暖季电力需求增长带动发电设备利用小时数提升，六大电厂日耗煤有望进一步恢复至 2019 年同期日耗煤区间 67.50 ~ 75.0 万吨/天的水平。预计四季度，随着工业用电和居民供暖用电量增长，火电发电利用小时数回升，四季度火电发电量同比增长 0.2%；全年火电发电量 51189.41 万亿千瓦，同比下降 0.90%左右，增速降幅较上半年收窄 0.7 个百分点。

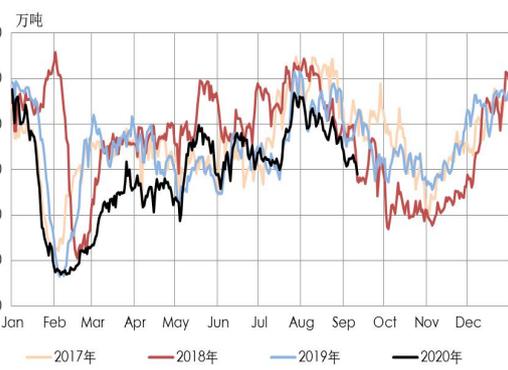
新冠肺炎疫情影响下，一季度房地产及基建延期复工，钢铁长材需求减少，汽车、机械及家电等产量亦呈下滑趋势。受下游需求趋弱、钢材供需短期错配影响，唐山与全国高炉开工率一季度明显下滑，生铁产量增速放缓。1~7 月，全国生铁产量 5.11 亿吨，同比增长 3.20%，增速同比下降 3.50 个百分点。截至 9 月 11 日，唐山钢厂和全国高炉开工率分别为 82.54% 和 70.17%，分别较 2 月末提高 22.40 个百分点和 7.30 个百分点。预计四季度，逆周期调节政策持续发力，基建投资保持增长，房地产投资增速维持高位，高炉开工率维持较高水平，生铁产量保持小幅增长。

钢企开工率不足，对于焦炭的需求减少，一季度焦化厂开工率大幅下降。受焦化厂开工率下降影响，1~7 月，全国焦炭产量 2.69 亿吨，同比下降 2.00%，增速同比下降 8.7 个百分点。截至 9 月 11 日，国内 100 家的独立焦化厂年产能规模 >200 万吨、100-200 万吨和 <100 万吨的开工率分别为 88.02%、75.69% 和 62.23%，较 2 月初分别提高 1.22 个百分点、1.23 个百分点和 1.14 个百分点，大中型焦化厂开工率更高，提升更显著。四季度，焦化新建产能逐步投产，但受焦化项目清单管理和“以煤定产”政策、以及环保限产影响，焦炭产量同比将有所下降，焦炭价格保持增长，焦炭企业盈利空间有望进一步扩大，预计全年焦炭价格中枢有所上升，焦炭企业利润空间同比有所增长。

图表1 火电发电量及增速

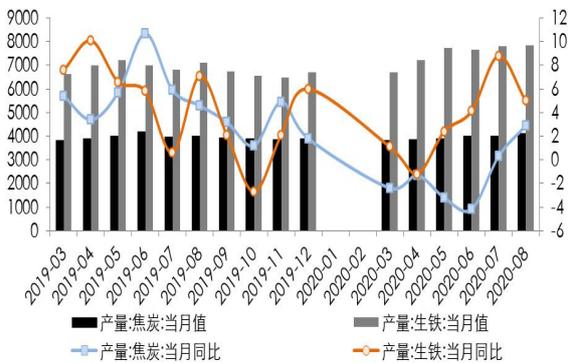


图表2 六大发电集团日均耗煤情况



数据来源：Wind，东方金诚整理，六大发电集团7月7日至9月11日日均耗煤量为估计值。

图表3 生铁、焦炭产量及增速



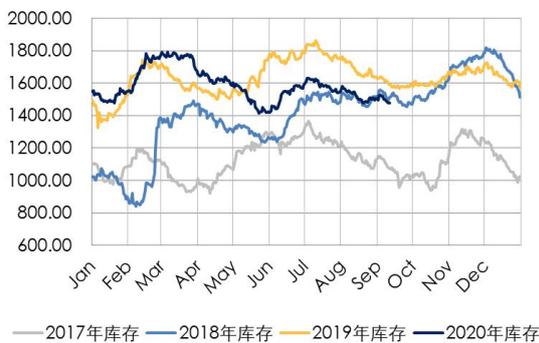
图表4 全国高炉及唐山高炉开工率情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

5月以来，下游复工复产逐步恢复，电厂负荷提升，钢企和焦化企业开工率提高，用煤需求增长，港口、电厂、钢企和焦化厂煤炭库存逐步消耗。7月，沿海六大发电集团煤炭库存合计1621.40万吨，同比下降11.65%，较3月库存最高值下降9.31%；可用天数26.04天，库存和可用天数自5月中旬以来低于2019年的同期水平。焦煤社会库存自7月以来快速下降，反映下游生铁和焦炭生产需求有所恢复。

图表5 六大电厂动力煤库存（单位：万吨）



图表6 焦煤社会库存情况（单位：万吨）



数据来源：Wind，东方金诚整理，六大发电集团7月7日至9月11日日动力煤库存为估计值。

整体来看，预计四季度全社会用电量继续回升，经济复苏加之供暖季来临，电厂日耗煤增加，钢铁、焦化、建材和化工企业开工率维持高位，制造业低库存及逆周期调节政策发力，煤炭需求有望继续反弹，动力煤和炼焦煤库存压力减轻，煤炭需求将持续回升。预计全

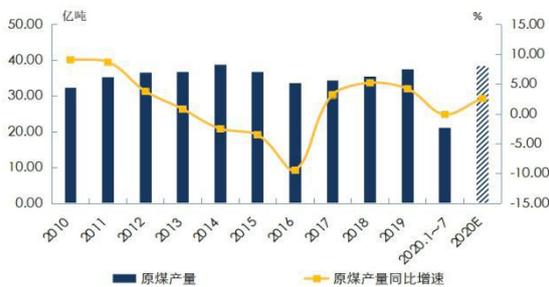
年煤炭消费量同比下降 0.86%，其中动力煤消费量 33.40 亿吨，同比下降 0.80%；维持炼焦煤和无烟煤需求持续放缓的预测不变。

2020 年行业新建及核增产能陆续投产，东方金诚维持煤炭产量保持小幅增长，全年煤炭供给同比增加的预测

2020 年 1~7 月，受新冠肺炎疫情防控、中小煤企复工复产推迟，国有大矿复产后产能利用率较低等因素影响，全国原煤产量 21.23 亿吨，同比下降 0.10%，增速较去年同比下降 4.40 个百分点。上半年，内蒙、陕西、甘肃等西部省区核准或核增产能 1510 万吨/年。从煤炭主产区产量来看，1~7 月，内蒙古原煤产量 5.53 亿吨，同比下降 9.70%，主要是受一季度新冠肺炎疫情下煤企推迟复工复产、内蒙古倒查煤炭贪腐、鄂尔多斯煤管票严格等因素影响所致；山西原煤产量 5.78 亿吨，同比增长 2.50%；陕西原煤产量 3.68 亿吨，主要是受产量基数较低¹影响，同比增长 13.10%。受益于准东、红山西等 8 座煤矿核准或核增产能，优质产能释放和区域内在疫情防控基础上有效推动煤企复产，新疆原煤产量 1.47 亿吨，同比增长 18.55%。随着国内新建和试运转的年工效在 2000 万吨/人以上的先进产能将逐步投产释放，煤炭在产产能将提高至 39 亿吨，产能利用率提升至 80%以上，预计四季度全国煤炭产量同比增长 2.4%，全年煤炭产量 38.13 亿吨，同比增长 1.8%，增速同比下降 2.5 个百分点。

受新冠肺炎疫情影响，国内煤炭产量同比下降，为保障煤炭供应，进口煤政策边际放松，上半年全国煤炭进口量 17399.10 万吨，同比增长 12.70%，增速提高 6.90 个百分点。预计下半年，随着国内煤炭产量增长，叠加煤价下跌，国家将收紧进口煤政策，实施进口煤平控政策，预计全年煤炭进口量 31765.02 万吨，同比增长 6.00%，增速与去年持平。

图表 7 我国煤炭产量情况



图表 8 我国煤炭进口量情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年以来，煤炭价格呈“N”字形走势，煤价中枢同比下移，东方金诚维持全年煤价中枢位于绿色区间基准价 535 元/吨以上的预测，维持焦煤价格、无烟煤价格将有所回落的判断不变，并预计四季度动力煤价格仍将强于焦煤和无烟煤

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，前三季度煤炭供需失衡，价格呈“N”字形走势。受新冠肺炎疫情影响，一季度煤企复工延后，各地交通受阻，运力提升缓慢，区域供需错配突出，电煤需求刚性带动煤炭价格短期上涨。3 月~4 月，随着国内疫情防控见效，全国煤矿复产率提高至 80%以上，煤矿生产恢复快于市场耗煤需求，煤炭价格持续下跌。4 月末，秦皇岛港山西产 5500 大卡动力末煤平仓价 464 元/吨，较 1 月初下降 15.79%，跌破国家发改委动力煤调控绿色区间下限 500 元/吨；京唐港山西产主焦煤库提价 1500 元/吨，较 1 月初下降 5.66%；晋城中块无烟煤车板价 950 元/吨，较 1 月初下跌 12.84%。5 月以来，下游企

¹ 2019 年同期因神木“1.12 矿难”导致安监趋严，榆林区域内煤矿大面积停产进行安全整顿，因此产量基数较低。

业开工率提升及水电发电量减少导致电煤需求同比大增,大秦铁路检修及山西地区矿井停产检修导致煤炭供给收缩,煤价快速回升并持续上涨。截至9月11日,秦皇岛5500大卡动力末煤平仓价565元/吨,较1月初同比增长2.54%;焦煤价格和无烟煤价格分别为1410元/吨和820元/吨,较1月初分别下降11.32%和24.77%。总体来看,2020年前三季度,煤炭价格中枢同比均下降,其中动力煤价格中枢535.55元/吨,同比下降13.40%,炼焦煤价格中枢1524.92元/吨,同比下降16.23%,无烟煤价格中枢995.74元/吨,同比下降15.78%,焦煤和无烟煤价格中枢降幅更大,但仍位于较高水平。

预计四季度,下游钢铁、建材和化工企业开工率提高,电厂日耗煤回升,供需边际持续改善,总量保持平衡,动力煤价格中枢环比前三季度将有所回升。焦煤价格因产品稀缺,下游钢铁企业开工率回升支撑焦煤价格中枢保持在1300元/吨以上;无烟煤受下游尿素、合成氨企业开工率低,需求不足影响,价格中枢将继续下探至750元/吨左右;预计全年动力煤价格中枢位于绿色区间基准价535元/吨以上;焦煤价格、无烟煤价格将有所回落,动力煤价格强于焦煤和无烟煤,焦煤和无烟煤同比降幅较前三季度将有所收窄。

图9 动力煤港口现货价和长协价格区间

指标	价格区间	波动幅度	2018年	2019年	2020年E
秦皇岛港5500大卡(元/吨)			570~630(593.05)	551~642(593.61)	470~550(545)
年度长协5500大卡(元/吨)			553~566(559.18)	551~562(556.52)	550~560(553.00)
红色区间	[600,)	>+12%×535	月度长协现货		
蓝色区间	[570,600)	+6%×535~-+12%×535	月度长协现货		
绿色区间	[500,570]	<±6%×535	年度长协>535	年度长协>535	年度长协>535, 月度长协现货
蓝色区间	[470,500)	-6%×535~-12%×535			
红色区间	(0,470]	>-12%×535			

资料来源:Wind,东方金诚整理

图10 近年主要煤种现货价格走势



数据来源:Wind,东方金诚整理

图11 近年主要煤种期货价格走势



随着煤价下移、吨煤成本上升,东方金诚将2020年煤炭行业利润由“稳中有降”下调为“小幅下降”

受新冠肺炎疫情影响,煤企一季度复工复产推迟,开工率维持低位,但2月份以来,国家加大对能源供应的保供力度,大型国有煤炭企业加快复工复产,煤炭产量供给恢复快于需求恢复。煤炭短期供过于求带动煤价中枢回落,叠加国际原油价格大幅下跌,煤化工产品价格下降,导致煤企上半年盈利下滑。2020年1~6月,全国规模以上的煤炭企业实现营业

收入 9158.00 亿元，同比下降 11.80%；利润总额 984.70 亿元，同比下降 31.20%。行业前十大上市公司营业总收入同比下降 0.87%，利润总额同比下降 17.10%。随着煤炭价格企稳回升，四季度煤炭行业整体收入有望实现回升，行业整体利润降幅将有所收窄；预计全年，规模以上煤炭企业营业收入同比下降 4.60%；利润总额同比下降 15.20%。

图表 12 煤炭行业规模以上企业及前十大上市公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着煤炭行业重组整合进度的加快，行业集中度将进一步提升

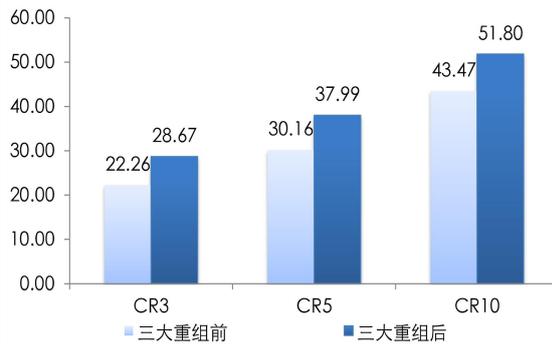
近年来随着煤炭企业兼并重组、国家加大淘汰落后产能力度，我国煤炭行业集中度持续提升。煤炭企业从 2009 年底最多时的 9000 余家持续减少至 2020 年 7 月末的 4206 家。2020 年以来，煤炭行业盈利下降，煤炭企业加快整合重组。4 月 22 日山煤国际公告，山西焦煤集团吸收合并山西煤炭进出口集团。7 月 12 日兖州煤业公告，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）拟与山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”）合并，若重组顺利完成，兖矿集团和山东能源集团煤炭产量合计将达到 2.91 亿吨，位居全国第三位。10 月 9 日，大同煤业公告称，山西省拟联合重组大同煤矿集团有限责任公司（简称“同煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（简称“晋煤集团”）、晋能集团有限公司（简称“晋能集团”）省属三户煤炭企业，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司（简称“潞安集团”）、华阳新材料科技集团有限公司（简称“华阳新材料科技集团”）相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团有限公司（简称“晋能控股集团”）整合重组，整合完成后，同煤集团、晋煤集团和晋能集团的原煤产量将达到 3.01 亿吨，将超过中煤能源集团成为仅次于国家能源集团的全国第二大煤企。随着以上重组的推进，国内煤炭行业 CR3 将由 22.26%提升到 28.67%，CR5 将由 30.16%提升到 37.99%，CR10 将由 43.47%提高至 51.80%，行业集中度的提升有利于控制煤炭供给秩序，改善煤炭供需格局，稳定煤炭市场价格，延缓景气度下行。

图表 13 重组前后全国前十大煤企产量
(单位:万吨)

序号	重组前		重组后			
	企业名称	原煤产量	市场占有率	企业名称	原煤产量	市场占有率
1	国家能源集团	51000	13.26	国家能源集团	51000	13.26
2	中煤能源集团	18021	4.69	同煤+晋煤+晋能	30119	7.83
3	兖矿集团	16602	4.32	兖矿+山东能源	29139	7.58
4	陕西煤化集团	17823	4.63	中煤能源集团	18021	4.69
5	山东能源集团	12537	3.26	陕西煤化集团	17823	4.63
6	大同煤矿集团	16450	4.28	大同煤矿集团	16450	4.28
7	山西焦煤集团	10481	2.73	山西焦煤+山煤集团	14393	3.74
8	潞安集团	8750	2.28	潞安集团	8750	2.28
9	河南能化集团	8066	2.10	河南能化集团	8066	2.10
10	晋能集团	7447	1.94	冀中能源集团	5461	1.42
合计		167177	43.47		199223	51.80

资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 14 三大重组后我国煤炭行业集中度明显提升



二、煤炭企业信用表现

截至 2020 年 8 月末, 全国规模以上煤炭企业共有 4206 家, 存量债券发债主体 101 家(含上市的发债主体), 上市公司 30 家。在剔除异常值、数据缺失企业和母子公司重复统计样本后, 本报告选取 51 家煤炭企业(其中发债企业 43 家, 未发债的上市公司 8 家)作为本次研究样本, 较 2019 年样本数量减少 1 家。与 2019 年发布的报告相比, 因公开市场无存续债券, 此次修订报告删除了山东新查庄矿业有限责任公司、抚顺矿业集团有限责任公司和彬县煤炭有限责任公司 3 家企业, 增加了首次发债主体陕西榆林能源集团有限公司和阳城县阳泰集团实业有限公司 2 家企业。

样本企业性质以国有企业为主, 其中中央国有企业 7 家, 地方国有企业 40 家, 民营企业 4 家。信用等级以 AAA 和 AA+ 的中高等级企业为主。样本企业以动力煤和炼焦煤企业为主。其中, 动力煤企业 22 家, 炼焦煤企业 22 家, 无烟煤企业 7 家。

图表 15 样本企业级别与煤种分布情况

煤种/企业性质	AAA	AA+	AA	AA-	A+及以下	上市未发债	总计
动力煤	9	4	4	1	-	4	22
中央国有企业	4	-	1	-	-	2	7
地方国有企业	4	4	3	1	-	2	14
民营企业	1	-	-	-	-	-	1
炼焦煤	5	3	6	4	1	3	22
地方国有企业	5	3	6	3	-	3	20
民营企业	-	-	-	1	1	-	2
无烟煤	3	1	3	-	-	-	7
地方国有企业	3	1	2	-	-	-	6
民营企业	-	-	1	-	-	-	1
总计	17	8	13	5	1	7	51

资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 16 重点样本企业情况

单位: 亿吨、元/吨

企业简称	企业性质	省份	子行业	信用等级	产量占比 (%)	可采储量	吨煤成本
------	------	----	-----	------	----------	------	------

中国神华	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	8.13	146.55	110.00
陕西煤业	地方国有企业	陕西	动力煤	AAA	2.94	97.05	206.13
兖州煤业	地方国有企业	山东	动力煤	AAA	2.86	24.33	277.76
中煤能源	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	2.70	138.50	213.86
晋城无烟煤	地方国有企业	山西	无烟煤	AAA	1.62	51.71	401.96
伊泰股份	民营企业	内蒙古	动力煤	AAA	1.29	15.70	80.00
永城煤电	地方国有企业	河南	无烟煤	AAA	1.25	17.23	283.69
潞安环能	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.18	18.60	262.96
阳泉煤业	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.11	13.68	276.00
大同煤业	地方国有企业	山西	动力煤	AAA	0.89	29.18	140.00
平煤股份	地方国有企业	河南	炼焦煤	AAA	0.81	9.33	418.06
冀中能源	地方国有企业	河北	炼焦煤	AA+	0.79	6.59	399.18
西山煤电	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	0.79	21.05	221.00
水城矿业	地方国有企业	贵州	炼焦煤	AA	0.19	10.94	255.25
安源煤业	地方国有企业	江西	炼焦煤	AA-	0.05	0.98	543.37

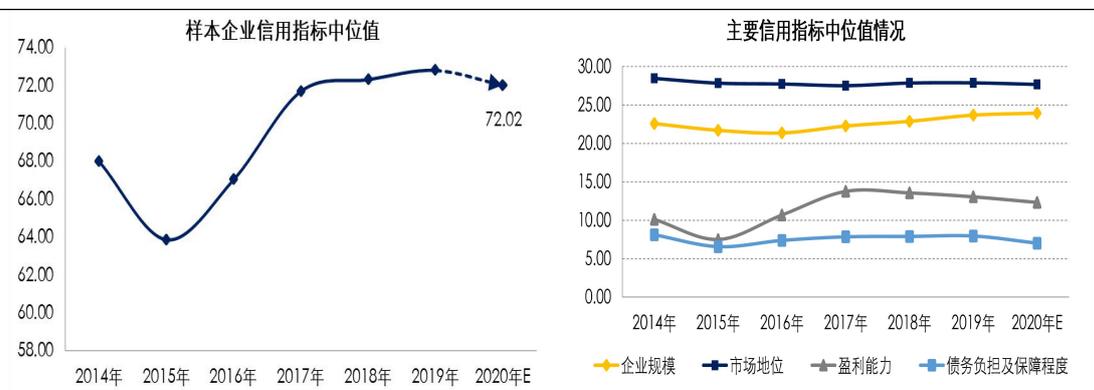
资料来源: Wind, 东方金诚整理

本报告从企业规模、市场地位、盈利能力、债务负担和保障程度四个维度, 选取二级指标对样本企业进行信用排序, 并将样本企业划分为 I ~ VII 类七个样本组。

受新冠疫情影响、经济增速放缓大背景下, 2020年煤炭企业信用质量有所下降, 信用指标中位值较上年预测值有所降低, 但整体仍位于较高水平

2020年前三季度, 煤炭样本企业的企业规模、市场地位指标评分较为稳定; 受益于资产规模增加, 煤炭样本企业的企业规模评分略有上升; 但受煤炭价格中枢下降、煤企毛利率普遍下滑和中小煤企受新冠肺炎疫情影响, 煤炭产量一季度减少, 样本企业盈利能力评分呈现下行态势。预计2020年四季度, 煤炭企业信用风险总体将保持稳定, 但受煤炭价格中枢同比下降影响, 信用质量存在一定的弱化压力。预计2020年全年, 样本企业信用指标中位值72.02分, 较2019年下降0.78分, 其中, 大型国有煤炭企业随着先进产能陆续投放, 原煤产量增加, 煤炭售价同比下降, 盈利能力承压, 信用质量存在弱化压力; 中小民营煤企受煤炭市场价格中枢下移, 吨煤成本上升, 毛利率下滑; 叠加新冠肺炎疫情导致一季度复工复产推迟, 煤炭产量减少, 信用质量有所弱化。

图表 17 近年样本煤炭企业信用风险变化趋势



资料来源: Wind, 东方金诚整理

在本次排序分组中, 国有大型煤企表现相对稳定, 仅在组内排序略有调整; 受煤

炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，民营煤企及中小煤企在样本分组明显下沉

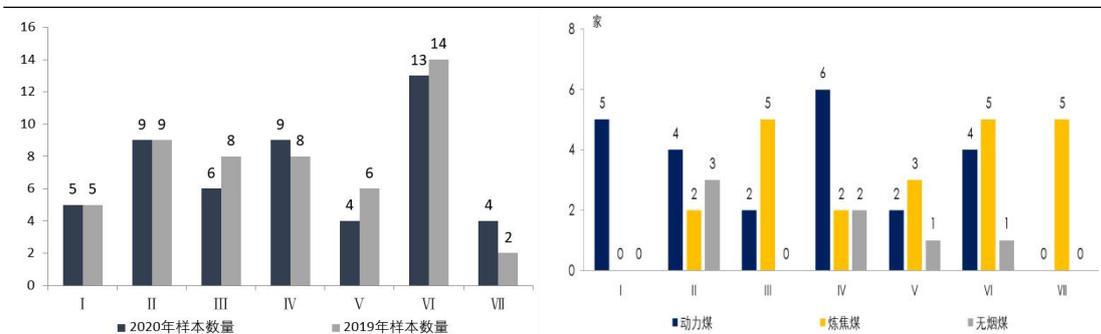
国有大型煤企盈利降幅相对较小，利息支出较小，偿债能力较强，大型企业集中的低风险分组中，信用质量下沉较少，样本分组位置相对稳定。受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，中小煤企盈利能力降幅较大，且债务负担较重，信用质量明显下沉，高风险类型样本数量明显增加。各组样本数量较2019年变化表现为，I和II低风险组内样本无调整，III组减少1家动力煤企业，将1家炼焦煤企业调整至IV组，IV组增加1家动力煤企业，并将1家动力煤样本企业调整至V组，V组减少1家动力煤企业，将1家炼焦煤企业调整至VI组，VI组增加1家无烟煤企业，并将3家炼焦煤样本企业从VI组调整至VII组。

图表 18 样本煤炭企业分组迁移矩阵

2019 \ 2020	I	II	III	IV	V	VI	VII
I							
II							
III			-1				
IV			1	+1			
V				1	-1		
VI					1	+1	
VII						3	

资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 19 2020年样本煤炭企业和子行业分组情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 20 行业代表性重点样本煤企及分组变化企业的2019年和2020年财务指标预测值

2020年分组类型	较上次分组变化	公司简称	2019年营业总收入	2019年净利润	2019年末资产负债率	2020年E营业总收入	2020年E净利润	2020年末资产负债率
I	-	中国神华	2418.71	515.40	25.58	2100.32	496.26	27.96
I	-	中煤能源	1292.94	85.93	56.93	1227.86	76.79	57.26
I	-	陕西煤业	734.03	166.32	39.87	774.67	139.12	39.73
I	-	兖州煤业	2006.47	111.10	59.81	2192.27	127.63	61.90
II	-	潞安环能	267.91	22.97	68.38	235.65	22.22	66.75
II	-	西山煤电	329.55	20.21	64.48	283.02	23.68	63.37
II	-	大同煤业	113.58	13.67	58.98	103.33	13.62	54.98

II	-	阳泉煤业	326.58	17.91	50.75	306.21	15.06	52.43
II	-	晋城无烟煤	1753.75	15.04	75.80	1612.33	7.76	75.65
II	-	平煤股份	236.35	13.29	69.96	229.48	16.75	66.93
II	-	永城煤电	470.19	9.95	76.71	492.30	0.72	78.69
III	-	冀中能源	217.40	12.03	49.56	208.25	14.18	47.33
III	-	伊泰股份	409.29	48.07	52.52	307.93	20.72	50.94
IV	-1	昊华能源	55.33	4.08	57.05	40.95	2.90	54.34
V	-1	潞安新疆	43.47	0.06	67.14	39.17	0.53	66.38
VI	-	水城矿业	71.54	2.18	71.99	75.00	0.30	70.00
VI	-1	邯鄲矿业	140.04	0.09	77.66	129.82	-4.32	79.17
VII	-1	襄矿集团	77.49	1.64	76.83	46.57	0.26	75.36
VII	-1	泰丰控股	9.16	0.88	50.90	6.87	0.66	50.90
VII	-1	安源煤业	55.54	0.12	88.75	54.71	-1.61	91.09

资料来源：公开资料，东方金诚整理

受煤炭价格中枢下降影响，2020 年煤炭企业营业收入同比下降，大型动力煤与炼焦煤企业收入降幅低于无烟煤企业

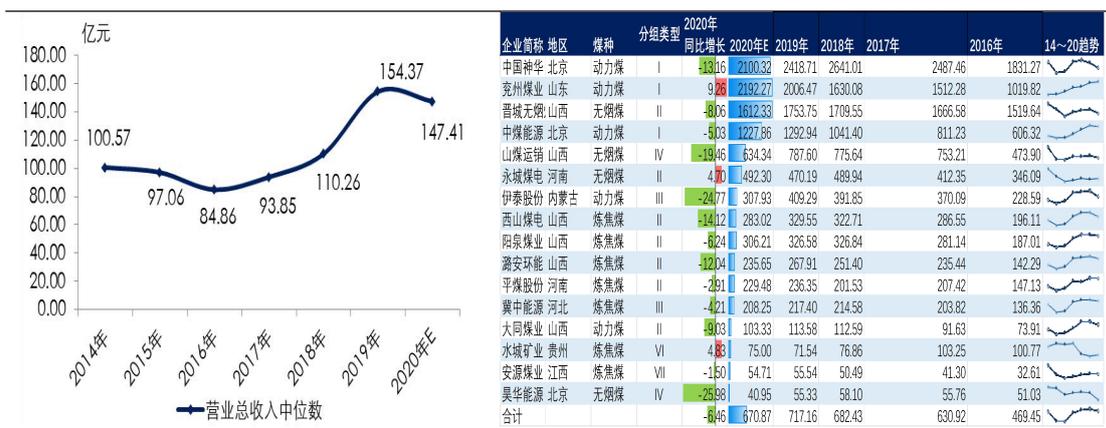
动力煤企业陕西煤业、兖州煤业、中煤能源收入同比增长；中国神华、伊泰股份和西山煤电收入同比下降。其中，2020 年 1~6 月，陕西煤业陕北矿区商品煤产量和外购煤炭销量增长，营业收入 387.33 亿元，同比增长 18.87%；兖州煤业营业收入 1096.13 亿元，同比增长 3.43%，主要是得益于下属昊盛煤业商品煤产量大幅增加所致；中国神华、伊泰股份收入分别同比下降 9.75%和 23.31%，主要是受煤炭销量与销售均价下降，及电力或化工等业务收入下降影响。

炼焦煤企业中，潞安环能上半年营业收入 117.82 亿元，同比下降 8.13%，主要是商品煤综合售价降低所致；西山煤电受原煤和洗精煤产量减少，原煤、洗精煤和洗混煤销售均价下降影响，2020 年上半年营业收入 141.51 亿元，同比下降 16.43%；邯鄲矿业和襄矿集团上半年收入分别为 64.91 亿元和 23.29 亿元，同比分别下降 12.61%和 31.25%，主要是受新冠肺炎影响，下游钢企和电厂客户耗煤需求减少及物流运输不畅导致煤炭销量减少影响所致；平煤股份营业收入 114.74 亿元，同比下降 6.19%，主要是因为焦煤销量及售价下降所致。无烟煤企业，晋城无烟煤、阳泉煤业、永城煤电和昊华能源收入均同比下降，主要是受无烟煤综合售价下降所致。

预计 2020 年，动力煤和炼焦煤主产区蒙晋陕疆等地区先进产能加快释放，煤炭产量较快增长，煤价中枢虽有下移但受行业自律减产、煤管票和长协价格支撑，大型煤企煤价将维持较高水平，大型煤炭企业矿区分布范围较广，受益于主产区煤矿产量增加和价格维持较高水平，营业收入将保持增长。预计 2020 年煤炭样本企业营业收入均值 327.72 亿元，同比下降 6.42%；其中，动力煤企业营业收入均值 398.81 亿元，同比下降 7.16%；炼焦煤企业收入均值 216.17 亿元，同比下降 2.56%；无烟煤企业营业收入 454.84 亿元，同比下降 9.76%。动力煤和炼焦煤企业联合试运转产能逐步投产、产能利用率提高，产量增长幅度更大，收入降幅低于无烟煤企业。东北和西南区域去产能继续推进，区域内产能规模较小、煤质较差、

煤层赋存条件复杂的中小煤企随着产量减少、煤价中枢下移，收入将有所下降。

图表 21 近年样本企业营业总收入中位数及重点样本企业营业总收入情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

受煤炭售价下降、煤炭生产成本上升影响，多数煤企 2020 年毛利率同比下降，平煤股份等煤企加强成本管控，毛利率小幅提高

行业内动力煤龙头企业大同煤业、中国神华和陕西煤业毛利率较高，均高于 30%，主要是因为煤炭资源赋存条件较好、吨煤成本较低；2020 年 1~6 月，动力煤企业中，陕西煤业毛利率 33.71%，同比下降 10.23 个百分点，主要是受煤炭和煤化工产品销售价格同比下降、安全环保投入和煤矿管理费用增加，吨煤成本上升影响所致。兖州煤业上半年受精煤和原煤售价下降，海外煤矿销售成本增加影响，毛利率同比下降 4.08 个百分点；中煤能源毛利率同比下降 3.66 个百分点，主要是受煤炭、煤化工产品价格下行影响。

炼焦煤企业潞安环能和西山煤电毛利率较高，位于 30% 以上。潞安环能毛利率同比下降 6.24 个百分点，主要是煤炭和煤化工产品售价下降、生产成本上升所致。西山煤电除肥精煤以外的原煤、焦精、瘦精、气精和洗混煤售价均下降，毛利率同比下降 2.21 个百分点。邯鄲矿业、襄矿集团和安源煤业毛利率同比分别下降 2.21 个百分点、0.88 个百分点和 3.97 个百分点，主要是受新冠肺炎影响，复工复产后，员工返岗率和出勤率低，煤炭产量减少但固定成本变化较小使得平均成本增加，以及煤炭销售均价下降所致；尽管平煤股份和冀中能源煤炭综合售价下降，但得益于营业成本下降，毛利率同比分别提高 5.24 和 1.86 个百分点。无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电、晋城无烟煤和昊华能源毛利率同比分别下降 4.82 个百分点、4.28 个百分点、2.81 个百分点和 4.91 个百分点。

预计 2020 年，受产能增长、产量增加和下游需求增速放缓影响，供给增速大于需求增速，供需进一步宽松，动力煤和炼焦煤价格中枢均将有所下降，同时，安全事件频发，安全监管趋严，煤企安全环保投入和人力成本增加导致吨煤成本上升，煤企毛利率整体将有所下降。预计 2020 年煤炭样本企业毛利率均值 24.40%，同比下降 1.58 个百分点；其中，动力煤企业毛利率均值 26.45%，同比下降 2.12 个百分点；炼焦煤企业毛利率均值 21.71%，同比下降 0.93 个百分点；无烟煤企业毛利率均值 26.12%，同比下降 1.88 个百分点。大型煤炭企业随着新矿投产、老矿剥离，新旧产能转换，位于蒙晋陕疆主产区的吨煤开采成本趋于下降，毛利率维持较高水平；安徽、河南、河北煤矿地质构造复杂，区域内煤企受煤价中枢

下降和吨煤完全成本上升影响较大，毛利率将有所下降。

图表 22 近年样本企业毛利率中位数及重点样本企业毛利率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

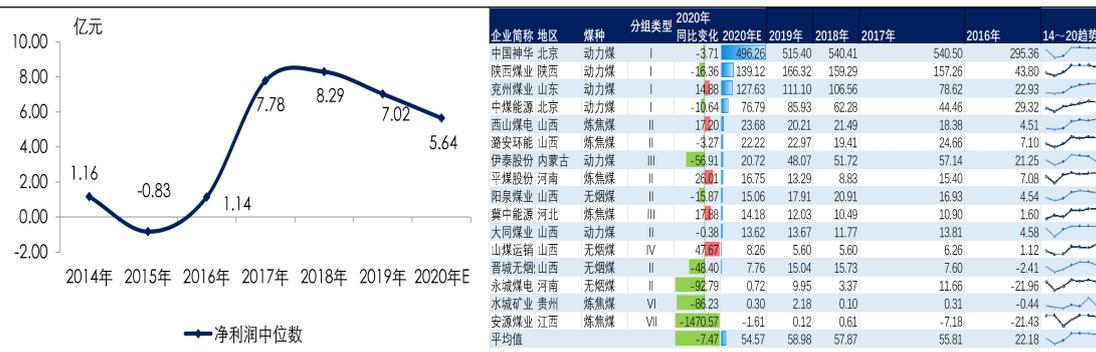
2020年，大型煤企受煤炭价格下跌影响，利润下降，但得益于产量恢复较快，煤价受长协价格支撑，利润降幅相对较小，中小型煤企煤炭售价下降，加之产量减少，利润降幅较大

大型动力煤企业大同煤业2020年上半年煤炭产量减少，售价下降，但公司加强费用管理，净利润同比仅小幅下降5.00%；大型民营煤企伊泰股份受新冠肺炎疫情影响，上半年煤炭销量减少、售价下跌、吨煤成本和运输费用增长，净利润同比大幅下降55.37%。大型炼焦煤企业平煤股份和冀中能源，加强成本与费用管控、减少支出规模和票据贴现，净利润分别同比增长21.98%和14.11%；焦煤企业襄矿集团净利润0.13亿元，同比下降94.16%；大型喷吹煤企业潞安环能净利润同比下降26.42%。无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电、晋城无烟煤和昊华能源受煤价和煤化工产品价格下跌影响较大，净利润分别同比下降31.43%、72.80%、62.76%和73.71%。

上半年，受受到新冠肺炎疫情和国际原油价格下跌等不利因素影响，煤炭和主要煤化工产品市场持续低迷、价格下降，动力煤企业辽宁能源、平庄能源、郑州煤电、国能宁煤净利润分别为-1.94亿元、-1.58亿元、-2.94亿元和-11.07亿元；炼焦煤企业安源煤业、邯鄲矿业净利润分别为-0.80亿元、和-2.16亿元；无烟煤企业山煤运销净利润为-1.31亿元。

预计2020年，大型煤炭企业新建矿井投产、试运转产能利用率提升，产量增加，但煤炭和煤化工产品销售均价下降，净利润降幅较小；中小煤炭企业受产能核减、煤质下降，环保限产、安全检查，以及精煤洗出量减少影响，净利润降幅较大，部分煤企利润将出现亏损。预计2020年，煤炭样本企业实现净利润1197.27亿元，同比下降11.42%；其中，动力煤企业实现净利润1014.09亿元，同比下降8.69%；炼焦煤企业实现净利润157.93亿元，同比下降12.92%；无烟煤企业实现净利润25.24亿元，同比下降57.69%。

图表 23 近年样本企业净利润中位数及重点样本企业净利润情况

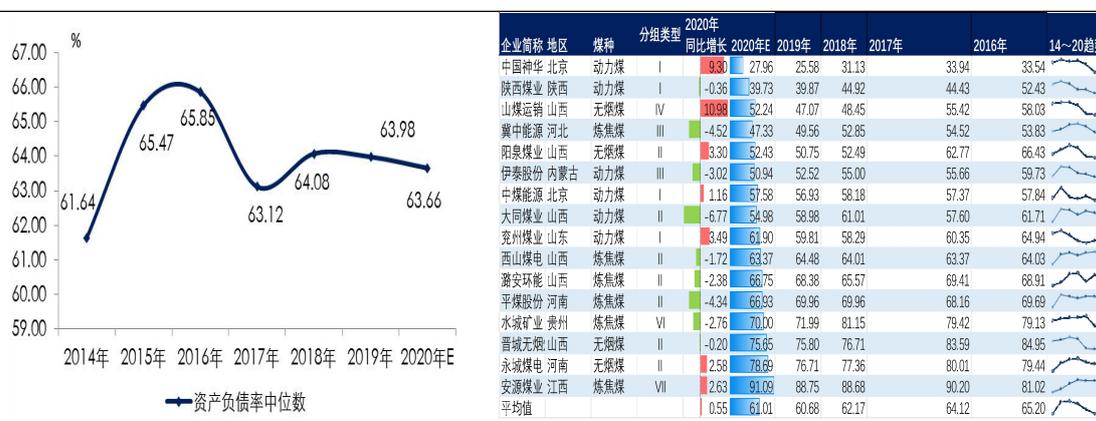


资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2020年，煤企整体资产负债率总体较为稳定，持续推进债转股及债务重组事项的煤企，债务负担将有所减少，但在建项目较多、煤炭与化工等资本支出较大的煤企，资产负债率将进一步上升

2020年6月末，无烟煤企业永城煤电和晋城无烟煤资产负债率高于75%，大型动力煤企业中国神华和陕西煤业资产负债率较低；焦煤企业资产负债率普遍高于60%。随着企业加大对短贷的净偿付，发行永续债及可转债，推进债转股及债务重组事项，大型动力煤企业陕西煤业、大同煤业、伊泰股份和大型炼焦煤企业平煤股份、西山煤电和潞安环能等资产负债率较2019年末均有所下降。大型动力煤企业中国神华、兖州煤业和无烟煤企业阳泉煤业、永城煤电的资产负债率较2019年末有所增长，主要是增加煤炭与化工项目资本支出导致债务规模增加所致。预计2020年，焦煤企业平煤股份和动力煤企业陕西煤业、大同煤业有望持续推进债转股及债务重组事项，剥离债务负担较高的资产，债务负担将有所减少，资产负债率将趋于下降；兖州煤业、永城煤电、邯郸矿业和安源煤业等在建项目较多，资本支出压力较大的煤企预计资产负债率还将进一步上升。预计2020年末，煤炭样本企业资产负债率中位数60.59%，同比增长0.03个百分点；其中，动力煤企业资产负债率中位数54.94%，同比下降0.03个百分点；炼焦煤企业资产负债率中位数65.18%，同比增长0.07个百分点；无烟煤企业资产负债率中位数64.78%，同比上升0.09个百分点。

图表24 近年样本企业资产负债率中位数及重点样本企业资产负债率情况



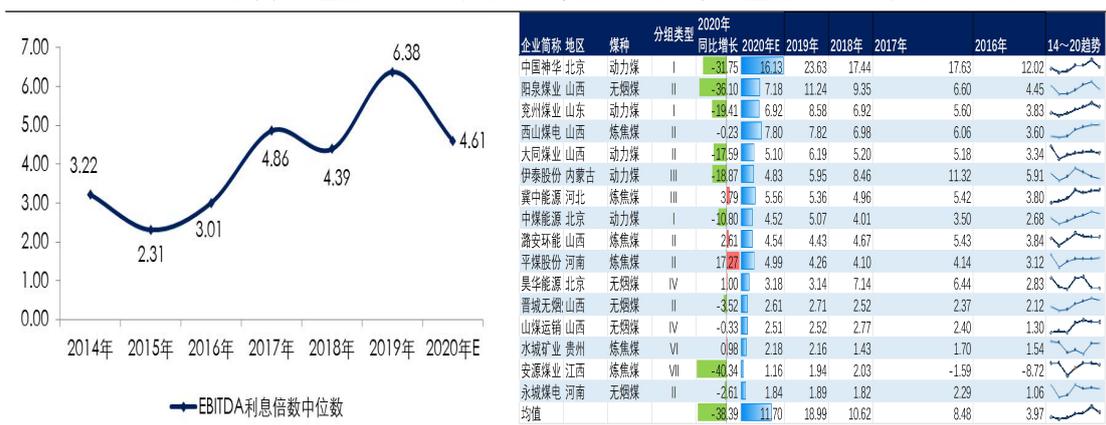
资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2020年，动力煤企业伊泰股份等EBITDA利息倍数有所下降，中国神华、大同煤业、兖州煤业和炼焦煤企业西山煤电等的EBITDA利息倍数较高

大型动力煤企业中国神华、兖州煤业、大同煤业，炼焦煤企业西山煤电，无烟煤企业阳泉煤业利息支出金额较小，折旧摊销增幅较大，EBITDA 利息倍数较高，偿债能力较强。大型动力煤企业中煤能源、伊泰股份，炼焦煤企业安源煤业，无烟煤企业永城煤电因为煤炭售价下降、吨煤成本上升，盈利能力有所下降，利息支出维持较高水平，EBITDA 利息倍数有所下降。

预计 2020 年，大型煤炭企业债务负担和利息支出减少，偿债能力维持较强水平；中小煤企随着煤价中枢下移，盈利能力趋弱，偿债能力将有所下降。预计 2020 年，煤炭样本企业 EBITDA/利息支出中位数 4.61 倍，同比下降 1.77 倍；其中，动力煤企业 EBITDA/利息支出中位数 5.05 倍，同比下降 2.53 倍；炼焦煤企业 EBITDA/利息支出中位数 4.58 倍，同比下降 1.26 倍；无烟煤企业 EBITDA/利息支出中位数 2.94 倍，同比下降 1.61 倍。

图表 25 近年样本企业 EBITDA 利息倍数中位数及重点样本企业 EBITDA 利息倍数情况



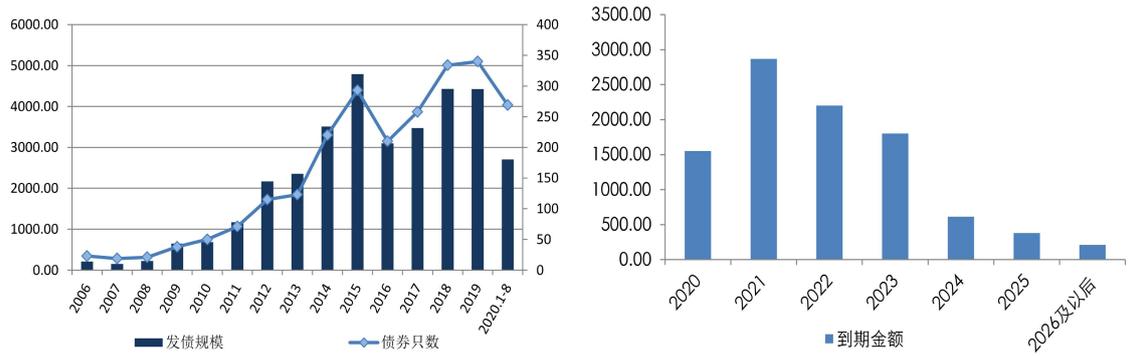
资料来源：Wind，东方金诚整理

三、煤炭行业债券市场表现

煤炭行业债券发行规模同比略有下降，行业高等级利差逐渐收窄，预计 2020 年四季度煤炭行业偿债规模较小，煤企集中兑付压力较小

截至 2020 年 9 月 11 日，煤炭行业存续期债券 675 只，涉及发债主体 68 家；中央国有企业、地方国有企业和民营企业主体数量占比分别为 83.82%、8.82%和 7.35%，发行主体以地方国有企业为主。2020 年 1~8 月，煤企发债规模和只数均同比略有下行，其中发行债券 265 只，较上年同期增长 14.96%；发行金额合计 2705.70 亿元，同比下降 8.22%。

图表 26 煤炭行业债券发行及到期规模情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

截至2020年9月11日，煤炭行业存续期债券规模为9628.82亿元，同比增长2.49%。2020年10月~12月、2021年和2022年，煤炭行业到期债券金额分别为908.15亿元、2869.10亿元和2202.10亿元。2021年为煤炭行业债券兑付高峰期，2022年~2025年煤炭行业存量债券到期金额逐年下降。2020年1~9月，煤炭行业无存续债违约。2020年四季度煤炭价格中枢延续前三季度走势，同比有所下降，煤企仍将保持良好的现金净流入。此外，目前煤企新发行债券主要用于债务置换，预计2020年全年企业偿债能力和意愿将继续保持，行业虽面临一定集中兑付压力，但总体风险可控。

2020年前三季度，煤炭企业中共有3家企业级别出现变动。中诚信国际将新汶矿业集团主体信用等级由AA+/稳定上调至AAA/稳定，主要是基于新汶矿业集团新建矿井投产释放，原煤产量将大幅增长，且具有很强的盈利和经营获现水平；东方金诚将冀中能源峰峰集团主体信用等级由AA/稳定上调至AA+/稳定，主要是考虑到其在建矿井逐步投产，规模优势增强；金牛化工纳入合并范围，焦化产品产能大幅增长。中证鹏元将山西襄矿集团主体信用等级由AA-/正面下调至AA-/稳定，主要是因为其出现安全生产事故，煤炭及化工业务面临安全生产风险及环保压力，2020年以来PVC和烧碱价格持续下跌，襄矿集团业绩承压，其他应收款规模较大且回收时间不确定，资产流动性较弱，资产负债率高，短期刚性债务压力大，面临或有负债风险。

图表 27 2020年前三季度煤炭企业主体信用级别及展望调整情况

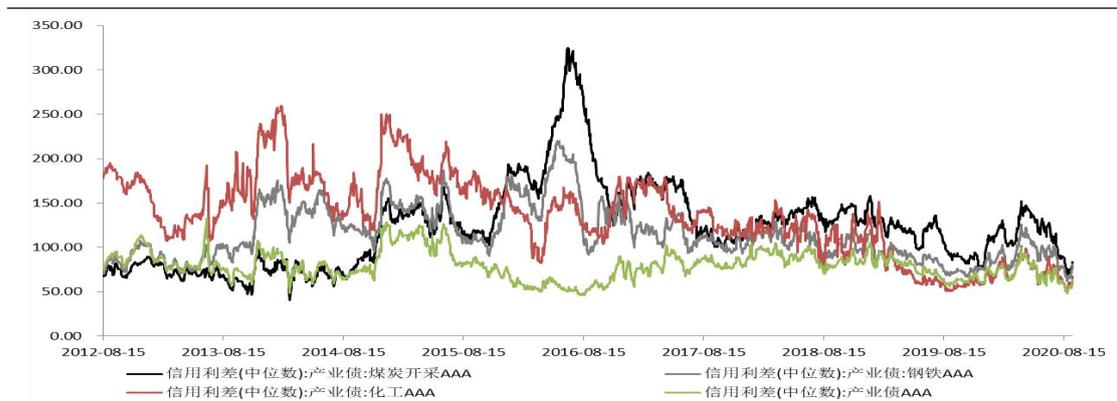
调整类型	公司名称	评级机构	主体信用等级与展望调整	调整时间	最新主体评级及展望
级别上调	新汶矿业集团有限责任公司	中诚信国际	AA+/稳定→AAA/稳定	2019-07-25	AAA/稳定
	冀中能源峰峰集团有限公司	东方金诚	AA/稳定→AA+/稳定	2019-07-25	AAA/稳定
展望下调	山西襄矿集团有限公司	中证鹏元	AA-/正面→AA-/稳定	2019-02-20	AA/稳定

数据来源：Wind，东方金诚整理

2020年以来，AAA级企业中煤炭与钢铁、化工等行业的利差分化明显。年初以来煤炭行业信用利差波动较大，一季度信用利差上行主要考虑受新冠肺炎疫情影响，煤企复工复产推迟，煤价中枢下移，违约风险担忧有所上升、信用风险溢价扩大引起；后由于各类政策密集出台对冲疫情带来的负面冲击，推动流动性溢价和信用溢价收缩；4月初以来，随着国内疫情防控基本见效，二、三产业复工复产加快推进，煤炭下游需求和价格回升，煤炭行业信用利差逐步下降，但仍高于下游其他行业利差和产业债信用利差中位数。预计四季度煤炭行

业 AAA 级企业利差走势相对稳定，全年信用利差整体较钢铁、化工等下游行业处于中上水平。

图表 28 AAA 级煤炭行业及下游行业利差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

四、信用风险展望

2020年，大型煤企样本分组相对稳定，民营及中小煤企受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，信用质量弱化，样本分组明显下沉

2020年，受新冠疫情影响，经济增速放缓，煤炭下游需求减少，但在国家保供政策支持下，二季度以来，行业新建及核增产能陆续投产，国有大型煤炭企业产能利用率回升，煤炭产量恢复增长，预计全年煤炭供给同比增加。受煤炭供需失衡影响，2020年煤炭价格呈“N”字形走势，煤价中枢同比下移，预计全年动力煤价格中枢位于绿色区间基准价535元/吨以上，焦煤价格、无烟煤价格将有所回落，动力煤价格强于焦煤和无烟煤。随着煤价下移、吨煤成本上升，2020年煤炭行业利润整体有所降低。盈利下降背景下，行业加快重组整合，随着焦煤集团吸收合并山煤集团、兖矿与山东能源重组合并、阳煤、潞安和晋煤合并，预计未来煤炭行业集中度将进一步提升。

2020年，国有大型煤企样本分组相对稳定，组内排序略有调整，受煤炭价格下跌，疫情下煤炭产量减少影响，民营煤企及中小煤企在样本分组明显下沉。受煤炭价格中枢下降、煤炭生产成本上升影响，2020年煤炭企业营业收入和净利润同比下降，但得益于产量恢复较快，煤价受长协价格支撑，大型煤企利润降幅相对较小，中小型煤企煤炭售价下降，加之产量减少，利润降幅较大。煤企整体资产负债率总体较为稳定，持续推进债转股及债务重组事项的煤企，债务负担或将有所减少，永城煤电等在建项目较多，煤炭与化工等资本支出较大，资产负债率将进一步上升。大型动力煤企业伊泰股份 EBITDA 利息倍数有所下降，动力煤企业中国神华、兖州煤业、大同煤业、炼焦煤企业西山煤电、无烟煤企业阳泉煤业 EBITDA 利息倍数较高。

附件：样本企业 2020 年 1~6 月主要财务指标²情况 (单位：亿元、%)

分组类型	较上次分组变化	企业名称	企业性质	煤种	省份	营业总收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别
I	-	中国神华能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	1050.16	312.95	27.96	AAA
I	-	陕西煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	387.33	82.50	39.73	AAA
I	-	中国中煤能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	613.93	54.47	57.58	AAA
I	-	兖州煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山东	1096.13	77.51	61.90	AAA
I	-	华电煤业集团有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	89.59	20.74	61.01	AAA
II	-	淮南矿业(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	安徽	176.93	21.89	73.08	AAA
II	-	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	地方国有企业	无烟煤	山西	806.17	11.42	75.65	AAA
II	-	山西潞安环保能源开发股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	117.82	14.50	66.75	AAA
II	-	阳泉煤业(集团)股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	153.11	9.81	52.43	AAA
II	-	永城煤电控股集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	河南	246.15	4.80	78.69	AAA
II	-	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	中央国有企业	动力煤	宁夏	141.96	-9.90	74.48	AAA
II	-	山西西山煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	141.51	15.86	63.37	AAA
II	-	平顶山天安煤业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南省	114.74	11.44	66.93	AAA
II	-	大同煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	51.66	10.45	54.98	AAA
III	-	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	民营企业	动力煤	内蒙古	153.96	14.09	50.94	AAA
III	-	新汶矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	450.09	6.01	74.32	AAA
III	-	山煤国际能源集团股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	180.03	9.99	72.72	AA+
III	-	淮北矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	325.16	17.84	70.17	AAA
III	-	冀中能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	104.13	10.00	47.33	AA+
III	-	开滦(集团)有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	424.35	5.09	70.70	AAA
IV	-	山西煤炭运销集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	317.17	2.04	75.73	AA
IV	-	徐州矿务集团有限公司	地方国有企业	动力煤	江苏	126.34	5.53	61.27	AA+
IV	-	临沂矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	145.02	4.30	63.95	AA
IV	-	冀中能源峰峰集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	133.55	4.25	68.91	AA+
IV	-1	北京昊华能源股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	北京	20.47	2.46	54.34	AA+
IV	-	中煤新集能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	安徽	36.60	4.48	75.54	AA
IV	-	陕西榆林能源集团有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	62.47	12.55	43.56	AA+

² 潞安新疆煤化工(集团)有限公司、山东宏河控股集团有限公司、未披露 2020 年半年报数据，主要数据使用 2019 年年报数据。

IV	-	大同煤矿集团铁峰煤业有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	9.18	0.67	49.16	AA
IV	-	神木市国有资本投资运营集团有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	16.62	9.48	24.19	AA+
V	-	济宁矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	44.21	5.68	67.67	AA
V	-	河南大有能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南	28.11	1.55	62.53	-
V	-	山西兰花科技创业股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	29.38	2.01	58.50	-
V	-1	潞安新疆煤化工(集团)有限公司	地方国有企业	动力煤	新疆	43.47	0.65	67.14	AA-
VI	-	安徽恒源煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	23.87	4.88	41.25	-
VI	-	贵州盘江精煤股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	27.72	4.01	49.94	-
VI	-	甘肃靖远煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	甘肃	18.91	3.10	26.99	-
VI	-	贵州水城矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	51.04	-0.40	80.94	AA
VI	-	山西凯嘉能源集团有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	37.26	3.12	65.95	AA-
VI	-	湖南煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	湖南	35.12	0.82	69.26	AA
VI	-	阳城县阳泰集团实业有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	19.47	1.41	72.02	AA
VI	-	山东宏河控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	37.08	2.86	52.36	AA
VI	-	青海省能源发展(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	青海	23.81	0.10	66.07	AA
VI	-1	冀中能源邯郸矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	64.91	-2.13	79.17	AA
VI	-	郑州煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	河南	12.31	-2.78	76.82	-
VI	-	内蒙古平庄能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	内蒙古	8.93	-1.51	18.99	-
VI	-	山东省微山湖矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	4.29	0.27	65.27	AA-
VII	-1	山西襄矿集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	23.29	0.34	75.36	AA-
VII	-1	山东泰丰控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	9.16	1.02	50.90	AA
VII	-1	安源煤业集团股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	江西	27.35	-0.75	91.09	AA-
VII	-	永泰能源股份有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	100.86	3.03	73.16	C