

# 惠誉博华煤炭采掘业 2019 年年报及 2020 年一季报点评

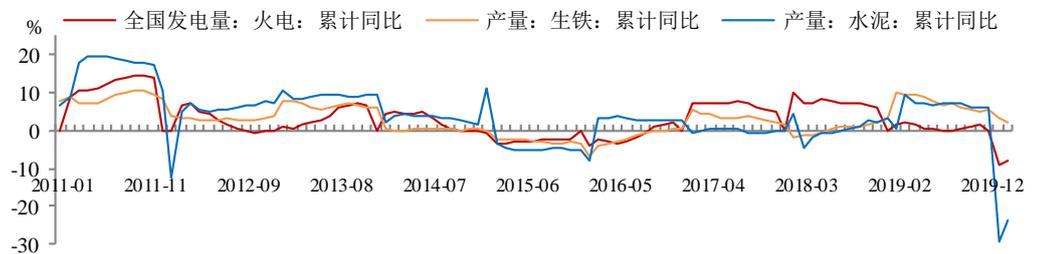
2020 年 5 月

## 煤炭采掘业下游需求增速分化，但疫情后的需求回暖迹象日益明显

2019 年，位于煤炭采掘业下游的主要耗煤行业生产增速出现分化。受社会用电量增速下行与清洁能源替代的共同影响，作为动力煤需求核心支撑的火力发电累计发电量增速回落至 1.9%，较 2018 年收窄 4.1 个百分点；而水泥制造业产量增速则提升至 6.1%，较 2018 年回复 3.1 个百分点。作为炼焦煤重要消纳对象的钢铁制造业 2019 年实现生铁产量同比增长 5.3%，较 2018 年抬升 2.3 个百分点。

2020 年一季度，中国经济遭受 COVID-19 疫情重创，下游主要行业生产下行使得煤炭采掘业在需求侧面临更大的短期压力。其中，火力发电量同比增速转负至-8.2%，而水泥制造业由于复工困难与需求疲软，产量增速暴跌至-23.9%，生铁产量虽维持 2.4% 的小幅增长，但较上年同期增速下挫 6.9 个百分点，但随着疫情在中国逐步得到控制，社会生产秩序与信心不断修复，需求回暖迹象日益明显。

图 1：中国主要煤炭消耗行业生产变化趋势



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

## 原煤产量 2019 年小幅增加后受疫情影响而短期受制，煤炭进口再创供给侧改革后新高

自供给侧改革以来，中国煤炭生产早已摆脱产能严重过剩的局面，从“总量性去杠杆”向“结构性去杠杆”转变。2019 年，中国实现原煤产量 38.5 亿吨，同比增长 4.0%。虽然监管机构为供给侧改革塑造了有利的政策环境，进口政策持续趋紧，但国际煤炭价差的明显走扩仍推动 2019 年中国煤炭进口总量再创改革后新高至 3.0 亿吨。2020 年一季度，中国原煤产量 8.3 亿吨，受疫情影响同比增速转为-0.5%，而进口煤炭数量则增至 0.96 亿吨，同比暴涨 28.4%，较 2018 年同期抬升 30.2 个百分点，对境内煤炭产量的短期下滑起到了部分缓解作用。

## 联系人

唐大千 +86 10 5663 3873  
darius.tang@fitchbohua.com

王兴萍 +86 10 5663 3871  
xingping.wang@fitchbohua.com

图 2：中国原煤产量变化趋势



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

图 3：中国煤炭进口量变化趋势



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

**煤价因需求与供给的双向承压而下滑，在供需关系改善预期下，后市可能触底反弹**

供给侧改革引发的供需格局改善、长协机制确立带来的煤电矛盾调和，使得煤价在一定区间内稳定运行。2019年，动力煤价格指数 CCI5500 均价 592 元/吨、大连商品交易所焦煤期货主力合约收盘均价 1,298 元/吨，较 2018 年分别增长-9.3%、1.8%；2020 年一季度，前述动力煤与焦煤价格指数分别同比增长-7.5%、0.2%至 562 元/吨、1,244 元/吨。2020 年 4 月，煤炭价格指数持续下跌，至 4 月末动力煤与焦煤价格指数分别报 469 元/吨、1,069 元/吨。其中，动力煤价格指数较 2016 年初的周期低谷尚存约 105 元/吨的空间。

**图 4：中国煤炭市场价格波动**



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

2020 年以来，因 COVID-19 疫情导致的下游需求超预期下滑打破了煤炭行业的供需平衡，引发了煤炭价格的快速下探。惠誉博华认为，煤炭作为国家基础性能源优先恢复产出而下游行业生产恢复相对滞后是造成当前供需短期失衡、煤价持续下探的关键因素，供需两端生产增速的差异也印证了这一观点。当前动力煤价格距周期底部尚存一定空间，且主要需求行业生产恢复端倪已露（如 2020 年 5 月以来沿海六大电厂同比日耗已由负转正，煤炭库存量亦开始下滑），监管机构与地方政府即使实施政策性引导，但较供给侧改革初期大力度的行政干预的可能性仍较小，煤炭价格在供需关系改善的预期下，后市可能触底反弹。

**2019 年样本企业煤炭产销总量齐升，集中度的提高仍是未来行业发展的主要方向**

惠誉博华选取了 27 家以煤炭采掘业为主业的样本企业，对其 2019 年报与 2020 年一季报披露的重点经营与财务数据进行分析。其中包括以生产动力煤为主的企业 15 家，以生产炼焦煤为主的企业 8 家，以生产无烟煤为主的企业 4 家。

2019 年，27 家样本企业煤炭产量合计 104,920 万吨，较 2018 年增长 3.1%；合计销量 148,643 万吨，较 2018 年增长 6.3%；按销量加权的产销率由 2018 的 137.4%提升至 2019 年的 141.7%。其中，无烟煤产量增速与销量增速最高，分别为 9.2%与 7.1%；炼焦煤产量增速与销量增速最低，分别为 2.0%、0.5%；动力煤是唯一实现产销率正增长的煤种，增幅为 6.1 个百分点。

**表 1：样本企业产销数据汇总（万吨、%）**

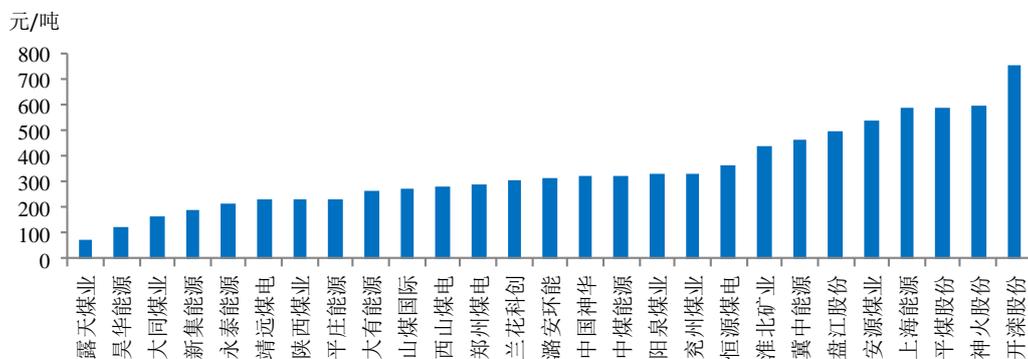
煤种	2018 产量	2019 产量	增速	2018 销量	2019 销量	增速	2018 产销率	2019 产销率	差额
动力煤	77,427	79,595	2.8	114,070	122,096	7.0	147.3	153.4	6.1
炼焦煤	18,165	18,532	2.0	16,053	16,128	0.5	88.4	87.0	(1.3)
无烟煤	6,220	6,793	9.2	9,726	10,419	7.1	156.4	153.4	(3.0)
合计	101,812	104,920	3.1	139,849	148,643	6.3	137.4	141.7	4.3

资料来源：Choice, 惠誉博华整理

2019年，煤炭采掘业样本企业产量前五名分别为中国神华、陕西煤业、兖州煤业、中煤能源、潞安环能，五家企业煤炭产量合计65,405万吨，占样本企业煤炭总产量的62.3%；销量前五名分别为中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖州煤业、山煤国际，五家企业煤炭销量合计108,060万吨，占样本企业煤炭总销量的72.7%。供给侧改革使得中国煤炭行业集中度不断提高，大型煤炭企业对行业产销量增速的贡献明显；而规模较小的煤炭采掘企业，对外部风险的抗性普遍较弱，成为产销量负增长的集中对象。行业集中度的进一步提升仍是中国煤炭采掘业未来发展的主要方向。

**吨煤成本分化突出，明显高出相应煤种中位数的成本水平将使企业在煤价下行时面临更大压力**

图 5：煤炭采掘业样本企业吨煤成本



资料来源：Choice, 惠誉博华整理，吨煤成本=2019年样本企业煤炭板块营业成本/2019年煤炭销量

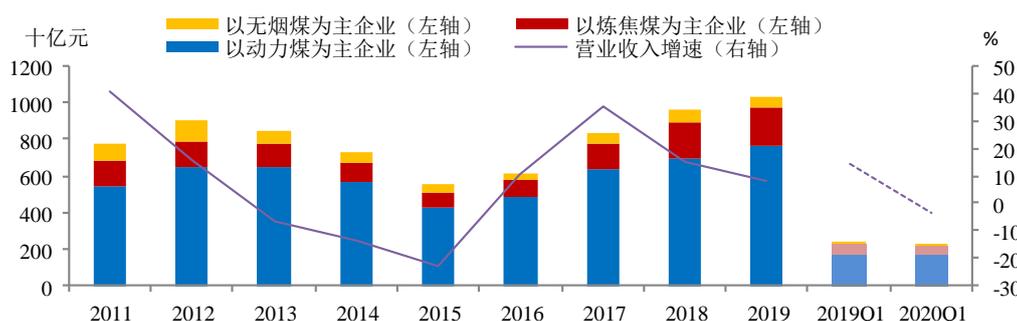
吨煤成本因样本企业的矿山条件、开采煤种、技术水平、管理能力不同而差距较大。分煤种来看，2019年以动力煤、炼焦煤、无烟煤为主的企业吨煤成本中位数分别为269元/吨、451元/吨、319元/吨。吨煤成本明显超出同类煤种中位数水平的企业在煤炭价格下跌的周期中将面临更大的经营压力。

**在行业龙头带动下，样本企业2019年营业收入延续增长态势，但2020年一季度经历了疫情冲击**

中国煤炭采掘业经供给侧改革纾困后，自2016年起营业收入总额逐年攀升。2019年27家样本企业录得营业收入总额10,341.6亿元，较2018年增长7.7%，增速下滑7.3个百分点。分煤种来看，以动力煤、炼焦煤、无烟煤为主的企业2019年分别录得营业收入7,574.8亿元、2,129.2亿元、637.6亿元，同比增幅分别为9.5%、5.1%、-3.2%。尽管价格处于下行通道，动力煤企业销量的提升带动其营业收入领涨三大煤种。

2020年一季度，受突发的COVID-19疫情带来的经济冲击，27家样本企业录得营业收入总额2,304.1亿元，较2019年同期下滑3.9%。分煤种来看，以动力煤、炼焦煤、无烟煤为主的企业2020年一季度分别录得营业收入1,673.6亿元、484.8亿元、145.6亿元，同比增幅分别为-3.8%、-2.7%、-8.5%。

图 6：煤炭采掘企业营业收入及变化



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

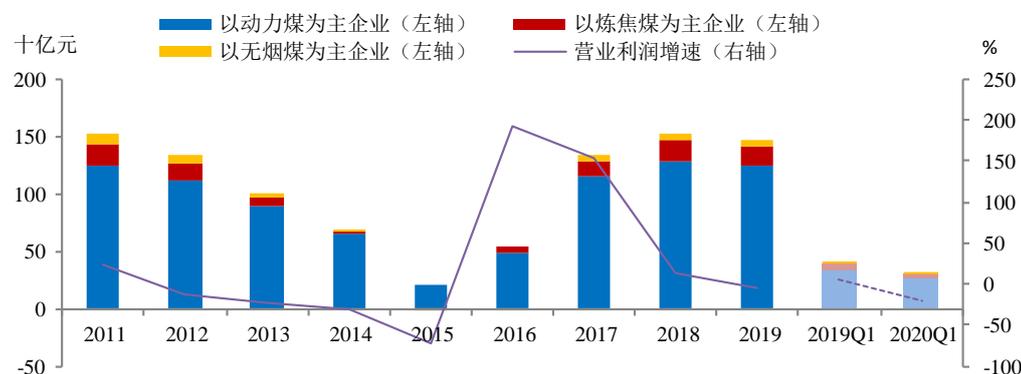
2019年，近45%的样本企业经历了营业收入负增长，较2018年增加约20个百分点；2020年一季度，近75%的样本企业经历了营业收入负增长，较上年同期猛增近45个百分点，且更多企业的营业收入缩减幅度跌入了[-20%，-10%]区间。然而，中国神华、兖州煤业、中煤能源三家营业收入合计占样本营业总收入近55%的企业，收入增速均值达7.6%，仍带动样本企业营业总收入较2018年实现增长。

### 样本企业营业利润 2019 年有所下滑，2020 年一季度下行加速

供给侧改革后，煤炭采掘业营业利润的走势与营业收入基本一致。2019年27家样本企业录得营业利润总额1,463.7亿元，较2018年下滑4.1%（其中，中国神华、兖州煤业、中煤能源营业利润合计占比63%，增速均值-5.4%）。分煤种来看，以动力煤、炼焦煤、无烟煤为主的企业2019年分别录得营业利润1,236.1亿元、178.6亿元、49.0亿元，同比降幅分别为4.0%、0.3%、18.3%。炼焦煤企业营业利润降幅最小，而无烟煤企业面临的盈利下滑最为严重。

2020年一季度，27家样本企业录得营业利润总额314.2亿元，较2019年同期下滑21.7%。分煤种来看，以动力煤、炼焦煤、无烟煤为主的企业2020年一季度分别录得营业利润262.8亿元、43.3亿元、8.1亿元，同比降幅分别为21.5%、17.7%、42.1%。由于生产成本难以因疫情而压缩，叠加营业收入萎缩的负面影响，煤炭采掘企业的营业利润于2020年一季度发生明显下滑。

图 7: 煤炭采掘企业营业利润及变化



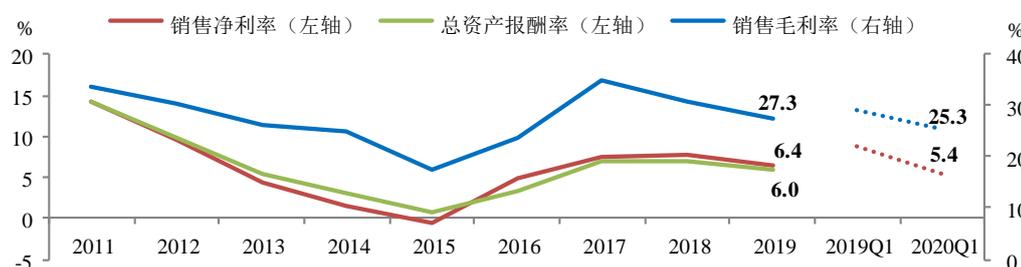
资料来源: Choice, 惠誉博华整理

2019年，近50%的样本企业经历了营业利润负增长，较2018年增加约13个百分点；2020年一季度，近80%的样本企业发生了营业亏损，较上年同期大增近40个百分点，且更多企业的营业亏损幅度跌入了[-20%，-10%]区间。

### 样本企业盈利能力小幅下降，以动力煤为主的企业表现略优

2019年，27家煤炭采掘样本企业销售毛利率、销售净利率、总资产报酬率中位数分别为27.3%、6.4%、6.0%，较2018年分别下滑3.7个百分点、1.3个百分点、1.0个百分点；2020年一季度，样本企业实现销售毛利率、销售净利率中位数分别为25.3%、5.4%，较2019年同期分别减少3.7个百分点和3.4个百分点。整体上，煤炭采掘业盈利能力持续下滑，各煤种间2019年盈利能力指标未见明显分化，以动力煤为主的煤炭采掘企业指标表现略优。

图 8: 煤炭采掘企业盈利能力变化趋势

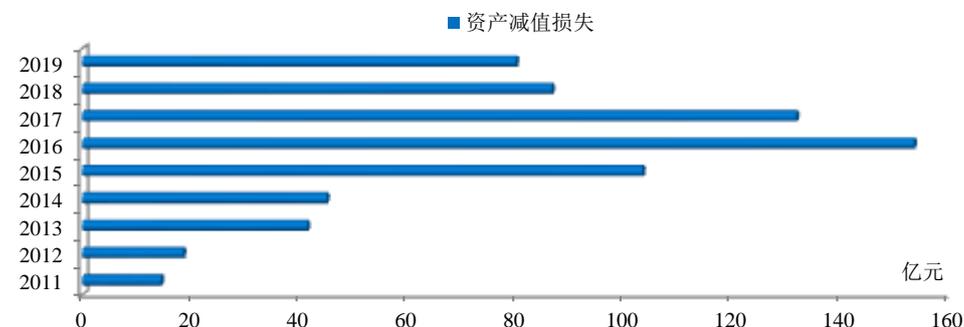


资料来源: Choice, 惠誉博华整理

**样本企业 2019 年资产减值损失规模进一步下滑，行业资产负债表持续修复**

中国于 2016 年启动的供给侧改革推动了煤炭采掘业淘汰落后产能，致使业内企业于当年计提大量资产减值损失，但减值规模自 2017 年起逐年减少。2019 年，27 家煤炭采掘样本企业录得资产减值损失总额 80.0 亿元，较 2018 年下降 7.6%，行业资产负债表进一步修复。随着结构性去产能的推进，新增煤炭产能将向山西、陕西、蒙西等“三西”地区、大型国有煤炭产业集团、技术先进矿区矿井集中，落后小产能逐步清退，行业资产负债表持续优化。

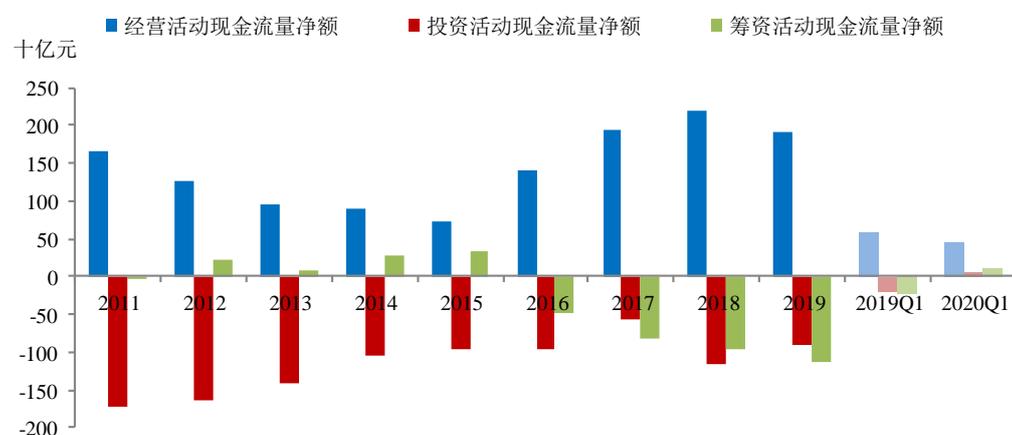
**图 9: 样本企业资产减值损失变化趋势**



资料来源: Choice, 惠誉博华整理

**样本企业经营活动净现金流走势与营业利润具有高度相关性**

**图 10: 煤炭采掘样本企业现金流变动趋势**



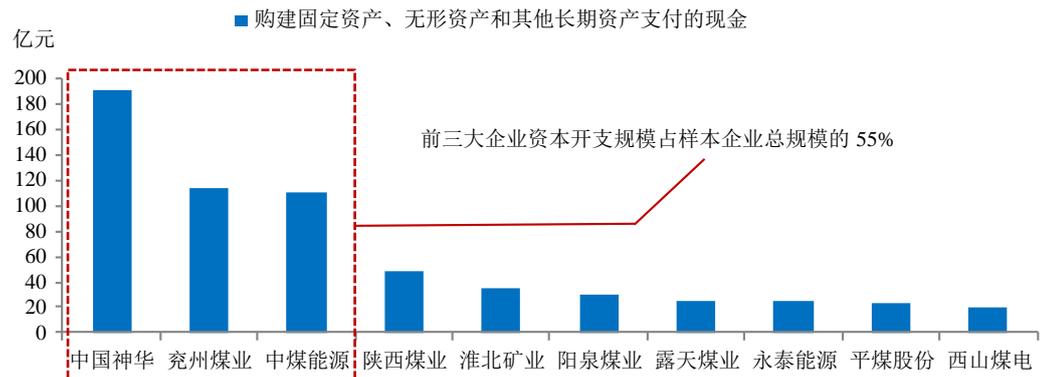
资料来源: Choice, 惠誉博华整理

中国煤炭采掘业经营活动现金净流量的变化趋势与营业利润具有高度相关性，收入的变现与成本的付现不存在明显时滞。2019 年 27 家煤炭采掘样本企业录得经营活动现金净流入合计 1,906.5 亿元，较 2018 年减少 12.8%；2020 年一季度，样本企业经营活动现金净流入较 2019 年同期进一步缩水 20.3%，经济增速的趋势性放缓与突发疫情对煤炭采掘业的双重影响在经营获现方面亦有所体现。

**投资扩产陷入短期低迷缩减了样本企业投资活动现金净流出，资本支出向头部企业集中明显**

经历了过度的投资与产能扩张后，中国煤炭采掘业投资活动现金净流出规模因供给侧改革而得到抑制。2019 年，27 家煤炭采掘样本企业录得投资活动现金净流出合计 894.5 亿元，较 2018 年减少 22.0%，大规模的境内外矿山投资使得资本支出向头部企业集中态势明显。2020 年一季度，样本企业因中国神华大量收回理财产品导致投资活动实现现金净流入合计 59.0 亿元；但剔除中国神华后的其他样本企业投资活动现金净流出合计较 2019 年同期亦大幅下滑 37.0%，外部环境恶化致使煤炭采掘业投资扩产陷入短期低迷。

图 11: 2019 年煤炭采掘样本企业资本开支前十名



资料来源: Choice, 惠誉博华整理

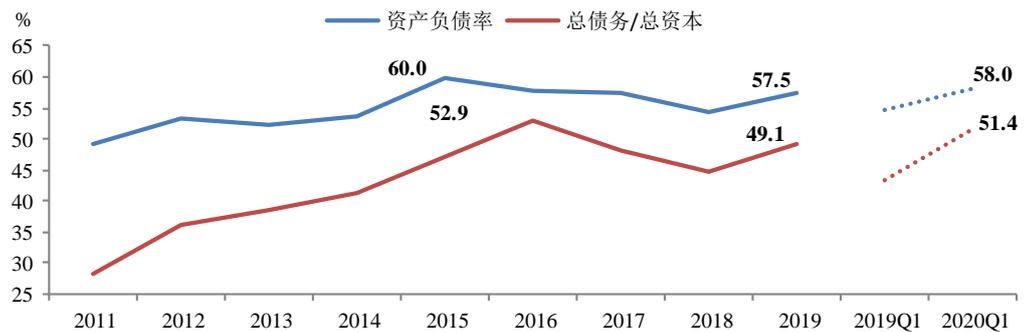
**更为慎重的投资、债务集中到期、稳定的股东回报使得筹资活动现金净流出延续扩张态势**

更为慎重的投资、债务集中到期、稳定的股东回报使得中国煤炭采掘业筹资活动现金净流量自供给侧改革后由正转负且规模持续扩大。2019 年, 27 家煤炭采掘样本企业录得筹资活动现金净流出合计 1,134.1 亿元, 较 2018 年增加 19.1%。2020 年一季度, 样本企业筹资活动现金流量因部分企业债务周转导致由负转正至 100.6 亿元。

**样本企业资本结构逐步优化, 仍处稳健区间**

中国煤炭采掘业资本结构逐步优化。2019 年, 27 家煤炭采掘样本企业资产负债率与全部债务资本化率中位数分别为 57.5%、49.1%, 较 2018 年分别上涨 3.1 个百分点、4.5 个百分点, 与 2017 年水平大致相当, 仍处稳健区间。2020 年一季度末, 27 家煤炭采掘样本企业资产负债率与全部债务资本化率中位数分别为 58.0%、51.4%, 较 2019 年末分别上涨 0.5 个百分点、2.3 个百分点。

图 12: 煤炭采掘企业资本结构变化趋势

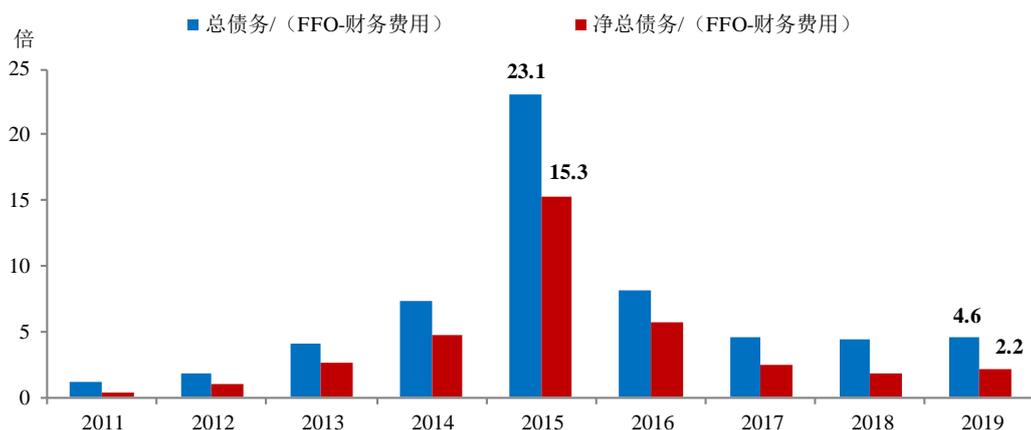


资料来源: Choice, 惠誉博华整理

**样本企业 FFO 杠杆率略有提升**

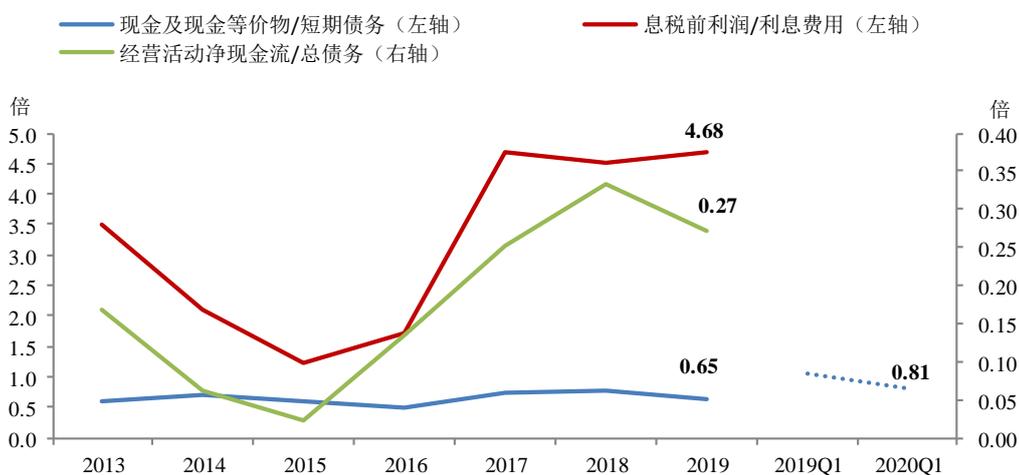
2019 年, 27 家煤炭采掘样本企业 FFO 杠杆水平较 2018 年略有提升, 与资本结构指标表现一致, 且仍处于稳健水平。其中, 样本企业 FFO 总杠杆率中位数为 4.6 倍, FFO 净杠杆率中位数为 2.2 倍, 较 2018 年分别攀升 4.5%、22.2%。尽管全部债务与净债务规模较 2018 年分别缩减 3.3%、1.9%, 但更大幅度萎缩的经营活动现金净流量拖累了 FFO 对债务的覆盖水平。

图 13: 煤炭采掘企业杠杆率变化趋势



资料来源: Choice, 惠誉博华整理

图 14: 煤炭采掘企业财务灵活性变动趋势



资料来源: Choice, 惠誉博华整理

样本企业短期债务保障倍数处于稳定区间，长期偿债指标上行趋势有所削弱

2019 年，27 家煤炭采掘样本企业现金及现金等价物对短期债务的保障倍数中位数较 2018 年弱化 15.6% 至 0.65 倍；2020 年一季度末，上述短期债务保障倍数中位数小幅提升至 0.81 倍，仍处于稳定区间。自供给侧改革后，中国煤炭采掘业长期偿债指标走势跨入上行通道。2019 年，27 家煤炭采掘样本企业息税前利润利息保障倍数与经营活动净现金流债务保障倍数的中位数分别为 4.68 倍、0.27 倍，较 2018 年分别变动 3.8%、-18.2%，指标上行趋势有所削弱。

偿债能力是企业主要财务指标的综合表现。虽然受到突发疫情的打击，但中国经济表现出良好的韧性，煤炭采掘业下游需求回暖态势日益明显，煤炭供需关系修复良好，煤价反弹预期较为强烈。中国煤炭采掘业在经历短期冲击后，目前已进入业绩修复阶段，未来资本结构还将继续维持优化势头。

### 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。