

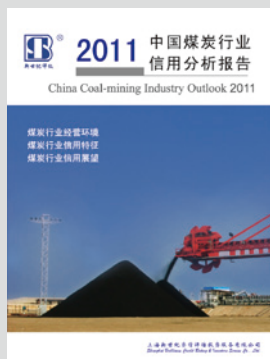


# 2011 中国煤炭行业 信用分析报告

China Coal-mining Industry Outlook 2011

煤炭行业经营环境  
煤炭行业信用特征  
煤炭行业信用展望





## 公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩  
主 编：丁豪樑  
执行主编：钟星航  
分 析 师：吕品  
柳希  
杨立

联系人：钟星航  
电话：021-63229291  
邮箱：zxh@shxsj.com

联系人：吕品  
电话：021-63501349  
邮箱：lp@shxsj.com

### 重要声明：

本报告版权归新世纪公司所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪公司已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪公司不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

## 公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国证券监督管理委员会颁发的证券投资咨询业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

## 摘要

长期以来，煤炭行业是国民经济的支柱产业，在中国一次能源消费中处于主导地位，资源禀赋优势，决定了其在未来能源生产消费中占据主导地位长期不会改变，这是支撑行业信用品质的首要因素。

多年来煤炭资源被大规模、高强度开采，资源储量急剧下降，部分地区出现枯竭，企业可持续发展受到一定的影响。在煤炭仍作为能源消费的支柱的情况下，未来资源储备充裕的企业将获得较好的信用品质。

煤炭上下游产业改革不同步，与行业密切相关的铁路，电力等产业市场化改革相对滞后，导致中国煤炭行业受多方监管，市场化发展环境仍需改善。煤炭市场具有的能源优势使得行业现具有较强的价格话语权，但受制于政府部门的行政兼顾以及电力行业改革方向的不确定，行业面临不明朗因素增加。

中国粗放的煤炭消费方式，造成了大量的资源浪费和环境污染，煤炭企业的机械化投入以及资源整合的资本支出，导致行业未来面临大额资金压力。煤炭企业未来能否保持持续的外部融资能力将对行业内各个企业的信用品质产生影响。

中国煤炭行业大量的中小煤炭企业存在导致市场集中度低，但随着政府对行业集中度的推进，国家控制的大型煤炭企业集团正在加速组建，使其具有的政策支持、资金、管理、技术优势等竞争优势逐渐显现。行业内资信水平差异拉大，传统中小企业风险因素将会凸显。

合并重组、节能减排、提高资源综合利用效率是中国煤炭企业迫切需要获得大量资金补充的重要原因，资金充裕或有良好融资渠道的大型企业集团无疑可获得更好的发展前景。作为以资源型产品为主的产业，行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。通过煤炭资源整合及大企业集团战略的实施，行业产业集约化程度提高，有助于提高行业整体信用区间。

## 目 录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 第一部分 煤炭行业经营环境                              | 01 |
| 1、经济增长推动了行业的整体发展                           | 01 |
| 2、资源禀赋条件导致现有煤炭格局形成                         | 04 |
| 3、监管的广泛性导致行业面临不明朗因素增加                      | 07 |
| 第二部分 煤炭行业信用特征                              | 12 |
| 1、国家主导的集约化发展路径，有助提升中国煤炭行业的整体信用区间           | 12 |
| 2、并购资源、产能扩张需求的旺盛使企业现金流面临更大的融资弹性需求          | 15 |
| 3、盈利较好反映了行业景气状况，但煤炭企业信用品质的提升还取决于企业自身经营情况改善 | 19 |
| 第三部分 煤炭行业信用展望                              | 21 |
| 1、下游行业煤炭需求的持续增长对给煤炭企业信用质量提供了支撑             | 21 |
| 2、2011年煤炭价格的高位运行使得煤炭企业短期盈利情况能够保持           | 22 |
| 3、“市场煤、计划电”依然困扰煤炭企业                        | 25 |
| 4、稳定的经营现金净流入以及充裕的货币资金使煤炭企业具有较强的债务偿还能力      | 26 |
| 附录 截至2011年一季度末煤炭行业部分企业主要财务数据指标             | 28 |

## 图 表 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1: 中国 GDP 与煤炭消费量           | 01 |
| 图 2: 能源行业固定资产投资变动表           | 01 |
| 图 3: 2000 年~2010 年能源消费构成     | 02 |
| 图 4: 2015 年中国各种能源消费占比预测      | 02 |
| 图 5: 各省煤炭基础储量                | 04 |
| 图 6: 煤炭产量及铁路运量增速             | 06 |
| 图 7: 煤炭行业财务费用同比变化            | 17 |
| 图 8: 煤炭消费量与行业毛利率变化           | 19 |
| 图 9: 固定资产投资对下游行业拉动           | 21 |
| 图 10: 中国房地产固定资产投资情况          | 22 |
| 图 11: 煤炭行业收入与成本变动            | 23 |
| 图 12: 各种煤炭价格走势图              | 23 |
| 图 13: 近年来国际煤炭价格走势            | 24 |
| 图 14: 吨煤成本变化情况               | 24 |
| 图 15: 煤炭与下游企业毛利率变动           | 25 |
| 图 16: 煤炭及下游企业财务杠杆变动趋势        | 26 |
| <br>                         |    |
| 表 1: 2009 年各省小煤矿数产能          | 03 |
| 表 2: 中国煤炭调配区域分布              | 04 |
| 表 3: 中国大型煤炭基地资源勘探开发程度状况表     | 05 |
| 表 4: 三西主要铁路的运量增长变化及预测        | 06 |
| 表 5: 目前在建铁路线及投产时间            | 07 |
| 表 6: 煤炭相关监管机构                | 07 |
| 表 7: 近年来国家发改委相关价格政策          | 08 |
| 表 8: 近年中国煤炭资源税税额调整情况汇总       | 09 |
| 表 9: 2008 年以来煤炭安全生产相关政策      | 09 |
| 表 10: 2010 年中国部分矿难表          | 10 |
| 表 11: 煤炭环保相关政策               | 11 |
| 表 12: 部分省市亿吨级煤炭集团规划          | 12 |
| 表 13: 未来大型煤炭集团预期             | 12 |
| 表 14: 暂停受理煤炭探矿权申请相关政策        | 13 |
| 表 15: 部分上市公司和集团资源与产量对比       | 13 |
| 表 16: 2009 年煤炭产能前 16 名企业控股关系 | 14 |
| 表 17: 2015 年主要大型煤炭集团产能规划     | 15 |
| 表 18: 煤炭上市公司并购煤炭情况           | 16 |
| 表 19: 近年来煤炭公司银行借款变动情况        | 16 |
| 表 20: 近年来千万吨级矿井建设情况          | 18 |
| 表 21: 五大发电集团煤炭产能数据预计         | 18 |
| 表 22: 主要电力上市公司煤炭资源           | 18 |
| 表 23: 11 年部分煤炭发债企业财务情况       | 19 |
| 表 24: 主要煤炭上市公司收入结构比重         | 20 |
| 表 25: “十二五”期间能耗规划对煤炭及下游企业的影响 | 21 |
| 表 26: 煤炭行业固定资产投资             | 22 |
| 表 27: 煤炭订货方式                 | 25 |
| 表 28: 煤炭企业货币资金、经营性现金流以及盈利情况  | 27 |

---

此页特意留白

## 第一部分 煤炭行业经营环境

煤炭产业涉及中国的能源安全，在中国一次性能源消费结构中，煤炭的占比达 70% 左右，处于主导地位。尽管近年非化石新能源发展很快，但相对于作为世界制造大国的庞大能源需求而言，其在将来相当长一段时间所占比例仍很小。煤炭在中国一次性能源生产消费中占据主导地位长期不会改变。

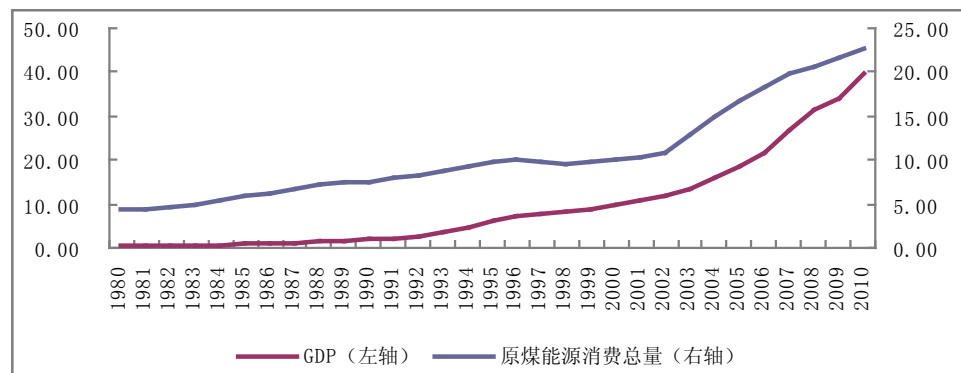
### 1、经济增长推动了行业的整体发展

伴随中国经济的快速增长，城市化和重化工业带动了能源消费的大幅增长。中国煤炭产业作为主要一次性能源产业经历了一个高速粗放的发展期。在未来中国调整经济结构的进程中，煤炭产业的集约化程度有望大幅提高。

#### 工业化带动了煤炭产业的整体发展

近 30 年是中国加快工业进程的时期，工业化的高速发展必然带来能源生产、消耗的快速增长，中国煤炭消费量与 GDP 呈现正相关性。

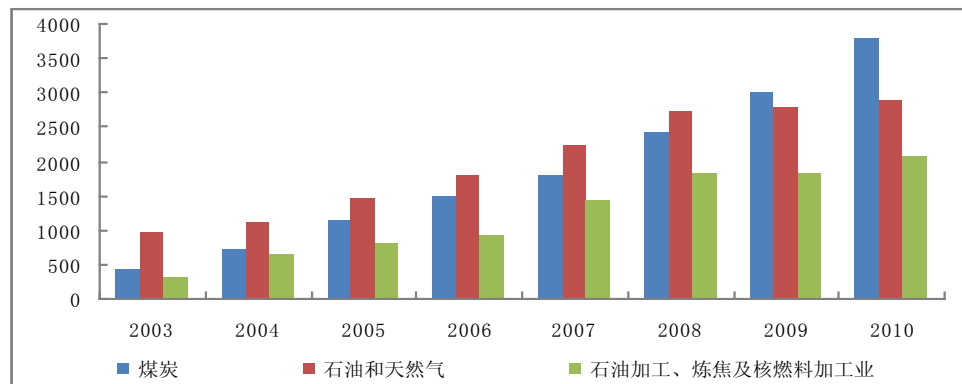
图 1：中国 GDP 与煤炭消费量（单位：万亿元、亿吨标准煤、%）



资料来源：国家统计局

2009 年国家为应对全球经济危机，收缩石油投资，煤炭投资开始逐渐上升。2010 年在能源需求大幅增长的情况下，煤炭行业投资呈现快速增长。

图 2：能源行业固定资产投资变动表（单位：亿元）



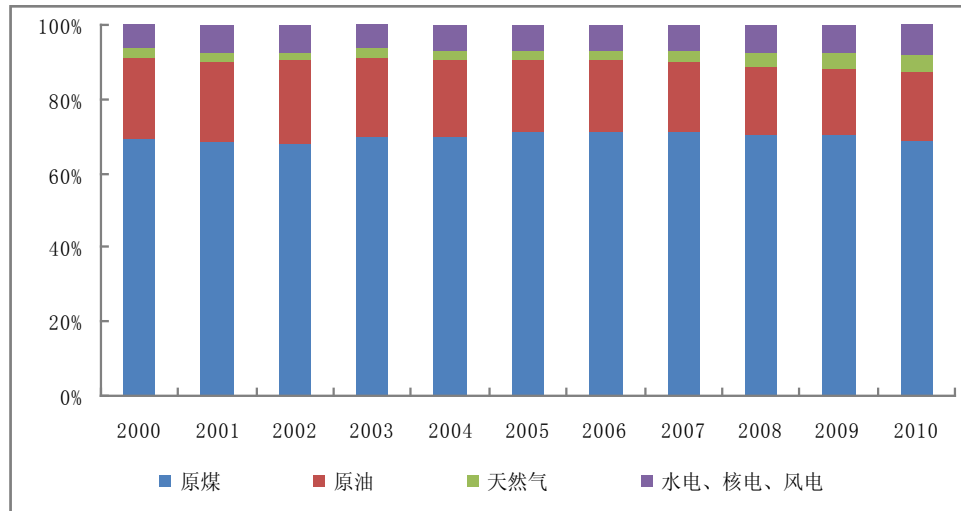
资料来源：WIND

### 煤炭作为基础能源供应的地位在较长时间无法改变

煤炭占中国已发现化石能源资源储量的 94% 左右，相对于煤炭 3189.60 亿吨基础储量，石油和天然气分别为 29.49 亿吨和 3.71 万亿立方米，远远低于煤炭的可使用量。煤炭作为基础能源供应可靠性高，符合中国现阶段发展需要。

目前中国新能源行业多处于大规模建设阶段，其中大型水电、核电建设周期均在五年以上，其对能源消费的贡献率有可能低于规划量，非化石能源大规模替代化石能源的过程很难。且水电、核电、风电受资源、技术等瓶颈限制，供应不稳定，因此短期难以对煤炭替代作用难以体现。

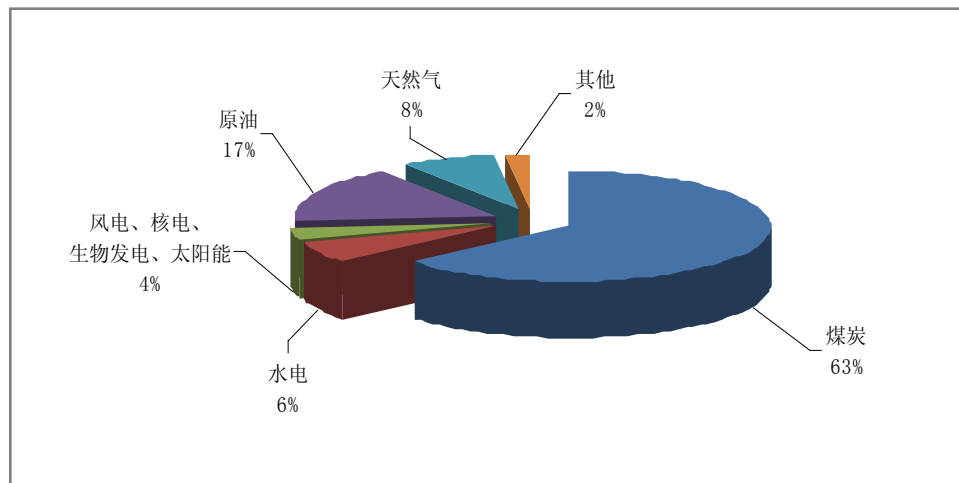
图 3: 2000 年~2010 年能源消费构成



资料来源：国家统计局

十二五期间，中国经济还将高速发展，按照国家能源局的预测，GDP 年均增长 8% 测算，预计到 2015 年末，单位 GDP 能耗年均下降 3.7%，能源弹性系数（能源增长与 GDP 增长速度的比例关系）为 0.51 计算，预测到 2015 年中国一次能源消费总量将达到 42 亿吨标准煤，煤炭消费占比可达 63%。

图 4: 2015 年中国各种能源消费占比预测



资料来源：国家能源局



### 粗放的煤炭消费方式导致行业较为分散，资源利用率低

中国煤炭市场的迅速增长导致各地中小煤矿遍地开花，市场集中度不高。跟国外煤炭生产国家相比，我国前 5 大煤炭集团占全国煤炭产量的比重仅为 22.27%，前 10 大煤炭集团占全国产量比重为 31.09%。而美国前 4 大煤炭集团产量就已超过全国产量的一半。虽然自 1997 年开始中国政府就对不符合安全生产要求的小煤矿采取了严厉的监管措施，但小煤矿在中国煤炭市场供给中依然占据一定份额。

表 1：2009 年各省小煤矿数产能（单位：万吨）

| 所有制    | 矿井数量  | 占比   | 生产能力   | 占比   |
|--------|-------|------|--------|------|
| 国有重点煤矿 | 878   | 5%   | 136404 | 45%  |
| 国有地方煤矿 | 1356  | 7%   | 33645  | 11%  |
| 乡镇煤矿   | 16000 | 88%  | 130500 | 45%  |
| 合计     | 18234 | 100% | 300549 | 100% |

资料来源：WIND

尽管中国各个煤炭主产省区的资源禀赋存在较大差别，但煤炭产业发展模式基本上是一样的，基本上均呈现出“多、小、散、乱”的特点。中国粗放的煤炭消费方式，导致煤炭开采中采富弃贫、采主弃副的现象普遍存在，造成煤炭资源的极大浪费。与经济发达国家相比，先进技术在中国煤炭生产和消费领域的运用还比较落后。中国煤炭行业无论在开采技术、资源回收率，还是清洁煤技术运用上，均与世界先进水平存在较大差距。2009 年，中国原煤入洗率为 43%，动力煤入洗率为 20%，分别比美国、南非、俄罗斯等煤炭行业发达的国家低 12 和 20 个百分点。

从国际煤炭工业发展的经验来看，先进的机械化开采技术和清洁煤技术的广泛运用能够有效降低煤炭使用过程中的废气和污染物排放问题，提高能源使用效率。美国在 20 世纪 80 年代大力鼓励清洁煤技术的研发和运用使其在煤炭使用增加的同时获得了废气排放量的下降。我们认为，机械化开采和清洁煤技术的运用是中国发展环境友好型煤炭运用和实现资源可持续发展的必然选择。随着中国对环境和资源可持续利用的关注日益增加，中国政府在资源开采和废物排放等方面的监管要求将逐步提高。

### 传统煤化工产能过剩，新型煤化工前景尚不明朗

中国是个富煤、贫油、少气的国家，对进口原油的依存度高达 54%，对天然气的依存度为 5%。如果只发展石油化工，将直接威胁国家的能源安全。近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。2010 年中国焦炭产量 3.88 亿吨，电石产量 2029.3 万吨，合成氨产量 4963.20 万吨，甲醇产量 1574 万吨，均居世界前列。

近几年，中国煤化工逐步向以石油替代产品为主的新型煤化工转变，目前有 6 个项目已经投产或即将投产，发展速度远远超过世界其他国家和地区。其中，神华集团是世界上第一个采用现代煤直接液化技术的企业。

但中国发展新型煤化工产业时间较短，部分新型煤化工不注意规划统筹，使得煤制甲醇、二甲醚等产品的产能增长速度过快，造成了开工严重不足。且大型煤化工关键技术亟待突破、关键装备亟待实现国产化，关键设备和零部件还不能满足要求，关键技术还有赖投产运行的检验。

总体看，中国新型煤化工技术水平较低，行业人才相对短缺，由于经验不足，某些项目建成后，是否能达到预期存在很大不确定性，而且还存在着市场和资源环境约束的风险；且煤化工项目属于高投入行业，相关的煤化工带来的巨额资本支出，需要企业通过大幅度杠杆融资进行项目建设，增加了经营风险。煤化工行业前景尚不明朗，对中国煤炭行业未来整体信用水平的

影响还存在较大不确定性。我们认为新型煤化工业务发展良好，将极大促进中国煤炭行业发展。

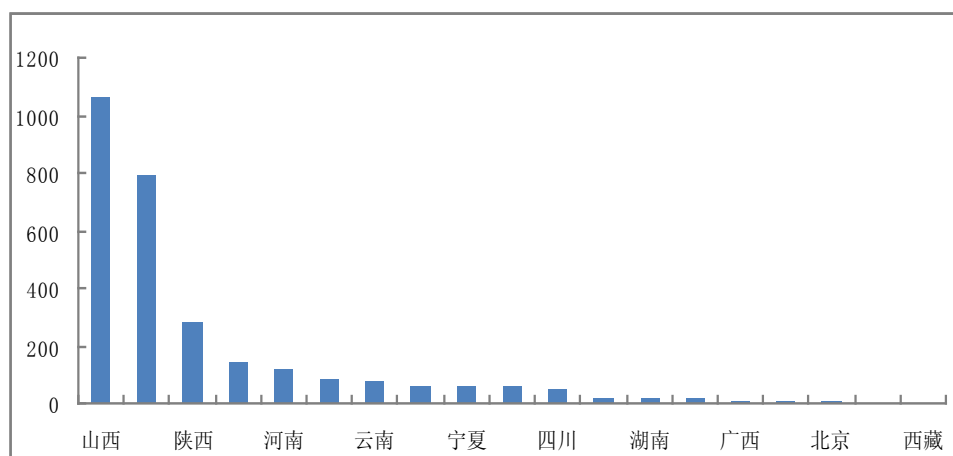
## 2、资源禀赋条件导致现有煤炭格局形成

不同的行政区域在人口、资源禀赋、经济实力、以及经济结构等方面存在较大差异，这些差异导致了区域市场的供求状况差别较大。

### 中国煤炭资源分布和市场需求不匹配，煤炭区域供需不平衡

中国煤炭资源 80% 以上的分布在内蒙古、山西、陕西、宁夏、新疆等省，煤炭资源量最多的新疆多达 1.92 万亿吨，而资源量最少的浙江省仅为 0.50 亿吨。但中国区域经济结构导致华东、华南等地区对能源的消费需求较大，但由于自身资源情况的限制，因此要从煤炭生产基地华北、西北等地区外购煤炭。

图 5：各省煤炭基础储量（单位：亿吨）



资料来源：WIND

中国仅山西、内蒙、陕西三省产量就已超过全国产量的一半，煤炭生产与消费逆向布局的矛盾决定了中国煤炭“北煤南运、西煤东调”的全国性格局，同时由于中国经济发展的不均衡和煤炭资源分布的不均衡，也形成了煤炭流通的区域性特征。在煤炭产业布局上，按照煤炭产地的不同功能，中国原来划分的煤炭调入、调出和自给三个功能区在“十二五”期间变为调入和调出两个功能区。

表 2：中国煤炭调配区域分布

| 时间        | 功能区   | 范围                   | 特点                                                                      |
|-----------|-------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 十二五<br>以前 | 煤炭调入区 | 京津冀、东北、华东、中南         | 资源少，开发强度大，人口稠密，土地资源稀缺，不宜加大开发规模，应加强接续资源勘查，稳定生产规模                         |
|           | 煤炭调出区 | 晋、陕、蒙、宁              | 资源丰富，开采条件好，宜建设大型煤矿，应加快资源勘探和增加储备，加大开发规模，增加对调入区的补给能力，但该地区生态环境脆弱，应加强保护和治理。 |
|           | 煤炭自给区 | 西南、新甘青藏              | 资源丰富，但部分地区远离东部煤炭市场，应立足供应本区市场，提高资源勘探程度，适度进行开发                            |
| 十二五<br>期间 | 煤炭调入区 | 东北、京津冀、华东、中南、川、渝、青、藏 |                                                                         |
|           | 煤炭调出区 | 晋、陕、蒙、宁、甘、云、贵、新疆     |                                                                         |

资料来源：新世纪评级整理

### 资源开采条件中等偏下

中国煤炭资源涵盖了从褐煤到无烟煤各种不同煤化阶段的煤种，但真正具有潜力的是低变质烟煤，而优质无烟煤和优质炼焦用煤储量较少。其中，褐煤和低变质烟煤数量较大，占查明资源储量的 55%；中变质炼焦煤数量较少，高变质的贫煤和无烟煤数量仅占查明资源储量的 17%。

中国煤田地质条件总体上是南方复杂、北方简单，东部复杂、西部简单，与世界主要产煤国家相比，中国煤层埋藏较深。同时，由于沉积环境和成煤条件等多种地质因素的影响，中国多以薄-中厚煤层为主，巨厚煤层很少。因此可以作为露天开采的储量甚微。且现有煤矿高沼气和煤与瓦斯突出矿井数量占 50% 以上，严重影响煤矿安全。随着开采深度的增加，高、突矿井的比例还可能增加，中国煤炭总体开采条件中等偏下。

表 3：中国大型煤炭基地资源勘探开发程度状况表（单位：亿吨，%）

| 基地名称 | 1200 米以浅<br>预测资源量 | 1200 米以浅<br>资源量 | 查明率 | 利用率 | 尚未利用资源<br>精查率 |
|------|-------------------|-----------------|-----|-----|---------------|
| 基地合计 | 8568              | 17094.63        | 49  | 24  | 11            |
| 神东   | 4076              | 5544.95         | 26  | 11  | 8             |
| 晋北   | 280               | 1230.52         | 77  | 35  | 10            |
| 晋东   | 460               | 1039.98         | 56  | 42  | 13            |
| 东北   | 310               | 1396.03         | 78  | 19  | 10            |
| 云贵   | 700               | 1445            | 52  | 16  | 16            |
| 河南   | 188               | 424.66          | 56  | 47  | 42            |
| 鲁西   | 108               | 406.22          | 73  | 69  | 18            |
| 晋中   | 800               | 1802.72         | 56  | 29  | 7             |
| 两淮   | 260               | 549.88          | 53  | 40  | 48            |
| 黄陇   | 120               | 367.58          | 67  | 30  | 21            |
| 冀中   | 175               | 412.52          | 58  | 43  | 7             |
| 宁东   | 340               | 608.79          | 44  | 16  | 8             |
| 陕北   | 751               | 1865.79         | 60  | 2.8 | 5             |

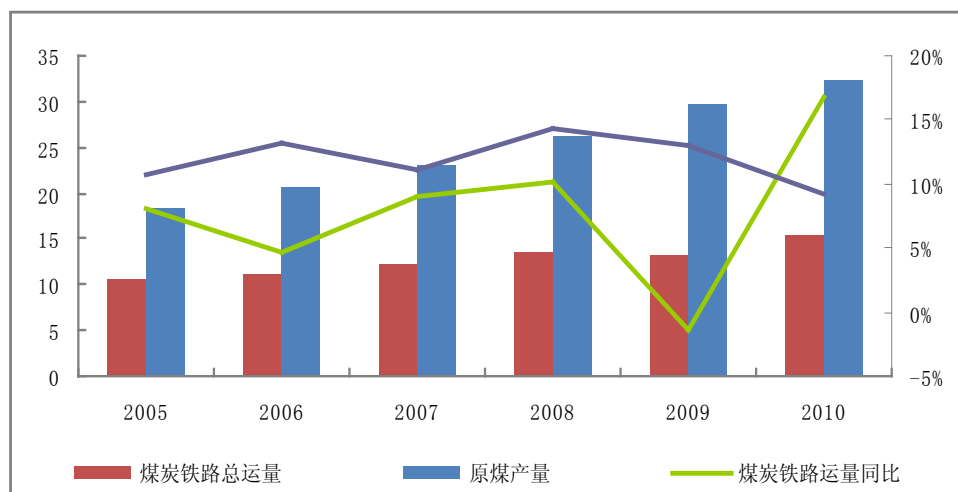
资料来源：煤炭工业十一五规划

此外，中国水资源比较贫乏，人均占有量仅相当于世界人均占有量的 1/4，而且分布极不均衡。昆仑山—秦岭—大别山以北地区，面积约占全国 50%，水资源量仅占全国的 21.4%；而太行山以西煤炭资源富集区水资源量仅占全国的 1.6%。昆仑山—秦岭—大别山以北地区，大部分为大陆性干旱、半干旱气候带，尤其是大兴安岭和太行山以西地区，气候干旱少雨，土地荒漠化十分严重；黄土高原地区水土流失十分严重，泥石流、滑坡等地质灾害频繁，植被覆盖率低，生态环境十分脆弱。水资源短缺和生态环境脆弱成为制约北方地区煤炭资源开发和就地转化的最重要因素。

### 铁路运能增速低于煤炭行业产能的增长，煤炭外运保障能力对行业信用状况有一定影响

中国目前的煤炭运输 70% 以上以铁路运输为主，水路运输次之，公路运输为辅，煤炭输往东北、京津冀、华中地区以铁路运输为主，煤炭输往东南沿海地区以“铁路—海运”联运为主要方式。由于海运相对运力比较充足，运能不足主要集中在铁路上。目前已有的铁路运能利用率已近饱和，而且通道布局不尽合理，南北方向铁路运能不足，从而使得煤炭运输渠道不够通畅。尽管近年来中国铁路运量整体呈现增长趋势，但运量增长均低于原煤产量增长。

图 6：煤炭产量及铁路运量增速（单位：亿吨）



资料来源：WIND

目前中国煤炭主要调出地区为山西、陕西、内蒙古、新疆等，均位于西北地区或内陆地区，就产量而言，三西（山西、陕西、内蒙古）地区调出量最大，因而煤炭铁路运输瓶颈主要集中在三西地区。随着东部地区的煤炭资源日益减少，未来煤炭产能的增加将主要来自陕甘宁地区，西部地区产能的迅速扩张将使得中国煤炭资源外运能力不足的问题日益突出。

中国“三西”煤炭运输主要通过 12 条铁路干线组成的北、中、南三大通道，经北方 7 个主要港口下水，运到华东、中南等沿海港口。2010 年三大通道运煤量大约增加 1.5 亿吨，总运煤量达到 11 亿吨，2011 年大秦线、朔黄线和石太线运量合计增加 6000 万吨，此后继续扩能将十分困难，运力基本饱和。受铁路建设滞后的制约，预计 2012 年前有效产能增速仍将低于产能增速，煤炭铁路运输瓶颈仍将持续。

表 4：三西主要铁路的运量增长变化及预测（单位：万吨）

| 铁路  | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 E |
|-----|--------|--------|--------|----------|
| 大秦线 | 32000  | 35000  | 40500  | 45000    |
| 朔黄线 | 13500  | 14900  | 16000  | 20000    |
| 侯月线 | 12000  | 12000  | 17800  | 18000    |

资料来源：新世纪评级整理

考虑到中国政府对铁路运力的分配具有直接控制权。因此在获取有限的运能配给方面，拥有重点电煤合同的国有重点煤矿具有较高的保障，而地方和乡镇煤矿获得有效的外运保障的能力则相对较弱。因此，我们认为，中短期内能否获得运能保障仍是影响煤炭企业信用状况的因素之一。

随着西部建设的推进，三西地区煤炭输出将大大提高，当地煤炭企业受益于运输便利，产能将得以释放。目前多条铁路线在建，预计总体运输能力将在 2013-2014 年集中释放，届时铁路运输瓶颈将得到有效缓解。

表 5: 目前在建铁路线及投产时间 (单位: 万吨)

| 铁路       | 建成时间   | 起点    | 终点   | 规划运能  | 备注                                                       |
|----------|--------|-------|------|-------|----------------------------------------------------------|
| 包西铁路     | 2010 年 | 包头    | 西安   | 10000 | 国家十三个大型煤炭基地中陕北、黄陇煤田煤运的主要通道                               |
| 锦赤铁路     | 2012 年 | 大木头沟站 | 锦州   | 5000  | 从赤大白铁路大木头沟站向东南经赤峰、朝阳市、葫芦岛市、接入锦州港, 主要承担锡林郭勒盟白音华及周边煤田至辽西地区 |
| 邢黄铁路     | 2013 年 | 邢台    | 黄骅   | 4000  | 黄骅港集疏运主要通道、扩大了黄骅港的经济腹地, 为黄骅港提供充足的货源                      |
| 中南铁路     | 2014 年 | 吕梁    | 日照港  | 20000 | 从山西吕梁市瓦塘镇, 从河南台前县横跨黄河, 进入山东省中西部, 东至日照港, 全长 1260 公里。      |
| 兰新铁路     | 2014 年 | 兰州    | 乌鲁木齐 | 10000 | 全程 1776 公里, 用于新疆煤炭外运                                     |
| 迁曹线(第三条) | 2015 年 | 准格尔   | 曹妃甸  | 10000 | 第三条煤运通道连通乌海、东胜、准格尔、张家口、鄂尔多斯、锡林浩特、白音华、霍林河、呼伦贝尔等地区煤矿       |
| 张唐线-集张线  | 2013 年 | 张家口   | 曹妃甸  | 40000 | 解决蒙西煤新下海通道                                               |
| 哈临线      | 2013 年 | 哈密    | 临河   | 10000 | 内蒙古临河至新疆哈密, 解决新疆煤炭外援                                     |
| 柳林-日照    | 2014 年 | 柳林    | 日照   | 10000 | 山西南部新出海通道                                                |

资料来源: 新世纪评级整理

### 3、监管政策的多样性导致行业面临不明朗因素增加

中国煤炭行业的监管政策正处于一个较大的变革时期, 中国监管层在煤炭行业的监管范围、要求, 还是监管水平都较过去有较大改善。但由于受到当前中国宏观经济形势、能源管理体制变革等外部环境的影响, 中国煤炭行业在这一时期所面临的不明朗因素将有所增加。

表 6: 煤炭相关监管机构

| 名称         | 职责                                                                                                         | 监管范围           |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 国家发展和改革委员会 | 国家发展和改革委员会制定及实施关于中国经济及社会发展的重要政策; 根据适用的法律审核及批准超过一定规模及在特定经济领域内的投资项目; 制定若干运输费率包括铁路运输费用; 并与商务部共同管理煤炭出口业务及出口配额。 | 煤炭相关的投资审核、批准   |
| 国土资源部      | 有权授予土地使用权、勘查许可证, 颁发采矿许可证, 批准转让及租赁采矿权以及审查采矿权费用及储量评估。                                                        | 煤炭的勘探、生产、采矿权   |
| 国家煤矿安全监察局  | 监督煤矿安全营运, 制定各种安全规定及参与调查涉及安全的事故。                                                                            | 煤炭安全生产         |
| 国家环境保护总局   | 负责监督及控制环境保护工作, 并且监控全国范围的环境系统。                                                                              | 煤炭环境污染         |
| 商务部        | 连同国家发展和改革委员会决定中国煤炭和焦炭的总出口量以及在各授权煤炭和焦炭出口商之间分配出口配额。                                                          | 煤炭的分销、贸易、运输及出口 |
| 铁道部        | 是中国负责监管铁路行业的主要监管机构, 以及连同国家发展和改革委员会审批铁路的建设及扩张计划, 包括专用于或可用于煤炭运输的铁路。                                          | 煤炭的运输及出口       |

|       |                                                                                        |              |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 国家能源局 | 拟订能源发展战略、规划和政策，提出相关体制改革建议；实施对石油、天然气、煤炭、电力等能源的管理；管理国家石油储备；提出发展新能源和能源行业节能的政策措施；开展能源国际合作。 | 能源发展战略、规划和政策 |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------|

资料来源：新世纪评级整理

尽管中国煤炭行业商业经营环境较为宽松，价格也趋于市场化，但煤炭企业仍处于政府的严控之下，监管环境的变化对煤炭行业产生了较大影响。目前，中国煤炭企业面临监管范围广泛、监管部门多样化等特点，且政府针对电价的控制，会对煤电合同价格进行干预，使煤炭行业在发展中面临政策监管的不确定性。

### 发改委对于煤炭价格的干预表明行业市场化发展环境仍需改善

发改委从 2002 年开始放开电煤价格以来，一直试图逐步退出煤电谈判，2009 年在实际谈判中实现煤电双方的自主定价。但在供需紧张的形势下，为防止煤、电价格轮番上涨，国家发改委于 2008 年和 2010 年分别下达了相关通知，对全国发电用煤实施临时价格干预措施。

表 7：近年来国家发改委相关价格政策

| 时间     | 相关政策                                                                                                                                                                                              |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2003 年 | 国家计委建议，以上一年的合同价格为基准，每吨煤炭上涨 5 元。                                                                                                                                                                   |
| 2004 年 | 发改委首次出台了煤电价格联动的政策，允许发电用煤价格每吨上涨不超过 12 元，同时允许发电厂上网电价每千瓦时上涨 7 厘，销售电价每千瓦时上涨 8 厘。                                                                                                                      |
| 2005 年 | 建立煤电价格联动机制，以 2004 年 9 月底实际结算的含税车板价为基础，在 8% 的幅度内，由供需双方协商确定。                                                                                                                                        |
| 2006 年 | 在保持电煤价格总体稳定的前提下，取消我委 2004 年底出台的电煤价格临时性干预措施，由煤电双方自主确定交易价格，同时，采取必要的配套措施予以保障。                                                                                                                        |
| 2007 年 | 继续坚持煤炭市场化改革方向，由供需双方企业根据市场供求关系协商确定价格                                                                                                                                                               |
| 2008 年 | 发布《关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告》和《关于进一步完善电煤价格临时价格干预措施的通知》，限制电煤价格非理性增长                                                                                                                                   |
| 2010 年 | 6 月份政府再次警告重点国有煤企保持价格稳定，神华、中煤、山西同煤、焦煤等大型煤炭企业同时接到国家发改委通知，要求煤炭企业遵循 2010 年年度合同煤价，已涨价的煤炭企业要在 6 月底前退回；国有煤炭企业、行业龙头企业要带头保持市场煤价基本稳定，不能带头涨价；11 月召开稳定煤炭生产座谈会，使煤价短期回归平稳；12 月下发《2011 年全国煤炭产运需衔接工作的通知》，稳定电力合同煤价 |

资料来源：新世纪评级整理

我们认为，电力行业市场化进程滞后于煤炭行业，在电力价格尚未完全放开的背景下，为了减少煤炭价格的过快上涨给电力企业带来的急剧上升成本压力，国家会倾向于电力行业，控制电煤价格持续快速上涨。就今后一段时期来看，国家不会完全放开对电煤价格的行政干预，电煤价格市场化在电力价格没有实行完全市场化之前很难取得实质性的进展。

鉴于中国电力体制改革进程的滞后，中短期内政府仍能对煤电关系施加影响，导致煤炭企业短期内仍面临政策监管压力，但从长期看，煤炭作为一次性能源，价格市场化是不可避免的。

### 煤炭企业资源税改革预期强烈

在国家推进经济转型及资源保护的背景之下，通过资源税改革的方式提升资源税征收额一方面可以促进煤炭资源的合理开采，节约使用，符合国家产业政策；另一方面也可以增加中央和地方财政。我们认为，随着能源改革的推进，资源税改革势在必行。

表 8：近年中国煤炭资源税税额调整情况汇总

| 时间     | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004 年 | 财政部、国家税务总局 2004 年 7 月宣布，自 2004 年 1 月 1 日起，将延安、榆林两市境内地方煤炭企业及成阳彬长、旬东矿区煤炭企业资源税单位税额调整为每吨 2.3 元。此前已宣布自 2004 年 1 月 1 日起将神华集团神东煤炭公司煤炭资源税税额由 1.5 元/吨调整为 2.3 元/吨。该局随后又宣布将兖州煤业股份有限公司的煤炭资源税自 2004 年 1 月 1 日起从每吨 1.2 元上调至 2.4 元。<br>2004 年 12 月 13 日国税总局再次宣布，自 2004 年 7 月 1 日起上调山西省煤炭资源税至每吨人民币 3.2 元，上调青海省和内蒙古自治区煤炭资源税税额至每吨人民币 2.3 元。                                                    |
| 2005 年 | 财政部、国税总局决定自 2005 年 5 月 1 日起对河南、安徽、宁夏、重庆、贵州、云南、福建、山东的煤炭资源税标准进行调整。其中重庆、贵州、福建的煤炭资源税统一提高至 2.5 元/吨，云南除曲靖富源县提高至 3 元/吨外其他提高到 2.5 元/吨，安徽、宁夏、山东分别提高至每吨 2 元、2.3 元和 3.6 元，河南除焦作矿务局、鹤壁、义马提高到每吨 3 元、3 元和 2.5 元外，其他煤矿统一提高到 4 元。                                                                                                                                                            |
| 2006 年 | 自 2006 年 1 月 1 日起，将湖北、广东和湖南省以及内蒙古自治区 4 省区的煤炭资源税适用税额分别提高至每吨人民币 3 元、3.6 元、2.5 元和 3.2 元。<br>自 4 月 1 日起，陕西、江苏、江西和黑龙江 4 个省的煤炭资源税上调。国家税务总局发布公告称，陕西省煤炭资源税适用税额标准统一提高至每吨人民币 3.2 元；江苏省提高至 2.5 元；江西省提高至 2.5 元；黑龙江省提高至 2.3 元。<br>自 7 月 1 日起上调甘肃省的煤炭资源税至每吨人民币 3 元。<br>自 9 月 1 日起，将辽宁省煤炭资源税适用税额标准统一提高至每吨人民币 2.8 元，将河北省煤炭资源税税额标准统一提高至每吨人民币 3 元，将吉林省税额标准统一提高至每吨 2.5 元，将四川省税额标准统一提高至每吨 2.5 元。 |
| 2007 年 | 自 2007 年 2 月将焦煤的资源税适用税额标准确定为每吨 8 元。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2009 年 | 从 2009 年 3 月 1 日起，新疆煤炭（不含焦煤）资源税适用税额从每吨 0.3 元至 0.5 元提高到每吨 3 元。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2010 年 | 6 月初，财政部印发《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》，宣布对原油、天然气资源税实行从价计征，税率为 5%。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

资料来源：新世纪评级整理

尽管资源税从价征收将增加煤炭企业的成本，但我们认为，煤炭企业处于产业链的前端，资源的不可再生性使煤炭企业具有较强的议价能力，通过产品提价可以将新增的成本大部分转嫁给下游企业，从而避免对自身盈利能力造成冲击。

#### 矿难频发、资源环境保护使煤炭企业仍将面临严格监管

煤炭资源赋存条件的复杂性和不确定性，以及中国煤炭行业多为井工开采的现状，决定了煤炭行业的高危险性。国家对安全的重视程度、安全事故的发生频率以及安全事故的大小将影响煤炭行业信用风险。

表 9：2008 年以来煤炭安全生产相关政策

| 时间     | 政府部门             | 相关内容                     |
|--------|------------------|--------------------------|
| 2008-7 | 国务院              | 关于深入贯彻落实全国煤矿瓦斯治理现场会精神的通知 |
| 2009-4 | 国家发改委            | 关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知       |
| 2009-6 | 国家发改委            | 关于组织开展大中型煤矿瓦斯专项整治的通知     |
| 2009-7 | 国家安全监管总局         | 防治煤与瓦斯突出规定               |
| 2009-8 | 国家安全监管总局、国家煤矿安监局 | 《国家级安全质量标准化煤矿考核办法（试行）》   |
| 2009-8 | 国家安监局等十四部委       | 关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见        |
| 2010-1 | 国家安全监管总局         | 关于修改《煤矿安全规程》部分条款的决定      |
| 2010-7 | 国务院              | 关于进一步加强企业安全生产工作的通知       |

|         |                 |                                  |
|---------|-----------------|----------------------------------|
| 2010-8  | 国家安全监管总局        | 关于建设完善煤矿井下安全避险“六大系统”的通知          |
| 2010-11 | 国家安全生产监督管理总局办公厅 | 关于召开推进煤矿井下安全避险“六大系统”建设完善工作座谈会的通知 |

资料来源：新世纪评级整理

表 10：2010 年中国部分矿难表

| 时间        | 事故                                                                                                                                  |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 月 5 日   | 湖南湘潭谭家山镇一煤矿发生的电缆起火事故，至少 25 人死亡                                                                                                      |
| 1 月 8 日   | 江西新余一煤矿因电缆短路发生火灾事故，12 人死亡                                                                                                           |
| 1 月 22 日  | 宁夏吴忠市太阳山开发区隆能煤业有限公司煤矿发生透水事故，7 人死亡，1 人受伤                                                                                             |
| 3 月 1 日   | 内蒙神华乌海能源有限公司骆驼山煤矿发生透水事故，39 人被困，1 人死亡，8 人获救                                                                                          |
| 3 月 3 日   | 湖南省永州市祁阳县大忠镇沙井煤矿发生瓦斯爆炸事故，7 人死亡，1 人轻伤<br>河南省郑州市新密市东兴煤业有限公司主井电缆发生着火，25 人死亡                                                            |
| 3 月 5 日   | 黑龙江鹤岗龙煤股份公司南山煤矿发生瓦斯爆炸事故，4 人死亡，1 人重伤，8 人轻伤。2009 年，该公司曾经发生过鹤岗新兴煤矿爆炸事故，造成 108 人死亡                                                      |
| 3 月 10 日  | 湖南有色控股集团瑶岗仙矿业有限责任公司发生炮烟中毒窒息事故，8 人死亡                                                                                                 |
| 3 月 12 日  | 重庆能源投资集团所属中梁山煤电气公司北矿发生异常瓦斯涌出，3 人死亡。<br>(2009 年 5 月该公司所属的同华煤矿发生特大瓦斯爆炸事故，30 人死亡，77 人受伤，其中 12 人重伤)<br>贵州毕节地区纳雍县董地乡高硐煤矿发生煤与瓦斯突出事故，7 人死亡 |
| 3 月 15 日  | 河南省郑州市新密市东兴煤业有限公司主井电缆发生着火，25 人死亡                                                                                                    |
| 3 月 28 日  | 中煤集团山西临汾碟子沟项目部施工的王家岭矿发生透水事故。初步确认王家岭煤矿发生透水事故时当班下井 261 人，升井 108 人，有 153 人被困井下                                                         |
| 3 月 30 日  | 河南省伊川县发生煤矿气体爆炸，40 人死亡                                                                                                               |
| 3 月 31 日  | 河南伊川矿难 22 人死伤 24 人被困井下生死不明                                                                                                          |
| 4 月 20 日  | 江西宜春市兴民煤矿发生瓦斯突出事故 6 人死亡 6 人被困                                                                                                       |
| 5 月 8 日   | 湖北利川市水井湾煤矿燃烧事故 10 人死亡                                                                                                               |
| 5 月 11 日  | 甘肃窑街煤电金河煤矿发生瓦斯爆炸事故 9 人遇难                                                                                                            |
| 5 月 18 日  | 山西阳泉市一煤矿井下发生瓦斯爆炸 11 人遇难                                                                                                             |
| 5 月 13 日  | 贵州省安顺市普定县一煤矿发生煤与瓦斯突出事故初步确定 21 人遇难                                                                                                   |
| 6 月 21 日  | 河南平顶山市卫东区兴东二矿发生井下火药自燃爆炸事故，46 人遇难，26 人生还。                                                                                            |
| 7 月 4 日   | 河南东升矿业发生一氧化碳中毒事故 9 人死亡                                                                                                              |
| 7 月 8 日   | 河南平顶山凤凰岭矿一地面建筑发生爆炸 6 死 34 伤                                                                                                         |
| 7 月 17 日  | 陕西韩城市桑树平镇小南沟煤矿井下发生电缆着火，28 人遇难                                                                                                       |
| 7 月 31 日  | 山西临汾整合矿井地面爆炸造成 15 人死亡                                                                                                               |
| 8 月 3 日   | 贵州遵义市仁怀市明阳煤矿发生煤与瓦斯突出事件，死亡 15 人                                                                                                      |
| 10 月 16 日 | 河南平煤集团发生瓦斯突出事故死亡 20 人，17 人被困                                                                                                        |
| 10 月 27 日 | 贵州省安顺市普定县，马场镇大坡煤矿发生透水事故，造成 1 死亡，1 人受伤                                                                                               |
| 12 月 7 日  | 河南义煤集团巨源煤业有限公司（兼并重组矿，原为三门峡市渑池县果园乡苏庄煤矿）发生瓦斯爆炸事故，经核实，有 20 人安全升井，26 人遇难。                                                               |

资料来源：中国煤炭工业网

采空坍塌、地下水位下降、废气污染不仅是矿难事故的导火索，也是环境的破坏者，针对这些情况，中国在节能减排上采取了多项措施以此降低对环境的破坏。我们认为，作为行业可持续发展的措施，环保投入势在必行。



表 11: 煤炭环保相关政策

| 时间        | 涉及煤炭行业环境保护的相关、法规                                                                                                                                                                           |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 相关法律      | 《环境保护法》、《大气污染防治法》、《环境影响评价法》、《节约能源法》、《循环经济促进法》、《清洁生产促进法》、《煤炭法》、《矿产资源法》、《水土保持法》、《土地管理法》                                                                                                      |
| 相关行政法规    | 《国务院关于落实科学发展观加强环境保护的决定》、《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》、《土地复垦规定》                                                                                                                                    |
| 相关部门规章及标准 | 《煤炭工业环境保护暂行管理办法》、《煤炭工业污染物排放标准》、《煤炭工业清洁生产标准》、《煤层气(煤矿瓦斯)排放标准(暂行)》、《环境影响评价技术导则—煤炭开采工程》                                                                                                        |
| 其它相关环保政策  | 《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》、《煤炭工业发展“十一五”规划》、《煤炭产业政策》、《关于印发煤炭工业节能减排工作意见的通知》、《关于印发煤矿瓦斯治理与利用实施意见的通知》、《燃煤二氧化硫排放污染防治技术政策》、《关于在山西省开展煤炭工业可持续发展政策措施试点的意见》、《中国洁净煤技术“九五”计划和 2010 年发展纲要》、《国家实施洁净煤技术发电优惠政策》 |

资料来源：新世纪评级整理

## 第二部分 煤炭行业信用特征

中国煤炭产业整合稳步推进，行业并购重组、大型煤炭基地建设、煤电一体化、新型煤化工、煤炭科技创新将成为未来几年中国煤炭工业发展的重要方向。煤炭产业集约化程度大幅提升，有助于提升中国煤炭行业的整体信用区间，但投资需求的旺盛将使行业内企业现金流面临更大的融资弹性需求。

### 1、国家主导的集约化发展路径，有助提升中国煤炭行业的整体信用区间

国家相关部门制定的有关煤炭行业的发展规划，以及目前正在制定的国家“十二五”发展规划中，都提出要进一步促进煤炭行业的资源整合工作，提高行业的集中度。

#### 煤炭产业模式正在改变，行业集中度不断提升

2006-2010年，全国共关闭小煤矿 9159 处，每年淘汰落后产能 2.6 亿吨左右，年产 30 万吨以下小煤矿已减少到 1 万处以内。未来五年，山西、内蒙古、宁夏、甘肃和新疆六省以整合改造为重点，30 万吨/年以下的小煤矿将退出生产领域；云南和贵州采取以大压小、整合改造和关闭淘汰相结合的方式减少小煤矿数量。

中国目前已经形成了神华集团、中煤集团、同煤集团和山西焦煤四家年产量过亿吨级的特大型煤炭生产企业，同时形成了陕西煤化、淮南矿业、潞安集团等 10 多家年产量在 5000 万吨以上的企业，千万吨以上煤炭企业集团超过 50 家。未来随着资源整合的不断推进，中国将形成 17 家亿吨级大型煤炭生产企业。我们认为，国家主导的集约化发展路径，小煤矿的关闭以及大型煤炭航母的形成有助于提升煤炭行业整体信用区间。

表 12：部分省市亿吨级煤炭集团安排及大型基地区属

| 地区  | 计划                                                                                       |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 全国  | 形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，大型煤炭产量占全国的 65% 以上，其中规划的 14 个大型煤炭基地有 12 个产量超过亿吨，总产量 28 亿吨 |
| 山西省 | 组建 4 个亿吨级企业、3 个 5000 万吨级以上煤炭企业集团、11 个 1000 万吨级以上煤炭企业集团                                   |
| 内蒙古 | 重组 2 个亿吨级以上煤炭企业、9 个 5000 万吨级煤炭企业、19 个千万吨级以上煤炭企业                                          |
| 山东省 | 组建“山东能源集团有限公司”，年产量在亿吨级；同时兖煤集团未来产能也可突破亿吨                                                  |
| 甘肃省 | 形成 1 个亿吨级、3-4 个千万吨级大型煤炭企业集团                                                              |
| 河南省 | 组建 1 到 2 个亿吨级的煤炭集团                                                                       |
| 陕西省 | 将陕西煤业化工集团打造成亿吨级煤炭集团                                                                      |

资料来源：新世纪评级整理

表 13：未来大型煤炭集团预期

| 省市 | 亿吨级煤炭集团 |                                   | 规划运能 |                |
|----|---------|-----------------------------------|------|----------------|
|    | 数量      | 单位                                | 数量   | 单位             |
| 山西 | 6       | 焦煤集团、同煤集团、潞安集团、阳煤集团、中煤能源、山西煤炭运销集团 | 3    | 晋煤集团、山西煤运、山煤集团 |
| 内蒙 | 2       | 神华集团                              | 9    | 露天煤业、伊泰集团      |

|    |   |                 |   |                |
|----|---|-----------------|---|----------------|
| 安徽 | 1 | 淮南矿业            | 3 | 淮北矿业、国投集团、皖北煤炭 |
| 山东 | 2 | 山东能源集团、兖煤集团     |   | --             |
| 陕西 | 1 | 陕西煤业化工集团        |   | --             |
| 河南 | 2 | 河南煤业化工、平煤神马能源化工 |   | --             |
| 河北 | 2 | 冀中能源集团、开滦集团     |   | --             |
| 甘肃 | 1 | --              |   | --             |
| 合计 |   | 17              |   | 15             |

资料来源：新世纪评级整理

### 继续暂停受理煤炭探矿权申请为行业可持续发展提供了支撑

早在 2006 年下半年，国土资源部根据当时全国煤炭探矿权申请和投资的形势，作出重要判断，认为国内煤炭投资已出现过热，可能出现供大于求的局面。经国务院同意，国土资源部在全国暂停受理新的社会出资的煤炭探矿权申请。

表 14：暂停受理煤炭探矿权申请相关政策

| 时间                   | 涉及煤炭行业环境保护的相关、法规             |
|----------------------|------------------------------|
| 2007.2-2008.12.31    | 针对探矿权设置不合理，避免因煤炭勘查投资过热出现产能过剩 |
| 2009.3.26-2011.3.31  | 保持煤炭生产基本稳定，避免因煤炭勘查投资过热出现产能过剩 |
| 2011.3.31-2013.12.31 | 遏制煤炭产业投资过快增长，保护煤炭资源有序合理开发    |

资料来源：新世纪评级整理

作为资源型产业的中国煤炭产业，其发展的最重要基础—资源储量现在已有充分保障。目前全国查明的煤炭资源储量已超额完成国家“十一五”规划目标，据国土资源部的统计显示，目前全国共有煤炭探矿权 2300 多个，共占有资源储量约 5000 亿吨。全国现有煤矿企业占用资源储量 2700 多亿吨，占保有资源储量总量的 23.4%，尚未占用的资源储量 9000 多亿吨，占保有总量的 76.6%。通过控制矿业权投放总量，从而平抑供大于求，以保持煤炭生产持续稳定，避免因勘查投资过热导致产能过剩，有助于中国煤炭资源的有序开发，为行业可持续发展提供了支撑。

### 国有控股大型企业集团拥有相对竞争优势

基于中国煤炭行业单一公司与集团公司之间的紧密联系，我们认为，单一公司的信用状况受集团整体的信用状况的影响程度较大。因为单一公司无论在经营战略、业务发展，还是人事任免及融资等方面，都与其控股集团公司有较为紧密的联系。例如在资源获取方面，单一公司的资源扩张以收购集团已有的资源储备为主，并受制于集团整体的资源扩张能力；在发展多元化产业方面，单一公司也采取与集团公司共同投资或从集团公司收购业已成熟的资产的方式；在人事任免和融资担保等方面，单一公司与集团公司也有密切联系。

从大型煤炭企业经营情况看，得益于政府的支持，这类有着国资背景的企业不仅在资源储备上能够获得较大支持，其在产业链的延伸上仍能获得较大支持。相对于小煤矿收入结构单一等情形，大型煤炭企业收入结构多元化，盈利能力稳定，抗市场风险能力强。

表 15：部分上市公司和集团资源与产量对比

| 上市公司 | 产量(万吨) | 权益储量(亿吨) | 对应集团 | 产量(万吨) | 权益储量(亿吨) |
|------|--------|----------|------|--------|----------|
| 西山煤电 | 1856   | 35       | 焦煤集团 | 8079   | 2281     |

|      |      |       |           |      |      |
|------|------|-------|-----------|------|------|
| 大同煤业 | 2579 | 39.48 | 同煤集团      | 7450 | 2320 |
| 潞安环能 | 2997 | 44    | 潞安集团      | 5509 | 590  |
| 山煤国际 | 456  | 11    | 山西煤炭进出口集团 | 3000 | 440  |
| 兰花科创 | 559  | 17.8  | 兰花煤炭实业集团  | 1258 | 721  |
| 平煤股份 | 3740 | 21    | 中平能化集团    | 4581 | 3722 |
| 开滦股份 | 771  | 9.7   | 开滦集团      | 4045 | 787  |
| 兖州煤业 | 3630 | 45    | 兖矿集团      | 4970 | 4501 |
| 露天煤业 | 4216 | 22.19 | 中电投蒙东能源集团 | -    | 4300 |
| 平庄能源 | 1005 | 4.99  | 平庄集团      | 2534 | 1115 |
| 恒源煤电 | 1100 | 14.97 | 皖北煤电集团    | 1400 | 1360 |
| 盘江股份 | 931  | 41    | 盘江煤电集团    | 1341 | 1129 |

资料来源：WIND

### 国有控股公司更容易获得中央和各级政府提供的信用支持

由于中国目前还未有大型煤炭企业集团整体上市，因此集团公司的信息披露程度比上市公司低。我们将继续对这些企业的信息披露机制和公司治理等问题给予高度关注。此外，我们也密切关注中央和地方各级政府通过其所掌握的控股权对公司经营所实施的影响，以及对其信用状况产生的影响。

考虑到煤炭在中国能源供给中的重要地位，保持中国最主要的基础能源煤炭的稳定供应是中央及各级政府的职责之一。我们认为，行业内的国有控股公司更容易获得来自中央和地方各级政府提供的信用支持，因此中央或地方政府所持有的持股情况是影响行业未来信用状况的因素之一。

表 16：2009 年煤炭产能前 16 名企业控股关系

| 实际控制人  | 持股比例   | 控股集团   | 主体信用级别 | 09 年产量排名 | 持股比例   | 上市公司 |
|--------|--------|--------|--------|----------|--------|------|
| 国务院国资委 | 100%   | 神华集团   | AAA    | 1        | 72.96% | 中国神华 |
|        |        | 中煤集团   | AAA    | 2        | 56.43% | 中煤能源 |
|        |        | 中电投    | AAA    | 15       | 70.46% | 露天煤业 |
| 山西省国资委 | 100%   | 焦煤集团   | AAA    | 3        | 54.40% | 西山煤电 |
|        |        | 潞安矿业   | AAA    | 8        | 64.87% | 潞安环能 |
|        | 54.03% | 阳煤集团   | AAA    | 12       | 58.34% | 国阳新能 |
|        | 65.17% | 同煤集团   | AAA    | 4        | 60.48% | 大同煤业 |
| 60.31% | 晋煤集团   | AAA    | 13     | --       | 无      |      |
| 山东省国资委 | 100%   | 兖矿集团   | AAA    | 10       | 52.86% | 兖州煤业 |
| 河北省国资委 | 100%   | 集中能源集团 | AAA    | 14       | 71.14% | 冀中能源 |
|        | 70.76% | 开滦集团   | AA     | 16       | 56.73% | 开滦股份 |
| 陕西省国资委 | 100%   | 陕西煤化工  | AAA    | 5        | --     | 无    |
| 河南省国资委 | 100%   | 河南煤化集团 | --     | 7        | --     | 无    |
|        | --     | 中平能化集团 | --     | 11       | 59.23% | 平煤股份 |
| 安徽省国资委 | 100%   | 淮南矿业   | AAA    | 6        | --     | 无    |
| 黑龙江国资委 | --     | 龙煤集团   | --     | 9        | --     | 无    |

资料来源：WIND

### 大型煤炭集团规划产能超预期，行业面临结构性过剩压力

中国过去几年间年均煤炭产量增加 2 亿多吨，在能源结构优化的调整下，这种增长态势是不可持续的，增幅将大幅下降。尽管中国经济保持适度增长，煤炭消费需求将巨量惯性增长，但随着煤炭行业整合，优势资源集中，机械化程度不断提高，生产能力的大幅度增加将不可避免；加上低碳社会建设，煤炭产品在能源中的消费比例将不断下降，煤炭消耗量将相对减少。煤炭产能过剩、市场需求减弱的矛盾将可能加剧，煤炭企业市场竞争的压力将不断增大。

根据“十二五”规划可以得出，未来五年中国煤炭总量增长空间不大，年复合增长率仅为 3.9%。但从下列主要煤炭集团的产量增长趋势看，其未来几年的年复合增长率为 13.64%，合计产量占煤炭总产量的 79.24%，复合增长率远高于同期规划水平，未来行业面临产能严重过剩的局面。

表 17：2015 年主要大型煤炭集团产能规划（单位：万吨）

| 大型集团         | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 E | 2015 年 E |
|--------------|--------|--------|----------|----------|
| 神华集团         | 28125  | 32800  | 36000    | 64000    |
| 中国中煤能源集团     | 11411  | 12500  | 14000    | 20000    |
| 山西焦煤集团       | 8029   | 8026   | 10029    | 20000    |
| 山西大同煤矿集团     | 6891   | 7450   | 15000    | 20000    |
| 陕西煤业化工集团     | 6040   | 7100   | 9000     | 20000    |
| 山东能源集团       | --     | 6937   | 8300     | 20000    |
| 安徽淮南矿业（集团）   | 5666   | 6715   | 7500     | 13000    |
| 河南煤业化工集团     | 4465   | 5698   | 6380     | 10000    |
| 山西潞安矿业（集团）   | 3738   | 4181   | 4809     | 15260    |
| 山东兖矿集团       | 3970   | 4061   | 6000     | 11000    |
| 中国平煤神马能源化工集团 | 4120   | 4581   | 5000     | 8000     |
| 山西阳泉煤业（集团）   | 3729   | 4346   | 5583     | 13000    |
| 山西晋城无烟煤矿业集团  | 3744   | 4261   | 4789     | 10000    |
| 河北冀中能源集团     | 3578   | 4237   | 4800     | 10000    |
| 内蒙古霍林河露天煤业   | 3300   | 4216   | 4300     | 9000     |
| 河北开滦（集团）     | 3286   | 4045   | 4500     | 10000    |
| 阳煤集团         | 3837   | 5000   | 8000     | 10000    |
| 山西煤炭运销集团     | 1560   | 1560   | 2650     | 10000    |
| 山煤集团         | 327    | 456    | 690      | 5000     |
| 盘江集团         | 1191   | 1311   | 1540     | 2880     |
| 合计           | 107007 | 129467 | 158870   | 301140   |
| 复合增长率        | --     | --     | --       | 13.64%   |

资料来源：WIND

### 2、并购资源、产能扩张需求的旺盛使企业现金流面临更大的融资弹性需求

煤炭是不可再生能源，由于需求的增长，近年来行业内企业之间的竞争主要围绕煤炭资源进行。资源型企业竞争的关键在于资源的占有，国家主导的行业集约化推进，使得煤炭企业之间的竞争将从传统的价格竞争上升到对资源的争夺。煤炭行业发展日趋成熟，有利于煤炭企业的长期发展和产业结构调整。

表 18：煤炭上市公司并购煤炭情况

| 时间     | 上市公司  | 交易内容                      |
|--------|-------|---------------------------|
| 2008 年 | 煤气化   | 收购灵石华苑煤业 70% 股权           |
|        | 兰花科创  | 收购沁水县贾寨煤业投资有限公司 100% 股权   |
|        | 潞安环能  | 收购山西左权佳瑞煤业有限公司 90% 股权     |
|        | 大同煤业  | 收购召富、华富煤矿                 |
| 2009 年 | 兰花科创  | 收购瑞兴、中立、山阴口前煤矿            |
|        | 兖州煤业  | 收购澳大利亚菲利克斯资源公司 100% 股权    |
|        | ST 贤成 | 收购贵州盘县华阳森林矿业有限公司 41.5% 股权 |
|        | 中国神华  | 收购力拓矿业 PLC(RIO)76% 股权     |
| 2010 年 | 煤气化   | 收购安泰煤焦、洼里煤业东胜煤矿 70% 股权    |
|        | 西山煤电  | 收购古县及临汾尧都区 13 个煤矿         |
|        | 安泰集团  | 收购山西大安煤业投资有限公司 51% 股权     |
|        | 兰花科创  | 收购朔州万鑫、平鲁永胜煤业煤业 100% 股权   |
|        | 兰花科创  | 收购亚美大宁能源有限公司 10% 股权       |
|        | 中煤能源  | 收购远兴能源蒙大矿业 51% 股权         |
|        | 昊华能源  | 收购杭锦旗西部能源 60% 股权          |
| 2011 年 | 集中能源  | 收购山西大远煤业有限公司 60% 的股权      |

资料来源：WIND

### 煤炭行业未来将更多地依赖金融市场为其资本支出提供融资

国家改革煤炭投融资制度，建立了以市场为导向的多元投融资机制，有力支撑了煤炭资源勘探和煤矿产能建设。过去几年，中国煤炭行业的资本性支出规模呈现上涨趋势。根据 WIND 统计，截至 2009 年底，全国已有 32 家煤炭企业成功上市，直接融资 1557 亿元。截至 2010 年末，煤炭企业在债券市场融资 1624.5 亿元（含以前年度未到期债券），融资金种涉及中期票据、短期融资券、企业债和公司债。

与世界同行相比，中国煤炭行业的债务水平较低，这部分归因于中国煤炭企业普遍采用的劳动密集型生产方式、特殊的资源获取方式和相对较少的安全生产投入。我们预计，随着资源获取方式的改革、监管要求的提高，以及中国政府鼓励大中型国有煤炭企业对其矿区周边的小煤炭企业进行整合的政策的影响，未来中国主要煤炭企业的资本支出将会保持一个较快的增长。

表 19：近年来煤炭公司银行借款变动情况（单位：亿元）

| 企业简称 | 2010 年 |         | 2009 年 |         | 2008 年 |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|      | 银行借款   | 同比      | 银行借款   | 同比      | 银行借款   | 同比      |
| 云煤化  | 189.63 | 12.77%  | 168.16 | 37.34%  | 122.44 | 18.04%  |
| 郑煤集团 | 68.72  | 14.27%  | 60.14  | 20.61%  | 49.86  | 36.23%  |
| 开滦股份 | 37.52  | -11.22% | 42.26  | 26.41%  | 33.43  | 32.02%  |
| 豫煤化  | 563.48 | 28.53%  | 438.41 | 102.03% | 217.01 | 20.58%  |
| 皖北集团 | 76.49  | 25.60%  | 60.90  | 27.72%  | 47.68  | 32.66%  |
| 福建能源 | 157.98 | 33.82%  | 118.05 | 94.11%  | 60.82  | 94.79%  |
| 同煤集团 | 274.46 | 21.38%  | 226.11 | 24.91%  | 181.02 | -5.87%  |
| 华电煤业 | 29.50  | -45.16% | 53.79  | 65.49%  | 32.50  | 128.71% |
| 淮北矿业 | 191.62 | 56.75%  | 122.25 | 28.16%  | 95.39  | 48.61%  |
| 淮南矿业 | 326.10 | 7.33%   | 303.82 | 39.31%  | 218.09 | 29.67%  |

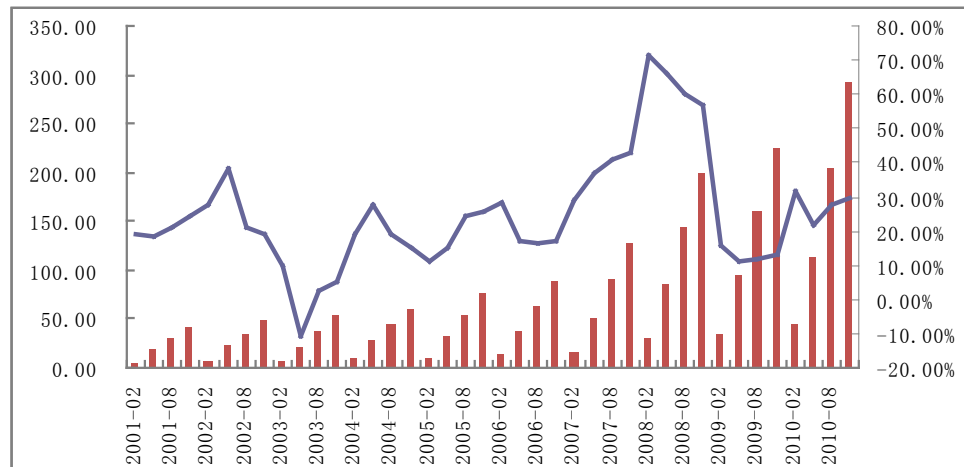
|      |         |         |         |         |         |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国阳新能 | 18.18   | -45.26% | 33.22   | 334.95% | 7.64    | 199.45% |
| 晋煤集团 | 417.11  | 35.82%  | 307.10  | 29.66%  | 236.85  | 40.89%  |
| 兰花实业 | 54.74   | 25.57%  | 43.59   | 54.72%  | 28.18   | 2.87%   |
| 西山煤电 | 53.59   | 22.14%  | 43.87   | 99.36%  | 22.01   | -11.55% |
| 陕煤化  | 472.90  | 41.05%  | 335.28  | 83.01%  | 183.20  | 134.60% |
| 兖矿集团 | 561.32  | 6.80%   | 525.59  | 86.07%  | 282.46  | 0.32%   |
| 神华宁煤 | 171.51  | -3.46%  | 177.65  | 43.46%  | 123.83  | 114.93% |
| 神华集团 | 769.49  | -15.56% | 911.27  | -0.68%  | 917.53  | 40.08%  |
| 爱使股份 | 7.50    | -28.24% | 10.45   | 14.21%  | 9.15    | -56.25% |
| 永煤控股 | 378.71  | 78.47%  | 212.20  | 46.77%  | 144.58  | 10.42%  |
| 潞安矿业 | 263.99  | 21.90%  | 216.57  | 63.05%  | 132.82  | 52.74%  |
| 冀中能源 | 252.24  | 75.39%  | 143.82  | 119.26% | 65.59   | 52.53%  |
| 丰源股份 | 17.65   | 84.62%  | 9.56    | 5.69%   | 9.05    | -5.17%  |
| 合计   | 5354.42 | 17.32%  | 4564.04 | 41.69%  | 3221.13 | 32.11%  |

资料来源：WIND

注：上述银行借款包括短期借款和长期借款

在未来五年中，跨区域并购，企业强强联合将是非常重要的趋势。我们认为国家对煤炭行业兼并重组的支持力度将会逐步加快，很多政策都会落到实处。其中包括以财税金融政策支持煤炭企业并购重组。在煤炭行业未来五年转型路上，大型煤炭企业将更多依赖金融市场融资。

图 7：煤炭行业财务费用同比变化（单位：亿元）



资料来源：WIND

对于煤炭企业而言，资源整合意味着大型煤炭企业将加大资源储备以及股权收购等支出，能否拥有持续的外部融资能力将对行业内各个企业的信用品质产生影响。

### 电力市场化改革的滞后加大了煤电企业资源储备的争夺

随着煤炭行业市场化改革的推进，中国煤价不断上涨，国内电力价格并没有同步调整。煤价快速上涨而电价涨幅有限，导致国内火电企业的经营环境不断恶化。为了暂时解决国内电力企业的经营困难问题，国内电力企业开始涉足煤炭领域，通过加快煤电一体化建设，提高电力企业的煤炭自给率来减轻电力企业的经营压力。

表 20：近年来千万吨级矿井建设情况（单位：年、亿元、万吨/年）

| 项目名称             | 地点  | 投资者      | 建设日期 | 投资额  | 产能   |
|------------------|-----|----------|------|------|------|
| 胜利煤田一号露天煤矿项目     | 内蒙  | 神华集团     | 2006 | 29.7 | 2000 |
| 松藻煤电公司技改扩产项目     | 重庆  | 重煤集团     | 2005 | 38.0 | 1080 |
| 红柳林矿井工程          | 陕西  | 陕西煤业集团   | 2006 | 18.0 | 1200 |
| 鲁能宝清煤电一体化项目煤矿工程  | 黑龙江 | 山东鲁能集团   | 2006 | 25.0 | 1000 |
| 东露天煤矿项目          | 山西  | 平朔煤炭工业公司 | 2006 | 56.4 | 1500 |
| 胜利东二号煤矿项目        | 内蒙古 | 大唐发电     | 2007 | 20.0 | 1000 |
| 刘三圪旦煤矿项目         | 内蒙古 | 中国国电集团   | 2008 | 23.0 | 1500 |
| 察哈素矿井及选煤厂项目      | 内蒙古 | 国电电力     | 2008 | 25.0 | 1500 |
| 华润电力五间房煤矿（一期）工程  | 内蒙古 | 华润电力     | 2008 | 30.0 | 3000 |
| 国电伊金霍洛旗煤电一体化煤矿工程 | 内蒙古 | 内蒙古能源集团  | 2008 | 45.0 | 1000 |

资料来源：中国煤炭资源网

目前，五大发电集团控制的煤炭资源规模巨大，年产煤规模都在千万吨以上。根据公开信息统计，预计 2011 年五大集团可控产能将达到约 3 亿吨，2015 年达到 5.6 亿吨。根据五大发电集团的规划，“十二五”末五大集团煤炭产能将占到全国电煤的 31%，届时将大幅提高电力企业对煤价的话语权和煤炭的自给率，整个产业链的利润格局有可能重新分配。

表 21：五大发电集团煤炭产能数据预计（单位：万吨）

| 单位  | 2010E | 2015E | 备注                  |
|-----|-------|-------|---------------------|
| 华能  | 6979  | 13789 | 十二五期间，自给率提高到 20% 以上 |
| 大唐  | 4300  | 11500 | 十二五期间，自给率达到 40%     |
| 国电  | 2744  | 10390 | 十二五期间，自给率达到 30%-40% |
| 华电  | 1795  | 8960  | 十二五期间，自给率超过 30%     |
| 中电投 | 6650  | 11690 | 十二五期间，自给率达到 50%     |
| 合计  | 22468 | 56329 |                     |

资料来源：新世纪评级整理

表 22：主要电力上市公司煤炭资源

| 上市公司  | 控、参股煤炭资源          | 煤炭储量（亿吨） |       | 备注（万吨） |
|-------|-------------------|----------|-------|--------|
|       |                   | 总储量      | 权益储量  |        |
| 大唐发电  | 胜利东二、五间房、塔山、蔚州等   | 241      | 138   | 4055   |
| 天富热电  | 大白杨沟、塔西河          | 8        | 3.2   | 213    |
| 内蒙华电  | 白彦花、吴四圪旦、魏家峁、高头窑等 | 166      | 46    | 685    |
| 京能热电  | 酸刺沟               | 14.1     | 3.4   | 288    |
| 国电电力  | 察哈素、刘三圪旦、同忻、左云等   | 87       | 40    | 571    |
| 中能股份  | 葫芦素、门克庆、杨柳        | 23.2     | 2.9   | --     |
| 金山股份  | 白音华、南票            | 10.8     | 2.3   | 200    |
| 上海电力  | 丁集煤矿              | 12.7     | 6.4   | 300    |
| 华电国际  | 茂华公司、不连沟、小纪汗、西黑山等 | 224      | 44    | 598    |
| 广州控股  | 新东周窑              | 19.5     | 5.1   | 260    |
| 国投电力  | 皮里青               | 7.4      | 4.4   | 234    |
| 粤电力 A | 观音山、新庄            | 8.7      | 3.5   | 200    |
| 合计    |                   | 822.4    | 299.2 | 7603   |

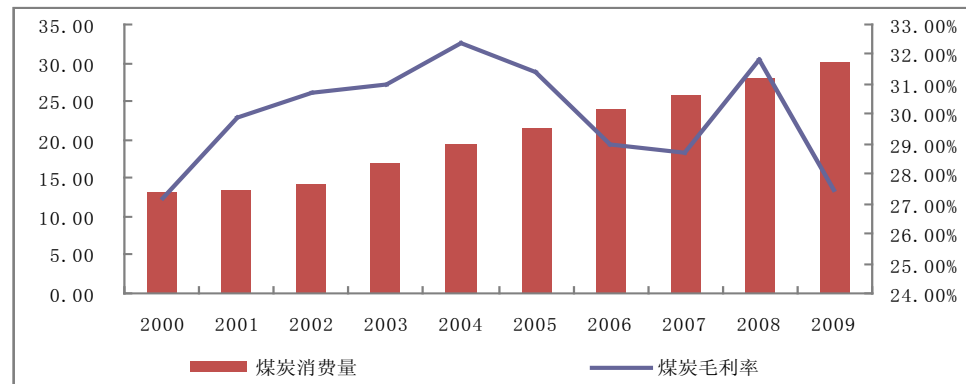
资料来源：WIND



### 3、盈利较好反映了行业景气状况，但煤炭企业信用品质的提升还取决于企业自身经营情况改善

受益于 2003 年以来煤炭消费的迅速增长和煤炭价格的持续攀升，中国煤炭行业的盈利能力逐步改善。近年来，来自电力、钢铁、冶金等行业的煤炭需求快速增长，而国内煤炭供应总体偏紧，煤炭价格持续上涨，煤炭企业的盈利能力也逐步改善。十一五期间，中国发电装机由 2005 年的 5.12 亿千瓦增长到 8.89 亿千瓦，新投产各类电源达到 3.77 亿千瓦，容量年均增长 11.7%。同一时期国内煤炭消费的平均增长速度达到了 10% 以上。

图 8：煤炭消费量与行业毛利率变化（单位：亿吨）



资料来源：新世纪评级整理

目前中国的煤炭行业处于一个低成本、低价格的经营环境，其成本主要是由物料、人工及设备折旧构成，安全、资源和环保方面的支出所占比例很小。随着中国煤炭并购成本的上升、政府对资源保护和安全生产的要求逐步提高，煤炭企业的成本结构将会发生较大改变，资源、安全及环保等各方面的成本在总成本中所占的比例将会逐步提高。

由于中国煤炭市场供给长期偏紧的局面，刺激了煤炭价格的持续高涨，在产量和价格双重因素的推动下，中国煤炭行业的盈利能力得到持续改善。但我们认为，目前中国煤炭行业的盈利改善反映的是行业的景气状况，行业整体信用品质的提升还取决于市场竞争环境的持续改善。长期而言，能否保持良好的信用状况取决于行业内控制成本、改善运营效率以及维持稳健的财务政策的能力。

表 23：2011 年部分煤炭发债企业财务情况（单位：亿元、%）

| 企业简称   | 主体等级 | 总资产     | 所有者权益   | 营业收入    | 利润总额   | 毛利率   | 资产负债率 | 经营净流入 / 总负债 |
|--------|------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|-------------|
| 神华集团   | AAA  | 5509.27 | 2363.90 | 2196.34 | 585.25 | 39.42 | 38.44 | 0.30        |
| 兖矿集团   | AAA  | 1172.76 | 159.41  | 588.75  | 98.85  | 29.41 | 69.93 | 0.07        |
| 冀中峰峰   | AA   | 255.88  | 54.44   | 656.13  | 12.40  | 4.02  | 70.89 | 0.04        |
| 潞安矿业集团 | AAA  | 818.85  | 140.64  | 707.07  | 41.52  | 17.14 | 73.04 | 0.05        |
| 平煤神马   | AAA  | 804.47  | 168.60  | 944.53  | 20.12  | 10.27 | 66.30 | 0.03        |
| 开滦股份   | AA+  | 160.53  | 57.67   | 151.54  | 11.44  | 15.93 | 55.57 | 0.14        |
| 昊华能源   | AA   | 88.38   | 53.90   | 40.47   | 11.75  | 50.85 | 25.25 | 0.38        |
| 庆华煤化   | A+   | 99.69   | 32.93   | 41.14   | 10.37  | 39.22 | 66.94 | 0.13        |
| 晋煤进出口  | AAA  | 886.07  | 202.72  | 1158.81 | 49.27  | 11.98 | 72.97 | 0.04        |
| 冀中能源   | AA   | 252.29  | 117.10  | 302.89  | 33.21  | 25.62 | 50.57 | 0.27        |

资料来源：WIND

尽管需求的快速增长提高了行业的盈利能力，但行业的收入结构单一和行业集中度较低导致煤炭行业的收入和盈利能力呈现较大的波动。我们认为，随着中国煤炭行业竞争状况和企业盈利能力的持续提高，中国煤炭行业的信用品质将会得到提升。

表 24：主要煤炭上市公司收入结构比重

| 证券简称 | 煤炭业务占比 | 非煤业务占比 | 证券简称 | 煤炭业务占比 | 非煤业务占比 |
|------|--------|--------|------|--------|--------|
| 恒源煤电 | 93.72% | 6.28%  | 露天煤业 | 97.86% | 2.14%  |
| 国投新集 | 94.38% | 5.62%  | 兖州煤业 | 93.35% | 6.65%  |
| 中国神华 | 82.35% | 17.65% | 美锦能源 | 99.41% | 0.59%  |
| 中煤能源 | 82.99% | 17.01% | 兰花科创 | 65.21% | 34.79% |
| 昊华能源 | 98.57% | 1.43%  | 煤气化  | 92.85% | 7.15%  |
| 靖远煤电 | 98.82% | 1.18%  | 西山煤电 | 87.82% | 12.18% |
| 盘江股份 | 98.16% | 1.84%  | 山煤国际 | 98.85% | 1.15%  |
| 冀中能源 | 66.01% | 33.99% | 国阳新能 | 91.15% | 8.85%  |
| 开滦股份 | 99.95% | 0.05%  | 大同煤业 | 99.02% | 0.98%  |
| 神火股份 | 29.87% | 70.13% | 潞安环能 | 83.16% | 16.84% |
| 平煤股份 | 93.45% | 6.55%  | 上海能源 | 74.95% | 25.05% |
| 凯迪电力 | 46.91% | 53.09% | 国际实业 | 88.07% | 11.93% |
| 平庄能源 | 83.51% | 16.49% | --   | --     | --     |

资料来源：WIND

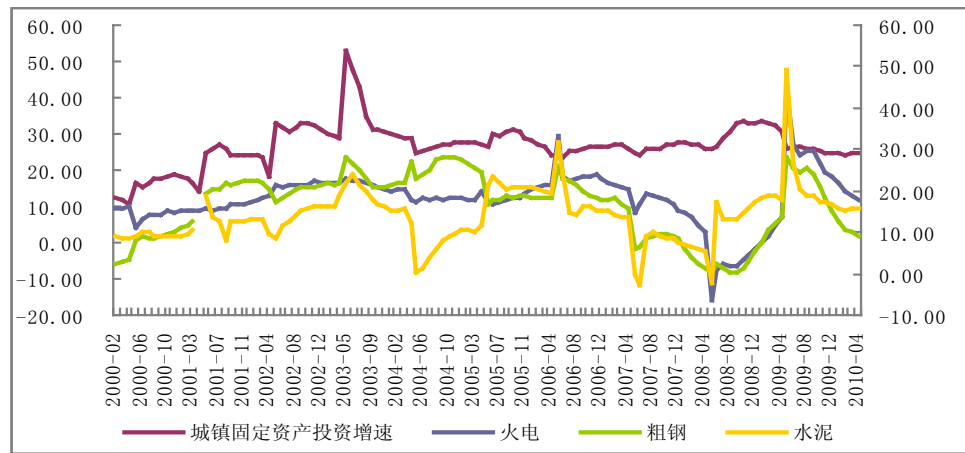
### 第三部分 煤炭行业信用展望

在资源整合及国家煤炭“十二五”规划的大背景下，煤炭资源将逐步向大型煤炭集团集中，通过自身的产量增长以及不断的资产注入，这些大型煤炭集团未来的产量增长能得以保证。中国经济增长对煤炭等能源需求的刚性不改，使得煤炭企业盈利在 2011 年继续保持。

#### 1、下游行业煤炭需求的持续增长对给煤炭企业信用质量提供了支撑

在经济结构调整的大背景下，中国将从固定资产投资拉动型经济转变为以内需带动型经济。“十二五”期间固定资产投资增速将有所放缓，但仍会保持在高的水平。保障房建设作为“十二五”期间的一个重要举措，其对相关行业的需求拉动，将给煤炭行业带来较大需求。

图 9：固定资产投资对下游行业拉动



资料来源：WIND

#### 下游产业的稳定增长导致煤炭需求不减

尽管煤炭主要下游企业受到节能减排影响，投资增速出现负增长，但在宏观经济稳定增长的背景下，电力、钢铁、化工、建材等行业仍将保持一定投资规模。2009 年的 4 万亿投资，使当年投资规模明显扩大，并导致近年来投资规模的基数被大幅提升。2011 年中国经济仍处于快速发展期，投资规模的适度增长，必将带动煤炭下游行业的发展，进而推动对于煤炭能源的需求。

表 25：“十二五”期间能耗规划对煤炭及下游企业的影响

| 行业 | 十一五减排情况                            | 十二五要求                                                                                                                     |
|----|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 电力 | 淘汰污染企业 2000 余家，累计关停小火电机组 7100 万千瓦  | (1) 十二五要求突出电源结构调整，预计煤电比重从目前的 76% 下降到 2015 年的 68%；(2) 十二五要求淘汰落后产能，预计十二五期间每年将淘汰火电落后产能 2%-3%                                 |
| 钢铁 | 分别淘汰落后的炼铁能力 11700 万吨、炼钢能力 6900 万吨  | 十二五计划每年淘汰落后产能 6%-8%                                                                                                       |
| 建材 | 淘汰落后水泥产能 3.3 亿吨，淘汰落后玻璃产能 3340 万重量箱 | 十二五降低能耗主要指向水泥子行业，计划到“十二五”末，全国水泥生产平均可比熟料综合能耗小于 114 千克标准煤/吨，水泥综合能耗小于 93 千克标准煤/吨；吨熟料综合能耗小于 114Kg，大致是 5000t/d 规模熟料线正常运作时的煤耗水平 |

|    |                                                                     |                              |
|----|---------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 化工 | 淘汰电石产能约 400 万吨，乙烯装置平均综合能耗由 2005 年的 698 千克标油/吨下降到 2010 年的 628 千克标油/吨 | 十二五要求通过技改和节能减排使煤制合成氨能耗下降 17% |
|----|---------------------------------------------------------------------|------------------------------|

资料来源：国家统计局

在经济结构转型的大背景下，固定资产投资仍旧保持高速增长。煤炭行业在整合兼并的趋势下，仍有大规模的改扩建在建以及拟建矿，煤炭行业固定资产投资仍将保持一定规模。

表 26：煤炭行业固定资产投资

| 项目             | 2003 | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 煤炭行业固定资产投资(亿元) | 436  | 690   | 11623 | 1459  | 1805  | 2399  | 3021  | 3653  |
| 投资增速           | 52%  | 58%   | 68%   | 25%   | 24%   | 33%   | 26%   | 21%   |
| 固定资产交付使用率      | 62%  | 43%   | 45%   | 48%   | 55%   | 50%   | 58%   | 55%   |
| 新增煤炭产能(万吨)     | 7443 | 15441 | 18377 | 22648 | 26984 | 23059 | 32006 | 36201 |
| 吨煤投资(元/吨)      | 363  | 193   | 282   | 309   | 368   | 519   | 555   | 555   |

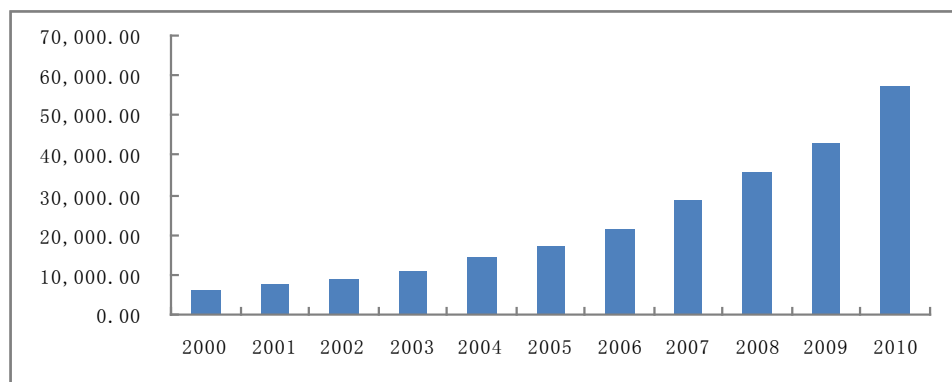
资料来源：国家统计局

### 城镇化进程的推进和保障性住房的投入可以给煤炭需求提供持续支撑

扩大内需的关键是增加城镇居民收入和提高农村居民消费能力。“工业化创造供给，城市化创造需求”，中国“城镇化”进程的加快，必将拉动包括煤炭在内的能源需求的持续增长。城镇化对基础设施建设的需求将对钢铁、水泥等建材行业形成持续支撑。

《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》明确提出：2011 年中国计划建设保障性安居工程任务 1000 万套，相比 2010 年新增 420 万套。可见，在国家大力建设保障性住房政策的推动下，房地产固定投资增速难以明显压缩，预计在能源结构不会有太大调整的情况下，对煤炭的需求将依然强劲。

图 10：中国房地产固定资产投资情况（单位：亿元）

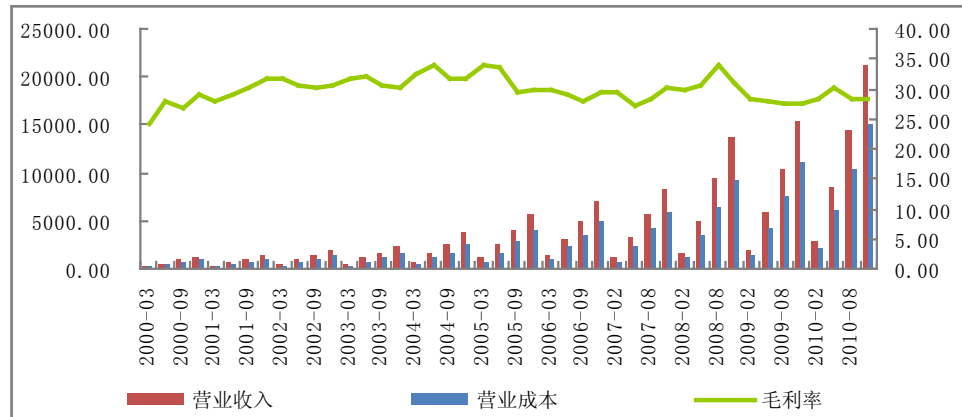


资料来源：国家统计局

## 2、2011 年煤炭价格的高位运行使得煤炭企业短期盈利情况能够保持

近年来电力、冶金、化工和建材四个行业的产量保持了较快的增长速度，带动了煤炭消费的高速增长，煤炭企业的盈利能力也不断增强。稳健的经营和销售模式保障了煤炭企业经营现金流的稳定。

图 11：煤炭行业收入与成本变动（单位：亿元）



资料来源：WIND

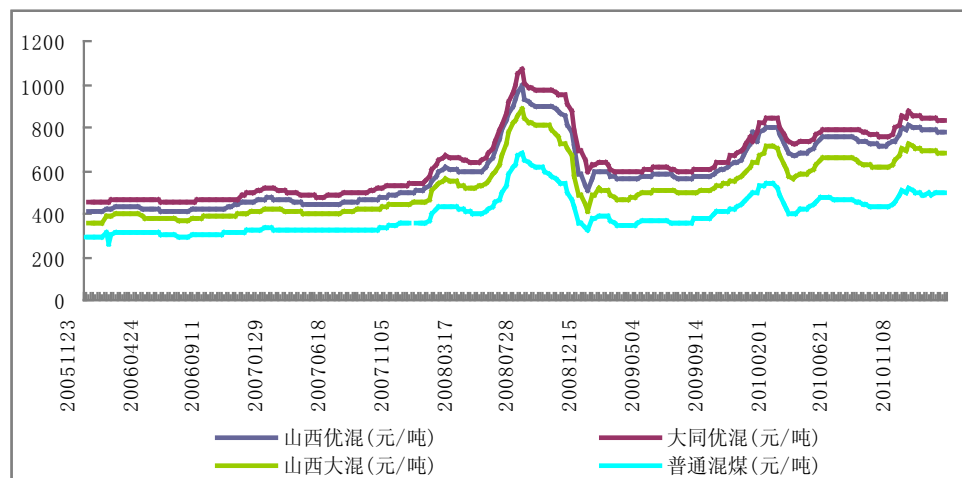
煤炭行业投资的快速增长已经引起了行业基本生产资料价格的上涨，我们预计未来各种成本的增加将继续压缩行业的毛利空间。短期而言，中国煤炭需求的持续增加，以及政府通过关闭小煤矿对行业竞争环境的改善，有助于缓解资本支出增加和成本上升所带来的经营压力。

#### 煤炭的不可再生性以及运输成本的上升使得煤炭价格高位运行

煤炭自身所具有的不可再生的资源属性，决定了其价格将持续上涨。目前不论是全球还是中国，预测的煤炭储量虽然丰富，但由于很多地方以现有技术都难以合理利用，可采储量相对较少，而煤炭的形成则需要经过几千万年甚至上亿年，一旦开采完毕，便不能再生。煤炭的这种不可再生的资源属性，以及有限的开采储量，决定了其价格在未来还将继续上涨。

由于中国煤炭生产与消费在地域上严重失衡，煤炭生产重心西移将继续给整个煤炭市场带来影响。一方面表现在，运距增大将增加煤炭运输成本，从而抬高煤炭市场整体价格，在原油价格不断上扬的情况下，运输成本的增加或将对煤炭价格上涨起到较大推动作用；另一方面，在运距扩大的同时，西部多数地区铁路、公路运输瓶颈依然存在，这导致西部地区新增煤炭产量不一定都能转变为有效供给。

图 12：各种煤炭价格走势

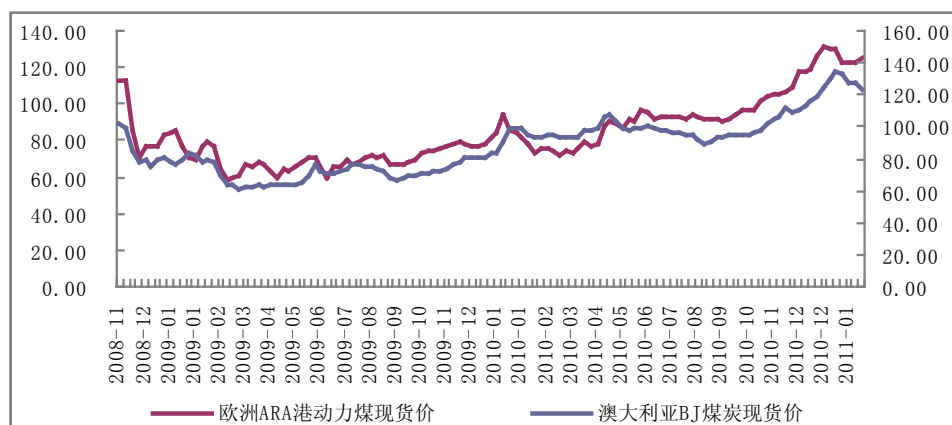


资料来源：WIND

### 国际煤价的上涨有助给予中国煤价高位运行形成支撑

为应对金融危机，主要发达经济体宽松的货币政策引发了国际市场大宗商品价格上涨，给国内煤价增加输入性的上涨压力。且随着世界经济继续复苏，国际市场煤炭需求有望进一步恢复。2010年末主要煤炭出口国澳大利亚的核心煤炭产区昆士兰州遭遇历史罕见洪涝灾害，正常煤炭生产受到较大影响，中短期国际市场煤炭价格势必上涨。

图 13：近年来国际煤炭价格走势



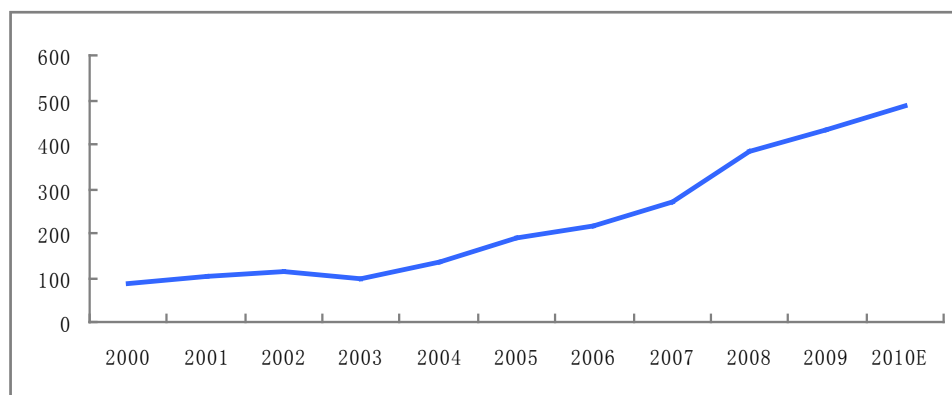
资料来源：WIND

### 相关政策将陆续推出，煤炭企业面临成本上升压力，但资源优势使得煤炭企业具有较强话语权，行业整体盈利水平仍将保持

在加快低碳社会的建设以及煤炭的可持续健康发展的推动下，煤炭企业面临劳动力成本增加、兼并重组、资源整合、资源税征收变革、安全生产环境优化、矿区可持续发展等因素影响，煤炭企业生产成本面临进一步提高的同时也将为煤炭价格适度上扬提供支撑。

2006年以来，为保护煤炭资源合理开采、保障生产安全和提高资源利用效率，政府出台了一系列行业政策来提高准入门槛，增加煤炭资源的使用成本，煤炭行业进入了弥补历史欠账时期，煤炭企业生产成本逐年增加。2009年，煤炭增值税由原来的13%恢复到17%，进一步增加了煤炭企业经营成本。

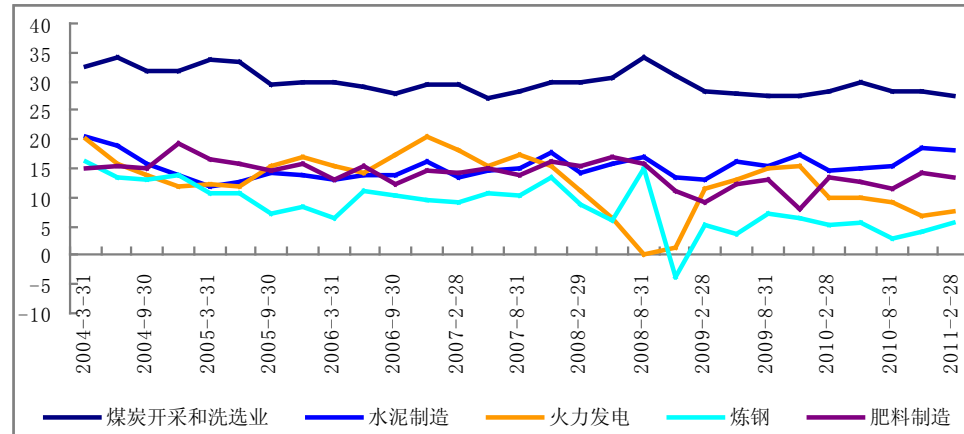
图 14：吨煤成本变化情况（单位：元/吨）



资料来源：WIND

煤炭行业处于产业链最前端，虽然也具有较强的经济周期性，但敏感度不如下游低端行业，存在周期滞后性。上游供给对下游需求反应的“时差”，是煤炭行业调整周期滞后性的原因。作为资源开发性产业，煤炭行业具有较强话语权，因而其毛利率及收益水平远高于钢铁、水泥、火电等下游行业。

图 15：煤炭与下游企业毛利率变动



资料来源：WIND

### 3、“市场煤、计划电”依然困扰煤炭企业

“十二五规划”建议提出要深化资源性产品价格和要素的市场改革，理顺煤、电、油、气、水、矿产等资源类产品价格关系，完善重要商品、服务、要素价格形成机制。煤电被列在能源价改的前两类，理顺煤电价格存在强烈的预期。

#### 电煤价格市场化仍将继续推进

煤炭作为重要的生产资料，随着中国市场经济体制改革的不断深入，煤炭市场化改革不断推进，煤炭的订货方式不论在形式上还是在内容方面，也都发生了重大的变革。

尽管中国政府在国家宏观调控指导下，以促进市场主体平等竞争、完善煤炭价格市场形成机制为重点，企业自主衔接资源、协商定价的煤炭订货新机制得以基本确立。但鉴于电力体制改革进程的滞后，中短期内政府仍会对煤电价格施加影响，但长期来看，煤电价格市场化仍将继续推进。

表 27：煤炭订货方式

| 时间            | 方式                                                                                                                                                                   |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1999 年—2006 年 | 中国煤炭运销协会参与组织和承办了太原、西安、烟台、厦门、长沙、福州、秦皇岛、济南等地的年度全国煤炭订货会。                                                                                                                |
| 2007 年—2009 年 | 2007 年，国家停止了延续了 50 多年的由政府部门集中组织召开的全国煤炭订货会，煤炭产运需衔接工作采取了一种新的方式，即国家召开全国煤炭产运需衔接视频会议，公布有关政策和要求，供需企业自行订货，中国煤炭运销协会负责汇总订货结果。2007 年至 2009 年，协会先后组织在广西桂林、河北香河和福建福州召开了订货合同汇总会议。 |
| 2010 年        | 国家煤炭产运需衔接方式进一步改革，在国家宏观调控指导下，煤炭供需企业自行组织煤炭订货，之后将完成订货的合同在中国煤炭运销协会的网站上进行录入，并由协会将订货结果进行汇总。                                                                                |

资料来源：中国煤炭协会

为了推进电价改革，发改委已起草了《关于加快推进电价改革的若干意见（征求意见稿）》，目前正在征求各方面意见。电力改革会具体涉及政府定价、继续推进直购电试点、逐步实现竞价上网、开展输配电价改革试点、调整水电电价、理清非石化能源价格体系、推进销售电价改革等多个方面。但在现行环境下目标的实现是需要分阶段来完成的。

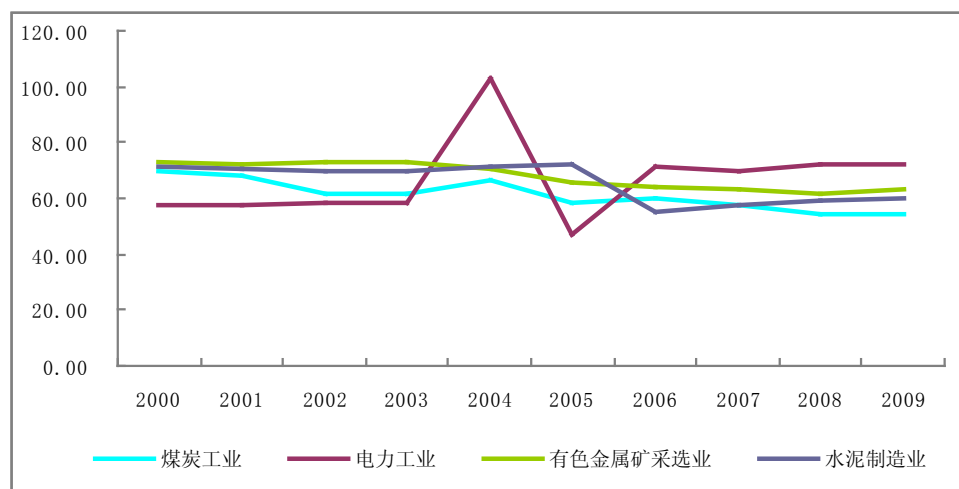
电力体制改革进程是影响行业外部不确定性的关键因素。由于电力行业改革是一个涉及到多方利益协调和建立全新体制的问题，不仅需要制度的改革还需要技术以及监管水平的提升，也需要一个较长的过程和建设时期。同时受电网输、配资产部分等因素影响，中国输配电价实际上有电网部门自行核算确定，导致输配价格透明度低，无法建立有效的传导机制。目前中国电力体制改革仍然缺乏改革的具体实施计划和详尽的具体操作性意见，改革需要平衡各方面的利益从而导致推进是渐进式的。

煤电的矛盾是中国煤炭行业自市场化改革以来一直都存在的问题，由于中国煤炭行业的市场化改革并不彻底，目前煤炭行业实际上实行的是“双轨制”，一部分煤炭走市场的途径销售，而另外一部分煤炭则是以合同煤的形式销售。合同煤虽然也是由煤电企业双方协商确定，但是合同煤的价格却大大低于市场煤价格，主要还是行政干预的因素在里面。而追究其中的根本原因，则是因为在煤炭市场化改革过程中，电力行业并没有同步推行市场化改革。在电力改革不确定因素影响下，我们认为 2011 年“市场煤、计划电”现象仍将存在。

#### 4、稳定的经营现金净流入以及充裕的货币资金使煤炭企业具有较强的债务偿还能力

煤炭行业在资源收购、延伸产业链、收购项目技术改造等方面，存在大量资金需求。近年来多家煤炭企业通过银行借款，发行债券来补充流动资金。受行业盈利状况改善的影响，主要煤炭企业的在建项目有所增加，预计未来中国煤炭行业的资本支出仍将保持较快的增长。但煤炭行业现有负债水平相对较低，相对于下游行业，煤炭企业未来仍有较大的融资空间。

图 16：煤炭及下游企业财务杠杆变动趋势



资料来源：WIND

煤炭行业稳健的经营和销售模式保障了煤炭企业货币资金充裕、经营现金流的稳定。近两年来煤炭价格总体上升，行业盈利情况良好，为债务偿还提供了保障。从煤炭市场公开信息可以看到，2010 年末大多数企业的货币资金余额超过了上年，经营性现金净流入余额仍保持了较好规模，企业净利润更是较上年同期大幅提升。良好的盈余积累以及经营性现金的稳定流入使煤炭企业具备了很强的抗风险能力。



表 28：煤炭企业货币资金、经营性现金流以及盈利情况（单位：亿元）

| 企业名称 | 货币资金   |        |        | 经营活动现金净流入 |        |        | 净利润    |        |        |
|------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 2010   | 2009   | 2008   | 2010      | 2009   | 2008   | 2010   | 2009   | 2008   |
| 云煤化  | 45.72  | 41.22  | 31.92  | 6.53      | 14.10  | 15.89  | 1.94   | 0.84   | 1.11   |
| 郑煤集团 | 51.52  | 46.61  | 24.01  | 26.30     | 18.07  | 12.51  | 3.92   | 1.41   | 4.60   |
| 开滦股份 | 26.15  | 19.95  | 26.70  | 12.20     | 2.20   | 16.33  | 8.76   | 8.60   | 8.58   |
| 豫煤化  | 126.76 | 199.19 | 76.01  | 94.88     | 76.68  | 67.30  | 52.72  | 38.48  | 37.58  |
| 皖北集团 | 43.26  | 25.83  | 15.93  | 17.20     | 25.57  | 16.92  | 5.20   | 4.52   | 4.86   |
| 福建能源 | 21.31  | 14.04  | 11.23  | 17.56     | 13.23  | 10.64  | 4.45   | 2.10   | 2.32   |
| 同煤集团 | 207.80 | 177.41 | 130.98 | 20.13     | 63.38  | 69.34  | 17.88  | 4.78   | 12.94  |
| 华电煤业 | 18.61  | 14.97  | 3.74   | 0.36      | -0.55  | 2.64   | 4.20   | 2.15   | 2.80   |
| 淮北矿业 | 58.41  | 47.81  | 24.26  | 9.01      | 19.63  | 32.54  | 4.13   | 0.17   | 18.55  |
| 淮南矿业 | 67.71  | 63.04  | 51.15  | 117.48    | 104.60 | 67.93  | 11.56  | 7.10   | 6.91   |
| 国阳新能 | 58.82  | 39.40  | 22.27  | 42.84     | 47.41  | 35.95  | 24.94  | 18.69  | 15.16  |
| 晋煤集团 | 86.49  | 145.19 | 101.74 | 21.96     | 77.68  | 75.23  | 11.92  | 32.71  | 30.32  |
| 兰花实业 | 31.56  | 18.58  | 15.56  | 17.39     | 10.34  | 17.50  | 15.74  | 12.37  | 15.05  |
| 西山煤电 | 66.80  | 54.59  | 30.56  | 33.63     | 30.55  | 31.28  | 27.94  | 22.96  | 29.85  |
| 煤气化  | 11.30  | 10.30  | 6.18   | 1.01      | 8.05   | 7.30   | 3.16   | 4.22   | 7.09   |
| 陕煤化  | 272.41 | 242.06 | 145.91 | 139.78    | 105.64 | 29.50  | 86.82  | 18.53  | 15.50  |
| 兖矿集团 | 172.57 | 168.99 | 128.10 | 60.98     | 55.10  | 70.24  | 66.15  | 35.57  | 42.43  |
| 神华宁煤 | 30.65  | 32.61  | 51.26  | 55.38     | 51.61  | 49.46  | 46.61  | 21.59  | 13.00  |
| 神华集团 | 991.46 | 966.59 | 883.68 | 636.41    | 619.30 | 519.19 | 468.59 | 364.53 | 315.88 |
| 爱使股份 | 4.56   | 4.47   | 4.87   | 5.35      | -0.30  | 2.52   | 0.68   | 0.62   | 1.40   |
| 永煤控股 | 145.17 | 116.21 | 51.42  | 80.19     | 51.23  | 55.26  | 59.90  | 34.82  | 38.50  |
| 潞安矿业 | 107.85 | 88.83  | 51.18  | 29.99     | 53.54  | 44.02  | 28.18  | 22.90  | 30.24  |
| 冀中能源 | 94.74  | 83.92  | 45.88  | 3.62      | 32.53  | 25.84  | 29.44  | 12.95  | 17.81  |
| 丰源股份 | 7.33   | 5.69   | 6.95   | 5.45      | 5.65   | 6.02   | 4.11   | 3.69   | 5.12   |
| 平均值  | 114.54 | 109.48 | 80.90  | 60.65     | 61.89  | 53.39  | 41.21  | 28.18  | 28.23  |

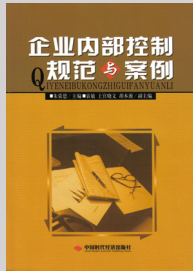
资料来源：WIND

附录：截至 2011 年一季度末煤炭行业部分企业主要财务数据指标

| 序号 | 企业名称               | 最新主体级别 | 总资产(亿元) | 利润总额(亿元) | 营业总收入(亿元) | 资产负债率(%) | 流动比率(%) | 经营性现金净流入/总负债(%) | 应收账款周转率(%) | 存货周转率(%) | 销售净利率(%) |
|----|--------------------|--------|---------|----------|-----------|----------|---------|-----------------|------------|----------|----------|
| 1  | 郑州煤炭工业(集团)有限责任公司   | AA     | 248.15  | 7.98     | 203.24    | 69.49    | 0.89    | 0.15            | 58.90      | 8.64     | 20.25    |
| 2  | 神华集团有限责任公司         | AAA    | 5509.27 | 585.25   | 2196.34   | 38.44    | 1.63    | 0.30            | 19.55      | 7.56     | 39.42    |
| 3  | 兖矿集团有限公司           | AAA    | 1172.76 | 98.85    | 588.75    | 69.93    | 1.61    | 0.07            | 52.39      | 6.46     | 29.41    |
| 4  | 冀中能源峰峰集团有限公司       | AA     | 255.88  | 12.40    | 656.13    | 70.89    | 1.07    | 0.04            | 26.75      | 84.41    | 4.02     |
| 5  | 北京京煤集团有限责任公司       | AA     | 247.76  | 6.33     | 116.72    | 60.99    | -       | 0.01            | 91.33      | 2.80     | 25.01    |
| 6  | 徐州矿务集团有限公司         | AA     | 302.45  | 8.04     | 198.47    | 66.99    | 0.86    | 0.11            | 16.74      | 7.42     | 25.43    |
| 7  | 山西潞安矿业(集团)有限责任公司   | AAA    | 818.85  | 41.52    | 707.07    | 73.04    | 1.28    | 0.05            | 41.36      | 16.44    | 17.14    |
| 8  | 中国平煤神马能源化工集团有限责任公司 | AAA    | 804.47  | 20.12    | 944.53    | 66.30    | 0.93    | 0.03            | 37.73      | 15.75    | 10.27    |
| 9  | 开滦能源化工股份有限公司       | AA+    | 160.53  | 11.44    | 151.54    | 55.57    | 1.00    | 0.14            | 65.83      | 12.67    | 15.93    |
| 10 | 北京昊华能源股份有限公司       | AA     | 88.38   | 11.75    | 40.47     | 25.25    | 1.60    | 0.38            | 26.09      | 9.34     | 50.85    |
| 11 | 青海庆华矿冶煤化集团有限公司     | A+     | 99.69   | 10.37    | 41.14     | 66.94    | 0.81    | 0.13            | 4.75       | 4.70     | 39.22    |
| 12 | 山西煤炭运销集团有限公司       | AAA    | 886.07  | 49.27    | 1158.81   | 72.97    | 2.16    | 0.04            | 18.71      | 29.36    | 11.98    |
| 13 | 冀中能源股份有限公司         | AA+    | 252.29  | 33.21    | 302.89    | 50.57    | 0.86    | 0.27            | 19.55      | 21.67    | 25.62    |
| 14 | 山西国阳新能股份有限公司       | AA+    | 222.58  | 33.21    | 279.41    | 54.98    | 1.21    | 0.35            | 28.55      | 28.84    | 20.22    |
| 15 | 山西西山煤电股份有限公司       | AA+    | 289.53  | 38.37    | 169.42    | 51.33    | 1.68    | 0.23            | 34.16      | 17.25    | 43.41    |
| 16 | 太原煤气化股份有限公司        | AA     | 66.72   | 4.49     | 35.23     | 43.98    | 1.48    | 0.03            | 11.29      | 6.21     | 29.03    |
| 17 | 兖矿集团有限公司           | AAA    | 1172.76 | 98.85    | 588.75    | 69.93    | 1.61    | 0.07            | 52.39      | 6.46     | 29.41    |

资料来源：WIND，新世纪评级整理

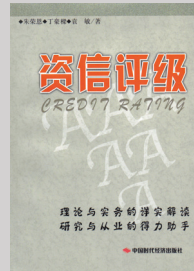
## 书籍系列



企业内部控制  
规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级  
词汇手册



信用评级基础知识

## 期刊系列



研究报告



专刊



季刊



年刊

## 报告系列



中国宏观经济  
分析与展望



中国煤炭行业  
信用分析报告



中国汽车行业  
信用分析报告



中国电力行业  
信用分析报告



中国银行业  
信用分析报告



中国房地产行业  
信用分析报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>