

证券研究报告 2016年02月25日

# 筑底迎改革

## 煤炭行业供给侧改革专题

行业评级：增持

姓名：史江辉  
邮箱：shijianghui@gtjas.com  
电话：0755-23976523  
证书编号：S0880514030005

姓名：王永彬  
邮箱：wangyongbin@gtjas.com  
电话：0755-23976032  
证书编号：S0880115010070

## 1、盈利篇：核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损已成常态

- 2015年焦煤与动力煤分别下跌27%和46%，价格水平已跌至2004年的绝对水平
- 低煤价现状下，90%以上煤企已发生亏损，60%上市煤企发布业绩预亏公告

## 2、供需篇：供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

- 产能过剩始于2010年，4万亿刺激延迟产能出清，政策效应退潮后终端需求疲软，新增耗煤下降明显
- 不利环境压制产能释放，超10亿吨在建产能等待供给时机，后续供给端恶化将是压制煤价反弹的核心

## 3、政策篇：供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍

- 国家两大领导确立供给侧改革重要地位，八部委联合支持煤炭、钢铁过剩产能出清
- 就业与债务问题曾是制约减产的障碍，专项资金与金融支持配套将扫清产能收缩障碍

## 4、效用篇：前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或可期

- 根据测算：去冗员将减少上市煤企费用188亿，占15年营收4.9%；债务减轻节约财务开支40亿，占营收1%
- 中后期煤价反弹可撬动毛利率恢复（15Q3扣除神华后上市煤企毛利率仅为18.8%，较2010年低11.2pp）

## 5、投资篇：龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型

- 地方龙头：政策倾斜有助于冗员和财务压力减轻-西山煤电、神火股份、盘江股份
- 行业龙头：兼并收购主体，享受市占率提升-中国神华
- 转型主题：金融支持供给侧改革，大力发展供应链金融-瑞茂通

01

**核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损成常态**

02

供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

03

供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍

04

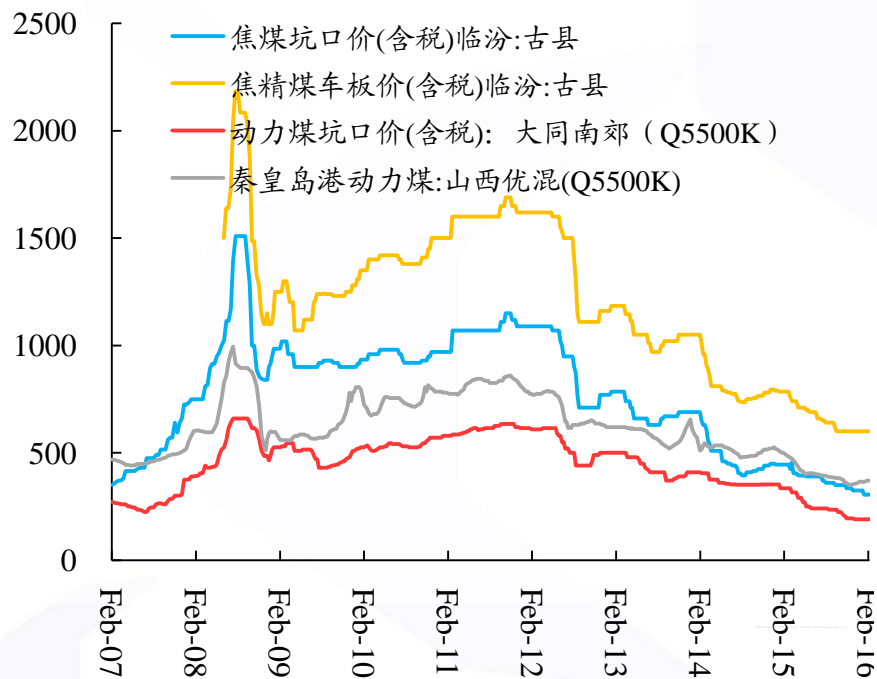
前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或期待

05

龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型

◆ 2015年焦煤与动力煤同降27%和46%，跌幅较大

◆ 2016年煤价水平仅与2004年一致（不考虑通胀）



资料来源：wind、国泰君安证券研究

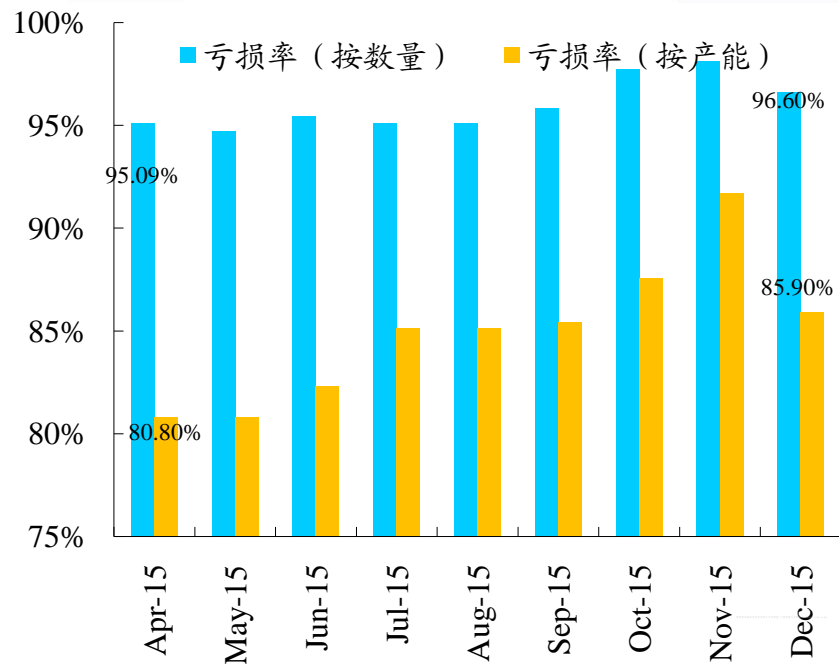
表 1：受困于经济疲软，15年煤价加速下跌

年份	焦煤坑口(含税) 临汾:古县	动力煤坑口(含 税): 大同南郊 (Q5500K)	秦皇岛港动力 煤:山西优混 (Q5500K)
	均价 (元/吨)		
2007	492	268	468
2008	1020	525	725
2009	927	489	604
2010	950	535	746
2011	1069	608	819
2012	934	542	703
2013	693	439	591
2014	486	366	517
2015	380	255	410
2016	312	190	367
	期间涨跌幅		
2007	107.1%	38.9%	10.9%
2008	24.5%	29.3%	8.1%
2009	-5.3%	-1.0%	31.4%
2010	7.8%	10.7%	-2.5%
2011	12.4%	7.9%	2.6%
2012	-29.4%	-18.7%	-22.5%
2013	-10.4%	-18.0%	5.7%
2014	-35.5%	-14.0%	-15.5%
2015	-27.0%	-46.1%	-29.2%
2016	-6.2%	0.0%	1.1%

◆ 随着火电、供暖等季节性需求来临，动力煤价短期有所支持，但产能亏损面依然高达86%

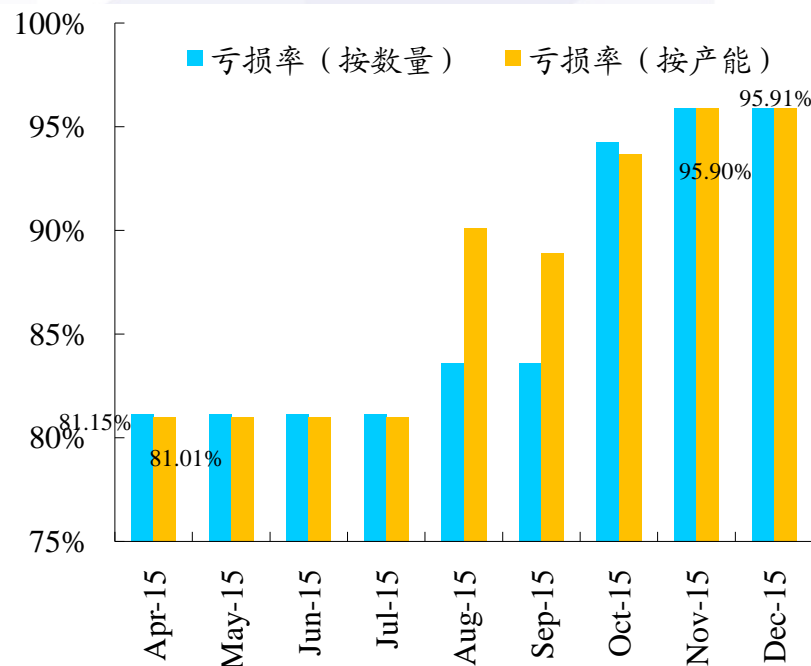
◆ 受限于地产投资增速放缓，钢铁锅炉开工率不足，炼焦煤价难言支持，产能亏损面达96%

图 2：神木地区动力煤产能亏损率达86%



资料来源：中国煤炭资源网、国泰君安证券研究

图 3：唐山地区炼焦煤产能亏损率达96%



# 1.3 盈利篇：上市煤企业绩预警，应验节流难抵行业严冬

图 4：15年Q3上市煤企超过72%单季已发生亏损

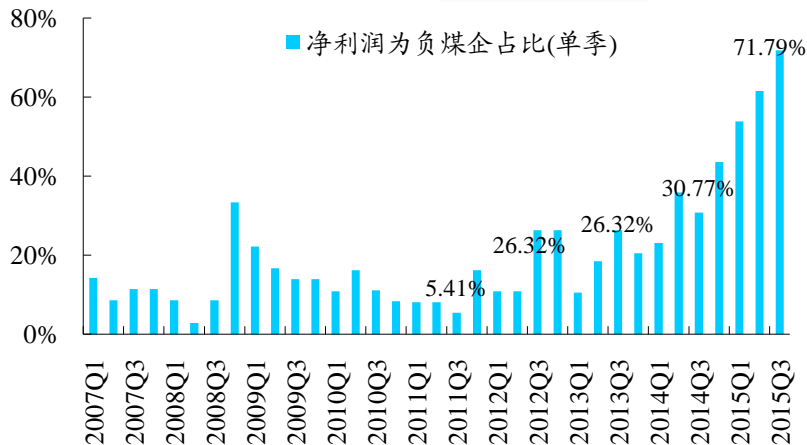
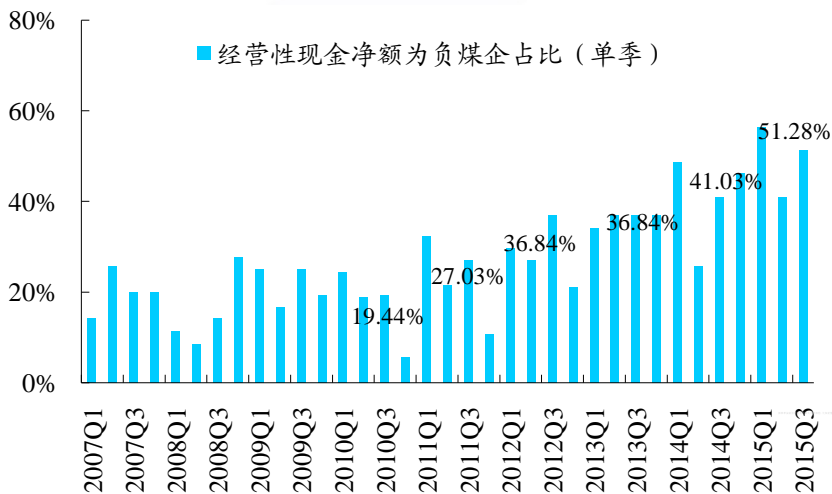
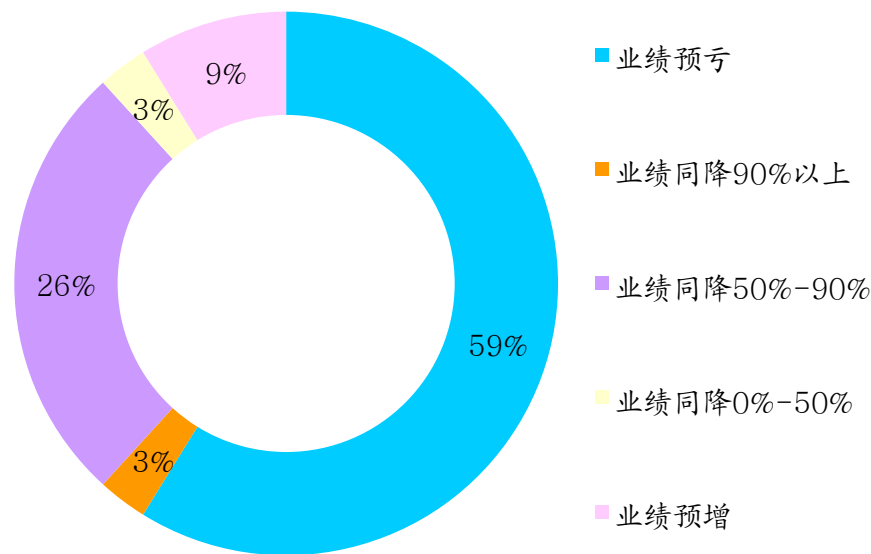


图 5：15年Q3上市煤企超过51%单季经营现金为负



- ◆ 截止2015Q3，72%的上市煤企单季净利润为负，51%的企业单季经营性现金净额为负，煤价已跌破很多煤企现金成本
- ◆ 34家发布年度业绩预告的煤企，超过59%企业全年亏损，97%企业业绩大幅下滑

图 6：34家业绩预告煤企中97%业绩预减，59%预亏



资料来源：wind、国泰君安证券研究

01

核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损成常态

02

供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

03

供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍

04

前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或期待

05

龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型

## 2.1 供需篇：供需端失衡是导致煤价下跌的主要原因

- ◆ 2012年后，4万亿政策刺激效用减退，煤炭产能过剩现象开始显现
- ◆ 煤炭销量/产量数值从2012年的0.9开始下滑至2015年的最低值0.8，产能过剩越发严重

图 7：10年煤炭产能过剩，宏观刺激后拖累产能出清

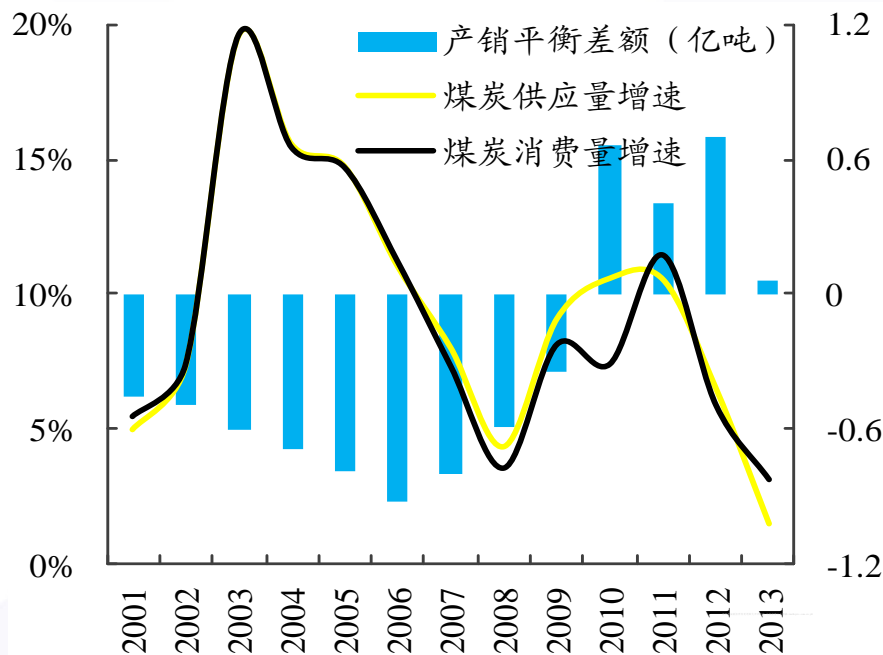
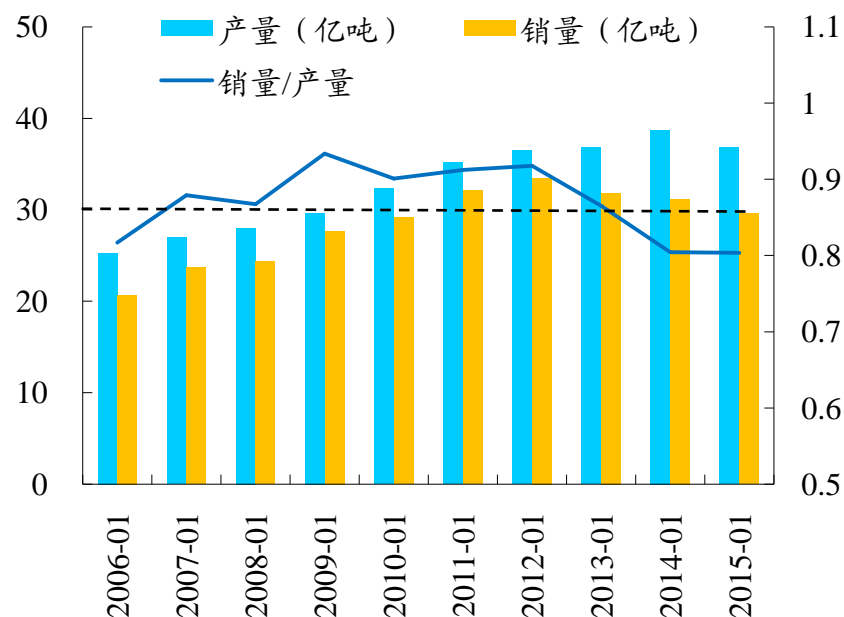


图 8：销量/产量值在12年后快速下滑，15年创新低

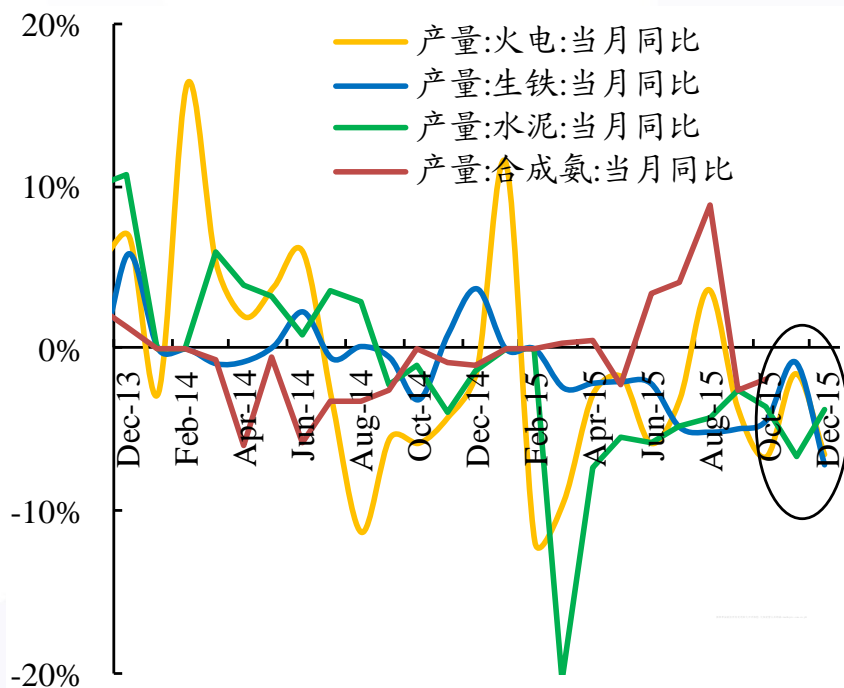


资料来源：wind、煤炭运销协会、国家煤矿安监局、国泰君安证券研究



- ◆ 下游四大行业，火电、钢铁、水泥等耗煤主体产量增速放缓，未形成新增需求
- ◆ 三、四线城市地产销售困难，拖累地产投资与新开工，占比9%耗煤房地产尚未启动

图 9：四大耗煤行业产量增速纷纷回落



资料来源：wind、国泰君安证券研究

图 10：地产投资增速下滑致使煤炭终端需求下降

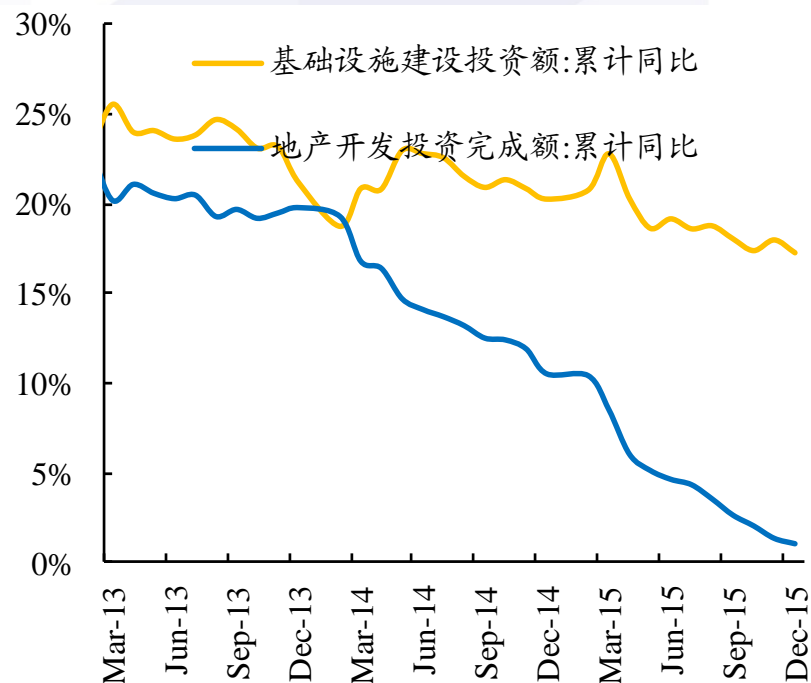


表 2：正常情况下，潜在煤炭产能或将在2015/16年前后密集投放（万吨）

年份	建设规模	本年施工规模	本年新开工	本年新增	当年产量	实际新增产量	年末在建规模
2004	59331	43625	26955	11608	212300	28800	58972
2005	85001	75656	41029	18377	235000	22700	98308
2006	110709	95265	39402	22648	252900	17900	112019
2007	136745	109746	43304	26984	269200	16300	126066
2008	102845	89493	33978	23059	280200	11000	100412
2009	119584	101008	48249	32006	296477	16277	117251
2010	179019	137744	57410	38706	323500	27023	156448
2011	170473	131377	60740	41281	352000	28500	150836
2012	202423	151118	65209	39852	365000	13000	176475
2013	184376	140354	44238	39915	368000	3000	144677
2014	161485	104523	34766	29545	387400	19400	109743
2015E					371900	-15490	

资料来源：国家统计局、国泰君安证券研究

## 1

## 产能释放周期3-5年

- 煤矿一般建设周期3-5年，平均4年左右，从历史新建和新增产能关系来看，也符合4年的建设周期
- 由于老旧产能的淘汰，新投产能一般小于新开工产能

## 2

## 潜在产能超10亿吨，煤价向上面临压力

- 正常情况下，2012年开工产能将于2016年前后投产，但是现行价格条件下，新投放产能无法盈利，因此产能无法正常释放，形成潜在产能。截止14年底，潜在产能超10亿吨。
- 倘如这些潜在产能得不到解决，煤价持续向上将面临压力，行业全亏损局面难以得到解决

01

核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损成常态

02

供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

03

**供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍**

04

前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或期待

05

龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型

## 3.1 政策篇：供给侧掀起改革风，壮士断腕去产能

◆ 高层重视：国家两大领导多次谈及2016年经济工作以供给侧改革为中心

◆ 多部委支持：国务院、一行三会、发改委、财政部、工信部等发文支持



资料来源：国务院、发改委、财政部、国泰君安证券研究

### 核心问题

#### 工作目标

- 从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量

#### 具体措施

- **严控新增产能**：3年内原则上停止审批新建煤矿，需新建的实行减量置换
- **落后产能淘汰**：对安全、质量、规模、盈利不达标的产能争取1-3年淘汰
- **鼓励兼并重组**：利用3年，力争单一煤炭企业生产规模达300万吨/年以上
- **走煤电一体化**：引导大型火电企业与煤炭企业之间参股，并给予奖励
- **严控超能生产**：按全年作业时间不超过276个工作日重新确定煤矿产能

#### 职工安置

- **安置方式**：调整工时、内部退养、终止劳务合同、培训转岗等
- **中央补贴**：专项资金将对地方化解煤炭过剩产能中人员分流安置给予奖补

#### 金融支持

- **债务处理**：落实金融机构呆账核销的财税政策，支持银行向金融资产管理公司打包转让不良资产，提高不良资产处置效率
- **并购资金**：支持社会资本参与企业并购重组，鼓励保险资金等长期资金参与企业并购重组，拓展并购资金来源

资料来源：《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、国泰君安证券研究

01

核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损成常态

02

供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

03

供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍

04

**前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或期待**

05

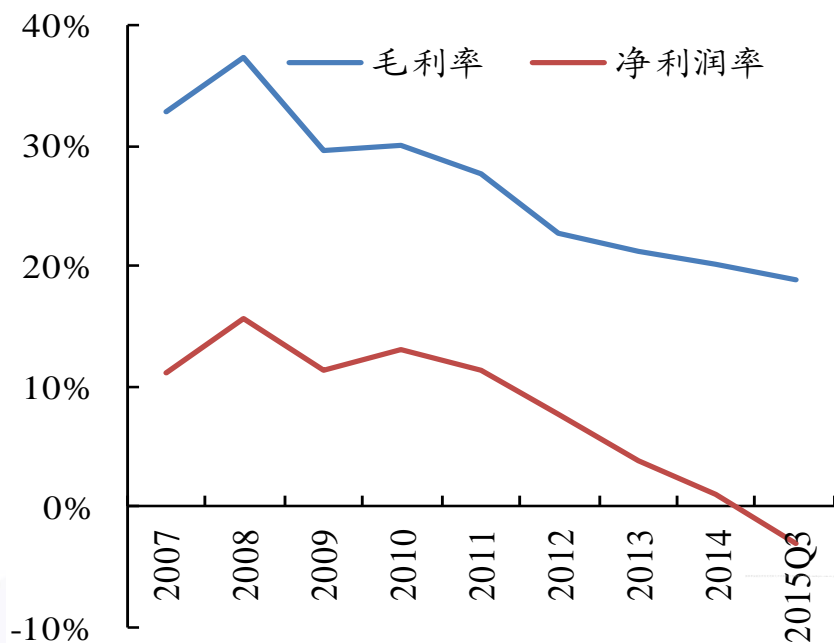
龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型

## 4.1 • 效用篇：改革化解盈利障碍，业绩弹性逐一体现

◆ 三大因素制约煤企盈利：低煤价、多冗员、高负债（2015Q3净利润率仅为-3.12%）

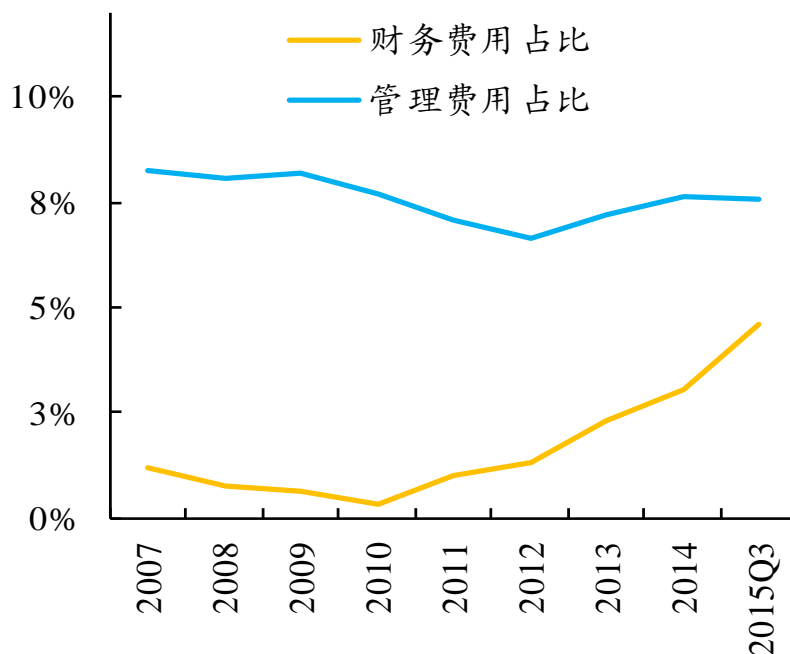
◆ 政策落实彰显业绩弹性：安置分流解决冗员问题，金融支持降低财务成本（节流增利）

图 11：低煤价压低毛利致使2015年Q3整体业绩为负



资料来源：wind、国泰君安证券研究（财务数据扣除中国神华）

图 12：多冗员、高负债使得煤企费用占比提升



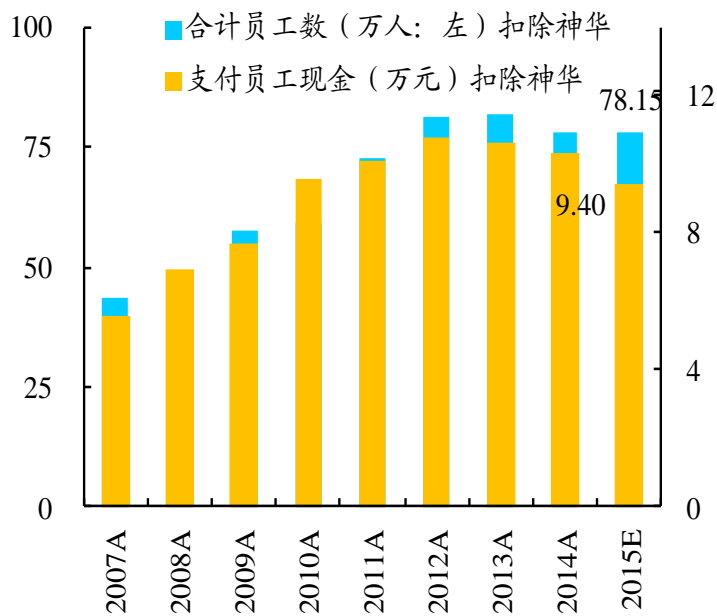


◆ 减产与人员分流并进：10亿吨减产计划（5亿退出+5亿重组）对应110万人职工安置

◆ 专项资金补贴职工安置：据 2015年各省发电总量与专项资金征收标准，预计中央将出资464亿元/年做好分流工作（每退1吨奖150元，按人均882吨算，每人补贴约13万元）

◆ 冗员出清节约成本开支：以上市煤企（扣除神华）78万人，人均付现9.4万工资计算，分流26%过剩人员可节约188亿元成本费用开支，预计将占15年营收4.93%

图 13：上市煤企员工总数与现金工资数



资料来源：wind、煤炭工业协会、国泰君安证券研究

图 14：2015年正常产能39亿吨，改扩建15亿吨

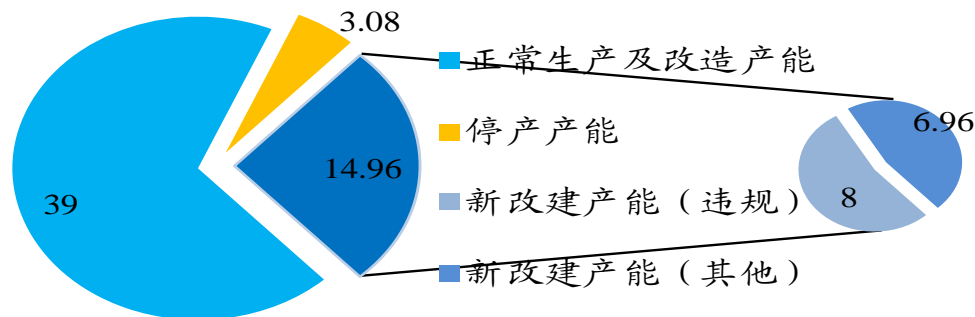


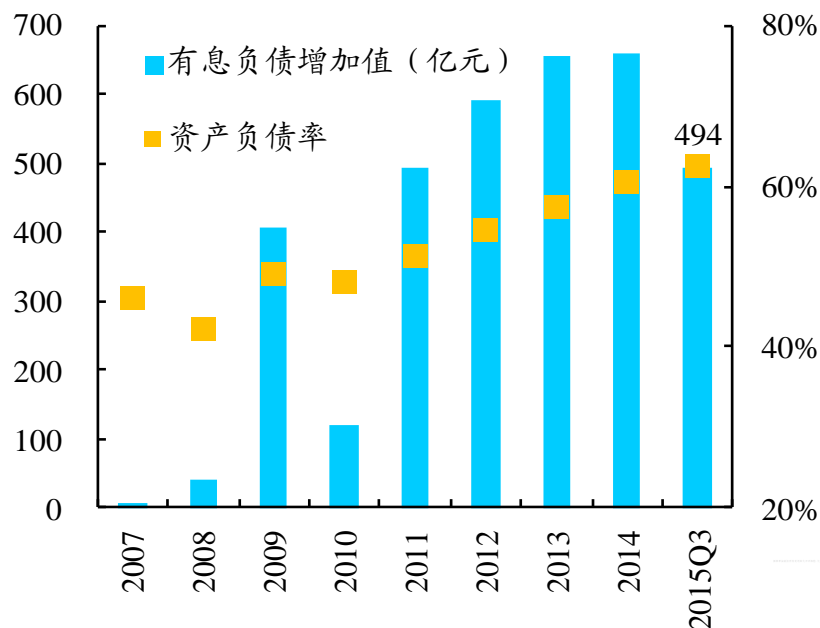
表 3：上市煤企冗员出清，业绩提升计算过程(不含神华)

	正常产能 (亿吨)	煤炭员工数 (万人)	上市煤企员工数 (万人)	支付员工现金 (万元)
2015	39	442.4	78.15	9.4
	计划减产量 (亿吨)	分流总人数 (万人)	分流上市煤企员工数 (万人)	上市煤企费用 结余 (亿元)
预计值	10	113.44	20.04	188.36



- ◆ 过去产能快速扩张使得资本开支和利息大幅度上升
- ◆ 参考98年经验，引入长期资金实施债转股降低利息
- ◆ 以15年财务费用为准，若负债降20%，提升1%净利

图 15：资本开支较大，有息负债逐年上升



资料来源：wind、国泰君安证券研究（财务数据扣除中国神华）

图 16：10年后产能加速扩张，在建工程占比超50%

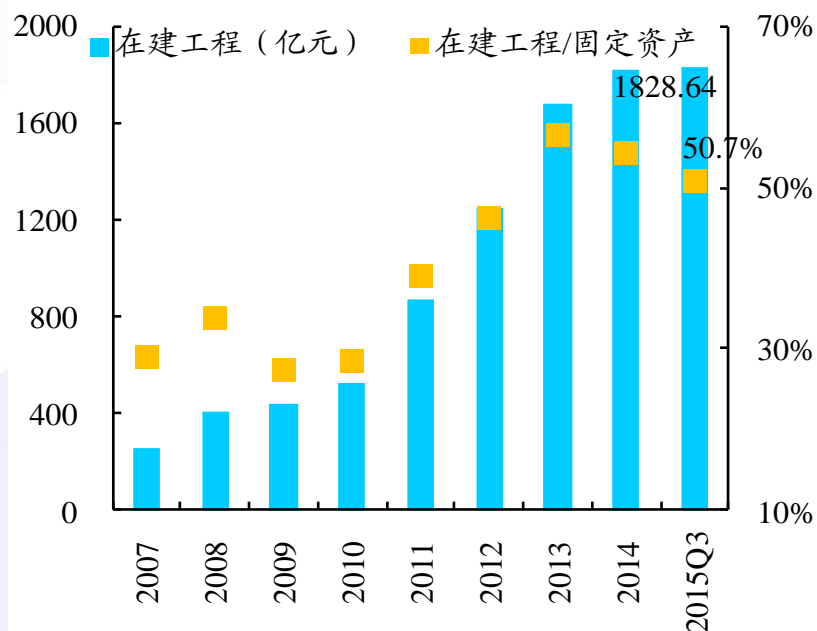


表 4：参考历史经验，可通过债转股或股权融资降低财务费用

	有息负债降低比例				
	0%	5%	10%	15%	20%
预计财务费用（亿元）	186	177	167	158	149
占收入比例	4.86%	4.62%	4.37%	4.13%	3.89%

01

核心变量煤价15年加速下探，煤企大面积亏损成常态

02

供需失衡致使煤价下跌，潜在产能过大煤价依然承压

03

供给侧改革破茧而出，政策配套扫清减产障碍

04

前期成本控制显成效，中后期煤价反弹或期待

05

**龙头受益政策与产业集中，民企机制灵活谋转型**

## 5.1 投资篇：地方龙头煤企有望最大受益供给侧改革

- ◆ 地方龙头：借助政策倾斜，减轻财务与冗员压力，推动行业整合
- ◆ 转型预期：结合98年改革经验，具备向新兴产业转型预期煤企超额收益更加明显

西山  
煤电

- 1、山西煤业冗员较多，焦煤集团在7大集团中地位较高，此前李总理重点考察旗下西山煤电，我们预计公司有望率先获政策支持，出清冗员；
- 2、西山煤电近期积极探索转型，有意向“煤-电-大数据”、众客空间、石墨烯、超重力技术等新兴领域发展。

神火  
股份

- 1、河南省属煤企有望获得省属财政倾斜，受益供给侧改革；
- 2、煤铝双主业经营，股价对煤价和铝价弹性较大；
- 3、与潞安集团卖矿纠纷有望在2016年解决，若进展顺利，公司将获得26亿元本金以及一定额度的违约金，为新兴领域转型并购提供支持。

盘江  
股份

- 1、贵州省30万吨以下小型煤矿较多，盘江股份为省属焦煤龙头，将受益于当地小煤矿出清；
- 2、国改与转型煤层气概念，公司积极推行员工持股和产业一体化转型，拟通过定增方式融资40亿元(员工7208万元)投资煤层气和低热煤发电项目，后续新业务有望增厚公司利润。

表 5：2014年煤炭行业前10名产量

公司名称	产量（万吨）	产量占比
神华集团	47351	12.2%
中煤能源	18304	4.7%
大同煤业	16754	4.3%
山东能源	13926	3.6%
陕西煤业	12712	3.3%
山西焦煤	10700	2.8%
兖矿集团	10212	2.6%
冀中能源	10200	2.6%
河南能源	10116	2.6%
潞安矿业	9018	2.3%
合计	387400	100.0%

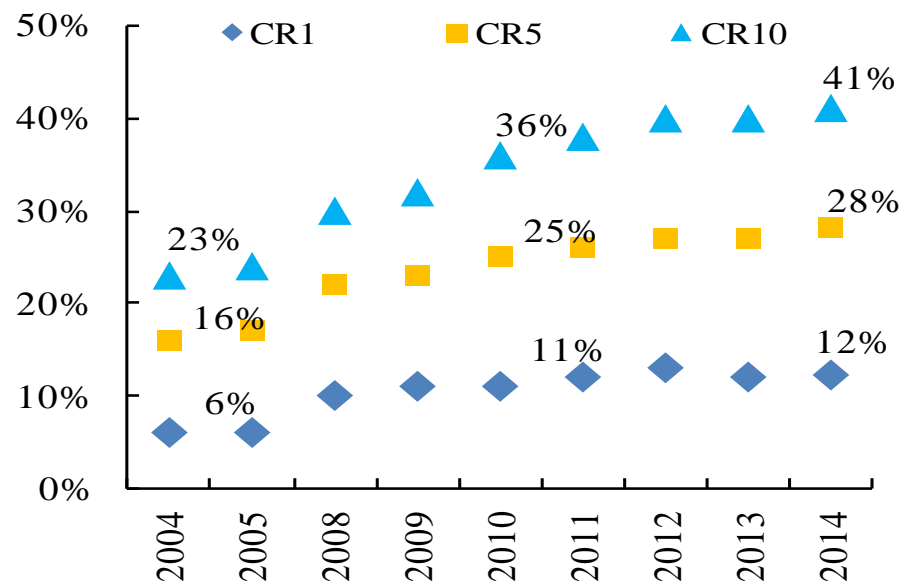
资料来源：中国煤炭资源网、国泰君安证券研究

## 中国神华

产运销一体化经营构建行业最低生产成本，  
具备独特竞争优势；

煤电双主业提供稳定现金流，有助于公司在  
逆市之下加速扩张。

图 17：行业龙头市占率逐步提升之中



### 供应链金融的本质仍是借贷

供应链金融服务是指在供应链环境中，为资金不足的企业提供的融资服务（保理业务，融资租赁等），按照提供服务的主体分类，主要有物流企业主导模式，金融机构服务模式，第三方平台模式及供应商模式等种类。

瑞  
茂  
通

- 本身贸易出身，行业积淀深厚
- 民营机制灵活，2014年底向大股东增发，给予大股东积极性
- 已经推出互联网平台，逐步具备先行优势

### 煤炭贸易企业具备3大优势

1

#### 信息优势

- 相比第三方机构，煤炭贸易商具备丰富的煤炭开发和批发业务资源及经验

2

#### 下游电力企业现金流极好

- 煤炭下游主要为电力
- 电力企业现金流极好
- 电力企业主要为国企，本身违约概率极低

3

#### 沉淀资金优势

- 贸易规模达到一定程度后，向上下游具有话语权；
- 可以通过向上游晚付钱，下游早收钱的方式获得沉淀资金

## 重点公司盈利预测及估值

公司名称	代码	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	评级
中国神华	601088	0.81	1.23	1.43	17	11	10	谨慎增持
中煤能源	601898	-0.16	-0.18	0.05	-31	-28	100	中性
西山煤电	000983	0.06	0.04	0.12	93	74	57	增持
神火股份	000933	-0.85	-0.4	0.05	-7	-15	116	增持
盘江股份	600395	0.02	0.05	0.10	436	174	87	增持
瑞茂通	600180	0.52	0.61	0.82	34	29	21	增持

资料来源：wind、国泰君安证券研究（各公司PE以2016年02月22日收盘价计算，中国神华、神火股份2015年业绩为最新公告值）



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



**国泰君安证券**

GUOTAI JUNAN SECURITIES