信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

煤炭企业信用债违约分析

煤炭行业深度报告

2020 年 12 月 08 日

证券研究报告

行业研究

深度研究报告

行业名称 煤炭行业

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：+86 10 83326795

邮 箱：zuoqianming@cindasc.com

周 杰 煤炭行业分析师

执业编号：S1500519110001

联系电话：+86 10 83326797

邮 箱：zhoujie@cindasc.com

杜 冲 煤炭行业分析师

执业编号：S1500520100002

联系电话：+86 10 63080940

邮 箱：duchong@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

煤炭企业信用债违约分析

2020 年 12 月 08 日

本期内容提要：

- **煤炭行业信用债总量规模大且逐年攀升，企业降负债任重道远。**2011 年至 2015 年煤炭行业直接债务融资呈现爆发式增长。信用债总发行规模从最初的 1100 亿元迅速扩张至 4500 亿元左右，同期信用债年均净融资规模维持在 1500 亿元左右。在 2016 年上半年煤炭价格跌入谷底，债券发行受限，同时兑付高峰到来使得当年行业净融资额为-1061.60 亿元，为近年来最低点。随着供给侧改革的见效，煤炭行业景气度明显提升，信用债发行规模快速增长并高位维持在 4000 亿上下的水平。

- **煤炭企业存续债券存在高评级主体债券余额占比大、久期偏中短、2020 年集中兑付压力大的特点。**从煤炭企业信用债余额约为 8496.60 亿元的结构，中期票据（占比 39.67%）和企业债（占比 35.48%）是煤炭行业债券市场融资的主要手段，存续债券期限多为 0-3 年（占比 63.16%），63 家发债煤炭企业信用等级主要集中在 AA-~AAA 的区间，其中 AAA 主体数量占比 41.27%，余额占比 89.90%。2020 年是煤炭行业债券偿付压力最大的一年，合计到期量为 4267.93 亿元，未来两年将明显缩减。

- **煤炭行业信用债违约企业具有三大特征。**2014 年以来煤炭企业共有 6 家企业发生过信用债违约，依时间先后顺序分别为 “四川圣达”、“中煤华昱”、“四川煤炭”、“永泰能源”、“永泰集团”、“永煤控股”。六家违约主体企业性质涵盖中央国有企业、地方国有企业、民营企业，主体信用评级最高为 AAA 级，最低为 BBB+。通过分析六家债券违约企业的案例发现违约企业经营不善具体表现在：核心业务利润遭到侵蚀、关联往来占款挤压流动性、长债短偿抬高短期兑付压力。

- **短期建议留意存在兑付缺口的企业。**超预期信用债违约事件产生的短期影响，一方面体现在非违约但信用资质偏弱的国有企业发行人债券在二级市场出现大额折价成交；另一方面体现在一级市场债券募集被迫延期或取消发行；以及固收类基金净值大跌，持有人赎回带来流动性冲击。对策建议留意弱资质煤企债券发行不能恢复的悲观假设下存在短期兑付缺口的企业。

- **长期建议弱化国企信仰，更加侧重基本面角度的信用分析。**长期影响体现在国企信仰受到冲击，信用债分析将更加侧重基本面。建议“进退有度”：“进”指重点关注煤炭资源禀赋优且产能规模大的煤炭企业；“退”指对于资源禀赋不优异、经营业务多元化、信息披露不透明、公司治理不完善的煤炭企业，应逐步减少或退出投资。

- **风险因素：**全球经济出现严重衰退；全球能源结构发生重要调整；煤炭企业大规模投资导致流动性风险。

目 录

一、煤炭行业信用债发行融资情况梳理 4
1、煤炭行业信用债发行与融资情况 4
2、煤炭上市与非上市公司债券融资情况 5
3、2020 年煤炭企业信用等级集中在 AA-~AAA 的区间，信用等级较高 5
4、2020 年煤企信用债到期偿付压力较大 6
二、重点煤企现金流和偿债能力梳理 7
1、重点煤炭企业降负债任务重 7
2、重点煤炭企业偿债能力分析 8
三、煤炭行业信用债违约情况分析 10
表现一：核心业务利润遭到侵蚀（非主业拖累） 11
表现二：关联往来占款挤压流动性 12
表现三：长债短偿抬高短期兑付压力 13
四、煤炭行业信用债违约影响及相关建议 15
风险提示 17

表 目 录

表 1：煤炭企业评级分布情况（截止 2020 年 11 月 16 日中债资信评级统计） 6
表 2：47 家大型煤炭企业总负债与负债率情况（按资产负债率排序） 7
表 3：47 家大型煤炭企业流动比率情况 8
表 4：47 家大型煤炭企业速动比率情况 9
表 5：47 家大型煤炭企业已获利息保障倍数情况 10
表 6：煤炭板块信用债违约企业一览表 11
表 7：永煤控股所有者权益一览表 12
表 8：永煤控股截止 2019 年底关联方其他应收款项欠款前五名情况 13
表 9：永煤控股债务结构一览表 14
表 10：永煤控股有息负债结构一览表 14
表 11：11 月 10 日永煤控股信用债违约后，多家煤炭企业被迫取消或延期债券发行 15
表 12：煤炭企业基本面分析框架 16

图 目 录

图 1：煤炭行业信用债净融资情况（单位：亿元） 4
图 2：金融机构人民币一般贷款加权平均利率（单位：%） 4
图 3：煤炭行业债券余额按债券类别分类占比 4
图 4：煤炭行业债券余额按期限分类占比 4
图 5：煤炭行业债券余额按是否上市分类情况 5
图 6：上市与非上市煤炭企业债券余额按债券类别分类情况 5
图 7：上市与非上市煤炭企业债券余额按期限分类情况 5
图 8：煤炭行业存量债券主体评级分布情况（%） 6
图 9：煤炭企业发债主体存量债分布情况（亿元） 6
图 10：煤炭企业存量信用债到期时间分布情况 7
图 11：债券违约人煤炭板块营业收入和毛利占比明显不匹配 11
图 12：债券违约人煤炭主业盈利能力较强 11
图 13：债券违约人涉及业务领域普遍超过 4 个 12
图 14：永煤控股、永泰集团少数股东权益占比明显偏高 12
图 15：债券违约人其他应收款关联往来占比较高 13
图 16：债券违约人流动负债占比逐步上升 14
图 17：债券违约人非流动负债占比逐步下降 14
图 18：11 月 10 日永煤控股信用债违约后，债券净值出现明显下滑 15

一、煤炭行业信用债发行融资情况梳理

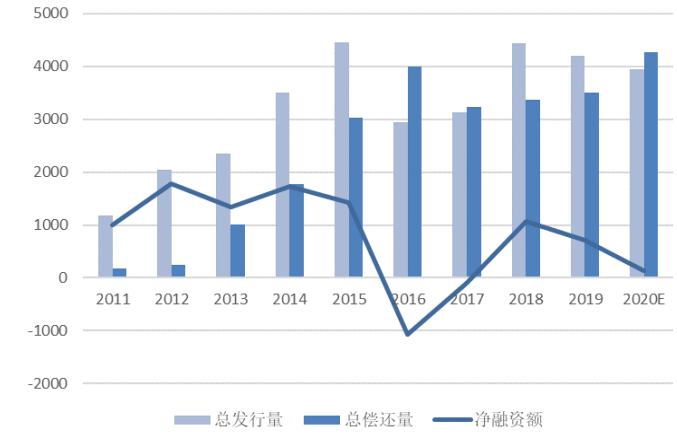
1、煤炭行业信用债发行与融资情况

永煤控股控股集团有限公司债券违约事件超预期爆发，市场对煤炭行业信用债风险日益关注。2019 年煤炭开采行业共发行 314 只信用债，发行规模 4202.80 亿元，同期总偿还规模为 3497.41 亿元，净融资额 705.39 亿元；2020 年（截至 11 月 16 日）煤炭开采行业共发行 303 只信用债，发行规模 3949.05 亿元，同期总偿还规模为 3805.38 亿元，净融资额 143.67 亿元。

2011 年之前煤炭行业以间接融资为主，2011 年至 2015 年煤炭行业直接债务融资呈现爆发式增长。究其原因，一是 2011 年煤炭企业资本开支仍处在高速增长阶段，融资需求强烈，但之后间接融资成本高企；二是煤炭产能过剩煤炭价格持续下跌，企业经营状况恶化，银行贷款审批严格。从数据上我们可以直观地看到 2011-2015 年煤炭行业信用债总发行规模从最初的 1100 亿元迅速扩张至 4500 亿元左右，同期信用债年均净融资规模维持在 1500 亿元左右。

2016 年下半年至 2020 年，煤炭行业情况较前期有明显好转，信用债发行规模快速增长并高位维持。从债券到期偿还规模的数据看，2016 年迎来的兑付高峰使得当年行业净融资额为-1061.60 亿元，为近年来最低点；2018-2020 年行业到期债券规模依然较大，2020 年预计到期债券规模达 4367.93 亿元，创历史新高。

图 1：煤炭行业信用债净融资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 2：金融机构人民币一般贷款加权平均利率（单位：%）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

从煤炭行业债券余额角度看，中期票据是企业债券融资的主要手段，存续债券期限多为 0-3 年。截至 2020 年 11 月 16 日，煤炭企业信用债余额约为 8496.60 亿元，其中中期票据余额为 3370.30 亿元，超短融与短融合计规模为 1382.10 亿元，三者总规模 4752.4 亿元，合计占比 55.93%，是煤炭行业债券融资的主要渠道。对应的，我们可以看到存续债券的期限分布也主要集中在 0-3 年，占比达到 63.16%。

图 3：煤炭行业债券余额按债券类别分类占比

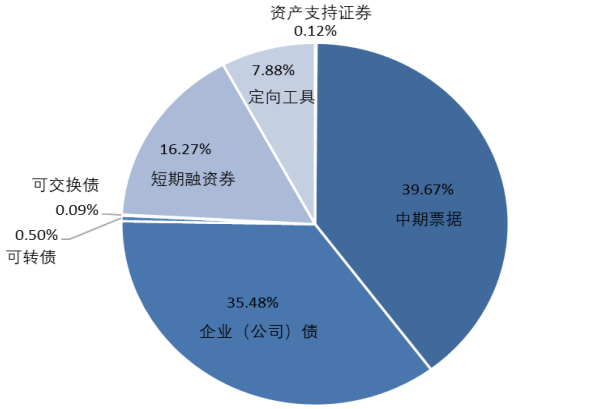
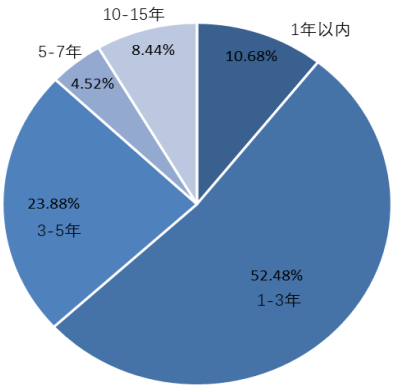


图 4：煤炭行业债券余额按期限分类占比



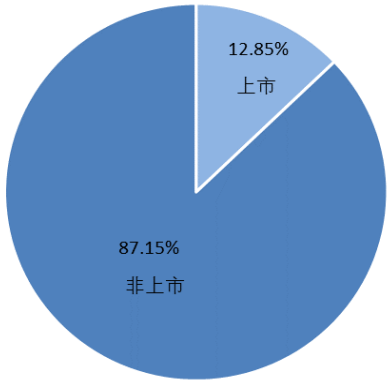
资料来源：Wind、信达证券研发中心

资料来源：Wind、信达证券研发中心

2、煤炭上市与非上市公司债券融资情况

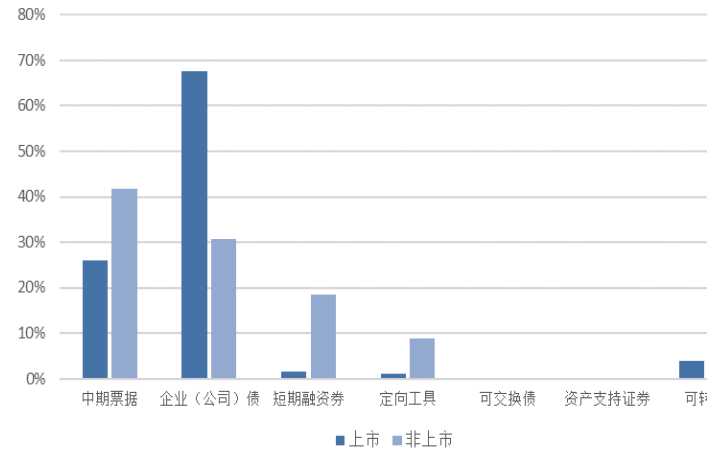
公司债以及中期票据是上市煤炭企主要融资工具，企业债、中期票据以及短期融资券是非上市煤企的主要融资手段。煤炭行业发债企业中有 22 家上市公司，其债券余额达到 1120.15 亿元，余额规模占比为 12.85%。从债券类别看，发行公司债以及中期票据是上市煤炭企业进行债券融资的主要渠道，三者债券余额总规模占比达到 93.61%；非上市煤炭企业类似，企业债与中期票据是它们的主要债务融资手段，合计占比达到 72.34%。从期限角度看，非上市煤炭企业存续债券期限分布与行业整体情况一致，即存续债券期限大多集中在 0-3 年，而上市公司 3-5 年及 5 年以上期限合计占比 71.63%，水平相对较高。

图 5：煤炭行业债券余额按是否上市分类情况



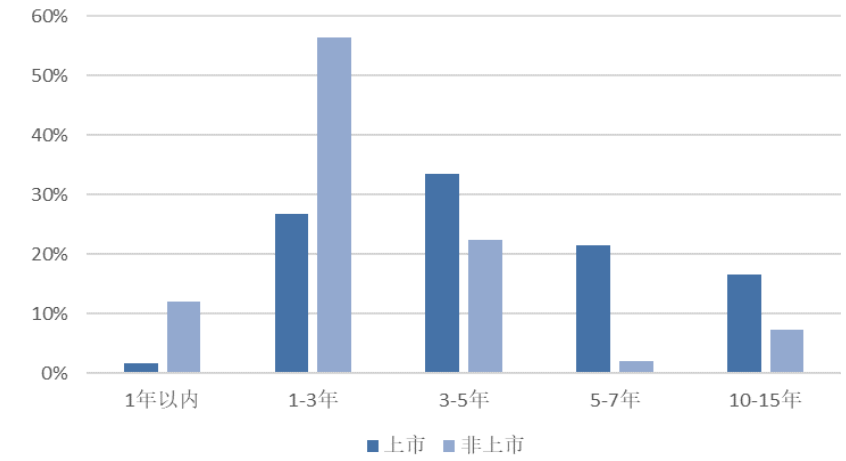
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 6：上市与非上市煤炭企业债券余额按债券类别分类情况



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 7：上市与非上市煤炭企业债券余额按期限分类情况



资料来源：Wind、信达证券研发中心

3、2020 年煤炭企业信用等级集中在 AA-~AAA 的区间，信用等级较高

从主体信用等级分布情况来看，根据中债资信评估有限责任公司评级，截止 2020 年 11 月 16 日统计数据，煤炭企业信用等级主要集中在 AA-~AAA 的区间，其中 AAA 主体 26 家，AA+主体 14 家，AA 主体 11 家，AA-主体 8 家。煤炭行业具有劳动密集、资本密集等特点，决定了煤炭资产和经营规模对企业主体信用等级基本具有决定性的作用。一方面，经营规模较大的煤炭企业在产业链的完整度、资源品质和储备、开采技术等方面具备较大的竞争优势，具备较强的抗风险、抗周期的能力；另一方面，由于煤炭企业在地方区域经济中的作用较大，规模较大的煤炭企业在面临危机时容易得到地方政府及国家相关部门的支持。因此，从现有的煤炭发债企业样本来看，煤

炭企业主体信用等级往往与企业自身的资源储量、资源品质、产能、产量，资产规模和营收及利润规模等因素具有很强的正相关性。

表 1：煤炭企业评级分布情况（截止 2020 年 11 月 16 日中债资信评级统计）

评级	家数	家数占比(%)	截止日债券余额(亿元)	余额占比(%)	截止日债券只数	只数占比(%)
AAA+	0	0	0	0	0	0
AAA	26	41.27	7630.60	89.90	495	82.78
AAA-	0	0	0	0	0	0
AA+	14	22.22	288.09	3.39	34	5.69
AA	11	17.46	220.45	2.60	24	4.01
AA-	8	12.70	79.65	0.94	14	2.34
A+	0	0	0	0	0	0
A	0	0	0	0	0	0
A-	0	0	0	0	0	0
BBB+及以下	4	6.35	268.1	3.17	31	5.18
合计	63		8487.66		598	

资料来源：Wind、信达证券研发中心

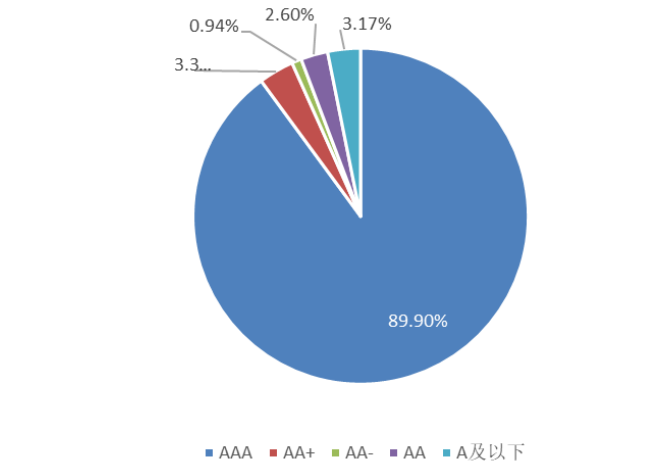
4、2020 年煤企信用债到期偿付压力较大

截至 2020 年 11 月 16 日，2020-2022 年信用债到期量分别达到 4267.93 亿元、2791.49 亿元、1850.07 亿元，其中 2020 年信用债到期压力已超过 2016 年的高位（4002 亿元），是煤炭行业偿债压力最大的一年。若剔除 2020 年已偿还金额 3805.38 亿元，以及后续周转相对较好的一般短期融资券和超短期融资券，2020-2022 年到期的其他类型债券规模也达到 123.55、1748.39、1850.07 亿元，虽然未来一年主体评级为 AAA 级的余额为 2527.94 亿元，占比 90.56%，但也会存在较大集中偿付压力。此外，AA+、AA 级主体存量债未来一年分别将到期约 101.64 亿元、45.45 亿元，占比分别为 3.64%、1.63%，也有一定偿付压力。

从债券到期情况来看，2020 年煤炭行业企业已偿还信用债 3805.38 亿元，年底到期债券共计 38 只，合计金额 462.55 亿元，其中 AAA 级别的 24 只，合计金额 365.25 亿元；AA+级别的 3 只，合计金额 13.00 亿元。2021 年煤炭行业企业到期债券共计 213 只，合计金额 2791.49 亿元，其中 AAA 级别的 179 只，合计金额 2527.94 亿元；AA+级别的 12 只，合计金额 101.64 亿元；AA 级别的 7 只，合计金额 45.45 亿元。

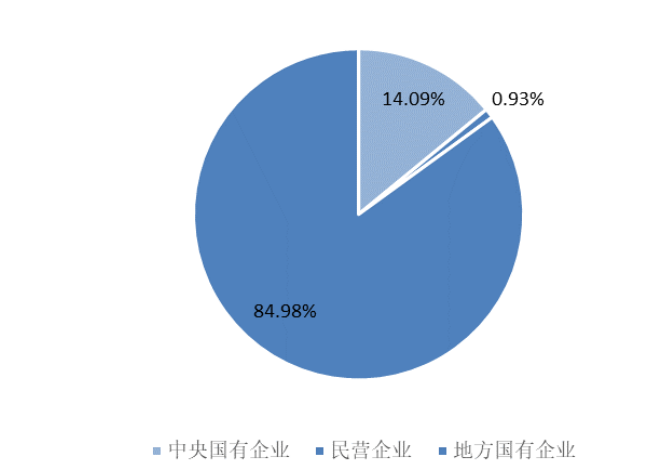
截至 2020 年 11 月 16 日，煤炭行业合计存量债数 617 只、余额 8497.53 亿元。从发行人结构看，地方国有企业存量债余额占比达 84.98%，存量债余额为 7216.32 亿元，中央国有企业存量债 1196.09 亿元、民营企业存量债 79.19 亿元。从存量债评级分布来看，AAA 评级发债主体存量债余额达 7630.60 亿元，占比达到 89.90%，AA+存量债余额 288.09 亿元，AA、AA-、A 及以下存量债余额分别为 220.45 亿、79.65 亿和 268.87 亿元。

图 8：煤炭行业存量债券主体评级分布情况（%）



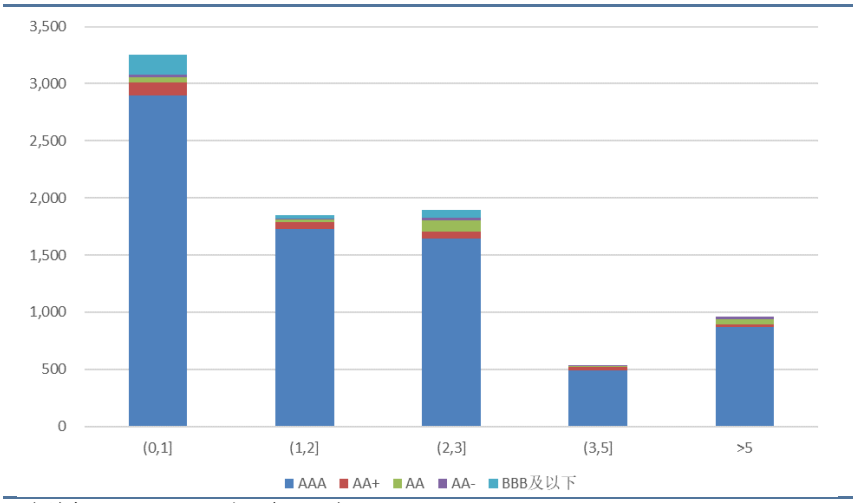
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 9：煤炭企业发债主体存量债分布情况（亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 10：煤炭企业存量信用债到期时间分布情况



资料来源：Wind、信达证券研发中心

二、重点煤企现金流和偿债能力梳理

1、重点煤炭企业降负债任务重

我们选取当前仍有存续公开发债信息的重点煤炭企业作为样本，研究当前煤炭行业的债务和偿债能力情况，样本涵盖 47 家重点煤炭企业。

从数据上看，供给侧改革以来，多数大型煤炭企业的负债率明显下降，但负债率普遍仍在 60%以上，甚至超过 70%。而且从负债总额来看，多数煤炭企业的负债总额并没有下降，反而逐年上升。说明在 2016 年以来煤价维持保持中高位，大型煤炭企业经营好转，但依然没有能力实质上的降低债务负担，负债率的降低更多的是由于资产端的增加。

表 2：47 家大型煤炭企业总负债与负债率情况（按资产负债率排序）

	总负债（亿元）			资产负债率（%）		
发债主体	2016	2019	2020Q3	2016	2019	2020Q3
郑州煤业	323.14	330.35	354.74	83.53%	83.63%	86.07%
河南能源	2199.42	2192.71	2154.76	84.98%	79.97%	81.55%
冀中能源	1767.89	1903.40	1855.95	82.54%	82.43%	81.51%
平煤神马	1193.55	1610.65	1554.06	82.53%	82.95%	78.33%
永煤控股	1099.12	1260.12	1343.95	79.44%	76.71%	77.84%
同煤集团	2350.57	2850.13	2974.56	84.53%	77.16%	76.91%
山煤集团	689.63	704.89	760.68	84.99%	75.50%	76.48%
华阳新材料	1838.11	1891.14	1977.86	85.89%	76.67%	76.37%
潞安矿业	1698.77	1915.29	2032.93	84.22%	76.66%	76.14%
晋煤集团	1945.35	2231.01	2367.62	84.95%	75.80%	75.47%
永泰集团	835.39	1027.26	1046.54	67.57%	74.12%	75.02%
皖北煤电	386.52	333.35	335.42	73.39%	74.40%	74.61%
焦煤集团	2127.20	2499.10	2556.68	78.07%	73.60%	73.98%
淮南矿业	1217.58	914.31	902.60	79.85%	74.17%	72.45%
盘江控股	231.31	311.82	315.72	70.35%	72.38%	72.40%
山煤国际	374.22	328.40	299.54	83.42%	75.95%	72.33%
兰花煤业	265.81	304.67	302.46	70.39%	71.44%	71.34%
开滦集团	569.90	596.68	617.08	70.50%	69.75%	70.99%
陕煤集团	3555.41	3828.34	3976.45	79.75%	69.78%	68.81%
冀中峰峰	293.91	264.47	278.24	73.15%	67.97%	68.48%
兖矿集团	1732.06	2178.13	2315.69	74.75%	68.38%	68.46%
晋能集团	1952.26	2059.96	2128.22	78.45%	69.94%	68.37%

淮北矿业	672.41	622.19	672.39	75.89%	65.71%	67.28%
山东能源	2077.82	2014.96	2152.39	74.96%	64.93%	66.39%
天安煤业	265.82	379.61	348.19	69.69%	69.96%	65.64%
济宁矿业	105.28	141.79	129.95	72.98%	70.91%	64.98%
北京能源	1436.71	1951.98	2053.23	59.46%	64.49%	64.16%
兖州煤业	945.71	1242.97	1394.96	64.94%	59.81%	63.72%
中煤集团	2057.01	2503.77	2670.82	64.89%	63.24%	63.59%
淮北控股	7.51	401.35	431.39	35.88%	64.44%	63.27%
徐州矿务	328.21	284.65	299.36	66.80%	61.03%	62.41%
临沂矿业	220.73	238.26	236.78	72.38%	63.74%	61.88%
西山煤电	345.01	419.83	405.01	64.03%	64.48%	61.81%
京煤集团	349.78	234.25	211.78	58.11%	62.54%	60.14%
华电煤业	435.16	365.57	340.65	74.82%	64.22%	59.77%
兰花科技	146.82	146.96	158.49	60.92%	57.50%	59.32%
国能投	4637.49	10321.61	10816.29	47.36%	58.97%	59.22%
伊泰集团	695.44	668.67	617.16	69.26%	59.33%	57.14%
中煤股份	1398.88	1551.14	1619.74	57.84%	56.93%	57.03%
同煤股份	162.14	162.12	163.26	61.71%	58.98%	56.13%
昊华能源	92.96	136.59	119.36	45.94%	57.05%	53.47%
冀中股份	234.24	225.31	222.50	53.83%	49.56%	49.04%
榆林能源	83.34	203.77	208.51	38.29%	44.52%	43.50%
开滦能化	115.82	110.04	106.74	56.95%	44.95%	43.41%
陕煤股份	491.20	505.14	547.82	52.43%	39.87%	38.30%
宝泰隆	39.31	39.87	39.69	43.63%	36.81%	36.65%
神木国投	48.73	56.83	59.54	30.90%	25.27%	22.62%
合计（平均）	46040.63	56465.44	58477.75	68.32%	65.50%	64.78%

资料来源：Wind、信达证券研发中心

2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中指出通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。并提出了三个约束条件：一是推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个 pct 左右；二是国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平。三是将资产负债率设为基础约束性指标，实施动态管理：以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5 个 pct 为本年度资产负债率预警线，基准线加 10 个 pct 为本年度资产负债率重点监管线。

按照 2019 年的数据，煤炭行业规上企业的平均资产负债率为 64.9%，则预警线为 69.9%，重点监管线为 74.9%。因此我们认为，国有煤炭企业降负债的短期目标是将资产负债率降至 70%以下。2020Q3 样本煤炭企业综合资产负债率为 64.78%，但单独计算国有大型煤炭企业的资产负债率达到了 72.50%，较 2017 年下降 1.55 个 pct，那么煤炭企业维持当前煤价，资本开支不扩张的情况下，资产负债率降至 70%以下需要约 4 年时间，所以重点国有煤炭集团降负债任务艰巨。

2、重点煤炭企业偿债能力分析

2.1、短期偿债能力

流动比率方面，行业流动比率平均水平受行业下行影响，在 2011-2018 年间持续下降，到 2019 年开始反弹，恢复至 2016 年水平以上。到 2020 年第三季度，神木国投、榆林能源、伊泰集团、陕煤股份以及开滦能化五家企业流动比率排名前五，郑州煤业、昊华能源、淮北矿业、永泰集团、淮南矿业流动比率居行业后五且均低于行业平均水平。

表 3：47 家大型煤炭企业流动比率情况

发债主体	2016	2017	2018	2019	2020Q3	发债主体	2016	2017	2018	2019	2020Q3
神木国投	4.66	5.41	4.85	5.14	5.95	北京能源	0.62	0.60	0.73	0.71	0.75
榆林能源	1.45	1.92	2.39	2.25	2.85	天安煤业	0.68	0.79	0.77	0.72	0.74
伊泰集团	1.75	1.43	1.40	1.64	1.80	晋煤集团	0.56	0.67	0.63	0.62	0.73

陕煤股份	0.69	0.93	1.10	1.25	1.55	济宁矿业	0.44	0.56	0.68	0.51	0.71
开滦能化	0.97	1.28	1.15	1.28	1.44	潞安矿业	0.56	0.65	0.64	0.64	0.71
兖矿集团	0.86	1.01	1.05	1.06	1.18	国能投	0.76	0.81	0.49	0.59	0.69
同煤股份	1.31	1.13	0.80	0.74	1.12	西山煤电	0.64	0.69	0.71	0.66	0.67
徐州矿务	0.67	0.75	1.12	1.08	0.99	兰花煤业	0.89	0.61	0.61	0.63	0.65
京煤集团	1.57	1.50	1.34	1.02	0.99	河南能源	0.48	0.39	0.42	0.37	0.64
同煤集团	1.04	0.88	0.92	0.90	0.96	宝泰隆	0.49	0.92	0.86	0.61	0.61
平煤神马	0.93	0.83	0.77	0.75	0.94	华电煤业	0.41	0.49	0.42	0.43	0.60
冀中能源	0.90	0.98	0.99	0.92	0.91	山煤国际	0.67	0.82	0.70	0.64	0.60
兖州煤业	0.82	1.05	1.12	0.87	0.90	华阳新材料	0.56	0.56	0.62	0.55	0.59
冀中峰峰	0.79	0.75	0.78	0.82	0.89	晋能集团	0.72	0.67	0.62	0.49	0.57
永煤控股	0.63	0.68	0.81	0.76	0.89	焦煤集团	0.64	0.64	0.63	0.50	0.56
中煤股份	0.73	0.78	0.80	0.66	0.89	兰花科技	0.62	0.40	0.39	0.44	0.54
中煤集团	0.73	0.73	0.72	0.66	0.89	淮北控股	1.33	2.00	0.39	0.48	0.52
皖北煤电	0.66	0.79	0.64	0.77	0.88	郑州煤业	0.66	0.59	0.65	0.59	0.50
山煤集团	0.94	0.95	0.76	0.80	0.85	昊华能源	0.83	0.98	1.61	0.58	0.49
盘江控股	0.75	0.91	0.84	0.84	0.85	淮北矿业	0.34	0.46	0.42	0.45	0.48
冀中股份	1.02	1.23	1.28	1.39	0.84	永泰集团	0.56	0.48	0.33	0.36	0.38
陕煤集团	0.59	0.66	0.71	0.78	0.84	淮南矿业	0.59	0.71	0.50	0.35	0.28
山东能源	0.70	0.82	0.81	0.72	0.84	**平均值**	0.86	0.94	0.90	0.86	0.95
开滦集团	0.90	0.88	0.76	0.84	0.82	**中位数**	0.70	0.79	0.76	0.71	0.82
临沂矿业	0.53	0.62	0.61	0.55	0.77	**1/4 分位数**	0.61	0.64	0.62	0.57	0.61

资料来源：Wind、信达证券研发中心

速动比率方面，行业平均速动比率在 2011-2016 年内保持持续下降趋势，2017 年才有所回升，不过一直小于 100%，说明行业偿还流动负债能力不足。至 2020 年第三季度，神木国投、榆林能源、伊泰集团、陕煤股份、开滦能化五家企业速动比率水平排名前五；郑州煤业、淮北矿业、永泰集团、淮南矿业、宝泰隆五家企业速动比率居于行业后五，且在观察期内持续低于行业平均水平。

表 4：47 家大型煤炭企业速动比率情况

发债主体	2016	2017	2018	2019	2020Q3	发债主体	2016	2017	2018	2019	2020Q3
神木国投	3.96	4.37	3.76	3.69	4.17	天安煤业	0.61	0.71	0.72	0.74	0.67
榆林能源	1.31	1.81	2.30	2.48	2.74	晋煤集团	0.48	0.58	0.54	0.63	0.65
伊泰集团	0.89	1.04	1.35	1.70	1.70	山东能源	0.52	0.64	0.63	0.64	0.64
陕煤股份	0.67	0.90	1.06	1.36	1.46	国能投	0.65	0.70	0.44	0.61	0.63
开滦能化	0.71	1.12	1.01	1.24	1.33	潞安矿业	0.45	0.55	0.52	0.54	0.57
大煤股份	1.28	1.10	0.77	0.78	1.07	河南能源	0.36	0.28	0.32	0.30	0.56
同煤集团	0.94	0.79	0.83	0.86	0.86	华电煤业	0.39	0.46	0.40	0.47	0.54
兖矿集团	0.64	0.78	0.80	0.84	0.86	西山煤电	0.50	0.56	0.58	0.59	0.53
永煤控股	0.47	0.55	0.69	0.76	0.85	山煤国际	0.61	0.75	0.65	0.56	0.52
冀中能源	0.82	0.90	0.90	0.86	0.82	兰花煤业	0.63	0.43	0.44	0.47	0.50
徐州矿务	0.55	0.63	1.01	0.91	0.82	兰花科技	0.55	0.34	0.34	0.44	0.47
冀中股份	0.95	1.18	1.24	1.02	0.79	淮北控股	1.22	1.87	0.35	0.45	0.46
兖州煤业	0.77	0.98	1.03	0.76	0.79	昊华能源	0.73	0.85	1.48	0.45	0.45
中煤股份	0.60	0.66	0.68	0.71	0.79	华阳新材料	0.45	0.44	0.47	0.41	0.44
皖北煤电	0.58	0.70	0.56	0.79	0.78	北京能源	0.39	0.39	0.50	0.47	0.44
京煤集团	0.69	0.72	0.62	0.72	0.75	焦煤集团	0.51	0.52	0.52	0.45	0.43
临沂矿业	0.46	0.60	0.59	0.64	0.75	晋能集团	0.59	0.54	0.47	0.43	0.42
平煤神马	0.70	0.63	0.57	0.66	0.74	郑州煤业	0.48	0.42	0.52	0.42	0.39
陕煤集团	0.53	0.59	0.62	0.77	0.73	淮北矿业	0.23	0.34	0.33	0.38	0.37
中煤集团	0.59	0.59	0.57	0.67	0.73	永泰集团	0.53	0.46	0.30	0.34	0.36
开滦集团	0.73	0.74	0.65	0.76	0.72	淮南矿业	0.36	0.49	0.45	0.25	0.24
盘江控股	0.60	0.73	0.65	0.74	0.72	宝泰隆	0.20	0.53	0.37	0.20	0.23
冀中峰峰	0.64	0.58	0.60	0.71	0.70	**平均值**	0.70	0.78	0.75	0.77	0.80
济宁矿业	0.43	0.54	0.64	0.66	0.69	**中位数**	0.60	0.63	0.61	0.66	0.69

山煤集团	0.80	0.80	0.61	0.65	0.68	**1/4 分位数**	0.48	0.53	0.49	0.46	0.48

资料来源：Wind、信达证券研发中心

2.2、长期偿债能力

行业已获利息倍数平均水平在 2011-2016 年间持续缓慢下降， 2017-2018 年间有所上升，但始终保持在了 1 以上，说明总体获利能力对债务偿付的保障水平较好。

2019 年，陕煤股份、神木国投、榆林能源、兖州煤业以及开滦能化的已获利息倍数在样本企业中位列前五，华阳新材料、冀中能源、河南能源、永泰集团以及郑州煤业在 2019 年度所获利息倍数最低，但是除永泰集团、郑州煤业为 0.83、0.29 以外，其他企业均大于 1，说明行业总体长期偿债能力过关。

表 5：47 家大型煤炭企业已获利息保障倍数情况

发债主体	2016	2017	2018	2019	发债主体	2016	2017	2018	2019
陕煤股份	10.95	53.40	80.28	25.96	焦煤集团	1.06	1.57	1.97	2.24
神木国投	6.93	21.43	24.33	22.15	淮南矿业	1.25	1.43	1.68	2.21
榆林能源	14.37	36.78	26.75	16.72	陕煤集团	1.32	1.99	2.32	2.17
兖州煤业	2.41	4.08	5.70	7.06	北京能源	2.24	1.78	1.84	1.94
开滦能化	2.90	3.33	6.99	5.63	冀中峰峰	1.27	1.92	1.93	1.91
同煤股份	4.02	4.22	3.94	4.95	兰花煤业	(0.46)	1.81	2.04	1.77
西山煤电	1.72	4.05	4.84	4.75	山煤集团	1.08	1.36	1.91	1.76
淮北控股	9.21	20.58	4.20	4.68	临沂矿业	1.43	2.24	2.81	1.75
华电煤业	1.38	3.92	3.07	4.47	晋能集团	1.06	1.26	1.57	1.63
冀中股份	1.64	3.40	3.43	4.40	开滦集团	1.14	1.30	1.49	1.62
伊泰集团	1.80	4.17	3.10	3.52	潞安矿业	1.06	1.61	1.59	1.58
中煤股份	1.82	2.72	3.18	3.52	京煤集团	1.31	1.86	2.70	1.57
国能投	3.85	6.47	3.26	3.27	晋煤集团	1.06	1.47	1.58	1.57
兰花科技	-1.25	3.44	4.22	3.25	皖北煤电	1.13	1.20	1.27	1.37
徐州矿务	1.76	5.50	3.97	3.14	同煤集团	1.03	1.13	1.30	1.35
山煤国际	1.98	2.70	3.20	3.09	永煤控股	0.31	1.55	1.34	1.32
山东能源	1.56	3.25	3.17	3.03	平煤神马	0.60	1.22	1.24	1.24
淮北矿业	0.93	1.86	2.10	2.81	华阳新材料	1.04	1.33	1.40	1.24
宝泰隆	2.53	3.95	7.57	2.76	冀中能源	1.16	1.19	1.17	1.23
兖矿集团	1.22	1.57	2.56	2.75	河南能源	0.04	1.17	1.18	1.03
中煤集团	1.29	1.90	2.09	2.69	永泰集团	1.65	1.23	0.80	0.83
盘江控股	1.57	2.65	2.17	2.68	郑州煤业	(0.36)	1.46	1.45	0.29
昊华能源	1.44	4.08	5.02	2.67	**平均值**	2.16	5.08	5.33	3.79
天安煤业	1.93	2.68	2.12	2.37	**中位数**	1.38	1.99	2.32	2.37
济宁矿业	2.27	3.69	2.54	2.24	**1/4 分位数**	1.06	1.47	1.59	1.60

资料来源：Wind、信达证券研发中心

三、煤炭行业信用债违约情况分析

依据 Wind 债券专题数据统计，2014 年至今煤炭板块共有 6 家企业发生过信用债违约，依时间先后顺序分别为四川圣达集团有限公司（下称“四川圣达”）、中煤集团山西华昱能源有限公司（下称“中煤华昱”）、四川省煤炭产业集团有限责任公司（下称“四川煤炭”）、永泰能源股份有限公司（下称“永泰能源”）、永泰集团有限公司（下称“永泰集团”）、永煤控股控股集团有限公司（下称“永煤控股”）。六家违约主体企业性质涵盖中央国有企业、地方国有企业、民营企业，主体信用评级最高为 AAA 级，最低为 BBB+。其中 2018 年 7 月 5 日发生违约的 A 股上市民营企业永泰能源股份有限公司、2020 年 11 月 10 日发生违约的 AAA 级地方国有企业永煤控股控股集团有限公司引发市场广泛关注。

表 6：煤炭板块信用债违约企业一览表

发行人	首次债券违约日期	首次违约时债券余额(亿元)	存续债券余额(亿元)	已实质违约债券余额(亿元)	最新主体评级	违约前 1 月主体评级	企业性质	上市公司
永煤控股控股集团有限公司	2020-11-10	10	244.1	10	BB	AAA	地方国有企业	否
永泰集团有限公司	2018-12-10	10	10	10	AA+	AA+	民营企业	否
永泰能源股份有限公司	2018-07-05	15	218.2	171.9	C	AA+	民营企业	是
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-06-15	10	39	39	C	AA+	地方国有企业	否
中煤集团山西华昱能源有限公司	2016-04-06	6	0	0	B	AA	中央国有企业	否
四川圣达集团有限公司	2015-12-07	3	3	3	C	BBB+	民营企业	否

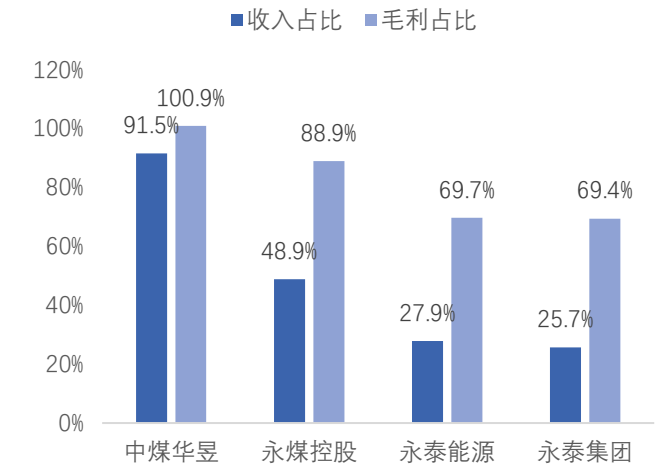
资料来源：Wind、信达证券研发中心

通过分析六家债券违约企业的案例，我们发现违约企业确实存在经营不善的客观因素，具体表现在以下三方面：核心业务利润遭到侵蚀、关联往来占款挤压流动性、长债短偿抬高短期兑付压力。

表现一：核心业务利润遭到侵蚀（非主业拖累）

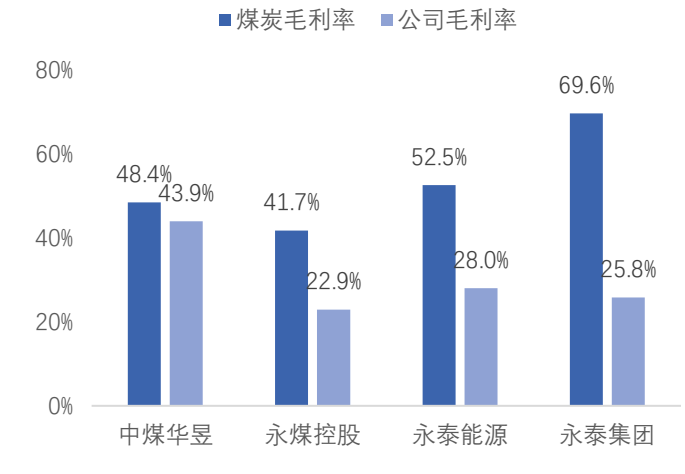
煤炭板块营业收入与毛利占比不匹配，非煤业务拖累业绩迹象明显。债券违约人违约前一年度，中煤华昱、永煤控股、永泰能源（上市）、永泰集团、四川煤炭、四川圣达煤炭板块营业收入占比分别为公司第 1 位、第 1 位、第 2 位、第 2 位、第 1 位、第 3 位，毛利占比均为第 1 位且大幅领先营业收入占比，其中中煤华昱、永煤控股、永泰能源、永泰集团收入、毛利占比不匹配情况最为突出。具体而言，中煤华昱煤炭板块营业收入占比 91.5%，毛利占比 100.9%；永煤控股煤炭板块营业收入占比 48.9%，毛利占比 88.9%；永泰能源煤炭板块营业收入占比 27.9%，毛利占比 69.7%；永泰集团煤炭板块营业收入占比 25.7%，毛利占比 69.4%。此外，煤炭板块的盈利水平整体处于较高水平，违约前一年度中煤华昱、永煤控股、永泰能源、永泰集团的煤炭毛利率分别为 48.4%、41.7%、69.1%、69.6%，均位列所属公司业务板块第一名，明显高于公司整体毛利率水平，盈利能力较强。

图 11：债券违约人煤炭板块营业收入和毛利占比明显不匹配



资料来源：Wind、信达证券研发中心

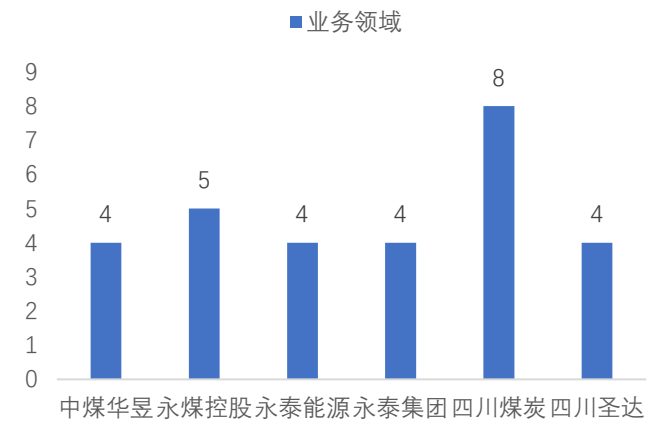
图 12：债券违约人煤炭主业盈利能力较强



资料来源：Wind、信达证券研发中心

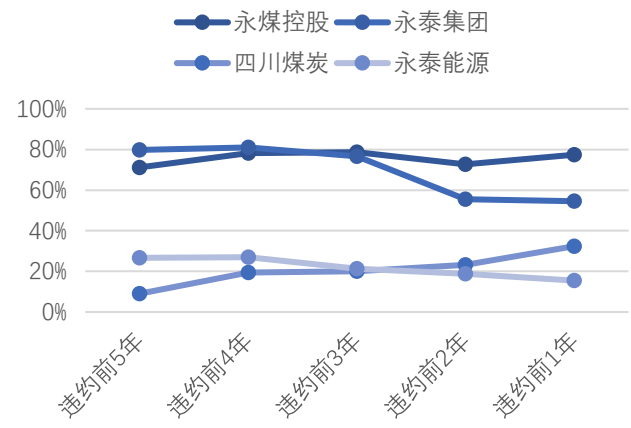
多元经营分散股权，核心业务利润遭到侵蚀。中煤华昱、永煤控股、永泰能源（上市）、永泰集团、四川煤炭、四川圣达等六家煤炭债券违约人涉及业务领域普遍超过 4 个，其中四川煤炭业务领域多达 8 个。多元经营导致股权分散，同时给公司经营带来不确定性。从少数股东权益占比数据上看，永煤控股少数股东权益占比最高，2019 年少数股东权益高达 77.4%，过去五年平均值 75.6%；上市公司永泰能源信息披露、公司治理相对规范，经营包袱基本都保留在集团体内，导致永泰集团的少数股东权益占比相对较高，债券违约前 5 年平均少数股东权益占比达到 69.5%。

图 13：债券违约人涉及业务领域普遍超过 4 个



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 14：永煤控股、永泰集团少数股东权益占比明显偏高



资料来源：Wind、信达证券研发中心

永煤控股主营业务包括煤炭、化工、贸易、有色等领域，其中煤炭业务是公司的核心领域。从主营构成看，2019 年煤炭业务收入占比约 48.89%、毛利占比 88.90%，毛利率 41.69%，处于行业中上水平。与之形成鲜明对比的是，物流贸易、化工板块收入占比分别为 26.90%/9.48%，毛利占比分别为 2.76%/0.41%，毛利率仅为 2.35%/1.00%，非煤核心业务盈利能力十分有限，严重拖累公司业绩。从股权结构看，公司持有煤炭核心企业永煤集团股份公司 61.9%股权，但对生产醋酸、甲醇、二甲醚、烧碱和聚甲醛等传统煤化工、亏损企业却为 100%持股，使得公司少数股东损益占比偏高，归母净利润持续为负值，核心业务利润明显被侵蚀。

表 7：永煤控股所有者权益一览表

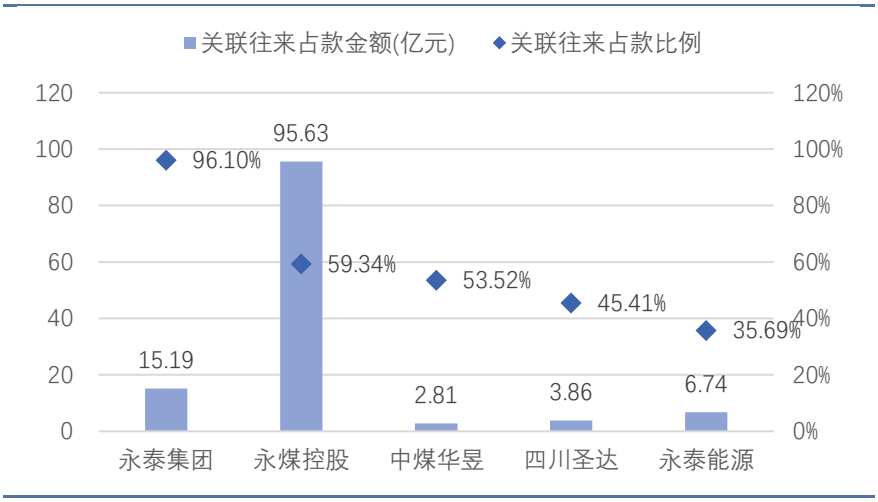
所有者权益结构	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
少数股东权益占比	71.19%	78.17%	78.67%	72.74%	77.42%	70.49%
归属母公司所有者权益占比	28.81%	21.83%	21.33%	27.26%	22.58%	29.51%
其他权益工具—永续债占比	0.00%	0.00%	0.00%	5.44%	5.23%	0.00%
未分配利润（亿元）	10.47	-22.48	-25.74	-38.09	-53.74	-59.19
资本公积（亿元）	33.99	35.74	39.65	72.28	75.13	108.22

资料来源：Wind、信达证券研发中心

表现二：关联往来占款挤压流动性

关联往来占款比例高，经营流动性受挤压。统计分析六家信用债违约企业其他应收款欠款前五名关联往来款项占比数据，我们发现除四川煤炭欠款前五名未出现关联方占款外，其余五家企业均有较严重的关联方占款情况。其中，永泰能源作为上市公司，关联方占款情况相对较好，占款比例为 35.69%（6.74 亿元）。其余四家未上市公司关联方占款情况较严重，占款比例均在 40%以上，平均值达到 63.59%，几乎是永泰能源的 2 倍。其中四川圣达 45.41%（3.86 亿元），中煤华昱 53.52%（2.81 亿元），永煤控股 59.34%（95.63 亿元），永泰集团关联方占款情况最严重，占款比例高达 96.10%（15.19 亿元）。信用债违约主体高比例关联方占款，严重挤压公司经营现金流，无形之中对信用债主体偿债能力造成伤害。这种情况在信息透明度较差、生产经营难以约束的未上市企业中更加明显，关联往来占款更加严重，债券违约风险相对更大。

图 15：债券违约人其他应收款关联往来占比较高



资料来源：Wind、信达证券研发中心

对于永煤控股而言，内部非煤核心业务及关联方占款严重，造成公司现金流持续紧张。2015 年以来永煤控股其他应收款金额呈现逐年上升趋势，2020Q3 更是创出历史新高，达到 278.54 亿元，而其他应收账款的主要对象均为内部关联企业。依据 2019 年年报数据，永煤控股关联方其他应收款超过 100 亿元，其中前五大关联方其他应收账款欠款合计金额 95.63 亿元，占比达到 59.34%。永煤控股内部关联交易金额如此之大，公司流动性受到严重挤压。

表 8：永煤控股截止 2019 年底关联方其他应收款项欠款前五名情况

债务人名称	是否为关联方	款项性质	金额（亿元）	占比
焦作煤业(集团)有限责任公司	是	关联往来	35.80	22.22%
河南能源化工集团新疆投资控股有限公司	是	关联往来	15.42	9.57%
永贵五凤煤业有限责任公司	是	关联往来	15.71	9.75%
鹤壁煤业(集团)有限责任公司	是	关联往来	15.18	9.42%
开封龙宇化工有限公司	是	关联往来	13.51	8.38%
合计			95.63	59.34%

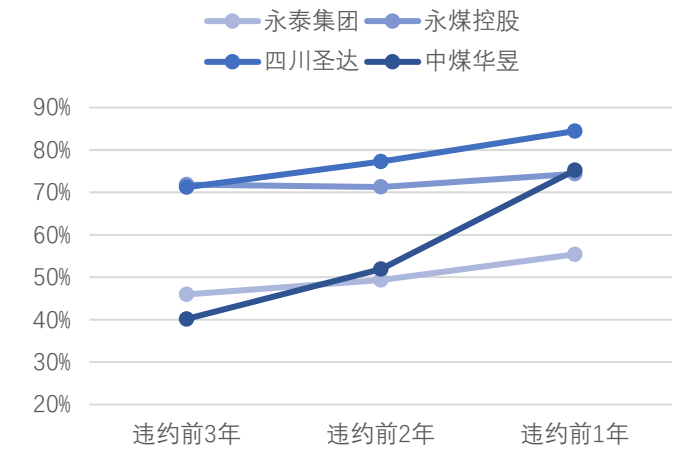
资料来源：Wind、信达证券研发中心

表现三：长债短偿抬高短期兑付压力

久期表示债券或债券组合的平均还款期限，久期越短，债券对利率的敏感性越低，风险越低；反之，久期越长，债券对利率的敏感性越高，风险越高。信用债发债主体在公司生产经营不乐观的情况下，其债券久期往往越短，投资者的风险相对越低，更容易在债券市场上融资成功。因此，违约企业债务结构往往具有明显的“借短还长”特征，即短期负债占比上升，长期负债占比下降。长短占比变化，恶性循环发生，无形之中不断抬高企业资金的周转及兑付压力，直到最终不得不选择债务违约。

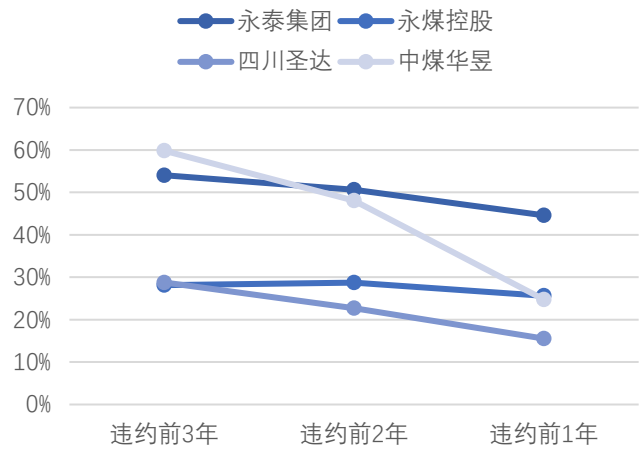
煤炭板块信用债违约主体永泰集团、永煤控股、四川圣达和中煤华昱均有较明显“借短还长”债务特征。回溯企业违约前三年债务结构，我们发现流动负债占比均明显上升，而非流动负债占比则不断下降。具体来看，永泰集团流动负债占比由 2015 年的 45.95%上升到 2017 年的 55.40%，年均上升 4.73pct，而非流动负债占比则从 54.05%下降到 44.60%；四川圣达流动负债占比由 2012 年的 71.23%上升到 2014 年的 84.46%，年均上升 6.62pct，而非流动负债占比则从 28.77%下降到 15.54%；永煤控股流动负债占比由 2017 年的 71.83%上升到 2019 年的 74.38%，年均上升 1.27pct，而非流动负债占比则从 28.17%下降到 25.62%；中煤华昱流动负债占比由 2013 年的 40.17%上升到 2015 年的 75.22%，年均上升 17.52pct，而非流动负债则从 59.83%下降到 24.78%。

图 16：债券违约人流动负债占比逐步上升



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 17：债券违约人非流动负债占比逐步下降



资料来源：Wind、信达证券研发中心

从更长的时间视角来看，永煤控股债务结构的变化更加明显。2015-2020 年永煤控股债务结构中流动负债占比呈现逐年攀升态势，非流动负债占比则呈现逐步下行趋势。截至 2020Q3 流动负债占比由 2015 年的 53.95%上升到 72.88%，非流动负债占比由 2015 年的 46.05%下降到 27.12%。流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付及一年内到期非流动负债构成，其中：短期借款占比由 2015 年 2.60%的低点上升至 2020 年 Q3 的 15.36%。

表 9：永煤控股债务结构一览表

债务结构	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
流动负债占比	53.95%	66.30%	71.83%	71.27%	74.38%	72.88%
短期借款	2.60%	6.70%	11.19%	12.61%	14.93%	15.36%
应付票据	1.91%	6.28%	6.25%	9.34%	14.97%	18.19%
应付账款	9.36%	9.68%	9.32%	8.62%	9.84%	8.28%
其他应付款	18.96%	16.74%	16.81%	15.98%	9.35%	9.91%
一年内到期非流动负债	17.42%	20.64%	22.01%	18.93%	21.61%	15.94%
非流动负债占比	46.05%	33.70%	28.17%	28.73%	25.62%	27.12%

资料来源：Wind、信达证券研发中心

有息债务方面，2015-2020 年永煤控股短期有息负债占比逐年攀升，长期有息负债逐步下降，长债短偿特征十分明显。2020Q3，公司短期及长期有息负债分别为 420.70/231.28 亿元，负债占比分别为 31.30%/17.21%，相较于 2015 年分别上升 11.28pct 和下降 25.44pct。未来，在债券融资难度加大的市场环境下，永煤控股存续债券余额高达 244 亿元，公司面临较大的兑付压力。

表 10：永煤控股有息负债结构一览表

有息债务结构	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
短期有息负债（亿元）	213.64	300.45	377.23	396.13	460.44	420.70
长期有息负债（亿元）	453.92	330.96	218.58	252.13	209.77	231.28
有息负债合计（亿元）	667.56	631.41	595.81	648.26	670.21	651.98
短期有息/负债（%）	20.02%	27.34%	33.20%	31.54%	36.54%	31.30%
长期有息/负债（%）	42.54%	30.11%	19.24%	20.07%	16.65%	17.21%
有息债务/负债（%）	62.56%	57.45%	52.44%	51.62%	53.19%	48.51%

资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：短期有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债；长期有息负债=长期借款+应付债券

四、煤炭行业信用债违约影响及相关建议

1、影响

1.1、短期影响：信用债二级市场价格下跌、一级市场发行受阻

信用债违约，尤其是像永煤控股“AAA”级地方国企债券违约，短期内将引发市场悲观情绪及连锁反应。第一，超预期的违约事件导致出现挤兑现象，非违约但信用资质偏弱的国有企业发行人债券在二级市场出现大额折价成交，引发螺旋下跌效应；第二，由于价格剧烈波动、投资者谨慎，一级市场债券募集被迫延期或取消发行。此外，固收类基金净值出现大跌，持有人赎回基金、产品等带来流动性冲击。

表 11：11 月 10 日永煤控股信用债违约后，多家煤炭企业被迫取消或延期债券发行

日期	公司	债券名称	发行金额	取消或延期	原因表述
11 月 11 日	阳泉煤业（集团）股份有限公司	20 阳煤 02	20 亿元	取消	因市场波动较大，决定取消发行本期债券。
11 月 12 日	山西煤炭进出口集团有限公司	20 山煤 CP005	8 亿元	取消	鉴于近期市场波动较大，决定取消本期短期融资券发行。
11 月 12 日	晋能集团有限公司	20 晋能 MTN019	基础规模 5 亿元 发行上限 10 亿元	取消	鉴于近期市场变化，综合考虑市场利率状况等因素，决定取消本次中期票据发行。
11 月 13 日	大同煤矿集团有限责任公司	20 大同煤矿 SCP023	10 亿元	延期	考虑到市场情况，现将簿记截止时间调整为 2020 年 11 月 17 日 15：00。
11 月 13 日	兖矿集团有限公司	20 兖矿 MTN004A	10 亿元	取消	鉴于近期市场波动较大，决定取消本期中期票据发行。

资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 18：11 月 10 日永煤控股信用债违约后，债券净值出现明显下滑



资料来源：Wind、信达证券研发中心

1.2、长期影响：国企信仰受到冲击，信用债分析将更加侧重基本面

信用评级体系存在系统性的偏差，AAA 评级的企业很多为控股型集团企业，而集团企业的核心业务往往都在下级子公司。按照国外成熟的评级模型，集团公司的评级通常不高于经营核心主营业务子公司。当前，对于控股型集团企业的评级存在系统性高估，而 AAA 级企业违约正是对这种“评级偏差”的真实体现。

金融体系的根基是信用，高评级企业违约会可能会造成信用踩踏、削弱市场融资功能。以永煤控股“AAA 国企”信用债违约事件为例，债券发行人作为河南省重要的国企主体，市场对其违约的预期不充分，一定程度上对国企信仰造成冲击。此外，永煤控股账上有钱不还、大股东未协调资源兑付债券、划出中原银行股权等操作，让市场陷入对地方政府划拨资产、不公平对待投资者质疑之中。如果债券违约事件未能妥善处理，市场担心“逃废债”蔓延，地方国资信用恐将崩塌。债权人合法求偿得不到法律保护，投资机构或“一刀切”式地不再投资相关省份债权。

长期来看，地方政府对国企的支持将不断分化，国企是否具有竞争力是影响政府支持意愿的重要因素。假使政府

帮助企业度过流动性难关，若企业主营业务缺乏市场竞争力，其长期生存能力依然堪忧。资本市场对信用债的投资将更加聚焦于企业的核心竞争优势，企业性质、股东背景等外部支持指标的考量权重则会下降，信用债分析将回归公司基本面分析。

表 12：煤炭企业基本面分析框架

一级指标	二级指标	三级指标	指标属性
经营风险	资源禀赋	煤种分布、煤炭品质	定性
		可采储量、可采年限	定量
		矿井数量、核定产能	定量
	业务规模	原煤产量	定量
		商品煤销量	定量
		主营业务收入	定量
		主营业务成本	定量
	区位条件	区域经济水平、交通运输条件	定性
	业务多样性	非煤收入占比及行业景气度	定量
	历史包袱	三供一业、人员负担、财务费用等	定性
	外部支持	企业性质	定性
		股东背景	定性
		银行授信	定性+定量
财务风险	资本质量与资本结构	资产负债率	定量
		可变现资产	定性+定量
		关联方占款	定性+定量
	负债水平及偿债能力	有息负债/总负债	定量
		短期债务/有息负债	定量
		EBIT/利息费用	定量
		流动比率	定量
		非受限货币资金/短债	定量
		全部债务/EBITDA	定量
	盈利能力与变现质量	综合毛利率	定量
		煤炭业务毛利率	定量
		吨煤成本	定量
		吨煤毛利	定量
		总资产收益率	定量
		应收账款质量	定量
	现金流	经营活动现金净额	定量
		投资活动现金净额	定量
		筹资活动现金净额	定量

资料来源：信达证券研发中心

2、建议

建议一：重点关注资源禀赋优异的煤炭企业

对资源储备较丰富、开采年限较短的浅层矿，相比资源储备有限或开采年限较长的深坑矿成本在各方面均有不同程度优势，浅层富矿采深较低，初始固定投资和运营维护费相对更有限，且单矿所需采矿人力一般较少，因而综合吨煤成本竞争力一般更为突出。2016 年以来受国家供给侧改革政策限制，新增煤炭产能集中在三西地区，中东部老牌矿区如山东、河北、河南煤矿开采年限久远，且成本和安全隐患均逐年上升。整体上，陕西、内蒙古等资源禀赋较好地区综合成本竞争力最强，河北、安徽、河南、山东等老矿区矿企吨煤人力成本即超过 100 元/吨，且安全、维简费等相对偏高也会增大成本压力，山西煤企人力成本、安全、维简费位于中间位置，部分主体财务费用、税费等其他费用偏高，综合成本竞争力居中。

因此，建议重点关注煤炭资源储量丰富和产能规模占优的企业。

建议二：减少或退出对缺乏竞争优势企业的投资

谨慎评价地方政府对国企的支持意愿。由于行业增长空间有限，国有煤企纷纷转型布局其他业务，非主业投资集中在煤炭下游行业如煤化工、火电，以及其他行业如光伏、地产等领域，后续资本支出和增量债务压力存在重大不确定性，需关注项目可变现回报及对公司盈利给予支持情况。此外，大型国有煤企社会负担较重，人力资本开支也会增加企业盈利压力，所谓煤炭国企对地方经济、就业支持巨大，所获得的外部支持无与伦比等评价，需要客观分析股东外部支持能力及意愿。

长期看，以资源禀赋质量为主要影响因素的成本竞争力是行业景气下行周期应关注的核心要素。对于资源禀赋不优异、经营业务多元化、信息披露不透明、公司治理不完善的煤炭企业，应逐步减少或退出投资。

风险提示

（1）全球经济出现严重衰退；

（2）全球能源结构发生重要调整；

（3）煤炭企业大规模投资导致流动性风险。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项， 2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017 年 5 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020 年 9 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售团队	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。