

煤炭行业

2018-8-22

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

专题系列：一文读懂上市煤企信用债

报告要点

2016年，19家样本上市煤企由资金净融入方转为净流出方

发债高峰为2014年，偿债高峰为2017年。截至2018年8月10日，A股上市的煤炭业公司存续债共计75只，金额合计1303.5亿元。将该19家上市公司作为样本分析发现上市煤企发债高峰为2014年，发行28只债，总额达731.28亿元，偿债高峰为2017年，偿债31只金额达635.28亿元。

2016年上市煤企由资金净融入方转为净流出方。2014年为行业融资高峰期，主因前期矿井建设投资额较高，企业现金流较紧张。2016年需求改善叠加“供给侧改革”，行业景气度回升，煤价中枢高位下煤企经营效益改善，资金紧缺局面有所缓解，但到来的偿债高峰使得煤企从资金净融入方变为资金净流出方。

当前行业现金流状况好转，资产负债率下行。2016年以来行业景气度回升，煤价中枢高位下煤企经营效益好转。煤企现金流逐渐改善，资产负债率下降。

信用债概览：1-3年内到期的债券余额占比最高，主要为地方国企债

1-3年内到期债券余额占比最高。截至2018年8月10日，A股上市煤企75只存续债中，1-3年内到期债券34只（45.33%），余额合计524.5亿元（40.24%）。

AAA评级债占比较高，企业（公司）债与中期票据为主要债券类型。不考虑无评级债，存续债中AAA评级债占比最高，余额合计900.3亿元，占比69.07%。存续债以企业（公司）债与中期票据为主，两者余额占比达84.56%。

上市煤企主要集中于山西等产煤大省，主要为地方国企。上市煤企主要集中在山西，陕西，河南等产煤大省。煤炭企业由于资源特性，多数为地方国企，仅中国神华、中煤能源和上海能源为央企，永泰能源及宝泰隆为民营企业。

如何从发债主体角度来衡量上市煤企信用债

结合七个角度综合衡量上市煤企信用债。如何挑选煤炭债，评判企业的偿债能力？可从以下七个角度综合衡量：1、发债主体煤质优良则具有资源优势；2、资源体量大更能享受周期上行期的价格红利；3、煤炭业务经营效益高能提高企业利润；4、煤企债务余额大预示后期偿债压力也较大；5、期限结构决定短期偿债压力是否较大；6、授信额度使用率体现后续能再通过发债进行融资的空间大小；7、相关财务指标体现企业的整体经营及偿债能力。

- 风险提示：**
1. 基建投资不及预期，耗煤需求偏弱；
 2. 下半年新增煤炭产能大幅释放，供给大幅上升；
 3. 煤企经营不佳，偿债能力下滑。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

联系人 丁晶

☎ (8621) 61118712

✉ dingjing2@cjsc.com.cn

联系人 薛梦莹

☎ (8621) 61118712

✉ xuemy@cjsc.com.cn

联系人 袁佳楠

☎ (8621) 61118712

✉ yuanjn@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《动力煤暂时观望，双焦继续走强》2018-8-19

《贸易商挺价惜售情绪强烈》2018-8-12

《政策进一步催化，板块随风而动》2018-7-29

目录

2016 年，19 家样本上市煤企由资金净融入方转为净流出方.....	4
发债高峰为 2014 年，偿债高峰为 2017 年	4
2016 年以来供需改善，煤价中枢维持高位	5
行业资产负债率下行，现金流状况改善	6
往后看第一波债务小高峰为 2020 年 8 月	6
1-3 年内到期的债券余额占比最高，主要为地方国有企业债	8
期限结构：1-3 年内到期的债券余额占比最高.....	8
信用结构：AAA 评级债余额占比最高	8
存续债类型：企业（公司）债与中期票据为主	9
省份分布：产煤大省及行政中心为主要发行省份	9
主体属性：地方国有企业债务余额最高	10
如何从发债主体角度来衡量上市煤企信用债	11
煤质及资源体量大小	11
煤炭业务经营效益.....	12
发债主体所有债及存续债规模.....	12
发债主体的信用债期限结构	14
上市煤企授信额度使用率	15
上市煤企营运及偿债能力	16

图表目录

图 1：截至 2018 年 8 月 10 日，19 家样本上市煤企每年发债额、到期额与融资净额（亿元）	4
图 2：投资高峰为债务压力的根源（亿元）	5
图 3：2011 年为煤炭新增产能高峰期（万吨）	5
图 4：2016 年以来，宏观经济存韧性（%）	5
图 5：地产销售与投资情况	5
图 6：全国原煤产量（万吨）	5
图 7：2016 年以来行业景气度提升，煤价中枢维持高位（元/吨）	5
图 8：上市煤企资产负债率下行	6
图 9：2016 年以来上市煤企利润总额大幅提升（亿元）	6
图 10：2016 年以来上市煤企经营性现金流净额大增（亿元）	6
图 11：往后看第一波债务小高峰为 2020 年 8 月，共到期债券 6 只，合计 93.5 亿元（亿元、只）	7
图 12：各年到期债券额（2018 年为 2018 年 8 月 10 日至年底）（亿元）	7
图 13：各年到期债券数量（2018 年为 2018 年 8 月 10 日至年底）（只）	7
图 14：不同期限到期债券额占比	8
图 15：不同期限到期债券数量占比.....	8

图 16: 各债项评级债券余额占比	8
图 17: 75 只存续债发行时债项评级与最新债项评级情况.....	8
图 18: 除无评级债, 1 年内到期债中 AAA 级债余额占比最高, 达 36.1%	9
图 19: 1 年内到期债中, 不同评级债的余额与只数分布情况 (亿元、只)	9
图 20: 企业 (公司) 债与中期票据为主要的债券类型.....	9
图 21: 债券发行主体主要集中在北京、山西、山东等省份	10
图 22: 存续债发行主体省份分布情况 (亿元、只)	10
图 23: 2017 年“三西”地区原煤产量占比 67%.....	10
图 24: 主要上市煤企省份分布.....	10
图 25: 地方国有企业债务余额最高.....	10
图 26: 地方国有企业债务余额和数量均最高 (亿元、只)	10
图 27: 19 家样本上市煤企所有债务情况 (亿元、只)	13
图 28: 19 家样本上市煤企存续债情况 (亿元、只)	13
图 29: 1 年内到期债余额与占比 (亿元)	14
图 30: 1-3 年内到期债余额与占比 (亿元)	14
图 31: 最新授信额度及授信额度使用率情况 (亿元)	16
图 32: 19 家样本上市公司发行人最新评级情况	16
表 1: 截至 2018 年 8 月 10 日, 19 家样本上市煤企资源及债券余额情况.....	11
表 2: 19 家样本上市煤企煤炭业务吨煤数据 (按 2017 年吨煤毛利从高到低顺序排列) (元/吨)	12
表 3: 截至 2018 年 8 月 10 日, 19 家样本上市煤企所有债、到期债、存续债情况 (亿元、只)	13
表 4: 19 家样本上市煤企存续债期限结构 (亿元、只)	15
表 5: 19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据 (资本结构与偿债能力)	17
表 6: 19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据 (运营能力与盈利能力)	18
表 7: 19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据 (现金流情况)	19

2016年，19家样本上市煤企由资金净融入方转为净流出方

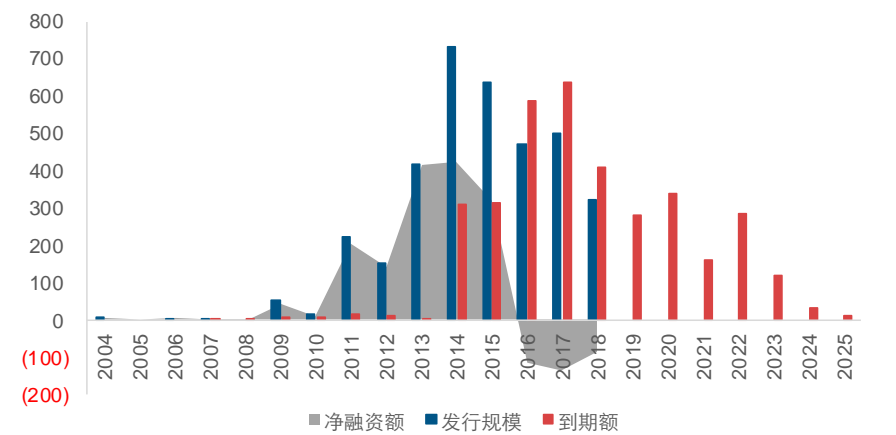
发债高峰为2014年，偿债高峰为2017年

19家样本煤企发债高峰为2014年，偿债高峰为2017年。截至2018年8月10日，A股上市的煤炭业公司¹存量债共计75只²，金额合计1303.5亿元。将该19家上市公司作为样本分析发现上市煤企发债高峰为2014年，发行28只债，总额达731.28亿元，偿债高峰为2017年，偿债31只，金额达635.28亿元。

债务高峰主因前期投资额较高及弥补当时企业现金流。2014年为行业融资高峰期，主因前期矿井建设投资额较高及弥补当时企业现金流。一方面，行业景气度较高时，通常伴随着高投资，而投资到产出往往需要一定时间。前期投资高峰期建设较多新矿井，考虑到煤矿建设投资额高且建设期长，许多企业依靠举债筹集资金。另一方面，行业下行时债务有所增加，部分企业需要发行债券来补充现金流。

2016年由资金净融入方转为净流出方。2016年需求改善叠加“供给侧改革”使得行业景气度回升，煤价中枢高位下煤企业经营效益改善，资金紧缺局面有所缓解，但到来的偿债高峰使得煤企从信用债资金净融入方变为资金净流出方。截至2018年8月10日，19家样本煤企2018年需偿债410亿元，已发债规模为324亿元，需净偿还86亿元。

图 1：截至2018年8月10日，19家样本上市煤企每年发债额、到期额与融资净额（亿元）



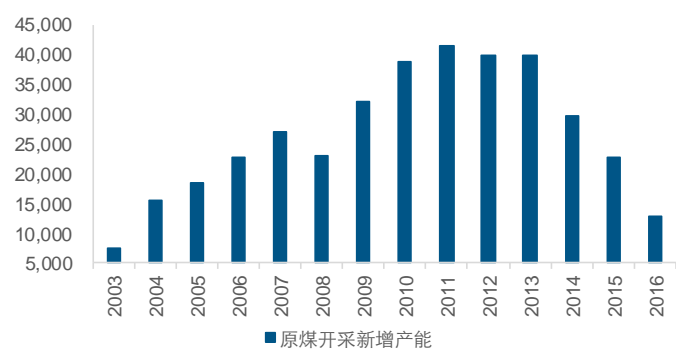
资料来源：Wind，长江证券研究所

¹ A股上市煤企为：煤炭（中信）板块成分股剔除金瑞矿业、永东股份，加上神火股份（有煤炭资产），筛选后当前有存续债的上市煤企共19家。

² 截至2018年8月10日，19家上市煤企共有75只存续债（不考虑永泰能源因触发交叉违约导致提前到期的7只债）

图 2：投资高峰为债务压力的根源（亿元）

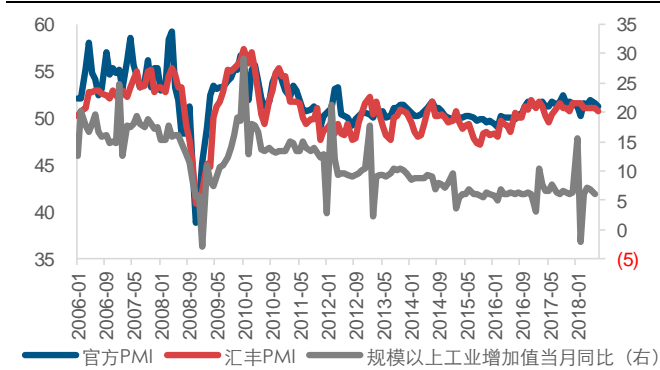

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2011 年为煤炭新增产能高峰期（万吨）


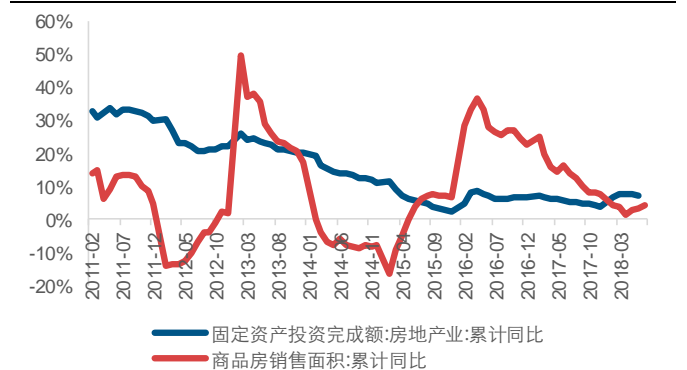
资料来源：Wind，长江证券研究所

2016 年以来供需改善，煤价中枢维持高位

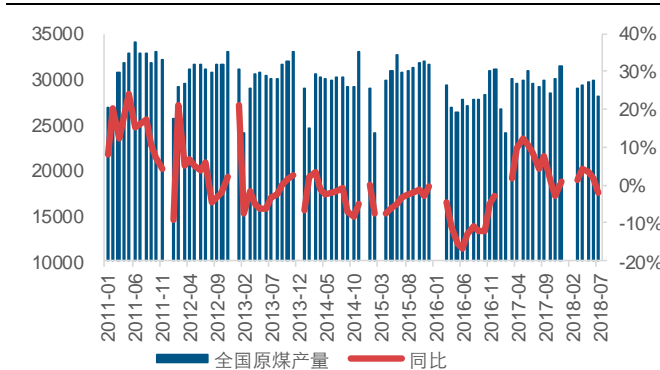
2016 年以来，需求改善叠加“供给侧改革”，煤价中枢维持高位。煤企发债需求和偿债能力与企业经营及现金流状况息息相关。2016 年以来，宏观环境相对温暖，地产投资拉动终端需求改善。“供给侧改革”大背景下，2016 年的“276”个工作日限产及后期偏严的安全环保检查导致原煤供给偏紧，供需改善下煤价中枢维持高位，煤企经营效益明显改善。

图 4：2016 年以来，宏观经济存韧性（%）


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：地产销售与投资情况


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：全国原煤产量（万吨）


资料来源：Wind，长江证券研究所

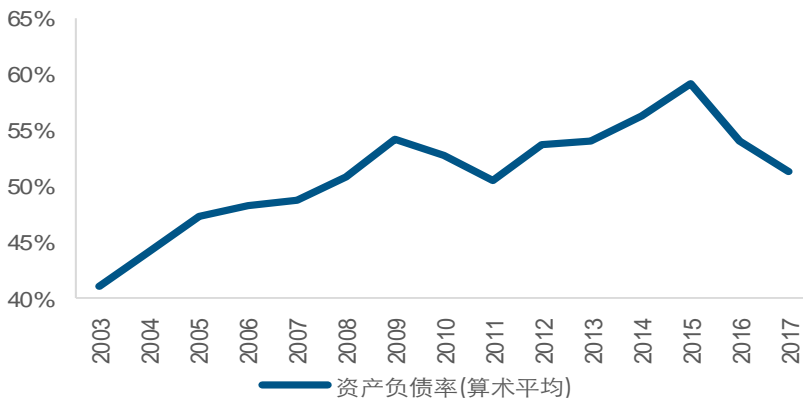
图 7：2016 年以来行业景气度提升，煤价中枢维持高位（元/吨）


资料来源：Wind，长江证券研究所

行业资产负债率下行，现金流状况改善

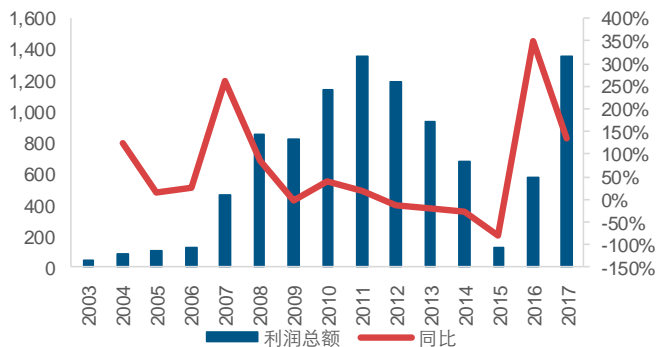
行业资产负债率下行，现金流状况改善。2016 年需求改善叠加“供给侧改革”，行业景气度回升，煤价中枢维持高位。高位煤价下煤企经营效益好转，现金流逐渐改善，上市煤企资产负债率下行。

图 8：上市煤企资产负债率下行



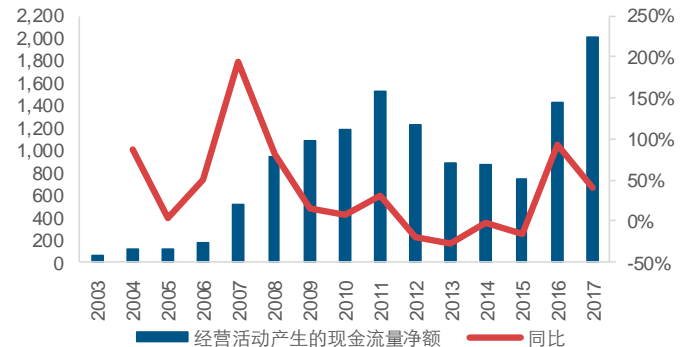
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2016 年以来上市煤企利润总额大幅提升（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2016 年以来上市煤企经营性现金流净额大增（亿元）

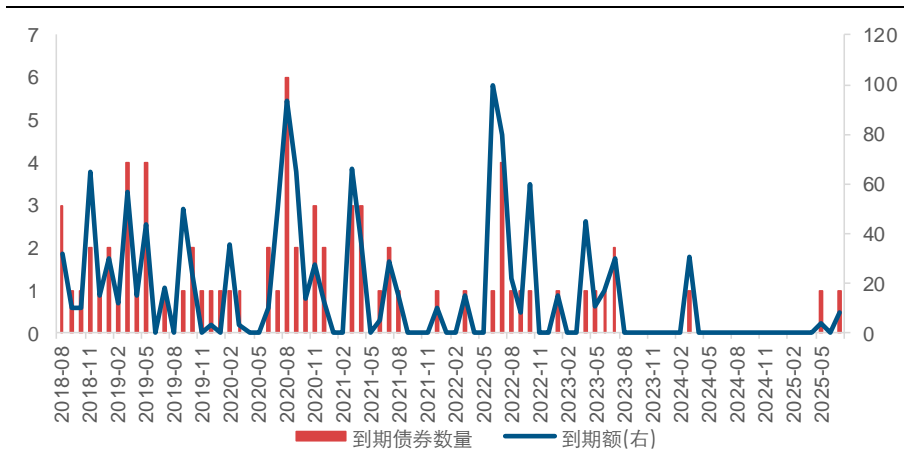


资料来源：Wind，长江证券研究所

往后看第一波债务小高峰为 2020 年 8 月

往后看上市煤企第一波债务小高峰为 2020 年 8 月，共到期债券 6 只，金额合计 93.5 亿元。截至 2018 年 8 月 10 日，根据 75 只上市煤企存续债的到期月份来看，上市煤企的第一波债务小高峰为 2020 年 8 月，共到期债券 6 只，金额合计 93.5 亿元。第二波债务小高峰为 2022 年 6 月，金额 100 亿元，到期债券仅一只，为 15 中煤 MTN001。

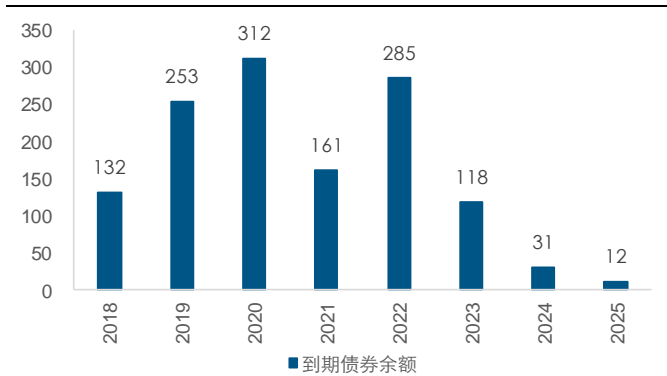
图 11: 往后看第一波债务小高峰为 2020 年 8 月, 共到期债券 6 只, 合计 93.5 亿元 (亿元、只)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

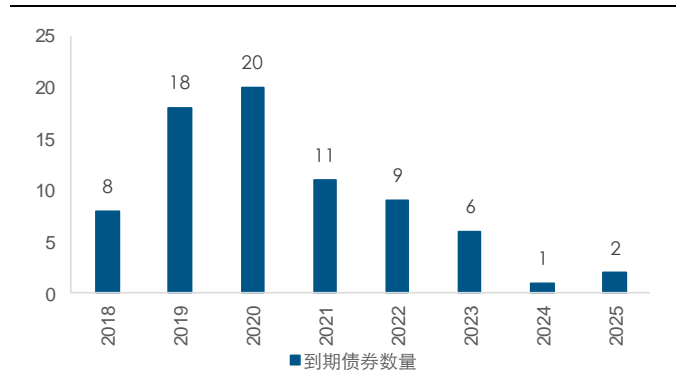
从当前至 2018 年底将到期债券 8 只 (10.67%), 合计 132 亿元 (10.13%)。从 2018 年 8 月 10 日至 2018 年底共计将到期债券 8 只, 数量占比达 10.67%, 到期债券余额为 132 亿元, 占比 10.13%。站在当前时点看, 2019 和 2020 年将到期债券 18、20 只, 到期债券余额 253.2、311.8 亿元, 余额占比 19.42%、23.92%。

图 12: 各年到到期债券额 (2018 年为 2018 年 8 月 10 日至年底) (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 各年到到期债券数量 (2018 年为 2018 年 8 月 10 日至年底) (只)



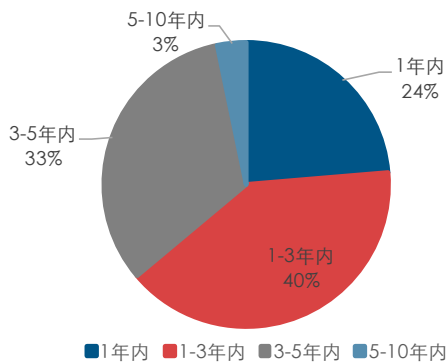
资料来源: Wind, 长江证券研究所

1-3年内到期的债券余额占比最高, 主要为地方国有企业债

期限结构: 1-3年内到期的债券余额占比最高

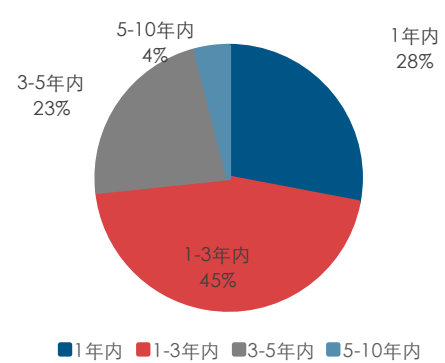
1-3年内到期债券共计 34 只 (45.33%), 到期债券额 524.5 亿元 (40.24%)。从上市煤企存量债期限结构来看, 债券余额合计 1303.5 亿元, 其中 5 年内到期的 72 只债券余额 1261 亿元, 余额占比 96.74%; 3 年内到期债券共 55 只, 余额合计 833 亿元, 余额占比 63.9%; 1 年内到期债券共计 21 只, 债券余额 308.5 亿元, 占比 23.67%。总体来看, 1-3 年内到期的债券余额占比最高, 34 只债余额合计达 524.5 亿元, 占比 40.24%。

图 14: 不同期限到期债券余额占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 不同期限到期债券数量占比

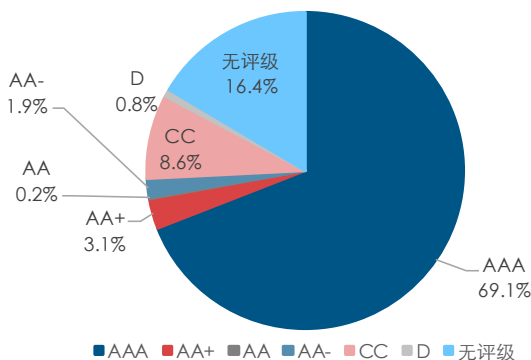


资料来源: Wind, 长江证券研究所

信用结构: AAA 评级债余额占比最高

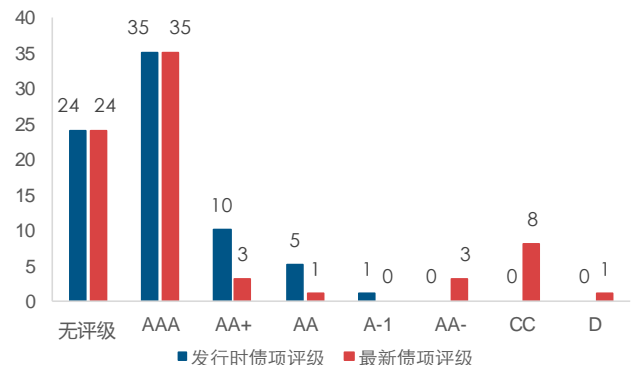
存续债中 AAA 评级债余额占比最高, 合计 900.3 亿元, 占比 69.07%。目前上市煤企发行的 75 只存续债中, 不考虑无评级债, AAA 级债券占比最高, 共 35 只, 债券余额合计 900.3 亿元, 占比达 69.07%。在 75 只存续债中, 不考虑无评级债, 共有 13 只债的最新评级相比发行时降级, 其他 38 只债的评级维持稳定。

图 16: 各债项评级债券余额占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

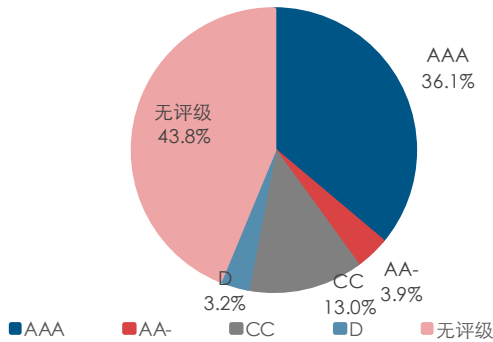
图 17: 75 只存续债发行时债项评级与最新债项评级情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

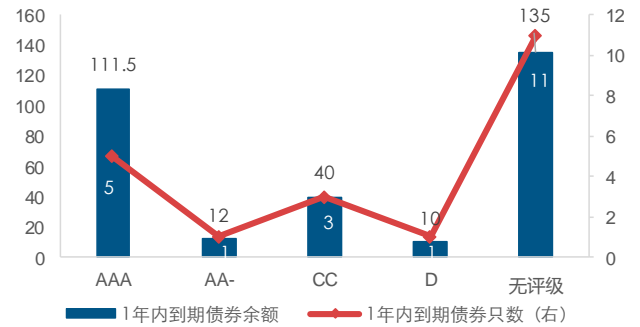
1 年内到期债中, 除无评级外 AAA 级债余额占比最高, 达 36.14%。在 1 年内到期的 21 只存续债中, 除无评级债外, AAA 级占比最高, 共 5 只, 余额合计 111.5 亿元, 余额占比达 36.14%。其次为 CC 级债, 共 3 只, 余额合计 40 亿元, 余额占比 12.97%。

图 18: 除无评级债, 1 年内到期债中 AAA 级债余额占比最高, 达 36.1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 1 年内到期债中, 不同评级债的余额与只数分布情况 (亿元、只)

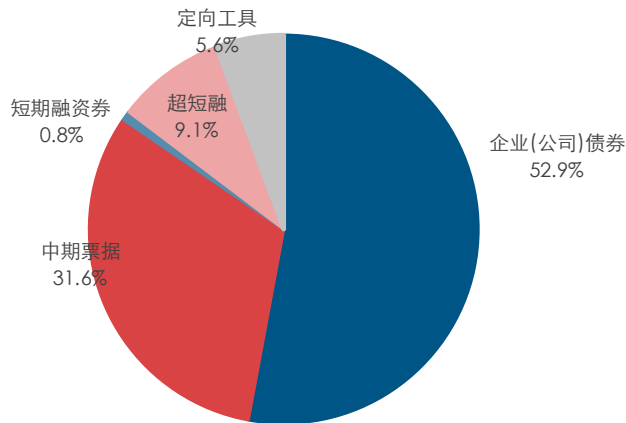


资料来源: Wind, 长江证券研究所

存续债类型: 企业(公司)债与中期票据为主

企业(公司)债与中期票据为主要债券类型。75 只存续债中, 企业(公司)债与中期票据为主要债券类型, 其中企业(公司)债余额合计 689.8 亿元, 占比 52.92%; 中期票据余额合计 412.4 亿元, 占比 31.64%。

图 20: 企业(公司)债与中期票据为主要的债券类型

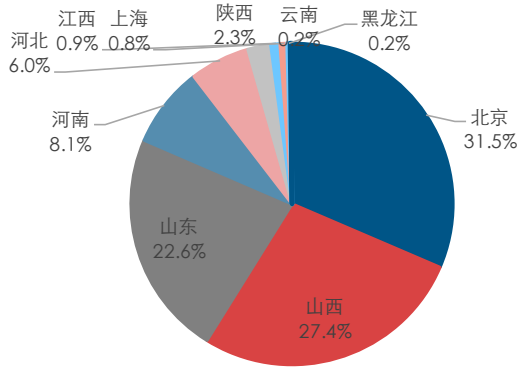


资料来源: Wind, 长江证券研究所

省份分布: 产煤大省及行政中心为主要发行省份

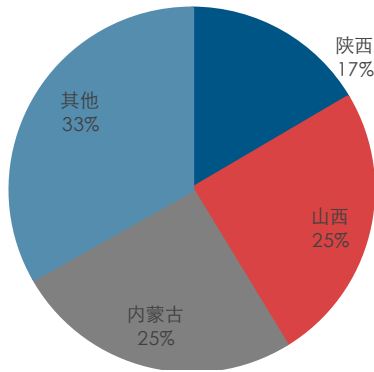
产煤大省及行政中心为主要发行省份。从上市公司煤炭债发行的省份分布来看, 债券发行主体主要集中在北京、山西、山东等省份, 主要由于煤炭上市公司大部分集中在煤炭资源大省及行政中心——北京。从区域分布来看, 75 只存续债中发行数量前三大省份分别为山西 28 只、北京 14 只、山东 12 只, 债券余额分别为 357.2 亿元 (27.4%)、410 亿元 (31.45%)、295 亿元 (22.63%)。

图 21：债券发行主体主要集中在北京、山西、山东等省份



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2017 年“三西”地区原煤产量占比 67%

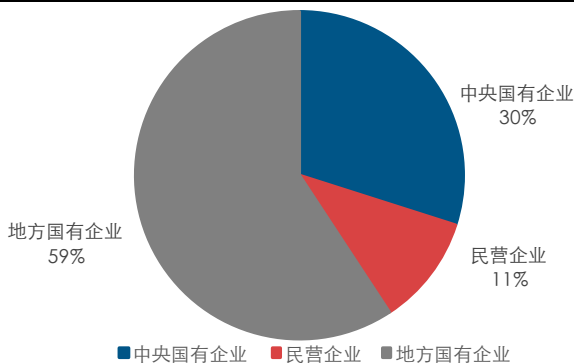


资料来源：Wind，长江证券研究所

主体属性：地方国有企业债务余额最高

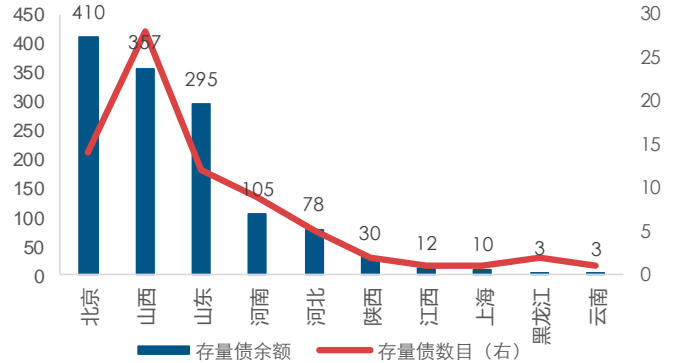
地方国有企业债务余额最高，共 47 只债余额合计 772.2 亿元。从企业性质来看，75 只上市煤企存续债中，地方国有企业债务余额最高，47 只债余额合计 772.2 亿元，余额占比 59%。央企和民营企业存续债分别为 13、15 只，余额分别为 390 亿元（30%）、141.3 亿元（11%）。

图 25：地方国有企业债务余额最高



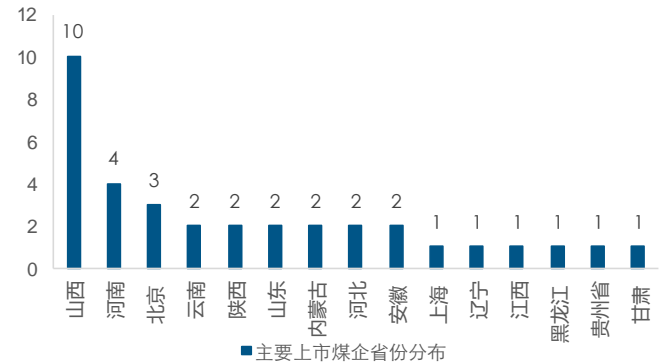
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：存续债发行主体省份分布情况（亿元、只）



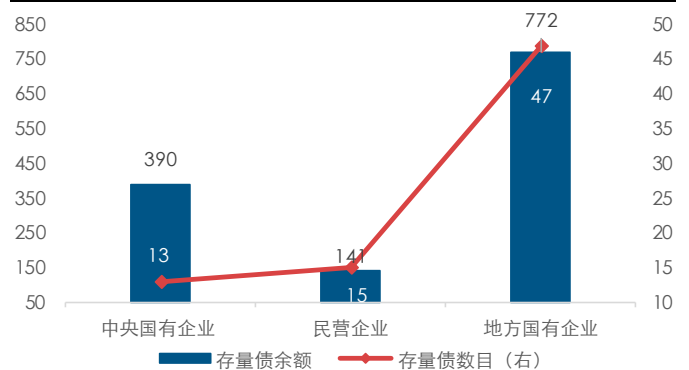
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：主要上市煤企省份分布



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：地方国有企业债务余额和数量均最高（亿元、只）



资料来源：Wind，长江证券研究所

如何从发债主体角度来衡量上市煤企信用债

如何挑选及鉴别煤炭债，评判企业的偿债压力和能力？我们认为站在发债主体角度，可以从发债主体的**煤质、煤炭资源体量、煤炭业务经营效益、所有债及存续债规模、发债主体债务期限结构、授信额度使用率及财务状况**等七个角度来综合衡量。

可从以下七个角度综合衡量：1、发债主体**煤质**优良则具有资源优势；2、**资源体量**大更能享受周期上行期的价格红利；3、**煤炭业务经营效益**高能提高企业利润；4、**煤企债务余额**大预示后期偿债压力也较大；5、**期限结构**决定短期偿债压力是否较大；6、**授信额度使用率**体现后续能再通过发债进行融资的空间大小；7、相关财务指标体现企业的**整体经营及偿债能力**。

煤质及资源体量大小

煤质方面，炼焦煤相较于动力煤更为稀缺。全球煤炭资源中，炼焦煤资源量不足 7%，2015 年我国已探明煤炭资源中，炼焦煤不到 20%，其中优质主焦煤仅占 6.7%。炼焦煤作为冶金行业不可或缺的原料和燃料，其价格普遍高于其他煤种。

煤炭资源体量方面，2017 年原煤产量前三大上市煤企分别为中国神华、陕西煤业和兖州煤业，煤炭体量大使得公司在行业上行周期内能享受到更多的价格红利。

表 1：截至 2018 年 8 月 10 日，19 家样本上市煤企资源及债券余额情况

上市煤企	债券余额 (亿元)	公司属性	省份	资源储量 (亿吨)	煤种	2017年原煤 产量 (万吨)
中国神华	50.00	中央国有企业	北京	237.0	长焰煤、不粘煤、褐煤	29540
陕西煤业	30.00	地方国有企业	陕西省	164.33	贫瘦煤、长焰煤、弱粘煤、瘦煤	10097.06
兖州煤业	295.00	地方国有企业	山东省	105.75	动力煤、半硬焦煤、半软焦煤	8562
中煤能源	330.00	中央国有企业	北京	234.4	低硫、特低磷的优质炼焦煤和动力煤	7554
潞安环能	60.00	地方国有企业	山西省	24.98	贫瘦煤、贫煤	4160
阳泉煤业	60.00	地方国有企业	山西省	27.93	洗中块、洗小块、无烟末煤、贫瘦沫煤	3545
平煤股份	93.00	地方国有企业	河南省	19.94	焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤、贫瘦煤及瘦煤	3125.1
冀中能源	50.00	地方国有企业	河北省	33.67	主焦煤、1/3焦煤、肥煤、气煤	2753.22
西山煤电	30.00	地方国有企业	山西省	41.06	主焦煤、肥煤	2498
大同煤业	59.00	地方国有企业	山西省	54.72	灰分低、含矸率低、发热量高的动力煤	2417.89
山煤国际	10.00	地方国有企业	山西省	20.55	贫煤、气煤、粘煤、长焰煤	2302
永泰能源	138.20	民营企业	山西省	32.38	焦煤、肥煤、瘦煤、气煤	949.48
昊华能源	30.00	地方国有企业	北京	19.32	无烟煤、末煤	818
开滦股份	28.30	地方国有企业	河北省	6.00	低灰、中高挥发分、特高发热量的优质肥煤	810
上海能源	10.00	中央国有企业	上海	14.08	1/3焦煤、气煤、气肥煤	785.69
神火股份	12.40	地方国有企业	河南省	20.32	瘦煤、贫煤、无烟煤	626.36
*ST安煤	12.00	地方国有企业	江西省	1.61	主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、贫瘦煤、烟煤	210.69
宝泰隆	3.10	民营企业	黑龙江省	-	沫煤	34.59
云煤能源	2.50	地方国有企业	云南省	-	-	1.26

资料来源：Wind，长江证券研究所

煤炭业务经营效益

在不考虑资源体量大小及其他业务的情况下，吨煤毛利较高的煤企经营效率更佳。多数煤企煤炭业务营业收入占总营收比重超 60%，煤炭业务经营效益决定了公司的利润，在不考虑资源体量大小及其他业务的情况下，吨煤毛利较高的煤企经营效益更佳。

表 2：19 家样本上市煤企煤炭业务吨煤数据（按 2017 年吨煤毛利从高到低顺序排列）（元/吨）

	吨煤收入		吨煤成本		吨煤毛利	
	2016年	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年
上海能源	555.42	913.28	397.50	502.52	157.91	410.76
西山煤电	407.21	663.09	185.33	280.96	221.88	382.13
神火股份	452.50	621.58	305.71	346.00	146.79	275.58
永泰能源	442.54	523.72	249.71	248.53	192.83	275.18
潞安环能	341.45	541.62	204.09	296.49	137.36	245.13
大同煤业	364.63	429.81	180.69	195.14	183.94	234.68
兖州煤业	390.77	500.73	240.14	266.26	150.63	234.47
陕西煤业	255.24	394.95	142.04	172.74	113.19	222.21
昊华能源	323.85	425.41	250.14	212.91	73.71	212.50
冀中能源	429.19	619.33	321.52	445.04	107.67	174.29
平煤股份	478.30	689.15	367.69	527.40	110.62	161.75
中煤能源	337.80	476.22	233.61	328.31	104.19	147.92
中国神华	332.63	441.46	263.13	306.03	69.50	135.43
开滦股份	340.32	474.86	236.52	339.69	103.80	135.17
宝泰隆	257.69	454.19	253.51	365.85	4.18	88.33
阳泉煤业	259.16	399.99	200.98	313.43	58.18	86.57
山煤国际	474.36	389.49	436.26	330.23	38.10	59.26
*ST安煤	405.35	636.02	365.36	586.67	40.00	49.35
云煤能源 ³	545.99	-	344.06	-	201.92	-

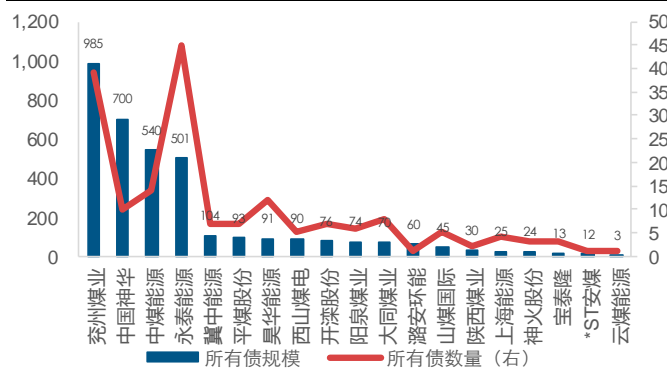
资料来源：Wind，长江证券研究所

发债主体所有债及存续债规模

所有债规模最大的为兖州煤业 985 亿元，存续债规模最大为中煤能源 330 亿元。煤企债务规模大预示后期偿债压力也较大。在 19 家样本上市煤企中，所有债务规模前三大煤企为兖州煤业 985 亿元（27.86%）、中国神华 700 亿元（19.80%），中煤能源 540 亿元（15.28%）；存续债规模前三大煤企为中煤能源 330 亿元（25.32%），兖州煤业 295 亿元（22.63%），永泰能源 138.2 亿元（10.60%）。煤企债务规模大预示后期偿债压力也较大，但仍需结合具体企业的体量规模和投资经营情况来综合衡量。

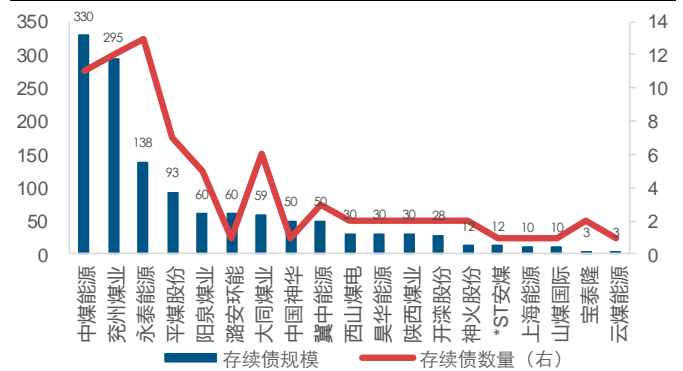
³ 2017 年云煤能源持续拓展煤化工产品贸易业务，并将煤化工产品贸易业务并入煤炭及贸易列示，导致 2017 年煤炭业务收入成本口径与 2016 年产生差异

图 27：19 家样本上市煤企所有债务情况（亿元、只）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：19 家样本上市煤企存续债情况（亿元、只）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：截至 2018 年 8 月 10 日，19 家样本上市煤企所有债、到期债、存续债情况（亿元、只）

发行主体	债务规模			数量			未到期债 余额占比	未到期债 数量占比
	所有债规模	已到期	未到期	所有债数量	已到期	未到期		
兖州煤业	985	690	295	39	27	12	29.95%	30.77%
大同煤业	70	11	59	8	2	6	84.29%	75.00%
平煤股份	93	0	93	7	0	7	100.00%	100.00%
永泰能源	500.58	362.38	138.2	45	32	13	27.61%	28.89%
中煤能源	540	210	330	14	3	11	61.11%	78.57%
中国神华	700	650	50	10	9	1	7.14%	10.00%
上海能源	25	15	10	4	3	1	40.00%	25.00%
神火股份	24	11.6	12.4	3	1	2	51.67%	66.67%
阳泉煤业	74	14	60	6	1	5	81.08%	83.33%
冀中能源	104	54	50	7	4	3	48.08%	42.86%
西山煤电	90	60	30	5	3	2	33.33%	40.00%
开滦股份	76	47.7	28.3	7	5	2	37.24%	28.57%
昊华能源	91	61	30	12	10	2	32.97%	16.67%
*ST安煤	12	0	12	1	0	1	100.00%	100.00%
陕西煤业	30	0	30	2	0	2	100.00%	100.00%
潞安环能	60	0	60	1	0	1	100.00%	100.00%
山煤国际	45	35	10	5	4	1	22.22%	20.00%
云煤能源	2.5	0	2.5	1	0	1	100.00%	100.00%
宝泰隆	13.1	10	3.1	3	1	2	23.66%	66.67%
合计	3535.18	2231.68	1303.50	180	105	75	36.87%	41.67%

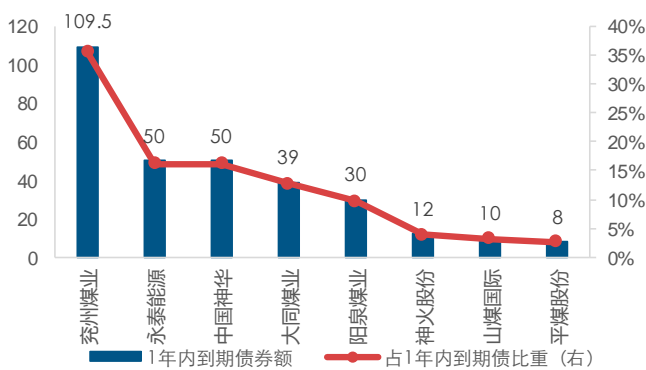
资料来源：Wind，长江证券研究所

发债主体的信用债期限结构

公司存续债以 1 年内或 1-3 年内到期债为主。截至 2018 年 8 月 10 日，所有存续债在 3 年内全部到期的上市煤企合计达 12 家，煤企信用债期限偏短，近 3 年偿债压力仍较大。

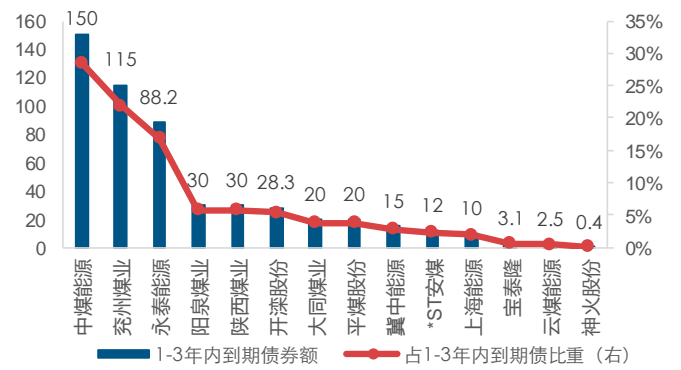
3 年内债务余额前三大煤企为兖州煤业、中煤能源和永泰能源。截至 2018 年 8 月 10 日，1 年内到期债占比前三大公司分别为兖州煤业 109.5 亿元（35.49%）、永泰能源 50 亿元（16.21%）、中国神华 50 亿元（16.21%）。1-3 年内到期债占比前三大公司分别为中煤能源 150 亿元（28.6%）、兖州煤业 115 亿元（21.93%）、永泰能源 88.2 亿元（16.82%）。综合来看，3 年内偿债压力最大的煤企为兖州煤业 224.5 亿元（26.95%）、中煤能源 150 亿元（18.01%）、永泰能源 138.2 亿元（16.59%）。

图 29：1 年内到期债余额与占比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：1-3 年内到期债余额与占比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：19 家样本上市煤企存续债期限结构（亿元、只）

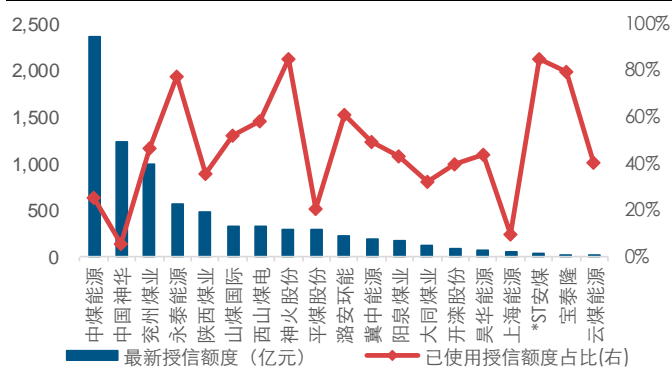
发行主体	存续债余额期限结构				存续债数量期限结构				1年内到期 1-3年内到期 3年内到期		
	1年内	1-3年	3-5年	5-7年	1年内	1-3年	3-5年	5-7年	余额占比	余额占比	余额占比
兖州煤业	109.5	115	40	30.5	7	3	1	1	35.49%	21.93%	26.95%
永泰能源	50	88.2			4	9			16.21%	16.82%	16.59%
中国神华	50				1				16.21%		6.00%
大同煤业	39	20			4	2			12.64%	3.81%	7.08%
阳泉煤业	30	30			2	3			9.72%	5.72%	7.20%
神火股份	12	0.4			1	1			3.89%	0.08%	1.49%
山煤国际	10				1				3.24%		1.20%
平煤股份	8	20	65		1	3	3		2.59%	3.81%	3.36%
中煤能源		150	168	12		3	6	2		28.60%	18.01%
上海能源		10				1				1.91%	1.20%
冀中能源		15	35			1	2			2.86%	1.80%
西山煤电			30				2				
开滦股份		28.3				2				5.40%	3.40%
昊华能源			30				2				
*ST安煤		12				1				2.29%	1.44%
陕西煤业		30				2				5.72%	3.60%
潞安环能			60				1				
云煤能源		2.5				1				0.48%	0.30%
宝泰隆		3.1				2				0.59%	0.37%
合计	308.5	524.5	428	42.5	21	34	17	3	100%	100%	100%

资料来源：Wind，长江证券研究所

上市煤企授信额度使用率

上市煤企授信额度使用率为 36.38%。授信额度使用率反应企业后期能再通过发债进行融资的空间大小，使用率越高，后期可再发债融资的空间就越小。截至 2018 年 8 月 10 日，19 家样本上市煤企最新授信额度合计 7796.68 亿元，最新已使用授信额度合计 2836.78 亿元，授信额度使用率为 36.38%。19 家样本上市煤企中授信额度前三大公司为中煤能源 2359 亿元、中国神华 1234.26 亿元、兖州煤业 992.83 亿元。从已使用授信额度比率来看，前三大公司为*ST 安煤（85.16%）、神火股份（84.64%）、宝泰隆（79.64%）。

图 31：最新授信额度及授信额度使用率情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：19 家样本上市公司发行人最新评级情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

上市煤企营运及偿债能力

我们整理了上市煤企相关财务指标，通过衡量企业资本结构、偿债能力、营运能力、盈利能力、现金流情况等来看企业财务经营状况。企业经营状况好，偿债能力指标较优的煤企所发行债券的违约风险更小。

资本结构与偿债能力：从资产负债率来看，截至 2017 年底，19 家样本上市煤企前三低的为中国神华（33.94%）、上海能源（35.66%）和宝泰隆（37.37%）；从流动比率来看，前三大上市煤企为开滦股份（1.28）、冀中能源（1.23）和中国神华（1.14）。

表 5：19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据（资本结构与偿债能力）

	资本结构				偿债能力				
	资产负债率	流动负债/带息债务/全部投入资本	长期资本	长期资本	流动	速动	现金	现金到期	现金流量利息
		负债合计	投入资本	负债率	比率	比率	比率	债务比	保障倍数
冀中能源	54.52%	58.49%	43.97%	34.94%	1.23	1.18	0.74	69.62%	6.16
西山煤电	63.37%	64.96%	54.98%	41.76%	0.69	0.56	0.39	58.63%	5.86
中煤能源	57.37%	44.08%	51.54%	47.28%	0.78	0.66	0.44	75.51%	3.50
潞安环能	69.41%	74.45%	54.59%	35.83%	0.91	0.88	0.74	15.51%	2.22
永泰能源	73.14%	50.08%	73.17%	61.65%	0.51	0.50	0.23	14.01%	1.48
兖州煤业	60.35%	53.71%	53.14%	49.77%	1.05	0.98	0.60	83.70%	4.93
阳泉煤业	62.77%	88.25%	47.98%	17.12%	0.56	0.53	0.36	25.17%	3.83
*ST安煤	90.20%	63.83%	85.01%	74.41%	0.76	0.73	0.53	5.77%	0.79
上海能源	35.66%	68.44%	15.48%	15.22%	0.86	0.78	0.71	119.37%	7.39
山煤国际	80.57%	71.71%	85.34%	68.00%	0.82	0.75	0.49	28.65%	3.95
云煤能源	43.39%	75.38%	28.22%	16.18%	1.06	0.83	0.32	43.57%	3.83
开滦股份	50.71%	62.26%	44.00%	31.64%	1.28	1.12	0.80	51.01%	5.02
大同煤业	57.60%	60.84%	65.33%	52.11%	1.13	1.10	0.90	62.76%	4.83
宝泰隆	37.37%	72.19%	24.71%	15.75%	0.92	0.53	0.38	10.43%	1.30
中国神华	33.94%	60.21%	25.31%	20.26%	1.14	1.04	0.75	356.13%	16.67
昊华能源	42.34%	40.88%	45.48%	40.75%	0.98	0.85	0.64	103.47%	7.41
陕西煤业	44.43%	61.41%	33.99%	29.01%	0.93	0.90	0.65	156.23%	48.10
平煤股份	68.16%	65.22%	63.40%	46.03%	0.79	0.71	0.57	23.66%	2.74
神火股份	85.47%	81.40%	85.46%	59.19%	0.48	0.32	0.27	3.76%	0.51

资料来源：Wind，长江证券研究所

营运能力与盈利能力：从存货周转率角度来看，2017年19家样本上市煤企存货周转率前三大公司为兖州煤业（37.72）、永泰能源（33.23）和阳泉煤业（31.82）；从ROE（平均）角度看，前三大上市煤企分别为陕西煤业（26.59%）、中国神华（14.67%）和潞安环能（14.11%）。

表 6：19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据（运营能力与盈利能力）

	营运能力			盈利能力		
	存货 周转率	应收账款周 转率	固定资产 周转率	2017年归母净利 润（亿元）	ROE （平均）	销售 毛利率
冀中能源	15.81	4.82	1.41	10.64	5.62%	24.63%
西山煤电	5.89	8.20	1.23	15.69	9.14%	33.45%
中煤能源	7.39	11.45	0.94	24.14	2.76%	32.41%
潞安环能	12.31	5.94	1.21	27.82	14.11%	40.80%
永泰能源	33.23	5.96	0.99	6.02	2.51%	28.03%
兖州煤业	37.72	45.18	3.99	67.71	13.97%	16.62%
阳泉煤业	31.82	8.57	1.72	16.38	11.49%	21.09%
*ST安煤	22.48	7.25	1.34	-6.90	-60.68%	9.47%
上海能源	16.02	28.47	1.14	5.19	5.95%	34.59%
山煤国际	18.50	9.50	3.67	3.81	8.53%	14.44%
云煤能源	10.65	4.32	2.14	-0.49	-1.65%	7.62%
开滦股份	11.13	10.39	1.83	5.17	6.33%	11.01%
大同煤业	14.10	5.76	1.58	5.99	11.33%	53.75%
宝泰隆	2.18	21.74	1.52	1.62	3.22%	24.66%
中国神华	11.51	16.87	0.80	450.37	14.67%	42.17%
昊华能源	7.33	21.16	0.97	6.25	8.86%	45.69%
陕西煤业	26.70	11.14	1.64	104.49	26.59%	55.40%
平煤股份	11.65	15.15	0.90	13.77	12.05%	21.45%
神火股份	2.72	82.00	0.96	3.68	6.36%	24.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

现金流情况：从经营活动产生的现金流量净额/营业收入角度看，2017 年前三大上市煤企分别为中国神华（38.25%）、陕西煤业（33.25%）和大同煤业（32.55%）。

表 7：19 家样本上市煤企 2017 财年主要财务数据（现金流情况）⁴

	现金流情况			
	经营活动产生的现金流量 净额/营业收入	经营活动产生的现金流量 净额/经营活动净收益	销售商品提供劳务收到 的现金/营业收入	2017年经营活动产生的 现金流量净额（亿元）
冀中能源	20.79%	285.65%	93.87%	42.37
西山煤电	18.97%	208.75%	72.08%	54.35
中煤能源	21.95%	377.29%	114.13%	178.07
潞安环能	10.08%	67.97%	70.84%	23.73
永泰能源	20.47%	400.48%	107.65%	45.82
兖州煤业	10.62%	201.88%	113.57%	160.63
阳泉煤业	10.21%	115.12%	102.52%	28.70
*ST安煤	3.98%	-	84.63%	1.64
上海能源	11.56%	147.12%	102.90%	7.32
山煤国际	13.31%	1408.13%	63.45%	54.51
云煤能源	8.81%	-	65.53%	3.90
开滦股份	9.62%	237.19%	75.30%	17.85
大同煤业	32.55%	217.54%	121.23%	29.82
宝泰隆	3.32%	50.53%	82.43%	0.98
中国神华	38.25%	137.74%	114.08%	951.52
昊华能源	31.72%	178.79%	103.81%	17.69
陕西煤业	33.25%	99.70%	111.41%	169.31
平煤股份	13.10%	167.63%	79.29%	27.16
神火股份	5.80%	120.10%	86.09%	10.96

资料来源：Wind，长江证券研究所

⁴ *ST 安煤与云煤能源 2017 财年经营活动净收益为负

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。