

煤炭

煤炭债季度复盘

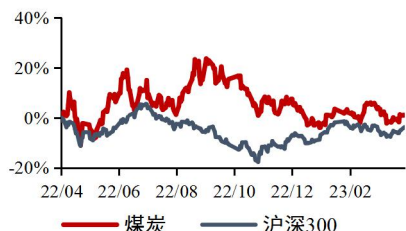
同步大市-A(维持)

一季度赎回潮影响降低，关注山西债务期限结构变化

2023年4月6日

行业研究/定期报告

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】年报陆续披露，继续关注高分红个股（20230327-20230402）-【山证煤炭】行业周报：2023.4.1

【山证煤炭】大秦线春检在即，神华充矿延续高分红（20230320-20230326）-【山证煤炭】行业周报：2023.3.25

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

市场回顾：

➢ 一级市场：一季度新发煤炭债等级下沉、期限缩短，23年三季度为偿债高峰。2023年一季度煤炭债迎来到期小高峰，新发行同时大幅提升，虽然净融资额仍为负值，但缺口大幅收窄。其中，煤炭债新发行673亿元，偿还834亿元，净融资-161亿元，环比升293亿元。一季度新发煤炭债以AAA为主，YY投资级占比较多，中短期限居多，山西国企占比60%。取消发行规模较小。2023年三季度为偿债高峰。

➢ 二级市场：赎回潮影响降低，煤炭信用利差和超额利差大幅收窄，期限利差走扩。考虑到当前煤炭行业基本面持续改善，煤企偿债能力增强，当季无违约。本季度广义基金规模企稳后赎回潮影响降低，煤炭债利差持续收窄，季度末基本回到赎回潮前水平。从煤炭债敞口看，信用利差和超额利差收窄幅度分别为58BP和42BP。期限利差角度看，短久期品种率先修复，收益率下行幅度较长久期更大，期限利差走扩。

点评与投资建议：

➢ 赎回潮影响降低，煤炭债度过年内第一次偿债高峰，信用利差回到赎回潮前水平。一季度赎回潮影响持续下降，煤炭债迎来年内第一次偿债小高峰。考虑到偿还债务主要集中在山西国企，尽管新发行期限分布偏短、投机级占比较大，但债务接续顺利。一季度市场交易情绪稳定，市场拥抱短久期品种，煤炭信用利差基本回到赎回潮前水平和期限利差走扩。

➢ 山西煤炭重组推进速度不及预期，关注对相关主体的债务结构影响。山西本轮专业化重组推进速度慢于预期，市场关注的股权变更、资产划转与对应债务边际等方面虽有序推进，但未完全落地。此外，前期山西省政府相关部门领导、企业管理层频繁变动也可能对本轮国企改革带来潜在不确定性，但省内保兑付意愿明确，无需过度担忧。未来山西煤炭主体偿债压力有望不断降低，可做适当下沉，关注山西相关主体债务期限结构的变化。

➢ 煤炭债仍具较高配置价值。行业层面来看，2023年煤炭行业供需两旺，煤企盈利有望维持高位。海外市场新增供给较少，价格年内仍有望冲高。高景气预期背景下，未来煤炭债风险展望基本稳定。当前市场主要交易的风险特征仍集中在其他敞口，煤炭债部分尾部区域风险舆情不能改变整个行业信用基调，煤炭债仍具备较高配置价值。

风险提示:

赎回潮延续，行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债，山西煤企重组进度不及预期。

目录

1. 一级市场：一季度新发煤炭债等级下沉、期限缩短，23年三季度为偿债高峰.....	4
2. 二级市场：赎回潮影响降低，煤炭信用利差和超额利差大幅收窄，期限利差走扩.....	7
3. 点评与投资建议.....	8
4. 风险提示.....	8

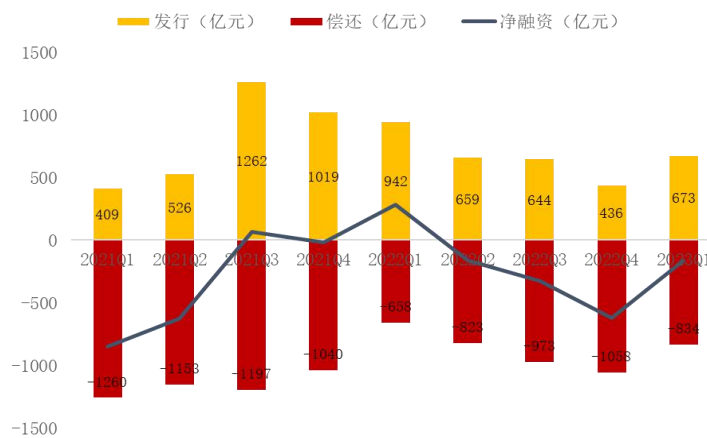
图表目录

图 1： 2021Q1-2023Q1 煤炭债净融资.....	4
图 2： 2023Q1 新发煤炭债外评等级分布.....	4
图 3： 2023Q1 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）.....	4
图 4： 2023Q1 新发煤炭债期限分布.....	5
图 5： 2023Q1 新发煤炭债区域性质分布（亿元）.....	5
图 6： 2023Q2-2025Q4 煤炭债到期与回售.....	6
图 7： 煤炭债信用利差与超额利差走势（BP）.....	7
图 8： 煤炭债各期限利差走势（BP）.....	7
表 1： 2023Q1 煤炭债取消发行.....	5

1. 一级市场：一季度新发煤炭债等级下沉、期限缩短，23 年三季度为偿债高峰

煤炭债净融资缺口大幅收窄。2023 年一季度煤炭债迎来到期小高峰，新发行同时大幅提升，虽然净融资额仍为负值，但缺口大幅收窄。其中，煤炭债新发行 673 亿元，偿还 834 亿元，净融资-161 亿元，环比升 293 亿元。

图 1：2021Q1-2023Q1 煤炭债净融资

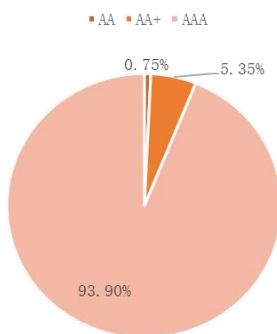


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

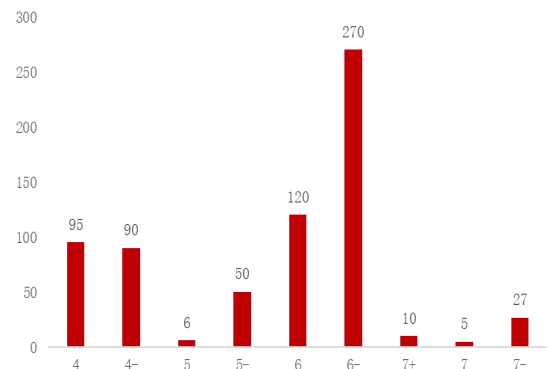
一季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 93.9%，AA+占 5.35%，AA 占 0.75%。从 YY 评级上看投机级占 64.19%，投资级占 35.81%，其中 6 和 6-级发行量最大，机构对煤炭债整体风险偏好较上一季度有所提升。

图 2：2023Q1 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

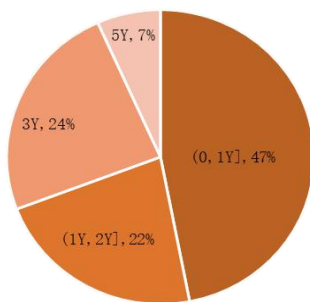
图 3：2023Q1 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

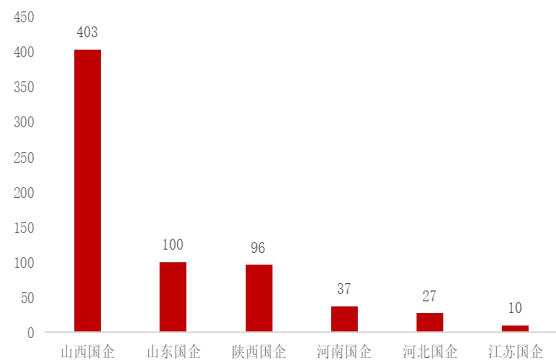
一季度新发煤炭债以中短期为主，山西国企占比 60%。从期限分布看，1 年期以下的 316 亿，占 47%；1 年期以上 2 年期及以下的 150 亿元，占 22%；3 年期 162 亿元，占 24%；5 年期 45 亿元，占 7%。从区域分布上看，山西国企新发 403 亿，占 60%。

图 4：2023Q1 新发煤炭债期限分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023Q1 新发煤炭债区域性分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

取消发行规模较小。1 季度一共 3 只债取消发行，合计规模 25 亿元，发债主体资质整体偏弱，期限分布平均，其中晋能电力 1 月和 3 月中票发行取消。

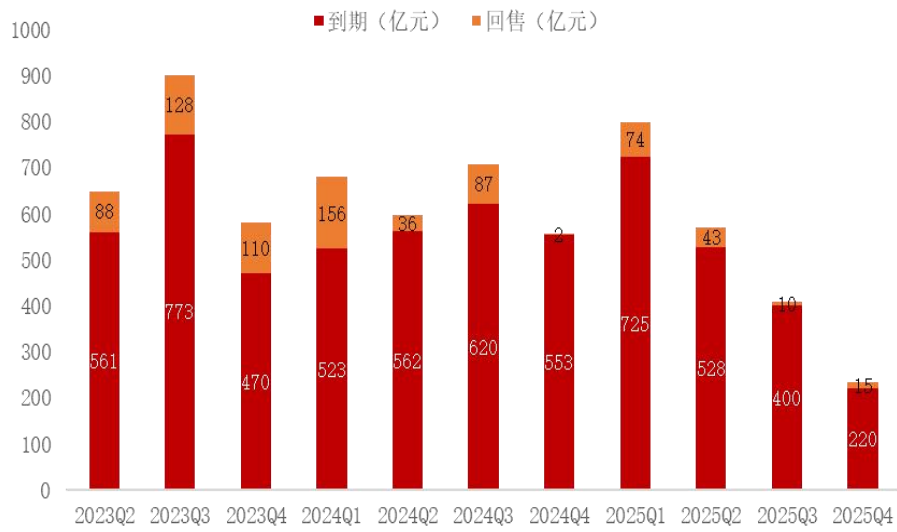
表 1：2023Q1 煤炭债取消发行

债券简称	省份	主体评级	YY	发生日期	计划发行规模(亿)	发行期限(年)
23 晋能电力 MTN005	山西省	AAA	6	2023-03-27	10.00	3
23 新矿集团 SCP001	山东省	AAA	6	2023-03-17	10.00	0.49
23 晋能电力 MTN001	山西省	AAA	6	2023-01-13	5.00	2

资料来源：Wind，山西证券研究所

2023 年三季度为偿债高峰。2023 年三季度煤炭债预计到期 773 亿，预计回售 128 亿，合计 901 亿，接续压力较大。

图 6：2023Q2-2025Q4 煤炭债到期与回售



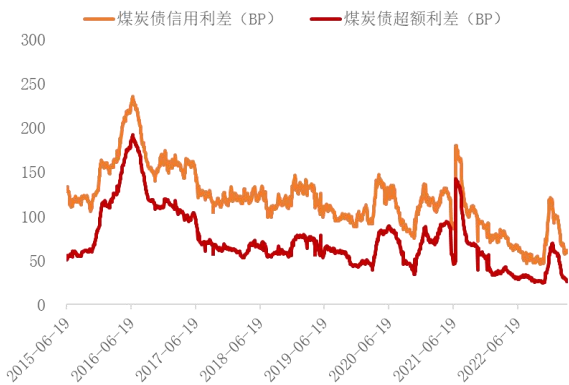
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融和定向工具。

2. 二级市场：赎回潮影响降低，煤炭信用利差和超额利差大幅收窄，期限利差走扩

债市赎回潮降低煤炭信用利差和超额利差大幅收窄，期限利差走扩。考虑到当前煤炭行业基本面持续改善，煤企偿债能力增强，当季无违约。本季度广义基金规模企稳后赎回潮影响降低，煤炭债利差持续收窄，季度末基本回到赎回潮前水平。从煤炭债敞口看，信用利差和超额利差收窄幅度分别为 58BP 和 42BP。期限利差角度看，短久期品种率先修复，收益率下行幅度较长久期更大，期限利差走扩。

图 7：煤炭债信用利差与超额利差走势（BP）



资料来源：Wind，山西证券研究所
备注：样本采用余额平均

图 8：煤炭债各期限利差走势（BP）



资料来源：YY 评级，山西证券研究所
备注：样本采用标准化平均隐含

3. 点评与投资建议

赎回潮影响降低，煤炭债度过年内第一次偿债高峰，信用利差回到赎回潮前水平。一季度赎回潮影响持续下降，煤炭债迎来年内第一次偿债小高峰。考虑到偿还债务主要集中在山西国企，尽管新发行期限分布偏短、投机级占比较大，但债务接续顺利。一季度市场交易情绪稳定，市场拥抱短久期品种，煤炭信用利差基本回到赎回潮前水平、期限利差走扩。

山西煤炭重组推进速度不及预期，关注对相关主体的债务结构影响。山西本轮专业化重组推进速度慢于预期，市场关注的股权变更、资产划转与对应债务边际等方面虽有序推进，但未完全落地。此外，前期山西省政府相关部门领导、企业管理层频繁变动也可能对本轮国企改革带来潜在不确定性，但省内保兑付意愿明确，无需过度担忧。未来山西煤炭主体偿债压力有望不断降低，可做适当下沉，关注山西相关主体债务期限结构的变化。

煤炭债仍具较高配置价值。行业层面来看，2023年煤炭行业供需两旺，煤企盈利有望维持高位。海外市场新增供给较少，价格年内仍有望冲高。高景气预期背景下，未来煤炭债风险展望基本稳定。当前市场主要交易的风险特征仍集中在其他敞口，煤炭债部分尾部区域风险舆情不能改变整个行业信用基调，煤炭债仍具备较高配置价值。

4. 风险提示

行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债，山西煤企重组进度不及预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

