

煤炭

煤炭债季度复盘

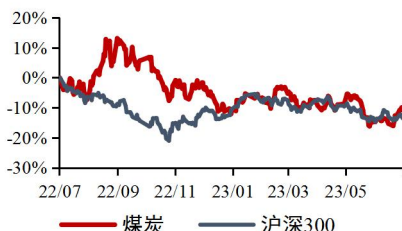
同步大市-A(维持)

二季度长发行明显增加，煤价下跌对估值影响有限

2023年7月7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】港口库存继续走低，煤价延续反弹 (20230626-20230702) - 【山证煤炭】行业周报： 2023.7.2

【山证煤炭】谢和平提出负碳充填开采新理念与技术构想 (2023-6) - 【山证煤炭】山西煤炭产业月度观察： 2023.7.2

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：**二季度新发煤炭债久期拉长，23年三季度为偿债高峰。煤炭债净融资缺口小幅增加。2023年二季度煤炭债新发行和偿还量同时减少，净融资额仍为负值，缺口小幅增加。其中，煤炭债新发行410亿元，偿还635亿元，净融资-225亿元，环比降63亿元。二季度新发煤炭债AAA为主，YY投资级占比较多，新发煤炭债长久期占比明显提升，山西国企占比大幅降低。取消发行规模较小。2023年三季度为偿债高峰。

➢ **二级市场：**二季度煤炭市场经历快速出清，但利差表现相对缓和。二季度炼焦煤和动力煤市场先后出现快速出清，价格下跌幅度较大。但当前发债煤企长协占比较高，盈利稳定性强，同时经历多年资产负债表修复，当前偿债能力较强，当季无违约。从估值层面看，不同等级煤炭债利差小幅走扩，长久期利差走扩幅度更大。由于煤炭企业偿债能力仍处于较强水平，同时二季度流动性环境相对宽松且当前煤炭债的风险暴发概率相对偏低，本次价格快速下跌对相关债券影响偏小。

点评与投资建议：

➢ **二季度新发债久期拉长，价格下跌对煤炭债冲击有限。**二季度煤炭债虽然在新发行和偿还两方面均有一定幅度收缩，但从新发行来看，长发行占比明显增多，这也使得部分发债主体债务结构得到改善。二季度市场交易情绪基本稳定，虽然煤炭价格经历快速下跌，但市场对煤炭仍具备较强信心，等级利差和期限利差仅小幅走扩。此外，三季度为年内煤炭债偿债高峰，再融资需求较大，利差是否继续走扩值得关注。

➢ **中短期内煤炭债仍具备较高安全性。**考虑到国内产量增速边际放缓和进口价差倒挂、需求端存在复苏预期，预计未来行业现金流创造能力强，因此中短周期内煤炭债仍具备较高安全性和配置价值。长周期视角下，若景气度继续下行，仍需关注母公司杠杆水平较高、过度依赖公开债、短债占比大以及资产负债边界模糊等风险特征。

➢ 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：二季度长期限新发债占比增加，23年三季度为偿债高峰.....	3
2. 二级市场：煤炭价格下跌对相关债券估值影响较小.....	6
3. 点评与投资建议.....	7
4. 风险提示.....	7

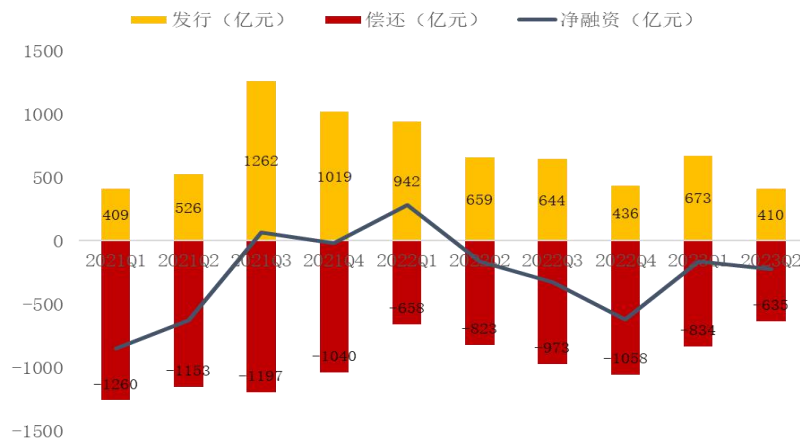
图表目录

图 1： 2021Q1-2023Q2 煤炭债净融资.....	3
图 2： 2023Q2 新发煤炭债外评等级分布.....	3
图 3： 2023Q2 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）.....	3
图 4： 2023Q2 新发煤炭债期限分布.....	4
图 5： 2023Q2 新发煤炭债区域性质分布（亿元）.....	4
图 6： 2023Q3-2026Q4 煤炭债到期与回售.....	5
图 7： 煤炭债等级利差走势（BP）.....	6
图 8： 煤炭债期限利差走势（BP）.....	6
表 1： 2023Q2 煤炭债取消发行.....	4

1. 一级市场：二季度长期限新发债占比增加，23 年三季度为偿债高峰

煤炭债净融资缺口小幅增加。2023 年二季度煤炭债新发行和偿还量同时减少，净融资额仍为负值，缺口小幅增加。其中，煤炭债新发行 410 亿元，偿还 635 亿元，净融资-225 亿元，环比降 63 亿元。

图 1：2021Q1-2023Q2 煤炭债净融资

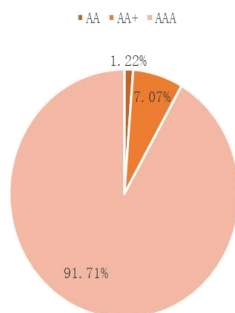


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

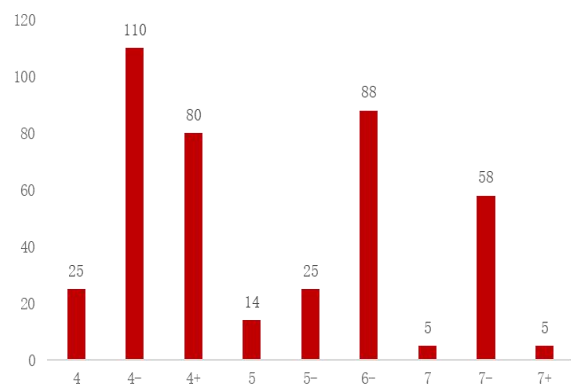
二季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 91.71%，AA+ 占 7.07%，AA 占 1.22%。从 YY 评级上看投机级占 61.95%，投资级占 38.05%，其中 4-、6- 和 4+ 级发行量最大，机构对煤炭债整体风险偏好较上一季度略有下降。

图 2：2023Q2 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：2023Q2 新发煤炭债 YY 等级分布 (亿元)

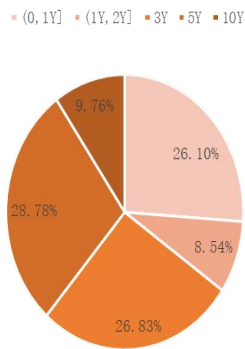


资料来源：Wind，山西证券研究所

二季度新发煤炭债长久期占比明显提升，山西国企占比大幅降低。从期限分布看，1 年期以下的 107 亿，占 26%；1 年期以上 2 年期及以下的 35 亿元，占 9%；3 年期 110 亿元，占 27%；5 年期 118 亿元，占

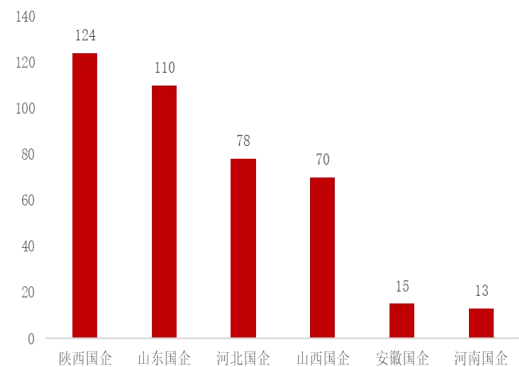
29%；10年期40亿元，占10%。从区域分布上看，陕西国企新发124亿，占30%；陕西国企新发110亿，占27%；陕西国企新发78亿，占19%；山西国企新发70亿，占17%。

图 4：2023Q2 新发煤炭债期限分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023Q2 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。2 季度一共 1 只债取消发行，合计规模 5 亿元，发债主体为晋能电力。

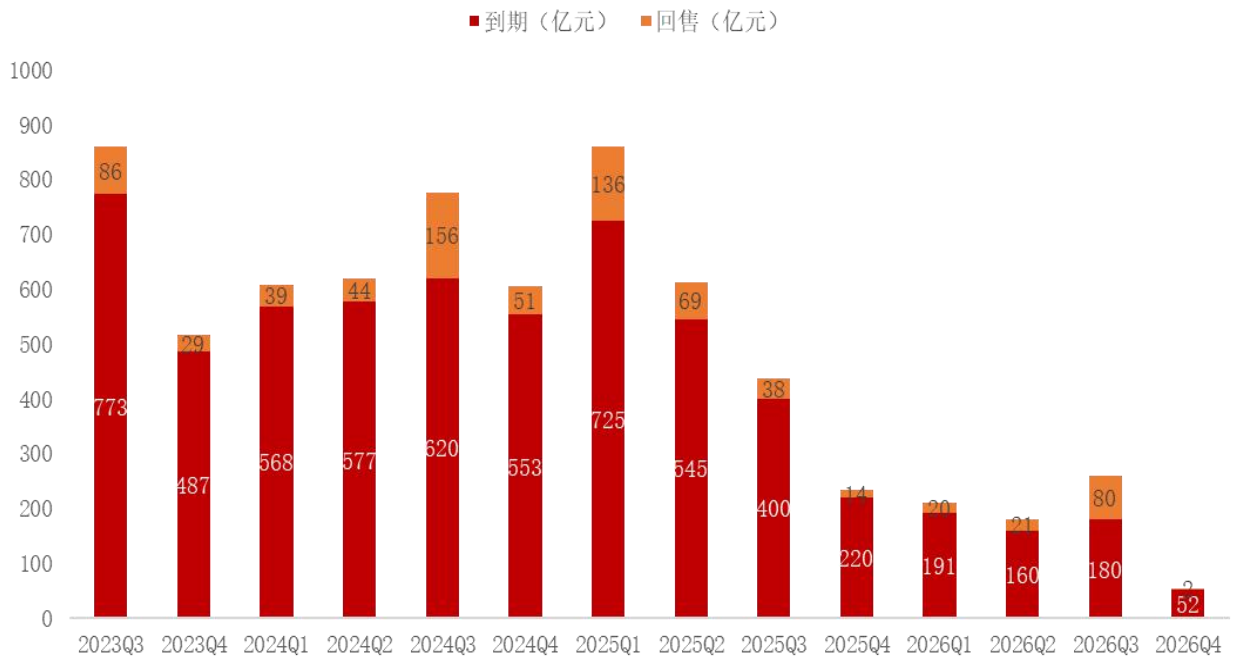
表 1：2023Q2 煤炭债取消发行

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 GN008 (碳中和债)	山西省	AAA	6	2023-06-16	5.00	5

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 86 亿，合计 860 亿，接续压力较大。

图 6：2023Q3-2026Q4 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：煤炭价格下跌对相关债券估值影响较小

二季度煤炭市场经历快速出清，但利差表现相对缓和。二季度炼焦煤和动力煤市场先后出现快速出清，价格下跌幅度较大。但当前发债煤企长协占比较高，盈利稳定性强，同时经历多年资产负债表修复，当前偿债能力较强，当季无违约。从估值层面看，不同等级煤炭债利差小幅走扩，长久期利差走扩幅度更大。由于煤炭企业偿债能力仍处于较强水平，同时二季度流动性环境相对宽松且当前煤炭债的风险暴发概率相对偏低，本次价格快速下跌对相关债券影响偏小。

图 7：煤炭债等级利差走势（BP）



资料来源：DM，山西证券研究所

图 8：煤炭债期限利差走势（BP）



资料来源：DM，山西证券研究所

3. 点评与投资建议

二季度新发债久期拉长，价格下跌对煤炭债冲击有限。二季度煤炭债虽然在新发行和偿还两方面均有一定幅度收缩，但从新发行来看，长期限占比明显增多，这也使得部分发债主体债务结构得到改善。二季度市场交易情绪基本稳定，虽然煤炭价格经历快速下跌，但市场对煤炭仍具备较强信心，等级利差和期限利差仅小幅走扩。此外，三季度为年内煤炭债偿债高峰，再融资需求较大，利差是否继续走扩值得关注。

中短期内煤炭债仍具备较高安全性。考虑到国内产量增速边际放缓和进口价差倒挂、需求端存在复苏预期，预计未来行业现金流创造能力强，因此中短周期内煤炭债仍具备较高安全性和配置价值。长周期视角下，若景气度继续下行，仍需关注母公司杠杆水平较高、过度依赖公开债、短债占比大以及资产负债边界模糊等风险特征。

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，本报告的任一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 3 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

