

## 策略

## 煤炭债风险展望及投资策略

## 新阶段下煤炭债的风险研判与机会选择

2023年8月22日

策略研究/策略报告

## 山证煤炭团队

## 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:

## 煤炭发债主体 2022 年报总结

➢ 经营改善，偿债能力增强。2020-2022 年因供给短缺、俄乌冲突、夏季枯水等原因，煤炭价格中枢不断抬升，行业一直维持较高景气度。煤炭企业迎来较长周期的量价齐升，2022 年营业收入大幅增加、获现能力显著提升、利息覆盖明显改善、现金占短期债务比重提升。

## 典型信用风险特征跟踪：弱资质标签有所改善，山西国改平稳推进

- 弱资质画像：在 2020 年风险事件后，弱资质风险特征曾经被市场过度交易。在高景气对信用基本面的修复下，主要弱资质特征有所改善。
- 山西煤炭企业专业化重组：山西国改仍在有续推进，力度和节奏上慢于市场预期，“一盘棋”思路未改。山西煤炭企业信用预期具备较强一致性，若某环节出现风险事件，容易快速传播，后果严重，因此企业偿债意愿强。

## 煤炭行业 2023 年基本面变化：景气周期切换

- 行业：供给增多，需求分化，价格维持高位。
- 煤企经营：行业营收规模下降，亏损面扩大，或限制产出，行业经营进入新阶段。

## 信用投资建议

- 新阶段下各家煤企面临不同的融资环境。行业景气周期切换，但考虑到供给弹性不足的因素，煤炭行业景气下行幅度有限。新阶段下不排除市场对煤炭发债主体的部分信用瑕疵重新定价，进而使得对应风险溢价提升，因此不同资质的主体面临的融资环境将有所差异。
- 高等级主体：强资质主体规模普遍较大，同时所控制的煤炭资源禀赋较好，可以尽最大可能平抑行业周期所带来的负面影响。同时，高等级煤炭债跟同级别地产和城投品种相比较而言拥有更好的现金流优势。策略选择上若收益尚可，则可考虑适当拉长久期，存量债券具备一定骑乘空间。
- “一盘棋”：该类型的主体具备“信用高度捆绑+外部支持背书”等特点。但是因为山西国企改革的进度和力度均存在不确定性，同时在信用解除捆绑后部分主体的信用支撑偏弱，存在信用再次分化风险。可以考虑在控期限的基础上谨慎下沉，永续品种或是不错选择。

## 风险提示

- 样本不全导致代表性差，煤炭价格大幅下降，债券市场波动，山西国企改革政策转向，弱资质风险特征继续强化，发债主体逃废债



## 目录

一、煤炭发债主体 2022 年报总结：经营改善，偿债能力增强.....	5
1、样本筛选.....	5
2、产销量：主要煤企产销两旺.....	6
3、现金流与盈利：景气度回升改善经营获现和盈利能力.....	7
4、偿债能力：各偿债指标有所修复.....	8
二、典型信用风险特征跟踪：弱资质标签有所改善，山西国改平稳推进.....	10
1、弱资质画像：部分特征存在改善迹象.....	10
1.1 历史原因致归母盈利能力仍偏弱.....	10
1.2 信用结构未变，母公司债务负担重.....	12
1.3 资金占款呈现分化.....	13
1.4 化债进程陆续推进.....	14
2、山西煤炭企业专业化重组：平稳推进，“一盘棋”思路不改.....	17
三、煤炭行业 2023 年基本面变化：景气周期切换.....	20
1、行业：供给增多，需求分化，价格维持高位.....	20
1.1 产量增速边际放缓，进口超预期.....	20
1.2 需求分化，电煤消费表现更强.....	22
1.3 煤炭价格有所下降，但仍维持高位.....	23
2、煤企经营：进入新阶段.....	24
2.1 营收和利润规模收缩.....	24
2.2 亏损面扩大，或限制产出.....	26
四、信用投资建议.....	28
五、风险提示.....	34

## 图表目录

图 1: 煤炭发债主体存量债券余额（高于 50 亿元）排序.....	5
图 2: 存续债券支数超过 5 只的煤炭发债主体平均单券规模（高于 10 亿元）排序.....	6
图 3: 主要煤企 2020-2022 年煤炭产销量及增速表现.....	7
图 4: 重点样本主体 2019-2022 年营业收入及增速.....	7
图 5: 重点样本主体 2019-2022 年经营性净现金流净流入及增速.....	8
图 6: 重点样本主体 2019-2022 年经营性净现金流净额利息覆盖情况.....	9
图 7: 重点样本主体 2019-2022 年现金短债比情况.....	9
图 8: 部分煤炭发债主体归母盈利能力偏弱.....	10
图 9: 部分煤炭发债主体少数股东损益占净利润比重偏高.....	11
图 10: 部分煤炭发债主体非煤业务毛利率偏低.....	12
图 11: 煤炭发债主体母公司资产负债率.....	13
图 12: 部分煤炭发债主体应收款项占流动资产比重过大.....	14
图 13: 存量煤炭债规模降至低位.....	15
图 14: 煤炭债信用利差持续压缩.....	15
图 15: 煤炭行业资产负债率降至低位.....	15
图 16: 部分煤炭发债主体短债占比偏高.....	16
图 17: 重点样本煤炭发债主体平均剩余期限（余额加权法）排序.....	16
图 18: 山西煤炭企业专业化重组发债主体变化示意图.....	17
图 19: 煤炭行业固定资产投资增速.....	20
图 20: 中国原煤产量（万吨；%）.....	21
图 21: 中国煤炭产量季节分布（万吨）.....	21
图 22: 中国煤炭进口（万吨；%）.....	21

图 23: 中国煤炭进口季节分布 (万吨) .....	21
图 24: 十年期国债收益率走势 (%) .....	22
图 25: 中国地产新开工-施工和竣工累计增速 (%) .....	22
图 26: 中国煤炭主要下游行业产量累计增速 (%) .....	22
图 27: 山西优混 5500 年度均价.....	23
图 28: 京唐港主焦煤年度均价.....	23
图 29: 煤炭行业营收变化.....	24
图 30: 煤炭行业毛利率变化.....	25
图 31: 煤炭行业利润总额变化.....	25
图 32: 煤炭行业利润总额同期增减.....	26
图 33: 煤炭行业亏损总额.....	27
图 34: 煤炭行业当月单位企业亏损金额测算.....	27
图 35: 煤炭行业亏损企业数量 (个) .....	27
图 36: 煤炭行业亏损率测算 (%) .....	27
图 37: 全部样本存量煤炭债平均期限测算-余额加权法 (亿元) .....	28
图 38: 陕煤化收益率的期限结构 (年; %) .....	29
表 1: 山西国企改革进度跟踪.....	18
表 2: 部分高等级主体新发长债.....	29
表 3: 部分山西煤炭发债主体永续债要素.....	30

## 一、煤炭发债主体 2022 年报总结：经营改善，偿债能力增强

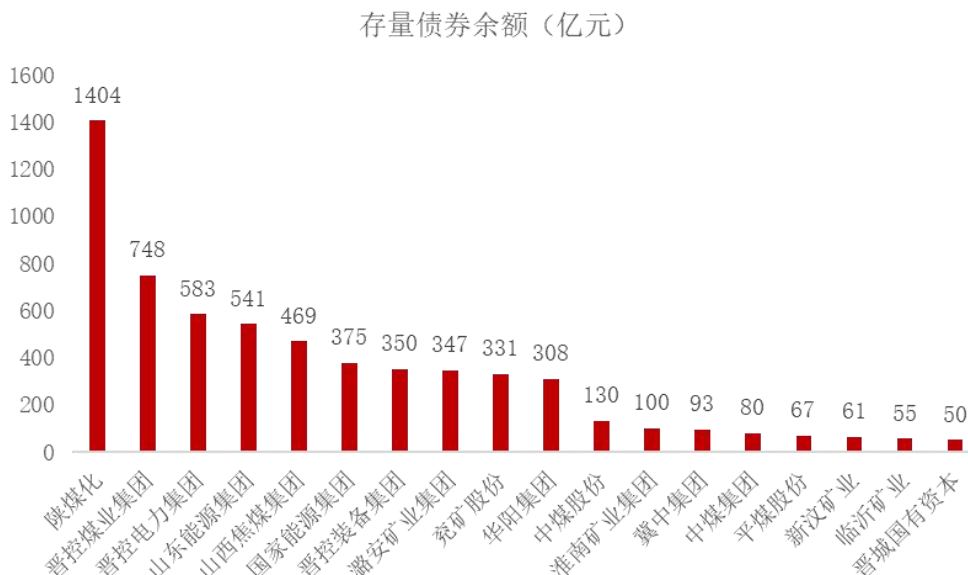
### 1、样本筛选

**样本选择标准。**以 2023 年 7 月 31 日为节点，选取在该时点下存量债券中 Wind4 级行业为煤炭与消费用燃料的主体外加华阳新材料科技集团有限公司和中国平煤神马控股集团有限公司作为存量煤炭发债主体的统计样本，主体总数为 44 个。

**重点样本筛选。**存量债券余额反映公开债务负担和未来去化空间，平均单券规模反映市场对主体的但单次信任程度。因此我们选取存量债券余额高于 50 亿元或者存续债券支数超过 5 只且平均单券规模高于 10 亿元的主体作为重点样本。

**陕煤化、晋控煤业、晋控电力、山能集团存续债券较多。**截至 2023 年 7 月底，陕煤化、晋控煤业集团、晋控电力集团、山能集团存续债券余额超过 500 亿元；焦煤集团、国家能源、晋控装备、潞安集团、兖矿股份、华阳集团存续债券余额超过 300 亿元。

图 1：煤炭发债主体存量债券余额（高于 50 亿元）排序

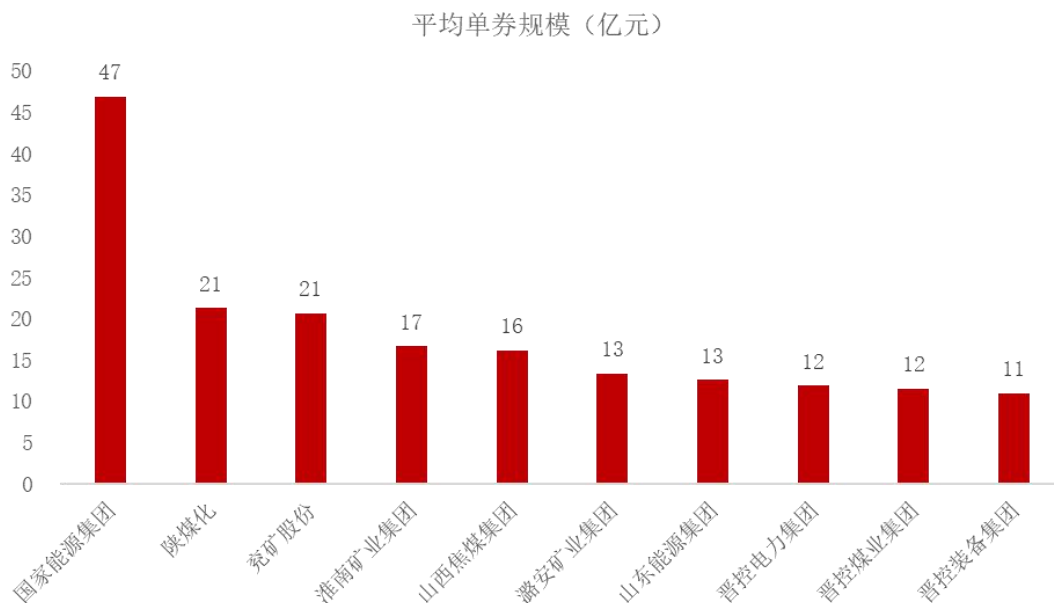


资料来源：Wind，山西证券研究所  
备注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。

国家能源、陕煤化、兖矿股份平均单券规模居前。截至 2023 年 7 月底，在存续债券支数超过 5 只的煤

炭发债主体之中，国家能源、陕煤化、兖矿股份平均单券规模超过 20 亿元；淮南矿业集团、山西焦煤集团、潞安矿业集团、晋控电力集团、晋控煤业集团和晋控装备集团平均单券规模超过 10 亿元。

图 2：存续债券支数超过 5 只的煤炭发债主体平均单券规模（高于 10 亿元）排序

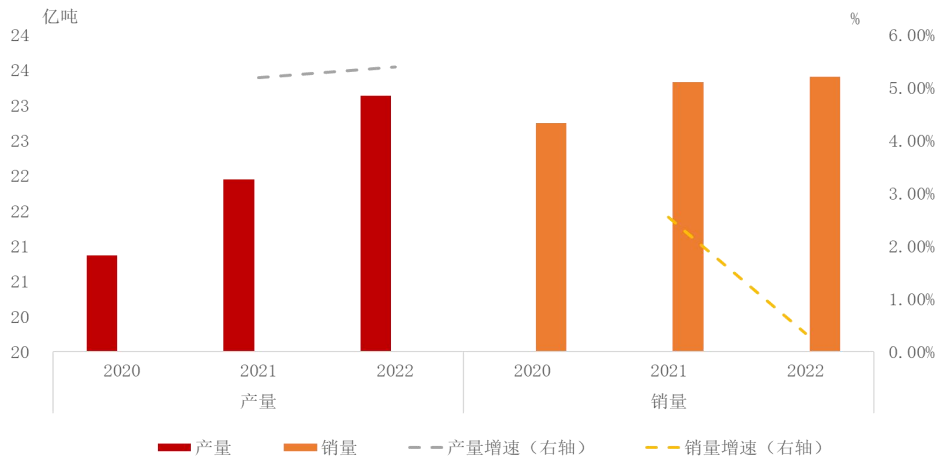


资料来源：Wind，山西证券研究所  
备注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。

## 2、产销量：主要煤企产销两旺

主要煤企产销两旺，增速低于全国水平。由于重点样本存在同一集团下的多家公司的情况，为剔除重复数据以及提升产销数据的代表性，选取 16 家主要的煤炭生产商作为样本。根据 16 家主要煤炭企业的产销量数据，2021 年和 2022 年受保供影响，各大主要煤企产量持续增加，同比增速保持在 5% 以上，销量维持在较高水平，但产量增速低于全国原煤增速。

图 3：主要煤企 2020-2022 年煤炭产销量及增速表现



资料来源：相关发债主体财务报表，相关评级报告，山西证券研究所

备注：样本煤企包括国家能源集团、中煤集团、陕煤化集团、山西焦煤集团、晋控煤业集团、晋控电力集团、晋控装备集团、山东能源集团、潞安矿业集团、华阳集团、淮南矿业集团、冀中集团、平煤神马集团、华电煤业、榆林能源集团、伊泰股份。

### 3、现金流与盈利：景气度回升改善经营获现和盈利能力

营收大幅增加。2020-2022 年因供给短缺、俄乌冲突、夏季枯水等原因，煤炭价格中枢不断抬升，行业一直维持较高景气度。煤炭企业迎来较长周期的量价齐升，营业收入大幅增加。重点样本中仅有个别主体出现营收下降情况。

图 4：重点样本主体 2019-2022 年营业收入及增速

发债主体	营业收入 (亿元)				同比增速		
	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
山东能源集团	2854	6749	7738	8281	36.48%	4.65%	7.02%
国家能源集团	5541	5555	6893	8162	0.25%	4.08%	3.41%
陕煤化	3004	3375	3925	5069	2.35%	6.27%	29.16%
中煤集团	1786	1870	3010	2825	4.74%	60.94%	6.15%
山西焦煤集团	1805	2098	2149	2797	6.27%	2.40%	30.18%
晋控煤业集团	1903	1949	2227	2630	2.39%	4.29%	18.11%
中煤股份	1293	1410	2311	2206	9.02%	33.97%	4.56%
潞安矿业集团	1798	1611	2106	2181	10.39%	30.71%	3.56%
晋控装备集团	1752	1731	2208	2016	-1.23%	27.57%	8.70%
兖矿股份	2006	2150	1520	2008	7.15%	29.30%	32.13%
晋控电力集团	1058	1009	1170	1526	-4.63%	5.99%	30.42%
冀中集团	2118	1724	1482	1337	18.58%	14.07%	9.73%
新汶矿业	856	943	1067	1127	10.14%	3.19%	5.62%
淮南矿业集团	442	416	595	667	-6.02%	12.99%	2.16%
临沂矿业	285	335	410	577	7.69%	22.44%	10.61%
华阳集团	203	209	398	448	3.07%	90.44%	2.66%
平煤股份	236	224	297	360	-5.24%	32.60%	21.37%
晋城国有资本	142	136	210	257	-3.82%	33.87%	22.56%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

获现能力显著提升。同样受益高景气度，重点样本中的煤炭企业经营获现情况有不同程度的改善。若将 2022 年经营性现金流净额与 2019 年相比，大部分主体的获现能力提升超过 100%。

图 5：重点样本主体 2019-2022 年经营性净现金流净流入及增速

发债主体	经营性净现金流（亿元）				同比增速		
	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国家能源集团	1,725.43	1,806.96	1,901.18	2,278.62	5%	5%	20%
山东能源集团	162.48	312.88	540.79	988.89	93%	73%	83%
陕煤化	328.16	323.40	681.78	774.71	-1%	111%	14%
中煤集团	285.94	308.93	553.17	563.39	8%	79%	2%
兖矿股份	248.71	222.33	361.82	534.50	-11%	63%	48%
山西焦煤集团	171.45	169.71	366.71	493.12	-1%	116%	34%
中煤股份	219.84	226.32	481.06	436.34	3%	113%	-9%
晋控装备集团	193.69	105.44	153.63	359.26	-46%	46%	134%
潞安矿业集团	148.85	98.77	177.47	331.73	-34%	80%	87%
晋控电力集团	102.55	78.80	91.05	261.78	-23%	16%	188%
华阳集团	68.80	116.32	160.45	151.50	69%	38%	-6%
淮南矿业集团	86.08	107.58	153.96	139.01	25%	43%	-10%
冀中集团	30.61	72.37	96.30	126.12	136%	33%	31%
晋控煤业集团	82.52	65.41	626.11	119.29	-21%	857%	-81%
平煤股份	17.70	26.14	84.37	109.20	48%	223%	29%
新汶矿业	46.49	40.21	63.96	70.03	-14%	59%	9%
临沂矿业	14.31	24.50	49.33	63.59	71%	101%	29%
晋城国有资本	7.48	11.53	36.91	62.25	54%	220%	69%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

#### 4、偿债能力：各偿债指标有所修复

利息覆盖明显改善。在获现能力明显增强的背景下，煤炭企业经营获现对利息覆盖情况也得到不同程度的改善。重点样本中，2022 年底仅有 1 家发债主体经营性净现金流净额利息覆盖倍数小于 1。在长周期视角下，重点样本煤企 2019 年利息覆盖倍数均值为 1.58，而 2022 年为 2.90。



图 6：重点样本主体 2019-2022 年经营性净现金流净额利息覆盖情况

重点主体	2019	2020	2021	2022
中煤股份	3.07	3.17	6.65	5.29
山东能源集团	1.18	1.37	2.48	4.71
淮南矿业集团	1.62	2.69	3.47	4.20
国家能源集团	2.72	2.80	2.84	3.79
中煤集团	2.76	2.82	4.83	3.59
平煤股份	1.54	1.23	4.23	3.54
临沂矿业	1.20	2.46	4.43	3.50
潞安矿业集团	1.80	1.18	2.84	3.27
新汶矿业	1.22	1.43	1.83	2.69
晋控电力集团	1.03	0.77	0.78	2.54
晋控装备集团	2.00	1.13	1.83	2.53
兖矿股份	2.08	2.09	3.38	2.49
晋城国有资本	0.52	0.78	2.42	2.34
山西焦煤集团	2.07	1.20	2.51	2.23
华阳集团	0.70	1.12	1.81	2.03
陕煤化	1.57	1.32	2.20	1.47
冀中集团	0.32	0.77	0.90	1.20
晋控煤业集团	1.02	0.73	4.63	0.85

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

现金占短期债务比重提升。因获现能力提升，煤炭企业账面资金不断积累，尽管短期债务规模仍在扩大，但重点样本现金对短期债务的覆盖有所提升。在长周期视角下，重点样本煤企 2019 年现金短债比均值为 0.34，2022 年为 0.53。

图 7：重点样本主体 2019-2022 年现金短债比情况

发债主体	2019	2020	2021	2022
中煤股份	0.45	0.90	1.50	1.44
中煤集团	0.36	0.61	1.19	1.25
兖矿股份	0.50	0.31	0.67	1.02
山东能源集团	0.42	0.36	0.50	0.73
陕煤化	0.39	0.37	0.68	0.72
晋城国有资本	0.52	0.43	0.47	0.65
平煤股份	0.65	0.46	0.46	0.48
潞安矿业集团	0.44	0.46	0.49	0.47
国家能源集团	0.20	0.38	0.46	0.37
山西焦煤集团	0.28	0.29	0.32	0.33
晋控电力集团	0.24	0.35	0.34	0.31
晋控煤业集团	0.19	0.19	0.31	0.29
晋控装备集团	0.26	0.34	0.32	0.28
淮南矿业集团	0.22	0.12	0.35	0.26
新汶矿业	0.17	0.19	0.30	0.23
临沂矿业	0.42	0.50	0.63	0.23
华阳集团	0.21	0.22	0.22	0.21
冀中集团	0.22	0.12	0.12	0.17

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

## 二、典型信用风险特征跟踪：弱资质标签有所改善，山西国改平稳推进

长期的高景气使行业信用基本面得到明显改善，但因各种历史原因所以造成的典型风险特征短期难以根除。以下将从弱资质画像和山西国企改革等方面分别讨论。

### 1、弱资质画像：部分特征存在改善迹象

2020年永煤事件严重冲击了弱资质国企的风险敞口，同时也因永煤违约扰乱国内信用秩序以至于对国内信用体系也造成深远影响。煤炭行业发债主体以国企为主，经历多轮周期洗礼后，部分主体呈现出弱资质特点，在个别主体出现风险事件后，相似风险特征曾经被市场过度交易。在高景气对信用基本面的修复下，主要弱资质特征是否改善？

#### 1.1 历史原因致归母盈利能力仍偏弱

大型煤炭国企发债主体归母盈利能力仍然偏弱。在高景气的带动下，煤炭企业的偿债能力有所改善，但是我们关注到部分发债主体的归母利润仍然维持偏低水平，且波动性较大。偿债能力提升和归母净利波动的背离关系没有明显改善。

图 8：部分煤炭发债主体归母盈利能力偏弱

发债主体	归母净利润（亿元）				同比增速		
	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国家能源	295	283	352	383	-4%	24%	9%
陕煤化	8	8	38	93	%	361%	142%
淮南集团	36	34	27	38	-7%	-9%	38%
晋控装备	2	5	24	26	201%	431%	8%
焦煤集团	15	11	-28	24	-25%	-349%	-187%
淮北集团	14	13	9	16	-7%	-28%	77%
晋控煤业	-11	-11	-39	9	%	257%	-122%
潞安集团	7	-6	-15	8	-78%	166%	153%
开滦集团	0	1	2	6	-236%	254%	227%
晋控电力	9	5	-8	3	-49%	-267%	-140%
华阳集团	-6	-12	-30	3	112%	154%	-108%
山能集团	19	80	11	2	322%	186%	180%
冀中集团	-8	-8	-9	1	-3%	23%	-112%
皖北煤电	-8	-9	-18	1	19%	98%	-104%
河南能源	-21	-55	-25	-44	159%	154%	75%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

历史原因导致盈利煤矿持股比例低。从少数股东损益/净利润指标来看，大部分大型煤炭国企发债主体

的少数股东损益占净利润比重超过 50%，部分主体该指标超过 90%，少数股东损益呈现对净利润的较大侵蚀。从根源上看，煤炭企业在周期底部阶段经营获现能力差，融资诉求强，但是在景气低点阶段很多企业因债务负担过重，金融机构对煤炭行业敞口往往收缩信用。在过去多轮周期中，煤炭企业通过债转股等方式度过难关，而煤企对盈利能力较好的煤炭资产的持股比例下降。这也是形成少数股东损益占净利润比重偏高局面的原因之一。

图 9：部分煤炭发债主体少数股东损益占净利润比重偏高

发债主体	少数股东损益（亿元）			净利润（亿元）			少数股东损益/净利润		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
河南能源	(1.52)	42.09	61.94	(56.32)	16.83	17.81	3%	250%	348%
山能集团	31.62	133.25	238.21	111.79	144.45	240.41	28%	92%	99%
皖北煤电	5.32	20.73	29.34	(3.77)	2.75	30.00	-141%	754%	98%
华阳集团	12.86	33.20	51.33	0.94	2.90	53.87	1370%	1145%	95%
冀中集团	8.03	22.39	21.00	0.38	12.97	22.09	2124%	173%	95%
晋控电力	10.92	27.46	34.41	15.73	19.44	37.65	69%	141%	91%
焦煤集团	17.14	73.97	146.42	28.18	46.44	170.32	61%	159%	86%
晋控煤业	15.26	50.04	46.89	4.24	10.67	55.60	360%	469%	84%
陕煤化	119.10	233.16	348.60	127.44	271.63	441.86	93%	86%	79%
潞安集团	7.58	24.38	26.40	1.91	9.30	34.39	397%	262%	77%
淮北集团	12.82	18.07	29.74	25.56	27.26	46.05	50%	66%	65%
开滦集团	4.70	8.21	10.00	5.21	9.99	15.81	90%	82%	63%
晋控装备	6.71	28.82	43.59	11.29	53.13	69.76	59%	54%	62%
国家能源	294.36	266.34	418.89	577.40	618.02	802.26	51%	43%	52%
淮南集团	6.40	9.97	16.23	40.15	37.41	54.23	16%	27%	30%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

多元化布局是煤企少数股东损益占比偏高的另外一个原因。多元化布局几乎是煤炭企业发展过程中必经的阶段，而不同阶段转型背后的动机也存在差异。在前期煤炭行业经历高速发展，周期峰谷波动剧烈，煤炭企业所涉及的转型动机大多为降低煤炭价格大幅度变化对企业资产负债表的破坏。ESG 理念兴起后，海外市场 ESG 评分偏低的行业和企业融资受限，煤炭行业的融资受到限制。随着中国提出“3060 双碳”目标后，行业的转型趋势则呈现出双碳友好方向，一方面响应国家能源转型号召，另一方面也缓解融资压力。但根据对煤企 2019-2022 年非煤业务毛利率跟踪，大部分煤企业的非煤业务盈利能力仍偏低。而煤炭企业的非煤业务持股比例往往相对较高，因此也在一定程度上拉低了归母盈利水平。

图 10：部分煤炭发债主体非煤业务毛利率偏低

发债主体	2019	2020	2021	2022	柱状图变化
华电煤业	17.47%	17.21%	14.01%	-9.29%	
昊华能源	11.86%	-2.24%	-4.63%	-7.43%	
焦煤股份	4.16%	6.12%	-5.40%	-1.34%	
开滦集团	3.00%	2.62%	2.85%	0.44%	
开滦股份	8.84%	9.80%	12.65%	0.67%	
新汶矿业	13.15%	1.51%	1.95%	0.82%	
焦煤集团	6.06%	8.27%	0.46%	0.94%	
济宁矿业	22.58%	14.52%	2.10%	1.27%	
皖北煤电	1.89%	1.61%	2.65%	1.77%	
潞安环能	14.29%	19.53%	16.23%	1.97%	
潞安集团	2.09%	4.39%	-0.49%	2.11%	
山能集团	12.80%	9.51%	4.16%	3.04%	
榆林能源	12.68%	13.64%	-0.73%	3.10%	
淄博矿业	9.27%	5.60%	8.19%	3.34%	
河南能源	9.55%	9.51%	4.37%	3.92%	
徐矿集团	10.03%	7.19%	5.55%	3.94%	
陕煤化	8.47%	7.29%	8.57%	4.73%	
华阳集团	2.90%	2.69%	5.65%	5.16%	
冀中集团	6.06%	10.70%	7.70%	5.61%	
临沂矿业	6.09%	5.45%	10.45%	6.84%	
晋控电力	8.19%	7.70%	4.53%	7.20%	
兖矿股份	2.16%	3.34%	10.15%	7.57%	
晋控装备	8.54%	7.14%	9.16%	8.93%	
冀中股份	11.75%	13.58%	12.90%	9.70%	

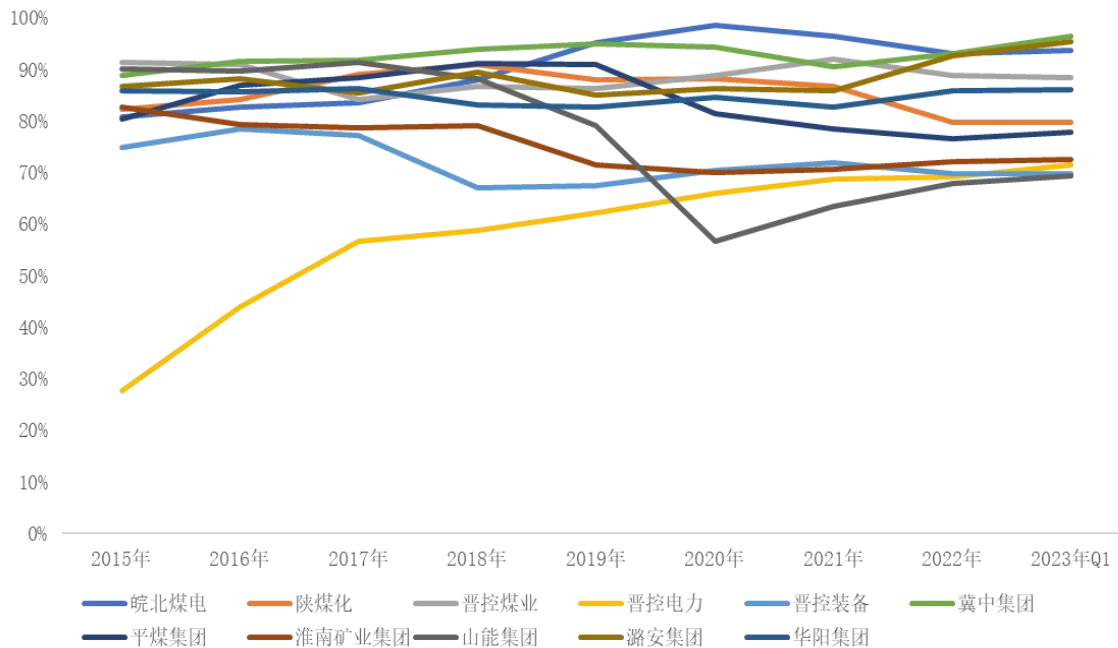
资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

## 1.2 信用结构未变，母公司债务负担重

**母公司承担更多债务负担。**大型煤炭企业组织架构较为复杂，集团下属若干上市子公司（或孙公司）以及非上市子公司（或孙公司）。从信用结构上看，很多大型煤炭企业因下属子公司经营实力弱而选择由集团承担债务，而资质较好的上市子公司（或孙公司）因资产质量相对优质可获取主要的经营现金流。但因资金归集等问题，形成了债务偿还主体与现金流获现方的隔离。过去煤炭行业受益经济高速增长发展迅速扩张，上市公司往往需要较大资本开支，所以分红水平不高。在经历多轮周期后，行业增速下降、母公司的资产负债率偏高，在这样的背景下母公司也需要通过子公司大量分红去化债务。

**母公司杠杆率偏高。**我们关注到虽然过去 2-3 年行业景气度提升，虽然个别主体母公司资产负债率存在不同程度的下降，但母公司的债务负担并没有出现显著下降。整体来看，部分煤炭发债主体（集团）母公司的资产负债率仍然偏高。

图 11：煤炭发债主体母公司资产负债率



资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

### 1.3 资金占款呈现分化

部分煤炭发债主体应收款项占流动资产比重过大。对于周期性偏强的煤炭行业来说，回款能力是平抑波动和组织持续生产的关键指标，占款金额越大对现金流和减值的影响则越明显。在经营过程中，我们也关注到企业经常会因上下游欠款、关联方长期拆借、省内其他企业占款、贸易资金回笼难等原因形成资金沉淀。过去一轮高景气下，部分发债主体的占款情况呈现分化，在行业进入下行期内值得关注。

图 12：部分煤炭发债主体应收款项占流动资产比重过大

发债主体	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
永煤集团	33%	28%	32%	26%	27%	38%	74%	75%
华阳集团	36%	38%	34%	31%	27%	23%	40%	66%
河南能源	18%	21%	22%	20%	21%	45%	65%	65%
晋控煤业	46%	57%	57%	63%	63%	61%	52%	58%
晋控电力	36%	31%	24%	18%	20%	20%	38%	57%
冀中集团	42%	40%	36%	33%	33%	38%	46%	44%
开滦集团	43%	40%	43%	45%	41%	47%	42%	38%
平煤集团	17%	28%	26%	12%	10%	18%	35%	37%
晋控装备	9%	6%	5%	5%	9%	11%	25%	30%
潞安集团	17%	15%	10%	10%	6%	21%	13%	28%
焦煤集团	31%	29%	25%	21%	23%	27%	22%	22%
国家能源	23%	17%	15%	23%	28%	21%	20%	22%
山能集团	6%	9%	12%	15%	20%	20%	18%	14%
中煤集团	26%	29%	25%	19%	24%	20%	14%	13%
淮南集团	10%	11%	10%	13%	10%	19%	9%	13%
陕煤化	38%	29%	22%	12%	15%	16%	12%	10%
皖北煤电	33%	29%	22%	25%	32%	33%	23%	8%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

## 1.4 化债进程陆续推进

债务问题逐步解决，部分煤炭主体的期限结构有待优化。债务去化通常要经历平衡融资敞口、压低财务成本、优化债务期限结构、压缩债务规模以及降低资产负债率等多个环节。在经历长时间高景气度后，煤炭企业融资需求有所降低，存量公开债务下降，在一定程度上平衡了融资敞口。而永煤事件后信仰重塑，行业没有再次出现实质违约事件，煤炭债的信用利差也不断压缩。虽然行业仍会受到资金面等债券市场扰动，但整体融资成本处于历史偏低水平。全行业的杠杆率也逐步回落至合理水平。此外，化债阶段也是企业优化期限结构的较好时机。但我们关注到部分发债主体的短期债务占比仍然较高。截至 2023 年 7 月 31 日，我们采用余额加权法测算重点样本主体的公开债平均存续期限，大部分低于 2 年，50%主体低于 1.5 年。



图 13：存量煤炭债规模降至低位



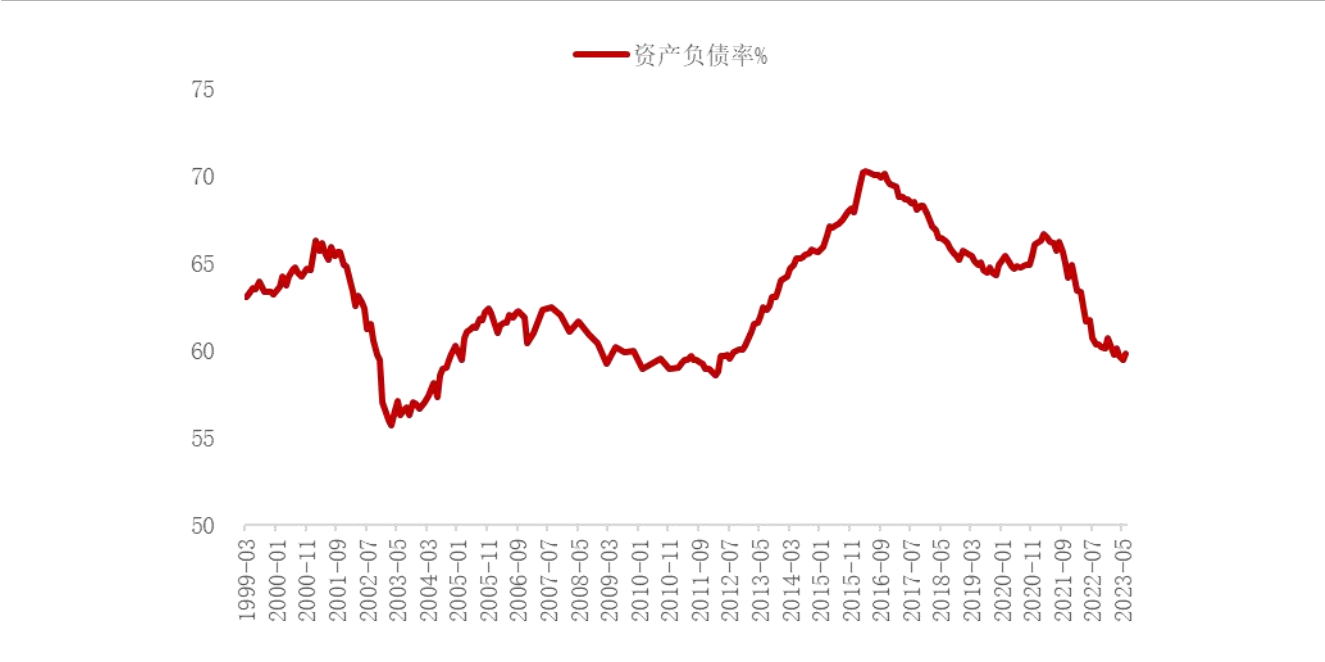
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：煤炭债信用利差持续压缩



资料来源：DM，山西证券研究所

图 15：煤炭行业资产负债率降至低位



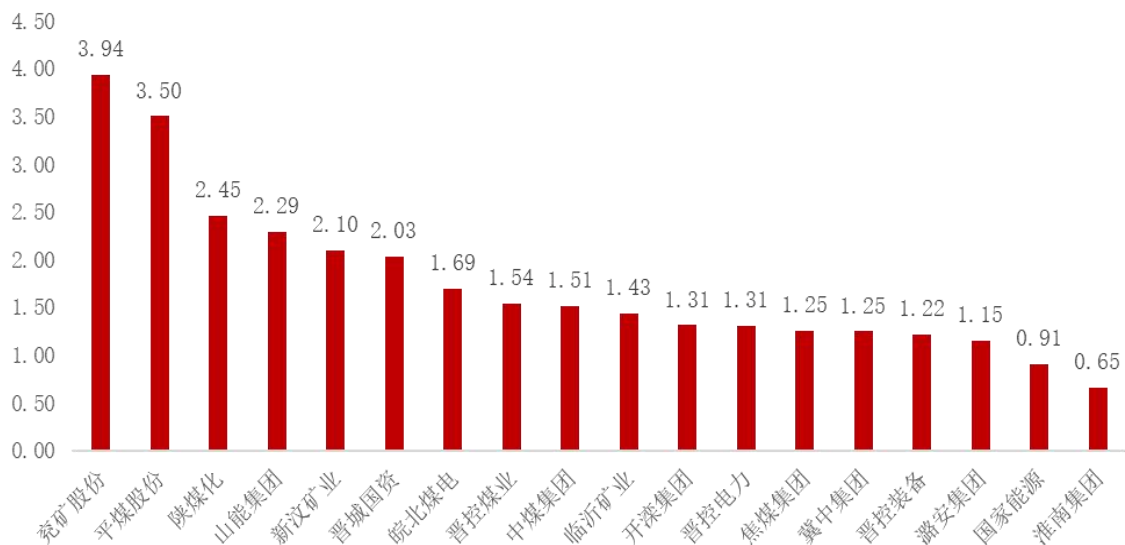
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：部分煤炭发债主体短债占比偏高

短债占比	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
潞安股份	58.7%	74.0%	56.1%	49.8%	61.1%	56.3%	87.3%	100.0%
冀中股份	58.9%	49.3%	37.5%	41.4%	45.9%	85.1%	91.2%	87.8%
兰花集团	19.8%	33.4%	70.9%	59.1%	79.3%	97.7%	95.0%	85.9%
郑煤集团	27.9%	63.4%	73.6%	67.0%	74.1%	84.0%	79.3%	81.3%
冀中集团	43.3%	39.5%	43.8%	45.7%	61.5%	72.8%	64.8%	80.9%
国家能源	30.2%	36.3%	18.0%	52.5%	46.2%	60.6%	57.1%	76.5%
平煤集团	47.5%	48.5%	65.5%	69.6%	76.7%	67.7%	76.6%	75.4%
河南能源	42.3%	45.6%	53.5%	48.0%	52.1%	74.9%	65.2%	74.6%
平煤股份	50.8%	54.9%	50.7%	38.6%	52.2%	53.8%	56.4%	73.4%
皖北煤电	47.9%	70.7%	67.1%	83.8%	78.8%	73.7%	81.8%	72.6%
伊泰股份	2.2%	16.0%	42.8%	35.5%	24.3%	34.3%	47.3%	71.7%
华阳集团	53.5%	60.8%	55.5%	46.5%	59.9%	57.7%	62.6%	66.1%
开滦集团	82.3%	62.0%	66.3%	78.0%	72.2%	63.0%	76.3%	63.3%
淮北集团	52.1%	56.1%	49.2%	60.0%	58.7%	50.5%	52.5%	61.2%
晋控煤业	31.5%	42.4%	55.4%	43.3%	51.2%	56.3%	66.2%	60.9%
徐矿集团	63.7%	29.0%	25.0%	10.6%	12.4%	16.2%	19.8%	59.7%
晋控装备	58.0%	65.7%	50.8%	58.7%	68.0%	45.0%	45.4%	58.0%
永煤集团	26.1%	50.4%	58.6%	48.3%	64.3%	62.5%	47.0%	57.7%
潞安集团	52.9%	56.0%	54.1%	49.0%	43.1%	46.8%	39.9%	45.8%
淮南集团	49.6%	55.8%	53.7%	40.7%	49.6%	57.4%	44.4%	44.9%
华阳股份	59.7%	62.0%	84.5%	59.6%	32.3%	43.7%	58.3%	43.3%
中煤股份	29.0%	22.1%	16.8%	11.3%	41.5%	31.4%	24.5%	42.2%
焦煤集团	37.7%	25.5%	36.2%	30.8%	36.9%	43.6%	32.4%	38.6%
晋控电力	20.9%	25.9%	40.7%	37.3%	55.2%	46.4%	36.2%	35.4%
陕煤化	59.5%	66.0%	67.7%	48.9%	50.2%	50.6%	30.0%	30.2%
山能集团	48.9%	40.7%	50.9%	56.7%	46.2%	39.8%	34.4%	30.2%
焦煤股份	36.9%	42.0%	43.0%	42.0%	55.5%	82.7%	54.9%	26.7%
中煤集团	16.2%	23.3%	41.7%	24.1%	36.3%	18.1%	35.6%	12.6%

资料来源：相关发债主体财务报表，山西证券研究所

图 17：重点样本煤炭发债主体平均剩余期限（余额加权法）排序



资料来源：Wind，山西证券研究所

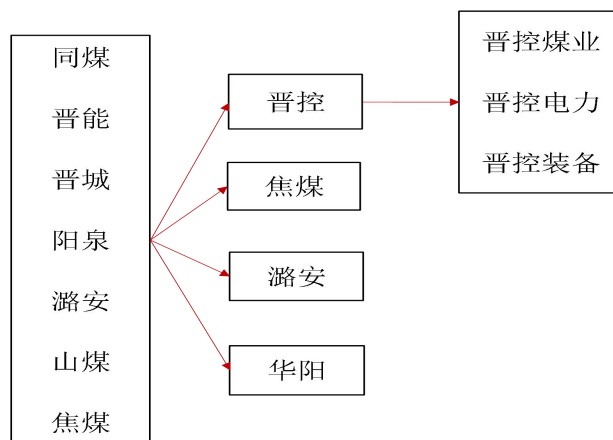


## 2、山西煤炭企业专业化重组：平稳推进，“一盘棋”思路不改

山西 2020 年在煤炭领域推行专业化重组。煤炭产业是山西的支柱产业，省内煤炭企业数量较多，但省属煤炭国企存在大而不强、同质化竞争以及难以形成合力等特点。为坚定不移做强、做优、做大国有企业以及在双碳目标下构建新发展格局和提升省内头部煤企影响力，山西于 2020 年在煤炭领域推行了专业化重组。政策方面，山西制定了《山西省国企改革三年行动实施方案（2020-2022 年）》，并于 2022 年又相继印发《省属企业深化改革提质增效工作推进机制》、《省属企业深化改革提质增效任务清单（2022 年版）》、《省属企业扭亏减亏三年攻坚行动方案（2022-2024 年）》等文件，明确工作目标任务、组织领导、工作机制、组织保障。

**煤炭集团“7 变 4”。**从集团数量变化的角度看，原本 8 个煤炭集团分别为同煤集团、晋能集团、晋城集团、阳煤集团、潞安集团、山煤集团和焦煤集团。2020 年焦煤集团与山煤集团重组，国运公司将所持有的山煤集团股权无偿划转至焦煤集团，然后是焦煤集团吸收合并山煤集团资产。同年，焦煤集团、同煤集团、晋能集团、晋城集团、阳煤集团和潞安集团进行重组，以同煤集团、晋能集团和晋城集团为主体成立晋能控股集团，之后同煤集团更名为“晋能控股煤业集团”，主要负责煤炭业务（动力煤）；晋能集团更名为“晋能控股电力集团”，主要负责电力业务；晋城集团更名为“晋能控股装备制造集团”，主要负责装备制造业务；阳煤集团更名为“华阳新材料科技集团”，主要负责整合新材料业务；潞安化工集团成立，潞安集团通过无偿划转协议转让资产给潞安化工集团，主要负责整合化工业务；焦煤集团负责接受其他集团部分焦煤资产。

图 18：山西煤炭企业专业化重组发债主体变化示意图



资料来源：山西证券研究所

**国企改革平稳推进。**山西国改仍在有续推进，但力度和节奏上慢于市场预期。从改革力度角度方面，2022年内晋控集团对组织结构进行再次优化，集团内部的煤炭和电力资产不再划转，相关权益归产权主体。这一措施与之前对市场所释放预期存在差异。从改革节奏角度上看，部分资产虽然完成股权变更，但产权过户登记和工商过户登记在2023年初仍未完成，改革还存在一定不确定性。同时，潞安化工2022年后一直未新发债，而是沿用潞安集团作为发债主体，但2023年以来尚未新发债。此外，相关企业管理层变动频繁也在一定程度上拖慢改革进度。

**“一盘棋”思路未改。**从资产和负债角度上看，山西多家省属煤炭相关企业的信用呈现较强捆绑关系，政府背书作用强。资产方面，多家集团的资产划转和接收工作一直持续，而且部分资产定价细节尚存不确定性，改革完全落地尚需时日。负债端，统贷统还原则下，政府给予较强扶持预期，其中国运公司对潞安集团和华阳集团的存续债务提供差额补足义务。“一盘棋”思路下，山西煤炭企业信用预期具备较强一致性，若某环节出现风险事件，容易快速传播，后果严重，因此企业偿债意愿强。

表 1：山西国企改革进度跟踪

现有主体	主体变化	资产端	负债端
晋控煤业	由同煤集团重组而来	接收华阳集团和潞安集团资产，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记；移交部分矿井管理权至焦煤集团。	负责接收资产的负债。
晋控电力	由晋能集团重组而来	向焦煤集团无偿划出资产；接收华阳集团和潞安集团资产，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记。	负责接收资产的负债。
晋控装备	由晋煤集团重组而来	向焦煤集团划出资产，并以作价入股的方式对资产接收方进行投资，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记；接收华阳集团和潞安集团资产，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记。	负责接收资产的负债。
焦煤	主体未变，但并入山煤集团	接收运销集团资产（原晋能集团下属）；无偿接收山煤集团；接收晋控集团煤矿资产。	负责部分接收资产的负债。
潞安	新成立潞安化工，但2022年后续新发债仍沿用潞安矿业集团为主体	向晋能控股无偿划转资产，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记；自华阳集团划入资产，截至2023年3月未完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记。	划出和划入资产的负债及或有负债由资产接收方负责。山西国运公司对2022年8月23日前存续债券按期兑付提供差额补足义务。
华阳	由阳煤集团重组而来	向晋能控股和潞安化工划出资产，并以作价入股的方式对资产接收方进行投资，截至2023年3月已完成资产划转事项，但未完成产权过户登记和工商过户登记，	划出资产的负债由资产接收方负责。山西国运公司对2022年8月23日前存续债券按期兑付提供差额补足义务。



现有主体	主体变化	资产端	负债端
		此外划转对应置换的资产接收方的持股比例尚未确定。	

资料来源：相关发债主体公司公告、评级报告，山西证券研究所

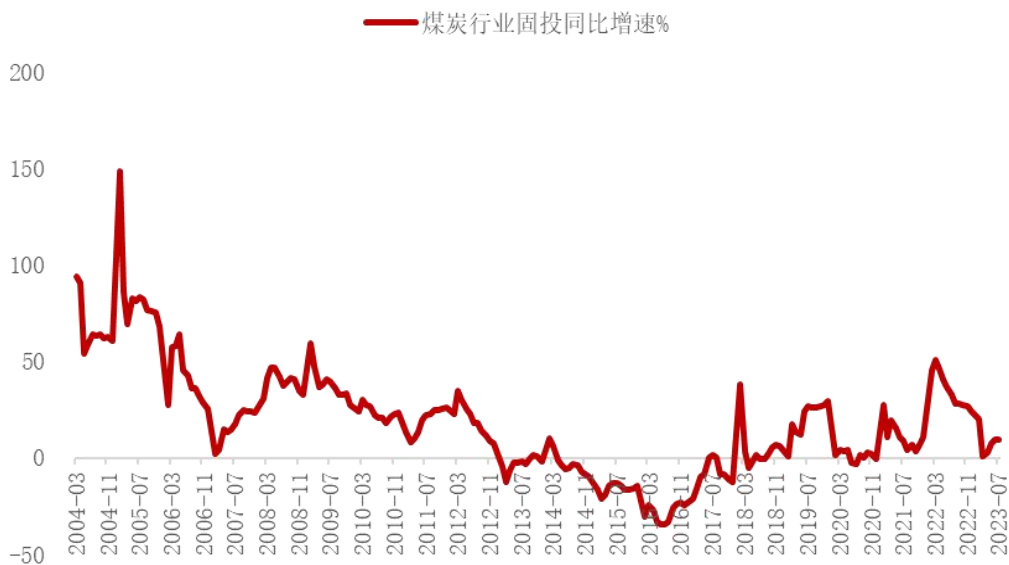
### 三、煤炭行业 2023 年基本面变化：景气周期切换

#### 1、行业：供给增多，需求分化，价格维持高位

##### 1.1 产量增速边际放缓，进口超预期

2023 年以来行业延续保供基调，但后续投资意愿不足。2023 年以来行业延续保供基调，增产手段主要还是通过核增。主要依赖现有产能核增的扩张周期往往表现为瞬时增量强但持续性弱。2023 年固定资产投资增速同比增速相较 2022 年呈现逐步回落趋势，一方面由于 2022 年保供的高基数，另一方面则显示出行业继续投入意愿不足。

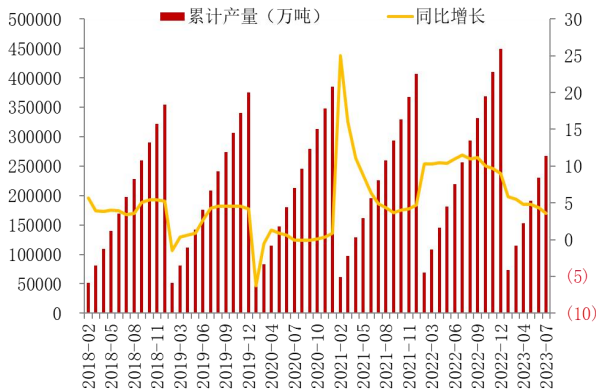
图 19：煤炭行业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

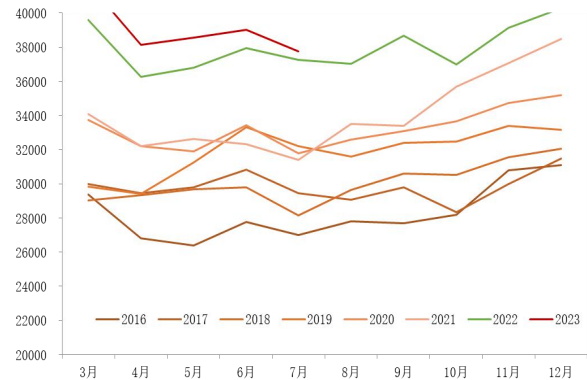
国内产量增速边际放缓，安全生产重要性提升。从国内供给角度看，虽然产量较去年还是维持一定增速，但考虑到核增矿的高度重叠性，增速也出现边际放缓趋势。此外，考虑到过去几年行业一直处于较高强度的保供环境下，煤矿积累较多的安全隐患。2023 年一季度出现的随机事件“阿拉善矿难”意料之外但情理之中。之后安监强度明显变强，同时安全事件直接打击表外产能，后续随着保供形势趋缓，部分核增、新矿井投产的进度也有所放慢。

图 20：中国原煤产量（万吨；%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

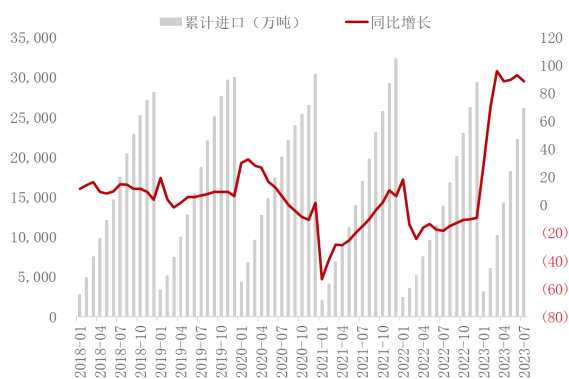
图 21：中国煤炭产量季节分布（万吨）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

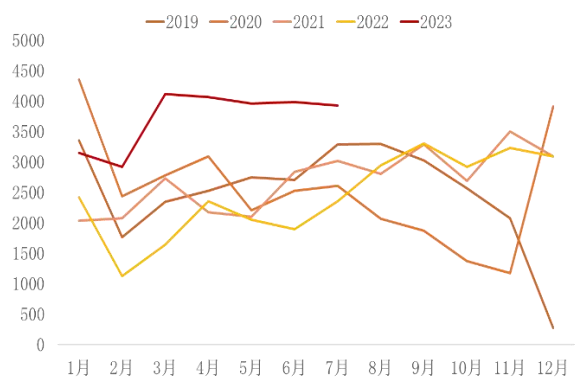
进口大超预期，预计年内高峰已过。进口煤方面，2022 年因俄乌冲突导致全球煤炭贸易格局重塑，国际煤炭市场供应偏紧。欧盟因对俄天然气制裁等因素，提振动力煤替代性需求。但 2022 年四季度欧洲出现暖冬，煤炭消费不及预期，天然气价格回落。欧盟所囤积的部分高卡动力煤间接流入亚太市场，叠加外蒙运输因素改善、中国重启澳煤进口、中国延长进口煤零关税等因素，2023 年上半年进口量大超预期。随着欧洲转运放缓，预计进口年内高峰已过。

图 22：中国煤炭进口（万吨；%）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 23：中国煤炭进口季节分布（万吨）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

## 1.2 需求分化，电煤消费表现更强

2023 年以来煤炭需求低于预期。由于 2022 年四季度，疫情管控放松、地产融资放松等利好因素，市场预期经济进入复苏轨道。但宏观经济复苏过程漫长，部分宏观数据改善迹象欠佳，市场交易转向。

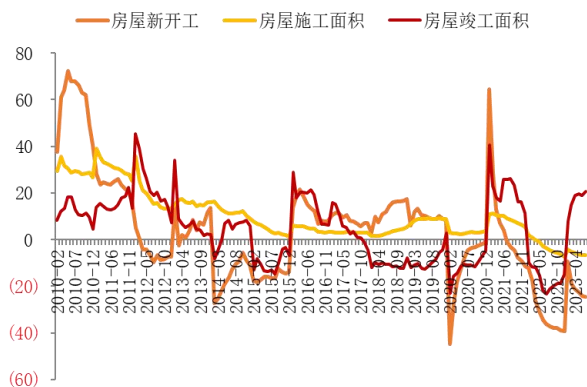
图 24：十年期国债收益率走势（%）



资料来源：中债估值中心，山西证券研究所

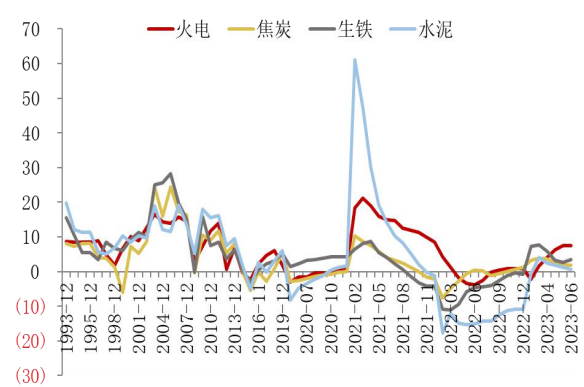
下游需求分化。2023 年以来地产信心仍然不足，上游拿地意愿低，新开工和施工面积增速维持偏低水平，竣工面积后劲不足。受到地产的影响，非电煤需求与电煤出现较为明显的分化。

图 25：中国地产新开工-施工和竣工累计增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 26：中国煤炭主要下游行业产量累计增速（%）

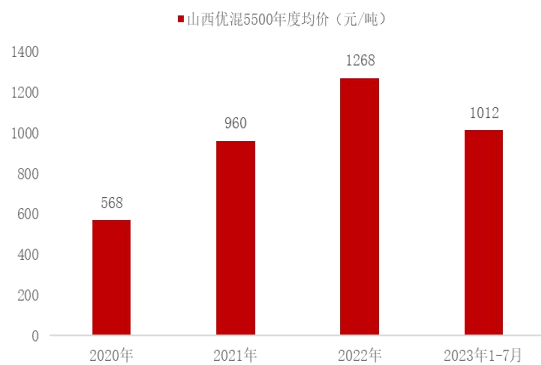


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

### 1.3 煤炭价格有所下降，但仍维持高位

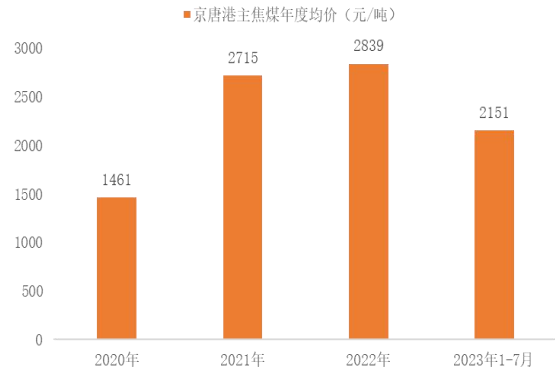
煤炭价格有所调整，但景气度仍处高位。受供需层面影响，2023年上半年煤炭均价有所回落。从均价表现上看，不同煤种均价均有一定幅度调整，但整体来看2023年前7月高于2020年均值水平，说明市场景气度仍然保持高位。分煤种看，动力煤降幅略低于炼焦煤，与供需表现匹配。

图 27：山西优混 5500 年度均价



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 28：京唐港主焦煤年度均价



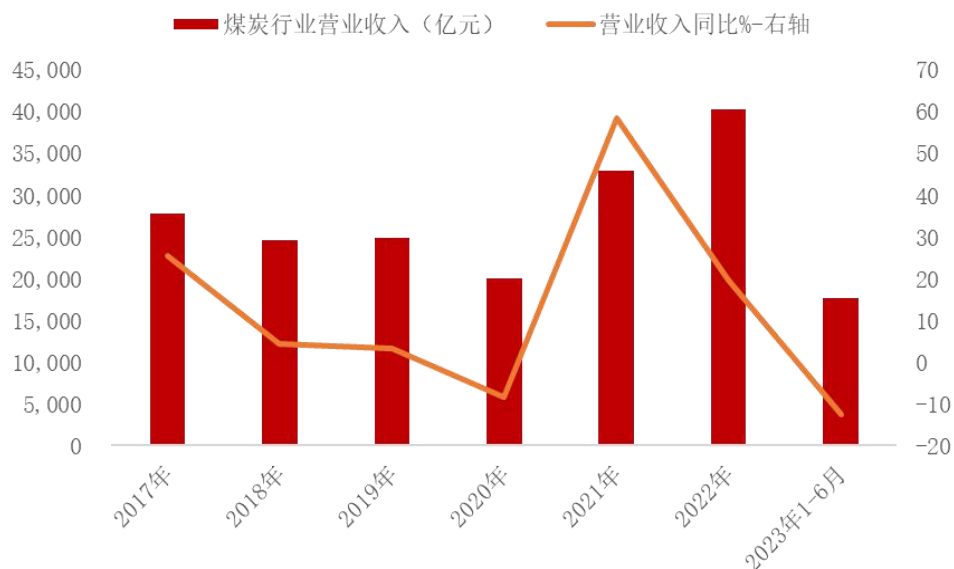
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2、煤企经营：进入新阶段

### 2.1 营收和利润规模收缩

2023 年以来行业营收规模下降。因价格下降，2023 年上半年全行业营收规模有所下降。根据国家统计局数据显示，2023 年上半年煤炭行业营收实现 1.77 万亿，同比降 12.6%。结束了 2021-2022 年连续 2 年的正增速。

图 29：煤炭行业营收变化



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

利润率维持高位。尽管煤炭行业毛利率在 2022 年四季度开始出现下降，但 2023 年以来煤炭行业毛利率维持较高水平。其中 2023 年 5 月实现 37.23%，这一水平仍然是行业历史较高水平。



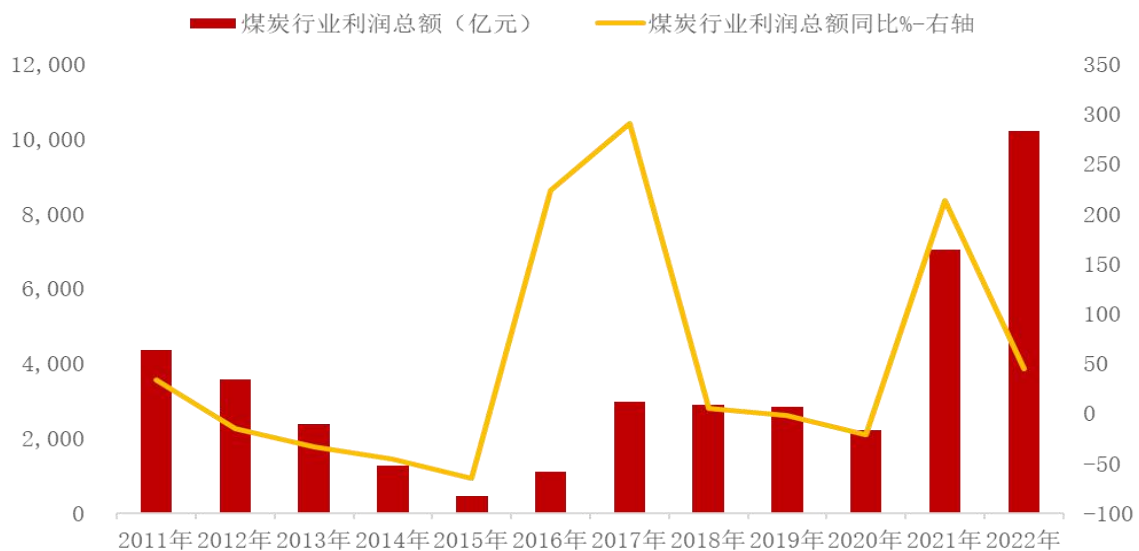
图 30：煤炭行业毛利率变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

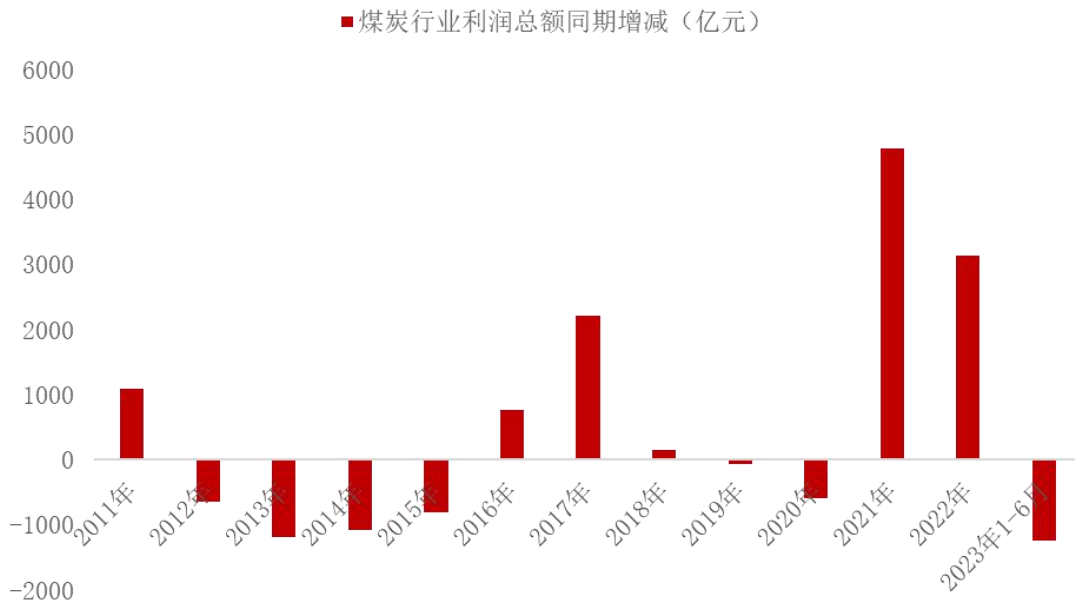
2023 年上半年行业利润总额较同期有所下降。2021 年和 2022 年行业利润总额实现较快速度增长，虽然增速不及供给侧改革周期，但是从绝对增加值角度看，2021 年和 2022 年煤炭行业利润总额创近 10 年新高和次高。2023 年以来煤炭行业的利润总额则出现收缩，减值幅度较大。

图 31：煤炭行业利润总额变化



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 32：煤炭行业利润总额同期增减



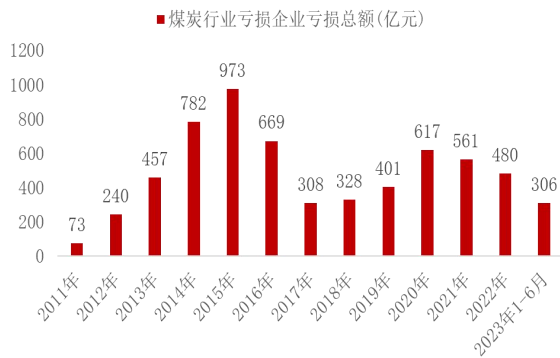
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

## 2.2 亏损面扩大，或限制产出

**亏损金额增加，主要与亏损企业数量多有关。**根据统计局数据，2023年1-6月，煤炭行业亏损总额为306亿元，年化亏损金额超过2021年和2022年。单位亏损年化水平尚可，推测与亏损企业数量较多有关。

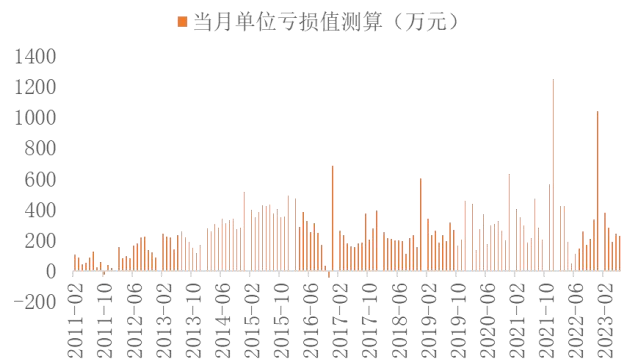
**亏损企业数量和亏损率提升，或限制未来产出。**根据统计局数据，行业亏损企业数量从2021年12月（低点）的970家增加至2023年6月的2084家，对应亏损率从2021年12月（低点）的22.33%增加至2023年6月的42.62%，亏损率接近前高。激增的亏损企业数量和高企的亏损率一方面说明长尾煤炭企业的平均生产成本有所抬升，进而拉高煤炭行业的盈亏平衡点，另一方面亏损率的提升或导致企业生产积极性的下降，配合安监强度升级，未来产量释放或受到限制，供给弹性再次收缩。

图 33：煤炭行业亏损总额



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 34：煤炭行业当月单位企业亏损金额测算



资料来源：国家统计局，山西证券研究所  
备注：1-2 月数据按算术平均处理。

图 35：煤炭行业亏损企业数量（个）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 36：煤炭行业亏损率测算（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

## 四、信用投资建议

新阶段下各家煤企面临不同的融资环境。行业景气周期切换，但考虑到供给弹性不足的因素，煤炭行业景气下行幅度有限。在 2023 年 5 月行业快速出清阶段利差并没有强烈反映可从侧面验证市场对煤企偿债能力和偿债意愿的信心。这样的背景下预计煤炭企业经营获现能力弱化，回款如果未能明显改善，或将增加公开债融资需求。此外，新阶段下不排除市场对煤炭发债主体的部分信用瑕疵重新定价，进而使得对应风险溢价提升，因此不同资质的主体面临的融资环境将有所差异。

### 信用投资建议：

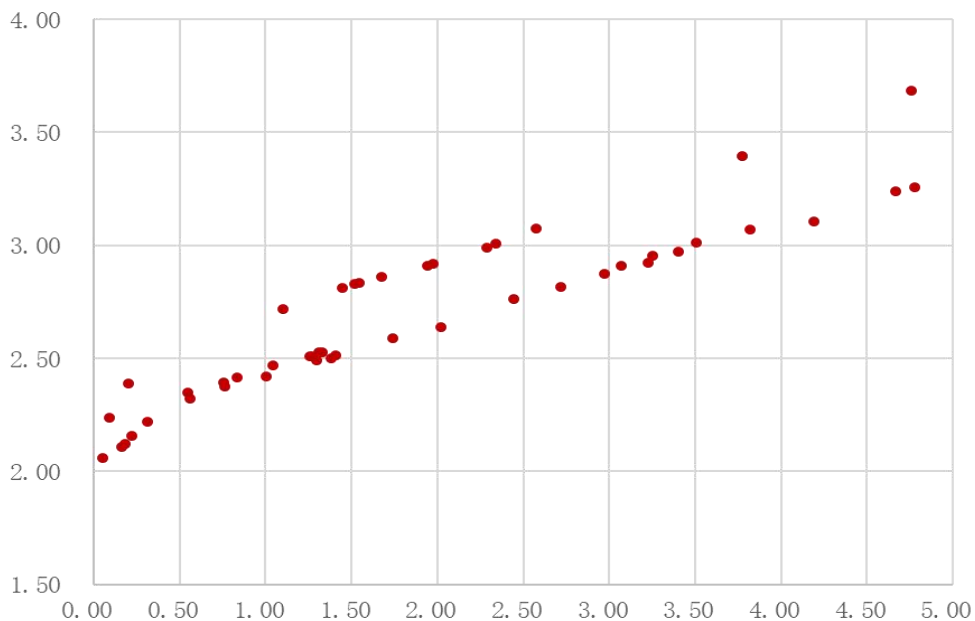
- **高等级主体：**强资质主体规模普遍较大，同时所控制的煤炭资源禀赋较好，可以尽最大可能平抑行业周期所带来的负面影响。同时，高等级煤炭债跟同级别地产和城投品种相比较而言拥有更好的现金流优势。策略选择上若收益尚可，则可考虑适当拉长久期，存量债券具备一定骑乘空间。

图 37：全部样本存量煤炭债平均期限测算-余额加权法（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：陕煤化收益率的期限结构（年；%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：数据截至 2023 年 8 月 18 日。横轴代表剩余期限，纵轴代表 cfets 估价收益率%。

表 2：部分高等级主体新发长债

证券代码	发行主体	证券名称	证券类别	剩余期限	当前余额 (亿元)	发行日期	币种
102380937.IB	陕西煤业化工 集团有限责任公司	23 陕煤化 MTN002	一般中期票据	4.6630	20.0000	2023-04-17	CNY
102381261.IB	陕西煤业化工 集团有限责任公司	23 陕煤化 MTN004	一般中期票据	4.7753	20.0000	2023-05-25	CNY
115407.SH	兖矿能源 集团股份有限公司	23 兖矿 02	一般公司债	9.7699	20.0000	2023-05-24	CNY
115544.SH	兖矿能源 集团股份有限公司	23 兖矿 04	一般公司债	9.8274	20.0000	2023-06-14	CNY
102280603.IB	山东能源 集团有限公司	22 鲁能源 MTN002	一般中期票据	8.5973	5.0000	2022-03-22	CNY
102382180.IB	山东能源 集团有限公司	23 鲁能源 MTN003	一般中期票据	10.0000	拟发行	2023-08-21	CNY
102382146.IB	山西焦煤 集团有限责任公	23 晋焦煤 MTN001	一般中期票据	5.0055	拟发行	2023-08-17	CNY

证券代码	发行主体	证券名称	证券类别	剩余期限	当前余额 (亿元)	发行日期	币种
	司						

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：截至 2023 年 8 月 21 日。

- **“一盘棋”**：该类型的主体具备“信用高度捆绑+外部支持背书”等特点。但是因为山西国企改革的进度和力度均存在不确定性，同时在信用解除捆绑后部分主体的信用支撑偏弱，存在信用再次分化风险。可以考虑在控期限的基础上谨慎下沉，永续品种或是不错选择。

表 3：部分山西煤炭发债主体永续债要素

债券简称	发行人	债券类型	期限	截止日余额 (亿元)	内含特殊条款
23 华阳新材 MTN008	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期票据	3+N	10.00	赎回,延期,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
23 华阳新材 MTN007	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期票据	3+N	10.00	持有人救济,延期,调整票面利率,赎回,利息递延权
22 晋焦煤 MTN003	山西焦煤集团有限责任公司	一般中期票据	3+N	30.00	延期,持有人救济,赎回,利息递延权,调整票面利率
22 晋能电力 MTN002	晋能控股电力集团有限公司	一般中期票据	3+N	20.00	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期,交叉保护,出售/转移重大资产
22 晋能煤业 MTN023	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	3+N	20.00	延期,持有人救济,利息递延权,调整票面利率,赎回
22 晋能装备 MTN008( 科创票据)	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期票据	3+N	20.00	延期,持有人救济,利息递延权,调整票面利率,赎回,出售/转移重大资产
22 晋能煤业 MTN020	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	3+N	10.00	赎回,利息递延权,延期,调整票面利率,持有人救济
22 晋能装备 MTN007( 科创票据)	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期票据	3+N	5.00	延期,持有人救济,出售/转移重大资产,利息递延权,调整票面利率,赎回
22 晋能煤业 MTN012A( 科创票据)	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	2+N	5.00	持有人救济,利息递延权,赎回,调整票面利率,延期
22 晋能煤业 MTN012B( 科创票据)	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	3+N	5.00	持有人救济,利息递延权,赎回,调整票面利率,延期

债券简称	发行人	债券类型	期限	截止日余额 (亿元)	内含特殊条款
22 华阳新材 MTN013	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期 票据	3+N	15.00	赎回,持有人救济,延期,财务指标承诺,出售/转移重大资产,调整票面利率,交叉保护,利息递延权
22 潞安 MTN011	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	一般中期 票据	3+N	40.00	延期,持有人救济,利息递延权,调整票面利率,赎回
22 潞安 MTN010	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	一般中期 票据	2+N	5.00	利息递延权,持有人救济,延期,调整票面利率,赎回
22 晋能装备 MTN006	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期 票据	2+N	10.00	延期,持有人救济,出售/转移重大资产,调整票面利率,赎回,利息递延权
22 晋能煤业 MTN011	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期 票据	3+N	10.00	利息递延权,调整票面利率,赎回,延期,持有人救济
22 晋能装备 MTN005(科 创票据)	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期 票据	2+N	10.00	延期,持有人救济,出售/转移重大资产,调整票面利率,赎回,利息递延权
22 潞安 MTN008	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	一般中期 票据	2+N	10.00	调整票面利率,赎回,延期,利息递延权,持有人救济,交叉保护,财务指标承诺
22 晋能煤业 MTN009A	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期 票据	2+N	5.00	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期
22 晋能煤业 MTN009B	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期 票据	3+N	5.00	调整票面利率,赎回,延期,持有人救济,利息递延权
22 华阳新材 MTN008	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期 票据	3+N	10.00	财务指标承诺,出售/转移重大资产,持有人救济,赎回,利息递延权,交叉保护,调整票面利率,延期
22 华阳新材 MTN007	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期 票据	2+N	15.00	延期,持有人救济,调整票面利率,赎回,交叉保护,财务指标承诺,出售/转移重大资产,利息递延权
22 焦煤 Y3	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司 债	3+N	40.00	调整票面利率,经营维持承诺,延期,利息递延权,有条件赎回
22 晋煤 Y1	晋能控股煤业集团有限公司	私募债	5+N	20.00	财务指标承诺,交叉保护,有条件赎回,延期,调整票面利率,事先承诺,利息递延权
22 晋能装备 MTN001	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期 票据	2+N	20.00	出售/转移重大资产,利息递延权,调整票面利率,赎回,延期,持有人救济
22 焦煤 Y2	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司 债	3+N	30.00	调整票面利率,有条件赎回,经营维持承诺,延期,利息递延权
22 潞安	山西潞安矿业	一般中期	2+N	20.00	持有人救济,延期,交叉保护,利息递延权,调整票面利率,

债券简称	发行人	债券类型	期限	截止日余额 (亿元)	内含特殊条款
MTN007	(集团)有限责任公司	票据			赎回,财务指标承诺
22 焦煤 Y1	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司债	3+N	30.00	调整票面利率,经营维持承诺,延期,有条件赎回,利息递延权
21 晋煤 Y1	晋能控股煤业集团有限公司	私募债	3+N	15.00	事先承诺,利息递延权,延期,调整票面利率,交叉保护,有条件赎回,财务指标承诺
21 晋能电力 MTN016	晋能控股电力集团有限公司	一般中期票据	2+N	8.00	持有人救济,赎回,延期,利息递延权,交叉保护,出售/转移重大资产,调整票面利率
21 晋能装备 MTN007	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期票据	2+N	10.00	持有人救济,延期,交叉保护,财务指标承诺,出售/转移重大资产,利息递延权,调整票面利率,赎回
21 晋能电力 MTN012	晋能控股电力集团有限公司	一般中期票据	2+N	10.00	延期,赎回,持有人救济,调整票面利率,利息递延权,交叉保护,出售/转移重大资产
21 晋 焦 煤 MTN006	山西焦煤集团有限责任公司	一般中期票据	3+N	30.00	财务指标承诺,延期,交叉保护,出售/转移重大资产,赎回,持有人救济,利息递延权,调整票面利率
21 晋能电力 MTN005	晋能控股电力集团有限公司	一般中期票据	2+N	10.00	持有人救济,延期,利息递延权,交叉保护,出售/转移重大资产,调整票面利率,赎回
21 焦煤 Y2	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司债	3+N	20.00	有条件赎回,利息递延权,调整票面利率,延期
21 晋能装备 MTN003	晋能控股装备制造集团有限公司	一般中期票据	2+N	10.00	延期,持有人救济,调整票面利率,赎回,利息递延权,交叉保护,财务指标承诺,出售/转移重大资产
21 晋 焦 煤 MTN004	山西焦煤集团有限责任公司	一般中期票据	3+N	20.00	调整票面利率,赎回,延期,持有人救济,利息递延权,交叉保护,财务指标承诺,出售/转移重大资产
21 焦煤 Y1	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司债	3+N	10.00	有条件赎回,利息递延权,延期,调整票面利率
20 焦煤 Y3	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司债	3+N	10.00	有条件赎回,延期,调整票面利率,利息递延权
20 晋 焦 煤 MTN007	山西焦煤集团有限责任公司	一般中期票据	3+N	10.00	延期,持有人救济,财务指标承诺,交叉保护,利息递延权,调整票面利率,赎回,出售/转移重大资产
20 焦煤 Y1	山西焦煤集团有限责任公司	一般公司债	3+N	20.00	有条件赎回,调整票面利率,利息递延权,延期
19 大同煤矿 MTN003	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	5+N	25.00	持有人救济,赎回,事先约束,交叉保护,延期,利息递延权,调整票面利率
18 大同煤矿 MTN006	晋能控股煤业集团有限公司	一般中期票据	5+N	22.10	事先约束,赎回,调整票面利率,延期,交叉保护,利息递延权,持有人救济
18 阳 煤 MTN003	华阳新材料科技集团有限公司	一般中期票据	10+N	6.00	事先约束,调整票面利率,赎回,延期,利息递延权,持有人救济

资料来源: Wind, 山西证券研究所



备注：数据截至 2023 年 8 月 21 日。

## 五、风险提示

样本不全导致代表性差，煤炭价格大幅下降，债券市场波动，山西国企改革政策转向，弱资质风险特征继续强化，发债主体逃废债

### 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。本报告清晰准确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。

### 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

