

2019年11月12日

证券研究报告·固定收益报告

煤炭行业 2019 年三季度报点评



警惕行业供给过剩加剧，信用利差再上升

核心观点

- 2019 年上半年，受李家沟煤矿“1.12”重大事故影响，陕西省开展煤矿安全大检查，导致其上半年煤炭产量大幅下降，但安检限产解除后，6 月份的产能便实现大幅放量，迅速将前期减产产量拉回。19 年前三季度煤炭行业固定资产投资同比增长 26%，且连续 12 个月为正，持续增长的固定资产投资额势必会增加后市煤炭供给提升的动能，并进一步促进煤炭库存的增加。此外，在严格的环保要求和供给侧改革的影响下，来自海外的低灰低硫煤已成为一项稳定且重要的供给来源。需求方面，下游生产面修复缓慢，发电耗煤同比涨幅持续收窄，高炉开工率回落，叠加煤电价格联动机制取消、政策大力发展清洁能源、“房住不炒”等因素，将对上游煤炭量价均造成挤压。需警惕后市“去产能”不及预期，需求疲弱，行业供给过剩加剧，企业盈利恶化，信用利差再上升。
- **信用基本面**：2019 年以来，共有 6 只煤炭行业债券违约，共涉及发行主体 1 个，发行人均为民营企业永泰能源股份有限公司，该公司目前最新评级为 C，目前存续债券 7 只，债券余额为 38.3 亿元；共有两个煤炭行业发债主体涉及评级下调事项，分别为天津物产能源资源发展有限公司和北京京煤集团有限公司。国企天津物产能源资源发展有限公司最新评级为 AA-，评级展望为负面，目前存续债券 3 只，债券余额 20 亿元；国企北京京煤集团有限公司最新评级为 AA+，评级展望为稳定，目前存续债券 3 只，债券余额 22.8 亿元。
- **供需弱平衡，产销增加，盈利能力下滑**。2019 年三季度煤炭行业营业收入、净利润和净利率均有所增加，但毛利率小幅下降。我们认为，之所以煤炭行业营收和净利润水平上升，毛利率却与前者走势出现分化，一方面是由于煤炭行业的生产回暖，产销量出现增长，但同时受供需弱平衡的影响，煤炭价格水平下降导致平均毛利率水平下滑。**从国内供给方面看**，第三季度我国煤炭产量有较大幅度的同比提高；**从国外供给看**，2019 年第三季度我国煤及褐煤进口量较 2018 年同期有较大提升，综上，煤炭整体供给量同比有较大的提高。**需求方面**，在焦炭与钢铁行业量和价均较为低迷的情况下，主焦煤需求下滑；动力煤、无烟煤需求较为平稳；**煤炭总体需求下滑，供需弱平衡，煤炭价格下降，企业毛利率下滑，盈利能力走弱**。
- **行业营运能力小幅提升，经营性现金流改善，固投增加致自由现金流显著下降**。2019 年第三季度煤炭行业的营运能力有所提升，行业平均应收账款周转率和存货周转率均有所增加。2019 年第三季度煤炭行业的经营现金流状况有所改善，自由现金流情况边际恶化。平均经营活动现金流净额为 82.45 亿元，同比增加了 13.26%；平均自由现金流为 -32.77 亿元，同比大幅减少了 38.43%。
- **杠杆率仍处于较高水平，即期偿付压力有所增加**。2019 年第三季度煤炭行业的杠杆率小幅提升，有息债务比重稍微下降，短期债务率走高。行业平均资产负债率为 66.25%，同比稍增 0.71%；平均有息债务率为 56.34%，同比减少 1.81%；平均短期债务率为 34.94%，同比增加了 3.39%。**煤炭行业短期偿债能力有所下降**。平均流动比率为 0.95，同比下降 0.06；平均速动比率为 0.78，同比下降 0.04；平均货币资金与短期债务之比为 0.70，同比下降 0.12。经营活动现金流净额与带息债务比率平均值为 0.16，同比上升了 0.01。
- **风险提示**：行业信用风险超预期上升。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：李清荷
电话：010-57631229
邮箱：lqh@swsc.com.cn

相关研究

1. 信用债双周报：14 年以来已兑付违约债券及主体特征——哪些主体更可能获得兑付资金？（2019-11-04）
2. 可转债月报：浦发转债上市后是否还会有配置价值（2019-11-03）
3. 雷区是否有迹可循？——基于 2019 违约主体的分析（2019-10-18）
4. 可转债月报：触发强赎后转债怎么走？（2019-10-08）
5. 被市场“低估”的城投主体在哪儿？——基于有序选择模型的主体挖掘方法（2019-09-25）
6. 信用债双周报：警惕信用利差再扩大与违约风险再上升（2019-09-22）
7. 对地方债额度提前下发的几点看法（2019-09-04）
8. 可转债月报：银行转债的择券逻辑（2019-09-01）
9. 国债期货分析基础与交易策略应用——国债期货方法论（2019-08-19）
10. 信用债双周报：河南投资集团有限公司主体信用分析（2019-08-19）

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 煤炭行业三季度财报点评	1
1.1 供需弱平衡，产销增加，盈利能力下滑	2
1.2 行业营运能力小幅提升，个体间运营管理差异明显.....	7
1.3 经营性现金流改善，固投增加致自由现金流显著下降.....	8
1.4 杠杆率仍处于较高水平，即期偿付压力有所增加	9
2 附表	12

图 目 录

图 1: 46 家样本企业评级分布	2
图 2: 2010 年来煤炭行业信用利差	2
图 3: 2018 年来主焦煤与动力煤（右轴）价格走势（元/吨）	2
图 4: 2018 年来无烟煤价格走势（元/吨）	2
图 5: 2018 年来原煤产量和煤炭企业固定资产投资完成额累计同比（%）	3
图 6: 2018 年来煤炭企业产能利用率当季值（%）	3
图 7: 2018 年来煤炭进口量当月值（万吨）	3
图 8: 2018 年来焦炭价格指数（元/吨）与 Myspic 综合钢价指数走势	4
图 9: 2018 年焦炭月产量（万吨）与同比增加率（%）	4
图 10: 2018 年钢铁行业 PMI 分项	4
图 11: 2018 年来火电月产量（亿千瓦时）与累计同比增加率（%）	5
图 12: 2018 年来有色金属月产量（万吨）与同比增加率（%）	5
图 13: 2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布	6
图 14: 2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布	6
图 15: 2019 年 Q3 样本企业净利率分布	7
图 16: 2019 年 Q3 样本企业毛利率分布	7
图 17: 2019 年三季度煤炭行业应收账款周转率情况	8
图 18: 2019 年三季度煤炭行业存货周转率情况	8
图 19: 2019 年三季度煤炭行业应收账款周转率情况	9
图 20: 2019 年三季度煤炭行业存货周转率情况	9
图 21: 2019 年三季度煤炭行业资产负债率情况	10
图 22: 2019 年三季度煤炭行业有息债务率情况	10
图 23: 2019 年三季度煤炭行业短期债务率情况	10
图 24: 2019 年三季度煤炭行业短债货币资金覆盖率情况	10
图 25: 2019 年三季度煤炭行业流动比率情况	11
图 26: 2019 年三季度煤炭行业速动比率情况	11
图 27: 2019 年三季度样本企业经营活动现金流净额对带息债务比率分布	11

表 目 录

表 1: 2019 年来煤炭行业违约债券信息	1
表 2: 2019 年来煤炭行业主体评级调低信息	1
附表 1: 煤炭发债企业 2019 年三季度报主要财务数据	12

2019 年上半年，受李家沟煤矿“1.12”重大事故影响，陕西省开展煤矿安全大检查，导致其上半年煤炭产量大幅下降，但安检限产解除后，6 月份的产能便实现大幅放量，迅速将前期减产产量拉回。19 年前三季度煤炭行业固定资产投资同比增长 26%，且连续 12 个月为正，持续增长的固定资产投资额势必会增加后市煤炭供给提升的动能，并进一步促进煤炭库存的增加。此外，在严格的环保要求和供给侧改革的影响下，来自海外的低灰低硫煤已成为一项稳定且重要的供给来源。需求方面，下游生产面修复缓慢，发电耗煤同比涨幅持续收窄，高炉开工率回落，叠加煤电价格联动机制取消、政策大力发展清洁能源、“房住不炒”等因素，将对上游煤炭量价均造成挤压。需警惕后市“去产能”不及预期，需求疲弱，行业供给过剩加剧，企业盈利恶化，信用利差再上升。

1 煤炭行业三季度财报点评

2019 年以来，共有 6 只煤炭行业债券违约，共涉及发行主体 1 个，发行人均为民营企业永泰能源股份有限公司，该公司目前最新评级为 C，目前存续债券 7 只，债券余额为 38.3 亿元。

表 1：2019 年来煤炭行业违约债券信息

代码	名称	发生日期	发行人	最新主体评级	债券余额(亿元)	公司属性	到期日期	省份	Wind 债券二级分类
031784005.IB	17永泰能源PPN001	2019-09-29	永泰能源股份有限公司	C	3.50	民营企业	2020-08-18	山西省	定向工具
041800181.IB	18永泰能源CP003	2019-04-26	永泰能源股份有限公司	C	10.00	民营企业	2019-04-26	山西省	一般短期融资券
101800342.IB	18永泰能源MTN001	2019-04-04	永泰能源股份有限公司	C	5.00	民营企业	2021-04-04	山西省	一般中期票据
101800342.IB	18永泰能源MTN001	2019-04-04	永泰能源股份有限公司	C	5.00	民营企业	2021-04-04	山西省	一般中期票据
041800101.IB	18永泰能源CP002	2019-03-19	永泰能源股份有限公司	C	10.00	民营企业	2019-03-19	山西省	一般短期融资券
041800022.IB	18永泰能源CP001	2019-01-22	永泰能源股份有限公司	C	10.00	民营企业	2019-01-22	山西省	一般短期融资券

数据来源：Wind，西南证券整理

2019 年来，共有两个煤炭行业发债主体涉及评级下调事项，分别为天津物产能源资源发展有限公司和北京京煤集团有限公司。国企天津物产能源资源发展有限公司最新评级为 AA-，评级展望为负面，目前存续债券 3 只，债券余额 20 亿元；国企北京京煤集团有限公司最新评级为 AA+，评级展望为稳定，目前存续债券 3 只，债券余额 22.8 亿元。

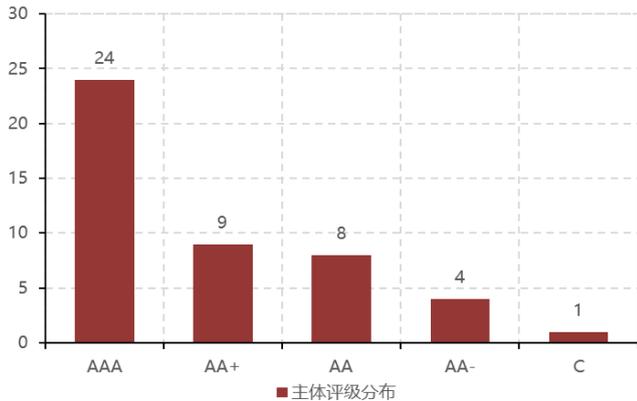
表 2：2019 年来煤炭行业主体评级调低信息

企业名称	已发债券名称	评级机构	评级调整日	最新主体评级	评级展望	上次评级	上次展望	企业性质	地区
天津物产能源资源发展有限公司	18天物02	东方金诚国际信用评级有限公司	2019/7/31	AA-	负面	AA	稳定	地方国有企业	天津
北京京煤集团有限责任公司	17京煤MTN001	大公国际资信评估有限公司	2019/2/20	AA	稳定	AA+	稳定	地方国有企业	北京

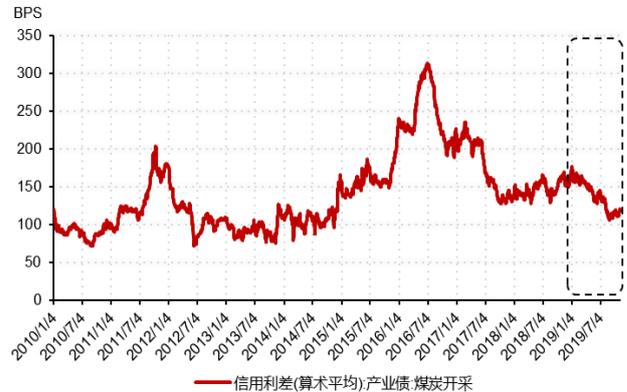
数据来源：Wind，西南证券整理

二级市场方面，2019 年以来，煤炭行业信用利差持续收窄，较年初下降 55bps，信用利差处于历史低分位数水平。

我们根据证监会二级行业分类，获得煤炭开采和洗选业存续信用债 609 只，剔除没有公布 2019 年三季报的主体后，本次研究覆盖信用债 556 只，发行主体共 46 家，其中 AAA 评级 24 家、AA+ 评级 9 家、AA 评级 8 家、AA- 评级 4 家以及 C 评级 1 家，存续债券余额合计 8417.42 亿元。

图 1：46 家样本企业评级分布


数据来源：Wind，西南证券整理

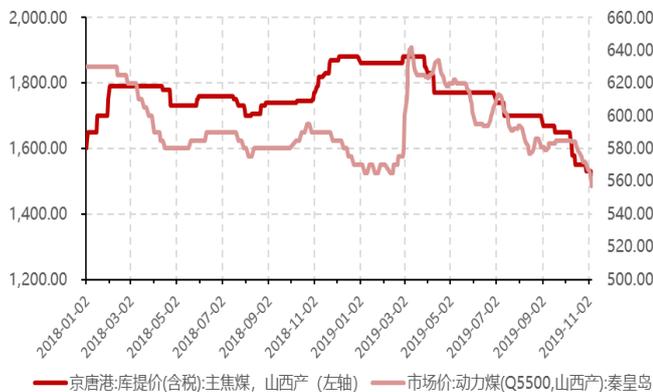
图 2：2010 年来煤炭行业信用利差


数据来源：Wind，西南证券整理

1.1 供需弱平衡，产销增加，盈利能力下滑

2019 年三季度煤炭行业营业收入、净利润和净利率均有所增加，但毛利率小幅下降。19 年三季度，46 家样本企业共录得营业收入 29521.44 亿元，相比于 2018 年同期的 26109.07 亿元增长了 13.07%，企业平均增长率为 3.88%；共录得净利润 1430.77 亿元，相比于 2018 年同期的 1344.22 亿元增长了 6.44%，企业平均增长率为 8.61%；企业平均净利率为 10.56%，相比于 2018 年同期的 8.24% 增加了 2.31%；共录得毛利 5757.4473 亿元，相比于 18 年同期的 5346.21 亿元增长了 7.69%，企业平均增长率为 -4.1%；企业平均毛利率为 22.61%，相比于 18 年同期降低了 1.24%。我们认为，之所以煤炭行业营收和净利润水平上升，毛利却与前者走势出现分化，一方面是由于煤炭行业的生产回暖，产销量出现增长，但同时受供需弱平衡的影响，煤炭价格水平下降导致平均毛利率水平下滑。

可以看到，从 2019 年 3 月份开始，主焦煤、动力煤和无烟煤的价格便呈现下跌的趋势，因此 2019 年第三季度内不同种类的煤价都是下跌的，在成本变化不大的前提下减弱了煤炭企业的盈利水平。煤炭价格水平的变化我们可以从供给和需求两方面分析：供给方面，我们考虑国内煤企自身的产量和煤炭的进口量；需求方面，由于煤主要可以分为主焦煤、动力煤和无烟煤，因此我们分别考虑这三种煤炭的下游行业需求。

图 3：2018 年来主焦煤与动力煤（右轴）价格走势（元/吨）


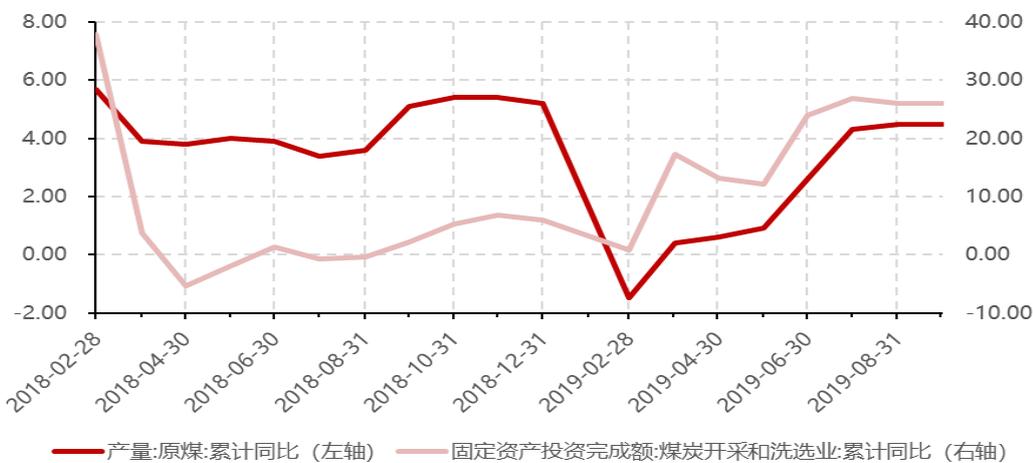
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2018 年来无烟煤价格走势（元/吨）

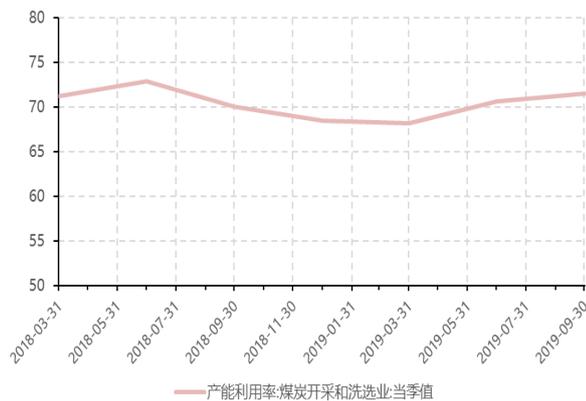

数据来源：Wind，西南证券整理

从国内供给方面看，原煤的产量在 2019 年以来呈同比上升趋势，因此可知 2019 年第三季度原煤产量将高于 2018 年同期。同时我们可以看到在去产能的低基数效应影响下，2018 年初煤炭行业的固定资产投资完成额同比大幅提升，并且在 2018 前两季度经历短暂的下降后开始呈现长期的上涨势头，因此我们可以推断煤炭行业在 2019 年第三季度的产能情况将比 2018 年同期有较大的改善。结合近两年来基本保持不变的煤炭企业产能利用率，2019 年第三季度我国煤炭产量实际上有较大幅度的同比提高。

从国外供给看，2019 年三季度我国煤及褐炭进口量处于年内高位，并且比之 2018 年三季度有较大提升，因此 2019 年 Q3 煤炭的国外供给同比上升。综合国内供给和国外供给之后，我们推断 2019 年第三季度，煤炭的供给量同比有较大的提高。

图 5：2018 年来原煤产量和煤炭企业固定资产投资完成额累计同比 (%)


数据来源：西南证券整理

图 6：2018 年来煤炭企业产能利用率当季值 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018 年来煤炭进口量当月值 (万吨)


数据来源：Wind，西南证券整理

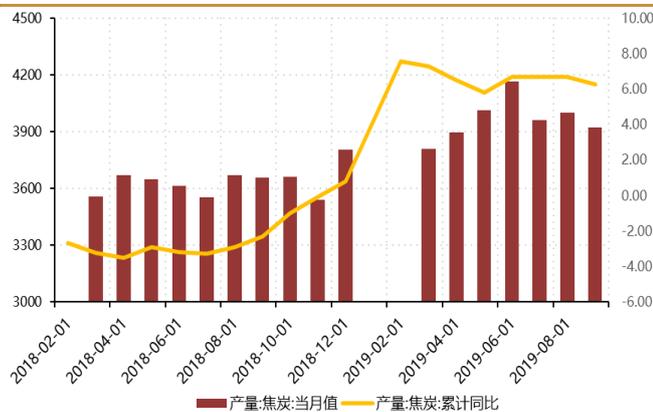
煤炭行业的需求量方面，我们分别从主焦煤、动力煤和无烟煤三个路径进行分析。

主焦煤主要用于炼制焦炭，因此其下游行业主要是焦炭和钢铁行业。因此，要分析主焦煤的需求，我们可以关注焦炭与钢铁的价格和产量情况，两者价格或产量的提升均可以直接刺激对煤炭的需求。从图 8 可以看到，自 2018 年 9 月份开始焦炭价格与钢铁价格就开始震

荡下行，焦炭价格指数从 2500 元/吨下降至 11 月 6 日的 1713 元/吨，Myspic 综合钢价指数从 163 的高点下降至 138，2019 年第三季度焦炭与钢铁的平均价格明显要低于 2018 年同期。产量方面，焦炭产量同比有小幅提升；钢铁行业 PMI 的生产分项与原材料采购分项在 19 年三季度均在荣枯线下徘徊，而 18 年第三季度这两项数据则处于年内高位并显著高于荣枯线 50 水平。因此通过对比 18 年与 19 年的数据，在量和价均较为低迷的情况下，我们可以推断焦炭和钢铁行业在 2019 年三季度对煤炭的需求有所下滑。

图 8：2018 年来焦炭价格指数（元/吨）与 Myspic 综合钢价指数走势


数据来源：Wind，西南证券整理

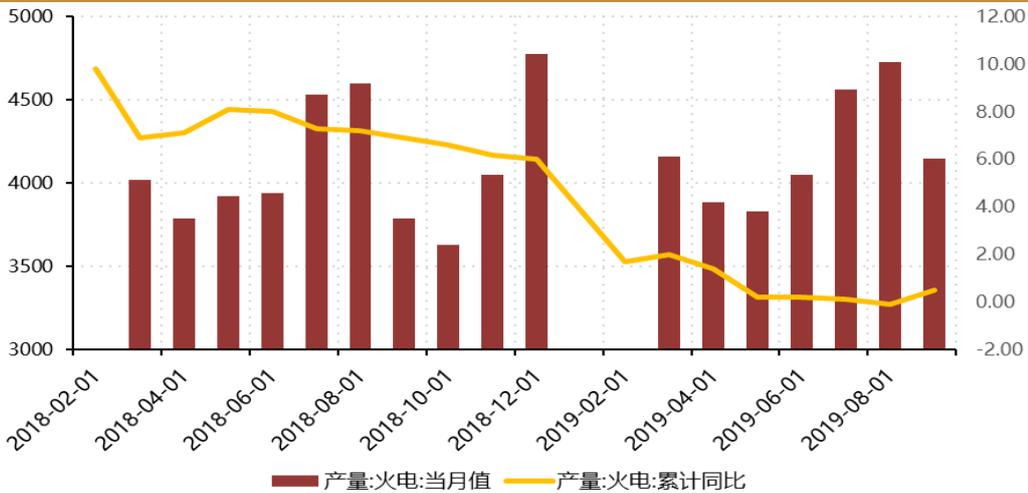
图 9：2018 年焦炭月产量（万吨）与同比增加率（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2018 年钢铁行业 PMI 分项

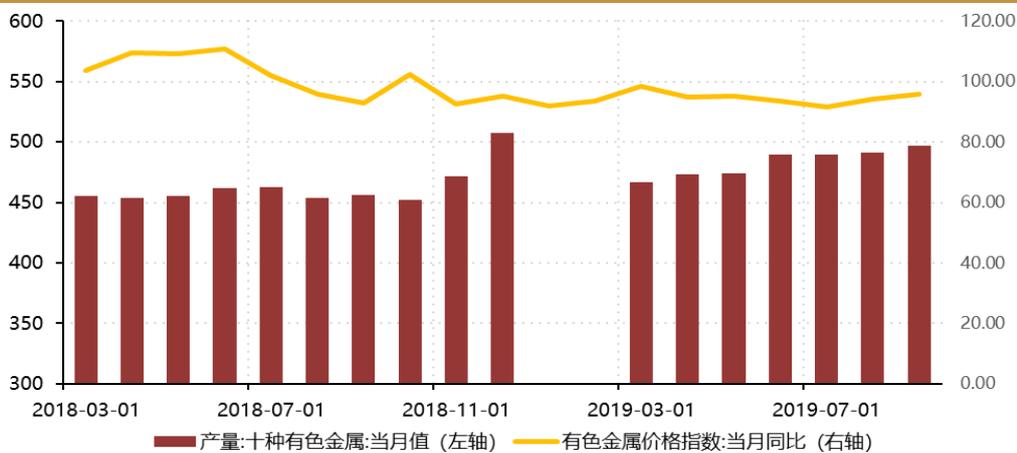

数据来源：Wind，西南证券整理

动力煤指用作动力原料的煤炭，标志性的下游行业为火力发电。受整体宏观经济下行拖累，2019 年的发电量相比于 2018 年并无显著增长，截至 9 月末，火电产量累计同比均在 0% 水平上下徘徊，同时三季度总火电产量为 13440.6 亿千瓦时，相比 18 年同期的 12923.9 亿千瓦时小幅上升 4%。因此，我们认为动力煤的整体需求并无显著提振。

图 11：2018 年来火电月产量（亿千瓦时）与累计同比增加率（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

无烟煤燃烧时发热量较低，火焰短且烟雾较少，含碳量高，标志性下游行业为有色金属冶炼业。2019 年三季度十种有色金属产量相比于 2018 年同期有所上升，2019 年三季度平均产量为 492.47 万吨，比 2018 年同期平均产量 457.4 万吨增加了 35.07 万吨；同时 2019 年有色金属价格指数当月同比均低于 100，意味着价格均低于 2018 年同期。因此我们认为 2019 年第三季度无烟煤的总体需求同比维持不变或小幅上升。

图 12：2018 年来有色金属月产量（万吨）与同比增加率（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

综上，从供给角度看，煤炭行业的国内供给因产能改善而上升，同时国外供给跟随进口量小幅回暖，总供给增大；从需求角度看，主焦煤需求因下游量价均降而遇冷，动力煤、无烟煤总体需求变化不大，整体需求偏弱。当供给上升而需求下降，在市场出清的假设下，煤炭的销量将上升而价格下降，这也解释了煤炭行业三季度营收和净利均改善，毛利率却下滑的现象。

从个体的营业收入同比增长率看，2019 年第三季度里 46 个样本企业中 13 家在 -20% 到 0% 之间，23 家在 0% 到 20% 之间，6 家在 20% 到 40% 之间，1 家在 -40% 到 -20% 之间，为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司，营业收入同比减少 27.43%，2 家营业收入同比减少超过

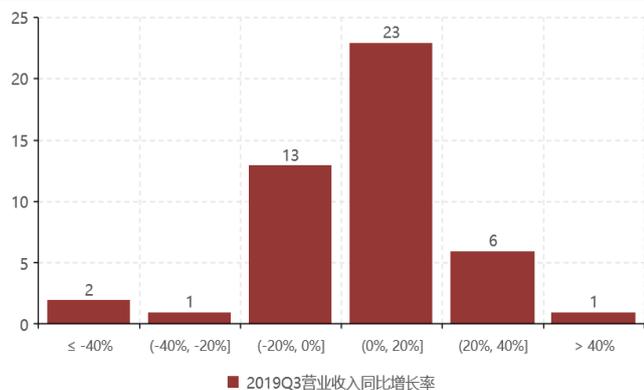
40%，为神木市国有资产运营公司和北京京煤集团有限责任公司，分别减少 67.25%和 57.14%。

从净利润同比增长率看,3 家在-50%到-30%之间,5 家在-30%到-10%之间,13 家在-10%到 10%之间,4 家在 10%到 30%之间,2 家在 30%到 50%之间,8 家净利润同比减少超过 50%，同比增长率后三位的公司为江西省能源集团有限公司、郑州煤炭工业(集团)有限责任公司和安源煤业集团股份有限公司,分别减少 494.86%、281.36%、215.66%;11 家净利润同比增加超过 50%，同比增长率前三位的公司为济宁矿业集团有限公司、冀中能源集团有限责任公司和兖矿集团有限公司,分别增长 493.34%、449.57%、288.08%。

从净利率看,21 家在 0%到 5%之间,9 家在 5%-10%之间,6 家在 10%到 15%之间,1 家在 15%-20%之间,2 家在 25%-30%之间,6 家净利率低于 0%，净利率后三位的公司为江西省能源集团有限公司、安源煤业集团股份有限公司和郑州煤炭工业(集团)有限责任公司,净利率分别为-3.98%、-2.30%、-1.53%;1 家净利率高于 30%，净利率前三位的公司为神木市国有资产运营公司、中煤新集能源股份有限公司和陕西煤业股份有限公司,净利率分别为 254.50%、29.13%、25.86%。

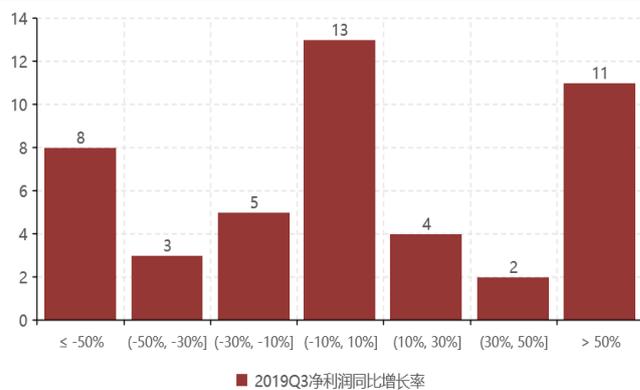
从毛利率看,8 家在 10%到 15%之间,13 家在 15%到 20%之间,3 家在 20%到 25%之间,2 家在 25%到 30%之间,5 家在 30%到 35%之间,3 家在 35%到 40%之间,7 家毛利率低于 10%，毛利率后三位的公司为安源煤业集团股份有限公司、江西省能源集团有限公司和冀中能源峰峰集团有限公司,毛利率分别为 7.35%、8.54%、8.80%;5 家毛利率高于 40%，毛利率前三位的公司为神木市国有资产运营公司、大同煤业股份有限公司和北京昊华能源股份有限公司,毛利率分别为 59.10%、53.95%、52.42%。

图 13: 2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布

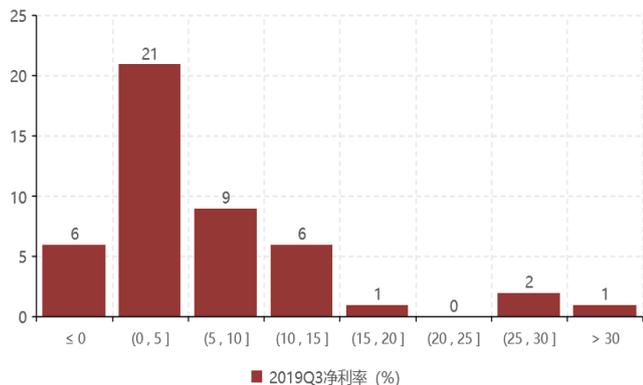


数据来源: Wind, 西南证券整理

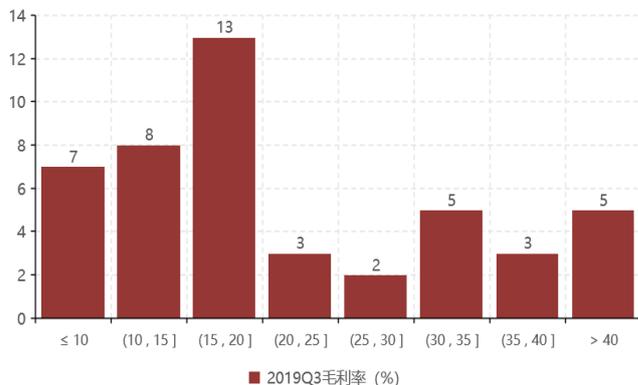
图 14: 2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15：2019 年 Q3 样本企业净利率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2019 年 Q3 样本企业毛利率分布


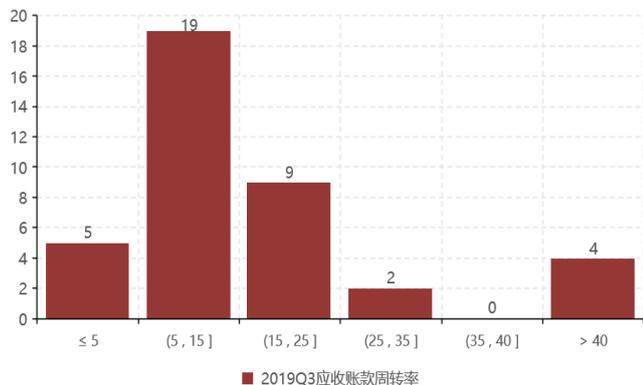
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 行业营运能力小幅提升，个体间营运管理差异明显

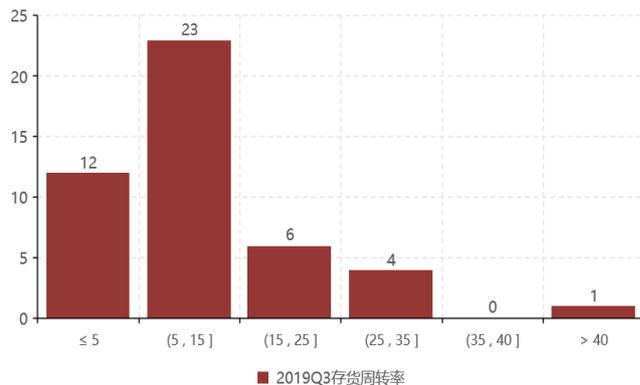
2019 年第三季度煤炭行业的营运能力有所提升，行业平均应收账款周转率和存货周转率均有所增加。在 2019 年三季度报中公布了应收账款的 39 家样本公司中，平均应收账款周转率为 15.36，相比于 18 年同期的 14.70 小幅增加了 0.66；在 46 家样本公司中，2019 年第三季度的平均存货周转率为 11.41，相比于 18 年同期的 10.07 增加了 1.34，行业营运能力有小幅提升。

从个体的应收账款周转率看，2019 年三季度里 39 家样本公司中 19 家的应收账款周转率在 5 到 15 之间，9 家在 15 到 25 之间，2 家在 25 到 35 之间，5 家低于 5，应收账款周转率后三名的公司为神木市国有资产运营公司、贵州水城矿业股份有限公司和山西潞安环保能源开发股份有限公司，应收账款周转率分别为 0.68、2.44、3.56；应收账款周转率前三名的公司为山西潞安矿业(集团)有限责任公司、安徽省皖北煤电集团有限责任公司和山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，应收账款周转率分别为 47.80、47.29、44.22。

从存货周转率看，23 家的同比增长率在 5 到 15 之间，6 家在 15 到 25 之间，4 家在 25 到 35 之间，12 家低于 5，存货周转率后三名的公司为神木市国有资产运营公司、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司和北京京煤集团有限责任公司，存货周转率分别为 0.13、0.57、0.75；1 家高于 40，存货周转率前三名的公司为临沂矿业集团有限责任公司、阳泉煤业(集团)股份有限公司和安源煤业集团股份有限公司，存货周转率分别为 64.48、33.78、26.68。

图 17：2019 年三季度煤炭行业应收账款周转率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2019 年三季度煤炭行业存货周转率情况


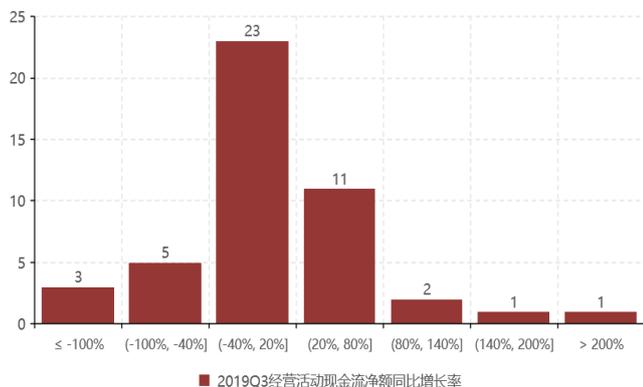
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 经营性现金流改善，固投增加致自由现金流显著下降

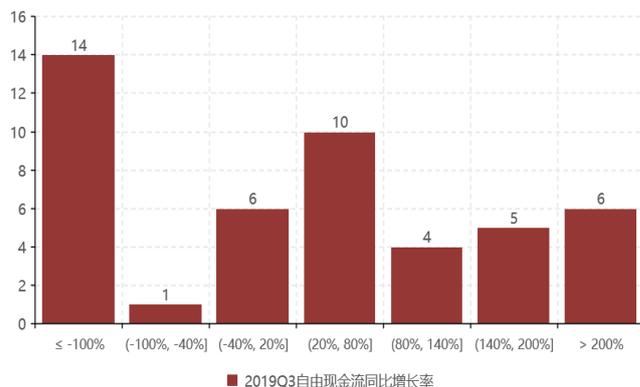
2019 年第三季度煤炭行业的经营现金流状况有所改善，自由现金流情况大幅恶化。46 家样本公司中，平均经营活动现金流净额为 82.45 亿元，相比于 18 年同期的 72.80 亿元同比增长了 13.26%，企业平均的经营活动现金流净额同比增长率为 3.52%；平均自由现金流为 -32.77 亿元，相比于 18 年同期的 -23.67 亿元同比大幅减少了 38.43%，企业平均的自由现金流同比增长率为 -73.76%。经营现金流状况的改善的主要原因是行业的获现能力的提升；而自由现金流状况的恶化主要是因为大量投资活动导致的现金流出，2019 年第三季度煤炭行业的平均投资活动现金流净额为 -42.83 亿元，相比于 18 年同期的 -34.95 亿元同比减少了 22.57%。

从个体的经营活动现金流净额看，2019 年第三季度 46 家样本公司中 5 家的同比增长率在 -100% 到 -40% 之间，23 家在 -40% 到 20% 之间，11 家在 20% 到 80% 之间，2 家在 80% 到 140% 之间，1 家在 140% 到 200% 之间，3 家低于 -100%，经营活动现金流净额同比增长率后三位的公司为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、江西省能源集团有限公司和北京京煤集团有限责任公司，经营活动现金流净额分别同比减少 149.94%、139.99%、102.18%；1 家大于 200%，经营活动现金流净额同比增长率前三位的公司为山西潞安矿业(集团)有限责任公司、安源煤业集团股份有限公司和冀中能源集团有限责任公司，经营活动现金流净额分别同比增长 253.15%、171.14%、94.54%。

从自由现金流看，1 家的同比增长率在 -100% 到 -40% 之间，6 家在 -40% 到 20% 之间，10 家在 20% 到 80% 之间，4 家在 80% 到 140% 之间，5 家在 140% 到 200% 之间，14 家低于 -100%，自由现金流同比增长率后三位的公司为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、国家能源投资集团有限责任公司和永泰能源股份有限公司，自由现金流分别同比减少 2308.53%、1128.76%、779.33%；6 家大于 200%，自由现金流同比增长率前三位的公司为贵州水城矿业股份有限公司、北京京煤集团有限责任公司和陕西煤业化工集团有限责任公司，自由现金流分别同比增长 820.58%、298.12%、272.72%。

图 19：2019 年三季度煤炭行业应收账款周转率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2019 年三季度煤炭行业存货周转率情况


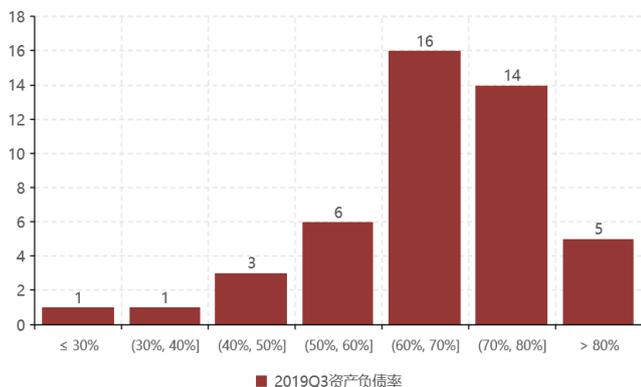
数据来源：Wind，西南证券整理

1.4 杠杆率仍处于较高水平，即期偿付压力有所增加

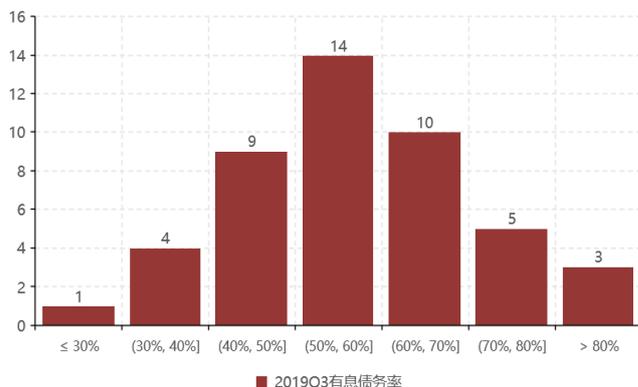
2019 年第三季度煤炭行业的杠杆率小幅提升，有息债务比重稍微下降，短期债务率走高。46 家样本公司中，平均资产负债率为 66.25%，相比于 18 年同期的 65.54% 同比稍微增加了 0.71%，仍处于较高水平；平均有息债务率为 56.34%，相比于 18 年同期的 58.15% 同比减少了 1.81%；在 38 家公布了应付票据科目的样本企业中，我们计算短期债务为短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债之和，平均短期债务率为 34.94%，相比于 18 年同期的 31.55% 同比增加了 3.39%。煤炭行业短期偿债能力有所下降。46 家样本公司中，平均流动比率为 0.95，相比于 18 年同期的 1.01 同比下降了 0.06；平均速动比率为 0.78，相比于 18 年同期的 0.82 同比下降了 0.04；平均货币资金与短期债务之比为 0.70，相比于 18 年同期的 0.82 同比下降了 0.12。煤炭行业的长期偿债能力微微上升。经营活动现金流净额与带息债务比率平均值为 0.16，相比于 18 年同期的 0.15 同比上升了 0.01。

从个体的资产负债率看，2019 年第三季度 46 家样本公司中 1 家在 30% 到 40% 之间，3 家在 40% 到 50% 之间，6 家在 50% 到 60% 之间，16 家在 60% 到 70% 之间，14 家在 70% 到 80% 之间，1 家低于 30%，资产负债率后三位的公司为神木市国有资产运营公司、陕西煤业股份有限公司和北京昊华能源股份有限公司，资产负债率分别为 22.90%、38.90%、43.04%；5 家大于 80%，资产负债率前三位的公司为安源煤业集团股份有限公司、郑州煤炭工业(集团)有限责任公司和冀中能源集团有限责任公司，资产负债率分别为 89.98%、85.41%、82.04%。

从有息债务率看，2019 年第三季度 46 家样本公司中 4 家在 30% 到 40% 之间，9 家在 40% 到 50% 之间，14 家在 50% 到 60% 之间，10 家在 60% 到 70% 之间，5 家在 70% 到 80% 之间，1 家低于 30%，有息债务率后三位的公司为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、贵州水城矿业股份有限公司和陕西煤业股份有限公司，资产负债率分别为 29.37%、32.51%、32.73%；3 家大于 80%，资产负债率前三位的公司为内蒙古伊泰集团有限公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司和北京昊华能源股份有限公司，资产负债率分别为 83.99%、81.81%、80.95%。

图 21：2019 年三季度煤炭行业资产负债率情况


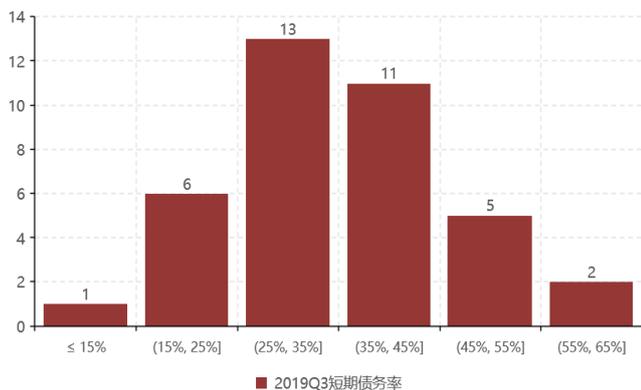
数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2019 年三季度煤炭行业有息债务率情况


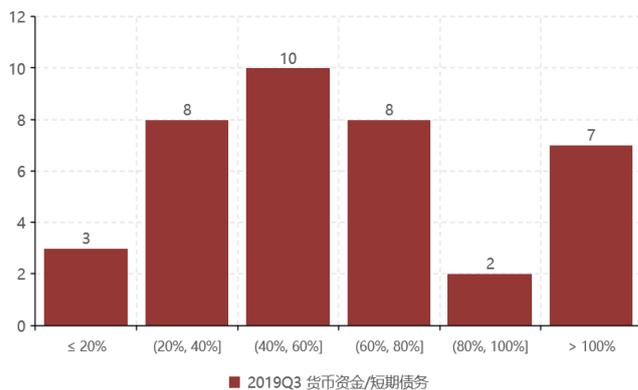
数据来源：Wind，西南证券整理

从短期债务率看，2019 年第三季度 38 家样本公司中 6 家在 15%到 25%之间，13 家在 25%到 35%之间，11 家在 35%到 45%之间，5 家在 45%到 55%之间，2 家在 55%到 65%之间，1 家低于 15%，短期债务率后三位的公司为内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、陕西煤业股份有限公司和兖州煤业股份有限公司，短期债务率分别为 11.39%、16.21%、16.63%；短期债务率前三位的公司为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、济宁矿业集团有限公司和安源煤业集团股份有限公司，短期债务率分别为 61.40%、57.27%、53.35%。

从货币资金与短期债务的比率看，2019 年第三季度 38 家样本公司中 8 家在 20%到 40%之间，10 家在 40%到 60%之间，8 家在 60%到 80%之间，2 家在 80%到 100%之间，3 家低于 20%，货币资金与短期债务的比率后三位的公司为永泰能源股份有限公司、贵州水城矿业股份有限公司和北京京煤集团有限责任公司，货币资金与短期债务的比率分别为 4.32%、9.81%、16.44%；7 家大于 100%，货币资金与短期债务的比率前三位的公司为内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、陕西煤业股份有限公司和徐州矿业集团有限公司，短期债务率分别为 279.63%、230.36%、161.94%。

图 23：2019 年三季度煤炭行业短期债务率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

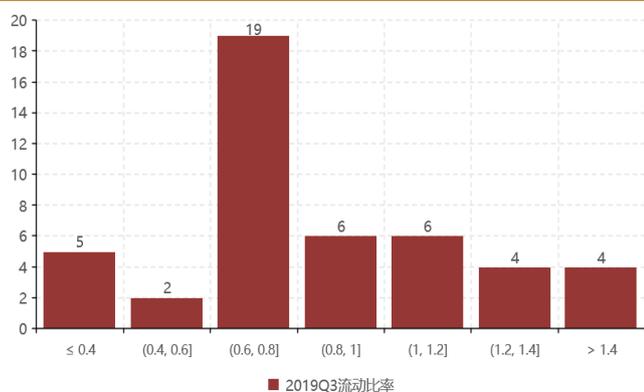
图 24：2019 年三季度煤炭行业短债货币资金覆盖率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

从流动比率看，2019 年第三季度 46 家样本公司中 2 家在 0.4 到 0.6 之间，19 家在 0.6 到 0.8 之间，5 家在 0.8 到 1 之间，6 家在 1 到 1.2 之间，4 家在 1.2 到 1.4 之间，5 家低于 0.4，流动比率后三位的公司为中煤新集能源股份有限公司、淮北矿业股份有限公司和淮南矿

业(集团)有限责任公司, 流动比率分别为 0.30、0.352、0.353; 4 家大于 1.4, 流动比率前三位的公司为神木市国有资产运营公司、内蒙古伊泰集团有限公司和内蒙古伊泰煤炭股份有限公司, 流动比率分别为 5.71、1.90、1.81。

从速动比率看, 2019 年第三季度 46 家样本公司中 12 家在 0.4 到 0.6 之间, 15 家在 0.6 到 0.8 之间, 7 家在 0.8 到 1 之间, 1 家在 1 到 1.2 之间, 2 家在 1.2 到 1.4 之间, 6 家低于 0.4, 速动比率后三位的公司为永泰能源股份有限公司、中煤新集能源股份有限公司和淮北矿业股份有限公司, 速动比率分别为 0.16、0.28、0.29; 3 家大于 1.4, 速动比率前三位的公司为神木市国有资产运营公司、内蒙古伊泰集团有限公司和内蒙古伊泰煤炭股份有限公司, 速动比率分别为 4.27、1.81、1.69。

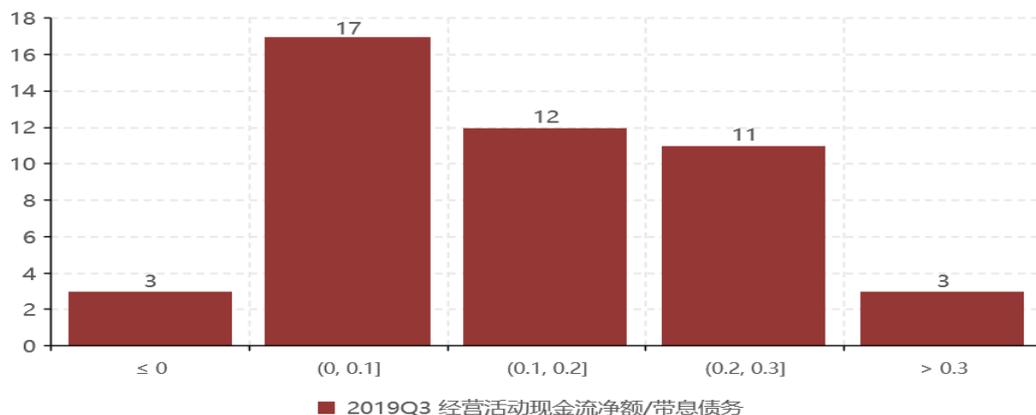
图 25: 2019 年三季度煤炭行业流动比率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 26: 2019 年三季度煤炭行业速动比率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

从经营活动现金流净额与带息债务的比率看, 2019 年第三季度 46 家样本公司中 17 家在 0 到 0.1 之间, 12 家在 0.1 到 0.2 之间, 11 家在 0.2 到 0.3 之间, 3 家低于 0, 经营活动现金流净额与带息债务的比率后三位的公司为郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、江西省能源集团有限公司和北京京煤集团有限责任公司, 经营活动现金流净额与带息债务的比率分别为-0.035、-0.012、-0.006; 3 家大于 0.3, 经营活动现金流净额与带息债务的比率前三位的公司为陕西煤业股份有限公司、郑州中瑞实业集团有限公司和淮北矿业股份有限公司, 经营活动现金流净额与带息债务的比率分别为 0.98、0.61、0.34。

图 27: 2019 年三季度样本企业经营活动现金流净额对带息债务比率分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 附表

附表 1：煤炭发债企业 2019 年三季度报主要财务数据

公司名称	发行人评级	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生的现金流净额 (亿元)	净利率 (%)	毛利率 (%)	应收账款周转率	资产负债率	流动比率	货币资金/短期债务
大同煤矿集团有限责任公司	AAA	1443.53	3.64	112.78	0.25	16.99		0.78	1.03	
大同煤业股份有限公司	AAA	87.48	10.73	19.52	12.27	53.95	8.40	0.57	0.77	0.99
国家能源投资集团有限责任公司	AAA	4092.53	442.24	1005.71	10.91	32.87	6.70	0.60	0.66	0.43
淮北矿业(集团)有限责任公司	AAA	494.38	20.25	63.01	4.10	16.98		0.65	0.45	
淮南矿业(集团)有限责任公司	AAA	330.47	37.06	92.52	11.26	34.97	14.77	0.73	0.35	0.27
冀中能源集团有限责任公司	AAA	1606.34	6.59	66.45	0.41	9.29	7.07	0.82	1.01	0.38
晋能集团有限公司	AAA	800.32	17.55	88.94	2.19	17.29	15.44	0.77	0.62	0.38
开滦(集团)有限责任公司	AAA	536.44	3.39	27.92	0.63	8.96		0.71	0.84	
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	AAA	308.91	36.32	64.37	11.76	29.33	23.80	0.53	1.81	2.80
平顶山天安煤业股份有限公司	AAA	178.61	10.20	20.53	5.71	19.88	18.84	0.70	0.81	0.68
山东能源集团有限公司	AAA	2751.32	54.87	98.09	1.99	10.83		0.65	0.83	
山西焦煤集团有限责任公司	AAA	1392.30	33.41	115.77	2.40	17.08	16.38	0.73	0.62	0.46
山西晋城无烟煤业集团有限责任公司	AAA	1334.04	15.87	149.88	1.19	13.98	44.22	0.75	0.68	0.36
山西潞安环保能源开发股份有限公司	AAA	174.10	21.45	46.27	12.32	39.14	3.56	0.63	0.93	1.09
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	AAA	1402.27	16.50	101.34	1.18	9.43	47.80	0.77	0.71	0.58
山西西山煤电股份有限公司	AAA	246.60	19.29	50.38	7.82	33.02	10.17	0.62	0.71	0.73
陕西煤业股份有限公司	AAA	507.55	131.23	156.02	25.86	43.72	12.22	0.39	1.31	2.30
陕西煤业化工集团有限责任公司	AAA	2206.53	79.29	323.79	3.62	17.83	21.71	0.72	0.64	0.31
兖矿集团有限公司	AAA	2029.25	56.85	129.08	2.80	13.01	27.65	0.70	1.11	0.76
兖州煤业股份有限公司	AAA	1506.11	89.89	148.33	5.97	13.72	32.26	0.58	1.08	1.23
阳泉煤业(集团)股份有限公司	AAA	244.94	16.69	7.43	6.81	19.36	7.11	0.50	0.76	0.82
永城煤电控股集团有限公司	AAA	359.97	3.80	40.39	1.06	23.39	10.87	0.78	0.79	0.65
中国中煤能源股份有限公司	AAA	942.39	87.63	169.06	9.30	30.86	13.87	0.57	0.73	0.70
中国中煤能源集团有限公司	AAA	1273.49	68.27	215.42	5.36	28.14	9.09	0.64	0.81	0.62
北京昊华能源股份有限公司	AA+	42.21	7.65	16.36	18.13	52.42	18.22	0.43	1.22	0.76
淮北矿业股份有限公司	AA+	454.87	27.65	64.08	6.08	16.06	44.20	0.68	0.35	0.21
冀中能源股份有限公司	AA+	169.58	9.50	20.26	5.60	21.59	8.44	0.49	1.33	1.25
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	AA+	116.03	1.20	1.19	1.03	11.05	4.09	0.62	1.54	0.58
内蒙古伊泰集团有限公司	AA+	325.65	41.50	92.53	12.75	35.12	18.46	0.61	1.90	1.54
山西兰花煤炭实业集团有限公司	AA+	79.05	6.41	13.01	8.10	38.08	16.34	0.70	0.66	0.42
神木市国有资产运营公司	AA+	6.11	15.56	7.28	254.50	59.10	0.68	0.23	5.71	
徐州矿务集团有限公司	AA+	234.64	4.42	27.89	1.88	18.33	9.88	0.62	1.12	1.62
郑州中瑞实业集团有限公司	AA+	332.23	7.24	88.31	2.18	9.25	7.97	0.73	1.30	0.44
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	AA	307.94	-0.71	27.88	-0.23	10.46	47.29	0.74	0.73	0.49
北京京煤集团有限责任公司	AA	76.87	-0.31	-0.86	-0.40	14.15	5.89	0.66	1.12	0.16
抚顺矿业集团有限责任公司	AA	64.29	1.23	4.14	1.92	17.42		0.60	0.75	
贵州水城矿业股份有限公司	AA	51.04	-0.50	1.98	-0.97	16.21	2.44	0.81	0.38	0.10
济宁矿业集团有限公司	AA	70.32	1.60	0.41	2.28	17.67	17.11	0.73	0.75	0.69
冀中能源峰峰集团有限公司	AA	280.53	5.71	32.43	2.03	8.80	9.58	0.69	0.92	0.48
临沂矿业集团有限责任公司	AA	209.94	1.64	11.84	0.78	14.53		0.60	0.69	
中煤新集能源股份有限公司	AA	71.66	20.88	31.56	29.13	41.82	14.32	0.73	0.30	0.24
安源煤业集团股份有限公司	AA-	39.94	-0.92	0.71	-2.30	7.35	6.68	0.90	0.51	0.24
江西省能源集团有限公司	AA-	78.80	-3.14	-1.25	-3.98	8.54	6.00	0.82	0.67	0.43
潞安新疆煤化工(集团)有限公司	AA-	34.27	0.00	6.11	0.01	16.49		0.65	0.68	
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	AA-	72.75	-1.12	-3.58	-1.53	20.95	3.60	0.85	0.66	0.40
永泰能源股份有限公司	C	152.83	2.27	37.45	1.48	30.67	6.04	0.73	0.18	0.04

数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn