

煤炭行业的“困”与“纾”

一、煤炭行业发展情况

煤炭工业在我国国民经济中具有重要的战略地位，我国煤炭资源分布呈现“北富南贫，西多东少”的状况。近几年，随着煤炭行业优质产能的逐步释放，煤炭产量逐年增长，加之长协等政策，煤炭价格逐步趋于稳定，行业利润规模有所下降。但另一方面，“碳中和”势必导致煤炭产业集中度的提升，未来或将导致煤炭价格的上行。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 58%，使得煤炭工业在我国国民经济中具有重要的战略地位。

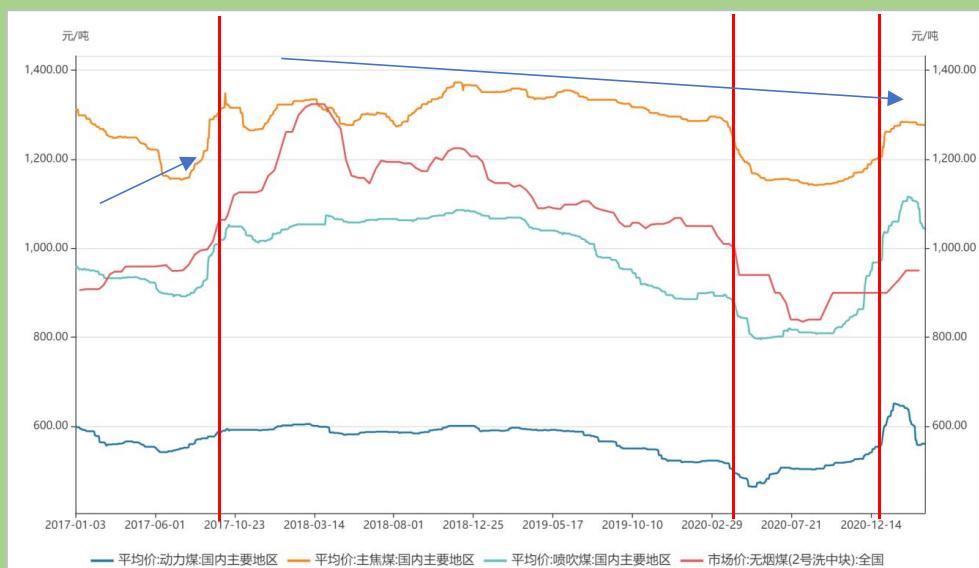
我国煤炭资源分布呈现“北富南贫，西多东少”的状况，北方煤炭资源主要集中在山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃和宁夏等省份，上述省份基础储量占全国基础储量的 68%左右，其中内蒙古、山西和陕西省煤炭资源最为丰富，煤炭一直以来都是山西省的支柱性产业。我国南方煤炭资源主要集中于贵州、云南和四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

煤质方面，动力煤定价重点关注发热量指标，晋北、神东和陕北煤炭发热量最高，新疆、宁东、冀中和两淮基地次之，贵州煤炭含硫较高、煤质偏差；炼焦煤重点关注粘结指数、灰分及硫分等指标，晋中、两淮、冀中和河南基地炼焦煤煤质较好；无烟煤主要关注挥发分、成块率及含硫量等指标，山西省无烟煤产量最高，且质量较好。

由于我国煤炭生产区域主要集中在内蒙古、山西、陕西和新疆等地，但下游消费区域主要是在华东和华南等地，煤炭供需之间存在错配，由此形成了“北煤南运”“西煤东调”的格局。从外运成本看，河北、河南、山东和安徽等地区平均运费较低；陕西和内蒙外运费较高，且蒙西高于陕西。

煤炭价格方面，自 2016 年煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格震荡上行；2017 年三季度上升至最高点后，随着煤炭优质产能的释放、政府对于煤价的管控措施以及长协煤占比的逐年提高，煤炭价格整体呈波动下行态势。2020 年初，受新冠疫情影响，煤炭下游需求支撑偏弱，同时煤矿复工进度相对较快，行业供需整体宽松，煤炭价格下行明显；二季度以来，随着疫情受控后需求的复苏，下游对于煤炭需求大幅上涨，煤炭价格有所回升；2020 年 11 月以来，经济的复苏进度加快拉动电力需求增长，以及冷冬气候下采暖需求增加进一步加剧电力消耗，同时叠加春节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格出现了短暂的大幅上升，近期煤炭价格已大幅回落。总体看，2020 年全年煤炭价格走势前低后高，但全年均价仍有所下降，煤炭行业盈利延续 2019 年的下行走势。

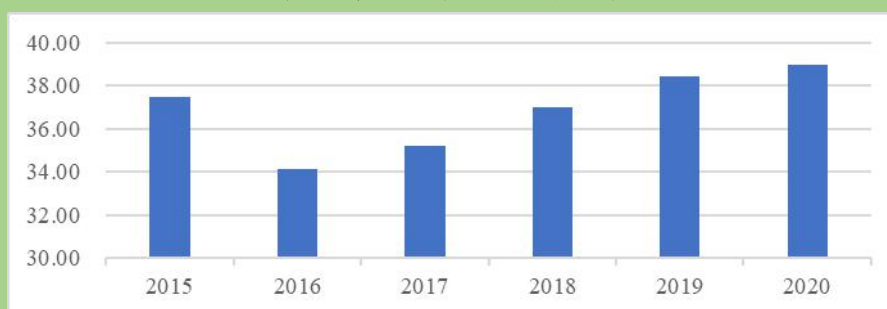
图 1 2017 年以来主要煤种价格变化情况



资料来源：wind

从煤炭产量看，2016 年的供给侧改革，使得当年煤炭产量处于历史低位。2017 年以来，煤炭价格上升明显，煤炭产量开始逐年增长，但增幅有限。

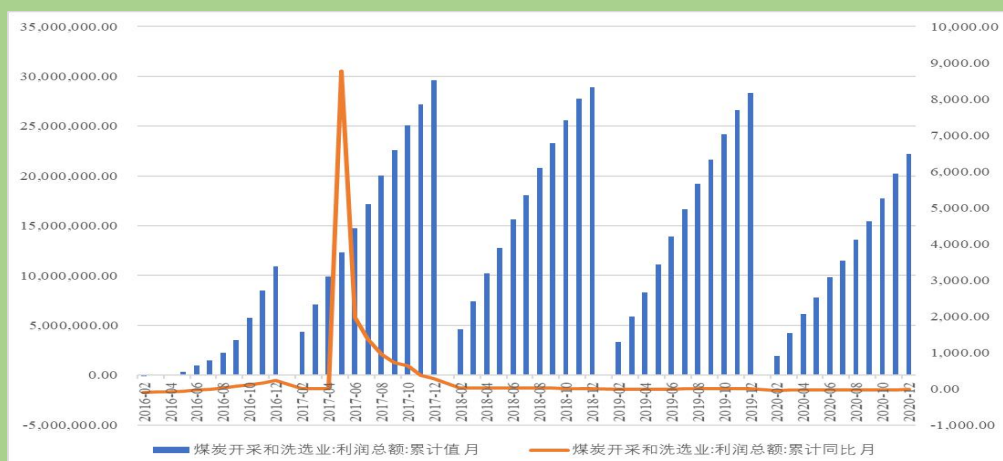
图 2 2015 年以来中国原煤产量变动情况（产量：亿吨）



资料来源：Wind，联合资信整理

从煤炭行业盈利情况看，2017 年以来，虽然我国原煤产量持续增长，但煤炭行业利润总额规模逐年下降。

图 3 2016 年以来煤炭开采和洗选业利润总额变动情况（单位：万元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

分省份看，2017 年以来，我国主要煤炭产区煤炭企业平均营业利润总体呈上升态势，具体看，在煤炭行业低谷的 2016 年，内蒙古和陕西省煤炭企业整体盈利处于盈亏点附近，煤炭行业的周期性变化对山西省煤炭企业的盈利状况影响最大。

图 4 2012 年以来山西、陕西、内蒙古煤炭企业营业利润均值变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

长期看，随着“碳中和”等政策的持续推进，未来煤炭下游行业对煤炭的需求或将有所下降，未来煤炭产量或将有所下降，煤炭行业整体利润规模仍将有所下降。

但另一方面，碳中和势必导致煤炭产业集中度的提升，或将导致煤炭价格的上行。未来碳中和将导致市场对于煤炭行业的投资热情下降，且碳中和的成本压力也将不可避免的向煤炭行业传递，开采条件差、社会负担重、成本偏高的煤炭企业将逐步退出生产。煤炭行业集中度将进一步提高，头部企业对于煤炭价格的控制能力增强，加之煤炭作为不可再生资源以及基础能源的地位，未来煤炭价格或将有所上行。

二、永城煤电违约分析

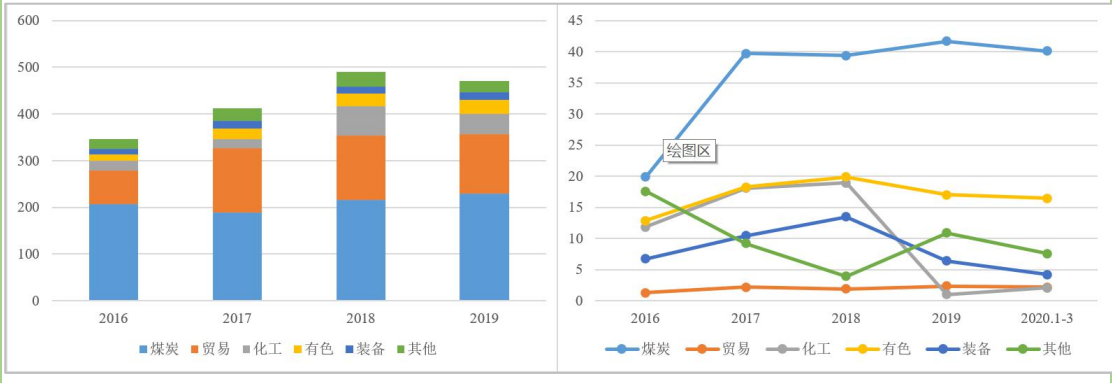
永城煤电主业煤炭盈利能力表现良好，但化工等其他非主业长期以来形成拖累；叠加疫情对煤炭业务的影响，经营整体承压。此外，永城煤电对于盈利强的煤炭资产持股比例不高，而对于盈利弱的资产持股比例较高，导致归母净利润持续为负。

企业信用风险的核心是“不良资产”的累积，资产的本质要求“保值、增值”。经营性资产（如存货、固定资产、无形资产等）的消耗会带来主营业务收入及经营性现金流入；投资性资产（长期股权投资、可供出售金融资产、持有至到期投资等）会带来投资收益及投资性现金流入。但如果以成本形式进入利润表的资产，并没有带来相应的收入和现金流，势必导致企业资产负债表的恶化。而随着资产的不断萎缩，其对负债的保障逐渐恶化，最终导致信用风险的发生。

对于永城煤电控股集团有限公司（以下简称“永城煤电”）来说，虽然其主业煤炭经营情况良好，毛利率亦保持在较高水平，但仍有较大规模的物流贸易、化工、有色金属和装备制造等业务，上述非主业资产长期以来盈利能力不足，对其形成拖累，永城煤电对上述产业的资本投入得不到对应的回报，资产负债表逐年恶化，最后导致其债务负担过重，一旦出现

不良事件，如疫情等，其主业煤炭的盈利及现金流出现问题，上述产业对永城煤电整体的流动性无法形成有效支持，反而形成拖累。

图 5 永城煤电营业收入结构及各板块毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公开资料，联合资信整理

此外，从永城煤电近几年的所得税费用率情况看，根据永城煤电披露的资料，其下属子公司适用的所得税税率为 25%/15%，从下表所得税费用率（所得税/利润总额）来看永城煤电的所得税税率常年远高于公司及子公司适用的所得税税率，说明永城煤电下属子公司盈利水平参差不齐，也从另一方面验证了永城煤电非煤业务对公司整体的盈利形成拖累。

其次，永城煤电存在的另外一个问题是，对于盈利较好的煤炭资产控股比例较低，而对于盈利较差的化工资产持股比例较高，导致归母净利润持续为负（2016—2019 年分别为 -21.07 亿元、0.22 亿元、-11.44 亿元和 -13.17 亿元），少数股东权益规模较大。

表 1 近几年永城煤电所得税费用率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
利润总额	19.91	14.19	15.12	11.00
减：所得税	8.25	10.82	5.17	6.24
所得税费用率	41.44	76.25	34.19	56.73
归母净利润	0.22	-11.44	-13.17	--

资料来源：公开资料，联合资信整理

豫能化下属财务公司进行资金归集，永城煤电大量资金被豫能化占用。

永城煤电控股股东河南能源化工集团有限公司（简称“豫能化”）下属财务公司承担着对子公司资金调配的职能，近几年，永城煤电其他应收款一直处于较大规模，且截至 2020 年 9 月末上升明显，达到 269.42 亿元，占流动资产的比例达 30.82%。此外，永城煤电对其他应收款计提了较大规模的坏账准备，但并未对关联公司的其他应收款计提坏账准备。

表 2 近几年永城煤电其他应收款情况（单位：亿元、%）

时间	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~9 月
其他应收款	110.13	85.37	143.26	160.32	154.69	269.42
其他应收款/流动资产	22.92	18.72	25.74	22.17	21.65	30.82
其他应收款计提坏账准备金额	3.04	5.66	5.58	10.81	10.43	--
其他应收款坏账准备/	2.76	6.63	3.90	6.74	6.74	--

其他应收款						
-------	--	--	--	--	--	--

资料来源：公开资料，联合资信整理

永城煤电有息债务规模较大，资产负债率长期维持在 75% 以上，短期偿债压力凸出，债务接续压力大；永城煤电融资结构中债券及其他融资比例提高明显。

截至 2020 年三季度末，永城煤电有息债务余额约为 1000 亿左右，其中短期债务的占比超 70%。从品种结构来看，近几年债券融资占比有所提高，截至 2020 年 9 月末达到 30% 左右，而银行借款占比下降明显。

表 3 近几年永城煤电债务负担变化情况（单位：%）

时间	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~9 月
资产负债率	77.09	79.44	80.01	77.36	76.71	77.84
全部债务资本化比率	69.16	71.77	72.49	69.77	71.35	--
短期债务占比	32.91	51.07	59.92	60.55	68.13	--

资料来源：公开资料，联合资信整理

图 6 近几年永城煤电债务结构情况（单位：亿元）



注：其他主要包括应付票据和长期应付款

资料来源：公开资料，联合资信整理

三、煤炭行业的“困”与“纾”

1. 开采难度上升

中国煤炭资源丰富但禀赋条件复杂，资源分布较广且差异较大，煤层埋藏深度普遍较深。受资源禀赋条件限制，中国的煤炭开采矿井以开采相对较为困难的井工矿为主，开采条件便利的露天矿占比约为 12%。近年来，随着经济发展对能源的需求日益增加，中国煤炭产量稳步增长，浅层煤炭资源逐步减少，致使矿井开采深度不断加深，开采难度也随之上升。此外，部分矿井随着时间推移，进入服务年限末期，资源逐渐枯竭，安全隐患增加，开采条件逐渐恶化。

考虑到中国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋结构，从中期看，煤炭在能源消费中仍将占有重要地位。煤炭开采难度上升的困境也是行业未来发展中亟待解决的问题。我们认为煤炭开采难度上升的困境可通过以下途径纾解。

1) 产能结构方面，进一步优化产能结构，退出落后产能。自 2016 年煤炭行业供给侧改

革实施以来，全国煤炭行业累计退出落后产能超过 9.0 亿吨/年，未来，煤炭行业需要进一步退出低效无效、落后产能及资源禀赋条件相对较差的矿井，优化存量资源配置，发展优质先进产能。

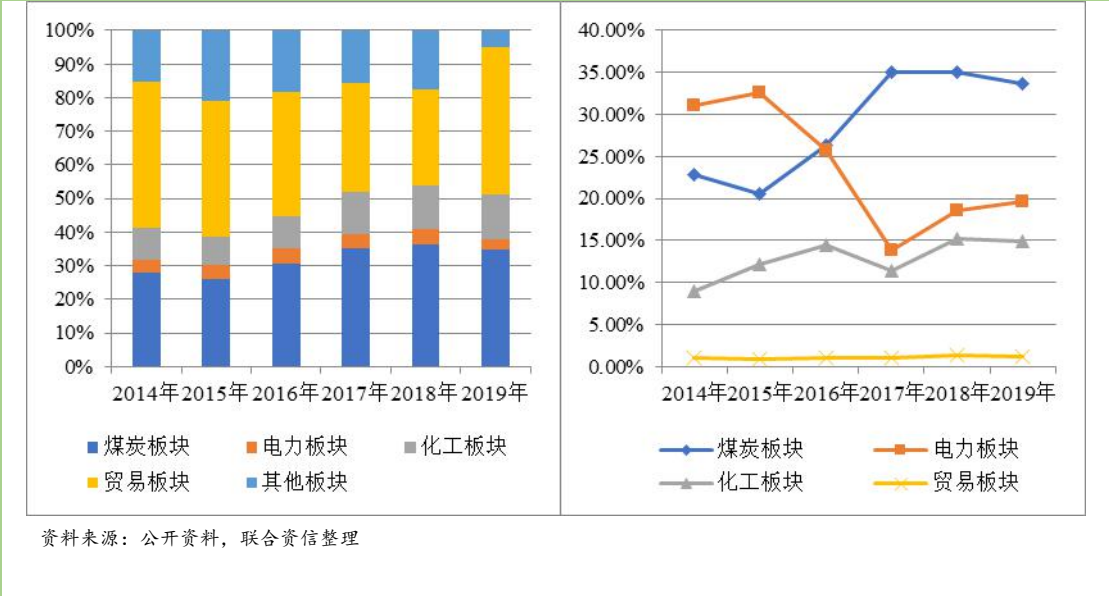
2) 煤炭开采方面，加快推进煤矿智能化建设。根据国家煤监局统计，目前中国煤矿采煤及掘进机械化程度分别为 78.5%和 60.4%，现已建成智能化采煤工作面的煤矿数量，仅占正常生产煤矿数量的 5.38%。煤炭行业未来发展需着重提高效率，应用 5G 技术建设智慧矿山，提高采煤效率的同时降低煤矿安全事故发生的可能性。

3) 资源禀赋方面，开拓海外优质资源。煤炭企业可积极寻求海外优势煤矿资源或与海外企业合作开发。

2. 非煤业务的拖累

煤炭企业，特别是大型煤炭企业集团普遍存在非煤业务。非煤业务主要为电力、化工、贸易等。本报告对 24 家样本煤炭企业的收入和毛利率构成情况进行了均值分析，分析结果如下图所示。

图 7 样本煤炭企业的收入构成和毛利率变化情况



从图中可以看出，贸易业务是样本煤炭企业的主要收入来源，煤炭业务是样本煤炭企业主要的利润来源。化工业务近年来所占收入比重有逐年扩大的趋势。电力业务占收入比例较低，毛利率变化方向与煤炭业务呈反向关系，互补特征明显。

非煤业务对煤炭企业的拖累需要辩证来看，同时也要因企业而异。

就贸易业务而言，适度开展贸易业务一方面可以满足下游客户的多样化需求，另一方面也可以增加企业的对市场价格波动的敏感性。但如果脱离了上述两点，单纯为了做大收入规模或融资便利，造成贸易业务在总收入构成中占比过高，就容易带来资金风险，同时也降低了企业财务数据的透明度，带来了关联交易风险，不利于投资者对企业的判断。

传统火电业务稳定性好，与煤炭业务协同性好，可以平衡煤炭价格周期性波动带来的现金流波动风险。但 2020 年中国提出了“碳达峰”和“碳中和”目标，火电装机规模未来将受限。

煤化工业务和煤炭业务的互补性弱于煤电互补性。虽然煤炭价格下降会带来煤化工产品

价格的下降，但同期石油价格亦存在下降的可能。受油价波动影响，化工产品的价格近年来普遍处于下降趋势，对煤化工业务的盈利带来较大负面影响。特别是 2020 年油价受疫情冲击处于历史低位造成部分化工品的油头产品的成本低于煤头产品，部分煤化工产品面临严峻的亏损压力。但从更大范围比较可以发现，近年来，虽然传统煤化工业务盈利不太好，但得益于工艺水平的高起点、装置的大型化，新型煤化工盈利能力基本保持稳定，比如某央企的煤制尿素和烯烃项目，在油价 40 美元的时候仍能盈利；同期，某民营煤化工企业近五年持续盈利，收入利润规模持续增长。

图 8 某民营煤化工企业收入和利润变化情况



资料来源：Wind

综上所述，煤炭企业的非煤业务的拖累要辩证看，经营得当为互补，否则就会形成拖累。对于已经造成拖累的非煤业务，比如贸易业务，要以业务基础为需要，降低贸易规模；对于火电业务，可以对现有的火电机组，以小换大，往大型机组和坑口电厂的方向发展，在同等规模下提高盈利能力；对于煤化工业务，煤炭企业应对不盈利的煤化工业务进行评估，要结合自身资金实力和技术储备，进行升级改造或是关停重建。发展煤化工业务，要因地、因煤种来选择合适的产品和工艺路线。

3. 历史负担情况

煤炭企业的历史负担问题根本上是人员负担的问题。

煤炭企业普遍成立时间长，由于历史原因和企业性质，煤炭企业普遍存在一定的人员负担。煤炭企业初建的时候往往资源所在地并不发达，配套设施不完善，客观上形成了企业办社会的现实需要。这是煤炭企业人员负担形成的重要成因。近年来煤炭企业普遍推进“三供一业”移交，但是移交的时候煤炭企业是需要付出一定成本的，此外地方政府也需要有财力来接受。如果地方政府财力不够，可能虽然移交出去了，后续还要付出一定支出，形成对地方政府的大量其他应收款。

另外，煤炭资源枯竭后，原有矿井的人员安置难题也对煤炭企业造成了一定挑战。即使有新矿井接续，但是新矿井开采技术先进，用人较少，会产生一定人员富余。

煤炭企业的人员负担可以从人均资产、人均吨煤、人力回报率等角度来评价。本报告选取了四家企业，分别为样本 A、样本 B、样本 C 和样本 D。通过比较可以明显看出样本 C

和样本 D 的人员负担远低于样本 A 和样本 B。样本 A 和样本 B 的人均资产、人均吨煤和人力回报率均远低于样本 C 和样本 D，人力成本占比高于样本 C 和样本 D。

表 4 四家企业的人工效率指标对比（单位：人、亿元、万吨、万元/人、吨/人、%）

公司名称	员工人数	总资产	煤炭产量	人均资产	人均吨煤	人力成本占比	人力回报率
企业 A	190228	2742	7366	144	387	24.85	3.84
企业 B	110406	2309	5492	209	497	105.82	90.19
企业 C	75620	5585	29600	739	3914	23.59	251.43
企业 D	42112	2725	7713	647	1832	18.02	336.74

注：人力回报率=毛利润/支付给员工以及为员工支付的现金-1；人力成本占比=支付给员工以及为员工支付的现金/(营业成本+管理费用-贸易业务的营业成本)

资料来源：Wind，联合资信整理

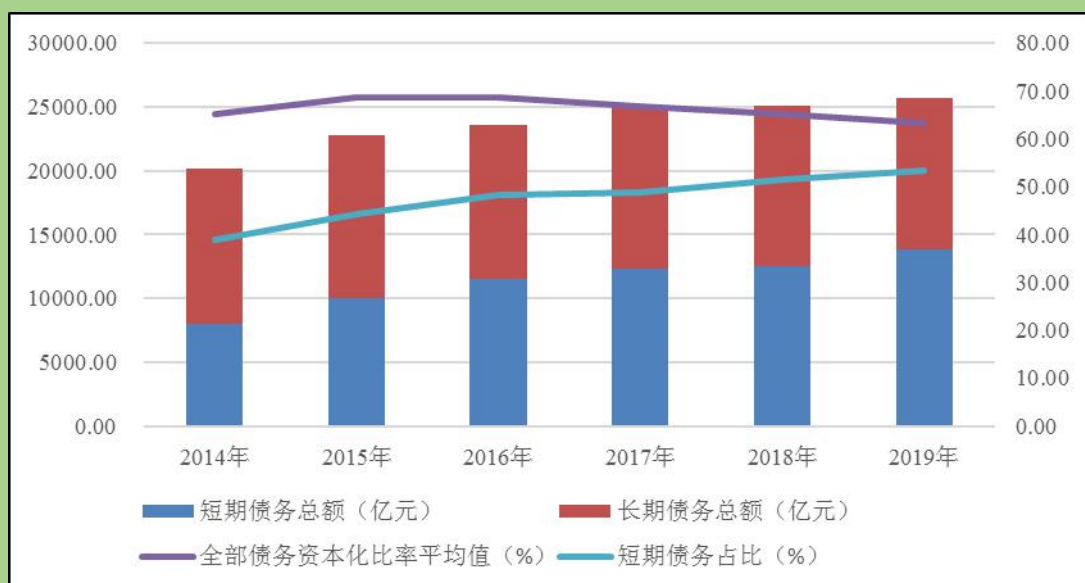
从我们的研究来看，大部分煤炭企业或多或少都存在一定人员负担问题需要解决。对于人员负担问题，煤炭企业从 2016 年的“去产能”开始一直通过各种途径来降低人员数量，但幅度有限。且受限于用工性质（协议工占比多寡）和地方财力问题，不同煤炭企业的减人程度仍存在一定差异。

解决人员负担的问题，对于要承担社会责任的国企而言是困难的，只能对于不同原因造成的人员负担缓步分类处置。对于盈利能力弱的非煤业务造成的人员负担，可以对于低效的业务进行升级改造或者剥离；对于矿井开采工艺落后造成的人员负担，或只能通过自然减员或者新增产能来解决；对于管理效率低下带来的人员负担，可视企业情况来开发新的业务分流冗余人员。

4. 债务负担重、债务结构不合理

煤炭行业为重资产行业，煤炭企业多为高杠杆运行，债务负担重。近年来，主要煤炭企业债务规模持续增长，由 2014 年底的 2.10 万亿元增长至 2019 年底的 2.57 万亿元。其中，2015 年煤炭价格低谷时，主要煤炭企业债务规模增幅最大，为 14.75%。从债务负担方面看，虽然 2017 年以来主要煤炭企业得益于供给侧改革盈利提升或通过债转股、发行永续产品、采矿权评估增值增大权益等途径，债务负担有所下降，但整体债务负担仍维持在较高水平。从债务期限结构看，2014—2019 年末，主要煤炭企业短期债务占比持续增长，截至 2019 年底为 53.38%，较 2014 年底上升 14.41 个百分点。

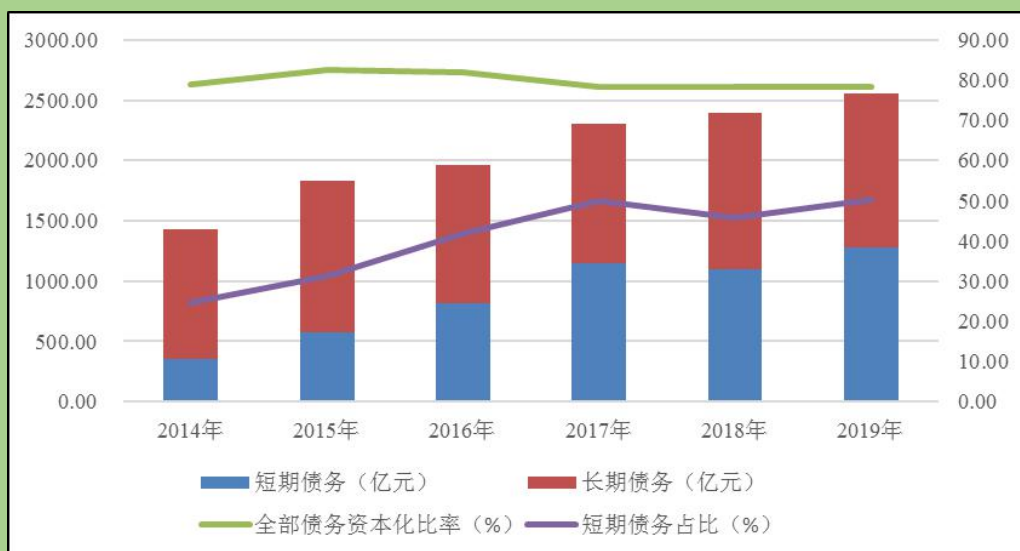
图 9 2014—2019 年主要煤炭企业债务负担情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

以两家大型煤炭企业为例，2014—2019 年末，A 公司全部债务规模持续增长，年均复合增长率约为 10%，且短期债务占比大幅增长至约 50%，短期偿债压力加大。其中，2015 年 A 公司债务规模出现单年最大涨幅，约为 28%，全部债务资本化比率亦呈同步增长趋势。2017 年，受益于采矿权评估增值，在债务规模仍持续增长的情况下，A 公司全部债务资本化比率有所下降，但仍维持在较高水平。

图 10 2014—2019 年 A 公司债务负担情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

从 B 公司债务情况看，2014—2019 年末，B 公司全部债务规模波动增长，年均复合增长率约为 9%，短期债务占比呈增长态势，截至 2019 年底，短期债务占比增长至 70%。从债务指标方面看，B 公司全部债务资本化比率持续上升，截至 2019 年底约为 80%，债务负担很重。

图 11 2014—2019 年 B 公司债务负担情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

从企业长期发展角度考虑，债务负担重及高杠杆运营不利于企业可持续发展。煤炭企业债务负担重这一困境的成因较为复杂，纾解债务负担困境仍需依靠煤炭企业自身通过优化产能结构、提高煤炭生产效率、剥离盈利不佳的非煤业务等方式提升盈利能力。同时，推行市场化债转股以及逐步弱化国有煤业企业的社会化职能亦可为煤炭企业化解债务助力。

四、“碳中和”对煤炭行业的影响

长远看，“碳中和”将导致煤炭需求量下降，煤炭行业投资热情或将有所下降；煤炭行业集中度将进一步提高，煤炭价格或将有所上行。

煤炭行业要实现碳减排，主要包括两方面：一是煤炭生产过程中产生的煤层气，二是煤炭消费过程中产生的二氧化碳。

首先，煤炭行业目前对煤炭生产过程中产生的煤层气未进行充分的利用，一方面导致煤层气资源的浪费，另一方面增加了碳排放量，而煤层气直接排放产生的温室效应是二氧化碳的 20 倍，对臭氧层的破坏力是二氧化碳的 7 倍。近年来，山西省加快推进煤层气资源开发利用，让煤层气真正实现变“废”为宝。2020 年，山西持续提高煤层气产业规模化发展水平，非常规天然气产量目标为 85 亿立方米以上。

其次，煤炭消费过程中产生的二氧化碳主要集中在下游火电行业、化工行业及钢铁行业等，而“碳中和”最直接作用的行业是火电行业，“碳中和”的实现要求提高清洁能源装机占比，在宏观经济增幅不大的情况下，电力下游需求增幅有限，清洁能源装机占比的提升势必会最终导致火电装机规模的减少，进而导致电煤需求的减少。因此煤炭资源获取会降温，获取代价可能降低。一些开采条件、资源条件、外运条件不是特别优良，处于前期准备工作的煤矿是否需要继续推进应重新思考，煤炭及相关投资会出现下降。

煤炭企业可通过降低成本、加快转型、谨慎投资、减碳工程等来应对“碳中和”。

首先煤炭企业要加强成本控制。通过矿山智能化等降低人工成本，通过剥离社会职能压减历史负担。

其次，煤炭企业需要加快转型，但转型过程中需要谨慎投资。煤炭转型包括两方面。

①主业的转型：做好产品差异化升级，提高产品的市场竞争力。②跳出“唯煤”思路，大力推进煤炭深加工转化，发展煤炭相关产业。但另一方面，近些年，我国煤炭企业其实一直在强调煤炭转型升级，因此投资了较多的煤化工项目等，但实际项目盈利情况并不乐观，因此在进行转型升级的同时要谨慎投资，预防无效资产的再次产生。

最后，在“碳中和”的大背景下，煤炭行业最终要寻求的是减碳利用。首先，煤炭的开采过程中，煤炭与煤层气本为伴生、共生资源，但我国煤层气和煤炭开采系统相互分离。全国政协委员、中国科学院院士何满潮提出，未来，智能化煤气同采 N00 工法是一个很好的解决方案。煤炭行业主要从事的是煤炭开采活动，煤炭清洁利用涉及各个行业，所有的污名不该都由煤炭行业独自承担。随着工程热物理学的发展，煤炭一定会越用越清洁。煤炭行业属于高碳行业，减少煤炭消费量会约束行业发展。但同时，煤炭清洁高效利用的速度将大幅提升，支持力度会加大，煤炭会加速从燃料向原料转变。同时，随着包括碳直接捕获、二氧化碳封存等技术的发展，使用煤炭后所排放的物质也可能成为工业原料。这都将倒逼煤炭行业进行一次彻底的自我革命。

五、煤炭行业债券市场情况

1. 债券发行及到期金额

2018 年以来，伴随煤炭价格的回升以及产能置换的推进，煤炭行业固定资产投资完成额开始同比提高，带动企业融资需求回升。从发行人企业性质看，煤炭行业多集中于国有企业。

2016 年供给侧改革之后，煤炭价格快速上升，企业自身盈利能力及获现水平提高；外加行业去产能政策影响下固定资产投资完成额连续同比下降，行业投资缩减导致融资需求减弱；同时，2016 年债券市场违约债数量及规模同比大幅增长，影响投资者投资热情，以致 2016—2017 年煤炭行业债券发行规模缩减较为明显。同期，由于兑付债券规模较大，当期债券融资呈现净流出状态。2018 年，伴随煤炭价格的回升以及产能置换的推进，煤炭行业固定资产投资完成额开始同比提高，带动煤炭企业融资需求回升。

图 12 2016 年以来煤炭开采和洗选业债券发行及到期情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

从发行人企业性质看，煤炭行业多集中于国有企业，就 2020 年煤炭行业发行金额看，

中央国有企业债券发行金额占比约 12.90%；地方国有企业债券发行金额占比约 86.88%。

图 13 按企业性质划分煤炭行业债券发行金额占比



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2. 存续债券到期分布情况

煤炭企业未来到期债券兑付压力主要受企业再融资能力及投资者投资热情度影响，煤炭企业年底存续债券余额处于历史最高值；未来 2—3 年煤炭企业集中兑付压力较大。

截至 2020 年底，煤炭企业年底存续债券余额 3842 亿元，处于历史最高值，存量债券余额占比较大的为中期票据（占 39.04%）、一般公司债（占 15.32%）、私募债（占 14.49%）和超短期融资债券（占 11.01%）。

图 14 截至 2020 年底存续煤炭债券到期分布（单位：亿元）

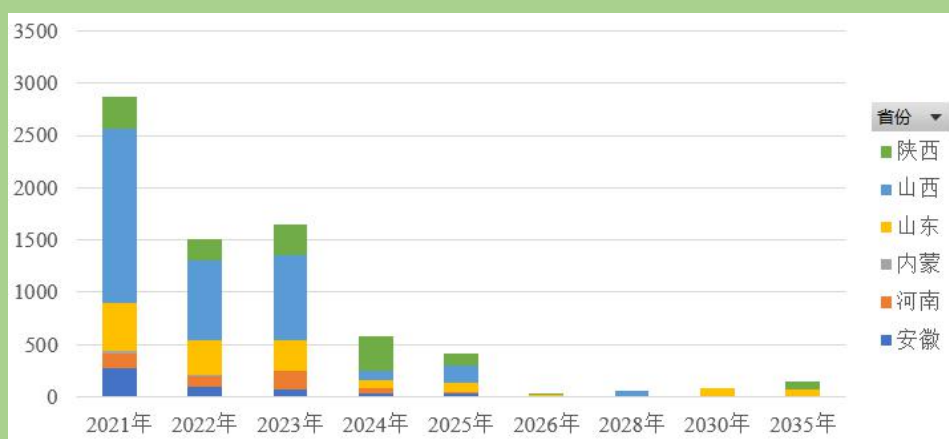


资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

通过对截至 2020 年底煤炭行业存续债券未来到期分布情况进行统计，可以看出煤炭行业存续债券主要分布于 2021 年，四个季度兑付金额分别约为 945 亿元、1049 亿元、946 亿元和 902 亿元。考虑到短期融资工具通常期限在一年内，且具备较好的债务滚动条件，为更清晰直观的体现煤炭企业中长期债券到期压力，剔除截至 2020 年底煤炭行业短期债券后，煤炭行业存续的中长期债券合计 7803 亿元，2021—2023 年各年度下半年集中兑付压力较大。

分区域看，未来煤炭企业到期债券规模较大的省份主要有山西、陕西和山东，其中山西省煤炭企业未来三年到期债务规模最大。

图 15 截至 2020 年底主要产煤省份存续煤炭债券到期分布情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

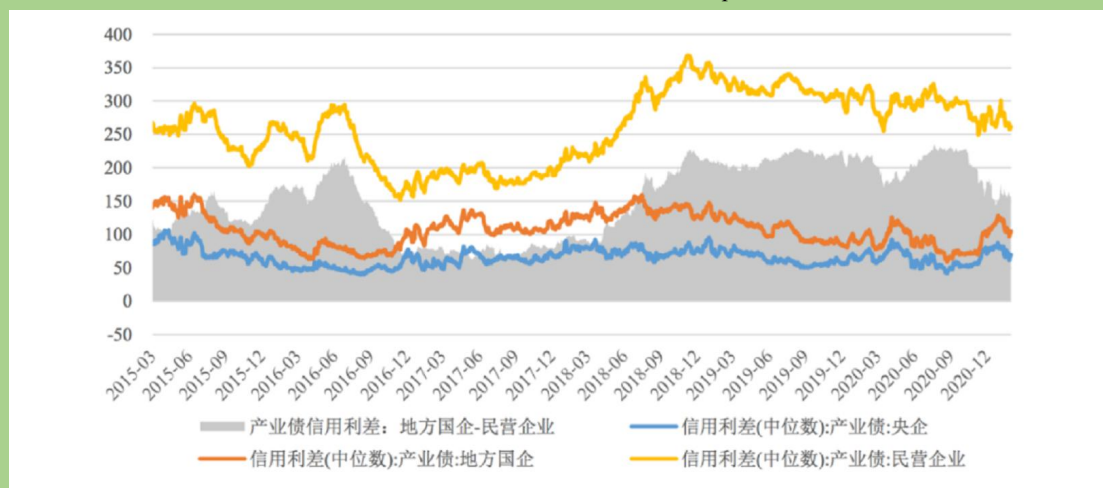
3. 债券发行利率变化情况

煤炭行业债券发行规模大幅下降，发行利率大幅上行。

2020 年 11 月 10 日，永城煤电违约之后，“国企信仰”被打破，地方国企的产业债信用利差迅速走高，与民营企业产业债信用利差从 10 月 16 日的 222.96bp 到 12 月 25 日的 142.73bp，缩窄了 80bp 左右。

投资者对煤炭行业也开始持观望态度，煤炭行业企业的债券发行规模下降明显，且发行利率上升明显。我们选取了永城煤电违约之后的债券发行主体样本，剔除掉核心央企及个别受关注度较低的地方国企，样本主体新发行债券的利差在永城煤电违约之后（2020 年 11 月 11 日~2021 年 3 月 15 日）整体高于违约之前（2020 年 1 月 1 日~2020 年 11 月 10 日发行的债券）。

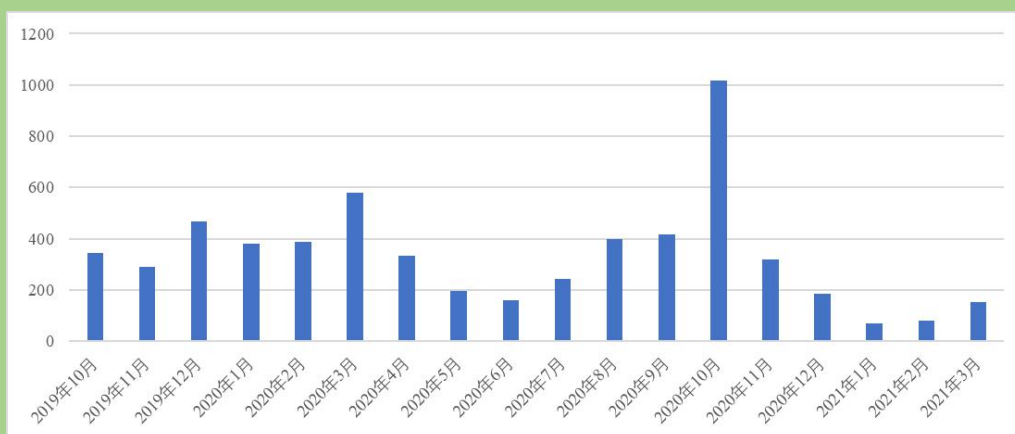
图 16 产业债信用利差（单位：bp）



资料来源：Wind，联合资信整理

其中 2020 年 10 月，煤炭行业企业债券发行规模突出，发行主体主要为晋能控股电力、晋能控股煤业等，由于 9 月份起市场已经传出山西省煤炭企业重组的消息，我们认为，10 月份起，晋能控股集团下属企业开始储备资金用于后续重组的过度。

图 17 2019 年 10 月以来煤炭行业企业债券发行情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，联合资信整理

六、总结与展望

近期永城煤电的违约将煤炭企业推上了舆论热点，也反映出煤炭企业存在的困境，一方面是国企信仰的打破，煤炭企业短期债务接续问题得到关注；另一方面是煤炭企业长期普遍存在矿井开采难度上升、历史负担重、业绩受非煤业务拖累严重、债务负担重等问题。

首先，在煤炭行业层面，2016年供给侧改革之后，煤炭价格处于相对合理区间。虽然近期“碳中和”等政策出台后，煤炭整体需求或将受到较大影响，但煤炭作为基础能源，其地位在短期内不可动摇。长远看，“碳中和”等政策势必会对煤炭的需求量产生一定影响，而随着未来煤炭产业集中度的提升以及煤炭头部企业对于煤炭价格的控制能力提高，煤炭作为不可再生资源，其价格有望进一步上升。

其次，煤炭企业目前面临的最大问题是国企信仰被打破后导致的短期流动性问题。流动性问题的根本在于对煤炭企业未来发展的信心，国企信仰被打破之后，投资者对企业资产盈利性要求提高，而目前市场上大家普遍认为煤炭企业债务负担重、非煤业务盈利弱、历史负担仍然严重，导致煤炭企业整体盈利能力偏弱，并且“碳中和”等政策的出台将逐步弱化煤炭的基础能源地位。长期看，盈利能力弱的煤炭企业将会被逐步淘汰，煤炭行业集中度有望进一步提升，煤炭企业信用风险将有所分化，头部企业资产将进一步优化。