

煤炭

2023 年四季度煤炭债复盘

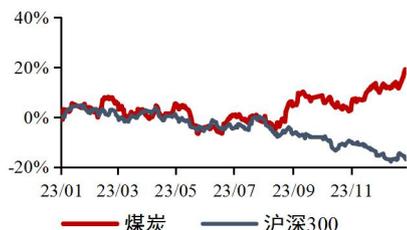
领先大市-A(上调)

豫冀两省煤炭信用环境改善，相关债项值得挖掘

2024 年 1 月 7 日

行业研究/行业分析

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】天气影响减弱，稳经济动向或成为关键因素-【山证煤炭】行业周报（20231225-20231231）： 2024.1.1

【山证煤炭】煤炭进口数据拆解：未来进口煤政策变化有望利好国内煤价 2023.12.25

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：四季度净融资转正，豫冀两省新发行显著增加。**2023 年四季度煤炭债新发行增加，偿还量减少，净融资额转正。其中，煤炭债新发行 752 亿元，偿还 666 亿元，净融资 86 亿元，环比增 519 亿元。四季度新发煤炭债 AAA 为主，YY 投资级占比较多，中长久期占比明显提升，河南、河北国企占比提升。取消发行规模较小。24Q1 和 Q3 偿债量相对较大。

➢ **二级市场：四季度短端煤炭利差波动更大。**四季度存量煤炭债规模有所回升，中票占煤炭债比重最大，煤炭债平均期限偏短。四季度煤炭市场价具备强支撑。发债煤企盈利稳定性强，同时经历多年资产负债表修复，当前偿债能力较强，四季度无违约。从估值层面看，长端煤炭债利差走势相对平稳，短端利差一度因无风险利率上行被动收窄。

点评与投资建议：

➢ **豫冀两省煤炭信用环境逐步修复带动煤炭债规模回升，相关债项值得挖掘。**四季度煤炭债新发行大幅增加，偿还量环比下降，带动净融资缺口转正。从新发行的结构上看，我们关注到豫冀两省新发债大幅增多，其中河南能源于 2023 年 12 月 13 日发行一期 PPN 引起市场关注。豫冀两省煤炭敞口宽信用显示市场在资产荒背景下存在下沉意愿。未来行业供给释放或有所放缓、需求具备韧性、进口煤存在降速预期，预计 2024 年煤炭市场景气度仍然维持高位。豫冀两省部分主体利差仍然较高，后续在河南、河北区域煤炭信用环境逐步改善后，相关债项或具备挖掘潜力。

➢ **典型信用风险特征仍存，若发生估值风险则具备超配价值。**长周期视角下，若景气度继续下行，仍需关注弱资质以及资产负债边界模糊等风险特征。若未来再次出现因资金面原因引发的估值风险，煤炭债配置价值突出。

➢ 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：四季度净融资转正，豫冀两省新发行显著增加.....	3
2. 二级市场：四季度短端煤炭利差波动更大.....	6
3. 点评与投资建议.....	8
4. 风险提示.....	8

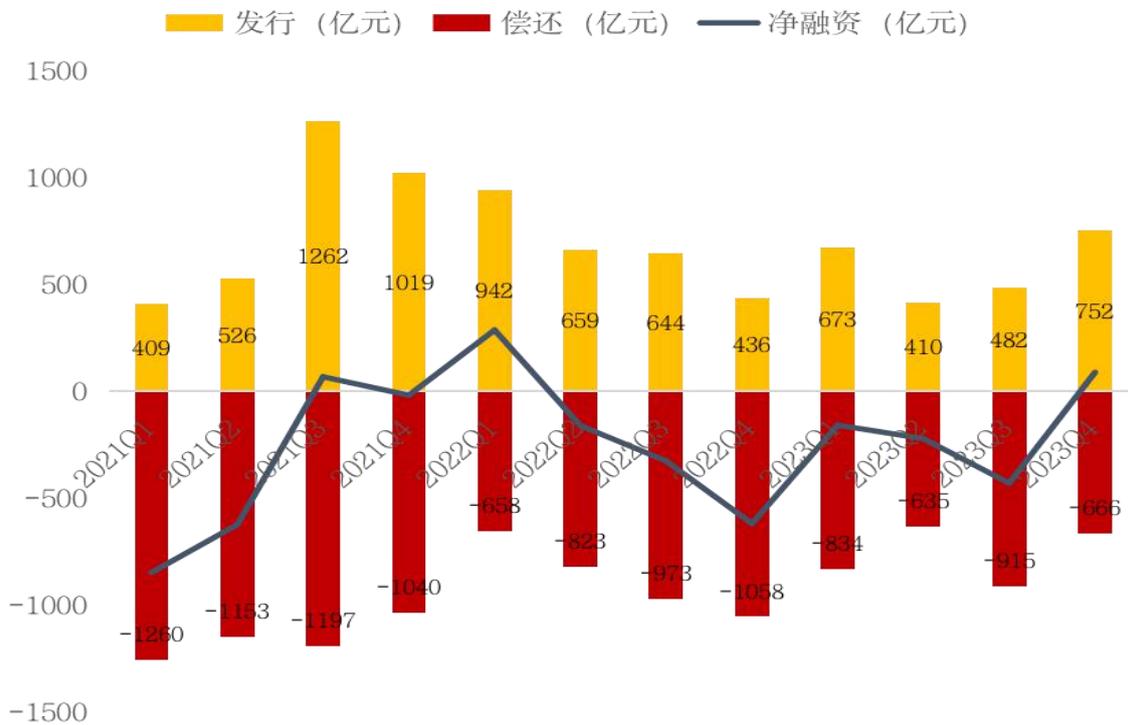
图表目录

图 1： 2021Q1-2023Q4 煤炭债净融资.....	3
图 2： 2023Q4 新发煤炭债外评等级分布.....	4
图 3： 2023Q4 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）	4
图 4： 2023Q4 新发煤炭债期限分布.....	4
图 5： 2023Q4 新发煤炭债区域性质分布（亿元）	4
图 6： 2024Q1-2026Q1 煤炭债到期与回售.....	5
图 7： 2015Q1-2023Q4 存量煤炭债规模（亿元）	6
图 8： 2015Q1-2023Q4 存量煤炭债券种规模（亿元）	6
图 9： 2015Q1-2023Q4 存量煤炭债平均期限-余额加权法（年）	7
图 10： 煤炭债不同隐含评级利差走势（BP）	7
图 11： 煤炭债期限利差走势（BP）	7
表 1： 2023Q4 煤炭债取消发行.....	5

1. 一级市场：四季度净融资转正，豫冀两省新发行显著增加

四季度煤炭债净融资转正。2023 年四季度煤炭债新发行和偿还量同时增加，净融资额仍为负值，缺口环比减少。其中，煤炭债新发行 752 亿元，偿还 666 亿元，净融资 86 亿元，环比增 519 亿元。

图 1：2021Q1-2023Q4 煤炭债净融资

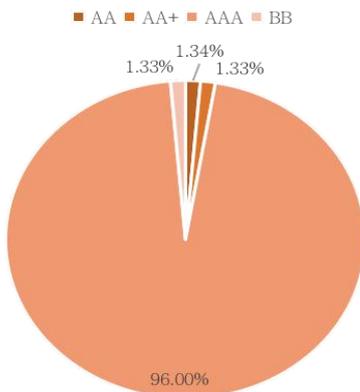


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

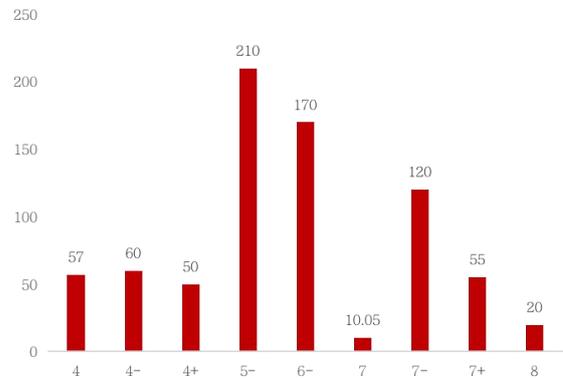
三季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多。从外评角度看，AAA 占 96.00%，AA+占 1.33%，AA 占 1.33%。从 YY 评级上看投机级占 49.87%，投资级占 50.13%，其中 5-、6-和 7-级发行量最大，机构对煤炭债整体风险偏好较上一季度略有上升。

图 2：2023Q4 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

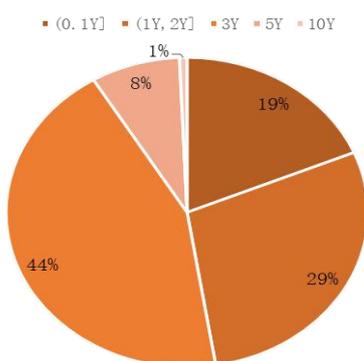
图 3：2023Q4 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

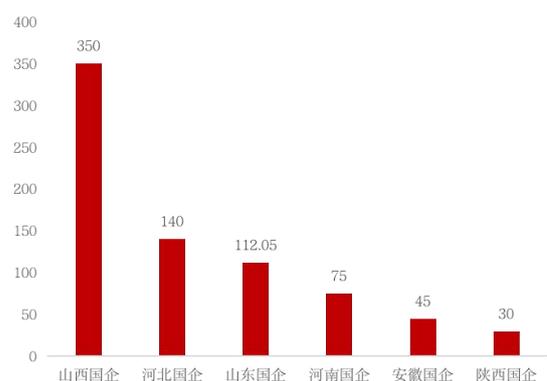
四季度新发煤炭债中长久期占比明显提升，河南河北国企占比提升。从期限分布看，1 年期以下的 141 亿，占 19%；1 年期以上 2 年期及以下的 217 亿元，占 29%；3 年期 330 亿元，占 44%；5 年期 60 亿元，占 8%；10 年期 5 亿元，占 1%。从区域分布上看，山西国企新发 350 亿，占 47%；河北国企新发 140 亿，占 19%；山东国企新发 112 亿，占 15%；河南新发 75 亿，占 10%。

图 4：2023Q4 新发煤炭债期限分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023Q4 新发煤炭债区域性性质分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

取消发行规模较小。4 季度一共 1 只债取消发行，合计规模 10 亿元，发债主体为晋能电

力。

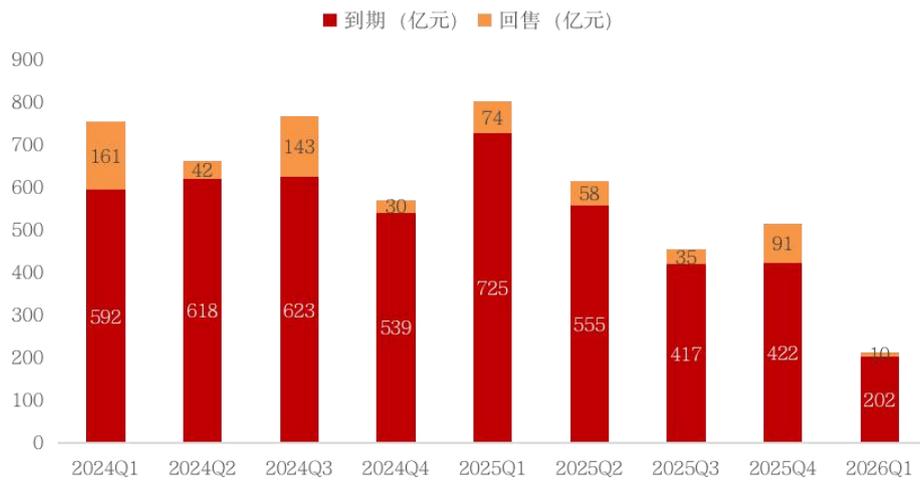
表 1：2023Q4 煤炭债取消发行

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 MTN014	山西省	AAA	5-	2023-10-19	10.00	3

资料来源：Wind，山西证券研究所

24Q1 和 Q3 偿债量相对较大。2024 年一季度煤炭债预计到期 592 亿，预计回售 161 亿，合计 753 亿，接续压力较大。

图 6：2024Q1-2026Q1 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：四季度短端煤炭利差波动更大

存量煤炭债规模有所回升。截至 2023 年 12 月，存量煤炭债 6764 亿元，较上年同期降低 7.12%。目前煤炭债存量规模明显低于永煤事件前夕的高点，四季度有所回升。

图 7：2015Q1-2023Q4 存量煤炭债规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

中票占煤炭债比重最大。截至 2023 年 12 月，中票和公司债为煤炭最主要的券种，中票占全部煤炭债的 63.72%，公司债占 18.34%。

图 8：2015Q1-2023Q4 存量煤炭债券种规模（亿元）

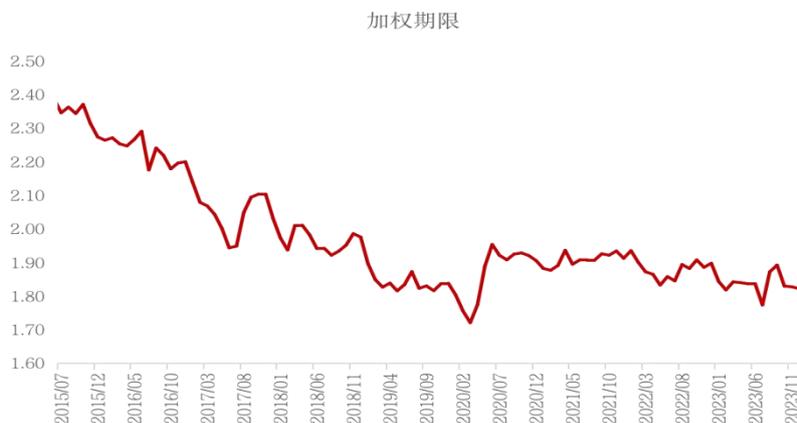


资料来源：Wind，山西证券研究所

煤炭债平均期限偏短。截至 2023 年 12 月，按余额加权法测算的煤炭债平均期限为 1.82

年，较供给侧改革前期的高点 2.39 年偏短，反映市场对于煤炭强周期属性的选择仍然较为保守。

图 9：2015Q1-2023Q4 存量煤炭债平均期限-余额加权法（年）



资料来源：Wind，山西证券研究所

四季度无风险利率波动，短端煤炭债利差经历先走扩后收窄。四季度煤炭市场价具备强支撑。发债煤企盈利稳定性强，同时经历多年资产负债表修复，当前偿债能力较强，四季度无违约。从估值层面看，长端煤炭债利差走势相对平稳，短端利差一度因无风险利率上行被动收窄。

图 10：煤炭债不同隐含评级利差走势（BP）



资料来源：DM，山西证券研究所

图 11：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

豫冀两省煤炭信用环境逐步修复带动煤炭债规模回升，相关债项值得挖掘。四季度煤炭债新发行大幅增加，偿还量环比下降，带动净融资缺口转正。从新发行的结构上看，我们关注到豫冀两省新发债大幅增多，其中河南能源于 2023 年 12 月 13 日发行一期 PPN 引起市场关注。豫冀两省煤炭敞口宽信用显示市场在资产荒背景下存在下沉意愿。未来行业供给释放或有所放缓、需求具备韧性、进口煤存在降速预期，预计 2024 年煤炭市场景气度仍然维持高位。豫冀两省部分主体利差仍然较高，后续在河南、河北区域煤炭信用环境逐步改善后，相关债项或具备挖掘潜力。

典型信用风险特征仍存，若发生估值风险则具备超配价值。长周期视角下，若景气度继续下行，仍需关注弱资质以及资产负债边界模糊等风险特征。若未来再次出现因资金面原因引发的估值风险，煤炭债配置价值突出。

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 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

