

煤炭

2024年一季度煤炭债复盘

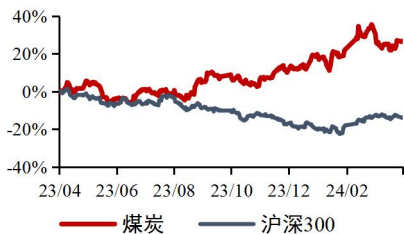
领先大市-A(维持)

融资环境改善，行业或迎发债窗口期

2024年4月10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】双碳角度煤炭行业中长期发展前瞻-【山证煤炭】行业深度报告：2024.4.2

【山证煤炭】多部门发文督促、倡议长协履约，3月PMI大幅回升-【山证煤炭】行业周报（20240325-20240331）：2024.3.31

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：**一季度净融资环比大增，新发行等级分布扩大。2024年一季度煤炭债新发行量增长较多，偿还量略降，净融资额环比大幅增加。其中，煤炭债新发行1001亿元，偿还679亿元，净融资322亿元，环比增331亿元。一季度新发煤炭债等级分布更加广泛。从外评角度看，AAA占87.40%，AA+占10.49%，AA-占0.61%，BB占1.00%。从YY评级上看投机级占43.56%，投资级占56.44%，其中1、5-、6-和7-级发行量较大。一季度新发煤炭债中长期占比明显上升，央企及山西国企仍占较大比例。取消发行规模有所提升，合计规模62亿元。24Q3偿债量相对较大。

➢ **二级市场：**一季度存量煤炭债规模持续回升趋势。截至2024年3月，存量煤炭债7314亿元，较上年同期提高2.17%。目前煤炭债存量规模明显低于永煤事件前夕的高点，一季度持续回升。中票占煤炭债比重最大。煤炭债平均期限偏短。一季度无风险利率快速下行，煤炭利差经历先收窄再走扩。一季度煤炭市场价稳中有降。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，短端波动更为剧烈，或与无风险利率走势有关。

点评与投资建议：

➢ **融资环境改善，行业或迎来发债窗口期。**一季度新发债主体有所增多且等级分布更加广泛，其中国家能源集团带动高等级发债额度显著增加，河南能源、甘肃能化和江西能源等主体也有新增债项。当前融资环境有所改善，对于煤炭行业而言，未来现金流存在弱化预期但企业仍有投资需求，同时部分发债主体债务结构有待优化，行业发债或迎来窗口期。

➢ **河北、山西主体值得挖掘，长久期更具性价比。**冀中能源集团已经渡过最艰难阶段。当前公司债务结构亟待优化，在低利率环境下，后续公开债务有望持续提升，债务期限结构或将改善。山西国企改革有所推进，部分山西主体或具备一定增量预期，其中长久期或永续品种更具吸引力。

➢ **风险提示：**

利率环境变化，煤炭行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债。



## 目录

1. 一级市场：一季度净融资环比大增，新发行等级分布扩大.....	3
2. 二级市场：一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

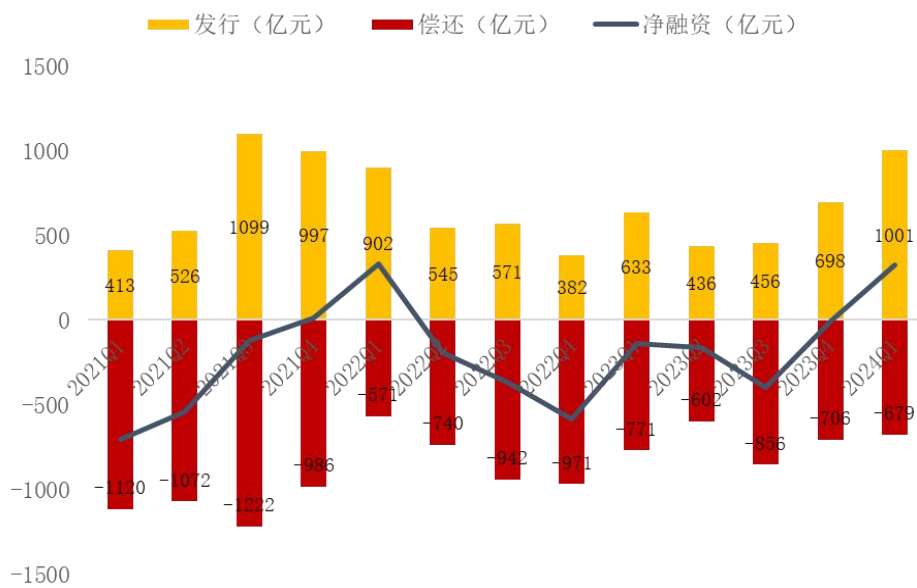
## 图表目录

图 1： 2021Q1-2024Q1 煤炭债净融资.....	3
图 2： 2024Q1 新发煤炭债外评等级分布.....	4
图 3： 2024Q1 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元） .....	4
图 4： 2024Q1 新发煤炭债期限分布.....	4
图 5： 2024Q1 新发煤炭债区域性质分布（亿元） .....	4
图 6： 2024Q2-2026Q2 煤炭债到期与回售.....	5
图 7： 2015Q1-2024Q1 存量煤炭债规模（亿元） .....	6
图 8： 2015Q1-2024Q1 存量煤炭债券种规模（亿元） .....	6
图 9： 2015Q1-2024Q1 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： 2024Q1 煤炭债取消发行.....	5

## 1. 一级市场：一季度净融资环比大增，新发行等级分布扩大

一季度煤炭债净融资额增长幅度较大。2024年一季度煤炭债新发行量增长较多，偿还量略降，净融资额大幅转正，缺口环比增加。其中，煤炭债新发行 1001 亿元，偿还 679 亿元，净融资 322 亿元，环比增 331 亿元。

图 1：2021Q1-2024Q1 煤炭债净融资

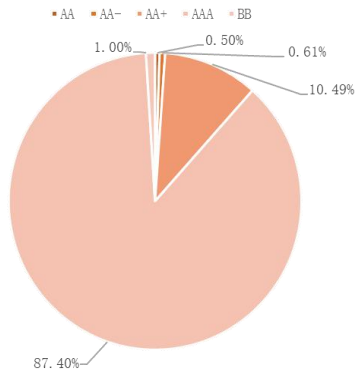


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本选取公司债、企业债、中票、短融、定向工具。

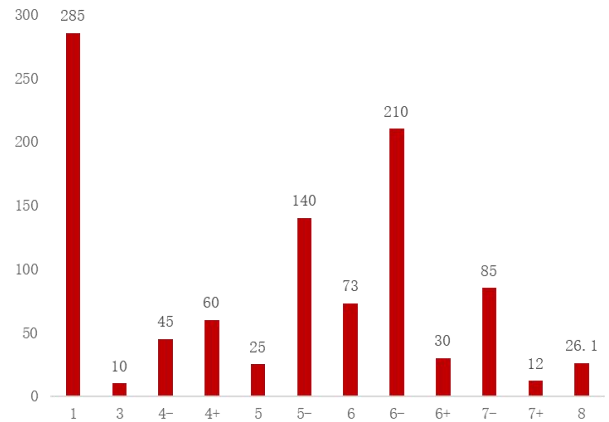
一季度新发煤炭债等级分布更加广泛。从外评角度看，AAA 占 87.40%，AA+ 占 10.49%，AA- 占 0.61%，BB 占 1.00%。从 YY 评级上看投机级占 43.56%，投资级占 56.44%，其中 1、5-、6-和 7-级发行量较大。

图 2：2024Q1 新发煤炭债外评等级分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

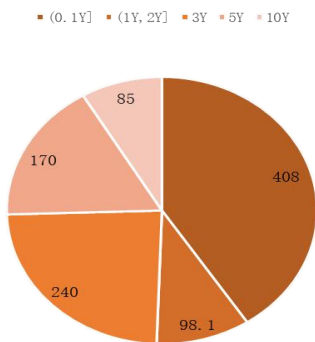
图 3：2024Q1 新发煤炭债 YY 等级分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

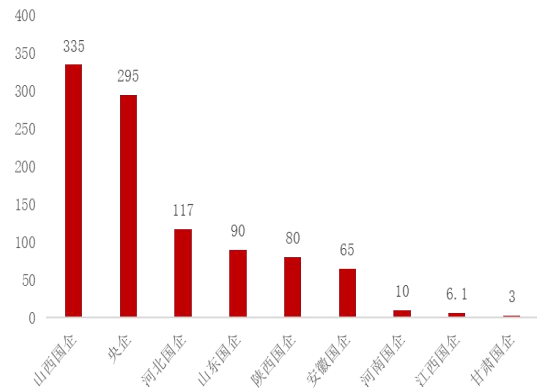
一季度新发煤炭债中长期占比明显上升，央企及山西国企仍占较大比例。从期限分布看，1年期以下的 408 亿，占 41%；1年期以上 2 年期及以下的 98 亿元，占 10%；3 年期 240 亿元，占 24%；5 年期 170 亿元，占 17%；10 年期 85 亿元，占 8%。从区域分布上看，央企新发 295 亿，占比 29%，山西国企新发 335 亿，占 33%；河北国企新发 117 亿，占 12%；山东国企新发 90 亿，占 9%；陕西新发 80 亿，占 8%；安徽国企新发 65 亿，占比 6.5%；河南国企新发 10 亿，占比 1%；江西国企新发 6.1 亿，占比 0.61%；甘肃国企新发 3 亿，占比 0.3%。

图 4：2024Q1 新发煤炭债期限分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2024Q1 新发煤炭债区域性分布（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

取消发行规模有所提升。一季度一共 7 只债取消发行，合计规模 62 亿元，发债主体为晋能电力、冀中能源、陕煤化等。

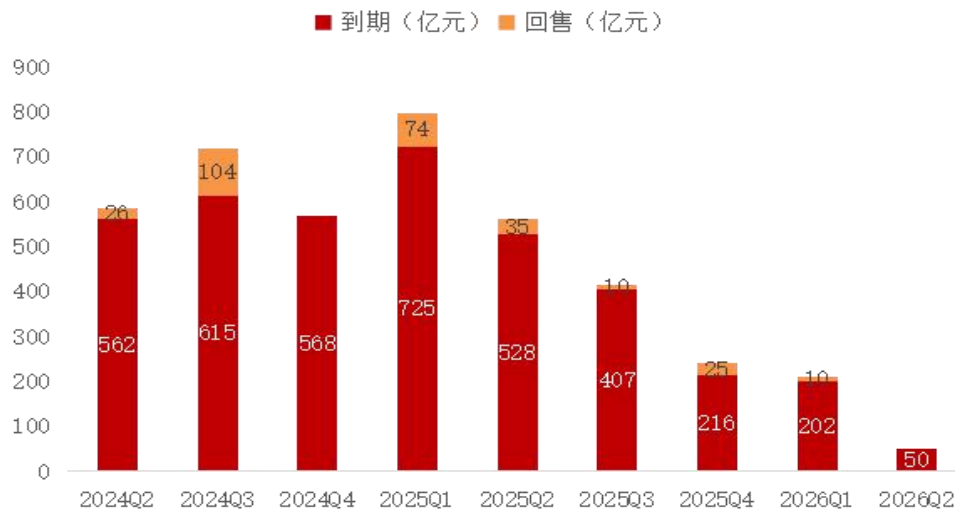
表 1：2024Q1 煤炭债取消发行

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)
24 冀中峰峰 MTN002	河北省	AA+	8	2024/3/28	5	5
24 冀中能源 MTN005B(科创票据)	河北省	AAA	7-	2024/3/20	7	3
24 潞安 MTN002	山西省	AAA	6-	2024/3/13	15	3
24 陕煤化 MTN002A	陕西省	AAA	4-	2024/3/1	12.5	5
24 开滦 MTN001A(科创票据)	河北省	AAA	6-	2024/2/27	7.5	5
24 晋城国资 MTN001A	山西省	AA+	6	2024/2/2	5	2
24 晋能装备 MTN001	山西省	AAA	5-	2024/2/1	10	3

资料来源：Wind，山西证券研究所

24Q3 偿债量相对较大。2024 年三季度煤炭债预计到期 615 亿，预计回售 104 亿，合计 719 亿，接续压力较大。

图 6：2024Q2-2026Q2 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：一季度短端煤炭利差波动更大

存量煤炭债规模较去年同期回升。截至 2024 年 3 月，存量煤炭债 7314 亿元，较上年同期提高 2.17%。目前煤炭债存量规模明显低于永煤事件前夕的高点，一季度持续回升。

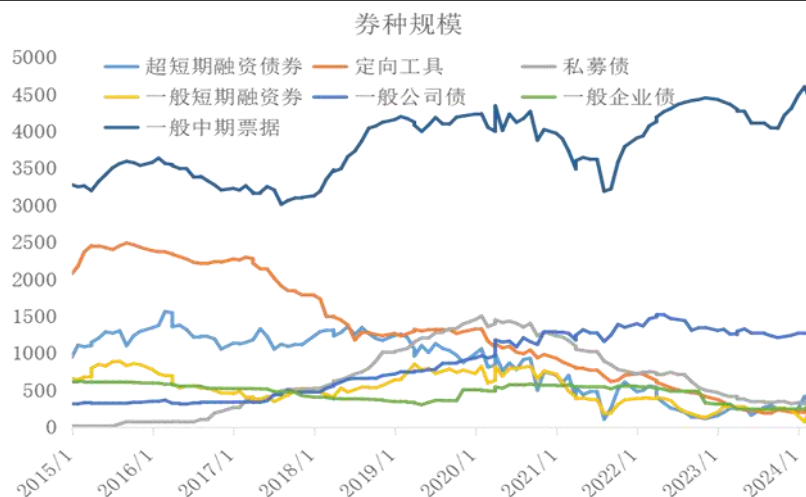
图 7：2015Q1-2024Q1 存量煤炭债规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

中票占煤炭债比重最大。截至 2024 年 3 月，中票占全部煤炭债的 59.93%，公司债占 17.22%。

图 8：2015Q1-2024Q1 存量煤炭债券种规模（亿元）

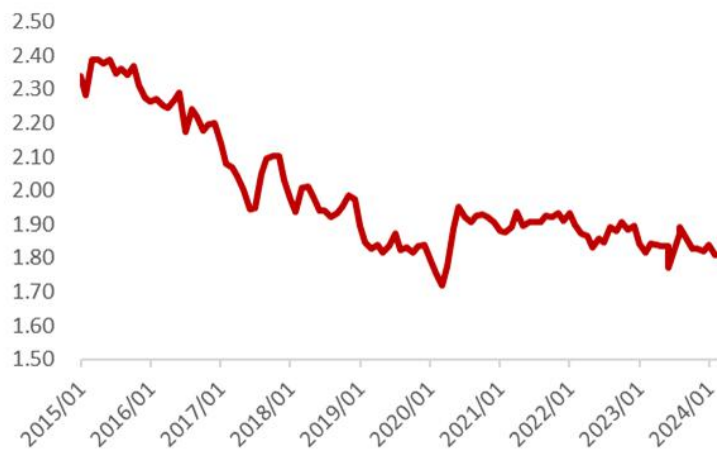


资料来源：Wind，山西证券研究所



煤炭债平均期限偏短。截至2024年3月，按余额加权法测算的煤炭债平均期限为1.81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。

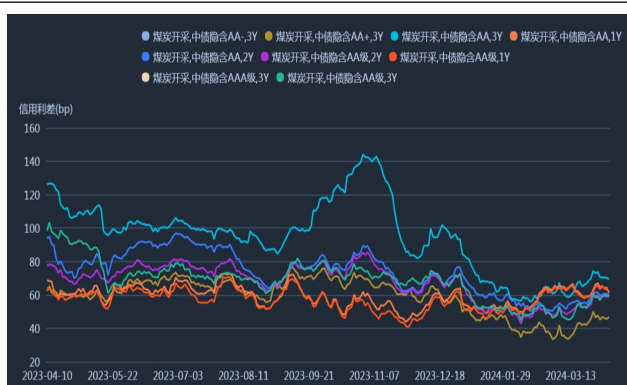
图9：2015Q1-2024Q1 存量煤炭债平均期限-余额加权法（年）



资料来源：Wind，山西证券研究所

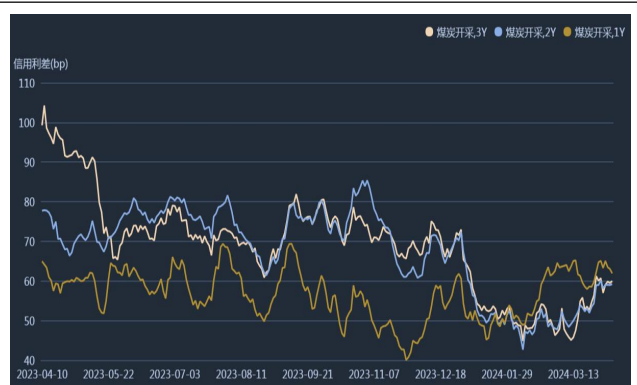
一季度无风险利率快速下行，煤炭利差经历先收窄再走扩。一季度煤炭市场价稳中有降。发债煤企盈利稳定性强，同时经历多年资产负债表修复，当前偿债能力较强，四季度无违约。从估值层面看，短端波动更为剧烈，或与无风险利率走势有关。

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

**融资环境改善，行业或迎来发债窗口期。**一季度新发债主体有所增多且等级分布更加广泛，其中国家能源集团带动高等级发债额度显著增加，河南能源、甘肃能化和江西能源等主体也有新增债项。当前融资环境有所改善，对于煤炭行业而言，未来现金流存在弱化预期但企业仍有投资需求，同时部分发债主体债务结构有待优化，行业发债或迎来窗口期。

**河北、山西主体值得挖掘，长久期更具性价比。**冀中能源集团已经渡过最艰难阶段。当前公司债务结构亟待优化，在低利率环境下，后续公开债务有望持续提升，债务期限结构或将改善。山西国改有所推进，部分山西主体或具备一定增量预期，其中长久期或永续品种更具吸引力。

### 4. 风险提示

利率环境变化，煤炭行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债。



### 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接受任何形式的补偿。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

