

高煤价是否已改善煤炭企业财务风险？

——24 家煤炭发债企业半年报点评

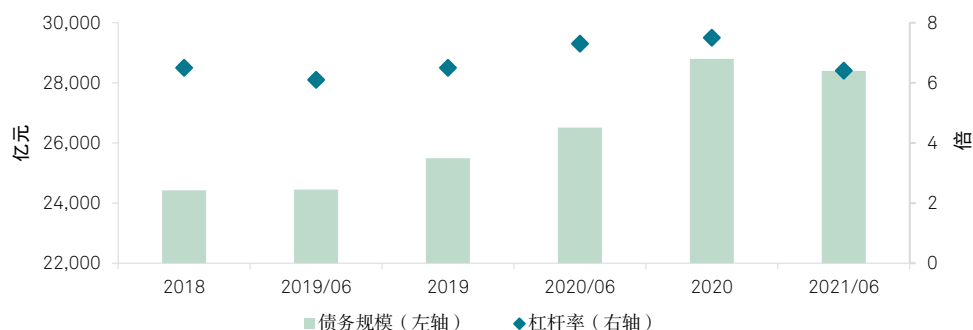
2021 年 9 月 24 日

标普信评选取 24 家煤炭发债企业作为样本对其半年报进行分析后发现，偏紧的供给为煤价提供了有力支撑，2021 年上半年样本中的煤炭企业经营性现金流大幅流入，为削减债务创造了条件，然而债务绝对规模仍处于高位，山西、河南地区煤炭企业的财务风险还未出现实质性的改善。不过，受益于高煤价和地方政府支持，部分煤炭企业的流动性压力得到一定缓解。此外，我们预计煤价在一段时间内将维持在高位，能够继续为煤炭企业降低财务风险提供时间窗口。

我们认为，高煤价明显改善了煤炭企业的经营性现金流，但行业有息债务的绝对规模降幅不大，仍处于较高水平，财务风险难言实质性改善。煤价在 2021 年年初即处于历史高位，至 6 月末秦皇岛 5500 大卡动力煤进一步上涨至 980 元/吨。在这样的环境下，2021 年上半年煤炭企业盈利和现金流得到明显改善，24 家样本企业经营性现金流合计净流入 1,950 亿元，然而有息债务规模从年初的 28,799 亿元仅降至 28,397 亿元，降幅仅为 1.4%，杠杆率的改善更多受益于 EBITDA 的上升，而不是有息债务规模的实质性削减，行业财务风险依旧较高。

图 1

煤炭行业的债务规模和杠杆水平



注：1. 我们共选取了 24 家企业作为样本，杠杆率是经标普信评调整后的有息债务/EBITDA，半年末的 EBITDA 为估计值；2. 表中杠杆率数据是 24 家样本的中位水平；3. 计算债务规模是样本的绝对债务之和。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，虽然行业债务规模变化不大，但由于再融资能力不同，不同区域煤炭企业债务规模变化出现了一定差异。山西煤炭企业有息债务下降 500 亿元左右，为各省份最多，但与其超万亿的有息债务规模相比，降杠杆的道路依旧漫长；陕西、河南、河北地区的煤炭企业杠杆水平仍处于高位。自 2020

分析师

张晓

北京

+86-10-6516 6036

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

Di.jiao@spgchinaratings.cn

王雷

北京

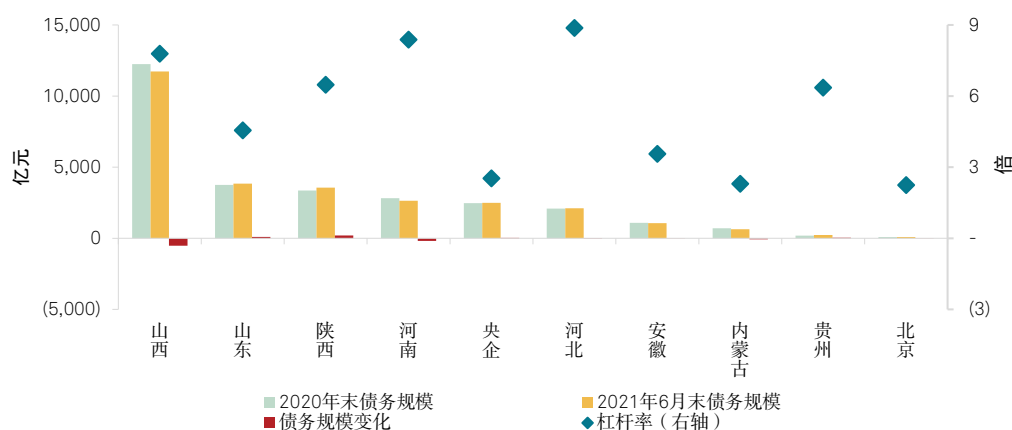
+86-10-6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

年 11 月永煤违约后，煤炭行业的再融资受到一定的影响，特别是山西、河南的煤炭企业受到影响较为明显，上半年融资现金流基本呈净流出状态，但由于经营性现金流较好，企业可进行债务削减，有息债务分别下降了 518 亿元和 183 亿元。而陕西、山东等地的煤炭企业再融资受到的影响较小，企业在维持一定规模的投资活动和债务还本付息之余，债务规模呈现小幅增长，账面现金规模也有所增加。

图 2

2021年上半年各地煤炭企业的债务规模、杠杆水平及变化情况



注：1. 我们共选取了24家企业作为样本，杠杆率是经标普信评调整后的有息债务/EBITDA，半年末的EBITDA为估计值；2. 表中杠杆率数据是各地样本的平均水平；3. 计算债务规模是样本的绝对债务之和。

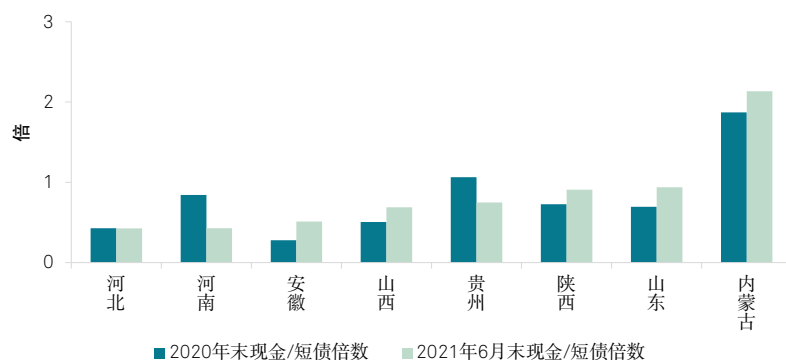
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同时，我们发现，虽然整体财务风险改善有限，但部分煤炭企业的流动性压力已经得到一定缓解。得益于煤炭行业景气度上行和地方政府的大力支持，叠加较为严格的财务政策约束，上半年山西、安徽、山东、陕西等地煤炭企业的流动性呈现出不同程度的改善。河南地区煤炭企业由于再融资环境修复较慢，流动性出现了下降，贵州地区煤炭企业的一年内到期债务增长较快，导致流动性也有所下降。

图 3

分区域看煤炭企业流动性变化



注：我们剔除了样本中的央企和北京地区煤炭企业。现金/短债倍数=期末现金及现金等价物余额/（一年内到期非流动负债+其他流动负债）

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，短期内煤炭供需仍将呈现紧平衡状态，煤炭价格和企业盈利有望维持在较好水平，为煤炭企业降低杠杆继续提供时间窗口。虽然疫情反复会给经济恢复带来一定不确定性，但预计煤炭需求不会出现大幅下滑。煤炭供给方面，近几年行业的固定资产投资增速不高，新增产能有限，煤矿安全事故频发导致安全检查日趋严格，叠加“双碳”政策等其他因素的影响，即使有保供要求，预计短期内产量也难以大幅增长，进口煤炭仍受疫情扰动，煤炭价格将处于较高的水平。

图 4



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。