

限电和限产对企业信用质量影响几何？

2021 年 11 月 2 日

要点

— 标普信评认为，政策措施将促进煤炭和电力供给的释放，紧张的供需格局开始缓解，在采暖季后或将有进一步改善。

— 国家对煤炭总量的控制仍然稳健，明年煤炭产量或增长 5%左右，结合价格政策管控，煤价也将有所回落，但长协价仍可保持煤企的正常盈利，有利于煤炭企业盈利的改善，部分企业信用质量向好。

— 火电企业的财务杠杆在短期内承压，电价改革有利于改善企业的经营压力，政府和金融机构对电力企业将给予有力的支持。

— 电解铝企业成本显著上升，用电成本的上涨或较为持久，企业财务杠杆承受较大压力，行业信用质量或进一步分化。

我们认为，近期相关行业政策将促进煤炭和电力的供给，供需格局有所缓解，预计到采暖季结束后会有进一步的改善。限电、限产及相关政策对中上游行业的影响不一，煤炭企业将因高煤价而受益，盈利能力和部分企业的信用质量有望改善；高煤价下火电企业的盈利水平和财务杠杆在短期内仍将承压，但电价改革预计将在一定程度上缓解企业的财务压力。对于电力成本占比较高的行业如电解铝，电价上涨将导致企业成本升高，经营压力增大。其他高耗能行业方面，被动限产一方面使得产量下降，另一方面有利于产品价格的支撑，企业或许能够不同程度地保持盈利能力。

图1

主要相关行业	盈利水平	财务杠杆	外部支持	信用质量
煤炭				
火电				
电解铝				
钢铁				
化工				
水泥				

注：绿色代表改善，黄色代表稳定，红色代表变差。

资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

Di.jiao@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10-6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓

北京

+86-10-6516 6036

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

+86-10-6516 6027

Yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

+86-10-6516 6032

Zhen.huang@spgchinaratings.cn

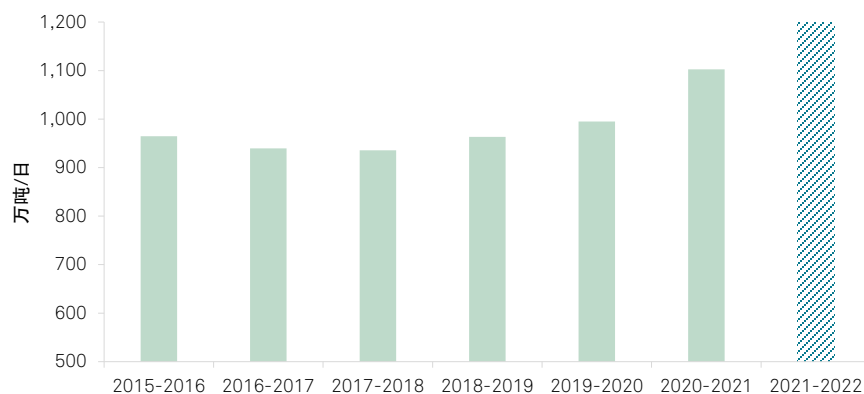
煤炭：供给逐步增加，价格管制明显，煤企仍有盈利空间

我们认为，前期供给存在较大缺口导致煤炭价格快速上涨，但在保供政策的鼓励下，供给紧张的格局开始得到缓解，预计在采暖季结束后有进一步的改善。煤炭供应短缺、煤价高企是近期电力紧缺的主要原因之一，而在供给侧改革后以及“双碳”背景下，煤炭生产的总量管控和安全生产管理较为严格，旺盛的工业需求等因素加剧了行业的供需矛盾。我们认为，近期密集出台的产能核增、长协签署等一系列增产保供举措显示了国家在保证能源供应方面的强大决心。10 月中下旬煤炭日均产量已恢复至较高水平，发改委对四季度的日产量目标在 1,200 万吨以上，近两年采暖季日均产煤量在 1,000-1,100 万吨左右。我们预计，在冷冬预期下，煤炭供应形势仍然严峻，但随着产能的有序释放、进口弹性增加等，供给缺口或将逐渐收敛。国家推出了有力的保供措施，但对煤炭总量的控制仍然稳健，明年煤炭产量或增长 5% 左右。除供给外，在控制价格方面政府也有相关政策出台，煤炭的市场价格已从最高点明显回落，但长协价仍处于较高的水平。

我们认为，当前的环境仍利于煤炭企业盈利能力的改善，景气度的提升也有利于行业融资环境的好转，提振市场信心，能够在良好现金流环境下削减部分债务的企业信用质量或能改善。今年年初部分区域的煤炭企业经历了较大的再融资压力，山西、河南等区域煤企上半年被动削减了部分债务，而后续煤价的快速上涨改善了煤炭行业的融资环境。我们认为，煤炭行业整体的债务规模仍然很高，若价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量可能又将重回脆弱，而那些能够在景气环境中进行良好债务管理的企业信用质量或将得到改善。

图2

2015-2022年采暖季日均煤炭产量



注：采暖季按当年10月初至次年3月末；2021-2022为预计数。

资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。

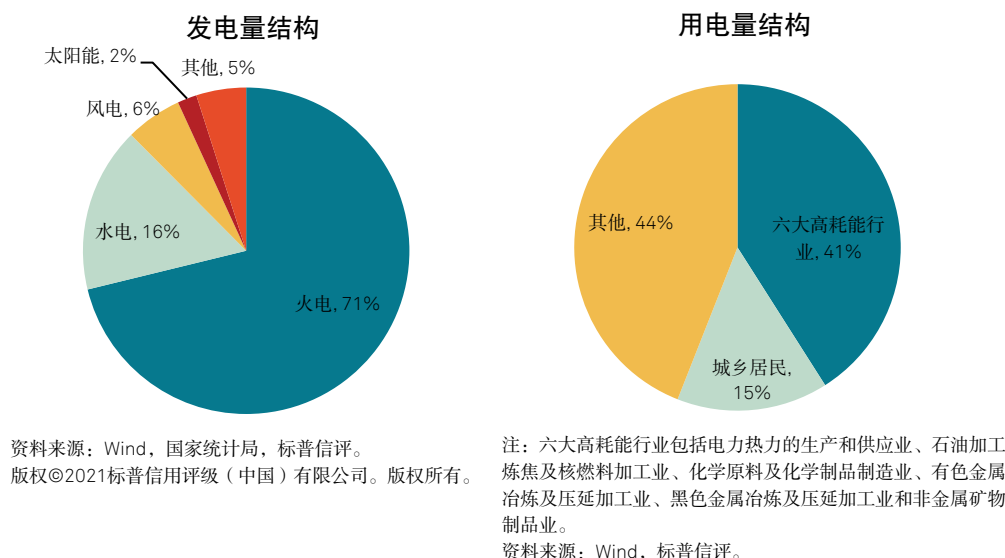
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

火电：短期杠杆承压，盈利边际改善，外部支持有力

我们认为，火电企业的财务杠杆在短期内承压，但煤电上网电价市场化改革将有利于提升电力行业收入，改善企业的经营压力。在煤价持续处于高位的情况下，国家出台了燃煤发电上网电价市场化改革政策，煤电市场交易价格上下浮动范围扩大至不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上限约束。高耗能企业是用电主要力量，约占总用电量的 41%，目前部分地区高耗能企业电价涨幅已超过 30%。

我们预计，受该政策影响，电力行业整体收入或上涨 6%-15%，但短期内电价上涨难以完全抵消成本端的上涨压力，火电企业的盈利仍受挤压，财务杠杆有上升的压力。但我们认为，政府和金融机构对于电力企业将给予有力的支持，助力企业度过行业严冬，行业整体的信用质量能够维持稳定。

图3



电解铝：成本显著上升，经营压力增大，信用质量或将分化

我们认为，随着电价的上涨，电解铝企业的成本可能显著上升，财务杠杆将承受较大压力。电力成本约占电解铝生产成本的 30%-40%，电价改革将使电解铝企业受到更大的影响。虽然限电限产对企业生产起到一定的抑制作用，偏紧的供给利于铝价保持在较高水平，但电价的上涨将明显提升企业生产成本，高煤价对于自备电比例较高的企业也带来了成本压力。我们预计，在电力企业面临成本压力下，电解铝等高耗能企业以较高的价格购电或将持续一段时间，电价上涨或导致企业生产成本上升 6%-12%，其他原材料涨价也将增加企业的经营压力。但我们认为，随着煤价回落，自备电比例较高企业的盈利将有所改善，而自备电比例较低企业的经营压力或将更为持久，行业企业信用质量可能进一步分化。

图4



钢铁、化工、水泥：供给受限，盈利水平或能不同程度地保持，信用质量相对稳定

我们认为，对于其他高耗能行业，被动限产一方面使得产量下降，另一方面有利于产品价格的支撑，企业或许能够不同程度地保持盈利能力。对于钢铁企业，电价上涨将使电炉炼钢成本上升，但在能耗双控、减产以及采暖季错峰生产等政策的影响下，钢铁行业的供给受到限制，有利于价格的支撑。对于化工企业，短期内煤化工、合成氨、氯碱、工业硅、黄磷等高耗能行业的产量和开工率会受到一定抑制，相关产品的价格预计将维持在高位，利于行业企业信用质量整体保持稳定。电价上涨将对水泥生产成本造成负面影响，但限电和环保限产等措施将抑制行业供给，水泥价格预计将在高位波动。

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，除非其注册为该类机构。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。