

联合 研究报告

2014.06.04

煤炭行业盈利趋势性弱化， 企业流动性风险加大



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

煤炭行业盈利趋势性弱化，企业流动性风险加大

联合资信评估有限公司 钟 睿

受下游去产能化及国际煤炭进口冲击影响，2013 年以来国内煤炭价格较 2012 年继续下行，截至 2014 年 5 月底，环渤海动力煤平均价格指数收报 537 元/吨，同比下降 11.97%，较 2013 年初水平下跌 15.30%，目前价格水平已接近行业长期盈亏平衡点，呈现全行业亏损（微利）经营态势。业内企业整体呈现债务负担加重，盈利能力下滑，经营性现金流弱化的态势，且面临融资渠道收紧的压力，对外部支持依赖程度显著上升。

债务负担方面，截至 2013 年三季度末，公开市场所有发债主体全部债务资本化比率均值为 54.85%，高于 2012 年底 51.62%及 2011 年底 48.33%的债务负担水平。其中，AA+及 AA-级别序列整体债务负担上升相对较快，AA+级别企业大多受资源整合持续投资及盈利能力有限影响，债务负担持续提升；AA-级别企业主要集中于规模以上民营企业，受制于前期投资产能尚未完全投产形成收入，其债务规模扩张速度高于收入增速。

收入及利润方面，受煤炭价格下跌影响，业内企业利润总额呈持续下降趋势，所有发债主体 2013 年前三季度利润总额均值为 19.64 亿元，仅为 2012 年全年水平的 58.26%及 2011 年全年水平的 48.60%。另一方面，行业整体营业收入受业内企业大规模开展贸易类业务影响，收入规模仍保持上升趋势。相同级别序列中，所有制差异也体现出不同的盈利差异，民营企业相对国有企业的成本优势更多体现在较轻的社会负担。从公布的 2013 年年报情况看，大部分级别分布于 AAA 及 AA+的国有大型煤炭企业维持盈亏平衡，压缩管理费用及销售费用成为业内常态，相当部分企业通过会计政策调整以修复利润表，同时，政府补贴、资产处置利得等非经常性损益成为相关企业最终扭亏的关键。

经营性现金流方面，业内企业经营性现金流普遍弱化，经年化调整估算，2013 年全年所有发债主体经营活动净现金流均值为 18.69 亿元，同比下降 43.69%，其中，国有企业经营活动净现金流均值同比下降 48.93%，民营企业同比下降 35.99%。从具体的偿债指标看，AA-及以下级别企业流动性压力较大，其短期债

务规模大多已接近或超过年化估算后全年收入水平，部分企业为维持正常生产运营而面临的债务接续压力凸显。

融资渠道方面，随着煤炭及其下游行业景气度全面下滑，国内资本市场对煤炭行业风险偏好有所下降，银行、信托、资管等部门均收紧了煤炭行业风险敞口，业内企业面临外部融资渠道收缩的困境。传统银行渠道在 2014 年对煤炭企业新增授信较少，现有授信额度的最终批贷审核趋严，不排除 2014 年下半年进一步收缩煤炭行业信贷敞口的可能性。

外部支持方面，政府补贴是业内企业重要的利润来源。企业能否获得有效的外部支持取决于企业的所有制背景及所处地区的政府专项财力。相对而言，国资委控股的省属大型煤炭企业获取政府支持的可能性大，拥有煤炭类专项基金的地方政府具备专项财力以支持大额补贴。

联合资信认为，2014 年宏观经济仍面临减速风险，煤炭行业盈利水平可能出现连续第三个会计年度下降，亏损或微利运营成为业内常态。国有大中型企业出于保就业等社会职能因素考虑，仍将维持较高产能，但运营亏损可能加剧，政府补贴仍是相关企业修复报表亏损的重要来源。相对地，民营企业可能出现阶段性停产以避免运营亏损，煤炭行业作为市场化程度较高的典型强周期行业，行业供给结构正在自发调整。

在当前宏观经济环境下，企业自身运营实力、外部融资渠道及外部支持是判断煤炭企业信用质量的重点。在盈利能力及经营获现能力趋势性下滑的背景下，融资渠道收紧将导致业内企业流动性压力上升，短期流动性风险增大，同时，利率水平抬升也会进一步侵蚀企业的利润空间，影响企业的长期偿债能力，应提升对融资渠道及外部支持的关注度。

具体而言，以大同煤矿集团有限责任公司为代表的特大型国有企业，由于承担部分社会职能，在行业景气持续下滑时，来自政府及时有力的外部支持是可以预期及实现的，该类企业实际抗风险能力高于财务指标表现。另一方面，对于 AA-及以下信用级别的民营煤炭企业，由于其资产规模较小、融资渠道较单一、外部支持较弱，股东风险较大，在盈利能力下滑和外部融资渠道收窄的情况下，极易出现流动性风险，整体信用风险可能加速上升，需重点关注。