



## 8 大指标看煤炭行业发行人财务风险

2016 年 9 月 26 日

### 报告主要内容：

鹏元资信评估有限公司

研究发展部

高慧珂

gaohk@pyrating.cn

**前言：**2015 年以来，煤炭价格大幅下跌，行业内大多数企业的财务状况不断恶化，当前债券市场已有 2 家煤企违约。尽管 2016 年以来煤炭价格不断回升，一定程度上对煤企的财务状况带来有利影响，但受政策等因素的影响，未来煤企（尤其是非龙头企业）经营和财务状况仍难以有效改善，财务风险仍不容小觑。本文预从 2 家违约煤企着手，通过对它们违约前的财务状况进行分析，总结出一些特征，进而对有存量债券的煤企财务风险进行揭示。

**煤炭行业企业整体财务状况：**由于煤炭行业景气度不断下降，企业收入与盈利水平持续下滑，亏损面增加，而同时企业负债经营程度持续攀升，利息支出规模保持在较高水平，企业内一些企业财务风险较高，偿债能力出现弱化。

### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

**煤炭行业违约发行人财务特征：**综合对两家违约发行人的财务进行分析后，我们总结出一些两者的相同点和不同点。在此基础上，本文认为，可以通过以下 8 个指标来判断煤炭行业发行人的财务风险：资产负债率、流动负债/总负债、净资产收益率、利润总额同比增长率、EBITDA 利息保障倍数、经营现金流净额、经营现金净流量/流动债务、三大费用/营业收入。

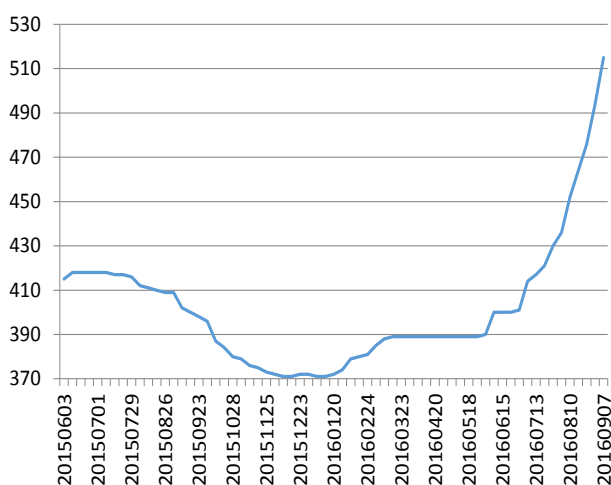
**煤炭行业存量债券发行人财务风险状况：**根据分析结果，我们认为，存量债券规模为 200 亿元以上的发行人中，神华集团有限责任公司、兖州煤业股份有限公司、中国中煤能源股份有限公司、永泰能源股份有限公司、中国神华能源股份有限公司的财务风险相对较小。而以下煤炭行业债券发行人的财务风险值得关注：江西省能源集团公司、太原煤气化股份有限公司、太原煤炭气化（集团）有限责任公司、义马煤业集团股份有限公司、阜新矿业(集团)有限责任公司、沈阳焦煤股份有限公司、山东新查庄矿业有限责任公司、湖南黑金时代股份有限公司、郑州煤电股份有限公司。

## 一、前言

2015 年以来，煤炭价格大幅下跌，行业内大多数企业的财务状况不断恶化，当前债券市场已有 2 家煤企违约。尽管受益于去产能政策的不断推进，2016 年以来煤炭价格有所回升，一定程度上对煤企的财务状况带来有利影响，但煤炭行业供需失衡矛盾并没有完全解决，政府去产能的决心未改，2016 年 9 月 8 日，国家发展改革委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会已经召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动会议，预案参照环渤海动力煤价格指数，按照 500 元、480 元、460 元三个价格划分三个等级启动预案的条件，受此影响，未来煤企（尤其是非龙头企业）经营和财务状况仍难以有效改善，财务风险仍不容小觑。本文预从 2 家违约煤企着手，通过对它们违约前的财务状况进行分析，总结出一些显著特征，进而对有存量债券的煤企财务风险进行揭示。

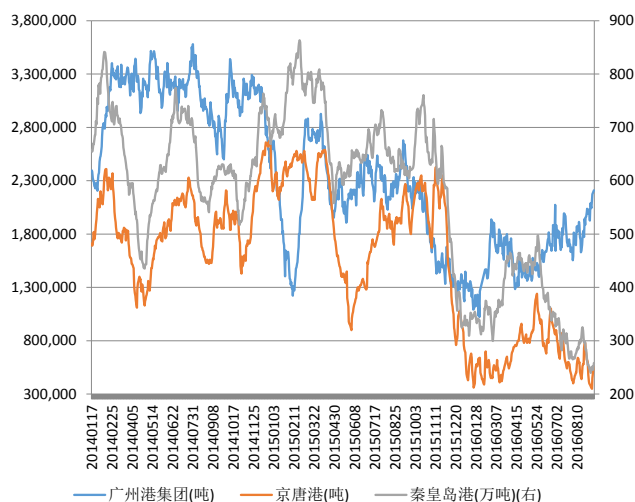
在此之前，需要说明以下三个问题：其一，本文所指煤炭行业是证监会行业分类中采掘-煤炭开采和选洗行业；其二，本文只对煤炭行业债券发行人的财务风险进行分析，并不涉及债券的违约风险，因为债券是否违约还与发行人的偿债意愿、外部支持等相关；其三，本文的对煤炭行业债券发行人的财务风险分析与发行人的信用级别也没有必然联系，因为影响发行人信用级别的因素并不只有财务状况。

图 1 环渤海动力煤价格指数变动情况



资料来源：WIND

图 2 三大港口煤炭库存情况



资料来源：WIND

请务必阅读正文之后的免责声明

## 二、煤炭行业企业整体财务状况

首先，我们对煤炭行业整体的财务状况做一个初步了解。近年来煤炭行业盈利情况持续下滑，2012 年尽管利润总额开始出现下滑，但收入仍保持增长，2013 年之后收入与利润总额双双下滑，2016 年 1-7 月，行业收入同比下降 11.9%，利润总额同比下降 19.00%，但是与 2015 年相比，下降的幅度有所减小。从毛利率水平来看，2016 年 5 月为 15.11%，较 2010 年 5 月 30.02% 的水平下降约一半。

图 3 煤炭行业营业收入和利润总额变动情况

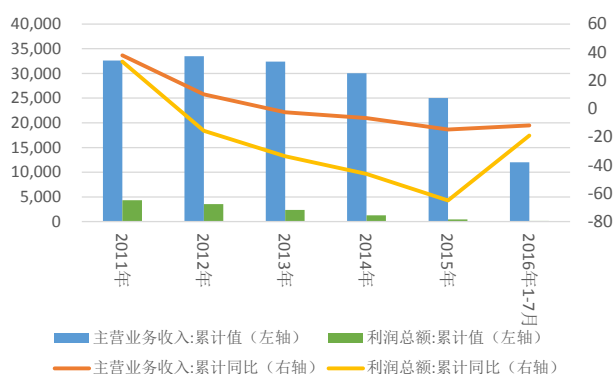
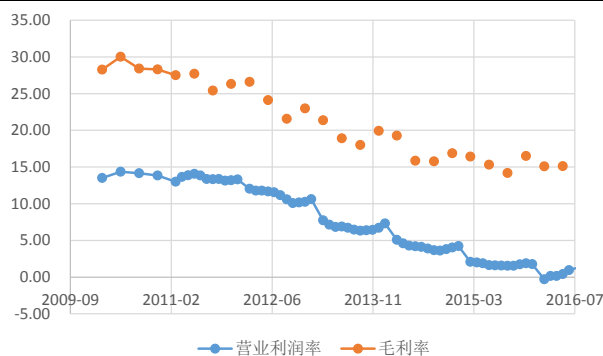


图 4 煤炭行业营业利润率和毛利率变动情况



资料来源：WIND，鹏元整理

资料来源：WIND，鹏元整理

从三大费用来看，管理费用和销售费用自 2013 年开始下降，而因为行业有息债务规模不断增长，财务费用在 2015 年才开始略有下滑，2016 年以来，受煤价上涨等因素影响，企业盈利增厚，结转所有者权益比例提升，缓解了债务端持续膨胀的压力，长期债务和短期债务均有所下降，所以财务费用在 2016 年以来出现大幅度下滑。负债经营程度上，2009 年以来，随着兼并重组的推进，煤炭行业资本性支出规模快速增加，行业负债规模持续扩大，从债务的结构上看，2016 年 6 月 30 日，全行业短期债务规模约 1450 亿元，长期债务规模约 1700 亿元。从资产负债率来看，2012 年以来呈直线上升状态，截至 2016 年 7 月达到 70.1%。

图 5 煤炭行业三大费用变动情况

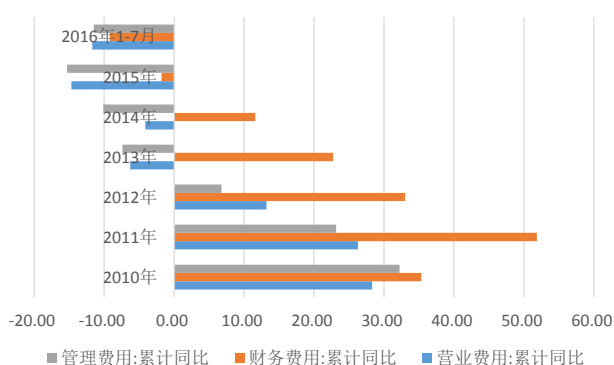
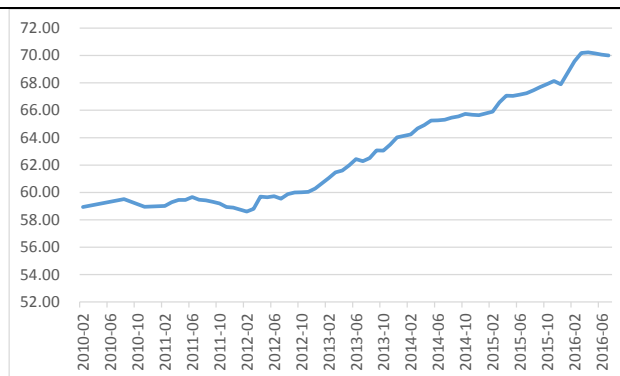


图 6 煤炭行业资产负债率变动情况



资料来源: WIND, 鹏元整理

资料来源: WIND, 鹏元整理

此外, 由于上游煤炭产能过剩, 而下游销售低迷, 客户要求更宽松的商业信誉, 导致煤炭企业销售结算中现金回款比例下降, 而应收款项的规模显著上升, 同时购买原材料、支付工人工资等经营现金流支出下降幅度较小, 库存也有所增加, 加大了资金占用量, 煤炭企业的经营和财务风险加大。

综上所述, 由于煤炭行业景气度不断下降, 企业收入与盈利水平持续下滑, 亏损面增加, 而同时企业负债经营程度持续攀升, 利息支出规模保持在较高水平, 企业内一些企业财务风险较高, 偿债能力出现弱化。

### 三、煤炭行业违约发行人财务分析

截至目前, 煤炭行业内债券违约的发行人共 2 家, 分别为中煤集团山西华昱能源有限公司 (以下简称“中煤华昱”) 和四川省煤炭产业集团有限责任公司 (以下简称“川煤集团”), 违约事件分别发生在 2016 年 4 月份和 6 月份。接下来, 我们对这 2 家违约企业的财务状况进行剖析。

#### 1. 中煤华昱

中煤华昱发行的“15 华昱 CP001”于 2016 年 4 月 6 日违约, 并于 2016 年 4 月 12 日公告表示, 通过多种渠道筹措资金, 确定于 2016 年 4 月 13 日足额偿付之前违约的“15 华昱 CP001”, 并支付延期兑付违约金。由于违约发生在 2016 年 4 月份, 因此我们将财务分析的截至时间定请务必阅读正文之后的免责声明

为 2016 年的 3 月 31 日。

从资产负债表来看，公司资产规模 2015 年有小幅下降，结构上来看，资产以非流动资产为主，主要是固定资产和无形资产。负债方面，总体负债规模有小幅扩张，结构上来看，流动负债规模扩张速度较快，尤其是一年内到期的非流动负债规模自 2014 年持续增加，而非流动负债规模却有所下降，表明公司负债端结构明显不合理，短期偿债压力过大。受持续亏损影响，公司净资产规模有所下降。

表 1 中煤华昱资产负债表（单位：亿元）

项目	2016 年 Q1	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	8.18	7.55	15.19	3.99
应收账款	9.00	9.82	10.28	9.42
存货	43.36	42.34	37.83	32.32
<b>流动资产合计</b>	<b>72.33</b>	<b>70.47</b>	<b>85.63</b>	<b>54.90</b>
固定资产	86.34	87.94	76.38	67.69
在建工程	11.71	11.46	21.24	20.70
无形资产	29.36	29.52	30.08	30.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>156.77</b>	<b>158.07</b>	<b>152.01</b>	<b>140.58</b>
<b>资产总计</b>	<b>229.10</b>	<b>228.54</b>	<b>237.64</b>	<b>195.48</b>
短期借款	36.40	25.70	26.59	13.19
应付票据	18.85	17.71	3.10	1.30
应付账款	28.14	29.34	20.50	17.45
一年内到期的非流动负债	47.88	58.25	35.90	11.55
其他流动负债	4.80	9.40	7.74	7.97
<b>流动负债合计</b>	<b>151.41</b>	<b>155.67</b>	<b>104.63</b>	<b>62.32</b>
长期借款	18.75	17.05	35.94	51.76
应付债券	23.47	23.43	47.34	32.36
<b>非流动负债合计</b>	<b>51.06</b>	<b>51.28</b>	<b>96.85</b>	<b>92.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>202.48</b>	<b>206.95</b>	<b>201.48</b>	<b>155.11</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>26.63</b>	<b>21.60</b>	<b>36.16</b>	<b>40.36</b>

资料来源：WIND，鹏元整理

从利润表来看，中煤华昱自 2014 年开始亏损，2015 年亏损幅度大幅上升，2016 年一季度仍然亏损。中煤华昱的营业收入中，来自煤炭产品的收入占比 91.21%，由于煤价下跌，其营业收入出现下降，而营业成本下降的速度远低于营业收入下降的速度，且一些费用，如销售费

请务必阅读正文之后的免责声明

用和财务费用在 2015 年反而在增加，而行业内销售费用自 2013 年同比就已经减少，财务费用在 2015 年也开始同比减少。

从现金流量来看，2013 年和 2014 年中煤华昱经营活动和投资活动的现金流量为净流出，且净流出规模在增加，而筹资活动现金流量为净流入，对处于成熟期的公司来说，经营活动现金流应该是净流入，且相对稳定的，而中煤华昱的经营活动现金流为净流出，且仍然在依靠借钱持续投资，财务风险非常大。2015 年和 2016 年第一季度，经营活动现金流量变为净流入，投资活动的现金流量依然为净流出，而筹资活动现金流量也变为净流出，表明公司在偿还债务的同时，依然在投资，此时就应严格警惕经营活动恶化。

表 2 中煤华昱利润表和现金流量表（单位：亿元）

项目	2016 年 Q1	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入	10.84	58.05	65.79	63.66
营业总成本	11.84	69.97	70.53	63.39
营业成本	5.11	32.57	39.79	42.59
销售费用	4.15	22.11	17.54	11.81
管理费用	1.00	4.17	5.40	4.40
财务费用	1.24	9.19	6.47	3.69
投资净收益	-	0.34	0.57	0.64
营业利润	-0.99	-11.58	-4.17	0.92
利润总额	-1.01	-11.34	-4.05	1.01
净利润	-1.01	-12.35	-4.51	0.03
经营活动产生的现金流量净额	2.33	10.58	-9.62	-7.02
投资活动产生的现金流量净额	-0.42	-4.82	-14.01	-13.50
筹资活动产生的现金流量净额	-1.97	-14.76	32.00	9.55

资料来源：WIND，鹏元整理

从中煤华昱 2013 年-2016 年一季度的财务指标情况来看，资产负债率在 2015 年攀升至 90.55%，2016 年第一季度资产负债率为 88.83%，严重高于行业平均值；流动比率和速动比率在 2015 年下降了一半左右，且由于公司存货较多，速动比率值非常小；流动负债规模占总负债规模的比重大幅度上升；应收账款周转率和存货周转率小幅下降；虽然毛利率一直在上升，且远高于行业水平，但是受三大费用占营业收入的比重较大且持续上升的影响，公司营业利润率为负，且持续恶化；净资产收益率在 2015 年也大幅下降；EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数持续较大幅度下滑；总有息债务和 EBITDA 的比值显著上升；经营现金流动债务比在 2015 请务必阅读正文之后的免责声明

年转负为正，但是值较小；营业利润和利润总额一直延续负增长态势，同比下降幅度远高于行业水平。

**表 3 中煤华昱财务指标情况**

财务指标	2016 年 Q1	2015 年	2014 年	2013 年
资产负债率 (%)	88.83	90.55	84.78	79.35
流动比率	0.48	0.45	0.82	0.88
速动比率	0.19	0.18	0.46	0.36
流动负债/总负债 (%)	74.78	75.22	51.93	40.17
应收账款周转率 (次)	-	5.78	6.68	6.41
存货周转率 (次)	-	0.81	1.13	1.74
毛利率 (%)	52.83	43.89	39.51	33.10
营业利润率 (%)	-9.16	-19.95	-6.34	1.44
净资产收益率 (%)	-	-43.42	-11.45	0.04
三大费用占营业收入比 (%)	58.85	61.12	44.71	31.24
EBITDA (亿元)	-	4.96	7.91	9.39
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.51	0.86	1.73
总有息债务/EBITDA (倍)	-	30.55	19.80	12.58
经营现金流动债务比 (%)	-	6.80	-9.19	-11.27
营业收入同比增长率 (%)	-20.28	-11.77	3.34	9.69
营业利润同比增长率 (%)	-5.52	-177.65	-555.01	-86.27
利润总额同比增长率 (%)	-4.51	-180.33	-501.95	-85.09
总资产增长率 (%)	0.25	-1.81	20.52	10.57

注：由于 2014 年的现金流量表附表未获得，因此，该年的 EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数数据参照评级报告。

资料来源：WIND，中煤华昱年度报告，鹏元整理

## 2. 川煤集团

川煤集团发行的“15 川煤炭 CP001”于 2016 年 6 月 15 日违约，并于 2016 年 7 月 28 日偿付本息和违约金。由于违约发生在 2016 年 6 月份，因此我们将财务分析的截至时间定为 2016 年的 6 月 30 日。

从资产负债表来看，公司资产规模一直处于增长状态，仅仅在 2016 年半年报的时候有小幅下降，结构上来看，资产也是以固定资产、无形资产等非流动资产为主。负债方面，总体负债规模有小幅扩张，结构上来看，流动负债规模较大，2016 年半年报时，流动负债规模超过

请务必阅读正文之后的免责声明

非流动负债规模，表明公司负债端结构也趋于不合理，短期偿债压力过大。同样受亏损影响，公司净资产规模有所下降。

表 4 川煤集团资产负债表（单位：亿元）

项目	2016 年 H1	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	22.48	30.61	31.10	42.38
应收账款	21.26	19.01	16.43	11.16
预付款项	10.24	9.07	8.68	13.18
其他应收款	18.41	14.38	14.69	14.15
存货	13.32	14.24	14.35	13.85
<b>流动资产合计</b>	<b>92.83</b>	<b>97.11</b>	<b>96.39</b>	<b>105.98</b>
固定资产	110.11	112.82	106.16	90.23
在建工程	85.66	81.43	74.58	67.78
无形资产	38.42	38.20	38.43	38.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>292.50</b>	<b>288.91</b>	<b>268.22</b>	<b>235.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>385.34</b>	<b>386.03</b>	<b>364.61</b>	<b>341.57</b>
短期借款	68.29	50.46	47.43	61.96
应付票据	16.14	24.63	5.97	7.48
应付账款	22.74	22.86	22.80	20.60
一年内到期的非流动负债	11.64	14.51	21.12	5.85
<b>流动负债合计</b>	<b>182.45</b>	<b>168.80</b>	<b>141.79</b>	<b>134.28</b>
长期借款	59.63	61.03	67.19	62.41
应付债券	47.50	57.33	49.74	34.77
<b>非流动负债合计</b>	<b>163.90</b>	<b>170.66</b>	<b>163.93</b>	<b>138.69</b>
<b>负债合计</b>	<b>346.36</b>	<b>339.46</b>	<b>305.72</b>	<b>272.98</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>38.98</b>	<b>46.57</b>	<b>58.89</b>	<b>68.59</b>

资料来源：WIND，鹏元整理

从利润表来看，川煤集团一直处于亏损状态，且 2015 年亏损幅度大幅上升，2016 年前半年净利润为-8.94 亿元，主要是由于煤价下跌，营业收入持续下降，而营业成本下降的速度远低于营业收入下降的速度，且一些费用，如销售费用和财务费用在 2015 年反而在增加，与中煤华昱情况类似。

从现金流量来看，川煤集团在 2013 年-2015 年经营活动现金流量一直处于净流入状态，且较稳定，符合成熟期公司的特点，投资活动的现金流量为净流出，且净流出规模在减少，筹资活动现金流量为净流入，表明公司经营状况良好，通过筹集资金进行投资，财务风险较低，而请务必阅读正文之后的免责声明



到 2016 年半年报时，经营活动现金流量变为净流出，投资活动的现金流量依然为净流出，筹资活动现金流量仍为净流入，表明公司在靠借债维持日常经营和生产扩大，财务状况不稳定性较高，财务风险较大。

**表 5 川煤集团利润表和现金流量表（单位：亿元）**

项目	2016 年 H1	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入	37.09	82.52	107.68	109.61
营业总成本	46.51	100.64	117.61	113.03
营业成本	35.80	72.32	89.40	87.00
销售费用	0.87	2.27	2.15	2.26
管理费用	5.25	14.25	15.04	15.09
财务费用	3.63	8.92	7.98	6.16
其他经营收益	0.00	-0.20	0.20	0.48
营业利润	-9.42	-18.31	-9.74	-2.94
利润总额	-8.91	-13.56	-6.86	-1.95
净利润	-8.94	-13.77	-7.13	-2.62
经营活动产生的现金流量净额	-1.94	6.73	7.81	6.45
投资活动产生的现金流量净额	-8.37	-29.92	-42.14	-42.34
筹资活动产生的现金流量净额	2.19	21.90	22.53	26.08

资料来源：WIND，鹏元整理

从川煤集团 2013 年-2016 年一季度的财务指标情况来看，公司资产负债率一直处于上升状态，2016 年 6 月 30 日升至 89.88%，高于行业平均值；流动比率和速动比率也是延续下降趋势；流动负债规模占总负债规模的比重一直较高，到 2016 年第一季度增至 52.68%；应收账款周转率和存货周转率小幅下降；营业利润率、净资产收益率在 2015 年大幅下降；三大费用占营业收入的比重也有所上升；EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数 2015 年也出现较大幅度下滑；总有息债务和 EBITDA 的比值显著上升；经营现金流动债务比一直较低，到 2015 年降至 3.98%；营业收入、营业利润和利润总额一直延续负增长态势，且利润总额同比下降的幅度大大高于行业水平。

**表 6 川煤集团财务指标情况**

财务指标	2016 年 H1	2015 年	2014 年	2013 年
资产负债率 (%)	89.88	87.94	83.85	79.92
流动比率	0.51	0.58	0.68	0.79

请务必阅读正文之后的免责声明

财务指标	2016年H1	2015年	2014年	2013年
速动比率	0.44	0.49	0.58	0.69
流动负债/总负债(%)	52.68	49.72	46.38	49.19
应收账款周转率(次)	-	4.66	7.81	10.28
存货周转率(次)	-	5.06	6.34	6.37
毛利率(%)	3.48	12.37	16.97	20.63
营业利润率(%)	-25.39	-22.19	-9.04	-2.68
净资产收益率(%)	-	-33.53	-13.80	-4.90
三大费用占营业收入比(%)	26.29	30.82	23.38	21.46
EBITDA(亿元)	-	7.61	12.04	13.04
EBITDA利息保障倍数(倍)	-	0.56	0.92	1.30
总有息债务/EBITDA(倍)	-	27.33	15.90	13.23
经营现金流流动债务比(%)	-	3.98	5.51	4.80
营业收入同比增长率(%)	-17.66	-23.36	-1.76	-5.55
营业利润同比增长率(%)	-86.36	-87.54	-225.45	-16.92
利润总额同比增长率(%)	-131.43	-96.93	-242.60	-286.01
总资产增长率(%)	-0.18	5.69	6.27	7.84

资料来源: WIND, 川煤集团年度报告, 鹏元整理

## 四、煤炭行业违约发行人财务特征总结

尽管违约的样本发行人数量有限, 难以进行数理统计, 探寻其规律, 但是我们可以从中总结出一些两者共有的、显著的财务特征。

1. 资产负债率持续攀升, 且远高于行业水平。中煤华昱和川煤集团违约时的资产负债率分别为 88.83% 和 89.88%, 远高于行业的 70.10%。
2. 流动负债规模持续扩大, 债务结构不合理, 且短期刚性债务规模较大, 偿债压力大。
3. 持续亏损, 且利润总额同比下降的比率远高于行业水平。
4. EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数较低, 且连续下降。
5. 经营现金流状况欠佳, 对流动债务的覆盖程度不佳。

但是, 两者也有相互不同的地方。最主要的不同点在于中煤华昱的毛利率近三年来一直上升, 且远远高于行业水平, 但是三大费用占营业收入的比重非常高, 因此导致亏损严重, 而川煤集团的毛利率一直下降, 且远低于中煤华昱的毛利率水平, 但是川煤集团三大费用占营业收入

入的比重却一直较低，这与两家企业所在地不一样，开采条件不一样有关。

综合以上两家违约发行人的财务特征，本文认为，可以通过以下指标来判断煤炭行业发行人的财务风险：资产负债率、流动负债/总负债、净资产收益率、利润总额同比增长率、EBITDA 利息保障倍数、经营现金流净额、经营现金净流量/流动债务，除此之外，还应对三大费用占营业收入的比重这一指标给予关注。因此，煤炭行业发行人财务风险的分析指标共有 8 个，具体如下。

**表 7 煤炭行业发行人财务风险分析指标**

财务指标	指标描述
资产负债率（%）	指标值过高（超过行业水平），表明财务风险较高
流动负债/总负债（%）	指标值过高（超过行业水平），表明财务风险较高
净资产收益率（%）	指标值越高，表明财务风险越低-
利润总额同比增长率（%）	指标值越高，表明财务风险越低-
EBITDA 利息保障倍数（倍）	指标值越高，表明财务风险越低
经营现金流净额	指标值越高，表明财务风险越低
经营现金流动债务比（%）	指标值越高，表明财务风险越低
三大费用/营业收入（%）	指标值过高（超过行业水平），表明财务风险较高

## 五、煤炭行业存量债券发行人财务风险状况

截至 2016 年 8 月 31 日，有尚在存续期信用债券<sup>1</sup>的煤炭行业发行人共 98 家，债券共 493 期，规模为 8281.92 亿元。剔除两家已经违约的发行人和未披露 2016 年半年报的发行人之后，本文共对 78 个企业的财务风险进行分析。指标的计算方面，由于 EBITDA 利息保障倍数数据难以获得，故用 EBITDA/利息费用来代替，且由于大多数企业的半年报和季报不披露现金流量表附表，所以就无法计算 EBITDA，故取 2015 年年报数据；另外，净资产收益率、经营现金净流量/流动债务也取 2015 年年报数据，其他指标均采用 2016 年半年报的数据。78 家发行人的财务风险指标整体分布情况如下表所示。

**表 8 煤炭行业发行人财务风险指标整体情况**

财务指标	分布区间	平均值	中位数
资产负债率	33.16%~99.97%	68.50%	70.02%

<sup>1</sup>本文研究的信用债券包含企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债。请务必阅读正文之后的免责声明

财务指标	分布区间	平均值	中位数
流动负债/总负债	26.16%~14.02%	58.66%	59.62%
净资产收益率	-523.86%~14.02%	-15.32%	-2.81%
利润总额同比增长率	-7157.82%~19108.98%	-	-27.16%
EBITDA/利息费用	-5.22~41.21	3.16	2.19
经营现金流净额	-76.98 亿元~535.49 亿元	17.08 亿元	2.82 亿元
经营现金流动债务比	-21.65%~54.59%	5.35%	2.88%
三大费用/营业收入	3.71%~119.26%	20.52%	16.26%

下面我们来重点分析一下存量信用债规模排名前三名的发行人的财务风险状况。神华集团有限责任公司存量信用债规模最大，远超其他发行人，各财务指标表现良好，财务风险属低水平。陕西煤业化工集团有限责任公司存量信用债规模排名第二，该公司资产负债率稍高于行业水平，EBITDA/利息费用、经营现金流及其对流动债务的覆盖程度稍弱，但是公司利润总额同比增长率、三大费用占营业收入的比重却表现良好，财务风险属于较低水平。大同煤矿集团有限责任公司存量信用债规模排名第三，公司资产负债率高于行业水平，经营现金流净额为负，现金流状况表现不佳，利润总额同比增长率较低，所以公司财务风险相比于前两家发行人要稍高一些。

根据分析结果，我们认为，存量债券规模为 200 亿元以上的发行人中，神华集团有限责任公司、兖州煤业股份有限公司、中国中煤能源股份有限公司、永泰能源股份有限公司、中国神华能源股份有限公司的财务风险相对较小。

在存量债券规模为 200 亿元以下的发行人中，以下发行人的财务风险值得关注：江西省能源集团公司、太原煤气化股份有限公司、太原煤炭气化（集团）有限责任公司、义马煤业集团股份有限公司、阜新矿业(集团)有限责任公司、沈阳焦煤股份有限公司、山东新查庄矿业有限责任公司、湖南黑金时代股份有限公司、郑州煤电股份有限公司。

**表 9 财务风险值得关注的煤炭行业发行人财务指标状况**

发行人	存量债规模 (亿元)	资产负债率 (%)	流动负债/总负债 (%)	净资产收益率 (%)	利润总额同比增长率 (%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额 (亿元)	经营现金净流量/流动债务 (%)	三大费用/营业收入 (%)
江西省能源集团公司	34.50	78.58	61.75	-16.95	-172.10	0.81	-9.44	-5.71%	16.15%
太原煤气化股份有限公司	27.00	99.97	59.57	-152.92	16.20	-2.13	20.37	-1.18%	119.26%

发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金净流量/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
太原煤炭气化(集团)有限责任公司	24.50	93.30	48.38	-523.86	-8.46	-1.25	28.24	-3.18%	41.64%
义马煤业集团股份有限公司	22.40	80.61	74.35	-27.40	-289.39	-0.35	1.54	0.10%	8.50%
阜新矿业(集团)有限责任公司	14.00	75.89	85.45	-25.49	63.47	-1.20	0.83	4.42%	33.13%
沈阳焦煤股份有限公司	8.00	84.94	80.16	-14.18	-236.77	1.46	0.35	17.36%	17.80%
山东新查庄矿业有限责任公司	6.00	60.52	77.48	-11.36	-174.67	-0.04	-0.94	-5.12%	57.37%
湖南黑金时代股份有限公司	6.00	75.05	74.87	-51.15	11.07	-5.22	-0.60	6.67%	15.34%
郑州煤电股份有限公司	2.00	64.29	94.01	-14.22	-62.20	1.10	3.93	-4.63%	7.57%

资料来源：WIND，鹏元整理

**附表：**
**煤炭行业发行人财务风险状况指标情况**

发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金净流量/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
神华集团有限责任公司	1044.95	47.06	41.37	2.60	-20.93	8.28	535.49	28.59	19.83
陕西煤业化工集团有限责任公司	743.80	79.66	59.41	-3.96	107.49	2.28	1.18	0.05	11.62
大同煤矿集团有限责任公司	629.00	84.63	46.03	-5.03	-94.70	1.91	-76.98	2.86	11.12
淮南矿业(集团)有限责任公司	408.00	81.63	55.60	-13.59	111.57	1.59	30.96	6.30	16.28
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	395.00	82.94	64.57	-9.69	-93.78	2.19	6.39	0.76	3.71
阳泉煤业(集团)有限责任公司	384.00	85.01	67.82	-1.45	-81.30	2.17	8.88	0.82	6.13
山西焦煤集团有限责任公司	352.00	79.07	68.04	2.10	-93.20	2.00	0.29	-0.62	8.31
河南能源化工集团有限公司	315.00	83.08	46.75	-33.36	-100.24	-	25.01	3.52	11.30
兖州煤业股份有限公司	300.00	67.06	44.86	2.18	-27.43	4.48	-0.50	6.85	17.53
永城煤电控股集团有限公司	299.60	78.81	54.83	-25.29	-1382.24	-	20.91	6.30	16.92
中国中煤能源股份有限公司	280.00	60.46	44.30	-2.96	175.66	2.06	29.80	10.77	29.96
永泰能源股份有限公司	252.31	69.36	44.60	3.96	-32.72	2.19	21.77	10.50	40.06
中国神华能源股份有限公司	250.00	34.49	47.65	5.52	-13.92	15.11	382.07	54.59	14.68
冀中能源集团有限责任公司	197.00	82.35	66.32	-9.03	19108.98	1.23	26.53	1.75	5.41
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	168.70	82.24	60.93	-4.06	-88.80	2.13	35.28	8.25	8.31
晋能集团有限公司	140.00	77.48	39.99	-1.25	-81.35	2.38	7.37	3.02	17.65

请务必阅读正文之后的免责声明

发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金流净额/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
福建省能源集团有限责任公司	132.00	67.66	62.01	14.02	-25.99	3.88	27.93	18.90	6.72
兖矿集团有限公司	102.00	74.95	35.71	0.46	-88.53	3.51	3.67	4.58	16.39
新汶矿业集团有限责任公司	83.00	87.17	55.70	-1.28	-80.67	4.24	0.98	1.59	13.32
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	80.00	62.31	26.16	0.40	16.36	3.55	18.89	15.45	16.26
开滦(集团)有限责任公司	69.00	73.15	70.64	-17.03	80.69	0.40	11.66	1.03	8.08
淮北矿业(集团)有限责任公司	66.00	74.08	57.21	-12.86	80.25	1.15	39.35	-2.01	9.03
平顶山天安煤业股份有限公司	65.00	71.43	67.85	-20.53	116.69	-0.03	16.69	-1.66	17.07
淮北矿业股份有限公司	65.00	77.71	58.35	-18.67	66.95	0.80	17.63	-2.31	8.13
冀中能源峰峰集团有限公司	65.00	68.41	58.51	1.01	110.85	1.87	6.47	23.32	8.38
内蒙古伊泰集团有限公司	55.00	68.21	29.05	0.37	302.29	2.37	21.51	13.63	23.73
大同煤业股份有限公司	50.00	61.60	49.22	-29.64	216.16	-1.03	-4.04	-21.65	48.37
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	45.00	79.92	73.37	-18.83	-49.86	0.84	2.52	-0.51	11.66
北京昊华能源股份有限公司	43.00	46.78	46.54	0.87	-598.66	3.82	1.55	-2.42	20.37
山东泰丰控股集团有限公司	39.05	50.25	38.05	2.24	-51.21	3.39	0.26	19.59	19.20
华电煤业集团有限公司	36.00	74.46	41.72	-18.66	-217.49	1.12	3.71	15.72	13.40
山西兰花煤炭实业集团有限公司	36.00	67.52	46.43	-4.04	-1574.72	2.61	-6.42	-0.47	29.90
江西省能源集团公司	34.50	78.58	61.75	-16.95	-172.10	0.81	-9.44	-5.71	16.15
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	34.00	72.54	55.78	-26.17	74.92	0.92	24.51	0.80	6.25

发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金流净流量/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
山西兰花科技创业股份有限公司	30.00	57.74	46.87	0.14	-426.25	3.94	-1.86	-0.04	28.56
冀中能源股份有限公司	30.00	50.09	69.48	1.92	138.90	3.53	-0.66	7.09	19.24
阳泉煤业(集团)股份有限公司	30.00	60.70	69.85	0.65	-94.20	4.81	-20.20	6.41	11.22
山西西山煤电股份有限公司	30.00	64.49	60.68	0.88	-41.78	3.04	5.20	4.53	22.43
太原煤气化股份有限公司	27.00	99.97	59.57	-152.92	16.20	-2.13	20.37	-1.18	119.26
北京京煤集团有限责任公司	25.00	63.59	50.01	0.97	-7.87	2.34	13.19	0.43	12.92
铁法煤业(集团)有限责任公司	25.00	60.14	69.74	-4.80	-30.24	1.41	0.35	9.76	28.68
内蒙古双欣能源化工有限公司	24.60	59.51	43.49	3.92	-26.20	2.79	2.00	16.02	15.07
太原煤炭气化(集团)有限责任公司	24.50	93.30	48.38	-523.86	-8.46	-1.25	28.24	-3.18	41.64
抚顺矿业集团有限责任公司	23.00	61.52	64.91	-3.21	-3026.85	4.75	1.87	8.20	17.25
义马煤业集团股份有限公司	22.40	80.61	74.35	-27.40	-289.39	-0.35	1.54	0.10	8.50
徐州矿务集团有限公司	20.00	67.80	50.93	-5.11	105.84	9.20	4.44	0.53	6.06
贵州水城矿业股份有限公司	20.00	79.18	75.89	0.14	-29.40	2.37	6.15	1.93	6.49
临沂矿业集团有限责任公司	20.00	72.17	37.77	0.81	103.74	3.05	1.28	3.79	9.91
国投新集能源股份有限公司	20.00	85.04	48.21	-46.51	113.19	-0.51	6.39	-6.18	27.86
神华宁夏煤业集团有限责任公司	18.00	73.47	44.18	-5.27	-7157.82	2.91	-19.96	3.21	28.78
保利能源控股有限公司	16.50	60.27	38.56	-9.81	-26.90	0.72	0.34	3.06	35.44
鄂尔多斯市乌兰煤炭	16.00	33.88	26.93	-3.66	154.66	1.96	2.82	1.30	15.69

请务必阅读正文之后的免责声明



发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金净流量/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
(集团)有限责任公司									
山东泉兴矿业集团有限责任公司	15.00	71.57	28.13	3.21	-43.65	2.18	1.45	17.30	32.58
上海大屯能源股份有限公司	15.00	38.61	68.97	0.14	3570.07	16.06	6.19	17.88	13.63
济宁矿业集团有限公司	15.00	70.25	66.04	-4.82	127.84	2.52	4.51	5.29	18.82
山东省微山湖矿业集团有限公司	14.40	66.22	71.98	3.22	201.76	3.93	2.81	7.80	20.51
彬县煤炭有限责任公司	14.09	57.56	82.96	1.94	-60.06	2.05	6.31	2.93	14.20
阜新矿业(集团)有限责任公司	14.00	75.89	85.45	-25.49	63.47	-1.20	0.83	4.42	33.13
沈阳煤业(集团)有限责任公司	13.70	77.72	77.37	-19.47	-30.51	0.66	-0.69	8.15	22.69
安源煤业集团股份有限公司	12.00	66.98	67.69	0.79	-156.03	2.57	-4.64	2.23	19.35
吉林省煤业集团有限公司	12.00	80.89	80.25	-18.44	-15.72	2.05	-1.66	-1.99	35.06
神东天隆集团有限责任公司	10.00	33.16	59.66	0.89	239.59	5.41	3.26	-7.93	11.02
潞安新疆煤化工(集团)有限公司	10.00	69.79	66.60	-6.66	25.92	1.54	0.26	0.31	6.69
阳城县阳泰集团实业有限公司	10.00	74.82	64.89	-0.27	-31.95	2.22	4.86	11.60	44.19
山东宏河矿业集团有限公司	8.60	61.22	73.56	2.52	-10.51	41.21	0.57	2.88	7.42
山西襄矿集团有限公司	8.00	73.07	51.51	0.04	118.39	5.02	0.98	-7.62	20.32
沈阳焦煤股份有限公司	8.00	84.94	80.16	-14.18	-236.77	1.46	0.35	17.36	17.80
陕西黄河矿业(集团)有限责任公司	7.00	59.82	68.37	1.23	-22.18	1.46	8.39	0.51	11.46
山东新查庄矿业有限责任公司	6.00	60.52	77.48	-11.36	-174.67	-0.04	-0.94	-5.12	57.37

请务必阅读正文之后的免责声明

发行人	存量债规模(亿元)	资产负债率(%)	流动负债/总负债(%)	净资产收益率(%)	利润总额同比增长率(%)	EBITDA/利息费用	经营现金流净额(亿元)	经营现金净流量/流动债务(%)	三大费用/营业收入(%)
湖南黑金时代股份有限公司	6.00	75.05	74.87	-51.15	11.07	-5.22	-0.60	6.67	15.34
山西乡宁焦煤集团有限责任公司	6.00	67.10	54.15	-2.65	-108.10	2.75	0.23	9.49	35.48
山西凯嘉能源集团有限公司	5.00	75.77	71.20	-1.95	-204.27	1.42	1.10	1.54	30.73
永泰控股集团有限公司	4.40	75.58	43.46	-	-99.42		8.75	-	51.62
青海省能源发展(集团)有限责任公司	2.50	47.06	80.61	-1.46	85.18	2.44	1.09	2.25	14.79
郑州煤电股份有限公司	2.00	64.29	94.01	-14.22	-62.20	1.10	3.93	-4.63	7.57
靖远煤业集团有限责任公司	1.00	55.17	90.08	-1.33	-94.05	3.28	-1.07	-2.61	10.87
山东王晁煤电集团有限公司	1.00	45.85	62.04	3.64	64.43	13.75	2.48	3.51	11.45
青海金瑞矿业发展股份有限公司	0.69	58.91	67.19	-7.39	-189.03	1.83	-0.06	46.94	49.96

资料来源：WIND，鹏元整理

## 免责声明

- 本报告由鹏元资信评估有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为鹏元资信研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 鹏元资信评估有限公司

### 深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮政编码：518040

电话：0755-82872333 0755-82872897

传真：0755-82872090

### 上海

地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室

邮政编码：200127

总机：021-51035670

传真：021-51917360

### 四川

地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室

邮政编码：610000

电话：028-82000210

传真：028-85288932

### 山东

地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室

邮政编码：250000

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

### 郑州

地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室

总机：0371-60308673

传真：0371-60308673

### 北京

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号新闻大厦 8 层

邮政编码：100005

电话：010-66216006

传真：010-66212002

### 长沙

地址：湖南省长沙市雨花区万家丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室

邮政编码：410007

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

### 江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮政编码：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

### 吉林

地址：吉林省长春市南关区人民大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室

邮政编码：130000

电话：0431-85962598

传真：0431-85962596

### 香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 9 楼 901 室

电话：(852) 24877066

传真：(852) 24877866