

煤炭

煤炭信用专题报告

冀中化债启示录

2024年4月18日

策略研究/专题报告

相关报告:

【山证】2024年一季度煤炭债复盘：融资环境改善，行业或迎发债窗口期
2024.4.10

【山证】2023年四季度煤炭债复盘：豫冀两省煤炭信用环境改善，相关债项值得挖掘
2024.1.7

【山证】三季度长期限发行继续增加，资金面扰动对估值影响小-煤炭债季度复盘
2023.10.9

山证煤炭团队

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:

- **以煤为主的多元化地方国企：**冀中能源集团第一大股东和实控人为河北省国资委，股权结构较为复杂。在多样化布局下，煤炭产业为最核心业务板块。总部地处冀中煤炭基地，区位优势强。尽管公司煤种优势较大，但仍然被资源问题困扰。
- **漫长的化债挑战：**2020年前后国企舆情引发市场高度关注，冀中能源集团信用环境遭冲击。除外部风险传导外，冀中能源集团自身也存在信用瑕疵。发债困难导致冀中能源集团进入漫长的化债挑战。期间公司并无实质性违约，离不开地方政府背书、金融机构支持、自身努力等因素。尽管冀中能源集团至今仍难言“轻舟已过万重山”，但其以极强的偿债信念和积极的化债措施成功度过难关后重新激活公开市场，值得称赞的同时也为弱资质国企提供了一个应对债务风险的样本。
- **极端结构与合理结构：**冀中化债期间，我们关注到债务结构对于发债主体的估值稳定性起到一定作用。根据样本筛选和结构讨论，我们测算出煤炭发债主体的合理结构区间为短期公开债占公开债比在 24.11-30.26%之间、公开债占比在 33.40-34.84%之间；极端结构为短期公开债占比 78.69%、公开债占比在 46.57-47.27%之间。
- **煤炭新一轮信用周期展望：**低利率环境深刻影响冀中能源集团等煤炭国企的投资逻辑，后续煤炭行业有望迎来新信用周期。**为什么会有新一轮煤炭信用周期？**一方面，尽管未来风险展望稳定，行业仍有融资需求；另一方面，债券市场“资产荒+策略荒”，后续煤炭行业有望迎来发债窗口期。**煤炭新信用周期具备什么特征？**公开债发行成本显著下降，长端更具优势。当前超长端发行利率处历史低位。后续煤炭主体平均发行期限有望被拉长。根据“合理结构”推演，当前主要煤炭发债集团主体存在债券增量和期限结构优化空间展望。
- **投资建议：**当前信用环境已经缓和，冀中能源集团已经渡过最艰难阶段，但公司债务结构仍有较大改善空间。在低利率环境下，具备较大信用下沉价值。考虑到煤炭行业现金流弱化预期、未来投资转型需求仍在以及债务结构存在优化空间，部分山西煤炭主体公开债存在一定增量预期，其中长久期或永续品种更具吸引力。
- **风险提示：**利率环境产生变化，煤炭价格大幅下跌导致现金流恶化，国企逃废债，统计样本不足或有偏差。



目录

一、 以煤为主的多元化地方国企.....	6
1.1 实控人为河北国资委，股权结构复杂.....	6
1.2 多样化经营，以煤炭为核心.....	6
1.3 区位优势大，焦煤占比较多.....	7
二、 漫长的化债挑战.....	11
2.1 弱资质国企风险共振.....	11
2.2 冀中债务风险演化.....	12
2.3 救赎与反思.....	13
2.3.1 政府背书与增信，恢复信心.....	14
2.3.2 金融机构支持，转危为安.....	15
2.3.3 资产处置，有舍有得.....	19
2.3.4 “强子”救“弱母”.....	20
2.3.5 减员降本，众志成城.....	22
2.3.6 化债后的反思.....	23
2.4 冀中化债案例值得回溯.....	24
三、 极端结构与合理结构.....	25
3.1 煤炭发债主体极端公开债务结构测算.....	25
3.2 煤炭发债主体合理公开债结构探讨.....	26
3.3 合理区间与信用迁徙.....	27
四、 煤炭新一轮信用周期展望.....	29
4.1 为什么会有新一轮煤炭信用周期？.....	29
4.1.1 风险展望稳定，行业仍有融资需求.....	29
4.1.2 债券市场“资产荒+策略荒”，行业或迎改善债务结构的窗口期.....	30
4.2 煤炭新信用周期特征展望.....	32



五、 投资建议.....37

六、 风险提示.....37

图表目录

图 1: 冀中能源集团及主要子公司股权结构复杂（截至 2023 年 9 月末） 6

图 2: 冀中能源集团子行业收入表现（亿元） 7

图 3: 冀中能源集团子行业毛利润表现（亿元） 7

图 4: 冀中能源集团毛利率表现..... 7

图 5: 冀中能源集团子行业毛利率表现..... 7

图 6: 冀中能源集团总部所处 14 个亿吨级冀中煤炭基地..... 8

图 7: 弱资质国企风险共振示意..... 11

图 8: 冀中能源集团债务风险演化..... 12

图 9: 冀中能源集团有息债务结构变化（亿元） 13

图 10: 冀中能源集团新发债情况（亿元） 13

图 11: 冀中能源集团及关联主体公开债余额（亿元） 13

图 12: 冀中能源集团信贷额度使用情况..... 15

图 13: 冀中能源集团不同银行授信使用情况跟踪（亿元） 16

图 14: 冀中能源集团借款结构变化（亿元） 17

图 15: 冀中能源集团综合融资成本（%） 19

图 16: 冀中集团财务公司存款来源..... 21

图 17: 冀中集团财务公司贷款去向..... 21

图 18: 冀中能源 16-22 年分红情况..... 22

图 19: 华北制药 16-22 年分红情况..... 22

图 20: 冀中能源集团人力资源情况 (人)	23
图 21: 冀中能源集团人均总成本.....	23
图 22: 冀中能源集团资产负债率表现.....	24
图 23: 冀中能源集团利息覆盖情况.....	24
图 24: 永煤事件期间部分主体未形成风险共振.....	27
图 25: 永煤事件后的信用迁徙.....	28
图 26: 动力煤长协价坚挺 (元/吨)	29
图 27: 动力煤市场价维持高位 (元/吨)	29
图 28: 炼焦煤市场价波动较大 (元/吨)	30
图 29: 炼焦煤长协价提供支撑 (元/吨)	30
图 30: 国债 1-10 年期限利差处于低位.....	31
图 31: 国债 1-30 年期限利差处于低位.....	31
图 32: 各期限 AAA 城投债收益率大幅下行 (%)	31
图 33: 各期限 AA-城投债收益率大幅下行 (%)	31
图 34: AAA 产业债利差走势.....	32
图 35: 3 年期与 1 年期 AAA 产业债利差倒挂.....	32
图 36: 冀中能源集团 1Y 和 3Y 信用债发行利率走势 (%)	33
图 37: 不同时期的煤炭 10Y 信用债发行利率走势.....	34
表 1: 20-22 年冀中能源集团前五大客户分布.....	8
表 2: 冀中能源集团煤炭储量、产能、产量及储采比.....	9
表 3: 冀中能源集团煤种分布 (截至 2022 年) (亿吨)	10
表 4: 河北省政府多次给予冀中能源集团外部支持.....	14



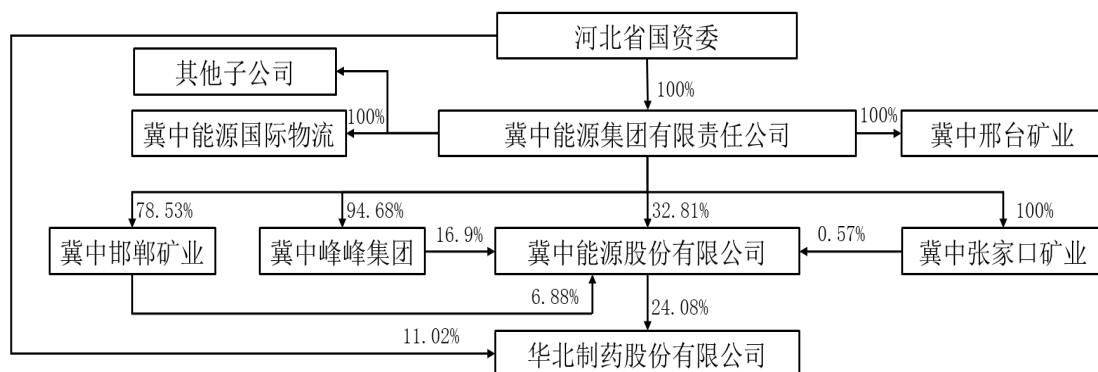
表 5: 冀中能源集团受限资金情况 (亿元)	17
表 6: 冀中能源集团上市公司股权质押情况.....	17
表 7: 冀中能源集团非上市公司股权质押情况.....	18
表 8: 2019-22 年冀中能源集团母公司长股投变动.....	19
表 9: 冀中能源多次向冀中能源集团提供支持.....	20
表 10: 华北制药多次向冀中能源集团提供支持.....	21
表 11: 各煤炭发债主体 YY 评级变动.....	25
表 12: 公开债合理结构与极端结构.....	35
表 13: 主要煤炭发债集团主体“公开债/有息负债”和“短期公开债/公开债”.....	35
表 14: 山西主要煤炭主体公开债占比.....	35
表 15: 山西主要煤炭主体“短期公开债/公开债”.....	36

一、以煤为主的多元化地方国企

1.1 实控人为河北国资委，股权结构复杂

冀中能源集团第一大股东和实控人为河北省国资委，股权结构较为复杂。冀中能源集团有限责任公司（简称“冀中能源集团”）前身是由河北金牛能源集团有限责任公司和冀中能源峰峰集团有限公司于 2008 年合并重组而来。公司大股东和实控人为河北省国资委，持股比例 100%。公司为河北省第一大煤炭企业。截至 2023 年三季度，公司并表的一级子公司 22 家，其中上市公司有 2 家，分别为冀中能源股份有限公司（简称“冀中能源”，000937.SZ）和 华北制药股份有限公司（简称“华北制药”，600812.SH）。受过往债务风险冲击，冀中能源集团内部股权结构较为复杂。

图 1：冀中能源集团及主要子公司股权结构复杂（截至 2023 年 9 月末）



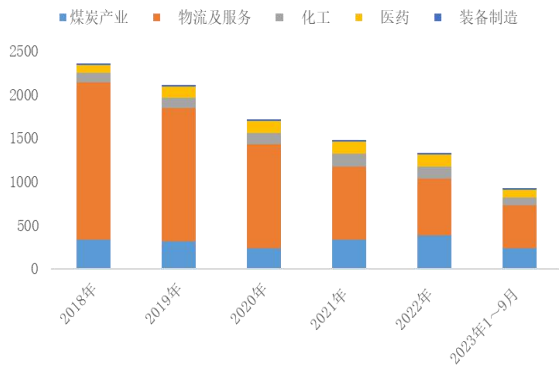
资料来源：《23 冀中能源 SCP011(科创票据)-冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第十一期超短期融资券(科创票据)续发募集说明书》，Wind，山西证券研究所

1.2 多样化经营，以煤炭为核心

冀中能源集团多样化经营，煤炭产业为最核心业务板块。冀中能源集团产业布局包括煤炭、医药、化工、装备制造、物流及服务业等。其中煤炭产业是重要的收入来源和最大的利润来源，近年来受益于煤炭价格中枢抬升，公司煤炭业务持续维持较高的毛利水平。非煤产业中物流及服务业贡献主要的收入、医药业务对利润形成一定补充。其中，物流及服务业因压缩规模导致收入体量持续下降，同时该业务利润率一直保持较低水平；医药业务收入相对平稳，利润率因成本端影响小幅波动；煤化工业务因煤炭价格上升，业绩贡献有所降低；装备制造业务规模较

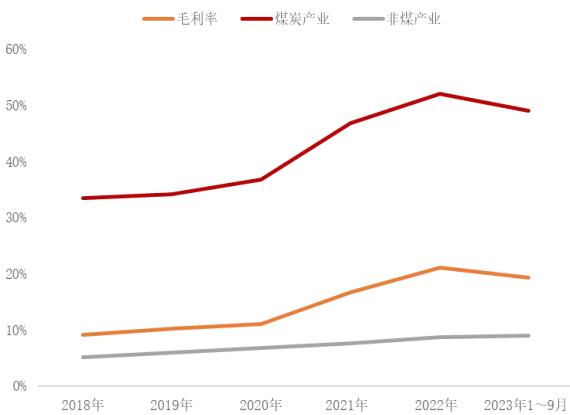
小，对整体业绩贡献度有限。

图 2：冀中能源集团子行业收入表现（亿元）



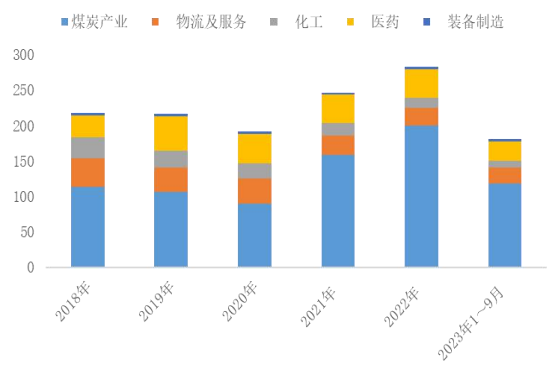
资料来源：《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》，山西证券研究所

图 4：冀中能源集团毛利率表现



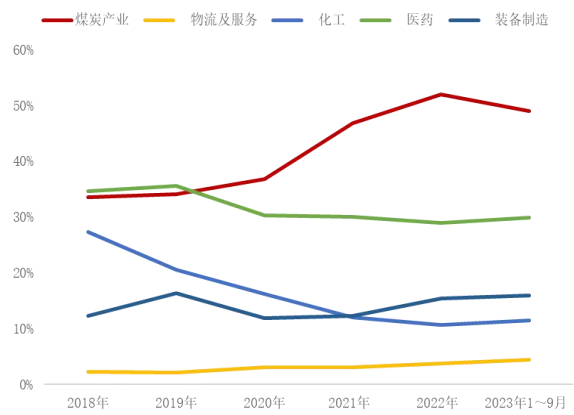
资料来源：《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》，山西证券研究所

图 3：冀中能源集团子行业毛利润表现（亿元）



资料来源：《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》，山西证券研究所

图 5：冀中能源集团子行业毛利率表现



资料来源：《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》，山西证券研究所

1.3 区位优势大，焦煤占比较多

总部地处冀中煤炭基地，区位优势强。冀中能源集团总部所处矿区为全国首批 14 个亿吨

级煤炭基地之一的冀中煤炭基地,资源储量较为丰富,该区是我国重要的动力煤和炼焦煤产地。同时,该区也位于京津冀经济圈内,京津冀经济圈为我国三大城市群和重要工业聚集区之一,区域内钢铁、电力、化工、建材等下游企业较多,粗钢、玻璃和水泥等工业品产量位列全国居前。考虑区域“双碳”转型、“粗钢平控、以钢定焦”等背景,预计京津冀经济圈具备较为稳定的煤炭消费体量,也对公司煤炭需求起到重要支撑作用。

图 6: 冀中能源集团总部所处 14 个亿吨级冀中煤炭基地



资料来源: 矿业汇, 山西证券研究所

表 1: 20-22 年冀中能源集团前五大客户分布

行业	占煤炭销售收入比例%					
	主要客户	2020 年	主要客户	2021 年	主要客户	2022 年
钢铁行业	中国宝武钢铁集团所属单位	5.88%	武汉钢铁股份有限公司	3.46%	武汉钢铁有限公司	3.56%
	河钢集团有限公司及所属单位	5.70%	河钢股份有限公司	2.10%	河钢股份有限公司	2.80%
	首钢集团有限公司所属单位	1.28%	山东钢铁集团日照有限公司	1.93%	天津铁厂	2.61%
	山东钢铁集团有限公司	0.93%	湖南华菱湘潭钢铁有限公司	1.31%	武安瑞川贸易有限公司	2.27%
	邢台钢铁有限责任公司	0.91%	邢台市建龙邢钢科技有限责	1.07%	山东钢铁集团日照有限	2.06%

公司	占比	子公司	占比	公司	占比
河北建投能源投资股份有限公司所属单位	2.39%	河北华丰能源科技发展有限公司	1.08%	河北华丰能源科技发展有限公司	1.21%
中国大唐集团有限公司所属单位	1.97%	河北建投沙河发电有限责任公司	0.97%	深圳能源集团股份有限公司	0.89%
邢台国泰发电有限责任公司	0.62%	内蒙古和锦盛再生资源有限公司	0.91%	中国石油化工股份有限公司	0.84%
河北邯峰发电有限责任公司	0.51%	秦皇岛华港鹏辉贸易有限公司	0.82%	河北建投沙河发电有限责任公司	0.79%
国家能源投资集团有限公司所属单位	0.47%	中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司物资供应处	0.57%	邢台国泰发电有限责任公司	0.72%

资料来源：《冀中能源集团有限责任公司 2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2022 年度第六期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第七期超短期融资券基础募集说明书》，山西证券研究所

公司为河北省第一大煤炭企业，但仍然被资源问题困扰。按产能体量，公司为河北省第一大煤炭集团。公司 2021 年产能下降较快主因 2020 年化解过剩产能于 2021 年完成退出并进行了核减，2022 年产能同比增长，主因新纳入核定产能 120 万吨/年的山西大远矿。由于公司部分矿井所处的区域开采深度较深、开采年限较长并且地质条件较复杂，因此冀中能源集团的煤炭资源也面临着潜在安全生产风险、资源接续等问题。根据《2020 年度第二期超短期融资券募集说明书》、《2020 年度第十期超短期融资券募集说明书》、《2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《2022 年度第三期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2024 年度信用评级报告》，冀中能源集团 2021 年底产能 5983 万吨，对应储采比 73.41；2022 年底产能 6058 万吨，对应储采比将近 50，储采比波动较大。

表 2：冀中能源集团煤炭储量、产能、产量及储采比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
总地质储量（亿吨）	132.18	111.97	126.35	125.96	86.09
可采储量（亿吨）	53.07	42.41	43.40	43.92	29.28
核定产能（万吨/年）	6247.00	6337.00	6437.00	5983.00	6058.00
产量（万吨）	5491.69	5461.37	5235.92	4776.51	4453.23
储采比	84.95	66.92	67.42	73.41	48.33

资料来源：《2020 年度第二期超短期融资券募集说明书》、《2020 年度第十期超短期融资券募集说明书》、《2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《2022 年度第六期超短期融资券募集说明书》，《冀中能源集团有限责任公司 2024 年度信用评级报告》，山西证券研究所

矿区分布广泛，煤炭品种优势强。公司在产矿井除了分布在河北之外，还分布在山西、内蒙古、新疆、陕西等省份。煤种方面，公司所产煤种包含炼焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤、瘦煤和长焰煤为主，具有低灰、含硫较低、粘结性较强、结焦性较高等特点，品种优势强。根据《冀中能源集团有限责任公司 2024 年度信用评级报告》信息，截至 2023 年 9 月末炼焦煤约占 51%，占比较高；2022 年末，公司拥有 23 座洗煤厂，其中炼焦煤原煤入洗能力 3,701 万吨/年，动力煤原煤入洗能力 1,531 万吨/年。

表 3：冀中能源集团煤种分布（截至 2022 年）（亿吨）

序号	资源所在地	地质储量	可采储量	煤种
1	峰峰矿区	11.39	1.58	焦煤、肥煤、无烟煤
2	邯郸矿区	1.38	0.34	无烟煤为主
3	邢台矿区	21.92	2.17	1/3 焦煤、气煤、肥煤为主
河北省小计		34.69	4.09	-
内蒙古小计		25.15	12.47	长焰煤
山西省小计		17.22	8.16	焦煤、瘦煤、贫煤
新疆小计		6.61	3.64	焦煤
云南省小计		0.98	0.31	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
陕西省小计		1.44	0.61	电煤
合计		86.09	29.28	

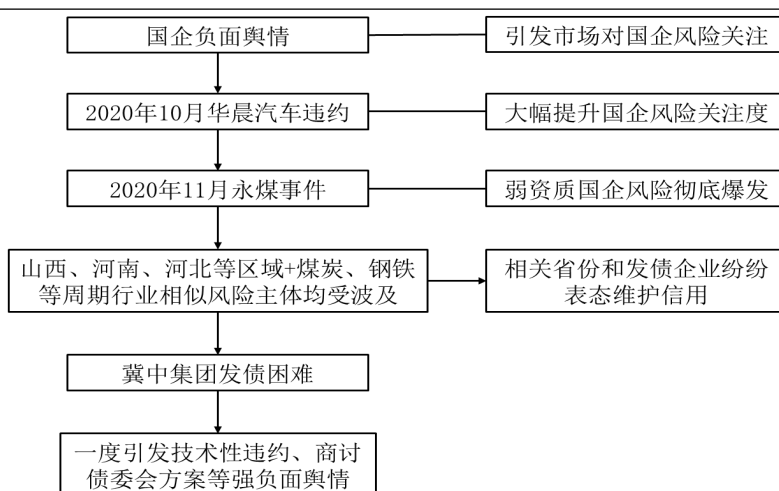
资料来源：《冀中能源集团 24 年信用评级报告》，山西证券研究所

二、漫长的化债挑战

2.1 弱资质国企风险共振

2020年前后国企舆情引发市场高度关注，冀中能源集团信用环境遭冲击。2020年前后产业国企的舆情逐渐增多，包括化工品价格调整下的永煤、山西煤炭企业的信用分化、债务密集到期的山钢等。同时，部分集团也陆续通过重组等方式提升风险抵御能力。随着2020年10月华晨汽车的违约，市场对于国企风险的担忧明显提升，而2020年11月的永煤事件则导致弱资质国企风险彻底爆发。风险释放后迅速形成“产业+区域”共振，其中山西、河南、河北等区域以及煤炭、钢铁等行业信用环境遭受强烈冲击。相关省份和发债企业也给出诸多举措维护地方信用，河南对三个月内到期的企业债券进行全面风险排查，并推动企业建立“631”债务偿还机制、审议通过《河南能源化工集团改革重生方案》等；山西除了加速推进重组及给出增信措施外，还多次给出如“像爱护自己的眼睛一样捍卫山西的信誉”、“不发生一笔违约”等表态；河北省制定出台《冀中能源集团走出困境化解风险实施方案》，冀中能源集团也在给市场的公开信中传达“确保公开市场债务不违约，请金融市场放心”的态度。但考虑到永煤事件深度挑战“国企信仰”和当时市场风险偏好，受到冲击的信用环境修复较为缓慢。冀中能源集团在此次事件冲击下，信用环境遭较大冲击。

图 7：弱资质国企风险共振示意

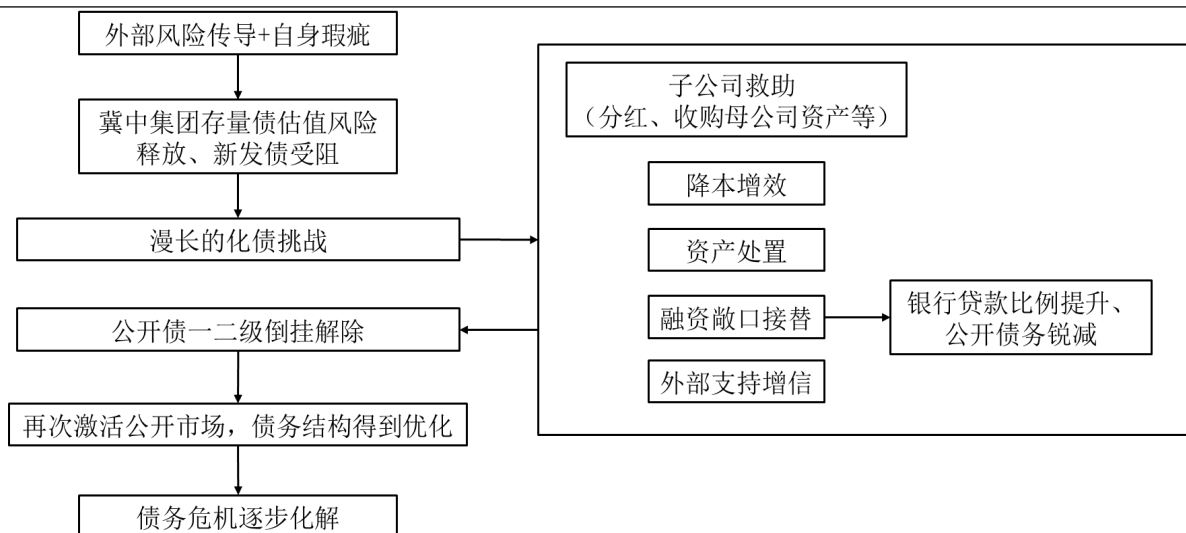


资料来源：山西证券研究所

2.2 冀中债务风险演化

除外部风险传导外，冀中能源集团自身也存在信用瑕疵。风险点主要集中在物流板块债务风险、母公司债务负担重以及短期流动性压力等方面。2020 年以来，物流板块下属国际物流等子公司取消融资性贸易业务，表观收入结构下降，计提大额信用减值，国际物流净利润连年亏损；由于资产规模下降，国际物流的债务负担仍较重，负债率持续提升；持续回收物流债权，但应收款项仍然规模较大。而母公司的短期流动性压力也体现在了 2021 年的技术性违约以及与银行商讨债委会方案等负面中。

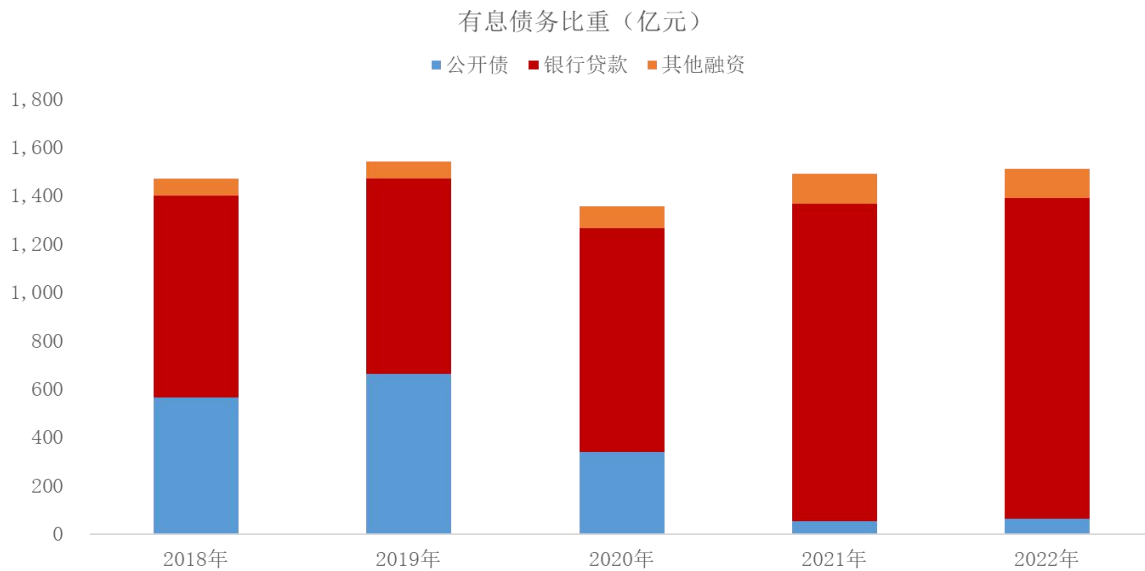
图 8：冀中能源集团债务风险演化



资料来源：山西证券研究所

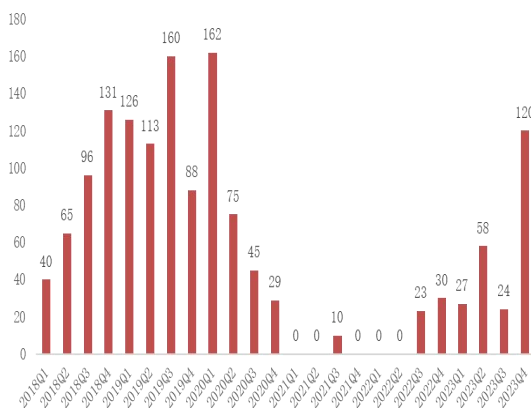
发债困难导致冀中能源集团进入漫长的化债挑战。受到信用冲击后，冀中能源集团在 2021Q1 至 2022Q2 之间，仅有 10 亿的公开债融资。之后市场情绪虽有缓和，但单季度发债数量远低于往年常规滚续规模，直到 2023Q4 发债数量才恢复至正常水平。整个债务去化过程经历 11 个季度，其中前 6 个季度中 5 个季度均无新发债，属于极端阶段，之后压力逐步放轻。极端阶段下，冀中能源集团全口径公开债务去化达 700 亿以上，公开债务占有息负债比重从近半降至最低不到 5%。

图 9：冀中能源集团有息债务结构变化（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

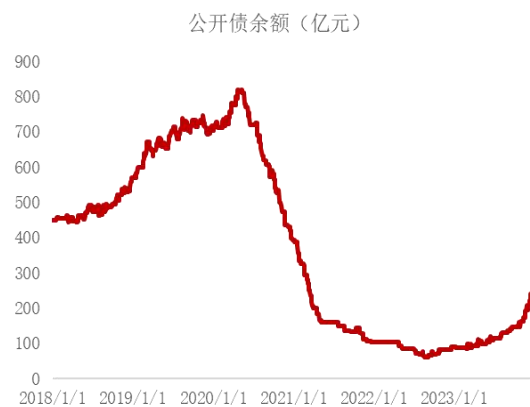
图 10：冀中能源集团新发债情况（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：债券余额按每季度最后一日计算。

图 11：冀中能源集团及关联主体公开债余额（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：关联主体包括冀中能源、华北制药、国际物流、峰峰集团。

2.3 救赎与反思

值得注意的是，得益于公司所获得的外部支持和自身努力，化债期间并无实质性违约。

因此，其在化债期间的行动具示范意义。

2.3.1 政府背书与增信，恢复信心

河北省给予公司信用背书和帮助，恢复市场信心。公司虽在河北省国企序列中系统重要性弱于河钢，但在省内仍具有非常重要的实体地位，其发展过程中曾多次获得河北省增资等支持行动。永煤事件前后，河北省设立总规模 300 亿元河北省国企信用保障基金的支持公司境内债，并同意河北国企改革基金向公司增资不超过 130 亿元（截至 2022 年已到位 116 亿元）。此外，河北省政府还批准《冀中能源集团走出困境、化解风险实施方案》，该《方案》意在确保冀中集团尽快完成国际物流债权清收和通过与金融机构多种合作化解债务危机。后者包括但不限于引入战投债转股、协调妥善处置存量债务等。在省政府的强力背书下，市场信心逐步恢复。

划拨资产，增强资产质量。根据 2023 年 1 月河北省国资委下发的《关于原河北中达集团在陕投资的“一公司三矿”股权划转注入冀中能源集团以及无偿划出部分股权的批复》（冀国资发产权[2022]111 号），河北省同意将陕西彬长煤业 100%股权、陕西火石咀煤矿 51%股权、旬邑县中达燕家河煤矿 85%股权、陕西旬邑县旬东煤业 90%股权、子长县安定煤业 62%股权以股权投资的形式注入公司，再次增强公司资产质量。

表 4：河北省政府多次给予冀中能源集团外部支持

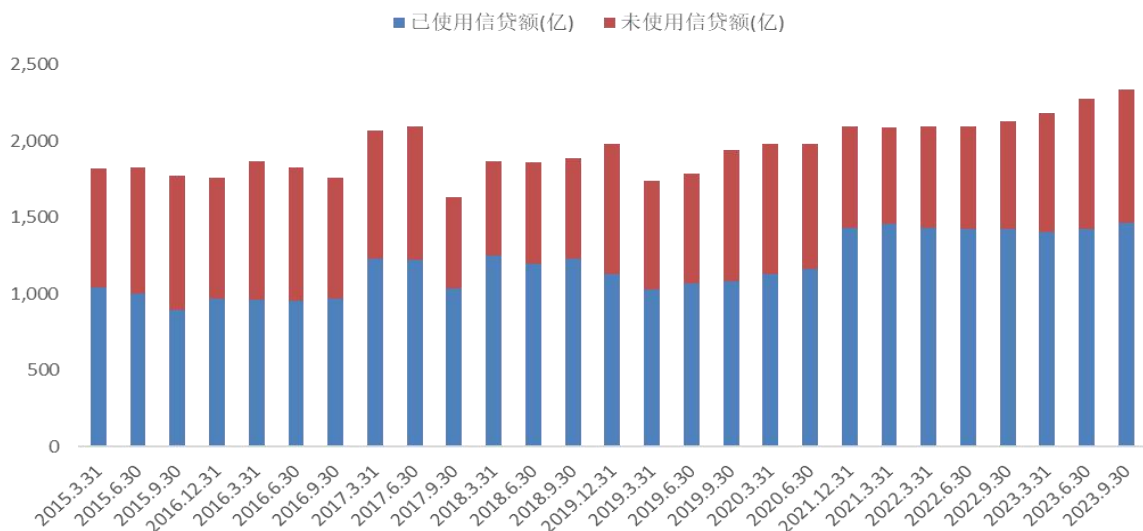
时间	支持事项
2020 年 9 月	河北省国资委授权，河北建投牵头组建河北省国企信用保障有限责任公司，河北国企信用保障公司联合省内国有企业和金融机构等单位，共同发起设立总规模 300 亿元的河北省国企信用保障基金（首期基金募集资金为 150 亿元），对冀中能源集团等省属国有企业在境内公开发行的债券，采取“应急”和“增信”方式提供信用保障支持。
2021 年 3 月	河北省国资委下发《关于河北国企改革基金对冀中能源集团增资扩股的意见》，原则同意河北国企改革基金向公司增资不超过 130 亿元。
2023 年 1 月	河北国资委下发《关于原河北中达集团在陕投资的“一公司三矿”股权划转注入冀中能源集团以及无偿划出部分股权的批复》（冀国资发产权[2022]111 号），同意将陕西彬长煤业有限责任公司 100%股权、陕西火石咀煤矿有限责任公司 51%股权、旬邑县中达燕家河煤矿有限公司 85%股权、陕西旬邑县旬东煤业有限责任公司 90%股权、子长县安定煤业有限责任公司 62%股权，由省国资委以股权投资方式注入至公司，并按照审计、评估后的净资产值增加公司国家资本金。

资料来源：《冀中能源集团 24 年评级报告》，山西证券研究所

2.3.2 金融机构支持，转危为安

公司得以顺利化解短期债务危机离不开金融机构的帮助。表观上公司 2020 年以来公开债快速且大幅减少，而缺口主要靠银行贷款在短期内弥补。其中给予公司新增贷款支持的银行包括但不限于河北银行、建设银行、交通银行、农业银行以及邢台银行等。从公司授信使用情况来看，永煤事件后公司已使用信贷额度明显提升至历史最高水平，其债务危机在短期内也消耗掉大量地方金融资源。

图 12：冀中能源集团信贷额度使用情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

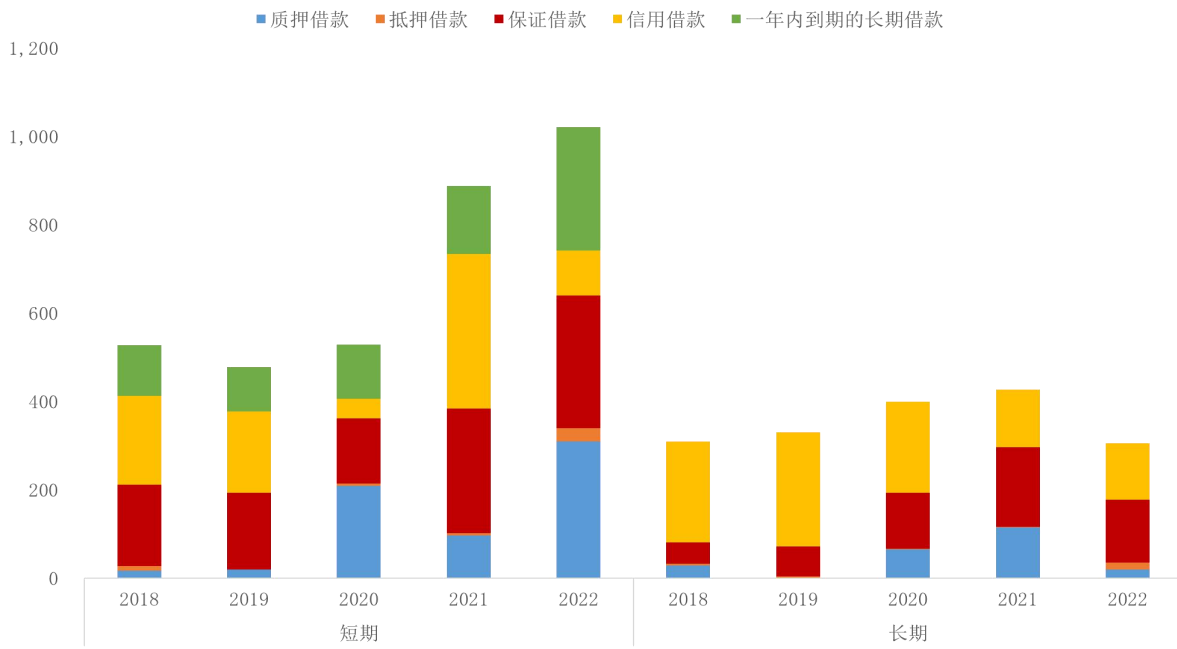
图 13：冀中能源集团不同银行授信使用情况跟踪（亿元）

2020年3月			2023年9月			轧差	
银行类别	授信额度	已使用额度	银行类别	授信额度	已使用额度	授信额度	已使用额度
国开行	15.61	10.74	国开行	15.61	5.80	0.00	-4.94
进出口银行	16.80	12.95	进出口银行	19.80	12.00	3.00	-0.95
工商银行	128.53	62.60	工商银行	128.53	68.60	0.00	6.00
中国银行	149.54	112.21	中国银行	141.13	111.57	-8.41	-0.64
建设银行	216.90	128.86	建设银行	216.60	163.65	-0.30	34.79
农业银行	68.53	45.57	农业银行	118.54	57.35	50.01	11.78
交通银行	99.10	55.27	交通银行	115.10	81.85	16.00	26.58
邮储银行	63.00	11.00	邮储银行	13.00	12.50	-50.00	1.50
浦发银行	100.00	72.21	浦发银行	100.00	69.36	0.00	-2.85
光大银行	57.00	49.40	光大银行	70.00	68.60	13.00	19.20
兴业银行	250.00	74.38	兴业银行	250.00	75.38	0.00	1.00
中信银行	142.18	41.41	中信银行	154.03	54.08	11.85	12.67
民生银行	36.55	30.25	民生银行	36.55	12.99	0.00	-17.26
华夏银行	26.20	21.85	华夏银行	30.45	22.48	4.25	0.63
平安银行	7.00	1.70	平安银行	7.00	2.26	0.00	0.56
邯郸银行	25.56	18.88	邯郸银行	21.90	21.62	-3.66	2.74
渤海银行	25.45	6.20	渤海银行	25.45	4.80	0.00	-1.40
河北银行	5.30	4.73	河北银行	79.35	76.57	74.05	71.84
张家口商行	2.50	2.00	张家口商行	7.57	7.57	5.07	5.57
邢台银行	7.40	7.40	邢台银行	21.21	19.66	13.81	12.26
其他	540.06	361.57	其他	762.18	513.92	222.12	152.35
总计	1983.21	1131.18	总计	2334.00	1462.61	350.79	331.43

资料来源：《冀中能源集团有限责任公司 2020 年度第十期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第七期超短期融资券基础募集说明书》，山西证券研究所

“债转贷”挪移乾坤。银行的短期信用借款和保证借款短期内大量置换了公开债务，为公司赢得周转时间。之后公司增加了质押品，部分信用借款被质押贷款替换。尽管“债转贷”为公司赢得不少周转时间，但一方面债务负担并没有明显减少，另一方面债务仍然偏短期化。

图 14: 冀中能源集团借款结构变化 (亿元)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 5: 冀中能源集团受限资金情况 (亿元)

受限部分	2019 年末	2020 年末	2022 年三月	2022 年末	受限原因
货币资金	47.9	72.7	67.92	144.85	保证金等
固定资产	48.64	64.53	58.99	56.72	抵质押借款、融资租赁
无形资产	9.61	5.11	7.66	12.62	抵押借款
存货		0.02			
合计	106.15	142.36	134.57	214.19	

资料来源:《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》, 山西证券研究所

表 6: 冀中能源集团上市公司股权质押情况

上市公司股权质押	占持有股份数的比例				
	2019 年末	2021 年 4 月 15 日	2022 年 2 月 16 日	2022 年 5 月 31 日	2023 年 9 月末
冀中能源	43.26%	35.85%	57.16%	46.04%	47.54%
华北制药		23.29%	21.19%	37.69%	21.19%
金牛化工		49.99%	49.99%		

资料来源:《冀中能源集团 20 年评级报告》、《冀中能源集团 21 年评级报告》、《冀中能源集团 22 年评级报告》、《冀中能源集团 24 年评级报告》, 山西证券研究所

表 7：冀中能源集团非上市公司股权质押情况

21 年末		22 年末	
下属公司股权	抵/质押权人	下属公司股权	抵/质押权人
峰峰集团 46.39%股权	中国金谷国际信托有限责任公司	峰峰集团 46.39%股权	中国金谷国际信托有限责任公司
峰峰集团 39.34%股权	开滦（集团）有限责任公司	峰峰集团 39.34%股权	开滦（集团）有限责任公司
峰峰集团 5%股权	河北港口集团有限公司	峰峰集团 5%股权	河北港口集团有限公司
峰峰集团 3.93%股权	廊坊银行石家庄分行	峰峰集团 3.93%股权	廊坊银行石家庄分行
邯矿集团 78.53%股权	中国银行股份有限公司邯郸分行	邯矿集团 78.53%股权	中国银行股份有限公司邯郸分行
邢矿集团 90%股权	上海浦东发展银行股份有限公司 石家庄分行	邢矿集团 90%股权	上海浦东发展银行股份有限公司 石家庄分行
邢矿集团 7%股权	石家庄创冠投资	邢矿集团 7%股权	石家庄创冠投资
邢矿集团 2.29%股权	廊坊银行石家庄分行	邢矿集团 2.29%股权	廊坊银行石家庄分行
井矿集团 100%股权	河北高速公路集团有限公司	井矿集团 100%股权	河北高速公路集团有限公司
山西冀中 100%股权	河北港口集团有限公司	山西冀中 100%股权	河北港口集团有限公司
装备集团 100%股权	中国建设银行股份有限公司邯郸 高开支行	装备集团 100%股权	中国建设银行股份有限公司邯郸 高开支行
财务公司 45%股权	上海浦东发展银行股份有限公司 石家庄分行	张矿集团 100%股权	河北银行邢台分行
邯郸宝峰矿业有限公 司 56%股权	河北建投能源投资股份有限公司	邯郸宝峰矿业有限公司 56%股权	河北建投能源投资股份有限公司
华药集团 10%股权	河北港口集团有限公司	华药集团 10%股权	河北港口集团有限公司

资料来源：《冀中能源集团 2022 年度第一期超短期融资券募集说明书》，《冀中能源集团 2023 年度第七期超短期融资券基础募集说明书》，山西证券研究所

非银机构“添砖加瓦”。除银行增加信贷支持外，部分险资、租赁等非银机构也给予公司较多的支持帮助。虽然非银机构在很大程度上帮助公司渡过了最艰难的阶段，但这部分非银机构的信用使用成本较高。

图 15：冀中能源集团综合融资成本（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3.3 资产处置，有舍有得

“断臂求生”，退一步海阔天空。为缓解流动性压力和提升资产质量，母公司陆陆续续转让和处置了部分资产。根据母公司长期股权投资项目变动，20-22 年期间转让资产规模在 70 亿元左右。资产转让很大程度上是在河北国资体系内以及冀中集团体系内做资产腾挪，在解决了问题的同时也为河北国资以及冀中集团做了一次权益重组。

表 8：2019-22 年冀中能源集团母公司长股投变动

被投资单位（亿元）	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
一、子公司				
邢矿集团	24.15	44.20	44.20	24.20
邯矿集团	12.95	12.95	13.03	13.03
冀中股份	49.19	49.19	36.35	36.85
张矿集团	25.52	25.52	26.22	26.22
机械装备	4.33	4.33	4.33	4.33
峰峰集团	47.32	47.32	47.40	47.40
井矿集团	4.22	4.22	4.31	4.31
财务公司	9.23	9.23	14.63	14.63
华药集团	8.05	8.05	8.05	8.05
华药股份	29.95	16.09	16.09	16.09
山西冀中	20.00			20.00
金牛贸易	0.49	0.49	0.49	0.49

被投资单位（亿元）	2019年	2020年	2021年	2022年
河北航空	25.00	25.00		
惠宁化工	0.31	0.31	0.31	0.31
北京金牛	0.09	0.09	0.09	0.09
国际物流	68.00	68.00	68.00	68.00
河北充填	0.05			
金牛化工	8.13			
陶一矿业	0.11	0.11	0.11	0.11
德旺矿业	1.75	1.75	1.75	1.75
章泰矿业	2.01	2.01	2.01	2.01
华北医疗	5.03	5.03	5.03	5.03
金誉物业	1.16	1.16	1.16	
新能源				1.16
煤炭研究院	0.06	0.06	0.21	0.21
物产金属	0.31	0.31	0.31	0.31
华通金属	0.87	0.87	0.87	0.87
青龙煤业	5.09			
火石咀				24.68
二、联营企业				
石家庄创冠投资中心(有限合伙)			0.05	0.05
合计	353.38	326.29	294.97	320.16

资料来源：《冀中能源集团 2019 年财报》，《冀中能源集团 2020 年财报》，《冀中能源集团 2021 年财报》，《冀中能源集团 2022 年财报》，山西证券研究所

2.3.4 “强子”救“弱母”

上市子公司多次救助集团母公司。冀中能源集团具备典型“子强母弱”特征，旗下冀中能源、华北制药等上市公司，资产质量相对优质、现金流稳定。在冀中能源集团流动性危机期间，其上市子公司曾多次救助集团。冀中能源方面，主要通过现金收购母公司资产、为集团其他子公司增资、高额分红、增资集团财务公司等方式救助。华北制药方面，主要通过发行股份和现金等方式购买股东资产、高额分红、增资集团财务公司等方式救助。连续的救助在一定程度上可缓解集团的燃煤之急，但也会在一定程度上减少上市公司的现金储备。

表 9：冀中能源多次向冀中能源集团提供支持

时间	事项
2020 年 7 月	现金收购山西冀能青龙煤业有限公司 30%股权及托管 60%股权。
2020 年 7 月	向冀中能源集团财务有限责任公司增资 4.2 亿元。

时间	事项
2020年8月	向山西冀能青龙煤业有限公司增资8.1亿元。
2020年9月	现金购买河北金牛化工20%股份
2020年9月	现金购买华北制药10%股份
2021年8月	与财务公司签署《金融服务协议》，协议约定财务公司向股份公司提供存款、结算、贷款等金融服务，协议约定公司在财务的每日存款余额（含应计利息）最高不超过人民币50亿元。协议有效期3年。
2023年8月	向冀中能源集团财务有限责任公司增资4.55亿元。
2023年12月	重新与财务公司签署《金融服务协议》，协议约定财务公司向股份公司提供存款、结算、贷款等金融服务，协议约定在财务的每日存款余额（含应计利息）最高不超过人民币70亿元。协议有效期3年。

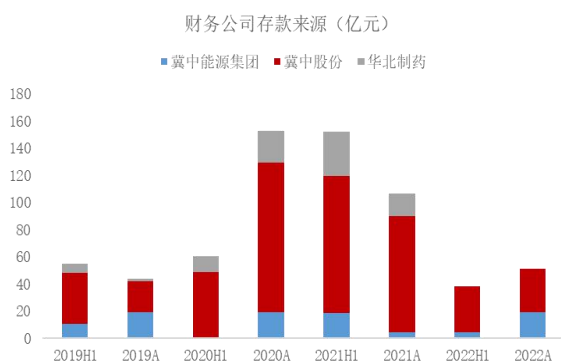
资料来源：《冀中能源：关于收购及托管山西冀能青龙煤业有限公司股权暨关联交易的公告》，《冀中能源：关于向冀中能源集团财务有限责任公司增资暨关联交易的公告》，《冀中能源：关于购买河北金牛化工股份有限公司股份暨关联交易的公告》，《冀中能源：关于购买华北制药股份有限公司股份暨关联交易的公告》，《冀中能源：关于与财务公司签署《金融服务协议》暨关联交易的公告（2021-08-21）》，《冀中能源关于向冀中能源集团财务有限责任公司增资暨关联交易的公告》，《冀中能源关于与冀中能源集团财务有限责任公司签署《金融服务协议》暨关联交易的公告（2023-12-07）》，山西证券研究所

表 10：华北制药多次向冀中能源集团提供支持

时间	事项
2020年4月	通过发行股份及支付现金的方式购买华药集团所持有的爱诺公司51%股权、动保公司100%股权及华北牌系列商标资产。
2023年8月	向冀中能源集团财务有限责任公司增资2.6亿元。

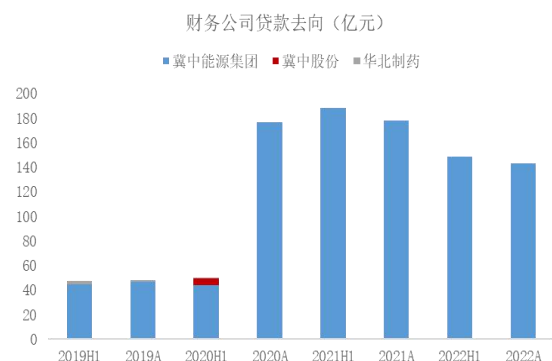
资料来源：《华北制药关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告》，《华北制药-600812关于向冀中能源集团财务有限责任公司增资暨关联交易的公告》，山西证券研究所

图 16：冀中集团财务公司存款来源



资料来源：《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2019年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2019年度风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2020年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇

图 17：冀中集团财务公司贷款去向



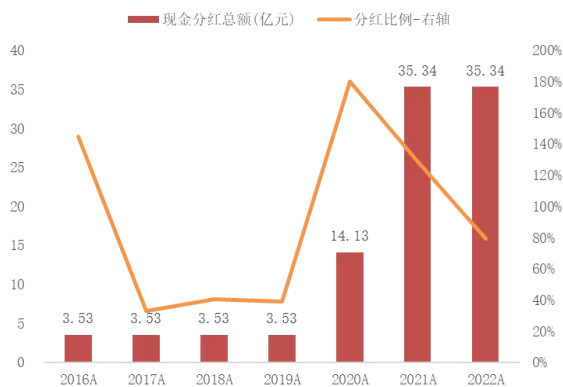
资料来源：《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2019年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2019年度风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司2020年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇

二〇年度风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇二一年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇二一年度风险评估审核报告》、《冀中能源：关于冀中能源集团财务有限责任公司风险评估审核报告》、《冀中能源-冀中能源关于冀中能源集团财务有限责任公司二〇二三年六月三十日风险评估审核报告》，山西证券研究所

二〇年度风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇二一年一至六月风险评估审核报告》、《冀中能源：冀中能源集团财务有限责任公司二〇二一年度风险评估审核报告》、《冀中能源：关于冀中能源集团财务有限责任公司风险评估审核报告》、《冀中能源-冀中能源关于冀中能源集团财务有限责任公司二〇二三年六月三十日风险评估审核报告》，山西证券研究所

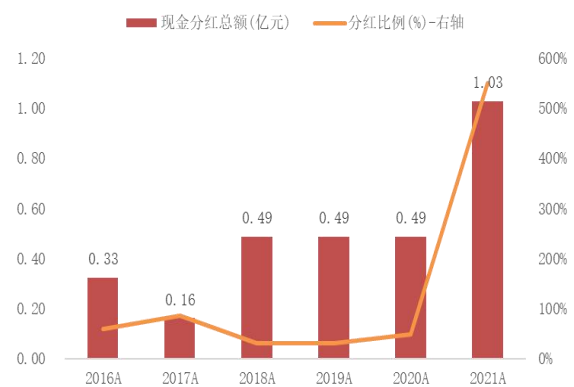
上市公司持续高分红。分红方面，冀中能源在永煤事件后持续给集团大额分红，根据 wind 数据，20-22 年累计分红约 84.81 亿元，分别实现分红比例 179.94%、128.99%、79.27%；华北制药在 21 年也大幅增加分红比例至 549.69%。

图 18：冀中能源 16-22 年分红情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：华北制药 16-22 年分红情况



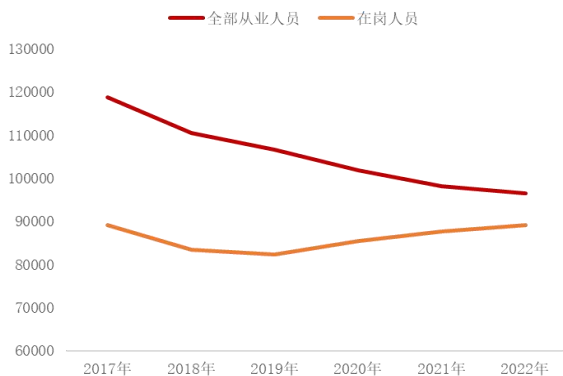
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3.5 减员降本，众志成城

精简组织机构，轻装上阵。公司持续减员降本，在很大程度缓解了成本端压力。根据《冀中能源集团有限责任公司 2018 年度第四期中期票据募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2019 年度第十二期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2020 年度第十三期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2022 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第六期超短期融资券基础募集说明书》和 Wind 数据，公

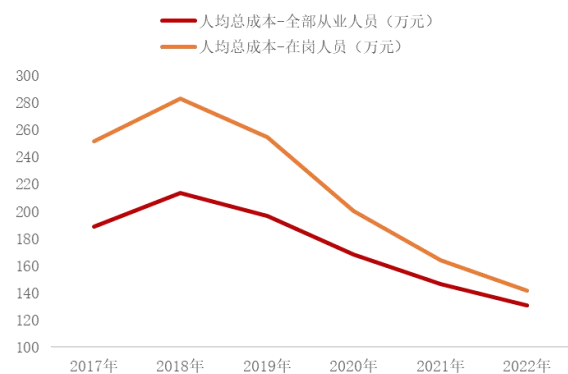
司 22 年全部从业人员较 19 年减少 9.54%；22 年全部从业人员口径下的人均总成本较 19 年减少 33.51%，22 在岗人员口径下的人均总成本较 19 年减少 44.47%。人员大量减少和成本不断压降表现公司众志成城，为公司化债增加了更多确定性。

图 20：冀中能源集团人力资源情况（人）



资料来源：《冀中能源集团有限责任公司 2018 年度第四期中期票据募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2019 年度第十二期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2020 年度第十三期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2022 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第六期超短期融资券基础募集说明书》，山西证券研究所

图 21：冀中能源集团人均总成本

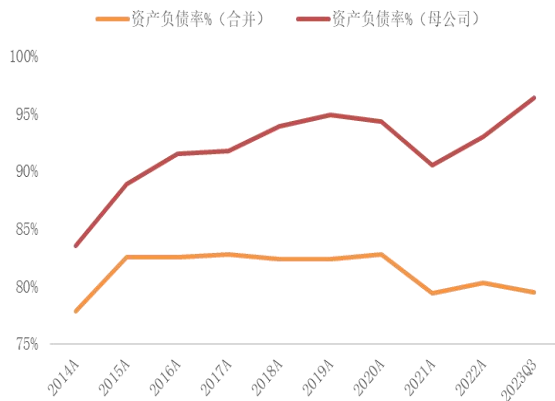


资料来源：《冀中能源集团有限责任公司 2018 年度第四期中期票据募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2019 年度第十二期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2020 年度第十三期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2021 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2022 年度第一期超短期融资券募集说明书》、《冀中能源集团有限责任公司 2023 年度第六期超短期融资券基础募集说明书》，山西证券研究所

2.3.6 化债后的反思

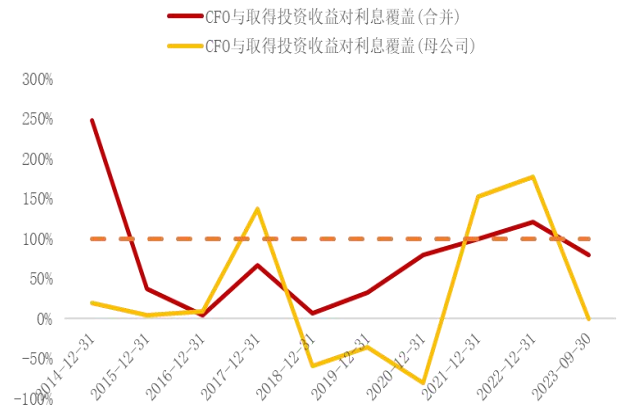
化债后难言“轻舟已过万重山”。当前公司已经成功度过公开债务风波，但债务负担并没有显著减轻。一方面，母公司债务负担仍然较重。长期股权投资变化、拆借等因素导致母公司口径资产负债率持续上升，整体来看母公司债务负担仍然较重。另一方面，利息覆盖不稳定。由于公司债务规模较大，利息对现金流形成较大挤占。得益于煤炭价格上涨，公司现金流一度可以覆盖利息，但随着煤炭价格回落，公司内生现金流减少，导致对利息覆盖程度有所下降。此外，考虑到公司复杂的治理结构，信用瑕疵仍在。

图 22：冀中能源集团资产负债率表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：冀中能源集团利息覆盖情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.4 冀中化债案例值得回溯

尽管冀中能源集团至今仍难言“轻舟已过万重山”，但其以极强的偿债信念和积极的化债措施成功度过难关后重新激活公开市场，值得称赞的同时也为弱资质国企提供了一个应对债务风险的样本。

在当前时点回溯的意义。首先，冀中能源集团经历一整轮信用周期，期间形成完整的的观察样本，此时可以相对全面回溯。其次，当前债券市场缺少供给，而冀中这类企业未来仍然有大量公开债融资需求，近期公司公开债存量也快速上升。

案例价值。首先，冀中能源集团仍然为煤炭债主体的风向标之一。尽管永煤事件后，冀中的资质有所改善，但仍具备煤炭债典型风险特征且资质排序偏低。与其他煤炭企业不同的是，通常主要发债煤炭企业大多在各省份为支柱企业，而冀中在河北省系统重要性排次席，且河北金融资源较弱。因此冀中的“信仰”强度要弱于其他省属集团发债主体。相对靠后的排序和省内地地位导致冀中对于信用风险和信用环境变化更为敏感，目前仍然是煤炭债主体的重要风向标。其次，在无实质违约的背景下，案例对弱资质国企在流动性危机下的应对具有较强启发和指导意义。冀中能源集团虽然经历过长期的流动性危机，但并无实质违约，之后债务融资逐步正常化，因此期间各种被市场验证的极限指标、公司自救措施等均具备较强的研究价值。

表 11：各煤炭发债主体 YY 评级变动

发债主体	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
山东能源集团	4	4	4	4	4		
陕西煤业化工集团	4	4	4	4-	4-	4-	4-
山西焦煤集团	4	4	4	4	4-	4-	4-
淮南矿业集团	5	5	5	5-	5-	5-	5-
晋能控股装备制造集团	4	4	4	5-	5-	5-	5-
晋能控股电力集团	5	5	5	6	6	5-	5-
晋能控股煤业集团	5	5	5	6-	6-	6-	6-
山西潞安集团	5	5	5	6-	6-	6-	6-
华阳新材料集团	5	5	5	6	6-	6-	6-
冀中能源集团	5	5	7	8-	8	7-	7-

资料来源：Wind，山西证券研究所

三、极端结构与合理结构

3.1 煤炭发债主体极端公开债务结构测算

冀中化债过程中，公开债规模快速下降，借款和其他类融资大幅增加，债务结构问题值得关注。

公开债务结构合理性。债券融资与银行信贷等融资方式存在差异，债务结构影响主体的市场风险抵御程度。公开债过多时，若市场环境变化，将会增加主体再融资风险。因此，除关注债务规模是否与资产规模、收入、利润、现金流等是否匹配的同时，也应该关注债务结构的不合理性可能会带来的潜在风险。如公开债占比较多同时一级市场显著收紧，企业不得不进行债务腾挪、降本增效、资产处置或者外部支持等方式渡过难关；短期公开债占比较多且再融资环境显著变差，这类风险定价也会在市场担忧偿还确定性的背景下被无限放大。

煤炭主体公开债的极端债务结构。理论上发债主体可以将所有的债务都转化为公开债，但一方面市场不会允许这类现象发生，另一方面大量的公开债也增加了不确定性。极端债务结构则反映发债主体在出现再融资风险后并无发生实质违约的前提下所承担的债务结构。冀中能源集团案例中的公开债占比可被理解为市场交易出来的极端公开债上限的参考值。根据冀中能源集团网站公布的信息，该集团最高峰公开债余额 850 亿元，按 2020 年 1 季度和 2 季度（有息负债高峰阶段）的有息负债规模推算公开债占比约为 **46.57-47.27%**。期限结构方面，冀中非煤业务相关主体与集团信用关联度较高，按冀中能源集团及其关联主体（冀中能源集团、冀中能

源、华北制药、国际物流、峰峰集团) 2020 年全年相关公开债余额加总测算, 将剩余期限小于 1 年的债项按短期债务处理, 测算该年最高的短债占比为 **78.69%**。

3.2 煤炭发债主体合理公开债结构探讨

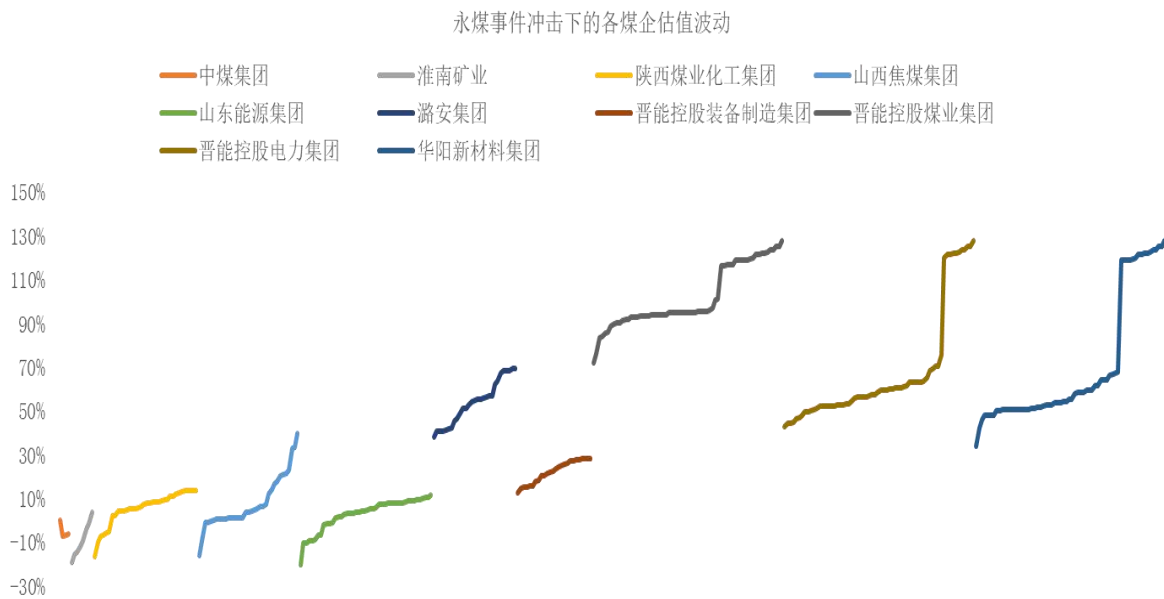
什么是公开债合理结构? 在触发风险时, 若相关主体并无估值风险或估值风险相对较弱, 则该主体的公开债务结构即为市场所交易出的合理结构。

如何判断合理公开债务结构?

首先, 从结果出发。如在永煤事件冲击下, 大部分主体的估值均有显著波动, 但部分主体的估值影响较小。相对而言, 估值受影响较小的这部分主体更具备参考意义。值得注意的是, 部分主体本身公开债存量比较小, 若违约则代价太大, 因此具备较强偿债意愿, 这类主体应排除。

合理公开债务结构测算。以永煤事件为例。在该事件发生后, 除冀中能源集团之外, 大部分煤炭发债主体均受到影响。截取估值波动区间 2020/11/10 至 2021/4/30, 从估值波动的分布来看, 部分主体估值均有较大幅度的上行, 另一部分主体估值变动较小或没有显著变动。估值波动不显著的主体为中煤集团、淮南矿业、陕煤化集团、山东能源集团, 但中煤集团、淮南矿业公开债存量较小。因此排除中煤集团和淮南矿业后, 陕煤化集团、山东能源集团相对更具代表意义。值得注意的是, 在永煤事件之前山能集团有重组事项, 因此陕煤化集团成为唯一参考样本。陕煤化集团及其关联主体(陕煤化集团、陕西煤业)按 2020 年 2 季度和 3 季度(有息负债高峰阶段)的有息负债规模推算公开债占比约为 **33.40-33.95%**。期限结构方面, 陕煤化集团及其关联主体(陕煤化集团、陕西煤业)2020 年内最高的短债占比为 **24.11%**。

图 24：永煤事件期间部分主体未形成风险共振



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：估值波动所截取的时间为 2020/11/10 至 2021/4/30。

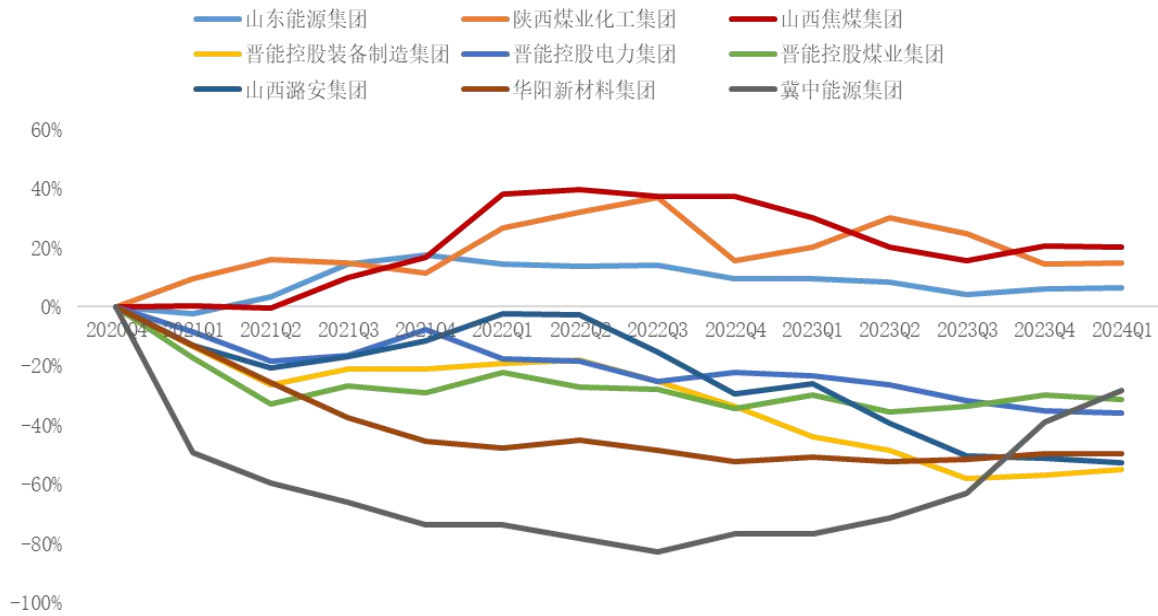
3.3 合理区间与信用迁徙

其次，合理结构或为区间。由于“合理结构”较难界定，而公开债体量也是不同发债主体和市场反复博弈出来的，因此与极端结构不同的是合理结构或为区间。

关注信用迁徙现象。所谓信用迁徙，实际上就是市场因策略不同选择将信用资源倾斜给某一风险敞口，可能是跨行业、跨属性、跨区域；也可能是在某些风险敞口确定的前提下，不同主体之间的迁徙。永煤事件之后部分煤炭主体因比较敏感的风险特征再融资遭到冻结，但另外一些风险偏低的主体公开债体量不降反升。信用迁徙或更多揭示市场心中的合理结构上限。以永煤事件为例。事件发生后，部分煤炭发债集团因一级市场环境变差，存续公开债项显著下降，但也有一部分资质相对较高的主体保持了相对平稳的规模或者有所增加。其中陕煤化集团和山西焦煤集团增量较多。其中结合估值变化来看，陕煤化集团为永煤事件中影响最小的主体；山西焦煤因受到山西国企改革和国企风险的影响，在永煤事件之前公开债体量已经大幅下降，但因资质较好，事件冲击后公开债体量明显恢复。根据后续发债情况看，陕煤化集团及其关联主体（陕煤化集团、陕西煤业）公开债存续高峰在 2022 年 3 季度前后，推算公开债占比约为 **34.84%**。期限结构方面，陕煤化集团及其关联主体（陕煤化集团、陕西煤业）2022 年内最高的短债占

比为 **30.26%**。

图 25：永煤事件后的信用迁徙



资料来源：Wind，山西证券研究所
备注：包含关联主体公开债务。

四、煤炭新一轮信用周期展望

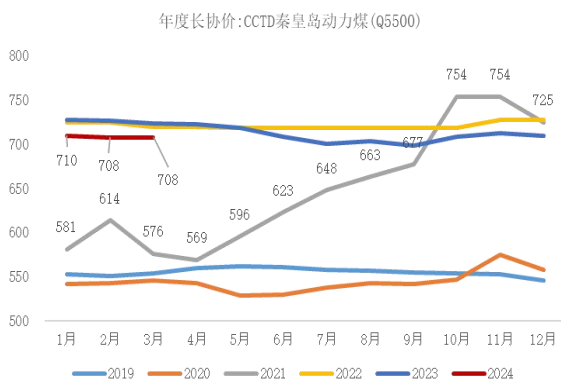
低利率环境深刻影响冀中能源集团等煤炭国企的投资逻辑，后续行业有望迎来新信用周期。

4.1 为什么会有新一轮煤炭信用周期？

4.1.1 风险展望稳定，行业仍有融资需求

行业景气度回落，但维持高位。动力煤方面，长协机制为电煤的主导机制，市场煤主要对应电煤的补充需求和非电需求。从动力煤长协价格变化来看，长协价格波动幅度较小且价格一直在高位，对整个动力煤市场形成了较为强有力的支撑。市场价格波动性较大，价格中枢维持高位。

图 26：动力煤长协价坚挺（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

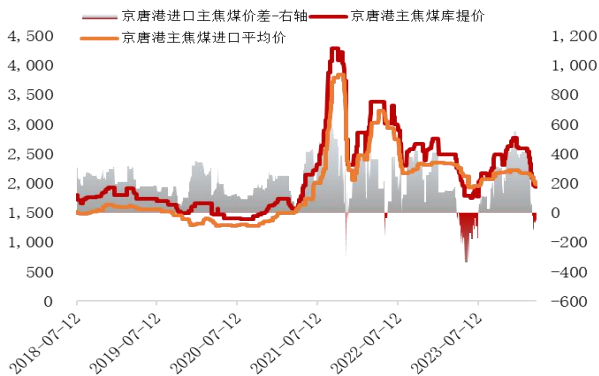
图 27：动力煤市场价维持高位（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

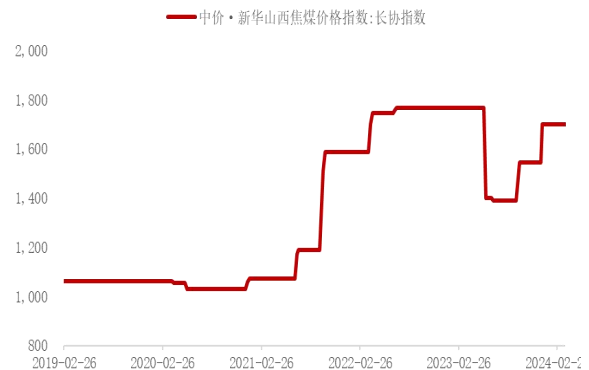
炼焦煤方面，市场化程度更高，波动大但中枢价格相对更强势。炼焦煤是市场化主导的品种，走势相对波动性较大。考虑资源稀缺性，炼焦煤中枢价格虽有所下降，但表现相对更加强势。炼焦煤长协价为上下游自发形成的价格联盟，作为焦煤价格的重要参考。2021年以来，虽有波动，但整体都维持较高位置。

图 28：炼焦煤市场价波动较大（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：炼焦煤长协价提供支撑（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

内生性现金流预期弱化，同时也将创造部分融资需求。在供需两弱的预期下，价格中枢仍有调整预期。23 年 Q2 煤炭价格快速出清，之后煤炭利差并没出现大幅走扩。利差钝化验证了市场并不认为彼时煤炭价格下行会严重影响煤企信用资质。虽然在以长协为主的价格体系下煤企经营具备较强安全边际，但中枢调整会在一定程度上弱化内生性现金流获取的预期。因此这也给煤炭企业通过增加融资来补充煤价下降所带来的流动性压力创造了条件。

4.1.2 债券市场“资产荒+策略荒”，行业或迎改善债务结构的窗口期

无论利率债还是信用债市场，当前均出现了“资产荒+策略荒”。

利率期限结构平坦化，期限利差已经较大幅度收窄。在“超长债”的交易热情带动下，久期策略一以贯之，10 年期国债收益率连续突破关键点位，30 年期国债收益率与 7 天 MLF 倒挂。利率期限结构极度平坦，1-10 年期国债期限利差和 1-30 年期国债期限利差经过显著收窄后，当前均处于低位。

图 30：国债 1-10 年期限利差处于低位



资料来源：中证，山西证券研究所

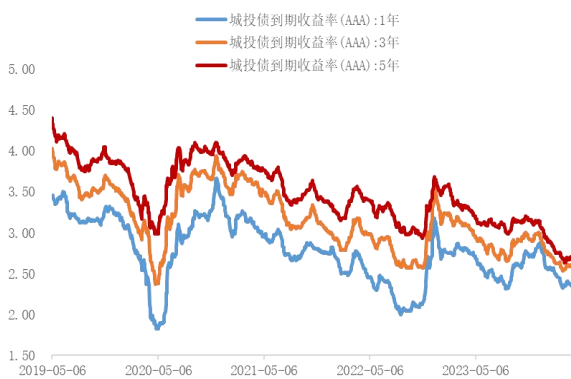
图 31：国债 1-30 年期限利差处于低位



资料来源：中证，山西证券研究所

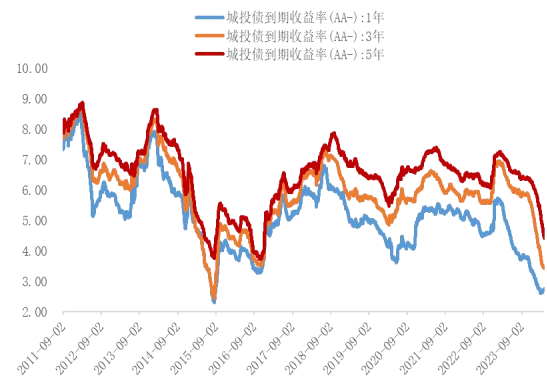
城投债利差收益下行，期限利差、等级利差收窄。高等级城投债收益率持续下行，其中高等级城投债期限利差已经显著压缩。低等级城投债收益下行速度更快，其中低等级城投债的期限利差和城投债等级利差均呈现较为明显收窄。

图 32：各期限 AAA 城投债收益率大幅下行（%）



资料来源：中证，山西证券研究所

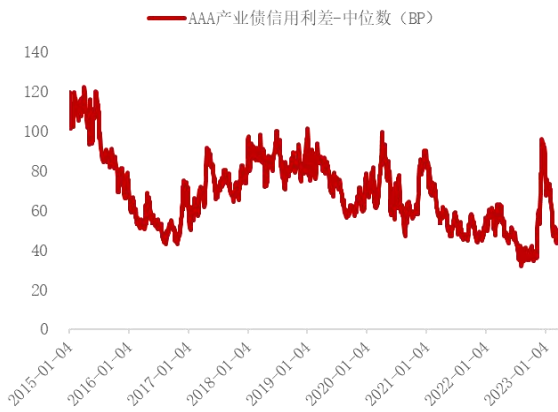
图 33：各期限 AA-城投债收益率大幅下行（%）



资料来源：中证，山西证券研究所

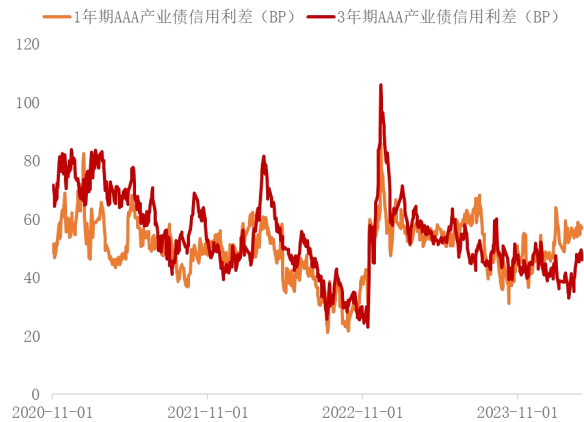
高等级产业债利差已经被压缩至低位，3 年期和 1 年期 AAA 产业债利差倒挂。产业债方面，利差整体也基本回到 22 年四季度赎回潮前水平。由于机构普遍拉长久期，3 年期 AAA 产业债利差收窄幅度更为显著，已经与 1 年期 AAA 产业债利差倒挂。

图 34：AAA 产业债利差走势



资料来源：兴业研究，山西证券研究所
备注：截至 2023 年 3 月 27 日。

图 35：3 年期与 1 年期 AAA 产业债利差倒挂



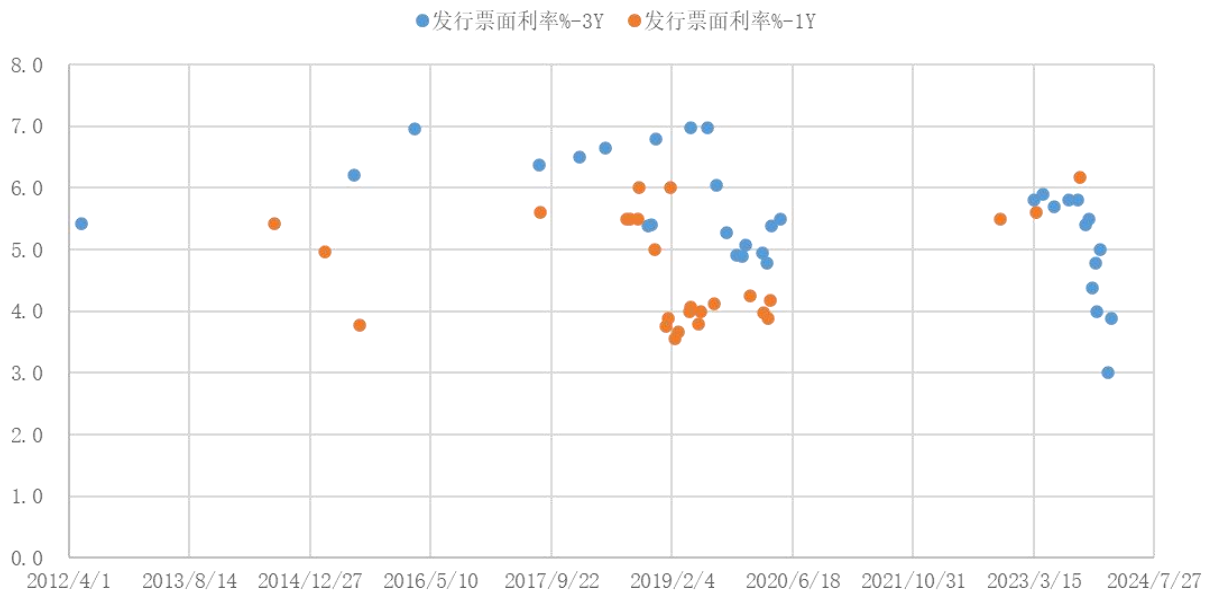
资料来源：中证，山西证券研究所

煤炭行业或迎来发债窗口期。对于煤炭行业而言，本身内生性现金流有所下降、企业仍有投资需求，同时部分发债主体债务结构有待优化。而煤炭债受永煤事件和煤炭价格大幅上涨等因素影响，存量规模大幅下降，占信用债比重也大幅下降。当前外部融资环境明显改善，城投债发行有所放缓，产业债或将获得更多信用资源，后续煤炭行业有望迎来发债窗口期。

4.2 煤炭新信用周期特征展望

公开债发行成本显著下降，长端更具优势。以冀中能源集团为例，对比该主体过往 1Y 和 3Y 期发行利率，在永煤事件发生之前，期限利差通常在 100-200BP 左右。在重启发债后，冀中能源集团 3Y 债项发行利率在短期内明显下降，且远低于相近阶段 1Y 债项发行利率；同时，3Y 发债数量也远多于 1Y。

图 36：冀中能源集团 1Y 和 3Y 信用债发行利率走势（%）



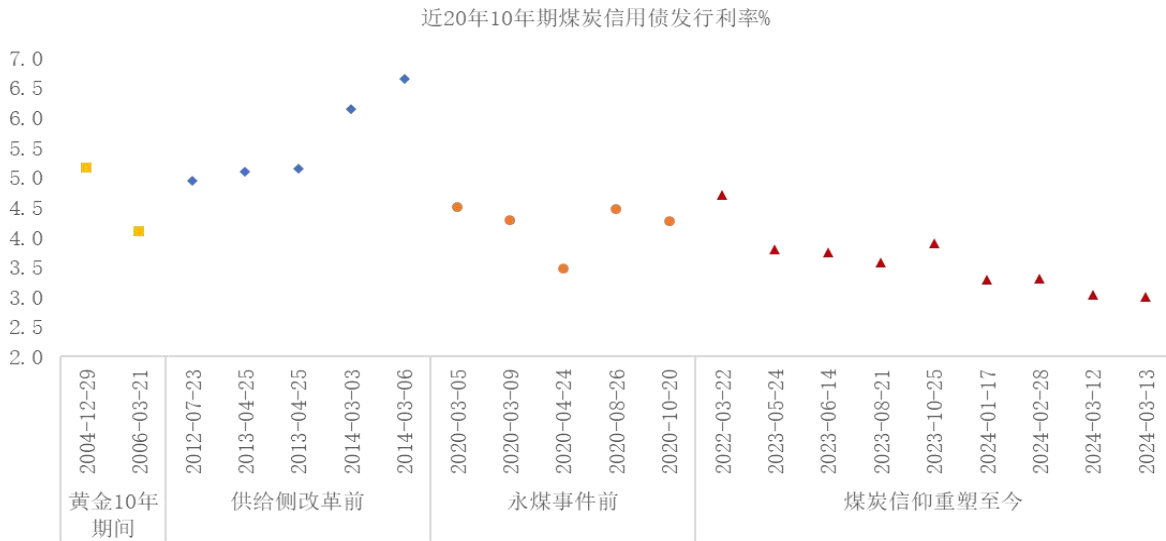
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：3Y 含 3+N、1+1+1、2+1 等。

超长端发行利率处历史低位。考虑到煤炭行业波动性较大、主体等级分布较为分散等特点，10Y 信用债主要在中高等级主体中间发行。按黄金 10 年、供给侧改革前夕、永煤事件前、煤炭信仰重塑后几个阶段，观察部分中高等级债项的 10Y 发行利率，相对来说供给侧改革后，发行成本逐步回落。煤炭信仰重塑后，10Y 煤炭债发行成本持续下行，当前已经处在历史低位。

后续煤炭主体平均发行期限有望被拉长。结合当前利率环境，若无风险利率期限结构长期平坦化，煤炭长端信用利差或将持续收窄并维持较低水平。后续短期债项性价比较低，发债主体或将更多倾向于发行长期债项，平均发行期限有望被拉长。

图 37：不同时期的煤炭 10Y 信用债发行利率走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：发行主体包括陕西煤业化工集团有限责任公司、山东能源集团有限公司、兖矿能源集团股份有限公司、山西潞安矿业(集团)有限责任公司。

当前主要煤炭发债集团主体存在债券增量和期限结构优化空间展望。根据上文所提出的“合理结构与极端结构”，煤炭发债主体的合理结构区间为短期公开债占公开债比在 24.11-30.26%之间、公开债占比在 33.40-34.84%之间；极端结构为短期公开债占比 78.69%、公开债占比在 46.57-47.27%之间。需要说明的是，“合理结构”的有效性需要建立在相关主体社会稳定重要性不变、区域信用政策环境稳定、主要授信银行财务状况良好等前提上。而以上条件在当前并没有发生显著变化，因此以该标准对比样本主体。公开债占比方面，截至 23 年 9 月，仅陕煤化占比处于合理结构内，其余样本主体公开债占比整体偏低，未来存在增量预期；截至 24 年 3 月，山西潞安集团、山西焦煤集团、陕煤化集团和华阳新材料集团短期公开债占比相对较高，后续存在继续优化的空间。

表 12：公开债合理结构与极端结构

项目	合理结构（下限）	合理结构（上限）	极端结构
公开债/有息负债	33.40-33.95%	34.84%	46.57-47.27%
短期公开债占比	24.11%	30.26%	78.69%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 13：主要煤炭发债集团主体 “公开债/有息负债” 和 “短期公开债/公开债”

发债主体（含关联主体）	公开债占比（截至 23 年 9 月）	短债占比（截至 24 年 3 月）
山东能源集团	21.91%	31.12%
陕西煤业化工集团	34.34%	39.61%
山西焦煤集团	14.74%	49.53%
晋能控股装备制造集团	15.31%	28.57%
晋能控股电力集团	26.14%	29.41%
晋能控股煤业集团	25.86%	27.80%
山西潞安集团	16.04%	56.50%
华阳新材料集团	23.38%	35.04%
冀中能源集团	8.25%	28.20%

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本主体公开债务含关联主体。

换个视角看山西煤炭主体。考虑到山西煤炭国企专业化重组推进时间较长且信用捆绑趋势较为确定，因此将山西焦煤集团、晋能控股装备制造集团、晋能控股电力集团、晋能控股煤业集团、山西潞安集团、华阳新材料集团主要六个主体加总观察。公开债占比方面，截至 23 年 9 月，六大集团存量公开债占有息债务 20.17%，相对于合理债务结构偏少；短期公开债占比方面，六大主体短期公开债合计占公开债的 35.74%，略高于合理结构，后续存在转化为长债的空间。

表 14：山西主要煤炭主体公开债占比

山西主要煤炭主体（亿元）	存量公开债（截至 23 年 9 月）	有息债务（截至 23 年 9 月）	公开债占比
山西焦煤集团	504	3420	
晋能控股装备制造集团	319	2084	
晋能控股电力集团	552	2111	
晋能控股煤业集团	863	3338	
山西潞安集团	300	1870	
华阳新材料集团	349	1494	
合计	2887	14316	20.17%

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本主体公开债务含关联主体。

表 15：山西主要煤炭主体“短期公开债/公开债”

山西主要煤炭主体（亿元）	公开债（截至 23 年 9 月）	短期公开债（截至 23 年 9 月）	短债占比
山西焦煤集团	504	250	
晋能控股装备制造集团	319	90	
晋能控股电力集团	552	157	
晋能控股煤业集团	863	249	
山西潞安集团	300	156	
华阳新材料集团	349	130	
合计	2887	1032	35.74%

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：样本主体公开债务含关联主体。

五、投资建议

当前信用环境已经缓和，**冀中能源集团**已经渡过最艰难阶段，但公司债务结构仍有较大改善空间。在低利率环境下，具备较大信用下沉价值。

考虑到煤炭行业现金流弱化预期、未来投资转型需求仍在以及债务结构存在优化空间，部分山西煤炭主体公开债存在一定增量预期，其中长久期或永续品种更具吸引力。

六、风险提示

利率环境产生变化，煤炭价格大幅下跌导致现金流恶化，国企逃废债，统计样本不足或有偏差。

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受到任何形式的补偿。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。

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,本报告的任一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

