

恒鼎实业债务违约背后：煤炭行业信用风险正在加大

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
工商企业评级部 莫燕华

一、恒鼎实业债务违约事件

2015年11月4日，四川民营煤炭企业恒鼎实业国际发展有限公司（简称“恒鼎实业”或“该公司”、“公司”），股票代码：01393.HK）在港交所发布公告称，公司无力支付于当日到期的美元公司债本息合计1.906亿美元，这标志着这家四川省最大的民营煤炭企业正式步入违约状态。该债券为其在新加坡交易所发行的4亿美元5年期的优先票据，票面利率为8.625%，于2014年提前赎回了2.17亿美元，剩余本金1.83亿美元，连同利息约1.906亿美元尚未兑付。事实上，除了票据不能偿还，恒鼎实业还违反了在岸贷款协议。早在2015年10月30日，恒鼎实业公告称“本公司及附属公司是与各家不同银行订立贷款协议的协议方，据此，本集团已借入款项作营运资金及其他用途，于2015年6月30日，该贷款下，尚未偿还的本金总额约人民币60.08亿元”、“本公司间接中国附属公司尚未偿付于2015年6月到期的短期无抵押贷款，尚未支付有关应计利息。截至2015年9月30日，贷款尚未偿还的本金额约为人民币2.896亿元。”近日，标普将恒鼎实业长期信用等级从“CCC-”下调至“D”。

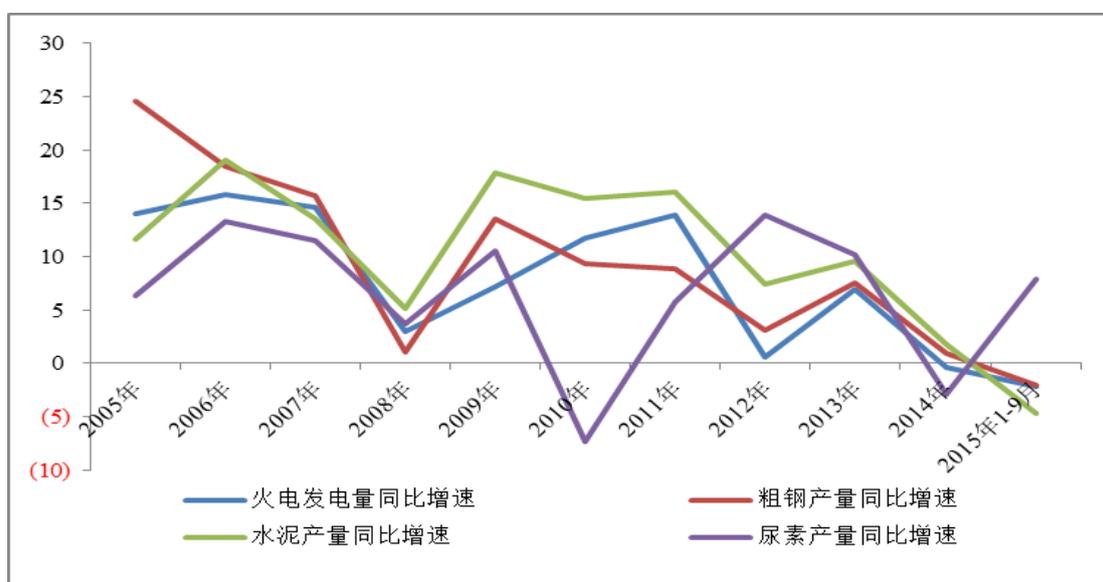
恒鼎实业于2000年5月在四川省攀枝花市成立，实际控制人为自然人鲜扬。公司主营煤炭生产和销售业务，主要矿区位于云贵川地区。经过矿井的收购重组，恒鼎实业逐渐发展成为四川省最大的民营煤炭集团。2007年9月，恒鼎实业在香港联合交易所主板上市，成为中国第一家在境外主要资本市场上市的民营能源生产企业。2012年起，受煤炭行业景气度持续下滑以及攀枝花市、云南省区域性停产政策以及公司煤矿整合、生产成本较高等因素影响，恒鼎实业经营压力持续加大，并逐渐陷入经营困境。2012年公司营业收入同比下降32.66%至19.31亿元，净利润由上年同期的7.14亿元降为-1.47亿元。2014年以来，恒鼎实业经营业绩继续下滑，2014年公司营业收入已降至7.35亿元，亏损高达14.23亿元。除经营业绩持续下滑外，公司流动性压力也面临较大挑战。截至2015年6月末，公司资产负债率为62.37%，流动比率仅0.29，账面的现金及现金等价物仅1.18亿元，同期末的短期刚性债务高达51.53亿元，流动性风险极大。

除自身煤炭开采成本较高、产能扩张造成资金压力上升等原因外，近年来煤炭行业景气度持续下滑也是恒鼎实业信用质量恶化的主要原因。

二、煤炭行业现状

我国煤炭行业需求主要来自电力、钢铁、建材、化工四大行业，上述四大行业需求约占煤炭总需求的 80%。主要煤炭下游行业均属于强周期性行业，因此煤炭行业景气度也与宏观经济走势密切相关。受经济增速放缓、能源结构调整等因素影响，主要耗煤产品产量增速明显下降，煤炭下游需求疲弱，煤炭市场供给过剩矛盾日益突出，行业景气度明显下滑。尤其进入 2014 年以来，在固定资产投资增速下降的影响下，主要耗煤行业产量增速进一步下降，煤炭行业需求持续疲弱。据国家统计局统计数据显示，2014 年我国煤炭消费量约 35.1 亿吨，同比下降 2.9%，系 2000 年以来首次下降。据煤炭工业协会数据显示，2015 年前三季度我国煤炭消费量为 29 亿吨，同比下降了 4.6%。

图表 1. 煤炭下游主要行业产量增速情况（单位：亿千瓦时，万吨，%）



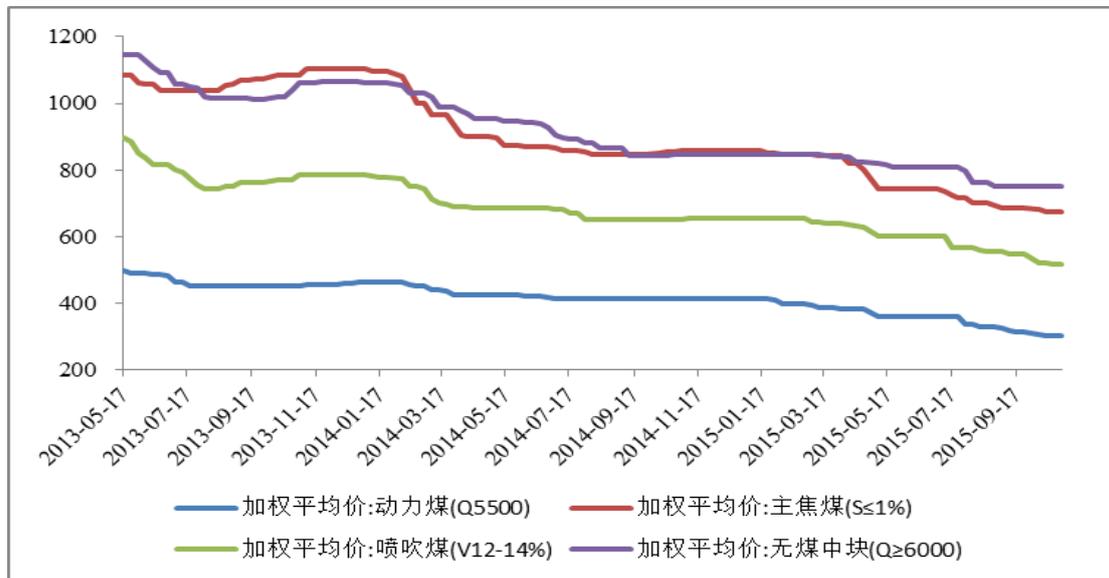
资料来源：Wind 资讯

尽管自 2012 年起，受下游需求放缓影响，煤炭行业投资积极性明显下降，加之限制煤炭供给相关政策的出台，原煤产量增速下滑，但前期建设产能的集中释放和在建产能的陆续投产使得中短期内煤炭行业仍延续供大于求态势。

2011 年下半年以来，受煤炭市场供大于求影响，煤炭价格开始从高位滑落，步入下行通道。2014 年，煤炭价格在年初大幅下滑，尽管第四季度由于季节性因素呈现小幅回升，但全年煤价呈现弱势走低态势。2015 年以来，煤炭价格大幅下滑，目前已跌回 2004 年末水平。其中，动力煤价格下跌明显，截至 2015 年 11 月 20 日，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价为 351 元/吨，比年初（515 元/吨）下降了 164 元/吨，下降幅度达 32%，相比 2011 年的高点（860 元/吨）下降了 59%。由于煤炭行业固定成本占比较大，生产成本可调节空间较为有限，因此煤炭价格

的进一步下跌将导致行业内企业盈利水平持续下降。

图表 2. 煤炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

三、煤炭行业已发债企业财务状况和偿债能力变化情况

然而，从整个煤炭行业来看，恒鼎实业暴露出的经营业绩下滑、偿债能力弱化等问题也是不少煤炭企业目前面临的问题。

我们选取目前有债券余额的 100 家煤炭行业债券发行人为样本，对其披露的 2014 年年报以及 2015 年三季度报进行整理，以考察煤炭行业债券发行人的财务状况和偿债能力。

收入方面，受煤炭价格下跌影响，煤炭行业债券发行人 2014 年营业收入合计同比下降 5.66%，系 2006 年以来首次出现负增长。其中，2014 年营业收入同比下降的发行人为 66 家，较 2013 年增加 14 家；占比为 66%，较 2013 年上升 14 个百分点。另外，营业收入同比增长的发行人多系前期投资的产能投产或贸易类业务收入增长影响。从 2015 年前三季度来看，有数据可考的 84 家发行人营业收入合计同比下降达 18.12%，为 2006 年以来首次出现季度同比两位数的负增长。其中，收入同比下降的发行人占比达到了 80.95%。煤炭价格的大幅下跌对煤炭行业债券发行人的经营业绩造成了较大压力。

盈利方面，2014 年煤炭行业债券发行人全年平均毛利率为 17.99%，较 2013 年下降 2.64 个百分点，仅 28 家发行人的毛利率上升。2015 年前三季度，有数据可考的 84 家发行人平均毛利率为 14.86%，较上年同期下降 2.08 个百分点，煤炭

行业整体毛利水平较低。同时，由于资源并购、矿井技改等积累的债务规模较大，煤炭行业债券发行人财务费用规模大，对利润形成进一步侵蚀。加之煤炭价格下跌使得部分发行人计提减值损失，2014年以来煤炭行业债券发行人净利润同比大幅下滑。2014年煤炭行业债券发行人平均净利润同比下降了47.39%。进入2015年，发行人净利润下降幅度更大，2015年前三季度平均净利润已出现负值，并较上年同期下降了106.15%。从亏损面来看，净利润亏损的发行人占比快速上升，2012-2014年以及2015年前三季度分别为12%、26%、41%和67.86%。部分发行人通过调整会计政策、专项储备等调节利润或以政府补贴、资产处置利得等非经常性损益维持盈利。整体来看，煤炭行业盈利恶化较明显，且在当前市场环境下盈利难以短期内明显好转。

现金流方面，2014年煤炭行业债券发行人全年经营性现金流量净额合计为2618.65亿元，同比增长9.26%，与2013年相比主业现金回笼情况得到一定改善，（2013年全年经营性现金流量净额同比下降19.07%），或与以前年度销售资金回笼有关。投资性现金流方面，在行业景气度下滑的背景下，2014年煤炭行业债券发行人继续收缩了投资支出，全年投资性现金净流出合计为4515.53亿元，较上年下降16.24%，70%的发行人投资性现金净流出规模同比减少。受益于经营性现金流的好转和投资支出的压缩，发行人2014年筹资性现金净流入有所下降。不过，2015年以来，发行人经营性现金流状况同比恶化。2015年前三季度，煤炭行业债券发行人经营性现金流量净额合计为944.26亿元，同比下降了29.37%。

财务杠杆方面，2014年末煤炭行业债券发行人平均资产负债率为65.72%，较2013年末略上升2.69个百分点，其中吉煤集团、煤气化、中国庆华、山煤国际、华昱集团等16家发行人资产负债率超过了80%；资产负债率同比上升的发行人占比达到了82%，仍保持了较高的比重。其中，AA⁻至AA级别序列的发行人债务负担上升相对较快。

流动性方面，随着债务的逐步到期，煤炭行业债券发行人流动性指标继续下降。2014年末煤炭行业债券发行人平均流动比率为95.66%，较2013年末下降10.35个百分点；72%的发行人流动比率低于100%；平均现金比率为36.94%，较2013年末下降2.94个百分点，44%的发行人现金比率低于30%。2014年末，流动比率和现金比率指标下降的发行人占比分别为60%和61%。随着债务的陆续到期，煤炭行业债券发行人的流动性指标弱化，流动性风险上升。另一方面，银行、信托等外部融资渠道的收窄也进一步加剧了煤炭企业的流动性压力。

总体来看，受煤炭行业景气度下滑影响，煤炭行业债券发行人2014年以来盈利能力继续恶化，亏损面加大。尽管2014年经营性现金流状况有所好转，但不具备持续性。煤炭行业债券发行人整体的债务负担较重，随着债务的陆续到期，

流动性风险上升。煤炭行业债券发行人整体的盈利和偿债指标恶化较为明显，整体信用质量下滑。对于盈利持续恶化或亏损加大以及债务负担尤其是短期刚性债务负担较重的发行人，投资者需重点关注。目前国内煤炭行业债务发行人 80% 以上为国有煤炭企业，预计可在资金、资源储备等方面获得政府提供的一定支持，一定程度上可降低违约风险。但对于信用级别相对较低的民营煤炭企业，由于其融资渠道较为单一、外部支持有限，整体抗风险能力较弱，在煤炭行业持续低迷的背景下整体信用风险或将上升。