

中煤华昱违约事件分析

研发部/何金中 武博夫

事件:

2016年3月28日,“15华昱CP001”(简称“本期短券”)发行人中煤集团山西华昱能源有限公司(简称“中煤华昱”或“公司”)对外发布本期短券付息兑付公告,就在本期短券兑付前一日4月5日,公司又对外公告称本期短券兑付存在不确定性,4月6日,公司对外公告称本期短券未能按期兑付,构成实质性违约。本期短券为年内第3支债券市场发行人发布付息兑付公告后而未能按期兑付债券本息的债券,这也意味着后期债券市场发行人发布付息兑付公告后,并不能保证按期兑付,这已成为我国债券市场违约事件一大新特色。同时,本期短券是继去年云南煤化工之后的年内煤炭生产企业首支违约债券,另外,涉煤贸易企业爆出违约的有去年的圣达集团及今年的云峰集团。

一、发行主体概况及未偿债券余额

中煤华昱前身为山西金海洋洁净煤有限公司,于2001年8月由朔州金海洋酒店有限公司和朔州金海洋房地产开发有限公司出资成立,此后历经多次股权转让,公司属性由民营企业转变为中央国有企业控股子公司,公司主营煤炭生产及销售。截至2015年末,公司实际控制人为中国中煤能源集团有限公司(简称“中煤集团”),持股比例为60%。2016年2月,公司通过结构性融资方式引入济南昱能投资管理合伙企业(简称“昱能投资”),中煤集团持股比例稀释至49.46%,但仍为公司实际控制人,昱能投资持有公司17.57%股权;昱能投资是由恒丰银行出资7.5亿元成立的产业基金,基金期限为3+3年。

截至2016年4月6日,中煤华昱共发行6期债券,其中“13金海岸PPN001”已于今年2月到期兑付,除本期短券外,公司尚有待偿债券4期,金额合计32.5亿元。

图表1 截至2016年4月6日公司债券发行情况

证券名称	票面利率 (%)	发行日	发行规模 (亿元)	到期日	目前状态
13 金海洋 PPN001	5.80	2013-02-06	15.0	2016-02-07	已兑付
15 华昱 CP001	6.30	2015-04-03	6.0	2016-04-06	逾期
11 金海洋 MTN1	6.56	2011-09-07	9.0	2016-09-08	未到期
14 华昱能源 PPN001	7.50	2014-06-18	8.0	2017-06-19	未到期
14 华昱能源 PPN002	7.70	2014-09-25	7.0	2017-09-26	未到期
12 金海洋 MTN1	5.53	2012-12-25	8.5	2017-12-26	未到期

资料来源: Wind 资讯

二、发行主体经营概况

中煤华昱煤炭业务涵盖煤炭生产、运输、洗选和发运。公司拥有 8 座煤矿，矿区面积 55.61 平方公里，可控储量 9.67 亿吨，可采储量 6.15 亿吨，批准矿井生产能力达 1020 万吨/年，煤炭生产能力较大。近年来，煤炭行业虽处于下行周期，但公司原煤产量及自产商品煤销售量不断增长，2013~2014 年及 2015 年前三季度，公司原煤产量分别为 1115.48 万吨、1207.11 万吨和 1297.23 万吨，同期自产商品煤销售量分别为 966.87 万吨、1222.53 万吨和 1205.84 万吨。由于行业不景气，公司商品煤销售价格不断下降，2013~2014 年及 2015 年前三季度销售均价分别为 379.02 元/吨、349.21 元/吨和 283.51 元/吨，但由于生产成本优势，公司煤炭业务毛利率仍维持 40% 左右。煤炭业务收入为公司营业收入的主要来源，近年来占比维持在 90% 左右。

中煤华昱除煤炭业务外，还有少量房地产开发及发电等其他非煤业务，但业务规模均较小，对公司营业收入波动影响较小。

三、情况分析

高毛利不敌费用增长致营业亏损。近年来，公司毛利率水平不断上升，2013~2014 年及 2015 年前三季度，公司毛利率分别为 33.10%、39.51% 和 49.66%，但 2014 年以来，公司前期项目竣工投产，资本化利息减少，费用化利息支出增加，且融资成本不断扩大，财务费用大幅上升；另一方面，由于煤炭市场不景气，公司为拓宽销售渠道，在营销方面加大投入，销售费用大幅增长。这两项费用的大幅增长使得公司 2014 年及 2015 年前三季度分别亏损 4.17 亿元和 3.92 亿元。

营业收入实现能力不断弱化，现金流状况不佳。近年来，公司营业收入规模不断上升，但营业收入实现能力不断变弱，2013~2014 年及 2015 年前三季度，公司销售商品提供劳务收到的现金占营业收入的比率分别为 120.01%、103.71% 和 89.06%。2013~2014 年，公司经营性现金大幅净流出 7.02 亿元和 9.62 亿元。在煤炭行业处于下行周期状态下，公司规模扩张激进，资本性支出规模较大，2013~2014 年及 2015 年前三季度，公司投资性现金净流出分别为 13.50 亿元、14.01 亿元和 2.87 亿元。整体而言，公司经营及资本性支出资金缺口较大，现金流状况不佳。

债务大规模集中到期，主要靠借款滚贷及新增短期借款周转，资金紧张程度或加剧。2015 年前三季度，公司债务大规模到期，偿还债务支付的现金高达 61.80 亿元，比 2014 年度高出 28.29 亿元。公司偿还债务的资金主要来源于借款滚贷及新增短期借款，2015 年前三季度，公司取得借款收到的现金 61.38 亿元，2015 年 9 月末，公司长短期借款余额分别为 43.20 亿元和 45.34 亿元，分别较上

年末大幅增加 16.61 亿元和 9.40 亿元。本期短券违约，无疑将大大削弱公司的对外借款融资能力，公司资金紧张程度或将加剧。

规模扩张较快，债务负担重，货币资金存量匮乏。由于公司生产规模扩张及资本支出需求较大，公司负债规模大幅上升，2015 年 9 月末，公司负债合计 201.36 亿元，较 2013 年末大幅增加 46.24 亿元，资产负债率由 2013 年的 79.35% 上升至 86.04%，公司负债大幅上升且处于较高水平。公司债务主要为刚性债务，粗略估计，2015 年 9 月末，公司短期刚性债务 50.80 亿元，长期刚性债务 98.70 亿元，债务负担重。而 2015 年 9 月末，公司货币资金余额仅 10.78 亿元，较 2014 年末减少 4.41 亿元，若考虑受限资金扣除，公司货币资金对债务覆盖程度相当低。

资产流动性一般，营运能力变弱。公司资产主要由固定资产、存货、无形资产和在建工程构成，2015 年 9 月末，占总资产的比例分别为 31.09%、15.96%、12.64% 和 9.97%，资产流动性一般。其中，存货主要为公司在建的房地产开发项目，短期变现能力弱；无形资产主要为公司所拥有的采矿权，但煤炭行业不景气，采矿权的短期转让变现难以实现。2015 年前三季度，公司应收账款周转率及流动资产周转率均由上年的 6.68 和 0.94 大幅下降至 3.85 和 0.53，公司短期营运能力明显弱化。

股东支持再受考验，在违约潮中，并未有效降低违约可能性。公司实际控制人中煤集团资本实力强大，后期是否能给予公司支持有待观察。今年以来，已出现多起债券违约事件，其中所涉主体不乏有强大股东隐性支持，例如云峰集团、山东山水、东北特钢等，但在债券到期兑付时刻均未立即给予支持。

行业前景仍黯淡，产能过剩现象短期难改观。2015 年以来，煤炭价格持续低位运行，产能过剩仍持续。根据煤炭工业协会数据，截至 2015 年末，我国煤炭产能规模约 57 亿吨，其中正常生产及改造的煤矿 39 亿吨，停产煤矿 3.08 亿吨，新建改扩建煤矿 14.96 亿吨，而 2015 年中国原煤产量仅 36.85 亿吨，扣除停产矿井，我国煤炭过剩产能达到 17.11 亿吨左右，过剩比率达 31.71%，虽然国家积极出台政策去过剩产能，但去产能进度及效果有待观察，行业过剩现象短期难改观。

四、总结

自 2015 年以来，我国产能过剩行业已出现多起违约事件，甚至一度被视为“金身不坏”的地方国有企业（参见新世纪评级 3 月 29 日信用评论《东北特钢违约事件分析》）也难以幸免。作为强周期行业，煤炭行业在当前经济增速放缓的大背景下受到的冲击颇为强烈，相关企业经营压力不断加大且出现大面积营业亏损，伴随债务大规模到期，企业面临较大的短期流动性压力。2015 年初至今，

共有 31 家煤炭企业遭遇主体信用级别下调或展望负面调整，占全部下调企业数量的五分之一以上。伴随产能去化政策与供给侧改革的深入实施，煤炭行业面临洗牌，预计信用风险将会持续暴露。