

煤炭行业企业主体信用评级方法



上海资信有限公司 编撰



版权声明

© 上海资信有限公司 2017

本文档之版权属上海资信有限公司所拥有。
未经本公司许可或同意的情况下，不得复制本文所载信息。

Copyright Warning

© Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. 2017

This document is the subject of copyright. Any process may reproduce no part of this document without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

保密声明

本文档属上海资信有限公司所拥有，其内容均属机密。
未经本公司许可或同意的情况下，绝对不能披露或使用本文档中所载之信息。

Confidentiality Warning

This document is confidential and its contents must not be disclosed or disseminated to any unauthorized party, used or reproduced in any way without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

摘 要

煤炭行业是典型的经济周期性行业，受宏观经济和相关行业影响较大，且对自然资源依赖程度较高。目前我国煤炭生产呈现“西多东少、北富南贫”的分布格局；而煤炭产地与煤炭消费地区则呈逆分布状态，从而形成“北煤南运、西煤东调”的运输格局。同时，煤炭行业易受政策调整的影响。总体来看，国家当前实施的政策主要是去除行业过剩产能，提高煤炭行业集中度，以此促进行业长期稳定发展。从未来的发展方向看，随着我国淘汰落后产能、优化能源产业结构的力度加大，煤炭行业市场结构或将趋于垄断竞争格局。大型煤炭企业产业链一体化趋势明显，当前我国大型煤炭企业在发展战略中大多选取纵向延伸的策略。

行业特征的不同决定了影响该行业内企业信用状况的因素不同。本评级方法旨在帮助受评主体、投资者以及其他相关机构理解上海资信有限公司（以下简称“上海资信”）在评估煤炭行业企业的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。

在评级时，上海资信考察的一级评级要素包括：公司治理与管理、经营环境、公司经营分析、财务分析。其中，对于煤炭行业的财务分析，上海资信主要考察会计信息质量、资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力、或有事项。

另外，上海资信认为，我国煤炭行业企业目前面临的行业风险主要集中在：1、我国煤炭产能建设超前，使得行业短期供需失衡，从而导致煤价下跌是煤炭行业的重要风险；2、环保压力和能源结构调整存在长期负面影响；3、煤炭行业具有安全生产风险、大额资本性投资风险、资源储备不足风险等特有经营风险和管理风险。针对这些共性风险，上海资信在对煤炭企业评级时侧重于对企业内部基本经营情况和管理水平的分析，主要包括资源获取能力、成本和费用水平、产品种类结构、经营战略方针、产能或技术升级、安全生产措施、融资能力等因素。

一、 煤炭行业定义

上海资信评级方法中所述煤炭行业企业定义为从事各种煤炭的开采、洗选、分级等生产活动的企业，包括烟煤和无烟煤的开采洗选、褐煤的开采洗选和其他煤炭采选，不包括煤制品的生产和煤炭勘探活动。

适用于本评级方法的煤炭行业企业是指：1、煤炭行业业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；2、没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，但煤炭行业收入比重均比其他业务收入比重高出 30%；3、不满足以上两种情况，但综合考察企业的经营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业煤炭行业经营特征明显的。

二、 煤炭行业企业评级方法

本评级方法由以下两个部分构成。其中，第一部分归纳现阶段煤炭行业的特征，并揭示其与煤炭企业信用风险之间存在的关联性；第二部分介绍上海资信对煤炭行业的评级思路，并确立煤炭行业企业信用分析框架。以下就煤炭行业企业的评级方法做详细介绍。

（一） 煤炭行业信用风险特征

1、 煤炭行业呈现顺经济周期波动的特征

煤炭行业是典型的经济周期性行业，受国内外宏观经济情况和相关行业发展影响很大，比如国民经济的战略性调整、产业结构的升级、国家的政策法规都会影响煤炭行业的进一步发展。

煤炭行业的下游需求主要集中在火电、钢铁、建材、化工等行业，四大行业的煤炭消费总量占比较高。在下游钢材产能过剩、火电和建材等高能耗产业发展受限的情况下，煤炭需求增速将有所减缓，加之进口低价煤的冲击，行业产能过剩压力已经凸现。

2、煤炭行业易受各类产业政策影响

我国煤炭行业受政策影响较大，一方面体现在国家宏观经济的调控政策对行业的影响，另一方面体现在煤炭行业及其下游行业的产业政策对煤炭行业的影响。

在煤炭产业政策上，目前国家实施的政策主要是去除行业过剩产能，提高煤炭行业集中度，以此促进行业长期稳定发展。另外，国家当前积极鼓励发展水电、核电等清洁能源，加大对煤炭行业宏观调控等行业政策亦将抑制煤炭需求增长。

3、煤炭生产存在较大的安全开采风险

我国煤炭行业存在技术装备过低，低技术水平开采量过大，非机械化采煤占比较高等行业弊端。我国煤炭企业没有足够的资金进行技术创新、更新设备及提高装备水平，经济效益普遍低下。

此外，我国煤矿生产安全技术相对滞后、缺乏安全方面的培训机制导致煤炭安全事故多发。目前，煤炭生产属于高危行业，一旦发生安全事故，企业可能面临关停整改，除直接经济损失外，潜在的损失更大，因此安全开采是煤矿企业生产经营应关注的重要因素，也是企业创造出较好的经济效益的重要保证。

4、行业供需失衡引起的价格波动风险

煤炭供需状况决定煤炭价格，煤炭价格的高低会影响到企业的盈利情况。煤炭产能的增长主要依赖于煤炭行业固定资产投资，包括煤炭开采投资和洗选业的投资，建设周期一般为两年。煤炭产能释放相对滞后于需求的变动，导致供需不平衡。在当前煤炭供过于求的背景下，价格竞争将影响煤炭行业的整体盈利能力，加大行业信用风险。

5、煤炭行业信用环境收紧导致企业债务风险上升

煤炭行业属于资金密集型和劳动密集型行业。融资并购及产能扩张使得企业面临较大的融资需求，行业易受信贷政策和企业融资

渠道的影响。考虑到目前金融机构对包括煤炭行业在内的“两高一剩”行业的贷款严格限制，对安全生产不达标且整改无望的企业压缩或退出贷款。整体来讲，煤炭行业信用环境的缩紧增加了企业的融资难度。

同时，企业的兼并重组以及开发新矿产的需求也会导致其整体债务杠杆偏高，财务负担偏重，利率敏感性凸显。

（二）评级思路

上海资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示受评主体的违约风险。上海资信采用宏观与微观相结合、定性与定量相结合的评级方法，在着重对受评主体自身信用状况考察的基础上分析受评主体未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

1、宏观与微观结合

上海资信首先分析受评主体所处的宏观经济环境、区域经济环境和行业环境，这是同行业内所有企业共同面临的经营风险；但是，这些风险对每个企业的影响程度是不同的，因为不同企业的经营模式和管理战略不尽相同，对待外部风险所做出的反应也会不同。因此，上海资信在充分考虑行业特点和发展趋势的基础上，还需归纳出决定该行业成功的关键驱动因素，以此确定行业内企业自身特有的经营风险评价要素。具体对于煤炭行业企业：

（1）经营环境

煤炭行业是顺经济周期行业，煤炭需求受宏观经济影响明显。国家产业政策直接影响不同类型煤炭企业的信贷可获得程度和发展方向，因此这部分主要分析研究与煤炭行业相关的宏观经济环境，煤炭行业产业政策与法规（例如“十三五”规划对煤炭业行业布局、技术发展方向等方面的影响），行业内企业竞争格局以及发展趋势，煤炭产能、产销量以及价格变动趋势，上下游行业的政策变动对于煤炭行业的影响等。

上海资信在此部分主要考察的子要素有：与煤炭行业相关的宏观经济指标（包括GDP、工业增加值等）、煤炭行业运行现状（行

业集中度、行业技术发展水平等)、行业未来发展趋势。

表1：行业经营环境评价要素

经济环境	宏观经济	包括 GDP、工业增加值等与受评主体经营相关的宏观经济指标分析
	区域经济	根据受评主体产品或业务特点对区域经济数据进行分析
行业现状	行业运行现状	分析行业运行情况、行业集中度、行业技术现状、行业门槛情况、行业竞争格局 分析行业运行情况对公司经营带来的影响
	行业事件	近 3 年发生的，社会影响力较大的行业相关事件
行业政策	-	近期行业政策以及该政策对公司及其所在行业的正面或负面影响
行业前景	经济成长性	经济环境发展趋势对采矿业的影响
	行业成长情况及抗风险能力	行业发展环境、行业创新、行业未来发展的优势或劣势

(2) 企业经营

煤炭行业是典型的资源密集型行业，是自然垄断行业，企业煤矿资源的储量、种类、禀赋条件是企业产品竞争力的重要因素，煤炭的品质直接影响煤炭市场价格。

在进行成本分析的过程中，上海资信将重点分析受评主体的吨煤成本、洗选加工成本、技术改造成本及非生产性开支等几个方面，同时注意与同类型企业的比较，注意分析受评主体的成本控制情况和节能降耗措施。

受评主体的矿井区位是否靠近煤炭消费地区、铁路专线对运力的保障程度、运输成本的高低都将影响企业所产煤炭进入终端市场的数量和成本。相对于经销模式，企业直供电厂或钢厂、下游客户稳定、签订长期协议的模式对销量具有较好保障。

煤炭作为周期性行业波动性较大，受评主体若从事单一煤炭产销业务则面临较高的经营风险，特别是行业处于下行周期时。受评主体通过向煤电一体化、煤制油、煤化工等业务延伸，一方面可以挖掘新的利润空间，另一方面可以降低煤炭行业波动风险。

表2：受评主体经营分析评价要素

生产实力	设备现状	分析受评主体持有设备现状（包括产值、产能、产能利用率、设备利用率等方面的介绍）、使用率、更新频率等方面的情况
	产能或技术升级	分析受评主体近三年或近五年的产能升级项目，包括相应的项目计划融资、项目投资、项目现状、项目完工后拟会为公司带来的影响
	研发现状	分析受评主体的研发资源，包括研发方面的人力资源、研发设施、研发成果等方面的内容
	研发规划	受评主体目前已经开展或已被提上经营日程的研发计划，介绍研发规划时需介绍研发项目计划融资、项目投资、项目现状、项目完成后拟会为公司带来的影响
经营现状	企业生产经营现状	评价受评主体产品、生产流程、产品优势、品牌特征等方面的内容
	上下游分析	上游开采及洗选设备供应商及下游客户分析，披露受评主体前十大上游及客户，总结其中与公司合作关系超过5年的上下游名单，同时披露前十大上下游中与其有关联关系的企业
	成本构成分析	吨煤成本、洗选加工成本、技术改造成本及非生产性开支、人工、设备折旧等经营成本构成分析
	收入及利润分析	收入结构及毛利率分析，分析支持公司稳定经营的业务
	担保情况披露	对受评主体存在关联方担保及对外担保事项的披露，并对被担保企业的近三年经营情况、评级情况进行披露，通过披露相关数据分析被担保企业的经营对受评主体经营的影响
竞争力	行业竞争格局	阐述行业竞争格局，披露行业龙头企业的收入及市场份额情况，分析受评主体在行业中的地位及市场份额情况
	公司竞争优势分析	企业市场优势分析（包括业务开展多样性；销售区域多元化程度）、竞争对手分析、资源赋存与原材料供应稳定性、技术优势（设备先进程度；专利数量等）、安全生产能力、环保与节能优势等
公司发展前景	-	分析受评主体近期经营业绩及压力；结合行业发展前景，分析未来1-3年的投资计划及经营预测

整体而言，上海资信将通过分析受评主体经营模式、资源赋存、规模效应、区位优势、多元化程度、纵向一体化程度等因素来具体判断煤炭企业在行业内的竞争实力以及相对信用状况。

(3) 公司管理与治理

考察受评主体公司治理结构的完善性，能否较好地保障债权人的利益；组织架构是否清晰合理，管理结构是否适应企业的日常经营，各项制度设计及执行情况，以及对劳动者权利的保护程度和履行社会责任的程度。此外，上海资信还将充分了解管理层的管理能力及行业经验，这不仅是受评主体发展战略和经营目标实现的基础，而且有助于受评主体在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险。

上海资信将重点关注股东、董事会、监事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制；股东的集中度及背景；管理团队的构成和稳定性、业务制度的建设和执行情况；关联交易占比等。

表3：受评主体公司治理与管理评价要素

公司经营控制关系	控制关系分析	分析受评主体的股权集中度，对受评主体的实际控制人进行明确披露，若实际控制人与控股股东为非同一企业法人的，还需对控股股东与实际控制人之间的关系进行披露；
	股东或实际控制人背景	评价股东或实际控制人的股权结构、经营优势等方面背景要素；
	股东或实际控制人支持	评价股东或实际控制人对受评主体经营规划、人力资源、资金等方面的支持。
公司治理	-	受评主体董事会、经理层、股东权力分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善。
关联交易	关联方披露	受评主体关联方披露
	关联交易披露	分析受评主体近期经营中关联交易的占比及其对公司业绩的影响
高级经营管理者	-	管理团队结构，管理层能力及行业经验，对核心管理人员的依赖程度，重要岗位人员的流动性
内部管理	内控的各项制度建设的完整性	评价采购、加工、运输、营销、投融资、财务管理、安全生产定期培训等制度是否完整
	制度实施效果	结合现场调研与受评主体提供的经营文件判断分析其制度实施情况
	安全、节能生产情况实施	采矿业强调安全及节能生产理念，故在对采矿业企业进行评级时需重点对安全生产、节能减排等制度方面的实施情况进行考核

2、定性和定量相结合。

对于企业所处宏观和行业环境、运营与管理、外部支持、担保条款等方面的分析过程都难以量化，属于定性分析的范畴。上海资信对企业的财务状况采用定量分析，它既是对于定性分析的有效补充，也是验证一个企业竞争能力、经营风险和管理能力强弱的手段，有助于识别企业债务负担水平、偿债能力和抗风险能力。对于煤炭行业企业，财务分析主要考察以下几方面：资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力和或有事项。

➤ 资产质量与资本结构

上海资信对资本结构的分析主要围绕负债结构和负债程度两个因素。考虑到借款的成本支出情况，我国煤炭行业企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决。过高的流动负债对企业生产经营的连续性和企业财务的流动性产生很高的要求。因此，上海资信会通过负债结构比率来分析受评主体的债务特点。在债务程度方面，上海资信主要关注受评主体的财务杠杆水平以及债务的资本化程度。债务对资本比率是高周期性的煤炭业的重要指标之一，因为它能为资本结构内的整体债务提供一个概况，亦能透视一家公司安全度过周期性低潮的能力。同时，目前国内煤炭行业仍处于产业结构调整时期，企业仍会有较多的在建项目和资本性支出，企业长期资本对长期资产的保障程度也是考察企业财务稳健性的重要因素。

资产质量是企业经营能力的保障。在判断资产质量时，上海资信会考虑资产的实际价值和变现能力。煤炭行业内企业具有重资产的运营特征，因此上海资信应该特别关注受评主体的固定资产周转效率。

上海资信通过资产负债率、长期债务资本化比率、负债结构比率、应收账款周转速度、存货周转速度、固定资产周转速度等财务指标衡量受评主体资产质量与资本结构的合理性。

➤ 盈利能力

考虑到大型煤炭企业的发展路径普遍向下游产业链延伸，上海

资信认为毛利率、营业利润率、总资本收益率和净资产收益率等指标更能综合反映受评主体的盈利能力。在考察行业内企业的盈利时上海资信更关注主营业务的盈利水平，为了剔除政府补助等因素的影响，上海资信采用毛利率这一指标对行业内企业的主营业务盈利情况进行考察。毛利率是衡量受评主体盈利能力的基础指标，为主营业务毛利与主营业务收入之比，毛利率越高则说明受评主体的盈利能力越高，成本控制能力越强。但是，由于不同煤炭品种之间存在一定的经营差异，毛利率的可比性有限，上海资信增加了营业利润率指标，它反映受评主体剔除相关费用后的实际盈利情况。

考虑到煤炭行业属于资本密集投入型行业，为了反映受评主体全部资产获取收益的水平和企业获利与投入产出情况，上海资信还采用净资产收益率和总资本收益率指标作为上述指标的补充。

➤ 现金流

现金流为企业偿还债务的直接来源，上海资信认为对现金流的分析比盈利能力更能揭示发行人债务偿还能力的强弱。因此在现金流的分析中，上海资信会更多地查看受评主体的现金流状况与自身债务水平的覆盖程度。从企业自身偿债资金来源角度来看，经营性现金净流量和投资活动的现金流入量是受评主体偿还债务的主要长期来源，由于行业内企业负债结构的短期化，上海资信主要关注其对流动负债、短期刚性债务、负债总额的覆盖程度。在分析现金流时，上海资信通过主营业务现金率来判断受评主体自身经营获取现金的能力；同时还通过企业经营性现金流对利息支出的覆盖程度来分析受评主体现金流对利息的保障水平。

上海资信通过营业收入现金率、经营性现金净流量与短期刚性债务比率、经营性现金净流量与流动负债比率、经营性现金净流量与负债总额比率、非筹资性现金净流量与短期刚性债务比率、非筹资性现金净流量与流动负债比率、非筹资性现金净流量与负债总额比率、经营性现金净流量/报告期利息支出（倍）等财务指标对受评主体的现金流状况进行评价。

➤ 偿债能力

流动性是衡量企业信用状况重要的考虑因素之一。虽然现金流

对债务比率能帮助投资者了解公司长远的资金流动性，但这一比率不能充分衡量受评主体的短期资金流动性。

在资本密集和有周期的煤炭行业运营的公司需要保有大量的现金存量才能涵盖其庞大的维护和开发资本支出，以及股息、利息开支和债务的摊销。这样虽然会对企业的资金使用效率产生一定的影响，但在抵御周期性风险方面是相当必要的。另外，在国内融资受到宏观调控易产生波动，在企业因经营资金周转或行业景气程度下降而出现短期资金需求时，其资金来源首要为自有资金，而通过银行短期融资进行资金的周转具有一定的难度。因此，上海资信在衡量企业流动性时主要考虑现金及现金等价物、速动资产和流动资产对短期债务的覆盖水平。

在衡量煤炭行业流动性方面，上海资信采用现金比率、流动比率、速动比率、短期刚性债务现金覆盖率、利息保障倍数（倍）等财务指标。

➤ 或有事项

对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对受评主体的偿债能力产生负面影响，成为受评主体经营的不利因素。上海资信在衡量或有事项时对涉及或有事项的各要素进行全面分析。当涉及对外担保事项时，评价要点包括但不限于被担保企业的信用状况、经营情况、被担保事项涉及的金额等；涉及未决诉讼或仲裁的，评价事项涉及的金额、事项的社会效应等内容。

上海资信主要通过担保比率、被执行金额与净资产比率等指标评价或有事项对受评主体的影响程度。