

煤炭企业信用评级方法

(2015 年修订版)



东方金诚国际信用评估有限公司

Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目录

一、煤炭企业信用评级定义	1
二、煤炭企业信用等级符号划分及含义	1
三、煤炭企业的风险特征	2
四、煤炭企业评级思路	2
五、煤炭企业分析要素	4

一、煤炭企业信用评级定义

1. 煤炭企业界定

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011) 目录中“B 采矿业”，本评级方法适用于从事以下业务的企业：

表 1 煤炭子行业 (GB/T 4754-2011)

行业名称	行业代码	行业描述
煤炭开采和洗选业	B06	指对各种煤炭的开采、洗选、分级等生产活动；不包括煤制品的生产和煤炭勘探活动。
----烟煤和无烟煤开采洗选	B0610	
----褐煤开采洗选	B0620	
-----其他煤炭采选	B0690	

数据来源：国家统计局

2. 煤炭企业信用评级定义

煤炭企业信用评级是对煤炭企业主体及相关债项进行的评级，其中主体信用评级是对煤炭企业未来 3-5 年内一般无担保债务¹违约风险的分析判断；债项信用评级则是在主体信用分析基础上，结合债项偿付保障措施，分析判断特定债项的违约风险。

二、煤炭企业信用等级符号划分及含义

煤炭企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》，信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。主体信用等级符号释义如下表所示：

表 2：企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	债务还本付息的能力最强；
AA	债务还本付息的能力很强，基本无风险；
A	债务还本付息能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低；

¹ 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

BBB	债务还本付息能力一般，内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级；
BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；
B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CCC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

煤炭企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是正面、稳定和负面。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

三、煤炭企业的风险特征

煤炭企业作为煤炭开采和洗选业的运营主体，具有周期性明显、政策敏感度高、运输限制等行业特点。

周期性

煤炭行业属典型的周期性行业，需求受下游行业发展影响很大。目前，中国煤炭的消费需求主要集中在电力、冶金、建材、化工四大下游行业，四大行业约占中国煤炭需求的 89%。由于这四个行业均属周期性行业，宏观经济变化本身的周期性特征决定了这四大行业对煤炭需求的周期性变化。具体来说，宏观经济及下游行业的发展导致对煤炭的需求增长，当现有产能无法满足需求增长时，煤炭出现供不应求，行业利润水平大幅提高，并刺激生产能力扩大，随着宏观经济由增长期步入衰退期或下游产业进入周期性低谷，煤炭行业也逐渐供过于求，产能过剩开始出现，影响行业现金流情况。

政策性因素

中国煤炭行业受政策影响大。这不仅表现在国家煤炭产业政策本身，还表现在国家对整个宏观经济的调控政策以及对电力、钢铁等下游子行业的产业政策。

在煤炭产业政策方面，中国煤炭行业受国家发展和改革委员会、国务院国有资产监督管

理委员会、国土资源部、环境保护部、安全生产监督管理总局等多个部门管理，各部门出台影响行业的政策较多，且各政策影响不尽相同。但总体看，目前国家正在实施鼓励行业内企业并购，以提高产业集中度，淘汰落后产能，促进行业长期稳定发展的政策。上述政策有利于国内大型生产企业通过并购方式实现规模的迅速扩张，而对那些规模较小、产能落后的生产企业比较不利。在大规模并购较为普遍的情况下，负债率较低、融资渠道畅通、得到政府大力支持的煤炭企业并购能力更强，也更易在未来竞争中占据有利地位。

除煤炭产业政策外，目前国家鼓励发展水电、核电等清洁能源，加大对钢铁行业宏观调控等行业政策将抑制煤炭需求增长。

补充储量和开发新矿的需求而导致的资本密集性

煤炭是高度资本密集型行业。由于资源的有限性，煤炭企业往往需要在维持现有运营业务的同时寻找或收购开发新的矿产资源。如果一个储量较少的企业不能在业务发展的同时寻找新的矿产资源，其评级将可能受到不利影响。而开发收购新煤矿资本支出大，如企业不能保持盈利与负债增长的匹配，也将加大企业财务风险。

运输瓶颈

中国煤炭资源丰富，但分配不均匀，具有生产与消费逆向分布的特点，需要大规模的运输基础设施，对铁路运输能力的要求很大。如企业未能取得足够运力，或是由于天气或不受企业控制的其它问题（例如事故）造成运输中断时，未能获得经济上可行的替代铁路的其它运输方式，则企业的经营业绩将受到重大不利影响。

目前中国铁路运输系统由国家统一管理，各企业不允许私自建设铁路，尤其是跨省市的铁路。近年中国煤炭行业发展快速，而铁路运输基础设施建设步伐不能满足煤炭行业的运输需求，在中国某些地区存在较为严重的运输瓶颈。中国政府正在提升铁路运输能力以缓解铁路运输需求，但由于部分企业不能获得充足运力，影响了企业的综合竞争力。

人员负担和成本因素

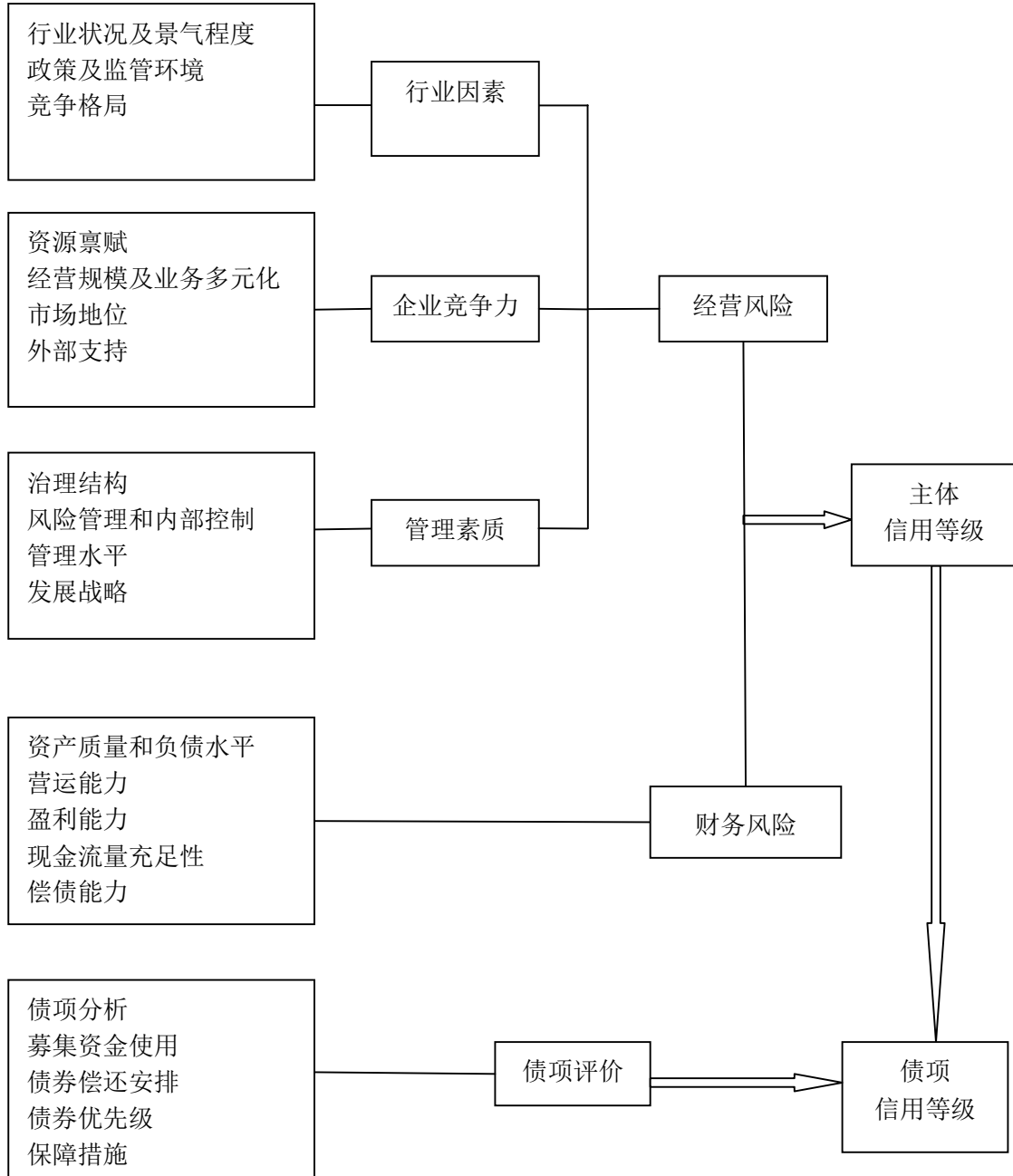
煤炭行业属于劳动密集型行业，企业员工数量一般较大，特别是国有煤炭企业成立时大多承接了大量原省或市矿务局的离退休员工和社会责任，加大了企业的社会负担，影响了利润空间。当煤炭行业处于周期性低谷时，那些承担着社会责任的煤炭企业往往不能顺利地及时进行减员增效计划，而人员精简的企业将可以更加灵活的度过行业不景气阶段。

四、煤炭企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察煤炭企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由行业因素、企业竞争力和管理

素质等共同决定；财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流状况和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定煤炭企业发行的相关债项的信用等级。

煤炭企业评级框架如下图所示。



五、煤炭企业分析要素

（一）经营风险

东方金诚对煤炭企业经营风险的分析要素包括行业因素、企业竞争力和管理素质等三个方面。

1、行业因素

东方金诚对受评主体的信用分析首先从评估其所处的行业环境开始。行业风险是煤炭企业共同面临的风险，包括行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、国际贸易环境、行业供需等因素。此外，行业竞争程度加剧也是风险增加的重要因素。

2、企业竞争力

(1) 资源禀赋

由于煤炭行业以煤炭资源为生产对象，资源禀赋决定了企业的生产能力和市场竞争力。因此，在研究煤炭企业信用风险影响因素时，必须分析其所占有的煤炭资源储量和质量。

东方金诚对煤炭资源禀赋的分析主要关注：（1）可采储量：煤矿的可采储量是指企业可以开采的煤炭资源总量，不仅反映了企业的资源储存情况和实际生产限额，更体现了企业所掌握的煤炭资源价值。可采储量越大，说明企业所拥有的煤炭资源越丰富，资源的价值越大，企业的风险水平也就越低；（2）剩余可采年限：由于煤炭行业以煤炭资源为生产对象，资源优势可以说是煤炭企业的基本优势。但由于资源的有限性，资源耗竭情况各不相同，资源耗竭情况对企业未来的发展也存在一定的制约因素。剩余可采年限正是从存续期的角度衡量了企业对资源的使用情况，反映了资源的耗竭状况，进而表明企业的发展阶段、竞争态势和未来持续经营的能力；（3）资源赋存条件：煤炭资源质量是煤炭企业的核心竞争力之一，对资源质量的度量有多个方面，其中最重要的就是资源的赋存条件。资源的赋存条件主要是指企业所拥有的煤炭种类、煤炭的质量、煤矿的地质条件和开采条件等。

(2) 经营规模和业务多元化

煤炭企业规模是煤炭企业经营能力的综合反映指标之一。一般而言，规模较大的煤炭企业，其生产技术水平较为先进，管理较为规范，安全事故发生率也相对较低，拥有较为固定的销售渠道，且容易得到政府政策和资金方面的支持，生产经营较为稳定，能较好的抵御行业的周期性风险。因此，规模是煤炭企业信用水平或竞争实力的判断基础，规模的大小对于煤炭企业的市场实力和经营活力有着重大的影响。

东方金诚对经营规模的分析主要关注：（1）资产规模：是反映煤炭企业规模的最重要的指标；（2）煤炭产量：作为煤炭生产企业，其每年所能达到的煤炭产量是衡量企业生产规模

的重要指标；（3）主营业务收入：是企业产品销售数量和销售价格的综合反映。

对煤炭生产企业来说，经营多元化可以起到较大的风险分散作用。经营多元化主要表现在煤炭综合利用和其它非煤业务的发展情况。一个现金流来自多个不同区域矿井的煤炭企业具有较强的舒缓突发事件（如自然灾害、安全事故等）的能力；而一个现金流来自多个业务的企业可以分散掉来自于影响某个特定业务的产业政策、行业周期及运力限制等方面的风险。

东方金诚对多元化的分析主要关注：（1）产地多元化情况：主要从产地的分布区域和矿井数量两个方面进行衡量。煤炭资源在全国各地分布较为广泛，产地分布区域广泛的企业面临不同的区域因素，通常煤种比较齐全，能够缓解某一特定区域因素变化或者某一煤种市场行情大幅波动对企业经营业绩的影响；（2）产业多元化情况：主要从纵向和横向两个角度来考察。产业的纵向多元化是指煤炭企业以煤炭产业为基础，将产业链向上下游产业延伸，生产出附加值高的衍生产品，并实现煤电联营、煤运结合等生产和销售模式。产业的纵向多元化程度越高，越能克服单一的产品结构所带来的过度依赖外部市场的弊端，受经济周期性波动和市场波动的影响较小，抵御市场风险的能力较强。产业的横向多元化是指煤炭企业拓展与煤炭行业关联度较小的非煤行业，横向多元化程度越高，但协同效应也较小，有利于分散煤炭行业景气度波动对企业的影响，但同时业务过于分散对企业的资金运作等方面也可能产生一定的负面影响。

（3）市场地位

在行业内领先的公司一般具有更大的规模优势、更强的议价和融资能力。行业集中度以及企业历史市场份额变化趋势反映市场竞争激烈程度以及公司的竞争地位。

在市场繁荣时，因为旺盛的需求和较低的库存成本使强势企业利润空间很大，中小企业也可以借助价格优势来争取部分对价格敏感的客户。而需求萎缩时，行业平均利润的下降和由于库存积压而形成的现金流枯竭，首当其冲对行业中中小企业造成负面影响，部分企业甚至退出市场。

（4）外部支持

主要考察受评主体受到实际控制股东的支持力度，以及实际控制股东综合实力的强弱。考察重点在于实际控制股东对受评企业提供的支持内容，尤其是资金支持。

3、企业管理

煤炭企业的管理素质主要取决于公司治理、管理水平和发展战略等要素。

(1) 公司治理

完善治理结构的意义在于在公司的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。如果权力过于集中于相关利益人中的任何一方，那么都存在产生损害企业利益的可能。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察以下几方面：股权结构，主要分析企业所有权结构和控制权结构的透明性以及公司对大股东的依赖程度。股份过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构；董事会的独立性和运作情况；监事会的监督和公司的外部监督；管理层及员工激励、约束机制的安排。

(2) 管理水平

企业的管理能力能否适应发展的需要将对企业的信用等级产生重要影响。我们对企业管理能力的评估可以从管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性等方面进行分析考虑，还可以将企业管理目标与其实际业绩进行对比，关注企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力。

煤炭行业属于高风险行业，煤炭安全生产尤其重要。除了煤炭业务之外，随着越来越多的煤炭企业进入煤化工、电力等非煤行业，由于专业技术和管理人员缺乏、行业经验较少，安全生产问题也十分突出。东方金诚主要从安全设备的齐全性、规章制度的完善性、安全制度的执行情况、煤炭维简费和安全费提取及支出情况，以及百万吨死亡率等方面来考察煤炭企业的安全管理能力。

(3) 发展战略

煤炭行业具有强周期性、资源依赖性的特点，不同煤炭企业在煤炭资源禀赋、规模、成本与效率、区位、多元化程度等方面各有差异，造成其市场定位和发展战略存在较大差异。

东方金诚对煤炭企业战略的分析主要关注：（1）企业是否对煤炭行业运行规律以及对决定煤炭企业经营成败的关键因素有深刻的认识；（2）战略的制定是否以煤炭业务为核心，是否拟进入新的业务领域，对非煤业务的拓展是否过于激进、对面临的风险是否有足够的应对措施；（3）非煤业务与煤炭主业的关联度如何，能否产生产业协同效应；（4）企业未来资本支出计划与融资能力是否匹配等。

（二）财务风险

东方金诚对煤炭企业财力风险的分析要素包括资产质量和负债水平、营运能力、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力 5 个方面。

1. 资产质量和负债水平

资产质量是判断企业发展能力和偿债能力的重要指标之一。煤炭企业的资产质量体现在资产结构及稳定性，应关注固定资产、无形资产和在建工程的构成以及变化情况；此外，应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力、矿业权价值入账价值的公允性，也是考量企业资产质量的重要内容。

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在行业环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。资产负债率体现了企业的整体负债水平。全部债务资本化比率剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。因此，我们采用这两个指标来考察受评主体的资本结构。

2. 营运能力

东方金诚主要通过存货周转速度和应收账款周转率来衡量受评主体营运能力。

存货周转率

该指标主要考察煤炭采掘企业存货的质量，分析被评企业的运作是否正常，判断被评企业的商品有无积压，销售是否通畅。以此来衡量和评价被评企业的存货管理政策、进货量控制、商品积压情况。

存货的流动性及存货资金占用量是否合理，对于企业在保证生产经营连续性的同时，提高资金的使用效率非常重要。存货周转速度如何，往往能够反映出企业运营效率和所销售的产品在市场上受欢迎的程度。对于存货周转速度较差的企业，其销售可能已经遇到困境。

应收账款周转率

该指标主要考察受评主体应收账款的质量，应收账款回收问题反映资产价值的下降，需结合公司的赊销政策进行分析，也可从侧面反映公司销售政策的操作执行状况及收帐措施的执行情况。

3. 盈利能力

分析过程中需关注企业的采购成本。煤炭企业能否有效控制生产本将直接影响企业的经营成本，影响企业的价格竞争力和销售收入，从而影响到企业的盈利能力。重点分析“主营业务利润率”、“总资产报酬率”和“净资产收益率”。

通常一个企业营业利润率高则说明该企业更可能具有足够的资金积累去保证经营的连续性并扩大经营规模，例如增加销售网点。同时，更高的盈利水平也意味着企业在面对不利外部环境时有更大的调整空间。

总资产报酬率主要衡量企业资产获利能力，该指标反映了企业运用全部资产产生利润的效率。在衡量企业资产获利能力的时候，我们会考虑非经常性损益对于企业信用质量的实际影响，评级结果反映其一般情况下的获利能力。

4. 现金流充足性

现金流包括经营活动、投资活动和筹资活动三个方面。这里重点分析现金流量同投资性支出和负债的关系，用以说明企业用现金流量维持或扩大再生产以及偿还债务的能力。主要考察以下几方面：

- ①目前现金流入的主要来源，及未来可能的变动；
- ②经营性现金流入在不同时期的均衡度，及其与债务期限结构的匹配程度；
- ③经营性现金流对流动负债和利息支出的保障程度；
- ④未来预期资本性支出对现金流的压力。

5. 偿债能力

东方金诚用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率来考察受评主体的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

受评主体的长期偿债能力用全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。前者用于考察企业支付债务利息能力，后者则能够考察受评主体折旧摊销前利润对于全部债务的覆盖程度。同时考虑财务弹性对偿债能力的影响程度。