

投资评级

买入

维持

煤炭主业景气依旧，资本开支接近尾声

债券名称：15 襄矿债

最新评级：AA-

票面利率：8.8%

持有到期收益率：15.91%

企业性质：地方国有企业

余额：8 亿元

久期：1.78

担保/抵押：无

下一行权日：2020 年 2 月 11 日

投资要点：

- **债券发行基本情况：**发行人为山西省长治市襄垣县襄矿集团，属地方国有企业，襄垣县政府为公司实际控制人。债券久期为 1.78 年，到期日为 2022 年 2 月 11 日，票面利率 8.8%，债券最新评级为 AA-，本期债券募集资金主要用于石板沟、新庄、上良、西故县 4 个煤矿的整合。债券设置了提前偿还条款，将在 2020-2022 年分别偿还本金的 30%、30%、40%。
- **公司生产经营有序，业务前景良好：**公司以煤炭和 PVC、烧碱为主营业务，其中煤炭贡献毛利占比 75%，PVC+烧碱贡献毛利占比 20%。2018 年全年煤炭产量为 500 万吨，2019 年新矿苗庄石板沟煤矿及上良煤矿先后投产，满产后增产至 650 万吨，吨煤利润稳定在 200 元以上。化工品方面，自产煤电具有较强的成本优势，当前拥有 PVC 产能 20 万吨、烧碱产能 18 万吨，瑞恒化工二期已于 2019 年 3 月投产，新增 PVC 及烧碱产能 40 万吨，继续维持山西省内产能规模第一的优势地位，保守估计满产满销增加毛利约 2.5 亿元。另有 20 万吨乙二醇项目仍在建设过程中。
- **煤炭行业平稳，化工景气有所回落：**煤炭行业过剩产能退出，供需失衡已经修复，2019 年全国增产 1 亿吨，和需求增量相匹配，过去 2 年代表长协煤价格的环渤海动力煤价格指数稳定在 570-600 元/吨，上下波动不超过 30 元，发改委通过去产能、签长协、限制进口煤、窗口指导等多种手段平抑煤价波动，煤炭行业公用事业的成色更浓。PVC 及烧碱毛利率有所下滑，原因分别是原材料电石涨价和下游氧化铝跌价影响，但油价上升背景下自备电厂的电石法产能仍具有较强的成本优势，乙烯法 PVC 作为边际成本产能随时可能退出市场，对产品价格形成支撑。
- **公司偿债能力较强：**公司资产负债率偏高，运营效率较低，存在一定规模的担保。公司盈利及经营现金流依赖于煤炭主业，在煤价平稳背景下，正常经营每年将产生 10.6 亿现金流，完全可以覆盖债券每年 3 亿左右的的付息还本需求，偿债能力较强。公司资本开支阶段接近尾声，未来无大额投资计划。公司为当地政府重要财政来源，极端情况下公司能够从政府获得补贴和增资等财政支持。
- **债券投资价值较高：**当前债券出现较大折价，主要是由于市场流动性不足及投资者对公司高负债率的担忧，市场忽视了公司盈利的确定性及现金流状况的好转。以现价 89 元/张买入 15 襄矿债并持有至到期，则未来 3 年每张债券可收回的现金流为 38.80 元、36.16 元、43.52 元，年化收益率为 15.91%。

分析师：麦浩明

Tel:18998532338

Email: maihm3@foxmail.com

一、债券发行基本情况

15 襄矿债于 2015 年 2 月 11 日公开发行，是襄矿集团唯一发行在外的债券，债券代码为 127102.SH，债券存续期 7 年，于 2022 年 2 月 11 日到期。债券发行总额 8 亿元，年利率 8.8%。债券设置了提前偿还条款，将在 2020-2022 年分别偿还本金的 30%、30%、40%。

发行人为山西省长治市襄垣县襄矿集团。发行人是由襄垣县政府出资设立的国有独资公司，襄垣县政府为公司的唯一出资人和实际控制人，发行人主体信用良好，在山西省百强企业中排名第 29 位。公司主要资产为旗下 7 座煤矿，即晋平煤业、石板沟煤业、上良煤业、西故县煤业、新庄煤业、辉坡煤业和国鼎煤业，煤种主要为贫瘦煤。公司煤矿总储量达 1.94 亿吨，核定年产能达 800 万吨，按照 100% 产能开满仍能开采 24 年，矿藏资源丰富。此外，公司还利用自身煤炭资源优势发展煤电化、煤气化项目，具有 200MW 火电装机容量，并拥有 60 万吨 PVC 及烧碱化工品产能。

本期债券募集资金 8 元，主要用途为用于石板沟、新庄、上良、西故县 4 个煤矿的整合，4 个煤矿的总投资额为 17.32 亿元，其中使用募集资金 8 亿元，建设期 14-28 个月不等。募集资金在 2016 年已经使用完毕，各项目投产后将实现较高回报率，预计投产后将实现营业收入 14.9 亿元，实现净利润 4.9 亿元，单个项目收益率最高可以达到 55%。募投项目中新庄煤矿及西故县煤矿已于 2015 年完成技改，投产当年即满产。2017 年新庄煤业及西故县煤业分别实现产量 82 万吨、120 万吨，超额完成产量任务。其中西故煤业披露 2017 年实现营收 3.35 亿元，净利润 0.90 亿元，财务表现也达到了募投项目预期。

表 1 债券投向

债券投向	总投资额	使用募集资金	产能	建设期	投产收益
石板沟煤矿	8.14	4.4	120	28 个月	收入 5.4 亿元，净利润 1.34 亿元
新庄煤矿	2.91	1.7	90	14 个月	收入 3.6 亿元，净利润 1.21 亿元
上良煤矿	3.28	1	120	19 个月	收入 3.6 亿元，净利润 1.48 亿元
西故县煤矿	2.99	0.9	90	20 个月	收入 2.3 亿元，净利润 0.81 亿元

二、公司生产经营有序，业务前景良好

1、公司业务以煤炭和氯碱化工为主

2017 年公司实现营收 60.26 亿元，其中煤炭业务占比过半，贡献毛利 12.36 亿元，毛利占比达 75%，毛利率处于 40% 的高位。煤炭业务为公司的中流砥柱，也是开拓下游化工业务的重要基石。烧碱同样为盈利大头，贡献毛利 2.77 亿元，占比 17%，毛利率为 55%。2017 年公司煤炭产量为 470 万吨，烧碱产量为 20 万吨，则计算公司煤炭业务吨毛利达到 263 元，烧碱吨毛利达到 1400 元。

表 2 公司主营业务构成

2017 年 主营构成	收入 (亿元)	毛利 (亿元)	收入占比	收入增速	毛利占比	毛利率	毛利率变化
原煤精煤	30.75	12.36	51%	127%	75%	40%	2%
PVC	9.66	0.48	16%	27%	3%	5%	-13%
烧碱	5.03	2.77	8%	84%	17%	55%	15%
电	2.38	0.85	4%	-4%	5%	36%	-17%

焦炭	8.92	0.05	15%	84%	0%	1%	-1%
其他	3.52	-0.12	6%		-1%		
合计	60.26	16.38	1	448%	100%	27%	-0.03%

2、新矿投产，煤炭增量在即

2017 年公司煤炭产量为 470 万吨，2018 年产量为 500 万吨。2017-2018 年公司旗下辉坡煤业及国鼎煤业储量逐渐枯竭，而石板沟煤矿及上良煤矿仍在技改中，期间正常生产的主力矿山仅为晋平、西故县、新庄三座，导致煤炭产量偏低，未反映公司实际产能，后续提升空间较大。重点煤矿之一石板沟煤矿已于 2019 年 3 月完成技改正式投产，上良煤业也将在 2019 年 7 月完成技改，两座煤矿年产能均为 120 万吨，剩余可采储量分别为 8429 万吨、2150 万吨，新产能释放后公司产量将从目前的 500 万吨大增至 650 万吨，即增产 30%。

表 3 公司煤矿生产状态

煤矿	持股比例	剩余可采储量	产能	2017 产量	生产状态
晋平煤业	100%	4086	240	192	正常生产
石板沟煤业	100%	8429	120	25	2019 年 3 月投产
上良煤业	51%	2150	120	2	2019 年下半年完成技改
西故县煤业	51%	3181	90	82	正产生产
新庄煤业	100%	969	90	120	正产生产
辉坡煤业	51%	500	80	49	停产
国鼎煤业	61%	40	60	0	停产
合计		19355	800	470	

公司原煤主要销售给洗煤厂、煤化工企业、煤炭贸易公司以及电厂等；洗煤厂处理后的精煤销售给钢厂、煤化工企业，销售区域集中于周边的山西、山东和河南省份。公司配套煤炭洗选厂及火电厂，能够消化部分自产煤炭产能。煤炭洗选业务由子公司万发选煤进行运营，万发选煤紧邻公司晋平煤业，具有 270 万吨的洗选能力，2017 年入选原煤 62 万吨，产出精煤 45 万吨。经洗选后的精煤具有更高的价值，如 2017 年普通原煤售价为 420 元/吨，洗选后的精煤售价达到 578 元/吨，公司根据原煤及精煤的价格水平及客户需要灵活调整原煤入洗量。

3、利用煤电优势发展氯碱产品

公司电力业务由子公司诚丰电力运营，发电所需煤炭均为公司自产，装机容量 200MW，正常运营时全年发电利用小时数达 5500 小时，发电量 11 亿度，消耗自产煤炭 60-70 万吨。诚丰电力所发电量除覆盖内部 PVC 和烧碱等产品所需外，剩余电量销售给电网。

在巩固煤炭主业的基础上，公司利用自发电优势发展了 PVC 及烧碱业务，由子公司瑞恒化工运营，煤、电自产赋予化工品较强的成本优势。暂不考虑扩建产能，瑞恒化工拥有 PVC 产能 20 万吨，烧碱产能 18 万吨，2017 年 PVC 和烧碱产量分别为 18.34 万吨和 16.15 万吨，产能利用率达到 90%，设备运转良好。

公司 PVC 和烧碱生产工艺是电石法，主要成本构成是电石、工业盐和电力，公司外购电石和工业盐，利用诚丰电力自发电来进行生产。由于 PVC 和烧碱生产过程中需要进行电解、聚合等工序，耗电量大，生产 1 吨 PVC 加 1 吨烧碱需要耗电 8000 度，电力成本占总成本最高可达 70%，其中电石又是主要耗电来源。因公司采用外购电石的生产方式，估算生产 1 吨 PVC 和 1 吨烧碱需要耗电 3000 度左右，20 万吨产能理论耗电 6 亿度，基本占诚丰公司满发电力的一半。公司 PVC 主要销往浙江和广州等地，供货给生产塑料、管材及板材等企业，烧碱主要在山西省内及河南、山东等地销售，客户

主要为氧化铝、造纸和化工企业。

2016年以来氯碱行业产能的削减带来产品价格的回暖，行业盈利持续改善。2016-2017年公司所售PVC分别实现售价4766元/吨、5270元/吨，对应毛利率水平分别为18%、5%，毛利率下滑原因是外购的原材料电石成本上升较多所致。相比之下，联产产品烧碱行业格局较好，2016-2017年公司所售烧碱实现价格1891元/吨、3129元/吨，对应的毛利率高达40%、55%。根据2017年年报，2017年公司PVC业务实现收入9.66亿元，毛利0.48亿元；烧碱业务实现收入5.03亿元，毛利2.77亿元，氯碱综合毛利率约为22%。

4、化工新项目逐渐进入投产阶段

(1) 瑞恒化工40万吨PVC项目

子公司瑞恒化工二期40万吨PVC已于2019年年初达产，3月份进行为期1个月的安全检修，40万吨PVC联产烧碱使公司产能增加2倍，产品价格与往年相比仍有一定优势。2019年3月底PVC含税出厂价6350元/吨，32%离子膜烧碱含税出厂价1040元/吨，均为历史上较高水平。由于PVC原料电石价格上涨，烧碱下游氧化铝利润下滑，行业景气程度较2018年出现了一定程度下滑。保守估计60万吨PVC+烧碱满产满销实现每年收入52亿元，按氯碱综合毛利率10%计算毛利为5.2亿元，将会成为公司业绩增长的重要引擎。

(2) 泓通煤化工20万吨乙二醇项目

公司另一重点在建项目为20万吨乙二醇项目，总投资额45.5亿元，由子公司泓通煤化工负责建设和运营。项目以公司所产煤炭为原料，通过碎煤加压气化、低温甲醇洗、变压吸附分离、一氧化碳与亚硝酸甲酯偶联法等工艺生产乙二醇。

襄矿集团20万吨乙二醇项目采用了上海浦景化工提供的工艺包，该工艺已在亿利洁能旗下新杭公司30万吨乙二醇项目中得到成熟应用。新杭公司乙二醇项目为国内单套规模最大的煤制乙二醇生产装置，已实现满负荷运作，产品优等品率高达97%，超过了大部分主流厂商的优等品率，表明其技术具有突出的先进性和可应用性。根据亿利洁能披露的项目信息，2018年前5月乙二醇实现不含税售价6373元/吨，毛利率29.33%，生产成本低至4500元/吨。在技术同源的情况下，可以预期襄矿集团的项目投产后亦将具有较强的成本优势。

公司上马煤化工项目有利于消化自身煤炭产量，实现经济附加值的提升。单吨乙二醇消耗煤炭约7吨，20万吨乙二醇项目将消化公司140万吨的煤炭产量。公司可以根据煤炭及化工品的盈利对比灵活调配生产计划，如目前单吨煤炭售价约700元，单吨盈利约200元，7吨煤炭即盈利1400元，假设乙二醇单吨成本4500元，如乙二醇价格达到6000元/吨，则将煤炭用于生产乙二醇更为有利可图。泓通化工乙二醇项目仍处于建设阶段，后续仍需投入2-3亿元的资金，投产后仍需1-2年的试运转才能实现满负荷生产，恰逢行业大扩能导致产品价格大幅下跌，项目投产进度和盈利能力不确定性较大，不宜寄予过高的期望，合理的预期是保本，即增加收入的同时不侵蚀现金。

三、煤炭行业平稳，化工行业景气回落

1、煤炭行业：享受供给侧改革胜利果实

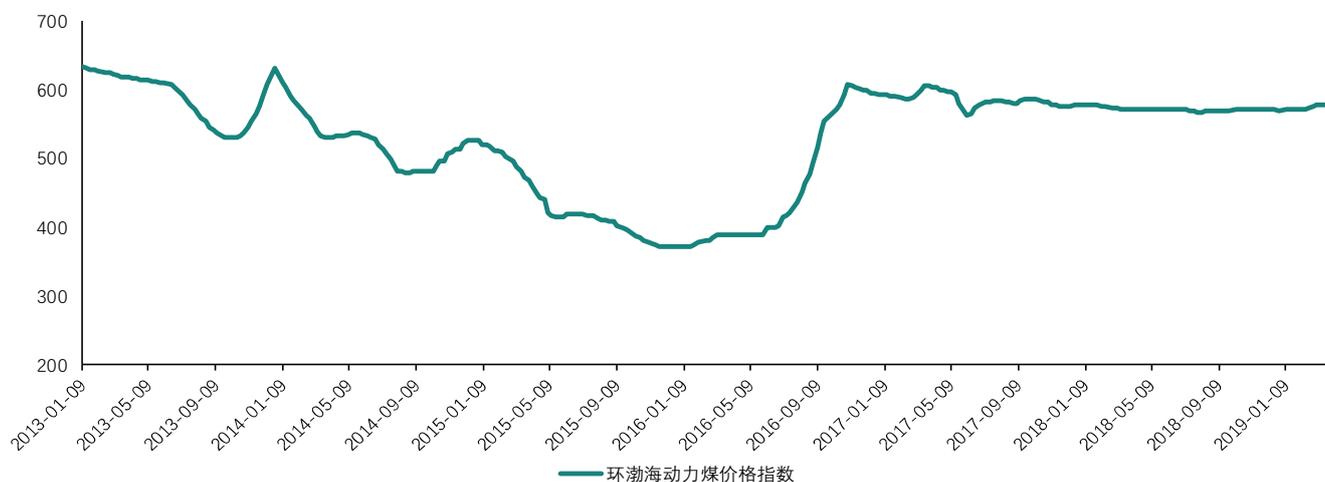
根据中国煤炭工业协会《2018煤炭行业发展年度报告》，2018年全国煤炭产量为36.8亿吨，同比增长4.5%，煤炭进口2.8亿吨，煤炭消费量增长1%，行业实现产销平衡。电力行业为耗煤大户，全年消耗煤炭21亿吨，钢铁行业耗煤6.2亿吨，建材行业耗煤5亿吨，化工行业耗煤2.8亿吨。煤矿生产主体向大型现代化煤矿转变，全国煤矿数量减少到5800处左右，平均产能提升到92万吨。煤炭由单一燃料向燃料与原料并重转变，国内煤制油、煤制烯烃、煤制气、煤制乙二醇产能分别达到1138万吨/年、1112万吨/年、51亿立方米/年、363万吨/年。

煤炭行业上一轮景气高点出现在 2011 年，秦皇岛 Q5500 动力煤煤价飙升至 850 元/吨，各大企业趋之若鹜，盲目扩大产能。2012-2015 年产能持续释放，峰值年份新增产能达到 4 亿吨/年，最终导致严重的产能过剩，煤价最低下降至 370 元/吨，较高点下降 60%。极端行情下连行业盈利能力最强的陕西煤业也出现了近 30 亿元的亏损，煤炭企业陷入了大面积亏损和资不抵债状态。基于行业困境，供给侧改革政策应运而生，《煤炭工业发展“十三五”规划》要求十三五期间淘汰过剩落后产能 8 亿吨左右，实际执行效果超出预计进度，2016-2018 年分别去化产能 2.9、2.5、2.7 亿吨，提前完成十三五目标。供给侧改革卓有成效，煤炭行业基本面得到大幅改善，企业盈利能力恢复，债务负担减轻。

2019-2020 年行业工作重心将逐步向加快产能核准和先进产能释放转移。煤炭工业协会预计 2019 年将新增煤炭产能约 1 亿吨，煤炭产能温和释放，与消费量的增长相匹配，保证了煤价不发生大范围的波动。历史证明，发改委有动力也有能力和措施将煤价维持在合理区间，所采取的手段包括：增加长协比例、调控进口煤数量、调控电厂煤企库存、协调铁路运力、对重点煤企进行窗口指导等。2017 年年初，发改委发布《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，将煤价分为绿色、蓝色、红色三个区间，当动力煤价格位于绿色区域 500 元/吨-570 元/吨，不采取调控措施；当价格位于蓝色区域 570 元/吨-600 元/吨或 470 元/吨-500 元/吨时，重点加强市场监测，采取必要的引导措施；当价格位于红色区域 600 元/吨以上或 470 元/吨以下时，启动平抑价格异常波动的响应机制。

长协煤比例提升是煤炭行业走向成熟的重要标志。发改委发文鼓励长协合同从 1 年及以上延长至 2 年及以上，同时要求煤炭、发电集团签订长协比例应达到自有资源量或采购量的 75%以上，合同履约率不低于 90%。国能投集团、中煤集团、伊泰集团、陕煤集团等大型煤企已与电力用户洽谈 3-5 年的长协合同签订，至 2018 年 12 月初，电煤签约总量已经超过了 11 亿吨。长协煤定价方式采取基准价+浮动价的办法协商定价，波动性大幅下降。发改委的系列调控措施取得了显著效果，2017 年以来环渤海动力煤价格维持在 570-600 元/吨的狭窄区间内波动。

图 1：环渤海动力煤价格窄幅波动



煤炭需求稳定，主要耗煤行业包括火电、钢铁、水泥、化工等，其中火电耗煤占比为 55%左右，2018 年火电耗煤约为 21 亿吨。中电联《2018-2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》显示：2018 年全国社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，为 2012 年以来最高增速。用电高增的原因主要为第二产业用电量高增，同比增长 7.2%，拉动作用明显。中电联预计 2019 年电力需求将保持平稳，全年用电增速为 5.5%。

截至 2018 年年底，全国煤电装机 10.1 亿千瓦，占总装机容量比重为 53%，火电发电量占全国总发电量的 70%，其中煤电占比为 63.7%，可见中长期煤电仍是国内主力电源。预计至 2019 年年全国发电装机容量约 20 亿千瓦，其中火电装机容量为 11.8 亿千瓦，仍有 5.9% 的增长，火电对煤炭消耗将维持稳定增长。目前沿海六大电厂日耗维持在 66 万吨左右的水平，显示发电需求较为健康，电厂继续沿用 2018 年以来的高库存策略，库存维持在 1500 万吨以上的高水平。

图 2：六大电日耗高于往年水平

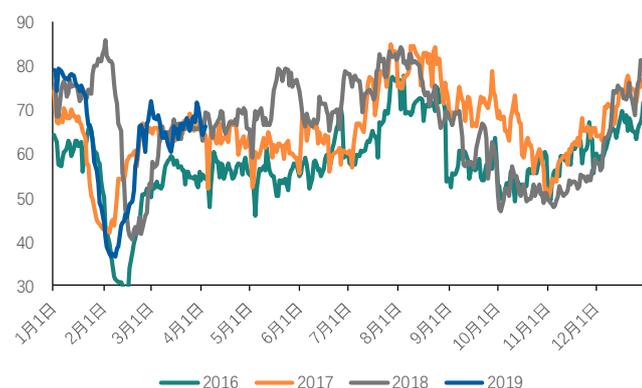
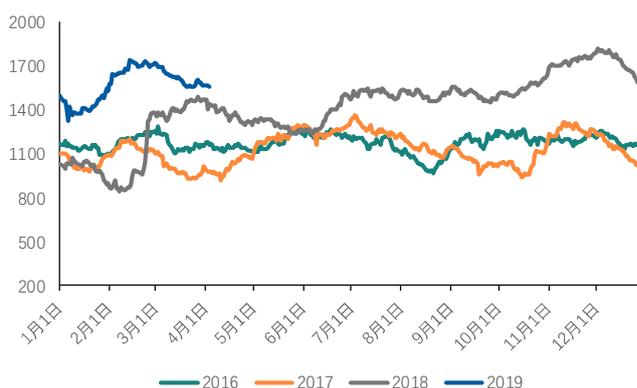


图 3：2018-2019 电厂维持高煤炭库存



煤炭第二大需求为钢铁及水泥耗煤，其中钢铁耗煤 6.2 亿吨，水泥耗煤 5 亿吨。2019 年年初至今钢铁行业呈现产需两旺局面，1-2 月粗钢日耗量达到 238.8 万吨，同比增幅达 8.8%。3 月底螺纹钢库存为 872 万吨，较去年同期下降 10%，已越过拐点开始向下。上海螺纹钢价格为 3977 元/吨，基本与 2018 年同期持平，处于过去几年中的高位区间，显示螺纹钢市场供需匹配程度仍然较好。水泥行业产量增速维持在零轴上下波动，供需情况健康，高标水泥价格维持在 450 元/吨左右，盈利水平仍有扩张。

图 4：螺纹钢在 3 月越过库存拐点

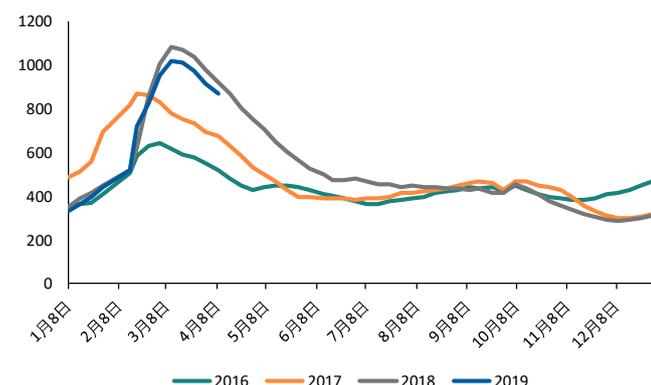
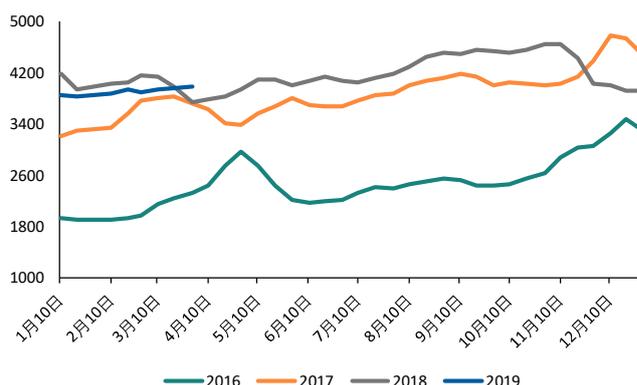


图 5：螺纹钢价格维持坚挺



水泥钢材需求均与下游房产、基建需求强相关。拆分下游地产与基建需求，目前房地产市场销售降温明显，2019 年前 2 月销售面积同比增速为-3.6%；销售降温已传导到开工端，施工面积增速仍处于高位，前 2 月同比增速为 6.8%，较 2018 年全年提高 1.6 个百分点，新开工面积增速回落至 6.0%，较 2018 年全年下滑 11.2 个百分点。投资端投资增速仍处于高位，前 2 月地产投资累计同比增速为 11.6%，较 2018 年全年提高 2.1 个百分点，后期可能受销售下滑的拖累。

基建需求正处于强弱转换的复苏进程当中。基建项目申报迅速回暖，2019 年前 2 月发改委已审批基建投资项目金额为 31562 亿元，同比增速高达 30.90%。根据国家发改委《2018 年全国固定资产投资发展趋势检测报告及 2019 年投资形势展望》，2019 年投资增速可能呈现前高后低的运行特征，基建投资有望实现中速增长，是稳投资的重点发力方向。基建投资的拐点在 2018 年四季度已经出现，12 月基建投资当月同比增速由负转正，回升至 7.7%，2019 年前 2 月同比增速 4.3%。从资金来源来看，2018 年基建增速的萎靡主要归因于非标融资的萎缩和地方政府的债务置换，全年非标萎缩近 3 万亿元。2019 年地方政府专项债和金融机构新增贷款将会大幅增加，其中地方政府专项债在 2018 年 1.35 万亿的基础上将增加至 2 万亿以上，将成为基建资金的重要来源。行业普遍预计 2019 年基建投资增速将回归至 7%-8% 的中高速水平，乐观情况下有可能超过 10%。综上，地产下行，基建回升，两者互为对冲，水泥钢铁需求无失速风险。

图 6：水泥价格上扬



图 7：基建回升，地产存下行隐忧



2、氯碱行业：乙烯法高成本产能托底

PVC 下游主要应用于地产、基建等行业，当前地产开工仍在高位，近期土拍市场回暖，下游需求无虞。PVC 行业目前的主要矛盾在于新增产能以及成本端电石价格的上涨。2018 年行业计划新增产能 175 万吨，实际兑现的只有 55 万吨；2019 年计划投产约 128 万吨，其中电石法约 80 万吨，乙烯法约 40 万吨。目前 PVC 行业产能约 2500 万吨，开工率约为 80%，即实际产量约为 2000 万吨，128 万吨新增产能如果全部开出来，即增加 5% 产能，需求端预估需求增速约为 4%-5%，仍能维持边际供需平衡。

烧碱市场价格近期出现大幅度下滑，河南昊华宇航化工 32% 离子膜烧碱折百价格从 2018 年年底的 3600 元/吨下滑至目前的 2500 元/吨，主要是下游氧化铝跌价，盈利收窄后对烧碱价格形成下压。襄矿集团烧碱出厂价暂时未受太大影响，子公司瑞恒化工 32% 离子膜烧碱出厂价达到 1040 元/吨，折百价格 3250 元/吨，后续可能有调价压力。

襄矿集团 PVC 及烧碱生产方式为外购电石、自备电厂，可以类比山东外购电石厂家毛利率水平，据卓创资讯统计，2019 年 3 月氯碱综合毛利率已从 20% 跌至 10%。PVC 生产路线分为电石法和乙烯法两种，其中乙烯法成本较高，当前油价及 PVC 价格水平下乙烯法产能已开始亏损，开工率出现大幅下滑，边际成本产能的亏损会导致主动降负，进而为 PVC 价格提供坚实的支撑。

图 8：电石法 PVC 毛利率下滑



图 9：乙烯法 PVC 出现亏损



3、乙二醇行业：全行业扩产压缩利润

乙二醇是石油替代产品，是重要的化工原料，95%的乙二醇用于制造聚酯涤纶、聚酯树脂等。我国乙二醇产业对外依存度高达 60%，2017 年消费量 1489 万吨里面有 872 万吨均需要通过进口来补充，与我国聚酯大国的地位极不匹配。2018 年开始国内聚酯产能进入投产高峰，2018 年将有 593 万吨聚酯产能投放，总产能达到 5191 万吨，新增产能预计将在 2019 年实现满产，按乙二醇单耗 0.34 吨计算，将拉动乙二醇需求 218 万吨，即增加 15%的乙二醇需求。

国内乙二醇生产有两种主流工艺，分别是乙烯法和煤基合成气草酸酯法。乙烯法生产乙二醇的成本关键在于乙烯的成本，每吨乙二醇需消耗乙烯 0.55 吨，乙烯成本占乙二醇成本的 75%。襄矿集团采用的是煤基合成气法，主要的原材料即为煤炭，单吨乙二醇需消耗原料煤 3.17 吨、燃料煤 3.53 吨，合计 6.7 吨。虽然煤基法消耗煤炭量较大，但煤炭在成本中占比较低，仅为 25%，工艺的主要成本为固定成本。在目前油价上升的背景下，煤基法生产成本更低，计算煤基法乙二醇的理论生产成本为 4484 元/吨，较乙烯法有 1000 元/吨的成本优势。

乙二醇行业正处于快速扩产阶段，2018、2019 年两年国内乙二醇新增产能分别达到 446 万吨、380 万吨，国内供给短板将被补足，乙二醇价格已出现滑坡，目前乙二醇期货价格已下跌至 4800 元/吨一带，接近大部分厂家的成本线。

四、财务表现好转，偿债能力较强

1、资产负债率偏高，营运效率较低

公司资产负债率较高，资产负债率常年维持在 75%左右，截至 2018 年上半年有息负债达到 67 亿元，2018 年上半年财务费用为 1.93 亿元，占营业收入的比例 7.7%，利息保障倍数为 2 倍，显示公司存在一定的偿债压力。

公司存在较大规模的对外担保，2017 年年报显示对外担保金额为 17.8 亿元，其中为七一新发煤业及七一煤化集团提供担保合计 13 亿元，且未设置反担保措施。七一集团前身为襄垣县七一煤矿，是襄垣县第二大有控股型煤炭集团公司，员工人数 2700 人，资产总额 65.66 亿元，净资产 19.45 亿元。七一集团以煤炭业务为主，拥有主力矿山两座，产能共 240 万吨。根据襄垣县经信局公布数据，七一集团 2017 年销售原煤 180 万吨、精煤 95 万吨，实现营收 10.95 亿元，净利润 1.74 亿元。2018 年上半年实现营收 5.08 亿元，利润总额 0.97 亿元，经营情况正常，资产质量和盈利能力尚可。襄矿集团作为地方实力最强的国资企业，不可避免承担一些政治任务，以自身信用为其他国资企业提供担保，但整体风险可控。

公司运营性流动资产和流动负债规模较大，以 2017 年年报为例，预付款项为 28.74 亿元，占总资产的 14%，主要构成是石板沟煤矿技改工程、瑞恒化工 40 万吨 PVC 二期工程、泓通煤化工乙二醇工程等项目预付款，随着建设进度的推进和项目的投产预付款余额将会减少。其他应收账款 30 亿元，占总资产的 15%，其他应收款主要构成是往来款，其中包括与襄矿集团沁县华安焦化往来款余额为 13 亿元，与襄垣县恒祥焦化公司往来款 10 亿元。华安焦化及恒祥焦化原为襄矿集团内部炼焦厂，现无偿划转至襄垣县富阳裕泰投资经营有限责任公司管理，仍为襄垣县经信局独资控股，在人员、业务往来上有较强的关联性，实际上与襄矿集团仍属于同一系统内部，可能基于此原因公司未对其他应收款计提减值准备。

2、盈利稳定，资本开支收缩，现金流改善

公司收入主要来源于煤炭与煤化工业务，2017 年实现营业收入 60.26 亿元，其中原煤及精煤销售实现 30.75 亿元，占比过半，PVC 及烧碱贡献收入 14.69 亿元，焦炭贡献收入 8.92 亿元。高毛利品种主要为煤炭及烧碱，毛利率分别为 40%、55%，煤炭业务贡献毛利 12.36 亿元，氯碱贡献毛利 3.25 亿元，各项业务共实现毛利 16.38 亿元，综合毛利率 27%，实现归母净利润 4.48 亿元，净利率 7.4%，EBITDA 达 15.34 亿元。公司管理层预计 2018 年实现营业收入 59.6 亿元，归母净利润 3 亿元，管理层解释净利润下滑为财务费用跨期确认所致，经营活动现金流水平与往年一致。预计 2019 年煤炭价格保持稳定，化工产品盈利有所下滑，全年将实现营业收入 80 亿元，归母净利润约 5 亿元。

公司煤炭业务盈利的确信度较高，未来现金流能够保证。襄矿集团所属行业为煤炭、煤化工行业，煤炭行业只保留少量存货，以先款后货的形式进行销售，在产业链上表现强势，因而现金流质量较好。煤化工方面，公司以 PVC、烧碱等大宗化工品为主要产品，行业贸易物流等条件便利，公司与多家贸易商形成了稳定的合作关系，均为现金回流的有利条件。公司正常对外销售产生的应收票据及应收账款约为 3 亿元左右，仅占营收的 5%。

过去几年公司现金流紧张的原因是持续在煤矿技改、40 万吨 PVC、20 万吨乙二醇等项目上投入大量现金。固定资产从 2014 年年底的 38.8 亿元增加至 2017 年年底的 47.9 亿元，在建工程从 33.9 亿元增加至 64.8 亿元，2015-2017 年公司投资活动现金流量净额合计约流出 21 亿元，而同期经营活动所产生的现金流仅为 1 亿元，导致公司需要不断扩张债务来满足现金需求。经过几年的密集投资期后，公司资本开支阶段已近尾声，未来除乙二醇项目仍需投入 2-3 亿元以外，再无新的资本开支计划，因而公司的投资活动现金流出将会逐渐减少至 0。

根据公司 2017 年年报附注，2017 年固定资产余额 48 亿元，计提折旧 4.21 亿元，在建工程中瑞恒化工 40 万吨 PVC 项目、上良煤矿 120 万吨技改工程、石板沟煤矿 120 万吨技改工程、焦炉煤气制 LNG 项目将在 2018-2019 年分批转固，增加固定资产约 28 亿元。按 20 年折旧年限计算，则可以推算至 2019 年年计提折旧将达到 5.6 亿，以净利润加上非付现的折旧摊销金额，作为公司经营活动现金流的真实水平，则计算公司可实现的稳定的经营活动现金流量净额将达到 10.6 亿元，完全可以覆盖偿债需要。

3、融资便利，在多家银行取得授信额度

公司与银行及租赁公司等金融机构保持良好合作关系，授信额度持续增加，获得授信额度较高的银行包括民生银行、襄垣农商行、浦发银行、中信银行等，2015-2017 年总授信额度分别为 15.75、55.44、61.75 亿元，截至 2018 年半年报，公司仍有 8641 万授信额度尚未使用。

4、地方政府隐性背书

长治市 GDP 总量在山西省内排名第 2，经济实力较强，2017 年实现地区生产总值 1477.5 亿元，同比增长 7.0%；实现财政收入 132.3 亿元，增长 34.3%，财政支出 268.4 亿元，增长 14.8%。长治市是典型的资源型城市，以煤、焦、钢、火电等为支柱产业，市内重点上市公司为潞安环能，原煤年产量达 4500 万吨，收入 250 亿元，市值约 240 亿元。

襄垣县位于长治市辖区中部，拥有丰富的煤炭资源，探明储量 75.8 亿吨，可采储量 22 亿吨。境内共有煤矿 17 座，百万吨级以上矿井 6 座，核定产能 1750 万吨。襄垣县 2017 年实现地区生产总值 183.52 亿元，同比增长 8.9%，其中第二产业增加值 51.34 亿元，占比达 70%。全县公共财政预算收入完成 13.9 亿元，财政支出 20.4 亿元。全县总人口 28 万人。

襄矿集团是襄垣县国资局下属重点企业，由县经信局代管。2017 年公司支付的各项税费达到 8.05 亿元，在全县财政收入中贡献占比达 1/3，是最重要的财政收入来源。此外，襄矿集团职工总人数达 1.8 万人，平均每 4 户居民中就有 1 位公司员工，因而当地政府有很强的动力支持襄矿集团的发展，甚至为其债务提供背书。2014、2015 年行业困难时期，襄垣县政府先后为公司提供了 2.02 亿元、0.7 亿元的政府补贴，支持公司度过难关。2017 年，襄垣县政府决定再次对公司增资 1.2 亿元，款项在 2018 年上半年到位，公司实收资本已增厚至 11.36 亿元。

表 4 公司主要财务指标

财务指标	2015	2016	2017	2018H1
总资产(亿元)	166.90	173.77	205.33	209.24
货币资产(亿元)	4.31	0.97	2.31	2.66
净资产(亿元)	44.27	45.16	50.89	52.47
总债务(亿元)	122.63	128.60	154.44	156.76
资产负债率	73.48	74.01	75.21	74.92
净利润(亿元)	0.07	0.62	5.14	1.25
主营业务收入(亿元)	23.54	33.15	60.27	24.99
主营业务利润(亿元)	-0.43	1.15	7.36	2.38
EBITDA(亿元)	5.57	8.76	15.34	6.60
EBITDA/营业总收入	23.64	26.41	25.45	26.40
主营业务利润率(%)	-1.81	3.48	12.21	9.53
主营业务收入增长率(%)	-20.63	40.80	81.81	-7.27
总资产报酬率(%)	0.81	1.79	5.04	3.86
净资产回报率(%)	0.04	0.72	10.77	6.02
经营活动现金流(亿元)	-5.94	3.25	3.07	6.43
投资活动现金流(亿元)	-7.27	-8.31	-5.32	-5.19
筹资活动现金流(亿元)	13.70	4.19	2.87	-0.79
经营性现金流/EBITDA	-1.07	0.37	0.20	0.97
存货周转率	2.12	2.46	4.13	1.75
流动比率	0.96	0.90	0.66	0.64
速动比率	0.85	0.77	0.57	0.57
带息债务(亿元)	70.62	68.78	78.23	75.54
净债务(亿元)	66.31	67.81	75.93	72.89
获息倍数	1.18	1.47	3.91	2.17
EBITDA/带息债务	7.88	12.73	19.61	8.74

短期债务/总债务	63.61	62.05	75.77	76.74
带息债务/总投入资本	64.96	64.02	60.59	59.01
货币资金/短期债务	0.06	0.02	0.02	0.03
货币资金/总债务	0.04	0.01	0.01	0.02

五、债券投资价值较高

15 襄矿债剩余规模为 8 亿元，年利率 8.8%，债券最新评级为 AA-，下一行权日为 2020 年 2 月 11 日。偿债现金流具体为：2020 年 2 月 11 日偿还 7040 万元的利息和 2.4 亿元的本金，2021 年 2 月 11 日偿还 4928 万元利息和 2.4 亿元本金，2022 年 2 月 11 日偿还 2816 万元利息和 3.2 亿元本金。

公司财务上带有传统国企的常见弊病，如高杠杆经营、运营效率低、财务负担重、关联交易、对外担保等，行业属性上属于过剩产能债，债券评级只有 AA-，表面看来不太扎实的基本面，加上流动性不足，是公司债券出现大幅度折价的主要原因。15 襄矿债近期交易于净价 85-89 元左右，对应的到期收益率达到 15%-19%，根据中证评级的模型，该收益率水平隐含了 11% 的违约概率。经过我们的调研及分析，公司生产经营有序，煤炭业务盈利能力突出，紧靠消费地需求无忧，化工业务亦能产生正面贡献，预计未来正常经营活动产生的现金流将达到 10.6 亿元以上，在不新增外部融资的情况下，依靠自身经营现金流即可完成兑付，此外还有地方政府背书以及未使用的授信额度提供多一层保险，安全边际充足。

假设按照现价 89 元/张买入 15 襄矿债，则未来 3 年每张债券可收回的现金流为 38.80 元、36.16 元、43.52 元，分别于 2020-2022 年每年的 2 月 11 日兑付。债券剩余年限为 2.85 年，久期为 1.78 年，到期收益率高达 15.91%。过去 5 年中证综合债指数年化收益率为 4.51%，沪深 300 指数自基日以来年化收益率为 10.66%，15 襄矿债目前提供的预期收益率甚至可以和股票资产相媲美，而风险系数及价格波动性远低于股票，不失为一个低风险高收益的投资机会。