

限电和限产对企业信用质量影响几何？

2021 年 11 月 2 日

要点

- 标普信评认为，政策措施将促进煤炭和电力供给的释放，紧张的供需格局开始缓解，在采暖季后或将有进一步改善。
- 国家对煤炭总量的控制仍然稳健，明年煤炭产量或增长 5% 左右，结合价格政策管控，煤价也将有所回落，但长协价仍可保持煤企的正常盈利，有利于煤炭企业盈利的改善，部分企业信用质量向好。
- 火电企业的财务杠杆在短期内承压，电价改革有利于改善企业的经营压力，政府和金融机构对电力企业将给予有力的支持。
- 电解铝企业成本显著上升，用电成本的上涨或较为持久，企业财务杠杆承受较大压力，行业信用质量或进一步分化。

我们认为，近期相关行业政策将促进煤炭和电力的供给，供需格局有所缓解，预计到采暖季结束后会有进一步的改善。限电、限产及相关政策对中上游行业的影响不一，煤炭企业将因高煤价而受益，盈利能力和部分企业的信用质量有望改善；高煤价下火电企业的盈利水平和财务杠杆在短期内仍将承压，但电价改革预计将在一定程度上缓解企业的财务压力。对于电力成本占比较高的行业如电解铝，电价上涨将导致企业成本升高，经营压力增大。其他高耗能行业方面，被动限产一方面使得产量下降，另一方面有利于产品价格的支撑，企业或许能够不同程度地保持盈利能力。

图1

主要相关行业	盈利水平	财务杠杆	外部支持	信用质量
煤炭	●	●	●	●
火电	●	●	●	●
电解铝	●	●	●	●
钢铁	●	●	●	●
化工	●	●	●	●
水泥	●	●	●	●

注：绿色代表改善，黄色代表稳定，红色代表变差。

资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

Di.jiao@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10-6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓

北京

+86-10-6516 6036

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

+86-10-6516 6027

Yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

+86-10-6516 6032

Zhen.huang@spgchinaratings.cn

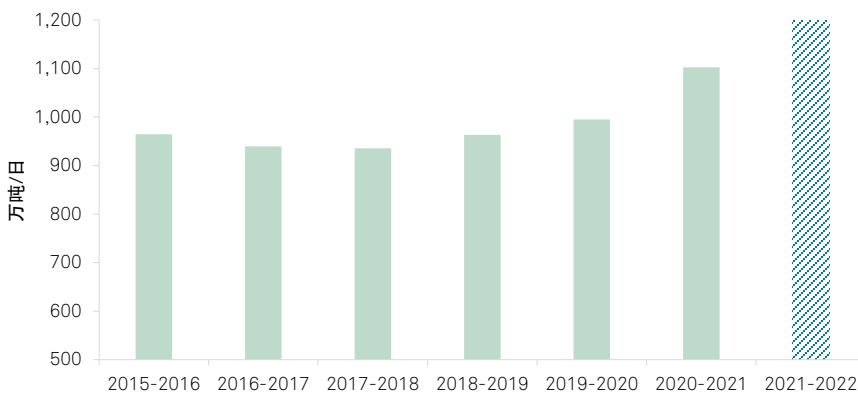
煤炭：供给逐步增加，价格管制明显，煤企仍有盈利空间

我们认为，前期供给存在较大缺口导致煤炭价格快速上涨，但在保供政策的鼓励下，供给紧张的格局开始得到缓解，预计在采暖季结束后有进一步的改善。煤炭供应短缺、煤价高企是近期电力紧缺的主要原因之一，而在供给侧改革后以及“双碳”背景下，煤炭生产的总量管控和安全生产管理较为严格，旺盛的工业需求等因素加剧了行业的供需矛盾。我们认为，近期密集出台的产能核增、长协签署等一系列增产保供举措显示了国家在保证能源供应方面的强大决心。10月中下旬煤炭日均产量已恢复至较高水平，发改委对四季度的日产量目标在1,200万吨以上，近两年采暖季日均产煤量在1,000-1,100万吨左右。我们预计，在冷冬预期下，煤炭供应形势仍然严峻，但随着产能的有序释放、进口弹性增加等，供给缺口或将逐渐收敛。国家推出了有力的保供措施，但对煤炭总量的控制仍然稳健，明年煤炭产量或增长5%左右。除供给外，在控制价格方面政府也有相关政策出台，煤炭的市场价格已从最高点明显回落，但长协价仍处于较高的水平。

我们认为，当前的环境仍利于煤炭企业盈利能力的改善，景气度的提升也有利于行业融资环境的好转，提振市场信心，能够在良好现金流环境下削减部分债务的企业信用质量或能改善。今年年初部分区域的煤炭企业经历了较大的再融资压力，山西、河南等区域煤企上半年被动削减了部分债务，而后续煤价的快速上涨改善了煤炭行业的融资环境。我们认为，煤炭行业整体的债务规模仍然很高，若价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量可能又将重回脆弱，而那些能够在景气环境中进行良好债务管理的企业信用质量或将得到改善。

图2

2015-2022年采暖季日均煤炭产量



注：采暖季按当年10月初至次年3月末；2021-2022为预计数。

资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。

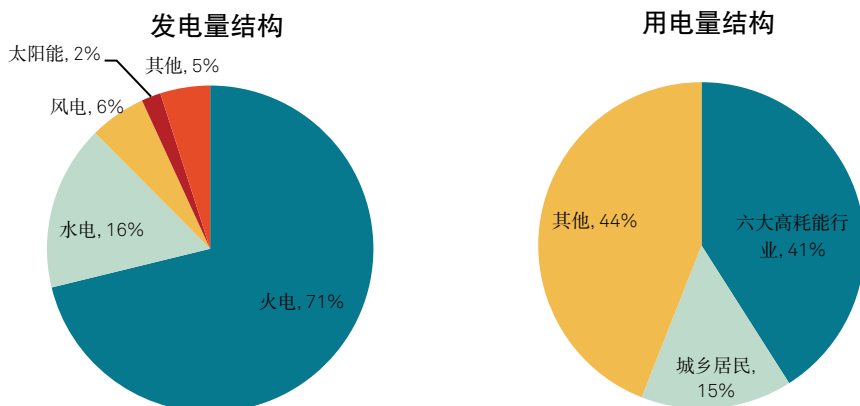
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

火电：短期杠杆承压，盈利边际改善，外部支持有力

我们认为，火电企业的财务杠杆在短期内承压，但煤电上网电价市场化改革将有利于提升电力行业收入，改善企业的经营压力。在煤价持续处于高位的情况下，国家出台了燃煤发电上网电价市场化改革政策，煤电市场交易价格上下浮动范围扩大至不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上限约束。高耗能企业是用电主要力量，约占总用电量的41%，目前部分地区高耗能企业电价涨幅已超过30%。

我们预计，受该政策影响，电力行业整体收入或上涨6%-15%，但短期内电价上涨难以完全抵消成本端的上涨压力，火电企业的盈利仍受挤压，财务杠杆有上升的压力。但我们认为，政府和金融机构对于电力企业将给予有力的支持，助力企业度过行业严冬，行业整体的信用质量能够维持稳定。

图3



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

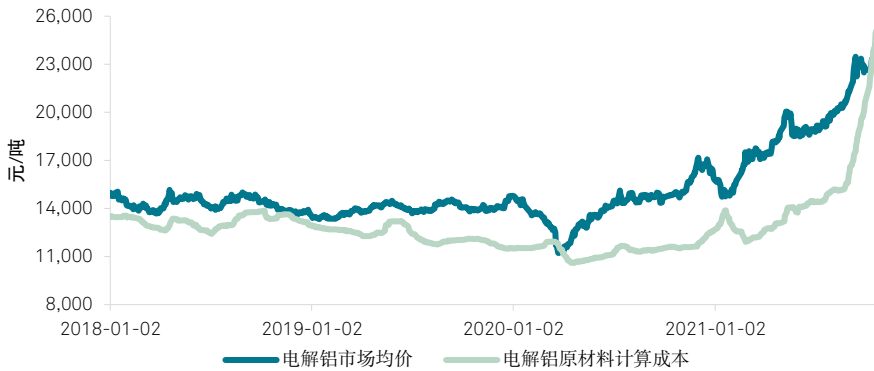
注：六大高耗能行业包括电力热力的生产和供应业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业和非金属矿物制品业。
资料来源：Wind，标普信评。

电解铝：成本显著上升，经营压力增大，信用质量或将分化

我们认为，随着电价的上涨，电解铝企业的成本可能显著上升，财务杠杆将承受较大压力。电力成本约占电解铝生产成本的30%-40%，电价改革将使电解铝企业受到更大的影响。虽然限电限产对企业生产起到一定的抑制作用，偏紧的供给利于铝价保持在较高水平，但电价的上涨将明显提升企业生产成本，高煤价对于自备电比例较高的企业也带来了成本压力。我们预计，在电力企业面临成本压力下，电解铝等高耗能企业以较高的价格购电或将持续一段时间，电价上涨或导致企业生产成本上升6%-12%，其他原材料涨价也将增加企业的经营压力。但我们认为，随着煤价回落，自备电比例较高企业的盈利将有所改善，而自备电比例较低企业的经营压力或将更为持久，行业企业信用质量可能进一步分化。

图4

电解铝市场价格与主要原材料成本关系



注：电解铝原材料成本是根据一般生产电解铝过程中主要原材料的成本构成及平均市场价格计算得出。
 资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

钢铁、化工、水泥：供给受限，盈利水平或能不同程度地保持，信用质量相对稳定

我们认为，对于其他高耗能行业，被动限产一方面使得产量下降，另一方面有利于产品价格的支撑，企业或许能够不同程度地保持盈利能力。对于钢铁企业，电价上涨将使电炉炼钢成本上升，但在能耗双控、减产以及采暖季错峰生产等政策的影响下，钢铁行业的供给受到限制，有利于价格的支撑。对于化工企业，短期内煤化工、合成氨、氯碱、工业硅、黄磷等高耗能行业的产量和开工率会受到一定抑制，相关产品的价格预计将维持在高位，利于行业企业信用质量整体保持稳定。电价上涨将对水泥生产成本造成负面影响，但限电和环保限产等措施将抑制行业供给，水泥价格预计将在高位波动。

本报告不构成评级行动。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_28653

