

Rating Methodology

中证指数有限公司评级方法 ——煤炭行业

2014年4月

本评级方法主要针对具有共同信用要素特征的煤炭开采、煤炭洗选企业。在国民经济行业分类（GB/T4754-2002）中，煤炭开采和洗选业（B06）属于采矿业范畴，根据煤种不同，包括烟煤和无烟煤的开采洗选（B0610）、褐煤的开采洗选（B0620）和其他煤炭采选（B0690）三个子行业。煤炭行业为电力、冶金、建材、化工等四大下游行业提供基础煤炭原料，行业覆盖广、产业联系紧密。本评级方法基于煤炭行业共性，反映煤炭开采、洗选企业评级的最基本信用要素。在煤炭行业评级实践中，评级人员可根据企业的个体特征对评级方法的具体应用进行调整。

本评级方法是在中国相对稳定的能源结构特征的基础上，深入研究煤炭行业资源型行业特征，在国家能源结构稳定渐变以及煤炭行业发展趋势下揭示我们对煤炭企业信用评级时考虑的整体框架和其中的逻辑思路，着眼于中长期信用要素，以保持我们评级的一致性。

一、煤炭行业特征及趋势

（一）行业特征

1、周期性强

煤炭行业具有较强的周期性。一方面，煤炭行业作为基础性行业，宏观经济的周期性变化对煤炭需求和煤炭销售价格具有传导效应，从而影响到煤炭行业整体的信用水平；另一方面，宏观经济中，产业链之间高度的相关性使得处于上游的煤炭行业的需求总量受下游电力、钢铁、建材和化工等行业发展水平和投资增速的影响较为明显。

煤炭行业作为多个基础行业的前端行业，其波动周期可能与其他行业不一致，波动幅度上也可能弱于下游某些行业。

2、资源依赖

煤炭是不可再生性资源。煤炭资源的储量、品质、赋存条件、地理位置等因素对煤炭行业发展以及煤炭企业的经营业绩有决定性影响。煤炭企业需要不断扩大勘探、收购、整合等来获得新增储量以维持煤炭生产的持续性和稳定性。

3、安全生产风险高

煤炭资源赋存条件的复杂性和不确定性，以及中国煤炭行业多为井工开采方式，决定了煤炭生产的高危险性。煤炭开采主要面临瓦斯、顶板、矿井透水、火灾、煤尘等五大自然灾害。煤炭生产的高危险性对煤炭企业的正常生产构成影响，可能甚至中断企业运营，是煤炭企业信用水平要考量的一个重要因素。

4、政府监管严格

煤炭行业在我国能源结构中的战略地位、在国民经济体系中的基础性作用、安全风险高等因素导致国家对煤炭行业的监管非常严格，尤其在开采许可、生产安全、外资进入等方面。

5、资源赋存和消费利用存在逆向分布，区域运输条件不一致

中国煤炭资源赋存区域主要集中在西部和北部，而煤炭需求旺盛的地区则集中在华东、华南沿海发达地区，资源分布和生产布局的特点决定了中国煤炭运输呈现“西煤东运”和“北煤南运”的格局，运输距离远、运量大的特点导致煤炭行业对交通运输能力的需求较高，现阶段存在一定的运输瓶颈，

煤炭主产区域、区域内不同煤炭企业的运输条件不一致。

（二）行业发展趋势

1、煤炭生产进一步向西北区域集中

随着河北、河南、山东、山西等中东部煤炭资源保有量的减少甚至趋向枯竭，以及内蒙古、陕西、新疆等省区煤炭资源开采力度加强，中国煤炭生产的重心正向西北区域转移。如果西北区域的运输瓶颈得到缓解乃至解决后，煤炭供给将大幅增加，届时对煤炭供需关系将产生较大影响。

2、行业集中度不断提高

在国家及地方政府的大力推动下，通过强强联合、对中小企业兼并收购等形式，中国煤炭行业将出现更多的跨省、跨地区、跨行业的大型企业集团，行业集中度相应提高。

3、煤化工产业发展不确定性较大

经过多年的发展，中国煤化工产业已经初具规模，但存在过度投资、无序发展、产业链差异性小等问题，部分产品处于产能过剩局面；同时，国家已从准入标准、提高资源转换效率等方面对煤化工产业进行严格规范，煤化工产业政策趋于严格，未来煤化工产业的发展存在较大不确定性。

二、业务风险及其信用要素

在企业主体信用风险中，我们将企业在一定的内外部环境下为实现其目标和战略，将未来经营活动现金流对债务保障能力的不确定性因素归纳为业务风险，其中主要包括宏观和行业环境，企业在行业内的竞争地位，企业资源运用及保证能力，以及企业的目标战略是否匹配适当。

作为一个与钢铁、建材、化工、电力具有紧密产业联系的基础原料性行业，四大行业的煤炭需求占到煤炭表观消费量的85%以上，宏观经济运行本身的周期性特征决定了四大行业对煤炭需求的周期性变化，宏观环境和行业风险因素对煤炭行业企业的信用水平有着至关重要的影响。同时，煤炭作为国民经济的主要能源提供产业，为整个经济运转提供必要的能源保证，具有非常重要的地位。上述因素是我们评价界定煤炭行业整体信用空间的主要参考因素。

在上述经济周期和能源支撑的分析基础上，我们着重考察煤炭企业之间在煤炭资源储量质量、规模地位、业务多样性、成本控制与转嫁能力、来自于政府政策和股东的外部支持等业务信用要素所反映出来的各方面的保障和支撑能力，进而评估这些因素对企业未来一段时间内现金流的影响，最终定性或定量的区分其业务风险处于何种状态。

（一）宏观环境

1、世界经济

煤炭行业是一个具有较强顺周期性的行业，行业开放性高。中国是煤炭净进口国，煤炭进口的价格和数量对国内煤炭生产销售有显著影响。国内煤炭资源的分布、赋存条件以及承受的各项规费造成国内国外煤炭价格差距的长期存在，对煤炭进口的需求呈现稳定扩大趋势。

此外，我国煤种齐全，部分焦煤、无烟煤等煤炭品种属世界稀缺品种，国内外销售的价格差持续推动煤炭出口。

我们分析世界经济对中国煤炭行业的影响时，重点考虑世界煤炭供给与需求的波动、煤炭资源利用方式的发展进步以及煤炭进出口的规模和稳定性。

2、中国经济

中国是全球最大的煤炭生产和消费国，中国经济发展阶段、增长速度和持续性是支撑中国煤炭行业信用水平最大的环境因素，也是我们着重考量的宏观因素。煤炭作为重要的一次能源来源，以及钢铁、建材、化工等行业的基础原料，与国民经济主要行业有着紧密的上下游产业联系，行业景气度与宏观经济、重要行业高度相关。我们在具体的评级实务分析中会重点研究经济波动对煤炭需求和价格的影响。

开放经济对煤炭行业的影响最终还是要落脚到煤炭的供需变动上来，我们将在后面的行业风险中做更加深入的分析。

3、政策环境

在我国市场起基础性乃至决定性作用的经济改革环境下，国家意志对宏观经济运行的影响较大，国家通过施行不同的宏观经济和产业政策来力图使整个国民经济平稳的运行，调整产业结构趋向协调。因此，我们对煤炭行业进行信用分析时，会将煤炭行业置于宏观政策、产业政策等环境中做最全面的考虑。

（1）宏观经济政策

政府通常会采用一定的财政和货币政策组合来对宏观经济进行调控，以影响市场资金价格以及资金在不同行业之间的分配，而这些政策将影响和改变煤炭行业整体的波动性。一般来说，扩张的财政和货币政策会推动投资增加、经济增长，带动煤炭行业景气度提升，反之则会下降。我们通常采用敏感性分析来进一步揭示宏观经济政策调整对行业未来发展的影响程度。

（2）产业政策

国家产业政策的调整方向对于一个行业的信用空间动态变化影响巨大。我国煤炭行业经历了从计划运行向市场竞争的体制性转变。煤炭行业管理体制改革、国有重点煤矿下放归属地方管理、国家大型煤炭基地建设、三西（山西、陕西、蒙西）煤炭规划开发、煤电就地转化、煤炭价格由政府指导向由市场决定的转变等对煤炭行业未来的发展方向、前景、竞争格局和盈利能力有着重要的影响作用，进而影响行业内不同规模企业的运营和发展战略。煤炭行业政策有利于引导形成跨区域的长产业链的大型煤炭集团，促进提高煤炭资源集中度，提高煤炭资源回采和利用程度，有利于提升煤炭行业信用空间，但对中小煤炭企业的信用水平形成压缩，增加了中小煤炭企业稳定信用水平的难度。同时，国家在其他行业推进的产能控制、产业布局调整、兼并重组、产品结构升级以及节能环保等方面的政策对煤炭行业和企业也会产生关联与传导性质的影响。

（3）其他政策。

除了宏观经济政策和产业政策之外，我们还会考虑针对煤炭行业的进出口政策、安全监管政策、资源税制改革等对煤炭行业信用水平的支持和制约作用。

4、区域经济环境

煤炭赋存区域的经济水平对煤炭资源开发利用的依赖程度较大，其经济格局也多以煤炭为

核心向上下游延伸。煤炭资源的赋存区域与终极使用区域的分布不一致使得煤炭赋存区域的经济景气依随煤炭产业的生命周期，对区域煤炭企业的信用水平也会有一定的影响。

（二）行业风险

对煤炭行业所依存的外部宏观环境进行充分的讨论分析后，我们需要在此基础上对煤炭行业的信用空间进行全面的评估，并与其他行业进行横向的比较和排序，有利于确立煤炭行业的信用风险判断。

中国煤炭行业市场化程度较高，供需关系已经成为影响行业整体盈利水平和信用品质的决定性因素。我们对行业的评价框架就建立在此基础上。此外，我们还重点分析原材料供应及价格波动、行业的竞争格局以及节能环保压力等。

1、供需情况

通常，煤炭下游需求增加，供需紧张，煤炭价格上涨，带动煤炭行业投资加大；相反，煤炭下游需求减少，供给大于需求，煤炭价格下降，行业投资下滑。煤炭行业强周期性导致煤炭需求随宏观经济特别是电力、钢材、建材、化工行业运行情况而波动。煤炭项目投资周期较长导致新增产能不能在短时间内释放，导致煤炭行业供求在大多数情况下处于不平衡状态。同时，煤炭进出口量的变化直接影响国内煤炭市场的供需状况，现阶段国家对煤炭特别是稀缺煤种（如炼焦煤）的出口进行限制，对进口煤炭出台相关鼓励政策，这对增加国内供给比较有利，但在供需不平衡的不同阶段对煤炭价格以及煤炭投资的影响程度表现不一致。

需要注意的是，不同煤种的用途不尽相同，不同煤种的供需情况，以及价格波动也存在差异。如动力煤主要用于火电，焦煤主要用于焦化，而无烟煤主要用于化工等，导致不同煤种在供需关系以及价格变动趋势上存在一定差别，需要分类考虑。另外，国家及地方政府加强煤炭资源的整合力度，因此，不仅需要关注大型煤炭集团的资源开采和供应能力，也需要关注中小煤炭企业限产、关闭政策及其执行力度对行业整体产能释放程度的影响，考量有效产能和有效需求的关系。

在考察煤炭供需情况变化时，应主要关注电力、钢铁、建材和化工等下游行业运行状况对煤炭需求量及变化趋势的影响，煤炭行业固定资产投资与新增产能释放情况，淘汰落后产能情况，并通过新增产能及需求判断行业未来供需关系变动趋势，而短期内煤炭企业、港口及电厂的库存量以及煤炭进出口情况也是判断供需关系变动的重要参考指标。

中国一直是全球煤炭产量最大的国家，在世界煤炭产量中占据较大比例并保持不断上升趋势。但是，跟随宏观经济波动，我国的煤炭行业已面临较为严重的产能过剩，持续的产能扩建和新增投资仍将进一步推升总体生产能力，需求不足导致产能利用不足，煤炭价格持续处于被压制的状态，制约了煤炭行业的盈利能力，影响到对于煤炭行业信用水平的判断。

2、竞争格局

在中国煤炭整体产能过剩，供需矛盾突出，煤炭企业规模差别较大的环境中，煤炭主产区域之间、行业内各企业之间的竞争日趋激烈，整个行业普遍的生态环境及其变化趋势对行业内企业的信用水平评价可能形成限制。在未来的行业竞争中，煤炭行业集中度将进一步提高，那些资源储量足、产能规模大、业务链条既有深度又有广度的煤炭企业才能得到很好的生存发展。煤炭企业兼并重组的趋势将会更加明显，行业的竞争格局将会处于不断的动态发展中。发展上下游产业链、实现长产业链的业务多样性是未来煤炭企业提升竞争力增强抗风险能力的发展方向，行业的信用水平必然

也会随之处于更大的不确定性中。

行业竞争格局中，我们重点关注：行业内煤炭资源整合情况、行业内企业的兼并重组情况、行业内产业链的发展情况、行业内企业数量变动情况、行业内企业平均产能提升情况等等。

3、煤炭资源深化利用

煤炭行业产能过剩局面，以及国内环保压力的与日俱增，对煤炭资源深化利用，以提升煤炭深加工产品附加值提出了更为迫切需求。通过煤炭就地发电上网、加大煤炭洗选比例、延伸煤化工产业链等，提升煤炭利用效率，调整煤炭利用方向，向市场提供具有更高附加值的煤炭产品，从而提升煤炭行业的盈利能力，减少煤炭运输、煤炭综合利用不足等造成环境污染的压力。煤炭企业提升煤炭产品附加值的投资可能导致煤炭企业相关的资金支出上升，进一步增加企业的经营压力；但是我们也看到，附加值的提升有利于煤炭企业改善业务多样性，增强业务风险平衡能力，有助于长期信用水平提升。

煤炭资源深化利用方面，我们重点关注煤炭产品多样性、煤炭产品深加工技术水平、煤炭深加工产品的规模效应、煤炭产品利润创造能力等。

（三）经营风险

煤炭行业整体的信用空间依随宏观环境和整个行业面临的风险因素而伸展或收缩。在充分考虑整个行业所处的宏观环境及行业信用要素后，我们才能够对行业内的企业进行信用比较，并尽可能用定量可比的明细指标来细化这些企业层面的信用要素。同时，一些反映企业信用差别、重要但难以量化的信用要素，我们给予定性评价。

1、经营规模及市场地位

经营规模不仅是企业规模经济、经营可持续性和抗风险能力的综合反映，更是在一定程度上反映了企业竞争的定价话语权。资源储量是煤炭企业的命脉，对煤炭企业的经营持续性具有最重要的影响。对于煤炭行业来讲，规模越大的企业，在煤炭资源储量存量及其增长、煤炭资源品种与赋存条件、煤炭资源区位分布、煤炭资源回采利用、运输条件与运输能力等方面具有决定性优势。拥有高质量储量的煤炭资源，可以为煤炭企业提供维持经济效益的可靠来源。由此，在产品定价、产品销售、成本控制，包括获取外部支持等方面都拥有更大的优势。在煤炭行业集中度逐渐升高的趋势中，亿吨级、5000万吨级特大型煤炭企业将是煤炭行业资源集中的主要载体，将进一步拓展煤炭行业信用空间。我们对煤炭企业经营规模采用定量指标来考量，一般采用近三年销售收入的平均值。此外，我们还关注企业煤炭资源储量情况、产能产量情况、回采利用情况、单体矿井的产能和实际产量（如果矿井数量较多，但单个矿井产能产量较低，往往达不到规模经济）、煤炭资源以及矿井的区域分布情况（一般来说，分散的资源与矿井分布可以在一定程度上分散风险）等等。

市场地位是企业竞争关系的成果性反映，我们一般采用企业主营产品在其所有渗透区域（或核心市场）的综合市场占有率来衡量其市场地位，该项指标我们采用定性讨论的方式对企业进行综合比较。我们考量市场地位更多在于通过企业市场影响力反映企业未来经营稳定性，并非对未来现金流精确计量。对于煤炭行业来讲，除了市场占有率之外，我们还会关注：企业煤炭产能产量排序、主营业务收入排序以及主要细分产品排序等等。此外，企业市场地位的考察还可以通过企业对煤炭资源占有潜力以及煤炭产品定价权的影响程度来进行。

2、业务多样性

业务多样性对于降低企业周期性风险有着非常重要的意义，能够为行业企业抵抗周期性影响以及资金在不同业务之间的调用与平衡提供更大的灵活性。煤炭行业受资源赋存条件影响，产品类型不同于下游行业，产品丰富性一般，但与下游应用行业联系紧密，为煤炭行业延伸业务链条提供了有利条件，可以形成煤电、煤焦化、煤焦运、煤电建等产业链条，以丰富业务分散风险。一家与下游行业联系更为紧密、具有相对完整的上下游产业链、能够生产不同质量的煤炭产品、业务分布在多个区域、下游需求具有不同经济周期的煤炭企业，将会具有更强的经营稳定性，具有更加稳定的现金流和更小的运营风险。

我们主要考察两个层面上的业务多样性，即产业结构（细分行业或细分产品）的多样性和区域的多样性。煤炭产品应用于焦化、电力、化工、建材等不同行业，加工程度不同的煤炭细分产品受各自供需关系的影响，可能表现出不同的周期性，生产多种产品的企业能灵活的分配各产品业务，而产品比较单一的企业将承受更大的价格波动和现金流风险。

煤炭行业的区域多样化体现为煤炭资源在不同地理区域的分布，以及同一煤炭赋存区域内的矿井数。同理，区域多样化，以及矿井的适度分散也具有风险缓冲能力。煤炭生产属于高风险业务，煤炭资源的区域分布适度分散，有利于降低煤炭生产事故对于经营稳定性的影响。

3、成本控制能力

煤炭行业是资源类行业少数具有自我保障能力的行业，煤炭自给程度比较足，在各个细分产品上都不严重依赖进口，对外依存度相当低，价格话语权主要由国内煤炭市场需求与供给的对比关系来决定。煤炭资源自给的保障程度直接影响了煤炭企业生产运营的稳定性，并且对企业的生产成本和盈利能力也有重要的影响。

煤炭行业运营成本取决于多个因素，包括煤炭资源储量质量、资源赋存区域、开采方式、资源回收率、人员效率、投资支出、采空区回填等，是煤炭企业信用水平关注的主要成本来源。

对于煤炭资源的保障程度，我们重点关注企业的煤炭资源可采储量与生产产能之间的比例关系以及煤炭资源可采储量增长与产能产量增长之间的关系，其次关注企业煤炭产业链的运营对于煤炭资源的需求情况。一般来讲，煤炭资源自我保障程度越高，企业生产成本越稳定，受到外部煤炭价格波动的影响越小，信用水平越高。

除了煤炭资源保障程度对生产成本有重大影响之外，运输条件与成本也是我们考察煤炭企业成本控制的重要因素。一般来讲，距离煤炭产地越近、交通越方便的企业运输成本会越低，譬如煤炭资源就近销售用于电力、化工、建材等，将大大降低煤炭运输成本，企业的稳定性也会更好。

4、盈利能力

盈利能力是企业经营性现金流的源泉，是企业偿债能力的根本保障。对于资本密集和具有周期性的煤炭行业来说，需要实现充足的盈利和现金流，才能涵盖煤炭企业庞大的维护、开发资本支出和持续生产。尽管我们在衡量企业盈利能力时是基于企业经营相对平稳的假设，采用的是过去的财务资料，但我们对企业经营成本与产品价格加以预测，以判断在一定期限的未来，企业盈利能力的稳定与变化情况。

我们对煤炭企业盈利能力考量同其他工商企业相差不大，都是建立在现金流基础上的。衡量盈利能力的指标为 EBITDA 利润率（近三年均值）。之所以我们采用 EBITDA，是因为 EBIT 与净利润的主要区别就在于剔除了资本结构和所得税政策的影响。而资本结构的比较将在财务风险部分予以进行，企业所得税减免更多与国家、地方产业布局等政策相关，也会在其他因素中考虑，为了避免重复性因素，我们采用 EBIT 的概念替代净利润的概念。在此基础上，EBITDA 再剔除摊销和折

旧因素，是因为折旧和摊销中包含的是以前会计期间取得固定资产和无形资产时支付的沉没成本，而并非我们更关注的当期的现金支出。这与我们在评价财务风险中要充分估计未来的投资计划的现金支出是匹配的，另外，需要指出的是，在企业 EBIT 计算时，如果存在较大的非经常性的收入和支出，我们会予以剔除调整。

同时，我们还采用总资产报酬率指标（ROA）作为补充。该项指标的意义在于如果该指标大于市场利率，则表明企业可以充分利用财务杠杆，进行负债经营，获取尽可能多的收益，这是与财务风险部分的资本结构相配套。

5、开采技术水平

煤炭赋存地质条件深刻影响到煤炭企业开采方式、开采技术的选择和利用，进而对生产安全、生产成本、生产产能等带来显著影响。煤炭产业链上，煤焦化、煤化工的技术工艺与技术水平也对企业的生产成本、环保成本和规模经济有着明显影响。我们在考量煤炭企业的开采方式和技术装备水平时，主要关注开采方式、技术与设备投入占销售收入之比、人工效率、固定资产产能效率四个指标，以及设备与工艺水平指标，作为辅助调整因素。

6、安全生产

煤炭生产属于高风险行业，安全生产问题一直是所有煤炭企业面临的重大挑战，随着国家对安全生产的重视程度越来越高，资源整合与安全生产整顿使得企业面临的生产安全要求越来越高，安全生产措施不达标企业既会面临更大的生产事故风险，影响企业生产的稳定性，也会导致企业的信用水平受到进一步打压。安全生产做得好的企业在企业管理水平、技术工艺水平等方面都具有更高素质，有利于提升自己的信用空间。我们对企业安全生产状况的考量主要以定性为主，主要看其是否满足相关要求；同时，应考查煤炭企业单位收入中提取的安全生产基金的比例以及利用效果。

（四）其他讨论事项

其他讨论事项包括对企业信用水平存在重要影响，但无法或难以明确量化的其他信用要素，其中包括但不限于以下几个方面。

1、发展战略

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展趋势和企业的实际状况，企业实现战略目标的可能性就越大，对企业未来发展的指导则越有利。反之，不符合企业实际的战略，可能导致企业投资决策的失败和重大的资本损失，可能会严重影响企业现有业务的正常经营，限制企业的信用能力。

对于发展战略考察的实质是基于企业的战略意图和其可动用实现战略的资源对企业长期发展状况和信用水平变化趋势做出判断，主要关注企业战略及其实施与企业可调用资源的匹配性、重大资本开支计划、企业兼并与重组、企业经营资源分布、技术进步路径和方案、风险管理机制等要素。

2、治理结构

良好的治理结构有助于发展战略和经营决策的科学性、合理性，亦有助于经营目标的实现和管理制度的贯彻执行；而治理结构的不完善，将使得经营决策和经营目标的确定具有随意性，最终可能导致生产经营的混乱。一般情况下，治理结构越完善，责权利制衡机制越有效，监督就越有力，企业风险越低。

我们难以以定量标准衡量一个企业治理结构的优劣，中国公司制企业按统一模式构建的治理结构实际也难以相互比较。因此，在治理结构方面，我们更加重视企业与投资者之间的关系，聚焦在企业的偿债意愿以及治理结构的实际运转效果。

3、管理层素质

优秀的管理层可以帮助企业更好的完成发展战略和经营目标，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，并采取有效措施不断占有更多的资源，扩大经营规模、调整产品结构、在维持和提高产品产销水平和市场占有率的同时，加强成本控制力度。我们关注的焦点主要在管理层能力及行业经验，管理团队稳定性等方面。

4、内部风险控制机制

煤炭价格具有周期性波动的特点，煤炭价格的波动对煤炭企业盈利能力的影响也处于不断变化中。煤炭企业除了通过提高开采效率、延伸产业链条、加强企业内部管理等内部风险管理和控制来提升竞争力外，还可以通过期货销售和买卖进行套期保值，从而在一定程度上规避煤炭价格变化带来的不利影响。我们会关注企业是否有成熟的生产管理监督反馈制度，是否有完善的风控制度，是否进行套期保值等等。

5、重大事项风险

我们对该方面的讨论主要集中在煤炭资源采矿权的购买、生产安全、采空区治理和环境污染事件等方面。作为可比因素的主要是历史发生情况以及处理类似事件的风险缓冲能力，重点关注不同损失额对企业经营稳定性的影响。

三、财务风险及其信用因素

财务风险是指企业财务结构不合理，融资不当使公司可能丧失偿债能力而产生的风险。财务风险的评估也是在行业中的企业之间迹象比较。对于煤炭行业来讲，我们重点关注企业的财务政策、现金流以及流动性等三个方面的财务信用要素。

（一）财务政策

企业的财务政策与企业的管理和战略密切相关，对于具有较强周期特征的煤炭行业来讲，采用何种财务政策会直接影响一家公司抵御周期性市场低迷的能力，对于企业的信用水平有极大的影响，因此我们需要对企业的财务政策进行全面的评估。

1、资本结构

资本结构从企业债务杠杆利用的角度反应了企业在债务风险和杠杆收益之间的平衡与偏好，其对企业的财务风险影响巨大。煤炭属于资本密集型行业，煤炭开采的投资项目建设周期长，投资额大，较好的资本结构可以使企业具有更好的财务弹性，能够成功地度过行业的波动周期。

我们衡量企业资本结构采用的指标为资本化比率： $\text{长期负债合计} / (\text{长期负债合计} + \text{所有者权益合计})$ （最近一年期末数），上述指标中，我们剔除流动负债，主要原因是我们将在下面的流动性分析中重点讨论，从而避免重复考量。此外，煤炭行业普遍经营杠杆偏高，生产建设周期长，长期负债是主要的融资方式，长期偿债压力更为突出。

此外，企业出于节约融资成本的考虑或者是信贷政策比较激进，可能会存在短借长用。我们会重点关注在一定的资本结构下，企业的现金流入对全部债务的保障能力，我们一般采用“总债务/EBITDA（近三年平均）”的指标作为反映企业资本机构风险情况的补充。

在大多数情况下，上述指标可以较好反映企业财务政策的激进程度或风险偏好程度。但由于企业投融资活动处于不断变化中，上述指标有时可能会出现对企业财务政策反映的误差（如即期并购重组、巨额股权融资等事项导致资本结构指标大幅变化），特别是这种误差并不反映将来有可能发生类似活动，从而对未来的预测产生不当影响。基于上述因素，我们在必要情况下，会采用一些定性讨论因素进行调整，如剔除非常规因素、考察管理层财务政策的历史表现、分析财务政策的变化趋势等

2、会计政策

由于企业所处经营环境和经营状况的复杂性，其对同一经济业务可能存在多种会计处理或会计报表编制原则、方法的选择，企业对会计政策的选择偏好体现了其财务政策的取向。

首先我们会关注企业财务政策风险偏好，判断是激进、中性还是保守；其次，同一行业不同企业在具体会计政策的选择上可能存在差异，因此我们在对企业的财务数据进行比较时会剔除会计政策不同带来的影响。

煤炭行业固定资产规模大，折旧政策的差异会对企业的盈利指标造成显著影响；另外，煤炭开采过程中开采成本呈现逐渐上升趋势也会对企业的盈利造成显著的影响；近年，中国煤炭企业赴海外投资和进口一定规模的煤炭进行配煤，因此对外币业务的处理与结算政策也影响企业的盈利水平；此外，我们还关注煤炭企业在并购重组过程中的会计政策等等。

除了资本结构和会计政策，我们还会考虑企业的资产质量、风险管理政策等对财务风险的影响；另外，我国煤炭企业普遍存在跨行业的对外投资，也对财务风险构成一定的影响。

（二）现金流

现金流是分析企业财务风险的核心因素，因为现金流是企业偿还债务的真正来源，我们所有的信用要素都是围绕对企业未来的现金流的预测评估而展开。煤炭行业资金密集和强周期特性需要企业产生充足的现金流才能有效覆盖其庞大的维护成本、资本开支、利息支出及债务保障。

通常情况下，我们主要采用企业历史现金流的财务指标为依据来推断、考量企业未来的偿债能力，这里我们采用两个定量指标来分别评估对利息和债务的保障能力，它们是： $EBITDA$ 利息保障倍数= $EBITDA$ /利息支出（近三年平均）和自由现金流对债务总额的比率= $自由现金流（FCF）/债务总额$ （近三年平均）。

$EBITDA$ 利息保障倍数主要体现了企业的自身经营能力对利息支出的覆盖能力。对于煤炭企业来讲，其固定资产规模比较庞大，因此每年的折旧和摊销额也比较大，因此 $EBITDA$ 可以更好的反映煤炭企业在持续经营中对利息偿付的保障能力。

自由现金流是企业在不危及生存与发展的前提下可提供偿还债务的最大现金额（不考虑再融资因素）。自由现金流对债务总额的比率反映了一家公司由自身所产生资金来覆盖定期债务摊销的能力，也反映其通过增加资本支出来维持或增强其竞争地位的灵活性，或通过自愿性债务偿回来改变其资本结构的灵活性。从这个指标中我们也可以观察到企业战略与自身投资匹配程度的财务表现。

需要进一步指出的是，关于营运资本变化和长期资本性支出等因素，我们认为适度增加对企业未来的投资，有助于维持企业的长期综合竞争力；但过度的投资于长期资本领域，尽管可能产生更高的盈利预期，但同时会对企业的偿债能力带来更大的压力，更加直接地影响企业的信用质量，尤其是在经济周期的下行阶段。

我们在分析中仍然可能要用到定性调整因素，评级人员需要结合企业的发展战略，对偶发的大额投资性支出在未来发生的可能性进行充分讨论后作出相关调整。

（三）流动性

流动性是我们对企业进行风险评估的重要因素之一，我们对企业的流动性评判是建立在对现金以及等价物的来源和运用的综合平衡分析之上。虽然持有大额现金存量会带来企业收益率的下降，但是面对煤炭需求波动而导致的煤炭价格的高波动性，以及煤炭进口等冲击因素，我们认为这是必要的，尤其是当整个煤炭行业处于下降周期的时候。

到期短期债务是我们考量煤炭企业流动性的重点关注方面，我们通常采用现金比率（ $\text{现金比率} = (\text{现金} + \text{有价证券}) / \text{流动负债}$ ）作为定量指标分析比较。

此外，重大的资本性开支计划或收购兼并预期也可能带来企业流动性存量的变化。作为投资性支出的现金支出，我们应讨论其与业务收入、利润规模和筹资性收入之间的对比关系，以分析其是否在规模以及周期等方面与企业资金调用能力相匹配。我们在相关要素中已经讨论了这些方面对企业信用能力的影响，这些计划范围内的现金我们将定性调整为非流动性的现金，除非相关计划取消。

在考虑企业的流动性要素时，我们还会定性地讨论以下一些财务弹性因素：

1、即期的再融资空间。主要指信贷融资空间，包括主要银行信贷支持或不支持的证据，包括流动性支持的承诺或信贷额度的承诺等；

2、未抵押资产质量。主要是指企业可转让或抵押融资的标的物，但这种资产的转让或抵押不至于影响企业的经营稳定性；

3、资产转让难度。实物资产的转让更难，我们分析时会对拟转让资产的价值进行折扣预测处理，股权资产则根据转让的限制或变现能力综合讨论。

此外，股东的现金支持也是企业财务弹性的重要来源，但相关因素已在业务风险中关于治理结构的评估中作了充分的定性讨论，此处不再重复论述。

四、外部支持信用要素

对于我国煤炭企业来讲，外部支持是影响其信用水平的非常重要的因素，有时候甚至成为决定性因素，主要原因在于我国经济对于煤炭资源的强依赖性，煤炭资源的利用以及价格波动对下游行业的连锁性影响显著。煤炭企业往往是区域内龙头企业，对当地的经济有着举足轻重的影响，对财政收入、就业等较大的贡献，导致地方政府对煤炭企业的支持意愿和支持力度非常大，进而对企业的信用品质有极大的提升作用。因此，政府的外部支持是我们评价煤炭企业时必须考虑的因素，我们关注的焦点会集中在企业的政府背景、企业在当地的经济地位、企业对当地经济发展的带动、企业历史上获取的政府支持情况等的。

除了政府支持外，股东支持也是影响企业信用水平的重要外部支持因素，具有实力强大股东的企业其信用品质往往会更好。我们会重点关注，股东背景和实力、股东与企业主营业务的相关程度以及比例关系，还有股东对企业的支持意愿和支持力度等等。