



2020年甘肃靖远煤电股份有限公司公开发 行可转换公司债券2021年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年甘肃靖远煤电股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-5-25	2020-7-9

评级观点

中证鹏元对甘肃靖远煤电股份有限公司（以下简称“靖远煤电”或“公司”，股票代码：000552.SZ）及其2020年12月10日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，2020年煤炭业务产销情况较好，公司盈利状况较好，现金生成能力较强，资产流动性较好，财务杠杆水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司部分煤矿产能利用率水平仍较低，且煤炭开采面临一定的安全生产风险，以及募投项目收益存在不确定性等风险因素。

未来展望

公司煤炭资源储量丰富，预计公司业务持续性较好，未来随着在建白岩子矿井的投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：靖远转债

债券剩余规模：28.00亿元

债券到期日期：2026-12-10

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	136.09	135.43	108.91	101.30
归母所有者权益	84.54	83.59	76.07	72.99
总债务	--	24.36	4.41	6.11
营业收入	11.86	36.87	40.56	40.92
净利润	1.61	4.45	5.25	5.73
经营活动现金流净额	-0.48	6.39	4.63	5.26
销售毛利率	28.00%	30.27%	27.97%	28.70%
EBITDA 利润率	--	27.55%	28.29%	23.61%
总资产回报率	--	4.75%	6.29%	7.28%
资产负债率	36.42%	36.98%	28.54%	27.93%
净债务/EBITDA	--	-4.20	-2.72	-3.68
EBITDA 利息保障倍数	--	19.53	27.06	23.69
总债务/总资本	--	22.21%	5.36%	7.72%
FFO/净债务	--	-8.39%	-15.39%	-2.13%
速动比率	4.19	3.98	2.06	1.86
现金短期债务比	--	56.54	8.30	6.98

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表

联系方式

项目负责人：马琳丽
 mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，近年煤炭业务产销情况较好。**公司为甘肃省国有资产监督管理委员会控制的国有煤炭企业，截至2020年末，公司煤炭地质储量68,303.78万吨，可采储量43,624.68万吨。近年来煤炭销售状况表现较好，其中2020年公司的原煤产销率为99.54%。
- **公司盈利状况较好，现金生成能力较强。**2020年公司实现净利润4.45亿元，EBITDA利润率为27.55%，盈利状况较好；2020年公司经营性现金流量（FFO）为3.58亿元，现金生成能力较强。
- **公司资产流动性较好，财务杠杆水平较低。**公司资产主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，资产流动性较好。截至2021年3月末，公司所有者权益为86.53亿元，近年来持续增长，资产负债率为36.42%，2020年末总债务/总资本为22.21%，财务杠杆水平较低。

关注

- **公司部分煤矿产能利用率水平仍较低。**公司红会一矿和王家山煤矿的2020年产能利用率分别为63.98%和66.67%，水平相对较低，王家山煤矿主要系执行《防治煤矿冲击地压细则》后采掘效率下降，红会一矿主要系部分采区煤层状况复杂效率较低所致。
- **公司近年来存在安全生产事故，煤炭开采面临一定的安全生产风险。**由于公司所属矿区地质构造复杂，随着煤炭开采深度的加深，面临一定的安全生产风险。公司2020年发生共1起伤亡事故，百万吨死亡率为0.1130，2021年4月公司魏家地煤矿发生一起安全生产事故。
- **公司募投项目收益存在不确定性。**本期债券本息的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
煤炭企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月10日发行6年期28亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于“靖远煤电清洁高效气化气综合利用(搬迁改造)项目一期”项目。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为27.69亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年3月末，公司注册资本及股本均为228,697.11万元，靖远煤业集团有限责任公司（以下简称“靖煤集团”）持有公司股份46.42%，仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为甘肃省国有资产监督管理委员会。

跟踪期内公司有四名董事由文建东、刘永翀、高小明和马海龙变更为张锋刚、张得君、邵嗣华和林胜；其中公司总经理由马海龙变更为林胜。此外，公司一名监事由柳值林变更为高小明，高小明任公司监事会主席。

2020年公司合并报表范围新增两家子公司：白银银河机械制造有限公司和靖远煤业集团刘化化工有限公司。截至2020年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共8家（详见“附录四”）。

四、运营环境

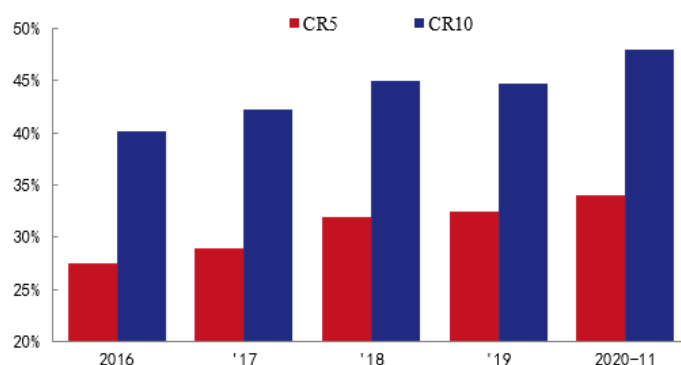
煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化，兼并重组加速推动行业集中度上升；2020年全国原煤产量维持正增长，但增速有所下滑，预计2021年仍将实现小幅增长

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化。截至2020年底，全国累计退出煤矿5,500处左右，退出落后煤炭产能10亿吨/年以上，超额完成了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出的化解过剩产能奋斗目标。“十三五”期间，我国煤炭生产中心加快向资源禀赋好、开采条件好的“晋陕蒙地区”集中，2020年西部地区煤炭产量占比为59.7%，较2015年提升5个百分点。2020年末，全国煤矿数量减少至4,700处以下，平均单井（矿）产能提高至110万吨/年以上，全国建成年产120万吨以上的大型现代化煤矿1,200处以上，产量占全国的80%左右，年产30万吨以下的小煤矿数量、产能分别下降到1,000处以下、1.1亿吨/年左右。根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求

意见稿)》，到“十四五”末，全国煤矿数量控制在4,000处左右，煤炭行业供给侧改革转向系统性去产能、结构性优产能。据《山西省安全生产专项整治三年行动计划》，山西省计划2020年底前60万吨/年以下煤矿全部退出，全省煤矿减少至900座以内，大型煤矿产量占比达76%以上；2020年陕西省和内蒙古自治区也分别计划在年底前退出部分60万吨/年及以下产能。随着中小煤矿产能不断退出，预计煤炭行业产能结构继续优化。

政策推动行业整合加速，行业集中度进一步上升。2020年6月，《国企改革三年行动方案（2020-2022）》出台，国企改革驶入“快车道”。根据《煤炭工业“十四五”结构调整指导意见（征求意见稿）》，“十四五”期间“推进有条件的煤炭企业跨区域、跨所有制实施兼并重组，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。”到“十四五”末，推动企业兼并重组组建10家亿吨级煤炭企业。在国企改革提速和煤炭行业供给侧结构性改革深化的双重背景下，煤炭行业兼并重组有望进一步加快，煤炭行业CR5、CR10产量占比将进一步提高，行业集中度进一步上升。

图1 “十三五”期间煤炭行业集中度提升

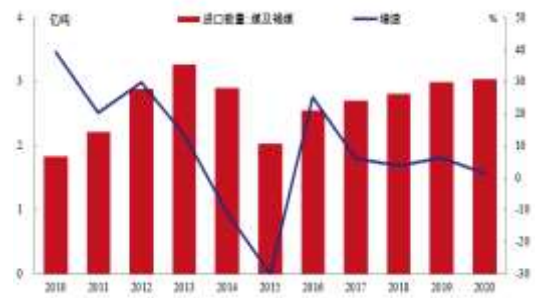


资料来源：国家煤炭工业网，中证鹏元整理

2020年原煤产量维持小幅增长，但增速有所下滑。受上半年COVID-19疫情、部分主产地煤管票限制以及内蒙古“倒查20年”等事件影响，2020年原煤产量增速有所下滑，全年实现原煤产量39.0亿吨，同比增长1.4%，增速回落2.6个百分点。2021年一季度，全国规模以上工业原煤产量为9.7亿吨，同比增长16.0%，主要系去年同期受疫情影响基数较低，其中3月份生产原煤3.4亿吨，同比下降0.2%，增速放缓。随着2020年对供给端扰动较大的事件影响趋弱以及先进产能的不断释放，中证鹏元预计2021年原煤产量有望保持小幅增长。

图 2 原煤产量有望维持正增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2020 年煤炭进口量增速下滑


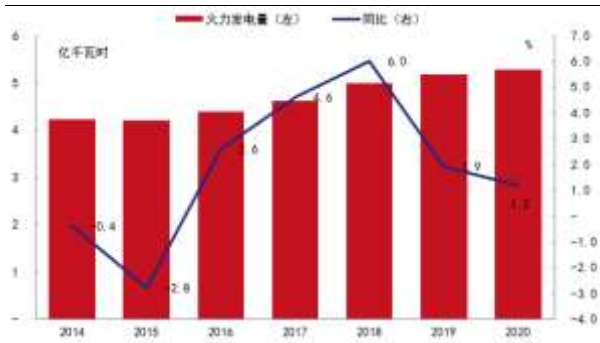
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年煤炭进口政策不断收紧，进口量增速下滑。2020年以来煤炭进口政策不断收紧，全年煤炭进口量3.04亿吨，同比增速下滑至1.5%。预计2021年进口煤炭政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的砝码，煤炭进口量增速仍将处于低位。

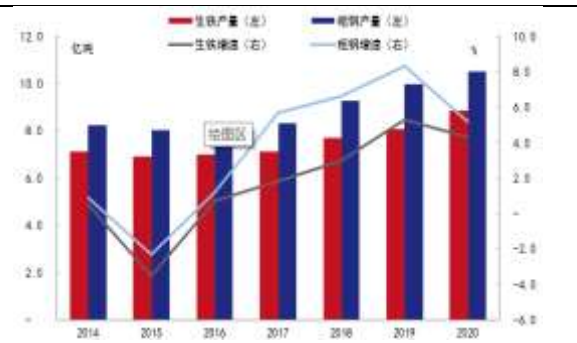
短期内煤炭在一次能源消费结构中仍处主导地位，随着我国经济增速恢复，煤炭下游需求仍有支撑

煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但预计短期内仍处于主导地位。2020年我国煤炭消费量增长0.6%，煤炭消费量占能源消费总量的57.7%，同比下降1.5个百分点，但比重仍然较高。从下游需求来看，主要耗煤行业火电、钢铁、建材、化工终端需求占比分别为54%、18%、12%、7%。长期来看，在中央经济工作会议提出“做好碳达峰、碳中和工作”背景下，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但短期内在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

电力方面，2020年4月后，随着复工复产的持续推进，全社会用电量同比开始转正，各月火电发电量同比增速转正，全年同比增速1.2%，仍维持正增长，支撑动力煤需求。中证鹏元认为，在预期2021年我国经济增速恢复的前提下，电煤需求仍有支撑。钢铁方面，2020年生铁及粗钢产量同比增速仍较快，产量创历史新高，估算2020年钢铁耗煤增长3.3%。预计2021年钢铁产量持平或者微降，但是仍维持高位，钢铁煤耗仍有支撑。

图 4 火电发电量维持正增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

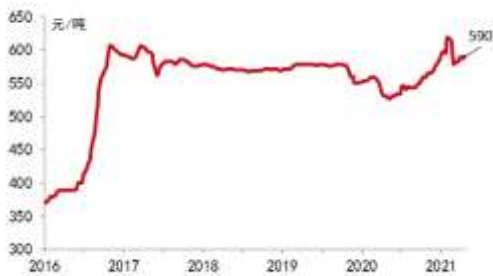
图 5 钢铁产量维持高位


资料来源：Wind，中证鹏元整理

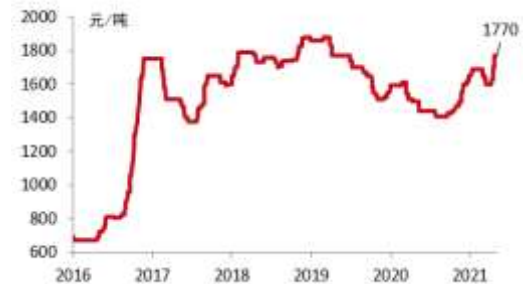
总体来看，2020年4月以来随着下游需求逐步恢复，全年煤炭消费量保持微增，2021年随着我国经济恢复增长，煤炭需求或将仍有一定支撑。但是中证鹏元也关注到，目前全球疫情影响依然持续，外部环境存在诸多不确定性，煤炭需求恢复仍有可能面临全球疫情冲击导致的各类衍生风险。

2020年煤炭价格先抑后扬，行业盈利收窄，内部继续分化；2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计煤炭价格仍有望维持高位，行业盈利边际改善

2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计长协价波动更加平缓。2020年煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势，上半年受疫情影响，环渤海动力煤价格短暂下行至526元/吨，但随着下游需求恢复，供给端受“内蒙古倒查20年”、安全生产检查等因素影响，价格由下半年以来逐步回升，2021年一季度最高上涨至619元/吨。2020年四季度以来，焦煤受环保、安全检查等影响，焦煤供给受限，主焦煤价格持续回升。整体来看，2020年以来煤炭价格仍维持高位，但受上半年疫情影响，全年中枢有所下移。2021年一季度，煤炭供需整体偏紧，煤炭价格维持较高水平。根据国家发改委《关于做好2021年煤炭中长期合同签订履约工作的通知》，要求2021年进一步提高中长期合同签订比例，且在基准价方面，“下水煤合同基准价首先由双方协商确定，协商不一致的按2020年度水平执行”。总体而言，2021年的煤炭长协延续了2020年的定价机制不变，在此基础上，长协煤签订比例以及签订期限均有增加，长协价价格相对将更加稳定。从2016年实行供给侧改革以来，经过多年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，且预计随着行业供给维持小幅增长，需求具有一定支撑，2021年煤炭价格仍有望维持高位。

图 6 环渤海动力煤价格维持高位


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2020 年四季度以来山西产京唐港主焦煤库提价持续回升


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年煤炭价格中枢有所下移，行业营业收入及利润均有所下降。2020年煤炭行业实现营业收入20,001.9亿元，同比下降8.4%；实现利润总额2,222.7亿元，同比下降21.1%，利润水平下降。2021年一季度行业实现营业收入5,621.1亿元，同比增长29.6%，实现利润总额808.8亿元，同比增长94.3%。受2020年下半年以来煤炭价格持续上行影响，2021年一季度煤炭价格中枢上移，行业营业收入及利润总额均大幅增长，预计全年盈利水平或将边际改善。

行业亏损面加大，内部分化加剧。2018年以来，受去产能以及产业结构调整政策的持续影响，行业亏损面加大，内部分化加剧，2020年亏损企业数量1,400家，亏损企业占比32.98%，较2019年上升了5.62个百分点，亏损企业累计亏损额为617.10亿元。随着去产能主要目标超额完成，行业转向结构优化或将导致行业内部盈利能力分化持续。

图 8 2020 年行业收入及利润均下降


注：2019-2020 年盈利指标按国家统计局公布的营业收入和营业成本等口径计算。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 2020 年行业亏损面加大


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司的核心业务为煤炭开采和销售，全资子公司靖煤集团白银热电有限公司（以下简称“白银热电”）主要负责火力发电及供热供汽业务。2020年受市场行情波动影响，公司煤炭产品销售均价有所下降

移。2020年公司实现营业收入36.87亿元，同比下降9.10%。分产品看，煤炭销售是公司收入的主要来源，2020年实现收入26.68亿元，占比为72.36%；发电业务2020年实现收入10.19亿元，规模上升，主要系公司发电量及含税上网电价上升所致。

2020年公司销售毛利率为30.27%，同比有所提高。分业务来看，2020年公司煤炭业务毛利率为36.81%，水平同比有所上升，虽然煤炭产品销售均价有所下移，但受疫情期间国家减税降费政策影响，煤炭业务成本降低，煤炭业务毛利率小幅提升。2020年公司发电业务毛利率为13.15%，近年来水平明显上升，主要系公司电力业务原材料煤炭均价下移，且含税上网电价上涨所致。2021年一季度，公司实现营业收入11.86亿元，同比增长9.03%，销售毛利率为28.00%，较2020年略有下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	26.68	36.81%	31.08	33.94%
发电	10.19	13.15%	9.48	8.39%
合计	36.87	30.27%	40.56	27.97%

资料来源：公司 2019-2020 年年报，中证鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，2019年公司收购了控股股东的煤炭资产，未来有望对公司产能形成一定补充

公司煤矿主要分布在大宝魏、红会、王家山三个煤田，总面积102平方公里，现有王家山矿、红会一矿、大水头矿和魏家地矿4个矿井，2019年公司收购了控股股东靖煤集团子公司靖煤集团景泰煤业有限公司（以下简称“景泰煤业”），新增了尚待开发的白岩子矿井项目。截至2020年末，公司煤炭地质储量68,303.78万吨，可采储量43,624.68万吨，公司采煤机械化程度较高，主导产品“晶虹”煤1#、2#、3#煤炭品种齐全，不粘结、弱粘结，具有低硫、低灰、低磷、高发热量（ $\geq 23\text{MJ}$ ）等特点，广泛用于电力、化工、冶金、建材等行业。

表2 截至2020年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
王家山煤矿	白银市平川区王家山镇	100%	不粘煤	22,072.02	14,278.69
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,575.05	3,200.78
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	24,706.64	15,516.25
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	7,874.27	5,530.96
景泰煤业白岩子	白银市景泰县寺滩乡	60%	气煤、1/3焦煤	9,075.80	5,098.00
合计	-	-	-	68,303.78	43,624.68

资料来源：公司提供

2019年5月公司通过股权收购的方式将景泰煤业纳入合并范围，公司按持股比例合计增加出资

12,000.00万元，并根据景泰煤业白岩子矿井项目建设需要分期进行增资。景泰煤业主要负责所属白岩子矿井项目的开发建设，矿井煤炭资源储量9,075.80万吨，其中气煤储量为4,736.3万吨，1/3焦煤储量为4,339.5万吨。根据《白岩子矿井及选煤厂可行性研究报告》，矿井设计生产能力90万吨/年，服务年限44.2年，开采方式为地下开采，未来投产后有望对公司产能形成一定的补充。

公司主要在建项目为白岩子矿井及选煤厂和本期债券募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期。其中白岩子矿井及选煤厂预算总投资24.80亿元，项目处于建设期，采矿许可证已经办理，截至2020年末已投资2.94亿元，目前正在加快推进项目土地出让、涉河建设、进场道路占用基本农田、前期排矸（沙河治理）等手续办理工作，项目“三通一平”工作及矿建工程正在有序推进中。本期债券募投项目总投资33.85亿元，公司已支付项目公司出资款3,000万元，目前项目基础工程设计已完成，正在组织审查，并同步推进项目铁路专用线勘察设计、项目卫生防护距离内居民动迁、土地征用及附着物移位、外供电接入系统论证等工作。

2020年公司王家山煤矿总产能有所提高，但红会一矿和王家山煤矿产能利用率仍较低，且煤炭开采面临一定的安全生产风险

截至2020年末，公司正常生产的煤矿共4个，分别为魏家地煤矿、王家山煤矿、大水头煤矿和红会第一煤矿，核定产能分别为300万吨/年、330万吨/年、220万吨/年和204万吨/年，公司煤炭总产能为1,054万吨/年，有所上升，主要系王家山煤矿一号井原核定产能45万吨/年，经技术改造后，2020年经甘肃省安委办重新核查，一号井核定产能为90万吨/年。2020年公司煤炭总产量为885.62万吨，产能利用率为84.02%。分矿区来看，公司目前在产四个矿区中，2020年魏家地煤矿和大水头煤矿产能利用率分别为105.20%和104.69%，产能利用率较好。而红会一矿和王家山煤矿的产能利用率分别为63.98%和66.67%，水平相对较低，王家山煤矿主要系执行《防治煤矿冲击地压细则》后采掘效率下降，红会一矿主要系部分采区煤层状况复杂效率较低所致。

表3 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2020年		2019年		备注
	产能	产量	产能	产量	
魏家地煤矿	300	310.09	300	315.60	正常生产
王家山煤矿	330	220.01	285	190.30	正常生产
大水头煤矿	220	225.00	220	230.32	正常生产
红会一矿	204	130.52	204	145.34	正常生产
合计	1,054.00	885.62	1,009.00	881.56	-

资料来源：公司提供

公司原煤生产的主要成本包括人工工资、材料设备、电力以及计提的安全生产费用和折旧。公司2020年原煤单位制造成本为256.95元/吨，吨煤成本同比下降。

表4 公司原煤单位制造成本（元/吨）

项目	2020年	2019年
原煤	256.95	273.81

资料来源：公司提供

公司日常经营中主要的采购物资为采掘设备、支护设备以及钢板、木料等耗用材料、井巷工程劳务等。对于物资采购，公司通过内设供应公司统一采购，其中大宗设备实行公开招标的采购方式；耗材实行比价议标的采购方式。井巷工程建设由生产管理部门牵头组织招标委员会以公开招标的方式采购。2020年，公司前五大供应商采购金额为4.24亿元，占比为32.56%，采购集中度有所降低。

表5 公司前五大供应商情况（单位：亿元）

年份	供应商	采购金额	占比
2020年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.44	11.04%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	0.99	7.62%
	甘肃佰信达工贸有限公司	0.68	5.23%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.63	4.86%
	靖远恒源裕工贸有限公司	0.50	3.81%
	合计	4.24	32.56%
2019年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.69	11.03%
	靖远县鸿发源工贸有限公司	1.20	7.85%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	1.06	6.90%
	白银宝源安顺工贸有限公司	0.66	4.31%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.64	4.19%
	合计	5.25	34.28%

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属于煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性。公司2020年发生共1起伤亡事故，百万吨死亡率为0.1130。2021年4月公司魏家地煤矿发生一起安全生产事故，导致一名工作人员死亡。事故发生后，公司已按相关规定与程序进行了报告，并已责令魏家地煤矿停产整顿，公司其他单位生产经营均正常运行，截至2021年4月30日，魏家地煤矿已恢复生产，公司初步预计本次事故不会对生产经营造成重大影响，也不会对经营业绩产生较大影响。

表6 公司安全投入情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年
安全费用投入	12,085.83	20,332.99
百万吨死亡率	0.1130	0

资料来源：公司提供

公司煤炭产销情况较好，受煤炭价格波动影响，2020年煤炭业务收入有所下降

公司生产的原煤直接用于销售，主要产品为“晶虹”煤，属于不粘结、弱粘结煤种，是比较环保优

质的动力煤。销售模式上采取内设运销分公司统一管理各矿区所产煤炭的销售。在煤炭销售上实行统一配置公司煤炭资源、协调运力以及市场管理。运销分公司的模式主要是：针对市场的需求，统一处理全年的煤炭订货；结合客户分布以及订货情况等因素统一制定煤炭铁路运输计划；统一组织与协调各矿区的发货等日常运行；针对合同类型统一协调、确定与监管煤炭产品销售价格；对公司煤炭销售实行统一的结算与回款管理。另外，公司全资子公司甘肃晶虹储运有限责任公司主要从事煤炭收购、加工运输以及销售，对公司煤炭销售有较强的补充作用。2020年，公司的原煤销量为881.53万吨，产销率为99.54%，近年来公司的煤炭销售状况表现较好。

表7 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

	项目	金额
2020年	产量	885.62
	销量	881.53
	产销率	99.54%
	期末库存	74.13
	平均售价	360.67
2019年	产量	881.56
	销量	886.07
	产销率	100.51%
	期末库存	71.13
	平均售价	381.23

注：销量包含内销部分

资料来源：公司2019-2020年度报告、公司提供，中证鹏元整理

销售货款的结算方面，公司原则上采取先款后货的销售模式，仅对38家与公司有长期合作关系且信誉较好的客户采取滚动结算的销售模式，滚动周期和滚动金额限定在一至两个月之内。公司近年回款主要以现金或银行承兑汇票进行结算，公司根据用户的承付能力不同允许以银行承兑汇票进行结算，同时也可多方协议进行结算。

受2020年煤炭价格中枢下移影响，公司2020年煤炭业务收入有所下降。2020年，公司实现煤炭业务收入26.68亿元，同比减少14.39%。毛利率水平也受市场行情影响有所波动，2020年为36.81%，受吨煤成本下降影响水平略有上升。销售区域可划分为省内市场和省外市场，其中主要以省内为主，省外市场主要为西南地区。

公司原煤主要的销售对象为下游的火电厂、建材企业、冶金厂、供热公司和贸易公司等，公司已与部分客户建立了长期稳定的合作关系。从下游客户集中度来看，2020年公司前五大客户销售占比为49.09%，销售集中度有所下降。

表8 公司前五大客户情况（单位：亿元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2020年	客户一	8.29	22.49%

	客户二	2.90	7.85%
	客户三	2.80	7.59%
	客户四	2.24	6.08%
	客户五	1.87	5.08%
	合计	18.10	49.09%
2019年	客户一	7.59	18.71%
	客户二	4.82	11.89%
	客户三	3.85	9.50%
	客户四	3.38	8.35%
	客户五	3.21	7.91%
	合计	22.86	56.36%

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭资源储备丰富，且2019年收购了控股股东的煤炭资产。2020年公司产销情况较好，但红会一矿和王家山煤矿产能利用率仍较低，受煤价波动影响，2020年公司煤炭业务收入规模有所下降，且存在安全生产事故，面临一定安全生产风险。

近年来公司发电量持续上升，2020年受上网电价上升以及煤价下跌影响，电力业务毛利率水平有所提升

公司电力板块主要由子公司白银热电负责运营，白银热电成立于2012年5月，主营电力和热力生产业务。公司规划建设4台350MW超临界燃煤间接空冷热电联产机组，目前一期已建成投运2台350MW机组，是集发电、供热、工业供汽为一体热电联产项目。其中一、二号机组分别于2015年10月、12月正式投产发电，同年11月1日实现向白银市城区供热。公司发电主要供给省内工商业企业等用电大户及外送其他省份。

公司的售电定价方式主要有三种：公司与省电网公司每年核定一定量的基本电量，电价执行上网标杆电价；按电力体制改革，由省发改委、工信委、省电网公司组织，发电企业与省内工业用电企业参加，双方洽谈让利幅度最终达成成交协议；由国家电网公司北京交易中心组织甘肃省电网公司与外送电量各省（主要是湖南、山东、河南、江西、四川和陕西等）进行外送电交易，价格由电网公司过网费以及省内电厂报价决定，一般低于标杆电价。

2020年公司全年发电量为326,616.02万度，其中外销电量为304,072.68万度。公司发电量上升主要原因有：受近年来区域社会用电需求逐渐增加以及甘肃省跨区跨省外送电量增长较快的影响，省内火电平均利用小时数逐渐增加；白银热电工业供汽用户用汽需求量不断增加，省电网公司通过“以热定电”模式在一定程度上提高了公司机组的负荷率。2020年电力业务含税上网电价为0.3098元/度，同比有所上升。公司发电业务2020年实现收入10.19亿元，同比增长7.48%，其中主要为电力销售收入，毛利率为13.15%，同比提高4.76个百分点，2020年受上网电价上调以及煤炭均价下跌影响，电力业务毛利率水平有所提升。

表 9 公司电力业务运行情况（万度、元/度）

项目	2020 年	2019 年
装机容量	2×350MW	2×350MW
具体机组运营情况	正常运营	正常运营
发电量	326,616.02	301,210.60
全年发电小时数	4,665.9	4,303.0
其中：自用	22,543.34	21,537.27
外销	304,072.68	279,673.34
含税上网电价	0.3098	0.2978

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告及公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020 年公司合并报表范围新增两家子公司：白银银河机械制造有限公司和靖远煤业集团刘化化工有限公司。

资产结构与质量

近年来公司资产规模大幅上升，主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，公司资产流动性较好

随着公司发行可转债以及利润累积，近年来公司资产规模大幅上升，截至 2021 年 3 月末，公司总资产上升至 136.09 亿元。从资产构成来看，2021 年 3 月末流动资产占比为 56.10%，公司资产中货币资金、票据、固定资产和无形资产占比较大。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.58	36.43%	53.09	39.20%	25.03	22.98%
应收账款	5.60	4.11%	4.92	3.63%	9.17	8.42%
应收款项融资	16.69	12.27%	14.57	10.76%	9.89	9.08%
存货	2.36	1.73%	2.70	1.99%	2.45	2.25%
流动资产合计	76.35	56.10%	76.38	56.40%	49.66	45.59%
固定资产	32.11	23.60%	32.73	24.16%	33.37	30.64%
在建工程	5.13	3.77%	4.52	3.34%	3.10	2.85%
无形资产	19.69	14.47%	19.82	14.63%	20.25	18.59%
其他非流动资产	0.48	0.36%	0.48	0.35%	1.04	0.96%

非流动资产合计	59.74	43.90%	59.05	43.60%	59.26	54.41%
资产总计	136.09	100.00%	135.43	100.00%	108.91	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金规模为53.09亿元，规模较大，占总资产的比重为39.20%，主要以银行存款为主，其他货币资金0.40亿元，规模较小，主要系公司子公司涉诉资金。2020年末公司应收账款为4.92亿元，规模同比大幅下降，主要为公司应收煤款。公司2020年末应收款项融资为14.57亿元，主要为银行承兑汇票。公司存货主要为库存商品和原材料，2020年末公司存货为2.70亿元，近年来规模整体变动不大。截至2020年末，公司存货跌价准备计提余额为0.41亿元。

2020年末公司固定资产32.73亿元，占总资产的比重为24.16%，主要为生产管理用的房屋建筑物13.28亿元和机器设备15.84亿元。截至2020年末，公司未办妥产权证书的固定资产账面价值1.66亿元，均为白银热电房屋，其房屋产权证书正在办理中。2020年末，公司在建工程为4.52亿元，主要的在建工程为生产安全项目（含标准化）、维简及更新改造项目、白岩子煤矿及选煤厂和本期可转债募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）一期项目。2020年末公司无形资产金额为19.82亿元，占总资产的比重为14.63%，主要为土地使用权6.17亿元和采矿权13.57亿元。截至2020年末，公司资产中仅其他货币资金使用受限，金额为0.40亿元，系子公司涉诉资金，规模较小。

整体来看，随着发行可转债以及利润累积，近年来公司资产规模大幅增长。截至2020年末，公司资产主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，公司资产流动性较好。

盈利能力

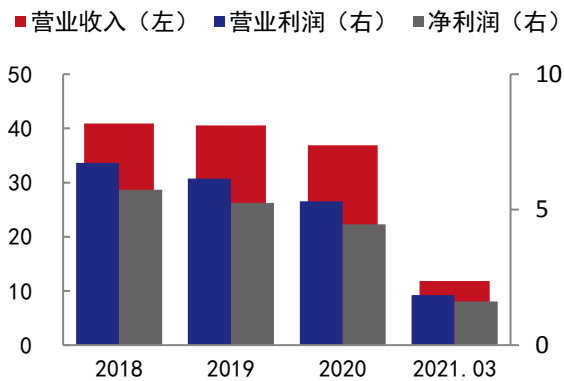
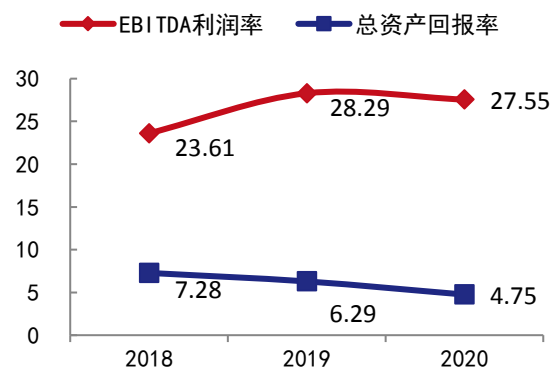
公司2020年收入规模有所下降，但盈利水平整体仍较为可观

公司收入主要来源于煤炭业务，2020年受市场行情波动影响，公司煤炭产品销售均价有所下移；2020年公司实现营业收入36.87亿元，同比下降9.10%，实现净利润4.45亿元，同比下降15.22%，但公司净利润规模整体仍维持较高水平。

2020年公司销售毛利率为30.27%，同比有所上升。分业务来看，2020年公司煤炭业务毛利率为36.81%，水平同比有所上升，虽然煤炭产品销售均价有所下移，但受疫情期间国家减税降费政策影响，煤炭业务成本降低，煤炭业务毛利率小幅提升。2020年公司发电业务毛利率为13.15%，明显上升，主要系公司电力业务原材料煤炭均价下移，且含税上网电价上涨所致。公司期间费用率2020年为10.92%，近年来水平整体有所上升，对公司利润形成一定的侵蚀。此外，因账面价值低于可变现净值，2020年公司计提存货跌价损失0.42亿元。

2020年公司EBITDA利润率为27.55%，近年来受益于煤炭价格整体维持高位，水平仍较为可观。2020年公司总资产回报率为4.75%，随着公司发行可转债使得总资产规模迅速扩大，水平同比有所下降。

总体来看，虽然2020年收入规模有所下滑，但公司近年来盈利水平整体仍较为可观。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

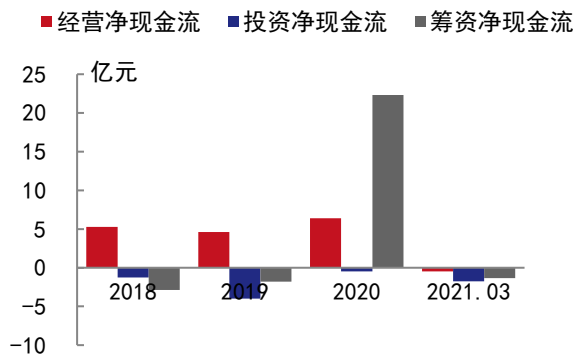
现金流

公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好

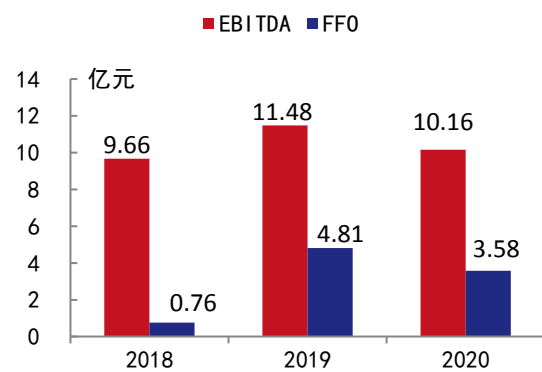
2020年公司经营性现金流量（FFO）为3.58亿元，受公司同期利润减少影响，规模同比有所下降，但规模仍尚可，公司现金生成能力仍较强。2020年公司经营活动现金流净额为6.39亿元，净流入规模上升，经营活动现金流整体表现较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财投资；公司投资活动现金流出主要为购买理财产品及部分项目建设支出。2020年公司投资活动产生的现金流量净额为0.45亿元，净流出同比大幅减少，主要系购建固定资产、支付结构性存款的现金同比减少。公司主要在建工程白岩子煤矿及选煤厂和本期债券募投项目投资规模较大，但截至2021年3月末公司货币资金为49.58亿元，规模较大，公司面临的资金压力不大。

筹资活动方面，2020年公司筹资活动现金净流入22.32亿元，主要系公司发行可转换债券收到的现金大幅增加所致。

图 12 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

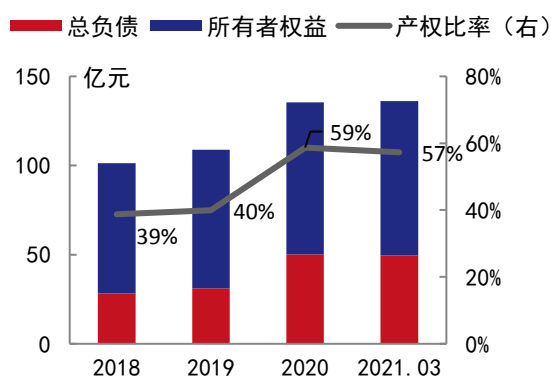
图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

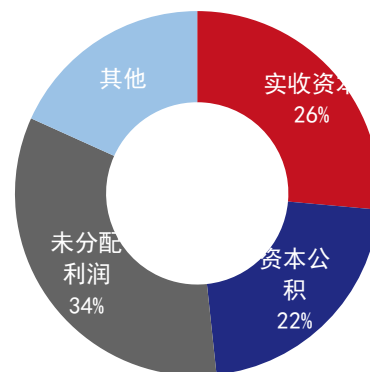
资本结构与偿债能力

近年来公司所有者权益持续增长，财务杠杆水平较低，流动性指标表现较好，债务压力较小

随着公司发行可转债，可转债权益工具成分计入所有者权益，截至2021年3月末，公司所有者权益规模上升至86.53亿元。截至2021年3月末，公司总负债规模上升至49.56亿元，产权比率为57.28%，较2019年末有所上升，但水平仍不高，所有者权益对负债的保障程度较好。

图 14 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 15 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司短期借款为1.20亿元，均为信用借款；应付账款6.50亿元，同比变动不大，占总负债的比重为12.97%，主要为应付的工程款、货款和设备款；应付职工薪酬占总负债的比重为14.86%，占比较高，主要系公司计提了尚未发放的职工薪酬福利。公司其他应付款近年来规模变动不大，2020年末金额为1.33亿元，主要由代扣款项、职工押金、保证金和环境治理基金等构成。

公司负债主要以非流动负债为主，2021年3月末占比为64.34%。公司应付债券系发行的本期可转债。

截至2020年末公司长期应付款为2.93亿元，主要为采矿权使用费、矿山应急救援款、安全生产预防及应急专项资金和清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目资金。截至2020年末，公司预计负债金额为4.59亿元，占总负债的比重为9.16%，主要由公司计提的土地复垦费用构成。

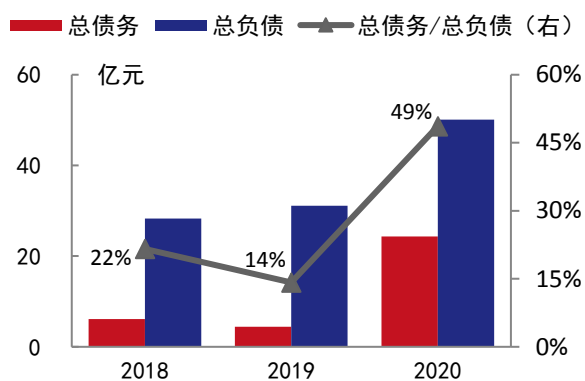
表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.90	1.82%	1.20	2.40%	4.10	13.19%
应付账款	5.49	11.07%	6.50	12.97%	6.45	20.76%
应付职工薪酬	6.99	14.10%	7.44	14.86%	8.97	28.88%
其他应付款	1.86	3.76%	1.33	2.65%	1.02	3.28%
流动负债合计	17.68	35.66%	18.50	36.93%	22.93	73.78%
应付债券	23.42	47.26%	23.16	46.24%	0.00	0.00%
长期应付款	3.41	6.88%	2.93	5.86%	3.25	10.46%
预计负债	4.64	9.36%	4.59	9.16%	4.33	13.93%
非流动负债合计	31.89	64.34%	31.59	63.07%	8.15	26.22%
负债合计	49.56	100.00%	50.09	100.00%	31.08	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

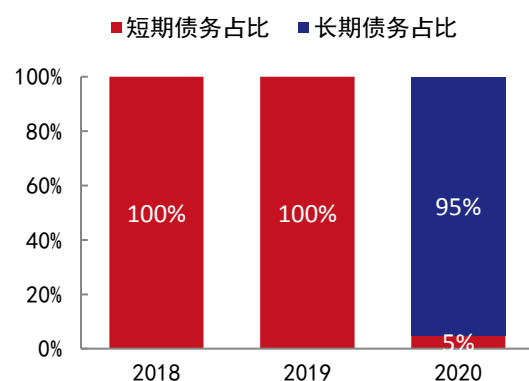
截至2020年末，公司总债务为24.36亿元，占总负债的比重为48.64%，同比增长452.40%，主要系公司发行本期可转债所致。从结构来看，公司总债务主要以长期为主，2020年末占比为95.01%。

图 16 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从杠杆状况指标来看，2020年末公司资产负债率为36.98%，有所上升，但仍处于较低水平。由于公司货币资金规模较大，近年公司净债务均为负值，现金对债务的覆盖程度较好，2020年末公司FFO/净债务、净债务/EBITDA分别为-8.39%和-4.20。2020年公司EBITDA利息保障倍数为19.53，受公司盈利下降以及债务规模上升影响，同比有所下降，但仍处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。截至2020年末，公司总债务/总资本为22.21%，占比不高。整体来看，公司杠杆状况指标整体表现较好，债

务压力较小。

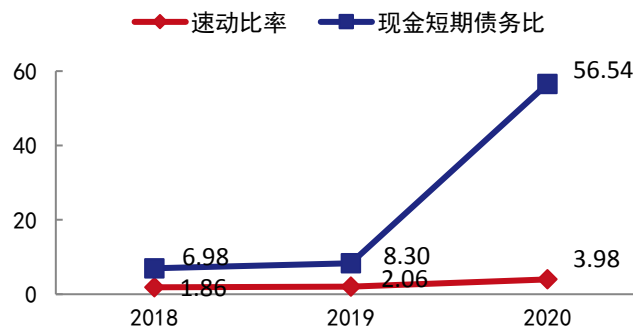
表 12 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	36.42%	36.98%	28.54%
净债务/EBITDA	--	-4.20	-2.72
EBITDA 利息保障倍数	--	19.53	27.06
总债务/总资本	--	22.21%	5.36%
FFO/净债务	--	-8.39%	-15.39%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

从流动性比率来看，截至2020年末，公司速动比率为3.98，表现较好且同比有所提高，现金短期债务比为56.54，公司通过可转债融资使得现金规模大幅上升，现金短期债务比大幅提高。整体来看，公司流动性指标表现较好。

图 18 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

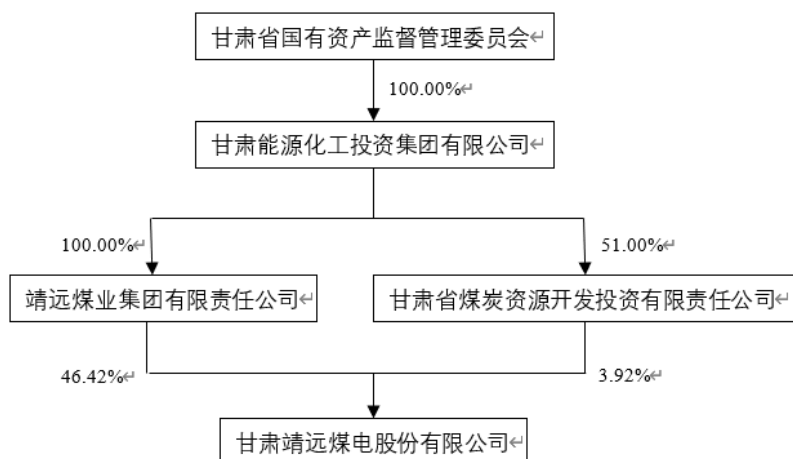
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	49.58	53.09	25.03	26.50
流动资产合计	76.35	76.38	49.66	50.01
固定资产	32.11	32.73	33.37	32.24
无形资产	19.69	19.82	20.25	15.78
非流动资产合计	59.74	59.05	59.26	51.29
资产总计	136.09	135.43	108.91	101.30
短期借款	0.90	1.20	4.10	4.80
应付账款	5.49	6.50	6.45	7.55
应付职工薪酬	6.99	7.44	8.97	8.21
一年内到期的非流动负债	0.32	0.32	0.30	0.00
流动负债合计	17.68	18.50	22.93	25.09
应付债券	23.42	23.16	0.00	0.00
长期应付款	3.41	2.93	3.25	0.00
非流动负债合计	31.89	31.59	8.15	3.21
负债合计	49.56	50.09	31.08	28.29
总债务	--	24.36	4.41	6.11
归属于母公司的所有者权益	84.54	83.59	76.07	72.99
营业收入	11.86	36.87	40.56	40.92
净利润	1.61	4.45	5.25	5.73
经营活动产生的现金流量净额	-0.48	6.39	4.63	5.26
投资活动产生的现金流量净额	-1.76	-0.45	-3.99	-1.25
筹资活动产生的现金流量净额	-1.36	22.32	-1.79	-2.86
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	28.00%	30.27%	27.97%	28.70%
EBITDA 利润率	--	27.55%	28.29%	23.61%
总资产回报率	--	4.75%	6.29%	7.28%
产权比率	57.28%	58.69%	39.93%	38.75%
资产负债率	36.42%	36.98%	28.54%	27.93%
净债务/EBITDA	--	-4.20	-2.72	-3.68
EBITDA 利息保障倍数	--	19.53	27.06	23.69
总债务/总资本	--	22.21%	5.36%	7.72%
FFO/净债务	--	-8.39%	-15.39%	-2.13%
速动比率	4.19	3.98	2.06	1.86
现金短期债务比	--	56.54	8.30	6.98

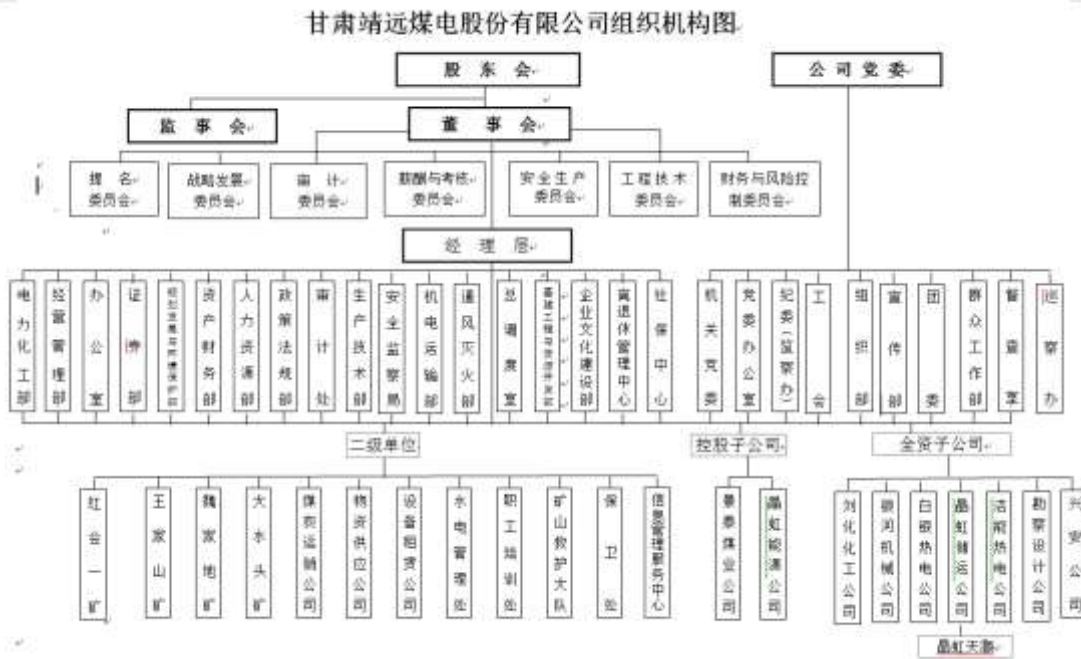
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
靖煤集团白银热电有限公司	70,000.00	100.00%	发电
靖煤集团景泰煤业有限公司	10,000.00	60.00%	煤炭开采
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	1,689.33	100.00%	发电
靖远煤业工程勘察设计有限公司	520.00	100.00%	服务业
甘肃晶虹储运有限责任公司	200.00	100.00%	商业
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	561.76	100.00%	服务业
白银银河机械制造有限公司	6,160.85	100.00%	化学制品
靖远煤业集团刘化化工有限公司	100,000.00	100.00%	制造业

资料来源：公司 2020 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。