

# 山西焦煤集团有限责任公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘 旷 kliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1873 号

## 山西焦煤集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 晋焦煤 MTN004”、“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN001”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 晋焦煤 MTN004”、“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN001”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”和“21 焦煤 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了规模优势进一步增长、继续保持了很强的盈利及获现能力、相关偿债指标保持在较好水平及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、债务规模持续上升、债务期限结构有待改善以及重组山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

焦煤集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,383.97	3,395.39	4,427.39	4,468.90
所有者权益合计（亿元）	875.06	896.29	1,080.61	1,113.05
总负债（亿元）	2,508.91	2,499.10	3,346.78	3,355.85
总债务（亿元）	1,496.48	1,503.78	2,275.31	2,321.31
营业总收入（亿元）	1,765.65	1,808.55	2,101.31	562.02
净利润（亿元）	27.59	34.50	28.18	19.82
EBIT（亿元）	98.30	102.29	131.43	--
EBITDA（亿元）	180.82	201.85	243.08	--
经营活动净现金流（亿元）	163.03	171.45	169.71	25.61
营业毛利率(%)	17.53	17.73	16.86	16.80
总资产收益率(%)	3.10	3.02	3.02	--
资产负债率(%)	74.14	73.60	75.59	75.09
总资本化比率(%)	63.10	62.66	67.80	67.59
总债务/EBITDA(X)	8.28	7.45	9.36	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.96	3.99	2.93	--

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000\_2019\_04)

山西焦煤集团有限责任公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	5.83	7
	总资产收益率(%)*	3.05	6
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)*	67.80	7
	EBITDA/总债务(%)*	12.06	7
	EBIT 利息保障倍数(X)*	1.74	7
规模(28%)	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	4.32	8
	营业总收入(亿元)*	1,891.84	10
运营实力 (24%)	原煤产量	10	10
	资源禀赋	10	10
	竞争实力	10	10
	安全生产	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2018 年-2020 年三年平均值

## 正面

■ **重组事项已完成，规模优势进一步增长。**公司是中国最大的优质炼焦煤生产基地，截至 2020 年末，公司煤炭资源储量为 224.92 亿吨，可采储量为 117.03 亿吨。2020 年，随着山煤集团重组事项的完成，公司原煤产量达 1.56 亿吨，产业规模优势十分显著。

■ **继续保持了很强的盈利及获现能力，相关偿债指标保持在较好水平。**2020 年以来，受益于煤炭和焦炭价格高位运行，公司继续保持了很强的盈利及经营获现能力，相关偿债指标保持在较好水平。

■ **融资渠道畅通。**公司下属山西焦煤能源集团股份有限公司（以下简称“山西焦煤”，股票代码 000983.SZ）、山西焦化股份有限公司（以下简称“山西焦化”，股票代码 600740.SH）和山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”，股票代码 600546.SH）均为国内 A 股上市公司，融资渠道畅通。此外，截至 2021 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计 2,527.86 亿元，其中未使用额度为 899.20 亿元，备用流动性充足。

## 关注

■ **煤炭价格波动。**自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格整体呈下行态势，但下半年以来受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，煤炭价格大幅回升。中诚信国际将对煤炭市场价格波动情况及其对煤炭企业盈利水平的影响保持关注。

■ **债务规模持续上升，债务期限结构有待改善。**跟踪期内，公司在固定资产维护及建设等方面保持了一定的投资规模，且随着山煤集团纳入合并范围，公司总债务规模呈持续上升态势，期末财务杠杆水平亦有所上升。且公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

■ **重组山煤集团。**2021 年 1 月，公司控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）已将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，山煤集团已变更为公司全资子公司，相关工商变更登记手续已完成。中诚信国际将对本次资产划转对公司后续的经营及信用水平的影响保持持续关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，山西焦煤集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭及焦化产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平，偿债指标明显弱化。

**评级历史关键信息**

山西焦煤集团有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN001	2021/04/15	李迪、刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN007	2020/08/28	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN006	2020/07/31	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN005B	2020/06/15	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN005A	2020/06/15	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN004B	2020/05/22	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN004A	2020/05/22	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN003 (AAA) 20 晋焦煤 MTN002 (AAA) 20 晋焦煤 MTN001 (AAA) 19 晋焦煤 MTN004 (AAA) 19 晋焦煤 MTN003A (AAA) 19 晋焦煤 MTN003B (AAA) 19 晋焦煤 MTN002 (AAA) 19 晋焦煤 MTN001 (AAA) 18 晋焦煤 MTN005 (AAA) 18 晋焦煤 MTN004 (AAA)	2020/07/27	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN003 (AAA)	2020/05/08	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2020/03/27	刘旷、李博伦	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2020/03/06	刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN004 (AAA)	2019/10/25	刘翌晨、刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN003A (AAA)	2019/07/31	刘翌晨、刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN003B (AAA)	2019/07/31	刘翌晨、刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2019/04/19	刘翌晨、刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2019/03/29	刘翌晨、刘旷、杨笑天	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 晋焦煤 MTN005 (AAA)	2018/08/23	曾格凯茜、王一城	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 晋焦煤 MTN004 (AAA)	2018/06/27	李廷蔚、曾格凯茜、王一城	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2020年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2020年原煤产量 (亿吨)	2020年末资产总额 (亿元)	2020年末资产负债率 (%)	2020年营业总收入 (亿元)	2020年净利润 (亿元)
山东能源	2.70*	6,851.03	66.98	6,752.40	111.79
陕煤集团	1.95	5,960.60	68.97	3,402.70	127.44
晋能煤业	1.74	3,888.26	77.14	1,950.20	4.24

<b>焦煤集团</b>	<b>1.56</b>	<b>4,427.39</b>	<b>75.59</b>	<b>2,101.31</b>	<b>28.18</b>
-------------	-------------	-----------------	--------------	-----------------	--------------

注：“陕煤集团”为“陕西煤业化工集团有限责任公司”简称；“晋能煤业”为“晋能控股煤业集团有限公司”简称；“山东能源”为“山东能源集团有限公司”简称。带“\*”指标为商品煤口径。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
18 晋焦煤 MTN004	AAA	AAA	2020/07/27	20.00	20.00	2018/07/11~2021/07/11	交叉违约条款
18 晋焦煤 MTN005	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2018/08/29~2023/08/29	交叉违约条款
19 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2019/04/11~2022/04/11 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
19 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2019/07/15~2022/07/15 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
19 晋焦煤 MTN003A	AAA	AAA	2020/07/27	5.00	5.00	2019/08/22~2022/08/22	交叉违约条款
19 晋焦煤 MTN003B	AAA	AAA	2020/07/27	5.00	5.00	2019/08/22~2024/08/22	交叉违约条款
19 晋焦煤 MTN004	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2019/11/07~2022/11/07	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2020/07/27	20.00	20.00	2020/03/20~2023/03/20 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2020/04/16~2023/04/16 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2020/07/27	10.00	10.00	2020/05/26~2023/05/26 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN004A	AAA	AAA	2020/07/06	6.00	6.00	2020/07/15~2023/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN004B	AAA	AAA	2020/07/06	4.00	4.00	2021/07/15~2025/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005A	AAA	AAA	2020/06/15	13.00	13.00	2020/06/22~2023/06/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005B	AAA	AAA	2020/06/15	7.00	7.00	2020/06/22~2025/6/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN006	AAA	AAA	2020/07/31	10.00	10.00	2020/08/12~2023/08/12 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN007	AAA	AAA	2020/08/28	10.00	10.00	2020/09/09~2023/09/09 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
21 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2021/04/15	15.00	15.00	2020/04/23~2024/04/23	交叉违约条款
19 焦煤 01	AAA	AAA	2020/06/11	5.00	5.00	2019/08/12~2022/08/12	--
19 焦煤 02	AAA	AAA	2020/06/11	5.00	5.00	2020/08/12~2024/08/12	--
20 焦煤 01	AAA	AAA	2020/06/11	10.00	10.00	2020/03/06~2023/03/06	--
20 焦煤 02	AAA	AAA	2020/06/11	10.00	10.00	2020/03/06~2025/03/06	--
20 焦煤 Y1	AAA	AAA	2020/08/24	20.00	20.00	2020/09/02~2023/09/02 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权条款等
20 焦煤 Y3	AAA	AAA	2020/09/11	10.00	10.00	2020/09/18~2023/09/18 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权条款等
20 焦煤 Y4	AAA	AAA	2020/10/13	15.00	15.00	2020/10/21~2022/10/21 (2+N)	赎回条款、票面利率选择权条款等
21 焦煤 01	AAA	AAA	2021/03/22	20.00	20.00	2021/03/31~2024/03/31	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2020 年末，公司存续公司债券所募集资金已全部使用完毕，与募集说明书约定的募集资金用途一致。

表 1：公司募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	用途是否变更
19 焦煤 01	5.00	5.00	否
19 焦煤 02	5.00	5.00	否
20 焦煤 01	10.00	10.00	否
20 焦煤 02	10.00	10.00	否
20 焦煤 Y1	20.00	20.00	否
20 焦煤 Y3	10.00	10.00	否
20 焦煤 Y4	15.00	15.00	否
21 焦煤 01	20.00	20.00	否

资料来源：公司债年报，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总

体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务

会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

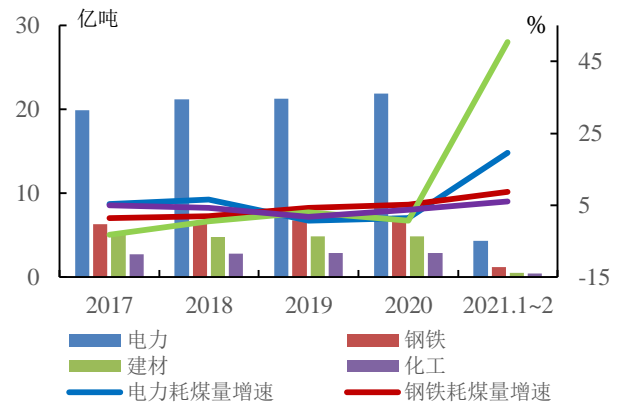
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍呈增长态势；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平**

中国煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受疫情以及电力行业耗煤量增速放缓影响，2020 年我国煤炭消费量为 40.5 亿吨，同比增长 1.0%，消费增速同比回升 0.1 个百分点。2021 年 1~2 月，我国煤炭消费量为 7.0 亿吨，同比增长 15.5%。

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，我国电力需求显著下降；但下半年以来，随着宏观经济的逐步复苏，工业生产逐步加快，全国用电量明显回升，且在第四季度低温寒潮的推动下，当季度用电需求大幅增长，2020 年我国全社会用电量同比仍增长 3.1%，增速同比下降 1.4 个百分点。受清洁能源装机规模上升等因素影响，2020 年我国火电发电量增速同比进一步下降 0.7 个百分点至 1.2%，但仍呈增长态势，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长 1.5%，增速同比上升 0.7 个百分点。

2020 年，我国制造业投资同比下降 2.2%，受疫情影响较为严重；尽管受税收减免等因素影响，我国财政收入有所下降，但随着转移支付增加、提高地方财政资金留用比例政策的延长、抗议特别国债的发行等多项措施的持续加码，我国基建投资（含电力）同比仍增长 3.4%；加之疫情后积压的购房需求快速兑现及优质地块供应增加使得地产商仍保持了较高的投资意愿，当期地产投资同比增长 7.0%，上述因素使得我国固定资产投资同比仍增长 2.9%，钢铁及建材行业用煤需求同比分别增长 3.8% 和 0.8%，增速同比下降 0.5 个百分点和 2.3 个百分点。

此外，2020 年我国化肥产品产量同比有所下降，但受益于煤制油、煤质烯烃及煤制乙二醇等新



型煤化工产能的继续释放，化工行业用煤需求亦得到一定支撑，当期化工行业煤炭消费量同比增长0.2%，增速同比下降1.6个百分点。

整体看，2020年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍保持增长。但长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

### 目前我国煤炭行业去产能目标已超额完成，随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局进一步优化

2016年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。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，已超额完成《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）提出的化解过剩产能目标。

具体来看，2020年全国关闭退出煤矿600余处，合计化解煤炭过剩产能超1.5亿吨/年。其中，云南、山东、贵州、山西及陕西等地区产能退出力度较大。值得注意的是，云南、贵州、四川及江西等南方地区退出矿井多以30万吨/年下矿井为主，该部分单体开采规模小、竞争力弱的小型矿井的退出将使得上述区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

表2：2020年主要省份（自治区）煤炭行业去产能情况

地区	关闭退出煤矿（座）	化解过剩产能（万吨/年）	平均单矿退出产能（万吨/年）
云南	145	3,204	22
山东	8	2,621	328
贵州	133	2,292	17

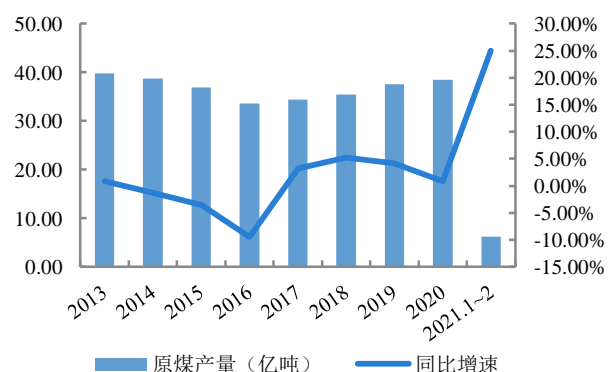
<sup>1</sup> 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路2020年计划运量6,000万吨，预计将于2025年前逐步达到2亿吨/年设计运能。

山西	32	2,074	65
陕西	57	1,693	30
四川	74	939	13
河北	20	783	39
黑龙江	35	735（第一批）	21
河南	11	486	44
江西	46	285（前三批）	6
安徽	1	210	210
广西	4	180	45
甘肃	10	156	16
福建	8	135	17
辽宁	2	114	57
北京	1	100	100

资料来源：中诚信国际根据自各省（自治区、直辖市）政府、行业主管部门官网统计整理。

原煤产量方面，2020年我国煤炭产量为38.4亿吨，同比增长0.9%，受产能持续退出、内蒙地区倒查20年等因素影响，产量增速同比下降3.3个百分点。其中，内蒙、陕西及山西（三西地区）原煤产量为27.9亿吨，占全国煤炭产量的71.5%。而目前在建矿井亦主要集中于煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低的三西地区，未来随着该地区在建矿井的逐步投产，我国煤炭产业结构将进一步向三西地区集中。2021年1~2月，我国煤炭产量为6.18亿吨，受需求增长带动同比增加25.00%。

图2：全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

煤炭运输方面，2019年9月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路<sup>1</sup>（原蒙华铁路）

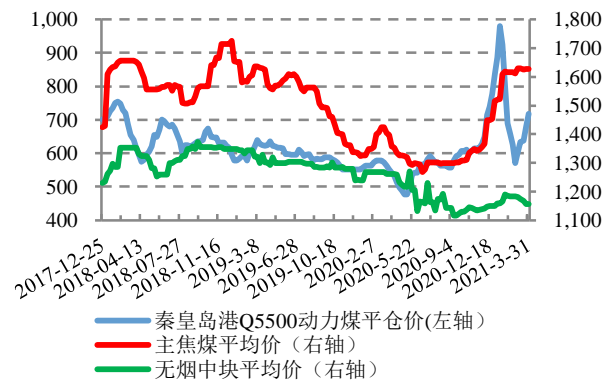
正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。但中诚信国际也关注到，2020 年受铁路专用线、储配基地和物流园等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力释放情况不及预期，未来随着相关集疏运系统建设的完成，该铁路运力将有所提升。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的三西地区，未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

**2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势；但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，煤炭价格大幅回升**

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团<sup>2</sup>开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式，该定价机制的实施一定程度上平抑了煤炭价格波动。

图 3：2018 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。截至 2020 年 12 月末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价及全国主焦煤均价分别为 778 元/吨和 1,454 元/吨，较年初分别上升 40.81% 和 9.93%；全国无烟中块均价为 1,151 元/吨，虽较前三季度有所回升，但较年初仍下降 7.21%。2021 年一季度，受煤炭供应增加、港口库存增长等因素影响，我国动力煤价格高位回落，期末秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 719 元/吨，较年初下降 13.89%，但仍处于很高水平；由于钢铁及化工等下游行业景气度较高，焦煤及无烟煤价格整体有所上升，同期末全国主焦煤及无烟中块均价分别为 1,626 元/吨和 1,157 元/吨，较年初分别上涨 7.38% 和 0.54%。

中诚信国际认为，2020 年新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。但长期来看，受宏观经济不确定性加大、经济及能

<sup>2</sup> 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着以三西地区为主的先进产能的不断释放和运输条件的提高，我国煤炭供应整体仍将趋于宽松，煤炭价格整体将面临一定的下行压力。

### 2020年以来，随着山煤集团重组事项的完成，公司煤炭生产规模大幅增加，行业地位得到进一步巩固

公司是我国最大的优质炼焦煤生产基地，公司生产的焦煤、肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源。截至2020年末，公司煤炭资源储量为224.92亿吨，可采储量为117.03亿吨，丰富的煤炭储量为未来发展提供了充分的资源保障。

2020年，随着山煤集团纳入合并范围，期末公司原煤核定产能达到1.31亿吨/年，焦煤生产能力位居全国第一。此外，根据山西省政府部署，公司与晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股”）分三批签订了《国有产权无偿划转协议》、《管理权移交协议》，将晋能控股的焦煤煤矿资产重组至公司，将公司非焦煤煤矿资产重组至晋能控股。公司于2021年1~4月顺利接管晋能控股划转移交的59座矿井和员工，涉及总产能5,340万吨/年，其中生产产能1,830万吨/年。在相关的股权划转及工商变更登记完成后，公司煤炭产能将进一步增长。中诚信国际将对公司后续矿井资产、相关人员及债务的划转情况保持关注。

表3：近年来公司下属企业原煤生产情况（万吨/年、万吨）

下属子公司	2020年末核定产能	原煤产量			
		2018	2019	2020	2021.1~3
西山煤电（集团）有限责任公司	3,935	4,302	4,432	4,675	1,323
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	3,060	2,549	2,650	2,781	641
霍州煤电集团有限责任公司	1,730	2,132	2,370	2,607	619
华晋焦煤有限责任公司	1,140	859	859	873	214
山西焦煤集团投资有限公司	210	170	170	177	42
山西煤炭进出口集团有限公司	3,000	--	--	4,479	764
<b>合计</b>	<b>13,075</b>	<b>10,011</b>	<b>10,481</b>	<b>15,592</b>	<b>3,604</b>

注：公司原煤产量大于核定产能，主要系公司实际产量包括资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿的产能；各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

原煤生产方面，2020年以来，受益于新投产矿井、在产矿井产能的持续释放以及对山煤集团重组的完成，公司原煤产量同比大幅增长。炼焦精煤方面，为实现就地洗选，公司在每个煤炭主产区配备了相应规模的洗煤厂，截至2020年末，公司拥有选煤厂45座，年入洗能力1.46亿吨。2020年，公司原煤入洗率保持在很高水平，受益于原煤产量的增加，公司炼焦精煤产量亦呈逐年增长态势。

表4：近年来公司煤炭洗选情况（万吨、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
入洗量	8,617	9,250	12,795	3,262
入洗率	86.07	88.25	82.06	90.51
洗出率	49.45	49.40	53.43	41.28
炼焦精煤产量	4,261	4,570	6,836	1,346

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，2020年以来，由于山煤集团下属矿井开采成本偏低，在其纳入合并范围后，公司吨煤成本显著下降。中诚信国际将持续关注吨煤成本的变化对公司煤炭业务盈利所产生的影响。

表5：近年来公司吨煤生产成本情况（元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
1.材料	39.18	30.40	22.4	20.57
2.职工薪酬	137.54	131.48	100.52	110.75
3.电力	14.51	14.72	11.34	13.52
4.折旧费	18.48	19.11	16.23	16.98
5.安全费	24.00	24.71	22.33	22.07
6.维简及井巷费	8.50	8.50	8.50	8.50
7.其他支出	148.26	142.05	125.10	113.09
<b>合计</b>	<b>390.47</b>	<b>370.97</b>	<b>306.42</b>	<b>305.48</b>

注：其他支出包含地方规费和采矿权价款摊销等费用；各分项加总与合计不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

安全生产管理方面，近年来公司保持一定规模的安全生产投入，矿井的综合抗灾能力不断提升。公司煤炭生产百万吨死亡率在行业内处于较低水平。2020年，公司未发生造成人员伤亡的安全事故，当期百万吨死亡率为0。整体来看，由于煤矿建设、生产的特殊性，煤炭企业始终面临一定的安全管理风险，但近年来公司矿井的综合抗灾能力得到不断提升，安全管理保持在较高水平。

**表 6：近年来公司煤炭安全生产管理情况**

	2018	2019	2020	2021.1-3
原煤百万吨死亡率	0	0.010	0	0
全国原煤百万吨死亡率	0.093	0.083	0.058	--
安全生产投入（亿元）	10.18	19.05	18.92	0.86

资料来源：公司提供

### 公司销售渠道稳定，长协销售占比较高；跟踪期内公司煤炭销量大幅增加，售价格持续高位运行，煤炭业务继续保持很强的盈利能力

公司煤炭产品主要为精煤和洗混煤，其中精煤销量占比较高，约占煤炭销售总量的50%以上。近年来，公司煤炭产销率保持在很高水平，2020年受产量增加带动，公司煤炭销量大幅增长。

销售价格方面，2020年以来，由于山煤集团商品煤中建材及电厂用煤销量占比较高，而上述煤炭销售价格相对偏低，在其纳入合并范围后，公司煤炭销售价格明显下降，但由于山煤集团煤炭开采成本亦处于较低水平，公司煤炭业务盈利能力继续维持在很强水平。2021年一季度，受益于下游需求增长，公司煤炭销售价格持续回升，当期销售均价大幅上升。

**表 7：近年来公司各煤种销售情况（万吨、元/吨）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
原选煤	1,381	1,107	2,229	487
精煤	4,494	4,215	6,639	1,669
洗混煤	1,850	1,518	1,906	390
其他副产品	308	217	247	84
<b>总销量</b>	<b>8,032</b>	<b>7,056</b>	<b>11,022</b>	<b>2,631</b>
煤炭平均销售价格	702.80	741.29	549.81	638.71

注：公司煤炭销量为对山西焦煤合并范围外销量，对电力、焦化及贸易业务等内部销售均已合并抵消；各分项加总与合计数不一致，系四舍五

入所致。

资料来源：公司提供

公司作为我国规模最大、最具影响力的焦煤生产供应商，综合市场占有率较高，销售渠道稳定，国内销售区域涉及东北、华北、华中、华东以及华南地区，并出口日本、韩国、巴西、德国、印度、台湾等10多个国家和地区。目前，公司拥有20多家长协客户，主要为国内大型钢铁和电力企业；2020年焦煤销售中长协销售占比约为80%，剩余约20%的焦煤产品在市场上公开竞价出售。运输方面，山西省是我国煤炭产品的调出区之一，近年来公司煤炭外运量保持较大规模，其中公司自产煤销售中铁路运输占比约为60%，剩余约40%采用公路运输。

**表 8：2020 公司煤炭业务主要客户销售占比（%）**

客户名称	销售收入占比
河钢集团有限公司	6.83
首钢集团有限公司	6.29
四川省燃料有限责任公司	4.26
山西太钢不锈钢股份有限公司	3.25
山东安元实业有限责任公司	2.51
<b>合计</b>	<b>23.15</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司焦炭产销量整体保持稳定，销售价格高位运行，焦化业务保持了一定的盈利水平

公司焦化业务运营主体分别为西山煤电集团、山西焦化和山焦集团。2020年及2021年1~3月，西山煤电集团及山西焦炭分别关闭退出焦炭产能60万吨/年和180万吨/年产能，截至2021年3月末公司焦炭产能降至940万吨/年。公司焦炭所需原材料部分为内部采购，近年来自给率保持在50%左右。

近年来，环保政策趋严等因素在一定程度上制约了焦炭产能的释放，公司焦炭业务未能实现满产，但公司焦炭产销量整体保持稳定，2020年公司焦炭产量同比小幅增长。受行业景气度下降等因素影响，2020年上半年，公司焦炭价格有所下降，受益于下游需求的回升，焦炭价格大幅上涨，但全年均价同比仍有所下降。2021年一季度，焦炭产品价格维持高位波动，当期销售均价明显上升。

**表 9：近年来公司焦炭生产情况（万吨/年、万吨）**

运营主体	2021年3月 焦炭产量				
	2018	2019	2020	2021.1~3	
西山煤电集团	580	538	532	507	116
山西焦化	360	285	293	334	86
山焦集团	0	175	177	174	0
<b>合计</b>	<b>940</b>	<b>998</b>	<b>1,001</b>	<b>1,014</b>	<b>201</b>

注：各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

**表 10：近年来公司焦炭销售情况（万吨、元/吨）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	966.34	1,010.42	1,010.80	186.64
销售均价	1,750.78	1,698.93	1,609.53	2,025.81

资料来源：公司提供

销售方面，公司焦炭产品主要由销售总公司统一销售，主要销往山西、山东、河北、河南、北京、天津以及华东等地区。公司焦炭产品销售随行就市，每月定价，结算以预付款及票据支付为主，票据支付账期一般不超过 1 个月，整体回款情况较好。

**表 11：2020 年公司焦化业务主要客户销售占比（%）**

客户名称	销售收入占比
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	31.64
山西建龙实业有限公司	3.33
扬州恒润海洋重工有限公司	1.91
天津海纳金国际贸易有限公司	1.87
天津天钢联合特钢有限公司	1.61
<b>合计</b>	<b>38.75</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司电力业务装机规模稳定，且以火电为主，盈利能力受煤炭价格波动影响较大

截至 2021 年 3 月末，公司总装机容量为 499.30 万千瓦，其中 2018 年 9 月古交电厂三期 2×66 万千瓦低热值煤热电项目完工并投产，带动公司装机容量大幅提升。2020 年，受益于机组运行效率的进一步提升，公司发电量同比进一步增长。西山煤电集团为公司电力业务主要运营主体，2020 年其发电量为 214.44 亿千瓦时，占公司总发电量的 93.27%。

**表 12：近年来公司电力业务经营情况**

	2018	2019	2020	2021.1~3
装机容量（万千瓦）	492.32	492.68	499.30	499.30
发电量（亿千瓦时）	193.23	219.49	229.92	60.73
售电量（亿千瓦时）	148.93	188.83	197.51	52.98

平均售电价格（元/千瓦时）	0.2872	0.2930	0.2758	0.2698
单位售电煤耗（克/千瓦时）	314	313	310	284

资料来源：公司提供

2020 年，公司电厂运行所用燃煤约 86% 由公司内部供应，可以保证供应的充足和稳定。此外，2020 年以来，公司单位售电煤耗呈继续下降态势，能源利用效率及成本管控均有所提高。

电价方面，2019 年以来，公司电力消纳逐步实现全面的市场化销售，2020 年公司售电价格同比小幅下降，但受益于煤炭采购价格和供电煤耗的下降，公司电力业务盈利能力有所增强；但 2021 年一季度，煤炭价格的大幅上升使得公司电力板块盈利显著下降，公司电力业务整体仍存在一定的经营压力。

### 跟踪期内，公司贸易业务收入持续增长，但由于该业务盈利能力弱，对公司利润贡献有限

公司贸易业务主要由山西焦煤集团国际贸易有限责任公司（以下简称“山焦国际贸易”）和山西焦煤集团国际发展股份有限公司（以下简称“山焦国际发展”）运营。业务模式方面，山焦国际贸易以外购自销为主，山焦国际发展主要根据下游客户需求锁定利润空间后对接上游供应商采购的模式运作。近年来，公司贸易类收入保持较大规模，已形成以煤炭、焦炭、钢材、物流及矿产品为主的贸易经营格局，对收入形成有力支持。

2020 年，公司自身贸易业务规模有所下降。但由于山煤集团亦开展了较大规模贸易业务，2020 年其贸易业务收入达 416.97 亿元，在其纳入合并范围后，公司贸易业务规模进一步增长。中诚信国际认为，近年来公司贸易服务业务收入规模逐年增长，在收入结构中占比较高，但由于该业务盈利能力弱，对公司利润贡献有限。

**表 13：近年来公司主要贸易产品情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	263.32	427.60	678.08	173.29
钢材	132.78	100.89	80.96	49.38
其他	396.11	374.40	311.37	76.46

<b>总计</b>	<b>792.20</b>	<b>902.89</b>	<b>1,070.40</b>	<b>299.13</b>
-----------	---------------	---------------	-----------------	---------------

注：其他贸易包括矿石、材料、配件等；各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司物流贸易业务上游供应商及下游客户较为零散，且变化较大，多为大型贸易公司。结算方面，若下游客户为国内大型国有企业，公司一般采用票到、货到后挂账结算，结算周期一般为月底或次月，最长不超过三个月；若下游客户为民营企业，则采用预收货款结算，结算方式包括银行承兑汇票、现汇以及银承加现汇等形式；对于部分钢材及油品业务，公司采用先收款后发货的结算方式。此外，中诚信国际关注到，2020年公司贸易业务下游前五大客户中，海安国龙物流有限公司为河南能源化工集团有限公司子公司，根据公开信息，该煤炭企业存在一定流动性风险。根据公司提供的信息，截至目前，公司与该客户的往来款项均已收回，不存在应收账款难以回收的情况。

**表 14：公司贸易业务主要供应商及下游客户情况（亿元）**

2020 年贸易业务前五大供应商	采购额
国林汇泰（上海）企业发展有限公司	35.07
江苏延长国际物流有限公司	25.32
山东安元实业有限责任公司	19.05
新矿国际贸易有限公司	17.57

**表 15：截至 2021 年 3 月末公司重点在建项目情况（亿元）**

项目名称	规划规模	可研投资	累计投资	项目进度	预计投产时间
吕临能化项目部千万吨技改项目	1,000 万吨	62.61	64.14	102.44%	2021 年
正新煤业和善、贾郭基建工程项目	360 万吨	32.63	27.10	83.05%	2021 年
甲醇制烯烃项目	聚乙烯 30 万吨、聚丙烯 40 万吨	102.26	22.93	22.42%	待定
正晖煤业矿井兼并重组整合项目	90 万吨	35.43	15.79	44.57%	待定
<b>合计</b>	-	<b>232.93</b>	<b>129.96</b>	-	-

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司规划有多个煤矿、选煤厂、焦化和电厂等改扩建项目，包括 150 万吨/年的郑家庄煤矿、600 万吨/年的吕家岭煤矿、500 万吨/年的杨庄煤矿、300 万吨/年的安泽唐城煤矿以及 500 万吨/年的中峪煤矿等，由于拟建工程项目未取得采矿权和探矿权，目前尚未进行可行性研究，投资额和投资计划暂无法明确。

新能源板块方面，2020 年 8 月，公司子公司山

四川省燃料有限责任公司	15.39
-------------	-------

<b>合计</b>	<b>112.39</b>
-----------	---------------

<b>2020 年贸易业务下游前五大客户</b>	<b>销售额</b>
--------------------------	------------

海安国龙物流有限公司	50.09
------------	-------

四川省燃料有限责任公司	25.79
-------------	-------

阳泉煤业化工集团供销有限责任公司江苏分公司	22.22
-----------------------	-------

山东安元实业有限责任公司	15.24
--------------	-------

陕西延长石油物资集团有限责任公司	51.24
------------------	-------

<b>合计</b>	<b>164.58</b>
-----------	---------------

资料来源：公司提供

### 公司重点在建及拟建项目主要集中于煤炭、煤化工及光伏板块，每年仍保持一定规模投资支出

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司重点在建工程可研投资总额为 232.93 亿元，其中已累计完成投资 143.96 亿元，未来仍有约 88.97 亿元的投资资金需求。其中，吕临能化项目部千万吨技改项目主体为霍州煤电集团，该项目已于 2021 年 3 月进入联合试运转，投产后将新增 1,000 万吨/年的煤炭产能。此外，甲醇制烯烃项目包括 30 万吨/年的聚乙烯和 40 万吨/年的聚丙烯，投资规模较大，由于 2019 年以来煤制烯烃相关产品价格持续下跌，目前公司正在对该项目做论证研究，项目暂处于缓建状态。

煤国际发布公告，称其拟与湖州珺华思越股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波齐贤企业管理咨询有限公司共同出资设立合资公司山煤国际光电科技有限公司（暂定名，最终以市场监督管理部门核定名称为准，以下简称“合资公司”）作为实施主体开展 10GW 高效异质结（HJT）太阳能电池产业化一期 3GW 项目，合资公司注册资本 100,000 万元，其中山煤国际出资 88,500 万元，出资比例 88.5%，预计

一期项目投资金额约 318,878 万元，项目建设资金优先通过合资公司自有或自筹资金解决，中诚信国际将对该项目的建设进展保持关注。

总体看，随着煤化工、电力等项目建设的不断推进，公司在建项目的投资压力逐步减小，但由于固定支出规模较大，每年仍保持一定规模的投资支出。

## 财务分析

以下财务分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的超短期融资券调入“短期债务”，将“长期应付款”中的融资租赁款调入“长期债务”。

2020 年，根据《山西省人民政府关于山西省焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组有关事宜的批复》（晋政函[2020]42 号）和山西省国有资本运营有限公司《关于山西焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组有关事宜的通知》（晋国资运营函[2020]64 号），山煤集团成为公司的全资子公司。公司于 2020 年将山煤集团纳入合并报表范围。

**表 16：2020 年山煤集团财务数据概况（亿元、%）**

总资产	所有者 权益	资产负 债率	营业总 收入	净利润	经营活动 净现金流
982.42	222.20	77.38	555.50	2.29	41.87

资料来源：中诚信国际根据山煤集团审计报告整理

**2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司经营性业务利润有所下降，但投资收益的进一步增长使得公司继续保持了很强的盈利能力；2021 年一季度，受益于产品价格的高位运行，公司盈利能力显著增强**

2020 年，随着山煤集团重组事项的完成，公司煤炭销售及贸易经营规模均有所增加，上述板块收

入的增长带动公司营业总收入同比增加。毛利率方面，由于会计准则变化，2020 年公司将煤炭销售涉及的运输费用计入营业成本，当期煤炭业务毛利率有所下降；受益于煤炭采购价格和供电煤耗的下降，公司电力业务毛利率有所回升；同时，随着公司进一步退出盈利能力弱、经营风险较高的贸易业务，该板块毛利率进一步上升。此外，受益于原材料采购价格的下降，2020 年公司焦化板块毛利率同比上升。整体看，受煤炭业务毛利率下降影响，2020 年公司营业毛利率同比小幅下降。2021 年一季度，公司煤炭及焦炭产品销售价格进一步上升，但受贸易业务收入占比上升影响，当期营业毛利率较 2020 年小幅下降。

**表 17：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	564.48	523.07	605.99	168.06
电力	57.86	71.46	74.70	21.74
焦化	230.75	206.98	189.29	46.23
贸易服务	792.20	902.89	1,070.40	299.13
建筑建材	22.00	24.28	54.07	5.29
其他	98.36	79.87	106.86	21.57
<b>营业总收入</b>	<b>1,765.65</b>	<b>1,808.55</b>	<b>2,101.31</b>	<b>562.02</b>
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	44.44	49.96	44.27	49.20
焦化	15.01	7.97	9.29	11.33
电力	-1.00	1.53	6.07	2.94
贸易服务	1.33	1.78	2.28	0.35
建筑建材	17.14	5.73	2.89	-1.07
<b>营业毛利率</b>	<b>17.53</b>	<b>17.73</b>	<b>16.86</b>	<b>16.80</b>

注：各分项加总数与合计数略有差异，系四舍五入所致；其他主要为民爆化工、材料让售、固定资产出租等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，受会计准备变化影响，2020 年公司销售费用同比下降；随着山煤集团重组事项的完成，当期管理费用及财务费用同比均有所增长，带动期间费用增加，但期间费用率同比小幅下降 0.03 个百分点。

盈利方面，2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司经营性业务利润同比有所减少，但整体仍保持了很强的盈利能力。公司投资收益主要来自于联营企业山西中煤华晋能源有限责任公司（以下简称“中

煤华晋”），近年来中煤华晋保持很强的盈利能力<sup>3</sup>，公司投资收益呈增长态势，对利润形成有力补充。非经常性损失方面，2020年，公司还账损失同比有所增加，主要为山煤集团贸易业务产生历史坏账，但截至2020年末，上述坏账已基本得到出清；同期，公司营业外损益<sup>4</sup>同比有所减少。受上述因素综合影响，2020年公司利润总额同比有所增加。2021年一季度，受益于煤炭及焦炭等产品的高位运行，公司盈利能力显著增强。

2020年，公司盈利能力小幅增强，EBIT和EBITDA均持续增长，EBIT利润率、EBITDA利润率及总资产收益率等相关盈利指标整体亦呈增长态势。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	55.03	54.02	38.24	9.49
管理费用	105.29	114.55	137.0	30.10
财务费用	56.40	47.55	75.11	15.78
期间费用合计	216.72	216.12	250.4	55.37
期间费用率（%）	12.27	11.95	11.92	9.85
经营性业务利润	44.51	56.72	53.52	24.28
资产减值损失合计	8.64	5.66	14.14	-0.04
投资收益	16.46	16.73	22.42	4.25
营业外损益	-4.22	-11.60	-5.27	-2.01
利润总额	48.43	56.57	58.28	27.54
所得税费用	20.84	22.06	30.10	7.72
净利润	27.59	34.50	28.18	19.82
EBIT	98.30	102.29	131.4	--
EBITDA	180.82	201.85	243.0	--
EBITDA 利润率（%）	10.24	11.16	11.57	--
EBIT 利润率（%）	5.57	5.66	6.25	--
总资产收益率（%）	3.10	3.02	3.02	--

注：管理费用包含研发费用；由于缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 跟踪期内，由于山煤集团债务负担相对较重，在其重组事项完成并纳入合并范围后，公司债务规模有所增加，财务杠杆水平有所上升

公司资产主要由非流动资产构成，其中固定资产、无形资产和在建工程占比较大，资产结构符合

行业特征。2020年，受益于合并范围的增加，公司固定资产、在建工程及无形资产大幅增长。值得注意的是，截至2020年末，山煤集团可供出售金融资产规模达113.49亿元，主要为私募基金及信托相关金融产品的投资，在其纳入合并范围后公司可供出售金融资产大幅增长。主要受合并范围增加影响，2020年末公司非流动资产规模大幅增加

流动资产方面，2020年，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司应收款项（含票据）及存货规模有所增加，且随着合并范围的增加，期末流动资产大幅上升。此外，截至2020年末，山煤集团其他应收款为118.48亿元，主要由前期资源整合投资款及“德正系”诉讼应收款等构成，在其纳入合并范围后，公司其他应收款规模亦大幅增长。中诚信国际将对公司相关款项的回收情况保持关注。

表 19：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	433.71	347.26	482.82	502.23
其他应收款 <sup>5</sup>	154.63	139.36	257.84	272.72
应收票据	167.08	54.34	103.54	109.97
应收账款	77.82	67.00	93.04	102.41
应收款项融资 <sup>6</sup>	--	14.27	26.60	19.68
存货	185.81	190.13	239.51	249.60
<b>流动资产</b>	<b>1,117.40</b>	<b>898.35</b>	<b>1,278.83</b>	<b>1,347.97</b>
可供出售金融资产	66.08	73.38	196.00	165.47
长期股权投资	73.86	95.28	126.23	128.21
固定资产	850.11	915.45	1,157.13	1,140.96
在建工程	500.77	507.30	593.08	591.80
无形资产	634.07	778.44	909.78	907.86
<b>非流动资产</b>	<b>2,266.57</b>	<b>2,497.03</b>	<b>3,148.56</b>	<b>3,120.93</b>
<b>资产总额</b>	<b>3,383.97</b>	<b>3,395.39</b>	<b>4,427.39</b>	<b>4,468.90</b>

注：其他应收款包含应收利息和应收股利。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来公司在项目建设及矿井资产维简投入等方面保持了较大的投资规模，且2020年随着合并范围的增加，公司债务规模持续上升。2021年1~3月，公司获现能力有所弱化，且在项目建设等方面仍保持了一定的投资规模，期末总债务规模较年初

<sup>3</sup> 公司子公司山西焦化持有中煤华晋49%股权。2018~2020年，中煤华晋分别实现净利润31.95亿元、37.90亿元、39.95亿元。

<sup>4</sup> 公司营业外支出主要由非流动资产毁损报废利得、债务重组损失、违约金及赔偿金等构成。2019年，主要由于公司医院、大集体改制产生费用8.85亿元，当期营业外支出较大，营业外损失同比有所增加。

<sup>5</sup> 公司其他应收款主要包括资源整合款、职工备用金、往来款等，近年来受清收力度影响有所波动，2019年公司共计提其他应收款坏账准备16.34亿元，计提比例为10.67%。

<sup>6</sup> 2019年，公司执行新金融工具准则，将持有的符合条件的应收票据计入应收款项融资项目核算。



有所增长。债务期限结构方面，2020年以来，随着短期债务的到期偿付和长期债务融资规模的增加，公司债务结构明显优化。但整体来看，公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善

资本结构方面，2020年，公司继续发行了一定规模的永续债，且主要受合并范围影响，期末资本公积、其他权益工具及少数股东权益均大幅增加；但由于山煤集团前期亏损规模较大，在其纳入合并范围后对未分配利润产生较大影响。2021年一季度，公司债务规模有所增长，但由于公司保持了很强的盈利能力，所有者权益规模的增长使得期末财务杠杆水平小幅下降。此外，截至2021年3月末，公司所有者权益中包含永续债223.56亿元，若将永续债从“其他权益工具”科目调整到“应付债券”，同期末公司资产负债率和总资本化比率分别为80.10%和74.10%。整体看，由于山煤集团债务负担相对较重，在其纳入合并范围后，公司财务杠杆水平有所上升。

**表 20：近年来债务结构及资本实力情况**  
(亿元、X、%)

指标	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	911.96	1,052.96	1,495.17	1,418.52
长期债务	584.52	450.81	780.14	902.79
短期债务/长期债务	1.56	2.34	1.92	1.57
总债务	1,496.48	1,503.78	2,275.31	2,321.31
所有者权益合计	875.06	896.29	1,080.61	1,113.05
其中：实收资本	133.97	133.97	133.97	133.97
资本公积	120.12	123.57	196.95	196.95
其他权益工具	89.68	109.50	221.58	223.56
未分配利润	18.55	23.98	-39.02	-32.20
少数股东权益	476.66	466.77	519.67	538.95
资产负债率	74.14	73.60	75.59	75.09
总资本化比率	63.10	62.66	67.80	67.59

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司债务规模增幅较大，EBIT 及 EBITDA 等偿债指标均有所弱化

2020年，公司继续保持了很强的获现能力，能较好覆盖投资支出，且随着部分债务本息的到期偿

还，当期筹资活动现金流呈净流出态势。2021年一季度，公司获现能力有所弱化，但仍保持了一定的投资支出，当期筹资活动现金流呈净流入态势。

偿债能力方面，2020年公司债务规模大幅增加，EBITDA 和经营活动净现金流对总债务、短期债务及利息支出的覆盖能力均有所下降，相关偿债指标均有所弱化。

**表 21：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
货币资金	433.71	347.26	482.82	502.23
EBITDA	180.82	201.85	243.08	--
短期债务	911.96	1,052.96	1,495.17	1,418.52
经营活动净现金流	163.03	171.45	169.71	25.61
投资活动净现金流	-87.75	-123.11	-89.12	-40.26
筹资活动净现金流	-4.26	-174.90	-50.29	59.02
EBITDA/短期债务 (X)	0.20	0.19	0.16	--
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.18	0.16	0.11	0.07*
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	5.82	5.90	1.24	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.96	3.99	2.93	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.61	2.02	1.59	--
总债务/EBITDA (X)	8.28	7.45	9.36	--
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.67	3.39	2.05	--

注：由于缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算；带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司方面，资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产、对子公司的长期股权投资和其他非流动资产构成<sup>7</sup>，其中2021年3月末货币资金为129.24亿元。债务方面，截至2021年3月末公司母公司短期债务为197.05亿元，总债务为364.88亿元，债务期限结构相对合理。盈利方面，公司本部主要收入来自煤炭销售业务，近年来收入规模逐年增长；但公司本部经营性业务盈利能力弱，利润主要来自于委托贷款在持有期间取得的投资收益。现金流方面，近年来公司本部经营活动净现金流有所波动，但均处于较低水平，对债务的覆盖能力较弱。截至2021年3月末，公司本部总资产为891.94亿元，净资产为406.39亿元，资产负债率为53.91%。

<sup>7</sup> 公司母公司其他流动资产及其他非流动资产大部分为对下属子公司的委托贷款。

2020年，公司母公司营业收入为447.46亿元，净利润为12.76亿元，经营活动净现金流为18.76亿元。

### 公司对外担保对象大部分为大型国有企业，经营实力较强，违约风险小；充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债提供了保障

或有负债方面，截至2021年3月末，公司对外担保余额合计71.69亿元，占同期末公司净资产的6.44%；其中对山西潞安煤基清洁能源有限责任公司和华阳新材料科技集团有限公司的担保余额分别为40亿元和17亿元；上述主要担保对象均为国有企业，经营实力较强。未决诉讼方面，公司未决诉讼主要集中于下属上市公司山煤国际。截至2020年末，山煤国际涉案金额超过人民币5,000万元及以上的案件合计7起，其中山煤国际作为起诉（申请）方的金额为35,248.20万元人民币和24,643.65万美元，作为应诉（被申请）方的金额为49,573.81万元人民币。中诚信国际将持续关注公司诸多诉讼事项可能对其生产经营和利润带来的影响。

银行授信方面，截至2021年3月末，公司共获得各家银行授信额度合计2,527.86亿元，其中未使用额度为899.20亿元，公司具有较为充裕的备用流动性。此外，公司下属山西焦煤、山西焦化和山煤国际等子公司均为国内A股上市公司，融资渠道畅通。截至2021年3月末，公司所持有的山西焦煤和山西焦化股份均无质押或冻结的情况；同期末，山煤集团所持有的山煤国际11.98亿股股权中有1.40亿股处于质押状态，质押比例较低。债转股方面，2017年公司与建设银行等金融机构签订了市场化债转股合作框架协议，总规模约250亿元，截至2021年3月末合计落地金额为118亿元。

受限资产方面，截至2020年末，公司及下属子公司共计410.20亿元资产处于抵质押状态，占同期末公司净资产的9.27%；其中，受限货币资金为217.28亿元（主要为保证金、存放中央银行款项、3个月以上存放同业定期存款和存放同业保证金），

应收票据及应收账款为12.27亿元，固定资产为121.22亿元，无形资产为54.77亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2021年5月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公司2020年度审计报告，截至2020年末公司对中信银行股份有限公司滨海新区分行（以下简称“中信银行滨海分行”）存在1.07亿元已逾期未偿还借款。公司下属山煤国际能源集团天津有限公司（以下简称“天津公司”）在中信银行滨海分行的贷款为房产、土地抵押贷款，受2016年煤炭行业市场影响，下游客户回款周期较长且贷款到期日期较为集中，在贷款到期前天津公司与中信银行滨海分行沟通拟办理贷款展期手续，在办理展期的过程中，受中钢案件影响将贷款抵押物查封，无法办理解押后的重新登记，致使展期搁置，目前天津公司正与该银行沟通解决。

## 外部支持

### 公司作为山西省省属重点煤炭生产企业之一，在税收优惠、项目审批以及资源整合等方面获得了政府的有力支持

公司实际控制人为山西省国资委，作为山西省省属的大型煤炭企业，公司在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得多项支持。2018年，公司根据国家有关法律法规及规章制度规定和山西综改试验区“先行先试”政策，按照市场化原则，统一安排对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，部分采矿权评估增值157.15亿元，土地使用权评估增值26.68亿元，使得2018年末无形资产大幅增加71.38%，推动公司总资产及所有者权益大幅增长。

此外，在山西省国资委协调下，公司与建设银行等金融机构签订了债转股框架协议，截至

2020 年末，已到账资金为 118 亿元<sup>8</sup>，较大程度的缓解了公司的资金压力。

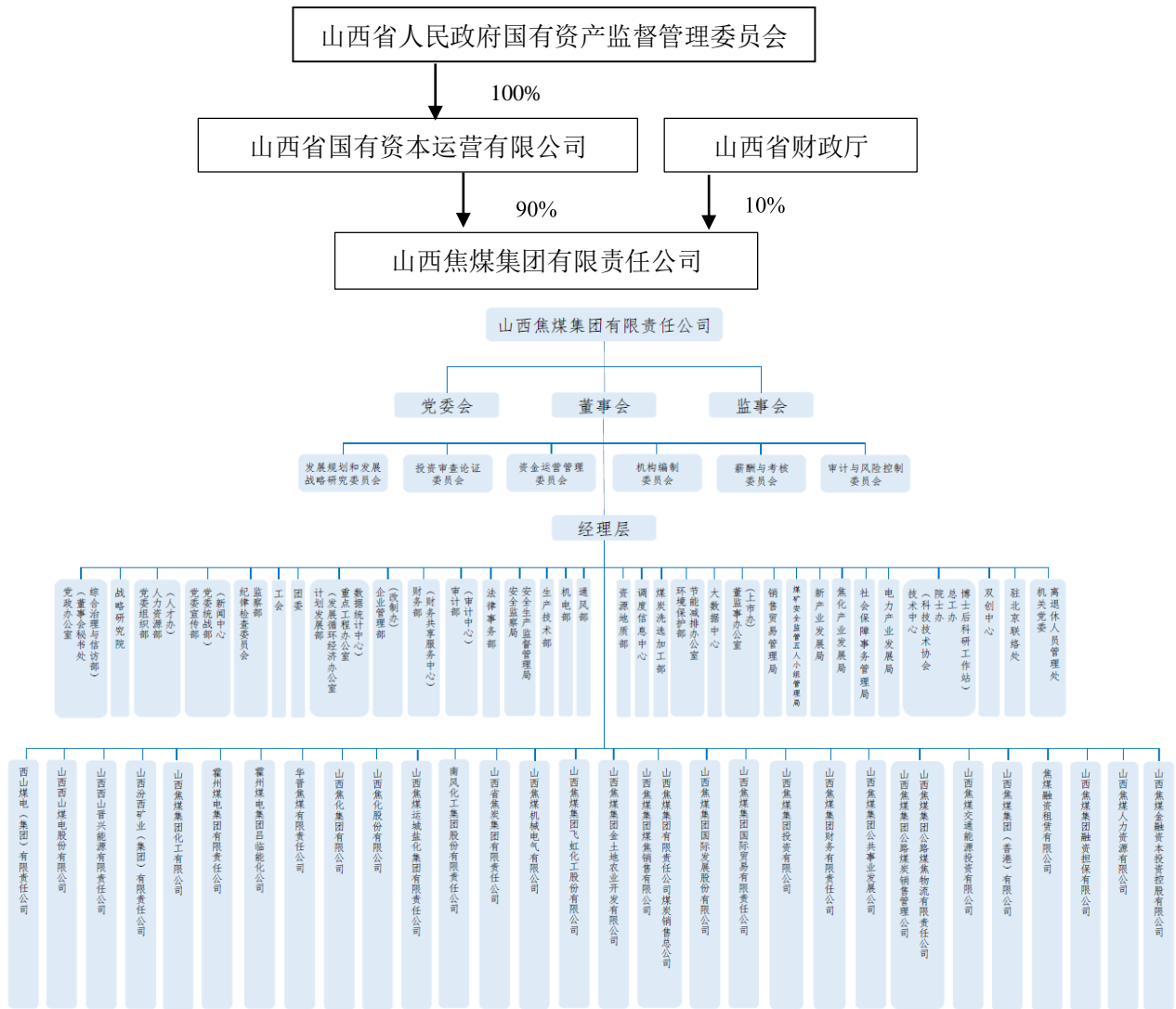
2021 年 2 月，根据山西省人民政府下发的《关于山西焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组有关事宜的批复》（晋政函[2020]42 号），公司控股股东山西国资运营拟将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，并由公司对山煤集团进行吸收合并。目前本次资产划入工作已完成，山煤集团已变更为公司全资子公司，相关工商变更登记手续已完成。山煤集团煤炭资源丰富，产业规模优势较为显著，贸易及运输产业链完善，能与公司形成业务协同。中诚信国际将持续关注本次资产划转对公司后续经营及整体信用状况的影响。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山西焦煤集团有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 晋焦煤 MTN004”、“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN001”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”的债项信用等级为 **AAA**。

<sup>8</sup> 公司 118 亿元债转股资金全部于 2017 年落地，期限为 5 年，根据协议公司将于第 3 年起陆续对债转股资金进行偿还。其中，公司根据自身需求于 2020 年偿还了 39.33 亿元，截至 2020 年末已到位的债转股资金余额为 78.67 亿元。

# 附一：山西焦煤集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山西焦煤集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,337,110.92	3,472,631.70	4,828,157.13	5,022,318.21
应收账款净额	778,177.80	669,981.83	1,196,438.31	1,220,967.74
其他应收款	1,546,312.22	1,393,567.57	2,578,399.30	2,727,190.46
存货净额	1,858,072.29	1,901,332.93	2,395,069.93	2,496,037.96
长期投资	1,517,250.08	1,843,393.79	3,284,938.34	3,184,062.02
固定资产	8,501,072.05	9,154,533.20	11,571,267.04	11,409,600.88
在建工程	5,007,675.12	5,072,984.44	5,930,817.77	5,918,046.86
无形资产	6,340,703.04	7,784,438.76	9,097,799.93	9,078,550.40
总资产	33,839,678.58	33,953,873.07	44,273,941.60	44,688,967.37
其他应付款	2,813,550.33	1,869,291.96	1,881,263.87	1,832,930.40
短期债务	9,119,585.73	10,529,630.68	14,951,700.76	14,185,200.54
长期债务	5,845,178.61	4,508,131.59	7,801,444.76	9,027,878.26
总债务	14,964,764.33	15,037,762.27	22,753,145.52	23,213,078.81
净债务	10,627,653.41	11,565,130.57	17,924,988.39	18,190,760.59
总负债	25,089,072.03	24,990,958.60	33,467,837.63	33,558,462.36
费用化利息支出	498,642.63	457,264.24	731,526.71	--
资本化利息支出	111,690.24	48,794.59	97,572.15	--
所有者权益合计	8,750,606.55	8,962,914.47	10,806,103.97	11,130,505.01
营业总收入	17,656,475.48	18,085,544.84	21,013,129.68	5,620,213.17
经营性业务利润	445,073.44	567,195.74	535,154.38	242,801.13
投资收益	164,573.29	167,276.96	224,154.79	42,523.59
净利润	275,902.87	345,044.19	281,780.55	198,202.21
EBIT	982,979.59	1,022,936.65	1,314,336.86	--
EBITDA	1,808,191.74	2,018,460.36	2,430,816.31	--
经营活动产生现金净流量	1,630,288.58	1,714,500.83	1,697,074.32	256,094.61
投资活动产生现金净流量	-877,502.74	-1,231,100.05	-891,180.30	-402,614.98
筹资活动产生现金净流量	-42,614.58	-1,748,986.42	-502,904.65	590,201.20
资本支出	778,533.24	1,164,826.25	1,142,712.45	338,007.32
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.53	17.73	16.86	16.80
期间费用率(%)	12.27	11.95	11.92	9.85
EBITDA 利润率(%)	10.24	11.16	11.57	--
总资产收益率(%)	3.10	3.02	3.02	--
净资产收益率(%)	3.44	3.89	2.61	7.23*
流动比率(X)	0.63	0.50	0.57	0.63
速动比率(X)	0.52	0.40	0.46	0.52
存货周转率(X)	7.63	7.90	6.77	7.64*
应收账款周转率(X)	18.16	24.92	18.33	18.58*
资产负债率(%)	74.14	73.60	75.59	75.09
总资本化比率(%)	63.10	62.66	67.80	67.59
短期债务/总债务(%)	60.94	70.02	65.71	61.11
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.11	0.07	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.18	0.16	0.11	0.07*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.67	3.39	2.05	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.82	5.90	1.24	--
总债务/EBITDA(X)	8.28	7.45	9.36	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.19	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.96	3.99	2.93	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.61	2.02	1.59	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2021 年一季度财务报表未经审计；各期财务数据均为财务报告期末数；其他应收款包含应收股利及应收利息；其他应付款包含应付股利及应付利息；由于缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将“其他流动负债”中的超短期融资券调整至短期债务，将“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务；带“\*”财务指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。