



山西兰花科技创业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、（第二期）2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

山西兰花科技创业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、(第二期) 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
23 兰创 01	AA+	AA+
23 兰创 02	AA+	AA+

评级观点

- 该评级结果是考虑到：山西兰花科技创业股份有限公司（以下简称“兰花科创”或“公司”，股票代码：600123.SH）资源禀赋良好，2022 年在产能进一步提高，且部分在建煤矿 2023 年有望进入联合试运转，2022 年公司煤炭销售均价继续上涨，拉动盈利能力提升，公司现金流表现较好，资本实力进一步增强且结构有所改善。同时中证鹏元也关注到，公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危及周期性行业，持续面临安全生产和环保压力，2022 年部分煤化工产品价格出现倒挂，且公司债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。

评级日期

2023 年 5 月 31 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	315.89	303.42	287.26	263.23
归母所有者权益	163.59	154.96	130.64	107.13
总债务	87.10	86.78	100.88	109.97
营业收入	30.17	141.56	128.60	66.26
净利润	7.80	32.96	20.03	2.51
经营活动现金流净额	10.32	56.99	32.87	6.84
净债务/EBITDA	-	0.24	0.91	4.40
EBITDA 利息保障倍数	-	14.38	8.58	3.03
总债务/总资本	34.99%	36.19%	43.89%	50.16%
FFO/净债务	-	179.30%	50.19%	0.97%
EBITDA 利润率	-	48.40%	41.64%	28.01%
总资产回报率	-	16.69%	12.70%	3.29%
速动比率	0.83	0.80	0.54	0.39
现金短期债务比	-	1.65	0.83	0.47
销售毛利率	49.64%	54.50%	47.47%	34.36%
资产负债率	48.78%	49.58%	55.10%	58.49%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **2022 年公司在产产能进一步提高，且部分在建煤矿 2023 年有望进入联合试运转。**公司主要生产矿井位于全国最大无烟煤基地之一的沁水煤田腹地，主要开采煤种为优质无烟煤，公司煤炭资源储量较大，截至 2022 年末公司可采储量 7.00 亿吨，矿井剩余可开采年限较长；同时公司区位优势较好，目前各矿均有铁路专用线与主要干线接轨；截至 2022 年末，公司拥有 5 座在建的资源整合矿井，设计产能合计 420 万吨/年，其中同宝煤业 90 万吨/年矿井 2022 年 10 月投入联合试运转，预计 2023 年 6 月完成竣工验收；沁裕煤矿 90 万吨/年矿井预计 2023 年 6 月进入联合试运转；百盛煤业 90 万吨/年矿井三期工程在建，2023 年底有望进入联合试运转。
- **公司煤炭主要为高价优质煤种，2022 年在市场高景气度加持下，销售均价继续上涨，拉动公司盈利能力提升。**公司开采煤种主要为无烟煤，主要产品“兰花”牌煤炭具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含碳量高、低硫低灰、可磨指数适中）的特点，属于高价优质煤种；2022 年受益于煤炭市场景气度高，公司煤炭销售均价涨幅为 17.63%，2022 年公司 EBITDA 利润率较 2021 年增长 6.76 个百分点，总资产回报率水平同比亦有提升，实现净利润 32.96 亿元，同比增长 64.52%。
- **2022 年公司现金流表现较好，得益于自身经营业绩的贡献，公司资本实力进一步增强。**2022 年公司 FFO 为 29.98 亿元，受益于收入规模的扩大及盈利能力的提升，现金生成能力较好；同时公司经营活动现金流亦呈持续净流入，且 2022 年净流入规模大幅升至 56.99 亿元，整体表现较好；2022 年末公司所有者权益同比增幅为 18.62%，主要来源于公司近年来未分配利润的积累，同期末公司产权比率下降至 95%，资本结构有所改善。

关注

- **公司主营业务具有较强的周期性，2022 年公司部分煤化工产品价格出现倒挂。**公司煤炭产品下游应用领域较为广泛，供需结构受宏观经济环境和政策调控影响较大；公司煤化工产品主要为尿素、二甲醚和己内酰胺，面临产能过剩的风险，行情波动较大；2022 年煤炭价格处于历史的高位，公司盈利状况较好，但是未来如果煤炭价格回落，公司业绩将面临波动的风险；此外，2022 年因原材料价格上涨，公司二甲醚、己内酰胺成本价格出现倒挂，毛利率分别下滑至-9.66%和-8.53%。
- **2022 年末公司在建煤矿仍需持续投入资金，且公司债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。**公司投资性现金流主要用于在建煤矿建设，2022 年累计净流出为 4.36 亿元，目前公司在建煤矿项目仍较多，仍需持续投入资金，截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模为 87.10 亿元，期限主要集中在 3 年以内，且以一年内到期的短期债务为主，存在一定的集中偿付压力。
- **公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，安全生产和环保是公司始终将面临的压力。**公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，煤化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点；同时，煤炭和煤化工也属于高污染行业，随着近年来环保限制性政策和标准日趋严格，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求不断提高，以上因素均可能会导致公司在安全生产和环保方面的投入加大，同时公司也可能因未满足相关政策要求面临处罚或停产的风险，2022 年来公司下属化肥化工企业受环保限产和秋冬季错峰生产等因素影响，无法满负荷生产。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司煤炭资源储量较大，预计业务持续性较好，在建煤矿较多，产能有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	甘肃能化	榆能集团	徐州矿务	兰花科创
总资产	271.80	898.08	572.60	303.42

营业收入	122.61	570.76	480.03	141.56
净利润	31.95	114.02	17.66	32.96
销售毛利率	46.94%	26.63%	14.13%	54.50%
资产负债率	50.98%	50.44%	60.21%	49.58%
煤炭产量（万吨）	1,494.02	2,167.14*	1,886*	1,145.93

注：（1）甘肃能化为甘肃能化股份有限公司的简称、榆能集团为陕西榆林能源集团有限公司的简称、徐州矿务为徐州矿务集团有限公司的简称；（2）*表示为 2021 年数据，其他均为 2022 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AAA	2023-4-14	宋晨阳、马琳丽	煤炭企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

AA+/稳定	AAA	2019-11-15	马琳丽、胡长森	煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA	2016-6-15	罗力、王贞姬	煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文
AA+/负面	AA+	2015-6-15	王晨、杨建华	煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0）	阅读全文
AA+/稳定	AA+	2012-7-18	李飞宾、郑广录	煤炭采选行业企业评级方法框架（py_ff_2009V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 兰创 01	10.00	10.00	2022-10-19	2028-2-24
23 兰创 02	10.00	10.00	2023-4-14	2028-4-20

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年2月24日发行5年期10亿元“23兰创01”，于2023年4月20日发行5年期10亿元“23兰创02”。“23兰创01”募集资金拟全部用于偿还回售的公司债券本金，“23兰创02”募集资金拟全部用于置换偿还公司债券本金的自有资金。截至2023年5月15日，“23兰创01”债募集资金专项账户余额为21,239.68元，“23兰创02”债募集资金专项账户余额为0.00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2023年3月末，公司注册资本及股本均为114,240.00万元，山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”）持有公司股份45.11%（无质押或冻结股份），仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为晋城市人民政府国有资产监督管理委员会。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	山西兰花煤炭实业集团有限公司	515,340,000	45.11%
2	香港中央结算有限公司	38,132,557	3.34%
3	上海盘京投资管理中心（有限合伙）—盘京闻恒2期私募证券投资基金	14,961,671	1.31%
4	上海盘京投资管理中心（有限合伙）—盘京闻恒私募证券投资基金	14,317,549	1.25%
5	孙鹏远	9,399,852	0.82%
6	文沛林	9,064,909	0.79%
7	陈阿菊	7,806,642	0.68%
8	中国工商银行股份有限公司—国泰中证煤炭交易型开放式指数证券投资基金	6,614,103	0.58%
9	招商银行股份有限公司—中欧红利优享灵活配置混合型证券投资基金	6,199,817	0.54%
10	招商银行股份有限公司—万家宏观择时多策略灵活配置混合型证券投资基金	5,090,977	0.45%

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年2月，公司新设全资子公司山西兰花科创销售有限公司；2022年3月，公司将所持日照兰花冷电能源有限公司（以下简称“日照兰花”）100%股权协议转让给晋城市国有资本投资运营有限公司，日照兰花不再纳入公司合并报表范围。截至2022年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共20家，见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

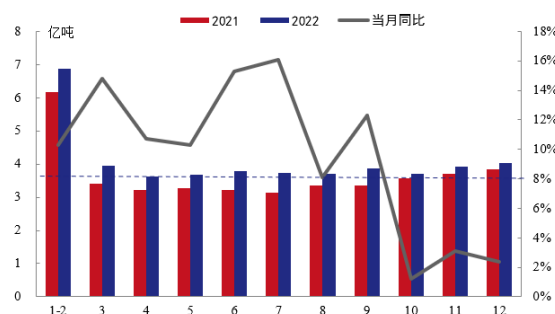
增产保供为当前煤炭行业政策的主基调，2022年全国原煤产量显著增长，预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将放缓

增产保供仍为当前行业政策的主基调。2022年两会期间中央再次强调双碳目标要“立足国情”、“先立后破”、“不能搞运动式减碳”，进一步明确了双碳目标下的减碳路径，这体现出煤炭仍将是我国能源

体系的压舱石，中短期内将继续肩负国家能源安全保障的重任。2022年3月，国家发改委在《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》中，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，年内释放煤炭产能3亿吨以上，其中1.5亿吨来自新投产煤矿，另外1.5亿吨增量则通过产能核增、停产煤矿复产等方式实现。在各项增产保供政策的发力下，2021年四季度以来我国煤矿产能利用率达到供给侧改革以来的峰值，日均产量处于高位。

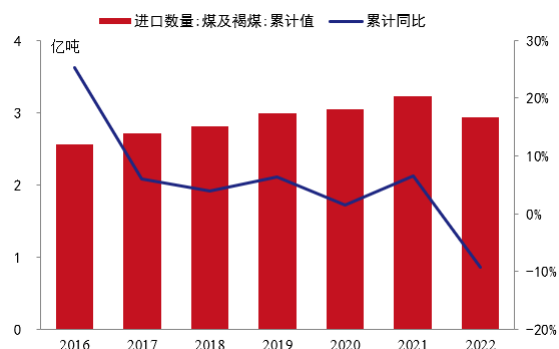
保供增产政策继续收效，2022年原煤产量明显增长。2022年全国原煤产量45.6亿吨，同比增长10.5%。具体来看，2022年1-2月，全国煤炭产量6.87亿吨，同比增加10.3%，受供暖季及保供增产政策影响，较去年同期明显增长。2022年3月份原煤日均产量达到1,277万吨，其后除5月份外，原煤日均产量均高于1,200万吨。3月份以后，全国原煤月产量均高于去年同期，全年产量显著增长。进口方面，2022年煤炭进口数量为2.93亿吨，同比下降9.2%。受全球能源产能供给不足和俄乌冲突影响，全球油气价格持续上涨，欧洲多国宣布重启燃煤电厂，俄罗斯煤炭禁运又进一步加剧了全球煤炭供应紧张的局面，叠加年初印度尼西亚阶段性暂停煤炭出口等事件扰动，全年煤炭进口量规模大幅缩减。由于海外事件的影响持续时间较长，进口煤调节作用受限。

图 1 2022 年以来原煤产量大幅增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2022 年煤炭进口量大幅缩减



资料来源：Wind，中证鹏元整理

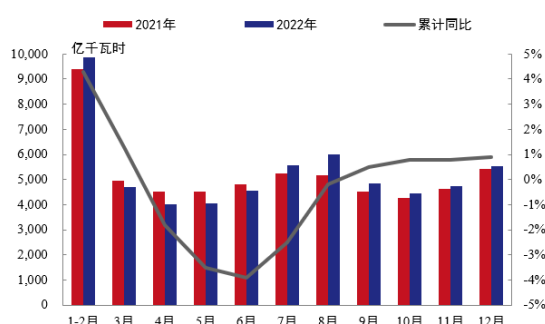
预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。根据中国煤炭市场网，2022年11月有关部门再次强调保供稳价，加快煤矿核增产能相关手续办理，主产地经补发新一批保供煤矿名单和核增计划。从供应端来看，2023年随着保供政策持续，原煤产量有望保持在较高水平。但同时也考虑到新批复矿井产能释放尚需时间和产能核增继续挖潜的空间有限，后期供给端增量不大。中证鹏元预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。

2022年火力发电增速先降后升，非电耗煤需求整体较低迷，煤炭锚定国内能源基本盘，预计2023年煤炭消费需求仍可保持增长

2022年火电增速先降后升，钢铁等非电耗煤需求低迷。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、

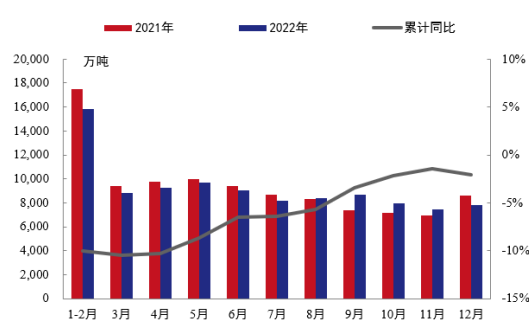
建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的80%左右，其中电煤消费占比超过50%。电力方面，2022年火电发电量为5.85万亿千瓦时，基本同上年持平，其中3月份以后出现明显回落，三季度受持续高温影响火电增速有所回升。一方面受宏观环境影响2022年上半年我国社会用电量出现回落，三季度全社会总用电量同比增速回升。另一方面，受气候影响，上半年水电发电量同比增长20.3%，而三季度受干旱天气影响水电出力大幅萎缩，其中8-9月分别下滑11.0%和30.0%。钢铁方面，2022年我国累计粗钢产量为10.13亿吨，同比下降2.10%，但自年初以来降幅已大幅收窄。建材方面，2022年全国水泥产量21.2亿吨，同比下降10.8%。整体来看，受气候因素影响全年电煤需求整体呈先降后升；钢铁、水泥等非电用煤需求整体较为低迷，但年末呈现边际改善的态势。

图 3 2022 年火电产量增速先降后升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

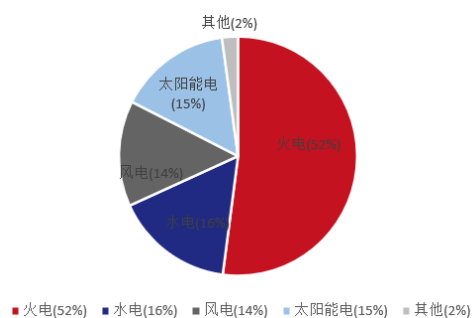
图 4 2022 年以来粗钢产量增速降幅收窄



资料来源：Wind，中证鹏元整理

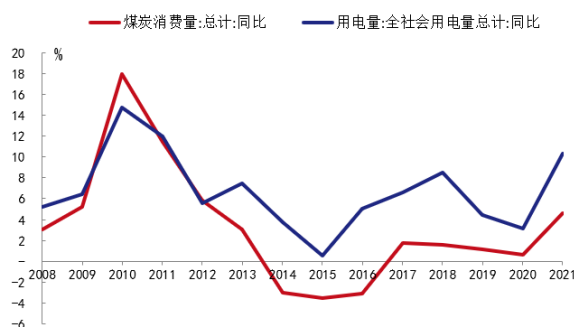
煤炭锚定国内能源基本盘，预计2023年煤炭消费保持增长。截至2022年末，全国全口径发电装机容量为25.64亿kw，其中火电装机13.32亿kw，占比为52%，在目前的发电量结构中占据主导地位。虽然双碳目标下煤电装机规模将被严控，但相较于水电和新能源发电，现阶段煤电仍具备经济、高效且不受气候季节影响等多重优势，其电量供应仍是目前保证电力系统稳定安全的压舱石，因此中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。中证鹏元预计，2023年电煤需求仍将保持增长。钢铁方面，预计钢铁行业中长期需求进入峰值平台期，钢铁行业产能过剩压力将长期存在，控产量政策有望延续，叠加短期内钢材需求整体下行，供给端有望延续自发性减产，预计2023年钢铁行业的煤炭消费需求难有增长。总体来看，煤炭下游行业终端需求涉及制造业、房地产等宏观经济主要领域，二十大后国家出台多项稳增长政策，预计下游需求有望得到支撑，2023年煤炭消费仍将继续增长。

图 5 我国电力装机结构仍以火电为主



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 煤炭消费增速与全社会用电量增速关联度高

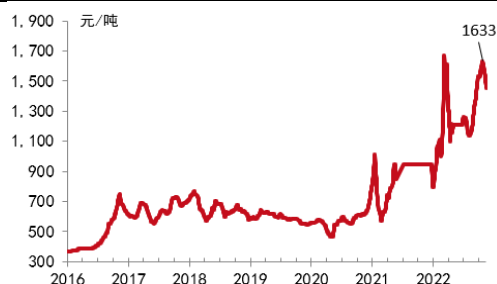


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年煤炭行业供需偏紧，煤炭价格高位宽幅震荡，预计2023年供需维持紧平衡，煤炭价格维持高位

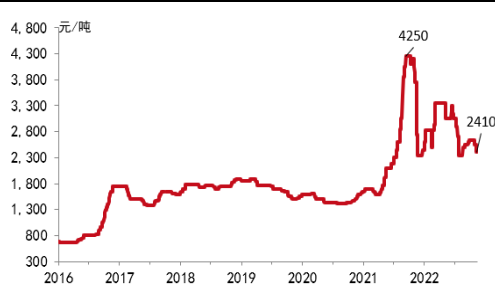
2022年煤炭价格高位运行。2022年初受春节保供要求以及寒冬采暖影响动力煤需求旺盛，同时供给端受印尼出口禁令、俄乌冲突爆发等海外事件扰动，动力煤价格形成首轮上涨；二季度随着供暖季结束，居民用电进入淡季，同时下游制造业用电需求受到负面冲击，煤炭价格持续回调。三季度受我国夏季持续高温干旱，一方面居民用电增速大幅增长，另一方面干旱导致水电出力断崖式下滑，电煤日耗走高，煤价持续上行。至三季度末，非电煤需求开始接力，叠加供给端仍受大型会议管控影响整体收紧，动力煤价格仍继续攀升，至2022年10月下旬，京唐港动力末煤平仓价（Q5500K，山西产）最高攀升至1,633元/吨，较年内低点涨幅达到105.93%。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，一季度受钢厂复产补库需求提振，叠加国内外煤价倒挂，进口煤规模缩减，炼焦煤价格持续上涨至4月中旬的3,350元/吨，较年内低点涨幅超过36.7%，随后受房地产等因素影响，钢铁下游需求疲软、钢价下跌，炼焦煤价格不断回调至11月中旬的2,410元/吨，整体来看，全年价格呈先涨后跌。我们认为今年以来煤炭价格上涨的原因主要包括以下因素：（1）自去年四季度保供政策发力后，煤炭产能利用率居于高位，增量产能释放尚需时日，供给端弹性减弱；（2）海外因素扰动加大，国际煤价大幅上涨；（3）极端天气导致一季度和三季度火电需求大幅增加。

图 7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 京唐港山西产主焦煤价格先涨后跌



中证鹏元预计2023年煤炭价格将继续维持高位。二十大报告中再次强调了“立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破”，在全球煤炭供应紧张、国际煤炭价格高企的背景下，预计2023年保供增产仍将是政策重心，但考虑到产能核增的潜能已大部分释放，新增产能投放短期内无法立竿见影，预计煤炭供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2023年稳增长政策发力，下游需求有望形成支撑，煤炭消费量仍有增长空间。2022年2月，国家发改委下发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确秦皇岛港下水煤（5500 千卡）价格合理区间为每吨570-770元，价格区间自2022年5月1日起执行。2022年10月，国家发改委发布了《2023年电煤中长期合同签订履约工作方案的通知》，方案整体延续了2022年长协定价机制，确定了2023年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体来看，中证鹏元预计2023年煤炭供需格局仍将维持紧平衡，煤炭价格将继续维持高位。

国内尿素现有产能主要以煤制为主，近年来尿素行业过剩产能加速出清，2022年受海外扰动因素影响，尿素市场价格高位大幅波动

尿素是由碳、氮、氧、氢组成的有机化合物，是最简单的有机化合物之一，上游主要来源是煤和天然气，下游产品则包括了单肥或复合肥、三聚氰胺等，最主要的应用领域是农业，另外在工业、化妆品等领域也有应用。依据尿素的生产工艺分类可以分为煤头尿素、天然气尿素以及焦炉气尿素，目前国内以煤头尿素为主，占比超过72%。

2016年以来开启的供给侧改革进一步推动行业内小散企业退出，过剩产能加速出清。2021年工信部印发《“十四五”工业绿色发展规划》提出“严控尿素新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换，强化环保、能耗、水耗等要素约束，依法依规推动落后产能退出”，预计短期尿素新增产能仍将受到一定限制。据中国氮肥工业协会统计，2022年我国尿素产能为6,634万吨，同比增加60万吨，增长0.9%。产能触底回升。产量方面，2022年我国尿素产量5,761万吨，同比增长3.6%。2022年上半年随着国内尿素停产企业复产，行业开工率提升，日产居于高位；下半年受高温干旱导致部分地区生产停滞以及环保限产等因素影响下，供应有所收缩。但全年来看，在保供政策引导下，供应整体有所增长。

从下游来看，2022年全国耕地面积19.14亿亩，较上年末净增加约130万亩，2022年我国粮食作物播种面积进一步增加到118,332千公顷，比上年增加701千公顷，农作物种植面积稳中有升，农业领域端尿素需求保持平稳。2021年中央1号文件明确提出要做好化肥等农资生产储备调运，促进保供稳价，2022年《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》中也提出了“保障粮食安全”、“要确保粮食播种面积稳定在17.6亿亩，粮食产量保持在1.3万亿斤以上”。在国家重视粮食问题的大背景下，农业方面的需求稳中有升。

价格方面，近年来尿素价格处于高位震荡，2022年上半年尿素需求旺季，春耕备肥、农业返青肥集中推进；三聚氰胺、人造板等工业需求量的整体增加，国内尿素供需偏紧，叠加俄乌战争导致大宗商品价格上涨，推动了国内尿素价格一路上涨。下半年，随着国内尿素需求减弱，出口继续受管控，同时全

球经济下行、美联储加息导致大宗商品价格回调，三季度尿素价格迅速跌至年内低点。

图9 2021年来国内尿素市场价格大幅上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司煤种品质较好，资源储量较大，区位优势便利，2022年在产产能进一步提升，且部分在建煤矿2023年有望进入联合试运转；公司2022年煤炭产销量均继续增长，同时销售均价持续上升，营业收入保持增长，但考虑到目前煤价处于历史高位，未来煤价若回落将对公司业绩造成波动；2022年受停产、成本上涨等因素影响，煤化工业务业绩有所下滑

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭的生产和销售，同时积极发展煤化工产业。目前公司主要化工产品为尿素、二甲醚和己内酰胺。2022年公司煤炭业务及煤化工业务收入占比分别为71.03%、28.78%，由于近年来煤炭市场行情较好，煤炭业务收入占比持续上升。毛利率方面，2022年公司煤炭业务利润水平较为可观，是毛利润的主要来源，煤炭业务毛利率上升带动公司销售毛利率继续提升。2023年一季度实现营业收入30.17亿元，同比下降7.74%，主要是由于一季度公司主要产品均价较去年同期有所下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭业务	100.55	71.03%	64.92%	80.71	62.76%	59.42%
煤化工	40.74	28.78%	29.20%	46.50	36.16%	27.05%
其他业务	0.26	0.19%	-9.00%	1.38	1.07%	36.36%
合计	141.56	100.00%	54.50%	128.60	100.00%	47.47%

资料来源：公司提供

（一）煤炭板块

➤ 资源禀赋及产能情况

公司主要生产矿井位于全国最大的无烟煤基地之一——沁水煤田腹地，资源优势突出。公司开采的煤种主要为无烟煤，主要产品“兰花”牌煤炭属于高价优质煤种，适用于电力、化工、冶金、化肥、建材等行业。公司煤炭运输较为便捷，目前公司各矿均有铁路专用线与太焦（太原—焦作）线等主要干线接轨；同时公路运输可辐射中、东部地区。

截至2022年末，公司控制的各类矿井共计13个，包含8个生产矿井和5个资源整合矿井，保有储量15.66亿吨、可采储量7.00亿吨，年设计生产能力1,650万吨，可采年限均较长。其中，截至2022年末公司在建矿井5个，设计年生产能力420万吨，资源保有储量2.87亿吨，可采储量1.19亿吨；未来随着在建煤矿的陆续投产，公司生产规模有望进一步扩大。此外，公司参股41%的山西亚美大宁能源有限公司（以下简称“大宁能源”），煤矿年产能400万吨。

整体来看，公司煤种品质较好，运输条件较为便捷，煤炭资源储量较大，且矿井剩余可开采年限较长，煤炭业务整体持续性较好。

表3 截至2022年末公司控制的矿井情况（单位：平方千米、亿吨、万吨/年、年）

矿井类型	矿井名称	煤种	井田面积	保有储量	可采储量	产能	2022年产量
生产矿井	大阳煤矿	无烟煤	17.8	1.44	0.65	180.00	190.04
	唐安煤矿	无烟煤	24.73	2.45	0.89	180.00	195.01
	伯方煤矿	无烟煤	27.5	2.59	1.48	210.00	209.60
	望云煤矿	无烟煤	16.65	1.33	0.45	120.00	102.16
	宝欣煤矿	焦煤	6.02	0.47	0.24	90.00	91.50
	口前煤矿	动力煤	4.3	0.73	0.22	90.00	118.95
	永胜煤矿	动力煤	7.36	1.64	0.55	120.00	129.32
	玉溪煤矿	无烟煤	26.15	2.14	1.32	240.00	101.66
资源整合矿井	同宝煤矿	无烟煤	9.85	0.98	0.30	90.00	7.69
	百盛煤矿	无烟煤	6.91	0.60	0.24	90.00	0.00
	兰兴煤矿	焦煤	10.21	0.13	0.08	60.00	0.00
	芦河煤业	无烟煤	9.18	0.72	0.31	90.00	0.00
	沁裕煤矿	无烟煤	11.12	0.44	0.27	90.00	0.00
合计	-	-	177.78	15.66	7.00	1,650.00	1,145.93

注：同宝煤矿90万吨/年矿井已于2022年10月投入联合试运转。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建煤矿及整合煤矿计划总投资38.22亿元，截至2022年末已累计投资26.24亿元，其中同宝煤业90万吨/年矿井2022年10月投入联合试运转，预计2023年6月完成竣工验收；沁裕煤矿90万吨/年矿井预计2023年6月进入联合试运转；百盛煤业90万吨/年矿井三期工程在建，2023年底有望进入联合试运转；芦河煤业90万吨/年矿井取得重新开工报告批复，工程建设有序推进。同时，兰兴60万吨矿井技改工程处于“一停四不停”状态，2023年1月经公司董事会审议通过，拟通过产权交易市场对公司所持其股权和相关债权进行公开挂牌转让。

表4 截至 2022 年末公司主要在建煤矿项目情况（单位：万吨/年、亿元）

项目名称	预计产能	计划总投资	2022 年投资额	累计已投资
沁裕煤矿 90 万吨技改项目	90	5.41	2.03	7.71
同宝煤业 90 万吨技改项目	90	9.26	0.83	6.91
百盛煤业 90 万吨技改项目	90	6.10	0.71	5.42
芦河煤业 90 万吨技改项目	90	6.83	0.33	2.54
兰兴煤矿 60 万吨矿井技改工程	60	3.25	-	3.57
太阳煤矿水平延深（配采）项目	-	5.29	0.08	0.08
永胜煤业下组煤水平延深项目	-	2.09	0.02	0.02
合计	420	38.22	3.99	26.24

注：部分项目已投资超过总投资，同宝煤业和芦河煤业技改项目总投资进行了调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 产销及成本情况

2022年末公司总产能为1,230万吨/年，实现煤炭产量1,145.93万吨，随着玉溪煤矿产能的逐步爬坡，总产量同比增长10.16%，产能利用率达到93%。2022年公司实现原煤销量1,163.27万吨，同比增长13.29%，产销率为101.51%。销售价格方面，2022年公司煤炭销售价格大幅上涨，全年销售均价为948.71元/吨。受益于煤炭业务“量价齐升”，2022年公司合计实现煤炭销售收入100.55亿元，规模同比增长23.23%。

表5 公司原煤产销情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

时间	项目	大阳煤矿	唐安煤矿	伯方煤矿	望云煤矿	永胜煤矿	口前煤业	宝欣煤业	玉溪煤矿	合计
2022 年	产能	180	180	210	120	120	90	90	240	1,230.00
	产量	190.04	195.01	209.6	102.16	129.32	118.95	91.5	101.66	1,138.24
	销量	188.51	186.24	222.56	104.14	129.32	119.2	91.89	113.31	1,155.17
	产能利用率	105.58	108.34	99.81	85.13	107.77	132.17	101.67	42.36	92.54
	产销率	99.19	95.5	106.18	101.94	100	100.21	100.43	111.46	101.49
	销售均价（不含税）	1,163.87	1,128.01	1,160.58	563.61	440.69	617.64	1,030.60	1,095.54	948.71
2021 年	产能	180	180	210	90	120	90	90	240	1,200
	产量	188.5	182.02	205.33	98.17	120.11	108.45	90.82	46.87	1,040.27
	销量	201.67	179.75	205.54	96.11	120.11	101.39	90.26	32.02	1,026.85
	产能利用率	104.72	101.12	97.78	109.08	100.09	120.50	100.91	19.53	86.69
	产销率	106.99	98.75	100.10	97.90	100.00	93.49	99.38	68.32	98.71
	销售均价（不含税）	905.19	975.83	892.13	577.48	464.66	699.59	863.24	834.38	806.54

注：本表的销量包括内部销售，不含同宝煤矿联合试运转产销量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭生产成本主要由材料费、电力费、折旧费、安全费、维检费、工资及福利费构成，其中人工工资为近年来公司主要成本支出。伴随着近年公司煤炭销售价格的上涨，公司吨煤成本亦波动上涨。

2022年上升至272.81元/吨，主要系计提的安全费用上涨所致。近年来由于公司煤炭销售价格涨幅大于成本涨幅，公司煤炭产品毛利率整体有所上升。

表6 公司吨煤成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2022年		2021年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
材料费、燃料、动力成本	38.54	14.13%	32.72	12.71%
电力费	13.40	4.91%	12.63	4.91%
折旧费	28.57	10.47%	32.73	12.72%
安全费	39.19	14.37%	25.29	9.83%
维简费（含井巷费）	10.00	3.67%	10.01	3.89%
工资及福利费	115.33	42.27%	113.15	43.97%
其他支出	27.78	10.18%	30.82	11.98%
合计	272.81	100.00%	257.4	100%

注：以上为公司煤炭单位生产成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭产品销售客户主要以化工、电力、冶金等客户为主，且多为长期合作关系，主要销往河南、湖北、浙江、山东、安徽等地。结算方式方面，公司主要以现金和银行承兑汇票为主，通常在收到全额货款后发货，对于部分长期合作的战略客户予以一定账期。总的来看，2022年公司煤炭下游客户较为稳定，客户集中度水平不高。

总体来看，2022年公司煤炭业务产销量均持续提升，煤炭收入规模继续上涨，且盈利能力有所提升。同时我们也关注到煤炭价格处于历史的高位，公司盈利状况较好，但是未来如果煤炭价格回落，公司业绩将出现波动。

（二）煤化工板块

公司主要煤化工产品包括尿素、二甲醚和己内酰胺，其中，尿素产品由分公司山西兰花科创化工分公司、山西兰花科创田悦化肥分公司（以下简称“田悦分公司”）和全资子公司山西兰花煤化工有限责任公司（以下简称“煤化工公司”）负责生产与销售；二甲醚产品由山西兰花清洁能源有限责任公司（以下简称“兰花清洁能源”）和山西兰花丹峰化工股份有限公司（以下简称“丹峰化工”）负责生产与销售；己内酰胺则由分公司新材料分公司负责生产与销售。

截至2022年末，公司尿素年产能100万吨；公司拥有两套甲醇转化二甲醚装置，年总产能甲醇40万吨转化生产二甲醚20万吨（甲醇是中端产品，少量对外销售），年产14万吨己内酰胺。公司尿素生产工艺采用DCS集散控制、双甲、醇烃化、海德鲁大颗粒造粒，二甲醚生产采用两步法合成等国内领先工艺与装备，生产自动化程度超过98%，己内酰胺生产工艺采用环己稀法。

公司生产尿素的原材料包括原料煤（无烟煤的块煤）、燃料煤（无烟煤的末煤）和电力，以上合计

能占到尿素生产成本的80%以上。公司生产尿素所用煤炭主要是公司内部市场价采购，原料供应较有保障。2022年公司实现尿素产量81.38万吨、销量81.95万吨，同比均有所下降，同时由于成本上涨，毛利率较去年同期下降5.99个百分点；实现二甲醚产量1.72万吨、销量1.70万吨，同比均大幅下降，主要系二甲醚成本价格持续倒挂以及两家二甲醚生产企业因秋冬季错峰生产等因素基本处于停产状态。2022年，公司实现己内酰胺产量12.5万吨、销量12.58万吨，同比均有所下降，且由于成本上涨出现一定亏损。

表7 公司煤化工产品产销情况

产品	项目	2022 年	2021 年
尿素	产能（万吨）	100	100
	产量（万吨）	81.38	92.82
	销量（万吨）	81.95	91.42
	均价（元/吨）	2,462.95	2,167.71
	单位成本（元/吨）	2,103.79	1,738.92
	产销率	100.7%	98.49%
	收入（万元）	202,010	198,153
	毛利率	14.12%	20.11%
二甲醚	产能（万吨）	20	20
	产量（万吨）	1.72	13.65
	销量（万吨）	1.7	12.84
	均价（元/吨）	3,421.20	3,237.13
	单位成本（元/吨）	3,915.62	3,517.11
	产销率	98.84%	94.06%
	收入（万元）	5,828	41,552
	毛利率	-9.66%	-7.28%
己内酰胺	产能（万吨）	14	14
	产量（万吨）	12.5	14.59
	销量（万吨）	12.58	14.49
	均价（元/吨）	11,862.13	12,181.76
	单位成本（元/吨）	12,646.4	11,199.86
	产销率	100.64%	99.31%
	收入（万元）	149,177	176,521
	毛利率	-8.53%	5.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司主要面向国网山西省电力公司、晋城市益兴达工贸股份有限公司、兰花集团等供应商采购煤化工产品生产所需的电力、煤炭、材料配件等产品。其中，兰花集团为公司控股股东，公司对其采购为关联交易。2022年，公司煤化工业务对前五大供应商采购占比为30.25%，集中度水平不高。销售方面，公司产品主要销往山西、江苏、浙江等省市的商贸公司和农资公司，销售模式为先款后货，采用现金和银行承兑汇票进行货款结算。2022年，公司煤化工前五大客户的销售集中度水平不高。

公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，煤化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点。同时，环保政策趋严使得公司面临的环保标准上升，近年来公司加大环保投入并按照有关要求错峰生产，而且随着矿井开采年限的增加，矿区可能会出现一定程度的地表沉陷，使得公司安全生产投入加大，近年来公司计提安全生产费用同比有所增长，近年来公司安全生产较为平稳，未出现重大安全生产事故。随着近年来晋城市被列入京津冀环境污染通道“2+26”城市，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求更趋严格，2021年公司收到晋城市大气污染防治工作领导小组《关于明确2021-2022年秋冬季重点行业差异化应急管控措施的通知》要求，公司所属兰花清洁能源于2021年10月1日至2022年3月31日停产，煤化工公司、丹峰化工等5家企业2022年1月25日至2022年3月15日停产。2022年1月，公司收到晋城市工业和信息化局《关于做好重点化肥生产企业有关工作的通知》公司所属煤化工公司、田悦分公司、新材料分公司3家企业将正常生产。整体来看，公司面临一定的安全生产风险和环保压力。

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2021-2022年审计报告以及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内新增一家子公司山西兰花科创销售有限公司，减少一家子公司日照兰花。

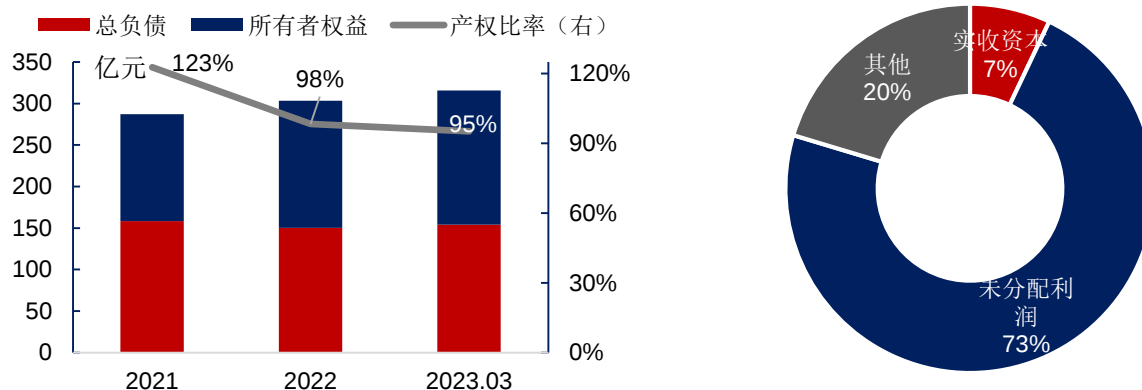
资本实力与资产质量

近年来公司资本实力不断增强，产权比率不断下降；公司资产以生产矿井、在建煤炭及煤化工项目、采矿权等非流动资产为主，且部分资产受限，资产流动性较弱

近年来受益于利润累积，公司所有者权益规模持续增加，截至2023年3月末为161.79亿元。近年来公司负债总额保持小幅增长，截至2023年3月末，公司产权比率下降至95.24%，所有者权益对负债的保障程度有所改善。截至2023年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、盈余公积和实收资本等构成，其中未分配利润占比为73%。

图 10 公司资本结构

图 11 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年3月末，公司资产规模较2021年末增长9.97%，以非流动资产为主，占比为69.65%，其中货币资金、固定资产、在建工程及无形资产占比较高。

公司货币资金主要包括库存现金、银行存款和其他货币资金，近年来公司业绩较好，现金积累较快，其中其他货币资金主要由土地复垦专项基金、银行承兑汇票保证金和国内信用证保证金等构成，使用受限。公司固定资产主要包括生产矿井和相关机器设备，2022年末公司占总资产比重为34.16%。截至2022年末，公司尚未办妥产权证书的固定资产账面价值8.12亿元。公司在建工程主要为在建煤矿和煤化工项目，2022年末随着项目持续投入规模同比增长。公司无形资产主要为采矿权、土地使用权和探矿权，2022年末占总资产的比重为18.28%。截至2022年末，公司尚未办妥产权证书的探矿权和土地使用权合计价值5.04亿元。

公司存货主要为煤炭、煤化工产品原材料及库存商品，2022年末公司存货账面价值为4.60亿元。公司按照成本与可变现净值孰低法确认存货期末价值并计提存货跌价准备，截至2022年末，公司存货计提跌价准备余额为0.50亿元。2022年末公司应收款项融资为20.20亿元，主要系执行新金融工具准则，将部分银行承兑汇票重分类到应收账款融资。公司长期股权投资主要为联营企业大宁能源，公司持股41%，主营业务为销售无烟煤。近年大宁能源经营效益较好，2022年公司按权益法确认投资收益4.82亿元。

截至2022年末，公司受限资产金额为20.59亿元，占总资产的比重为6.78%，主要由货币资金3.50亿元、应收票据0.52亿元、固定资产13.97亿元和无形资产2.59亿元构成。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62.52	19.79%	53.65	17.68%	27.00	9.40%
应收账款	1.17	0.37%	0.92	0.30%	1.00	0.35%
存货	6.67	2.11%	4.60	1.52%	6.07	2.11%
应收款项融资	18.81	5.95%	20.20	6.66%	25.91	9.02%

流动资产合计	95.86	30.35%	84.99	28.01%	69.47	24.18%
长期股权投资	20.33	6.44%	19.22	6.34%	14.04	4.89%
固定资产	102.45	32.43%	103.64	34.16%	110.85	38.59%
在建工程	38.25	12.11%	36.05	11.88%	30.03	10.45%
无形资产	55.18	17.47%	55.47	18.28%	56.70	19.74%
非流动资产合计	220.02	69.65%	218.43	71.99%	217.79	75.82%
资产总计	315.89	100.00%	303.42	100.00%	287.26	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

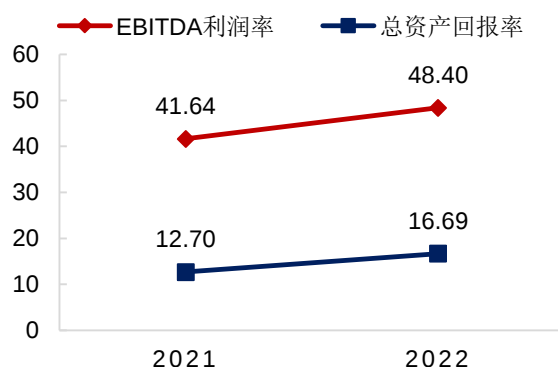
盈利能力

受益于煤炭业务“量价齐升”，2022年公司盈利能力继续提升，但部分煤化工产品出现亏损

公司主营业务为煤炭的生产和销售，同时向下游延伸煤化工相关产业，2022年公司实现营业收入141.56亿元，规模同比大幅增长。分业务来看，煤炭业务收入增长较为显著，主要系近年来公司煤炭业务量价均提升；而受原材料价格大幅上涨影响，部分煤化工产品价格出现倒挂，使得产量出现下滑，收入规模下降。2022年公司销售毛利率上升至54.50%。主要系公司毛利率水平较高的煤炭业务收入占比持续提升，且其毛利率水平亦有所上升。

非经营损益方面，公司投资收益主要来自参股公司大宁能源的分红，近年来公司确认大宁能源投资收益规模较大，对公司利润形成一定补充。2022年公司期间费用率为14.05%，对公司利润形成一定的削减。近年来随着收入整体的大幅上涨，公司净利润亦随之波动增长。2022年公司EBITDA利润率为48.40%，较2021年上升6.76个百分点；2022年公司总资产回报率16.69%，水平较2021年末亦有提升。整体来看，公司盈利能力继续提升，但值得关注的是，部分煤化工产品出现亏损。且考虑到目前煤价处于历史高位，未来煤价若回落将对公司业绩造成波动。

图 12 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模较大且以短期为主，存在一定的集中偿付压力；公司现金生成能力以及经营活动现金流整体表现较好，但考虑到公司在建煤矿尚需投入较多，仍面临一定的资金支出压力

公司总债务主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的融资租赁。2022年末，公司短期借款占总负债的比重为22.13%，主要包括信用借款、质押借款和保证借款。2022年末，公司长期借款占总负债的比重为14.14%，均为信用借款。截至2022年末，公司应付债券为“20兰创01”，余额为19.98亿元，发行时票面利率为4.50%，已于2023年3月提前兑付；同时2023年2月，公司发行“23兰创01”票面利率为4.20%，发行规模10.00亿元。截至2022年末，公司长期应付款系应付融资租赁款。截至2023年3月末，公司总债务规模为87.10亿元，规模较大，其中期限主要集中在3年以内，仍以短期债务为主，期限结构有待进一步优化。经营性负债方面，公司应付账款主要为尚未结算的工程款，2022年规模有所增长。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37.24	24.17%	33.29	22.13%	53.95	34.09%
应付账款	23.83	15.46%	27.75	18.45%	23.61	14.92%
一年内到期的非流动负债	9.36	6.07%	10.07	6.69%	8.73	5.52%
流动负债合计	107.82	69.97%	100.61	66.88%	116.83	73.81%
长期借款	28.31	18.37%	21.26	14.14%	11.00	6.95%
应付债券	9.96	6.46%	19.98	13.28%	19.98	12.62%
长期应付款（合计）	0.63	0.41%	1.24	0.83%	3.80	2.40%
非流动负债合计	46.28	30.03%	49.81	33.12%	41.45	26.19%
负债合计	154.10	100.00%	150.42	100.00%	158.28	100.00%
总债务合计	87.10	56.52%	86.78	57.69%	100.88	63.74%
其中：短期债务	47.64	30.91%	43.90	29.18%	65.95	41.67%
长期债务	39.46	25.61%	42.89	28.51%	34.93	22.07%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，受益于收入规模的扩大及盈利能力的提升，近年来公司FFO大幅上升，现金生成能力大幅提高。同时公司经营活动现金流亦呈持续净流入，2022年净流入规模明显提升，整体表现较好。投资活动方面，2022年公司投资活动现金流呈持续净流出，主要系公司近年来购建固定资产、在建工程支出规模较大所致。由于公司投资性现金流主要用于在建煤矿建设，考虑到目前公司在建煤矿项目较多，且短期债务规模较大，面临一定的资金压力。此外，近年来公司偿还债务规模较大，筹资活动产生的现金净流出规模上升。

从杠杆状况指标来看，2023年3月末公司资产负债率为48.78%，近年来水平有所下降。2022年公司净债务/EBITDA、FFO/净债务指标受益于公司盈利水平大幅上升，表现均明显提升。2022年公司

EBITDA利息保障倍数为14.38，表现较好。2023年3月末公司总债务/总资本继续下降。整体来看，近年来公司杠杆状况指标表现有明显改善。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

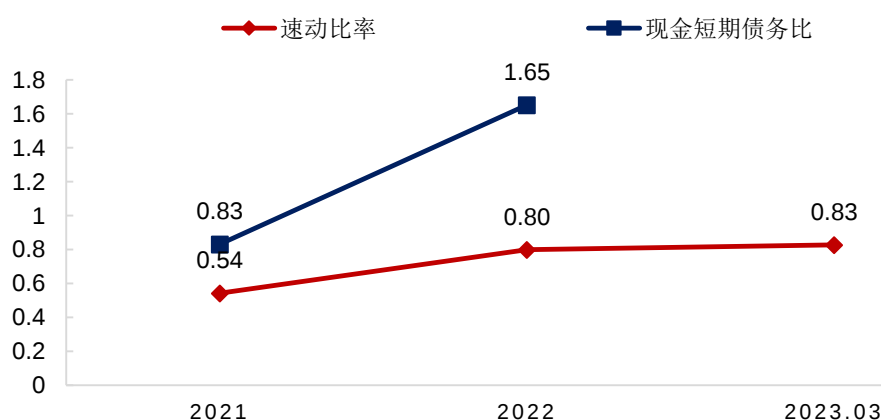
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	10.32	56.99	32.87
FFO(亿元)	-	29.98	24.35
资产负债率	48.78%	49.58%	55.10%
净债务/EBITDA	-	0.24	0.91
EBITDA 利息保障倍数	-	14.38	8.58
总债务/总资本	34.99%	36.19%	43.89%
FFO/净债务	-	179.30%	50.19%
经营活动净现金流/净债务	-	340.91%	67.74%
自由现金流/净债务	-	310.63%	51.45%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性比率来看，截至2022年末，公司速动比率为0.80，现金短期债务比为1.65，同比均有所上升。整体来看，公司流动性指标表现近年有所改观。

备用流动性方面，公司作为上市公司融资渠道较为畅通，截至2022年末公司仍有45.04亿元尚可使用的银行授信额度，此外公司非受限资产规模较大，必要时也可为公司提供一定的流动性补充。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，近年来公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，公司因废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的金额不大，对公司正常生产经营无重大影响。社会方面，近年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形。

公司治理方面，根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022年，公司董事长兼总经理李晓明先生因工作调整原因辞职，刘海山先生被选举为公司董事长。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月31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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月12日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

2022年10月，温州矿山井巷工程有限公司对公司、山西兰花百盛煤业有限公司因建设工程施工合同纠纷提起仲裁，请求1、请求裁决二被申请人支付欠付工程款18,492,410.9元及利息3,576,001.63元（利息从2018年1月4日起算，2019年8月20日之前按同期银行贷款年利率4.35%计算；2019年8月20日之后按LPR计算，暂算至立案之日，被申请人应付至款清之日）；2、依法裁决被申请人山西兰花百盛煤业有限公司赔偿申请人损失25万元；3、仲裁费用由二被申请人承担。截至2022年12月31日，山西兰花百盛煤业有限公司已对此未决诉讼事项合理预计支出进行账务处理。

2022年8月，广西林业集团桂谷实业有限公司对公司因煤炭买卖合同纠纷提起诉讼，请求 1、判决确认其与公司所签订《煤炭买卖合同》（编号 SXLHGL19041）于2022 年3月4日解除；2、判决公司返还其预付货款39,200,000.00元；3、判决公司赔偿其第2项请求金额的资金占用损失，暂计至2022年8月2日为8,001,674.79元，此后资金占用损失另计至清偿全部货款及损失止。2022年9月2日，公司向晋城市城区人民法院提交民事答辩状，因煤炭买卖合同已实际履行，请求法院依法驳回广西林业集团桂谷实业有限公司的诉讼请求。截至2023年4月末，公司尚未收到判决。

八、结论

公司是晋城市人民政府国有资产监督管理委员会实际控制的一家从事煤炭、化肥和化工等产品的生产和销售上市公司，公司拥有良好的资源禀赋，矿区区位交通便利，2022年公司在产产能进一步提高，

且部分在建煤矿2023年有望进入联合试运转；近年受益于市场景气度高，2022年销售均价继续上涨，拉动公司盈利能力提升；2022年公司现金流表现较好，得益于自身经营业绩的贡献，公司资本实力进一步增强且结构有所改善。同时我们也注意到，公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，安全生产和环保是公司始终将面临的压力；公司主营业务具有较强的周期性，2022年公司部分煤化工产品价格出现倒挂；2022年末公司总债务规模较大，债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。整体来看，公司抗风险能力较好。

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“23兰创01”、“23兰创02”的信用等级均为AA+。

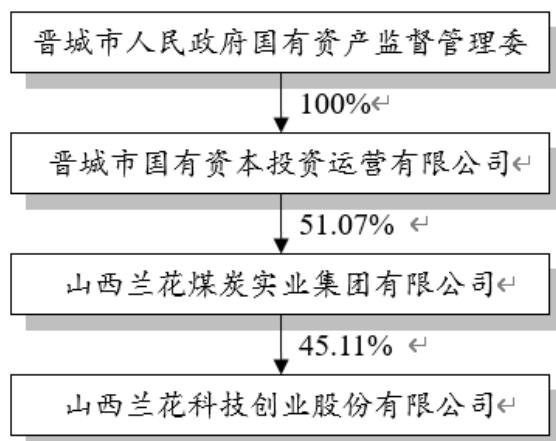
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	62.52	53.65	27.00	17.94
存货	6.67	4.60	6.07	4.95
应收款项融资	18.81	20.20	25.91	12.46
流动资产合计	95.86	84.99	69.47	44.19
固定资产	102.45	103.64	110.85	82.07
在建工程	38.25	36.05	30.03	63.66
无形资产	55.18	55.47	56.70	58.57
非流动资产合计	220.02	218.43	217.79	219.04
资产总计	315.89	303.42	287.26	263.23
短期借款	37.24	33.29	53.95	45.19
应付账款	23.83	27.75	23.61	21.77
一年内到期的非流动负债	9.36	10.07	8.73	15.51
流动负债合计	107.82	100.61	116.83	101.80
长期借款	28.31	21.26	11.00	10.61
应付债券	9.96	19.98	19.98	29.97
长期应付款	0.63	1.24	3.80	5.83
非流动负债合计	46.28	49.81	41.45	52.16
负债合计	154.10	150.42	158.28	153.96
总债务	87.10	86.78	100.88	109.97
所有者权益	163.59	154.96	130.64	107.13
营业收入	30.17	141.56	128.60	66.26
营业利润	10.24	50.38	30.51	5.34
净利润	7.80	32.96	20.03	2.51
经营活动产生的现金流量净额	10.32	56.99	32.87	6.84
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-4.36	-8.15	-5.81
筹资活动产生的现金流量净额	-1.06	-24.70	-16.42	-3.64
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
EBITDA (亿元)	-	68.51	53.55	18.56
FFO (亿元)	-	29.98	24.35	0.79
净债务 (亿元)	-	16.72	48.52	81.62
销售毛利率	49.64%	54.50%	47.47%	34.36%
EBITDA 利润率	-	48.40%	41.64%	28.01%
总资产回报率	-	16.69%	12.70%	3.29%
资产负债率	48.78%	49.58%	55.10%	58.49%
净债务/EBITDA	-	0.24	0.91	4.40
EBITDA 利息保障倍数	-	14.38	8.58	3.03

总债务/总资本	34.99%	36.19%	43.89%	50.16%
FFO/净债务	-	179.30%	50.19%	0.97%
速动比率	0.83	0.80	0.54	0.39
现金短期债务比	-	1.65	0.83	0.47

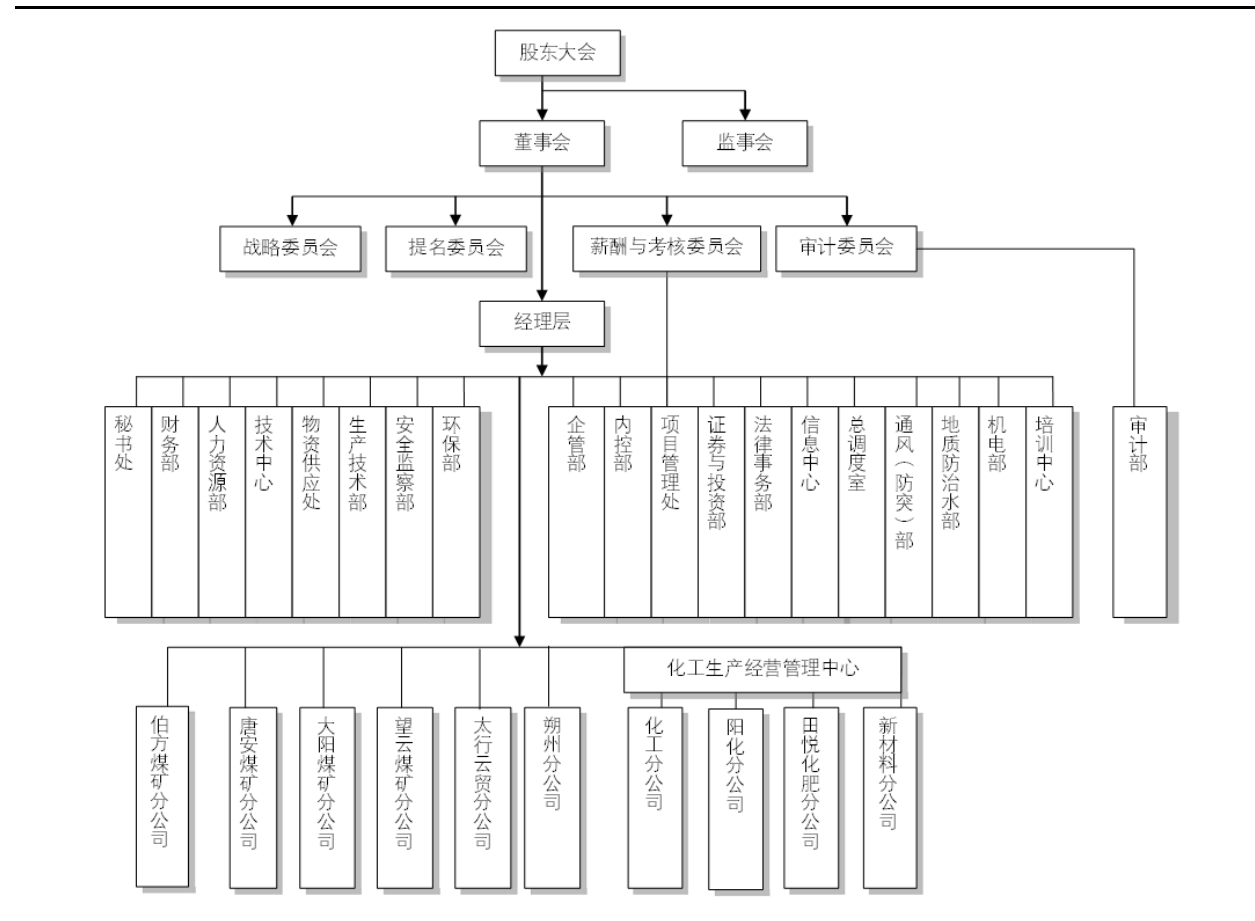
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
1	山西朔州山阴兰花口前煤业有限公司	煤炭开采	100.00%	--	非同一控制下企业合并
2	山西兰花煤化工有限责任公司	煤化工	100.00%	--	同一控制下企业合并
3	山西兰花清洁能源有限责任公司	煤化工	100.00%	--	设立
4	山西兰花焦煤有限公司	焦炭、洗精煤	80%	--	设立
5	山西古县兰花宝欣煤业有限公司	煤炭开采	--	55.00%	设立
6	山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司	煤炭开采	53.34%	--	设立
7	山西兰花丹峰化工股份有限公司	煤化工	51.00%	--	非同一控制下企业合并
8	山西朔州平鲁区兰花永胜煤业有限公司	煤炭开采	100.00%	--	非同一控制下企业合并
9	山西兰花同宝煤业有限公司	煤炭开采	51.00%	--	设立
10	山西兰花百盛煤业有限公司	煤炭开采	51.00%	--	设立
11	山西兰花集团芦河煤业有限公司	煤炭开采	51.00%	--	同一控制下企业合并
12	山西兰花气体有限公司	煤化工	100.00%	--	设立
13	山西兰花沁裕煤矿有限公司	煤炭开采	53.20%	--	同一控制下企业合并
14	山西兰花能源集运有限公司	煤炭洗选、集运	72.00%	--	设立
15	山西兰花机械制造有限公司	矿山机械生产与销售	100.00%	--	同一控制下企业合并
16	山西兰花包装制品有限公司	包装制品生产与销售	96.00%	--	设立
17	山西蒲县兰花兰兴煤业有限公司	煤炭开采	--	71.70%	设立
18	山西兰花科创销售有限公司	商品流通	100.00%	--	设立
19	山西欣成鑫贸易有限公司	商品流通业	--	55.00%	设立
20	沁水县贾寨煤业投资有限公司	煤炭企业投资	100%	--	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2022 年审计报告，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。