信用评级公告

联合〔2021〕4615号

联合资信评估股份有限公司通过对山西潞安环保能源开发股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西潞安环保能源开发股份有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“17环能01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山西潞安环保能源开发股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西潞安环保能源开发股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
晋商信用增进投资股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 环能 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 环能 01	60 亿元	56.46 亿元	2022/10/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AAA
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司作为山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）下属核心煤炭子公司，在煤炭资源储备规模、煤炭品质等方面仍保持优势。跟踪期内，公司经营状况总体保持稳定，营业收入和盈利水平受疫情因素影响而有所波动，债务负担持续减轻。同时联合资信也关注到公司部分矿井超能力生产、应收类款项规模较大、债务结构不合理等因素对公司信用水平带来的不利影响。

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业集中度持续提升，煤炭行业竞争格局的日趋稳定，有利于降低宏观经济周期波动对行业的影响。作为大型煤炭企业，公司煤炭主业竞争优势突出，有望保持稳定的盈利水平。

本期债券由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。晋商增信作为地方政策性担保机构，其担保对于本期债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

综合评估，联合资信确定维持山西潞安环保能源开发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 环能 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司煤炭资源储量丰富，煤质优良。**截至 2020 年底，公司煤炭资源可采储量为 19.62 亿吨。公司开采煤层的主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，属特低硫、低磷、低灰、高发热量的优质动力煤和炼焦配煤。
2. **公司控股股东潞安集团为山西省大型煤炭国有企业，可为公司在管理和煤炭资源获取方面提供一定外部支持。**公司主要高级管理人员均来自潞安集团委派。在煤炭业务开展方面，潞安集团对公司支持力度大。
3. **跟踪期内，公司债务指标持续下降，整体债务负担适中。**截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.81%和 51.67%，较上年底分别下降 1.58 个百分点和下降 4.10 个百分点。公司债务负担适中。

分析师：尹金泽　王 越
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

4. **晋商增信对“17 环能 01”还本付息具有积极影响。**2020 年，晋商增信所有者权益和收入规模进一步增长，其担保可对于“17 环能 01”的到期还本付息形成一定的积极影响。

关注

1. **部分矿井超能力生产。**2020 年，公司非整合矿井中的常村煤矿、王庄煤矿、余吾煤业和潞宁煤业存在超核定能力生产的情况，或面临一定外部监管风险。
2. **安全管理压力大。**煤矿安全生产风险仍然存在，尤其是随着公司主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大。
3. **停建项目的减值风险。**公司前文明、大木厂、元丰、静安矿井的技改项目仍处于停建状态，上述四个项目累计投入 7.96 亿元，累计计提减值 1.20 亿元，如上述项目后期无法复建，或存在进一步计提减值损失的可能。
4. **应收类款项规模大，经营性净现金流规模持续下降。**跟踪期内，公司应收账款、应收票据规模仍较大，对资金形成一定占用，公司经营性净现金流持续下降。
5. **债务结构有待改善。**公司债务结构中短期债务占比高，截至 2020 年底，短期债务占 67.10%，与资产结构匹配度不高，债务结构有待进一步改善。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	249.00	205.34	228.24	225.97
资产总额（亿元）	755.67	742.61	774.04	794.59
所有者权益合计（亿元）	228.85	234.81	256.94	275.82
短期债务（亿元）	233.96	215.02	184.35	193.24
长期债务（亿元）	88.34	81.03	90.37	91.30
全部债务（亿元）	322.30	296.05	274.72	284.54
营业收入（亿元）	266.82	267.91	259.72	77.57
利润总额（亿元）	26.12	30.38	26.57	20.77
EBITDA（亿元）	53.78	64.43	59.58	--
经营性净现金流（亿元）	97.77	44.60	22.82	4.40
营业利润率（%）	30.74	30.43	25.41	36.84
净资产收益率（%）	7.10	9.78	7.33	--
资产负债率（%）	69.72	68.38	66.81	65.29
全部债务资本化比率（%）	58.48	55.77	51.67	50.78
流动比率（%）	69.12	66.92	71.44	75.65
经营现金流动负债比（%）	22.49	11.24	5.81	--
现金短期债务比（倍）	1.06	0.95	1.24	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	4.43	4.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.99	4.60	4.61	--

公司本部（母公司）口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	575.74	598.85	631.92	662.29
所有者权益（亿元）	226.66	233.71	240.59	248.30
全部债务（亿元）	183.08	194.67	186.24	215.59
营业收入（亿元）	184.67	173.36	167.57	47.27
利润总额（亿元）	25.68	19.76	14.63	8.76
资产负债率（%）	60.63	60.97	61.93	62.51
全部债务资本化比率（%）	44.68	45.44	43.63	46.47
流动比率（%）	156.88	152.32	150.85	150.13
经营现金流动负债比（%）	29.85	14.11	9.65	--
现金短期债务比（倍）	2.05	1.54	2.06	1.53

注：1、2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2、合并报表中的其他流动负债、长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 环能 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/16	华艾嘉、王越	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
17 环能 01	AAA	AAA	稳定	2017/4/24	王越、岳俊	工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山西潞安环保能源开发股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“公司”或“潞安环能”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西潞安环保能源开发股份有限公司成立于 2001 年 7 月，是经山西省财政厅晋财企〔2001〕106 号文件批准，由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产（经北京中企华资产评估有限公司出具评报字〔2001〕第 014 号评估报告确认为 6.46 亿元）作为出资，郑州铁路局、上海宝钢国际经济贸易有限公司、日照港（集团）有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司五家发起人以现金方式投入，共同发起设立的股份有限公司。根据山西省财政厅晋财企〔2001〕108 号文《关于山西潞安环保能源开发股份有限公司国有股权管理有关问题的批复》，潞安集团投入的净资产折为国有法人股 42019.00 万股，占公司股本总额的 91.51%。公司于 2006 年 9 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：“潞安环能”、股票代码：“601699.SH”）。

历经多次派送红股及转增股本，截至 2020 年底，公司总股本 29.91 亿元，潞安集团为控股股东，直接持股比例为 61.81%，公司实际控制人为山西省国资委。截至 2021 年 3 月底，潞安集团所持公司股权的质押比例为 48.67%。

公司主营业务为煤炭和焦化。公司本部内设安全监察部、人力综合部、技术中心、生产技术指挥中心、财务部、审计部、信息部和焦化产业发展部等职能部门。截至 2020 年底，公司合并范围内二级子公司合计 20 家，员工总数为 3.62 万人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 774.04 亿元，所有者权益 256.94 亿元（含少数股东权益-14.44 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 259.72 亿元，利润总额 26.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 794.59 亿元，所有者权益 275.82 亿元（含少数股东权益-13.40 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 77.57 亿元，利润总额 20.77 亿元。

公司注册地址：长治市城北东街 65 号；法定代表人：王志清。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪评级债券为“17 环能 01”，详见表 1。

表 1　跟踪评级债券概况

名称	余额（亿元）	存续期	募集资金用途
17 环能 01	56.46	2017/10/27-2022/10/27	偿还金融机构借款

资料来源：Wind，联合资信整理

截至目前，“17 环能 01”募集资金已按计划全部使用完毕。跟踪期内公司已按时付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增长政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增长值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3.GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增长值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增长。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增长值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一

产业、第二产业和第三产业增长值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增长值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增长。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 年，我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险

挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

1. 行业运行

2020 年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于 2019 年，行业经济效益有所下降。2021 年初，煤炭价格延续 2020 年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。

煤炭产量方面，2020 年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020 年全国原煤产量 38.44 亿吨，同比增长 2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重为 78.29%，同比上升 1.45 个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表 3　2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

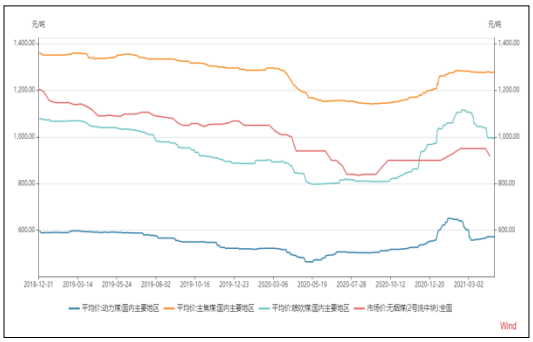
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	**246922.40**	**263299.70**	**287818.80**	**300928.10**
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	**71.67**	**74.25**	**76.84**	**78.29**

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长0.6%，增速较上年下降0.4个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的56.8%，比上年下降0.9个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。

图 1　国内主要煤炭品种价格走势



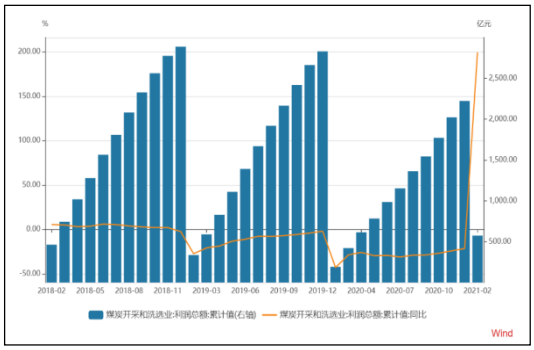
资料来源：Wind

2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5－8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增长，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图2　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

行业经济效益方面，2020 年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 222.70 亿元，同比下降 21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021 年 1－2 月，煤炭行业实现利润总额 574.70 亿元，同比大幅增长 199.32%，创近三年新高。

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增长 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增长 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业经营时间普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

3. 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增长了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

六、基础素质

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司总股本 29.91 亿元，潞安集团为第一大股东，直接持股比例为 61.81%，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司煤炭资源储量丰富，煤质优良，喷吹煤产量规模优势突出，整体产能的先进性程度高。

截至 2020 年底，公司合并范围内共有煤炭

资源地质储量47.21亿吨，可采储量19.62亿吨，目前公司已投产矿井的核定产能为 4650 万吨/年。

公司开采煤层的主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，煤炭产品属特低硫、低磷、低灰、高发热量的优质动力煤和炼焦配煤，主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等 4 大类煤炭产品以及焦炭产品，主要用于发电、动力、炼焦和钢铁行业。公司是山西省最大的喷吹煤生产企业，2020 年，公司喷吹煤产量为 1734.43 万吨。

在先进产能方面，公司现有生产矿井 17 座均为标准化矿井，9 家为国家一级先进产能矿井，安全高效特级矿井 16 座，先进产能比例和规模属于行业前列，单井规模均提升至 60 万吨/年以上，平均单井产量超过 200 万吨/年。

3. 股东支持

公司控股股东潞安集团是山西省大型煤炭国有企业。作为潞安集团的核心煤炭子公司，潞安集团对公司的管控力度强，在管理及资源获取等方面，潞安集团对公司支持力度强。

潞安集团为山西省大型煤炭国有企业，煤炭生产管理经营丰富，资源优势突出。截至2020年底，潞安集团煤炭资源总储量为435.6亿吨，2020年原煤产量为9188万吨。

公司作为潞安集团的核心煤炭子公司，在管理及资源获取等方面可获得一定外部支持。公司主要高级管理人员均来自潞安集团委派。2019 年，公司自潞安集团收购了李村煤矿、慈林山煤矿和夏店煤矿，有效提升了公司的煤炭资源储备和产能规模。

4. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码 91140000729666771H），截至 2021 年 5 月 11 日，公司不存在已结清和未结清的关注类及不良/违约类信贷记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长和总经理发生变动。新任董事长和总经理从业经验丰富且均在公司有任职经历。公司经营状况稳定，管理运作正常。公司治理结构和管理制度方面无重大变化。

2021 年 3 月 22 日，因工作变动原因，公司原总经理毛永红先生不再担任公司总经理，公司第六届董事会第二十二次会议聘任史红邈先生为公司总经理。

2021 年 4 月 25 日，公司原董事长游浩任期届满，公司第七届董事会第一次会议选举王志清先生为公司新任董事长。

王志清先生，博士，高级工程师。曾任潞安矿务局漳村煤矿副矿长，公司漳村煤矿矿长，常村煤矿矿长，公司总经理，潞安集团副总经理、党委副书记、纪委书记、专职党委副书记、副董事长，山西省国资委党委副书记，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司党委常委、副书记、总经理；现任潞安化工集团有限公司党委书记、董事长。

史红邈先生，大学本科，高级工程师。曾任余吾煤业综采二队队长、机电科科长、机电副总经理、生产副总经理、总经理、董事长，潞安集团司马煤业党委书记，公司漳村煤矿矿长。现任公司王庄煤矿矿长。曾荣获山西省“三晋英才”支持计划高端领军人才、山西省学术技术带头人、山西省优秀企业家等荣誉称号。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司经营状况总体保持稳定，营业收入和盈利水平受疫情因素影响而有所波动。

公司主营业务为煤炭和焦化业务。煤炭业务为公司的主要收入和利润来源。

2020 年，公司主营业务实现收入 257.51 亿元，同比下降 2.67%，其中煤炭业务板块销售收入占比 87.54%；综合毛利率为 33.54%，同比

降低 5.56 个百分点。

2020 年，受疫情影响，公司煤炭销售价格有所下降，公司煤炭业务实现收入 225.42 亿元，同比下降 4.81%；毛利率为 35.77%，同比下降 6.18 个百分点。

2020 年，公司焦化业务实现收入 32.09 亿元，同比增长 15.64%，主要系焦炭售价和产量上升所致；毛利率为 17.85%，同比上升 3.04 个百分点，主要系焦炭售价上升所致。

2021 年一季度，煤炭和焦炭销售价格大幅上涨，公司实现营业收入 76.01 亿元，为 2020 年全年的 29.52%；综合毛利率为 45.00%，同比上升 11.46 个百分点。

表 2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	215.19	86.32	43.11	236.82	89.51	41.95	225.42	87.54	35.77	65.11	85.66	46.45
焦炭	34.10	13.68	22.37	27.75	10.49	14.81	32.09	12.46	17.85	10.90	14.34	36.36
合计	**249.28**	**100.00**	**40.28**	**264.57**	**100.00**	**39.10**	**257.51**	**100.00**	**33.54**	**76.01**	**100.00**	**45.00**

资料来源：公司财务报告

2. 煤炭板块

（1） 煤炭生产

跟踪期内，公司原煤和商品煤产量持续增长。同时，公司加大原煤入洗量，喷吹煤产量增幅较大，进一步巩固了公司在喷吹煤市场的行业地位。公司加强煤炭生产的精益化管理，吨煤完全成本持续下降。公司部分矿井存在超核定能力生产的情况，或面临一定外部监管风险。

截至 2020 年底，公司拥有生产矿井 17 个，合计生产能力为 4650 万吨/年。其中非整合矿井 9 个，核定产能合计 3840 万吨/年；整合矿井 8 个，核定产能合计 810 万吨/年。

表 3　截至 2020 年底公司合并范围内主要非整合矿情况

矿名	主要煤种	资源储量（亿吨）	剩余可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	剩余可采年限（年）	2019 年实际产量（万吨）	2020 年实际产量（万吨）
常村煤矿	贫煤	6.11	3.18	800	30.58	767.83	813.20
王庄煤矿	贫煤	5.07	2.12	710	22.97	822.67	838.20
漳村煤矿	贫煤	2.40	1.13	400	21.73	358.20	399.99
五阳煤矿	贫瘦煤	3.31	1.24	360	26.50	200.4	206.67
余吾煤业	贫煤	12.17	2.98	750	30.56	978.1	1021.89
潞宁煤业	气煤、焦煤	4.98	2.41	180	102.99	301.84	260.00
慈林山煤矿	贫煤、无烟煤	2.81	1.73	60	20.79	150.17	101.86
慈林山煤业夏店煤矿	贫煤			180		129.37	150.37
慈林山煤业李村矿井	贫煤			400		320.20	322.67
合计	--	**36.85**	**14.79**	**3840**	--	**4028.78**	**4114.85**

资料来源：公司提供

2020 年，公司原煤产量 5162 万吨，同比增长 7.14%。其中，非整合矿井产量 4114.85 万吨，同比增长 2.14%。公司非整合矿井中的常村煤矿、王庄煤矿、余吾煤业和潞宁煤业存在超核定能力生产的情况，或面临一定外部监管风险。

表 4　公司商品煤品种产量（单位：万吨）

品种	2018 年	2019 年	2020 年
混煤	2145.25	2784.33	2814.51
喷吹煤	1429.30	1478.75	1734.43
洗精煤	20.26	33.03	42.22
其他洗煤	95.93	137.55	260.09
合计	**3690.74**	**4433.66**	**4851.26**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司加强煤矿配套洗煤厂的建设，加大原煤入洗量，喷吹煤产量增幅较大。2020 年，公司商品煤产量为 4851.26 万吨，同比增长 9.42%。其中，喷吹煤产量为 1734.43 万吨，同比增长 17.29%。

表 5　公司商品煤吨煤成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
材料费	38.34	29.44	17.26
职工薪酬	117.63	112.66	116.24
电力	14.43	12.86	12.42
折旧费	28.81	28.35	29.06
提取的井巷工程费	2.50	2.50	2.50
提取的维简费	6.00	6.00	6.00
提取的安全费用	27.48	27.13	27.01
提取的矿山环境恢复治理基金	0.24	--	--
提取的煤矿转产发展基金	5.00	5.00	--
其他支出	119.59	109.60	107.98
合计	**360.02**	**333.54**	**318.46**

资料来源：公司提供

2020年以来，公司加强煤炭生产的精益化管理，同时叠加煤炭产量上升和停止计提煤矿转产发展基金，公司吨煤完全成本持续下降。2020年，公司吨煤完全成本为333.54元，同比下降26.48元；2021年一季度，公司吨煤完全成本进一步下降至318.46元/吨。

表 6　公司煤炭生产指标概况

（单位：%、吨/工、人/百万吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
采煤机械化率	100.00	100.00	100.00
掘进机械化率	89.49	95.00	91.00
全员效率	9.87	9.82	9.58
百万吨死亡率	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

开采技术及生产效率方面，跟踪期内，公司综采机械化程度维持100%，全员效率较上年小幅下降，主要系随着开采深度的加深，开采难度加大所致，百万吨死亡率均维持0人/百万吨，安全生产管理水平高。但联合资信同时关注到煤炭行业作为高危行业之一，安全事故的产生将直接导致矿井停产检修，可能给公司正常经营生产带来重大影响，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大，仍需关注公司安全生产水平的保持与进一步提高。

（2）煤炭销售

跟踪期内，公司煤炭销售及结算模式和主要下游客户未发生变化；煤炭销售价格受疫情因素影响而有所波动。

公司煤炭下游客户主要为大型电力企业或钢厂。公司与下游客户以长协销售模式为主。2020 年，公司长协销售占比约 75%。公司主要长协客户包括山东和河北的大型钢铁集团，国家能源集团有限公司、国家电力投资集团有限公司和华润电力控股有限公司下属的电力企业，以及山东等地的炼焦企业。

表 7　公司主要煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率
混煤	2231.15	419.29	104.00	2767.13	432.99	99.38	2844.82	375.35	101.08	1320.67	388.20	96.26
喷吹煤	1461.47	812.12	102.25	1459.86	766.74	98.72	1698.86	660.62	97.95	372.45	823.98	85.86
洗精	21.80	880.94	107.60	33.19	870.80	100.47	42.19	763.26	99.92	6.32	847.59	100.64

煤												
其他洗煤	91.93	108.78	95.82	144.39	157.91	104.97	260.89	122.27	100.31	50.41	235.74	88.30
合计	**3806.34**	**565.35**	**103.13**	**4404.56**	**537.67**	**99.34**	**4846.75**	**465.09**	**99.91**	**1749.85**	**566.37**	**93.62**

资料来源：公司提供

2020 年，公司煤炭销售主要下游客户基本不变，增长了化工、水泥、电解铝等终端用户企业，主要有新乡化纤股份有限公司、河南孟电集团、焦作万方铝业股份有限公司等稳定的耗煤企业。

跟踪期内，公司煤炭销售的结算方式及周期与 2019 年相比未发生明显变化。2020 年，公司煤炭销售采用现汇（占 68.14%左右）及承兑汇票（占 31.86%左右）的方式结算，应收账款的账期一般为 1 个月。

跟踪期内，公司煤炭运输方式及销售网络与 2019 年相比变化不大。2020 年，公司煤炭运输方式中，铁路运输约占主体矿 55.71%。运输费用先由公司垫付给铁路总公司，最终由客户负担。铁路运输方面，截至 2020 年底，公司拥有煤炭发用站共计 6 个，完成了长北交接场、王庄西集运站等关键节点改造工程，初步构建了太焦、邯长、中南铁路“三线带动”的铁路外运网络，打通了晋济高速公路等煤炭出省通道，“潞安煤”营销网络覆盖到贵州省。

2020 年，公司煤炭销量为 4846.75 万吨，同比增长 10.04%，主要是公司产量增加同时公司产销衔接顺畅；受疫情影响，公司煤炭销售均价为 465.09 元/吨，同比下降 13.50%。

2021 年一季度，公司煤炭销量为 1749.85 万吨，为 2020 年全年的 36.10%；销售均价为 566.37 元/吨，较 2020 年增长 21.78%。

3. 焦炭板块

跟踪期内，公司焦炭产能不变，焦炭产量有所上升，焦炭收入及盈利水平有所提升。

公司焦化板块的经营主体为山西潞安焦化有限公司（以下简称“潞安焦化”）及其下属的山西潞安环能五阳弘峰焦化有限公司（以下简称“五阳弘峰”）。

公司焦炭产能合计为216万吨/年。其中，潞安焦化下设一分厂和二分厂，焦炭产能分别为60万吨/年和96万吨/年；五阳弘峰产能为60万吨/年（属于产能淘汰范围，预计2023年底关停）。

潞安焦化在建的140万吨焦化项目为现有一分厂和二分厂在产产能的产能置换项目，预计2021年8月份投产试运行，装置运行稳定后现有的一分厂和二分厂产能将进行关停处理（预计2020年底关停）。

2020年，公司焦炭产量有所上升，主要系环保监管压力较2019年有所减轻、2019年下游用气单位检修影响生产和2020年加强管理导致装备产能利用率提升所致。

2020年，公司焦化业务实现收入32.09亿元，同比增长15.64%，主要系焦炭售价和产量上升所致；毛利率为17.85%，同比上升3.04个百分点，主要系焦炭售价上升所致。

4. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率仍处于行业偏低水平，整体经营效率有待提升。

2020 年，公司存货周转次数有所上升，应收账款周转次数和总资产周转率有所下降。与同业可比公司相比，公司经营效率指标整体处于行业偏低水平。

表 8　2020 年公司与同行业公司经营效率指标情况

（单位：次）

企业名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	17.29	80.24	0.86
临沂矿业集团有限责任公司	94.34	81.40	0.92
中煤新集能源股份有限公司	23.93	19.53	0.30
山西华阳集团新能	39.21	9.69	0.59

股份有限公司			
晋能控股山西煤业股份有限公司	14.08	13.59	0.37
山西焦煤能源集团股份有限公司	9.05	18.95	0.50
公司	**23.88**	**5.72**	**0.34**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 在建工程及未来发展

跟踪期内，公司未新增在建工程项目，发展战略目标未发生变化。公司部分项目仍处于停建状态，如后期无法复建，或存在进一步计提减值损失的可能。

截至 2020 年底，公司在建工程主要为煤矿技改项目和潞安焦化 140 万吨焦化项目，预算总投资金额为 63.58 亿元，累积已投资 36.45 亿元，尚需投资 27.13 亿元。

此外，公司前文明、大木厂、元丰、静安矿井的技改项目仍处于停建状态，上述四个项目累计投入 7.96 亿元，累计计提减值 1.20 亿元，如上述项目后期无法复建，或存在进一步计提减值损失的可能。

表 9　截至 2020 年底公司在建工程（单位：亿元）

项目名称	预算	已投资	计划投产时间
李村煤矿基建一期工程后期配套工程	14.74	9.46	2021.12
潞安焦化 140 万吨焦化项目	15.22	9.84	2021.10
五阳南岭工业区	23.00	13.04	2023.06
常村 470 水平风井	6.88	3.08	2022.01
上庄 90 万吨技改项目	3.74	1.03	2022.12
合计	63.58	36.45	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司未来发展战略目标未发生变化。公司仍将围绕“打造现代卓越环保能源上市公司”的目标愿景，实践煤焦并举。煤炭产业推进集约高效、绿色开采和智能矿井建设，持续夯实煤炭基石地位；焦化产业推进升级改造、新型项目和焦化联产建设，持续提升焦化规模效益。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019－2020 年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见，公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2020 年公司非同一控制下合并新增 1 家子公司山西潞安煤婆科技有限公司；2021 年一季度，公司非同一控制下合并新增 1 家子公司山西潞安金源煤层气开发有限责任公司。上述两家新增子公司的业务规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 774.04 亿元，所有者权益 256.94 亿元（含少数股东权益-14.44 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 259.72 亿元，利润总额 26.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 794.59 亿元，所有者权益 275.82 亿元（含少数股东权益-13.40 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 77.57 亿元，利润总额 20.77 亿元。

2. 资产质量

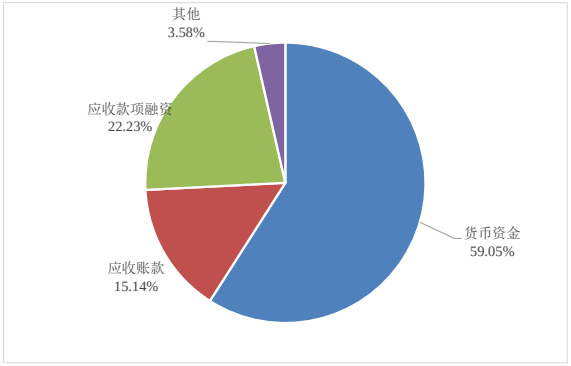
跟踪期内，公司资产总额有所增长，资产构成变化不大。流动资产中应收账款和应收款项融资规模仍较大，对公司资金形成一定占用。公司整体资产受限比例很低。

流动资产

截至 2020 年底，公司合并资产总额 774.04 亿元，较上年底增长 4.23%。其中，流动资产占 36.28%，非流动资产占 63.72%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，流动资产 280.80 亿元，较上年底增长 5.71%。公司流动资产主要由货币资金（占 59.05%）、应收账款（占 15.14%）和应收款项融资（占 22.23%）构成。

图 3　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 165.82 亿元，较上年底增长 10.70%，主要系筹资活动现金流入增长所致。货币资金受限比例为 16.15%，主要为保证金、土地复垦金以及冻结账户。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 42.51 亿元，较上年底下降 11.86%。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 5.54 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 27.50 亿元，占比为 57.23%，集中度高。公司应收账款前五大客户为潞安集团其他下属子公司，回收风险较低，但对公司运营资金形成占用。

截至 2020 年底，公司应收款项融资 62.42 亿元，较上年底增长 12.49%，主要系票据结算占比提升所致。公司应收款项融资中银行承兑汇票未 62.35 亿元，商业承兑汇票为 0.07 亿元。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 493.24 亿元，较上年底增长 3.41%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.21%）、固定资产（占 67.41%）、在建工程（占 7.73%）、无形资产（占 15.84%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 35.54 亿元，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司固定资产 332.49 亿元，较上年底增长 1.76%，较上年底变化不大。固定资产主要由专用设备、通用设备和矿井建筑物构成，累计计提折旧 223.04 亿元；固定资产成新率 60.06%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司在建工程 38.14 亿元，较上年底增长 36.66%，主要系子公司潞安焦化 140 万吨焦化项目投入增长所致。

截至 2020 年底，公司无形资产 78.15 亿元，较上年底下降 2.24%。公司无形资产主要由采矿权构成，累计摊销 18.31 亿元，计提减值准备 11.02 亿元。

截至2020年底，公司主要受限资产为货币资金，受限金额为26.78亿元，公司资产受限比例很低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额794.59亿元，较上年底增长2.66%，较上年底变化不大。其中，流动资产占36.55%，非流动资产占63.45%。资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构变化不大，所有者权益稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益 256.94 亿元，较上年底增长 9.42%，主要系盈利累积和在不丧失控制权情况下处置子公司部分股权导致资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 105.62%，少数股东权益占比为-5.62%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、专项储备、盈余公积和未分配利润分别占 11.02%、6.74%、14.67%、11.43%和 56.14%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 275.82 亿元，较上年底增长 7.35%，主要系盈利累积所致。所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

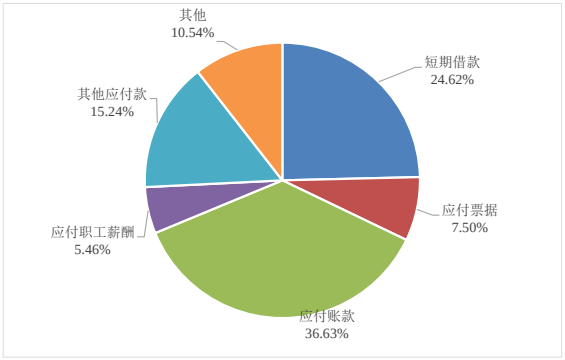
跟踪期内，公司负债结构变化不大，流动负债占比仍较高，债务结构有待优化；有息债务规模和各项债务负担指标有所下降，公司整体债务负担适中。

截至 2020 年底，公司负债总额 517.10 亿

元，较上年底增长 1.83%。其中，流动负债占 76.01%，非流动负债占 23.99%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 393.03 亿元，较上年底下降 0.98%，基本保持稳定。公司流动负债主要由短期借款（占 24.62%）、应付票据（占 7.50%）、应付账款（占 36.63%）、应付职工薪酬（占 5.46%）和其他应付款（占 15.24%）构成。

图 4　截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款 96.76 亿元，较上年底增长 51.24%，主要系本期取得的银行借款增长所致。

截至 2020 年底，公司应付票据 29.49 亿元，较上年底下降 59.36%，主要系本期票据融资下降所致。

截至 2020 年底，公司应付账款 143.98 亿元，较上年底增长 13.86%，主要系采购原材料及工程劳务结算增长所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

截至 2020 年底，公司应付职工薪酬 21.47 亿元，较上年底增长 5.44%。

截至 2020 年底，公司其他应付款 59.90 亿元，较上年底增长 5.60%，主要系其他往来款增长所致。公司其他应付款主要由潞安集团对李村煤矿的借款（43.87 亿元）、应付资源整合款（6.41 亿元）和其他往来款（8.40 亿元）构成。

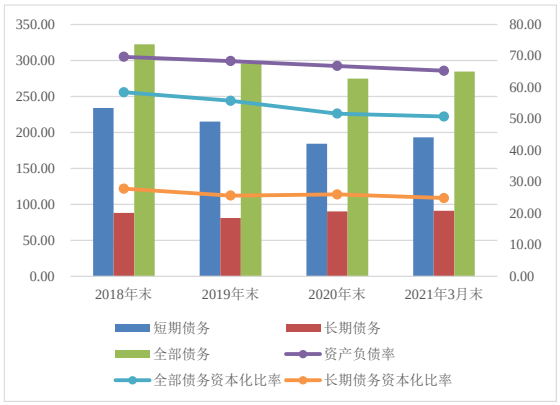
截至 2020 年底，公司非流动负债 124.07 亿元，较上年底增长 11.90%。公司非流动负债主要由长期借款（占 24.50%）、应付债券（占 45.38%）和预计负债（占 23.73%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 30.40 亿元，较上年底增长 84.03%，主要系本期取得的银行借款增长所致；从期限分布看，2022 年到期 16.98 亿元，2023 年到期 13.31 亿元，集中偿付压力不大。

截至 2020 年底，公司应付债券 56.30 亿元，较上年底下降 5.79%，主要系“17 环能 01”部分回售所致。

截至 2020 年底，公司预计负债 29.44 亿元，较上年底增长 9.18%，主要系环境恢复治理基金增长所致。

图 5　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司全部债务274.72亿元，较上年底下降7.21%，主要系应付票据和1年内到期的非流动负债下降所致。债务结构方面，短期债务占67.11%，长期债务占32.89%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.81%、51.67%和26.02%，较上年底分别下降1.58个百分点、下降4.10个百分点和上升0.36个百分点。公司债务负担适中。

截至2021年3月底，公司负债总额518.77亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占74.00%，非流动负债占26.00%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

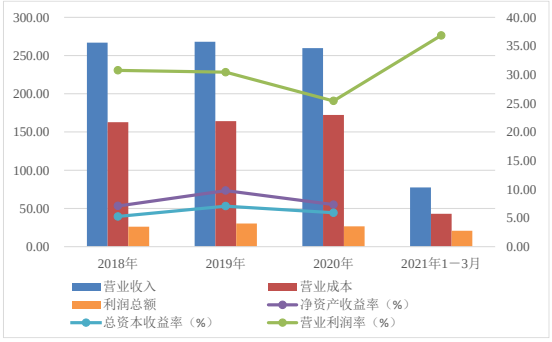
2020 年，受煤炭销售价格下滑影响，公司盈利能力有所下降。2021 年一季度，随着产品销售价格上涨，公司盈利能力有所提升。

2020 年，公司实现营业收入 259.72 亿元，同比下降 3.06%；营业成本 172.39 亿元，同比增长 5.04%；营业利润率为 25.41%，同比下降 5.01 个百分点。

2020 年，公司费用总额为 40.69 亿元，同比下降 11.96%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 3.98%、54.64%、15.23%和 26.15%。其中，销售费用为 1.62 亿元，同比下降 62.06%，主要系依据新收入准则将与履行销售合同相关的原记入销售费用的合同履约成本调整至营业成本或库存商品；管理费用为 22.23 亿元，同比增长 1.27%；研发费用为 6.20 亿元，同比下降 14.64%，主要系职工薪酬下降所致；财务费用为 10.64 亿元，同比下降 16.45%，主要系利息费用下降所致。2020 年，公司期间费用率为 15.67%，同比下降 1.59 个百分点，但期间费用对公司利润总额侵蚀仍较为明显。

非经常性损益方面，2020 年公司非经常性损益主要来自投资收益和营业外支出。2020 年，公司资产处置收益 2.26 亿元，同比增长 2.25 亿元，主要系减量重组矿井出售产能导致本期无形资产处置收益增长所致；营业外支出 1.17 亿元，同比增长 65.21%，主要系本期非流动资产毁损报废损失等增长所致。

图 6　公司盈利能力变化情况（单位：亿元）



资料来源：根据公司财务报告整理

2020 年，公司利润总额 26.57 亿元，同比下降 12.52%；总资本收益率和净资产收益率分别为 5.92%、7.33%，同比分别下降 1.15 个百分点、下降 2.45 个百分点。与国内同行业可比公司比较，公司盈利水平位居行业中等水平（如下表所示）。

表 10　2020 年公司与同行业公司盈利指标情况

（单位：%）

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	9.58	3.29	-3.36
临沂矿业集团有限责任公司	11.49	4.96	5.18
中煤新集能源股份有限公司	37.07	8.85	13.33
山西华阳集团新能股份有限公司	16.90	4.40	6.39
晋能控股山西煤业股份有限公司	35.45	8.34	10.55
山西焦煤能源集团股份有限公司	26.24	5.58	10.13
公司	**33.62**	**4.91**	**7.33**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

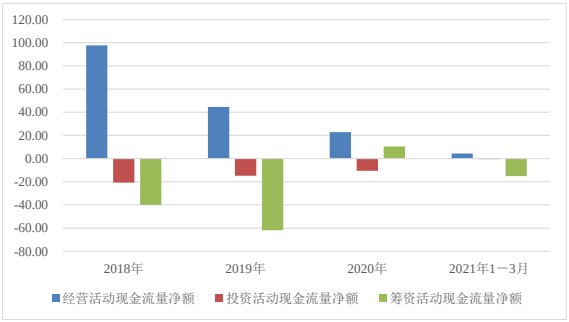
资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业收入77.57亿元，同比增长39.50%，主要系产品销售价格上涨所致；营业利润率为36.84%，同比增长7.45个百分点。

5. 现金流情况

跟踪期内，公司经营获现规模有所下降，经营获现仍可满足投资活动资金支出需求。公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。

图 7　近年来公司现金流变化情况（单位：亿元）



资料来源：根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入253.90亿元，同比下降6.13%；经营活动现金流出231.08亿元，同比增长2.30%，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2020年，公司经营活动现金净流入22.82亿元，同比下降48.84%。2020年，公司现金收入比为96.44%，同比下降1.79个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入11.14亿元，同比下降51.64%，主要系收回投资收到的现金（国债回购交易）下降所致；投资活动现金流出21.79亿元，同比下降42.55%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金（国债回购交易）下降所致。2020年，公司投资活动现金净流出10.65亿元，同比下降28.49%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为12.17亿元，同比下降59.04%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入152.66亿元，同比增长81.29%，主要系取得借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出142.21亿元，同比下降2.67%。2020年，公司筹资活动现金净流入10.45亿元，同比由净流出转为净流入。

2021年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为4.40亿元、-0.59亿元和-15.08亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现均有所提升。考虑到公司煤炭资源储备规模大，煤炭品质好；同时公司间接融资渠道畅通且具备直接融资渠道，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的66.92%和64.73%分别提高至71.44%和69.98%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为5.81%，同比下降5.43个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.95倍提高至1.24倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为59.58亿元，同比下降7.52%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占29.39%）、计入财务费用的利息支出（占21.18%）、利润总额（占44.60%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.43倍提高至4.72倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.60倍上升至4.61倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至2020年底，公司无对外担保情况。

截至2020年底，公司共获得银行授信总额213.19亿元，已使用授信额度129.64亿元，尚未使用额度83.55亿元，公司间接融资渠道畅通。公司是上交所主板上市公司（股票代码：601699.SH），具有直接融资渠道。

7. 母公司财务报表分析

公司母公司主要从事直管矿井的煤炭生产及销售，同时对子公司下属煤矿的销售实行统一管理。母公司债务负担较轻，盈利能力及经营获现能力良好。

截至2020年底，母公司资产总额631.92亿元，较上年底增长5.52%。其中，流动资产442.28亿元（占69.99%），非流动资产189.64亿元（占比30.01%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占33.62%）、应收账款（占9.28%）、应收款项融资（占14.79%）、其他应收款（占15.32%）和一年内到期的非流动资产（占26.40%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占46.33%）和固定资产（合计）（占46.39%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为148.71亿元。

截至2020年底，母公司负债总额391.33亿元，较上年底增长7.17%。其中，流动负债293.20亿元（占74.92%），非流动负债98.13亿元（占比25.08%）。从构成看，流动负债主要由短期借

款（占22.36%）、应付票据（占12.73%）、应付账款（占26.23%）、其他应付款（合计）（占26.58%）和合同负债（占5.21%）构成；

非流动负债主要由长期借款（占26.73%）、应付债券（占57.38%）和预计负债（占13.69%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为61.93%，较2019年底提高0.95个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务186.24亿元。其中，短期债务占55.68%、长期债务占44.32%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率43.63%，母公司债务负担较轻。

截至2020年底，母公司所有者权益为240.59亿元，较上年底增长2.94%，所有者权益稳定性较弱。在归属母公司所有者权益中，实收资本为29.91亿元（占12.43%）、资本公积合计11.49亿元（占4.78%）、未分配利润合计152.89亿元（占63.55%）、盈余公积合计30.71亿元（占12.77%）。

2020年，母公司营业收入为167.57亿元，利润总额为14.63亿元。同期，母公司投资收益为3.69亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为28.31亿元，投资活动现金流净额-7.70亿元，筹资活动现金流净额4.25亿元。

十、跟踪债券偿还能力分析

公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17环能01”保障能力强。

截至2020年底，公司现金类资产为228.24亿元，为“17环能01”余额（56.46亿元）的4.04倍；2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为253.90亿元、22.82亿元、59.58亿元，为“17环能01”余额（56.46亿元）的4.50倍、0.40倍和1.06倍。

十一、 债权保护分析

本期债券由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

晋商增信作为地方政策性担保机构，成立于2016年9月，是由山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）、山西能源交通投资有限公司、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司7家省属国有企业发起设立的国内首家省级信用增进投资公司，注册资本40.00亿元。2017年，根据山西省委省政府的统一部署，山西金控集团将其所持公司全部股份划转至山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营公司”）。截至2021年3月末，晋商增信注册资本及实收资本均为40.00亿元，控股股东山西国资运营公司持有52.50%的股权，晋商增信实际控制人为山西省国资委。

截至2020年末，晋商增信资产总额235.07亿元，所有者权益合计70.44亿元，归属于母公司股东权益合计49.63亿元。2020年，晋商增信实现调整后营业收入18.85亿元，其中增信业务收入2.58亿元，利润总额5.15亿元，净利润3.61亿元，归属于母公司所有者的净利润2.82亿元。

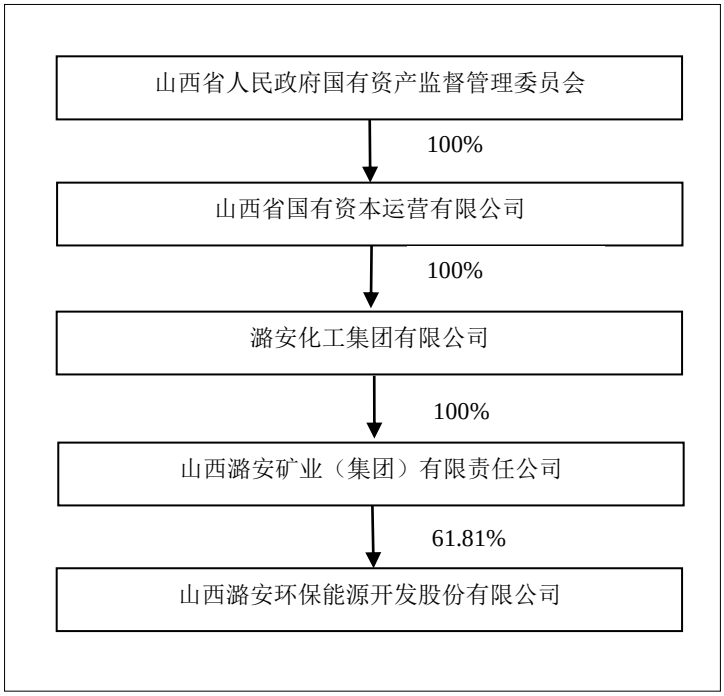
2020年，晋商增信所有者权益和收入规模进一步增长，其担保可对于“17环能01”的到期还本付息形成一定的积极影响。

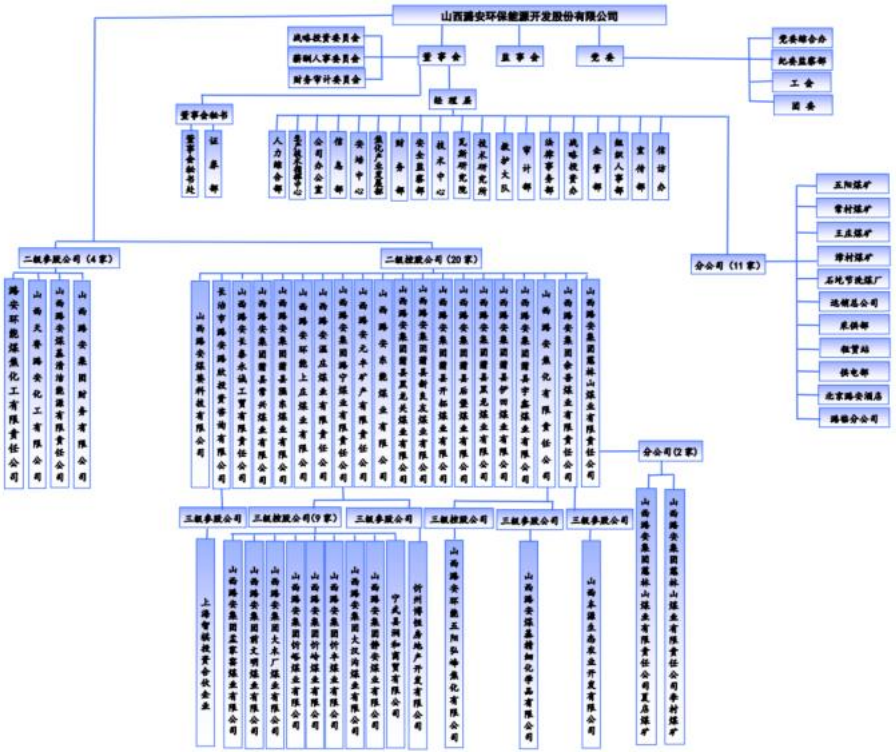
晋商增信主体长期信用评级报告见附件5。

十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“17环能01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织机构图





资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底纳入公司合并范围二级子公司

公司名称	级次	持股比例（%）	表决权比例（%）	注册资本（万元）
山西潞安集团余吾煤业有限责任公司	二级子公司	100.00	100.00	142000.00
山西潞安集团潞宁煤业有限责任公司	二级子公司	57.80	57.80	60000.00
山西潞安元丰矿业有限公司	二级子公司	51.00	51.00	20000.00
山西潞安温庄煤业有限责任公司	二级子公司	71.59	71.59	22000.00
山西潞安环能上庄煤业有限公司	二级子公司	60.00	60.00	7002.00
山西潞安集团蒲县伊田煤业有限公司	二级子公司	60.00	60.00	6000.00
山西潞安集团蒲县黑龙煤业有限公司	二级子公司	60.00	60.00	5500.00
长治市潞安潞欣投资咨询有限公司	二级子公司	100.00	100.00	220.00
山西潞安长泰永诚工贸有限责任公司	二级子公司	80.00	80.00	1350.00
山西潞安东能煤业有限公司	二级子公司	70.00	70.00	3000.00
山西潞安集团蒲县黑龙关煤业有限公司	二级子公司	55.00	55.00	30000.00
山西潞安集团蒲县常兴煤业有限公司	二级子公司	82.87	82.87	23000.00
山西潞安集团蒲县新良友煤业有限公司	二级子公司	80.00	80.00	15000.00
山西潞安集团蒲县开拓煤业有限公司	二级子公司	60.00	60.00	12000.00
山西潞安集团蒲县后堡煤业有限公司	二级子公司	60.00	60.00	12000.00
山西潞安集团蒲县隰东煤业有限公司	二级子公司	80.00	80.00	20000.00
山西潞安集团蒲县宇鑫煤业有限公司	二级子公司	70.00	70.00	8000.00
山西潞安焦化有限责任公司	二级子公司	100.00	100.00	157000.00
山西潞安矿业集团慈林山煤业有限公司	二级子公司	100.00	100.00	68651.50
山西潞安煤婆科技有限公司	二级子公司	70.00	70.00	2050.00
山西潞安金源煤层气开发有限责任公司	二级子公司	100.00	100.00	22000.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	249.00	205.34	228.24	225.97
资产总额（亿元）	755.67	742.61	774.04	794.59
所有者权益合计（亿元）	228.85	234.81	256.94	275.82
短期债务（亿元）	233.96	215.02	184.35	193.24
长期债务（亿元）	88.34	81.03	90.37	91.30
全部债务（亿元）	322.30	296.05	274.72	284.54
营业收入（亿元）	266.82	267.91	259.72	77.57
利润总额（亿元）	26.12	30.38	26.57	20.77
EBITDA（亿元）	53.78	64.43	59.58	--
经营性净现金流（亿元）	97.77	44.60	22.82	4.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.94	2.46	2.49	--
存货周转次数（次）	16.86	18.82	23.88	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.36	0.34	--
现金收入比（%）	97.42	98.23	96.44	122.37
营业利润率（%）	30.74	30.43	25.41	36.84
总资本收益率（%）	5.27	7.07	5.92	--
净资产收益率（%）	7.10	9.78	7.33	--
长期债务资本化比率（%）	27.85	25.66	26.02	24.87
全部债务资本化比率（%）	58.48	55.77	51.67	50.78
资产负债率（%）	69.72	68.38	66.81	65.29
流动比率（%）	69.12	66.92	71.44	75.65
速动比率（%）	67.11	64.73	69.98	72.87
经营现金流动负债比（%）	22.49	11.24	5.81	--
现金短期债务比（倍）	1.06	0.95	1.24	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	4.43	4.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.99	4.60	4.61	--

注：1、2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2、其他应付款、长期应付款中有息部分已分别调整至短期债务和长期债务。

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	223.91	183.07	214.14	203.50
资产总额（亿元）	575.74	598.85	631.92	662.29
所有者权益（亿元）	226.66	233.71	240.59	248.30
短期债务（亿元）	109.37	118.62	103.70	133.05
长期债务（亿元）	73.71	76.05	82.53	82.54
全部债务（亿元）	183.08	194.67	186.24	215.59
营业收入（亿元）	184.67	173.36	167.57	47.27
利润总额（亿元）	25.68	19.76	14.63	8.76
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	79.74	38.55	28.31	2.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.47	1.67	1.62	--
存货周转次数（次）	40.87	54.68	80.48	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.30	0.27	--
现金收入比（%）	116.29	134.27	141.33	195.63
营业利润率（%）	24.96	23.89	17.13	24.33
总资本收益率（%）	5.61	4.38	2.92	--
净资产收益率（%）	10.15	8.02	5.18	--
长期债务资本化比率（%）	24.54	24.55	25.54	24.95
全部债务资本化比率（%）	44.68	45.44	43.63	46.47
资产负债率（%）	60.63	60.97	61.93	62.51
流动比率（%）	156.88	152.32	150.85	150.13
速动比率（%）	155.95	151.62	150.41	148.93
经营现金流动负债比（%）	29.85	14.11	9.65	--
现金短期债务比（倍）	2.05	1.54	2.06	1.53
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2021 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5　晋商信用增进投资股份有限公司 2021 年主体长期信用评级报告

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2021〕4882号

联合资信评估股份有限公司通过对晋商信用增进投资股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定晋商信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年 六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

晋商信用增进投资股份有限公司
2021年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021年6月23日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
		资本结构		3
		代偿能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持：公司的成立是贯彻落实山西省委、省政府一系列“治晋理政”重大方针政策的具体举措，承担部分政策性职能，获得政府支持的可能性较大				+1
股东支持：公司控股股东山西国资运营公司是山西省政府出资设立的省属国有企业，公司实际控制人为山西省政府；强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大				+2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为全国首家省级信用增进投资公司，主要为山西经济发展提供综合金融服务，在促进山西国有企业保持流动性、调整资产负债结构、降低融资成本等诸多方面起到了良好作用；在业务发展等方面受股东和山西省政府支持力度很大。公司资本实力很强，业务规模行业排名靠前，增信业务尚未出现代偿，投资资产以债券为主，整体资产质量较好。

同时，联合资信也关注到，公司投资资产占比高且部分投资的底层资产涉及非标产品，投资业务的快速发展对其资本形成较大消耗、有息债务规模增速较快可能引发的偿债压力及流动性风险，以上因素对其经营发展及信用水平可能带来的不确定性。

未来随着公司业务的稳步推进和股东及山西省政府的持续支持，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

基于对公司主体信用的综合评估，联合资信评定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司资本实力很强，股东背景强。**公司为全国首家省级信用增进投资公司，为山西经济发展提供综合金融服务，在促进山西国有企业保持流动性、调整资产负债结构、降低融资成本等诸多方面起到了良好作用；资本实力及股东背景很强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东较大支持。

2. **高级管理人员素质较高。**公司高级管理层专业素质较高，有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运营水平。

3. **公司业务规模快速发展，营业收入持续增长，资产质量较好。**近年来，公司增信及投资业务快速发展，带

分析师：董日新　刘 嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

动营业收入持续增长，业务品种逐步多元化，截至 2020 年末尚未出现代偿，投资资产以债券为主，资产质量较好。

关注

1. **集中度较高。**公司单笔增信业务金额较高，存在单一客户集中度较高风险，公司业务集中在煤炭、城投行业，需关注相关行业风险对公司业务资产质量带来的影响。公司业务主要集中在山西省内，区域集中度较高，需关注区域相关信用风险对公司资产质量带来的影响。
2. **投资业务对资本形成消耗，投资底层信用风险。**公司投资业务的快速发展对其资本形成较大消耗，业务的快速增长并未带来利润水平的同步提升，资本充足水平呈下降趋势，未来是否有资本补充相关举措以缓解目前的资本压力需持续关注。公司投资资产占比高且部分投资涉及非标产品，相关投资风险需持续观察。
3. **债务负担较重。**2020 年公司有息债务规模小幅下降，但公司债务负担仍较重，相关偿债压力及可能引发的流动性风险需保持关注。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	176.67	252.21	235.07
所有者权益（亿元）	62.74	66.54	70.44
净资本（亿元）	14.79	4.96	5.15
调整后营业收入（亿元）	15.37	18.09	18.85
利润总额（亿元）	5.75	5.94	5.15
净资产收益率（%）	7.05	7.10	5.27
期末增信责任余额（亿元）	352.40	477.37	480.35
净资本增信倍数（倍）	23.82	96.27	93.20
净资本/净资产比率（%）	23.58	7.45	7.32
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00

注：为将投资收入、公允价值变动损益和其他收益加入后的调整营业收入

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 6 月 23 日至 2022 年 6 月 22 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

晋商信用增进投资股份有限公司
2021 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”或“晋商信用增进公司”）成立于 2016 年 9 月，是由山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）、山西能源交通投资有限公司[1]、山西省黄河万家寨水务集团有限公司（以下简称“万家寨水务”）[2]、山西路桥建设集团有限公司（以下简称“山西路桥”）、山西建筑工程（集团）总公司[3]、山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司 7 家省属国有企业发起设立的国内首家省级信用增进投资公司，注册资本 40.00 亿元。2017 年，根据山西省委省政府的统一部署，山西金控集团将其所持公司全部股份划转至山西省国有资本运营有限公司[4]（以下简称“山西国资运营公司”）。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 40.00 亿元，控股股东山西国资运营公司持有公司 52.50%的股权（见附件 1-1），公司实际控制人为山西省政府。

截至 2021 年 3 月末，公司股权不存在被股东质押情况。

公司经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；金融和非金融股权投资、资产投资、投资策划、投资咨询；财富管理及三方财富管理；资产管理及资产受托管理；金融市场及金融同业资金交易业务、综合金融服务；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。（以上经营范围除银行、证券、信托、保险类金融业务）

截至 2021 年 3 月末，公司设立增信项目部、投资项目部、创新项目部、债券交易中心、财务管理部、风险管理部、战略规划部等职能部门，组织架构图见附件 1-2。纳入合并范围的子公司 2 家，分别为晋阳资产管理股份有限公司（以下简称“晋阳资产”）和晋信资本投资管理有限公司（以下简称“晋信资本”），公司的持股比例分别为 46.00%和 50.00%。截至 2020 年末，公司本部员工总数 56 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 235.07 亿元，所有者权益合计 70.44 亿元，归属于母公司股东权益合计 49.63 亿元。2020 年，公司实现调整后营业收入 18.85 亿元，其中增信业务收入 2.58 亿元，利润总额 5.15 亿元，净利润 3.61 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.82 亿元。

公司注册地址：山西省太原市杏花岭区府西街 69 号山西国际贸易中心西塔楼 8 层；公司法定代表人：朱晓鹏。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[5]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的

1 2020 年更名为华远国际陆港集团有限公司。
2 2021 年 3 月更名为万家寨水务控股集团有限公司。
3 2017 年更名为山西建设投资集团有限公司。
4 2020 年 4 月，山西省国有资本投资运营有限公司更名为现名。
5 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[6]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）平均值）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差

6 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经

济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多地将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

三、行业及区域环境分析

增信业务是公司的核心基础业务，增信行业发展情况会对公司业务产生较大影响，同时公司主要业务位于山西省，当地经济环境情况对公司业务开展影响较大。

1. 行业分析

（1）发展概况

信用增进行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

增信行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部增信服务的主体由银行转移至其他机构，从而为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据 Wind 统计，2020 年，我国债券市场发行各类债券规模达 57.30 万亿元，较上年增长 26.5%。同时，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要保障方式。

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司成立。2014年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，

为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。此后，中证信用增进股份有限公司、晋商信用增进公司、公司、陕西信用增进有限责任公司、天津国资信用增进有限公司、天津国康信用增进有限公司相继成立；截至2020年底，我国已设立超过6家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的重要力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

（2）政策与监管

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对增信业务的规范开展形成制约。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为增信行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017 年 8 月 21 日，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于 2017 年 10 月 1 日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范了行业发展。但《条例》对增信行业适用程度尚不明确。

2018 年 4 月 9 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1 号），对 2017 年 8 月国务院颁布的《条例》一步细化。从具体的制度规定来看，对融资担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理，但其对于增信行业的适用程度尚不明确。

2019 年 10 月，银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37 号）（以下简称“37 号”），对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37 号文明确以下内容：①监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；②名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算，并新增住房置业担保余额折算标准为 30%，37 号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此，在未来的发展中，信用增进机构要推动形成完善的增信行业理论体系，配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则；增信行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

2. 山西省区域经济分析

山西省能源丰富，产业结构持续优化，经济发展稳定。

山西省煤矿资源丰富，能源消耗以煤为主，产业结构和经济发展方式进一步优化

2020年全省实现地区生产总值17026.68亿元，按不变价格计算，比上年增长6.2%。2020年全省地区生产总值为17651.93亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%，增速有所放缓。工业生产稳步回升，全年规模以上工业增加值增长5.7%，比全国快2.9个百分点，较年初（1~2月份，下同）回升14.6个百分点。投资增速逐月加快。全省固定资产投资增速逐月加快，全年增长10.6%，比全国快7.7个百分点，较年初回升20.9个百分点。全年全省一般公共预算收入2296.5亿元，下降2.2%，降幅较年初收窄24.4个百分点；其中，占比70.8%的税收收入下降8.8%，收窄18.3个百分点。2020年全省规模以上原煤产量106306.8万吨，增长8.2%；焦炭产量10493.7万吨，增长5.6%；发电量3366.9亿千瓦小时，增长2.1%；非常规天然气产量85.2亿立方米。2020年，人民银行太原中心支行灵活运用多种货币政策工具，引导金融机构支持疫情防控和企业复工复产、实体经济快速复苏取得明显成效，全省金融机构本外币各项贷款余额3.06万亿元，同比增长9%。2020年，山西省累计发行非金融企业债务融资工具2543.6亿元，同比增长29.09%，位列全国第8位。此外，对实体经济发放的本外币贷款占社会融资规模增量的54.4%，金融支持实体经济的针对性和有效性显著增强。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为40.00亿元，控股股东为山西国资运营公司，持有公司52.50%的股权，公司实际控制人为山西省政府。

2. 人员素质

公司高级管理人员从业经验丰富，专业素质较高，具备丰富的金融行业从业经验，员工整体素质较高，为公司业务发展奠定了良好的基础。

公司董事长朱晓鹏，男，1972年9月生，中共党员，硕士学位，在读博士。历任民生太原分行党委副书记（主持工作）、副行长（主持工作）；民生银行天津分行党委委员、副行长；山西国资运营公司常务副总经理，公司党委副书记、董事、总经理；现任山西国资运营公司副总经理，公司董事长。

公司党总支书记兼副董事长胡洋，男，1983年8月生，中共党员，硕士研究生学历。历任山西焦煤集团团委书记、监察部副部长、团中央十七届委员会委员；山西焦煤集团煤焦销售公司党委委员、董事、工会主席；公司党委委员、纪委书记；现任公司党总支书记、副董事长。

公司总经理兼党总支副书记王金梁，男，1971年4月生，中共党员，博士研究生学历，正高级会计师，中国注册会计师、中国注册税务师。历任中国石化集团胜利石油管理局财务资产部科长、副主任会计师；中国航油集团财务有限公司总经理助理、副总经理；山西国资运营公司财务总监；现任公司党总支副书记、总经理。

截至2020年末，公司本部员工56人，均为本科及以上学历，其中研究生以上学历占比达到87%，具有五年以上金融、法律、财务等专业人员占比95%，员工整体素质较高。

3. 企业规模及竞争力

公司自成立以来积极扶持区域内企业，通过金融手段提高区域内企业整体运营效率，目前公司业务规模较大。

公司成立于2016年9月，是由7家省属国有企业发起设立的省级信用增进投资公司，为全国首家省级信用增进公司。公司的成立是贯彻落实山西省委、省政府一系列“治晋理政”重

大方针政策的具体举措，也是山西省支持优质企业通过金融市场融资的创新之举，是山西省政府为更好地支持全省实体经济发展、提高企业融资效率、降低企业融资压力、完善全省金融风险防范体系而设立的国有信用增进机构，公司与中债信用增进投资股份有限公司建立了战略合作，业务合作主要体现在联合增信（主要采用中债增进直接增信、公司提供反担保的模式开展）以及衍生品业务的交易等方面。近年来，公司坚持服务全省国资国企改革和转型综改的职责，持续为省内国企“保融资、保流动、保信用、保稳定”提供坚实支撑，解决省内国企融资难等问题；并在疫情期间和资本市场巨幅波动情况下，给予省内企业增信服务支持，帮助企业稳定财务成本，截至 2020 年末，公司增信业务余额 480.35 亿元。投资业务方面，公司持续强化提升项目投后管理，保障支持用于培育国企项目发展的各类基金（如平稳基金、晋建结构调整基金等）。

4. 外部支持

公司控股股东资本实力很强，在业务资源等方面均给予公司较大支持。

公司控股股东山西国资运营公司成立于 2017 年 7 月，是山西省政府出资设立的省属国有企业，注册资本 500 亿元，是山西省内唯一的集煤炭、能源、冶金、电力、装备制造、基础设施建设、消费等多领域于一体的省属国有资本投资运营平台，经营范围主要包括投资、资本运营及相关业务，国有股权持有、投资及运营，资产管理及债权债务重组以及企业并购重组等。公司其他 6 家股东均为省属重点龙头企业，行业涉及交通投资、基础设施投资及施工建设等。公司与各股东单位建立了长期有效的合作关系，在业务资源及业务开展等方面，均可获得股东有利的支持，此外，股东还通过资金支持等方式为公司业务发展提供相应支持。强大的股东背景使公司在业务开展、资金支持及风险防御等方面均可获得股东支持。

公司为山西经济发展提供综合金融服务，在促进山西国有企业保持流动性、调整资产负债结构、降低融资成本等诸多方面起到了良好作用，在省内具有重要的战略地位，因此在业务资源及协作、业务资质拓展等方面，均可获得省政府相应支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91140000MA0GWMT00B），截至2021年4月28日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2020 年末，公司本部共获得银行授信总额合计 100.20 亿元，其中，已使用授信额度 32.00 亿元，未使用授信额度为 68.20 亿元。公司融资渠道畅通。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司搭建起由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，高级管理人员具有丰富的专业背景和管理经验。随着公司业务的逐步开展，公司治理体系有望持续完善。

公司搭建了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理架构。同时，公司成立了党总支，设书记 1 人，副书记 1 人，委员 4 人。

股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成。近年来，公司召开了多次股东大会，审议通过了选举董监事、修订公司章程、财务预决算、各治理主体议事规则等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 7 名董事组成，全部为股权董事，山西国资运营公司推荐 4 名董事，华远

国际陆港集团有限公司（以下简称“华远陆港”）、山西路桥和山西建设投资集团有限公司各推荐1名董事，山西国资运营公司提名1名董事长候选人、1名副董事长候选人，华远陆港提名1名副董事长候选人。公司股权董事由股东大会选举产生。近年来，公司董事会召开了多次会议，审议并通过了选举董事长和副董事长、聘任高级管理层人员、专业委员会设置及组织架构设置以及签订战略合作协议等重要议案。

公司监事会由5名监事组成，其中股东代表监事3名（含监事会主席1名）、职工代表监事2名。公司监事会主席由股东万家寨水务控股集团有限公司提名，全体监事过半数选举产生；其余2名股东代表监事分别由股东山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司提名，由股东大会选举产生；职工代表监事由职工代表大会选举产生。公司监事会行使对公司财务进行检查，对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。自成立以来，公司监事会召开了多次会议，审议并通过了选举监事会主席、监事会议事规则、监事会工作报告、财务决算报告、年度投资计划等重要议案。

公司经营管理实行董事会领导下的总经理负责制；总经理采用市场化方式选聘，由董事长提名，董事会聘任。公司高级管理层由总经理、副总经理组成，经营管理层成员均由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，确保公司具备较高的专业化运作水平。公司经营管理层下设内控与风险管理委员会、业务风险审查委员会、业务应急处置委员会、安全运营及综合治理委员会、资金管理委员会、集中采购及招投标管理委员会、信息科技建设委员会和考核激励及业绩评估委员会共8个专业委员会。

2. 管理水平

公司基本搭建了内控管理架构和制度流程体系，但随着业务的逐步开展，公司内控管理水平不断提升。

公司组织机构不断完善，新设了内审合规部、战略规划部等部门。公司设有增信项目部、投资项目部、创新项目部、债券交易中心、财务管理部、风险管理部、战略规划部等职能部门，基本建立了前、中、后台相互分离的组织架构（见附件1-2）。其中，增信项目部负责增信业务市场开拓、业务尽职调查、增信后管理等相关工作；投资项目部负责拟订投资策略及计划、提出投资交易策略建议、项目实施管理以及项目后风险状况监控；风险管理部主要负责建立和完善内部控制和风险管理制度及体系，建立完善增信、投资业务的风险评价体系；内审合规部负责公司内部合规控制体系建设。

自成立以来，公司风险管理部、内审合规部定期、不定期开展覆盖所有职能部门和业务条线的内控检查，检查结果纳入考核。

制度建设方面，公司目前已制定试行100余项制度，基本形成了涵盖公司治理、综合治理、信用增进业务、投资业务、风险控制、财务管理等方面的制度流程体系，为公司的发展奠定了制度基础。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为首家省级信用增进公司，业务范围涵盖广泛，公司调整后营业收入主要来源于本部和子公司投资业务产生的投资收益，2018－2020年，调整后营业收入持续增长，但投资收益易受市场环境影响，盈利稳定性偏弱。

公司是山西省委、省政府支持设立的全国首家省级信用增进公司，主要为山西经济发展提供综合金融服务。目前，公司业务包括增信业务、信用衍生工具业务、投资业务、债券交易业务及子公司不良资产处置业务等，各项业务规模均保持良好增长势头。公司在促进山西国有企业保持流动性、调整资产负债结构、降低融资成本等诸多方面起到了良好作用。

2018－2020年，随着各项业务的逐步拓展，

公司调整后营业收入呈持续增长趋势，主要得益于投资收益的增长。公司调整后营业收入主要由投资收益和营业收入构成，营业收入主要包括增信业务收入和少量的保理业务收入等，投资收益主要由本部和子公司投资业务产生，投资收益占比较高，2019 年和 2020 年占比维持 80%以上。2019 年，公司实现调整后营业收入 18.09 亿元，同比增长 17.69%，其中增信业务收入 2.91 亿元，投资收益 14.75 亿元，投资收益同比增长 58.85%，主要系子公司晋阳资产投资收益增加所致，投资收益对收入贡献度较高。2020 年，调整后营业收入 18.85 亿元，同比增长 4.17%，其中增信业务收入 2.58 亿元，同比小幅下降；投资收益同比增长 7.00%，公允价值变动损益为-0.12 亿元，主要系投资项目公允价值变动所致。

表 2　公司调整后营业收入构成情况　单位：亿元、%

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	6.00	39.00	3.41	18.87	3.17	16.84
公允价值变动损益	0.09	0.56	-0.08	-0.44	-0.12	-0.65
投资收益	9.29	60.45	14.75	81.56	15.79	83.77
调整后营业收入合计	**15.37**	**100.00**	**18.09**	**100.00**	**18.85**	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务分析

公司信用增进业务主要集中在山西省内，客户群以国有企业和地方城投公司为主，2018－2020 年，增信业务规模持续增长，2020 年增速放缓，增信品种以企业债券为主。同时，公司还不断进行业务品种持仓创新，开展信用风险缓释工具业务。

成立以来，公司立足服务国资国企改革，增信业务客户主要为省属国有企业和地方城投公司，增信业务品种以企业债券为主。公司增信业务主要由本部增信项目部、创新项目部负责。

近年来，公司增信业务品种在债券增信业务基础上不断巩固和拓展。目前，根据增信品种划分，公司将基础类增信业务分为债券增信、借款增信和其他融资增信业务；其中，债券增信业务主要是对客户发行超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债、公司债、定向债务融资工具等产品提供增信服务，借款增信业务主要包括银行贷款增信、信托计划增信、流动性支持增信等，其他融资增信业务主要包括债转股项目增信、债务重组项目增信、售后回租式金融租赁项目增信等。

公司增信业务采用信用利差定价方法，通过计算客户信用等级对应收益率水平与客户增信后信用等级对应收益率水平的信用利差，加入流动性风险溢价、行业风险溢价、发行方式溢价、发行主体、风险缓释措施以及其他调整因素，最终确定增信业务定价水平。

近年来，公司先后为大型省属国有企业、市属国有企业以及市级和少量县级城投平台等提供增信服务支持，融资增信业务规模较快增长。从责任余额分布来看，2020 年末公司中期票据和 ABS 等增信业务增长较为明显，信托贷款、银行贷款增信业务有所压缩，整体看增信业务全部为融资增信，客户群体全部为山西省内国有企业或者政府融资平台。截至 2020 年末，公司尚在增信责任期内增信业务（不含信用衍生品交易，下同）项目数 69 个，增信责任余额 480.35 亿元，较上年末增长 0.64%，基本保持稳定，2020 年增速放缓，主要系公司主动控制业务总量规模所致。

表 3　增信业务责任余额分布　单位：亿元、个

项目种类	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
中期票据	45.40	5	49.40	6	70.40	9
公司债券	164.40	6	218.50	20	207.36	23
定向债务融资工具	22.80	3	47.80	6	42.80	6
企业债券	6.00	1	6.00	1	29.00	5
信托贷款	35.00	8	41.00	9	20.45	6
流动性支持项目	1.30	1	1.50	1	--	--
银行贷款	33.00	4	70.00	7	64.13	9
债务重组	20.50	1	11.00	1	--	--
债转股	12.00	1	12.00	1	12.00	1
ABS	7.00	1	16.68	2	23.82	3
售后回租项目	5.00	1	2.59	1	0.89	1
可转债	--	--	0.90	2	--	--
银行承兑汇票	--	--	--	--	1.00	1
委托贷款	--	--	--	--	4.00	1
国内信用证	--	--	--	--	4.50	4
合计	**352.40**	**32**	**477.37**	**57**	**480.35**	**69**

数据来源：公司业务台账，联合资信整理

除上述基础类增信业务外，公司发挥自身优势，加大信用衍生工具等创新业务力度；信用衍生工具交易包括信用违约互换（CDS）、信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）和信用联结票据（CLN）以及沪深交易所的信用保护工具。公司于 2016 年 11 月取得在中国银行间市场进行信用衍生产品交易的资格，成功办理首笔 CDS 业务。2019 年获得沪深交易所信用保护合约核心交易商资质，以及上交所信用保护凭证创设资格；2020 年获得深交所信用保护凭证创设资格；2018 年共开展 2 单 CLN 业务、1 单 CRMW 业务和 1 单 CRMA；2019 年共开展 2 笔 CRMA 业务、4 单信用保护合约。2020 年，公司共开展 6 单信用保护合约项目，截至 2020 年末，公司累计业务金额 13.54 亿元，该类业务期末余额为 2.50 亿元。

目前，公司信用衍生工具业务整体规模不大，但已开展的信用保护类业务在笔数、金额、品种等方面已占据全国同行业领先地位，公司已积累了较为丰富的业务经验，并持续完善此类业务相关制度和人员配置，为今后业务推广奠定了良好基础。

公司投资业务和债券投资业务在获得一定投资收益的基础上肩负为山西省内国有企业保流动和保融资的任务，整体业务规模扩张较快；相关投资在项目主体的选取与增信业务有较强的一致性，需关注相关风险敞口。

公司本部投资业务主要由投资项目部、创新项目部负责。此外，公司债券交易中心负责银行间市场资金交易以及债券交易业务。

公司投资业务基本涵盖了债券投资、债权投资、股权投资、ABS 产品投资及产业投资基金，所持有债券以持有至到期投资为主。公司选择的被投资主体主要为山西省属国企、地方国有企业以及地方城投平台企业。截至 2020 年末，公司投资业务部门管理的投资余额 38.59 亿元，较上年末下降 11.85%，其中：债权投资余额 30.44 亿元，股权投资余额 8.15 亿元，被投主体涉及煤炭、电力热力、公路桥梁施工等行业的省属国企及其上市子公司，目前项目期限分布于 1~6 年之间。从投资结构来看，其中债

权投资主要为国企债券平稳基金以及省属国有企业的公司债项目（含私募债），发行人主体均为省属国企，其中国企债券平稳基金投资余额2.19亿元，该基金主要是通过信托计划、质押式回购、买断式回购等方式，在一级市场、二级市场承接山西省属企业债券，帮助省属企业增强债券接续能力，此外，还有投资省内的债券集合资金信托计划，和省内委贷项目；股权投资项目，包括基金以及底层为股权投资的资金信托计划，被投资主体全部为省属国有企业，所属行业覆盖电力、煤炭、股权投资等行业；优先股认购余额0.50亿元，涉及客户1家，为山西省内煤炭企业。

2018年，公司取得人民银行总行批复的银行间债券投资交易资格，2020年以前由公司财务金融部设立的自营团队负责银行间市场资金交易以及债券交易业务，2020年公司设立债券交易中心，参与债券市场交易。债券投资账户建立以来，公司逐步建立完善各项投资制度，对债券投资业务开展进行规范和指引，债券投资业务主要以配置商业银行同业存单和省内国有企业债券为主，国有企业行业主要为煤炭、基建、电力等，更好的解决省内国企一级市场发行等问题。截至2020年末，公司债券持仓余额46.59亿元，较上年末增长14.90%，均为省属国有企业债券，涉及煤炭行业及相关制造业、投资集团等，投资债券主体为省内大型国有企业。

公司通过子公司拓展业务范围，其中子公司晋阳资产对公司收入贡献度较大，2020年晋阳资产净利润同比大幅下降，对公司利润带来一定影响。

公司于2017年3月发起设立子公司晋信资本，以市场化方式开展基金管理业务，注册资本2.00亿元，公司持有晋信资本50.00%的股份；2017年3月，公司发起设立子公司晋阳资产，为山西省第二家地方资产管理公司，专业从事不良资产管理、投资和处置业务，注册资本30.00亿元，公司持有晋阳资产46.00%的股份。

晋信资本自成立以来，助力全省产业结构转型升级，积极拓展基金管理业务，防控企业债务风险，帮助实现国有资本优化配置。截至2020年末，晋信资本管理总资产规模114.36亿元，其中基金类业务管理总规模108亿元，债权类业务投资总规模5.92亿元，股权类项目投资总规模4400万元。2020年，晋信资本实现营业总收入1.37亿元（含投资收益），净利润0.16亿元。

晋阳资产自成立以来，逐渐形成债权类投资、权益性投资、不良资产投资管理及财务顾问业务协同发展的业务结构。近年来，晋阳资产专注特殊资产经营，通过前置化解、直接收购、债务重组等方式收购处置省内不良资产；服务实体经济，积极化解省属国有企业债务违约风险，积极配合国有企业降杠杆、调结构等市场化债转股业务；为解决省内上市公司股权质押、债务风险等问题，联合省内外多家机构，以市场化方式向上市公司或其控股东进行纾困。此外，晋阳资产积极推进PPN、私募公司债、纾困专项债及债转股专项债等债券发行业务，以提高直接融资比重、优化债务结构，2019年11月成功发行山西省首单纾困专项债10亿元。2020年，晋阳资产积极探索用基金模式协助省属企业剥离低效无效资产，设立规模20亿元，专项用于承接重点省内企业剥离资产，目前基金已完成工商注册，首批资产已从上市公司剥离，年内基金可完成接收。2020年，晋阳资产实现营业总收入9.72亿元（含投资收益），净利润1.20亿元，同比下降45.42%。

3. 未来发展

公司在业务方展方面建立了明确的目标，并出台了“十四五”发展规划，但中长期发展规划尚需在实践过程中进一步检验。

公司持续优化业务框架，不断探索业务的进一步发展，一是做强做优增信业务，保障省

属企业债务稳定。在业务模式方面实现融投并重、双轮驱动。建立起融资端延伸至投资端、融投两端并行的业务格局，进一步优化营收结构，增厚盈利单元。在渠道模式方面借助投资者、同业机构、金融平台等拓宽业务渠道，建立“多维度、全链条”的拓展路径。在产品模式方面做到产品丰富、灵活百搭。在服务好省属企业多元化增信需求的前提下，围绕省属企业，积极拓展“产业链、供应链”等上下游客户，不断增加客户储备。二是做精做优投资业务，助力全省经济结构调整。进一步丰富投资工具。充分利用“增-投-融”一体化产品优势，灵活运用信托、基金、资管产品等工具，借助 CRM（信用风险缓释工具）等金融衍生工具，形成多层次产品体系。三是做稳做优债券交易业务，保障省属企业流动性。做强债券交易业务，降低企业发行成本。通过增加市场交易减少省属企业债券流动性溢价，帮助企业降低发行成本，减轻债务负担，助力山西国企债券合理定价。四是积极拓展创新业务，探索业务发展新路径。坚持构建金融创新特色鲜明的产品体系和服务体系，积极探索公司商业模式转型创新和盈利单元多元化发展。

七、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司搭建了较完整清晰的操作流程和风险管理框架，逐步建立完善各项风险管理制度，为未来业务创新和全面风险管理奠定了良好的基础。

公司遵循“依法合规、防范风险、客观独立”，梳理了涵盖日常经营所面临的信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、法律风险、声誉风险等各类风险类别，公司经营层搭建了内控与风险管理委员会及下设子委员会、风险管理部、内审合规部及具体日常管理部门三级风险管理组织架构。公司董事会对全面风险管理的有效性承担最终责任；监事会负责监督董事会和经营管理层在风险管理方面的履职情况并进行评价；高级管理层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程，负责牵头审议风险管理政策，进行风险决策并组织实施风险管理活动；高级管理层下设业务风险审查委员会和业务应急处置委员会，负责增信及投资业务的风险审查和重大风险事件的风险处置。风险管理部是公司各类风险的牵头管理部门，并对增信与投资项目开展风险评价，不断加强对风险因素的识别、计量、评估和定价能力；同时根据部门职能，公司对六大类风险明确了日常管理部门，并制定相应的流程开展日常管理。

自成立以来，公司建立了以《信用增进业务管理办法》《信用增进业务操作流程》《信用增进业务风险分类管理办法》《投资业务管理办法》《投资业务流程实施细则》《投资业务投后管理办法》《资金管理办法》《利率互换业务交易管理办法》《利率互换业务风险管理办法》《业务风险审查委员会实施细则》《业务应急处置委员会实施细则》《信用风险缓释工具业务管理办法》《信用风险缓释工具业务操作规程》《信用风险缓释凭证创设内部操作规程和业务管理制度》《信用联结票据创设内部操作规程和业务管理制度》等各项业务管理办法为支撑的风险管理制度体系，覆盖了公司各项主营业务，并对信用风险缓释措施、增信后业务管理、风险计量与定价等制定了管理办法，逐步提升风险管理的精细化水平。此外，公司结合宏观经济形势和市场行情，发布了新的业务开展风险指引，形成了行业、区域、品种、期限等多角度动态调整的经营策略和风险管理政策，对各类新业务的风险准入与业务开展起到较好的引导作用。

公司按照授权优先、分级授权、权责一致、动态调整的原则，建立了基本授权、转授权和备岗授权的授权管理制度，明确授权的范围、方式、权限和流程，确保授权管理有效落实。公司建立了业务审批流程，包括业务受理、尽职调查、风险评价、项目审批、项目核准和业务后管理。其中，业务部门负责项目的受理与立项工作，并组织实施尽职调查工作；风险管理部

对业务部门上报的项目材料进行合规性和可行性审查，审查合规后撰写业务风险评价报告，并提交业务风险审查委员会（以下简称“业审会”）审议；业审会成员有 9 名，实行评委表决制，各评审委员独立审阅业务发起材料及风险评价意见，对项目可行性做出判断并进行独立表决，形成集体表决，表决规则为 2/3（含）以上“同意”即为项目通过，董事长和总经理具有一票否决权，并有权要求对项目资料进行补充完善、落实相关条件后对项目进行重议，重议只进行一次；对于特大或重要项目，由公司董事长、总经理视项目风险状况和金额大小呈报董事会集体审议决策；对于同意开展的项目，项目经理根据评审报告要求发起合同审查流程，完成合同签订工作；业务后管理方面，由业务部牵头负责日常监控工作，风险管理部负责组织不定期风险排查工作。在增信业务风险分类方面，公司根据增信业务出现代偿、损失的可能性，将增信业务进行五级分类，并将正常类与关注类分别细分为两个等级，以便根据风险的差异性采取不同的风险管理措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。

公司制定了法律事务审查管理办法，并聘请外部专业律师事务所为公司提供法律服务，就公司业务管理中可能出现的法律问题进行审查并提出意见。法律审查内容主要包括送审事项是否符合现行法律法规、政策、行业规则的规定，是否具有相关法律依据等，完成法律审查后列示法律意见反馈相关业务部门，并进行定期监督与检查，以防范和化解法律风险。

2019 年，公司根据《信用保护工具业务管理试点办法》《信用保护工具交易业务指引》等规定，制定了公司的《信用保护工具操作规程》和《信用保护工具业务管理办法》，使得在交易所信用保护工具业务的开展和工作机制得到规范。2020 年公司修订了《信用风险缓释工具业务管理办法》，同时根据《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》《信用风险缓释凭证业务指引》和《晋商信用增进投资股份有限公司信用风险缓释工具业务操作规程（试行）》等公司有关规定，制定了《信用风险缓释凭证创设内部操作规程（试行）》，为规范公司债券交易类业务，经总经理办公会审议通过，公司制定了《债券交易类业务管理办法（试行）》。公司根据业务发展不断加强制度建设。

2. 增信业务组合分析

公司在开展增信业务时制定了多种形式的风险缓释措施来覆盖风险，风险缓释措施较为严格，且客户全部为山西省内国有企业，客户资信水平较好，目前尚无代偿出现，整体风险可控；但公司增信业务区域集中度很高，涉煤行业占比高，需关注能源价格波动对于相关增信资产质量的影响，客户集中度较高，且存在一定规模的关联方增信业务，上述相关风险亦需保持关注。

截至 2020 年末，公司尚在责任期内增信项目 69 个，增信责任余额 480.35 亿元，客户主要为省属国有企业，同时覆盖部分山西省内地方国有企业和省内地市级平台公司。关联增信方面，截至 2020 年末，公司有 7 笔增信业务（分别为公司债、中期票据、可续期公司债、资产支持专项计划和私募公司债）的被增信方为股东单位，增信余额为 84.06 亿元。

成立初期，公司主要为山西省内的重点国有企业提供增信支持，增信对象以高信用等级企业客户为主，其中外部评级 AAA 级客户增信余额占比超过 50%。近年来，随着山西省煤炭企业经营状况好转，融资能力增强，对于外部增信的依赖程度降低。因此，公司的 AAA 级别客户占比呈逐年下降趋势，同时近年来公司重点拓展及支持对象向非煤企业和省内地方国有企业和城投平台拓展，客户在外部评级方面向 AA^{+}及 AA 下沉。截至 2020 年末，公司 AA^{+}和 AA 级别的企业客户涉及增信余额 302.69 亿元，

占全部增信余额的 63.01%。

表 4　增信业务级别分布情况　单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	增信金额	占比	增信金额	占比	增信金额	占比
AAA	170.00	48.24	124.69	26.12	86.90	18.09
AA+及 AA	148.70	42.20	268.26	56.20	302.69	63.01
AA-及以下	25.40	7.21	45.40	9.51	54.60	11.37
无评级	8.30	2.35	39.02	8.17	36.16	7.53
合计	**352.40**	**100.00**	**477.37**	**100.00**	**480.35**	**100.00**

资料来源：公司业务台账，联合资信整理

由于公司较为特殊的业务定位及所属地区经济结构特点，加之成立时间仍较短，增信业务客户主要集中在煤炭开采和洗选业、煤制品制造业、煤炭及制品批发等涉煤行业。截至 2020 年末，公司涉煤行业增信余额为 187.81 亿元，占增信余额的比例为 39.10%。随着公司增信业务的持续拓展，涉煤行业集中度呈现逐年降低的态势，但仍保持较高水平。近年来，煤炭市场价格波动较大，2020 年国内煤炭市场价格整体上升，2020 年四季度煤炭价格有所回落，考虑到山西省内煤炭企业负债水平高，对于资金需求或将加大，煤炭价格波动大，需对公司煤炭行业增信资产质量变化持续关注。

此外，近年来公司加大了对于省内地方国有企业和地方融资平台的支持力度，相关的客户行业包括市政道路工程、燃气生产、高速公路等城市建设领域。对于地方政府融资平台项目，公司根据融资平台隶属的政府行政级别、财政实力、财务指标和债务负担状况，制定了严格的准入标准，原则上为地市级以上平台。截至 2020 年末，公司与城市建设相关的增信责任余额为 125.89 亿元，占增信余额的比例为 26.21%。考虑到相关被增信企业主要为国有企业，并且其主要业务承担一定的政府职能，信用风险相对可控。

从增信余额的客户分布情况来看，2020 年末公司单一最大客户增信余额 56.46 亿元，按监管要求计算单一客户集中度为 48.09%，客户集中度高，此项业务为公司债券增信项目，客户主体级别为 AAA，未设置风险缓释措施。从到期期限分布上看，公司增信项目期限大多分布于 3~5 年。

公司在开展增信业务时制定了多种形式的风险缓释措施来覆盖风险，包括债券、股票、股权等金融质押品，应收账款质押，房产土地抵押，采矿权、存货、机器设备等其他抵质押品以及第三方保证担保等。截至 2020 年末，公司尚在存续期内的增信项目中，大部分均落实了较充分的风险缓释措施，占比约为 62.93%。成立以来，公司增信业务未发生代偿情况。

公司承担着支持地方经济发展和服务山西省国资国企改革任务，出于自身职责定位，在投资和债券自营业务的项目主体选取方面与增信业务有较强的重叠，需关注相关风险敞口的叠加效应。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所对 2018—2020 年财务报表进行了审计，均出具了无保留意见。2018—2020 年财务报表合并范围内子公司未发生变化，因此财务数据可比性强。

2020 年，公司按照山西省国资委一般工商企业标准报表格式要求，将风险准备金、未到期责任准备、资产减值损失合并填列至资产减值损失科目中，并对 2019 年数据进行追溯调整，

公司 2019 年财务数据取自 2020 年审计报告上年度/期初数据。

截至 2020 年末，公司资产总额 235.07 亿元，所有者权益合计 70.44 亿元，归属于母公司股东权益合计 49.63 亿元。2020 年，公司实现调整后营业收入[7]18.85 亿元，其中增信业务收入 2.58 亿元，利润总额 5.15 亿元，净利润 3.61 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.82 亿元。

2. 资本结构

2018－2020 年末，随着子公司晋阳资产负债规模的波动，公司负债规模波动增长，债务负担较重，公司资本实力很强，所有者权益稳定性尚可。

公司目前资金来源于资本金、利润留存和借款等。

2018－2020 年末，公司负债总额呈波动增长趋势，年均复合增长 20.21%。2019 年末较上年末大幅增长 62.97%，主要系本部加大债券质押式回购规模、子公司晋阳资产随着业务规模扩大增加借款及发行债券所致。截至 2020 年末，公司负债主要由短期借款（占比为 20.93%）、卖出回购金融资产款（占比为 10.47%）、一年内到期的非流动负债（占比为 15.41%）、长期借款（占比为 11.81%）、长期应付款（占比为 17.92%）和应付债券（占比为 14.90%），2020 年末公司负债结构较上年末变化不大。

表 5　负债结构　单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款	43.39	38.08	43.90	23.64	34.45	20.93
卖出回购金融资产款	0.40	0.35	17.47	9.41	17.24	10.47
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	6.38	3.44	25.37	15.41
长期借款	49.68	43.60	45.61	24.57	19.45	11.81
长期应付款	0.00	0.00	42.50	22.89	29.50	17.92
应付债券	0.00	0.00	9.11	4.91	24.53	14.90
其他非流动负债	8.50	7.46	1.75	0.94	2.45	1.49
负债总额合计	**113.93**	**100.00**	**185.67**	**100.00**	**164.63**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司短期借款均为信用借款。2018－2020 年末，公司短期借款呈波动下降趋势，年均复合下降 10.89%，截至 2020 年末，短期借款 34.45 亿元，较上年末下降 21.53%，主要是晋阳资产收回到期业务归还借款所致。

卖出回购金融资产款主要系公司本部开展债券质押式回购业务产生。2018－2020 年末，公司卖出回购金融资产款波动增长，2019 年末较上年末大幅增加 17.07 亿元，主要系债券质押式回购业务规模增加所致。截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 17.24 亿元，较上年末小幅下降 1.27%。

截至 2020 年末，一年内到期的非流动负债 25.37 亿元，较上年末大幅增加 18.99 亿元，主要系子公司晋阳资产一年内到期的长期借款增加所致。

公司长期借款主要为子公司的借款。2018－2020 年末，长期借款呈持续下降趋势，年均复合下降 37.44%。截至 2020 年末，长期借款 19.45 亿元，较上年末下降 57.37%，主要系子公司晋阳资产转至一年内到期的非流动负债增加所致。

截至 2020 年末，长期应付款 29.50 亿元，较上年末大幅下降 30.59%。主要系公司本部偿

7 为将投资收益、公允价值变动损益和其他收益加入后的调整营业收入。

还股东借款所致。

截至 2020 年末，应付债券 24.53 亿元，较上年末大幅增加 15.42 亿元，主要系公司发行“20 晋信 01”“20 晋信 02”所致。

2018－2020 年末，公司合并口径全部债务呈波动增长趋势，年均复合增长 26.40%，2019 年末债务规模大幅增长，主要系子公司和本部投资业务规模增加所致。截至 2020 年末，合并口径全部债务 150.54 亿元，较上年末下降 8.75%，主要系子公司晋阳资产回归主业，投资业务规模下降，导致债务规模收缩及本部偿还股东借款所致，其中短期借款占比 51.19%。2018－2020 年末，母公司口径全部债务呈持续增长趋势，年均复合增长 82.24%，其中 2019 年母公司全部债务规模增长较快，主要系公司随着投资业务规模的扩大，公司增加了长短期借款所致。截至 2020 年末，母公司全部债务[8]95.65 亿元，较上年末小幅增长 1.92%，其中短期债务占比 31.62%。考虑到公司合并口径及母公司口径债务规模均较大，债务负担较重，合并口径短期债务占比较高，需关注信用风险上升背景下投资资产质量变化情况对公司偿还债务带来的压力。

2018－2020 年末，公司分别对股东现金分红 2.20 亿元、2.40 亿元和 1.51 亿元，分红力度较大，对资本的内部补充产生一定影响。2018－2020 年末，所有者权益合计持续增长，年均复合增长 5.96%。截至 2020 年末，所有者权益合计 70.44 亿元，较上年末增长 5.87%，主要系公司于晋金所发行了 3.00 亿元永续类融资产品及利润留存增加所致，其中少数股东权益 20.81 亿元，公司资本实力很强；归属于母公司的所有者权益中实收资本占比为 80.59%，所有者权益稳定性尚可。

3. 资产质量

2018－2020 年末，公司资产规模波动增长，2020 年末资产规模出现下降，公司资产以投资类资产为主，底层以债券投资为主，资产质量较好，部分投资资产的底层资产涉及非标产品，相关信用风险和流动性风险需保持关注。

2018－2020 年末，资产总额呈波动增长趋势，年末均复合增长 15.35%。2019 年随着公司融入资金规模的增长，资产规模也相应增加，2019 年末较上年末增长 42.76%。截至 2020 年末，公司资产总额 235.07 亿元，较上年末下降 6.80%，主要系委托贷款及理财产品等投资产品规模下降所致，公司资产以一年内到期的非流动资产（占比为 23.90%）、其他流动资产（占比为 15.31%）和可供出售金融资产（占比为 43.33%）。

表 6　资产结构　单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.72	5.50	10.52	4.17	10.43	4.44
一年内到期的非流动资产	11.91	6.74	40.55	16.08	56.17	23.90
其他流动资产	54.07	30.61	78.62	31.17	36.00	15.31
可供出售金融资产	63.18	35.76	92.42	36.65	101.86	43.33
资产总额	**176.67**	**100.00**	**252.21**	**100.00**	**235.07**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司货币资金以银行存款为主。2018－2020 年末，货币资金波动增长，年均复合增长 3.57%，2019 年末较上年末增长 8.24%，截至 2020 年末，货币资金 10.43 亿元，较上年末下降 0.91%，期末公司不存在使用受限情况。

2018－2020 年末，一年内到期的非流动资

8 全部债务=短期借款+卖出回购金融资产款+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券+长期应付款

产持续增长，年均复合增长 117.16%。2019 年末较上年末大幅增加 28.64 亿元，主要系子公司一年内到期的非金不良资产增加及一年内到期的委托贷款增加所致，截至 2020 年末，一年内到期的非流动资产 56.17 亿元，较上年末增长 38.53%，主要系晋阳资产债券投资规模增加所致。

公司其他流动资产主要系本部及晋阳资产的投资，其中本部投资包括省属企业债券和委托贷款，晋阳资产投资主要为合同期限一年以内的债权投资。2018－2020 年末，其他流动资产呈波动下降趋势，年均复合下降 18.41%。2019 年末较上年末增长 45.41%，主要系理财产品及其他投资产品投资规模增长所致，截至 2020 年末，其他流动资产 36.00 亿元，较上年末下降 54.22%，主要系公司本部及晋阳资产投资一年以下以及到期期限低于一年的投资资产规模下降所致。

公司可供出售金融资产主要系本部和子公司的投资业务所产生，涉及的投资标的包括信托计划、省内企业发行的债券、基金及可转债等，其中本部投资的信托计划主要投向山西省内高信用等级的信用债等，基金主要投资于省内非上市公司股权等。2018－2020 年末，可供出售金融资产呈持续增长趋势，年均复合增长 26.97%，截至 2020 年末，可供出售金融资产 101.86 亿元，较上年末增长 10.21%，主要系本部债券投资规模增加所致。

4. 盈利能力

2018－2020 年，得益于子公司及本部投资收益的增加，公司调整后营业收入持续增长，2020 年受减值损失计提增加影响，利润规模下降，盈利水平有所下降，整体盈利能力一般。

2018－2020 年，随着各项业务的逐步拓展，公司调整后营业收入呈持续增长趋势，主要得益于子公司及本部投资收益的增长。

公司营业总成本主要包括管理费用、财务费用和资产减值损失，2019 年公司财务费用大幅增长 98.41%，主要系债务融资规模增加所致，2019 年公司资产减值损失同比大幅增长 40.10%[9]，主要系晋阳资产随着业务的开展及模型的搭建计提减值增加所致。2020 年公司管理费用同比小幅下降 7.27%，财务费用同比小幅增长 2.07%，基本保持稳定，2020 年资产减值损失 2.75 亿元，同比增长 115.15%，主要系报表调整以及考虑到疫情影响增加计提所致。

综合上述因素影响，2018－2020 年，公司实现利润总额和净利润均呈波动下降趋势，年均复合下降分别为 5.37%和 8.83%，2020 年，公司实现利润总额 5.15 亿元，净利润 3.61 元，同比分别下降 13.40%和 21.34%。从收益率指标来看，2018－2020 年，公司资产收益率分别为 3.02%、2.14%和 1.48%，净资产收益率分别为 7.05%、7.10%和 5.27%，整体呈下降趋势，盈利水平有所下降。

表 7　盈利能力指标　单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年
调整后营业收入	15.37	18.09	18.85
利润总额	5.75	5.94	5.15
净利润	4.34	4.59	3.61
资产收益率	3.02	2.14	1.48
净资产收益率	7.05	7.10	5.27

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

与同行业可比信用增进公司对比来看，公司（母公司口径）资产收益率远低于样本平均水平。从净资产收益率来看，公司净资产收益率略低于样本平均值。

9 同比数据计算所采用的 2018 年资产减值损失数据为风险准备金、未到期责任准备金和资产减值损失合计。

表 8　同行业 2020 年财务指标比较　单位：%

项目	净资产收益率	资产收益率
中证信用增进股份有限公司	8.17	5.13
中债信用增进投资股份有限公司	4.74	3.28
天府信用增进股份有限公司	10.88	8.42
上述样本企业平均值	**7.93**	**5.61**
晋商信用增进公司（母公司口径）	7.04	2.90

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

5. 资本充足率及代偿能力

公司投资业务的快速发展对资本形成较大消耗，资本充足水平下降态势明显，未来是否有资本补充相关举措以缓解目前的资本压力需持续关注。

公司目前面临的风险主要源于增信项目的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

近年来，公司净资产规模波动增长，但由于投资资产规模增幅较大，导致整体净资本规模及净资本/净资产比率 2019 年起明显下滑。根据公司 2020 年末的资产状况，估算出公司净资本为 5.15 亿元，净资本/净资产比率为 7.32%。随着增信业务的大力开展加之净资本规模的下滑，公司净资本增信倍数较 2019 年明显提高，2020 年下降至 93.20 倍，杠杆水平较高；净资本覆盖率为 10.33%，处于低水平。

表 9　资本充足性指标　单位：亿元、倍、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
增信余额	352.40	477.37	480.35
净资产	62.74	66.54	70.44
净资本	14.79	4.96	5.15
净资本增信倍数	23.82	96.27	93.20
净资本/净资产比率	23.58	7.45	7.32
净资本覆盖率	39.84	9.87	10.33

资料来源：公司审计报告及业务台账，联合资信整理

6. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2020 年末，公司财务合并口径不存在作为被告的对外诉讼情况。

九、结论

公司为全国首家省级信用增进投资公司，主要为山西经济发展提供综合金融服务，在促进山西国有企业保持流动性、调整资产负债结构、降低融资成本等诸多方面起到了良好作用；在业务发展等方面受股东和山西省政府支持力度很大。公司资本实力很强，业务规模行业排名靠前，增信业务尚未出现代偿，投资资产以债券为主，整体资产质量较好。

同时，联合资信也关注到，公司投资资产占比高且部分投资的底层资产涉及非标产品，投资业务的快速发展对其资本形成较大消耗、有息债务规模增速较快可能引发的偿债压力及流动性风险，以上因素对其经营发展及信用水平可能带来的不确定影响。

未来随着公司业务的稳步推进和股东及山

西省政府的持续支持，公司业务规模有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

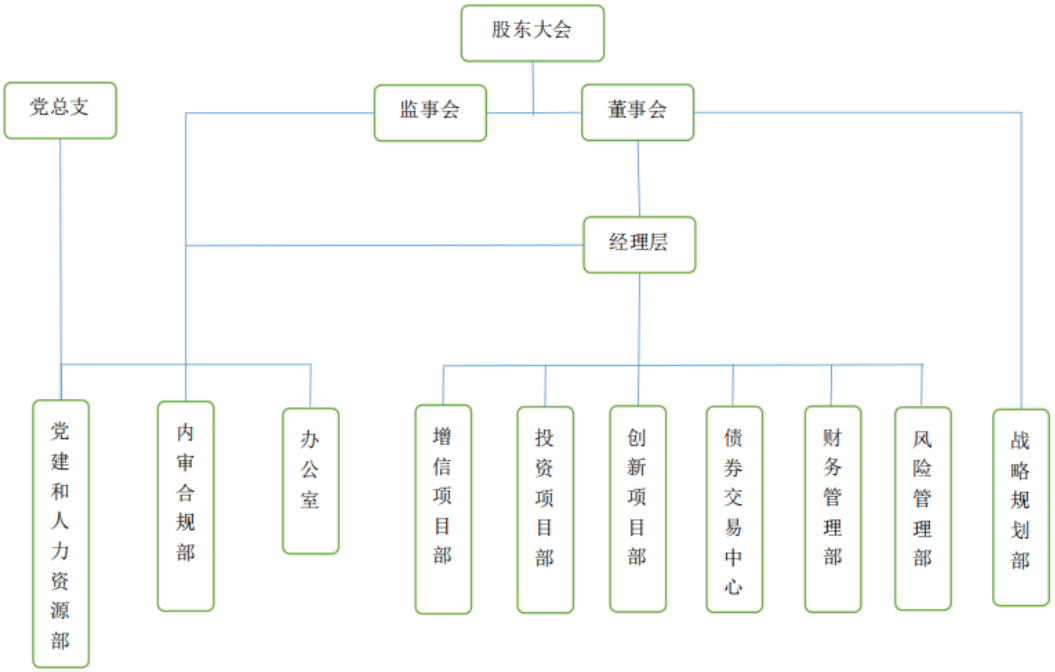
基于对公司主体信用的综合评估，联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末晋商信用增进投资股份有限公司股东持股情况

序号	股　东	出资金额（亿元）	持股比例（%）
1	山西省国有资本运营有限公司	21.00	52.50
2	华远国际陆港集团有限公司	6.00	15.00
3	万家寨水务控股集团有限公司	6.00	15.00
4	山西路桥建设集团有限公司	2.50	6.25
5	山西建设投资集团有限公司	2.00	5.00
6	山西省交通开发投资集团有限公司	1.50	3.75
7	山西省高速公路集团有限责任公司	1.00	2.50
合　计		**40.00**	**100.00**

资料来源：公司提供资料

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末晋商信用增进投资股份有限公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	176.67	252.21	235.07
所有者权益（亿元）	62.74	66.54	70.44
净资本（亿元）	14.79	4.96	5.15
调整后营业收入（亿元）	15.37	18.09	18.85
利润总额（亿元）	5.75	5.94	5.15
期末增信责任余额（亿元）	352.40	477.37	480.35
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	63.85	72.93	68.99
资产收益率（%）	3.02	2.14	1.48
净资产收益率（%）	7.05	7.10	5.27
单一客户集中度（%）	57.38	54.11	48.09
净资本增信倍数（倍）	23.82	96.27	93.20
净资本/净资产比率（%）	23.58	7.45	7.32
净资本覆盖率（%）	39.84	9.87	10.33
代偿准备金率（%）	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
净资本	经调整的资产－经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/（净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资）
净资本增信倍数	期末增信余额/净资本
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金）/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于晋商信用增进投资股份有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在晋商信用增进投资股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

晋商信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。晋商信用增进投资股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，晋商信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注晋商信用增进投资股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现晋商信用增进投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如晋商信用增进投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与晋商信用增进投资股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。