信用评级公告

联合〔2022〕4289 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主体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：

二〇二二年六月二十一日

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 2022 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：2022 年 6 月 21 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	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
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”）下属核心煤炭业务开展主体，在煤炭资源禀赋、产能规模等方面保持优势。跟踪期内，受益于煤炭价格大幅上涨，公司整体经营业绩显著提升，债务负担有所下降。同时联合资信也关注到行业周期波动、安全生产压力大和短期债务占比高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对“17 环能 01”保障能力很强，经营活动现金流和 EBITDA 对“17 环能 01”保障能力强。

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

公司煤炭主业竞争优势突出，债务负担适中，未来可持续发展能力强。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，煤炭产能规模大。**截至 2021 年底，公司煤炭资源地质储量 46.28 亿吨，可采储量 17.33 亿吨；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。2021 年，公司原煤产量 5436.09 万吨，同比增长 5.31%。
2. **股东支持。**潞安集团为山西省大型煤炭国有企业，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强。
3. **跟踪期内，受益于煤炭价格大幅上涨，公司整体经营业绩显著提升。**2021 年，公司实现营业收入 451.47 亿元，同比增长 73.83%；利润总额 92.37 亿元，同比增长 247.57%。
4. **跟踪期内，公司债务负担指标有所下降，整体债务负担适中。**截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.75%和 46.17%，较上年底分别下降 2.05 个百分点和下降 5.50 个百分点。

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

5. **晋商增信对“17 环能 01”还本付息具有积极影响。**晋商增信资本实力和股东背景强，其担保对“17 环能 01”的到期还本付息形成一定的积极影响。

关注

1. **行业周期波动的风险。**煤炭行业具有一定周期属性，公司以煤炭开采为主业，行业景气度波动对公司经营业绩影响大。
2. **安全管理压力大。**煤矿安全生产风险大，随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，公司安全管理压力加大。
3. **短期债务占比高。**截至 2021 年底，公司有息债务中短期债务占 75.71%，债务结构有待进一步改善。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	205.34	228.24	386.85	391.26
资产总额（亿元）	742.61	774.04	948.67	977.39
所有者权益合计（亿元）	234.81	256.94	334.37	369.53
短期债务（亿元）	215.02	184.35	217.12	180.33
长期债务（亿元）	81.03	90.37	69.65	74.99
全部债务（亿元）	296.05	274.72	286.77	255.32
营业总收入（亿元）	267.91	259.72	451.47	138.55
利润总额（亿元）	30.38	26.57	92.37	35.96
EBITDA（亿元）	64.43	59.58	136.97	--
经营性净现金流（亿元）	44.60	22.82	80.49	21.39
营业利润率（%）	30.43	25.41	40.94	35.31
净资产收益率（%）	9.78	7.33	20.46	--
资产负债率（%）	68.38	66.81	64.75	62.19
全部债务资本化比率（%）	55.77	51.67	46.17	40.86
流动比率（%）	66.92	71.44	85.40	94.28
经营现金流动负债比（%）	11.24	5.81	15.77	--
现金短期债务比（倍）	0.95	1.24	1.78	2.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	4.72	9.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.60	4.61	2.09	--

公司本部（母公司）口径

项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	598.85	631.92	786.66
所有者权益（亿元）	233.71	240.59	277.48
全部债务（亿元）	194.67	186.24	194.20
营业总收入（亿元）	173.36	167.57	273.04
利润总额（亿元）	19.76	14.63	46.01
资产负债率（%）	60.97	61.93	64.73
全部债务资本化比率（%）	45.44	43.63	41.17
流动比率（%）	152.32	150.85	129.50
经营现金流动负债比（%）	14.11	9.65	13.42

注：1、2022 年 1－3 月财务数据未经审计；2、合并口径其他流动负债、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；3、公司未提供本部（母公司）2022 年一季度财务数据

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	2021/06/24	尹金泽、王越	煤炭企业信用评级方法 煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
17 环能 01	AAA	AAA	稳定	2017/04/24	王越、岳俊	煤炭企业信用评级方法 煤炭企业主体信用评级模型）	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：尹金泽

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 2022 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

潞安环能成立于 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作为出资，发起设立的股份有限公司。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 2022 年 3 月底，公司实收资本 29.91 亿元，潞安集团为控股股东，直接持股比例为 61.77%，公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。截至 2022 年 3 月底，潞安集团所持公司股权的质押比例为 48.70%。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 948.67 亿元，所有者权益 334.37 亿元（含少数股东权益-11.81 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 451.47 亿元，利润总额 92.37 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 977.39 亿元，所有者权益 369.53 亿元（含少数股东权益-7.86 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 138.55 亿元，利润总额 35.96 亿元。

公司注册地址：山西省长治市城北东街 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	存续期	募集资金用途
17 环能 01	56.46 亿元	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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）[1]有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

[1]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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

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；4. 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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季

度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业运行

煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019－2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 57%，大幅高于 27%的世界平均水平[2]。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

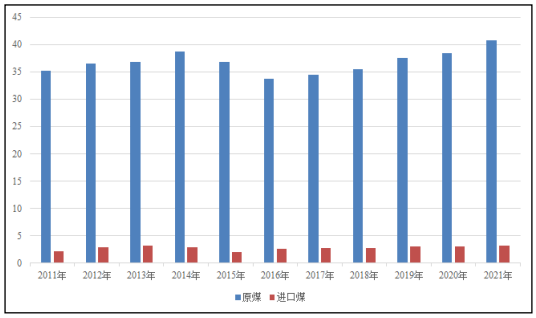
中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的

[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

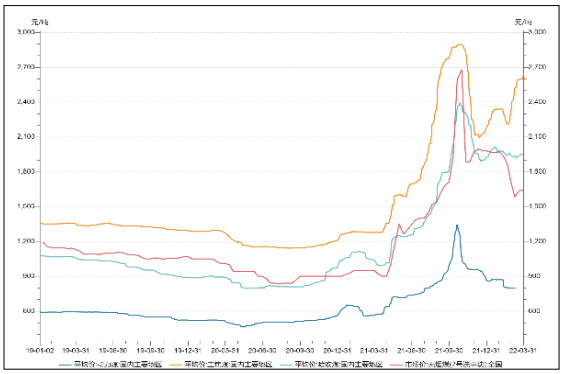
图 1　煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）以及化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动，但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降[3]，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

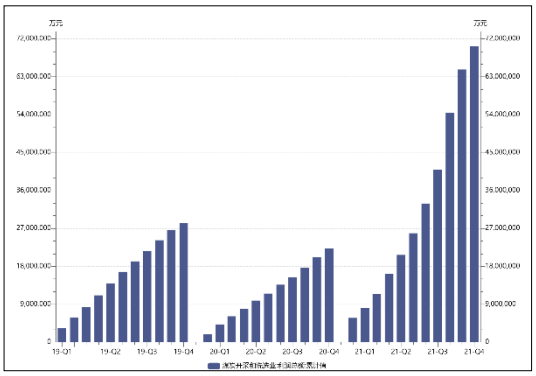
随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长

[3]2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3　2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2.　行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于 2022 年 2 月 24 日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨 570~770 元（含税）[4]，山西、陕西、蒙西煤炭（5500 千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨 370 元~570 元、320 元~520 元、260 元~460 元，蒙东煤炭（3500 千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨 200 元~300 元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过 20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022 年 4 月 28 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对所有煤炭实施税率为 0 的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，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，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，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

[4] 2017－2021 年为 470~600 元/吨

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。

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加10~20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 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。

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，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%

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持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

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。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。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加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有中长期的发展空间。

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 2022 年 3 月底，公司实收资本 29.91 亿元，潞安集团为第一大股东，直接持股比例为 61.77%，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。未来随着部分矿井产能核增工作的推进，公司煤炭产能规模有望进一步增长。

截至 2021 年底，公司合并范围内共有煤炭资源地质储量 46.28 亿吨，可采储量 17.33 亿吨，在产矿井的核定产能为 4790 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，2021 年，公司喷吹煤产量为 1998.51 万吨。

在先进产能方面，公司现有生产矿井 18 座，均为标准化矿井，其中 9 座为国家一级先进产能矿井，现有安全高效特级矿井 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，平均单井产量达到 300 万吨/年。

2021 年，在能源保供的政策环境下，公司产能核增工作取得一定进展。资源整合矿井中的孟家窑煤矿核增产能 180 万吨/年；伊田煤业产能核增通过现场核查，黑龙关、慈林山纳入产能核增名单，新良友、温庄生产能力核定完成评审，上庄煤业规模调增获发改委批复，五阳等矿井夹缝扩区资源申办工作正在推进。

3. 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 2022 年 5 月 6 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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司经营状况稳定，管理运作正常，主要高级管理人员和管理制度方面无重大变化。

2022 年 6 月 2 日，公司发布公告称公司董事会秘书和两位副总经理发生变动，同时新聘任马泽锋先生为公司董事会秘书。

马泽锋先生，经济学博士，经济师。曾任山西潞安矿业（集团）有限责任公司董事会投融资中心科员、主任助理、综合办公室主任、战略发展部部长，潞安化工集团有限公司资本运营部副部长。现任阳煤化工股份有限公司董事，公司董事会秘书。

除上述管理人员变更，公司其他高级管理人员未发生重大变动，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受益于煤炭价格大幅上涨，公司收入规模和盈利水平显著提升。

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。

2021 年，受益于煤炭销售价格大幅上涨，公司煤炭业务实现收入 399.76 亿元，同比显著增长 77.34%；毛利率为 52.88%，同比大幅上升 17.11 个百分点。2021 年，公司焦炭业务实现收入 48.49 亿元，同比大幅增长 51.11%，主要系焦炭价格上涨所致；毛利率为 14.28%，同比下降 3.57 个百分点，主要系原料煤价格涨幅较大所致。

综合影响下，2021 年，公司主营业务实现收入 448.25 亿元，同比显著增长 74.07%；综合毛利率为 48.71%，同比上升 15.17 个百分点。

2022 年一季度，公司实现主营业务收入 137.41 亿元，同比增长 80.78%，主要系煤炭价格上涨所致；综合毛利率为 42.08%，同比下降 2.92 个百分点，主要系煤炭销售成本上升所致。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	236.82	89.51	41.95	225.42	87.54	35.77	399.76	89.18	52.88	126.09	91.76	45.57
焦炭	27.75	10.49	14.81	32.09	12.46	17.85	48.49	10.82	14.28	11.32	8.24	4.19
合计	**264.57**	**100.00**	**39.10**	**257.51**	**100.00**	**33.54**	**448.25**	**100.00**	**48.71**	**137.41**	**100.00**	**42.08**

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稳步增长。同时，公司喷吹煤产量保持较快增长，进一步巩固了公司在喷吹煤市场的行业地位。

截至2021年底，公司拥有生产矿井18个，合计生产能力为4790万吨/年。其中非整合矿井9个，核定产能合计3740万吨/年；整合矿井9个，核定产能合计1050万吨/年。

表4 截至2021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）	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	2019年产量（万吨）	2020年产量（万吨）	2021年产量（万吨）
常村煤矿	贫煤	6.01	3.08	800	767.83	813.20	838.97
王庄煤矿	贫煤	5.01	2.04	710	822.67	838.20	915.73
漳村煤矿	贫煤	2.24	1.08	400	358.20	399.99	430.20
五阳煤矿	贫瘦煤	3.02	1.20	360	200.4	206.67	214.79
余吾煤业	贫煤	12.10	2.89	750	978.1	1021.89	1086.00
潞宁煤业	气煤、焦煤	4.65	2.20	180	301.84	260.00	272.87
慈林山煤矿	贫煤、无烟煤	2.79	1.56	60	150.17	101.86	143.08
慈林山煤业夏店煤矿	贫煤			180	129.37	150.37	130.00
慈林山煤业李村矿井	贫煤			300	320.20	322.67	353.67
合计	--	**35.81**	**14.05**	**3740**	**4028.78**	**4114.85**	**4385.31**

资料来源：公司提供

2021年，公司原煤产量5436.09万吨，同比增长5.31%。其中，非整合矿井产量4385.31万吨，同比增长6.57%。

表5 公司商品煤产量（单位：万吨）

品种	2019年	2020年	2021年
混煤	2784.33	2814.51	2891.16
喷吹煤	1478.75	1734.43	1998.51
洗精煤	33.03	42.22	27.24
其他洗煤	137.55	260.09	215.32
合计	**4433.66**	**4851.26**	**5132.23**

资料来源：公司提供

近年来，公司加强煤矿配套洗煤厂的建设，加大原煤入洗量，喷吹煤产量维持较快增速。2021年，公司商品煤产量为5132.23万吨，同比增长5.79%。其中，喷吹煤产量为1998.51万吨，同比大幅增长15.23%。2022年一季度，公司商品煤产量1360.94万吨，为2021年全年的26.52%。

表6 公司煤炭生产指标概况

（单位：%、人/百万吨、元/吨）

项目	2019年	2020年	2021年
采煤机械化率	100.00	100.00	100.00
掘进机械化率	95.00	91.00	93.00
百万吨死亡率	0.00	0.00	0.00
吨煤成本	312.14	298.74	374.08

资料来源：公司提供

开采效率及安全生产方面，跟踪期内，公司综采机械化程度维持100%，掘进机械化率小幅上升至93.00%，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，安全事故的防范压力始终较大，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，公司安全管理压力加大。

2021年，公司吨煤成本为374.08元/吨，同比增长25.22%，主要系职工薪酬及材料费上升所致。

（2）煤炭销售

跟踪期内，公司煤炭销售方式和主要下游客户未发生变化；煤炭销量同比稳中有增，销售价格同比大幅上涨。

跟踪期内，公司煤炭销售仍以长协销售为主，下游客户未发生重大变化，主要为大型电力企业或钢厂，2021年，公司本部铁路长协销

售占比为 86.16%。

表 7　公司主要煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2019 年			2020 年			2021 年		
	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率
混煤	2767.13	432.99	99.38	2844.82	375.35	101.08	2869.84	632.27	99.26
喷吹煤	1459.86	766.74	98.72	1698.86	660.62	97.95	1922.43	1079.05	96.19
洗精煤	33.19	870.80	100.47	42.19	763.26	99.92	27.24	1306.90	100.00
其他洗煤	144.39	157.91	104.97	260.89	122.27	100.31	215.80	338.74	100.22
合计	**4404.56**	**537.67**	**99.34**	**4846.75**	**465.09**	**99.91**	**5035.32**	**793.91**	**98.11**

资料来源：公司提供

2021 年，公司煤炭销量为 5035.32 万吨，同比增长 3.89%，其中喷吹煤销量 1922.43 万吨，同比增长 13.16%。受煤炭市场价格显著提升带动，煤炭销售均价同比上升 70.70%至 793.91 元/吨。

2022 年一季度，公司煤炭销量为 1342.72 万吨，为 2021 年全年的 26.67%，煤炭销售均价为 944.43 元/吨，较 2021 年全年上升 18.96%。

3. 焦炭板块

跟踪期内，公司焦炭产能和产量有所下降，焦化业务盈利水平受原料煤价格大幅上涨影响而有所降低。

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”）。

2021年11月，潞安焦化在建的140万吨焦化项目进入试生产阶段，同时潞安焦化一分厂和二分厂的在产产能（156万吨/年）进行关停处理。

截至2021年底，公司焦炭产能合计为200万吨/年。其中，潞安焦化140万吨/年；五阳弘峰60万吨/年（属于产能淘汰范围，预计2023年底关停）。

2021年，公司焦炭产量189.95万吨，同比小幅下降1.04%，下降的主要原因是潞安焦化于2021年10月份对二分厂关停，导致全年焦炭产量同比下降。受原料煤价格涨幅较大影响，2021年，公司焦化业务毛利率同比下降3.57个百分点至14.28%。2022年一季度，煤炭价格持续高位运行，公司焦化业务毛利率进一步下降至4.19%。

4. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率有所提升。

2021 年，受营业收入大幅增长带动，公司经营效率指标均同比有所提升，但公司应收账款周转次数与同行业可比公司相比仍处于偏低水平。

表 8　2021 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
山西华阳集团新能股份有限公司	36.69	14.04	0.61
晋能控股山西煤业股份有限公司	18.39	20.33	0.50
山西焦煤能源集团股份有限公司	9.97	26.52	0.64
潞安环能	**30.78**	**11.80**	**0.52**

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。

截至 2021 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 85.50 亿元，累积已投资 37.56 亿元，尚需投资 47.94 亿元。

表 9　截至 2021 年底公司在建工程（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2021 年末累计投入
潞安焦化 140 万吨项目	23.27	17.18

李村煤矿基建一期工程配套工程	14.74	6.19
五阳南岭工业区	23.00	6.14
上庄 90 万吨技改项目	3.74	2.96
常村 470 水平风井	6.88	2.33
忻峪 60 万吨矿井技改项目	6.05	1.67
静安 90 万吨矿井技改项目	7.82	1.09
合计	**85.50**	**37.56**

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，稳固煤炭基石地位；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. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 年 1－3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2021 年，公司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。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 2021 年底，公司合并资产总额 948.67 亿元，所有者权益 334.37 亿元（含少数股东权益-11.81 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 451.47 亿元，利润总额 92.37 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 977.39 亿元，所有者权益 369.53 亿元（含少数股东权益-7.86 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 138.55 亿元，利润总额 35.96 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受公司经营业绩提升带动，公司资产总额持续增长，流动资产占比提升，资产结构趋于均衡。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。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 948.67 亿元，较上年底大幅增长 22.56%，主要来自应收款项融资的增加。其中，流动资产占 45.95%，非流动资产占 54.05%，资产结构趋于均衡。

表 10　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**265.62**	**35.77**	**280.80**	**36.28**	**435.91**	**45.95**	**469.96**	**48.08**
货币资金	149.78	56.39	165.82	59.05	164.40	37.71	160.73	34.20
应收账款	48.23	18.16	42.51	15.14	34.02	7.81	60.89	12.96
应收款项融资	55.49	20.89	62.42	22.23	221.90	50.91	230.19	48.98
非流动资产	**476.99**	**64.23**	**493.24**	**63.72**	**512.76**	**54.05**	**507.43**	**51.92**
固定资产	326.74	68.50	332.49	67.41	307.86	60.04	304.66	60.04
在建工程	27.91	5.85	38.14	7.73	44.62	8.70	44.64	8.80
无形资产	79.94	16.76	78.15	15.84	120.27	23.45	118.99	23.45
资产总额	**742.61**	**100.00**	**774.04**	**100.00**	**948.67**	**100.00**	**977.39**	**100.00**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 435.91 亿元，较上年底显著增长 55.24%，主要系应收款项融资增加所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 164.40 亿元，较上年底变化不大。其中，公司受限货币资金 22.50 亿元，受限比例为 13.69%，主要为保证金、土地复垦金以及冻结账户。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 34.02 亿元，较上年底大幅下降 19.97%，主要系公司产品销售回款速度增加和票据结算占比提升所致。应收账款账龄以 1 年以内（占 68.76%）为主，累计计提坏账准备 5.80 亿元，计提比例 14.57%；应收账款前五大欠款方合计金额占比

为 48.90%，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 2021 年底，公司应收款项融资 221.90 亿元，较上年底大幅增加 159.48 亿元，主要系营业收入增长同时票据结算占比提升所致。公司应收款项融资基本为应收银行承兑汇票。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 512.76 亿元，较上年底增长 3.96%。

截至 2021 年底，公司固定资产 307.86 亿元，较上年底减少 7.41%。固定资产主要由专用设备、通用设备和矿井建筑物构成，成新率 55.74%，成新率一般。2021 年，公司对固定资产计提减值准备 3.03 亿元，主要来自对后堡煤业资源枯竭矿井的计提。

截至 2021 年底，公司在建工程 44.62 亿元，较上年底增长 17.00%，主要系投入增加所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 120.27 亿元，较上年底增长 53.89%，主要系余吾煤业新增确认采矿权所致。公司无形资产主要由采矿权构成。

截至 2021 年底，公司主要受限资产为货币资金，受限金额为 22.50 亿元，公司资产受限比例很低。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 977.39亿元，较上年底增长3.03%，资产结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司应收账款60.89亿元，较上年底增长78.97%，主要系应收煤款增加所致。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，受益于未分配利润大幅增长，公司所有者权益规模明显提升。

截至 2021 年底，公司所有者权益 334.37 亿元，较上年底大幅增长 30.13%，主要系 2021 年公司盈利水平提升导致未分配利润大幅增长所致。截至 2021 年底，公司未分配利润 213.98 亿元，较上年底增长 40.45%；专项储备 54.42 亿元，较上年底增长 36.67%，主要系本期提高安全费用计提标准所致。

截至 2021 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 103.53%，少数股东权益占比为-3.53%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、专项储备和未分配利润分别占 8.64%、4.90%、15.72%和 61.81%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

根据《公司章程》规定，在满足现金分红条件的情况下，公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。2022 年，公司计划分配利润 20.13 亿元，占 2021 年归属于母公司净利润比例为 30%，分红比例适中。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 369.53 亿元，较上年底增长 10.52%，主要系盈利累积所致。所有者权益结构较上年底变化不大。

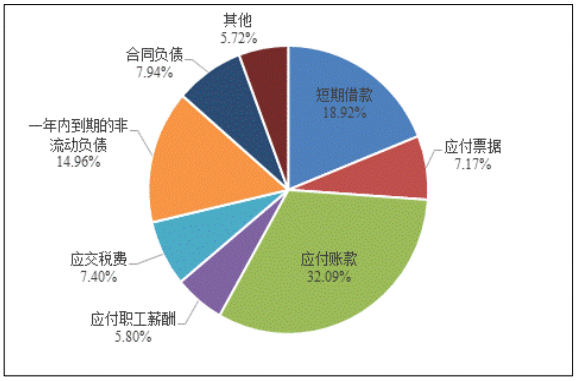
（2）负债

跟踪期内，公司流动负债占比仍高，债务结构有待优化；受益于所有者权益规模增长，公司债务负担指标有所下降，整体债务负担适中。

截至 2021 年底，公司负债总额 614.30 亿元，较上年底大幅增长 18.80%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 83.09%，非流动负债占 16.91%。公司负债以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债 510.43 亿元，较上年底增长 29.87%，流动负债构成见下图。

图 4 截至 2021 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2021年底，公司短期借款96.60亿元，较上年底变化不大；应付票据36.59亿元，较上年底增长24.06%，主要为应付银行承兑汇票。

截至2021年底，公司应付账款163.79亿元，较上年底增长13.76%。应付账款账龄以1年以内（占82.39%）为主。

截至2021年底，公司应付职工薪酬29.60亿元，较上年底增长37.87%，主要系主要系应付工资、奖金等增加所致。

截至2021年底，公司应交税费37.76亿元，较上年底增加24.86亿元，主要系应交增值税、企业所得税和资源税增加所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债76.38亿元，较上年底增加68.71亿元，主要系应付债券“17环能01”转入所致。

截至2021年底，公司合同负债40.51亿元，较上年底增加23.42亿元，主要系预收合同煤、焦炭款增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债103.87亿元，较上年底大幅下降16.28%，主要系应付债券“17环能01”转入一年内到期的非流动负债所致所致。公司非流动负债主要由长期借款（占25.57%）、长期应付款（占31.67%）和预计负债（占28.23%）构成。

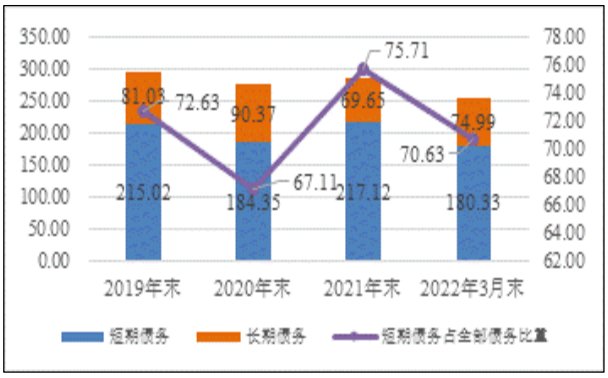
截至2021年底，公司长期借款26.56亿元，较上年底下降12.63%，均为信用借款。

截至2021年底，公司长期应付款32.90亿元，较上年底增长796.91%，主要系余吾煤业新增确认采矿权价款所致。

截至2021年底，公司预计负债29.33亿元，较上年底变化不大，主要是环境恢复治理基金。

图5　2019－2022年3月末公司债务结构

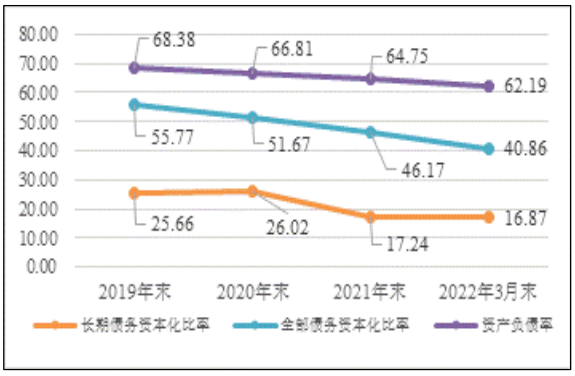
（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图6　2019－2022年3月末公司债务杠杆水平

（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务286.77亿元，较上年底增长4.39%。债务结构方面，短期债务占75.71%，长期债务占24.29%，以短期债务为主，短期债务占比较上年底上升8.60个百分点。从债务指标来看，截至2021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64.75%、46.17%和17.24%，较上年底分别下降2.05个百分点、5.50个百分点和8.78个百分点。公司债务负担适中。

截至2022年3月底，公司负债总额607.86亿元，较上年底变化不大，负债结构较上年底变化不大；有息债务负担指标总体延续下降趋势。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于煤炭销售价格大幅上涨，公司营业收入和盈利水平显著提升。

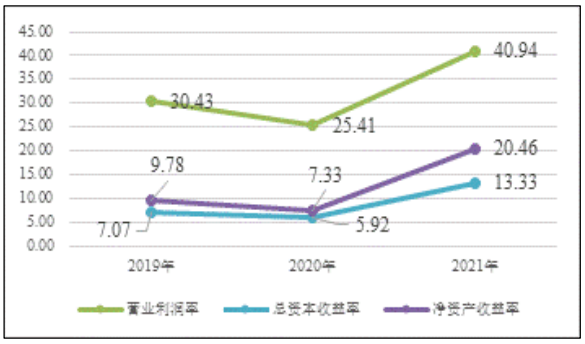
2021年，受煤炭市场价格大幅提升因素带动了，公司实现营业收入451.47亿元，同比增长73.83%；营业利润率为40.94%，同比大幅提高15.53个百分点。

2021年，公司费用总额为57.13亿元，同比增长40.40%。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2.50%、51.39%、24.72%和21.38%。其中，管理费用为29.36亿元，同比增长32.04%，主要

系职工薪酬和折旧费增加所致；研发费用为14.12亿元，同比增长127.94%，主要系职工薪酬和其他相关费用增加所致；财务费用为12.22亿元，同比增长14.82%，主要系利息费用增加所致。2021年，公司期间费用率为12.65%，同比下降3.01个百分点。

非经常性损益方面，2021年公司非经常性损益主要来自资产减值损失、投资收益和营业外支出。2021年，公司资产减值损失为3.44亿元，主要来自固定资产减值损失；投资收益为-15.90亿元，主要原因是联营企业山西潞安煤基清洁能源有限责任公司所承担的高硫煤清洁利用油化电热一体化项目及其配套工程2021年投运后大幅亏损，公司按权益法确认投资损失17.15亿元；营业外支出17.28亿元，同比增加16.10亿元，主要系非流动资产毁损报废损失增加所致。非流动资产报废损失主要来自部分已无经济效益的井巷工程资产和潞安焦化一分厂及二分厂退出产能的报废处置。

图6　公司盈利能力变化情况（单位：%）



资料来源：根据公司财务报告整理

2021年，公司利润总额92.37亿元，同比增长247.57%。2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为13.33%和20.46%，同比分别提高7.41个百分点和13.13个百分点。与国内同行业可比公司比较，公司盈利能力位居中等水平（如下表所示）。

表11　2021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
山西华阳集团新能股份有限公司	36.11	10.52	17.43
晋能控股山西煤业股份有限公司	54.37	22.06	35.57
山西焦煤能源集团股份有限公司	29.75	11.27	17.90
潞安环能	**48.68**	**11.25**	**20.46**

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

2022年1－3月，受益于煤炭价格上升，公司实现营业收入138.55亿元，同比增长78.63%；利润总额35.96亿元，同比增长73.08%。

5. 现金流情况

跟踪期内，公司经营活动净现金流大幅增长，筹资活动前净现金流大幅增加。

表12　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1－3月
经营活动现金流入小计	270.48	253.90	333.96	136.12
经营活动现金流出小计	225.88	231.08	253.46	114.73
经营活动现金流量净额	**44.60**	**22.82**	**80.49**	**21.39**
投资活动现金流入小计	23.04	11.14	17.32	8.06
投资活动现金流出小计	37.93	21.79	38.01	8.95
投资活动现金流量净额	**-14.89**	**-10.65**	**-20.69**	**-0.89**
筹资活动前现金流量净额	**29.71**	**12.17**	**59.80**	**20.50**
筹资活动现金流入小计	84.21	152.66	123.85	32.15
筹资活动现金流出小计	146.12	142.21	181.03	49.78
筹资活动现金流量净额	**-61.91**	**10.45**	**-57.18**	**-17.63**
现金收入比	98.23	96.44	73.11	97.71

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入333.96亿元，同比增长31.53%；经营活动现金流出253.46亿元，同比增长9.68%。2021年，公司经营活动现金净流入80.49亿元，同比显著增长252.76%。2021年，公司现金收入比为73.11%，同比下降23.33个百分点，主要系票据结算占比提升所致。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入17.32亿元，同比增长55.44%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出38.01亿元，同比增长74.44%，主要系在建工程投入和投资支付的现金增加所致。2021年，公司投资活动现金净流出20.69亿元，净流出规

模同比增长94.31%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为59.80亿元，同比大幅增加47.63亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入123.85亿元，同比下降18.87%；筹资活动现金流出181.03亿元，同比增长27.30%。2021年，公司筹资活动现金净流出57.18亿元，同比净流入转为净流出。

2022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21.39亿元、-0.89亿元和-17.63亿元。

6. 偿债能力指标

跟踪期内，主要受经营业绩提升带动，公司偿债能力指标提升明显。

表 13　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	66.92	71.44	85.40
	速动比率（%）	64.73	69.98	83.58
	经营现金/流动负债（%）	11.24	5.81	15.77
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	0.12	0.37
	现金短期债务比（倍）	0.95	1.24	1.78
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	64.43	59.58	136.97
	全部债务/EBITDA（倍）	4.60	4.61	2.09
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.08	0.28
	EBITDA/利息支出（倍）	4.43	4.72	9.47
	经营现金/利息支出（倍）	3.06	1.81	5.56

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，受公司经营业绩显著提升因素带动，公司各类偿债能力指标均明显提升。从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率由上年底的71.44%和69.98%分别提高至85.40%和83.58%。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为15.77%，同比提高9.96个百分点。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的1.24倍提高至1.78倍。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为136.97亿元，同比增长129.87%。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.72倍提高至9.47倍；全部债务/EBITDA由上年的4.61倍下降至2.09倍。

截至2021年底，公司无对外担保情况。

截至2022年3月底，公司共获得银行授信总额235.20亿元，尚未使用额度127.26亿元，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），具备直接融资渠道。

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。母公司债务负担适中，盈利能力及经营获现能力良好。

截至2021年底，母公司资产总额786.66亿元，较上年底增长24.49%，主要系应收款项融资和其他应收款增长所致。其中，流动资产占76.02%，非流动资产占23.98%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占23.59%）、应收款项融资（占36.16%）和其他应收款（占27.95%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占41.61%）和固定资产（占46.66%）构成。

截至2021年底，母公司负债总额509.18亿元，较上年底增长30.12%。其中，流动负债占90.70%，非流动负债占9.30%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占14.20%）、应付票据（占7.21%）、应付账款（占19.05%）、其他应付款（占29.11%）、一年内到期的非流动负债（占13.86%）、合同负债（占8.36%）构成；非流动负债主要由长期借款（占51.68%）、预计负债（占29.01%）和租赁负债（占14.49%）构成。母公司2021年资产负债率为64.73%，较2020年提高2.80个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务194.20亿元。其中，短期债务占83.86%、长期债务占16.14%。截至2021年底，母公司现金短期债务比为2.19倍。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率41.17%，债务负担适中。

截至2021年底，母公司所有者权益为277.48亿元，较上年底增长15.33%，主要系未分

配利润增加所致。所有者权益中，实收资本占10.78%、盈余公积占11.07%、未分配利润占66.72%，权益稳定性一般。

2021年，母公司营业收入为273.04亿元，同比增长62.94%，利润总额为46.01亿元，为上年同期的3.14倍。同期，母公司投资收益为-10.75亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为61.98亿元，投资活动现金流净额-52.73亿元，筹资活动现金流净额-12.08亿元。

十、外部支持

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2021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。

十一、 跟踪债券偿还能力分析

公司现金类资产对“17环能01”保障能力很强，经营活动现金流和EBITDA对“17环能01”保障能力强。

截至2022年3月底，公司现金类资产为391.26亿元，为“17环能01”余额（56.46亿元）的6.93倍。

2021年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为“17环能01”余额（56.46亿元）的2.43倍、5.91倍和1.43倍。

十二、 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9月底，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年底，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。

截至2021年9月底，晋商增信资产总额242.75亿元，所有者权益合计72.91亿元，归属于母公司股东权益合计52.21亿元。2021年1—9月，晋商增信实现调整后营业收入10.94亿元，其中增信业务收入1.22亿元，利润总额3.38亿元，净利润2.30亿元，归属于母公司所有者的净利润2.58亿元。

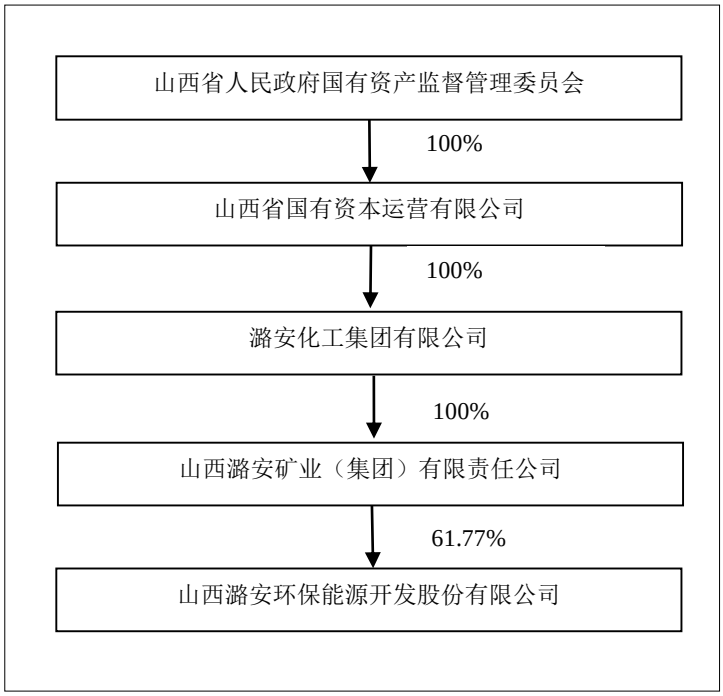
近年来，晋商增信坚持服务全省国资国企改革和转型综改的职责，持续为省内国企“保融资、保流动、保信用、保稳定”提供支撑，解决省内国企融资难等问题；并在疫情期间和资本市场巨幅波动情况下，给予省内企业增信服务支持，帮助企业稳定财务成本。

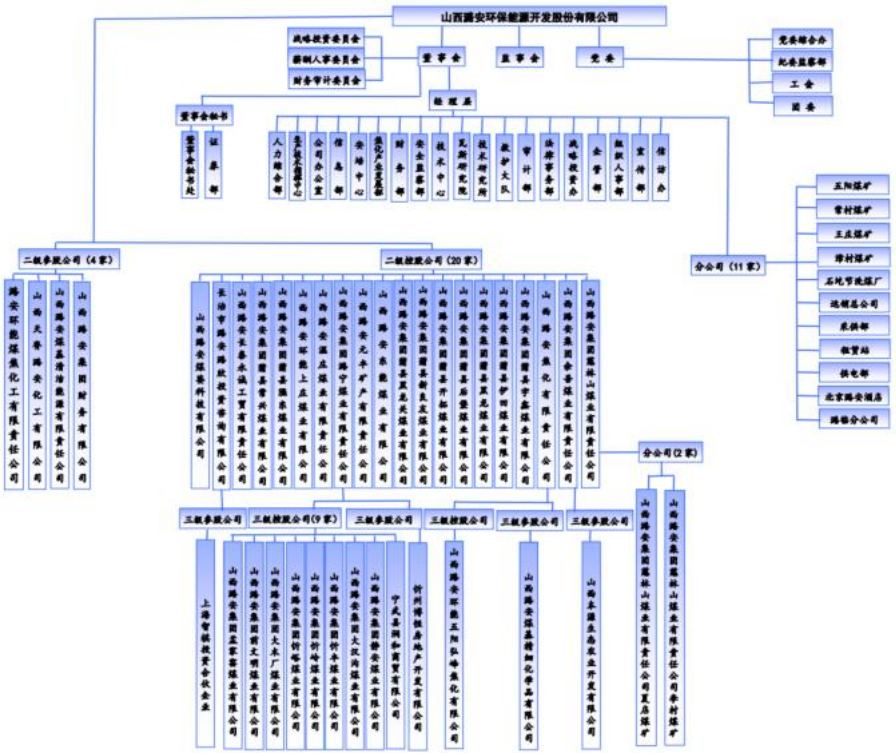
晋商增信资本实力和股东背景强，其担保对“17 环能 01”的到期还本付息形成一定的积极影响。

十三、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，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 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	205.34	228.24	386.85	391.26
资产总额（亿元）	742.61	774.04	948.67	977.39
所有者权益合计（亿元）	234.81	256.94	334.37	369.53
短期债务（亿元）	215.02	184.35	217.12	180.33
长期债务（亿元）	81.03	90.37	69.65	74.99
全部债务（亿元）	296.05	274.72	286.77	255.32
营业总收入（亿元）	267.91	259.72	451.47	138.55
利润总额（亿元）	30.38	26.57	92.37	35.96
EBITDA（亿元）	64.43	59.58	136.97	--
经营性净现金流（亿元）	44.60	22.82	80.49	21.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.47	2.49	2.50	--
存货周转次数（次）	20.41	23.88	30.78	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.34	0.52	--
现金收入比（%）	98.23	96.44	73.11	97.71
营业利润率（%）	30.43	25.41	40.94	35.31
总资本收益率（%）	7.07	5.92	13.33	--
净资产收益率（%）	9.78	7.33	20.46	--
长期债务资本化比率（%）	25.66	26.02	17.24	16.87
全部债务资本化比率（%）	55.77	51.67	46.17	40.86
资产负债率（%）	68.38	66.81	64.75	62.19
流动比率（%）	66.92	71.44	85.40	94.28
速动比率（%）	64.73	69.98	83.58	92.20
经营现金流动负债比（%）	11.24	5.81	15.77	--
现金短期债务比（倍）	0.95	1.24	1.78	2.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	4.72	9.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.60	4.61	2.09	--

注：1、2022 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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	183.07	214.14	357.33
资产总额（亿元）	598.85	631.92	786.66
所有者权益（亿元）	233.71	240.59	277.48
短期债务（亿元）	118.62	103.70	162.86
长期债务（亿元）	76.05	82.53	31.34
全部债务（亿元）	194.67	186.24	194.20
营业总收入（亿元）	173.36	167.57	273.04
利润总额（亿元）	19.76	14.63	46.01
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	38.55	28.31	61.98
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.67	1.62	1.53
存货周转次数（次）	54.68	80.48	65.69
总资产周转次数（次）	0.30	0.27	0.38
现金收入比（%）	134.27	141.33	111.52
营业利润率（%）	23.89	17.13	33.44
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	8.02	5.18	13.71
长期债务资本化比率（%）	24.55	25.54	10.15
全部债务资本化比率（%）	45.44	43.63	41.17
资产负债率（%）	60.97	61.93	64.73
流动比率（%）	152.32	150.85	129.50
速动比率（%）	151.62	150.41	128.68
经营现金流动负债比（%）	14.11	9.65	13.42
现金短期债务比（倍）	1.54	2.06	2.19
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注： 2022 年 1－3 月财务数据未经审计；公司未提供本部（母公司）2022 年一季度财务数据

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+平均应收款项融资）
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持