

信用评级公告

联合〔2021〕5613号

联合资信评估股份有限公司通过对山西煤炭运销集团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，确定维持山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级为AA，并维持“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”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

二〇二一年六月二十八日

山西煤炭运销集团有限公司 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
山西煤炭运销集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
晋能控股电力集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
12 晋煤销债/12 晋煤运	AAA	稳定	AAA	稳定
13 晋煤销债/13 晋煤运	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
12 晋煤销债/ 12 晋煤运	25 亿元	8.20 亿元	2022/1/18
13 晋煤销债/ 13 晋煤运	25 亿元	16.81 亿元	2023/1/28

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 28 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		AA		
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	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		1	
财务风险	F3	现金流	资产质量		1		
			盈利能力		2		
			现金流量		1		
			资本结构		2		
			偿债能力		4		
调整因素和理由					调整子级		
公司是山西省国有大型能源企业，地位重要，为政府重点扶持企业					+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”）对山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“公司”或“煤销集团”）的跟踪评级反映了公司作为山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，在政府支持、资源禀赋和运销体系等方面具有综合优势。2020 年，公司煤炭产量和销量同比增长，同时受益于采矿权评估增值，所有者权益同比增长。公司为晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋能控股电力”）下属煤炭生产及贸易业务运营主体，未来将参与山西省能源企业资产重组。联合资信同时关注到，行业周期性风险、公司债务负担重以及重组存在不确定性等因素可能给公司经营及发展带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力强。

“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”由晋能控股电力提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，晋能控股电力主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势：

1. 公司是山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，为政府重点扶持企业。公司实际控制人为山西省国资委，政府对公司支持力度大。
2. 煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。截至 2021 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，吞吐规模达 7850 万吨。

分析师：张 博

余瑞娟

张 葛

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

3. **煤炭生产经营稳定，所有者权益同比增长。**
2020年，公司煤炭产量和销量分别同比增长11.36%和6.94%；同时受益于采矿权评估增值，公司所有者权益同比增长。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力强，担保方的担保实力极强。**公司经营活动现金流入量为存续债券待偿还本金峰值的71.19倍。“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”由晋能控股电力提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

关注：

1. **行业周期风险。**煤炭行业为周期性行业，煤炭价格对公司盈利能力影响较大。2020年公司营业收入和利润总额分别同比下降12.04%和17.72%。
2. **公司债务负担重，短期偿债压力大。**截至2020年底，公司全部债务1137.39亿元，其中短期债务占72.55%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.37%和67.29%。
3. **资产重组存在不确定性。**公司为晋能控股电力下属煤炭生产及贸易业务运营主体，未来将参与山西省能源企业资产重组。联合资信将持续关注资产重组事宜的推进情况，以及资产重组后公司整体财务状况。

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)	96.23	61.94	86.90	81.66
资产总额(亿元)	1867.14	2180.51	2339.00	2292.57
所有者权益合计(亿元)	262.47	503.24	552.80	541.86
短期债务(亿元)	855.99	845.92	825.18	837.65
长期债务(亿元)	327.04	291.73	312.21	305.90
全部债务(亿元)	1183.03	1137.65	1137.39	1143.55
营业收入(亿元)	775.64	787.60	692.77	196.80
利润总额(亿元)	23.39	21.29	17.51	9.03
EBITDA(亿元)	103.80	112.97	105.41	--
经营性净现金流(亿元)	49.72	86.08	79.06	3.22
营业利润率(%)	14.07	14.11	14.10	16.64
净资产收益率(%)	4.79	1.53	1.22	--
资产负债率(%)	85.94	76.92	76.37	76.36
全部债务资本化比率(%)	81.84	69.33	67.29	67.85
流动比率(%)	28.60	26.49	26.44	28.91
经营现金流动负债比(%)	3.90	6.22	5.37	--
现金短期债务比(倍)	0.11	0.07	0.11	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	1.47	1.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.40	10.07	10.79	--

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	271.75	294.86	287.21	283.08
所有者权益(亿元)	128.12	157.17	156.37	155.72
全部债务(亿元)	81.77	61.33	48.06	48.14
营业收入(亿元)	2.51	2.55	2.33	0.00
利润总额(亿元)	0.93	-3.07	-0.61	-0.65
资产负债率(%)	52.85	46.70	45.56	44.99
全部债务资本化比率(%)	38.96	28.07	23.51	23.61
流动比率(%)	134.44	99.53	97.30	107.08
经营现金流动负债比(%)	100.27	25.19	17.89	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息债务计入长期债务

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
12 晋煤销债 /12 晋煤运、 13 晋煤销债 /13 晋煤运	AAA	AA	稳定	2020/6/24	张博 王宇飞	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(V3.0.201907)	阅读全文
12 晋煤销债 /12 晋煤运、 13 晋煤销债 /13 晋煤运	AAA	AA	稳定	2016/6/24	张钰 李嘉	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
12 晋煤销债 /12 晋煤运、 13 晋煤销债 /13 晋煤运	AAA	AA ⁺	稳定	2014/1/13	钟睿 侯煜明	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
12 晋煤销债 /12 晋煤运、 13 晋煤销债 /13 晋煤运	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2013/9/9	钟睿 侯煜明	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
13 晋煤销债 /13 晋煤运	AAA	AAA	稳定	2013/1/9	钟睿 侯煜明	—	阅读全文
12 晋煤销债 /12 晋煤运	AAA	AAA	稳定	2011/12/27	闫昱州 钟睿	—	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均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西煤炭运销集团有限公司（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。

山西煤炭运销集团有限公司 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”）关于山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“公司”或“煤销集团”）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

公司前身为山西省煤炭运销总公司，成立于1983年。2007年7月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函〔2007〕》批准，由山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）（持股比例51.03%）和11个市国资委（持股比例合计48.97%）共同组建。2013年，公司与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）实行合并式重组成立晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），公司成为晋能集团全资子公司。

2020年10月26日，晋能集团收到控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）《晋能控股集团有限公司股东决定》称，山西国资运营以其持有的晋能集团64.0561%股权依法划转出资到晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”），2020年10月27日，山西省市场监督管理局受理并完成晋能集团控股股东由山西国资运营变更为晋能控股集团的工商变更登记。2020年11月，晋能集团更名为晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋能控股电力”）。截至2021年3月底，公司注册资本101.56亿元，晋能控股电力持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

截至2020年底，纳入公司合并范围的子公司466家，公司本部内设综合办公室、人力

资源部、煤炭销售管理部、审计部等部门。

截至2020年底，公司合并资产总额2339.00亿元，所有者权益552.80亿元（含少数股东权益196.84亿元）；2020年，公司实现营业收入692.77亿元，利润总额17.51亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额2292.57亿元，所有者权益541.86亿元（含少数股东权益191.79亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入196.80亿元，利润总额9.03亿元。

公司地址：山西综改示范区学府园区南中环街426号山西国际金融中心2号楼；法定代表人：刘文彦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”由晋能控股电力提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
12晋煤销债/12晋煤运	25.00	8.20	2012/1/18	10
13晋煤销债/13晋煤运	25.00	16.81	2013/1/28	10

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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、增加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
规模以上工业增加值增速 (%)	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，规模以上工业增加值增速、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)大幅增加。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。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 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加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（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。截至2020年底，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，截至2020年底，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加。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. 宏观政策环境经济前瞻

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控制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. 煤炭行业概况

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、%）

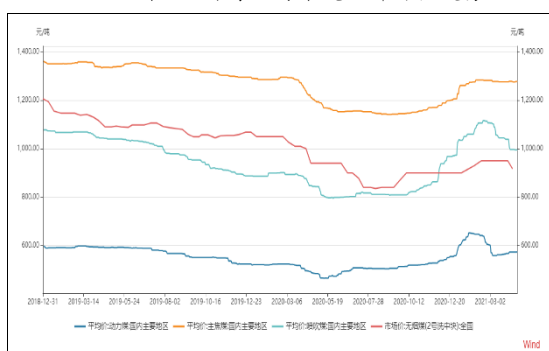
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84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

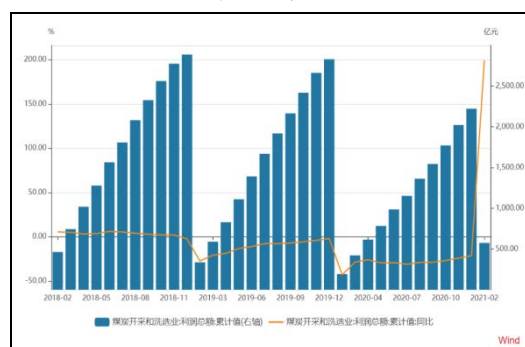
2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5—8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而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

用煤和电力消耗增加，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加 10 至 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。

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加了对煤炭的消耗。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、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本101.56亿元，晋能控股电力持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司煤炭资源丰富，煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量煤炭资源，随着煤炭产能逐年释放，规模效益显现，煤炭生产业务保持较快发展。煤矿遍布全省六大煤田，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准中的14类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3主焦煤等，主要煤种以无烟煤、动力煤、焦煤为主，其中：长治、晋城、阳泉区域以无烟煤为主，临汾、吕梁以焦煤为主，山西北部区域以动力煤为主。

截至2021年3月底，公司地质储量93亿吨，矿井141座，批复总产能12910万吨/年，其中，在产矿井69座，产能7375万吨/年；在建煤矿数量19座，产能1740万吨/年；停缓建煤矿数量53座，产能3795万吨/年。

煤炭运销方面，山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。截至2021年3月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心25个，吞吐规模达7850万吨。

3. 政府支持

政府对公司支持力度大。

2020年，根据山西省国资委《关于将山西统配煤矿综合经营等13户企业划转到山西煤炭运销集团有限公司的通知》，公司接收山西煤炭建设监理咨询有限公司划转资产，增加资本公积4532.91万元。

2020年，公司其他收益1.12亿元，同比增长100.15%，主要系稳岗补贴、政府补助等增加所致。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：

9114000066660808XU），截至2021年2月24日，公司未结清信贷记录和已结清的信贷记录中无关注类和不良类贷款。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变更，系正常人事变动。

跟踪期内，公司董事长发生变更为刘文彦先生。刘文彦先生，1965年9月出生，研究生学历，高级工程师。刘文彦先生现任晋能控股集团党委书记、副总经理，晋能控股电力党委书记、董事长，山西国电董事长、总经理，煤销集团董事长；曾任原大同煤矿集团有限责任公司副总工程师，同煤大唐塔山发电公司董事长、总经理，原同煤集团党委书记、副总经理，原漳泽电力公司党委书记、董事长，晋能控股电力党委副书记。

八、重大事项

公司未来将参与山西省能源企业资产重组，由于重组方案尚未公布，资产重组存在不确定性。

2020年10月9日，公司股东晋能控股电力发布《晋能集团有限公司关于晋能控股集团有限公司筹组事项的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示山西省委决定联合重组大同煤矿集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团，晋能控股集团组建后，主要发展煤炭、电力、装备制造三大板块。

公司为晋能控股电力下属煤炭生产及贸

易业务运营主体，未来将参与山西省能源企业资产重组。由于资产重组事项尚未完成，重组方案推进时间、重组范围等方面仍存不确定性。未来随着相关资产重组方案的确定及推进，将对公司主营业务结构、财务状况等产生明显影响，联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，受煤炭价格下降影响，公司营业收入同比下降，煤炭业务毛利率有所下降；2021年1—3月，随着煤炭价格上涨，公司业绩明显提升。

公司目前主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。2020年，公司营业收入692.77亿元，同比下降12.04%，主要系煤炭生产和贸易物流收入下降所致。其中，煤炭生产收入同比下降3.91%，主要系煤炭价格下降所致；贸易物流

收入同比下降14.84%，主要系煤炭价格下降及公司压缩贸易规模所致；非煤业务包括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业，2020年该板块收入同比下降24.32%，系缩减部分经营效益较低的大宗商品贸易所致。

毛利率方面，2020年煤炭生产板块毛利率为40.24%，较2019年下降2.62个百分点，系煤炭价格下降所致；作为公司传统业务，贸易物流业务毛利率水平较低，2020年此项业务毛利率为4.54%，同比上升0.07个百分点；2020年，公司非煤业务板块毛利率为15.18%，同比下降2.38个百分点，系大宗商品价格下降所致；公司其他业务板块因收入占比小，对公司整体盈利水平影响有限。2020年公司综合毛利率为17.26%，较2019年上升0.31个百分点。

2021年1—3月，公司营业收入196.80亿元，同比增长53.71%，主要系煤炭价格上涨所致；综合毛利率为19.73%。

表4 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（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
煤炭生产	200.13	25.80	47.32	231.17	29.35	42.86	222.12	32.06	40.24	65.49	33.28	46.86
贸易物流	481.59	62.09	4.08	505.29	64.16	4.47	430.30	62.11	4.54	126.19	64.12	4.97
非煤业务	85.08	10.97	12.47	41.82	5.31	17.56	31.65	4.57	15.18	5.12	2.60	36.52
其他业务	8.83	1.14	58.78	9.32	1.18	48.27	8.69	1.25	67.63	-	-	-
合计	775.64	100.00	17.25	787.60	100.00	16.95	692.77	100.00	17.26	196.80	100.00	19.73

资料来源：公司提供

2. 贸易物流

公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出；2020年公司贸易量及贸易收入同比下降。

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、等方面具有优势，在通道占有、车辆整合、新能源通道建设等方面处于行业领先地位。

在物流基础设施建设方面，公司已逐步完

善物流节点，运输方式灵活多样，运输网络辐射广，可实现国内主要用煤区域物流运输全覆盖。截至2021年3月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心25个，吞吐规模达7850万吨。

从上游客户来看，在山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、山西其他煤炭企业采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要

的产煤地，资源优势明显，自产煤炭年采购量达 4000 万余吨。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。

从下游客户情况来看，2020 年，公司共为省内外 50 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地。

从结算情况来看，公司针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60 天到期结算周期，对其他各类用户实行预收款结算方式。

表 5 公司贸易物流情况

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
贸易量 (万吨)	11265.26	12419.56	11115.99	3101.63
收入 (亿元)	481.59	505.29	430.30	126.19
综合平均采购成本 (元/吨)	410.04	388.86	369.94	388.86
综合平均售价 (元/吨)	427.50	406.85	387.10	406.85
毛利润 (元/吨)	17.46	17.99	17.16	17.99

资料来源：公司提供

2020 年，公司贸易物流板块贸易量和贸易收入分别同比下降 10.50% 和 14.84%，主要系煤炭价格下降及主动压缩贸易业务量所致；贸易物流业务平均采购成本及售价分别下降 4.87% 和 4.85%。

3. 煤炭生产业务

公司煤炭资源丰富，2020 年煤炭产量和销量稳定增长，煤炭价格同比下降。

(1) 煤炭资源储备

截至 2021 年 3 月底，公司地质储量 93 亿吨，矿井 141 座，批复总产能 12910 万吨/年，其中在产矿井产能 7375 万吨/年。公司煤矿分布范围广，煤种齐全，煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于公司庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应较好。

(2) 煤炭生产

跟踪期内，随着整合矿井改扩建的推进，公司煤炭产量和销量稳步增长，2020 年，公司煤炭产量和销量分别同比增长 11.36% 和 6.94%；煤炭价格同比下降 10.15%，平均生产成本同比下降 6.02%。2020 年，公司关闭 7 座煤矿，涉及产能 300 万吨/年。关闭退出矿井工作自 2020 年底已结束。

表 6 公司近年煤炭生产情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
煤炭产量 (万吨)	5952.17	6701.18	7462.23	1991.63
煤炭销量 (万吨)	5483.50	6252.80	6686.71	1563.98
平均售价 (元/吨)	364.97	369.71	332.18	418.74
平均生产成本 (元/吨)	192.25	211.25	198.53	222.51

资料来源：公司提供

公司利用资源整合的契机，对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，随着公司矿井改扩建进程的加快，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至 2020 年底，以上两项指标均达 100%。公司全员效率逐步提升，2020 年全员效率为 9.1 吨/工。

表 7 公司近年煤炭生产主要指标

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
全员效率 (吨/工)	7.7	8.5	9.1	9.1
百万吨死亡率 (%)	0.092	0	0.04	0

资料来源：公司提供

煤炭生产作为高危行业，面临透水、瓦斯爆炸等多重安全隐患，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，公司安全管理压力较大。2020 年 2 月 23 日，山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司 6103 回风顺槽发生一起顶板冒落事故，造成 3 人死亡。

4. 非煤业务及其他业务

非煤业务及其他业务对收入贡献较小，跟踪期内公司进一步收缩大宗商品贸易。

公司非煤业务包括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业。公司收缩大宗商品贸易业务，2020年，公司非煤业务实现收入31.65亿元，同比下降24.32%。

公司其他业务收入主要包括管理服务费收入、租赁费收入、材料销售收入、代理费收入和运费收入等，收入规模小，毛利率高，但对公司整体收入规模及利润规模影响有限。2020年，公司其他业务收入合计为8.69亿元，同比下降6.76%。公司其他业务收入金额相对较小，且种类繁多，相比主营业务收入的稳定性和可持续性较低，其他业务收入规模和毛利率变动幅度较大。

5. 经营效率

公司经营效率一般。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为62.58次、4.03次和0.31次，分别较上年上升26.05次、下降0.70次和下降0.08次，销售债权周转次数上升主要系票据结算减少所致。与同行业公司相比，公司经营效率一般。

表8 2020年同行业公司经营效率情况对比
(单位:次)

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
中煤新集能源股份有限公司	23.93	19.53	0.30
冀中能源峰峰集团有限公司	8.36	9.57	0.70
山西煤炭运销集团有限公司	4.03	112.04	0.31

资料来源: Wind

6. 在建工程及未来发展

公司主要在建项目接近完工，后续资本支出压力较小。

表9 截至2020年底公司主要在建工程情况

(单位:亿元、%)

公司名称	账面价值	工程进度
120万吨铂龙基建矿井	17.98	90.00
四通煤业石凹河基建工程	16.03	98.00
昊锦源矿井兼并重组整合项目	15.93	90.00
张礼至台头铁路项目	15.86	63.43
马家岩煤矿整合基建工程(90万吨煤矿建设)	14.40	96.00
帽帽山180万吨兼并重组整合矿井扩建工程	13.33	83.71
大通煤业兼并重组整合项目(大通)	11.65	99.00
金源达煤业矿井兼并重组90万吨/年项目	10.09	55.77
同富新矿井兼并重组整合项目	9.79	99.00
山西煤炭运销集团和顺益德煤业有限公司90万吨/年技改工程	9.77	99.00
合计	134.82	--

资料来源: 公司财务报告

截至2020年底，公司主要在建项目账面价值134.82亿元，主要在建项目接近完工，后续资本支出压力较小。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2020年财务报告，北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年一季度财务报告未经审计。

合并范围方面，2020年底纳入合并范围的子公司包括466家，新增11家，因处置、注销或转让不再包括26公司，净减少15家。公司主营业务未发生变化，合并范围变化对公司财务数据影响较小，财务可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额2339.00亿元，所有者权益552.80亿元(含少数股东权益196.84亿元)；2020年，公司实现营业收入692.77亿元，利润总额17.51亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额2292.57亿元，所有者权益541.86亿元(含少数股东权益191.79亿元)；2021年1-3月，公司实现营业收入196.80亿元，利润总额9.03亿元。

2. 资产质量

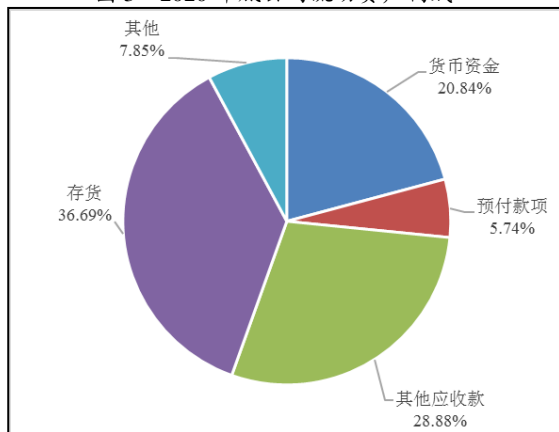
跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中，货币资金、其他应收款和存货占比大；非流动资产中固定资产、无形资产和在建工程占比大，受采矿权评估增值影响，无形资产同比增长。

截至2020年底，公司合并资产总额2339.00亿元，较上年底增长7.27%，主要系无形资产等增长所致。其中，流动资产占16.64%，非流动资产占83.36%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产389.16亿元，较上年底增长6.14%。公司流动资产主要由货币资金（占20.84%）、预付款项（占5.74%）、其他应收款（占28.88%）和存货（占36.69%）构成。

图3 2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司货币资金81.09亿元，较上年底增长41.94%，主要系煤炭销售回款增加所致。货币资金中有30.55亿元受限资金，受限比例为37.67%，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司预付款项22.35亿元，较上年底增长6.90%，系预付煤款增加所致。

截至2020年底，公司其他应收款112.39亿元，较上年底下降4.26%；其他应收款账龄在1年的以内占72.55%，1~2年的占2.90%，2~3年的占7.02%，3年以上的占17.53%；累计计提坏账准备20.90亿元，前五大欠款方合计账面余额占比11.21%，集中度一般。

截至2020年底，公司存货142.77亿元，较上年底增长0.82%，变化不大。存货主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，累计计提跌价准备0.88亿元，主要是对原材料、库存商品计提的跌价准备。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产1949.84亿元，较上年底增长7.50%，公司非流动资产主要由固定资产（合计）（占29.15%）、在建工程（合计）（占25.99%）、无形资产（占30.56%）和长期待摊费用（占9.00%）构成。

截至2020年底，公司固定资产（合计）568.39亿元，较上年底增长4.19%。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备构成，累计计提折旧272.65亿元；固定资产成新率67.20%，成新率较高。

截至2020年底，公司在建工程（合计）506.68亿元，较上年底增长4.18%。在建工程主要由基建工程、技改工程和维简工程等构成。

截至2020年底，公司无形资产595.88亿元，较上年底增长10.14%，主要系采矿权评估增值所致。公司无形资产主要由采矿权和土地使用权构成，累计摊销43.75亿元。

截至2020年底，公司长期待摊费用175.50亿元，较上年底增长14.88%，主要系筹建费及生产准备费等增加所致。

截至2020年底，公司受限资产合计62.28亿元，占资产总额比例为2.66%。其中货币资金受限金额为30.55亿元，固定资产受限金额为15.50亿元，无形资产受限金额为15.69亿元，在建工程受限金额为0.54亿元。

表 10 截至 2020 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	30.55	银行承兑汇票保证金、履约保证金、用于担保的定期存款或通知存款、诉讼冻结、旅游保证金、土地复垦保证金
固定资产	15.50	融资租赁
无形资产	15.69	抵押借款
在建工程	0.54	融资租赁
合计	62.28	--

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 3 月底, 公司合并资产总额 2292.57 亿元, 较上年底下降 1.98%, 变化不大。其中, 流动资产占 18.19%, 非流动资产占 81.81%。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

受益于采矿权评估增值, 公司资本公积同比增长, 公司所有者权益中, 少数股东权益及资本公积所占比重大, 公司所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年底, 公司所有者权益 552.80 亿元, 较上年底增长 9.85%, 主要系资本公积增加所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 64.39%, 少数股东权益占比为 35.61%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本占 28.53%、资本公积占 63.03%、其他综合收益占 0.50%、专项储备占 3.62%、盈余公积占 0.25%、未分配利润占 4.07%。资本公积较上年底增长 14.75%, 主要系采矿权评估增值及接受划转资产所致。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底, 公司所有者权益 541.86 亿元, 较上年底下降 1.98%, 变化不大。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 64.61%, 少数股东权益占比为 35.39%。

(2) 负债

跟踪期内, 公司有息债务规模仍很大, 整体债务负担重; 短期债务占比较高, 短期偿债

压力大; 受采矿权评估增值影响, 债务指标有所好转。

截至 2020 年底, 公司负债总额 1786.20 亿元, 较上年底增长 6.49%, 主要系其他应收款和长期借款增长所致。其中, 流动负债占 82.40%, 非流动负债占 17.60%。

截至 2020 年底, 公司流动负债 1471.90 亿元, 较上年底增长 6.37%, 主要系其他应收款等增长所致。公司流动负债主要由短期借款(占 53.44%)、应付账款(占 9.05%)、预收款项(占 6.05%)和其他应付款(合计)(占 25.71%)构成。

截至 2020 年底, 公司短期借款 786.63 亿元, 较上年底下降 2.24%, 变化不大。

截至 2020 年底, 公司应付账款 133.26 亿元, 较上年底增长 17.55%, 主要系采购规模增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

截至 2020 年底, 公司预收款项 89.02 亿元, 较上年底增长 30.26%, 主要系预收煤款增加所致。

截至 2020 年底, 公司其他应付款(合计) 378.37 亿元, 较上年底增长 22.95%。其中, 应付利息 126.98 亿元, 较上年底增长 38.27%, 主要系借款应付利息增加所致; 其他应付款 249.66 亿元, 较上年底增长 16.26%, 主要系往来款增加所致。

截至 2020 年底, 公司非流动负债 314.30 亿元, 较上年底增长 7.09%, 主要系长期借款所致。公司非流动负债主要由长期借款(占 77.89%)、应付债券(占 7.93%)和长期应付款(合计)(占 13.52%)构成。

截至 2020 年底, 公司长期借款 244.81 亿元, 较上年底增长 16.21%, 公司调整债务结构, 长期融资规模有所增加; 长期借款主要由信用借款和保证借款构成。

截至 2020 年底, 公司应付债券 24.92 亿元, 较上年底下降 24.60%, 主要系“13 晋煤销债/13 晋煤运”回售行权 8.19 亿元所致。

截至 2020 年底, 公司长期应付款(合计)

42.49 亿元，较上年底下降 11.52%，主要系长期应付款重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 1750.72 亿元，较上年底下降 1.99%，变化不大。其中，流动负债占 82.41%，非流动负债占 17.59%。

债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 1137.39 亿元，较上年底下降 0.02%，变化不大。债务结构方面，短期债务占 72.55%，长期债务占 27.45%，以短期债务为主，其中，短期债务 825.18 亿元，较上年底下降 2.45%；长期债务 312.21 亿元，较上年底增长 7.02%。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 76.37%、67.29%和 36.09%，较上年底分别下降 0.56 个百分点、2.04 个百分点和 0.60 个百分点。公司债务负担重。

图 4 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 1143.55 亿元，较上年底增长 0.54%，变化不大。债务结构方面，短期债务占 73.25%，长期债务占 26.75%。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 76.36%、67.85%和 36.08%，较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入和利润总额均同

比下降，非经常性损益对利润影响程度较大，盈利能力较弱。2021 年 1—3 月，公司业绩大幅提升。

2020 年，公司实现营业收入 692.77 亿元，同比下降 12.04%，主要系煤炭生产和贸易收入减少所致；营业成本 573.19 亿元，同比下降 12.37%；营业利润率为 14.10%，同比下降 0.01 个百分点，同比变化不大。

2020 年，公司费用总额为 88.11 亿元，同比下降 7.45%。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 8.04%、63.93%、0.67%和 27.36%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 7.08 亿元，同比下降 20.78%，主要系销售人员职工薪酬和运输费计入成本所致；管理费用为 56.33 亿元，同比增长 7.78%，主要系职工薪酬和折旧费等增加所致；财务费用为 24.11 亿元，同比下降 28.70%，主要系融资成本下降所致。2020 年，公司期间费用率为 12.72%，同比提高 0.63 个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常损益方面，2020 年，公司实现投资收益 1.32 亿元，同比下降 38.71%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致，投资收益占营业利润比重为 7.87%，对营业利润影响一般；其他收益 1.12 亿元，同比增长 100.15%，主要系稳岗补贴、政府补助等增加所致，其他收益占营业利润比重为 6.69%，对营业利润影响一般；资产处置收益 4.97 亿元，同比增加 4.38 亿元，主要系煤炭矿井去产能所致，资产处置收益占营业利润比重为 29.75%，对营业利润影响较大；营业外收入 4.56 亿元，同比下降 34.13%，主要系罚没补偿收入和核销往来减少所致，营业外收入占利润总额比重为 26.06%，对利润影响较大。

2020 年，公司利润总额 17.51 亿元，同比下降 17.72%。

盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.16%和 1.22%，同比分别下降 1.03 个百分点和 0.31 个百分点。

与同行业企业相比，公司各盈利指标表现较弱。

表 11 2020 年同行业公司盈利情况对比

(单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中煤新集能源股份有限公司	83.55	37.07	8.85	13.33
冀中能源峰峰集团有限公司	274.81	10.03	3.40	2.36
山西煤炭运销集团有限公司	692.77	17.26	1.82	1.22

资料来源: Wind

2021 年 1—3 月, 公司实现营业收入 196.80 亿元, 同比增长 53.71%, 主要系煤炭价格上涨所致; 利润总额 9.03 亿元, 同比增加 8.08 亿元。

5. 现金流

2020 年, 公司经营活动现金流净额有所下降, 但仍满足现阶段的投资需求; 由于偿还债务支出较大, 筹资活动现金流呈现净流出。

从经营活动来看, 2020 年, 公司经营活动现金流入 1196.77 亿元, 同比增长 6.73%, 系往来款增加所致; 经营活动现金流出 1117.70 亿元, 同比增长 7.96%。2020 年, 公司经营活动现金净流入 79.06 亿元, 同比下降 8.16%。2020 年, 公司现金收入比为 113.81%, 同比下降 3.46 个百分点, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2020 年, 公司投资活动现金流入 9.27 亿元, 同比增长 36.11%, 主要系煤炭去产能处置资产收回的现金增加所致; 投资活动现金流出 44.74 亿元, 同比下降 10.95%, 主要系在建项目投资减少所致。2020 年, 公司投资活动现金净流出 35.47 亿元, 同比下降 18.34%。

2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额为 43.59 亿元, 同比增长 2.21%, 同比变化不大。

从筹资活动来看, 2020 年, 公司筹资活动现金流入 485.62 亿元, 同比下降 14.27%, 主要系取得借款收到现金减少所致; 筹资活动现

金流出 521.21 亿元, 同比下降 13.89%。2020 年, 公司筹资活动现金净流出 35.59 亿元, 同比下降 8.30%。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	971.36	1121.36	1196.77	176.07
经营活动现金流出小计	921.64	1035.27	1117.70	172.85
经营活动现金流量净额	49.72	86.08	79.06	3.22
投资活动现金流入小计	7.13	6.81	9.27	9.13
投资活动现金流出小计	51.59	50.25	44.74	16.32
投资活动现金流量净额	-44.46	-43.43	-35.47	-7.19
筹资活动前现金流量净额	5.26	42.65	43.59	-3.97
筹资活动现金流入小计	688.31	566.45	485.62	55.10
筹资活动现金流出小计	715.86	605.26	521.21	56.97
筹资活动现金流量净额	-27.55	-38.81	-35.59	-1.87

资料来源: 公司财务报告

2021 年 1—3 月, 公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 3.22 亿元、-7.19 亿元和 -1.87 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现弱, 短期支付压力大, 长期偿债指标表现不佳, 考虑到公司的行业地位及经营活动现金流规模较大, 公司实际偿债能力好于指标值。

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 26.49% 和 16.26% 分别下降至 26.44% 和提高至 16.74%, 流动资产对流动负债的保障程度弱; 经营现金流动负债比率为 5.37%, 同比下降 0.85 个百分点; 现金短期债务比由上年底的 0.07 倍提高至 0.11 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度弱。截至 2021 年 3 月底, 公司流动比率与速动比率分别为 28.91% 和 18.78%, 现金短期债务比为 0.10 倍。整体看, 公司短期偿债指标表现弱, 短期偿付压力大。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为105.41亿元，同比下降6.69%；EBITDA利息倍数由上年的1.47倍下降至1.42倍；全部债务/EBITDA由上年的10.07倍提高至10.79倍。整体看，长期偿债指标表现较弱。

考虑到公司在山西省地方国有企业中具有重要的地位，经营活动现金流入规模较大，公司偿债能力好于指标值。

截至2020年底，公司合并口径对外担保总额为1.21亿元，担保比例为0.23%，被担保人经营情况正常，或有负债风险小。

银行对公司无单独授信，均为对公司控股股东晋能控股电力的授信。截至2020年底，晋能控股电力在各家银行授信总额度为1824.19亿元，其中已使用授信额度914.78亿元，未使用授信额度909.41亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司本部资产主要是其他应收款和长期股权投资，负债水平一般，收入规模较小，经营活动获现能力弱，公司本部与子公司资金来往密切；同时公司本部对子公司控制力度较强，偿债能力有保障。

截至2020年底，母公司资产总额287.21亿元，较上年底下降2.59%，变化不大。其中，流动资产88.31亿元（占30.75%），非流动资产198.90亿元（占69.25%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占99.51%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占83.24%）和无形资产（占11.56%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为0.42亿元。

截至2020年底，母公司负债总额130.85亿元，较上年底下降4.97%。其中，流动负债90.76亿元（占69.37%），非流动负债40.08亿元（占30.63%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占89.17%）和一年内到期的非流动负债（占9.44%）构成，非流动

负债主要由长期借款（占36.35%）和应付债券（占62.16%）构成。母公司2020年资产负债率为45.56%，较2019年下降1.14个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务48.06亿元。其中，短期债务占17.83%、长期债务占82.17%。母公司全部债务资本化比率23.51%，母公司债务负担较轻。

截至2020年底，母公司所有者权益为156.37亿元，较上年底下降0.51%。在所有者权益中，实收资本为101.56亿元（占64.95%）、资本公积合计37.25亿元（占23.82%）、未分配利润合计14.87亿元（占9.51%）、盈余公积合计0.91亿元（占0.58%）。

2020年，母公司营业收入为2.33亿元，利润总额为-0.61亿元。同期，母公司投资收益为1.20亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为16.24亿元，投资活动现金流净额0.41亿元，筹资活动现金流净额-16.61亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额283.08亿元，所有者权益为155.72亿元，负债总额127.36亿元；母公司资产负债率44.99%；全部债务48.14亿元，全部债务资本化比率23.61%。2021年1-3月，母公司利润总额-0.65亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力强。

截至2021年5月底，公司存续债券余额合计25.01亿元，其中2023年到期债券金额16.81亿元，达到存续债券待偿本金峰值。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为1196.77亿元、79.06亿元和105.41亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的71.19倍、4.70倍和6.27倍。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还

本金峰值保障能力强。

“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”分别于 2022 年和 2023 年到期，集中兑付压力不大，晋能控股电力担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

表 13 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	16.81
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（倍）	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	71.19
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.70
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	6.27

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、担保人主体长期信用分析

晋能控股电力担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

公司存续的“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”均由晋能控股电力提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保人主体概况

晋能控股电力是山西省国有大型能源企业，在山西省内地位高，政府支持力度大。晋能控股电力现有业务包括煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块，未来将专注经营电力及清洁能源产

业。截至 2021 年 3 月底，晋能控股集团持有晋能控股电力 64.06% 股权，晋能控股电力实际控制人为山西省国资委。

发电业务方面，晋能控股电力发电业务涉及火电、水电及燃气发电，截至 2021 年 3 月底，晋能控股电力已投产控股装机容量 593.20 万千瓦，在建控股装机容量 70 万千瓦，参股 12 家电厂，权益装机容量（包括在建）880.29 万千瓦。清洁能源业务方面，截至 2021 年 3 月底，晋能控股电力已投产风电 128.30 万千瓦；已投产光伏发电装机 83.42 万千瓦。光伏电池年产能 2GW，光伏组件年产能 2.50GW。

煤炭生产方面，截至 2021 年 3 月底，晋能控股电力拥有矿井 145 座，其中在产矿井 73 座、基建矿井 19 座、停缓建矿井 53 座；总产能 13680 万吨/年，其中在产矿井产能 8145 万吨/年。

2020 年，晋能控股电力实现营业收入 1009.10 亿元，同比下降 4.63%，主要系受疫情影响，清洁能源和多元业务收入减少所致。其中，煤炭生产板块收入同比下降 1.04%，主要系煤炭价格下降所致；其收入占比为 26.60%；贸易物流板块收入同比下降 0.20%，变动不大，其收入占比为 53.32%；电力板块收入同比增长 5.87%，主要系发电量增加所致，其收入占比为 14.60%；清洁能源板块收入同比下降 30.40%，主要系风电及光伏发电上网电价下降以及光伏组件收入下降所致，其收入占比为 3.08%；多元板块包括房地产、装备产业、旅游酒店等业务，2020 年实现收入 24.31 亿元，同比下降 61.99%，主要系主动压减非房地产业务规模所致；其收入占比较上年下降 3.64 个百分点至 2.41%。

表 14 晋能控股电力营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	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
煤炭生产	243.31	23.47	50.66	271.24	25.64	47.73	268.43	26.60	43.31	77.90	28.50	49.86
贸易物流	546.63	52.74	4.81	539.11	50.95	4.42	538.01	53.32	4.43	131.64	48.17	4.16
电力	117.07	11.29	7.49	139.14	13.15	10.34	147.31	14.60	10.90	47.19	17.27	7.46
清洁能源	45.24	4.36	24.34	44.60	4.22	27.26	31.04	3.08	27.32	9.45	3.46	26.46

多元业务	84.31	8.13	14.81	63.96	6.05	17.43	24.31	2.41	25.59	7.12	2.61	36.52
合计	1036.56	100.00	17.54	1058.05	100.00	18.05	1009.10	100.00	16.93	273.30	100.00	19.37

资料来源：公司提供

毛利率方面，2020年，受煤炭价格下降等因素影响，晋能控股电力煤炭生产业务毛利率同比下降4.42个百分点至43.31%，贸易物流业务毛利率基本保持稳定，电力、清洁能源和多元业务毛利率分别较上年上升0.56个、0.06个和8.16个百分点。综上，2020年晋能控股电力综合毛利率为16.93%，同比下降1.12个百分点。

2021年1—3月，受益于煤炭价格上升，晋能控股电力实现营业收入273.30亿元，同比增长33.59%；综合毛利率为19.37%，较2020年上升2.44个百分点，其中煤炭生产毛利率较2020年上升6.55个百分点。

截至2020年底，晋能控股电力合并资产总额3235.05亿元，所有者权益987.96亿元（含少数股东权益273.51亿元）；2020年，晋能控股电力实现营业收入1009.10亿元，利润总额32.80亿元。

截至2021年3月底，晋能控股电力合并资产总额3160.53亿元，所有者权益988.43亿元（含少数股东权益277.76亿元）；2021年1—3月，晋能控股电力实现营业收入273.30亿元，利润总额13.03亿元。

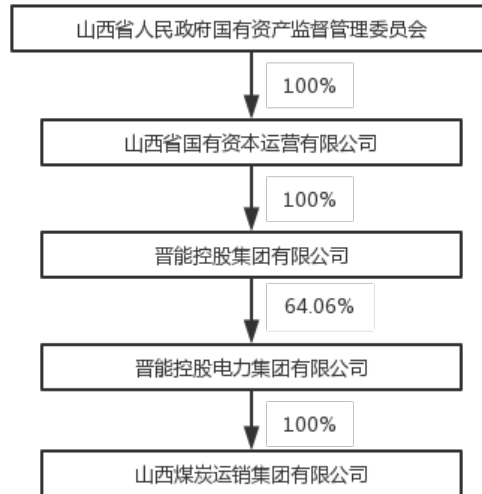
2. 担保效果评价

“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”债券余额合计25.01亿元，2020年晋能控股电力经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1216.71亿元、78.80亿元和175.87亿元，分别为上述债券金额的48.65倍、3.15倍和7.03倍。晋能控股电力经营活动现金流入量和EBITDA上述债券保障程度强。

十三、结论

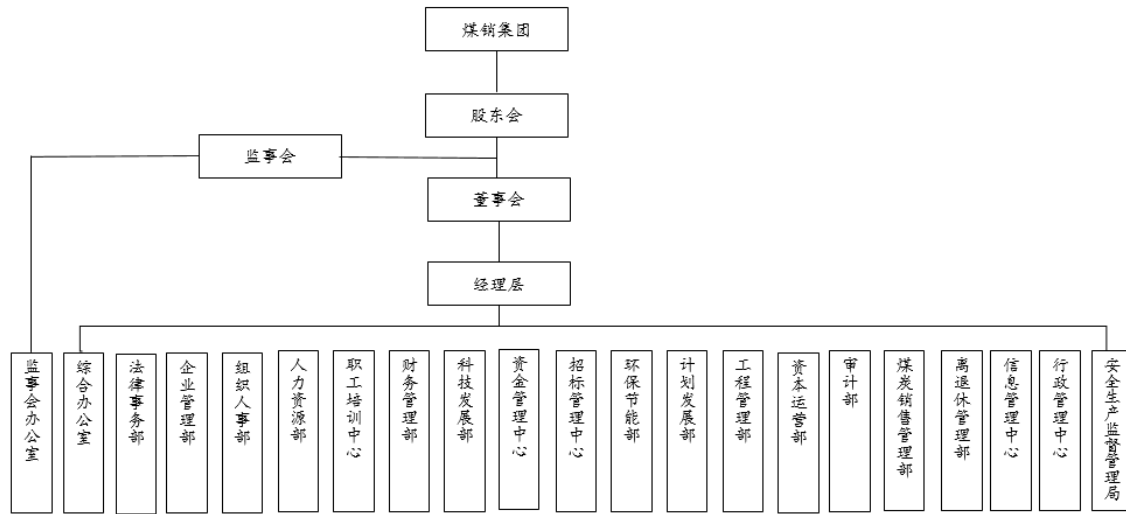
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司重要子公司情况表

子公司名称	公司直接持股比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务
山西王家岭煤业有限公司	76.00	85800.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团运城有限公司	100.00	2000.00	煤炭经销
山西煤炭运销集团太原有限公司	100.00	20000.00	煤炭经销
山西煤炭运销集团晋中南铁路煤炭销售有限公司	75.27	37600.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团晋中有限公司	100.00	20000.00	煤炭销售
山西三元资产经营管理有限公司	54.60	32900.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团临汾有限公司	100.00	20000.00	煤炭销售、货物运输
山西煤炭运销集团阳泉有限公司	100.00	20000.00	煤炭经销
山西煤炭运销集团朔州有限公司	100.00	5000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团晋城有限公司	100.00	20000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团忻州有限公司	100.00	2000.00	物资销售
山西省煤炭运销集团晋昌源煤炭经营有限公司	75.93	2700.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团国际贸易有限公司	90.00	1000.00	焦炭、铁矿砂、金属材料
太原聚瑞能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团吕梁有限公司	100.00	22000.00	煤炭贸易业务-公路贸易
山西煤炭运销集团长治有限公司	100.00	2000.00	煤炭贸易
山西煤炭运销集团大同有限公司	100.00	20000.00	煤炭销售、采煤物资、煤炭公路贸易

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)	96.23	61.94	86.90	81.66
资产总额 (亿元)	1867.14	2180.51	2339.00	2292.57
所有者权益 (亿元)	262.47	503.24	552.80	541.86
短期债务 (亿元)	855.99	845.92	825.18	837.65
长期债务 (亿元)	327.04	291.73	312.21	305.90
全部债务 (亿元)	1183.03	1137.65	1137.39	1143.55
营业收入 (亿元)	775.64	787.60	692.77	196.80
利润总额 (亿元)	23.39	21.29	17.51	9.03
EBITDA (亿元)	103.80	112.97	105.41	--
经营性净现金流 (亿元)	49.72	86.08	79.06	3.22
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	19.13	36.52	62.58	--
存货周转次数 (次)	5.46	4.73	4.03	--
总资产周转次数 (次)	0.43	0.39	0.31	--
现金收入比 (%)	117.98	117.26	113.81	79.59
营业利润率 (%)	14.07	14.11	14.10	16.64
总资本收益率 (%)	3.46	3.20	2.16	--
净资产收益率 (%)	4.79	1.53	1.22	--
长期债务资本化比率 (%)	55.48	36.70	36.09	36.08
全部债务资本化比率 (%)	81.84	69.33	67.29	67.85
资产负债率 (%)	85.94	76.92	76.37	76.36
流动比率 (%)	28.60	26.49	26.44	28.91
速动比率 (%)	18.03	16.26	16.74	18.78
经营现金流动负债比 (%)	3.90	6.22	5.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.11	0.07	0.11	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.44	1.47	1.42	--
全部债务/EBITDA (倍)	11.40	10.07	10.79	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入公司长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.14	0.56	0.42	0.42
资产总额 (亿元)	271.75	294.86	287.21	283.08
所有者权益 (亿元)	128.12	157.17	156.37	155.72
短期债务 (亿元)	16.31	19.61	8.57	0.00
长期债务 (亿元)	65.46	41.72	39.49	48.14
全部债务 (亿元)	81.77	61.33	48.06	48.14
营业收入 (亿元)	2.51	2.55	2.33	0.00
利润总额 (亿元)	0.93	-3.07	-0.61	-0.65
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	77.76	24.00	16.24	1.47
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	25.13	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	0.08	0.00	4.33	0.00
营业利润率 (%)	90.49	97.98	98.93	-211.69
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	0.79	-1.89	-0.37	--
长期债务资本化比率 (%)	33.82	20.98	20.16	23.61
全部债务资本化比率 (%)	38.96	28.07	23.51	23.61
资产负债率 (%)	52.85	46.70	45.56	44.99
流动比率 (%)	134.44	99.53	97.30	107.08
速动比率 (%)	134.44	99.53	97.30	107.08
经营现金流动负债比 (%)	100.27	25.19	17.89	--
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.03	0.05	--
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 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

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。

