信用评级公告

联合〔2021〕1108 号

联合资信评估股份有限公司通过对新疆能源（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新疆能源（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“20 新疆能源 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月八日

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

新疆能源（集团）有限责任公司
2021 年短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新疆能源（集团）有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 新疆能源 CP001	A-1	稳定	A-1	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
20 新疆能源 CP001	4.00 亿元	4.00 亿元	2021/8/26

评级时间：2021 年 2 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商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
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
自治区国资委下属企业，股东支持力度大				+1
公司煤炭及油气资源储备丰富				+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

新疆能源（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）作为新疆维吾尔自治区人民政府进行资源控制的主体之一，政府在资源获取及资金方面对其支持力度大，目前业务范围涉及煤炭（原煤和焦煤）、铝（氧化铝和铝锭）供应链贸易及电力生产等。跟踪期内，公司在建煤矿稳步推进。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到目前公司收入主要来自供应链贸易，毛利率较低，在建项目待投资资金需求较大等因素对公司信用基本面可能造成的不利影响。

公司煤炭及油气资源储备丰富，未来，随着项目建设的持续推进和投产，公司收入规模有望增长，盈利能力有望增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“20 新疆能源 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度大。**作为新疆维吾尔自治区重要的能源项目投融资平台，当地政府在资源获取及资金方面对公司支持力度大。2017 年新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“自治区国资委”）对公司增资 93.42 亿元，公司资本实力增强。2020 年疫情爆发以来，自治区国资委积极协调，为公司复工复产提供便利条件。
2. **公司煤炭及油气资源储备丰富，跟踪期内，煤矿开发稳步推进，未来收入及盈利水平有望提升。**截至 2020 年 9 月底，公司煤炭资源保有储量和可采储量合计分别为 143.38 亿吨和 85.03 亿吨，并持有塔里木盆地温宿西区块油田和乌恰县黑孜苇油田两个油田的探矿权。跟踪期内，三塘湖石头梅一号露天煤矿项目稳步推进，预计 2021 年 10 月达产。

分析师：王宇飞　刘莉婕
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. **风电及光伏业务为公司营业收入和利润提供有益补充。**截至2020年9月底，公司风电装机20万千瓦，光伏装机10万千瓦，项目并网时间较早且已确定享有较高水平的电价补贴。2019年，公司风电及光伏业务收入2.87亿元，毛利率54.91%。
4. **跟踪期内，公司债务负担较轻。**截至2020年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为41.00%和36.74%。

关注

1. **跟踪期内，公司收入仍主要来自供应链贸易，毛利率较低。**2019年，公司供应链贸易业务收入占比为93.37%；综合毛利率为9.05%；2020年1－9月，公司发生经营亏损。
2. **公司投资项目较多且待投资资金需求较大，存在一定的融资需求。**截至2020年9月底，公司在建项目预算投资金额合计为29.83亿元，待投资金额18.03亿元，待投资金额较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	19.10	16.84	22.71	24.02
资产总额（亿元）	207.75	215.74	227.28	230.96
所有者权益（亿元）	135.51	136.19	138.07	136.26
短期债务（亿元）	35.71	28.68	42.35	39.37
长期债务（亿元）	22.64	40.99	32.06	39.75
全部债务（亿元）	58.35	69.67	74.41	79.12
营业收入（亿元）	60.34	83.57	75.48	42.93
利润总额（亿元）	1.26	0.63	0.44	-1.69
EBITDA（亿元）	4.36	5.28	5.66	--
经营性净现金流（亿元）	-2.44	-1.33	5.59	-0.70
营业利润率（%）	5.78	4.56	8.77	4.70
净资产收益率（%）	0.64	0.17	0.07	--
资产负债率（%）	34.77	36.87	39.25	41.00
全部债务资本化比率（%）	30.10	33.84	35.02	36.74
流动比率（%）	101.71	142.37	112.52	122.60
经营现金流动负债比（%）	-4.94	-3.47	10.14	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.59	0.54	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	1.67	1.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.40	13.20	13.14	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	161.66	168.23	175.85	180.44
所有者权益（亿元）	124.96	124.33	125.50	123.09
全部债务（亿元）	36.13	42.59	45.50	53.23
营业收入（亿元）	*	0.02	1.15	0.05
利润总额（亿元）	-0.07	-0.91	-1.10	-2.38
资产负债率（%）	22.70	26.09	28.63	31.78
全部债务资本化比率（%）	22.43	25.52	26.61	30.19
流动比率（%）	53.09	105.82	61.35	111.25
经营现金流动负债比（%）	-9.88	-3.61	1.54	--

注：1.公司 2020 年前三季度财务数据未经审计；2.长期应付款中融资租赁款调整至长期债务；3. "*" 为数据过大或过小
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA⁻	稳定	2020/7/17	王宇飞 刘莉婕	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	阅读原文

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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由新疆能源（集团）有限责任公司（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。

新疆能源（集团）有限责任公司
2021 年短期融资券跟踪评级报告

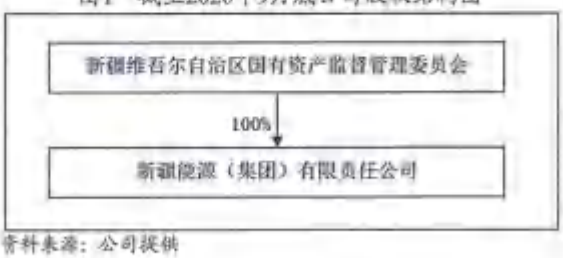
一、跟踪评级原因

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”）关于新疆能源（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司是根据新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“自治区国资委”）《关于呈送新疆能源（集团）有限责任公司组建方案与章程的请示》（新国资〔2012〕30 号）及经新疆维吾尔自治区人民政府（以下简称“自治区人民政府”）《关于组建新疆能源（集团）有限责任公司有关问题的批复》（新政函〔2012〕45 号）文件批准设立的国有独资公司，注册资本为 30 亿元，自治区国资委代表自治区人民政府履行出资人职责。后经多次增资及资产划拨（其中 2017 年自治区国资委增资 93.42 亿元），截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 124.07 亿元[1]，实收资本 126.47 亿元，自治区国资委持有公司 100.00%股权，为公司实际控制人。

图 1　截至2020年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及组织架构未发生明显变化。截至 2020 年 9 月底，公司合并范围内子公司合计 32 家（详见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司资产总额 227.28 亿元，所有者权益合计 138.07 亿元（含少数股东权益 3.00 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 75.48 亿元，利润总额 0.44 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 230.96 亿元，所有者权益合计 136.26 亿元（含少数股东权益 2.97 亿元）；2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 42.93 亿元，利润总额-1.69 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐经济技术开发区维泰南路 1 号 12 楼；法定代表人：胡国强。

三、“20 新疆能源 CP001”概况及募集资金使用情况

公司于 2020 年 8 月发行了“20 新疆能源 CP001”，发行额度 4.00 亿元。所募资金用于公司本部归还债务融资工具及银行借款。截至目前，“20 新疆能源 CP001”资金全部按募集资金规划使用完毕，其中 1.80 亿元用于归还有息债务，2.20 亿元用于归还银行借款。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同

[1] 公司实收资本与注册资本差额系部分新增实收资本尚未完成工商变更所致

比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1　2017－2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	9.1	5.0	1.8
进口增速（%）	16.7	12.9	1.6	-0.6
CPI涨幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇调查失业率（%）	3.9	3.8	3.6	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
农村居民人均收入增速（%）	7.4	6.2	3.6	-0.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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，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

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 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，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上半年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体，支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，

较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

五、行业经济环境

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升

明显，行业经济效益显著提升。

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58%，大幅高于27%的世界平均水平[2]。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占54%）、钢铁（约占18%）、建材行业（约占12%）、化工行业（约占7%），其余主要为民用煤等其他行业。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

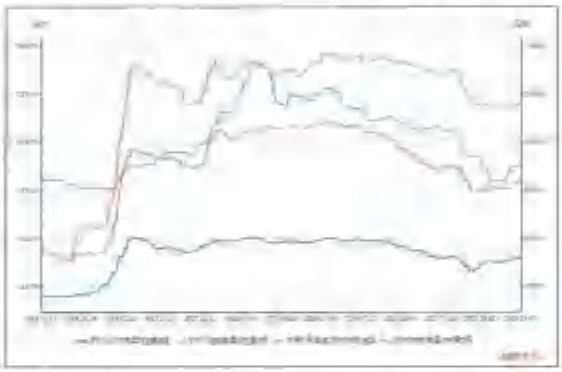
行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2016年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016－2018年，煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（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523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。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%。

进入5月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平逐步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

[2]数据引用自《BP世界能源统计年鉴》第68版中文版，为2018年数据

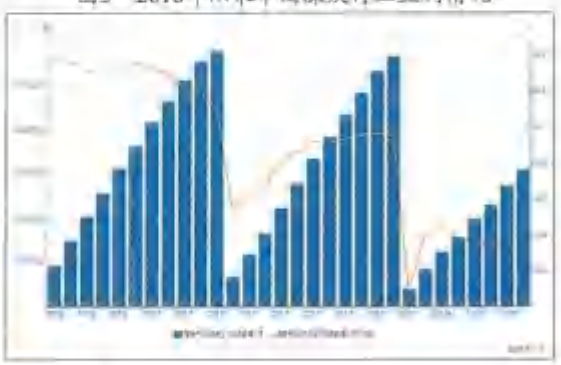
有降，截至2020年8月底，主焦煤价格（国内主要地区）和喷吹煤价格（国内主要地区）分别为1142元/吨和810元/吨，较4月底分别下降4.36%和3.91%；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月至今，随着宏观经济增速的提升，煤炭行业下游需求不断回暖，叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严，煤炭价格开始持续回升。截至2020年11月12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524元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨，较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%，但与去年同期比仍有所下滑。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化、同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额1544.00亿元，同比下降30.10%。

2. 煤炭行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，用煤旺季始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业

盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

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，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。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2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%，同比增长1.54个百分点。

3. 煤炭行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷，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。

考虑到中国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在中国仍将具有长期发展空间。

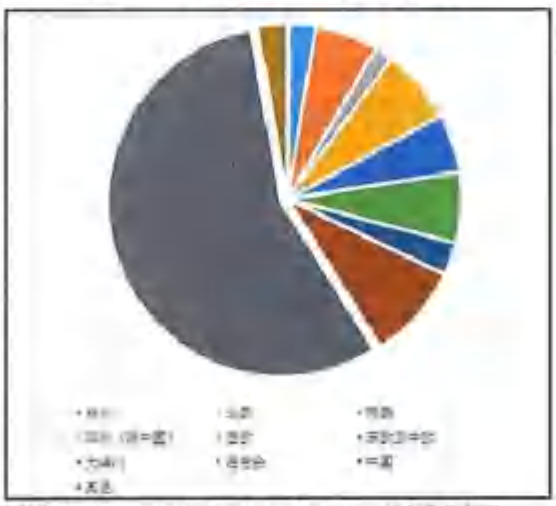
未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

(二) 铝行业

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性高和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”“以铝节铜”“以铝代塑”“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

图4 2019年全球各地区原铝产量情况



资料来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

2019年，全球原铝产量出现下降，中国铝产量仍领跑全球。根据International Aluminium Institute统计，2019年全球原铝产量为6369.7万

吨，较2018年下降0.99%，为2009年以来的首次下降。2019年，全球原铝产量出现下降主要原因为中国、西欧及南美产量下降，但同时海湾阿拉伯国家合作委员会[3]（以下简称“海合会”）增产幅度较大（6.10%）。2019年中国原铝产量为3579.5万吨，占比56.20%，仍为原铝第一大生产国。自2003年起，中国已经连续17年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在2013年已超过50%。预期中国仍将继续保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国。中国电解铝产销量的增长也为全球电解铝产销量的增长作出重要贡献。

2019年，中国原铝、氧化铝产量小幅下降，铝材产量有所增长，电解铝产能置换对相关省份产量影响较大。根据中国有色金属工业协会统计，2019年，中国原铝产量3504.36万吨[4]，同比下降0.89%；氧化铝产量7247.42万吨，同比下降1.01%；铝材产量5252.24万吨，同比增长7.47%。具体来看，受电解铝产能置换向内蒙古、广西、云南和贵州等地区转移因素影响，上述省份电解铝产量近几年均有较大幅度增长。与此同时，山东、河南产能指标置出省产量出现较大幅度减少，但山东仍为中国电解铝产量最高的省份。未来，随着置换产能的逐步投产和充分释放，内蒙古、广西、云南和贵州等地电解铝产量占比将进一步提高。

表2 中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2018年	2019年	变动率	2020年1－9月
山东	915.02	815.53	-10.87%	613.49
河南	634.21	605.04	-4.59%	440.71
内蒙古	449.29	510.77	13.68%	428.05
新疆	259.01	228.36	-11.83%	171.96
广西	169.24	218.66	29.20%	168.80
青海	208.87	210.09	0.58%	173.20
云南	161.07	191.01	18.59%	187.41
甘肃	249.58	187.04	-25.06%	129.17
贵州	104.46	126.64	21.23%	102.81
宁夏	127.64	124.37	-2.56%	87.59
陕西	68.76	82.71	20.29%	67.96
山西	79.50	79.43	-0.10%	55.80
辽宁	45.31	64.93	43.30%	25.15
广东	55.02	54.77	-0.46%	42.10
重庆	48.72	49.28	1.16%	33.79
贵州	5.75	5.29	-8.07%	3.70
福建	14.06	8.33	-40.76%	5.14

注：上表以2019年产量排名顺序列示
资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局统计，2020年1－9月，中国原铝产量2744.90万吨，同比增长4.09%。各省市产量排名看方面，主要产区中云南和四川产量明显上升，辽宁产量有所下降，其余主要产区产量变动不大。

上游原材料

电解铝的生产成本主要来自电力和氧化铝，阳极炭块等材料成本相对较小。由于国内电解铝生产厂家多建有自备电厂，且自备电厂主要燃料为煤炭（动力煤），所以电力成本与煤炭成本关系密切，尤其对铝电一体化企业的影响较大。氧化铝是以铝土矿、石灰石和碱（纯碱及烧碱）为原材料，经过溶解、煅烧等步骤制造而成，其成本与铝土矿成本关系密切。另外，电解环节所需阳极炭块是以石油焦、沥青焦为骨料，煤沥青为黏结剂制造而成。由于其在制造过程中经过焙烧且具有稳定的几何形状，故亦称预焙阳极炭块。

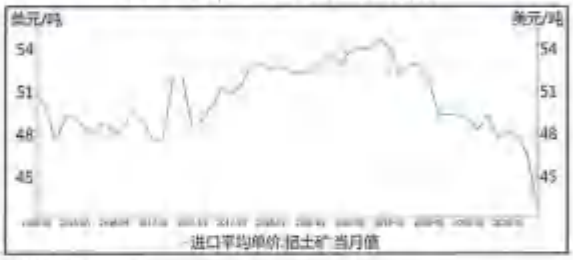
煤炭方面，近年来动力煤价格整体较为平稳，但近期受事故、疫情、进口煤冲击等因素影响出现较大幅度波动。（详见煤炭行业分析）

铝土矿方面，中国自身资源缺乏，需要大量依赖进口，2019年至今进口铝土矿价格出现大幅下降。根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告2020》，截至2019年底中国已探明储量为54.5亿吨。作为一个铝工业大国，自身资源的匮乏，导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。根据海关总署统计，2019年，中国进口铝土矿10066.39万吨，同比增长21.83%。2020年1－9月，中国进口铝土矿8800.30万吨，同比增长12.66%。中国铝土矿主

[3] 海合会成员包括巴林、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋
[4] International Aluminium Institute 和中国有色金属工业协会统计结果存在一定差异

要进口国家有14个，其中几内亚、澳大利亚、马来西亚、巴西和所罗门群岛为主要的进口国，中国自上述国家进口的铝土矿合计占到全部进口数量的95%以上。根据海关总署统计，2019年12月，进口铝土矿当月平均价格为47.79美元/吨，较2018年12月下降12.86%。进入2020年，受全球持续疫情影响，铝土矿价格持续下跌，截至2020年6月底，进口铝土矿当月平均价格为43.07美元/吨，较2019年底下降9.88%。未来，具有资源及一体化产业链优势的企业将更具成本控制能力和抵御单一生产环节盈利水平波动所带来的经营风险的能力。

图 5　近年进口铝土矿价格走势



资料来源：Wind

氧化铝方面，中国氧化铝产能快速增加，已出现产能过剩。近年来，中国氧化铝新增产能快速增长。截至2019年底，中国氧化铝产能为8597万吨/年，在产产能为6830万吨/年，产能利用率84.30%，较2018年下降2.18个百分点。若根据2019年全国原铝产量和氧化铝产量简单估算，氧化铝产量过剩约为519万吨，约为氧化铝产量的7%。

图 6　近年中国氧化铝产能及产量情况

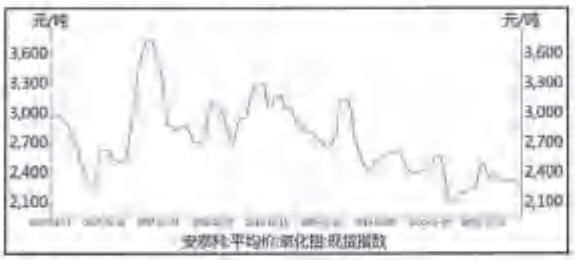
（单位：万吨/年、万吨、%）



注：产能利用率使用总产能计算
数据来源：Wind

价格方面，由于中国氧化铝产能过剩，近年来氧化铝价格波动下降，在2019年第二季度因环保限产出现较大幅度反弹，但未能长期维持。截至2019年底，现货价格指数为2410元/吨。2020年受疫情影响最低下探至2072元/吨，截至2020年11月12日为2291元/吨，全年均价较2019年继续下降。

图 7　近年国内氧化铝价格走势



数据来源：Wind

市场供求关系

随着部分过剩产能的关停，2018年以来电解铝产能利用率维持高位。城镇化带来的房地产投资及家用电器需求的增长对需求提升、库存消化起到重要作用。

电解铝供给方面，近年来中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。截至2019年底，中国电解铝产能4100.50万吨/年，在产产能3664.50万吨/年。随着电解铝去产能的实施，2018年以来，中国电解铝产能利用率均维持在90%左右。中国除电解铝产业另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

图 8　近年中国电解铝产能及产量情况

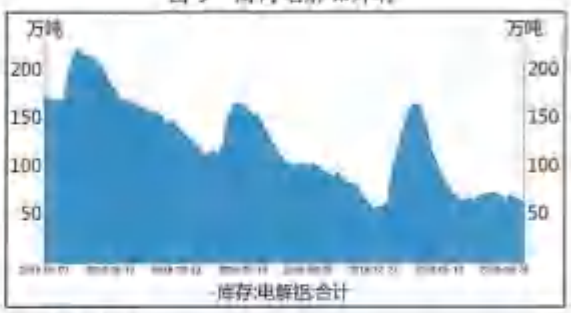
（单位：万吨/年、万吨、%）



注：产能利用率使用总产能计算
数据来源：Wind

中国电解铝持续处于去库存阶段。截至2020年11月12日，电解铝库存降为60.90万吨，已下降至疫情前的水平。随着步入秋冬季节，环保政策将持续影响电解铝的开工率，四季度的库存或将持续下行。

图 9　国内电解铝库存



数据来源：Wind

电解铝需求方面，建筑仍是铝材最主要的消费领域，其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域。房地产方面，自2016年始，房地产开发投资完成额增速出现显著回升，2018及2019年分别为9.50%和9.90%。2019年全国汽车累计产量2552.80万辆，同比下降8.00%。尽管新能源汽车行业继续呈高速增长，但比重尚低，2018年销量仅占4.63%。2020年1—9月，国内汽车累计产量1650.50万辆，同比下降6.10%。汽车产业产量自2018年起持续下降，对铝材需求拉动效应持续降低。家用电器方面，2019年空调、冰箱及洗衣机产量较上年分别增长6.50%、8.10%和9.80%。受中国城镇化的推动，中国的原铝消费总量具备持续增长的动力。

2. 行业政策

近年来，政府在氧化铝、电解铝的产能方面实行较为严格的控制，并通过行业规范促进行业技术进步，推动行业高质量发展。

中国铝行业在近年经历了快速发展，产品产量、质量及产品结构都有所提高和完善，但也出现能耗高、污染严重、产能扩张过快及违规建设和产品结构不合理等弊端。

产能方面，2017年4月国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，2018年1月工信部印发《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，2018年12月国家发改委、工信部印发《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》等政策对氧化铝和电解铝进行严格控制，并对已淘汰的产能指标给予引导和纾解。2018年，山东省人民政府就中央环境保护督察组督查反馈意见问题中所提及的建设手续造假、瞒报产能进行整改，坚决关停违规产能、严控新增电解铝产能。同时，山东省人民政府对违规在建自备电厂采取停建方式处理，对违规已建成自备电厂采取不得投运方式处理，对违规已投运自备电厂采取停止运行方式处理。

自备电厂方面，2020年3月国家发改委、国家能源局联合印发《省级可再生能源电力消纳保障实施方案编制大纲的通知》，明确要求拥有自备电厂的企业需要承担与其年用电量相对应的可再生能源电力消纳权重，并对拒不履行消纳责任权重义务的拥有自备电厂的企业研究制定惩戒措施。另外，2018年3月国家发改委下发的《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》提到“自备电厂自2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费，应与2018年末前缴清；2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费应于本文件印发之日起3年内缴清；个别数额较大、确有困难的地方给予一定宽限期”。截至2020年3月底，国家发改委尚未下发正式文件。

行业规范方面，2020年2月工信部制定《铝行业规范条件》，对铝土矿开采、氧化铝、电解铝和再生铝生产中环境保护、工艺、装备、能源消耗、资源消耗及综合利用等方面进行了全面更新修订，对相关企业提出了更高的要求。

表 3　近年来出台的铝行业相关产业政策

出台时间	内容	运营影响
2017 年 2 月	环境保护部与京津冀及周边地区大气污染防治协作小组制定《京津冀及周边地区 2017 年大气污染治理	

	污染防治工作方案》	
2017 年 3 月	工信部公布《十三部门关于印发<清洁生产标准 铝冶炼业>等 5 项行业清洁生产标准的通知》	退出落后产能、化解产业过剩
2017 年 4 月	国务院公布《矿产资源权益金制度改革方案》	调节资源利用各环节国家收益
2017 年 4 月	国家发改委、工信部、国土资源部等 4 部委印发《清洁生产重点领域煤炭清洁高效利用和节水重点工程实施方案》	落实先进产能
2017 年 5 月	国家发改委、能源局下发《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》	规范自备电厂建设及运行
2018 年 1 月	工信部印发《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》	控制新增产能
2018 年 3 月	国家发改委下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》	退出落后产能、优化产业结构
2018 年 5 月	《山东省贯彻落实中央环境保护督察组反馈意见整改方案》	化解产能过剩、污染治理
2018 年 9 月	《山东省物价局关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》	整体规划
2018 年 12 月	国家发改委、工信部印发《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》	控制新增产能
2019 年 12 月	住建部印发《关于国家标准<氧化铝厂工艺设计规范（征求意见稿）>公开征求意见的通知》	标准制定
2019 年 12 月	自然资源部发布《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	规范矿业权出让、监管等事宜
2020 年 2 月	工信部制定《铝行业规范条件》	标准制定
2020 年 3 月	国家发改委、国家能源局联合印发《关于提高可再生能源电力消纳保障实施专项监测评估有关工作的通知》	规范自备电厂运行

资料来源：公开信息，联合资信整理

3. 行业关注

电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，按照《铝行业规范条件》生产 1 吨电解铝最高消耗电力 13500 千瓦时和 1.92 吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占 45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。未来，随着自备电厂政策的逐步收紧，山东等地区主要依赖自备电厂成本优势的企业将面临较大的经营挑战。

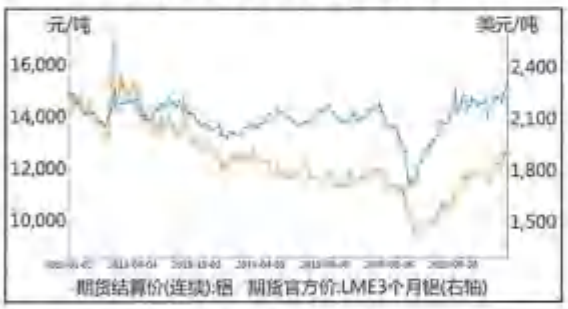
铝资源对外依存度

中国铝土矿对外依存度始终维持高位，虽然电解铝年产量占世界产量一半以上，但是仍未对铝土矿形成较强的议价能力而处于价格的被动接受地位，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商为了保证自身资源供应，在铝土矿资源丰富的国家进行了相关投资，但这种方式同时也增加了自身面临的政治、汇率等风险。

价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，生产方和采购方使用金融衍生工具愈发普遍。现货与期货价格联动性及国内和国际铝价联动性日益增强，其中国际铝价和国内铝价中分别以 LME 三月期铝和上海期货三月期铝最具代表性。2019 年以来，受美国解除对俄铝制裁及中美贸易摩擦等因素影响，国际铝价呈波动下降态势，同期国内铝价整体呈波动态势。2020 年初，受疫情影响，LME 三月期铝和上海期货期铝价格均出现快速下降，最低分别下探至 1459.5 美元/吨和 11325 元/吨。随后，美国提出新冠病毒刺激计划以及刺激法案使得大宗商品价格普遍走强，截至 2020 年 11 月 11 日，LME 三月期铝和上海期货期铝价格分别上涨至 1923.5 美元/吨和 15325.5 元/吨，较最低价分别上涨 31.79%和 35.32%。总体来看，LME 三月期铝更易受宏观因素驱动，上海期货三月期铝更易受国内基本面的影响。

图 10 国内外铝价格变动情况



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 124.07 亿元，实收资本 126.47 亿元，自治区国资委持有公司 100.00%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司营业收入仍暂以铝产品和煤炭产品贸易为主、新能源发电为辅，大部分煤矿处于申请采矿权证或矿建阶段，石油、天然气等资源处于勘探阶段；贸易业务集中于煤炭和铝产业，新能源发电业务装机规模较小。

跟踪期内，公司主营业务未发生明显变化。

公司贸易业务仍以新疆能源（集团）产业链有限责任公司（以下简称“产业链公司”）为主体平台，业务模式及主要贸易产品未发生明显变化，2020年以来，受疫情及公司逐步回归煤炭主业共同影响，贸易规模有所缩减，但仍为公司收入主要来源。

公司电力业务仍以新疆能源（集团）哈密清洁能源有限责任公司（以下简称“哈密清洁能源”）为主体平台。截至2020年9月底，哈密清洁能源已开发“哈密风电二期烟墩（7B）整装20万千瓦风电项目”和“哈密烟墩风间带10万千瓦光伏发电项目”，合计装机30万千瓦。

3. 政府支持

自治区人民政府在资源获取及资金等方面对公司支持力度大。

公司是自治区人民政府及自治区国资委批准设立的国有独资公司。作为自治区人民政府进行资源控制的主体之一，政府在资源获取及资金方面对公司支持力度大。自成立以来，自治区国资委先后多次向公司增资，其中2017年对公司共增资93.42亿元。增资后，公司资本实力显著增强。2020年疫情爆发以来，自治区国资委积极协调，为公司复工复产提供便利条件。

4. 资源储备

公司持有煤炭和油气资源规模较大，未来随着项目建设的持续推进和投产，公司收入规模和盈利能力有望增强。

跟踪期内，公司煤炭及油气资源未发生明显变化。

煤炭资源方面，截至2020年9月底，公司共计持有8个煤矿权益，其中通过参股方式持有2个煤矿权益，保有储量和可采储量合计分别为143.38亿吨和85.03亿吨。公司大部分煤矿处于已取得探矿权证待取得采矿证的阶段；三塘湖石头梅一号露天矿正处于矿建期，2020年10月以来生产30万吨工程煤，预计2021年10月达产；和田布雅一号井已于10月底恢复生产；和田布雅露天煤矿已正式投产，2019年及2020年1—9月煤炭产量分别为55万吨和73.79万吨，所产煤炭均已销售，收入暂计入其他业务板块。

表4 截至2020年9月底公司持有煤炭资源情况（单位：亿吨、万吨/年、万吨）

煤矿名称	矿权所属公司全称	控制方式	煤矿所在地	煤种	保有储量	可采储量	开采方式	产能	2019年实际产量	2020年1—9月实际产量	探矿权证、采矿权证获取情况
三塘湖石头梅一号露天矿	新疆能源（集团）有限责任公司	全资	哈密市巴里坤县三塘湖乡	31号不粘煤、动力煤	35.75	19.81	露天/井工	2000(一期工程500)	正在矿建	10月以来生产30万吨工程煤	已取得采矿证
新疆富东煤业有限责任公司五彩湾北井矿区一井田	新疆能源（集团）有限责任公司	全资	昌吉州准东五彩湾矿区	31号不粘煤、动力煤	50.46	31.36	井工	2000	正在办理手续	--	已取得探矿权证，正在办理采矿证
五彩湾二号露天矿	新疆天隆希望能源有限公司	29.92%参股	昌吉州准东五彩湾矿区	31号不粘煤、动力煤	42.15	26.50	露天	400	正在办理手续	--	已取得探矿权证，正在办理采矿证，已缴纳资源价款
五彩湾北井矿区一井田（除二号露天外）	新疆能源（集团）有限责任公司	5%参股	昌吉州准东五彩湾矿区	31号不粘煤、动力煤	12.88	5.40	露天/井工	700	--	--	部分已取得采矿证
润田煤矿	新疆能源（集团）有限责任公司	51%控股	吐鲁番市托克逊县克布尔碱矿区	长焰煤、动力煤	0.49	0.18	井工	60	正在办理手续	--	有探矿权证，正在合并办理120万吨/

河北湖矿	新疆能源（集团）有限责任公司	51%控股	哈密市托克逊县克布龙矿区	长焰煤，动力煤	0.78	0.26	井下	60	上市方继承持有	--	年采矿证
和田布雅露天煤矿	新疆布雅矿业有限责任公司	全资	和田县布雅矿区	动力煤	0.11	0.04	露天	45	55	73.79	取得采矿证
和田布雅一号井	新疆布雅矿业有限责任公司	全资	和田县布雅井区	动力煤	0.74	0.48	井下	30	0	10.71	取得采矿证
合计	--	--	--	--	143.38	85.03	--	5295	--	--	--

注：1.三塘湖石头梅一号露天矿于2012年国家发改委关于三塘湖矿区的总体规划批复规模为2000万吨/年，2017年国家发改委“十三五”煤炭规划中列入建设规模500万吨/年。目前，三塘湖矿区总规划正在修编过程，预计产能或将扩大至3500万吨/年（井工矿1000万吨/年及露天矿2500万吨/年）；2.和田布雅一号井计划于2021年启动改扩建工程，产能将提升至90万吨/年
资料来源：公司提供

油气资源方面，公司全资子公司新疆能源（集团）石油天然气有限责任公司（以下简称“油气公司”）持有塔里木盆地温宿西区块油田和乌恰县黑孜苇油田两个油田。截至2020年9月底，油气公司已取得上述两个油田的探矿权证，仍处于探矿阶段。在油气资源探矿阶段，油气公司从事少量油品贸易业务，但不开展囤货业务。

5. 企业信用记录

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。

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：91650100599168 44X8），截至2021年1月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司目前业务范围涉及煤炭（原煤和焦煤）及铝（氧化铝和铝锭）产品贸易、电力生产及油品贸易等。供应链贸易业务为公司主要收入来源，但毛利率较低。

收入构成方面，跟踪期内，供应链贸易业务仍为公司营业收入主要来源。2019年，公司供应链贸易业务收入占比为93.37%，同比略有下降，主要系铝产品贸易收入下降所致；风电及光伏发电业务收入略有提升至2.87亿元。受上述因素共同影响，2019年，公司营业收入同比下降9.69%至75.48亿元。公司其他业务收入主要为“四供一业”、项目管理和煤炭销售收入，对整体收入水平影响较小。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率同比提高4.33个百分点至9.05%，主要系供应链贸易毛利率提高所致。具体看，2019年供应链贸易毛利率同比有较大幅度提升主要系公司根据市场行情调整贸易结构，增加毛利率较高的煤炭产品贸易规模、减少毛利率较低的铝产品贸易规模所致；风电及光伏发电业务毛利率维持在较高水平，2019年为54.91%；2019年其他业务毛利率同比大幅提高主要系当年公司无偿接收划转新疆能源（集团）和田能源有限责任公司（现已更名为和田布雅矿业有限责任公司）后将当年投产的和田布雅煤矿（含露天和井工）由其运营，盈利能力较强所致。

表5 近年来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2018年			2019年			2020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
供应链贸易	79.71	95.38	3.61	70.47	93.37	6.79	38.53	89.73	1.80

风电及光伏发电	2.04	3.16	55.00	2.57	1.83	54.93	2.08	4.89	69.17
其他	1.22	1.46	-27.05	2.13	2.82	21.89	2.32	5.42	7.89
合计	83.57	100.00	4.72	75.48	100.00	9.05	42.93	100.00	5.06

注：1. 2019年其他收入中含和田奇雅亚煤矿所产煤炭销售收入。2020年1—9月，其他业务中煤炭销售收入为1.06亿元；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2020年1－9月，公司实现营业收入42.93亿元，较2019年同期下降20.95%，主要系受疫情影响，公司供应链贸易上下游产业开工率降低及交通管制导致运输不畅导致供应链贸易收入减少，以及公司逐步回归煤炭主业自主降低供应链贸易规模共同影响所致。同期，公司综合毛利率为5.06%，其中，供应链贸易毛利率下降主要系当期根据贸易合同条款设置，运费由费用科目调整至成本科目所致；风电及光伏发电业务毛利率有所提升主要系公司通常在年底将设备检修维护等费用计入成本，当期毛利率阶段性偏高所致。

2. 供应链贸易

跟踪期内，公司供应链业务仍以煤炭产品和铝产品为主，与上游供应商和下游客户形成良好合作关系，但收款方式较付款方式宽松形成一定经营性占款；受铝价波动影响，公司缩减铝产品囤货规模。

跟踪期内，公司供应链贸易业务仍以产业链公司为主体平台；公司下属子公司国投新疆北翼铁路有限公司亦从事少量贸易业务，但规模较小。公司供应链贸易产品仍以铝产品和煤炭产品为主，贸易收入规模整体呈下降趋势。

表6 公司供应链贸易主要业务构成情况

（单位：亿元、%）

产品	2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
铝产品	53.52	0.83	36.65	2.81	25.04	1.05
煤炭产品	13.52	13.02	14.22	10.94	6.88	2.25

资料来源：公司提供

铝产品方面，由于国家进行电解铝行业区域结构调整，新疆利用其在能源方面的突出优势，聚集了较多的电解铝企业。产业链公司利用这一契机，围绕电解铝核心企业，整合供应链资源，建立电解铝销售网络，推进氧化铝市场前移，搭建区域氧化铝交易平台，不断完善延伸产业链，推进电煤、石油焦等业务。跟踪期内，产业链公司仍围绕新疆五彩湾区域开展供应链业务，以氧化铝、铝锭“长单+现货”购销业务为主，适时开展铝锭和氧化铝的囤货业务。铝产品购销模式、结算模式、主要客户及运输方式等未发生变化。

为了满足客户对氧化铝和铝锭的临时性需求，产业链公司逐步开展了囤货业务。截至2019年底和2020年9月底，产业链公司铝锭库存量分别为498.64吨和55.52吨，库存水平较2018年底大幅下降，主要系铝产品价格波动较大，公司在市场价格相对高位时缩减囤货业务规模所致。

表7 截至各期末公司铝产品库存情况（单位：吨）

类型	2018年	2019年	2020年9月
氧化铝	38358.61	--	--
铝锭	18038.35	498.64	55.52

资料来源：公司提供

煤炭产品方面，产业链公司主要为新疆北疆地区、南疆库拜地区等大型煤焦化循环经济一体化项目提供全产业链供应链服务，通过整合新疆南北疆煤焦化供应链各环节资源，逐步扩大产业链业务范围，发挥规模优势。业务产品覆盖焦煤、焦炭、煤焦油、粗苯等产品，围绕供应链服务的企业达30家以上。跟踪期内，煤炭产品购销模式、结算模式、主要客户及运输方式等未发生变化。

表8 近年公司铝产品及煤炭产品采购销售情况（含税价，单位：元/吨、万吨）

类别	2018年				2019年				2020年1—9月			
	采购均价	销售均价	价差	采购量	采购均价	销售均价	价差	销售量	采购均价	销售均价	价差	销售量
原煤	615.00	762.00	147.00	105.00	412.95	562.55	149.60	157.82	540.15	559.34	19.19	76.21

焦煤	1357.00	1457.00	107.00	40.09	1223.19	1257.26	34.07	48.08	1159.81	1214.19	54.38	19.08
氧化铝	3243.00	3431.00	188.00	19.75	2723.38	2875.42	152.04	32.09	2887.97	2933.87	45.90	10.74
毛铝	13705.00	14052.00	346.00	39.13	11971.98	12212.83	240.85	22.46	13713.07	13846.52	133.45	17.82

注：1.部分期间原煤销售均价与采购均价价差较大的原因为销售运费承担方式有所变化；2.表中原煤主要指焦煤
资料来源：公司提供

公司围绕核心客户开展供应链业务，销售产品数量变动主要系下游客户需求发生变化所致。2019年，公司原煤、焦煤和氧化铝贸易量分别为157.82万吨、48.08万吨和32.09万吨，同比均有所提升但售价有所下滑；铝锭贸易量及售价均同比有所下降。2020年1—9月，受疫情影响，供应链贸易上下游开工率大幅下降且交通运输受阻，公司煤炭产品和铝产品贸易量大幅减少。

3. 电力业务

跟踪期内，公司电力资产装机规模保持稳定，项目并网时间较早且已确定享有较高水平的电价补贴；风电机组利用水平有待进一步提高。

公司电力业务以哈密清洁能源为主体平台，公司间接持有哈密清洁能源100.00%股权。2019年，公司发电收入略有提升至2.87亿元。

跟踪期内，哈密清洁能源装机规模未发生变化。截至2020年9月底，哈密清洁能源已开发“哈密风电二期烟墩（7B）整装20万千瓦风电项目”和“哈密烟墩风间带10万千瓦光伏发电项目”（以下合并简称“烟墩风、光电项目”），合计装机30万千瓦。烟墩风、光电项目属于“哈密二期风电基地600万千瓦风电外送项目”。“哈密二期风电基地600万千瓦风电外送项目”是国家实施“疆电外送”战略的第一个特高压输电工程，也是西北地区大型火电、风电基地电力打捆送出的首个特高压工程。

烟墩风、光电项目已于2015年12月26日并网。根据2014年12月哈密地区发改委《关于新疆能源（集团）哈密清洁能源有限责任公司风电光伏发电项目上网电价的批复》（哈地发改价格〔2014〕57号），明确风电上网电价为0.5362元/千瓦时（含税），光伏上网电价0.8562元/千瓦时（含税）。烟墩风、光电项目已列入财政部《可再生能源电价补贴附加资金补助目录（第七批）》（财建〔2018〕250号）中，可确定享受国家可再生能源电价补贴。

表9 公司电力资产运营情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、小时、%）

项目		2018年	2019年	2020年1—9月
期末可控装机容量	风电机组	20	20	20
	光伏机组	10	10	10
	合计	**30**	**30**	**30**
期末权益装机容量	风电机组	20	20	20
	光伏机组	10	10	10
	合计	**30**	**30**	**30**
发电量	风电机组	3.28	3.44	2.50
	光伏机组	1.52	1.62	1.27
	合计	**4.80**	**5.06**	**3.77**
上网电量	风电机组	3.20	3.36	2.44
	光伏机组	1.49	1.59	1.25
	合计	**4.69**	**4.95**	**3.69**
发电设备年平均利用小时数	风电机组	1644.34	1678.88	1220.41
	光伏机组	1517.31	1587.10	1250.63
弃风弃光电量	风电机组	0.91	0.72	0.55
	光伏机组	0.32	0.09	0.04
弃风弃光率	风电机组	22.14	17.56	18.73
	光伏机组	13.13	5.53	9.88

资料来源：公司提供

公司发电量和上网电量受国家加大新能源消纳力度及出台有力举措进行保障影响而持续增加。2019年，公司发电量和上网电量分别为5.06亿千瓦时和4.95亿千瓦时；公司风电机组和光伏机组设备年平均利用小时数均较2018年有所增加，分别为1678.88小时和1587.10小时，风电机组利用水平有待进一步提高（根据国家能源局《关于2019年度全国可再生能源电力发展监测评价的通报》，2019年新疆除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区风电机组设备年平均利用小时数和保障性收购利用小时数分别为2026小时和1800小时，哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依光伏机组设备年平均利用小时数和保障性收购利用小时数分别为1473小时和1500小时）。

2020年1—9月，公司实现发电收入2.08亿元，发电量和上网电量分别为3.77亿千瓦时和3.69亿千瓦时；受疫情影响下游用电企业需求减少且风况差于上年同期等因素影响，弃风弃光率有所提高。

4. 经营效率

公司资产经营效率一般。

2019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6.09次、13.85次和0.34次，均较2018年底有所下降，主要系当年整体收入水平下滑及及存货规模增长所致。

5. 在建工程

公司在建项目后续投资资金需求较大，存在一定融资需求。

截至2020年9月底，公司在建项目预算投资金额合计为29.83亿元，已实现投资10.20亿元，待投资金额18.03亿元，待投资金额较大。其中预算投资金额较大的项目主要为哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿一期。

哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿一期项目预算总投资20.07亿元，截至2020年9月底已投资4.48亿元。哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿一期项目是公司自2016年以协议有偿出让方式获得探矿权且价款完全缴纳完毕、完成勘探工作的重要煤炭开发项目，一期项目探明资源量35.75亿吨。哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿位于三塘湖矿区，该矿区已被自治区人民政府确定为第三条“疆电外送”起始点，而该煤矿为矿区内唯一露天煤矿，开采条件优越，煤质好，适宜建设坑口电厂。石头梅一号露天煤矿已列入新疆维吾尔自治区“十三五”规划建设煤矿项目清单，批复产能500万吨/年，预计2021年达到500万吨/年产能，达产后可保障河西走廊等地区煤炭市场稳定供应。

表10 截至2020年9月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	开工日期	预计完工日期	截至2020年9月底已投资金额	后续拟投资金额	
					2020年10-12月拟投资金额	2021年及以后拟投资金额
润田煤矿、润北煤矿60万吨技改	2.01	2016.09开工 2017.05停工	计划工期2年	0.42	--	--
[illegible]	2.39	2019.05	2号露天矿于2019年8月底开始一期矿建工作	1.31	0.38	0.70
乌石化三供一业	5.36	2018.06	2021.05.30	3.99	1.37	--
[illegible]	20.07	2020.09	2021.12	4.48	1.81	13.77
合计	29.83	--	--	10.20	3.56	14.48

注：润田煤矿、润北煤矿60万吨技改需由年产60万吨中型煤矿整合为年产120万吨大型煤矿，目前正在办理项目核准和采矿权证所需的各项支撑性报告及前置批复文件，因此目前仍处停工状态
资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来发展规划清晰可行。

未来，公司将以调整产业结构为重点，以核心业务发展为方向，以资本运作为纽带，以

风险防控为底线，以资源储备及资源开发为先导，以安全生产为保障，通过多途径获取足够的资源储备，推进能源资源开发与转化业务，加强非能源矿产资源开发力度，着力发展能源服务业，重点关注对新疆维吾尔自治区经济发展有重要影响的能源资源项目、资源优势转化项目和资源惠民项目，围绕能源产业延伸拓展产业链，积极实施能源产业一体化发展，构建以资本运作支持产业经营，以产业经营推动资本运作的双轮驱动运营模式。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年财务报告，信永中和会计师事务所对公司2019年财务报告进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司提供的2020年前三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2019年底，公司合并范围净增5家子公司，合并范围变化不大，财务数据可比性较强。截至2020年9月底，公司合并范围内子公司合计32家。

会计政策方面，公司根据财政部颁发的财会〔2019〕6号《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。

截至2019年底，公司资产总额227.28亿元，所有者权益合计138.07亿元（含少数股东权益3.00亿元）；2019年，公司实现营业收入75.48亿元，利润总额0.44亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额230.96亿元，所有者权益合计136.26亿元（含少数股东权益2.97亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入42.93亿元，利润总额-1.69亿元。

2. 资产质量

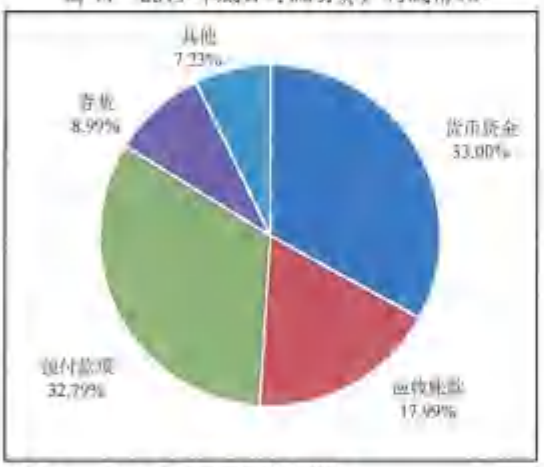
跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以固定资产和无形资产等非流动资产为主；预付款项规模较大，对资金形成一定占用；无形资产（采矿权）规模很大，流动性弱。公司整体资产质量一般。

截至2019年底，公司合并资产总额227.28亿元，较2018年底增长5.35%。其中，流动资产占27.27%，非流动资产占72.73%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2018年底变化不大。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产61.98亿元，较2018年底增长14.04%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占33.00%）、应收账款（占17.99%）、预付款项（占32.79%）和存货（占8.99%）构成。

图11 2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司货币资金20.45亿元，较2018年底增长35.99%，主要系短期借款增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占89.78%）和其他货币资金（占10.22%），其中，受限货币资金2.09亿元，占比一般，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2019年底，公司应收账款11.15亿元，较2018年底增长16.48%，主要为单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款（占36.10%）和按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（占63.66%），计提坏账准备0.33亿元，计提比例较低。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为7.31亿元，占应收账款余额的63.66%，账龄集中在1年以内（占96.07%），公司应收账款账龄较短，回收风险小。从欠款

方看，前五名欠款方合计欠款金额为8.51亿元，占应收账款余额的74.14%，应收账款集中度高。

表11 截至2019年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	是否关联方
国网新疆电力有限公司哈密供电公司	3.94	34.35	否
新疆[illegible]进出口贸易有限公司	1.61	14.01	否
新疆五家渠现代石油化工有限公司	1.48	12.87	否
新疆[illegible]有限公司	0.96	8.39	否
四川天旭机械有限公司	0.54	4.73	否
合 计	8.51	74.14	--

资料来源：公司财务报告

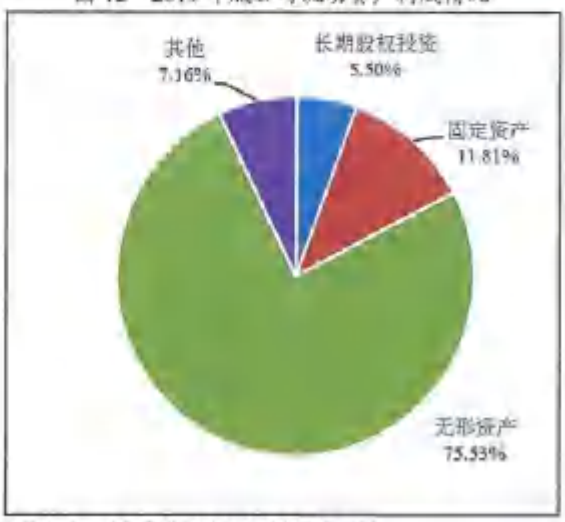
截至2019年底，公司预付款项20.33亿元，较2018年底下降3.03%。公司预付款项账龄以2年以内为主（占90.99%）。公司预付款项规模较大，对资金形成一定占用。

截至2019年底，公司存货5.57亿元，较2018年底增长28.18%，主要系本期新增未开发的土地储备0.86亿元所致；公司存货主要由库存商品（占71.51%）构成，其中库存商品主要为油气公司的工业油2.49亿元及产业链公司的沥青0.65亿元；存货均未计提跌价准备。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产165.30亿元，较2018年底增长2.42%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占5.50%）、固定资产（占11.81%）和无形资产（占75.53%）构成。

图12 2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司长期股权投资9.10亿元，较2018年底增长21.89%，主要系公司新增对上海亚商财富投资管理有限公司投资1.50亿元所致。

截至2019年底，公司固定资产账面价值合计19.53亿元，较2018年底增长5.65%，主要系和田布雅煤矿一号部分矿建工程完工转固所致。截至2019年底，公司固定资产成新率为78.14%，成新率较高。

截至2019年底，公司无形资产124.85亿元，较2018年底大幅增长，主要系三塘湖矿区石头梅一号露天矿项目采矿权由开发支出转入无形资产核算所致。公司无形资产主要为采矿权（占99.59%），累计摊销1.37亿元，计提减值准备70.43万元。

截至2019年底，公司受限资产共计6.84亿元，占总资产的3.01%，受限规模较小，主要为银行承兑汇票保证金和借款抵押、质押。

表12 截至2019年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	2.09	银行承兑汇票等业务保证金
应收票据	0.09	借款质押
应收账款	3.94	借款质押
无形资产	0.09	借款抵押
固定资产	0.30	借款抵押
投资性房地产	0.33	借款抵押
合计	**6.84**	--

资料来源：公司财务报告

截至2020年9月底，公司合并资产总额230.96亿元，较2019年底增长1.62%。其中，流动资产占28.20%，非流动资产占71.80%，资产结构较2019年底变化不大。同期，公司货币资金20.99亿元，较2019年底增长2.62%；应收账款13.50亿元，较2019年底增长21.05%，主要系应收电费补贴款及油品贸易产生的应收款增长所致；预付款项20.73亿元，较2019年底增长2.00%；存货4.42亿元，较2019年底下降20.67%；非流动资产规模及结构较2019年

底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益仍以实收资本为主，所有者权益结构稳定性好；公司全部债务规模有所增长，债务负担仍较轻。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益 138.07 亿元，较 2018 年底增长 1.38%。其中，归属于母公司的所有者权益占 97.83%，少数股东权益占 2.17%。同期，公司归属于母公司的所有者权益 135.07 亿元。其中，实收资本 126.47 亿元、资本公积 1.17 亿元、其他综合收益-0.26 亿元、专项储备 0.01 亿元、盈余公积 0.30 亿元、未分配利润 7.38 亿元。公司实收资本占比高，所有者权益结构稳定性好。

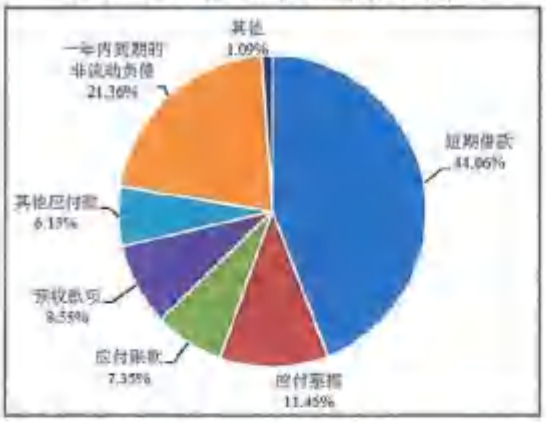
截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 136.26 亿元（含少数股东权益 2.97 亿元），较 2019 年底下降 1.31%，主要系未分配利润受当期亏损影响较上年底下降 23.73%至 5.63 亿元所致；所有者权益结构较 2019 年底变化不大。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额 89.21 亿元，较 2018 年底增长 12.14%，主要系短期借款增长所致。其中，流动负债占 61.74%，非流动负债占 38.26%，流动负债占比较高。

截至 2019 年底，公司流动负债 55.08 亿元，较 2018 年底增长 44.30%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 44.06%）、应付票据（占 11.46%）、应付账款（占 7.35%）、预收款项（占 8.55%）、其他应付款（占 6.13%）和一年内到期的非流动负债（占 21.36%）构成。

图 13　2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款 24.27 亿元，较 2018 年底增长 32.55%，主要系本期新增贷款所致。公司短期借款主要为信用借款（占 80.35%）。

截至 2019 年底，公司应付票据 6.31 亿元，较 2018 年底下降 30.25%，主要系产业链公司商业承兑汇票到期兑付增加所致。

截至 2019 年底，公司应付账款 4.05 亿元，较 2018 年底增长 6.50%。应付账款账龄以 1 年内为主（占 62.73%）。

截至 2019 年底，公司预收款项 4.71 亿元，较 2018 年底增长 42.52%，主要系油品贸易规模扩大，预收客户款项增长所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 3.38 亿元，较 2018 年底增长 92.53%，主要系新增维修改造款 1.28 亿元所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.77 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系 3.00 亿元“17 新疆能源 MTN001”和 6.20 亿元“17 新源 01”临近到期调整至此科目所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 34.13 亿元，较 2018 年底下降 17.52%，主要系临近到期应付债券调整至流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.95%）、应付债券（占 47.40%）、长期应付款（占 12.61%）和递延收益（占 5.33%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 11.58 亿元，

较 2018 年底下降 11.28%，主要系临近到期长期借款调整至流动负债所致；长期借款主要为质押借款（占 91.02%）。

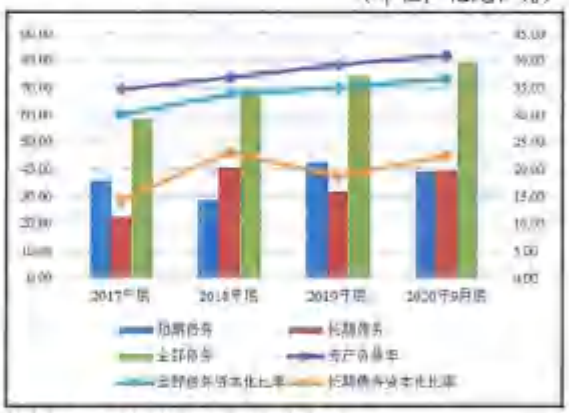
截至 2019 年底，公司应付债券 16.18 亿元，较 2018 年底下降 36.30%，主要系临近到期应付债券调整至流动负债所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款 4.30 亿元，较 2018 年底增长 69.41%，主要系本期新增应付昆仑金融租赁融资 2.30 亿元融资租赁款所致。

若将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务同比增长 6.81%至 74.41 亿元，其中短期债务占 56.91%。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.25%和 35.02%，均较 2018 年底小幅增长；长期债务资本化比率为 18.85%，较 2018 年底下降 4.29 个百分点。

图 14　近年公司负债水平和债务负担情况

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 9 月底，公司负债合计 94.70 亿元，较 2019 年底增长 6.15%，主要系长期借款和应付债券增长所致，其中流动负债和非流动负债分别占 56.09%和 43.91%，非流动负债占比较上年底有所提升。同期，若将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务，公司全部债务 79.12 亿元，较 2019 年底增长 6.33%，其中短期债务占 49.76%。同期，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 41.00%、36.74%和 22.58%，均较 2019 年底有所提高。

从长期债务期限结构看，公司 1~2 年内债务到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

表 13　截至 2020 年 9 月底公司长期债务期限结构

（单位：亿元）

类型	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上	小计
长期借款	4.85	--	--	--	10.65	15.50
应付债券	19.93	--	--	--	--	19.93
长期应付款	--	2.04	2.29	--	--	4.32
合计	24.78	2.04	2.29	--	10.65	39.75

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入仍以供应链贸易收入为主，利润水平较低；2020 年 1－9 月，受疫情影响，公司发生经营亏损。

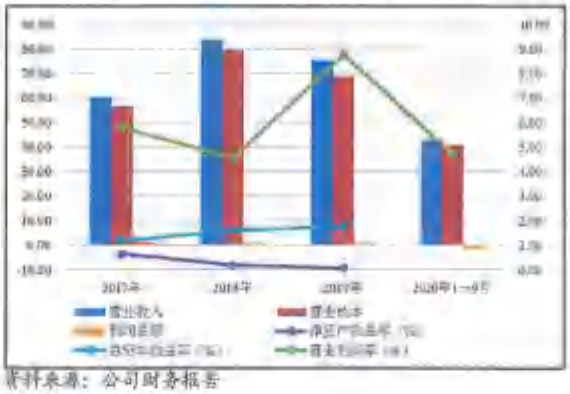
2019 年，公司实现营业收入 75.48 亿元，同比下降 9.69%，主要系受大宗商品市场低迷影响，产业链公司和油气公司收入下降所致；营业成本 68.65 亿元，同比下降 13.79%；营业利润率 8.77%，同比增长 4.20 个百分点。

期间费用方面，2019 年公司期间费用为 6.90 亿元，同比增长 28.63%。其中，销售费用为 2.16 亿元，同比增长 46.08%，主要系运输费用计入所致；管理费用为 1.37 亿元，同比增长 38.48%，主要系人员薪酬费用增长及“四供一业”项目新增资产，折旧及摊销增加所致；财务费用为 3.37 亿元，同比增长 16.38%，主要系债务规模上升导致利息费用增加所致。同期，公司期间费用占收入比例为 9.14%，同比增长 2.72 个百分点，公司费用控制能力有所弱化，期间费用对利润侵蚀程度一般。

2019 年，公司投资收益为 0.32 亿元，主要系对合营企业的长期股权投资形成收益所致；其他收益下降至 0.34 亿元；营业外收支规模较小。

受上述因素共同影响，2019 年，公司利润总额同比下降 29.46%至 0.44 亿元。公司利润水平较低。

图 15 近年公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率为 1.76%，同比增长 0.18 个百分点；净资产收益率为 0.07%，同比下降 0.10 个百分点。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 42.93 亿元，较 2019 年同期下降 20.95%，主要系受疫情影响，公司供应链贸易上下游产业开工率降低及交通管制导致运输不畅导致相关供应链贸易收入减少，以及公司逐步回归煤炭主业自主降低供应链贸易规模共同影响所致；公司营业利润率为 4.70%，较 2019 年同期下降 0.52 个百分点；公司实现利润总额-1.69 亿元，亏损规模较 2019 年同期有所扩大，其中，投资收益-0.39 亿元，主要系原油价格下跌，公司投资的油田项目亏损所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动获现情况存在一定波动，仍存在一定对外融资需求。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量为 74.58 亿元，同比下降 32.59%，主要系 2018 年贸易规模较大所致。同期，公司现金收入比同比下降 10.57 个百分点至 88.77%，公司收入实现质量较弱。2019 年，公司经营活动现金流出量为 69.00 亿元，同比下降 38.38%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；经营活动现金流量净额为 5.59 亿元，同比由负转正。2019 年公司经营获现能力有所增强。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入量为 0.31 亿元，同比大幅下降，主要系当期无收回投资收到的现金；投资活动现金流出量为 3.32 亿元，同比下降 42.13%，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大幅减少所致。同期，公司投资活动产生现金流量净额为-3.01 亿元，净流出规模有所缩小。

2019 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为 2.58 亿元，同比由负转正，但考虑公司在建项目尚需投资规模较大，仍存在一定对外融资需求。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动产生的现金流入为 27.60 亿元，同比下降 44.97%，主要系取得借款规模下降所致；筹资活动产生的现金流出为 23.69 亿元，同比下降 33.15%，主要系公司偿还债务规模减少所致；筹资活动现金流量净额为 3.92 亿元，同比大幅下降。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为-0.70 亿元；公司投资活动现金流量净额为-0.58 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 1.87 亿元。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	68.92	110.65	74.58	43.43
[illegible]	71.36	111.97	69.00	44.13
经营活动现金净流量	-2.44	-1.33	5.59	-0.70
[illegible]	79.26	99.34	88.77	94.25
投资活动现金净流量	-49.49	-5.12	-3.01	-0.58
[illegible]	-51.93	-6.45	2.58	-1.28
筹资活动现金净流量	35.82	14.74	3.92	1.87

资料来源：根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较弱，考虑到政府支持力度大，融资渠道畅通，以及公司煤炭等资源较为丰富，随着资源开发进度推进，公司收入及盈利水平有望提高，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 112.52%和

102.41%，较 2018 年底分别下降 29.85 个百分点和 28.58 个百分点；现金短期债务比为 0.54 倍。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别提升至 122.60%、114.29%和 0.61 倍。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力来看，2019 年，公司 EBITDA 小幅增长至 5.66 亿元；全部债务/EBITDA 为 13.14 倍，同比保持稳定；EBITDA 利息保障倍数为 1.55 倍，同比小幅下降。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 9 月底，公司共获得综合授信总额度 101.40 亿元，其中未使用额度 51.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到当地政府对公司支持力度大，融资渠道畅通，以及公司煤炭等资源较为丰富，随着资源开发进度推进，公司收入及盈利水平有望提高，公司整体偿债能力很强。

7．公司本部财务分析

跟踪期内，公司本部营业收入规模较小，盈利能力弱，盈利及偿债主要依靠子公司。

截至2019年底，公司本部资产总额为175.85亿元。其中流动资产占11.36%，非流动资产占88.64%。同期，公司本部流动资产19.99亿元，主要由货币资金（占33.98%）和其他应收款（占60.39%）构成。截至2019年底，公司本部非流动资产155.87亿元，主要由长期股权投资（占21.35%）和无形资产（占76.92%）构成。截至2019年底，公司本部流动比率为61.35%。

截至2019年底，公司本部所有者权益125.50亿元。其中，实收资本126.47亿元、资本公积0.10亿元、盈余公积金0.30亿元、未分配利润-1.37亿元。

截至2019年底，公司本部负债合计50.35亿元。其中，流动负债占64.69%，非流动负债占35.31%。同期，公司本部流动负债32.58亿元，主要由短期借款（占58.63%）、其他应付款（占11.51%）和一年内到期的非流动负债（占28.57%）构成。截至2019年底，公司本部非流动负债17.78亿元，主要由长期借款（占5.17%）和应付债券（占90.99%）构成。截至2019年底，公司本部资产负债率为28.63%，全部债务资本化比率为26.61%，负债水平低。

2019年，公司本部营业收入为1.15亿元，期间费用2.39亿元，投资收益为0.52亿元，利润总额为-1.10亿元。

2019年，公司本部经营活动现金流净额为0.50亿元；投资活动现金流净额为-2.29亿元；筹资活动现金流净额为3.03亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司本部资产 180.44 亿元，较 2019 年底增长 2.61%；所有者权益 123.09 亿元，较 2019 年底下降 1.92%。同期，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 31.78%、30.19%和 21.83%，较 2019 年底分别上升 3.15 个百分点、3.58 个百分点和 9.84 个百分点。

2020 年 1—9 月，公司本部营业收入为 0.05 亿元，利润总额为-2.38 亿元，亏损主要系利息费用规模较大所致。同期，公司本部经营活动净现金流-0.41 亿元，投资活动净现金流-0.21 亿元，融资活动净现金流 4.94 亿元。

8．抗风险能力

公司是自治区国资委重要的能源项目投融资平台，获取资源优势突出；自治区人民政府对公司支持力度大，有助于公司提升经营水平及抗风险能力。总体看，公司抗风险能力很强。

十、存续期内偿债能力分析

考虑到公司融资渠道畅通，2021 年煤矿开发逐步推进，公司收入及盈利水平有望提升等因素，整体看，公司 2021 年待偿还债券的偿还风险较小。

截至本报告出具日，若考虑“18 新源 01”附有回售选择权的情况，公司 2021 年内尚需偿还债券本金合计 19.50 亿元（假设“18 新源 01”

进行回售），2022 年需偿还债券本金合计 6.80 亿元，2023 年需偿还债券本金合计 5.50 亿元（假设“18 新源 01”未进行回售），2021 年公司待偿还债券本金合计最高。以 2021 年待偿还金额 19.50 亿元为基础进行测算。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 68.92 亿元、110.65 亿元和 74.58 亿元，分别为 2021 年待偿还金额的 3.53 倍、5.67 倍和 3.82 倍；同期，公司经营活动现金净额分别为-2.44 亿元、-1.33 亿元和 5.59 亿元，波动较大，不能对 2021 年待偿还金额形成保障。截至 2019 年底及 2020 年 9 月底，公司非受限现金类资产分别为 20.62 亿元和 21.98 亿元，分别为 2021 年待偿还金额的 1.06 倍和 1.13 倍。考虑到公司融资渠道畅通，2021 年煤矿开发逐步推进，公司收入及盈利水平有望提升等因素，整体看，公司 2021 年待偿还债券的偿还风险较小。

表 15　截至 2021 年 1 月 18 日公司应付债券情况

（单位：年、亿元）

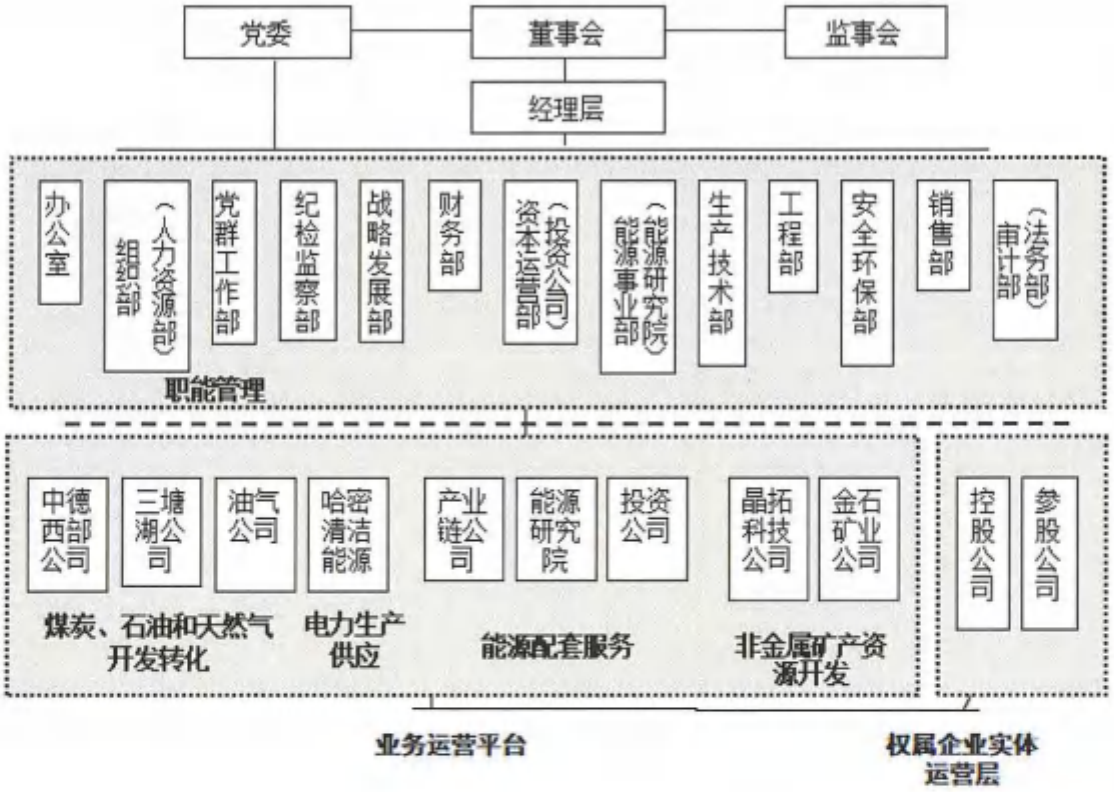
债券简称	到期日	下一回售日	当前余额
18 新疆能源 MTN001	2021/4/18	--	5.00
18 新疆能源 MTN002	2021/4/27	--	5.00
20 新疆能源 CP001	2021/8/26	--	4.00
20 新源 01	2022/10/30	--	6.30
17 新源 01	2022/11/17	--	0.50
18 新源 01	2023/6/29	2021/6/29	5.50
合计	--	--	**26.30**

资料来源：wind，联合资信整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持新疆能源（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“20 新疆能源 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司子公司列表

序号	企业名称	主要经营地	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)	表决权比例(%)
1	新疆能源（集团）投资有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	能源、资源类投资管理等	56000.00	100.00	100.00
2	新疆能源研究院有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	能源研究等	1000.00	100.00	100.00
3	新疆能源（集团）产业链有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	煤炭批发等	34250.00	100.00	100.00
4	新疆哈密三塘湖能源开发建设有限责任公司	新疆哈密地区巴里坤县	煤炭行业投资管理	500.00	100.00	100.00
5	新疆能源（集团）石油天然气有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	石油、天然气、油气资源投资	100000.00	100.00	100.00
6	新疆中德西部能源有限公司	新疆昌吉市	煤炭批发；销售	11953.47	100.00	100.00
7	新疆能源（集团）置业有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	房地产开发、房屋租赁。	13700.00	100.00	100.00
8	新疆能源（集团）晶拓科技材料有限责任公司	新疆阿勒泰市	石英石、石英砂加工、销售	5000.00	100.00	100.00
9	新疆润田科技发展有限公司	新疆吐鲁番市	矿业投资	4074.85	51.00	51.00
10	新疆能源（集团）智慧能源控股有限公司	新疆乌鲁木齐市	能源及能源互联网领域的实业投资	4150.00	100.00	100.00
11	新疆能源集团托克逊洁净环保科技有限公司	新疆吐鲁番市	洁净环保科技项目投资	3300.00	51.00	51.00
12	国投新疆北翼铁路有限公司	新疆哈密市	铁路建设项目的开发、投资	2000.00	100.00	100.00
13	新疆中润石油天然气股份有限公司	新疆乌鲁木齐市	石油天然气勘探开发；能源矿产地质勘查；石油天然气炼化及产品销售；其他道路运输辅助活动	1200.00	60.00	60.00
14	新疆能源（集团）和田能源有限责任公司	新疆和田地区	采矿业	2816.25	100.00	100.00
15	新疆能源（集团）油气研究院有限责任公司	新疆乌鲁木齐市	石油等资源的技术研究咨询	0.00	100.00	100.00
16	新疆能源（集团）哈密清洁能源有限责任公司	新疆哈密市	风电、光伏发电项目建设、生产	28000.00	100.00	100.00
17	新疆能源集团投资（香港）有限公司	香港	进出口、贸易、信息网络、投资、咨询	6848.55	100.00	100.00
18	新疆能源（集团）克州兴新能源开发有限责任公司	克州地区	石油加工、炼焦和核燃料加工	3110.00	100.00	100.00
19	石河子市丰拓硅材料科技有限公司	新疆石河子	碳化硅微粉及制品生、销售	7250.00	55.17	55.17
20	托克逊县润北矿业有限公司	新疆吐鲁番市	矿业投资	100.00	100.00	100.00
21	托克逊县润田矿业有限公司	新疆吐鲁番市	矿业投资	100.00	100.00	100.00
22	新能天山石油化工（大连）有限公司	新疆乌鲁木齐市	成品油、化工产品销售。	10200.00	100.00	100.00
23	新疆准东能源服务有限公司	新疆乌鲁木齐市	电力供应，电器设备修理	7920.00	51.52	51.52
24	新疆能源(集团)乌恰县兴新生态农牧科技有限公司	新疆克州乌恰县	饲草种植、销售	1450.00	67.00	67.00
25	新疆润辉新型节能材料有限公司	新疆吐鲁番市托克逊县	非金属矿物制品生产销售	130.00	100.00	100.00
26	新疆能源集团塔北石油天然气有限责任公司	新疆阿克苏	石油、天然气资源勘探开发，煤炭批发销售	200.00	100.00	100.00
27	能源（集团）华油技术服务有限公司	新疆乌鲁木齐市	井上技术开发咨询服务	300.00	51.00	51.00
28	能源（集团）金石矿业有限公司	新疆乌鲁木齐市	建材批发销售	500.00	66.00	66.00
29	新疆能源新诚矿业有限公司	新疆乌鲁木齐市	非金属矿采选业	200.00	60.00	60.00
30	新疆新能国铁供应链管理有限公司	新疆吐鲁番市托克逊县	装卸搬运和仓储业	1210.00	51.00	51.00
31	新疆新铁能源供应链管理有限公司	新疆阿克苏	商务服务业	247.00	65.00	65.00
32	新疆新能中碳实业有限公司	新疆乌鲁木齐市	能源资源类产业供应	500.00	34.00	67.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.10	16.84	22.71	24.02
资产总额（亿元）	207.75	215.74	227.28	230.96
所有者权益合计（亿元）	135.51	136.19	138.07	136.26
短期债务（亿元）	35.71	28.68	42.35	39.37
长期债务（亿元）	22.64	40.99	32.06	39.75
全部债务（亿元）	58.35	69.67	74.41	79.12
营业收入（亿元）	60.34	83.57	75.48	42.93
利润总额（亿元）	1.26	0.63	0.44	-1.69
EBITDA（亿元）	4.36	5.28	5.66	--
经营性净现金流（亿元）	-2.44	-1.33	5.59	-0.70
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.40	8.56	6.09	--
存货周转次数（次）	17.82	17.70	13.85	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.39	0.34	--
现金收入比（%）	79.26	99.34	88.77	94.25
营业利润率（%）	5.78	4.56	8.77	4.70
总资本收益率（%）	1.18	1.58	1.76	--
净资产收益率（%）	0.64	0.17	0.07	--
长期债务资本化比率（%）	14.32	23.14	18.85	22.58
全部债务资本化比率（%）	30.10	33.84	35.02	36.74
资产负债率（%）	34.77	36.87	39.25	41.00
流动比率（%）	101.71	142.37	112.52	122.60
速动比率（%）	92.29	130.99	102.41	114.29
经营现金流动负债比（%）	-4.94	-3.47	10.14	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.59	0.54	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	1.67	1.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.40	13.20	13.14	--

注：1. 公司前 2020 年三季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中融资租赁款调整至长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.09	5.56	7.10	11.12
资产总额（亿元）	161.66	168.23	175.85	180.44
所有者权益合计（亿元）	124.96	124.33	125.50	123.09
短期债务（亿元）	26.89	16.20	28.41	18.87
长期债务（亿元）	9.24	26.39	17.10	34.37
全部债务（亿元）	36.13	42.59	45.50	53.23
营业收入（亿元）	*	0.02	1.15	0.05
利润总额（亿元）	-0.07	-0.91	-1.10	-2.38
EBITDA（亿元）	-0.05	-0.87	-1.06	--
经营性净现金流（亿元）	-2.70	-0.62	0.50	-0.41
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	2.88	7.14	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	117.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	*	*	25.90	-50.62
总资本收益率（%）	-0.10	-0.54	-0.66	--
净资产收益率（%）	-0.13	-0.72	-0.90	--
长期债务资本化比率（%）	6.89	17.51	11.99	21.83
全部债务资本化比率（%）	22.43	25.52	26.61	30.19
资产负债率（%）	22.70	26.09	28.63	31.78
流动比率（%）	53.09	105.82	61.35	111.25
速动比率（%）	53.09	105.82	61.35	111.06
经营现金流动负债比（%）	-9.88	-3.61	1.54	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.34	0.25	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	-738.05	-49.11	-43.09	--

注：1. 公司本部前 2020 年三季度财务数据未经审计；2. "*" 为数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	（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%
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
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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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