跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1376 号

山西蓝焰控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山西蓝焰控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山西蓝焰控股股份有限公司发行的“20 蓝焰 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

山西蓝焰控股股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
20 蓝焰 01	10.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2020.4.10

担保方：“20 蓝焰 01”由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司担保

担保方式：连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 15 日

主要财务数据：

发行人：山西蓝焰控股股份有限公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	73.53	79.79	88.03	86.51
所有者权益（亿元）	32.61	39.29	44.21	45.14
长期债务（亿元）	7.81	14.24	16.95	18.46
全部债务（亿元）	28.82	22.95	23.81	24.36
营业收入（亿元）	19.04	23.33	18.87	3.72
净利润（亿元）	4.75	6.67	5.40	0.92
EBITDA（亿元）	10.51	12.63	11.18	--
经营性净现金流（亿元）	7.06	6.92	8.63	0.18
营业利润率（%）	32.86	37.36	40.31	38.14
净资产收益率（%）	20.03	18.56	12.93	--
资产负债率（%）	55.65	50.75	49.78	47.83
全部债务资本化比率（%）	46.91	36.87	35.01	35.52
流动比率（倍）	0.97	1.44	1.37	1.62
EBITDA全部债务比（倍）	0.36	0.55	0.47	--
EBITDA利息倍数（倍）	6.56	8.99	8.86	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	1.26	1.12	--

担保方：山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020年3月
资产总额（亿元）	2,491.95	2,794.54	2,943.47	3,048.31
所有者权益（亿元）	408.99	644.85	712.46	734.36
营业收入（亿元）	1,665.34	1,745.59	1,752.11	316.87
净利润（亿元）	7.60	13.25	15.04	-1.97
资产负债率（%）	83.59	76.92	75.80	75.91

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 融资租赁款已计入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 公司和担保方 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，山西蓝焰控股股份有限公司（以下简称“公司”或“蓝焰控股”）作为国内煤层气龙头企业，在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面保持较强的竞争优势。2019 年，公司煤层气采销规模持续扩大，主营业务盈利水平进一步提高；经营性活动现金流的净流入规模进一步扩大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司客户集中度仍较高，关联交易占比大；在建项目投资规模较大；政府补贴和增值税退税占公司利润总额比重较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工，以及安监趋严、气权改革等有利环境下，公司经营性业务收入有望进一步增长，综合实力将进一步增强。

“20 蓝焰 01”由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）提供连带责任保证担保。2019 年，晋煤集团经营状况良好，收入、利润及经营性现金流维持较大规模，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，其担保对于“20 蓝焰 01”债券的到期还本付息仍具积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 蓝焰 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司属国内煤层气龙头企业，综合竞争优势明显。公司作为国内煤层气龙头企业，在区域行业地位、产业链完善程度、技术水平等方面具备显著的综合竞争优势。

2. 控股股东对公司业务开展的支持力度大。跟踪期内，控股股东在气井租用以及煤层气销售业务等方面对公司提供较大的支持。

3. 公司业务规模持续扩大，主营业务盈利

水平高。跟踪期内，公司煤层气采销数量持续扩大，主营业务毛利率得以增长；经营性活动现金流净流入规模进一步扩大；政府补贴规模较大，且持续性较好。

关注

1.公司客户集中度高，且客户多为关联方。由于公司的业务模式特点所致，公司主要客户多为关联方，且客户集中程度仍较高。

2．公司在建项目资金需求较大，相关债务存在一定的集中偿付压力。公司在建项目资金需求较大，后继资本支出压力较大。公司相关债务存在一定的集中偿付压力。

3．公司自身业务对利润的贡献程度偏低。政府补贴和增值税退税占公司利润总额的比重较大，自身业务对利润的贡献程度偏低；预计未来财政补贴的波动会对公司生产经营造成较大影响。

4．担保方晋煤集团煤债务负担较重，盈利能力较弱。晋煤集团债务负担较重，盈利能力偏弱，且利润对非经常性损益的依赖性较强。

分析师

周珂鑫　登记编号（R0040218060004）
华艾嘉　登记编号（R0040219080001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次(期)债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

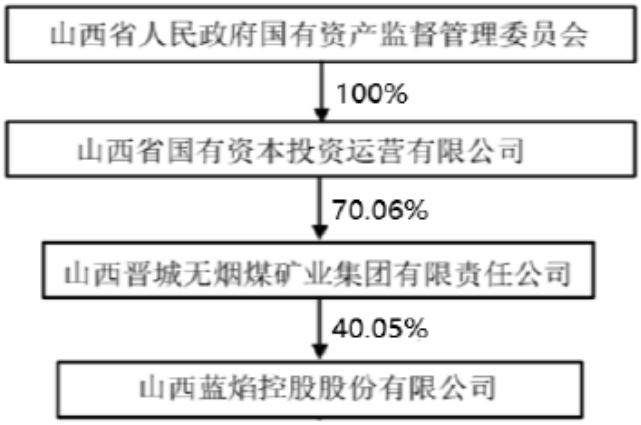
一、主体概况

山西蓝焰控股股份有限公司（以下简称“公司”或“蓝焰控股”）前身为山西神州煤电焦化股份有限公司（以下简称“神州股份”），经山西省人民政府晋政函〔1998〕163号文批准，由太原煤炭气化（集团）有限责任公司（以下简称为“太原煤气化”）、山西省经济建设投资公司、北京华煤工贸公司、中煤多种经营工贸总公司、四达矿业公司共同发起设立，控股股东为太原煤气化。神州股份于1998年12月22日正式在山西省工商行政管理局登记注册，注册资本为24,519万元。神州股份于2000年6月22日在深圳证券交易所挂牌上市，证券简称“神州股份”，证券代码“000968.SZ”。

2004年9月，神州股份更名为“太原煤气化股份有限公司”，证券简称变更为“煤气化”，证券代码不变。经中国证券监督管理委员会《关于核准太原煤气化股份有限公司向山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2016〕第3160号）核准，公司于2016年12月向山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）发行人民币普通股（A股）股票262,870,153股股份购买相关资产，于2017年3月，配套融资非公开发行新股190,885,507股。上述非公开发行股票后，公司股份数量为967,502,660股。

2017 年 5 月 22 日，经山西省工商行政管理局核准，公司名称由太原煤气化股份有限公司变更为现名，证券简称变更为“蓝焰控股”，证券代码不变。截至 2019 年底，公司注册资本为 9.68 亿元，控股股东和实际控制人为晋煤集团。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要经营范围：煤层气地面开采；矿产资源勘查；煤矿瓦斯治理服务；煤层气工程设计、咨询、施工；道路货物运输；以自有资金对外投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 3 月底，公司内设董事会秘书处兼综合部、财务部、证券部等 4 个职能部门；公司拥有子公司 9 家；在职员工 2,138 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 88.03 亿元，负债合计 43.82 亿元，所有者权益 44.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 18.87 亿元，净利润 5.40 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.79 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 86.51 亿元，负债合计 41.38 亿元，所有者权益 45.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.52 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.72 亿元，净利润 0.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.12 亿元。

公司注册地址：山西省太原市和平南路 83 号；法定代表人：王保玉。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕483 号文的核准，公司于 2020 年 4 月 16 日公开发行 10.00 亿元公司债券，期限为 5 年，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。于 2020 年 4 月 23 日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“20 蓝焰 01”，债券代码“149098.SZ”。根据募集说明书承诺，公司募集资金拟用于偿还公司存续债“18 蓝焰 01”以及补充公司营运资金。截至 2020 年 4 月底，“20 蓝焰 01”募集资金已按照募集资金承诺情况使用，目前未使用金额为 2.5 亿元。

“20 蓝焰 01”尚未到首次付息日。

三、行业分析

公司主要经营煤层气销售业务，煤层气是非常规天然气的一种，是一种清洁高效能源，其热值和天然气相当，用途也和天然气类似。天然气行业的变动对该细分行业的影响较大。

1．行业概况

2019 年，天然气消费增速有所放缓，但天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种，其占一次能源消费比例有所提高；2019 年我国仍保持多元化的气源供给，天然气对外依存度仍保持较高水平。储气库建设、管道铺设、LNG 接收站等基础设施仍有序推进。

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60%~70%。

天然气供给方面，2019 年，中国天然气产量 1,736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；天然气进口量 1,342.64 亿立方米，同比增长 6.83%。2019 年，中国天然气对外依存度为 43.61%，同比略有下降。2019 年，中俄东线天然气管道建成通气，来自俄罗斯的天然气将与中国东北、京津冀和长江三角洲主消费市场对接。中国东部天然气主消费市场已经形成多气源竞争格局。

天然气需求方面，2019 年，中国天然气表观消费量 3,042.51 亿立方米，同比增长 7.39%，增速有所放缓的，对比其他能源消费种类，天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量仍保持快速增长。天然气在一次能源消费总量中的占比约为 8.3%，比上年增长约 0.5 个百分点。

储气库方面，截至 2018 年末，中国累计建成 26 座地下储气库，调峰能力达 130 亿立方米。2018 年中国已建储气库达容扩容稳步推进，国内第一座民营储气库—港华燃气金坛储气库一期投产，中国石油顾辛庄储气库投运，中国石化文 23 储气库初步完工。

管道铺设方面，截至 2018 年末中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使得天然气管道总里

程已达 7.6 万千米。其中，潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道 1,540 千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外，南川水江—涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设，建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进，广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网项目动工，计划 2020 年末建成。

LNG 接收站方面，截至 2019 年末，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，总接卸能力达 9,035 万吨/年，预计 2020 年中国在建及扩能 LNG 接收站至少 8 座，接收能力为 2,355 万吨/年，投产后接收能力将进一步提升。三大石油公司主导着国内 LNG 接收站的投资和建设，目前三大石油公司接收站 18 座，能力 8,230 万吨/年，占比超过 90%；其中以中海油所占份额最大。截至 2018 年末，中海油在全国拥有 10 座 LNG 接收站，接收能力 4,520 万吨/年，居全国首位，2019 年计划新建 2 座接收站，扩建 4 座接收站，同时规划建设 3 座新接收站，进一步扩充其在国内的 LNG 接收能力。

2．行业政策

2019 年，我国仍出台多项政策推动天然气改革，随着国家油气管网公司的成立，中游跨省区管网成本监审、输配定价将由国务院价格主管部门监督、设定，上下游气源端、分销端的定价将趋于市场化。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，要求推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。

2019 年 5 月，国家发改委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，要求进一步改革机制、强化监管，更大力度地推动油气管网设施公平开放，营造公平开放的制度环境，提高油气管网设施利用效率，加快油气市场多元竞争。

2019 年 12 月，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）在北京正式成立，国资委、中石油、中石化和中海油持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。国家管网公司主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入。国家管网公司标志着中国石油天然气管网运营机制市场化改革迈出了关键一步，目前包括资产评估划拨、运销协调等工作在持续推进。

3．行业关注

（1）城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

（2）气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

（3）价格波动

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

4．行业发展

未来我国天然气需求仍将保持快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、调峰能力、储气能力等将得到有效改善。

在需求端，根据“能源发展十三五规划”，我国将扩大城市高污染燃料禁燃区范围，加快实施“煤改气”，同时结合近两年国家对煤改气的政策执行力度看，未来两年国内天然气需求仍有望保持较快增速；在供给端，由于国产气产量和进口管道气供应量增长相对较为稳定，未来国内天然气需求的增量主要还是由海外进口 LNG 来满足。随着国家政策的引导，天然气储备规模有望扩大、需求量持续增长、管网建设不断完善、价格倒挂现象将逐步得到缓解，“十三五”期间天然气行业面临较好的外部发展环境。

四、管理分析

跟踪期内，公司未发生重大管理变更事项。公司高管团队人员基本稳定，相关管理制度延续以往模式，公司经营状况稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，煤层气销售、瓦斯治理服务、气井建造工程业务仍是公司主要的收入来源，受气井建造工程施工量减少的影响，收入规模有所下降；受煤层气销售均价上升以及气井建造工程成本下降的影响，产品盈利水平有所提高。

公司营业收入来自煤层气销售、瓦斯治理服务、气井建造工程及其他业务。2019 年，公司实现营业收入 18.87 亿元，较上年下降 19.12%，主要系气井建造工程施工量减少所致。综合毛利率为 42.21%，较上年上升 3.90 个百分点，主要系煤层气销售和气井建造工程毛利率上升所致。

表 1　公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤层气销售	11.21	58.89	36.26	11.82	50.46	42.86	13.36	70.80	45.97
气井建造工程	4.70	24.67	35.68	8.44	36.16	40.17	2.48	13.15	50.99
瓦斯治理服务	2.83	14.84	27.59	2.82	12.09	16.77	2.79	14.78	16.34
其他	0.30	1.60	-2.44	0.26	1.29	4.53	0.24	1.27	12.64
合计	**19.04**	**100.00**	**23.98**	**23.33**	**100.00**	**38.31**	**18.87**	**100.00**	**42.21**

资料来源：公司提供

从收入构成看，煤层气销售、瓦斯治理服务、气井建造工程业务是公司主要的收入来源。2019 年，煤层气销售实现收入 13.36 亿元，较上年增长 13.03%，主要系煤层气销量和销售均价均增加所致，占当期公司营业收入的比重由上年的 50.46%上升至 70.80%。公司气井建造工程实现收入 2.48

亿元，较上年大幅下降 70.62%，主要系公司气井建造工程量减少所致，占比由上年的 36.16%下降至 13.15%。2019 年，公司瓦斯治理服务收入为 2.79 亿元，小幅下降。公司其他收入包括下属子公司提供的 CNG 和 LNG 运输服务、转供电及气井建造工程相关的施工及技术服务获得的收入，占比较小，对公司整体收入影响不大。

从毛利率水平看，2019 年，煤层气销售毛利率同比上升 3.11 个百分点至 45.97%，主要系煤层气销售均价较上年增长所致；气井建造工程毛利率同比上升 10.82 个百分点至 50.99%，主要系相关工程完工决算，实际成本低于计划成本，差额部分调整至当期成本所致。瓦斯治理服务毛利率下降 0.43 个百分点至 16.34%，基本保持稳定。受此综合影响，2019 年，综合毛利率为 42.21%，较上年上升 3.90 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.72 亿元，较上年同期下降 8.55%，主要系上年同期有煤矿瓦斯治理服务业务所致。实现净利润 0.92 亿元，较上年同期下降 22.08%，主要系煤层气销售补贴政策调整导致其他收益减少所致。

2. 煤层气销售业务

由于公司控股股东晋煤集团矿区瓦斯含量高，存在较大的瓦斯治理需求，公司最初在晋煤集团所属寺河、成庄、郑庄、胡底等矿区范围内进行煤层气地面抽采利用工程，2010年开始，在山西省“气化山西”战略带动下，公司将该业务先后拓展到襄垣、阳泉、西山、吕梁等地。

（1）气源供应

公司相关煤层气井集中于山西省内，整体抽采范围覆盖面积较大，年抽采能力强；煤层气产量和利用量，均较上年基本保持稳定，但占全国产量及用量的比重有所下降。

目前，公司抽采范围已覆盖山西省高瓦斯矿区，截至 2020 年 3 月底，公司运营的煤层气井 2,966 口，其中本部和子公司自有 1,756 口井，租用晋煤集团及下属子公司 1,210 口井。2019 年，公司煤层气产量 14.82 亿立方米、利用量 11.38 亿立方米，均较上年基本保持稳定，分别占全国的 25.10%和 21.00%，所占比重较上年均有所下降。

表2　截至2020年3月底公司煤层气井分布情况

项目名称	井数（口）	矿区
自有		
蓝焰煤层气	562	成庄矿、东曲矿、赵庄矿、寺河矿、马兰矿、沁城矿、屯兰矿、原相矿、东曲矿、马兰矿、石西区块等
漾泉蓝焰	583	寺家庄矿、阳煤五矿
西山蓝焰	341	屯兰矿、马兰矿、东曲矿、原相矿
美锦公司	21	东于矿
吕梁蓝焰	196	贺西矿、沙曲矿
左权蓝焰	53	正明矿、正行矿、正太矿、宏远矿
小计	**1,756**	--
租赁		
晋煤集团	729	寺河矿
蓝焰煤业	481	成庄矿
小计	**1,210**	--
合计	**2,966**	--

资料来源：公司提供

表3 公司煤层气抽采及利用情况（单位：亿方、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
抽采量	14.33	14.64	14.82
占全国煤层气抽采量比重	28.90	27.05	25.10
利用量	10.91	11.50	11.38
占全国煤层气利用量比重	24.82	23.47	21.00

资料来源：公司提供

2017年公司与山西省国土资源厅签署了《2017年山西省煤层气探矿权出让合同》，获得顺横岭、柳林石西、和顺西和武乡南四个区块的煤层气的探矿权，涉及面积达610平方公里，进一步扩大了煤层气资源储备。此外，公司新取得和顺马坊东区块。截至2019年底，5个新区块累计完成钻井203口，压裂68口，已投运40口，其中柳林石西区块试采日均产气量约6.5万立方米，并实现了入网销售，武乡南区块6号试验水平井组完井井深2,203米，日产量近8,000立方米。

（2）成本及原材料采购

跟踪期，公司煤层气销售成本有所增长，公司的采购集中度有所上升。

煤层气生产成本主要包含折旧费、煤层气井租赁费和材料等。其中，折旧费主要系煤层气井的折旧，随着在建煤层气井后续转固，折旧费将继续上升，从而推动煤层气销售成本上升；煤层气井租赁费为公司租用晋煤集团及其下属公司煤层气井的费用。材料主要为煤层气开采所需的油管、套管、油料、抽油杆、抽油泵等。2019年，公司煤层气生产成本7.22亿元，同比增长6.90%。

2019 年，公司向前五大供应商的采购金额合计占比由上年 22.76%增长至 44.87%，主要系对陕西建元新能源开发有限公司采购大幅增加所致，集中度有所上升。

表 4 2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	是否为关联方	采购额	占比
1	陕西建元新能源开发有限公司	否	29,576.04	19.80
2	河南省豫西煤田地质勘察有限公司	否	13,153.30	8.81
3	山西省煤炭地质 114 勘察院	否	8,356.98	5.60
4	河北亿鑫石油管材有限公司	否	8,109.22	5.43
5	中煤科工集团西安研究院有限公司	否	7,822.62	5.24
合计		**--**	**67,018.17**	**44.87**

资料来源：公司提供

（3）下游销售

2019年，受下游客户需求变动的影响，管输均价有所上升，CNG销售均价有所下降，公司主要产品的销量均增加；客户集中度较高，且来自晋煤集团关联交易收入占比较大。

跟踪期内，公司煤层气销售模式未发生变化。

表 5 2017－2019 年公司主要产品销售情况

产品		2017 年	2018 年	2019 年
管输	销量（万立方米）	63,199.32	62,789.08	69,082.76
	销售均价（元/立方米）	1.31	1.45	1.50
	收入（万元）	82,833.26	91,219.01	103,483.37
CNG	销量（万立方米）	6,806.25	5,871.78	9,018.48
	销售均价（元/立方米）	1.84	2.64	2.15

	收入（万元）	12,503.10	15,491.81	19,377.71
LNG	销量（吨）	41,926.13	27,574.76	29,430.40
	销售价差（元/吨）	500	500	500
	收入（万元）	16,771.11	11,457.38	10,733.38

资料来源：公司提供

公司的煤层气销售以管输方式为主。公司管输煤层气和CNG销售定价方式是参考LNG市场价格。价格方面，受下游客户需求变动的影响，2019年，管输煤层气价格为1.50元/立方米，同比增长3.45%；CNG价格为2.15元/立方米，同比下降18.56%。LNG价差与2018年持平。

从销量来看，2019 年，管输煤层气销量为 69,082.76 万立方米，同比增长 10.02%，主要系煤层气产能增加所致；2019 年，CNG 销量为 9,018.486 万立方米，同比增长 53.59%，主要系产能增加所致；2019 年，LNG 销量同比增长 6.73%。

销售集中度方面，2019 年，公司前五大客户销售额 14.78 亿元，占年度销售总额 78.36%，客户集中度较高，且来自控股股东晋煤集团[1]的收入占比较高。此外，山西易高煤层气有限公司系晋煤集团参股 30%的子公司，公司业务关联交易占比高。

表 6　2019 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

序号	客户名称	是否为关联方	销售额	占比
1	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	是	97,826.52	51.84
2	山西通豫煤层气输配有限公司	否	16,900.31	8.96
3	山西易高煤层气有限公司	否	16,443.52	8.71
4	山西国化能源有限责任公司	否	11,849.75	6.28
5	山西压缩天然气集团晋东有限公司	否	4,834.02	2.56
合计		**--**	**147,854.12**	**78.36**

资料来源：公司提供

（4）煤层气抽采利用率

2019年，公司煤层气排空率有所上升，公司在抽采利用程度方面存在较大的提升空间。

煤层气抽采后到最终销售，各环节中存在工艺损耗、客观排空和主观排空等减少煤层气量的因素。在工艺损耗和客观排空率方面，公司采用第三代水平井分段压裂技术，在好的区块气井稳定投产后接近1万方/天、最高达到2万方/天，未来随着技术水平的不断提升和日益完善，工艺损耗和客观排空率有望逐步下降。

以“1-利用量/开采量”测算排空率，2019年，公司煤层气排空率由23.24%，同比有所上升，排空率对公司经营业绩有一定的影响，且目前仍存较大的提升空间。

表 7　公司煤层气主观排空率情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
主观排空率	23.87	23.13	23.24

注：主观排空率=1-利用率/抽采量；
资料来源：公司提供

公司不从事煤层气长输管道的建设，目前只拥有一条长输管线：沁水县—泽州县—晋城城区，

[1]为晋煤集团及其全资、控股子公司合并计算。

这条管线主要集中在晋城市内，且以民用气供应为主。外输管道由第三方所有，目前与公司管网相联外输煤层气管道共4条：西气东输管道（融资租赁租入），现日供气80万方，主要供应晋城市、长治市居民以及晋城天煜新能源有限公司；通往河南的“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道，现日供气能力为60万方；目前，因管道处于安全检修期，暂未供气，待此管道恢复使用后方可供气，具体恢复时间未定；连接沁水县城方向的管道，现日供气20万方，此外还有连接三晋能源的管道，现日供气能力60万方。

在增强管道供气能力方面，公司正在进行的工作包括：一是已与山西国化能源有限责任公司签署了框架协议，连通“胡底-固县”线，可以汇入山西国化能源有限责任公司的“临汾-长治”线，将具备向邯郸、太原方向供气条件，初步约定的供气能力为 30 万方/日；二是与山西易高煤层气有限公司已达成协议，由中心站直供易高，日供气量 50~55 万方；三是推动连接沁水县城的管线与山西省国新能源股份有限公司的管网联接，这将增加每日 30 万方的外输能力，截至 2019 年底，新开采的柳林石西区块已实现管线对接。管网运输能力提高将使煤层气利用率有所上升，但实现时间目前尚不确定。

3. 气井建造工程、瓦斯治理服务业务

近年来，受气井建造工程量减少影响，公司气井建造工程收入大幅下降；瓦斯治理服务收入较为稳定。

公司气井建造工程业务主要系为晋煤集团内及非关联企业建造气井，每年按完工百分比法确认的合同收入和费用。气井建造工程业务的结算方式为工程完工后开票挂账，账期一般为一年。2019年，公司气井建造工程实现收入2.48亿元，较上年大幅下降70.62%，主要系公司气井建造工程量减少所致。

瓦斯治理服务为公司2017年新增业务，为公司承接煤矿企业的地面瓦斯抽采井维护服务业务，采取公司与客户（目前为晋煤集团寺河煤矿、成庄矿、赵庄煤业及长平煤业，均为关联方）签订地面瓦斯治理维护服务合同，以定额法确定单井服务费用，每季度末，公司依据与客户确认的业务量签认单确认合同收入。2018－2019年，公司瓦斯治理服务收入分别为2.82亿元和2.79亿元。

公司其他收入包括下属子公司提供的CNG和LNG运输服务、转供电及气井建造工程相关的施工及技术服务获得的收入，2018－2019年，该板块收入分别为0.26亿元和0.24亿元，占比较小，对公司整体收入影响不大。

4．在建项目

公司在建工程主要为各煤层气井项目，投资金额较大，未来存在较大资本支出压力。

截至2019年底，公司在建工程主要为各煤层气井项目；规划总投资为47.49亿元，已经累计投入20.66亿元，占预计总投资额的43.50%，未来存在一定资本支出压力。

表 8　截至 2019 年底，公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目状态（在建/拟建）	项目所在城市	计划总投资额	截至 2019 年底已投资	预计完工时间
吕梁煤层气井项目	在建	柳林县	14,000.00	12,682.97	2020 年
左权煤层气井项目	在建	左权县	46,768.26	15,352.45	2020 年
漾泉煤层气井项目	在建	昔阳县	41,166.21	10,674.21	2020 年
增压站项目	在建	沁水县	4,721.68	4,550.29	2020 年
晋煤煤层气物流园建设	在建	沁水县	5,306.00	1,193.25	2020 年

压缩站项目	在建	沁水县	5,109.00	1,261.97	2020 年
西山煤层气井项目	在建	古交市	29,943.00	29,263.46	2020 年
柳林石西区块煤层气资源勘查开发项目	在建	柳林县	57,883.60	46,848.00	2020 年
武乡勘探开发项目	在建	武乡县	30,876.91	18,934.26	2020 年
晋城沁城矿瓦斯地面抽采项目	在建	沁水县	30,660.55	19,167.43	2020 年
晋城矿区郑庄矿瓦斯地面抽采项目	在建	沁水县	10,695.87	3,936.58	2020 年
和顺横岭开发项目	在建	和顺县	122,802.64	18,418.58	2020 年
晋城矿区寺河矿瓦斯抽采项目	在建	沁水县	17,711.93	7,761.13	2020 年
晋城矿区采空区地面抽采项目	在建	沁水县	18,212.52	4,709.43	2020 年
晋城矿区成庄矿瓦斯抽采项目	在建	沁水县	1,000.00	756.09	2020 年
晋城矿区低产井改造提产项目	在建	沁水县	21,505.37	7,366.24	2020 年
马坊东区块煤层气勘探开发项目	在建	和顺县	4,708.00	453.69	2020 年
和顺西区块煤层气勘探开发项目	在建	和顺县	9,369.31	164.88	2020 年
西气东输长输管线过采空区替代管道铺设工程	在建	沁水县	2,500.00	702.12	2020 年
其他煤层气项目	在建	沁水县	--	2,445.75	2020 年
合计	--	--	**474,940.85**	**206,642.79**	--

资料来源：公司提供

5．关联交易

2019 年，由于相关业务开展条件所致，公司在具体业务开展过程中，关联交易规模大且持续。

公司与控股股东晋煤集团等关联方存在较大规模的持续性关联交易，公司关联交易主要为向关联方提供气井建造、瓦斯治理服务以及销售煤层气等。2019 年，公司对关联方的应收账款 14.46 亿元，同比下降 27.84%，占比应收账款比重为 90.94%，占比高。公司对关联方的应付账款 0.64 亿元，同比增长 48.84%，占比应付账款比重分别为 4.00%。

表 9　2017－2019 年公司主要关联交易情况（单位：亿元、%）

年份	公司对关联方的应收账款		公司对关联方的应付账款	
	金额	占应收账款比例	金额	占应付账款比例
2017 年	7.07	81.97	0.55	6.79
2018 年	20.04	93.26	0.43	3.61
2019 年	14.46	90.94	0.64	4.00

资料来源：公司年报

6. 经营效率

2019 年，公司应收账款周转次数和总资产周转次数有所下降，存货周转次数有所上升，整体经营效率一般。

2019 年，公司应收账款周转次数由 1.47 次下降至 0.96 次，主要系营业收入下降所致；存货周转次数由 4.46 次上升至 6.11 次，主要系相关工程施工业务已完工并办理了结算手续导致存货减少所致。总资产周转次数由 0.30 次下降至 0.22 次。

7. 重大事项

要约收购事项有利于公司整竞争力将进一步提升，但该事项目前处于终止状态，该事项的落实仍存不确定性。

根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发<山西燃气集团有限公司重组整合实施方案>的通知》（晋国资规划〔2019〕15 号），2019 年 2 月，山西省人民政府国有资产监督管理委员会已同意晋煤集团将其将所持的公司 387,490,182 股 A 股流通股股份增资至燃气集团。山西省燃气板块资产将以燃气集团为平台重组整合，并在平台引入战略投资者，重组后，公司将成为燃气集团核心子公司。

2019 年 3 月 28 日，燃气集团向中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）报送了豁免要约收购蓝焰控股义务的申请文件。

2019 年 7 月 15 日，公司收到燃气集团通知，因公司间接控股股东山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）于 2019 年 5 月撤回其于 2017 年报送的豁免要约收购蓝焰控股义务的申请文。燃气集团于 2019 年 7 月 15 日向中国证监会报送了《关于中止山西燃气集团有限公司豁免要约收购山西蓝焰控股股份有限公司义务申请文件审查的申请》（山西燃气办字〔2019〕16 号），申请中止豁免要约收购义务申请文件的审查。

2020 年 3 月 31 日，公司收到燃气集团转来的《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（〔2020〕33 号），根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》第二十条的有关规定中国证监会决定终止对豁免燃气集团要约收购蓝焰控股义务行政许可申请的审查。根据新修订的《中华人民共和国证券法》，豁免要约收购义务申请不再是中国证监会审核的行政许可事项，燃气集团于 2020 年 3 月 11 日向中国证监会报送《关于撤回山西燃气集团有限公司豁免要约收购山西蓝焰控股股份有限公司申请文件的申请》（山西燃气办函〔2020〕11 号），并取得《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》。

8. 经营关注

（1）安全生产风险

煤矿瓦斯治理及煤层气勘查开发属于高危行业，公司随着煤层气勘查、开采业务的不断扩展，安全生产风险也随之增加。

（2）政策风险

煤层气开发技术要求高、投资回收期长、正外部性明显，需要政府给予扶持。国家已出台煤层气补贴、增值税先征后退等优惠政策，形成了政策扶持体系，但不排除优惠政策发生重大变更的可能性。此外，财政部将非常规天然气财政补贴方式由原来的定额补贴变为梯级补贴，受致密砂岩气、页岩气产量快速增长影响，公司获取的财政补贴额度具有较大不确定性，公司可能面临一定的风险。

（3）在建项目投资规模较大，资本支出压力较大

公司在建项目后续投资规模较大，未来可能存在较大的资本支出压力。

（4）管网配套不足风险

煤层气销售受管输配套影响大，但目前公司拥有管网数量较少，若未来公司管网运输能力不能提升，将会限制公司销售和收入水平。

（5）关联交易规模大的风险

公司关联交易规模大，且客户集中度高。

9. 未来发展

公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行，长期发展空间广阔。

2020 年，公司预计固定资产投资 33 亿元，实现营业收入 20 亿元。为此，公司将构建安全风险预防机制，加快产能建设和投产保运，加速推进拓展区勘查；着力推进管网互联，畅通中下游产业链销售渠道，进一步拓展燃气市场；持续加强技术攻关，提升新区块开发适应性技术，开展老区创新改造；进一步强化全面预算管理，持续推进降本增效措施，促进公司持续快速发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度合并财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年 1－3 月财务报告未经审计。公司执行最新的《企业会计准则》。

截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 9 家，与 2018 年底相比无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围无变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 88.03 亿元，负债合计 43.82 亿元，所有者权益 44.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 18.87 亿元，净利润 5.40 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.79 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 86.51 亿元，负债合计 41.38 亿元，所有者权益 45.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 44.52 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.72 亿元，净利润 0.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.12 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡，受限资产规模较小，非流动资产主要由固定资产和无形资产组成，符合行业经营特点和资产结构。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 88.03 亿元，较年初增长 10.33%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 41.03%，非流动资产占 58.97%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 36.12 亿元，较年初下降 1.66%。公司流动资产主要由货币资金（占 41.78%）、应收账款（占 44.02%）和存货（占 6.45%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 15.09 亿元，较年初增长 32.13%，主要系公司收回上年末已结算但尚未支付的大额工程收入款项，以及加强应收账款清欠工作力度所致；公司货币资金以银行存款（占 64.62%）和其他货币资金（占 35.37%）为主。

截至 2019 年底，应收账款账面价值 15.90 亿元，较年初下降 30.61%，主要系收回上年未支付的工程款，同时进一步加强了应收款项管理所致。截至 2019 年底，公司计提坏账准备 0.92 亿元，其中，按账龄组合计提坏账准备的计提比例 2.81%；从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 50.55%，1－2 年的占 19.94%，2－3 年的占 16.88%，3 年以上的占 12.63%。截至 2019 年底，公司前 5 名欠款方所欠应收账款合计 11.27 亿元，应收对象主要为晋煤集团、晋城蓝焰煤业股份有限公司、晋城天煜新能源有限公司、山西晋城煤层气天然气集输有限公司和山西三晋新能源发展有限公司，占应收账款

余额合计的比例为 66.96%，集中度高，存在一定的回收风险。

截至 2019 年底，存货账面价值 2.33 亿元，较年初增长 84.32%，主要系相关工程施工业务已完工并办理了结算手续转入存货所致。公司存货主要由原材料（占 22.84%）和建造合同形成的已完工未结算资产（占 77.15%）构成；公司未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 51.91 亿元，较年初增长 20.56%，公司非流动资产主要由固定资产（占 64.42%）和在建工程（占 32.21%）、构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 33.44 亿元，较年初下降 0.46%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 6.32%）和机器设备（占 87.81%）构成；公司固定资产累计计提折旧 18.18 亿元；固定资产成新率 64.76%，成新率一般。

截至 2019 年底，在建工程 16.72 亿元，较年初增长 123.70%，主要系柳林石西区块煤层气资源勘查开发项目、和顺横岭开发项目和晋城沁城矿瓦斯地面抽采项目等项目投资增加所致；未计提减值损失。

截至 2019 年底，公司受限资产为 2.65 亿元，占资产总额的 3.01%，全部为土地复垦保证金、开具银行承兑汇票保证金、探矿权履约保证金，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 86.51 亿元，较上年底下降 1.72%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 40.94%，非流动资产占 59.06%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，公司负债和债务规模有所上升，公司债务负担处较轻水平。

截至 2019 年末，公司负债总额 43.82 亿元，较年初增长 8.22%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 60.14%，非流动负债占 39.86%。负债结构以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债 26.35 亿元，较年初增长 2.98%。公司流动负债主要由短期借款（占 11.40%）、应付票据（占 11.27%）和应付账款（占 63.46%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 3.00 亿元，较年初增加 2.00 亿元，主要系公司新增银行短期借款补充流动资金所致；短期借款主要由抵押借款（占 40.82%）和信用借款（占 54.42%）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据 2.67 亿元，较年初增长 108.25%，主要系公司签发的银行承兑汇增加所致；公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至 2019 年底，公司应付账款 15.99 亿元，较年初增长 34.21%，主要系应付工程款和材料款增加所致；公司应付账款主要由工程设备款（占 41.75%）和材料采购款（占 56.39%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 17.47 亿元，较年初增长 17.22%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 54.15%）和应付债券（占 40.04%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 9.46 亿元，较年初增长 59.39%，主要系公司新增长期借款用于新区块等项目投资所致；长期借款主要由保证借款（占 79.40%）和信用借款（占 21.17%）构成。

截至 2019 年底，应付债券 7.00 亿元，较年初增长 0.05%。公司应付债券全部为“18 蓝焰 01”，“18 蓝焰 01”已于 2020 年 4 月进行全额回售。

截至 2019 年底，公司全部债务 23.81 亿元，较年初增长 3.79%。其中，短期债务占 28.81%，长期债务占 71.19%，以长期债务为主。短期债务 6.86 亿元，较年初下降 21.20%，主要系一年内到期

的非流动负债减少所致。长期债务 16.95 亿元，较年初增长 19.07%，主要系长期借款增加所致。截至 2019 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 49.78%、35.01%和 27.72%，较年初分别下降 0.97 个百分点、下降 1.85 个百分点和提高 1.12 个百分点。

从到期分布来看，公司全部债务，2020 年到期金额 13.86 亿元，2021 年到期 5.23 亿元，2022 年及以后到期金额 4.62 亿元，2023 年及以后到期金额 0.20 亿元。其中，2020 年到期债务占全部债务的比重较大，但其中短期借款及应付票据所占比重较大，该类债务存在较好的续贷条件，且应付债券已于 2020 年 4 月完成还本付息，公司 2020 年实际的债务偿付压力小。

表 10　截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	合计
短期借款	3.00	--	--	--	**3.00**
应付票据	2.67	--	--	--	**2.67**
一年内到期的非流动负债	1.19	--	--	--	**1.19**
长期借款	--	5.04	4.42	--	**9.46**
应付债券	7.00	--	--	--	**7.00**
长期应付款	--	0.19	0.20	0.20	**0.59**
合计	**13.86**	**5.23**	**4.62**	**0.20**	**23.91**
占比	**57.97**	**21.87**	**19.32**	**0.84**	**100.00**

注：长期应付款因口径问题，与账面价值有所差异
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 41.38 亿元，较上年底下降 5.58%。其中，流动负债占 52.95%，非流动负债占 47.05%，公司流动负债与非流动负债相对均衡。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 24.86 亿元，较上年底增长 4.39%。其中，短期债务 5.90 亿元（占 23.74%），较上年底下降 13.99%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务 18.96 亿元（占 76.26%），较上年底增长 11.83%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月末，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 47.83%、35.52%和 29.58%，较上年底分别下降 1.96 个百分点、提高 0.50 个百分点和提高 1.86 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益规模较年初明显增长，同时，所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 44.21 亿元，较年初增长 12.50%，主要系未分配利润以及法定盈余公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.44%，少数股东权益占比为 1.56%。归属于母公司所有者权益 43.51 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.23%、22.42%和 45.84%。未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 45.14 亿元，较上年底增长 2.11%。其中归属于母公司所有者权益占比为 98.63%，较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，受气井建造工程施工量减少的影响，公司收入有所下降；受煤层气销售均价上升以及气井建造工程成本下降的影响，产品盈利水平有所提高；公司较依赖于非经常性损益；费用控制能力有待提升。

2019 年，受气井建造工程施工量减少的影响，公司实现营业收入 18.87 亿元，较上年下降 19.12%；营业成本为 10.98 亿元，较上年下降 23.75%。公司实现营业利润 6.63 亿元，较上年下降 19.29%。实现净利润 5.40 亿元，较上年下降 19.09%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 3.67 亿元，较上年增长 0.34%。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 7.21%、43.43%、13.81%和 35.55%。其中，销售费用为 0.26 亿元，较上年增长 37.92%，主要系煤层气销售量增加导致应运营成本增加所致；管理费用为 1.59 亿元，较上年增长 5.71%；研发费用为 0.51 亿元，较上年下降 12.10%，主要系技术开发服务费减少所致；财务费用为 1.31 亿元，较上年下降 5.55%。2019 年，公司费用收入比为 19.46%，较上年提高 3.78 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现其他收益 2.68 亿元，较上年下降 16.62%，主要系煤层气抽采补贴减少所致；其他收益占营业利润比重为 40.42%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现营业外收入 0.01 亿元，占利润总额比重为 0.13%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 40.31%，较上年提高 2.95 个百分点；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.23%、9.40%和 12.93%，较上年分别下降 2.84 个百分点、下降 3.10 个百分点和下降 5.63 个百分点。整体看，公司各盈利指标一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.72 亿元，较上年同期下降 8.55%，主要系上年同期有煤矿瓦斯治理服务业务所致。实现净利润 0.92 亿元，较上年同期下降 22.08%，主要系煤层气销售补贴政策调整导致其他收益减少所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流净额有所增加，公司收入实现质量有待改善；公司投资活动现金净流出规模较上年增加；考虑到公司在建工程规模较大，未来仍存在一定的筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 19.18 亿元，较上年大幅增长 21.53%，主要系收回上年末已结算但尚未支付的大额工程收入款项，以及加强应收账款清欠工作力度，销售回款同比增加所致；经营活动现金流出 10.55 亿元，较上年增长 19.04%，主要系支付的各项税费增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 8.63 亿元，较上年增长 24.71%。2019 年，公司现金收入比为 87.66%，较上年提高 36.16 个百分点，收入实现质量仍有待改善。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 2.35 万元，较上年下降 99.47%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额减少所致；投资活动现金流出 1.61 亿元，较上年增长 151.67%，主要系公司新区块建设进度加快，购建资产等投资规模同比增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 1.61 亿元，净流出规模较上年增长 170.40%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 10.57 亿元，较上年下降 35.87%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 14.80 亿元，较上年下降 41.30%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 4.22 亿元，净流出规模较上年下降 51.58%。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 0.18 亿元，由上年的净流出转为净流入，主要系受疫情影响，公司销售和采购都一定程度受到影响，且上年同期支付的税费较多所致。公司投资活动现金净流出 1.01 亿元，净流出规模较上年增长 440.92%，主要系公司加大投资力度，推进新区块建设所致。公司实现筹资活动现金净流入 0.71 亿元，较上年同期下降 48.42%，主要系公司支付金融机构承兑保证金 0.5 亿元所致。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力较强，考虑到公司融资渠道畅通，过往债务履约情况良好等因素，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.44 倍和 1.39 倍分别下降至 1.37 倍和下降至 1.28 倍，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.48 倍提高至 2.20 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.18 亿元，较上年下降 11.49%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 28.46%）、计入财务费用的利息支出（占 11.28%）、利润总额（占 59.24%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 8.99 倍下降至 8.86 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.55 倍下降至 0.47 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 45.39 亿元，已使用授信额度 11.35 亿元，可用间接融资渠道通畅；公司系上市公司，具备公开市场直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2020 年 3 月 31 日，公司存在两笔欠息记录，合计 31.63 万元，已分别于 2012 年和 2016 年结清。公司无其他未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要由长期股权投资构成，负债水平低，所有者权益稳定性较好；母公司无营业收入，净利润增加主要依赖于投资收益；筹资活动现金流呈净流出态势。

截至 2019 年末，母公司资产总额 54.20 亿元，较年初增长 35.13%，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产 9.72 亿元（占比 17.94%），非流动资产 44.48 亿元（占比 82.06%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 77.28%）和其他应收款（占 20.96%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 99.97%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 7.51 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 7.95 亿元，较年初增长 0.14%。其中，流动负债 0.95 亿元（占比 11.98%），非流动负债 7.00 亿元（占比 88.02%）。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占 32.64%）构成，非流动负债全部为应付债券。母公司 2019 年资产负债率为 14.66%，较 2018 年下降 5.12 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 46.26 亿元，较年初增长 43.76%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为 9.68 亿元（占 20.92%）、资本公积合计 32.63 亿元（占 70.54%）、未分配利润合计 1.17 亿元（占 2.53%）、盈余公积合计 2.78 亿元（占 6.01%），所有者权益稳定性较好。

2019 年，母公司未实现营业收入，净利润为 14.56 亿元。。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动活动现金流量净额 0.92 亿元，投资活动现金流量净额 1.02 亿元，筹资活动现金净流出 0.94 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 15.09 亿元，为“20 蓝焰 01”余额（10.00 亿元）的 1.51 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度很高；截至 2019 年末，公司净资产为 44.21 亿元，为“20 蓝焰 01”余额（10.00 亿元）的 4.42 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.18 亿元，为“20 蓝焰 01”余额（10.00 亿元）的 1.12 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 19.18 亿元，为“20 蓝焰 01”余额（10.00 亿元）的 1.92 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内煤层气龙头企业，在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面具有优势，联合评级认为，公司对“20 蓝焰 01”的偿还能力很强。

八、担保方实力

“20 蓝焰 01”债由晋煤集团提供连带责任保证担保。

1. 晋煤集团概况

晋煤集团的前身是山西省晋城矿务局，始建于1958年。2000年8月，经山西省人民政府晋政函〔1999〕113号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002年，根据国家经贸委发布的国经贸投资〔2002〕882号文，将煤炭安全技术改造项目的中央补助资金12,035.00万元计入国家资本金；2004年，根据山西省财政厅、山西省国土资源厅文件晋财企〔2004〕137号文，将赵庄煤矿采矿权价款转增为晋煤集团国家资本金，新增资本27,880.04万元。2005年12月，晋煤集团完成债转股，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理股份有限公司、中国建设银行股份有限公司以及国家开发银行签署了《关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议》，新增资本334,104.36万元。2012年9月23日，晋煤集团出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2011年度股东会议决议》（晋煤集股决议〔2012〕5号），同意国家开发银行股份有限公司将其所持的晋煤集团19.63%股权转让给其全资子公司国开金融有限责任公司。2015年1月6日，晋煤集团出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司股东会关于晋煤集团回购中国建设银行股份有限公司所持晋煤集团3.61%股权的决议》（晋煤集股决议〔2015〕1号），同意晋煤集团回购中国建设银行股份有限公司所持其3.61%股权，回购价格不高于核准备案后的评估结果，即36,601.76万元。2019年12月，国开金融有限责任公司、中国信达资产管理股份有限公司分别将所持晋煤集团4.073%、3.413%的股权转让给山西省国有资本运营有限公司。截至2019年底，晋煤集团实收资本390,519.56万元，其中山西省国有资本运营有限公司占70.056%，晋煤集团实际控制人为山西省国资委。

截至2019年末，晋煤集团合并资产总额2,943.47亿元，负债合计2,231.01亿元，所有者权益712.46亿元，其中归属于母公司所有者权益435.97亿元。2019年，晋煤集团实现营业收入1,752.11亿元，净利润15.04亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.52亿元；经营活动产生的现金流量净额193.69亿元，现金及现金等价物净增加额-22.27亿元。

截至2020年3月末，晋煤集团合并资产总额3,048.31亿元，负债合计2,313.95亿元，所有者权益

734.36亿元，其中归属于母公司所有者权益459.01亿元。2020年1－3月，晋煤集团实现营业收入316.87亿元，净利润-1.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.19亿元；经营活动产生的现金流量净额18.89亿元，现金及现金等价物净增加额10.74亿元。

晋煤集团注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：李鸿双。

2. 晋煤集团经营分析

跟踪期内，受到煤炭价格和煤化工产品价格下降的影响，晋煤集团营业收入规模和盈利能力均有所下降；电力、机械等板块作为与主业相关的辅助配套产业，有助于提升晋煤集团资源利用效率和生产效率，但收入规模较小，对其整体收入及利润规模影响很小；晋煤集团贸易收入占比有所上升，该板块毛利率进一步缩小。

晋煤集团主业涉及煤炭、煤化工、建材、电力、机械及贸易等多个领域，其中煤炭、煤化工板块和贸易板块为晋煤集团主要的收入和利润来源。2019 年，晋煤集团主营业务实现收入 1,677.92 亿元，同比略有下降；综合毛利率水平为 14.27%，同比下降 2.66 个百分点，主要系煤炭、化工以及贸易业务毛利率下降所致。

表 11　晋煤集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	290.57	17.92	47.98	317.28	19.32	47.28	297.61	17.74	41.07
化工	484.28	29.86	13.51	561.52	34.19	16.12	534.50	31.85	15.62
贸易	761.59	46.96	0.51	693.52	42.23	0.66	751.82	44.81	0.50
电力	10.42	0.64	19.01	10.28	0.63	21.10	12.04	0.72	25.83
机械	7.14	0.44	44.54	5.32	0.32	46.79	6.55	0.39	48.70
其他	67.73	4.18	37.46	91.70	5.46	37.68	75.40	4.49	31.27
合计	**1,621.72**	**100.00**	**14.75**	**1,679.62**	**100.00**	**17.17**	**1,677.92**	**100.00**	**14.27**

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务
资料来源：晋煤集团提供

从收入结构看，晋煤集团收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。2019 年，煤炭业务实现收入 297.61 亿元，同比下降 6.20%，收入占比 17.74%，同比下降 1.58 个百分点；煤化工业务实现收入 534.50 亿元，同比下降 4.81%，收入占比 31.85%，同比下降 2.34 个百分点。2019 年，晋煤集团贸易业务收入 751.82 亿元，同比增长 8.41%，收入占比 44.81%，同比上升 2.58 个百分点。

从毛利率水平看，晋煤集团的利润主要来自煤炭和煤化工板块，贸易业务毛利率水平较低，其他业务收入金额较小，总体对晋煤集团毛利润影响不大。2019 年煤炭板块毛利率为 41.07%，同比下降 6.21 个百分点，主要系煤炭价格下降所致；受销售价格下降的影响，2019 年化工毛利率水平为 15.62%，同比下降 0.50 个百分点。

3. 晋煤集团财务分析

晋煤集团 2019 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。晋煤集团 2020 年 1－3 月财务报告未经审计。晋煤集团执行最新的《企业会计准则》。

截至2019年末，晋煤集团合并资产总额2,943.47亿元，负债合计2,231.01亿元，所有者权益712.46亿元，其中归属于母公司所有者权益435.97亿元。2019年，晋煤集团实现营业收入1,752.11亿元，净利润15.04亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.52亿元；经营活动产生的现金流量净额193.69

亿元，现金及现金等价物净增加额-22.27亿元。

截至 2020 年 3 月末，晋煤集团合并资产总额 3,048.31 亿元，负债合计 2,313.95 亿元，所有者权益 734.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 459.01 亿元。2020 年 1－3 月，晋煤集团实现营业收入 316.87 亿元，净利润-1.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.74 亿元。

（1）资产质量

跟踪期内，晋煤集团资产规模有所增长；晋煤集团货币资金较为充足，但受限比例较高；应收账款综合账龄较长，面临回收风险；预付款项和其他应收款金额较大，对晋煤集团资金形成占用。晋煤集团整体资产质量一般。

截至 2019 年末，晋煤集团合并资产总额 2,943.47 亿元，较年初增长 5.33%。其中，流动资产占 33.72%，非流动资产占 66.28%。晋煤集团资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，晋煤集团流动资产 992.53 亿元，较年初增长 1.43%，较年初变化不大。晋煤集团流动资产主要由货币资金（占 32.39%）、应收票据（占 6.21%）、预付款项（占 14.48%）、其他应收款（占 6.57%）、存货（占 11.65%）和其他流动资产（占 23.42%）构成。

截至 2019 年末，晋煤集团货币资金 321.43 亿元，较年初下降 12.33%；货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成；货币资金中有 188.04 亿元受限资金，受限比例为 58.50%，受限比例较高。应收账款账面价值 29.66 亿元，较年初增长 27.48%。其中，按账龄法计提坏账的应收账款占 97.73%，其中 1 年以内的占 54.28%，1~2 年的占 11.99%，2~3 年的占 7.34%，3 年以上的占 26.39%；晋煤集团整体计提坏账 10.58 亿元。应收票据账面价值 61.62 亿元，较年初下降 44.87%，主要系银行承兑汇票减少所致。预付款项 143.69 亿元，较年初增长 12.50%；预付款主要由资源预付款、预付股权收购款和预付土地款等构成，对晋煤集团资金形成占用。存货账面价值 115.60 亿元，较年初下降 16.16%，主要系库存商品和原材料减少所致。其他应收款 65.25 亿元，较年初增长 148.30%，主要系往来款增加所致。其他流动资产 232.48 亿元，较年初增长 45.59%，主要系待抵扣、待认证进项税增加所致。

截至 2019 年末，晋煤集团非流动资产 1,950.94 亿元，较年初增长 7.43%，主要系固定资产增加所致。晋煤集团非流动资产主要由固定资产（占 51.27%）、在建工程（占 17.16%）和无形资产（占 23.51%）构成。

截至 2019 年末，晋煤集团固定资产账面价值 1,000.25 亿元，较年初增长 6.29%；固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 732.29 亿元；固定资产成新率 57.45%，成新率一般。在建工程 334.71 亿元，较年初增长 25.50%，主要系基建工程投资增加所致。无形资产 458.60 亿元，较年初增长 0.04%，较年初变化不大。截至 2019 年，晋煤集团受限资产合计 503.66 亿元，受限比例为 17.22%，占比较高。

截至 2020 年 3 月末，晋煤集团合并资产总额 3,048.31 亿元，较上年底增长 3.56%。其中，流动资产占 35.54%，非流动资产占 64.46%。晋煤集团资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（2）负债及所有者权益

负债

跟踪期内，晋煤集团债务规模小幅增长；短期债务占比上升，短期偿债压力加大；晋煤集团债务负担指标有所下降，但总体仍偏重。

截至 2019 年末，晋煤集团负债总额 2,231.01 亿元，较年初增长 3.78%。其中，流动负债占 72.06%，

非流动负债占 27.94%。晋煤集团负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，晋煤集团流动负债 1,607.72 亿元，较年初增长 3.62%。晋煤集团流动负债主要由短期借款（占 29.60%）、应付票据（占 18.38%）、应付账款（占 14.29%）、其他应付款（占 8.23%）、一年内到期的非流动负债（占 15.81%）和其他流动负债（占 5.72%）构成。

截至 2019 年末，晋煤集团短期借款 475.90 亿元，较年初增长 10.61%；短期借款主要以信用借款和保证借款为主。应付票据 295.46 亿元，较年初增长 4.60%，较年初变化不大；应付账款 229.74 亿元，较年初下降 0.16 %。其他应付款 132.39 亿元，较年初增长 25.38%，主要系往来款增加所致。一年内到期的非流动负债 254.12 亿元，较年初下降 2.11%，较年初变化不大。其他流动负债 91.91 亿元，较年初增长 0.25%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，晋煤集团非流动负债 623.29 亿元，较年初增长 4.21%。晋煤集团非流动负债主要由长期借款（占 53.52%）、应付债券（占 19.72%）、长期应付款（占 16.62%）和预计负债（占 6.44%）构成。

截至 2019 年末，晋煤集团长期借款 333.57 亿元，较年初增长 1.08%，较年初变化不大。应付债券 122.93 亿元，较年初下降 13.55%，主要系部分债券到期以及转入一年内到期的非流动负债的所致。长期应付款 103.57 亿元，较年初下降 3.16%。预计负债 40.11 亿元，较年初增长 4,816.99%，主要系弃置费增加所致。

截至 2019 年末，晋煤集团全部债务 1,640.26 亿元，较年初增长 1.77%，较年初变化不大。其中，短期债务占 68.01%，长期债务占 31.99%，以短期债务为主。短期债务 1,115.48 亿元，较年初增长 5.01%。长期债务 524.78 亿元，较年初下降 4.51%。截至 2019 年末，晋煤集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.80%、69.72%和 42.42%，较年初分别下降 1.13 个百分点、下降 1.71 个百分点和下降 3.60 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，晋煤集团全部债务增至 1,739.69 亿元。其中，短期债务 1,115.48 亿元（占 64.12%），长期债务 624.22 亿元（占 35.88%）。截至 2019 年末，晋煤集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.17%、73.94%和 50.45%，较调整前分别上升 3.38 个百分点、4.23 个百分点和 8.04 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，晋煤集团负债总额 2,313.95 亿元，较上年底增长 3.72%。其中，流动负债占 69.30%，非流动负债占 30.70%。晋煤集团以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月末，晋煤集团全部债务 1,613.83 亿元，较上年底下降 1.61%，较上年底变化不大。其中，短期债务 1,074.44 亿元（占 66.58%），较上年底下降 3.68%。长期债务 539.40 亿元（占 33.42%），较上年底增长 2.78%，较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月末，晋煤集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.91%、68.73%和 42.35%，较上年底分别提高 0.11 个百分点、下降 0.99 个百分点和下降 0.07 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月末，晋煤集团全部债务增至 1,733.27 亿元；其中，短期债务 1,074.44 亿元（占 61.99%），长期债务 658.83 亿元（占 38.01%）。截至 2020 年 3 月末，晋煤集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.83%、73.81%和 51.72%，较调整前分别上升 3.92 个百分点、5.09 个百分点和 9.38 个百分点。

所有者权益

跟踪期内，晋煤集团所有者权益有所增长；所有者权益构成中少数股东权益占比较高，归属于母公司所有者权益中其他权益工具所占比重相对较大，晋煤集团所有者权益稳定性有待提升。

截至 2019 年末，晋煤集团所有者权益为 712.46 亿元，较年初增长 10.48%，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 61.19%，少数股东权益占比为 38.81%。归属于母公司所有者权益 435.97 亿元，实收资本占 8.96%、其他权益工具占 22.81%、资本公积占 33.92%、专项储备占 11.66%、盈余公积 5.46%和未分配利润占 16.65%，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，晋煤集团所有者权益为 734.36 亿元，较上年底增长 3.07%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 62.50%，少数股东权益占比为 37.50%。归属于母公司所有者权益 459.01 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 8.51%、32.29%、0.01%和 15.53%。所有者权益结构稳定性较弱。

（3）盈利能力

跟踪期内，晋煤集团收入和净利润规模小幅增长；期间费用率有所下降，但财务费用支出规模较大，对晋煤集团的利润规模存在一定的侵蚀；非经常性损益对晋煤集团利润总额影响较大；晋煤集团整体盈利能力指标有所下降，整体盈利能力尚可。

2019 年，晋煤集团实现营业收入 1,752.11 亿元，较上年增长 0.37%，较上年变化不大。营业成本为 1,505.62 亿元，较上年增长 3.36%。2019 年，晋煤集团实现净利润 15.04 亿元，较上年增长 13.52%，主要系营业外支出减少所致。

从期间费用看，2019 年，晋煤集团期间费用总额为 189.21 亿元，较上年下降 6.67%。从构成看，晋煤集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.48%、42.22%、7.76%和 38.55%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 21.71 亿元，较上年增长 0.72%；管理费用为 79.88 亿元，较上年下降 6.64%；研发费用为 14.68 亿元，较上年下降 9.85%；财务费用为 72.94 亿元，较上年下降 8.07%。2019 年，晋煤集团费用收入比为 10.80%，较上年下降 0.82 个百分点，费用控制能力尚可。

2019 年，晋煤集团实现投资收益 9.66 亿元，较上年增长 66.85%；投资收益占营业利润比重为 22.97%，对营业利润影响较大。2019 年，晋煤集团实现其他收益 16.38 亿元，较上年增长 38.36%，主要系政府补贴增加所致；其他收益占营业利润比重为 38.95%，对营业利润影响较大。2019 年，晋煤集团实现营业外收入 1.31 亿元，较上年下降 36.66%；营业外收入占利润总额比重为 3.23%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，晋煤集团营业利润率为 12.10%，较上年下降 2.28 个百分点，较上年变化不大；2019 年，晋煤集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.98%、4.09%和 2.22%，较上年分别下降 0.52 个百分点、下降 0.54 个百分点和下降 0.30 个百分点。晋煤集团各盈利指标偏弱。

2020 年 1－3 月，晋煤集团实现营业收入 316.87 亿元，实现营业利润 2.15 亿元，实现净利润-1.97 亿元。

（4）现金流

跟踪期内，随着晋煤集团经营活动净现金流有所下降，收入实现质量一般；晋煤集团保持较大的对外投资规模，投资活动现金流持续净流出且规模较大，晋煤集团存在一定的对外筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，晋煤集团经营活动现金流入 1,555.01 亿元，较上年增长 0.04%，较上年变化不大；经营活动现金流出 1,361.33 亿元，较上年增长 1.41%，较上年变化不大。2019 年，晋煤集团经营活动现金净流入 193.69 亿元，较上年下降 8.65%。2019 年，晋煤集团现金收入比为 86.39%，较上年下降 0.68 个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019 年，晋煤集团投资活动现金流入 96.09 亿元，较上年增长 48.94%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 245.17 亿元，较上年增长 5.74%。2019 年，晋

煤集团投资活动现金净流出 149.08 亿元，较上年下降 10.92%。

从筹资活动来看，2019 年，晋煤集团筹资活动现金流入 1,133.61 亿元，较上年增长 3.80%；筹资活动现金流出 1,199.71 亿元，较上年增长 7.04%。2019 年，晋煤集团筹资活动现金净流出 66.10 亿元，净流出规模较上年增长 130.79%。

2020 年 1－3 月，晋煤集团实现经营活动现金净流入 18.89 亿元，投资活动现金净流出 55.93 亿元，筹资活动现金净流入 47.78 亿元。

4. 担保效果评价

以 2019 年底财务数据测算，“20 蓝焰 01”合计发行规模（10 亿元）占担保方晋煤集团资产总额的 0.34%、所有者权益总额的 1.40%，整体占比低，晋煤集团对债券的保护程度较好。

综合来看，晋煤集团经营状况向好，整体资产质量较好，净资产规模大，担保实力强，该担保对“20 蓝焰 01”信用状况仍具有一定积极影响。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为国内煤层气龙头企业，在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面保持较强的竞争优势。2019 年，公司煤层气采销规模持续扩大，主营业务盈利水平进一步提高；经营性活动现金流的净流入规模进一步扩大。同时，联合评级也关注到公司客户集中度仍较高，关联交易占比大；在建项目投资规模较大；政府补贴和增值税退税占公司利润总额比重较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工，以及安监趋严、气权改革等有利环境下，公司经营性业务收入有望进一步增长，综合实力将进一步增强。

“20 蓝焰 01”由晋煤集团提供连带责任保证担保。2019 年，晋煤集团经营状况良好，收入、利润及经营性现金流维持较大规模，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，其担保对于“20 蓝焰 01”债券的到期还本付息仍具积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 蓝焰 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　山西蓝焰控股股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	73.53	79.79	88.03	86.51
所有者权益（亿元）	32.61	39.29	44.21	45.14
短期债务（亿元）	21.01	8.71	6.86	5.90
长期债务（亿元）	7.81	14.24	16.95	18.96
全部债务（亿元）	28.82	22.95	23.81	24.86
营业收入（亿元）	19.04	23.33	18.87	3.72
净利润（亿元）	4.75	6.67	5.40	0.92
EBITDA（亿元）	10.51	12.63	11.18	--
经营性净现金流（亿元）	7.06	6.92	8.63	0.18
应收账款周转次数（次）	1.87	1.47	0.96	--
存货周转次数（次）	4.06	4.46	6.11	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.30	0.22	--
现金收入比率（%）	64.54	51.50	87.66	51.89
总资本收益率（%）	11.78	13.07	10.23	--
总资产报酬率（%）	11.15	12.50	9.40	--
净资产收益率（%）	20.03	18.56	12.93	8.26
营业利润率（%）	32.86	37.36	40.31	38.14
费用收入比（%）	20.34	15.68	19.46	12.68
资产负债率（%）	55.65	50.75	49.78	47.83
全部债务资本化比率（%）	46.91	36.87	35.01	35.52
长期债务资本化比率（%）	19.32	26.60	27.72	29.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.56	8.99	8.86	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.55	0.47	--
流动比率（倍）	0.97	1.44	1.37	1.62
速动比率（倍）	0.81	1.39	1.28	1.53
现金短期债务比（倍）	0.78	1.48	2.20	2.50
经营现金流动负债比率（%）	21.75	27.03	32.73	0.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	1.26	1.12	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 融资租赁款已计入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 2　山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,491.95	2,794.54	2,943.47	3,048.31
所有者权益（亿元）	408.99	644.85	712.46	734.36
短期债务（亿元）	945.75	1,062.21	1,115.48	1,074.44
长期债务（亿元）	629.48	549.58	524.78	539.40
全部债务（亿元）	1,575.23	1,611.79	1,640.26	1,613.83
营业收入（亿元）	1,665.34	1,745.59	1,752.11	316.87
净利润（亿元）	7.60	13.25	15.04	-1.97
EBITDA（亿元）	164.98	204.12	207.75	--
经营性净现金流（亿元）	114.43	212.03	193.69	18.89
应收账款周转次数（次）	44.82	53.66	49.40	--
存货周转次数（次）	12.20	11.10	11.86	--
总资产周转次数（次）	0.70	0.66	0.61	--
现金收入比率（%）	73.51	87.07	86.39	93.24
总资本收益率（%）	4.17	4.50	3.98	--
总资产报酬率（%）	4.19	4.63	4.09	--
净资产收益率（%）	2.02	2.51	2.22	--
营业利润率（%）	11.42	14.38	12.10	12.38
费用收入比（%）	10.18	11.61	10.80	12.84
资产负债率（%）	83.59	76.92	75.80	75.91
全部债务资本化比率（%）	79.39	71.42	69.72	68.73
长期债务资本化比率（%）	60.62	46.01	42.42	42.35
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	2.48	2.71	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	0.13	--
流动比率（倍）	0.67	0.63	0.62	0.68
速动比率（倍）	0.58	0.54	0.55	0.60
现金短期债务比（倍）	0.51	0.45	0.35	0.42
经营现金流动负债比率（%）	8.23	13.67	12.05	1.18

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 晋煤集团其他流动负债和长期应付款中的债务部分已计入债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 晋煤集团 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。