

信用评级公告

联合〔2021〕8777号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股装备制造集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第四期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定晋能控股装备制造集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，晋能控股装备制造集团有限公司 2021 年度第四期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月十日

晋能控股装备制造集团有限公司

2021 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本次债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：15 亿元

本期中期票据期限：2+1 年，第 2 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2021 年 9 月 10 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	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	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		2
调整因素和理由				调整子级
—				—

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能控股装备制造集团有限公司（以下简称“公司”）的评级结果反映了其作为国有特大型煤炭生产企业，在资源储备、产业布局、产品结构和股东支持等方面拥有的优势。受山西省国有煤炭企业资产重组事项的统一安排，公司未来可能移交部分煤炭、化工及贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的相关装备制造业务资产。同时，联合资信也关注到，公司债务负担重、资本支出压力大、除煤炭业务外其他业务盈利能力一般以及区域内国有煤炭企业资产划拨调整等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

未来，随着资产重组的不断推进，公司将专注于装备制造板块的发展，相关业务规模有望增加，公司在区域装备制造行业的地位将进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司经营规模大，资源优势明显。公司整体经营规模大，煤炭资源储量丰富，所处晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富，资源优势明显。
2. 近年来，公司经营活动获现能力较强，经营性净现金流保持净流入。2018—2020 年，公司经营活动现金净额分别为 209.76 亿元、193.69 亿元和 105.44 亿元，持续保持净流入。

关注

1. 公司负债规模持续增长，整体负担重。2018—2020 年，公司负债规模持续增长，非流动负债占比上升较快，整体债务负担重。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率为 76.20%，全部债务资本化比率为 70.97%。

分析师：张博 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

2. 公司盈利主要集中于煤炭板块，少数股东损益占净利润的比重较大，营业利润对非经常性损益依赖程度高。公司盈利主要集中于煤炭板块，其他板块盈利能力一般。2018—2020年，净利润中少数股东损益占比分别为77.86%，89.91%和59.43%，比重较大；2020年，其他收益和投资收益分别占营业利润的50.71%和64.83%，营业利润对非经常性损益的依赖程度高。
3. 公司在建煤化工项目投资规模大，未来投产及运营情况存在一定不确定性。公司煤化工板块重点项目11个，总投资220.81亿元，截至2020年底，公司煤化工板块累计完成投资45.08亿元，2021年计划投资62.58亿元。公司在建煤化工项目投资规模大，未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。
4. 资产重组存在不确定性。公司未来将作为晋能控股集团有限公司下属装备制造业务的开展主体，可能移交部分煤炭、化工和贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的装备制造业务资产，联合资信将持续关注上述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)	480.52	384.96	530.82	376.28
资产总额(亿元)	2755.74	2943.47	3201.05	3107.97
所有者权益(亿元)	641.92	712.46	738.32	739.58
短期债务(亿元)	1062.16	1122.97	1080.29	983.02
长期债务(亿元)	555.01	536.41	806.93	825.05
全部债务(亿元)	1617.17	1659.38	1887.21	1808.07
营业总收入(亿元)	1709.55	1753.75	1732.25	474.65
利润总额(亿元)	42.33	40.41	26.30	14.77
EBITDA(亿元)	204.97	207.75	192.72	--
经营性净现金流(亿元)	209.76	193.69	105.44	21.24
营业利润率(%)	14.62	12.18	10.54	11.56
净资产收益率(%)	2.45	2.11	1.53	--
资产负债率(%)	76.71	75.80	76.94	76.20
全部债务资本化比率(%)	71.58	69.96	71.88	70.97
流动比率(%)	62.83	61.73	71.13	70.72
经营现金流动负债比(%)	13.69	12.05	6.69	--
现金短期债务比(倍)	0.45	0.34	0.49	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	2.38	2.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.89	7.99	9.79	--
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)	1250.59	1325.43	1519.57	1429.94
所有者权益(亿元)	412.04	431.47	450.47	454.81

全部债务(亿元)	561.53	601.20	752.48	755.65
营业收入(亿元)	356.59	327.14	286.72	30.84
利润总额(亿元)	25.07	29.80	22.62	4.33
资产负债率(%)	67.05	67.45	70.36	68.19
全部债务资本化比率(%)	57.68	58.22	62.55	62.43
流动比率(%)	94.10	90.08	125.58	128.98
经营现金流动负债比(%)	11.93	15.54	10.08	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/7/29	张博、张葛	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）	阅读全文
AAA	稳定	2010/9/26	王健、梁秀国	--	阅读全文
AA ⁺	稳定	2009/2/19	丁继平、李慧鹏、吕晗	--	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晋能控股装备制造集团有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

晋能控股装备制造集团有限公司

2021 年度第四期中期票据信用评级报告

一、企业基本情况

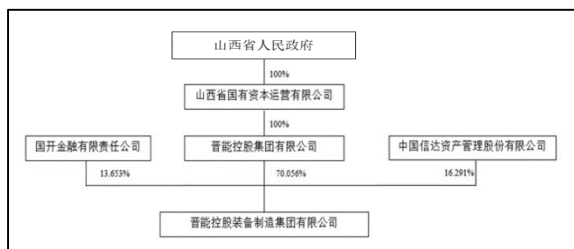
晋能控股装备制造集团有限公司（以下简称“晋能装备”或“公司”）前身为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，为原山西省晋城矿务局改制形成的省属国有煤炭企业。2020 年 10 月，山西省政府对省属煤炭企业进行资源的统一划拨调整，调整前，公司实收资本 39.05 亿元，股东分别为山西省国有资本运营有限公司（以下简称“省国资运营公司”）、国开金融有限责任公司和中国信达资产管理股份有限公司，持股比例分别为 70.06%、16.29%和 13.65%。

2020 年 10 月，山西省委决定联合重组大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）、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”）、晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）省属三户煤炭企业，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）、华阳新材料科技集团有限公司（简称“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，组建晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）。公司控股股东省国资运营公司将其持有的公司 70.06% 股权依法划转至晋能控股集团。

2020 年 11 月 30 日，公司在山西省市场监督管理局完成名称变更，由“山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司”变更为“晋能控股装备制造集团有限公司”。

截至 2021 年 3 月底，公司实收资本为 39.05 亿元，实际控制人为山西省人民政府。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的子公司 56 家，业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。未来，随着公司重组改制后，公司主业拟转向装备制造业务。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3201.05 亿元，所有者权益 738.32 亿元（含少数股东权益 308.60 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 1732.25 亿元，利润总额 26.30 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3107.97 亿元，所有者权益 739.58 亿元（含少数股东权益 304.06 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 474.65 亿元，利润总额 14.77 亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：宣宏斌。

二、本期中期票据概况及募集资金用途

公司于 2019 年 12 月注册了 DFI 融资工具（中市协注〔2019〕DFI39 号），本次拟发行晋能控股装备制造集团有限公司 2021 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 15 亿元，期限为 2+1 年，第 2 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期中期票据所募集资金拟用于偿还公司有息债务。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中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，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018 - 2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年（括号内为两年平均增
GDP(万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速(%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高

至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居

民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造

业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业分析

(一) 煤炭采选业

1. 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2 2017年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

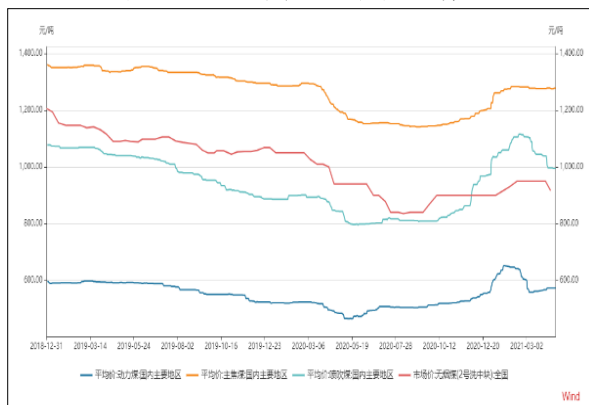
区域	2017年	2018年	2019年	2020年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84	78.29

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2 国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

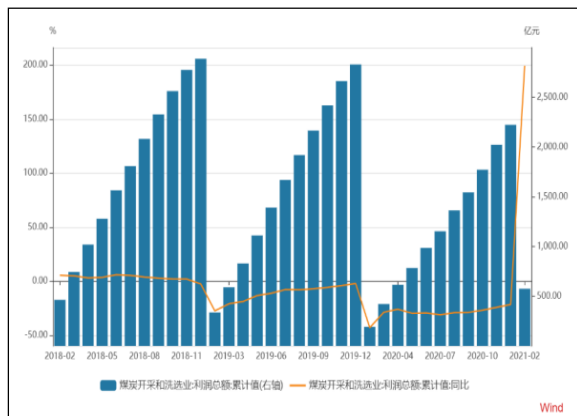
2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5—8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而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3 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压。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。

(二) 煤化工行业

1. 煤制烯烃

中国富煤少油的资源禀赋造成聚烯烃产品存在一定对外依存度，客观上为煤制烯烃带来了发展空间。国际油价波动对煤制烯烃的盈利能力具有很大影响。2020 年 5 月以来，随着疫情受控和宽松货币政策效果的逐步显现，国际油价开始触底反弹。2021 年一季度，国际油价整体回升在 60 美元/桶上方，有效支撑了煤制烯烃的盈利能力。

烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织

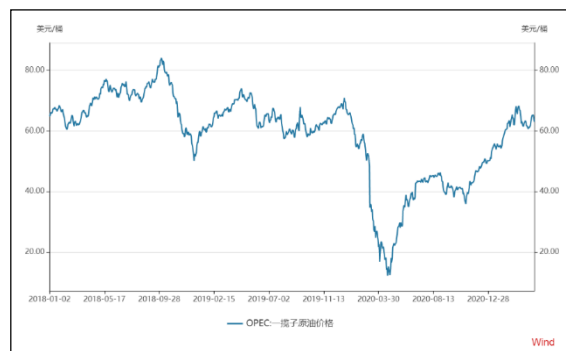
纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，石油资源需要大量进口，我国聚烯烃产品存在一定对外依存度，特别是聚乙烯产品目前对外依存度仍较高。2020年，中国聚乙烯产量为2004万吨，对外依存度约为48%；聚丙烯产量为2544万吨，对外依存度约为20%。

为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2016年至今，在鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区建设的带动下，煤制烯烃产能延续增长趋势，截至2020年底，国内煤制烯烃（含甲醇制烯烃）产能达1862万吨/年；煤制烯烃占聚烯烃总产能比重约为25%。

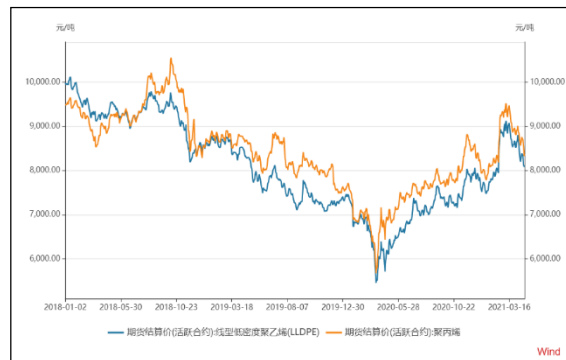
煤制烯烃的盈利能力除受原料煤价格波动影响外，更面临传统油头烯烃的竞争。相对油头烯烃，煤制烯烃的经济性在油价高于40美元/桶时才能逐步显现。油价走势对烯烃价格的走势和煤制烯烃的盈利水平有着决定性影响。

图 4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

图 5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，石油价格低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格2018年四季度以来出现持续快速下降。2020年初以来，受新冠疫情蔓延和产油国间博弈影响，国际油价大幅下挫，跌至历史性的20美元/桶附近，导致石化产品价格普遍承压，聚烯烃价格重心跌至历史低点。2020年5月至2021年初，随着疫情受控和宽松货币政策效果的逐步显现，国际油价开始触底反弹，带动聚烯烃价格恢复性上涨。2021年一季度，国际油价水平整体处在60美元/桶上方，有效支撑了煤制烯烃的盈利能力。

2. 甲醇

近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游甲醇制烯烃产能的增长对甲醇需求形成支撑，但行业开工率较低，存在一定产能过剩。2020年，受疫情影响，甲醇价格波动较大。2021年一季度，甲醇平均价格已恢复并超过了疫情前期水平。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸、二甲醚和甲醇燃料等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场增长的引擎。2020年，甲醇制烯烃占中国甲醇下游消费的比例约为52%。

甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料，煤制甲醇产能占比达到75%。

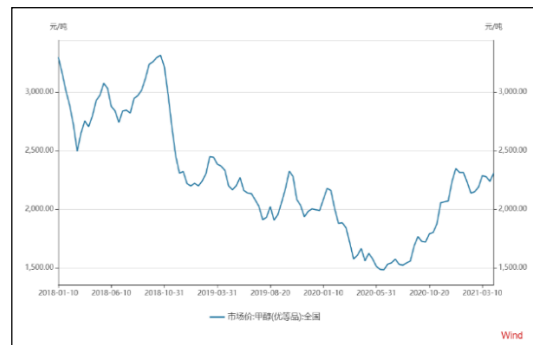
甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，甲醇产能扩张最为迅速；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度有所放缓。

近年来国内甲醇产能产量持续增长。2020

年，中国甲醇产能新增517万吨，均为煤制甲醇。截至2020年底，我国甲醇总产能达到9100万吨，同比增长3%。2020年，中国甲醇产量6385万吨，同比增长9%，甲醇装置全年平均开工率约为70%。

从进口量来看，2020年，我国甲醇进口量为1300.91万吨，同比增长19.40%。我国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次为阿联酋和阿曼。

图6 甲醇价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，由于进口量较大、产能增长较多等因素影响，甲醇呈现供过于求的格局，整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移，2019年甲醇（优等品）全年均价为2145.69元/吨，同比下降25.49%。2020年初，由于疫情影响导致下游需求不振和国际油价下跌，甲醇价格快速下跌。2020年5月至2021年2月，甲醇价格触底反弹，随后开始高位震荡。2021年一季度，国内甲醇优等品的平均价格为2237元/吨，同比增长16%。2021年，国内甲醇新增产能预计约1055万吨，同时国外预计新增产能600万吨，甲醇供给端将持续趋于宽松。

3. 尿素

受淘汰落后产能和新增先进产能影响，近年来国内尿素产能稳中有降，但整体仍处于产能过剩状态。尿素下游需求中农业需求占比大，受农业用肥控制影响，国内化肥施用量逐年下降。2020年，尿素价格波动较大，全年平均价格水平同比持续下降。2021年一季度，尿素价格高位震荡运行，行业盈利恢复明显。

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。近年来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应阶段性紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

中国尿素行业处于产能过剩状态。近年来，随着环保约束趋严和市场化出清，行业落后产能逐步被淘汰退出市场，同时采用先进工艺的装置陆续投产，行业整体产能稳中有降。2020年，国内尿素产能7092万吨，同比下降0.62%；尿素产量5269.53万吨，同比增长1.96%，产能利用率约为70%。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（约占60%），其次为工业用肥和出口。工业用肥主要包括脲醛树脂、三聚氰胺、车用尿素、火电脱硫脱硝和精细化工等。

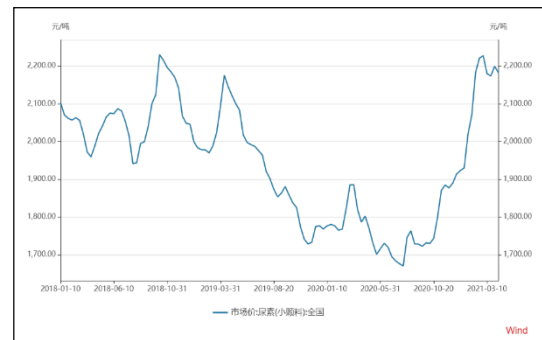
由于国家对于化肥施用量的限制，农业部2015年制定了《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，通过减量增效和有机肥替代等措施使国内化肥施用量逐年下降。2015年，中国农用化肥使用折纯量为6023万吨，到2020年已下降至5395.8万吨。

国家政策鼓励化肥出口。根据《国务院关税税则委员会关于2021年关税调整方案的通知》，对化肥出口继续保持零关税政策，对尿素、复合肥、磷酸氢氨3种化肥的配额税率继续实施1%的暂定税率。2018—2020年，中国尿素对外出

口量逐年增长，分别为244.3万吨、494.46万吨和541.84万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但产能过剩、市场竞争激烈等因素削弱了尿素行业的议价能力。

图7 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

受农用化肥减少和工业需求萎缩，以及化工行业景气度下行影响，2018—2019年尿素价格总体呈下滑趋势。2020年尿素价格受疫情扰动波动较大，全年价格重心较2019年有所下降。具体看，2020年1—2月尿素价格运行平稳，3月开始，国内疫情陆续得到控制，随之春耕备肥启动，尿素价格局部大幅上涨。但受全球疫情持续爆发影响，尿素出口减少，尿素市场供大于求导致4月份开始价格下降并于2020年7月底达到最低点。随后尿素价格在印度招标、行业检修和环保限产以及工业用肥需求增长等因素的带动下开启了快速上涨模式，并于2021年2月底达到近三年高点2228.57元/吨（小颗粒），随后有所回落但目前整体仍处于较高水平，行业盈利恢复明显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司实收资本为39.05亿元。其中，晋能控股集团持股70.06%，为公司控股股东。公司实际控制人为山西省人民政

府。

2. 企业规模及竞争力

公司煤炭资源储量丰富，生产的无烟煤煤质优良，市场竞争力强。

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一。截至 2020 年底，公司拥有 60 座矿井，设计生产能力 10930 万吨/年，资源储量合计 104.93 亿吨。公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占中国无烟煤储量的 26%。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

公司地处山西东南部，靠近中原，辐射华中，太焦、侯月铁路纵贯矿区，交通便捷，具有一定的区位优势。山西省煤炭资源储量丰富，是中国煤炭主产区。公司所处晋东矿区除瓦斯含量高，埋深较深外，水文地质条件总体相对简单，煤层赋存稳定，总资源储量约 500 亿吨，为公司远期煤炭资源接续提供了充足保障。

公司下属子公司山西蓝焰控股股份有限公司（以下简称“蓝焰控股”）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。截至 2021 年 3 月底，蓝焰控股运营的煤层气井 3305 口。2020 年，蓝焰控股煤层气产量 14.93 亿立方米，利用量 12.13 亿立方米。

3. 人员素质

公司管理层熟悉公司情况，从业经验丰富，

管理能力较强。公司员工平均文化素质符合煤炭企业特点，现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

截至 2021 年 3 月底，公司董事会成员 13 名，监事会成员 5 名。

公司董事长宣宏斌先生，1965 年 9 月出生，博士学历。宣宏斌先生 1987 年 8 月参加工作，曾任大同矿务局云冈矿运输区技术员，机电科助理工程师、工程师，选煤厂筹备组负责人，机电科科长；大同煤矿集团公司云冈矿副矿长；大同煤矿集团公司王村煤业公司副董事长、党委书记；大同煤矿集团公司晋华宫矿矿长；晋华宫国家矿山公园管理委员会主任；大同煤矿集团公司塔山煤矿公司董事长；大同煤矿集团公司党委委员、副总经理、安全生产指挥中心主任；晋能控股集团副总经理；晋能控股煤业集团有限公司党委常委、董事、副总经理（机电）、安全生产指挥中心主任、安全生产指挥中心党委书记。宣宏斌先生 2021 年 2 月至今任晋能控股集团副总经理，晋能装备党委书记、董事长。

公司总经理曹建平先生，1963 年 11 月出生，研究生学历。曹建平先生 1984 年 8 月参加工作，曾任晋城市阳城县农修厂技术员；晋城矿务局王台铺矿机电科技术员、助理工程师，综采三队副队长，机电科副科长、科长；山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司王台铺矿副矿长、副总经理、总经理、董事长；长平煤业有限责任公司副总经理、总经理、董事长；山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司副总经理、电力事业部总经理、多新事业部总经理；晋东能源公司董事长；赵庄金光发电公司董事长；晋能控股煤业集团潞安煤炭事业部总经理。曹建平先生 2021 年 2 月至今任晋能装备党委副书记、副董事长、总经理。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有员工 118020 人。按学历结构划分，研究生以上学历占 1.80%，本科学历占 21.36%，高中学历占 63.80%，高中以下学历占 13.04%；按技术等级划分，技师占 1.48%，高级工程师占 9.18%，中级工程师

占 21.35%，其他占 67.99%；按是否下井分，其中井下员工约为 25.32%，非井下员工约为 74.68%。

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：911400001112003634），截至 2021 年 7 月 27 日，公司未结清信贷记录中无关注类和不良类，已结清的信贷记录中有 7 笔关注类贷款，经银行证实，为银行系统原因所致。

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，我们未发现公司逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了股东会、董事会、监事会、经理层，目前已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，依据公司章程行使职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司董事会对股东会负责，由 13 名董事组成，其中中国信达资产管理股份有限公司推荐 3 人、国开金融有限责任公司推荐 2 人、晋能控股集团推荐 7 人、公司职工代表 1 人。董事会设董事长 1 人、副董事长 3 人，董事长由晋能控股集团推荐，副董事长由晋能控股集团推荐 2 人、中国信达资产管理股份有限公司和国开金融有限责任公司各推荐 1 人，经全体董事的三分之二以上表决通过产生。

公司设监事会，监事会依照法律、法规及公司章程的规定，对财务、经营、董事会及其成员和公司总经理行使监督职能。监事会成员为 5 人，其中中国信达资产管理股份有限公司推荐 1 人、国开金融有限责任公司推荐 1 人、晋能控股集团推荐 1 人、公司职工代表 2 人。

监事会主席由中国信达资产管理股份有限公司推荐人员担任，董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。公司副总经理和财务负责人由总经理提请聘任或解聘。

2. 管理水平

管理制度方面，公司建立了较为完善的内部控制制度，公司以《晋能控股装备制造集团战略规划管理办法》、《晋能控股装备制造集团规章制度管理办法》等文件为制度基础，统筹党委专职部门、建设发展部、计划财务部、审计风控部、安全质检环保部等多个部门，规划包括人力资源、财务金融、资本运营、安全环保、市场拓展、信息化、党建等职能安排，确保公司战略规划顺利实施。

融资管理方面，公司制定了《晋能控股装备制造集团融资管理办法》。公司融资事项由公司统一审批、融资主体自主实施。各单位开展融资业务，应以本单位经批准的年度融资预算和融资担保总额限额指标为依据，在确定当期新增融资额度、落实授信及融资方案的基础上，报公司批准后实施。计划外的融资事项必须上报公司一事一议，经研究、审核、批准后开展。

投资管理方面，公司制定了《晋能控股装备制造集团投资计划管理办法（试行）》等制度，投资计划主要针对固定资产、无形资产和科技项目。针对股权投资方面，公司制定了《晋能控股装备制造集团股权投资管理办法（试行）》，办法规定由各事业部提交相关申请材料后，由战略投资委员会组织风险评价，风险评价通过后，由运营管理部提请公司党委常委会研究，并上报董事会或股东会进行决策，通过后上报晋能控股审批，最终签署股权投资协议并执行相关事务。

资金管理方面，公司制定了《晋能控股装备制造集团资金管理办法》、《晋能控股装备制造集团

造集团资金支付审批管理办法》等。办法规定计划财务部是公司资金管理的主管部门，受公司委托规范资金运作，并通过晋能控股集团下属财务公司对公司及所属子、分公司的收入账户和支出账户资金余额进行归集和集中管控，提高资金集中度和使用效率，防控资金风险。

七、重大事项

公司未来可能移交部分煤炭、化工和贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的装备制造业务资产。由于重组方案尚未公布，资产重组存在不确定性。

2020年10月，多家山西省煤炭企业发布公告称，山西省委决定联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团省属三户煤炭企业，同步整合潞安集团、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。同时，同煤集团更名为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋能煤业”），晋能集团更名为晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋能电力”），晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团有限公司，三家企业同时成为晋能控股集团子公司。

公司未来可能移交部分煤炭、化工及贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的相关装备制造业务资产。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在不确定性，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。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入规模波动增长但盈利水平逐年下降。2020年，受新冠疫情影响，煤炭和煤化工等产品价格下降，公司收入和综合毛利率同比均有所下降。2021年以来，随着国内外需求共振恢复，煤炭、煤化工等产品呈现供不应求的局面，价格明显上升。受此影响，公司2021年一季度收入和利润同比大幅提升。

公司主业涉及煤炭、煤化工、建材、电力、机械及贸易等多个领域，其中，煤炭和煤化工板块为公司主要的收入和利润来源。2018—2020年，公司主营业务收入水平波动增长但盈利水平逐年下降。2019年，煤炭价格有所回落以及煤化工等产品价格走低，公司煤炭和煤化工板块全年收入和盈利水平同比有所下降。2020年，受新冠疫情影响，煤炭和煤化工等产品价格下降，公司煤炭和煤化工板块收入和利润水平进一步走低。2020年，公司主营业务实现收入1665.23亿元，同比略有下降；主营业务毛利率为12.43%，同比下降1.84个百分点，主要系煤炭和煤化工板块毛利率下降所致。

表3 2018—2020年及2021年一季度公司主营业务收入及毛利率情况（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	317.28	19.33	47.28	297.61	17.74	41.07	275.75	16.56	39.17	69.23	15.17	52.74
化工	561.52	34.22	16.12	534.50	31.86	15.62	459.97	27.62	13.31	130.82	28.67	16.60
贸易	693.52	42.26	0.66	751.82	44.81	0.50	839.42	50.41	0.28	215.39	47.21	0.20
电力	10.28	0.63	21.10	12.04	0.72	25.82	12.96	0.78	36.27	3.21	0.70	32.09
机械	5.32	0.32	46.79	6.55	0.39	48.76	4.64	0.28	23.71	1.12	0.25	20.54
其他	53.21	3.24	60.39	75.40	4.49	31.27	72.49	4.35	40.83	36.47	7.99	13.85
合计	1641.13	100.00	17.56	1677.92	100.00	14.27	1665.23	100.00	12.43	456.24	100.00	14.24

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：公司提供

从收入结构看，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。2020 年，受新冠疫情影响，煤炭和煤化工等产品销售价格下降，煤炭和煤化工收入有所减少。

从毛利率构成看，公司的利润主要来自煤炭和煤化工板块，贸易业务毛利率水平低，其他业务收入金额较小，总体对公司毛利润影响不大。2020 年，受煤炭价格下降影响，煤炭板块毛利率为 39.17%，较上年下降 1.90 个百分点；煤化工业务受甲醇和尿素产品价格下降影响毛利率水平为 13.31%，较上年下降 2.31 个百分点。

2021 年 1—3 月，随着国内外需求共振恢复，煤炭和煤化工产品价格上涨，公司一季度收入和利润均同比大幅上升。2021 年 1—3 月，

公司实现营业总收入 474.65 亿元，同比增长 49.72%；利润总额 14.77 亿元，同比增长 828.59%。2021 年 1—3 月，公司毛利率同比提升 1.81 个百分点。

2. 煤炭业务

公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，市场竞争力强。2020 年，公司煤炭产销量同比略有增长；价格方面，受疫情影响，同比有所下降。

截至 2020 年底，公司拥有 60 座矿井，设计生产能力 10930 万吨/年，考虑公司合并口径内的资源整合矿井、缓建矿井、关闭矿井和在建筹建矿井，公司煤炭资源储量可达 104.93 亿吨。

表 4 截至 2020 年底公司煤矿情况表（单位：万吨、万吨/年）

序号	矿井名称	资源储量	设计产能	煤种	备注
1	成庄	79274.40	830	无烟煤	生产矿井
2	寺河	98061.00	900	无烟煤	生产矿井
3	赵庄	66632.90	800	无烟煤、贫煤	生产矿井
4	长平	25398.80	500	无烟煤	生产矿井
5	寺河矿二号井	24830.00	180	无烟煤	生产矿井
6	岳城	14595.80	150	无烟煤	生产矿井
7	赵庄二号井	5839.00	120	贫煤	生产矿井
8	资源整合矿井	109758.80	1755	无烟煤、焦煤	生产矿井
9	缓建矿井	38375.00	540	无烟煤、贫煤	缓建矿井
10	基建矿井	247004.20	1800	无烟煤、焦煤、肥煤	基建矿井
11	关闭矿井	56306.10	1575	无烟煤	关闭矿井
12	车寨矿井	19900.00	180	无烟煤	筹建矿井
13	巴楞矿井	150162.00	800	不粘煤	筹建矿井
14	龙湾矿井	55068.00	400	无烟煤	筹建矿井
15	沟底矿井	58099.00	400	无烟煤	筹建矿井
	合计	1049305.00	10930	--	--

注：1.表中序号 1—7 为企业原有生产矿井，8 号为企业 21 座资源整合矿井总概述，9 号为企业 7 座缓建矿井总概述，10 号为企业 7 座基建矿井总概述，11 号为企业关闭 14 座矿井，序号 12—15 为企业 4 座筹建矿井；2.公司地处山西沁水煤田，主要开采煤种为 3#、9#、15#无烟煤。其中：3#煤为优质无烟煤，含硫含灰低；9#、15#煤含硫、含灰高，煤价低，市场销路不畅。公司部分矿井仅开采 9#、15#煤，但部分资源整合矿井在基建或改扩建过程中的工程煤（主要是开采矿井过程中的巷道工程煤，不包括在矿井产能中）为 3#优质煤。为最大限度提高煤炭经济效益，同时符合市场煤质要求，公司将优质煤（发热量达到 6000 卡以上、硫低、灰分低）与发热量较低的煤种（发热量约在 3000~4000 卡左右）进行物理配煤，采用深加工的方式生产出整体发热量在 5000 大卡以上的煤炭产品，整体提升煤质，导致工程煤纳入部分大矿产量中反映

资料来源：公司提供

2018—2020 年，公司原煤产量分别为 5910 万吨、6222 万吨和 6533 万吨，原煤产量逐年增长。2018—2020 年，公司煤炭销售均价分别为 592.80 元/吨、580.04 元/吨和 511.04 元/吨，其中 2020 年公司煤炭销售均价受疫情影响，同比下降 11.90%。

表 5 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
原煤产量	5910	6222	6533	1444
商品煤销量	5352	5620	5948	1223
销售均价	592.80	580.04	511.04	624.99

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，公司吨煤成本由材料成本、人工成本、电力成本、折旧费、计提费用和其他构成。2018—2020 年，公司吨煤成本分别为 268.22 元/吨、269.08 元/吨和 236.82 元/吨。2020 年，公司吨煤成本同比下降 11.99%，主要系可持续发展基金停征所致。

表 6 公司近年本部矿井吨煤成本构成情况

(单位：元/吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
材料成本	42.87	37.44	32.48	20.98
人工成本	80.28	79.59	71.73	73.26
电力成本	13.81	13.53	9.75	11.59
折旧费	25.99	24.42	22.67	24.08
计提费用	58.18	47.42	41.57	39.85
其他	47.09	66.69	58.62	57.05
合计	268.22	269.08	236.82	226.81

注：上述吨煤开采成本为原煤开采成本，不含洗煤、加工成本。

资料来源：公司提供

生产技术方面，近年来，公司综合机械化程度和采煤机械化程度均保持稳定。2020 年，公司无重大安全生产事故发生，百万吨死亡率为 0.013 人。

表 7 公司煤炭生产主要指标 (单位：%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
综合机械化程度	100.00	97.30	100.00	100.00
采煤机械化程度	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度	97.28	97.30	96.89	100.00
全员效率(吨/工)	12.80	13.25	13.20	13.28
死亡率(人/百万)	0.0170	0.0150	0.0130	0.0000

资料来源：公司提供

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势。公司下游销售主要以电力煤和化工煤为主。2020 年公司本部煤炭销售中，洗中块和洗小块销量有所下降，主要系 2020 年随着煤化工企业生产设备更新换代，原料种类需求变动所致；同时公司增加洗末煤销售力度，2020 年洗末煤销量同比增长 53.68%。

表 8 公司本部煤炭销售情况 (单位：万吨，元/吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
电力煤	1248.83	1481.59	1501.35	381.94
喷吹煤	300.44	349.83	578.94	123.18
化工煤	2141.96	1972.34	1846.04	355.77

其他	655.09	582.07	560.39	57.58
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
洗中块	585.21	519.47	394.04	94.89
洗小块	406.44	294.07	276.65	58.60
洗末煤	300.43	349.83	537.61	113.93
末煤	2551.57	2778.39	2812.74	570.35
其他	502.67	444.07	465.66	80.70
销量合计	4346.32	4385.83	4486.70	918.47
销售均价	592.80	580.04	511.04	624.99

注：煤炭销量数据为公司本部主力矿井销售数据以及用资源整合矿井生产的优质 3#无烟煤与主要生产矿井 9#、15#无烟煤进行物流配比、深加工的煤炭产品，由集团本部统一对外销售的煤炭量；部分资源整合矿井生产的煤炭产品由矿井自行销售，未纳入集团煤炭产品销售结构统计

资料来源：公司提供

3. 煤化工业务

2020 年，受疫情影响，公司尿素和甲醇销售均价均同比有所下降。甲醇全年受价格影响较大，吨毛利同比亏损扩大。

公司煤化工产业拥有基础化工、精细化工、新型煤化工和石油化工四大类、包含 70 余种化工和其他相关产品，主要产品为尿素和甲醇。中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，市场竞争激烈，公司通过资本运作，收购和控股十多家化肥企业（大多为原来的下游客户），产品包括尿素、甲醇、硝酸铵等。截至 2020 年底，公司已在江苏、山东等 9 个农业大省拥有 25 家控股煤化工企业，主要产品有：合成氨、尿素、甲醇、硝酸铵、复合肥、磷肥、吗啉、二甲基甲酰胺、苯胺、二甲醚等。

公司丰富的煤炭资源基本能够满足煤化工板块的煤炭需求。2020 年，公司煤化工板块全年消耗煤炭 2780 万吨，其中无烟块煤 826 万吨、无烟末煤 841 万吨、烟煤 1114 万吨。无烟煤采购主要来自公司内部，自产煤炭占无烟煤消耗的 90%。近三年，公司总氨产量较为稳定，2020 年，公司煤化工板块总氨产量为 1584.23 万吨，同比下降 1.15%。

2020 年，尿素价格自年初小幅走高后，受疫情影响，价格有所回落，直至三季度疫情逐渐控制后，价格已逐渐恢复至年初水平。2020 年，公司实现尿素产量 1023.94 万吨，同比增长 5.14%；尿素销售均价 1517.10 元/吨，同比下降 9.40%。甲醇方面，2020 年初受疫情影响以及全球石油价格走低，带动甲醇价格快速下

跌。随着国内疫情逐渐控制，甲醇价格二季度以来触底反弹。2020年，公司实现甲醇产量515.80万吨，同比增长6.30%；甲醇销售均价1540.11元/吨，同比下降16.08%。

表9 公司煤化工产品发展情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
总氨产量(万吨)	1642.65	1602.72	1584.23	434.22
尿素	产量(万吨)	965.39	973.88	1023.94
	销量(万吨)	945.76	961.07	1029.35
	均价(元/吨)	1732.57	1674.49	1517.10
	单位成本(元/吨)	1512.21	1409.53	1261.25
	吨毛利(元)	220.36	264.96	255.85
甲醇	产量(万吨)	420.32	485.22	515.80
	销量(万吨)	484.70	483.92	448.70
	均价(元/吨)	2451.58	1835.17	1540.11
	单位成本(元/吨)	2163.94	1927.16	1747.77
	吨毛利(元)	287.64	-91.99	-207.66

资料来源：公司提供

表10 公司近年尿素单位成本构成情况(单位：元/吨)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
原材料	1371.68	833.93	751.95	934.16
电力	77.27	296.23	268.38	191.62
工资	16.04	71.57	47.8	43.71
其他	47.22	207.8	193.12	172.16
合计	1512.21	1409.53	1261.25	1341.65

资料来源：公司提供

表11 公司近年甲醇单位成本构成情况(单位：元/吨)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
原材料	2046.11	1344.84	1157.36	1366.74
电力	68.01	219.81	191.41	187.17
工资	17.32	84.93	80.59	91.02
其他	32.5	277.58	318.41	372.56
合计	2163.94	1927.16	1747.77	2017.49

资料来源：公司提供

4. 其他业务

多种经营贸易方面，公司贸易业务收入主要来源于公司下属子公司山西晋煤集团国际

贸易有限责任公司，贸易品种主要包括煤炭、化肥、化工、钢材、有色金属等大宗商品。贸易业务对公司营业收入和经营活动现金流量增长贡献明显，但该类业务毛利率低，对公司利润贡献有限。2020年，公司贸易业务实现收入839.42亿元，同比上升11.65%，毛利率为0.28%，较2019年下降0.22个百分点。

电力板块方面，公司现有电厂主要为煤泥、煤矸石和煤层气资源综合利用电厂，发电装机容量合计59.54万千瓦。2020年，公司发电量36.18亿千瓦时，实现收入12.96亿元。

表12 2020年公司电厂发电装机容量情况

(单位：万千瓦)	
电厂	装机容量
王台热电分公司	3.60
成庄热电分公司	1.80
成庄46MW电厂	4.60
寺河瓦斯电站	1.50
胡底瓦斯电站	2.04
三水沟瓦斯电站	0.60
段河发电分公司	1.20
寺河二号井瓦斯电站	1.00
沁水寺河瓦斯发电有限公司	12.00
沁水金润瓦斯发电有限公司	0.90
芦家峪瓦斯电站	3.30
阳城晋煤能源有限责任公司	27.00
合计	59.54

资料来源：公司提供

此外，公司还经营煤层气开采与销售、煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技能，对煤炭成套设备进行改良。主要产品有无轨胶轮车、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利能力具有不确定性。

5. 经营效率

公司整体经营效率良好。

2018—2020年，公司总资产周转次数分别为0.65次、0.62次和0.56次，存货周转次数分别为10.89次、11.94次和13.42次，销售债权周转

次数分别为11.05次、15.64次和13.98次，整体变化不大。

与山西省主要煤炭集团相比，公司销售债权周转次数较低，存货周转次数较高，总资产周转效率指标处于中等水平。整体看，公司经营效率良好。

表 13 2020 年公司经营效率指标对比情况（单位：次）

公司名称	销售债权 周转次数	存货 周转 次数	总资产 周转 次数
晋能控股煤业集团有限公司	20.95	10.66	0.51
华阳新材料科技集团有限公司	26.42	8.41	0.69
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	20.13	9.43	0.63
晋能控股装备制造集团有限公司	13.98	13.42	0.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在建项目

随着公司相关在建工程的完工，公司经营

规模将进一步提升，业务结构更趋完善，综合抗风险能力有望得到增强，但同时在建项目所需较大的资本支出也将增加公司的对外融资需求，继续加重公司的债务负担。公司在建煤化工项目投资规模大，未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。

公司在建、拟建项目主要集中于煤炭和煤化工板块。截至2021年3月底，公司煤炭板块主要在建、拟建项目计划总投资508.60亿元；除煤炭板块主要在建、拟建项目外，公司煤化工板块重点项目11个，总投资220.81亿元，截至2020年底，公司煤化工板块累计完成投资45.08亿元，2021年计划投资62.58亿元。上述项目所需较大的资本支出将增加公司的对外融资需求，继续加重公司的债务负担。同时，公司在建煤化工项目投资规模大，未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。

表 14 截至 2021 年 3 月底公司煤炭板块主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

在建项目							
公司名称	项目名称	项目计划起止年限	项目投资预算金额	截至 2021 年 3 月底已完成投资额	2021 年 3 月至 12 月计划投资额	2022 年计划投资	资金来源
沁水县鑫海能源有限责任公司	郑庄矿井及选煤厂项目	2020-2026	83.06	8.81	9.30	15.15	自有资金和银行贷款
山西沁东能源有限公司	东大矿井及选煤厂项目	2018-2024	71.53	18.67	10.28	18.50	企业自筹和银行贷款
晋煤太钢公司	三交一号矿井	2019-2024	80.53	16.62	5.77	20.00	--
合计	--	--	235.12	44.10	25.35	53.65	--
拟建项目							
公司名称	项目名称	项目计划起止年限	项目投资预算金额	计划投资时间进度安排			资金来源
				2021 年	2022 年	2023 年	
鄂托克前旗恒源投资实业有限责任公司	巴楞矿井及选煤厂项目	2022-2026	76.28	12.96	7.03	5.99	企业自筹及银行贷款
山西晋城兴唐煤业有限公司	车寨矿井及选	2021-2025	27.52	3.45	3.06	2.09	自有资金和银行贷款

公司	煤厂项目						
山西高平源野煤业有限公司	沟底矿井及选煤厂项目	2023-2025	49.00	0.22	1.34	11.67	自有资金和项目贷款
山西晋煤沁秀龙湾能源有限公司	龙湾矿井及选煤厂项目	2021-2025	120.67	13.77	11.27	14.81	自有资金及融资贷款
合计	--	--	273.47	30.40	22.70	34.56	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

2020 年公司合并范围内包括 304 家子公司，较上年度的 319 家减少了 15 家。2021 年 1—3 月，公司合并范围内子公司较上年度无变化，截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 304 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3201.05 亿元，所有者权益 738.32 亿元（含少数股东权益 308.60 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 1732.25 亿元，利润总额 26.30 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3107.97 亿元，所有者权益 739.58 亿元（含少数股东权益 304.06 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 474.65 亿元，利润总额 14.77 亿元。

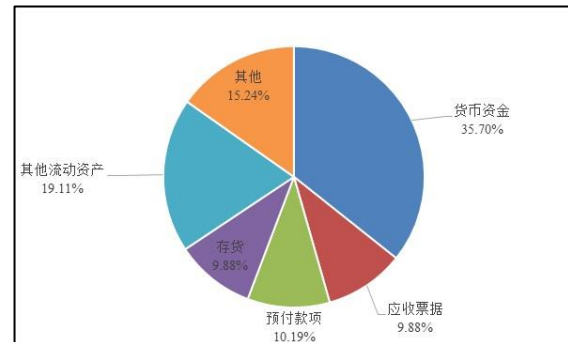
2. 资产质量

近年来，公司资产规模稳步增长，资产结构以非流动资产为主；公司受限资产占净资产的比例高；应收账款和其他应收款综合账龄较长，面临一定的回收风险；公司固定资产成新率一般。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.78%。截至 2020 年底，公司合

并资产总额 3201.05 亿元，较上年底增长 8.75%。其中，流动资产占 35.02%，非流动资产占 64.98%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图 8 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 7.92%。截至 2020 年底，流动资产 1121.15 亿元，较上年底增长 12.96%，主要系货币资金和应收票据增长所致。

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 4.79%。截至 2020 年底，公司货币资金 400.25 亿元，较上年底增长 24.52%，主要系长期借款融资增加所致。货币资金中受限资金占比为 62.87%，主要为银行承兑汇票保证金。

2018—2020 年末，公司应收票据波动下降，年均复合下降 0.88%。截至 2020 年底，公司应收票据 110.75 亿元，较上年底增长 79.73%，主要系贸易业务使用银行票据增加所致。

2018—2020 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 50.26%。截至 2020 年底，公司应收账款 45.85 亿元，较上年底增长 54.55%，

主要系贸易业务销售增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 11.35 亿元，占账面余额比例 19.85%；应收账款前五大欠款方合计金额为 12.48 亿元，占比为 21.82%，集中度一般。公司 3 年以上应收账款占比较高，综合账龄较长，存在一定回收风险。

2018—2020 年末，公司预付款项波动下降，年均复合下降 3.07%。截至 2020 年底，公司预付款项 114.28 亿元，较上年底下降 20.47%，主要系 1 年以内（含 1 年）预付款减少所致。

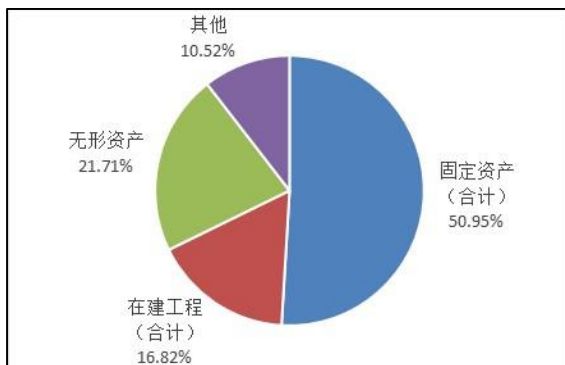
2018—2020 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 81.88%。截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）78.58 亿元，较上年底增长 20.43%，主要系晋能煤业新增借款所致。公司 3 年以上其他应收款占比较高，综合账龄较长，存在一定回收风险。

2018—2020 年末，公司存货持续下降，年均复合下降 9.95%。截至 2020 年底，公司存货 110.77 亿元，较上年底下降 4.17%，较上年底变化不大。存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品构成，累计计提跌价准备 0.13 亿元。

2018—2020 年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 16.08%。截至 2020 年底，公司其他流动资产 214.20 亿元，较上年底下降 7.86%，主要系理财产品减少所致。

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 7.70%。截至 2020 年底，公司非流动资产 2079.90 亿元，较上年底增长 6.61%。

图 9 截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长 6.98%。截至 2020 年底，公司固定资产（合计）1059.75 亿元，较上年底增长 5.95%，较上年底变化不大。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 774.24 亿元；固定资产成新率 56.92%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长 15.83%。截至 2020 年底，公司在建工程（合计）349.74 亿元，较上年底增长 4.49%，较上年底变化不大。在建工程主要为湖北三宁合成氨原料结构调整及联产 60 万吨/年乙二醇项目、晋煤太钢三交一号矿井及选煤厂项目、沁东能源东大矿井及选煤厂项目、华昱高硫煤洁净利用化电热一体化示范等项目为主，累计计提减值准备 0.98 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产波动下降，年均复合下降 0.71%。截至 2020 年底，公司无形资产 451.64 亿元，较上年底下降 1.52%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由采矿权、探矿权和土地使用权构成，累计摊销 54.13 亿元，计提减值准备 0.75 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产为 566.22 亿元，占总资产比例 17.69%，占净资产比例 76.69%，总体看，公司受限资产占净资产比例较高。

表 15 截至 2020 年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例
货币资金	251.63	7.86
应收票据	8.41	0.26
应收账款	1.46	0.05
存货	0.62	0.02
固定资产	232.24	7.26
无形资产	39.46	1.23
在建工程	2.46	0.08
其他	29.95	0.94
合计	566.22	17.69

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3107.97 亿元，较上年底下降 2.91%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 33.16%，非流动

资产占 66.84%。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. 资本结构

(1) 所有者权益

近年来公司所有者权益持续增长。公司所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长7.25%。截至2020年底，公司所有者权益738.32亿元，较上年底增长3.63%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为58.20%，少数股东权益占比为41.80%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占5.29%、14.99%、19.60%和9.12%。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739.58亿元，较上年底增长0.17%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为58.89%，少数股东权益占比为41.11%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为5.28%、14.96%、19.63%和9.31%。

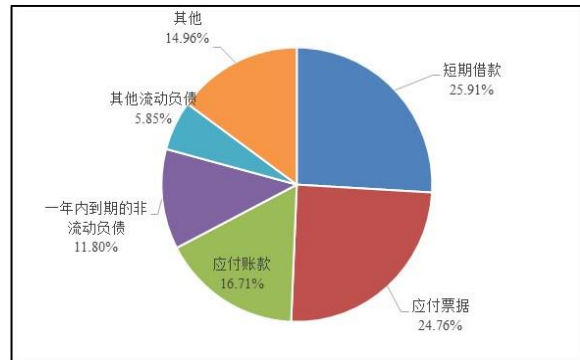
(2) 负债

近年来，公司负债规模持续增长，非流动负债占比上升较快。2020年，公司调整债务结构，长期债务占比大幅提升，但短期债务仍占比较大；公司永续债规模较大。整体看，公司债务负担重。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长7.94%。截至2020年底，公司负债总额2462.73亿元，较上年底增长10.39%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占64.00%，非流动负债占36.00%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

2018—2020年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长1.43%。截至2020年底，公司流动负债1576.25亿元，较上年底下降1.96%，较上年底变化不大。

图 10 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降2.51%。截至2020年底，公司短期借款408.45亿元，较上年底下降14.17%，主要系偿付借款所致。

2018—2020年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长18.21%。截至2020年底，公司应付票据390.33亿元，较上年底增长32.11%，主要系银行承兑汇票增加所致。

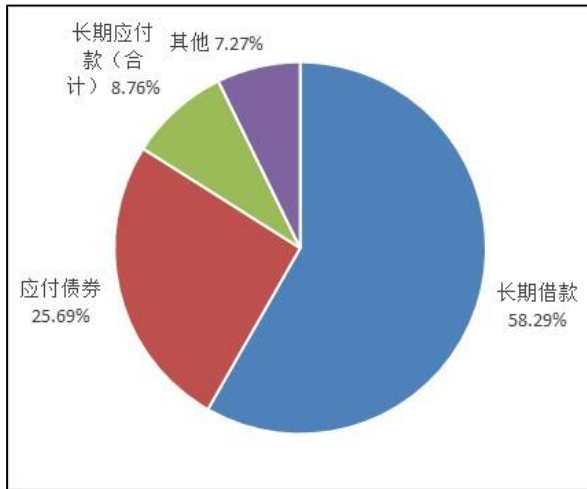
2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长7.93%。截至2020年底，公司应付账款263.37亿元，较上年底增长14.64%，主要系下属子业务规模扩大所致。应付账款账龄以1年以内（含1年）为主。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降14.98%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债186.06亿元，较上年底下降26.78%，主要系1年内到期的长期借款和应付债券减少所致。

2018—2020年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长0.31%。截至2020年底，公司其他流动负债92.21亿元，较上年底增长0.32%，较上年底变化不大。公司其他流动负债主要为短期应付债券。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长23.44%。截至2020年底，公司非流动负债886.47亿元，较上年底增长42.23%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

图 11 截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 27.88%。截至 2020 年底，公司长期借款 516.72 亿元，较上年底增长 54.91%。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 26.54%。截至 2020 年底，公司应付债券 227.69 亿元，较上年底增长 85.21%，主要系公司 2020 年集中发行中期票据和短期融资券所致。

2018—2020 年末，公司长期应付款（合计）持续下降，年均复合下降 14.01%。截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）77.64 亿元，较上年底下降 25.03%，主要系融资租赁款和资源价款下降所致。

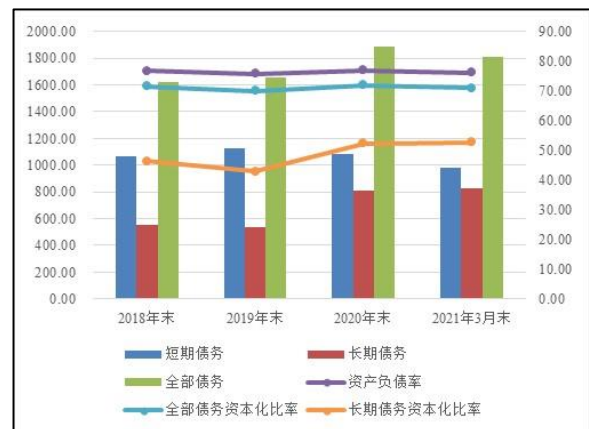
2018—2020 年末，公司全部债务连续增长，年均复合增长 8.03%。截至 2020 年底，公司全部债务 1887.21 亿元，较上年底增长 13.73%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 57.24%，长期债务占 42.76%，其中，短期债务 1080.29 亿元，较上年底下降 3.80%，较上年底变化不大；长期债务 806.93 亿元，较上年底增长 50.43%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.94%、71.88% 和 52.22%，较上年底分别上升 1.14 个百分点、1.92 个百分点和 9.27 个百分点。公司债务负担

重。

公司所有者权益中其他权益工具主要为永续类债务，如将永续类债务调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 2027.88 亿元。其中，短期债务 1080.29 亿元（占 53.27%），长期债务 947.59 亿元（占 46.73%）。从债务指标看，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 81.33%、77.24% 和 61.32%，较调整前分别上升 4.39 个百分点、5.36 个百分点和 9.10 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 1808.07 亿元，较上年底下降 4.19%。债务结构方面，短期债务占 54.37%，长期债务占 45.63%，结构相对均衡，其中，短期债务 983.02 亿元，较上年底下降 9.00%，主要系其他流动负债中有息债务下降所致；长期债务 825.05 亿元，较上年底增长 2.25%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，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 76.20%、70.97% 和 52.73%，较上年底分别下降 0.73 个百分点、下降 0.91 个百分点和提高 0.51 个百分点。

图 12 公司有息债务变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 16 截至 2021 年 9 月 1 日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 晋能装备 CP003	2022-08-27	10

21 晋能装备 CP002	2022-08-13	15
21 晋能装备 MTN001*	2023-08-05	15
21 晋能装备 CP001	2022-07-30	20
21 晋能装备 SCP001	2021-10-27	5
20 晋煤 CP007	2021-11-05	10
20 晋煤 CP008	2021-11-02	10
20 晋煤 MTN016	2023-10-23	10
20 晋煤 MTN015	2023-09-21	10
20 晋煤 MTN014*	2023-08-12	15
20 晋煤 MTN013	2023-07-31	10
20 晋煤 MTN012	2023-07-24	10
20 晋煤 MTN011	2023-07-17	10
20 晋煤 MTN010	2023-07-10	10
20 晋煤 MTN009	2025-07-03	5
20 晋煤 MTN008	2025-06-19	5
20 晋煤 MTN007	2025-06-12	5
20 晋煤 MTN003*	2023-06-08	5
20 晋煤 MTN006	2023-05-29	5
20 晋煤 MTN005	2023-05-26	10
20 晋煤 MTN004	2025-05-20	5
20 晋煤 MTN002	2025-04-14	10
20 晋煤 MTN001	2025-03-23	5
20 晋煤 02*	2023-02-26	13
20 晋煤 01*	2023-01-17	13
19 晋煤 01	2022-12-19	14
19 晋煤 MTN001	2022-04-26	30
18 晋煤 MTN005*	2021-11-06	10
18 晋煤 MTN004*	2021-10-29	20
18 晋煤 MTN003*	2021-09-27	20
合计	--	335

注：用*标出的债券均附带赎回或回售条款，所列到期日为行权日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业总收入波动增长，利润水平逐年下降。2020 年受疫情影响，煤炭市场需求及煤化工行业开工率受到影响，公司利润水平大幅下降，但随着国内疫情逐渐好转，需求增加，公司利润水平逐渐回升。2021 年一季度，公司收入和利润总额均同比大幅提升。

2018—2020 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 0.66%。2020 年，公司实现营业总收入 1732.25 亿元，同比下降 1.23%，同比变化不大；同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长 3.36%。2020 年，公司营业成本

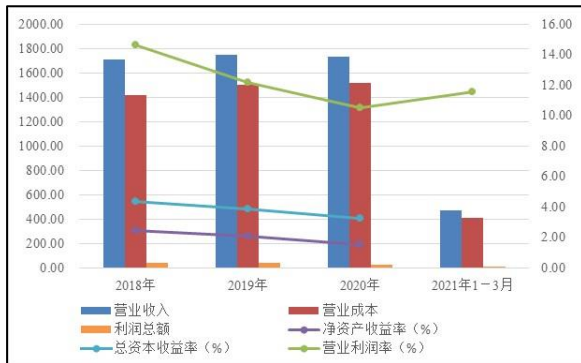
1518.77 亿元，同比增长 0.87%，同比变化不大。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用总额为 177.59 亿元，同比下降 6.14%。从构成看，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 71.33 亿元，同比下降 10.70%；财务费用为 70.18 亿元，同比下降 3.78%。2020 年，公司期间费用率为 10.25%，同比下降 0.54 个百分点。

2018—2020 年，公司投资收益分别为 5.62 亿元、9.66 亿元、18.68 亿元，持续增长，年均复合增长 82.39%。2020 年，公司投资收益同比增长 93.40%，主要系原子公司江苏徐港因少数股东增资导致公司失去控制后以其公允价值改按权益法核算长期股权投资，合并层面产生的处置收益和对太原煤气化借款产生的投资收益所致。2020 年，公司投资收益占营业利润比重为 64.83%，对营业利润影响大；同期，其他收益分别为 11.72 亿元、16.38 亿元、14.62 亿元，波动增长，年均复合增长 11.68%。2020 年，公司其他收益占营业利润比重为 50.71%，对营业利润影响大；同期，资产处置收益分别为 -0.50 亿元、1.42 亿元、5.09 亿元，2020 年资产处置收益占营业利润比重为 17.67%。总体看，公司营业利润对非经常性损益依赖程度高。

2018—2020 年，公司利润总额分别为 42.33 亿元、40.41 亿元、26.30 亿元，持续下降，年均复合下降 21.18%。公司少数股东损益占净利润比重较大，2018—2020 年，净利润中少数股东损益占比分别为 77.86%，89.91%和 59.43%。盈利指标方面，2018—2020 年，公司营业利润率分别为 14.62%、12.18%和 10.54%，三年加权平均值为 11.85%，持续下降。公司总资产收益率分别为 4.30%、3.87%和 3.26%，三年加权平均值分别为 3.65%，持续下降。公司净资产收益率分别为 2.45%、2.11%和 1.53%，三年加权平均值为 1.89%，持续下降。与山西省主要煤炭企业盈利指标对比来看，公司盈利水平处于中上游。

图 13 公司盈利能力变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 17 2020 年山西省主要煤炭企业盈利指标
(单位: %)

企业名称	净资产收益率	总资产收益率	销售毛利率
晋能控股煤业集团有限公司	-2.29	0.66	15.90
华阳新材料科技集团有限公司	-4.34	0.27	9.21
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	-1.64	0.53	10.99
晋能控股装备制造集团有限公司	1.06	2.04	12.04

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

2021 年 1-3 月, 煤炭和化工产品行情向好, 公司实现营业总收入 474.65 亿元, 同比增长 49.72%; 利润总额 14.77 亿元, 同比增长 828.59%。

5. 现金流分析

2018—2020 年, 公司经营活动现金净额持续下降, 2020 年受疫情影响, 经营活动现金净额同比下降幅度较大; 公司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, 公司存在一定的对外筹资压力; 2020 年, 公司经营活动现金流量净额不能够满足公司投资活动需求, 受此影响, 公司筹资活动现金流入有所增加。

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入分别为 1510.48 亿元、1555.01 亿元和 1634.32 亿元, 持续增长, 年均复合增长 4.02%; 经营活动现金流出分别为 1300.72 亿元、1361.33 亿元和 1528.88 亿元, 持续增长, 年均复合增长 8.42%。2018—2020 年, 公司经

营活动现金净额分别为 209.76 亿元、193.69 亿元和 105.44 亿元, 持续下降, 年均复合下降 29.10%。2018—2020 年, 公司现金收入比分别为 86.40%、86.31%和 91.87%, 波动增长, 收入实现质量一般。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入分别为 64.08 亿元、96.09 亿元和 46.94 亿元, 波动下降, 年均复合下降 14.42%; 投资活动现金流出分别为 229.04 亿元、245.17 亿元和 256.68 亿元, 持续增长, 年均复合增长 5.86%。2018—2020 年, 公司投资活动现金净额分别为 -164.96 亿元、-149.08 亿元和 -209.74 亿元。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 44.80 亿元、44.61 亿元和 -104.30 亿元, 2020 年, 公司经营活动现金流量净额不能够满足公司投资活动需求。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入分别为 1082.71 亿元、1133.61 亿元和 1498.49 亿元, 持续增长, 年均复合增长 17.64%; 筹资活动现金流出分别为 1110.87 亿元、1199.71 亿元和 1389.11 亿元, 持续增长, 年均复合增长 11.82%。2018—2020 年, 公司筹资活动现金净额分别为 -28.16 亿元、-66.10 亿元和 109.38 亿元。2020 年, 公司筹资活动现金净额同比净流出转为净流入。

2021 年 1-3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 21.24 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 22.54 亿元, 筹资活动前现金流为 43.78 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 -82.46 亿元。

图 14 公司现金流变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现一般。但考虑到公司在山西省地方国有企业中具有重要的地位及突出的规模优势，公司整体偿债能力优于指标表现。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率分别为62.83%、61.73%和71.13%，三年加权平均值为66.65%。同期，公司速动比率分别为53.92%、54.54%和64.10%，三年加权平均值为59.20%。公司流动资产对流动负债的保障程度很强。2018—2020年，公司现金短期债务比分别为0.45倍、0.34倍和0.49倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为204.97亿元、207.75亿元和192.72亿元，波动下降。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数分别为2.19倍、2.38倍和2.32倍，波动增长，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA分别为7.89倍、7.99倍和9.79倍，持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2021年3月底，公司对外担保余额68.06亿元，占净资产比例为9.20%。对外担保主要对象为山西潞安矿业（集团）有限责任公司（39.87亿元）、大唐华银攸县能源有限公司（14.20亿元）、太原煤炭气化（集团）有限责任公司（11.35亿元）。

截至2021年3月底，公司已获授信总额2064亿元，其中尚未使用余额814亿元。

7. 母公司财务分析

公司本部负债结构中流动负债占比高，面临较大短期偿债压力。

截至2020年底，母公司资产总额1519.57亿元，较上年底增长14.65%，主要系流动资产增长所致。截至2020年底，母公司货币资金为155.89亿元。

截至2020年底，母公司负债总额1069.10亿元，较上年底增长19.59%。其中，流动负债

630.44亿元（占比58.97%），非流动负债438.66亿元（占比41.03%）。截至2020年底，母公司资产负债率为70.36%，全部债务资本化比率为62.55%。

截至2020年底，母公司所有者权益为450.47亿元，较上年底增长4.40%。在所有者权益中，实收资本为39.05亿元（占8.67%）、资本公积合计84.93亿元（占18.85%）、未分配利润合计182.58亿元（占40.53%）、盈余公积合计26.12亿元（占5.80%）。

2020年，母公司营业收入为286.72亿元，利润总额为22.62亿元。同期，母公司投资收益为35.00亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为63.53亿元，投资活动现金流净额-131.61亿元，筹资活动现金流净额84.35亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及EBITDA对本期中期票据保障程度很高。

1. 本期中期票据的发行对目前负债的影响

截至2021年3月底，公司全部债务总额为1808.07亿元，长期债务总额为825.05亿元。本期中期票据拟发行额度占公司全部债务总额的0.83%，占公司长期债务总额的1.82%，对公司现有债务规模及结构影响很小。

以2021年3月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其它因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由76.20%、70.97%和52.73%上升至76.32%、71.14%和53.18%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 为 204.97 亿元、207.75 亿元和 192.72 亿元，为本期中期票据拟发行额度的 13.66 倍、13.85 倍和 12.85 倍；公司经营活动产生的现金流入量为 1510.48 亿元、1555.01 亿元和 1634.32 亿元，为本期中期票据拟发行额度的 100.70 倍、103.67 倍和 108.95 倍；经营活动产生的现金流量净额为 209.76 亿元、193.69 亿元和 105.44 亿元，为本期中期票据拟发行额度的 13.98 倍、12.91 倍和 7.03 倍。

十一、结论

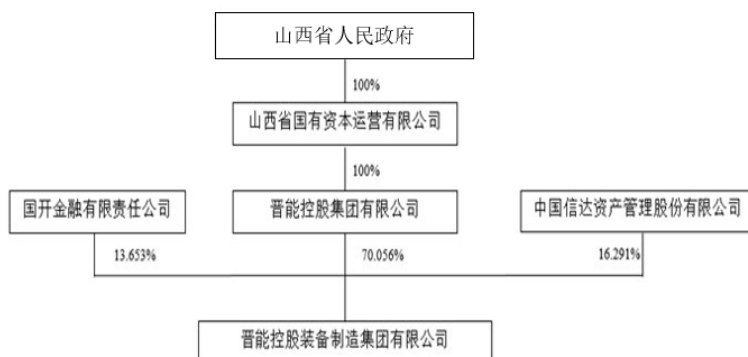
公司作为国有特大型煤炭生产企业，在资源储备、产业布局、产品结构和股东支持等方面拥有优势。同时，联合资信也关注到公司债务负担重、资本支出压力大，除煤炭业务外其他业务盈利能力一般以及区域内国有煤炭企业资产划拨调整等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

未来，随着资产重组的不断推进，公司将专注于装备制造板块的发展，相关业务规模有望增加，公司在区域装备制造行业的地位将进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

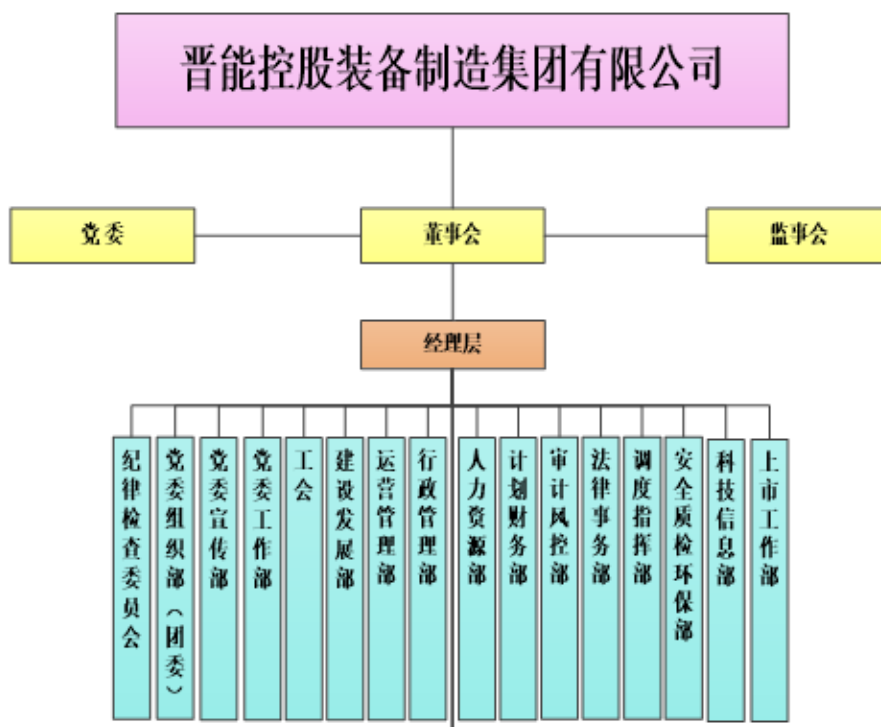
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司纳入合并报表范围的主要子公司

序号	公司名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	投资额（万元）
1	晋城蓝焰煤业股份有限公司	74585.37	79.33	79.33	91994.11
2	山西长平煤业有限责任公司	57200.00	97.50	97.50	56493.00
3	山西晋煤集团沁秀煤业有限公司	121195.93	70.49	70.49	80430.68
4	山西晋丰煤化工有限责任公司	77700.00	100.00	100.00	46620.00
5	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	15000.00	35.00	51.00	8120.50
6	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	36791.00	85.35	85.35	155610.00
7	晋煤金石化工投资集团有限公司	95316.39	76.89	76.89	74000.00
8	山东联盟化工股份有限公司	66000.00	38.00	51.00	31154.85
9	山东晋煤明水化工集团有限公司	22365.72	35.00	51.00	8047.88
10	安徽昊源化工集团有限公司	10634.77	35.00	51.00	9360.00
11	山东晋煤日月化工有限公司	7700.00	35.00	51.00	3894.65
12	湖北三宁化工股份有限公司	26723.08	35.00	51.00	13974.99
13	安徽晋煤中能化工股份有限公司	9693.85	35.00	51.00	16050.00
14	江苏双多化工有限公司	15000.00	35.00	51.00	5855.00
15	寿光市联盟石油化工有限公司	10000.00	40.00	51.00	18196.00
16	唐山邦力晋银化工有限公司	20000.00	35.00	51.00	9409.00
17	山西金象煤化工有限责任公司	40000.00	60.00	60.00	24000.00
18	北京晋煤太阳石化化工有限公司	26600.00	60.00	60.00	15960.00
19	山西晋煤集团华昱煤化工有限责任公司	440000.00	52.65	52.65	241650.00
20	山西晋煤天源化工有限公司	59000.00	68.00	68.00	23842.64
21	河南晋煤天庆煤化工有限责任公司	166000.00	61.70	61.70	116000.00
22	山西晋煤集团煤化工投资有限公司	62000.00	100.00	100.00	62000.00
23	晋城宏圣建筑工程有限公司	65945.64	100.00	100.00	88173.41
24	晋城金驹实业有限公司	54539.16	100.00	100.00	71891.12
25	晋城海斯制药有限公司	11370.46	87.07	87.07	16753.03
26	山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司	73418.76	79.98	79.98	62742.27
27	山西燃气集团有限公司	598154.58	51.79	51.79	343625.46
28	山西蓝焰控股股份有限公司	96750.27	40.05	40.05	257268.17
29	山西金驹煤电化股份有限公司	42682.53	100.00	100.00	89414.48
30	阳城晋煤能源有限责任公司	30000.00	91.00	91.00	27300.00
31	山西晋煤配售电有限公司	21000.00	100.00	100.00	21000.00
32	山西晋煤集团金鼎煤机矿业有限公司	144294.92	100.00	100.00	138094.92
33	晋城宇光实业有限公司	5800.00	61.72	61.72	3580.00
34	山西晋煤集团泽州天安煤业有限公司	260000.00	98.12	98.12	255100.00
35	山西晋煤集团晟泰能源投资有限公司	157862.80	76.02	76.02	120000.00
36	山西晋煤集团临汾晋牛煤矿投资有限责任公司	72000.00	100.00	100.00	72000.00
37	山西晋煤集团晋圣矿业投资有限公司	270000.00	100.00	100.00	264327.21
38	山西晋煤集团金明矿业集团有限责任公司	60000.00	70.00	70.00	42000.00
39	山西晋煤集团沁水胡底煤业有限公司	21000.00	51.00	51.00	25955.00
40	沁水县鑫海能源有限责任公司	2508.73	80.06	80.06	213989.17
41	山西晋煤太钢能源有限责任公司	430000.00	51.00	51.00	219300.00
42	鄂托克前旗恒源投资实业有限责任公司	135000.00	61.20	61.20	183846.46
43	山西沁东能源有限公司	30000.00	51.00	51.00	15300.00
44	晋煤集团财务有限公司	100000.00	92.00	92.00	102771.05
45	山西石涅招标代理有限责任公司	350.00	100.00	100.00	350.00
46	山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	80000.00	100.00	100.00	80000.00

47	山西晋煤集团技术研究院有限责任公司	7000.00	100.00	100.00	7000.00
48	日照港国际物流园区有限公司	40000.00	55.00	55.00	22000.00
49	晋镁新材料有限公司	20000.00	100.00	100.00	20000.00
50	山西晋煤集团煤层气与煤基技术开发有 限公司	20000.00	100.00	100.00	20000.00
51	山西晋煤集团金泽农业开发有限公司	40798.65	76.75	76.75	31314.56
52	弘创融资租赁有限责任公司	100000.00	100.00	100.00	100000.00
53	河南晋开集团延化化工有限公司	38146.81	78.64	78.64	2896.41
54	沙河市正康能源有限公司	56750.00	35.00	51.00	36750.00
55	湖北晋煤气体有限公司	40800.00	51.00	51.00	13600.00
56	山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	100000.00	50.00	51.00	50584.91

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)	480.52	384.96	530.82	376.28
资产总额(亿元)	2755.74	2943.47	3201.05	3107.97
所有者权益(亿元)	641.92	712.46	738.32	739.58
短期债务(亿元)	1062.16	1122.97	1080.29	983.02
长期债务(亿元)	555.01	536.41	806.93	825.05
全部债务(亿元)	1617.17	1659.38	1887.21	1808.07
营业总收入(亿元)	1709.55	1753.75	1732.25	474.65
利润总额(亿元)	42.33	40.41	26.30	14.77
EBITDA(亿元)	204.97	207.75	192.72	--
经营性净现金流(亿元)	209.76	193.69	105.44	21.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.05	15.64	13.98	--
存货周转次数(次)	10.89	11.94	13.42	--
总资产周转次数(次)	0.65	0.62	0.56	--
现金收入比(%)	86.40	86.31	91.87	89.92
营业利润率(%)	14.62	12.18	10.54	11.56
总资本收益率(%)	4.30	3.87	3.26	--
净资产收益率(%)	2.45	2.11	1.53	--
长期债务资本化比率(%)	46.37	42.95	52.22	52.73
全部债务资本化比率(%)	71.58	69.96	71.88	70.97
资产负债率(%)	76.71	75.80	76.94	76.20
流动比率(%)	62.83	61.73	71.13	70.72
速动比率(%)	53.92	54.54	64.10	62.28
经营现金流动负债比(%)	13.69	12.05	6.69	--
现金短期债务比(倍)	0.45	0.34	0.49	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	2.38	2.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.89	7.99	9.79	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；公司其他流动负债中的短期债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	169.69	108.28	200.57	67.05
资产总额(亿元)	1250.59	1325.43	1519.57	1429.94
所有者权益(亿元)	412.04	431.47	450.47	454.81
短期债务(亿元)	357.94	451.70	342.89	351.58
长期债务(亿元)	203.59	149.50	409.59	404.07
全部债务(亿元)	561.53	601.20	752.48	755.65
营业收入(亿元)	356.59	327.14	286.72	30.84
利润总额(亿元)	25.07	29.80	22.62	4.33
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	73.98	111.93	63.53	-24.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.45	3.12	3.78	--
存货周转次数(次)	83.89	81.00	86.55	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.25	0.20	--
现金收入比(%)	97.19	102.10	84.16	28.56
营业利润率(%)	13.55	10.63	11.33	31.21
总资本收益率(%)	2.37	2.54	1.91	--
净资产收益率(%)	5.59	6.08	5.10	--
长期债务资本化比率(%)	33.07	25.73	47.62	47.05
全部债务资本化比率(%)	57.68	58.22	62.55	62.43
资产负债率(%)	67.05	67.45	70.36	68.19
流动比率(%)	94.10	90.08	125.58	128.98
速动比率(%)	93.59	89.54	125.29	128.48
经营现金流动负债比(%)	11.93	15.54	10.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；“/”表示此项数据未获取到

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 晋能控股装备制造集团有限公司 2021 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

晋能控股装备制造集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

晋能控股装备制造集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对晋能控股装备制造集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，晋能控股装备制造集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注晋能控股装备制造集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现晋能控股装备制造集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对晋能控股装备制造集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如晋能控股装备制造集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对晋能控股装备制造集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与晋能控股装备制造集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。