

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据 2020 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日



信用等级公告

联合〔2020〕2591号

联合资信评估有限公司通过对“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度二期大同煤矿供应链资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”项下“19 前海同煤 ABN002 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十四日



前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据 2020 年跟踪评级报告

评级结果

票据简称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
19 前海同煤 ABN002 优先	6.75	6.75	95.03	95.03	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 前海同煤 ABN002 次	0.01	0.01	0.14	0.14	NR	NR
票据合计	6.76	6.76	95.17	95.17	—	—
超额抵押	0.34	0.34	4.83	4.83	—	—
资产池合计	7.10 ¹	7.10	100.00	100.00	—	—

注：NR—未予评级

跟踪评级相关日期

信托设立日：2019 年 12 月 13 日
票据预计到期日：2020 年 10 月 23 日
跟踪期间：2019 年 12 月 13 日—2020 年 5 月 25 日
跟踪基准日：2020 年 5 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	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

大同煤矿集团有限责任公司主体评级结果

公司名称	信用等级	评级展望	评级时间	评级报告
大同煤矿集团有限责任公司	AAA	稳定	2020/6/17	阅读全文

跟踪评级报告日

2020 年 7 月 24 日

分析师

张红军 朱 聪

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

¹ 资产池合计包含了信托账户中的现金，下同。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”进行了持续的跟踪，对本交易项下基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。

本交易基础资产的唯一直接债务人是大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”），同煤集团主营业务经营状况良好，信用等级极高，违约风险极低，联合资信维持其 AAA 的主体信用等级，同煤集团的主体信用等级依然决定了资产支持票据的最终评级结果。

经过跟踪评级测算和分析，联合资信确认维持“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”项下的“19 前海同煤 ABN002 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 直接债务人同煤集团信用级别极高。跟踪期内，本交易基础资产的直接债务人同煤集团主营业务经营状况良好，信用等级极高，违约风险极低，联合资信维持其 AAA 的主体信用等级，对“19 前海同煤 ABN002 优先”本息的偿付起到主要信用支撑作用。

关注

1. 直接债务人同煤集团债务负担很重。同煤集团债务规模很大，截至 2019 年底，同煤集团短期债务和全部债务分别为 1283.46 亿元和 2558.54 亿元，全部债务资本化比率为 78.42%。未来一年为同煤集团债务到期高峰年，存在较大的集中偿付压力。

2. **本交易存在一定的行业风险。**本次交易入池资产的唯一直接债务人为同煤集团，同煤集团属于煤炭行业，跟踪期内煤炭行业去产能政策步入新阶段，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升，但煤炭未来下游需求或存在波动，在国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构前海结算商业保理（深圳）有限公司和受托人交银国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（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前海结算商业保理（深圳）有限公司/交银国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与前海结算商业保理（深圳）有限公司/交银国际信托有限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，未因前海结算商业保理（深圳）有限公司/交银国际信托有限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“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要及票据兑付

截至跟踪基准日，资产支持票据尚未开始兑付，也未触发对信托财产产生重大不利影响的事项。

本交易的委托人/发起机构前海结算商业保理（深圳）有限公司（以下简称“前海结算”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给交银国际信托有限公司（以下简称“交银国信”）并设立“前海结算商业保理（深圳）有限公司2019年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据信托”，交银国信以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据，投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信托项下相应的信托受益权。

本交易共设置两档资产支持票据，分为优先级资产支持票据（票据简称“19前海同煤ABN002优先”）和次级资产支持票据（票据简称“19前海同煤ABN002次”），已于2019年12月11日发行。其中，“19前海同煤ABN002优先”采用固定利率，实际发行利率为5.50%，存续期限为315天，还本付息方式为到期一次性还本付息；“19前海同煤ABN002次”在“19前海同煤ABN002优先”本息完成兑付后，获得剩余收益。

截至跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产支持票据尚未开始兑付。

跟踪期内，未触发“回购事件”“赎回事件”“资产服务机构解任事件”“权利完善事件”等对信托财产产生重大不利影响的事项，本交易整体表现良好。

表 1 资产支持票据概况（单位：亿元、%）

票据简称	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	首评	本次	首评			
19 前海同煤 ABN002 优先	6.75	6.75	95.03	95.03	5.50	2020/10/23	正常
19 前海同煤 ABN002 次	0.01	0.01	0.14	0.14	—	2020/10/23	正常
票据合计	6.76	6.76	95.17	95.17	—	—	—
超额抵押	0.34	0.34	4.83	4.83	—	—	—
资产池合计	7.10	7.10	100.00	100.00	—	—	—

二、服务机构履职能力分析

跟踪期内，本交易主要参与方未发生替换，履职情况稳定。联合资信将对资产服务机构履约能力保持持续关注。

1. 资产服务机构

前海结算运营时间较短，资产规模较小，盈利能力较弱，联合资信将对其作为资产服务机构的履约能力保持关注。

本交易的资产服务机构为前海结算。前海结算成立于 2015 年 5 月，注册资本为 1 亿元人民币，实收资本 5000 万元，为前海结算股份有

限公司（以下简称“前海结算股份”）的全资子公司，法定代表人为张静。前海结算股份的股东为北京银河创新科技发展有限公司、前海慧和（深圳）投资中心（有限合伙）、宁波慧德投资合伙企业（有限合伙）、北京天邦达投资有限公司、宁波慧择投资合伙企业（有限合伙）、深圳市中航盈富实业发展企业（有限合伙）和深圳市治辉科技有限公司。此外，中国广核集团有限公司旗下公司为前海结算股份提供业务及日常管理支持。截至 2019 年末，前海结算注册

资本仍为 1 亿元人民币，仍为前海结算股份的全资子公司。

前海结算目前主要的业务模式包括：商票保理业务，即应收账款的债权凭证及支付方式为商业承兑汇票；应收账款保理业务，即传统保理业务；反向保理，即与核心企业合作，并由其推荐供应商开展保理；应收管理业务，即作为资金方和融资方的中间服务方；银行再保理业务，即作为银行保理业务的资产服务机构；供应链 ABS，即作为原始权益人和资产服务机构。

截至 2019 年末，前海结算资产总额为 56895.33 万元，负债合计 48334.40 万元，所有者权益总额为 8560.94 万元。2019 年，前海结算实现营业收入 114364.91 万元，净利润-497.14 万元。

2. 受托人

交银国信拥有稳健的财务实力、较为雄厚的股东背景、完善的风险管理组织建设。跟踪期内，履约和尽职能力稳定。

本交易的受托机构/发行人是交银国信。交银国信原名为湖北省国际信托投资公司，成立于 1981 年 6 月，2007 年 5 月经中国银监会批准，引进交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）实施战略重组。重组完成后，更名为交银国际信托有限公司。截至 2019 年末，交银国信注册资本金 57.65 亿元，控股股东为交通银行，持股比例为 85%。

截至 2019 年末，交银国信合并资产总额 128.99 亿元，负债合计 7.54 亿元，股东权益 121.45 亿元；2019 年全年，交银国信实现合并营业收入 18.77 亿元，利润总额 15.14 亿元。截至 2019 年末，交银国信信托资产总额 7618.50 亿元，信托负债 45.26 亿元，信托权益 7573.24 亿元；2019 年全年，交银国信信托项目实现营业收入 499.28 亿元，信托净利润 437.63 亿元。

在风险管理组织建设方面，交银国信秉承合规、全面、有效的基本原则，建立合理、有效的规章制度体系，严格按照法律法规和各项

规章制度的要求开展经营管理活动，深入把握各项业务的盈利模式和流程的基础上，对业务风险点进行动态监控、分析、预警，并采取行之有效的风控机制，建立战略性和日常性的分层次、多渠道的风险管理架构，确保各项风险管理政策与措施的有效实施。交银国信在经营管理层下设立了信托业务审查委员会、固有业务审查委员会、私人股权投资信托计划项目投资审查委员会，分别负责对信托项目、固有项目、私人股权投资信托计划投资项目进行审查；同时，交银国信设立全面风险管理委员会、风险管理委员会，分别负责确定和落实公司的风险控制目标，以及风险策略、政策、程序和措施。

3. 资金保管银行

交通银行自身财务状况稳健，资本充足，盈利能力强，行业地位显著，信用等级极高。作为本交易的资金保管银行，跟踪期内交通银行履约和尽职能力稳定。

本交易的资金保管银行是交通银行股份有限公司山西省分行。交通银行始建于 1908 年，是中国历史最悠久的银行之一，也是近代中国的发钞行之一。1987 年 4 月 1 日，重新组建后的交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，总行设在上海。2005 年 6 月交通银行在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2019 年末，交通银行股本总额 742.63 亿元，其国家股（包括财政部、社保基金会及地方财政厅局持股），持股比例为 41.99%。

截至 2019 年末，交通银行资产总额 99056.00 亿元，其中客户贷款 51836.53 亿元；负债总额 91046.88 亿元，其中客户存款余额 60729.08 亿元；股东权益合计 8009.12 亿元；不良贷款率 1.47%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 14.83%，一级资本充足率 12.85%，核心一级资本充足率 11.22%。2019 年，交通银行共实现营业收入 2324.72 亿元，净利润 780.62 亿元。2019 年交

通银行托管资产规模达人民币 93942.45 亿元。交通银行已建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级

管理层、业务部门、风险管理部门和内审部门在风险管理中的职责分工，多层次、相互衔接、有效制衡的风险治理机制稳健运行。

三、直接债务人信用分析

联合资信维持本交易直接债务人同煤集团的主体信用等级为 AAA，展望为稳定，信用级别极高，违约风险极低。联合资信认为同煤集团作为直接债务人的履约能力极强。

本交易的直接债务人是同煤集团，同煤集团的前身大同矿务局成立于 1949 年 8 月 30 日，2000 年 7 月改制为大同煤矿集团有限责任公司。2003 年 12 月，同煤集团按照现代企业制度进行了重组；2005 年 12 月实施债转股后，成为七家股东共同出资的公司。2017 年 7 月，根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）出具的《关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》，山西省国资委将其持有的同煤集团 65.17% 股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），同煤集团的控股股东由山西省国资委变更为山西国投。截至 2020 年 3 月底，同煤集团注册资本 170.35 亿元。控股股东山西国投持有同煤集团 65.17% 股份。同煤集团实际控制人为山西省国资委。

同煤集团内设总经理办公室、劳资部、财务部、经营管理部等共 24 个职能部室。

截至 2019 年底，同煤集团合并资产总额 3693.89 亿元，所有者权益合计 843.75 亿元（含少数股东权益 348.99 亿元）；2019 年，同煤集团实现营业总收入 1903.73 亿元，利润总额 24.33 亿元。

截至 2020 年 3 月底，同煤集团合并资产总额 3712.70 亿元，所有者权益合计 853.23 亿元（含少数股东权益 356.60 亿元）；2020 年 1—3 月，同煤集团实现营业总收入 460.57 亿元，利润总额 3.91 亿元。

同煤集团地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：郭金刚。

1. 经营分析

跟踪期内，受煤炭销售价格下降影响，同煤集团煤炭主业毛利率有所下降，电力业务盈利水平有所提升。

同煤集团按照“煤电一体化”的战略思路，依托强大的煤炭资源优势，做大电力产业，做实贸易业务，并积极布局其他产业，逐步进入机械制造、煤化工、冶金、水泥、建材、金融和文化旅游等领域，主营业务形成煤炭、电力、贸易和其他等业务板块。煤炭业务是同煤集团的传统核心业务。

收入规模及构成方面，2019 年，同煤集团主营业务收入有所增长，主要系煤炭业务及贸易业务增长所致，收入构成保持相对稳定。2019 年，同煤集团煤炭业务实现收入 823.91 亿元，煤炭业务收入占营业收入比重为 43.28%。同煤集团非煤产业主要包括电力、贸易及其他等，2019 年完成营业收入 1038.28 亿元，较 2018 年增长 10.72%，占营业收入比重为 54.54%，对同煤集团收入贡献较大。其中，电力板块实现营业收入 122.30 亿元，较 2018 年增长 13.69%，主要系同煤集团上网电量、上网电价有所增加所致；贸易业务实现收入 870.94 亿元，较 2018 年增长 13.69%，收入占比提升至 45.75%。同煤集团其他业务主要是同煤集团围绕煤炭主业开展的机械制造、金融、煤化工、冶金、水泥、煤机制造、建材等业务，占营业收入的比重较小。除电力与贸易产业外，同煤集团非煤产业主要包括煤机制造、煤化工、氧化铝、建筑、通讯和建材产业等，收入占比较小。

毛利率方面，2019 年，同煤集团综合毛

利率为 17.01%，较 2018 年小幅下降 0.73 个百分点。其中，煤炭业务是同煤集团的主要利润来源。2019 年，同煤集团煤炭业务毛利率为 32.53%，较 2018 年下降 2.80 个百分点，主要系 2019 年煤价整体有所下跌所致。2019 年，同煤集团电力板块受煤耗下降、煤价下降以及发电利用小时数增加影响，毛利率有所回升，与煤炭业务盈利水平形成一定对冲。贸易业务整体盈利能力低，但其收入占比较

高，对同煤集团整体毛利率有一定负面影响。

2020 年 1—3 月，同煤集团实现营业收入 460.43 亿元，同比下降 3.07%。其中，煤炭业务收入同比下降 47.52%；贸易业务收入同比增长 57.46%。同期，同煤集团综合毛利率同比有所回升，为 17.29%。其中，同煤集团煤炭毛利率水平为 49.57%，同比上升 23.89 个百分点，主要系疫情期间同煤集团实施多项降本措施导致成本下降所致。

表 2 同煤集团各业务板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块分类	2017 年			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	收入	占比	毛利率
主营业务	1568.54	97.93	16.74	1718.30	97.35	17.19	1862.19	97.82	16.65	445.26	96.71	16.56
煤炭	689.00	43.05	36.97	780.58	44.22	35.33	823.91	43.28	32.53	133.82	29.06	49.57
电力	104.07	6.50	-3.65	120.21	6.81	7.99	122.30	6.42	18.36	29.04	6.31	15.53
贸易	717.48	44.83	0.64	766.08	43.40	0.59	870.94	45.75	1.93	263.70	57.27	0.38
其他	57.99	3.62	12.24	51.43	2.91	10.77	45.04	2.37	6.05	18.70	4.06	10.21
其他业务	32.05	2.00	38.19	46.84	2.65	37.64	41.54	2.18	33.15	15.17	3.29	38.43
合计	1600.59	100.00	17.17	1765.14	100.00	17.74	1903.73	100.00	17.01	460.43	100.00	17.29

注：本表中营业收入口径未包含利息收入及手续费及佣金收入；同煤集团主营业务中的其他主要包括机械制造、煤化工、冶金、水泥、建材和金融等；同煤集团主营业务之外的其他业务主要为提供劳务、运输服务等

注：尾差系四舍五入原因造成

资料来源：同煤集团提供

煤炭板块

同煤集团煤炭资源储量丰富，煤炭产量规模较大，采煤机械化程度高。同煤集团煤炭销量规模大，同时合同煤销售占比高，产品销路稳定，外运能力有保障，煤炭业务规模优势突出。联合资信同时关注到，随着煤炭行业先进产能的释放以及下游需求增速放缓，同煤集团煤炭销售价格有所下降。

在煤炭生产方面，作为国内重要的动力煤生产基地，同煤集团近年来通过新建、重组、技术改造等多种方式，使得煤炭产能逐年增加。2019 年，同煤集团原煤产量为 1.64 亿吨，较 2018 年增长 19.88%。

同煤集团原煤实际产量大于核定产能，一方面是因为包括了资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿产能；另一方面由于同煤集团的部分煤矿开采时间较长，开采难度加大，为完成年度生产计划，同

煤集团加大了对开采成本较低煤矿的资金和技术投入，持续加大了对塔山矿、忻州窑矿等的升级改造，使得矿井实际产能和产量增加超过证载核定产能。因此，同煤集团存在实际产量超过核定产能的情况。

“十三五”期间，大同煤矿集团拟关闭退出 13 座矿井，化解产能 1225 万吨/年。其中，2019 年关闭了 3 座矿井，化解产能 150 万吨/年。2020 年同煤集团拟关闭 3 座矿井，化解产能 235 万吨/年，截至 2020 年 3 月底尚未关闭。

近年来同煤集团加快选煤厂的建设，现有选煤厂 28 座，总设计洗选能力 12285 万吨/年；在建选煤厂 4 座，设计洗选能力 4000 万吨/年。

同煤集团矿井采掘机械化程度达 100%，机械化水平很高。同煤集团吨煤成本保持相对稳定，2019 年为 149.22 元/吨。

近年来，同煤集团资源整合矿井取得较大进展，但同时受被整合矿井技术水平不一、地

质条件复杂影响，同煤集团安全生产管理压力加大，同煤集团加大安全生产建设投入。同煤集团下属矿井有安全事故发生，2019年，同煤集团百万吨死亡率为0.043人/百万吨。联合资信同时关注到，2019年7月7日，同煤集团下属永定庄煤业发生一起综采工作面上覆采空区气体下泄事故，造成2人死亡。2019年12月29日，同煤集团地煤公司焦煤矿305煤眼发生一起流煤眼歛煤事故，事发当时被困6人，1人送医后生命体征平稳，5人经抢救无效死亡。2020年4月14日，同煤集团下属同煤大唐塔山煤矿公司3~5#层二盘区2205掘进工作面发生一起顶板事故，被困5人全部获救。

同煤集团生产的动力煤煤质优良，主要用于火力发电、工业锅炉、造气发生炉等工业用途，以及炼焦配煤、高炉喷吹、煤变油等煤炭综合深加工利用方面，目标市场集中在电力、冶金、有色、建材和化工等行业。同煤集团煤炭中国销售占比九成以上，主要销往华北、华东、华南、华中、东北等区域。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业占比最大，同煤集团与中国多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，合同煤占比约90%。其中，重点合同煤占比75%左右，对同煤集团产销率保障程度较好。2019年，同煤集团商品煤销量为18779.00万吨。随着煤炭市场好转，同煤集团采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计，使得煤炭产销率大于100%。销售价格方面，2019年，同煤集团商品煤销售平均价格有所下降，为362.49元/吨。2020年1—3月，受新冠疫情影响，同煤集团商品煤销量同比下降5.63%至0.49亿吨，销售均价下降3.79%至342.91元/吨。

在煤炭销售方面，同煤集团生产的动力煤煤质优良，主要用于火力发电、工业锅炉、造气发生炉等工业用途，以及炼焦配煤、高炉喷吹、煤变油等煤炭综合深加工利用方面，目标市场集中在电力、冶金、有色、建材和化工等行业。同煤集团煤炭中国销售占比九成以上，

主要销往华北、华东、华南、华中、东北等区域。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业占比最大，同煤集团与中国多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，合同煤占比约90%。其中，重点合同煤占比75%左右，对同煤集团产销率保障程度较好。2019年，同煤集团商品煤销量为18779.00万吨。随着煤炭市场好转，同煤集团采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计，使得煤炭产销率大于100%。销售价格方面，2019年，同煤集团商品煤销售平均价格有所下降，为362.49元/吨。2020年1—3月，受新冠疫情影响，同煤集团商品煤销量同比下降5.63%至0.49亿吨，销售均价下降3.79%至342.91元/吨。

同煤集团通过下属煤炭运销公司实行集中统一销售，全面实现“五统一”管理，即统一计划、统一合同、统一结算、统一定价、统一调运。煤炭运输上，同煤集团省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，目前同煤集团在秦皇岛港煤炭调入量仅次于中煤能源，运力有一定保障。长期用户采取到货后结算或部分预付款结算方式销售，同等质量煤炭商品优先销售给诚信好、结算周期短、货款不拖欠的用户，一般结算周期在一个月。

同煤集团煤炭运输成本跟交货方式有关，对于现场交货的煤炭，销售价格采取坑口价格，基本无运输成本；对于直达煤采取车板交货方式的，为煤炭港口价，煤炭销售价格已经包含运输成本。根据合同规定，对于到场交货方式的（主要为电煤），按煤炭发到客户并经供销双方验收确定数量和质量指标后确认收入；对于直达煤采用车板交货方式的，按装运煤炭的火车到达国家铁路的起点站后确认收入的实现；对于下水煤采用离岸交货方式的，按煤炭装上轮船后确认收入的实现；对于港口煤场交货方式，按双方验收后确认收入的实现。

从客户集中度来看，2019年，同煤集团煤炭销售前五名客户的收入占比合计16.95%，客户集中度一般。

表 3 同煤集团 2019 年本部煤炭前五名客户销售情况

(单位: 亿元、%)

客户	销售收入	收入占比
浙江浙能富兴燃料有限公司	45.27	5.49
安徽海螺物资贸易有限责任公司	33.76	4.10
大唐电力燃料有限公司	27.70	3.36
华润水泥投资有限公司	19.85	2.41
广州珠江电力燃料有限公司	13.09	1.59
合计	139.66	16.95

注: 表中数据统计口径为同煤集团本部矿井

资料来源: 同煤集团提供

电力板块

同煤集团电力装机容量规模较大。随着煤耗下降、煤炭价格下降以及发电利用小时数增加, 同煤集团电力业务盈利水平持续提升。

同煤集团的电力业务生产单位主要包括: 山西漳泽电力股份有限公司(以下简称“漳泽电力”, 股票代码“000767.SH”)、山西临汾热电有限公司(一期)、同煤热电有限公司、山西漳电大唐塔山发电有限责任公司、山西漳电同华发电有限公司、山西漳电国电王坪发电有限责任公司和大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司。近年来同煤集团电力板块快速发展, 现已拥有较大规模的、与煤炭业务具有良好协同效应的电力、热力生产和供应业务。作为同煤集团重点发展的板块之一, 同煤集团不断优化电厂布局, 快速推进新项目, 为电力产业做大做强提供了新保障。

同煤集团电力生产所需原料煤大部分来自于同煤集团内部煤炭业务自产煤, 煤炭价格参照市场价格双方协议制定。

截至 2020 年 3 月底, 同煤集团已运行及在建电力装机容量为 1969.10 万千瓦。其中, 火电装机容量、风电装机容量及光伏装机容量分别为 1764.00 万千瓦、69.60 万千瓦和 135.50 万千瓦。截至 2020 年 3 月底, 同煤集团已运行装机容量为 1637.10 万千瓦。其中, 火电运行装机容量、风电运行装机容量及光伏运行装机容量分别为 1432.00 万千瓦、69.60 万千瓦和 135.50 万千瓦。同煤集团在建装机容量为

332.00 万千瓦, 全部为火电机组。

受益于在建机组的投运和下游需求的增加, 同煤集团发电量和上网电量均有所增长, 2019 年分别为 417.5 亿千瓦时和 378 亿千瓦时。2020 年 1—3 月, 同煤集团发电量和上网电量分别为 83.61 亿千瓦时和 74.79 亿千瓦时。2019 年及 2020 年 1—3 月, 同煤集团发电平均上网电价分别为 0.2765 元/千瓦时和 0.2617 元/千瓦时。由于同煤集团采取节支降耗措施, 当期标准煤耗有所下降; 同时, 随着发电利用小时数的增加以及煤炭价格的下降, 同煤集团电力业务盈利能力持续提升。

贸易板块

贸易业务毛利率较低, 对同煤集团整体利润贡献较小。

同煤集团煤炭贸易业务运营主体有大同煤业国际贸易有限责任公司和大同煤矿集团煤炭运销总公司。煤炭贸易业务盈利模式: 在下游客户的确定需求并锁定同煤集团利润空间后, 对接上游客户, 赚取利润。主要结算模式是上游货到、票到后先部分付款, 待下游确认验收合格后方办理购货货款全额结算。同煤集团煤炭贸易上游煤炭供应以集团外采购为主, 外购煤炭比例占煤炭贸易总量的 80%以上。同煤集团煤炭贸易业务的合作单位全部集中于大型国有企业。

大同煤业国际贸易有限责任公司借助和同煤秦发(珠海)控股有限公司从事电煤物流贸易平台, 按照煤炭市场化定价方式, 统一向省

内外各大矿采购电煤。充分利用铁路、公路、场地的优势，提升仓库现代化装备，建成面向所有采掘工业用户的工业物资储备基地。大同煤业国际贸易有限公司通过完善各类经营资质，通过与秦发集团的码头合作，扩大港口贸易量，搞好煤炭进口及销售业务。

大同煤矿集团煤炭运销总公司是同煤集团负责煤炭运销的下属单位，是按照山西省委、省政府关于做大做强同煤集团，提高煤炭产业和煤炭销售集中度，发挥集团公司规模优势的精神，于 2004 年 3 月与原山西煤炭运销总公司所属北部铁路运销系统重组后成立。煤炭运销总公司下设十三部室和四个有限公司、六个区域销售分公司、三个港口公司和一个铁路调运分公司，负责大同煤矿集团公司和大同煤业股份公司所生产的煤炭及山西省北部大同、朔州、

忻州三个地市煤炭的铁路运输、煤炭销售和煤炭出口工作。煤炭运销总公司销售覆盖全国 25 个省、市、自治区，并远销日本等国家。

同煤集团贸易业务营业收入有所增长，2019 年为 870.94 亿元；2020 年 1—3 月，贸易业务收入 263.70 亿元，同比增长 57.46%，毛利率为 0.38%，同比下降 0.09 个百分点。

经营效率

考虑到同煤集团收入中贸易业务占比较大，同煤集团经营效率一般。

2019 年，受贸易业务及煤炭业务不断增长影响，同煤集团销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所增长，分别为 19.32 次、11.93 次和 0.53 次。同煤集团销售债权周转次数及存货周转次数处于行业较高水平，总资产周转次数处于行业较低水平。

表 4 截至 2019 年底同行业公司经营效率情况对比

(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
陕西煤业化工集团有限责任公司	11.01	14.08	0.58
兖矿集团有限公司	22.18	8.20	0.91
阳泉煤业(集团)有限责任公司	17.33	8.80	0.72
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	15.55	11.94	0.62
同煤集团	19.32	11.93	0.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

在建工程和未来发展

随着国家去产能政策的推进，同煤集团主动缩减投资规模，目前投资以推进在建项目为主，新建项目较为谨慎。

从在建及拟建项目情况看，同煤集团未来投资主要集中在煤炭产业和电力产业，同时兼顾煤化工产业。目前各矿井正在建设中，同煤集团煤炭主业的不断壮大有助于巩固其规模优势和竞争实力。同时，同煤集团依托煤炭主业，不断加大对电力、煤化工等煤炭下游产业的投入，有助于完善同煤集团产业链条，提高整体抗风险能力。

马道头煤业项目已于 2017 年投产，新增产能 1000 万吨；北辛窑煤矿项目于 2011 年开工，

矿井设计产能为 400 万吨/年，服务年限 74.4 年；广发化工甲醇项目甲醇产能为 60 万吨/年，目前已经建成，处于试生产调试阶段，但项目尚未完成竣工决算，所以没有转为固定资产；阳高电厂项目本期工程建设规模为 2×350MW 超临界机组，预计 2021 年完工；漳泽百万项目项目建设规模为 2×1000MW 超超临界空冷燃煤火力发电机组，目前已移出缓建项目名单，并开始复工建设，预计于 2020 年完工；煤基活性炭项目设计产能 10 万吨/年，2015 年已完工，但尚未完成消防验收，所以未转为固定资产；朔州热电项目目前已移出停缓建项目名单，并开始复工建设，预计于 2022 年完工；两区改造项目为采煤沉陷区综合治理和棚户区改造工

程，是同煤集团投资规模最大、受益矿工人数最多的安居工程，由政府、同煤集团及个人共同投资完成。

截至 2019 年底，同煤集团报表在建工程账面价值中有 755.11 亿元的其他项目，项目数量较多，主要是安全建设项目、矿山环境治理项目、技术改造项目等。目前同煤集团将在建项目按照重要程度分类，优先保障重点工程建设，整体投资规模已逐步缩减。

未来发展方面，同煤集团“十三五”产业发展布局概括为“3655”：“3”是区域布局，建设国家晋北煤炭绿色开采基地、国家晋北清洁能源基地、山西晋北现代煤化工基地；“6”是产业布局，重点打造煤炭、电力、煤化工、铝、金融、物流贸易 6 大产业板块；“5”是通道布局，推进铁路路网、电网、天然气管网、物贸网以及港口航运“四网一港”5 大通道建设；“5”是园区布局，重点建设好塔山、东金潘、白家沟、朔州（王坪-小峪、朔南）和大同装备制造 5 大循环经济园区。

2. 财务分析

同煤集团提供了 2018—2019 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；同煤集团 2020 年一季度财务报表未经审计。

2019 年报表合并范围新纳入 4 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 1 家。由于上述子公司规模占比较小，且同煤集团主营业务未发生变动，同煤集团财务数据的连续性和可比性较强。截至 2019 年底，同煤集团纳入合并范围子公司 57 家。

截至 2019 年底，同煤集团合并资产总额 3693.89 亿元，所有者权益合计 843.75 亿元（含少数股东权益 348.99 亿元）；2019 年，同煤集团实现营业总收入 1903.30 亿元，利润总额 24.33 亿元。

截至 2020 年 3 月底，同煤集团合并资产总额 3712.70 亿元，所有者权益合计 853.23 亿元

（含少数股东权益 356.60 亿元）；2020 年 1—3 月，同煤集团实现营业总收入 460.57 亿元，利润总额 3.91 亿元。

资产质量

同煤集团资产构成中，非流动资产占比较高，资产流动性一般。

截至 2019 年底，同煤集团合并资产总额为 3693.89 亿元，较 2018 年底增长 7.82%。其中，流动资产占 39.19%，非流动资产占 60.81%。同煤集团资产构成相对稳定，非流动资产占比较高。

在流动资产方面，截至 2019 年底，同煤集团流动资产为 1447.48 亿元，较 2018 年底增长 13.40%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2019 年底，同煤集团货币资金为 260.20 亿元，较 2018 年底增长 17.98%。其中，银行存款占 68.92%。同煤集团货币资金中受限部分为 134.87 亿元，全部为银行保证金，受限比例为 51.83%，受限比例高。

截至 2019 年底，同煤集团其他应收款为 830.32 亿元，较 2018 年底增长 14.85%。同煤集团其他应收款构成主要包括应收企业办社会、历史矿井和产能退出矿井的其他应收款。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 840.37 亿元。其中，账龄在 1 年以内的占 86.11%、账龄在 1~3 年的占 8.59%、账龄在 3 年以上的占 5.30%。同煤集团其他应收款账龄较短。截至 2019 年底，同煤集团其他应收款共计提坏账准备 22.29 亿元，计提比例较低。山西省人民政府对厂办大集体采取改制、分类分步向地方政府移交等措施逐步实施剥离，但仍存在一定的风险。历史矿井和产能退出矿井产生的其他应收款主要是同煤集团根据国家政策对退出矿井的支出，须政策进一步明确后回收。同煤集团其他应收款规模大，存在一定的回款风险。

截至 2019 年底，同煤集团存货为 140.78 亿元，较 2018 年底增长 13.51%，主要由原材料、在产品和库存商品构成。同煤集团共计提存货

跌价准备1.09亿元，计提比例0.77%。

在非流动资产方面，截至2019年底，同煤集团非流动资产为2246.40亿元，较2018年底增长4.51%。非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2019年底，同煤集团固定资产为827.77亿元，较2018年底下降2.43%。其中，机器设备占55.88%、房屋及建筑物占40.42%。同煤集团对固定资产累计计提折旧595.49亿元，计提比例为41.81%，计提固定资产减值准备1.12亿元。截至2019年底，同煤集团固定资产受限金额151.95亿元，受限比例为18.31%，主要系有部分融资租入固定资产所致。

截至2019年底，同煤集团在建工程为755.11亿元，较2018年底增长10.14%。同煤集团主动缩减投资规模，目前投资以推进在建项目为主，新建项目较为谨慎。截至2019年底，同煤集团在建工程受限金额为14.25亿元，主要系银行借款抵押所致。

同煤集团无形资产自2017年进行评估增值后保持相对稳定。截至2019年底，同煤集团无形资产账面价值为414.31亿元，较2018年底下降2.52%，主要由采矿权及土地使用权构成。

截至2019年底，同煤集团受限资产总额301.36亿元，受限资产规模较大。

截至2020年3月底，同煤集团合并资产总额为3712.70亿元，规模及构成均较2019年底变化不大。其中，货币资金较2019年底增长17.45%至305.61亿元，主要系同煤集团提高经营获现水平及压减投资所致；其他科目变动较小。

所有者权益

受归属于母公司的净利润为负的影响，同煤集团未分配利润为负且规模持续扩大。同煤集团所有者权益中永续债及少数股东权益规模较大，且增速较快。

截至2019年底，同煤集团所有者权益为843.75亿元，较2018年底增长15.47%，主要系同煤集团其他权益工具及少数股东权益增长所致。其中，少数股东权益为348.99亿元，较

2018年底增长19.64%。截至2019年底，同煤集团归属于母公司所有者权益为494.76亿元。其中，实收资本占34.43%、资本公积占62.05%、其他权益工具占28.20%，未分配利润占-30.73%。同煤集团其他权益工具全部为永续债，截至2019年底为139.50亿元，较2018年底增长104.85%。同煤集团未分配利润为负，且呈持续扩大趋势。

截至2020年3月底，同煤集团所有者权益合计为853.23亿元（含少数股东权益356.60亿元），较2019年底增长1.12%，增长主要来自少数股东权益。

负债

同煤集团债务规模很大，且呈持续扩大趋势，债务负担很重。

截至2019年底，同煤集团负债总额为2850.13亿元，较2018年底增长5.75%。其中，流动负债占56.26%，非流动负债占43.74%。

截至2019年底，同煤集团流动负债为1603.48亿元，较2018年底增长16.14%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

截至2019年底，同煤集团短期借款为396.96亿元，较2018年底增长22.78%。其中，抵押借款占0.59%、信用借款占74.79%、保证借款占24.62%。同期，同煤集团一年内到期的非流动负债快速下降，截至2019年底为382.25亿元，较2018年底下降39.55%。

截至2019年底，同煤集团非流动负债为1246.65亿元，较2018年底下降5.17%，主要由长期借款（占30.28%）、应付债券（占52.32%）和长期应付款（占10.86%）构成。截至2019年底，同煤集团长期借款中，抵押借款占9.35%、保证借款占37.56%，信用借款占52.08%。

截至2020年3月底，同煤集团负债总额2859.47亿元，较2019年底增长3.19%，主要系长期借款增长所致。同煤集团负债结构变化不大。

有息债务方面，考虑计入其他流动负债中

的有息负债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中期票据，截至2019年底，同煤集团有息债务合计2558.54亿元，较2018年底增长6.91%。其中，短期债务占50.16%。截至2020年3月底，同煤集团全部债务合计2582.00亿元，较2019年底变化增长0.92%。

债务指标方面，2019年，同煤集团资产负债率为77.16%，较2018年底下降1.51个百分点。

考虑计入其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款以及其他权益工具中的永续中期票据，2019年，同煤集团全部债务资本化比率保持相对稳定，为78.42%。截至2020年3月底，同煤集团资产负债率和全部债务资本化比率分别为77.02%和78.34%，同煤集团债务负担很重。同煤集团资产负债率在同行业中处于较高水平。

表 5 截至 2019 年底同行业同煤集团负债情况对比

(单位: %)

公司名称	资产负债率
陕西煤业化工集团有限责任公司	69.78
兖矿集团有限公司	68.38
阳泉煤业(集团)有限责任公司	76.67
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	75.80
同煤集团	77.16

资料来源：联合资信根据公开资料整理

盈利能力

同煤集团营业收入规模大，但营业利润率较低。期间费用对营业利润侵蚀较大，同煤集团期间费用管控能力有待提升。总体看，同煤集团盈利水平有所提高。

2019年，同煤集团营业总收入为1903.30亿元，较2018年增长7.80%；同期，同煤集团营业成本为1579.53亿元，较2018年增长8.78%。经过多年的发展，同煤集团各项主营业务的盈利模式均较为成熟，同煤集团营业利润率保持相对稳定，2019年为15.07%，较2018年下降0.60个百分点。

从期间费用来看，2019年，同煤集团期间费用为259.38亿元，较2018年下降2.84%。同煤集团销售费用主要由运输费、装卸费和职工薪酬构成，2019年为104.64亿元，较2018年变化不大。同煤集团管理费用主要由职工薪酬、折旧费、修理费、无形资产摊销等项目构成，2019

年为77.19亿元，较2018年下降20.00%。2019年，同煤集团财务费用为69.73亿元，较2018年增长6.49%。2019年，期间费用率有所下降，为13.63%，同煤集团费用控制能力有所增强。

非经常性损益方面，2019年，同煤集团资产减值损失为3.94亿元，主要为坏账损失；投资收益为5.42亿元，投资收益主要为可供出售金融资产取得的收益；营业外收入为4.80亿元；营业外支出为8.32亿元。

2019年，同煤集团利润总额为24.33亿元，较2018年增长27.54%。

从盈利指标来看，2019年，同煤集团总资产收益率及净资产收益率指标逐渐好转，分别为2.19%和0.54%。同煤集团盈利处于行业较低水平。

表 6 2019 年同行业同煤集团盈利情况对比

(单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	净资产收益率
陕西煤业化工集团有限责任公司	3025.75	156.95	7.06

兖矿集团有限公司	2854.80	127.83	8.88
阳泉煤业(集团)有限责任公司	1761.02	16.58	0.44
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1753.75	40.41	2.11
同煤集团	1903.73	24.33	0.54

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020年1—3月，同煤集团实现营业总收入460.57亿元，同比下降3.06%；营业利润率为15.60%，较上年全年增长0.53个百分点；同期，同煤集团期间费用率为14.95%，较上年回升1.32个百分点。2020年1—3月，同煤集团实现利润总额3.91亿元。

现金流

同煤集团经营活动现金流入规模较大，获现能力较强，但较大的投资规模及存续债务周转接续使同煤集团对外部筹资渠道依赖程度高。

经营活动现金流方面，2019年，同煤集团经营活动现金流入量为2220.97亿元，较2018年增长4.61%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金。同期，同煤集团经营活动现金流出量为2138.44亿元，较2018年增长7.82%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2019年，同煤集团经营活动产生的现金流量净额为82.52亿元。同期，同煤集团现金收入比为116.07%，同煤集团收入实现质量持续维持高水平。

投资活动现金流方面，2019年，同煤集团投资活动现金流入为90.79亿元。同期，同煤集团投资活动现金流出为180.91亿元。2019年，同煤集团投资活动现金流表现为净流出，为-90.12亿元，主要系随着煤炭行业景气度回升，同煤集团推进各项目建设所致。

2019年，同煤集团筹资活动前现金流呈净流出状态。同煤集团经营活动现金流无法满足投资需求。

筹资活动现金流方面，2019年，同煤集团筹资活动现金流入及流出规模均大幅增长，同煤集团筹资活动主要为债务的借偿和利息支出。同煤集团筹资活动现金持续净流入。

2020年1—3月，同煤集团经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净

额和筹资活动产生的现金流量净额分别为121.57亿元、-3.64亿元和4.75亿元。受同煤集团采取多项降本增收措施影响，同煤集团一季度经营活动现金净流入规模同比大幅增长。

偿债能力

由于债务负担很重，同煤集团整体偿债指标较弱。考虑到同煤集团突出的市场地位及规模优势，同煤集团实际偿债能力高于指标值。未来1年为公司债务到期高峰年，同煤集团存在较大的集中偿付压力。

从短期偿债能力看，2019年，同煤集团流动比率和速动比率分别为90.27%和81.49%。截至2020年3月底，上述两项指标分别升至92.83%和83.90%。2019年，同煤集团经营现金流动负债比为5.15%。截至2019年底，同煤集团短期债务合计1283.46亿元，现金类资产为169.85亿元，现金类资产/短期债务为0.11倍。同煤集团短期偿债指标一般。

从长期偿债能力看，2019年，同煤集团EBITDA为154.36亿元，EBITDA利息倍数为1.56倍，全部债务/EBITDA为16.58倍。同煤集团长期偿债指标有所回升，但仍较弱。

整体看，考虑到同煤集团股东优势、规模优势及突出的市场地位，同煤集团实际偿债能力高于指标值。

截至2020年3月底，同煤集团无对外担保。

截至2020年3月底，同煤集团合并口径主要合作银行人民币授信总额约为1946.15亿元。其中，未使用额度为699.37亿元，同煤集团间接融资渠道畅通。同煤集团下属子公司大同煤业（601001.SH）为上海证券交易所上市公司，漳泽电力（000767.SZ）为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

过往债务履约情况

根据同煤集团提供的中国人民银行企业基

本信用信息报告（机构信用代码：G1014020300000050Z），截至2020年4月22日，已结清信贷信息概要关注类中包含10笔贷款和6笔票据贴现，主要系同煤集团下属子公司财务指标超过银行预警线，银行系统自动将相关子公司信贷记录划分为“关注类”所致。同煤集团无未结清的不良和关注类贷款信息。

同煤集团本部财务分析

同煤集团债务中以同煤集团本部作为融资主体的债务规模很大，且同煤集团本部为下属子公司提供了较大规模的担保支持，同煤集团本部口径实际债务负担很重，同煤集团本部偿债能力依赖其融资能力及对子公司的控制能力。

截至2019年底，同煤集团本部资产总额2762.06亿元。其中，其他应付款1619.99亿元，占资产总额的58.65%，账龄在1年以内的占89.29%。截至2019年底，同煤集团本部所有者权益377.14亿元。其中，永续债为148.00亿元，

未分配利润为-161.41亿元。同煤集团本部未分配利润持续为负，且呈不断扩大趋势。截至2019年底，同煤集团本部负债合计2384.92亿元，资产负债率为86.35%。同煤集团主要以本部为发债主体，存续债券规模较大。另外，考虑到同煤集团本部对集团内的企业担保金额规模大，同煤集团本部债务负担极重。

2019年，同煤集团本部实现营业收入562.64亿元，利润总额-21.82亿元，同煤集团本部持续处于亏损状态，主要系同煤集团本部矿井开采年限长、地质条件差、且本部人员负担重、办社会职能主要集中于同煤集团本部所致。

抗风险能力

基于对煤炭行业发展趋势的基本判断、同煤集团自身经营及财务状况，以及同煤集团在资源储备、政府支持、经营规模、技术水平等方面因素的综合分析，同煤集团整体抗风险能力极强。

四、资产池表现

跟踪期内，基础资产信用表现良好。截至跟踪基准日，应收账款剩余期限缩短，资产池其他统计特征较信托设立日未发生变化。

截至跟踪基准日，除应收账款剩余期限缩短（由301天缩短至137天）之外，资产池情

况较信托设立日未发生变化。跟踪期内，每笔基础资产未发生提前还款、逾期情况，且未出现争议应收账款或不合格基础资产。资产池情况如下表所示。

表7 资产池概况

资产池特征	跟踪基准日	信托设立日
应收账款余额总计（万元）	71030.12	71030.12
应收账款笔数（笔）	24	24
直接债务人户数（户）	1	1
单笔应收账款最小余额（万元）	115.99	115.99
单笔应收账款最大余额（万元）	11332.65	11332.65
应收账款剩余期限（天）	137	301

注：剩余期限是指自信托设立日起或跟踪基准日至应收账款到期日的区间，剩余期限=应收账款到期日-信托设立日或跟踪基准日

资料来源：受托人提供，联合资信整理

五、定量分析

联合资信根据资产池表现和外部环境状况对资产支持票据进行了跟踪评级分析和测算。本交易的基础资产的直接债务人为同煤集团，考虑到同煤集团极强的偿付能力和极高的主体信用水平（AAA），本交易基础资产的信用质量极高。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足

票据预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，测算了本信托回款现金流对“19前海同煤ABN002优先”预期支出的保障程度，测算结果如下表所示：

表 8 “19 前海同煤 ABN002 优先” 保障比率（单位：万元、倍）

现金流入端		现金流出端		保障比率
信托账户余额	0.58	票据利息	3203.94	1.0043
资产池预计回款	71030.12	票据本金	67500.00	
现金流入合计	71030.69	其他支出	24.33	
		现金流出合计	70728.26	

注：其他支出包含交易文件中约定由信托财产承担的相关税费、参与机构费用等

从结果来看，“19 前海同煤 ABN002 优先” 保障比率为 1.0043 倍，即其本息可以及时、足额兑付。

六、结论

联合资信对“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至跟踪基准日，“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”项下“19 前海同煤 ABN002 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

附件 1 大同煤矿集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	185.28	134.28	146.28	154.46
资产总额（亿元）	3325.40	3425.86	3693.89	3712.70
所有者权益合计（亿元）	682.98	730.69	843.75	853.23
短期债务（亿元）	1152.47	1097.99	1283.46	1266.94
长期债务（亿元）	1157.05	1295.13	1275.08	1315.06
全部债务（亿元）	2309.52	2393.12	2558.54	2582.00
营业收入（亿元）	1601.62	1765.97	1903.73	460.57
利润总额（亿元）	8.30	19.08	24.33	3.91
EBITDA（亿元）	112.70	138.00	154.36	--
经营性净现金流（亿元）	152.57	139.70	82.52	121.57
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.53	15.81	19.32	--
存货周转次数（次）	10.79	11.49	11.93	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.52	0.53	--
现金收入比（%）	121.76	119.58	116.07	114.74
营业利润率（%）	15.32	15.68	15.07	15.60
总资本收益率（%）	2.16	2.17	2.19	--
净资产收益率（%）	0.06	0.48	0.54	--
长期债务资本化比率（%）	64.49	66.15	64.42	64.82
全部债务资本化比率（%）	78.38	78.32	78.42	78.34
资产负债率（%）	79.46	78.67	77.16	77.02
流动比率（%）	88.07	92.46	90.27	92.83
速动比率（%）	79.30	83.47	81.49	83.90
经营现金流动负债比（%）	10.39	10.12	5.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.44	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.49	17.34	16.58	--

注：1.同煤集团合并口径 2020 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中期票据计入全部债务核算；3.现金类资产计算扣除公司受限资金；4.同煤集团所有者权益中包含永续中期票据

附件 2 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据
短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
长期债务 = 长期借款 + 应付债券
全部债务 = 短期债务 + 长期债务
EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息

附件 3-1 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 3-2 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

附件 4 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 sf 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务