

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《上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据信用评级报告》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

二〇二〇年七月三十一日



信用等级公告

联合〔2020〕2320号

联合资信评估有限公司通过对“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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

二〇二〇年七月二十一日



上海晋阳商业保理有限公司2020年度第二期 大同煤矿供应链资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先级	104200.00	94.88	99.90	AAA _{sf}
次级	100.00	0.09	0.10	NR
票据合计	104300.00	94.97	100.00	—
初始超额抵押	5523.67	5.03	—	—
资产池合计	109823.67	100.00	—	—

注: 1. 上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过 5.15% 的情况下有效

交易概览

载体形式: 信托型资产支持票据
基础资产: 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
委托人/发起机构/保理商/资产服务机构: 上海晋阳商业保理有限公司
受托机构/发行载体管理人/发行载体管理机构/受托人: 中信信托有限责任公司
资金保管机构: 中信银行股份有限公司太原分行
牵头主承销商/簿记管理人: 中信建投证券股份有限公司
联席主承销商: 中信银行股份有限公司
债务人/直接债务人: 大同煤矿集团有限责任公司

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。

评级时间

2020 年 7 月 21 日

分析师

徐 阳 刘炳奇 范 朔

电话: 010-85679696

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 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对本交易所涉及的基础资产、交易结构以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析,并结合上述要素对票据进行了现金流分析。

本次交易资产池包含 14 笔应收账款债权。大同煤矿集团有限责任公司(以下简称“同煤集团”,主体信用等级为 AAA)作为所有应收账款的直接债务人承担付款义务。因此,同煤集团的主体信用水平是资产支持票据的主要信用支撑。

同时,联合资信通过现金流模型分析得出,在预计存续期限为 365 天,优先级资产支持票据发行利率不超过 5.15% 的情况下,基础资产预期现金流对优先级资产支持票据到期本息及由信托财产承担的其他预期支出的覆盖能够达到 1 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 5.15% 的情形。

综合上述因素,联合资信评定“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- 基础资产合格标准较为严格。**本次交易制定了较为严格的基础资产入池标准,所有入池应收账款均需取得债务人出具的《买方确认函》,且直接债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已确认应付款的权利。
- 债务人主体信用水平极高。**对于本次交易入池的 14 笔应收账款债权,同煤集团均作为直接债务人对应收账款承担付款义务。联合资信给予同煤集团长期主体信用等级

为 AAA，评级展望为稳定，其信用水平极高。本交易基础资产信用质量极好，面临的违约风险极低。

综合考虑，公司整体抗风险能力极强。此外，联合资信将对煤炭行业保持持续关注。

关注及缓释

1. **本交易存在一定的利率风险。**本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖优先级资产支持票据本金及利息的风险。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 109823.67 万元，优先级资产支持票据发行规模为 104200.00 万元，次级资产支持票据发行规模为 100.00 万元，资产池对资产支持票据本金形成超额覆盖。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在优先级资产支持票据发行利率不超过 5.15% 的情况下资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

2. **本交易存在单一债务人风险。**本次交易入池资产的直接债务人为同煤集团。同煤集团属于煤炭行业，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，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。

风险缓释：煤炭行业作为中国重要的基础能源产业，长期发展趋势向好，行业内大型企业具备突出的综合竞争优势。随着去产能政策的持续推进，煤炭价格持续回升，行业整体盈利有所好转。同煤集团作为国内重要的动力煤生产基地，在行业地位、资源禀赋、销售渠道等方面具备优势。基于对煤炭行业发展趋势判断、同煤集团自身经营及财务状况以及公司多方面因素的

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构上海晋阳商业保理有限公司和受托人中信信托有限责任公司提供，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上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任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，未因上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任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、本期信用评级结果的有效期为“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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的存续期，根据跟踪评级的结论，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、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构上海晋阳商业保理有限公司（以下简称“晋阳保理”）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，将基础资产委托给中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）并设立“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据信托”，中信信托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。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：上海晋阳商业保理有限公司
受托人/受托机构/发行载体管理人：中信信托有限责任公司
资金保管机构/保管银行：中信银行股份有限公司太原分行
牵头主承销商/簿记管理人：中信建投证券股份有限公司
联席主承销商：中信银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：山西华炬律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人/直接债务人：大同煤矿集团有限责任公司

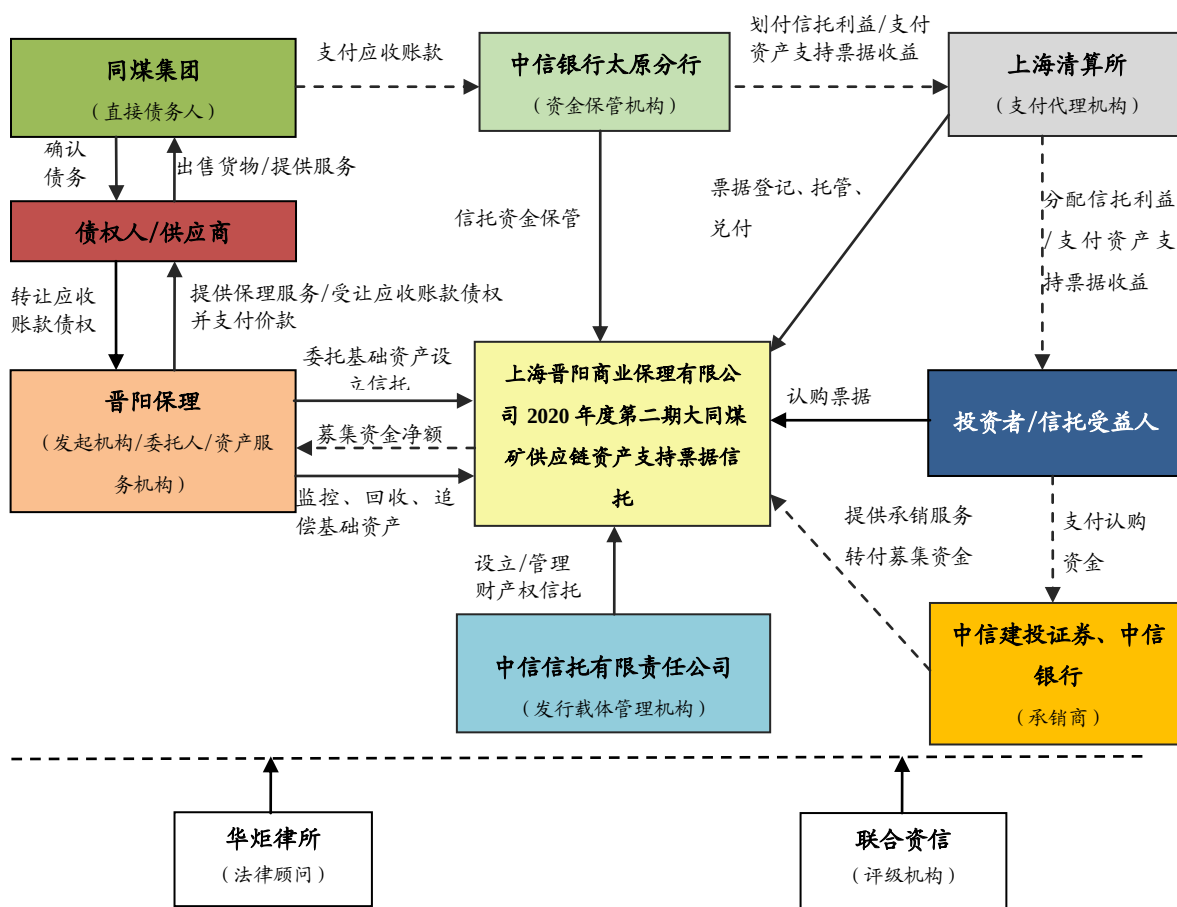


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易设置优先级资产支持票据和次级资产支持票据，优先级资产支持票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预计存续期限365天，还本付息方式为到期一次性还本

付息；次级资产支持票据不设预期收益率，在优先级资产支持票据本息完成兑付后获得剩余收益。

表 2 本期发行资产支持票据概况（单位：万元、%、天）

票据名称	发行金额	资产占比	票据占比	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
优先级	104200.00	94.88	99.90	固定利率	365 天	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.09	0.10	—	—	—
票据合计	104300.00	94.97	100.00	—	—	—
初始超额抵押	5523.67	5.03	—	—	—	—
资产池合计	109823.67	100.00	—	—	—	—

资料来源：交易文件提供

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产系指基础资产清单所列的，由发起机构根据《信托合同》的约定于信托财产交付日¹委托给受托机构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（如有）。为资产支持票据信托之目的，发起机构对债权人享有的、要求债权人履行争议应收账款债权回购义务的请求权也一并信托予受托机构。

根据本交易约定，每一笔应收账款债权必须在信托生效日²满足以下要求：(1)债权人及债务人均系根据适用法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；(2)基础交易合同项下债权人、直接债务人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；(3)债权人与直接债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与直接债务人双方订立的基础交易合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，债权人在向保理商转让其享有的应收

账款债权前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(4)保理商已根据《保理合同》的约定以现金/转账或开具电子商业承兑汇票方式向债权人支付该笔应收账款转让对价；(5)债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且债务人已通过同煤确认函确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；(6)债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利）；(7)保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与债权人双方签署的《保理合同》及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，保理商向债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(8)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但保理商因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外；(9)基础交易合同及适用法律未对债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制

¹ 信托财产交付日：指委托人根据《信托合同》的约定将基础资产交付给受托人之日。在本资产支持票据信托中，信托财产交付日与信托生效日为同一日

² 信托生效日：指《信托合同》约定的条件均满足（或被有权方放弃）时的信托生效之日。具体日期以《募集说明书》所载日期为准

性约定；或者，在基础交易合同对债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(10)《保理合同》及适用法律未对保理商受让该笔应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在《保理合同》对保理商再行转让该笔债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(11)债权人已将该笔应收账款债权转让予保理商并最终将由保理商信托予本信托的事宜向同煤集团发出书面通知并已取得债务人出具的《买方确认函》；(12)应收账款债权到期日³应晚于信托生效日。

本期资产池概况如下：

表 3 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	109823.67
应收账款笔数（笔）	14
直接债务人户数（户）	1
债权人户数（户）	2
单笔应收账款最小余额（万元）	791.11
单笔应收账款最大余额（万元）	11113.91

资料来源：企业提供

4. 现金流安排

本交易相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及资金划转

在信托生效日之前，受托人应根据《资金保管合同》的约定在资金保管机构开立一个独立的人民币资金账户，作为本信托的信托账户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

受托人委托上海晋阳商业保理有限公司作为本信托的资产服务机构，为本信托提供协助基础资产回收资金归集、基础资产债权追索、不合格基础资产赎回、争议应收账款债权的回购、基础资产池监控、基础资产文

件保管以及交易信息的记录、保存和披露等基础资产管理服务。

资产服务机构在应收账款债权到期日前一个月、10 天、5 个工作日分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其按《买方确认函》中确定的时间将足额的债权回收款项直接付至信托账户。在应收账款债权到期日的前 1 个工作日 15:00 前，直接债务人向信托账户支付等额于该等应收账款债权本金的资金。在信托存续期内的任一日，如触发回购或赎回事件，债权人或委托人将回购价款或赎回价款付至信托账户。

(2) 现金流支付机制

受托人根据基础资产现金流回收情况，按照下列顺序和金额进行信托利益分配：(a)以现金形式缴纳到期应纳的信托税费（如有）；(b)以现金形式支付登记托管机构收取的其他费用（如有）、代理支付机构收取的资产支持票据的付息兑付服务费等相关手续费用；(c)以现金形式向受托机构偿还以其固有财产垫付的为设立信托及处理信托事务目的而支出的所有费用（如有）；(d)以现金形式支付到期应付的资金保管费及其他应付信托费用；(e)以现金形式，向各优先级资产支持票据持有人分配资产支持票据的当期预期收益；(f)以现金形式，向各优先级资产支持票据持有人分配资产支持票据的本金，直至优先级资产支持票据的本金兑付完毕；(g)以现金形式，向次级资产支持票据持有人分配资产支持票据的本金，直至次级资产支持票据的本金兑付完毕；(h)信托账户内的信托资金在满足上述(a)一(g)分配后仍有剩余的，剩余的信托资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

信托到期后，进入清算程序。清算期为清算起始日⁴至清算终止日止的期间。经清算的剩余信托财产按下列顺序分配（同一分配

³ 应收账款债权到期日：指债务人向信托账户划付作为基础资产的应收账款债权项下全部应付款项的最晚日期，全部基础资产对应的应收账款债权到期日为同一日

⁴ 清算起始日：指信托终止并进入清算程序之日，即信托终止日之下一个自然日

顺序下如有不足，则按比例分配) (a)支付清算费用；(b)缴纳到期应纳的信托税费；(c)支付到期应付的信托费用（除上述(a)项所列费用外）；(d)支付存续优先级资产支持票据持有人的所有应付未付的预期收益；(e)支付存续优先级资产支持票据持有人的未偿投资本金，直至优先级资产支持票据的未偿投资本金全部支付完毕；(f)支付存续次级资产支持票据持有人的未偿投资本金，直至次级资产支持票据的未偿投资本金全部支付完毕；(g)如经清算的信托财产在满足上述(a)－(f)项分配后仍有剩余的，剩余信托财产作为次级资产支持票据持有人的收益。

(3) 争议应收账款债权赎回机制

就每一笔基础资产而言，指直接债务人以书面形式或其他方式向发起机构、受托机构及/或资产服务机构表明其与债权人之间就该笔应收账款债权存在争议或商业纠纷或主张其享有商业纠纷抗辩权，或者发起机构或受托机构及/或资产服务机构通过债权人或其他任何途径得知该笔应收账款债权存在争议或商业纠纷或直接债务人主张其商业纠纷抗辩权的应收账款债权。在信托期限内，委托人、资产服务机构或受托人发现基础资产池中出现争议应收账款债权的，发现该情形的一方应立即通知前述各方。受托人有权自行或要求委托人协助向债权人进行追索，要求债权人回购该笔争议应收账款债权。债权人

在接到受托人的书面回购通知后，最迟不晚于该笔争议应收账款债权的应收账款债权到期日前 2 个工作日或分配公告日ⁱ前 2 个工作日的 12:00 前（以孰早日为准）将回购价款ⁱⁱ支付至信托账户。

(4) 不合格基础资产赎回机制

不合格基础资产指在信托生效日不符合入池标准或委托人在信托生效日对该等应收账款债权做出的资产保证不真实、不完整、不准确的基础资产。在信托期限内，委托人、资产服务机构或受托人发现基础资产池出现基础资产在信托生效日不符合信托合同约定的任一入池标准或资产保证的，受托人有权向委托人发出书面赎回通知，委托人有义务按照信托合同的约定向受托人赎回该笔不合格基础资产。受托人发出的书面赎回通知应说明该笔不合格基础资产要求赎回的具体原因以及委托人支付赎回价款ⁱⁱⁱ的时间，且最迟不晚于该笔不合格基础资产的应收账款债权到期日前 2 个工作日或分配公告日前 2 个工作日 12:00 前（以孰早日为准）将赎回价款支付至信托账户。

ⁱ 分配公告日：指受托机构公告《付息兑付公告》的日期，即支付日（T 日）前的第 5 个工作日，即 T-5 日

ⁱⁱ 回购价款按照以下公式确定：该笔争议应收账款债权的回购价款 = 该笔应收账款债权本金 - 债务人已支付的该笔应收账款债权金额（如有）

ⁱⁱⁱ 赎回价款按以下公式确定：该笔基础资产的赎回价款 = 该笔应收账款债权本金 - 债务人已支付的应收账款债权金额（如有）

二、交易结构分析

1. 交易结构风险分析

(1) 利率风险

本交易存在利率风险，但经测算表明在预期的发行利率上限范围内资产池回收款可以覆盖票据端利息及费用支出。联合资信将对发行利率保持持续关注。

本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且票据发行利率尚不确定，存在因利率上

升而导致资产池现金流入不足以覆盖票据本金及利息的风险。

本交易资产池应收账款余额为 109823.67 万元，优先级资产支持票据发行规模为 104200.00 万元，次级资产支持票据规模为 100.00 万元，资产池对资产支持票据本金形成超额覆盖。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在一定利率区

间内资产池回收款可以覆盖票据端本息及税费支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

(2) 混同风险

本交易存在混同风险。同煤集团较高的主体信用等级和回收款转划机制可以较好地缓释混同风险。

混同风险是指资产组合的本息回收与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

一方面，在本交易中同煤集团作为直接债务人，对每一笔入池应收账款均出具《买方确认函》，承诺其付款义务。同煤集团的主体信用等级极高，财务风险极低，公司整体抗风险能力极强；另一方面，信托合同约定在应收账款债权到期日的前 1 个工作日 15:00 前，直接债务人向信托账户支付等额于该等应收账款债权本金的资金。

(3) 抵消风险

本交易存在抵消风险。同煤集团较高的主体信用等级及其对每一笔应收账款出具的《买方确认函》可以较好地缓释抵消风险。

抵消风险是指入池资产的债务人行使可抵消债务权利，从而使资产组合本息回收出现风险。

同煤集团对每一笔入池应收账款均出具《买方确认函》，且在《买方确认函》中约定，同煤集团不享有任何扣减、减免或抵消全部或部分应付账款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵消应付款的权利包括但不限于本公司因供应商提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求而对付款主张扣减、减免或抵消的权利），不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该等应收账款债权获得全部清偿。同煤集团较高的主体信用等级可以较好地缓释抵消风险。

(4) 再投资风险

信托账户中待分配资金可进行合格投资，使信托财产面临再投资风险。本交易制定了严

格的合格投资标准，有利于降低再投资风险。

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了合格投资标准，约定合格投资范围为银行存款。且规定在合格投资过程中，受托人应合理安排合格投资期限，最晚在支付日⁵（T 日）前的第 7 个工作日（T-7 日，含当日）前，受托人应以现金方式将本信托的全部合格投资本金和收益（如有）回收至信托账户，以保证资产支持票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

2. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/资产服务机构

晋阳保理运营时间较短，资产规模较小，盈利能力较弱，联合资信对其作为资产服务机构的履约能力将保持关注。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为晋阳保理。晋阳保理原名上海三晋商业保理有限公司，于 2019 年 5 月 9 日经由上海市金融监管局批准设立，注册地址为上海市自由贸易试验区，注册资本 2 亿元，是晋阳资产管理股份有限公司（以下简称“晋阳资产”）的全资子公司。晋阳资产成立于 2017 年 3 月 30 日，注册资本 30 亿元，是山西省人民政府批准设立的地方性持牌国有资产管理公司，并于 2018 年 3 月取得中国银保监会批复的开展金融机构不良资产批量收购处置业务资质的备案。截止 2018 年末，晋阳资产管理公司总资产已达 91.14 亿元，营业总收入 9.1 亿元，利润总额 2.8 亿元，净利润 2.12 亿元。

公司于 2019 年 5 月成立，业务处于起步阶段，资产结构较为简单。截至 2019 年 12 月 31 日，晋阳保理资产总计 58474.94 万元，净资产 20679.24 万元。2019 年度，晋阳保理实现营业

⁵ 支付日：就信托每次分配而言，指代理支付机构向资产支持票据持有人划转其信托利益分配款项之日。具体而言，信托终止前指应收账款债权到期日后的第 5 个工作日

收入 1502.49 万元，利润总额 829.34 万元，净利润 679.24 万元。

晋阳保理坚持立足山西、面向全国的业务布局，提供专业的保理服务，基于买方核心企业的商业信用，为卖方客户提供集贸易融资、销售分账户管理、应收账款管理、客户资信调查与评估为一体的保理服务。同时通过再保理、双保理模式，为金融机构和资金方提供低风险的保理产品。公司以应收账款保理为基础，结合不同客户的不同需求，开发出多种业务模式，包括商票保理、应收账款保理、反向保理、银行再保理和供应链 ABS/ABN。

风险管理方面，公司设有风控合规部，其负责建立并完善公司风险管控制度、流程、体系，跟踪了解最新监管规定和行业风控规则；制定公司项目风控指导原则，负责业务资料的审查，主要包括业务资料的完整性、有效性、合规性、准确性，并作出完整的审查报告；负责公司投委会前后材料准备，审查业务合同并负责客户档案管理工作；负责项目的持续跟踪和信息反馈，做好风险预警和提示，客户风险的动态管理跟进；负责向监管部门登记并汇报相关业务信息等各类工作。

公司在全面风控管理体系的基础上，结合行业特性，供应链交易环节及产品交易结构，通过《全面风险管理制度》《内部控制规程》《保理业务管理办法》以及《投委会议事规则》等制度搭建了一套具有供应链特色的风险管理体系，并且根据中国银行保险监督管理委员会的要求，制定了《融资保理业务风险准备金计提管理办法（试行）》。在风险管控层面上，公司通过应收账款管理和财会系统等系统支持，对项目、资产池管理实现了管控隔离，保障了基础资产与自有资产或其他受托资产的相对独立。

截止 2019 年 12 月 31 日晋阳保理现有合作买方核心企业共三家，卖方客户共六家，累计资产交易规模 5.46 亿元，不良率为零。

(2) 债务人/直接债务人/同煤集团

同煤集团的长期主体信用等级为 AAA，展望为稳定，信用级别极高，违约风险极低。联合资信认为其作为直接债务人的履约能力很强。

本次交易资产池包含 14 笔应收账款债权，同煤集团均作为直接债务人。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，公司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公司 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”），公司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公司 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。

截至 2020 年 3 月底，同煤集团拥有 62 座矿井，生产能力 1.62 亿吨/年，可采储量 162.9 亿吨。其中，生产矿井 54 座，年生产能力 1.36 亿吨；在建及筹建矿井 8 座，年生产能力 0.26 亿吨。公司大同矿区主要煤种为弱粘结煤，是优质的动力用煤，部分煤种为长焰煤、1/3 焦煤；朔南矿区主要煤种为长焰煤、气煤；轩岗矿区

产出煤种为气煤、1/3 焦煤、肥焦煤；保德矿区主要以气煤为主，分布有少量的 1/3 焦煤、长焰煤。

同煤集团经营历史悠久，生产的动力煤具有高发热量、低灰、低硫等品质，产品销往全国各地及日本、韩国、美国、法国、意大利等欧亚国家，在火电、建材、玻璃、冶金等行业优势明显，被列为“中国十大世界影响力品牌”

“国家免检产品”，已形成“大友”“大沫”“口泉”和“大有”四大知名品牌。

同煤集团下属煤田以侏罗纪和石炭二叠纪煤田为主。公司现开采的侏罗纪煤层煤质稳定，具有低灰、低硫、高发热量、挥发性适中的特点，是中国少有的多用途烟煤，不仅适用于火力发电、工业锅炉、造气，也是优良的炼焦配煤和高炉喷吹煤；公司现有部分矿龄较长的煤矿，煤炭品种由原来的侏罗纪系煤炭资源转变为石炭系煤炭资源，热值相对较低，需经洗选后对外销售。

经营分析

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。煤炭业务是公司的传统核心业务。

收入规模及构成方面，2017—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。2017—2019 年，同煤集团煤炭业务收入有所增长。2019 年实现收入 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%，对公司收入贡献较大。其中，电力板块实现营业收入 122.30 亿元，较 2018 年增长 13.69%，主要系公司上网电量、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%。公司其他业务主要是公司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，2017—2019 年，同煤集团综合毛利率保持相对稳定，2019 年为 17.01%，较 2018 年小幅下降 0.73 个百分点。其中，煤炭业务是公司的主要利润来源。2017—2019 年，同煤集团煤炭业务毛利率有所下降，2019 年为 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。2017—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，毛利率持续回升，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 6 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	收入	占比	毛利率	收入	收入	占比	毛利率	收入
主营业务	1568.54	97.93	16.74	1718.30	1568.54	97.93	16.74	1718.30	1568.54	97.93	16.74	1718.30
煤炭	689.00	43.05	36.97	780.58	689.00	43.05	36.97	780.58	689.00	43.05	36.97	780.58
电力	104.07	6.50	-3.65	120.21	104.07	6.50	-3.65	120.21	104.07	6.50	-3.65	120.21

贸易	717.48	44.83	0.64	766.08	717.48	44.83	0.64	766.08	717.48	44.83	0.64	766.08
其他	57.99	3.62	12.24	51.43	57.99	3.62	12.24	51.43	57.99	3.62	12.24	51.43
其他业务	32.05	2.00	38.19	46.84	32.05	2.00	38.19	46.84	32.05	2.00	38.19	46.84
合计	1600.59	100.00	17.17	1765.14	1600.59	100.00	17.17	1765.14	1600.59	100.00	17.17	1765.14

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

资料来源：公司提供

在煤炭板块方面，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。2017—2019 年，同煤集团原煤产量不断增长，2019 年为 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，2016—2018 年已关闭 9 座矿井，共化解产能 1056 万吨/年；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。

“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，2016—2018 年已关闭 9 座矿井，共化解产能 1056 万吨/年；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。

表 7 同煤集团煤炭在产矿井生产情况（单位：万吨、年）

矿区	煤种	可采储量	可采年限	设计产能	产量			
					2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
本部								
煤峪口	--	--	--	--	159.06	105.80	75.00	17.50
永定庄	不黏煤、气煤	--	--	--	200.00	280.07	313.73	67.78
四老沟	不黏煤	4256.00	13.30	320.00	205.56	85.11	277.00	79.00
白洞	气煤	2520.00	28.00	90.00	153.00	164.00	162.49	40.40
挖金湾	不黏煤	--	--	--	120.43	163.37	313.56	66.54
晋华宫	不黏煤	8730.00	19.40	450.00	423.87	285.69	339.96	61.53
马脊梁	不黏煤、气煤	3344.00	8.80	380.00	457.22	640.00	747.72	199.93
王村	不黏煤	--	--	--	177.80	185.22	269.97	52.10
云冈	弱黏煤	11328.00	23.60	480.00	205.93	85.05	90.49	23.75
燕子山	不黏煤、气煤	9408.00	19.60	480.00	349.10	370.20	598.35	136.50
四台	不黏煤	15450.00	30.90	500.00	280.16	165.63	135.68	37.50
同忻	气煤、1/3 焦煤	58800.00	58.80	1000.00	1376.20	1534.20	1575.20	377.33
大同煤业								
忻州窑	不黏煤	2415.00	10.50	230.00	155.22	100.16	67.55	16.40
塔山	气煤	180000.00	120.00	1500.00	2186.11	2375.00	2578.80	621.10
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	--	--	750.00	1290.80	1227.40	1618.11	449.68
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤	--	--	855.00	470.50	703.90	695.03	128.91
朔州煤电	不黏煤、气煤	--	--	651.00	1270.91	1426.99	1516.82	367.76
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3 焦煤	--	--	2670.00	550.27	537.98	845.23	227.28
同发东周窑	长焰煤	62000.00	62.00	1000.00	684.10	901.28	817.88	227.00
其他	不黏煤、气煤	--	--	3700.00	1896.00	2384.61	3411.01	906.58
合计	--	358251.00	--	15056.00	12700.10	13721.66	16449.58	4104.57

注：其他为麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类；2017 年产量合计数包含已关停的同家梁矿及大斗沟矿；上表部分数据空缺，主要是由于轩岗煤电等公司项下各有部分矿井，采矿权证、发热量等涉及单独矿井的数据未单独列示；上述煤矿情况表仅包括企业已取得采矿证的煤矿资源储备和产能情况，不含未取得采矿证的资源储备情况

资料来源：公司提供

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。2017—2019 年，同煤集团吨煤成本保持相对稳定，2019 年为 149.22 元/吨。

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，对公司产销率保障程度较好。2017—2019 年，同煤集团商品煤销量逐年增长，2019 年为 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，2017—2019 年，同煤集团商品煤销售平均价格有所下降，2019 年为 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。

表 8 同煤集团商品煤销售情况（万吨、元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
商品煤销量	15180.60	16869.00	18779.00	4894.00
销售均价	382.47	376.96	362.49	343.91

注：2016 年起，煤炭市场好转，公司采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计

资料来源：公司提供

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。

在电力板块方面，同煤集团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公司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。

2017—2019 年，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。2018 年以来，由于公司采取节支降耗措施，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，公司电力业务盈利能力持续提升。

表 9 同煤集团电力业务经营情况

（单位：亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
发电量	345	394	417.5	83.61

上网电量	311	359	378	74.79
发电利用小时数	3478	3925	5026	1115
平均上网电价	0.2750	0.2750	0.2765	0.2617

资料来源：公司提供

贸易板块方面，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公司利润空间后，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。公司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。公司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、三个港口公司及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。

2017—2019 年，同煤集团贸易业务营业收入不断增长，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。

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。

财务分析

同煤集团提供了 2017—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。

同煤集团 2018 年报表合并范围新纳入 6 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 1 家；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，且公司主营业务未发生变动，公司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。

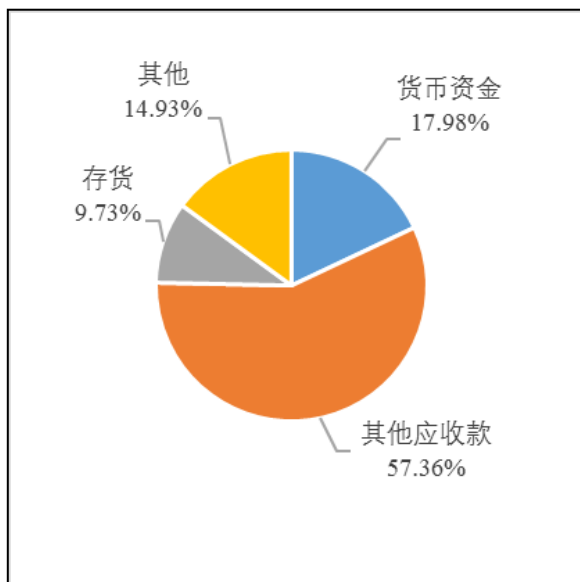
截至 2019 年底，同煤集团合并资产总额 3693.89 亿元，所有者权益合计 843.75 亿元（含少数股东权益 348.99 亿元）；2019 年，同煤集团实现营业总收入 1903.30 亿元，利润总额 24.33 亿元。

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 460.44 亿元，利润总额 3.91 亿元。

在资产质量方面，2017—2019 年，同煤集团合并资产总额有所增长，截至 2019 年底为 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。

2017—2019 年，同煤集团流动资产波动中有所增长，截至 2019 年底为 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。

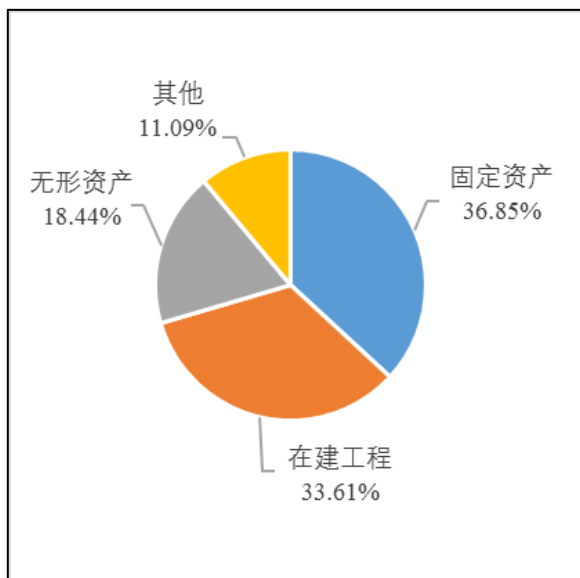
图2 同煤集团2019年底流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理整理

2017—2019 年，同煤集团非流动资产有所增长，截至 2019 年底为 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。

图3 同煤集团2019年底非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年，同煤集团固定资产波动中有所增长，截至 2019 年底为 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。

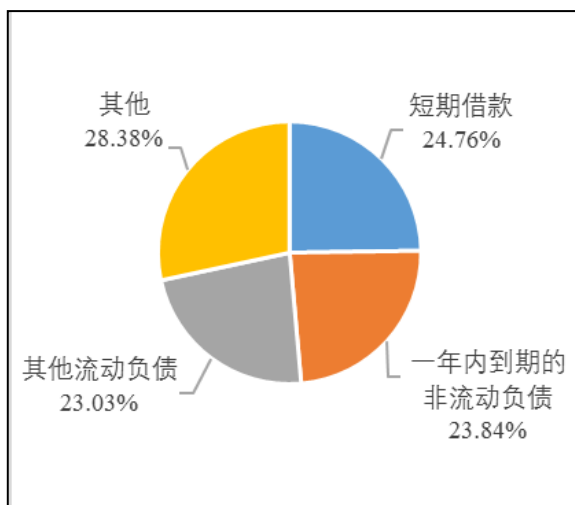
所有者权益方面，2017—2019 年，同煤集团所有者权益不断增长，截至 2019 年底为 843.75 亿元，较 2018 年底增长 15.47%，主要系公司其他权益工具及少数股东权益增长所致。其中，少数股东权益快速增长，截至 2019 年底为 348.99 亿元，较 2018 年底增长 19.64%。截至 2019 年底，同煤集团归属于母公司所有者权益为 494.76 亿元。其中，实收资本占 34.43%、资本公积占 62.05%、其他权益工具占 28.20%，未分配利润占-30.73%。同煤集团其他权益工具全部为永续债，截至 2019 年底为 139.50 亿元，较 2018 年底增长 104.85%。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。

在负债方面，2017—2019 年，同煤集团负债总额有所增长，截至 2019 年底为 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%。

2017—2019 年，同煤集团流动负债波动中有所增长，截至 2019 年底为 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。

图4 截至2019年底同煤集团流动负债构成



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报告整理

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。

债务指标方面，2017—2019年，同煤集团资产负债率持续下降，2019年底为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，2017—2019年，同煤集团全部债务资本化比率保持相对稳定，2019年底为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%，公司债务负担很重。同煤集团资产负债率在同行业中处于较高水平。

在盈利能力方面，2017—2019年，同煤集团营业总收入有所增长，2019年为1903.30亿元，较2018年增长7.80%；同期，同煤集团营业成本有所增长，2019年为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，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。

2020年1—3月，同煤集团实现营业总收入460.57亿元；营业利润率为15.60%，较上年

全年增长0.53个百分点；同期，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。

在现金流方面，2017—2019年，同煤集团经营活动现金流入量有所增长，2019年为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有所增长，2019年为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。2017—2019年，同煤集团经营活动产生的现金流量净额快速下降，2019年为82.52亿元。同期，同煤集团现金收入比分别为121.76%、119.58%和116.07%，公司收入实现质量持续维持高水平。

投资活动现金流方面，2017—2019年，同煤集团投资活动现金流入分别为392.44亿元、139.42亿元和90.79亿元。同期，同煤集团投资活动现金流出分别为640.87亿元、361.40亿元和180.91亿元。2017—2019年，同煤集团投资活动现金流均表现为净流出，分别为-248.44亿元、-221.98亿元和-90.12亿元，主要系2016年煤炭行业景气度回升，同煤集团推进各项建设的投入有所增加所致。

2017—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，有较大的对外融资需求。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，同煤集团筹资活动现金流入及流出规模均快速增长，公司筹资活动主要为债务的借偿和利息支出。同期，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。同煤集团采取多项降本增收措，一季度经营活动现金净流入规模同比大幅增长。

关于偿债能力方面，从短期偿债能力看，2017—2019年，同煤集团流动比率分别为88.07%、92.46%和90.27%，速动比率分别为

79.30%、83.47%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%。2017—2019 年，同煤集团经营现金流动负债比分别为 10.39%、10.12%和 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，2017—2019 年，同煤集团 EBITDA 分别为 112.70 亿元、138.00 亿元和 154.36 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 1.32 倍、1.44 倍和 1.56 倍；全部债务/EBITDA 分别为 20.49 倍、17.34 倍和 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。

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。

总体看，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。联合资信认为其作为直接债务人的履约能力很强。

(3) 资金保管机构

中信银行财务状况较好、资产质量较高、风险控制能力较强。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

本交易的资金保管机构是中信银行股份有限公司太原分行（以下简称“中信银行”）。中信银行成立于 1987 年，2007 年 4 月，中信银行在上海、香港同步上市。截至 2018 年末，公司股本为 489.35 亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为 65.37%。

截至 2018 年末，中信银行资产总额 60667.14 亿元，所有者权益 4530.86 亿元；不良贷款率 1.77%；拨备覆盖率 157.98%；资本充

足率 12.47%，核心一级资本充足率 8.62%。2018 年，中信银行实现营业收入 1648.54 亿元，净利润 453.76 亿元。

截至 2019 年末，中信银行总资产规模为 67504.33 亿元，所有者权益 5325.24 亿元；不良贷款率 1.65%；拨备覆盖率 175.25%；资本充足率 12.44%，核心一级资本充足率 8.69%。2019 年度，中信银行实现营业收入 1875.84 亿元，净利润 479.46 亿元。

中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防范的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

(4) 受托人/受托机构/发行载体管理人

中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

本交易的受托机构/发行人是中信信托。中信信托成立于 1988 年 3 月，其前身是中信兴业信托投资公司。2002 年经中国人民银行批复，中信集团将中信兴业信托投资公司重组、更名、改制为中信信托投资有限责任公司，并承接中信集团信托类资产、负债及业务。2007 年，经中国银行业监督管理委员会批准，公司名称变更为中信信托有限责任公司。公司于 2005 年、2006 年、2014 年、2019 年分别增资 2.92 亿元、4 亿元、88 亿元、29.70 亿元。目前注册资本 112.76 亿元，股东为中国中信有限公司和中信兴业投资集团有限公司，最终实际控制人为中国中信集团有限公司。

截至 2018 年末，中信信托资产总额 379.13

亿元，所有者权益 252.13 亿元。2018 年度，中信信托实现营业收入 53.65 亿元，净利润 33.59 亿元。截至 2018 年末，中信信托信托资产总额 16521.97 亿元，信托负债 204.85 亿元，信托权益合计 16317.12 亿元。

截至 2019 年末，中信信托资产总额 424.03 亿元，所有者权益 308.53 亿元。2019 年度，中信信托实现营业收入 71.83 亿元，净利润 35.93 亿元。2019 年度，中信信托信托资产总额 15741.56 亿元，信托负债 153.34 亿元，信托权益合计 15588.22 亿元。

中信信托重视内部控制文化建设，以合规经营和维护受益人利益为出发点，坚持“业务发展、内控先行”的管理理念，建立了涵盖企业价值观、经营理念、运行原则、操守规范的文化体系。中信信托坚持“以风险管理服务业务发展，以风险管理促进价值提升”的核心理念，坚持完善全面风险管理体系，推行全员风险管理文化，建立了以“四道防线”（业务拓展、风险合规、稽核审计、纪检监察）为组织基础，覆盖公司战略风险、业务风险、人力风险、财务分析、声誉风险的全面风险管理体系，通过制度规章和管理流程的有效运行，保障公司经营目标的实现。2019 年度，中信信托多项风险管理措施并举，做好“稳增长”与“防风险”工作。

中信信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验，近年来中信信托先后发行了多单资产支持证券。

3. 法律意见及其他要素分析

根据上述法律意见，联合资信认为：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，目标基础资产符合适用法律所规定的条件，目标基础资产转让行为合法、有效。

山西华炬律师事务所（以下简称“华炬律所”）为本交易出具相关法律意见。华炬律所出具的法律意见书表明：发起机构晋阳保理具有非金融企业法人资格，系交易商协会会员，接

受交易商协会自律管理，历史沿革合法合规，业务经营不存在可能对本期资产支持票据发行备案构成实质性法律障碍的情形；发起机构关于本项目股东决定的内容与程序合法合规；本项目发行文件合法合规，相关交易文件的约定不违反法律、行政法规的强制性规定，不损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在交易文件约定的生效条件得到满足后，将对相关的当事人产生合法、有效的法律约束力；发行载体合法合规，参与机构具备相关资质；目标基础资产的债权人均是依照中华人民共和国法律设立并有效存续的有限责任公司，具有从事基础交易的主体资格；本项目交易结构合法、可行，不存在损害发起机构的股东、债权人利益的不当安排；本项目已制定了现金流归集和管理措施，在各方严格履行交易文件约定的前提下，能够对基础资产产生的现金流进行有效控制；本项目已制定了资金混同风险的防范措施，交易文件中对于上述防范措施的相关

约定符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，具备一定的风险隔离效果；本项目已经按照《资产支持票据指引》和《会议规程》等有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制；本项目的信用增进安排合法有效；发起机构募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策及规则指引的规定；目标基础资产的债务人是依照中华人民共和国法律设立并有效存续的有限责任公司，具有从事基础交易的主体资格；目标基础资产符合适用法律所规定的条件，且满足《信托合同》约定的入池标准中除“保理商已根据《保理合同》的约定以现金/转账或开具电子商业承兑汇票方式向债权人支付该笔应收账款转让对价”外的相关要求；目标基础资产转让行为合法、有效；在满足《信托合同》约定的入池标准及信托文件约定的设立前提后，信托可依法、有效设立并由受托机构根据适用法律规定和信托文件约定发行第二期资产支持票据。

三、基础资产分析

本期入池资产共计 14 笔，应收账款余额合计 109823.67 万元。

本交易基础资产为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（如有）。应收账款的直接债务人均为同煤集团，其来源均为【购煤款】。

从债权人来看，入池应收账款共涉及 2 户债权人，最大债权人涉及的应收账款余额合计为 63091.82 万元，占比达 57.45%，债权人集中度很高。本交易的 2 户债权人均为同煤集团的关联企业，本次资产支持票据的发行将会使同煤集团的债务水平有所上升，联合资信将持续关注。具体分布见表 4。

表 4 资产池债权人分布
(单位：笔、万元、%)

债权人	笔数	应收账款余额	占比
-----	----	--------	----

债权人 1	8	63091.82	57.45
债权人 2	6	46731.85	42.55
合计	14	109823.67	100.00

从入池应收账款余额来看，本交易中入池应收账款余额主要集中在 5000—10000 万元之间，占比为 89.16%。入池单笔最大应收账款余额为 11113.91 万元，占比为 10.12%。入池应收账款余额分布见表 5。

表 5 资产池应收账款余额分布
(单位：万元、笔、万元、%)

应收账款余额分布	笔数	应收账款余额	金额占比
(0, 5000]	1	791.11	0.72
(5000, 10000]	12	97918.65	89.16
(10000, 15000]	1	11113.91	10.12
合计	14	109823.67	100.0

四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为直接债务人同煤集团，联合资信给予同煤集团的主体信用等级为 AAA，与优先级资产支持票据的目标信用等级一致。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资产支持票据预期本息及税费的支付。

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，根据交易要素测定不同发行利率下，应收账款偿付安排对优先级资产支持票据到期本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度。本交易优先级资产支持票据预计存续期限为 365 天，假定优先级资产支持票据发行利率分别为下表中所设值，测算的保障比率如表 10 所示：

表 10 各发行利率情景下资产支持票据保障比率
(单位：%、万元、倍)

优先级资产支持票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
4.65	114093.65	1.00527
4.75	114302.05	1.00431
4.85	114510.45	1.00335
4.95	114718.85	1.00240
5.05	114927.25	1.00145
5.15	115135.65	1.00049

注：预期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、优先级资产支持票据应付的本金和利息等

从压力测试的结果来看，在票据发行利率不超过 5.15%的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据到期本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度均能达到 1 倍以上。考虑到联合资信给予同煤集团的主体信

用等级为 AAA，展望为稳定，因而优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

五、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，在对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，

确定“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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的信用等级为 AAA_{sf}。

附件 1 同煤集团主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	74.16	122.80	135.95	182.73
资产总额（亿元）	2122.87	2437.32	2762.06	2848.08
所有者权益（亿元）	338.37	326.39	377.14	364.12
短期债务（亿元）	833.00	849.76	738.33	804.38
长期债务（亿元）	600.29	876.96	940.11	939.50
全部债务（亿元）	1433.29	1726.72	1678.44	1743.88
营业收入（亿元）	513.76	539.63	562.64	139.53
利润总额（亿元）	-2.43	-19.86	-21.82	-12.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-60.40	64.02	118.21	125.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.63	11.63	14.72	--
存货周转次数（次）	16.44	16.41	15.94	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.24	0.22	--
现金收入比（%）	118.16	116.46	115.48	96.68
营业利润率（%）	19.44	18.45	17.57	18.32
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	0.46	-6.82	-5.69	--
长期债务资本化比率（%）	67.55	77.52	80.40	81.30
全部债务资本化比率（%）	83.25	87.16	87.99	88.97
资产负债率（%）	84.06	86.61	86.35	87.22
流动比率（%）	108.93	127.46	127.12	125.24
速动比率（%）	106.74	125.28	125.08	123.31
经营现金流动负债比（%）	-5.18	5.22	8.00	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年一季度财务数据未经审计

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	(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-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/短期投资+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 AAA_{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

联合资信评估有限公司关于 上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资 产支持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“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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的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。

上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任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，包括但不限于资产服务机构报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构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“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”相关信息，如发现“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度第二期大同煤矿供应链资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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。

如上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“上海晋阳商业保理有限公司 2020 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上海晋阳商业保理有限公司/中信信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。