

联合资信评估股份有限公司

承 诺 书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据信用评级报告》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。

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

信用评级公告

联合〔2021〕6999号

联合资信评估股份有限公司通过对“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

上海晋企商业保理有限公司2021年度供应链 第一期资产支持商业票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额（万元）	票据占比（%）	信用等级
一期优先级票据	106000.00	99.91	AAA _{sf}
一期次级票据	100.00	0.09	NR
票据合计	106100.00	100.00	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 7 月 26 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

交易概览

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构/晋企保理：上海晋企商业保理有限公司

受托人/受托机构/发行载体管理机构/中信信托：中信信托有限责任公司

债务人/直接债务人/晋控煤业：晋能控股煤业集团有限公司

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：中信建投证券股份有限公司

联席主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司

基础资产：发起机构根据《信托合同》的约定委托给受托机构设立资产支持商业票据信托的应收账款债权及其附属担保权益（如有）

优先级证券还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级证券预计存续期限：195 天

评级时间

2021 年 7 月 26 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：上述评级方法已在联合资信官网公开披露。

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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了综合分析，并结合上述要素对资产支持商业票据进行了现金流分析。

本交易资产池包含 22 笔应收账款债权，晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业”，长期主体信用等级为 AAA）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》，承担应收账款付款义务。需要特别说明的是，本期资产支持商业票据本金偿付的现金流来源于二期资产支持商业票据的募集资金。交易文件约定，如二期资产支持商业票据发行不成功，则由晋控煤业提前支付剩余入池应收账款债权。因此，这一兑付安排并未影响我们对本期优先级资产支持商业票据信用等级的判断。晋控煤业的主体信用水平对本期优先级资产支持商业票据信用等级起到主要信用支撑作用。

在一期优先级资产支持商业票据发行利率不超过 6.50%、预计存续期限为 195 天的情况下，对应基础资产预期现金流及二期资产支持商业票据本金（如有）可覆盖一期优先级资产支持商业票据到期利息、由信托财产承担的预期支出及一期优先级资产支持商业票据本金。故本报告的评级结论仅适用于一期优先级资产支持商业票据发行利率不高于 6.50% 的情形。

综合上述因素，联合资信评定“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”项下一期优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了一期优先级资产支持商业票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

债务人/直接债务人主要财务数据：

晋能控股煤业集团有限公司（合并口径）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	240.29	281.30	286.53	311.66
资产总额（亿元）	3443.66	3698.86	3888.26	3913.30
所有者权益（亿元）	731.13	838.50	888.81	894.56
短期债务（亿元）	1097.99	1283.46	1240.22	--
长期债务（亿元）	1227.03	1135.58	1242.06	--
全部债务（亿元）	2325.02	2419.04	2482.28	--
营业总收入（亿元）	1765.95	1903.73	1950.20	568.65
利润总额（亿元）	19.11	24.77	22.23	20.90
EBITDA（亿元）	138.03	154.79	168.70	--
经营性净现金流（亿元）	139.70	82.52	65.41	60.98
营业利润率（%）	15.71	14.87	14.13	14.00
净资产收益率（%）	0.48	0.60	0.48	--
资产负债率（%）	78.77	77.33	77.14	77.14
全部债务资本化比率（%）	76.08	74.26	73.63	--
流动比率（%）	92.38	89.91	90.33	86.39
经营现金流动负债比（%）	9.99	5.13	3.91	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.22	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.56	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.84	15.63	14.71	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 报告中 2018 年及 2019 年财务数据采用 2019 年及 2020 年财务报告期初数，2020 年数据采用期末数；本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款及其他流动负债中债务部分已纳入短期债务核算，长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

资料来源：联合资信根据晋能控股煤业财务报告及提供资料整理。

分析师

陈诣辉 王正清 徐 阳 刘炳奇

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 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

- 债务人主体信用水平极高。**对于本交易入池的 22 笔应收账款债权，晋控煤业均作为直接债务人对应收账款承担付款义务。联合资信给予晋控煤业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。
- 基础资产入池标准较为严格。**本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。

关注及缓释

- 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，且一期优先级资产支持商业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一期优先级资产支持商业票据利息及由信托财产承担的预期支出的风险。
- 需关注债务人晋控煤业相关运营风险。**债务人晋控煤业社会负担重，期间费用较高，对利润形成较大侵蚀；晋控煤业债务规模很大，债务负担很重，且短期偿债压力大；晋控煤业其他应收款规模较大，对资金形成较大占用，且存在回款风险；晋控煤业资产重组存在不确定性。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，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委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方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尽职调查和诚信义务，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，未因委托方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，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

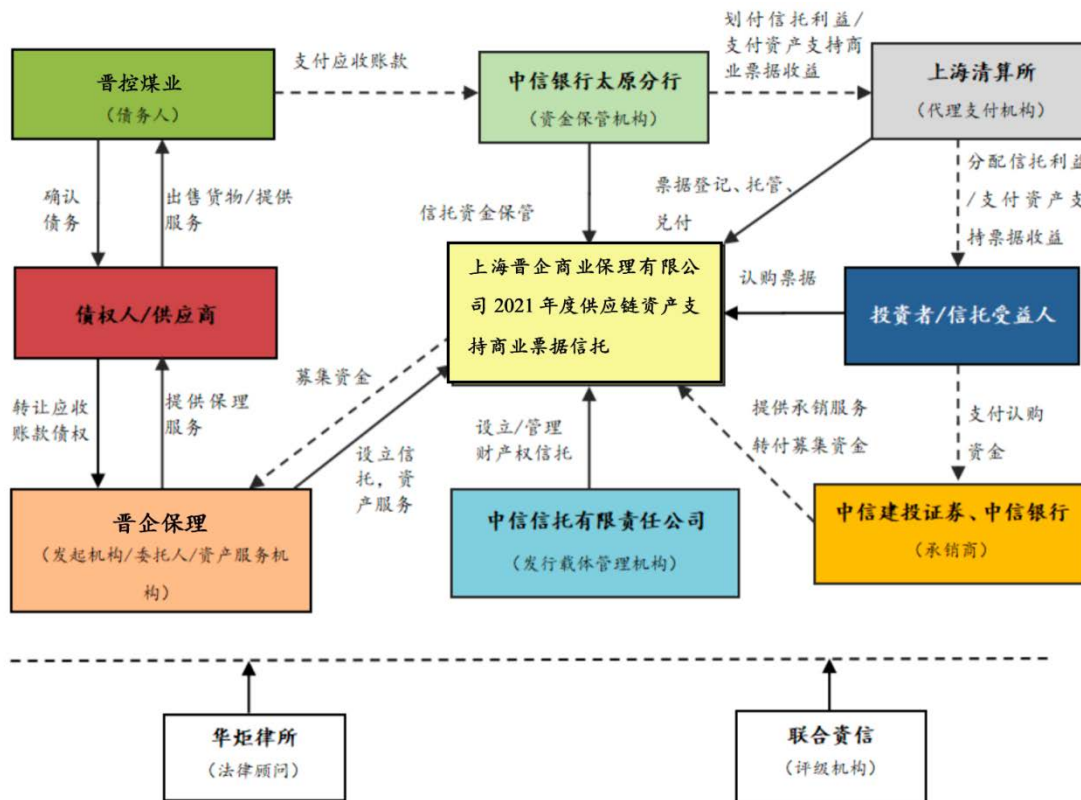
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构上海晋企商业保理有限公司（以下简称“晋企保理”）采用特殊目的信托载体机制，将债权人因申请保理服务而转让予发起机构的应收账款债权及其附属担保权益（如有）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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链资产支持商业

票据信托”（以下简称“本信托”）。前述应收账款债权的付款义务均已获得债务人晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业”）出具的《买方确认函》予以确认。

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首先发行资产支持商业票据，投资者通过购买并持有该资产支持商业票据取得本信托项下相应的信托受益权。

图 1 交易安排



资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 资产支持商业票据

本资产支持商业票据（以下简称“票据”）分为优先级资产支持商业票据（包括一期优先级资产支持商业票据和二期优先级资产支持商业票据）和次级资产支持商业票据（包括一期次级资产支持商业票据和二期次级资产支持商业票据）。

在本交易中，一期资产支持商业票据（以下简称“一期票据”）的规模为106100.00万元，其中一期优先级资产支持商业票据（以下简称“一期优先级票据”）的目标发行规模为106000.00万元，一期次级资产支持商业票据（以下简称“一期次级票据”）的目标发行规模为100.00万元。一期优先级

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195天，还本付息方式为到期一次性还本付息；一期次级票据不设预期收益

率，在一期优先级票据本息完成兑付后获得剩余收益。

表 1 一期资产支持商业票据概况（单位：万元、%、天）

票据名称	发行金额	票据占比	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
一期优先级票据	106000.00	99.91	固定利率	195	到期一次性还本付息
一期次级票据	100.00	0.09	—	195	—
合 计	106100.00	100.00	—	—	—

资料来源：发起机构提供，联合资信整理。

3. 基础资产

本交易制定了明确、较为严格的基础资产入池标准，并设置了不合格基础资产的赎回机制。

本交易基础资产系指由发起机构晋企保理委托给受托机构中信信托的应收账款债权及其附属担保权益（如有）。发起机构晋企保理对债权人享有的、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满足以下入池标准：（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》的约定自行或委托第三方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《买方确认函》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）债权人已将应收账款债权转让予保理商并最终将由保理商信托予中信信托的事宜向晋控煤业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¹应晚于信托生效日。

¹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，具体日期以经发起机构和受托机构共同签章确认的基础资

就每一笔应收账款债权而言，委托人进一步承诺及保证，该笔应收账款债权在信托生效日均满足以下要求：（1）该笔应收账款债权满足全部入池标准；（2）在该笔应收账款债权交付给受托人之时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该笔应收账款债权所享有的合法权利，也不存在任何债务人的违约或者潜在违约行为，且该笔应收账款债权的可回收性在本合同签署日、信托生效日前未发生任何重大不利变化；（3）委托人拥有的该笔应收账款债权权属明确，委托人根据本合同将该笔应收账款债权委托给受托人设立本信托并不侵犯任何第三方合法权益；（4）委托人委托给受托人设立本信托的该笔应收账款债权可通过资产服务机构开立的独立台账对其予以标记；（5）委托人向受托人披露的该笔应收账款债权的任何信息所有重要方面，包括但不限于提供的基础资产文件，均是真实、准确和完整的，且不具有误导性；（6）除付款期限外，该笔应收账款债权的债务人履行基础交易项下付款义务的所有前提条件均已得到满足；（7）该笔应收账款债权不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施。

本交易设置了争议应收账款债权²回购机制。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。受托人有权就争议应收账款债权向债权人发出书面回购通知，通知应向债权人说明受托人认为该笔基础资产存在商业纠纷的依据以及债权人支付回购价款的时间，且最迟不晚于该笔争议应收账款债权的应收账款到期日前2个工作日或分配基准日前2个工作日的

12:00前（以孰早日为准）将回购价款支付至信托账户。

本交易设置了不合格基础资产³赎回机制。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。委托人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个工作日或分配基准日前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。

本交易还设置了应收账款提前到期机制。本交易约定，应收账款债权提前到期事件系指以下任一事件：（a）二期资产支持商业票据发行失败（即二期簿记建档日任一档二期资产支持商业票据未能全部得到足额认购或者截至二期缴款日二期资产支持商业票据募集资金未能全部足额缴纳，且任一主承销商未按《承销协议》约定履行余额包销责任的）；（b）债务人向法院提交破产申请，或被申请进行重整或破产清算；（c）债务人出现解散事由，并已向有权政府部门申请解散或债务人股东决定解散债务人；（d）债务人依法被有权政府部门/司法机关接管；（e）有权政府部门吊销债务人的营业执照；（f）债务人不能或宣称不能按期足额清偿债务，或根据适用法律被认定为不能按期足额清偿债务；（g）债务人停止或计划停止经营全部业务、主要业务或可能对前述应收账款债权清偿构成重大影响的业务；（h）上海晋企商业保理有限公司2021年度供应链资产支持商业票据信托的跟踪评级机构给予优先级资产支持商业票据的信用评级降至AA+以下（含AA+）。若二期票据簿记建档日之前发生任一应收账款提前到期事件，则取消二期资产支持商业票据的发行，债务人将按照受托人的

产清单中所载的信息为准。全部基础资产的应收账款债权到期日分为两个不同的日期，其中日期在前的为应收账款债权到期日一，日期在后的为应收账款债权到期日二

²就每一笔基础资产而言，争议应收账款债权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

³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

要求偿还全部基础资产项下的应付款项。当发生应收账款提前到期事件时，晋控煤业应在事件发生当日或次一工作日偿还全部应付账款至信托账户。晋控煤业在其出具的《买方确认函》中确认其对“上海晋企商业保理有限公司2021年度供应链资产支持商业票据信托”中22笔应收账款债权项下全部应付账款债务负有付款义务，而二期资产支持商业票据的入池资产为22笔应收账款债权中的19笔应收账款债权，因此，晋控煤业亦是二期资产支持商业票据的债务人。

4. 现金流收付机制

本交易对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及现金流归集

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。信托资金的一切收支活动，包括但不限于接收信托回收资金、缴纳信托税费、支付信托费用以及向资产支持商业票据持有人划付信托利益分配款项，均必须通过该账户进行。

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。资产服务机构在相应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12:00前，直接债务人向信托账户支付等额于该等到期的应收账款债权本金的资金。

(2) 分配资金划付

在支付日⁴，若晋控煤业未选择行使基础资产提前还款选择权且未发生二期资产支持商业票据（以下简称“二期票据”）发行失败（即二期簿记建档日任一档二期票据未能全

部得到足额认购或者截至二期缴款日二期票据募集资金未能全部足额缴纳，且任一主承销商未按《承销协议》约定履行余额包销责任的），则受托人应将应收账款债权到期日一对应的基础资产的现金流回款按照下列顺序和金额进行信托利益分配（下述分配顺序涉及的相关费用根据相应收费文件约定的时间进行支付，支付前可以先预留在信托账户）：（1）税费（如有）；（2）支付登记托管机构费用（如有）、代理支付机构手续费、发行二期票据的相关费用（如有）；（3）受托机构垫付费用（如有）；（4）支付资金保管费及其他信托费用；（5）支付一期优先级票据收益；（6）若二期优先级资产支持商业票据（以下简称“二期优先级票据”）的预期年化收益率低于或等于7.50%/年，则剩余的信托资金作为一期票据的收益支付给一期次级票据持有人；若二期优先级票据的预期年化收益率高于7.50%/年，则剩余的信托资金留存在信托账户用于合格投资和下一期分配。

除前述分配情形以外，一期票据持有人和二期票据持有人均同意，在二期票据发行成功的前提下，受托人将其收到的二期票据的募集资金全额支付给一期票据持有人，直至支付金额达到一期票据的全部本金，以此作为二期票据持有人向一期票据持有人支付的信托受益权转让对价。支付完毕后，相应注销一期票据。

若晋控煤业选择行使基础资产提前还款选择权或发生二期资产支持商业票据发行失败，则受托人应将全部基础资产的现金流回款按照下列顺序和金额进行信托利益分配（下述分配顺序涉及的相关费用根据相应收费文件约定的时间进行支付，支付前可以先预留在信托账户）：

（1）税费（如有）；（2）支付登记托管机构费用（如有）、代理支付机构手续费、发行二期票据的相关费用（如有）；（3）受托机构垫付费用（如有）；（4）支付资金保管费及其他信托费用；（5）支付一期优先级票据收益；（6）支付一期优先级票据本金直至支付完毕；（7）支付

⁴指应收账款债权到期日一后的第5个工作日

一期次级票据本金直至支付完毕；(8) 剩余资金作为一期次级票据收益支付给持有人。

若发生信托终止事件ⁱ，信托终止并进入清算程序。经清算的剩余信托财产按下列顺序分配（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：(1) 支付清算费用；(2) 缴纳税费；(3) 支付信托费用；(4) 支付存续优先级资产支持

商业票据持有人的所有应付未付的预期收益；

(5) 支付存续优先级资产支持商业票据本金直至支付完毕；(6) 支付存续次级资产支持商业票据本金直至支付完毕；(7) 剩余信托财产作为届时尚未注销的次级资产支持商业票据持有人的收益。

ⁱ 指以下任一事件：(a) 资产支持商业票据信托的信托目的不能实现；(b) 发生不可抗力事件导致资产支持商业票据信托不能存续；(c) 发生应收账款债权提前到期事件(b)至(h)项中的任一项；(d) 发生应收账款债权提前到期事件(a)项时，资产支持票据信托于支付日一兑付完

成后终止；(e) 资产支持商业票据信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决、裁定终止；(f) 受托机构向全体优先级资产支持商业票据持有人支付全额投资本金和预期收益；(g) 法定到期日届至；(h) 资产支持商业票据持有人会议决定提前终止；或(i) 出现适用法律规定应当终止资产支持商业票据信托的情形

二、交易结构分析

1. 债务确认

本交易中债务人晋控煤业的信用水平极高，晋控煤业作为直接债务人，对每一笔入池应收账款均出具《买方确认函》，承担应收账款付款义务，对优先级票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

对于本交易入池的 22 笔应收账款债权，晋控煤业均作为直接债务人对应收账款承担付款义务。联合资信评定晋控煤业的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。其对优先级票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

2. 流动性风险

若二期票据发行不成功，一期优先级票据存在流动性风险。交易文件约定二期票据发行不成功时债务人将按照受托人的要求偿还全部基础资产项下的应付款项，较好地缓释流动性风险。

在本期发行资产支持商业票据的本息偿付方式上，若二期资产支持商业票据发行不成功的，将构成应收账款债权提前到期事件，债务人将按照受托人的要求偿还全部基础资产项下的应付款项，一期票据的本金由提前到期的入池应收账款债权回收款偿付。

联合资信评定晋控煤业的主体信用等级为 AAA，展望为稳定。晋控煤业极高的主体信用等级可以缓释流动性风险。

3. 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一期资产支持商业票据端利息及税费支出。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，且发行利率尚不确定。针对一期资产支持商业票据，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息及税费支出的风险。

联合资信通过对一期优先级资产支持商业票据发行利率进行压力测试，测试结果表明在一期优先级票据发行利率不超过 6.50% 的情况下资产池回收款可以覆盖一期优先级票据的本息及税费支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

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ⁱⁱ（T日）前的第12个工作日（T-12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，以保证资产支持商业票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

ⁱⁱ就信托每次分配而言，指代理支付机构向资产支持商业票据持有人划转

其信托利益分配款项之日。具体而言，信托终止前包括支付日一和支付日二

三、基础资产分析

发起机构根据本资产支持票据发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

本期入池应收账款共计22笔，1户债务人，2户债权人，应收账款余额共计113986.50万元。结合法律意见书，从债权人来看，入池应收账款涉及的2户债权人均均为债务人晋控煤业的关联公司，债权人与债务人之间的交易合法真实。资产池概况如下：

表2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	113986.50
应收账款笔数（笔）	22
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）	1121.87
单笔应收账款最大余额（万元）	11040.95
单笔应收账款平均余额（万元）	5181.20
单户应收账款最小余额（万元）	22033.31
单户应收账款最大余额（万元）	91953.19
单户应收账款平均余额（万元）	56993.25

注：资产池信息由发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

资产池中的应收账款类型全部为购煤款。

3. 应收账款单笔金额分布

本交易入池资产整体集中度较高。

从应收账款余额分布来看，本交易资产池单笔余额在9000（不含）至12000（含）万元之间的共5笔，余额占比45.08%。单笔最大应收账款余额占比为9.69%。本交易入池资产整体集中度较高。具体情况如下。

表3 资产池应收账款单笔金额分布（单位：笔、万元、%）

应收账款余额分布	笔数	应收账款余额	占比
(1000, 3000]	7	9101.47	7.98
(3000, 6000]	7	31004.13	27.20
(6000, 9000]	3	22498.40	19.74
(9000, 12000]	5	51382.50	45.08
合计	22	113986.50	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(1000, 3000]表示大于1000且小于等于3000，下同

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 债权人集中度

本交易入池资产应收账款债权人集中度极高。

从债权人来看，入池应收账款共涉及2户债权人，第1大债权人涉及的应收账款余额合计为91953.19万元，占比达80.67%，债权人集中度很高。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
债权人一	19	91953.19	80.67
债权人二	3	22033.31	19.33
合计	22	113986.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

从债权人来看，入池应收账款涉及的2户债权人均均为债务人晋控煤业的关联公司。

5. 期限分布

从期限来看，入池应收账款债权到期日大部分集中在2022年7月28日，占比96.61%。具体分布见表5。

表 5 入池资产期限分布 (单位: 笔、万元、%)

到期日	笔数	应收账款余额	占比
2022 年 2 月 10 日	3	3863.54	3.39

2022 年 7 月 28 日	19	110122.96	96.61
合计	22	113986.50	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

四、定量分析

在优先级票据发行利率不超过 6.50% 的情况下, 基础资产预期现金流回款对一期优先级票据到期利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。联合资信将对发行利率保持持续关注。

本期资产支持商业票据的本金偿付现金流来源于二期票据发行募集的资金。交易文件约定, 若二期票据发行不成功的, 将构成应收账款债权提前到期事件, 债务人将按照受托人的要求偿还全部基础资产项下的应付款项, 全部回收资金用于偿付一期票据本金及收益。因此, 二期票据发行不成功未影响我们对一期优先级票据信用等级的判断。

本交易基础资产的还款来源为直接债务人晋控煤业。联合资信给予晋控煤业的主体信用等级为 AAA, 与一期优先级票据的预设信用等级一致。本交易假定一期优先级票据预计存续期限为 195 天, 鉴于此, 现金流分析重点关注于应收账款债权到期日一到期基础资产现金流是否能覆盖一期票据预期利息及税费等费用支出。

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, 根据各项交易要素测定不同发行利率下,

应收账款偿付安排对一期票据到期利息及由信托财产承担的预期支出的保障程度。假定一期优先级票据发行利率分别为下表中所设值, 测算的支出规模及保障比例如表 6 所示:

表 6 各发行利率情景下资产支持商业票据保障比率 (单位: %, 万元、倍)

优先级票据 预期发行利率	预期利息及税费支出	保障比例
6.00	3570.27	1.0821
6.10	3626.90	1.0652
6.20	3683.53	1.0489
6.30	3740.17	1.0330
6.40	3796.80	1.0176
6.50	3853.43	1.0026

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、一期优先级资产支持商业票据应付的利息等。

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理。

从上述测试的结果来看, 在一期优先级票据发行利率不超过 6.50% 的情况下, 基础资产预期现金流对预期支出的保障程度可以达到 1 倍以上。此外, 在二期发行成功的情况下, 二期募集资金用于偿付一期本金; 二期发行失败的情况下, 到期日 2022 年 7 月 28 日的入池应收账款债权 (本金 110122.96 万元) 提前到期, 本金回收款能足额覆盖一期本金。

五、债务人主体信用分析

本交易中晋控煤业作为直接债务人, 对每一笔入池应收账款均出具《买方确认函》, 承担应收账款付款义务。联合资信评定晋控煤业的主体信用等级为 AAA, 展望为稳定。晋控煤业的主体信用水平对本期优先级资产支持商业票据信用等级起到主要信用支撑作用。

晋控煤业作为中国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综合优势。近年来, 受业务规模扩大因素带动, 晋控煤业收入规模持续增加; 经营活动现金流持续呈净流入态势。受山西省国有煤炭企业资产整合事项的统一安排, 晋控煤业未来将移交相关电力资产, 并接收其他省属能源企业的相关煤炭资产。联合资信也关注到晋控煤业经营

压力较大，债务负担很重，其他应收款规模较大以及资产重组事项等因素可能对晋控煤业信用水平带来的不利影响。

优势

1. **晋控煤业行业地位显著，政府支持力度大。**
晋控煤业是国家重点规划的 10 个亿吨级煤炭生产基地之一，是晋能控股集团下属煤炭产业的核心运营主体，行业地位显著，国家政策支持力度强。同时，煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到当地各级政府的高度重视。
2. **晋控煤业是中国重要的动力煤生产基地，煤炭储量丰富，煤质优良，资源优势突出。**
截至 2020 年底，晋控煤业拥有 58 座矿井，生产能力 1.58 亿吨/年，资源储量 299.9 亿吨。晋控煤业生产的动力煤具有高发热量、低灰、低硫等品质，在火电、建材、玻璃、冶金等行业优势明显。
3. **晋控煤业合同煤销售占比高，主产区位于大秦线起点，产品销路和外运能力保障程度高。**
晋控煤业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%。晋控煤业省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，晋控煤业地处大秦线起点，运力有一定保障。
4. **晋控煤业主营业务经营状况良好。**2018—2020 年，随着产能及产量规模的扩大，晋控煤业煤炭业务收入逐年增长，年均复合增长 8.88%。

关注

1. **晋控煤业社会负担重，期间费用较高，对利润形成较大侵蚀。**2020 年，晋控煤业期间费用率为 12.82%，考虑到晋控煤业收入规模中存在较大规模的贸易业务收入，晋控煤业实际的费用支出压力较大，对整体利润侵蚀明显。
2. **晋控煤业债务规模很大，债务负担很重，且短期偿债压力大。**截至 2020 年底，晋控煤业全部债务 2482.28 亿元，其中短期债务占 49.96%。晋控煤业现金短期债务比为 0.23 倍，且货币资金受限比例较高，晋控煤业短期偿债压力大。
3. **晋控煤业其他应收款规模较大，对资金形成较大占用，且存在回款风险。**截至 2020 年底，晋控煤业其他应收款 861.08 亿元，较年初增长 3.72%。晋控煤业其他应收款主要为应收企业办社会、剥离社会职能退出单位、历史矿井和产能退出产生的款项。山西省人民政府对企业办社会职能采取改制、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晋控煤业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。
4. **资产重组存在不确定性。**晋控煤业作为晋能控股集团下属煤炭业务的核心开展主体，晋控煤业未来将移交相关电力资产，并接收其他省属能源企业的相关煤炭资产，联合资信将持续关注资产重组事宜的推进情况，以及资产重组后晋控煤业整体财务状况。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

晋企保理运营时间较短，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/资产服务机构为晋企保理。晋企保理于 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。2021 年 1 月，晋企保理董事长由王冰变更为李宇宙先生，2021 年 3 月，晋企保理总经理变更为李强先生，同月，公司名称由上海晋阳商业保理有限公司变更为上海晋企商业保理有限公司。

晋企保理于 2019 年 5 月成立，业务处于起步阶段，资产结构较为简单。截至 2020 年底，晋企保理资产总计 25631.02 万元，净资产 22100.46 万元。2020 年度，晋企保理实现营业收入 3334.95 万元，利润总额 1646.68 万元，净利润 1421.22 万元。

截至 2021 年 3 月底，晋企保理资产总计 22934.20 万元，净资产 22385.97 万元。2021 年 1—3 月，晋企保理实现营业收入 347.51 万元，利润总额 330.28 万元，净利润 285.51 万元。

晋企保理坚持立足山西、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，晋企保理通过再保理、双保理模式，为金融机构和资金方提供低风险的保理产品。晋企保理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，包括应收账款保理、反向保理、银行再保理和供应链 ABS/ABN。截至 2020 年底，晋企保理现有合作买方核心企业共三家，卖方客户共二家，累计资产交易规模 29.85 亿元，不良率为零。

风险管理方面，晋企保理设有风控合规部，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；负责公司投委会相关材料准备，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。

晋企保理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，晋企保理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。

2. 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。中信银行股份有限公司（以下简称“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 2020 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 2020 年末，中信银行资产总额 75111.61 亿元，所有者权益 5600.38 亿元；不良贷款率 1.64%；拨备覆盖率 171.68%；资本充足率 13.01%，核心一级资本充足率 8.74%。2020 年，中信银行实现营业收入 1947.31 亿元，净利润 495.32 亿元。

截至 2020 年一季度末，中信银行资产总额 77856.36 亿元，所有者权益 5757.41 亿元；不良贷款率 1.54%；拨备覆盖率 185.87%；资本充足率 12.73%，核心一级资本充足率 8.59%。2020 年一季度，中信银行实现营业收入 519.14 亿元，净利润 158.32 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。

3. 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很小。

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,并于 2002 年 9 月经中国人民银行批准重新登记。截至 2020 年末,中信信托注册资本金 112.76 亿元人民币,其中中国中信有限公司持股 82.26%,中信兴业投资集团有限公司持股 17.74%。

截至 2020 年底,中信信托资产总额 471.14 亿元,所有者权益 335.81 亿元。2020 年,中信信托实现营业收入 87.46 亿元,净利润 38.55 亿

元。截至 2020 年底,中信信托信托资产总额 12246.59 亿元,信托负债 117.42 亿元,信托权益合计 12129.17 亿元。

截至 2021 年 6 月底,中信信托资产总额 491.97 亿元,所有者权益 343.29 亿元。2021 年上半年,中信信托实现营业收入 40.96 亿元,净利润 20.12 亿元。

中信信托遵照中国银行业监督管理委员会的监管要求,不断完善公司治理结构,健全公司内部控制,增强风险控制能力,在规范经营方面取得了一定的发展。中信信托已经基本建立了一套完整的公司治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架,能够较为有效地防范各种风险。

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成功发行了多单资产支持证券。

七、法律风险分析

根据山西华炬律师事务所出具的法律意见,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为本交易出具相关法律意见。联合资信收到的法律意见书表明:发起机构晋企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商业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》的约定自行或委托第三

方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一期资产支持商业票据。

八、评级结论

联合资信通过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，确定“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”项下一期优先级资产支持商业票据的信

用等级为 AAA_{sf}。

上述一期优先级票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 晋能控股煤业集团有限公司信用分析

一、主体概况

晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业”）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（以下简称“原同煤集团”）。2003 年 12 月，原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原同煤集团 65.17% 股权无偿划转至山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国运”），原同煤集团的控股股东由山西省国资委变更为山西国运。

2020 年 10 月，山西省委决定联合重组原同煤集团、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“原晋煤集团”）、晋能集团有限公司（以下简称“原晋能集团”）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”）。

2020 年 10 月 29 日，原同煤集团发布公告称，晋能控股集团股东山西国运作出决定，同意以山西国运持有的原同煤集团 65.1664% 股权依法划转出资至晋能控股集团，原同煤集团控股股东变更为晋能控股集团。

2020 年 11 月 30 日原同煤集团名称由“大同煤矿集团有限责任公司”变更为“晋能控股煤业集团有限公司”。晋控煤业已于 2020 年 11 月 27 日在山西省市场监督管理局完成工商变更登记手续，并取得山西省市场监督管理局颁发

的新营业执照。此次名称变更不涉及公司已发行的公司债券的名称、简称和代码的变更。原同煤集团更名前的债权债务关系均由更名后的晋控煤业承继。截至 2021 年 3 月底，晋控煤业注册资本 170.35 亿元。控股股东晋能控股集团持有晋控煤业 65.17% 股权。晋控煤业实际控制人为山西省国资委。

晋控煤业主营业务包括：煤炭开采、销售业务，电力的生产、销售业务及煤炭贸易和非煤贸易业务等。

截至 2021 年 3 月底，晋控煤业本部内设立行政事业部、组织人事部、人力资源部、财务部、经营管理部等 21 个职能部室；纳入合并范围的一级子公司共 57 家，其中含晋能控股山西电力股份有限公司（证券简称：晋控电力，证券代码：000767.SZ）和晋能控股山西煤业股份有限公司（证券简称：晋控煤业，证券代码：601001.SH）两家上市公司。截至 2020 年底，晋控煤业拥有在职员工 138283 人。

截至 2020 年底，晋控煤业合并资产总额 3888.26 亿元，所有者权益 888.81 亿元（含少数股东权益 419.30 亿元）；2020 年，晋控煤业实现营业总收入 1950.20 亿元，利润总额 22.23 亿元。

截至 2021 年 3 月底，晋控煤业合并资产总额 3913.30 亿元，所有者权益 894.56 亿元（含少数股东权益 428.51 亿元）；2021 年 1—3 月，晋控煤业实现营业总收入 568.65 亿元，利润总额 20.90 亿元。

晋控煤业地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：王存权。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度

衰退。我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，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，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年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长

18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

附表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 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，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长

2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改**

善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0,较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点,处于低位。2021年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动PPI持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末,社融存量同比增速为12.30%,较上年末下降1个百分点,信用扩张放缓;2021年一季度新增社融10.24万亿元,虽同比少增0.84万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至2021年一季度末,M2余额227.65万亿元,同比增长9.40%,较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元,同比增长7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元,同比增长24.20%,是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元,占一般公共预算收入的85.31%,同比增长24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元,同比增长6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元,缺口较2020年和2019年同期值有所收窄,可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元,同比增长47.90%,主要是由于国有土地出

让收入保持高速增长;政府性基金支出1.73万亿元,同比减少12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而3月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021年一季度,全国居民人均可支配收入9730.00元,扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要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,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化:

房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计2021年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

三、行业分析

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源,在国民经济中具有重要的战略地位。2016-2018年,随着去产能政策的推行,煤炭行业产能过剩矛盾逐步得到化解,煤炭价格回升明显,行业经济效益显著提升。2019-2020年,受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响,煤炭价格总体持续回落,行业经济效益有所下降。2021年以来,煤炭价格持续高位运行,行业经济效益明显改善。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到58%,大幅高于27%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主,煤炭、天然气为辅,水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

资源分布

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

景储量最丰富的地区,目前该地区勘探程度较低,其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富,但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中,不同煤种的占比大概是烟煤占73%、无烟煤占8%、褐煤占7%、未分类煤种占12%。烟煤中,不粘煤占26%,长焰煤占22%;焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20%,其中焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占8%。

煤炭生产和下游需求

2016-2018年,国家在煤炭和钢铁行业推行去产能政策,煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨,同时新增产能在等量/减量置换的政策约束下亦受到抑制。据煤炭运销协会统计,2016年,中国原煤产量33.64亿吨,同比下降8.71%,延续了2014年以来的下降趋势且下降幅度明显扩大,主要系煤炭生产“276工作日”限产政策的实施和部分落后产能关停所致。2017年以来,随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放,全国原煤产量开始缓步上升。2016-2020年,全国原煤产量年均复合增长3.39%,分别为33.64亿吨、34.45亿吨、35.46亿吨、37.46亿吨和38.44亿吨。

煤炭行业供给侧改革推行以来,中东部及南方地区开采条件差、单井规模小的矿井受到的影响大于晋陕蒙及西北地区的大型矿井,同时产能置换和新增先进产能也多位于晋陕蒙及西北地区。2017-2020年,晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重逐年提升,分别为71.67%、74.25%、76.84%和78.29%。

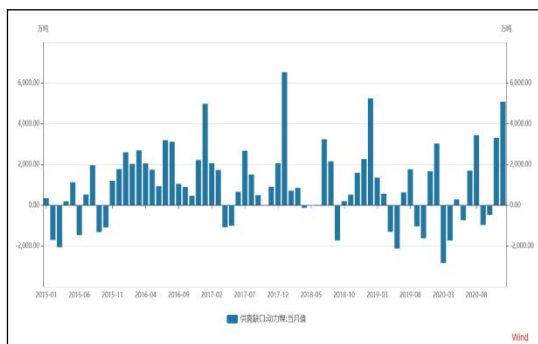
附表2 2017年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况
(单位:万吨、%)

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

2016—2020 年，煤炭下游需求增速大于煤炭产量增速；以动力煤为例，作为动力煤主要的下游需求，2016—2020 年，中国火电发电量持续增长，分别为 4.44 万亿千瓦时、4.75 万亿千瓦时、5.10 万亿千瓦时、5.22 万亿千瓦时和 5.33 万亿千瓦时，年均复合增速为 4.69%，高于原煤产量的增速，导致自 2016 年开始，动力煤出现供需缺口的月份明显增加。煤炭行业自 2012 年开始出现的产能过剩矛盾逐步得到化解。

附图 1 2015 年以来动力煤月度供需缺口

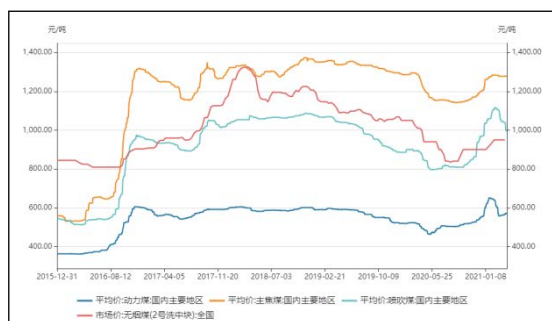


资料来源：Wind

煤炭价格

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

附图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016 年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年底，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 600 元/吨、1312 元/吨、962 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底增长 65.75%、134.70%、76.51% 和 6.99%。

2017—2018 年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需趋于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格于 2017 年至 2018 年上半年呈现快速上涨走势。

2019 年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势。截至 2019 年底，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤均价（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 523 元/吨、1296 元/吨、887 元/吨和 1068 元/吨，较年初分别下降 12.10%、4.85%、17.71% 和 11.52%。

2020 年，国内煤炭价格呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于 2019 年。2020 年年初，受新冠肺炎疫情影响，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，随着国内新冠肺炎疫情得到控制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。

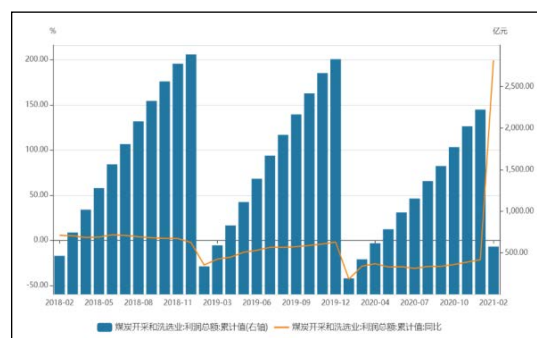
其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

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，除无烟煤因供需格局较好而价格持稳，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。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化、同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

附图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下降影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年，受新冠肺炎疫情影响，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%。随着国内新冠肺炎疫情受控，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10~20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。

去产能政策步入新阶段

2016—2018年，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大

幅上涨的可能性,有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下,煤炭行业落后产能违规重新投产,以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长,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,煤炭价格逐步回归合理水平,煤炭生产业务盈利水平普遍较高,但部分企业的整体盈利水平相对较差,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占。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,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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底,晋能控股集团持有晋控煤业65.17%股权,系晋控煤业控股股东;晋控煤业实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

晋控煤业是中国重要的动力煤生产基地,在规模及资源储量和产品品牌等方面具备较大的竞争优势。

截至2020年底,晋控煤业拥有58座矿井,生产能力1.58亿吨/年,资源储量299.9亿吨。其中,生产矿井50座,年生产能力1.51亿吨;在建及筹建矿井8座,年生产能力660万吨。晋控煤业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。

晋控煤业经营历史悠久,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。

晋控煤业下属煤田以侏罗纪和石炭二叠纪煤田为主。晋控煤业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；晋控煤业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。

3. 人员素质

晋控煤业领导层行业经验丰富，员工构成符合行业劳动密集型特点。晋控煤业人员构成能够满足其日常生产经营需要。

晋控煤业董事、总经理、副总经理等高层管理人员均具有大专及以上学历，多数在各自的专业领域工作 20 年以上，从业经验丰富，管理能力优秀，整体素质较高。

晋控煤业董事长王存权先生，1966 年 4 月出生，大学学历，高级工程师，中国国籍，无境外居留权。王存权先生曾任四台矿副矿长兼安监站站长，雁崖矿、云岗矿矿长，原同煤集团副总经理，晋能控股煤业党委书记、董事长；现任晋能控股煤业党委书记、董事长。

晋控煤业总经理唐军华先生，博士学位。唐军华先生曾任五阳煤矿综掘一队技术员、副科长、生产科科长、生产副总，潞安集团生产处副处长、处长，五阳煤矿党委委员、矿长，常村煤业党委委员、矿长，潞安集团副总经理；现任晋能控股煤业党委副书记、副董事长、总经理。

截至 2021 年 3 月底，晋控煤业员工总数 136724 人。其中，管理人员占 33.05%，生产人员占 66.50%，销售人员占 0.34%，研发人员占 0.11%；从学历构成看，具有本科以上学历者占 23.34%，具有大专学历者占 21.89%，具有中等

（含中专、高中、技校）学历者占 34.95%，初中及以下学历者占 19.81%。从年龄构成来看，30 岁以下的占 10.28%，31~50 岁的占 61.09%，50 岁以上的占 28.64%。

4. 技术水平

晋控煤业现有国家级煤炭技术中心、博士后科研工作站、山西省煤矿工程研究生教育创新中心等研发机构。研发团队中享受政府特殊津贴专家、省级优秀专家 60 余人。

晋控煤业开采技术先进。晋控煤业创造了不同地质条件下煤炭开采的技术和装备等全国“十一个第一”，在采煤方法、采掘机械、通风安全、矿山电气等领域取得了众多科技成果。

近年来，晋控煤业加大安全投入力度，不断提高矿井安全保障水平。晋控煤业建立了《安全工作问责制度》和《安全工作责任约谈制度》，对责任单位和责任人进行双重问责。截至 2021 年 3 月底，晋控煤业已有 44 座矿井为煤炭工业特级安全高效矿井，45 座矿井为煤炭工业行业级安全高效矿井，10 座矿井为国家安全质量标准一级矿井。晋控煤业已建立安全生产联席会议和月度安全生产例会制度，实施晋控煤业领导和职能部门安全生产联点承包制，强化安全生产全程管理和责任落实。2020 年晋控煤业生产百万吨死亡率为 0.000 人/百万吨。

5. 外部环境

晋控煤业运输成本相对低廉，竞争优势明显。

晋控煤业地处大同市西南 12 公里，交通便利，京包、同蒲铁路交汇于此，为晋煤外运配套的双线电气化铁路一大秦铁路专用线直达全国最大的现代化煤炭码头秦皇岛港，晋控煤业地处大秦线起点，相对于山西省内及中部地区其他大型煤炭企业，煤炭运输便捷，外运能力有保障。

晋控煤业是国家重点规划的 10 个亿吨级煤炭生产基地之一，国家政策支持力度强。同时，晋控煤业所在的山西省是中国煤炭主产区之一，且煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到当地各级政府的高度重视。晋控煤业所处的

晋北地区被列为国家规划的 14 个大型煤炭基地之一，是《能源中长期发展规划纲要》《煤炭工业中长期发展规划》和《煤炭产业政策》的重点支持地区。大型煤炭基地的建设享受国债资金的重点支持，国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。

6. 企业信用记录

晋控煤业过往债务履约情况良好。

根据晋控煤业提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1402000000031180），截至2021年7月13日，晋控煤业未结清的信贷中无不良或关注类信息记录，已结清的信贷中，关注类账户数共17个，包含中长期借款7个、短期借款4个、贴现业务6个。根据晋控煤业提供的说明，上述关注事项主要系银行系统内部分类问题，晋控煤业不存在违约情况。

根据晋控煤业过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，晋控煤业无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

五、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，晋控煤业设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

股东会是晋控煤业的最高决策机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东会行使表决权，是晋控煤业的权力机构。

董事会是晋控煤业的执行机构，对股东会负责，目前由 13 名董事组成。其中，中国信达资产管理股份有限公司推荐 5 名，山西省国资委等 6 家股东共同推荐 7 名，由晋控煤业股东会选举产生；晋控煤业职工代表一名，由晋控煤业职工依法民主选举产生。董事会设董事长一人，副董事长三人，每届董事任期三年，连选可以连任。董事长负责召集股东会、董事会，是晋控煤业的

法定代表人，晋控煤业董事由股东会选举或罢免。

监事会是监督评价的核心机构。晋控煤业监事会由 5 名监事组成。其中，中国信达资产管理股份有限公司推荐 2 名，山西省国资委推荐 2 名，晋控煤业职工代表 1 名，由晋控煤业职工民主选举产生。监事会设主席 1 名，由中国信达资产管理股份有限公司推荐人员担任。监事的任期每届三年，连选可以连任。

经理层是决策的执行者。晋控煤业设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，主持晋控煤业的日常经营管理工作，实施董事会决议。

2. 管理水平

晋控煤业建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

晋控煤业本部内设行政事业部、组织人事部、人力资源部、财务部、经营管理部、企划部、资本运营部、生产技术处、机电管理部、安全管理监察部、地质测量部、法律事务部、审计部、矿井建设和资源管理部、环境保护部等 21 个职能部门。部门设计合理，内部分工明确。

晋控煤业依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系和业务流程，并涵盖对子晋控煤业控制、财务管理、安全生产、环境保护、对外担保、人事管理共六个方面。

子公司管控方面，晋控煤业制定了母子公司配套管理办法，形成了母子公司制度体系，明确划分了母子公司的权、责、利。晋控煤业对控股子公司实施严格统一的财务监督管理和审计监察管理，有效形成对重大业务与风险的监管。

财务管理方面，晋控煤业制定了《晋能控股煤业集团财务管理办法》《晋能控股煤业集团资金管理办法》等相关财务管理监督办法。晋控煤业对下属子公司财务控制力度较强，通过业务预算、资本预算、筹资预算等实现对晋控煤业内部各部门、各单位、各种资源的分配、控制、考核，晋控煤业内部实行财务和资金统一管理。

安全生产方面，晋控煤业建立了“职责明确、衔接有序、运作有效、保障有力”的三级安全管

理模式，制定了安全管理制度、安全生产责任制度、安全目标管理制度、安全办公会议制度、安全工作问责制度等一系列管理制度，并在安全技术创新、安全教育培训、安全监督检查、安全资金投入等方面制定了强有力的保障措施。

环境保护方面，晋控煤业认真贯彻落实国家的环保方针政策，严格执行《环境保护法》《水污染防治法》《大气污染防治法》等环保法律法规，深入开展环保宣传教育，努力实施环境综合整治，严格环境管理，强化环保考核，大力推进清洁生产和可持续发展战略的实施，加快环保设施建设，加大工业污染防治力度，环保各项工作取得了较大的进展。

对外担保方面，晋控煤业章程规定晋控煤业不得为自然人或非法人单位提供担保，不得为与晋控煤业无产权关系的法人提供担保。晋控煤业在公司章程中严格规定了公司股东会、董事会审议批准对外担保事项的权限。晋控煤业制定了《关于进一步完善各子公司银行借款及提供担保的有关规定》和《关于严格加强对外担保管理的通知》，用以规范晋能煤业及其各二级子公司银行借款和担保的管理。

人事管理方面，晋控煤业建立了公开、平等、竞争、择优的领导人员选拔任用新机制，先后制定出台了《大同煤矿集团有限责任公司领导人员选拔任用办法》、《大同煤矿集团有限责任公司关于对领导人员试行任前公示制的暂行规定》、《晋能控股煤业劳动用工管理办法》。

五、重大事项

未来晋控煤业相关电力资产将移交，同时接收其他省属能源企业的相关煤炭资产，晋控煤业原煤产量或将大幅增长，有助于巩固和强化晋控煤业的行业地位。由于重组方案尚未公布，资产重组存在不确定性。

2020年10月10日，晋控煤业发布《大同煤矿集团有限责任公司关于晋能控股集团有限公司筹组事项的公告》显示山西省委决定联合重组原同煤集团、原晋煤集团、原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、华阳新材料科技集团有限公司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。

2020年10月29日，原同煤集团发布《大同煤矿集团有限责任公司关于控股股东发生变更的公告》称：“公司收到控股股东山西省国有资本运营有限公司《晋能控股集团有限公司股东决定》，晋能控股集团股东山西国运作出股东决定：同意以山西国运持有的原同煤集团65.1664%股权依法划转出资到晋能控股集团。10月27日，山西省市场监督管理局受理并完成公司控股股东由省国资运营公司变更为晋能控股的工商变更登记。”

2020年11月30日，原同煤集团发布《大同煤矿集团有限责任公司关于名称变更的公告》，按照晋能控股集团有限公司“集团化管控、板块化运营、专业化发展”的发展思路，为推动煤炭资源整合、优化管理和提质升级，原同煤集团名称由“大同煤矿集团有限责任公司”变更为“晋能控股煤业集团有限公司”。晋控煤业已于2020年11月27日在在山西省市场监督管理局完成工商变更登记手续，并取得山西省市场监督管理局颁发的新营业执照。此次名称变更不涉及原同煤集团已发行的公司债券的名称、简称和代码的变更。原同煤集团更名前的债权债务关系均由更名后的晋控煤业承继。

未来晋控煤业相关电力资产将移交，同时接收其他省属能源企业的相关煤炭资产。

由于重组事项尚未完成，且在重组方案和时间等方面仍存不确定性。未来随着相关重组方案的确定及推进，将对晋控煤业主营业务结构、财务状况等产生明显影响，联合资信将持续对资产整合事项的推进及对晋控煤业的影响予以关注。

六、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，晋控煤业煤炭业务毛利率有所下降，但2021年以来煤炭价格大幅上涨，

有利于晋控煤业盈利水平的提升。晋控煤业非煤业务中贸易业务规模大,电力业务对晋控煤业利润形成一定支撑。

收入规模及构成方面,煤炭业务是晋控煤业的传统核心业务。2018—2020年,晋控煤业主营业务收入逐年增长,年均复合增长5.24%,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。2018—2020年,晋控煤业煤炭业务收入逐年增长,年均复合增长8.88%,主要系产销量逐年增长所致;晋控煤业电力业务收入波动下降,其中2019年同比增长1.74%至122.30亿元,而2020年同比下降17.08%至101.41亿元,主要系受疫情影响发电量及上网电价同比下降所致。晋控煤业贸易业务收入波动增长,年均复合

增长4.11%。晋控煤业其他业务主要包括煤机制造、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,2018—2020年,晋控煤业综合毛利率逐年小幅下降。具体看,随着煤炭价格的下降,晋控煤业煤炭业务毛利率逐年下降,电力业务毛利率逐年上升。晋控煤业贸易业务毛利率处于较低水平,但其收入占比较高,对晋控煤业整体毛利率有一定负面影响。

2021年1—3月,晋控煤业实现营业总收入568.65亿元,同比增长23.47%,主要系煤炭价格上涨所致;实现利润总额20.90亿元,同比增加16.99亿元,实现净利润15.15亿元,同比增加14.35亿元。

附表3 晋控煤业各业务板块收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块分类	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
主营业务	1718.30	97.35	17.19	1862.19	97.84	16.65	1902.94	97.58	15.43	557.22	98.06	15.23
煤炭	780.58	44.22	35.33	823.91	43.29	32.53	925.32	47.45	27.57	308.54	54.29	27.60
电力	120.21	6.81	7.99	122.30	6.43	18.36	101.41	5.20	22.32	29.83	5.25	-1.64
贸易	766.08	43.40	0.59	870.94	45.76	1.93	830.38	42.58	1.12	211.10	37.15	0.01
其他	51.43	2.91	10.77	45.04	2.37	6.06	45.83	2.35	14.16	7.75	1.36	2.45
其他业务	46.84	2.65	37.64	41.11	2.16	33.45	45.91	2.42	35.74	11.05	1.94	39.82
合计	1765.14	100.00	17.74	1903.30	100.00	17.01	1948.85	100.00	15.90	568.27	100.00	15.71

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;晋控煤业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;晋控煤业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:晋控煤业提供

2. 煤炭板块

(1) 煤炭生产

晋控煤业煤炭资源储量丰富,煤炭产量规模较大,采煤机械化程度高,整体技术和产能规模在行业内处于领先地位。近年来,晋控煤业下属矿井有安全事故发生,晋控煤业面临一定的安全生产管理压力。

作为中国重要的动力煤生产基地,晋控煤业近年来通过新建、重组、技术改造等多种方式,使得煤炭产能及产量逐年增长。2018—2020年,晋控煤业原煤产量不断增长,年均复合增长12.71%。

晋控煤业原煤实际产量大于设计产能,一方

面系实际产量包括资源整合矿的产量,而设计产能为存续矿产能,未含资源整合矿产能;另一方面由于晋控煤业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,晋控煤业加大了对如“塔山矿、忻州窑矿”等开采成本较低的煤矿的资金和技术投入,使得矿井实际产能和产量增加超过证载设计产能。

“十三五”期间,晋控煤业拟关闭退出13座矿井,化解产能1225万吨/年。2016—2020年,晋控煤业实际关闭矿井16座,化解产能1561万吨/年。截至2021年3月底,晋控煤业拥有在运行选煤厂28座,总设计洗选能力1.95亿吨/年;在建选煤厂2座,设计洗选能力1240万吨/年。

附表4 2018-2020年及2021年第一季度晋控煤业煤炭在产矿井生产情况(单位:万吨、年、万吨/年)

矿区	煤种	地质储量	可采年限	设计产能	产量			
					2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
本部								
煤峪口	--	6997.79	--	250	105.80	75.00	58.00	4.90
永定庄	不黏煤、气煤	920.17	--	200	280.07	313.73	315.90	99.36
四老沟	不黏煤	12066.10	12.3	320	85.11	277.00	351.74	80.81
白洞	气煤	3011.10	27	150	164.00	162.49	161.10	40.30
挖金湾	不黏煤	29565.30	--	70	163.37	313.56	448.98	105.03
晋华宫	不黏煤	31563.30	18.4	340	285.69	339.96	299.36	76.84
马脊梁	不黏煤、气煤	17379.00	7.8	430	640.00	747.72	887.27	226.81
王村	不黏煤	5329.82	--	100	185.22	269.97	280.76	87.68
云冈	弱黏煤	38083.50	22.6	90	85.05	90.49	98.69	21.03
燕子山	不黏煤、气煤	32290.60	18.6	480	370.20	598.35	622.28	190.26
四台	不黏煤	50621.40	29.9	180	165.63	135.68	145.85	25.79
同忻	气煤、1/3 焦煤	139450.70	57.8	1600	1534.20	1575.20	1582.01	386.67
大同煤业								
忻州窑	不黏煤	9402.70	9.5	230	100.16	67.55	69.10	18.62
塔山	气煤	456237.50	119	2500	2375.00	2578.80	2499.98	624.76
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	96270.10	--	1610	1227.40	1618.11	2070.56	502.98
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤	98230.90	--	960	703.90	695.03	414.86	114.42
朔州煤电	不黏煤、气煤	101845.60	--	990	1426.99	1516.82	1549.65	562.34
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3 焦煤	189355.00	--	1155	537.98	845.23	897.78	204.56
同发东周窑	长焰煤	175062.00	62	1000	901.28	817.88	1029.00	232.00
其他	不黏煤、气煤	1505317.42	--	3100	2384.61	3411.01	3648.30	990.46
合计	--	2999000.00	--	15755	13721.66	16449.58	17431.17	4595.62

资料来源:晋控煤业提供

晋控煤业矿井采掘机械化程度达100%,机械化水平很高。2018-2020年,晋控煤业吨煤成本保持相对稳定,2020年为148.53元/吨。

附表5 晋控煤业近年吨煤成本情况(单位:元/吨)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
材料成本	20.05	15.96	15.47	13.97
人工成本	50.69	50.70	52.2	50.42
电力成本	8.46	8.46	8.22	9.56
折旧费	10.99	12.00	13.4	14.12
提取费	23.35	24.60	24.91	25.03
其他	32.43	37.50	34.33	36.1
吨煤成本	145.97	149.22	148.53	149.20

注:上述吨煤成本为原煤开采成本,不含洗耗、加工成本

资料来源:晋控煤业提供

附表6 晋控煤业近年生产指标(单位:%、人/百万吨、吨/工/天)

项目	2018年	2019年	2020年
采煤机械化程度	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率	0.007	0.043	0.000
掘进机械化率	95.49	95.67	95.60
全员工效	6.66	7.24	8.37

资料来源:晋控煤业提供

近年来,晋控煤业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,晋控煤业安全生产管理压力加大,2018-2020年,晋控煤业百万吨死亡率分别为0.007人/百万吨、0.043人/百万吨和0.000人/百万吨。联合资信关注到,2018年8月,挖金湾虎龙沟煤业有限公司5号煤层81505综放工作面

21505皮带顺槽发生一起机电事故，造成1人死亡，挖金湾虎龙沟煤业有限公司是原同煤集团全资子公司，按照《关于大同煤矿集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司“8.15”机电事故调查处理意见的批复》，责令挖金湾虎龙沟煤业有限公司停产整顿，整顿结束后履行复产验收程序，验收合格后方可恢复生产。2019年7月7日，晋控煤业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，晋能控股煤业集团地煤大同有限公司焦煤矿305煤眼发生一起流煤眼歙煤事故，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，晋控煤业下属同煤大唐塔山煤矿有限公司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。

（2）煤炭销售

晋控煤业为我国华北地区核心动力煤生产企业，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。2018—2020年，晋控煤业煤炭销售价格有所下降，但2021年以来，煤炭价格大幅回升，有利于晋控煤业盈利水平的提升。

晋控煤业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、煤制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，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，晋控煤业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，对晋控煤业产销率保障程度较好。2018—2020年，晋控煤业商品煤销量逐年增长，年均复合增长11.97%，主要系晋控煤业原煤产量逐年增加所致。晋控煤业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，2018—2020年，晋控煤业商品煤销售平均价格逐年下降，年均复合下降5.39%，主要系煤炭市场价格回落所致。2021年一季度，煤炭

销售价格大幅回升。

附表7 晋控煤业商品煤销售情况（万吨、元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
商品煤销量	16869	18779	21149	5018
销售均价	376.96	362.49	337.40	394.88

注：晋控煤业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：晋控煤业提供

销售管理方面，晋控煤业通过下属晋能控股煤业集团有限公司煤炭运销总公司（以下简称“运销总公司”）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，晋控煤业省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，目前晋控煤业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，一般结算周期为一个月。

附表8 晋控煤业近年煤炭运输方式占比情况（单位：%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
直达（铁路）	5.97	7.92	6.37	10.20
下水（航运）	90.61	84.65	86.99	71.43
地销（公路）	3.42	7.43	6.64	18.37

资料来源：晋控煤业提供

晋控煤业主要煤炭资源地处大秦铁路起点，便于煤炭的外运，晋控煤业煤炭运输方式以下水（航运）为主。晋控煤业煤炭运输成本与交货方式有关，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，为煤炭车板价，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—2020年，晋控

煤业煤炭销售前五名客户的收入占比合计分别为 16.95%和 14.30%，客户集中度一般。

附表 9 晋控煤业本部煤炭前五名客户销售情况（单位：亿元、%）

2019 年	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
2020 年	销售收入	收入占比
浙江浙能富兴燃料有限公司	43.80	4.73
安徽海螺物资贸易有限责任公司	43.37	4.69
华润水泥投资有限公司	17.69	1.91
广州珠江电力燃料有限公司	15.74	1.70
上海自贸区南方水泥有限公司	11.72	1.27
合计	132.34	14.30

注：表中数据统计口径为晋控煤业本部矿井
资料来源：晋控煤业提供

3. 电力板块

晋控煤业电力装机容量规模较大。随着煤炭价格下降以及发电利用小时数增加，晋控煤业电力业务盈利水平持续提升。

晋控煤业电力业务主要运营主体包括晋能控股山西电力股份有限公司漳泽发电分公司、晋能控股山西电力股份有限公司河津发电分公司、山西临汾热电有限公司（一期）、晋控电力山西国电王坪发电有限公司、晋控电力同华山西发电有限公司、晋控电力塔山发电山西有限公司、晋控电力同达热电山西有限公司及山西同煤新能源有限公司织女泉风电分公司。

截至 2020 年底，晋控煤业已运行及在建电力装机容量为 1989.00 万千瓦，以火电为主（占 88.69%）。晋控煤业在役装机 1657.00 万千瓦，其中火电占 86.42%。晋控煤业在建装机容量为 332.00 万千瓦，全部为火电机组。

晋控煤业火电机组中，60 万千瓦装机的装机规模为 516 万千瓦，其中停建 132 万千瓦；百万千瓦装机及以上装机为 400 万千瓦；其中在建装机 200 万千瓦。

附表 10 截至 2020 年底晋控煤业装机构成（单位：万千瓦）

项目	火电	风电	光伏	合计
总装机	1764.00	79.50	145.50	1989.00
其中：在建及停建	332.00	--	--	332.00
在役装机	1432	79.50	145.50	1657.00

资料来源：晋控煤业提供

附表 11 晋控煤业电力业务经营情况（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、元/千瓦时）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
发电量	394.2	443.6	423.9
上网电量	358.8	403.8	385.3
发电利用小时数	4011	4426	4339
供电标准煤耗	324.7	323.7	324.6
平均上网电价（不含税）	0.2750	0.2765	0.2560

资料来源：晋控煤业提供

2018—2020 年，晋控煤业发电量波动增长，年均复合增长 3.70%，其中 2019 年同比增长 12.53%，主要系装机规模扩大所致；2020 年，受疫情影响，晋控煤业发电量同比下降 4.44%。2018—2020 年，晋控煤业供电标准煤耗整体保持稳定，但由于机组平均单机规模较小，供电标准煤耗处于较高水平。

从上网电价看，2020 年略有下降，但整体变化不大。

电煤采购方面，晋控煤业电力生产所需原料煤大部分来自于晋控煤业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。

4. 贸易板块

晋控煤业贸易板块主要分为煤炭贸易业务和非煤贸易业务，非煤贸易业务包括有色金属贸易、矿石贸易和焦炭贸易等。贸易业务毛利率较低，对晋控煤业整体利润贡献较小。

晋控煤业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（以下简称“大同煤业国际贸易公司”）。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办理购货货款全额结算。晋控煤业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。晋控煤业煤炭贸易业务的合作单位全部集中于大型国有企业。

大同煤业国际贸易公司借助同煤秦发（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。大同煤业国际贸易公司通过完善各类经营资质，通过与同煤秦发（珠海）控股有限公司的码头合作，扩大港口贸易量，发展煤炭进口及销售业务。

2018—2020 年，晋控煤业贸易业务营业收入波动增长，年均复合增长 4.11%；毛利率处于较低水平，2018—2020 年分别为 0.59%、1.93% 和 1.12%。

5. 经营效率

考虑到晋控煤业收入中贸易业务占比较大，晋控煤业经营效率一般。

2018—2020 年，晋控煤业销售债权周转次数分别为 15.90 次、19.33 次和 20.98 次，2019 年有所提升主要系贸易规模扩大所致；晋控煤业存货周转次数分别为 12.38 次、11.95 次和 10.65 次，总资产周转次数分别为 0.52 次、0.53 次和 0.51 次，均变动不大。与同行业集团公司比，晋控煤业经营效率处于行业一般水平。

附表12 2020年同行业集团公司经营效率指标情况

（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
晋控煤业	25.76	10.66	0.51
陕西煤业化工集团有限责任公司	19.67	14.26	0.59
山东能源集团有限公司	59.46	12.16	1.35
华阳新材料科技集团有限公司	33.69	8.41	0.69

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind

6. 在建工程及未来发展

晋控煤业在建项目规模较大，但资金投入已接近尾声。作为晋能控股集团下属煤炭资源整合主体，晋控煤业未来将重点发展煤炭产业，相关规划实施后，晋控煤业在山西省及煤炭行业的地位将进一步提升。

截至2020年底，晋控煤业在建项目规模较大，主要项目投资均已接近尾声，晋控煤业未来投资压力不大。相关项目投产后，晋控煤业业务规模将进一步扩大，综合竞争力将进一步增强。

其中，漳泽2×100万千瓦改扩建工程项目投资规模很大，该项目设计为2×1000MW超超临界空冷燃煤火力发电机组，第一台机组已于2021年1月份完成168小时测试、第二台已于6月上旬完成试运行。

附表13 截至2020年底晋控煤业主要在建项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	已投入	尚需投入
麻家梁矿 2 号风井凿井工程	0.70	0.70	0.00
轩岗煤电焦家寨矿 213 采区巷道（上部）及铺轨工程	0.40	0.40	0.00
漳泽 2×100 万千瓦改扩建工程	87.55	65.90	21.65
山西漳电同兴发电 2×66 万千瓦火电机组建设项目	53.37	6.94	46.42
绛县富家山风电项目	8.27	0.75	7.52
芮城 20MW 光伏项目	0.66	0.61	0.05
北辛窑集运站精煤储煤场和原煤封闭装车工程	0.28	0.28	0.00
南阳坡矿煤场封闭工程	0.06	0.06	0.00
同煤阳高 2×35 万千瓦热电厂项目	33.90	31.99	1.91
大同移动产业园项目	22.29	9.37	12.92
朔州热电 2×35 万千瓦热电厂工程	35.52	35.39	0.12
马道头矿新建矿井项目	75.00	73.34	1.66
燕子山矿选煤厂项目	0.21	0.21	0.00

燕子山矿西区辅运大巷	0.11	0.11	0.00
晋华宫矿麻村风井供电系统改造	0.08	0.07	0.01
马脊梁矿 5#层盘区皮带巷	0.10	0.10	0.00
马脊梁矿新建矿井水处理厂	0.15	0.15	0.00
马脊梁矿选煤厂原煤系统改造、装车溜槽改造	0.32	0.32	0.00
四台矿东翼皮带大巷	0.48	0.48	0.00
四台矿通风机房	0.09	0.09	0.00
四台矿行人专用巷布置项目	0.26	0.26	0.00
大庆路十里河以西快速高架桥工程	0.65	0.61	0.04
其它项目	790.00	780.52	9.48
合计	1110.43	1008.64	101.79

注：已投入金额按照晋控煤业财务报告中项目预算数*工程累计投入占预算比例计算
资料来源：晋控煤业财务报告

根据晋能控股集团的规划，“十四五”期间，煤炭产业板块将重点建设约200个项目。晋控煤业作为晋能控股集团下属除焦煤外煤炭业务整合主体，未来将着重发展煤炭产业。

七、财务分析

1. 财务概况

晋控煤业提供了 2018—2020 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；晋控煤业提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

晋控煤业 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。2020 年，晋控煤业新增大同煤矿集团文化旅游有限责任公司，因处置或转让不再包括大同煤矿集团同华医院管理有限责任公司。2021 年 1—3 月，晋控煤业合并范围未发生变化，截至 2021 年 3 月底，晋控煤业合并范围一级子公司共 57 家。考虑到主营未发生变化，晋控煤业财务数据可比性强。

截至 2020 年底，晋控煤业合并资产总额 3888.26 亿元，所有者权益 888.81 亿元（含少数股东权益 419.30 亿元）；2020 年，晋控煤业实现营业总收入 1950.20 亿元，利润总额 22.23 亿元。

截至 2021 年 3 月底，晋控煤业合并资产总额 3913.30 亿元，所有者权益 894.56 亿元（含少

数股东权益 428.51 亿元）；2021 年 1—3 月，晋控煤业实现营业总收入 568.65 亿元，利润总额 20.90 亿元。

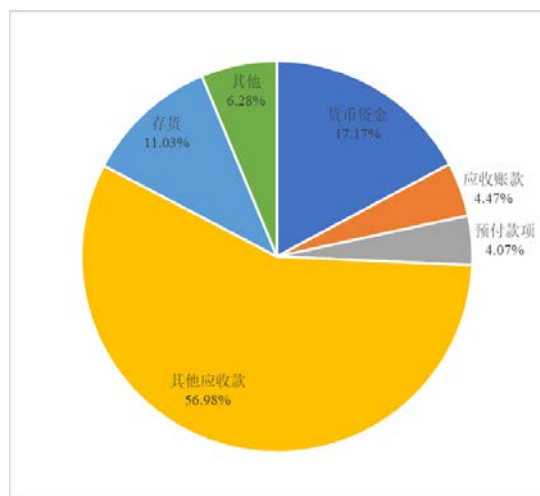
2. 资产质量

晋控煤业资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。晋控煤业其他应收款规模较大，对晋控煤业运营资金占用明显，固定资产和在建工程规模大，受限资产占比较低。

2018—2020 年末，晋控煤业资产规模持续增长，年均复合增长 6.26%。截至 2020 年底，晋控煤业合并资产总额 3888.26 亿元，较年初增长 5.12%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 38.87%，非流动资产占 61.13%。晋控煤业资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

2018—2020 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 8.18%。截至 2020 年底，晋控煤业流动资产 1511.24 亿元，较年初增长 5.12%。晋控煤业流动资产构成如下图。

附图4 截至2020年底晋控煤业流动资产构成



资料来源：联合资信根据晋控煤业财务报告整理

2018—2020年末，晋控煤业货币资金波动增长，年均复合增长8.47%。截至2020年底，晋控煤业货币资金259.50亿元，较年初变化不大。晋控煤业货币资金主要由银行存款（占30.21%）和其他货币资金（占69.79%）构成。货币资金中有192.10亿元受限资金，受限比例为73.83%，主要为银行保证金。

晋控煤业应收账款主要为煤炭销售款和电费结算、对外贸易结算中因存在结算周期而产生的应收款项。2018—2020年末，晋控煤业应收账款持续下降，年均复合下降10.83%，主要系晋控煤业加强应收账款管理，回收部分款项所致。截至2020年底，晋控煤业应收账款账面价值67.59亿元，较年初下降19.25%。晋控煤业采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占98.07%，从账龄看，1年以内（含）的占70.81%，1~2年的占8.48%，2~3年的占7.63%，3年以上的占13.08%。晋控煤业共对应收账款计提坏账准备13.59亿元。应收账款前五大欠款方余额合计为38.84亿元，占比为47.85%，集中度较高，考虑到欠款方主要为地方电力公司，回收风险不大。

晋控煤业预付款项主要为在建工程尚未完工结算和部分销售尚未开票结算所致。2018—2020年末，晋控煤业预付款项持续下降，年均复合下降11.22%，主要系随着在建工程的完工，款项逐步结算所致。截至2020年底，晋控煤业预付款项61.53亿元，较上年底下降5.88%。按账龄看，

1年以内（含1年）的占70.69%，1~2年（含2年）的占10.54%，2~3年（含3年）的占3.07%，3年以上的占15.70%。

2018—2020年末，晋控煤业其他应收款持续增长，年均复合增长9.14%。截至2020年底，晋控煤业其他应收款861.08亿元，较年初增长3.72%。晋控煤业其他应收款主要为晋控煤业应收企业办社会、剥离社会职能退出单位、历史矿井和产能退出矿井的款项。山西省人民政府对企业办社会职能采取改制、分类分步向地方政府移交等措施逐步实施剥离，晋控煤业已于2018年底前完成职工家属区三供一业、市政管理等企业办社会职能的分离移交改革工作。历史矿井和产能退出矿井产生的其他应收款主要是晋控煤业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。

2018—2020年末，晋控煤业存货持续增长，年均复合增长15.95%。截至2020年底，晋控煤业存货166.74亿元，较年初增长18.25%。存货主要由原材料（占37.12%）、自制半成品及在产品（占23.78%）和库存商品（产成品）（占38.81%）构成，累计计提跌价准备1.10亿元。

2018—2020年末，晋控煤业非流动资产规模持续增长，年均复合增长5.09%。截至2020年底，晋控煤业非流动资产2377.02亿元，较年初增长5.59%，晋控煤业非流动资产主要由可供出售金融资产（占5.66%）、固定资产（占38.92%）、在建工程（占30.49%）和无形资产（占17.63%）构成。

2018—2020年末，晋控煤业可供出售金融资产持续增长，年均复合增长27.27%。截至2020年底，晋控煤业可供出售金融资产134.49亿元，较年初增长29.69%，主要系可供出售债务工具增加所致。晋控煤业可供出售金融资产由可供出售债务工具（占61.17%）和可供出售权益工具（占38.83%）组成。

2018—2020年末，晋控煤业固定资产持续增长，年均复合增长4.43%。截至2020年底，晋控煤业固定资产925.20亿元，较年初增长8.96%，主要系部分在建工程转固所致。固定资产主要由房

屋及建筑物(占40.63%)和机器设备(占56.46%)构成,累计计提折旧649.99亿元;固定资产成新率58.68%,成新率一般。

2018—2020年末,晋控煤业在建工程波动增长,年均复合增长4.04%。截至2020年底,晋控煤业在建工程724.69亿元,较年初下降1.77%,基本保持稳定。

2018—2020年末,晋控煤业无形资产波动下降,年均复合下降0.72%。截至2020年底,晋控煤业无形资产418.97亿元,较年初增长1.12%。晋控煤业无形资产主要为土地使用权、采矿权和探矿权等,累计摊销84.20亿元,计提减值准备2.88亿元。

截至2020年底,晋控煤业受限资产合计491.62亿元,占同期资产总额的12.64%,受限比例较低。

附表14 截至2020年底晋控煤业受限资产情况(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	192.10	银行保证金
固定资产	234.26	融资租赁租入固定资产
在建工程	65.26	银行借款抵押
合计	491.62	--

资料来源:晋控煤业年报

截至2021年3月底,晋控煤业合并资产总额3913.30亿元,资产规模及资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

晋控煤业所有者权益持续增长,但未分配利润亏损规模持续扩大。晋控煤业所有者权益中少数股东权益和其他权益工具所占比重较大,晋控煤业权益结构稳定性有待提升。

2018—2020年末,晋控煤业所有者权益持续增长,年均复合增长10.26%。截至2020年底,晋控煤业所有者权益888.81亿元,较年初增长6.00%,主要系少数股东权益增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为52.82%,少数股东权益占比为47.18%。归属于母公司的所有者权益中,实收资本、资本公积、其他权益工具

和专项储备分别占36.28%、65.60%、32.80%和6.07%,未分配利润为-199.80亿元,较上年的-162.12亿元亏损规模进一步扩大,主要系晋控煤业现金分红所致。所有者权益结构稳定性弱。

截至2021年3月底,晋控煤业所有者权益894.56亿元,较上年底增长0.65%,较上年底变化不大。

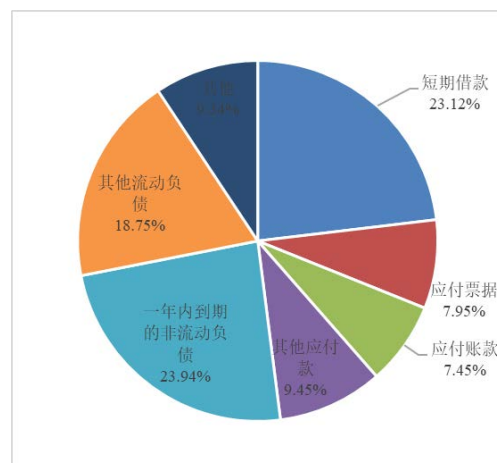
(2) 负债

晋控煤业负债及债务规模很大,且逐年扩大;晋控煤业债务负担很重,且存在短期偿债压力。

2018—2020年末,晋控煤业负债规模持续增长,年均复合增长5.16%。截至2020年底,晋控煤业负债总额2999.45亿元,较年初增长4.86%。其中,流动负债占55.78%,非流动负债占44.22%,负债结构较年初变化不大,以流动负债为主。

2018—2020年末,晋控煤业流动负债持续增长,年均复合增长9.40%。截至2020年底,晋控煤业流动负债1673.12亿元,较年初增长3.92%。晋控煤业流动负债构成如下图。

附图5 截至2020年底晋控煤业流动负债构成



资料来源:联合资信根据晋控煤业财务报告整理

2018—2020年末,晋控煤业短期借款波动增长,年均复合增长9.38%。截至2020年底,晋控煤业短期借款386.77亿元,较年初下降2.57%。晋控煤业短期借款主要由保证借款(占26.51%)和信用借款(占71.31%)构成。

2018—2020年末,晋控煤业应付票据波动增长,年均复合增长10.12%。截至2020年底,晋控

煤业应付票据133.09亿元，较年初增长21.42%，主要系晋控煤业通过商业承兑汇票进行结算规模扩大所致。

2018—2020年末，晋控煤业应付账款持续增长，年均复合增长39.87%。截至2020年底，晋控煤业应付账款124.73亿元，较年初增长58.50%，主要系业务规模扩大所致。

2018—2020年末，晋控煤业其他应付款持续增长，年均复合增长13.02%。截至2020年底，晋控煤业其他应付款158.11亿元，较年初增长7.34%，主要系晋控煤业与关联企业往来款增加所致。晋控煤业其他应付款主要包括应付资源价款、子公司其他股东借款、工程质保金以及房屋、设备等租金等。

2018—2020年末，晋控煤业一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长15.68%。截至2020年底，晋控煤业一年内到期的非流动负债400.57亿元，较年初增长4.79%。

2018—2020年末，晋控煤业其他流动负债波动下降，年均复合下降3.47%。截至2020年底，晋控煤业其他流动负债313.64亿元，较年初下降15.11%，主要超短期融资券规模缩小所致。

2018—2020年末，晋控煤业非流动负债波动增长，年均复合增长0.45%。截至2020年底，晋控煤业非流动负债1326.33亿元，较年初增长6.08%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。晋控煤业非流动负债主要由长期借款（占34.74%）、应付债券（占42.00%）和长期应付款（占16.90%）构成。

2018—2020年末，晋控煤业长期借款波动增长，年均复合增长0.16%。截至2020年底，晋控煤业长期借款460.75亿元，较年初增长22.07%；长期借款主要由保证借款（占37.96%）和信用借款（占53.50%）构成。

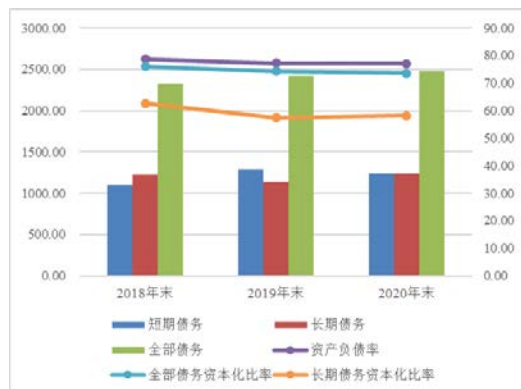
2018—2020年末，晋控煤业应付债券持续下降，年均复合下降9.15%。截至2020年底，晋控煤业应付债券557.05亿元，较年初下降14.60%，主要系部分债券即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

2018—2020年末，晋控煤业长期应付款持续

增长，年均复合增长44.40%。截至2020年底，晋控煤业长期应付款224.14亿元，较年初增长65.51%，主要系晋控煤业增加融资租赁款所致。

有息债务方面，2018—2020年，晋控煤业全部债务持续增长，年均复合增长3.33%，截至2020年底，晋控煤业全部债务2482.28亿元，较年初增长2.61%。从债务指标来看，2018—2020年，晋控煤业资产负债率分别为78.77%、77.33%和77.14%，持续下降；全部债务资本化比率分别为76.08%、74.26%和73.63%，持续下降；长期债务资本化比率分别为62.66%、57.52%和58.29%，波动下降。债务结构方面，短期债务占49.96%，长期债务占50.04%，结构相对均衡。

附图6 晋控煤业债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据晋控煤业财务报告整理

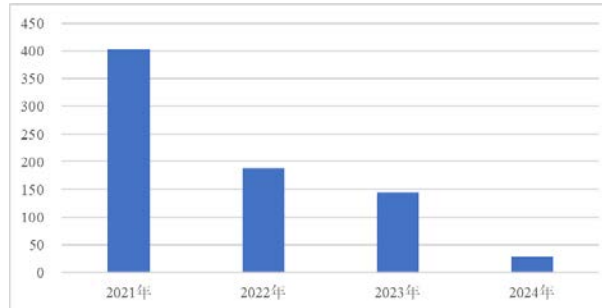
如将永续债调入长期债务，2018—2020年，晋控煤业全部债务分别为2393.12亿元、2558.54亿元和2636.28亿元，年均复合增长4.96%。从债务指标来看，2018—2020年，晋控煤业资产负债率分别为80.75%、81.10%和81.10%；全部债务资本化比率分别为78.30%、78.54%和78.20%；长期债务资本化比率分别为66.14%、64.59%和65.52%，晋控煤业债务负担很重。

截至2021年3月底，晋控煤业负债总额3018.73亿元，较上年底增长0.64%。其中，流动负债占58.83%，非流动负债占41.17%。晋控煤业流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

假设晋控煤业发行的附回售权及赎回权的债券到期日为最近行权日，截至2021年7月14日，晋控煤业存续债券到期分布情况如下图，晋控煤

业2021年尚需偿还债券本金共计404.00亿元，晋控煤业短期偿债压力很大。

附图7 截至2021年7月14日晋控煤业债券到期分布情况
(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

4. 盈利能力

2018—2020 年，晋控煤业收入规模持续扩大，但盈利水平有所下降，2021 年以来煤炭价格的上涨有利于晋控煤业盈利水平的提升；晋控煤业期间费用规模较大，对利润形成侵蚀。

2018—2020 年，晋控煤业营业收入持续增长，年均复合增长 5.09%，主要系煤炭业务收入增长所致。晋控煤业营业成本持续增长，年均复合增长 6.24%。2018—2020 年，晋控煤业营业利润率分别为 15.71%、14.87%和 14.13%，持续下降。

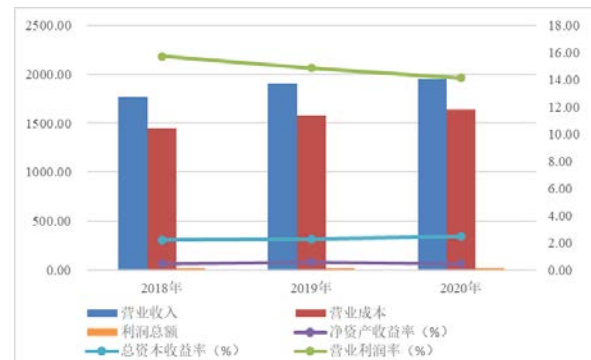
从期间费用看，2018—2020 年，晋控煤业费用总额持续下降，年均复合下降 3.23%。2020 年，晋控煤业费用总额为 250.04 亿元，同比下降 3.66%。从构成看，晋控煤业销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 36.03%、30.80%、1.22%和 31.95%。其中，销售费用为 90.08 亿元，同比下降 13.91%，主要系根据新的会计准则，运输费用计入营业成本所致；管理费用为 77.00 亿元，同比下降 0.25%；财务费用为 79.89 亿元，同比增长 14.34%，主要系带息债务规模扩大所致。2018—2020 年，晋控煤业期间费用率分别为 15.12%、13.63%和 12.82%，晋控煤业费用控制能力指标体现逐年增强，但考虑到晋控煤业贸易业务产生的收入规模较大，晋控煤业实际的费用支出压力大。

2018—2020 年，晋控煤业投资收益分别为

4.91 亿元、5.42 亿元和 6.68 亿元，持续增长，年均复合增长 16.58%，占营业利润的比例分别为 46.20%、23.09%和 27.33%；其他收益分别为 1.04 亿元、1.37 亿元和 1.61 亿元，持续增长，年均复合增长 24.62%，占营业利润的比例分别为 9.74%、5.86%和 6.58%；营业外收入分别为 12.06 亿元、4.80 亿元和 2.18 亿元，持续下降，年均复合下降 57.49%，占利润总额的比例分别为 63.15%、19.38%和 9.81%，其中 2018 年晋控煤业营业外收入较大，主要是下属上市公司晋控电力剥离资不抵债的原山西漳泽电力股份有限公司蒲州发电分公司所产生的利得。

盈利指标方面，2018—2020 年，晋控煤业总资产收益率分别为 2.22%、2.30%和 2.47%，持续增长；净资产收益率分别为 0.48%、0.60%和 0.48%，波动下降。

附图8 晋控煤业盈利情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据晋控煤业财务报告整理

与同行业集团公司相比，晋控煤业盈利能力处于较低水平。

附表15 2020年同行业集团晋控煤业盈利能力指标情况
(单位: 亿元、%)

证券简称	营业收入	利润总额	净资产收益率	总资产报酬率
晋控煤业	1948.85	22.23	-2.29	2.47
陕西煤业化工集团有限责任公司	3375.46	174.99	1.49	5.20
山东能源集团有限公司	6749.42	170.07	10.93	5.30
华阳新材料科技集团有限公司	1736.83	11.95	-4.34	2.55

注: 为便于同业比较, 本表数据引自Wind, 应收账款及存货计算均为净额口径, 与本报告附表口径有一定差异
资料来源: Wind

2021 年 1—3 月，晋控煤业实现营业收入

568.65 亿元，同比增长 23.47%，主要系煤炭价格上涨所致；实现利润总额 20.90 亿元，同比增长 434.19%，实现净利润 15.15 亿元，同比增加 14.35 亿元。

5. 现金流分析

晋控煤业经营活动现金流入规模较大，获现能力较强，但大规模的债务周转压力使得晋控煤业对外部筹资渠道依赖程度高。

从经营活动来看，2018—2020 年，晋控煤业经营活动现金流入分别为 2123.14 亿元、2220.97 亿元和 2103.09 亿元，年均复合下降 0.47%；经营活动现金流出分别为 1983.44 亿元、2138.44 亿元和 2037.67 亿元，年均复合增长 1.36%。2018—2020 年，晋控煤业经营活动现金净额分别为 139.70 亿元、82.52 亿元和 65.41 亿元。2018—2020 年，晋控煤业现金收入比分别为 119.52%、116.05%和 99.99%，持续下降，收入实现质量有所下降，但仍保持较高水平。

从投资活动来看，2018—2020 年，晋控煤业投资活动现金流入分别为 139.42 亿元、90.79 亿元和 78.15 亿元，持续下降，年均复合下降 25.13%；投资活动现金流出分别为 361.40 亿元、180.91 亿元和 210.83 亿元，波动下降，年均复合下降 23.62%。2018—2020 年，晋控煤业投资活动现金净额分别为-221.98 亿元、-90.12 亿元和-132.68 亿元。

2018—2020 年，晋控煤业筹资活动前现金流量净额分别为-82.28 亿元、-7.60 亿元和-67.27 亿元，晋控煤业经营活动净现金流入无法覆盖投资活动净现金流出。

附图9 晋控煤业现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据晋控煤业财务报告整理

从筹资活动来看，2018—2020 年，晋控煤业筹资活动现金流入分别为 1351.66 亿元、1662.62 亿元和 1838.64 亿元，年均复合增长 16.63%；筹资活动现金流出分别为 1315.03 亿元、1644.35 亿元和 1829.31 亿元，年均复合增长 17.94%。2018—2020 年，晋控煤业筹资活动现金净额分别为 36.63 亿元、18.28 亿元和 9.33 亿元。

2021 年 1—3 月，晋控煤业经营活动现金净流入 60.98 亿元，投资活动现金净流出 7.20 亿元，筹资活动产生的现金净流出 79.84 亿元。

6. 偿债能力

由于债务负担很重，晋控煤业整体偿债指标表现较弱。考虑到晋控煤业突出的市场地位及规模优势，晋控煤业实际偿债能力高于指标值。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，晋控煤业流动比率分别为 92.38%、89.91%和 90.33%，流动资产对流动负债的保障程度较高；晋控煤业速动比率分别为 83.50%、81.15%和 80.36%，晋控煤业经营现金流动负债比率分别为 9.99%、5.13%和 3.91%，晋控煤业现金短期债务比分别为 0.22 倍、0.22 倍和 0.23 倍，整体看，晋控煤业短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，晋控煤业 EBITDA 分别为 138.03 亿元、154.79 亿元和 168.70 亿元，持续增长。2018—2020 年，晋控煤业 EBITDA 利息倍数分别为 1.44 倍、1.56 倍和 1.68 倍，持续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较低；全部债务/EBITDA 分别为 16.84 倍、15.63 倍和 14.71 倍，持续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，晋控煤业长期偿债指标表现较弱。

截至2021年3月底，晋控煤业合并口径无对外担保。

截至2021年3月底，晋控煤业已获授信总额 2180.77 亿元，尚未使用额度 710.22 亿元，晋控煤业间接融资渠道通畅，晋控煤业拥有晋控电力和晋控煤业两家上市公司，具有资本市场融资渠道。

截至2021年3月底，晋控煤业不存在重大未决诉讼情况。

7. 母公司财务分析

母公司主要职能为控股平台，经营性活动较少，收入规模小，利润主要来自投资收益，其资产主要为长期股权投资和货币资金等。母公司负债以应付债券和其他应收款为主，债务负担很重；所有者权益规模大，权益结构稳定性较高。

截至2020年底，母公司资产总额3077.58亿元，较年初增长11.24%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产2171.05亿元（占70.54%），非流动资产906.54亿元（占29.46%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占9.54%）和其他应收款（占84.69%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占32.21%）、固定资产（合计）（占12.19%）、在建工程（合计）（占22.74%）和无形资产（占25.62%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为207.03亿元。

截至2020年底，母公司负债总额2732.83亿元，较年初增长14.27%。其中，流动负债1856.27亿元（占67.92%），非流动负债876.57亿元（占32.08%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占19.09%）、应付票据（占20.98%）、应付账款（占6.09%）、其他应付款（合计）（占19.63%）、一年内到期的非流动负债（占14.79%）和其他流动负债（占16.71%）构成；非流动负债主要由长期借款（占22.12%）、应付债券（占59.28%）和长期应付款（合计）（占18.58%）构成。

截至2020年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为88.80%、86.48%和71.77%，较2019年底分别提高2.35个百分点、2.19个百分点和1.03个百分点，母公司债务负担很重。

截至2020年底，母公司所有者权益为344.75亿元，较年初下降8.06%，主要系未分配利润亏损规模进一步扩大所致。在所有者权益中，实收

资本为170.35亿元（占49.41%）、资本公积215.01亿元（占62.37%）、未分配利润-203.35亿元、盈余公积2.67亿元（占0.77%）。

2020年，母公司营业收入为597.17亿元，利润总额为-14.24亿元。同期，母公司投资收益为26.56亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为158.35亿元，投资活动现金流净额20.41亿元，筹资活动现金流净额-140.02亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额3093.55亿元，所有者权益为327.28亿元，负债总额2766.27亿元；母公司资产负债率89.42%。2021年1—3月，母公司营业收入219.64亿元，利润总额-4.85亿元，投资收益0.00亿元。

八、结论

晋控煤业作为中国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综合优势。近年来，受业务规模扩大因素带动，晋控煤业收入规模持续增加；经营活动现金流持续呈净流入态势。受山西省国有煤炭企业资产整合事项的统一安排，晋控煤业未来将移交相关电力资产，并接收其他省属能源企业的相关煤炭资产。同时，联合资信也关注到晋控煤业经营压力较大，债务负担很重，其他应收款规模较大以及资产重组事项等因素可能对晋控煤业信用水平带来的不利影响。

未来，随着山西省煤炭企业资产整合事项的推进，作为晋能控股集团下属煤炭业务核心开展主体，晋控煤业原煤产量或将大幅增长，有助于巩固和强化晋控煤业的行业地位。联合资信对晋控煤业的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为晋控煤业主体长期信用风险极低。

附件 1-2 晋控煤业主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	240.29	281.30	286.53	311.66
资产总额（亿元）	3443.66	3698.86	3888.26	3913.30
所有者权益（亿元）	731.13	838.50	888.81	894.56
短期债务（亿元）	1097.99	1283.46	1240.22	/
长期债务（亿元）	1227.03	1135.58	1242.06	/
全部债务（亿元）	2325.02	2419.04	2482.28	/
营业总收入（亿元）	1765.95	1903.73	1950.20	568.65
利润总额（亿元）	19.11	24.77	22.23	20.90
EBITDA（亿元）	138.03	154.79	168.70	--
经营性净现金流（亿元）	139.70	82.52	65.41	60.98
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.90	19.33	20.98	--
存货周转次数（次）	12.38	11.95	10.65	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.53	0.51	--
现金收入比（%）	119.52	116.05	99.99	106.97
营业利润率（%）	15.71	14.87	14.13	14.00
总资本收益率（%）	2.22	2.30	2.47	--
净资产收益率（%）	0.48	0.60	0.48	--
长期债务资本化比率（%）	62.66	57.52	58.29	/
全部债务资本化比率（%）	76.08	74.26	73.63	/
资产负债率（%）	78.77	77.33	77.14	77.14
流动比率（%）	92.34	89.85	90.32	86.27
速动比率（%）	83.47	81.09	80.36	76.71
经营现金流动负债比（%）	9.99	5.13	3.91	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.22	0.23	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.56	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.84	15.63	14.71	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 报告中 2018 年及 2019 年财务数据采用 2019 年及 2020 年财务报告的期初数，2020 年数据采用期末数；本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款及其他流动负债中债务部分已纳入短期债务核算，长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 晋控煤业 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

资料来源：联合资信根据晋控煤业财务报告及提供资料整理。

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}和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

联合资信评估股份有限公司关于 上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期 资产支持商业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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”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。

上海晋企商业保理有限公司/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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”相关信息，如发现“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海晋企商业保理有限公司/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“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度供应链第一期资产支持商业票据”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企商业保理有限公司/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。

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。