

信用评级公告

联合〔2022〕1121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 2022 年度共赢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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年二月十七日

上海晋企商业保理有限公司2022年度共赢供应链第一期 资产支持商业票据信用评级报告

评级结果

票据名称	募集规模 (万元)	占比	信用等级
优先级资产支持商业票据	134000.00	99.93%	AAA _{sf}
次级资产支持商业票据	100.00	0.07%	NR
合计	134100.00	100.00%	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2022 年 2 月 17 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——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）

优先级资产支持商业票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级资产支持商业票据预期到期日：2022 年 8 月 11 日

法定到期日：自信托生效日起（含该日）起满 24 个月之日

评级时间

2022 年 2 月 17 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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”（以下简称“本交易”）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信用分析，并结合上述要素对资产支持商业票据进行了现金流分析。

本交易基础资产池包含 39 笔应收账款债权，晋控煤业作为直接债务人承诺对各笔应收账款债权承担付款义务，联合资信给予晋控煤业主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，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。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状况带来不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持商业票据在发行利率不超过 8.00% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持商业票据预期支出的覆盖能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持商业票据发行利率不高于 8.00% 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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. **基础资产合格标准较为严格。**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

直接债务人主要财务指标：

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 9 月
现金类资产（亿元）	240.29	281.30	286.53	343.07
资产总额（亿元）	3443.66	3698.86	3888.26	3952.22
所有者权益（亿元）	731.13	838.50	888.81	874.71
短期债务（亿元）	1097.99	1283.46	1240.22	731.81
长期债务（亿元）	1227.03	1135.58	1242.06	1667.53
全部债务（亿元）	2325.02	2419.04	2482.28	2399.34
营业总收入（亿元）	1765.95	1903.73	1950.20	2055.33
利润总额（亿元）	19.11	24.77	22.23	51.29
EBITDA（亿元）	138.03	154.79	168.70	--
经营性净（亿元）	139.70	82.52	65.41	202.91
营业利润率（%）	15.71	14.87	14.13	13.36
净资产收益率（%）	0.48	0.60	0.48	--
资产负债率（%）	78.77	77.33	77.14	77.87
全部债务资本化比率（%）	76.08	74.26	73.63	73.28
流动比率（%）	92.38	89.91	90.33	122.41
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	0.47
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带息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 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；5. “--”表示不适用/无意义
 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

分析师：

高北辰 张高瞩

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

或抵销全部或部分应付账款的权利。

2. **直接债务人晋控煤业信用水平极高。**晋控煤业作为直接债务人，其对应收账款的偿付提供付款义务，且不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，不以任何理由（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。该付款义务对优先级资产支持商业票据起主要的信用支撑作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若优先级资产支持商业票据发行利率高于 8.00%，或发行后相关费率高于本报告披露的各项费率，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持商业票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
2. **需关注直接债务人晋控煤业相关运营风险。**直接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；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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

1. 交易结构

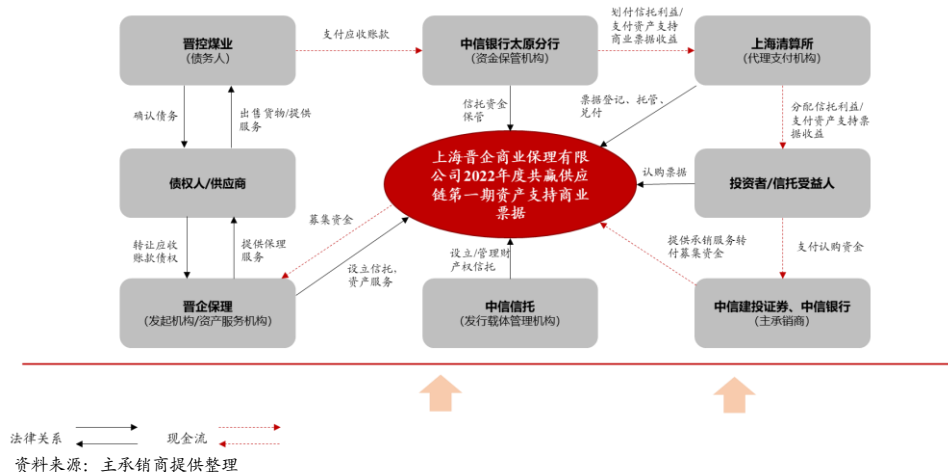
上海晋企商业保理有限公司 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据（以下简称“本交易”或“本期资产支持商业票据”或“二期资产支持商业票据”）的委托人/发起机构上海晋企商业保理有限公司（以下简称“晋企保理”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持商业票据信托的应收账款债权¹及其附属担保权益（如有）作为基础资产，采用载体机制，将基础资产委托给受托人中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）并设立“上海晋企商业保理有限公司 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据信托”，中信信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行本期资产支持商业票据，投资者通过购买并持有该资产支持商业票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。本交易直接债务人为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业”），前述目标应收账款债权的付款义务均已获得直接债务人晋控煤业出具的《买方确认函》²予以确认，晋控煤业承诺对该等应付账款负有付款义务，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利，不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该笔应收账款

债权获得全部清偿。

“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据信托”项下优先级资产支持商业票据可在信托期限内最多发行两期，分别为“上海晋企商业保理有限公司 2021 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”（以下简称“一期资产支持商业票据”）和本期资产支持商业票据。其中，“一期资产支持商业票据”已于 2021 年 8 月 13 日成功发行，预期到期日为 2022 年 3 月 3 日，本期资产支持商业票据拟于 2022 年 2 月 23 日簿记建档、2022 年 3 月 3 日设立，受托人将其收到的本期资产支持商业票据的募集资金全额支付给一期资产支持商业票据持有人，直至支付金额达到一期资产支持商业票据的全部本金，以此作为二期资产支持商业票据持有人向一期资产支持商业票据持有人支付的信托受益权转让对价。二期资产支持商业票据发行成功并完成转让价款支付兑付完毕一期资产支持商业票据后，发行载体管理机构中信信托相应注销一期资产支持商业票据，二期资产支持商业票据持有人享有相应信托受益权。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持商业票据持有人还本付息。

图 1 交易安排



¹ 应收账款债权：债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的，对于直接债务人履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，该等债权均已由直接债务人通过《买方确认函》予以确认。

² 《买方确认函》：就每一笔应收账款债权而言，指由直接债务人向供应商、保理商、发行载体管理人出具的确认应收账款债权金额并知晓债权人将相应应收账款债权最终转让予信托的书面文件。

2. 资产支持商业票据

本期资产支持商业票据的目标募集规模为 13.41 亿元。其中，优先级资产支持商业票据募集规模 13.40 亿元，采用固定利率，预期存续期间 161 天³，到期一次性还本付息；次级资产支

持商业票据募集规模为 0.01 亿元，不设票面利率，由晋控煤业或其指定机构持有，在优先级资产支持商业票据本息完成兑付后获得剩余收益。本交易法定到期日为自信托生效日起（含该日）起满 24 个月之日。

表 1 资产支持商业票据概况（单位：亿元）

票据名称	金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级资产支持商业票据	13.40	99.93%	2022 年 8 月 11 日	到期一次性还本付息
次级资产支持商业票据	0.01	0.07%	2022 年 8 月 11 日	到期享有剩余收益
合计	13.41	100.00%	--	--

资料来源：主承销商提供，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和应收账款提前到期机制。

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

³ 假设优先级资产支持商业票据 2022 年 3 月 3 日设立，2022 年 8 月 11 日到期。

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⁴应晚于信托生效日。

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订日、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⁵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⁶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：(1) 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）；(2) 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；(3) 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；(4) 债务人依法被有权政府部门/司法机关接管；(5) 有权政府部门吊销债务人的营业执照；(6) 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；(7) 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；(8) 上海晋企商业保理有限公司 2022 年度共赢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⁺）。

⁴ 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盖章确认的基础资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

⁵ 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

⁶ 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

4. 现金流收付机制

相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 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。

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

信托终止前信托财产的分配

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：①以现金形式缴纳到期应纳的信托税费（如有）；②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商业票据的付息兑付服务费等相关手续费用；③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）；④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；⑤以现金形式，向各优先级资产支持商业票据持有人分配当期预期收益；⑥以现金形式，向各优先级资产支持商业票据持有人分配优先级资产支持商业票据的本金，直至优先级资产支持商业票据的本金兑付完毕；⑦以现金形式，向次级资产支持商业票据持有人分配次级资产支持商业票据的本金，直至次级资产支持商业票据的本金兑付完毕；⑧剩余的信托资金作为次级资产支持商业票据的收益支付给次级资产支持商业票据持有人。

若发生信托终止事件⁷，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缴纳到期应纳的信托税费；③支付到期应付的信托费用（除上述①）项所列费用外）；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持有人的未偿投资本金，直至优先级资产支持商业票据的未偿投资本金全部支付完毕；⑥支付存续次级资产支持商业票据持有人的未偿投资本金，直至次级资产支持商业票据的未偿投资本金全部支付完毕；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。

二、交易结构分析

1. 债务人

债务人晋控煤业整体偿债能力极强，其作为基础资产直接债务人对优先级资产支持商业票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

本交易每笔应收账款均取得由债务人晋控煤业出具的《买方确认函》，晋控煤业作为直接债务人对目标应收账款债权承担到款义务，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的

权利，不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该笔应收账款债权获得全部清偿。

考虑到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，偿债能力极强，其作为基础资产的直接债务人有效保障了基础资产质量，从而对本期优先级资产支持商业票据的本息偿付起到主要的信用支撑作用。

⁷ 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）项中的任何一项；（d）发生应收账款债权提前到期事件（a）项时，资产支持商业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

2. 利率风险

本交易通过折价购买来保障基础资产现金流对优先级资产支持商业票据本息预期支出及相关税费的覆盖,但从现金流测算情况来看,存在一定利率风险。

本期交易基础资产所对应的应收账款余额合计为优先级资产支持商业票据募集资金总额的 103.72%,通过应收账款的折价购买来保障优先级资产支持商业票据预期收益的支付。本期优

先级资产支持商业票据预期存续期约 161 天,在发行利率不超过 8.00%、同时考虑本交易应付的各项税费(详见“四、定量分析”部分)的情况下,基础资产现金流可以实现对优先级资产支持商业票据本息的足额覆盖。

若后续发行利率或发行后费率高于报告披露的最高值,基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持商业票据本息,本交易存在一定利率风险。

三、基础资产分析

发起机构根据本期资产支持商业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,联合资信对该基础资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

本期入池应收账款共计 39 笔,涉及 1 户债务人,2 户债权人,应收账款余额共计 138989.98 万元。本期入池资产全部为关联交易,入池应收账款涉及的 2 户债权人均为债务人晋控煤业的关联公司,具体分析详见附件 1。资产池概况如下:

表 2 资产池概况

应收账款余额总计(万元)	138989.98
应收账款笔数(笔)	39
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)	1011.84
单笔应收账款最大余额(万元)	11165.76
单笔应收账款平均余额(万元)	3563.85

注:发起机构提供,联合资信整理

2. 应收账款类型分布

基础资产池中的应收账款类型全部为购煤款。

3. 应收账款单笔余额分布

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 5000(不含)至 10000(含)万元之间

的共 8 笔,余额占比 44.94%。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, 2000]	25	28104.04	20.22%
(2000, 5000]	2	5742.03	4.13%
(5000, 10000]	8	62457.92	44.94%
(10000, 12000]	4	42686.00	30.71%
合计	39	138989.98	100.00%

注: [,] 为左开右闭区间,例如 (1000, 2000] 表示大于 1000 且小于等于 2000,下同

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

4. 债务人集中度分布

基础资产池涉及的债务人为晋控煤业(具体分析详见附件 1)。

5. 债权人集中度分布

基础资产池债权人集中度很高。

从债权人集中度分布情况来看,基础资产池共涉及 2 户债权人,单户债权人涉及的应收账款余额最大为 115019.47 万元,占 82.75%;债权人集中度很高。具体情况如下。

表 4 基础资产池债权人(单位:笔、万元)

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
山西晋煤集团赵庄煤业有限公司	36	115019.47	82.75%
晋城蓝焰煤业股份有限公司	3	23970.51	17.25%
总计	39	138989.98	100.00%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

6. 关联交易分析

从入池资产关联交易来看，基础资产池共涉

及 2 户债权人，全部为债务人关联方，关联交易占比极高。

四、定量分析

本交易基础资产池涉及的债务人晋控煤业主体信用水平极高，对优先级资产支持商业票据具有主要信用支撑作用；根据交易偿付安排，在既定利率情景下，预计现金流入能够足额覆盖优先级资产支持商业票据预期支出。联合资信会对后续优先级资产支持商业票据的发行利率保持关注。

一期资产支持商业票据的本金与二期资产支持商业票据募集的本金相同，一期资产支持商业票据本金的偿付现金流来源于二期资产支持商业票据的募集资金。一期资产支持商业票据利息及其他支出的偿付现金流来源于一期资产支持商业票据存续期末到期的基础资产回收款。二期资产支持商业票据的本息的偿付来源为直接债务人晋控煤业支付的基础资产的回款。一期资产支持商业票据存续期末到期的基础资产回收款共计 5093.10 万元，对一期资产支持商业票据利息及其他支出的保障倍数为 1.1123 倍，基础资产回收现金流可以覆盖一期资产支持商业票据利息及其他支出。

本次基础资产池涉及直接债务人晋控煤业的信用等级与优先级资产支持商业票据的预设信用等级一致。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优先级资产支持商业票据预期本息的支付。

联合资信测算了在本期优先级资产支持商业票据发行利率不超过 8.00%、审计费 2.00 万元、资金保管费 0.05% 及兑付手续费 0.005%、本

交易增值税税率为 3%（另附加税费包括 7% 的城市维护建设税、3% 的教育费附加和 2% 的地方教育费附加）的情况下，应收账款偿付安排对本期优先级资产支持商业票据到期预期支出的保障程度。假设本期优先级资产支持商业票据预期设立日为 2022 年 3 月【3】日，预期到期日为 2022 年 8 月 11 日，预期存续期间为 161 天，假定本期优先级资产支持商业票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值，基础资产回收现金流对优先级资产支持商业票据预期支出的覆盖如下表所示。

表 5 基础资产回收现金流对本期优先级资产支持商业票据预期支出的对比（单位：万元、倍）

预期收益率	预期支出	保障倍数
6.00%	137744.39	1.0090
6.50%	138039.94	1.0069
7.00%	138335.48	1.0047
7.50%	138631.03	1.0026
8.00%	138926.58	1.0005

注：预期支出=本期优先级资产支持商业票据本金×（1+预期收益率×（存续期间/365））+由信托财产承担的合计税/费；保障倍数=基础资产现金流入/预期支出；若实际设立日与假设设立日不一致，上述覆盖比率或存在偏差
资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级资产支持商业票据发行时确认的收益率不高于 8.00%，信托财产承担的各项税费及费用不超过上文列示的情况下，基础资产回收现金流对本期优先级资产支持商业票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度在 1.00 倍（含）以上。

五、直接债务人信用分析（具体分析详见附件 1）

本交易直接债务人晋控煤业的主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，其作为直接债务人对基础交易合同项下的应付款负有付款义务，从而对优先级资产支持商业票据本息偿付起

主要的信用支撑作用。

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。晋控煤业前身前身大同矿务局成立于

1949年8月30日，历经多次增资改制，2020年11月30日晋控煤业名称变更为现名“晋能控股煤业集团有限公司”。截至2021年9月底，晋控煤业注册资本和实收资本均为170.35亿元。控股股东晋能控股集团有限公司（以下简称“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人民政府国有资产监督管理委员会。

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9月底，晋控煤业合并资产总额3952.22亿元，所有者权益874.71亿元（含少数股东权益464.75亿元）；2021年1—9月，晋控煤业实现营业总收入2055.33亿元，利润总额51.29亿元。

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。

基于对晋控煤业经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定晋控煤业主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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2021年9月底，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。**截至2021年9月底，晋控煤业全部债务2399.34亿元；如将永续债调入长期债务，晋控煤业全部债务增至2509.34亿元，全部债务资本化比率为76.64%。

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2021年9月底，晋控煤业其他应收款844.99亿元。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，需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，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的全资子公司。截至 2021 年 9 月底，晋企保理注册资本及实收资本均为 9.00 亿元。

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，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 9 月底，晋企保理资产总计 53644.18 万元，净资产 22965.98 万元。2021 年 1—9 月，晋企保理实现营业收入 4299.16 万元，利润总额 1170.82 万元，净利润 865.52 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。

2. 资金保管机构

中信银行股份有限公司财务状况较好、资产质量较高。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”）的前身为中信实业银行，是经国务院批准于 1987 年 4 月设立的国有独资银行。2007 年 4 月，中信银行发行境内上市普通股（以下简称“A 股”）和境外上市外资股，并在上海证券交易所（股票代码：601998）以及香港联合交易所（股票代码：0998）主板挂牌上市。截至 2020 年底，中信银行前五大股东及持股情况为：中国中信有限公司持股 65.37%，香港中央结算（代理人）有限公司持股 23.62%，中国烟草总公司持股 4.39%，中国证券金融股份有限公司持股 2.28%，中央汇金资产管理有限责任公司持股 0.56%。

截至 2020 年底，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 2021 年 9 月底，中信银行资产总额 78930.15 亿元，所有者权益 6334.92 亿元；不良贷款率 1.48%；拨备覆盖率 184.60%；资本充足率 13.63%，核心一级资本充足率 8.59%。2021 年 1—9 月，中信银行实现营业收入 1551.98 亿元，净利润 423.60 亿元。

托管业务方面，截至 2020 年底，中信银行资产托管规模达 10.33 万亿元，较年初增长 13.02%。2020 年，中信银行实现资产托管条线业务收入 33.65 亿元，托管业务收入占比保持稳定。

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线的职责。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，本交易因受托机构履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 2021 年 6 月底，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%。中国中信集团有限公司为中信信托最终实际控制人。

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。

风险管理方面，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，持续完善风险管理体系，推行全员风险管理文化，构建了以“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，覆盖中信信托战略风险、业务风险、人力风险、财务风险、声誉风险的风险管理体系，通过制度规章和管理流程的有效运行，保障中信信托经营目标的实现。

七、法律风险分析

山西华炬律师事务所（以下简称“华炬律所”）为本交易出具法律意见书。基于其法律意见，联合资信认为晋企保理具备作为发起机构的主体资格；信用增进安排未违反法律、行政法规的强制性规定。

华炬律所出具的《山西华炬律师事务所关于上海晋企商业保理有限公司 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据之法律意见书》表明：发起机构晋企保理具有非金融企业法人资格和交易商协会会员资格，历史沿革合

法合规，依法有效存续，具备作为发起机构的主体资格。发起机构参与本项目已获得合法、有效的内部授权，股东决定的内容和程序合法合规。尚需取得交易商协会的《接受注册通知书》后发行资产支持商业票据。《募集说明书》将于其签署完成日生效；系按照《资产支持票据指引》《注册文件表格体系》《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定；其他相关法律文件的内容亦不

违反适用于各方的中国现行法律、行政法规的强制性规定，文件内容合法有效。发行载体合法合规，参与机构具备相关资质，除资产服务机构由发起机构担任以外，其他参与机构与发起机构不存在关联关系。华炬律所对拟入池的 39 笔应收账款债权进行逐一核查，每一笔目标基础资产均已取得晋控煤业的付款确认；基础资产满足《信托合同》约定的入池标准；作为资产支持商业票据基础资产的应收账款债权符合基础资产权利完整性的要求；作为资产支持商业票据基础资产的应收账款债权系可产生独立、可预测现金流、可特定化的财产权利，符合基础资产特定化的要求；目标基础资产的转让合法、有效。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。本交易的信用增进安排合法有效。本交易募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。

八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持商业票据进行了现金流分析。

本交易基础资产池包含 39 笔应收账款债权，晋控煤业作为直接债务人承诺对各笔应收账款债权承担付款义务，联合资信给予晋控煤业主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，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。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状况带来不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持商业票据在发行利率不超过 8.00% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持商业票据预期支出的覆盖能够达到 1.00 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持商业票据发行利率不高于 8.00% 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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下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，违约概率极低。

附件 1-1 晋能控股煤业集团有限公司主体信用分析

一、主体概况

晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋能控股煤业”或“公司”）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运营有限公司（以下简称“山西国运”），公司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大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“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（以下简称“晋能控股集团”）。

2020 年 10 月 29 日，公司发布公告称，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，公司控股股东变更为晋能控股集团。

2020 年 11 月 30 日公司名称由“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”。公司已于 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。此次公司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。公司更名前的债权债务关系均由更名后的公司承继。截至 2021 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 170.35 亿元。控股股东晋能控股集团持有公司 65.17% 股权。公司实际控制人为山西省国资委。

公司主营业务包括：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 9 月底，公司本部内设行政事业部、组织人事部、人力资源部、财务部、经营管理部等职能部门；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 2021 年 10 月底，公司拥有在职员工 13.77 万人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 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，公司实现营业总收入 1950.20 亿元，利润总额 22.23 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 3952.22 亿元，所有者权益 874.71 亿元（含少数股东权益 464.75 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 2055.33 亿元，利润总额 51.29 亿元。

公司地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：王存权。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力

度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP 全年累计增长 2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家;GDP 首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年,中国宏观政策保持连续性、稳定性,经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来,受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响,我国经济修复放缓,生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度,我国国内生产

总值 82.31 万亿元,累计同比增长 9.80%,两年平均增长 5.15%,二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点,经济增长有所降速。

三大产业中,第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度,第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%,均高于疫情前 2019 年同期水平,恢复情况良好;第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%,远未达到 2019 年同期 7.30%的水平,主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,其余指标增速均为名义增长率; 4. 城镇调查失业率指标值为期末数; 5. 2021 年前三季度数据中, 括号内数据为两年平均增速
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长,消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度,我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元,同比增长 16.40%; 两年平均增速 3.93%,较上半年两年平均增速小幅回落,较疫情前水平仍有一定差距,与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度,全国固定资产投资(不含农户) 39.78 万亿元,同比增长 7.30%; 两年平均增长 3.80%,较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点,仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三

季度,我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元,为历史同期最高值,同比增长 32.80%,实现较高增速,但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中,出口 2.40 万亿美元,同比增长 33.00%;进口 1.97 万亿美元,同比增长 32.60%;贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度, CPI 先涨后落, PPI 显著上涨。2021 年前三季度, CPI 同比上涨 0.60%,扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%,总体呈先升高后回落走势; PPI 同比上涨 6.70%,整体呈上涨趋势,生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素,其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大,或对相关下游企业利

润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，

自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

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%。

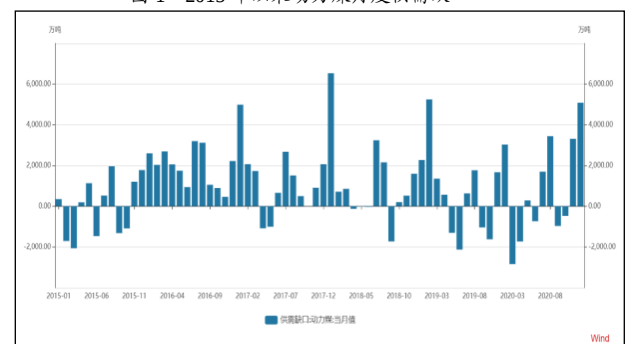
表 1 2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

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。

图 1 2015 年以来动力煤月度供需缺口

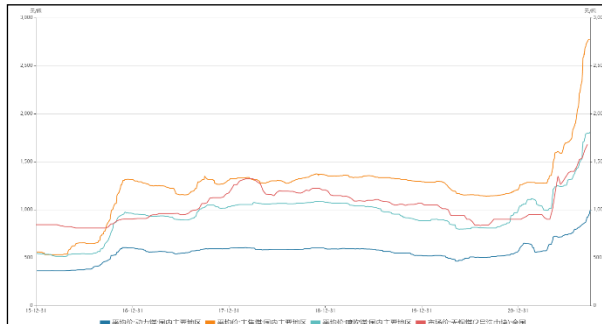


资料来源：Wind

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。

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）、喷吹煤平均价（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%。

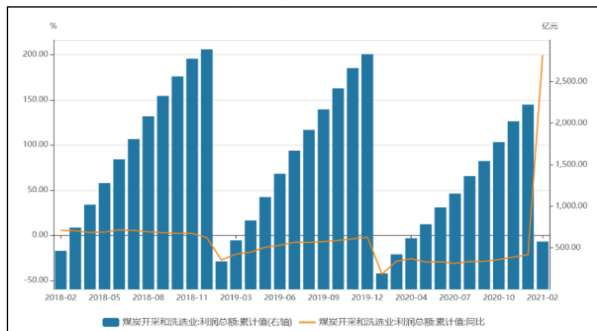
2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤因供需格局较好而价格持稳，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

2021年4月以来，伴随着应峰度夏及下游工业需求增速提升，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升至新一轮历史高点。截至2021年9月底，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996元/吨、2772元/吨、1807元/吨和1682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。

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2.58万亿千瓦时,占全口径发电量的33.9%,占比同比上升1.2个百分点。

3. 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革,煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段,行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度,采取更加有力的政策和措施,二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源,煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征,新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外,炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品,现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有长期发展空间。

未来,具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持,市场份额有望继续提高,煤炭行业竞争格局将更趋稳定,有利于行业长期稳定发展,降低宏观经济

周期波动对行业的影响。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底,晋能控股集团持有公司65.17%股权,系公司控股股东;公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司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2021年9月底,公司拥有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。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。

公司经营历史悠久,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。

公司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。

3. 人员素质

公司领导层行业经验丰富,员工构成符合行

业劳动密集型特点。公司人员构成能够满足其日常生产经营需要。

公司董事、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。

公司董事长王存权先生，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、总经理；现任晋能控股煤业党委书记、董事长。

公司总经理唐军华先生，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 10 月底，公司员工总数 137701 人。其中，管理人员占 33.27%，生产人员占 66.25%，销售人员占 0.35%，研发人员占 0.13%；从学历构成看，具有本科以上学历者占 23.54%，具有大专学历者占 22.14%，具有中等（含中专、高中、技校）学历者占 35.87%，初中及以下学历者占 18.46%。从年龄构成来看，30 岁以下的占 10.78%，31~50 岁的占 59.42%，50 岁以上的占 29.80%。

4. 技术水平

公司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。

公司开采技术先进。公司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，公司加大安全投入力度，不断提高**矿井安全保障水平**。公司建立了《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 9 月底，公司已有 45 座矿井为煤炭工业行业级安全高效矿井，其中 44 座矿井为煤炭工业特级安全高效矿井。公司已建立安全生产联席会议和月度安全生产例会制度，实施公司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 年公司生产百万吨死亡率为 0.000 人/百万吨。

5. 外部环境

公司运输成本相对低廉，竞争优势明显。公司地处大同市西南 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，公司地处大秦线起点，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。

公司是国家重点规划的 10 个亿吨级煤炭生产基地之一，国家政策支持力度强。同时，公司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**。公司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

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1402000000031180），截至 2021 年 11 月 10 日，公司未结清的信贷中存在 2 笔不良记录，共涉及金额 6410.00 万元，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。根据公司提供的相关说明，上述关注事项主要系银行系统内部分类问题，公司不存在违约情况。

截至报告出具日，联合资信未发现公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具存在逾期或违约偿付情况，公司过往债务履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、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。

股东会是公司的最高决策机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东会行使表决权，是公司的权力机构。

董事会是公司的执行机构，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，由公司股东会选举产生；公司职工代表一名，由公司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，是公司的法定代表人，公司董事由股东会选举或罢免。

监事会是监督评价的核心机构。公司监事会由 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，公司职工代表 1 名，由公司职工民主选举产生。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。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，主持公司的日常经营管理工作，实施董事会决议。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

公司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。

公司依据《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，并涵盖对子公司控制、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，公司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。公司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，公司制定了《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。公司对下属子公司财务控制力度较强，通过业务预算、资本预算、筹资预算等实现对公司内部各部门、各单位、各种资源的分配、控制、考核，公司内部实行财务和资金统一管理。

安全生产方面，公司建立了“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，公司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 and 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，公司章程规定公司不得为自然人或非法人单位提供担保，不得为与公司无产

权关系的法人提供担保。公司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。公司制定了《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》，用以规范晋能控股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，公司建立了公开、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》。

六、重大事项

未来公司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，公司原煤产量或将大幅增长，有助于巩固和强化公司的行业地位。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，公司发布《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，公司发布《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，公司发布《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，公司名称由“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”。公司已于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。此次公司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。公司更名前的债权债务关系均由更名后的公司承继。

未来公司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，将对公司主营业务结构、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公司的影响予以关注。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司主营业务收入稳定增长，煤炭业务毛利率有所下降，但2021年以来煤炭价格大幅上涨，有利于公司盈利水平的提升。公司非煤业务中贸易业务规模大，电力业务对公司利润形成一定支撑。

收入规模及构成方面，煤炭业务是公司的传统核心业务。2018—2020年，公司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，公司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；公司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，主要系公司上网电量增加、上网电价上升所致，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。公司贸易业务收入波动增长，年均复合增长4.11%。公司其他

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，公司综合毛利率逐年小幅下降。具体看，随着煤炭价格的下降，公司煤炭业务毛利率逐年下降，电力业务毛利率逐年上升。公司贸易业务毛利率处于较低水平，但其收入占比较高，对公司整体毛利率有一定负面影响。

2021年1—9月，公司实现营业收入2054.25亿元，同比增长38.12%，主要系2021年起公司代销售下属四个事业部的煤炭以及煤炭价格上涨带动煤炭业务收入增加所致；公司综合毛利率为15.14%，较上年全年基本持平，其中煤炭业务毛利率在煤炭市场价格上行的情况下较上年全年略有下降，主要系2021年起公司代销售⁸下属四个事业部的煤炭以及公司执行新的会计准则将部分运输费用计入营业成本所致。

表 2 公司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—9 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	2025.40	98.60	15.00
煤炭	780.58	44.22	35.33	823.91	43.29	32.53	925.32	47.45	27.57	1171.60	57.03	25.00
电力	120.21	6.81	7.99	122.30	6.43	18.36	101.41	5.20	22.32	94.60	4.61	4.38
贸易	766.08	43.40	0.59	870.94	45.76	1.93	830.38	42.58	1.12	740.15	36.03	0.78
其他	51.43	2.91	10.77	45.04	2.37	6.06	45.83	2.35	14.16	19.05	0.93	5.05
其他业务	46.84	2.65	37.64	41.11	2.16	33.45	45.91	2.42	35.74	28.85	1.40	25.20
合计	1765.14	100.00	17.74	1903.30	100.00	17.01	1948.85	100.00	15.90	2054.25	100.00	15.14

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；煤炭收入包括井下工程安装及设备维修及相关收入；公司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；公司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：公司提供

2. 煤炭板块

（1）煤炭生产

公司煤炭资源储量丰富，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，公司下属矿井有安全事故发生，公司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，公司近年来通过新建、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，公司原煤产量不断增长，年均复合增长 12.71%；2021 年 1—9 月，公司原煤产量同比增长 6.42%。

公司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；另一方面由于公司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，公司加大了对如“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，公司拟关闭退出 13 座矿井，化解产能 1225 万吨/年。2016—2020 年，公司实际关闭矿井 16 座，化解产能 1561 万吨/年。截至 2021 年 9 月底，公司拥有在运行选煤厂 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。

表 3 2018—2020 年及 2021 年前三季度公司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—9 月
本部								
煤峪口	--	6997.79	--	250	105.80	75.00	58.00	25.80

⁸ 公司从下属 4 个煤炭事业部采购煤炭进行统一销售，煤炭销售款

项由公司统一归集，仅划拨给子公司日常运营所需资金

永定庄	不黏煤、气煤	920.17	--	200	280.07	313.73	315.90	295.40
四老沟	不黏煤	12066.10	12.3	320	85.11	277.00	351.74	292.70
白洞	气煤	3011.10	27	150	164.00	162.49	161.10	117.80
挖金湾	不黏煤	29565.30	--	70	163.37	313.56	448.98	365.66
晋华宫	不黏煤	31563.30	18.4	340	285.69	339.96	299.36	267.77
马脊梁	不黏煤、气煤	17379.00	7.8	430	640.00	747.72	887.27	717.24
王村	不黏煤	5329.82	--	100	185.22	269.97	280.76	249.95
云冈	弱黏煤	38083.50	22.6	90	85.05	90.49	98.69	65.92
燕子山	不黏煤、气煤	32290.60	18.6	480	370.20	598.35	622.28	557.33
四台	不黏煤	50621.40	29.9	180	165.63	135.68	145.85	101.50
同忻	气煤、1/3 焦煤	139450.70	57.8	1600	1534.20	1575.20	1582.01	1233.24
大同煤业								
忻州窑	不黏煤	9402.70	9.5	230	100.16	67.55	69.10	54.69
塔山	气煤	456237.50	119	2500	2375.00	2578.80	2499.98	1947.98
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	96270.10	--	1610	1227.40	1618.11	2070.56	1046.09
地煤公司	弱黏煤、1/3 焦煤、气煤	98230.90	--	960	703.90	695.03	414.86	535.06
朔州煤电	不黏煤、气煤	101845.60	--	990	1426.99	1516.82	1549.65	1626.27
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3 焦煤	189355.00	--	1155	537.98	845.23	897.78	460.90
同发东周窑	长焰煤	175062.00	62	1000	901.28	817.88	1029.00	775.80
其他	不黏煤、气煤	1505317.42	--	3100	2384.61	3411.01	3648.30	2893.59
合计	--	2999000.00	--	15755	13721.66	16449.58	17431.17	13630.69

资料来源：公司提供

公司矿井采掘机械化程度达 100%，机械化水平很高。2018—2020 年，公司吨煤成本保持相对稳定，2020 年为 148.53 元/吨。

表 4 公司近年吨煤成本情况（单位：元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
材料成本	20.05	15.96	15.47	14.13
人工成本	50.69	50.70	52.20	56.25
电力成本	8.46	8.46	8.22	8.72
折旧费	10.99	12.00	13.40	14.06
提取费	23.35	24.60	24.91	25.38
其他	32.43	37.50	34.33	35.46
吨煤成本	145.97	149.22	148.53	154.00

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：公司提供

表 5 公司近年生产指标
（单位：%、人/百万吨、吨/工/天）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
采煤机械化程度	100.00	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率	0.007	0.043	0.000	0.000
掘进机械化率	95.49	95.67	95.60	99.04
全员工效	6.66	7.24	8.37	8.70

资料来源：公司提供

近年来，公司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，公司安全生产管理压力加大，2018—2020 年，公司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，公司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矸煤事故，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，公司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

公司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，公司煤炭销售价格有所下降，但 2021 年以来，煤炭价格大幅回升，有利于公司盈利水平的提升。

公司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，公司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。2018—2020 年，公司商品煤销量逐年增长，年均复合增长 11.97%，主要系公司原煤产量逐年增加所致。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，使得煤炭产销率大于 100%。销售价格方面，2018—2020 年，公司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 年前三季度，煤炭销售价格大幅上涨，商品煤销量同比减少 1.81%。

表 6 公司商品煤销售情况（万吨、元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
商品煤销量	16869	18779	21149	14911
销售均价	376.96	362.49	337.40	449.58

注：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，不包括 2021 年以来代销事业部的煤炭

资料来源：公司提供

销售管理方面，公司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，公司省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，目前公司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。

表 7 公司近年煤炭运输方式占比情况（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
直达（铁路）	5.97	7.92	6.37
下水（航运）	90.61	84.65	86.99
地销（公路）	3.42	7.43	6.64

资料来源：公司提供

公司主要煤炭资源地处大秦铁路起点，便于煤炭的外运，公司煤炭运输方式以下水（航运）为主。公司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，公司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，主要客户较为稳定。

表 8 公司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	139.67	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	132.32	14.30

注：表中数据统计口径为公司本部矿井

资料来源：公司提供

3. 电力板块

公司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,公司电力业务盈利水平持续提升。

公司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2021年9月底,公司在运行及在建电力装机容量为1377.10万千瓦,以火电为主(占83.65%)。公司在役装机1245.10万千瓦,其中火电占81.92%。公司在建装机容量为132.00万千瓦,全部为火电机组。

公司火电机组中,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。

表9 截至2021年9月底公司控股装机容量构成

(单位:万千瓦)

项目	火电	风电	光伏	合计
总装机	1152.0	79.6	145.5	1377.1
其中:停建	132.0	0.0	0.0	132.0
在役装机	1020.0	79.6	145.5	1245.1

资料来源:公司提供

表10 公司电力业务经营情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
发电量(亿千瓦时)	394.2	443.6	423.9	359.5
上网电量(亿千瓦时)	358.8	403.8	385.3	328.4
发电利用小时数(小时)	4011	4426	4339	3201
供电标准煤耗(克/千瓦时)	324.7	323.7	324.6	328.6
平均上网电价(不含税)(元/千瓦时)	0.2750	0.2765	0.2560	0.2929

资料来源:公司提供

2018—2020年,公司发电量波动增长,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,

公司发电量同比下降4.44%。2018—2020年,公司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;2021年前三季度,由于电力需求增加,市场电量电价上行,带动公司平均上网电价明显上升。

电煤采购方面,公司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。

4. 贸易板块

公司整体贸易业务体量较大,但因贸易业务毛利率较低,拉低了公司平均利润率水平。

公司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。公司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,公司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

考虑到公司收入中贸易业务占比较大,公司经营效率一般。

2018—2020 年,公司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;公司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,公司经营效率处于行业一般水平。

表11 2020年同行业集团公司经营效率指标情况

(单位:次)

公司	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
公司	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

公司在建项目规模较大,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,公司未来将重点发展煤炭产业,相关规划实施后,公司在山西省及煤炭行业的地位将进一步提升。

截至2021年9月底,公司在建项目规模较大,主要项目投资均已接近尾声,公司未来投资压力不大。相关项目投产后,公司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。

表12 截至2021年9月底公司主要在建项目建设情况(单位:亿元、%)

项目名称	预算数	已投入	工程进度	预计完工时间/已完工时间
马道头煤矿	62.17	62.17	100.00	2017 年已经完工, 尚未验收
北辛窑煤矿	53.37	61.08	100.00	2022 年
两区改造工程	165.00	160.79	100.00	2014 年已完工
广发化工甲醇项目工程	35.57	37.13	100.00	2014 建成, 尚未验收
阳高电厂	33.90	31.47	100.00	2020 年
漳泽百万项目	78.00	74.46	95.46	2021 年
煤基活性炭	11.99	12.31	100.00	2015 已完工, 尚未验收
朔州热电	35.12	35.51	100.00	2020 年
合计	475.12	474.93	--	--

资料来源:公司财务报告

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。公司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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 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;公司提供的 2021 年前三季度财务报表未经审计。

公司 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,公司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—9 月,公司合并范围未发生变化,截至 2021 年 9 月底,公司合并范围一级子公司共 57 家。考虑到主营业务未发生变化,公司财

务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额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，公司实现营业总收入1950.20亿元，利润总额22.23亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额3952.22亿元，所有者权益874.71亿元（含少数股东权益464.75亿元）；2021年1—9月，公司实现营业总收入2055.33亿元，利润总额51.29亿元。

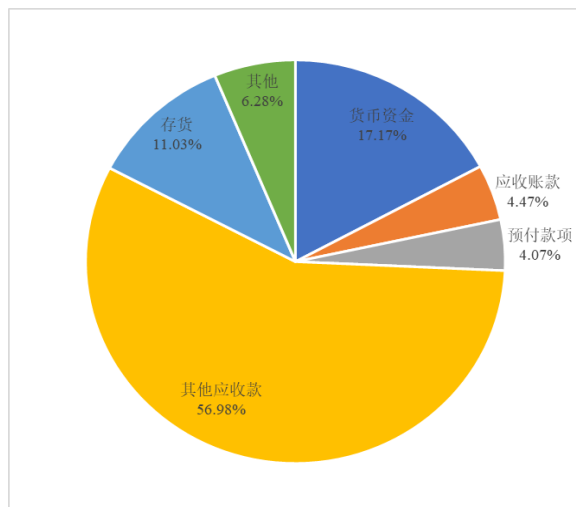
2. 资产质量

公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点。公司其他应收款规模较大，对公司运营资金占用明显，固定资产和在建工程规模大，受限资产占比较低。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长6.26%。截至2020年底，公司合并资产总额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%。公司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，公司流动资产1511.24亿元，较年初增长5.12%。公司流动资产构成如下图。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长8.47%。截至2020年底，公司货币资金259.50亿元，较年初变化不大。公司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。

公司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，公司应收账款持续下降，年均复合下降10.83%，主要系公司加强应收账款管理，回收部分款项所致。截至2020年底，公司应收账款账面价值67.59亿元，较年初下降19.25%。公司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%。公司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。

公司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，公司预付款项持续下降，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，公司预付款项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，公司其他应收款持续增长，年均复合增长9.14%。截至2020年底，公司其他应收款861.08亿元，较年初增长3.72%。公司其他应收款主要为公司应收企业办社会、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，公司已于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公司根据国家政策对退出矿井的支出，

需政策进一步明确后回收。

2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长15.95%。截至2020年底，公司存货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，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长5.09%。截至2020年底，公司非流动资产2377.02亿元，较年初增长5.59%，公司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，公司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，公司可供出售金融资产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。公司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，公司固定资产持续增长，年均复合增长4.43%。截至2020年底，公司固定资产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，公司在建工程波动增长，年均复合增长4.04%。截至2020年底，公司在建工程724.69亿元，较年初下降1.77%，基本保持稳定。

2018—2020年末，公司无形资产波动下降，年均复合下降0.72%。截至2020年底，公司无形资产418.97亿元，较年初增长1.12%。公司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2021年9月底，公司受限资产合计375.54亿元，占同期资产总额的9.50%，受限比例较低。

表13 截至2021年9月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	236.63	银行保证金
固定资产	131.64	融资租赁租入固定资产
在建工程	7.28	银行借款抵押
合计	375.54	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至2021年9月底，公司合并资产总额3952.22亿元，较上年底增长1.64%。具体看，截至2021年9月底，公司货币资金314.87亿元，较上年底增长21.34%，主要系煤炭销售收入增加所致；公司存货186.89亿元，较上年底增长12.08%，主要系公司产量增加所需配套原材料增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益持续增长，但未分配利润亏损规模持续扩大。公司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，公司权益结构稳定性有待提升。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长10.26%。截至2020年底，公司所有者权益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，主要系公司现金分红所致。所有者权益结构稳定性弱。

截至2021年9月底，公司所有者权益874.71亿元，较上年底下降1.59%。具体看，公司其他权益工具110.00亿元，较上年底减少28.57%，主要系偿还部分永续债所致；公司未分配利润亏损规模较上年底大幅缩减37.68亿元，主要系公司前三季度盈利所致；公司专项储备35.08亿元，较上年底增长23.03%，主要系煤炭产量增加导致提取的专项储备金额大幅增加，而专项储备为每季度计提、年底一次性抵消所致。

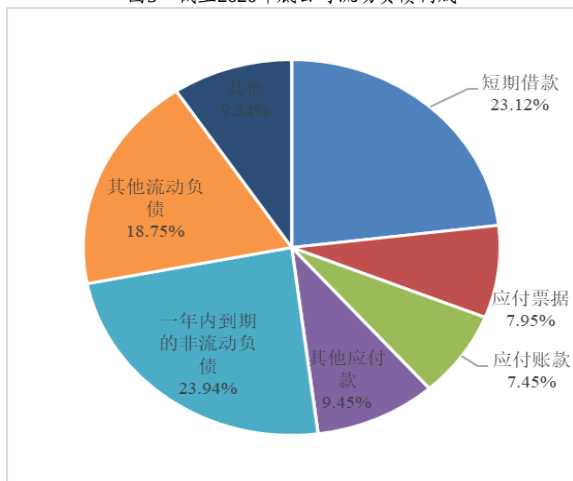
(2) 负债

公司负债及债务规模很大，且逐年扩大；公司债务负担很重，且存在短期偿债压力。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长5.16%。截至2020年底，公司负债总额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，公司流动负债持续增长，年均复合增长9.40%。截至2020年底，公司流动负债1673.12亿元，较年初增长3.92%。公司流动负债构成如下图。

图5 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长9.38%。截至2020年底，公司短期借款386.77亿元，较年初下降2.57%。公司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，公司应付票据波动增长，年均复合增长10.12%。截至2020年底，公司应付票据133.09亿元，较年初增长21.42%，主要系公司通过商业承兑汇票进行结算规模扩大所致。

2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长39.87%。截至2020年底，公司应付账款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，公司其他应付款持续增长，年均复合增长13.02%。截至2020年底，公司

其他应付款158.11亿元，较年初增长7.34%，主要系公司与关联企业往来款增加所致。公司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，公司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，公司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，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降3.47%。截至2020年底，公司其他流动负债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，公司非流动负债波动增长，年均复合增长0.45%。截至2020年底，公司非流动负债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。公司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。

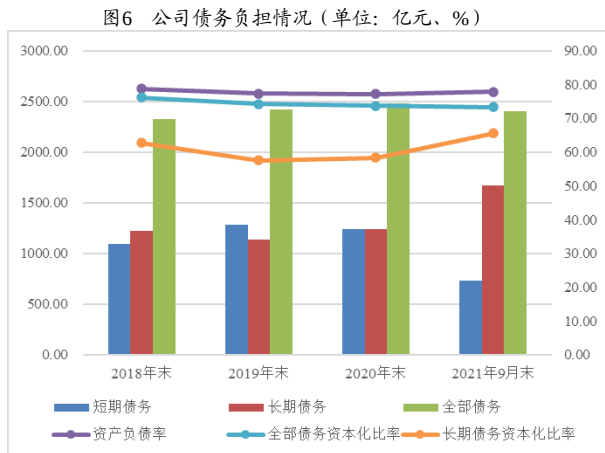
2018—2020年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长0.16%。截至2020年底，公司长期借款460.75亿元，较年初增长22.07%；长期借款主要由保证借款（占37.96%）和信用借款（占53.50%）构成。

2018—2020年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降9.15%。截至2020年底，公司应付债券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，公司长期应付款持续增长，年均复合增长44.40%。截至2020年底，公司长期应付款224.14亿元，较年初增长65.51%，主要系公司增加融资租赁款所致。

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长3.33%，截至2020年底，公司全部债务2482.28亿元，较年初增长2.61%。从债务指标来看，2018—2020年，公司资产负债率分别为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。



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

如将永续债调入长期债务，2018—2020年，公司全部债务分别为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，公司资产负债率分别为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%，公司债务负担很重。

截至2021年9月底，公司负债总额3077.51亿元，较上年底增长2.60%，较上年底变化不大。其中，流动负债占41.86%，非流动负债占58.14%。公司流动负债与非流动负债相对均衡。截至2021年9月底，公司流动负债1288.17亿元，较上年底下降23.01%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债减少所致。其中一年内到期的非流动负债较上年底下降75.99%至96.17亿元，主要系偿还部分即将到期的债务所致；其他流动负债较上年底下降84.99%至47.08亿元，主要系偿还部分短期融资券所致。同期，公司非流动负债1789.34亿元，较上年底增长34.91%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中长期借款较上年底增长33.90%至616.94亿元；应付债券较上年底增长43.09%至797.06亿元。

截至2021年9月底，公司全部债务2399.34亿元，较上年底下降3.34%。债务结构方面，短期债务占30.50%，长期债务占69.50%，以长期债务

为主，其中，短期债务731.81亿元，较上年底下降40.99%；长期债务1667.53亿元，较上年底增长34.26%。从债务指标来看，截至2021年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.87%、73.28%和65.59%，较上年底分别提高0.73个百分点、下降0.35个百分点和提高7.30个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2021年9月底，公司全部债务增至2509.34亿元。从债务指标看，截至2021年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.65%、76.64%和69.92%，较调整前分别上升2.78个百分点、3.36个百分点和4.33个百分点。

4. 盈利能力

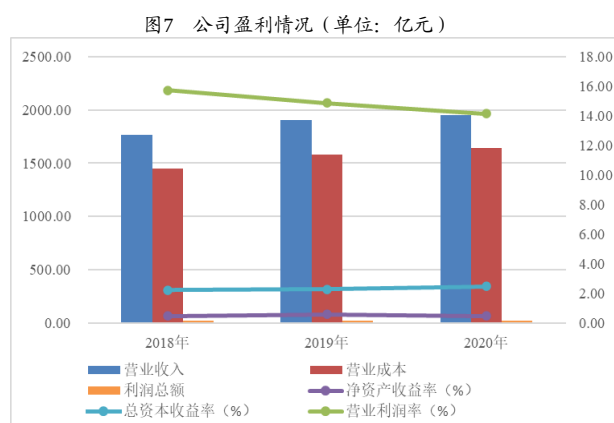
2018—2020 年，公司收入规模持续扩大，但盈利水平有所下降，2021 年以来煤炭价格的上涨有利于公司盈利水平的提升；公司期间费用规模较大，对利润形成侵蚀。

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

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 3.23%。2020 年，公司费用总额为 250.04 亿元，同比下降 3.66%，主要系销售费用同比下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 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%，主要系公司执行新的会计准则，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，公司期间费用率分别为 15.12%、13.63%和 12.82%，公司费用控制能力指标体现逐年增强，但考虑到公司收入规模中存在较大规模的贸易业务收入以及公司执行新的会计准则运输费用计入营业成本，公司实际的费用支出压力大。

2018—2020 年，公司投资收益分别为 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 年公司营业外收入较大，主要是下属上市子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，公司总资本收益率分别为 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。



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业集团公司相比，公司盈利能力处于较低水平。

表14 2020年同行业集团公司盈利能力指标情况

（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
公司	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

资料来源：Wind

2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 2055.33 亿元，同比增长 38.15%，主要系煤炭价格上涨所致；实现利润总额 51.29 亿元，同比增加 39.83 亿元；实现净利润 27.09 亿元，同比增加 25.78 亿元。

5. 现金流分析

公司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公司对外部筹资渠道依赖程度高。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司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，公司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，公司现金收入比分别为 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，公司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，公司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，公司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，公司经营活动净现金流入无法覆盖投资活动净现金流出。

表15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	2123.14	2220.97	2103.09	2132.56
经营活动现金流出小计	1983.44	2138.44	2037.67	1929.65
经营活动现金流量净额	139.70	82.52	65.41	202.91
投资活动现金流入小计	139.42	90.79	78.15	65.35
投资活动现金流出小计	361.40	180.91	210.83	89.44

投资活动现金流量净额	-221.98	-90.12	-132.68	-24.10
筹资活动前现金流量净额	-82.28	-7.60	-67.27	178.81
筹资活动现金流入小计	1351.66	1662.62	1838.64	925.00
筹资活动现金流出小计	1315.03	1644.35	1829.31	1092.97
筹资活动现金流量净额	36.63	18.28	9.33	-167.97
现金收入比	119.52	116.05	99.99	100.80

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司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，公司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—9 月，公司经营活动现金净流入 202.91 亿元，同比增长 94.88%，主要系燃煤价格上涨带动收入增加所致；投资活动现金净流出 24.10 亿元，同比增长 107.53%，主要系公司煤矿基建投入增加所致。同期，公司筹资活动前现金流量净额为 178.81 亿元，由净流出转为净流入；筹资活动现金净流出 167.97 亿元，由上年同期的净流入 1.63 亿元转为净流出。

6. 偿债能力

由于债务负担很重，公司整体偿债指标表现较弱。考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司实际偿债能力强于指标值。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率分别为 92.38%、89.91%和 90.33%，流动资产对流动负债的保障程度较高；公司速动比率分别为 83.50%、81.15%和 80.36%，公司经营现金流动负债比率分别为 9.99%、5.13%和 3.91%，公司现金短期债务比分别为 0.22 倍、0.22 倍和 0.23 倍。截至 2021 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 122.41%和 107.90%，较上年底分别提高 32.08 个百分点和 27.54 个百分点；公司现金短期债务比为 0.47 倍，较上年底提高 0.24 倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公

司 EBITDA 分别为 138.03 亿元、154.79 亿元和 168.70 亿元，持续增长。2018—2020 年，公司 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，公司长期偿债指标表现较弱。

截至2021年9月底，公司合并口径无对外担保。

截至2021年9月底，公司已获授信总额2294亿元，尚未使用额度599亿元，公司间接融资渠道通畅，公司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9月底，公司不存在重大未决诉讼。

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9月底，母公司资产总额2864.79亿元，所有者权益为287.00亿元，负债总额2577.79亿元；母公司资产负债率89.98%。2021年1—9月，母公司营业收入1007.28亿元，利润总额

-1.86亿元，投资收益0.74亿元。

九、结论

公司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，公司收入规模持续增加；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，公司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，联合资信也关注到公司经营压力较大，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公司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，公司原煤产量或将大幅增长，有助于巩固和强化公司的行业地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 晋能控股煤业集团有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	240.29	281.30	286.53	343.07
资产总额（亿元）	3443.66	3698.86	3888.26	3952.22
所有者权益（亿元）	731.13	838.50	888.81	874.71
短期债务（亿元）	1097.99	1283.46	1240.22	731.81
长期债务（亿元）	1227.03	1135.58	1242.06	1667.53
全部债务（亿元）	2325.02	2419.04	2482.28	2399.34
营业总收入（亿元）	1765.95	1903.73	1950.20	2055.33
利润总额（亿元）	19.11	24.77	22.23	51.29
EBITDA（亿元）	138.03	154.79	168.70	--
经营性净现金流（亿元）	139.70	82.52	65.41	202.91
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	100.80
营业利润率（%）	15.71	14.87	14.13	13.36
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	65.59
全部债务资本化比率（%）	76.08	74.26	73.63	73.28
资产负债率（%）	78.77	77.33	77.14	77.87
流动比率（%）	92.38	89.91	90.33	122.41
速动比率（%）	83.50	81.15	80.36	107.90
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	0.47
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 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；5. “--”表示不适用/无意义
 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 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 1-4-2 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 3 资产支持商业票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持商业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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

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，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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 2022 年度共赢供应链第一期 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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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 2022 年度共赢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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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 2022 年度共赢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 2022 年度共赢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 2022 年度共赢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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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 2022 年度共赢供应链第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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深圳象屿商业保理有限责任公司/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。