



# 2022年山西美锦能源股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年山西美锦能源股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
美锦转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 中证鹏元维持山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”或“公司”，股票代码“000723.SZ”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“美锦转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：2021 年公司焦炭产能规模进一步扩大，盈利能力提升，现金生成能力较好。同时中证鹏元也关注到，公司控股股东股权质押比例很高，公司业务面临一定的安全生产风险及环保压力，关联交易规模较大，面临的资金支出压力大，以及存在较大短期偿债压力和一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司焦炭产能规模较大且煤炭资源储量丰富，预计业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 16 日

## 联系方式

项目负责人：马琳丽  
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	302.91	294.05	253.13	196.40
归母所有者权益	130.83	124.24	100.08	81.68
总债务	-	59.56	75.16	53.13
营业收入	61.82	212.88	128.46	140.90
净利润	7.33	31.25	8.60	10.82
经营活动现金流净额	8.55	49.11	12.19	19.27
销售毛利率	24.03%	30.25%	21.32%	23.54%
EBITDA 利润率	-	27.96%	20.56%	18.55%
总资产回报率	-	15.84%	6.26%	9.06%
资产负债率	50.44%	51.42%	55.53%	52.75%
净债务/EBITDA	-	0.80	1.78	1.51
EBITDA 利息保障倍数	-	18.30	9.41	10.06
总债务/总资本	-	29.43%	40.04%	36.41%
FFO/净债务	-	88.95%	32.79%	22.82%
速动比率	0.42	0.41	0.56	0.63
现金短期债务比	-	0.39	0.51	0.39

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 优势

- **2021 年公司焦炭产能规模进一步扩大。**公司是国内主要的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源。2021 年公司焦炭业务完成产能置换，焦炭年产能为 715 万吨，产能规模进一步扩大。
- **2021 年公司盈利能力提升。**2021 年受益于焦炭价格大幅上涨，公司 EBITDA 利润率和总资产回报率表现较好，水平同比均有明显上升。
- **公司现金生成能力较好。**2021 年公司经营性现金流量（FFO）规模较大，现金生成能力较好，经营活动现金净流入规模明显扩大。

## 关注

- **公司控股股东股权质押比例很高。**截至 2022 年 4 月末，公司控股股东美锦能源集团有限公司（以下简称“美锦集团”）持有公司 45.83% 的股份，已质押股份占控股股东合计所持股份的 99.71%，占公司总股本的 45.70%，质押比例仍很高；此外美锦集团与长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞”）开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，公司、长城国瑞及相关资金方正与其他第三方就债权收购事项进行协商。
- **公司面临一定的安全生产风险和环保压力。**煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，近年环保政策趋严格，公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力，2022 年 4 月公司子公司美锦煤化工 180 万吨/年产能的焦炉关停并进行升级改造。
- **公司关联交易规模较大。**根据公司审计报告及 2021 年度报告，公司涉及的关联交易主要包括购销商品的关联交易合计 21.68 亿元。此外，涉及股权收购的关联交易 6.51 亿元。
- **公司在建项目面临的资金支出压力大，且未来收益尚待观察。**近年来公司在氢能领域和焦化业务板块投入均很大，在建项目数量多，尚需投资规模大，且未来收益情况尚待观察。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**2021 年末公司短期债务占总债务的比重高，速动比率和现金短期债务比表现均较弱。
- **公司存在或有负债风险。**截至 2021 年末，公司涉及多笔金额较大的诉讼案件，如判决结果对公司不利，将面临现金偿付风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	7		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	5		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	1		盈利状况	非常强

		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa+
调整因素	流动性	调整幅度	-2
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-29	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
美锦转债	35.90	35.90	2021-6-29	2028-04-20

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月20日发行6年期35.90亿元可转换公司债券，募集资金拟用于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）项目和补充流动资金。截至2022年4月27日，“美锦转债”募集资金专项账户余额为35.59亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。公司注册资本变更为4,270,271,048元。截至2022年3月末，美锦集团为公司控股股东，持股比例为45.83%。高反娥、姚俊良、姚俊杰、姚俊花、姚三俊、姚四俊、姚俊卿合计持有美锦集团100%的股权，为公司实际控制人。截至2022年4月末，公司控股股东美锦集团持有公司1,957,145,786股股份，占公司总股本的45.83%，累计质押股份合计1,951,545,442股，已质押股份占控股股东合计所持股份的99.71%，公司总股本的45.70%，质押比例仍很高。此外，美锦集团与长城国瑞开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，公司、长城国瑞及相关资金方正与其他第三方就债权收购事项进行协商。

**表1 截至2022年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）**

序号	股东	持股数量	持股比例
1	美锦能源集团有限公司	1,957,145,786	45.83%
2	证券行业支持民企发展系列之信达证券锦添1号分级集合资产管理计划	202,947,300	4.75%
3	香港中央结算有限公司	99,788,381	2.34%
4	博恩康源一号私募证券投资基金	26,310,000	0.62%
5	张武	18,000,000	0.42%
6	国泰中证煤炭交易型开放式指数证券投资基金	14,490,742	0.34%
7	王勇	13,899,600	0.33%
8	中证500交易型开放式指数证券投资基金	12,063,815	0.28%
9	富国中证煤炭指数型证券投资基金	10,629,805	0.25%
10	张德华	7,000,000	0.16%

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年公司两名监事由李友、朱锦彪变更为王宝英、朱晶晶，公司监事会主席变更为王丽珠。

2021年1月公司公告现金方式收购公司控股股东、实际控制人持有的山西美锦集团锦辉煤业（以下简称“锦辉煤业”）有限公司100%股权，本次交易最终交易价格为标的资产评估价值65,146.56万元，该项交易为同一控制下企业合并，构成关联交易。锦辉煤业主要经营煤炭开采，主要产品为无烟煤。

2021年4月22日，锦辉煤业100%股权过户至公司名下的工商登记变更手续办理完成，并纳入公司合并报表范围。

2022年5月，公司发布公告称，于2021年12月报名参与六枝特区佳顺焦化有限公司（以下简称“佳顺焦化”）破产重整程序，拟提供2.4亿元偿债资金，获取佳顺焦化剥离掉低效资产后的100%股权。佳顺焦化的经营范围主要为焦化产品、粉煤灰加气混泥土砌块砖的生产与销售，煤炭洗选及销售。同时公司与六枝政府签订了《投资协议》，公司拟在贵州六盘水市六盘水路喜循环经济产业园区落地投资建设煤-焦-氢综合利用示范项目，拟对其投资金额不超过45亿元人民币。目前重整计划已征得佳顺焦化债权人会议同意，重整计划（草案）已获六盘水中院裁定批准。

截至2021年末，公司纳入公司合并范围的子公司共40家，见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质

量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业及区域经济环境

**焦化行业将继续过剩产能化解之路，2021年焦炭产量保持稳定，主产地限产占比略有下降，预计向主产地集中的趋势不会改变**

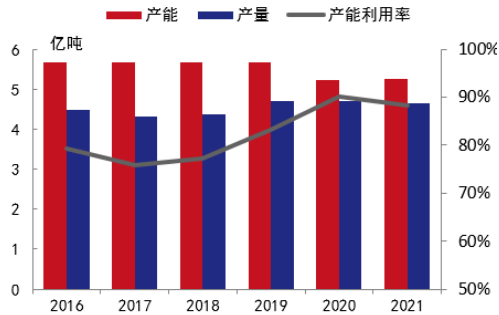
“十四五”发展规划明确将进一步化解过剩产能，提高产业集中度。在2016年《焦化行业“十三五”发展规划纲要》出台后，落后产能淘汰与置换成为焦炭行业主旋律，新增产能下降明显。一方面以山西为代表的主产省份，在淘汰4.3米焦炉和热回收焦炉的同时进行减量置换；另一方面以江苏、山东为代表的东部经济发达省份对当地焦化企业进行非置换性关停。根据《焦化行业“十四五”发展规划纲要》，“十四五”期间焦化生产企业需全部达到《焦化行业规范条件》要求（常规焦炉装备要求：《产业结构调整指导目录（2019年本）》发布前建设的顶装焦炉炭化室高度须 $\geq 4.3$ 米，捣固焦炉炭化室高度须 $\geq 3.8$ 米；发布后建设的顶装焦炉炭化室高度须 $\geq 6.0$ 米，捣固焦炉炭化室高度须 $\geq 5.5$ 米）；并进一步化解过剩产能，提高工艺流程和技术装备水平，提高产业集中度，行业发展基调进一步奠定。

2021年焦炭产量保持稳定，主产地限产导致集中度略有下降。2021年我国焦炭企业产能为5.25亿吨，较2020年略有增长。2021年上半年煤矿安全检查频繁开展，同时环保限产导致部分洗煤厂停产，叠加蒙煤和澳煤进口受阻的影响，炼焦煤供应略显紧张。下半年增产增供举措持续发力，焦炭产量有所回升。2021年焦炭全年产量4.64亿吨，同比略有下滑，但行业产能利用率整体仍保持高位。从国内焦化行业的地域分布来看，焦化行业主要布局在山西、陕西、内蒙古等煤炭主产区和河北山东辽宁等钢铁主产区。国内焦炭产量中约2/3来自独立焦化厂，约1/3来自钢焦联合企业。近年来落后产能退出和兼并重组也主要集中在山西、山东、河北、江苏等地。随着去产能与环保政策的推进，国内焦化产量的供应地区集中度有所提高，晋冀陕鲁蒙五大产区的产量合计占比由2016年的55%提升至2020年的59%，2021年因主产



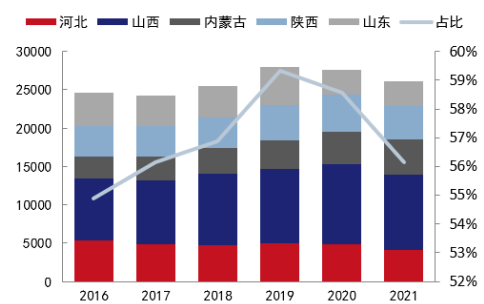
地限产占比略有下降，但预计向主产地集中的趋势不会改变。

**图 1 近年来新增焦炭产能逐步走低**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 2 五大主产区产量与合计占比**



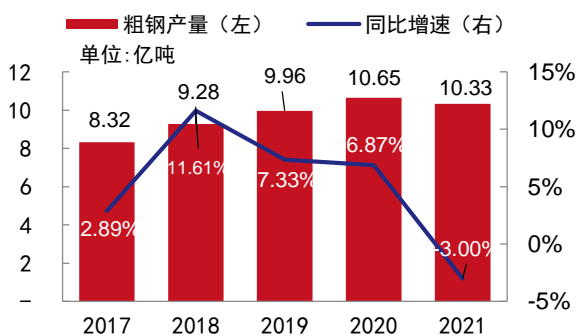
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 受限产政策影响，2021年下游粗钢产量负增长，钢铁行业盈利创历史新高，但行业面临持续减产压力

2021年受双碳背景下钢铁限产政策影响，国内粗钢产量近5年首次出现负增长，2021年实现产量10.33亿吨产量，同比减少3.00%。钢铁价格方面，2020年6月（SHFE活跃合约：螺纹钢）以来由3,565元/吨的价格逐步上升，2021年5月达到高点6,171元/吨，后持续高位波动，2021年10月以后价格迅速下降，但仍高于2020年价格水平。原材料方面，2021年全年四大矿山产量小幅增长，一季度国内受钢厂高开工预期影响，铁矿石价格持续高位震荡，三季度以来随着监管加剧以及钢厂大力度减产的落实，铁矿石紧平衡预期被打破，铁矿石价格持续下行。受上述供需因素影响，铁矿石价格（DCE活跃合约：铁矿石）全年波动剧烈，整体走势呈现前高后低，2021年末价格处于较低水平。2022年以来随巴西降雨、澳洲疫情等因素影响，四大矿山发货量同比下降，铁矿石价格有所回升。

行业盈利方面，受钢材价格攀升影响，行业效益显著上涨。据国家统计局数据，2021年全年黑色金属冶炼和压延加工业利润总额同比上涨72.07%，全年效益呈前高后低走势，钢铁行业效益创历史最高。据工信部数据，2021年重点统计企业利润总额3,524亿元，同比增长59.7%，创历史新高。

**图 3 粗钢产量增速逐年降低，2021 年负增长**



**图 4 2020 年 6 月以来螺纹钢价格不断攀升，铁矿石价格波动剧烈**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年4月19日，发改委发布《2022年粗钢产量压减工作进行研究部署》。提出为巩固好粗钢产量压减成果，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现2022年全国粗钢产量同比下降，行业将面临持续减产压力。

### 2021 年焦炭价格大幅上涨，随着下游钢铁行业面临压减压力，供应偏紧的局面会有所缓解，但价格中枢仍将处于高位

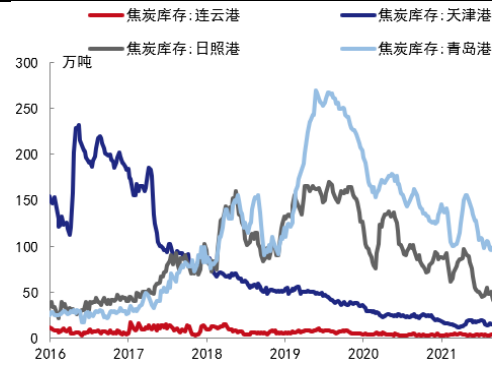
2021年以来焦炭价格增长幅度较大，预计后期存在向下调整压力。2021年焦炭价格开始快速增长，春节过后各类钢企限产政策文件频出，钢企库存回升，同时受前期焦企高负荷运行，库存有所提升等多重因素影响，焦炭价格有所回落，并在4月中旬触底反弹，2021年5月钢企开工积极，同时受4月环保督查影响，焦企限产明显，库存较低，焦炭价格逐步提升，三季度炼焦煤供应趋紧，炼焦煤价格大幅上涨，推动焦炭价格进一步提高，四季度焦炭价格快速回落，受下游钢材消费下滑影响，焦炭需求迅速收缩，同时成本端炼焦煤价格回落，焦炭价格持续下降。截至2021年末，山西产一级冶金焦天津港含税平仓价为2,810元/吨，较年内高点下降1,400元/吨。2022年以来，随着下游复产带动需求回升，成本端焦煤价格上涨等因素影响，焦炭价格波动上涨。在产业政策影响下，预计随着下游钢铁行业面临压减压力，供应偏紧局面会有所缓解，焦炭价格存在向下调整压力，但价格中枢仍将位于高位。

图 5 焦炭价格大幅增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 主要港口焦炭库存量波动下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售，拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链。从收入构成看，焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，2021年占营业收入的比重为98.79%。2021年来随着焦炭价格大幅上涨，公司营业收入实现显著增长。毛利率方面，2021年公司销售毛利率为30.25%，同比有所上升。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
焦化及副产品	210.27	30.47%	123.04	21.47%
其他	2.57	12.41%	5.39	18.05%
<b>合计</b>	<b>212.84</b>	<b>30.25%</b>	<b>128.43</b>	<b>21.32%</b>

资料来源：公司提供

**2021年公司焦炭业务完成产能置换，产能规模进一步扩大，顺利达产后公司的焦炭产能位于全国前列，但仍面临一定的安全生产风险和环保压力**

焦炭业务是公司的主要收入来源，公司拥有“煤-焦-气-化”完整的产业链，在市场上具有较强的竞争力。公司焦炭业务主要由位于山西的子公司山西美锦华盛化工新材料有限公司（以下简称“华盛化工”）、山西美锦煤化工有限公司（以下简称“美锦煤化工”）及位于唐山的唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）承担；煤炭生产业务由位于山西的子公司东于煤业、汾西太岳和锦富煤业承担，主要产品为贫瘦煤和瘦煤。2021年公司进行了产能置换，置换完成后，原山西美锦焦化有限公司（以下简称“焦化公司”）和山西美锦煤焦化有限公司（以下简称“煤焦化公司”）80万吨和160万吨产能均退出，置换后的华盛化工产能为385万吨。截至2022年3月末，公司焦炭产能达到715万吨，包括华盛化工385万吨、美锦煤化工180万吨以及唐钢美锦150万吨。

**表 3 截至 2022 年 3 月末公司拥有焦炉产能情况（单位：万吨）**

运营主体	装置及数量	产能	生产状态
华盛化工	7.65 米干熄焦	385	正常
美锦煤化工	6.7 米的干熄焦装置	180	正常
唐钢美锦	7 米的干熄焦装置	150	正常
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>715</b>	<b>-</b>

注：美锦煤化工180万吨/年产能焦炉于2022年4月关停并进行升级改造。

资料来源：公司提供

2021年公司焦炭总产量为562万吨，产能利用率为78.60%，其中美锦煤化工、唐钢美锦公司和华盛化工分别为162.56万吨、131.09万吨和268.35万吨，产能利用率分别为90.31%、87.39%和69.70%，唐钢美锦由于环保限产导致全焦产量同比有所减少，华盛化工产能利用率较低主要由于投产时间较短尚未完全达产。

**表 4 公司焦炭生产情况（单位：万吨）**

运营主体	2021		2020	
	产能	产量	产能	产量
美锦煤化工	180	162.56	180	162.77
煤焦化公司	-	-	160	133.99
唐钢美锦	150	131.09	150	151.79
焦化公司	-	-	80	60.26

华盛化工	385	268.35	-	34.88
<b>合计</b>	<b>715</b>	<b>562.00</b>	<b>570</b>	<b>543.69</b>

注：2020年华盛化工存在少量生产，其中包含部分煤焦化公司的产量。

资料来源：公司提供

**表 5 公司焦炭业务产销情况**

产品	指标	2021 年	2020 年
焦炭	产能（万吨/年）	715.00	570.00
	产量（万吨）	562.00	543.69
	销量（万吨）	575.12	560.45
	产能利用率（%）	78.60	98.85

资料来源：公司提供

公司主要产品中的煤炭、焦炭及相关化工产品等，受日益严格的环保法律和法规的监管。同时，近年来山西省人民政府办公厅先后印发了《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案的通知》《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》等一系列产业环保等政策。虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，投入建成完善的环保设施并正常运行达标排放，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保政策风险，且公司收到多次环保处罚，因此面临环保压力。2022年4月公司子公司美锦煤化工180万吨/年产能的焦炉关停并进行升级改造，预计建成投产时间需要6个月左右。

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性，且受到多次安检处罚，公司业务面临一定安全生产风险。

**随着产能增加及焦炭行情大涨，2021年公司焦炭业务“量价齐升”，产销率仍维持较高水平；但公司2021年销售集中度较高且关联交易规模较大**

公司焦炭及相关化工产品的销售主要由公司销售部负责，产品主要销往河北、东北、山东、天津等地。公司与河钢集团有限公司等长期、稳定的大型钢厂签署的合同大部分为年度合同，只有较少部分短期客户签署月度合同，化工产品主要销往周边企业。2021年，公司焦炭销量575.12万吨，同比有所增长，产销率为102.33%，仍然保持在较高水平。

定价方面，公司主要是根据市场变化，由供、需双方共同协商确定；销售业务人员根据实地考察、市场行情等实时了解市场情况，通过市场分析报告以及近期销售具体情况制定销售指导价格。2021年受市场行情大幅上涨，公司焦炭销售均价同比大幅上升58.10%。随着公司焦炭业务“量价齐升”，2021年公司焦炭业务收入同比增长70.90%。

**表 6 公司焦炭业务产销情况**

指标	2021 年	2020 年
----	--------	--------

销售量（万吨）	575.12	560.45
销售均价（元/吨）	2,752.75	1,741.13
产销率（%）	102.33	103.08

资料来源：公司提供

运输方面，公司销售产品的运输主要由公司负责，主要的运输方式是铁路运输，少部分产品由客户自提。公司拥有数百辆C70c型焦炭专用敞车，可用于焦炭的铁路运输，运输能力为600万吨/年，为公司销售服务质量提供较好保障，有利于公司销售费用控制和客户综合采购成本降低。销售区域来看，2021年华北地区是公司焦炭业务产品销售最主要的区域，销量占比为89.12%。

**表 7 公司焦化产品及副产品分区域销售情况（单位：亿元）**

区域	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
华北地区	189.72	89.12%	105.83	82.38%
东北地区	3.86	1.81%	7.33	5.70%
华东地区	14.14	6.64%	10.30	8.01%
华南地区	2.43	1.14%	4.01	3.12%
华中地区	0.48	0.23%	-	0.00%
西北地区	2.24	1.05%	1.00	0.78%

资料来源：公司2020-2021年度报告

销售集中度方面，公司焦炭销售前五大客户包括河钢集团有限公司及其关联方、山西美锦钢铁有限公司及其关联方和天津中诚能源科技有限公司等。2021年，公司前五大客户集中度为52.36%，近年来水平持续下降，但仍处较高水平。其中，山西美锦钢铁有限公司为公司关联方。根据公司审计报告及2021年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计21.68亿元，涉及股权收购的关联交易6.51亿元，公司关联交易规模大。

**表 8 公司前五大销售情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	销售金额	占比
2021年	1	河钢集团有限公司及其关联方	659,461.61	30.98%
	2	天津中诚能源科技有限公司	169,068.20	7.94%
	3	山西美锦钢铁有限公司及其关联方	160,167.22	7.52%
	4	天津恒华远大国际贸易有限公司及其关联方	73,390.24	3.45%
	5	山西瑞进程诚工贸有限公司	52,460.50	2.46%
		<b>合计</b>	<b>1,114,547.77</b>	<b>52.36%</b>
2020年	1	河钢集团有限公司及其关联方	525,369.77	40.90%
	2	山西美锦钢铁有限公司	162,290.12	12.63%
	3	山东中垠国际贸易有限公司	44,206.06	3.44%
	4	辽宁成大钢铁贸易有限公司	38,311.75	2.98%
	5	山西衡峰实业有限公司	28,500.52	2.22%

合计 **798,678.22** **62.17%**

资料来源：公司提供

**2021公司新增煤炭生产基地，原材料自给能力增强，但面临一定安全生产风险；前五大供应商整体较为稳定，但集中度仍较高**

公司焦炭业务生产成本主要包括原材料、人工、燃动力和制造费用，其中主要以原材料为主，2021年占比超过80%。

**表 9 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
直接材料	1,221,244.66	82.27%	791,898.78	78.37%
直接人工	58,628.53	3.95%	41,033.85	4.06%
制造费用	162,662.84	10.96%	135,253.25	13.39%
运费	41,896.66	2.82%	42,239.84	4.18%
<b>合计</b>	<b>1,484,432.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,010,425.71</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司焦炭生产的主要原材料包括主焦精煤、低硫瘦煤、中硫瘦煤等。公司拥有三大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业），为公司原材料供应提供了重要的支持。2021年公司向关联方现金收购了锦辉煤业100%股权，锦辉煤业设计产能90万吨/年，于2021年3月正式进入联合试运转，2021年4月已完成工商变更登记。截至2021年末，公司各原煤生产基地原煤地质储量合计70,135.53万吨，剩余可采储量63,872.39万吨。截至2021年末，公司原煤产能为630.00万吨/年，2021年产量为592.80万吨，产能利用率表现较好。

**表 10 公司拥有煤矿情况（单位：万吨）**

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
汾西太岳	沁源县灵空山镇畅村	76.96%	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	11,524.24	10,051.67
东于煤业	太原市清徐县西北	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	22,161.65	20,394.77
锦富煤业	清徐县东于镇六段地村	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	21,008.04	20,615.75
锦辉煤业	吕梁市交城县岭底乡圪垛村村北	100%	无烟煤	15,441.60	12,810.20
<b>合计</b>	-	-	-	<b>70,135.53</b>	<b>63,872.39</b>

资料来源：公司提供

**表 11 公司煤炭生产情况（单位：万吨）**

年份	产能	产量	产能利用率
2021年	630.00	592.80	94.10%
2020年	540.00	512.94	94.99%

资料来源：公司提供

公司外采的精煤主要包括主焦精煤及贫瘦精煤（含瘦精煤）等。原材料的采购主要由美锦（天津）

贸易发展有限公司负责，为集中采购模式。由于公司所在地区煤炭资源丰富，公司在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。结算支付方面，公司主要结算方式为先货后款方式，但由于近年原料煤价格有所上升，为保障煤炭及时供货、提前锁定采购交易价格，公司通常与长期合作的、信用好的原料煤供应商签订采购协议，提前预付部分采购款项；主要支付方式为电子承兑汇票。2021年公司对前五名供应商的合计采购额占原材料采购总额的59.42%，公司采购集中度占比较高，供应商整体比较稳定。

**表 12 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	序号	供应商名称	采购金额	占比
2021年	1	河钢集团有限公司及其关联方	327,973.60	23.96%
	2	山西长宏洗煤有限公司	163,150.84	11.92%
	3	山西鑫飞能源投资集团有限公司	119,184.59	8.71%
	4	介休市左则沟煤化厂	106,226.64	7.76%
	5	山西聚弘曜商贸有限公司	96,786.43	7.07%
			<b>合计</b>	<b>813,322.09</b>
2020年	1	河钢集团有限公司及其关联方	247,739.74	25.93%
	2	山西鑫飞能源投资集团有限公司	43,526.08	4.56%
	3	山西长宏洗煤有限公司	39,447.55	4.13%
	4	枣庄矿业集团矿业管理有限公司	37,279.59	3.90%
	5	阿拉善青吾煤炭有限公司	34,013.73	3.56%
			<b>合计</b>	<b>402,006.67</b>

资料来源：公司2020-2021年度报告、公司提供，中证鹏元整理

**近年来公司在氢能产业链进行布局，2021年整体收入规模不大；目前公司在建项目尚需投资规模大，面临的资金支出压力大，且未来能否实现预期收益有待观察**

公司其他业务主要为氢能业务，公司主营业务炼焦过程中释放的焦炉煤气中含有大量副产氢气，为提升产品附加值，以及公司产业转型需要，近年来公司重点发展氢能产业，在产业链上下游广泛投资布局。公司在氢能产业按照“一点、一线、一网、一平台、一中心”的总体规划进行布局，包括氢能源客车关键零部件之膜电极、燃料电池电堆、燃料电池动力系统，到客车整车、加氢站，以及生产煤焦过程中氢气的生产。2017-2018年，公司收购并控股了氢燃料电池客车企业佛山市飞驰汽车科技有限公司，作为公司氢能业务的切入点。目前，佛山市飞驰汽车科技有限公司已向市场销售氢燃料电池汽车近千辆。一线为燃料电池系统核心零部件上下游产业链，近年来公司参与投资了产业链相关的鸿基创能科技（广州）有限公司和广东国鸿氢能科技有限公司。一网系公司积极参与全国各地加氢站的建设，公司在全国拥有已投运加氢站数座，公司在三至五年内规划建设多座加氢站，形成基本覆盖全国主要经济区域的加氢网络。一平台指碳资产管理平台及氢能产业大数据平台，碳资产管理平台负责对美锦能源旗下传统能源板块碳排放量、氢能板块碳减排额度进行集约化管理，推动公司全产业减排工作。氢能产业大数据平台联动制氢厂、加氢站、氢气运输、燃料电池汽车运营等氢能全产业链运营大数据平台。一中心指氢能源汽车运营中心，以氢能源汽车运营为核心业务，与氢能源汽车产业链上下游伙伴通力合作，为政府、

企业和社会提供优质、清洁的新能源车辆资源，打造移动互联网+生态的绿色、5G智慧新能源平台。公司氢能业务收入主要来源于氢燃料电池车辆销售，2021年实现营业收入2.15亿元。

近年来，公司在氢能领域投入较大，在山西晋中、山东青岛、浙江嘉兴相继建设氢能产业园及配套项目，包括新能源商用车整车生产项目（青岛）、氢能产业核心装备项目（青岛）、科创孵化中心项目（青岛）等。公司在氢能领域在建项目较多，投资规模大，部分项目建设周期长，氢能源行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险。此外，受产能置换以及项目升级改造需求，近年来公司焦化产业投资规模较大，主要在建项目包括华盛化工新材料生产项目和煤化工焦化升级改造项目等。整体来看，公司在建项目数量多，尚需投资规模大，虽然部分项目有政府产业基金扶持，但面临的资金支出压力大。

**表13 公司重大在建项目情况（单位：亿元）**

业务	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
氢能业务	新能源商用车整车生产项目（青岛）	30.00	2.56	27.44	2022年
	氢能产业核心装备项目（青岛）	40.00	0.00	40.00	2023年
	科创孵化中心项目（青岛）	38.00	0.00	38.00	2025年
	氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）	15.02	2.07	12.95	2022年
	<b>合计</b>	<b>123.02</b>	<b>4.36</b>	<b>118.39</b>	-
焦化业务	华盛化工新材料项目	87.37	74.83	12.54	2021年
	煤化工焦化升级改造项目	14.84	4.92	9.92	2022年
	<b>合计</b>	<b>102.21</b>	<b>79.75</b>	<b>22.46</b>	-

注：华盛化工新材料项目，已于2021年末建设完成，尚需投资为未支付款项。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及公司2022年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2021年合并报表范围变化情况如下：

**表 14 通过同一控制下企业合并取得的子公司**

被合并方名称	企业合并中取得的权益比例	构成同一控制下企业合并的依据	合并日
山西美锦集团锦辉煤业有限公司	100.00%	同集团下	2021/4/22

资料来源：公司 2021 年审计报告

**表 15 通过非同一控制下企业合并取得的子公司**



被购买方名称	股权取得时点	股权取得比例	股权取得方式
兴县惠恒新能源有限公司	2021/9/29	100.00%	现金购买

资料来源：公司 2021 年审计报告

**表 16 通过设立或投资方式取得的子公司**

子公司名称	直接或间接投资比例	合并时间	取得方式
北京中氢环宇燕新氢能科技有限公司	70.00%	2021/1/19	通过设立或投资取得
山西美锦煤化工制氢有限公司	100.00%	2021/2/1	通过设立或投资取得
山西太岳煤业销售有限公司	76.96%	2021/2/9	通过设立或投资取得
氢美锦顺（青岛）股权投资合伙企业（有限合伙）	0.33%	2021/3/10	通过设立或投资取得
美锦氢扬（青岛）股权投资合伙企业（有限合伙）	100.00%	2021/3/12	通过设立或投资取得
洛阳美锦豫江能源贸易有限公司	100.00%	2021/3/25	通过设立或投资取得
青岛美锦氢能科技有限公司	100.00%	2021/4/12	通过设立或投资取得
海南美锦华睿国际贸易有限公司	100.00%	2021/6/24	通过设立或投资取得
山西省中阳县美锦煤炭贸易有限公司	100.00%	2021/6/24	通过设立或投资取得
山西美锦华耀新能源有限公司	51.00%	2021/6/25	通过设立或投资取得
飞驰汽车科技（宁夏）有限公司	51.20%	2021/6/29	通过设立或投资取得
锦华合盛（青岛）创业投资基金合伙企业（有限合伙）	0.02%	2021/8/12	通过设立或投资取得
山西省中阳县美锦煤炭能源有限公司	100.00%	2021/8/31	通过设立或投资取得
美锦碳资产运营有限公司	80.00%	2021/9/1	通过设立或投资取得
美锦气候壹号创业投资基金（三亚）合伙企业（有限合伙）	21.48%	2021/12/2	通过设立或投资取得
美锦海德利森（青岛）创业投资基金合伙企业（有限合伙）	75.00%	2021/12/10	通过设立或投资取得
山西中科美锦炭材料有限公司	98.49%	2021/12/21	通过设立或投资取得
山西美锦新能源汽车制造有限公司	63.56%	2021/12/28	通过设立或投资取得

注：公司为氢美锦顺（青岛）股权投资合伙企业（有限合伙）、锦华合盛（青岛）创业投资基金合伙企业（有限合伙）、美锦气候壹号创业投资基金（三亚）合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人，故将其纳入合并范围。

资料来源：公司 2021 年审计报告

山西炭美新材料科技有限公司于2021年5月注销；山西兴辉碳氢科技发展有限公司于2021年7月变更股东，变更后公司不再持有其股份；山西省中阳县美锦煤炭贸易有限公司、山西省中阳县美锦煤炭能源有限公司决议解散，目前正在办理注销程序。

## 资产结构与质量

2021年公司资产规模有所上升，公司为重资产企业，固定资产等非流动资产占比较大，受限资产规模较大，资产流动性较弱

随着公司利润累积以及同一控制下企业合并，2021年公司总资产规模大幅增长，截至2021年3月末为232.21亿元。公司资产以非流动资产为主，截至2021年3月末占比为76.66%，较2020年末上升6.30个百分点。

**表 17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.64	5.49%	14.91	5.07%	27.70	10.94%
应收账款	14.18	4.68%	14.29	4.86%	25.31	10.00%
应收款项融资	11.65	3.85%	9.38	3.19%	3.79	1.50%
其他应收款	2.08	0.69%	2.23	0.76%	1.68	0.66%
存货	17.44	5.76%	13.80	4.69%	7.94	3.14%
<b>流动资产合计</b>	<b>70.69</b>	<b>23.34%</b>	<b>65.37</b>	<b>22.23%</b>	<b>75.02</b>	<b>29.64%</b>
固定资产	156.73	51.74%	156.25	53.14%	92.13	36.39%
在建工程	16.67	5.50%	16.00	5.44%	45.69	18.05%
无形资产	39.28	12.97%	39.06	13.28%	26.77	10.58%
<b>非流动资产合计</b>	<b>232.21</b>	<b>76.66%</b>	<b>228.68</b>	<b>77.77%</b>	<b>178.11</b>	<b>70.36%</b>
<b>资产总计</b>	<b>302.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>294.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>253.13</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

截至2021年末，公司货币资金包括库存现金、银行存款以及其他货币资金，其中其他货币资金占比较高，主要为银行承兑保证金和信用证保证金。公司应收账款主要为焦炭业务应收货款，截至2021年末为14.29亿元，同比大幅下降，主要系公司加大回款力度。公司应收账款前五大客户主要包括河钢集团有限公司及其关联方和应收补贴资金。公司应收款项融资主要为银行承兑票据1.82亿元和已背书或贴现尚未终止确认的银行承兑票据7.56亿元。截至2021年末，公司其他应收款规模2.23亿元，主要由公司关联方清徐泓博污水处理有限公司借款以及保证金等构成。公司存货主要包括原材料、库存商品、委托加工物资和在产品，截至2021年末，公司存货规模13.80亿元，规模同比有所增长。

截至2021年末，公司固定资产156.25亿元，占总资产的比重为53.14%，主要为生产管理用的房屋建筑物、管道沟槽、机器设备和电子设备，规模同比大幅增长，主要系公司华盛化工新材料生产项目部分达到预定可使用状态而转入固定资产。截至2021年末，公司未办妥产权证书的固定资产账面价值5.46亿元，为办公楼、宿舍楼等房屋建筑物。2021年末，公司在建工程规模大幅下降，主要的在建工程为氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）、煤化工焦化升级改造项目和焦炉煤气制氢项目等，总投资规模较大，尚需投入资金规模较大。2021年末公司无形资产金额为39.06亿元，占总资产的比重为13.28%，主要为土地使用权、采矿权、专利技术和特许使用权，规模同比增加主要系公司购置了土地以及同一控制下企业合并新增了采矿权。

截至2021年末，公司资产中受限部分包括货币资金10.49亿元、应收账款0.06亿元、其他应收款0.63亿元、固定资产8.70亿元和无形资产3.96亿元，合计23.84亿元，占总资产的比重为8.11%，规模较大。

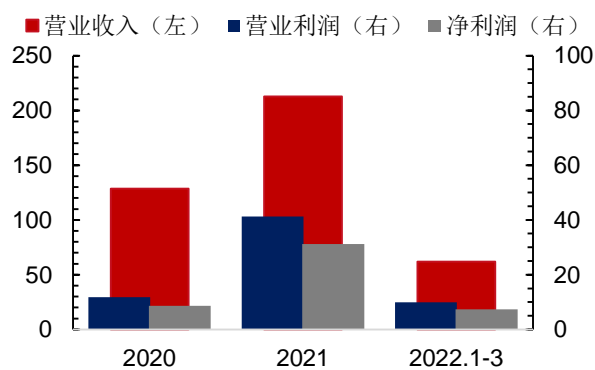
整体来看，公司为重资产企业，以固定资产、在建工程等非流动资产占比较大。此外，公司受限资产规模23.84亿元，规模较大，资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 2021年受益于焦炭价格大幅上涨，公司盈利能力水平明显提升

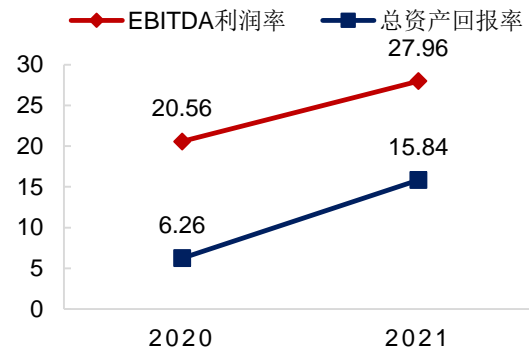
公司收入主要来源于焦化及副产品，2021年占营业收入的比重为98.79%。2021年来随着焦炭价格大幅上涨，公司营业收入实现显著增长，净利润也呈明显提升。毛利率方面，受益于焦炭市场行情较好，2021年公司销售毛利率为30.47%，同比上升9个百分点。2021年公司资产减值损失以及资产处置损失分别为3.12亿元和2.09亿元，此外随着华盛化工新材料等项目转入固定资产并计提折旧，对公司利润形成一定侵蚀。2021年公司EBITDA利润率为27.96%，公司总资产回报率为15.84%，盈利能力指标表现较好，且水平同比均有明显上升。2022年1-3月，公司实现营业收入61.82亿元，同比增长63.95%，公司实现净利润7.33亿元，盈利水平仍然表现较好。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

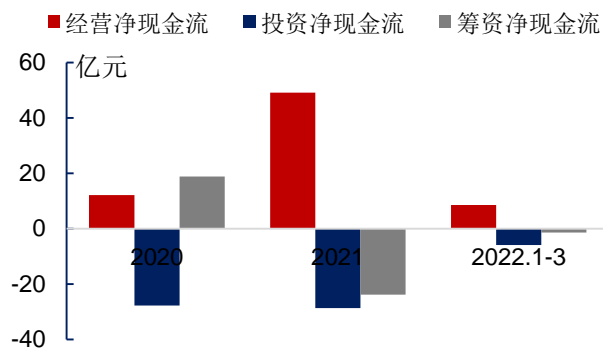
## 现金流

### 2021年公司现金生成能力表现较好，但在建项目尚需投资规模大，面临的资金支出压力大

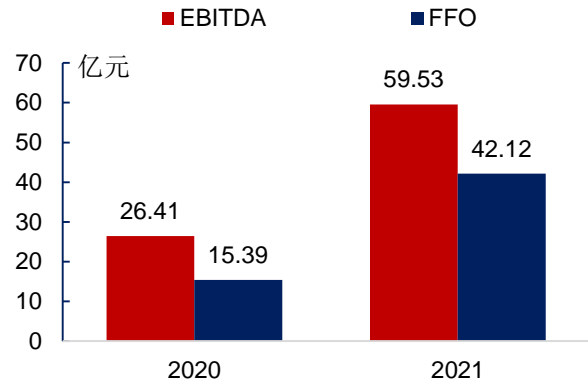
2021年公司经营性现金流量（FFO）为59.53亿元，规模较大，现金生成能力表现较好。2021年公司经营活动现金流净额为49.11亿元，净流入规模明显扩大。

2021年公司投资活动现金流量继续呈大规模净流出，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及收购子公司支付的现金。近年来公司包括募投项目在内的在建项目规模较大，数量较多，尚需投资规模大，面临的资金支出压力大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于公司借款，筹资活动现金流出主要为偿还贷款、同一控制企业合并子公司支付的款项，2021年公司筹资活动现金净流出23.83亿元。

**图 9 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

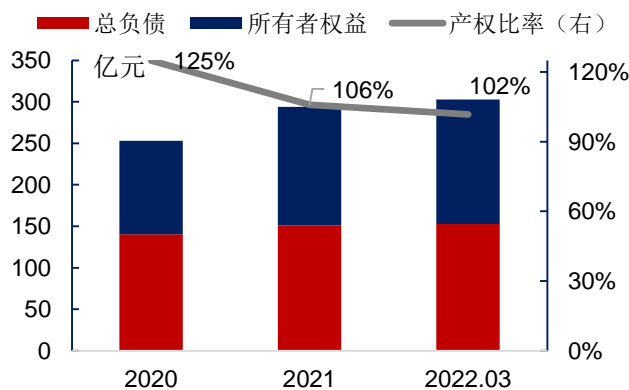
**图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

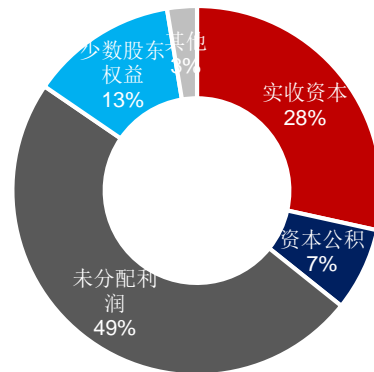
## 资本结构与偿债能力

### 2021 年公司总债务仍以短期债务为主，债务结构有待优化，面临较大的短期债务压力

随着公司利润的累积，公司所有者权益持续增长，截至 2021 年 3 月末为 150.12 亿元，产权比率为 102%，权益对负债的保障程度仍较弱。

**图 11 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

**图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

公司负债主要以流动负债为主，2022 年 3 月末占比为 83.80%。2021 年末公司短期借款主要为保证借款、保证+质押借款，规模不大。公司应付票据均为尚未结算的银行承兑汇票和商业承兑汇票。公司应付账款规模较大，主要为应付的工程款、货款和装卸费及其他。公司其他应付款近年来规模变动不大，主要由往来款和限制性股票回购义务构成。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、资源价款、售后回租和租赁负债。

公司非流动负债规模相对较小，截至 2021 年末，公司长期借款主要为保证+抵押+质押、保证借款等。

截至2021年末，公司长期应付款主要由售后回租款和资源价款构成。

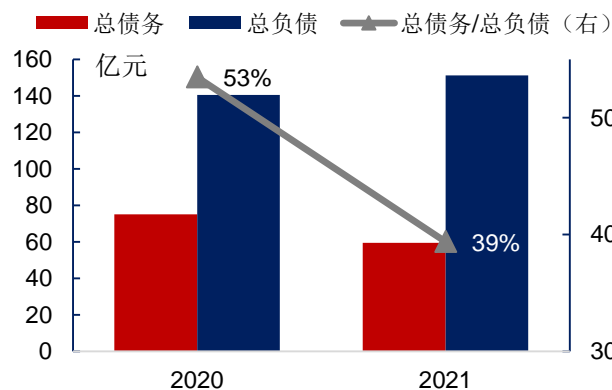
**表 18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.49	2.94%	3.69	2.44%	6.55	4.66%
应付票据	24.77	16.21%	26.85	17.76%	30.25	21.52%
应付账款	46.83	30.65%	44.04	29.13%	36.72	26.13%
其他应付款	11.87	7.77%	11.73	7.76%	10.01	7.12%
一年内到期的非流动负债	11.11	7.27%	11.70	7.74%	22.45	15.97%
<b>流动负债合计</b>	<b>128.04</b>	<b>83.80%</b>	<b>126.49</b>	<b>83.66%</b>	<b>120.65</b>	<b>85.83%</b>
长期借款	12.74	8.34%	13.58	8.98%	10.71	7.62%
长期应付款	1.98	1.30%	2.26	1.50%	2.97	2.11%
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.75</b>	<b>16.20%</b>	<b>24.71</b>	<b>16.34%</b>	<b>19.91</b>	<b>14.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>152.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>151.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>140.56</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

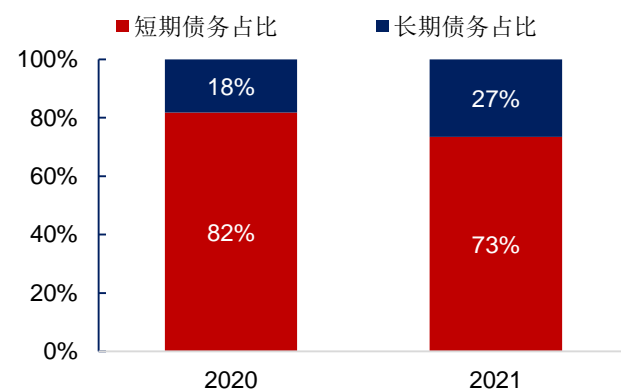
2021年末，公司总债务规模为59.56亿元，规模及占总负债的比重均有所下降。从结构来看，仍主要以短期债务为主，占比较高，债务结构有待优化。

**图 13 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

**图 14 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

从杠杆比率指标来看，截至2022年3月末，公司资产负债率为50.44%，变化不大。由于EBITDA水平大幅上升，2021年公司净债务/EBITDA以及EBITDA利息保障倍数表现均有所提升。截至2021年末，总债务/总资本为29.43%，总资本对总债务的覆盖程度较好。

**表 19 公司杠杆状况指标**

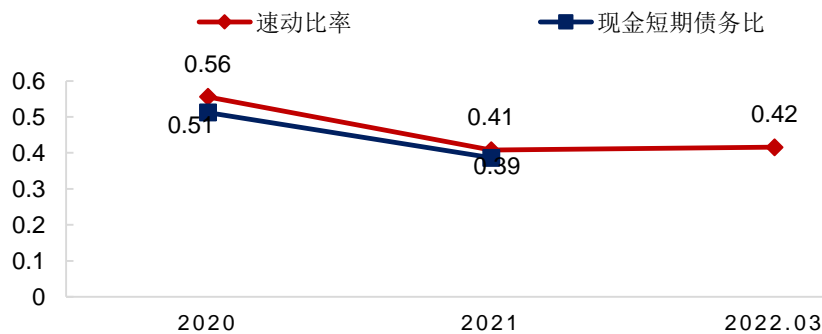
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	50.44%	51.42%	55.53%
净债务/EBITDA	-	0.80	1.78

EBITDA 利息保障倍数	-	18.30	9.41
总债务/总资本	-	29.43%	40.04%
FFO/净债务	-	88.95%	32.79%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

流动性比率方面，截至2021年末，公司速动比率和现金短期债务比分别为0.41和0.39，水平均较低，公司面临较大的短期偿债压力。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额合计1.34亿元，占净资产的比重不大，被担保方均为公司参股公司，且已提供反担保措施。

表 20 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
佛山市高明区氢裕公交客运有限公司	2,394.00	2021.4.26-2026.4.26	是
美锦国鸿（浙江）氢能科技有限公司	11,000.00	2021.10.26-2026.10.26	是
<b>合计</b>	<b>13,394.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

山西省晋中市中级人民法院于2018年6月29日作出《民事判决书》（（2018）晋07民终1234号）维持一审判决，即煤焦化公司支付原告晋中晋煤煤炭销售有限公司煤炭款22,189,530元，并承担利息损失（按年息6%计算，从2016年6月30日起按合同款445,190.07元计算利息付至欠款还清之日）。2019年5月

17日，山西省高级人民法院作出（2018）晋民申3322号《民事裁定书》，裁定：1、该案由本院提审；2、再审期间，中止原判决的执行。2021年1月8日收到高院（2020）晋民再68号《民事裁定书》，该案发回重审。根据公告内容，2022年3月28日开庭审理。由于该案为重组标的公司在重组交割前的诉讼事项，美锦集团出具承诺，如公司由于该诉讼案件发生的所有费用及损失由美锦集团承担。

亚联（香港）国际投资有限公司于2020年9月向河北省石家庄市中级人民法院提起诉讼，要求第三人唐钢美锦返唐唐山德盛煤化工有限公司150万吨/年的焦炭指标，或按市场价赔偿唐山德盛煤化工有限公司损失45,000万元，及赔偿唐山德盛煤化工有限公司固定资产折旧费损失23,747.64万元，被告河钢股份有限公司、唐山钢铁集团有限责任公司、煤焦化公司对返还焦炭指标或赔偿价款承担连带责任。2021年9月河北省石家庄市中级人民法院（（2020）冀01民初457号）对该案作出了裁定，驳回了原告亚联公司的起诉。亚联公司不服上述裁定提起上诉，2021年12月河北省高级人民法院对该案作出民事裁定（（2021）冀民终892号），裁定结果：撤销河北省石家庄市中级人民法院（2020）冀01民初457号民事裁定，指令河北省石家庄市中级人民法院审理该案，该裁定为终审裁定。截至到2022年3月末，该案尚待河北省石家庄市中级人民法院重新审理，尚未有生效判决。

整体来看，公司未决诉讼金额较大，面临或有负债风险

## 八、抗风险能力分析

公司是国内主要的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源。2021年公司产能规模进一步扩大；2021年受益于焦炭价格大幅上涨，公司EBITDA利润率和总资产回报率表现较好，且水平同比均有明显上升，经营性现金流量（FFO）规模较大，现金生成能力较好。

同时中证鹏元也关注到，截至2022年4月末，公司控股股东美锦集团已质押股份占其所持股份的比重为99.71%，质押比例仍很高；公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力；关联交易规模较大；在建项目面临的资金支出压力大，且未来收益尚待观察；公司面临较大的短期偿债压力，以及存在或有负债风险。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“美锦转债”的信用等级为AA-。

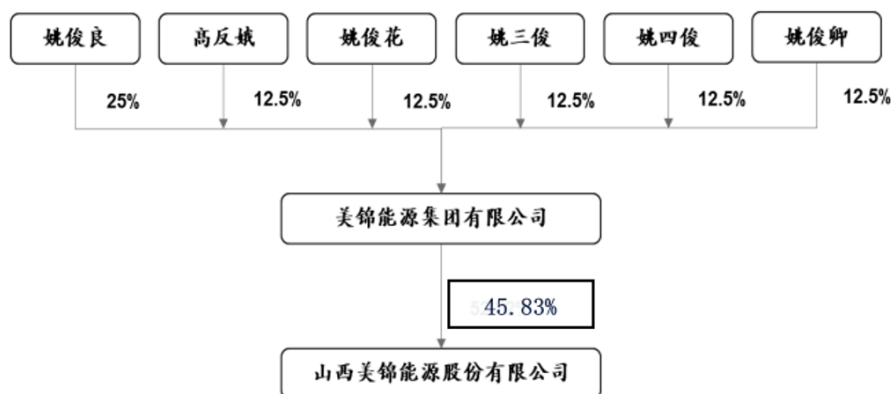
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.64	14.91	27.70	15.67
应收账款	14.18	14.29	25.31	19.33
流动资产合计	70.69	65.37	75.02	66.93
固定资产	156.73	156.25	92.13	91.98
无形资产	39.28	39.06	26.77	19.83
非流动资产合计	232.21	228.68	178.11	129.47
资产总计	302.91	294.05	253.13	196.40
短期借款	4.49	3.69	6.55	4.87
应付票据	24.77	26.85	30.25	16.70
应付账款	46.83	44.04	36.72	28.63
一年内到期的非流动负债	11.11	11.70	22.45	20.85
流动负债合计	128.04	126.49	120.65	89.45
长期借款	12.74	13.58	10.71	8.58
长期应付款	1.98	2.26	2.97	0.00
非流动负债合计	24.75	24.71	19.91	14.15
负债合计	152.79	151.20	140.56	103.61
总债务	-	59.56	75.16	53.13
归属于母公司的所有者权益	130.83	124.24	100.08	81.68
营业收入	61.82	212.88	128.46	140.90
净利润	7.33	31.25	8.60	10.82
经营活动产生的现金流量净额	8.55	49.11	12.19	19.27
投资活动产生的现金流量净额	-5.86	-28.67	-27.81	-9.42
筹资活动产生的现金流量净额	-1.34	-23.83	18.80	-8.42
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	24.03%	30.25%	21.32%	23.54%
EBITDA 利润率	-	27.96%	20.56%	18.55%
总资产回报率	-	15.84%	6.26%	9.06%
产权比率	101.78%	105.85%	124.87%	111.66%
资产负债率	50.44%	51.42%	55.53%	52.75%
净债务/EBITDA	-	0.80	1.78	1.51
EBITDA 利息保障倍数	-	18.30	9.41	10.06
总债务/总资本	-	29.43%	40.04%	36.41%
FFO/净债务	-	88.95%	32.79%	22.82%
速动比率	0.42	0.41	0.56	0.63
现金短期债务比	0.41	0.39	0.51	0.39

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

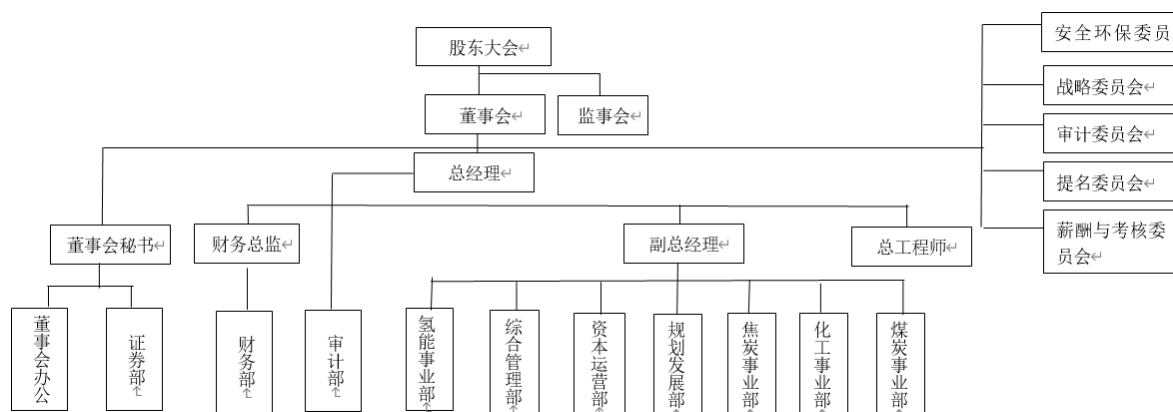


## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
山西美锦焦化有限公司	90.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西美锦华盛化工新材料有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西美锦煤化工有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司	55.00%	焦炭及化工产品生产销售
内蒙古美锦新能源有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西润锦化工有限公司	90.00%	化工产品生产销售
山西云锦天然气有限公司	100.00%	化工产品生产销售
山西汾西太岳煤业股份有限公司	76.96%	煤炭开采
山西美锦集团东于煤业有限公司	100.00%	煤炭开采
山西美锦集团锦富煤业有限公司	100.00%	煤炭开采
山西美锦集团锦辉煤业有限公司	100.00%	煤炭开采
佛山市飞驰汽车科技有限公司	51.20%	新能源汽车开发制造
山西美锦氢能科技有限公司	100.00%	新能源汽车及设备生产
青岛美锦新能源汽车制造有限公司	97.56%	新能源汽车及设备生产
佛山市飞驰新能源商用车有限公司	51.00%	新能源汽车及设备生产
山西美锦新能源汽车制造有限公司	63.56%	新能源汽车及设备生产
云浮锦鸿氢源科技有限公司	60.00%	加氢站建设及运营
佛山市锦鸿新能源有限公司	55.00%	加氢站建设及运营
山西示范区美锦氢源科技发展有限公司	100.00%	加气站建设及运营
山西美锦天然气有限公司	100.00%	加气站建设及运营
美锦能源（浙江）有限公司	100.00%	能源技术开发推广
山西中科美锦炭材料有限公司	98.49%	新材料技术开发推广
交城锦源环保科技有限公司	100.00%	环保服务
山西上德水务有限公司	75.00%	环保服务
珠海美锦嘉创资本投资有限公司	100.00%	投资管理
宁波梅山保税港区美锦美和投资管理有限公司	100.00%	投资管理
美锦嘉创（北京）资本管理有限公司	100.00%	投资管理
青岛美锦投资发展有限公司	100.00%	投资管理
青岛美锦嘉创投资管理有限公司	100.00%	投资管理
天津美锦国际贸易有限公司	100.00%	贸易
大连美锦能源有限公司	100.00%	贸易
山西美锦物资供应有限公司	100.00%	贸易
美锦（天津）贸易发展有限公司	100.00%	贸易
洛阳美锦豫江能源贸易有限公司	100.00%	贸易
海南美锦华睿国际贸易有限公司	100.00%	贸易

山西美锦华耀新能源有限公司	51.00%	贸易
北京美锦佳睿咨询服务有 限公司	100.00%	商务服务
美锦碳资产运营有限公司	80.00%	商务服务
佳富集团有限公司	100.00%	投资管理
优丽贸易有限公司	100.00%	投资管理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。