



# 山西焦煤能源集团股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0621 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	山西焦煤能源集团股份有限公司	AAA/稳定
--------------	----------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	22 焦煤 01	AAA
-------------	----------	-----

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于山西焦煤能源集团股份有限公司（以下简称“焦煤股份”或“公司”）煤炭资源禀赋优异、煤炭资源储量大幅增加、继续保持了较强的盈利及获现能力以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际关注到煤炭价格波动及电力板块存在一定经营压力等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，山西焦煤能源集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**煤炭价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；杠杆水平持续攀升，偿债指标明显弱化，流动性压力大幅提升等。

- |  |
|--|
| <b>正面</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司具备炼焦煤资源优势，煤炭资源禀赋优异</li><li>■ 跟踪期内，随着四座煤矿的并入，公司煤炭资源储量大幅增长</li><li>■ 跟踪期内，受益于煤炭价格的高位运行，公司保持了较强的盈利及获现能力</li><li>■ 公司为A股上市公司且拥有多重融资渠道，融资渠道畅通</li></ul> |
| <b>关注</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>■ 煤炭价格波动较大对公司盈利稳定性的影响</li><li>■ 受煤炭价格维持高位影响，公司电力板块成本高企，存在一定的经营压力</li></ul>   |

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn  
项目组成员：李 克 kli@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(027)87339288

## 财务概况

焦煤股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	709.79	934.99	957.38	984.38
所有者权益合计（亿元）	217.40	344.93	430.87	465.66
负债合计（亿元）	492.40	590.06	526.51	518.71
总债务（亿元）	212.68	205.77	153.72	151.62
营业总收入（亿元）	337.57	541.70	651.83	147.52
净利润（亿元）	22.02	71.04	132.34	30.79
EBIT（亿元）	38.56	113.99	192.12	--
EBITDA（亿元）	68.64	156.36	232.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	52.42	149.72	169.15	46.38
营业毛利率（%）	26.24	34.75	42.20	41.10
总资产收益率（%）	5.43	13.86	20.30	17.27*
EBIT 利润率（%）	11.42	21.04	29.47	--
资产负债率（%）	69.37	63.11	54.99	52.69
总资本化比率（%）	49.45	37.37	26.30	24.56
总债务/EBITDA（X）	3.10	1.32	0.66	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.19	16.93	10.59	--
FFO/总债务（X）	0.29	0.61	1.21	--

注：1、中诚信国际根据焦煤股份提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2020 年审计报告，经立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2021、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	原煤产量（万吨）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）
焦煤股份	4,385	651.83	132.34	957.38	54.99
淮北矿业	2,290*	692.25	71.39	840.35	54.78
平煤股份	3,030	360.44	61.81	741.57	66.59

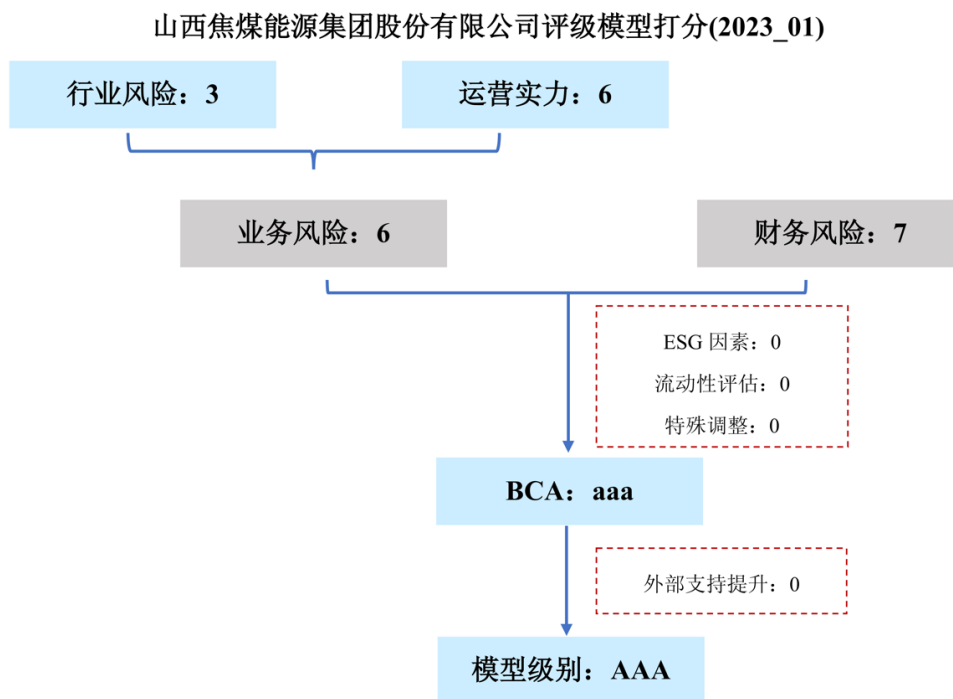
**中诚信国际认为，焦煤股份具有较强的核心资源优势，得益于较高的产品附加值，公司的盈利能力处于同行业较高水平；公司的资产规模高于平煤股份和淮北矿业，但收入规模低于淮北矿业；公司债务负担相对较轻，资产负债率低于平煤股份，略高于淮北矿业。**

注：“淮北矿业”为“淮北矿业控股股份有限公司”简称；“平煤股份”为“平顶山天安煤业股份有限公司”简称；标\*数据为商品煤产量。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债 项评级 结果	上次评级时间	发行金 额（亿 元）	债项余 额（亿 元）	存续期	特殊条款
22 焦煤 01	AAA	AAA	2022/06/21	20.00	20.00	2022/1/5~2027/1/5（3+2）	附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000\_2022\_05

### ■ 业务风险:

焦煤股份属于煤炭行业，因具有强周期属性，中国煤炭行业风险评估为中等；焦煤股份资源禀赋较强，竞争实力突出，原煤年产量较高，营业总收入规模大，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险:

焦煤股份财务杠杆水平较低，总资产收益率水平较高，盈利及获现情况较好，偿债能力有所提升，财务风险评估为极低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对焦煤股份个体基础信用等级无影响，焦煤股份具有aaa的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和极低的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司控股股东山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）是山西省省属的大型煤炭企业，也是目前国内规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，作为焦煤集团旗下最重要的运营主体和上市平台之一，公司战略地位突出，在资产、资源配置等方面持续得到控股股东的大力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“22 焦煤 01”发行总额为 20.00 亿元，募集资金全部用于偿还公司有息债务，募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，受“双碳”政策、能耗双控以及随后经济复苏拉动等多种因素影响，全国煤炭消费增速呈现波动变化态势；短期来看，为保障国内经济稳定发展，平抑国际能源价格大幅波动带来的负面影响，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将保持在较低水平。



近年来，受供需变化影响，煤炭价格出现了大幅上涨后快速回落的变化走势，特别是 2021 年以来煤炭价格始终处于相对较高水平，带动行业整体盈利水平提升，财务杠杆亦有所优化。短期内，在增产保供、经济稳增长及交易强监管的大背景下，煤炭产量将逐步释放、需求仍有所支撑、价格或将在相对高位震荡，但需关注国际能源价格波动、政策调整等不确定性因素对行业整体信用水平的影响。

详见《中国煤炭行业展望，2022 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9632?type=1>

**中诚信国际认为，焦煤股份作为国内重要的煤炭生产企业，煤炭储量丰富且煤种优质，受益于新并购优质矿井，近年来煤炭产销量均大幅度增长；同时，受益于煤炭价格高位运行，公司盈利能力显著增强，但同时也应当关注到煤化工及电力业务潜在的经营压力。**

**跟踪期内，受煤矿收购完成影响，公司煤炭资源储量大幅增加，可采储量充足；公司具有天然的炼焦煤资源优势，煤质煤种优良；**

公司主要开采的煤田地处国家大型煤炭规划基地的山西省太原、吕梁地区，具有天然的炼焦煤资源优势。所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，并且煤种齐全。目前公司煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，属优质炼焦煤品种，是稀缺、保护性开采煤种，是大型炉焦用煤的理想原料。

2021 年 8 月至 2022 年 11 月间，公司与山西焦煤集团有限责任公司、李金玉和高建平签订关于华晋焦煤有限责任公司（以下简称“华晋焦煤”）和山西华晋明珠煤业有限公司（以下简称“明珠煤业”）的股权转让协议以及补充协议，公司以发行股份和支付现金的方式购买华晋焦煤 51% 的股权和李金玉、高建平持有的明珠煤业 49% 的股权，交易完成后公司持股华晋焦煤 51% 股权，成为华晋焦煤的控股股东，通过华晋焦煤间接持有明珠煤业 51% 的股权，直接持有明珠煤业 49% 的股权。2022 年 12 月 29 日，公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准山西焦煤能源集团股份有限公司向山西焦煤集团有限责任公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2022]3240 号），华晋焦煤成为公司的控股子公司。受益于该收购事宜，跟踪期内公司新增 4 座煤矿，分别为沙曲一矿、二矿、吉宁煤业和明珠煤业<sup>1</sup>，截至 2022 年末，公司共拥有 17 座矿井，其中：在产矿井 16 座，在建矿井 1 座；煤炭资源储量 66.00 亿吨，较 2021 年末增加 22.85 亿吨，核定年产能 4,890 万吨。

表 1：截至 2022 年末公司主要矿井情况（万吨/年）

矿井	主要煤种	核定产能
西铭矿	贫煤、贫瘦煤、瘦煤	360
西曲矿	焦煤、瘦煤	400
镇城底矿	焦煤、肥煤	190
马兰矿	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤	360
兴县斜沟矿	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	1,500
登福康矿	焦煤	60
生辉煤业	肥煤	90
义城煤业	焦煤	60

<sup>1</sup> 华晋焦煤持有沙曲一矿、二矿 100% 股权，持有吉宁煤业和明珠煤业各 51% 股权。

鸿兴煤业	1/3 焦煤	60
光道煤业	肥煤、1/3 焦煤	120
圪堆煤业	--	60
水峪煤业	焦煤	400
腾辉煤业	贫瘦煤	120
沙曲一矿	焦煤、瘦煤、肥煤	450
沙曲二矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	270
吉宁煤业	贫瘦煤、贫煤	300
明珠煤业	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	90
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>4,890</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司吨煤生产成本保持较低水平；受新并购矿井影响，公司煤炭销售量大幅增加，精煤销售占比上升；公司煤炭产品主要供应下游钢厂，产品品质较高，具有较强的市场竞争力。**

吨煤成本方面，2022 年，受材料成本及其他成本小幅下降影响，公司吨煤生产成本同比小幅下降。2023 年一季度，受公司其他成本下降影响，吨煤生产成本继续下降。由于开采条件较好，公司煤炭生产成本近年来保持相对较低水平，成本优势显著。

**表 2：公司吨煤生产成本情况（元/吨）**

	2020	2021	2022	2023.1-3
材料	15.67	25.63	20.88	22.78
燃料、动力	9.46	10.57	10.87	13.46
人工成本	75.37	89.09	89.87	97.39
折旧及摊销	18.36	19.49	22.62	29.35
其他成本	72.95	90.28	84.48	55.22
<b>合计</b>	<b>191.81</b>	<b>235.06</b>	<b>228.72</b>	<b>218.20</b>

注：其他成本包括安全费用、维简井巷费用、资源费、环境恢复治理费用等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销量方面，受公司新收购矿井影响，2022 年公司煤炭销量同比增加 12.05%。公司煤炭产品以焦精煤和洗混煤为主，其中精煤销量占比较高，因公司新收购矿井的煤种以精煤为主，带动公司当期精煤销量规模同比大幅提升。销售价格方面，2022 年以来，受下游需求回暖影响，公司煤炭销售价格大幅上升，煤炭业务继续保持很强的盈利能力。

**表 3：近年来公司煤炭销售情况（万吨、元/吨）**

	2020	2021	2022	2023.1-3
焦精煤	521	445	732	174
肥精煤	353	364	385	89
1/3 焦精煤	0	0	0	1
瘦精煤	204	266	373	84
贫瘦精煤	0	0	0	6
气精煤	349	420	347	65
喷吹煤	0	0	8	0
原煤	228	213	103	11
洗混煤	1,076	1,006	1,105	241
煤泥	107	157	164	18
<b>总销量</b>	<b>2,838</b>	<b>2,871</b>	<b>3,217</b>	<b>689</b>
<b>商品煤销售均价</b>	<b>624.74</b>	<b>892.36</b>	<b>1,271.26</b>	<b>1,270.72</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售区域涉及东北、华北、华中、华东以及华南地区。目前，公司销售渠道稳定，主要客户以包括首钢、山西省电力公司等在内的国内大型钢铁、电力及焦化企业为主，公司与主要客户间



保持紧密型战略合作伙伴关系，账期基本在 1 个月以内。公司前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额比例为 8.40%，占比不高。

煤炭运输方面，公司以铁路运输为主。随着兴县斜沟矿井配套项目晋兴苛瓦铁路与瓦日线实现了互联互通，为公司外运增加了新的南下通道。

表 4：2022 年公司前五大客户情况（亿元、%）

客户名称	销售收入	占年度销售总额比例
首钢集团有限公司	130.07	19.95
山西焦煤集团及其子公司（不含山焦西山）	42.30	6.49
国网山西省电力公司	43.81	6.72
国家电网华北分部	21.10	3.24
山焦西山及其子公司	12.44	1.91
合计	249.70	38.31

注：“山焦西山”为“西山煤电集团有限责任公司”简称，为与公司受同一母公司控制的关联方；  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司原煤生产规模大幅增加并保持了一定的规模优势，精煤产量增加，产品结构进一步优化。**

煤炭生产方面，随着新并购矿井带来的煤炭产能增加，2022 年公司原煤产量同比大幅上升 22.86%，全年原煤产量 4,385 万吨，保持了一定的规模优势。同时，由于并购矿井的洗精煤产量较高，公司洗精煤产量上升 25.98%，洗精煤占比由 2021 年的 40.77% 小幅上升至 41.80%，产品结构持续优化。

表 5：近年来公司煤炭生产及洗选情况（万吨、%）

	2020	2021	2022	2022.1-3
原煤产量	3,544	3,569	4,385	1,164
洗精煤产量	1,436	1,455	1,833	481

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司焦化产品生产规模保持稳定，产品价格有所上升；受煤炭价格较高影响，公司电力业务仍存在一定的经营压力。**

公司焦化业务的运营主体为山西西山煤气化有限公司（以下简称“西山煤气化”）和唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司（以下简称“京唐焦化”）。截至 2022 年末，公司拥有 480 万吨/年的焦炭产能。

2022 年，公司焦炭销量小幅下降、焦油产销量整体保持稳定，由于钢铁企业需求显著回升，焦炭及焦油价格大幅上升，且保持在较高水平；2023 年一季度，公司焦炭及焦油产品价格仍然维持高位。

表 6：近年来公司主要焦化产品产销情况（万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

产品	指标	2020	2021	2022	2022.1-3
焦炭	产量	435	415	410	101
	销量	440	412	419	100
	销售均价	1,678	2,541	3,046	2,855
焦油	产量	13	14	13	3
	销量	13	14	13	3
	销售均价	1,968	3,376	4,813	4,742

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司电力业务的运营主体主要包括山西兴能发电有限责任公司（以下简称“兴能发电”）、古交西山发电有限公司（以下简称“古交发电”）、武乡西山发电有限责任公司（以下简称“武乡发电”）和山西西山热电有限责任公司（以下简称“西山热电”）。截至 2022 年末，公司总装机容量为 447.00 万千瓦。公司电厂运行所用燃煤基本由公司及焦煤集团内部单位供应，可以保证供应的充足和稳定。

表 7：近年来公司电力业务经营情况

	2020	2021	2022	2023.1-3
装机容量（万千瓦）	447	447	447	447
发电量（亿千瓦时）	206	207	215	58
上网电量（亿千瓦时）	190	191	200	53
机组平均利用小时数（小时）	4,609	4,631	4,810	1,298
平均售电价格（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.33	0.33
单位售电煤耗（克/千瓦时）	319	315	316	315

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

发电量方面，2022 年，随着经济运行稳步复苏带动用电量有所增加，公司利用小时数及发电量呈小幅增长态势，但受煤炭价格维持高位影响，公司电力板块成本高企，发电业务出现亏损，存在一定的经营压力，但同 2021 年相比，亏损幅度明显收窄，部分发电业务子公司扭亏为盈。

表 8：公司下属发电主体财务概况（亿元）

	2021 年营业收入	2021 年净利润	2022 年营业收入	2022 年净利润
兴能发电	30.90	-9.72	31.47	-1.45
古交发电	17.61	-1.75	22.70	0.08
武乡发电	10.89	-7.90	17.44	-1.98
西山热电	1.66	-1.83	1.75	-1.54

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**公司主要在建项目覆盖煤炭、电力、建材等板块，面临一定的资本支出压力。**

截至 2022 年末，公司在建矿井主要为晋兴斜沟大井及配套洗煤厂。同期末，公司其他主要在建项目包括电力板块古交发电低热值煤热电项目、建材板块的新建水泥项目等，未来尚需一定投资。

表 9：2023 年公司生产经营投资计划（亿元、%）

项目名称	预算数	累计投入占预算比例	工程进度
晋兴斜沟大井及洗煤厂	71.33	165.05	95.00
岢瓦铁路万吨改造	8.40	101.67	100.00
华通水泥-新建水泥项目	12.40	76.89	95.00
60 万吨焦化改扩建古交市气源替代工程	8.82	120.86	95.00
古交发电-2*66 万千瓦低热值煤热电项目	55.70	82.59	84.37
临汾能源-西山圪堆 60 万吨技改工程	3.42	178.77	99.00
临汾能源光道基本建设项目	5.60	70.20	99.00
奥隆超低排放项目	0.48	92.10	92.00
焦化一期新增备用脱硫项目（技改 2021-08）	0.83	67.68	67.68
CD 焦炉脱硫脱硝系统备用脱硫工程	0.50	56.20	56.20
AB 焦炉脱硫脱硝系统备用脱硫工程（技改 2022-01）	0.50	52.66	52.66
离柳职工公寓楼内工程的完善及修复工程	3.26	73.28	80.00
龙瑞苑写字楼 A 座	0.50	57.72	57.72

10 号煤一采区开采项目	1.00	66.33	98.00
年产 180 万吨沙石骨料成产线及年产 30 万吨干混砂浆成产线建筑项目	1.68	76.86	76.86
三采区回风巷	0.41	62.51	62.51
<b>合计</b>	<b>174.83</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，公司盈利能力受益于煤价上涨及华晋焦煤的并入持续增强，近年来债务规模不断压降，财务杠杆水平降低；公司经营获现能力较强且流动性充足，为债务的还本付息提供一定支持。

*跟踪期内，公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，受益于煤炭产品价格的提升以及华晋焦煤的并入，盈利能力大幅提高。*

2022 年，受益于煤炭价格的大幅上涨和收购华晋焦煤的影响，公司煤炭业务量价齐升，煤炭业务收入同比大幅增加；焦化业务收入受用户市场需求回升、产品销量及价格增长等因素影响亦小幅增长；公司电力热力业务收入有所上升。整体来看，公司营业总收入同比大幅增加。

表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	177.30	44.33	256.34	56.73	415.00	67.04
焦化	87.13	5.47	121.66	3.47	148.72	-1.96
电力热力	57.81	5.09	58.70	-29.32	72.12	-2.08
其他	15.33	13.42	16.15	14.20	15.99	7.75
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>337.57</b>	<b>26.24</b>	<b>452.85</b>	<b>29.75</b>	<b>651.83</b>	<b>42.20</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

毛利率方面，由于华晋焦煤主要产品为较为优质的炼焦精煤，毛利率水平较高，叠加煤炭价格维持高位影响，跟踪期内公司煤炭业务毛利率亦同步大幅上升；焦化业务盈利水平受原料煤采购价格上升影响同比有所下降，毛利率由正转负；而电力业务 2022 年亏损幅度大幅收窄。

表 11：2022 年华晋焦煤相关财务指标（亿元）

	2022
营业收入	91.65
净利润	28.02
经营活动现金流量	27.97
流动资产	84.15
非流动资产	165.42
资产合计	249.57
流动负债	60.50
非流动负债	75.24
负债合计	135.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，受销售结构优化调整影响，2022 年销售费用同比进一步下降；受有息债务利息费用减少影响，财务费用同比有所下降；公司管理费用和研发费用同比小幅增加。总体来看，2022 年公司期间费用率小幅下降，整体处于较好水平。

利润方面，2022 年，受煤炭及焦炭价格大幅上升并维持高位影响，公司经营性业务利润大幅增

加，保持了很强的盈利能力，投资收益亦对公司利润总额形成一定补充。公司利润总额大幅增长带动 EBITDA 利润率同步增长，同期总资产收益率亦显著提升。

2023 年一季度，煤炭及焦炭价格继续高位运行和期间费用率的下降使得公司经营性业务利润仍保持较高水平，带动公司利润总额维持高位，公司继续保持较强的盈利能力。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1-3
销售费用	4.37	4.43	4.15	0.89
管理费用	25.06	31.15	35.43	7.93
研发费用	3.83	8.58	12.23	0.82
财务费用	8.87	14.93	11.56	2.16
期间费用合计	42.12	59.09	63.37	11.80
期间费用率	12.48	10.91	9.72	8.00
经营性业务利润	32.52	101.03	179.63	41.24
投资收益	1.32	3.59	3.47	0.68
利润总额	31.09	102.56	180.04	41.71
EBITDA 利润率	11.42	21.04	29.47	--
总资产收益率	5.43	13.86	20.30	17.27

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告期初数，已经追溯调整收购华晋焦煤事件的财务影响。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，受长短期借款到期偿还影响，公司负债规模小幅下降；受益于较强的盈利能力和权益规模的持续增加，公司财务杠杆水平降低。**

公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产。2022 年，随着部分在建工程逐步完工转固，期末在建工程同比小幅减少，固定资产及无形资产同比亦小幅下降。流动资产方面，2022 年末货币资金同比大幅增加主要系当期盈利能力显著增强，煤炭销售回款现金增加所致。2022 年，随着长短期借款的逐步偿还，期末负债水平有所下降。

所有者权益方面，受益于未分配利润的增长和华晋焦煤的并入，公司权益较 2021 年末大幅增加。2023 年一季度，公司保持了较强的盈利水平，未分配利润的积累带动期末所有者权益规模进一步上升。受益于负债规模的下降和所有者权益规模的上升，2022 年末公司资产负债率水平下降 8.12 个百分点至 54.99%，2023 年以来，公司财务杠杆水平继续下降。

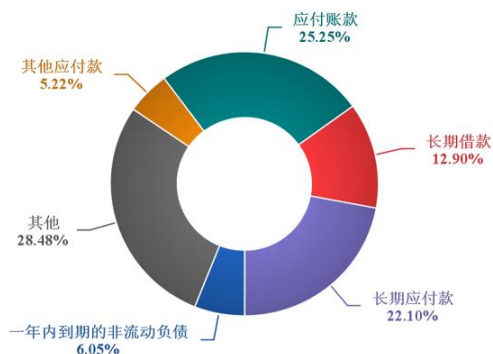
表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	49.87	99.34	175.91	201.95
固定资产	337.25	399.86	377.36	370.52
在建工程	37.65	33.89	32.79	32.86
无形资产	124.89	220.64	216.64	215.41
短期借款	49.04	26.67	17.26	18.27
应付票据	46.84	28.10	15.07	18.62
一年内到期的非流动负债	34.73	50.08	31.86	28.70
长期借款	75.60	97.84	67.91	63.66
资产总计	709.79	934.99	957.38	984.38
负债合计	492.40	590.06	526.51	518.71
未分配利润	133.54	181.60	233.09	257.79
所有者权益合计	217.40	344.93	430.87	465.66
资产负债率	69.37	63.11	54.99	52.69

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告期初数，已经追溯调整收购华晋焦煤事件的财务影响。

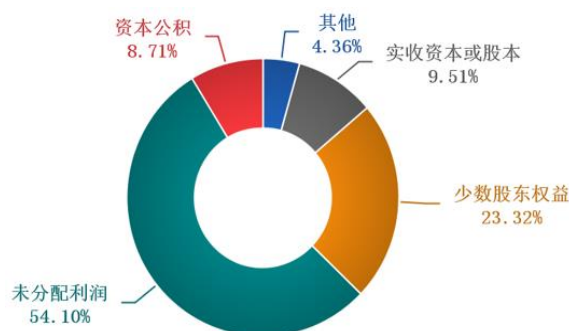
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营性现金净流入稳定增长，可以有效覆盖偿债压力，良好的盈利获现能力为债务偿还付息提供保障；此外，公司较好的流动性和多重内外部融资渠道为债务偿还续接提供支撑。**

公司经营获现能力很强，2022 年以来随着煤炭市场的回暖和煤炭价格的持续高位运行，经营活动产生的净现金流稳定增加，受销售煤炭收到的现金增加影响，货币资金余额亦较大幅度增长，公司流动性保持充足；投资活动方面，2021 年公司支付取得子公司现金款，2022 年无此因素，现金净流出规模减少；筹资活动方面，2022 年公司偿还借款现金流出增加，取得借款现金流出减少，现金净流出继续增加。

2022 年公司债务偿还较多，年末短期债务规模大幅下降，带动总债务规模下降，同时短期债务规模占比下降，债务结构有所优化；偿债能力方面，公司良好的现金流和持续增长的盈利能力为债务还本付息提供保障，经营活动净现金流及 EBITDA 对利息的保障倍数持续增加，整体来看，公司偿债能力进一步提升。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	52.42	149.72	169.15	46.38
投资活动产生的现金流量净额	-49.74	-55.76	-17.65	-9.09
筹资活动产生的现金流量净额	-23.67	-59.14	-89.87	-5.99
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.26	16.21	7.71	--
EBITDA 利息保障倍数	8.19	16.93	10.59	--
FFO/总债务	0.29	0.61	1.21	--
总债务/EBITDA	3.10	1.32	0.66	--
货币资金/短期债务	0.38	0.95	2.74	3.08
短期债务	130.61	104.84	64.19	65.59
总债务	212.68	205.77	153.72	151.62
短期债务/总债务	61.41	50.95	41.76	43.26
总资本化比率	49.45	37.37	26.30	24.56

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告上年数，已经追溯调整收购华晋焦煤事件的财务影响。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计 84.07 亿元，占期末总资产的 8.78%，主要为票据和信用证保证金、环境治理基金和抵押贷款的固定资产等；同期末，公司无对外担保情况，无重大未决诉讼。



**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月 19 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，公司在煤炭市场仍保持其市场份额，产销量保持稳定。
- 2023 年煤炭市场价格保持合理水平，公司煤炭产品平均销售价格较上年略有下降。

### 预测

表 15：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	37.37	26.30	18.00~25.00
总债务/EBITDA	2.00	0.66	0.66~0.75

资料来源：公司审计报告及中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性较好，随着盈利能力的增长，未来一年流动性来源对流动性需求能够形成一定覆盖。**

公司经营获现能力强，现金及等价物储备充足，未使用授信充足，对债务覆盖程度高。公司经营净现金流逐年增加且保持在较好水平；2022 年末账面货币资金为 175.91 亿元，其中受限货币资金 35.89 亿元；同期末，公司共获得银行授信额度 316.31 亿元，尚未使用额度为 203.71 亿元，备用流动性较充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及固定资产投资，资金平衡状况尚可。根据规划，随着投资计划的逐步完成，公司投资高峰期已过。2023 年 4 到 12 月份，公司到期债务金额 43.71 亿元，债务集中到期压力尚可，且公司可以通过多种融资方式实现债务续接。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司面临一定的碳排放和环保政策监管的压力；煤炭业务仍面临一定的安全生产压力；公司治理结构较优，内控制度完善。**

环境方面，公司作为传统能源化工企业，主要产品均存在碳排放和环保风险，因此面临一定的碳

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



排放和环保政策监管的压力。近年来，公司在日常生产经营中，严格遵守《中华人民共和国环境保护法》《山西省环境保护条例》等环境保护相关法律法规，严格执行《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》等相关行业标准。公司建设了废水、废气、固废、危险废物等处置设施，减少环境污染。2022 年，公司利用抽采瓦斯 9,651 万立方米，发电 32,490.95 万千瓦时，减排二氧化碳 158 万吨。

社会方面，公司下属矿井多为井下开采矿井，仍面临一定的安全生产压力。2022 年，公司未发生重大安全事故。近年来随着能源问题逐渐突出，公司承担了一定的煤炭保供社会责任。公司持续推进智能化矿井建设，坚持井下生产少人化、固定硐室无人化、灾害管控动态化，围绕“达产稳产、减人提效”目标，推进煤矿智能化建设向“安全、绿色、高效”发展，目前已经完成斜沟矿国家级智能化示范矿井建设。

公司治理方面，公司建立了由党委会、股东大会、董事会、监事会和经理层组成的公司治理架构。形成了较为完善的现代化企业制度，治理结构完善。

## 外部支持

**作为焦煤集团旗下最重要的运营主体和上市平台之一，公司能够在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到股东的有力支持。**

公司控股股东焦煤集团是山西省省属的大型煤炭企业，也是目前国内规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得来自政府的多项支持。作为焦煤集团旗下最重要的运营主体和上市平台之一，公司战略地位突出，在资产、资源配置等方面持续得到控股股东的大力支持。

2022 年，焦煤集团将优质资产华晋焦煤注入公司，并做出相关业绩承诺<sup>4</sup>。2023 年 1 月，公司向焦煤集团发行股份 10.37 亿股，用于购买其持有的华晋焦煤 51% 股权，焦煤集团持有公司股权比例变更为 62.76%。

## 同行业比较

中诚信国际选取了平煤股份、淮北矿业作为焦煤股份的可比公司，上述三家公司均为我国重要的炼焦煤生产企业，且煤炭年产量超过千万吨，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

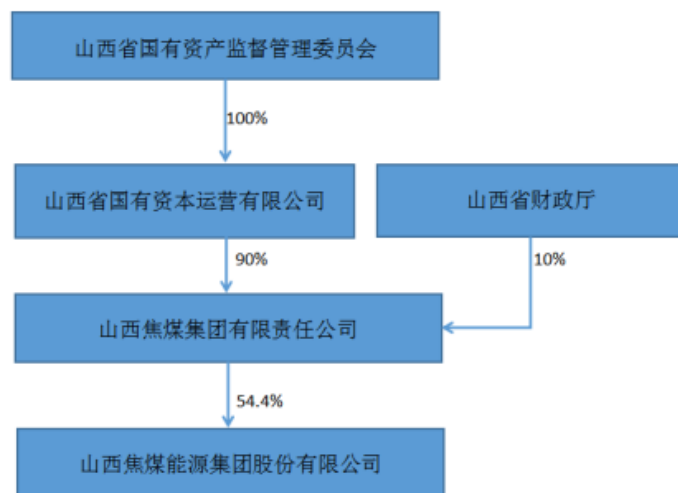
**中诚信国际认为，资源禀赋方面，焦煤股份煤炭资源储量丰富、煤种较好、剩余可采年限较长；竞争实力方面，焦煤股份是我国重要的炼焦煤生产基地，竞争实力突出，矿井开采条件好，具有开采成本等方面优势；原煤产量方面，焦煤股份原煤产量高于平煤股份和淮北矿业，保持了一定的产量规模优势；盈利能力方面，公司的营业总收入规模低于淮北矿业，高于平煤股份，盈利能力优于可比企业。偿债能力方面，公司的财务杠杆率较低，债务负担较轻。**

<sup>4</sup>焦煤集团承诺，华晋焦煤在业绩承诺期内各年度（即 2022、2023 和 2024 年）的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润及各年度承诺净利润之和分别不低于 209,862.52 万元、136,574.56 万元、145,745.94 万元、492,183.02 万元。采矿权资产组在业绩承诺期内各年度实现的净利润数（扣除非经常性损益后，且按持有比例计算后的合计数）及累计数分别不低于 101,227.35 万元、115,471.07 万元、190,030.09 万元、406,728.52 万元。

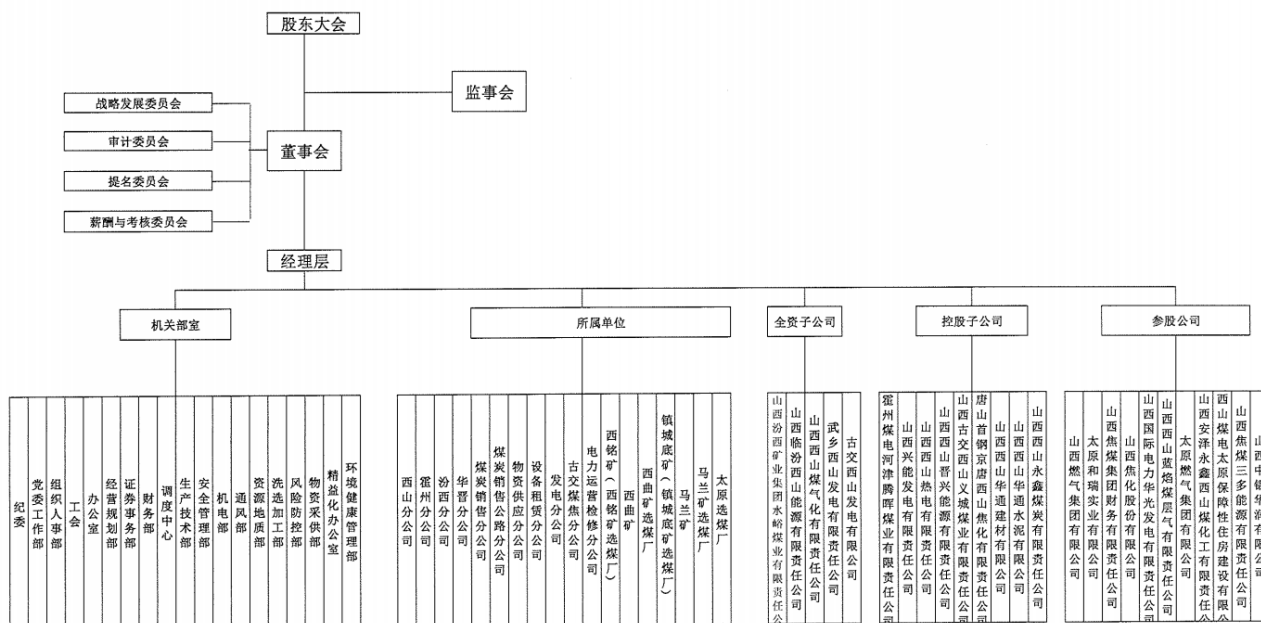
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山西焦煤能源集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 焦能 01”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：山西焦煤能源集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



山西焦煤能源集团股份有限公司组织机构设置图



资料来源：公司提供

## 附二：山西焦煤能源集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	498,656.70	993,369.22	1,759,136.95	2,019,478.45
应收账款	189,667.01	196,996.40	368,396.05	339,170.19
其他应收款	70,503.49	26,051.01	25,360.85	40,147.73
存货	272,104.90	390,542.27	219,197.36	257,537.46
长期投资	340,960.63	404,710.94	415,833.58	425,250.18
固定资产	3,372,508.71	3,998,617.53	3,773,644.99	3,705,230.51
在建工程	376,507.39	338,891.63	327,855.49	328,573.43
无形资产	1,248,897.64	2,206,376.41	2,166,438.46	2,154,091.10
资产总计	7,097,939.44	9,349,900.80	9,573,779.41	9,843,752.74
其他应付款	557,326.54	166,854.86	274,692.05	212,468.30
短期债务	1,306,077.96	1,048,427.47	641,907.20	655,856.39
长期债务	820,709.00	1,009,306.63	895,296.04	860,393.41
总债务	2,126,786.96	2,057,734.09	1,537,203.23	1,516,249.80
净债务	1,628,130.26	1,064,364.88	-221,933.72	-503,228.65
负债合计	4,923,976.02	5,900,554.90	5,265,078.52	5,187,108.45
所有者权益合计	2,173,963.42	3,449,345.91	4,308,700.90	4,656,644.29
利息支出	83,765.15	92,356.21	219,371.53	--
营业总收入	3,375,658.23	5,417,021.05	6,518,345.30	1,475,222.69
经营性业务利润	325,198.38	1,010,316.37	1,796,293.95	412,370.84
投资收益	13,239.92	35,888.34	34,696.15	6,784.51
净利润	220,191.32	710,446.09	1,323,367.28	307,850.60
EBIT	385,630.92	1,139,853.19	1,921,154.96	--
EBITDA	686,390.46	1,563,614.07	2,322,103.13	--
经营活动产生的现金流量净额	524,168.85	1,497,229.65	1,691,531.38	463,758.57
投资活动产生的现金流量净额	-497,365.39	-557,575.66	-176,454.49	-90,880.27
筹资活动产生的现金流量净额	-236,738.41	-591,352.04	-898,653.22	-59,919.52
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	26.24	34.75	42.20	41.10
期间费用率(%)	12.48	10.91	9.72	8.00
EBIT 利润率(%)	11.42	21.04	29.47	--
总资产收益率(%)	5.43	13.86	20.30	17.27*
流动比率(X)	0.46	0.63	0.92	1.05
速动比率(X)	0.38	0.51	0.84	0.96
存货周转率(X)	9.15	10.67	12.36	14.58*
应收账款周转率(X)	17.80	28.02	23.06	16.68*
资产负债率(%)	69.37	63.11	54.99	52.69
总资本化比率(%)	49.45	37.37	26.30	24.56
短期债务/总债务(%)	61.41	50.95	41.76	43.26
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.25	0.73	1.10	1.22
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.40	1.43	2.64	2.83
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	6.26	16.21	7.71	--
总债务/EBITDA(X)	3.10	1.32	0.66	--
EBITDA/短期债务(X)	0.53	1.49	3.62	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.19	16.93	10.59	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.60	12.34	8.76	--
FFO/总债务(X)	0.29	0.61	1.21	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏数据，部分指标无法计算；加“\*”数据经过年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。





## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn