

山西美锦能源股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【718】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

山西美锦能源股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	AA-
	移出观察名单	列入观察名单
评级展望	稳定	-
美锦转债	A+	AA-
	移出观察名单	列入观察名单

评级观点

中证鹏元将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”）主体信用等级下调为 A+，“美锦转债”信用等级下调为 A+，评级展望调整为稳定，并将公司主体信用等级和“美锦转债”信用等级移出信用评级观察名单。本次评级下调主要是基于：2024 年焦化业务利润空间持续压缩，且公司资产折旧、摊销规模较大，导致公司 2024 年出现大幅亏损，考虑到当前焦化行业仍处于行情低谷，预计公司业绩亏损压力仍大，氢能板块持续亏损；公司控股股东股权质押比例很高，相关逾期债务化解事宜尚未解决，所持公司股份曾被部分强制平仓；公司新建产能未来收益有待观察，总债务持续攀升，面临较大偿债压力等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	453.75	450.43	425.13	365.65
归母所有者权益	140.39	144.51	149.80	144.63
总债务	186.93	176.54	161.33	115.21
营业收入	39.83	190.31	208.11	246.00
净利润	-4.03	-13.30	1.57	22.29
经营活动现金流净额	2.58	9.41	9.11	31.95
净债务/EBITDA	--	9.31	4.37	1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	2.65	6.01	13.41
总债务/总资本	54.26%	52.13%	48.81%	41.06%
FFO/净债务	--	-4.31%	-1.17%	46.75%
EBITDA 利润率	--	7.60%	11.52%	20.10%
总资产回报率	--	-2.42%	1.95%	10.20%
速动比率	0.43	0.40	0.50	0.70
现金短期债务比	0.56	0.53	0.74	1.17
销售毛利率	0.14%	6.03%	11.48%	20.99%
资产负债率	65.27%	64.01%	60.20%	54.76%

注：2023-2024 年 FFO/净债务指标为负，系 FFO 为负值。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 2024 年以来新增及计划投产焦化产能规模大，公司行业地位进一步巩固。**公司是国内最大的独立商品焦生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源，2024 年随着贵州新建产能一期项目投产，焦炭年在产产能达到 895 万吨/年，产销量均大幅增长；贵州新建产能项目二期 200 万吨/年，计划 2025 年完工投产，如顺利投产后公司焦炭在产产能将达到 1,095 万吨/年，公司作为焦化行业头部企业的地位进一步巩固。

关注

- 2024 年焦化业务利润空间持续压缩，公司出现大幅亏损，且持续面临业绩亏损压力。**随着 2024 年以来焦炭市场价格震荡下行，尽管公司产销量有明显提升，但 2024 年公司营业收入同比下降 8.55%；由于焦炭销售均价降幅高于成本降幅，公司焦炭业务利润空间持续收窄，各类资产折旧、摊销规模大幅增长，盈利能力继续大幅下滑；2024 年公司归属于母公司股东的净利润亏损 11.43 亿元，2025 年一季度公司利润继续亏损，考虑到当前焦化行业处于行情低谷，预计公司业绩持续面临较大压力。
- 公司控股股东股权质押比例很高，相关逾期债务化解事宜尚未解决。**截至 2025 年 3 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 37.15%的股份，其中已质押股份占控股股东合计所持股份的 99.70%，占公司总股本的 37.03%，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，且所持公司股份曾被部分强制平仓，美锦集团逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解中，若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。
- 公司在建项目未来收益有待观察，2024 年总债务持续攀升，形成较大债务压力。**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；氢能行业属于新兴行业，商业化发展仍面临多重制约，2024 年公司氢能板块持续亏损，且氢能板块募投项目均出现延期，需关注氢能板块投资风险；公司新增焦炭产能规模大，且焦炭行业盈利状况不佳，新增产能投产后的消化及效益情况仍有待观察；2024 年公司总债务规模持续上升，杠杆状况指标继续弱化，且现金生成能力表现差，面临较大的偿债压力。
- 公司关联交易规模较大，煤焦化业务面临一定的安全生产风险和环保压力。**根据公司 2024 年年度报告，公司涉及的与日常经营相关的关联交易合计 18.75 亿元。此外，公司煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、自燃发火、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，2024 年公司子公司存在因环保违规等行为被相关部门处罚的事项。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司焦化产能位居全国前列，亦拥有储量丰富的煤炭资源，随着在建焦化产能陆续投产，公司主营业务竞争实力有望增强，且预计焦化业务利润空间将维持低位水平。

同业比较（单位：亿元）

指标	山西焦化 (600740.SH)	开滦股份 (600997.SH)	宝泰隆 (601011.SH)	云煤能源 (600792.SH)	公司
总资产	270.62	270.60	119.21	98.38	450.43
营业收入	75.07	211.75	12.91	66.75	190.31
净利润	2.57	4.75	-5.38	-6.59	-13.30
销售毛利率（%）	-16.45	12.45	-10.67	-1.92	6.03
资产负债率（%）	42.70	43.50	47.66	68.58	64.01
焦炭产能（万吨/年）	354.6	660	158	298	895

注：以上各指标均为 2024 年/2024 年末数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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	27.8912	2025-3-21	2028-04-20

注：债券余额截至 2025 年 6 月 16 日

一、 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（以下简称“募投项目一”）和补充流动资金。2022年9月，公司董事会审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，拟将募投项目一部分募集资金变更为投资“美锦氢能总部基地一期”（以下简称“募投项目二”）和“滦州美锦新能源有限公司14,000Nm³/h焦炉煤气制氢项目”（以下简称“募投项目三”）。截至2024年12月31日，“美锦转债”募集资金余额为30,628.79万元，其中151.43万元存放于募集资金专户，30,477.36万元存放于七天通知存款账户。

二、 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。因可转债转股等因素影响，截至2025年3月末，公司总股本变更为4,431,432,532股，美锦集团为公司控股股东，持股比例为37.15%，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2025年3月末，公司控股股东美锦集团持有公司1,646,121,586股股份，已质押股份占控股股东合计所持股份的99.70%，占公司总股本的37.03%，控股股东质押比例仍很高。2023年12月，美锦集团因股票质押式回购业务触发违约条款，所持公司股份被长城国瑞通过集中竞价方式强制平仓，累计减持1,215.36万股，占公司总股本的0.28%。中证鹏元关注到，美锦集团逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解，目前有关事项仍尚未解决，若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。

“美锦转债”自2022年10月26日起进入转股期，初始转股价格为13.21元/股，2025年6月13日公司股票收盘价为4.24元/股，“美锦转债”转股价格为5.26元/股。进入转股期以来，截至2024年末“美锦转债”累计转股数量13,446.94万股，累计转股金额7.08亿元。

表1 截至 2025 年 3 月末公司前五大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例	股份质押比例
1	美锦能源集团有限公司	1,646,121,586	37.15%	99.70%
2	天津东富芯能投资管理中心（有限合伙）	134,350,021	3.03%	-
3	西藏博恩资产管理有限公司—博恩康源一号私募证券投资基金	48,680,303	1.10%	-
4	信达证券—招商银行—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	40,500,000	0.91%	-
5	中国农业银行股份有限公司—中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	38,857,366	0.88%	-

资料来源：公司2025年第一季度报告，中证鹏元整理

2024年10月10日，公司公告拟通过发行股份的方式购买美锦集团及其子公司持有的临县锦源煤矿有限公司51%股权、山西汾西正旺煤业有限责任公司49%股权、山西汾西正城煤业有限责任公司49%股权，

该交易预计构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，并构成关联交易；2025年4月公司发布公告，由于交易各方对该交易进行协商和谈判后对相关商业条款未能达成一致，公司及交易对方终止该交易。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

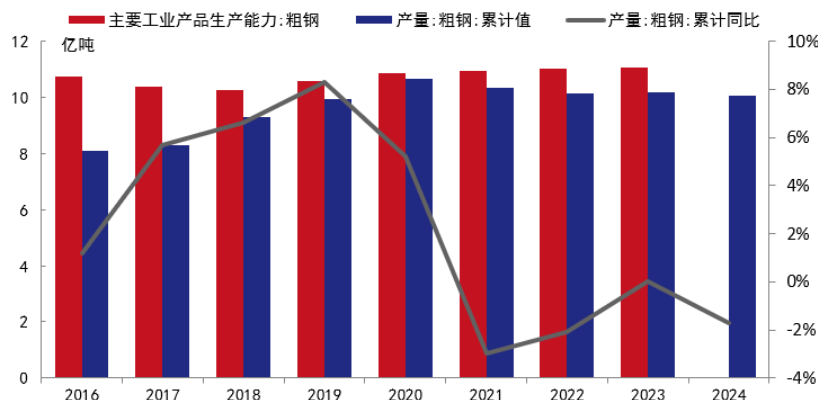
2024年焦化行业利润持续受挤压，焦企开工积极性不高，全年焦炭产量同比略降，但预计2025年焦炭供给仍维持相对充裕；2025年钢铁行业继续供大于求，钢价面临进一步下跌压力，钢铁行业盈利能力继续承压

近年来焦化行业4.3米焦炉持续出清，但随着置换产能不断建成投产，焦化行业产能富余格局仍未有根本性改变。截至2024年末，全国常规焦炉产能约5.3亿吨。根据兰格钢铁网统计，2024年国内新增焦化产能2,638万吨，退出产能1,555万吨，净新增产能1,083万吨。产量方面，据国家统计局公布数据显示，2024年全国焦炭产量4.93亿吨，同比略有下降。焦炭产量受到下游钢厂需求影响，同时由于行业整体仍处

于产能富余局面，焦化厂议价能力不足，一旦产业链中焦化利润被持续挤占，焦企也会通过主动减少产量来降低亏损。2024年行业利润较差，低利润下独立焦企开工积极性不高，产能在200万吨以上的焦企开工率全年基本低于80%，全年焦炭产量同比略降。中证鹏元认为在产能富余格局下，预计2025年焦炭仍将整体匹配下游需求，供给端维持相对充裕。

钢铁行业已进入减量发展阶段，当前，政策端管控基调整体聚焦“平控”，行业绿色低碳转型已成为必答题，较大规模的环保投入成为倒逼钢企退出的手段之一，有望成为钢铁行业供给新约束，预计钢铁行业供给小幅收缩。下游需求虽有制造业作为支撑，但地产用钢将继续收缩、基建用钢边际贡献递减、出口支撑作用弱化，预计“钢需”将继续缩量。钢价受制于供给小幅收缩、需求不足，面临进一步下跌压力。2024年钢铁行业景气度低迷，钢铁行业运行持续呈现高产量、高成本、高出口、低需求、低价格、低效益的“三高三低”局面，部分钢企已亏现金流，预计2025年钢铁行业原燃料端压力有望受益于铁矿石和焦煤行业供需宽松格局而边际改善，但钢铁行业利润受制于钢价下跌压力、环保运行成本上升等因素而承压。

图1 粗钢产能 2019 年以来持续增加，粗钢产量 2021 年以来小幅下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2024年焦炭市场价格震荡下降，预计2025年供需仍偏宽松，焦化行业延续弱势行情，焦炭价格或保持低位震荡态势，利润空间维持低位水平

受钢厂需求不足影响，2024年焦炭价格继续震荡下降。2024年年初钢厂利润处于低位，钢厂原料库存较高，一季度主产地焦炭价格共提降八轮。由于4月下游钢铁需求开始修复，钢厂库存快速消化下开始集中补库，焦炭价格开启连续四轮提涨。下半年受终端需求不足影响，钢材价格承压并快速下行，钢厂利润不足开始陆续减产，钢厂加速累库后，为了转移成本压力对原料开始提出降价，焦炭价格再次开启连续跌价。四季度煤价虽有大幅降价，但钢材进入需求淡季且年度冬储原料补库意愿一般，焦炭价格支撑较弱，价格继续下移。全年焦炭价格整体走势震荡向下。成本端来看，因焦煤进口量显著增加有效对冲了国内产量下降导致供给增加，而下游粗钢需求趋弱，供需宽松下焦煤价格持续下降，但相较于焦炭价格而言下行幅度有限，焦炭行业利润仍然受到挤压。考虑到焦化行业产能富余的格局，预计2025年焦

炭供需偏宽松，焦炭价格或将保持低位震荡态势，行业利润维持低位水平。

图 2 2024 年以来焦炭价格震荡下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售。公司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，煤焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，2024年占营业收入的比重为95.84%。2024年受焦炭价格回落影响，公司营业收入持续下降。毛利率方面，煤焦化产品及副产品作为公司利润的主要来源，2024年业务毛利率延续下降趋势，同时氢能业务亏损幅度加大，导致公司销售毛利率水平下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤焦化业务	182.39	95.84%	7.16%	200.11	96.15%	12.10%
氢能业务	7.92	4.16%	-20.07%	8.00	3.85%	-5.26%
合计	190.31	100.00%	6.03%	208.11	100.00%	11.43%

注：2023 年数据为 2024 年期末口径调整后的数据

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司焦炭产能位于全国前列，2024年公司贵州新建产能一期项目投产，产销量大幅提升，二期项目预计2025年投入生产，公司产能规模预计将继续扩张；但考虑到近年来行业盈利状况不佳，预计新建产能转固后或将加重公司业绩负担，且未来新增产能能否顺利消化仍有待观察，同时煤焦化板块仍面临一定的安全生产风险和环保压力；氢能产业商业化发展仍面临多重制约，相关募投项目进展未达预期，2024年公司商用车产销量大幅下降，氢能板块亏损幅度加大；此外，在建项目仍有资金支出压力

（一）煤焦化板块

公司焦炭业务主要由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”）、唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）以及贵州美锦华宇新能源有限公司（以下简称“贵州美锦华宇”）负责运营；截至2025年3月末，公司焦炭在产产能达到895万吨/年，包括华盛化工385万吨/年、美锦煤化工180万吨/年、唐钢美锦150万吨/年以及贵州美锦华宇一期180万吨/年。

表3 截至 2025 年 3 月末公司拥有焦炉产能情况（单位：万吨/年）

运营主体	装置及数量	产能
华盛化工	7.65 米干熄焦	385
美锦煤化工	6.78 米的干熄焦装置	180
唐钢美锦	7 米的干熄焦装置	150
贵州美锦华宇	7.65 米干熄焦	380
合计	-	1,095

注：贵州美锦华宇新增在建产能380万吨/年，其中一期180万吨/年，二期200万吨/年。其中一期2024年6月已投产，二期预计2025年下半年投产。
资料来源：公司提供

2024年公司焦炭总产量达到 669.89万吨，同比大幅增长，产能利用率为81.69%，整体维持上年水平。除贵州美锦华宇一期投产带来增量产能外，美锦煤化工在完成升级改造后，2024年全年产能恢复满负荷状态，2024年产量已达到 184.73 万吨，产能利用率为102.63%。但由于环保限产、采购成本偏高等因素影响，2024年唐钢美锦焦炭产量明显下降；2024年贵州美锦华宇一期投产以来，产能利用率仍处于较低水平，生产能力有待继续爬坡。此外，2024年末贵州美锦华宇尚有在建焦炭产能200万吨/年，预计2025年8月末投产。中证鹏元关注到，2024年末公司煤焦化板块库存为10.04万吨，较上年末大幅增长，一方面是由于下游钢企采购需求减弱，另一方面2024年末部分铁路运力紧张，空集装箱数量锐减，导致贵州美锦华宇焦炭库存量偏高。考虑到公司新建产能规模大，且建设周期较快、投资成本较高，近年来焦炭行业盈利状况不佳，新增产能投产后的消化及效益水平仍有待观察。

表4 公司焦炭生产情况（单位：万吨）

运营主体	2024 年			2023 年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
美锦煤化工	180	184.73	102.63%	180	72.47	40.26%
唐钢美锦	150	71.46	47.64%	150	110.19	73.46%
华盛化工	385	364.50	94.68%	385	400.94	104.14%
贵州美锦华宇	180	49.20	46.86%	-	-	-
合计	895	669.89	81.69%	715	583.59	81.62%

资料来源：公司提供

虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，但随着环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保压力，2024年公司继续收到多次环保处罚。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，公司业务始终面临一定安全生产风险。

公司与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。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。2024年公司焦炭销量681.49万吨，产销率为101.73%，仍然保持在较高水平。2024年由于焦炭价格持续下降，公司焦炭销售均价同比下降21.96%，导致公司煤焦化及副产品收入下降。

表5 公司焦炭业务产销情况

指标	2024 年	2023 年
销售量（万吨）	681.49	589.72
销售均价（元/吨）	1,768.43	2,266.18
产销率（%）	101.73	101.05

资料来源：公司提供

运输方面，目前公司焦炭产品的运输方式主要为客户汽运自提和火车集装箱或敞车散装发运，全部由公司组织发运。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，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，公司焦炭及相关化工产品的销售主要销往河北、东北、山东、天津等地。2024年华北地区是公司销售最主要的区域，销量占比仍然超过70%，随着贵州美锦华宇一期产能投产，2024年公司销售区域新增西南地区，但由于新增产能投放时间较短以及运力资源制约，西南地区销售规模不大。

表6 公司营业收入分区域销售情况（单位：亿元）

区域	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
华北地区	136.21	71.57%	159.64	76.71%
华东地区	24.32	12.78%	24.83	11.93%
华南地区	9.84	5.17%	5.89	2.83%
华中地区	8.06	4.23%	7.61	3.66%
西北地区	5.28	2.77%	5.16	2.48%
东北地区	2.35	1.24%	4.97	2.39%
西南地区	4.23	2.22%	0.00	-

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

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和天津中诚能源科技有限公司等。2024年，公司前五大客户集中度为27.07%，近年来水平持续下降。根据公司审计报告及2024年年度报告，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18.75亿元，关联交易规模较大。

表7 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售金额	占比
2024 年	1	天津中诚能源科技有限公司	165,392.17	8.69%

2	山西美锦钢铁有限公司及其关联方	108,024.20	5.68%
3	河钢集团有限公司及其关联方	92,396.96	4.86%
4	华升石墨科技（广东）有限公司	78,121.61	4.11%
5	唐山世辅贸易有限公司	70,895.39	3.73%
合计		514,830.33	27.07%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务成本主要包括原材料、人工、燃料动力和制造费用，其中主要以原材料为主，2024年占比76.49%。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。由于炼焦煤价格回落，公司2024年原材料成本有所下降，焦炭平均单位成本为1,730.31元/吨，同比下降19.83%，但降幅仍小于销售价格，焦炭业务盈利空间收窄，导致公司焦化及副产品毛利率由上年度的12.10%下滑至7.16%。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
直接材料	1,366,971.73	76.49%	1,465,778.60	79.60%
直接人工	74,395.89	4.16%	69,012.28	3.75%
制造费用	323,380.99	18.09%	274,409.46	14.90%
运费	22,488.73	1.26%	32,213.79	1.75%
合计	1,787,237.34	100.00%	1,841,414.14	100.00%

资料来源：公司提供

公司拥有四大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业、锦辉煤业），为公司原材料供应提供了重要的支持。截至2024年末，公司各原煤生产基地保有资源储量62,351.55万吨，公司原煤产能为630.00万吨/年，2024年产量为532.73万吨，产能利用率有所恢复。

表9 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	保有资源储量
汾西太岳	沁源县灵空山镇畅村	76.96%	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	9,596.34
东于煤业	太原市清徐县西北	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	19,901.99
锦富煤业	清徐县东于镇六段地村	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	20,068.12
锦辉煤业	吕梁市交城县岭底乡圪垛村村北	100%	无烟煤	12,785.10
合计	-	-	-	62,351.55

资料来源：公司提供

表10 公司原煤生产情况（单位：万吨）

年份	产能	产量	产能利用率
2024 年	630.00	532.73	84.56%
2023 年	630.00	448.06	71.12%

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波动，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。2024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31.16%，采购集中度不高。

（二）氢能板块

公司氢能业务的主要产品为氢燃料电池商用车，公司拥有两个整车生产企业：佛山市飞驰汽车科技有限公司（以下简称“飞驰科技”）和青岛美锦新能源汽车制造有限公司（以下简称“青岛美锦”），两个企业拥有各自独立的商用车整车生产资质，合计年产能力为10,000台。2024年飞驰科技、青岛美锦商用车产量合计208台，共计销售634台，产销量同比均大幅下降。一方面受政策补贴退坡与执行延迟、氢气成本高以及基础设施建设滞后等因素影响，商用车市场销售遇冷导致公司产能不饱和；另一方面，公司上下游客户均面临巨大资金压力，氢能产品回款周期慢，资金压力加剧，原材料供货周期长，公司生产进度受到影响。2024年公司合并口径实现商用车销售收入7.92亿元，2024年飞驰科技和青岛美锦均处于亏损状态，净利润分别为-1.05亿元和-0.72亿元。

2024年公司仍持续投入氢能领域，在山西晋中、北京大兴、滦州建设有包括本期可转债募投项目在内的氢能基地项目。中证鹏元关注到，根据2024年公司公告，募投项目一因行业政策、市场环境等因素不及预期延期至2025年12月；募投项目二因自然环境、备案周期等因素影响延期至2025年6月；募投项目三因建设用地范围内涉及天然气管线影响审批手续及开工延期至2025年12月。考虑到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，如若未来市场发展仍不及预期，需关注氢能板块整体投资风险，以及氢能板块相关募投项目亦可能存在收益不达预期风险。此外，虽然部分项目有政府产业基金扶持，但公司在建项目仍有资金支出压力。

表11 截至 2024 年末公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目	75.34	60.41	14.93	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）	13.04	2.81	10.23	2025 年
滦州美锦 14000Nm ³ /h 焦炉煤气制氢项目	5.08	0.12	4.96	2025 年
北京大兴氢能总部基地项目（美锦氢能总部基地一期）	4.10	2.09	2.01	2025 年
美锦华盛人才公寓项目	8.93	6.67	2.26	2025 年
合计	106.49	72.10	34.39	-

注：贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目预算数调整为75.34亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

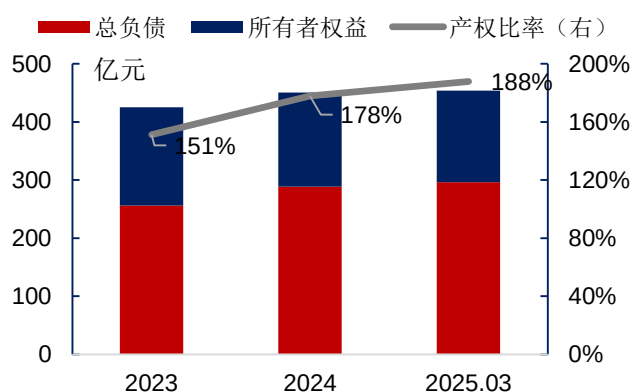
以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司为重资产企业，固定资产等非流动资产占比高，折旧、摊销等固定成本规模较大，受焦炭价格持续下降影响，2024 年公司吨焦利润空间持续压缩，公司出现大幅亏损，未来面临较大的业绩压力；近年来随着总债务规模增长，公司杠杆水平持续上升，且现金生成能力表现差，考虑到在建项目仍有资金支出需求，整体来看公司面临较大的偿债压力

资本实力与资产质量

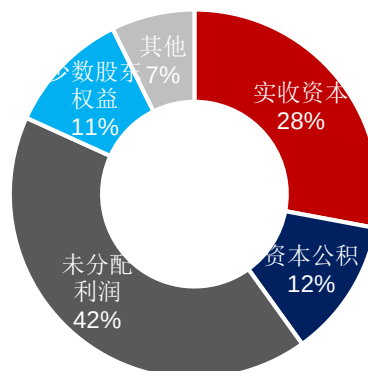
近年来随着债务融资力度加大，公司负债规模大幅上升。由于2024年及2025年一季度公司出现大幅亏损，公司所有者权益有所下降。受上述因素综合影响，截至2025年3月末，公司产权比率继续攀升至187.93%，权益对负债的保障程度较弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司属于重资产企业，截至2024年末生产经营性的固定资产、在建工程 and 无形资产等非流动资产占比超过75%。其中主要以房屋建筑物、机器设备和管道沟槽等为主，近年来由于公司新建贵州焦化产能、本期债券募投项目以及华盛人才公寓等项目，公司资本开支处于较高水平，未来随着在建工程完工转固，固定资产规模预计将进一步增长，2024年公司计提固定资产折旧18.10亿元，规模较大，对公司盈利水平影响较大。2024年末公司尚有12.01亿元办公楼、宿舍楼等房屋建筑物未办妥产权证书。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权和特许使用权，其中土地使用权1.59亿元尚未办理权证。2024年末公司货币资金占总资产的比重超过10%，但其中银行承兑汇票保证金占比较高，银行存款规模为13.85亿元。此外，受焦炭价格下行影响，公司存货计提跌价准备3.66亿元。公司应收账款主要为货款，从2024年末前五大客户构成来看，氢能板块相关业务形成的款项较多，需持续关注氢能板块的回款状况。公司资产中受限部分

规模较大，主要包括货币资金、固定资产、无形资产和其他应收款，2024年末账面价值合计73.06亿元，占总资产的比重为16.22%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.01	11.68%	47.36	10.51%	61.49	14.46%
应收账款	15.28	3.37%	14.31	3.18%	11.97	2.81%
存货	10.56	2.33%	15.69	3.48%	13.71	3.23%
流动资产合计	97.21	21.42%	95.25	21.15%	102.53	24.12%
固定资产	226.30	49.87%	229.06	50.85%	189.90	44.67%
在建工程	46.81	10.32%	42.96	9.54%	56.29	13.24%
无形资产	50.21	11.07%	50.61	11.24%	49.33	11.60%
非流动资产合计	356.54	78.58%	355.18	78.85%	322.59	75.88%
资产总计	453.75	100.00%	450.43	100.00%	425.13	100.00%

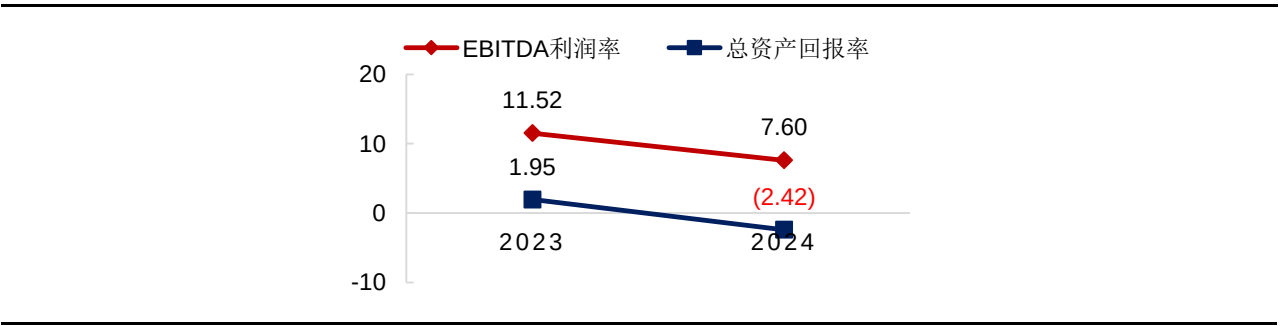
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入主要来源于煤焦化产品及副产品，2024年公司焦炭产销量大幅提升，但由于焦炭价格持续下行，公司营业收入同比下降8.55%。从利润空间来看，虽然公司吨焦平均成本亦有下行，但下行幅度不及吨焦平均价格，2024年公司平均吨焦利润为38.12元（2023年为107.77元），焦炭业务利润空间持续压缩，2024年公司销售毛利率下降至6.03%。

近年来随着公司大规模项目建设，公司各类资产折旧、摊销规模持续增长，2024年合计规模20.21亿元。非经营损益方面，2024年存货计提跌价准备增加，公司确认资产减值损失3.85亿元，对公司利润造成进一步侵蚀。2024年公司归属于母公司股东的净利润大幅亏损11.43亿元。从盈利指标表现来看，2024年公司EBITDA利润率同比下降3.92个百分点；公司总资产回报率已转为负值，盈利能力指标表现较差。2025年1-3月，公司实现营业收入39.83亿元，同比下降5.02%，实现归属于上市公司股东的净利润-3.59亿元，亏损幅度与上年同期相当。考虑到当前焦炭价格仍处于低位，预计公司业绩持续面临较大压力。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务主要为银行借款、应付票据、本期可转债和长期应付款中的售后回租款。2024年末公司银行借款主要为保证借款、保证+抵押借款。公司应付票据为尚未结算的银行承兑汇票、商业承兑汇票以及银行信用证。应付债券2025年3月末余额为27.17亿元，票面利率前三年为0.30%、0.40%、0.80%，第四年至第六年为1.60%、2.50%、3.00%；长期应付款主要为售后回租款和股权回购款¹。2025年3月末，公司总债务为186.93亿元，规模持续增长，主要系银行借款规模上升，其中一年内到期的债务占比为51.16%，存在集中到期偿付压力，债务结构有待优化。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付的工程款、货款和装卸费及其他，2024年应付工程款规模大幅增长。公司其他应付款近年来规模有所下降，主要由往来款和股权激励款构成。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.71	3.28%	10.60	3.68%	7.79	3.04%
应付票据	67.10	22.66%	64.91	22.51%	65.45	25.57%
应付账款	85.32	28.81%	84.80	29.41%	68.60	26.80%
其他应付款	9.29	3.14%	11.10	3.85%	11.64	4.55%
一年内到期的非流动负债	18.83	6.36%	14.74	5.11%	11.27	4.40%
流动负债合计	200.84	67.82%	197.50	68.50%	177.01	69.16%
长期借款	36.84	12.44%	33.58	11.65%	15.30	5.98%
应付债券	27.17	9.17%	26.94	9.34%	32.27	12.61%
长期应付款	19.72	6.66%	19.26	6.68%	22.96	8.97%
非流动负债合计	95.32	32.18%	90.81	31.50%	78.94	30.84%
负债合计	296.16	100.00%	288.32	100.00%	255.95	100.00%
总债务	186.93	63.12%	176.54	61.23%	161.33	63.03%
其中：短期债务	95.64	51.16%	90.05	51.01%	84.30	52.25%
长期债务	91.29	48.84%	86.49	48.99%	77.03	47.75%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，虽然2024年公司经营活动现金流仍维持净流入，但随着盈利能力持续弱化，公司现金生成能力表现较差。投资活动方面，2024年公司在建项目等投资支出规模仍较大，投资活动现金维持大幅净流出，且公司在建项目仍有资金支出需求。此外，2024年公司债务融资力度较大，筹资活动产生的

¹ 2023 年公司对子公司贵州美锦华宇增资扩股，引进投资者贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“贵州新动能”），贵州新动能投入 9.38 亿元对贵州美锦华宇进行增资。根据协议约定：在触发回购条件时，贵州新动能有权要求公司回购其所持有的股份，因此公司承担了以现金或其他金融资产回购自身权益工具的义务，故公司将该回购义务确认为金融负债。

现金仍呈较大规模的净流入。

从杠杆比率指标来看，随着公司债务规模上升，截至2025年3月末公司资产负债率为65.27%，较2023年末上升。2024年，公司FFO/净债务、经营活动现金流净额/净债务和自由活动现金流/净债务指标均处于较弱水平，现金流对于债务的保障程度较弱。截至2024年末，公司总债务/总资本为52.13%，占比亦有所上升。整体来看，公司杠杆状况指标明显弱化。

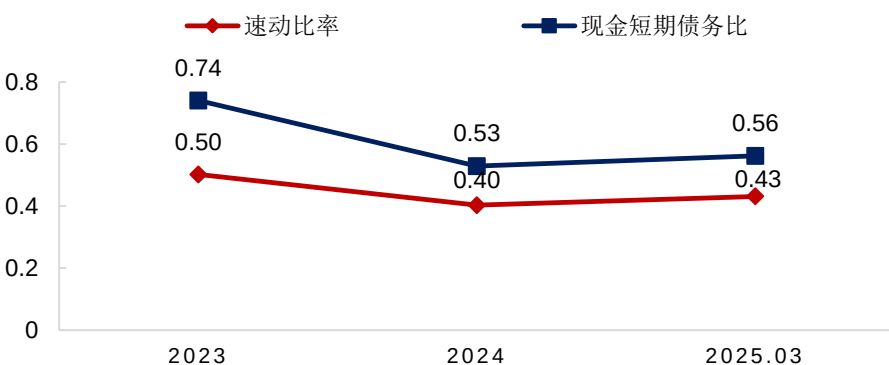
表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.58	9.41	9.11
FFO（亿元）	--	-5.80	-1.23
资产负债率	65.27%	64.01%	60.20%
净债务/EBITDA	--	9.31	4.37
EBITDA 利息保障倍数	--	2.65	6.01
总债务/总资本	54.26%	52.13%	48.81%
FFO/净债务	--	-4.31%	-1.17%
经营活动现金流净额/净债务	1.92%	6.99%	8.70%
自由活动现金流/净债务	-1.73%	-16.99%	-43.86%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，公司速动比率和现金短期债务比均继续下降，流动性压力明显上升。备用流动性方面，公司作为上市公司，融资渠道相对较为畅通，同时2024年末公司尚有较大规模未抵质押资产，尚可使用的银行授信额度为7.17亿元，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

2023年12月公司控股股东美锦集团所持公司股份被通过集中竞价方式强制平仓，累计减持1,215.36万股，占美锦能源总股本的0.28%，美锦集团因未在上述减持行为发生的十五个交易日前及时披露减持计划，2024年7月被深圳证券交易所给予通报批评处分，并将上述违规行为和处分记入上市公司诚信档案。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月26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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计0.24亿元，占净资产的比重不大，被担保方佛山市高明区氢裕公交客运有限公司为公司参股公司，且已提供反担保措施。

此外，中证鹏元关注到，截至2025年3月末，公司被亚联（香港）国际投资有限公司起诉案件、大同铁路万通实业有限责任公司起诉公司等十三名票据流转人纠纷案件，暂无生效判决；子公司飞驰科技被列为被执行人，亦存在多起未决诉讼。整体来看，公司存在一定或有负债风险。

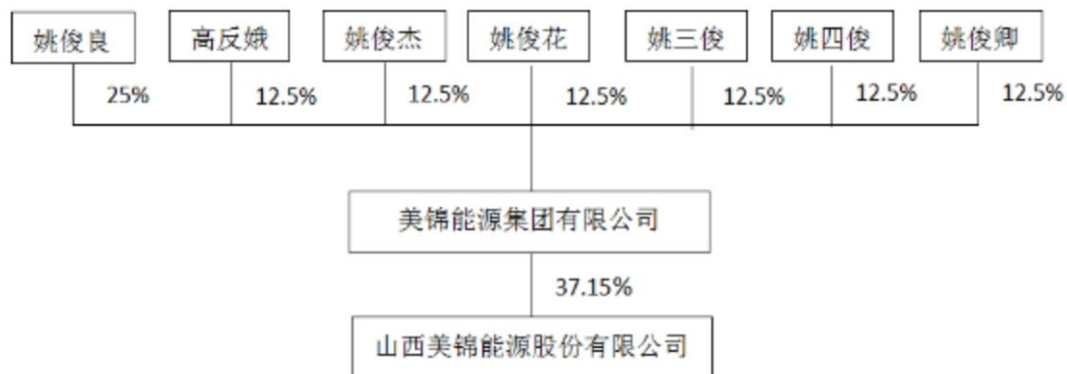
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	53.01	47.36	61.49	48.19
流动资产合计	97.21	95.25	102.53	113.87
固定资产	226.30	229.06	189.90	154.55
在建工程	46.81	42.96	56.29	32.37
无形资产	50.21	50.61	49.33	40.99
非流动资产合计	356.54	355.18	322.59	251.77
资产总计	453.75	450.43	425.13	365.65
短期借款	9.71	10.60	7.79	5.00
应付票据	67.10	64.91	65.45	44.78
应付账款	85.32	84.80	68.60	46.88
一年内到期的非流动负债	18.83	14.74	11.27	10.82
流动负债合计	200.84	197.50	177.01	143.14
长期借款	36.84	33.58	15.30	6.17
应付债券	27.17	26.94	32.27	31.33
长期应付款	19.72	19.26	22.96	11.20
非流动负债合计	95.32	90.81	78.94	57.09
负债合计	296.16	288.32	255.95	200.23
总债务	186.93	176.54	161.33	115.21
其中：短期债务	95.64	90.05	84.30	60.39
长期债务	91.29	86.49	77.03	54.82
所有者权益	157.59	162.11	169.18	165.41
营业收入	39.83	190.31	208.11	246.00
营业利润	-4.76	-14.44	4.30	29.37
净利润	-4.03	-13.30	1.57	22.29
经营活动产生的现金流量净额	2.58	9.41	9.11	31.95
投资活动产生的现金流量净额	-4.35	-32.05	-35.65	-51.97
筹资活动产生的现金流量净额	4.24	22.26	21.92	34.47
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	14.47	23.98	49.46
FFO（亿元）	--	-5.80	-1.23	23.59
净债务（亿元）	134.43	134.65	104.76	50.46
销售毛利率	0.14%	6.03%	11.48%	20.99%
EBITDA 利润率	--	7.60%	11.52%	20.10%
总资产回报率	--	-2.42%	1.95%	10.20%
资产负债率	65.27%	64.01%	60.20%	54.76%
净债务/EBITDA	--	9.31	4.37	1.02

EBITDA 利息保障倍数	--	2.65	6.01	13.41
总债务/总资本	54.26%	52.13%	48.81%	41.06%
FFO/净债务	--	-4.31%	-1.17%	46.75%
经营活动现金流净额/净债务	1.92%	6.99%	8.70%	63.33%
速动比率	0.43	0.40	0.50	0.70
现金短期债务比	0.56	0.53	0.74	1.17

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例
山西美锦华盛化工新材料有限公司	80,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
山西美锦煤化工有限公司	60,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司	70,000.00	焦炭及化产品生产销售	55.00%
贵州美锦华宇新能源有限公司	98,004.24	焦炭及化产品生产销售	58.35%
六枝特区佳顺焦化有限公司	20,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
山西美锦氢能开发有限公司	50,000.00	化产品生产销售	100.00%
山西汾西太岳煤业股份有限公司	13,888.00	煤炭开采	76.96%
山西美锦集团东于煤业有限公司	20,000.00	煤炭开采	100.00%
山西美锦集团锦富煤业有限公司	40,000.00	煤炭开采	100.00%
山西美锦集团锦辉煤业有限公司	50,000.00	煤炭开采	100.00%
佛山市飞驰汽车科技有限公司	27,691.03	新能源汽车开发制造	42.67%
山西美锦氢能科技有限公司	20,000.00	新能源汽车及设备生产	100.00%
青岛美锦新能源汽车制造有限公司	18,000.00	新能源汽车及设备生产	97.13%
佛山市飞驰新能源商用车有限公司	18,000.00	新能源汽车及设备生产	51.00%
山西美锦新能源汽车制造有限公司	5,000.00	新能源汽车及设备生产	100.00%
美锦（北京）氢能科技有限公司	20,000.00	新能源技术研发及推广	100.00%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号