

晋能控股煤业集团有限公司 2021 年度跟踪评级报 告

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘 旷 kliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2032 号

晋能控股煤业集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“11 同煤债 01”、“11 同煤债 02”和“19 大同煤矿 MTN002”的信用等级为 **AAA**；

维持“20 大同煤矿 CP005”和“20 大同煤矿 CP007”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持晋能控股煤业集团有限公司（原“大同煤矿集团有限责任公司”，以下简称“晋能煤业”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 大同煤矿 CP005”和“20 大同煤矿 CP007”的债项信用等级为 **A-1**；维持“19 大同煤矿 MTN002”、“11 同煤债 01”及“11 同煤债 02”的债项信用等级为 **AAA**。跟踪期内，公司控股股东完成变更，战略地位进一步突出；同时公司保持了资源禀赋优势和稳固的行业地位，煤炭产量进一步增长，盈利能力明显增强。但中诚信国际也关注到煤炭价格波动，其他应收款对资金占用严重、债务负担重及面临较大短债压力等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

概况数据

晋能煤业（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,425.86	3,693.89	3,888.26	3,913.30
所有者权益合计（亿元）	730.69	843.75	888.81	894.56
总负债（亿元）	2,695.17	2,850.13	2,999.45	3,018.73
总债务（亿元）	2,314.40	2,408.19	2,463.00	2,331.99
营业总收入（亿元）	1,765.97	1,903.73	1,950.20	568.65
净利润（亿元）	3.47	4.53	4.24	15.15
EBITDA（亿元）	138.00	154.36	168.70	--
经营活动净现金流（亿元）	139.70	82.52	65.41	60.98
资产负债率(%)	78.67	77.16	77.14	77.14
总资本化比率(%)	75.83	74.05	73.48	72.27
晋能煤业（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,437.32	2,762.06	3,077.58	3,093.55
所有者权益合计（亿元）	326.39	377.14	344.75	327.28
总负债（亿元）	2,110.93	2,384.92	2,732.83	2,766.27
总债务（亿元）	1,668.45	1,912.52	2,115.21	1,732.38
营业收入（亿元）	539.63	562.64	597.17	219.64
净利润（亿元）	-22.25	-21.46	-14.65	-4.89
经营活动净现金流（亿元）	64.02	118.21	158.35	209.57
资产负债率(%)	86.61	86.35	88.80	89.42
总资本化比率(%)	83.64	83.53	85.99	84.11

注：中诚信国际根据经审计的 2018 年-2020 年财务报表及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000_2019_04)

晋能控股煤业集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	4.96	7
	总资产收益率(%)*	2.59	6
	总资本化比率(%)	73.48	6
财务政策与 偿债能力 (32%)	EBITDA/总债务(%)*	6.41	4
	EBIT 利息保障倍数(X)*	1.07	6
	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	0.76	6
规模(28%)	营业总收入(亿元)*	1,873.30	10
	原煤产量	10	10
运营实力 (24%)	资源禀赋	10	10
	竞争实力	10	10
	安全生产	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年-2020 年三年平均值

正面

■ **公司控股股东完成变更，战略地位突出。**2020 年以来，为发挥省内能源企业产业集群优势，提高集中度，山西省积极推进了煤炭能源企业重组，并组建了晋能控股集团（以下简称“晋能控股集团”）。根据规划，公司将作为晋能控股下属煤炭板块运营主体，未来随着相关煤矿资产划转的完成，公司产业规模及行业地位将进一步增强，战略地位更为突出。

■ **煤炭资源优势及稳固的行业地位，煤炭产量进一步增长。**公司煤炭储量规模大，主要煤炭资源开采条件好，煤质优良。截至 2020 年末，公司煤炭资源储量合计 299.90 亿吨，丰富的资源储备保证了公司煤炭产业的持续稳定发展。2020 年以来，随着新投产矿井及产能核增矿井产能的进一步释放，公司原煤产量同比增长 5.97% 至 1.74 亿吨，规模优势得到进一步巩固。

■ **盈利能力明显增强。**2020 年下半年以来，煤炭价格大幅回升，受益于此公司 2021 年一季度净利润同比大幅增长至 15.15 亿元，盈利能力明显增强。

关注

■ **煤炭价格波动。**自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格整体呈下行态势，但下半年以来受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，煤炭价格大幅回升。中诚信国际将对煤炭市场价格波动情况及其对煤炭企业盈利水平的影响保持关注。

■ **其他应收款回收情况。**由于历史原因，公司其他应收款规模很大，主要为处置僵尸企业形成的应收款、资源整合投资款、融资租赁保证金和代垫的运费和港杂费等。2020 年以来，随着部分矿井的持续退出及前期应收款项的进一步计息，公司其他应收款规模进一步增加，截至 2021 年 3 月末已增至 862.50 亿元，对公司资金造成较大占用。

■ **债务负担较重，短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司债务规模及财务杠杆继续保持在较高水平。且公司债务中短期债务占比较高，而其他应收款等流动资产变现能力相对较弱，短期偿债压力较大。

评级展望

中诚信国际认为，晋能控股煤业集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭价格超预期下行，其他应收账款持续大幅增加，财务杠杆率继续大幅攀升，偿债能力显著恶化，短期流动性压力加大等。

评级历史关键信息

晋能控股煤业集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 大同煤矿 CP005 (A-1) 20 大同煤矿 CP007 (A-1)	2021/01/21	晏逸鸣、刘旷、钟奕然	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 大同煤矿 CP007 (A-1)	2020/08/03	刘旷、钟奕然	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 大同煤矿 CP005 (A-1)	2020/05/27	刘旷、钟奕然	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	19 大同煤矿 MTN002 (AAA) 11 同煤债 01、11 同煤债 02 (AAA)	2020/06/03	刘旷、钟奕然	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	19 大同煤矿 MTN002 (AAA)	2019/7/22	刘翌晨、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03	阅读全文
AAA/稳定	11 同煤债 01、11 同煤债 02 (AAA)	2017/7/25	张伊娜、魏建	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (煤炭行业) CCXI_020100_2014_02	阅读全文
AAA/负面	11 同煤债 01、11 同煤债 02 (AAA)	2016/6/28	张伊娜、魏建	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (煤炭行业) CCXI_020100_2014_02	阅读全文
AAA/稳定	11 同煤债 01、11 同煤债 02 (AAA)	2011/5/20	王立芹、刘博	中国煤炭采掘业评级方法	阅读全文

同行业比较

部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2020 年原煤产量 (亿吨)	2020 年末资产总额 (亿元)	2020 年末资产负债率 (%)	2020 年营业总收入 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)
山东能源	2.70*	6,851.03	66.98	6,752.40	111.79
陕煤集团	1.95	5,960.60	68.97	3,402.70	127.44
焦煤集团	1.56	4,427.39	75.59	2,101.31	28.18
晋能煤业	1.74	3,888.26	77.14	1,950.20	4.24

注：“山东能源”为“山东能源集团有限公司”简称；“焦煤集团”为“山西焦煤集团有限责任公司”简称；“陕煤集团”为“陕西煤业化工集团有限责任公司”简称。带“*”指标为商品煤口径

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 大同煤矿 CP007	A-1	A-1	2021/01/21	10.00	10.00	2020/11/05~2021/11/05	交叉保护条款、财务指标承诺
20 大同煤矿 CP005	A-1	A-1	2021/01/21	5.00	5.00	2020/07/21~2021/07/21	交叉保护条款、财务指标承诺
19 大同煤矿 MTN002	AAA	AAA	2020/06/03	8.00	8.00	2019/04/12~2022/04/12 (3+N)	交叉保护条款、赎回条款
11 同煤债 02	AAA	AAA	2020/06/03	20.00	20.00	2010/10/24~2021/10/24	回售条款
11 同煤债 01	AAA	AAA	2020/06/03	20.00	8.30	2010/10/24~2021/10/24	回售条款

资料来源：中诚信国际整理

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍

低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

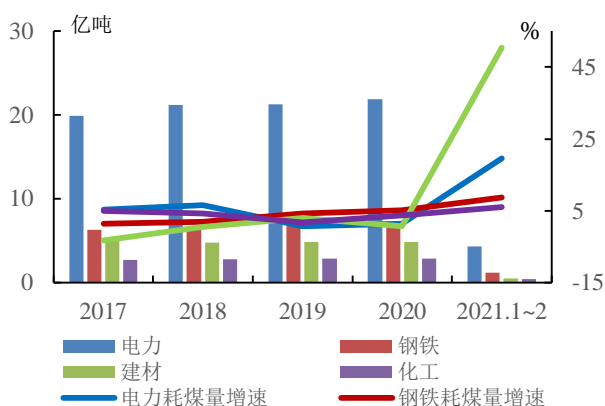
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍呈增长态势；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将持续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

中国煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在90%左右。受疫情以及电力行业耗煤量增速放缓影响，2020年我国煤炭消费量为40.5亿吨，同比增长1.0%，消费增速同比回升0.1个百分点。2021年1~2月，我国煤炭消费量为7.0亿吨，同比增长15.5%。

图1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在50%以上。2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，我国电力需求显著下降；但下半年以来，随着宏观经济的逐步复苏，工业生产逐步加快，全国用电量

明显回升，且在第四季度低温寒潮的推动下，当季度用电需求大幅增长，2020年我国全社会用电量同比仍增长3.1%，增速同比下降1.4个百分点。受清洁能源装机规模上升等因素影响，2020年我国火电发电量增速同比进一步下降0.7个百分点至1.2%，但仍呈增长态势，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长1.5%，增速同比上升0.7个百分点。

2020年，我国制造业投资同比下降2.2%，受疫情影响较为严重；尽管受税收减免等因素影响，我国财政收入有所下降，但随着转移支付增加、提高地方财政资金留用比例政策的延长、抗议特别国债的发行等多项措施的持续加码，我国基建投资（含电力）同比仍增长3.4%；加之疫情后积压的购房需求快速兑现及优质地块供应增加使得地产商仍保持了较高的投资意愿，当期地产投资同比增长7.0%，上述因素使得我国固定资产投资同比仍增长2.9%，钢铁及建材行业用煤需求同比分别增长3.8%和0.8%，增速同比下降0.5个百分点和2.3个百分点。

此外，2020年我国化肥产品产量同比有所下降，但受益于煤制油、煤质烯烃及煤制乙二醇等新型煤化工产能的继续释放，化工行业用煤需求亦得到一定支撑，当期化工行业煤炭消费量同比增长0.2%，增速同比下降1.6个百分点。

整体看，2020年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍保持增长。但长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

目前我国煤炭行业去产能目标已超额完成，随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局进一步优化

2016年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积

极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。截至 2020 年底，全国累计退出煤矿 5,500 处左右、退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上，已超额完成《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）提出的化解过剩产能目标。

具体来看，2020 年全国关闭退出煤矿 600 余处，合计化解煤炭过剩产能超 1.5 亿吨/年。其中，云南、山东、贵州、山西及陕西等地区产能退出力度较大。值得注意的是，云南、贵州、四川及江西等南方地区退出矿井多以 30 万吨/年下矿井为主，该部分单体开采规模小、竞争力弱的小型矿井的退出将使得上述区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

表 1：2020 年主要省份（自治区）煤炭行业去产能情况

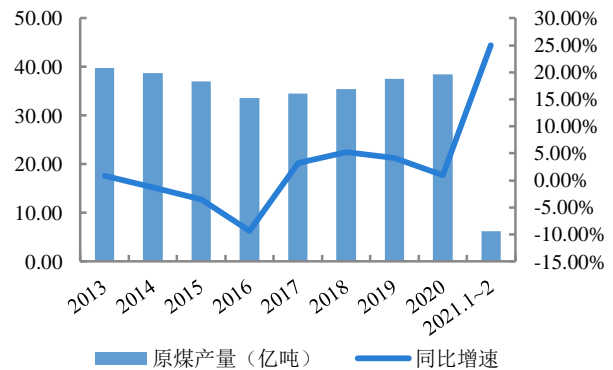
地区	关闭退出煤矿（座）	化解过剩产能（万吨/年）	平均单矿退出产能（万吨/年）
云南	145	3,204	22
山东	8	2,621	328
贵州	133	2,292	17
山西	32	2,074	65
陕西	57	1,693	30
四川	74	939	13
河北	20	783	39
黑龙江	35	735（第一批）	21
河南	11	486	44
江西	46	285（前三批）	6
安徽	1	210	210
广西	4	180	45
甘肃	10	156	16
福建	8	135	17
辽宁	2	114	57
北京	1	100	100

资料来源：中诚信国际根据自各省（自治区、直辖市）政府、行业主管部门官网统计整理。

原煤产量方面，2020 年我国煤炭产量为 38.4 亿吨，同比增长 0.9%，受产能持续退出、内蒙地区倒查 20 年等因素影响，产量增速同比下降 3.3 个百分点。其中，内蒙、陕西及山西（三西地区）原煤产

量为 27.9 亿吨，占全国煤炭产量的 71.5%。而目前在建矿井亦主要集中于煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低的三西地区，未来随着该地区在建矿井的逐步投产，我国煤炭产业结构将进一步向三西地区集中。2021 年 1~2 月，我国煤炭产量为 6.18 亿吨，受需求增长带动同比增加 25.00%。

图 2：全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路¹（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。但中诚信国际也关注到，2020 年受铁路专用线、储配基地和物流园等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力释放情况不及预期，未来随着相关集疏运系统建设的完成，该铁路运力将有所提升。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的三西地区，未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断

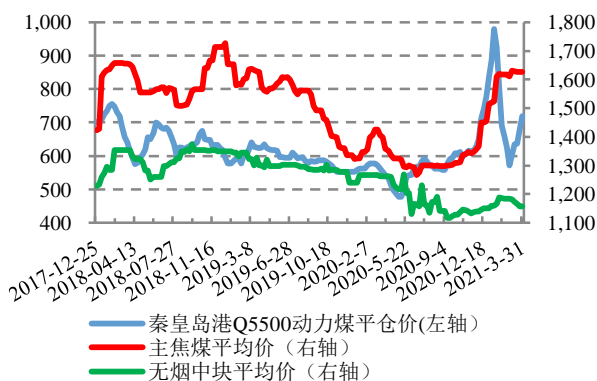
¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

2020年上半年,受新冠肺炎疫情影响,煤炭下游行业开工率不足,我国煤炭价格整体呈下行态势;但下半年以来,受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响,煤炭价格大幅回升

近年来,受益于供给侧改革的严格执行,我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中,2017年以来,原神华集团²开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制,并按要求制定了较明确的长协价定价机制,即“基准价535元+浮动价”的定价模式,该定价机制的实施一定程度上平抑了煤炭价格波动。

图3: 2018年以来煤炭价格走势(元/吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

自2020年初新冠肺炎疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,其中煤炭企业复工复产时间相对较早,但煤炭下游主要行业开工率不足,且煤炭进口仍保持增长态势,1~6月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来,受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响,动力煤及焦煤价格大幅回升。截至2020年12月末,秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价及全国主焦煤均价分别为778元/吨和1,454元/吨,较年初分别上升40.81%和9.93%;全国无烟中块均价为1,151

元/吨,虽较前三季度有所回升,但较年初仍下降7.21%。2021年一季度,受煤炭供应增加、港口库存增长等因素影响,我国动力煤价格高位回落,期末秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为719元/吨,较年初下降13.89%,但仍处于很高水平;由于钢铁及化工等下游行业景气度较高,焦煤及无烟煤价格整体有所上升,同期末全国主焦煤及无烟中块均价分别为1,626元/吨和1,157元/吨,较年初分别上涨7.38%和0.54%。

中诚信国际认为,2020年新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响,短期内使得煤炭价格大幅波动。但长期来看,受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响,我国煤炭消费增长空间受限,且随着以三西地区为主的先进产能的不断释放和运输条件的提高,我国煤炭供应整体仍将趋于宽松,煤炭价格整体将面临一定的下行压力。

2020年以来,山西省政府积极推进省内能源企业改革重组,并组建了晋能控股集团有限公司,公司已完成控股股东变更和更名,战略地位突出

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》,称山西省政府拟联合重组同煤集团、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司三户省属煤炭企业,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,共同组建晋能控股集团有限公司(以下简称“晋能控股”)。晋能控股注册地址为山西大同市,注册资本为500亿元。

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》(以下简称“公告”)。根据公告,公司原控股股东山西省

² 2018年,原神华集团有限责任公司(以下简称“原神华集团”)与原中国电集团有限公司(以下简称“原国电集团”)完成联合重组,原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司(以下简称“国家能源集团”),并作为母公司吸收合并原国电集团。

国有资本运营有限公司（以下简称“省国资运营公司”）决定，同意以省国资运营公司持有的公司65.1664%股权依法划转出资到晋能控股。本次变更事项后，晋能控股持有公司65.1664%的股权，成为公司第一大股东；省国资运营公司持有晋能控股100%股权；公司实际控制人仍为山西省人民政府。目前控股股东变更的相关工商变更登记已完成。随后，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”，上述事项已于2020年11月27日完成工商变更登记并取得新营业执照。根据规划，公司将作为晋能控股集团煤炭板块运营主体，后续晋能控股集团或其下属其他煤矿资产划入至公司，公司战略地位突出。

总体上看，组建晋能控股将有利于发挥山西省能源企业产业集群优势，提高行业集中度，优化山西省内煤炭资源配置，提升省内煤炭企业核心竞争力。作为煤炭板块运营主体，公司战略地位突出，煤炭产能规模将大幅提升，但由于涉及划转主体众

多，产权结构复杂，内部整合难度较大，中诚信国际将对公司后续资产划转等内部整合进展保持持续关注。

2020年，公司原煤产量同比有所增长，吨煤成本继续保持在较低水平，但仍需对安全生产情况保持关注

公司煤炭资源主要分布在山西和内蒙古两地，包括大同煤田、宁武煤田、沁水煤田、准格尔煤田及东胜煤田五个煤田。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。

截至2020年末，公司煤炭资源储量合计299.90亿吨，资源储量丰富，煤种以不粘煤、弱粘煤、1/3焦煤、气煤为主。

表 2：公司主要下属企业煤炭生产情况（万吨、年、万吨/年）

矿区	煤种	2018年产量	2019年产量	2020年产量	2021.1~3月产量
煤峪口	弱粘煤	105.80	75.00	58.00	4.90
永定庄	不黏煤、气煤	280.07	313.73	315.90	99.36
四老沟	不黏煤	85.11	277.00	351.74	80.81
忻州窑	不黏煤	100.16	67.55	69.10	18.62
白洞	气煤	164.00	162.49	161.10	40.30
挖金湾	不黏煤	163.37	313.56	448.98	105.03
晋华宫	不黏煤	285.69	339.96	299.36	76.84
马脊梁	不黏煤、气煤	640.00	747.72	887.27	226.81
王村	不黏煤	185.22	269.97	280.76	87.68
云冈	弱黏煤	85.05	90.49	98.69	21.03
燕子山	不粘煤、气煤	370.20	598.35	622.28	190.26
四台	不黏煤	165.63	135.68	145.85	25.79
塔山	气煤、1/3焦煤	2,375.00	2,578.80	2,499.98	624.76
同忻	气煤、1/3焦煤	1,534.20	1,575.20	1,582.01	386.67
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	1,227.40	1,618.11	2,070.56	502.98
地煤公司	弱黏煤、1/3焦煤、气煤	703.90	695.03	414.86	114.42
朔州煤电	不黏煤、气煤	1,426.99	1,516.82	1,549.65	562.34
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3焦煤	537.98	845.23	897.78	204.56
同发东周窑	长焰煤	901.28	817.88	1,029.00	232.00
其他	黏煤、气煤	2,384.61	3,411.01	3,648.30	990.46
合计	--	13,721.66	16,449.58	17,431.17	4,595.62

注：公司“其他”类矿井主要包括麻家梁煤矿、马道头煤矿、梵王寺煤矿和色连矿等技改和改扩建矿井。

资料来源：公司提供

煤炭生产方面，公司于2020年关闭4座矿井，

涉及产能355万吨/年。截至2020年末，公司拥有

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。其中，2019 年 8 月，公司下属麻家梁煤矿、塔山煤矿、同忻煤矿、南阳坡煤矿及白洞煤矿产能核增获得批复，共计核增产能 2,240 万吨/年，2020 年随着上述产能核增矿井及部分新投产矿井产能的持续释放，公司煤炭产量同比进一步增长。2021 年一季度，由于不再受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭产量同比增长 11.94%。开采成本方面，跟踪期内，公司吨煤成本变化不大，整体处于较低水平。

表 3：公司吨煤成本构成情况（元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
材料成本	20.05	15.96	15.47	13.97
人工成本	50.69	50.70	52.20	50.42
电力成本	8.46	8.46	8.22	9.56
折旧费	10.99	12.00	13.40	14.12
提取费	23.35	24.60	24.91	25.03
其他	32.43	37.50	34.33	36.10
吨煤成本	145.97	149.22	148.53	149.20

注：上述吨煤成本为原煤开采成本，不包含洗耗、加工成本。

资料来源：公司提供

安全生产方面，近年来公司不断加大安全建设投入，但部分矿井开采年限长，且部分资源整合矿井管理难度较大，突发安全事件出现的可能性依然存在。2020年4月14日，公司下属同煤大唐塔山煤矿公司3—5#层二盘区2205掘进工作面发生一起顶板事故，所幸被困5人全部获救，公司2020年百万吨死亡率为0，中诚信国际将对公司的安全生产情况保持持续关注。

跟踪期内，公司煤炭销量持续增长；2020 年以来，新冠肺炎疫情对我国经济增长及煤炭下游需求影响较大，但在下半年以来，随着疫情得到有效控制，我国经济增长及用煤需求持续回升，煤炭销售价格呈先降后升态势

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、煤变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。

销售方面，公司通过下属煤炭运销公司实行统一销售。公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，2020年长协合同销售占煤炭销量的比重约为90%，公司长期用户采取到货后结算或部分预付款结算方式销售，一般结算周期在一个月左右。2020年，受益于煤炭产量的增加，公司商品煤销量同比增加，但上半年新冠肺炎疫情的爆发对我国经济增长及煤炭需求影响较大，使得煤炭价格整体偏低，下半年以来随着宏观经济及用煤需求的显著回升，煤炭价格大幅上升，但全年销售均价同比有所下降。2021年1~3月，公司商品煤销量为0.50亿吨，同比下降2.53%，受下游需求增加煤炭市场供应偏紧带动，当期销售均价大幅上升。

运输方面，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国中煤能源股份有限公司，运力有一定保障。中诚信国际关注到，公司煤炭外运主要依靠大秦铁路，每年铁路运费属于刚性支出且规模较大。其中，2020年公司销售费用中运输费用高达76.62亿元，对利润造成较大侵蚀。

表 4：近年来公司商品煤销售情况（万吨，元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
商品煤总销量	16,869	18,779	21,149	5,018
自产煤销售均价（不含税）	376.96	362.49	337.40	394.88

注：2016 年起，煤炭市场好转，公司采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量，使得煤炭产销率大于 100%。

资料来源：公司提供

2020 年，公司发电量同比稳步增长，受益于煤价下行，发电业务盈利能力有所增强；2021 年一季度，煤炭价格的大幅回升使得公司电力业务呈亏损状态

近年来公司电力板块快速发展，现已拥有规模较大且与煤炭业务具有良好协同效应的电力、热力生产和供应业务。2021年3月末，受益于部分机组的投运，公司控股在运机组小幅增至1,045.01万千瓦，其中火电占比78%，风电、光伏机组占比较小。2020年，公司机组运行效率小幅下降，但受益于装机规

模的小幅增长，公司发电量同比小幅增加。

盈利方面，2020年，公司电价实行市场化定价机制，受下游需求疲软影响，当期上网电价同比有所下降，但受益于煤炭采购成本的降低，电力业务毛利率同比提升3.96个百分点至22.32%。2021年1~3月，煤炭价格大幅上升，原材料成本的上升使得电力业务呈亏损态势。

表 5：公司电力业务经营指标（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量	394	418	424	114
上网电量	359	378	385	104
发电利用小时数	3,925	4,398	4,339	1,095
平均上网电价	0.2750	0.2765	0.2560	0.2535

资料来源：公司提供

2020 年以来公司继续开展了较大规模的贸易业务，但由于该业务毛利率较低，对整体利润贡献较小；其他业务丰富了公司的产业结构

贸易方面，公司构建了煤炭贸易业务和非煤贸易业务，非煤贸易业务包括焦炭贸易、矿石贸易、有色金属贸易和生产生活物资贸易。2020年和2021年1~3月，公司贸易收入分别为830.38亿元和211.10亿元，业务毛利率分别为1.12%和0.01%。

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和大同煤矿集团煤炭运销总公司。业务模式主要为公司确定下游客户需求后，对接上游客户，在货到、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，合作单位全部集中于大型国有企业。2020年，公司煤炭贸易前五大下游客户分别为上海绿地凌港电力燃料有限公司、浙江浙能富兴燃料有限公司、浙江物产环保能源股份有限公司、国电燃料有限公司和宁波经济技术开发区华兴物资有限公司，合计销售收入占煤炭贸易收入的38.58%。

非煤业务方面，公司贸易业务主要为非煤贸

易，2020年其贸易收入占总贸易收入比重达85.88%。公司焦炭贸易主要是与山煤国际能源集团、山西物产集团等开展焦炭贸易；矿石贸易主要是与中铁物资集团、唐山东诚公司、太钢集团等公司开展了以铁矿砂、钢坯、硅锰合金、钢材为主的矿石原料贸易，并建立了稳定供应关系；有色金属贸易主要是利用上海、无锡两地为国内最大的有色金属商品交易中心集散地的优势，开展以铜、铝等有色金属为主的贸易业务。2020年，公司非煤贸易前五大下游客户分别为广西广投银海铝业集团有限公司、甘肃公航旅国际贸易有限公司、铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司、上海红鹭国际贸易有限公司和河南能源化工集团国龙物流有限公司³，合计销售收入占非煤贸易收入的26.17%。

煤化工业务方面，公司主要项目有广发化工甲醇项目、烯烃项目和煤制天然气项目。其中公司煤化工业务主要在产项目为广发化工60万吨/年甲醇项。受环保和技术原因影响，该项目于2019年8月开始停产检修，并于2019年10月复产。2020年该项目甲醇产销量分别为49.90万吨和50.02万吨，同比分别增长22.18%和23.29%，当期实现收入6.70亿元，受产品价格下降影响，同比减少2.77%，同期该项目利润总额为-2.99亿元，呈持续亏损状态。

公司其他业务还包括建筑建材、机械制造、通讯和旅游等业务，其整体收入及利润贡献不大。**中诚信国际认为**，贸易业务已成公司收入的主要来源，其主要下游客户以大型国有企业为主，资金风险整体可控，但毛利率较低，对整体利润贡献较小；其他业务丰富了公司的产业结构，但煤化工业务受销售价格低迷影响呈亏损状态，中诚信国际将对公司非煤业务的盈利状况保持关注。

公司主要在建项目投资已接近尾声，资本支出压力可控

近几年公司逐步收缩煤化工行业的规划投资，目前在建项目投资主要集中在煤炭及电力板块，截

流有限公司的贸易款项已实现全部回收。

³ 根据公司提供信息，截至2020年末公司对河南能源化工集团国龙物

至 2021 年 3 月末主要在建项目剩余投资规模不大，短期内资本支出较小。此外公司财务报表在建工程中其他项目金额大，数量多，主要是安全建设项目、矿山环境治理项目、技术改造项目等，多已完工待转固。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投	已投
漳泽百万项目 ⁴	78.00	65.89
北辛窑煤矿 ⁵	53.30	61.08
朔州热电 ⁶	35.12	35.51
阳高电厂 ⁷	33.90	31.47
合计	200.32	193.95

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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 2018~2020 年财务报表以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表，评级报告中所用财务数据为各期财务报表的期末数或当期数。中诚信国际在财务分析时将公司“其他流动负债”中的短期融资券、超短期融资券以及“卖出回购金融资产款”纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的融资租赁款纳入长期债务核算。

表 7：2020 年末公司主要子公司情况

主要子公司	持股比例(%)
晋能控股山西煤业股份有限公司	57.46
大同煤矿集团轩岗煤电有限责任公司	88.22
大同煤矿集团朔州煤电有限公司	100.00
同煤国电同忻煤矿有限公司	62.00
大同市地方煤炭集团有限责任公司	79.58
大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司	60.00
大同煤矿集团东周窑煤炭有限责任公司	99.82
晋能控股山西电力股份有限公司	29.43
大同煤矿集团北辛窑煤业有限公司	85.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，公司煤炭销量继续增加，但受销售价格下降影响，公司营业毛利率进一步下降，整体盈利能力仍偏弱；2021 年一季度，受益于煤炭价格的高位

运行，公司盈利能力显著增强

2020 年，公司煤炭销量同比增加，煤炭板块收入进一步增长，为当期营业总收入增长的主要原因；同时，上网电价的下降使得公司电力业务收入小幅下降；同期公司贸易业务收入同比有所减少，但整体仍处于较高水平。但受煤炭销售均价下降影响，公司煤炭业务毛利率及营业毛利率同比均有所下降。2021 年一季度，煤炭价格高位运行，但由于公司当期对会计准则进行了调整，将部分煤炭运输费用由销售费用调整至营业成本，受上述因素影响，公司当期煤炭业务毛利率较 2020 年变化不大，但毛利润大幅增长；同时较高的煤炭采购价格使得公司电力板块亏损。整体看，公司 2021 年一季度毛利率整体变化不大，但营业总收入同比增长约 23%，盈利能力明显增强。

表 8：近年来公司营业总收入及业务毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	780.58	823.91	925.32	308.54
电力	120.21	122.30	101.41	29.83
贸易	766.08	870.94	830.38	211.10
其他	51.43	45.04	45.83	7.75
主营业务	1,718.30	1,862.19	1,902.94	557.22
其他业务	47.67	41.54	47.26	11.43
营业总收入	1,765.97	1,903.73	1,950.20	568.65
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	35.33	32.53	27.57	27.60
电力	7.99	18.36	22.32	-1.64
贸易	0.59	1.93	1.12	0.01
其他	10.77	6.05	14.15	2.45
主营业务	17.19	16.65	15.43	15.23
营业毛利率	17.74	17.01	15.90	15.71

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年，受益于运输费用及职工薪酬的下降，公司销售费用及管理费用同比均有所减少；但公司债务规模同比小幅增加，且资金成本小幅上升，当期财务费用同比有所增长。2021 年一季度，公司期间费用及期间费用率进一步下降。整体看，跟踪期内，公司费用管理控制能力有所提升，

4 漳泽百万项目建设规模为 2×1000MW 超超临界空冷燃煤火力发电机组，目前已移出缓建项目名单，并开始复工建设。

5 北辛窑煤矿项目于 2011 年开工，矿井设计产能为 400 万吨/年，服务年限 74.4 年。

6 朔州热电项目目前已移出停缓建项目名单，并开始复工建设，预计于 2022 年完工。

7 阳高电厂项目本期工程建设规模为 2×350MW 超临界机组，预计 2021 年完工。

但由于公司人员及债务负担较重，期间费用规模仍然较高。

2020 年受煤炭销售价格下降影响，公司经营性业务利润同比有所减少，且非经常性损失整体变化不大，利润总额同比亦小幅下降。值得注意的是，由于人员及债务负担较重，近年来公司本部层面呈持续亏损状态，2020 年公司归属于母公司所有者的净利润持续为负。2021 年一季度，随着煤炭销售均价的大幅回升，公司盈利能力显著增强。

2020 年公司利润总额同比小幅下降，但利息支出及折旧费用同比有所增加，当期 EBIT 和 EBITDA 均同比有所增长，进而带动 EBIT 利润率及总资产收益率的同比上升。2021 年一季度，公司经营性业务利润和利润总额大幅增加，盈利能力明显增强。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	103.62	104.64	90.08	16.70
管理费用	97.88	85.02	80.06	21.06
财务费用	65.48	69.73	79.89	21.70
期间费用合计	266.97	259.38	250.04	59.46
期间费用率	15.12%	13.62%	12.82%	10.46%
经营性业务利润	9.35	27.66	25.16	20.23
资产减值损失	2.79	5.59	6.84	0.16
投资收益	4.81	5.42	6.68	1.11
营业外损益	8.47	-3.52	-2.21	-0.28
利润总额	19.08	24.33	22.23	20.90
净利润	3.47	4.53	4.24	15.15
归属于母公司所有者的净利润	-12.03	-10.96	-11.02	12.45
EBIT	83.39	94.22	101.38	--
EBITDA	138.00	154.36	168.70	--
EBIT 利润率	4.72%	4.95%	5.20%	--
总资产收益率	2.48%	2.64%	2.67%	--

注：管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，母公司口径营业总收入主要来自煤炭销售和贸易等业务。母公司口径投资收益主要来自子公司分红和处置长期股权投资等。总体上看，受公司本部社会职能突出、人员负担重、债务规模大影响，期间费用率持续大于营业毛利

率，致使母公司口径持续亏损。

2020 年以来，公司其他应收款进一步增长，且公司在项目建设及金融资产投资等方面保持了较大规模投资，资产及负债规模进一步增加，财务杠杆继续保持在较高水平

跟踪期内，公司在煤炭矿井及发电机组建设等方面保持了较大的项目投资规模，其中阳高 2*350MW 热电厂、朔州热电 2*350 兆瓦电厂工程等在建设项目于 2020 年部分转固，使得固定资产大幅增加；同时，随着对外债券和股权投资的增加，公司可供出售金融资产进一步增加；此外，受矿井退出等影响，公司其他应收款进一步增加，上述因素带动公司总资产规模持续增加。

公司其他应收款持续维持高位，主要包括应收企业办社会⁸、历史矿井和产能退出矿井等经营性其他应收款、资源整合投资款、融资租赁保证金和代垫的运费和港杂费等。企业办社会所形成的应收款项后续拟通过企业改制转换为改制企业的股权或将社会职能移交给政府后确定回收方案，公司按照国家级山西省分离企业办社会的政策规定，已在 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，分离移交后每年预计减少支出 16 亿元左右。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，待政策进一步明确后回收。2020 年以来，随着部分矿井的进一步退出及前期应收款项的持续计息，截至 2021 年 3 月末，公司其他应收款规模增至 862.50 亿元，其中企业办社会产生的相关应收款为 81.35 亿元、历史矿井和产能退出矿井等经营性其他应收款为 628.73 亿元。中诚信国际关注到，公司其他应收款规模很大且呈持续增长态势，对资金造成较大占用，未来回收和减值情况值得关注。

⁸ 公司企业办社会主要包括“厂办大集体”和“两区改造”等工程。其中，厂办大集体为大同市矿务局的历史遗留产物，以安置回城知青

和职工子女就业为目的，由公司委派人员或领导参与生产经营并在工商行政机关、学校和医院等职能企业。

表 10：近年来公司主要资产结构情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	220.55	260.20	259.50	279.64
应收账款	85.01	83.71	67.67	67.01
预付款项	78.07	65.37	61.53	65.98
其他应收款	723.93	831.35	864.00	862.50
存货	124.02	140.78	166.74	169.78
流动资产	1,276.46	1,447.48	1,511.24	1,534.24
可供出售金融资产	87.84	108.52	139.31	141.74
长期股权投资	27.32	50.04	54.90	55.31
固定资产	848.34	827.77	925.20	913.13
在建工程	685.60	769.45	735.07	747.74
无形资产	425.02	414.31	418.97	415.82
非流动资产	2,149.40	2,246.40	2,377.02	2,379.05
总资产	3,425.86	3,693.89	3,888.26	3,913.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债及债务方面，2020 年公司大幅增加应付票据使用力度，且公司在信达、华夏、浦发及建信等下属融资租赁公司新增了较大规模融资租赁业务，期末债务规模进一步增长，财务杠杆率继续维持很高水平，且短期债务占比仍较高，债务结构有待调整，若将其他权益工具中的永续债纳入债务规模考虑，公司财务杠杆率将进一步走高。2021 年一季度，随着部分债务的到期偿还，公司债务规模较年初有所下降，且所有者权益有所增加，期末总资本化比率较年初有所下降。

所有者权益方面，跟踪期内，公司继续保持了一定的利润累积，且永续债余额整体小幅增加，带动所有者权益持续增长。值得注意的是，近年来受母公司口径亏损严重影响，公司归属于母公司所有者的净利润持续为负，致使未分配利润不断减少。

表 11：近年来公司主要负债、权益情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	1,087.37	1,272.61	1,232.44	1,204.91
长期债务	1,227.03	1,135.58	1,230.56	1,127.07
短期债务/总债务	46.98%	52.85%	50.04%	51.67%
总债务	2,314.40	2,408.19	2,463.00	2,331.99
实收资本	170.35	170.35	170.35	170.35
其他权益工具	68.10	139.50	145.00	143.00
资本公积	309.71	306.98	308.01	308.01
未分配利润	-136.46	-152.04	-199.80	-200.63
少数股东权益	291.71	348.99	419.30	428.51
所有者权益合计	730.69	843.75	888.81	894.56
资产负债率	78.67%	77.16%	77.14%	77.14%
总资本化比率	76.00%	74.05%	73.48%	72.27%

资产负债率*	80.66%	80.93%	80.87%	80.79%
总资本化比率*	78.24%	78.34%	77.81%	76.71%

注：资产负债率*和总资本化比率*为将公司其他权益工具中的永续债计入债务口径计算的资产负债率和总资本化比率。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司偿债指标有所弱化，且由于短期债务占比较高，以其他应收款为代表的流动资产变现能力较弱，公司流动资产对短期债务的覆盖能力有限，短期债务的偿付主要仍依赖于外部融资

2020 年，受疫情影响，公司当期销售商品、提供劳务收到的现金同比减少约 259 亿元，使得当期经营活动净现金流同比有所减少。投资活动现金流方面，2020 年，公司在煤矿井电力板块保持了一定的投资支出，同时随着金融资产购买规模的增加，公司投资活动现金净流出规模增幅较大。筹资活动现金流方面，2020 年公司债务规模有所增加，当期筹资活动现金流呈小幅净流入态势。

偿债指标方面，2020 年，受益于公司 EBITDA 同比有所增长，其对总债务的覆盖能力有所增强，但由于经营活动净现金流同比减少，其对债务本息的覆盖能力有所弱化。由于公司短期债务占比高，而流动资产中其他应收款占比较高，其对短期债务的覆盖能力有限，公司债务偿还的资金来源主要仍依赖于外部融资，短期债务压力较大。中诚信国际将对公司后续资本支出计划以及融资整体情况保持密切关注。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	139.70	82.52	65.41	60.98
投资活动净现金流	-221.98	-90.12	-132.68	-7.20
其中：资本支出	190.15	62.94	108.35	7.21
筹资活动净现金流	36.63	18.28	9.33	-79.84
经调整的经营净现金流/总债务	3.22%	0.05%	-1.00%	--
总债务/EBITDA	16.77	15.60	14.60	--
经营活动净现金流利息倍数	1.79	0.83	0.77	--
EBIT 利息倍数	1.07	0.95	1.19	--
货币资金/短期债务	0.20	0.20	0.21	0.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，截至 2020 年末，公司本部拥有煤矿产能 0.91 亿吨/年。由于公司部分下属子公司经

营实力较弱，自主融资能力较弱，资金需求较大，公司本部层面承担了较多的融资职能，其较重的债务及人员负担对利润形成较大影响，近年来公司本部呈持续亏损状态。2020年，公司本部向下属上市公司晋控煤业转让了同煤国电同忻煤矿有限公司32%股权，当期投资收益为26.56亿元，但净利润为仍为-14.65亿元。截至2021年3月末，公司本部总债务达1,732.28亿元，同期末资产负债率及总资本化比率分别为89.42%和84.11%；同期末公司本部其他权益工具为143.00亿元，若将其纳入债务计算范围，公司本部资产负债率及总资本化比率将分别为94.04%和91.05%，债务负担很重。

从债务期限结构来看，截至2021年3月末公司本部短期债务达1,079.99亿元，占总债务比重为62.34%；同期末公司本部流动资产为1,534.24亿元，其中货币资金、应收款项（应收账款+应收票据）、其他应收款及存货余额分别为279.64亿元（受限部分为145.54亿元）、91.55亿元、862.50亿元和169.78亿元。公司本部其他应收款主要为历史矿井和产能退出矿井支付款项及对子公司借款，变现能力较弱，且货币资金受限占比较高，其他流动资产对短期债务的覆盖能力有限。从获现能力来看，2020年及2021年一季度，公司本部经营活动现金流分别为158.35亿元和209.57亿元，除部分现金流入来自煤炭销售回款外，公司本部经营活动现金流主要来自对下属企业的资金拆借，2020年末公司本部其他应付款同比增加38.58%至364.43亿元，2021年3月末进一步增至476.36亿元。整体看，公司母公司盈利能力弱，债务负担较重，且面临较大短期偿债压力，中诚信国际将对母公司的债务周转保持关注。

充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了保障，同时对外担保以及受限资产规模较小

公司融资渠道多元化，整体融资能力很强。直接融资方面，公司控股晋控煤业（601001.SH）和晋

控电力（000767.SZ）两家上市公司，截至2021年3月末，公司分别持有晋控煤业和晋控电力57.46%和29.43%的股权，所持股份均未进行质押；按2021年3月31日收盘价计算，公司持有的晋控煤业和晋控电力股份相应市值分别为48.47亿元和32.97亿元。

此外，公司间接融资能力很强，截至2021年3月末，公司共获得各银行授信额度约2,180.76亿元，其中未使用额度为710.22亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

截至2021年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计405.45亿元，占总资产的10.36%，主要为银行保证金、融资租赁租入固定资产和银行借款抵押，其中受限货币资金、固定资产和在建工程分别为206.99亿元、152.60亿元和45.86亿元。

截至2021年3月末，公司无重大未决诉讼及对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》，2017年~2021年4月29日，公司未发生违约事件。

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。

外部支持

公司作为山西省省属重点煤炭生产企业之一，在财政补贴等方面获得了当地政府的有力支持

公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会，作为山西省省属的大型煤炭企业，公司在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得多项支持。2018~2020年公司获得计入营业外收入的政府补助12.06亿元、4.80亿元和0.06亿元。此外，2017年公司根据国家有关法律法规及规章制度规定和山西综改试验区“先行先试”政策，按照市场化原则，统一安排对采矿权和原授权经营土地

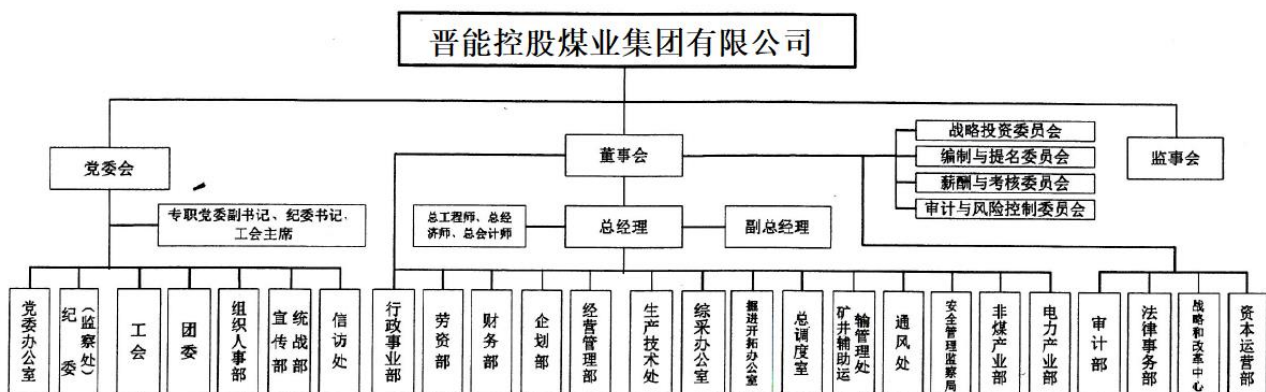
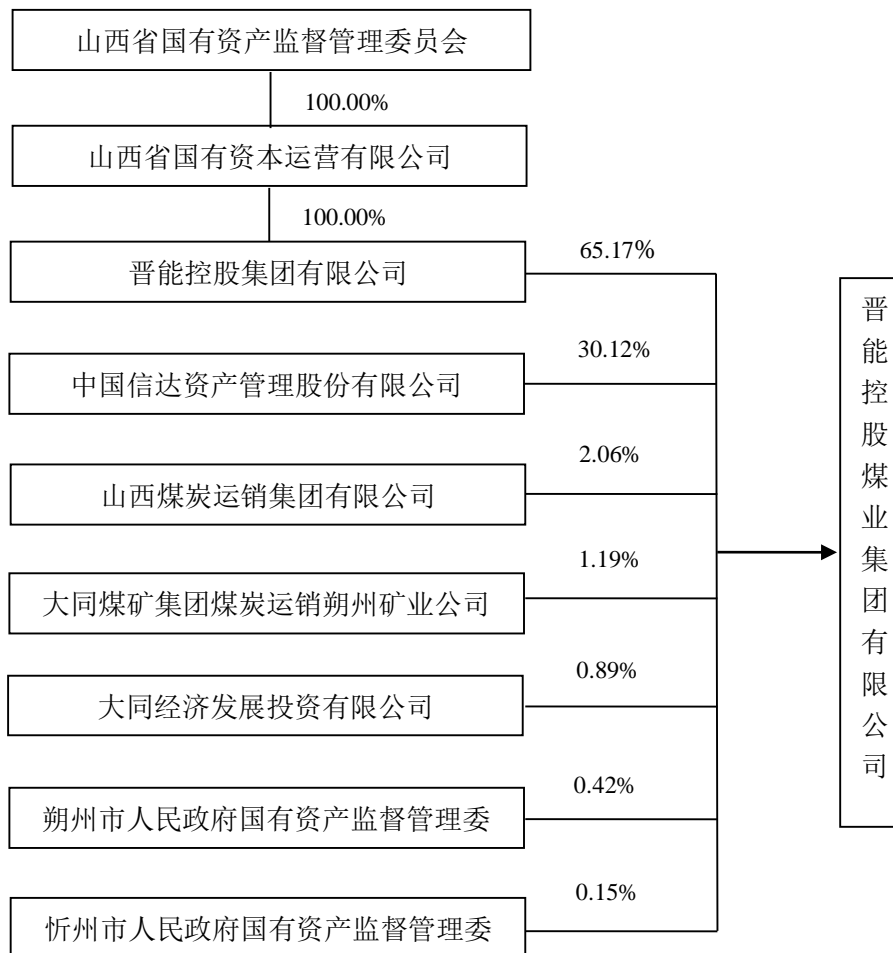
使用权价值重估，部分采矿评估增值 224.10 亿元，土地使用权评估增值 44.12 亿元，使得 2017 年末无形资产大幅增加 170.11%，推动公司总资产及所有者权益大幅增长。

社会负担方面，公司按照国家级山西省分离企业办社会的政策规定，计划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，按照目前企业办社会负担实际情况，分离移交后每年预计减少支出 16 亿元左右。截至目前，公司已全部完成涉及大同、朔州、忻州等 8 个地市，职工家属区 25.6 万户的“三供一业”分离移交改革工作，公司未来社会负担有望大幅减少。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持晋能控股煤业集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“11 同煤债 01”、“11 同煤债 02”和“19 大同煤矿 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**；维持“20 大同煤矿 CP005”和“20 大同煤矿 CP007”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：晋能控股煤业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：晋能控股煤业集团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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,205,486.80	2,601,984.61	2,595,006.11	2,796,416.11
应收账款净额（应收账款+应收款项融资）	850,057.51	837,067.73	676,705.05	670,121.03
其他应收款	7,239,256.41	8,313,506.50	8,639,973.33	8,625,000.97
存货净额（存货+合同资产）	1,240,223.62	1,407,838.74	1,667,405.34	1,697,836.76
长期投资	1,151,551.51	1,585,514.41	1,942,076.76	1,970,468.16
固定资产	8,483,435.03	8,277,654.19	9,252,033.28	9,131,290.43
在建工程	6,855,970.98	7,694,496.04	7,350,685.14	7,477,392.20
无形资产	4,250,238.70	4,143,143.89	4,189,651.64	4,158,198.56
总资产	34,258,587.57	36,938,852.57	38,882,622.75	39,132,964.24
其他应付款	1,327,307.33	1,460,824.52	1,623,731.04	2,302,150.62
短期债务	10,873,731.87	12,726,082.43	12,324,374.29	12,049,129.77
长期债务	12,270,293.24	11,355,815.11	12,305,582.71	11,270,724.16
总债务	23,144,025.11	24,081,897.55	24,629,957.01	23,319,853.93
净债务	20,938,538.31	21,479,912.93	22,034,950.90	20,523,437.82
总负债	26,951,665.57	28,501,328.24	29,994,502.33	30,187,344.71
费用化利息支出	643,142.67	698,862.66	791,505.83	--
资本化利息支出	136,375.88	293,717.71	60,659.84	--
所有者权益合计	7,306,921.99	8,437,524.32	8,888,120.42	8,945,619.53
营业总收入	17,659,653.03	19,037,323.76	19,501,953.55	5,686,464.77
经营性业务利润	93,539.44	276,600.06	251,637.62	202,317.35
投资收益	48,128.87	54,192.08	66,786.02	11,133.72
净利润	34,731.87	45,262.49	42,353.40	151,488.19
EBIT	833,914.81	942,181.81	1,013,791.88	--
EBITDA	1,379,997.57	1,543,575.95	1,686,964.45	--
经营活动产生现金净流量	1,397,014.12	825,227.60	654,129.85	609,779.59
投资活动产生现金净流量	-2,219,840.29	-901,183.33	-1,326,832.58	-72,043.36
筹资活动产生现金净流量	366,305.26	182,753.15	93,281.38	-798,373.66
资本支出	1,901,462.87	629,449.49	1,083,487.42	72,089.51
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.74	17.01	15.90	15.71
期间费用率(%)	15.12	13.62	12.82	10.46
EBITDA 利润率(%)	7.81	8.11	8.65	--
总资产收益率(%)	2.48	2.64	2.67	--
净资产收益率(%)	0.50	0.57	0.49	6.80*
流动比率(X)	0.92	0.90	0.90	0.86
速动比率(X)	0.83	0.81	0.80	0.77
存货周转率(X)	12.38	11.93	10.66	11.39*
应收账款周转率(X)	18.52	22.56	25.75	33.75*
资产负债率(%)	78.67	77.16	77.14	77.14
总资本化比率(%)	76.00	74.05	73.48	72.27
短期债务/总债务(%)	46.98	52.85	50.04	51.67
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.03	0.03	0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.13	0.06	0.05	0.20*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.79	0.83	0.77	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.22	0.05	-1.00	--
总债务/EBITDA(X)	16.77	15.60	14.60	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.12	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.77	1.56	1.98	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.07	0.95	1.19	--

注：1、公司合并口径各期财务报表均按照新会计准则编制，2021年一季度财务报表未经审计，所用原始数据为各期期末数或当期数；2、将“其他流动负债”中的短期融资券和超短期融资券以及“卖出回购金融资产”纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的融资租赁款纳入长期债务核算；3、公司未提供2021年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；4、加“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/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：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。