

国家能源集团宁夏煤业有限责任公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘翌晨 [ychliu@ccxi.com.cn](mailto:yqliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨笑天 [xtyang@ccxi.com.cn](mailto:xyang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 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 and 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1349 号

国家能源集团宁夏煤业有限责任公司：

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“05 宁煤债/05 宁煤债”和“07 神华宁煤债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（以下简称“宁夏煤业”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持中国工商银行股份有限公司（以下简称“中国工商银行”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“05 宁煤债/05 宁煤债”和“07 神华宁煤债”的信用等级为 **AAA**，上述级别考虑了中国工商银行提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了煤炭资源储量丰富、规模优势显著、产业链优势、继续保持较强的盈利及获现能力以及担保实力继续保持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、煤化工业务经营压力有所增加以及期间费用率较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

宁夏煤业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,420.60	1,378.26	1,328.10	1,364.62
所有者权益合计（亿元）	390.11	381.45	400.22	406.76
总债务（亿元）	797.50	768.56	710.46	753.37
营业总收入（亿元）	291.78	317.40	411.01	72.66
净利润（亿元）	28.17	20.86	20.93	3.75
EBITDA（亿元）	91.01	90.03	127.80	--
经营活动净现金流（亿元）	61.31	88.98	65.15	-2.61
资产负债率（%）	72.54	72.32	69.86	70.19
中国工商银行（合并口径）	2017	2018	2019	
总资产（亿元）	260,870.43	276,995.40	301,094.36	
不良贷款（五级分类）（亿元）	2,209.88	2,350.84	2,401.87	
净营业收入（亿元）	6,747.99	7,256.03	7,762.52	
拨备前利润（亿元）	4,859.38	5,185.34	5,526.76	
净利润（亿元）	2,874.51	2,987.23	3,133.61	
不良贷款率（%）	1.55	1.52	1.43	
不良贷款拨备覆盖率（%）	154.07	175.57	199.32	
资本充足率（%）	15.14	15.39	16.77	

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算。

正面

■ **煤炭资源储量丰富，规模优势显著。**截至 2020 年 3 月末，公司保有煤炭资源储量 141.32 亿吨，可采储量 76.16 亿吨，煤炭资源储量丰富。2019 年公司煤炭产量为 5,811 万吨，占宁夏回族自治区煤炭产量的 80% 左右，规模优势显著。

■ **产业链优势。**公司依托煤炭资源优势大力发展煤化工产业，跟踪期内随着煤制油项目产能的进一步释放，公司煤化工产业规模进一步扩大，产业链进一步延伸，各业务板块具有较好协同效应。

同行业比较

2019 年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	煤炭产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
中国神华	28,270	5,584.84	25.58	2,418.71	515.40
中煤能源	10,184	2,724.83	56.93	1,292.94	85.93
华电煤业	3,947*	569.23	64.22	202.64	32.20
宁夏煤业	5,811	1,328.10	69.86	411.01	20.93

注：“中国神华”为“中国神华能源股份有限公司”简称；“中煤能源”为“中国中煤能源股份有限公司”简称；“华电煤业”为“华电煤业集团有限公司”简称；加“*”指标为 2018 年年度数据。

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
05 宁煤债/05 宁煤债	AAA	AAA	10.00	10.00	2005/09/16~2020/09/16
07 神华宁煤债	AAA	AAA	8.00	8.00	2007/11/07~2022/11/07

注：“05 宁煤债/05 宁煤债”和“07 神华宁煤债”由中国工商银行授权中国工商银行宁夏回族自治区分行提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

同效应。

■ **继续保持较强的盈利及获现能力。**2019 年以来，受益于化工业务经营规模的大幅增加及非经常性损失的下降，公司继续保持了较强的盈利及获现能力。

■ **担保实力继续保持。**跟踪期内，“05 宁煤债/05 宁煤债”和“07 神华宁煤债”的担保主体中国工商银行继续保持了极强的担保实力。

关注

■ **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **煤化工业务经营压力增加。**由于煤化工产品价格受煤、油价格影响较大，公司煤化工项目面临一定的产品价格波动和市场风险。跟踪期内，受主要产品价格持续下跌影响，公司煤化工业务盈利能力明显弱化；2020 年以来，原油价格暴跌，公司化工板块经营压力大幅增加，中诚信国际对此保持关注。

■ **期间费用率较高。**公司期间费用率较高，对利润形成一定侵蚀，整体费用控制能力有待增强。

评级展望

中诚信国际认为，国家能源集团宁夏煤业有限责任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。**煤炭或煤化工产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅攀升，偿债能力显著弱化；流动性压力加剧。

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。

募集资金使用情况

2005 年宁夏煤业集团有限责任公司公司债券（债券简称“05 宁煤债/05 宁煤债”，债券代码：120529.SH、058026.IB）募集资金 10 亿元，约定全部用于羊场湾煤矿、枣泉煤矿和 21 万吨/年煤基二甲醚项目建设。截至本报告出具日，本期债券募集资金 10 亿元已全部使用完毕。其中，用于羊场湾煤矿项目 2.96 亿元，枣泉煤矿项目 2.66 亿元，21 万吨/年煤基二甲醚项目 4.38 亿元，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

2007 年神华宁夏煤业集团有限责任公司公司债券（债券简称“07 神华宁煤债”，债券代码：078067.IB）募集资金 8 亿元，约定用于梅花井煤矿、石嘴山矿区矿井联合改造、石嘴山矿区选配煤中心及大武口区选煤厂技术改造等项目建设。截至本报告出具日，本期债券募集资金 8 亿元已全部使用完毕，全部用于梅花井煤矿、石嘴山矿区矿井联合改造、石嘴山矿区选配煤中心及大武口区选煤厂技术改造等项目建设，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两

个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍

有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

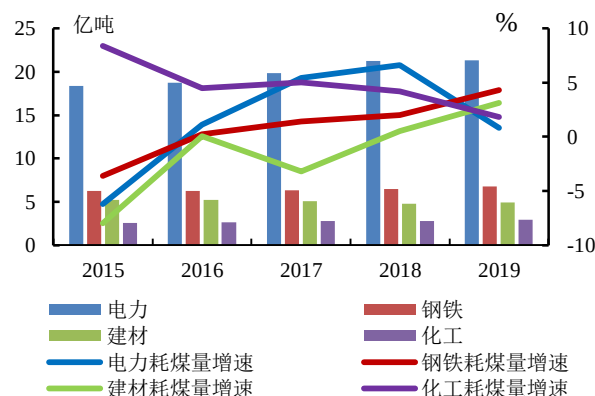
近期关注

2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；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、冶金、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。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。

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。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计上半年我国第二产业生产将呈逐步恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019 年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。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

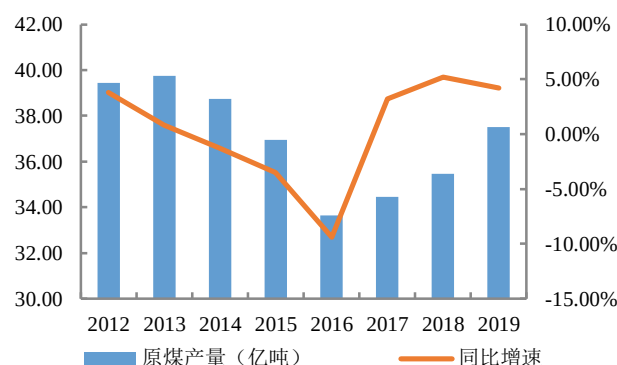
费增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来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将进一步优化

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

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。

图 2：2012 年以来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

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响²，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2% 至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

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、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区³（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。

2019 年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，动力煤价格呈明显下降态势

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⁴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。目前

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。

² 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

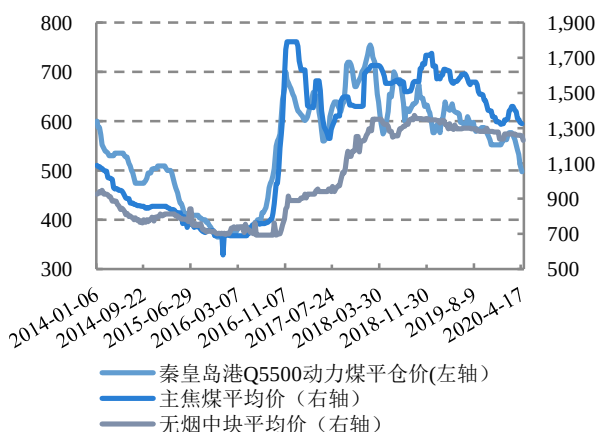
³ 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

⁴ 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。

看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨，较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。

图 3：2014 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

2020 年初，自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，受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响，1~2 月局部地区煤炭供应出现短缺，煤炭价格整体有所回升。2020 年 3 月以来，随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏，我国煤炭供应明显增加，但煤炭下游主要行业开工率不足，库存不断增加，动力煤价格呈明显下降态势。截至 2020 年 4 月 17 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 497.5 元/吨、1,325.59 元/吨和 1,233.13 元/吨，较年初分别下降 10.76%、0.01%和 0.55%。

中诚信国际认为，短期内随着我国复工复产工作的继续推进，煤炭下游行业需求有望回暖，但考虑到随着丰水期的到来，水力发电的增加将对电煤需求形成挤压，煤炭需求回升仍具有一定的不确定性，煤炭价格或将呈波动态势。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，且随着先进产能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。

2019 年以来，化工⁵产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、

⁵ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于 2020 年 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。

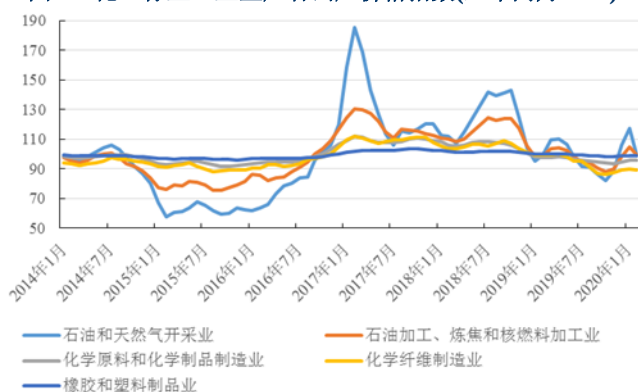
具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济

下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。2020 年 3 月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图 4：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍

呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6%和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020 年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

跟踪期内，公司严控超产矿井生产，煤炭产量有所下降；吨煤生产成本继续保持在较低水平

公司在宁夏回族自治区拥有石炭井矿区、宁东矿区和横城矿区 3 个生产矿区。截至 2020 年 3 月末，公司保有煤炭资源储量 141.32 亿吨，可采储量 76.16 亿吨，主要煤种包括动力煤、焦煤和无烟煤，煤炭资源储量丰富。

产能方面，由于宁夏回族自治区贺兰山外围生态环境整治方案的出台，2019 年公司关闭 2 座无烟

煤露天矿井，涉及产能 160 万吨/年。2020 年，公司计划关停 4 座矿井，涉及产能 150 万吨/年⁶。随着金家渠煤矿正式投产，截至 2020 年 3 月末，公司拥有生产矿井 9 座，核定产能为 5,020 万吨/年；试生产矿井 4 座⁷，设计产能为 2,600 万吨/年。此外，清水营煤矿目前处于恢复生产建设中，复产后将为公司贡献 500 万吨/年的煤炭产能。

⁶ 2020 年，公司计划关闭退出红梁井（60 万吨/年）、卡布梁井（45 万吨/年）、炭梁坡煤矿（30 万吨/年）和大磴沟煤矿（15 万吨/年）。

⁷ 截至 2020 年 5 月，红柳煤矿、石槽村煤矿、双马煤矿和麦垛山煤矿均已取得采矿证，建设项目通过公司总体验收，目前进入安全生产许可证办理阶段，预计将于 2020 年 6 月底取得安全生产许可证，届时可实现正式投产。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司矿井情况
(亿吨、万吨/年、年)

矿井名称	生产状态	可采储量	核定产能/ 设计产能	剩余可 采年限
白茆沟井	生产	0.80	160	36.3
灵新煤矿	生产	1.40	390	25.7
羊场湾煤矿	生产	4.40	1,200	25.9
枣泉煤矿	生产	4.34	800	38.3
梅花井煤矿	生产	14.33	1,200	85.3
任家庄煤矿	生产	1.45	360	29.3
红石湾煤矿	生产	0.43	110	30.0
金凤煤矿	生产	2.94	400	52.0
金家渠煤矿	生产	3.36	400	60.1
生产矿井小计	--	33.45	5,020	--
红柳煤矿	试生产	11.56	800	96.3
麦垛山煤矿	试生产	10.99	800	98.2
石槽村煤矿	试生产	5.59	600	66.0
双马煤矿	试生产	5.80	400	103.6
试生产矿井小计	--	33.94	2,600	--
清水营煤矿	复产中	7.49	500	107.0
合计	--	74.88	8,120	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产量方面，2019 年，公司加强对下属矿井的生产管控，部分超产矿井产量有所下降，使得公司煤炭产量同比有所下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭生产有所放缓，产量同比小幅下降。洗选方面，公司主要矿井均配备洗煤厂，洗选技术先进。截至 2020 年 3 月末，公司煤炭洗选能力为 8,760 万吨/年，较上年同期小幅下降。2019 年以来，公司入洗率有所下降，但仍保持在很高水平。

表 4：近年来公司煤炭生产情况（万吨、%）

煤种	2017	2018	2019	2020.1~3
动力煤	5,604.96	5,502.39	5,190.93	1,239.50
焦原煤	360.47	443.73	376.06	111.73
无烟原煤	400.78	238.80	243.70	53.34
产量合计	6,366.21	6,184.92	5,810.69	1,404.58
入洗率	91.53	92.87	89.02	87.96

注：由于四舍五入原因，各分项加总数与合计数略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，2019 年公司加强成本管控，材料成本同比降幅明显；但由于人工成本、电费、折旧等其他成本的增加，公司吨煤制造成本同比小幅上升。2020 年一季度，公司计提的职工薪酬有所减

⁸ 相关公开资料显示，2019 年宁夏区域电煤需求约 5,600 万吨，公司供应约 2,000 万吨，公司煤炭产量占宁夏回族自治区煤炭产量的 80%左右，区域整体电煤供应缺口较大。

少，同时其他支出有所下降，使得吨煤制造成本小幅下降。整体看，公司吨煤成本继续保持在较低水平。

表 5：近年来公司吨煤制造成本情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
制造成本	158.94	189.21	192.74	186.63
材料	24.83	34.27	24.24	25.48
人工成本	63.91	71.39	80.52	76.08
电费	8.09	8.84	9.46	9.84
折旧	26.09	26.56	27.78	32.80
维简基金	6.08	6.03	6.09	6.13
安全费	15.17	15.26	15.33	15.40
无形资产摊销	1.39	1.38	1.30	0.69
运输费	0.29	0.48	0.06	0.07
其他支出	13.08	25.00	27.96	20.14

注：由于四舍五入原因，各分项加总数与合计数略有差异。

资料来源：公司提供

安全生产管理方面，公司不断加强日常生产监管，近年来保持一定规模的安全投入。2019 年，公司安全生产投入为 6.98 亿元。同期，公司未发生煤炭生产安全事故，原煤百万吨死亡率为 0。

表 6：近年来公司煤炭安全生产管理情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
原煤百万吨死亡率	0.016	0.065	0	0
全国原煤百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083	--
安全生产投入（亿元）	2.36	5.77	6.98	0.29

资料来源：公司提供

公司销售渠道稳定，长协销售占比较高；跟踪期内公司煤炭销售价格持续高位运行，煤炭业务继续保持很强的盈利能力

公司煤炭产品以动力煤和无烟煤为主，煤炭销售分为下属煤化工板块自用和对外销售两部分，随着公司煤制油项目产能的进一步释放，2019 年以来公司自用煤规模有所增加。受产量下滑影响，2019 年公司动力煤销量有所下降，使得煤炭总销量同比下降。2020 年一季度，公司煤炭销量同比小幅上升。

销售价格方面，宁夏区域电煤供应缺口较大⁸，煤炭价格整体平稳⁹，2019 年公司动力煤平均销售

⁹ 2019 年，公司煤炭外销价格为 403.50 元/吨，同比下降 7.25%。

价格有所提升，带动整体煤炭销售均价同比上升。2020 年一季度，公司动力煤价格继续保持平稳走

势，其他煤种销售价格略有下滑，使得公司煤炭销售均价小幅下降。

表 7：近年来公司主要商品煤产品销售情况（万吨、元/吨、%）

煤种	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	6,080.24	327.08	5,599.06	343.52	5,299.28	376.89	1,238.16	379.51
焦精煤	0.32	440.00	--	--	--	--	--	--
无烟精煤	338.87	1,043.84	197.74	1,324.41	174.11	1,203.96	40.07	1,063.37
无烟筛选煤	0.47	784.77	0.47	689.69	0.45	608.77	0.18	527.33
其他煤产品	374.72	398.37	429.59	382.15	434.08	291.21	133.18	292.41
总销量/销售均价	6,794.62	366.79	6,226.86	377.46	5,907.93	395.11	1,411.59	390.72
其中：自用煤	2,092.88	270.30	2,997.19	271.15	3,115.55	387.60	708.23	412.06
自用煤占比	30.80	--	48.13	--	52.74	--	50.17	--

注：销售量包括自用量，销售价格为含税平均价格；由于四舍五入原因，各分项加总数与合计数略有差异。

资料来源：公司提供

目前公司动力煤的主要外销客户为控股股东国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）宁夏自治区下辖电厂和宁夏自治区内其他电厂，且公司与电厂客户基本都签订了一年期的长期供应协议。公司无烟煤的客户主要为西北、华北和东北地区的钢铁企业，并优先选择与重点优质客户进行合作，采取定制化销售。2019 年，公司煤炭销售长协客户占比约为 90%。结算方面，公司与国家能源集团系统内客户采取月度滚动结算，与其他外部客户采取预付款结算。

表 8：2019 年公司主要煤炭外销客户情况（亿元、%）

客户名称	销售额	占比
神华国能宁夏煤电有限公司	10.19	4.30
神华国华宁东发电有限责任公司	9.80	4.13
河钢股份有限公司	5.77	2.44
宁夏国华宁东发电有限公司	4.22	1.78
宁夏电投西夏热电有限公司	4.12	1.74
合计	34.10	14.39

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着煤制油项目产能的进一步释放，公司煤化工主要产品产销量有所增加；但受行业景气度下降等因素影响，煤化工板块盈利能力下滑；

2020 年以来原油价格大幅下跌，公司经营压力进一步增加

截至 2020 年 3 月末，公司煤化工板块产能包括甲醇 350 万吨/年、聚丙烯 160 万吨/年、聚乙烯 45 万吨/年、聚甲醛 6 万吨/年、汽油组分油 37 万吨/年、液化石油气 41.9 万吨/年、柴油组分油 273.3 万吨/年和石脑油 98.3 万吨/年等。

跟踪期内，随着煤制油项目产能的进一步释放，公司整体生产效率大幅提高，产品线进一步丰富。其中甲醇分公司和烯烃一、二分公司基本已达到满负荷运行；煤制油分公司产能利用率达到 87.5%，同比有所提升。受益于此，跟踪期内公司聚丙烯、液化石油气、聚乙烯、柴油、聚甲醛、化工品等主要煤化工产品产销量均有所增加。

销售价格方面，跟踪期内，受行业景气度下滑、煤、油价波动等多种因素综合影响，公司主要煤化工产品销售价格整体呈持续下行态势，煤化工板块盈利能力有所下滑。2020 年以来，原油价格大幅下跌，公司经营压力进一步增加，中诚信国际将对公司煤制油项目运营情况保持关注。

表 9：近年来公司主要煤化工产品产销量及价格情况（万吨、元/吨）

产品名称	2017			2018			2019			2020.1~3		
	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格
聚丙烯	95.83	95.34	8,516.47	107.36	107.33	9,617.51	149.21	150.43	8,345.37	41.00	30.36	6,858.82
车用汽油	42.98	43.00	5,121.79	41.22	40.89	5,792.63	38.12	38.49	6,119.17	10.65	8.87	5,344.32

液化石油气	15.33	12.64	3,752.59	23.97	22.33	3,836.36	41.60	15.58	4,141.33	10.40	2.75	4,004.04
聚乙烯	--	--	--	11.12	11.00	9,276.56	49.50	49.50	7,491.47	12.92	9.29	6,526.76
柴油	--	--	--	30.84	27.50	6,574.90	75.15	76.62	5,957.70	16.57	13.05	5,511.53
聚甲醛	6.22	6.25	12,577.56	6.11	6.05	13,797.87	6.38	6.39	10,378.07	1.71	0.59	9,218.88
化工品	--	--	--	23.97	23.97	5,751.71	116.26	117.47	5,094.30	21.66	20.31	4,490.73
石脑油	--	--	--	--	--	--	132.47	5.84	4,307.71	32.19	--	--

注：销售量均为外销量，销售价格均为含税价格。

资料来源：公司提供

公司煤化工产品目前销售区域主要为华东和华南地区，合计销售占比约为 60%；下游客户均采取现汇形式的预付款销售，不存在赊销情况。

表 10：2019 年公司煤化工业务主要客户情况（亿元、%）

客户名称	销售额	占比
甘肃龙昌石化集团有限公司	12.99	4.01
宁夏华平科瑞能源化工有限公司	11.77	3.63
北京四联创业化工集团有限公司	10.53	3.25
宁夏东来能源有限公司	9.00	2.78
中能瑞坤能源（宁波）有限公司	7.89	2.44
合计	52.18	16.11

资料来源：公司提供

公司在建项目以煤化工大型项目为主，目前已进入收尾阶段，未来整体投资规模不大

截至 2020 年 3 月末，公司在建工程以煤化工

大型项目为主，计划总投资额为 708.66 亿元，累计已投资 567.21 亿元，项目均已进入收尾阶段，未来整体投资规模不大。

拟建项目方面，公司煤炭板块规划重点项目为位于内蒙古鄂尔多斯市上海庙矿区的鹰骏一矿项目，该矿井设计可采储量 9.7 亿吨，设计产能为 600 万吨/年，项目计划总投资 70.97 亿元，公司持有该项目 50% 的股权，目前项目可研报告已完成，正在有序推进中。煤化工板块方面，公司计划未来进一步向下游延伸产业链，提高产品附加值，拟规划建设多个精细化工项目，但整体投资规模不大。此外，公司每年在基建项目和更新改造等方面保持一定的投资支出。

表 11：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计已投资	未来投资计划	
			2020.4~12	2021
金凤洗煤厂（二期）基建投资项目	1.59	1.15	0.32	0.12
400 万吨煤炭间接液化项目	544.59	493.27	4.57	--
100 万吨煤泥综合利用项目	42.00	2.94	0.16	--
煤化工副产品深加工综合利用项目	120.48	69.85	5.48	--
合计	708.66	567.21	10.53	0.12

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）¹⁰ 审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。

为计算有息债务，中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款调至长期债务。

2019 年，受益于煤化工业务规模的大幅增长和非经常性损失的减少，公司继续保持较强的盈利能力；但费用控制能力仍有待增强；2020 年以来，原油价格大幅下跌使得公司经营压力加大

2019 年，受煤炭产销量下降影响，公司煤炭外销业务收入同比下降；受主要化工产品产销量增加

¹⁰ 根据国家能源集团要求，2018 年公司更换审计机构。

影响，公司煤化工业务收入同比大幅增加，进而带动全年营业总收入同比增长。2020 年一季度，公司煤炭外销业务收入同比基本持平；但受新冠肺炎疫情影响，煤化工板块收入有所下降，公司营业总收入同比下降。

2019 年，主要受外销煤炭价格下降影响，公司煤炭外销业务毛利率同比下降，但仍保持在很高水平；同期受主要产品价格下降影响，公司煤化工业务毛利率亦同比大幅下降，公司营业毛利率呈下降态势。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭外销收入下滑；油价大幅下跌使得煤化工业务毛利率进一步下降。

表 12：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭外销	164.66	126.00	104.04	23.71
煤化工	99.75	162.00	286.11	46.14
其他	27.37	29.40	20.86	2.81
营业总收入	291.78	317.40	411.01	72.66
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭外销	61.04	56.54	44.04	43.67
煤化工	18.50	35.54	19.58	11.19
其他	19.47	22.52	7.24	16.19
营业毛利率	43.34	42.67	38.39	40.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司管理费用和财务费用规模较大。其中 2019 年，主要受职工薪酬增加影响，公司管理费用同比上升；而随着 2018 年公司 400 万吨煤炭间接液化项目投产转固，当期资本化利息支出大幅减少，财务费用同比大幅增加，进而使得期间费用同比增加。总体来看，公司期间费用率较高，对利润形成一定侵蚀，整体费用控制能力有待增强。

2019 年，主要受期间费用增加影响，公司经营性业务利润同比下降；但受益于非经常性损失¹¹的减少，公司利润总额和净利润同比增长，继续保持了较强的盈利能力。2020 年一季度，受收入下降及

主要板块毛利率下滑影响，公司经营性业务利润和利润总额均同比下降。

2019 年，受益于煤化工业务规模的大幅增长和非经常性损失的减少，公司继续保持较强的盈利能力，EBIT 和 EBITDA 同比增长，EBIT 利润率、EBITDA 利润率和总资产收益率等相关盈利指标呈增长态势。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	8.05	7.45	5.30	0.97
管理费用	53.42	49.54	53.48	8.43
财务费用	14.27	17.96	30.41	6.60
期间费用合计	75.73	74.96	89.19	15.99
期间费用率（%）	25.95	23.62	21.70	22.01
经营性业务利润	31.77	36.31	31.28	4.52
资产减值损失合计	0.00	4.95	2.46	-0.02
投资收益	0.24	-0.05	0.12	0.01
营业外损益	0.06	-5.42	-0.66	0.07
利润总额	32.08	25.59	28.10	4.62
净利润	28.17	20.86	20.93	3.75
EBIT	41.05	39.92	58.13	--
EBITDA	91.01	90.03	127.80	--
EBITDA 利润率（%）	31.19	28.36	31.09	--
EBIT 利润率（%）	14.07	12.58	14.14	--
总资产收益率（%）	2.90	2.88	4.29	--

注：管理费用包含研发费用；由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于利润积累，公司所有者权益持续增长；债务规模整体有所下降，但短期债务占比较高，期限结构有待改善

2019 年，受折旧增加影响，公司固定资产同比下降；由于产能退出，公司采矿权及探矿权有所减少，期末无形资产同比下降；同期公司在煤矿基建及更新改造项目等方面保持了一定的投资支出，期末在建工程同比有所增加，带动非流动资产同比增加。流动资产方面，2019 年，公司加大应收款项回收力度，但受在建项目的持续投入以及偿还债务影响，公司货币资金大幅下降，期末流动资产同比下降。2020 年一季度，公司债务规模有所上升，使得

¹¹ 2018 年，公司计提包括存货跌价损失、固定资产减值损失和工程物资减值损失在内的资产减值损失共 4.95 亿元；同时由于公司在棚户区改造、援建红寺堡工业园厂房、罚款及滞纳金以及土壤治理等方面的支出较大，当期营业外损益大幅降至-5.42 亿元。2019 年，上述损失规模大幅下降。

当期末货币资金及流动资产有所增加。

表 14：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	60.43	75.96	37.31	49.76
其他应收款	23.67	23.48	22.75	26.08
应收票据	33.97	14.85	8.11	3.42
应收账款	26.06	23.37	19.78	22.21
存货	63.90	55.25	58.14	73.31
流动资产	229.70	214.89	151.58	182.54
固定资产	502.03	951.45	943.56	926.59
在建工程	595.03	113.19	136.45	152.15
无形资产	37.36	50.78	42.37	41.78
非流动资产	1,190.90	1,163.37	1,176.52	1,182.08
资产总额	1,420.60	1,378.26	1,328.10	1,364.62

注：其他应收款未包含应收利息和应收股利。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年，主要受利润积累影响，公司所有者权益持续增长，同时随着部分债务的到期偿还，债务规模整体有所下降，财务杠杆水平亦有所下降。此外，公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

表 15：近年来债务结构及资本实力情况
(亿元、X、%)

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	422.00	407.45	378.03	404.34
长期债务	375.50	361.11	332.44	349.04
短期债务/长期债务	1.12	1.13	1.14	1.16
总债务	797.50	768.56	710.46	753.37
所有者权益合计	390.11	381.45	400.22	406.76
总资本化比率	67.15	66.83	63.97	64.94

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司保持了较强的盈利及获现能力，EBITDA 相关偿债指标持续优化

2019 年，公司继续保持了较强的经营获现能力，且能较好覆盖投资现金支出；同时随着债务本息的不定期偿还，当期公司筹资活动净现金流呈大幅净流出态势。受益于盈利能力增强及债务下降，跟踪期内公司 EBIT 及 EBITDA 相关偿债指标持续优化；但受经营活动净现金流下降影响，现金流相关偿债指标有所弱化。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流（亿元）	61.31	88.98	65.15	-2.61
投资活动净现金流（亿元）	-31.31	-38.86	-45.12	-18.87
筹资活动净现金流（亿元）	-24.55	-22.31	-65.52	32.92
经调整的经营净现金流/总债务（%）	3.68	7.67	4.50	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.13	3.10	4.04	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.41	1.38	1.84	--
总债务/EBITDA（X）	8.76	8.54	5.56	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.11	3.07	2.06	--

注：由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司无对外担保，受限资产比重较低，备用流动性充足

受限资产方面，截至 2019 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产合计 154.39 亿元，占同期末总资产的 11.62%。其中，受限货币资金为 12.55 亿元；固定资产为 141.84 亿元，其中 91.60 亿元用于煤制油项目借款抵押。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项，不涉及重大未决诉讼。

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度共计 1,045 亿元，其中未使用授信 308 亿元，备用流动性充足。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，近三年公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

公司作为国家能源集团煤制油化工板块主要运营主体以及宁夏回族自治区唯一的特大型煤炭生产企业，能够得到股东及地方政府的有力支持

公司控股股东国家能源集团为国务院国资委直属大型综合性能源集团，在发电装机容量及煤炭产量等方面均位居全球第一，是竞争力极强的综合

性能能源集团，行业地位非常显著，财务实力极强。国家能源集团在煤化工主要技术领域拥有自主技术，煤化工产业规模和技术水平处于世界领先地位，煤制油品在国防、航天等领域具有巨大应用价值。公司作为其煤制油化板块主要运营主体，可在人员、管理、技术和资金等多方面获得大力支持。

此外，公司为宁夏回族自治区唯一的特大型煤炭生产企业，2019年，公司煤炭产量占宁夏回族自治区煤炭总产量的81.07%，公司在税收优惠、项目审批以及资源整合等方面享有政府的有力支持。

偿债保障措施

“05宁煤债/05宁煤债”和“07神华宁煤债”由中国工商银行授权中国工商银行宁夏回族自治区分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中国工商银行是经国务院和中国人民银行批准，于1984年1月1日成立的国有独资商业银行。2005年起，在中央政府的主导和推动下，中国工商银行进行了包括政府注资、剥离不良资产、引入境外战略投资者等内容的全面财务重组和股份制改革，并于2006年10月27日以A+H股形式在上海和香港两地同日实现首次公开上市，2010年中国工商银行完成了A+H股配股和发行可转债再融资计划，此外，中国工商银行多次发行次级债券、二级资本债券等资本补充债券和优先股，为业务持续发展提供了资本保障。分支机构方面，截至2019年末，中国工商银行在境内设有16,177家机构，在境外48个国家和地区设有428家机构，通过参股标准银行集团间接覆盖非洲20个国家，与143个国家和地区的1,445家境外银行建立了代理行关系，服务网络覆盖六大洲和全球重要国际金融中心，在“一带一路”沿线21个国家和地区拥有129家分支机构。

经过多年发展，中国工商银行已迈入世界领先大银行行列，拥有优质的客户基础、多元的业务结构、较强的创新能力和市场竞争力。截至2019年

末，中国工商银行总资产为30.11万亿元，客户存款和贷款总额（均不含应计利息）分别为22.74万亿元和16.76万亿元；就客户数量和存贷款规模来看，为国内最大的公司银行和零售银行。随着经营结构持续改善、中间业务稳步发展以及良好的成本费用控制，中国工商银行的盈利水平稳步提升。2019年中国工商银行实现拨备前利润5,526.76亿元，净利润3,133.61亿元，分别较上年增长6.6%和4.9%；平均资本回报率为12.44%，平均资产回报率为1.08%，均处于同业较好水平。截至2019年末，中国工商银行资本充足率为16.77%，核心一级资本充足率为13.20%，分别较年初上升1.38和0.22个百分点。资产质量方面，近年来中国工商银行强化集团全口径信用风险统筹管理，优化重点领域和大户风险管控机制，加大不良处置力度，截至2019年末，中国工商银行不良贷款余额为2,401.87亿元，较年初增长51.03亿元，增速有所放缓；不良贷款率为1.43%，较年初下降0.09个百分点；拨备覆盖率为199.32%，较年初上升23.56个百分点。

中国工商银行作为目前我国最大的商业银行，在国内金融体系中具有非常重要的地位和影响力。截至2019年末，中央汇金投资有限责任公司和中华人民共和国财政部作为中国工商银行前两大股东合计直接持有该行65.85%的股份。考虑到中央政府的控股地位将在较长时期内保持不变以及中国工商银行在国家金融体系中的重要地位，中诚信国际认为政府对中国工商银行的强大支持因素仍将长期存在。

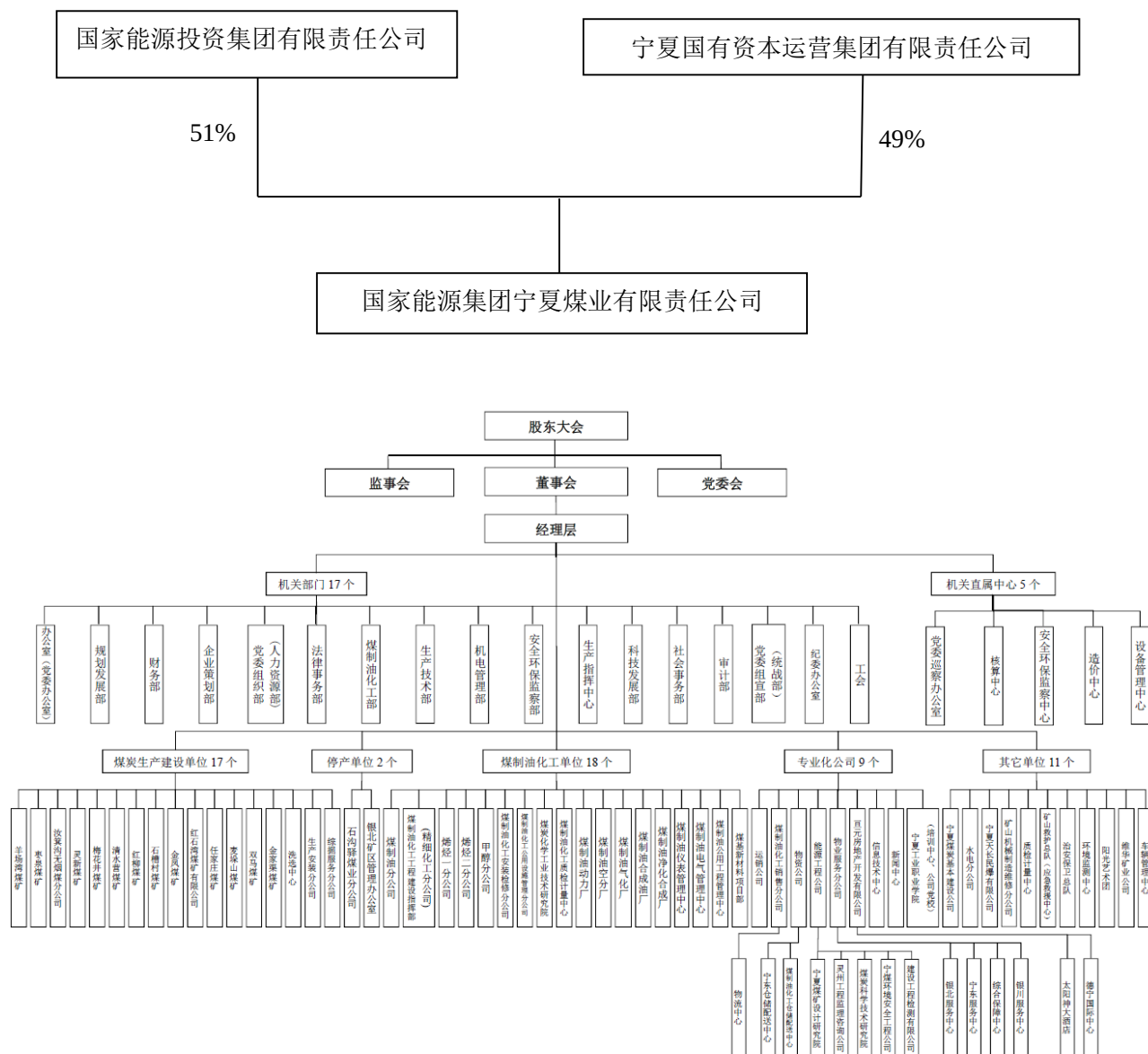
综上所述，中诚信国际维持中国工商银行股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为，中国工商银行综合财务实力极强，能够为“05宁煤债/05宁煤债”和“07神华宁煤债”的偿还提供强有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持国家能源集团宁夏煤业有限责任公司的主体信用等级为**AAA**，评级展

望为稳定；维持“05 宁煤债/05 宁煤债”和“07 神
华宁煤债”的信用等级为 **AAA**。

附一：国家能源集团宁夏煤业有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



说明：1. 红石湾煤矿有限公司：公司占 60% 股权，宝塔石化集团占 40% 股权。2. 宁夏天民煤业有限公司：公司占 50% 股权，中国葛洲坝集团易普力股份有限公司占 50% 股权；3. 维华矿业公司：公司占 50% 股权，中国烟草双维投资公司占 50% 股权；

资料来源：公司提供

附二：中国工商银行股份有限公司 2019 年末前十大普通股股东持股情况

序号	股东名称	股份(亿股)	占比(%)
1	中央汇金投资有限责任公司	1,237.18	34.71
2	中华人民共和国财政部	1,109.85	31.14
3	香港中央结算代理人有限公司/香港中央结算有限公司	874.96	24.55
4	社保基金理事会	123.32	3.46
5	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	36.87	1.03
6	中国证券金融股份有限公司	24.16	0.68
7	梧桐树投资平台有限责任公司	14.21	0.40
8	中央汇金资产管理有限责任公司	10.14	0.28
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	3.78	0.11
10	太平人寿保险有限公司-传统-普通保险产品-022L-CT001 沪	3.63	0.10
	合计	3,438.09	96.46

附三：国家能源集团宁夏煤业有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	604,327.68	759,588.33	373,147.78	497,588.42
应收账款净额	260,581.05	233,662.15	197,775.10	222,087.22
其他应收款	236,676.76	234,841.26	227,469.87	260,757.27
存货净额	638,952.78	552,511.13	581,374.36	733,129.02
长期投资	315,676.71	306,649.32	312,192.11	312,192.11
固定资产	5,020,272.47	9,514,538.53	9,435,589.55	9,265,886.48
在建工程	5,950,264.92	1,131,944.90	1,364,525.55	1,521,533.29
无形资产	373,604.87	507,779.04	423,732.47	417,807.76
总资产	14,206,008.47	13,782,598.09	13,281,005.82	13,646,186.59
其他应付款	485,504.38	538,751.90	464,000.51	531,091.74
短期债务	4,219,976.68	4,074,478.09	3,780,268.18	4,043,358.16
长期债务	3,754,983.22	3,611,075.02	3,324,351.91	3,490,351.17
总债务	7,974,959.91	7,685,553.11	7,104,620.08	7,533,709.34
净债务	7,370,632.22	6,925,964.77	6,731,472.31	7,036,120.91
总负债	10,304,904.46	9,968,069.51	9,278,768.33	9,578,570.95
费用化利息支出	89,722.56	143,301.89	300,259.49	--
资本化利息支出	201,065.58	146,700.00	16,297.41	--
所有者权益合计	3,901,104.01	3,814,528.57	4,002,237.49	4,067,615.64
营业总收入	2,917,807.60	3,173,973.76	4,110,119.65	726,584.47
经营性业务利润	317,715.54	363,064.49	312,791.70	45,226.02
投资收益	2,390.32	-467.54	1,186.16	74.30
净利润	281,724.28	208,626.43	209,324.12	37,452.21
EBIT	410,483.63	399,235.20	581,257.88	--
EBITDA	910,067.89	900,290.46	1,277,955.31	--
经营活动产生现金净流量	613,073.35	889,787.12	651,476.78	-26,063.58
投资活动产生现金净流量	-313,148.11	-388,621.53	-451,238.22	-188,716.07
筹资活动产生现金净流量	-245,536.26	-223,123.47	-655,218.62	329,186.68
资本支出	307,991.50	389,245.36	453,040.41	179,277.75
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	43.34	42.67	38.39	40.17
期间费用率(%)	25.95	23.62	21.70	22.01
EBITDA 利润率(%)	31.19	28.36	31.09	--
总资产收益率(%)	2.90	2.88	4.29	--
净资产收益率(%)	7.56	5.57	5.36	3.71*
流动比率(X)	0.37	0.35	0.27	0.31
速动比率(X)	0.27	0.26	0.16	0.19
存货周转率(X)	2.52	3.07	4.47	2.65*
应收账款周转率(X)	7.95	12.84	19.05	13.84*
资产负债率(%)	72.54	72.32	69.86	70.19
总资本化比率(%)	67.15	66.83	63.97	64.94
短期债务/总债务(%)	52.92	53.01	53.21	53.67
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.12	0.09	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.22	0.17	-0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.11	3.07	2.06	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.68	7.67	4.50	--
总债务/EBITDA(X)	8.76	8.54	5.56	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.22	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.13	3.10	4.04	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.41	1.38	1.84	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2020 年一季度财务报表未经审计；各期财务数据均为财务报告期末数；其他应收款未包含应收股利及应收利息；其他应付款未包含应付股利及应付利息；由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款调至长期债务；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：中国工商银行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：百万元）	2017	2018	2019
现金	75,214	70,047	66,035
对中央银行的债权	3,538,658	3,302,529	3,251,881
对同业债权	1,834,242	1,696,498	1,887,554
证券投资	5,756,704	6,754,692	7,647,117
贷款总额	14,233,448	15,419,905	16,761,319
减：贷款损失准备	-340,482	-413,177	-478,730
贷款净额	13,892,966	15,046,132	16,326,552
关注贷款	561,974	450,930	454,866
不良贷款（五级分类）	220,988	235,084	240,187
总资产	26,087,043	27,699,540	30,109,436
风险加权资产	15,902,801	17,190,992	18,616,886
存款总额	19,226,349	21,186,473	22,740,858
向中央银行借款	456	481	1,017
对同业负债	2,752,887	2,329,296	2,529,846
借款及应付债券	526,940	617,842	742,875
总负债	23,945,987	25,354,657	27,417,433
总资本	2,141,056	2,344,883	2,692,003
净利息收入	522,078	572,518	606,926
手续费及佣金净收入	139,625	145,301	155,600
汇兑净损益	-379	-8,810	-3,711
证券交易净收入	-840	-6,920	11,312
投资净收益	11,927	18,821	9,500
其他净收入	2,388	4,693	-3,375
非利息净收入	152,721	153,085	169,326
净营业收入合计	674,799	725,603	776,252
业务及管理费用（含折旧）	-177,723	-185,041	-199,050
拨备前利润	485,938	518,534	552,676
贷款损失准备支出	-124,096	-147,347	-162,108
税前利润	364,641	372,413	391,789
净利润	287,451	298,723	313,361
财务指标	2017	2018	2019
增长率（%）			
贷款总额	9.0	8.3	8.7
不良贷款	4.3	6.4	2.2
贷款损失准备	17.6	21.4	15.9
总资产	8.1	6.2	8.7
总资本	8.1	9.5	14.8
存款总额	9.8	9.4	7.3
净利息收入	10.6	9.7	6.0
拨备前利润	8.8	6.7	6.6
净利润	3.0	3.9	4.9
资本充足性（%）			
核心资本充足率	12.77	12.98	13.20
资本充足率	15.14	15.39	16.77
资本资产比率（总资本/总资产）	8.21	8.47	8.94
资产质量（%）			
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.55	1.52	1.43
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	5.50	4.45	4.15
关注贷款/不良贷款	254.30	191.82	189.38
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	154.07	175.57	199.32
贷款损失准备/（不良贷款+关注贷款）	43.49	60.23	68.88
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	8.91	8.52	7.58
贷款损失准备/总贷款	2.39	2.68	2.86
最大单一客户贷款/资本净额	4.90	3.80	3.10

最大十家客户贷款/资本净额	14.2	12.9	12.6
盈利能力 (%)			
净息差 (净利息收入/平均盈利资产)	2.10	2.16	2.08
拨备前利润/平均风险加权资产	3.19	3.13	3.09
拨备前利润/平均总资产	1.94	1.93	1.91
平均资本回报率 (净利润/平均总资本)	13.95	13.32	12.44
平均资产回报率 (净利润/平均总资产)	1.14	1.11	1.08
平均风险加权资产回报率 (净利润/平均风险加权资产)	1.89	1.81	1.75
非利息净收入占比 (非利息净收入/净营业收入)	22.63	21.10	21.81
营运效率 (%)			
成本收入比 (非利息费用/净营业收入)	27.99	28.54	28.80
成本收入比 (监管口径)	24.46	23.91	23.28
资产费用率 (非利息费用/平均总资产)	0.75	0.77	0.77
流动性 (%)			
高流动性资产/总资产	29.23	27.03	26.18
总贷款/总存款	72.76	72.03	72.95
(总贷款-贴现)/总存款	70.96	70.32	71.11
净贷款/总资产	53.26	54.32	54.22
总存款/总融资	85.64	87.90	87.53
(市场资金 - 流动资产) / 总资产	-16.65	-16.38	-15.31

附五：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/交易性金融资产+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+租赁负债+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
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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”。

附六：担保银行财务指标的计算公式

指标	计算公式
拨备前利润	=税前利润+贷款损失准备-营业外收支净额-以前年度损失调整
非利息净收入	=手续费及佣金净收入+汇兑净收益+公允价值变动收益+投资净收益+其他净收入
净营业收入	=净利息收入+非利息净收入
资本资产比率	=（所有者权益+少数股东权益）/资产总额
不良贷款率	=五级分类不良贷款余额/贷款总额
拨备覆盖率	=贷款损失准备/不良贷款余额
净息差	=净利息收入/平均盈利资产=（利息收入-利息支出）/（（当期末盈利资产+上期末盈利资产）/2）
盈利资产	=现金+贵金属+存放中央银行款项+存放同业款项+拆放同业款项+买入返售资产+贷款及垫款+金融投资（含交易性、可供出售、持有到期和应收款项类投资）或（含以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资、以摊余成本计量的金融投资、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融投资）
平均资本回报率	=净利润/[(当期末净资产+上期末净资产)/2]
平均资产回报率	=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
平均风险加权资产回报率	=净利润/[(当期末风险加权资产总额+上期末风险加权资产总额)/2]
非利息净收入占比	=非利息净收入/净营业收入
成本收入比	=非利息费用/净营业收入
资产费用率	=非利息费用/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
非利息费用	=营业费用（含折旧）+税金及附加+资产减值损失准备支出-贷款损失准备支出
高流动性资产	=现金及现金等价物+对央行的债权+对同业债权+交易性金融资产（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资）+可供出售金融资产（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融投资）
市场资金	=中央银行借款+同业存款+同业拆入+票据融资+卖出回购+短期借款及债券+长期借款及债券

附七：信用等级的符号及定义

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。