



2015年山西襄矿集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2015年山西襄矿集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-27	2020-6-29

评级观点

- 中证鹏元对山西襄矿集团有限公司（以下简称“襄矿集团”或“公司”）及其 2015 年 2 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司煤炭资源储量丰富，煤炭业务持续性较好，收入来源较为多元化，在建项目投产后有望进一步充实收入来源，公司继续得到当地政府的支持。同时中证鹏元也关注到公司仍面临安全生产风险及环保压力，化工板块业绩下滑，在建项目投产后能否取得预期收益仍有待观察，资产流动性较弱，面临较大的短期债务压力及或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：15 襄矿债 / PR 襄矿债

债券剩余规模：3.2 亿元

债券到期日期：2022-2-11

偿还方式：按年付息，设置提前偿还条款，第 5-7 年末分别按照发行总额 30%、30% 和 40% 的比例偿还本金

增信方式：采矿权抵押

未来展望

- 公司煤炭资源储量丰富，预计公司业务持续性较好，未来在建项目投产后有望进一步充实收入来源，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	215.94	234.08	232.58
归母所有者权益	38.51	39.61	48.31
总债务	84.94	94.47	93.20
营业收入	63.06	77.49	63.11
净利润	0.43	1.64	3.04
经营活动现金流净额	0.41	8.17	4.61
销售毛利率	16.60%	19.44%	27.86%
EBITDA 利润率	16.07%	20.34%	24.89%
总资产回报率	2.44%	2.46%	3.89%
资产负债率	76.80%	76.83%	72.89%
净债务/EBITDA	8.03	5.64	5.49
EBITDA 利息保障倍数	1.50	2.89	2.78
总债务/总资本	62.90%	63.52%	59.65%
FFO/净债务	1.20%	3.73%	6.00%
速动比率	0.45	0.41	0.61
现金短期债务比	0.14	0.11	0.14

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，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

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司煤炭资源储量丰富，业务的持续性较好。**截至 2020 年末，公司 6 个煤炭矿剩余可采储量合计达 1.74 亿吨，煤炭业务的持续性较好。
- **公司收入来源较为多元化，在建项目投产后有望进一步充实收入来源。**公司以煤炭业务为基础，向下延伸煤电化、和煤气化产业链，业务范围涉及原煤、精煤、PVC 和烧碱等业务，收入来源较为多元化。公司上良煤业仍处于技改中，完工后设计产能 120 万吨，预计未来公司原煤产量仍有提升空间；此外，公司乙二醇项目投产后，公司产业链将进一步延伸，收入来源将更加丰富。
- **公司继续得到当地政府的支持。**公司作为襄垣县的国有独资企业，继续得到当地政府的支持。2020 年公司收到政府补助金额 2,532.16 万元，股东向公司增加实收资本 1.80 亿元。

关注

- **煤炭及化工业务面临安全生产风险及环保压力。**2019 年公司子公司西故县煤业发生一起煤矿安全生产事故，于 2020 年 7 月复产，晋平煤业在山西省安全生产大检查中被责令停产整顿。未来公司煤炭业务和化工业务均面临安全生产风险和环保压力。
- **2020 年公司化工板块业绩下滑，新增产能未能释放，且焦炭业务全部转让。**受环保政策以及市场环境等因素影响，2020 年公司新增产能未能释放，2020 年 PVC 和烧碱业务收入均下降，且烧碱业务出现亏损，化工板块业绩继续下滑；公司焦化业务子公司股权全部完成挂牌转让，对公司收入和利润或产生一定影响。
- **公司在建项目投产后能否取得预期收益仍有待观察。**目前气制乙二醇的市场总供给、总需求和价格较项目立项时已有较大变化，20 万吨气制乙二醇项目投产后，能否达到预期收益仍有待观察。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产仍以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主，其他应收款规模较大且回收时间不确定，预付款项账龄较长，部分资产受限，资产流动性较弱。
- **公司资产负债率高，总债务规模及短期债务压力均较大。**截至 2020 年末，公司资产负债率水平较高，总债务规模大，且流动性指标表现较弱，面临的短期债务压力大。
- **公司对外担保规模大，存在或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计 16.04 亿元，占年末净资产的比重较高，且均未设置反担保措施，存在或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
煤炭企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年2月公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划用于四个煤矿兼并重组整合项目，截至2021年3月31日，本期债券募集资金专户余额为37.79万元。

三、公司概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变化。2021年3月4日，公司注册资本及实收资本均变更为144,100.00万元，截至2021年3月末，襄垣县政府国有资产监督管理局为公司唯一股东，公司实际控制人仍为襄垣县人民政府。

2020年公司合并报表范围的子公司新增一家襄垣县文化旅游产业发展有限公司，减少一家襄垣县万发选煤有限公司（以下简称“万发洗煤”）。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共29家。

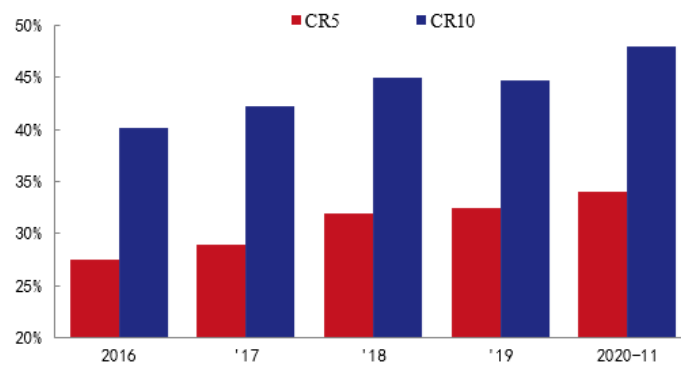
四、运营环境

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化，兼并重组加速推动行业集中度上升；2020年全国原煤产量维持正增长，但增速有所下滑，预计2021年仍将实现小幅增长

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化。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，超额完成了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出的化解过剩产能奋斗目标。“十三五”期间，我国煤炭生产中心加快向资源禀赋好、开采条件好的“晋陕蒙地区”集中，2020年西部地区煤炭产量占比为59.7%，较2015年提升5个百分点。2020年末，全国煤矿数量减少至4,700处以下，平均单井（矿）产能提高至110万吨/年以上，全国建成年产120万吨以上的大型现代化煤矿1,200处以上，产量占全国的80%左右，年产30万吨以下的小煤矿数量、产能分别下降到1,000处以下、1.1亿吨/年左右。根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求意见稿）》，到“十四五”末，全国煤矿数量控制在4,000处左右，煤炭行业供给侧改革转向系统性去产能、结构性优产能。据《山西省安全生产专项整治三年行动计划》，山西省计划2020年底前60万吨/年以下煤矿全部退出，全省煤矿减少至900座以内，大型煤矿产量占比达76%以上；2020年陕西省和内蒙古自治区也分别计划在年底前退出部分60万吨/年及以下产能。随着中小煤矿产能不断退出，预计煤炭行业产能结构继续优化。

政策推动行业整合加速，行业集中度进一步上升。2020年6月，《国企改革三年行动方案（2020-2022）》出台，国企改革驶入“快车道”。根据《煤炭工业“十四五”结构调整指导意见（征求意见稿）》，“十四五”期间“推进有条件的煤炭企业跨区域、跨所有制实施兼并重组，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。”到“十四五”末，推动企业兼并重组组建10家亿吨级煤炭企业。在国企改革提速和煤炭行业供给侧结构性改革深化的双重背景下，煤炭行业兼并重组有望进一步加快，煤炭行业CR5、CR10产量占比将进一步提高，行业集中度进一步上升。

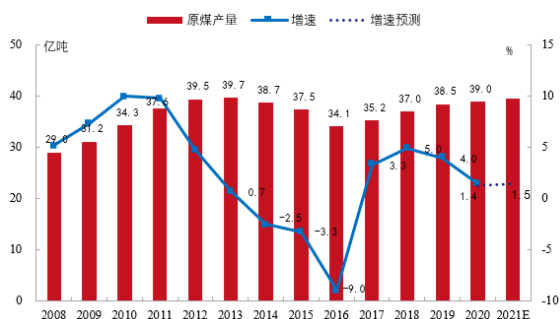
图1 “十三五”期间煤炭行业集中度提升



资料来源：国家煤炭工业网，中证鹏元整理

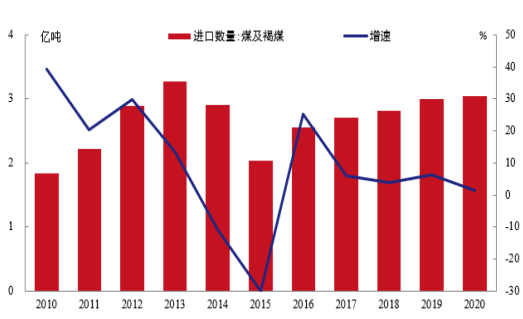
2020年原煤产量维持小幅增长，但增速有所下滑。受上半年COVID-19疫情、部分主产地煤管票限制以及内蒙古“倒查20年”等事件影响，2020年原煤产量增速有所下滑，全年实现原煤产量39.0亿吨，同比增长1.4%，增速回落2.6个百分点。2021年一季度，全国规模以上工业原煤产量为9.7亿吨，同比增长16.0%，主要系去年同期受疫情影响基数较低，其中3月份生产原煤3.4亿吨，同比下降0.2%，增速放缓。随着2020年对供给端扰动较大的事件影响趋弱以及先进产能的不断释放，中证鹏元预计2021年原煤产量有望保持小幅增长。

图2 原煤产量有望维持正增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2020年煤炭进口量增速下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年煤炭进口政策不断收紧，进口量增速下滑。2020年以来煤炭进口政策不断收紧，全年煤炭进

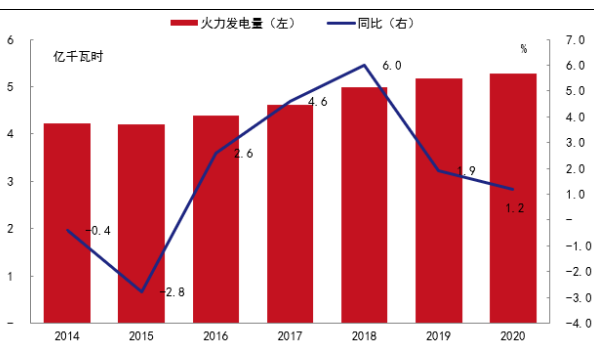
口量3.04亿吨，同比增速下滑至1.5%。预计2021年进口煤炭政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的砝码，煤炭进口量增速仍将处于低位。

短期内煤炭在一次能源消费结构中仍处主导地位，随着我国经济增速恢复，煤炭下游需求仍有支撑

煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但预计短期内仍处于主导地位。2020年我国煤炭消费量增长0.6%，煤炭消费量占能源消费总量的57.7%，同比下降1.5个百分点，但比重仍然较高。从下游需求来看，主要耗煤行业火电、钢铁、建材、化工终端需求占比分别为54%、18%、12%、7%。长期来看，在中央经济工作会议提出“做好碳达峰、碳中和工作”背景下，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但短期内在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

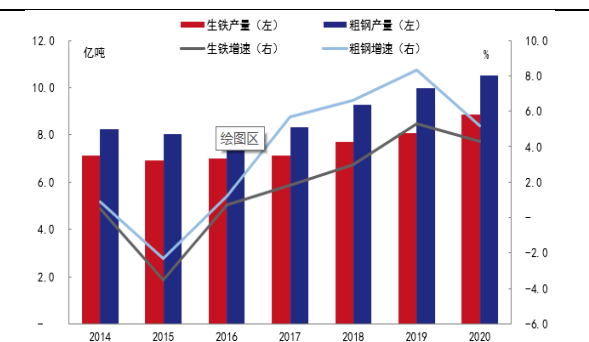
电力方面，2020年4月后，随着复工复产的持续推进，全社会用电量同比开始转正，各月火电发电量同比增速转正，全年同比增速1.2%，仍维持正增长，支撑动力煤需求。中证鹏元认为，在预期2021年我国经济增速恢复的前提下，电煤需求仍有支撑。钢铁方面，2020年生铁及粗钢产量同比增速仍较快，产量创历史新高，估算2020年钢铁耗煤增长3.3%。预计2021年钢铁产量持平或者微降，但是仍维持高位，钢铁煤耗仍有支撑。

图 4 火电发电量维持正增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 钢铁产量维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2020年4月以来随着下游需求逐步恢复，全年煤炭消费量保持微增，2021年随着我国经济恢复增长，煤炭需求或将仍有一定支撑。但是中证鹏元也关注到，目前全球疫情影响依然持续，外部环境存在诸多不确定性，煤炭需求恢复仍有可能面临全球疫情冲击导致的各类衍生风险。

2020年煤炭价格先抑后扬，行业盈利收窄，内部继续分化；2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计煤炭价格仍有望维持高位，行业盈利边际改善

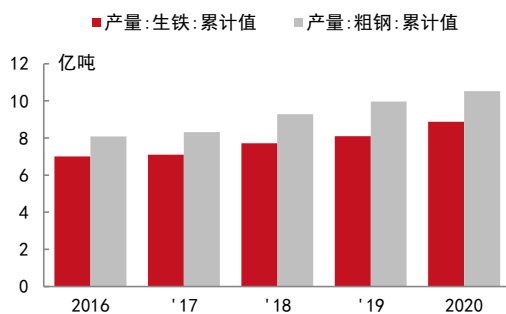
2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计长协价波动更加平缓。2020年煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势，上半年受疫情影响，环渤海动力煤价格短暂下行至526元/吨，但随着下游需求恢复，供给端受“内蒙古倒查20年”、安全生产检查等因素影响，价格由下半年以来逐步回升，2021年一季度

最高上涨至619元/吨。2020年四季度以来，焦煤受环保、安全检查等影响，焦煤供给受限，主焦煤价格持续回升。整体来看，2020年以来煤炭价格仍维持高位，但受上半年疫情影响，全年中枢有所下移。2021年一季度，煤炭供需整体偏紧，煤炭价格维持较高水平。根据国家发改委《关于做好2021年煤炭中长期合同签订履约工作的通知》，要求2021年进一步提高中长期合同签订比例，且在基准价方面，“下水煤合同基准价首先由双方协商确定，协商不一致的按2020年度水平执行”。总体而言，2021年的煤炭长协延续了2020年的定价机制不变，在此基础上，长协煤签订比例以及签订期限均有增加，长协价格相对将更加稳定。从2016年实行供给侧改革以来，经过多年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，且预计随着行业供给维持小幅增长，需求具有一定支撑，2021年煤炭价格仍有望维持高位。

2020年下半年以来国内疫情防控形势良好，下游钢铁需求好于预期，对2021年焦炭消费量形成有力支撑，2021年供给仍然总体偏紧，价格中枢有望维持高位，预计行业盈利保持较好水平

2020年下半年以来国内经济企稳，在房地产、制造业等需求拉动下钢铁需求好于预期，钢铁出现供销两旺的局面。2020年全年生铁产量同比增长4.3%，粗钢产量同比增长5.2%。目前钢铁产业去产能工作已进入尾声，且未来2-3年仍是置换项目的集中投产期；另一方面，在禁止“一刀切”和钢厂产能置换后环保达标的产能持续增加，且工艺技术提升使得置换后的产能实际产量发挥远大于置换前的落后产能。预计未来环保政策边际作用减弱。综合上述因素影响，中证鹏元认为2021年钢铁产量将保持较快增长，对焦炭消费量形成支撑。

图5 钢铁行业产量持续增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 钢铁行业固定资产投资持续上行

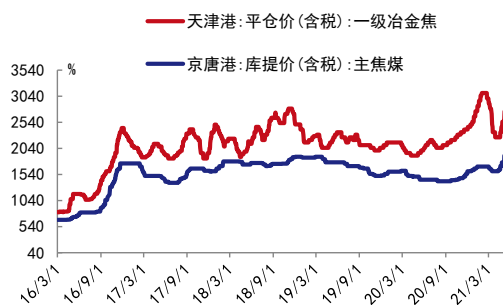


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

在政策引导下，2020年四季度焦炭行业落后产能集中淘汰，焦炭价格持续上行。2021年上半年新增产能从烘炉到具体出焦时间大概需要3个月左右，叠加部分新项目受配套设施建设以及企业资金等多方面因素影响，实际投产可能延长至5~6个月，形成半年左右的产能缺口，供给总体偏紧。而焦炭产能向主产区集中则有助于未来焦炭行业在“煤-焦-钢”产业链中话语权的提高。十三五期间焦炭行业去产能虽然取得显著成果，但据Mysteel数据显示，截至2020年12月全国冶金焦在产产能53,043万吨，其中炭化室高度4.3m及以下产能约17,265万吨，占比32.55%。十四五规划指出，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少。总体维持产能升级、落后产能压减的基调。由此可

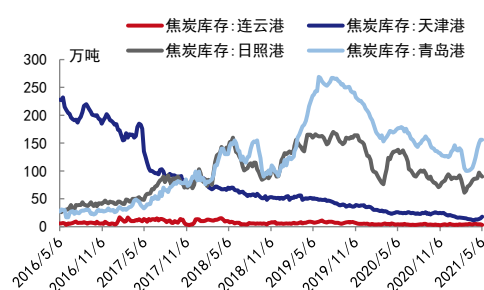
见，全国范围内退出置换 4.3 米及以下焦炉产能的趋势仍将持续。综合上述原因，中证鹏元预计焦炭行业未来产能将保持紧平衡，有望长期保持较高的盈利水平。

图 7 焦炭价格持续上行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 8 港口库存处于较低水平



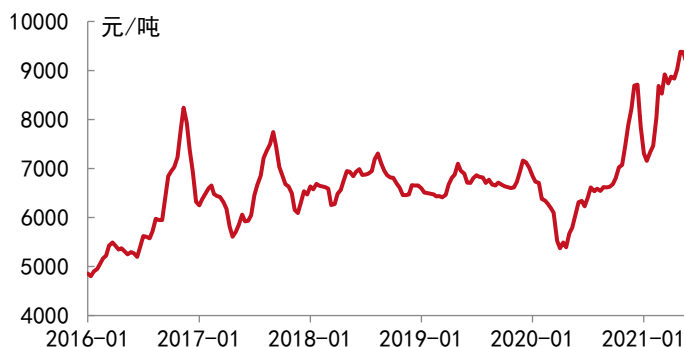
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2020年PVC价格先抑后扬，二季度以来供需整体偏紧；烧碱行业受下游需求低迷影响，价格持续走低

我国 PVC 需求市场主要在国内，对外依存度较低，广泛应用于建筑、医疗、汽车等领域。其中，建筑行业消费量占比约 60%左右。PVC 管材和型材属于房地产行业的后周期，其需求滞后地产新开工 6-12 个月。2020 年我国房屋新开工面积同比下降 1.2%，但二季度以来累计降幅迅速收窄，对 PVC 下游需求形成支撑。

价格方面，2020 年春节过后，国内疫情爆发，工厂推迟开工，供需错配时间拉长，导致价格持续下跌，4-5 月行业集中检修停工，供应量受到压制，而二季度市场迎来赶工需求，库存快速下降，PVC 市场价格开始反弹。三季度随着行业集中检修陆续结束，国内供应量恢复，另外进口货源集中到货，市场供应增加，另一方面由于天气影响，需求端开工有所下降，供需面转弱，社会库存出现小幅累积，市场价格以震荡为主，四季度以来供需两端均出现利好，供应端 9-10 月份秋季检修集中，供应量再次受到压制，需求端在商品市场的带动下形成超预期表现，PVC 价格出现快速上涨。

图9 我国PVC市场价格情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2020年二季度以来房屋新开工面积降幅迅速收窄对PVC需求形成支撑，同时受行业检修、安全和环保检查等影响，行业供需整体偏紧，二季度以来PVC价格大幅上升。

烧碱行业属于典型的周期性行业，与宏观经济周期的变化相关性较高。目前，我国烧碱行业仍处于产能过剩状态，2020年上半年下游需求受全球宏观经济持续低迷以及疫情冲击的影响亦持续萎缩。2020年我国烧碱产量3,643.2万吨，同比增长5.17%，国内烧碱产量同比提升，但下游产业中印染、化纤和氧化铝等行业全年景气度仍不高，导致烧碱价格持续下滑。

五、经营与竞争

近年公司以煤炭业务为基础，向下延伸煤电化、煤焦化和煤气化产业链，业务范围涉及原煤、精煤、PVC和烧碱的生产和销售，以及焦炭销售、供电、供热等业务。2020年公司收入仍主要来源于煤炭、焦炭、PVC和烧碱的生产和销售。2020年公司实现营业收入63.06亿元，同比下降18.62%。其中，煤炭业务收入20.27亿元，同比变化不大；PVC和烧碱收入分别为18.29亿元和4.75亿元，其中PVC销售收入同比下降16.09%，烧碱销售收入同比下降43.46%。此外，2020年公司实现焦炭及副产品收入14.34亿元，同比增长29.63%。2020年公司销售毛利率为16.60%，同比有所下降，主要系煤炭业务及烧碱毛利率下降所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原煤、精煤及副产品	20.27	28.62%	20.12	47.97%
树脂粉	18.29	24.90%	21.80	19.28%
焦炭及副产品	14.34	17.71%	11.06	0.81%
烧碱	4.75	-0.98%	8.40	27.56%
设备材料	2.39	2.38%	3.79	2.29%
供热收入	0.65	35.22%	0.65	44.53%
电石	0.59	0.34%	9.53	0.22%
其他	0.93	-350.60%	1.53	-138.12%
主营业务收入	62.20	15.89%	76.88	18.92%
其他业务收入	0.86	67.74%	0.61	85.21%
合计	63.06	16.60%	77.49	19.44%

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，业务持续性较好，未来技改矿井完工投产有望提升原煤产能，但近年来下属煤矿安全事故，影响公司原煤产销量，未来仍面临较大的安全生产风险和环保压力

2020年公司未新增煤炭矿区，拥有的煤炭矿区仍为晋平煤业、石板沟煤业、上良煤业、西故县煤业、新庄煤业、辉坡煤业和国鼎煤业7个煤炭矿区，煤种主要为贫瘦煤，其中国鼎煤业由于资源枯竭关停未生产。截至2020年末，除国鼎煤业外，其他6个煤炭矿区剩余可采储量合计1.74亿吨，其中晋平煤业与

石板沟煤业剩余可采储量规模较大，但辉坡煤业和新庄煤业剩余可采储量较小，面临资源枯竭。

表2 截至2020年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
晋平煤业	襄垣县夏店镇西北阳村	100%	贫瘦煤	13,313.00	3,534.81
石板沟煤业	襄垣县下良镇曹家坪村	100%	贫瘦煤	12,463.00	8,144.23
上良煤业	襄垣县下良镇上良村	51%	贫瘦煤	5,231.00	1,968.04
西故县煤业	下良镇西故县村	51%	贫瘦煤	6,201.00	2,967.29
新庄煤业	襄垣县下良镇西故县村	100%	贫瘦煤	2,781.00	498.42
辉坡煤业	襄垣县古韩镇南田漳村	51%	贫瘦煤	1,441.00	320.08
合计	-	-	-	41,430.00	17,432.87

资料来源：公司提供

2019年10月公司子公司西故县煤业发生一起煤矿安全生产事故，根据《山西襄矿西故县煤业有限公司“10.25”较大水害事故批复结案》，西故县煤业被“责令实行整顿恢复机制，暂扣西故县煤业的《安全生产许可证》”。2020年7月，西故县煤业收到复产（复建）通知书。2020年公司百万吨死亡率为0，同比大幅下降。因技改方案修改，2020年上良煤业仍处于技改中，后续尚需投入建设资金约1.9亿元，预计完工日期为2022年3月，2020年上良煤业煤炭产量为58.93万吨。

2020年公司全年正常生产的煤矿共4个，分别为晋平煤业、辉坡煤业、石板沟煤业和新庄煤业，核定产能分别为240万吨/年、80万吨/年、120万吨/年和90万吨/年。

表3 近年公司安全生产情况

项目	2020年	2019年
安全费用投入（万元）	2,862.32	15,411.99
百万吨死亡率	0	0.85

资料来源：公司提供

受停产影响，2020年西故县煤业产量仍然较低，仅为13.92万吨。受安全生产事故处罚以及后续安全检查影响，2020年公司煤炭产量合计为465.03万吨，同比有所下降。

表4 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2020年		2019年		备注
	产能	产量	产能	产量	
晋平煤业	240	141.89	240	111.34	正常生产
国鼎煤业	60	0.00	60	0.00	关停
辉坡煤业	80	30.41	80	54.11	正常生产
石板沟煤业	120	127.52	120	54.18	正常生产
西故县煤业	90	13.92	90	67.80	正常生产
新庄煤业	90	92.36	90	126.34	正常生产
上良煤业	120	58.93	120	58.86	技改中
合计	800	465.03	800	472.63	-

注：技改中的煤矿产能均为技改后设计产能。

资料来源：公司提供

煤炭洗选方面，2019年末根据襄垣县政府国有资产监督管理局（以下简称“襄垣国资局”）将公司持有万发选煤51%的股权，无偿划转至襄垣国资局，万发选煤2020年不再纳入公司合并范围。公司上良煤业生产原煤直接由上良洗煤厂洗选，此外，公司仍有煤炭销售给子公司襄垣县诚丰电力有限公司（以下简称“诚丰电力”）。

表5 公司各煤矿原煤销售情况（单位：万吨）

矿区名称	2020年				2019年			
	销量	其中：对外销售	上良洗煤	诚丰电力	销量	其中：对外销售	万发洗煤	诚丰电力
晋平煤业	141.35	139.55	0.00	1.80	110.39	50.47	59.92	0.00
辉坡煤业	30.56	30.56	0.00	0.00	54.39	54.39	0.00	0.00
石板沟煤业	103.40	71.40	0.00	32.00	41.56	41.56	0.00	0.00
西故县煤业	11.72	11.22	0.00	0.50	76.56	68.7	0.00	7.86
新庄煤业	102.88	57.42	0.00	45.46	117.75	79.86	0.00	37.89
上良煤业	59.93	0.00	59.93	0.00	52.34	0.00	52.34	0.00
合计	449.84	310.15	59.93	79.76	452.99	294.98	112.26	45.75

资料来源：公司提供

2020年公司原煤销售均价为396.15元/吨，精煤销售均价为601.01元/吨，均有所下降。2020年公司实现煤炭销售收入20.27亿元，同比变化不大，煤炭业务毛利率为28.62%，同比下降，主要系公司煤炭销售均价下降，同时万发选煤2020年不再纳入公司合并范围，万发选煤的成本不再合并抵销。

公司原煤主要销售给洗煤厂、煤化工企业、煤炭贸易公司以及电厂等；公司精煤主要下游客户为钢厂、煤化工企业等，在销售区域分布上主要集中于山西、山东和河南等省份。客户方面，2020年公司精煤前五大客户销售占比为30.44%。

表6 公司精煤销售前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售额	占比
2020年	河北物产金属材料有限公司	20,317.86	27.40%
	襄垣县环宇煤业有限公司	877.25	1.18%
	上海峰芹炉料有限公司	538.55	0.73%
	山东莱钢永锋钢铁有限公司	458.62	0.62%
	长治市宗豪贸易有限公司	377.72	0.51%
	合计	22,570.00	30.44%
2019年	河北物产金属材料有限公司	21,696.23	26.73%
	山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司（以下简称“华安焦化”）	9,568.33	11.79%
	广东国清环保科技有限公司	1,313.20	1.62%
	河南维合元商贸有限公司	829.90	1.02%
	山西晟奥祥煤炭经销有限公司	559.32	0.69%
合计	33,965.97	41.85%	

资料来源：公司提供

整体来看，公司煤炭资源储备丰富，业务持续性较好，未来技改矿井完工投产有望提升原煤产能及

产销量。考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司煤炭业务仍面临较大生产风险。同时，近年环保政策趋严格，公司煤炭业务开展亦面临较的环保压力。

2020年公司新增产能受疫情及环保政策等因素影响仍未能释放，PVC和烧碱业务收入均下降，业绩持续下滑，需关注化工板块的产能释放情况

2020年公司氯碱化工业务仍由山西瑞恒化工有限公司（以下简称“瑞恒化工”）负责运营，瑞恒化工60万吨聚氯乙烯项目已建成，受环保政策以及市场行情影响，2020年公司仍未满负荷生产。2020年公司PVC和烧碱产量分别为31.91万吨和27.68万吨，同比均有所回落，产能利用率分别为53.18%和46.13%，水平不高；产销率分别为97.93%和98.01%，产销水平同比略有回落。

表7 公司PVC与烧碱运营情况（单位：万吨/年、万吨）

产品	2020年					2019年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
PVC	60	31.91	53.18%	31.25	97.93%	60	38.16	63.60%	38.34	100.47%
烧碱	60	27.68	46.13%	27.13	98.01%	60	32.98	54.97%	33.34	101.09%

资料来源：公司提供

公司PVC和烧碱生产成本主要由电石、工业盐和电力构成，电石和工业盐主要以市场价格从外部采购，2020年公司电石采购均价为3,162.76元/吨，同比增长3.93%；工业盐采购均价为289.64元/吨，同比下降。

公司生产PVC和烧碱所需电力主要由子公司诚丰电力供应，发电所需煤炭均为公司自产，生产成本低，因此公司生产PVC和烧碱用电价格较低。2020年，诚丰电力装机容量未发生变化，共拥有2*25MW和3*50MW五台发电机组，装机容量为200MW，2020年诚丰电力共发电8.18亿度。

表8 诚丰电力运营情况

项目	2020年	2019年
装机容量	200MW	200MW
具体机组运营情况	正常运营	正常运营
发电量（万度）	84,135.27	92,336.21
全年发电小时数	4,206.76	4,616.81

资料来源：公司提供

2020年PVC价格维持在高位水平，公司PVC平均售价为5,855.13元/吨，同比上涨3.20%；2020年公司烧碱平均售价为1,548.17元/吨，受市场因素影响价格大幅下降。2020年受公司PVC销量下降影响，PVC收入下降至18.29亿元。2020年公司PVC平均售价维持高位，毛利率上升至24.90%。由于2020年烧碱价格持续下滑以及成本上升，2020年公司烧碱毛利率由上年的27.56%大幅下降至-0.98%。

表9 公司PVC与烧碱平均售价情况（单位：元/吨）

产品	2020年	2019年
----	-------	-------

	平均售价	平均售价
PVC	5,855.13	5,673.69
烧碱	1,548.17	2,520.28

资料来源：公司提供

公司PVC主要销往浙江、河北和江苏等地，销售客户主要为生产塑料、管材及板材等企业；烧碱主要在山西省内、山东等地销售，销售客户主要为氧化铝、造纸和化工企业。从公司PVC与烧碱下游客户来看，集中度均较高。2020年公司PVC和烧碱前五大销售客户占相应业务销售总额的比重分别为50.40%和90.03%。

表10 公司PVC与烧碱前五大客户情况（单位：亿元）

年份	PVC			烧碱		
	客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
2020年	浙江自贸区嘉利信能源有限公司	2.72	14.89%	东方希望晋中铝业有限公司	1.39	33.32%
	山西襄矿集团销售有限公司	2.55	13.92%	山西襄矿集团销售有限公司	1.30	31.05%
	宁波市亿帆化工有限公司	2.05	11.21%	孝义市兴安化工有限公司	0.83	19.91%
	上海闽兴大国际贸易有限公司	0.99	5.43%	中铝山西铝业有限公司	0.14	3.37%
	上海当力实业有限公司	0.90	4.95%	河北冀衡化学股份有限公司	0.10	2.38%
	合计	9.21	50.40%	合计	3.76	90.03%
2019年	宁波市亿帆化工有限公司	3.31	15.20%	孝义市兴安化工有限公司	1.40	16.64%
	河北物产金属材料有限公司	2.29	10.52%	东方希望晋中铝业有限公司	1.39	16.54%
	浙江民基新材料科技有限公司	2.26	10.35%	山西信发化工有限公司	0.72	8.60%
	浙江元通齐达贸易有限公司	1.81	8.31%	中铝山西铝业有限公司	0.43	5.11%
	宁波恒君化工有限公司	1.18	5.42%	山西复晟铝业有限公司	0.26	3.08%
	合计	10.85	49.79%	合计	7.27	86.54%

资料来源：公司提供

受疫情及环保政策等因素影响，2020年公司新增产能未能释放。值得关注的是，目前PVC和烧碱行业产能依然过剩，产能未来能否完全消化仍存在不确定性，且化工业务也面临安全生产风险和环保压力。

在建项目投产后，公司产业链将进一步延伸，收入来源更加丰富，但需关注项目建设进度及投产后能否达到预期收益

截至2020末，公司重大在建项目主要为20万吨气制乙二醇项目，该项目计划总投资45.50亿元，已投资44.50亿元，尚需投资1.00亿元。

表11 截至2020年末公司煤化工在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计工期	后续资金安排
20万吨气制乙二醇	45.50	44.50	2021年10月	经营资金补充
合计	45.50	44.50	-	-

资料来源：公司提供

20万吨气制乙二醇项目由子公司山西襄矿泓通煤化工有限公司（以下简称“泓通煤化工”）负责建设和运营，项目主要以煤炭为原料，通过碎煤加压气化、低温甲醇洗、变压吸附分离、一氧化碳与亚硝酸甲酯偶联法等工艺生产乙二醇，副产品包括LNG、焦油、中油、石脑油、粗乙醇、碳酸二甲酯、混合醇及硫铵等。主产品乙二醇作为石油替代产品，是重要的有机化工原料且用途广泛，主要用于制造聚酯涤纶、聚酯树脂、吸湿剂、增塑剂以及防冻剂等。根据公司提供的资料，该项目投产后每年可转化公司内部煤炭140余万吨，实现产值16.00亿元。

上述项目投产后，公司产业链将进一步延伸，收入来源将更加丰富。但由于近年公司资金压力较大，项目建设进度不及预期，目前产品的市场总供给、总需求和价格较项目立项时已有较大变化，20万吨气制乙二醇项目未来能否达到预期收益仍有待观察。

随着2020年公司持有的华安焦化和恒祥焦化的全部股权均完成公开挂牌转让，公司预计将不再产生焦炭收入

公司焦炭生产业务由华安焦化和襄垣县恒祥焦化有限公司（以下简称“恒祥焦化”）负责运营，2019年根据襄垣县政府国有资产监督管理局出具襄国资【2019】80号文件，华安焦化和恒祥焦化公司的100%股权重新无偿划转回公司。根据公司2020年审计报告，2020年公司分两次将其持有华安焦化100.00%的股权，通过山西省产权交易中心公开挂牌转让给灵石县恒铭能源有限公司，于2020年3月签署了80%股权的交割协议，并于2020年12月办理了全部股权变更工商登记；2020年11月，公司通过山西省产权交易中心公开挂牌将其持有的恒祥焦化100.00%的股权，转让给山西金烨焦化有限公司，并于2020年11月办理了股权变更工商登记。根据公司2020年度报告，公司通过两家公司的股权转让，共收回股权转让价款11.73亿元。2020年恒祥焦化产量为73.43万吨，此外华安焦化尚有部分焦炭收入纳入公司合并报表范围内。因市场行情较好，且恒祥焦化转让时间接近年末，2020年公司焦炭收入规模仍有14.34亿元，但随着两家公司的股权全部完成转让，公司预计将不再产生焦炭收入。

当地政府持续给予公司较大支持

公司作为襄垣县的国有独资企业，继续得到当地政府的支持。2020年公司收到集中供热工程款、贷款利息补助以及环保补助等各项政府补助金额合计2,532.16万元，计入其他收益。2020年股东向公司增加实收资本1.80亿元。2021年3月，公司注册资本及实收资本均上升为14.41亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年度审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2020年公司合并范围的子公司新增一家襄垣县文化旅游产业发展有限公司，减少一家襄垣县万发选煤有限公司，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，其他应收款增长较快且规模较大，未来回收时间存在一定的不确定性，预付款项账龄偏长，土地资产和工程项目占比较高，资产流动性较弱

2020年末公司总资产同比下降，其中流动资产占比为69.87%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.83	2.24%	7.13	3.04%
预付款项	28.75	13.31%	31.53	13.47%
存货	12.27	5.68%	16.16	6.90%
其他应收款	12.11	5.61%	16.99	7.26%
流动资产合计	65.06	30.13%	78.85	33.68%
长期股权投资	8.02	3.71%	0.00	0.00%
固定资产	50.87	23.56%	59.18	25.28%
在建工程	78.54	36.37%	80.20	34.26%
无形资产	8.41	3.90%	9.71	4.15%
非流动资产合计	150.88	69.87%	155.23	66.32%
资产总计	215.94	100.00%	234.08	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金以其他货币资金和银行存款为主。其中其他货币资金3.30亿元主要为银行承兑汇票保证金，使用受限。公司预付款项规模较大，主要为尚未结算的工程款，其中预付账款账龄2-3年占比7.11%、3年以上占比59.84%，账龄整体较长；根据公司2020年审计报告，公司账龄超过一年的大额预付款未结算的主要原因系缺少结算资料以及工程未完工等原因导致。2020年末公司其他应收款主要系应收的股权收购款和往来款，账龄主要集中在3年以内，占比为67.11%；其中前五大对象包括灵石县恒铭能源有限公司、襄垣县古韩镇政府、襄垣县华荣电铝业有限责任公司、襄垣县金鑫集团有限公司和山西中瑞煤电化有限责任公司，该部分欠款未来回收时间不确定。2020年末公司存货主要包括开发成本4.64亿元、库存商品5.67亿元和原材料1.90亿元，其中开发成本主要系公司在开发的房地产项目。

表13 截至2020年末公司其他应收款前五大情况（单位：万元）

单位名称	账龄	金额	占比
灵石县恒铭能源有限公司	1 年内	54,935.08	43.18%

襄垣县古韩镇政府	2-5 年	6,178.23	4.86%
襄垣县华荣电铝业有限责任公司	5 年以上	5,950.00	4.68%
襄垣县金鑫集团有限公司	2-5 年	4,180.91	3.29%
山西中瑞煤电化有限责任公司	5 年以上	3,960.91	3.11%
合计	-	75,205.13	59.12%

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

公司长期股权投资系对襄垣县文化旅游产业发展有限公司的股权投资。2020年末公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，其中30.39亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。公司在建工程主要为上良煤矿技改项目、泓通煤化工20万吨乙二醇项目和石板沟煤业120万吨技改工程。2020年末公司无形资产主要包括土地使用权3.60亿元、资源价款4.80亿元。截至2020年末，公司包括货币资金、无形资产在内的资产合计6.89亿元使用受限。

整体来看，公司资产仍以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主；其他应收款规模较大且回收时间不确定，预付款项账龄较长，资产流动性较弱。

盈利能力

2020年公司经营业绩下滑，且随着焦炭业务剥离，预计未来收入或将继续下滑

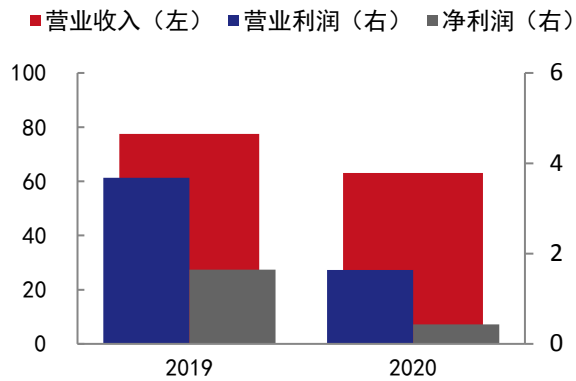
公司收入主要来源于煤炭与煤化工业务，2020年公司实现营业收入63.06亿元，同比下降18.62%，其中PVC销售收入同比下降16.09%，烧碱销售收入同比下降43.46%。公司焦炭及副产品收入14.34亿元，同比增长29.63%，但由于公司焦炭业务子公司股权全部转让，预计未来将不再产生焦炭收入。

毛利率方面，2020年公司销售毛利率为16.60%，同比有所下降，主要系收入占比较高的煤炭及烧碱毛利率下降所致。2020年公司计提的折旧及摊销规模仍较大，同时利息支出也维持在较高水平，期间费用规模仍较大，对利润侵蚀较多。2020年公司实现净利润0.43亿元，同比大幅下降。

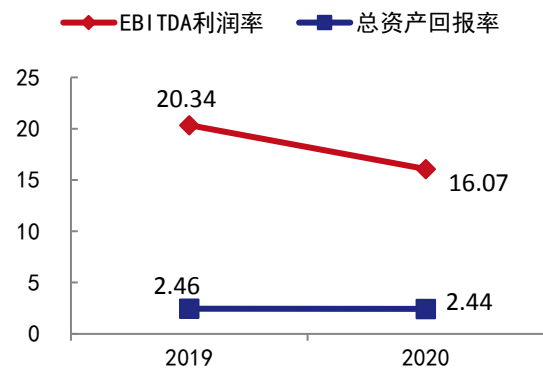
盈利能力指标来看，2020年公司EBITDA利润率为16.07%，同比下降4.27个百分点；公司总资产回报率为2.44%，同比变化不大，但水平仍较低。整体来看，公司盈利能力下降。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

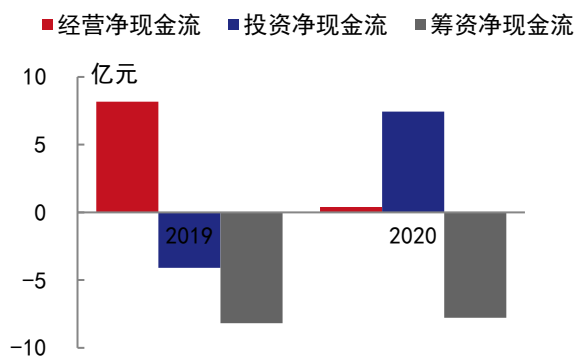
公司现金生成能力减弱，短期债务规模仍大，预计债务偿还将持续依赖筹资活动

随着收入下滑，2020年公司EBITDA及FFO规模同比均有所下降，现金生成能力减弱。2020年公司经营活动现金净流入0.41亿元，规模同比大幅下降。

投资活动方面，2020年公司投资活动现金流入大幅增长，主要系处置子公司收到较大规模的现金；投资活动现金流出主要系购建固定资产的支出；综合来看，2020年公司投资活动现金净流入7.43亿元。

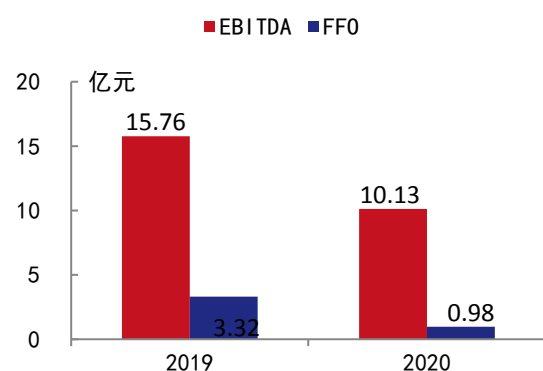
筹资活动方面，2020年公司融资力度仍较大，取得借款收到的现金达35.64亿元，同时偿还债务的规模仍然较大，全年筹资活动现金净流出7.77亿元。2020年末公司短期债务规模仍大，预计债务偿还对筹资活动将持续依赖。

图 12 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率高，总债务规模大，面临的短期债务压力大

公司负债规模虽下降，但2020年末仍高达165.84亿元。2020年末公司所有者权益为50.11亿元，同比略有下降。受上述因素综合影响，2020年末公司产权比率为330.95%，权益对负债的保障仍较差。

图 14 公司资本结构

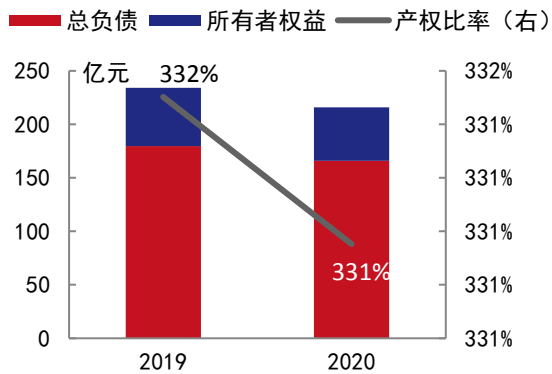
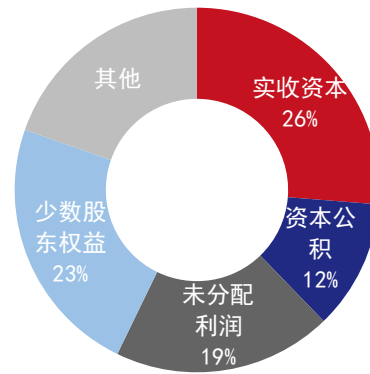


图 15 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，2020年末流动负债占总负债的比重为70.84%。

2020年末公司短期借款主要为保证借款，应付账款主要为应付工程、材料以及设备款，其他应付款主要由往来款构成，一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款和长期应付款。

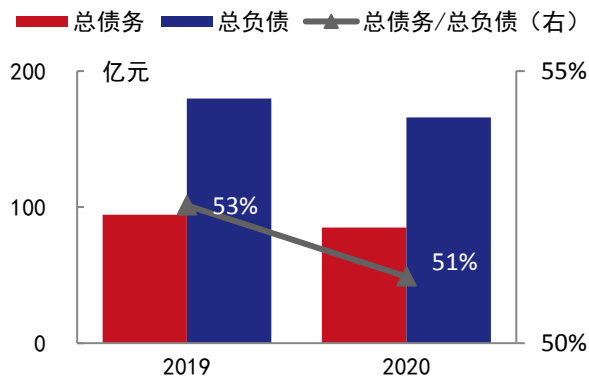
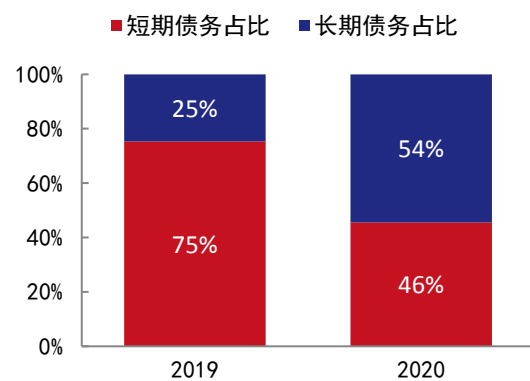
2020年末公司长期借款随着新增融资同比大幅增长，包括保证借款和抵押借款；应付债券为本期债券，2020年末余额6.05亿元；长期应付款主要为融资租赁款。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.22	15.21%	25.67	14.27%
应付账款	31.17	18.79%	37.26	20.72%
其他应付款	26.26	15.83%	23.46	13.05%
一年内到期的非流动负债	8.19	4.94%	37.70	20.97%
流动负债合计	117.47	70.84%	154.50	85.91%
长期借款	35.12	21.18%	8.04	4.47%
应付债券	6.05	3.65%	8.65	4.81%
长期应付款	7.07	4.26%	8.52	4.74%
非流动负债合计	48.36	29.16%	25.34	14.09%
负债合计	165.84	100.00%	179.83	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务合计84.94亿元，规模有所下降，但其规模及占总负债的比重仍较大；其中长期债务占比有所上升，债务结构有所优化，但短期债务规模仍较大。

图 16 公司债务占负债比重

图 17 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

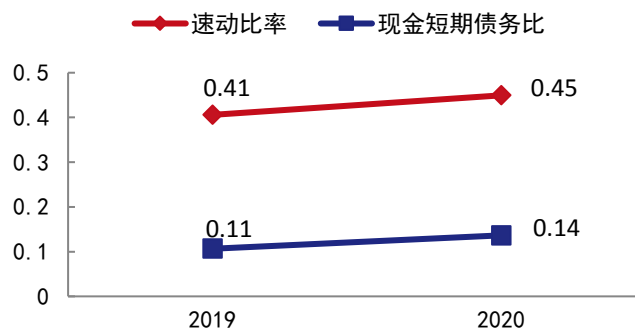
从杠杆状况指标来看，2020年末公司资产负债率为76.80%，水平仍很高。2020年公司EBITDA利息保障倍数为1.50，EBITDA对利息的覆盖程度尚可，但同比有所下降。2020年公司净债务/EBITDA为8.03，FFO/净债务1.20%，表现同比均有所弱化。整体来看，公司总债务规模较大，负债率水平很高，面临的债务压力大。

表 15 公司杠杆状况指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	76.80%	76.83%
净债务/EBITDA	8.03	5.64
EBITDA 利息保障倍数	1.50	2.89
总债务/总资本	62.90%	63.52%
FFO/净债务	1.20%	3.73%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

流动性指标来看，2020年末公司速动比率和现金短期债务比分别为0.45和0.14，同比均略有上升，但整体水平仍较低，公司面临的短期债务压力大。目前，公司主要融资渠道包括融资租赁、银行贷款等，且银行授信仍有一定额度可使用，此外当地政府近年来通过增加资本和注入资产的形式为公司提供了一定的流动性资源。

图 18 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月21日），公司本部未结清信贷中关注类余额4.53亿元，不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额达160,384.00万元，占年末净资产的比重为17.39%，部分被担保对象为民营企业，考虑到担保规模大，且均未设置反担保措施。根据公司提供的信用报告（2021年5月21日），公司本部存在2.07亿元关注类对外担保。整体来看，公司存在较大或有负债风险。

表 16 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
山西七一煤化集团有限公司	20,000.00	2019.06.11-2022.06.10	无
山西襄垣七一新发煤业有限公司	29,980.00	2020.03.12-2023.03.10	无
山西襄垣七一新发煤业有限公司	16,200.00	2020.11.11-2021.11.10	无
山西襄垣七一新发煤业有限公司	13,750.00	2020.11.12-2021.11.11	无
山西襄垣七一新发煤业有限公司	17,800.00	2020.11.02-2021.1.02	无
襄垣县富阳裕泰有限公司	480.00	2020.03.13-2021.03.09	无
山西襄垣七一新发煤业有限公司	29,000.00	2020.10.28-2021.10.27	无
襄垣县王桥工业园区元和投资经营有限责任公司	2,755.00	2020.07.25-2021.07.17	无
山西中瑞煤电化有限公司	2,920.00	2020.09.24-2021.09.23	无
山西七一华富生物发电有限公司	2,750.00	2020.07.11-2021.07.09	无
山西恒盛丰商贸有限公司	3,840.00	2020.01.23-2021.01.16	无
襄垣县欧亚大酒店	999.00	2020.12-09-2021.12.06	无



山西大经实业有限公司	4,880.00	2020.01.19-2021.01.18	无
襄垣县华诚工贸有限公司	2,950.00	2020.09.24-2021.08.12	无
襄垣县恒鑫达环保科技有限公司	4,750.00	2020.11-09-2021.11.06	无
襄垣县中泰商砼有限责任公司	4,000.00	2020.06.13-2021.06.11	无
山西铂纳管业有限公司	3,330.00	2020.06.13-2021.06.11	无
合计	160,384.00	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱

本期债券发行前，公司已与中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行签订了采矿权抵押协议和抵押资产监管协议，根据上述协议，公司以其子公司合法拥有并有权处分的山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权（采矿权许可证号：C1400002009111220045152）为本期债券还本付息提供抵押担保，并应于本期债券发行后10日内完成抵押资产的抵押登记手续，抵押权人为本期债券的全体持有人。根据山西大地评估规划勘测有限公司出具的晋大地矿评字[2013]第028号评估报告，截至2013年3月31日，山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权评估价值为159,151.11万元，为本期债券发行总额的1.99倍。

本期债券发行后，公司积极协调山西省国土资源厅办理石板沟煤业的采矿权抵押登记手续，同时襄垣县人民政府也向山西省国土资源厅出具了《襄垣县人民政府关于解决山西襄矿集团办理15襄矿债采矿权抵押备案的函》（襄政函[2015]23号），希望山西省国土资源厅尽快办理15襄矿债采矿权抵押备案手续，但山西省国土资源厅根据晋国土资发（2013）237号、晋国土资函（2014）123号两项文件的规定，表示山西省国土资源厅目前仅针对债务人以采矿权作为抵押担保向金融机构贷款相关事宜办理登记手续。但公司以石板沟煤业采矿权为本期债券提供担保，抵押权人为“全体债券持有人”，抵押权人既不是金融机构，也不是具体对象，同时抵押协议为三方协议（抵押人为公司，抵押权人为全体债券持有人，债权代理人为中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行），不符合前述两项文件的相关规定，不具备办理条件。截至本报告出具日，采矿权抵押手续尚未办妥，其对本期债券到期偿付的保障程度较弱。

十、结论

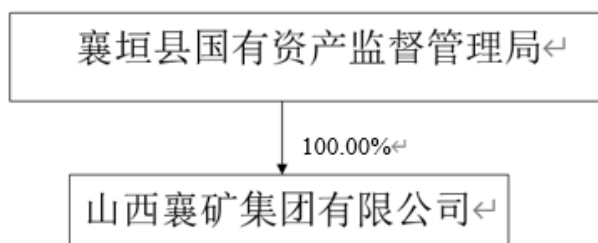
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.83	7.13	6.71
预付款项	28.75	31.53	30.36
流动资产合计	65.06	78.85	92.22
固定资产	50.87	59.18	57.06
在建工程	78.54	80.20	67.39
非流动资产合计	150.88	155.23	140.37
资产总计	215.94	234.08	232.58
短期借款	25.22	25.67	23.16
应付账款	31.17	37.26	27.94
其他应付款	26.26	23.46	23.66
一年内到期的非流动负债	8.19	37.70	34.53
流动负债合计	117.47	154.50	133.11
长期借款	35.12	8.04	16.70
应付债券	6.05	8.65	8.65
长期应付款	5.11	6.65	8.26
非流动负债合计	48.36	25.34	36.43
负债合计	165.84	179.83	169.54
总债务	84.94	94.47	93.20
归属于母公司的所有者权益	38.51	39.61	48.31
营业收入	63.06	77.49	63.11
净利润	0.43	1.64	3.04
经营活动产生的现金流量净额	0.41	8.17	4.61
投资活动产生的现金流量净额	7.43	-4.08	-3.82
筹资活动产生的现金流量净额	-7.77	-8.18	3.62
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.60%	19.44%	27.86%
EBITDA 利润率	16.07%	20.34%	24.89%
总资产回报率	2.44%	2.46%	3.89%
产权比率	330.95%	331.50%	268.91%
资产负债率	76.80%	76.83%	72.89%
净债务/EBITDA	8.03	5.64	5.49
EBITDA 利息保障倍数	1.50	2.89	2.78
总债务/总资本	62.90%	63.52%	59.65%
FFO/净债务	1.20%	3.73%	6.00%
速动比率	0.45	0.41	0.61
现金短期债务比	0.14	0.11	0.14

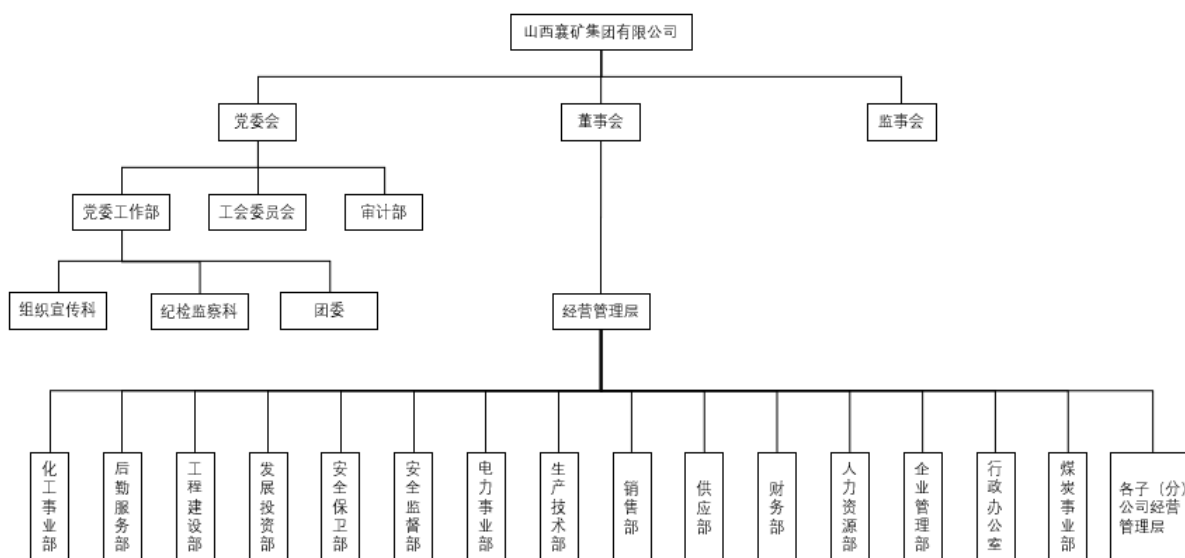
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	实收资本	持股比例	取得方式
襄垣县盛丰镁业有限公司	1,000.00	99.00%	投资设立
襄垣县诚丰热力有限公司	5,000.00	36.00%	投资设立
襄垣县鸿杰建材有限公司	50.00	51.00%	投资设立
襄垣县国能建材有限公司	500.00	100.00%	投资设立
山西襄矿福盈农业科技有限公司	100.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团龙泽生态园餐饮有限公司	50.00	100.00%	投资设立
山西襄矿新庄煤业有限公司	5,000.00	100.00%	股权收购
山西吕梁襄矿环能国鼎煤业有限公司	3,015.00	61.00%	股权收购
山西襄矿华都房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	投资设立
襄垣县襄矿益欣煤气化有限公司	1,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿晋平煤业有限公司	50,000.00	100.00%	无偿划转
山西瑞恒化工有限公司	60,000.00	47.50%	投资设立
山西襄矿辉坡煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购
襄垣县文化旅游产业发展有限公司	1,200.00	100.00%	无偿划转
山西襄矿泓通化工有限公司	224,990.00	64.45%	投资设立
山西襄矿集团顺达物流有限公司	350.00	100.00%	投资设立
山西襄矿西故县煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购
山西襄矿鑫海物资有限公司	1,100.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团聚薪煤层气开发有限公司	500.00	100.00%	投资设立
山西襄矿石板沟煤业有限公司	10,000.00	100.00%	无偿划转
山西襄矿集团恒通新能源有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿上良煤业有限公司	20,000.00	51.00%	股权收购
山西襄矿集团销售有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团有线电视传播有限公司	100.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团售电有限公司	4,440.57	79.15%	投资设立
襄垣县泰瑞达供热有限公司	300.00	87.20%	无偿划转
山西襄矿集团中天锂电池有限公司	858.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司	100,000.00	100.00%	无偿划转
襄垣县恒祥焦化有限公司	50,000.00	100.00%	无偿划转

资料来源：公司 2020 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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