

甘肃靖远煤电股份有限公司

**2020 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告**



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

## 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：

谭璇



报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【547】号 01

分析师

姓名：  
宋晨阳 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
songchy@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年7月9日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
煤炭开采和选洗行业企  
业主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 甘肃靖远煤电股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+ 发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过28亿元（含） 评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：对未转股的债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券  
赎回及回售条款

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对甘肃靖远煤电股份有限公司（以下简称“靖远煤电”或“公司”，股票代码：000552.SZ）本次拟发行总额不超过28亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，近年煤炭业务产销情况较好，公司盈利状况较好，现金生成能力较强，资产流动性较好，财务杠杆水平较低；同时中证鹏元也关注到，近年来公司部分矿井由于资源枯竭陆续关停导致公司产能有所下降，公司近年来存在安全生产事故，面临一定的安全生产风险，发电业务受成本上升影响导致毛利率水平整体较低，以及募投项目收益存在不确定性等风险因素。

### 正面：

- 公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，近年煤炭业务产销情况较好。公司为甘肃省国有资产监督管理委员会控制的国有煤炭企业，截至2020年3月末，公司煤炭地质储量69,408.73万吨，可采储量44,239.70万吨。2017-2019年公司的原煤产销率分别为105.75%、100.33%和100.51%，近年来煤炭销售状况表现较好。
- 公司盈利状况较好，现金生成能力较强。2017-2019年公司分别实现净利润5.53亿元、5.73亿元和5.25亿元，近年来盈利状况较好；公司经营性现金流量（FFO）分别为8.07亿元、8.94亿元和10.71亿元，持续上升，公司现金生成能力较强。

- **公司资产流动性较好，财务杠杆水平较低。**公司资产主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，公司资产流动性较好。截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 79.47 亿元，近年来持续增长，产权比率为 37.92%，财务杠杆水平较低。

### 关注：

- **近年来部分矿井由于资源枯竭陆续关停，导致公司产能有所下降。**公司红会四矿和宝积山煤矿由于资源濒临枯竭，分别于 2017 年和 2018 年关闭退出，其中红会四矿年产能 63 万吨，宝积山煤矿年产能 60 万吨。
- **公司近年来存在安全生产事故，面临一定的安全生产风险。**由于公司所属矿区地质构造复杂，随着煤炭开采深度的加深，面临一定的安全生产风险。公司 2017-2019 年共发生 5 起伤亡事故，2020 年 4 月公司魏家地煤矿再次发生一起事故。
- **公司发电业务受煤炭价格高位运行影响，毛利率水平整体较低。**公司发电业务 2017-2019 年分别实现收入 6.77 亿元、8.84 亿元和 9.48 亿元，其中主要为电力销售收入，毛利率分别为 4.88%、5.32%和 8.39%，近年来受煤炭价格高位运行影响，电力业务毛利率水平整体较低。
- **募投项目收益存在不确定性。**本期债券本息的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

### 公司主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	109.61	108.91	102.38	99.19
归属于母公司所有者权益	78.25	76.07	73.59	69.29
有息债务	4.45	4.41	6.11	6.23
资产负债率	27.49%	28.54%	27.71%	29.73%
流动比率	2.34	2.17	1.99	1.77
速动比率	2.25	2.06	1.86	1.66
营业收入	10.87	40.56	40.92	39.81
营业利润	1.67	6.14	6.73	7.61
净利润	1.49	5.25	5.73	5.53
综合毛利率	24.48%	27.97%	28.70%	33.38%
总资产回报率	-	6.25%	7.24%	7.58%

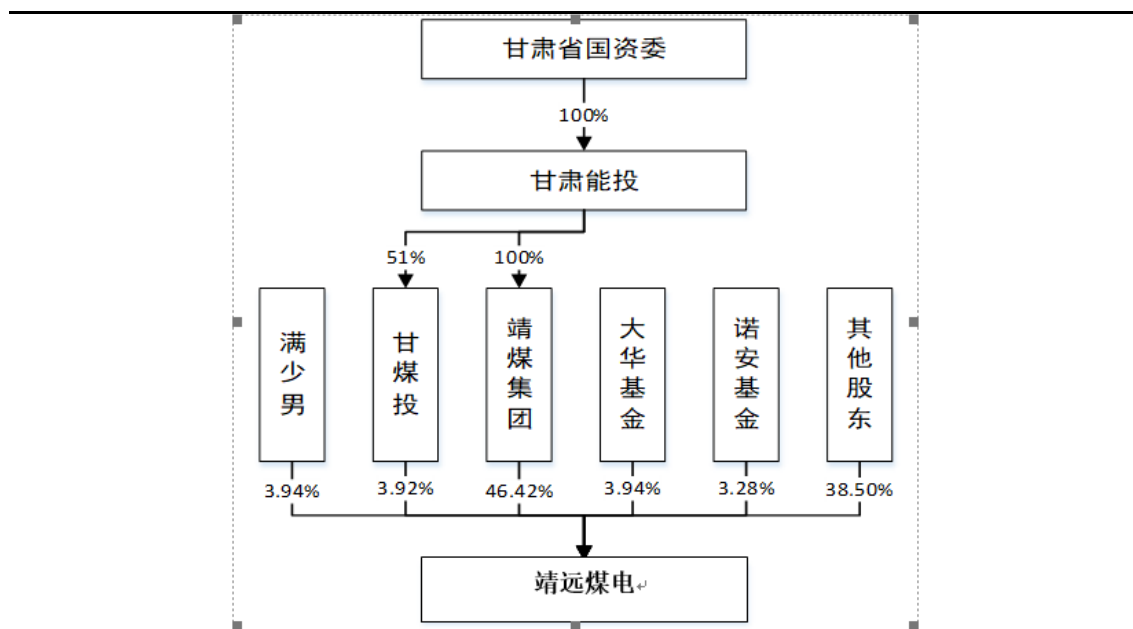
EBITDA	-	11.08	9.65	9.53
EBITDA 利息保障倍数	-	26.13	23.67	22.03
经营活动现金流净额	2.08	4.63	5.26	6.09

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身系甘肃长风特种电子股份有限公司，是经甘肃省经济体制改革委员会“[1993]34号文件”批准筹建，在国营长风机器厂股份制改组的基础上，联合中国宝安集团股份有限公司、甘肃电子集团物业公司等发起人，经甘肃省人民政府“[1993]89号文”批准，中国证券监督管理委员会“证监发审字[1993]82号文”复审通过，深圳证券交易所“深证所字[1993]322号文”审核批准，于1993年11月向社会公众募集4,600万股设立的股份有限公司，于1994年1月上市。2004年12月，公司原控股股东国营长风机器厂与靖远煤业集团有限责任公司（以下简称“靖煤集团”）签署《甘肃长风特种电子股份有限公司国有法人股股权转让协议书》，将其持有的公司7,405.20万股国有法人股转让给靖煤集团。变更后，公司更名为甘肃靖远煤电股份有限公司。经过历次股权变动后，截至2020年3月末，公司注册资本和股本均为228,697.11万元，公司控股股东为靖煤集团，持股比例为46.42%，甘肃省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。截至2020年3月末，公司前十大股东持股情况见表1。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

表1 截至2020年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例
1	靖远煤业集团有限责任公司	国有法人	106,150.56	46.42%



2	满少男	境内自然人	9,000.00	3.94%
3	平安大华基金-平安银行-中融国际信托-财富骐骥定增5号集合资金信托计划	境内非国有法人	8,999.99	3.94%
4	甘肃省煤炭资源开发投资有限责任公司	国有法人	8,970.00	3.92%
5	诺安基金-兴业证券-中国光大银行股份有限公司	境内非国有法人	7,494.90	3.28%
6	中国证券金融股份有限公司	境内非国有法人	4,131.37	1.81%
7	白银有色(北京)国际投资有限公司	国有法人	3,814.00	1.67%
8	安徽安粮控股股份有限公司	国有法人	2,864.93	1.25%
9	上海钧大投资管理有限公司	境内非国有法人	2,819.09	1.23%
10	夏重阳	境内自然人	2,320.00	1.01%

资料来源：公司 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主营业务为煤炭生产和销售，并具备煤炭地质勘查与测绘服务、热电联产、瓦斯发电以及煤炭储运等业务能力，具有完整的煤炭产、供、销业务体系和煤电一体化产业链条。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司共6家，详见表2。

**表 2 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）**

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
靖煤集团白银热电有限公司	70,000.00	100.00%	发电
靖煤集团景泰煤业有限公司	10,000.00	60.00%	煤炭开采
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	1,689.33	100.00%	发电
靖远煤业工程勘察设计有限公司	520.00	100.00%	服务业
甘肃晶虹储运有限责任公司	200.00	100.00%	商业
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	561.76	100.00%	服务业

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

## 二、本期债券概况

**债券名称：**甘肃靖远煤电股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过人民币28亿元（含）；

**债券期限和利率：**期限为发行之日起六年，票面利率提请公司股东大会授权公司董事会及董事长根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，计息起始日为本次可转债发行首日；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

**初始转股价格：**本期可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日

公司股票交易均价（若在该二十个交易日发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

**转股价格向下修正条款：**在本期可转债存续期间，当公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

#### **赎回条款：**

##### **（1）到期赎回条款**

在本期可转债期满后五个交易日内，公司将以本期可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期可转债持有人赎回全部未转股的本期可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

##### **（2）有条件赎回条款**

在本期可转债转股期内，如果下述两种情形的任意一种出现时，公司有权按照本期可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期可转债：

①在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；

②当本期可转债未转股余额不足人民币3,000万元时。

#### **回售条款：**

##### **（1）附加回售条款**

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有



权将全部或部分其持有的可转债按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

## （2）有条件回售条款

公司股票在最后两个计息年度任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

**向原股东配售的安排：**本期发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。

## 三、本期债券募集资金用途

公司本期公开发行可转换公司债券募集资金不超过28亿元（含），扣除相关发行费用后全部投入以下项目：

**表 3 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	募集资金拟使用规模	占项目总投资比例
靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	33.85	28.00	82.72%
<b>合计</b>	<b>33.85</b>	<b>28.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

募集资金不足部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决。在本期公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况需要另行筹措资金投入，并在募集资金到位之

后按照法律法规相关规定的程序予以置换。

#### 1、项目概况

靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目是以靖远煤为原料，采用粉煤加压气化技术，国产化等温变换、低温甲醇洗脱硫脱碳、液氮洗精制、低压氨合成，产品合成氨作为尿素的原料，并副产液体二氧化碳和硫磺，配套相关辅助设施和公用工程设施，项目总投资54.25亿元，其中本期项目为一期工程，形成装置产能为：合成氨30万吨/年；甲醇4万吨/年；（H<sub>2</sub>+CO）2万Nm<sup>3</sup>/h；尿素35万吨/年；液体CO<sub>2</sub> 5万吨/年；三聚氰胺6万吨/年；尿素硝铵溶液5万吨/年；硫磺1,924吨/年；催化剂2,500吨/年；液氧2.052万吨/年、液氮1.3464万吨/年和液氩1.4832万吨/年。

#### 2、项目批复情况

该项目的建设备案已完成，环评、安评相关手续已经办理。项目部分用地已经取得国有土地使用权证（白国用（2014）第060号），土地使用权人为甘肃刘化（集团）有限责任公司，甘肃刘化（集团）有限责任公司已经同意将该部分土地使用权转让给公司，公司将在股东大会完成关联交易审议程序后购入，其他建设用地正在申请用地审批。

#### 3、项目投资及项目进度

该项目总投资33.85亿元。其中建设投资32.29亿元，建设期利息1.47亿元，铺底流动资金0.08亿元，目前该项目尚未动工。

#### 4、项目经济效益

根据《靖远煤电清洁高效煤制气综合利用项目可行性研究报告》，项目建设期36个月，正常生产期内年均可实现销售收入15.31亿元，年均税后利润达3.22亿元；项目税后内部收益率为13.28%，税后投资回收期为8.68年（含建设期）。但中证鹏元也关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性；另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

## 四、运营环境

**“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，行业产能过剩的局面已大幅改善，原煤产量连续实现正增长**

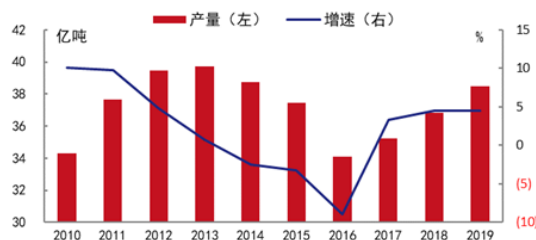
“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，行业供给质量大幅改善。自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能时间脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。截至2019年末，已合计退出产能9亿吨以上。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标

任务已超额完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。2019年8月底，六部门联合印发《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（发改能源〔2019〕1377号），力争2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，较2018年末减少1,300处。截至2019年末，全国煤矿数量减少至5,300处左右，建成了千万吨级煤矿44处、智能化采煤工作面200多个，行业供给质量大幅改善。

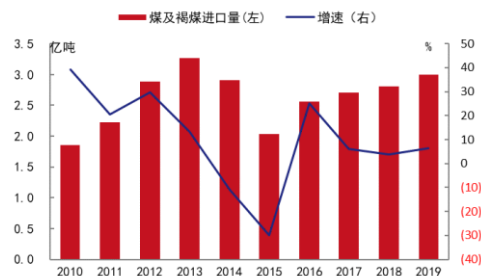
煤炭行业产能过剩的局面已大幅改善，行业整体去产能节奏将放缓。根据国家能源局发布的数据，截至2018年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3,373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1,010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.3亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年，总产能规模为45.6亿吨，较2015年末有明显下降。而根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计2020年我国原煤产量为39亿吨，煤炭消费量为41亿吨。近年环保及安全检查的力度很大，2019年11月底，煤矿安监局发布《国家煤矿安全监察局关于开展煤矿安全集中整治的通知》，决定开展为期3个月的煤矿安全集中整治。环保及安检高压之下，行业产能很难做到完全释放，中证鹏元认为45.6亿吨的总产能规模相较于39亿吨的原煤产量而言，行业过剩的局面已经大幅改善。另外，国家统计局数据显示，煤炭行业产能利用率从2016年的59.50%已提升至2019年的70.60%。未来煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，预计行业去产能节奏进一步放缓。

全国原煤产量连续实现正增长，供应地区集中度进一步提升，预计2020年原煤产量仍有望维持小幅增长。2017-2019年原煤产量分别为35.2亿吨、36.8亿吨和38.5亿吨，同比分别增长3.3%、4.5%和4.0%，主要系下游需求超预期。就供应地区而言，“压缩东部、限制中部和东北、优化西部”为全国煤炭开发总体布局，2019年山西、陕西及内蒙三省规模以上企业原煤产量占比达到了70.5%，较去年上升1.1个百分点，产量进一步向“三西”集中。2020年COVID-19疫情发生以来，煤炭供给短期收紧，随着保供政策陆续出台，国内煤炭企业产能已基本恢复。

**图2 原煤产量连续实现正增长**



**图3 2019年煤炭进口量增速上升**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭进口是调节国内煤炭供给、稳定煤炭价格的砝码，预计 2020 年进口量增速回落。2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月进口煤政策收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速回落 2.2 个百分点。2019 年初监管层明确表示全年煤炭进口量不得超过 2018 年，但是 2019 年煤炭进口量达 3.00 亿吨，同比增长 6.3%，增速有所提高。鉴于目前监管层一方面想把煤炭行业供给侧改革的红利留在国内，另一方面想通过控制煤炭进口保障煤炭市场供需平衡，预计 2020 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，煤炭进口量增速将回落。

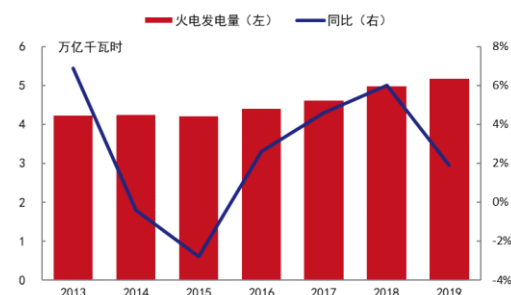
**近年来煤炭消费量连续实现正增长，但短期内疫情导致经济下行压力增大，下游需求恢复程度较慢，2020 年煤炭下游需求支撑力度将减弱**

近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于主导地位。2019 年煤炭消费量占能源消费总量的 57.7%，比上年下降 1.5 个百分点，已基本达到《煤炭工业发展“十三五规划”》的目标水平。

从下游各行业需求来看，我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，并以电力行业为主。2018 年我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升，但 2019 年增速降为 1.9%，主要系全国社会用电量增速大幅回落，以及水电、核电、风电和太阳能发电等清洁能源替代所致；2015-2019 年生铁产量连续 5 年上升，2019 年生铁产量同比增长 5.3%。2017-2019 年，我国煤炭消费量连续三年实现正增长，其中 2019 年煤炭消费量增长 1.0%。受 COVID-19 疫情影响，2020 年春节后煤炭主消费地区复工复产周期延长，下游需求恢复进度较为缓慢，其中一季度煤炭消费量下降 6.8%。鉴于我国经济增速下行压力依然较大，2020 年煤炭下游需求的支撑力度将减弱。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

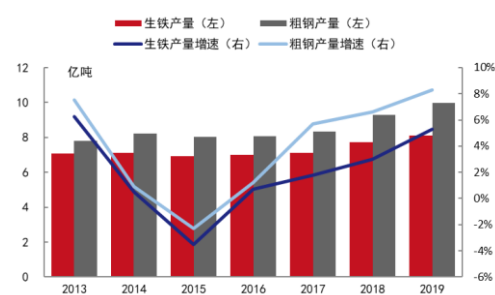
图 4 2019 年火电发电量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从长期来看，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、

图 5 近年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理



新能源的发展，我国能源消费结构将逐步改善，且环保政策持续加码，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但是短期内煤炭在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

**受疫情影响，2020 年以来煤炭价格高位回落，中短期内有望企稳，但价格中枢将下移，预计行业盈利收窄，内部分化或延续**

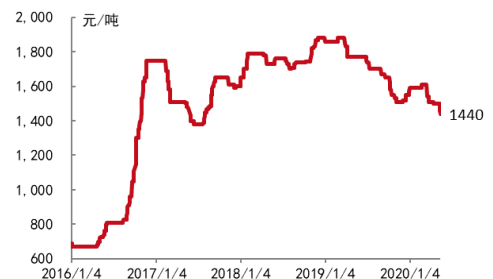
2019 年动力煤价格维持高位，炼焦煤价格出现回调。受益于行业供给侧改革，2016 年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格从 2016 年 11 月以来持续维持在高位，2019 年在 550 元/吨~579 元/吨之间波动，2020 年二季度以来跌破 550 元/吨持续回落，截至 5 月上旬跌至 526 元/吨。根据中国煤炭工业协会发布《2019 煤炭行业发展年度报告》，2020 年 1-4 月下水动力煤中长期合同（5500 大卡）均价 543.5 元/吨，同比下降 11.8 元/吨，截至 5 月 6 日，下降为 475 元/吨，比年初下降 84 元/吨，较去年同期下降 142 元/吨，跌破中长期合同价格绿色区间。炼焦煤价格在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。2019 年下游钢铁产业利润收缩，炼焦煤价格出现较大幅度回调。无烟煤价格亦于 2015 年下半年上涨，2017 年初达到峰值，随后由于下游化工行业景气度下降，无烟煤价格持续震荡下行，但是相较于 2016 年初仍处于相对高位。

图 6 环渤海动力煤价格高位回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 山西产京唐港主焦煤库提价继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

预计中短期内煤价有望企稳，但价格中枢将下移。2018 年 11 月 30 日，国家发改委发布《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，鼓励各有关方面及早签订 2 年及以上数量相对固定、价格机制明确的中长期合同。根据国家发改委《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履约有关工作的通知》，要求 2020 年长协签订量较 2019 年有合理增加，且在基准价方面，“下水煤合同基准价由双方根据市场供需情况协商确定，对协商不一致的，仍按 2019 年水平执行”。上年的口径为“不高于 2018 年度水平”，而今年

口径为“仍按 2019 年水平执行”，打消基准价下调预期，长协价格稳定性进一步提高。从 2016 年实行供给侧改革以来，经过几年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，叠加“六稳”、“六保”等政策推进，使得下游需求将有所改善，中证鹏元预计中短期内动力煤价格有望企稳，但预计价格中枢将会下移。

2019 年煤炭价格维持高位震荡，行业收入持续增长，但利润小幅下降。2019 年煤炭行业实现营业收入 24,789.00 亿元，同比增长 3.2%；实现利润总额 2,830.3 亿元，同比下降 2.4%，利润规模仍可观。2020 年一季度行业实现营业收入 4,290.7 亿元，同比下降 12.7%，实现利润总额 421.1 亿元，同比下降 29.9%。考虑到 2020 年以来煤炭价格高位回落，虽然中短期内有望企稳，但是价格中枢将下移，预计 2020 年行业盈利将收窄。

行业亏损面加大，内部分化加剧。2018 年以来，受去产能以及产业结构调整政策的持续影响，行业亏损面加大，内部分化加剧，2019 年亏损企业数量为 1,160 家，亏损企业占比 27.36%，较 2018 年上升了 3.61 个百分点，亏损企业累计亏损额为 401.20 亿元。中证鹏元预计随着去产能主要目标超额完成，行业转向结构优化或将导致行业内部盈利能力分化持续。

图 8 2019 年行业盈利仍可观

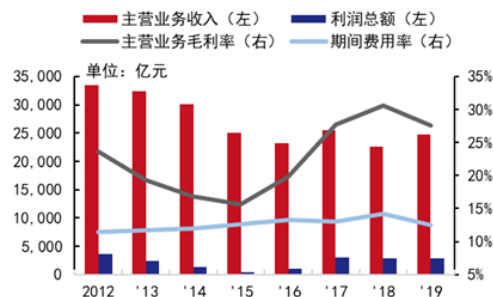
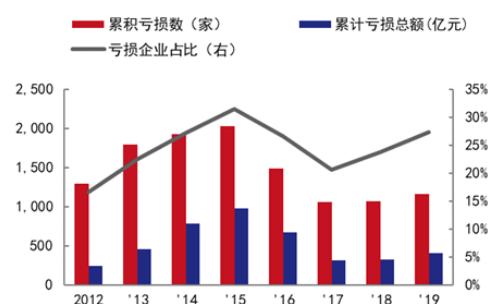


图 9 2019 年行业亏损面加大



注：2019 年盈利指标按国家统计局公布的营业收入和营业成本等口径计算。

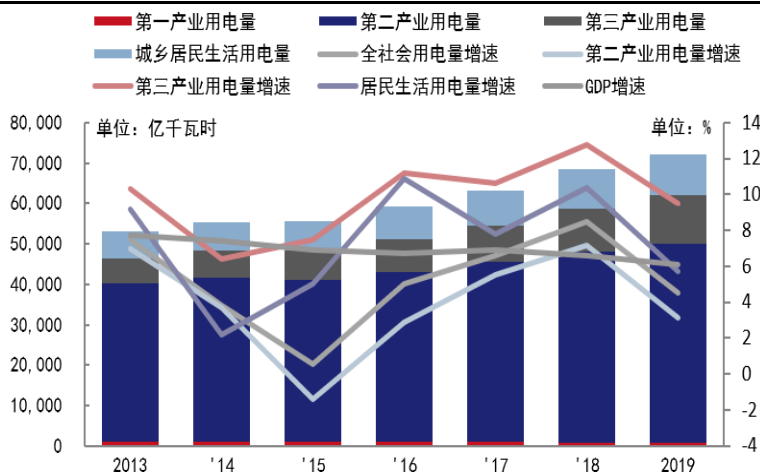
资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 受国内经济下行压力较大等影响，第二产业尤其是高耗能产业用电量增速下降及第三产业、居民生活用电量增速回落，全社会用电量增速放缓

2019 年全社会用电量增速放缓。受中美经贸摩擦加深，叠加国内经济转型结构调整等影响，国内经济下行压力较大，其中工业尤其是高耗能产业增长放缓导致第二产业用电量增速放缓是全社会用电量增速下降的主要原因。2019 年全国全社会用电量 7.23 万亿千瓦时、同比增长 4.5%，增速同比下降 4.2 个百分点，其中第二产业用电量同比增长 3.1%，较上年下降 4.1 个百分点，占全社会用电量的比重为 68.3%。此外，2019 年第三产业和城乡居民生活用电量增速同比均有所下降。

图10 我国全社会用电量增速放缓



资料来源：Wind，中证鹏元整理

火电新增装机容量持续收缩，利用小时回落，发电量低速增长，2020年煤电价格市场化改革推进且不上浮，短期火电上网电价仍将承压

受电力需求增速放缓，新能源发电装机增长挤压，以及控煤环保检查，停建缓建、淘汰煤电落后产能等影响，火电新增装机容量持续收缩。2019年火电新增发电设备容量4,092.00万千瓦，同比下降6.6%。截至2019年底，全国火电装机容量11.9亿千瓦，同比增长4.1%，其中煤电装机10.4亿千瓦，占全国发电设备总装机容量的51.74%。

火电利用小时承压，发电量低速增长。由于社会用电需求增速放缓和可再生能源发电挤占等，火电设备利用小时数下降，2019年全国火电设备利用小时4,293小时，比上年降低85小时；全国火电发电量5.05万亿千瓦时，同比仅增长2.4%。

近年在政府积极推动降低工商业用电成本背景下，短期火电上网电价仍面临一定下行压力。国家2019年10月份国家发改委发布《关于深化燃煤机组上网电价形成机制改革的指导意见》，从2020年1月1日起，取消煤电价格联动机制，采用“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，且实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，短期对火电上网电价形成下行压力。

## 五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，以及《公司章程》的规定建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。另外，公司制定了《公

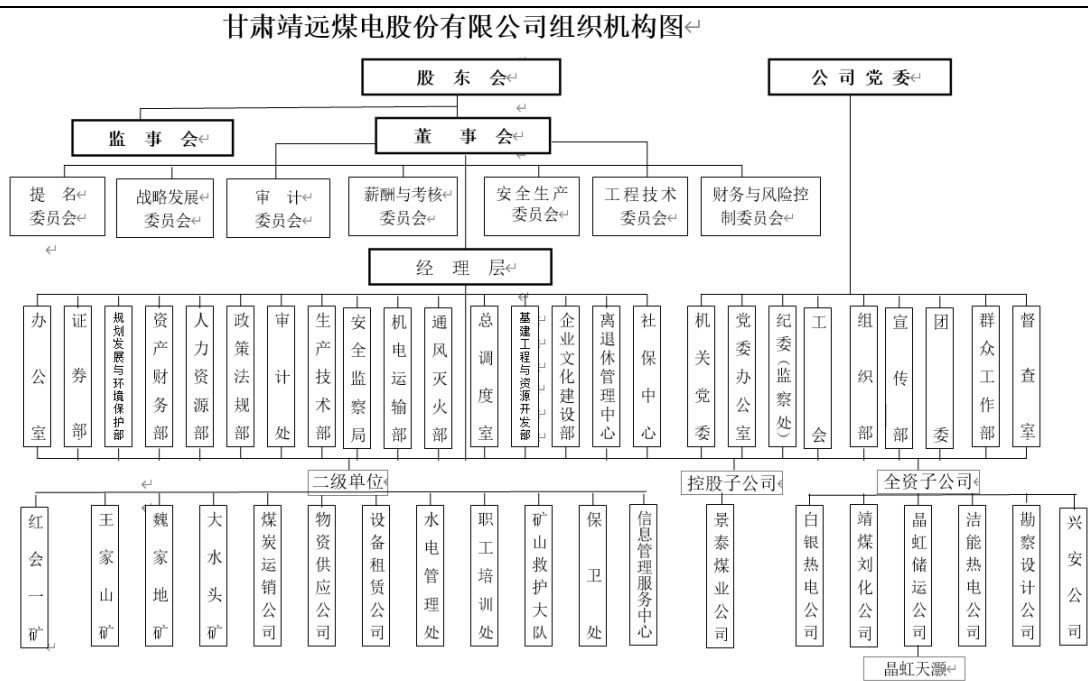
公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等各项规章制度，并建立了《信息披露管理制度》等一系列法人治理制度。

股东大会是公司的权力机构，公司控股股东是靖煤集团，持股比例为46.42%，甘肃省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。公司设董事会，由15名董事组成，设董事长1名、董事会秘书1名，独立董事5名，现任董事长为杨先春先生。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满，可连选连任。董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核、安全生产、财务与风险控制、工程技术七个专门委员会。

公司监事会由5人组成，设监事会主席1人。公司监事按照《公司法》、《公司章程》等要求履行职责，对公司生产经营活动、财务状况、募集资金使用、内控实施等事项进行有效的监督检查。

公司设总经理1人，副总经理若干人，公司总经理每届任期三年，连聘可以连任，对董事会负责。公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监和总工程师等为公司高级管理人员，任期三年，可连聘连任，由董事会聘任或解聘。

图11 截至2020年6月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

公司根据现代企业制度的要求和自身经营管理需要构建了内部组织架构。公司经理层下设办公室、证券部、资产财务部、生产技术部、安全监察局和审计处等多个部门，设置二级单位红会一矿、大水头矿、王家山矿、魏家地矿和煤炭运销公司等。



人员方面，截至2020年3月末，公司拥有在职员工12,318人。公司员工以生产人员和行政人员居多。从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比为76.68%，主要是对学历要求不高的生产人员。

**表4 截至2020年3月末公司人员构成情况**

专业构成		
类别	人数	占员工总数的比例
生产人员	9,349	75.90%
销售人员	323	2.62%
技术人员	710	5.76%
财务人员	116	0.94%
行政人员	1,820	14.78%
<b>合计</b>	<b>12,318</b>	<b>100.00%</b>
教育程度		
类别	人数	占员工总数的比例
硕士以上	38	0.31%
大学本科	907	7.36%
大专	1,927	15.64%
大专以下	9,446	76.68%
<b>合计</b>	<b>12,318</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司的核心业务为煤炭开采和销售，全资子公司靖煤集团白银热电有限公司（以下简称“白银热电”）主要负责火力发电及供热供汽业务。2017-2019年，公司营业收入分别为39.81亿元、40.92亿元和40.56亿元，受煤炭价格维持高位以及发电规模上升影响，近三年营业收入规模稳中有升。分产品看，煤炭销售是公司收入的主要来源，2017-2019年分别实现收入33.03亿元、32.09亿元和31.08亿元，占比分别为82.99%、78.41%和76.63%。发电业务2017-2019年分别实现收入6.77亿元、8.84亿元和9.48亿元，规模持续上升，主要系近三年发电量持续上升。

毛利率方面，由于公司煤炭业务规模占比较高，因此煤炭价格变动仍然是影响公司毛利率水平的主要因素。2017-2019年公司综合毛利率分别为33.38%、28.70%和27.97%，近年来水平有所下降，主要系煤炭业务毛利率有所下滑。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

煤炭	7.37	26.39%	31.08	33.94%	32.09	35.14%	33.03	39.23%
发电	3.50	20.47%	9.48	8.39%	8.84	5.32%	6.77	4.88%
合计	10.87	24.48%	40.56	27.97%	40.92	28.70%	39.81	33.38%

资料来源：公司 2017-2019 年年报以及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，近年来部分矿井由于资源枯竭陆续关停，2019年公司收购了控股股东的煤炭资产，未来有望对公司产能形成一定补充

煤炭收入是公司的主要收入来源，公司煤矿主要分布在大宝魏、红会、王家山三个煤田，总面积102平方公里，现有王家山矿、红会一矿、大水头矿和魏家地矿4对矿井，2019年公司收购了控股股东靖煤集团子公司靖煤集团景泰煤业有限公司（以下简称“景泰煤业”），新增了尚待开发的白岩子矿井项目。截至2020年3月末，公司煤炭地质储量69,408.73万吨，可采储量44,239.70万吨，公司采煤机械化程度较高，主导产品“晶虹”煤1#、2#、3#煤炭品种齐全，不粘结、弱粘结，具有低硫、低灰、低磷、高发热量（ $\geq 23\text{MJ}$ ）等特点，广泛用于电力、化工、冶金、建材等行业。公司红会四矿和宝积山煤矿由于资源濒临枯竭，分别于2017年和2018年关闭退出，其中红会四矿年产能63万吨，宝积山煤矿年产能60万吨。

表6 截至2020年3月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
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	25,063.35	15,655.83
王家山煤矿	白银市平川区王家山镇	100%	不粘煤	22,306.11	14,485.06
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	8,223.57	5,698.31
红会一矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,739.90	3,302.50
景泰煤业白岩子矿井	白银市景泰县寺滩乡	60%	气煤、1/3焦煤	9,075.80	5,098.00
合计	-	-	-	69,408.73	44,239.70

资料来源：公司提供

2019年5月公司通过股权收购的方式将景泰煤业纳入合并范围，公司按持股比例合计增加出资12,000.00万元，并根据景泰煤业白岩子矿井项目建设需要分期进行增资。景泰煤业主要负责所属白岩子矿井项目的开发建设，矿井煤炭资源储量9,075.80万吨，其中气煤储量为4,736.3万吨，1/3焦煤储量为4,339.5万吨。根据《白岩子矿井及选煤厂可行性研究报告》，矿井设计生产能力90万吨/年，服务年限44.2年，开采方式为地下开采，未来投产后有望对公司产能形成一定的补充。截至2019年末，白岩子矿井项目处于前期工作阶段，采矿许可证已经办理。

公司魏家地煤矿和大水头煤矿产能利用率较好，受人工和开采深度等因素影响，吨煤成本持续上升，公司面临一定的安全生产风险，近年来存在安全生产事故

截至2019年末，公司正常生产的煤矿共4个，分别为魏家地煤矿、王家山煤矿、大水头煤矿和红会第一煤矿，核定产能分别为300万吨/年、285万吨/年、220万吨/年和204万吨/年。2017-2019年公司煤炭总产能分别为1,148.00万吨/年、1,085.00万吨/年和1,009.00万吨/年，有所下降，主要系2017-2018年红会四矿和宝积山矿陆续关停退出所致。2017-2019年公司煤炭总产量分别为995.21万吨、935.13万吨和881.56万吨，产能利用率分别为86.69%、86.19%和87.37%。分矿区来看，公司目前在产的四个矿区中，2019年魏家地煤矿和大水头煤矿产能利用率分别为105.20%和104.69%，产能利用率较好。而红会一矿和王家山煤矿的产能利用率分别为71.25%和66.77%，水平相对较低，王家山煤矿主要系执行《防治煤矿冲击地压细则》后采掘效率下降，红会一矿主要系部分采区煤层状况复杂效率较低所致。

**表7 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1-3月		2019年		2018年		2017年		备注
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	
魏家地煤矿	300.00	76.12	300.00	315.60	300.00	300.00	300.00	280.03	正常生产
王家山煤矿	285.00	58.50	285.00	190.30	285.00	200.00	285.00	202.00	正常生产
大水头煤矿	220.00	58.19	220.00	230.32	220.00	220.01	220.00	235.00	正常生产
红会一矿	204.00	58.90	204.00	145.34	220.00	170.02	220.00	181.19	正常生产
宝积山矿	0.00	0.00	0.00	0.00	60.00	45.10	60.00	62.47	关停
红会四矿	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63.00	34.52	关停
合计	<b>1,009.00</b>	<b>251.71</b>	<b>1,009.00</b>	<b>881.56</b>	<b>1,085.00</b>	<b>935.13</b>	<b>1,148.00</b>	<b>995.21</b>	-

注：红会一矿核定产能减少16万吨/年，系调剂到白岩子矿井产能指标。

资料来源：公司提供

公司原煤生产的主要成本包括人工工资、材料设备、电力以及计提的安全生产费用和折旧。公司2017-2019年原煤单位制造成本分别为229.36元/吨、256.26元/吨和273.81元/吨，吨煤成本持续上升，主要系2017年以来随着行情转好，工资恢复性增长。除人工工资外，矿井开采深度逐年增加使得矿井开采成本增加，另外煤炭生产安全投入不断加大以及产量下降导致的单位固定成本上升也是导致成本上升的重要因素。

**表8 公司原煤单位制造成本（元/吨）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
原煤	273.01	273.81	256.26	229.36

资料来源：公司提供

公司日常经营中主要的采购物资为采掘设备、支护设备以及钢板、木料等耗用材料、井巷工程劳务等。对于物资采购，公司通过内设供应公司统一采购，其中大宗设备实行公

开招标采购方式；耗材实行比价议标的采购方式。井巷工程建设由生产管理部门牵头组织招标委员会以公开招标的方式采购。2017-2019年，公司前五大供应商采购金额分别为4.49亿元、4.46亿元和5.25亿元，占比分别为41.18%、34.78%和34.28%，前五大供应商整体较为稳定，近三年采购集中度持续降低。

**表9 公司前五大供应商情况（单位：亿元）**

年份	供应商	采购金额	占比
2019年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.69	11.03%
	靖远县鸿发源工贸有限公司	1.20	7.85%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	1.06	6.90%
	白银宝源安顺工贸有限公司	0.66	4.31%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.64	4.19%
	<b>合计</b>	<b>5.25</b>	<b>34.28%</b>
2018年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.47	11.46%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	1.08	8.40%
	白银银河机械制造有限公司	0.76	5.92%
	甘肃容和矿用设备集团有限公司	0.64	5.02%
	白银安力达工贸有限公司	0.51	3.98%
	<b>合计</b>	<b>4.46</b>	<b>34.78%</b>
2017年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.79	16.40%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	1.11	10.17%
	白银银河机械制造有限公司	0.66	6.03%
	白银安力达工贸有限公司	0.58	5.32%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.36	3.26%
	<b>合计</b>	<b>4.49</b>	<b>41.18%</b>

资料来源：公司提供

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2017-2019年共发生5起伤亡事故，2019年未发生伤亡事故。2020年4月公司魏家地煤矿发生一起安全生产事故，导致一名工作人员死亡。根据公司2020-021号公告，事故发生后，公司对事故进行了详细调查分析并作了相应整改，2020年4月21日，公司收到《白银市人民政府关于甘肃靖远煤电股份有限公司魏家地煤矿恢复生产的批复》（市政发【2020】25号），批复同意魏家地煤矿恢复生产。

**表10 公司安全投入情况（万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
安全费用投入	189.93	20,332.99	14,073.02	12,669.50
百万吨死亡率	0.45	0	0.21	0.50

资料来源：公司提供



近年来公司煤炭产销情况较好，受益于煤炭价格维持高位，煤炭业务收入保持稳定。公司生产的原煤直接用于销售，主要产品为“晶虹”煤，属于不粘结、弱粘结煤种，是比较环保优质的动力煤。销售模式上采取内设运销分公司统一管理各矿区所产煤炭的销售。在煤炭销售上实行统一配置公司煤炭资源、协调运力以及市场管理。运销分公司的模式主要是：针对市场的需求，统一处理全年的煤炭订货；结合客户分布以及订货情况等因素统一制定煤炭铁路运输计划；统一组织与协调各矿区的发货等日常运行；针对合同类型统一协调、确定与监管煤炭产品销售价格；对公司煤炭销售实行统一的结算与回款管理。另外，公司全资子公司甘肃晶虹储运有限责任公司主要从事煤炭收购、加工运输以及销售，对公司煤炭销售有较强的补充作用。2017-2019年，公司的原煤销量分别为1,052.42万吨、938.25万吨和886.07万吨，产销率分别为105.75%、100.33%和100.51%，近年来公司的煤炭销售状况表现较好。

公司煤炭价格确定方式为：各煤炭产品价格由运销公司根据国家煤炭产运需衔接精神，综合考虑市场供求关系、煤炭生产成本、政策性增支以及运距运费等因素，按照以质论价、同质同价和优质优价的原则，参照相关主要产煤省（企业）煤炭价格，提出国家重点电煤、省内电煤、其它交易煤等煤炭产品年度指导价格，经公司研究后执行。针对重点合同电煤价格，纳入国家重点煤炭产运需衔接范围内的电力用煤，根据国家煤炭产运需衔接价格指导意见，由供需双方协调确定；针对省内电煤价格，按照国家产运需衔接精神要求，由供需双方协商确定，双方企业无法达成一致时，由甘肃省发改委综合平衡后确定，煤电双方企业执行；针对其他交易煤价格，根据市场行情变化，一般采取分月调整定价的方式。

**表11 近三年公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）**

项目		金额
2019年	产量	881.56
	销量	886.07
	产销率	100.51%
	库存	71.13
	平均售价	381.23
2018年	产量	935.13
	销量	938.25
	产销率	100.33%
	库存	16.43
	平均售价	371.61
2017年	产量	995.21

销量	1,052.42
产销率	105.75%
库存	31.74
平均售价	341.81

资料来源：公司 2017-2019 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

销售货款的结算方面，公司原则上采取先款后煤的销售模式，仅对38家与公司有长期合作关系且信誉较好的客户采取滚动结算的销售模式，滚动周期和滚动金额限定在一至两个月之内。公司2019年不再采用商业汇票结算方式，回款主要以现金或银行承兑汇票进行结算，公司根据用户的承付能力不同允许以银行承兑汇票进行结算，同时也可多方协议进行结算。

受益于近年煤炭价格维持高位，公司近三年煤炭业务收入较稳定。2017-2019年，公司分别实现煤炭业务收入33.03亿元、32.09亿元和31.08亿元。毛利率水平也受市场行情影响维持较高水平，2017-2019年分别为39.23%、35.14%和33.94%。销售区域可划分为省内市场和省外市场，其中主要以省内为主，省外市场主要为西南地区。

公司地处甘肃省中部地区白银市境内，因公司主要销售区域主要在甘肃省内，地理位置相对优越，交通条件便利，公司煤炭销售以铁路、公路为主，渠道畅通。

公司原煤主要的销售对象为下游的火电厂、建材企业、冶金厂、供热公司和贸易公司等。从公司前五大销售对象的构成来看，公司已与部分客户建立了长期稳定的合作关系，国网甘肃省电力公司、甘肃大唐燃料有限责任公司和靖远第二发电有限公司等近三年均为公司主要的客户。从下游客户集中度来看，2017-2019年公司前五大客户销售占比分别为43.23%、50.54%和56.36%，销售集中度近年来持续上升。

**表 12 公司前五大客户情况（单位：亿元）**

年份	客户名称	销售金额	占比
2019 年	客户一	7.59	18.71%
	客户二	4.82	11.89%
	客户三	3.85	9.50%
	客户四	3.38	8.35%
	客户五	3.21	7.91%
	合计	<b>22.86</b>	<b>56.36%</b>
2018 年	客户一	7.38	18.04%
	客户二	4.69	11.45%
	客户三	3.81	9.31%
	客户四	2.82	6.88%
	客户五	1.99	4.86%
	合计	<b>20.68</b>	<b>50.54%</b>

2017年	客户一	5.47	13.73%
	客户二	3.88	9.76%
	客户三	2.79	7.00%
	客户四	2.54	6.37%
	客户五	2.54	6.37%
	合计	17.21	43.23%

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭资源储备丰富且2019年收购了控股股东的煤炭资产，公司产销情况较好，受益于煤炭价格维持高位，近三年收入情况整体较好。值得关注的是，近年来公司吨煤成本持续上升，且存在安全生产事故，部分矿井资源枯竭导致关停使得公司产能有所下降。

#### 近年来公司发电量持续上升，但受原材料价格高位运行影响，毛利率水平整体偏低

公司电力板块主要由子公司白银热电负责运营，白银热电有限公司成立于2012年5月，主营电力和热力生产业务。公司规划建设4台350MW超临界燃煤间接空冷热电联产机组，目前一期已建成投运2台350MW机组，是集发电、供热、工业供汽为一体热电联产项目。其中一、二号机组分别于2015年10月、12月正式投产发电，同年11月1日实现向白银市城区供热。公司发电主要供给省内工商业企业等用电大户及外送其他省份。

公司的售电定价方式主要有三种：公司与省电网公司每年核定一定量的基本电量，电价执行上网标杆电价；按电力体制改革，由省发改委、工信委、省电网公司组织，发电企业与省内工业用电企业参加，双方洽谈让利幅度最终达成成交协议；由国家电网公司北京交易中心组织甘肃省电网公司与外送电量各省（主要是湖南、山东、河南、江西、四川和陕西等）进行外送电交易，价格由电网公司过网费以及省内电厂报价决定，一般低于标杆电价。

2017-2019年公司全年发电量分别为260,990.40万度、318,305.39万度和301,210.60万度，其中外销电量分别为242,080.08万度、295,701.09万度和279,673.34万度。公司发电量上升主要原因有：受近年来社会用电需求逐渐增加以及甘肃省跨区跨省外送电量增长较快的影响，省内火电平均利用小时数逐渐增加；同时白银热电工业供汽用户用汽需求量不断增加，省电网公司通过“以热定电”模式在一定程度上提高了公司机组的负荷率。公司发电业务2017-2019年分别实现收入6.77亿元、8.84亿元和9.48亿元，其中主要为电力销售收入，毛利率分别为4.88%、5.32%和8.39%，近年来受原材料价格高位运行影响，电力业务毛利率水平整体偏低。

**表 13 近三年又一期公司电力业务运行情况（万度、元/度）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
装机容量	2×350MW	2×350MW	2×350MW	2×350MW
具体机组运营情况	正常运营	正常运营	正常运营	正常运营
发电量	106,704.80	301,210.60	318,305.39	260,990.40
全年发电小时数	1,524.35	4,303.0	4,547.22	3,728.43
其中：自用	7,333.23	21,537.27	22,907.24	18,910.32
外销	99,371.56	279,673.34	295,701.09	242,080.08
含税上网电价	0.2930	0.2978	0.2888	0.2638

资料来源：公司提供

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的大信阅字【2020】第1-00007号审阅报告和2020年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。由于2019年发生了同一控制下企业合并，公司对报告期内2018年和2017年的财务数据进行了追溯调整。其中，2017年度的财务数据引自大信阅字【2020】第1-00007号审阅报告，2018年度的财务数据引自2019年度经审计的财务报告期初数。近三年公司合并报表范围变化情况：2017-2018年公司合并报表范围内的子公司未发生变化，均为4家，2019年公司新增子公司2家，为景泰煤业和白银兴安矿用产品检测检验有限公司。

### 资产结构与质量

近年来公司资产规模持续上升，主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，公司资产流动性较好

受益于利润的累积，近年来公司资产规模持续上升，2019年末为108.91亿元，较2017年末增长9.80%。截至2020年3月末，公司总资产持续上升至109.61亿元。从资产构成来看，公司以非流动资产为主，2020年3月末占比为53.24%，公司资产中货币资金、票据、固定资产和无形资产占比较大。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.12	19.27%	25.03	22.98%	26.50	25.88%	25.53	25.74%

应收票据	1.05	0.96%	1.69	1.55%	16.16	15.78%	13.84	13.95%
应收账款	10.51	9.59%	9.17	8.42%	2.89	2.82%	4.18	4.21%
应收款项融资	8.81	8.04%	9.89	9.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
存货	1.92	1.75%	2.45	2.25%	3.24	3.17%	2.81	2.84%
其他流动资产	7.17	6.54%	0.86	0.79%	0.26	0.25%	0.23	0.24%
<b>流动资产合计</b>	<b>51.25</b>	<b>46.76%</b>	<b>49.66</b>	<b>45.59%</b>	<b>50.11</b>	<b>48.95%</b>	<b>47.42</b>	<b>47.81%</b>
固定资产	32.77	29.90%	33.37	30.64%	32.24	31.49%	31.20	31.45%
在建工程	3.08	2.81%	3.10	2.85%	1.90	1.86%	2.05	2.07%
无形资产	20.19	18.42%	20.25	18.59%	15.78	15.42%	16.20	16.33%
<b>非流动资产合计</b>	<b>58.35</b>	<b>53.24%</b>	<b>59.26</b>	<b>54.41%</b>	<b>52.26</b>	<b>51.05%</b>	<b>51.77</b>	<b>52.19%</b>
<b>资产总计</b>	<b>109.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>108.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>102.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>99.19</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2017-2019年末以及2020年3月末，公司货币资金分别为25.53亿元、26.50亿元、25.03亿元和21.12亿元，近年来规模较大。2019年末，货币资金占总资产的比重为22.98%，其中其他货币资金0.20亿元，均为票据保证金，受限资金规模较小。公司应收票据均为商业承兑票据，2019年末为1.69亿元。2019年末公司应收账款为9.17亿元，规模同比增长217.17%，主要系公司应收煤款大幅增加。公司2019年末新增应收款项融资9.89亿元，主要为执行新金融工具准则，将应收票据中银行承兑汇票重分类至应收款项融资所致。截至2020年3月末，应收款项融资为8.81亿元，较2019年末减少10.86%。公司存货主要为库存商品和原材料，2017-2019年末以及2020年3月末公司存货分别为2.81亿元、3.24亿元、2.45亿元和1.92亿元，近年来整体规模较小，且有下降趋势。公司其他流动资产主要为待抵扣税金、预缴企业所得税和定期存款，2017-2019年末规模均较小。截至2020年3月末，公司其他流动资产为7.17亿元，较2019年末大幅增长，主要系公司定期存款规模大幅增加。

2019年末公司固定资产33.37亿元，占总资产的比重为30.64%，主要为生产管理用的房屋建筑物13.33亿元和机器设备16.49亿元。截至2019年末，公司未办妥产权证书的固定资产原值1.93亿元，均为房屋建筑物，其房屋产权证书正在办理中。2019年末，公司在建工程为3.10亿元，主要的在建工程为生产安全项目（含标准化）、维简及更新改造项目和白岩子煤矿及选煤厂，预算投资分别为3.04亿元、3.52亿元和24.80亿元，已投资分别为2.32亿元、2.96亿元和1.83亿元，尚需投资合计24.25亿元。2019年末公司无形资产金额为20.25亿元，占总资产的比重为18.59%，主要为土地使用权6.27亿元和采矿权13.92亿元。截至2019年末，公司资产中仅其他货币资金使用受限，金额为0.20亿元，系票据保证金，规模较小。

整体来看，随着利润累积，近年来公司资产规模持续小幅增长。截至2019年末，公司资产主要由货币资金、票据、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，公司资



产流动性较好。

## 资产运营效率

### 随着资产规模的上升，公司资产运营效率略有下降

随着公司收入增速放缓以及应收煤款规模大幅上升，应收账款周转天数持续增加。由于近年来公司营业成本也持续增长，公司存货的周转效率持续提升，同时公司应付账款规模增速也低于营业成本，公司存货周转天数和应付账款周转天数持续下降。整体来看，公司存货周转效率不断提升，应收账款周转天数持续增加，应付账款周转天数持续下降，公司净营业周期近年来持续上升。

近年来公司流动资产、固定资产和总资产规模均不同程度的增长，收入规模增速放缓，公司资产运营效率近年来持续下降。

**表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	176.60	163.03	148.48
存货周转天数	35.07	37.36	40.11
应付账款周转天数	96.57	104.28	108.21
净营业周期	115.11	96.11	80.39
流动资产周转天数	442.76	429.00	399.09
固定资产周转天数	291.18	279.04	280.10
总资产周转天数	937.64	886.58	857.37

资料来源：公司 2019 年审计报告以及大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司近年来盈利水平较好，毛利率水平有所下滑但整体仍可观

公司收入主要来源于煤炭业务，近年来受益于市场价格维持高位，公司营业收入整体较为稳定，盈利水平表现较好。2017-2019年，公司分别实现营业收入39.81亿元、40.92亿元和40.56亿元，实现净利润5.53亿元、5.73亿元和5.25亿元，公司营业收入和净利润规模维持较高水平。2017-2019年公司营业收入增速分别为33.69%、2.81%和-0.88%，水平持续下降。

2017-2019年公司综合毛利率分别为33.38%、28.70%和27.97%，近年来呈持续下滑，但整体仍较为可观。分业务来看，2017-2019年公司煤炭业务毛利率分别为39.23%、35.14%和33.94%，近年来毛利率水平较为稳定。2017-2019年公司发电业务毛利率分别为4.88%、5.32%和8.39%，近年来整体偏低，主要系原材料价格高位运行影响。公司期间费用率

2017-2019年分别为10.02%、7.11%和7.36%，近年来水平整体有所下降，但仍然对公司利润形成一定的侵蚀。

总体来看，公司近年来盈利水平较好，毛利率水平虽有所下滑，但整体仍较为可观。

**表 16 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	10.87	40.56	40.92	39.81
营业利润	1.67	6.14	6.73	7.61
利润总额	1.66	6.18	6.89	6.75
净利润	1.49	5.25	5.73	5.53
综合毛利率	24.48%	27.97%	28.70%	33.38%
期间费用率	5.83%	7.36%	7.11%	10.02%
营业利润率	15.35%	15.15%	16.44%	19.13%
总资产回报率	-	6.25%	7.24%	7.58%
净资产收益率	-	6.92%	7.98%	8.34%
营业收入增长率	-14.08%	-0.88%	2.81%	33.69%
净利润增长率	-1.00%	-8.38%	3.74%	148.50%

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好

受益于净利润表现较好以及非付现费用规模持续上升，2017-2019年公司经营性现金流量（FFO）分别为8.07亿元、8.94亿元和10.71亿元，持续上升，公司现金生成能力较强。公司经营性应收项目的增加以及经营性应付项目的减少均对营运资本的需求加大，近年来公司营运资本投入持续增加。2017-2019年公司经营活动现金净流入金额分别为6.09亿元、5.26亿元和4.63亿元，虽有下降趋势，但经营活动现金流净额整体表现较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财投资；公司投资活动现金流出主要为购买理财产品及部分项目建设支出。2017-2019年公司投资活动产生的现金流量净额分别为2.95亿元、-1.27亿元和-3.99亿元，2018年以来呈净流出，主要系公司项目建设支出扩大。截至2019年末，公司主要在建工程尚需投资24.25亿元，规模较大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于公司借款，筹资活动现金流出主要为债务偿还及分配股利。2017-2019年公司筹资活动现金净流出分别为0.75亿元、2.86亿元和1.79亿元，主要系公司货币资金规模较大，对筹资活动的依赖不大。

**表 17 公司现金流情况（单位：亿元）**

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	5.25	5.73	5.53
非付现费用	5.30	2.89	2.59
非经营损益	0.16	0.32	-0.05
<b>FFO</b>	<b>10.71</b>	<b>8.94</b>	<b>8.07</b>
营运资本变化	-6.27	-3.68	-1.97
其中：存货的减少	0.09	-0.43	0.28
经营性应收项目的减少	-3.06	-1.67	-1.75
经营性应付项目的增加	-3.29	-1.58	-0.51
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4.63</b>	<b>5.26</b>	<b>6.09</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3.99</b>	<b>-1.27</b>	<b>2.95</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1.79</b>	<b>-2.86</b>	<b>-0.75</b>
现金及现金等价物净增加额	-1.14	1.13	8.29

资料来源：公司 2019 年审计报告以及大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

近年来公司所有者权益持续增长，对负债的保障程度较好，公司有息债务规模较小，债务压力较小

随着利润的持续累积，公司所有者权益持续增长，2017-2019年末规模分别为69.70亿元、74.01亿元和77.83亿元，产权比率分别为42.30%、38.33%和39.93%，水平均较低。截至2020年3月末，公司所有者权益为79.47亿元，产权比率持续下降为37.92%，所有者权益对负债的保障程度较好。

**表 18 公司资本结构情况（单位：亿元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	30.13	31.08	28.37	29.49
所有者权益	79.47	77.83	74.01	69.70
产权比率	37.92%	39.93%	38.33%	42.30%

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2020年3月末占比为72.75%。2019年末，公司短期借款为4.10亿元，其中信用借款金额为1.10亿元，保证借款金额为3.00亿元，保证人为公司控股股东靖煤集团。截至2019年末，公司应付票据为0.31亿元，均为尚未结算的银行承兑汇票。公司应付账款规模较大，2017-2019年末占总负债的比重分别为23.28%、26.80%和20.76%，主要为应付的工程款、货款和设备款。2017-2019年末公司应付职工薪酬占总负债的比重分别为33.01%、28.95%和28.88%，占比较高，主要系公司计提了尚未结算的职

工薪酬福利。公司其他应付款近年来规模变动不大，2019年末金额为1.03亿元，主要由代扣款项、职工押金、保证金和环境治理基金等构成。

公司非流动负债规模较小，截至2019年末公司长期应付款为3.68亿元，占总负债的比重为11.84%，主要为采矿权使用费、矿山应急救援款和安全生产预防及应急专项资金。截至2019年末，公司预计负债金额为4.33亿元，占总负债的比重为13.93%，主要由公司计提的土地复垦费用构成。

**表 19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.20	13.94%	4.10	13.19%	4.80	16.92%	5.10	17.30%
应付票据	0.25	0.81%	0.31	1.00%	1.31	4.62%	1.13	3.83%
应付账款	5.17	17.15%	6.45	20.76%	7.60	26.80%	6.86	23.28%
应付职工薪酬	9.14	30.32%	8.97	28.88%	8.21	28.95%	9.73	33.01%
其他应付款	1.28	4.23%	1.03	3.30%	1.33	4.69%	1.21	4.10%
<b>流动负债合计</b>	<b>21.92</b>	<b>72.75%</b>	<b>22.93</b>	<b>73.78%</b>	<b>25.16</b>	<b>88.70%</b>	<b>26.87</b>	<b>91.11%</b>
长期应付款	3.68	12.21%	3.68	11.84%	0.07	0.23%	0.07	0.22%
预计负债	4.40	14.59%	4.33	13.93%	3.02	10.66%	2.49	8.46%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.21</b>	<b>27.25%</b>	<b>8.15</b>	<b>26.22%</b>	<b>3.21</b>	<b>11.30%</b>	<b>2.62</b>	<b>8.89%</b>
<b>负债合计</b>	<b>30.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.49</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	4.45	14.75%	4.41	14.19%	6.11	21.54%	6.23	21.12%

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年来，公司有息债务规模较小且整体下降，截至2019年末，公司有息债务为4.41亿元，占总负债的比重为14.19%，均为短期有息债务。从偿债指标来看，2019年末公司资产负债率为28.54%，处于较低水平。近年来公司流动负债规模均较小，2019年末公司流动比率及速动比率分别为2.17和2.06，短期偿债指标表现较好。公司近年来盈利表现较好，EBITDA逐年上升，且公司有息债务规模较小，2019年公司EBITDA利息保障倍数为26.13，EBITDA对利息的保障程度较高，有息债务/EBITDA为0.41，EBITDA对债务的覆盖程度较好，公司债务压力较小。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	27.49%	28.54%	27.71%	29.73%
流动比率	2.34	2.17	1.99	1.77
速动比率	2.25	2.06	1.86	1.66
EBITDA（亿元）	-	11.08	9.65	9.53

EBITDA 利息保障倍数	-	26.13	23.67	22.03
有息债务/EBITDA	-	0.41	0.66	0.68
债务总额/EBITDA	-	2.80	2.94	3.09
经营性净现金流/流动负债	-	0.20	0.21	0.23
经营性净现金流/负债总额	-	0.15	0.19	0.21

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益。根据公司提供的数据，募投项目建设期36个月，正常生产期内年均可实现销售收入15.31亿元，年均税后利润达3.22亿元；项目税后内部收益率为13.28%，投资回收期为8.68年（含建设期）。但中证鹏元也关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。受益于煤炭市场行情好转，2017-2019年公司分别实现营业收入39.81亿元、40.92亿元和40.56亿元，实现净利润5.53亿元、5.73亿元和5.25亿元。从FFO数据来看，2017-2019年分别为8.07亿元、8.94亿元和10.71亿元，公司现金生成能力较强，2017-2019年公司经营活动现金流呈持续净流入状态，经营活动现金流表现较好。但中证鹏元也关注到，公司收入和盈利状况受煤炭价格影响较大，未来煤炭市场价格的不确定性可能会对公司现金流产生不利影响。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到存在股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 九、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，自2017年1月1日至报告查询日（2020年6月5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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。



## 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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	211,181.41	250,254.78	264,980.67	255,325.84
应收票据	10,473.39	16,883.15	161,574.97	138,388.05
应收账款	105,096.50	91,707.76	28,914.15	41,763.89
应收款项融资	88,147.43	98,883.39	0.00	0.00
存货	19,152.54	24,496.44	32,433.00	28,133.02
固定资产	327,718.55	333,737.82	322,419.43	311,971.36
无形资产	201,921.40	202,491.88	157,817.77	161,956.16
总资产	1,096,073.25	1,089,131.42	1,023,764.72	991,885.67
短期借款	42,000.00	41,000.00	48,000.00	51,000.00
应付票据	2,450.00	3,100.00	13,100.00	11,280.99
应付账款	51,669.92	64,528.53	76,014.79	68,649.60
应付职工薪酬	91,371.22	89,746.28	82,130.91	97,342.92
长期应付款	36,802.81	36,802.81	657.33	657.33
预计负债	43,954.71	43,310.04	30,237.77	24,947.88
总负债	301,334.84	310,800.55	283,658.15	294,852.58
有息债务	44,450.00	44,100.00	61,100.00	62,280.99
所有者权益合计	794,738.41	778,330.87	740,106.58	697,033.09
营业收入	108,715.96	405,615.04	409,231.21	398,060.80
营业利润	16,693.18	61,436.98	67,296.24	76,138.09
净利润	14,917.87	52,543.60	57,349.98	55,282.93
经营活动产生的现金流量净额	20,774.14	46,305.62	52,602.23	60,918.54
投资活动产生的现金流量净额	-45,487.45	-39,850.42	-12,732.90	29,526.12
筹资活动产生的现金流量净额	-14,450.06	-17,891.09	-28,613.51	-7,521.11
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	176.60	163.03	148.48
存货周转天数（天）	-	35.07	37.36	40.11
应付账款周转天数（天）	-	96.57	104.28	108.21
净营业周期（天）	-	115.11	96.11	80.39
流动资产周转天数（天）	-	442.76	429.00	399.09
固定资产周转天数（天）	-	291.18	279.04	280.10
总资产周转天数（天）	-	937.64	886.58	857.37
综合毛利率	24.48%	27.97%	28.70%	33.38%
期间费用率	5.83%	7.36%	7.11%	10.02%
营业利润率	15.35%	15.15%	16.44%	19.13%

总资产回报率	-	6.25%	7.24%	7.58%
净资产收益率	-	6.92%	7.98%	8.34%
营业收入增长率	-14.08%	-0.88%	2.81%	33.69%
净利润增长率	-1.00%	-8.38%	3.74%	148.50%
FFO（万元）	-	107,108.15	89,382.93	80,658.19
资产负债率	27.49%	28.54%	27.71%	29.73%
流动比率	2.34	2.17	1.99	1.77
速动比率	2.25	2.06	1.86	1.66
EBITDA（万元）	-	110,807.69	96,546.54	95,290.40
EBITDA 利息保障倍数	-	26.13	23.67	22.03
有息债务/EBITDA	-	0.41	0.66	0.68
债务总额/EBITDA	-	2.80	2.94	3.09
经营性净现金流/流动负债	-	0.20	0.21	0.23
经营性净现金流/负债总额	-	0.15	0.19	0.21

资料来源：公司 2019 年审计报告、大信阅字【2020】第 1-00007 号审阅报告以及 2020 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / $( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / $( \text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出} )$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$( \text{流动资产合计} - \text{存货} ) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据

## 附录三 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。