

山西兰花科技创业股份有限公司  
2020 年公司债券(第一期)  
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：

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【73】号 02

分析师

姓名：  
马琳丽 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
mall@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年2月21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  
业主体长期信用级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

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)

## 山西兰花科技创业股份有限公司 2020年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过20亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：不超过5年（含）

增信方式：采矿权抵押担保

债券偿还方式：本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

### 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”）对山西兰花科技创业股份有限公司（以下简称“兰花科创”或“公司”，股票代码：600123.SH）本次拟发行总额不超过20亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券债务安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司煤种品质和位置较好，资源储量较大，业务持续性较好，且近年营业收入及综合毛利率持续增长，在建煤矿较多，未来营业收入规模有望进一步扩大，近年经营性活动现金流表现较好，以及采矿权抵押担保提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的安全和环保风险，在建煤矿较多，面临一定的资金压力，非经营损益对利润影响较大，以及面临较大的短期偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 公司煤种品质和位置较好，资源储量较大，业务持续性较好。公司主要生产矿井位于沁水煤田腹地，主要开采煤种为无烟煤，品质较好。截至2019年9月末，公司煤炭保有存量16.13亿吨，且矿井剩余可开采年限较长，煤炭业务持续性较好。
- 公司2016-2018年营业收入及综合毛利率持续增长。近年，随着煤炭、尿素、二甲醚价格的回升，以及己内酰胺业务收益较好，公司煤炭和化肥化工业务营收和毛利率明显改善。2016-2018年，公司营业收入分别为43.58亿元、75.66亿元和85.29亿元，综合毛利率分别为23.52%、36.03%和42.46%，营业收入和综合毛利率均保持增长。



- **公司在建煤矿较多，随着在建煤矿的陆续投产，公司营业收入规模有望进一步扩大。**截至 2019 年 9 月末，公司在建 1 座基建矿井和 5 座资源整合矿井，设计产能合计 660 万吨/年，随着在建煤矿的陆续投产，公司营业收入规模有望进一步扩大。
- **近年公司经营性活动现金流表现较好，现金生产能力较好。**受益于煤炭价格回升、化肥化工业务盈利性转好以及公司较好的销售回款，2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，公司经营活动产生的现金分别净流入 0.75 亿元、13.40 亿元、21.94 亿元和 8.37 亿元，公司现金生产能力较好。
- **采矿权抵押担保提升了本期债券的安全性。**公司已与本期债券受托管理人中德证券有限责任公司签订了《采矿权抵押合同》，以其合法拥有并有处分权的采矿权为本期债券还本付息提供抵押担保，采矿权评估价值为 49.71 亿元，为债券发行总额 30 亿元（本期发行不超过 20 亿元）的 1.66 倍，若由于政策原因未能办理抵押备案登记手续，董事会同意公司寻求通过第三方担保等其他增信措施，确保本期债券的有效增信。

#### 关注：

- **公司面临一定的安全和环保风险。**公司煤炭和化肥化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，化肥化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点。同时，煤炭和化肥化工也属于高污染行业，随着近年来晋城市被列入京津冀环境污染通道“2+26”城市，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求更趋严格。
- **公司在建煤矿较多，面临一定的资金压力。**公司投资活动流出的现金主要为在建煤矿支出，2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，公司投资活动产生的现金分别净流出 7.12 亿元、5.39 亿元、7.39 亿元和 6.69 亿元。公司在建煤矿较多，面临一定的资金压力。
- **公司非经营损益对利润影响较大。**2016-2018 年公司非经常性的损益规模均较大，占营业利润的比重较高，对公司利润水平的影响较大。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**公司有息债务规模较大，且主要集中于短期债务，2019 年 9 月末，公司短期有息债务为 68.13 亿元，占有息债务的比重为 69.31%，面临较大的短期偿债压力，债务结构有待优化。

#### 公司主要财务指标（单位：亿元）

| 项目  | 2019 年 9 月 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|-----|------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 250.80     | 233.07 | 235.63 | 241.01 |

|               |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 归属于母公司所有者权益   | 107.50 | 102.05 | 93.87  | 86.00  |
| 有息债务          | 98.30  | 90.34  | 100.71 | 109.54 |
| 资产负债率         | 55.45% | 54.42% | 57.36% | 60.92% |
| 流动比率          | 0.46   | 0.39   | 0.40   | 0.62   |
| 速动比率          | 0.40   | 0.34   | 0.34   | 0.55   |
| 营业收入          | 61.61  | 85.29  | 75.66  | 43.58  |
| 资产减值损失        | -2.67  | 2.54   | 1.82   | 3.96   |
| 投资净收益         | 3.99   | 3.08   | 3.82   | 1.80   |
| 营业利润          | 9.16   | 13.47  | 9.96   | -7.34  |
| 净利润           | 6.58   | 9.22   | 6.19   | -8.70  |
| 综合毛利率         | 37.34% | 42.46% | 36.03% | 23.52% |
| 总资产回报率        | -      | 7.28%  | 5.33%  | -1.97% |
| EBITDA        | -      | 27.14  | 21.53  | 2.24   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 4.71   | 4.42   | 0.42   |
| 经营活动现金流净额     | 8.37   | 21.94  | 13.40  | 0.75   |

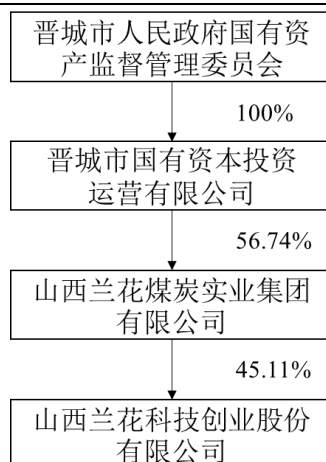
资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为山西兰花煤业股份有限公司，系经山西省人民政府晋政函[1998]70号文批准，由山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”）作为独家发起人，以其拥有的“六矿一厂”（即太阳、唐安、伯方、望云、北岩、莒山六矿和晋城第一化肥厂）的主要生产经营性资产，以募集方式设立的股份有限公司，注册资本为23,000万元。公司于1998年11月向社会公众公开发行了人民币普通股8,000万股，每股发行价格4.12元。公司股票于1998年12月17日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称“兰花股份”，股票代码“600123”。经1999年9月1日召开的公司1999年第一次临时股东大会批准，公司名称由“山西兰花煤业股份有限公司”变更为“山西兰花科技创业股份有限公司”，并于1999年9月3日完成了工商变更登记。公司名称变更后，股票简称不变，仍为“兰花股份”。经2000年2月25日召开的公司第一届董事会第五次会议审议通过，公司股票简称自2000年3月1日起由“兰花股份”变更为“兰花科创”，股票代码不变。

公司上市后经多次增资扩股，截至2019年9月末，公司注册资本为114,240.00万元，总股本114,240万股，全部为流通股，其中，兰花集团持有公司51,534.00万股，持股比例为45.11%，为公司控股股东，公司实际控制人为晋城市人民政府国有资产监督管理委员会。

**图1 截至2019年9月末公司股权结构**



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据上市公司公告信息，公司控股股东兰花集团开展融资融券业务，已于2018年1月将其持有的公司无限售条件流通股15,000万股（占公司总股本的13.13%）转入中泰证券客户信用交易担保账户中。截至2019年9月末，公司前10大股东情况见下表：

**表 1 截至 2019 年 9 月末公司前十大股东情况**

| 排名         | 股东名称                          | 持股数量<br>(股)        | 持股比例          |
|------------|-------------------------------|--------------------|---------------|
| 1          | 山西兰花煤炭实业集团有限公司                | 515,340,000        | 45.11%        |
| 2          | 文沛林                           | 23,472,843         | 2.05%         |
| 3          | 香港中央结算有限公司(陆股通)               | 12,228,746         | 1.07%         |
| 4          | 邓家忠                           | 4,330,500          | 0.38%         |
| 5          | 温少如                           | 3,938,486          | 0.34%         |
| 6          | 贾晓梅                           | 3,110,000          | 0.27%         |
| 7          | 兰家旺                           | 2,985,969          | 0.26%         |
| 8          | 许雄葵                           | 2,668,300          | 0.23%         |
| 9          | 中国银行股份有限公司-招商中证煤炭等权指数分级证券投资基金 | 2,400,143          | 0.21%         |
| 10         | 曾德生                           | 2,350,300          | 0.21%         |
| <b>合 计</b> |                               | <b>572,825,287</b> | <b>50.13%</b> |

资料来源：公司2019年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主营业务包括煤炭、化肥和化工等产品的生产和销售，其中煤炭产品为无烟煤、焦煤和动力煤，化肥化工产品主要为尿素、二甲醚和己内酰胺，所属化肥化工企业主要以自产煤炭为原料进行生产。截至2019年9月30日，纳入公司合并报表范围的子公司合计20家，具体情况见附录二。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**山西兰花科技创业股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）（疫情防控债）（面向合格投资者）；

**发行总额：**合计不超过30亿元，其中本期不超过20亿元（含）；

**债券期限和利率：**不超过5年（含）；本期债券票面利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率；

**还本付息方式：**本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

**增信方式：**采矿业抵押担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券所募集资金拟用于偿还借款、调整债务结构和补充与疫情地区企业正常贸易往来的流动资金。

## 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，预计 2020 年原煤产量仍将维持小幅增长

“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。2016-2018 年分别退出产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨和 2.7 亿吨，已合计退出产能 8.1 亿吨。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务基本完成，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。与 2010 年相比，2018 年产能在 30 万吨/年以下煤矿由 1 万处减少到 2,100 多处，数量比重由 67% 下降到 36%，产量比重下降至 5% 左右；全国煤矿平均产能由 30 万吨/年提高到 92 万吨/年，年产 120 万吨及以上的大型煤矿由 660 多处增加到 1,200 多处、产量比重由 58% 提高到近 80%，煤炭工业结构进一步优化，优质高效产能成为煤炭供应的主力军。

2017-2018 年及 2019 年 1-10 月原煤产量分别为 35.2 亿吨、36.8 亿吨和 30.6 亿吨，同比分别增长 3.3%、4.5% 和 4.5%，增速持续上升，主要系下游需求超预期叠加先进产能逐渐释放。2019 年 1-9 月，山西、陕西及内蒙三省原煤产量占比达到了 70.34%，较去年同期上升 1.37 个百分点，加上新疆，四省占比达到了 76.46%，产量进一步向“三西”集中。鉴于短期内煤炭在一次能源消费结构中的主导地位不会变，且短期内煤炭需求仍有支撑，预计 2020 年全国原煤产量仍会小幅增长。

图 2 原煤产量连续两年实现正增长

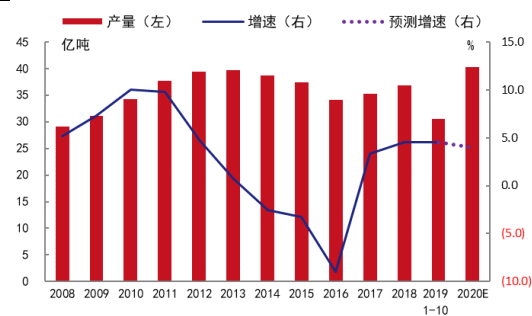
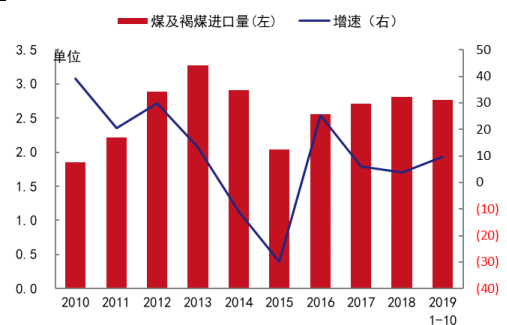


图 3 2019 年煤炭进口量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭进口方面，2018 年 10 月以来进口煤政策收紧，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



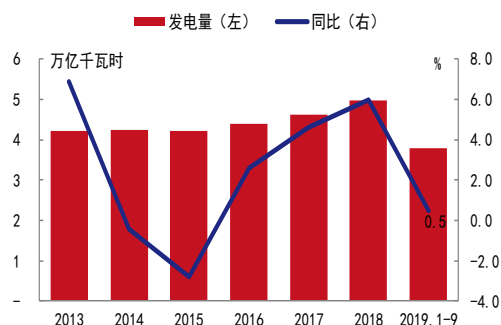
过 2018 年，但是 2019 年 1-10 月，煤炭进口量达 2.76 亿吨，同比增长 9.60%，增速大幅提高。预计 2020 年进口煤炭政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的重要砝码，煤炭进口量增速或将回落。

### 煤炭消费量连续两年实现正增长，2020 年煤炭需求仍有支撑

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在一次能源消费结构中处于主导地位。近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于绝对主导地位。2018 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 59.0%，比 2017 年下降 1.4 个百分点，占比首次低于 60%，根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计到 2020 年，煤炭消费比重下降至 58% 左右。

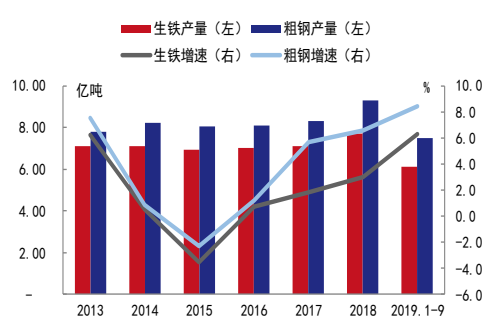
从下游各行业需求来看，我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，其中火电耗煤、钢铁耗煤、建材耗煤和化工耗煤约占煤炭总消费量的 47%、16%、13% 和 7%。2018 年我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升，但 2019 年 1-9 月增速降为 0.50%，主要系全国社会用电量增速大幅回落，以及水电、核电、风电和太阳能发电等清洁能源替代所致；2018 年生铁产量为 7.71 亿吨，同比分别增长 3.0%，增速亦连续三年上升，2019 年 1-9 月生铁产量同比增长 6.3%。2017-2018 年，我国煤炭消费量连续两年实现正增长，由于火电和钢铁产量正增长，2019 年 1-10 月预计煤炭消费也将实现正增长。鉴于我国经济稳中向好的长期发展态势没有改变，中证鹏元预计 2020 年火电发电量维持低增速，钢铁增速会回落，但是仍然会维持正增长，预计 2020 年煤炭需求仍有支撑。

图 4 2019 年 1-9 月火电发电量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 近年钢铁产量增速上升



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、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善，且环保政策持续发酵，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。

### 煤炭价格仍有望维持在高位，行业盈利维持，但利润总额或有小幅回落

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，2018 年在 567 元/吨~578 元/吨之间波动，2019 年以来（截至 12 月 11 日）在 550 元/吨~579 元/吨之间波动。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 环渤海动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2019 年山西产京唐港主焦煤库提价下行



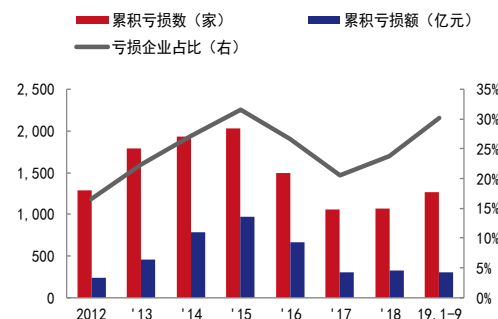
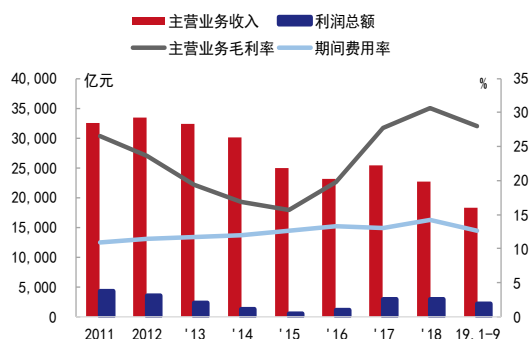
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019 年前三季度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。煤炭开采和选洗业 2019 年前三季度累计实现营业收入 18,305.60 亿元，同比增长 3.90%；实现利润总额 2,165.00 亿元，同比下降 3.20%，利润规模仍可观。考虑到中短期内煤价仍有望维持高位，中证鹏元预计中短期内煤炭行业盈利将持续，但鉴于价格中枢或有小幅下移，行业利润总额或将小幅回落。

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，前三季度亏损企业数量为 1,267 家，亏损企业占比 30.12%，较 2018 年上升了 6.37 个百分点，亏损企业累计亏损额为 304.10 亿元。中证鹏元预计随着去产能主要目标基本完成，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 年前三季度行业盈利仍可观

图 9 2019 年前三季度行业亏损面加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 近年尿素行业过剩产能加速出清，供需平衡得到一定缓解，市场价格回升

尿素是由碳、氮、氧和氢组成的有机化合物，是一种含氮量大于46%的高浓度氮肥。尿素在固定氮肥中含氮量最高，其广泛应用于农业生产和工业制造领域。近年来，我国尿素行业面临内需和外需双重下滑局面，产能过剩加剧，市场价格低迷推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革进一步推动行业内小散企业退出，过剩产能加速出清，供需矛盾出现扭转趋势。

产量方面，近年我国尿素产量一直呈下降之势，2015-2017年分别同比下降10.1%、20.8%和9.2%。2018年产量继续下降，据行业统计数据，2018年1-10月，尿素产量4,237.3万吨，同比降低7.4%。2018年尿素产量继续下降主要有四方面原因：一是淘汰落后产能较多；二是环保严格，企业开工率不高；三是为了保证居民用气，在冬季时气头尿素装置大面积停车，产量大幅下降；四是相关产品液氨、甲醇价格高，企业转为多生产相关产品，减少了尿素产量。

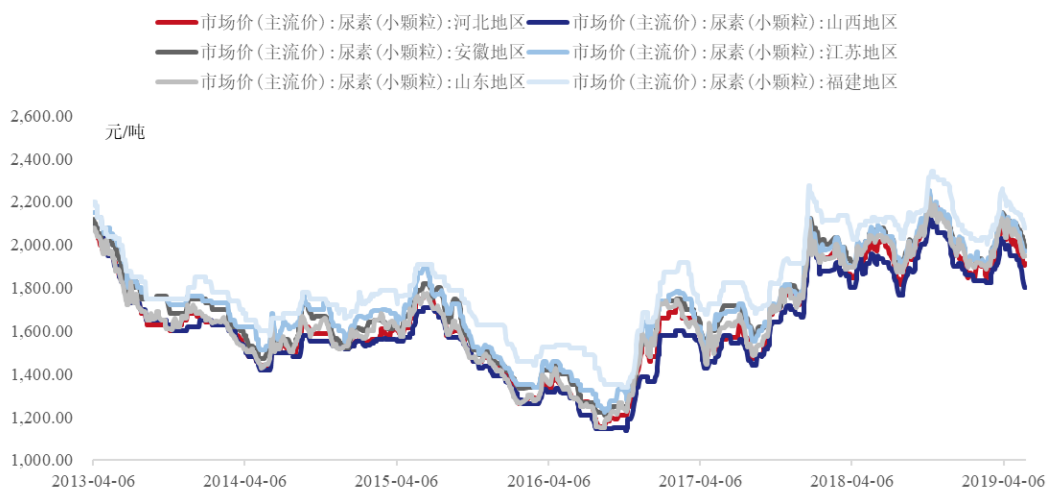
从下游来看，农业生产为主要的尿素消费，包括氮肥及复合肥等。近年，我国玉米收储改直补后导致播种面积下滑，相关尿素表观消费量累计减少近13.6%。同时，农业部提出到2020年使测土配方施肥技术推广覆盖率达到90%以上，肥料利用率提高到40%以上，化肥使用总量实现零增长。随着测土配方施肥技术的大力实施，单位耕地尿素用量预计会减少，施肥将更趋于合理性，农业用肥需求增长空间小。

出口方面，2017年，我国尿素出口量大幅减少，仅为465万吨，同比减少47%左右。国家海关统计数据显示，2018年1-11月，我国共出口尿素182.1万吨，同比下降55.6%，全年出口量预计在200万吨左右。尿素过去在我国化肥出口中，长期名列出口量第一，但现在已经跌出前三名。我国尿素出口量连年大幅下滑的原因主要在两个方面：一是尿素产量连年下降后，现在仅靠国内市场即可基本消化掉产量；二是国内外尿素价差较大，出口无

利润甚至亏损。

价格方面，进入2017年，尿素产量下滑使得供需矛盾得到一定缓解，2017年8月中旬开始，环保督查组全国督查开始，尿素企业开工受影响较大，价格进一步回升，山东两河地区的尿素主流报价从1,450元/吨左右上涨至2,050元/吨，整体涨幅达600元/吨左右。2018年尿素市场整体呈现先跌后涨再跌的趋势，2018年整体全年受环保检查影响，尿素价格比去年同期偏高。8月初尿素价格跌至谷底开始慢慢回升。同时伴随着煤价的持续上涨、环保检修导致装置开工率持续低位运行，尿素市场呈现高达300元/吨的涨幅，因限气、环保、天气等因素上涨行情在10月份稍有回落后，12月份又因为因化肥新增淡储招标415万吨以及山东个别大厂装置进入临时检修等原因，尿素报价顺势上调。

图10 近年国内主要尿素产区市场价格回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 近年国内己内酰胺产品价格变动较大，2018年以来高位震荡

己内酰胺是重要的有机化工原料之一，主要用途是通过聚合生成聚酰胺切片，可进一步加工成纤维和工程塑料，其中纤维的需求量约占我国己内酰胺总消费量的66%，工程塑料需求量约占32%。

近年来，我国国内己内酰胺产能呈现上升趋势，产能从2012年的190万吨/年增长到2018年的384万吨/年，产能增长较快。但从供需匹配度来看，我国己内酰胺高端应用领域存在明显的供应短缺，主要依靠进口弥补缺口，而中低端应用领域则明显供应过剩，在环保督查形势下，落后产能面临被淘汰的局面。

市场竞争方面，截至2018年末，国内己内酰胺在生产厂家17家，其中隶属中石化或中石油的生产厂有3家，外资生产厂有1家，其他均为地方性国有企业或民营企业。随着民



营企业逐步涉足己内酰胺行业，中石化在己内酰胺行业内的定价话语权被持续削弱，且国内己内酰胺产品整体品质不高，中低端应用领域供应过剩，己内酰胺市场同质化竞争更为激烈，价格战成为常态。

**图11 近年国内己内酰胺市场价格走势**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

价格方面，自2016年以来，国内环保督查趋严，虽然己内酰胺新增产能增加，但开工率受压制，叠加行业下游锦纶行业行情转好，对己内酰胺的需求增加，以及原油价格上涨，国内己内酰胺价格呈现上升趋势，并于2017年2月末上涨达到近年最高点，价格一度突破20,000元/吨。其后随着大宗商品的集体跳水，尤其是纯苯价格下跌拖累，己内酰胺价格接近断崖式下跌走势至年内低点11,000元/吨左右，跌势延续至2017年中。之后因己内酰胺生产装置出现轮流检修，供应量减少，以及下游需求增加，己内酰胺市场价格震荡上行。2018年，己内酰胺市场价格高位震荡，波动范围在13,000-18,300元/吨之间，至年底淡季己内酰胺价格仍处高位徘徊。近年来己内酰胺市场价格变动较大，随着市场竞争日趋激烈，产品价格竞争有所加剧，后续的价格走势情况仍值得关注。

## 五、公司治理与管理

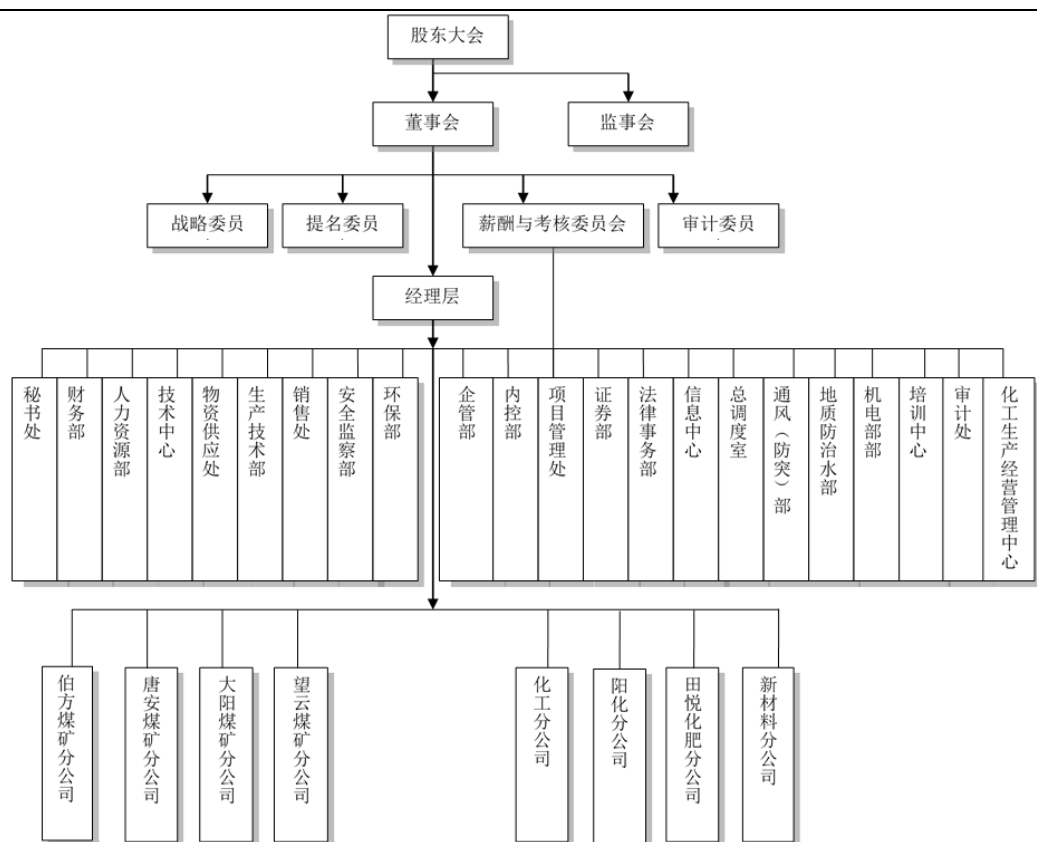
根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规及《公司章程》等规定，公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层“三会一层”的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。董事会对股东大会

负责，是公司的决策机构，具体负责执行股东大会做出的决议、拟定具体的工作方案以及向股东大会负责并报告工作。目前公司共有董事9名，设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名。公司董事会设立战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会，各专门委员会对董事会负责。监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、经理的行为及公司财务进行监督，目前公司共有监事5名，设监事会主席1名，职工监事2名。

经理层是公司的执行机构，负责公司的日常经营管理，是决策的執行者，经理层对董事会负责。为保障公司正常运作，公司还设有财务部、技术中心、物资供应处、项目管理处、证券部、总调度室等其他部门。

图12 截至2019年9月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司成立时间较长，董事、监事及高级管理人员具有丰富的行业经验和管理经验，能够为公司提供较强的技术及业务支持。2019年1月4日，公司召开的第六届董事会第七次会议审议通过《关于董事长辞职的议案》，根据晋城市委组织部和兰花集团党委文件通知，因年龄原因，公司董事长甄恩赐先生辞去公司董事长职务，同时一并辞去公司董事会战略委员会委员、召集人，提名委员会委员职务，甄恩赐先生辞职后仍担任公司董事；审议通

过《关于选举公司董事长的议案》，同意选举李晓明先生为公司董事长兼总经理。

截至2019年9月末，公司拥有员工总数18,708人，其中，生产人员12,538人、销售人员454人、管理人员2,791人、其他人员2,925人。从学历水平来看，公司大学本科及以上学历的员工共2,838人，占员工总数的15.17%。

2017年7月18日，因多个煤矿停缓建事项未披露、搬迁协议和股权收购进展披露不及时、重大项目停工情况披露不实，公司及有关责任人被上海证券交易所予以通报批评，上述纪律处分计入上市公司诚信档案。

未来，公司将以煤炭资源为依托，推动煤炭主业的相对稳健，同时发展现代煤化工产业，加快产业转型升级。

## 六、经营与竞争

公司主要从事煤炭的生产和销售，在经营煤炭开采的同时，公司还向以煤炭为基础的产业链下游延伸，积极发展煤化工产业。目前公司主要化肥产品为尿素、二甲醚和己内酰胺。自2016年煤炭行业开启供给侧改革以来，受益于煤炭价格上涨及公司下属宝欣、口前两矿产能释放，公司2017-2018年煤炭业务收入同比增长62.10%和17.98%，毛利率同比上升14.87和3.84个百分点。随着尿素市场回暖及公司2017年投产的己内酰胺产品盈利较好，公司化肥化工业务营收增加的同时盈利能力快速提升，煤炭和化肥化工业务的改善带动公司综合毛利率由2016年的23.52%上涨至2018年的42.46%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目   | 2019年1-9月    |               | 2018年        |               | 2017年        |               | 2016年        |               |
|------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|      | 金额           | 毛利率           | 金额           | 毛利率           | 金额           | 毛利率           | 金额           | 毛利率           |
| 煤炭业务 | 31.42        | 50.06%        | 42.19        | 57.71%        | 35.76        | 53.87%        | 22.06        | 39.00%        |
| 化肥化工 | 29.95        | 24.13%        | 42.51        | 27.78%        | 38.95        | 20.40%        | 20.09        | 7.75%         |
| 其他产品 | 0.24         | 21.95%        | 0.59         | 9.37%         | 0.95         | 5.16%         | 1.42         | 6.38%         |
| 合计   | <b>61.61</b> | <b>37.34%</b> | <b>85.29</b> | <b>42.46%</b> | <b>75.66</b> | <b>36.03%</b> | <b>43.58</b> | <b>23.52%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司煤种品质和位置较好，资源储量较大，业务持续性较好，但在建煤矿项目较多，投产时间存在一定的不确定性**

公司主要生产矿井位于全国最大的无烟煤基地——沁水煤田腹地，该煤田无烟煤已探明储量273.48亿吨，占山西省无烟煤储量的54.65%，占全国无烟煤储量的25.76%，资源优势突出。该煤田范围内已建成阳煤、潞安、晋煤等大型矿业集团，地方煤矿在数百处以上。沁水煤田地质构造条件简单，煤层倾角平缓，矿井小构造不甚发育且赋存规律性很强，水

文地质条件大部分不复杂，煤田现有矿井地质条件属中国最优越之列。除东北隅阳泉一带煤层瓦斯含量高，部分矿井属高瓦斯矿井和少量突出矿井外，煤田中其余大部分矿井为低瓦斯矿井。公司开采煤种主要为无烟煤，主要产品“兰花”牌煤炭具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含碳量高、低硫 低灰、可磨指数适中）的特点，属于高价优质煤种，适用于电力、化工、冶金、化肥、建材等行业。

公司煤炭运输较为便捷。目前公司各矿均有铁路专用线与太焦（太原—焦作）线等主要干线接轨；同时公路运输北通长治、太原，南至河南，东邻河北，西抵侯马，并可通过太洛（太原—洛阳）线等交通干线直通中原，可辐射经济发展速度较快的中、东部地区。此外，公司与兰花集团签订《铁路专用线租赁合同》，向兰花集团租赁铁路专用线，线路总长39.93公里，运力为540万吨。铁路专用线使用费按发行人所属各矿发运量平均0.84元/吨公里价格计算，实际结算时以双方核实的数量计算确定。

截至2019年9月末，公司控制的各类矿井共计13个，年设计生产能力1,620万吨，保有储量16.13亿吨（其中：无烟煤13.08亿吨、动力煤2.43亿吨、焦煤0.62亿吨），规模较大。已投产矿井7个，年煤炭生产能力960万吨，资源保有储量11.07亿吨，可采储量4.84亿吨。为提升可持续发展能力，公司资源整合技改煤矿和新建煤矿建设同步展开，截至2019年9月末，公司在建矿井6个，其中在建资源整合矿井5个，设计年生产能力420万吨，资源保有储量2.89亿吨，可采储量1.25亿吨；新建矿井1个，设计年生产能力240万吨，资源储量2.16亿吨，可采储量1.35亿吨。此外，公司参股41%的大宁能源，煤矿年产能400万吨，煤炭保有储量1.9亿吨，可采储量0.90亿吨。

整体来看，公司煤种品质和位置较好，运输条件较为便捷，煤炭资源储量较大，且矿井剩余可开采年限较长，煤炭业务整体持续性较好。

**表 3 截至 2019 年 9 月末公司控制的矿井情况（单位：平方千米、万吨、万吨/年、年）**

| 矿井类型 | 矿井名称 | 煤种  | 井田面积  | 保有储量      | 可采储量      | 产能  | 2018年产量 |
|------|------|-----|-------|-----------|-----------|-----|---------|
| 生产矿井 | 大阳煤矿 | 无烟煤 | 17.8  | 15,736.01 | 7,401.39  | 180 | 155.22  |
|      | 唐安煤矿 | 无烟煤 | 24.73 | 25,363.41 | 9,737.44  | 180 | 181.30  |
|      | 伯方煤矿 | 无烟煤 | 27.5  | 26,842.80 | 15,628.63 | 210 | 194.66  |
|      | 望云煤矿 | 无烟煤 | 16.65 | 13,686.80 | 4,833.30  | 90  | 58.16   |
|      | 宝欣煤矿 | 焦煤  | 6.02  | 4,860.30  | 982.24    | 90  | 76.25   |
|      | 口前煤矿 | 动力煤 | 4.3   | 7,533.60  | 3,955.10  | 90  | 89.85   |
|      | 永胜煤矿 | 动力煤 | 7.36  | 16,730.70 | 5,886.60  | 120 | -       |
| 基建矿井 | 玉溪煤矿 | 无烟煤 | 26.15 | 21,637.70 | 13,526.00 | 240 | -       |



|            |      |     |               |                   |                  |                 |               |
|------------|------|-----|---------------|-------------------|------------------|-----------------|---------------|
| 资源整合<br>矿井 | 同宝煤矿 | 无烟煤 | 9.85          | 9,801.90          | 3,434.69         | 90              | -             |
|            | 百盛煤矿 | 无烟煤 | 6.91          | 5,968.30          | 2,405.20         | 90              | -             |
|            | 兰兴煤矿 | 焦煤  | 10.21         | 1,334.00          | 766.00           | 60              | -             |
|            | 芦河煤业 | 无烟煤 | 9.18          | 7,212.00          | 3,086.55         | 90              | -             |
|            | 沁裕煤矿 | 无烟煤 | 11.12         | 4,586.00          | 2,810.24         | 90              | -             |
| <b>合计</b>  | -    | -   | <b>177.78</b> | <b>161,293.52</b> | <b>74,453.38</b> | <b>1,620.00</b> | <b>755.44</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建煤矿及整合煤矿计划总投资667,073.37万元，截至2019年9月末已累计投资573,342.50万元，公司在建矿井建设进度受政策影响较大，投产时间存在一定的不确定性。根据山西省煤炭厅《关于注销山西平定古州丰泰煤业有限公司等19座兼并重组整合矿井开工报告的通知》（晋煤办基发[2015]970号），同宝煤矿、沁裕煤矿和芦河煤业于2015年12月开始停缓建，停止了施工活动。开工报告被注销的主要原因是煤炭产能过剩，市场低迷，项目贷款困难，导致项目进展缓慢。同时山西省煤炭厅在文件中明确，待制约矿井建设问题解决后，重新复工复建时，将本着简化办事程序、服务企业的原则加快办理。2017年11月晋城市煤炭煤层气工业局以《关于山西兰花沁裕煤矿有限公司90万吨/年兼并重组整合项目重新开工建设的批复》（晋市煤局规字[2017]318号），同意沁裕煤矿90万吨/年兼并重组整合项目自2017年11月20日开工建设。2018年1月晋城市煤炭煤层气工业局以《关于山西兰花同宝煤业有限公司90万吨/年兼并重组整合项目重新开工建设的批复》（晋市煤局规字[2018]4号），同意同宝煤矿自2018年1月5日重新开工建设。根据晋城市煤炭煤层气工业局转发省煤炭工业厅《关于注销山西平定古州丰泰煤业有限公司等19座兼并重组整合矿井开工报告的通知》（晋煤办基发【2015】970号），芦河煤业90万吨矿井技改工程2018年停缓建设，现在处于“一停四不停”状态。

根据国家发改委、国家能源局、国家煤矿安全监察局《关于实施减量置换严控煤炭产能有关事项的通知》（发改能源[2017]1602号）等相关文件要求，公司新建和在建煤矿需严格按照国家政策要求，根据建设进度，承担相应化解过剩产能任务，公司需完成的产能置换量目前只剩下百盛煤业3万吨、沁裕煤矿3万吨和芦河煤业3万吨。

**表 4 截至 2019 年 9 月末公司主要在建煤矿项目情况（单位：万吨/年、万元）**

| 项目名称    | 预计产能 | 计划总投资      | 2018 年投资额 | 2019 年 1-9 月投资额 | 累计已投资      |
|---------|------|------------|-----------|-----------------|------------|
| 玉溪煤矿    | 240  | 337,876.85 | 61,841.78 | 50,852.97       | 387,036.70 |
| 望云下组煤延伸 | -    | 51,741.29  | 19,585.17 | 3,974.03        | 52,519.65  |
| 兰兴煤矿    | 60   | 32,466.96  | -         | 0               | 35,654.73  |
| 同宝煤业    | 90   | 66,767.68  | 8,562.21  | 6,326.86        | 36,215.77  |

|           |            |                   |                  |                  |                   |
|-----------|------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 百盛煤业      | 90         | 61,004.78         | 4,215.85         | 3,126.58         | 27,194.23         |
| 芦河煤业      | 90         | 63,144.90         | -                | 0                | 14,739.36         |
| 沁裕煤矿      | 90         | 54,070.91         | 2,365.49         | 3,974.03         | 19,982.06         |
| <b>合计</b> | <b>660</b> | <b>667,073.37</b> | <b>96,570.50</b> | <b>68,254.47</b> | <b>573,342.50</b> |

注：部分项目投资金额超预算；

永胜煤业已于 2019 年 3 月转入生产矿井<sup>1</sup>，望云下组煤延伸于 2019 年 10 月投入联合试运转。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**受益于煤炭行业供给侧改革，近年公司煤炭产销量、价格和毛利率均有所回升，盈利能力增强，且公司煤炭下游客户集中度不高**

2016-2018年及2019年1-9月，公司分别实现煤炭产量659.32万吨、720.06万吨、755.43万吨和663.58万吨，2016年产能利用率为70.89%，为近年公司最低水平，原因主要系根据国家 and 山西省煤炭主管部门要求，公司各生产矿井2016年4月起按276个工作日组织生产，2016年10月起先进产能按原产能330个工作日组织生产至冬季供暖结束，公司2016年生产天数下降，加之太阳煤矿和唐安煤矿工作面搬迁。2016-2018年及2019年1-9月，公司原煤产销率分别为93.98%、94.17%、100.34%和92.13%，整体维持在较高水平。

销售价格方面，受益于煤炭行业供给侧改革带动的煤炭价格上涨，2016-2018年及2019年1-9月，公司煤炭销售均价分别为393.34元/吨、583.83元/吨、647.26元/吨和569.50元/吨。

**表 5 近年公司原煤产销情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）**

| 时间            | 项目    | 大阳煤矿   | 唐安煤矿   | 伯方煤矿   | 望云煤矿   | 永胜煤矿   | 口前煤业   | 宝欣煤业   | 合计     |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2019年<br>1-9月 | 产能    | 180    | 180    | 210    | 90     | 120    | 90     | 90     | 960    |
|               | 产量    | 135.02 | 135.13 | 150.35 | 44.1   | 54.24  | 85.68  | 59.06  | 663.58 |
|               | 销量    | 125.14 | 124.45 | 143.45 | 38.12  | 45.28  | 78.47  | 56.47  | 611.37 |
|               | 产能利用率 | 100.01 | 100.10 | 95.46  | 65.33  | 60.27  | 126.93 | 87.50  | 92.16  |
|               | 产销率   | 92.68  | 92.1   | 95.41  | 86.44  | 83.48  | 91.58  | 95.61  | 92.13  |
|               | 销售均价  | 661.44 | 689.15 | 632.91 | 619.53 | 175.14 | 294.94 | 604.98 | 569.50 |
| 时间            | 项目    | 大阳煤矿   | 唐安煤矿   | 伯方煤矿   | 望云煤矿   | 百盛煤矿   | 口前煤业   | 宝欣煤业   | 合计     |
| 2018年         | 产能    | 180    | 180    | 210    | 90     | -      | 90     | 90     | 840    |
|               | 产量    | 155.22 | 181.3  | 194.66 | 58.16  | -      | 89.85  | 76.24  | 755.43 |
|               | 销量    | 166.93 | 164.31 | 199.96 | 56.38  | -      | 92.35  | 78.12  | 758.05 |
|               | 产能利用率 | 86.23  | 100.72 | 92.70  | 64.62  | -      | 99.83  | 84.71  | 89.93  |
|               | 产销率   | 107.54 | 90.63  | 102.72 | 96.94  | -      | 102.78 | 102.47 | 100.34 |
|               | 销售均价  | 714.72 | 756.32 | 669.25 | 652.31 | -      | 293.04 | 632.53 | 647.26 |

<sup>1</sup>目前永胜煤业已与山西大同矿区晨瑞能源有限责任公司签署产能置换指标购买协议，购买其持有的山西大同矿区安盛欣煤业有限公司 13.8 万吨的产能置换指标。

|       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2017年 | 产能    | 180    | 180    | 210    | 90     | 30     | 90     | 90     | 930    |
|       | 产量    | 145.08 | 166.02 | 193.02 | 59.29  | 25.65  | 73.94  | 57.06  | 720.06 |
|       | 销量    | 137.61 | 151.06 | 192.13 | 60.75  | 30.88  | 49.76  | 55.9   | 678.09 |
|       | 产能利用率 | 80.60  | 92.23  | 91.91  | 65.88  | 85.5   | 82.16  | 63.40  | 77.43  |
|       | 产销率   | 94.85  | 90.99  | 99.54  | 102.46 | 120.39 | 67.30  | 97.97  | 94.17  |
|       | 销售均价  | 609.83 | 677.57 | 592.21 | 577.48 | 540.69 | 276.38 | 542.06 | 583.83 |
| 2016年 | 产能    | 180    | 180    | 210    | 90     | 30     | 90     | 90     | 930    |
|       | 产量    | 156.06 | 172.07 | 200.16 | 59.66  | 21.26  | 5.18   | 44.93  | 659.32 |
|       | 销量    | 144.17 | 162.7  | 184.32 | 59.83  | 17.74  | 4.81   | 46.08  | 619.65 |
|       | 产能利用率 | 86.70  | 95.59  | 95.31  | 66.29  | 70.87  | 5.76   | 49.92  | 70.89  |
|       | 产销率   | 92.38  | 94.55  | 92.09  | 100.28 | 83.44  | 92.86  | 102.56 | 93.98  |
|       | 销售均价  | 436.37 | 411.98 | 371.25 | 325.86 | 345.16 | 128.54 | 415.06 | 393.34 |

注：本表的销量包括内部销售；

百盛煤业 2016-2017 年产量为其过渡产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要生产销售煤种为无烟煤，广泛应用于电力、化工、冶金等行业，公司煤炭产品销售客户主要以化工、电力、冶金等客户为主，且多为长期合作关系，主要销往河南、湖北、浙江、山东、安徽等地。结算方式方面，公司主要以现金和银行承兑汇票为主，通常在收到全额货款后发货，对于部分长期合作的战略客户予以一定账期。总的来看，公司煤炭下游客户较为稳定，且客户集中度不高。

**表 6 近年公司煤炭销售前五名客户情况（单位：万元）**

| 年度            | 序号 | 企业名称             | 销售金额      | 销售占比             | 是否关联方         |
|---------------|----|------------------|-----------|------------------|---------------|
| 2019年<br>1-9月 | 1  | 湖北宜化集团有限责任公司     | 18,802.01 | 5.98%            | 否             |
|               | 2  | 安泽县佳润鑫成煤业有限公司    | 14,879.10 | 4.74%            | 否             |
|               | 3  | 大同市南郊城区发煤站有限责任公司 | 10,043.23 | 3.20%            | 否             |
|               | 4  | 朔州俊林煤炭有限公司       | 9,912.59  | 3.16%            | 否             |
|               | 5  | 东平百成矿业有限公司       | 8,712.99  | 2.77%            | 否             |
|               |    |                  | <b>合计</b> | <b>62,349.92</b> | <b>19.85%</b> |
| 2018年         | 1  | 湖北宜化集团有限责任公司     | 43,829    | 5.14%            | 否             |
|               | 2  | 东平百成矿业有限公司       | 27,142    | 3.18%            | 否             |
|               | 3  | 安泽县佳润鑫成煤业有限公司    | 21,411    | 2.51%            | 否             |
|               | 4  | 高平市昌鑫贸易有限公司      | 18,844    | 2.21%            | 否             |
|               | 5  | 朔州俊林煤炭有限公司       | 14,275    | 1.67%            | 否             |
|               |    |                  | <b>合计</b> | <b>125,501</b>   | <b>14.71%</b> |
| 2017年         | 1  | 湖北宜化集团有限责任公司     | 62,446.94 | 8.25%            | 否             |
|               | 2  | 安泽县佳润鑫成煤业有限公司    | 30,299.04 | 4.00%            | 否             |

|       |           |               |                   |               |          |
|-------|-----------|---------------|-------------------|---------------|----------|
|       | 3         | 安徽长江钢铁股份有限公司  | 11,554.47         | 1.53%         | 否        |
|       | 4         | 芜湖市富鑫钢铁有限公司   | 8,510.93          | 1.12%         | 否        |
|       | 5         | 晋城市丝路达贸易有限公司  | 6,913.92          | 0.91%         | 否        |
|       | <b>合计</b> |               | <b>119,725.30</b> | <b>15.82%</b> | <b>-</b> |
| 2016年 | 1         | 湖北宜化集团有限责任公司  | 50,430.48         | 11.57%        | 否        |
|       | 2         | 安泽县佳润鑫成煤业有限公司 | 19,125.68         | 4.39%         | 否        |
|       | 3         | 安徽长江钢铁股份有限公司  | 8,217.51          | 1.89%         | 否        |
|       | 4         | 宝山钢铁股份有限公司    | 7,803.39          | 1.79%         | 否        |
|       | 5         | 芜湖市富鑫钢铁有限公司   | 4,526.68          | 1.04%         | 否        |
|       | <b>合计</b> |               | <b>90,103.74</b>  | <b>20.68%</b> | <b>-</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭生产成本主要由材料费、电力费、折旧费、安全费、维检费、工资及福利费构成，伴随着近年公司煤炭销售价格的上涨，公司吨煤成本也有所波动。2016-2018年及2019年1-9月公司吨煤生产成本分别为205.35元/吨、212.95元/吨、235.88元/吨和222.76元/吨。受益于公司煤质较好，煤炭销售价格上涨较快，2016-2018年及2019年1-9月公司煤炭产品毛利率分别为39.00%、53.87%、57.71%和50.06%。

**表 7 近年公司吨煤成本构成情况（单位：元/吨）**

| 项目        | 2019年1-9月     |                | 2018年         |                | 2017年         |                | 2016年         |                |
|-----------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|           | 金额            | 占总成本比例         | 金额            | 占总成本比例         | 金额            | 占总成本比例         | 金额            | 占总成本比例         |
| 材料费       | 24.14         | 10.84%         | 27.4          | 11.62%         | 17.16         | 8.06%          | 15.08         | 7.34%          |
| 电力费       | 11.16         | 5.01%          | 11.6          | 4.92%          | 10.92         | 5.13%          | 11.29         | 5.50%          |
| 折旧费       | 21.84         | 9.80%          | 17.56         | 7.44%          | 16.49         | 7.74%          | 15.04         | 7.32%          |
| 安全费       | 25.84         | 11.60%         | 27.06         | 11.47%         | 26.69         | 12.53%         | 28.04         | 13.65%         |
| 维简费(含井巷费) | 10.00         | 4.49%          | 10.00         | 4.24%          | 10.00         | 4.70%          | 10.00         | 4.87%          |
| 工资及福利费    | 72.80         | 32.68%         | 85.32         | 36.17%         | 83.06         | 39.00%         | 76.31         | 37.16%         |
| 其他支出      | 56.98         | 25.58%         | 56.94         | 24.14%         | 48.63         | 22.84%         | 49.59         | 24.15%         |
| <b>合计</b> | <b>222.76</b> | <b>100.00%</b> | <b>235.88</b> | <b>100.00%</b> | <b>212.95</b> | <b>100.00%</b> | <b>205.35</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司煤种品质和位置较好，煤炭资源储量较大，业务持续性较好，但在建煤矿项目较多，投产时间存在一定的不确定性。受益于煤炭行业供给侧改革，2016年以来公司煤炭产销量、价格和毛利率均有所回升，且煤炭下游客户集中度不高。

**2016-2018年公司尿素业务和二甲醚业务毛利率回升，2017年投产的年产能10万吨的己内酰胺收益较好，公司化肥化工业务收入及毛利率均保持增长，2019年1-9月二甲醚和己内酰胺价格均出现明显下降**



公司主要化肥化工产品包括尿素、二甲醚和己内酰胺，其中，尿素产品由分公司山西兰花科创化工分公司（以下简称“化工分公司”）、山西兰花科创阳城化肥分公司（以下简称“阳化分公司”）、山西兰花科创田悦化肥分公司和全资子公司山西兰花煤化工有限责任公司负责生产与销售；二甲醚产品由山西兰花清洁能源有限责任公司和山西兰花丹峰化工股份有限公司负责生产与销售；己内酰胺则由分公司新材料分公司负责生产与销售。

截至2018年末，公司尿素年产能为120万吨，拥有两套甲醇转化二甲醚装置，年总产能甲醇40万吨转化生产二甲醚20万吨（甲醇是中端产品，少量对外销售），年产10万吨己内酰胺。公司尿素生产工艺采用DCS集散控制、双甲、醇烃化、海德鲁大颗粒造粒，二甲醚生产采用两步法合成等国内领先工艺与装备，生产自动化程度超过98%，己内酰胺生产工艺采用环己稀法。

公司生产尿素的原材料包括原料煤（无烟煤的块煤）、燃料煤（无烟煤的末煤）和电力，以上合计能占到尿素生产成本的80%左右。公司生产尿素所用煤炭主要是公司内部市场价采购，原料供应较有保障。受尿素市场行情影响，2016-2017年公司尿素价格倒挂，产量压缩。为扭转这一局面，公司一方面加快了普通尿素产品的升级换代，先后实施了田悦分公司增效尿素、乌洛托品和兰花煤化工公司复合肥等新项目，另一方面在2017年年初投产年产能10万吨的己内酰胺一期工程。受益于己内酰胺业务收益较好、二甲醚价格处于高位，且尿素业务由亏转盈，2016-2018年公司化工化肥业务毛利率分别为7.75%、20.40%和27.78%，实现连续上升态势。2019年1-9月，二甲醚和己内酰胺价格均出现明显下降，导致公司化工化肥毛利率下降至24.13%。

**表 8 近年公司化工化肥产品产销情况**

| 产品  | 项目        | 2019年1-9月  | 2018年      | 2017年      | 2016年      |
|-----|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 尿素  | 产能（万吨）    | 120        | 120        | 120        | 120        |
|     | 产量（万吨）    | 72.56      | 78.71      | 91.79      | 119.87     |
|     | 销量（万吨）    | 67.96      | 79.02      | 98.12      | 121.39     |
|     | 均价（元/吨）   | 1,714.16   | 1,783.69   | 1,411.71   | 1,058.59   |
|     | 单位成本（元/吨） | 1,469.97   | 1,601.11   | 1,453.18   | 1,191.75   |
|     | 产销率       | 93.66%     | 100.39%    | 106.90%    | 101.27%    |
|     | 收入（万元）    | 116,499.00 | 140,951.00 | 138,509.00 | 131,089.00 |
| 毛利率 | 14.02%    | 10.30%     | -0.66%     | -8.51%     |            |
| 二甲醚 | 产能（万吨）    | 20         | 20         | 20         | 20         |
|     | 产量（万吨）    | 22.22      | 27.35      | 27.72      | 25.52      |
|     | 销量（万吨）    | 21.86      | 27.29      | 28.35      | 24.84      |

|      |           |            |            |            |           |
|------|-----------|------------|------------|------------|-----------|
|      | 均价（元/吨）   | 2,834.34   | 3,602.17   | 3,267.83   | 2,368.81  |
|      | 单位成本（元/吨） | 3,034.78   | 3,322.62   | 2,915.80   | 2,308.97  |
|      | 产销率       | 98.38%     | 99.78%     | 102.27%    | 97.34%    |
|      | 收入（万元）    | 61,969.00  | 98,309.00  | 92,647.00  | 58,845.00 |
|      | 毛利率       | -6.84%     | 10.12%     | 10.99%     | 3.21%     |
| 己内酰胺 | 产能（万吨）    | 10         | 10         | 10         |           |
|      | 产量（万吨）    | 8.99       | 10.84      | 10.09      | -         |
|      | 销量（万吨）    | 8.93       | 10.90      | 10.02      | -         |
|      | 均价（元/吨）   | 11,209.17  | 14,013.30  | 12,484.98  | -         |
|      | 单位成本（元/吨） | 10,051.14  | 11,292.91  | 11,061.89  | -         |
|      | 产销率       | 99.33%     | 100.55%    | 99.31%     | -         |
|      | 收入（万元）    | 100,153.00 | 152,785.00 | 125,118.00 | -         |
|      | 毛利率       | 10.30%     | 19.44%     | 13.72%     | -         |

注：公司部分化肥化工产品超产及产销率超过 100%，系公司通过技术改造，提升生产装置使用能力所致。  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司主要面向国网山西省电力公司晋城供电公司、山西晋泓腾科贸有限公司、兰花集团等供应商采购化肥化工产品生产所需的电力、煤炭、材料配件等产品。其中，兰花集团为公司控股股东，公司对其的采购为关联交易。2016-2018年及2019年1-9月，公司化肥化工业务对前五大供应商的采购金额占比分别为29.39%、27.17%、23.63%和27.62%，集中度不高。

**表 9 近年公司化肥化工前五大供应商情况（单位：万元）**

| 年度            | 序号 | 企业名称            | 采购金额      | 采购占比           | 是否关联方         |
|---------------|----|-----------------|-----------|----------------|---------------|
| 2019年<br>1-9月 | 1  | 国网山西省电力公司晋城供电公司 | 43,940    | 15.95%         | 否             |
|               | 2  | 晋城市益兴达工贸有限公司    | 10,822    | 3.93%          | 否             |
|               | 3  | 韩城市中信化工有限公司     | 9,165     | 3.33%          | 否             |
|               | 4  | 山西晋泓腾科贸有限公司     | 7,311     | 2.65%          | 否             |
|               | 5  | 安阳华一达塑化有限公司     | 4,845     | 1.76%          | 是             |
|               |    |                 | <b>合计</b> | <b>76,083</b>  | <b>27.62%</b> |
| 2018年         | 1  | 国网山西省电力公司晋城供电公司 | 56,346    | 11.48%         | 否             |
|               | 2  | 山西兰花煤炭实业集团有限公司  | 24,536    | 5.00%          | 是             |
|               | 3  | 山西焦化股份有限公司      | 14,765    | 3.01%          | 否             |
|               | 4  | 晋城市益兴达工贸有限公司    | 12,255    | 2.50%          | 否             |
|               | 5  | 山西晋泓腾科贸有限公司     | 8,083     | 1.65%          | 否             |
|               |    |                 | <b>合计</b> | <b>115,985</b> | <b>23.63%</b> |
| 2017年         | 1  | 国网山西省电力公司晋城供电公司 | 72,365    | 14.95%         | 否             |
|               | 2  | 北京旭阳宏业化工有限公司    | 37,024    | 7.65%          | 否             |

|       |           |                 |               |               |          |
|-------|-----------|-----------------|---------------|---------------|----------|
|       | 3         | 孝义市晋茂化工有限公司     | 12,929        | 2.67%         | 否        |
|       | 4         | 晋城市凯科工贸有限责任公司   | 4,750         | 0.98%         | 否        |
|       | 5         | 山西科兴能源发展有限公司    | 4,439         | 0.92%         | 否        |
|       | <b>合计</b> |                 | <b>131507</b> | <b>27.17%</b> | <b>-</b> |
| 2016年 | 1         | 国网山西省电力公司晋城供电公司 | 79,725        | 23.92%        | 否        |
|       | 2         | 晋城市远征经贸有限公司     | 6,773         | 2.03%         | 否        |
|       | 3         | 沁水县加建工贸有限公司     | 4,718         | 1.42%         | 否        |
|       | 4         | 山西高平科兴南阳煤业有限公司  | 3,946         | 1.18%         | 否        |
|       | 5         | 晋城市天诚达商贸有限公司    | 2,775         | 0.83%         | 否        |
|       | <b>合计</b> |                 | <b>97937</b>  | <b>29.39%</b> | <b>-</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，公司采取先款后货的销售模式，主要销往江苏、河南、福建、上海等省市的商贸公司和农资公司。公司化肥化工产品的销售模式为先款后货，采用现金和银行承兑汇票进行货款结算。

**表 10 近年公司化肥化工前五大销售客户情况（单位：万元）**

| 年度            | 序号        | 企业名称            | 销售金额              | 销售占比          | 是否关联方    |
|---------------|-----------|-----------------|-------------------|---------------|----------|
| 2019年<br>1-9月 | 1         | 洛阳京坤石化产品有限公司    | 19,736.17         | 6.59%         | 否        |
|               | 2         | 晋城市双银利商贸有限公司    | 13,109.25         | 4.37%         | 否        |
|               | 3         | 洛阳胜拓商贸有限公司      | 9,597.27          | 3.20%         | 否        |
|               | 4         | 晋城宏圣万隆工程管理有限公司  | 9,507.10          | 3.17%         | 否        |
|               | 5         | 晋城市鑫丰达农资有限公司    | 9,478.51          | 3.16%         | 否        |
|               | <b>合计</b> |                 | <b>61,428.30</b>  | <b>20.49%</b> | <b>-</b> |
| 2018年         | 1         | 江苏永通新材料科技有限公司   | 33,818.44         | 3.97%         | 否        |
|               | 2         | 洛阳浩淦商贸有限公司      | 33,546.83         | 3.93%         | 否        |
|               | 3         | 福建华锦贸易有限公司      | 23,330.58         | 2.74%         | 否        |
|               | 4         | 上海可江经贸有限公司      | 14,762.73         | 1.73%         | 否        |
|               | 5         | 恒天中纤纺化无锡有限公司    | 11,949.33         | 1.40%         | 否        |
|               | <b>合计</b> |                 | <b>117,407.91</b> | <b>13.77%</b> | <b>-</b> |
| 2017年         | 1         | 洛阳浩淦商贸有限公司      | 20,330            | 5.06%         | 否        |
|               | 2         | 郓城恒源化工商贸有限公司    | 11,275            | 2.81%         | 否        |
|               | 3         | 范县开源石油化工有限公司    | 11,189            | 2.78%         | 否        |
|               | 4         | 晋城市圣和源农资有限公司    | 10,146            | 2.52%         | 否        |
|               | 5         | 晋城市胡杨农业生产资料有限公司 | 9,868             | 2.46%         | 否        |
|               | <b>合计</b> |                 | <b>62,808.00</b>  | <b>15.63%</b> | <b>-</b> |
| 2016年         | 1         | 江苏润禾农资有限公司      | 22,270            | 10.95%        | 否        |
|               | 2         | 晋城市胡杨农业生产资料有限公司 | 14,015            | 6.89%         | 否        |

|           |                |               |               |          |
|-----------|----------------|---------------|---------------|----------|
| 3         | 洛阳浩淦商贸有限公司     | 11,207        | 5.51%         | 否        |
| 4         | 安徽辉隆农资集团股份有限公司 | 10,349        | 5.09%         | 否        |
| 5         | 郓城恒源化工商贸有限公司   | 9,390         | 4.62%         | 否        |
| <b>合计</b> |                | <b>67,231</b> | <b>33.06%</b> | <b>-</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭和化肥化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，化肥化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点。同时，环保政策趋严使得公司面临的环保标准上升，近年来公司加大环保投入并按照有关要求错峰生产，而且随着矿井开采年限的增加，矿区可能会出现一定程度的地表沉陷，使得公司安全生产投入加大。随着近年来晋城市被列入京津冀环境污染通道“2+26”城市，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求更趋严格。2017-2018年，公司均按照晋城市相关政府部门要求实施秋冬季错峰生产，主动降低了部分化肥化工产品产量。

## 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2016-2018年审计报告，以及未经审计的2019年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年，因同一控制下的企业合并，纳入公司合并报表范围的子公司增加了山西兰花沁裕煤矿有限公司和山西兰花集团芦河煤业有限公司两家，2017-2018年公司合并报表范围无变化。2019年1-9月公司合并报表范围新增了山西兰天新能化工有限公司，重庆兰花太阳能电力股份有限公司因进入破产清算程序不再纳入合并范围。

### 资产结构与质量

**公司资产以生产矿井、在建煤炭及化肥化工项目、采矿权等非流动资产为主要资产，资产流动性较弱**

2016-2018年及2019年9月末，公司资产规模分别为241.01亿元、235.63亿元、233.07亿元和250.80亿元。其中，非流动资产占比分别为79.91%、82.67%、83.60%和80.25%，主要固定资产、在建工程及无形资产为主。

2017年末公司货币资金为12.37亿元，同比下降35.44%，主要系当期偿付到期的30亿



元公司债券所致。截至2018年末，公司货币资金13.29亿元，占总资产比重为5.70%，其中4.02亿元其他货币资金使用受限，主要为土地复垦专项基金、银行承兑汇票保证金和银行借款活期保证金。2019年9月末，公司货币资金17.96亿元，较2018年末增加35.17%，主要系公司经营活动现金流好转所致。公司业务多以票据结算，2016-2018年末及2019年9月末，公司应收票据分别为14.86亿元、13.20亿元、11.36亿元和13.13亿元，全部为银行承兑汇票，应收票据规模逐年下降。公司其他应收款近年保持增长，2016-2018年复合增长率为40.03%。截至2019年9月末，公司其他应收款合计4.54亿元，主要为应收大宁能源的股利及对民生金融租赁股份有限公司、湖北环益化工有限公司、山西高平古寨煤业有限公司等的保证金、借款及代垫款项。公司存货主要为煤炭、化肥化工产品原材料及库存商品，2016-2018年及2019年9月末，公司存货账面价值分别为5.57亿元、5.79亿元、4.99亿元和6.89亿元。公司按照成本与可变现净值孰低法确认存货期末价值并计提存货跌价准备，截至2018年末，公司共计对存货计提0.95亿元跌价准备。

**表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2019年9月       |                | 2018年         |                | 2017年         |                | 2016年         |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 货币资金           | 17.96         | 7.16%          | 13.29         | 5.70%          | 12.37         | 5.25%          | 19.16         | 7.95%          |
| 应收票据及应收账款      | 14.83         | 5.91%          | 12.09         | 5.19%          | 15.18         | 6.44%          | 15.42         | 6.40%          |
| 其他应收款          | 4.54          | 1.81%          | 4.12          | 1.77%          | 2.48          | 1.05%          | 2.10          | 0.87%          |
| 存货             | 6.89          | 2.75%          | 4.99          | 2.14%          | 5.79          | 2.46%          | 5.57          | 2.31%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>49.54</b>  | <b>19.75%</b>  | <b>38.22</b>  | <b>16.40%</b>  | <b>40.84</b>  | <b>17.33%</b>  | <b>48.43</b>  | <b>20.09%</b>  |
| 长期股权投资         | 8.64          | 3.45%          | 6.48          | 2.78%          | 9.21          | 3.91%          | 10.01         | 4.16%          |
| 固定资产           | 72.56         | 28.93%         | 66.72         | 28.62%         | 71.06         | 30.16%         | 48.76         | 20.23%         |
| 在建工程           | 57.82         | 23.06%         | 58.62         | 25.15%         | 50.63         | 21.49%         | 69.66         | 28.90%         |
| 无形资产           | 58.92         | 23.49%         | 59.80         | 25.66%         | 61.07         | 25.92%         | 61.71         | 25.60%         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>201.25</b> | <b>80.25%</b>  | <b>194.85</b> | <b>83.60%</b>  | <b>194.79</b> | <b>82.67%</b>  | <b>192.59</b> | <b>79.91%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>250.80</b> | <b>100.00%</b> | <b>233.07</b> | <b>100.00%</b> | <b>235.63</b> | <b>100.00%</b> | <b>241.01</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司长期股权投资单位为联营企业大宁能源，公司持股 41%，主营业务为销售无烟煤。近年大宁能源经营效益较好，2016-2018 年公司分别确认投资收益 1.80 亿元、3.82 亿元、3.08 亿元。公司固定资产主要包括生产矿井和相关机器设备，2017 年公司年产 10 万吨己内酰胺一期项目投产，相应资产由在建工程转入固定资产，由此导致公司 2017 年末固定资产增加至 71.06 亿元，同比增加 45.72%；2018 年由于计提折旧及减值准备增加较多，公司固定资产下降至 66.72 亿元；2019 年 3 月，永胜煤矿建成转入固定资产，由此导致 2019 年 9 月末公司固定资产增加至 72.56 亿元，较 2018 年末增加 8.75%。截至 2018 年末，

公司通过融资租赁租入的固定资产账面价值 20.17 亿元，尚未办妥产权证书的固定资产账面价值 13.80 亿元，占当期固定资产账面价值的 20.68%。公司在建工程主要为在建煤矿和化肥化工项目，近年随着工程进度的推进及部分项目转固，公司在建工程账面价值波动下降。2018 年末公司对账面余额 3.25 亿元的煤化工二期 3052 项目（该项目建设暂缓）计提了 1.05 亿元的减值准备，主要系技术迭代升级，公司预计未来现金流量现值低于账面价值所致，未来需关注公司其他在建工程减值风险。公司无形资产主要为采矿权、土地使用权和探矿权，2018 年末为 59.80 亿元。截至 2018 年末，公司尚未办妥产权证书的探矿权和土地使用权合计价值 3.26 亿元，占当期公司无形资产的比重为 5.45%。截至 2019 年 9 月末，公司受限资产金额为 248,518.34 万元，占总资产的比重为 9.91%，主要由货币资金 61,520.73 万元、应收票据 6,828.45 万元、其他应收款 17,442.25 万元、固定资产 81,680.66 万元和在建工程 81,046.25 万元构成。

整体来说，公司资产以生产矿井、在建煤炭及化肥化工项目、采矿权、土地使用权及探矿权等非流动资产为主。截至 2019 年 9 月末，固定资产、在建工程和无形资产占公司总资产的比重合计为 75.48%，且部分使用受限，公司资产流动性较弱。

## 资产运营效率

### 营业收入增长使得公司资产运营效率有所提升，净营业周期亦有所下降

随着营业收入的增加，近年公司应收账款周转天数逐年下降，2018 年公司营业收入为 85.29 亿元，较 2016 年增加 95.73%，推动公司应收账款周转天数由 129.47 天下降至 57.55 天。公司营收增加同步推高营业成本，2018 年公司存货周转天数为 39.55 天，较 2016 年下降 16.97 天。受益于近年煤炭行业供给侧改革及公司先款后货的销售政策，2018 年公司净营业周期为 -43.43 天，较 2016 年下降 77.89 天。资产运营效率方面，近年营业收入的快速增长带动流动资产、固定资产及总资产周转效率均有所提升。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

| 项目       | 2018 年 | 2017 年   | 2016 年   |
|----------|--------|----------|----------|
| 应收账款周转天数 | 57.55  | 72.80    | 129.47   |
| 存货周转天数   | 39.55  | 42.24    | 56.52    |
| 应付账款周转天数 | 140.53 | 134.04   | 151.54   |
| 净营业周期    | -43.43 | -19.00   | 34.46    |
| 流动资产周转天数 | 166.85 | 212.35   | 437.12   |
| 固定资产周转天数 | 822.31 | 921.55   | 1,472.16 |
| 总资产周转天数  | 989.15 | 1,133.90 | 1,909.28 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2016-2018年公司营业收入和毛利率保持增长，公司对大宁化工的投资收益有效补充了公司利润，但资产减值损失规模较大，在一定程度上削减了公司利润**

自2016年煤炭行业开启供给侧改革以来，受益于行业产能出清带来的价格上涨及公司下属宝欣、口前两矿产量进一步释放，公司2017-2018年煤炭业务收入同比增长62.14%和17.97%，毛利率同比增加14.87和3.84个百分点；公司2017年新生产的己内酰胺产品收益较好，加之尿素市场回暖，公司化肥化工业务营收增加的同时盈利能力快速提升，煤炭和化肥化工业务的改善带动公司综合毛利率由2016年的23.52%上涨至2018年的42.46%，2019年1-9月随着煤炭价格的小幅下降，以及化工产品价格下降，公司综合毛利率下降。

**表 13 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

| 项目      | 2019年1-9月 | 2018年  | 2017年    | 2016年   |
|---------|-----------|--------|----------|---------|
| 营业收入    | 61.61     | 85.29  | 75.66    | 43.58   |
| 资产减值损失  | -2.67     | 2.54   | 1.82     | 3.96    |
| 投资净收益   | 3.99      | 3.08   | 3.82     | 1.80    |
| 营业利润    | 9.16      | 13.47  | 9.96     | -7.34   |
| 利润总额    | 9.01      | 13.06  | 9.30     | -8.06   |
| 净利润     | 6.58      | 9.22   | 6.19     | -8.70   |
| 综合毛利率   | 37.34%    | 42.46% | 36.03%   | 23.52%  |
| 期间费用率   | 19.13%    | 21.50% | 20.49%   | 29.71%  |
| 营业利润率   | 14.87%    | 15.80% | 13.16%   | -16.85% |
| 营业收入增长率 | -2.44%    | 12.72% | 73.63%   | -4.53%  |
| 净利润增长率  | -26.32%   | 48.91% | -171.19% | 625.84% |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

非经营损益方面，公司投资收益全部来自参股公司大宁能源的分红，近年大宁能源经营较好，2016-2018 年公司分别确认投资收益 1.80 亿元、3.82 亿元和 3.08 亿元。资产减值损失方面，2016-2018 年公司资产减值损失分别为 3.96 亿元、1.82 亿元和 2.54 亿元，2016 年和 2018 年公司资产减值损失较大，2016 年主要为口前煤业等资源整合矿井提取采矿权和商誉等资产减值损失，2018 年主要为阳化分公司、化工分公司、重庆兰花太阳能提取固定资产减值，2019 年 1-9 月公司资产减值损失为-2.67 亿元，主要系重庆兰花太阳能不再纳入合并范围，公司对其提取的坏账准备予以转回所致。期间费用方面，2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，公司期间费用率分别为 29.71%、20.49%、21.50%和 19.13%，整体呈现

波动下降的趋势。

## 现金流

近年公司经营活动现金流持续改善，但在建煤矿项目较多，公司面临一定的资金压力。2016-2018年公司净利润持续增加，存货规模有所波动，经营性应收项目有所减少，经营性应付项目则持续增加，公司营运资本持续减少。

经营活动方面，受益于煤炭价格回升、化肥化工业务盈利性转好以及公司较好的销售回款，2016-2018年及2019年1-9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为38.09亿元、60.36亿元、67.43亿元和47.41亿元，收现比分别为0.87、0.80、0.79和0.77，同期公司经营活动产生的现金分别净流入0.75亿元、13.40亿元、21.94亿元和8.37亿元。

投资活动方面，公司投资活动流入的现金主要获得对大宁能源的现金分红，近年大宁能源经营较好，给公司贡献的分红持续增加。2016-2018年及2019年1-9月，公司投资活动分别流入现金1.39亿元、4.56亿元、4.14亿元和0.08亿元。投资活动流出的现金主要为公司在建矿井支出。近年公司投资活动产生的现金流呈现持续净流出态势，2016-2018年及2019年1-9月，公司投资活动产生的现金分别净流出7.12亿元、5.39亿元、7.39亿元和6.69元。

筹资活动方面，近年公司筹资活动现金流入流出均保持较大规模，2016-2018年及2019年1-9月，公司筹资活动现金流入分别为44.98亿元、73.38亿元、63.91亿元和63.86亿元，公司主要融资渠道为银行借款和融资租赁。2016-2018年及2019年1-9月，公司筹资活动现金流出分别为40.95亿元、87.12亿元、77.77亿元和62.99亿元，主要系偿还债务、利息及融资租赁款等。2016-2018年及2019年1-9月，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为4.03亿元、-13.74亿元、-13.86亿元和0.87亿元。

总的来看，近年公司经营性现金流有所改善，投资性现金流主要用于在建煤矿建设，公司在建煤矿项目较多，面临一定的资金压力。

**表 14 公司现金流情况（单位：亿元）**

| 项目                   | 2019年1-9月    | 2018年        | 2017年        | 2016年        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润                  | 6.58         | 9.22         | 6.19         | -8.70        |
| 营运资本变化               | -            | -1.05        | -3.69        | -3.45        |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -            | 0.11         | -0.99        | -0.77        |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | -            | 3.22         | 1.78         | -0.46        |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | -            | -4.37        | -4.48        | -2.21        |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>8.37</b>  | <b>21.94</b> | <b>13.40</b> | <b>0.75</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-6.69</b> | <b>-7.39</b> | <b>-5.39</b> | <b>-7.12</b> |

|               |      |        |        |       |
|---------------|------|--------|--------|-------|
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.87 | -13.86 | -13.74 | 4.03  |
| 现金及现金等价物净增加额  | 2.55 | 0.69   | -5.73  | -2.34 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大且以短期为主，面临较大短期偿债压力

近年公司负债规模有所下降，截至2018年末公司负债总额126.84亿元，较2016年末下降13.61%。得益于利润积累，公司所有者权益规模持续增加，2018年末公司所有者权益为106.24亿元。截至2019年9月末，公司产权比率为124.48%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表 15 公司资本结构情况（单位：亿元）

| 指标名称  | 2019年9月 | 2018年   | 2017年   | 2016年   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 负债总额  | 139.07  | 126.84  | 135.17  | 146.82  |
| 所有者权益 | 111.72  | 106.24  | 100.46  | 94.19   |
| 产权比率  | 124.48% | 119.39% | 134.54% | 155.89% |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司主要以流动负债为主。公司在2017年通过短期借款资金兑付30亿元公司债后，公司流动负债占负债总额的比重均保持75%以上的水平。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2019年9月       |                | 2018年         |                | 2017年         |                | 2016年         |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 短期借款           | 54.23         | 38.99%         | 51.04         | 40.24%         | 51.74         | 38.28%         | 24.97         | 17.01%         |
| 应付票据及应付账款      | 20.73         | 14.90%         | 18.54         | 14.62%         | 19.77         | 14.63%         | 16.27         | 11.08%         |
| 其他应付款          | 5.55          | 3.99%          | 5.54          | 4.37%          | 5.25          | 3.88%          | 11.23         | 7.65%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 13.90         | 10.00%         | 12.15         | 9.58%          | 18.61         | 13.77%         | 16.92         | 11.53%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>107.04</b> | <b>76.97%</b>  | <b>97.88</b>  | <b>77.17%</b>  | <b>103.25</b> | <b>76.39%</b>  | <b>77.59</b>  | <b>52.84%</b>  |
| 长期借款           | 18.16         | 13.06%         | 17.22         | 13.58%         | 19.57         | 14.48%         | 27.12         | 18.47%         |
| 应付债券           | 0.00          | 0.00%          | 0.00          | 0.00%          | 0.00          | 0.00%          | 30.16         | 20.54%         |
| 长期应付款          | 12.01         | 8.63%          | 9.93          | 7.83%          | 10.79         | 7.99%          | 10.37         | 7.06%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>32.04</b>  | <b>23.03%</b>  | <b>28.96</b>  | <b>22.83%</b>  | <b>31.91</b>  | <b>23.61%</b>  | <b>69.24</b>  | <b>47.16%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>139.07</b> | <b>100.00%</b> | <b>126.84</b> | <b>100.00%</b> | <b>135.17</b> | <b>100.00%</b> | <b>146.82</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 98.30         | 70.68%         | 90.34         | 71.23%         | 100.71        | 74.51%         | 109.54        | 74.61%         |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2016-2018年末及2019年9月末，公司短期借款余额分别为24.97亿元、51.74亿元、51.04



亿元和54.23亿元，占总负债的比重分别为17.01%、38.28%、40.24%和38.99%。2017年短期借款同比增加107.17%，主要系当年通过短期借款筹措资金兑付30亿元公司债本息所致。公司短期借款中主要为信用借款，质押借款的质押物为公司应收票据和活期保证金，2018年末公司短期质押借款6.59亿元。

**表 17 近年公司短期借款明细（单位：亿元）**

| 项目        | 2018年        | 2017年        | 2016年        |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 质押借款      | 6.59         | 7.04         | 0.67         |
| 保证借款      | 1.43         | 1.81         | 2.00         |
| 信用借款      | 43.02        | 42.88        | 22.30        |
| <b>合计</b> | <b>51.04</b> | <b>51.74</b> | <b>24.97</b> |

资料来源：公司 2016-2018 年年度报告，中证鹏元整理

2016-2018年及2019年9月末，公司应付票据及应付账款分别为16.27亿元、19.77亿元、18.54亿元和20.73亿元，占总负债的比重分别为11.08%、14.63%、14.62%和14.90%。公司应付票据全部为银行承兑汇票，应付账款主要为应付中国天辰工程有限公司、泽州县下村镇人民政府、高平市野川镇人民政府等单位的款项。公司其他应付款主要为应付山西煤炭国土厅、米山煤业有限公司等单位的资源收购价款及往来款，2016-2018年及2019年9月末，公司其他应付款分别为11.23亿元、5.25亿元、5.54亿元和5.55亿元，2017年公司其他应付款同比下降53.23%，主要系当期子公司归还兰花集团及其子公司借款所致。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款，2018年末公司一年内到期的非流动负债12.15亿元，其中包括一年内到期的长期借款5.31亿元和一年内到期的长期应付款6.84亿元（由4.24亿元一年内到期的融资租赁款和2.60亿元一年内到期的资源价款组成）。

2016-2018年末，公司长期借款余额分别为27.12亿元、19.57亿元和17.22亿元，占总负债的比重分别为18.47%、14.48%和13.58%，规模和占比都呈现逐年下降的趋势。截至2019年9月末，公司长期借款金额18.16亿元，由10.86亿元保证借款和7.30亿元信用借款构成。公司应付债券为2012年发行的30亿元公司债，该债券已于2017年11月7日到期兑付。公司长期应付款主要是应付的资源价款和应付融资租赁款，截至2019年9月末，公司长期应付款为12.01亿元，包括2.69亿元资源价款和9.32亿元融资租赁款。

近年来公司有息债务规模有所下降，2016-2018年末公司有息债务规模分别为109.54亿元、100.71亿元和90.34亿元。2019年9月末，公司有息债务规模上升至98.30亿元，占负债总额的70.68%，其中短息有息债务规模68.13亿元，占公司有息债务规模的比重为69.31%。

2016-2018年末公司资产负债率分别为60.92%、57.36%和54.42%，持续下滑，2019年9月公司资产负债率为55.45%，较2018年末上升了1.03个百分点。因公司流动负债规模较大，公司流动比率和速动比率均表现较弱，2019年9月末分别为0.46和0.40。2016-2018年公司盈利水平提升推动EBITDA水平逐年增长，EBITDA利息保障倍数表现较好。但考虑到公司有息债务规模较大，且主要为短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

**表 18 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2019年9月 | 2018年  | 2017年  | 2016年  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率         | 55.45%  | 54.42% | 57.36% | 60.92% |
| 流动比率          | 0.46    | 0.39   | 0.40   | 0.62   |
| 速动比率          | 0.40    | 0.34   | 0.34   | 0.55   |
| EBITDA（亿元）    | -       | 27.14  | 21.53  | 2.24   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 4.71   | 4.42   | 0.42   |
| 有息债务/EBITDA   | -       | 3.33   | 4.68   | 48.90  |
| 债务总额/EBITDA   | -       | 4.67   | 6.28   | 65.54  |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.08    | 0.22   | 0.13   | 0.01   |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.06    | 0.17   | 0.10   | 0.01   |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本次债券的偿债资金将主要来源于公司日常经营所产生的收益及现金流。公司收入主要来自于煤炭和化肥化工产品的销售，2016-2018年及2019年1-9月，公司营业收入分别为43.58亿元、75.66亿元、85.29亿元和61.61亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为-6.60亿元、7.82亿元、10.81亿元和7.40亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为0.75亿元、13.40亿元、21.94亿元和8.37亿元。随着煤炭行业供给侧改革的推进以及公司业务不断发展，预计公司的营业收入和净利润有望保持稳定，经营性现金流保持较为充裕水平的可能性较大，从而为偿付本次债券本息提供保障。

此外，公司在建煤矿项目较多，若在建项目未来顺利建成投产并达到预期收益，将为本次债券的偿付提供进一步保障。但同时中证鹏元也关注到，公司在建煤矿项目较多，且在建矿井建设进度受政策影响较大，投产时间存在一定的不确定性。公司短期有息债务规模较多，面临较大短期偿债压力。

## （二）本期债券保障措施分析

公司拟以其合法拥有的采矿权为本期债券提供抵押担保，能提升本期债券的安全性，但需关注公司相关抵押手续办理的进度以及政策风险

公司已与本期债券受托管理人中德证券有限责任公司签订了《采矿权抵押合同》，根据抵押合同约定，公司以其合法拥有并有处分权的山西兰花科技创业股份有限公司大阳煤矿分公司（以下简称“大阳煤矿”）的采矿权（采矿权许可证号：C1400002009121220050840）和山西兰花科技创业股份有限公司伯方煤矿分公司（以下简称“伯方煤矿”）的采矿权（采矿权许可证号：C1400002009121220050952）为本期债券还本付息提供抵押担保，担保范围包括但不限于：债券本金、利息、债务人因违反主合同（即“募集说明书”）而产生的罚息、违约金、赔偿金、债券人为实现债权而发生的所有费用、债务人根据主合同约定向债券人支付的其他款项等。根据中联资产评估集团有限公司出具的中联评矿报字[2019]第1224号和中联评矿报字[2019]第1226号评估报告，截至2019年6月30日，大阳煤矿和伯方煤矿的合计评估价值为497,070.67万元，为债券发行总额30亿元（本期发行不超过20亿元）的1.66倍。

**表 19 拟为本期债券提供增信的资产情况（单位：万元）**

| 资产名称      | 采矿证编号                   | 有效期             | 评估价值              | 评估基准日     |
|-----------|-------------------------|-----------------|-------------------|-----------|
| 大阳煤矿采矿权   | C1400002009121220050840 | 2012.12-2030.12 | 146,850.32        | 2019.6.30 |
| 伯方煤矿采矿权   | C1400002009121220050952 | 2012.10-2042.10 | 350,220.35        | 2019.6.30 |
| <b>合计</b> | -                       | -               | <b>497,070.67</b> | -         |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据泽州县自然资源局及高平市自然资源局出具的说明，大阳煤矿和伯方煤矿均未向当地部门办理过采矿权抵押手续。根据2019年公司第六届董事会第十次会议决议公告，公司董事会同意公司在债券发行募集说明书中承诺以评估价值不低于本次债券累计待偿本金及其一年利息1.5倍的采矿权资产设定第一优先顺位的抵押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保，并在募集资金到位后的 180 个工作日内完成足额资产抵押登记相关手续。如由于政策原因未能办理抵押备案登记手续，董事会同意公司寻求通过第三方担保等其他增信措施，确保本期债券的有效增信。

虽然公司已签订《采矿权抵押合同》，且公司董事会已作出决议确保在规定期限内实现本期债券的有效增信，但根据《山西国土资源厅关于加强采矿权抵押备案有关工作的通知》，公司目前尚需取得当地县、市部门对采矿权抵押备案的审查意见以及上级主管部门或单位同意抵押采矿权的意见，因此仍需关注公司相关手续办理的进度以及政策风险。

## 九、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年1月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

公司涉及诉讼主要为与工程相关的纠纷，截至2018年末，涉诉金额为300万元，金额不大，部分案件仍在审理中。

## 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）   | 2019年9月 | 2018年  | 2017年    | 2016年    |
|---------------|---------|--------|----------|----------|
| 货币资金          | 17.96   | 13.29  | 12.37    | 19.16    |
| 应收票据          | 13.13   | 11.36  | 13.20    | 14.86    |
| 固定资产          | 72.56   | 66.72  | 71.06    | 48.76    |
| 在建工程          | 57.82   | 58.62  | 50.63    | 69.66    |
| 无形资产          | 58.92   | 59.80  | 61.07    | 61.71    |
| 总资产           | 250.80  | 233.07 | 235.63   | 241.01   |
| 短期借款          | 54.23   | 51.04  | 51.74    | 24.97    |
| 应付票据及应付账款     | 20.73   | 18.54  | 19.77    | 16.27    |
| 一年内到期的非流动负债   | 13.90   | 12.15  | 18.61    | 16.92    |
| 长期借款          | 18.16   | 17.22  | 19.57    | 27.12    |
| 应付债券          | 0.00    | 0.00   | 0.00     | 30.16    |
| 长期应付款         | 12.01   | 9.93   | 10.79    | 10.37    |
| 总负债           | 139.07  | 126.84 | 135.17   | 146.82   |
| 有息债务          | 98.30   | 90.34  | 100.71   | 109.54   |
| 所有者权益合计       | 111.72  | 106.24 | 100.46   | 94.19    |
| 营业收入          | 61.61   | 85.29  | 75.66    | 43.58    |
| 营业利润          | 9.16    | 13.47  | 9.96     | -7.34    |
| 净利润           | 6.58    | 9.22   | 6.19     | -8.70    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 8.37    | 21.94  | 13.40    | 0.75     |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -6.69   | -7.39  | -5.39    | -7.12    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.87    | -13.86 | -13.74   | 4.03     |
| 财务指标          | 2019年9月 | 2018年  | 2017年    | 2016年    |
| 应收账款周转天数（天）   | -       | 57.55  | 72.8     | 129.47   |
| 存货周转天数（天）     | -       | 39.55  | 42.24    | 56.52    |
| 应付账款周转天数（天）   | -       | 140.53 | 134.04   | 151.54   |
| 净营业周期（天）      | -       | -43.43 | -19      | 34.46    |
| 流动资产周转天数（天）   | -       | 166.85 | 212.35   | 437.12   |
| 固定资产周转天数（天）   | -       | 822.31 | 921.55   | 1,472.16 |
| 总资产周转天数（天）    | -       | 989.15 | 1,133.90 | 1,909.28 |
| 综合毛利率         | 37.34%  | 42.46% | 36.03%   | 23.52%   |
| 期间费用率         | 19.13%  | 21.50% | 20.49%   | 29.71%   |
| 营业利润率         | 14.87%  | 15.80% | 13.16%   | -16.85%  |
| 营业收入增长率       | -       | 12.72% | 73.63%   | -4.53%   |
| 净利润增长率        | -       | 48.91% | -171.19% | 625.84%  |



|               |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率         | 55.45% | 54.42% | 57.36% | 60.92% |
| 流动比率          | 0.46   | 0.39   | 0.4    | 0.62   |
| 速动比率          | 0.40   | 0.34   | 0.34   | 0.55   |
| EBITDA (亿元)   | -      | 27.14  | 21.53  | 2.24   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 4.71   | 4.42   | 0.42   |
| 有息债务/EBITDA   | -      | 3.33   | 4.68   | 48.9   |
| 债务总额/EBITDA   | -      | 4.67   | 6.28   | 65.54  |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.08   | 0.22   | 0.13   | 0.01   |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.06   | 0.17   | 0.10   | 0.01   |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2019 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况 (单位: 万元)

| 序号 | 子公司名称             | 主营业务      | 注册资本       | 持股比例   |       | 取得方式       |
|----|-------------------|-----------|------------|--------|-------|------------|
|    |                   |           |            | 直接     | 间接    |            |
| 1  | 山西朔州山阴兰花口前煤业有限公司  | 煤炭开采      | 123,700    | 100%   | -     | 非同一控制下企业合并 |
| 2  | 山西兰花煤化工有限责任公司     | 煤化工       | 119,967.92 | 88.61% | -     | 同一控制下企业合并  |
| 3  | 山西兰花清洁能源有限责任公司    | 煤化工       | 110,800    | 100%   | -     | 设立         |
| 4  | 山西兰花焦煤有限公司        | 焦炭、洗精煤    | 52,500     | 80%    | -     | 设立         |
| 5  | 山西古县兰花宝欣煤业有限公司    | 煤炭开采      | 50,000     | -      | 55%   | 设立         |
| 6  | 山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司  | 煤炭开采      | 43,468     | 53.34% | -     | 设立         |
| 7  | 山西兰花丹峰化工股份有限公司    | 煤化工       | 28,570     | 51%    | -     | 非同一控制下企业合并 |
| 8  | 山西朔州平鲁区兰花永胜煤业有限公司 | 煤炭开采      | 21,404     | 100%   | -     | 非同一控制下企业合并 |
| 9  | 山西兰花同宝煤业有限公司      | 煤炭开采      | 20,000     | 51%    | -     | 设立         |
| 10 | 山西兰花百盛煤业有限公司      | 煤炭开采      | 20,000     | 51%    | -     | 设立         |
| 11 | 山西兰花集团芦河煤业有限公司    | 煤炭开采      | 19,000     | 51%    | -     | 同一控制下企业合并  |
| 12 | 山西兰天新能化工有限公司      | 煤化工       | 2,000      | 60%    | -     | 设立         |
| 13 | 山西兰花沁裕煤矿有限公司      | 煤炭开采      | 10,000     | 53.2%  | -     | 同一控制下企业合并  |
| 14 | 山西兰花能源集运有限公司      | 煤炭洗选、集运   | 5,000      | 72%    | -     | 设立         |
| 15 | 山西兰花机械制造有限公司      | 矿山机械生产与销售 | 4,416      | 94.86% | -     | 同一控制下企业合并  |
| 16 | 山西兰花包装制品有限公司      | 包装制品生产与销售 | 2,393      | 96%    | -     | 设立         |
| 17 | 山西蒲县兰花兰兴煤业有限公司    | 煤炭开采      | 1,200      | -      | 71.7% | 设立         |
| 18 | 湖北兰花化工原料销售有限公司    | 商品流通      | 1,000      | 30%    | 64%   | 设立         |
| 19 | 日照兰花冶电能源有限公司      | 商品流通      | 1,000      | 60%    | -     | 设立         |
| 20 | 沁水县贾寨煤业投资有限公司     | 煤炭企业投资    | 800        | 100%   | -     | 非同一控制下企业合并 |

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

### 附录三 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      | $360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2 ] \}$           |
| 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      | $360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2 ] \}$           |
| 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         | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$  |
| 净资产收益率        | $\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$                       |
| 总资产回报率        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$ |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                                     |
| 产权比率          | 负债总额 / 所有者权益  |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$  |
| 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 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款  |

## 附录四 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。