

山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告 (2021)

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：李博伦 blli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

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

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1227 号

山西焦煤能源集团股份有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 西煤 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持山西焦煤能源集团股份有限公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17西煤01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司战略地位突出、煤炭资源禀赋优异、煤炭产量进一步增长、继续保持了很强的盈利及获现能力以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动以及财务杠杆水平上升等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

山西焦煤（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	650.56	651.13	706.11	707.52
所有者权益合计（亿元）	234.13	231.30	217.40	229.75
总负债（亿元）	416.43	419.83	488.71	477.78
总债务（亿元）	224.84	222.14	208.99	223.25
营业总收入（亿元）	322.71	329.55	337.57	92.59
净利润（亿元）	21.49	20.21	22.02	10.06
EBIT（亿元）	41.50	38.45	38.39	--
EBITDA（亿元）	64.23	63.31	68.47	--
经营活动净现金流（亿元）	71.56	75.34	52.42	9.20
营业毛利率(%)	31.78	31.88	26.24	28.39
总资产收益率(%)	6.75	5.91	5.66	--
资产负债率(%)	64.01	64.48	69.21	67.53
总资本化比率(%)	48.99	48.99	49.01	49.28
总债务/EBITDA(X)	3.50	3.51	3.05	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.69	6.56	8.17	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **公司完成更名，战略地位突出。**跟踪期内，公司名称已变更为“山西焦煤能源集团股份有限公司”。作为控股股东山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤集团”）下属煤炭板块的核心上市主体，公司战略地位突出，未来在资产、资源配置等方面有望获得控股股东的更多支持。

■ **煤炭资源禀赋优异。**公司具有天然的炼焦煤资源优势，煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，是大型炉焦用煤的理想原料。截至 2021 年 3 月末，公司煤炭可采储量为 22.76 亿吨，丰富的煤炭资源储量为公司未来发展提供了充分保障。

■ **煤炭产量进一步增长。**2020 年，公司以支付现金方式收购了山西焦煤集团下属山西汾西矿业集团水峪煤业有限责任公司

（以下简称“水峪煤业”）100% 股权和霍州煤电集团河津腾晖煤业有限责任公司（以下简称“腾晖煤业”）51% 股权，煤炭产业规模得到进一步扩张。受益于此，2020 年公司原煤产量进一步增长至 3,544 万吨，规模优势较为突出。

■ **继续保持了很强的盈利及获现能力。**2020 年以来，公司继续保持了很强的盈利及经营获现能力，且受益于债务规模的下降，相关偿债指标有所优化。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得金融机构综合授信额度 384 亿元，其中未使用额度 168 亿元，具有较为充裕的备用流动性。此外，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

关注

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

■ **财务杠杆水平有所上升。**跟踪期内，由于公司所收购矿井股权对价款规模较大，且交易对价高于被合并方按持股比例计算的净资产，使得 2020 年末公司所有者权益规模有所下降；随着相关股权款的不断支付，债务规模及财务杠杆水平有所上升。截至 2021 年 3 月末，公司待支付的股权款规模仍然较大，中诚信国际将对剩余股权款的融资方式及其对公司债务规模的影响保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，山西焦煤能源集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭及焦化产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅攀升，偿债指标明显弱化等。

同行业比较

2020 年部分煤炭企业主要指标对比表

公司简称	原煤产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
淮北矿业	2,713	670.11	62.01	523.69	36.70
平煤股份	3,082	535.22	66.80	223.97	16.28
山西焦煤	3,544	706.11	69.21	337.57	22.02

注：“平煤股份”为“平顶山天安煤业股份有限公司”简称；“淮北矿业”为“淮北矿业控股股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17西煤01	AAA	AAA	2020/12/23	22.00	4.80	2017/08/24~2022/08/24 (3+2)	附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司年报，“17西煤01”募集资金按承诺募集资金投向使用，募集资金已于2017年使用完毕。

宏观经济和政策环境

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

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

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

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

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策

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

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

近期关注

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

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

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该

行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，我国电力需求显著下降；但下半年以来，随着宏观经济的逐步复苏，工业生产逐步加快，全国用电量明显回升，且在第四季度低温寒潮的推动下，当季度用电需求大幅增长，2020 年我国全社会用电量同比仍增长 3.1%，增速同比下降 1.4 个百分点。受清洁能源装机规模上升等因素影响，2020 年我国火电发电量增速同比进一步下降 0.7 个百分点至 1.2%，但仍呈增长态势，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长 1.5%，增速同比上升 0.7 个百分点。

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

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

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

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

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

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

表 1：2020 年主要省份（自治区）煤炭行业去产能情况

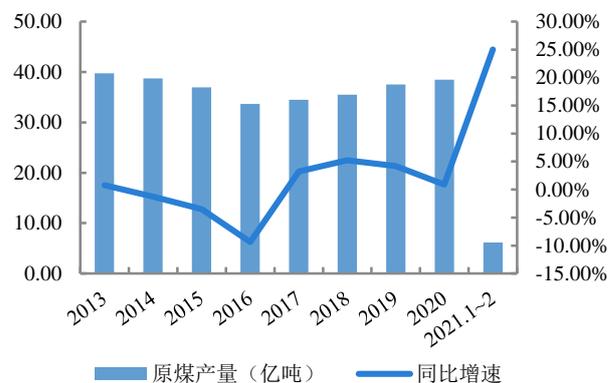
地区	关闭退出煤矿（座）	化解过剩产能（万吨/年）	平均单矿退出产能（万吨/年）
云南	145	3,204	22
山东	8	2,621	328
贵州	133	2,292	17
山西	32	2,074	65
陕西	57	1,693	30
四川	74	939	13
河北	20	783	39
黑龙江	35	735（第一批）	21
河南	11	486	44
江西	46	285（前三批）	6
安徽	1	210	210
广西	4	180	45
甘肃	10	156	16
福建	8	135	17
辽宁	2	114	57
北京	1	100	100

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

原煤产量方面，2020年我国煤炭产量为38.4亿吨，同比增长0.9%，受产能持续退出、内蒙地区倒

查20年等因素影响，产量增速同比下降3.3个百分点。其中，内蒙、陕西及山西（三西地区）原煤产量为27.9亿吨，占全国煤炭产量的71.5%。而目前在建矿井亦主要集中于煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低的三西地区，未来随着该地区在建矿井的逐步投产，我国煤炭产业机构将进一步向三西地区集中。2021年1~2月，我国煤炭产量为6.18亿吨，受需求增长带动同比增加25.00%。

图 2：全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

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

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资

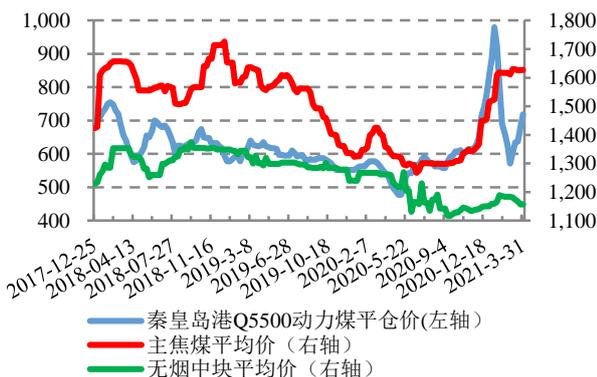
¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西京九铁路吉安站；该铁路2020年计划运量6,000万吨，预计将于2025年前逐步达到2亿吨/年设计运能。

源禀赋好、单体生产规模大的三西地区，未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

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

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

图 3：2018 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

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

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

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

2020 年以来，受益于新收购矿井的并入，公司煤炭储量、原煤产量均有所增长，且吨煤成本有所下降

公司主要开采的煤田地处国家大型煤炭规划基地的山西省太原、吕梁地区，具有天然的炼焦煤资源优势。目前公司煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，是大型炉焦用煤的理想原料。

2020 年 12 月 8 日，公司发布《关于收购山西汾西矿业集团水峪煤业有限责任公司 100% 股权的关联交易的公告》和《关于收购霍州煤电集团天津腾晖煤业有限责任公司 51% 股权的关联交易的公告》称，为提高公司的资产质量、增强核心竞争能力和持续盈利能力，公司拟以支付现金的方式收购山西汾西矿业（集团）有限责任公司（以下简称“汾西矿业”）持有的水峪煤业 100% 股权和霍州煤电集

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

团有限责任公司（以下简称“霍州煤电”）持有的腾晖煤业 51% 股权。上述股权均于 2020 年 12 月 31 日前交割过户至公司，水峪煤业和腾晖煤业纳入合并报表的基准日为 2020 年 1 月 1 日。

根据公司 2020 年 12 月 23 日发布的《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》，针对股权收购资金来源，公司使用自有资金支付首期收购款 22.89 亿元；第二期和第三期收购款合计规模 44.33 亿元，公司经营活动现金流将作为支付第二期及第三期股权收购款的来源之一。同时，公司已在深交所成功注册 30 亿元公司债券，将择机发行；并且与 10 余家金融机构已建立长期合作关系，可为公司提供信贷业务支持，截至目前，公司已支付股权收购款 41.89 亿元，于 2021 年 12 月 31 日前尚需支付 25.33 亿元，中诚信国际对股权收购资金来源保持

关注。

此外，中诚信国际关注到，水峪煤业持有的《采矿许可证》证载采矿权人为汾西矿业，水峪煤业尚未办理采矿权人变更手续，若后续水峪煤业无法将《采矿许可证》证载采矿权人变更为水峪煤业，可能对水峪煤业正常生产经营产生不利影响，公司公告称后续变更不存在实质障碍，预计将于 2021 年 10 月中旬前完成采矿权人变更并同步续展《采矿许可证》，同时，汾西矿业已在《水峪煤业股权转让协议》中承诺，如因采矿权手续不齐全等任何原因导致日后被收回、责令停产、受到行政处罚而造成的损失，由汾西集团承担并全额补偿。此外，腾晖煤业持有的《采矿许可证》有效期限至 2021 年 6 月 3 日，腾晖煤业已于 2021 年 5 月 20 日换领新的《采矿许可证》，有效期至 2025 年 5 月 20 日。

表 2：标的资产保有资源储量、利润、权益、交易价款情况（万吨、万元）

标的资产	2020 年 9 月末保有资源储量	2019 年营业收入	2019 年净利润	2020 年 9 月末总资产	2020 年 9 月末净资产	标的资产交易价款
水峪煤业 100% 股权	51,518.64	218,472.30	28,945.95	562,386.27	335,295.08	633,279.40 ³
腾晖煤业 51% 股权	6,100.98	85,054.98	24,366.65	139,531.98	43,928.79	38,906.88 ⁴
合计	57,619.62	303,527.28	53,312.60	701,918.25	379,223.87	672,186.28

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司拥有矿井 13 座，煤炭资源储量 43.21 亿吨，可采储量 22.76 亿吨。截至 2021 年 3 月末，公司原煤核定产能为 3,780 万吨/年。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司核定矿井情况
(万吨、万吨/年、年)

矿井	主要煤种	可采储量	核定产能	服务年限
西铭矿	贫煤、贫瘦煤、瘦煤	12,200.1	360	24.2
西曲矿	焦煤、瘦煤	15,666.5	400	28.0
镇城底矿	焦煤、肥煤	8,143.1	190	30.6
马兰矿	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤	59,647.9	360	118.3
兴县斜沟矿	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	101,866.1	1,500	48.5

³根据公司与汾西矿业签署附条件生效的《关于山西汾西矿业集团水峪煤业有限责任公司之股权转让协议》，公司应在本协议生效后 5 个工作日内支付第一期转让价款，为转让价款总额的 30%；在标的资产交割完成后且在本协议生效后 3 个月内支付第二期转让价款，为转让价款总额的 30%；在标的资产交割完成后且在本协议生效后 12 个月内支付剩余

登福康矿	焦煤	2,075.3	60	24.7
生辉煤业	肥煤	1,495.3	90	11.9
义城煤业	焦煤	440.2	60	5.2
鸿兴煤业	1/3 焦煤	1,022.0	60	12.2
水峪煤业	焦煤	20,182.4	400	36.04
腾晖煤业	瘦煤	2,359.5	120	14.04
光道煤业	--	1,961.0	120	11.7
圪堆煤业	--	495.4	60	5.9
合计	--	227,554.8	3,780	--

注：2021 年 4 月 23 日，光道煤业正式转为生产矿井；圪堆煤业目前处于联合试运转状态。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原煤生产方面，2020 年，受益于公司新收购矿井的并入，公司原煤产量同比增长 22.67%，带动洗精煤产量亦有所增长。2021 年一季度，由于不再受疫情影响，且受益于新矿井并入，原煤及洗精煤产

转让价款。

⁴根据公司与霍州煤电签署附条件生效的《关于霍州煤电集团天津腾晖煤业有限责任公司之股权转让协议》，本次交易下公司以现金方式，在本协议生效后 5 个工作日内一次性向霍州煤电支付全部转让价款。

量同比均有所增长。

表 4：近年来公司煤炭生产情况（万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
原煤产量	2,745	2,889	3,544	892
洗精煤产量	1,170	1,186	1,436	368

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

吨煤成本方面，2020年，公司计提的职工薪酬有所增加，但受材料成本⁵以及其他成本大幅下降⁶影响，吨煤生产成本继续保持下降态势。2021年一季度，受支护用品及其他材料消耗增加影响，材料成本有所上升；但受修理费结算不均衡等因素影响，公司其他成本有所下降，带动吨煤成本进一步下降。

表 5：近年来公司吨煤生产成本情况（元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
材料	36.82	29.08	15.67	20.26
燃料、动力	10.25	10.10	9.46	12.59
人工成本	74.19	71.10	75.37	77.25
折旧及摊销	14.93	18.37	18.36	19.35
其他成本	83.64	77.38	72.95	58.73
合计	219.83	206.03	191.81	188.18

注：其他成本包括安全费用、维简井巷费用、资源费、环境恢复治理费用等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安全生产管理方面，公司始终坚持安全底线意识，近年来保持一定规模的安全生产投入，2020年为8.02亿元；同期，公司未发生煤炭生产安全事故，百万吨死亡率继续保持为0，矿井综合抗灾能力不断提升，安全管理保持在较高水平。

表 6：近年来公司煤炭安全生产管理情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
原煤百万吨死亡率	0	0	0	0
全国原煤百万吨死亡率	0.093	0.083	0.058	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售渠道稳定，客户集中度较高；2020年，公司煤炭销量有所上升，销售价格有所下降，但整体仍保持很强的盈利能力

销量方面，受公司新收购矿井影响，2020年公

⁵ 2020年材料成本降低主要是公司加强修废利用，严控配件等各项材料投入，减少材料消耗所致。

司煤炭销量同比增加12.75%。公司煤炭产品以焦精煤和洗混煤为主，其中精煤销量占比较高，因公司新收购矿井的煤种以精煤为主，带动公司当期精煤销量占比同比有所提升。销售价格方面，受新冠肺炎疫情影响，上半年煤炭下游行业开工率不足，煤炭价格大幅下降，下半年由于用煤需求显著回升，煤炭价格快速回升，全年销售均价仍有所下降。2021年一季度，受下游需求回暖影响，公司煤炭销售价格大幅上升，煤炭业务继续保持很强的盈利能力。

表 7：近年来公司商品煤销售情况（万吨、元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
焦精煤	240	217	521	115
肥精煤	388	365	353	76
瘦精煤	198	202	204	83
气精煤	372	391	349	117
原煤	221	222	228	56
洗混煤	1,040	1,037	1,076	245
煤泥	102	83	107	15
总销量	2,561	2,517	2,838	707
商品煤炭销售均价	674.68	669.93	624.74	728.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售区域涉及东北、华北、华中、华东以及华南地区。目前，公司销售渠道稳定，主要客户以包括首钢、河钢、山西省电力公司等在内的国内大型钢铁、电力及焦化企业为主，并与其结成了紧密型战略合作伙伴关系，账期基本在1个月以内。

煤炭运输方面，公司以铁路运输为主。随着兴县斜沟矿井配套项目晋兴苛瓦铁路与瓦日线实现了互联互通，为公司外运增加了新的南下通道，运力得到大幅提升。

2020年，公司焦化产品产销量整体保持稳定，销售价格有所下降；2021年以来，受下游需求回升影响，销售价格有所上升

公司焦化业务的运营主体为山西西山煤气化有限公司（以下简称“西山煤气化”）和唐山首钢京

⁶ 由于公司母公司各矿、腾晖煤业安全费用按原煤实际产量计提，计提标准为30元/吨；子公司晋兴能源、水峪煤业、临汾能源按原煤实际产量吨煤15元的标准提取。因此，水峪煤业纳入合并范围后，公司吨煤安全费用提取金额有所下降。

唐西山焦化有限责任公司（以下简称“京唐焦化”）。2020年10月，公司对下属西山煤气化焦化二厂予以关停，退出焦炭产能60万吨/年，截至2021年3月末，公司拥有480万吨/年的焦炭产能。

2020年，公司焦炭及焦油产销量整体保持稳定，煤气产销量受下游需求回暖影响而有所增长。受新冠肺炎疫情影响，2020年上半年焦炭价格大幅下降，下半年由于钢铁企业需求显著回升，焦炭价格有所回升，全年焦炭及焦油等产品价格整体有所下降，但仍保持在较高水平。2021年一季度，受下游需求回暖影响，公司焦炭及焦油产品价格大幅回升。

表 8：近年来公司主要焦化产品产销情况
(万吨、万立方米、元/吨、元/立方米)

产品	指标	2018	2019	2020	2021.1-3
焦炭	产量	438	433	435	100
	销量	448	432	440	94
	销售均价	1,757	1,826	1,678	1,943
焦油	产量	12	13	13	3
	销量	12	13	13	3
	销售均价	2,808	2,575	1,968	2,730
煤气	产量	114,857	115,739	123,850	162
	销量	114,832	115,739	123,850	162
	销售均价	0.60	0.60	0.65	0.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司焦炭主要销往河北、东北等地的大型钢厂，销售渠道稳定。从结算方式来看，西山煤气化货款大部分通过现汇结算，并且以预收方式为主；京唐焦化结算方式包括现汇和票据，跨月结算，回款情况良好。

跟踪期内，公司电力业务装机规模稳定，且以火电为主，盈利能力受煤炭价格波动影响较大

公司电力业务的运营主体主要包括山西兴能发电有限责任公司（以下简称“兴能发电”）、古交西山发电有限公司（以下简称“古交发电”）、武乡西山发电有限责任公司（以下简称“武乡发电”）和山西西山热电有限责任公司（以下简称“西山热电”）。截至2021年3月末，公司总装机容量为447.00万千瓦。公司电厂运行所用燃煤基本由公司及焦煤

集团内部单位供应，可以保证供应的充足和稳定。

表 9：近年来公司电力业务经营情况

	2018	2019	2020	2021.1-3
装机容量（万千瓦）	456.20	447.00	447.00	447.00
发电量（亿千瓦时）	159	198	206	55
上网电量（亿千瓦时）	143	182	190	51
机组平均利用小时数（小时）	3,549	4,436	4,609	1,230
平均售电价格（元/千瓦时）	0.28	0.28	0.27	0.26
单位售电煤耗（克/千瓦时）	312	310	319	320

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

发电量方面，2020年，随着疫情得到有效控制，经济运行稳步复苏带动用电量有所增加，公司利用小时数及发电量呈小幅增长态势，同时公司售电价格小幅下降，售电煤耗有所上升，煤炭价格有所下降，公司电力板块成本高企，仍存在一定的经营压力。

表 10：2020 年下属发电主体财务概况（亿元）

	2020 年营业收入	2020 年净利润
兴能发电	25.51	0.06
古交发电	19.22	0.71
武乡发电	13.82	-1.64
西山热电	1.62	-0.87

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司主要在建项目基本已进入中后期阶段，未来投资规模不大

在建矿井方面，截至2021年3月末，公司在建矿井包括圪堆煤矿和光道煤业，其中光道煤业已于2021年4月23日转为生产矿井。圪堆煤矿目前处于联合试运转状态，达产后两对矿井将新增180万吨/年产能。

目前公司在建项目主要为马兰矿南九风井项目，且工程进度基本已进入中后期阶段，未来投资规模不大。

表 11：截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

	计划总投资	截至 2021 年 3 月末已投资	工程累计投入占预算比例
光道煤业	5.60	4.03	71.92%
马兰矿南九风井项目	1.67	1.41	84.42%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告以及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。

2020年，受产品价格波动影响，公司经营性业务利润小幅下降，但仍保持很强的盈利能力

2020年，受益于新收购矿井并入，公司煤炭对外销量上升，煤炭业务收入同比有所增加；焦化业务收入受用户市场需求回升、产品销量等因素影响有所增加；公司电力热力业务收入同比基本保持稳定，整体来看，公司营业总收入同比有所增长。

2020年，公司煤炭销售均价有所下降，且公司将运费及港口运杂费调整至主营业务成本核算，煤炭业务毛利率同比下降；焦化业务及电力板块毛利率受原料煤采购价格下降影响同比均有所上升。

表 12：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	172.79	168.62	177.30	51.45
电力热力	44.23	56.69	57.81	17.21
焦化	88.98	82.20	87.13	21.88
其他	16.71	22.03	15.33	2.03
营业总收入	322.71	329.55	337.57	92.59
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	55.61	58.33	44.33	48.24
电力热力	-3.18	0.57	5.09	2.11
焦化	5.46	4.96	5.47	4.15
其他	18.12	10.43	13.42	10.56
营业毛利率	31.78	31.88	26.24	28.39

注：公司焦化板块包括焦炭和焦油，其他板块主要为其他化工产品及其副产品等；各分项加总数与合计数据略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，根据新收入准则要求，2020年公司销售费用中“运费及港口运杂费”调整至主营业务成本核算，当期销售费用同比大幅下降；受修理费、排污费及研发费用增加影响，管理费用同比有所上升；公司财务费用同比小幅增加。总体来看，2020年公司期间费用率大幅下降，处于较好水平。

利润方面，2020年，受煤炭及焦炭价格波动影响，公司经营性业务利润小幅下降，但仍保持了很强的盈利能力。公司资产减值损失主要是焦化厂关闭退出产生的固定资产减值损失、以及对武乡西山发电有限责任公司计提1.50亿元商誉减值损失。2020年，公司参股的山西焦煤集团财务有限公司盈利有所上升，且当期从事国债逆回购业务投资、网下申购新股等产生的投资收益对公司利润总额形成一定补充。整体来看，公司利润总额小幅增长带动EBITDA利润率小幅增长；但受资产总额增长较快影响，2020年总资产收益率有所下降。

2021年一季度，煤炭及焦炭价格大幅上升和期间费用率的下降使得公司经营性业务利润同比大幅增加，带动公司利润总额同比增长，公司盈利能力有所增强。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	24.41	23.05	4.37	0.74
管理费用	23.60	25.55	28.89	5.31
财务费用	8.96	8.39	8.87	2.23
期间费用合计	56.96	56.99	42.12	8.28
期间费用率（%）	17.65	17.29	12.48	8.95
经营性业务利润	32.59	34.66	32.52	13.75
资产减值损失合计	1.99	4.62	2.58	--
投资收益	1.87	0.71	1.32	0.03
利润总额	32.30	30.35	31.09	13.72
EBITDA 利润率（%）	19.90	19.21	20.28	--
总资产收益率（%）	6.75	5.91	5.66	--

注：管理费用包含研发费用；由于缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务结构转为以短期债务为主

公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。2020年，随着部分在建工程逐步完工转固，期末在建工程同比大幅减少，受新收购矿井影响，固定资产及无形资产同比均有所增加。此外，山西焦煤集团财务有限公司、山西焦化股份有限公司等联营企业盈利较好带动长期股权投资有所增加，使得公司非流动资产同比增加。流动资产方面，2020年

末货币资金同比有所下降主要系现金收购集团矿井、偿还债务及分红所致；受公司新并入矿井使得业务规模扩大影响，公司其他应收款、应收票据、应收账款及应收款项融资同比均有所增长。2021年一季度，随着收入规模的大幅增加，期末公司应收账款较年初有所增长；但随着折旧、摊销的持续计提，同期末固定资产及无形资产较年初有所减少，资产总额较年初变化不大。

表 14：近年来公司资产构成（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	61.45	69.74	49.87	50.22
其他应收款	6.63	6.29	7.05	9.28
应收票据	42.35	6.40	12.28	10.59
应收账款	18.54	16.67	18.97	32.56
应收款项融资 ⁷	--	13.22	25.01	18.45
存货	32.13	27.83	27.21	26.76
流动资产	167.84	152.25	151.33	159.16
长期股权投资	25.45	29.90	31.75	31.75
固定资产	280.17	284.19	337.25	331.25
在建工程	64.51	75.99	37.65	38.10
无形资产	82.86	81.98	124.89	124.01
非流动资产	482.73	498.88	554.77	548.36
资产总额	650.56	651.13	706.11	707.52

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020年，随着部分债务的到期偿付，期末债务规模有所下降。2021年一季度，由于支付的水峪煤业第二期股权价款规模加大，公司资金需求有所增加，期末债务规模有所增长。债务期限结构方面，跟踪期内，公司部分长期债务临近到期转入一年内到期非流动负债，长短期债务比（短期债务/长期债务）整体有所上升。除有息债务外，由于公司本次矿井资产股权收购款分期支付，股权收购使得公司其他应付款亦大幅增加。中诚信国际将对公司后续股权款支付的筹措方式及其对公司债务规模的影响保持关注。

所有者权益方面，《2019年度利润分配预案》于2020年5月22日审议通过，公司向全体股东每10股送红股3股（含税），共计945,360,000股，带动2020年末公司股本较上年末有所增加。2020年

末资本公积及盈余公积减少主要系母公司支付的交易对价高于被合并方按持股比例计算的净资产部分冲减所致。受上述因素影响，2020年末所有者权益规模同比有所下降。2021年一季度，公司保持了较强的盈利水平，未分配利润的积累带动期末所有者权益规模有所上升。

资本结构方面，受所有者权益下降影响，2020年末公司总资本化比率有所上升。2021年一季度，由于债务规模增长幅度较大，期末总资本化比率较年初小幅上升，但整体仍处于较低水平。

表 15：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	98.79	99.03	128.60	128.46
长期债务	126.06	123.10	80.39	94.79
短期债务/长期债务	0.78	0.80	1.60	1.36
总债务	224.84	222.14	208.99	223.25
其他应付款	9.40	7.92	58.45	38.71
总负债	416.43	419.83	488.71	477.78
股本	31.51	31.51	40.97	40.97
资本公积	11.04	10.13	3.45	3.45
盈余公积	20.37	21.86	1.54	1.54
未分配利润	127.46	133.62	133.54	142.63
少数股东权益	36.19	26.77	30.24	31.37
所有者权益合计	234.13	231.30	217.40	229.75
资产负债率	64.01	64.48	69.21	67.53
总资本化比率	48.99	48.99	49.01	49.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司继续保持了很强的经营获现能力，整体偿债能力强

2020年，公司投资活动现金净流出规模大幅增加主要系公司支付收购腾晖煤业和水峪煤业股权款所致；同时，尽管受产品价格下降影响，公司经营净现金流同比有所减少，但仍保持了很强的经营获现能力，且能较好覆盖投资现金支出。此外，受偿还债务及分红影响，2020年公司筹资活动现金流呈大幅净流出态势。2021年一季度，公司保持了较强的获现能力，但随着收购矿井资产股权款的进一步支付，当期投资活动现金流出规模较大，筹资活动现金流呈净流入状态。

⁷ 2019年，公司执行新金融工具准则，将持有的符合条件的应收票据计入应收款项融资项目核算。

偿债能力指标方面，受益于公司盈利能力增强且债务规模下降，跟踪期内公司 EBITDA 相关偿债指标有所优化；但受经营活动净现金流同比减少影响，经营活动净现金流相关偿债指标有所弱化。整体来看，公司保持较强的偿债能力。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	71.56	75.34	52.42	9.20
投资活动净现金流	-30.55	-27.74	-49.74	-21.63
筹资活动净现金流	-12.22	-47.77	-23.67	14.97
经调整的经营净现金流/总债务	26.79	25.29	19.50	12.02*
EBITDA 利息保障倍数	5.69	6.56	8.17	--
总债务/EBITDA	3.50	3.51	3.05	--
经营活动净现金流/利息支出	6.34	7.80	6.26	--

注：由于缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分指标无法计算；带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司无对外担保，拥有充足的外部授信和畅通的融资渠道

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保事项。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 91.91 亿元，占总资产的比重为 12.99%；其中，受限货币资金为 9.31 亿元，主要为承兑汇票保证金、信托保证金等；固定资产为 77.57 亿元、无形资产为 5.01 亿元、在建工程为 0.03 亿元，均用于抵押借款。

截至 2021 年 3 月末，公司无对运营有重大影响的未决诉讼事项。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得金融机构综合授信额度 384 亿元，其中未使用额度 168 亿元，具有较为充裕的备用流动性。此外，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2018 年~2021 年 3 月末，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

作为焦煤集团旗下最重要的运营主体和上市平台之一，公司能够在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到股东的有力支持

公司控股股东焦煤集团是山西省省属的大型煤炭企业，也是目前国内规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得来自政府的多项支持。作为焦煤集团旗下最重要的运营主体和上市平台之一，公司能够在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到股东的有力支持。

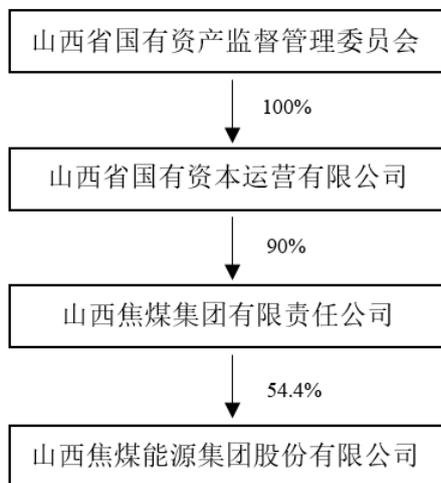
2020 年以来，为发挥省内能源企业产业集群优势，提高集中度，山西省积极推进了煤炭能源企业重组。其中，公司控股股东焦煤集团作为炼焦煤整合主体，已完成对山西煤炭进出口集团有限公司的重组。

2020 年，为充分反映上市公司未来战略定位、更好发挥上市公司平台作用，公司名称由“山西西山煤电股份有限公司”变更为“山西焦煤能源集团股份有限公司”。作为山西焦煤集团下属煤炭板块的核心上市公司，公司战略地位突出，未来在资产、资源配置等方面得到控股股东的更多支持。

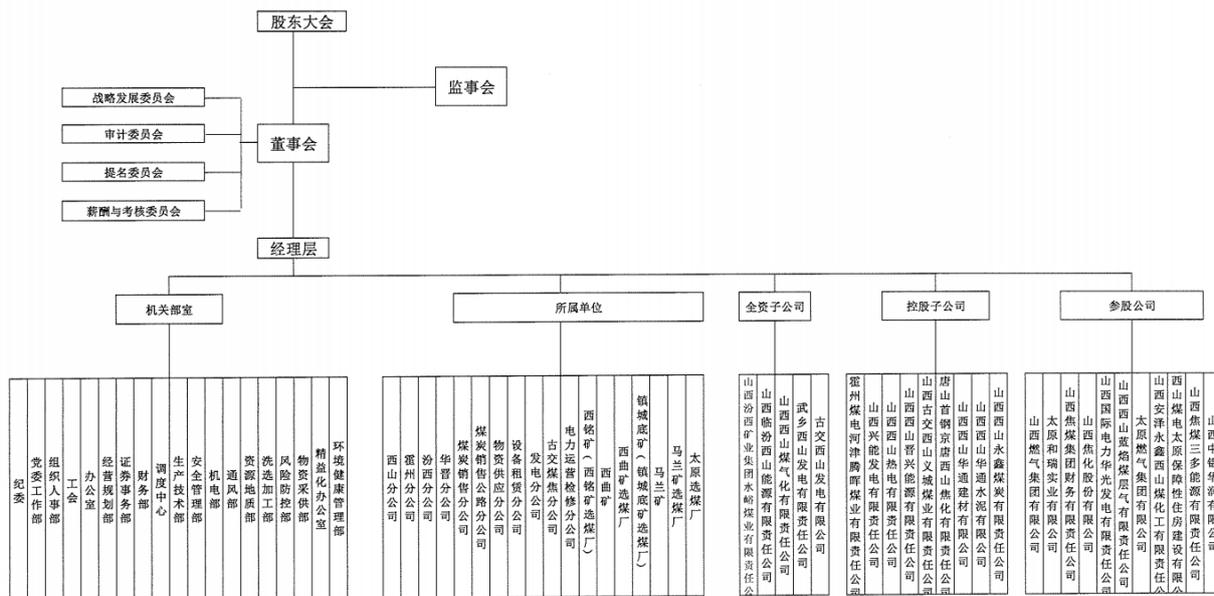
评级结论

综上所述，中诚信国际维持山西焦煤能源集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 西煤 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：山西焦煤能源集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



山西焦煤能源集团股份有限公司组织机构设置图



资料来源：公司提供

附二：山西焦煤能源集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	614,516.79	697,448.69	498,656.70	502,175.96
应收账款净额	185,407.06	166,674.92	189,667.01	325,645.52
其他应收款	66,361.24	62,896.37	70,503.49	92,798.57
存货净额	321,328.60	278,285.51	272,104.90	267,550.60
长期投资	269,490.39	319,032.95	340,960.63	340,960.63
固定资产	2,801,724.36	2,841,871.77	3,372,508.71	3,312,546.85
在建工程	645,112.50	759,908.37	376,507.39	380,963.76
无形资产	828,617.29	819,788.47	1,248,897.64	1,240,123.53
总资产	6,505,635.94	6,511,327.07	7,061,061.89	7,075,213.18
其他应付款	93,964.66	88,220.04	584,475.83	387,089.18
短期债务	987,869.64	990,343.23	1,285,980.36	1,284,611.71
长期债务	1,260,570.26	1,231,017.41	803,929.04	947,876.41
总债务	2,248,439.90	2,221,360.64	2,089,909.41	2,232,488.12
净债务	1,633,923.11	1,523,911.95	1,591,252.70	1,730,312.16
总负债	4,164,345.12	4,198,299.27	4,887,098.47	4,777,761.03
费用化利息支出	91,999.05	80,935.26	72,978.00	--
资本化利息支出	20,802.98	15,613.81	10,787.15	--
所有者权益合计	2,341,290.82	2,313,027.80	2,173,963.42	2,297,452.15
营业总收入	3,227,100.55	3,295,473.11	3,375,658.23	925,875.58
经营性业务利润	325,944.86	346,613.13	325,198.38	137,502.37
投资收益	18,686.49	7,146.15	13,239.92	328.29
净利润	214,907.91	202,056.10	220,191.32	100,558.35
EBIT	415,009.25	384,468.79	383,927.24	--
EBITDA	642,303.09	633,095.13	684,686.78	--
经营活动产生现金净流量	715,593.36	753,382.42	524,168.85	91,961.86
投资活动产生现金净流量	-305,453.22	-277,445.54	-497,365.39	-216,291.85
筹资活动产生现金净流量	-122,241.42	-477,702.87	-236,738.41	149,705.92
资本支出	303,003.39	192,721.28	271,164.95	26,741.88
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	31.78	31.88	26.24	28.39
期间费用率(%)	17.65	17.29	12.48	8.95
EBITDA 利润率(%)	19.90	19.21	20.28	--
总资产收益率(%)	6.75	5.91	5.66	--
净资产收益率(%)	9.64	8.68	9.81	35.02*
流动比率(X)	0.71	0.66	0.46	0.53
速动比率(X)	0.58	0.54	0.38	0.44
存货周转率(X)	6.77	7.49	9.05	9.91*
应收账款周转率(X)	14.46	18.72	18.95	11.37*
资产负债率(%)	64.01	64.48	69.21	67.53
总资本化比率(%)	48.99	48.99	49.01	49.28
短期债务/总债务(%)	43.94	44.58	61.53	57.54
经营活动净现金流/总债务(X)	0.32	0.34	0.25	0.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.72	0.76	0.41	0.29*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.34	7.80	6.26	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	26.79	25.29	19.50	12.02*
总债务/EBITDA(X)	3.50	3.51	3.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.65	0.64	0.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.69	6.56	8.17	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.68	3.98	4.58	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2021 年一季度财务报表未经审计；各期财务数据均为财务报告期末数；其他应收款未包含应收股利及应收利息；其他应付款包含应付股利及应付利息；由于缺乏相关数据，2021 年 1-3 月部分指标无法计算；带“*”财务指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。