



山西美锦能源股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
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：



山西美锦能源股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



AA-
稳定
AA-
2021-6-29

评级观点

中证鹏元评定山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”或“公司”，股票代码“000723.SZ”）本次拟公开发行不超过36亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司焦炭业务规模较大，业务持续性较好，近年来盈利能力较强，经营活动净现金流表现良好。同时中证鹏元也关注到，公司控股股东股权质押比例很高，公司业务面临一定的安全生产风险及环保压力，关联交易规模较大且关联方账款占比较高，资产流动性较弱，面临的资金支出压力大，以及存在较大短期偿债压力和一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过36亿元（含）
发行期限：6年
偿还方式：每年付息一次，到期后一次性偿还本金和最后一年利息
发行目的：拟用于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目和氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）的投资以及补充流动资金

未来展望

- 公司焦炭产能规模较大且煤炭资源储量丰富，预计业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定，综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	254.02	253.13	196.40	186.85
归母所有者权益	106.68	100.08	81.68	71.14
总债务	--	69.18	47.25	49.35
营业收入	37.56	128.46	140.90	151.47
净利润	7.52	8.60	10.82	20.69
经营活动现金流净额	0.70	12.19	19.27	15.35
销售毛利率	34.07%	21.32%	23.54%	29.97%
EBITDA 利润率	--	20.52%	18.46%	24.65%
总资产回报率	--	6.26%	9.06%	17.03%
资产负债率	52.62%	55.53%	52.75%	56.66%
净债务/EBITDA	--	1.55	1.29	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	9.39	10.01	16.85
总债务/总资本	--	38.06%	33.74%	37.87%
FFO/净债务	--	37.46%	26.44%	63.57%
速动比率	0.55	0.56	0.63	0.56
现金短期债务比	--	0.57	0.44	0.38

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司焦炭业务规模较大，业务持续性较好。** 公司是国内主要的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链。截至 2020 年 3 月末，公司焦炭年产能为 715 万吨，位于行业前列，业务持续性较好。
- **公司近年来盈利能力较强。** 近三年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率表现较好，2020 年末分别达到 20.52% 和 6.26%，整体水平较高。
- **公司经营活动现金流表现良好。** 2018-2020 年公司经营性现金流量（FFO）仍具有一定规模，现金生成能力尚可，但受近年来公司净利润大幅下降，整体有所下降。2018-2020 年公司经营活动现金流净额分别为 15.35 亿元、19.27 亿元和 12.19 亿元，规模有所波动，但均保持净流入。

关注

- **公司控股股东股权质押比例很高。** 截至 2021 年 5 月末，公司控股股东美锦集团持有公司 52.72% 股份，已质押股份占控股股东合计所持股份的 96.87%，质押比例很高。
- **公司面临一定的安全生产风险和环保压力。** 煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，近年环保政策趋严格，公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力。
- **公司关联交易规模较大，且关联方账款占比较高。** 根据公司审计报告及 2020 年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计 23.75 亿元。此外，涉及资产或股权收购、出售发生的关联交易 2.27 亿元。2020 年末，公司应收账款中应收关联方款项达 12.47 亿元。
- **公司在建项目面临的资金支出压力大，且未来收益尚待观察。** 近年来公司在氢能领域和焦化业务板块投入均很大，在建项目数量多，尚需投资规模大，面临的资金支出压力大，且未来收益情况尚待观察。
- **公司资产流动性较弱。** 近年来公司资产规模有所上升，但主要以固定资产、在建工程等非流动资产为主，且公司受限资产规模较大。
- **公司面临较大的短期偿债压力。** 2020 年末，公司短期债务占总债务的比重高，速动比率和现金短期债务比表现均较弱。
- **公司存在一定的或有负债风险。** 截至 2020 年 12 月 31 日，公司涉及多笔金额较大的诉讼案件，如判决结果对公司不利，将面临一定的现金偿付风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身福州天宇电气股份有限公司（股票简称：“天宇电气”），是经福建省体改委以闽体改(1992)096号文批准，于1992年10月由福州第二开关厂改制设立的股份有限公司。经1995年11月股东大会决议同意、福建省体改委以闽体改(1996)64号文批准，福州天宇电气集团有限公司对公司进行增资扩股。1997年4月，经中国证监会证监发字（1997）128号文批准，公司向社会公开发行人民币普通股3,000万股，发行完成后福州天宇电气集团有限公司持股48.73%，为公司第一大股东。经过历次股权变更后，2004年8月，经中国证监会和国有资产管理监督委员会批复，公司股东许继集团有限公司将其持有的股份分别转让给美锦能源集团有限公司（以下简称“美锦集团”）与山西明坤科工贸集团有限公司。2007年9月，公司第一大股东美锦集团以其合法持有的山西美锦焦化有限公司90%的股权与公司合法拥有的全部资产进行置换。经过历次股权变动，截至2021年3月末，美锦集团为公司控股股东，持股比例为52.72%。高反娥、姚俊良、姚俊杰、姚俊花、姚三俊、姚四俊、姚俊卿合计持有美锦集团100%的股权，为公司实际控制人。截至2021年5月末，公司控股股东美锦集团持有公司2,253,405,786股股份，累计质押股份合计2,182,831,742股，已质押股份占控股股东合计所持股份的96.87%，占公司总股本的51.07%，质押比例很高。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例
1	美锦能源集团有限公司	境内非国有法人	2,253,405,786	52.72%
2	兴业银行股份有限公司—广发稳健优选六个月持有期混合型证券投资基金	其他	90,642,829	2.12%
3	中国农业银行股份有限公司—广发均衡优选混合型证券投资基金	其他	90,275,726	2.11%
4	北京国兵晟乾投资管理有限责任公司—福州经济技术开发区晟乾创盈股权投资合伙企业（有限合伙）	其他	73,194,753	1.71%
5	山西省创业投资基金管理集团有限公司—山西定向增发壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	其他	71,607,142	1.68%
6	香港中央结算有限公司	境外法人	65,232,346	1.53%
7	中国工商银行股份有限公司—广发价值优势混合型证券投资基金	其他	37,238,469	0.87%
8	天津中顾嘉迪管理咨询合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	35,714,285	0.84%
9	西藏博恩资产管理有限公司—博恩思念泽一期私募证券投资基金	其他	34,000,000	0.80%
10	南方资本—招商银行—远德定向增发1号资产管理计划	其他	33,333,242	0.78%

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事煤炭、焦化、天然气、氢燃料电池汽车为主的新能源汽车等商品的生产销售，拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链，是全国最大的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，并在氢能产业链广泛布局，正在形成“产业链+区域+综合能源站网络”的三维格局。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共34家。

二、本期债券概况

债券名称：山西美锦能源股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过36.00亿元（含）；

债券期限和利率：6年；本期发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

付息方式：每年付息一次；

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可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期发行的可转换公司债券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A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期发行的可转换公司债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的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表决；

赎回条款：

（1）到期赎回条款

在本期发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时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

在本期发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在本期发行的可转换公司债券转股期内，如果公司A股股票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当本期发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时。

回售条款：

（1）有条件回售条款

在本期发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司A股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述三十个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（不包括因本期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，则前述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。

本期发行的债券最后两个计息年度可转换公司债券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换公司债券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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

(2) 附加回售条款

若本期发行的可转换公司债券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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转债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，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该附加回售权，不能再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：

本期发行的可转换公司债券可向公司原A股股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量及比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行可转债的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后部分的具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构(主承销商)在发行前协商确定，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过36.00亿元（含），资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目	873,708.93	220,000.00	25.18%
氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）	150,242.85	60,000.00	39.94%
补充流动资金	80,000.00	80,000.00	-
合计	-	360,000.00	-

资料来源：公司提供

在本期募集资金到位前，公司可根据项目进度的实际情况通过自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

1、项目概况

公司拟通过在山西清徐经济开发区建设385万吨焦化及其延伸配套项目，以置换现有落后产能，实现年产385万吨焦炭、30万吨乙二醇、15.5万吨LNG、6万吨硫酸、一期2,000Nm³/h工业高纯氢、二期10,000Nm³/h工业高纯氢的生产能力，以达到公司延伸产业链，提高煤炭利用率，提升生产效率的目的以及符合国家与山西省对焦化行业的行业政策要求。项目实施主体为子公司山西美锦华盛化工新材料有限公司（以下简称“华盛化工”）。

公司拟在山西综改示范区晋中经济技术开发区建设氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期），建成后将具备1万套氢燃料电池动力系统、50万KW氢燃料电池电堆和1万辆氢燃料商用车零部件的生产能力。本次募投项目为该项目第一阶段建设项目，建设年产5,000套氢燃料电池动力系统、50万KW氢燃料电池电堆生产能力以及办公、研发、共用动力等相关配套设施。项目实施主体为子公司山西美锦氢能科技有限公司。

2、项目批复情况

山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目（以下简称“华盛化工新材料项目”）获得清徐县经济和信息化局备案（清经信政务字【2018】45号），并获得清徐县工业和信息化局出具的备案调整函（清工信政务函【2019】13号）；2020年6月23日，山西省生态环境厅出具《关于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目环境影响报告书的批复》（晋环审批函[2020]221号），原则同意华盛化工新材料项目环境影响报告书的环境影响评价总体结论和各项生态环境保护措施。

2019年11月18日，氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）取得山西综改示范区晋中开发区颁发的《山西省企业投资项目备案证》（备案项目代码：2019-140791-36-03-108465），并于2020年4月10日取得山西综改示范区晋中开发区出具的《关于山西美锦氢能科技有限公司氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期）分阶段投资建设的说明》；2020年5月6日，该项目已取得晋中市生态环境局开发区分局《关于氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）环境影响报告表的批复》（市环开函【2020】155号），同意该项目环境影响报告表中所列建设项目的性质、规模、地点以及拟采取的环境保护措施。

3、项目投资情况

华盛化工新材料项目总投资为873,708.93万元，其中固定资产投资737,505.62万元、铺底流动资金136,203.31万元，项目建设期36个月。氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）投资额为150,242.85万元，项目建设期24个月。

4、项目经济效益

根据公司提供的数据，华盛化工新材料项目满产后预计每年实现销售收入1,264,274.52万元，税后利润134,467.88万元。该项目总投资收益率为21.00%，内部收益率（税后）为17.98%，投资回收期（税

后)为7.27年。氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目(一期一阶段)预测期可实现年均销售收入208,536.06万元,年均净利润35,619.14万元,内部收益率(税后)为23.16%,投资回收期(税后)为6.60年。但中证鹏元也关注到,公司募投项目建设周期较长、投资规模较大,华盛化工新材料项目剩余土地相关手续正在办理中,如发生不可预见的因素影响施工进度,募投项目能否如期竣工存在一定不确定性;此外,若市场环境或环保等政策产生不利变化,项目建成后能否产生预期收益亦存在不确定性。

四、运营环境

“十三五”期间焦化行业去产能效果显著,在环保监管政策推动下行业持续提质增效,2020年疫情影响下产量保持平稳,地区集中度上升,但预计2021年受环保政策影响供给或将受限

2016年1月,炼焦行业协会在《焦化行业“十三五”发展规划纲要》中提出,“十三五”时期焦化行业将淘汰全部落后产能,产能满足准入标准的比达70%以上;优质炼焦煤配比降低4%,但是保持焦炭质量不降低,这对我国焦化行业的发展提出了更高的技术要求。“十三五”期间,伴随大气污染综合治理攻坚行动的开展,产能置换升级成为焦化行业的大势所趋。2018年下半年,国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》加速推动焦炭去产能。生态环境部发布《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》,各省也先后出台文件对焦炭去产能提出了具体目标。

表3 行业主要政策情况

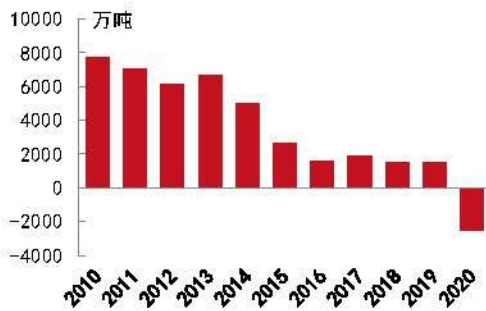
省份	主要政策文件
总体要求	2018年7月《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、2019年10月《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、2019年11月《汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、2019年11月《长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
山西	2019年8月《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》 2020年3月《山西省打赢蓝天保卫战2020年决战计划》
河北	2019年4月《河北省关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》
山东	2019年7月《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》 2019年7月《山东省煤炭消费压减工作总体方案(2019-2020)》 2020年5月《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》
江苏	2018年9月《江苏省打赢蓝天保卫战三年行动方案》、2018年5月《徐州市焦化行业布局优化和转型升级方案》

资料来源:公开资料,中证鹏元整理

随着去产能与环保政策的持续推进,焦化行业近十年来快速扩张导致的产能过剩问题得到有效缓解。据Mysteel数据,我国焦炭行业自2010年开始快速扩张,焦炭产能从4.54亿吨上升至2016年的6.90亿吨,年均复合增长率达7.2%,而同期焦炭产量从3.88亿吨上升至4.49亿吨,年复合增长率仅为2.5%,产能增幅远高于同期产量增幅。与之相对应,焦炭行业产能利用率则逐年下降,从2010年85.4%的高点

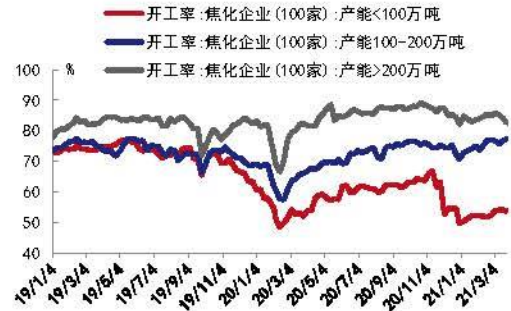
下降至 2016 年的 65.1%。在 2016 年《焦化行业“十三五”发展规划纲要》出台后，落后产能淘汰与置换成为焦炭行业主旋律，新增产能下降明显。一方面以山西为代表的主产省份，在淘汰 4.3 米焦炉和热回收焦炉的同时进行减量置换；另一方面以江苏、山东为代表东部经济发达省份对当地焦化企业进行非置换性关停。至 2020 年底，焦炭行业产能下降至约 5.3 亿吨。根据国家统计局数据，2020 年全年焦炭累计产量达到 4.71 亿吨，产能利用率回升至 85% 以上。

图 1 近年来新增焦炭产能逐步走低



资料来源: Wind, Mysteel, 中证鹏元整理

图 2 小规模焦化厂开工率大幅下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年来国内焦炭产量和供应地区集中度稳中有升，预计 2021 年焦炭供给受限。2018-2020 年焦炭产量分别为 4.38 亿吨、4.71 亿吨和 4.71 亿吨，同比分别增长 1.6%、7.5% 和 0.0%，其中 2019 年产量增速为近五年最高，主要系环保与去产能政策的阶段性放松。2020 年上半年焦化行业受疫情影响产量下降，但疫情对供给端的影响偏短期，随着二季度煤矿复产和运输恢复，焦化企业原料短缺逐步缓解，前期主动限产的焦化企业逐步回升生产，开工率回升，全年焦炭产量与 2019 年持平。在下游钢铁需求趋弱的预期下，预计焦炭供给端的释放或将受限。从国内焦化行业的地域分布来看，焦化行业主要布局在山西、陕西、内蒙古等煤炭主产区 and 河北山东辽宁等钢铁主产区。国内焦炭产量中约 2/3 来自独立焦化厂，约 1/3 来自钢焦联合企业。近年来落后产能退出和兼并重组也主要集中在山西、山东、河北、江苏等地。随着去产能与环保政策的推进，国内焦化产量的供应地区集中度有所提高，晋冀陕鲁蒙五大产区的产量合计占比由 2010 年的 53% 提升至 2020 年的 59%。

图 3 近年来焦炭产量稳中有升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 4 五大主产区产量与合计占比



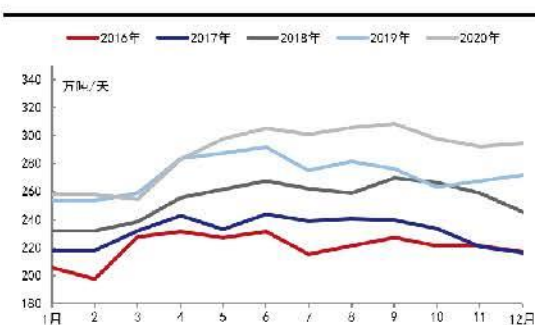
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年来焦炭消费量保持稳定，2020年下半年以来国内疫情防控形势良好，但在碳达峰背景下，预计2021年下游钢铁需求趋弱

中证鹏元预计2021年钢铁将开启新一轮去产能政策。中央层面，习近平主席在2020年9月22日至2021年1月25日之间连续7次就碳达峰、碳中和发表重要讲话，党的十九届五中全会公报明确提出制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案；2020年中央经济工作会议则将做好碳达峰、碳中和工作列为2021年八大重点任务之一。部委层面，生态环境部、国家发改委、财政部、工信部、国家能源局、中国人民银行等多部委密集发声，在加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源等方面作出部署。地方层面，据不完全统计，京沪津等20个省（市）明确提出要研究、编制碳达峰行动方案，江浙沪等8省（市）提出要率先实现碳达峰，或推动部分城市、部分行业率先实现碳达峰。在中央及地方层面自上而下的行政支持下，碳达峰目标推进力度或超预期。

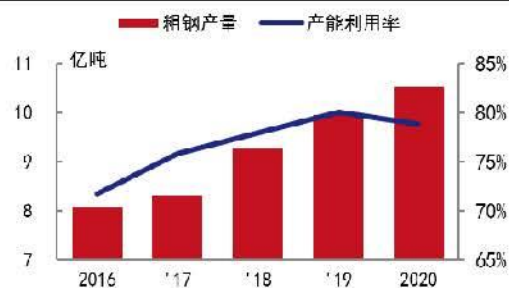
优化产业结构和能源结构是实现碳达峰、碳中和目标的重要路径。碳排放第一大制造业钢铁行业是落实碳减排目标的重要责任主体，在中央和地方层面的强有力推动下，未来将面临巨大的低碳转型压力，预计钢铁行业将开启新一轮去产能政策。为实现钢铁行业碳达峰，可采取氢冶金、碳交易、碳捕、捉压缩产量等措施，但氢冶金技术暂不具备大力推广的技术基础，碳交易虽起步早但配套制度不健全成效一般，碳捕捉的技术瓶颈导致推广成本高昂，故减产是最简单亦最容易见成效的手段，有望开启新一轮钢铁行业供给侧改革。为降低能源消耗强度，吨钢综合能耗较高的钢企产能将率先受到冲击，以确保实现2021年粗钢产量下降目标。

图5 2020年粗钢日均产量再创新高



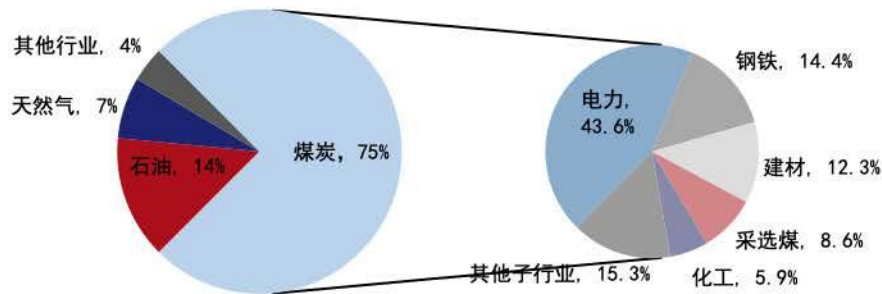
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 2020年粗钢产量增长在供给端受益于产能继续反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2021年环保限产政策力度将加强。重点行业控排，是推动碳减排尽快达峰的关键，目前钢铁行业中以煤炭为能源、焦炭为还原剂的长流程高炉炼钢占比约为90%，碳排放强度较高，同时钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量的15%左右，是目前国内碳排放量最高的制造业行业。“十四五期间”要求电炉钢产量占粗钢总产量的比例力争提升至20%，能源消耗总量和强度均降低5%。环保限产是钢铁行业常用的常规管控措施，因地制宜调降污染超标地区的环保评级或限制高吨钢综合能耗的钢企，可阶段性达到环保要求。

图 7 钢铁行业是碳排放第一大制造业


资料来源：公开数据，中证鹏元整理

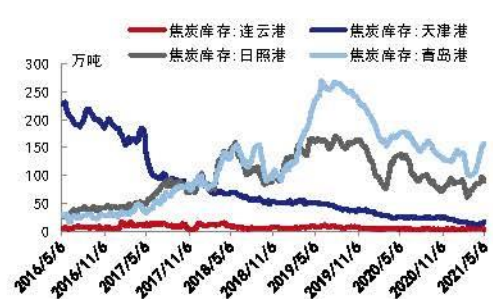
综合上述因素，中证鹏元认为 2021 年钢铁供给端将小幅收缩，粗钢产量将有所下降，预计 2021 年焦炭下游需求支撑力度趋弱。

去产能推动焦炭价格持续走高，2021 年供给仍然总体偏紧，价格中枢有望维持高位

在政策引导下，2020 年四季度焦炭行业落后产能集中淘汰，焦炭价格持续上行。2021 年上半年新增产能从烘炉到具体出焦时间大概需要 3 个月左右，叠加部分新项目受配套设施建设以及企业资金等多方面因素影响，实际投产可能延长至 5~6 个月，形成半年左右的产能缺口，且在碳达峰背景下，环保力度加大，新增产能释放仍存在不确定性因素，供给总体将偏紧。而焦炭产能向主产区集中则有助于未来焦炭行业在“煤-焦-钢”产业链中话语权的提高。“十三五”期间焦炭行业去产能虽然取得显著成果，但据 Mysteel 数据显示，截至 2020 年 12 月全国冶金焦在产产能 53,043 万吨，其中炭化室高度 4.3m 及以下产能约 17,265 万吨，占比 32.55%。“十四五”规划指出，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少。总体维持产能升级、落后产能压减的基调。由此可见，全国范围内退出置换 4.3 米及以下焦炉产能的趋势仍将持续。综合上述原因，中证鹏元预计焦炭行业未来产能将保持紧平衡，价格中枢有望维持高位。

图 8 焦炭价格持续上行


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 港口库存处于较低水平


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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、总经理和其他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《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《信息披露事务管理制度》等一系列法人治理制度。

股东大会是公司的权力机构，公司控股股东为美锦集团，持股比例为52.72%，但是质押比例高。公司设董事会，董事会由九名董事组成，设董事长1人，可设副董事长1-2人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期三年，任期届满可连选连任。公司独立董事不少于公司董事会董事总数的三分之一，每届任期与公司其他董事任期相同，任期届满，连选可以连任，但是连任时间不得超过六年。公司董事会设立审计委员会，并根据需要设立战略、提名、薪酬与考核、环保和安全等专门委员会。专门委员会对董事会负责，依照公司章程和董事会授权履行职责，提案应当提交董事会审议决定。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一，公司监事按照《公司法》、《公司章程》等要求履行职责。

公司设经理一名，由董事会聘任或解聘。经理每届任期3年，经理连聘可以连任。设副经理三至五名，财务总监一名，总工程师一名，由董事会聘任或解聘。公司经理、副经理、董事会秘书、财务总监、总工程师为公司高级管理人员。

公司已根据相关法律法规、《公司章程》等规定，建立完善了公司管理制度。例如，公司针对安全生产情况，制定了《安全生产管理制度》等制度；针对环保整体情况，设置了《企业环境保护管理制度》、《企业环境保护报告制度》等制度；公司针对关联交易和募集资金使用，分别设置了《关联交易管理制度》和《募集资金管理制度》等。整体来看，公司作为上市公司，对公司重大经营、管理事项制定了相应的制度文件。值得关注的是，近三年来公司及公司高管存在过因违反有关法规制度而收到监管部门出具的警示函或监管函。

人员方面，截至2020年末，公司拥有在职员工4,106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74.14%，主要是以生产人员为主。

表4 截至2020年末公司人员构成情况

类别	专业构成	
	人数	占员工总数的比例
生产人员	2,775	67.58%
销售人员	172	4.19%
技术人员	150	3.65%
财务人员	75	1.83%

行政人员	934	22.75%
合计	4,106	100.00%

类别	教育程度	
	人数	占员工总数的比例
硕士以上	25	0.61%
大学本科	397	9.67%
大专	640	15.59%
大专以下	3,044	74.14%
合计	4,106	100.00%

资料来源：公司2020年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售，拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链。2018-2020年，公司营业收入持续小幅下滑。从收入构成看，焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，受市场环境的影响，公司焦化产品及副产品的收入有所波动，分别占营业收入的97.54%、95.97%和95.78%。毛利率方面，2018-2020年公司销售毛利率水平逐年下降，一方面因为2018年焦炭市场行情较好，当年毛利率处于较高水平；另一方面，因2020年公司适用新收入准则后，将原部分计入销售费用的运费计入营业成本，致使毛利率有所下降。

表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
焦化及副产品	37.44	34.10%	123.04	21.47%	135.22	23.56%	147.74	30.15%
其他	0.11	24.90%	5.39	18.05%	5.65	23.13%	3.69	22.70%
合计	37.56	34.07%	128.43	21.33%	140.87	23.55%	151.43	29.97%

资料来源：公司2018-2020年年报及2021年第一季度报告、公司提供，中证鹏元整理

2020年公司焦炭业务发生产能置换，置换完成并顺利达产后，公司焦炭产能将位于全国前列；近年公司焦炭业务产能利用率较好

焦炭业务是公司的主要收入来源，公司拥有“煤-焦-气-化”完整的产业链，在市场上具有较强的竞争力。公司焦炭生产业务主要由位于山西的子公司华盛化工、山西美锦煤化工有限公司（以下简称“美锦煤化工”）及位于唐山的唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）承担；煤炭生产业务由位于山西的子公司东于煤业、汾西太岳和锦富煤业承担，主要产品为贫瘦煤和瘦煤。2020年末公司进行了产能置换，置换完成后，原山西美锦焦化有限公司（以下简称“焦化公司”）和山西美锦煤焦化有限公司（以下简称“煤焦化公司”）80万吨和160万吨产能均退出，置换后的华盛化工产能为385万吨。截至2021年3月末，公司焦炭产能达到715万吨，包括华盛化工385万吨、美锦煤化工180万吨以及唐钢美锦150万吨。

表 6 公司产能置换变动明细

运营主体	置换之前		置换之后	
	产能	装置	产能	装置
华盛化工	--	--	385 万吨	7.65 米干熄焦
焦化公司	80 万吨	【4.3 米湿熄焦】	已关闭	已关闭
煤焦化公司	160 万吨	【4.3 米湿熄焦】	已关闭	已关闭
美锦煤化工	180 万吨	【4.3 米干熄焦】	180 万吨	【6.7】米的【干熄焦】装置
唐钢美锦	150 万吨	【7】米的【干熄焦】	150 万吨	【7】米的【干熄焦】装置
合计	570 万吨	--	715 万吨	--

资料来源：公司提供

生产模式方面，公司主要实行以销定产策略，在综合考虑上一年度生产情况、销售情况以及市场分析情况等相关因素后，编制年度生产计划，由公司高管团队负责相关计划的组织和实施，并由安全生产部总调度室根据季节特点及生产现场的实际状况将年度生产计划进行细化分解，由生产部门对相应计划予以落实。

2020年公司的焦炭业务运营主体包括：美锦煤化工、煤焦化公司、唐钢美锦公司、焦化公司，2018-2020年公司总产能分别为660万吨/年、570万吨/年和570万吨/年，2019年产能较2018年减少是由于2019年3月开始山西美锦煤焦化阳曲分公司（以下简称“阳曲分公司”）停止对山西隆辉煤气化有限公司（以下简称“隆辉煤气化”）的委托加工。2018-2020年公司焦炭总产量分别为658.65万吨、571.55万吨和543.69万吨；产能利用率分别为99.80%、100.27%和98.85%，近年来表现较好。2021年1-3月公司焦炭产能为715.00万吨，产量为124.32万吨，年化产能利用率为69.55%，主要系华盛化工尚未达产。

公司主要产品中的煤炭、焦炭及相关化工产品等，受日益严格的环保法律和法规的监管。同时，近年来山西省人民政府办公厅先后印发了《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案的通知》《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》等一系列产业环保等政策。虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，投入建成完善的环保设施并正常运行达标排放，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保政策风险，且公司收到多次环保处罚，因此面临环保压力。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，且受到多次安检处罚，公司业务面临一定安全生产风险。

表 7 公司焦炭生产情况（万吨/年）

运营主体	2020 年		2019 年		2018 年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
美锦煤化工	180	162.77	180	162.65	180	173.07
煤焦化公司	160	133.99	160	164.28	160	165.4

唐钢美锦	150	151.79	150	148.12	150	149.41
焦化公司	80	60.26	80	82.49	80	84.98
阳曲分公司	-	-	-	14.01	90	85.79
华盛化工	-	34.88	-	-	-	-
合计	570	543.69	570	571.55	660	658.65

注：2020年华盛化工存在少量生产，其中包含部分煤焦化公司的产量；2019年3月阳曲分公司停止委托加工生产，未计入公司产能。

资料来源：公司提供

表 8 公司焦炭业务产销情况（万吨/年）

产品	指标	2021年1-3月	2020年	2019年	2018年
焦炭	产能（万吨/年）	715.00	570.00	570.00	660.00
	产量（万吨）	124.32	543.69	571.55	658.65
	销量（万吨）	129.00	560.45	611.99	654.95
	产能利用率（%）	69.55	98.85	100.27	99.80

资料来源：公司提供

受产能变化及焦炭市场波动影响，近三年来公司焦炭业务产量及销售价格有所下降，但公司焦炭产品产销率仍维持较高水平；近年来公司销售集中度较高且关联交易规模较大

公司焦炭及相关化工产品的销售主要由公司销售部负责，产品主要销往河北、东北、山东、天津等地。公司与河钢集团有限公司等长期、稳定的大型钢厂签署的合同大部分为年度合同，只有较少部分短期客户签署月度合同，化工产品主要销往周边企业。2018-2020年，公司焦炭产销率分别为99.44%、107.08%和103.08%，近三年产销情况较好，但是销量有所下降。

定价方面，公司主要是根据市场变化，由供、需双方共同协商确定；销售业务人员根据实地考察、市场行情等实时了解市场情况，通过市场分析报告以及近期销售具体情况制定销售指导价格。受市场行情影响，2018-2020年公司焦炭销售均价持续下滑。2021年一季度，焦炭价格上涨较快，公司焦炭销售均价也大幅上升，公司营业收入较上年同期增长69.02%。

表 9 公司焦炭业务产销情况

指标	2020年1-3月	2020年	2019年	2018年
销售量（万吨）	129.00	560.45	611.99	654.95
销售均价（元/吨）	2,339.89	1,741.13	1,815.72	1,916.29
销售额（万元）	301,837.34	975,811.00	1,111,202.61	1,229,731.53
产销率（%）	103.76	103.08	107.08	99.44

资料来源：公司提供

运输方面，公司销售产品的运输主要由公司负责，主要的运输方式是铁路运输，少部分产品由客户自提。公司拥有数百辆C70c型焦炭专用敞车，可用于焦炭的铁路运输，运输能力为600万吨/年，为公司销售服务质量提供较好保障，有利于公司销售费用控制和客户综合采购成本降低。

销售区域来看，华北地区是公司焦炭业务产品销售最主要的区域，2020年销量占比为85.82%。此外，

公司焦炭业务产品在东北地区、华东地区和西北地区也均有覆盖。

表 10 公司焦化产品及副产品分区域销售情况（万元）

区域	2021年1-3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北地区	320,584.88	85.62%	1,055,977.32	85.82%	1,167,107.48	86.31%	1,254,175.90	84.89%
东北地区	16,451.44	4.39%	73,269.07	5.95%	78,050.15	5.77%	102,088.14	6.91%
华东地区	30,105.44	8.04%	91,197.81	7.41%	99,722.64	7.37%	115,117.24	7.79%
华南地区	-	-	-	-	-	-	34.73	0.00%
华中地区	-	-	-	-	4,638.92	0.34%	4,880.97	0.33%
西北地区	7,292.93	1.95%	9,989.27	0.81%	2,686.20	0.20%	1,112.76	0.08%
合计	374,434.70	100.00%	1,230,433.47	100%	1,352,205.40	100%	1,477,409.74	100%

资料来源：公司提供

销售集中度方面，公司焦炭销售前五大客户包括河钢集团有限公司及其关联方、山西美锦钢铁有限公司和辽宁成大钢铁贸易有限公司等。2018-2020年，前五大客户集中度分别为70.88%、67.03%和62.17%，近年来水平持续下降，但仍处较高水平。其中，山西美锦钢铁有限公司为公司关联方。根据公司审计报告及2020年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计23.75亿元。此外，涉及资产或股权收购、出售发生的关联交易2.27亿元。公司关联交易规模大，且关联方应收账款占比较高。

表 11 公司前五大销售情况（万元）

年份	序号	客户名称	销售金额	占比
2021年1-3月	1	河钢集团有限公司及其关联方	176,112.49	46.88%
	2	山西美锦钢铁有限公司	31,032.90	8.26%
	3	天津鑫润航达进出口贸易有限公司	13,181.87	3.51%
	4	宁波首宁商贸有限公司	11,157.03	2.97%
	5	山西衡峰实业有限公司	10,783.06	2.87%
		合计	242,267.35	64.49%
2020年	1	河钢集团有限公司及其关联方	525,369.77	40.90%
	2	山西美锦钢铁有限公司	162,290.12	12.63%
	3	山东中垠国际贸易有限公司	44,206.06	3.44%
	4	辽宁成大钢铁贸易有限公司	38,311.75	2.98%
	5	山西衡峰实业有限公司	28,500.52	2.22%
		合计	798,678.22	62.17%
2019年	1	河钢集团有限公司及其关联方	613,586.65	43.55%
	2	山西美锦钢铁有限公司	224,778.91	15.95%
	3	辽宁成大钢铁贸易有限公司	43,971.86	3.12%
	4	鞍钢股份有限公司	32,936.43	2.34%
	5	唐山燕山钢铁有限公司	29,196.23	2.07%

		合计	944,470.08	67.03%
2018年	1	河钢集团有限公司及其关联方	680,697.21	44.94%
	2	山西美锦钢铁有限公司	176,531.36	11.65%
	3	唐山燕山钢铁有限公司	88,447.71	5.84%
	4	辽宁成大钢铁贸易有限公司	68,889.37	4.55%
	5	宁波盈中祥合贸易有限公司	59,086.89	3.90%
		合计	1,073,652.55	70.88%

资料来源：公司提供

公司焦炭业务原材料可实现部分自给，具有一定的成本优势，但面临一定安全生产风险；前五大供应商整体较为稳定，但集中度仍较高

公司焦炭业务生产成本主要包括原材料、人工、燃动力和制造费用，其中主要以原材料为主，近年占比均较高。

表 12 公司主营业务成本构成情况（万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年		2018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
直接材料	194,302.49	78.47%	791,898.78	78.37%	910,765.89	84.57%	912,492.42	86.05%
直接人工	10,119.80	4.09%	41,033.85	4.06%	37,183.16	3.45%	26,648.92	2.51%
制造费用	33,103.02	13.37%	135,253.25	13.39%	129,043.80	11.98%	121,322.92	11.44%
运费	10,073.12	4.07%	42,239.84	4.18%	-	0.00%	-	0.00%
合计	247,598.44	100.00%	1,010,425.71	100.00%	1,076,992.84	100.00%	1,060,464.26	100.00%

资料来源：公司提供

公司焦炭生产的主要原材料包括主焦精煤、低硫瘦煤、中硫瘦煤等。公司拥有三大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业），为公司原材料供应提供了重要的支持。截至2020年末，公司三大原煤生产基地原煤地质储量合计65,930.47万吨，剩余可采储量62,858.84万吨。此外，公司向关联方现金收购了山西美锦集团锦辉煤业有限公司（以下简称“锦辉煤业”）100%股权，锦辉煤业设计产能90万吨/年，目前建设工程基本完工，于2021年3月正式进入联合试运转，目前《安全生产许可证》正在办理中。

表 13 公司拥有煤矿情况

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
汾西太岳	沁源县灵空山镇杨村	76.96%	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	11,481.89	10,239.05
东于煤业	太原市清徐县西北	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	22,154.20	20,555.41
锦富煤业	清徐县东于镇六段地村	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	32,294.38	32,064.38
合计	-	-	-	65,930.47	62,858.84

资料来源：公司提供

2018-2020年公司原煤产能均为540.00万吨，产量分别为528.90万吨、542.71万吨和512.94万吨，产

能利用率均表现较好。2021年1-3月，公司原煤产量合计134.71万吨。

表 14 公司煤炭生产情况（万吨/年）

年份	产能	产量	产能利用率
2021年1-3月	540.00	134.71	-
2020年	540.00	512.94	94.99%
2019年	540.00	542.71	100.50%
2018年	540.00	528.90	97.94%

资料来源：公司提供

公司外采的精煤主要包括主焦煤及贫瘦精煤（含瘦精煤）等。原材料的采购主要由美锦（天津）贸易发展有限公司负责，为集中采购模式。公司采购来源地主要包括山西的吕梁市（柳林、临县、离石、中阳、汾阳、兴县）；太原市（古交）；晋中市（介休、灵石）；长治市（沁源）；临汾市（古县、安泽）；唐山市（唐山南）和陕西的榆林市、延安市等地。由于公司所在地区煤炭资源丰富，公司在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。

采购流程方面，公司采用“以销定采”的采购模式，即按照订单组织采购的方式进行原材料采购。由公司供应部提出月计划，经由财务、生产部门修订，最后由总经理批准。

结算支付方面，公司主要结算方式为先货后款方式，但由于近年原料煤价格有所上升，为保障煤炭及时供货、提前锁定采购交易价格、降低原料煤市场价格上升波动的风险，公司通常与长期合作的、信用好的原料煤供应商签订采购协议，提前预付部分采购款项；主要支付方式为电子承兑汇票。运输方面，主要以公路运输为主，少部分精煤采购采用铁路运输，运输费用大部分由供应商承担。

表 15 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	序号	供应商名称	采购金额	占比
2021年1-3月	1	河钢集团有限公司及其关联方	73,892.52	30.15%
	2	山西长宏洗煤有限公司	17,818.94	7.27%
	3	山西鑫飞能源投资集团有限公司	15,104.70	6.16%
	4	介休市左则沟煤化厂	11,497.48	4.69%
	5	阿拉善盟青吾煤炭有限责任公司	10,229.32	4.17%
			合计	128,542.97
2020年	1	河钢集团有限公司及其关联方	247,739.74	25.93%
	2	山西鑫飞能源投资集团有限公司	43,526.08	4.56%
	3	山西长宏洗煤有限公司	39,447.55	4.13%
	4	枣庄矿业集团矿业管理有限公司	37,279.59	3.90%
	5	阿拉善青吾煤炭有限公司	34,013.73	3.56%
			合计	402,006.67
2019年	1	河钢集团有限公司及其关联方	249,686.42	23.78%
	2	山西鑫飞能源投资集团有限公司	46,625.94	4.44%

2018年	3	内蒙古华骏煤焦化有限公司	44,442.65	4.23%
	4	山西长宏洗煤有限公司	38,748.80	3.69%
	5	枣庄矿业集团矿业管理有限公司	34,903.43	3.32%
	合计		414,407.25	39.47%
	1	河钢集团有限公司及其关联方	250,372.69	22.15%
	2	山西鑫飞能源投资集团有限公司及其关联方	143,618.46	12.71%
	3	陕西港荣国际贸易有限公司	56,633.41	5.01%
	4	山西东泰能源集团有限公司	28,787.38	2.55%
	5	太中银铁路有限责任公司清徐站	26,157.40	2.31%
	合计		505,569.35	44.73%

资料来源：公司2018-2020年度报告、公司提供，中证鹏元整理

2018-2020年，公司对前五名供应商的合计采购额分别占原材料采购总额的44.73%、39.47%和42.08%，公司采购集中度占比较高，供应商整体比较稳定。

近年来公司在氢能产业链进行布局，但目前整体收入规模尚小；目前公司在建项目尚需投资规模大，面临的资金支出压力大，且未来能否实现预期收益有待观察

公司其他业务主要为氢能业务，公司主营业务炼焦过程中释放的焦炉煤气中含有大量副产氢气，为提升产品附加值，以及公司产业转型需要，近年来公司重点发展氢能产业，在产业链上下游广泛投资布局。公司在氢能产业按照“一点、一线、一网”的总体规划进行布局，包括氢能源客车关键零部件之膜电极、燃料电池电堆、燃料电池动力系统，到客车整车、加氢站，以及生产煤焦过程中氢气的生产。2017-2018年，公司收购并控股了氢燃料电池客车企业佛山市飞驰汽车科技有限公司，作为公司氢能业务的切入点。目前，佛山市飞驰汽车科技有限公司已向市场销售氢燃料电池汽车近千辆。一线为燃料电池系统核心零部件上下游产业链，近年来公司参与投资了产业链相关的鸿基创能科技（广州）有限公司和广东国鸿氢能科技有限公司。一网系公司积极参与全国各地加氢站的建设，公司在全国拥有已投运加氢站数座，公司在三至五年内规划建设多座加氢站，形成基本覆盖全国主要经济区域的加氢网络。公司氢能业务收入主要来源于氢燃料电池车辆销售，2020年实现营业收入5.10亿元。

近年来，公司在氢能领域投入较大，在山西晋中、山东青岛、浙江嘉兴相继建设氢能产业园及配套项目，包括新能源商用车整车生产项目（青岛）、氢能产业核心装备项目（青岛）、科创孵化中心项目（青岛）等。公司在氢能领域在建项目较多，投资规模大，部分项目建设周期长，氢能源行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险。此外，受产能置换以及项目升级改造需求，近年来公司焦化产业投资规模较大，主要在建项目包括华盛化工新材料生产项目、600万吨焦化及焦炉煤气综合利用配套氢能项目和煤化工焦化升级改造项目等。整体来看，公司在建项目数量多，尚需投资规模大，虽然部分项目有政府产业基金扶持，但面临的资金支出压力大。

表16 公司重大在建项目情况（单位：亿元）

业务	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
氢能业务	新能源商用车整车生产项目（青岛）	30.00	0.26	29.74	2022年
	氢能产业核心装备项目（青岛）	40.00	0.00	40.00	2023年
	科创孵化中心项目（青岛）	38.00	0.00	38.00	2025年
	山西美锦氢能产业园一期一阶段项目	15.02	2.07	12.95	2022年
	美锦国鸿嘉兴氢能动力科技项目	23.00	0.28	22.72	2023年
	合计		146.02	2.61	143.41
焦化业务	华盛化工新材料项目	87.37	46.65	40.72	2021年
	600万吨焦化及焦炉煤气综合利用配套氢能项目	97.36	1.57	95.79	2023年
	煤化工焦化升级改造项目	14.84	0.62	14.22	2022年
	合计		199.57	48.84	150.73

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及公司2021年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2018-2020年合并报表范围变化情况如下：

表 17 通过同一控制下企业合并取得的子公司

被合并方名称	企业合并中取得的权益比例	构成同一控制下企业合并的依据	合并日
山西美锦集团锦富煤业有限公司	100.00%	同集团下	2018/07/31

资料来源：公司2018-2020年审计报告

表 18 通过设立或投资方式取得的子公司

子公司名称	直接或间接投资比例	合并时间	取得方式
山西美锦华盛化工新材料有限公司	100.00%	2018年1月	通过设立或投资取得
山西美锦天然气有限公司	100.00%	2018年1月	通过设立或投资取得
山西示范区美锦氢源科技发展有限公司	100.00%	2018年1月	通过设立或投资取得
云浮锦鸿氢源科技有限公司	60.00%	2018年9月	通过设立或投资取得
美锦嘉创（北京）资本管理有限公司	100.00%	2018年9月	通过设立或投资取得
山西美锦煜隆煤化工有限公司	70.00%	2019年1月	通过设立或投资取得
佛山市锦鸿新能源有限公司	55.00%	2019年4月	通过设立或投资取得
广东美锦新能源汽车有限公司	51.00%	2019年10月	通过设立或投资取得
山西美锦氢能科技有限公司	100.00%	2019年10月	通过设立或投资取得

广东飞驰汽车贸易有限公司	51.00%	2019年10月	通过设立或投资取得
山西美锦煤层气有限公司	100.00%	2019年10月	通过设立或投资取得
青岛美锦新能源汽车制造有限公司	51.00%	2019年12月	通过设立或投资取得
山西炭美新材料科技有限公司	75.00%	2020年4月	通过设立或投资取得
美锦（天津）贸易发展有限公司	100.00%	2020年4月	通过设立或投资取得
北京美锦佳睿咨询服务有限公司	100.00%	2020年5月	通过设立或投资取得
美锦能源（浙江）有限公司	100.00%	2020年5月	通过设立或投资取得
浙江飞驰新能源汽车科技有限公司	70.00%	2020年6月	通过设立或投资取得
青岛美锦投资发展有限公司	100.00%	2020年7月	通过设立或投资取得
青岛美锦嘉创投资管理有限公司	100.00%	2020年7月	通过设立或投资取得
内蒙古美锦新能源有限公司	100.00%	2020年8月	通过设立或投资取得
北京中氢京辉氢能科技有限公司	70.00%	2020年9月	通过设立或投资取得
北京中氢环宇氢能科技服务有限公司	65.00%	2020年10月	通过设立或投资取得
交城旺辉能源有限公司	100.00%	2020年10月	通过设立或投资取得
山西兴辉碳氢科技发展有限公司	55.00%	2020年10月	通过设立或投资取得
飞驰汽车科技（广州）有限公司	100.00%	2020年10月	通过设立或投资取得
浙江飞驰新能源汽车制造有限公司	100.00%	2020年11月	通过设立或投资取得
涿州中氢科技有限公司	70.00%	2020年12月	通过设立或投资取得

资料来源：公司2018-2020年审计报告

表 19 通过非同一控制下企业合并取得的子公司

被购买方名称	股权取得时点	股权取得比例	股权取得方式
山西万隆基业能源投资有限公司	2018/6/20	90.00%	现金购买
佛山市飞驰汽车科技有限公司	2018/8/31	51.20%	现金购买
山西美锦华盛农业开发有限公司	2020/4/01	80.00%	现金购买
北京中氢环宇科技有限公司	2020/9/03	70.00%	现金购买

资料来源：公司2018-2020年审计报告

2018-2020年公司合并报表范围减少情况：公司全资子公司山西锦泰节能技术有限公司于2019年11月被吸收合并后核准注销；公司持股70%的控股子公司山西美锦煜隆煤化工有限公司于2020年2月24日注销。2020年1月，公司控股子公司佛山市飞驰汽车科技有限公司将其持有的广东飞驰汽车贸易有限公司51%股权转让予徐海等人，转让后，广东飞驰汽车贸易有限公司不再纳入公司合并报表范围。

资产结构与质量

近年来公司资产规模有所上升，但主要以固定资产、在建工程等非流动资产为主，且应收款项中关联方占款比重较大，此外公司受限资产规模较大，资产流动性整体较弱

随着公司非公开发行股票以及债务融资扩大，公司总资产规模近年来呈持续增长态势，截至2021年3月末为254.02亿元。公司资产以非流动资产为主，截至2021年3月末占比为72.40%，较2018年末上升10.80个百分点。

表 20 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.66	6.56%	27.70	10.94%	15.67	7.98%	12.32	6.59%
应收账款	25.68	10.11%	25.31	10.00%	19.33	9.84%	20.26	10.84%
其他应收款	1.80	0.71%	1.68	0.66%	0.92	0.47%	0.75	0.40%
存货	8.50	3.35%	7.94	3.14%	10.65	5.42%	19.65	10.52%
流动资产合计	70.10	27.60%	75.02	29.64%	66.93	34.08%	71.75	38.40%
固定资产	97.51	38.39%	92.13	36.39%	91.98	46.83%	80.21	42.93%
在建工程	44.47	17.51%	45.69	18.05%	12.56	6.39%	11.27	6.03%
无形资产	28.40	11.18%	26.77	10.58%	19.83	10.10%	19.15	10.25%
其他非流动资产	4.11	1.62%	6.03	2.38%	0.30	0.15%	0.20	0.11%
非流动资产合计	183.92	72.40%	178.11	70.36%	129.47	65.92%	115.10	61.60%
资产总计	254.02	100.00%	253.13	100.00%	196.40	100.00%	186.85	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司账面货币资金规模较大，截至2020年末，公司货币资金账面价值为27.70亿元，其中包括库存现金74.58万元、银行存款7.59亿元以及其他货币资金20.10亿元，其中其他货币资金占比较高，主要为银行承兑保证金，2020年较以前年度明显增加，主要原因为公司通过开具全额保证金票据进行支付的金额较以前年度增加。公司应收账款主要为公司焦炭业务应收货款，截至2020年末为25.31亿元，占总资产的比重为10.00%。公司应收账款前五大客户中，应收山西美锦钢铁有限公司余额为12.47亿元，占期末应收账款余额的比重为48.20%，山西美锦钢铁有限公司系公司关联方。截至2020年末，公司其他应收款规模1.68亿元，主要由往来款、保证金及押金构成。公司存货主要包括原材料、库存商品、委托加工物资和在产品，截至2020年末，公司存货规模7.94亿元，近年规模持续下降。

截至2020年末，公司固定资产92.13亿元，占总资产的比重为36.39%，主要为生产管理用的房屋建筑物53.04亿元、管道沟槽3.22亿元、机器设备28.87亿元和电子设备3.03亿元。截至2020年末，公司未办妥产权证书的固定资产账面价值3.82亿元，均为房屋建筑物。2020年末，公司在建工程为45.69亿元，占总资产的比重为18.05%，主要的在建工程为华盛化工新材料项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）、燃料电池商用车整车生产项目和焦炉煤气制氢项目等，其中美锦华盛化工新材料生产项目总投资87.37亿元，氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目仅一期一阶段总投资为15.02亿元，尚需投资规模较大。2020年末公司无形资产金额为26.77亿元，占总资产的比重为10.58%，主要为土地使用权8.26亿元、采矿权12.63亿元、专利技术2.50亿元和特许使用权3.34亿元。截至2020年末，公司其他非流动资产6.03亿元，主要为尚未结算的预付工程设备款构成。

截至2020年末，公司资产中受限部分包括货币资金20.03亿元、应收账款0.11亿元、其他应收款0.64亿元、固定资产3.82亿元和无形资产4.54亿元，合计29.15亿元，占总资产的比重为11.48%，规模较大。

整体来看，近三年公司资产规模有所上升，但主要以固定资产、在建工程等非流动资产为主，且应收款项中关联方占款比重较大。此外，公司受限资产规模29.15亿元，规模较大，资产流动性较弱

盈利能力

公司收入主要来源于焦炭业务，2018-2020年公司盈利能力有所下降，但2021年一季度明显好转

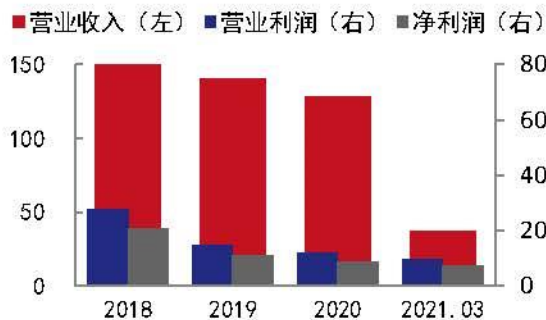
公司收入主要来源于焦化及副产品，2018-2020年分别占营业收入的97.54%、95.97%和95.78%。近年来公司营业收入持续下降，受收入规模持续下降影响，净利润也呈下降趋势。

毛利率方面，2018-2020年公司销售毛利率分别为29.97%、23.55%和21.33%，逐年下降，一方面因为2018年焦炭市场行情较好，当年公司毛利率在处于较高水平；另一方面，因2020年公司适用新收入准则后，将原部分计入销售费用的运费计入营业成本，致使毛利率有所下降。此外，2018-2020年公司资产减值损失分别为0.51亿元、0.64亿元和3.28亿元，其中2020资产减值损失大幅上升主要系公司大幅计提了固定资产减值损失所致。

2018-2020年，公司EBITDA利润率分别为24.65%、18.46%和20.52%，水平尚可。2020年公司总资产回报率为6.26%，水平同比亦有所下降。

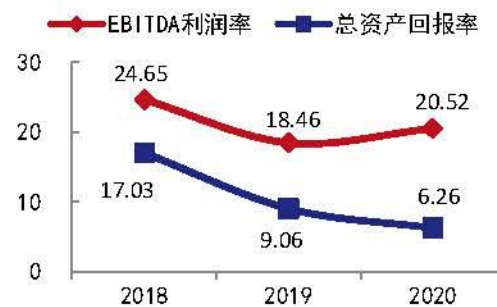
2021年1-3月，随着市场行情向好，公司实现净利润7.52亿元，较去年同期出现明显好转。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年来公司经营活动现金流表现尚可，但在建项目尚需投资规模大，面临的资金支出压力大

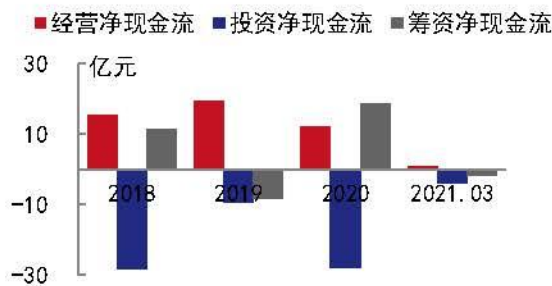
2018-2020 年公司经营性现金流量（FFO）仍具有一定规模，现金生成能力尚可，但受近年来公司净利润大幅下降，整体有所下降。2018-2020 年公司经营活动现金流净额分别为 15.35 亿元、19.27 亿元和 12.19 亿元，规模有所波动，但均保持净流入。

2018-2020 年，公司投资活动现金流量持续呈大规模净流出，2018 年投资活动现金净流出金额较大，

主要原因为当年完成对山西美锦集团锦富煤业有限公司和佛山市飞驰汽车科技有限公司的收购。2020年度投资活动现金净流出较大主要系项目建设导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金金额较大。近年来公司包括募投项目在内的在建项目规模较大，数量较多，尚需投资规模大，面临的资金支出压力大。

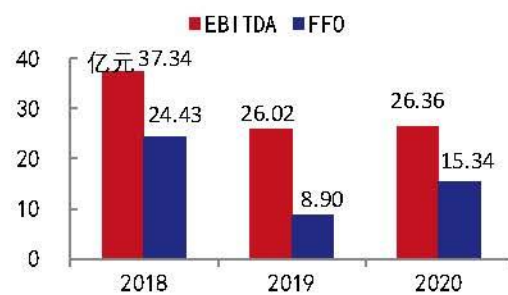
筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于公司借款和非公开发行股票，筹资活动现金流出主要为偿还贷款、支付利息及分配股利。2018-2020年公司筹资活动现金净额分别11.34亿元、-8.42亿元和18.80亿元，近年来波动较大，2019年融资规模较小，呈净流出。

图 12 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



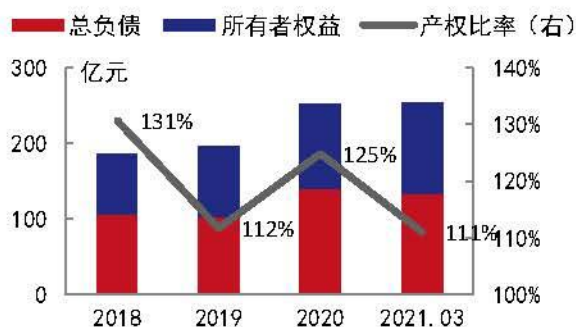
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

近年来公司总债务规模大幅上升，且以短期有息债务为主，债务结构有待优化，面临较大的短期债务压力

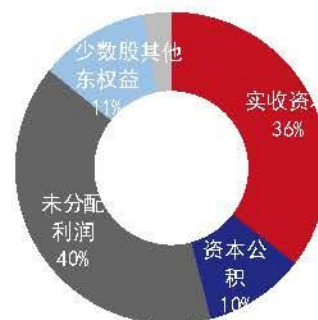
随着公司利润的累积以及非公开发行股份，公司所有者权益持续增长，2021年3月末为120.35亿元，产权比率为111%，权益对负债的保障程度较弱。

图 14 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 15 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2021年3月末占比为84.09%。2020年末公司短期借款为6.85亿元，应付票据为30.25亿元，均为尚未结算的银行承兑汇票和商业承兑汇票。公司应付账款规模较大，主要为应付的工程款、货款和装卸费及其他。公司其他应付款近年来规模变动不大，2020年末金额为7.54亿元，主要由往来款和限制性股票回购义务构成。2020年末，公司一年内到期的非流动负债22.45亿元，占总负债的比重为15.97%，主要为一年内到期的长期借款、一年内到期的资源价款和一年内到期的融资租赁。

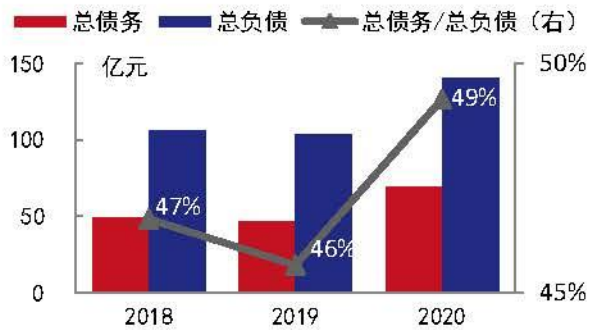
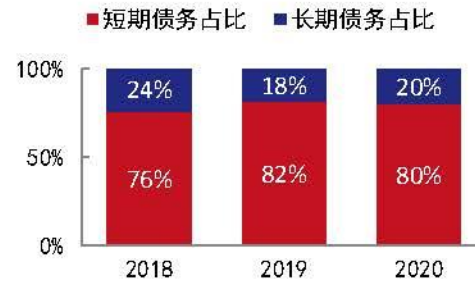
公司非流动负债规模相对较小，截至2020年末公司长期借款为10.71亿元，占总负债的比重为7.62%，主要为保证+抵押+质押、保证借款等。截至2020年末，公司长期应付款2.97亿元，主要由融资租赁款和资源价款构成。截至2020年末，公司预计负债金额为3.91亿元，占总负债的比重为2.78%，主要系预提的矿山弃置费用和未决诉讼产生。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.85	5.12%	6.55	4.66%	4.87	4.70%	21.06	19.89%
应付票据	24.16	18.08%	30.25	21.52%	16.70	16.12%	13.29	12.55%
应付账款	34.58	25.87%	36.72	26.13%	28.63	27.64%	27.01	25.51%
其他应付款	7.40	5.53%	7.54	5.37%	7.85	7.58%	9.92	9.37%
一年内到期的非流动负债	22.85	17.10%	22.45	15.97%	20.85	20.12%	5.98	5.64%
流动负债合计	112.40	84.09%	120.65	85.83%	89.45	86.34%	92.38	87.25%
长期借款	10.79	8.07%	10.71	7.62%	8.58	8.28%	11.74	11.09%
长期应付款	3.71	2.78%	2.97	2.11%	0.00	0.00%	1.13	1.07%
预计负债	3.92	2.93%	3.91	2.78%	4.29	4.14%	0.00	0.00%
非流动负债合计	21.26	15.91%	19.91	14.17%	14.15	13.66%	13.49	12.75%
负债合计	133.66	100.00%	140.56	100.00%	103.61	100.00%	105.87	100.00%

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年末，公司总债务规模分别为49.35亿元、47.25亿元和69.18亿元，规模及占总负债的比重有所上升。从结构来看，主要以短期债务为主，近年来规模持续上升，债务结构有待优化。

图 16 公司债务占负债比重

图 17 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

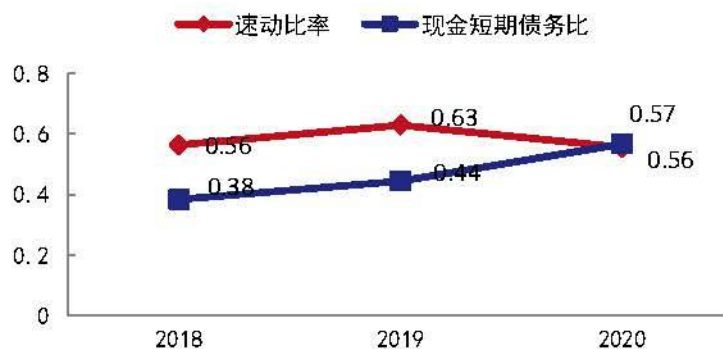
从杠杆比率指标来看，截至2021年3月末，公司资产负债率为52.62%，整体负债水平不高。净债务/EBITDA近三年有所上升，但总体水平不高。2018-2020年公司EBITDA利息保障倍数分别为16.85、10.01和9.39，近年来表现较好。截至2020年末，总债务/总资本为38.06%，总资本对总债务的覆盖程度较好。

表 22 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	52.62%	55.53%	52.75%	56.66%
净债务/EBITDA	--	1.55	1.29	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	9.39	10.01	16.85
总债务/总资本	--	38.06%	33.74%	37.87%
FFO/净债务	--	37.46%	26.44%	63.57%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，截至2020年末，公司速动比率和现金短期债务比分别为0.56和0.57，水平均较低，公司面临较大的短期偿债压力。

图 18 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月12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。

或有事项分析

公司未决诉讼金额较大，或面临或有负债风险

截至2020年12月31日，公司对外担保系公司对佛山市高明区氢裕公交客运有限公司提供的担保，担保金额为370.00万元。

2018年6月29日，山西省晋中市中级人民法院作出《民事判决书》（（2018）晋07民终1234号），判决煤焦化公司于判决生效十日内支付原告煤炭款22,189,530元，并承担利息损失。2018年11月5日进入强制执行程序。2019年5月17日，山西省高级人民法院出具《民事裁定书》（（2018）晋民申3322号），裁定该案由山西省高级人民法院提审，再审期间中止原判决执行。2021年1月8日山西省高院出具（2020）晋民再68号《民事裁定书》，本案发回重审。截至目前，本案尚处于重审阶段，尚未审结。

因技术合同纠纷，太原海力丰科技发展有限公司于2019年9月向吕梁市中级人民法院提起诉讼，涉案本金金额580万元，润锦化工提出管辖异议被驳回后，已向山西省高级人民法院提出管辖权异议裁定上诉申请。经管辖异议事项二审终审后，吕梁市中级人民法院于2020年12月17日作出《民事判决书》（（2019）晋11民初134号），判决解除原被告双方签署的协议，润锦化工向原告太原海利丰支付各项费用共计200万元及利息，驳回原告其他请求；原被告双方均于2021年1月提出上诉。目前本案处于二审阶段，尚未审结。

亚联（香港）国际投资有限公司于2020年9月向河北省石家庄市中级人民法院提起诉讼，被告为河钢股份有限公司、唐山钢铁集团有限公司、美锦煤焦化，要求第三人唐钢美锦返还唐山德盛煤化工有限公司150万吨/年的焦炭指标，或按市场价赔偿唐山德盛煤化工有限公司损失45,000万元，及赔偿唐山德盛煤化工有限公司固定资产折旧费损失23,747.64万元，被告河钢股份有限公司、唐山钢铁集团有限责任公司、山西美锦煤焦化有限公司对返还焦炭指标或赔偿价款承担连带责任。目前，本案处于一审审理阶段，尚未判决。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金来源之一为募投项目产生的收益。根据公司提供的数据，华盛化工新材料项

目满产后预计每年实现销售收入1,264,274.52万元，税后利润134,467.88万元。该项目总投资收益率为21.00%，内部收益率（税后）为17.98%，投资回收期（税后）为7.27年。氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）预测期可实现年均销售收入208,536.06万元，年均净利润35,619.14万元，内部收益率（税后）为23.16%，投资回收期（税后）为6.60年。但中证鹏元也关注到，募投项目建设周期较长、投资规模较大，华盛化工新材料项目剩余土地相关手续正在办理中，如发生不可预见的因素影响施工进度，募投项目能否如期竣工存在一定不确定性；此外，若市场环境或环保等政策产生不利变化，项目建成后能否产生预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。公司业务规模较大，2018-2020年公司分别实现营业收入151.47亿元、140.90亿元和128.46亿元，实现净利润20.69亿元、10.82亿元和8.60亿元。2018-2020年公司经营性现金流量（FFO）仍具有一定规模，现金生成能力尚可，但近年来整体有所下降。2018-2020年公司经营活动现金流净额分别为15.35亿元、19.27亿元和12.19亿元，规模有所波动，但均保持净流入。但中证鹏元也关注到，公司收入主要来源于焦炭业务，如焦炭行业市场环境发生不利变化，可能会对公司现金流产生的不利影响。

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。

十、结论

综上，中证鹏元评定山西美锦能源股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

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本评级机构网站（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。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	16.66	27.70	15.67	12.32
应收账款	25.68	25.31	19.33	20.26
流动资产合计	70.10	75.02	66.93	71.75
固定资产	97.51	92.13	91.98	80.21
在建工程	44.47	45.69	12.56	11.27
无形资产	28.40	26.77	19.83	19.15
非流动资产合计	183.92	178.11	129.47	115.10
资产总计	254.02	253.13	196.40	186.85
短期借款	6.85	6.55	4.87	21.06
应付票据	24.16	30.25	16.70	13.29
应付账款	34.58	36.72	28.63	27.01
一年内到期的非流动负债	22.85	22.45	20.85	5.98
流动负债合计	112.40	120.65	89.45	92.38
长期借款	10.79	10.71	8.58	11.74
长期应付款	3.71	2.97	0.00	1.13
非流动负债合计	21.26	19.91	14.15	13.49
负债合计	133.66	140.56	103.61	105.87
总债务	--	69.18	47.25	49.35
归属于母公司的所有者权益	106.68	100.08	81.68	71.14
营业收入	37.56	128.46	140.90	151.47
净利润	7.52	8.60	10.82	20.69
经营活动产生的现金流量净额	0.70	12.19	19.27	15.35
投资活动产生的现金流量净额	-3.80	-27.81	-9.42	-28.15
筹资活动产生的现金流量净额	-1.74	18.80	-8.42	11.34
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	34.07%	21.32%	23.54%	29.97%
EBITDA 利润率	--	20.52%	18.46%	24.65%
总资产回报率	--	6.26%	9.06%	17.03%
产权比率	111.05%	124.87%	111.66%	130.75%
资产负债率	52.62%	55.53%	52.75%	56.66%
净债务/EBITDA	--	1.55	1.29	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	9.39	10.01	16.85
总债务/总资本	--	38.06%	33.74%	37.87%
FFO/净债务	--	37.46%	26.44%	63.57%
速动比率	0.55	0.56	0.63	0.56
现金短期债务比	--	0.57	0.44	0.38

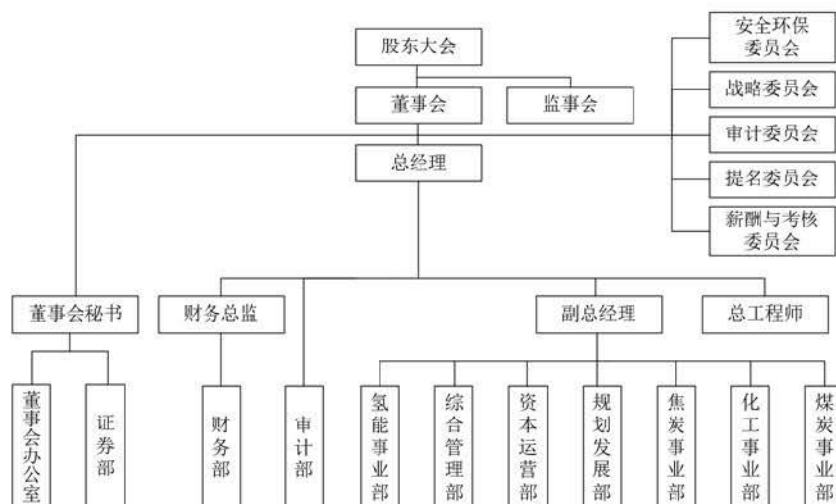
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
山西美锦焦化有限公司	90.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西美锦华盛化工新材料有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西美锦煤化工有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司	55.00%	焦炭及化工产品生产销售
内蒙古美锦新能源有限公司	100.00%	焦炭及化工产品生产销售
山西润锦化工有限公司	90.00%	化工产品生产销售
山西云锦天然气有限公司	100.00%	化工产品生产销售
山西炭美新材料科技有限公司	75.00%	炭材料制造
山西汾西太岳煤业股份有限公司	76.96%	煤炭开采
山西美锦集团东于煤业有限公司	100.00%	煤炭开采
山西美锦集团锦富煤业有限公司	100.00%	煤炭开采
佛山市飞驰汽车科技有限公司	51.20%	新能源汽车开发制造
山西美锦氢能科技有限公司	100.00%	新能源汽车及设备生产
青岛美锦新能源汽车制造有限公司	51.00%	新能源汽车及设备生产
佛山市飞驰新能源商用车有限公司	51.00%	新能源汽车及设备生产
云浮锦鸿氢源科技有限公司	60.00%	加氢站建设及运营
佛山市锦鸿新能源有限公司	55.00%	加氢站建设及运营
山西示范区美锦氢源科技发展有限公司	100.00%	加气站建设及运营
山西美锦天然气有限公司	100.00%	加气站建设及运营
美锦能源（浙江）有限公司	100.00%	新能源技术开发推广
交城锦源环保科技有限公司	100.00%	环保服务
山西上德水务有限公司	75.00%	污水处理
珠海美锦嘉创资本投资有限公司	100.00%	投资管理
宁波梅山保税港区美锦美和投资管理有限公司	100.00%	投资管理
美锦嘉创（北京）资本管理有限公司	100.00%	投资管理
天津美锦国际贸易有限公司	100.00%	贸易
大连美锦能源有限公司	100.00%	贸易
山西美锦物资供应有限公司	100.00%	贸易
美锦（天津）贸易发展有限公司	100.00%	贸易
北京美锦佳睿咨询服务服务有限公司	100.00%	商务服务
青岛美锦投资发展有限公司	100.00%	投资管理
青岛美锦嘉创投资管理有限公司	100.00%	投资管理
佳富集团有限公司	100.00%	投资管理
优丽贸易有限公司	100.00%	投资管理

资料来源：公司 2020 年度报告

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理局商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关报送上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
美锦能源 使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

此复印件仅供
美锦能源
再复印无效

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	马琳丽	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220040002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-04-07			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220040002	2020-04-07	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	宋晨阳	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220050002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-05-06			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S1070116090082	2016-09-17	长城证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2019-04-30
R0030220050002	2020-05-06	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	