



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪377号

山西西山煤电股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“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）”、“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（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十日

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）、（第二期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	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）		
发行主体	山西西山煤电股份有限公司		
债券简称	17 西煤 01		
债券代码	112573		
发行规模	人民币 22 亿元		
存续期限	2017/08/24~2020/08/24（3+2）		
上次评级时间	2017/08/11		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	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（第二期）		
发行主体	山西西山煤电股份有限公司		
债券简称	17 西煤 02		
债券代码	112581		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2017/09/06~2020/09/06（3+2）		
上次评级时间	2017/08/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

西山煤电	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	189.85	193.82	211.93	219.53
总资产（亿元）	522.31	538.82	578.56	589.01
总债务（亿元）	205.14	209.11	217.43	220.14
营业总收入（亿元）	186.58	196.11	286.55	72.99
营业毛利率（%）	32.36	31.45	33.45	31.23
EBITDA（亿元）	33.21	36.33	56.28	-
所有者权益收益率（%）	1.11	2.33	8.67	10.90
资产负债率（%）	63.65	64.03	63.37	62.73
总债务/EBITDA（X）	6.18	5.76	3.86	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.77	3.24	5.06	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益；净利润包含少数股东损益；
2、公司 2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

山西西山煤电股份有限公司（以下简称“西山煤电”或“公司”）已形成“煤-焦-化”、“煤-电-材”两条产业链，2017 年公司积极推进煤矿建设和产能置换，叠加煤价上涨行情，全年煤炭板块业绩突出；受当年焦化行业景气度提升、下游钢厂需求增加带动，焦化相关产品价格上涨，公司全年营业收入增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司电力热力板块盈利能力下降、债务和资本支出规模较大等因素可能对其信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持发行主体西山煤电主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“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）”信用等级为 AAA，维持“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（第二期）”信用等级为 AAA。

正面

- 公司煤炭种优质，特别焦煤和肥煤具有良好的市场竞争力。公司煤种包括主焦煤、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。其中，公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源，具有良好的市场竞争力。
- 行业回暖促进公司经营效益提升。2017 年国家深入推进供给侧结构性改革，煤炭行业落后产能、无序产能出清成效显著，煤炭价格提升，公司经营效益显著提升。2017 年公司营业收入同比增长 46.12%至 286.55 亿元；净利润同比增长 307.51%至 18.38 亿元。
- 融资渠道顺畅。截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行类金融机构综合授信额度 327 亿元，其中未使用额度 136.19 亿元。此外，公司系

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

陆楚云 chylu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月20日



A 股上市公司，能够在资本市场获取直接融资，融资能力强，运营资金能够得到有效保障。

关注

- 煤炭供需及市场价格波动。受去产能相关政策影响，2017 年煤炭价格高位运行，但宏观经济增速放缓和环保政策趋严都将压制下游行业对煤炭需求增长，加之国家适度微调行业政策抑制煤价过快上涨，仍需关注未来政策调控以及需求端支撑减弱等因素对煤炭行业中相关企业的影响。
- 电力热力业务盈利水平下降。2017 年电力热力业务受终端需求增长缓慢、煤炭价格高企等因素影响，公司电力热力板块出现亏损，盈利能力不甚理想。中诚信证评认为，短期内煤炭价格出现大幅下降的可能性较小，公司该业务板块面临的成本压力仍较大，其盈利或将受到持续影响。
- 债务规模高企，资本支出压力较大。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 220.14 亿元，占总负债比重为 59.58%，同时公司重要在建工程尚需投入超 50 亿元，资本支出压力仍较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

2017年8月4日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1427号文核准，公司获准公开发行面值不超过人民币30亿元的公司债券。本次债券采用分期方式发行，其中第一期发行工作于2017年8月24日结束，债券简称“17西煤01”，实际发行规模为人民币22亿元，最终票面利率为4.90%；第二期发行工作于2017年9月6日结束，债券简称“17西煤02”，实际发行规模为8亿元，最终票面利率为4.88%。本次债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务并调整债务结构，截至2017年末，募集资金已按照募集说明书中的用途使用完毕。

行业关注

2017年国家深入推进供给侧结构性改革，煤炭行业落后产能、无序产能出清成效显著。未来产能结构持续优化，将有助于提升行业集中度、规范产业发展

2016年12月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，明确到2020年化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能5万吨/年左右。2016年我国煤炭行业以“关”、“限”、“停”三种方式实现产能出清，当年计划关闭煤矿2.5亿吨，全年实际完成去产能约2.9亿吨，超额完成年度目标。

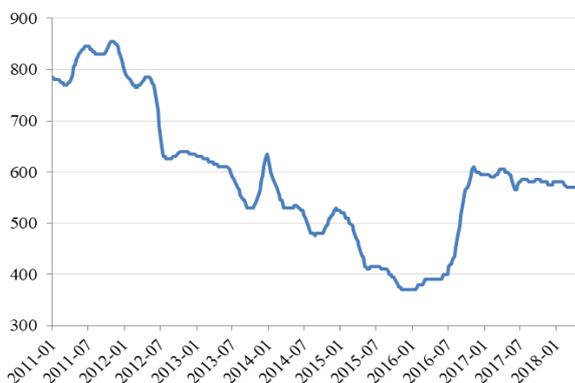
进入2017年，煤炭行业供给侧改革持续推进。2017年1月，国家能源局《能源发展“十三五”规划的通知》，强调能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内。2017年5月，国家发改委颁布《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，计划2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。2017年8月，煤炭行业1.5亿吨的去产能目标完成，全年共退出产能1.83亿吨，2016~2017年共退出产能4.73亿吨，煤炭行业供给侧改革取得了阶段性成果。根据2018年3月的《政府工作报告》，2018年我国将继续退出煤炭产能1.5亿吨，至此将提前两年完成“十三五”

期间退出落后煤炭产能5亿吨的目标。未来的2019年和2020年，我国煤炭行业的改革重心将致力于实现“通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右”的目标，逐步完成从量产到质产的改革进程。从长期看，煤炭产能结构优化将提高行业集中度和规范产业发展，并有助于大型企业的健康发展。

2017年煤炭行业供需结构改善，行业盈利能力大幅提升。但煤炭价格高企对下游企业造成了较大压力，2017年以来国家通过多种措施抑制煤价异常波动，需关注未来政策调控以及需求端支撑减弱等因素对煤炭行业的影响

受淘汰落后产能和限制工作天数等政策影响，2016年我国煤炭产量同比减少9.4%至34.1亿吨；2017年随着供需结构逐步改善以及前期颁布的276个工作日限产政策宽松执行，煤炭行业优质产能加速释放使得原煤产量小幅增长3.3%至35.2亿吨，实现恢复性增长。从需求端来看，2017年全国房地产开发投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长7.0%和19.0%，受益于房地产和基建的投资拉动，钢铁、水泥等煤炭行业的主要下游呈现明显回暖态势，当年全国粗钢产量为8.32亿吨，同比增长5.7%，表观消费量为7.68亿吨，同比增长8.20%，增幅较上年增加6.90个百分点，实现生产消费量双增长；另外，2017年火电发电量为4.66万亿千瓦时，同比增长5.1%，较上年增加2.5个百分点。在煤炭产能出清以及水泥、钢铁和火电等下游行业需求回暖支撑下，2017年我国煤炭价格保持在较高水平，2017年12月27日，秦皇岛5,500大卡动力煤平均价格为580元/吨，晋城无烟煤中快价格为1,200元/吨，分别较2016年初上涨210元/吨和440元/吨。

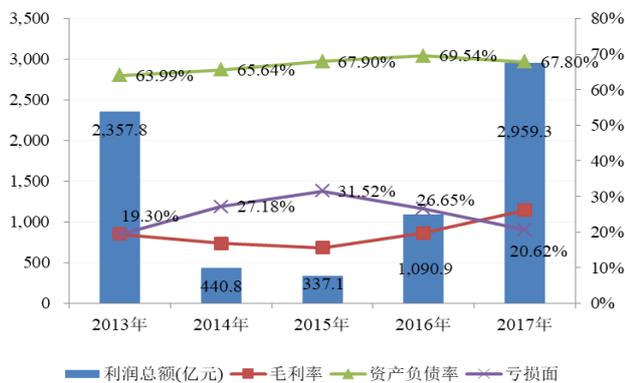
图 1: 2011~2018 年 4 月秦皇岛 5,500 大卡
动力煤价格走势 (元/吨)



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在煤价高位运行形势下, 2017 年我国煤炭行业整体经营效益明显提升。根据国家统计局数据, 2017 年我国煤炭开采和洗选业实现营业收入 27,704.6 亿元, 同比增长 25.4%; 实现利润总额 2,959.3 亿元, 同比增长 171.27%; 行业亏损面较上年减少 6.03 个百分点至 20.62%。

图 2: 2013~2017 年煤炭开采和洗选业主要财务指标



数据来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

但煤炭作为基础性原料, 其价格高企对下游生产企业形成了较大的成本压力。为引导煤炭价格合理运行, 保障下游行业的平稳健康发展, 2017 年 3 月 7 日, 国家发改委网站公开发文表态, 2016 年临时实施的 276 个工作日限产措施, 在 2017 年得到宽松执行, 总体目标是将煤炭价格控制在一个绿色合理区间, 抑制过快的大涨大跌。从 9 月底开始, 政策层面稳定煤价的决心较大。10 月中旬, 发改委提出要打造煤电中长期合同升级版, 重点指出煤炭直供直销从中长协衍生到短协和现货, 避免现货的高煤价。2017 年 10 月, 发展改革委办公厅出台《关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知》, 将严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为, 防

范煤炭价格异常波动, 确保迎峰度冬期间煤炭市场价格基本稳定。2018 年 2 月, 发改委对港口、煤炭、电力企业作出销售和采购煤炭 (5,500 大卡港口下水煤) 不允许超过 750 元/吨的指示, 同时为保障电煤供应、稳定煤价, 铁路方面优先运送电煤, 部分煤企春节不放假或放短假, 全力保障煤炭供应。

上述一系列政策的执行对引导煤炭价格走向合理水平起到了一定积极作用, 但当前煤炭价格仍处于相对高位, 需关注政策面过度干预对后期煤炭价格产生的负面影响。另外, 从长期看, 供给侧改革对煤价的促进作用将有所减弱, 下游火电行业在水电、风电等清洁能源的替代下, 未来难有大幅增长; 水泥、粗钢等下游工业在新常态经济的环境下, 对煤炭支撑作用亦较有限, 且近期全国多地房地产调整政策加码, 后续房地产投资增速放缓将影响煤炭需求。

2017 年受钢铁行业需求支撑和环保限产等多因素叠加, 焦炭价格震荡走强, 炼焦企业盈利表现较好。但当前焦化行业和钢铁行业仍处于供给过剩状态, 且易受环保限产等因素影响, 焦化企业后期经营依然面临一定压力

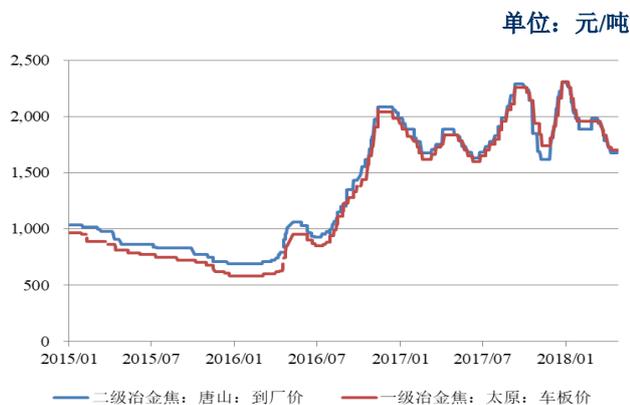
我国焦化行业长期处于供给过剩状态, 2015 年末全国焦炭产能为 6.87 亿吨, 产量 4.49 亿吨, 产能释放率仅为 65% 左右。2016 年 1 月中中国炼焦行业协会出台了《焦化行业“十三五”发展规划纲要》, 提出化解过剩产能 5,000 万吨的目标。根据卓创资讯统计, 2017 年我国焦炭产能净减少 1,172 万吨, 年末产能为 6.78 亿吨。另外, 近年我国对焦化行业的环保要求日趋严格, 2017 年内焦化行业面临多次环保检查和限产, 影响最大的是 2017 年 8 月环保部及国家发改委等政府部门联合发布《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 要求 2017 年 10 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日, “2+26” 城市焦化企业出焦时间延长至 36 小时以上, 相当于限产 30%; 位于城市建成区的焦化企业要延长至 48 小时以上, 相当于限产 50%。河北地区焦化企业集中, 受此次限产影响最大。2017 年我国焦炭产量 4.31 亿吨, 同比减少 3.3%。

下游需求及价格方面, 钢铁行业约占焦炭总消

费量的85%，2017年6月钢铁行业产销两旺，对焦炭需求大幅增加，焦炭价格进入上升通道，太原一级冶金焦车板价从6月初的1,650元/吨涨至9月中旬的2,260元/吨；进入供暖季后，钢企限产对焦炭企业形成利空，导致9月至11月焦炭价格最大跌幅达到500元/吨，但进入12月后，受焦化企业限产范围扩大，钢企补库需求增加带动，焦炭价格快速回升，太原一级冶金焦车板价从11月末的1,740元/吨涨至12月末的2,310元/吨，回升至9月中旬水平。进入2018年，受环保持续影响，供暖季后钢厂复产不达预期，焦炭价格承压下行，2018年5月5日太原一级冶金焦车板价为1,725元/吨，较年初降幅约600元/吨，另加之上游焦煤价格相对坚挺，上下游两端挤压导致部分焦炭企业盈利跌至亏损边缘，经营压力加重。

随着焦炭价格总体震荡走强，2017年大部分焦炭企业盈利状况较好，年内最高时吨焦利润达到600元左右。但焦炭对钢厂依赖度较高，且多处于弱势地位，在环保限产压力增加及钢厂去产能形势下，未来焦炭行情或将呈现一定波动。

图 3：2015~2018 年 4 月焦炭价格走势情况



数据来源：中信期货研究报告

中诚信证评认为，2017 年国内焦炭行表现较好，但目前焦化行业和钢铁行业的产能依然过剩，且未来钢铁行业限产、房地产政策加码等因素或将限制焦炭需求，另外对于独立炼焦企业而言，需求方钢厂大多为国有企业，销售产品时议价能力较弱；上游焦煤企业也大多为国有企业，采购原材料时也受到焦煤企业的挤压，因此炼焦企业仍面临一定经营压力。

业务运营

作为国内焦煤上市公司的龙头企业之一，公司以煤炭业务为主，实现了集煤炭资源开发、洗选加工和销售为一体的业务体系。近年来，公司不断利用自身煤炭资源优势，按照“煤-电-材”和“煤-焦-化”的产业结构将产业链逐步延伸至电力热力和焦化板块，发展循环经济，增加自身抗风险能力。2017 年受益于煤炭价格中高位运行，公司经营业绩大幅提升，全年营业收入同比增长 46.12% 至 286.55 亿元，营业毛利率较上年上升 2 个百分点至 33.45%。分行业收入构成来看，2017 年公司煤炭、电力热力和焦炭业务分别实现销售收入 158.15 亿元、32.82 亿元和 70.43 亿元；分别较上年增长 64.49%、9.29% 和 55.51%；占营业收入比重分别为 55.19%、11.45% 和 24.59%。

表 1：2017 年公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

分产品	营业收入	同比增长	毛利率	同比增加 (百分点)
煤炭	158.15	64.49	57.63	3.14
电力热力	32.82	9.29	-6.29	-18.39
焦化板块：	78.19	51.27	5.37	-1.09
焦炭	70.43	55.51	5.88	-2.46
煤气	5.11	4.10	-2.54	5.42
焦油	2.65	76.53	7.17	11.17
其他	17.39	-4.66	0.69	6.06
合计	286.55	46.12	33.45	2.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司具备煤炭资源和区位优势，跟踪期内煤炭平均价格上升以及公司煤炭产销量增加，推动公司全年业绩大幅提升

煤炭开采系公司核心产业，目前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。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。其中，公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源，具有良好的市场竞争力。截至 2018 年 3 月末，公司拥有煤矿 11 座，煤炭资源储量 41.06 亿吨，可采储量 23.16 亿吨。其

中，在产煤矿 7 座，为西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿和兴县斜沟矿，以及整合矿井生辉煤业和义城煤业，合计核定产能为 2,960 万吨/年。

新增煤炭资源储备方面，跟踪期内为贯彻落实产能置换政策，公司子公司山西西山晋兴能源有限责任公司下属斜沟煤矿以相对低廉的价格向山西焦煤集团下属煤矿购置产能共计 210 万吨/年，收购子公司西山庆兴煤业置换指标 90 万吨/年。公司在建矿井包括山西古县西山圪堆煤业有限公司、山西古县西山鸿兴煤业有限公司和山西洪洞西山光道煤业有限公司的 3 座矿井，分别预计于 2019 年 11 月、9 月和 2021 年 11 月达产，合计可采储量 3,460.57 万吨，设计产能 240 万吨/年。整合技改矿井方面，公司下属山西临汾西山能源有限责任公司的登福康煤业和鸿兴煤业为技改矿井，可投放产能各为 60 万吨/年，其中登福康煤业已于 2018 年 1 月完成竣工验收，预计于 2019 年达产；鸿兴煤业预计可在 2018 年 11 月竣工验收，2019 年 9 月达产。整体来看，公司煤炭储备资源短期内增长空间不大，但技改矿井的竣工验收、关停矿井的产能置换以及资源整合收购仍有望推动公司整体产能进一步提升。

原煤开采方面，2017 年受益于“276 天”限产政策放开，公司原煤产量同比增长 2.89% 至 2,498 万吨；受井下地质条件变化影响，2017 年公司精煤回收率小幅下降，全年洗精煤产量同比减少 1.43% 至 1,100 万吨，精煤洗出率为 44.04%；2018 年一季度，公司原煤产量为 649 万吨，当期精煤回收率回升至 46.40%。

表 2：2015-2018.Q1 公司煤炭产量

	单位：万吨、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
原煤	2,788	2,428	2,498	649
洗精煤	1,290	1,116	1,100	321
精煤洗出率	46.27	45.96	44.04	46.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，受国家节能环保政策趋紧，下游电力、钢铁和建材企业开工率不足影响，2017 年公司除洗混煤和原煤销量分别同比增长 7.76% 和 14.73% 外，其他煤炭产品销量均有不同程度的下降，全年公司商品煤销量同比小幅增长 1.02% 至 2,385 万吨。

2017 年公司煤炭产品价格跟随煤炭上涨行情呈明显上升趋势，全年商品煤均价较上年增加 255.94 元/吨至 663.23 元/吨。销量和价格齐增推动 2017 年公司煤炭业务收入同比增长 64.49% 至 158.15 亿元。同时，公司通过降本增效、取消年金等措施降低吨煤制造成本，当年公司煤炭业务毛利率较上年增加 3.14 个百分点至 57.63%。

表 3：2016-2017 年公司煤炭销售情况

	2016		2017	
	销量	平均售价	销量	平均售价
焦精煤	251	599.05	231	1,028.27
肥精煤	373	664.04	357	1,166.28
瘦精煤	186	437.90	159	757.98
气精煤	367	398.59	360	659.32
原煤	129	179.27	148	306.30
洗混煤	979	309.80	1,055	487.43
煤泥	76	120.22	75	145.34
合计	2,361	407.29	2,385	663.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

安全生产方面，为减少安全事故发生，保障员工和企业利益，2017 年公司继续保持较大规模的安全装备投入和培训力度，抓住矿井重点防治，强化矿井通风系统、瓦斯抽采和顶板的基础管理工作。当年，公司马兰南九风井项目建设完成，镇城底矿八字山地面瓦斯抽采系统顺利运转，安全生产管控能力进一步提升。当年，公司实现百万吨死亡率为零的安全目标。

煤炭运输方面，公司主要通过自有铁路或公路运输的方式连接到国家铁路后销往客户处。自建铁路方面，2017 年公司兴县斜沟矿井配套项目晋兴苛瓦铁路及宁苛瓦线开行万吨列扩能改造项目工程已进入项目后期，预计 2019 年 3 月开通，届时苛瓦铁路的通行将有助于宁苛瓦线运力大幅提升。2017 年公司煤炭外运量为 2,391.97 万吨，同比增长 4.52%。其中，公路运输量为 140.11 万吨，同比减少 49.10%；铁路运输量 1,078.59 万吨，同比增长 11.07%；水路运输量 1,173.27 万吨，同比增长 12.57%。

表 4：2015~2018.Q1 公司煤炭外运情况

单位：万吨				
	2015	2016	2017	2018.Q1
外运量	2,511.09	2,288.57	2,391.97	512.34
公路	284.12	275.25	140.11	49.33
铁路	1,087.66	971.10	1,078.59	237.81
水路	1,139.31	1,042.22	1,173.27	225.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，伴随着自身产销量规模增长和煤炭价格的上涨，2017 年公司煤炭业务实现大幅增长。未来技改矿井竣工验收以及关停矿井置换的产能完全释放将对公司煤炭业务规模进一步扩张，但仍需关注煤价高企形势下，政策调控和下游需求端支撑减弱等因素引发的煤价下行风险。

2017 年煤焦化行业景气度进一步提升，公司焦化板块产品价格均明显上涨，推动焦化板块收入大幅提升，但受成本上升影响，公司煤化工板块初始获利水平仍较低

表 5：截至 2018 年 3 月末公司焦化板块产能分布情况

单位：万吨		
	焦炭产能	煤焦油产能
西山煤气化焦化一厂	60	1.5
西山煤气化焦化二厂	60	1.5
京唐焦化	420	10.0
合计	540	13.0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司焦化业务的运营主体为山西西山煤气化有限公司和唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司，目前合计拥有 540 万吨/年的焦炭和 13 万吨/年的煤焦油产能。2017 年受焦化行业景气度提升、下游钢厂需求增加带动，公司焦炭、焦油和煤气分别实现产量 431 万吨、12 万吨和 126,856 万立方米，同比分别增长 2.36%、0.93% 和 3.99%。

公司焦化业务销售渠道稳定性较高，煤气化产品主要销往河北和东北地区的大型钢企，货款大部分通过票据结算，结算周期在 2~3 个月之间；京唐焦化全部销往首钢京唐钢铁，跨月结算。公司焦化业务实行以销定产的业务模式，2017 年产品产销率基本达到 100%，库存压力较小。当年，公司实现焦炭销量 424 万吨，较上年变化不大；实现焦油和煤气销售 12 万吨和 126,856 万立方米，分别较上年

增长 9.09% 和 3.99%。

产品价格方面，受益于钢铁行业需求增加以及煤炭价格走高对焦炭价格的支撑，2017 年国内焦炭价格总体高位波动，全年平均销售价格为 1,692.22 元/吨，同比增长 63.79%。2017 年公司焦化产品中，除煤气价格稍有下降外，其他产品平均价格均上涨较多，焦炭、焦油和煤气的平均销售价格分别为 1,661.97 元/吨、2,248.58 元/吨和 0.40 元/立方米，分别同比增长 72.94%、77.33% 和 -23.08%。2017 年上述焦化产品价格上涨对公司的收入贡献为 78.19 亿元，较上年增长 51.27%。尽管产品价格的上涨对公司收入提升形成了有力支撑，但环保限产、原材料价格上涨和波动等因素亦造成生产成本增加，2017 年公司焦炭毛利率较上年下降 2.46 个百分点至 5.88%，煤气产品成本倒挂，焦油由于平均价格同比增长较多，覆盖了成本的上涨，当年毛利率较上年大幅提升 11.17 个百分点至 7.17%。当年公司焦化业务综合毛利率为 5.37%，较上年下降 1.09 个百分点，整体盈利水平仍较低。

表 6：2016~2017 年公司焦化产品产销情况

产品	指标	2016	2017	同比增幅
焦炭	产量（万吨）	421	431	2.36%
	销量（万吨）	425	424	-0.28%
	均价（元/吨）	961	1,661.97	72.94%
焦油	产量（万吨）	12	12	0.00%
	销量（万吨）	11	12	9.09%
	均价（元/吨）	1,268	2,248.58	77.33%
煤气	产量（万立方米）	121,990	126,856	3.99%
	销量（万立方米）	121,990	126,856	3.99%
	均价（元/立方米）	0.52	0.40	-23.08%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年火电行业仍处于供需宽松状态，电价下调以及燃料成本上升使得公司电力板块盈利水平大幅下降

公司电力业务的运营主体主要为武乡西山发电有限公司、山西兴能发电有限公司和山西西山热电有限责任公司，截至 2017 年末，公司发电机组总装机容量为 3,150 兆瓦。新增电力资产方面，公司全资子公司古交西山发电有限公司建设的古交电厂三期低热值煤热电项目装机容量为 2×660 兆瓦，2017 年 5 号机组完成试运行，其他机组预计将

于 2018 年 8 月达产，项目建成后将大幅提升公司装机容量。另外，当年公司以现金 1.95 亿元收购古交配煤厂标的资产，加强了对发电业务上游关键生产设施的控制，进一步夯实了“煤-电-材”产业链。但总体来看，在我国用电量增速放缓和国家大力支持清洁能源发展的背景下，火电机组电力供需失衡情况难以得到有效缓解，中诚信证评对公司新增电力的产能释放压力保持关注。

跟踪期内，公司所属电厂机组运行基本稳定。当年发电量和上网电量分别为 131 亿千瓦时和 117 亿千瓦时，同比增幅分别为 3.97% 和 3.54%。2017 年公司发电量和上网电量同比略有增长，但受宏观经济形势的影响，国内火电总体处于供给宽松状态，火电上网电价整体处于相对低位。2018 年一季度，受益于电力需求回暖、燃料成本下降，火电行业整体业绩明显改善，公司发电量和上网电量分别为 40 亿千瓦时和 36 亿千瓦时，分别较上年同期增长 11.12% 和 10.94%。供电能耗方面，2017 年公司供电标准煤耗为 337.81 克/千瓦时，同比增长 3.08%。随着煤价上升，公司控制外购煤的使用量，同时注重节能减排、改善管理运行效率，2018 年 3 月末，公司供电标准煤耗为 297.42 克/千瓦时，较年初同比下降 11.96%。受煤价高企影响，当年公司电力板块成本大幅上涨，加之上网电价仍处于低位，电力业务毛利率下降 18.39 个百分点至 -6.29%。中诚信证评认为，短期内煤炭价格出现大幅下降的可能性较小，公司该业务板块面临的成本压力仍较大，其盈利或将受到持续影响。

表 7：2015~2018.Q1 公司电力业务运营指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
装机容量（兆瓦）	3,162	3,150	3,150	3,150
发电量（亿千瓦时）	118	126	131	40
上网电量（亿千瓦时）	106	113	117	36
机组平均利用小时数（小时）	3,595.12	3,845.44	3,761.46	1,315.21
供电煤耗（克/千瓦时）	333.80	327.73	337.81	297.42
平均售电价格（元/兆瓦时）	303.93	259.87	264.13	281.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，“煤-焦-化”、“煤-电-材”两条产业链的发展有利于公司综合利用现有煤炭资源并缓解

部分煤炭外运压力。且随着供给侧结构改善，2017 年公司煤炭和焦化板块业绩均大幅提升。但本轮煤炭行情多源于供给侧改革推动，当前煤价高企，需关注后续政策调控以及需求不及预期等因素对煤炭行情的压制。

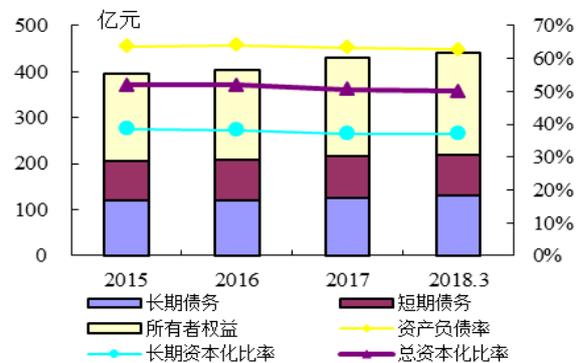
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告。以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

2017 年公司继续推进矿井技改等在建项目建设以及资源整合收购，自身业务规模扩大推动年末总资产同比增长 7.38% 至 578.56 亿元。所有者权益方面，2017 年公司盈利经营，当年末未分配利润和盈余公积等相应增加，共同推动净资产同比增长 9.35% 至 211.93 亿元。2017 年公司公开发行两期公司债券滚动置换到期的两期 PPN，同时经营性负债增加使得年末总负债同比增长 6.27% 至 366.63 亿元。当年末公司资产负债率较上年末下降 0.66 个百分点至 63.37%，总资本化比率较上年下降 1.26 个百分点至 50.64%。2018 年 3 月末，公司资产负债率进一步下降 0.64 个百分点至 62.73%；总资本化比率下降 0.57 个百分点至 50.07%，财务杠杆水平仍处于较高水平。

图 4：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司属于资本密集型企业，2017 年末非流动资产占总资产比重为 71.44%，包括固定资产 238.69 亿元、在建工程 76.27 亿元、无

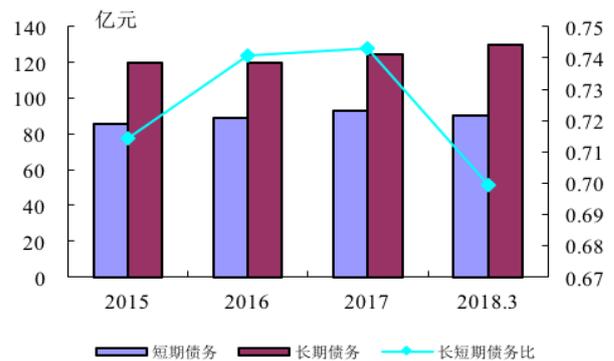
形资产 33.62 亿元、商誉 13.27 亿元和长期股权投资 21.52 亿元等。具体来看，公司固定资产主要包括房屋建筑物、矿井建筑物和专用设备，2017 年煤矿建设、技改以及发电板块等项目的陆续转固使得当年末固定资产同比增长 4.91%；当年，煤炭矿井建设及技改项目、电力装机建设项目等的不断推进使得公司在建工程同比增长 0.75%；公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，受益于土地使用权以及收购煤矿带来的采矿权增加，年末无形资产同比增长 16.33%；商誉系公司于 2012 年以人民币 0.15 亿元收购武乡发电 100% 股权，合并成本超过获得的武乡发电可辨认资产、负债公允价值的差额确认为与武乡发电相关的商誉所致，2017 年末经商誉减值测试，公司对武乡发电计提商誉减值损失 1.50 亿元。公司长期股权投资均为对联营企业的股权投资，2017 年新增对山西中铝华润有限公司 2 亿元投资及权益法下确认投资收益增加推动年末长期股权投资同比增长 15.10%。

公司流动资产规模相对较小，2017 年末占总资产比重为 28.56%，包括货币资金（41.10 亿元）、应收票据（51.95 亿元）、应收账款（26.09 亿元）和存货（32.94 亿元）等。具体来看，公司货币资金主要为银行存款和银行承兑汇票保证金，其中受限的货币资金共 10.31 亿元，为银行承兑汇票保证金；随着 2017 年公司业务规模大幅增长，以银行承兑汇票结算销售款增加推升年末应收票据同比增长 174.13%；应收账款主要为应收销售款，2017 年末应收账款账龄 1 年以上的占比 34.59%，公司已按信用风险特征组合计提坏账准备 3.37 亿元，受煤炭行情回暖，公司销售回款比例增加以及前期货款收回使得当年应收账款同比减少 40.48%；存货主要由原材料和库存商品构成，以生产辅助材料和煤炭为主，2017 年公司存货同比增长 3.43%，主要系库存商品增加所致。

从债务情况看，为匹配其业务运行特点、满足项目投资需要，公司债务以长期债务为主。2017 年公司成功发行两期总规模 30 亿元的公司债券置换当年到期的两期 30 亿元 PPN，整体债务规模较为稳定，2017 年末总债务规模仅小幅同比增长 3.89%

至 217.43 亿元，2018 年 3 月末较年初同比增长 1.25% 至 220.14 亿元。2017 年末公司长短期债务比维持 0.74 倍，2018 年一季度公司新增 4.8 亿元银行长期借款使得长短期债务比下降至 0.70 倍。资本支出方面，截至 2017 年末，公司重要在建项目计划总投资 196.47 亿元，尚需投入余 50 亿元，未来资本支出压力仍较大。

图 5：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

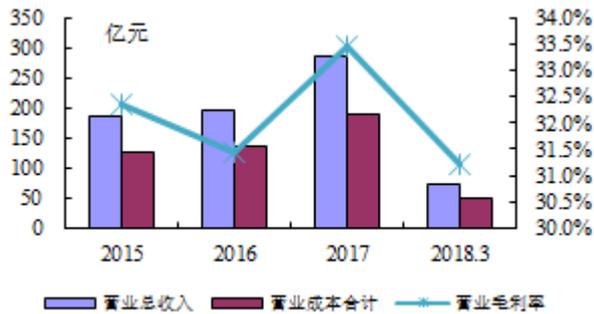
总体来看，目前公司债务期限结构尚属合理，但公司主要通过债务融资来满足资金需求，同时重要在建工程尚需投入 120.20 亿元，总体面临较大资本支出压力，未来公司总债务仍有上升趋势，财务结构稳健性有待提升。

盈利能力

2017 年公司实现营业收入 286.55 亿元，同比增长 46.12%，营业毛利率为 33.25%，较上年增加 2 个百分点。具体来看，公司通过降本增效、取消年金等措施使得吨煤制造成本大幅下降，加之 2017 年煤炭价格的回升，公司煤炭业务收入同比增长 64.50% 至 158.15 亿元，毛利率亦较上年增加 3.14 个百分点至 57.63%；焦化业务相关产品价格上涨推动焦化板块收入同比增长 51.27% 至 78.19 亿元，但由于环保限产、原材料价格上涨和波动等因素增加了生产成本，焦化板块毛利率较上年下降 1.09 个百分点；电力热力业务受终端需求增量不足以及上网电价下调影响，收入成长空间有限，较上年同比增长 9.29%，但受燃料价格高企影响，电力业务盈利空间大幅下降，毛利率较上年下降 18.39 个百分点。2018 年一季度，公司实现营业收入 72.99 亿元，同比增长 5.6%，综合毛利率 31.23%，较年初减少 2.02

个百分点。

图 6：2015~2018.Q1 公司收入成本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

三费方面，2017 年公司加强成本控制力度，全年发生期间费用 52.82 亿元，较上年同比增长 14.45%，远低于收入增速，三费收入占比较上年减少 5.10 个百分点至 18.43%。公司三费中销售费用占比最大，主要为运输费，2017 年受煤炭销量增长以及自有铁路投运增加影响，公司销售费用同比增长 28.93%；管理费用包括修理费、人工成本、税费、研发费用、折旧及摊销等，2017 年由于职工薪酬增加，管理费用同比增长 10.70%；公司债务规模较为稳定，当年财务费用变动不大。总体来看，公司期间费用规模仍较大，三费控制水平有待进一步提升。

表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用变化情况

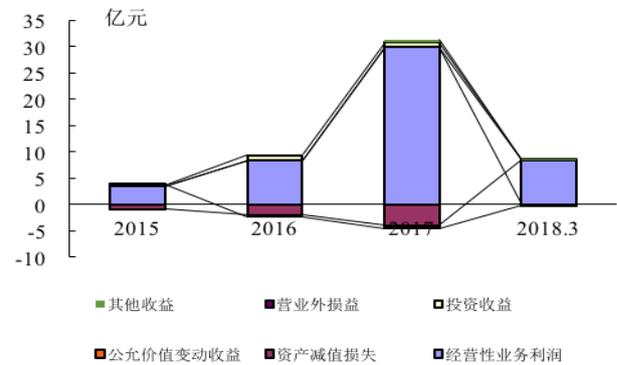
项目	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	21.21	18.94	24.42	4.83
管理费用	17.69	17.42	19.28	4.67
财务费用	11.03	9.79	9.12	1.83
三费合计	49.93	46.15	52.82	11.34
营业总收入	186.58	196.11	286.55	72.99
三费收入占比	26.76	23.53	18.43	15.53

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于煤炭、煤化工、贸易等主要业务板块的利润贡献，2017 年公司实现利润总额 26.83 亿元，同比增长 281.45%，其中经营性业务利润 29.95 亿元，占利润总额比重为 111.63%，是公司利润的主要来源。2017 年末公司对收购的武乡发电进行商誉减值测试，最终确认商誉减值损失 1.50 亿元，加之计提的坏账损失 2.42 亿元，全年计提资产减值损失 3.92 亿元，对当期盈利形成一定侵蚀。当年公司投

资收益 0.90 亿元主要来源于权益法核算的长期股权投资 0.79 亿元，主要对象为山西焦煤集团财务有限责任公司。

图 7：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



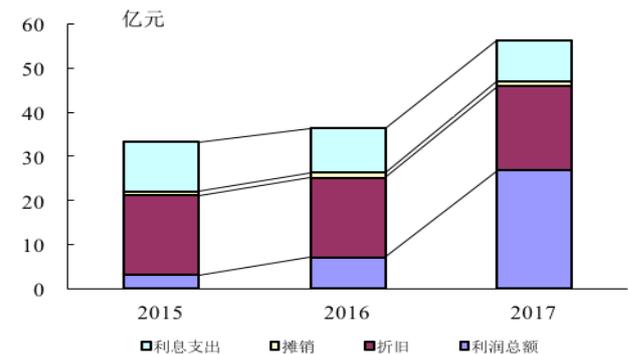
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司经营性业务盈利能力得到大幅提升，但资产减值规模的扩大亦对整体盈利形成一定影响。

偿债能力

随着盈利能力增强，2017 年公司主要偿债指标进一步提升。当年 EBITDA 利息保障倍数从上年度的 3.24 倍增至 5.06 倍；总债务/EBITDA 指标从上年的 5.76 倍下降至 3.86 倍。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2017 年公司收入规模扩大，盈利能力和回款速度提升，同时增加了票据使用量，经营性应付项目大幅增加，全年经营性净现金流同比增长 107.24% 至 54.35 亿元。受益于此，公司经营性净现金流对债务本息的保障程度明显提升，2017 年末经营活动净现金/总债务从上年末的 0.13 倍增至 0.25 倍，经营活动净现金/利息支出从上年的 2.34 倍增至 4.88 倍。

表 9：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	205.14	209.11	217.43	220.14
短期债务（亿元）	85.46	89.00	92.70	90.60
长期债务（亿元）	119.68	120.11	124.73	129.53
EBITDA（亿元）	33.21	36.33	56.28	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.77	3.24	5.06	-
总债务/EBITDA（X）	6.18	5.76	3.86	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.79	2.34	4.88	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.13	0.25	0.36
资产负债率（%）	63.65	64.03	63.37	62.73
总资本化比率（%）	51.94	51.90	50.64	50.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末，公司共获得中国工商银行、中国建设银行、民生银行和招商银行等多家金融机构综合授信额度 327 亿元，其中未使用额度 136.19 亿元。此外，公司系 A 股上市公司，能够在资本市场获取直接融资，备用流动性丰富，具备较强的财务弹性。

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司受限资产合计 68.42 亿元，占总资产的比例为 11.83%。

表 10：2017 年末公司受限资产情况

单位：亿元

项目	账面价值	受限原因
货币资金	10.31	银行承兑汇票
应收票据	6.12	质押票据
固定资产	20.68	设备抵押借款
无形资产	4.31	土地使用权质押借款、采矿权质押借款
在建工程	27.00	抵押借款
合计	68.42	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司实际担保余额为 90.88 亿元，均系对子公司的担保，占净资产比重为 41.40%。此外，截至 2018 年 3 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

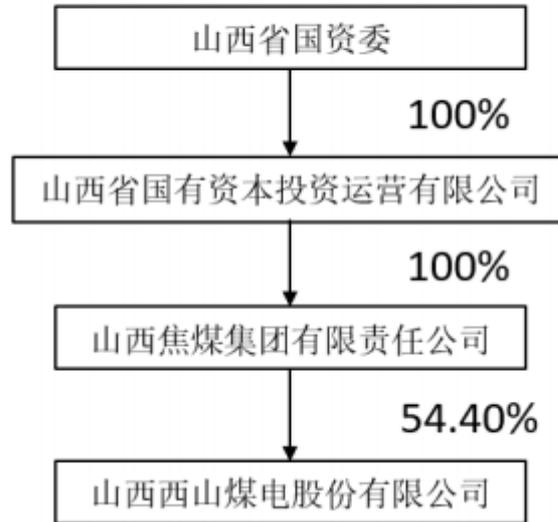
总体来看，公司煤炭产量规模优势突出，已逐步形成的循环产业链使公司具备较强的抗风险能力。2017 年随着煤炭行业的回暖，公司经营效率及盈利能力等方面大幅提升，且获现能力提升，整体偿债能力极强。但中诚信证评也关注到煤炭行业政

策变化、未来投资规模较大等因素对公司整体经营及信用水平的影响。

结 论

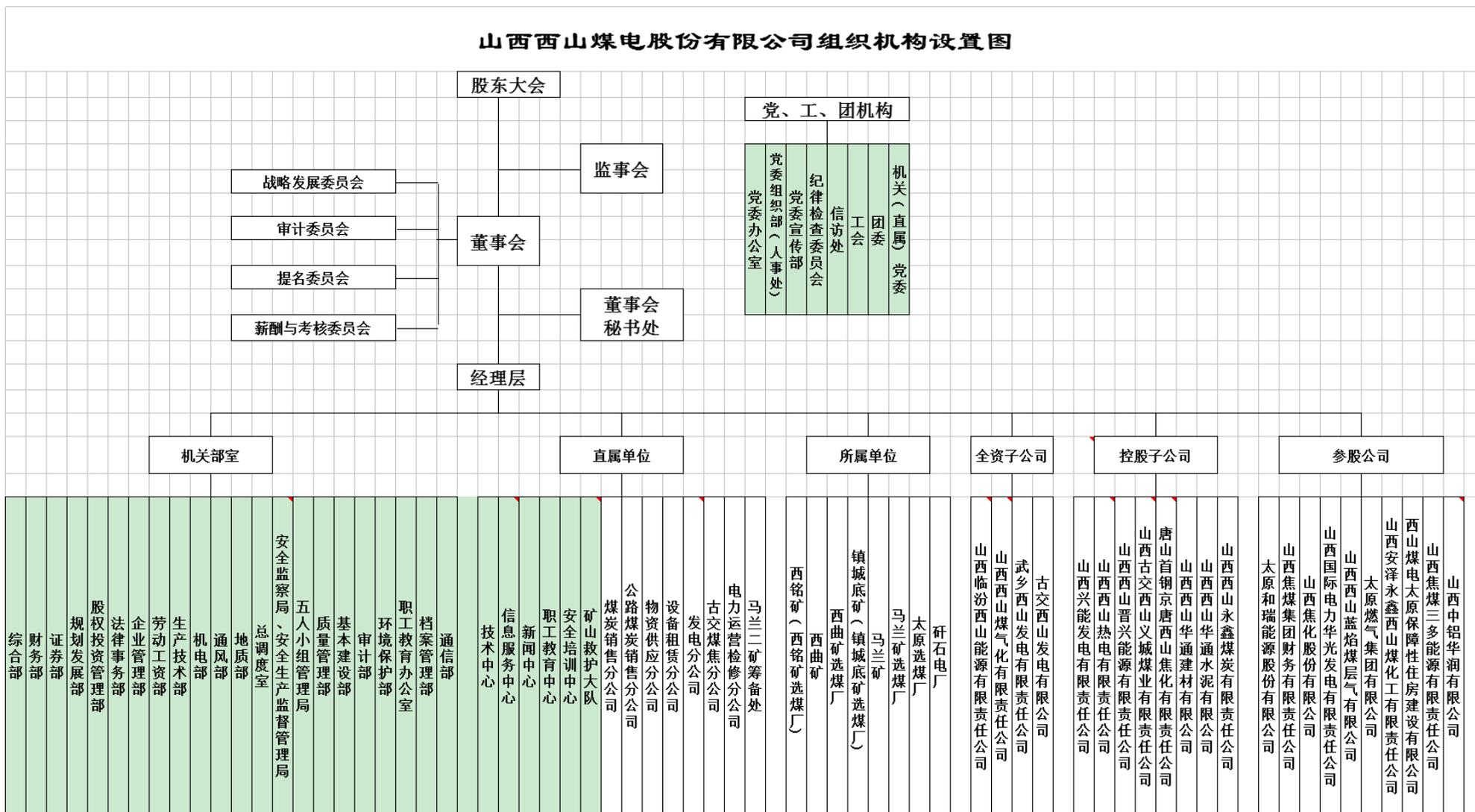
综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：山西西山煤电股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：山西西山煤电股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：山西西山煤电股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	392,421.11	352,995.48	410,971.83	589,481.68
应收款净额	433,736.15	438,372.42	260,922.78	337,431.42
存货净额	291,071.09	318,505.98	329,423.46	332,085.36
流动资产	1,465,767.13	1,420,131.97	1,652,518.35	1,766,036.45
长期投资	166,788.23	201,978.57	230,218.79	231,918.79
固定资产合计	2,810,662.80	3,036,010.58	3,154,029.21	3,162,697.63
总资产	5,223,104.90	5,388,217.58	5,785,638.21	5,890,105.60
短期债务	854,649.23	889,979.95	926,993.30	906,046.16
长期债务	1,196,779.92	1,201,147.17	1,247,285.97	1,295,341.27
总债务（短期债务+长期债务）	2,051,429.15	2,091,127.12	2,174,279.26	2,201,387.43
总负债	3,324,622.64	3,450,067.29	3,666,331.45	3,694,830.42
所有者权益（含少数股东权益）	1,898,482.26	1,938,150.30	2,119,306.76	2,195,275.18
营业总收入	1,865,826.84	1,961,094.43	2,865,527.37	729,941.80
三费前利润	534,412.00	545,675.93	827,726.01	197,852.03
投资收益	2,182.80	9,231.55	9,042.10	15.07
净利润	21,062.33	45,095.11	183,766.90	59,797.91
EBITDA	332,100.48	363,314.24	562,789.01	-
经营活动产生现金净流量	94,439.74	262,246.81	543,471.82	196,876.40
投资活动产生现金净流量	-236,780.46	-240,927.35	-248,646.46	-47,663.80
筹资活动产生现金净流量	218,751.35	-157,351.59	-225,942.85	16,473.09
现金及现金等价物净增加额	76,410.64	-136,032.14	68,882.52	165,685.69
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	32.36	31.45	33.45	31.23
所有者权益收益率（%）	1.11	2.33	8.67	10.90*
EBITDA/营业总收入（%）	17.80	18.53	19.64	-
速动比率（X）	0.56	0.50	0.56	0.61
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.13	0.25	0.36*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.29	0.59	0.87*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.79	2.34	4.88	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.77	3.24	5.06	-
总债务/EBITDA（X）	6.18	5.76	3.86	-
资产负债率（%）	63.65	64.03	63.37	62.73
总资本化比率（%）	51.94	51.90	50.64	50.07
长期资本化比率（%）	38.66	38.26	37.05	37.11

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。