



# 2020年甘肃靖远煤电股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

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人員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2020年甘肃靖远煤电股份有限公司 公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
靖远转债	AA+	AA+

## 评级观点

- 中证鹏元维持甘肃靖远煤电股份有限公司（以下简称“靖远煤电”或“公司”，股票代码：000552.SZ）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“靖远转债”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，2021 年煤炭业务产销情况较好，受益于煤炭价格的大幅上升，公司盈利水平提升，现金生成能力较强，财务杠杆水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司电力业务出现较大幅度亏损，煤炭开采面临一定的安全生产风险，募投项目收益存在不确定性，此外若后期煤价回落，需关注公司盈利水平的波动。

## 未来展望

- 公司煤炭资源储量丰富，预计公司业务持续性较好，未来随着在建白岩子矿井的投产，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。

## 评级日期

2022 年 4 月 15 日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	144.12	135.43	108.91
归母所有者权益	85.23	83.59	76.07
总债务	20.94	24.36	4.41
营业收入	48.41	36.87	40.56
净利润	7.25	4.45	5.25
经营活动现金流净额	23.92	6.39	4.63
销售毛利率	30.51%	30.27%	27.97%
EBITDA 利润率	35.81%	27.55%	28.29%
总资产回报率	7.13%	4.75%	6.29%
资产负债率	38.74%	36.98%	28.54%
净债务/EBITDA	-2.90	-4.20	-2.72
EBITDA 利息保障倍数	12.26	19.53	27.06
总债务/总资本	19.17%	22.21%	5.36%
FFO/净债务	-15.86%	-8.39%	-15.39%
速动比率	3.08	3.98	2.06
现金短期债务比	-	56.54	8.30

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司股东背景较强，煤炭资源储备丰富，2021 年煤炭业务产销情况较好。**公司为甘肃省国有资产监督管理委员会控制的国有煤炭企业，截至 2021 年末，公司煤炭地质储量 6.73 亿吨，可采储量 4.08 亿吨（含在建）。近年来煤炭业务经营稳定，销售状况表现较好，2021 年公司的原煤产销率为 107.25%。
- **公司盈利水平提升，现金生成能力较强。**2021 年受益于煤炭价格大幅上升，公司净利润、EBITDA 利润率同比均明显提升，经营性现金流量（FFO）同比大幅增长，现金生成能力较强。
- **公司资产流动性较好，财务杠杆水平较低。**公司货币资金充裕，资产受限规模很小，整体资产流动性较好，且财务杠杆水平较低，净债务为负值，债务率压力很小。

## 关注

- **公司电力业务出现较大亏损。**2021 年受电煤价格大幅上涨影响，公司电力业务毛利率大幅下降至-20.94%，出现较大亏损。
- **公司近年来存在安全生产事故，煤炭开采面临一定的安全生产风险。**由于公司所属矿区地质构造复杂，随着煤炭开采深度的加深，面临一定的安全生产风险，公司 2021 年发生安全生产事故，百万吨死亡率同比有所上升。
- **煤炭价格目前处于高位，若后市价格回落，需关注公司盈利水平的波动。**2021 年煤炭价格中枢显著抬升，目前处于高位，若后期市场行情回落，需关注公司盈利水平的波动。
- **公司募投项目收益存在不确定性。**靖远转债本息的偿付资金来源之一是募投项目产生的收益，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生预期收益亦存在不确定性。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
煤炭企业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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	6		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	2		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	优秀	
			盈利水平	5	
<b>业务状况评估结果</b>		<b>强</b>	<b>财务状况评估结果</b>		<b>最小</b>



指示性信用评分		aa+
调整因素	无 调整幅度	0
独立信用状况		aa+
外部特殊支持调整		0
公司主体信用等级		AA+

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2021-5-25	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">煤炭企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+	2020-7-9	胡长森、宋晨阳	<a href="#">煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)、煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
靖远转债	28.00	23.78	2021-5-25	2026-12-10

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年12月10日公开发行6年期28亿元可转换公司债券，募集资金计划用于“靖远煤电清洁高效气化气综合利用(搬迁改造)项目一期”项目。截至2021年12月31日，靖远转债募集资金专项账户余额为8.00亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。因可转换公司债券转股，截至2021年末，公司股本增长至235,087.98万元，靖远煤业集团有限责任公司（以下简称“靖煤集团”）持有公司股份45.15%，仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为甘肃省国有资产监督管理委员会。

2021年公司三名董事由王文建、庞国强和郭秀才变更为韩振江、袁济祥和陈建忠。此外，公司一名监事由张世俊变更为刘震河。

2021年公司合并报表范围新增一家子公司甘肃靖煤晶虹能源有限公司。截至2021年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共9家（详见“附录四”）。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

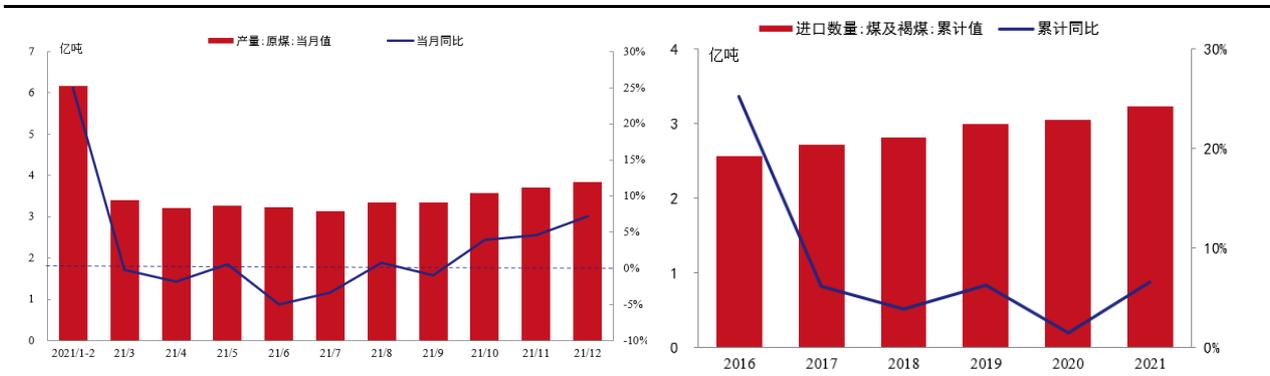
**由于产地供给持续受限，2021年煤炭供给整体较为紧张，保供政策继续护航，预计2022年原煤产量保持小幅增长**

2021年原煤产量保持小幅增长，但全年供应整体偏紧。2021年，全国原煤产量40.71亿吨，同比增长4.7%。具体来看，2021年1-2月，全国原煤产量6.18亿吨，同比增长25%，主要系受冷冬及下游需求旺盛影响，产地煤矿开工率高，同时2020年初受疫情影响原煤产量偏低。3月份冬季保供结束以后，晋陕蒙主产地安全环保检查频繁，包括山西省的煤矿安全大排查，陕西榆林煤矿超产检查，山西晋北地区中央环保组督查等，且内蒙古反腐、煤管票影响持续。2021年3-9月，全国原煤月产量基本低于去年同期，煤炭实际供给持续受限。2021年四季度，随着增产保供政策的持续加码，原煤产量同比增速水平明显抬升。进口方面，2021年煤及褐煤进口量为3.2亿吨，同比增长6.6%，上半年因澳煤禁运导致进口量大幅低于去年同期，下半年受国内供应紧张影响进口政策有所放开，全年进口量回归正增长。虽然煤炭进口

仍发挥了一定的调剂作用，但预计随着国内保供稳产的逐步落实，对于进口煤的政策放松难以延续。

**图 1 2021 年月度原煤产量增速先抑后扬**

**图 2 2021 年煤炭进口增速回升**



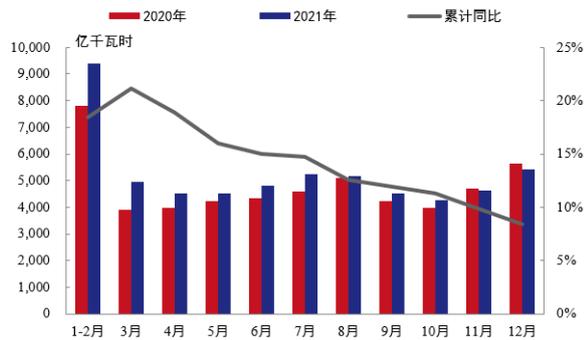
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

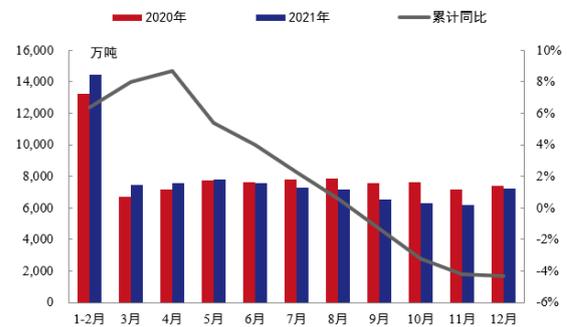
保供政策继续护航，2022年原煤产量预计保持小幅增长。两会期间中央进一步强调要立足“以煤为主”的国情、纠正运动式减碳，预计短期内保供稳价仍将处于相对优先级。2022年2月20日，全国煤炭日产量1,218万吨，已恢复至去年四季度日均产量水平。国家发展改革委3月9日称将会同相关部门、煤炭主产区和重点企业持续加大工作力度，力争全国煤炭日产量稳定在1,200万吨以上。叠加稳增长政策的发力，中证鹏元预计2022年煤炭供应仍将相应维持充裕，原煤产量保持小幅增长。

### 2021 年以来煤炭消费需求旺盛，短期内煤电仍将是国内基本电源，预计 2022 年煤炭消费需求将保持增长

2021年我国经济继续复苏，工业企业生产用电负荷高，电厂日耗处于高位，同时下游非电耗煤需求仍有支撑，全年煤炭消费同比增长4.6%。2021年火力发电量增速较快，钢铁等非电耗煤需求减弱。电力方面，2021年火电发电量5.77万亿千瓦时，同比增长8.4%，一方面2021年以来我国社会用电量保持较高增速，全社会总用电量为8.32万亿千瓦时，同比增长10.3%。另一方面，受气候影响，水电发电量全年同比下降2.50%。钢铁方面，2021年我国生铁产量为8.69亿吨，同比下降4.3%，6月以来产量低于去年同期。建材方面，2021年全国水泥产量23.63亿吨，同比下降1.2%，年内增速由正转负。

**图3 2021年火电产量增速保持高位**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

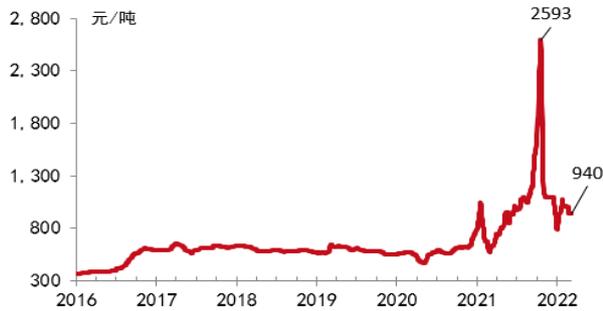
**图4 2021年生铁产量增速回落**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

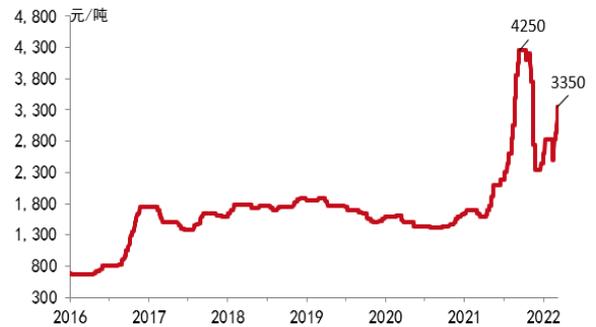
预计2022年煤炭消费依旧保持增长。煤炭行业下游需求中电煤消费占比超过50%。截至2021年末，全国全口径发电装机容量为23.77亿kw，其中火电装机12.97亿kw，占比为55%，在目前的发电量结构中占据主导地位，因此短期内电煤消费的基本盘依然稳固。叠加稳增长政策发力，中证鹏元预计2022年电煤需求仍将保持增长。

### 2021年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升，预计2022年煤炭价格维持高位

2021年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升。2021年春节前受供给偏紧以及寒冬采暖需求旺盛影响，动力煤价格形成首轮上涨；随着春节期间下游需求减弱，动力煤价格迅速回归至全年低点；随后开工季需求快速恢复，叠加晋陕蒙主产地安全环保检查频繁，动力煤价格开启上涨。至2021年10月中旬，秦皇岛动力煤市场价（Q5500K，山西产）最高攀升至2,593元/吨，较年内低点涨幅达到356.83%。2021年10月下旬以来，动力煤价格大幅回落，由最高点下跌至年末的800元/吨左右。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，由于山西省环保检查频繁，炼焦煤供给紧张，下游需求较为旺盛，价格持续上涨至10月中旬的4,250元/吨，较年内低点涨幅超过165%，随后跌至年末的2,350元/吨。整体来看，全年价格中枢显著抬升。我们认为2021年煤价剧烈波动主要包括以下原因：（1）下游火电需求旺盛，2021年长期保持两位数的增速；（2）安全生产和环保检查力度加大，叠加自然灾害等影响，产地供应持续受限；（3）行业形成一致上涨预期，市场报价短期内一路走高；（4）国际大宗商品价格上涨。煤炭价格出现暴涨后，国家发改委等部门高频开展保供稳价工作，煤价迅速高位回落，一方面高频的政策干预强势打压了价格上涨的一致预期；另一方面，政策推动保供增产收效，煤炭供应出现明显好转，社会库存也有一定增长。

**图 5 秦皇岛动力煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 6 京唐港山西产主焦煤价格近期有所反弹**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2022年煤炭价格将继续维持高位。在“两会”明确了绿色转型要立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划的指导方针下，2022年稳产保供政策有望继续延续，预计短期内煤炭供给较为充裕。需求方面，预计2022年稳增长政策发力，下游需求继续保持增长，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2022年煤炭供需格局将相对平衡，上年供应紧张的局面将会有所缓解，煤炭价格将继续维持高位。

## 五、经营与竞争

公司的核心业务为煤炭开采和销售，同时全资子公司靖煤集团白银热电有限公司（以下简称“白银热电”）主要负责火力发电及供热供汽业务。2021年公司实现营业收入48.41亿元，同比增长31.30%。分业务来看，2021年煤炭业务实现收入37.08亿元，同比大幅增长，主要系煤价大幅上涨所致；发电业务实现收入11.33亿元，规模小幅上升。

2021年公司销售毛利率为30.51%，同比略有提高。分业务来看，2021年公司煤炭业务毛利率为46.22%，水平同比大幅提升，主要系煤炭市场行情较好，煤炭价格大幅增长。2021年公司发电业务毛利率为-20.94%，同比大幅下降，主要系电煤价格较2020年度大幅上涨所致。

**表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	37.08	46.22%	26.68	36.81%
发电	11.33	-20.94%	10.19	13.15%
合计	48.41	30.51%	36.87	30.27%

资料来源：公司 2020-2021 年年报，中证鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，2021年公司主要在建项目继续推进，未来有望对公司收入形成一定扩充，但募投项目收益存在不确定性

公司煤矿主要分布在大宝魏、红会、王家山三个煤田，总面积102平方公里，现有王家山矿、红会一矿、大水头矿和魏家地矿4个矿井，2019年公司收购了控股股东靖煤集团子公司靖煤集团景泰煤业有限公司（以下简称“景泰煤业”），新增了尚待开发的白岩子矿井项目。截至2021年末，公司煤炭地质储量67,287.85万吨，可采储量40,822.28万吨，公司采煤机械化程度较高，主导产品“晶虹”煤1#、2#、3#煤炭品种齐全，不粘结、弱粘结，具有低硫、低灰、低磷、高发热量（ $\geq 23\text{MJ}$ ）等特点，广泛用于电力、化工、冶金、建材等行业。

**表2 截至2021年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）**

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
王家山煤矿	白银市平川区 王家山镇	100%	不粘煤	21,856.09	14,015.86
红会第一煤矿	白银市平川区 共和镇	100%	不粘煤	4,397.8	2,718.91
魏家地煤矿	白银市平川区 宝积镇	100%	不粘煤	24,355.41	14,309.86
大水头煤矿	白银市平川区 宝积镇	100%	不粘煤	7,602.75	4,679.65
景泰煤业白岩子	白银市景泰县 寺滩乡	60%	气煤、1/3焦煤	9,075.80	5,098.00
<b>合计</b>	-	-	-	<b>67,287.85</b>	<b>40,822.28</b>

资料来源：公司提供

2019年5月公司通过股权收购的方式将景泰煤业纳入合并范围，公司按持股比例合计增加出资12,000.00万元，并根据景泰煤业白岩子矿井项目建设需要分期进行增资。景泰煤业主要负责所属白岩子矿井项目的开发建设，矿井煤炭资源储量9,075.80万吨，其中气煤储量为4,736.3万吨，1/3焦煤储量为4,339.5万吨。根据《白岩子矿井及选煤厂可行性研究报告》，矿井设计生产能力90万吨/年，服务年限超过40年，开采方式为地下开采，未来投产后有望对公司煤炭产能形成一定的补充。

此外，2022年4月，公司公告发行股份购买甘肃能源化工投资集团有限公司等持有的窑街煤电集团有限公司（以下简称“窑煤集团”）100%股权。窑煤集团主要经营范围包括：煤炭生产及销售、火力发电、化工材料及产品（不含危险、监控品种）的生产销售等，预计未来收购完成可对公司收入形成一定补充。

公司主要在建项目为白岩子矿井及选煤厂和靖远转债募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期。其中白岩子矿井及选煤厂预算总投资24.80亿元，项目处于建设期，采矿许可证已经办理，截至2021年末已投资4.02亿元。靖远转债募投项目总投资33.85亿元，已投资3.31亿元，目前正完成项目职业病危害评价、社会稳定风险评估报告等前期手续，项目配套铁路专用线、场地平整土石方施工等已经完成，一期工程气化单元桩基工程已开始施工，项目非EPC单元、气化单元、110kv总降压站及供电线路勘察继续不断推进。考虑到公司目前货币资金充裕，在建项目的资金压力不大。预计随着在建项目完工投产，有望对公司收入规模形成一定扩充。但中证鹏元也关注到，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产

生预期收益亦存在不确定性。

**表 3 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目	总投资	已投资
白岩子矿井及选煤厂	24.80	4.02
清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	33.85	3.31
<b>合计</b>	<b>58.65</b>	<b>7.33</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021 年公司煤矿产量保持稳定，但红会一矿和王家山煤矿产能利用率仍较低，同时煤炭开采仍面临一定的安全生产风险**

截至 2021 年末，公司正常生产的煤矿共 4 个，分别为魏家地煤矿、王家山煤矿、大水头煤矿和红会第一煤矿，核定产能分别为 300 万吨/年、330 万吨/年、220 万吨/年和 204 万吨/年，公司煤炭总产能为 1,054 万吨/年，均未发生变化。2021 年公司煤炭总产量为 877.99 万吨，产能利用率为 83.30%，和 2020 年基本持平。分矿区来看，2021 年魏家地煤矿和大水头煤矿产能利用率较好，而红会一矿和王家山煤矿的产能利用率水平相对较低，王家山煤矿受冲击地压及资源赋存条件变化影响，相比 2020 年产量减少；红会一矿因南翼井田恢复生产，2021 年度产量有所增加。

**表 4 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

矿区名称	2021 年		2020 年		备注
	产能	产量	产能	产量	
魏家地煤矿	300	306.39	300	310.09	正常生产
王家山煤矿	330	201.16	330	220.01	正常生产
大水头煤矿	220	225.18	220	225.00	正常生产
红会一矿	204	145.26	204	130.52	正常生产
<b>合计</b>	<b>1,054</b>	<b>877.99</b>	<b>1,054.00</b>	<b>885.62</b>	-

资料来源：公司提供

公司原煤生产的主要成本包括人工工资、材料设备、电力以及计提的安全生产费用和折旧。公司 2021 年原煤单位制造成本为 319.14 元/吨，吨煤成本同比上升，主要系人工工资及修理费用大幅上升所致。

**表 5 公司原煤单位制造成本（单位：元/吨）**

项目	2021 年	2020 年
原煤	319.14	256.95

资料来源：公司提供

公司日常经营中主要的采购物资为采掘设备、支护设备以及钢板、木料等耗用材料、井巷工程劳务等。对于物资采购，公司通过内设供应公司统一采购，其中大宗设备实行公开招标的采购方式；耗材实行比价议标的采购方式。井巷工程建设由生产管理部门牵头组织招标委员会以公开招标的方式采购。2021 年，公司前五大供应商采购金额为 7.09 亿元，占比为 45.94%，采购集中度同比上升。

**表6 公司前五大供应商情况（单位：亿元）**

年份	供应商	采购金额	占比
2021年	甘肃佰信达工贸有限公司	2.32	15.00%
	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.99	12.93%
	国网甘肃电力公司白银供电公司	1.18	7.66%
	甘肃海惠源商贸有限公司	0.82	5.34%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.77	5.01%
	<b>合计</b>	<b>7.09</b>	<b>45.94%</b>
2020年	甘肃煤炭第一工程有限责任公司	1.44	11.04%
	国网甘肃省电力公司白银供电公司	0.99	7.62%
	甘肃佰信达工贸有限公司	0.68	5.23%
	甘肃华能工程建设有限公司	0.63	4.86%
	靖远恒源裕工贸有限公司	0.50	3.81%
	<b>合计</b>	<b>4.24</b>	<b>32.56%</b>

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属于煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性。公司2021年发生伤亡事故，百万吨死亡率为0.342，同比有所上升，公司仍面临一定的安全生产风险。

**表7 公司安全投入情况（单位：万元）**

项目	2021年	2020年
安全费用投入	48,634.97	12,085.83
百万吨死亡率	0.342	0.1130

资料来源：公司提供

### 公司煤炭产销情况较好，2021年受益于价格大幅上涨，煤炭业务收入大幅上升

公司生产的原煤直接用于销售，主要产品为“晶虹”煤，属于不粘结、弱粘结煤种，是比较环保优质的动力煤。2021年公司的原煤销量为941.65万吨，产销率为107.25%，近年来公司的煤炭销售状况均表现较好。2021年煤炭销售均价为494.36元/吨，同比上涨37.07%；实现煤炭业务收入37.08亿元，同比增长38.98%，毛利率水平也同比上升9.41个百分点至46.22%。

**表8 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）**

	项目	金额
2021年	产量	877.99
	销量	941.65
	产销率	107.25%
	期末库存	9.46
	平均售价	494.36
2020年	产量	885.62

销量	881.53
产销率	99.54%
期末库存	74.13
平均售价	360.67

注：销量包含内销部分。

资料来源：公司 2020-2021 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

公司原煤销售以省内为主，主要的销售对象为下游的火电厂、建材企业、冶金厂、供热公司和贸易公司等，公司已与部分客户建立了长期稳定的合作关系。从下游客户集中度来看，2021年公司前五大客户销售占比为47.13%，销售集中度有所下降。

**表 9 公司前五大客户情况（单位：亿元）**

年份	客户名称	销售金额	占比
2021 年	客户一	9.10	18.80%
	客户二	4.22	8.72%
	客户三	3.68	7.61%
	客户四	3.07	6.35%
	客户五	2.74	5.65%
	合计	<b>22.81</b>	<b>47.13%</b>
2020 年	客户一	8.29	22.49%
	客户二	2.90	7.85%
	客户三	2.80	7.59%
	客户四	2.24	6.08%
	客户五	1.87	5.08%
	合计	<b>18.10</b>	<b>49.09%</b>

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭资源储备丰富，且收购控股股东的煤炭资产正在建设中。2021年公司产销情况较好，但红会一矿和王家山煤矿产能利用率仍较低，受煤价上涨影响，2021年公司煤炭业务收入规模大幅上涨，但存在安全生产事故，面临一定安全生产风险。

#### 近年来公司发电量持续上升，2021年受电煤价格大幅上涨影响，电力业务出现较大幅度亏损

公司电力板块主要由子公司白银热电负责运营，白银热电成立于2012年5月，主营电力和热力生产业务。公司规划建设4台350MW超临界燃煤间接空冷热电联产机组，目前一期已建成投运2台350MW机组，是集发电、供热、工业供汽为一体热电联产项目。其中一、二号机组分别于2015年10月、12月正式投产发电，同年11月1日实现向白银市城区供热。2021年白银热电装机容量未发生变化。

2021年公司全年发电量为35.73亿度，其中外销电量为33.21亿度。公司发电量上升主要原因有：受近年来区域社会用电需求逐渐增加以及甘肃省跨区跨省外送电量增长较快的影响，省内火电平均利用小时数逐渐增加；白银热电工业供汽用户用汽需求量不断增加，省电网公司通过“以热定电”模式在一定

程度上提高了公司机组的负荷率。2021年电力业务含税上网电价为0.3097元/度，和2020年基本持平。公司发电业务2021年实现收入11.33亿元，同比增长11.19%，其中主要为电力销售收入，电力业务毛利率为-20.94%，同比大幅下降，主要系电煤价格较2020年度大幅上涨所致。

**表 10 公司电力业务运行情况（万度、小时、元/度）**

项目	2021 年	2020 年
装机容量	2×350MW	2×350MW
具体机组运营情况	正常运营	正常运营
发电量	357,298.02	326,616.02
全年发电小时数	5,104.3	4,665.9
其中：自用	25,434.73	22,543.34
外销	332,096.29	304,072.68
含税上网电价	0.3097	0.3098

资料来源：公司提供

**跟踪期内，公司新筹建光伏自发自用工程项目，同时收购了关联方化工子公司，预计未来公司业务范围将得到扩充**

根据公司2021年11月发布的公告，公司与内蒙古天裕优泰商贸有限责任公司签署《股东出资协议》，共同出资组建新能源项目公司，负责公司28MW光伏自发自用工程项目。其中，公司出资额占注册资本的60%，为控股股东。2021年末，项目公司已完成工商登记，并领取了营业执照，该项目正在推进项目备案、土地、环评、稳评等工作，该项目工程静态投资13,654.65万元，工程动态投资13,773.35万元。

2022年2月，公司公告了有关收购关联方甘肃刘化（集团）有限责任公司持有的白银农升化工有限责任公司（以下简称“农升化工”）100%股权并承接有关股东权利和义务，该项股权收购完成后，农升化工将成为公司全资子公司。本次收购双方协商确定的收购价格为22,569.97万元。农升化工主要产品为硝基复合肥和浓硝酸，设计产能复合肥25万吨/年、浓硝酸15万吨/年。

预计上述事项完成后，公司的业务范围将得到扩充，但公司光伏自发自用工程项目仍可能因技术因素、环境条件和运维成本等因素导致项目投资效益不及预期，农升化工近年来出现亏损且行业周期性较强，经营绩效存在一定不确定性。

## 六、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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增一家子公司：甘肃靖煤晶虹能源有限公司。

## 资产结构与质量

近年来公司资产规模持续上升，货币资金充裕，受限资产规模较小，资产流动性较好

随着公司利润累积，2021年公司总资产规模继续上升。从资产构成来看，2021年末流动资产占比为54.67%，公司资产中货币资金、交易性金融资产、固定资产和无形资产占比较大。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.36	32.17%	53.09	39.20%
交易性金融资产	18.16	12.60%	0.00	0.00%
应收账款	2.92	2.03%	4.92	3.63%
应收款项融资	7.76	5.38%	14.57	10.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>78.79</b>	<b>54.67%</b>	<b>76.38</b>	<b>56.40%</b>
固定资产	31.77	22.04%	32.73	24.16%
在建工程	7.52	5.22%	4.52	3.34%
无形资产	20.18	14.00%	19.82	14.63%
<b>非流动资产合计</b>	<b>65.34</b>	<b>45.33%</b>	<b>59.05</b>	<b>43.60%</b>
<b>资产总计</b>	<b>144.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>135.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金规模仍较大，2021年末占总资产的比重为32.17%，主要以银行存款为主，其他货币资金规模较小，主要系公司子公司涉诉资金。公司交易性金融资产主要为结构性存款，2021年末为18.16亿元。公司应收账款主要为应收煤款，2021年末规模同比大幅下降。公司2021年末应收款项融资为7.76亿元，主要为银行承兑汇票。

2021年末公司固定资产占总资产的比重为22.04%，主要为房屋建筑物和机器设备，其中未办妥产权证书的固定资产账面价值1.59亿元，均为白银热电厂房屋，其房屋产权证书正在办理中。2021年末公司在建工程为7.52亿元，主要的在建工程为生产安全项目（含标准化）、维简及更新改造项目、白岩子煤矿及选煤厂和本期债券募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）一期项目。2021年末公司无形资产占总资产的比重为14.00%，主要为土地使用权7.18亿元和采矿权12.90亿元。截至2021年末，公司资产中仅其他货币资金使用受限，金额为46.30万元，规模较小。

整体来看，近年来公司资产规模持续上升。截至2021年末，公司资产主要由货币资金、交易性金融资产、固定资产和无形资产构成，其中受限资产规模较小，资产流动性较好。

## 盈利能力

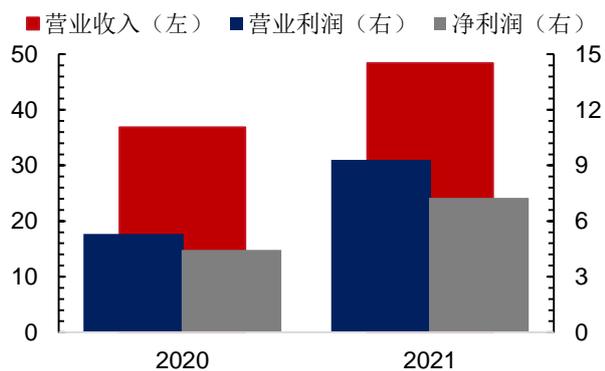
受益于煤炭价格大幅上涨，2021年公司收入大幅增长，盈利水平明显提升

公司收入主要来源于煤炭业务，2021年受益于市场行情较好，公司煤炭销售均价提升，实现营业收

入48.41亿元，同比增长31.30%，实现净利润7.25亿元，同比增长62.79%，公司销售毛利率为30.51%，同比略有提高。整体来看，公司盈利能力得到明显提升。

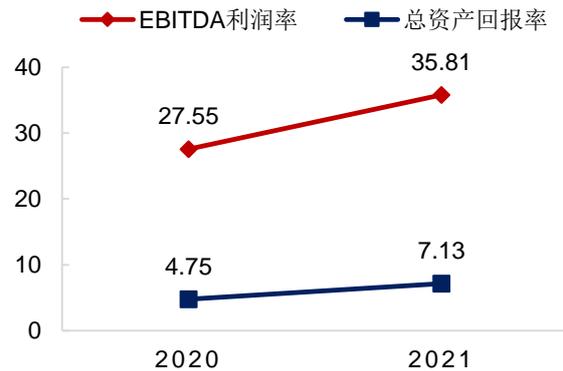
分业务来看，2021年公司煤炭业务毛利率为46.22%，同比上升9.41个百分点，而发电业务毛利率为-20.94%。2021年公司EBITDA利润率为35.81%，同比上升8.26个百分点，水平较为可观；公司总资产回报率为7.13%，随利润水平大幅增长亦有所上升。但后续若煤炭价格回落，需关注公司盈利水平的波动。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

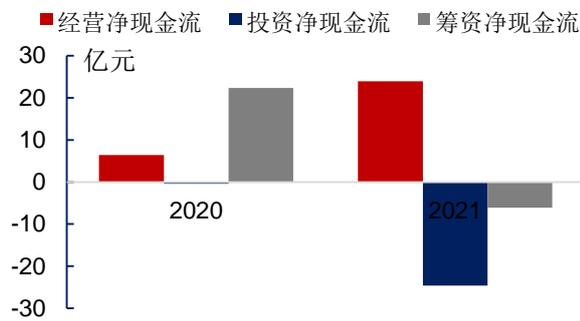
## 现金流

### 公司现金生成能力较强，经营活动现金流净额大幅提升

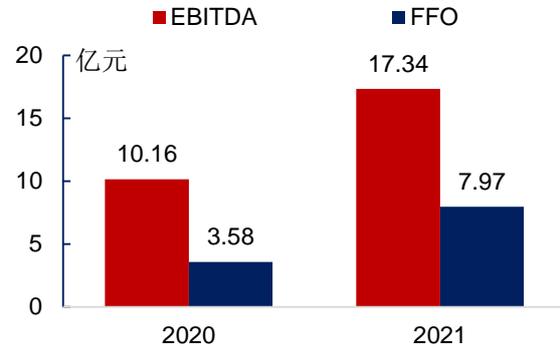
2021年公司经营性现金流量（FFO）为7.97亿元，受益于利润水平大幅提升，规模同比大幅增长，公司现金生成能力较强。2021年公司经营活动现金流净额为23.92亿元，同比增长274.33%，亦大幅提升。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财投资；公司投资活动现金流出主要为购买结构性存款及部分项目建设支出。2021年公司投资活动产生的现金净流出24.57亿元，规模同比大增，主要系支付结构性存款、购建固定资产的投资支出大幅增长。公司主要在建工程白岩子煤矿及选煤厂和靖远转债募投项目投资规模较大，但截至2021年末公司货币资金为46.36亿元，规模较大，公司面临的资金压力不大。

筹资活动方面，2021年公司筹资活动现金净流出6.07亿元，主要系公司2021年分配股利、偿付利息以及回购库存股支付的现金规模较大。

**图 9 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

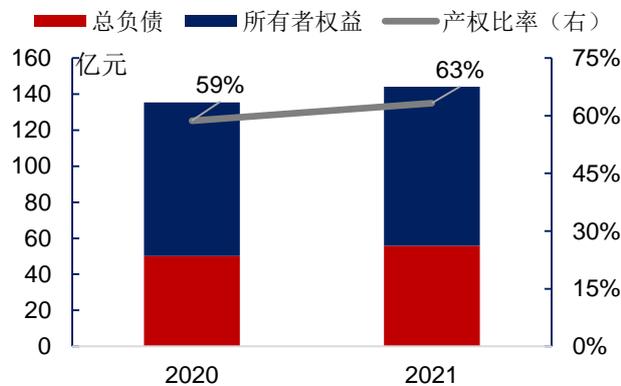
**图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

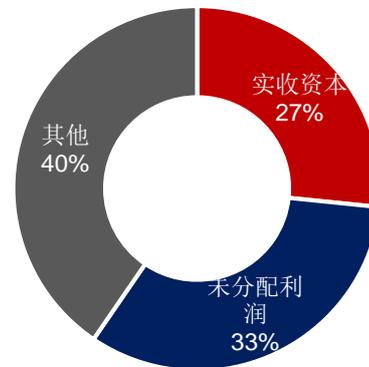
### 资本结构与偿债能力

公司所有者权益持续增长，财务杠杆水平较低，流动性指标表现较好，债务压力较小

随着公司利润累积，公司所有者权益规模继续上升。截至2021年末，公司总负债规模为55.84亿元，产权比率为63%，较2020年末有所上升，但水平仍不高，所有者权益对负债的保障程度较好。

**图 11 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 12 2021 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司应付账款占总负债的比重为16.56%，主要为应付的工程款、货款和设备款；应付职工薪酬占总负债的比重为13.06%，主要系公司计提了尚未发放的职工薪酬福利。公司其他应付款近年来规模变动不大，2021年末金额为1.73亿元，主要由代扣款项、搬迁安置费和保证金等构成。

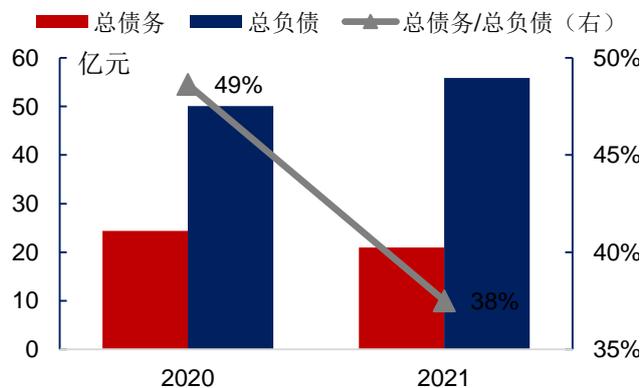
公司应付债券系发行的本期可转换公司债券，2021年末因转股规模有所下降。截至2021年末公司长期应付款为3.04亿元，主要为采矿权使用费、矿山应急救援款、安全生产预防及应急专项资金和清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目资金。截至2021年末，公司预计负债金额为5.77亿元，占总负债的比重为10.33%，主要由公司计提的土地复垦费用构成。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

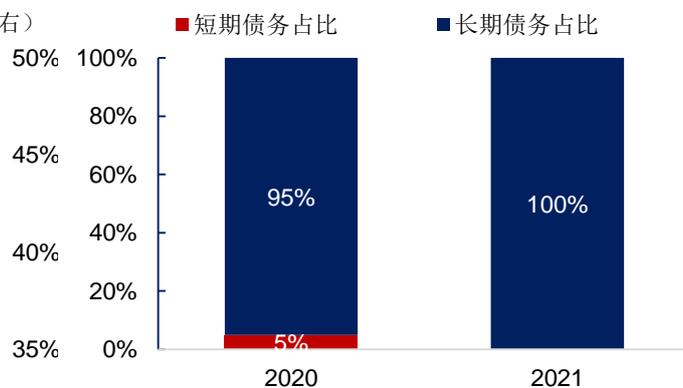
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	9.25	16.56%	6.50	12.97%
应付职工薪酬	7.30	13.06%	7.44	14.86%
其他应付款（合计）	1.73	3.10%	1.33	2.65%
<b>流动负债合计</b>	<b>25.12</b>	<b>44.99%</b>	<b>18.50</b>	<b>36.93%</b>
应付债券	20.94	37.50%	23.16	46.24%
长期应付款（合计）	3.04	5.45%	3.41	6.81%
预计负债	5.77	10.33%	4.59	9.16%
<b>非流动负债合计</b>	<b>30.72</b>	<b>55.01%</b>	<b>31.59</b>	<b>63.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>55.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>50.09</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务为20.94亿元，占总负债的比重为38%，同比有所下降，均为本期债券，债务压力较小。

**图 13 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 14 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从杠杆状况指标来看，2021年末公司资产负债率为38.74%，仍处于较低水平。由于公司货币资金规模较大，2021年公司净债务为负值，现金对债务的覆盖程度较好。2021年公司EBITDA利息保障倍数为12.26，受利息规模上升影响，水平同比有所下降，但仍处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。截至2021年末，公司总债务/总资本为19.17%，占比不高。整体来看，公司杠杆状况指标表现较好，债务压力较小。

**表 13 公司杠杆状况指标**

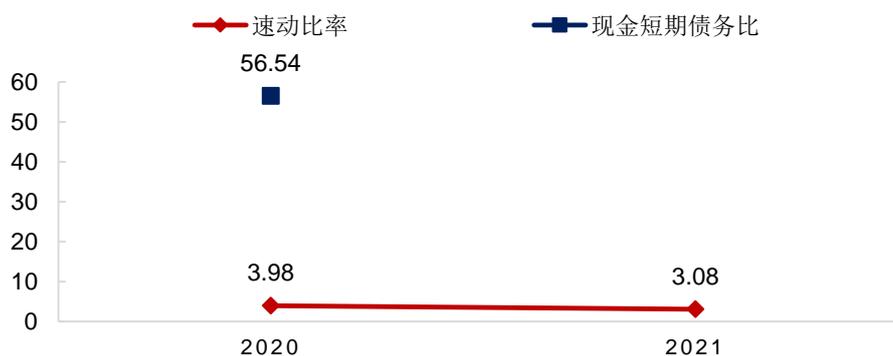
指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	38.74%	36.98%
净债务/EBITDA	-2.90	-4.20

EBITDA 利息保障倍数	12.26	19.53
总债务/总资本	19.17%	22.21%
FFO/净债务	-15.86%	-8.39%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从流动性比率来看，截至2021年末公司速动比率为3.08，表现较好，同时公司已偿还全部短期债务。整体来看，公司流动性指标表现良好。

**图 15 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、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（2022年3月11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；公司各项公开发行的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。

## 八、抗风险能力分析

公司为甘肃省国有资产监督管理委员会控制的国有煤炭企业，煤炭资源储备丰富，2021年煤炭业务产销情况较好，盈利水平明显提升，现金生成能力较强，资产流动性较好，财务杠杆水平较低。

但我们也注意到，2021年受电煤价格大幅上涨影响，公司电力业务出现较大幅度亏损。公司近年来存在安全生产事故，2021年百万吨死亡率同比有所上升，煤炭开采面临一定的安全生产风险。此外，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，受市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生预期收益亦存在不确定性。

整体来看，公司抗风险能力较强。

## 九、结论

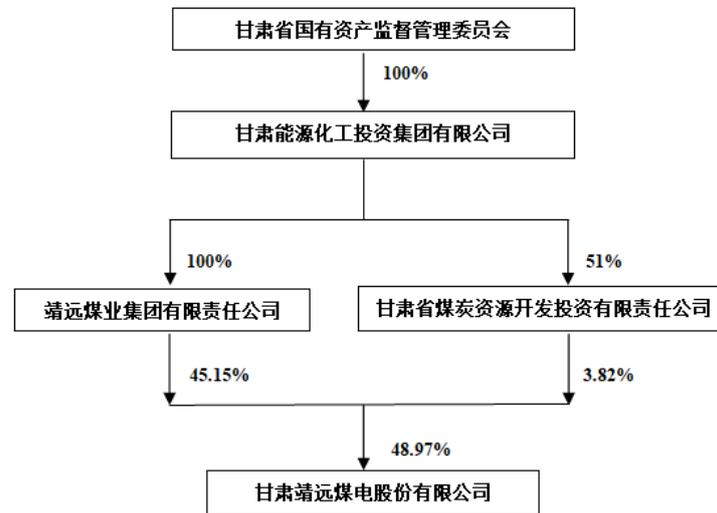
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“靖远转债”的信用等级为AA+。

## 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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	46.36	53.09	25.03
交易性金融资产	18.16	0.00	0.00
流动资产合计	78.79	76.38	49.66
固定资产	31.77	32.73	33.37
无形资产	20.18	19.82	20.25
非流动资产合计	65.34	59.05	59.26
资产总计	144.12	135.43	108.91
短期借款	0.00	1.20	4.10
应付账款	9.25	6.50	6.45
应付职工薪酬	7.30	7.44	8.97
一年内到期的非流动负债	0.42	0.32	0.30
流动负债合计	25.12	18.50	22.93
应付债券	20.94	23.16	0.00
长期应付款	2.59	2.93	3.25
预计负债	5.77	4.59	4.33
非流动负债合计	30.72	31.59	8.15
负债合计	55.84	50.09	31.08
总债务	20.94	24.36	4.41
归属于母公司的所有者权益	85.23	83.59	76.07
营业收入	48.41	36.87	40.56
净利润	7.25	4.45	5.25
经营活动产生的现金流量净额	23.92	6.39	4.63
投资活动产生的现金流量净额	-24.57	-0.45	-3.99
筹资活动产生的现金流量净额	-6.07	22.32	-1.79
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.51%	30.27%	27.97%
EBITDA 利润率	35.81%	27.55%	28.29%
总资产回报率	7.13%	4.75%	6.29%
产权比率	63.25%	58.69%	39.93%
资产负债率	38.74%	36.98%	28.54%
净债务/EBITDA	-2.90	-4.20	-2.72
EBITDA 利息保障倍数	12.26	19.53	27.06
总债务/总资本	19.17%	22.21%	5.36%
FFO/净债务	-15.86%	-8.39%	-15.39%
速动比率	3.08	3.98	2.06
现金短期债务比	-	56.54	8.30

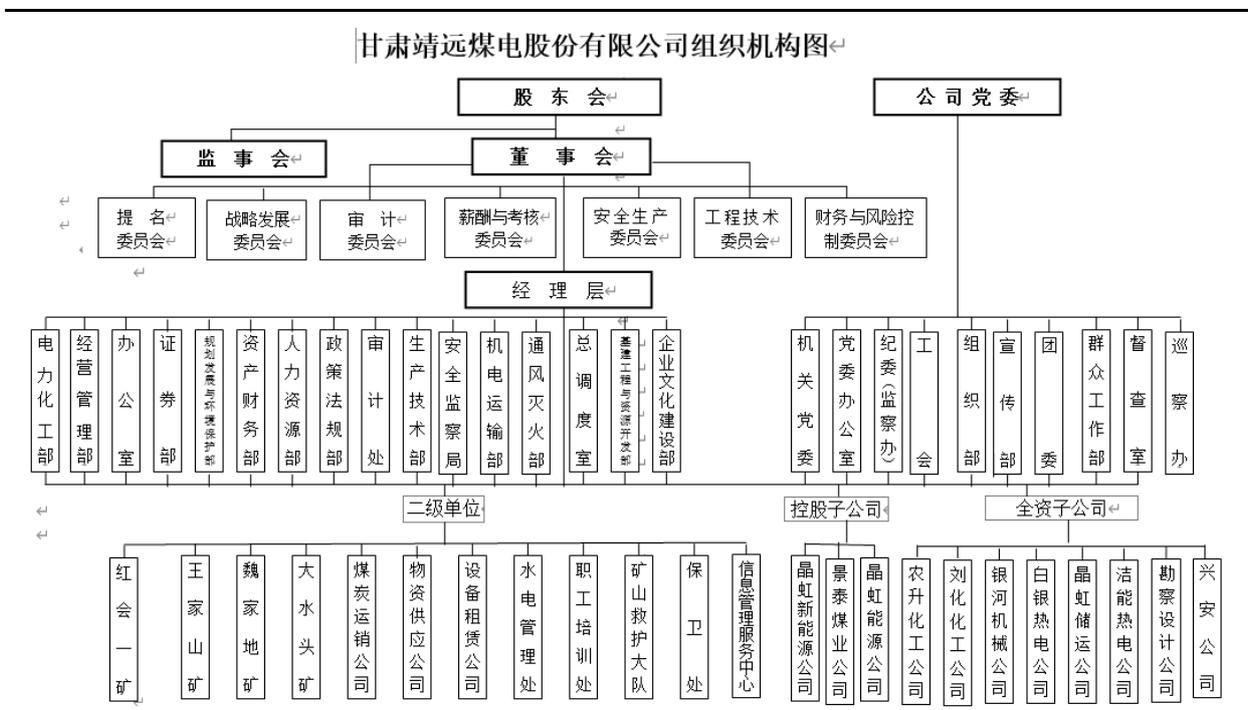
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
靖煤集团白银热电有限公司	70,000.00	100.00%	发电
靖煤集团景泰煤业有限公司	74,412.00	60.00%	煤炭开采
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	1,689.33	100.00%	发电
靖远煤业工程勘察设计有限公司	520.00	100.00%	服务业
甘肃晶虹储运有限责任公司	200.00	100.00%	商业
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	561.76	100.00%	服务业
白银银河机械制造有限公司	6,160.85	100.00%	化学制品
靖远煤业集团刘化化工有限公司	100,000.00	100.00%	制造业
甘肃靖煤晶虹能源有限公司	7,081.44	51.00%	批发业

资料来源：公司 2021 年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 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+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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。

### 三、债务人主体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。

#### 四、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。