



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2023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.

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。

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¹公开发行可转换公司债券 2023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
能化转债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：甘肃能化股份有限公司（股票简称“甘肃能化”或“公司”，股票代码：000552.SZ）股东背景较强，2022年公司收购窑街煤电集团有限公司（以下简称“窑煤集团”）后煤炭资源储量大幅扩充，煤炭产能进一步提升，公司煤炭销售均价继续上涨，拉动公司盈利水平明显提升，现金生成能力较强，资本实力亦明显增强。同时中证鹏元也关注到，2022年公司重大资产重组后业务范围和治理结构发生较大变化，公司煤炭主业具有较强的周期性，2022年电力业务仍处于亏损，在建项目尚需投入资金规模较大，且募投项目收益存在不确定性，此外公司煤炭开采业务始终面临一定的安全生产风险等风险因素。

评级日期

2023年6月14日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@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）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	274.11	271.80	144.12	135.43
归母所有者权益	140.25	128.94	85.23	83.59
总债务	-	55.73	21.29	24.36
营业收入	31.57	122.61	48.41	36.87
净利润	9.61	31.95	7.25	4.45
经营活动现金流净额	4.62	50.65	23.92	6.39
净债务/EBITDA	-	-0.64	-2.88	-4.20
EBITDA 利息保障倍数	-	16.38	12.26	19.53
总债务/总资本	27.84%	29.49%	19.43%	22.21%
FFO/净债务	-	-83.45%	-15.56%	-9.28%
EBITDA 利润率	-	43.11%	35.81%	27.55%
总资产回报率	-	19.40%	7.13%	4.75%
速动比率	1.46	1.30	3.08	3.98
现金短期债务比	-	4.02	895.30	56.54
销售毛利率	47.98%	46.94%	30.51%	30.27%
资产负债率	47.25%	50.98%	38.74%	36.98%

注：因2020-2022年公司净债务为负值，净债务/EBITDA、FFO/净债务为负
资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2023年4月，公司名称由“甘肃靖远煤电股份有限公司”变更为“甘肃能化股份有限公司”，股票简称变更为“甘肃能化”，本期可转债简称变更为“能化转债”。

优势

- **公司收购窑煤集团后煤炭资源储量大幅扩充，煤炭产能进一步提升。**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，2022年通过发行股份方式收购窑煤集团后，公司煤炭地质储量12.46亿吨，可采储量7.86亿吨（含在建），规模均大幅增长；公司新增了金河煤矿、三矿、海石湾煤矿和天祝煤业四处产产能，截至2022年末，公司煤炭总产能为1,624万吨/年，同比增长54.08%。
- **公司优质煤种销售均价继续上涨，拉动公司盈利水平明显提升。**公司煤炭产品主要为配焦煤和动力煤两个品种，下属魏家地煤矿以及窑煤集团下属金河煤矿、海石湾煤矿部分产品为优质配焦煤，其余矿井以动力煤为主，煤种以不粘煤为主，属优质环保动力煤；2022年煤炭销售均价涨幅较大，公司EBITDA利润率较2021年上升7.30个百分点，总资产回报率亦有明显上升。
- **公司现金流表现较好，完成发行股份购买资产后，资本实力明显增强。**2022年公司FFO为28.34亿元，受益于收入规模的扩大及盈利能力的提升，现金生成能力大幅提高；2022年公司非公开发行股份21.03亿股，购买窑煤集团100%股权，同时随着自身经营利润累积，截至2023年3月末公司所有者权益上升至144.58亿元，较2021年末增长63.77%。

关注

- **公司煤炭主业具有较强的周期性，2022年电力业务仍处于亏损状态。**公司煤炭产品下游应用领域较为广泛，供需结构受宏观经济环境和政策调控影响较大；2022年煤炭价格处于历史的高位，公司盈利状况较好，但是未来如果煤炭价格回落，公司业绩将面临波动的风险；2022年受电煤价格处于高位影响，公司电力业务毛利率为-12.21%，仍处于亏损状态。
- **公司在建项目尚需投入资金规模较大，且募投项目收益存在不确定性。**公司主要在建项目为白岩子矿井及选煤厂、“能化转债”募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期、红沙梁矿井及选煤厂项目和红沙梁露天矿项目，截至2022年末，尚需投资规模较大；“能化转债”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，受化工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。
- **公司煤炭开采业务始终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，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，安全生产是公司始终面临的风险。
- **2022年公司重大资产重组后业务范围和治理结构发生较大变化。**公司发行股份收购窑煤集团后，控股股东变更为甘肃能源化工投资集团有限公司（以下简称“能化集团”），直接持有公司股份35.19%，原控股股东靖远煤业集团有限责任公司（以下简称“靖煤集团”）成为公司第二大股东，直接持有公司股份23.02%，公司董事、监事及高级管理人员亦均有较大变动；此外，公司合并报表范围新增了窑煤集团等子公司，同时业务范围新增了化工、建筑等业务；未来需关注公司治理和业务层面的整合效果。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

同业比较（单位：亿元）

指标	榆能集团	徐州矿务	兰花科创	公司
总资产	898.08	572.60	303.42	271.80
营业收入	570.76	480.03	141.56	122.61
净利润	114.02	17.66	32.96	31.95

销售毛利率	26.63%	14.13%	54.50%	46.94%
资产负债率	50.44%	60.21%	49.58%	50.98%
煤炭产量（万吨）	2,167.14*	1,886*	1,145.93	1,494.02

注：（1）榆能集团为陕西榆林能源集团有限公司的简称、徐州矿务为徐州矿务集团有限公司的简称；（2）*表示为 2021 年数据，其他均为 2022 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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+/靖远转债	2022-4-15	马琳丽、宋晨阳	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）	阅读全文
AA+/稳定	AA+/靖远转债	2020-7-9	胡长森、宋晨阳	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）	阅读全文

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
能化转债	28.00	19.46	2022-4-15	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2022年12月31日，“能化转债”募集资金专项账户余额为970,616,853.54元（不包含用于现金管理的募集资金）。

三、发行主体概况

2022年公司向能化集团、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）、中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）非公开发行股份2,103,190,538股购买资产；此外，2022年可转债转股新增股份156,946,674股。截至2023年3月末，公司总股本为4,611,047,544股。公司控股股东变更为能化集团，直接持有公司股份35.19%，甘肃省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。2023年4月，公司名称变更为“甘肃能化股份有限公司”，股票简称变更为“甘肃能化”，本期可转债简称变更为“能化转债”。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	甘肃能源化工投资集团有限公司	1,622,773,446	35.19%
2	靖远煤业集团有限责任公司	1,061,505,580	23.02%
3	中国信达资产管理股份有限公司	459,492,449	9.97%
4	甘肃省煤炭资源开发投资有限责任公司	89,700,000	1.95%
5	满少男	61,800,000	1.34%
6	财富骐骥定增5号集合资金信托计划	38,545,600	0.84%
7	杨三宝	38,438,900	0.83%
8	中国华融资产管理股份有限公司	20,924,643	0.45%
9	香港中央结算有限公司	16,119,298	0.35%
10	国泰中证煤炭交易型开放式指数证券投资基金	14,738,920	0.32%

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年4月，公司董事会审议通过《甘肃靖远煤电股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司通过发行股份方式购买能化集团、中国信达和中国华融合计持有的窑煤集团100%股权，并向不超过35名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。2022年12月，本次重大资产重组获得中国证监会批准，发行股份21.03亿股已于2023年2月9日在深圳证券交易所上市。窑煤集团主要从事煤炭生产及销售、煤炭深加工及清洁利用、油页岩、煤气层抽采开发及利用、火力发电等业务，

下属四对在产生产矿井，一个基建矿区。窑煤集团控股子公司甘肃窑街油页岩综合利用有限责任公司主要负责油页岩炼油及其下游产品的开发利用，全资子公司甘肃窑街固体废物利用热电有限公司（以下简称“固废热电公司”）主营业务为火力发电及供热，甘肃科贝德煤与煤层气开发技术有限公司（以下简称“科贝德公司”）主要负责煤层气、瓦斯与页岩气综合开发利用，钻井及钻探工程，房屋建筑工程，矿山建筑，机电安装等业务。2022年窑煤集团生产原煤608.02万吨，发电量6.61亿度，生产页岩油2.72万吨。

表2 截至 2022 年末窑煤集团基本情况（单位：万元）

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
窑煤集团	煤炭开采、销售、页岩油生产、销售	1,068,975.09	351,669.37	672,692.38	242,409.65

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022年3月，公司股东大会审议通过《关于收购农升化工股权暨关联交易事项的议案》，公司与甘肃刘化（集团）有限责任公司（以下简称“刘化集团”）签订《股权转让协议》，收购刘化集团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，以资产评估报告为依据，经双方协商一致，确定本次收购价格为22,569.97万元。

2022年5月6日，公司召开第十届董事会第八次会议，审议通过《关于收购煤一公司、华能公司股权暨关联交易的议案》，公司与靖煤集团签订《股权转让协议》，收购靖煤集团持有的甘肃煤炭第一工程有限责任公司（以下简称“煤一公司”）、甘肃华能工程建设有限公司（以下简称“华能公司”）100%股权并承接有关股东权利和义务。以资产评估报告为依据，经双方协商一致，确定煤一公司的收购价格为12,252.49万元，华能公司的收购价格为7,103.10万元。

2022年公司合并报表范围因同一控制下企业合并增加4家二级子公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共15家（详见“附录四”）。

表3 2022 年公司合并报表范围主要变化情况

2022 年新纳入公司合并范围的主要子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
煤一公司	100.00%	基本建设	合并
华能公司	100.00%	基本建设	合并
农升公司	100.00%	化学制品	合并
窑煤集团	100.00%	煤炭开采	合并

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

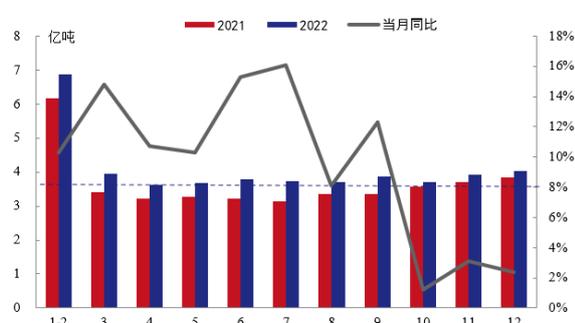
增产保供为当前煤炭行业政策的主基调，2022年全国原煤产量显著增长，预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将放缓

增产保供仍为当前行业政策的主基调。2022年两会期间中央再次强调双碳目标要“立足国情”、“先立后破”、“不能搞运动式减碳”，进一步明确了双碳目标下的减碳路径，这体现出煤炭仍将是我国能源体系的压舱石，中短期内将继续肩负国家能源安全保障的重任。2022年3月，国家发改委在《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》中，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，年内释放煤炭产能3亿吨以上，其中1.5亿吨来自新投产煤矿，另外1.5亿吨增量则通过产能核增、停产煤矿复产等方式实现。在各项增产保供政策的发力下，2021年四季度以来我国煤矿产能利用率达到供给侧改

革以来的峰值，日均产量处于高位。

保供增产政策继续收效，2022年原煤产量明显增长。2022年全国原煤产量45.6亿吨，同比增长10.5%。具体来看，2022年1-2月，全国煤炭产量6.87亿吨，同比增加10.3%，受供暖季及保供增产政策影响，较去年同期明显增长。2022年3月份原煤日均产量达到1,277万吨。3月份以后，全国原煤月产量均高于去年同期，全年产量显著增长。进口方面，2022年煤炭进口数量为2.93亿吨，同比下降9.2%。受全球能源产能供给不足和俄乌冲突影响，全球油气价格持续上涨，欧洲多国宣布重启燃煤电厂，俄罗斯煤炭禁运又进一步加剧了全球煤炭供应紧张的局面，叠加年初印度尼西亚阶段性暂停煤炭出口等事件扰动，全年煤炭进口量规模大幅缩减。由于海外事件的影响持续时间较长，进口煤调节作用受限。

图 1 2022 年以来原煤产量大幅增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 2 2022 年煤炭进口量大幅缩减



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

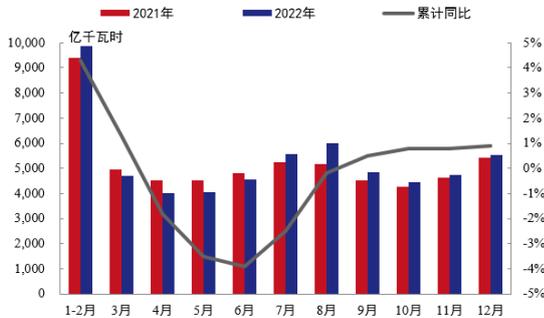
预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。根据中国煤炭市场网，2022年11月有关部门再次强调保供稳价，加快煤矿核增产能相关手续办理，主产地经补发新一批保供煤矿名单和核增计划。从供应端来看，2023年随着保供政策持续，原煤产量有望保持在较高水平。但同时也考虑到新批复矿井产能释放尚需时间和产能核增继续挖潜的空间有限，后期供给端增量不大。中证鹏元预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。

2022年火力发电增速先降后升，非电耗煤需求整体较低迷，煤炭锚定国内能源基本盘，预计2023年煤炭消费需求仍可保持增长

2022年火电增速先降后升，钢铁等非电耗煤需求低迷。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的80%左右，其中电煤消费占比超过50%。电力方面，2022年火电发电量为5.85万亿千瓦时，基本同上年持平，其中3月份以后出现明显回落，三季度受持续高温影响火电增速有所回升。一方面受宏观环境影响2022年上半年我国社会用电量出现回落，三季度全社会总用电量同比增速回升。另一方面，受气候影响，上半年水电发电量同比增长20.3%，而三季度受干旱天气影响水电出力大幅萎缩，其中8-9月分别下滑11.0%和30.0%。钢铁方面，2022年我国累计粗钢产量为10.13亿吨，同比下降2.10%，但自年初以来降幅已大幅收窄。建材方面，2022年全国水泥产量21.2亿

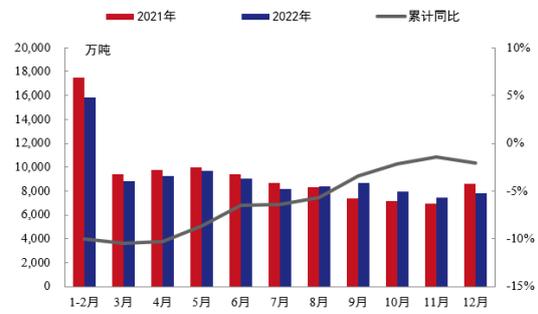
吨，同比下降10.8%。整体来看，受气候因素影响全年电煤需求整体呈先降后升；钢铁、水泥等非电用煤需求整体较为低迷，但年末呈现边际改善的态势。

图 3 2022 年火电产量增速先降后升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

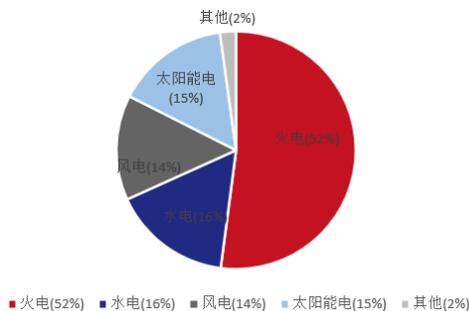
图 4 2022 年以来粗钢产量增速降幅收窄



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

煤炭锚定国内能源基本盘，预计2023年煤炭消费保持增长。截至2022年末，全国全口径发电装机容量为25.64亿kw，其中火电装机13.32亿kw，占比为52%，在目前的发电量结构中占据主导地位。虽然双碳目标下煤电装机规模将被严控，但相较于水电和新能源发电，现阶段煤电仍具备经济、高效且不受气候季节影响等多重优势，其电量供应仍是目前保证电力系统稳定安全的压舱石，因此中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。中证鹏元预计，2023年电煤需求仍将保持增长。钢铁方面，预计钢铁行业中长期需求进入峰值平台期，钢铁行业产能过剩压力将长期存在，控产量政策有望延续，叠加短期内钢材需求整体下行，供给端有望延续自发性减产，预计2023年钢铁行业的煤炭消费需求难有增长。总体来看，煤炭下游行业终端需求涉及制造业、房地产等宏观经济主要领域，二十大后国家出台多项稳增长政策，预计下游需求有望得到支撑，2023年煤炭消费仍将继续增长。

图 5 我国电力装机结构仍以火电为主



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 6 煤炭消费增速与全社会用电量增速关联度高

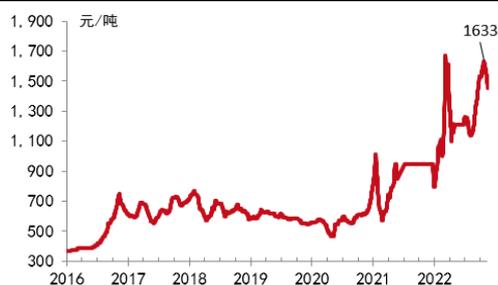


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

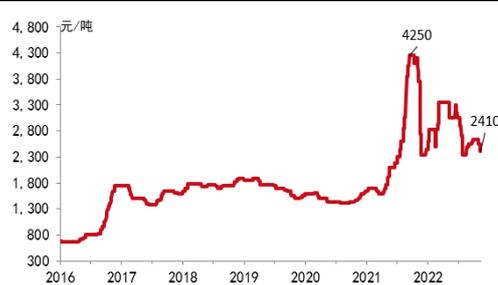
2022年煤炭行业供需偏紧，煤炭价格高位宽幅震荡，预计2023年供需维持紧平衡，煤炭价格维持高位

2022年煤炭价格高位运行。2022年初受春节保供要求以及寒冬采暖影响动力煤需求旺盛，同时供给端受印尼出口禁令、俄乌冲突爆发等海外事件扰动，动力煤价格形成首轮上涨；二季度随着供暖季结束，居民用电进入淡季，同时下游制造业用电需求受到负面冲击，煤炭价格持续回调。三季度受我国夏季持续高温干旱，一方面居民用电增速大幅增长，另一方面干旱导致水电出力断崖式下滑，电煤日耗走高，煤价持续上行。至三季度末，非电煤需求开始接力，叠加供给端仍受大型会议管控影响整体收紧，动力煤价格仍继续攀升，至2022年10月下旬，京唐港动力末煤平仓价（Q5500K，山西产）最高攀升至1,633元/吨，较年内低点涨幅达到105.93%。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，一季度受钢厂复产补库需求提振，叠加国内外煤价倒挂，进口煤规模缩减，炼焦煤价格持续上涨至4月中旬的3,350元/吨，较年内低点涨幅超过36.7%，随后受房地产等因素影响，钢铁下游需求疲软、钢价下跌，炼焦煤价格不断回调至11月中旬的2,410元/吨，整体来看，全年价格呈先涨后跌。我们认为今年以来煤炭价格上涨的原因主要包括以下因素：（1）自去年四季度保供政策发力后，煤炭产能利用率居于高位，增量产能释放尚需时日，供给端弹性减弱；（2）海外因素扰动加大，国际煤价大幅上涨；（3）极端天气导致一季度和三季度火电需求大幅增加。

图 7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动 图 8 京唐港山西产主焦煤价格先涨后跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2023年煤炭价格将继续维持高位。二十大报告中再次强调了“立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破”，在全球煤炭供应紧张、国际煤炭价格高企的背景下，预计2023年保供增产仍将是政策重心，但考虑到产能核增的潜能已大部分释放，新增产能投放短期内无法立竿见影，预计煤炭供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2023年稳增长政策发力，下游需求有望形成支撑，煤炭消费量仍有增长空间。2022年2月，国家发改委下发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确秦皇岛港下水煤（5500千卡）价格合理区间为每吨570-770元，价格区间自2022年5月1日起执行。2022年10月，国家发改委发布了《2023年电煤中长期合同签订履约工作方案的通知》，方案整体延续了2022年长协定价机制，确定了2023年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体来看，中证鹏元预计2023年煤炭供需格局仍将维持紧平衡，煤炭价格将继续维持高位。

五、经营与竞争

2022年公司收购窑煤集团后煤炭资源储量大幅扩充，在产产能进一步提高，且仍有较多在建产能，业务规模未来有望进一步扩大，但募投项目收益存在不确定性；公司煤炭产销规模2022年提升，叠加销售均价持续上涨，营业收入大幅增长，但考虑到目前煤价处于历史高位，未来煤价若回落将对公司业绩造成波动；2022年公司发电业务仍处于亏损状态，新增化工、建筑业务收入规模较小

跟踪期内，公司仍主要从事煤炭的开采和销售，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。2022年公司子公司靖远煤业集团刘化化工有限公司吸收合并农升化工，新增化工业务收入；此外，公司收购煤一公司、华能公司等公司股权，新增建筑施工业务收入。2022年公司实现营业收入122.61亿元，仍主要来源于煤炭和发电业务，占比分别为83.01%和12.12%，其中煤炭收入包含少量贸易等相关收入，化工和建筑业务收入占比较小。2022年公司销售毛利率为46.94%，其中煤炭业务毛利率为60.68%，是公司毛利润的主要来源；2022年公司发电业务毛利率为-12.21%，业务仍处于亏损。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭	101.79	83.01%	60.68%	37.08	76.60%	46.22%
发电	14.86	12.12%	-12.21%	11.33	23.40%	-20.94%
化工	3.52	2.87%	10.97%	0.00	-	-
建安施工	2.45	2.00%	-113.65%	0.00	-	-
合计	122.61	100.00%	46.94%	48.41	100.00%	30.51%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

（一）煤炭板块

➤ 资源禀赋情况

公司煤炭生产地处甘肃省靖远矿区、景泰矿区、兰州红古海石湾矿区、武威天祝矿区、酒泉肃北吐鲁矿区等区域，地理位置相对优越，区域市场占有率较高，拥有相对稳定的客户群和较强的主导定价能力，区域公路、铁路运输条件便利。其中2019年公司收购了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；2022年公司发行股份购买资产完成对窑煤集团 100% 股权的收购，窑煤集团成为公司全资子公司，拥有金河煤矿、三矿、海石湾煤矿等三个生产煤矿，以及全资子公司窑街煤电集团天祝煤业有限责任公司（以下简称“天祝煤业公司”）在产产能；其全资子公司窑街煤电集团酒泉天宝煤业有限公司（以下简称“天宝煤业公司”）下属红沙梁露天矿与井工矿项目均处于建设期。

截至2022年末，公司控制的各类矿井共计11个，包含8个生产矿井和3个在建矿井，合计煤炭保有储量124,622.23万吨，可采储量78,591.21万吨。其中，窑煤集团煤炭保有储量为58,233.90万吨，可采储量38,371.00万吨；景泰煤业煤炭保有储量9,075.80万吨，可采储量为5,098.00万吨。公司煤炭产品主要为配

焦煤和动力煤两个品种，下属魏家地煤矿以及窑煤集团下属金河煤矿、海石湾煤矿部分产品为环保型特低灰、特低硫、高热值优质配焦煤，其余矿井以动力煤为主，煤种以不粘煤为主，伴有少量的弱粘煤和长焰煤，属优质环保动力煤。景泰煤业煤炭资源以焦煤为主，煤种稀缺，煤质优良。

表5 截至 2022 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	矿井状态
王家山煤矿	白银市平川区王家山镇	100%	不粘煤	21,702.69	13,925.24	在产
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,245.85	2,614.91	
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	23,981.99	14,042.23	
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	7,382.00	4,539.83	
金河煤矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	7,290.10	4,739.30	
三矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	4,045.80	2,235.30	
海石湾煤矿	兰州市红古区	100%	弱粘煤	11,010.30	7,642.20	
天祝煤业	甘肃武威市天祝藏族自治县	100%	气煤	2,633.40	1,404.40	在建
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	
天宝煤业（井工矿）	酒泉市肃北县	100%	长焰煤	24,391.00	17,112.90	
天宝煤业（露天矿）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	8,863.30	5,236.90	
合计		-	-	124,622.23	78,591.21	-

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建项目为白岩子矿井及选煤厂、“能化转债”募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期、红沙梁矿井及选煤厂项目和红沙梁露天矿项目。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。红沙梁矿井及选煤厂项目预算总投资30.93亿元；红沙梁露天矿项目已完成露天矿首采区采剥、运输、道路、排土等工程，于2022年7月进入联合试运转阶段，预算总投资18.81亿元。“能化转债”募投项目总投资35.37亿元，已投资8.71亿元。公司收购“窑煤集团”后，在建项目数量增多，在建项目的资金支出压力加大。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6 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	累计投入
白岩子矿井及选煤厂	24.80	11.43
清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	35.37	8.71
红沙梁矿井及选煤厂项目	30.93	9.09
红沙梁露天矿项目	18.81	9.39
合计	109.91	38.62

注：2023年5月公司公告将募投项目总投资调整增加为35.37亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 产销及成本情况

截至2022年末，公司正常生产的煤矿共8个，除公司原有的魏家地煤矿、王家山煤矿、大水头煤矿和红会第一煤矿四个生产矿井外，因收购窑煤集团新增了金河煤矿、三矿、海石湾煤矿和天祝煤业，核定产能分别为120万吨/年、180万吨/年、180万吨/年和90万吨/年，公司煤炭总产能为1,624万吨/年，较上年显著提升。2022年公司煤炭总产量为1,494.02万吨，产能利用率为92.00%，处于较高水平。2022年公司新增煤矿产能利用率表现均较好，原有煤矿中王家山煤矿和红会一矿产能利用率水平相对较低，主要系受冲击地压及资源赋存条件变化影响。

表7 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2022 年		2021 年	
	产能	产量	产能	产量
魏家地煤矿	300	300	300	306.39
王家山煤矿	330	206	330	201.16
大水头煤矿	220	225	220	225.18
红会一矿	204	155	204	145.26
金河煤矿	120	131.61	-	-
三矿	180	180.19	-	-
海石湾煤矿	180	197.62	-	-
天祝煤业	90	98.60	-	-
合计	1,624	1,494.02	1,054	877.99

资料来源：公司提供

公司生产的原煤直接用于销售，主要产品之一为“晶虹”煤，属于不粘结、弱粘结煤种，是比较环保优质的动力煤，其余主要为配焦煤。2022年公司的原煤销量为1,415.41万吨，产销率为94.74%，近年来公司的煤炭销售状况均表现较好；煤炭销售均价为695.74元/吨，同比保持上涨。2022年公司实现煤炭业务收入101.79亿元，同比大幅增长，一方面受益于煤炭价格持续上涨，另一方面窑煤集团并表后公司煤炭业务规模大幅增长。此外，煤炭业务毛利率水平继续上升至60.68%。

表8 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

	项目	金额
2022 年	产量	1,494.02
	销量	1,415.41
	产销率	94.74%
	期末库存	94.60
	平均售价	695.74
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

注：销量包含内销部分。

资料来源：公司 2021-2022 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，2022年公司前五大客户销售占比为24.59%，销售集中度水平不高。

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。2022年，公司原煤单位制造成本400.56元/吨，同比增加12.24%，其中材料同比减少10.03%，职工薪酬同比增加24.50%，电力同比增加13.05%，折旧费同比增加40.13%，修理费同比增加7.54%，提取安全费同比增加21.48%，提取维简费同比增加8.45%。

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。2022年公司采购集中度水平不高。

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2022年百万吨死亡率为0.20，公司仍面临一定的安全生产风险。

表9 公司安全投入情况（单位：万元）

项目	2022年
安全费用投入	61,268.86
百万吨死亡率	0.20

资料来源：公司提供

总体来看，2022年公司收购窑煤集团后，煤炭资源储备大幅增长，公司产销规模进一步上升，同时受煤价上涨影响，公司煤炭业务收入规模大幅增长，但在建项目资金支出压力大，且业务仍面临一定安全生产风险。

（二）其他板块

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。2022年白银热电装机容量未发生变化。

2022年白银热电全年发电量为35.40亿度，其中外销电量为32.85亿度。2022年白银热电电力含税上网电价为0.3890元/度，较2021年水平有所上涨。此外，2022年固废热电公司完成发电量6.18亿度。公司发电业务2022年实现收入14.86亿元，同比增长，除新增固废热电公司发电收入以外，含税上网电价的上涨也带动了公司电力销售收入的提升。同时电力业务毛利率较上年升至-12.21%，但业务仍处于较大幅度亏损状态。

表10 白银热电电力业务运行情况（万度、小时、元/度）

项目	2022年	2021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	353,993	357,298.02
全年发电小时数	5,057.05	5,104.3
其中：自用	25,495	25,434.73
外销	328,498	332,096.29
含税上网电价	0.3890	0.3097

资料来源：公司提供

农升化工主营业务范围为浓硝酸、稀硝酸、复合肥的生产销售，年生产能力稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥25万吨。2022年，农升公司完成复合肥综合产量16.71万吨，其中浓硝酸3.19万吨，复合肥12.25万吨。全年累计销售浓硝酸3.16万吨，销售复合肥12.09万吨。刘化化工主要从事氮肥制造、复混肥料制造等化工业务，2022年刘化化工吸收合并了农升化工。2022年公司实现化工业务收入3.52亿元，业务毛利率为10.97%。

公司建筑业务主要由煤一公司、华能公司负责。煤一公司主营业务为建筑智能化工程施工、建设工程施工、房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包、建设工程设计等；华能公司主营业务为建筑智能化工程施工，特种设备安装改造修理，输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验等。2022年公司合计实现收入2.45亿元，但业务亏损规模较大。

控股子公司靖煤新能源公司负责靖远煤电28MW光伏自发自用工程项目，该项目正在筹建中。报告期内，该项目已完成平川区发改局备案，取得拟选场址涉河道、河流情况的复函、纳入平川区国土空间规划、完成项目建设环境影响登记备案，完成EPC总承包招标，目前正在建设中。

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2021-2022年审计报告及未经审计2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并

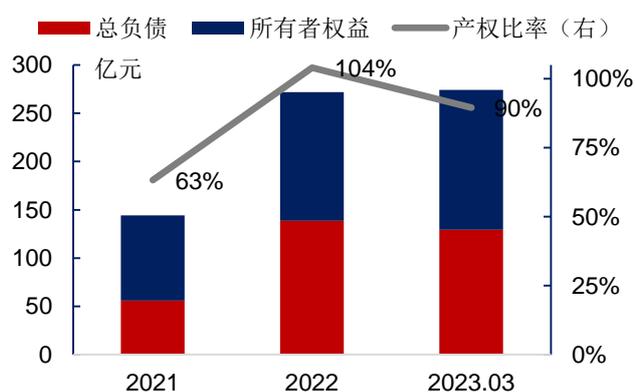
报表范围因同一控制下企业合并新增4家二级子公司（详见表3），由于并表窑煤集团，2022年公司经审计的财务数据变动很大，上期财务报表数据不具有可比性。

资本实力与资产质量

2022年公司完成重大资产重组后，资本实力明显增强，但产权比率有所上升；公司资产主要以生产经营性的矿井、采矿权等为主，且货币资金充裕，资产质量整体尚可

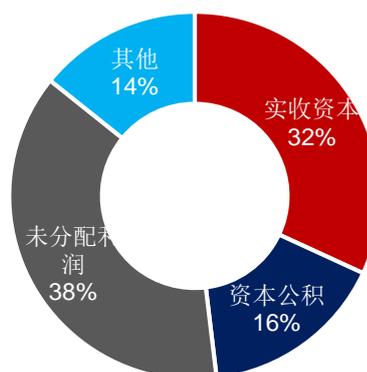
随着公司发行股份购买资产以及自身利润累积，公司所有者权益规模快速上升，截至2023年3月末为144.58亿元。受窑煤集团并表影响，2023年3月末公司总负债大幅增长至129.53亿元，产权比率上升至89.59%，所有者权益对负债的保障程度有所弱化。截至2023年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本和资本公积等构成，占比分别为38%、32%和16%。

图9 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图10 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2023年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金规模仍较大，2022年末占总资产的比重为27.84%，主要以银行存款为主，其他货币资金规模较小，主要系公司银行承兑汇票保证金。2022年末公司固定资产占总资产的比重为29.72%，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1.53亿元，均为白银热电房产，其房屋产权证书正在办理中。2022年末公司在建工程为17.59亿元，主要的在建工程为红沙梁矿井及选煤厂项目、红沙梁露天矿项目、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。2022年末公司无形资产占总资产的比重为19.29%，主要为土地使用权和采矿权，其中因窑煤集团以部分采矿权抵押借款，受限规模为17.54亿元。

公司交易性金融资产主要为结构性存款，2022年末为12.91亿元。公司应收账款主要为应收货款，以账龄来看，2022年末主要集中在一年以内。

截至2022年末，公司受限资产包括无形资产和少量受限的货币资金、固定资产，合计受限金额为18.53亿元，占总资产比重为6.82%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	71.15	25.96%	75.68	27.84%	46.36	32.17%
应收账款	9.29	3.39%	7.43	2.73%	2.92	2.03%
交易性金融资产	15.50	5.65%	12.91	4.75%	18.16	12.60%
流动资产合计	114.30	41.70%	110.94	40.82%	78.79	54.67%
固定资产	79.43	28.98%	80.77	29.72%	31.77	22.04%
在建工程	19.06	6.95%	17.59	6.47%	7.52	5.22%
无形资产	52.01	18.98%	52.42	19.29%	20.18	14.00%
非流动资产合计	159.81	58.30%	160.86	59.18%	65.34	45.33%
资产总计	274.11	100.00%	271.80	100.00%	144.12	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

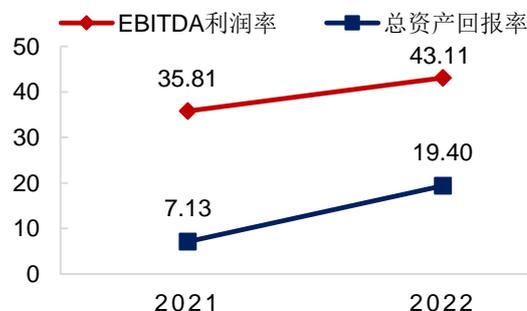
盈利能力

2022年公司收购窑煤集团后收入规模大幅增长，同时受益于煤炭价格上涨，盈利水平明显提升

2022年公司发行股份收购窑煤集团后，收入规模迅速扩大，2022年公司实现营业收入122.61亿元。从业务结构来看，公司收入仍主要来源于煤炭和发电业务，占比分别为83.01%和12.12%；其中实现煤炭业务收入101.79亿元，同比大幅增长；发电业务收入亦有所增长，除新增固废热电公司发电收入以外，含税上网电价的上涨也带动了公司电力销售收入的提升。

毛利率方面，2022年公司销售毛利率为46.94%，水平较上年同期提升，其中煤炭业务毛利率为60.68%，是公司毛利润的主要来源；2022年公司发电业务毛利率为-12.21%，业务仍处于亏损。

2022年公司EBITDA利润率为43.11%，同比上升7.30个百分点；公司总资产回报率为19.40%，随利润水平大幅增长亦明显上升。但后续若煤炭价格回落，需关注公司盈利水平的波动。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司债务规模增长，但整体债务压力仍可控；公司现金生成能力以及经营活动现金流整体表现较好，但考虑到公司在建项目尚需投入较多，存在一定的资金支出压力

公司债务主要由银行借款和应付债券构成。公司短期借款主要为信用贷款、保证借款和抵押借款，长期借款主要为质押借款和保证借款，均主要系窑煤集团并表增加。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、长期应付款和租赁负债。公司应付债券系发行的本期可转换公司债券，2022年末因转股规模而有所下降。截至2022年末，公司总债务为55.73亿元，占总负债的比重为40.22%，同比有所增长，其中一年以内到期的债务占比为41.06%。

截至2022年末，公司应付账款占总负债的比重为22.31%，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8.56%，主要系公司计提了尚未发放的职工薪酬福利。截至2022年末，公司预计负债金额为9.64亿元，主要由土地复垦费用和对外提供担保计提形成。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.05	15.48%	21.47	15.49%	0.00	0.00%
应付账款	26.69	20.61%	30.92	22.31%	9.25	16.56%
应付职工薪酬	9.62	7.42%	11.86	8.56%	7.30	13.06%
一年内到期的非流动负债	1.86	1.43%	1.78	1.29%	0.42	0.75%
流动负债合计	72.63	56.07%	81.41	58.75%	25.12	44.99%
长期借款	15.63	12.07%	15.26	11.01%	0.00	0.00%
应付债券	17.63	13.61%	17.43	12.58%	20.94	37.50%
预计负债	9.69	7.48%	9.64	6.95%	5.77	10.33%
非流动负债合计	56.89	43.93%	57.15	41.25%	30.72	55.01%
负债合计	129.53	100.00%	138.56	100.00%	55.84	100.00%
总债务合计	-	-	55.73	40.22%	21.29	38.12%
其中：短期债务	-	-	22.88	16.51%	0.08	0.14%
长期债务	-	-	32.85	23.71%	21.21	37.98%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，受益于收入规模的扩大及盈利能力的提升，2022年公司FFO大幅上升，现金生成能力大幅提高。同时公司经营活动现金流亦呈持续净流入，2022年净流入规模明显提升，整体表现较好。投资活动方面，2022年公司投资活动现金流呈持续净流出，主要系公司近年来购建固定资产、在建工程支出规模较大所致。由于公司投资性现金流主要用于在建煤矿建设，考虑到目前公司在建项目较多，存在较大的资金需求。

从杠杆状况指标来看，2023年3月末公司资产负债率为47.25%，较2021年末明显上升。由于公司货币资金规模较大，2022年公司净债务为负值，现金对债务的覆盖程度较好。2022年公司EBITDA利息保

障倍数为16.38，仍处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。截至2022年末，公司总债务/总资本为29.49%，较2021年末有所上升，但水平仍不高。整体来看，公司杠杆状况指标表现较好，债务压力不大。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

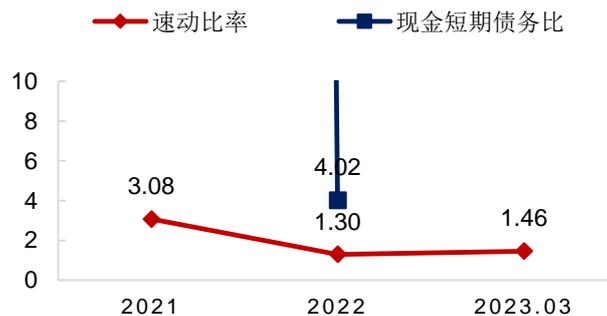
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	4.62	50.65	23.92
FFO(亿元)	-	28.34	7.76
资产负债率	47.25%	50.98%	38.74%
净债务/EBITDA	-	-0.64	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	-	16.38	12.26
总债务/总资本	-	29.49%	19.43%
FFO/净债务	-	-83.45%	-15.56%
经营活动现金流/净债务	-	-149.16%	-47.92%
自由活动现金流/净债务	-	-69.52%	-34.25%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性比率来看，截至2022年末，公司速动比率为1.30，现金短期债务比为4.02，同比均下降，主要系窑煤集团并表后，公司新增了短期债务。整体来看，公司流动性指标表现较好。

备用流动性方面，公司作为上市公司融资渠道较为畅通，截至2022年末公司仍有58.13亿元尚可使用的银行授信额度，此外公司非受限资产规模较大，必要时也可为公司提供一定的流动性补充。

图 12 公司流动性比率情况



注：2021 年末公司现金短期债务比为 895.30

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境及社会因素

根据公司《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，环境方面，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。社会方面，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在重大违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022年实施重大资产重组后，公司业务范围、组织结构均发生较大的变化。为顺应管理体制机制调整，2023年4月，公司董事、监事及高级管理人员进行了如下变动：

表14 公司董事、监事及高级管理人员变动情况

项目	变更前	变更后
非独立董事	张锋刚、陈虎、高宏杰、张得君、邵嗣华、刘昌平、赵昆仑、韩振江	许继宗、张锋刚、朱新节、王志民、马维斌、王立勇、赵昆仑、韩振江
非职工代表监事	高小明、刘震河	陈虎、李洪源、王健
董事长	-	许继宗
总经理	刘昌平	张锋刚
副总经理	赵昆仑、文建东	高宏杰、徐茂辉、张得君、邵嗣华、鲜旭红、王永忠
总工程师	李作泉	王宁
财务总监	韩振江	王文建

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月15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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年5月24日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

公司对外担保为子公司窑煤集团对二十一冶建设集团有限公司（以下简称“二十一冶公司”）贷款提供担保，截至2022年12月31日担保余额为30,023.82万元，具体情况为：

(1) 2018年，窑煤集团为二十一冶公司向中国农业银行股份有限公司白银区支行贷款13,700.00万元提供连带责任担保。2019年12月31日甘肃省高级人民法院形成终审判决（（2019）甘民终780号），判决窑煤集团在18,500.00万元范围内承担连带还款责任。截止2022年12月31日，二十一冶公司无力偿还，窑煤集团为该项贷款担保计提预计负债4,224.98万元。

(2) 2017年，窑煤集团为二十一冶公司向兰州银行股份有限公司城建支行贷款27,300.00万元提供连带责任担保，2020年6月该笔贷款到期，二十一冶公司无力偿还，截止2022年12月31日，窑煤集团为该笔贷款担保计提预计负债25,798.84万元。

截至2022年末，公司存在以下未决诉讼：

窑煤集团之子公司窑街煤电集团甘肃精益矿山工程有限责任公司（被告，现“科贝德公司”）与甘肃精正矿业工程有限公司（原告）劳务合同纠纷案，一审原告诉讼请求：科贝德公司向甘肃精正矿业工程有限公司退还履约保证金50万元、材料款50万元，支付劳务工程款751.68万元，利息损失418.50万元，合计1,309.14万元。兰州市中级人民法院作出一审裁定书(2021)甘01民初37号：驳回原告诉讼请求。二审上诉人诉讼请求：①依法撤销兰州中院（2021）甘01民初37号民事裁定；②依法改判科贝德公司支付甘肃精正公司履约保证金等价款140.58万元或发回重审。③依法改判科贝德公司支付甘肃精正公司工程款751.68万元或发回重审。④依法改判科贝德公司赔偿甘肃精正公司2012年8月11日至2020年8月10日期间的逾期付款法定孳息即利息损失418.50万元。⑤判令科贝德公司承担本案诉讼费和其他有关费用。二审甘肃省高级人民法院作出民事裁定书(2021)甘民终739号：①撤销兰州市中级人民法院（2021）甘01民初37号民事裁定；②本案指令兰州市中级人民法院审理。目前该案尚未了结。

八、结论

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，2022年通过发行股份方式收购窑煤集团后，煤炭资源储量大幅扩充，煤炭产能进一步提升；公司煤炭产品主要为优质配焦煤和动力煤，2022年销售均价上涨，拉动公司盈利水平明显提升。公司现金流2022年表现较好，完成发行股份购买资产后，资本实力明显增强。同时我们也注意到，公司煤炭主业具有较强的周期性，2022年受电煤价格处于高位影响，公司电力业务仍处于亏损状态；公司在建项目尚需投入资金规模较大，且募投项目收益存在不确定性，煤炭开采业务始终面临一定的安全生产风险。整体来看，公司抗风险能力较好。

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“能化转债”的信用等级为AA+。

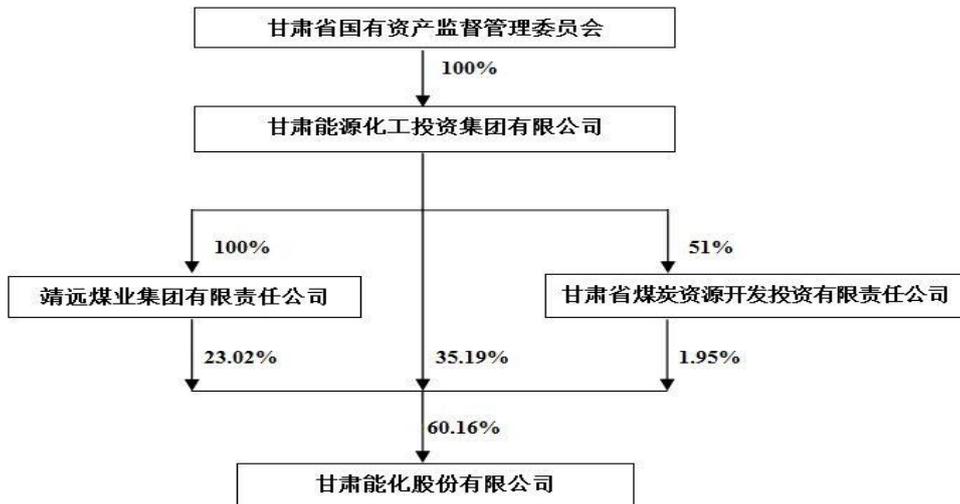
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	71.15	75.68	46.36	53.09
应收账款	9.29	7.43	2.92	4.92
存货	8.21	5.39	1.49	2.70
流动资产合计	114.30	110.94	78.79	76.38
固定资产	79.43	80.77	31.77	32.73
在建工程	19.06	17.59	7.52	4.52
无形资产	52.01	52.42	20.18	19.82
非流动资产合计	159.81	160.86	65.34	59.05
资产总计	274.11	271.80	144.12	135.43
短期借款	20.05	21.47	0.00	1.20
应付账款	26.69	30.92	9.25	6.50
应付职工薪酬	9.62	11.86	7.30	7.44
其他应付款	3.84	4.30	1.73	1.33
一年内到期的非流动负债	1.86	1.78	0.42	0.32
流动负债合计	72.63	81.41	25.12	18.50
长期借款	15.63	15.26	0.00	0.00
应付债券	17.63	17.43	20.94	23.16
长期应付款	7.94	8.06	3.04	3.41
非流动负债合计	56.89	57.15	30.72	31.59
负债合计	129.53	138.56	55.84	50.09
总债务	-	55.73	21.29	24.36
所有者权益	144.58	133.24	88.28	85.34
营业收入	31.57	122.61	48.41	36.87
营业利润	11.33	37.32	9.30	5.31
净利润	9.61	31.95	7.25	4.45
经营活动产生的现金流量净额	4.62	50.65	23.92	6.39
投资活动产生的现金流量净额	-6.82	-25.36	-24.57	-0.45
筹资活动产生的现金流量净额	-1.52	-12.77	-6.07	22.32
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	-	52.86	17.34	10.16
FFO(亿元)	-	28.34	7.76	3.96
净债务(亿元)	-	-33.96	-49.91	-42.68
销售毛利率	47.98%	46.94%	30.51%	30.27%
EBITDA 利润率	-	43.11%	35.81%	27.55%
总资产回报率	-	19.40%	7.13%	4.75%
资产负债率	47.25%	50.98%	38.74%	36.98%

净债务/EBITDA	-	-0.64	-2.88	-4.20
EBITDA 利息保障倍数	-	16.38	12.26	19.53
总债务/总资本	27.84%	29.49%	19.43%	22.21%
FFO/净债务	-	-83.45%	-15.56%	-9.28%
速动比率	1.46	1.30	3.08	3.98
现金短期债务比	-	4.02	895.30	56.54

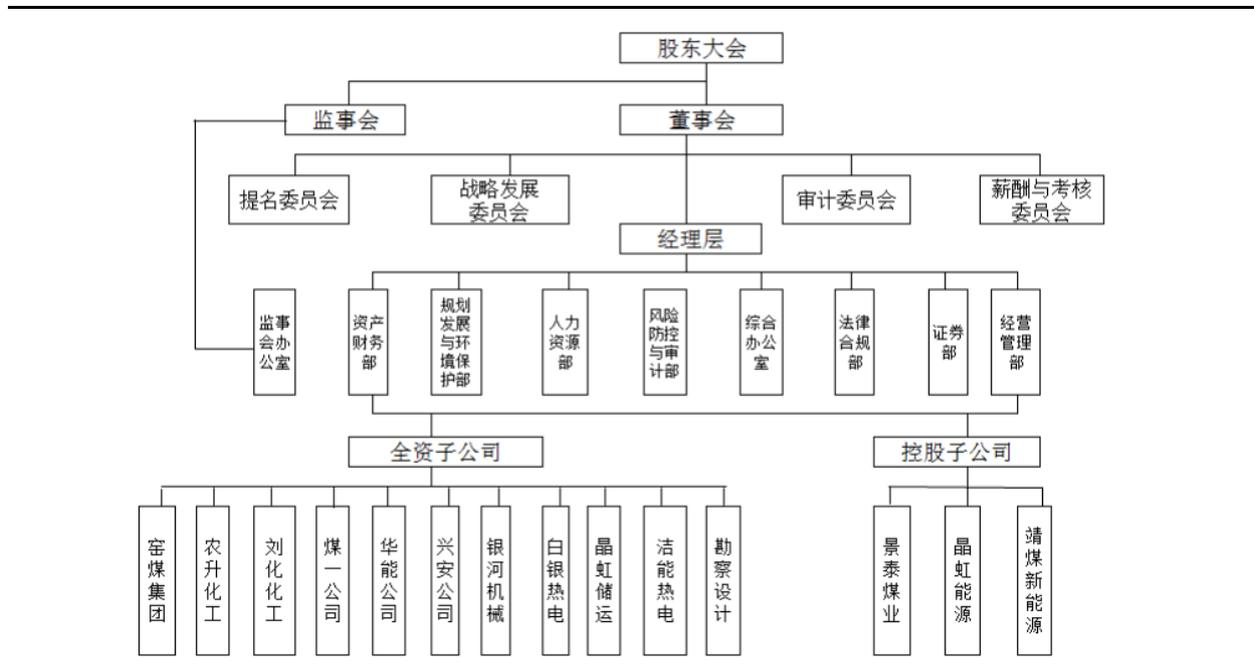
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况

公司名称	取得方式	持股比例	主营业务
靖煤集团白银热电有限公司	设立	100.00%	发电
靖煤集团景泰煤业有限公司	合并	60.00%	煤炭开采
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	合并	100.00%	发电
靖远煤业工程勘察设计有限公司	合并	100.00%	服务业
甘肃晶虹储运有限责任公司	合并	100.00%	商业
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	合并	100.00%	服务业
白银银河机械制造有限公司	合并	100.00%	化学制品
靖远煤业集团刘化化工有限公司	设立	100.00%	制造业
甘肃靖煤晶虹能源有限公司	设立	51.00%	批发业
甘肃煤炭第一工程有限责任公司	合并	100.00%	基本建设
甘肃华能工程建设有限公司	合并	100.00%	基本建设
白银农升化工有限责任公司	合并	100.00%	化学制品
窑街煤电集团有限公司	合并	100.00%	煤炭开采
甘肃省靖煤景泰川煤业有限责任公司	设立	66.00%	煤炭开采
甘肃靖煤新能源有限公司	设立	60.00%	能源

注：甘肃省靖煤景泰川煤业有限责任公司已注销
 资料来源：公司 2022 年年度报告，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+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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。