



# 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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 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2024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+

## 评级日期

2024年6月18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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 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）为甘肃省属上市煤炭企业，公司重大资产重组后煤炭资源储量大幅扩充，2023年产销规模全面提升，且部分在建煤矿获得产能核增，区域竞争力持续增强，2023年公司实施了重组配套募资，资本实力增强。同时中证鹏元也关注到，公司重大资产重组后对治理体系和业务管理进行了重建，运行效果及影响有待继续观察，由于煤炭主业具有较强的周期性，2023年煤价回落导致公司盈利能力及现金生成能力下降，近年来同时推进较多大型项目建设，资金支出压力加大且项目收益存在不确定性，此外公司煤炭开采业务始终面临安全生产风险等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	313.66	308.33	271.80	144.12
归母所有者权益	167.90	160.11	128.94	85.23
总债务	66.51	59.06	55.73	21.29
营业收入	28.22	112.59	122.61	48.41
净利润	5.37	17.43	31.95	7.25
经营活动现金流净额	-3.09	18.50	50.65	23.92
净债务/EBITDA	--	-0.58	-0.64	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	13.07	16.38	12.26
总债务/总资本	27.86%	26.42%	29.49%	19.43%
FFO/净债务	--	-79.92%	-83.45%	-15.56%
EBITDA 利润率	--	35.15%	43.11%	35.81%
总资产回报率	--	8.02%	19.40%	7.13%
速动比率	1.79	1.51	1.30	3.08
现金短期债务比	--	8.68	4.02	895.30
销售毛利率	36.59%	35.89%	46.94%	30.51%
资产负债率	45.09%	46.67%	50.98%	38.74%

注：因 2021-2023 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 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司重大资产重组后产销量全面提升，且部分在建煤矿获得产能核增，区域竞争力持续增强。**公司为甘肃省国资委控制的国有煤炭企业，2022年通过发行股份方式收购窑街煤电集团有限公司（以下简称“窑街煤电”）后，2023年在产矿井总产能达到1,624万吨/年，较原有产能增长54.08%，区域竞争力进一步增强。2023年实现原煤总产量1,967.68万吨、销量1,926.73万吨，规模分别同比增长31.70%和36.13%；截至2023年末，公司煤炭在建产能为690万吨/年，规模较大，其中在建矿井红沙梁露天矿和井工矿产能均核增至300万吨/年，景泰白岩子矿井产能90万吨/年，未来随着在建矿井的陆续投产，煤炭业务规模仍具有上升潜力。
- **2023年公司完成了重大资产重组的配套募资，资本实力进一步增强。**2023年公司向特定对象定价发行人民币普通股（A股）740,740,740股，每股发行价格为2.70元，扣除相关费用后，实际募集资金净额19.67亿元；考虑到2022年末公司已非公开发行股份21.03亿股，同时近年来公司自身经营利润累积亦较为可观，公司资本实力持续提升，截至2024年3月末公司所有者权益上升至172.24亿元，较2022年末增长29.27%。

## 关注

- **公司重大资产重组后对治理体系和业务管理模式进行了重建。**公司发行股份收购窑街煤电后，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”）。重组后公司进行了治理体系的重新创建，组建了新的董事会、监事会，聘任经理层和其他高管，公司董事、监事及高级管理人员经历了较大变动；管理层面，公司按照控股型上市公司和“小总部、大产业”模式，调整内部管理体制，设立全资子公司甘肃靖煤能源有限公司（以下简称“靖煤能源”），同时授权靖煤能源对公司所属靖远矿区各类生产经营要素实施集中管理和集约利用。考虑到公司重组以来时间较短，整合资产规模较大，重建的治理体系和业务管理模式的运行效果及其对公司经营绩效的影响仍有待继续观察。
- **公司主营业务具有较强的周期性，盈利能力对于煤价波动敏感程度较高。**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；煤电、煤化工产业属于煤炭行业直接下游，均具有较强的周期性属性。由于煤炭业务是公司主要的收入和利润来源，近年来煤价涨跌导致公司盈利能力存在较大波动，2023年煤价回落导致公司EBITDA利润率较上年下降7.96个百分点，公司总资产回报率亦下降11.38个百分点。
- **公司现金生成能力下降，近年来同时推进较多大型项目建设，资金支出压力加大，且未来项目效益存在不确定性。**受盈利能力下降影响，2023年公司FFO规模大幅下降。近年来公司新增较多大型项目，除三处在建的煤炭产能和本期债券募投项目以外，2023年公司又新增了兰州新区热电联产项目，总投资41.86亿元，预计建设周期约2年；截至2023年末，公司在建项目尚需投资规模较大，由于项目投资规模普遍较大，建设工期较长，能否如期建设完工并投入使用不确定因素较多，同时公司在建项目均属于周期性行业，项目建成后的行业竞争环境和景气程度尚未可知，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，随着矿井开采深度的延伸，开采难度增大，安全生产是公司始终面临的风险。
- **公司存在一定的或有负债风险。**公司子公司窑街煤电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2023年末担保余额为26,783.67万元，窑街煤电已对以上贷款担保全额计提预计负债，目前窑街煤电已向二十一冶公司进行追偿。此外，公司尚存在较多未决诉讼，未来若判决结果对公司不利，存在偿付风险。

## 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	1,020.13	648.53	309.37	308.33
营业收入	1,013.53	374.92	132.84	112.59
净利润	87.86	25.76	23.07	17.43
销售毛利率（%）	11.55	15.65	41.68	35.89
资产负债率（%）	52.25	57.38	46.09	46.67
煤炭产量（万吨）	2,155.82*	2,002*	1,380.33	1,967.68

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2022年数据，其他均为2023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_2023V1.0
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	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
<b>个体信用状况</b>					<b>aa+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA+</b>

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。

### 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	2023-6-14	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2023年12月31日，“能化转债”募集资金专项账户余额为9.41亿元。

## 三、发行主体概况

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”。

2023年12月，公司重大资产重组募集配套资金发行新股740,740,740股，2023年因可转债转股新增股份35,781股。截至2024年3月末，公司总股本增至5,351,794,496股。公司控股股东为能化集团，直接持有公司股份50.16%（无质押情形），甘肃省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

**表1 截至2024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	2,684,279,026	50.16%
2	中国信达资产管理股份有限公司	459,492,449	8.59%
3	香港中央结算有限公司	107,092,920	2.00%
4	中国金川投资控股有限公司	104,925,931	1.96%
5	甘肃省煤炭资源开发投资有限责任公司	89,700,000	1.68%
6	申万宏源证券有限公司	84,805,409	1.58%
7	天安人寿保险股份有限公司—传统产品	66,666,666	1.25%
8	UBS AG	54,446,218	1.02%
9	华夏人寿保险股份有限公司—自有资金	51,851,851	0.97%
10	诺德基金—华泰证券股份有限公司—诺德基金浦江120号单一资产管理计划	50,962,963	0.95%

资料来源：公司2024年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年因新设增加靖煤能源、甘肃能化售电有限公司2家二级子公司和甘能化（兰州新区）热电有限公司（以下简称“兰州热电”）、甘肃靖煤晶虹煤炭开发有限公司2家三级子公司，子公司窑街煤电集团甘肃金海废气发电有限公司注销。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共26家（详见“附录四”）。

**表2 截至2023年末/2023年公司主要二级子公司财务情况（单位：亿元）**

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
窑街煤电	煤炭开采、销售	113.73	42.01	53.85	11.70
靖煤能源	煤炭开采、销售	167.05	97.31	32.74	0.10

资料来源：公司 2023 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

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

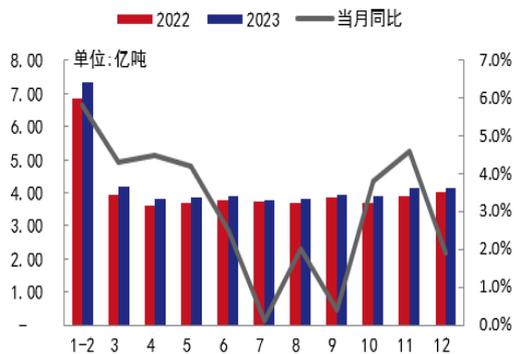
## 行业环境

**2023年国内煤炭保供与安监再平衡，受产地供给约束影响，2023年全国原煤产量增速有所放缓，但煤炭进口量超预期，预计2024年供给增量空间有限**

保供压力逐步缓解，2023年以来煤炭行业安监力度加码。随着核增产能有效释放，2022年全国原煤日均产量基本维持在1,200万吨以上的历史高位水平，2023年以来相关部门虽仍强调增产保供稳价，但保供压力逐步缓解。由于煤矿长期高强度生产，2023年国内煤矿安全事故频发，引发安全监管力度升级。2023年9月，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出严格矿山安全生产准入，“停止新建产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出、冲击地压、水文地质类型极复杂的煤矿”，严格审批矿山安全生产许可；同时对矿山企业主体，要求“主要负责人应当定期到生产现场督促检查安全生产工作，严禁下达超能力生产计划或者经营指标”。2024年2月国务院公布了《煤矿安全生产条例》，于5月1日起实施。受产地供给约束影响，2023年前三季度行业产能利用率波动回落，四季度进入旺季后有所回升。

受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。根据国家统计局数据，2023年全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%。具体来看，2023年1-2月，全国煤炭产量7.34亿吨，同比增加5.8%，其后上半年增速呈现缓慢下降趋势，7-9月煤矿事故频发导致安监趋严，煤炭产量增速大幅下降，但各月同比增速仍为正值，四季度进入需求旺季后原煤产量增速有所回升。整体来看，原煤产量保持小幅增长，但增速较2022年的9%降幅明显。进口方面，进入2023年后，受益于在零关税政策续期、通关便利及外部环境改善，煤炭进口量大幅增长，进口增长叠加2022年低基数因素影响，2023年煤炭进口同比增长61.8%。

**图 1 2022 年以来原煤产量有所放缓**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 2 2023 年煤炭进口量超预期**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

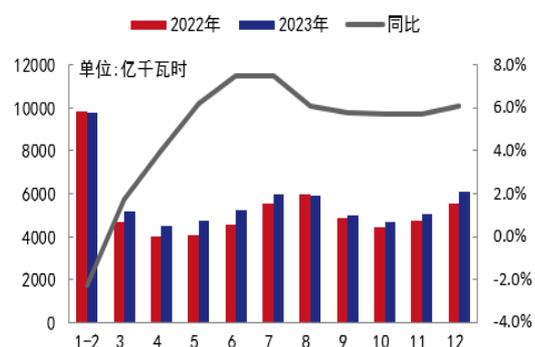
预计2024年我国煤炭供应端增长空间有限。一方面，此新一轮保供政策下的核增产能已陆续释放，在煤炭供需结构持续改善至基本平衡的环境下，煤炭新增产能或将减少。存量产能利用方面，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，再加上安全事故影响下安监常态化，使产能利用率难以在高位长期

保持。此外，2024年我国恢复煤炭进口关税，同时海外主要煤炭出口国产量、出口量难以大幅增长，但印度等国需求较为旺盛；预计进口煤价格优势减弱，进口煤高增长难以为继。

### 2023年下游电煤需求仍具韧性，非电用煤需求整体有所企稳，预计2024年煤炭消费需求保持增长，中短期内煤炭锚定国内能源基本盘

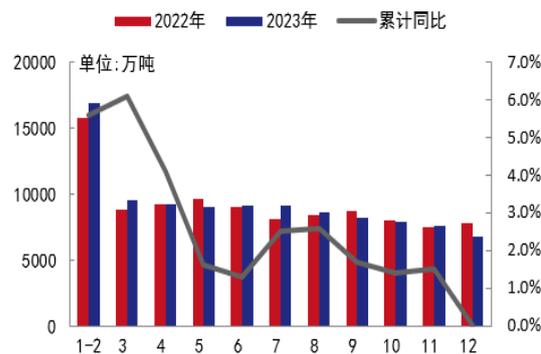
2023年火电产量保持增长，钢铁等非电耗煤需求有所企稳。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的80%左右，其中电煤消费占比超过50%。电力方面，2023年火电发电量为6.23万亿千瓦时，同比增长6.1%，与全社会用电量同期同比增速6.7%基本相当。钢铁方面，2023年我国累计粗钢产量为10.19亿吨，与上年度产量基本持平，在连续两年下降后企稳。一方面受2023年废钢供应短缺影响，高炉减产压力减轻；另一方面，2023年需求结构改变，板材需求增长拉动高炉产品的需求。建材方面，2023年全国水泥产量20.23亿吨，同比下降0.7%，降幅较去年明显收窄。整体来看，2023年全年电煤需求整体较有韧性；非电用煤需求相较于2022年整体低迷的状态已有所企稳。

图 3 2023 年火电产量保持增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

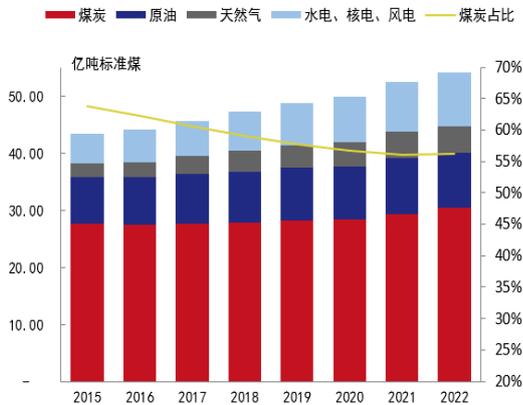
图 4 2023 年粗钢产量较上年基本持平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

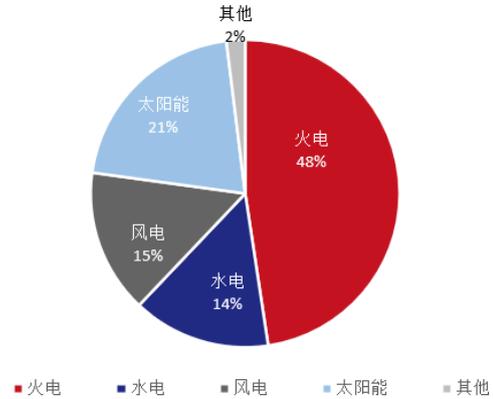
煤炭锚定国内能源基本盘，预计2024年煤炭消费保持增长。从电煤装机来看，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。截至2023年末，全国全口径发电装机容量为29.20亿kw，其中火电装机13.90亿kw，占比为48%，在电力结构中占据主导地位。近年来受保供形势影响，火电项目核准开工全面提速，2022年以来煤电项目密集上马。2023年国内新增火电装机容量约5,800万千瓦，同比增长4%。同时2023年国内火电电源基本建设投资完成额1,029亿元，同比增长15%，预计未来两年内将有一定规模煤电机组集中投产。在保障电力系统稳定安全的目标下，同时考虑到清洁能源的消纳问题，我们认为煤电的压舱石作用进一步凸显，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，2024年电煤需求仍将保持增长。炼焦煤方面，预计2024年粗钢产量在控产基调下将维持在高位水平，炼焦煤需求整体保持稳定。

图 5 我国煤炭在一次能源消费的占比



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图 6 我国电力装机结构仍以火电为主

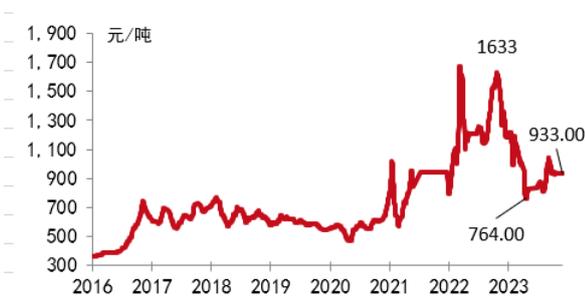


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小；预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持相对高位运行**

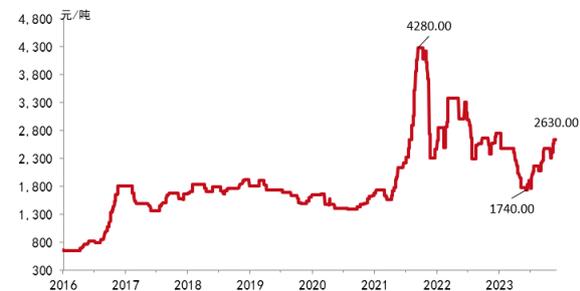
2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移。动力煤方面，2023年上半年，由于进口量增长较快、社会库存高企等因素，供需整体偏宽松，港口动力煤价格明显回落，4月下旬下降至764元/吨，其后在840元/吨以下小幅波动；三季度煤矿相关事故较多导致安监加强，短期供给走弱，同时进口煤量高位回落，叠加非电需求回暖，动力煤价波动回升，最高涨至1,035元/吨，进入四季度后随原煤产量恢复，价格逐步稳定至930元/吨上下。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，2023年上半年受蒙古和俄罗斯炼焦煤进口增量冲击，国内焦煤价格出现显著下跌，下半年起受焦煤进口冲击大幅减弱、海外炼焦煤需求强劲以及山西煤矿安全事故供给扰动的支撑，炼焦煤价格大幅反弹。整体来看，全年价格呈先跌后涨，价格中枢较2022年有所下移。

图 7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 京唐港山西产主焦煤价格先跌后涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2024年煤炭价格将继续维持相对高位。随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解；国内新建产能规模有限，中东部

地区产能继续衰竭并退出；再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动；预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，煤炭价格将继续维持相对高位。长协煤方面，2023年11月，国家发改委发布了《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相较于2023年，方案将需求方范围缩小且签约量要求有所降低，预计2024年长协煤供应量将有所下降。2024年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体而言，2024年煤炭中长期合同价格仍维持稳定，预计市场煤供应或将提高。

## 五、经营与竞争

收购窑街煤电后公司煤炭资源储量大幅扩充，业务规模扩增明显，且部分在建煤矿获得产能核增，公司产能储备进一步扩大。2024年公司煤炭产销量全面提升，但未抵消煤价回落的影响，全年煤炭收入有所下降，考虑到目前煤价仍处于相对高位，需关注其后续走势对公司业绩的影响。煤价回落带动电力业务业绩压力缓解，但化工、建筑业务收入规模仍较小。目前公司在建项目资金支出压力较大，且由于存在周期属性，建成后的效益亦存在不确定性

跟踪期内，公司业务结构未出现重大变化，煤炭的开采和销售仍为公司核心业务，同时热电联产业务主要由子公司靖煤集团白银热电有限公司（以下简称“白银热电”）等公司负责。公司化工业务由靖远煤业集团刘化化工有限公司（以下简称“刘化化工”）负责实施，其新建产能已进入单机试车阶段，化工业务增量空间可观。2023年公司实现营业收入112.59亿元，仍主要来源于煤炭和发电业务，占比分别为76.75%和13.12%，化工和建筑业务收入占比较小。2023年公司销售毛利率为35.89%，其中煤炭业务毛利率为42.66%，是公司毛利润的主要来源；电力和化工盈利贡献比重较小。2024年一季度，公司实现营业收入28.22亿元，同比下降10.59%；归属于上市公司股东的净利润5.36亿元，同比下降44.01%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭	86.42	76.75%	42.66%	96.08	78.36%	55.60%
电力	14.77	13.12%	17.51%	14.86	12.12%	14.30%
化工	4.57	4.06%	9.34%	3.52	2.87%	12.22%
建安施工	3.31	2.94%	-0.66%	2.45	2.00%	19.83%
机械产品	1.06	0.95%	15.38%	0.94	0.77%	19.01%
其他	2.46	2.18%	15.92%	4.76	3.88%	19.21%
<b>合计</b>	<b>112.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.89%</b>	<b>122.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.94%</b>

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

## （一）煤炭板块

### ➤ 资源禀赋及产能潜力

煤炭板块为公司核心业务，公司下辖靖煤公司和窑煤公司两个矿区，生产经营地分布甘肃省白银平川、景泰，兰州红古、武威天祝和酒泉肃北等地，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。2022年公司完成对窑街煤电100%股权的收购，新增金河煤矿、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”）下属红沙梁露天矿与井工矿项目均处于建设期。

截至2023年末，公司控制的各类矿井共计11个，拥有8个生产矿井，核定年产能1,624万吨；3个在建矿，在建年产能690万吨。公司合计煤炭保有储量122,212.63万吨，可采储量76,237.87万吨。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街煤电下属金河煤矿、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4 截至 2023 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	保有储量	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	21,502.31	13,794.39	在产
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,080.95	2,500.19	
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	23,596.33	13,764.84	
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	7,047.51	4,329.07	
金河煤矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	7,135.87	4,521.73	
三矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	3,901.01	2,063.17	
海石湾煤矿	兰州市红古区	100%	弱粘煤	10,734.05	6,805.22	
天祝煤业	甘肃武威市天祝藏族自治县	100%	气煤	2,509.86	1,357.08	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）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	24,391.00	17,112.90	
天宝煤业（露天矿）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	8,237.94	4,891.28	
<b>合计</b>		-	-	<b>122,212.63</b>	<b>76,237.87</b>	-

资料来源：公司提供

截至2023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，项目运输系统和设备已联合试运转。红沙梁矿井及选煤厂项目和红沙梁露天矿项目产能均核增至300万吨/年且地面工程，选煤厂和井巷工程按计划推进建设。“能化转债”募投项目总投资35.37亿元，已投资19.44亿元。公司收购“窑街煤电”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，由于项目建设工期较长，能否如期建设完工并投入使用存在不确定性。另外，公司项目均属于周期性行业，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5 截至 2023 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	16.21
清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	35.37	19.44
红沙梁矿井及选煤厂项目	30.93	15.95
红沙梁露天矿项目	18.81	11.97
<b>合计</b>	<b>109.91</b>	<b>63.58</b>

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

#### ► 产销能力及成本控制

截至2023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，收购窑街煤电新增了金河煤矿、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。目前公司在产矿井总产能为1,624万吨/年，此外，在建的天宝煤业露天矿及天宝煤业井工矿矿井产能均核增至300万吨/年（合计设计产能600万吨），产能规模仍有进一步提升空间。2023年公司煤炭总产量为1,967.68万吨（含天宝煤业试运行阶段产煤），产能利用率为处于较高水平。2023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6 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

矿区名称	2023 年		2022 年	
	产能	产量	产能	产量
魏家地煤矿	300	320.00	300	300
王家山煤矿	330	210.00	330	206
大水头煤矿	220	240.00	220	225
红会一矿	204	146.71	204	155
金河煤矿	120	132.00	120	131.61
三矿	180	172.20	180	180.19
海石湾煤矿	180	197.88	180	197.62
天祝煤业	90	98.79	90	98.60
天宝煤业	600	450.10	-	-
<b>合计</b>	<b>2,224</b>	<b>1,967.68</b>	<b>1,624</b>	<b>1,494.02</b>

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。2023年公司的原煤销量为1,926.73万吨，产销率为97.92%，近年

来公司的煤炭销售状况均表现较好；煤炭销售均价为483.83元/吨，同比下降明显。受煤炭价格回落影响，2023年公司实现煤炭业务收入86.42亿元，同比下降10.06%。同时，煤炭业务毛利率水平下降至42.66%。

**表7 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）**

	项目	金额
2023年	产量	1,967.68
	销量	1,926.73
	产销率	97.92%
	期末库存	218.53
	平均售价	483.83
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

注：销量包含内销部分

资料来源：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，2023年公司前五大客户销售占比为23.61%，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。2023年公司原煤单位制造成本335.46元/吨，同比下降16.25%，主要系天宝煤业全年煤炭产量450万吨，开采成本较低，同时公司智能化改造逐步生效，带动公司吨煤成本整体下降。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。2023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2023年百万吨死亡率为0.25，同比略有上升，高于全国平均水平，下属煤矿仍存在一定的安全事故，公司仍面临一定的安全生产风险。

**表8 公司安全投入情况（单位：万元）**

项目	2023年
安全费用投入	76,808.09
百万吨死亡率	0.25

资料来源：公司提供

综合来看，2023年公司煤炭业务规模继续扩大，产销量全面上升，但受煤价回落的影响，全年煤炭业务收入和利润规模有所下降，需继续关注煤价波动对公司业绩造成的影响。同时在建项目资金支出压力较大，且业务仍面临一定安全生产风险。

## （二）电力板块

公司电力板块主要由子公司白银热电、固废热电等公司负责运营。公司目前已建成投运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。2023年白银热电装机容量未发生变化。

2023年白银热电全年发电量为34.15亿度，其中外销电量为31.74亿度。2023年白银热电电力含税上网电价为0.3905元/度，较2022年水平小幅上涨。此外，2023年固废热电公司完成发电量6.79亿度，同比有所上升。公司发电业务2023年实现收入14.77亿元，同比变化不大。同时电力业务毛利率为17.51%，较上年小幅上升，主要系煤炭售价降低，燃煤成本下降。

**表9 白银热电电力业务运行情况（万度、小时、元/度）**

项目	2023年	2022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	341,524	353,993
全年发电小时数	4,878.90	5,057.05
其中：自用	24,106	25,495
外销	317,418	328,498
含税上网电价	0.3905	0.3890

资料来源：公司提供

此外，为优化煤电主业布局，2023年8月公司公告将投资建设兰州新区热电联产项目。该项目位于兰州新区高家庄，是保障新区核心区和产业区供热的必要基础设施之一。项目新建2×350MW超临界空冷燃煤发电供热机组及相关配套设施等，设计年发电量33.02亿度，供热量1,362.41万吉焦，预计2025年10月建成。项目投产后，年消耗燃料约205.51万吨。该项目工程动态投资（含热网）41.86亿元，由全资子公司窑街煤电作为项目的投资主体和实施主体，拟以自有资金出资82,000万元为注册资本金，剩余部分将通过银行及其他金融机构借款等方式解决。中证鹏元关注到，该项目投资规模较大，存在较大的资金支出压力，项目建设周期较长，且热电项目盈利水平对煤炭市场价格波动较为敏感，项目建成后能否实现预期收益亦存在不确定性。

**表10 截至2023年末，公司电力业务在建及拟建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	预计建成日期	后续资金安排
兰州新区热电联产项目	41.86	0.70	2025年10月	银行长期借款

资料来源：公司提供

## （三）其他板块

公司化工业务由刘化化工运营，负责建设的清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）一期工程已进入单机试车调试阶段。此外，2022年刘化化工吸收合并了农升化工。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。2023年，刘化化工完成复合肥产量11.40万吨，销量11.38万吨；浓硝酸产量4.85万吨，销量5.07万吨，实现化工业务收入4.57亿元，业务毛利率为9.34%。

公司建筑业务主要由甘肃煤炭第一工程有限责任公司（以下简称“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。2023年公司合计实现收入3.31亿元，但业务处于亏损中。

## 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2022-2023年审计报告及未经审计2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新设4家子公司，注销1家子公司。

### 资本实力与资产质量

**2023年公司发行新股募集配套资金，资本实力进一步增强；公司资产主要以生产经营性的矿井、采矿权和在建工程为主，且货币资金充裕，资产质量整体尚可**

2023年公司发行新股募集了重大资产重组的配套资金，同时受益于经营利润的累积，公司所有者权益规模快速上升，截至2024年3月末为172.24亿元。近年来公司总负债规模变动不大，综合影响下公司产权比率下降至87.51%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。由于近年来公司发行新股规模较大，2024年3月末公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，同时近年来公司利润累积较为可观，未分配利润占比达35%。

图 9 公司资本结构

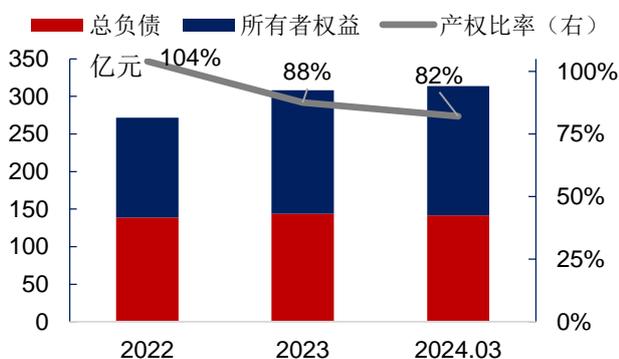
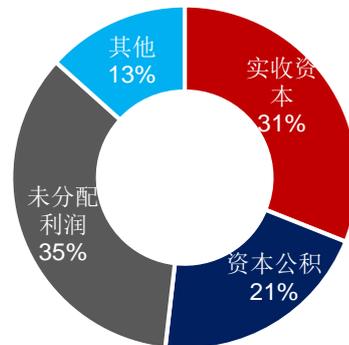


图 10 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金较为充裕，2023年末占总资产的比重为26.62%，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。2023年末公司固定资产占总资产的比重为27.30%，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1.63亿元，主要为白银热电房产，其房屋产权证书正在办理中。2023年末公司在建工程为43.97亿元，受项目大规模投入影响规模同比大幅增长，主要在建项目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。2023年末公司无形资产占总资产的比重为16.61%，主要为土地使用权和采矿权，其中受限规模21.48亿元，为窑街煤电和景泰煤业用于借款抵押的采矿权。公司应收账款主要为应收货款，以账龄来看，2023年末主要集中在一年以内。公司存货主要是煤炭等库存商品和部分原材料。

截至2023年末，公司受限资产包括无形资产和少量受限的货币资金、应收账款，合计受限金额为22.68亿元，占总资产比重为7.36%。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	81.23	25.90%	82.08	26.62%	75.68	27.84%
应收账款	11.20	3.57%	9.92	3.22%	7.43	2.73%
存货	11.74	3.74%	7.81	2.53%	5.39	1.98%
<b>流动资产合计</b>	<b>119.32</b>	<b>38.04%</b>	<b>115.01</b>	<b>37.30%</b>	<b>110.94</b>	<b>40.82%</b>
固定资产	82.79	26.40%	84.16	27.30%	80.77	29.72%
在建工程	48.79	15.55%	43.97	14.26%	17.59	6.47%
无形资产	51.26	16.34%	51.21	16.61%	52.42	19.29%
<b>非流动资产合计</b>	<b>194.34</b>	<b>61.96%</b>	<b>193.32</b>	<b>62.70%</b>	<b>160.86</b>	<b>59.18%</b>
<b>资产总计</b>	<b>313.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>308.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>271.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

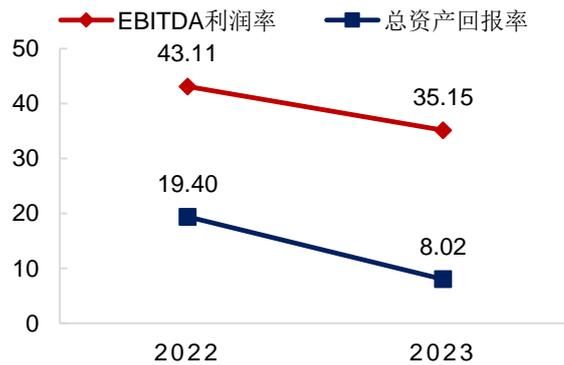
公司盈利能力对煤价波动敏感程度较高，2023年煤价高位回落导致盈利水平下降，未来盈利仍面临波动的可能性

2023年公司实现营业收入112.59亿元，规模同比小幅下降。从业务结构来看，公司收入仍主要来源于煤炭和发电业务，其中实现煤炭业务收入86.42亿元，受煤价回落影响，同比下降10.06个百分点；发电业务收入变动不大，化工业务收入存在小幅增长。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为35.89%，较上年同期下降11.05个百分点，其中煤炭业务毛利率为42.66%，同比下降12.94个百分点，是盈利能力下降的主要因素，电力及化工业务毛利率整体变动不大。

2023年公司实现归属于上市公司股东的净利润17.38亿元，同比下降45.16%，但规模仍较为可观。

2023年公司EBITDA利润率为35.15%，同比下降7.96个百分点；公司总资产回报率为8.02%，随利润水平下降，叠加资产规模上升，也出现明显下降。整体来看，公司盈利水平对煤价波动较为敏感，未来煤价若继续回落，需关注公司盈利水平的变化。2024年一季度公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润分别下降10.59%和44.01%，未来随着煤炭价格的波动，公司的盈利仍面临一定的波动性。

**图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

近年来公司债务规模增长，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下降，考虑到公司在建项目尚需投入较多，存在较大的资金支出压力

公司债务主要由银行借款和应付债券构成。公司银行借款主要以信用借款和抵押借款为主，2023年末短期借款规模大幅下降，而长期借款规模大幅上升。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和租赁负债。公司应付债券系发行的本期可转换公司债券。截至2023年末，公司总债务为59.06亿元，占总负债的比重为41.04%，规模同比小幅增长，其中一年以内到期的债务占比为16.51%，期限结构较上年末改善。

截至2023年末，公司应付账款占总负债的比重为26.49%，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8.13%，主要系公司计提了尚未发放的职工薪酬福利；长期应付款主要为采矿权使用费。截至2023年末，公司预计负债金额为9.81亿元，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	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.06	2.87%	4.07	2.83%	21.47	15.49%
应付账款	31.68	22.40%	38.12	26.49%	30.92	22.31%

应付职工薪酬	10.30	7.29%	11.70	8.13%	11.86	8.56%
一年内到期的非流动负债	4.78	3.38%	5.66	3.93%	1.78	1.29%
<b>流动负债合计</b>	<b>60.03</b>	<b>42.45%</b>	<b>71.17</b>	<b>49.46%</b>	<b>81.41</b>	<b>58.75%</b>
长期借款	39.27	27.77%	31.18	21.67%	15.26	11.01%
应付债券	18.16	12.84%	18.05	12.54%	17.43	12.58%
长期应付款	7.19	5.09%	6.62	4.60%	8.06	5.82%
预计负债	9.73	6.88%	9.81	6.81%	9.64	6.95%
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.39</b>	<b>57.55%</b>	<b>72.73</b>	<b>50.54%</b>	<b>57.15</b>	<b>41.25%</b>
<b>负债合计</b>	<b>141.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>143.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>138.56</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	66.51	47.03%	59.06	41.04%	55.73	40.22%
其中：短期债务	8.92	6.31%	9.75	6.77%	22.88	16.51%
长期债务	57.59	40.72%	49.31	34.27%	32.85	23.71%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，受盈利能力下降影响，2023年公司FFO大幅下降，同时公司经营活动现金流虽仍保持净流入，但规模亦显著减少。2024年3月末，公司经营活动现金流转为净流出。投资活动方面，2023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大型在建项目建设，考虑到目前公司在建项目较多，存在较大的资金需求。此外，2023年随着公司发行新股融资，筹资活动产生的现金流转为净流入。

从杠杆状况指标来看，2023年3月末公司资产负债率为45.09%，近年来随资本实力增强有所下降。由于公司货币资金规模较大，2023年公司净债务仍为负值，现金对债务的覆盖程度较好。2023年公司EBITDA利息保障倍数为13.07，仍处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。截至2023年末，公司总债务/总资本为26.42%，仍处于较低水平。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**

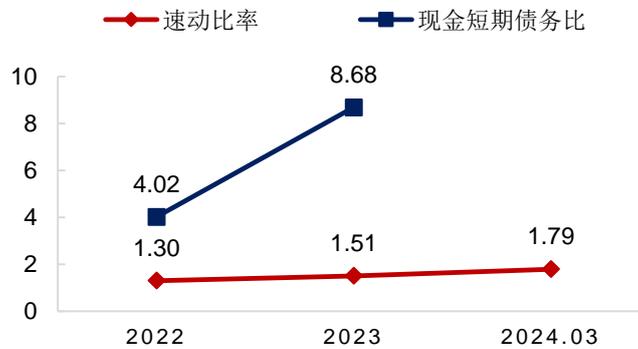
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-3.09	18.50	50.65
FFO（亿元）	--	18.47	28.34
资产负债率	45.09%	46.67%	50.98%
净债务/EBITDA	--	-0.58	-0.64
EBITDA利息保障倍数	--	13.07	16.38
总债务/总资本	27.86%	26.42%	29.49%
FFO/净债务	--	-79.92%	-83.45%
经营活动现金流/净债务	17.12%	-80.02%	-149.16%
自由现金流/净债务	42.37%	50.62%	-69.52%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性比率来看，截至2023年末，公司速动比率为1.51，现金短期债务比为8.68。整体来看，随着公司现金储备逐年增长，公司流动性指标表现向好。

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2023年末公司仍有51.18亿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**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素、社会因素

环境和社会因素方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。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而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。

#### 公司治理

2023 年公司结合重组后资产规模、产业布局、人员结构和原有管理模式等实际情况，组建了新的董事会、监事会、经理和其他高管层，完成了内设组织架构的调整设置和人员选聘，建立党委会前置研究讨论、股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构、经理层及各子公司为执行机构的治理结构。

组织架构方面，公司按照控股型上市公司和“小总部、大产业”模式，分步调整理顺管理体制，为满足公司重大资产重组后业务管理实际需要，进一步优化企业组织和业务架构，加强对靖远矿区资产的集中运营管控，公司设立全资子公司靖煤能源，同时授权靖煤能源对公司所属靖远矿区各类生产经营要素实施集中管理和集约利用。变更后的公司组织架构见附录三。

**表14 截至 2024 年 3 月末公司董事、监事及高级管理人员**

项目	变更后
非独立董事	许继宗、张锋刚、朱新节、王志民、马维斌、王立勇、李青标、武威
非职工代表监事	陈虎、李洪源、王健
董事长	许继宗
总经理	张锋刚
副总经理	高宏杰、徐茂辉、张得君、邵嗣华、鲜旭红、王永忠
总工程师	王宁
财务总监	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2021年1月1日至报告查询日（2024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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月31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

公司子公司窑街煤电对二十一冶公司贷款提供担保，截至2023年12月31日担保余额为26,783.67万元，具体情况为：

（1）2017年，窑街煤电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，截至2023年12月31日，窑街煤电为该笔贷款担保计提预计负债24,409.20万元。

（2）2018年，窑街煤电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），判决窑街煤电在18,500.00万元范围内承担连带还款责任。截至2023年12月31日，二十一冶公司无力偿还，窑街煤电为该笔贷款担保计提预计负债2,374.47万元。

（3）2023年11月28日，甘肃省白银市中级人民法院出具执行裁定书（（2023）甘04执恢41号之三），判决被执行人二十一冶公司名下位于白银市白银区东山路336号（15-1）2幢30套房产所有权转移归买受人窑街煤电所有，房产所有权自裁定送达买受人窑街煤电时起转移。截至2023年12月31日，上述房产尚在办理过户手续。

此外，公司仍存在以下未决诉讼事项：

（1）子公司煤一公司、白银热电（被告）与甘肃第一建设集团有限责任公司（以下简称“甘肃一

建”或原告）建设工程合同纠纷案：甘肃一建承包煤一公司分包的白银热电2X350MW热电联产项目部分工程，因款项支付纠纷，甘肃一建向甘肃省白银市中级人民法院提起诉讼，2023年3月27日，甘肃省白银市中级人民法院作出(2021)甘04民初87号民事判决书，判决被告煤一公司支付原告工程款14,656,776.08元及2017年12月4日至付款日之间的欠款利息。煤一公司认为其作为分包方，款项支付责任应在发包方白银热电，向甘肃省高级人民法院提起上诉，甘肃省高级人民法院作出(2023)甘民终247号民事判决书，判决由白银热电支付上述工程欠款以及2015年1月19日至款项支付日之间的欠款利息。2024年2月20日，白银热电向甘肃省高级人民法院申请民事再审，截至2024年3月末，尚未进行开庭审理。白银热电扣除账面挂账款项后，根据甘肃省高级人民法院判决计提预计负债4,017,969.45元。

(2) 子公司晶虹能源与宁夏供应链集团有限公司（以下简称“供应链集团”）买卖合同纠纷：晶虹能源与靖远县成海煤业有限公司（以下简称“成海煤业”）和供应链集团之间存在煤炭贸易业务，由晶虹能源自供应链集团采购煤炭后销售给成海煤业，货物直接发运至成海煤业指定货场，晶虹能源属于代理人身份，因业务款项结算纠纷，供应链集团将晶虹能源、成海煤业和其他相关方作为被告，向银川市中级人民法院提起诉讼，2023年11月28日开庭后因各方均未提供账务及发货记录等支撑证据资料，法院延期审理。截至2024年3月末，各方正在商谈庭外和解事宜，尚未再次开庭。

(3) 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“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”）与甘肃精正矿业工程有限公司（以下简称“精正矿业”）（原告）劳务合同纠纷案：精正矿业分包承接宁夏庆华煤化集团有限公司工程，因工程款项未按时结算，其以科贝德公司为被告向法院提起诉讼，要求科贝德公司退回履约保证金并支付材料及工程款，兰州市中级人民法院作出(2021)甘01民初37号裁定书，驳回原告诉讼请求。精正矿业公司不服判决，提起上诉，2022年3月17日，甘肃省高级人民法院作出(2021)甘民终739号民事裁定书，裁定撤销兰州市中级人民法院（2021）甘01民初37号民事裁定并指令兰州市中级人民法院重新审理。2023年6月5日，兰州市中级人民法院作出（2022）甘01民初374号民事判决书，判决科贝德公司向精正矿业支付履约保证金和工程款761.31万元。科贝德公司和精正矿业均不服判决，分别向甘肃省高级人民法院提起上诉，2023年11月1日，甘肃省高级人民法院作出（2023）甘民终412号民事判决书，判决科贝德公司向精正矿业支付履约保证金和工程款752.03万元。2024年1月25日，科贝德公司向最高人民法院申请再审，要求改判科贝德公司在收到宁夏庆华煤化集团有限公司支付的工程款范围内向精正矿业支付工程款。截至2024年3月末，再审申请已被受理，尚未开庭。

## 八、结论

公司为甘肃省国资委控制的国有煤炭企业，煤炭资源储备丰富，主要产品为优质配焦煤和动力煤，2022年通过发行股份方式收购窑街集团后，煤炭资源储量大幅扩充，且部分在建煤矿获得产能核增，区域竞争力持续增强；2023年公司完成了重大资产重组的配套募资，资本实力进一步增强。同时我们也注

意到，公司重大资产重组后对治理体系和业务管理模式进行了重建，运行效果及其对公司经营绩效的影响仍有待继续观察，公司煤炭主业具有较强的周期性，盈利能力对于煤价波动敏感程度较高，2023年煤价回落导致公司盈利能力及现金生成能力下降，近年来公司同时推进较多大型项目建设，资金支出压力加大，且未来项目效益存在不确定性，煤炭开采业务始终面临安全生产风险。整体来看，公司抗风险能力较强。

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+。

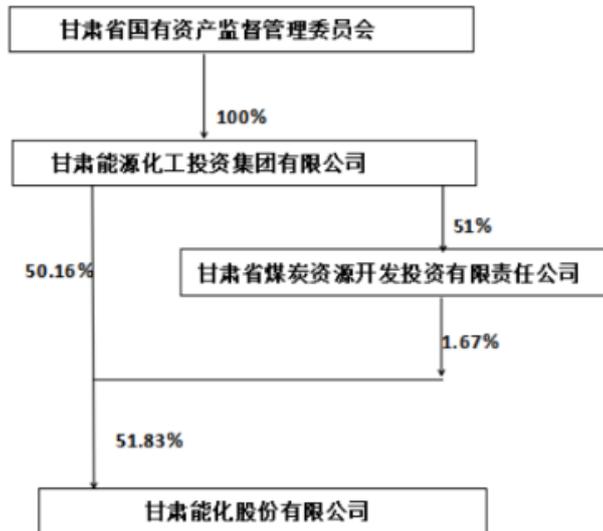
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	81.23	82.08	75.68	46.36
应收账款	11.20	9.92	7.43	2.92
存货	11.74	7.81	5.39	1.49
其他流动资产	8.21	10.24	3.00	0.40
流动资产合计	119.32	115.01	110.94	78.79
固定资产	82.79	84.16	80.77	31.77
在建工程	48.79	43.97	17.59	7.52
无形资产	51.26	51.21	52.42	20.18
非流动资产合计	194.34	193.32	160.86	65.34
资产总计	313.66	308.33	271.80	144.12
短期借款	4.06	4.07	21.47	0.00
应付账款	31.68	38.12	30.92	9.25
应付职工薪酬	10.30	11.70	11.86	7.30
其他应付款	3.66	3.71	4.30	1.73
一年内到期的非流动负债	4.78	5.66	1.78	0.42
流动负债合计	60.03	71.17	81.41	25.12
长期借款	39.27	31.18	15.26	0.00
应付债券	18.16	18.05	17.43	20.94
长期应付款	7.19	6.62	8.06	3.04
预计负债	9.73	9.81	9.64	5.77
非流动负债合计	81.39	72.73	57.15	30.72
负债合计	141.42	143.89	138.56	55.84
总债务	66.51	59.06	55.73	21.29
所有者权益	172.24	164.44	133.24	88.28
营业收入	28.22	112.59	122.61	48.41
营业利润	6.29	21.51	37.32	9.30
净利润	5.37	17.43	31.95	7.25
经营活动产生的现金流量净额	-3.09	18.50	50.65	23.92
投资活动产生的现金流量净额	-3.56	-26.29	-25.36	-24.57
筹资活动产生的现金流量净额	5.90	14.54	-12.77	-6.07
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	6.57	39.57	52.86	17.34
FFO（亿元）	--	18.47	28.34	7.76
净债务（亿元）	-18.04	-23.12	-33.96	-49.91
销售毛利率	36.59%	35.89%	46.94%	30.51%
EBITDA 利润率	--	35.15%	43.11%	35.81%

总资产回报率	--	8.02%	19.40%	7.13%
资产负债率	45.09%	46.67%	50.98%	38.74%
净债务/EBITDA	--	-0.58	-0.64	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	13.07	16.38	12.26
总债务/总资本	27.86%	26.42%	29.49%	19.43%
FFO/净债务	--	-79.92%	-83.45%	-15.56%
经营活动现金流/净债务	17.12%	-80.02%	-149.16%	-47.92%
自由现金流/净债务	42.37%	50.62%	-69.52%	-34.25%
速动比率	1.79	1.51	1.30	3.08
现金短期债务比	9.55	8.68	4.02	895.30

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 年末）



资料来源：公司 2023 年年度报告



## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
甘肃靖煤能源有限公司	10,000.00	煤炭生产	100.00%		设立
甘肃晶虹储运有限责任公司	200.00	商业		100.00%	合并
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	1,689.33	发电		100.00%	合并
靖远煤业工程勘察设计有限公司	520.00	服务业		100.00%	合并
靖煤集团白银热电有限公司	160,000.00	发电		100.00%	设立
靖煤集团景泰煤业有限公司	74,412.00	煤炭开采		60.00%	合并
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	561.76	服务业		100.00%	合并
靖远煤业集团刘化化工有限公司	165,000.00	化学制品		100.00%	设立
白银银河机械制造有限公司	17,160.85	制造业		100.00%	合并
甘肃靖煤晶虹能源有限公司	7,081.44	批发业		51.00%	设立
甘肃能化平川新能源有限公司	3,413.66	能源		60.00%	设立
甘肃煤炭第一工程有限责任公司	10,199.26	基本建设		100.00%	合并
甘肃华能工程建设有限公司	10,000.00	基本建设		100.00%	合并
甘肃靖煤晶虹煤炭开发有限公司	14,416.50	煤炭生产		100.00%	设立
窑街煤电集团有限公司	108,367.14	煤炭开采	100.00%		合并
窑街煤电集团酒泉天宝煤业有限公司	96,000.00	煤炭生产		100.00%	设立
甘肃窑街固体废物利用热电有限公司	33,687.43	发电、供热		100.00%	设立
窑街煤电集团甘肃金凯机械制造有限公司	1,060.00	机械制造		100.00%	设立
窑街煤电集团天祝煤业有限责任公司	2,516.84	煤炭生产		100.00%	设立
甘肃安嘉泰工程设计咨询有限公司	300.00	工程设计咨询		100.00%	设立
兰州金泰检测检验技术有限责任公司	150.00	矿用安全产品检测		100.00%	设立
甘肃窑街油页岩综合利用有限责任公司	8,400.00	页岩油生产		58.93%	设立
甘肃科贝德煤与煤层气开发技术有限公司	13,160.00	基本建设		100.00%	设立
甘肃精正建设工程质量检测有限责任公司	100.00	建筑服务		100.00%	设立
甘能化（兰州新区）热电有限公司	82,000.00	发电		100.00%	设立
甘肃能化售电有限公司	21,000.00	电力服务	100.00%		设立

资料来源：公司 2023 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。