



2022年山西美锦能源股份有限公司公开发行 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

2022年山西美锦能源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-
美锦转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”或“公司”，股票代码“000723.SZ”）主体信用等级为 AA-，维持“美锦转债”信用等级为 AA-，并将公司主体信用等级和“美锦转债”信用等级列入信用评级观察名单。本次评级结果是考虑到：公司焦炭产能位于全国前列，2023 年贵州 380 万吨/年在建产能加速投建，公司焦炭业务规模将进一步扩充。同时中证鹏元也关注到，公司控股股东股权质押比例很高，已出现债务逾期，可能面临控制权变更风险，需关注逾期债务化解事宜进展；2023 年公司焦化业务盈利能力大幅减弱，2024 年一季度业绩已出现亏损；公司焦化业务关联交易规模较大，同时面临一定的安全生产风险及环保压力；近年来公司在氢能领域和焦化业务板块投入均很大，项目建设资金需求大且建成后未来收益尚待观察，2023 年公司总债务规模大幅攀升，现金生成能力表现差，债务压力进一步上升等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 25 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

评级总监：

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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	421.79	425.13	365.65	294.05
归母所有者权益	145.33	149.80	144.63	124.24
总债务	154.05	151.95	115.21	59.56
营业收入	41.93	208.11	246.00	212.88
净利润	-4.28	1.57	22.29	31.25
经营活动现金流净额	1.39	9.11	31.95	49.11
净债务/EBITDA	--	3.98	1.02	0.80
EBITDA 利息保障倍数	--	6.01	13.41	18.30
总债务/总资本	48.43%	47.32%	41.06%	29.43%
FFO/净债务	--	-1.29%	46.75%	88.00%
EBITDA 利润率	--	11.52%	20.10%	27.96%
总资产回报率	--	1.95%	10.20%	15.84%
速动比率	0.48	0.50	0.70	0.41
现金短期债务比	--	0.69	1.07	0.39
销售毛利率	-1.24%	11.48%	20.99%	30.25%
资产负债率	61.11%	60.20%	54.76%	51.42%

注：2023 年 FFO/净债务指标为负，系 FFO 为负值。

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

- 公司焦炭产能位于全国前列，2023年贵州380万吨/年在建产能加速投建，公司焦炭业务规模将进一步扩充。公司是国内主要的独立商品焦生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源，公司焦炭业务完成产能置换后，焦炭年在产能为715万吨；2023年贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目加速投建，在建产能380万吨/年，其中项目一期产能180万吨/年，2024年5月已逐步投入生产，此外新增了项目二期，产能200万吨/年，预计2024年年内完工并投产，公司焦炭主业规模进一步提升。

关注

- 公司控股股东股权质押比例很高，可能面临控制权变更风险，需关注相关逾期债务化解事宜进展。截至2024年3月末，公司控股股东美锦能源集团有限公司（以下简称“美锦集团”）持有公司38.05%的股份，其中已质押股份占控股股东合计所持股份的99.70%，占公司总股本的37.93%，质押比例仍很高；此外，美锦集团与长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞”）开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，美锦集团逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解中，若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。
- 2023年公司焦化业务利润空间持续收窄，2024年一季度业绩已出现亏损。随着2023年以来焦炭市场价格震荡下行，尽管公司产销量有一定提升，但2023年公司营业收入同比下降15.40%；由于焦炭价格降幅高于焦煤，公司焦化业务利润空间持续收窄，盈利能力继续大幅下滑，2023年公司EBITDA利润率为11.52%，同比下降8.58个百分点；公司总资产回报率仅1.95%，同比下降8.25个百分点，2024年一季度，公司实现营业收入41.93亿元，同比下降21.45%，实现归属于上市公司股东的净利润-3.61亿元，业绩已出现亏损。
- 公司焦化业务关联交易规模较大，面临一定的安全生产风险和环保压力。根据公司2023年年度报告，公司涉及的关联交易主要包括购销商品的关联交易合计10.31亿元。此外，公司煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、自燃发火、煤尘等灾害，近年环保政策趋严格，公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力，2023年公司子公司存在因环保违规等行为被相关部门处罚的事项，罚款金额共计1,397.79万元。
- 公司在建项目资金需求大且未来收益有待观察，2023年总债务大幅攀升，形成较大债务压力。近年来公司在氢能领域和焦化业务板块投入均很大，在建项目数量多，2023年末主要在建项目尚需投资规模为57.36亿元；氢能行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险；公司新建焦炭产能规模大，且焦炭行业盈利状况不佳，新增产能投产后的消化及效益情况仍有待观察。2023年公司总债务规模大幅上升，杠杆状况指标明显弱化，且考虑到公司FFO已下滑为负值，公司债务压力较大。此外，截至2023年末，公司涉及多笔金额较大的诉讼案件，如判决结果对公司不利，将面临现金偿付风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	山西焦化 (600740.SH)	开滦股份 (600997.SH)	宝泰隆 (601011.SH)	云煤能源 (600792.SH)	公司
总资产	249.86	288.24	124.03	98.57	425.13
营业收入	87.49	228.41	37.27	74.61	208.11
净利润	12.69	7.57	-16.81	1.51	1.57
销售毛利率(%)	-10.93	14.11	7.93	2.56	11.48
资产负债率(%)	38.49	45.92	45.97	65.54	60.20
焦炭产能(万吨/年)	354.6	660	158	298	715

注：以上各指标均为2023年/2023年末数据。

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
工商企业通用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	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
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。

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
美锦转债	35.90	35.6272	2023-6-19	2028-04-20

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2022年4月20日发行6年期35.90亿元可转换公司债券，募集资金拟用于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）项目和补充流动资金。2022年9月公司董事会审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，拟将募投项目“氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）”部分募集资金变更为投资“美锦氢能总部基地一期”和“滦州美锦新能源有限公司14,000Nm³/h焦炉煤气制氢项目”。截至2023年12月31日，“美锦转债”募集资金余额为40,341.68万元，其中1,764.86万元存放于募集资金专户，38,576.81万元（含利息）存放于七天通知存款账户。

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未发生变更。2023年因限制性股票回购注销和可转债转股，截至2024年3月末，公司总股本变更为4,326,235,483股，美锦集团为公司控股股东，持股比例为38.05%，高反娥、姚俊良、姚俊杰、姚俊花、姚三俊、姚四俊、姚俊卿合计持有美锦集团100%的股权，为公司实际控制人。截至2024年3月末，公司控股股东美锦集团持有公司1,646,121,586股股份，累计质押股份合计1,641,104,586股，已质押股份占控股股东合计所持股份的99.70%，占公司总股本的37.93%，质押比例仍很高。此外，美锦集团与长城国瑞开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，涉及质押股票数量848,436,927股，逾期融资本金余额为198,488.77万元。中证鹏元关注到，根据公司公告，美锦集团逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解，目前有关事项仍在沟通协商中，但若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。

“美锦转债”自2022年10月26日起进入转股期，初始转股价格为13.21元/股，目前转股价格为12.93元/股。进入转股期以来，“美锦转债”累计转股数量26,899股，累计转股金额34.91万元。2024年6月3日，经公司董事会审议通过，公司董事会提议向下修正“美锦转债”转股价格，议案尚需提交公司股东大会审议。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例	股份质押比例
1	美锦能源集团有限公司	1,646,121,586	38.05%	99.70%
2	天津东富芯能投资管理中心（有限合伙）	190,625,068	4.41%	-
3	信达证券—招商银行—证券行业支持民企	151,500,000	3.50%	-

	发展系列之信达证券锦添1号分级集合资产管理计划			
4	香港中央结算有限公司	70,626,737	1.63%	-
5	西藏博恩资产管理有限公司—博恩康源一号私募证券投资基金	60,000,041	1.39%	-

资料来源：公司2024年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司合并报表范围内通过非同一控制下企业合并形式新增12家子公司（详见表2），通过设立或投资形式新增11家子公司；通过注销减少子公司共6家。

表2 通过非同一控制下企业合并取得的子公司

被购买方名称	股权取得时点	股权取得比例	股权取得方式
乌兰察布华亿天然气有限责任公司	2023/1/1	100%	现金购买
额济纳旗普新能源有限公司	2023/1/1	80%	现金购买
吕梁美锦合创氢能源有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
呼和浩特市航空新能源有限责任公司	2023/4/1	100%	现金购买
漯河美锦新能源有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
乌拉特前旗美锦燃气有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
乌拉特中旗美锦燃气有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
南阳美锦新能源有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
乾县美锦新能源有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
绥德县天和长能源有限公司	2023/12/1	100%	现金购买
吕梁市汇通能源有限公司	2023/4/1	100%	现金购买
河北氢城美锦新能源发展有限公司	2023/12/1	80%	现金购买

资料来源：公司2023年年度报告

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

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

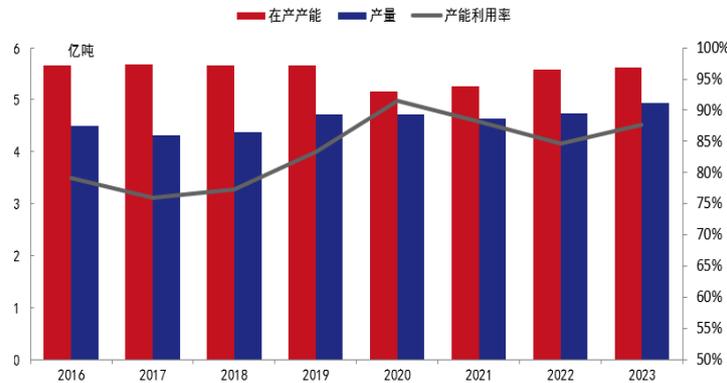
2023年焦化行业产能富余的局面仍延续，焦炭供给以利润为导向，产量增幅不大，预计2024年受行业低利润影响，供应量增长空间仍有限

《焦化行业“十四五”发展规划纲要》要求，“十四五”期间焦化生产企业需全部达到《焦化行业规范条件》要求，自2020年末4.3米焦炉集中淘汰之后，焦化行业落后产能去化节奏有所放缓，焦化新建产能开始逐步投产，在产产能也逐步上升。根据煤炭网数据，截至2023年末，全国焦化生产产能5.62亿吨，其中4.3米及以下焦炉产能4,784万吨；烘炉产能1,314万吨；在建焦炉产能6,816万吨。2023年全国新投产能 4,408万吨，关闭产能3,602万吨，净增806万吨。虽然在产产能净新增，但行业产能整体依然处于富余状态，重点省份山西、内蒙等也相继出台文件，2023年落后产能继续淘汰。以山西省为例，山西省《关于推动焦化行业高质量发展的意见》要求在2023年底前全面实现干法熄焦的目标，需在不到一年半的时间内将剩余38%的湿熄焦焦炉全面完成超低排放改造，并全面关停占比达32%的4.3米焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉，2023年10月底，山西省根据焦化行业高质量发展领导小组办公室下发的《关于做好4.3米焦炉关停工作的紧急通知》，已将炭化室高度为4.3米的焦炉全数淘汰。

产量方面，据国家统计局公布数据显示，2023年全国焦炭产量4.93亿吨，同比增长3.58%。由于行业整体仍处于供给宽松状态，2023年行业利润处于低位，Mysteel调研统计全国焦企平均吨焦盈利3元/吨，低利润下独立焦企开工积极性不高。全年来看，因焦化行业供给主要以利润为导向，全年焦炭产量增幅

不大。虽然2024年产能富余问题仍在，且下游钢价偏弱，考虑低利润下焦企会有主动减产行为，预计2024年焦炭产量上升空间有限。

图 1 近年来新增焦炭产量仍处于小幅增长



资料来源：Wind、Mysteel，中证鹏元整理

地产行业遇冷令钢材需求触顶，基建和制造业托而不举；政策端虽计划出手调控产量，但产能富余的问题将持续突出，中短期内钢材供需矛盾难见实质性改善，预计钢价将偏弱运行

产能富余为当前钢铁行业核心症结，2023年中国粗钢表观消费量约9.4亿吨，富余产能超3亿吨。供需错配下钢价不断探底，2023年钢铁行业继续大面积亏损，据中国钢铁工业协会统计，2023年前11个月，重点统计会员钢铁企业亏损面达四成。2024年3月以来，山东、江苏、山西、广东、云南等多地钢协呼吁控产，最终仅云南落地具体举措，钢铁行业供给整体强韧性，2024年一季度，钢材产量在节后复产及基建钢需释放预期下继续保持增长，钢材库存量达历史同期较高水平。伴随预期落空，1-2月黑色金属冶炼和压延加工业亏损146.1亿元，在所有工业领域中垫底。2024年4月3日，政策端出手干预，国家发改委、工信部等部门就2024年粗钢产量调控工作进行研究部署，目前虽尚未公布具体的粗钢产量调控方案，短期内有望缓和钢铁行业供需失衡情况，但阶段性产量调控无法根治供需矛盾。考虑到需求端地产行业遇冷令钢材需求触顶，基建和制造业托而不举，供给端整体强韧性，预计中短期内钢价将偏弱运行。

图 2 2023 年二季度以来，钢价不断下探



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年焦炭市场行情趋弱，价格中枢下移，预计2024年行业供需仍趋于宽松，焦炭价格仍维持震荡态势

2023年焦炭价格呈V字走势，整体价格中枢下移。2023年一季度焦炭价格走势相对平稳，进入二季度，随着钢材价格走弱和煤价先行下移后，焦炭价格进入快速下跌阶段，以天津港一级冶金焦价格为例，上半年累计下跌884元/吨，期间价格并未出现反弹。下半年国内焦炭市场主要跟随炼焦煤市场波动，炼焦煤价格上涨带动国内焦炭价格震荡向上调整，低库存决定价格调整空间有限，三季度焦炭价格累计上涨404元/吨，四季度煤价依旧高位，安全检查对焦煤供应的影响长期存在，成本支撑下的焦炭价格韧性仍在，焦炭价格四季度累计上涨200元/吨，下半年焦炭价格共上涨600元/吨。截至2023年末，天津港一级冶金焦价格为2,545元/吨，较年初高点下降279元/吨。成本端来看，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，整体来看表现稍强于焦炭，焦炭行业利润遭受两头挤压。总体来看，焦化行业供给宽松的局面仍存，预计2024年焦炭供需仍趋于宽松，焦炭价格上行动力有限，仍将保持震荡态势，行业利润处于低位。

图 3 2023 年以来焦炭价格震荡回落


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司拥有较为完整的“煤-焦-气-化”产业链，焦炭产能位于全国前列，2023年公司贵州在建产能加速投建，预计2024年陆续投入生产，公司产能规模将进一步扩充，但考虑到当前行业盈利状况不佳，预计在建项目投产后的效益将承压；公司产销量有所提升，但焦炭售价降幅较大，导致业务盈利能力下滑，同时焦化业务仍面临一定的安全生产风险和环保压力；近年来公司继续对氢能产业链进行布局，但业绩转化仍将依附于氢能市场的发展；公司在建项目投资需求较大，且未来产能能否顺利消化及预期收益能否实现仍有待观察

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售。公司拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链。从收入构成看，焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，2023年占营业收入的比重为97.91%。2023年受焦炭价格回落影响，公司营业收入有所下降。毛利润方面，焦化产品及副产品仍然是公司利润的主要来源。2023年焦化及副产品毛利率下滑9.66个百分点，导致公司销售毛利率水平下降。

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
焦化及副产品	203.77	97.91%	11.60%	239.24	97.25%	21.26%
其他	4.34	2.09%	5.65%	6.76	2.75%	11.33%
合计	208.11	100.00%	11.48%	246.00	100%	20.99%

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

（一）焦化板块

➤ 产能及生产情况

公司焦炭业务主要由位于山西的子公司山西美锦华盛化工新材料有限公司（以下简称“华盛化工”）、山西美锦煤化工有限公司（以下简称“美锦煤化工”）及位于唐山的唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）承担；煤炭生产业务由位于山西的子公司山西美锦集团东于煤业有限公司（以下简称“东于煤业”）、山西汾西太岳煤业股份有限公司（以下简称“汾西太岳”）、山西美锦集团锦富煤业有限公司（以下简称“锦富煤业”）和山西美锦集团锦辉煤业有限公司（以下简称“锦辉煤业”）承担，主要产品为贫瘦煤和瘦煤。截至2024年3月末，公司焦炭在产产能仍为715万吨/年，包括华盛化工385万吨/年、美锦煤化工180万吨/年以及唐钢美锦150万吨/年。

2023年公司在建产能380万吨/年，主要由贵州美锦华宇新能源有限公司（以下简称“贵州美锦华宇”）负责建设运营，该项目系2022年公司以受让股权方式参与六枝特区佳顺焦化有限公司（以下简称“佳顺焦化”）破产重整项目，并与六盘水市六枝特区人民政府（以下简称“六枝政府”）签订投资协议而建设的贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目，项目一期产能180万吨/年，2023年以来建设进度较快，2024年5月已逐步投入生产；同时2023年公司又新增项目二期，产能200万吨/年，预计2024年年底完工并投产。中证鹏元关注到，公司新建产能规模大，且建设周期较快、投资成本较高，近期焦炭行业盈利状况不佳，新增产能投产后的消化及效益实现水平仍有待观察。

表4 截至 2024 年 3 月末公司拥有焦炉产能情况（单位：万吨/年）

运营主体	装置及数量	产能	生产状态
华盛化工	7.65 米干熄焦	385	正常
美锦煤化工	6.78 米的干熄焦装置	180	正常
唐钢美锦	7 米的干熄焦装置	150	正常
贵州美锦华宇	7.65 米干熄焦	380	在建
合计	-	1,095	-

注：贵州美锦华宇新增在建产能380万吨/年，其中一期180万吨/年，二期200万吨/年。其中一期2024年5月已投产，二期预计2024年内投产。

资料来源：公司提供

2023年公司焦炭总产量为583.59万吨，产能利用率为81.62%，同比均有所提升。其中华盛化工继续满负荷运行，2023年产量已达到400.94万吨，产能利用率为104.14%。美锦煤化工由于2023年6月完成升级改造并投入运营，全年焦炭产量72.47万吨，产能利用率为40.26%，生产能力有待继续爬坡。唐钢美锦焦炭产量存在小幅下降，由于环保限产、采购成本偏高等因素影响，近年来未能实现满产。

表5 公司焦炭生产情况（单位：万吨）

运营主体	2023			2022		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
美锦煤化工	180	72.47	40.26%	180	40.92	22.73%
唐钢美锦	150	110.19	73.46%	150	122.37	81.58%
华盛化工	385	400.94	104.14%	385	373.00	96.88%
合计	715	583.59	81.62%	715	536.29	75.01%

资料来源：公司提供

公司主要产品中的煤炭、焦炭及相关化工产品等受日益严格的环保法律和法规的监管。同时，近年来山西省人民政府办公厅先后印发了《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案的通知》等一系列产业环保等政策。虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，投入建成完善的环保设施并正常运行达标排放，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保政策风险，且2023年公司继续收到多次环保处罚，因此面临环保压力。

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性，且受到多次安检处罚，公司业务始终面临一定安全生产风险。

➤ 市场分布与销售情况

公司焦炭及相关化工产品的销售主要销往河北、东北、山东、天津等地。公司与河钢集团有限公司等长期、稳定的大型钢厂签署的合同大部分为年度合同，只有较少部分短期客户签署月度合同，化工产品主要销往周边企业。2023年，公司焦炭销量589.72万吨，产销率为101.05%，仍然保持在较高水平。

定价方面，公司主要是根据市场变化，由供、需双方共同协商确定；销售业务人员根据实地考察、市场行情等实时了解市场情况，通过市场分析报告以及近期销售具体情况制定销售指导价格。2023年由于焦炭行情回落，公司焦炭销售均价同比下降23.95%，导致公司焦化及副产品收入下降。

表6 公司焦炭业务产销情况

指标	2023年	2022年
销售量（万吨）	589.72	543.27
销售均价（元/吨）	2,266.18	2,979.84
产销率（%）	101.05	101.30

资料来源：公司提供

运输方面，目前公司焦炭产品的运输方式约60%为客户汽运自提，约40%采取火车集装箱或敞车散装发运，全部由公司组织发运。公司拥有数百辆C70c型焦炭专用敞车，可用于焦炭的铁路运输，为公司销售服务质量提供较好保障，有利于公司销售费用控制和客户综合采购成本降低。销售区域来看，2023年华北地区是公司销售最主要的区域，销量占比为76.71%。

表7 公司营业收入分区域销售情况（单位：亿元）

区域	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
华北地区	159.64	76.71%	202.53	82.33%
东北地区	4.97	2.39%	2.99	1.22%
华东地区	24.83	11.93%	27.11	11.02%
华南地区	5.89	2.83%	1.29	0.52%
华中地区	7.61	3.66%	9.66	3.93%

西北地区	5.16	2.48%	2.41	0.98%
------	------	-------	------	-------

资料来源：公司2023年年度报告

销售集中度方面，公司焦炭销售前五大客户包括河钢集团有限公司及其关联方和天津中诚能源科技有限公司等。2023年，公司前五大客户集中度为31.21%，近年来水平持续下降。根据公司审计报告及2023年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计10.31亿元，关联交易规模较大。

表8 公司前五大销售情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售金额	占比
2023年	1	天津中诚能源科技有限公司	220,369.97	10.59%
	2	河钢集团有限公司及其关联方	218,497.04	10.50%
	3	唐山世辅贸易有限公司	75,261.80	3.62%
	4	河北华西特种钢铁有限公司	69,264.99	3.33%
	5	天津润达实业有限公司	66,018.39	3.17%
			合计	649,412.20
2022年	1	河钢集团及其关联方	514,672.11	20.92%
	2	天津中诚能源科技有限公司	264,471.33	10.75%
	3	河北华西特种钢铁有限公司	68,233.88	2.77%
	4	天津恒华远大国际贸易有限公司	65,058.97	2.64%
	5	天津润达实业有限公司	59,541.74	2.42%
			合计	971,978.02

资料来源：公司提供

➤ 成本结构及控制能力

公司主营业务成本主要包括原材料、人工、燃动力和制造费用，其中主要以原材料为主，2023年占比接近80%。其中公司焦炭生产的主要原材料包括主焦精煤、低硫瘦煤、中硫瘦煤等。由于炼焦煤价格回落，公司2023年原材料成本有所下降，焦炭平均单位成本为2,158.41元/吨，同比下降13.76%，但降幅仍明显小于销售价格，焦炭业务盈利空间收窄，导致公司焦化及副产品毛利率由上一年度的21.26%下滑至11.60%。

表9 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
直接材料	1,465,778.60	79.60%	1,612,366.87	82.98%
直接人工	69,012.28	3.75%	55,109.54	2.84%
制造费用	274,409.46	14.90%	240,262.41	12.36%
运费	32,213.79	1.75%	35,370.45	1.82%
合计	1,841,414.14	100.00%	1,943,109.28	100.00%

资料来源：公司提供

公司拥有四大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业、锦辉煤业），为公司原材料供应提供了重要的支持。截至2023年末，公司各原煤生产基地保有资源储量62,860.92万吨，公司原煤产能为630.00万吨/年，2023年产量为448.06万吨，同比小幅下降，主要系部分煤矿的采煤工作面地质构造较为复杂所致。

表10 公司拥有煤矿情况（单位：万吨）

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	保有资源储量
汾西太岳	沁源县灵空山镇畅村	76.96%	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	9,766.80
东于煤业	太原市清徐县西北	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	20,086.45
锦富煤业	清徐县东于镇六段地村	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	20,212.47
锦辉煤业	吕梁市交城县岭底乡圪垛村村北	100%	无烟煤	12,795.20
合计	-	-	-	62,860.92

资料来源：公司提供

表11 公司原煤生产情况（单位：万吨）

年份	产能	产量	产能利用率
2023年	630.00	448.06	71.12%
2022年	630.00	469.30	74.49%

资料来源：公司提供

公司外采的精煤主要包括主焦精煤及贫瘦精煤（含瘦精煤）等，原材料的采购为集中采购模式。由于公司所在地区煤炭资源丰富，公司在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。结算支付方面，公司主要结算方式为先货后款方式，但由于近年原料煤价格波动，为保障煤炭及时供货、提前锁定采购交易价格，公司通常与长期合作的、信用好的原料煤供应商签订采购协议，提前预付部分采购款项，主要支付方式为电子承兑汇票。2023年公司对前五名供应商的合计采购额占原材料采购总额的30.58%，采购集中度有所下降。

（二）氢能板块

公司其他业务主要为氢能业务，公司主营业务炼焦过程中释放的焦炉煤气中含有大量副产氢气，为提升产品附加值，以及公司产业转型需要，近年来公司重点发展氢能产业，在产业链上下游广泛投资布局。近年来公司已进行较为完整的氢能产业链布局，上游搭建氢气“制-储-运-加-用”产业链；中游搭建从碳纸-膜电极-燃料电池电堆及系统-整车制造的核心装备产业链。

公司氢能业务的主要产品为氢燃料电池商用车，公司拥有两个整车生产企业：佛山市飞驰汽车科技有限公司（以下简称“飞驰科技”）和青岛美锦新能源汽车制造有限公司（以下简称“青岛美锦”），两个企业拥有各自独立的商用车整车生产资质，合计年产能力为10,000台。2023年飞驰科技、青岛美锦商用车产量合计1,915台，同比增长达158.43%，但产能利用率较低，共计销售氢燃料电池汽车1,150台（含内部销售车辆）。2023年公司合并口径实现商用车销售收入4.34亿元，但由于车价下降、费用增加

等原因，2023年飞驰科技和青岛美锦均处于亏损状态，净利润分别为-1.35亿元和-0.36亿元。

2023年公司仍持续投入氢能领域投，在山西晋中、北京大兴、滦州相继建设氢能产业园及配套项目，包括北京大兴氢能总部基地项目、滦州美锦14000Nm³/h焦炉煤气制氢项目等。公司在氢能领域在建项目较多，投资规模大，部分项目建设周期长，氢能源行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险。近年来公司在氢能源领域和焦化产业同时推进较大规模的投资，贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目、氢燃料电池电力系统和氢燃料商用车零部件项目仍有较大资金缺口，虽然部分项目有政府产业基金扶持，但面临的资金支出压力很大。

表12 截至 2023 年末公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
滦州美锦 14000Nm ³ /h 焦炉煤气制氢项目	5.08	0.10	4.98	2024 年
北京大兴氢能总部基地项目	4.1	1.07	3.04	2024 年
氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）	13.04	2.63	10.41	2025 年
贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目	70.36	31.43	38.93	2024 年
合计	92.58	35.23	57.36	-

注：贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目预算数调整为70.36亿元，其中一期预算数为38.79亿元，二期预算数为31.56亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

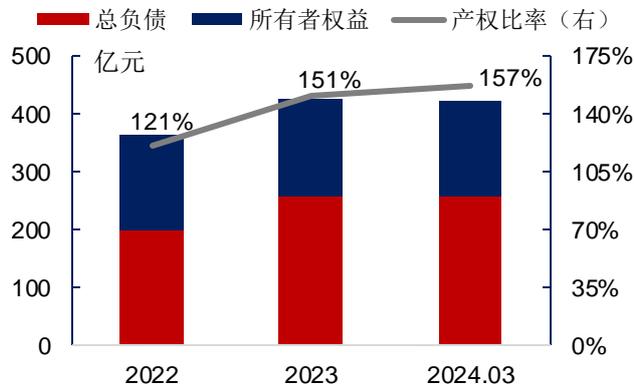
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及公司2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2023年合并报表范围变化情况如下：2023年公司合并报表范围内新增子公司共23家；因注销减少子公司共6家。截至2023年末，公司合并报表范围内一级子公司共42家（见附录四）。

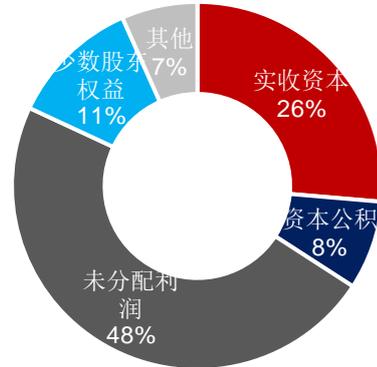
资本实力与资产质量

2023年公司继续加大债务融资力度，财务杠杆水平大幅上升；公司为重资产企业，固定资产等非流动资产占比较大，受限资产规模较大，资产流动性较弱

近年来随着公司债务融资力度加大，公司负债规模大幅上升。由于2023年公司盈利下降，公司所有者权益增幅较小，且随着2024年一季度亏损，公司所有者权益小幅下降。受上述因素综合影响，截至2024年3月末，公司产权比率上升至157%，权益对负债的保障程度较弱。

图 4 公司资本结构


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

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为重资产企业，固定资产、在建工程等非流动资产占比较大。截至2023年末，公司固定资产占总资产的比重为44.67%，主要为生产管理用的房屋建筑物、管道沟槽、机器设备和电子设备。截至2023年末，公司未办妥产权证书的固定资产账面价值11.84亿元，为办公楼、宿舍楼等房屋建筑物，相关权属证书正在办理中。2023年末公司在建工程规模上升，主要的在建工程为贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目、美锦华盛人才公寓项目和本期债券募投项目等，总投资规模较大，尚需投入资金规模较大。2023年末公司无形资产占总资产的比重为11.60%，主要为土地使用权、采矿权、专利技术和特许使用权，尚未办理权证的土地使用权为5.30亿元，其中3.78亿元土地使用权按照合同约定分期付款购买，付清后申请办理土地证等相关文件，其余土地使用权目前正在办理中。

公司货币资金包括库存现金、银行存款以及其他货币资金，截至2023年末其他货币资金占比较高，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金。公司应收账款主要为应收货款，截至2023年末前五大客户主要包括河北氢天能源科技有限公司、鄂尔多斯市悦驰新能源汽车有限公司及青岛真情巴士集团有限公司等。公司存货主要包括原材料、库存商品和在产品，近年来规模变动不大。截至2023年末，公司交易性金融资产主要为结构性存款和理财产品。

公司资产中受限部分主要包括货币资金、固定资产、无形资产和其他应收款，2023年末账面价值合计75.84亿元，占总资产的比重为17.84%，规模较大。

表13 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	52.02	12.33%	61.49	14.46%	48.19	13.18%
应收账款	14.93	3.54%	11.97	2.81%	14.68	4.02%
存货	11.52	2.73%	13.71	3.23%	13.24	3.62%
流动资产合计	95.11	22.55%	102.53	24.12%	113.87	31.14%

固定资产	186.79	44.28%	189.90	44.67%	154.55	42.27%
在建工程	62.35	14.78%	56.29	13.24%	32.37	8.85%
无形资产	49.47	11.73%	49.33	11.60%	40.99	11.21%
非流动资产合计	326.67	77.45%	322.59	75.88%	251.77	68.86%
资产总计	421.79	100.00%	425.13	100.00%	365.65	100.00%

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

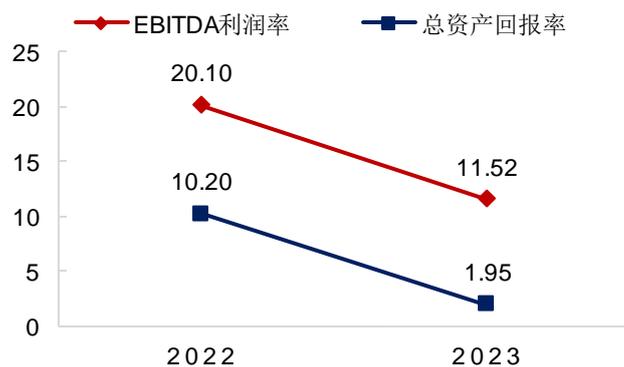
盈利能力

受焦炭价格震荡下行的影响，2023年公司焦化业务利润空间持续收窄，且2024年一季度业绩已出现亏损

公司收入主要来源于焦化产品及副产品，2023年占主营业务收入的比重为97.91%。2023年焦炭价格震荡下行，尽管公司产销量有所提升，但营业收入同比下降15.40%。毛利率方面，公司焦化产品及副产品贡献了主要的毛利润，但由于2023年焦炭价格降幅高于焦煤，公司焦炭业务利润空间持续收窄，导致2023年公司销售毛利率同比下降9.51个百分点至11.48%。

非经营损益方面，2023年公司资产减值损失为0.29亿元，对公司利润形成一定侵蚀。2023年公司实现归属于母公司股东的净利润2.89亿元，同比大幅下降。从盈利指标表现来看，2023年公司EBITDA利润率为11.52%，同比下降8.58个百分点；公司总资产回报率仅1.95%，同比下降8.25个百分点，公司盈利能力指标表现继续大幅下滑。2024年1-3月，公司实现营业收入41.93亿元，同比下降21.45%，实现归属于上市公司股东的净利润-3.61亿元，随着焦炭价格回落影响，公司业绩出现亏损。

图 6 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

2023年公司总债务规模大幅上升，杠杆状况指标明显弱化；考虑到公司现金生成能力表现差，且在建项目存在较大的资金支出需求，整体来看公司存在较大的偿债压力

公司总债务主要为短期借款、应付票据、一年内到期的长期债务、长期借款、应付债券和长期应付款中的售后回租款。2023年末公司短期借款主要为保证借款、保证+抵押借款，规模持续上升；公司长期借款主要为保证借款、保证+抵押等。公司应付票据为尚未结算的银行承兑汇票和商业承兑汇票。应付债券为本期可转债，2023年末余额为32.27亿元，票面利率前三年为0.30%、0.40%、0.80%、第四年至第六年为1.60%、2.50%、3.00%；长期应付款主要为售后回租款和股权回购款¹。2023年末，公司总债务为151.95亿元，规模同比大幅增长，主要系应付票据规模增长及银行借款规模上升。从结构来看，一年内到期的债务占比为59.41%，存在集中到期偿付压力，债务结构有待优化。

经营性负债方面，公司应付账款规模较大，主要为应付的工程款、货款和装卸费及其他。公司其他应付款近年来规模有所下降，主要由往来款和股权激励款构成。

表14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	9.23	3.58%	7.79	3.04%	5.00	2.50%
应付票据	58.32	22.63%	65.45	25.57%	44.78	22.36%
应付账款	70.23	27.25%	68.60	26.80%	46.88	23.41%
其他应付款	11.63	4.51%	11.64	4.55%	13.70	6.84%
一年内到期的非流动负债	13.83	5.36%	11.27	4.40%	10.82	5.40%
流动负债合计	173.82	67.44%	177.01	69.16%	143.14	71.49%
长期借款	20.74	8.05%	15.30	5.98%	6.17	3.08%
应付债券	32.59	12.64%	32.27	12.61%	31.33	15.65%
长期应付款	22.20	8.61%	22.96	8.97%	11.20	5.59%
非流动负债合计	83.92	32.56%	78.94	30.84%	57.09	28.51%
负债合计	257.74	100.00%	255.95	100.00%	200.23	100.00%
总债务	154.05	59.77%	151.95	59.37%	115.21	57.54%
其中：短期债务	87.35	33.89%	90.28	35.27%	66.37	33.15%
长期债务	66.70	25.88%	61.67	24.10%	48.84	24.39%

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，2023年公司FFO大幅下降至负值，现金生成能力表现较差。2023年公司经营活动现金流虽保持净流入，但净流入规模亦大幅下降。2024年1-3月，公司经营活动现金净流入仅1.39亿元。投资活动方面，2023年公司在建项目等投资支出规模仍较大，投资活动现金维持大幅净流出，考虑到公司在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金支出压力。此外，2023年公司债务融资力度加大，筹资

¹ 2023年公司对子公司贵州华宇增资扩股，引进投资者贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“贵州新动能”），贵州新动能投入9.38亿元对贵州华宇进行增资。根据协议约定：在触发回购条件时，贵州新动能有权要求公司回购其所持有的股份，因此公司承担了以现金或其他金融资产回购自身权益工具的义务，故公司将该回购义务确认为金融负债。

活动产生的现金仍呈较大规模的净流入。

从杠杆比率指标来看，随着公司债务规模上升，截至2024年3月末公司资产负债率为61.11%，较2022年末上升。由于公司现金流大幅下降，2023年公司FFO/净债务、经营活动现金流净额/净债务和自由活动现金流/净债务表现均明显弱化。截至2023年末，公司总债务/总资本为47.32%，占比亦有所上升。整体来看，公司杠杆状况指标明显弱化。

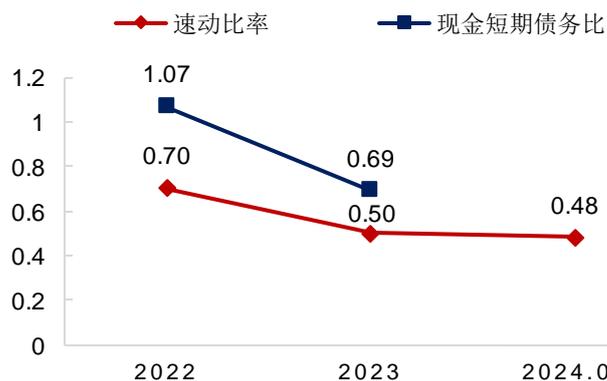
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.39	9.11	31.95
FFO（亿元）	--	-1.23	23.59
资产负债率	61.11%	60.20%	54.76%
净债务/EBITDA	--	3.98	1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	6.01	13.41
总债务/总资本	48.43%	47.32%	41.06%
FFO/净债务	--	-1.29%	46.75%
经营活动现金流净额/净债务	1.35%	9.55%	63.33%
自由现金流/净债务	-8.46%	-48.17%	10.45%

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

流动性比率方面，随着负债规模的迅速增长，公司速动比率和现金短期债务比均大幅下降，流动性压力明显上升。备用流动性方面，公司作为上市公司融资渠道相对较为畅通，同时2023年末公司尚有较大规模未抵质押资产，存在尚可使用的银行授信额度13.99亿元，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 7 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

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，过去一年公司存在因环境问题而受到政府部门处罚情形，但处罚金额不大，对公司无重大影响。过去一年公司子公司存在处罚及整改的情形，被相关部门罚款金额共计 1,397.79 万元；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

2023 年公司董事朱庆华（兼任董事会秘书、副总经理）和董事梁钢明以及总工程师周小宏任期届满离任；赵嘉被选举为董事并被聘任为董事会秘书，姚锦城、姚宁被聘任为公司副总裁，李颜龙被聘任为公司总工程师。

中证鹏元关注到，2024 年 5 月公司收到深圳证券交易所对公司 2023 年年报问询函，对公司控股股东美锦集团长期高比例质押股份及是否存在平仓风险，新能源汽车板块净利润大幅下滑原因，公司业绩及主营业务毛利率下滑原因、唐钢美锦亏损原因，应收款项、关联交易等相关事项进行了问询，2024 年 6 月公司就问询函相关事项进行了回复，部分需由会计师事务所核查事项已由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）核查并发表明确意见的专项说明。

（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6月18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日至查询日（2024年6月21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

截至2023年末，公司对外担保金额合计0.24亿元，占净资产的比重不大，被担保方佛山市高明区氢裕公交客运有限公司为公司参股公司，且已提供反担保措施。

2013年9月13日，阳原云鑫实业有限责任公司（现大同铁路万通实业有限责任公司，以下简称“大同铁路万通”）将两张金额为1,000万元的票据背书给广东省岭南燃料有限公司（以下简称“岭南燃料公司”）。之后该票据又在多个公司之间流转，其中一张汇票通过正常交易由河北燕山钢铁集团有限公司背书给山西美锦煤焦化有限公司（现变更为华盛化工），山西美锦煤焦化有限公司在交易过程中又转背书给其他公司。据了解，有人冒充岭南燃料公司工作人员于2014年11月从阳原云鑫实业有限责任公司

取走上述汇票，岭南燃料公司没有实际取得货款遂将阳原云鑫实业有限责任公司起诉，并且胜诉。2022年8月18日，大同铁路万通将两张票据涉及的全部背书主体及承兑银行共13位诉至清徐法院。本案中，公司通过真实、合法的贸易取得银行承兑汇票，并且在贸易过程中也保证了该票据的背书连续性，已履行相应义务。公司在收到起诉状后，立即向清徐法院提起管辖异议，2023年5月4日清徐县人民法院作出2022晋0121民初2220号裁定书，将本案移送天津市和平区人民法院审理。天津和平区法院在接到材料后，又因其他被告提出管转异议，现该案尚未开庭审理，也没有接收到管辖法院的相关文书。

亚联（香港）国际投资有限公司（以下简称“亚联公司”）于2020年9月向河北省石家庄市中级人民法院提起诉讼，要求第三人唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司返还唐山德盛煤化工有限公司150万吨/年的焦炭指标，或按市场价赔偿唐山德盛煤化工有限公司损失45,000万元，及赔偿唐山德盛煤化工有限公司固定资产折旧费损失23,747.64万元，被告河钢股份有限公司、唐山钢铁集团有限责任公司、山西美锦煤焦化有限公司对返还焦炭指标或赔偿价款承担连带责任。2021年9月河北省石家庄市中级人民法院（（2020）冀01民初457号）对该案作出了裁定，驳回了原告亚联公司的起诉。亚联公司不服上述裁定提起上诉，2021年12月河北省高级人民法院对该案作出民事裁定（（2021）冀民终893号），裁定结果：撤销河北省石家庄市中级人民法院（2020）冀01民初457号民事裁定，指令河北省石家庄市中级人民法院审理本案，本裁定为终审裁定。2023年3月8日，石家庄中级人民法院开庭审理此案，目前尚未收到判决。

整体来看，公司面临一定的或有负债风险。

八、结论

公司是国内主要的独立商品焦生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源，公司焦炭业务完成产能置换后年产能达715万吨，2023年贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目加速投建，在建产能380万吨/年，其中一期180万吨/年产能于2024年5月已逐步投入生产，公司焦炭产能规模进一步提升。同时中证鹏元也关注到，截至2024年3月末，公司控股股东美锦集团已质押股份占其所持股份的比重为99.70%，质押比例仍很高，若逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险；2023年焦炭行业盈利状况较差，公司盈利状况指标继续大幅下降，2024年一季度业绩已出现亏损；公司焦化业务关联交易规模较大，面临一定的安全生产风险和环保压力；在建项目资金支出压力大，且未来收益尚待观察；2023年公司总债务大幅攀升，且现金生成能力表现差，面临较大债务压力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持“美锦转债”的信用等级为AA-，并将公司主体信用等级和“美锦转债”信用等级列入信用评级观察名单。

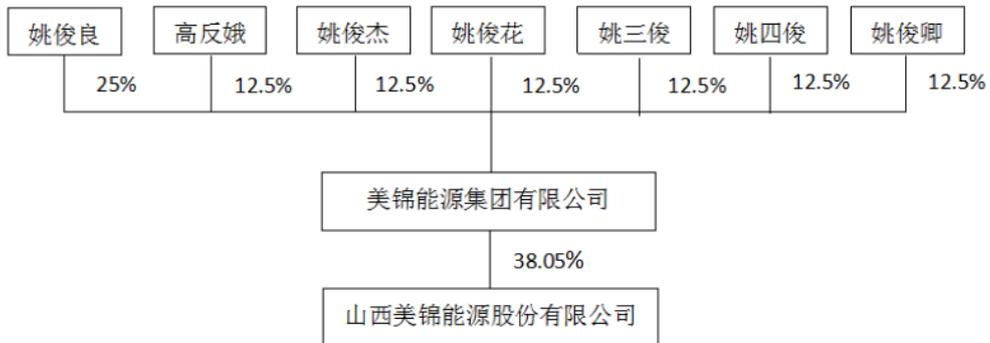
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	52.02	61.49	48.19	14.91
应收账款	14.93	11.97	14.68	14.29
存货	11.52	13.71	13.24	13.80
其他流动资产	6.50	5.53	1.98	4.56
流动资产合计	95.11	102.53	113.87	65.37
固定资产	186.79	189.90	154.55	156.25
在建工程	62.35	56.29	32.37	16.00
无形资产	49.47	49.33	40.99	39.06
非流动资产合计	326.67	322.59	251.77	228.68
资产总计	421.79	425.13	365.65	294.05
短期借款	9.23	7.79	5.00	3.69
应付票据	58.32	65.45	44.78	26.85
应付账款	70.23	68.60	46.88	44.04
其他应付款	11.63	11.64	13.70	11.73
一年内到期的非流动负债	13.83	11.27	10.82	11.70
流动负债合计	173.82	177.01	143.14	126.49
长期借款	20.74	15.30	6.17	13.58
应付债券	32.59	32.27	31.33	0.00
长期应付款	22.20	22.96	11.20	2.26
非流动负债合计	83.92	78.94	57.09	24.71
负债合计	257.74	255.95	200.23	151.20
总债务	154.05	151.95	115.21	59.56
其中：短期债务	87.35	90.28	66.37	43.78
所有者权益	164.05	169.18	165.41	142.85
营业收入	41.93	208.11	246.00	212.88
营业利润	-5.22	4.30	29.37	41.21
净利润	-4.28	1.57	22.29	31.25
经营活动产生的现金流量净额	1.39	9.11	31.95	49.11
投资活动产生的现金流量净额	-10.25	-35.65	-51.97	-28.67
筹资活动产生的现金流量净额	8.01	21.92	34.47	-23.83
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	23.98	49.46	59.53
FFO（亿元）	--	-1.23	23.59	41.67
净债务（亿元）	103.32	95.38	50.46	47.36
销售毛利率	-1.24%	11.48%	20.99%	30.25%
EBITDA 利润率	--	11.52%	20.10%	27.96%

总资产回报率	--	1.95%	10.20%	15.84%
资产负债率	61.11%	60.20%	54.76%	51.42%
净债务/EBITDA	--	3.98	1.02	0.80
EBITDA 利息保障倍数	--	6.01	13.41	18.30
总债务/总资本	48.43%	47.32%	41.06%	29.43%
FFO/净债务	--	-1.29%	46.75%	88.00%
经营活动现金流净额/净债务	1.35%	9.55%	63.33%	103.70%
自由现金流/净债务	-8.46%	-48.17%	10.45%	60.28%
速动比率	0.48	0.50	0.70	0.41
现金短期债务比	--	0.69	1.07	0.39

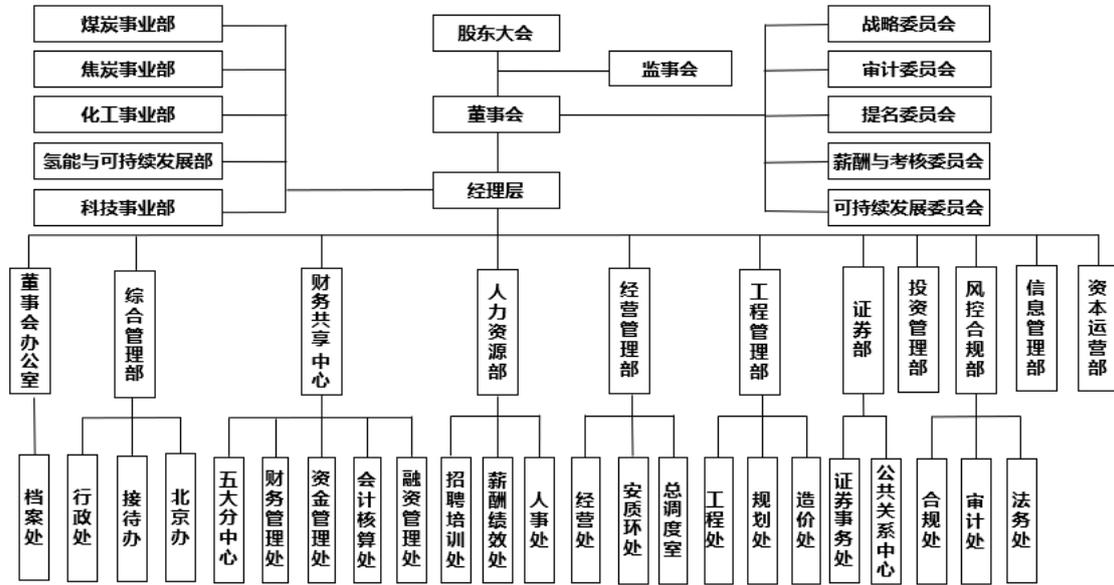
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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
山西美锦华盛化工新材料有限公司	80,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
山西美锦煤化工有限公司	60,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司	70,000.00	焦炭及化产品生产销售	55.00%
内蒙古美锦新能源有限公司	50,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
贵州美锦华宇新能源有限公司	89,082.96	焦炭及化产品生产销售	56.13%
六枝特区佳顺焦化有限公司	20,000.00	焦炭及化产品生产销售	100.00%
贵州蓝锦水务有限公司	1,000.00	水的生产和供应	100.00%
山西润锦化工有限公司	30,381.00	化产品生产销售	90.00%
山西云锦天然气有限公司	9,000.00	化产品生产销售	100.00%
山西美锦氢能开发有限公司	50,000.00	化产品生产销售	100.00%
山西汾西太岳煤业股份有限公司	13,888.00	煤炭开采	76.96%
山西美锦集团东于煤业有限公司	20,000.00	煤炭开采	100.00%
山西美锦集团锦富煤业有限公司	40,000.00	煤炭开采	100.00%
山西美锦集团锦辉煤业有限公司	50,000.00	煤炭开采	100.00%
佛山市飞驰汽车科技有限公司	27,691.03	新能源汽车开发制造	42.67%
山西美锦氢能科技有限公司	20,000.00	新能源汽车及设备生产	100.00%
青岛美锦新能源汽车制造有限公司	18,000.00	新能源汽车及设备生产	97.13%
佛山市飞驰新能源商用车有限公司	18,000.00	新能源汽车及设备生产	51.00%
山西美锦新能源汽车制造有限公司	5,000.00	新能源汽车及设备生产	100.00%
美锦（北京）氢能科技有限公司	20,000.00	新能源技术研发及推广	100.00%
云浮锦鸿氢源科技有限公司	3,000.00	加氢站建设及运营	60.00%
山西示范区美锦氢源科技发展有限公司	10,000.00	加气站建设及运营	100.00%
美锦能源（浙江）有限公司	10,000.00	能源技术开发推广	100.00%
山西中科美锦炭材料有限公司	10,889.00	新材料技术开发推广	98.49%
山西上德水务有限公司	30,000.00	环保服务	75.00%
珠海美锦嘉创投资有限公司	500.00	投资管理	100.00%
宁波梅山保税港区美锦美和投资管理有限公司	20,000.00	投资管理	100.00%
美锦嘉创（北京）资本管理有限公司	2,000.00	投资管理	100.00%
青岛美锦投资发展有限公司	20,000.00	投资管理	100.00%
北京美锦嘉创私募基金管理有限公司	1,000.00	投资管理	60.00%
山西美锦科技有限公司	10,000.00	投资管理	100.00%
天津美锦国际贸易有限公司	15,000.00	贸易	100.00%
大连美锦能源有限公司	10,000.00	贸易	100.00%
山西美锦物资供应有限公司	300.00	贸易	100.00%
美锦（天津）贸易发展有限公司	30,000.00	贸易	100.00%

洛阳美锦豫江能源贸易有限公司	1,000.00	贸易	100.00%
山西美锦华耀新能源有限公司	1,000.00	贸易	51.00%
山西美锦国际贸易有限公司	10,000.00	贸易	100.00%
美锦碳资产运营有限公司	10,000.00	商务服务	100.00%
佛山市美锦投资发展有限公司	20,000.00	商务服务	100.00%
佳富集团有限公司	5（万美元）	投资管理	100.00%
优丽贸易有限公司	10（万港元）	投资管理	100.00%

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。