

跟踪评级公告

联合〔2020〕955号

云南煤业能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

云南煤业能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

云南煤业能源股份有限公司发行的“13 云煤业”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

云南煤业能源股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	存续规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 云煤业	1.90 亿元	7 (5+2) 年	AA	AA	2019 年 6 月 10 日

担保方：昆明钢铁控股有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任担保

跟踪评级时间：2020 年 5 月 22 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	52.68	53.60	59.06	56.64
所有者权益 (亿元)	29.83	31.76	34.29	34.34
长期债务 (亿元)	5.18	3.03	1.98	2.21
全部债务 (亿元)	14.13	12.47	16.32	15.73
营业收入 (亿元)	44.23	53.99	57.26	10.66
净利润 (亿元)	-0.40	1.97	2.47	0.03
EBITDA (亿元)	2.04	4.47	5.37	--
经营性净现金流 (亿元)	3.90	5.18	-2.81	1.34
营业利润率 (%)	7.18	10.59	12.36	8.86
净资产收益率 (%)	-1.33	6.40	7.47	--
资产负债率 (%)	43.39	40.74	41.93	39.38
全部债务资本化比率 (%)	32.14	28.19	32.25	31.41
流动比率 (倍)	1.06	1.25	1.30	1.37
EBITDA/全部债务 (倍)	0.14	0.36	0.33	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	5.04	5.21	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.07	2.35	2.83	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	591.93	617.81	656.02
所有者权益 (亿元)	194.92	205.10	200.17
营业收入 (亿元)	549.86	568.82	639.03
净利润 (亿元)	4.59	9.44	10.23
资产负债率 (%)	67.07	66.80	69.49

注：1. 云煤能源 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；
2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 长期应付款已计入长期债务核算；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，云南煤业能源股份有限公司（以下简称“公司”或“云煤能源”）作为云南省国有煤焦生产企业，在产业配套和股东支持等方面仍具有一定的优势。2019 年，公司经营业绩持续提升，焦炭产能利用率仍很高，整体债务水平仍较低。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到云南省焦炭产能过剩问题依然严峻、公司对关联方销售依赖性强、短期债务占比高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢控股”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。昆钢控股综合实力较强，2019 年，昆钢控股经营持续向好，营业收入和经营活动现金净流入量均有所增长，其担保对提升本次债券的信用水平仍具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“13 云煤业”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. **公司经营业绩提升，焦炭产能利用率仍很高。**2019 年，公司拓展 EB 炉项目业务，设备制造收入增长和煤矿短暂复产带动公司营业收入和净利润均有所增长。焦炭满产满销，产能利用率仍很高。

2. **整体债务水平仍较低。**2019 年，虽然公司债务规模有所增长，但整体负债规模可控，债务水平仍较低。

3. **昆钢控股经营业绩提升，担保实力有一定的增强。**2019 年，担保方昆钢控股营业收入和经营活动现金净流入量均有所增长，担保实力有一定的增强。

关注

1. **云南省焦炭产能过剩问题依然严峻。**云南省焦炭产能过剩，行业竞争激烈。跟踪期内，焦炭价格有所下滑，行业整体产能利用率仍然较低。

2. **客户集中度高，关联方销售规模大。**公司前五大客户集中度高，关联方销售规模大，若主要客户未来经营情况变动，可能对公司主营业务收入产生不利影响。

3. **短期债务占比高，短期流动性风险上升。**2019年，短期债务规模扩大，短期债务占比高，考虑到公司关联方占款规模较大，短期流动性风险上升。

分析师

王文燕 登记编号（R0040217100010）

王 臻 登记编号（R0040219080002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

云南煤业能源股份有限公司（以下简称“云煤能源”或“公司”）原名云南马龙化建股份有限公司，是由云南马龙化工建材（集团）总公司作为独家发起人，以募集设立方式于1997年1月注册成立，同年在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：“云南马龙”；股票代码：“600792.SH”）。公司成立时的总股本为5,100万股，注册资本为5,100万元，其中，马龙县国有资产管理局（以下简称“马龙国资局”）持有3,600万股（国家股），持股比例为70.59%；社会公众持股1,500万股，持股比例为29.41%。2003年3月，公司名称变更为“云南马龙产业集团股份有限公司”。此后公司历经多次股权变更与转让，加之实施股权分置改革，截至2006年7月底，云天化集团有限责任公司持有公司6,628.5万股股份，持股比例为52.51%。

2011年10月，公司向昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢控股”）发行27,400万股股份，总股本变更为40,022.5万股，昆钢控股持有公司68.46%的股权，成为公司控股股东。公司注册资本由12,622.50万元变更为40,022.5万元，公司名称变更为“云南煤业能源股份有限公司”，股票简称变更为“云煤能源”，股票代码未变。此后历经非公开发行股票和资本公积转增股本等变更，截至2019年底，公司注册资本为98,992.36万元。公司控股股东为昆钢控股，持股比例为60.19%；实际控制人为云南省国资委。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无重大变化。截至2019年底，公司下设9个子公司，共有员工2,152人。

截至2019年末，公司合并资产总额59.06亿元，负债合计24.77亿元，所有者权益34.29亿元，其中归属于母公司所有者权益33.56亿元。2019年，公司实现营业收入57.26亿元，净利润2.47亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.40亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.81亿元，现金及现金等价物净增加额0.97亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额56.64亿元，负债合计22.30亿元，所有者权益34.34亿元，其中归属于母公司所有者权益33.60亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入10.66亿元，净利润0.03亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.02亿元；经营活动产生的现金流量净额1.34亿元，现金及现金等价物净增加额0.87亿元。

公司注册地址：云南省昆明市西山区环城南路777号昆钢大厦7层2单元；法定代表人：彭伟。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会核准（证监许可〔2013〕708号），公司于2013年12月发行了“云南煤业能源股份有限公司2013年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为人民币2.5亿元，于2013年12月18日起在上海证券交易所挂牌交易（证券代码：“122258.SH”、证券简称：“13云煤业”）。本次公司债券的期限为7年，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券于2013年12月3日起息，按年付息，到期一次还本，票面利率为7.80%，在债券存续期限前5年保持不变。本次债券由昆钢控股提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。2018年12月3日“13云煤业”回售5,999.10万元，截至目前，“13云煤业”待偿本金为1.90亿元。

本次债券募集资金已全部用于归还银行贷款。公司已于2019年12月3日支付2018年12月3日至2019年12月2日期间的利息。

三、行业分析

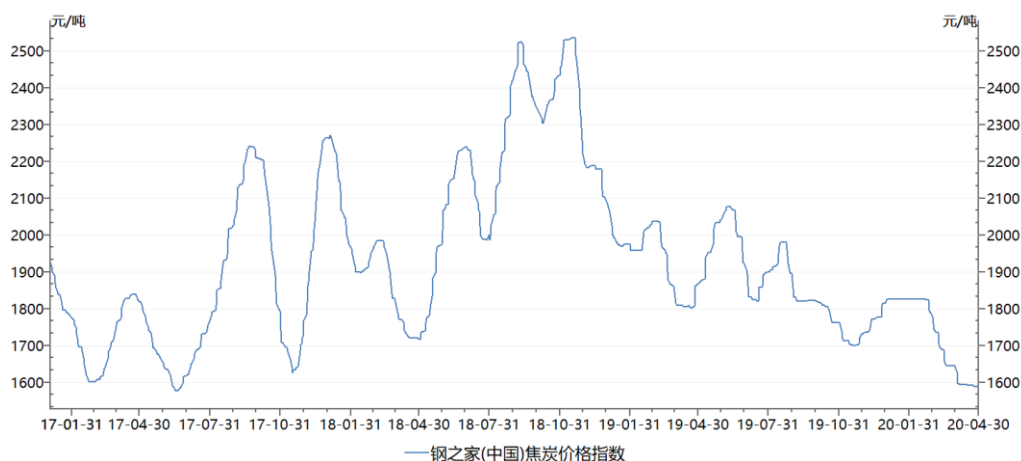
1. 焦化行业概况

2019年，我国焦炭产量有所增长，焦企产能利用率高于去年水平；焦炭价格震荡下行，焦炭企业盈利水平下降；淘汰落后产能持续推进，但效果并未显现。

焦化行业以煤炭为主要原料，产品以焦炭及相关化工产品为主。焦炭主要供应钢铁企业，焦化行业整体运行情况与煤炭和钢铁行业联系紧密。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家围绕淘汰过剩、落后产能相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。目前，焦炭行业处于去产能、淘汰落后产能的产业升级阶段。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能 10,836.5 万吨。虽然国家积极进行产业结构调整，但我国的焦炭产能过剩问题依然严重。2016 年以来，焦化行业环保政策频出，焦化环保限产常态化，这都导致焦炭行业供需关系改善。虽有环保约束、去产能等因素影响，制约焦炭供应，但在下游市场需求带动下，2019 年度焦炭产量略有增长。国家统计局数据显示，2019 年累计焦炭产量 47,126 万吨，同比增长 7.54%。钢之家数据显示，2019 年独立焦炭企业产能利用率均值为 77.31%，较去年 75.66% 有所升高，焦炭企业产能利用率高于去年水平。2020 年一季度，受疫情影响，全国焦炭产量 10,950 万吨，同比下降 4.1%，焦炭产量下降，焦炭整体的开工率大幅走低。

图 1 2017 年以来焦炭价格指数情况



价格方面，2019 年，焦炭市场价格整体呈震荡下行态势，焦炭企业利润下滑。钢之家数据显示，冶金焦价格指数全年均值为 1,885.53 元/吨，同比下降 11.44%，全年波动幅度为 385 元/吨，2018 年波动幅度为 820 元/吨，同比大幅收窄。截至 2019 年底，焦炭价格指数至 1,816 元/吨，较 2018 年底的 2,102 元/吨下跌 13.61%。2019 年独立焦炭企业平均利润为 105.99 元/吨，远低于前三年（2016—2018）225.62 元/吨的平均值，独立焦炭企业利润处于历年来偏低水平。2020 年 1 月至 2 月中旬，春节前煤矿放假开工大幅下降，节后疫情影响无法按时复工，并且运输受限，导致焦化厂缺焦煤原料，焦炭价格坚挺。2 月下旬以来，煤矿迅速复产，生铁产量仍在低位徘徊，焦炭供需缺口弥补，并且焦炭开始过剩出现累库，钢厂利润低位开始向焦炭压价，焦炭现货价格迅速回落，截至 2020 年 4 月 30 日，焦炭价格指数为 1,589 元/吨，较年初下降 238 元/吨，内蒙、山西地区部分焦企已出现小幅亏损。考虑到目前钢厂开工维稳，焦炭价格相对较低，未来继续下跌空间有限。

出口方面，2019 年，中国出口焦炭 652.3 万吨，同比下降 33.14%；焦炭平均出口均价 275.7 美

元，同比下降 9.6%。2019 年焦炭出口量及均价均有所下降。

焦化落后产能淘汰方面，2019 年焦炭行业在快速淘汰落后产能的同时，新增产能也在不断释放和投产，2019 年累积压减焦炭产能共计 2,076 万吨，而 2019 年我国焦炭新增产能共计 2,287 万吨，置换与新建并存，其中多为企业扩产，释放区域集中在山西、山东地区。整体来看新增产能的数量大于淘汰的落后产能的数量，淘汰落后产能效果不明显。

2. 行业上下游

2019 年，我国煤炭供应能力继续增加，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位。随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。钢铁产量增长，钢铁价格整体呈下行趋势。

从上游煤炭行业来看，2019 年我国煤炭供应能力增加。一是产量增加。2019 年，我国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.20%，增速较 2018 年基本保持稳定。二是进口量增加。2019 年全国煤炭（煤及褐煤）进口 3.00 亿吨，同比增长 6.30%；出口 603 万吨，同比增长 22.10%。煤炭价格方面，2019 年下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020 年以来，由于新冠疫情影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。未来，随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给将逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将小幅走弱。

煤化工行业中焦化行业下游为钢铁行业，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后整体呈下行趋势。截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB40020mm）均价下跌至 3,833.00 元/吨，较年初下降 2.53%。

3. 云南省焦炭行业情况

2019 年，云南地区焦炭产能仍严重过剩，同时受当地煤炭去产能政策的影响，当地焦化企业存在一定采购压力；云南焦炭供需均有所增长，云南地区焦炭市场弱稳运行。

我国焦化行业存在较大的地区性差异分化，云南地区属于焦炭产能严重过剩地区，大部分中小型焦化企业产能利用率仅为 20%~30%，仅有部分大型焦化企业产能可维持在较高水平，因此当地焦化企业对下游议价能力较弱。

2019 年，云南地区焦炭产能仍然严重过剩。

原材料供给方面，焦化企业出于运输成本考虑，一般就近采购。近年来，云南地区煤炭去产能政策效果明显，云南煤炭产量大幅减少，由 2014 年的 1.1 亿吨下降至 2019 年的 4,780 万吨，原材料的大幅减少导致云南焦化企业出现原材料采购困难情况，原煤采购向贵州、内蒙、新疆等地转移，运输成本有所增加，同时伴随近年来煤炭价格上涨，云南焦化企业存在一定采购压力。

2019 年，云南焦炭产量为 999.60 万吨，同比增长 10.16%；全年在规模以上工业主要能源消费量中，焦炭消费量 1,028.27 万吨，同比增长 6.79%。2019 年，云南焦炭供需均有所增长，云南地区焦炭市场弱稳运行。

4. 行业关注

(1) 成本压力

2019年，煤炭价格仍处于高位，将加大焦化企业运营资金压力，给焦炭企业的成本控制带来一定压力。

(2) 云南地区焦炭产能严重过剩，下游议价能力较弱

云南地区焦炭产能严重过剩，大量中小型焦化企业产能利用率低，使得焦化企业对下游议价能力较弱，不利于当地焦化企业发展

(3) 环保政策趋严，将加大焦化企业环保压力

近年来，社会整体对环保问题的关注度逐步提升，环保政策随着国家对于环境整治决心的加强密集出台，预计未来我国环保政策仍将不断趋严，将加大焦化企业的环保压力。

5. 行业发展

焦煤价格波动对焦炭生产企业造成一定成本压力，焦炭需求面对一定下行压力。拥有较长产业链的焦化企业，将更有效利用自身资源优势，充分提高焦化产品的附加值，提高企业盈利水平，同时，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力。

上游焦煤方面，受煤矿保安全生产及减量生产影响，焦煤价格下行空间相对有限，未来仍有望维持高位运行态势，可能进一步对焦炭生产成本造成压力。下游需求方面，随着环保力度加强，河北等地区钢厂非供暖季错峰生产，钢厂限产力度较大；大型钢厂为降低成本，倾向扩大自有焦化厂规模，提高焦炭自供比例，焦炭需求面对一定下行压力。

在上下游挤压以及焦炭行业本身诸多不利因素影响下，越来越多的煤焦化企业向下游深入。近年来，煤制甲醇、煤制气等项目陆续投产，有利于焦化企业优化自身产业结构，提高产品附加值，形成了新的利润增长点，同时，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和管理层均有所变动，较大的人员变更或对公司生产经营和管理产生一定影响。公司主要管理制度连续。

2019年，公司董事、高管人员有所变动，具体变动如下表所示。

表1 2019年度公司董事和高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
王炳海	副董事长、总经理	选举	工作调整
龙超	独立董事	选举	换届选举
张燕	董事	选举	换届选举
周春宏	常务副总经理	聘任	工作调整
杨庆标	副总经理	聘任	工作调整
张琳	财务总监	聘任	工作调整
杨先明	独立董事	离任	任职期限届满
李立	董事、总经理	离任	工作调整辞职
马云丽	财务总监	解聘	工作调整辞职
卢应双	董事	离任	换届离任

资料来源：公司年报

2020年1月，董云雁因工作变动原因申请辞去公司第八届监事会主席、监事职务；公司选举李登敏担任公司监事会主席。2020年1月，公司聘任邱光伟、李太刚担任公司副总经理职务。2020年3月，董松荣先生因工作变动原因申请辞去公司副总经理职务。

跟踪期内，公司主要管理制度连续。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，焦炭业务仍是公司最主要的收入来源，营业收入和盈利水平均有所增长。2020年一季度，受疫情影响，公司经营业绩同比显著下降。

公司仍从事焦炭及相关化工产品的生产和销售。2019年，虽焦炭价格有所下滑，但公司煤矿恢复生产，设备制造业业务拓展，拓展贸易业务，公司营业收入和盈利水平均有所提升。2019年，公司实现营业收入57.26亿元，较上年增长6.05%；实现营业利润3.01亿元，较上年增长34.18%；净利润同比增长25.16%至2.47亿元。

分产品来看，2019年，焦炭仍为公司营业收入的主要来源（占73.12%），同时，公司积极扩大贸易规模，拓展设备制造业中的EB炉项目业务，贸易和设备制造业收入占比分别较上年提高4.04个百分点和2.23个百分点至7.22%和8.47%，贸易和设备制造业收入分别较上年增长144.86%和46.58%，增幅较大。2019年，公司3个煤矿短暂复产，原煤收入为0.73亿元，受复产时间较短影响，公司2019年原煤收入较小。受焦炭价格下滑及销售增加共同影响，公司焦炭收入保持稳定。煤气收入同比增长18.43%，主要系煤气量价齐升所致。受化工产品价格下跌影响，公司化工产品收入下降10.87%至3.38亿元。燃气工程收入同比下降11.44%，主要系业务量减少所致，公司燃气工程收入规模仍较小，对公司收入贡献较小。

表2 公司主营业务收入分产品情况（单位：亿元、%）

分产品	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	32.97	75.75	11.87	41.96	79.65	17.97	41.60	73.12	19.99	8.42	79.44	15.51
煤气	1.68	3.87	-56.10	1.74	3.30	-90.35	2.06	3.62	-66.90	0.41	3.83	-91.44
化工产品	3.49	8.03	-20.67	3.80	7.21	-27.46	3.38	5.95	-28.98	0.71	6.74	-22.62
燃气工程	0.25	0.57	42.19	0.22	0.42	30.89	0.19	0.34	48.43	0.04	0.37	47.54
贸易	2.28	5.24	3.22	1.68	3.18	2.30	4.10	7.22	1.75	0.31	2.92	3.01
原煤	--	--	--	--	--	--	0.73	1.28	9.03	--	--	--
设备制造业	2.85	6.55	22.69	3.29	6.24	18.65	4.82	8.47	18.84	0.71	6.71	19.66
合计	43.53	100.00	7.06	52.68	100.00	10.71	56.89	100.00	12.47	10.59	100.00	8.88

资料来源：公司提供

从产品毛利率来看，2019年，焦炭价格虽有所下滑，公司通过降低配煤成本，拓宽采购渠道，降低采购成本等手段严控成本，焦炭单位成本下降，焦炭毛利率较上年小幅提升2.02个百分点至19.99%；受煤气价格上涨0.01元/立方米影响，导致公司煤气毛利率提升，但公司煤气业务仍处于亏损阶段，亏损幅度收窄。受化工产品价格下跌，原材料价格上涨影响，公司化工产品毛利率继续下滑，出现成本倒挂现象，亏损程度继续扩大。燃气工程毛利率较上年提升17.54个百分点，主要系公司对项目加强管理，工程材料成本下降所致。贸易业务毛利率仍处于很低水平。受复产时间较短

影响，原煤业务毛利率较低，为 9.03%。综上影响，公司综合毛利率为 12.47%，较上年提升 1.76 个百分点，公司盈利水平有所提升，但仍处于较低水平。

2020 年一季度，受疫情影响，焦炭及化工产品价格下降，公司业绩下滑。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.66 亿元，同比下降 23.36%；实现净利润 0.03 亿元，同比下降 86.03%，微弱盈利。公司综合毛利率为 8.88%，较上年同期变化不大。

2. 原材料采购

2019 年，公司洗精煤采购量变化不大，采购均价略有下降。公司拓宽采购渠道，前五大供应商集中度下降明显。

2019 年，公司进一步拓宽采购渠道，先后组织采购国外、省外原料煤，煤炭采购推行“三降一提一补”措施，提高现金结算比例，煤炭采购均价下降。公司采购的原材料仍主要为洗精煤，公司原料煤采购仍实行统管、统采的模式，采用议价采购、煤企直供、贸易相结合的方式，由贸易分公司负责各分、子公司的煤炭采购和管理，原材料采购模式未发生改变，

2019 年，公司采购的原材料仍主要为洗精煤，采购量为 287.71 万吨，较上年增长 3.17%，变化不大。公司洗精煤平均采购价（不含税）1,296.37 元/吨，同比下降 8.12%，主要系公司拓宽采购渠道，加强成本控制，同时煤炭下降所致。结算方式方面，2019 年，为降低原材料采购成本，公司加大了现金结算比例。

从采购集中度看，2018—2019 年，公司前五大供应商采购额分别为 33.40 亿元和 19.57 亿元，占总采购额的比例分别为 76.81% 和 39.30%，2019 年原材料采购集中度大幅下降，主要 2019 年开拓采购渠道，稀释对主要供应商的集中采购程度所致。目前，公司与贵州、云南、四川等地的大型煤企签订了战略合作协议，以长单的形式保证公司上游原材料供应。

表 3 2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

客户	交易金额
贵州邦达商贸有限公司	75,432.96
贵州久泰邦达能源开发有限公司	47,149.26
广州市工业经济发展有限公司	32,663.10
曲靖军铭经贸有限公司	20,848.26
贵州盘江精煤股份有限公司	19,601.35
合计	195,694.94

资料来源：联合评级根据公开资料整理

3. 生产与销售

2019 年，公司煤矿短暂复产，但目前受云南省政策影响，公司煤矿已停产整顿，煤矿未来仍存在继续减值风险；公司其他主要产品产能均保持稳定。焦炭满产满销，化工产品产销率维持较高水平。公司拓展 EB 炉项目，机械产品产销量大幅增长。公司前五大客户集中度仍较高，且关联方销售规模大，公司经营对关联方依赖性高。

公司作为云南省大型焦炭生产企业之一，依托控股股东昆钢控股，与昆钢控股的下属子公司昆明钢铁集团有限责任公司参股公司武钢集团昆明钢铁股份有限公司（以下简称“武昆股份”，持股比例为 47.41%）建立长期稳定的战略合作关系，公司下游客户仍主要为武昆股份，有利于保障公司焦炭产品的销售，相比于同行业其他独立焦化企业，公司具有一定的抗市场风险能力。

2019 年，公司销售模式仍为产品销售实行统管、统销模式，销售模式未发生改变。

2019年，公司主营业务产品类型和生产工艺基本无变化，公司瓦鲁煤矿、大舍煤矿和五一煤矿3个煤矿实现复产，核定产能仍为45万吨/年，公司其他主要产品产能均保持稳定。公司拥有年产198万吨/年焦炭、10万吨/年的甲醇装置、1套140吨/小时干熄焦装置、150万吨/年洗煤厂及三座煤矿。

2019年，公司焦炭满负荷组织生产，焦炭产量较上年增长5.13%至206.79万吨，主要系下游需求增长所致；产能利用率提升至104.44%，产销率达到103.53%，煤炭业务满产满销。2019年，公司煤气产量同比增长10.10%至8.55亿立方米，产能利用率提升至96.28%；公司大部分煤气自用，用于生产化工产品并提供动力，因此煤气产销率维持较低水平。2019年，公司化工产品产量同比增长9.33%，主要系师宗煤焦化工有限公司生产煤气产量增加，甲醇产量增加所致；产能利用率较上年提升8.06个百分点至94.39%，基本实现满销。公司机械产品和轧辊业务类型较多，包括大型机械制造、机械产品生产、维修服务等，产量统计只作为参考。2019年，子公司云南昆钢重型装备制造集团有限公司（以下简称“昆钢重装集团”）拓展了EB炉项目，机械产品产量和销量分别同比增长108.22%和61.18%至1.52万吨和1.37万吨。

2019年，受限于复产时间较晚影响，公司原煤产量为10.45万吨，产能利用率为23.22%，产销率为100.96%。但2020年3月6日，云南省出台了《云南省人民政府关于整治煤炭行业加强煤矿安全生产的通知》（云政发〔2020〕9号）文件，要求产能30万吨/年以下的煤矿必须先“整合重组”后“改造升级”，改造升级后满足以下重要条件：一是曲靖市煤矿平均单井产能达到60万吨/年及以上；二是实现机械化采煤；三是达到二级安全标准化矿井。鉴于以上要求，公司拟定3个煤矿暂停15改30万吨/年技改项目推进工作，目前公司煤矿均已停产，未来复产存在较大不确定性，公司煤矿未来仍存在继续减值风险。

表4 公司主要产品产销情况（单位：万吨/年、万吨、亿立方米、亿立方米/年、%）

项目	2018年					2019年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
焦炭	198.00	196.70	99.34	207.75	105.62	198.00	206.79	104.44	214.10	103.53
煤气	8.88	7.77	87.50	2.19	28.19	8.88	8.55	96.28	2.55	29.82
化工产品	18.00	15.54	86.33	15.69	100.97	18.00	16.99	94.39	16.91	99.53
原煤	--	--	--	--	--	45.00	10.45	23.22	10.55	100.96
机械产品	1.95	0.73	37.44	0.85	116.44	1.95	1.52	77.95	1.37	90.13
轧辊	0.80	0.14	17.50	0.13	92.86	0.80	0.17	21.25	0.10	58.82
耐磨产品	4.20	1.71	40.71	1.62	94.74	4.20	2.02	48.10	2.19	108.42

资料来源：公司提供

2019年，公司主营业务的销售格局变化不大，昆明市、曲靖市和红河州的收入占比分别为54.14%、45.46%和0.40%，公司收入区域分布基本保持稳定，昆明市和曲靖市依然是公司产品的主要销售地。同时公司议价模式与运输模式未发生较大变化。

销售价格方面，2019年，公司焦炭平均销售价格为1942.81元/吨，同比减少76.86元/吨，主要系下游钢铁行业景气度下行所致；煤气平均销售价格为0.81元/立方米，较上年增加0.01元/立方米。公司化工产品售价主要随市场价波动，较上年下降418.79元/吨。

下游结算方式方面，2019年，公司加大票据结算比例，缩小现金结算比例。目前公司整体票据使用量依然较大，且以武昆股份的商票居多。

从销售集中度看，2018—2019年公司前五大销售客户销售总额分别为38.44亿元和36.46亿元，

占年度销售总额的比重分别为 72.98% 和 64.10%，集中度较高，主要系公司焦炭和煤气主要销售给其关联方所致（详见经营部份关联交易小节）。其中，2018—2019 年，公司前五名客户销售额中关联方销售额分别为 34.80 亿元和 25.07 亿元，占年度销售总额比例分别为 66.07% 和 44.07%，公司向关联方销售规模大，公司对关联方销售依赖性高。若主要客户未来经营情况变动，可能对公司主营业务收入产生不利影响。

表 5 2019 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户	是否为关联方	销售金额	占年度销售总额比重
武钢集团昆明钢铁股份有限公司安宁分公司	是	11.98	21.06
云南集采贸易有限公司	否	11.39	20.02
红河钢铁有限公司	是	5.20	9.14
武钢集团昆明钢铁股份有限公司新区分公司	是	4.34	7.63
玉溪新兴钢铁有限公司	是	3.55	6.24
合计	--	36.46	64.10

资料来源：联合评级根据公开资料整理

2018—2019 年，公司环保投入资金分别为 5,271.39 万元和 5,345.04 万元，占营业收入比重分别为 0.98% 和 0.93%。2019 年，公司环保投入维持一定水平。

4. 贸易业务

2019 年，公司贸易业务收入增长；产品种类变动较大；贸易业务中关联方收入占比较高。

公司主要贸易业务的运营主体为云南麒安晟贸易有限责任公司(以下简称“麒安晟公司”)，2019 年麒安晟公司积极开拓市场，不断开发新的客户资源，扩大资源经营种类，新增洗精煤贸易，原有无烟煤贸易量较同期增加，贸易业务收入较同期增长 2.43 亿元。

表 6 公司贸易类产品销售价格及销量（单位：吨、元/吨）

项目	2018 年		2019 年	
	销售数量	单价	销售数量	单价
洗精煤	--	--	89,443.38	1,187.57
无烟煤	13,566.96	968.10	102,055.64	1,014.92
焦炭	--	--	42,500.27	2,160.56
起泡剂	43.20	7,215.28	51.72	5,599.38
米焦	45,180.21	1,309.44	28,922.27	1,350.34
U 型钢	--	--	579.90	4,163.13
燃料煤	--	--	4,904.00	425.86
改质沥青	22,253.27	3,513.19	20,815.22	3,123.55
重介粉	779.20	526.57	--	--
絮凝剂	1.00	9,000.00	--	--
煤焦油	4,865.09	2,770.27	--	--
重介粉	400.04	507.70	--	--
炭黑油	1,031.72	2,672.43	--	--
合计	88,120.69	--	289,272.40	--

资料来源：联合评级根据公开资料整理

公司贸易类产品种类变动较大，2019 年，公司新拓展了洗精煤、焦炭、U 型钢和燃料煤业务，

其中，2019年，公司洗精煤、焦炭销售量为8.94万吨和4.25万吨，销售均价分别为1,187.57元/吨和2,160.56元/吨。

贸易业务中，公司与关联方云南泛亚电子商务有限公司、云南昆钢国际贸易有限公司发生的贸易收入合计1.90亿元，占贸易收入的比重为46.36%，占比较高。虽然贸易业务中公司与关联方客户的价格确定、结算、收款条件与其他非关联方一致，但可能对公司经营独立性造成一定影响。

表7 贸易业务关联交易占比情况（单位：万元、%）

关联方	关联交易内容	2019年发生额	占贸易收入的比重
云南泛亚电子商务有限公司	销售无烟煤（贸易）	2,786.29	6.79
云南昆钢国际贸易有限公司	销售无烟煤（贸易）	7,571.58	18.45
云南昆钢国际贸易有限公司	销售焦炭（贸易）	8,673.74	21.13
合计		19,031.62	46.36

资料来源：联合评级根据公开资料整理

5. 关联交易

2019年，公司关联交易规模大，其中应收关联方的应收账款规模较大，对公司资产流动性产生一定影响。较大规模的关联交易或对公司经营的独立性造成一定影响。

2018—2019年，公司从关联方购买商品、接受劳务金额占营业成本的比例分别为10.33%和7.76%；向关联方销售商品、提供劳务金额占公司营业收入的比例分别为68.71%和54.87%。2019年，公司与关联方经营性资金往来规模仍较大，未来若武昆股份经营情况变动，可能对公司主营业务收入产生不利影响。

表8 公司关联交易情况（单位：亿元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2017年	7.11	17.41	31.35	70.89
2018年	4.96	10.33	37.10	68.71
2019年	3.87	7.76	31.42	54.87

资料来源：公司年报

关联交易定价方面，公司关联交易事项依据《公司关联交易管理办法》进行管理，关联交易执行以下市场化定价原则：关联事项无可比的独立第三方市场价格的，交易定价应参考关联方与独立于关联方的第三方发生非关联交易价格确定。依据此原则，公司每年均与交易对方武昆股份签订购销合同及补充协议，双方交易定价以市场价格为基础，同质同价，充分体现交易价格的公允性。除公司外，武昆股份主要焦炭非关联供应商包括贵州盘江电投天能焦化有限公司（以下简称“天能焦化”）、云南曲靖煤焦化工实业发展有限公司（以下简称“曲煤焦化”）、贵州省盘州市宏盛煤焦化有限公司（以下简称“宏盛焦化”）、云南德峰新能源科技股份有限公司（以下简称“德峰新能源”）、云南派盟商贸有限公司（以下简称“派盟商贸”）和曲靖聚汇通煤焦钢供应链管理有限责任公司（以下简称“聚汇通”）。为确保关联方销售定价的公平、公允，公司与武昆股份约定，参照天能焦化、曲煤焦化、宏盛焦化、德峰新能源、派盟商贸和聚汇通销售给武昆股份相同质量焦炭的价格来确定各月焦炭的基准质量和基准价格，再根据公司供应焦炭的实际质量指标在基准价格基础上调整确定公司的焦炭结算价格。公司与武昆股份之间的关联交易定价公允。

其他关联交易方面，2018—2019年，公司及子公司在云南昆钢集团财务有限公司银行存款的期

末金额分别为 0.17 亿元和 1.09 亿元。

2018—2019 年，公司应收关联方的应收账款分别为 6.95 亿元和 8.41 亿元，公司未计提坏账准备。应付关联方的应付账款分别为 1.68 亿元和 0.86 亿元，应付关联方的应付票据分别为 720.33 万元和 3,911.19 万元

2019 年，公司关联交易的主要对象仍为武昆股份。公司与武昆股份处于双方理想的销售和采购半径内，交易双方均可降低交易成本，符合市场化和经济性原则，同时，双方走“钢焦联盟”的道路符合产业发展方向，并且双方具有长期合作的历史基础和可持续发展的需求。

6. 经营效率

2019 年，公司各经营效率指标变化不大，经营效率仍有待提高。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 7.14 次下降至 6.86 次，主要系应收账款增长幅度较大所致，存货周转次数由上年的 11.66 次下降至 11.54 次，总资产周转次数维持 1.02 次，经营效率仍有待提高。与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于一般水平。

表 9 2019 年焦炭加工上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
金能科技	12.40	17.44	1.05
宝丰能源	12.05	901.10	0.45
山西焦化	14.76	43.18	0.33
宝泰隆	1.63	82.36	0.25
美锦能源	7.11	7.12	0.74
陕西黑猫	11.77	17.72	0.64
云煤能源	11.72	7.05	1.02

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

7. 重大事项

公司通过公开摘牌方式收购云南大西洋焊接材料有限公司 45% 股权，有利于公司实现多元化发展，有望增加公司投资收益。

2019 年 12 月，公司通过公开摘牌方式取得云南省机电设备总公司（以下简称“机电公司”）持有的云南大西洋焊接材料有限公司（以下简称“云南大西洋”）45% 股权，将成为云南大西洋第二大股东，交易价格为 3,711.04 万元。机电公司为公司控股股东昆钢控股受托管理单位云南物流产业集团有限公司全资子公司，机电公司为公司关联方，本次关联交易已经过公司董事会审议通过。截至目前，相关过户手续正在办理中。

云南大西洋主要从事焊接材料的生产和销售，云南大西洋拥有两条生产线，截至 2018 年底的产能为 5.27 亿吨。截至 2018 年年底，大西洋资产合计 14,179.97 万元，所有者权益为 6,298.12 万元。2018 年，云南大西洋营业总收入为 26,799.12 万元，净利润为 1,045.62 万元。

截至 2018 年底，云南大西洋所有者权益评估值为 10,464.09 万元，其中归属于母公司所有者权益合计 8,246.75 万元。评估增值 3,278.73 万元，增值率 66.00%。

云南大西洋为云南地区焊接材料生产的龙头企业，近年来一直保持良好的盈利状态。公司在维持现有煤化工板块的基础上，通过将子公司昆钢重装集团发展成为装备制造行业龙头骨干企业，进入高端先进装备制造领域。本次股权收购为对现有产业链进行了延伸，有利于公司实现多元化发

展，有望增加公司投资收益。

8. 经营关注

(1) 焦化产品市场竞争激烈，市场价格波动较大

云南焦化行业整体产能严重过剩，焦化产品竞争激烈的基本格局仍未改变。焦化产品市场价格波动较大，未来价格走势对公司盈利空间影响较大。

(2) 原煤价格上涨导致公司部分业务出现成本倒挂现象

目前原煤价格仍维持高位，公司存在一定成本控制压力，煤气及煤化工产品业务出现成本倒挂现象，对公司盈利能力产生不利影响。

(3) 客户集中度高，关联销售占比较高

公司前五大客户集中度仍较高，且关联方销售规模大，公司经营对关联方依赖性高。公司向关联方武昆股份销售焦炭、煤气等产品。双方已形成长期稳定的相互依存关系，互为最大的供应商和客商。但如果武昆股份由于国家政策的调整、宏观经济形势变化等原因对公司焦炭、煤气的需求下降，将对公司的焦炭销量、收入产生不利影响。

(4) 安全及环保风险

公司在生产过程中会产生一定量的尾矿、粉尘、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本。如果生产过程中发生重大环境事件，也可能对公司正常生产造成重大影响。

9. 未来发展

未来公司继续维持现有煤焦化工板块并发展装备制造，但由于新发展方向与传统主营业务差距较大，未来的不确定性较大。

公司维持现有煤焦化工板块，同时有效利用在资本市场的融资优势，完成传统装备制造业务的转型升级，择机进入高端先进装备制造领域，将昆钢重装集团发展成为技术领先、产业链完整、具有规模优势、较强竞争能力及良好盈利能力的装备制造行业龙头骨干企业。另外，公司利用优势资源，打造清洁能源产业，布局现代物流产业。

2020年，公司计划生产焦炭206万吨，化工产品18.54万吨，外销煤气2.39亿立方米，煤矿产品14万吨，机加工产品1.427万吨，耐磨产品2.00万吨，2020年计划实现营业收入57亿元。

六、财务分析

公司2018年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)(以下简称“瑞华事务所”)审计，由于瑞华事务所聘期届满且服务期限较长，公司更换审计机构，公司2019年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2018—2019年审计报告均为标准无保留意见。公司2020年一季度合并财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2019年，公司合并范围未有变化。总体看，公司财务数据可比性强。

截至2019年末，公司合并资产总额59.06亿元，负债合计24.77亿元，所有者权益34.29亿元，其中归属于母公司所有者权益33.56亿元。2019年，公司实现营业收入57.26亿元，净利润2.47亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.40亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.81亿元，现金及现金等价物净增加额0.97亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额56.64亿元，负债合计22.30亿元，所有者权益34.34

亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.60 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.66 亿元，净利润 0.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.87 亿元。

1. 资产质量

2019 年，公司资产规模有所增长，流动资产占比上升较快；公司应收账款规模较大，对公司资产流动性产生一定影响，仍需关注关联方付款能力；固定资产成新率一般，公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 59.06 亿元，较年初增长 10.19%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占比较年初提升 6.60 个百分点至 49.43%，非流动资产占比为 50.57%。公司资产结构相对均衡。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 29.19 亿元，较年初增长 27.18%，主要系货币资金和应收款项融资增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.40%）、应收账款（占 30.00%）、应收款项融资（占 27.87%）和存货（占 14.79%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 7.12 亿元，较年初增长 77.90%，主要系期末销售回款及银行融资保证金增加所致；货币资金由银行存款（2.90 亿元）和其他货币资金（4.22 亿元）构成；货币资金中有 3.13 亿元受限资金，受限比例为 43.94%，主要为开具信用证保证金以及开具银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年末，公司应收账款较年初增长 17.01% 至 8.76 亿元，主要系公司营业收入增长，同时期末与滚动支付的下游客户结算金额增加所致；按账龄分类，一年以内的应收账款为 8.00 亿元，账龄偏短。公司应收账款欠款方主要为关联方（8.41 亿元），未计提坏账准备；累计计提坏账 0.23 亿元，计提比例为 2.56%，计提比例较低；应收账款前五大欠款方合计金额为 6.64 亿元，占比为 73.89%，集中度仍很高。

2019 年由于执行新金融工具准则，公司应收票据重分类至应收款项融资。截至 2019 年末，公司应收款项融资 8.14 亿元，较年初增长 36.18%，主要系下游客户以票据结算比例增加所致；全部为应收票据。

截至 2019 年末，公司存货 4.32 亿元，较年初增长 3.13%，变化不大。存货主要由原材料（2.57 亿元）和库存商品（1.24 亿元）构成，累计计提跌价准备 404.41 万元，计提比例为 0.93%，考虑焦炭价格存在一定波动，公司未来仍存在一定存货跌价风险。

(2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 29.87 亿元，较年初下降 2.53%，较年初变化不大。公司非流动资产主要由固定资产（占 64.07%）、在建工程（占 11.08%）和无形资产（占 19.74%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 19.14 亿元，较年初下降 5.00%，较年初变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占 50.90%）、通用设备（占 27.63%）、专用设备（占 16.28%）构成，累计计提折旧 12.81 亿元；固定资产成新率 59.45%，成新率一般。

截至 2019 年末，在建工程 3.31 亿元，较年初增长 17.45%，主要系超高速等离子旋转电极超细粉球形钛粉工艺技术引进及装备研制、大型电子束冷床国产化研究等项目投资增加所致。公司计提减值准备 0.32 亿元，主要系 2016 年应国家去产能政策金山煤矿关停，金山煤矿井巷工程改造项目计提在建工程减值准备 0.31 亿元。

截至 2019 年末，无形资产 5.90 亿元，较年初下降 1.48%，较年初变化不大。无形资产主要由土

地使用权（3.99 亿元）和采矿权（1.84 亿元）构成。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 56.64 亿元，较年初下降 4.09%，主要系应收款项融资减少所致。其中，流动资产占 47.50%，非流动资产占 52.50%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司受限资产金额为 15.64 亿元，受限比例为 26.49%。

表 10 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	3.13	开具信用证保证金及开具银行承兑汇票保证金等
固定资产	11.45	售后租回融资租赁资产
无形资产	1.06	售后租回抵押的土地
合计	15.64	--

资料来源：公司年报

2. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，公司负债和债务规模均有所增长，整体负债水平仍属较低，负债可控，但短期债务占比高，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 24.77 亿元，较年初增长 13.43%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占比较年初提升 6.09 个百分点至 90.34%，公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 22.37 亿元，较年初增长 21.62%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 28.37%）、应付票据（占 15.66%）、应付账款（占 29.44%）和一年内到期的非流动负债（占 20.10%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 6.35 亿元，较年初增长 19.96%，主要系营运资金需求增加所致，全部为保证借款，且均由昆钢控股做担保。公司应付票据 3.50 亿元，较年初增长 35.46%，主要系期末应付供应商的货款减少所致。公司应付账款 6.59 亿元，较年初下降 13.46%，主要系采购结算的现金结算的比例提升所致。公司一年内到期的非流动负债 4.50 亿元，较年初增长 187.72%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 2.39 亿元，较年初下降 30.40%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期应付款（占 82.57%）、递延收益（占 7.16%）和递延所得税负债（占 10.26%）构成。

截至 2019 年末，公司长期应付款 1.98 亿元，较年初增长 73.52%，主要系应付融资租赁款增加所致；从还款期限看，2021 年应偿还 1.57 亿元，2022 年应偿还 0.40 亿元。递延收益 0.17 亿元，较年初增长 17.71%，主要系政府补助增加所致。递延所得税负债 0.25 亿元，较年初下降 5.90%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 16.32 亿元，较年初增长 30.88%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占比由年初的 75.69% 提升至 87.89%，长期债务占 12.11%，仍以短期债务为主。短期债务 14.35 亿元，较年初增长 51.99%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 1.98 亿元，较年初下降 34.82%，主要系应付债券减少所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.93%、32.25% 和 5.45%，较年初分别提高 1.20

个百分点、提高 4.05 个百分点和下降 3.27 个百分点。整体看，公司整体负债水平仍属较低，但短期债务占比高，债务结构有待改善。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 15.73 亿元，较年初下降 3.65%，变化不大。其中，短期债务 13.51 亿元（占 85.92%），较年初下降 5.81%。长期债务 2.21 亿元（占 14.08%），较年初增长 12.06%，主要系长期应付款增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.38%、31.41%和 6.06%，较年初分别下降 2.56 个百分点、下降 0.84 个百分点和提高 0.61 个百分点。公司债务结构仍以短期债务为主，债务规模有所减少。

（2）所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模略有增长，所有者权益稳定性较好，但未分配利润为负，公司目前仍处于补亏状态。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 34.29 亿元，较年初增长 7.97%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.87%，少数股东权益占比为 2.13%。归属于母公司所有者权益 33.56 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 29.50%、68.26%、4.03%和-2.14%。公司目前仍处于补亏状态，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 34.34 亿元，较年初增长 0.13%，较年初变化不大。其中归属于母公司所有者权益 33.60 亿元，公司所有者权益结构与年初变化不大。

3. 盈利能力

2019 年，公司营业收入和盈利水平均有所提升；公司盈利能力有所增强。2020 年一季度，受疫情影响，公司经营业绩同比显著下降。

2019 年，公司仍以煤焦产品为主业，虽焦炭价格有所下滑，但公司煤矿恢复生产，设备制造业业务拓展，公司营业收入和盈利水平均有所提升。2019 年，公司实现营业收入 57.26 亿元，较上年增长 6.05%；实现营业利润 3.01 亿元，较上年增长 34.18%；净利润同比增长 25.16%至 2.47 亿元。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 4.04 亿元，较上年增长 7.19%，主要系财务费用和管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 23.57%、48.69%、1.64%和 26.10%。其中，销售费用为 0.95 亿元，较上年下降 5.62%，变化不大；管理费用为 1.97 亿元，较上年增长 8.35%，主要系职工薪酬增长所致；研发费用为 0.07 亿元，较上年增长 13.78%，研发费用整体规模不大；财务费用为 1.06 亿元，较上年增长 18.95%，主要系公司债务规模增长所致。2019 年，公司费用收入比¹为 7.06%，较上年提高 0.08 个百分点，公司费用控制能力仍有待提高。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 12.36%，较上年提高 1.77 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.37%、7.06%和 7.47%，较上年分别提高 0.89 个百分点、提高 1.14 个百分点和提高 1.07 个百分点，公司盈利能力有所增强。与同行业上市公司相比，公司盈利能力尚可。

表 11 2019 年焦炭上市公司盈利指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
金能科技	14.17	11.70	14.81
宝丰能源	20.53	15.50	43.95

¹ 研发费用计入期间费用，本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%

山西焦化	4.88	3.87	-2.26
宝泰隆	1.15	1.38	15.20
美锦能源	12.51	9.01	23.54
陕西黑猫	0.51	1.39	9.22
云煤能源	7.43	7.01	12.96

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1—3 月，受疫情影响，焦炭及化工产品价格下降，公司业绩下滑。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.66 亿元，较上年同期下降 23.36%；实现净利润 0.03 亿元，较上年同期下降 86.03%，微弱盈利。

4. 现金流

2019 年，公司经营现金由净流入转为净流出，经营活动获现能力下降，收入实现质量仍有待提高。公司收回投资活动现金，导致投资活动转为较大规模净流入。考虑到公司短期债务较大，公司仍存在一定的融资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营现金流入 39.62 亿元，较上年下降 1.41%，较上年变化不大；经营现金流出 42.42 亿元，较上年增长 21.19%，主要系降低采购成本，提高原料煤采购现金支付比例以及支付的各项税费、职工薪酬增加所致。2019 年，公司经营现金由上年净流入 5.18 亿元转为净流出 2.81 亿元。2019 年，公司现金收入比为 67.96%，较上年下降 5.40 个百分点，主要系下游客户以票据结算比例增加所致，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入由上年的 6.18 万元大幅增长至 4.13 亿元，相关票据到期托收到账、下属孙公司耐磨科技开展国债回购业务收回资金，导致公司收回投资收到的现金为 4.02 亿元；投资活动现金流出 1.15 亿元，较上年增长 153.78%，主要系公司支付云南大西股权受让款及下属孙公司耐磨科技开展国债回购业务支付资金所致。2019 年，公司投资活动现金由上年的净流出 0.45 亿元转为净流入 2.98 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 12.27 亿元，较上年增长 43.13%，主要系收到的融资租赁款较上期增加所致；筹资活动现金流出 11.47 亿元，较上年下降 3.82%，变化不大。2019 年，公司筹资活动现金由上年的净流出 3.36 亿元转为净流入 0.79 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营现金流量净额为 1.34 亿元，投资活动现金流量净额为-0.07 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.40 亿元。

5. 偿债能力

2019 年，公司短期及长期偿债能力指标表现良好。考虑到公司作为云南省国有煤焦生产企业，在产业布局、股东支持等方面具有一定优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率由年初的 1.25 倍和 1.02 倍分别提高至 1.30 倍和 1.11 倍，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2019 年末，公司现金短期债务比²维持 1.06 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.37 亿元，较上年增长 20.17%，主要系利润总额增加所致。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 23.34%）、计入财务费用的利息支出（占

² 根据新金融工具准则，公司应收票据重分类至应收款项融资，应收款项融资计入现金类资产

19.19%)、利润总额(占 54.92%)构成。2019 年,公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.04 倍提高至 5.21 倍,EBITDA 对利息的覆盖程度较高;随着债务的大幅增长,公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.36 倍下降至 0.33 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看,公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年末,公司无对外担保。

截至 2019 年末,公司共有 1 笔重大诉讼。(1)公司全资子公司云南昆钢燃气工程有限公司(原告)与云南赛肯贸易有限公司及其担保人张勇合同纠纷事项,目前一审已判决,涉案金额为 1,543.08 万元。(2)公司收到公司全资子公司燃气工程公司与云南赛肯贸易有限公司及其担保人张勇合同纠纷事项的法院执行裁定书,因被执行人名下目前无可供执行的财产线索,法院裁定:1、终结本次执行程序;2、申请执行人发现被执行人有可供执行财产的,可以申请恢复执行。公司已于 2019 年计提 1,217.53 万元(未含利息、违约金等)进入信用资产减值损失。总体看,公司重大诉讼对公司生产经营影响较小,或有风险不大。

根据中国人民银行信用报告,截至 2020 年 4 月 9 日,公司已结清信贷信息中,共有关注类贷款 37 笔和票据贴现 4 笔,不良类票据贴现 1 笔,公司关注类贷款和票据贴现均已正常收回,且均发生于 2012 年之前。公司无未结清的关注类、不良类或违约类信贷信息记录。

截至 2019 年末,公司获得贷款银行的授信额度合计为 12.70 亿元,已使用授信额度为 6.725 亿元,公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司,具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权,母公司货币资金较充裕,负债水平较低。

截至 2019 年末,母公司资产总额 50.49 亿元,主要由货币资金(4.20 亿元)、其他应收款(14.39 亿元)和长期股权投资(21.26 亿元)构成。

截至 2019 年末,母公司负债总额 13.47 亿元,其中短期借款 5.86 亿元,一年内到期的非流动负债 2.17 亿元;母公司资产负债率为 26.68%。

截至 2019 年末,母公司所有者权益 37.02 亿元,主要为实收资本(9.90 亿元)、资本公积(25.11 亿元)和未分配利润(1.47 亿元)。

2019 年,母公司实现营业收入 26.22 亿元;由于对子公司长期股权投资按照成本法计量且子公司未进行分红,母公司无投资收益;净利润 1.43 亿元。

2019 年,母公司经营活动产生的现金流量净额 0.88 亿元,投资活动产生的现金流量净额-0.34 亿元,筹资活动产生的现金流量净额-0.79 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产、净资产和经营活动现金净流入能够对“13 云煤业”的按期偿付起到较强的保障作用。考虑到公司作为云南省国有煤焦生产企业,在产业布局、股东支持等方面仍具有一定的优势,公司对“13 云煤业”的偿还能力很强。

从资产情况来看,截至 2019 年末,公司现金类资产达 15.26 亿元,约为“13 云煤业”存续本金(1.90 亿元)的 8.03 倍,公司现金类资产对债券本金的覆盖程度高;净资产达 34.29 亿元,约为“13 云煤业”存续本金(1.90 亿元)的 18.05 倍,公司现金类资产和净资产能够对“13 云煤业”的按期

偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为5.37亿元，约为“13云煤业”存续本金（1.90亿元）的2.83倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金净流入为39.62亿元，约为“13云煤业”存续本金（1.90亿元）的20.85倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度很高。

八、担保方分析

根据昆钢控股出具的《云南煤业能源股份有限公司公司债券担保函》，昆钢控股为本次公司债的按期还本付息提供不可撤销的连带责任保证担保，即公司如未能根据《募集说明书》承诺的时间和数额偿付债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，债券持有人可直接向昆钢控股追偿，担保人承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后2年止。债券持有人、债券受托管理人在保证期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

1. 昆钢控股概况

昆钢控股成立于2003年1月，初始注册资本38.94亿元，为国有独资公司。根据云财资〔2018〕309号的规定，将已锁定的国有股权无偿划转至云南省财政厅代省人民政府持有专门用于补充社保基金。截至2020年3月底，昆钢控股实收资本仍为73.68亿元，云南省国资委持股比例为76.46%，昆明和泽投资中心（有限合伙）持股比例为15.04%，云南省财政厅持股比例为8.50%。云南省国资委仍系昆钢控股的控股股东和实际控制人。

昆钢控股集资产经营、资产托管、实业投资及相关咨询服务，企业的兼并、收购、租赁，黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、钢铁冶炼及其压延产品加工、机械制造及机械加工产品、建筑材料、耐火材料、焦炭及焦化副产品、工业气体、通讯电子工程、冶金高新技术开发、物资供销业等为一体，是云南省政府管理和重点支持的10家大型企业集团之一。

截至2019年末，昆钢控股合并资产总额656.02亿元，负债合计455.86亿元，所有者权益200.17亿元，其中归属于母公司所有者权益128.63亿元。2019年，昆钢控股实现营业总收入639.03亿元，净利润10.23亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.35亿元；经营活动产生的现金流量净额28.69亿元，现金及现金等价物净增加额20.13亿元。

昆钢控股住址：云南省安宁市郎家庄；法定代表人：杜陆军。

2. 昆钢控股经营概况

2019年，贸易、物流产业、水泥建材、焦化产品和矿石及矿粉仍是昆钢控股收入最主要来源。昆钢控股经营情况有所好转，受贸易业务量增长及水泥价格上涨影响，昆钢控股营业总收入和净利润均有所增长，但盈利能力仍处于较弱水平。

2019年，昆钢控股营业总收入较上年增长12.34%至639.03亿元，主要系昆钢控股大力发展贸易业务，贸易收入大幅增长，同时水泥价格上涨，水泥建材收入有所增长所致；营业利润较上年增长18.51%至15.53亿元；净利润同比增长8.39%至10.23亿元。

表 12 昆钢控股主营业务板块收入情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易收入	254.70	46.90	0.31	258.71	46.12	0.63	316.79	50.06	0.53
水泥建材	51.94	9.56	22.45	57.12	10.18	27.50	62.39	9.86	34.60
焦化产品	40.80	7.51	5.68	54.59	9.73	10.76	53.56	8.46	11.37
矿石及矿粉	41.01	7.55	34.44	37.61	6.70	25.61	47.68	7.53	31.25
物流产业	88.72	16.34	5.20	89.38	15.93	7.66	91.18	14.41	5.08
动力产品	23.74	4.37	1.87	25.91	4.62	0.58	26.96	4.26	1.41
装备制造	9.62	1.77	5.87	8.26	1.47	7.93	9.09	1.44	6.56
新材料	4.06	0.75	8.59	9.90	1.76	6.02	8.04	1.27	3.71
建安工程	5.73	1.06	17.20	4.55	0.81	24.45	2.30	0.36	20.86
房地产	12.07	2.22	11.42	3.94	0.70	20.86	1.52	0.24	-37.38
文化旅游	3.00	0.55	45.66	3.47	0.62	30.39	4.71	0.74	31.10
冶金熔剂	4.51	0.83	7.44	3.68	0.66	1.63	3.76	0.59	1.33
其他	3.17	0.58	27.96	3.88	0.69	30.56	4.85	0.77	30.74
合计	543.08	100.00	7.33	560.99	100.00	8.08	632.85	100.00	8.39

资料来源: 昆钢控股年报

分业务板块看, 2019 年, 昆钢控股收入结构较上年变化不大, 贸易、物流产业、水泥建材、焦化产品和矿石及矿粉仍是昆钢控股收入最主要来源。具体看, 2019 年, 昆钢控股大力发展贸易业务, 铁矿石贸易业务量扩大, 贸易收入较上年增长 22.45% 至 316.79 亿元。受水泥价格上涨影响, 水泥建材收入较 9.23% 至 62.39 亿元。焦化产品及物流产业收入基本保持稳定。受下游钢铁行情升温影响, 昆钢控股铁矿石销售均价上涨, 推动矿石及矿粉收入较上年增长 26.79% 至 47.68 亿元。综上影响, 昆钢控股主营业务收入较上年增长 12.81% 至 632.85 亿元。

从毛利率来看, 贸易业务毛利率依然较低, 为 0.53%; 受产品价格上涨影响, 水泥建材和矿石及矿粉业务毛利率分别较上年提升 7.10 个百分点和 5.64 个百分点至 34.60% 和 31.25%。昆钢控股其余业务毛利率变动不大或对其整体利润贡献较小。2019 年, 昆钢控股主营业务毛利率为 8.39%, 较上年提升 0.31 个百分点, 昆钢控股盈利能力整体仍处于较弱水平。

3. 财务分析

昆钢控股提供的 2019 年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留审计意见。昆钢控股执行财政部颁布的最新企业会计准则。2019 年, 昆钢控股合并范围新增 2 家子公司, 减少 6 家子公司。从实际情况看, 合并范围变更并未影响昆钢控股的主要财务状况, 财务数据可比性较强。

(1) 资产质量

2019 年, 昆钢控股资产规模小幅增长, 资产结构仍以非流动资产为主, 货币资金较为充裕, 固定资产成新率尚可, 资产整体质量较好。

截至 2019 年末, 昆钢控股合并资产总额 656.02 亿元, 较年初增长 6.18%, 主要系流动资产增加所致。其中, 流动资产占 35.67%, 非流动资产占 64.33%。昆钢控股资产以非流动资产为主, 资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末, 昆钢控股流动资产 233.98 亿元, 较年初增长 13.26%, 主要系货币资金和其他应收款增加所致。昆钢控股流动资产主要由货币资金(占 32.60%)、应收票据(占 9.01%)、其他

应收款³（占 24.77%）和存货（占 20.82%）构成。

截至 2019 年末，昆钢控股货币资金 76.27 亿元，较年初增长 43.63%，主要系经营向好导致留存货币资金增加所致。昆钢控股应收票据 21.07 亿元，较年初下降 1.16%，较年初变化不大。昆钢控股其他应收款 57.96 亿元，较年初增长 67.71%，主要系关联方往来款增加所致；前五大客户金额合计 33.60 亿元，占其他应收款总额的比例为 56.41%，集中度较高；关联方组合其他应收款合计为 39.29 亿元，占比为 66.41%，占比较高；昆钢控股计提坏账准备 1.21 亿元，计提比例为 2.04%，计提比例较低。昆钢控股存货 48.71 亿元，较年初下降 0.17%，较年初变化不大。存货主要由库存商品（11.87 亿元）、工程施工（13.10 亿元）和开发成本（13.80 亿元）构成，累计计提跌价准备 1.84 亿元。

截至 2019 年末，昆钢控股非流动资产 422.05 亿元，较年初增长 2.63%，昆钢控股非流动资产主要由长期股权投资（占 11.24%）、固定资产（占 48.42%）、在建工程（占 10.37%）和无形资产（占 11.65%）构成。

截至 2019 年末，昆钢控股长期股权投资 47.42 亿元，较年初增长 14.72%，主要系武昆股份盈利，昆钢控股按权益法确认投资收益 4.40 亿元，以及增加对攀枝花红格投资开发有限责任公司投资 1.30 亿元所致。昆钢控股固定资产账面价值为 204.33 亿元，较年初下降 8.28%，主要系计提折旧和减值所致；固定资产累计折旧 112.73 亿元，成新率为 63.49%，固定资产成新率尚可。在建工程 43.76 亿元，较年初增长 25.86%，主要系昆明宝象万吨冷链港项目投资增加所致。无形资产账面价值为 49.15 亿元，较年初增长 20.38%，主要系土地使用权增加所致；主要由土地使有和采矿权构成。

截至 2019 年末，昆钢控股受限资产金额为 117.78 亿元，受限比例为 19.55%。受限资产占总资产比重为 17.95%，受限比例一般。

表 13 截至 2019 年末昆钢控股受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	13.14	保证金、央行法定存款准备金、预存款、矿山复垦费、定期存款以及住房维修基金等
其他应收款	4.84	团钢土地盘活所做的债权质押、短期借款质押
固定资产	60.90	售后租回融资租赁资产、抵押借款
无形资产	18.37	抵押借款
长期股权投资	20.51	质押借款（云煤能源股票、水泥集团 20%股权、大东山 100%股权、建设集团持有招昆产城 35%股权）
合计	117.78	--

资料来源：昆钢控股年报

（2）负债

2019 年，昆钢控股负债总额和债务规模均有所增长，整体债务负担略有加重，短期债务占比仍较高，短期偿债压力有所加重。

截至 2019 年末，昆钢控股负债总额 455.86 亿元，较年初增长 10.45%，主要系流动负债所致。其中，流动负债占 78.34%，非流动负债占 21.66%。昆钢控股负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，昆钢控股流动负债 357.10 亿元，较年初增长 11.87%，主要系应付票据增加所致。昆钢控股流动负债主要由短期借款（占 33.64%）、应付票据（占 22.54%）、应付账款（占 8.86%）、其他应付款⁴（占 7.21%）和一年内到期的非流动负债（占 12.97%）构成。

³ 不含应收利息和应收股利。

⁴ 不含应付利息和应付股利。

截至 2019 年末，昆钢控股短期借款 120.14 亿元，较年初增长 1.87%，较年初变化不大；主要为保证借款和信用借款。昆钢控股应付票据 80.49 亿元，较年初增长 70.10%，主要系昆钢控股加大票据结算比例所致；其中，商业承兑汇票 16.85 亿元。昆钢控股应付账款 31.63 亿元，较年初下降 21.66%，应付账款账龄以一年以内为主。昆钢控股其他应付款 25.75 亿元，较年初增长 25.35%，主要为云南省内省属企业的非经营性往来资金。昆钢控股一年内到期的非流动负债为 46.32 亿元，较年初增长 0.03%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，昆钢控股非流动负债 98.75 亿元，较年初增长 5.61%。昆钢控股非流动负债主要由长期借款（占 53.00%）、应付债券（占 20.61%）和长期应付款（占 13.60%）构成。

截至 2019 年末，昆钢控股长期借款 52.34 亿元，较年初增长 14.18%，主要系资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款和保证借款构成。应付债券 20.35 亿元，较年初下降 28.19%，主要系部分应付债券转为一年内到期所致。长期应付款 19.87 亿元，较年初增长 51.96%，主要系融资租赁款增加所致。

截至 2019 年末，昆钢控股全部债务 333.07 亿元，较年初增长 13.46%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 74.14%，长期债务占 25.86%，以短期债务为主。短期债务 246.95 亿元，较年初增长 16.73%，主要系应付票据增加所致。长期债务 86.12 亿元，较年初增长 5.05%。截至 2019 年末，昆钢控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.49%、62.46%和 30.08%，较年初分别提高 2.69 个百分点、提高 3.59 个百分点和提高 1.53 个百分点。

（3）所有者权益

2019 年，昆钢控股所有者权益规模微幅下降，由于未分配利润弥补亏损，未分配利润占比为负；权益稳定性较好。

截至 2019 年末，昆钢控股所有者权益为 200.17 亿元，较年初下降 2.41%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.26%，少数股东权益占比为 35.74%。归属于母公司所有者权益 128.63 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 57.28%、38.04%、3.71%和-0.30%。

（4）盈利能力

2019 年，昆钢控股收入和净利润规模扩大，投资收益、其他收益和营业外收入对昆钢控股利润贡献较大，整体盈利能力仍较弱。

2019 年，昆钢控股营业总收入较上年增长 12.34%至 639.03 亿元，主要系昆钢控股大力发展贸易业务，贸易收入大幅增长，同时水泥价格上涨，水泥建材收入有所增长所致；营业利润较上年增长 18.51%至 15.53 亿元；净利润同比增长 8.39%至 10.23 亿元。

从期间费用看，2019 年，昆钢控股期间费用总额为 42.39 亿元，较上年增长 0.34%，较上年变化不大。从构成看，昆钢控股销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.42%、46.31%、3.07%和 40.21%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 4.42 亿元，较上年增长 24.70%，主要系运输费用增加所致；财务费用为 17.04 亿元，较上年下降 7.86%，主要系借款利率下降及利息收入增长所致。2019 年，昆钢控股费用收入比为 6.63%，较上年下降 0.79 个百分点，昆钢控股费用控制能力有所提升，但仍处于较弱水平。

2019 年，昆钢控股实现投资收益 6.20 亿元，较上年下降 35.35%，主要系长期股权投资收益减少所致；其中，权益法核算的长期股权投资收益为 4.46 亿元，主要为参股公司武昆股份的投资收益（4.40 亿元），未来，国际形势、宏观经济的波动，钢铁行业的重组整合等不确定性可能对武昆股份的生产经营带来一些影响，武昆股份投资收益存在波动风险。投资收益占营业利润比重为 39.92%，对营业利润影响较大。2019 年，昆钢控股实现其他收益 1.52 亿元，较上年下降 32.18%，主要系政

府补助减少所致；其他收益占营业利润比重为 9.78%。2019 年，昆钢控股实现营业外收入 1.37 亿元，较上年增长 129.30%，主要为 0.44 亿元大理昆钢金鑫建材有限公司产能指标出售收入和 0.19 亿元无需支付的清理债权债务款项。2019 年，昆钢控股投资收益、其他收益和营业外收入合计占昆钢控股利润总额的 61.48%，对利润总额贡献较大。

从盈利指标看，2019 年，昆钢控股营业利润率为 8.26%，较上年提高 0.19 个百分点，较上年变化不大；2019 年，昆钢控股总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.82%、5.43%和 5.05%，较上年分别下降 0.28 个百分点、提高 0.05 个百分点和提高 0.33 个百分点。昆钢控股整体盈利能力仍较弱。

（5）现金流

2019 年，昆钢控股经营活动现金流仍状况良好，经营活动净流出规模进一步扩大。考虑到昆钢控股未来资本支出及短期债务规模较大，昆钢控股存在一定的融资压力。

从经营活动来看，2019 年，昆钢控股经营活动现金流入 669.71 亿元，较上年增长 12.46%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出 641.02 亿元，较上年增长 12.09%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2019 年，昆钢控股经营活动现金净流入 28.69 亿元，较上年增长 21.42%，经营活动净流出规模进一步扩大。2019 年，昆钢控股现金收入比为 101.40%，较上年提高 2.29 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019 年，昆钢控股投资活动现金流入 59.06 亿元，较上年增长 39.90%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出 74.98 亿元，较上年增长 50.79%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增长所致。2019 年，昆钢控股投资活动现金净流出 15.92 亿元，较上年增长 111.99%。2018—2019 年，昆钢控股启动玉溪大红山铁矿 800 万吨扩产项目、昆明龙港基地二期技改项目、王家营现代物流中心项目等项目建设。2019 年，回购回购金润中湖股权款 8.85 万元导致昆钢控股投资活动现金流持续净流出，且净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2019 年，昆钢控股筹资活动现金流入 206.05 亿元，较上年增长 7.41%；筹资活动现金流出 198.69 亿元，较上年下降 1.65%，较上年变化不大。2019 年，昆钢控股筹资活动现金净流入 7.36 亿元，较上年净流出转为净流入。

（6）偿债能力

2019 年，昆钢控股长短期偿债能力指标表现一般，对外担保规模较大，但考虑到昆钢控股作为云南省大型国企，拥有云南省重要地位和股东支持，净资产规模和经营现金流入量较大，融资渠道畅通等优势因素，昆钢控股整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，昆钢控股流动比率与速动比率分别由年初的 0.65 倍和 0.49 倍分别提高至 0.66 倍和提高至 0.52 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，昆钢控股现金短期债务比由年初的 0.35 倍提高至 0.43 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较一般。整体看，昆钢控股短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，昆钢控股 EBITDA 为 49.83 亿元，较上年增长 5.29%。从构成看，昆钢控股 EBITDA 由折旧（占 24.55%）、摊销（占 6.05%）、计入财务费用的利息支出（占 39.74%）、利润总额（占 29.67%）构成。2019 年，昆钢控股 EBITDA 利息倍数由上年的 2.29 倍提高至 2.41 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；昆钢控股 EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，昆钢控股长期债务偿债能力一般。

根据中国人民银行信用报告，截至 2020 年 3 月 24 日，昆钢控股已还清债务信息中，有关注类贷款 1 笔，无不良或违约类信息；无未结清的关注类、不良类或违约类信贷信息记录。

截至 2019 年底，昆钢控股对外担保余额合计 120.62 亿元，占所有者权益的 60.26%，昆钢控股对外担保规模较大；主要担保对象为武昆股份、云南物流集团、云南昆华医院投资管理公司、云南锡业集团（控股）有限公司、云南锡业集团有限责任公司，被担保公司作为地方国企，资产实力雄厚，偿债能力较强，但考虑到担保规模大昆钢控股仍存在一定的代偿风险。

截至 2019 年底，昆钢控股获得贷款银行的授信额度合计为 296.74 亿元，剩余可用授信额度 61.34 亿元，昆钢控股间接融资渠道畅通。

4. 债权保护效果

2019 年，昆钢控股资产质量较好，经营活动现金流状况良好，考虑昆钢控股市场地位、综合实力等因素，昆钢控股的担保对于“13 云煤业”的信用水平的提升仍具有显著的积极影响。

以 2019 年底财务数据测算，“13 云煤业”待偿本金为 1.90 亿，占担保方昆钢控股资产总额的 0.29%和净资产总额的 0.95%，占比很低；昆钢控股 2019 年经营活动现金净流量是“13 云煤业”待偿本金的 15.10 倍，对“13 云煤业”的覆盖倍数很高。昆钢控股的担保对“13 云煤业”的保护程度很高。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为云南省国有煤焦生产企业，在产业配套和股东支持等方面仍具有一定的优势。2019 年，公司经营业绩持续提升，焦炭产能利用率仍很高，整体债务水平仍较低。同时，联合评级也关注到云南省焦炭产能过剩问题依然严峻、公司对关联方销售依赖性高、短期债务占比高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由昆钢控股提供无条件不可撤销连带责任保证担保。昆钢控股综合实力较强，2019 年，昆钢控股经营持续向好，营业收入和经营活动现金净流入量均有所增长，其担保对提升本次债券的信用水平仍具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“13 云煤业”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 云南煤业能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	52.68	53.60	59.06	56.64
所有者权益 (亿元)	29.83	31.76	34.29	34.34
短期债务 (亿元)	8.95	9.44	14.35	13.51
长期债务 (亿元)	5.18	3.03	1.98	2.21
全部债务 (亿元)	14.13	12.47	16.32	15.73
营业收入 (亿元)	44.23	53.99	57.26	10.66
净利润 (亿元)	-0.40	1.97	2.47	0.03
EBITDA (亿元)	2.04	4.47	5.37	--
经营性净现金流 (亿元)	3.90	5.18	-2.81	1.34
应收账款周转次数 (次)	4.23	7.14	6.86	--
存货周转次数 (次)	10.29	11.66	11.54	--
总资产周转次数 (次)	0.76	1.02	1.02	--
现金收入比率 (%)	65.53	73.36	67.96	106.84
总资本收益率 (%)	1.31	6.48	7.37	--
总资产报酬率 (%)	1.23	5.92	7.06	--
净资产收益率 (%)	-1.33	6.40	7.47	--
营业利润率 (%)	7.18	10.59	12.36	8.86
费用收入比 (%)	7.98	6.99	7.06	8.78
资产负债率 (%)	43.39	40.74	41.93	39.38
全部债务资本化比率 (%)	32.14	28.19	32.25	31.41
长期债务资本化比率 (%)	14.80	8.71	5.45	6.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	5.04	5.21	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.36	0.33	--
流动比率 (倍)	1.06	1.25	1.30	1.37
速动比率 (倍)	0.83	1.02	1.11	1.12
现金短期债务比 (倍)	0.62	1.06	1.06	0.92
经营现金流动负债比率 (%)	22.63	28.14	-12.56	6.83
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.07	2.35	2.83	--

注: 1. 2020 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化; 2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 3. 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 4. 长期应付款已计入长期债务核算; 5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 昆明钢铁控股有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	591.93	617.81	656.02
所有者权益（亿元）	194.92	205.10	200.17
短期债务（亿元）	192.72	211.56	246.95
长期债务（亿元）	91.54	81.98	86.12
全部债务（亿元）	284.26	293.54	333.07
营业收入（亿元）	549.86	568.82	639.03
净利润（亿元）	4.59	9.44	10.23
EBITDA（亿元）	38.04	47.33	49.83
经营性净现金流（亿元）	14.61	23.63	28.69
应收账款周转次数（次）	17.43	19.58	33.62
存货周转次数（次）	7.47	9.87	11.51
总资产周转次数（次）	0.92	0.94	1.00
现金收入比率（%）	99.85	99.11	101.40
总资本收益率（%）	4.52	6.10	5.82
总资产报酬率（%）	4.35	5.38	5.43
净资产收益率（%）	2.38	4.72	5.05
营业利润率（%）	7.34	8.07	8.26
费用收入比（%）	6.74	7.43	6.63
资产负债率（%）	67.07	66.80	69.49
全部债务资本化比率（%）	59.32	58.87	62.46
长期债务资本化比率（%）	31.95	28.56	30.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.02	2.29	2.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.16	0.15
流动比率（倍）	0.66	0.65	0.66
速动比率（倍）	0.48	0.49	0.52
现金短期债务比（倍）	0.30	0.35	0.43
经营现金流流动负债比率（%）	4.91	7.40	8.03

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3. 长期应付款已计入长期债务核算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。