

跟踪评级公告

联合[2015] 878 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“06 潞矿债”、“13 潞矿债 01/13 潞矿 01”和“13 潞矿债 02/13 潞矿 02”的信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山西潞安矿业（集团）有限责任公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

| 名称 | 额度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|--------------------|-------|---------------------|--------|--------|
| 06 潞矿债 | 13 亿元 | 2006/3/21-2016/3/21 | AAA | AAA |
| 13 潞矿债 02 02 暂停 | 10 亿元 | 2013/4/25-2023/4/25 | AAA | AAA |
| 13 潞矿债 01 01 暂停 | 30 亿元 | 2013/4/25-2023/4/25 | AAA | AAA |

跟踪评级时间：2015 年 6 月 25 日

财务数据

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|---------------|
| 现金类资产(亿元) | 234.01 | 280.86 | 279.81 | 296.06 |
| 资产总额(亿元) | 1263.51 | 1523.03 | 1716.00 | 1784.67 |
| 所有者权益(亿元) | 311.15 | 309.20 | 307.86 | 319.92 |
| 长期债务(亿元) | 407.40 | 579.49 | 622.13 | 641.21 |
| 全部债务(亿元) | 611.47 | 841.46 | 1031.42 | 1104.24 |
| 营业收入(亿元) | 1710.16 | 1971.78 | 2051.18 | 436.85 |
| 利润总额(亿元) | 26.44 | 6.07 | 6.23 | 0.51 |
| EBITDA(亿元) | 107.24 | 77.35 | 71.51 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 26.95 | 16.77 | 7.45 | 10.82 |
| 营业利润率(%) | 7.97 | 6.14 | 4.63 | 3.32 |
| 净资产收益率(%) | 3.16 | -2.05 | -1.14 | -- |
| 资产负债率(%) | 75.37 | 79.70 | 82.06 | 82.07 |
| 全部债务资本化比率(%) | 66.04 | 73.13 | 77.01 | 77.54 |
| 流动比率(%) | 89.40 | 91.92 | 78.55 | 83.73 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.70 | 10.88 | 14.42 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.76 | 2.54 | 1.64 | -- |
| 经营现金流流动负债比(%) | 5.30 | 2.78 | 0.99 | -- |

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 潘云峰 潘诗湛 熊睿哲

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）是山西省属五大煤炭集团之一。跟踪期内，公司煤炭产能进一步扩大，煤炭主业规模优势稳固，伴随公司贸易板块营业规模大幅增长，带动整体营业收入增长，但营业利润率有所下降，且受宏观经济增速放缓及煤炭行业整体低迷影响，公司盈利能力有所下降；同期公司短期债务规模上升较快，债务负担重。公司通过山西省内的资源整合获得大量储备资源以及新疆基地产能的释放，为未来煤炭产能的持续扩张奠定了基础，但盈利能力的提升仍有赖于行业景气度的恢复，短期内仍面临一定经营压力，对外部支持依赖程度上升。

“06 潞矿债”由中国农业银行授权其山西省分行提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评定，中国农业银行信用等级为 AAA，中国农业银行担保实力强，可有效提升“06 潞矿债”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“06 潞矿债”、“13 潞矿债 01/潞 01 暂停”和“13 潞矿债 02/潞 02 暂停”信用等级为 AAA。

优势

1. 公司煤炭储量丰富，生产规模大，资源优势突出。
2. 公司煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，有助于稳定市场下游；煤炭产量持续上升，收入规模保持增长。
3. 公司经营性现金流入量及 EBITDA 对存续期企业债保障能力强。

关注

1. 受煤炭行业景气度持续低迷影响，公司经营压力加大。

2. 煤炭价格持续下跌，成本的增加快于收入的增加，导致毛利率下降；另外公司贸易板块收入占比较高，贸易行业进入门槛低，竞争充分，行业平均利润率低，公司整体营业利润率下降明显。
3. 跟踪期内，公司投资规模保持较高水平，对外融资压力大，债务规模快速上升，债务负担加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西潞安矿业（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西潞安矿业（集团）有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山西潞安矿业（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西潞安矿业（集团）有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的前身是成立于1959年1月1日的潞安矿务局，经山西省人民政府晋政函[1999]114号文件批准，2000年7月潞安矿务局完成改制工作并变更为现名。截至2015年3月底，公司注册资本为25.14亿元，全部由山西省人民政府出资。

公司位于山西省最大的沁水煤田，是全国512户重点企业之一，是国家重要的优质动力煤和化工原料煤生产基地，属山西省五大煤炭企业集团之一。

截至2014年底，公司拥有全资以及控股子公司52家，公司董事会下设秘书处、技术中心、投融资中心，总经理层下设总经理办公室、人事处、劳资处、财务处、总工办、企管处、法律事务处、审计处等20个职能部门。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1716.00亿元，所有者权益307.86亿元（包含少数股东权益135.82亿元）；2014年公司实现营业收入2051.18亿元，利润总额6.23亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额1784.67亿元，所有者权益319.92亿元（包含少数股东权益134.89亿元）。2015年1~3月公司实现营业收入436.85亿元，利润总额0.51亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支

出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅

高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性

低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨，占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013年度煤炭总供给表现过剩量达3.32亿吨。

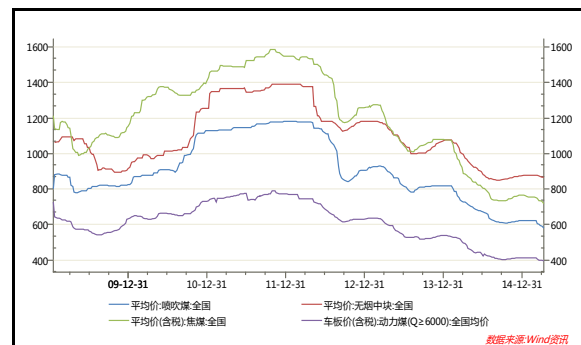
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

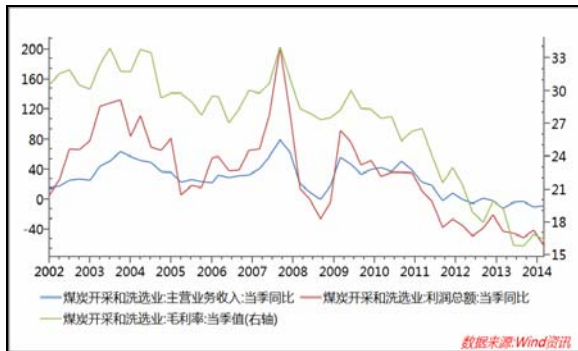
2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭

进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年和2015年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》(2013年6月)，中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年

实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁

路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区

的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收

费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格

出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。

业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

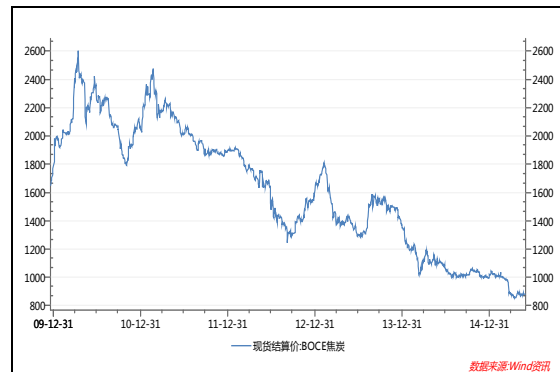
（二）煤化工

焦炭价格

2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，

钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。短期看焦炭下行风险较大。截至2015年5月底，焦炭现货成交价880元/吨。

图4 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）

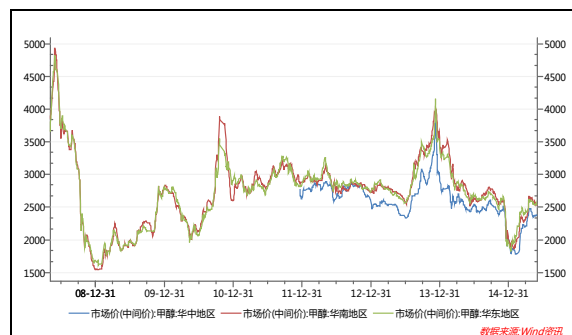


资料来源：wind 资讯

总体而言，焦炭价格受下游疲软影响走势总体呈季节性波动下降趋势，焦炭企业面临的经营压力较大。

甲醇价格

图5 国产甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年甲醇价格呈上升趋势吗，2014年三季度开始，甲醇价格急速走低，接近回归到2009年初价格水平，总体价格波动较大。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

五、基础素质分析

公司是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在中国煤炭工业协会公布的 2014 年度中国煤炭工业产量 100 强中居第 8 位。

公司拥有丰富煤炭资源，目前公司煤炭地质储量超过 400 亿吨。2014 年公司原煤产量达到 7334 万吨。

公司煤质优良，煤种多样。公司现开采煤层的煤种主要有瘦煤、贫瘦煤、贫煤三种，主要生产混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤 4 大种类煤炭产品，其中混煤主要用于电力等行业，精煤主要用于炼焦配煤，喷吹煤主要用于钢厂高炉喷吹、烧结等，洗块煤主要用于机车、化工等行业。上述四大主要产品具有特低硫、低磷、低中灰、高发热量、高灰熔点、可磨性好、热稳定性好等特点，是优质的电煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。“潞安煤”是中国知名品牌，在市场上具有一定竞争力。

综上所述，公司生产规模较大，煤炭资源丰富，产品优势明显，在全国煤炭行业中占有重要地位，市场竞争的实力较强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

2014 年，公司实现营业收入合计 2051.18 亿元，同比增长 4.03%，其中主营业务收入 1990.59 亿元，其他业务收入 60.58 亿元，同比分别增长 5.44% 和 4.72%。

2014 年，公司主营业务中煤炭业务实现收入 239.53 亿元，同比上升 0.33%，主要是增加原选煤的销量所致；非煤业务实现收入 1751.06 亿元，同比增长 6.18%。公司其他非煤业务收入主要包括建筑材料及房地产、电力、装备制造、煤基油和其他产品等，2014 年公司其他非煤业务收入的大幅增长主要是其他产品中宜泰铜产品大量生产、销售导致。

从构成来看，2014 年，公司煤炭和非煤业务收入占公司主营业务收入比重分别为 12.04% 和 87.96%，受公司煤炭、钢材、铁矿、铜铝等金属贸易业务快速增长影响，非煤产业占比有所上升。毛利润方面，2014 年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司毛利润的 80.37% 和 19.63%，煤炭业务仍是公司主要利润来源。2014 年公司非煤业务对利润贡献有所提高，公司风险分散能力进一步提高。

从毛利率来看，2014 年公司煤炭业务毛利率较 2013 年有所下降，主要是煤炭市场持续低迷，煤炭价格继续下滑，成本下降的幅度小于收入下降的幅度，毛利率有所下降。主营业务毛利率同比下降 1.65 个百分点，主要是煤炭业务毛利率大幅下降所致。

2015 年一季度，公司共实现营业收入 436.85 亿元，同比下降 14.06%，毛利润 14.92 亿元，毛利率为 3.52%，同比均有所下降。

表 1 2012 年~2015 年 3 月公司主营业务收入及利润情况（单位：亿元、%）

| 业务板块 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 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 |
| 煤炭产业 | | | | | | | | | | | | |
| 原选煤 | 133.08 | 8.06 | 45.19 | 97.09 | 5.14 | 55.69 | 133.26 | 6.70 | 35.58 | 21.60 | 5.10 | 33.61 |
| 洗煤 | 143.85 | 8.71 | 44.87 | 141.65 | 7.50 | 38.14 | 106.27 | 5.34 | 30.57 | 18.74 | 4.42 | 27.91 |
| 非煤产业 | | | | | | | | | | | | |
| 贸易 | 1248.54 | 75.62 | 0.00 | 1501.96 | 79.56 | 0.35 | 1523.79 | 76.58 | 0.24 | 349.93 | 82.58 | 0.05 |
| 煤化工 | 33.50 | 2.03 | 0.00 | 46.07 | 2.44 | 6.90 | 42.51 | 2.14 | 8.87 | 7.48 | 1.77 | -3.34 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|----------------|------------|-------------|----------------|------------|-------------|----------------|------------|-------------|---------------|------------|-------------|
| 化肥 | 27.49 | 1.66 | 14.15 | 15.39 | 0.82 | 7.02 | 18.32 | 0.92 | 9.66 | 3.33 | 0.79 | 23.72 |
| 其他 | 64.68 | 3.92 | 6.18 | 85.74 | 4.54 | 8.95 | 166.44 | 8.32 | 5.63 | 22.67 | 5.35 | 7.45 |
| 主营业务收入合计 | 1651.14 | 100 | 8.47 | 1887.90 | 100 | 6.64 | 1990.59 | 100 | 4.99 | 423.75 | 100 | 3.52 |

资料来源：公司审计报告

1. 煤炭业务

公司煤炭生产基地主要包括山西省内和新疆两大基地。山西省内现有主要生产矿井 13 个，核定产能 4510 万吨/年，资源整合矿井 37 个，核定产能 3150 万吨/年，在建矿井 3 个，设计产能 1740 万吨/年，拟建矿井 8 个，设计产能 3400 万吨/年；新疆基地生产矿井 4 个，现有产能 1250 万吨/年（规划总产能 1400 万吨/年），在建矿井 3 个，设计产能 3200 万吨/年，拟建矿井 2 个，设计产能 3500 万吨/年。

2014 年，公司煤炭产量达 7334 万吨，较 2013 年增长 3.84%。未来短期内公司煤炭产能扩张将继续集中于新疆（合计 1300 万吨/年）和山西本地 37 个矿井（合计 1000 万吨/年）的资源整合。受煤炭行业景气低迷影响，公司部分整合矿井投产进度有所放缓，产能释放周期相应延长。

产品结构好，喷吹煤产量规模大，盈利能力较强。煤炭下游三大行业中，钢铁行业价格传导最为顺畅，公司依据自身贫瘦煤的特点，研发了烟煤喷吹技术，传统无烟煤喷吹成本较高，烟煤喷吹可大幅降低喷吹成本。公司喷吹煤销量约占国内市场 1/3，市场占有率居第一位。

公司借助潞安新疆煤化工集团，在新疆地区所获得的资源品质较高，所获资源以发热量在 6800 大卡的不粘煤为主，为优质动力煤，具备“三低一高”的特点。哈密地区煤炭运输无障碍，现有运输瓶颈主要在北疆，未来北疆地区运输瓶颈将靠一主两翼铁路和就地转化为化肥解决。哈密地区与青海、内蒙毗邻（鄯善沙尔湖露天一矿和二矿、沙墩子矿均位于此，规划总产能分别为 1500 万吨和 2000 万吨。

表 2 2012 年~2015 年 3 月公司煤炭生产指标比较

| 项 目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1~3 |
|------------|---------|---------|---------|------------|
| 原煤产量(万吨) | 6125.00 | 7063.00 | 7334.00 | 1831.00 |
| 采煤机械化程度(%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 全员效率(吨/工) | 12.67 | 15.56 | 15.62 | 17.13 |
| 死亡率(人/百万吨) | 0.05 | 0.10 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司提供

煤炭销量方面，2014 年公司共完成煤炭销售合计 6717 万吨，较 2013 年增长 8.13%，保持稳定增长态势。2015 年 1~3 月，公司销量为 1263.37 万吨，占 2014 年全年的 18.81%。价格方面，2014 年随着煤炭行业整体景气度低迷及进口煤冲击的影响，公司主要煤炭产品销售价格均有所下降。

表 3 公司煤炭销售价格（单位：万吨、元/吨）

| 品种 | 2012 年 | | 2013 年 | | 2014 年 | | 2015 年 1~3 月 | |
|-----------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 |
| 原煤 | 3752.00 | 543.15 | 3904.00 | 374.25 | 4462.00 | 307.56 | 798.02 | 237.35 |
| 喷吹煤 | 1347.00 | 859.43 | 1702.00 | 706.92 | 1649.00 | 539.83 | 336.27 | 480.16 |
| 洗精煤 | 251.00 | 966.29 | 163.00 | 807.68 | 180.00 | 593.59 | 23.14 | 547.98 |
| 洗块煤 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 其他洗煤 | 171.00 | 221.36 | 443.00 | 162.58 | 426.00 | 154.25 | 105.94 | 125.47 |
| 合计 | 5521.00 | 543.15 | 6212.00 | 463.21 | 6717.00 | 360.13 | 1263.37 | 322.19 |

资料来源：公司提供

2. 非煤业务

目前公司从事的非煤产业涉及建材、煤化工、机械、贸易、工程、电力、火工等煤炭延伸行业与辅助行业，非煤产业主要收入及利润来自于贸易、化工及其他业务。2014年，非煤业务实现收入1751.06亿元，同比增长6.18%，实现毛利润19.51亿元，较2013年上升13.23%，对公司毛利润贡献为19.63%。

贸易业务方面，经营主体为山西潞安煤炭经销公司、潞安日照国贸公司和潞安物资贸易公司，主要经营煤炭、焦炭、钢材、铁矿、铜铝等大宗金属商品贸易。2014年公司贸易板块实现营业收入1523.79亿元，同比增长1.45%。

焦化业务方面，公司从事焦炭生产的主要是郭庄煤业下属子公司祥瑞焦化有限公司（以下简称“祥瑞焦化”）和潞安环能股份公司下属子公司五阳弘峰焦化有限公司（以下简称“五阳弘峰”）。目前五阳弘峰年产能为60万吨；祥瑞焦化产能已扩产至150万吨/年。

公司2011年起将山西天脊煤化工集团有

限公司（以下简称“天脊集团”）纳入合并范围，煤化工产业链得以完善。截至2014年底，天脊集团主要产品产能约为：合成氨81万吨/年、硝酸81万吨/年、硝酸磷肥90万吨（或硝酸钾肥100万吨/年）、硝铵20万吨/年、矿渣水泥28万吨/年、苯胺13万吨/年。

3. 未来发展

“十二五”期间，公司将以做强做大煤炭核心产业，建设亿吨级煤炭大集团为基础，以发展电力、煤基合成油、煤化工、光伏等产业，建设绿色低碳循环经济的新型能化集团为发展主线。公司将立足煤、延伸煤、超越煤，以煤为基础，变一次能源为多次能源生产，变单一初级产品输出为多种能源产品综合输出，通过构建煤-油、煤-电、焦-化、硅-电等大循环、大转换循环经济园区，同时培育发展金融、贸易产业，形成集中布局、集约生产、集群发展的产业新格局，加快公司产业机构向广度和深度转型。

表4 公司未来三年投资计划（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 资金来源 | | 截至2015年3月 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|
| | | 自筹 | 贷款 | 完成 | 计划投资 | 计划投资 | 计划投资 |
| 古城矿井 | 82.77 | 28.97 | 53.80 | 32.78 | 16.95 | 15.00 | 18.67 |
| 李村矿井 | 63.42 | 19.90 | 43.52 | 52.91 | 3.83 | 8.12 | -- |
| 煤基油 | 230.00 | 92.00 | 138.00 | 96.00 | 18.08 | 30.00 | 30.00 |
| 合计 | 376.19 | 140.87 | 235.32 | 181.69 | 38.86 | 53.12 | 48.67 |

资料来源：公司提供

总体看，公司在积极扩张资源储量及产能的同时，不断延伸以煤电化、煤焦化、煤制油产业为核心的多元下游产业链。

煤炭资源获取是公司未来可持续发展的核心，公司目前积极推进山西省内矿井资源整合并大力发展新疆地区的扩产扩建，可有效增强公司的资源储备。同时，依托公司的煤质煤种特性，以及公司在煤制油等煤化工项目的相关运作经验，公司向煤化工产业延伸产业链有望

获得较强的比较竞争优势。

联合资信同时关注到，公司在建项目较多，未来投资规模较大，有一定的资金压力。

为满足投资资金需求，公司通过“六渠道一公司”即发行公司债券、发行短期融资券、争取银行授信借贷、上市融资、新上项目股权多元化、在集团公司层面增资扩股引进战略投资者和财务公司融资等多渠道筹集资金。

跟踪期内，考虑到煤炭主业盈利恶化，较

大的投资规模导致公司对外部融资存在较强的依赖性,也将在一定程度上推升公司债务规模,加重公司债务负担,短期内公司债务负担仍将维持较高水平。

八、或有事项

根据公司 2015 年 3 月 5 日发布的《山西潞安矿业集团有限责任公司涉及仲裁公告》,河南神火煤电股份有限公司(以下简称“神火股份”)向北京仲裁委员会提交以公司为被申请人的仲裁申请书。神火股份仲裁请求公司支付山西省左权县高家庄探矿权转让价款 26.10 亿元,滞纳金 23.95 亿元。

因本案尚未开庭审理,暂时无法判断此事项对公司经营和财务的影响。联合资信将持续关注此事项的进展和仲裁结果。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中喜会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1~3 月报表未经审计。

2014 年公司纳入合并报表的子公司合计 53 家,合并报表范围增加二级子公司 3 家,分别是山西潞岚农业开发有限公司、山西潞安煤基清洁能源有限责任公司、山西潞安检测检验中心有限责任公司。另外山西潞安能源交通投资有限责任公司不再纳入公司合并范围。

截至 2014 年底,公司(合并)资产总额 1716.00 亿元,所有者权益 307.86 亿元(包含少数股东权益 135.82 亿元);2014 年公司实现营业收入 2051.18 亿元,利润总额 6.23 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司(合并)资产总额 1784.67 亿元,所有者权益 312.92 亿元(包含少数股东权益 134.89 亿元)。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 436.85 亿元,利润总额 0.51 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司实现营业收入 2051.18 亿元,营业成本 1949.04 亿元,利润总额 6.23 亿元,营业收入与成本同比分别增长 4.03%和 5.74%,利润总额增长 2.59%。

受益于煤炭贸易规模的增长,公司营业收入波动增长;另外受非煤业务占收入比重上升,而该类业务毛利率较低影响,主营业务毛利率有所下降。但公司利润总额较上年略有增长。

期间费用方面,2014 年公司期间费用合计 95.88 亿元,占营业收入的 4.67%,相比 2013 年下降 1.10 个百分点,近年来公司期间费用占营业收入比重持续下降,特别是管理费用下降明显,但受公司债务规模快速上升的影响,财务费用有所增加,期间费用的成本压力依然很大。

2014 年公司营业利润率为 4.63%,受低盈利能力贸易板块收入占比增大以及煤炭价格整体下行影响,较 2013 年下降 1.51 个百分点。公司净资产收益率有所增加,截止 2014 年底,公司净资产收益率为-1.14%,而总资本收益率保持稳定,同期为 2.10%。

2015 年 1~3 月,公司营业收入和利润总额分别为 436.85 亿元和 0.51 亿元,其中营业收入和利润总额分别占 2014 年全年的 21.30%和 8.19%;公司 2015 年一季度营业收入同比 2014 年第一季度有所下降,同比下降 16.36%;受煤炭价格持续下跌影响,公司营业收入有所下降,但利润总额同比保持稳定。

总体看,2014 年伴随贸易规模增长,公司整体收入规模继续增长,受煤炭价格整体下滑以及贸易整体毛利较低等因素影响,公司盈利水平同比下降明显,公司 2014 年及 2015 年 1~3 月净利润持续为负,经营压力加大。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面,截止 2014 年底,公司经营活动现金流入量为 1916.73 亿元,较上年增长 9.21%,公司现金流入增长较快主要

由于贸易收入增长所致。

2014年，受煤炭业务现金结算方式增加的影响，公司现金收入比同比增长了5.27个百分点，增加到92.36%。

2014年，公司经营活动现金流出量较上年增长9.84%，达到1909.28亿元，增速高于经营活动现金流入量，受此影响，公司经营活动现金流量净额为7.45亿元，同比下降55.57%。整体来看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力一般。

投资活动现金流入方面，2014年公司因股票交易和投资理财产品导致收回投资收到现金大幅增长，导致投资活动现金流入较上年大幅度增长94.61%，为498.24亿元，同时投资活动支付的现金流出量达到602.17亿元；受资源整合及矿井建设规模大影响，投资活动现金流出规模仍然较大，2014年购建固定资产、无形资产等支付的现金为102.55亿元，同比下降4.63%。2014年公司投资活动现金流量净额-103.93亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以银行借款和吸收投资为主。2014年公司筹资活动现金流入量为483.52亿元；筹资活动现金流出372.63亿元；筹资活动现金流量净额为110.89亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入合计396.64亿元，流量净额10.82亿元；投资活动现金流量净额为-33.23亿元；筹资活动前现金流存在缺口，公司筹资活动现金流量净额为29.12亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力一般；面对较大规模的矿井建设，公司需要进行较大规模债务融资来满足公司投资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为1716.00亿元，较上年底增长12.67%，主要是货币资金、

应收账款、交易性金融资产和在建工程较快增长所致，其中非流动资产占比65.43%，占比略有增加。

截至2014年底，公司流动资产合计593.20亿元，较2013年底增长7.15%，增长主要来自于货币资金、交易性金融资产和应收账款的增加。

截至2014年底，公司货币资金184.70亿元，其中受限货币资金17.94亿元，主要为银行承兑汇票保证金及履约保证金。

截至2014年底，公司交易性金融资产共计22.55亿元，增长258.06%。增长原因主要系公允价值计量及其变动计入当期损益的金融资产。

截至2014年底，受公司贸易规模快速扩大的影响，应收票据占公司流动资产较大比重，占比15.26%。随着现金结账方式的增加，应收票据有所下降，2014年应收票据合计90.50亿元，较2013年底下降25.95%。

截至2014年底，公司应收款账面净额53.71亿元，同比上升34.96%，共计提坏账准备3.73亿元，计提比例6.49%。应收账款大幅增加的原因系公司为了增加销售，采取了赊销方式所致。公司单项金额重大单项计提的坏账准备的应收账款合计0.63亿元，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应收款合计3.08亿元，其中，1年以内的占80.72%，1~2年的占11.82%，2~3年的占1.82%，3年以上的占5.64%。

截至2014年底，公司存货合计126.96亿元，同比增长3.03%，公司存货以原材料、半成品和库存商品为主，共计提0.25亿元跌价准备，计提比例0.20%，考虑到煤炭价格整体下行情况，公司存货存在一定的跌价风险，公司计提比例偏低。

截至2014年底，公司其他应收款合计47.23亿元，较上年底增长27.28%，计提坏账准备4.00亿元，计提比例为7.81%，其中，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应付款合计3.26亿元，1年以内的占72.49%，1~2年的占4.92%，2~3

年的占 8.52%，3 年以上的占 14.07%。

截至 2014 年底，公司预付款项合计 61.45 亿元，较上年底增长 1.23%，其中，1 年内的占 47.35%，1~2 年的占 36.53%，2~3 年的占 5.64%，3 年以上的占 10.48%。

截至 2015 年 3 月底，公司流动资产合计 655.90 亿元，相比 2014 年底，增长 10.57%。增长主要来自于货币资金、存货、预付款项和应收账款的增加，结构基本保持稳定。

截至 2014 年底，公司非流动资产 1122.80 亿元，较 2013 年底增长 15.82%，主要由固定资产（占 35.24%）、在建工程（占 44.25%）、无形资产（占 15.47%）和商誉（占 1.20%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 706.94 亿元，累计折旧合计 310.36 亿元，固定资产减值准备 0.92 亿元，固定资产净值 395.66 亿元，较 2013 年底增长 5.77%。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 496.82 亿元，较上年底增长 37.79%，数额较大项目包括煤基油项目、古城矿项目、李村矿井项目等。2014 年，公司在建工程转入固定资产 53.87 亿元，累计计提折旧费用 32.10 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产 173.66 亿元，同比下降 0.26%，累计摊销额为 15.49 亿元，主要是由于采矿权有所下降所致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产合计 1128.79 亿元，较 2014 年底上升 0.53%，主要是长期股权投资和在建工程有所增长。资产结构基本保持稳定。

总体看，公司流动资产中货币资金和应收票据比重较大，现金类资产充裕；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重较大。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 307.86 亿元，较 2013 年底下降 0.43%，主要是净利润为负，导致未分配利润下降所致；归属母公司权益主要由实收资本（占 14.59%）、资本公积（占 36.54%）、专项储备（占 15.69%）

和未分配利润（占 19.00%）构成，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 319.92 亿元，较 2014 年底增长 3.92%，增长主要来自永续债的增加。其中归属母公司权益由实收资本（占 13.57%）、资本公积（占 33.97%）、专项储备（占 16.96%）和未分配利润（16.95%）构成，构成基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 1408.14 亿元，较上年底增长 16.01%，其中流动负债占 53.63%，非流动负债占 46.37%，由于公司短期借款大幅增加，流动负债占比较上年有所上升。

截至 2014 年底，公司短期借款 157.35 亿元，其中信用借款 135.16 亿元；一年内到期的非流动负债 130.39 亿元，其中一年内到期的长期借款 116.44 亿元，一年内到期的长期应付款 13.95 亿元。

截至 2014 年底，公司长期借款 304.50 亿元，其中信用借款 246.48 亿元；应付债券 232.35 亿元，主要为发行的中期票据、企业债以及私募债。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额合计 1464.75 亿元，较 2014 年底增长 4.02%。其中流动负债占 53.48%，占比较 2014 年底略微下降。

截至 2014 年底，公司全部债务为 1031.42 亿元，较上年增长 22.58%，主要是长短期债务增长以及新增债权投资计划所致。截至 2014 年底，公司长期债务占全部债务比重为 60.32%，债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

2014 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.06%、77.01%和 66.90%，分别较 2013 年上升 2.36、3.88 和 1.69 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2015 年 3 月底，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 82.07%、77.54%和 66.71%，债务负担重。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担重，未来随着公司在建项目的推进，债务负担有加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 78.55% 和 61.74%。而截止 2015 年 3 月底，公司上述指标分别增长至 83.73% 和 65.74%。受经营活动现金流量净额明显下降影响，2014 年公司经营现金流量净负债比为 0.99%，较上年的 2.78% 有所下降。总体来看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.64 倍；公司全部债务/EBITDA 为 14.42 倍，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力有所下降。公司长期偿债能力一般。但考虑到，山西潞安集团有限公司作为山西省煤炭行业的支柱企业，政府对其支持方式及力度仍将持续，公司债务偿付风险相对较低。

总体看，公司整体偿债能力尚可。

5. 存续债券偿债偿还能力

“06 潞矿债”、“13 潞矿债 01/潞 01 暂停”和“13 潞矿债 02/潞 02 暂停”发行额度共计 53 亿元。由于偿债时期的不同，偿债压力有所不同。公司偿债的高峰期主要是在 2023 年，所以将主要考虑企业对偿债高峰期的保障能力。2023 年企业需要偿债的金额为 40 亿元。2014 年，公司经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 对上述单年最高偿付额度的保护倍数分别为 47.92 倍、0.19 倍和 1.79 倍，公司经营性现金流入量和 EBITDA 对存续期内企业债的保护程度高。

“06 潞矿债”由中国农业银行山西省分行提供全额不可撤销连带责任保证担保。农业银行是四大国有商业银行之一，是中国国内机构网络分布最广的银行。经联合资信公开评级，农业银行主体长期信用等级为 AAA，具备稳定

的信用水平与很强的担保实力，其担保可以保证“06 潞矿债”本息偿还的安全性。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 98.54 亿元，占当期公司所有者权益的 30.80%。对外担保的企业分别是山西能源交通投资有限公司和晋城无烟煤矿业集团有限公司。其中，为山西能源交通投资有限公司及其子公司担保共计 50 亿元；为晋城无烟煤矿业集团有限公司及其子公司担保共计 48.54 亿元。

山西能源交通投资有限公司是山西省政府设立的省属国有独资企业。截至 2014 年底，山西能源交通投资有限公司合并口径资产总额合计 701.59 亿元，所有者权益分别为 172.90 亿元。截至 2014 年底，山西能源交通投资有限公司营业收入为 222.02 亿元，利润总额分别为 2.72 亿元。山西能源交通投资有限公司主营业务包括煤炭及煤炭制品批发、道路运输和化工建材等制品批发。公司作为山西省唯一的地方铁路运输企业，在铁路和公路运输方面具有垄断优势。地方政府为山西能源交通投资有限公司提供的大力支持也有助于企业的经营发展。目前企业经营情况状况正常。

晋城无烟煤矿业集团有限公司是国有独资企业。截至 2014 年底，晋城无烟煤矿业集团有限公司合并口径资产总额为 2101.85 亿元，所有者权益为 380.77 亿元。截至 2014 年底，晋城无烟煤矿业集团有限公司营业收入为 1941.17 亿元，利润总额为 13.63 亿元。晋城无烟煤矿业集团有限公司主营业务包括煤炭产品、化工产品、电力业务和煤炭贸易。公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，煤炭主业保持盈利水平，煤化工业务不断增长，产业链不断完善。公司经营状况正常。

总体看，被担保企业经营状况良好，公司或有负债风险较低。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 1100.00 亿元，其中，未使用额度 553.31 亿元。公司间接融资渠道通畅。

公司下属山西潞安环保能源开发股份有限公司是上海证券交易所上市企业（SH.601699），

具有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10140423000001807），截至2015年6月10日，公司无未结清不良信贷记录，公司有两笔已结清不良关注类信贷记录，根据公司在公开市场过往履约情况，公司过往债务履约情况正常。

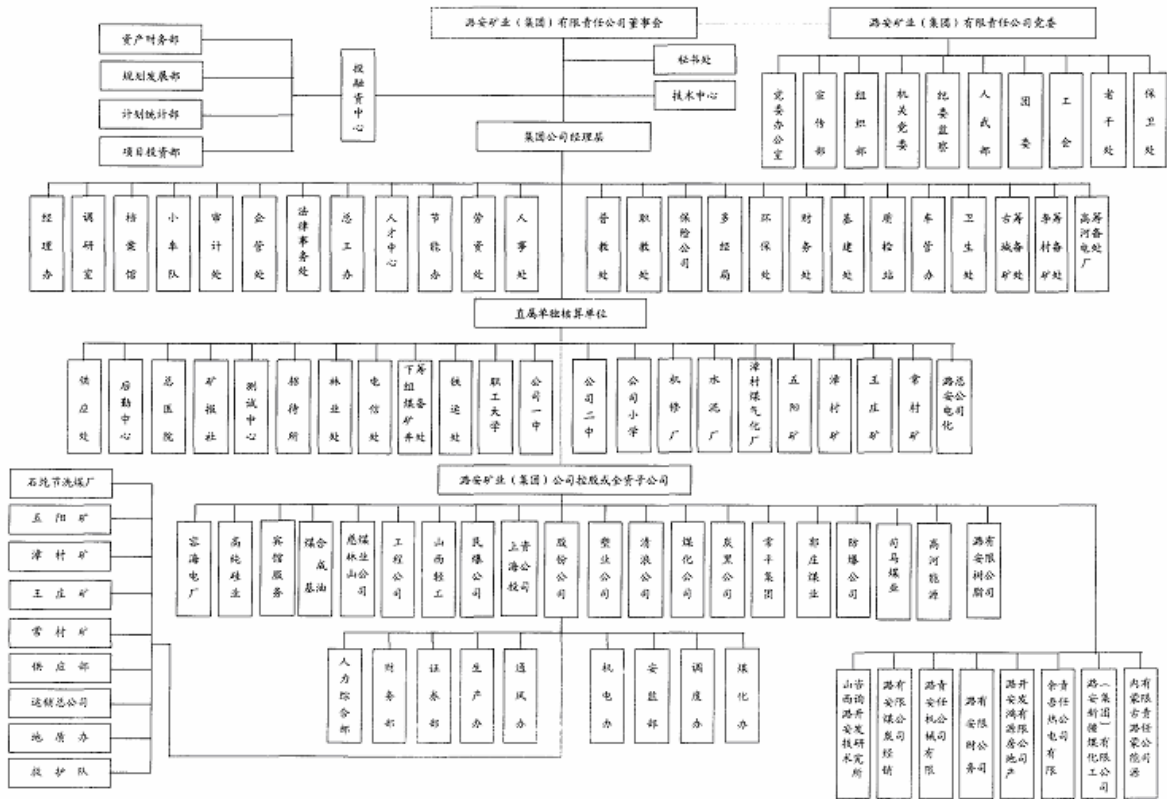
7. 抗风险能力

基于煤炭行业未来发展趋势、公司经营及财务风险识别，以及公司在资源储量、煤质煤种、产业链协同和政策支持等方面的综合竞争实力，公司整体抗风险能力很强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“06潞矿债”、“13潞矿债01/潞01暂停”和“13潞矿债02/潞02暂停”信用等级为AAA。

附件 1 公司组织机构图



附件2 主要计算指标

| 项目 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年3月 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 234.01 | 280.86 | 279.81 | 296.06 |
| 资产总额(亿元) | 1263.51 | 1523.03 | 1716.00 | 1784.67 |
| 所有者权益(亿元) | 311.15 | 309.20 | 307.86 | 319.92 |
| 短期债务(亿元) | 204.07 | 261.96 | 409.29 | 463.03 |
| 长期债务(亿元) | 407.40 | 579.49 | 622.13 | 641.21 |
| 全部债务(亿元) | 611.47 | 841.46 | 1031.42 | 1104.24 |
| 营业收入(亿元) | 1710.16 | 1971.78 | 2051.18 | 436.85 |
| 利润总额(亿元) | 26.44 | 6.07 | 6.23 | 0.51 |
| EBITDA(亿元) | 107.24 | 77.35 | 71.51 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 26.95 | 16.77 | 7.45 | 10.82 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 12.21 | 13.13 | 13.40 | -- |
| 存货周转次数(次) | 20.79 | 17.55 | 15.58 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 1.49 | 1.42 | 1.27 | -- |
| 现金收入比(%) | 87.71 | 87.09 | 92.36 | 88.39 |
| 营业利润率(%) | 7.97 | 6.14 | 4.63 | 3.32 |
| 总资本收益率(%) | 4.15 | 2.10 | 2.10 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.16 | -2.05 | -1.14 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 56.70 | 65.21 | 66.90 | 66.71 |
| 全部债务资本化比率(%) | 66.04 | 73.13 | 77.01 | 77.54 |
| 资产负债率(%) | 75.37 | 79.70 | 82.06 | 82.07 |
| 流动比率(%) | 89.40 | 91.92 | 78.55 | 83.73 |
| 速动比率(%) | 72.33 | 71.46 | 61.47 | 65.74 |
| 经营现金流动负债比(%) | 5.30 | 2.78 | 0.99 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.76 | 2.54 | 1.64 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 5.70 | 10.88 | 14.42 | -- |

注：2015年1季度财务数据未经审计。

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 | |
| 资产总额年复合增长率 | (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% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×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% |
| 债务结构指标 | |
| 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/利息支出 |
| 全部债务/EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

| 级别设置 | 含 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 |

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

| 级别设置 | 含 义 |
|------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |