

信用等级公告

联合[2013] 006 号

联合资信评估有限公司通过对山西潞安矿业（集团）有限责任公司及其拟发行的 2013 年度 40 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

山西潞安矿业（集团）有限责任公司
主体长期信用等级为
AAA

山西潞安矿业（集团）有限责任公司
2013 年度 40 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年四月十七日



山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2013 年度 40 亿元公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期公司债券信用等级：AAA

本期公司债券发行额度：

品种一：25 亿元
品种二：15 亿元
上述两品种设回拨机制

本期公司债券期限：

品种一：10 年
品种二：7+3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金
发行目的：用于古城煤矿、李村煤矿建设及补充营运资金

评级时间：2013 年 4 月 17 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	634.24	818.85	1034.66
所有者权益(亿元)	191.44	220.79	289.75
长期债务(亿元)	172.55	276.20	265.66
全部债务(亿元)	285.88	366.36	457.68
营业收入(亿元)	326.02	707.07	1137.64
利润总额(亿元)	35.16	41.52	45.36
EBITDA(亿元)	59.90	86.92	111.00
经营性净现金流(亿元)	53.54	29.99	78.61
营业利润率(%)	25.46	16.47	13.81
净资产收益率(%)	11.96	12.76	9.84
资产负债率(%)	69.82	73.04	72.00
全部债务资本化比率(%)	59.89	62.40	61.23
流动比率(%)	113.95	128.34	92.13
全部债务/EBITDA(倍)	4.77	4.21	4.12
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	5.33	5.23
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.50	2.17	2.77

分析师

潘诗湛 钟睿
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

联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）对山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”或“公司”）的评级反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业，在行业前景、资源储备、产业布局、技术水平、政策支持等方面拥有综合优势。同时，联合资信也关注到自 2011 年四季度以来，煤炭行业景气出现较为明显的下行趋势，公司资产负债率较高、未来投资规模较大、对外担保金额大等因素对公司信用水平的不利影响。

近年公司依靠良好的产品结构和煤炭产能的提升，公司资产规模、营业收入及利润持续增长；向煤电化、煤焦化、煤制油等下游产业延伸有助于完善产业链，减少单一产品价格波动带来的不利影响。随着公司在山西省内资源整合以及新疆生产基地建设的推进，公司煤炭产能将进一步扩大，整体抗风险能力有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券募集资金拟投资项目古城煤矿、李村煤矿均为现代化大型煤矿，资源储量充足、技术设备先进、配套设施完善，预计未来上述项目的建成投产将有效地扩大公司煤炭生产规模，进一步提升公司整体竞争能力；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券具备良好的保障能力。本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 中国的煤炭产业政策将促进煤炭产业集中度和煤炭供给的稳定性的提升，有利于大型煤炭企业的发展。
2. 公司煤炭资源储量大，煤质优良，煤炭产能规模优势明显。
3. 2009 年以来山西省对区域内煤炭资源进行

整合，公司在该政策支持下本部煤炭储量及产能获得较大提升，资产规模和所有者权益持续增长。

4. 公司下属新疆生产基地煤质优良，开采成本低，未来将成为公司竞争力提升的重要支柱。

5. 近三年，公司经营活动现金流入量、EBITDA和现金类资产对本期债券保障能力良好，且保障程度逐年稳步提升。

关注

1. 2011年第四季度以来，随着宏观经济增速下滑，煤炭行业景气出现较为明显的下行趋势，煤炭价格持续下跌，对煤炭企业的盈利能力、经营获现能力造成较大负面影响。

2. 公司对地方企业和民营企业的并购力度大，对公司管理水平及安全生产水平提出了较高的要求。

3. 目前公司主要利润仍集中于煤炭产业，建材、电力产业链规模尚小、盈利能力偏低。

4. 公司资产负债率较高，未来在建工程及资源整合预算投入规模较大，存在一定资本支出压力。

5. 公司对外担保金额大，担保比率较高。

6. 2012年12月，公司下属天脊煤化工集团股份有限公司发生苯胺泄露事故并全面停产整顿，对公司煤化工业务造成一定负面影响。

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、山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2013 年度 40 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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2011年底，公司注册资本为221430万元，全部由山西省人民政府出资。

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，2011年公司煤炭产量达到6118万吨。

截至2011年底，公司拥有全资以及控股子公司41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（见附件1）。

截至2011年底，公司合并资产总额为1034.66亿元，所有者权益合计为289.75亿元。2011年，实现营业收入1137.64亿元，利润总额45.36亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表

人：李晋平。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

公司计划于2013年申请发行40亿元公司债券（以下简称“本期债券”），采用固定利率，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券分为两个品种，本期债券品种一发行规模为25亿元，期限为10年，每年付息一次；本期债券品种二发行规模为15亿元，期限为10年，附第7年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券两个品种设回拨机制，由公司与簿记管理人协商决定是否行使债券回拨选择权，并报国家有关主管部门备案。

本期债券的募集资金30.00亿元（即75.00%）将用于建设古城煤矿，9.00亿元（即22.50%）将用于建设李村煤矿，剩余1.00亿元（即2.50%）用于补充公司营运资金。

表1 募集资金拟投资项目概况

项目	煤种	设计可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	设计总投资 (亿元)	截至2011年底 累计完成投资 (亿元)	拟使用募集 资金额度 (亿元)	募集资金占 总投资比例
古城煤矿	贫瘦煤、贫煤	7.18	1200	67.94	6.34	30.00	44.16%
李村煤矿	贫煤、无烟煤	4.07	500	17.37	13.80	9.00	51.81%

资料来源：公司提供

2. 募集资金拟投资项目概况

(1) 古城煤矿

古城井田地处太行山脉中段西侧、山西省上党盆地西部，距长治市约30km，行政区划属山西省长治市屯留县和长子县。矿区对外交通主要靠太（原）焦（作）铁路及207、208、309国道。太焦铁路的夏店站距潞安集团约7km，距五阳站16km。以夏店站为起点距太原市约230km，距焦作市约204km，距邯郸市约216km。208国道从井田东部边界通过，太长

高速公路从井田的东部穿过，可通往太原、临汾、长治等市，另外各乡镇公路四通八达，均可与干线公路相连，村间大道都可通行汽车，交通比较方便。

古城煤矿设计可采储量7.18亿吨，煤种以贫瘦煤、贫煤为主，设计产能1200万吨/年。总投资67.94亿元（不含矿业权费用），自有资金落实6.34亿元。

2011年6月19日，主斜井正式开挖。截至目前，矿区土建工程基本完工，主井35KV

变电所已投入使用。

(2) 李村煤矿

李村矿井位于山西省长治市长子县，距长治市约 30km。项目筹建于 2005 年 8 月，并于 2010 年 3 月例如山西省重点工程项目。李村矿井井田面积 95.3km²，设计可采储量 4.07 亿吨，煤种主要为贫煤、无烟煤，可作为动力用煤、气话用煤、合成氨煤和民用煤。设计产能 500 万吨/年，其中，一期设计产能 300 万吨/年，配套建设洗煤厂及铁路专用线，服务年限 60 年。

自 2003 年开始，项目先后完成矿产资源勘查许可证、规划选址、供水、供电、可研、环评、水保、安全预评价等前期手续，并于 2011 年底获得国家发改委正式批复立项。项目于 2006 年 12 月 21 日奠基启动，2008 年 1 月正式开工建设矿井，截至 2011 年底，项目累计完成投资 13.80 亿元，全部用于矿井建设。预计 2015 年具备联合试运转条件。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农

户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012 年 1-9 月 GDP 实现 353480 亿元，同比增长 7.7%。2012 年 1-9 月份，固定资产投资（不含农户）256933 亿元，同比增长 20.5%，比 1-8 月份提高 0.3 个百分点，而其中中央项目投资同比增长 2.3%；地方项目投资同比增长 21.8%。1-9 月，全国房地产开发投资 51046 亿元，同比增长 15.4%，较 1-8 月回落 0.2 个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上

调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1) 28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；

2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业分析

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1. 行业概况

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表2 中国煤炭资源分布情况(单位: 亿吨)

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比(%)		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

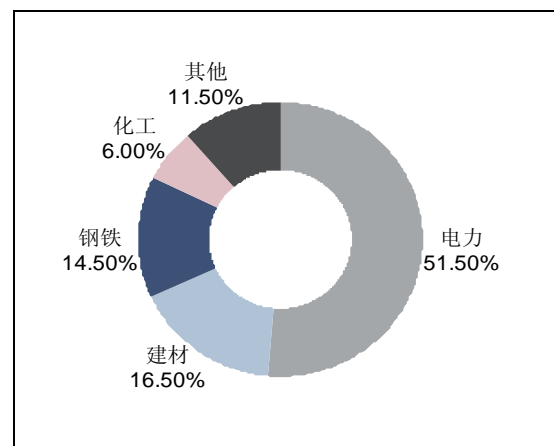
资料来源：中国安监总局，2007年

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙古、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50% 分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭下游需求

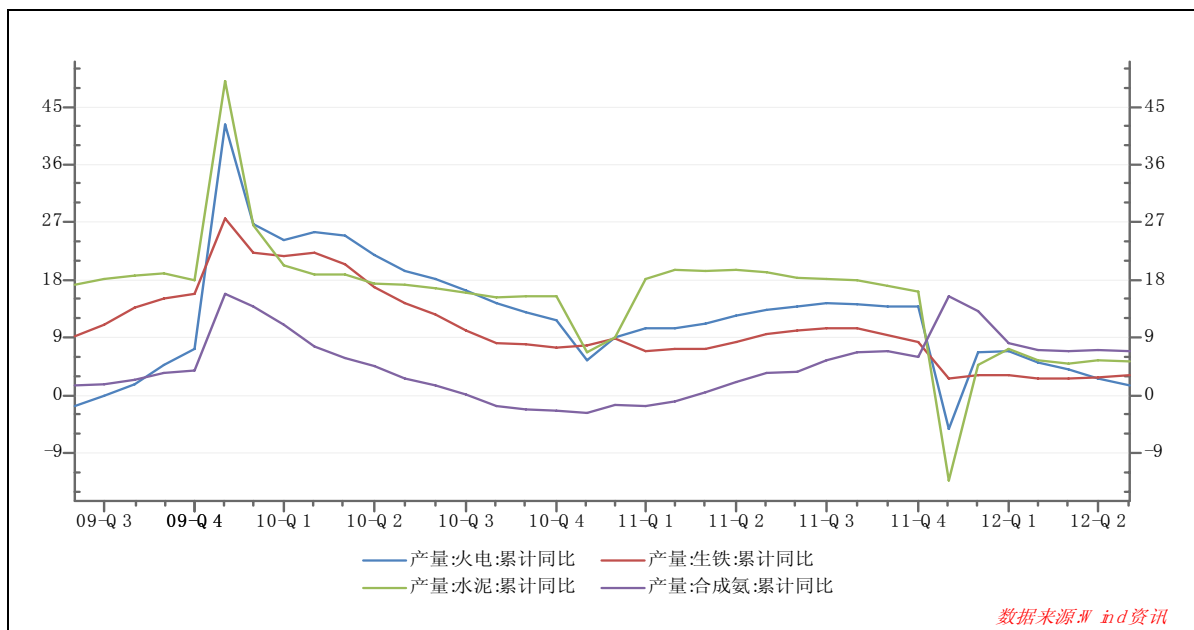
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80% 均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

图 2 煤炭下游行业产量累计同比增长情况



数据来源: wind 资讯

资料来源: wind 资讯

2008年下半年开始,在美国次贷危机影响下,国内经济放缓迹象明显,煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年,在国家4万亿投资计划的拉动下,火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升。2010年全年火电、生铁、水泥和合成氨产量累计同比分别增长11.74%、7.42%、15.54%和-2.40%,受制于节能减排目标影响,地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象,导致短期内下游主要消费行业增速回落,煤炭需求下滑。2011年第四季度开始,受宏观经济增速减缓影响,电力、钢铁、化工等高耗能行业产量增幅下滑,对煤炭需求形成抑制。总体看,煤炭作为宏观经济最上游的能源产业,长期经济增长是其下游需求的重要支撑,中国经济在未来5~10年仍有望维持温和增长趋势,持续拉动煤炭需求。

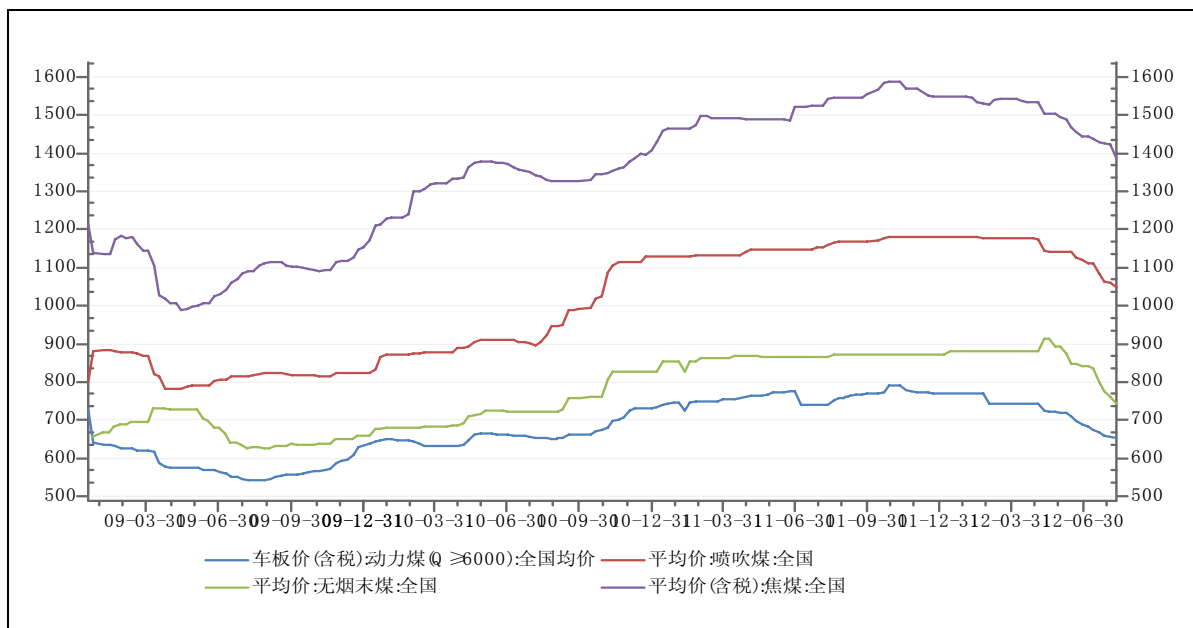
煤炭价格

2008年,受国际原材料价格上升及国内中小煤矿整顿等影响,煤炭价格持续上涨,至2008年8月达到顶峰,随后受经济危机影响,房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓,导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少,价格大幅回落至2008年年初水平。2009年8月起,随下游行业强劲反弹,煤炭价

格显著回升。2010年受制于节能减排冲刺阶段,第二、三季度煤炭价格低迷;四季度起,煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下,温和上升并创出经济危机后价格新高。进入2011年,煤炭价格延续温和上升趋势,2011年第四季度起,受下游需求减缓及宏观经济预期下滑影响,煤炭价格结束上行,进入弱势整理期。2012年第二季度,随着下游行业原料煤库存水平逐渐饱和,以及国际市场煤炭价格大幅下滑影响,国内煤炭价格加速下行,截至2012年7月底,国内主要煤炭品种价格同比降幅均达到20%左右。

总体看,作为基础能源类产品,煤炭价格与国际国内宏观经济走势紧密相关。2012年上半年受宏观经济减速及行业产能持续增长影响,国内煤炭价格出现明显回落,但总体上仍处于正常波动区间。未来几年西部地区新增煤炭产能集中释放,将对煤炭价格上升空间形成一定压制。长期来看,作为大宗能源商品,国民经济持续增长是煤炭价格上升的重要基本面,而长期通货膨胀也对大宗商品价格形成支撑,煤炭价格回落至2008年金融危机水平的可能性很小,预计未来煤炭价格仍将波动上行,但整体幅度将明显趋缓。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源: wind 资讯

2. 现阶段行业面临的问题

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平三分之二的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，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。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思想，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更加严格的产量控制措施，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，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，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。

从供需角度看，未来几年煤炭供需总量基本平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，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。

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。

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。

3. 产业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要内容包括：

（1）推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

（2）按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%，新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%，到2015年形成产能41亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占63%.22%和15%，东、中、西部产量分别占12%、35%和53%），产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

（3）预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨，规划装船能力8.3亿吨。

（4）推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

4. 行业关注

煤炭资源整合

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。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。

资源税改革

2011年10月10日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看，焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限，但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长，煤炭市场基本上是卖方市场，资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业，煤企实际税负将比预期低。2012年二季度以来，国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩，若此时出台资源税从价计征，煤企新增税负无法有效向下游转嫁，盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在25%~45%，影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质，而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空

间。

煤炭对石油的替代性加速煤企转型

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油保持高度联动。煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径，煤化工技术的不断成熟与发展让煤基化工对油基化工的可替代性日益增强。石油价格的上升将激励国内煤企向煤制油、煤制烯烃、煤质乙二醇等煤化工行业延伸产业链，加速企业转型。行业内具有成熟煤化工技术及运营经验的煤企将具有先行优势，有望获得更多的政策及资源配置支持。

产业金融化趋势

2011年7月下旬，炼焦煤期货在大连商品交易所正式上市交易，这是继2011年焦炭后又一个新的能源期货品种，也是中国首个煤炭类期货上市品种。随着大宗商品金融属性日益提高，煤炭产业金融化将是未来行业发展的必由之路，焦煤期货的推出不仅使国内传统的煤炭操作模式被打破，更重要的是为煤焦钢产业链存在的市场风险增加了可控性。

目前国际焦煤定价权主要把持在必和必拓等大型跨国矿业集团手中，尽管近年来蒙古取代澳大利亚成为中国焦煤第一进口国，但优质焦煤的稀缺导致中国短期内仍无法完全摆脱对澳煤的依赖。建立焦煤期货市场后中国将有自己的定价中心，并减轻国际煤价波动带来的影响，有助于增强中国作为焦煤进口大国在国际焦煤市场的话语权。

5. 行业前景

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、产业链优势的行业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，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设

配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争实力

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 2009 年度中国煤炭工业协会所排名的中国煤炭工业百强中居第 11 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。2010 年公司煤炭产量达到 5370 万吨，同比增长 14.94%。

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，参与市场竞争的实力较强。

2. 技术和装备水平

公司拥有国家级企业技术中心，主要负责技术决策、技术创新管理与重大技术创新项目等的开发工作。根据“国家发改委认定企业技术中心”2005 年度的评价结果，公司的技术中心在全国 332 家国家级技术中心中排名第 164 位，在煤炭行业中排名第 3 位。2006 年公司经国家人事部、国家博士后管理委员会批准，设立了博士后科研工作站。2007 年公司设立了煤炭研究院，科研实力进一步增强。2008 年 12 月国家“863”、“973”高新技术示范项目，潞安 16 万吨煤基合成油示范厂产出了第一桶煤基合成油，标志公司在煤制油领域技术进入行业领先水平。

公司注重技术创新。一方面公司创立了“以技术为纽带、以项目为载体、企业牵头、优势互补、协同攻关、利益共享”产学研联合的技术创新体系；另一方面，按不低于企业年销售额 3% 的比例落实科技发展资金，为技术创新和研发工作提供了可靠的资金保障；此外公司建立了科技风险投资机制，把科技资金的使用效果作为评定经营者业绩的重要指标进行考核。

公司技术优势明显。公司煤炭生产所采用的一次采全高综采放顶煤主导技术，领先于世界同行业同类技术 3~5 年，获原煤炭部科技进步特等奖；公司承担的国家级技术创新项目“综放大断面沿空留巷技术研究”被认定为“九五技术创新优秀项目”；公司研发的“潞安矿区煤巷锚杆支护成套技术”和“综放低位放顶煤老塘浮煤回收装置技术”达到国际先进水平；公司所研发的以贫煤加工喷吹煤的技术填补了国内空白，获得了中国煤炭工业科技进步特等奖，其技术标准成为订立国家标准的基础。

公司技术装备水平先进，是国内最早进行

矿区现代化建设的煤炭企业，装备有国际先进水平的综采、综掘设备与国内一流水平的矿井运输、提升、通风等配套技术装备，其中屯留煤矿主井系统机电安装工程于 2008 年荣获中国建筑工程“鲁班奖”。

整体上看，公司注重技术创新以及科技成果转化，技术和装备水平在同行业中占有领先地位，比较优势明显。

3. 人员素质

公司董事长、党委副书记李晋平先生，博士学历，高级工程师，曾任潞安矿务局石圪节煤矿总工程师、副矿长、矿长、潞安环能股份公司副总经理、公司总经理。

公司总经理翟红先生，大学学历，高级工程师，曾任汾西矿务局柳湾矿矿长、汾西矿务局煤炭经销公司经理、山西焦煤集团煤炭销售总公司副总经理、汾西矿业（集团）公司董事长、山西焦煤集团公司董事。

公司其他高层管理人员都具有长期从事相关业务工作和管理工作的经验，整体素质较高。

截至 2012 年 3 月底，公司拥有在册职工 97203 人。按文化程度分，大专及以上学历人员占 37.52%，高中及中专学历人员占 40.33%，初中及以下学历人员占 22.15%；按年龄划分，30 岁以下占 38.25%，30-50 岁占 54.62%，50 岁以上占 11.13%；按岗位划分，生产人员占 86.07%，销售人员占 0.57%，管理人员占 13.33%，财务人员占 0.03%。

公司员工构成符合煤炭行业特点，基本能满足管理和生产的需要。近年来，公司通过加大对内部管理人员的培养和培训、积极引进本科及以上学历的技术和管理人才，人员素质不断提高。

4. 经营环境

政策支持

煤炭产业是山西省的支柱产业，近年来山西省省委、省政府按照市场取向和规模经济的

原则，在产权多元化改革的基础上积极推进煤炭企业的联合和重组，按照企业自愿、行业指导、政府推动、市场运作的原则，根据区域分布、煤田资源、煤炭品种、销售市场同一或相近的特点，优先联合重组国有重点煤矿和国有地方煤矿，对区域内小煤矿实行资源合理开发，对煤矿安全、生产销售等实行集中管理。《山西省煤炭资源整合和有偿使用办法》进一步明确了控制总量、优化布局、明晰产权、提高生产集中度和采区回采率的资源整合目标。

在山西省煤炭产业政策的指导和推动下，公司将通过改组、兼并、联合、参股等多种途径，打造以资源为基础的产业集群，实现资源的优化配置与合理开发，最终达到“做强做大”的战略目标。

税收优惠和资金支持

公司享受资源综合利用税收优惠政策，其中公司生产销售的 325# 复合硅酸盐水泥、275# 砌筑水泥和新型墙体砖“免征增值税”，利用煤矸石发电享受“减半征收增值税”政策；公司煤炭产品出口享受“出口免抵退税”政策，技术改造国产设备投资享受“抵免所得税”政策；公司的常村煤矿贷款项目享受“以税还贷”政策；公司煤炭基地建设重大项目享受 5%~10% 的国家资金补贴。此外，国家对煤炭老工业基地矿井技术改造、分离企业办社会、养老统筹、安全补欠、采煤沉陷等给予了一系列政策和资金扶持。

交通与运输

公司矿区位于山西省上党盆地。上党盆地是国家重要的煤炭生产基地，矿区内煤炭储量丰富，煤质优良；矿区周边有较好的工业基础和交通条件，化工、发电、冶金、制造等大型企业众多，发展速度较快，煤炭就地消化能力很强。矿区交通便利，太焦、邯长铁路纵贯全境，南经郑州接京广、陇海，东经邯郸上京九接同蒲，北经太原连石太，新建的太长高速南接长晋高速和长邯高速，北接太旧高速和大运高速，208 国道南通北达，连通着矿区公路交

通网络，煤炭外运较为便利。近年来公司组建煤炭运销总公司，充分利用公路运输能力，有效缓解了铁路运输瓶颈问题。

市场竞争

目前公司主要煤炭产品包括混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤。在公司所在的山西省，大小煤矿林立，其中大型国有骨干煤炭企业有 10 余家，与公司形成竞争的大型国有煤炭企业主要包括山西大同煤业集团（同煤集团）、山西焦煤集团有限公司（焦煤集团）、山西晋城煤业集团有限公司（晋煤集团）和山西阳泉煤业集团有限公司（阳煤集团）。同煤集团是中国特大型优质动力煤生产基地，与公司的竞争主要集中在混煤产品上，竞争相对激烈；焦煤集团是中国最大的炼焦煤生产基地，晋煤集团和阳煤集团均是中国优质的无烟煤生产基地，由于公司上述煤炭产品数量较少，且与这三大集团主要煤炭产品销售市场不同，因此焦煤集团、晋煤集团和阳煤集团与公司的直接竞争并不激烈。

六、管理分析

1. 管理体制

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，并按照国务院《国有企业资产监督管理暂行条例》以及有关法律法规的规定，接受山西省国有资产监督管理委员会的监管，公司董事会由山西省人民政府委派的董事以及职工代表组成，目前董事会成员 5 名，其中董事长 1 名、副董事长 1 名，董事 3 人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。公司监事会由山西省国资委委派，目前由 4 人组成。公司法人治理结构比较完善。

公司拥有全资以及控股子公司 41 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，在总经理领导下负责管理工作。公司下辖的子、分公司负责生产经营，公司与下属子公司之间实行“母子公司”管理体系。

2. 管理水平

公司建立健全了内部管理规章制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。公司曾 3 次获得国家企业管理优秀奖——金马奖。

资产管理方面，作为国有资产的授权经营者，公司将国有资产保值增值和资产收益最大化作为其经营管理的目标。公司董事会负责管理全部国有资产，董事会下设资产财务部等部门具体负责国有资产的日常管理。公司对子公司国有资产管理主要是实施股权管理，全面实行资产经营责任制，并以此作为依据考核子公司经营者的绩效；对分公司的国有资产实行统一管理。

财务管理方面，公司建立了以资产为纽带的三级会计主体和两个层次的新型财务管理体系。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位，每个会计主体模拟法人运行，分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管理，即“统一筹措、统一存储、统一调配、统一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会、监事会派人对其进行财务监督。2007 年公司财务公司已挂牌运行，财务公司的成立，有效强化公司资金集中管理力度、提高资金使用效率、降低公司财务成本，同时通过对集团内部成员单位的资金集中管理也将提高集团对子公司的控制力。

投资管理方面，公司以国家产业政策和公司发展战略为导向，以实现资本盈利和企业可

持续发展为目的，实行投资总量控制、项目限额管理。公司按科学决策、集中管理、完善投资经济责任、规范管理程序、重大项目实行专家论证的原则进行具体的投资项目管理。公司董事会设立了投融资中心，从整体上实现投资项目的统一管理，以及投资实施情况全过程的监督与控制。

总体看，公司基本建立健全了一整套管理办法和规章制度，运作较为规范，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司作为山西五大煤炭整合主体之一，通过收购整合地方企业和民营企业，煤炭业务经营规模稳步增长；同时煤电化、煤焦化、煤油化三条产业链的不断延伸，使得公司煤炭产业链不断完善，公司整体经营状况良好。

2009~2011年，公司营业收入及营业利润年均增幅分别为86.80%和13.23%。2011年实现营业收入1137.64亿元，其中，主营业务收入合计1089.52亿元，同期实现营业利润47.66亿元。

从主营业务收入结构看，公司随着煤炭价格上升和公司原煤产量增长，公司煤炭产业收入规模逐年上升，但收入占比逐年下降，三年分别为62.67%、33.36%和25.87%；近年公司非煤业务，尤其是贸易业务快速扩张，推动公司营业收入大幅增长。

盈利能力方面，受煤炭价格上升影响，公司煤炭主业保持较好的盈利水平，毛利率逐年上升，是公司利润的主要来源。贸易业务受行业竞争激烈等因素影响，盈利能力弱；煤化工、化肥等产业受原料煤价格上升影响，盈利能力普遍偏低，非煤产业收入规模的快速扩张，导致公司主营业务整体毛利率呈逐年下降趋势。

表3 近年公司主营业务收入构成

业务板块	2009年			2010年			2011年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
煤炭产业									
原选煤	94.74	31.17	40.35	116.31	16.76	42.4	132.67	12.18	47.3
洗煤	95.73	31.5	41.69	115.23	16.6	56.36	149.18	13.69	54.83
非煤产业									
贸易				403.24	58.1	0.93	680.48	62.46	0.7
煤化工	18.57	6.11	1.5	26.6	3.83	4.81	49.46	4.54	8.44
化肥							26.45	2.43	7.13
其他	94.85	31.21	6.93	32.63	4.7	6.33	51.29	4.71	6.65
主营收入合计	303.89	100	27.97	694.01	100	17.49	1089.52	100	14.58

资料来源：公司提供

2. 煤炭产业

(1) 资源禀赋

资源储量丰富，煤质优良。公司矿区位于山西省东南部上党盆地，所辖煤田系沁水煤田东部边缘中段，沁水煤田是山西省最大的煤田之一。根据国土资源部、国家发改委[2004]13

号文《关于设立首批煤炭国家规划矿区的公告》，公司矿区规划总面积2279平方公里（不含后备区1718平方公里），拥有地质储量195.48亿吨。公司矿区含煤十层、可采为三层，现主采的3号煤层，埋深在200-1100米，平均厚度6.46米，煤质牌号为瘦煤、贫瘦煤、贫煤及无

烟煤，经加工可分为洗精煤、洗块煤、喷粉煤、混煤、洗混煤等多个品种规格，具有低硫、低磷、低中灰和高发热量的特点，是优质的动力用煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。另外公司加大资源整合力度，《潞安矿区总体规划》通过中咨公司代表国家发改委审查，确定了潞安集团为潞安矿区唯一开发主体，武夏矿区成为潞安的接续矿区，保证了潞安矿区 8600 万吨/年的产能规划。公司在内蒙古自治区预计可整合 88 亿吨煤炭资源，并和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团），新增约 190 亿吨煤炭资源。

在山西本地的资源整合将带来较大产能增量。根据山西省政府《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，公司在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等 6 个地市 13 个县开展资源整合工作，已整合矿井 104 座，重组整合后为 37 座，资源储量合计 31.68 亿吨。但资源整合受资源价款及评估价值等因素影响较大，整合产能的投入运营进度存在不确定性。同时，大规模的整合也将造成较大的资本支出计划，加重公司债务负担。

（2）煤炭生产

煤炭主业产能稳步增长。2009~2011 年公司煤炭产量年均复合增长 14.43%；其中 2011 年实现煤炭产量 6118 万吨，较 2010 年增长 30.95%。增长主要来自公司整合、技改及新建投产和顺一缘、华润煤业、华亿五一、潞阳矿业、高河煤矿等矿点，新增煤炭产能愈 450 万吨。

预计未来公司煤炭产能整张将继续集中于新疆和山西本地 37 个矿井的资源整合。2012 年增长主要来自于余吾煤矿、高河煤矿，山西

本地 37 个矿井整合（新增 1000 万吨）以及鄯善沙尔湖露天一矿（新增 500 万吨），2013 年新增产能主要来自砂墩子煤矿（新增 300 万吨）及鄯善沙尔湖一矿（新增 500 万吨）。

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 2011 年喷吹煤销量 1122 万吨，约占国内市场 1/3，市场占有率居第一位。

新疆地区煤炭品质较高，开采成本很低，是近 5 年重要增产区。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、砂墩子矿均位于此，产能分别为 1500 万吨和 2000 万吨，其中一矿 2011 年投产，当年达产 500 万吨，规划 2012 年 1000 万吨，2013 年 1500 万吨），开采成本低（约 40-50 元/吨），根据公司测算，目前哈密地区煤炭以汽车运输至山西销售仍有较高利润。北疆地区主要是潞安新疆公司一矿、潞安新疆公司二矿和伊利山鑫煤矿，一主两翼铁路将解决未来煤炭出疆问题；新疆本地为化肥净调入省，就地转化也存在较大空间。（注：乌鲁木齐-哈密-兰州，两翼：哈密-敦煌-西宁-成都，将军庙-巴里坤-伊吾-策克，该铁路建设明确为综合开发利用新疆煤炭资源，已于 2009 年 6 月实施，3 年建成，一期运力 3 亿吨。）

表 4 公司煤炭产能及未来扩张情况（单位：万吨）

	概况	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
山西省内	现有生产矿 13 个：现行核定能力 4510 万吨/年。 整合矿井 34 个：能力 3150 万吨/年。 在建矿井 3 个：设计能力 1740 万吨/年。 拟建矿井 8 个：新增设计能力 3400 万吨/年。 省内规划能力合计：12800 万吨/年。	5080	5680	6020	7500	8260	8920
潞安新疆	现有生产矿 4 个：现行能力 960 万吨/年，规划能力 1400 万吨/年；	1100	1500	1700	2500	3400	3600

	在建3个：设计能力3200万吨/年； 拟建2个：设计能力3500万吨/年。 潞安新疆公司规划合计8100万吨/年。						
合计		6180	7180	7720	10000	11660	12520

资料来源：公司提供

表5 2009年~2011年公司煤炭生产指标比较

项 目	2009年	2010年	2011年
原煤产量(万吨)	4672	5370	6118
采煤机械化程度(%)	100	100	100
全员效率(吨/工)	15.02	13.76	13.99
死亡率(人/百万吨)	0.036	0.028	0

资料来源：公司提供

煤炭开采机械化程度行业领先，安全投入标准较高。公司在煤炭生产中，强调集约高效生产。公司是国内最早进行矿区现代化建设的煤炭企业，近年来公司通过技术改造，不断提升装备水平，强化采掘衔接，使生产能力、综合机械化程度大幅提高，整体采掘指标处于行业前列。

公司在高产高效生产的同时，重视安全生产。一方面公司在资金上加大了安全投入，自2005年4月起，公司按30元/吨提取。山西潞安环保能源股份有限公司自2008年4月1日按50元/吨提取。在有力的资金保障下，公司采用了新技术，引进了新设备，在物质上保障了安全生产；另一方面，公司强化“低瓦斯矿井高

瓦斯管理，高瓦斯矿井高标准管理”，建立和完善瓦斯防治体系，使矿井的整体抗灾防灾能力加强，同时公司培育“关爱生命，关注安全”的安全文化，增强职工的安全意识。

(3) 煤炭销售

公司成立山西潞安煤炭运销总公司（以下简称“运销总公司”）统一负责煤炭产品的销售。公司对运销总公司实行目标责任制考核，运销总公司与各生产矿井建立“模拟市场、计量收购、合同管理、权责利明确”的市场化运作机制。2011年，公司完成煤炭销售合计5396万吨，较2010年增长14.78%，继续保持稳定增长态势。

销售价格方面，2011年，公司原煤、喷吹煤、洗精煤和洗块煤销售均价分别为427.14元/吨、971.11元/吨、1130.34元/吨和815.25元/吨；销售均价较2010年分别增长13.10%、18.74%、14.93%和6.70%。公司主要销售产品价格延续2010年以来的上涨趋势，整体销售状况良好。

表6 公司煤炭销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2009年		2010年		2011年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	2756	343.72	3095	377.65	3852	427.14
喷吹煤	911	692.16	1074	817.88	1122	971.11
洗精煤	326	778.16	349	983.49	304	1130.34
洗块煤	85	680.17	78	764.06	39	815.25
其他洗煤	79	195.29	105	249.95	79	336.02
合计总销量	4157	458.21	4701	526.76	5396	581.34

资料来源：公司提供

公司煤炭产品主要销往中南、华东、华中、华北、东北等地区的500多家用户，还有少部分出口到日本、韩国、香港、台湾、菲律宾、印度、法国等国家和地区。公司混煤主要客户是邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽电厂、兴泰电厂、石门电厂、马头电

厂、丹河电厂、汉川电厂等，公司混煤供应量占以上各家主要电厂总采购量10%以上，对下游电厂有一定影响力。

公司注重产品结构调整，精煤、喷吹煤和洗块煤等单价较高品种的销量一直保持较高比例。近三年公司喷吹煤销量分别为911万吨、

1074 万吨和 1122 万吨，分别占当年商品煤总销量的 21.91%、22.85% 和 20.79%。公司喷吹煤主要客户是太钢、安钢、新兴铸管、邢钢、武钢等国内大型钢厂，并出口至日本、西班牙等国。公司喷吹煤品质较高，能有效提高钢材生产效率，降低生产成本，因此在市场上竞争力较强，目前喷吹煤产量约占国内市场 1/3。

煤制油

公司于 2006 年 7 月 19 日成立全资子公司山西潞安煤基合成油有限公司，以中国科学院山西煤炭化学研究所自主研发的“煤基液体燃料合成浆态床工业化”技术为依托，公司建成了国内第一条具有自主知识产权的煤基合成油产业化生产线。

公司煤基合成油示范项目设计规模为 16 万吨/年当量油品，主要产成品为柴油、石脑油和石蜡。为合理利用合成油装置排放的氢气、高纯度氮气和二氧化碳等气体，公司同期建立 18 万吨/年合成氨及 30 万吨/年尿素项目，实现煤基制油循环经济产业链。目前该项目被列为国家“863”及“973”高新技术项目。

公司煤基合成油示范项目 2007 年 4 月 6 日开工建设，并于 2008 年 12 月 22 日，钴基固定床装置一次投料试车成功，生产出国内第一桶煤基合成油。2009 年 8 月 19 日，16 万吨铁基浆态床煤基合成油装置产出合格的柴油和石脑油产品，公司 16 万吨煤基合成油示范项目正式出油，标志着国家“863”、“973”高新技术项目生产出了第一桶煤基合成油。

截至 2011 年底，公司煤基合成油产能达 21 万吨/年，其中钴基煤制油产能 5 万吨/年，铁基煤制油产能 16 万吨/年。

其他非煤产业

除煤制油业务外，公司目前从事的非煤产业主要为煤炭、钢材、铁矿、铜铝等金属贸易业务以及与煤炭开采主业相关的建材、焦炭、机械、工程、电力、火工等煤炭延伸及辅助行业等。2009~2011 年，公司非煤产业收入分别为 113.42 亿元、462.47 亿元和 807.68 亿元，

年均复合增长 166.85%；公司非煤产业成为拉动公司收入快速增长的重要组成部分。

表 7 公司 2010~2011 年非煤产业收入构成

	2010		2011	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
火工	0.70	16.80	0.99	14.14
建材及工程	4.23	16.27	10.45	8.41
电力	7.46	15.12	4.03	31.54
贸易	403.23	0.95	680.48	0.70
机械	2.23	26.90	5.73	14.58
煤化工	26.60	13.69	49.46	8.44
化肥		7.13	26.45	7.13
煤基油	3.36	-82.73	5.98	-21.33
其他	14.64	15.00	24.12	6.48
合计	462.47	2.80	807.68	1.76

资料来源：公司提供

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。2011 年公司贸易板块实现营业收入 680.48 亿元，同比增长 67.01%，是公司收入增长的主要来源。同期，板块毛利率下降至 0.70%。贸易行业进入门槛低，竞争激烈，边际利润递减明显，行业利润率普遍偏低；公司贸易业务尚处于渠道建设期，业务扩张导致一次性支出较大，板块毛利润低于行业平均水平。受贸易业务收入占比上升影响，公司整体营业利润率下降明显。

煤化工业务方面，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。2011 年公司煤化工产业实现营业收入 49.46 亿元，受煤炭价格上行压力，该板块盈利能力偏低。

公司非煤产业中其他类产品主要为多晶硅，主要生产企业为山西潞安高纯硅业科技有限责任公司，目前产能为 2500 吨/年太阳能级多晶硅。公司多晶硅产业依托当地原料充足、

纯度高的优势，成本控制能力较强，基本维持在 40~50 美元/千克。未来山西潞安高纯硅业科技有限责任公司将通过继续延伸多晶硅-高纯多晶硅-太阳能电池的产业链来控制产业风险。目前公司多晶硅业务仍处于试生产阶段，盈利能力较弱。

公司原有从事钢材生产的企业主体山西潞安常平集团有限公司，自 2010 年起不再纳入合并报表范围，导致公司非煤业务其他业务板块收入较 2009 年下降明显。

3. 经营效率

2009~2011 年，随着公司收购整合及投资力度加大及合并范围变化，公司资产规模快速增长，年均增长 27.72%；受益于公司贸易业务快速扩张及煤炭产销量增长，公司营业收入和利润总额年均增长率分别为 86.80% 和 13.59%，公司资产增长质量和业务发展情况良好。

从经营效率主要指标看，受贸易业务持续大幅增长影响，近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均持续提升，2011 年分别为 9.03 次、18.05 次和 1.23 次，均高于三年均值。

总体看，公司经营效率良好。

4. 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。

非煤产业方面，2010 年 12 月 29 日，潞安矿业集团重组天脊煤化工集团会议在山西省国资委召开，根据《关于山西潞安矿业集团有限公司整合重组山西天脊煤化工集团有限公司有关事宜的批复》，整合重组后，公司成为山西天脊煤化工集团有限公司（下称“天脊集团”）的母公司（持股比例 100%），依法对其进行管理。

天脊集团位于山西省潞城市，其前身为山西化肥厂，是中国八十年代初，成套引进德国、日本、法国、挪威等八个国家十一项专利技术和设备建设的第一个以煤为原料生产高效复合肥的大型现代化企业。经过近三十年的发展，目前，已形成以化肥为主、集有机化工、煤炭深加工、精细化工等为一体，多产品、跨地域的大型煤化工产业集团。截至 2011 年 3 月底，天脊集团资产总额合计 106.17 亿元，所有者权益合计 31.66 亿元，2010 年全年实现营业收入 51.05 亿元，利润总额 0.93 亿元。联合资信认为，公司对天脊集团的重组整合有助于完善公司煤化工产业链并增强公司整体抗风险能力，但由于重组时间尚短，此次重组对公司生产经营的持续性影响尚待观察。

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、多晶硅产业为核心的多元下游产业链。

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，投资规模大，有一定的资金压力。为解决公司发展投资的资金需求，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。

随着公司在山西省内资源整合矿井及新疆生产基地煤矿建设的投产，公司煤炭产能将进一步扩大，对天脊集团的整合重组及下游产业链的进一步完善也将有效地提升公司整体抗风险能力，但较大的投资规模也将在一定程

度上推升公司债务融资规模，加重公司债务负担。

八、重大事项

2012年12月31日，天脊集团下属苯胺装置罐区因输送软管破裂发生苯胺泄露事故（下称“12·31事故”）。经初步核查，有部分苯胺泄漏至浊漳河内，导致浊漳河水源受到一定污染。2013年1月8日，山西省政府召开全省安全生产紧急电视电话会议，责令天脊集团全面停产整顿。

公司于2010年底完成对天脊集团的重组整合，天脊集团对公司2011年合并口径资产及收入规模有一定贡献。“12·31事故”发生后，天脊集团全面停产整顿，将对公司煤化工板块收入及利润有一定负面影响。联合资信关注到，公司对天脊集团的重组整合一定程度上加大了公司的安全生产管理压力，考虑到“12·31事故”目前仍在处理中，事故后续进展及其对公司整体偿债能力的影响有待进一步明确。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009~2011年三年连审财务报表已经中喜会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表执行《企业会计准则(2006)》。

2011年公司合并报表范围存在一定变化，天脊集团纳入公司合并范围，截至2011年底，天脊集团净资产合计40.81亿元，2011年实现净利润1.71亿元。其他合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2011年底，公司合并资产总额为1034.66亿元，所有者权益合计为289.75亿元。2011年，实现营业收入1137.64亿元，利润总额45.36亿元。

2. 资产质量

2009~2011年，公司资产总额年均增长27.72%，2011年底合计1034.66亿元，其中非流动资产占比59.52%，较2010年有所上升，资产比例符合煤炭生产型企业特点。

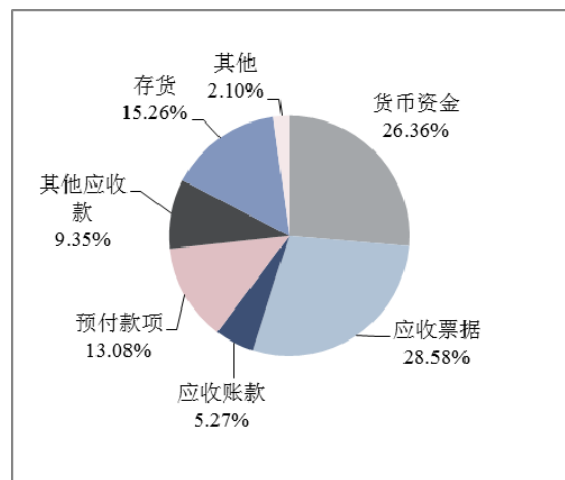
流动资产

2009~2011年，公司流动资产年均增幅18.33%，2011年底合计418.87亿元，增长主要来自存货、应收票据和预付款项。

从流动资产构成看，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项、其他应收款和存货构成。2011年应收票据和存货占比上升，其他应收款占比下降。

截至2011年底，公司货币资金合计110.41亿元，以银行存款（合计99.51亿元）为主。货币资金中受限资金合计8.12亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

图4 截至2011年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

受销售收入持续增长影响，2009~2011年，公司应收票据、应收账款与存货规模均持续扩张。近三年应收票据年均增幅48.94%，2011年底合计119.72亿元，其中99.99%为银行承兑汇票，安全性高。同期，公司应收账款年均增长22.07%，2011年底合计22.09亿元，主要为按账龄组合计提坏账准备的应收款项，其中，1年以内款项占86.37%，1~2年款项占3.99%，2~3年款项占1.01%，3年以上款项占

8.63%。公司共计提坏账准备 2.78 亿元，计提比例 11.16%，计提比例较合理。

近三年公司存货年均增长 53.03%，2011 年底合计 63.90 亿元，以原材料、半成品和库存商品为主。公司共计提 1.55 亿元跌价准备，计提比例 2.36%，考虑到公司存货主要为煤炭产品，变现能力较强，该计提比例较合理。

截至 2011 年底，公司其他应收款合计 39.18 亿元，同比下降 43.72%，主要为政府补偿基金、财政补贴等。按账龄组合计提坏账准备的款项占比 98.28%，其中 1 年以内款项占 38.76%，1~2 年款项占 13.30%，2~3 年款项占 41.72%。公司其他应收款欠款金额前五名余额合计 17.63 亿元，占其他应收款总额的 40.08%，分别为临汾市煤炭工业局、蒲县人民政府、静乐县财政局、蒲县财政局和左权县财政局。公司共计提 4.82 亿元坏账准备，计提比例 10.96%，计提比例适宜。

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年均增幅 35.57%，2011 年底合计 615.79 亿元，主要由固定资产（占 45.68%）、在建工程（占 27.17%）和无形资产（占 19.46%）构成。

截至 2011 年底，公司固定资产合计 281.27 亿元，以房屋建筑物（占 28.31%）、机器设备及运输设备（占 57.44%）为主，综合成新率 58.58%。

截至 2011 年底，公司在建工程合计 167.34 亿元，数额较大项目包括李村矿井项目、砂墩子矿筹建项目、潞安环能股份在建项目、高纯度多晶硅项目、天脊集团甲醇工程等。

截至 2011 年底，公司无形资产合计 119.81 亿元，主要由采矿权（占 82.84%）和土地使用权（占 10.15%）构成。

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，应收账款和其他应收款坏账准备计提充分；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。

3. 负债和所有者权益

负债

2009~2011 年，公司负债总额年均增长 29.70%，2011 年底合计 744.91 亿元，其中流动负债占 61.04%，非流动负债占 38.96%。受应付账款和一年内到期的非流动负债大幅上升影响，公司流动负债占负债总额比例有所上升。截至 2012 年 3 月底，公司负债总额合计 792.10 亿元，较 2011 年底增长 6.33%。其中流动负债占 61.81%，非流动负债占 38.19%。

流动负债

2009~2011 年，公司流动负债年复合增长 31.59%，2011 年底合计 454.67 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2011 年底，公司应付票据合计 28.55 亿元，同比增长 45.16%。同期，公司应付账款合计 144.76 亿元，同比增长 47.05%。公司贸易业务及在建工程增长推动应付账款快速上升，其中 1 年内款项占 88.83%，1~2 年占 5.83%，综合账龄较短。

截至 2011 年底，公司预收款项合计 49.59 亿元，同比增长 23.83%，其中 1 年内款项占 93.20%，主要是下游客户煤炭采购预付款。

截至 2011 年底，公司其他应付款合计 30.90 亿元，同比减少 25.27%，其中 1 年内款项占 66.56%，1~2 年款项占 20.67%，综合账龄较短。

截至 2011 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 95.59 亿元，同比增长 366.86%，主要为一年内到期的长期借款 85.46 亿元和一年内到期的应付债券 10 亿元。

非流动负债

2009~2011 年，公司非流动负债波动上升，2011 年底受长期借款及应付债券集中到期影响，公司非流动负债合计 290.24 亿元，同比下降 1.66%，主要由长期借款（占 68.03%）和应付债券（占 23.50%）构成。

截至 2011 年底，公司长期借款余额为

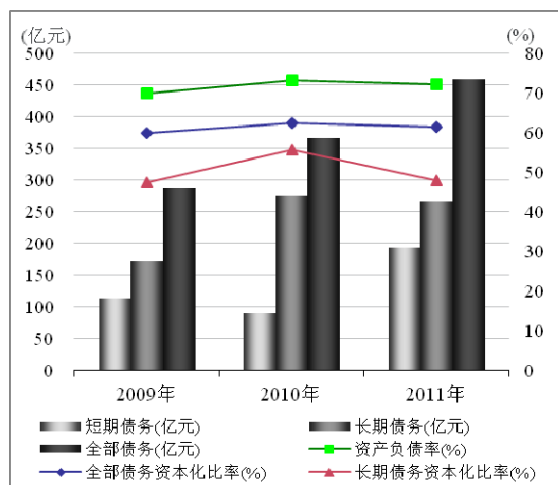
197.45 亿元，同比下降 11.93%，主要由信用借款、保证借款构成。

截至 2011 年底，公司应付债券合计 68.21 亿元，同比增长 31.20%，其中，因合并天脊集团新增“10 天脊债”10 亿元。

截至 2011 年底，公司长期应付款合计 20.86 亿元，主要为采矿权转让款 11.96 亿元及多晶硅等项目融资租赁款合计 8.84 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司非流动负债合计 302.51 亿元，较 2011 年底增长 4.23%，增长主要来自长期应付款。

图 5 近年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

有息债务方面，2009~2011 年，随着公司经营规模扩张，公司全部债务规模年均增长 26.53%，2011 年底合计 457.68 亿元。受长期借款及应付债券集中到期影响，公司短期债务规模快速上升，2011 年底合计 192.02 亿元，占全部债务比例为 41.95%。

债务指标方面，2011 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 72.00%、61.23% 和 47.83%，均较 2010 年底有所下降。

整体看，公司债务负担偏重，受长期债务集中到期影响，公司短期偿债压力上升，考虑到公司较强的盈利能力，公司目前债务负担处于可控水平，但债务结构有待进一步优化。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 289.75 亿元，较 2010 年底增长 68.96 亿元，其中，因合并天脊集团导致所有者权益增长 40.81 亿元；归属母公司权益由实收资本（占 14.67%）、资本公积（占 32.90%）、专项储备（占 16.51%）和未分配利润（占 33.68%）构成；未分配利润和资本公积占比相对较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2011 年底，公司资本公积合计 55.97 亿元，同比增长 26.11%，主要为合并天脊集团形成。

总体看，受合并范围变化及经营规模扩张影响，2011 年公司所有者权益大幅增长，所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，稳定性一般。

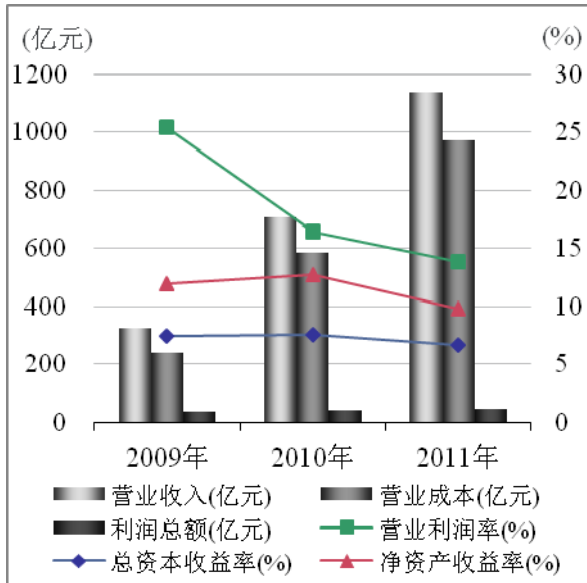
4. 盈利能力

2009~2011 年，受贸易业务规模快速扩张影响，公司营业收入年均增幅 86.80%，2011 年合计 1137.64 亿元。近三年公司营业成本年均增幅 101.76%，高于营业收入增幅，导致公司营业利润年均增幅仅为 13.23%，大幅低于收入增幅。

2009~2011 年，随着营业收入快速增长，公司期间费用率逐年下降，三年分别为 15.56%、10.19% 和 9.17%，销售费用、管理费用及财务费用占销售收入比例均有所下降。随着经营规模的扩张，规模经济优势逐渐显现，公司费用控制能力持续改善。

盈利指标方面，受低盈利性贸易板块收入占比增大影响，近三年公司营业利润率逐年下降，分别为 25.46%、16.47% 和 13.81%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，2011 年分别为 6.66% 和 9.84%，低于三年均值 7.08% 和 11.14%。

图6 公司近年盈利情况



资料来源：公司提供

总体看，近年伴随贸易业务规模快速扩张，公司营业收入持续增长，但盈利指标有所下滑。同时，伴随煤炭产能增长，公司煤炭主业收入和利润持续增长且保持较好盈利水平。综合考虑，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2009~2011年公司经营活动现金流入量年均增长77.78%，2011年合计1071.73亿元。经营活动现金流出方面，近三年公司经营活动现金流出量年均增幅86.49%，2011年合计993.11亿元。

2011年，公司现金收入比为93.59%，较2010年上升7.08个百分点，整体收现质量有所改善，导致公司2011年实现经营性净现金流78.61亿元，较2010年明显改善。整体来看，公司经营活动获取现金的能力很强。

投资活动现金流入方面，2011年投资活动现金流入合计14.43亿元，其中，收回投资收到现金12.00亿元，取得投资收益收到现金2.00亿元；受资源整合及在建工程持续性支出影响，2011年公司投资活动现金流出保持较高水平，合计流出115.90亿元。同期，公司投资活动现金流量净额-101.47亿元，筹资活动前现

金流量净额合计-22.86亿元，存在外部融资需求。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以取得借款（含短期融资券等债务融资工具）为主。2011年公司筹资活动现金流入量合计164.74亿元，同比下降10.68%；同期，受债务到期及利息支出上升影响，筹资活动现金流出150.31亿元，筹资活动现金流量净额为14.43亿元，较2010年82.59亿元大幅下降。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模大，经营活动获取现金的能力强；但面对较大规模的资源整合计划和在建工程持续性资本支出，公司需要进行较大规模债务融资来满足公司投资需求。

6. 偿债能力

短期偿债指标方面，截至2011年底公司流动比率和速动比率分别为92.13%和78.07%，受长期债务集中到期影响，公司短期偿债指标同比明显弱化；同期，公司经营现金流流动负债比为17.29%，较上年9.90%有所改善。整体看，公司短期偿债压力有所上升，但短期支付能力保持正常水平。

长期偿债指标方面，2009~2011年公司EBITDA年均增幅36.12%，EBITDA利息倍数分别为4.67倍、5.31倍和5.19倍，EBITDA对利息的保障能力强；同期，公司全部债务/EBITDA分别为4.77倍、4.21倍和4.12倍，EBITDA对全部债务的保障能力较好。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2011年底，公司对外担保69.39亿元，占当期公司所有者权益的23.95%，其中，为晋城无烟煤集团有限责任公司及其子公司担保共计69.34亿元，目前被担保单位经营情况良好，公司或有负债风险低。

截至2012年3月底，公司共获得银行授信890亿元，其中，未使用额度540亿元。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。

十、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行额度为40亿元，分别占2011年底全部债务和长期债务的8.74%和15.06%，对公司现有债务有一定影响。

以公司2011年报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别由2011年底的72.00%和61.23%上升至73.04%和63.20%，公司债务负担相应加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2009~2011年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券的8.48倍、15.47倍和26.79倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券的1.34倍、0.75倍和1.97倍；2009~2011年，公司EBITDA对本期债券的保障倍数分别为1.50倍、2.17倍和2.77倍。从偿债指标看，公司近三年经营活动产生的现金流入量以及EBITDA对本期债券的保障程度较好，且保障能力逐年提升；同期，公司经营活动现金流量净额有所波动，但仍对本期债券具有良好的保障能力。2009~2011年，公司现金类资产分别为155.38亿元、207.02亿元和237.81亿元，分别是本期债券的3.88倍、5.18倍和5.95倍；公司现金类资产规模逐年增长，对本期债券保障能力较强。

基于公司主体基本信用状况以及对本期债券的偿债能力，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

十一、结论

煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。公司是全国512户重点企业之一，地处国家重点建设的13个煤

炭生产基地之一，生产规模较大，资源储备充足，竞争能力较强。近年来公司煤炭主业增长较快，盈利能力大幅提升；煤电化、煤焦化等项目的建设完善了公司产业链结构，而在山西省内的煤炭资源整合和新疆新资源的获得，较大程度上提升了公司长期竞争力。有助于增强公司整体抗风险能力。

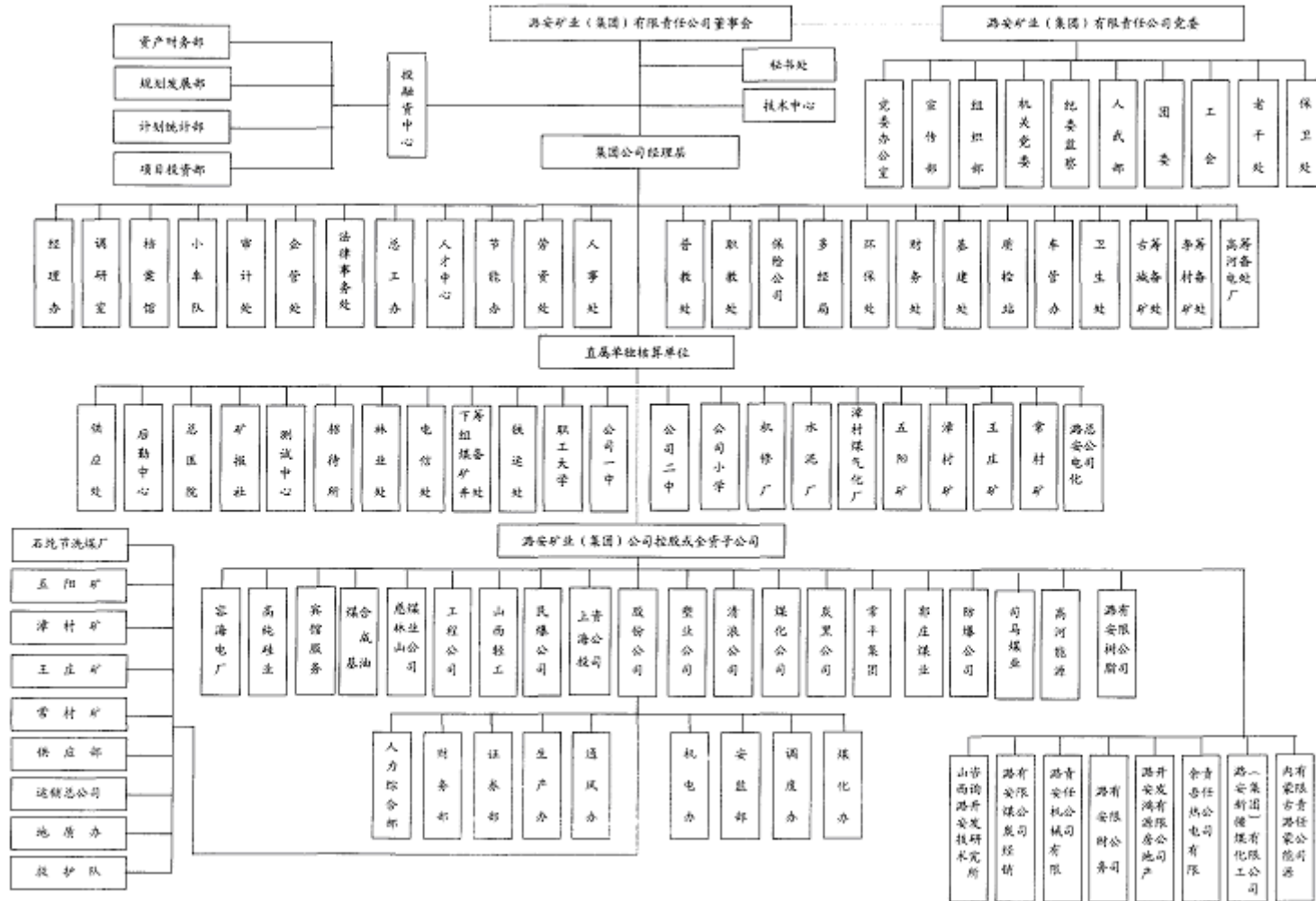
目前公司经营情况良好，资产质量好，资产和收入规模大，整体盈利能力很强，但公司对外担保额度较大，债务负担偏重，伴随大规模的资本支出计划，对外融资需求较大。总体看，公司主体信用风险极低。

本期债券募集资金拟投资项目古城煤矿、李村煤矿均为现代化大型煤矿，资源储量充足、技术设备先进、配套设施完善，预计来拟投资项目的建成投产将有效地扩大公司煤炭生产规模，进一步提升公司整体竞争能力。

公司经营活动现金流入量、EBITDA和现金类资产规模逐年提升，对本期债券的保障能力较好。

综合看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	888325.73	1078508.60	1104072.23	11.48
结算备付金				
交易性金融资产	125733.92	83374.96	76841.04	-21.82
应收票据	539693.93	908285.63	1197201.95	48.94
应收账款	148225.11	193676.64	220869.13	22.07
预付款项	383611.07	478828.66	548060.59	19.53
应收股利				
应收利息		124.68	1293.24	
其他应收款	616126.90	696034.02	391761.01	-20.26
存货	272860.64	439944.68	638989.56	53.03
一年内到期的非流动资产	17110.00	2222.91	1980.00	-65.98
其他流动资产	48.15	6771.89	7650.09	1160.46
流动资产合计	2991735.45	3887772.66	4188718.84	18.33
非流动资产：				
发放贷款及垫款				
可供出售金融资产	33345.06	19261.41	13754.37	-35.77
持有至到期投资	24368.80	36107.18	21107.18	-6.93
长期应收款				
长期股权投资	182903.78	186318.83	193943.73	2.97
投资性房地产	792.52	373.36	339.45	-34.55
固定资产	1384335.10	1692059.27	2812696.35	42.54
在建工程	1242379.33	1578775.87	1673367.73	16.06
工程物资	9212.68	4279.18	38863.85	105.39
固定资产清理	348.93	605.25	603.01	31.46
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	423167.35	708580.16	1198129.33	68.27
开发支出			403.51	
商誉	11787.73	37228.43	120317.33	219.48
长期待摊费用	4339.02	5570.26	5174.59	9.20
递延所得税资产	25885.69	25205.46	74281.91	69.40
其他非流动资产	7782.07	6352.33	4943.30	-20.30
非流动资产合计	3350648.08	4300717.00	6157925.63	35.57
资产总计	6342383.52	8188489.66	10346644.47	27.72

附件2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009年	2010年	2011年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	778985.50	397861.02	574969.04	-14.09
吸收存款及同业存放				
交易性金融负债	24261.12			-100.00
应付票据	157398.81	196649.34	285451.10	34.67
应付账款	725210.03	984435.59	1447560.10	41.28
预收款项	286576.25	400507.83	495928.45	31.55
应付职工薪酬	166080.62	200448.15	252745.85	23.36
应交税费	94266.66	115639.83	103536.77	4.80
应付利息	1590.71	1845.63	3640.92	51.29
应付股利	1329.17	157.65	4599.41	86.02
其他应付款	209912.26	413529.06	309046.93	21.34
一年内到期的非流动负债	172710.00	204744.70	955875.04	135.26
其他流动负债	7273.70	113524.11	113357.62	294.77
流动负债合计	2625594.84	3029342.93	4546711.24	31.59
非流动负债：				
长期借款	1386663.72	2242086.90	1974516.90	19.33
应付债券	338810.42	519878.15	682093.65	41.89
长期应付款	30088.15	148067.90	208619.62	163.32
专项应付款	11465.08	13154.47	20255.23	32.92
预计负债	13.66	13.66	8.62	-20.56
递延所得税负债	22380.36	15523.44	10297.47	-32.17
其他非流动负债	12986.11	12571.19	6611.37	-28.65
非流动负债合计	1802407.50	2951295.71	2902402.86	26.90
负债合计	4428002.34	5980638.64	7449114.10	29.70
所有者权益：				
实收资本(或股本)	233471.62	236887.62	249639.21	3.40
资本公积	413691.84	443823.16	559698.06	16.32
减：库存股				
专项储备	211547.99	253636.77	280924.24	15.24
一般风险准备				
盈余公积	24499.37	34105.83	38119.09	24.74
未分配利润	306308.47	437971.61	572942.95	36.77
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	1189519.29	1406425.00	1701323.55	19.59
少数股东权益	724861.90	801426.02	1196206.81	28.46
所有者权益合计	1914381.19	2207851.02	2897530.37	23.03
负债和所有者权益总计	6342383.52	8188489.66	10346644.47	27.72

附件3 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2009年	2010年	2011年	变动率(%)
一、营业收入	3260162.05	7070709.11	11376367.51	86.80
减：营业成本	2391895.28	5858726.07	9736481.10	101.76
营业税金及附加	38073.69	47291.32	68991.13	34.61
销售费用	52251.52	54915.94	87371.15	29.31
管理费用	377009.70	542535.62	781962.95	44.02
财务费用	77971.95	123269.67	173661.96	49.24
资产减值损失	12531.46	19399.09	44698.17	88.86
利息支出				
手续费及佣金支出				
加：公允价值变动收益	57005.58	-18568.57	-24656.52	
投资收益	4315.60	22973.83	18038.13	104.44
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	371749.63	428976.67	476582.67	13.23
加：营业外收入	12224.34	28050.96	26079.69	46.06
减：营业外支出	32382.84	41816.60	49023.49	23.04
其中：非流动资产处置损失	2582.32	5815.78	7420.44	69.52
三、利润总额	351591.13	415211.03	453638.87	13.59
减：所得税费用	122590.90	133434.77	168445.33	17.22
四、净利润	229000.23	281776.26	285193.53	11.60
其中：归属于母公司的净利润	120929.25	133196.76	126312.12	2.20
少数股东损益	108070.98	148579.50	158881.41	21.25

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	3321682.86	6116924.23	10646752.83	79.03
收到的税费返还	2709.70	1033.50	1563.87	-24.03
收到其他与经营活动有关的现金	66689.88	69617.57	68939.41	1.67
经营活动现金流入小计	3391082.45	6187575.29	10717256.11	77.78
购买商品、接受劳务支付的现金	1534523.59	4294670.38	7734290.31	124.50
支付给职工以及为职工支付的现金	506185.07	652759.24	865089.53	30.73
支付的各项税费	562960.64	646417.52	898952.81	26.37
支付其他与经营活动有关的现金	251976.39	293782.70	432810.04	31.06
经营活动现金流出小计	2855645.69	5887629.84	9931142.69	86.49
经营活动产生的现金流量净额	535436.76	299945.45	786113.42	21.17
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	25642.51	77367.40	120025.75	116.35
取得投资收益收到的现金	4417.44	79257.78	20064.57	113.12
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	5202.33	354.90	3285.76	-20.53
收到其他与投资活动有关的现金	5541.94	40762.14	960.74	-58.36
投资活动现金流入小计	40804.22	197742.22	144336.83	88.08
购建固定资产、无形资产等支付的现金	673340.72	908606.92	996043.14	21.62
投资支付的现金	172156.07	176201.58	162684.47	-2.79
取得子公司等支付的现金净额	270994.25	50000.00		-100.00
支付其他与投资活动有关的现金	62056.16	112476.96	281.74	-93.26
投资活动现金流出小计	1178547.21	1247285.45	1159009.36	-0.83
投资活动产生的现金流量净额	-1137742.99	-1049543.23	-1014672.53	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	4673.06	24043.05	55799.14	245.55
取得借款收到的现金	1627123.99	1820151.00	1591225.29	-1.11
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	205280.29	138.28	403.35	-95.57
筹资活动现金流入小计	1837077.34	1844332.33	1647427.78	-5.30
偿还债务支付的现金	753231.40	840824.86	1192730.87	25.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	130748.41	175789.15	309260.53	53.80
支付其他与筹资活动有关的现金	2432.22	1780.42	1153.36	-31.14
筹资活动现金流出小计	886412.02	1018394.43	1503144.77	30.22
筹资活动产生的现金流量净额	950665.31	825937.89	144283.01	-61.04
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-88.89	-96.03	
五、现金及现金等价物净增加额	348359.08	76251.23	-84372.12	
加: 期初现金及现金等价物余额	539966.65	826122.57	1107231.59	43.20
六、期末现金及现金等价物余额	888325.73	902373.80	1022859.46	7.31

附件 4-2 现金流量补充表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	229000.23	281776.26	285193.53	11.60
加：资产减值准备	12531.46	19399.09	44698.17	88.86
固定资产折旧及其他	137120.09	311954.62	449663.90	81.09
无形资产摊销	13779.41	15382.52	23016.96	29.24
长期待摊费用摊销	104.01	400.16	1561.45	287.46
待摊费用减少（减：增加）				
预提费用增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产等损失	-1250.74	5227.82	6898.17	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-57005.58	18568.57	24656.52	
财务费用	96612.42	121497.48	182076.83	37.28
投资损失	-4315.60	-22837.78	-18038.13	
递延所得税资产减少	-5068.68	588.36	-46814.56	203.91
递延所得税负债增加	-13640.67	-1573.94	-5225.97	
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少	-28077.15	-167084.04	-74438.98	
经营性应收项目的减少	-171278.62	-274587.76	23629.00	
经营性应付项目的增加	326926.18	-8765.93	-110763.46	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	535436.76	299945.45	786113.42	21.17
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	888325.73	902373.80	1022859.46	7.31
减：现金的期初余额	539966.65	826122.57	1107231.59	43.20
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	348359.08	76251.23	-84372.12	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.69	7.90	9.03	8.02
存货周转次数(次)	9.62	16.44	18.05	15.88
总资产周转次数(次)	0.59	0.97	1.23	1.02
现金收入比(%)	101.89	86.51	93.59	93.12
盈利能力				
营业利润率(%)	25.46	16.47	13.81	16.94
总资本收益率(%)	7.40	7.58	6.66	7.08
净资产收益率(%)	11.96	12.76	9.84	11.14
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	47.41	55.57	47.83	50.07
全部债务资本化比率(%)	59.89	62.40	61.23	61.31
资产负债率(%)	69.82	73.04	72.00	71.87
偿债能力				
流动比率(%)	113.95	128.34	92.13	107.35
速动比率(%)	103.55	113.81	78.07	93.89
经营现金流动负债比(%)	20.39	9.90	17.29	15.69
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	5.33	5.23	5.17
全部债务/EBITDA(倍)	4.77	4.21	4.12	4.28
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.20	-0.05	-0.13
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.24	-5.94	-1.26	-3.66
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期公司债券发行额度(倍)	1.50	2.17	2.77	2.34
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.48	15.47	26.79	19.73
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.34	0.75	1.97	1.48
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.51	-1.87	-0.57	-1.15

附件 6 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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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×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%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2013 年度 40 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山西潞安矿业（集团）有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西潞安矿业（集团）有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现山西潞安矿业（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山西潞安矿业（集团）有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期公司债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西潞安矿业（集团）有限责任公司、主管部门、交易机构等。

