

信用等级公告

联合[2015]361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 2015 年第二期中期票据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
2015 年第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年三月三十日

山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2015 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 5 个和其后每个付息日，附第 5 年末及其后各年末提前赎回权

发行目的：补充流动资金

评级时间：2015 年 3 月 30 日

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山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，在行业前景、资源储备、产业布局、技术水平、政策支持等方面的综合优势。联合资信同时关注到煤炭行业景气下行、公司债务负担重、盈利能力持续弱化、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、营业收入持续增长；公司业务向煤电化、煤焦化、煤制油等下游产业延伸有助于抵御煤炭价格波动风险。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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 中国的煤炭产业政策有助于提升煤炭产业集中度和煤炭供给稳定性，有利于大型煤炭企业的发展。

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	1034.66	1263.51	1523.03	1581.91
所有者权益(亿元)	289.75	311.15	309.20	316.52
长期债务(亿元)	265.66	401.08	520.63	570.72
全部债务(亿元)	456.13	611.47	841.46	922.54
营业收入(亿元)	1137.64	1710.16	1971.78	1663.19
利润总额(亿元)	45.36	26.44	6.07	1.58
EBITDA(亿元)	111.00	107.24	77.35	--
经营性净现金流(亿元)	78.61	26.95	16.77	11.01
营业利润率(%)	13.81	7.97	6.14	4.65
净资产收益率(%)	9.84	3.16	-2.05	--
资产负债率(%)	72.00	75.37	79.70	79.99
全部债务资本化比率(%)	60.69	66.04	73.13	74.46
流动比率(%)	92.13	89.40	91.92	91.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	5.70	10.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	3.76	2.54	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	11.10	10.72	7.74	--

注：2014 年三季度财务数据未经审计；

全部债务中包含长期应付款及其他非流动负债中的有息债务。

分析师

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

2. 公司煤炭资源储量大，煤质优良，煤炭产能规模优势明显。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。
3. 公司在山西省煤炭资源整合进程中，本部煤炭储量及产能获得较大提升，资产规模持续增长。
4. 公司向煤电化、煤焦化、煤油化等产业延伸，有助于分散经营风险。
5. 公司经营性现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 2012年以来，随着宏观经济增速下滑，煤炭行业景气度趋势性下行，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. 公司煤化工等非煤业务盈利能力弱。低盈利性贸易业务快速扩张导致公司整体营业利润率显著下滑。
3. 公司债务负担重，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。
4. 公司对外担保金额大，担保比率较高。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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 2015 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据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 2014 年 9 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。

公司经营范围主要为煤炭生产、销售以及固体矿产勘探等业务，公司下属子公司山西潞安环保能源开发股份有限公司为上市公司。

截至 2014 年 9 月底，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 2013 年底，公司（合并）资产总额 1523.03 亿元，所有者权益 309.20 亿元（包含少数股东权益 148.83 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元，利润总额 6.07 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1581.91 亿元，所有者权益 316.52 亿元（包含少数股东权益 151.77 亿元）。2014 年 1~9 月公司实现营业收入 1663.19 亿元，利润总额 1.58 亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

二、本期中期票据概况

公司于 2014 年注册 20 亿元中期票据，其中 2015 年第一期中期票据已于 2 月发行成功，现拟发行 2015 年第二期中期票据，金额为 10 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。

公司计划将募集资金用于补充公司营运资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如果公司不行使赎回权，从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定，如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照相关条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围子公司）向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照

本条款已经递延的所有利息及其孳息。同时公司（含合并范围子公司）存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上半年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上半年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014年中央经济工作会议提出，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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭行业

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。

表 1 2010-2012 年中国煤炭企业原煤产量前十名（单位：万吨）

排名	2010 年		2011 年		2012 年	
	排名对象	产量	排名对象	产量	排名对象	产量
1	神华集团有限责任公司	35696	神华集团有限责任公司	40789	神华集团有限责任公司	45665
2	中国中煤能源集团有限公司	15370	中国中煤能源集团有限公司	16357	中国中煤能源集团有限公司	17552
3	山西焦煤集团有限责任公司	10214	大同煤矿集团有限责任公司	11537	大同煤矿集团有限责任公司	13267
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	10118	山西焦煤集团有限责任公司	11006	山东能源集团有限公司	12292
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	10039	山东能源集团有限公司	10821	冀中能源集团有限责任公司	11564
6	河南煤业化工集团有限责任公司	7401	冀中能源集团有限责任公司	10215	陕西煤业化工集团有限责任公司	11368
7	冀中能源集团有限责任公司	7332	陕西煤业化工集团有限责任公司	10186	山西焦煤集团有限责任公司	10540
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7098	河南煤业化工集团有限责任公司	8483	开滦（集团）有限责任公司	8354

9	淮南矿业(集团)有限责任公司	6619	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	7718	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	8008
10	开滦(集团)有限责任公司	6087	兖矿集团有限公司	7079	兖矿集团有限公司	7617
	合计	115974		134191		146227
	占全国原煤总产量比例(%)	35.79		38.12		40.06

资料来源: 中国煤炭工业协会, 国家统计局, 联合资信整理

供需格局

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年度煤炭总供给过剩量达3.32亿吨。

表2 中国2002年以来煤炭行业供需变化(单位: 百万吨、%)

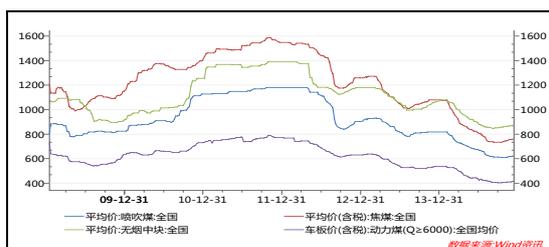
时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口		库存净减少	总供给 - 总需求
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比		
2002年	1380	18.97	1366	8.24	11	266.67	84	-6.67	-11	-70
2003年	1722	24.78	1692	23.87	11	0.00	94	11.90	-5	-58
2004年	1992	15.68	1936	14.42	19	72.73	87	-7.45	-2	-13
2005年	2350	17.97	2319	19.78	26	36.84	72	-17.24	-35	-49
2006年	2529	7.62	2551	10.00	38	46.15	63	-12.50	10	-37
2007年	2692	6.45	2727	6.90	51	34.21	53	-15.87	-34	-72
2008年	2802	4.09	2811	3.08	40	-21.57	45	-15.09	-46	-60
2009年	2973	6.10	2958	5.23	126	215.00	22	-51.11	-64	55
2010年	3235	8.81	3122	5.54	163	29.37	19	-13.64	-81	175
2011年	3516	8.69	3430	9.87	182	11.66	15	-21.05	-78	176
2012年	3645	3.67	3526	2.80	288	58.24	9	-40.00	-124	274
2013年	3680	0.96	3610	2.38	327	13.54	8	-11.11	-57	332

资料来源: 《国民经济和社会发展统计公报》, Wind 资讯, 联合资信整理

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。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价(单位: 元、吨)



资料来源: wind 资讯

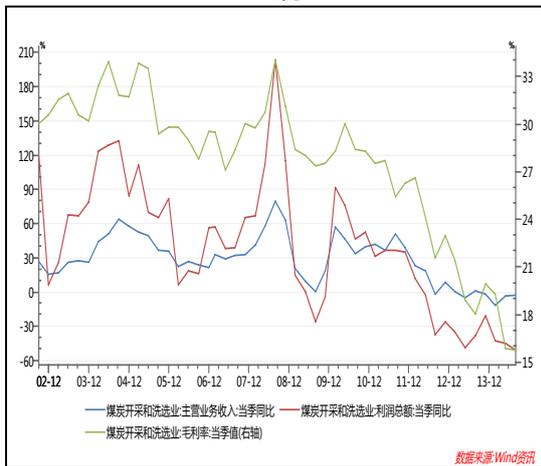
历史上, 中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制, 存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制, 并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO, 煤炭价格管制逐步放开, 供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现, 由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”, 并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转, 在下游需求增速减缓, 新增产能持续维持高位的双重冲击下, 煤炭价格在近三年出现深度调整。

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≥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%。

行业经济效益

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

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2013年和2014年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

2. 行业政策

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。

3. 行业关注

总量控制失效

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32亿吨，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。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。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。未来不排除各级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。

产业结构失衡

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，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，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。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。

进口煤持续冲击

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。

4. 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，在落后产能淘汰未完全淘汰、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）煤化工行业

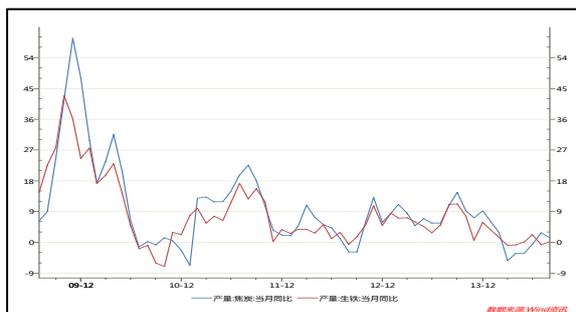
1. 行业及区域经济概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。2013 年全年国内焦炭产量 4.76 亿吨，2013 年电石产量 2234.24 万吨，2013 年合成氨产量 5745.32 万吨，甲醇 2013 年全年产量 2878.54 万吨，均居世界前列。

焦炭上下游分析

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

图 3 焦炭、生铁产量月度同比增长率（单位：%）



资料来源：wind资讯

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

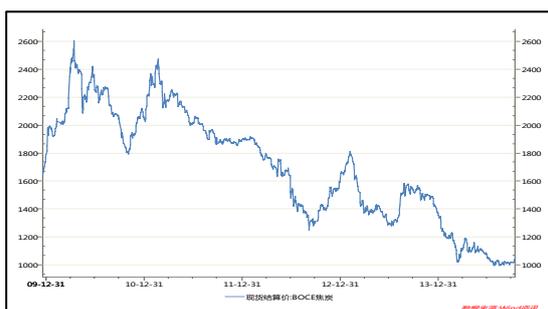
钢铁行业属于强周期行业，生铁产量与宏观经济运行周期紧密相关，受益于城镇化、工业化和农业现代化，钢材市场需求长期向好，保障房建设、基础设施建设、轨道交通及城际交通系统建设等将直接推升钢材需求。进入 2000 年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致 2008、2009 年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2013 年合计产量达到 16.07 亿吨，同比增长 4.03%；2013 年中国以 7.79 亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的 48.47%，产量同比增长 8.72 个百分点。从产能情况看，截至 2013 年底，中国粗钢产能约 10 亿吨，行业产能利用率有所降低，产能过剩情况有所加重。

焦炭价格分析

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年初，焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，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。2012 年全年焦炭价格恢复季节性波动趋势，但整体价格中枢已显著低于 2008~2010 年水平。2013 年在钢铁行业库存增大的影响下，焦炭价格出现较大幅度的下降，2014 年受钢铁行业整体产能压缩的影响，焦炭价格呈下跌趋势。截至 2014 年 9 月底，国内焦炭价格均价约为 1018 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，近两年焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，在下游钢铁产量萎缩的情形下，焦炭企业面临的经营压力较大。

甲醇

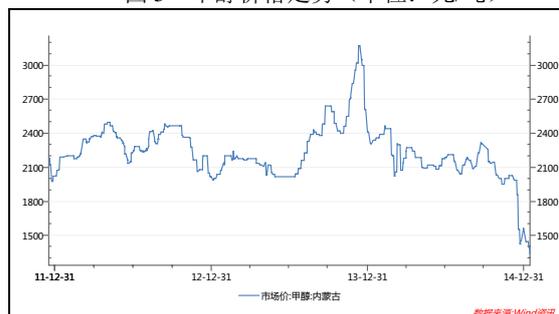
甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

近年来，国内甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。根据生意社数据显示，2014 年中国甲醇生产企业330家，较去年新增18家，新增产能超900万吨，总产能超过6400万吨，产能增长率16.07%，同比保持稳定增长。2014 年全年国内甲醇开工率维持在60%以上或附近的水平，产量保持增长。预计2015年国内甲醇产

能将达到7000~7500万吨。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

图 5 甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，以内蒙古甲醇市场价为例，2012 年，国内甲醇价格在 2000~2500 元/吨区间震荡，振幅较大；2013 年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响，甲醇价格出现了一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬；2014 年以来下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈下行趋势，2014 年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。

进口方面，海外的甲醇主要以天然气为原料，具有成本较低的优势。在甲醇价格上升阶段，进口甲醇具有一定的成本优势。中国甲醇进口量自 2009 年开始维持在五百万吨以上水平，但自 2013 年开始有所下滑，2013 年中国累计进口甲醇 485.85 万吨；2014 年 1~11 月累计进口甲醇 394.65 万吨，同比减少 59.26 万吨，累积平均进口价格 397.69 美元/吨，较上年同期上涨 17.42 美元/吨。出口方面，2010 年开始甲

醇出口量维持递增态势, 2013 年则由 6.73 万吨迅速增长至 77.28 万吨; 2014 年 1~11 月中国累计出口甲醇 71.30 万吨, 较上年同期略有增长, 甲醇累积平均出口价格 433.60 美元/吨, 较上年同期下降 38.00 美元/吨。2014 年 1~11 月份国内甲醇表观消费量 3708.88 万吨, 较上年同期增长 23.58%。

未来发展方面, 经过数年培育和发展, 甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大, 成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例, 国内目前建成投产的甲醇制烯烃共 6 套, 合计烯烃产能 266 万吨, 按平均 85% 负荷率计算, 年消耗甲醇约 670 万吨。2014 年还将有 6 套合计 300 万吨的甲醇制烯烃项目投产, 国内对甲醇需求数量将继续增加。

总体看, 现阶段国内甲醇产能过剩严重, 2014 年四季度以来, 受多重因素影响甲醇价格快速下滑。未来随着甲醇下游应用领域不断拓宽, 国内甲醇需求将呈缓慢回升态势。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变, 随着经济快速发展能源需求将持续增加, 未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出, 产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

资源综合利用及循环经济集群。干熄焦、煤调湿、余能余热综合利用, 为焦化行业循环经济发展提供技术支撑。

清洁型燃气能源集群。城市及工业燃气项目, 为周边工业企业提供氢气、燃气资源, 推动周边区域工业企业向资源节约型、低碳经济方式发展, 降低对生态环境负面影响。

化工产品深加工集群。煤焦油深加工、苯类深加工、焦炉煤气制甲醇、制液化天然气、二甲醚、炭黑、萘系列、酚系列、针状焦、石墨碳素等产品, 建立焦化行业资源综合化利用新模式。

工艺、技术改造创新

煤化工行业对环境影响较大, 未来气候环境的硬性指标将会对煤化工行业形成较大冲击, 低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。煤化工企业对工艺、技术改造与创新需要符合绿色气候环境标准的要求, 进一步提高企业经济竞争优势。

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化经营方式发展, 深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的高新技术、新工艺、新流程、新材料。对现有企业生产工艺进行改造, 利用新工艺降低老工艺对优质资源的依赖度, 企业大力实施技术改造和产业创新, 为煤化工企业转型升级提供科学技术支撑, 提升煤化工行业创新能力和管理水平。

产品结构调整, 扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工产品; 市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象, 同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

焦油深加工项目, 开发高附加值的萘油深加工及精萘、山梨酸钾等产品; 开发甲苯、二甲苯等产品; 科学实施甲醇、全氨等项目, 扩展焦炉煤气利用领域。

上下游产业链跨行业重组

煤化工企业采取企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式, 企业在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。

独立焦化企业与煤炭、钢铁、化工企业紧密型联合重组, 整合现有焦化优势产能, 最大限度实现生产要素和资源的优化配置, 实现产业链纵向整合。

3. 行业政策

2012 年 3 月, 国家发改委专门下发通知, 对相关煤化工项目设置门槛, 以切实加强煤化

工产业的调控和引导。由国家发改委、国家能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》已通过国家发改委主任办公会，拟于近期发布实施。该政策的核心内容是产业升级与总量控制。

此外，工信部鉴于宏观经济环境以及节能减排、环境保护日益上升到更重要位置，于2012年11月14日发布通知，拟组织中国炼焦行业协会修订焦化行业准入条件。预计随着新政策出台，炼焦产业准入门槛将提高，届时将淘汰一批落后小产能，有助于提高产业集中度，促进炼焦产业良性发展。

进出口方面，自2013年1月1日起，焦炭出口关税以及配额全部取消，转变成出口证支付，对于焦炭出口总量的控制逐渐放松，焦炭的外部需求市场逐渐放开，出口将有利于缓解国内焦炭市场的产量以及过剩产能压力。

4. 行业发展

从资源储量角度看，煤将是潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

从近期来看，钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化，而炼焦化学品如萘、蒽等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品的开发研究，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。从长期来看，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为煤化工行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下

游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。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。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。山西省人民政府国有资产监督管理委员会是公司的唯一出资人与实际控制人，履行出资人职责。

2. 企业规模

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2013年度中国煤炭工业产量100强中居第9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。2013年公司原煤产量达到7063万吨。

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。

3. 人员素质

公司董事长、党委书记李晋平先生，博士学位，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 2014 年 9 月底，公司在册员工总数为 109607 人，在岗员工中专业技术人员 16360 人，专业技术人员具体构成如下：

学历结构：大学以上学历 8343 人，占 51.00%；大专学历 4908 人，占 30.00%；大专学历以下 3109 人，占 19.00%。

专业结构：副高级及以上职称 1702 人，占 10.40%；中级职称 4745 人，占 29.00%；中级职称以下 9913 人，占 60.60%。

除专业技术人员以外，其他员工主要为生产类人员。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。

4. 技术水平

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。

5. 外部环境及股东支持

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矿集团有限公司（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所不同，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. 法人治理结构

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 3 名，其中董事长 1 名、副董事长 1 名。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. 经营现状

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，近年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，有助于公司抵御煤炭价格波动风险。

2011~2013 年，公司营业收入及营业利润年均变动幅度分别为 31.65%和-59.59%。2013 年，公司实现营业收入合计 1971.78 亿元，同比增长 15.30%，其中主营业务收入 1887.90 亿元。

从构成来看，2013 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 12.64%和 87.36%，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，2013 年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司毛利润的 84.06%和 13.40%，煤炭业务仍是公司主要利润来源。2013 年公司非煤业务对利润贡献有所下降，公司经营风险分散能力有待进一步提高。

从毛利率来看，2013 年公司煤炭业务毛利率较 2012 年有所上升，主要是公司调整安全费用以及大量降低员工工资，进一步压缩公司成本所致，但主营业务毛利率同比下降 1.83 个百分点，主要是非煤业务占主营业务收入比重上升，而该类业务毛利率较低所致。

2014 年 1~9 月，公司共实现主营业务收入 1614.47 亿元，主营毛利润 79.37 亿元，主营毛利率为 4.92%，毛利率较 2013 年进一步下降。

表 3 近年公司主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-9 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	132.67	12.18	47.30	133.08	8.06	45.19	97.09	5.14	55.69	98.48	6.10	29.22
洗煤	149.18	13.69	54.83	143.85	8.71	44.87	141.65	7.50	38.14	76.50	4.74	31.52
非煤产业												
贸易	680.48	62.46	0.70	1248.54	75.62	0.00	1501.96	79.56	0.35	1318.25	81.65	0.22
煤化工	49.46	4.54	8.44	33.50	2.03	0.00	46.07	2.44	6.90	31.15	1.93	4.88
化肥	26.45	2.43	7.13	27.49	1.66	14.15	15.39	0.82	7.02	11.87	0.74	5.22
其他	51.29	4.70	6.65	64.68	3.92	6.18	85.74	4.54	8.95	78.22	4.84	11.23
主营业务收入合计	1089.52	100.00	14.58	1651.14	100.00	8.47	1887.90	100.00	6.64	1614.47	100.00	4.92

资料来源: 公司提供

2. 煤炭产业

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 个县区开展资源整合工作, 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, 同时受煤炭行业景气度下行影响, 整合产能的投入运营进度存在不确定性。同时, 大规模的整合也造成了较大的资本支出计划, 加重公司债务负担。

煤炭生产

公司煤炭生产基地主要包括山西省内和新疆两大基地。山西省内现有生产矿井 13 个, 核定产能 4510 万吨/年, 资源整合矿井 34 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。

2011~2013 年公司煤炭产量保持增长, 其中, 2011 年公司累计生产原煤 6118 万吨, 同比增长 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, 新增煤炭产能超过 450 万吨。2012 年累计生产原煤 6125 万吨, 与 2011 年基本持平, 2013 年, 公司煤炭产量达 7063 万吨, 较 2012 年增长 15.31%。主要是公司部分在建矿产及旧矿扩产改造完成所致。

未来短期内公司煤炭产能增长将继续集中于新疆（合计 1300 万吨/年）和山西本地矿井（合计 1000 万吨/年）的资源整合。受煤炭行业景气下行影响，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 4 近年公司煤炭生产指标比较

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
原煤产量(万吨)	6118	6125	7063	5493
采煤机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	13.99	12.67	15.56	15.439
死亡率(人/百万吨)	--	0.04	0.10	0.014

资料来源：公司提供

公司在煤炭生产中，强调集约高效生产，煤炭开采机械化程度行业领先，安全投入标准较高。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。受煤炭行业整体景气度下滑，公司安全费用有所调整，由 50 元/吨下调至 37 元/吨。

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。煤炭销量方面，2013 年运销公司共完成商品煤销售合计 6212 万吨，较 2012 年增长 15.12%，保持稳定增长态势。2014 年 1~9 月，公司销量为 4780 万吨，占 2013 年全年的 76.95%。

销售价格方面，公司近年商品煤售价与煤炭市场同步波动，商品煤销售均价分别为 581.34 元/吨、543.15 元/吨和 463.21 元/吨。2014 年 1~9 月，公司商品煤销售均价为 369.47 元/吨，在宏观经济增速减缓的背景下，公司下游各行业均不同程度出现需求下滑形势，喷吹煤销量有所下降，导致公司煤炭板块整体均价加速下行。

表 5 公司商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-9 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	3852	427.14	3752	543.15	3904	374.25	3202	312.68
喷吹煤	1122	971.11	1347	859.43	1702	706.92	1159	549.85

洗精煤	304	1130.34	251	966.29	163	807.68	135	604.71
洗块煤	39	815.25	--	--	--	--	--	--
其他洗煤	79	336.02	171	221.36	443	162.58	284	161.42
合计	5396	--	5521	--	6212	--	4780	--

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。其中喷吹煤和洗精煤的主要客户有宝钢、武钢、莱钢、太钢和天津钢厂等；洗块煤主要供应下属子公司山西天脊煤化工集团公司，原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、汉川电厂等电厂，公司混煤供应量占以上各家主要电厂总采购量 10% 以上，对电厂煤炭采购有一定影响。混煤主要供应给山西鲁晋王曲电厂、江西青苑燃料公司、武汉生资燃料公司等。公司煤炭销售推行“以喷吹煤为核心，以效益煤为主导”的销售结构调整，在开通宝钢、武钢、莱钢喷吹煤直达列车的基础上，不断加大首钢、鞍钢、太钢、马钢、天钢等大型钢铁客户的培育。煤炭产品下游销售主要集中在电力行业，约占总销售的 60%，钢铁行业占到 20%，焦化行业占到 10%，化工行业占 6%，其他行业占 4%。

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 1122 万吨和 1347 万吨和 1702 万吨，分别占当年商品煤总销量的 20.79%、24.40% 和 27.44%。公司喷吹煤品质较高，是国内的主要喷吹煤供应商，目前喷吹煤产量约占国内市场 1/3。2014 年 1~9 月，公司喷吹煤销量有所下降，对公司的利润产生了一定影响。

3. 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。2013 年，非煤业务实现收入 1649.17 亿元，同比增长 19.32%，实现毛利润 17.23 亿元，较 2012 年上升 8.78%，对公司毛利润贡献为 10.45%。2014 年 1~9 月，公司非煤业务实现收入 1438.16 亿元，占 2013 年全年的 87.21%。

贸易业务

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。2013 年公司贸易板块实现营业收入 1501.96 亿元，同比增长 20.30%，2013 年公司营业收入增长主要来自贸易板块，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。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

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。

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 2013 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（或硝酸磷钾肥 100 万吨/年）、硝铵 20 万吨/年、矿渣水泥 28 万吨/年、苯胺 13 万吨/年。

联合资信关注到，2012 年 12 月 31 日，天脊集团下属天脊方元公司苯胺装置灌区因输送软管破裂发生苯胺泄露，造成了较为严重的环境污染和负面社会影响。事故调查结束后，

政府主管机构对天脊集团、天脊方元公司及本次事故的相关责任方予以行政处罚，并追究相关负责人员的行政和法律责任。

上述事故发生后，天脊集团全面停产整顿，对公司煤化工板块收入及利润有一定负面影响，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。截至目前，天脊集团已全面恢复生产，联合资信将密切关注此次事件的后续进展。

煤基合成油业务

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。

光伏业务

光伏产业方面，主要生产企业为山西潞安高纯硅业科技有限责任公司，目前太阳能和多晶硅项目建设已接近收尾，预计可形成 2500 吨/年的产能。公司多晶硅产业依托当地原料充足、纯度高的优势，预计成本控制能力较强。

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。公司太阳能和多晶硅项目预计总投资达到 66.00 亿元，截至 2014 年 9 月底，公司已累计投入 64.86 亿元，考虑到目前光伏产业持续低迷，公司该板块投入规模较大，存在一定风险。

4. 经营效率

2011~2013 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 21.33%；受益于公司贸易业务快速扩张，公司营业收入年均增长 31.65%，公司资产增长质量和业务发展情况良好。

从经营效率指标看，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有所下降，2013 年分别为 13.13 次、17.55 次和 1.42 次，均低于三年均值。总体看公司经营效率良好。

5. 在建工程

截至 2014 年 9 月底，公司重点在建工程 6 项，其中，煤矿项目 2 个，合计产能 1300 万吨/年，煤基化工项目 2 个，光伏产业项目 2 个。在建项目计划总投资 418.75 亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 223.42 亿元。高纯度多晶硅项目、20 万吨聚氯乙烯项目均已具备试产或试车条件。煤基油项目将是公司未来的重点发展项目。

表 6 公司重点在建工程情况 (单位: 亿元)

工程名称	计划总投资	2014 年 9 月底累计投资	设计产能	工程进度
古城煤矿	67.94	27.73	年产 1000 万吨煤矿、选煤矿及配套铁路专线	主斜井完成进尺 495 米，副立井井筒到底，改绞完成；土建工程综合楼投入使用，办公楼和联合建筑正在施工；主、副井变电所已完成。
煤基油项目	230.00	67.03	150 万吨/年 F-T 合成和油品精制、30 万吨/年焦油加工和 103MW 余热发电	项目可研报告进行内部评审，规划院审查并修改，总体设计在洛阳设计院召开了总体设计重要方案讨论会，确定了公用工程工艺方案。F-T 工艺包合同已完成手续办理。煤气化、低温甲醇洗、变换、硫回收等 4 个主要工艺包招标结束。大件厂房的基础施工已开工。
高纯度多晶硅项目	33.00	31.09	年产 2500 吨高纯度多晶硅	土建、安装工程已全部完工，基本已验收完毕，工艺设备已全部安装调试完毕，具备运行条件。
李村煤矿	37.88	45.94	年产 300 万吨煤矿、选矿	李村矿井巷道完成进尺 14500M，矿井主要生产系统已全部完成；办

			厂及配套铁路专线	公楼等相应配套设施已投入使用；安装工程的相应设备正在调试当中。
太阳能科技项目	33.00	33.77	年产 240MW 电池片及电池组片	综合楼、120MW 电池及组建厂房、240MW 切片厂房、60MW 多晶厂房、180MW 单晶厂房、库房、锅炉房、主门卫废水处理站、动力站及水池、氮氧气罐区、煤层气罐区、硅烷站、240MW 项目燃气站等已投入使用。室外工程、240MW 电池厂房、丙类库、宿舍区及浴室正处于施工阶段。
20 万吨聚氯乙烯项目	16.93	17.86	年产 20 万吨聚氯乙烯及配套的离子膜烧碱	项目基本建设进度完成全部工作量的 95% 以上，建安工程施工处于收尾阶段，9 月份开始进入试车阶段。
合计	418.75	223.42		

注：李村煤矿项目、太阳能科技项目、20 万吨聚氯乙烯项目的目前累计投资大于计划总投资，追加投资的批复正在申报过程中。

资料来源：公司提供

6. 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 7 公司未来三年投资规划（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	资金来源		截至 2014 年 9 月底	2014 年	2015 年	2016 年
		自筹	贷款	完成	计划投资	计划投资	计划投资
古城矿井	67.94	23.78	44.16	27.73	14.40	15.00	15.00
李村矿井	30.79	10.78	20.01	45.94	11.40	9.26	
煤基油	230.00	92.00	138.00	67.03	97.21	50.00	50.00
合计	328.73	126.56	202.17	140.70	123.01	74.26	65.00

资料来源：公司提供

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。同时，公司在建项目多，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。

总体看，考虑到煤炭主业盈利恶化，较大的未来投资规模导致公司对外部融资渠道存在较强的依赖性，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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 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；2014 年 1~9 月报表未经审计。

2013 年公司纳入合并报表的子公司合计 52 家，合并报表范围增加二级子公司 8 家。合并范围变化事项对公司财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 1523.03 亿元，所有者权益 309.20 亿元（包含少数股东权益 148.83 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元，利润总额 6.07 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1581.91 亿元，所有者权益 316.52 亿元（包含少数股东权益 151.77 亿元）。2014 年 1~9 月公司实现营业收入 1663.19 亿元，利润总额 1.58 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额年均增长 21.33%，截至 2013 年底，公司资产总额为 1523.03 亿元，较上年增长 20.54%，主要是货币资金、存货、固定资产和在建工程较快增长所致，其中非流动资产占比 63.65%，占比略微下降。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均增幅 14.96%，截至 2013 年底，公司流动资产合计 553.62 亿元，较 2012 年底增长 21.82%，增长主要来自于货币资金、应收票据、预付款项和存货的增加。

从流动资产构成看，截至 2013 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，其中，应收票据和存货占比上升明显。

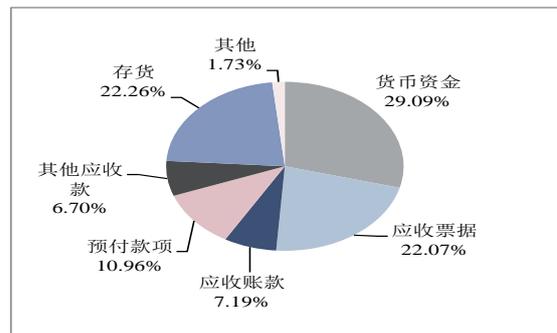
截至 2013 年底，公司货币资金 161.07 亿元，其中受限货币资金 8.72 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及履约保证金。

截至 2013 年底，受公司贸易规模快速扩大的影响，公司应收票据合计 122.21 亿元，较 2012 年底上升 13.79%。

截至 2013 年底，公司其他应收款账面净额 37.11 亿元，同比下降 29.30%，共计提坏账

准备 3.60 亿元，计提比例 8.85%。公司单项金额重大单项计提的坏账准备的其他应收款合计 20.88 亿元，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应付款合计 19.61 亿元，其中，1 年以内的占 55.17%，1-2 年的占 18.90%，2-3 年的占 8.63%，3 年以上的占 17.30%。

图 6 截至 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司存货合计 123.22 亿元，同比增长 41.93%，公司存货以原材料、半成品和库存商品为主。共计提 0.27 亿元跌价准备，计提比例 0.22%，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 2013 年底，公司应收账款合计 39.80 亿元，较上年增长 28.80%，计提坏账准备 2.73 亿元，计提比例为 6.42%，其中，1 年以内的占 84.58%，1~2 年的占 7.29%，2~3 年的占 2.61%，3 年以上的占 5.52%。

截至 2013 年底，公司预付款项合计 60.70 亿元，较上年增长 49.65%，其中，1 年内的占 79.84%，1~2 年的占 8.59%，2~3 年的占 3.77%，3 年以上的占 7.80%。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年均增幅 25.47%，截至 2013 年底，公司非流动资产 969.41 亿元，较 2012 年底增长 19.82%，主要由固定资产（占 38.59%）、在建工程（占 37.19%）、无形资产（占 17.96%）和长期股权投资（占 2.05%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产账面原值

657.08 亿元，累计折旧合计 282.09 亿元，固定资产减值准备 0.92 亿元，固定资产净值 374.07 亿元，较 2012 年底增长 19.70%。2013 年，公司在建工程转入固定资产 75.63 亿元，累计计提折旧费用 37.99 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程合计 360.55 亿元，较上年底增长 31.02%，数额较大项目包括煤基油项目、古城矿项目、李村矿井项目、高纯度多晶硅项目、天脊集团甲醇工程等。

截至 2013 年底，公司无形资产 174.12 亿元，同比增长 7.79%，累计摊销额为 13.07 亿元，主要是由于采矿权的增长所致。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额合计 1581.91 亿元，较 2013 年底增长 3.87%。截至 2014 年 9 月底，公司流动资产合计 543.52 亿元，主要是应收票据大幅下降所致，较 2013 年底下降了 48.72%，主要系票据到期收回及流转下游企业所致。公司非流动资产合计 1038.38 亿元，较 2013 年底上升 10.71%，主要是在建工程项目增加所致。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。

3. 负债和所有者权益

负债

2011~2013 年，公司负债总额年均增长 27.65%，截至 2013 年底，公司负债总额 1213.83 亿元，较上年增长 27.46%，其中流动负债占 49.62%，非流动负债占 50.38%，受公司借款期限变动影响，非流动负债占比较上年有所上升，公司负债结构趋向长期化。

(1) 流动负债

2011~2013 年，公司流动负债年复合增长 15.09%，2013 年底合计 602.29 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 2013 年底，公司短期借款 104.28 亿元，其中信用借款 96.49 亿元；一年内到期的非流动负债 104.75 亿元，其中一年内到期的长期借款 97.03 亿元，一年内到期的长期应付款 7.72 亿元。

截至 2013 年底，公司应付票据合计 52.93 亿元，同比增长 57.45%。同期，公司应付账款合计 227.15 亿元，同比增长 21.59%。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 83.63%，1~2 年占 10.71%，综合账龄较短。

截至 2013 年底，公司预收款项合计 45.89 亿元，同比小幅下降 5.17%，其中 1 年内款项占 80.05%，主要是下游客户煤炭采购预付款。

截至 2013 年底，公司其他应付款合计 31.94 亿元，同比小幅上升 0.84%，其中 1 年内款项占 57.74%，1~2 年款项占 14.00%，2~3 年款项占 23.62%。

(2) 非流动负债

2011~2013 年，公司非流动负债持续上升，2013 年底受长期借款及应付债券大幅增长影响，公司非流动负债合计 611.54 亿元，同比增长 45.16%，主要由长期借款（占 48.80%）和应付债券（占 36.34%）构成。

截至 2013 年底，公司长期借款 298.41 亿元，同比增长 12.00%，其中信用借款 225.01 亿元。

截至 2013 年底，公司应付债券合计 222.22 亿元，同比增长 65.04%。

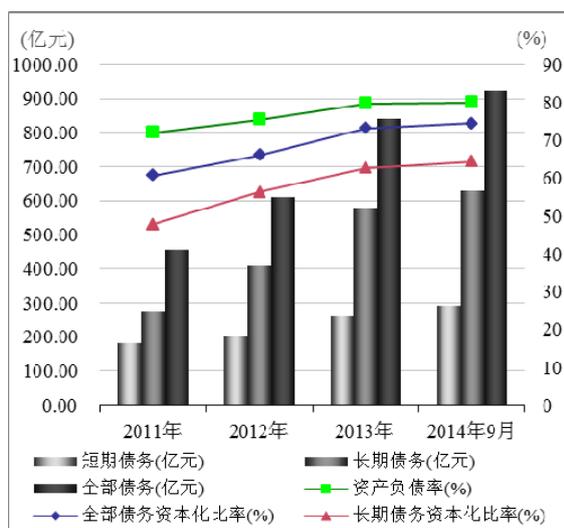
截至 2013 年底，公司长期应付款合计 37.19 亿元，主要为采矿权转让款。

截至 2013 年底，公司其他非流动负债合计 52.31 亿元，主要是 50.65 亿元的平安一潞安债权投资计划。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额合计 1265.39 亿元，较 2013 年底增长 4.25%。其中流动负债占 46.77%，占比较 2013 年底略微下降，主要是应付账款和一年内到期的非流动负

债规模快速下降所致。

图 7 近年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

有息债务方面，2011~2013 年，随着公司经营规模扩张，公司全部债务规模年均增长 35.82%，截至 2013 年底公司全部债务为 841.46 亿元，较上年增长 37.61%，主要是长短期债务增长以及新增债权投资计划所致。截至 2013 年底，公司长期债务占全部债务比重为 68.87%，债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

债务指标方面，2013 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 79.70%、73.13% 和 62.74%，分别较 2012 年上升 4.33、7.09 和 6.43 个百分点。债务负担有一定程度加重。

截至 2014 年 9 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 79.99%、74.46% 和 64.33%。

整体看，公司债务负担重，2013 年以来长期债务规模快速扩张，债务期限结构得以优化。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 309.20 亿元，较 2012 年底下降 0.63%，主要是净利润为负，转入未分配利润下降所致；归属母公司权益由实收资本（占 15.68%）、资本公

积（占 35.36%）、专项储备（占 19.29%）和未分配利润（占 26.77%）构成，2013 年公司实收资本增加主要是山西省煤炭可持续发展基金专项拨款转增实收资本；未分配利润占比相对较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计 316.52 亿元，较 2013 年底增长 2.37%，增长主要来自资本公积增加，资本公积增加主要是被投资单位其他权益增加、可供出售的金融资产公允价值变动和项目专项金转入所致。所有者权益构成较 2013 年底基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益保持稳定，所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性一般。

4. 盈利能力

2011~2013 年，受贸易业务规模快速扩张影响，公司营业收入年均增幅 31.65%，同期公司营业成本年均增幅 37.59%，高于营业收入增幅，导致公司营业利润大幅波动。2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元，营业成本 1843.19 亿元，利润总额 6.07 亿元，营业收入与成本同比分别增长 15.30% 和 17.63%，利润总额下降 77.04%。

主要受贸易规模的扩大、以及煤化工和化肥等业务收入的增长，公司营业收入增长较快；受非煤业务占收入比重明显上升，而该类业务毛利率较低影响，公司营业成本增速快于营业收入。受煤炭价格整体下跌以及贸易毛利较低的影响，利润总额较上年下降幅度较大。

期间费用方面，2013 年公司期间费用合计 113.78 亿元，占营业收入的 5.77%，占比较 2012 年下降 0.48 个百分点，近年来公司期间费用占营业收入比重持续下降，但受公司债务规模快速上升的影响，期间费用规模呈上升趋势。

盈利指标方面，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，近三年公司营业利润率逐年下降，分别为 13.81% 和 7.97% 和 6.14%。2013 年由于利润增幅低于资产和净资产增幅，同时公司净利润由正转负

的影响，净资产收益率及总资本收益率有所下降，分别为-2.05%和 2.10%。

2014 年 1~9 月，公司营业收入和利润总额分别为 1663.19 亿元和 1.58 亿元，其中营业收入和利润总额分别占 2013 年全年的 84.35% 和 26.03%，公司营业收入保持正常水平，受煤炭价格持续下降影响，公司利润总额下降幅度较大。

总体看，2013 年伴随贸易规模大幅度增长，公司整体收入规模增长明显，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 2013 年及 2014 年 1~9 月净利润持续为负，经营压力加大。

5. 现金流分析

经营活动现金流入方面，2011~2013 年公司经营活动现金流入量年均增长 27.97%，2013 年公司经营活动现金流入量为 1755.02 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 32.30%，2013 年公司经营活动现金流出量 1738.25 亿元，公司经营现金流量净额持续弱化。2013 年，受贸易板块票据背书的影响，公司现金收入比保持较低水平同比下降 0.62 个百分点，为 87.09%。整体看，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，2013 年公司股票交易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 744.36%，为 254.49 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，2012 年投资活动现金流出 357.40 亿元，同比增长 120.05%。2013 年公司投资活动现金流量净额 -101.38 亿元，同比减少 22.33%。筹资活动前现金流量净额合计 -84.61 亿元，外部融资需求小幅下降。

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。2013 年公司筹资活动现金流入量为 433.98 亿元；筹资活动现金

流出 308.56 亿元；筹资活动现金流量净额为 125.42 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入合计 1253.03 亿元，流量净额 11.01 亿元；投资活动现金流量净额为 -66.38 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 74.25 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；但面对较大规模的工程建设及大规模存续债务的回转接续，公司对外部融资渠道的依赖程度很高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年 9 月底公司流动比率和速动比率分别为 91.85% 和 69.06%，2013 年，公司货币资金、应收票据和存货等流动资产大幅度增长，但流动负债中应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债规模快速扩大，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般；受经营活动现金流量净额明显下降影响，2013 年公司经营现金流动负债比为 2.78%，较上年 5.30% 有所下降。总体来看，公司短期偿债指标有所弱化，但公司经营性现金流入规模大，对短期债务的覆盖程度高，总体仍处于正常水平。

从长期偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.54 倍；公司全部债务/EBITDA 为 10.88 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降。考虑到公司行业地位、规模优势及外部支持，总体看，公司整体偿债能力适宜。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保 107.34 亿元，占当期公司所有者权益的 34.12%，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 57.34 亿元，目前被担保单位经营情况良好，但公司对外担保规模较大，担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得银行授

信 1100.00 亿元，其中，未使用额度 546.69 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。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G10140423000001807），以及公司过往公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，截至2015年3月17日，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

8. 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

鉴于前述对本期中期票据所设置条款的分析，下述偿债能力分析视本期中期票据为有息债务。

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占公司 2014 年 9 月底全部债务的 1.08%，占长期债务的 1.75%，本期中期票据对公司现有债务影响较小。

截至 2014 年 9 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 79.99%、74.46% 和 64.33%；公司于 2014 年 12 月和 2015 年 2 月分别发行两期中期票据“14 潞安 MNT001”（额度 20 亿元），“15 潞安 MNT001”（额度 10 亿元）以及一期超短期融资券“15 潞安 SCP001”（额度 20 亿元）。考虑以上两期中期票据及一期超短期融资券及本期拟发行中期票据，本期中期票据发行后公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比

率将分别上升至 75.63% 和 65.86%，考虑到公司在会计处理上可能将本期中期票据计入权益类科目，故公司实际债务指标可能低于预期。

整体看，本期中期票据对公司现有债务影响不大，发行成功后将一定程度优化公司现有债务结构。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据计划发行额度为 10 亿元，2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量和现金净流量加权均值分别为 1579.08 亿元和 32.19 亿元，为本期中期票据本金的 157.91 倍和 3.22 倍。2013 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 1755.02 亿元和 16.77 亿元，为本期中期票据的 175.50 倍和 1.68 倍，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度很高。合并考虑 2014 年 12 月和 2015 年 2 月分别发行两期中期票据“14 潞安 MNT001”（额度 20 亿元），“15 潞安 MNT001”（额度 10 亿元），公司近三年经营活动现金流入量加权平均值、2013 年公司经营活动现金流入量、公司近三年经营活动现金净流入加权平均值以及 2013 年公司经营活动现金净流入对上述三期合计 40 亿元的中期票据保障倍数分别 39.48 倍、43.88 倍、0.81 倍和 0.42 倍。

2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 111.00 亿元、107.24 亿元和 77.35 亿元，分别为本期中期票据的 11.10 倍、10.72 倍和 7.74 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。同时考虑 2014 年 12 月和 2015 年 2 月分别发行两期中期票据“14 潞安 MNT001”（额度 20 亿元），“15 潞安 MNT001”（额度 10 亿元），公司近三年 EBITDA 分别为为三期中期票据合计额度 40 亿元的 2.78 倍、2.68 倍和 1.94 倍。

总体而言，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

十、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户重点煤炭企业之一，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。近年来公司资产及收入规模快速增长；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。

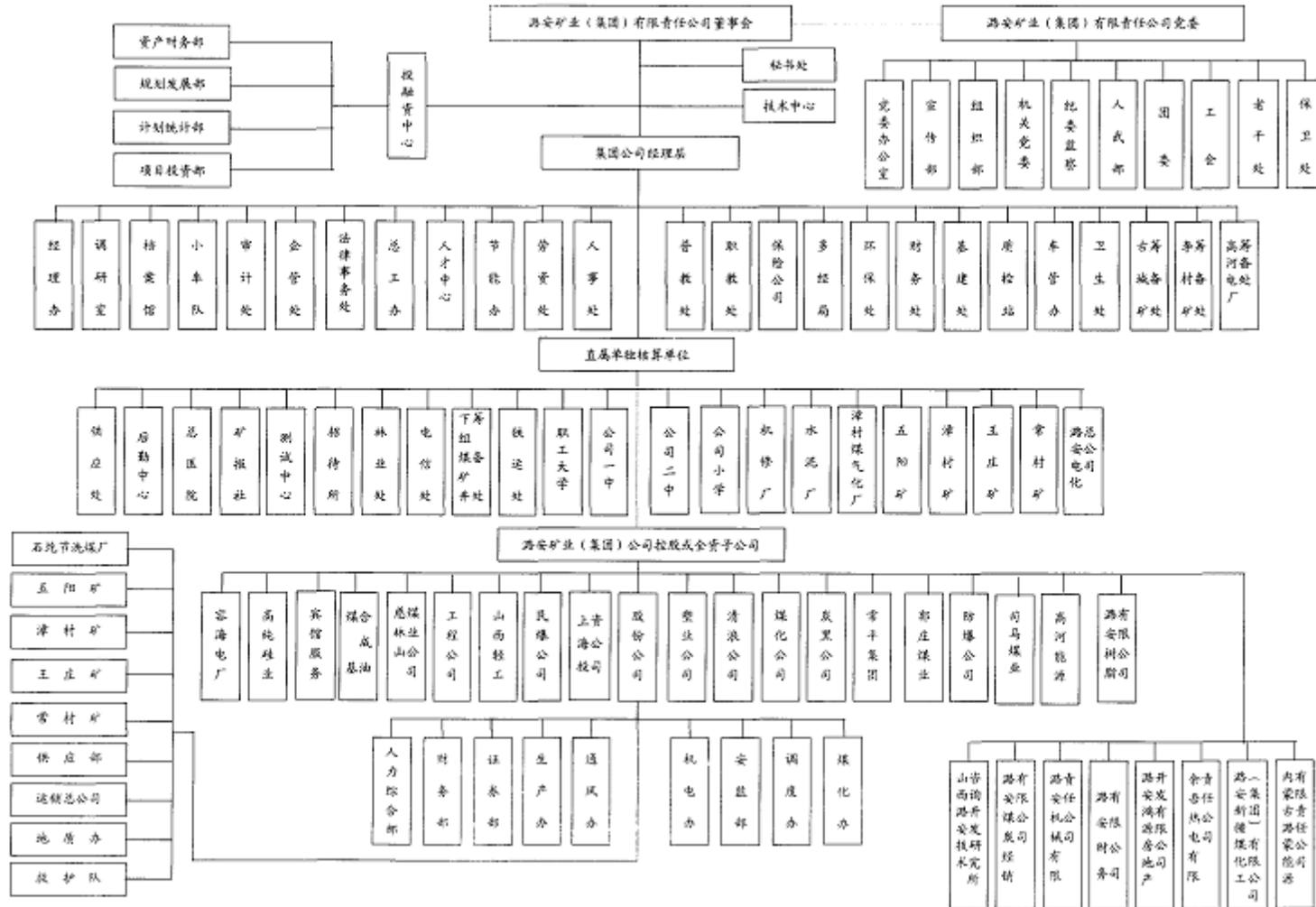
目前公司运营稳定，资产质量好，资产和收入规模大，但公司煤炭行业景气持续下行对公司盈利能力形成压制，进而影响公司偿债指标表现，同时，公司对外担保额度较大，债务负担较重，伴随大规模的资本支出计划，对外融资需求较大。

未来随着公司在建项目的持续推进，公司产业链得以继续完善，在煤炭下游需求复苏时，公司重组形成的产能储备有望帮助公司盈利能力快速恢复。总体看，公司主体信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障程度高，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	237.81	241.21	289.58	253.53
资产总额(亿元)	1034.66	1263.51	1523.03	1581.91
所有者权益(亿元)	289.75	311.15	309.20	316.52
短期债务(亿元)	181.63	204.07	261.96	292.95
长期债务(亿元)	265.66	401.08	520.63	570.72
全部债务(亿元)	456.13	611.47	841.46	922.54
营业收入(亿元)	1137.64	1710.16	1971.78	1663.19
利润总额(亿元)	45.36	26.44	6.07	1.58
EBITDA(亿元)	111.00	107.24	77.35	--
经营性净现金流(亿元)	78.61	26.95	16.77	11.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.04	12.21	13.13	--
存货周转次数(次)	30.47	20.79	17.55	--
总资产周转次数(次)	2.20	1.49	1.42	--
现金收入比(%)	93.59	87.71	87.09	73.37
营业利润率(%)	13.81	7.97	6.14	4.65
总资本收益率(%)	6.26	4.15	2.10	--
净资产收益率(%)	9.84	3.16	-2.05	--
长期债务资本化比率(%)	47.83	56.31	62.74	64.33
全部债务资本化比率(%)	60.69	66.04	73.13	74.46
资产负债率(%)	72.00	75.37	79.70	79.99
流动比率(%)	92.13	89.40	91.92	91.85
速动比率(%)	78.07	72.33	71.46	69.06
经营现金流动负债比(%)	17.29	5.30	2.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	3.76	2.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	5.70	10.88	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	107.18	162.40	175.50	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	7.86	2.70	1.68	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	11.10	10.72	7.74	--

注：2014 年三季度财务数据未经审计；

全部债务中包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(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
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%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

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 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 2015年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据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，山西潞安矿业（集团）有限责任公司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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，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。

