跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]781 号

山西潞安环保能源开发股份有限公司：

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

山西潞安环保能源开发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山西潞安环保能源开发股份有限公司公开发行的“17 环能 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年 五月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

山西潞安环保能源开发股份有限公司
公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模（亿元）	债券期限（年）	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 环能 01	60	5（3+2）	AAA	AAA	2018.6.25

担保方：晋商信用增进投资股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 5 月 22 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	664.74	652.66	642.95
所有者权益（亿元）	203.37	224.73	238.15
长期债务（亿元）	110.66	83.48	--
全部债务（亿元）	264.00	230.09	--
营业收入（亿元）	235.44	251.40	56.20
净利润（亿元）	24.66	19.41	8.43
EBITDA（亿元）	58.01	53.66	--
经营性净现金流（亿元）	23.73	93.40	10.08
营业利润率（%）	32.86	32.04	33.47
净资产收益率（%）	12.87	9.07	3.64
资产负债率（%）	69.41	65.57	62.96
全部债务资本化比率（%）	56.49	50.59	--
流动比率（倍）	0.91	0.87	0.90
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.36	4.67	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	0.89	--

担保方

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	111.12	176.67
所有者权益（亿元）	60.49	62.74
营业收入（亿元）	1.90	6.00
净利润（亿元）	3.22	4.34

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、其他应付款中借款款项计入短期债务，长期应付款中融资租赁款计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”或“公司”）作为山西省规模最大的喷吹煤生产企业，在煤炭资源储备规模、煤炭品质等方面仍保持优势。2018 年，公司主营业务盈利水平高，整体盈利能力较强，经营现金流状况良好；债务规模及债务负担明显下降。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司未来产能利用存在不确定性以及存在一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来我国经济总量仍将保持适度增长，同时随着去产能政策逐步落实，煤炭价格有望保持较高水平，有利于公司盈利水平的保持。

本次债券由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。晋商增信作为省国资背景的担保公司，资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本次债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”。同时维持“17 环能 01”的“AAA”债项信用等级。

优势

1．公司为山西省最大的喷吹煤生产企业，相关煤炭资源储量规模较大，剩余开采年限较长，整体规模优势明显。

2．2018 年，公司煤炭销量和销售均价基本保持稳定；经营现金流状况良好；公司债务规模及债务负担明显下降。

3．2018 年，晋商增信资产规模及利润进一步增长，同时资产质量较好，其担保对于“17 环能 01”的到期还本付息具有一定积极的影响。

关注

1．煤矿安全生产风险仍然存在，尤其是随着公司主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大。

2．公司在建项目规模较大，受供给侧改革影响，公司技改项目未来产能利用存在不确定性。

3、应收账款、应收票据规模较大，对公司资金形成一定占用；全部债务仍以短期债务为主，公司短期偿债压力较大。

分析师

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

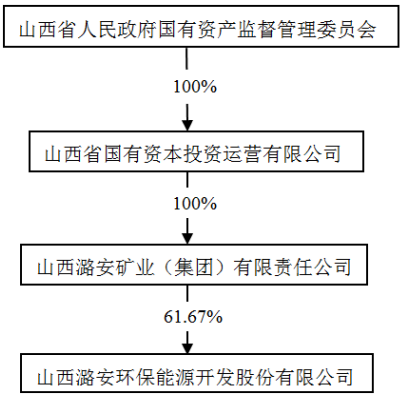
联合信用评级有限公司

一、主体概况

山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“公司”或“潞安环能”）成立于 2001 年 7 月，是经山西省财政厅晋财企[2001]106 号文件批准，由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产（经北京中企华资产评估有限公司出具评报字[2001]第 014 号评估报告确认为 6.46 亿元）作为出资，郑州铁路局、上海宝钢国际经济贸易有限公司、日照港（集团）有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司五家发起人以现金方式投入，共同发起设立的股份有限公司。根据山西省财政厅晋财企[2001]108 号文《关于山西潞安环保能源开发股份有限公司国有股权管理有关问题的批复》，潞安集团投入的净资产折为国有法人股 42,019.00 万股，占本公司股本总额的 91.51%。公司于 2006 年 9 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：“潞安环能”、股票代码：“601699.SH”）。

历经多次派送红股及转增股本，截至 2018 年底，公司总股本 29.91 亿元，潞安集团为第一大股东，持股比例为 61.67%，公司实际控制人为山西省国资委。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及部门设置未发生重大变动；截至 2018 年底，公司在职员工 34,078 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 652.66 亿元，负债合计 427.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 224.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 239.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 251.40 亿元，净利润（含少数股东损益）19.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 26.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 93.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 642.95 亿元，负债合计 404.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 238.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 252.11 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，净利润（含少数股东损益）8.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.45 亿元。

公司注册地址：长治市城北东街 65 号；法定代表人：游浩

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]779 号文核准批复，公司债券已于 2017 年 10 月 30 日发行完毕。债券规模为 60 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；票面利率为 5.34%，每年付息一次，到期还本。债券于 2017 年 11 月 22 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券全称为“山西潞安环保能源开发股份有限公司 2017 年公司债券（第一期）”，债券简称为“17 环能 01”，债券代码为“143366.SH”。

“17 环能 01”于 2017 年 10 月 27 日正式起息，付息日为存续期内每年的 10 月 27 日。2018 年 10 月 27 日，公司已支付 2017 年 10 月 27 日至 2018 年 10 月 26 日期间的利息。

“17 环能 01”由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）提供不可撤销连带责任担保。

本次债券募集资金全部用于偿还金融机构借款。本次债券募集资金净额 59.58 亿元，截至 2018 年底，公司已按照募集说明书用途使用，募集资金余额为 777,077.96 元。

三、行业分析

1. 行业概况

2016 年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017 年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018 年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。

总体看，2018 年，随着供给侧改革的实施以及优质产能的逐步释放，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格保持高位，行业内企业盈利情况良好；未来随着优质产能的进一步释放，供给有望进一步宽松，煤炭价格有下探态势。

2. 煤炭供需

（1）上游供给

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；紧接着又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施，同年 5 月和 7 月先后提出去产能专项补贴以及产能置换方案；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨；相关政策的下发落实，尤其是“276 个工作日”的执行带动煤炭价格开始出现大幅上涨。为了抑制煤价的大幅上涨以及保证冬季取暖煤炭供应，9 月起，发改委逐步放开了 276 个工作日，并于 11 月提出了煤炭供给的“长协模式”。供给侧改革效果明显，2016 年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.20 亿吨，同比增长 3.20%，产量有所回升；2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿元，同比增长 4.43%，增速同比提高 1.11 个百分点。

煤炭进口方面，2017 年 5 月 9 日，国家发改委与多部委《关于严格控制劣质煤炭进口有关措施》，要求限制进口煤同比下降 5~10%（每月进口约 1,500 万吨）；继续引导市场煤价下行，力争迎峰度夏前回落到 570 元/吨以内。2017 年 7 月 1 日起，我国禁止省级政府批准的二类口岸[1]经营煤炭进口业务，超过 12 个港口煤炭进口业务被禁止，多个港口清关条件更加严格；2018 年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸进口煤炭业务陆续开展；2018 年 4 月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继 2017 年 7 月后重启并有所升级。从煤炭进口量看，2016~2018 年，我国煤炭进口量分别为 1.83 亿吨、1.88 亿吨和 1.87 亿吨，同比分别增长 17.83%、增长 2.72%和下降 0.72%，2017 年以来增速下滑明显。

（2）下游需求

煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其分别占煤炭消费总量的 44%、20%、8%和 4%；煤炭最终端需求主要来源于房地产投资和基础设施建设投资。

从下游火电行业看，根据国家统计数据，2016~2017 年我国火电发电量分别为 4.40 万亿千瓦时和 4.61 万亿千瓦时，同比分别增长 4.41%和 4.91%，增速基本保持稳定。2018 年，我国火电发电量 4.98 万亿千瓦时，同比增长 7.98%，火电发电量增速创 2014 年以来新高，主要系 2018 年年初天气较往年寒冷以及夏天较往年炎热，同时 2018 年房地产投资维持较高增速所致。

从下游钢铁行业看，2018 年我国粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 11.61%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于 2017 年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求正规钢铁企业填补。

从终端需求看，2018 年，受房地产去库存政策、利率仍处于较低水平以及房地产开发商加快开工以回笼资金等因素影响，房地产投资力度强劲导致煤炭需求增长；具体看，2018 年全国房地产开发投资完成额 120,264 亿元，同比增长 9.5%，投资增速同比提高 2.5 个百分点；房地产新开工面积增速为 17.2%，同比大幅提高 10.2 个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为 17.17 亿万平方米，同比增长 1.3%，同比下降 4.4 个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由 2017 年底的 5.89 亿平方米下降至 5.24 亿平方米，房地产继续去库存。受去杠杆政策影响，2018 年基础设施建设投资增速由 2017 年的 14.93%大幅下滑至 1.79%，对煤炭需求造成一定影响。

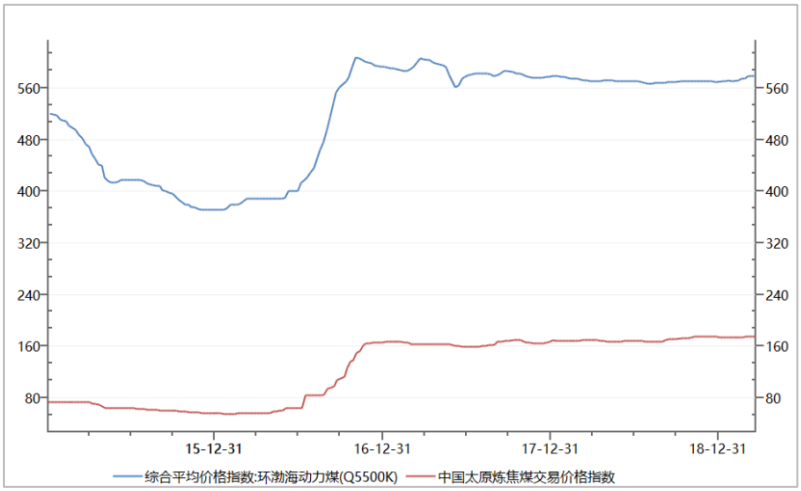
总体看，2018 年，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端偏紧的情况有所缓解；同时，2018 年房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需整体处于紧平衡状态。

3. 煤炭价格

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于 2016 年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；其中，年初天气较往年寒冷，煤炭价格有所增长；国家发改委于 2 月表示不允许有高于 750 元/吨的煤炭进港，大型煤企带头稳价，煤炭价格有所下降；4 月国家加大煤炭进口限制力度，煤价小幅回升；三季度以来，随着电厂为采暖季补库存，煤价震荡走高。随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动中有所上升。

[1] 一类口岸指由国务院批准开放的口岸（包括中央管理的口岸和由省、自治区、直辖市管理的部分口岸），二类口岸指由省级人民政府批准开放并管理的口岸。

图 2　近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019 年，供给侧改革已经进入尾声，国家发改委计划 2019 年增加 1~1.2 亿吨煤炭产量，但年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，很大程度上影响了煤炭供给；预计短期内煤炭供需仍将处于紧平衡状态，煤炭价格将保持高位震荡，但长远看，随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

总体看，2018 年，优质产能进一步释放，煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位；未来随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

4. 行业政策

煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《意见》为起点，国家陆续出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要包括 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列政策稳定煤价。2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、推进煤炭去产能的产能置换和职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。

从政策实施效果看，2016 年计划煤炭去产能 2.5 亿吨、实际完成 2.9 亿吨（国家发改委口径），2017 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 2.5 亿吨（国家发改委口径），2018 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 1.5 亿吨（国家安监局口径）；2016~2018 年，煤炭行业合计完成去产能 6.9 亿吨，超出计划 10.8%，完成“十三五”计划的八成以上。

进入 2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。具体看：

保供给稳煤价方面，2018 年初印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》明确，煤炭去产能重点在“破”“立”“降”上下功夫，由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主，重点处置“僵尸企业”。为加强对电煤中长期合同签订履约的监管，国家有关部门于 5 月组织督查组，对晋陕蒙地区煤炭企业的电煤中长期合同签订履行情况进行全面核查，对履约不规范的企业进行惩戒；11 月发布的《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》延续了近三年来加大中长期协定签约的政策导向。

煤电联营方面，为保障煤炭、电力行业协调发展，缓解煤电矛盾，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发的《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持发展煤电联营，支持

有条件的煤炭企业之间、煤炭与煤化工企业及其他关联产业企业兼并重组。9 月，国家发展改革委、国家能源局联合下发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》，提出鼓励发展多种形式的煤电联营，同等条件下优先支持煤炭和发电企业相互持股比例超过 30%的项目，优先释放煤电联营企业的优质产能等支持煤电联营的具体措施，煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

环保及安全生产方面，国务院于 7 月印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》明确了大气污染防治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图。于 2017 年 12 月经国家安监局审议通过的《煤矿安全培训规定》于 2018 年 3 月 1 日起施行；国家煤监局于分别 5 月和 6 月发布《防治煤矿冲击地压细则》和新版《煤矿防治水细则》，进一步细化煤炭采掘生产规范。2018 年四季度以来，煤炭行业安全事故频发，国务院安委会办公室于 11 月 8 日发布关于进一步加强当前安全生产工作的紧急通知，要求各地坚决防范遏制重特大生产安全事故发生；同时防止和减少煤矿生产安全事故，保护煤矿从业人员生命安全，应急管理部办公厅国家煤矿安监局办公室于 11 月 23 日发布关于《煤矿安全条例（草案征求意见稿）》意见的通知。

总体看，经过 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。2018 年随着供给侧改革进一步推进，国家在保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，以及加强环保及安全生产管理等方面继续加大力度。

5. 行业关注

（1）行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017 年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升；但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，而下游火电企业普遍亏损。未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定性产生重要影响。

（2）安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重。近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出；同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

6. 未来发展

（1）政策支持行业景气度保持稳定、实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格大幅上涨；短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的释放，煤炭行业供给将有所增长；随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

（2）行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小；加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸，煤、电行业产业链进一步完善。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生重大变化。公司部分人员发生调整：2018 年，公司副总经理柴学周、贾双春、张华杰和范文斌因工作变动离任；公司副总经理苏海、李潞斌、翟永军和刘进平因补选聘任。

总体看，跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大调整，整体经营团队保持稳定，同时公司管理制度连续，管理运作水平正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营煤炭采掘与洗选，同时经营少量煤化工业务。煤炭采掘、洗选业务的最终产品主要为混煤（用作动力煤）与喷吹煤，煤化工主要生产焦炭及其附属产品。

2017~2018 年，公司营业收入分别为 235.44 亿元和 251.40 亿元，2018 年公司营业收入同比增长 6.78%，主要系煤化工板块收入大幅增长所致；同期，公司分别实现净利润 24.66 亿元和 19.41 亿元，其中 2018 年公司净利润较上年同期下降 21.27%，主要系资产减值损失大幅增加所致。2017~2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过 95%，公司主营业务突出；公司主营业务构成稳定，仍以煤炭采掘与洗选为主，该业务收入占主营业务收入的比重分别为 89.40%和 86.32%。

从主营业务收入来看，2017~2018 年，由于煤炭销售规模小幅增长，公司煤炭采掘与洗选收入实现小幅增长 4.41%至 215.19 亿元；煤化工业务收入较上年大幅增长 39.47%至 34.10 亿元，主要系煤化工产品销量及销售价格上涨所致。

从主营业务毛利率来看，煤炭采掘与洗选方面，2018 年煤炭价格处于高位运行，煤炭采掘与洗选业务毛利率维持较高水平，分别为 45.26%和 43.11%。煤化工方面，2018 年，煤化工业务毛利率大幅提高 14.56 个百分点至 22.37%，主要系煤化工产品销售价格上涨所致。

表 1　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2017 年			2018 年			收入变动率	毛利率变动率
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
煤炭采掘与洗选	206.10	89.40	45.26	215.19	86.32	43.11	4.41	-2.15
煤化工	24.45	10.60	7.81	34.10	13.68	22.37	39.47	14.56
合计	**230.54**	**100.00**	**41.29**	**249.28**	**100.00**	**40.28**	**8.13**	**-1.01**

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，较上年同期增长 9.26%，主要系商品煤销量增加所致；实现净利润 8.43 亿元，较上年同期增长 21.54%，主要系商品煤销量增加所致。

总体看，煤炭采掘与洗选为公司核心业务；2018 年，由于公司主营业务收入增长，带动公司营业收入有所增长，但由于资产减值损失大幅增加，利润规模大幅下降。

2. 煤炭业务

（1）资源储备

截至 2018 年底，公司合并范围内共有煤炭资源地质储量 45.84 亿吨，其中可采储量 19.03 亿吨，目前公司已投产矿井的核定产能为 4,170 万吨/年；煤种主要为贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3 焦煤和肥煤

等，主要分布在山西省境内。其中，非整合煤矿地质储量 32.43 亿吨，可采储量 16.05 亿吨，核定产能 3,240 万吨/年，主要煤种为贫煤和气煤；整合煤矿地质储量 13.41 亿吨，可采储量 2.99 亿吨，核定产能 1,650 万吨/年，主要煤种为 1/3 焦煤、气煤、肥煤。

表 2　截至 2018 年底公司合并范围内主要非整合矿煤炭资源储备情况

矿名	主要煤种	地质储量（亿吨）	剩余可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	剩余可采年限（年）	2018 年实际产量（万吨）
常村煤矿	贫瘦煤	6.76	3.76	800	47	768.28
王庄煤矿	贫煤	5.46	2.37	710	33	869.20
漳村煤矿	贫瘦煤	1.60	0.74	400	19	356.41
五阳煤矿	贫瘦煤	3.04	1.33	400	33	205.67
余吾煤业	贫煤	14.35	7.15	750	81	997.98
潞宁煤业	气肥煤	1.22	0.69	180	39	256.67
合计	**--**	**32.43**	**16.05**	**3,240**	**42**	**3,453.95**

资料来源：公司提供

从剩余可采年限看，公司主力煤矿（非整合矿）剩余可采年限较长，按核定产能计算，公司剩余可采年限平均为 42 年，可满足公司未来长期发展的需求。

总体看，公司主力煤矿煤炭资源储备量较大，煤炭资源以贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3 焦煤和肥煤为主，剩余可开采年限较长，可保障公司未来发展需求。

（2）煤炭生产

公司煤炭生产以非整合矿为主，2018 年，公司原煤产量为 4,029.84 万吨。2018 年产量中，非整合矿占 85.71%，整合煤矿占 14.29%。

公司采用以销定产的模式，并依据库存量来安排生产。开采的原煤经洗选后销售，最终产品主要为混煤和喷吹煤。2017~2018 年，公司混煤及喷吹煤产量较为稳定。

表 3　公司主要煤炭产品产量（单位：万吨、%）

煤种	2017 年	2018 年	变动率
混煤	2,186.19	2,145.25	-1.87
喷吹煤	1,454.36	1,429.30	-1.72

资料来源：公司提供

从生产指标看，公司综采机械化程度和综掘机械化程度较高，2017~2018 年综采机械化程度均为 100%，综掘机械化程度分别为 91.00%和 89.49%。同时，公司全员工作效率有所增长，2017~2018 年分别为 9.77 吨/工和 9.87 吨/工。公司死亡率均为 0 人/百万吨，整体安全保障程度较稳定。

从生产成本看，公司生产成本主要由折旧费、材料费和人工费等组成，随着开采深度的加深，公司吨煤成本（完全成本法）逐步增长，分别为 347.72 元/吨和 362.58 元/吨。

表 4　公司煤炭板块主要生产指标（单位：%、吨/工、人/百万吨）

项目	2017 年	2018 年
综采机械化程度	100	100
综掘机械化程度	91.00	89.49
全员效率	9.77	9.87
百万吨死亡率	0.00	0.00

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司主要煤炭产品产量保持稳定；公司采煤机械化程度维持较高水平，全员效率有所增长，吨煤成本有所增长。

（3）煤炭销售

公司主要产品中，混煤用作动力煤，主要销往下游大型电力企业；喷吹煤主要在炼铁（钢）替代焦炭起提供热量和还原剂的作用，下游客户主要为大型钢厂。

销售方式方面，公司煤炭销售采用以销定产的方式，以直销为主。公司构建了较为完善的生产运销一体化调度管理体系和“一表三图”客户管理机制。

销售量方面，2018 年，公司混煤及喷吹煤销量整体仍较为稳定；同期煤炭产品产销率均保持较高水平。

销售价格方面，公司产品销售以市场交易价格为准，2018 年，公司混煤销售价格保持稳定，喷吹煤销售价格有所增长。

表 5　公司煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2017 年			2018 年		
	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率
混煤	2,222.00	422.16	101.65	2,231.15	419.29	104.00
喷吹煤	1,433.00	754.50	98.55	1,461.47	812.12	102.25

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司一般采用现汇（占 30%左右）及承兑汇票（占 70%左右）的方式结算，应收账款的账期一般为 1 个月。公司下游客户主要为大型电力企业或钢厂，对公司正常销售回款起到了积极保障作用。

总体看，2018 年，公司煤炭销量较上年基本保持稳定，销售价格处于较高水平。

3. 经营效率

2018 年，受煤炭行业景气度处于高位影响，公司应收账款周转次数和总资产周转次数较上年均基本保持稳定；存货周转率较上年大幅提升。公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 5.76 次、16.70 次和 0.38 次，分别较上年上升 0.09 次、4.41 次和 0.003 次；其中存货周转效率提高幅度较大，主要系煤炭景气度处于高位，存货的周转周期缩短所致。

总体看，2018 年，受煤炭行业景气度处于高位影响，公司经营效率较高。

4. 在建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目为煤矿技改项目，项目预计总投资 96.60 亿元，已投资 55.47 亿元，仍需投入 41.13 亿元。公司前文明、大木厂、元丰、静安等项目仍列为暂时停建矿井。

表 6　截至 2018 年底公司主要在建项目和暂停项目情况（单位：亿元、年、%）

项目	项目名称	总投资	截至 2018 年底累计投入	筹措方案	投资回收期	工程进度
在建项目	孟家窑 120 万吨矿井技改工程	22.15	--	自筹	8.58	100
	潞安焦化亚晋技改项目	10.13	11.55	自筹	5.63	79
	温庄 120 万吨技改项目工程	7.48	--	自筹	10.29	100
	黑龙关 90 万吨技改项目	6.7	8.85	自筹	2.51	100
	余吾南风井工程	11.95	13.51	自筹	12.58	99.5
	五阳南岭工业区	19.85	10.29	自筹	20.00	44.22

	五阳地面瓦斯预抽井（135 口井）	4.00	5.09	自筹	4.00	87
	漳村西扩区工程	12.77	4.56	自筹	13.53	44
	本源生态农业示范园工程	1.57	1.62	自筹	3.46	100
	在建项目小计	**96.60**	**55.47**	--	--	--
暂停项目	前文明 90 万吨矿井技改工程	5.23	--	自筹	6.30	--
	大木厂 90 万吨矿井技改工程	7.41	--	自筹	6.23	--
	元丰吕梁临县姚家山探矿工程	18.46	--	自筹	9.92	--
	静安 90 万吨矿井技改项目工程	7.82	--	自筹	6.08	--
	暂停项目小计	**38.92**	**0.00**	--	--	

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目以技改工程为主，完工后公司生产能力预计将有较大提升，考虑到公司盈利规模较大，待投入压力一般；前文明、大木厂、元丰、静安等项目仍列为暂时停建矿井。

5. 经营关注

（1）安全生产风险

煤炭行业作为高危行业之一，安全事故的产生将直接导致矿井停产检修，可能给公司正常经营生产带来重大影响，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大，公司安全生产水平的保持与进一步提高仍需关注。

（2）公司业务单一

公司专注煤炭业务，其中煤炭采掘业收入占主营业务收入 86%以上，煤炭行业周期性波动影响对于公司经营业绩产生更为剧烈的影响。

（3）行业政策变动风险

去产能政策实施以来，煤炭价格涨幅明显，但“2+26”京津冀环保限产、房地产与基建增速下滑等政策变动的因素依旧存在，可能会在一定程度上对公司生产与销售带来影响。此外，相关政策变动对公司新建矿井投入生产时间影响较大，公司产能释放存在一定的不确定因素。

6. 未来发展

公司以建设具有国际竞争力的新型环保能源品牌上市公司为战略目标，一方面坚持以煤为基，进一步放大煤炭主业优势，挖掘增产增效潜力，增强企业效益基础，为企业未来发展夯实基础；另一方面，探索新型煤焦化和现代煤化工“一体化”为支撑，持续发力高端转型和高质量发展，为企业未来拓展战略空间。

总体看，公司未来发展目标明确。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。2018 年，公司财务报表合并范围包括 28 家子公司，合并范围无新增，不再纳入合并范围企业 1 家，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 652.66 亿元，负债合计 427.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 224.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 239.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 251.40 亿元，净利润（含少数股东损益）19.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 26.63 亿

元；经营活动产生的现金流量净额 93.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 642.95 亿元，负债合计 404.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 238.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 252.11 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，净利润（含少数股东损益）8.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.45 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 652.66 亿元，较年初减少 1.82%，主要系流动资产减少所致。其中流动资产占 44.64%，非流动资产占 55.36%，公司资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 291.34 亿元，较年初减少 6.45%，主要系应收票据大幅减少所致；公司流动资产以货币资金（占 57.29%）、应收票据（占 26.41%）和应收账款（占 12.50%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 166.90 亿元，较年初增长 24.08%，主要系销售收入大幅增加及回款良好所致。货币资金主要由银行存款（占 88.63%）和其他货币资金（占 11.37%）构成；货币资金中使用受限资金总额为 18.97 亿元，占 11.36%，主要为保证金受限，货币资金受限规模较小。

截至 2018 年底，公司应收票据 76.94 亿元，较年初减少 36.00%，主要系公司减少应收票据的存量，同时票据结算的煤款减少所致。应收票据主要为银行承兑票据（占 94.29%），期末已质押的应收票据为 0.50 亿元，金额较小，均为银行承兑票据。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 36.42 亿元，较年初减少 11.81%，主要系煤炭行业景气度处于高位，公司加强现汇结算所致。公司应收账款均按照账龄分析法计提坏账准备，其中，账龄在 1 年以内的占 75.15%，1~2 年的占 19.28%；公司累计计提坏账准备 5.88 亿元，坏账计提比例为 13.89%。公司前五名应收账款总金额为 26.89 亿元，占应收账款余额的 63.57%，均为公司主要的合作客户，应收账款回收风险较小。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 361.32 亿元，较年初增长 2.26%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.99%）、固定资产（占 60.64%）、在建工程（占 7.86%）和无形资产（占 21.64%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 32.47 亿元，较年初增长 33.12%，主要系本期对联营企业山西潞安煤基清洁能源有限责任公司增资所致；长期股权投资主要系对山西天脊潞安化工有限公司、潞安集团财务有限公司以及山西潞安煤基清洁能源有限责任公司三个联营企业的投资。

公司固定资产主要为房屋建筑物、矿井建筑物和机器设备。截至 2018 年底，公司固定资产 219.10 亿元，较年初增长 7.22%，主要系在建工程转固所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占 35.59%）、矿井建筑物（占 38.76%）、通用设备（占 8.29%）和专用设备（占 16.73%）。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 184.18 亿元，固定资产成新率为 54.38%，成新率较低。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 28.39 亿元，较年初减少 17.64%，主要系部分在建工程转固所致。公司在建工程主要为五阳南岭工业区、潞安焦化亚晋技改项目、潞宁 3#煤层配采和前文明 90 万吨矿井开拓延深工程等项目，以煤矿技改工程为主。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 78.20 亿元，较年初减少 10.12%，主要系对采矿权新增计提减值准备 8.08 亿元所致。公司无形资产主要由采矿权（占 93.92%）构成。

截至 2018 年底，公司使用受限资产总额 19.02 亿元，占总资产的 2.91%，主要为保受限货币资

金。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 642.95 亿元，较上年底减少 1.49%；其中，流动资产和非流动资产分别占 43.87%和 56.13%，资产结构变动不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司以非流动资产为主的资产构成符合行业特点，流动资产中货币资金充足，应收账款、应收票据规模较大，对公司资金形成一定占用。由于 2018 年公司对煤矿的技改逐步完成，非流动资产中固定资产有所增加，无形资产占比较高，公司整体的资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 427.93 亿元，较年初减少 7.25%，主要系非流动负债减少所致；其中流动负债占 78.69%，非流动负债占 21.31%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 336.72 亿元，较年初减少 1.97%，主要系应付票据大幅减少所致；公司流动负债以短期借款（占 19.59%）、应付票据（占 8.98%）、应付账款（占 36.92%）、预收账款（占 4.49%）、应交税费（占 6.69%）和一年内到期的非流动负债（占 14.83%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 65.95 亿元，较年初下降 6.12%，主要系公司偿还部分借款所致；其中，信用借款占 95.45%。

截至 2018 年底，公司应付票据为 30.23 亿元，较年初大幅减少 29.61%，主要系票据到期较多所致；公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款为 124.31 亿元，较年初减少 2.27%，主要系应付材料款减少所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 15.11 亿元，较年初减少 22.81%，主要系公司收取预收款项比例减少所致。

截至 2018 年底，公司应交税费 22.54 亿元，较年初增长 20.56%，主要系期末应交增值税增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 49.94 亿元，较年初增长 25.32%，主要系部分长期借款转至一年内到期的长期借款科目所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 91.21 亿元，较年初减少 22.63%，主要系长期借款大幅减少所致；公司非流动负债以长期借款（占 19.08%）、应付债券（占 65.44%）和长期应付款（占 11.44%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款为 17.40 亿元，较年初减少 56.84%，主要系公司偿还部分长期借款及重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由保证借款（占 15.82%）和信用借款（占 84.18%）；长期借款的期限结构方面，2020 年到期金额为 12.84 亿元（占 73.80%），剩余均为 2021 年及以后。

截至 2018 年底，公司应付债券 59.69 亿元，较年初保持稳定，全部为“17 环能 01”本息。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 10.43 亿元，较年初减少 32.96%，主要系期末应付融资租赁款减少所致。

从债务负担情况来看，截至 2018 年底，公司全部债务为 230.09 亿元，较上年下降 12.84%，主要系长期债务减少所致。其中短期债务占 63.72%，长期债务占 36.28%，公司债务以短期债务为主；其中短期债务占比较年初增长 5.63 个百分点。截至 2018 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 65.57%、50.59%和 27.09%，分别较上年下降 3.84 个百分点、5.90

个百分点和 8.15 个百分点，债务负担明显下降。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 404.80 亿元，较年初下降 5.40%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债和非流动负债分别占 77.56%和 22.44%，负债结构较上年底变动不大。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 62.96%，较上年底略有下降。

总体看，2018 年，公司缩减债务规模，负债及债务规模均较年初明显下降。公司负债水平较高，但债务负担已降至一般水平。此外，公司债务结构中，短期债务占比较高，债务结构有待完善。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 224.73 亿元，较年初增长 10.50%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益为 239.01 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占 12.52%，资本公积占 6.64%，专项储备占 13.82%，盈余公积占 12.07%，未分配利润占 54.96%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 238.15 亿元，较年初增长 5.97%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司的所有者权益 252.11 亿元，归属于母公司的所有者权益结构变动不大。

总体看，2018 年，受利润留存影响，公司所有者权益规模明显增长，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2018 年，随着煤炭行业景气度回升，公司煤炭价格及销售规模均小幅增长，公司实现营业收入 251.40 亿元，较上年增长 6.78%；同期，营业成本 150.46 亿元，较上年增长 7.96%；实现净利润为 19.41 亿元，较上年下降 21.27%，主要系资产减值损失大幅增加所致。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额 40.69 亿元，较上年增长 3.34%，主要系管理费用大幅增长所致。从期间费用构成来看，管理费用、研发费用和财务费用在期间费用中的占比较高，2018 年占比分别为 46.95%、18.96%和 24.94%。公司销售费用 3.73 亿元，较上年减少 14.52%，主要系本期“一口价”销售结算及港杂费减少所致；公司管理费用 19.10 亿元，较上年增长 13.67%，主要系本期职工薪酬等项目支出增加所致；公司研发费用较上年减少 12.38%至 7.71 亿元，主要系公司压减研发其他相关费用支出所致；公司财务费用 10.15 亿元，较上年增长 7.85%，主要系公司债券 2017 年 10 月发行，2018 年债券利息较上年大幅增长所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 16.73%和 16.19%，期间费用对利润影响较大，公司费用控制能力有待提升。

2017~2018 年，公司投资收益分别为-0.94 亿元和 0.94 亿元，主要系长期股权投资采用权益法核算期末确认的投资收益波动所致，对公司营业利润的影响较小。2017~2018 年，公司营业外收入分别为 0.51 元和 0.27 亿元，其中 2018 年有所减少，主要系本期保险理赔收入减少所致；营业外收入占利润总额的比例分别为 1.50%和 0.93%，对利润总额的影响不大。2017~2018 年，公司其他收益分别为 0.11 和 0.10 亿元，占营业利润的比例分别为 0.32%和 0.33%，对营业利润的影响较小。2017~2018 年，公司资产减值损失分别为 3.08 亿元和 11.14 亿元，其中 2018 年大幅增加，主要系 2018 年减量重组矿井计提相关资产减值所致，对营业利润影响明显。

从盈利指标看，2018 年，由于公司资产减值损失大幅增长，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别较上年下降 1.53 个百分点、1.02 个百分点和 3.80 个百分点至 6.70%、6.17%和 9.07%，但考虑到资产减值事项的偶发因素，公司整体盈利能力仍较强。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.20 亿元，较上年同期增长 9.26%，主要系商品煤销量增加所致；实现净利润 8.43 亿元，较上年同期增长 21.54%，主要系商品煤销量增加所致。

总体看，2018 年，由于公司资产减值损失大幅增长，公司盈利能力指标有所下降，但公司整体

盈利能力仍较强。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入较上年大幅增长 46.86%至 248.37 亿元，主要系现汇支付比例提升所致；同期，经营活动现金流出较上年增长 6.59%至 154.97 亿元，流出量增长幅度低于流入量增幅，主要系公司减少应收票据的存量，保证货币资金的存量，另外公司对供应商付款过程中增加了票据背书比例，从而减少现金支付金额所致。综上，公司经营活动现金流量净额为 93.40 亿元，较上年增长 293.58%。2017~2018 年，公司现金收入比分别为 70.84%和 98.15%，2018 年公司整体收入实现质量大幅提升，主要系公司现汇支付比例提升所致。

从投资活动看，2018 年投资活动现金流入为 12.39 亿元，较上年增加 11.66 亿元，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致。同期，公司投资活动现金流出 30.09 亿元，较上年增加 22.37 亿元，主要系本年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金较上年增加所致。2017~2018 年，公司投资活动现金流均呈净流出状态，投资活动现金流量净额分别为-6.99 亿元和-17.69 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 79.47 亿元，较上年下降 53.05%，主要系主要系公司上年度发行公司债券，使得筹资活动现金流入规模较大所致；同期，公司筹资活动现金流出为 116.83 亿元，较上年下降 17.90%，主要系上年度偿还债务规模较大所致；公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 26.95 亿元和-37.37 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 10.08 亿元，投资活动现金流量净额-1.20 亿元，筹资活动现金流量净额-20.33 亿元。

总体看，2018 年，煤炭行业景气度处于高位，公司经营活动现金流持续流入且大幅增加；经营活动产生的现金流量净额够满足公司矿井技改对于资金的需求；同时公司大幅压减公司债务规模，筹资活动现金流净额由正转负。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 0.91 倍和 0.87 倍，速动比率分别为 0.88 倍和 0.84 倍，均较上年有所下降，主要系公司加大现汇结算，应收类款项大幅减少，流动资产降幅明显；同期流动负债小幅减少所致。现金短期债务比分别为 1.66 倍和 1.66 倍，整体看，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 53.66 亿元，较上年下降 7.50%，主要系利润总额减少所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 54.38%）、计入财务费用的利息支出（占 21.42%）和折旧（占 20.38%）组成。2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍和 0.23 倍；EBITDA 利息倍数分别为 5.36 倍和 4.67 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高。

截至 2018 年底，公司共有 1 笔重大未决诉讼仲裁事项，其中，诉讼涉及金额 2.63 亿元。诉讼事宜为山西潞安环保能源开发股份有限公司王庄煤矿（以下简称“王庄煤矿”）采煤导致地面塌陷，长治市福瑞农业科技发展有限公司向山西省高级人民法院提起诉讼，向王庄煤矿索求赔偿。截至 2018 年底，重大诉讼仲裁事项已二审上诉至山西省高级人民法院，但尚未裁决。诉讼涉及金额较大，联合评级将持续关注重大未决诉讼事项。

根据中国人民银行企业信用报告（被查询机构信用代码 G10140423000000106），截至 2019 年 4 月 17 日，公司无未结清的不良信贷记录，已结清的借款中有 3 笔欠息，已于 2016 年 1 月 29 日全部结清。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。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司已经获得相关金融机构的各类授信额度合计 208.43 亿元，已使用的授信额度 117.96 亿元，尚未使用的授信额度 90.47 亿元，公司间接融资通道畅通。公司为上海证券交易所上市公司，具备公开市场直接融资能力。

总体看，公司整体偿债能力指标体现一般，但考虑到公司是山西省最大规模的喷吹煤生产企业，煤炭资源储备规模大，煤炭品质好等因素，以及公司积极压缩债务规模，有利于公司偿债能力的提升，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产达 218.37 亿元，为“17 环能 01”本金（60 亿元）的 3.64 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 238.15 亿元，约为债券本金（60 亿元）的 3.97 倍，公司较大规模的净资产能够对“17 环能 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 53.66 亿元，约为“17 环能 01”本金（60 亿元）的 0.89 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 248.37 亿元，约为“17 环能 01”本金（60 亿元）的 4.14 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额 93.40 亿元，约为“17 环能 01”本金（60 亿元）的 1.56 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司是山西省最大规模的喷吹煤生产企业，煤炭资源储备规模大，煤炭品质好等因素，公司对“17 环能 01”偿还能力极强。

八、债权保护分析

本期债券由晋商信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任担保。

晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）成立于 2016 年 9 月，由山西省内 7 家大型重点省属非煤国有企业山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）、山西能源交通投资有限公司、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司、山西省高速公路集团有限责任公司发起设立。2017 年，根据山西省委省政府的统一部署，山西金控集团将其所持公司全部股份划转至山西省国有资本投资运营有限公司。

截至 2018 年末，晋商增信注册资本为 40.00 亿元，控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司（持股比例为 52.50%），实际控制人为山西省政府。

晋商增信注册地址：山西省太原市杏花岭区府西街 69 号山西国际贸易中心西塔楼 8 层。法定代表人：王俊飚。

1. 经营概况

晋商增信自 2016 年 9 月成立以来，以基础债券增信业务为支点，为大同煤矿集团有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、山西煤炭进出口集团有限公司等重点省属企业提供增信服务；积极开拓省级开发区业务市场，推进山西省区县级及以上融资平台公司的发债增信业务；在降低资产

负债率的业务需求下推进省属企业的永续债项目。

2. 财务概况

截至 2018 年末，晋商增信资产总额 176.67 亿元，较年初增长 58.99%；其中，流动资产 95.50 亿元，较年初增长 32.00%；非流动资产 81.17 亿元，较年初增长 109.36%。截至 2018 年末，晋商增信负债总额 113.93 亿元，较年初增长 125.02%；其中，流动负债 55.49 亿元，较年初增长 81.33%；非流动负债 58.45 亿元，较年初增长 191.75%。截至 2018 年末，晋商增信所有者权益 62.74 亿元，较年初增长 3.72%；归属于母公司所有者权益 44.14 亿元，较年初增长 2.43%，其中股本 40.00 亿元。

2018 年，晋商增信营业收入 6.00 亿元，同比增长 215.35%；营业利润 5.75 亿元，同比增长 33.98%；净利润 4.34 亿元，同比增长 34.91%。

2018 年，晋商增信经营活动现金流入 3.93 亿元，同比下降 55.65%；经营活动现金流出 3.00 亿元，同比下降 42.30%；经营活动现金流量净额 0.93 亿元，同比上年净流入减少 2.73 亿元。晋商增信投资活动现金流入 219.65 亿元，同比增长 10.05%；投资活动现金流出 266.68 亿元，同比下降 4.02%；投资活动现金流量净额-47.03 亿元，同比上年净流出减少 31.24 亿元；筹资活动现金流入 145.39 亿元，同比增长 19.24%；筹资活动现金流出 98.83 亿元，同比增长 95.47%；筹资活动现金流量净额 46.56 亿元，同比上年净流入减少 24.81 亿元。

总体看，晋商增信资本实力较强，考虑到晋商增信股东背景强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东较大支持，晋商增信整体代偿能力极强。

3. 担保效果评价

以2018年底财务数据测算，“17环能01”合计发行规模（60.00亿元）占担保方晋商增信资产总额的33.96%、所有者权益总额的95.64%，整体占比高，晋商增信对债券的保护程度一般。

总体看，晋商增信资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本期债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为山西省规模最大的喷吹煤生产企业，在煤炭资源储备规模、煤炭品质等方面仍保持优势。2018 年，公司主营业务盈利水平高，整体盈利能力较强，经营现金流状况良好；债务规模及债务负担明显下降。同时联合评级也关注到公司未来产能利用存在不确定性以及存在一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来我国经济总量仍将保持适度增长，同时随着去产能政策逐步落实，煤炭价格有望保持较高水平，有利于公司盈利水平的保持。

本次债券由晋商增信提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。晋商增信作为省国资背景的担保公司，资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本次债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”。同时维持“17 环能 01”的“AAA”债项信用等级。

附件 1　山西潞安环保能源开发股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	664.74	652.66	642.95
所有者权益（亿元）	203.37	224.73	238.15
短期债务（亿元）	153.34	146.61	--
长期债务（亿元）	110.66	83.48	--
全部债务（亿元）	264.00	230.09	--
营业收入（亿元）	235.44	251.40	56.20
净利润（亿元）	24.66	19.41	8.43
EBITDA（亿元）	58.01	53.66	--
经营性净现金流（亿元）	23.73	93.40	10.08
应收账款周转次数（次）	5.68	5.76	--
存货周转次数（次）	12.29	16.70	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.38	0.09
现金收入比率（%）	70.84	98.15	126.32
总资本收益率（%）	8.24	6.70	--
总资产报酬率（%）	7.19	6.17	--
净资产收益率（%）	12.87	9.07	3.64
营业利润率（%）	32.86	32.04	33.47
费用收入比（%）	16.73	16.19	13.11
资产负债率（%）	69.41	65.57	62.96
全部债务资本化比率（%）	56.49	50.59	--
长期债务资本化比率（%）	35.24	27.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.36	4.67	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.23	--
流动比率（倍）	0.91	0.87	0.90
速动比率（倍）	0.88	0.84	0.87
现金短期债务比（倍）	1.66	1.66	--
经营现金流动负债比率（%）	6.91	27.74	3.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	0.89	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、其他应付款中借款款项计入短期债务，长期应付款中融资租赁款计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　晋商信用增进投资股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	111.12	176.67
负债总额（亿元）	50.63	113.93
所有者权益（亿元）	60.49	62.74
营业收入（亿元）	1.90	6.00
净利润（亿元）	3.22	4.34

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中债务部分

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。