

信用等级公告

联合[2016]303 号

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年第一期山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 10 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司拟发行的 2016 年第一期山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 10 亿元公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年三月十八日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

2016 年第一期山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 公司债券主动评级报告

本次公司债券信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

主体长期信用等级：AAA_{pi}

本次债券发行额度：10 亿元

本次债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2016 年 3 月 18 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 (亿元)	1,643.98	1,923.91	2,101.85
所有者权益 (亿元)	379.36	386.94	380.77
长期债务 (亿元)	513.94	556.84	630.67
全部债务 (亿元)	932.61	1,105.53	1,287.08
营业收入 (亿元)	1,563.20	1,761.65	1,941.17
净利润 (亿元)	24.29	6.84	3.20
EBITDA (亿元)	144.25	115.24	127.79
经营性净现金流 (亿元)	62.91	20.99	50.31
营业利润率 (%)	10.80	9.43	8.08
净资产收益率 (%)	6.98	1.79	0.83
资产负债率 (%)	76.92	79.89	81.88
全部债务资本化比率 (%)	71.08	74.07	77.17
流动比率 (倍)	0.85	0.74	0.72
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.10	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.80	1.87	1.76
EBITDA/本次发债额度 (倍)	14.43	11.52	12.78

山西潞安矿业 (集团) 有限责任公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 (亿元)	1,263.51	1,523.03	1,716.00
所有者权益合计 (亿元)	311.15	309.20	307.86
营业收入 (亿元)	1,710.16	1,971.78	2,051.18
净利润 (亿元)	9.82	-6.34	-3.52
经营性净现金流 (亿元)	26.95	16.77	7.45
资产负债率 (%)	75.37	79.70	82.06

注：公司其他流动负债中的短期债券、融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司 (下称“联合评级”) 对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 (下称“公司”) 的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业, 在资源储备、产业布局、产品结构、技术装备、财政支持等方面拥有的优势; 同时联合评级也关注到行业景气度对公司经营带来的压力, 公司债务负担重, 资本支出及安全管理压力加大对公司经营及发展带来的不利影响。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一, 获得大量储备资源, 对未来持续经营形成良好支撑; 煤化工、煤层气等下游产业链的不断延伸, 也有助于增强公司的整体抗风险能力和综合竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由山西潞安矿业 (集团) 有限责任公司 (下称“潞安集团”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

基于对公司主体长期信用状况、担保方长期以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 煤炭行业作为中国一次性消费能源中消费量最大的基础能源行业, 发展前景长期向好。

2. 公司所处的晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一, 无烟煤资源丰富。受益于政策的支持, 公司在山西省煤炭资源整合中, 煤炭储量获得较大提升; 公司煤炭产品结构均衡; 无烟煤产品附加值高, 市场竞争力强, 资源优势明显。

3. 潞安集团对本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 提升了本次债券本息偿付的安全性。

4. 公司受财政补贴等外部支持力度大。
5. 公司收入规模稳步增长，煤炭主业保持高盈利水平。
6. 公司 EBITDA、经营活动现金流对本次债券覆盖程度高。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响，煤炭行业出现阶段性供大于求，行业景气程度持续下滑，对公司煤炭产品价格及盈利能力造成显著负面影响。
2. 近年公司贸易业务收入规模快速上升，其较低的毛利率水平对公司整体盈利指标造成一定负面影响。
3. 公司债务规模快速扩张，债务负担持续加重。公司未来规划投资规模大，对外融资压力大。
4. 公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大；地方整合矿井安全生产条件较差，公司安全投入及安全管理压力较大。
5. 公司 2013 年出现经营亏损，非经常损益对利润影响大。公司 2013 年调整折旧年限，影响利润总额增加 10.58 亿元。

分析师

周 旭

电 话：010-85172818

邮 箱：zhongk@unitedratings.com.cn

张 爽

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangs@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

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由山西晋城无烟煤矿业有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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，未因山西晋城无烟煤矿业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。联合评级、评级人员与山西晋城无烟煤矿业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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对山西晋城无烟煤矿业有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

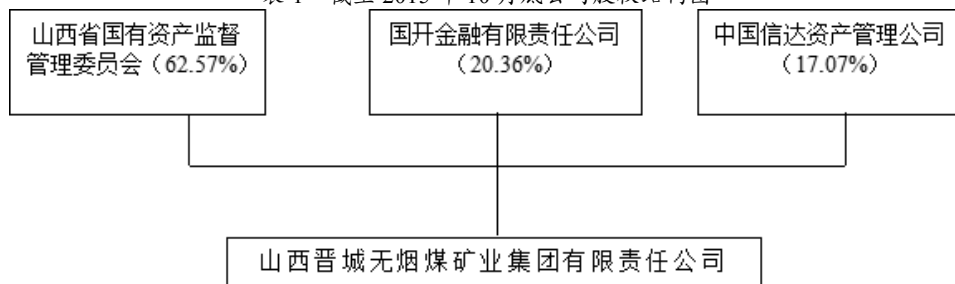
分析师：



一、主体概况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）的前身是山西省晋城矿务局，始建于 1958 年。2000 年 8 月，经山西省人民政府晋政函[1999]113 号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002 年，根据国家经贸委国经贸投资[2002]882 号文，将煤炭安全技术改造项目的中央补助资金 12,035.00 万元计入国家资本金；2004 年，根据山西省财政厅、山西省国土资源厅文件晋财企[2004]137 号文，将赵庄煤矿采矿权价款转增为晋煤集团国家资本金，新增资本 27,880.04 万元。2005 年 12 月，公司完成债转股，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理公司、中国建设银行股份有限公司以及国家开发银行签署了《关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议》，新增资本 334,104.36 万元。2012 年 9 月 23 日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2011 年度股东会议决议》（晋煤集股决议[2012]5 号），同意国家开发银行股份有限公司将其所持的公司 19.63%股权转让给其全资子公司国开金融有限责任公司。2015 年 1 月 6 日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司股东会关于晋煤集团回购中国建设银行股份有限公司所持晋煤集团 3.61%股权的决议》（晋煤集股决议[2015]1 号），同意公司回购中国建设银行股份有限公司所持其 3.61%股权，回购价格不高于核准备案后的评估结果，即 36,601.761334 万元。截至 2015 年 10 月 21 日，公司实收资本 390,519.56 万元，出资情况见表 1。公司实际控制人为山西省国资委。

表 1 截至 2015 年 10 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：项目投资；有线电视广告；职业教育和培训、职业技能鉴定；民爆物品供应；工矿物资、机电设备及配件采购、销售、租赁及维修；废旧物资收购；货物仓储；装卸服务；场地及房屋租赁；劳务输出；矿建；产品及设备进出口以及技术引进；技术开发、技术转让、技术输出、技术许可、技术服务、项目研发；电力销售、电力工程建设；养老服务业；健身娱乐；贸易进出口；物业；电力；化工。煤炭开采、煤炭洗选及深加工；道路普通货物运输；木材经营加工；煤矿专用铁路运输；甲醇、煤基合成汽油、均四甲苯混合液、液化石油气、硫磺、液氧、液氨等化工产品的生产、深加工及销售；餐饮及住宿服务；煤层气开发利用及项目建设；电力设施承装、承修、承试（三级）；林木种植、园林绿化；供电运行管理；医药、医疗服务；文化及办公用品、家用电器零售；物资采购；物流；设备租赁；技术咨询服务；计算机软硬件开发及售后服务，本企业内部通信专网运营、通信工程建设；通信设备及器材销售、电力设备的配置及器材销售；批发零售建筑材料；办公自动化设施安装及维修；水、电、暖生活废水等后勤服务。（以

上仅限分支机构经营）。工程测量：控制测量、地形测量、线路工程测量、桥梁测量、矿山测量、隧道测量、竣工测量；地籍测绘（有效期至2014年12月31日）；危险货物运输（1类1项），危险货物运输（3类）（有效期至2018年7月2日）；煤炭批发经营（铁路公路经销，有效期至2015年12月31日）。

截至2014年底，公司共有全资及控股子公司65家、业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。

截至2014年底，公司合并资产总额2,101.85亿元，负债合计1,721.08亿元，合并所有者权益380.77亿元（含少数股东权益137.77亿元）；2014年公司实现营业收入1,941.17亿元，净利润3.20亿元；经营活动现金流量净额50.31亿元，现金及现金等价物净增加额20.31亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：贺天才。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于2016年申请发行10亿元公司债券（以下简称“本次债券”），期限为5年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。本次债券由山西潞安矿业（集团）有限责任公司提供连带责任保证担保。

票面利率

本次债券采用固定利率形式，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，按照公开、公平、公正原则，以市场化方式确定发行利率。簿记建档区间应依据有关法律法规，由发行人和主承销商根据市场情况充分协商后确定。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金10亿元，其中7亿元将用于公司经有关部门批准的山西晋煤集团晋圣固隆煤业有限公司矿井、山西晋煤集团晋圣亿欣煤业有限公司矿井共两座矿井的兼并重组整合项目；其余3亿元将用于补充公司流动资金。

表2 公司募集资金用途

项目名称	投资规模 (亿元)	公司持股比例 (%)	公司对应项目实施主体 的投资额(亿元)	本次债券拟投入金 额(亿元)
山西晋煤集团晋圣固隆煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	8.80	77.34	6.81	3.00
山西晋煤集团晋圣亿欣煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	7.20	100.00	7.20	4.00
补充流动资金	--	--	--	3.00
合计	16.00	--	14.01	10.00

资料来源：公司提供

1.山西晋煤集团晋圣固隆煤业有限公司矿井兼并重组整合项目

山西晋煤集团晋圣固隆煤业有限公司矿井兼并重组整合项目经山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室以晋煤重组办[2009]42号文批准，由原山西阳城沟东煤业有限公司矿井、山西阳城北燕煤业有限公司矿井和山西阳城南固隆煤业有限公司矿井重组整合而成，井田面积13.0311平方公里，可采储量3,224.4万吨，设计服务年限21年，重组整合后矿井生产能力为120万吨/年。

本项目达产后，预计年税后净利润15,992.32万元，全部投资回收期为4.83年，项目全部投资财务内部收益率为26.15%，大于行业10%的基准收益率。该项目估算总投资为8.80亿元，资金来源为通过本次债券募集资金3.00亿元，其余为自筹和银行贷款。截至2015年5月底，该项目正处于建设期，公司已累计投资14,312.54万元。

2.山西晋煤集团晋圣亿欣煤业有限公司矿井兼并重组整合项目

山西晋煤集团晋圣亿欣煤业有限公司矿井兼并重组整合项目经山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室以晋煤重组办[2009]38号文批准，由原西港煤业有限公司矿井、富景西都煤业有限公司矿井、明阳煤业有限公司矿井、祖河煤业有限公司矿井、龙都煤业有限公司矿井整合而成，井田面积31.5219平方公里，可采储量5,151.0万吨，设计服务年限30.7年，重组整合后矿井生产能力为120万吨/年。

本项目达产后，预计年税后净利润13,219.31万元，全部投资回收期为4.29年，项目全部投资财务内部收益率为31.01%，大于行业10%的基准收益率。

该项目估算总投资为7.20亿元，资金来源为通过本次债券募集资金4.00亿元，其余为自筹和银行贷款。

截至2015年5月底，该项目正处于建设期，公司已累计投资15,566.57万元。

三、行业分析

公司主业为煤炭开采及下游煤化工产业。煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业作为中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

（一）煤炭采选

1. 行业概况

基本情况

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66%，“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。

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。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

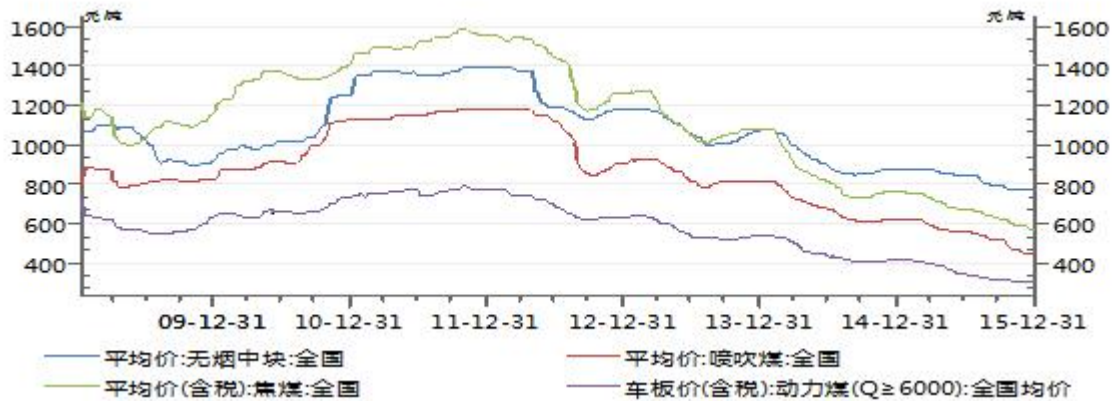
竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

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。

煤炭价格

图 1 近年国内主要煤炭品种含税均价



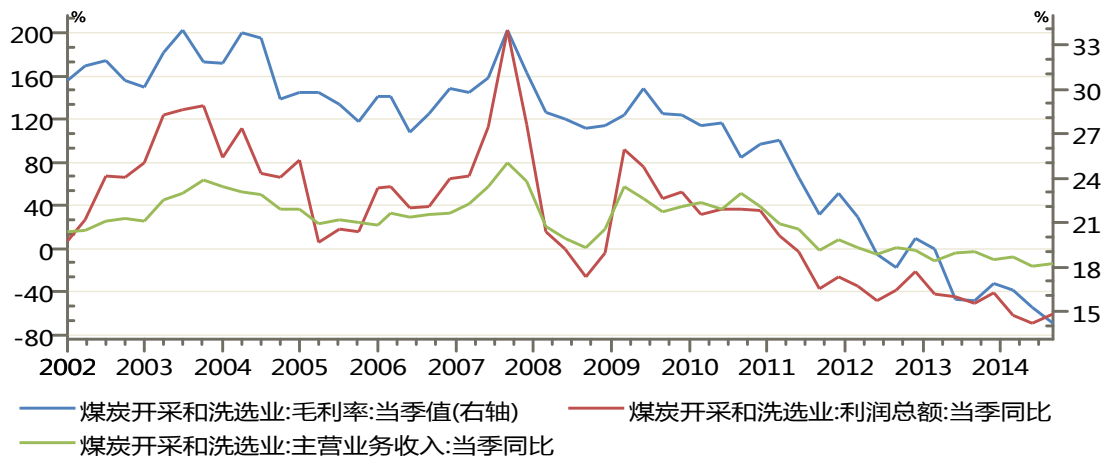
资料来源: wind 资讯

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。从煤炭发债企业2014年和2015年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

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

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

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。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。

资源整合影响行业供给

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

进口冲击

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%。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

从2014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。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。

3. 行业发展

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”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，形成15个亿吨级、15个5,000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3,000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上。

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，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。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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。

总体看，煤炭行业近年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。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。

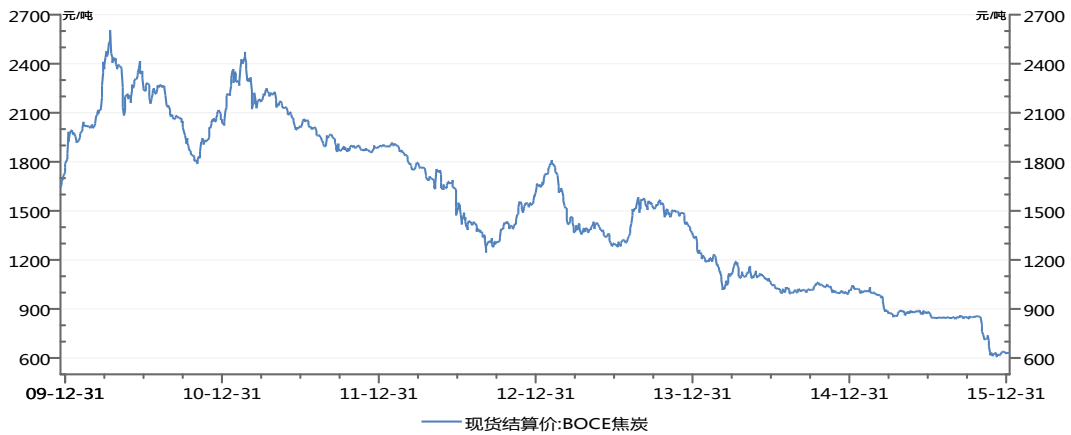
（二）煤化工行业

1. 行业及区域经济概况

焦炭价格

2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格1,246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。短期看焦炭下行风险较大。截至2016年1月7日，焦炭现货成交价632元/吨。

图3 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）

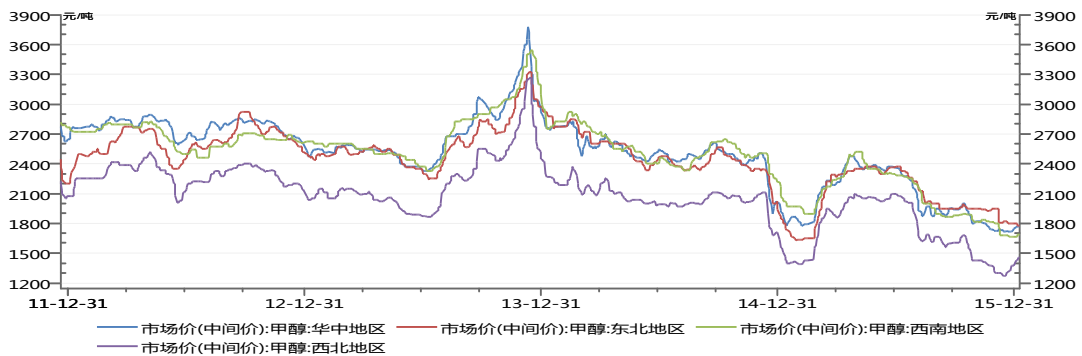


资料来源：wind 资讯

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

甲醇价格

图4 国产甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年甲醇价格呈上升趋势，2014年三季度开始，甲醇价格急速走低，接近回归到2009年初价格水平，但2015年三季度开始，甲醇价格有所企稳，总体价格波动较大。

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

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家14个大型煤炭基地之一。2013年，公司名列中国企业联合会发布的“中国企业500强”第79位，及中国煤炭工业协会发布的“中国煤炭工业企业100强”的第11位。2014年，位列世界企业500强第386位、中国企业500强第78位。资源储备方面，截至2015年6月底，公司煤炭资源储量30.97亿吨，其中，可采储量

15.77 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，核定年生产能力 4,770 万吨。公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占中国无烟煤储量的 26%。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

整体来看，公司煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高，具有较强的市场竞争优势。但公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，增加了煤炭开采和安全生产的难度。

2. 人员素质

公司董事长贺天才先生，1983 年 8 月参加工作，历任晋城矿务局机电处技术员、租赁站工程师、机电处处长助理、副处长，王台铺矿副矿长，晋煤集团西区建设中心副主任（正处级），晋煤集团寺河矿矿长，2004 年 11 月至 2009 年 8 月任晋煤集团党委常委、总工程师、董事；2009 年 8 月至 2011 年 3 月任煤炭工业太原设计研究院院长、党委书记、山西省煤炭厅党组成员；2011 年 2 月至 2013 年 12 月任山西省科技厅厅长、党组书记；2014 年 1 月至今任晋煤集团董事长、党委书记；2015 年 12 月至今任第十届山西省委委员。

公司总经理李鸿双先生，1960 年出生，研究生学历，现任晋煤集团副董事长、总经理。1982 年 8 月参加工作，先后在晋城矿务局古书院矿担任技术员、综采队队长、调度室副主任、主任、副矿长、矿长，晋煤集团副总经理，2007 年 6 月任晋煤集团党委常委、副总经理，2009 年 11 月至 2011 年 3 月任晋煤集团党委常委、副总经理、董事；2011 年 3 月至今任晋煤集团党委常委、副董事长、总经理。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有员工 14.68 万人。按学历结构划分，研究生以上人员占 1.4%，本科生占 14.70%，具有高中学历的占 55.90%；按技术等级划分，技师以上占比 0.78%，高级工占比 6.61%，中级工占比 20.77%。

总体来看，公司管理层熟悉公司情况，从业经验丰富，管理能力较强。公司员工平均文化素质偏低，符合煤炭企业特点，现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

3. 技术水平

公司科研实力雄厚，先后被授予“全国煤炭工业优秀企业”、“全国煤炭工业科技创新先进企业”、“最具影响力企业”等称号。2004 年，公司技术中心经国家发改委认定为国家级技术中心；2007 年，批准设立博士后科研工作站；2009 年，国家三部委认定公司为国家创新型试点企业。2011 年，公司组建成立了技术研究院有限公司、国内实力最强的山西省煤层气工程研发中心。“十一五”国家科技重大专项“山西晋城矿区采气采煤一体化煤层气开发示范工程”顺利通过国家验收，并成功签订“十二五”国家科技重大专项任务合同书。公司共申报的“煤矿区煤层气立体抽采关键技术与产业化示范”等 3 个项目被评为国家科技进步二等奖，98 项专利获得国家授权，组织起草的《车用压缩煤层气》、《民用煤层气（煤矿瓦斯）》国家标准在全国范围内正式颁布施

行。

在煤炭开采方面，公司配备了先进的综采设备，采用放顶煤新技术，采煤机械化率已达 100%。公司研制成功并加快推广 6.2 米大采高液压支架、二代连掘工艺和装备，“煤岩巷道快速掘进工艺技术及其装备的研究和实践”项目解决了煤岩巷道快速掘进面临的设备配套和工艺技术等问题，提高了煤岩巷道连续掘进速度。公司自主开发的“煤矿巷道高效安全支护成套技术”获国家科学技术进步二等奖。

在瓦斯治理和利用方面，公司加强井上下瓦斯抽采，在瓦斯治理和防突上取得突破性成效，极大地提高了矿井的安全保障能力。公司针对所在矿区瓦斯含量高的特点，大力开展瓦斯防治和利用的研究工作，目前形成了一整套适合于晋城矿区的先进技术，包括地面瓦斯抽采、井下瓦斯抽放、双系统瓦斯抽放等技术工艺，突破了国际上公认的无烟煤不利于地面瓦斯开发的“禁区”。

在煤化工领域，针对部分老矿井煤质下降的问题，公司会同中科院山西煤化所、埃克森美孚公司合作开发了以“三高”劣质煤为原料的煤制甲醇项目，该项技术的成功使用，使古书院、凤凰山、王台铺等老矿井重新焕发活力，为公司在煤化工领域塑造优势奠定坚实基础。此外，公司加大了灰熔聚粉煤加压气化、航天炉、鲁奇炉、富氧连续气化等造气工艺的研究力度，破解技术难题，促进煤化工产业优化升级。

整体来看，公司科研实力雄厚，在采煤工艺、机械化水平、瓦斯治理等环节上都处于中国煤炭企业前列，具备可持续发展能力。

4. 外部环境

地理环境

公司地处山西东南部，靠近中原，辐射华中，太焦、侯月铁路纵贯矿区，公路四通八达，交通十分便捷，具有得天独厚的区位优势。

政策环境

2005 年底山西省重点组织实施的“大企业战略”中，公司被列入“第一方阵”。山西省加强对“三个方阵”中共计 77 户重点企业的扶植力度。在产业整合方面，制定更严格的市场准入标准，整合淘汰各类技术落后的小企业，为符合产业政策的大企业大集团发展腾出空间。在资源配置方面，要求土地供应也要向列入“三个方阵”的企业倾斜，优先安排用地规划和年度供地计划，及用水、用电、用气指标。在项目布局方面，山西省要求政府各有关部门要优先考虑支持列入“三个企业方阵”各企业新上一批大项目、好项目。

2008 年 9 月《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》提出大力支持包括晋煤集团在内的大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组中小煤矿，控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。并在项目实施、资源配置等方面对大型煤矿企业集团给予优惠政策。按照山西省委、省政府的统一部署，公司共重组整合 43 个资产包，涉及矿井 122 座，整合矿井面积 347.08km²，资源储量 22.43 亿吨，规划产能 3,090 万吨/年。

总体来看，煤炭产业是山西省的支柱产业，公司作为山西省“大企业战略”第一方阵的成员，在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持上都能够享有区域政策上的扶植和便利；山西省能源产业“十二五”规划为公司资源储备规模的持续扩大提供了有利的政策保障，外部环境对公司经营发展构成长期有力支撑。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由山西省国资委、中国信达资产管理公司、国家开发银行、中国建设银行股份有限公司共同出资组建的有限责任公司。公司设立了股东会、董事会、监事会、经理层，目前已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权利机构，依据公司章程行使职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司董事会对股东会负责，由 13 名董事组成，其中山西省国资委推荐 6 人、中国信达资产管理公司推荐 3 人、国家开发银行推荐 2 人、中国建设银行股份有限公司推荐 1 人、公司职工代表 1 人。董事会设董事长 1 人、副董事长 3 人，董事长由省国资委推荐，副董事长由中国信达资产管理公司、省国资委、国家开发银行各推荐一人，经全体董事三分之二以上表决通过产生。

公司设监事会，监事会依照法律、法规及公司章程的规定，对财务、经营、董事会及其成员和公司总经理行使监督职能。监事会成员为 4 人，其中中国信达资产管理公司推荐 1 人、国家开发银行推荐 1 人，中国建设银行股份有限公司推荐 1 人，公司职工代表 1 人。监事会主席由中国信达资产管理公司推荐人员担任，董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。公司副总经理和财务负责人由总经理提名，董事会决定聘任或解聘。

2. 管理水平

内控管理方面，公司下设审计处和 12 个二级审计机构（审计科、部，见附件 1），对集团本部及下属子公司、分公司财务收支、财务决算、工程决算、经济合同及其有关的经济活动进行审计，按照法律、法规规定和本公司主要负责人要求办理的其他审计事项，配合国家审计、社会审计工作和各部门工作。

财务管理方面，公司制订了《全面预算管理办法》，结合本年度货款回收情况，科学安排各项资金使用计划，严格执行审批制度，降低了资金占用，保证了生产经营、基本建设和职工生活福利等方面的资金投入。单笔金额超过 2,000 万元的非固定资产支出或单笔金额超过 5,000 万元的固定资产支出，都要经过董事会审批方能执行。

公司对筹资活动实行统一管理，所属各子公司、分公司未经集团公司批准，严禁对外筹资，单笔金额在 1 亿元以上的银行贷款须由公司董事会批准后方能实施。公司实行“对外担保审批、登记、跟踪”制度，各子公司、分公司未经公司同意，一律不得对外提供担保。对没有投资关系的单位提供担保，必须有接受担保的公司董事会对此做出的决议和委托书，同时还应当要求接受担保的公司出具反担保书。

对外投资管理中，公司坚持：第一，对外投资必须经过可行性论证，对外投资项目的可行性论证由集团公司委托具体承办单位组织进行；第二，对外投资管理实行集体决策、层次审批和备案管理相结合的方式；第三，对外投资项目的审批程序为初审、专家论证、董事会决策审定、财务处备案；第四，对外投资审批原则：符合国家产业政策以及集团公司的长远发展规划；经济效益良好，资金、技术、人才、原材料有保证；法律手续完善；上报资料齐全、真实、可靠；与企业投资能力相适应。

总体来看，公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理水平尚可。但近年来公司扩张速度较快，对外收购了大量子公司，由于时间较短，现有的各级管理制度难以实现有效对接，对各项制度的执行效果带来了一定的影响。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主业包括煤炭、煤化工、建材、电力、机械及多经贸易等多个领域，近年公司营业收入持续增长，2012~2014 年，公司分别实现营业总收入 1,563.20 亿元、1,761.65 亿元和 1,941.17 亿元。其中主营业务收入分别为 1,532.45 亿元、1,720.12 亿元和 1,899.10 亿元。

从收入结构看，2012~2014 年，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。其中，化工业务和贸易业务是公司主要收入来源，煤炭业务是公司主要利润来源。2014 年化工业务实现收入 472.96 亿元，同比减少 4.85%，其占主营业务收入的比重为 24.90%；2014 年由于公司多种经营贸易业务大幅增长，导致贸易业务板块占主营业务收入的比重迅速上升，为 1,113.83 亿元，占主营业务收入 58.65%；受煤炭价格持续走低影响，公司煤炭业务收入比重近年呈不断下降趋势，2014 年为 226.73 亿元，占 11.95%，较上年下降 2.92 个百分点。此外，公司在电力、机械等业务收入规模相对较小，2014 年合计实现收入 17.32 亿元，收入占比 0.91%。

表 3 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	268.83	17.54	42.13	258.27	15.01	38.97	226.73	11.95	36.43
化工	488.67	31.89	8.24	497.06	28.90	7.91	472.96	24.90	8.47
贸易	658.80	42.99	0.73	900.39	52.34	0.71	1,113.83	58.65	0.57
电力	7.08	0.46	23.64	7.24	0.42	34.39	9.50	0.50	25.43
机械	6.93	0.45	47.32	9.71	0.56	32.34	7.82	0.41	45.71
其他	102.13	6.66	18.38	47.46	2.76	47.58	68.26	3.59	50.49
合计	1,532.45	100.00	11.88	1,720.12	100.00	10.15	1,899.10	100.00	8.92

资料来源：公司提供

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务。

从毛利率看，公司煤炭板块近三年保持较高的毛利率水平，2012~2014 年毛利率分别为 42.13%、38.97%和 36.43%；公司煤化工板块产品以尿素和甲醇为主，受上游煤炭价格上升、行业产能过剩、市场竞争激烈等多重因素影响，盈利水平偏弱，毛利率近三年分别为 8.24%、7.91%和 8.47%；公司贸易业务盈利能力较为稳定，毛利率三年分别为 0.73%、0.71%和 0.57%；公司其他业务以材料销售、煤层气开采、房地产等业务为主，盈利能力较好但波动性较大。2012~2014 年，公司其他业务毛利率显著上升，分别为 18.38%、47.58%和 50.49%。2012~2014 年，受煤炭销售能力下降以及利润率较低的多种经营贸易规模大幅增长，公司主营业务整体毛利率逐年下滑，分别为 11.88%、10.15%和 8.92%。

整体看，公司煤炭、煤化工主业突出，发展态势良好；电力、机械等板块作为与主业相关的辅助配套产业，有助于提升公司的资源利用效率和生产效率，该类辅助产业近年收入及利润波动

较大，但对公司整体收入及利润规模影响很小；在多经贸易业务规模扩大的带动下，公司整体盈利能力有所减弱。

2. 煤炭业务

晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%。资源储备方面，截至 2015 年 6 月底，公司煤炭资源储量 30.97 亿吨，其中，可采储量 15.77 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，核定年生产能力 4,770 万吨。

表4 截至2014年末公司生产矿井储量、产能情况（单位：万吨，年）

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	产能	2014产量	可采年限
1	凤凰山	12,800	4,027	400	300.03	3.5
2	古书院	7,795	1,256	330	345.33	2.7
3	成庄	69,045	39,656	830	1,085.65	34.12
4	寺河	75,418	41,324	1,200	1,202.02	27.33
5	赵庄	74,795	36,653	800	763.72	37.4
6	长平	27,161	18,687	500	660.85	33.3
7	寺河矿二号井	13,953	8,345	180	204.57	33.1
8	岳城	14,658	6,503	150	169.76	31
9	王台	9,683	1,758	260	274.46	4.8
10	赵庄二号井	6,887	2,029	120	121.60	12
合计		312,195	160,238	4,770	5,127.99	--

资料来源：公司提供

2014 年公司共生产原煤 5,587.47 万吨，销售商品煤 4,963.84 万吨，分别较上年减少 0.72% 和 0.46%。公司煤炭产销规模略有下降。

表5 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
原煤产量	5,396	5,628	5,587.47
商品煤销量	4,654	4,987	4,963.84

资料来源：公司提供

公司生产的无烟煤为优质化工煤。2006 年，公司煤炭产品“蓝焰”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标；“蓝焰”牌无烟煤洗中块煤被批准为“免检产品”。从公司煤炭产品结构上看，无烟块煤占煤炭总产量的 97.48%，并全部进行洗选，以提升产品附加值。

生产技术方面，近年来，公司综合机械化程度不断提高，自 2011 年开始达到 100.00%，2014 年百万吨死亡率为 0.0 人，全员效率 9.878 吨/工。公司作为山西煤炭资源整合主体之一，对地方煤矿兼并力度大，被兼并地方小矿受历史采掘影响，往往开采条件复杂，安全隐患较多。

联合评级关注到，煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘抱着、透水、冒顶、

跑车等重大危险源，要治理这些重大危险源，必须投入大量的资金和设备，建立完善的内控制度，会推高企业的生产成本；一旦发生事故，相关的善后工作也会对企业正常生产造成一定影响。

表 6 公司煤炭生产主要指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
原煤产量(万吨)	5,395.54	5,627.93	5,587.47
综合机械化程度(%)	100.00	92.19	98.90
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	94.55	95.80	95.74
全员效率(吨/工)	9.83	9.78	9.056
死亡率(人/百万吨)	0.073	0.053	0

资料来源：公司提供

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势，产品可替代性低。公司下游客户长期保持着战略合作关系，较高的合同煤比例有助保障公司产品销路，同时，公司突出的煤质煤种优势也保证了公司煤炭产品的市场稀缺性，在近期煤炭行业景气度下行的背景下，公司煤炭销售价格下降幅度小于行业平均水平，2012~2014 年公司煤炭平均售价分别为 663.19 元/吨、585.45 元/吨和 466.68 元/吨。

表 7 公司煤炭销售情况（单位：万吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
动力煤	1,544	1,440	1,363.63
喷吹煤	317	408	366.11
化工煤	1,907	1,877	2,135.59
其他	448	533	730.19
合计	4,216	4,258	4,595.52
均价	663.19	585.45	466.68

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强。在行业景气下行时期，相对竞争优势明显，综合抗风险能力突出。

3. 煤化工业务

2012~2014 年，公司煤化工产业有所波动，三年分别实现营业收入 488.67 亿元、497.06 亿元和 472.96 亿元；受煤炭成本上升、行业产能过剩、产品竞争激烈等因素影响，煤化工板块毛利率较低，且近三年逐年下滑，分别为 8.24%、7.91%和 8.47%。

中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，近年来市场竞争日趋激烈，公司通过资本运作，收购和控股十多家化肥企业（大多为原来的下游客户），产品包括尿素、甲醇、硝胺等。公司目前煤炭产能 4,770 万吨/年，其中无烟块煤约占 97.48%，公司全部无烟块煤均供应于化工板块，可基本保障下游化工产业的原料需求，促进下游各企业的快速发展，从而实现煤炭产业链的延伸。

近年公司成立了煤化工产业局，对化工产业进行统一管理。公司针对近年来扩张速度快，下属部分化工企业规模小、盈利弱、存在同业竞争等特点，提出了重点从技术、销售、文化等方面

进行整合的思路，在技术研发环节上推动科技成果共享；在销售环节上，对产品的品牌、价格、销售区域进行全面整合，收回子公司的定价权，由集团公司划定销售半径，并按各自子公司销售半径内市场情况进行定价，从而使公司煤化工产品获得了一定程度的定价权和竞争优势。

公司煤化工产品以尿素为主。2012~2014 年，公司实现总氨产量分别为 1,335.87 万吨、1,418.41 万吨和 1,543.51 万吨；尿素产量分别为 1,156.85 万吨、1,346.10 万吨和 1,304.76 万吨；甲醇产量分别为 235.17 万吨、264.94 万吨和 371.67 万吨。

表 8 公司煤化工产业发展情况

项目		2012 年	2013 年	2014 年
总氨产量（万吨）		1,335.87	1,418.41	1,543.51
尿素	产量（万吨）	1,156.85	1,346.10	1,304.76
	均价（元/吨）	2,129.14	1,813.04	1,542.35
甲醇	产量（万吨）	235.17	264.94	371.67
	均价（元/吨）	2,279.14	2,238.2	2,078.71
主营业务收入（亿元）		489.85	497.06	472.96

资料来源：公司提供

总体看，近三年来公司煤化工产业成长较快，但产品结构比较单一，且尿素行业面临行业性产能过剩的压力。尿素产品具有单价低、消耗量大的特点，销售半径受运输成本制约明显，未来随着公司在建煤化工产能的逐步投产，公司尿素产品可能面临一定的销售压力。

4. 其他产业

多种经营贸易方面，2011 年起，公司贸易业务收入快速增长，该类业务主要由公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司承担，贸易品种主要包括煤炭、铁矿石、钢铁等大宗商品。贸易业务规模的快速增长对公司营业收入和经营活动现金流入量增长贡献明显，但该类业务受行业竞争激烈影响，业务毛利率低，对公司利润贡献有限，同时，也对公司整体盈利指标造成负面影响。2012~2014 年，公司贸易业务分别实现收入 658.80 亿元、900.39 亿元和 1,113.83 亿元；2014 年 1~6 月实现收入 589.16 亿元。

电力板块方面，公司现有王台热电分公司（装机容量 3×1.2 万千瓦）、成庄热电分公司（装机容量 3×0.6 万千瓦）、寺河瓦斯电站（装机容量 1.5 万千瓦）、寺河二号井瓦斯电站（装机容量 1 万千瓦）、沁水晋煤瓦斯发电有限公司（装机容量 12 万千瓦）和阳城晋煤能源有限责任公司（装机容量 27 万千瓦），总装机容量 46.9 万千瓦。2014 年，公司发电 25.15 万千瓦时，实现营业收入 9.50 亿元。电力板块毛利率较上年下降 8.96 个百分点，至 25.43%，主要系公司子公司阳城晋煤能源公司生产不稳定，成本投入较大所致。

此外，公司还经营煤层气开采、煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技术，对煤炭成套设备进行改良。主要产品有无轨胶轮车、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利能力具有不确定性。

总体看，公司煤炭资源储备规模较大，煤质优良，公司煤炭产量保持稳定，煤炭主业地位突出；煤化工业务成长迅速，已成为公司发展的重要支柱，但同时面临着产品结构单一，市场竞争

激烈的风险，盈利水平低；多经贸易业务规模呈快速增长态势，占公司主营业务收入的比重持续大幅提升，其较低的毛利率水平对公司整体盈利指标造成一定负面影响。

5. 经营效率

从资产运营效率看，应收账款周转次数呈下降趋势，三年加权平均值为 65.20 次，2014 年为 58.73 次。公司存货周转次数呈波动上升趋势，三年加权均值为 15.94 次，2014 年为 16.10 次。受公司投资规模大幅增长的影响，2012~2014 年总资产年均增长 13.07%，资产扩张速度较快。同期，公司总资产周转次数呈下降趋势，三年加权均值为 0.99 次，2014 年为 0.96 次。

整体看，公司近年资产和销售规模持续增长，经营效率高。

6. 未来发展

未来公司将打造煤、气、电、化四大支柱产业，通过技改、新建、转化、合资、收购等运作方式，实现产能和规模的持续扩张。

目前核准的建设项目共计 107 项，估算总投资 1,750 亿元，截至 2015 年底，已累计完成投资 222 亿元。按照“停建一批，缓建一批，加快一批”的分类推进要求，停缓建 31 项，估算投资 637 亿元，加快推进 76 项，概算投资 1,113 亿元，累计完成投资 222 亿元，预算投资 148.4 亿元，预计 2016 年投产 34 项。

煤炭板块，公司 2016 年加快推进 35 项，概算总投资 575 亿元，累计完成投资规模 143 亿元，预算投资 33.7 亿元，预计 2016 年投产 22 项，主要包括：（1）投资 389 亿元，建设东大矿井等 7 座矿井；（2）投资 197 亿元，整合矿井 43 座。

煤化工板块，公司 2016 年推进 14 项，概算总投资 269 亿元，累计完成 65 亿元，2016 年预算投资 74.5 亿元，预计 2016 年投产 4 项，主要包括：（1）华昱一体化项目 68 亿元；（2）华昱 MTG 项目概算 18 亿元；（3）安徽昊源苯乙烯项目 38 亿元；（4）双多乙二醇项目 29 亿元；（5）明水混合芳烃项目 28 亿元。

电力板块，公司 2016 年推进 13 项，概算总投资 151 亿元，累计完成投资 4.5 亿元，预算投资 28.3 亿元，预计 2016 年投产 5 项，全部是瓦斯发电项目。

2011~2015 年，公司收入及利润增长主要来自煤炭生产及煤化工产品。随着新建矿井及外部资源整合的逐步实施，煤化工、电力项目陆续投产达产，公司预计收入和利润规模均将出现一定程度的增长。

公司未来投资规模较大，相对于目前公司的利润及现金流规模来看，公司将面临较大对外筹资需求。同时由于大部分投资项目建设周期较长，短期内产能和利润较难充分释放，公司债务负担存在加重的可能。

总体来看，公司未来产业架构将主要围绕煤炭及煤化工板块，煤炭及化工产品产能将快速增长，经营规模和综合抗风险能力有望持续增强。但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，并可能加重公司债务负担。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审的财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，

出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2014 年，公司合并范围增加子公司 19 家，减少 6 家子公司，其中影响较大的为太原煤气化（集团）有限责任公司（以下简称“太原煤气化”）。根据财政部修订下发的新会计准则，公司不再具备合并太原煤气化财务报表的条件，主要原因为：一是公司与太原煤气化没有产权关系，收益权是省国资委委托管理，收益由省国资委独享，公司对太原煤气化不享有回报；二是公司对太原煤气化的管理决策权是代表省国资委行权，不是主要责任人。公司已对 2014 年度合并财务报表期初金额进行调整，其中：增加期初归属于母公司所有者权益 2.86 亿元，减少期初归属于少数股东权益 45.30 亿元，调增其他流动资产 2.00 亿元，调增短期借款 2.00 亿元。

截至 2014 年底，太原煤气化资产总额 279.93 亿元，所有者权益 35.33 亿元，归属于母公司股东权益 9.79 亿元。营业收入 131.84 亿元，利润总额-12.50 亿元。

会计估计方面，晋煤集团使用的固定资产折旧年限采用《工业企业财务制度》中工业企业固定资产分类折旧年限区间的下限，折旧年限偏短，折旧率偏高，公司根据《企业会计准则》的相关规定对部分固定资产折旧年限进行了调整，调整从 2013 年 1 月 1 日起开始执行。本次会计本更事项影响年度累计折旧总额较少数为 10.63 亿元，利润总额增加 10.58 亿元。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2,101.85 亿元，负债合计 1,721.08 亿元，合并所有者权益 380.77 亿元（含少数股东权益 137.77 亿元）；2014 年公司实现营业收入 1,941.17 亿元，净利润 3.20 亿元；经营活动现金流量净额 50.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.31 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 13.07%。截至 2014 年底，公司（合并）资产总额合计 2,101.85 亿元，同比增长 9.25%，其中流动资产占 35.29%，非流动资产占 64.71%，符合煤炭行业特点。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 8.82%。截至 2014 年底，公司流动资产为 741.65 亿元，同比增长 9.81%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项和其他应收款构成。

2012~2014 年，公司货币资金年均变化较小。截至 2014 年底，公司货币资金合计 245.76 亿元，同比增长 27.12%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 101.11 亿元。

2012~2014 年，公司应收票据年均复合增长 13.41%。截至 2014 年底，公司应收票据合计 128.04 亿元，同比下降 16.47%，全部为银行承兑汇票。大幅下降是因为由于资金紧张，票据直接贴现或者直接以票据支付。

2012~2014 年，公司预付款项年均复合增长 11.33%。截至 2014 年底，公司预付款项合计 175.14 亿元，同比增长 9.52%，随着公司矿井改扩建及资源整合的推进，工程、材料预付款有所上升。预付账款中，1 年以内的占 65.32%，1~2 年的占 20.28%，2~3 年的占 5.58%，3 年以上的占 8.82%。

2012~2014 年，公司应收账款年均复合增长 28.02%。公司应收账款规模较小。截至 2014 年，公司应收账款为 35.66 亿元，同比增长 48.11%，主要原因是煤炭应收款较年初增加 7.35 亿元。其中，按单项计提坏账占 0.26；按账龄法计提坏账的应收账款占 99.74%，其中 1 年以内的占 77.42%，1~2 年的占 14.23%，2~3 年的占 4.58%，3 年以上的占 3.77%，账龄组合中计提坏账准备 3.64 亿元，公司整体计提坏账 3.71 亿元，计提坏账准备 9.42%。

2012~2014 年，公司其他应收款呈下降趋势，年均复合下降 5.93%。截至 2014 年底，公司

其他应收款净额合计 12.30 亿元，同比下降 6.00%，主要由地方政府、安监局应发的补贴或欠款构成。

2012~2014 年，公司存货年均复合增长 8.38%。截至 2014 年底，公司存货账面价值合计 114.59 亿元，同比增长 8.62%，主要由原材料（占 34.90%）和库存商品（占 34.10%）构成，公司共计提存货跌价准备 0.23 亿元，计提比例 0.20%。近期煤炭及煤化工产品价格持续下跌，公司存货规模大，主要为煤炭及煤化工产品，面临一定跌价风险。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 15.61%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 1,360.20 亿元，同比增长 8.95%，主要由固定资产（占 49.59%）、在建工程（占 23.29%）和无形资产（占 22.92%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值为 1,134.55 亿元，同比有所增长，其中 67.58 亿元来自于在建工程转固，公司累计折旧为 458.64 亿元，固定资产成新率为 59.58%，减值准备合计 1.43 亿元，公司固定资产账面价值为 674.48 亿元；公司在建工程为 316.83 亿元，同比增长 42.20%，大幅增长主要系部分资源整合矿井及化工基建单位工程建设投资增加所致。在建工程主要包括藁城化工园区项目一金石项目、晋牛煤矿资源整合改扩建项目项目、硝基脒基一晋开项目、天庆 18 万吨合成氨及 30 万吨尿素项目等；公司无形资产为 311.78 亿元，同比变化不大，主要为采矿权。

总体看，近三年公司资产规模有所增长，货币资金充足，资产流动性较好，随着在建工程的推进，固定资产及在建工程稳步增长，整体资产构成符合行业经营特点，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益保持稳定，年均增长 0.19%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 380.77 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 16.67%，资本公积金占 7.33%，专项储备占 18.81%，未分配利润占 50.01%。

整体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2012~2014 年，公司负债总额年均复合增长 16.66%。截至 2014 年底，公司负债总额 1,721.08 亿元，同比增长 11.98%，其中流动负债占 60.00%，非流动负债占 40.00%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 18.22%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 1,032.72 亿元，同比增长 13.67%，以短期借款（占 29.61%）、应付票据（占 17.45%）、应付账款（占 19.88%）、预收款项（占 6.02%）、其他应付款（占 5.75%）和一年内到期的非流动负债（占 16.51%）为主。

2012~2014 年，公司短期借款年均复合增长 16.95%。截至 2014 年底，公司短期借款为 305.75 亿元，同比增长 18.70%。其中，信用借款、保证借款、抵押借款分别占 55.11%、36.80%、6.96% 和 2.95%，其余为质押借款。

2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长 18.74%。截至 2014 年底，应付账款合计 205.35 亿元，同比增长 15.27%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 53.71%，1~2 年（含）的款项

合计占 16.27%。

2012~2014 年，公司应付票据年均复合增长 43.18%。截至 2014 年底，公司应付票据合计 180.18 亿元，同比变化不大。

2012~2014 年，公司其他应付款年均复合增长 5.56%。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 59.43 亿元，较上年增长 1.98%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 53.71%，1~2 年（含）的款项合计占 16.27%，2~3 年的占 5.54%，3 年以上的占 24.48%。其他应付款中单项金额较大的款项主要为资产收购款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动资产为 170.47 亿元，其中 73.71 亿元为一年内到期的长期借款，67.98 亿元为一年内到期的应付债券，28.25 亿元为一年内到期的长期应付款，公司短期支付压力进一步加大。

2012~2014 年，公司非流动负债年均复合增长 14.43%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 688.36 亿元，以长期借款（占 62.87%）、应付债券（占 17.51%）和长期应付款（占 17.36%）为主，其中长期借款和长期应付款增幅明显，长期应付款中融资租赁款为 77.36 亿元，其余主要是应支付的采矿权和资源整合价款。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 1,287.08 亿元，同比增长 16.42%，其中短期债务占 51.00%，长期债务占 49.00%。

债务指标方面，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三年均值分别为 80.29%、75.02%和 60.38%，截至 2014 年底上述指标分别为 81.88%、77.17%和 62.35%，分别较上年小幅上升。

总体看，近三年公司债务规模有所扩大，短期债务占比有所提高，公司债务负担重，短期偿债压力加大。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长 11.44%。2014 年，受公司贸易规模大幅增长影响，公司实现营业收入 1,941.17 亿元，同比增长 10.19%。同期，公司营业成本增长 11.87%，略高于收入增幅。

期间费用方面，公司 2012~2014 年期间费用率分别为 8.95%、8.85%和 8.43%，近年变化不大，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2014 年公司非经常性损益为-1.23 亿元，为收回坏账所致。2014 年公司实现投资收益为 1.52 亿元，同比变化不大，对公司利润总额影响较小。

2012~2014 年，公司营业外收入分别为 15.63 亿元、14.37 亿元和 21.10 亿元，其中政府补贴分别为 10.67 亿元、9.41 亿元和 18.83 亿元，对利润总额影响大。2014 年，受煤炭行业整体下行影响，公司出现经营性亏损，营业利润为-3.67 亿元，受政府补贴等多方支持影响，2014 年公司实现利润总额合计 13.63 亿元，同比下降 30.05%。

盈利指标方面，2012~2014 年，煤炭行业景气度持续弱化，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均逐年下降，2012~2014 年均值分别为 9.03%、3.98%和 2.35%。2014 年分别为 8.08%、3.80%和 0.83%。

总体看，近年贸易板块收入规模大幅增长，成为公司新的收入增长点，但其较低的毛利率水平使得公司整体营业利润率快速下降。公司具有较好的煤质煤种优势，受煤炭行业景气下行影响，

2014 年扣除非经常性损益后公司出现经营性亏损，政府补助对公司经营业绩贡献大。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均持续增长，2014 年分别为 1,558.22 亿元和 1,583.02 亿元；公司购买商品接受劳务支付的现金同比增长 2.47%，经营活动产生的现金流出下降 0.47%，2014 年分别为 1,300.26 亿元和 1,532.71 亿元。受上述因素影响，2012~2014 年，公司经营性现金流净额波动中有所下降，分别为 62.91 亿元、20.99 亿元和 50.31 亿元。从收入实现质量看，受应收类资产及存货规模上升影响，2012~2014 年公司现金收入比逐年下降，三年均值为 85.41%，2014 年为 80.27%，公司收现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流量表现为净流出，流出规模波动下降，2014 年为 106.79 亿元，投资支出绝对金额较大，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。随着经营活动获现能力弱化，公司外部融资压力上升。

从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资性现金流入净额分别为 220.37 亿元、79.80 亿元和 76.93 亿元，公司主要以借款形式满足公司投资支出需要。

总体看，公司近年经营活动获现能力受票据交易规模进一步扩大，经营活动获现能力持续弱化，收入实现质量一般；同期，公司经营活动现金净流量不能满足投资需求，公司未来将保持一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率三年均值分别为 0.75 倍和 0.63 倍，2014 年分别为 0.72 倍和 0.61 倍，短期偿债指标持续弱化。2012~2014 年，公司三年经营现金流动负债比均值为 4.83%，2014 年为 4.87%。整体看，公司短期偿债一般，存在短期支付压力。

从长期偿债指标来看，近三年公司 EBITDA 波动下降，年均下降 5.88%；同期随着债务规模的迅速扩大，利息支出快速增加，EBITDA 利息倍数逐年快速下降，三年分别为 2.80 倍、1.87 倍和 1.76 倍；EBITDA 全部债务比快速下降，三年分别为 0.15 倍、0.10 倍和 0.10 倍。整体看，公司长期偿债指标有所弱化，但仍处于可控水平。

截至 2014 年底，公司对外担保余额合计 208.46 亿元，担保比率 54.75%。对外担保数额较大的主要是山西潞安矿业集团有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司及等太原煤气化公司，目前上述企业经营正常。总体看，公司担保比率高，公司具有一定的或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 1214 亿元，其中未使用额度 471 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（信用机构代码 G1014010100020990Q）（银行版），截至 2016 年 2 月 26 日，公司无未结清信贷记录，已结清的信贷记录中有 5 笔关注类贷款，系银行系统原因造成。

8. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营

规模、资源禀赋、产业链协同等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力极强。

八、担保方情况分析

本次债券由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）提供全额无条件连带责任保证担保。潞安集团于 2015 年 8 月 10 日签订担保函，该担保函自签订之日起生效，有效期为 6 个月。2015 年 12 月 31 日，国家发展和改革委员会发改财金【2015】3245 号文件对本次债券作出了核准批复。综上，北京市君致律师事务所出具【君致法字 2015237-1 号】文件认为本次债券由担保人提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保合法、有效。

潞安集团的前身是成立于 1959 年 1 月 1 日的潞安矿务局，经山西省人民政府晋政函[1999]114 号文件批准，2000 年 7 月潞安矿务局完成改制工作并变更为现名。截至 2015 年 9 月底，潞安集团注册资本为 221,430 万元，全部由山西省人民政府出资。

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

截至 2014 年底，潞安集团拥有全资以及控股子公司 52 家，潞安集团董事会下设秘书处、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。

经营活动现金流量净额 7.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.41 亿元。

潞安集团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截至 2014 年底，潞安集团（合并）资产总额 1,716.00 亿元，负债合计 1408.14 亿元，合并所有者权益 307.86 亿元（包含少数股东权益 135.82 亿元）；2014 年潞安集团实现营业收入 2,051.18 亿元，净利润 -3.52 亿元；人与实际控制人，履行出资人职责。

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

潞安集团拥有丰富煤炭资源，目前潞安集团煤炭地质储量超过 400 亿吨。2014 年潞安集团原煤产量达到 7,334 万吨。

潞安集团煤质优良，煤种多样。潞安集团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。

总体看，潞安集团生产规模较大，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。

联合评级评定，潞安集团的主体长期信用等级为 AAA，其对本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本次债券本息偿付的安全性。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行额度为 10 亿元，占 2014 年底全部债务的 0.78%，占 2014 年底长期债务的 1.59%，对公司现有债务影响不大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.88%、77.17% 和 62.35%。不考虑其他因素，本次公司债券发行后，上述指标将分别升至 81.97%、77.31% 和 62.72%。总体看，本次债券发行后，对公司债务规模影响不大，但公司债务负担将进一步加重。

2. 本次债券偿还能力分析

本次债券计划发行 10 亿元。2012~2014 年公司经营活动现金流入量波动下降，公司 2014 年经营活动现金流入量为 1,583.02 亿元，为本次债券发行额度的 158.30 倍；2014 年经营性现金流净额为 50.31 亿元，为本次债券的 5.03 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本次公司债保障程度高。2012~2014 年，公司 EBITDA 波动下降，2014 年 EBITDA 为 127.79 亿元，是本次公司债券发行额度的 12.78 倍，对本次公司债券保障程度高。

十、结论

煤炭行业作为以资源型产品为主的产业，发展前景长期向好。公司是中国煤炭行业特大型企业，所处晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一，是中国无烟煤储量最集中的地区。

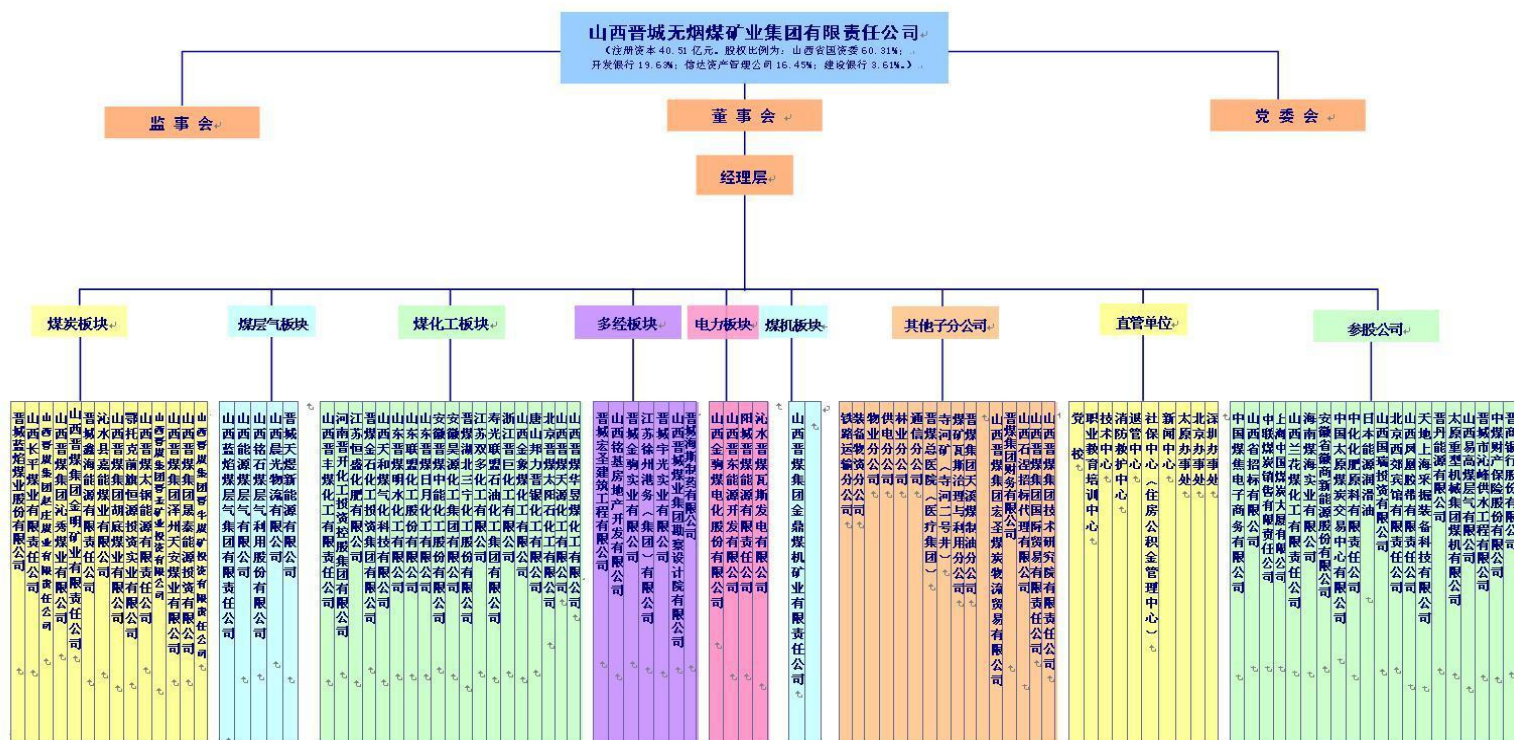
近年公司煤炭储量实现较大提升，生产规模持续增长；公司发挥无烟煤的资源优势，拓展下游煤化工业务，延伸产业链，提高产品附加值，整体抗风险能力强。同时，公司资源整合规模较大，存在一定资本支出压力；下属地方整合矿井安全生产条件差，加大了公司安全管理压力。

近年公司经营稳健，资产和收入规模稳步增长，整体资产质量及流动性较好；受煤炭行业景气度低迷影响，公司盈利能力有所下降，政府补助对公司业绩贡献大；公司债务规模快速上升，短期债务占比呈不断提高态势，债务负担持续加重。

本次债券对公司现有债务影响不大，公司经营活动现金流及 EBITDA 对本次债券覆盖程度高。总体看，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织机构图

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	1,643.98	1,923.91	2,101.85
所有者权益(亿元)	379.36	386.94	380.77
短期债务(亿元)	418.66	548.69	656.41
长期债务(亿元)	513.94	556.84	630.67
全部债务(亿元)	932.61	1,105.53	1,287.08
营业收入(亿元)	1,563.20	1,761.65	1,941.17
净利润(亿元)	24.29	6.84	3.20
EBITDA(亿元)	144.25	115.24	127.79
经营性净现金流(亿元)	62.91	20.99	50.31
应收账款周转次数(次)	75.20	69.32	58.73
存货周转次数(次)	16.04	15.61	16.10
总资产周转次数(次)	1.05	0.99	0.96
现金收入比(%)	95.13	87.08	80.27
总资本收益率(%)	5.91	3.81	3.80
总资产报酬率(%)	5.57	3.70	3.50
净资产收益率(%)	6.98	1.79	0.83
营业利润率(%)	10.80	9.43	8.08
费用收入比(%)	8.95	8.85	8.43
资产负债率(%)	76.92	79.89	81.88
全部债务资本化比率(%)	71.08	74.07	77.17
长期债务资本化比率(%)	57.53	59.00	62.35
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	1.87	1.76
EBITDA 全部债务比(倍)	0.15	0.10	0.10
流动比率(倍)	0.85	0.74	0.72
速动比率(倍)	0.72	0.63	0.61
现金短期债务比(倍)	0.78	0.64	0.57
经营现金流动负债比(%)	8.51	2.31	4.87
EBITDA/本次发债额度(倍)	14.43	11.52	12.78

注：公司其他流动负债中的短期债券、融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务。

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期本次 / 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%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。