

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 117 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“15 潞安 CP001”、“15 潞安 CP002”和“15 潞安 CP003”信用等级为 A-1。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一六年一月二十日

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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山西潞安矿业（集团）有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 潞安 CP001	20 亿元	2015/5/29-2016/5/29	A-1	A-1
15 潞安 CP002	30 亿元	2015/8/28-2016/8/28	A-1	A-1
15 潞安 CP003	10 亿元	2015/11/27-2016/11/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 1 月 20 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
现金类资产(亿元)	234.01	280.86	279.81	274.87
资产总额(亿元)	1263.51	1523.03	1716.00	1846.73
所有者权益(亿元)	311.15	309.20	307.86	352.18
短期债务(亿元)	204.07	261.96	409.29	524.80
全部债务(亿元)	611.47	841.46	1031.42	1130.03
营业收入(亿元)	1710.16	1971.78	2051.18	1464.25
利润总额(亿元)	26.44	6.07	6.23	1.00
EBITDA(亿元)	107.24	77.35	71.51	--
经营性净现金流(亿元)	26.95	16.77	7.45	9.13
营业利润率(%)	7.97	6.14	4.63	3.39
净资产收益率(%)	3.16	-2.05	-1.14	--
资产负债率(%)	75.37	79.70	82.06	80.93
全部债务资本化比率(%)	66.04	73.13	77.01	76.24
流动比率(%)	89.40	91.92	78.55	79.24
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	10.88	14.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.54	1.64	--
经营现金流流动负债比(%)	5.30	2.78	0.99	--

注：2015 年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；2015 年 9 月底现金类资产中未扣除受限资金；公司所有者权益中含有 60 亿元永续债。

分析师

王冰 潘云峰

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“15 潞安 CP001”、“15 潞安 CP002”和“15 潞安 CP003”信用等级为 A-1。

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。
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. 公司煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，有助于稳定市场下游；煤炭产量持续上升，收入规模保持增长。
5. 公司业务向煤炭下游产业延伸，有助于分散经营风险。

6. 公司经营性现金流入量及现金类资产对存续期短期融资券保障能力强。

关注

1. 受宏观经济增速放缓，及煤炭行业景气度持续低迷影响，公司主业经营压力加大；同时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。
2. 公司股票投资获得的公允价值变动收益对利润总额贡献较大，由于股票市场的波动性较大，其稳定性较弱。
3. 跟踪期内，公司资产负债率高，债务负担重；同时公司投资规模保持较高水平，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，其中公司煤基油项目投资需求大、未来发展仍存有一定不确定性对外融资压力大，债务规模快速上升，债务负担加重。
4. 公司多晶硅业务目前处于暂缓阶段，未来存在较大不确定性。
5. 公司对外担保金额大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。
6. 公司子公司山西潞安集团蒲县常兴煤业有限公司对顶板事故隐瞒不报被国家安全生产监督管理总局处罚，反映出公司管理水平有待改善。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 潞安 CP003”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的前身是成立于1959年1月1日的潞安矿务局，经山西省人民政府晋政函[1999]114号文件批准，2000年7月潞安矿务局完成改制工作并变更为现名。截至2015年9月底，公司注册资本为221430万元，全部由山西省人民政府出资。

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

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

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

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额1846.73亿元，所有者权益352.18亿元（包含少数股东权益133.25亿元）。2015年1~9月公司实现营业收入1464.25亿元，利润总额1.00亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

2. 行业关注

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增

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

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

2015 年，是全面深化改革的关键之年，中国经济下行压力依然较大，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳增长起到支撑作用。

四、行业经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今

后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2014 年度煤炭总供给表现过剩量达 4.04 亿吨。

煤炭价格

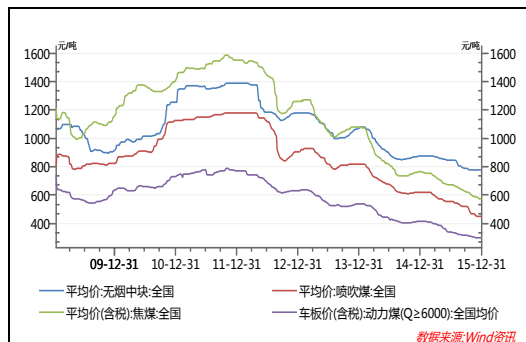
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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

煤炭价格方面，2011 年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于 2011 年 11 月达至危机后高点。2012 年起，受宏观经济增速减缓及

煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为 2000 年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图 1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind 资讯

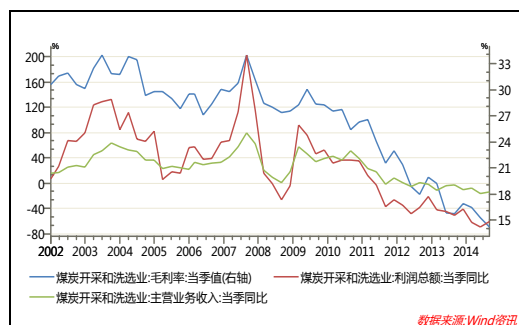
2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 WIND 资讯统计，截至 2014 年 12 月 12 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 620 元/吨、761 元/吨、872 元/吨和 414 元/吨，同比分别下跌 24.11%、29.47%、17.89%和 22.76%，较 2012 年同期分别下跌 31.49%、39.56%、26.10%和 34.39%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 47.41%、50.97%、37.27%和 46.51%。截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）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。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012 年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由 2012 年一季度的

单季同比增长 38.69%下降至 2014 年一季度的单季同比下降 11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业 2014 年和 2015 年 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. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

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 5000 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 3000 家以内，平均规模提高到 150 万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，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；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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，有助于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主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。

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

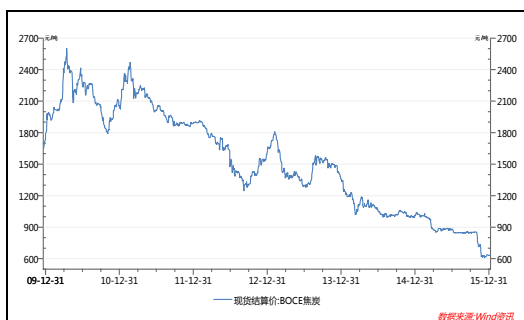
1. 行业及区域经济概况

焦炭价格

2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。短期看焦炭下行风险较大。截至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）

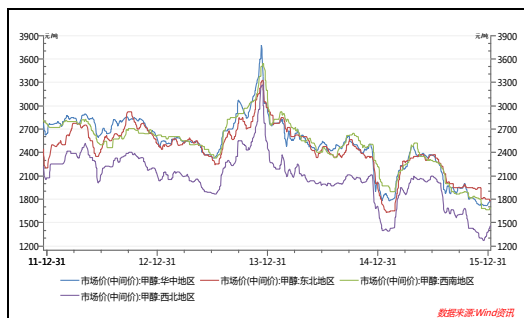


资料来源：wind 资讯

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。

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

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

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

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

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

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生了变化，公司原董事、总经理翟红由于工作变动原因辞去公司董事、总经理职务；董事会聘任游浩为公司董事、总经理。

公司总经理游浩先生，大学学历，毕业于阜新矿业学院，历任阳煤集团二矿副矿长、矿长，阳煤集团总工程师，山西焦煤集团总工程师，山西焦煤集团董事、党委常委、副总经理等职。除此之外，公司在管理体制及其他高管

人员方面均无重大变化。

跟踪期内，联合资信同时关注到：根据2015年12月24日国家安全生产监督管理总局网站新闻披露，潞安集团下属子公司山西潞安集团蒲县常兴煤业有限公司于7月20日井下发生一起顶板事故，由于山西潞安集团蒲县常兴煤业有限公司对顶板事故隐瞒不报，被国家安全生产监督管理总局列入“其他严重违法违规行为”。根据国务院安委办拟定《生产经营单位安全生产不良记录“黑名单”管理暂行规定》被列入“黑名单”的生产经营单位管理时限从2015年12月15日至2016年12月14日。另外山西潞安集团蒲县常兴煤业有限公司被山西煤矿安全监察局临汾监察分局罚款3368496.6元。

潞安集团根据事故调查结果及相关规定，于2015年7月30日研究下发了《关于对常兴煤业公司“7.20”支架倾倒事故的调查处理决定》（潞党发【2015】78号、潞矿安字【2015】396号），对相关单位和37名责任人做出了处理，并上报了山西煤矿安全监察局，2015年9月30日获得山西煤矿安全监察局批复后，对事故已完成处理。联合资信将密切关注此次违法违规行为对潞安集团经营和财务可能造成的影响，动态分析该事件对潞安集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

七、经营分析

2014年，公司实现营业收入合计2051.18亿元，同比增长4.03%，其中主营业务收入

1990.59亿元，其他业务收入60.58亿元，同比分别增长5.44%和4.72%。

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

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

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

2015年1~9月，公司共实现营业收入1464.25亿元，相比上年同期下降11.96%，其中主营业务收入1422.08亿元，毛利润57.88亿元，主营业务毛利率为4.07%，同比均有所下降。

表1 2012年~2015年9月公司主营业务收入及利润情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年			2015年1~9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	133.08	8.06	45.19	97.09	5.14	55.69	133.26	6.70	35.58	70.08	4.93	21.83
洗煤	143.85	8.71	44.87	141.65	7.50	38.14	106.27	5.34	30.57	54.29	3.82	25.74
非煤产业												

贸易	1248.54	75.62	0.00	1501.96	79.56	0.35	1523.79	76.58	0.24	1145.18	80.53	0.07
煤化工	33.50	2.03	0.00	46.07	2.44	6.90	42.51	2.14	8.87	21.30	1.50	5.64
化肥	27.49	1.66	14.15	15.39	0.82	7.02	18.32	0.92	9.66	24.48	1.72	9.51
其他	64.68	3.92	6.18	85.74	4.54	8.95	166.44	8.32	5.63	106.75	7.50	4.26
主营业务收入合计	1651.14	100	8.47	1887.9	100	6.64	1990.59	100	4.99	1422.08	100.00	4.07

资料来源：公司审计报告

1. 煤炭业务

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

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

近年来，在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。公司产品结构好，喷吹煤产量规模大，盈利能力较强。

公司借助潞安新疆煤化工集团，在新疆地区所获得的资源品质较高，所获资源以发热量

在 6800 大卡的不粘煤为主，为优质动力煤，具备“三低一高”的特点。哈密地区煤炭运输无障碍，现有运输瓶颈主要在北疆，未来北疆地区运输瓶颈将靠一主两翼铁路和就地转化为化肥解决。哈密地区与青海、内蒙毗邻（鄯善沙尔湖露天一矿和二矿、沙墩子矿均位于此，规划总产能分别为 1500 万吨和 2000 万吨。

表 2 2012 年~2015 年 9 月公司煤炭生产指标比较

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
原煤产量(万吨)	6125.00	7063.00	7334.00	5195.00
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	12.67	15.56	15.62	16.32
死亡率(人/百万吨)	0.05	0.10	0.00	0.06

资料来源：公司提供

煤炭销量方面，跟踪期内，2014 年公司共完成煤炭销售合计 6717 万吨，较 2013 年增长 8.13%，保持稳定增长态势。2015 年 1~9 月，公司销量为 4254 万吨，占 2014 年全年的 63.33%。

价格方面，跟踪期内，2014 年商品煤销售为 360.13 元。2015 年 1~9 月，公司商品煤销售均价为 292.38 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 3 公司煤炭销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	3752.00	543.15	3904.00	374.25	4462.00	307.56	2784.00	251.73
喷吹煤	1347.00	859.43	1702.00	706.92	1649.00	539.83	999.00	454.70
洗精煤	251.00	966.29	163.00	807.68	180.00	593.59	75.00	500.99

其他洗煤	171.00	221.36	443.00	162.58	426.00	154.25	396.00	129.92
合计	5521.00	543.15	6212.00	463.21	6717.00	360.13	4254.00	292.38

资料来源：公司提供

2. 非煤业务

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

2015 年 1~9 月，公司非煤业务实现收入 1297.71 亿元，占 2014 年全年的 74.11%。

贸易业务方面，经营主体为山西潞安煤炭经销公司、潞安日照国贸公司和潞安物资贸易公司，主要经营煤炭、焦炭、钢材、铁矿、铜铝等大宗金属商品贸易。2014 年公司贸易板块实现营业收入 1523.79 亿元，同比增长 1.45%。2015 年 1~9 月公司贸易业务实现营业收入 1145.18 亿元，占主营业务收入 80.53%，公司贸易收入依然是公司主营业务收入的最主要的组成部分。随着煤炭市场持续低迷，贸易板块的毛利率继续下降至 0.07%。

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 60 万吨；祥瑞焦化产能已扩产至 150 万吨/年。

公司 2011 年起将山西天脊煤化工集团有限公司（以下简称“天脊集团”）纳入合并范围，煤化工产业链得以完善。截至 2014 年底，天脊集团主要产品产能约为：合成氨 81 万吨/年、硝酸 81 万吨/年、硝酸磷肥 90 万吨（或硝酸磷钾肥 100 万吨/年）、硝铵 20 万吨/年、矿渣水泥 28 万吨/年、苯胺 13 万吨/年。2014 年公司煤化工业务共实现营业收入 42.51 亿元，相比 2013 年，收入有所下降，但毛利率有所回升，2014 年煤化工业务毛利率达到 8.87%。

2015 年公司煤化工业务盈利能力有所下滑，2015 年 1~9 月，公司共实现煤化工业务收入 21.30 亿元，煤化工业务的毛利率下降至 5.64%。

煤基合成油业务方面，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，目前该项目被列为国家“863”及“973”高新技术项目，另外 20 万吨聚氯乙烯项目也已经进入试车阶段，公司实现煤基制油循环经济产业链。

光伏业务方面，公司在太阳能和多晶硅项目预计总投资达到 66.00 亿元，截至 2015 年 9 月底，公司已累计投入 64.86 亿元。目前太阳能项目一期已投产，二期项目也即将投产，2014 年公司太阳能业务共实现营业收入 10 亿元，目前尚处于亏损状态，但随着未来太阳能市场的回暖和后期太阳能项目的投产，未来或将成为公司收入及利润新的增长点；另外公司多晶硅项目建设已接近收尾，高纯度多晶硅项目已具备试产条件，该项目设计产能为 2500 吨/年。但鉴于目前市场环境，该项目处于暂缓阶段，未来存在较大不确定性。

3. 在建工程

截至 2015 年 9 月底，公司重点在建工程 3 项，其中，煤矿项目 2 个，合计产能 1300 万吨/年，煤基化工项目 1 个。在建项目计划总投资 376.19 亿元，截至 2015 年 9 月底已完成投资 224.02 亿元。

目前古城煤矿和李村煤矿工程在建情况良好，预计明后年能进入投产阶段。另外煤基油项目将是公司未来的重点发展项目，公司准备在制油的基础上进一步扩展至高精细化工方向，努力打造高端柴油和化学制品。目前项目已进入环评阶段，公司预计 2016 年 8 月能进入

试投产阶段。

表 4 公司重点在建工程情况 （单位：亿元）

工程名称	计划总投资	截至 2015 年 9 月底累计投资	2015 年 10-12 月计划投资额	2016 年计划投资额	2017 年计划投资额	设计产能	工程进度
古城煤矿	82.77	35.87	3.00	15.00	18.67	年产 1000 万吨煤矿、选矿厂及配套铁路专线	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	133.62	4.21	30.00	30.00	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。
李村煤矿	63.42	54.53	0.77	8.12	--	年产 300 万吨煤矿、选矿厂及配套铁路专线	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。
合计	376.19	224.02	7.98	53.12	48.67		

资料来源：公司提供

4. 未来发展

“十三五”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。

总体看，公司在积极扩张资源储量及产能的同时，不断延伸以煤炭下游产业为核心的多元化产业链，有效的提升公司整体竞争实力。

煤炭资源获取是公司未来可持续发展的核

心，公司目前积极推进山西省内矿井资源整合并大力发展新疆地区的扩产扩建，可有效增强公司的资源储备。同时，依托公司的煤质煤种特性，以及公司在煤制油等煤化工项目的相关运作经验，公司向煤化工产业延伸产业链有望获得较强的比较竞争优势。

联合资信同时关注到，公司在建项目未来投资规模较大，有一定的资金压力。

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

跟踪期内，考虑到煤炭主业盈利恶化，较大的投资规模导致公司对外部融资存在较强的依赖性，也将一定程度上推升公司债务规模，加重公司债务负担，短期内公司债务负担仍将

维持较高水平。

八、或有事项

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

2015 年 4 月 27 日，公司向北京仲裁委员会提交《仲裁反请求申请书》，请求北京仲裁委员会裁决：1、确认涉案合同未生效；2、恢复原状，神火煤电返还公司已支付转让款 173993.18 万元及给付同期资金占用费（资金占用费按照同期人民银行贷款基准利率计算，自实际支付之日起至已付转让款返还完毕之日止）3、神火煤电承担公司因本案支出的律师费和承担本案仲裁费用。

2015 年 5 月 8 日北京仲裁委员会受理发行人的仲裁反请求。

2015 年 6 月 28 日，就神火煤电的仲裁请求及发行人的仲裁反请求（仲裁请求及反请求合称“本案”），仲裁庭第一次开庭审理，截止目前本案仍在审理过程中，仲裁庭尚未通知第二次开庭时间。

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

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1~9 财务报表未经审计。

2014 年公司纳入合并报表的子公司合计 53 家，合并报表范围增加二级子公司 3 家，分别是山西潞岚农业开发有限公司、山西潞安煤

基清洁能源有限责任公司、山西潞安检测检验中心有限责任公司。另外山西潞安能源交通投资有限责任公司不再纳入公司合并范围。

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

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1846.73 亿元，所有者权益 352.18 亿元（包含少数股东权益 133.25 亿元）。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 1464.25 亿元，利润总额 1.00 亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 1716.00 亿元，较上年底增长 12.67%，主要是货币资金、应收账款、交易性金融资产和在建工程较快增长所致，其中非流动资产占比 65.43%，占比略有增加。

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

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

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

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

截至 2014 年底，公司应收款账面净额 53.71 亿元，同比上升 34.96%，共计提坏账准备 3.73 亿元，计提比例 6.49%。应收账款大幅增加的

原因系公司为了增加销售，采取了赊销方式所致。公司单项金额重大单项计提的坏账准备的应收账款合计 0.63 亿元，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应收款合计 3.08 亿元，其中，1 年以内的占 80.72%，1~2 年的占 11.82%，2~3 年的占 1.82%，3 年以上的占 5.64%。

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

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 47.23 亿元，较上年底增长 27.28%，计提坏账准备 4.00 亿元，计提比例为 7.81%，其中，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应付款合计 3.26 亿元，1 年以内的占 72.49%，1~2 年的占 4.92%，2~3 年的占 8.52%，3 年以上的占 14.07%。

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

截至 2015 年 9 月底，公司流动资产合计 676.85 亿元，相比 2014 年底，增长 14.10%。增长主要来自于交易性金融资产、存货、预付款项和应收账款的增加，结构基本保持稳定。

截至 2015 年 9 月底，公司存货为 158.09 亿元，相比 2014 年底增长 24.52%，增长主要原因系煤炭产能过剩，公司销量减少所致；同期，应收账款和预付款项分别为 93.49 亿元和 88.31 亿元，相比 2014 年底分别增长 74.05%和 43.72%。上述科目增长的主要原因系煤炭市场持续低迷，企业经营压力加大，贷款回收时间延长和公司未结清款项增加所致。受上述科目的大幅增长的影响，公司现金类资产占公司流动资产比重有所下降，公司资产流动性有所下滑。

截至 2014 年底，公司非流动资产 1122.80 亿元，较 2013 年底增长 15.82%，主要由固定

资产（占 35.24%）、在建工程（占 44.25%）、无形资产（占 15.47%）和商誉（占 1.20%）构成。

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

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

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

截至 2015 年 9 月底，公司非流动资产合计 1169.88 亿元，较 2014 年底上升 4.19%，主要系长期股权投资和在建工程有所增长。非流动资产结构基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司流动资产中货币资金和应收账款比重较大，现金类资产较充裕，但在 2015 年公司资产流动性有所下滑；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重较大。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 307.86 亿元，较 2013 年底下降 0.43%，主要是净利润为负，导致未分配利润下降所致；归属母公司权益由主要实收资本（占 14.59%）、资本公积（占 36.54%）、专项储备（占 15.69%）和未分配利润（占 19.00%）构成，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 352.18 亿元，较 2014 年底增长 14.40%，增长主要来自永续债务融资工具的增加。其中归属母公司权益由实收资本（占 11.88%）、资本公积（占 29.75%）、其他权益工具（占 28.03%）、专项储备（占 16.10%）和未分配利润（12.02%）构成，构成基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定

性一般。

负债

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

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

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

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额合计 1494.55 亿元，较 2014 年底增长 6.14%。其中流动负债占 57.15%，占比较 2014 年底有所上升。

截至 2015 年 9 月底，公司流动负债总额合计 854.20 亿元，相比 2014 年底增长 13.11%，增长的主要原因系短期借款、应付票据和其他流动负债增长所致，公司其他流动负债大幅增加主要系公司发行多期超短融融资券和短期融资券所致；同期公司非流动负债总额合计 640.35 亿元，较 2014 年底下降 1.93%，下降的主要原因系应付债券大幅下降所致。

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

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

截至 2015 年 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 80.93%、76.24%和 63.22%，分别相比 2014

年下降 1.13%、0.77%和 3.68%，债务负担有所减轻，债务负担减轻的主要原因系公司发行永续债务融资工具所致。根据谨慎性原则，若把永续债务融资工具视作债务，那么公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 84.14%、80.24%和 69.40%。

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

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2014 年公司经营活动现金流入量为 1916.73 亿元，较上年增长 9.21%，公司现金流入增长较快主要由于贸易收入增长所致。

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

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

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

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

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入合计 1228.79 亿元，流量净额 9.13 亿元；投资活动现金流量净额为-70.76 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 43.38 亿元。

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

3. 盈利能力

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

受煤炭贸易规模的增长，公司营业收入波动增长；另外受非煤业务占收入比重上升，而该类业务毛利率较低影响，公司利润总额较上年保持略有增长。

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

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

2015 年 1~9 月，公司营业收入和利润总额分别为 1464.25 亿元和 1.00 亿元，在利润总额中公公允价值变动收益为 11.32 亿元，主要系公司投资股票市场盈利所致；营业收入和利润总额分别占 2014 年全年的 71.39%和 16.05%；公司 2015 年 1~9 月营业收入和利润总额同比分别下降 11.96%和 36.31%，主要系煤炭价格持续下

跌影响；同期，公司营业利润率进一步下降至 3.39%。

总体看，跟踪期内，伴随贸易规模增长，公司整体收入规模继续增长，受煤炭价格整体下滑以及贸易整体毛利较低等因素影响，公司盈利水平同比下降明显；同期，公司公允价值变动收益对利润总额有较大程度影响。另外 2014 年及 2015 年 1~9 月公司净利润持续为负，公司的经营压力有所加大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 78.55%和 61.74%。而 2015 年 9 月底，公司上述指标分别增长至 79.24%和 60.73%。公司货币资金、应收账款和交易性金融资产等流动资产大幅度增长，但流动负债中短期借款、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，2014 年公司经营现金流动负债比为 0.99%，较上年 2.78%有所下降。总体来看，公司短期偿债指标较弱。

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

总体看，公司整体偿债能力尚可。

5. 存续债券偿债偿还能力

“15 潞安 CP001”、“15 潞安 CP002”和“15 潞安 CP003”发行额度合计 60 亿元，2014 年公司经营活动现金流入量和经营性净现金流对上述债券合计额度的保护倍数分别为 31.95 倍和 0.12 倍；截至 2014 年底，公司现金类资产

共计 297.75 亿元，剔除受限的货币资金 17.94 亿元，其余部分对上述债券的保护倍数为 4.66 倍；公司经营性现金流入量和现金类资产对上述债券的保护程度极高。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保 78.54 亿元，占当期公司所有者权益的 22.30%。对外担保的企业分别是山西能源交通投资有限公司和晋城无烟煤矿业集团有限公司。其中，为山西能源交通投资有限公司及其子公司担保共计 50 亿元；为晋城无烟煤矿业集团有限公司及其子公司担保共计 28.54 亿元。

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

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

总体看，跟踪期内，被担保企业经营状况良好，但公司对外担保比率高，仍存在一定或有负债风险。

截至 2015 年 9 月底，公司共获得银行授信 1160.00 亿元，其中，尚未使用额度 605.57 亿

元。公司间接融资渠道通畅。

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

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10140423000001807），截至 2016 年 1 月 8 日，公司无未结清不良信贷记录；公司有四笔已结清关注类信贷记录，其中两笔关注类贷款全部系晋商银行贷款，根据晋商银行兴华街支行提供的说明显示：山西潞安矿业（集团）有限责任公司于 2009 年 7 月 13 日、2009 年 8 月 5 日在晋商银行以信用方式分别贷款 20000 万元、15000 万元，到期日分别为 2012 年 7 月 12 日、2012 年 8 月 4 日，由于山西潞安矿业（集团）有限责任公司系晋商银行股东单位，违反国家有关法律法规，所以晋商银行把上述两笔贷款五级分类时划分为关注类；另外两笔贷款被放入关注类原因系借款银行系统性错误所致；上述四笔贷款已于到期日按期收回。另外根据公司在公开市场过往履约情况，公司过往债务履约情况正常。

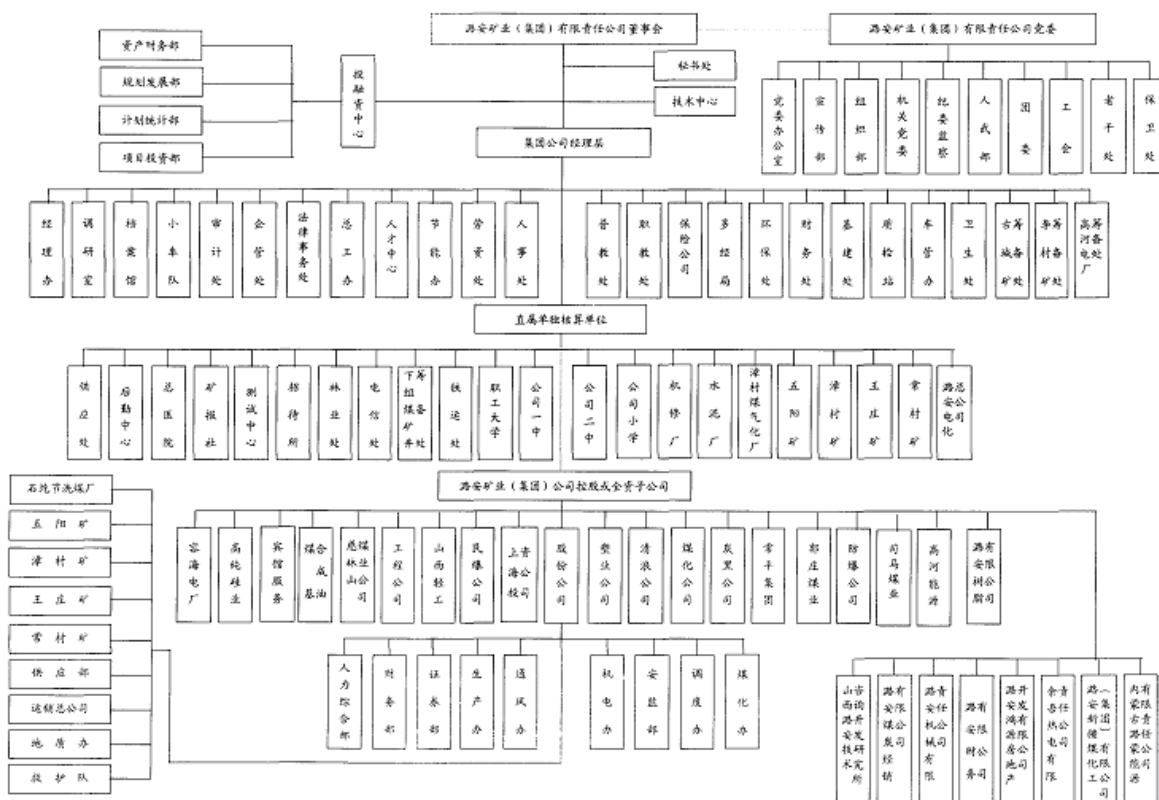
7. 抗风险能力

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

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“15 潞安 CP001”、“15 潞安 CP002”和“15 潞安 CP003”信用等级为 A-1。

附件 1 公司组织机构图



附件2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	234.01	280.86	279.81	274.87
资产总额(亿元)	1263.51	1523.03	1716.00	1846.73
所有者权益(亿元)	311.15	309.20	307.86	352.18
短期债务(亿元)	204.07	261.96	409.29	524.80
长期债务(亿元)	407.40	579.49	622.13	605.22
全部债务(亿元)	611.47	841.46	1031.42	1130.03
营业收入(亿元)	1710.16	1971.78	2051.18	1464.25
利润总额(亿元)	26.44	6.07	6.23	1.00
EBITDA(亿元)	107.24	77.35	71.51	--
经营性净现金流(亿元)	26.95	16.77	7.45	9.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.21	13.13	13.40	--
存货周转次数(次)	20.79	17.55	15.58	--
总资产周转次数(次)	1.49	1.42	1.27	--
现金收入比(%)	87.71	87.09	92.36	81.72
营业利润率(%)	7.97	6.14	4.63	3.39
总资本收益率(%)	4.15	2.10	2.10	--
净资产收益率(%)	3.16	-2.05	-1.14	--
长期债务资本化比率(%)	56.70	65.21	66.90	63.22
全部债务资本化比率(%)	66.04	73.13	77.01	76.24
资产负债率(%)	75.37	79.70	82.06	80.93
流动比率(%)	89.40	91.92	78.55	79.24
速动比率(%)	72.33	71.46	61.47	60.73
经营现金流动负债比(%)	5.30	2.78	0.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.54	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	10.88	14.42	--

注：2015 年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；2015 年 9 月底现金类资产中未扣除受限资金；公司所有者权益中含有 60 亿元永续债。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

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

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