

跟踪评级公告

联合[2015] 331 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；维持“14 潞安 CP003”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年三月二十日



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
14 潞安 CP003	10 亿元	2014/9/23-2015/9/23	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 3 月 20 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
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
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	--
经营现金流流动负债比(%)	17.29	5.30	2.78	--

注：2014 年三季度报表未经审计

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

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，带动整体营业收入大幅增长；受煤炭行业整体下行影响，公司盈利指标有所弱化。同期，公司债务结构趋于长期化，与投资项目匹配程度较好，但整体债务负担趋重。

公司山西省内资源整合矿井以及新疆基地产能的陆续释放将为公司未来产能持续扩张提供有力支撑，但公司整体盈利能力的恢复仍有赖于行业景气度的恢复，短期内公司仍面临一定的经营压力。

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；维持“14 潞安 CP003”信用等级为 A-1。

优势

1. 公司煤炭产能持续上升，煤质煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，有助于稳定市场下游。
2. 公司经营性现金流入量及现金类资产对“14 潞安 CP003”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内煤炭行业景气度继续保持下行趋势，对煤炭企业的盈利能力及经营获现能力造成较大负面影响。
2. 公司非煤业务盈利能力弱，低盈利性贸易业务快速增长导致公司整体营业利润持续下滑。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模快速上升，整体债务负担趋重。

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“14 潞安 CP003”兑付日有效；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。

截至2013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。

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、行业分析

（一）煤炭采选行业

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占据重要的战略地位，具有高投入、高风险、高产出、政策导向性强等特点。建国以来，中国煤炭工业发展较快，目前已具备设计、建设、装备及管理千万吨级露天煤矿和大中型矿区的能力，综合机械化采煤等现代化成套设备广泛使用。2013 年中国煤炭消费总量合计 36.1 亿吨，约占全国一次性能源消费总量的 65.7%，行业地位突出。

2. 供需格局

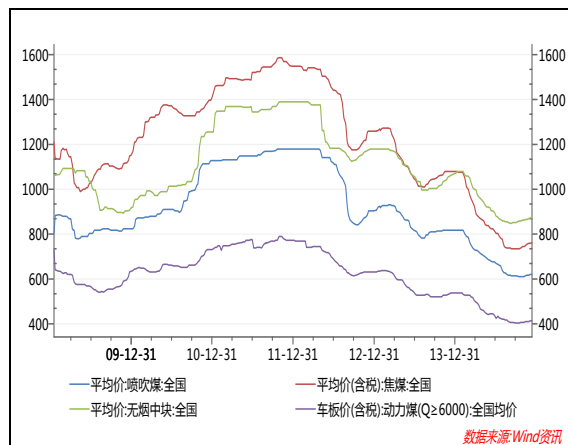
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年煤炭进口对国内煤炭供需影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进

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。

3. 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

($Q \geq 6000$) 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%。

4. 行业关注

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。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。

5. 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。

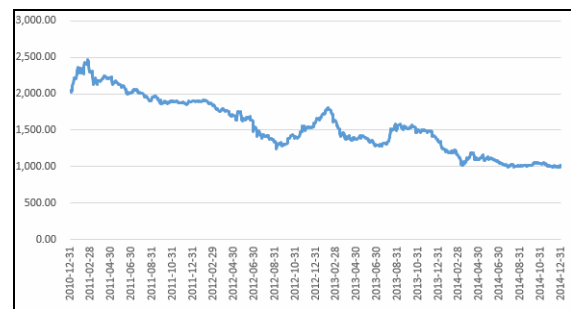
中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

（二）煤化工行业

1. 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。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12月31日，国内焦炭价格均价约为1020元/吨。

图2 近年焦炭价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯

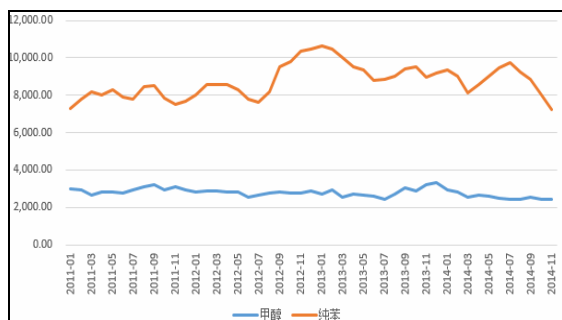
总体而言，近两年焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，在下游钢铁产能不断压缩的情形下，焦炭企业面临的经营压力较大。近年煤炭价格低位运行及铁矿砂价格稳中有降，导致钢铁企业对焦炭的成本压力有所减轻。总体上保证了焦炭产品一定的盈利空间。

2. 甲醇及纯苯价格

国内煤化工产业链中，目前技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、

合成氨和粗苯。

图3 近年国产甲醇及纯苯价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

在煤焦化产业链中，甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

受化工行业强周期性传导，甲醇、纯苯价格表现出一定的周期性波动，在经历了 2008 年金融危机及 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后，至今基本维持季节性震荡格局。相对而言，苯产品的价格呈波动上升趋势，成为焦化企业重要的盈利性副产品。

3. 区域概况

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。

4. 行业政策

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。

5. 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，仍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，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焦化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，达到以焦炭产品为辅，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。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 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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，近年来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。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，其他业务收入 83.88 亿元，同比分别增长 14.34%和 42.12%。

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 1 2011 年~2014 年 9 月公司主营业务收入及利润情况（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	4.92

资料来源：公司提供

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。

2013年，公司煤炭产量达7063万吨，同比增长15.31%。未来短期内公司煤炭产能增长将集中于新疆（合计1300万吨/年）和山西本地37个矿井（合计1000万吨/年）的资源整合矿井释放。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。

公司煤炭产品结构好，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2 2011年~2014年9月公司煤炭生产指标

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)	--	0.05	0.10	0.014

资料来源：公司提供

煤炭销量方面，2013年运销公司共完成煤炭销售合计6212万吨，同比增长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%。价格方面，2013年随着煤炭行业整体景气度恶化及进口煤冲击的影响，公司主要煤炭产品销售价格均有所下降。

表3 公司煤炭销售价格（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

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，同比上升8.78%，对公

司毛利润贡献为10.45%。

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。

焦化业务方面，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。

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 4 公司未来三年投资计划（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

总体看，公司在积极扩张资源储量及产能的同时，不断延伸以煤电化、煤焦化、煤制油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。

跟踪期内，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、募集资金使用情况

公司于2014年9月23日发行2014年度第三期短期融资券“14潞安CP003”，募集资金10.00亿元，计划全部用于置换银行借款。目前，“14潞安CP003”募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

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。

1. 盈利能力

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%。

跟踪期内，受煤炭贸易规模的扩大、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煤炭贸易毛利较低的影响，利润总额较上年同期下降幅度较大。

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%，同比下降 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。

跟踪期内，受低盈利能力贸易业务快速增长以及煤炭价格整体下行影响，公司营业利润

率进一步下探，2013 年为 6.14%，同比下滑 1.83 个百分点。同期，公司净资产收益率及总资本收益率分别为 2.10% 和 -2.05%。

2013 年，公司各矿井的安全费用提取标准由 50 元/吨调整为 30 元/吨，受此影响 2013 年归属于母公司的净利润增加 2.05 亿元；公司职工教育经费提取标准由职工工资总额的 2.50% 变更为 2.00% 提取，受此影响 2013 年归属于母公司的净利润增加 0.23 亿元。

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。

2. 现金流及保障

跟踪期内，受益于公司煤炭贸易业务规模的扩大，经营活动现金流入量保持稳步增长。2013 年公司经营活动现金流入量为 1755.02 亿元，同比增长 8.06%；同期，2013 年公司经营活动现金流量净额为 16.77 亿元，同比下降 37.77%，表现为净流入。受贸易业务票据结算方式的大规模使用，公司现金收入比仅为 87.09%，同比下降 0.62 个百分点。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. 资本及债务结构

(1) 资本构成

跟踪期内，随着公司生产矿井持续投入以及煤炭贸易业务的不断增长，应收票据、存货、在建工程以及固定资产快速增长。2013 年底，公司资产总额为 1523.03 亿元，同比增长 20.54%，其中流动资产占 36.35%，非流动资产占比 63.65%，资产构成整体保持稳定。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 553.62 亿元，同比底增长 21.82%；主要由货币资金（占 29.09%）、应收票据（占 22.07%）、预付款项（占 10.96%）和存货（占 22.26%）构成。其中承兑汇票保证金及履约保证金等受限货币资金 16.23 亿元；存货共计提 0.27 亿元跌价准备，计提比例 0.22%，有一定跌价风险；其他应收款坏账计提比例 8.85%，计提基本合理；应收账款 1 年内款项占 84.58%，账龄整体较短。

非流动资产方面，截至 2013 年底，公司非流动资产 969.41 亿元，同比底增长 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。其中固定资产平均成

新率 57.07%；在建工程不断推进，2013 年底为 360.55 亿元，同比增长 31.02%。

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。整体看，公司流动资产中货币资金和应收票据比重较大，现金类资产较为充裕；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。

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 309.20 亿元，同比底下降 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；未分配利润和资本公积占比相对较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 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带动的资本公积增长。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，所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，稳定性一般。

(2) 债务结构

截至 2013 年底，公司负债总额 1213.83 亿元，同比增长 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。

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。

有息债务方面，截至 2013 年底公司全部债务为 841.46 亿元，同比增长 37.61%，主要是长短期债务增长以及新增债权投资计划融资所致。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。

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%，分别同比上升 4.33、7.09 和 6.43 个百分点。

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%。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务期限结构与投资项目匹配程度较好，债务结构趋向长期化，但整体债务负担趋重。

4. 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。

5. 存续债券偿债偿还能力

“14 潞安 CP003”发行额度为 10 亿元，2013 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的保护倍数分别为 175.50 倍和 1.68 倍；截至 2013 年底，公司现金类资产对上述债券的保护倍数为 28.96 倍；截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产对上述债券的保护倍数为 25.35 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很高。

6. 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。

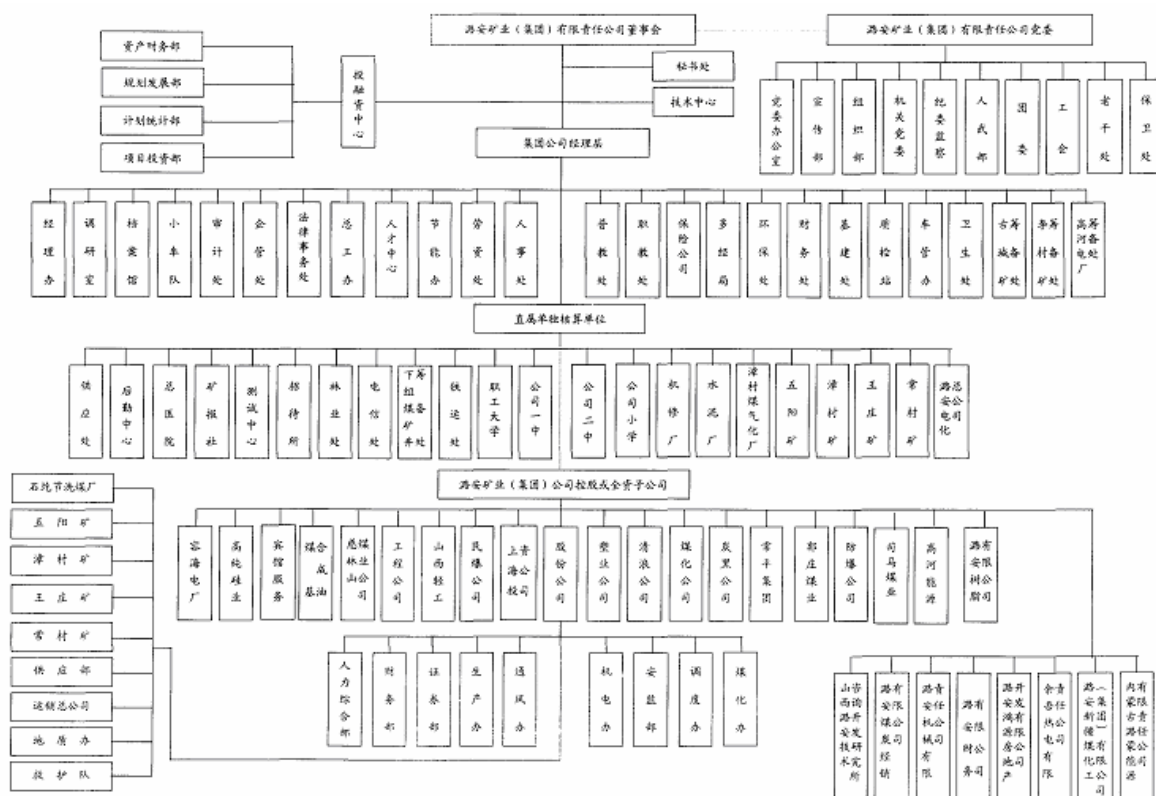
7. 抗风险能力

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；维持“14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	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	--

注：2014 年三季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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 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

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