跟 踪 评 级 公 告

联合[2018] 724 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“17 潞安 CP005”A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年五月二日

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
2017年度第五期短融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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 潞安 CP005	10 亿元	2018/11/3	A-1	A-1

评级时间：2018 年 5 月 2 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	297.75	305.24	352.77	454.89
资产总额(亿元)	1716.00	1931.32	2017.16	2136.31
所有者权益合计(亿元)	307.86	327.58	318.39	325.03
短期债务(亿元)	383.56	514.80	613.57	604.87
长期债务(亿元)	536.85	421.56	374.41	464.65
全部债务(亿元)	920.40	936.36	987.98	1069.52
营业收入(亿元)	2051.18	1800.01	1600.20	1254.92
利润总额(亿元)	6.23	1.06	2.16	10.23
EBITDA(亿元)	71.51	73.07	73.06	--
经营性净现金流(亿元)	7.45	7.85	13.75	13.74
营业利润率(%)	4.63	3.26	5.51	5.17
净资产收益率(%)	-1.14	-2.69	-1.92	--
资产负债率(%)	82.06	83.04	84.22	84.79
全部债务资本化比率(%)	74.94	74.08	75.63	76.69
流动比率(%)	78.55	64.59	55.98	63.02
经营现金流动负债比(%)	0.99	0.76	1.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.87	12.81	13.52	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.64	1.22	1.21	--

注：1、2017 年前三季度财务数据未经审计；
2、2014 年底公司所有者权益中含有本金为 20 亿元的永续中票，2015 年底、2016 年底和 2017 年 9 月底公司所有者权益中含有本金为 60 亿元的永续中票。

分析师

杨 栋　卢谋华　王宇飞

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”或“公司”）的评级反映了公司作为山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，在行业前景、资源储备、产业布局、技术水平、政策支持等方面的综合优势。跟踪期内，受益于煤炭行业去产能和煤炭市场的回暖，公司煤炭业务板块盈利能力有所增强。联合资信同时关注到公司债务负担重、存在一定短期支付压力、资本性支出规模较大、对外部融资依赖程度高等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

近年来公司资产规模持续增长，业务向煤炭下游产业延伸有助于提升公司整体竞争实力；公司主动压缩煤炭贸易规模，资源耗费持续下降，煤炭主业更为突出。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17潞安CP005”A-1的信用等级。

优势

1. 煤炭行业为中国基础能源行业，行业去产能政策的实施有利于缓解供需矛盾，维持行业稳定发展。
2. 公司煤炭资源储量大，煤质优良，煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，煤炭资源优势和产能规模优势明显。
3. 公司通过山西省内煤炭资源整合和省外资源开拓，煤炭资源储量获得进一步提升。
4. 跟踪期内，公司煤炭下游延伸产业建设持续推进，煤化工项目投产将有助于分散经营风险。
5. 公司现金类资产及经营性现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

关注

1. 公司股票投资受股市波动影响大，2016年因持有万达股票产生的账面浮亏对公司当期业绩形成拖累。
2. 公司资产负债率高，债务负担重，存在一定短期偿债压力；同时公司投资规模保持较高水平，未来在建项目投入规模仍较大，存在一定资本支出压力。
3. 公司多晶硅业务目前处于暂缓阶段，未来发展存在较大不确定性。
4. 公司与河南神火煤电股份有限公司发生的仲裁事宜尚未结束，后续进展情况有待关注。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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“17 潞安 CP005”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2017 年 9 月底，公司注册资本为 419881.60 万元，控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），实际控制人为山西省国资委。

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 2016 年底，公司拥有全资以及控股子公司 60 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 2016 年底，公司（合并）资产总额 2017.16 亿元，所有者权益 318.39 亿元（包含少数股东权益 141.75 亿元）；2016 年公司实现营业收入 1600.20 亿元，利润总额 2.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2136.31 亿元，所有者权益 325.03 亿元（包含少数股东权益 144.30 亿元）。2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 1254.92 亿元，利润总额 10.23 亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“17 潞安 CP005”尚需偿还债券本金余额为 10 亿元，所募集资金均已按照募集计划全部用于偿还银行借款。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策

为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革

面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业经济环境

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。目前中国是世界上最大的煤炭消费国，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

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。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计5亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿-13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤

炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3-4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

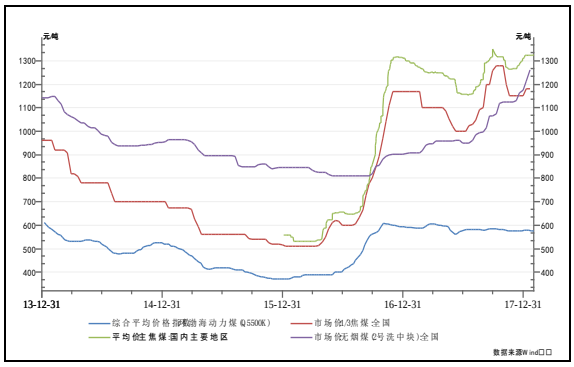
煤炭价格

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。

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2012~2015年出现深度调整。

煤炭价格方面，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。自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是 593 元/吨、1170 元/吨、1312 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底大幅增长 59.41%、127.18%、134.70%和 6.99%。进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至 2017 年 6 月 15 日，上述煤炭价格分别为 564 元/吨、1000 元/吨、1163 元/吨和 960.60 元/吨。

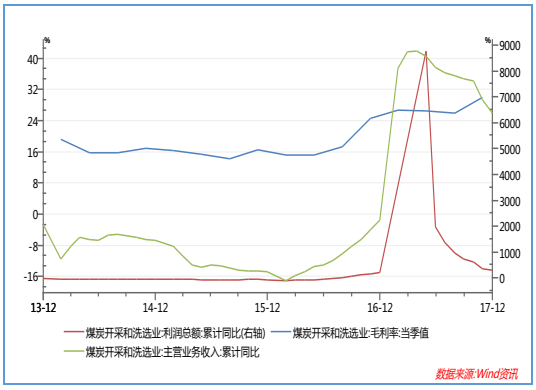
进入 2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至 2018 年 2 月 7 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是 576 元/吨、1180 元/吨、1333 元/吨和 1261.70 元/吨，均较 2017 年 6 月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家 2018 年 2 月 5 日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓

解，煤炭价格或将有所下调。

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2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

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

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。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。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。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 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、产业链优势的行业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。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，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。

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，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

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。

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，部分生产成本高、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。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2017年7月19日，山西省国资委下发了《山西潞安矿业（集团）有限公司增加注册资本的意见》（晋国资改革函[2017]473号），同意将公司注册资本增加至419881.60万元，上述工商变更已于2017年8月18日完成。

2017年7月21日，山西省国资委下发了《关于将所持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发[2017]35号），拟将其所持有的公司100%股权全部无偿划转至山西国投，上述工商变更已于2017年8月22日完成。本次变更完成后，公司控股股东由山西省国资委变更为山西国投，公司实际控制人仍为山西省国资委。

2. 企业规模

公司是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在中国煤炭工业协会公布的 2016 年度中国煤炭工业产量 100 强中居第 6 位。

公司拥有丰富煤炭资源，目前公司煤炭地质储量达到 435.60 亿吨。2016 年公司原煤产量达到 7292 万吨；2017 年 1~9 月公司原煤产量达到 5973 万吨。

公司煤质优良，煤种多样。公司本部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、高灰溶点、可磨性好、热稳定性好等特点，是优质的动力煤、炼焦配煤、高炉喷吹煤及化工用煤。“潞安煤”是中国知名品牌，在市场上具有一定竞争力。

公司和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团），新增约 190 亿吨煤炭资源，在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。

公司在省内临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等 6 个地市 13 个县区开展资源整合工作，整合资源储量合计 30.04 亿吨，整合煤种包括气肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤等，主要为炼焦配煤。

综上所述，公司煤炭资源丰富，产能规模较大，产品优势明显，在全国煤炭行业中占有重要地位，综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司董事长、党委书记李晋平先生，博士学历，高级工程师，曾任潞安矿务局石圪节煤矿总工程师、副矿长、矿长、潞安环能股份公司副总经理、公司总经理。

公司副董事长、党委副书记、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，阳煤焦团总工程师，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。

公司其他高层管理人员都具有长期从事相关业务工作和管理工作的经验，整体素质较高。

截至2016年底，发行人在册员工总数为106370人，在岗员工中普通工人为63725人、后勤服务人员为28818人，专业技术人员13827人。其中专业技术人员具体构成如下：

学历结构方面，大学以上学历7467人，占54%；大专学历4840人，占35%；大专学历以下1520人，占11%。专业结构方面，副高级及以上职称1660人，占12.01%；中级职称4193人，占30.32%；中级职称以下7974人，占57.67%。

除专业技术人员以外，其他员工主要为生产类人员。公司员工构成符合煤炭行业特点，基本能满足管理和生产的需要。

4. 技术水平

公司近年来不断加大科技投入力度，创新体制机制，构建创新平台，完善创新体系，持续推动企业由资源依赖型向创新驱动型转变。“十二五”以来，公司参与国家层面科研项目10项，其中国家“863计划”项目4项，国家“973计划”项目2项，国家科技支撑计划项目4项，企业自主立项526项。公司荣获省部级以上科学技术奖77项，其中，国家科学技术奖和技术

发明奖4项，获省部级科学技术奖73项。公司主持和参与制定国家、行业、企业标准9项。公司获得国家专利163项，其中发明专利24项。公司研究开发了一批具有国际领先水平或填补国内空白的具有自主知识产权的技术和产品。公司科技创新水平显著提高，核心竞争能力达到行业领先水平。

煤炭开采技术优势明显。公司以实施煤炭集约高效生产实施纲要为抓手，深化“三精”管理，推进“一优四减”，重点推进煤炭安全高效绿色开采关键技术突破，探索引进水力割缝、CO_2气相压裂技术应用，柔模支护，沿空掘巷/沿空留巷，瓦斯抽放，掘锚一体化等新技术，探索研究智能煤矿及无人化矿井建设关键技术与示范工程，以探抽掘采平衡为标志、复杂地质条件下的集约高效生产新模式进一步完善。其中，“综放开采顶煤放出理论与厚煤层开采围岩控制技术及应用”和“煤矿井下地质力学原位快速测试及围岩控制技术”两项技术成果获得国家科技进步二等奖；“低渗透煤层高压水力割缝强化瓦斯抽采成套技术与装备”获得国家技术发明二等奖。

技术创新研发能力不断提高。公司在技术创新发展中构建了“一中心、八平台、五基地”创新发展格局。

“一中心”，即国家煤基合成工程技术研究中心。2014年9月，国家科技部批准依托公司建设国家煤基合成工程技术研究中心，是山西省第一家也是唯一一家国家级工程化研发平台，实现了零的突破。目前，已引进研发团队12个，确立了三大研究方向，建成了九个中试平台，开发了十一项工程化技术，完成了科技部下达的“345911”建设任务，初步具备了验收条件。

“八平台”，即与中科院上海高研院共建低碳转化技术研发平台和先进润滑材料研发平台，与中科合成油公司共建铁基浆态床合成技术研发平台，与天津大学共建特种燃料技术研发平台，与上海凯赛科技公司合作共建生物化工与煤化工耦合技术研发平台，与中科院大连化学物理研究所合作共建醇醚技术研发平台，与太原理工大学联合申报国家煤化工重点实验室，共八个研发平台。

“五基地”，包括煤基合成油工业试验基地、百万吨级高硫煤清洁利用油化电热一体化示范基地、利用钴基F-T合成技术改造甲醇装置生产精细化学品示范基地、天脊集团硝基化工示范基地、“一带一路”沿线布局新疆天然气化工基地。

技术创新转化成果显著。依托“一中心、八平台、五基地”创新体系和与世界知名公司进行合作，公司的新型高端现代煤化工先后开发出5大类，27个品种，180个型号的煤基精细化学品，多项技术达到世界领先水平或填补国内空白。全国第一家、全球第三家生产出高熔点煤基费托合成蜡；全球第一个利用富含α-烯烃的费托合成轻质油生产PAO高档润滑油；全国第一个利用正构烷烃生产正构溶剂油、无芳溶剂油；全国第一个利用煤基费托蜡生产III+基础油。太行润滑油公司成为国内首家具有两项煤基合成产品企业技术标准的单位，全合成型柴油机油产品填补国内高档润滑油空白。公司成为全国第一个同时使用铁基、钴基两种催化剂进行煤基合成油的企业。在全国率先实现了煤基合成油1.0版向煤基精细化学品2.0版的转型升级。

与国际国内优势企业强强联合。公司与世界500强能源巨头壳牌、BP、博地等公司也建立了良好的技术合作关系，与美国雪佛龙、AP、久益、新加坡胜科等企业开展了有效合作，与惠生、中节能、上海纳克、中粮集团等国内一流企业开展了深度技术合作，共同开发了对集团发展有重大影响的高新技术和产业化技术，科技创新工作不断向高端化、国际化迈进。

公司与中国农大、中国林科院、山西煤化所、生物制药研究所等高校和科研院所联合共建油用牡丹研发平台，对油用牡丹新品种选育、种植高产、高附加值深加工系列产品研发

等全产业链技术展开深入研究。逐步形成集育苗、种植、加工、销售、科研等为一体的全产业链发展格局。公司还被国家林业局指定为全国首家油用牡丹工程技术研究中心研发基地。

潞安太阳能科技公司构建了山西省唯一的全产业链体系，产品质量和性能均达到国际先进水平，实现了高效电池的规模化生产，工艺水平保持国际领先；是全国19家认证企业之一，代表了行业的先进制造水平。

整体上看，公司注重技术创新以及科技成果转化，走差异化、高端化、规模化、国际化转型升级之路，技术和装备水平在同行业中具备一定优势。

5. 外部环境

政策支持

煤炭产业是山西省的支柱产业，近年来山西省省委、省政府按照市场取向和规模经济的原则，在产权多元化改革的基础上积极推进煤炭企业的联合和重组，按照企业自愿、行业指导、政府推动、市场运作的原则，根据区域分布、煤田资源、煤炭品种、销售市场同一或相近的特点，优先联合重组国有重点煤矿和国有地方煤矿，对区域内小煤矿实行资源合理开发，对煤矿安全、生产销售等实行集中管理。《山西省煤炭资源整合和有偿使用办法》进一步明确了控制总量、优化布局、明晰产权、提高生产集中度和采区回采率的资源整合目标。

在山西省煤炭产业政策的指导和推动下，公司将通过改组、兼并、联合、参股等多种途径，打造以资源为基础的产业集群，实现资源的优化配置与合理开发，最终达到“做强做大”的战略目标。

税收优惠和资金支持

公司享受资源综合利用税收优惠政策，其中公司生产销售的325#复合硅酸盐水泥、275#砌筑水泥和新型墙体砖“免征增值税”，利用煤矸石发电享受“减半征收增值税”政策；公司煤炭产品出口享受“出口免抵退税”政策，技术改造国产设备投资享受“抵免所得税”政策；公司的常村煤矿贷款项目享受“以税还贷”政策；公司煤炭基地建设重大项目享受5%～10%的国家资金补贴。此外，国家对煤炭老工业基地矿井技术改造、分离企业办社会、养老统筹、安全补欠、采煤沉陷等给予了一系列政策和资金扶持。

交通与运输

公司矿区位于山西省上党盆地。上党盆地是国家重要的煤炭生产基地，矿区内煤炭储量丰富，煤质优良；矿区周边有较好的工业基础和交通条件，化工、发电、冶金、制造等大型企业众多，发展速度较快，煤炭就地消化能力很强。矿区交通便利，太焦、邯长铁路纵贯全境，南经郑州接京广、陇海，东经邯郸上京九接同蒲，北经太原连石太，新建的太长高速南接长晋高速和长邯高速，北接太旧高速和大运高速，208 国道南通北达，连通着矿区公路交通网络，煤炭外运较为便利。近年来公司组建煤炭运销总公司，充分利用公路运输能力，有效缓解了铁路运输瓶颈问题。

市场竞争

目前公司主要煤炭产品包括混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤。在公司所在的山西省，大小煤矿林立，其中大型国有骨干煤炭企业有 10 余家，与公司形成竞争的大型国有煤炭企业主要包括大同煤矿集团有限责任公司（同煤集团）、山西焦煤集团有限公司（焦煤集团）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（晋煤集团）和山西阳泉煤业集团有限公司（阳煤集团）。同煤集团是中国特大型优质动力煤生产基地，与公司的竞争主要集中在混煤产品上，竞争相对激烈；焦煤集团是中国最大的炼焦煤生产基地，晋煤集团和阳煤集团均是中国优质的无烟煤生产基地，由于公司上述煤炭产品数量较少，且与这三大集团主要煤炭产品销售市场所不同，因此焦煤集团、晋煤集团和阳煤集团与公司的直接竞争并不激烈。

七、管理分析

2017 年 4 月，公司发布《关于任命副董事长、增补公司董事的公告》，公告称公司董事会任命原总经理游浩为公司副董事长、增补孙玉副、王志清为公司董事，董事会成员由 3 人增至 5 人。

除此以外，公司在其他高管人员及管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，煤炭业务经营规模较大，但前几年受煤炭行业景气度低迷影响，煤炭业务规模有所下降；公司煤焦化、煤油化等产业链的不断延伸，有助于公司抵御煤炭价格波动风险。

2014~2016 年，公司营业收入年均复合下降 11.67%，2016 年公司实现营业收入合计 1600.20 亿元，同比下降 11.10%，其中主营业务收入 1522.63 亿元，同比下降 12.68%；其他业务收入 77.57 亿元，同比增长 38.00%，公司其他业务增长主要系材料销售和运输业务收入增长所致。

2016 年，公司主营业务中煤炭业务实现收入 206.53 亿元，其中原选煤收入为 119.73 亿元，洗煤收入为 86.80 亿元，同比分别增长 31.15%和 15.75%，增长主要系公司煤炭产品量价回升所致；非煤业务实现收入 1316.10 亿元，同比下降 16.57%，下降主要源于公司钢材贸易减少导致贸易业务收入大幅下滑所致；公司其他非煤业务收入主要包括建筑材料及房地产、煤基油、硅产业、电力、装备制造和其他产品等，2014~2016 年公司其他非煤业务波动增长，2016 年公司其他非煤业务共实现收入 136.90 亿元，同比增长 7.89%，主要系建材及房地产业务收入增长所致。

从收入构成来看，2016 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 13.56%和 86.44%，受公司贸易业务规模下降及煤炭产业收入增长影响，公司煤炭产业收入占比有所上升。毛利润方面，2016 年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司毛利润的 80.65%和 19.35%，煤炭业务仍是公司主要利润来源且对公司利润贡献有所增加。

从毛利率来看，受煤炭市场快速回暖及公司煤炭产品价格回升影响，2016 年公司煤炭业务毛利率为 40.21%，较 2015 年上升 7.35 个百分点；同期，公司非煤业务毛利率有所上升，主要系低盈利性贸易业务占比下降及其他非煤业务毛利率提升所致，2016 年非煤业务毛利率为 1.51%，较 2015 年上升 0.45 个百分点。2016 年公司主营业务毛利率回升至 6.76%。

2017 年 1~9 月，公司共实现营业总收入 1254.92 亿元，相比上年同期增长 4.91%，其中主营业务收入 1224.35 亿元，为 2016 年全年的 80.41%，受公司低盈利性贸易业务占比下滑影响，公司主营业务毛利率有所上升，为 7.24%。2017 年 1~9 月，公司煤炭产业共实现收入 243.42 亿元，为 2016 年全年的 117.86%，受公司包含人工工资在内的吨煤成本上升影响，公司原煤产品毛利率较 2016 年下降 8.41 个百分点，洗煤产品由于价格涨幅较大，成本上升带来的影响较小，公司煤炭产业综合毛利率则较 2016 年下降 5.02 个百分点。2017 年 1~9 月，公司非煤产业实现收入 980.93 亿元，为 2016 年全年的 74.53%，其中贸易业务实现收入 834.72 亿元，为 2016 年全年的 74.03%。同期，由于公司贸易业务毛利率有所下滑和主要煤炭延伸产业成本压力增大影响，公司非煤产业整体毛利率下降至 0.31%。

表 1　2014 年~2017 年 9 月底公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	**239.53**	**12.04**	**33.35**	**166.28**	**9.54**	**32.86**	**206.53**	**13.56**	**40.21**	**243.42**	**19.88**	**35.19**
原选煤	133.26	6.70	35.58	91.29	5.24	38.89	119.73	7.86	43.56	148.57	12.13	35.15
洗煤	106.27	5.34	30.57	74.99	4.30	25.54	86.80	5.70	35.58	94.85	7.75	35.27
非煤产业	**1751.06**	**87.96**	**1.11**	**1577.52**	**90.46**	**1.06**	**1316.10**	**86.44**	**1.51**	**980.93**	**80.12**	**0.31**
贸易	1523.79	76.58	0.24	1399.35	80.25	0.49	1127.56	74.05	0.15	834.72	68.18	0.03
煤化工	42.51	2.14	8.87	21.02	1.21	11.18	27.52	1.81	11.97	35.28	2.88	4.96
化肥	18.32	0.92	9.66	30.26	1.73	14.21	24.13	1.58	24.94	22.69	1.85	3.88
其他	166.44	8.32	5.63	126.89	7.27	2.55	136.90	8.99	6.49	88.24	7.21	0.18
主营业务收入合计	**1990.59**	**100.00**	**4.99**	**1743.80**	**100.00**	**4.09**	**1522.63**	**100.00**	**6.76**	**1224.35**	**100.00**	**7.24**

资料来源：公司提供

2. 煤炭产业

资源禀赋

公司资源储量丰富，煤质优良。公司本部矿区位于山西省东南部上党盆地，所辖煤田系沁水煤田东部边缘中段，沁水煤田是山西省最大的煤田之一。根据国土资源部、国家发改委[2004]13 号文《关于设立首批煤炭国家规划矿区的公告》，公司矿区规划总面积 2279 平方公里（不含后备区 1718 平方公里），拥有地质储量 195.48 亿吨。公司矿区含煤十层、可采为三层，现主采的是二叠系下统山西组 3 号煤层，埋深在 200-1100 米，平均厚度 6.46 米，煤质牌号为瘦煤、贫瘦煤、贫煤及部分无烟煤，经加工可分为洗精煤、洗块煤、喷粉煤、混煤、洗混煤等多个品种规格，主要加工品种具有低中灰、低硫、低磷、高发热量（混煤和喷吹煤的应用基低位发热量处于 5500~6500 大卡/千克）、灰熔点较高（ST>1400）、可磨性较好（HGI>90）、热稳定性好等优点，是优质的动力用煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。另外公司加大资源整合力度，《潞安矿区总体规划》通过中咨公司代表国家发改委审查，确定了潞安集团为潞安矿区唯一开发主体，武夏矿区成为潞安的接续矿区，保证了潞安矿区 8600 万吨/年的产能规划。公司在内蒙古自治区预计可整合 88 亿吨煤炭资源，并和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团），新增约 190 亿吨煤炭资源。

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。

在山西本地的资源整合将带来较大产能增量。根据山西省政府《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，公司在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等 6 个地市 13 个县区开展资源整合工作，已整合矿井 101 座，重组整合后为 31 座，资源储量合计 30.04 亿吨。资源整合受资源价款及评估价值等因素影响较大，同时受煤炭行业景气度影响，整合产能的投入运营进度和达产达效存在不确定性，目前省内整合矿中 22 座正常生产，9 座处于停缓建状态。前期煤价高企时期由山西省政府主导进行的大规模资源整合造成了公司较大的资本支出，加重了公司债务负担。

煤炭生产

公司煤炭生产基地主要包括山西省内和

新疆两大基地。山西省内现有主要生产矿井为13个，核定产能4510万吨/年，资源整合矿井31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。

2016年，公司煤炭产量达7292万吨，较2015年增长4.11%。未来短期内公司煤炭产能扩张将继续集中于新疆和山西本地31个矿井的资源整合。受前期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，公司依据自身贫煤和贫瘦煤的特点，研发了烟煤喷吹技术（公司“潞安贫煤、贫瘦煤用于高炉喷吹技术开发和应用”在2004年荣获中国煤炭工业科学技术特等奖），将公司长期以来主要用作动力煤的贫煤和贫瘦煤应用至高炉喷吹领域，大幅提升了公司贫煤、贫瘦煤的资源利用价值。传统无烟煤喷吹成本较高，且受制于无烟煤资源储量及产量，难以满足日益增长的喷煤需求；低阶烟煤喷吹（不粘煤、长焰煤等）由于所用喷煤挥发分高，有自爆、易燃特性，导致制粉与喷吹工艺复杂、设施投资高，应用方面受到一定程度限制；公司开发的烟煤喷吹技术对于各类高炉适应性好，工艺及设施改造简单，能大幅降低喷吹成本。公司喷吹煤销量约占冶金行业烟喷煤市场的1/3，市场占有率居第一位。公司煤炭产品结构好，喷吹煤产量规模较大，有力保障了公司煤炭产业的盈利能力。

表2　2014年~2017年9月底公司煤炭生产指标比较

项　　目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
原煤产量(万吨)	7334	7004	7292	5973
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	15.62	16.43	10.86	10.05
死亡率(人/百万吨)	0.00	0.05	0.00	0.00

资料来源：公司提供

公司在煤炭生产中，强调集约高效生产，煤炭开采机械化程度行业领先，安全投入标准较高。公司是国内最早进行矿区现代化建设的煤炭企业，近年来公司通过技术改造，不断提升装备水平，强化采掘衔接，使生产能力、综合机械化程度大幅提高，整体采掘指标处于行业前列。

公司在高产高效生产的同时，重视安全生产。一方面公司在资金上加大了安全投入，自2005年4月起，公司按30元/吨提取。山西潞安环保能源股份有限公司自2008年4月1日按50元/吨提取。在有力的资金保障下，公司采用了新技术，引进了新设备，在物质上保障了安全生产；另一方面，公司强化“低瓦斯矿井高瓦斯管理，高瓦斯矿井高标准管理”，建立和完善瓦斯防治体系，使矿井的整体抗灾防灾能力加强，同时公司培育“关爱生命，关注安全”的安全文化，增强职工的安全意识。受煤炭行业整体景气度下滑，公司目前安全生产费用有所调整，公司所属各煤炭生产矿井，煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、高瓦斯矿井的安全费用提取标准为吨煤30元；其他井工矿，安全费用提取标准为吨煤15元，其他非煤企业按照晋煤集财字（2012）1224号文件规定标准计提。

煤炭销售

公司成立山西潞安煤炭运销总公司（以下简称“运销总公司”）统一负责煤炭产品的销

售。公司对运销总公司实行目标责任制考核，运销总公司与各生产矿井建立“模拟市场、计量收购、合同管理、权责利明确”的市场化运作机制。煤炭销量方面，2016 年公司共完成煤炭销售合计 6782 万吨，较 2015 年增长 7.80%，销量有所增长。2017 年 1~9 月，公司煤炭销量为 5488 万吨，占 2016 年全年的 80.92%。

销售价格方面，随着 2016 年下半年以来煤炭行业景气度的快速回升，公司主要煤炭产品 2016 年销售均价实现了触底回弹。2014 年~2016 年商品煤销售均价分别为 360.13 元/吨、270.57 元/吨和 309.53 元/吨。由于煤炭市场在 2017 年持续高位运行，2017 年 1~9 月，公司商品煤销售均价快速回升至 464.59 元/吨。

表 3　公司 2014 年~2017 年 9 月底商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	4462	333.53	4132	230.46	4674	261.53	4066	393.77
喷吹煤	1649	539.83	1500	421.81	1499	493.80	1114	728.54
洗精煤	180	593.59	103	482.75	126	591.00	120	894.75
其他洗煤	426	154.25	556	121.21	483	80.53	188	159.65
合计	**6717**	**360.13**	**6291**	**270.57**	**6782**	**309.53**	**5488**	**464.59**

资料来源：公司提供

公司煤炭产品主要销往中南、华东、华中、华北、东北等地区的 500 多家用户，还有少部分出口到日本、韩国、香港、台湾、菲律宾、印度、法国等国家和地区。其中喷吹煤和洗精煤的主要客户有宝钢、武钢、莱钢、太钢和天津钢厂等；洗块煤主要供应下属子公司山西天脊煤化工集团公司，原煤主要客户是邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽电厂、兴泰电厂、石门电厂、马头电厂、丹河电厂、汉川电厂等电厂，公司混煤供应量占以上各家主要电厂总采购量 10%以上，对电厂煤炭采购有一定影响。混煤主要供应给山西鲁晋王曲电厂、江西青苑燃料公司、武汉生资燃料公司等。公司煤炭销售推行“以喷吹煤为核心，以效益煤为主导”的销售结构调整，在开通宝钢、武钢、莱钢喷吹煤直达列车的基础上，不断加大首钢、鞍钢、太钢、马钢、天钢等大型钢铁客户的培育。煤炭产品下游销售主要集中在电力行业，约占总销售的 60%，钢铁行业占到 20%，焦化行业占到 10%，化工行业占 6%，其他行业占 4%。

公司注重产品结构调整，精煤、喷吹煤和洗块煤等单价较高品种的销量一直保持相对较高比例。近三年公司喷吹煤销量分别为 1649 万吨、1500 万吨和 1499 万吨，分别占当年商品煤总销量的 24.55%、23.84%和 22.10%。公司喷吹煤品质较高，是国内主要的喷吹煤供应商，目前喷吹煤产量约占冶金行业烟喷煤市场的 1/3。2017 年 1~9 月，公司喷吹煤销量为 1114 万吨，占当期商品煤总销量的 20.30%。

3. 非煤业务

目前公司从事的非煤产业涉及建材、房地产、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。2016 年，非煤业务实现收入 1316.10 亿元，同比下降 16.57%；实现毛利润 19.92 亿元，较 2015 年增长 19.41%；对公司主营业务毛利润贡献为 19.35%，同比有所下降。

2017 年 1~9 月，公司非煤业务实现收入 980.93 亿元，占 2016 年全年的 80.12%。

贸易业务

贸易业务方面，经营主体为山西潞安煤炭

经销公司、山西潞安日照国贸公司、山西潞安宜泰国际经贸有限责任公司和潞安物资贸易公司，主要经营钢材、铜材、煤炭、焦炭、铁矿、锌铝等大宗金属商品贸易。

公司贸易种类主要包括煤炭贸易、矿石贸易、焦炭贸易、钢材贸易和油品贸易等。

煤炭贸易主要有四种贸易模式，包括模式一：从集团总部购买煤炭，通过铁路运输销售给客户，由于与集团总部为关联企业，可以没有预付款就买到煤，从客户收回款后，再给付货款，代理费 40 元/吨；模式二：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购煤炭，并负责煤炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式三：根据市场运行情况，公司会适时的囤积部分煤炭，待价格上涨时销售；模式四：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

矿石贸易主要有三种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购矿石，并负责矿石的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：根据市场运行情况，公司会适时的囤积部分矿石，待价格上涨时销售；模式三：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

焦炭贸易主要有两种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购焦炭，并负责焦炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

钢材贸易主要有两种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购钢材，并负责钢材的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

油品贸易的主要贸易模式为以销定采，在确定下游需求的同时，寻找上游供应商，同时签订上游下游合同，保障利润，控制市场风险。具体业务流程：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

公司贸易的结算模式主要采用现款现货，占比 90%，回款情况良好。

2016 年公司贸易板块实现营业收入 1127.56 亿元，同比下降 19.42%，近年来公司贸易收入下降主要系为了防范贸易风险，将公司贸易板块业务精细化，去除一些利润低、风险大的业务。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。公司贸易业务收入占比的下降，有利于夯实和突出主业、降低贸易风险。

2017 年 1~9 月公司贸易业务实现营业收入 834.72 亿元，占主营业务收入 68.18%，公司贸易收入依然是公司主营业务收入的主要组成部分。

传统煤化工业务

公司传统煤化工业务主要包括焦化业务和合成氨业务等。公司从事焦炭生产的主要是郭庄煤业下属子公司羿神能源有限责任公司（以下简称“羿神能源”）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；羿神能源产能已扩产至 210 万吨/年。2016 年，羿神能源生产焦炭 140 万吨，五阳弘峰生产焦炭 52 万吨，合计焦炭产量为 192 万吨，公司共实现焦炭销售收入 16.62 亿元。

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 2016 年底，天脊集团主要产品产能约为：合成氨 45 万吨/年、硝酸 108 万吨/年、硝酸磷肥 90 万吨（或硝酸磷钾肥 100 万吨/年）、硝铵 40 万吨/年、苯胺 26 万吨/年。2016 年公司煤化工业务共实现营业收入 27.52 亿元，相比 2015 年，收入有所增长，毛利率保持相对稳定，2016 年公司煤化工业务毛利率达到 11.97%。

2017 年 1~9 月，公司共实现煤化工业务收入 35.28 亿元，煤化工业务的毛利率则大幅下滑至 4.96%。

煤基合成油业务

公司于 2006 年 7 月 19 日成立全资子公司山西潞安煤基合成油有限公司，以中国科学院山西煤炭化学研究所自主研发的“煤基液体燃料合成浆态床工业化”技术为依托，公司建成了国内第一条具有自主知识产权的煤基合成油产业化生产线。

公司煤基合成油示范项目设计规模为 16 万吨/年当量油品，主要产成品为柴油、石脑油和石蜡。为合理利用合成油装置排放的氢气、高纯度氮气和二氧化碳等气体，公司同期建立 18 万吨/年合成氨及 30 万吨/年尿素项目，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。

2016 年，公司煤基合成油示范项目实现收入 10.31 亿元，毛利率为 0.03%，在当前油价水平下，公司煤基合成油示范项目仍处于亏损状态。同期，公司煤基合成油示范项目主要产品包括柴油 0.90 万吨、液体石蜡 1.23 万吨、尿素 22.91 万吨等。

光伏业务

光伏产业方面，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 2017 年 9 月底，公司已累计投入 64.86 亿元。

太阳能项目主体单位为山西潞安太阳能科技有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目建成达产后年产 1000MW 电池片及电池组片，项目一期产能 240MW/年，二期产能 760MW/年，截至 2015 年底，项目一期已投产，当年公司太阳能业务共实现营业收入 6.53 亿元；2016 年，公司太阳能业务实现营业收入 5.84 亿元，毛利率为 16.92%，利润总额为-0.58 亿元。截至目前，公司太阳能项目尚未完全投产，且仍处于亏损状态，但随着太阳能市场的回暖和太阳能项目的完全投产，未来或将成为公司收入及利润新的增长点。

多晶硅项目主体单位为山西潞安高纯硅业有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目达产后产能规模为 10000 吨/年，其中电子级多晶硅 3000 吨/年，光伏级多晶硅 7000 吨/年。目前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。但鉴于目前市场环境，该项目处于暂缓阶段，未来发展存在较大不确定性。

4. 经营效率

2014～2016 年，随着公司收购整合、投资力度加大及合并范围变化，公司资产规模快速增长，年均增长 8.42%；受公司贸易业务收缩影响，公司营业收入年均下降 11.67%，公司资产增长质量和业务总体发展情况良好。

从经营效率指标看，近三年公司销售债权

周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，2016 年分别为 10.02 次、10.96 次和 0.81 次，均大幅低于三年均值。总体看公司经营效率有所下滑。

5. 在建工程

截至 2017 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。上述在建项目计划总投资 382.87 亿元，截至 2017 年 9 月底已完成投资 307.96 亿元。

目前古城煤矿和李村煤矿工程在建情况良好，已有部分工程煤产出。古城煤矿设计产能 1000 万吨，当前核定产能 800 万吨，投产后将是公司产能规模最大的现代化矿井，截至 2018 年 4 月古城煤矿矿建、土建、安装等重点工程均在加紧推进，井下掘进进尺已完成 6.2 万米，副井工区地面及井下生产系统已全部完成，N1303 首采工作面已具备回采条件，公司预计在 2018 年内矿建工程能够实现完工投产；古城矿未来投资和建设集中在配套洗煤厂和铁路专用线方面，而且国家能源局已同意古城煤矿上报的化解过剩产能方案，古城煤矿共获得置换指标 160 万吨/年，随着置换工作的进行，古城煤矿产能产量有望获得进一步提升。李村煤矿一期工程 300 万吨项目已于 2017 年 5 月 4 日获得国土资源部颁发的采矿许可证，并于 2018 年 3 月启动联合试运转，公司预计 2018 年 9 月能实现竣工投产。

煤基油项目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；煤基油项目已于 2016 年 11 月 16 日获得发改委核准批复，目前已进入设备调试阶段，公司预计 2018 年 6 月开始投产运行。

表 4 公司重点在建工程情况（单位：亿元）

项目	项目介绍	总投资额	资金来源		2016 年底已完成	2017 年 9 月底已完成	投资规划		
			企业自筹	债务融资			2017 年	2018 年	2019 年及以后
古城煤矿	年产 1000 万吨煤矿、选煤厂及配套铁路专线	82.77	28.97	53.80	52.72	58.94	18.00	10.90	--
李村煤矿	年产 500 万吨煤矿（其中一期生产能力为 300 万吨/年，二期生产能力达到 500 万吨/年）、选煤厂及配套铁路专线	63.42	19.90	43.52	60.77	61.94	0.76	--	--
煤基油项目	一期为 100 万吨/年铁基浆态床费托合成及油品加工工业示范装置，二期为 80 万吨/年钴基费托蜡加工工业示范装置，并配套建设 115MW 余热发电	236.68	71.68	165.00	180.60	187.08	24.39	15.99	--
合计	--	**382.87**	**120.55**	**262.32**	**294.09**	**307.96**	**43.15**	**26.89**	--

资料来源：公司提供

注：截至 2016 年底煤基油项目已完成投资额包含部分设备预付款。

6. 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。

考虑到近年来持续进行较大规模的投资支出导致公司对外部融资存在较强的依赖性，也推升了公司债务规模，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。

九、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公司的仲裁反请求。

2016 年 3 月 8 日，公司收到北京仲裁委员会于 2016 年 3 月 7 日作出的（2016）京仲裁字第 0289 号裁决书。北京仲裁委员会做出的仲裁结果如下：（1）《转让合同》关于探矿权变动部分的约定未生效；（2）潞安集团向神火股份支付《转让合同》约定的前六笔转让价款中尚未支付的转让价款，总计约 24.21 亿元；（3）潞安集团向神火股份支付截至 2015 年 2 月 10 日的滞纳金，总计约 10.95 亿元；（4）本案本请求仲裁费 2010.59 万元，由神火股份承担 20%，即 402.12 万元，由潞安集团承担 80%，即 1608.47 万元。因神火股份已垫付本请求的全部仲裁费，潞安集团应直接向神火股份偿付本请求仲裁费 1608.47 万元；（5）本案反请求仲裁费 1991.12 万元，由神火股份承担 20%，即 398.22 万元，由潞安集团承担 80%，即 1592.90 万元。因潞安集团已垫付反请求的全部仲裁费，神火股份应当直接向潞安集团偿付反请求仲裁费 398.22 万元。上述（4）、（5）两项相抵后，潞安集团应当向神火股份支付仲裁费 1210.25 万元；（6）驳回神火股份的其他仲裁请求；（7）驳回潞安集团的其他仲裁反请求。

2016 年 3 月 18 日，公司已经向北京市第三中级人民法院提出撤销北京仲裁委员会于 2016 年 3 月 7 日作出的（2016）京仲裁字第 0289 号裁决书，目前公司已经收到北京市第三中级人民法院受理案件的通知书。

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。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 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报告；2017 年 1～9 月财务报表未经审计。

2016 年公司纳入合并报表的二级子公司合计 60 家，主要包括山西潞安环保能源开发股份有限公司、山西潞安集团司马煤业有限公司、山西潞安郭庄煤业有限责任公司、山西高河能源有限公司、山西潞安华润煤业有限公司、潞安新疆煤化工（集团）有限公司、山西天脊煤化工集团有限公司、山西潞安集团财务有限公司等；当期公司合并报表范围因投资设立增加二级子公司 1 家，为山西潞安光伏发电有限公司。

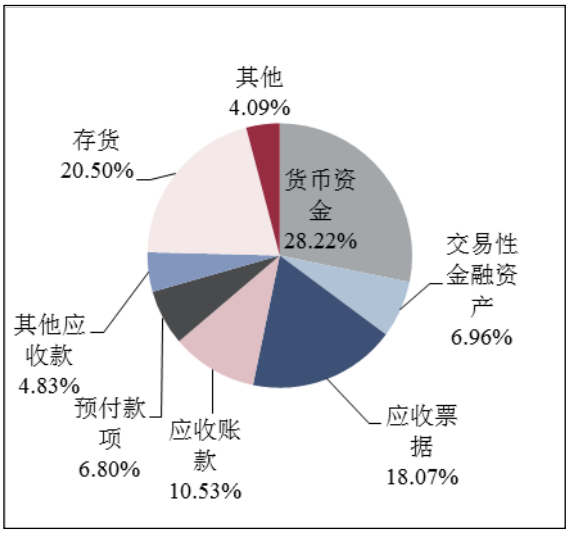
截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 2017.16 亿元，所有者权益 318.39 亿元（包含少数股东权益 141.75 亿元）；2016 年公司实现营业收入 1600.20 亿元，利润总额 2.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2136.31 亿元，所有者权益 325.03 亿元（包含少数股东权益 144.30 亿元）。2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 1254.92 亿元，利润总额 10.23 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 8.42%。截至 2016 年底，公司资产总额为 2017.16 亿元，较上年底增长 4.44%，主要系应收票据、固定资产和在建工程增长所致，其中非流动资产占比 67.16%，占比有所上升。

图 3　截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 5.68%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 662.53 亿元，较 2015 年底下降 1.03%，流动资产的减少主要来自于货币资金、其他应收款和买入返售金融资产的减少。

从流动资产构成看，截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 28.22%）、应收票据（占 18.07%）、应收账款（占 10.53%）和存货（占 20.50%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金有所波动。截至 2016 年底，公司货币资金 186.94 亿元，同比下降 6.13%，主要系当期公司偿债支付现金较多导致银行存款账户沉淀资金减少所致。公司货币资金中受限货币资金 55.98 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 50.61 亿元及信用证保证金 5.30 亿元，受限资金占比 29.94%，公司货币资金受限程度一般。

2014~2016 年，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长 43.03%。其中，截至 2015 年底，公司交易性金融资产共计 47.12 亿元，增长 108.97%，主要系权益投资工具大幅增加所致；截至 2016 年底，公司交易性金融资产共计 46.13 亿元，较 2015 年底变化不大。

2014~2016 年，公司应收票据波动较大，年均复合增长 15.01%。其中，截至 2015 年底，

应收票据合计 58.97 亿元，较 2014 年底下降 34.84%，主要系公司贸易业务规模有所萎缩和现金结账方式增加所致；截至 2016 年底，公应收票据合计 119.69 亿元，较 2015 年底大幅增长 102.98%。截至 2016 年底，公司应收票据占流动资产比重大幅上升至 18.07%，公司应收票据主要为银行承兑汇票，占比 97.36%，其中年末用于质押的银行承兑汇票为 4.43 亿元，受限程度较低。

2014~2016 年，公司应收账款波动中有所上升，年均复合增长 13.99%。截至 2016 年底，公司应收账款账面净额 69.79 亿元，同比下降 1.77%，共计提坏账准备 6.67 亿元，计提比例 8.73%。公司按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额合计 76.45 亿元，其中，1 年以内的占 58.21%，1~2 年的占 19.20%，2~3 年的占 13.08%，3 年以上的占 9.51%。年末公司按欠款方归集的应收账款账面余额前五名合计 7.80 亿元，占应收账款年末余额的 10.20%，公司应收账款集中度不高。

2014~2016 年，公司预付款项不断下降，年均复合下降 14.40%。截至 2016 年底，公司预付款项合计 45.03 亿元，较上年底下降 17.74%；其中，1 年内的占 23.88%，1~2 年的占 6.70%，2~3 年的占 9.76%，3 年以上的占 59.66%，公司预付款项综合账龄较长，其中账龄超过 1 年的大额预付款项主要是预付河南神火煤电股份有限公司的探矿权价款。

2014~2016 年，公司其他应收款不断下降，年均复合下降 17.67%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 32.01 亿元，较上年底下降 29.36%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 36.48 亿元，共计提坏账准备 4.47 亿元，计提比例为 12.25%，其中，公司按单项计提法单独计提坏账准备的其他应收款账面余额合计 13.19 亿元，主要是公司在省内各地区进行煤炭资源整合支付的保证金；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应付款账面余额合计 23.26 亿元，其中 1 年以内的占 65.03%，1~2 年的占 11.86%，2~3 年的占 5.83%，3 年以上的占 17.28%。

2014~2016 年，公司买入返售金融资产大幅波动。截至 2016 年底，公司买入返售金融资产为 1.05 亿元，较 2015 年底减少 31.25 亿元，主要系当期公司统筹安排资金减少回购和逆回购交易所致，公司买入返售金融资产主要为证券。

2014~2016 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 3.44%。截至 2016 年底，公司存货合计 135.85 亿元，同比下降 0.34%，公司存货以原材料、半成品、库存商品为主，共计提 0.35 亿元跌价准备，计提比例 0.07%。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 159.72%。其中，截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 24.07 亿元，较 2014 年底大幅增长 306.02%，增长主要系待抵扣增值税款大幅增加所致；截至 2016 年底，公司其他流动资产合计 25.84 亿元，同比增长 7.34%，公司其他流动资产主要为待抵扣增值税款，占比 87.88%。

截至 2017 年 9 月底，公司流动资产合计 752.11 亿元，较 2016 年底增长 13.52%。主要系货币资金和应收票据增长所致，流动资产结构中现金类资产占比有所上升。

截至 2017 年 9 月底，公司货币资金为 227.05 亿元，较 2016 年底大幅增长 21.45%，主要系当期新增借款较多所致，公司货币资金中受限部分合计 65.24 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及信用证保证金等；同期，公司应收票据为 178.28 亿元，较 2016 年底增长 48.94%，主要系公司销售方面票据结算比例增加所致；公司应收账款为 62.15 亿元，较 2016 年底下降 10.96%，主要系公司加大对于应收账款清收所致；同期，公司存货为 134.18 亿元，较 2016 年底下降 1.23%，主要系库存原料下降所致。受现金类科目增长影响，公司现金类资产占公司流动资产比重有所上升，公司资产流动性有所增强。

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均增幅为 9.84%。截至 2016 年底，公司非流动资产 1354.63 亿元，同比增长 7.35%，主要系固定资产和在建工程增长所致。同期，公司非流动资产主要由固定资产（占 36.83%）、在建工程（占 45.13%）和无形资产（占 12.57%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 12.29%。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 865.17 亿元，同比增长 9.79%，主要系孟家窑矿井开拓延深工程、伊田 120 万吨技改项目、温庄 120 万吨技改项目等改扩建项目完工转固所致；累计折旧合计 365.07 亿元，固定资产成新率为 57.80%；固定资产减值准备 1.20 亿元，固定资产账面价值 498.90 亿元，较 2015 年底增长 10.60%。

2014~2016 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 10.93%。截至 2016 年底，公司在建工程合计 611.41 亿元，同比增长 6.68%，主要系公司持续对煤基油 180 项目、基建矿井、改扩建工程等进行资本投入及将相关借款费用进行资本化归集所致。公司目前投资额较大的项目包括煤基油 180 项目、古城矿项目、李村矿井项目等。

2014~2016 年，公司无形资产波动下降，年均复合下降 0.99%。截至 2016 年底，公司无形资产 170.23 亿元，同比增长 1.07%，主要是由于采矿权价值有所增长所致，公司无形资产主要为采矿权 143.90 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司非流动资产合计 1384.20 亿元，总额较 2016 年底变化不大，受部分在建工程转固影响，非流动资产构成比例略有变化。

总体看，公司流动资产中货币资金、应收票据所占比重较大，现金类资产较充裕；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重较大，随着公司在建项目的持续投入，公司非流动资产不断增长；公司主要资产受限程度不高，整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 1.70%。其中，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 327.58 亿元，较 2014 年底增长 6.41%，增长主要来自永续债务融资工具的增加；截至 2016 年底，公司所有者权益合计 318.39 亿元，较 2015 年底下降 2.81%，主要系未分配利润减少所致；由于公司净利润近两年持续为负，导致未分配利润持续下降。截至 2016 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 7.89%）、资本公积（占 19.99%）、其他权益工具（占 18.61%）、专项储备（占 6.82%）和少数股东权益（占 44.52%）构成，公司所有者权益中其他权益工具和少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 325.03 亿元，较 2016 年底增长 2.08%，主要系股本增长及安全维简费计提金额增加所致，公司权益结构方面则基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2014～2016 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 9.84%。截至 2016 年底，公司负债总额 1698.77 亿元，同比增长 5.93%，其中流动负债占 69.66%，非流动负债占 30.34%，由于公司短期借款、应付票据和应付账款的大幅增加，公司流动负债占比有所上升。

2014～2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.18%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 1183.42 亿元，同比增长 14.19%，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付票据、其他流动负债和一年内到期的非流动负债构成。

2014~2016 年，公司短期借款快速增长，年均增长 37.54%。截至 2016 年底，公司短期借款为 297.65 亿元，同比增长 38.84%，主要系公司新增短期借款以偿付到期的长期债务及对在

建项目持续投入所致。同期，公司短期借款主要为信用借款，占比 94.88%。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 14.25%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 170.18 亿元，同比下降 10.86%，其中一年内到期的长期借款 141.41 亿元，一年内到期的应付债券为 10.16 亿元，一年内到期的长期应付款 17.34 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 150.62%。其中，截至 2015 年底，公司其他非流动负债合计为 167.42 亿元，同比大幅增长 545.34%，其中应付超短融债券和应付短期债券分别为 101.34 亿元和 65.86 亿元；截至 2016 年底，公司其他流动负债为 162.96 亿元，同比下降 2.67%，其中应付超短期债券和应付短期债券分别为 121.99 亿元和 40.63 亿元。

2014~2016 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长 27.44%。截至 2016 年底，公司应付票据合计 140.70 亿元，同比大幅增长 51.09%，主要系公司采购方面票据支付比例上升所致，公司应付票据主要为银行承兑汇票 124.54 亿元。

2014~2016 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 4.72%。截至 2016 年底，，公司应付账款合计 281.71 亿元，同比增长 12.98%。其中 1 年内款项占 51.94%，1~2 年占 23.11%，2~3 年占 8.68%，3 年以上占 16.27%，公司应付账款综合账龄较短。

2014～2016 年，公司非流动负债不断下降，年均下降 11.16%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 515.35 亿元，同比下降 9.16%，主要系长期借款大幅减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 31.88%）、应付债券（占 40.77%）、长期应付款（占 15.67%）和其他非流动负债（占 9.91%）构成，公司非流动负债构成中应付债券占比大幅上升，长期借款占比大幅下降。

2014~2016 年，公司长期借款快速减少，年均下降 26.54%。截至 2016 年底，公司长期借款余额 164.30 亿元，同比大幅下降 41.74%，其中信用借款 87.76 亿元（占 53.41%），保证借款 70.53 亿元（占 42.93），其余为抵押借款。

2014~2016 年，公司应付债券规模波动较大。截至 2016 年底，公司应付债券余额 210.12 亿元，主要为公司及下属子公司发行的私募债、企业债、公司债和中期票据。其中，私募债余额为 120.19 亿元，企业债余额为 41.18 亿元，公司债余额为 30.29 亿元，中期票据余额为 18.46 亿元。

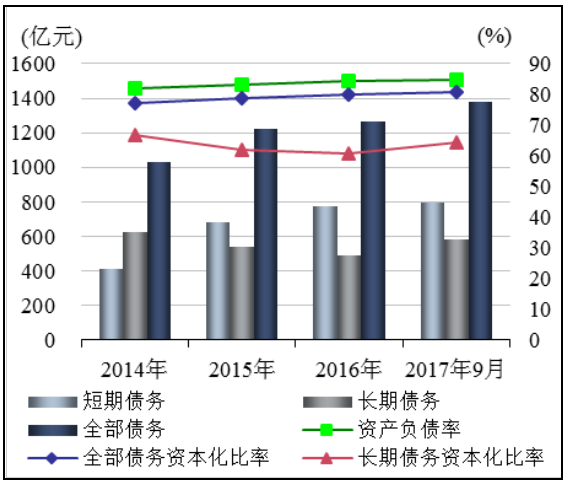
2014~2016 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 15.98%。截至 2016 年底，公司长期应付款合计 80.75 亿元，同比下降 1.09%，公司长期应付款主要为融资租赁款 64.06 亿元和采矿权转让款 13.01 亿元。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债合计 51.07 亿元，主要是平安—潞安集团债权投资计划余额 50.75 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额合计 1811.28 亿元，较 2016 年底增长 6.62%，主要系短期借款、其他流动负债、长期借款和应付债券的增长。其中流动负债占 65.89%，占比较 2016 年底有所下降。

截至 2017 年 9 月底，公司流动负债总额合计 1193.45 亿元，较 2016 年底增长 0.85%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；同期，公司非流动负债总额合计 617.83 亿元，较 2016 年底增长 19.89%，主要系公司发行债券置换一年内到期的非流动负债及长期借款增加所致；同期，公司一年内到期的非流动负债余额降至 139.75 亿元。

图 4　近年公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

有息债务方面，2014~2016 年，公司有息债务规模持续增长，截至 2016 年，公司全部债务为 987.98 亿元，较上年底增长 5.51%，其中短期债务占 62.10%，长期债务占 37.90%，短期债务占比持续上升。若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，2014~2016 年，公司全部债务规模则年均增长 10.78%。截至 2016 年底，公司调整后全部债务为 1265.74 亿元，较上年底增长 3.79%，主要系公司短期债务增长所致。截至 2016 年底，经调整后的公司短期债务占全部债务比重为 61.32%，经调整后的长期债务占比 38.68%，公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。

债务指标方面，截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率分别为 84.22%、75.63%和 54.04%。从调整后的债务指标看，2016 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 84.22%和 79.90%，分别较 2015 年上升 1.18 和 1.07 个百分点；同期公司长期债务资本化比率为 60.59%，较 2015 年底下降 1.54 个百分点，主要系公司债务结构发生改变所致。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的“14 潞安 MTN001、15 潞安 MTN001、15 潞安 MTN002、15 潞安 MTN003”实为债务，合计发行金额 60.00 亿元，将其调整为债务后，2016 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将分别上升至 87.15%、83.01%和 65.39%。公司整体债务负担进一步加重。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 1069.52 亿元，其中短期债务占比为 56.56%，长期债务占比为 43.44%。若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，截至 2017 年 9 月底，公司调整后全部债务为 1376.65 亿元，其中短期债务占比为 57.74%，长期债务占比为 42.26%，债务结构中短期债务占比略有下降。债务指标方面，同期，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 84.79%、76.69%和 58.84%。从调整后的债务指标来看，同期，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则分别为 84.79%、80.90%和 64.16%，公司债务负担仍较重。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的“14 潞安 MTN001”、“15 潞安 MTN001”、“15 潞安 MTN002”、“15 潞安 MTN003”实为债务，合计发行金额 60.00 亿元，将其调整为债务后，2017 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将分别上升至 87.56%、84.02%和 68.69%。

整体看，公司债务规模快速增长，债务负担重，且短期债务增长较快，短期支付压力较大；未来随着公司在建项目的持续推进，公司债务负担有继续加重趋势。

4．盈利能力

2014~2015 年，受煤炭市场持续低迷影响，公司煤炭产品价格持续下跌，尤其是 2015 年更是呈现量价齐跌状态，煤炭产业收入下滑明显，同时公司从 2015 年开始主动收缩贸易业务，整体营业收入规模在 2015 年有所下降；随着 2016 年以来煤炭市场的快速回暖，公司全年煤炭销

售实现量价回升，煤炭产业收入同比增长，同时公司加大对边际利润低、风险高贸易业务的清理，贸易业务收入下滑明显，公司整体营业收入进一步下降至 1600.20 亿元，降幅为 11.10%。2016 年，由于煤炭产业毛利率的大幅回升及低盈利性贸易业务占比的下降，公司营业利润率上升至 5.51%。

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计 80.22 亿元，占营业收入的 5.01%，占比较 2015 年上升 0.36 个百分点，近年来公司加大降本力度，期间费用中管理费用下降明显，但受公司债务规模快速上升的影响，财务费用有所增加，期间费用占比提升带来的成本控制压力依然较大。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要为公允价值变动收益和投资收益。公司公允价值变动收益主要是公司投资股票市场的收益，近年来波动较大，2015 年，公司公允价值变动收益为 24.11 亿元，主要系持有万达 3000 万股产生的账面浮盈，公司公允价值变动收益对当期公司利润总额贡献较大；2016 年，由于持有万达等上市公司股票产生账面浮亏 16.54 亿元，公允价值变动损失对公司当期业绩形成了拖累。

投资收益方面，2016 年，公司投资收益为 15.07 亿元，较 2015 年大幅增加 12.89 亿元，主要系当期处置长期股权投资产生的投资收益 10.22 亿元。

营业外收益方面，2016 年，公司营业外收入为 3.91 亿元，公司营业外收入主要为政府补助；同期，营业外支出为 2.82 亿元，公司营业外支出主要为社会服务机构支出和赔偿违约金及罚款支出等；同期，公司实现营业外收益金额为 1.08 亿元。

2014~2015 年，受煤炭市场持续低迷和公司煤炭产品量价齐跌影响，公司毛利润大幅下降，不过受益于非经常性损益贡献较多，尤其是 2015 年公允价值变动收益较多影响，公司利润总额虽大幅下降，但仍未亏损；随着 2016 年以来煤炭市场的快速回暖，公司毛利润快速回升，利润总额也有所增长，2016 年，公司利润总额为 2.16 亿元，同比增长 102.94%。此外，近年来公司利润总额受公允价值变动收益和投资收益等非经常性损益影响程度高。

盈利指标方面，2016 年，公司营业利润率和总资本收益率分别为 5.51%和 2.31%；同期，由于公司净利润仍旧亏损，公司净资产收益率为-1.92%。

2017 年 1~9 月，公司营业总收入和利润总额分别为 1254.92 亿元和 10.23 亿元，在利润总额中公允价值变动收益和投资收益分别为-0.03 亿元和 1.70 亿元；公司营业总收入和利润总额分别为 2016 年全年的 78.42%和 474.94%；同期，公司营业利润率为 5.17%。

总体看，2015 年，伴随贸易规模下降和煤炭产品量价齐跌影响，公司整体收入规模有所下降，同时受煤炭价格整体下滑以及贸易业务整体毛利率较低等因素影响，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贡献较大。随着 2016 年以来公司贸易业务规模的下降，公司整体收入规模进一步降低；受益于煤炭市场的快速回暖及公司低盈利性贸易业务占比的降低，公司盈利能力有所增强，不过当期公允价值变动损失对公司业绩形成了拖累。2017 年 1~9 月，公司煤炭产销量均有所增长，煤炭产业收入占比提高，而非煤产业占比降低，整体盈利水平有所提升，但盈利能力仍有待提高。

5．现金流及保障

经营活动现金流入方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量年均复合下降 13.61%，2016 年公司经营活动现金流入量为 1430.43 亿元，较上年下降 10.33%，主要系公司销售方面票据结算量增加导致现金回款下降所致。

经营活动现金流出方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流出量年均复合下降

13.86%，2016 年公司经营活动现金流出量为 1416.68 亿元，较上年底下降 10.76%，主要系公司采购方面票据结算及应付账款增长导致现金支付下降及公司采取减员降薪措施导致支付给职工及为职工支付的现金减少所致。

近三年，公司现金收入比分别为 92.36%、87.35%和 87.96%，受公司结算方式改变影响，近年来公司现金收入比有所下降。

2014~2016 年，公司经营性净现金流快速增长，年均复合增长 35.84%，2016 年，公司经营活动现金流量净额为 13.75 亿元，同比增长 75.13%。整体来看，公司经营获现规模有所增长但获现能力仍较为一般。

从投资活动来看，2014~2016 年，因公司扩大股票交易和投资理财产品规模，公司投资支付的现金和收回投资收到的现金均保持了快速增长且现金流规模和增幅均较为一致，2016 年公司投资支付的现金和收回投资收到的现金分别为 1460.64 亿元和 1444.68 亿元。剔除财务公司金融活动的影响后，公司剩余投资活动现金流入规模较小，2016 年公司因处置子公司收到现金净额 10.08 亿元导致投资活动现金流入量有所增长；受公司在建项目规模较大影响，公司投资活动现金流出规模较大，不过由于前期公司进行资源整合和重点项目建设投入较大且主要项目投资高峰期已过，2014~2016 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金快速下降，年均下降 25.39%，2016 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 57.08 亿元，同比下降 36.99%。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额持续下降，2016 年公司投资活动现金流量净额降至-60.29 亿元。

从筹资活动来看，为满足偿债需求和项目建设资金需要，近年来公司筹资活动现金流入量均保持较大规模，2016 年公司扩大了直接融资规模，通过发行中长期债券置换部分银行贷款，当期发行债券收到现金 61.93 亿元，公司融资渠道有所拓宽，2016 年公司筹资活动现金流入量为 715.08 亿元；同期，因债务到期量增长，公司偿还债务支付的现金规模为 630.29 亿元，同比增长 22.52%；公司筹资活动现金流量净额为 7.31 亿元。

2017 年 1～9 月，公司经营活动现金流入合计 1137.59 亿元，经营活动现金流量净额为 13.74 亿元；投资活动现金流量净额为-49.18 亿元；筹资活动前现金流仍存在一定缺口，但缺口处于逐渐缩小阶段。同期，公司筹资活动现金流量净额为 73.41 亿元，公司净筹资规模大幅攀升。2017 年 1~9 月，公司现金及现金等价物净增加额为 37.96 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，但经营活动获取现金的能力一般；公司在建项目投资规模较大，未来仍存在一定的外部融资需求；随着公司短期债务规模的上升，公司需要进行较大规模债务融资来满足偿债需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均快速下降，截至 2016 年底，由于公司流动负债大幅增长，公司的流动比率和速动比率分别下滑至为 55.98%和 44.51%，较上年底分别下降 8.61 个和 6.93 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司上述指标分别为 63.02%和 51.78%。2016 年公司经营现金流动负债比为 1.16%。总体来看，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 规模波动中有所上升，三年分别为 71.51 亿元、73.07 亿元和 73.06 亿元；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.64 倍、1.22 倍和 1.21 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降；2014~2016 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 12.87 倍、12.81 倍和 13.52 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力弱；若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，则 2014~2016 年，公司调整后的全部债务/EBITDA 分别为 14.42

倍、16.69 倍和 17.32 倍。整体来看，公司长期偿债指标较弱。但考虑到，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。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额 61.17 亿元，占当期公司所有者权益的 18.82%。对外担保的企业主要是山西晋城无烟煤矿业集团有限公司。截至 2017 年 9 月底，公司为晋城无烟煤矿业集团有限公司及其子公司担保共计 54.53 亿元。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）是国有独资企业。截至 2016 年底，晋煤集团合并口径资产总额为 2290.11 亿元，所有者权益为 344.77 亿元。2016 年，晋煤集团共实现营业收入为 1519.64 亿元，利润总额为 3.21 亿元。截至 2017 年 9 月底，晋煤集团合并口径资产总额为 2501.23 亿元，所有者权益为 405.79 亿元。2017 年 1~9 月，晋煤集团共实现营业总收入为 1181.77 亿元，利润总额为 11.54 亿元。晋煤集团主营业务包括煤炭产品、化工产品、电力业务和煤炭贸易。晋煤集团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，被担保企业经营状况良好，但公司对外担保比率较高，仍存在一定或有负债风险。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得银行授信 1217.49 亿元，其中，尚未使用额度 591.72 亿元。公司间接融资渠道通畅。

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

7．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10140423000001807），截至 2018 年 2 月 1 日，公司无未结清关注和不良信贷记录；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。

8．抗风险能力

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

十一、存续债券偿还能力分析

截至2017年9月底，公司现金类资产（剔除受限部分）为389.65亿元，为“17潞安CP005”待偿付余额的38.97倍；2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为1430.43亿元和13.75亿元，分别为“17潞安CP005”待偿付余额的143.04倍和1.38倍。

截至本报告出具日，公司将于一年内到期的存续债券包括：超短期融资券5期（分别为“17潞安SCP007”、“17潞安SCP008”、“18潞安SCP001”、“18潞安SCP002”和“18潞安SCP003”），待偿付余额100亿元；短期融资券6期（分别为“17潞安CP002”、“17潞安CP003”、“17潞安CP004”、“17潞安CP005”、“18潞安CP001”、“18潞安CP002”），待偿付余额80亿元；私募债5期（分别为“13潞安PN002”、“13潞安PN003”、“15潞安PN001”、“16潞安PN001”、“16潞安PN002”），待偿付余额70亿元；上述一年内到期存续债券待偿还余额合计250亿元。

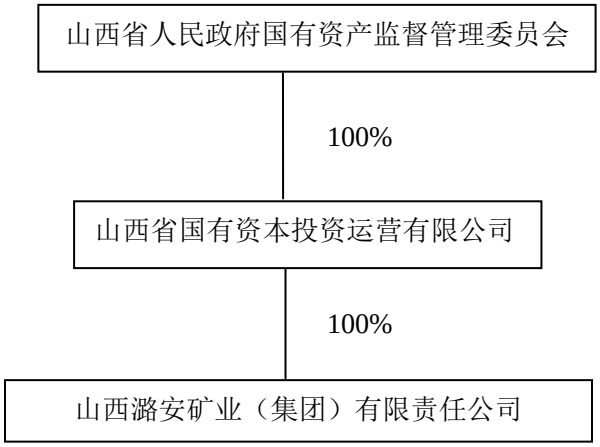
另外，考虑到含权私募债“15潞矿01”和“16潞矿01”在一年内均存在行权日，上述两期含权私募债待偿付余额合计31.90亿元，若全部要求回售，则公司一年内到期存续债券最高待偿付余额合计281.90亿元。截至2017年9月底，公司现金类资产（剔除受限部分）为上述最高待偿付余额的1.38倍；2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为上述最高待偿付余额的4.04倍和0.05倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17潞安CP005”以及一年内到期的存续债券保障程度高。

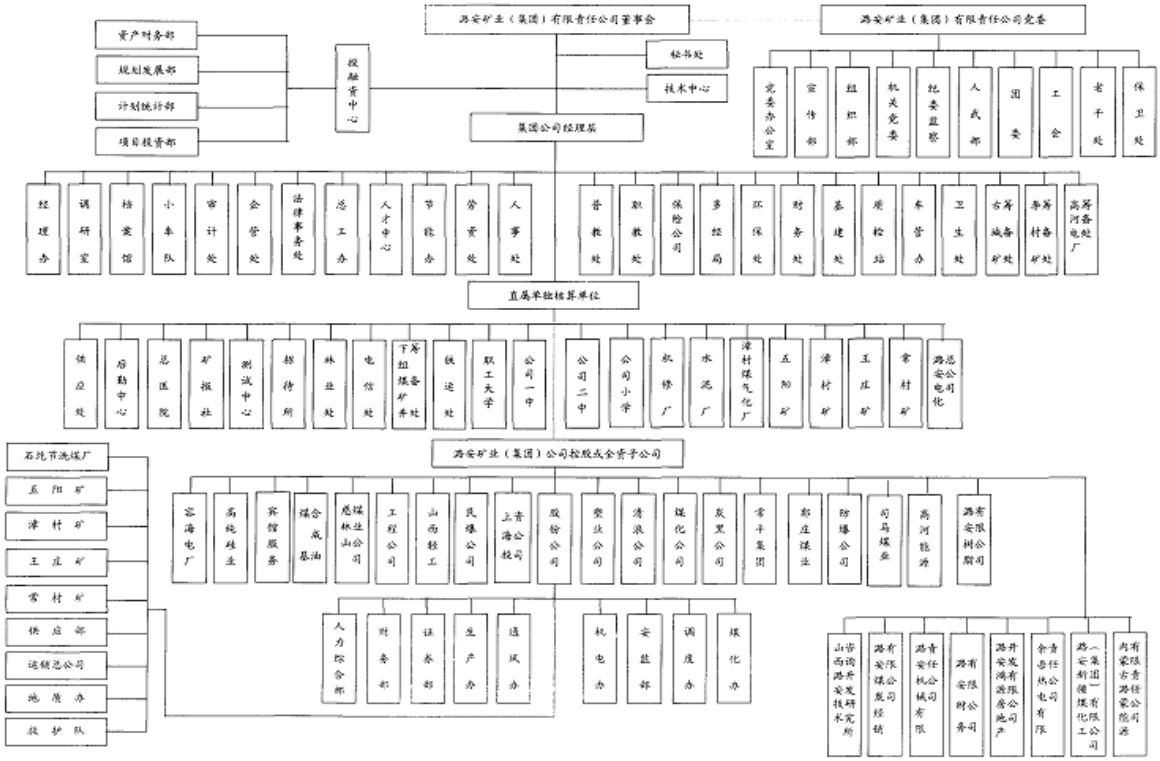
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17潞安CP005”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	297.75	305.24	352.77	454.89
资产总额(亿元)	1716.00	1931.32	2017.16	2136.31
所有者权益(亿元)	307.86	327.58	318.39	325.03
短期债务(亿元)	383.56	514.80	613.57	604.87
长期债务(亿元)	536.85	421.56	374.41	464.65
全部债务(亿元)	920.40	936.36	987.98	1069.52
营业收入(亿元)	2051.18	1800.01	1600.20	1254.92
利润总额(亿元)	6.23	1.06	2.16	10.23
EBITDA(亿元)	71.51	73.07	73.06	--
经营性净现金流(亿元)	7.45	7.85	13.75	13.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.45	13.13	10.02	--
存货周转次数(次)	30.70	13.11	10.96	--
总资产周转次数(次)	2.39	0.99	0.81	--
现金收入比(%)	92.36	87.35	87.96	88.75
营业利润率(%)	4.63	3.26	5.51	5.17
总资本收益率(%)	2.29	2.41	2.31	--
净资产收益率(%)	-1.14	-2.69	-1.92	--
长期债务资本化比率(%)	63.55	56.27	54.04	58.84
全部债务资本化比率(%)	74.94	74.08	75.63	76.69
资产负债率(%)	82.06	83.04	84.22	84.79
流动比率(%)	78.55	64.59	55.98	63.02
速动比率(%)	61.74	51.44	44.51	51.78
经营现金流动负债比(%)	0.99	0.76	1.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	1.22	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.87	12.81	13.52	--

注：1、2017 年前三季度财务数据未经审计；

2、2014 年底公司所有者权益中含有本金为 20 亿元的永续中票，2015 年底、2016 年底和 2017 年 9 月底公司所有者权益中含有本金为 60 亿元的永续中票。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　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