

信用等级公告

联合[2018] 853 号

联合资信评估有限公司通过对山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定山西潞安矿业（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，山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2018 年度第三期中期票据信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年五月二十五日



山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：偿还本部银行借款与到期债券

评级时间：2018 年 5 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	305.56	352.77	561.02	523.55
资产总额(亿元)	1932.04	2017.68	2417.79	2433.75
所有者权益(亿元)	326.93	319.02	495.88	523.09
短期债务(亿元)	514.80	613.57	701.43	718.77
长期债务(亿元)	421.56	374.41	464.04	448.85
全部债务(亿元)	936.36	987.98	1165.47	1167.61
营业收入(亿元)	1800.01	1600.20	1607.50	364.78
利润总额(亿元)	0.79	2.51	29.30	8.05
EBITDA(亿元)	72.80	73.45	124.34	--
经营性净现金流(亿元)	7.58	13.75	17.55	12.49
营业利润率(%)	3.27	5.51	8.91	8.24
净资产收益率(%)	-2.83	-1.77	2.06	--
资产负债率(%)	83.08	84.19	79.49	78.51
全部债务资本化比率(%)	74.12	75.59	70.15	69.06
流动比率(%)	64.41	55.58	64.84	64.17
经营现金流流动负债比(%)	0.73	1.16	1.32	--
全部债务/EBITDA (倍)	12.86	13.45	9.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.22	1.94	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；

2、公司所有者权益 2015 年底和 2016 年底含有本金为 60 亿元的永续中票，2017 年底含有本金为 70 亿元的永续中票，2018 年 3 月底含有本金为 90 亿元的永续中票。

分析师

杨 栋 卢谋华

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，在行业地位、资源禀赋、产业布局、技术水平、政策支持等方面的综合优势。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的不利影响。

近年来公司持续推动煤化工战略转型，公司业务向煤炭下游产业延伸有助于提升公司整体竞争实力；公司持续缩减贸易规模，资源耗费持续下降；受益于煤炭市场景气度高企和整合矿产能释放，2017 年公司实现了利润总额的大幅攀升，整体盈利能力增强。综合考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 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 and 产能规模优势明显。
2. 公司通过新疆地区资源开拓和山西省内煤炭资源整合，煤炭资源储量获得进一步提升。
3. 受益于煤炭市场景气度高企和整合矿产能释放，同时，公司持续缩减贸易业务规模，整体盈利能力增强，2017 年公司实现利润总额大幅攀升和净利润扭亏为盈。

4. 2017 年以来公司加快推进现代煤化工战略转型，煤基油 180 项目部分产线已投产，煤化工项目建设和重点项目达产达效有助于增强公司整体竞争力和分散经营风险。
5. 随着无形资产评估增值、部分债转股落地以及永续债发行，公司所有者权益规模大幅增长，主要债务指标均有所下降。
6. 公司经营性现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

关注

1. 公司债务负担重，且短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力；
2. 公司在建工程和规划建设项目仍需保持较大投资规模，未来仍存在一定资本支出压力。
3. 主要在建项目账面金额较大，转固后将加大折旧压力；财务费用大幅攀升，期间费用占营业收入比例提高；成本费用控制压力仍较大。
4. 多晶硅业务目前处于暂缓阶段，未来发展仍存在较大不确定性。
5. 与河南神火煤电股份有限公司发生的仲裁事宜尚未结束，后续进展情况有待进一步关注。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2018 年 3 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 2017 年底，公司拥有全资以及控股子公司 63 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 2017 年底，公司（合并）资产总额 2417.79 亿元，所有者权益 495.88 亿元（包含少数股东权益 226.55 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1607.50 亿元，利润总额 29.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2433.75 亿元，所有者权益 523.09 亿元（包含少数股东权益 231.44 亿元）。2018 年 1~3 月公司实现营业总收入 364.78 亿元，利润总额 8.05 亿元。

公司注册地址：山西省长治市襄垣县侯堡镇；法定代表人：李晋平。

二、本期中期票据概况

本次公司拟注册并发行 2018 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额

度为 20 亿元，期限 3 年。公司计划将募集资金全部用于偿还本部银行借款与到期债券。

本期中期票据无担保。

三、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。

四、行业及区域经济环境

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

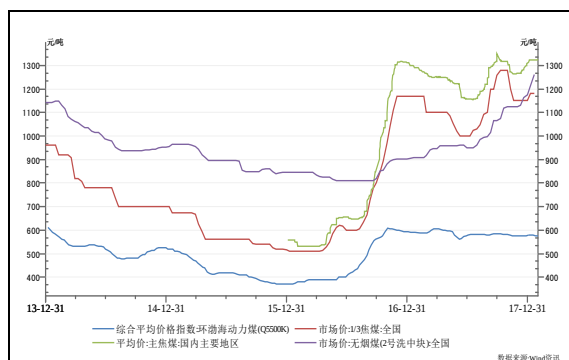
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤

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。

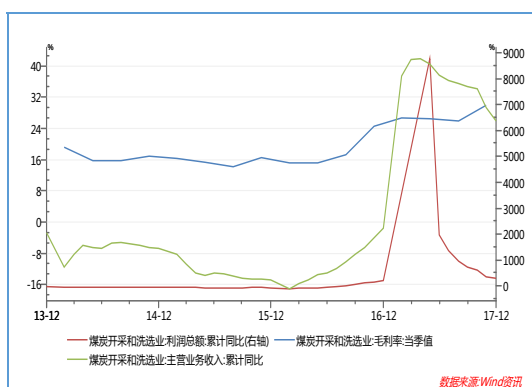
进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解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

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。

五、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。本次公司变更完成后，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2017年度中国煤炭企业50强和产量50强中均居第9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，2017 年公司原煤产量达到 8015 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、高灰熔点、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）（“以下简称“潞新公司”），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，主要为动力用煤和炼焦配煤。

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，博士学位，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。

公司其他高层管理人员共 10 人，均具有长

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 2017 年底，公司在册员工总数为 103835 人，在岗员工中普通工人为 63282 人、后勤服务人员为 26796 人，专业技术人员 13757 人。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、CO₂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、九平台、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。

“九平台”，分别为：①与中科院山西煤化所合作建设煤基多联产应用基础研究平台；②与中科院上海高研院合作建设低碳转化科学与工程研发平台；③与中科合成油技术公司合作建设铁基浆态床合成技术研发平台；④与中科院上海高研院合作建设先进润滑材料研发平台；⑤与天津大学合作建设高密燃料研发平台；⑥与上海凯赛生物科技公司合作建设生物化工与煤化工耦合发展平台；⑦与大连化物所合作建设醇醚技术研发平台；⑧与太原理工大学合作建设煤科学与技术研发平台；⑨与中海油天津化工院合作建设煤基高碳醇技术研发平台。

“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、九平台、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，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

公司核心子公司山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”）于 2016 年 12 月 1 日取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局、山西省地方税务局四部门联合颁发的《高新技术企业证书》，证书编号为 GR201614000027，有效期三年，按规定潞安环能享受 15% 的企业所得税税率。

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、喷吹煤、精煤和洗块煤。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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，并按照国务院《国有企业资产监督管理暂行条例》以及有关法律法规的规定，接受山西省国有资产监督管理委员会的监管，公司董事会由山西省人民政府委派的董事以及职工代表组成，目前董事会成员 5 名，其中董事长 1 名、副董事长 2 名。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。公司监事会由山西省国资委委派，

目前由 5 人组成。公司法人治理结构比较完善。

公司拥有全资以及控股子公司 63 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，在总经理领导下负责管理工作。公司下辖的子、分公司负责生产经营，公司与下属子公司之间实行“母子公司”管理体系。

2. 管理水平

公司建立健全了内部管理制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。公司曾 3 次获得国家企业管理优秀奖——金马奖。

资产管理方面，作为国有资产的授权经营者，公司将国有资产保值增值和资产收益最大化作为其经营管理的目标。公司董事会负责管理全部国有资产，董事会下设资产财务部等部门具体负责国有资产的日常管理。公司对子公司国有资产的管理主要是实施股权管理，全面实行资产经营责任制，并以此作为依据考核子公司经营者的绩效；对分公司的国有资产实行统一管理。

财务管理方面，公司建立了以资产为纽带的三级会计主体和两个层次的新型财务管理体系。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位，每个会计主体模拟法人运行，分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管理，即“统一筹措、统一存储、统一调配、统一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会、监事会派人对其进行财务监督。2007 年公司财务公司已挂牌运行，财务公司的成立，有效强化公司资金集中管理力度、提高资金使用效率、降低公司财务成本，同时通过对集团内部成员单位的资金集中管理也将提高集团对

子公司的控制力。

投资管理方面，公司以国家产业政策和公司发展战略为导向，以实现资本盈利和企业可持续发展为目的，实行投资总量控制、项目限额管理。公司按科学决策、集中管理、完善投资经济责任、规范管理程序、重大项目实行专家论证的原则进行具体的投资项目管理。公司董事会设立了投融资中心，从整体上实现投资项目的统一管理，以及投资实施情况全过程的监督与控制。

总体看，公司管理制度基本健全，运作较为规范。

七、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，随着煤炭行业景气度回暖和公司产能释放，近年公司煤炭业务规模逐年增长；随着公司煤电化、煤焦化、煤油化三条产业链的不断延伸，有助于公司抵御煤炭价格波动风险。

2015~2017 年，公司营业收入年均复合下降 5.50%，2017 年公司实现营业收入合计 1607.50 亿元，同比小幅增长 0.46%，其中主营业务收入 1517.83 亿元，同比小幅下降 0.32%；营业收入中其他业务收入 89.67 亿元，同比增长 15.60%，公司其他业务增长主要系多种经营煤收入增长所致。

2017 年，公司主营业务中煤炭业务实现收入 347.06 亿元，其中原选煤收入为 201.44 亿元，洗煤收入为 145.62 亿元，同比分别增长 68.25% 和 67.76%，主要系公司煤炭产品价格大幅上涨，以及整合矿产能释放导致产销量增加所致；非煤业务共实现收入 1170.77 亿元，同比下降 11.04%，主要系贸易业务收入大幅下滑所致；公司非煤业务中其他业务收入主要包括建筑建材产品、煤基油、硅产业、电力、装备制造和其他产品等，2015~2017 年公司其他非煤业务

收入波动下降，2017 年公司其他非煤业务实现收入 96.48 亿元，同比下降 29.53%，主要系下属子公司潞安泰祥和金属科技宜兴有限公司铜加工收入减少所致。

从收入构成来看，2017 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 22.87%和 77.13%，受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大幅上升。毛利润方面，2017 年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司主营业务毛利润的 91.11%和 8.89%，煤炭产业仍为公司主要利润来源且对公司利润贡献占比进一步提升。

从毛利率来看，受煤炭行业景气度高企及公司煤炭产品价格回升影响，2017 年公司煤炭业务毛利率为 43.57%，较 2016 年上升 3.36 个百分点；同期，公司非煤业务毛利率有所下降，主要系煤炭延伸产业和其他非煤产业盈利能力下滑所致，2017 年非煤业务毛利率为 1.26%，较 2016 年下降 0.25 个百分点。2017 年公司主营业务毛利率上升至 10.94%。

2018 年 1~3 月，公司共实现营业总收入 364.78 亿元，相比上年同期增长 7.85%，其中主营业务收入 353.44 亿元，为 2017 年全年的 23.29%，受煤炭产业成本上涨及主要煤炭延伸产业盈利能力下滑影响，公司主营业务综合毛利率下滑至 9.05%。2018 年 1~3 月，公司煤炭产业共实现收入 79.48 亿元，为 2017 年全年的 22.90%；受公司包含材料成本、人员工资在内的吨煤成本上升影响，公司原煤产品毛利率较 2017 年下降 5.72 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，公司洗煤产品毛利率较 2017 年只下降 3.03 个百分点；公司煤炭产业综合毛利率则较 2017 年下降 4.59 个百分点。2018 年 1~3 月，公司非煤产业共实现收入 273.96 亿元，为 2017 年全年的 23.40%，其中贸易业务实现收入 213.98 亿元，为 2017 年全年的 21.44%。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 0.37%。

表 1 2015 年~2018 年一季度公司主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 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	166.28	9.54	32.86	206.53	13.56	40.21	347.06	22.87	43.57	79.48	22.49	38.98
原选煤	91.29	5.24	38.89	119.73	7.86	43.56	201.44	13.27	44.81	45.07	12.75	39.09
洗煤	74.99	4.30	25.54	86.80	5.70	35.58	145.62	9.59	41.86	34.41	9.74	38.83
非煤产业	1577.52	90.46	1.06	1316.10	86.44	1.51	1170.77	77.13	1.26	273.96	77.51	0.37
贸易	1399.35	80.25	0.49	1127.56	74.05	0.15	997.86	65.74	0.08	213.98	60.54	0.03
焦化	21.02	1.21	11.18	27.52	1.81	11.97	47.35	3.12	8.15	10.58	2.99	5.20
化肥	30.26	1.73	14.21	24.13	1.58	24.94	29.08	1.92	23.83	8.01	2.27	4.12
其他	126.89	7.27	2.55	136.90	8.99	6.49	96.48	6.36	3.32	41.39	11.71	0.14
主营业务收入合计	1743.80	100.00	4.09	1522.63	100.00	6.76	1517.83	100.00	10.94	353.44	100.00	9.05

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。《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/年的总体产能规划。公司本部矿区含煤十层、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（半无烟煤），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（ $ST>1400^{\circ}\text{C}$ ）、可磨性较好（ $HGI>90$ ）、热稳定性好等优点，是优质的动力用煤、喷吹用煤、炼焦配煤及化工用煤。

公司积极扩大基础资源储备，实施跨疆域发展战略。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）有限公司（公司持股 63.38%），新增约 190 亿吨煤炭资源。潞安新疆煤化工（集团）有限公司前身为建于 1958 年的哈密矿务局，是甘肃兰州至新疆乌鲁木齐 2100 千米之间唯一一座国有重点煤矿，也是自治区确定的唯一出疆煤生产基地，重点保证新疆东部地区和甘肃河西走廊工农业与国防建设的煤炭能源供应。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。

由山西省政府主导进行的省内资源整合也为公司带来了较大的整合资源储量。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 个县开展资源整合工作，已整合矿井 101 座，重组整合后为 34 座，2016 年退出 3 座整合矿，现有 31 座整合矿井，资源储量合计 30.04 亿吨。整合资源所含煤种包括气肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤等，主要为动力用煤和炼焦配煤。不过，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。

生产能力

公司拥有山西省内和新疆两大煤炭生产基地，在山西省内和新疆合计拥有 50 对矿井，设计生产能力 10320 万吨/年。其中，公司拥有生产矿井 34 对，核定产能 7230 万吨/年；在建、改造矿井 5 对，产能 1690 万吨/年；停缓建矿井 11 对，产能 1400 万吨/年。

生产矿井方面，目前公司在山西省内共有 32 对生产矿井，核定产能合计 6710 万吨/年；其中，主体矿井 11 对，核定产能合计 4670 万吨/年，均位于公司本部矿区；整合矿井 21 对，核定产能合计 2040 万吨/年，分布在晋中（8 对矿井、产能合计 930 万吨/年）、临汾（8 对矿井、产能合计 690 万吨/年）和长治（5 对矿井、产能合计 390 万吨/年）三大地区。公司在新疆还拥有 2 对生产矿井，位于哈密地区，核定产能合计 520 万吨/年，目前矿井剩余资源储量较小，上述矿井已接近资源枯竭。

在建及改造矿井方面，目前公司在山西省内拥有在建及改造矿井 3 对，包括 2 个主体矿李村煤矿（300 万吨/年）和古城煤矿（800 万吨/年），以及 1 个整合矿黑龙关煤矿（90 万吨/年），产能合计 1190 万吨/年；公司在新疆还拥有在建矿井 2 对，分别为砂墩子矿（300 万吨/年）和沙尔湖矿（200 万吨/年），产能合计 500 万吨/年。砂墩子矿设计产能 500 万吨/年，核定建设产能 300 万吨/年，为潞新公司本部在哈密地区的重点建设和替代接续井工矿，开采煤种为低硫、低磷、低灰、高挥发份、高热值的不粘煤；沙尔湖露天矿位于鄯善县沙尔湖煤田（国家规划特大型煤田），开采煤种为侏罗纪优质长焰煤，目前一期核定建设产能 200 万吨/年，建设和运营主体为潞新公司下属的沙尔湖煤业，目前北疆煤炭外运方面仍存在一定的运输瓶颈，未来将靠一主两翼铁路和就地转化为化肥解决。

表 2 公司生产矿井和建设矿井情况

地区	矿井	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	主采煤种	核定产能 (万吨/年)	2017 年产量 (万吨)	状态
省内主体矿	五阳煤矿	30166.30	13337.10	26.46	贫瘦煤	360	200.67	在产
	樟村煤矿	15595.50	7473.70	13.35	贫瘦煤	400	320.04	在产
	王庄煤矿	53458.10	23769.90	23.91	贫瘦煤	710	860.20	在产
	常村煤矿	67605.80	37611.10	33.58	贫煤	800	802.20	在产
	司马煤业（本部）	31793.20	16369.90	38.98	瘦煤	300	333.67	在产
	余吾煤业	142532.00	43479.00	41.41	贫煤	750	1001.89	在产
	潞宁煤业（本部）	11927.10	7120.40	28.26	气煤	180	214.00	在产
	慈林山煤业 ——夏店煤矿	7490.20	4843.00	14.41	贫煤	240	177.16	在产
	慈林山煤业 ——慈林山煤矿				贫煤		138.20	在产
	郭庄煤业（本部）	5635.40	2340.30	9.29	贫煤	180	180.08	在产
	高河能源	93291.20	49051.30	46.72	贫瘦煤	750	901.20	在产
	李村煤矿	39566.00	22329.60	33.49	贫煤	300	39.93	在建
	古城煤矿	129786.00	74215.00	71.40	贫煤	800	288.37	在建
小计	--	459494.80	205395.70	--	--	4670	5129.31	在产（11 对）
	--	169352.00	96544.60	--	--	1100	328.30	在建（2 对）
省内整合矿	--	--	--	--	--	2040	1568.64	在产（21 对）
	--	--	--	--	--	90		在建（1 对）
新疆基地 （潞新公 司）	露天煤矿	1100.00	900.00	3.00	不粘煤	300	969.13	在产
	二矿	5400.00	4300.00	5.00	不粘煤	220		在产
	砂墩子矿	80000.00	52700.00	121.00	不粘煤	300		在建
	沙尔湖矿	186000.00	166700.00	24.00	长焰煤	200	19.35	在建
小计	--	6500.00	5200.00	--	--	520	988.48	在产（2 对）
	--	266000.00	219400.00	--	--	500		在建（2 对）
合计	--	--	--	--	--	7230	8014.72	在产（34 对）
	--	--	--	--	--	1690		在建（5 对）

资料来源：公司提供

注：1、表中资源储量不同于国家批复的规划矿区总储量；部分主体矿储量尚未包含石炭纪上统太原组 15#煤层（未取得矿权）；整合矿资源储量未提供。2、合计数尾数不一致系四舍五入所致。

停缓建矿井方面，目前公司在山西省内拥有停缓建矿井 9 对，均为整合矿，分别为大汉沟（90 万吨/年）、前文明（90 万吨/年）、静安（90 万吨/年）、宇鑫（90 万吨/年）、五里垅（120 万吨/年）、佳瑞（90 万吨/年）、忻峪（60 万吨/年）、上庄（90 万吨/年）、王家庄（120 万吨/年），设计产能合计 840 万吨/年；公司在新疆还拥有停缓建矿井 2 对，设计产能合计 560 万吨/年。受前期煤炭行业景气度低迷、整合矿开采成本较高、复产复建资金压力较大、部分整合矿存在产权纠纷等因素影响，公司整合矿整体产能建设和投产进展较为缓慢，已投产矿井产能利用率不高（2017 年为 77.70%），且目前仍有 9 对矿井停缓建，未来整合矿达产达效和

建设进展仍存在一定的不确定性。

去产能方面，2016 年公司退出 4 对矿井，退出产能合计 300 万吨/年，包括石圪节煤矿（本部主体矿）和忻丰煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司（3 对整合矿）；上述矿井均为计划内退出产能，享受中央财政奖补资金支持，奖补资金方面已全部到位就，折算产能指标 90 万吨/年，目前也已全部使用，主要用于李村、古城、阜生建设矿井化解过剩产能任务。2018 年，公司积极响应国家和山西省政府关于煤炭去产能相关政策，计划退出 3 对矿井，退出产能合计 210 万吨/年，包括静安（90 万吨/年）、大汉沟（90 万吨/年）和小南村（30 万吨/年）；上述矿井均为计划外退出产能，不申请享受中

中央财政奖补资金，折算产能指标 210 万吨/年，目前部分已承诺用于古城建设矿井化解过剩产能任务，尚有 99.4 万吨/年产能指标可使用。

产能投放方面，2018 年公司预计新增产能 300 万吨/年（李村煤矿投产）；2019 年预计新增产能 890 万吨/年（古城煤矿投产新增 800 万吨/年，黑龙关煤矿投产新增 90 万吨/年）；2020 年预计新增产能 180 万吨（上庄 90 万吨/年，佳瑞 90 万吨/年）。未来短期内公司煤炭产能扩张将集中于两大在建主体矿和山西本地整合矿的建设投产。

煤炭采选

2017 年，公司原煤产量达到 8015 万吨，较 2016 年增长 9.91%，主要系当期整合矿产能释放较多和部分基建矿井工程煤产出增长所致。2017 年，公司主体矿（在产）和新疆基地产量同比略有下滑；两大基建主体矿已接近投产时点，部分工作面已具备回采条件，工程出煤明显增加；集团整合矿产量在年内更是出现大幅提升。2017 年公司整合矿产量合计 1568.64 万吨，较 2016 年增加 718.64 万吨，煤炭市场回暖后部分整合矿已具备盈利条件，产能释放较多，支撑公司煤炭产业产销规模同比提升。

公司原煤煤质较好，不经洗选即可作为电厂高热值配煤来源，2017 年以来，公司在保障长协供应的前提下，加大品种调节力度，优先将原煤入洗生产喷吹煤、洗精煤等效益煤产品，效益煤产量占比有所提升，主要效益煤（喷吹煤、洗精煤）占原煤产量比例已由 2016 年的 21.86% 提升至 2017 年的 23.34%。

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用煤的贫瘦煤、贫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，喷吹煤总体市场占有率居第一位。公司瘦煤资源为稀缺炼焦煤种，经洗选后可生产瘦精煤，是低灰、低硫、低全水的优质炼焦配煤，主要用于钢厂炼焦。

公司多年来均维持一定比例的品种煤生产，其中喷吹煤产量规模较大、市场份额突出，为公司特色优势煤种，瘦精煤资源稀缺、煤质较好，品种煤生产有力保障了公司煤炭产业的盈利能力。

表 3 2015 年~2018 年 3 月底公司煤炭生产指标比较

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
原煤产量(万吨)	7004	7292	8015	1873
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	16.43	10.86	10.89	10.09
死亡率(人/百万吨)	0.05	0.00	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，公司安全生产费用按 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。受前期煤炭行业景气度下滑影响，公司安全生产费用已有所调整，根据财政部、国家安全生产监督管理总局联合制定的财企[2012]16号《企业安全生产费用提取和使用管理办法》规定及晋煤集财字[2012]1224号《安全生产费用提取和使用管理办法》，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”）统一负责集团本部煤炭产品销售，2018年起运销总公司开始统一负责集团在山西省内所有煤炭产品销售。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，2017年公司共完成煤炭销量合计7601万吨，较2016年增长12.08%，销量持续增长。2018年1~3月，公司煤炭销量为1604万吨，占2017年全年的21.10%。

销售价格方面，公司商品煤销售均价在2015~2017年分别为270.57元/吨、309.53元/吨和475.90元/吨，2017年公司商品煤销售均价同比大幅上涨53.75%。随着2016年下半年以来煤炭行业景气度的快速回升，公司主要煤炭产品销售均价在2016年实现了触底回弹，2017年公司主要煤炭产品价格均高位运行，原煤、喷吹煤和洗精煤价格涨幅分别为51.65%、51.08%和54.52%。2018年1~3月，公司商品煤销售均价进一步上涨至520.52元/吨。

表4 公司2015年~2018年3月底商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2015年		2016年		2017年		2018年1~3月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	4132	230.46	4674	261.53	5449	396.60	1140	430.28
喷吹煤	1500	421.81	1499	493.80	1686	746.05	363	814.77
洗精煤	103	482.75	126	591.00	162	913.21	42	802.04
其他洗煤	556	121.21	483	80.53	304	166.49	59	245.76
合计	6291	270.57	6782	309.53	7601	475.90	1604	520.52

资料来源：公司提供

注：1、公司商品煤销售中包含了部分基建矿井工程煤销售。

2、集团下属整合矿和新疆基地销售均在原煤口径中统计。

销售区域方面，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。目前公司发货量仍以河北和山东居多，不过由于河北和山东地区为北方煤炭集中调入区域，价格较为敏感、市场波动大，公司计划逐渐调整销售区域分布，减少在该价格敏感地区销售，开始将销售范围更多地集中在河南及周边地区。

分品种来看，目前公司喷吹煤和洗精煤的主要客户有山钢、武钢、首钢、河钢、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（混煤）主要客户包括邯峰电厂、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，公司原煤（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。公司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%。

销售策略方面，2017 年以来随着国家对长协煤履约率进行严格考核，公司调整了原有的销售策略，在保障长协煤供应基础上，优先生产和销售喷吹煤、市场煤，提升公司产品盈利能力。

公司始终重视产品结构调整，洗精煤、喷吹煤等单价较高品种的销量一直保持相对较高比例。近三年公司喷吹煤和洗精煤销量合计分别为 1603 万吨、1625 万吨和 1848 万吨，分别占当年公司商品煤总销量的 25.48%、23.96% 和 24.31%；2018 年 1~3 月，公司喷吹煤和洗精煤销量合计为 405 万吨，占当期公司商品煤销量的 25.25%。

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。2017 年，非煤业务实现收入 1170.77 亿元，同比下降 11.04%；实现毛利润 14.76 亿元，较 2016 年大幅下降 52.21%；对公司主营业务毛利润贡献为 8.89%，同比大幅下降 18.23 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司非煤业务实现收入 273.96 亿元，占 2017 年全年的 23.40%。

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。

2017 年公司贸易板块实现营业收入 997.86 亿元，同比下降 11.52%，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。

2018 年 1~3 月公司贸易业务实现营业收入 213.98 亿元，占主营业务收入 60.54%，公司贸易收入依然是公司主营业务收入的主要组成部分。

焦化业务

焦化业务方面，公司从事焦炭生产的主要经营实体有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”），以及潞安环能下属子公司五阳弘峰焦化有限公司（以下简称“五阳弘峰”）和潞安焦化有限责任公司（以下简称“潞安焦化”）。其中，潞安焦化和五阳弘峰两家焦化企业位于潞城焦化园区，除焦炭等主要产品外，副产的焦炉煤气主要服务于园区内焦炉煤气制高端精细化学品项目和周边地区民用供气；羿神能源位于屯留焦化

园区，拥有两家焦化生产子公司，分别为公司山西潞安祥瑞焦化有限公司和长治市麟源煤业有限责任公司，除焦炭等主要产品外，副产的焦炉煤气主要服务于公司煤基合成油示范项目和周边企业。

目前公司已建成焦炭总产能为 426 万吨/年；其中，羿神能源产能已扩产至 210 万吨/年；五阳弘峰年产能为 60 万吨/年；潞安焦化年产能 156 万吨/年。公司现有焦化产能中 276 万吨/年产能均为炭化室高度 4.3 米普通机焦，公司已计划逐步进行淘汰关停；同时，公司当前已规划在潞城焦化园区新建 175 万吨/年的先进焦化产能（炭化室高度 5.5 米以上大机焦）。公司预计在逐步实现新旧产能置换后，到 2020 年，焦炭先进产能占比将超过 50%。

2017 年，羿神能源生产焦炭 116 万吨，潞安焦化生产焦炭 103.82 万吨，五阳弘峰生产焦炭 43.97 万吨，合计焦炭产量为 263.87 万吨，公司共实现焦炭销售收入 39.80 亿元。

表 5 2017 年公司焦炭产销情况
(万吨/年、万吨、亿元)

主要子公司	产能	产量	销量	收入
潞安焦化	156	103.82	103.44	15.10
五阳弘峰	60	43.97	45.52	6.34
羿神能源	210	116	122	18.36
合计	426	263.87	270.96	39.80

资料来源：公司提供

化肥业务

公司化肥业务生产经营主体为山西天脊煤化工集团有限公司（以下简称“天脊集团”），公司 2011 年起将天脊集团纳入合并范围，煤化工产业链扩展至硝基复合肥领域。截至 2017 年底，天脊集团拥有合成氨产能 45 万吨/年、硝酸产能 108 万吨/年、硝酸磷肥产能 90 万吨（或硝酸磷钾肥产能 100 万吨/年）、硝酸铵产能 40 万吨/年、苯胺产能 26 万吨/年。

2017 年公司化肥业务共实现营业收入 29.08 亿元，相比 2016 年增长 20.51%，主要系

天脊集团主要产品价格上涨所致，其中主要产品实现收入 26.03 亿元。不过受制于原料价格上涨，毛利率则略有下滑，2017 年公司化肥业务毛利率为 23.83%。

2018 年 1~3 月，公司共实现化肥业务收入 8.01 亿元，化肥业务的毛利率则大幅下滑至 4.12%。

表 6 2017 年天脊集团主要产品产销情况
(万吨/年、万吨、亿元)

主要产品	产能	产量	销量	收入
硝酸磷肥	90	19.86	21.94	3.43
硝酸磷钾肥	100	27.53	23.50	4.58
硝酸铵	40	41.05	40.23	5.63
苯胺	26	16.39	16.07	12.39
合计	--	--	--	26.03

资料来源：公司提供

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，项目主要工艺选用碎煤加压气化技术以及中科院山西煤化所的浆态床 ICCHFPT 合成技术，目前已获得国家专利 58 项，主要产成品为柴油、石脑油、LPG 及少量混合醇燃料，同时为合理利用合成油装置富余排放的氢气、高纯度氮气和二氧化碳等气体，公司同期建立联产 18 万吨/年合成氨、30 万吨/年尿素项目。该项目是国家“863”及“973”高新技术项目，2008 年底已投料试车成功。

2017 年，公司煤基合成油示范项目总收入 12.96 亿元，利润总额-5.13 亿元，亏损较大；其中主要产品实现收入 9.92 亿元（包括液体石蜡 5.44 亿元、稳定轻烃 1.03 亿元、尿素 2.90 亿元等）；在当前油价和煤价水平下，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产量包括液体石蜡 13.55 万吨、尿素 19.46 万吨、稳定轻烃 2.93 万吨等。

表 7 2017 年煤基油示范项目主要产品产销情况
(万吨、亿元)

主要产品	产量	销量	收入
液体石蜡	13.55	12.63	5.44
稳定轻烃	2.93	2.87	1.03
尿素	19.46	21.90	2.90
合计	--	--	9.37

资料来源：公司提供

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 2018 年 3 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 电池片及电池组件，项目一期产能 240MW/年，二期产能 760MW/年，项目一期已于 2010 年 9 月投产。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；2017 年，公司太阳能业务实现营业收入 9.81 亿元，毛利率为-0.64%。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处于暂缓阶段，主要原因是尚未取得试生产许可备案。试生产许可备案延期主要涉及村庄搬迁和项目消防验收、安全设施验收的问题，实施难度较大。目前公司正在积极办理相关手续，同时依据现有设备

的生产能力，调整项目，积极组建“煤焦油加氢制化学品联产液化天然气”项目。

除多晶硅项目目前整体处于暂缓停建状态外，公司 20 万吨聚氯乙烯项目也处于停建状态，该项目实施主体为山西潞安树脂有限责任公司，项目计划总投资 16.93 亿元，截至 2017 年底累计已投入 19.40 亿元，项目建设已处于尾声，不过由于前期行业景气度原因未投产。目前聚氯乙烯、烧碱市场景气度复苏，该项目已准备启动进行生产。

4. 经营效率

2015~2017 年，随着公司合并范围变化、投资力度加大及评估增值等影响，公司资产规模快速增长，年均增长 11.87%；受公司贸易业务收缩影响，公司营业收入年均下降 5.50%，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呈现下降趋势，2017 年上述指标分别为 6.99 次、10.58 次和 0.72 次，尤其是销售债权周转次数出现大幅下滑。总体看公司经营效率有所下滑。

5. 在建工程

截至 2017 年底，公司重点在建工程 3 项，其中，煤矿项目 2 个，设计产能合计 1300 万吨/年，当期核定产能 1100 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 年底已完成投资 333.68 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，开始进行联合试运转，2019 年正式竣工投产；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。

李村煤矿为瓦斯突出矿井，设计产能 300 万吨，该矿已于 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 年底能实现竣工投产。

煤基油 180 项目是公司重点发展项目，公司准备在制油的基础上进一步扩展至高精细化工方向，努力打造高端汽柴油和精细化学制品。煤基油 180 项目分两期建设，包括一期年产 100 万吨/年煤炭间接液化生产线，二期 80 万吨/年钴基固定床费托合成油品加工装置；其中，一期项目包括两条生产线，每条生产线均包含前系统的两台气化炉、后系统的净化装置、1 台费托合成装置、精加工装置等。煤基油 180 项目已于 2016 年 11 月 16 日获得发改委核准批复，2017 年整体工程进展明显加快，2017 年 7 月空分装置产出合格氧气、氮气，全厂公用工程全部实现投运，2017 年内二号线生产相继实现气化炉点火、净化系统打通、费托合成装置产出合格油品、精加工装置打通产出合格精细化工产品。目前二号线已投运，已进入稳产提效的磨合阶段；一号生产线建设也正在加快推进，其中前系统的两台气化炉将分别于 2018 年 5 月和 7 月投料点火，公司预计 2018 年底两条费托合成产线能够全部打通投产。

表 8 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		2017 年底已完成	投资规划	
			企业自筹	债务融资		2018 年	2019 年
古城煤矿	年产 800 万吨煤矿、选煤厂及配套铁路专线	82.77	28.97	53.80	63.78	13.80	13.00
李村煤矿	年产 300 万吨煤矿、选煤厂及配套铁路专线	63.42	19.90	43.52	64.94	0.99	--
煤基油 180 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	92.00	138.00	204.96	18.62	13.12
合计	--	382.87	120.55	262.32	333.68	43.15	26.89

资料来源：公司提供

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。

依托公司的煤种煤质特性，以及公司在 16 万吨/年煤基合成油示范项目上的相关运作经验，公司积极向煤化工产业延伸产业链，在 2013 年开工建设了高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目（简称“煤基油 180 项目”）。煤基油 180 项目是国家十二五重点项目、山西省重大转型标杆工程，该项目计划以公司自产高硫煤为原料，采用国际先进技术集成耦合，

实现煤炭清洁高效利用，生产高端蜡、无芳溶剂、特种燃料、高档润滑油、专属化学品等五大类 49 种高端精细化学品。煤基油 180 项目承担了国家“三高”煤大规模气化技术示范、煤基费托合成生产高端化学品的示范、带动甲醇等传统煤化工升级改造示范和树立国家现代煤化工环保高标准示范四大任务，项目建成后，公司有望凭借低成本“三高煤”供应、规模化生产、高端高质量产品等在相关领域获得较强的竞争优势。

在 2018 年 2 月 10 日由山西省国资委公布的省属企业主辅业目录中，公司主业已由煤炭开采变更为现代煤化工，标志着公司战略转型将更为集中在现代煤化工领域。为了加快推进战略转型，2018 年 2 月 28 日，公司成立了山西潞安化工有限公司，并计划将下属的 14 家企业股权无偿注入（含煤基清洁能源公司、煤基合成油公司、天脊集团、太行润滑油公司等化工资产以及部分煤矿资产），并计划以该公司为平台，在培育发展新型高端现代煤化工方面取得系列重大突破的基础上，充分发挥在构

建“一中心九平台五基地”高端开放创新体系方面形成的独特优势，对标南非萨索尔等世界煤化工巨头，培育具有全球竞争力的世界一流新型高端化工企业。

总体看，公司在积极扩张煤炭资源储量及产能、做大做强煤炭产业的基础上，加快推进以现代煤化工为主导的产业转型，不断延伸煤炭下游产业链，培育新优势、新动能，有效提升公司整体竞争实力。

联合资信同时关注到，公司在持续推进煤炭产业做优做强和向现代煤化工领域战略转型中，包括重点矿井建设和以煤基油 180 项目为代表的现代煤化工项目未来投资规模仍较大，公司短期内仍将存在一定的资金压力。

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、在项目公司层面引进战略投资者和财务公司融资等多渠道筹集资金。

近年来公司持续进行较大规模的投资支出导致了公司对外部融资存在较强的依赖性，公司债务规模持续攀升，债务负担加重，尽管公司通过发行永续债、债转股、无形资产评估增值等方式控制财务杠杆，但短期内公司债务负担仍将维持在较高水平。

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，神火股份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、神火股份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本次撤裁案的通知，目前正在审理中。另外，公司已向北京仲裁委员会提起新的仲裁要求神火股份履行报批义务，因涉及探矿权补转让价款补缴等问题，案情较为复杂，北京仲裁委员会未启动实体审理程序，目前该案处于中止状态。

2018 年 1 月，神火股份向北京仲裁委员会

再次提交仲裁申请书, 2018 年 1 月 17 日, 北京仲裁委员会决定受理。由于上次滞纳金仅暂算至 2015 年 2 月 10 日, 合计 10.95 亿元, 神火股份提出, 按照《裁决书》确定滞纳金比例为每日 1% 计算, 计算截止日从上次仲裁的 2015 年 2 月 10 日调整至 2017 年 12 月 31 日, 要求公司支付前六笔转让款滞纳金 27.53 亿元, 以及最后两笔转让款新确认滞纳金 2.88 亿元(其中第七笔滞纳金 1.60 亿元、第八笔滞纳金 1.28 亿元), 滞纳金合计调整为 33.91 亿元, 同时, 要求公司按约定支付最后两笔转让款本金 3.50 亿元。根据神火股份本次提出的仲裁申请, 公司应向其支付剩余转让款合计 29.60 亿元, 滞纳金合计 33.91 亿元, 仲裁申请支付金额(不含仲裁费用)合计 63.51 亿元。公司认为神火股份本次仲裁请求与前一仲裁案是基于同一事实和法律关系产生, 故公司向北京仲裁委员会提出异议, 要求本案仲裁中止进行, 北京仲裁委员会采信了公司意见, 该案未组庭, 实际处于中止状态。

因北京市第三中级人民法院撤裁案尚未判决, 同时北京仲裁委员会新的仲裁案件也尚无结论, 目前暂时无法判断上述事项对公司经营和财务的影响。联合资信仍将持续关注该事项最新进展和结果。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015~2016 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; 公司提供的 2017 年财务报表已经中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

会计政策方面, 公司自 2017 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》, 采用未来适

用法处理。2017 年, 公司进行了差错更正, 并对 2016 年财务数据进行了追溯重述。

2016 年公司纳入合并报表的二级子公司合计 60 家, 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。

2017 年公司纳入合并报表的二级子公司合计 63 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 8 家, 因非同一控制下的企业合并增加二级子公司 1 家, 即襄垣县顺鑫源天然气销售有限公司, 因注销不再纳入合并范围的二级子公司 6 家。

截至 2017 年底, 公司(合并)资产总额 2417.79 亿元, 所有者权益 495.88 亿元(包含少数股东权益 226.55 亿元); 2017 年公司实现营业收入 1607.50 亿元, 利润总额 29.30 亿元。

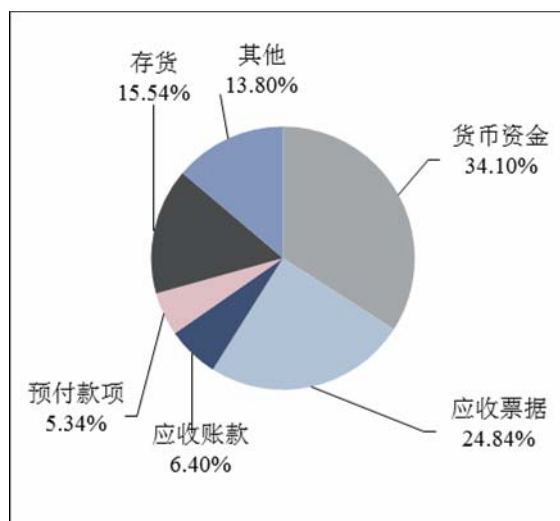
截至 2018 年 3 月底, 公司(合并)资产总额 2433.75 亿元, 所有者权益 523.09 亿元(包含少数股东权益 231.44 亿元)。2018 年 1~3 月公司实现营业总收入 364.78 亿元, 利润总额 8.05 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年, 公司资产总额持续增长, 年均复合增长 11.87%。截至 2017 年底, 公司资产总额为 2417.79 亿元, 较上年底增长 19.83%, 主要系货币资金、应收票据、固定资产和买入返售金融资产增长所致, 其中非流动资产占比 64.22%, 占比有所下降。

2015~2017 年, 公司流动资产波动中有所增长, 年均复合增长 13.77%。截至 2017 年底, 公司流动资产合计 865.16 亿元, 较 2016 年底增长 31.54%, 流动资产的增加主要来自于货币资金、应收票据和买入返售金融资产的增加。

图3 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

从流动资产构成看，截至2017年底，公司流动资产主要由货币资金（占34.10%）、应收票据（占24.84%）、应收账款（占6.40%）和存货（占15.54%）构成。

2015~2017年，公司货币资金波动增长。截至2017年底，公司货币资金295.00亿元，同比增长57.80%，主要系当期公司煤炭收入增长和取得借款收到的现金较多所致。公司货币资金中受限货币资金73.85亿元，主要为银行承兑汇票保证金63.06亿元及信用证保证金10.44亿元，受限资金占比25.03%，公司货币资金受限程度一般。

2015~2017年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动中有所增长，年均复合增长4.15%。截至2017年底，公司交易性金融资产共计51.12亿元，较2016年底增长10.80%。其中，公司交易性金融资产为29.61亿元，较上年减少8.40亿元，主要是公司出售部分股票所致；公司指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为21.51亿元，较上年增加13.38亿元，主要系确认的时间点导致公允价值变化较大，实际持有变化不大。

2015~2017年，公司应收票据快速增长，年均复合增长90.90%，主要系公司销售方面票

据结算量增加所致。其中截至2016年底，公司应收票据合计119.69亿元，较2015年底大幅增长102.98%；截至2017年底，公司应收票据合计214.90亿元，较2016年底大幅增长79.54%。截至2017年底，公司应收票据占流动资产比重大幅上升至24.84%，公司应收票据主要为银行承兑汇票，占比98.90%，其中用于质押的银行承兑汇票为42.84亿元，受限程度一般。

2015~2017年，公司应收账款年均复合下降11.80%。截至2017年底，公司应收账款账面净额55.33亿元，同比下降20.73%，共计提坏账准备9.01亿元，计提比例14.00%。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额0.66亿元，计全部计提坏账准备；按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额合计63.67亿元，其中，1年以内的占59.32%，1~2年的占11.76%，2~3年的占9.01%，3年以上的占19.91%。年末公司按欠款方归集的应收账款账面余额前五名合计5.62亿元，占应收账款年末余额的8.75%，公司应收账款集中度不高。

2015~2017年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降7.27%。截至2017年底，公司预付款项合计46.17亿元，较上年底增长2.56%；其中，1年以内的占27.20%，1~2年的占4.73%，2~3年的占3.38%，3年以上的占64.69%，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。

2015~2017年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降20.63%。截至2017年底，公司其他应收款账面价值为28.43亿元，较上年底下降9.83%。截至2017年底，公司其他应收款账面余额为33.89亿元，共计提坏账准备5.46亿元，计提比例为16.13%，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11.83亿元，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 22.06 亿元,其中 1 年以内的占 61.59%, 1~2 年的占 8.89%, 2~3 年的占 7.29%, 3 年以上的占 22.23%。

2015~2017 年,公司买入返售金融资产波动下降,年均复合下降 31.85%。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。截至 2017 年底,公司买入返售金融资产为 15.00 亿元,较 2016 年底增长 13.95 亿元,公司买入返售金融资产为债券质押式逆回购。

2015~2017 年,公司存货保持相对稳定。截至 2017 年底,公司存货合计 134.41 亿元,同比下降 1.06%,公司存货以原材料、半成品、库存商品为主,共计提 0.22 亿元跌价准备,计提比例 0.16%。

截至 2018 年 3 月底,公司流动资产合计 857.51 亿元,较 2017 年底变动不大。流动资产结构中现金类资产占比有所下降。

截至 2018 年 3 月底,公司货币资金为 269.32 亿元,较 2017 年底下降 8.70%,主要系当期取得借款减少所致,公司货币资金中受限部分合计 60.00 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 201.10 亿元,较 2017 年底下降 6.42%;公司应收账款为 62.39 亿元,较 2017 年底增长 12.77%,主要系本期贸易业务应收账款增加及潞安环能应收煤款增加所致;同期,公司存货为 133.68 亿元,较 2017 年底变化不大。

2015~2017 年,公司非流动资产持续增长,年均复合增长为 10.85%。截至 2017 年底,公司非流动资产 1552.63 亿元,同比增长 14.17%,主要系固定资产和无形资产增加所致。同期,公司非流动资产主要由固定资产(占 35.86%)、在建工程(占 39.39%)和无形资产(占 17.86%)构成。

2015~2017 年,公司固定资产持续增长,年均复合增长 11.13%。截至 2017 年底,公司

固定资产账面原值 957.75 亿元,同比增长 10.62%,主要系房屋建筑物、机器设备增加所致;累计折旧合计 399.41 亿元,固定资产成新率为 58.14%;固定资产减值准备 1.50 亿元,固定资产账面价值 556.84 亿元,较 2016 年底增长 11.47%。

2015~2017 年,公司在建工程波动中有所增长,年均复合增长 3.20%。截至 2016 年底,公司在建工程合计 611.41 亿元,同比增长 6.47%,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。截至 2017 年底,公司在建工程合计 611.63 亿元,较 2016 年底变化不大。公司目前投资额较大的项目包括煤基油 180 项目、古城煤矿项目、李村煤矿项目等。

2015~2017 年,公司无形资产快速增长,年均复合增长 28.04%。截至 2017 年底,公司无形资产 277.33 亿元,同比增长 107.10 亿元,主要是由于土地使用权和采矿权评估增值所致,公司无形资产主要为采矿权 232.11 亿元。2017 年,公司根据山西省的相关规定对公司所属的 12 块井田和 80 宗土地依据批复的评估报告进行价值调整,调增无形资产土地使用权 11.36 亿元和采矿权 95.96 亿元,共计调增 107.32 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司非流动资产合计 1576.24 亿元,较 2017 年底增长 1.52%,主要是在建工程投入增加所致,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,受公司在建项目持续投入以及无形资产评估增值影响,公司非流动资产持续增长;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

负债

2015~2017 年，公司负债总额年均复合增长 9.42%。截至 2017 年底，公司负债总额 1921.91 亿元，同比增长 13.14%，其中流动负债占 69.42%，非流动负债占 30.58%。

2015~2017 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 13.39%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 1334.24 亿元，同比增长 12.76%，公司流动负债主要由短期借款（占 26.22%）、应付账款（占 20.22%）、应付票据（占 14.21%）、其他流动负债（占 13.82%）和一年内到期的非流动负债（占 11.86%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均增长 27.74%。截至 2017 年底，公司短期借款为 349.81 亿元，同比增长 17.53%，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 86.18%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债有所下降，年均复合下降 8.96%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 158.25 亿元，同比下降 7.01%，其中一年内到期的长期借款 94.30 亿元，一年内到期的应付债券为 40.62 亿元，一年内到期的长期应付款 23.32 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.94%。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 184.37 亿元，同比增长 13.14%，其中应付超短期债券和应付短期债券分别为 102.01 亿元和 81.55 亿元。

2015~2017 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长 42.67%。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%，截至 2017 年底，公司应付票据合计 189.57 亿元，同比增长 34.73%，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 181.64 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动中有所

增长，年均复合增长 4.00%。截至 2017 年底，公司应付账款合计 269.77 亿元，同比下降 4.22%。其中 1 年以内款项占 59.46%，1~2 年占 14.82%，2~3 年占 7.82%，3 年以上占 17.90%，公司应付账款综合账龄较短。

2015~2017 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 1.78%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 587.67 亿元，同比增长 14.02%，主要系应付债券大幅增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 29.30%）、应付债券（占 49.67%）、长期应付款（占 10.52%）和其他非流动负债（占 8.64%）构成，公司非流动负债构成中应付债券占比大幅上升，长期借款占比略有下降。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 21.86%。截至 2017 年底，公司长期借款余额 172.18 亿元，同比增长 4.80%，其中信用借款 92.35 亿元（占 53.64%），保证借款 65.93 亿元（占 38.29%），其余为抵押借款。

2015~2017 年，公司应付债券规模快速增长。截至 2017 年底，公司应付债券余额 291.87 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 165.28 亿元，企业债余额为 41.21 亿元，公司债余额为 30.34 亿元，中期票据余额为 55.04 亿元。

2015~2017 年，公司长期应付款不断下降，年均复合下降 12.97%。截至 2017 年底，公司长期应付款合计 61.84 亿元，同比下降 23.42%，公司长期应付款主要为融资租赁款和采矿权转让款。

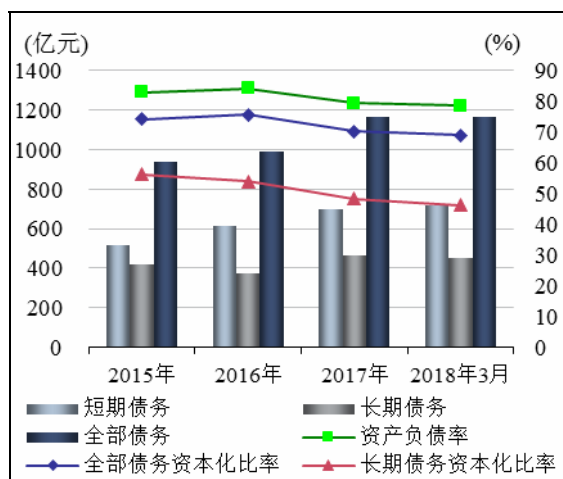
截至 2017 年底，公司其他非流动负债合计 50.75 亿元，全部为平安一潞安集团债权投资计划。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额合计 1910.66 亿元，较 2017 年底略有下降，主要系应付票据、应付账款和应付债券的下降。其中流动负债占 69.94%，占比较 2017 年底略有上

升。

截至 2018 年 3 月底，公司流动负债总额合计 1336.30 亿元，较 2017 年底变动不大；同期，公司非流动负债总额合计 574.37 亿元，较 2017 年底下降 2.26%，主要系应付债券减少所致；同期，公司一年内到期的非流动负债余额增加至 183.88 亿元。

图 4 近年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

有息债务方面，2015~2017 年，公司有息债务规模持续增长，截至 2017 年，公司全部债务为 1165.48 亿元，较上年底增长 17.97%，其中短期债务占 60.18%，长期债务占 39.82%，短期债务占比略有下降。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，2015~2017 年，公司全部债务规模则年均增长 5.93%。截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 1368.31 亿元，较上年底增长 8.10%，主要系公司长期债务增加所致。截至 2017 年底，经调整后的公司短期债务占全部债务比重为 58.57%，经调整后的长期债务占比 41.43%，公司短期债务占比有所下降，但占比仍然较高，债务结构有待改善。

债务指标方面，2017 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 79.49%、70.15%和 48.34%。从调整后的债务指标看，2017 年底公司全部债务资本化比

率和长期债务资本化比率分别为 73.40%和 53.34%，分别较 2016 年下降 5.46 和 8.84 个百分点，公司长期债务资本化比率降幅较大，主要系公司债务结构变化所致。

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、17 潞安 MTN003”实为债务，合计余额 69.14 亿元，将其调整为债务后，2017 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 82.35%、77.11%和 59.85%。公司整体债务负担进一步加重。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 1167.61 亿元，其中短期债务占比为 61.56%，长期债务占比为 38.44%。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 2018 年 3 月底，公司调整后全部债务为 1318.40 亿元，其中短期债务占比为 62.10%，长期债务占比为 37.90%，债务结构中短期债务占比略有上升。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 78.51%、69.06%和 46.18%。从调整后的债务指标来看，同期，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.59%和 48.85%，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、17 潞安 MTN003、18 潞安 MTN001”实为债务，合计余额 89.02 亿元，将其调整为债务后，2018 年 3 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 82.16%、76.43%和 57.56%。

整体看，公司债务规模持续增长，且短期债务占比较高，短期支付压力较大；随着 2017 年无形资产评估增值、部分债转股落地以及永续债发行，公司所有者权益规模大幅增长，主要债务指标均有所下降；公司当前债务负担

重，未来随着公司在建项目持续推进，公司债务负担仍有加重趋势。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 23.16%。其中，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 495.88 亿元，较 2016 年底增长 55.44%，主要系少数股东权益、资本公积和实收资本增加所致。截至 2017 年底，公司少数股东权益 226.55 亿元，较上年底增长 85.33 亿元，主要系采矿权评估增值以及下属司马煤业 49 亿元债转股落地所致。截至 2017 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 8.69%）、资本公积（占 25.62%）、其他权益工具（占 13.94%）、专项储备（占 5.75%）和少数股东权益（占 45.69%）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 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 523.09 亿元，较 2017 年底增长 5.49%，主要系当期公司发行 20 亿元永续债导致其他权益工具增加所致，公司权益结构方面则基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益规模实现大幅增长，权益稳定性则较为一般。

4. 盈利能力

随着煤炭市场的快速回暖，公司煤炭销售实现量价回升，煤炭产业收入持续增长，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，2016 年公司整体营业收入进一步下降至 1600.20 亿元，较 2015 年下降 11.10%；2017 年公司整体营业收入 1607.50 亿元，较 2016 年增长 0.46%，其中因煤炭销售量价齐涨，煤炭产业收入同比增长 68.04%，贸易收入继续下滑。2017 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 8.91%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 110.54 亿元，占营业收入的 6.88%，占比较 2016

年上升 1.87 个百分点，受债务规模快速上升影响，公司财务费用大幅增加，同时受职工薪酬增加及公司加大研发投入影响，管理费用也有一定程度增长，整体看，公司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；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；2017 年公允价值变动损失为 0.59 亿元；公司公允价值变动收益对公司利润影响较大。

投资收益方面，2016 年，公司投资收益较 2015 年大幅增加 13.25 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。2017 年，公司投资收益为 4.83 亿元，较 2016 年下降 68.69%，主要是处置长期股权投资产生投资收益减少所致。

营业外收支方面，2017 年，公司营业外收入为 1.75 亿元，公司营业外收入主要为政府补助；同期，营业外支出为 4.88 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；2017 年，公司实现营业外收支净额为-3.13 亿元。

随着 2016 年以来煤炭市场的快速回暖，公司毛利润快速回升，利润总额也大幅增长，2016 年，公司利润总额为 2.51 亿元，同比增长 1.72 亿元；2017 年，公司利润总额为 29.30 亿元，同比增加 26.78 亿元。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，2017 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 8.91%、3.50%和 2.06%。

2018 年 1~3 月，公司营业总收入和利润总额分别为 364.78 亿元和 8.05 亿元，在利润总额中公允价值变动收益和投资收益分别为

-0.24 亿元和 0.65 亿元；公司营业总收入和利润总额分别占 2017 年全年的 22.69% 和 27.49%；同期，公司营业利润率为 8.24%。

总体看，随着 2016 年以来公司贸易业务规模的下降，公司整体收入规模波动中有所下降；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，2017 年公司净利润实现扭亏为正，近年公允价值变动收益和投资收益对利润总额的影响较大。

5. 现金流分析

经营活动现金流入方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量年均复合下降 6.16%，2017 年公司经营活动现金流入量为 1369.12 亿元，较上年下降 2.73%，主要系公司贸易减少所致。

经营活动现金流出方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流出量年均复合下降 6.53%，2017 年公司经营活动现金流出量为 1389.21 亿元，较上年下降 1.94%，主要系公司采购方面票据结算增长导致现金支付下降所致。

近三年，公司现金收入比分别为 87.35%、87.96% 和 85.17%，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。

2015~2017 年，公司经营性净现金流快速增长，年均复合增长 52.19%，2017 年，公司经营活动现金流量净额为 17.55 亿元，同比增长 27.67%。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，2015~2017 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，2017 年公司投资支付的现金和收回投资收到的现金分别为 2742.94 亿元和 2732.17 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；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投入较大且主要项目投资高峰期已过，2015~2017 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金波动中有所下降，年均下降 14.41%，2017 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 66.93 亿元，同比增长 17.25%。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额波动中有所下降，2017 年公司投资活动现金流量净额降至 -75.65 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，2017 年公司筹资活动现金流入量为 976.60 亿元，其中取得借款收到现金 861.50 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 695.15 亿元，同比增长 10.29%；公司筹资活动现金流量净额为 148.29 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入合计 319.22 亿元，经营活动现金流量净额为 12.49 亿元；投资活动现金流量净额为 -25.62 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 1.31 亿元，公司净筹资规模大幅下降。2018 年 1~3 月，公司现金及现金等价物净增加额为 -11.82 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和陆续到期，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，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率波动上升，截至 2017 年底，由于公司流动资产大幅增长，公司的流动比率和速动比率分别上升至 64.84% 和 54.77%，较上年底分别增长 9.26 个和 10.67 个

百分点。由于公司流动负债中短期借款和应付票据规模快速扩大，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般。截至 2018 年 3 月底，公司上述指标分别为 64.17%和 54.17%。2017 年公司经营现金流动负债比为 1.32%。总体来看，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模快速增长，三年分别为 72.80 亿元、73.45 亿元和 124.34 亿元；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.22 倍、1.22 倍和 1.94 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所上升；2015~2017 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 12.86 倍、13.45 倍和 9.37 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 2015~2017 年，公司调整后的全部债务/EBITDA 分别为 16.75 倍、17.23 倍和 11.00 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。

截至 2018 年 3 月底，公司集团层面对外担保余额 56.38 亿元，占当期公司所有者权益的 10.79%。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 2018 年 3 月底，公司为晋城无烟煤矿业集团有限公司担保共计 50.76 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 2017 年底，晋煤集团合并口径资产总额为 2491.95 亿元，所有者权益为 408.99 亿元。2017 年，晋煤集团共实现营业收入为 1666.58 亿元，利润总额为 30.63 亿元。截至 2018 年 3 月底，晋煤集团合并口径资产总额为 2500.10 亿元，所有者权益为 416.97 亿元。2018 年 1~3 月，晋煤集团共实现营业总收入为 363.61 亿元，利润总额为 8.23 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正常，但公司对外担保比率较高，仍存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 1323.44 亿元，其中，尚未使用额度 574.76 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 5 月 14 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极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，占公司 2018 年 3 月底调整后长期债务的 4.00%，全部债务的 1.52%，对公司现有债务结构影响小。

截至 2018 年 3 月底，在考虑将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务，并进一步考虑将其他权益工具中的 89.02 亿元“14 潞安 MTN001、15 潞安 MTN001、15 潞安 MTN002、15 潞安 MTN003、17 潞安 MTN003、18 潞安 MTN001”调整至长期债务后，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 82.16%、76.43%和 57.56%。以 2018 年 3 月底数据为基础，并考虑已发行的额度 20 亿元的“18 潞安 MTN002”，本期中期票据 20 亿元发行后，上述债务指标将上升至 82.45%、76.93%和 59.16%。考虑到本期中期票据募集资金主要用于偿还银行借款和到期债权，本期中期票据发行后，公司实际债务指标要低于前述测算值。

整体看，本期中期票据对公司现有债务影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 79.88 倍、71.52 倍和 70.34 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 0.38 倍、0.69 倍和 0.88 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度很高。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 72.80 亿元、73.45 亿元和 124.34 亿元，分别为本期中期票据的 3.64 倍、3.67 倍和 6.22 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力很强。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现有债务水平影响小，公司经营活动现金流入量

及 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

考虑到已发行的 2018 年度第一期中期票据（3+N）第一个到期日、2018 年度第二期中期票据（3 年）到期日与本期中期票据到期日为同一年，上述三期中期票据合计发行额度 60 亿元（以下简称“测算额度”）。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为测算额度的 26.63 倍、23.84 倍和 23.45 倍；经营活动现金流量净额分别为测算额度 0.13 倍、0.23 倍和 0.29 倍；EBITDA 分别为测算额度的 1.21 倍、1.22 倍和 2.07 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对上述三期中期票据的保障程度高。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有很强的偿付能力。

十一、结论

煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。公司是全国 512 户重点煤炭企业之一，地处国家重点建设的 13 个煤炭生产基地之一，生产规模较大，资源储备充足，竞争能力较强。近年来公司资产规模快速增长；煤电化、煤焦化等项目的建设完善了公司产业链结构，而在山西省内的煤炭资源整合和新疆新资源的获得，较大程度上提升了公司长期竞争力，有助于增强公司整体抗风险能力。

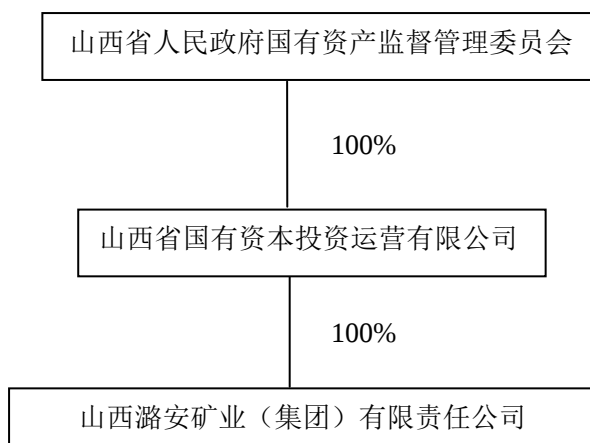
公司资产质量较好，资产和收入规模较大；随着无形资产评估增值、部分债转股落地以及永续债发行，公司所有者权益规模大幅增长，主要债务指标均有所下降，但公司债务负担重，存在一定短期偿债压力，资本性支出规模仍较大，对外部支持依赖程度高。受益于煤炭市场景气度高企和整合产能释放，公司 2017 年实现利润总额大幅攀升和净利润扭亏为盈，公司盈利水平的提升仍有赖于行业高景气的持续。公司加快推动煤化工战略转型，煤化工项目建设和重点项目达产达效有助于增

强公司整体竞争力。

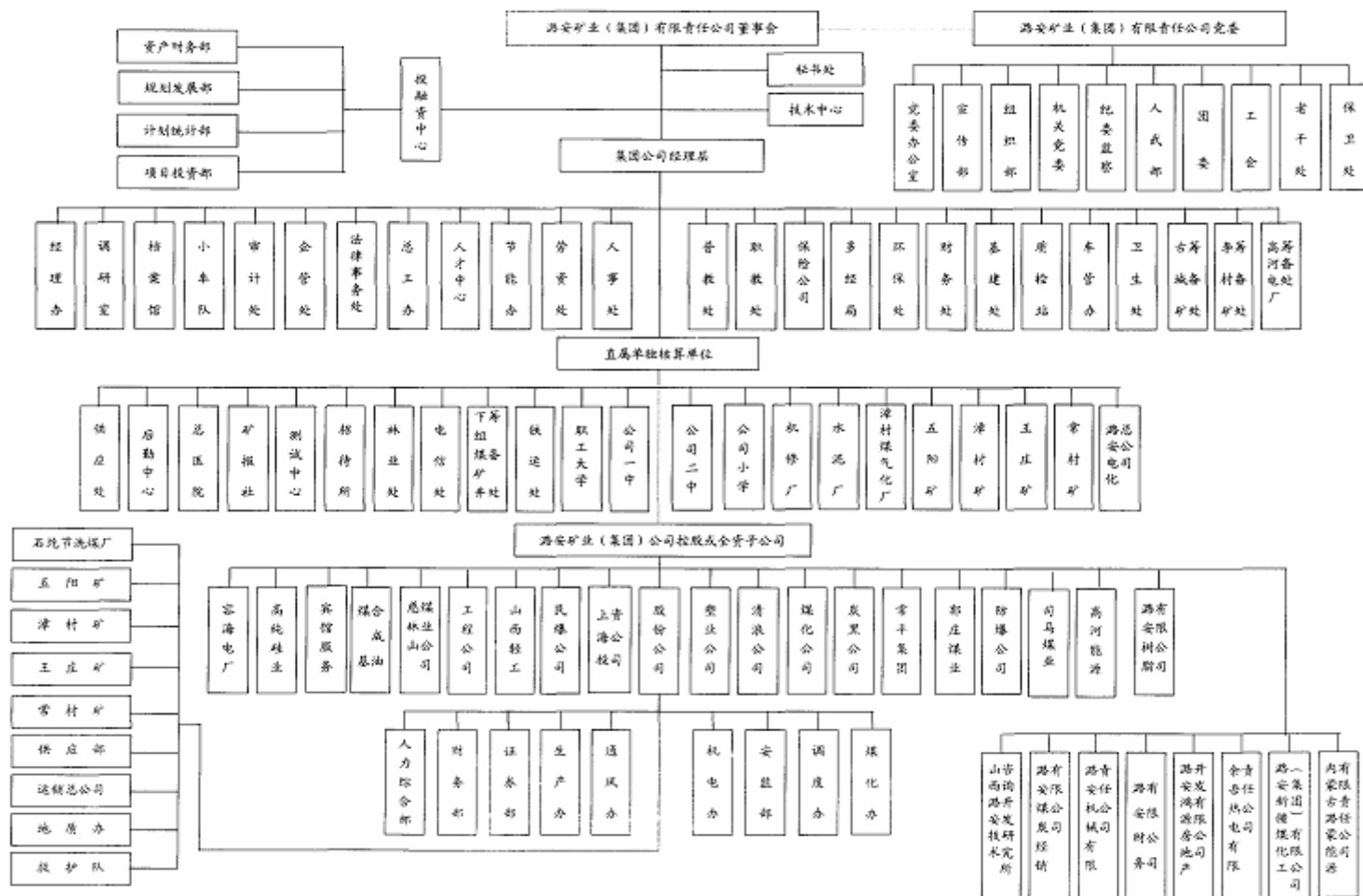
随着公司在建项目的持续推进，公司煤炭产业规模将持续扩大，煤炭产业链得以继续完善，综合抗风险能力将进一步增强。

本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障程度很高，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	305.56	352.77	561.02	523.55
资产总额(亿元)	1932.04	2017.68	2417.79	2433.75
所有者权益(亿元)	326.93	319.02	495.88	523.09
短期债务(亿元)	514.80	613.57	701.43	718.77
长期债务(亿元)	421.56	374.41	464.04	448.85
全部债务(亿元)	936.36	987.98	1165.47	1167.61
营业收入(亿元)	1800.01	1600.20	1607.50	364.78
利润总额(亿元)	0.79	2.51	29.30	8.05
EBITDA(亿元)	72.80	73.45	124.34	--
经营性净现金流(亿元)	7.58	13.75	17.55	12.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.12	10.01	6.99	--
存货周转次数(次)	13.11	10.97	10.58	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.81	0.72	--
现金收入比(%)	87.35	87.96	85.17	84.57
营业利润率(%)	3.27	5.51	8.91	8.24
总资本收益率(%)	2.37	2.35	3.50	--
净资产收益率(%)	-2.83	-1.77	2.06	--
长期债务资本化比率(%)	56.32	53.99	48.34	46.18
全部债务资本化比率(%)	74.12	75.59	70.15	69.06
资产负债率(%)	83.08	84.19	79.49	78.51
流动比率(%)	64.41	55.58	64.84	64.17
速动比率(%)	51.28	44.10	54.77	54.17
经营现金流动负债比(%)	0.73	1.16	1.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.22	1.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.86	13.45	9.37	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；

2、2015 年底、2016 年底公司所有者权益中含有 60 亿元的永续中票，2017 年底含有 70 亿元的永续中票，2018 年 3 月底含有本金 90 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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 2018 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山西潞安矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山西潞安矿业（集团）有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西潞安矿业（集团）有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山西潞安矿业（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山西潞安矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西潞安矿业（集团）有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山西潞安矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山西潞安矿业（集团）有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。