信用评级公告

联合〔2021〕707号

联合资信评估股份有限公司通过对山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“20潞安CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山西潞安矿业（集团）有限责任公司
短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 潞安 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 潞安 CP002	20.00	20.00	2021/07/29

评级时间：2021年1月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估股份有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估股份有限公司煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东背景强				+1

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1~F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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“公司”）的评级反映了公司作为山西省属大型煤炭生产集团之一、国家重要的优质动力煤和喷吹煤生产基地；跟踪期内，在资源储量及业务规模、技术水平、市场占有率等方面继续保持明显优势。经营活动净现金流保持大规模的净流入，煤化工重点项目试投产一定程度缓解了公司阶段性资本支出压力。同时，联合资信也关注到公司债务负担有所加重、短期债务规模大，以及期间费用及资产减值损失侵蚀利润，主营业务盈利能力有所下降及重大资产重组等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力很强。

未来，我国经济总量仍将保持适度增长，煤炭价格短期内有望维持高位，有利于公司盈利水平的保持。同时，随着公司在建项目投产，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20 潞安 CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景强。**公司控股股东潞安化工集团有限公司为山西省重点国资化工业务平台，实际控制人为山西省国资委。
2. **煤化工项目试投产有助于缓解公司后续投资压力。**跟踪期内，公司加快推进现代煤化工战略转型，高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目已试投产，有助于减轻公司投资压力。

分析师：杨 栋 戴彤羽
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

3．**跟踪期内，公司经营性现金流状况佳，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力很强。**2019年及2020年1－9月，公司经营性净现金流分别为148.85亿元和75.21亿元，持续呈大规模净流入态势。2019年经营活动现金流入量为公司未来待偿债券本金峰值的7.53倍。

关注

1．**受新冠疫情影响，2020 年前三季度公司收入及盈利能力均有所下降。**2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 1302.34 亿元，同比下降 7.13%；同期公司营业利润率为 7.00%，同比下降 1.95 个百分点。

2．**债务负担有所加重，且债务结构有待完善。**截至 2020 年 9 月底，公司全部债务和全部债务资本化比率分别为 1565.76 亿元和 71.08%，分别较上年底增长 10.90%和 0.32 个百分点；其中短期债务占 49.63%，融资环境变化或将对公司流动性产生一定不利影响。

3．**跟踪期内，期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重，在建项目规模大，未来转固后将加大折旧费用。**2019 年，公司期间费用和资产减值损失分别为 134.54 亿元和 5.53 亿元，对公司利润侵蚀严重。同时，公司在建项目规模大，未来转固后折旧费用将进一步增加。

4. **2019 年公司非煤业务盈利能力下降拖累公司整体盈利水平，投资收益对营业利润贡献较大且不可持续，公司主营业务盈利能力有待加强。**跟踪期内，公司收入主要来自于非煤产业，但其盈利能力不佳，利润依赖股权处置获得的投资收益。公司高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目虽已试投产，但其盈利能力前景面临不确定。

5. **公司重大资产重组事项正在推进中。**公司控股股东变更、拟无偿划转子公司股权、探矿

权及关联资产等事项尚未完成产权过户登记或工商变更登记，联合资信将持续关注本次重组的进展情况。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	561.02	522.63	420.22	491.40
资产总额(亿元)	2417.79	2408.79	2498.58	2669.88
所有者权益(亿元)	495.88	509.22	583.29	636.96
短期债务(亿元)	884.99	824.15	701.43	777.12
长期债务(亿元)	566.88	535.45	710.39	788.65
全部债务(亿元)	1451.86	1359.59	1411.81	1565.76
营业收入(亿元)	1607.50	1775.42	1801.56	1302.34
利润总额(亿元)	29.30	35.03	35.21	8.52
EBITDA(亿元)	124.34	147.86	156.96	--
经营性净现金流(亿元)	17.55	146.26	148.85	75.21
营业利润率(%)	8.91	10.37	8.95	7.00
净资产收益率(%)	2.06	2.31	3.14	--
资产负债率(%)	79.49	78.86	76.66	76.14
全部债务资本化比率(%)	74.54	72.75	70.76	71.08
流动比率(%)	64.84	63.66	63.51	70.82
经营现金流动负债比(%)	1.32	11.28	12.99	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.63	0.60	0.63
全部债务/EBITDA(倍)	1.94	2.00	8.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.68	9.20	2.27	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	1331.47	1302.00	1301.79	1480.74
所有者权益(亿元)	192.88	136.08	194.34	230.66
全部债务(亿元)	784.58	816.15	856.09	984.95
营业收入(亿元)	217.99	225.43	290.00	145.06
利润总额(亿元)	3.93	-5.99	12.14	-9.17
资产负债率(%)	85.51	89.55	85.07	84.42
全部债务资本化比率(%)	80.27	85.71	81.50	81.03
流动比率(%)	124.54	121.24	128.34	132.80
经营现金流动负债比(%)	3.72	4.66	15.99	--

注：1.2020年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2.部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司吸收存款及同业存放、其他应付款和其他流动负债中计息项调至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中计息项调至长期债务；4.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债券级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 潞安 CP002	A-1	AAA	稳定	2020/07/21	杨　栋 戴彤羽	联合资信评估股份有限公司煤炭企业信用评级方法 联合资信评估股份有限公司煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司关于山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西潞安矿业（集团）有限责任公司的前身是成立于 1959 年 1 月的潞安矿务局，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，成为山西省人民政府出资设立的国有独资公司。2004 年 12 月，山西省人民政府授权山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）履行出资人职责。2017 年，根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会于 2017 年 7 月出具的《关于将持有的省属 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），山西省国资委将其持有的公司的 100%股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西省国投”），相关工商变更已于 2017 年 8 月 18 日完成。

截至 2021 年 1 月 25 日，公司注册资本为 419881.60 万元，为潞安化工集团有限公司（以下简称“化工集团”）的全资子公司[1]，实际控制人为山西省国资委。

根据 2021 年 1 月 8 日公司发布的《山西潞安矿业（集团）有限责任公司关于控股股东发生变更的公告》，

截至 2019 年底，公司拥有全资以及控股子公司 52 家，公司董事会设秘书处、技术中心、投融资中心，总经理层设总经理办公室、人事处、劳资处、财务处、总工办、企管处、法律事务处、审计处等 25 个职能部门；拥有在职员工 10.10 万人。

图 1　截至 2021 年 1 月 25 日公司股权结构图



注：截至本报告出具日，公司控股股东变更为化工集团尚未完成工商变更登记
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2498.58 亿元，所有者权益 583.29 亿元（含少数股东权益 240.04 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 1801.56 亿元，利润总额 35.21 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 2669.88 亿元，所有者权益 636.96 亿元（含少数股东权益 241.55 亿元）；2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 1302.34 亿元，利润总额 8.52 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：游浩。

三、本次跟踪评级债券概况及募集资金使用情况

[1]根据 2021 年 1 月 8 日公司发布的公告，公司收到实际控制人山西省人民政府《关于将山西省国有资本运营有限公司所持山西潞安矿业（集团）有限责任公司 100%股权无偿划转至潞安化工集团有限公司的批复》（晋政函〔2020〕171 号），将山西省国投所持公司 100%股权无偿划转至潞安化工集团有限公司，目前公司控股股东为潞安化工集团有限公司。截至本报告出具日，此次控股股东变更事项尚未完成工商变更登记

本次跟踪评级债券概况见表 1。“20 潞安 CP002”募集资金已按照规定用于偿还公司到期债务融资工具。

表 1　本次跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 潞安 CP002	20.00	20.00	2020/07/29	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅回落，就业压力有所缓解，财政收支改善。但当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现短暂大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 2　2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长

0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1－9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1－9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1－3 月下降 36.7%、1－6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严

峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1－9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资

单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

五、行业分析

1. 煤炭行业概况

（1）煤炭行业概况

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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 58%，大幅高于 27%的世界平均水平[2]。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

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%。

[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据。

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

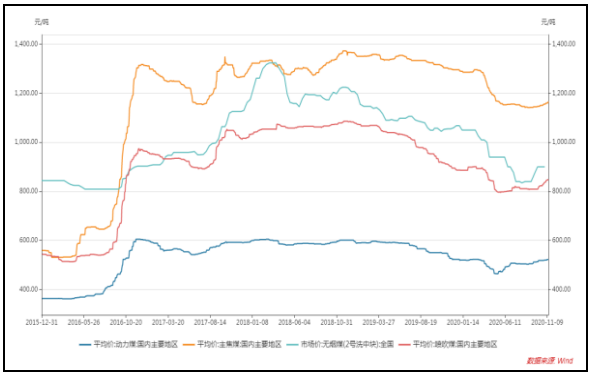
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015 年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012 年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

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、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002—2011年行业的“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，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，

较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。

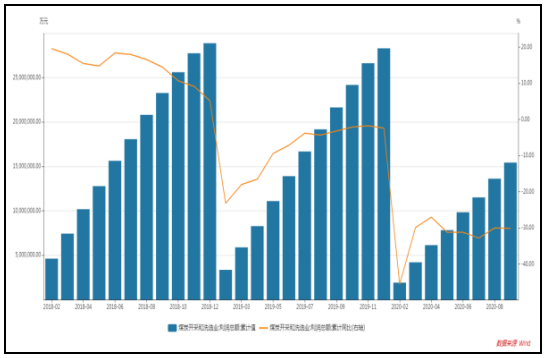
进入5月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平逐步恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹，截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降，截至2020年8月底，主焦煤价格（国内主要地区）和喷吹煤价格（国内主要地区）分别为1142元/吨和810元/吨，较4月底分别下降4.36%和3.91%；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月至今，随着宏观经济增速的提升，煤炭行业下游需求不断回暖，叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严，煤炭价格开始持续回升。截至2020年11月12日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为524元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨，较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%，但与去年同期比仍有所下滑。

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，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。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，中国煤炭价格快速下降，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，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图 3　2018 年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019 年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019 年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 2830.30 亿元，同比下降 2.40%。2020 年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 1544.00 亿元，同比下降 30.10%。

（2）煤炭行业关注

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。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，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019 年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019 年上半年，全国

煤矿企业共发生安全生产事故 66 起，共造成 103 人死亡。2019 年 7 月以来，四川、贵州、河北等地接连发生 3 起较大瓦斯爆炸事故及 1 起较大冲击地压事故。

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，用煤旺季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。

去产能政策步入新阶段。根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力。煤炭企业经营时间普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间。近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%，同比增长1.54个百分点。

（3）煤炭行业展望

历经 2002—2011 年的快速发展期和 2012—2015 年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

2. 焦化行业

（1）行业概况

近几年，国家供给侧改革对焦化及其上下游产业成效显著，产业链相关产品价格维持高位，焦化行业景气度得以延续，但焦炭行业产

能过剩的问题仍然存在，2019年以来，价格逐步回落。

煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，也是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品市场价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能 9700 万吨，同时，2016 年初《焦化行业十三五发展规划纲要》中明确提出“十三五”期间再淘汰焦炭产能 5000 万吨的任务目标。2017 年，焦炭产量 4.3 亿吨，同比减少 3.3%；2018 年累计焦炭产量 4.38 亿吨，同比增长 0.8%；2019 年累计焦炭产量 4.71 亿吨，同比增长 5.2%。2017－2019 年，焦炭平均价格分别为 1816.91 元/吨、2130.19 元/吨和 1885.67 元/吨。

在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。近几年，煤炭行业供给侧改革持续推。随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿元，同比增长 4.43%，增速较上年提高 1.11 个百分点。2019 年，我国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.20%，增速较 2018 年基本保持稳定。得益于煤炭去产能影响，2016 年下半年之后，煤炭价格大幅上涨，随后煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位。截至 2018 年底，全国综合煤炭价格指数为 163.51，较年初变化不大。2019 下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。截至 2019 年底，全国综合煤炭价格指数为 153.30，较年初下降 6.27%。

煤化工行业中焦化工行业的下游行业为钢铁，钢铁行业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。2013－2015 年，受经济增速减缓、环保压力加大和行业过剩情况加剧等多方面影响，钢铁行业出现了明显的波动。2016 年 3 月起，受去产能政策效果显现影响，钢铁价格上调，生产回暖。2018 年，钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，企业盈利持续增强。2017 年全国粗钢产量约 8.30 亿吨，同比增长 5.7%；2018 年全国粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.00%。2019 年我国粗钢产量 9.96 亿吨，较上年增长 8.30%，增速仍保持在相对较高水平。2017－2019 年，国内钢材价格平均指数分别为 107.74 点、114.75 点和 108.22 点。

（2）行业竞争

行业竞争激烈，但随着供给侧改革的推进，行业整合也在不断深入，大型企业凭借技术和资金方面的优势有望在竞争中抢占更多机会。

目前，我国的煤化工行业集中度低，煤化工企业生产规模普遍较小，煤化工行业存在钢铁企业下属的炼焦企业、独立焦化企业和煤炭企业相互之间及内部之间的竞争格局，行业竞争十分激烈；随着行业结构调整的不断深入，技术落后、资金薄弱、产业集中度低的中小焦炭企业将逐步退出，大型企业竞争优势将日趋明显。

（3）行业政策

我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。

我国“富煤、少油、缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是

符合我国国情实现能源多元化的首选。因此，加快煤化工产业发展是必要的。焦化行业的产业政策是按照“总量控制、调整结构、节约能（资）源、保护环境、合理布局”的可持续发展原则制定的。就煤化工行业而言，近年来国家颁布实施了一系列行业政策，主要包括：

表 3　煤化工行业相关政策

公布时间	公布文件
2017年2月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》
2017年4月	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
2017年11月	关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知
2019年4月	《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》

资料来源：联合评级收集整理

此外2017年1月1日起，工业和信息化部发布《焦化行业准入条件（2014年修订）》全面实行，新申请焦炉项目要参照该标准受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

（4）行业关注

行业易受宏观经济周期性影响。历史情况看，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场曾持续低迷，导致煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力。近年来，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤化工行业的节能减排制定了更加严格和标准更高的规定。严格的环保要求给煤化工企业的生产经营带增加了环保风险，同时相应的环保处理设备也进一步加大了企业的经营成本。

行业产能过剩凸显。煤化工行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩情况。由于焦化行业产业集中度较低，化解产能过剩问题，交织着多方面利益调整因素。

（5）行业发展

随着供给侧改革的推进，焦炭景气度将在短期内维持；同时，行业淘汰低端产能、发展精细化工是未来行业发展的趋势。

随着供给侧改革的推进，且随着焦化企业经营者观念的转变、及时的行业沟通、对市场变化敏感灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭景气度将在短期内维持。另外，基于政府对环保、供给侧改革的重视，华北、东北等主要产区的焦钢企业限产成常态。行业淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势，但短期内，产业结构调整任务艰巨，行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 1 月 25 日，公司注册资本为 419881.60 万元，为山西省国投的全资子公司，根据 2021 年 1 月 8 日公司发布的《山西潞安矿业（集团）有限责任公司关于控股股东发生变更的公告》，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将山西国投所持公司 100%股权无偿划转至潞安化工集团有限公司（以下简称“化工集团”），实际控制人仍为山西省国资委。截至本报告出具日，此次控股股东变更事项尚未完成工商变更登记。

2. 企业规模及竞争力

公司煤炭资源丰富，产能规模较大，煤质优良；同时，化工产品技术领先，在行业中占有重要地位，控股股东化工集团为山西省重点国资化工业务平台，综合竞争力较强。

公司是山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在中国煤炭工业协会公布的 2019 年度中国煤炭企业 50 强和产量 50 强中分别排名第 6 位和第

11 位。公司控股股东化工集团为山西省人民政府深化国企改革，按照“三化一体、煤化一体、产融结合、做优做强”的重组思路，提升化工产业集中度和竞争力的重大战略部署成立的专业化化工集团，是山西省国有企业战略性重组后设立的全省重点国资化工业务平台。公司为化工集团主要业务运营主体。

煤炭资源储量方面，公司拥有丰富的煤炭资源，截至 2019 年底，公司煤炭地质储量 117.73 亿吨，其中省内主体矿中煤炭地质储量 58.04 亿吨，新疆基地煤炭地质储量 29.65 亿吨，2019 年公司原煤产量达到 8750 万吨。公司煤质优良，煤种多样。公司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。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。

化工业务方面，公司作为国内四家拥有煤制油技术的公司之一，煤基油产品技术领先。公司煤基合成油示范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。高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目为山西省建设国家综改试验区的转型重点项目，采用我国自主研发的铁基高温浆态床费托合成及油品加工技术和钴基固定床费托合成产品的精细加工技术在国内尚属首例，项目一期为年产 100 万吨/年铁基浆态床费托合成及油品加工，二期为 80 万吨/年钴基费托蜡加工，一期项目已于 2020 年试运营。截至 2019 年底，公司已获得国家专利 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/年合成氨及 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。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。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（社会统一信用代码：91140000110765 40XD），截至 2020 年 12 月 30 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司相关管理制度延续以往模式，高级管理人员未发生重大变更，公司经营状况稳定，管理运作正常。

八、重大事项

公司控股股东变更、拟无偿划转子公司股权、探矿权及关联资产等事项未来对公司总资产、净资产、收入及未来经营产生较大影响；同时，公司存续期债券债务未来由化工集团承继。本次重大资产重组尚未完成产权过户登记或工商变更登记，联合资信将持续关注此次重组事项进展及债券债务承继对公司未来发展及债务偿付的影响。

2020 年 8 月 31 日，公司与化工集团签订《山西潞安矿业（集团）有限责任公司与潞安化工集团有限公司之国有产权无偿划转协议》，主要内容包括：无偿划转公司下属 16 家企业的股权、配套原料煤矿及关联资产至化工集团；划转基准日为 2019 年 12 月 31 日；按照“人随资产走”的原则妥善安置职工；被划转子公司的债权债务关系，不因划转行为而改变，均由划转后的子公司依法继续享有或承担，被划转分公司的债权债务，由化工集团或其设立的相应分公司享有或承担，划转双方按照省政府及省国资运营公司有关批复文件精神妥善处置债务，被划转子公司涉及的由公司担保的负债，变更为由化工集团担保，或由化工集团向公司提供反担保；协议生效后 3 个月内，办理被划转标的移交、过户、产权登记、工商变更等交割手续；交割日后，化工集团作为管理主体行使管理职能，承担划转标的涉及企业的安全生产、金融风险、人员安置等相应管理责任。此次无偿划转资产业务主要为公司省内主体矿、财务公司及部分化工业务。

根据 2020 年 10 月 23 日公司发布的《山西潞安矿业（集团）有限责任公司关于无偿划转 18 家企业及 1 项煤矿探矿权的公告》，公司与晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股”）签订《山西潞安矿业（集团）有限责任公司与晋能控股集团有限公司之国有产权无偿划转协议》，主要内容包括：无偿划转公司下属 18 家企业的股权及 1 项煤矿探矿权；划转基准日为 2019 年 12 月 31 日；按照“人随资产走”的原则妥善安置职工；被划转子公司的债权债务及或有负债，不因划转行为而改变，均由划转后的子公司依法继续享有或承担；左权县高家庄煤矿探矿权按账面值匹配划出方统贷统还的等额负债；被划转子公司涉及的由公司担保、质押、抵押的带息负债，变更为由晋能控股集团或其指定主体担保；协议生效后 1 个月内，办理完成划转标的项下股权类资产、矿业权、涉及的业务及其他一切权利义务交付、转移或变更登记至晋能控股集团名下的相关交割手续。本次划转涉及的相关资产尚未完成产权过户登记或工商变更登记。此次无偿划转资产合计 469.27 亿元，占 2019 年底公司资产总额的 18.78%。无偿划转资产经营主体主营产业主要为整合矿、部分煤炭贸易业务、装备制造及电力产业业务；2019 年划转企业实现营业收入合计 373.73 亿元，利润总额亏损 2.70 亿元。

根据公司 2020 年 11 月 16 日公司发布《关于无偿划转 34 家企业及 1 项煤矿探矿权的补充公告》，《潞安化工集团有限公司筹组方案》（晋国资运营发〔2020〕101 号）和《关于无偿划转山西潞安矿业（集团）有限责任公司所持 18 家公司股权及 1 项煤矿探矿权有关事宜的通知》（晋国资运营函〔2020〕373 号）文件精神，潞安矿业 34+1 户企业资产已明确整合重组范围和操作路径。本次国有产权为无偿划转，经公司董事会研究决定，拟将公司存续期 35 笔债券（合计：558.55 亿元）债务的债务人由公司变更为化工集团，由化工集团承继前述债券的权利和义务。

根据 2021 年 1 月 8 日公司发布的《山西潞安矿业（集团）有限责任公司关于控股股东发生变更的公告》，公司收到实际控制人山西省人民政府《关于将山西省国有资本运营有限公司所持山西潞安矿业（集团）有限责任公司 100%股权无偿划转至潞安化工集团有限公司的批复》（晋政函〔2020〕171 号），同意以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将山西国投所持公司 100%股权无偿划转至化工集团，划转后，公司成为化工集团的子公司。截至本报告出具日，此次控股股东变更事项尚未完成工商变更登记。

此次无偿划转下属 34 家企业的股权、配套原料煤矿、1 项煤矿探矿权及关联资产后，公司主要收入来源主要为贸易收入，这将对公司业务、收入及利润产生较大影响。后续，联合资信将持续关注此次资产重组事项进展及债券债务承继对公司未来发展及债务偿付的影响。

九、经营分析

1. 经营现状

公司主营煤炭采掘及洗选，同时经营贸易、煤化工和化肥等业务。2019 年，公司煤炭业务收入及毛利率整体保持稳定。公司非煤业务中其他业务收入大幅增长带动主营业务收入增长，但非煤业务盈利能力不佳，公司毛利率整体同比下降。2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情对下游需求影响，公司毛利率进一步下降。

公司主营煤炭采掘及洗选，2019 年，公司实现营业收入 1801.56 亿元，较上年增长 1.47%，其中主营业务收入 1753.59 亿元，同比增长 1.90%，较为稳定。公司非煤业务主要为贸易、焦化和化肥业务，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。

从收入构成来看，2019 年，公司煤炭业务收入同比减少 0.61%至 406.45 亿元，其中原选煤业务收入同比减少 1.49%至 233.06 亿元，洗煤业务收入同比增长 0.60%至 173.39 亿元，均较为稳定。同期，煤炭业务占主营业务收入比重同比下降 0.67 个百分点至 23.09%。2019 年，非煤业务收入同比增长 0.67%至 1353.71 亿元，其中贸易业务收入同比减少 3.52%至 865.96 亿元，煤化工业务收入同比大幅减少 22.56%至 47.78 亿元，化肥业务收入同比减少 17.14%至 27.95 亿元，主要系环保限产所致。煤化工和化肥业务占公司主营业务收入比重低，对公司影响有限；其他业务收入同比增长 27.15%。

从毛利率来看，受煤炭行业景气度回落影响，公司煤炭和非煤业务毛利率均有所下降。2019 年，公司煤炭业务毛利率同比小幅下降 1.58 个百分点至 43.02%。其中，原选煤业务毛利率同比提高 0.38 个百分点，洗煤业务毛利率同比下降 2.01 个百分点。同期，公司贸易业务毛利率同比下降 0.33 个百分点，煤化工业务毛利率同比下降 8.28 个百分点，主要系煤基油产品价格波动及公司对设备进行调试所致，化肥业务毛利率同比下降 8.67 个百分点，主要系 2019 年环保限产天数较长且运费上涨所致；其他业务毛利率同比提高 1.05 个百分点至 3.23%。综上，2019 年，公司主营业务毛利率同比下降 1.62 个百分点。

2020 年 1－9 月，公司实现主营业务收入 1272.52 亿元，受新冠疫情影响，下游市场需求下降，综合毛利率因煤炭产业及其他业务毛利率降低而进一步下降至 9.16%。

表 4　公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	**347.06**	**22.87**	**43.57**	**408.95**	**23.76**	**44.60**	**406.45**	**23.09**	**43.02**	**264.15**	**20.76**	**37.79**
原选煤	201.44	13.27	44.81	236.59	13.75	43.40	233.06	13.24	43.78	145.98	11.47	37.50
洗煤	145.62	9.59	41.86	172.36	10.01	42.77	173.39	9.85	40.76	118.17	9.29	38.66
化工产业	**76.43**	**5.04**	**14.12**	**95.43**	**5.55**	**20.38**	**75.73**	**4.32**	**12.00**	**57.36**	**5.41**	**12.50**
煤化工	47.35	3.12	8.15	61.70	3.59	19.35	47.78	2.71	11.07	40.21	3.16	11.87
化肥	29.08	1.92	23.83	33.73	1.96	22.27	27.95	1.59	13.60	17.15	1.35	13.99
其他产业	**1094.34**	**72.10**	**0.37**	**1216.43**	**70.69**	**0.94**	**1271.41**	**72.50**	**1.15**	**951.01**	**74.73**	**1.10**
贸易	997.86	65.74	0.08	897.55	52.16	0.50	865.96	49.20	0.17	617.94	48.56	0.20
其他	96.48	6.36	3.32	318.88	18.53	2.18	405.45	23.41	3.23	333.07	26.17	2.76
主营业务收入合计	**1517.83**	**100.00**	**10.94**	**1720.81**	**100.00**	**12.91**	**1753.59**	**100.00**	**11.29**	**1272.52**	**100.00**	**9.16**

注：其他包含建筑建材产品、煤基油、硅业、电力、机械产品和其他产品等
资料来源：公司提供

2. 煤炭产业

跟踪期内，公司资源储量及产能规模仍保持明显优势。核定产能规模小幅减少，煤炭产品产量稳定增长，生产机械化程度高。公司煤

炭产品产、销量小幅提升，销售价格有所下滑。公司煤炭板块经营业绩相对稳定，对公司整体稳定运行有重要意义。

资源禀赋

截至 2020 年 9 月底，公司省内主体矿中煤炭可采储量（在产矿）28.03 亿吨，新疆基地煤炭可采储量 40.79 亿吨。另外，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 9.64 亿吨（在产及在建），整合煤种包括气肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤等，主要为动力煤和炼焦配煤。整合煤矿增加了公司煤炭储量，但整合煤矿管理水平参差不齐，原有设备陈旧落后，安全生产状况较差，一定程度上将加大公司的成本控制及安全管理工作的压力。

生产能力

截至 2020 年 9 月底，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 45 对矿井，设计生产能力 9530 万吨/年[3]。其中，公司拥有生产矿井 36 对，核定产能 8610 万吨/年；在建、改造矿井 5 对，产能 530 万吨/年，停缓建矿井 4 对，产能 390 万吨/年。

表 5　截至 2020 年 9 月底公司生产矿井和建设矿井情况

地区	矿井	可采储量（万吨）	可采年限（年）	主采煤种	核定产能（万吨/年）	2018 年产量（万吨）	2019 年产量（万吨）	状态
省内主体矿	五阳煤矿	18492.00	25.46	贫瘦煤	360.00	205.70	200.40	在产
	樟村煤矿	3179.90	12.35	贫瘦煤	400.00	356.14	358.20	在产
	王庄煤矿	12623.60	22.91	贫瘦煤	710.00	869.20	822.67	在产
	常村煤矿	48945.00	32.58	贫煤	800.00	768.28	767.83	在产
	司马煤业（本部）	13676.00	37.98	瘦煤	300.00	336.67	327.27	在产
	余吾煤业	48600.00	40.41	贫煤	750.00	997.98	978.10	在产
	潞宁煤业（本部）	4199.00	27.26	气煤	180.00	256.67	301.84	在产
	慈林山煤业——夏店煤矿	9996.00	13.41	贫煤	240.00	152.33	129.37	在产
	慈林山煤业——慈林山煤矿			贫煤		150.18	150.17	在产
	郭庄煤业（本部）	4238.90	8.29	贫煤	180.00	268.79	214.00	在产
	高河能源	31889.00	45.72	贫瘦煤	750.00	1008.20	1001.00	在产
	李村煤矿	10260.00	32.49	贫煤	300.00	161.28	474.30	在产
	古城煤矿	74215.00	70.40	贫煤	800.00	396.86	509.69	在产
省内整合矿	--	--	--	--	2020.00	1537.83	1658.26	在产（20 对）
	--	--	--	--	330.00	--	--	在建（4 对）
新疆基地（潞新公司）	露天煤矿	878.00	2.50	不粘煤	300.00	330.68	346.30	在产
	二矿	2119.00	20.00	不粘煤	220.00	214.16	99.10	在产
	砂墩子矿	47900.00	150.00	不粘煤	300.00	557.09	411.50	在产
	沙尔湖矿	344027.00	40.00	长焰煤	200.00	11.96	--	在建
	奇台矿	13004.40	--	长焰煤	--	--	--	在建
合计	**在产矿井**	--	--	--	**8610.00**	**8580.00**	**8750.00**	**在产（36 对）**
	在建、改造矿井	--	--	--	**530.00**	--	--	**在建（5 对）**

注：1.表中资源储量不同于国家批复的规划矿区总储量；2.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）；3.整合矿资源储量未提供；4.合计数尾数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3 含 4 对停缓建矿井，产能 390 万吨/年

表 5　截至 2020 年 9 月底公司生产矿井和建设矿井情况

地区	矿井	可采储量（万吨）	可采年限（年）	主采煤种	核定产能（万吨/年）	2018 年产量（万吨）	2019 年产量（万吨）	状态
省内主体矿	五阳煤矿	18492.00	25.46	贫瘦煤	360.00	205.70	200.40	在产
	樟村煤矿	3179.90	12.35	贫瘦煤	400.00	356.14	358.20	在产
	王庄煤矿	12623.60	22.91	贫瘦煤	710.00	869.20	822.67	在产
	常村煤矿	48945.00	32.58	贫煤	800.00	768.28	767.83	在产
	司马煤业（本部）	13676.00	37.98	瘦煤	300.00	336.67	327.27	在产
	余吾煤业	48600.00	40.41	贫煤	750.00	997.98	978.10	在产
	潞宁煤业（本部）	4199.00	27.26	气煤	180.00	256.67	301.84	在产
	慈林山煤业——夏店煤矿	9996.00	13.41	贫煤	240.00	152.33	129.37	在产
	慈林山煤业——慈林山煤矿			贫煤		150.18	150.17	在产
	郭庄煤业（本部）	4238.90	8.29	贫煤	180.00	268.79	214.00	在产
	高河能源	31889.00	45.72	贫瘦煤	750.00	1008.20	1001.00	在产
	李村煤矿	10260.00	32.49	贫煤	300.00	161.28	474.30	在产
	古城煤矿	74215.00	70.40	贫煤	800.00	396.86	509.69	在产
省内整合矿	--	--	--	--	2020.00	1537.83	1658.26	在产（20 对）
	--	--	--	--	330.00	--	--	在建（4 对）
新疆基地（潞新公司）	露天煤矿	878.00	2.50	不粘煤	300.00	330.68	346.30	在产
	二矿	2119.00	20.00	不粘煤	220.00	214.16	99.10	在产
	砂墩子矿	47900.00	150.00	不粘煤	300.00	557.09	411.50	在产
	沙尔湖矿	344027.00	40.00	长焰煤	200.00	11.96	--	在建
	奇台矿	13004.40	--	长焰煤	--	--	--	在建
合计	**在产矿井**	--	--	--	**8610.00**	**8580.00**	**8750.00**	**在产（36 对）**
	在建、改造矿井	--	--	--	**530.00**	--	--	**在建（5 对）**

注：1.表中资源储量不同于国家批复的规划矿区总储量；2.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）；3.整合矿资源储量未提供；4.合计数尾数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表 6　公司近年吨煤成本情况（单位：元/吨）

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
材料成本	35.69	34.97	33.06	32.09
人工成本	75.84	72.58	78.71	69.32
电力成本	11.17	11.63	12.12	11.57
折旧费	21.11	21.60	25.25	25.13
提取费	39.37	51.68	42.96	40.91
其他	64.53	64.48	62.81	61.95
吨煤成本	**247.71**	**256.94**	**254.91**	**240.97**

注：上述吨煤成本为原煤开采成本，不含洗耗、加工成本

2019 年，公司原煤产量较上年底增长 1.98%至 8750 万吨，较为稳定。公司吨煤成本 254.91 元/吨，较上年底变化不大。同期，公司采煤机械化程度保持 100%，全员效率为 10.93 吨/工；死亡率为 0 人/百万吨。2020 年 1—9 月，公司吨煤成本下降 5.47%至 240.97 元/吨，采煤机械化程度保持 100%，全员效率为 10.93 吨/工；死亡率为 0 人/百万吨。

表 7　公司煤炭生产指标比较

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
原煤产量(万吨)	8015	8580	8750	6710
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)	10.89	10.91	10.93	10.93
死亡率(人/百万	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

煤炭销售

煤炭销量方面，2019 年公司煤炭销量同比增长 3.10%至 8247 万吨。销售价格方面，2019 年，煤炭行业景气度整体回落，导致公司 2019 年商品煤销售均价同比小幅下降 3.60%至 492.85 元/吨。具体看，公司煤炭板块主要销售产品原煤和喷吹煤价格均有所下滑，但洗精煤销售均价略有上涨，主要系根据客户需求洗选出的产品规格不同所致。2020 年 1－9 月，受新冠疫情影响，下游需求减弱，公司煤炭销售价格较上年底下降 13.05%至 428.54 元/吨。

表 8　公司商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1－9 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	5449	396.60	5650	418.74	5721	407.38	4137	352.86
喷吹煤	1686	746.05	1826	809.26	1856	768.00	1511	642.03
洗精煤	162	913.21	206	851.94	247	860.32	190	759.47
其他洗煤	304	166.49	317	222.08	423	226.95	326	206.44
合计	**7601**	**475.90**	**7999**	**511.25**	**8247**	**492.85**	**6164**	**428.54**

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数据均在原煤口径中统计
资料来源：公司提供

3. 化工业务

2020 年 1－9 月，公司煤化工及化肥业务产量和毛利率均有所增长；同期，煤炭价格处于相对高位，而受限于原油低位运行，公司煤化工产品缺乏竞争力，公司煤基油项目面临产能释放压力。

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 2019 年底，天脊集团拥有硝酸磷肥产能 90 万吨/年、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，较上年未发生变化。2019 年，硝酸磷肥产量同比增长 8.51%至 32.00 万吨，硝酸磷钾肥产量同比减少 7.62 万吨至 15.00 万吨，产能利用率分别为 35.56%和 15.00%，主要系化肥市场低迷及库存化肥较多相应减少生产所致。2019 年公司化肥业务共实现营业收入 27.95 亿元，同比减少 17.14%。化肥业务毛利率为 13.60%，同比下滑 8.67 个百分点。2020 年 1－9 月，硝酸磷肥产量同比增长 24.00%至 31.00 万吨，硝酸磷钾肥产量增长 100.00%至 28.00 万吨，产能利用率为 77.02%。2020 年 1－9 月，公司化肥业务共实现营业收入 17.15 亿元，毛利率为 13.99%。

煤化工业务

公司煤化工业务主要包括焦化和煤基合成油业务。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”），以及潞安环保能源开发股份有限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”）和潞安焦化有限责任公司（以下简称“潞安焦化”）。

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）。公司逐步实现新旧产能置换后，计划于 2020 年实现先进产能占比超过 50%。2019 年，受山西省环保限产影响，公司焦炭产量同比减少 12.58%至 257 万吨，具

体看，羿神能源焦炭产量同比减少 18.11%至 104 万吨，潞安焦化焦炭产量同比减少 5.83%至 113 万吨，五阳弘峰焦炭产量同比减少 14.89%至 40 万吨。2020 年 1－9 月，公司焦炭产量同比增长 42.00%至 240 万吨，主要系公司环保改造达标，同时以销定产，产能利用率提升所致。具体看，羿神能源焦炭产量同比增长 71.42%至 96 万吨，潞安焦化焦炭产量同比增长 31.25%至 42 万吨，五阳弘峰焦炭产量同比增长 25.90%至 102 万吨。

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/年合成氨及 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，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。

2019 年，公司煤基合成油示范项目总收入同比减少 21.38%至 13.20 亿元，其中主要产品实现收入同比减少 6.39%至 9.81 亿元（包括液体石蜡 5.90 亿元、稳定轻烃 1.39 亿元、尿素 0.48 亿元、费托尾气 1.03 亿元等）；利润总额-10.02 亿元，亏损额同比扩大 4.93 亿元，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；当原油价格位于 50－60 美元/桶，煤价维持 450－500 元/吨时，可基本实现盈利。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 13.38 万吨、尿素 1.43 万吨、稳定轻烃 3.87 万吨，除液体石蜡较上年 11.82 万吨有所增长外，尿素（上年 23.21 万吨）、稳定轻烃（上年 3.49 万吨）均有不同程度波动。因煤基合成油示范项目属于 16 万吨/年的试验示范项目，在当期原油价格下规模效益较低，实现盈利较难，项目已于 2020 年逐步关停。

高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目（以下简称“煤基油 180 项目”）是公司未来重点发展项目，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 项目以公司自产的高硫煤为主要原料，生产成本仅 120 元/吨。同时生产的煤基油品和精细化学品具有无硫、无氮、无重金属、无芳烃的环保特点，对进口高端化学品具有可替代性，填补国内高端润滑油基础油空白。煤基油 180 项目分两期建设，一期为年产 100 万吨/年铁基浆态床费托合成及油品加工工业示范装置，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。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。主要产品包括高端蜡、碳氢环保溶剂油、特种燃料油、高档润滑油和专属化学品等。

煤基油 180 项目于 2013 年 4 月开工建设，于 2016 年 11 月 16 日获得发改委核准批复，2017 年内一期项目二号生产线已投运，已进入稳产提效的磨合阶段；一期项目一号生产线则于 2018 年内投运，2018 年 9 月 26 日，一期项目两条生产线已达到满负荷生产条件，根据公司规划，煤基油 180 项目一期于 2020 年试投产，二期项目钴基费托合成技术因在推广及应用过程中受阻，目前暂未进行建设。一期项目产品包括液体石蜡、稳定轻烃、液化石油气和油脂产品；2020 年 1－9 月，公司煤基油 180 项目总收入 15.47 亿元，主要产品产量 41.56 万吨，销量 41.76 万吨。因煤基油 180 项目为试运营期间，其收入冲减工程成本，当期未实现营业

利润。公司 180 项目投资规模大，未来转固后折旧费用将进一步增加，对公司未来利润影响较大。

表 9　2020 年 1－9 月公司煤基油 180 项目产品情况

（单位：万吨、亿元）

项　　目	产量	销量	金额
液体石蜡	19.90	20.00	7.79
稳定轻烃	12.74	13.13	4.50
液化石油气	2.61	2.78	0.81
油脂	4.95	4.17	2.26
其他	1.36	1.68	0.10
合计	**41.56**	**41.76**	**15.47**

资料来源：公司提供

另外，公司 20 万吨聚氯乙烯项目处于停建状态，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 2019 年底，累计已投入 19.40 亿元，项目建设已处于尾声，但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. 其他业务

公司其他板块业务收入中贸易业务收入所占比重大但对公司利润贡献有限；部分其他业务板块尚未完全实现盈利，不利于公司盈利水平的保持。

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。2019 年，其他业务实现收入 1271.41 亿元，同比增长 4.51%；毛利率 3.23%，同比增长 1.05 个百分点。

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。2019 年公司贸易板块实现营业收入 865.96 亿元，同比下降 3.52%，主要系公司为防范贸易风险，主动对业务及客户结构进行调整所致。

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 2019 年底，公司已累计投入 64.86 亿元，较上年无变化。

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，项目一期已于 2010 年 9 月投产，项目二期已取消。2019 年，公司推出新产品高效单晶 PERC 电池，量产转换效率达到 22.6%，叠瓦组件功率达到 420W，市场需求较大，带动公司光伏产品业务实现营业收入同比大幅增长 143.13%至 25.82 亿元。2020 年 1－9 月，公司光伏产品业务实现营业收入 33.28 亿元，同比增长 56.32%。

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。目前多晶硅项目建设处于停工阶段，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。

5. 经营效率

与同业公司相比，公司经营效率指标整体处于中游水平。

2019 年，公司经营效率指标均有所好转。公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 13.73 次、10.43 次和 0.73 次。与山西省内的同业公司相比，公司经营效率指标整体处于中游水平。

表 10　2019 年公司同行业对比情况

（单位：亿元、%、次）

项目	公司	晋能控股煤业集团有限公司	晋能控股装备制造集团有限公司
资产总额	2498.58	3693.89	2943.47

所有者权益	583.29	843.75	712.46
全部债务	1411.81	2558.54	1640.26
营业总收入	1801.56	1903.73	1753.75
利润总额	35.21	24.33	40.41
经营活动现金流净额	148.85	82.52	193.69
营业利润率	8.95	15.07	12.18
资产负债率	76.66	77.16	75.80
全部债务资本化比率	70.76	78.42	69.72
流动比率	63.51	90.27	61.73
存货周转次数	10.43	11.93	11.94
销售债权周转次数	13.73	19.32	15.64
总资产周转次数	0.73	0.53	0.62

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在建工程

公司在建项目剩余待投入规模较小，资本支出压力不大。

截至 2019 年底，公司重点在建工程为煤基油 180 项目、潞光发电 2×260MW 发电项目和潞安淮东电厂，计划总投资 350.68 亿元，截至 2019 年底，已完成投资 276.61 亿元，2020 年计划投资 23.67 亿元。

表 11 截至 2019 年底公司重点在建工程情况

（单位：亿元）

项目	总投资额	资金来源		已完成投资	2020 年投资规划
		企业自筹	债务融资		
煤基油 180 项目	236.68	71.68	165.00	224.45	1.06
潞光发电 2×260MW 发电项目	52.27	17.46	34.81	36.4	15.00
潞能铁路专用线工程项目	12.89	4.51	8.38	8.40	3.89
潞安淮东电厂	48.84	9.8	39.04	7.36	3.72
合计	**350.68**	**103.45**	**247.23**	**276.61**	**23.67**

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司控股股东变更、拟无偿划转子公司股权、探矿权及关联资产等事项如完成，将对公司未来业务结构、发展定位产生较大影响，联合资信将持续关注此次重组事项进展对公司未来发展的影响。（详见“重大事项”章节）

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 年财务报表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。2020 年前三季度财务报表未经审计。公司财务报表遵照财政部最新的企业会计准则的规定编制。

合并范围方面，2019 年公司纳入合并报表的二级子公司合计 52 家，新增子公司 12 家，其中同一控制下企业合并 7 家、吸收合并 5 家，减少子公司 10 家；2020 年 1－9 月公司纳入合并报表的二级子公司合计 52 家，新增子公司 1 家，减少子公司 1 家；考虑到变动子公司规模较小，公司会计政策连续，主营业务未发生改变，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2498.58 亿元，所有者权益 583.29 亿元（含少数股东权益 240.04 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 1801.56 亿元，利润总额 35.21 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 2669.88 亿元，所有者权益 636.96 亿元（含少数股东权益 241.55 亿元）；2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 1302.34 亿元，利润总额 8.52 亿元。

2. 资产质量

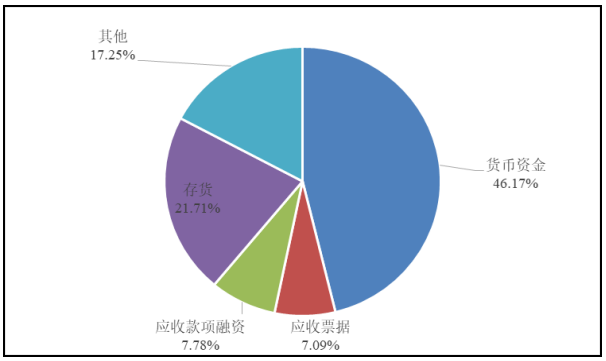
跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产中非流动资产占比高，整体资产流动性一般。流动资产中货币资金、应收票据和应收款项融资所占比重仍较大，现金类资产较充裕；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重较大，符合公司所在行业特征；公司资产受限比例较低，整体资产质量好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2498.58 亿元，较上年底小幅增长 3.73%。其中，流动资产占 29.13%，非流动资产占 70.87%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 727.90 亿元，较上年底下降 11.80%，主要系应收票据及应收款项融资减少所致。公司流动资产构成如下。

图 4　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金 336.10 亿元，较上年底增长 5.28%。其中受限货币资金 102.13 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 55.18 亿元、信用证保证金 29.42 亿元及存放中央银行法定准备金 11.81 亿元，受限资金占 30.39%，公司货币资金受限程度一般。

截至 2019 年底，公司应收票据 51.63 亿元，较上年底下降 66.65%，主要系应收票据贴现及款项收回所致。公司应收票据主要为银行承兑汇票（占 98.41%），其中已质押的银行承兑汇票为 14.37 亿元。已背书或贴现且尚未到期的为 99.38 亿元。

截至 2019 年底，公司应收款项融资 56.63 亿元，较上年底下降 21.95%，主要系公司资金流相对宽裕，减少票据贴现质押等应收款项融资所致。应收款项融资全部为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据，公司已背书或贴现且尚未到期的应收票据为 94.63 亿元。

截至 2019 年底，公司存货 158.02 亿元，较上年底增长 6.36%。公司存货以原材料（占 30.71%）、在产品（占 17.07%）和库存商品（占 44.86%）为主。公司累计计提存货跌价准备 0.34 亿元，公司库存商品以在途煤炭为主，均已签订合同但尚未结算，存货跌价风险较低。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 1770.68 亿元，较上年底增长 11.82%，主要系固定资产及无形资产增加所致，公司非流动资产主要由固定资产（占 43.94%）、在建工程（占 26.20%）和无形资产（占 17.59%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产 777.60 亿元，较上年底增长 22.00%，主要系部分在建项目完工转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 54.45%）和机器设备（37.26%）构成。累计折旧合计 470.36 亿元，成新率 62.45%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 460.62 亿元，较上年底减少 11.77%。在建工程主要包括司马佳瑞基建工程（120 万吨技改）、司马五里堠基建工程（120 万吨技改）、煤基清洁能源 180 项目高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目、树脂 20 万吨聚氯乙烯项目、高纯硅高纯度多晶硅项目、潞阳山西寿阳潞阳瑞龙煤业有限公司 60 万吨基建项目和潞光发电 2×260MW 发电项目等。

截至 2019 年底，公司无形资产 311.43 亿元，较上年底增长 17.45%，主要系与神火股份纠纷解决后新增西省左权县高家庄煤矿探矿权所致。无形资产主要为土地使用权（占 12.24%）、探矿权（占 12.86%）和采矿权（占 72.64%）。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 2669.84 亿元，较上年底增长 6.86%。其中，流动资产占 31.05%，非流动资产占 68.95%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 9 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 121.80 亿元，主要为受限货币资金；各类受限资产规模占总资产的 4.56%，受限比例低。

表 12　截至 2020 年 9 月底受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	93.13	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、土地复垦金、环境治理保证金、冻结账户、存放央行准备金、存放同业定期
应收票据	11.39	质押应收票据
固定资产	8.80	高河能源抵押借款抵押物
无形资产	4.84	将高河采矿权作为抵押物为煤基清洁能源贷款
长期股权投资	3.64	质押嘉兴潞盈投资合伙企业 45000 万股、质押中国工商银行长治潞矿支行 45000 万股
合计	**121.80**	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司少数股东权益占比较高，其他权益工具比重较大，未分配利润持续为负，公司所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 583.29 亿元，较上年底增长 14.55%，主要系发行永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.85%，少数股东权益占比为 41.15%。归属于母公司所有者权益 343.25 亿元，其中，实收资本、资本公积、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占 12.56%、36.39%、42.14%、1.26%和-3.08%。公司少数股东权益占比较高，其他权益工具比重较大，未分配利润持续为负，公司所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 636.96 亿元，较上年底增长 9.20%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 62.08%，少数股东权益占比为 37.92%。

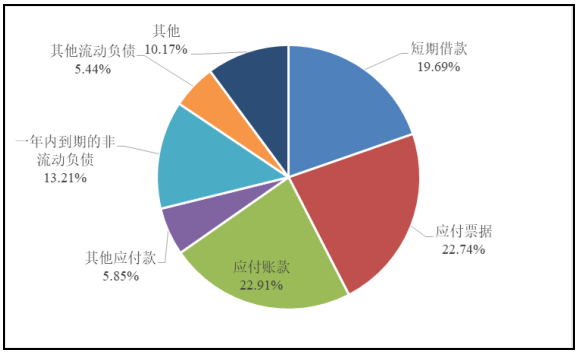
（2）负债

跟踪期内，公司负债规模及债务规模均有所增长，债务负担有所加重，考虑公司存续期债券债务未来由化工集团承继，公司偿债压力尚可。

截至 2019 年底，公司负债总额 1915.29 亿元，较上年底增长 0.83%。其中，流动负债占 59.84%，非流动负债占 40.16%。公司负债结构相对均衡。

截至 2019 年底，公司流动负债 1146.19 亿元，较上年底下降 11.58%。公司流动负债构成如下。

图 5　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款 225.65 亿元，较上年底下降 24.63%，主要系公司债务期限结构调整所致。短期借款主要为保证借款（占 11.72%）和信用借款（占 85.70%）。

截至 2019 年底，公司应付票据 260.59 亿元，较上年底增长 57.98%，主要系上游客户票据结算增加导致银行承兑汇票增加所致。公司应付票据主要为银行承兑汇票（占 53.47%）和国内信用证（占 45.43%）。

截至 2019 年底，公司应付账款 262.55 亿元，较上年底下降 5.82%。其中 1 年以内占 61.14%，1~2 年占 15.69%，2~3 年占 7.63%，3 年以上占 15.53%。

截至 2019 年底，公司其他应付款 67.03 亿元，较上年底增长 3.98%。其他应付款主要为应付、暂收单位款项（占 64.99%）。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 151.46 亿元，较上年底下降 14.10%，主要系款项到期偿还所致。其中一年内到期的长期借款 103.56 亿元，一年内到期的应付债券为 42.50 亿元，一年内到期的长期应付款 30.25 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 62.39 亿元，较上年底下降 66.63%，主要系短期公司债到期偿还所致。其他流动负债主要由应付超

短期债券（占 32.40%）和应付短期债券（占 65.74%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 769.10 亿元，较上年底增长 27.50%，主要系长期借款大幅增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 37.70%）、应付债券（占 43.82%）、预计负债（占 6.36%）和其他非流动负债（占 8.52%）构成。

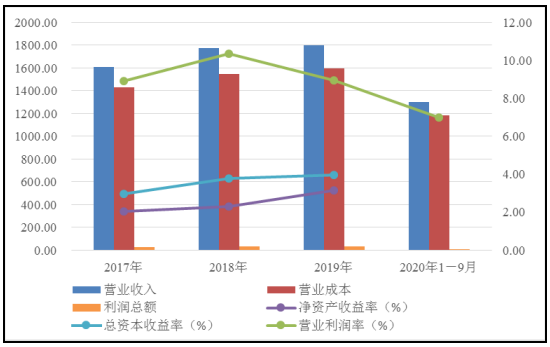
截至 2019 年底，公司长期借款 289.96 亿元，较上年底增长 58.08%，主要系信用借款规模增加所致。长期借款主要由信用借款（占 78.88%）和保证借款（占 20.77%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券 337.01 亿元，较上年底增长 7.40%，主要系公司新发行债券所致。

截至 2019 年底，公司预计负债 48.95 亿元，较上年底增长 467.06%，主要系 2019 年确认环境治理恢复基金 26.89 亿元计入预计负债所致。预计负债主要由弃置费用（占 34.91%）和环境恢复治理基金（占 54.93%）构成。

截至 2019 年底，公司其他非流动负债 65.49 亿元，较上年底增长 29.04%，主要系新增人保资本-潞安债权投资计划 30 亿元所致。公司其他非流动负责由平安-潞安债权投资计划和人保资本-潞安债权投资计划构成。

图 6　近年公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务报告整理

有息债务方面，若将吸收存款及同业存放、其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务中，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务中，截至2019年底，公司全部债务1411.81亿元，较上年底增长3.84%，其中短期债务701.43亿元，占49.68%，较上年底下降14.89个百分点；长期债务710.39亿元，占50.32%。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76.66%、70.76%和54.91%。分别较上年底下降2.20个百分点、下降1.99个百分点和上升3.66个百分点。若进一步考虑到公司其他权益工具中的144.63亿元永续债实为债务，将其调整为债务后，截至2019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82.44%、78.01%和66.09%，整体债务负担有所加重。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 2032.93 亿元，较上年底增长 6.14%。其中，流动负债占 57.58%，非流动负债占 42.42%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。若将吸收存款及同业存放、其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务中，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务中，公司全部债务较 2019 年底增长 10.90%至 1565.76 亿元，其中短期债务 777.12 亿元（占 49.63%），较上年底增长 10.79%，长期债务 788.65 亿元（占 50.37%）。公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.14 %、71.08%和 55.32%。若进一步考虑到公司其他权益工具中的 192.95 亿元永续债实为债务，将其调整为债务后，2020 年 9 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.37%、79.84%和 68.85%，债务负担较 2019 年底有所加重。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 1565.76 亿元，其中 2021－2023 年到期有息债务规模分别为 318.25 亿元、320.15 亿元和 178.27 亿元，2021 年及 2022 年到期债务规模较大，债务到期分布较为集中。

表13　截至2020年9月底公司合并口径有息债务期限分布情况（单位：亿元）

融资项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年后
短期借款	0.00	236.98	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	12.64	113.58	116.84	32.97	12.78	81.67
存续期债券	40.05	176.52	192.03	140.00	0.00	0.00
融资租赁款	2.94	5.15	1.28	0.30	0.00	0.00
理财直融	0.00	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
保险债权	0.00	0.00	0.00	0.00	24.80	34.80
合计	**55.63**	**555.23**	**310.15**	**173.27**	**37.58**	**116.47**

资料来源：公司提供

4．盈利能力

2019 年，公司收入规模略有增长，但主营业务盈利能力下降，投资收益对营业利润贡献较大，但不具有可持续性；期间费用及资产减值损失对公司利润的侵蚀严重，公司整体盈利能力较弱。2020 年 1－9 月，受新冠肺炎疫情对下游需求影响，公司收入及盈利能力均有所下降。

2019 年，公司实现营业总收入 1798.36 亿元，同比增长 1.47%；营业成本为 1599.59 亿元，同比增长 3.17%。同期，公司实现营业利润 38.59 亿元，同比减少 4.95%；公司净利润 18.30 亿元，同比增长 55.24%，增幅超过营业利润，主要系投资收益增加，以及部分子公司盈利下降导致所得税费用减少所致。营业利润率为 8.79%，同比下降 1.49 个百分点，变化不大。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 134.54 亿元，同比增长 0.54%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 8.78%、38.24%、8.32%和 44.65%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 11.82 亿元，同比增长 3.12%；管理费用为 51.45 亿元，同比增长 0.39%；研发费用为 11.20 亿元，同比增长 20.06%；财务费用为 60.07 亿元，同比减少 2.76%。2019 年，公司费用收入比为 7.47%，同比下降 0.07 个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要为资产减值损失和投资收益。2019 年公司资产减值损失为 5.53 亿元，同比减少 142.63%，主要系无形资产减值损失减少所致，资产减值损失主要为固定资产减值损失 2.49 亿元和在建工程减值损失 2.46 亿元，资产减值损失对利润有侵蚀严重。2019 年，公司实现投资收益 22.35 亿元，同比增加 20.06 亿元，主要由处置上海凯赛生物技术研发中心有限公司股权产生；投资收益占营业利润比重为 57.93%；2019 年受煤炭销售价格下降、煤基油产品价格波动及公司对设备进行调试、和化肥业务环保限产天数较长且运费上涨影响，公司主营业务盈利能力有所下降，投资收益对营业利润的稳定起到重要作用，但不具有可持续性，公司主营业务盈利能力有待加强，非经常性损益对公司营业利润影响较大。

表 14　公司近年扣除非经常性损益后营业利润情况（单位：亿元）

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
营业利润	**31.12**	**40.60**	**38.59**	**9.76**
资产减值损失	1.47	10.09	5.53	--
投资收益	4.83	2.29	22.35	1.76
扣除非经常性损益后营业利润	23.40	32.06	9.48	6.64

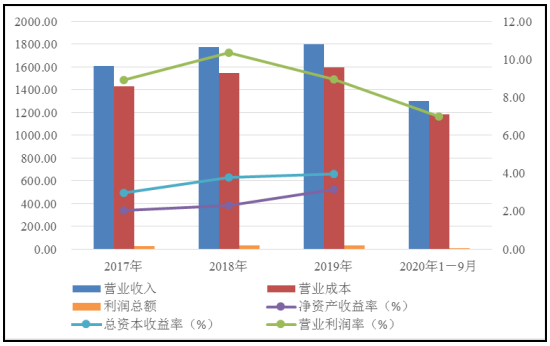
资料来源：公司提供

营业外收支方面，2019 年，公司营业外收入为 1.51 亿元，公司营业外收入为政府补助、罚款收入和违约赔偿收入等；营业外支出为 4.89 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；2019 年，

公司实现营业外收支净额为-3.38 亿元。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 8.95%、3.95%和 3.14%，盈利水平较低。

图 7　公司盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据财务报告整理

2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 1302.34 亿元，较上年同期减少 7.13%；实现利润总额 8.52 亿元，较上年同期减少 75.22%，主要系上年同期处置子公司股权产生投资收益基数较高所致。营业利润率为 7.00%，较上年同期下降 1.95 个百分点。

5．现金流分析

2019 年，公司经营活动现金流净额保持大规模净流入，经营活动能够满足投资活动资金需求，筹资活动呈净流出态势。2020 年 1－9 月，公司经营活动净流入规模同比有所下降，筹资活动仍呈净流出态势。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1480.50 亿元，同比减少 5.33%；经营活动现金流出 1331.64 亿元，同比减少 6.07%。综上，公司经营活动现金净流入 148.85 亿元，较上年增长 1.77%，同比变化不大。2019 年，公司现金收入比为 79.17%，同比下降 7.01 个百分点，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 220.19 亿元，同比减少 91.43%；投资活动现金流出 301.76 亿元，同比减少 88.29%。综上，公司投资活动现金净流出 81.57 亿元，净流出额同比大幅增加 75.62 亿元，主要系本年项目投资增大，收回投资减少所致。公司筹资活动前现金净流入 67.28 亿元，经营活动能够满足投资活动资金需求。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 738.56 亿元，同比减少 5.21%；筹资活动现金流出 814.49 亿元，同比减少 9.30%。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流出 75.93 亿元，净流出额同比减少 36.11%，主要系偿债支出减少所致。

表15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
经营活动现金流入量	1406.76	1563.91	1480.50	1228.58
现金收入比	85.17	86.23	79.17	92.36
经营活动现金流量净额	17.55	146.26	148.85	75.21
投资活动现金流量净额	-75.65	-5.95	-81.57	-51.12
筹资活动前现金流量净额	-58.10	140.31	67.28	24.08
筹资活动现金流量净额	148.29	-118.84	-75.93	65.22

资料来源：联合资信整理

2020 年 1－9 月，公司经营活动现金流量净额为 75.21 亿元，净流入规模较上年同期下降 25.79%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司投资活动现金流净额为-51.12 亿元；公司筹资活动现金流净额为 65.22 亿元。

6．偿债能力

由于公司债务负担较重，整体偿债能力指标表现偏弱，但考虑到公司控股股东化工集团为山西省重点国资化工业务平台，股东背景强，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，分别为 63.51%和 49.72%；截至 2020 年 9 月底，上述两项指标均有所提升，分别为 70.82%和 57.28%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 12.99%，同比上升 1.70 个百分点。截至 2019 年底，公司现金类资产 420.22 亿元，对短期债

务的覆盖倍数为 0.60 倍。公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 156.96 亿元，同比增长 6.15%；EBITDA 利息倍数 2.27 倍，较 2018 年略有下降；同期，全部债务/EBITDA 为 8.99 倍，较 2018 年的 9.20 倍有所下降。公司长期偿债指标一般。

截至 2020 年 9 月底，公司集团层面对外担保余额 29.76 亿元，占当期公司净资产的 5.10%，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（以下简称“晋煤集团”）。晋煤集团是国有独资企业。截至 2019 年底，晋煤集团合并口径资产总额为 2943.47 亿元，所有者权益为 712.46 亿元。2019 年，晋煤集团共实现营业收入为 1752.11 亿元，利润总额为 40.41 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，煤化工业务不断增长，产业链不断完善，经营状况正常。

截至 2021 年 1 月 25 日，公司重大未决诉讼仲裁事项共 16 项，涉案金额合计约 15.72 亿元，有一定的或有负债风险。

表 16　公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

案件名称	涉及金额	案件进展
张家界浩达商贸有限公司诉潞城市潞安亚晋焦化公司侵权责任纠纷案	9689.00	尚未一审判决
郭庆、郭强诉潞安环能公司支付资源整合补偿款纠纷案	1555.95	等待裁决
惠生工程（中国）有限公司诉潞安集团、潞安环能公司和煤基清洁能源公司票据付款请求权纠纷案	1000.00	尚未出裁定
王庄煤矿起诉长治市福瑞农业科技发展有限公司侵权责任纠纷	34748.56	尚未出判决
康达源牧业有限公司诉山西高河能源有限公司财产损失赔偿纠纷案	2497.04	司法鉴定尚未完成
山西省屯留公路管理段诉山西潞安集团余吾煤业有限责任公司财产损害赔偿纠纷案	2899.91	提出再审申请
中国石化销售股份有限公司山西长治石油分公司诉山西潞安集团余吾煤业有限责任公司财产损害赔偿纠纷案	2081.37	尚未一审开庭
山西润金茂环保科技有限公司诉山西潞安煤基合成油有限公司合同纠纷案	34485.00	尚未开庭审理
李村煤矿诉山西省长子县丹峰化工有限公司、长治市华青建筑工程有限公司侵权纠纷案	3210.77	等待一审开庭
中十冶集团公司诉上庄煤业建筑工程施工合同纠纷案	3288.57	尚未判决
潞宁公司诉山西煤炭运销集团忻州宁武有限公司等买卖合同纠纷案	13294.25	尚未一审判决
游建平诉黑龙关煤业有限公司合同纠纷案	25000.00	尚未开庭审理
山西省襄垣公路段诉漳村煤矿财产损害纠纷案	1272.14	处于调解阶段
山西潞安煤炭经销有限责任公司诉连云港硕阳贸易有限公司合同买卖纠纷案	1322.72	等待判决
屯留县祥麟农业开发有限公司诉常村煤矿财产损害赔偿纠纷案	4680.00	尚未开庭
潞安甲乂晟矿山设备有限公司诉潞安甲乂晟矿山设备有限公司合同纠纷案	16179.65	二审判决
合计	**157204.93**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司共获得银行授信 1515.01 亿元，其中，尚未使用额度 610.23 亿元。公司间接融资渠道通畅。公司下属潞安环能是上海证券交易所上市企业（股票代码：601699.SH），具有直接融资渠道；同期，公司直接持潞安环能股份合计 1848832112 股，占潞安环能总股本 61.36%；2017 年 12 月，公司将其持有的潞安环能 9 亿股进行了质押用于置换部分债务及调整债务结构。

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。

9.母公司财务分析

母公司资产结构与负债结构较为均衡，母公司承担较多融资任务，以致负债水平高，同时母公司开展一定的经营业务，但盈利性不足，母公司利润主要来源于对下属子公司的投资收益。

截至2019年底，母公司资产总额1301.79亿元，较上年底减少0.02%，较上年底变化不大。

其中，流动资产729.46亿元（占56.04%），非流动资产572.33亿元（占43.96%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占20.90%）和其他应收款（占74.65%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占42.04%）、固定资产（占16.55%）和无形资产（占17.98%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为152.47亿元。

截至2019年底，母公司负债总额1107.46亿元，较上年底减少5.01%。其中，流动负债568.40亿元（占51.32%），非流动负债539.06亿元（占48.68%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占26.85%）、应付票据（占24.70%）、一年内到期的非流动负债（占19.47%）和其他流动负债（占10.77%）构成，非流动负债主要由长期借款（占32.49%）、应付债券（占51.43%）和其他非流动负债（占12.15%）构成。截至2019年底，母公司资产负债率为85.07%，较上年底下降4.48个百分点。

截至2019年底，母公司所有者权益为194.34亿元，较上年底增长42.81%。其中，实收资本为43.10亿元（占22.18%）、资本公积合计11.98亿元（占6.17%）、未分配利润-12.76亿元（占-6.57%）、盈余公积合计4.33亿元（占2.23%）。

从盈利情况看，母公司本部主要负责部分煤炭、运输、贸易业务等。2019年，母公司营业收入为290.00亿元，同比增长28.64%；实现营业利润14.65亿元，同比减少489.91%；取得投资收益32.09亿元，同比减少96.20%。

从现金流看，2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额为90.90亿元，投资活动产生的现金流量净额为49.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-115.75亿元

十一、存续债券偿还能力

公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力很强。

截至2021年1月18日，公司存续债券余额共548.55亿元。以到期计，一年内到期的应付债券为196.52亿元；如假设含权债于首个行权日全部行权，即存续债券一年内偿还峰值为196.52亿元（以下简称“未来待偿债券本金峰值”或“一年内到期债券余额”）。截至2019年底，公司现金类资产420.22亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1480.50亿元、148.85亿元和156.96亿元，分别为公司未来待偿债券本金峰值的7.53倍、0.76倍和0.80倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	196.52
未来待偿债券本金峰值	196.52
现金类资产/一年内到期债券余额	2.14
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	7.53
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.76
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.80

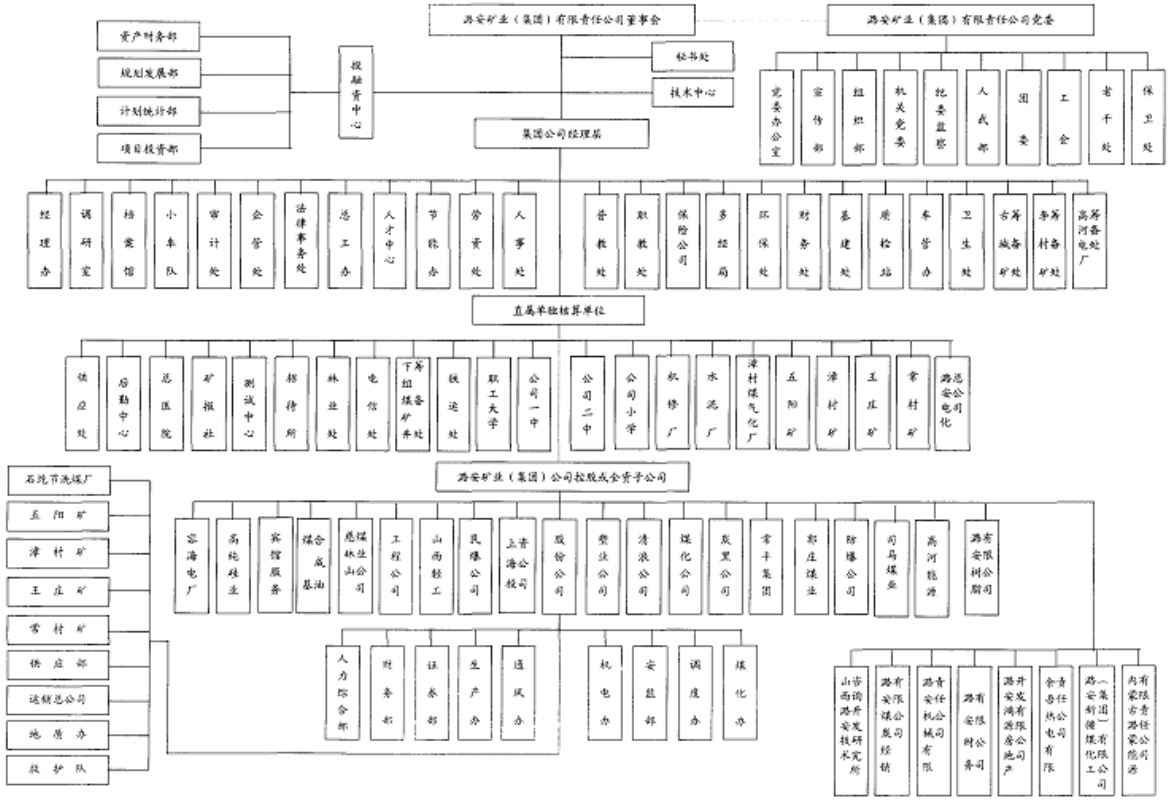
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较强；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力很强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力较弱。

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，维持“20潞安CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 9 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2019 年底纳入公司合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	主要经营业务
1	山西潞安环保能源开发股份有限公司	299140.92	61.67	煤炭生产
2	山西潞安化工有限公司	100000.00	100.00	专项化学用品制造
3	山西潞安工程有限公司	40000.00	100.00	工程建筑
4	上海潞安投资有限公司	40000.00	80.00	投资及咨询
5	山西省轻工建设有限责任公司	5000.00	64.55	建筑安装
6	山西潞安煤化有限责任公司	5659.84	59.47	电石生产
7	山西清浪饮品有限公司	1595.27	80.57	饮料生产
8	山西潞安容海发电有限责任公司	21055.00	96.68	电力生产
9	山西潞安余吾热电有限责任公司	34013.25	99.90	煤矸石发电
10	山西潞安技术咨询开发研究所有限公司	125.00	56.00	煤矿技术咨询
11	山西防爆电机（集团）有限公司	10283.40	100.00	电机生产
12	山西潞安煤基合成油有限公司	336150.00	100.00	煤炭加工
13	山西潞安树脂有限责任公司	50000.00	100.00	聚氯乙烯
14	潞安新疆煤化工（集团）有限公司	233078.00	63.38	煤炭开采等
15	潞安集团财务有限公司	235000.00	87.23	财务和融资等
16	内蒙古潞蒙能源有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭开采
17	山西潞安煤炭经销有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭销售
18	山西潞安高纯硅业科技有限责任公司	95610.00	100.00	有色金属冶炼
19	山西潞安戴斯酒店有限公司	1393.63	100.00	住宿服务
20	上海潞安实业有限公司	100.00	75.00	住宿服务等
21	山西潞安西仵硅业有限公司	12000.00	100.00	贵金属采选
22	山西潞安太阳能科技有限责任公司	190000.00	100.00	电池制造
23	山西潞安矿业（集团）日照国贸有限公司	40000.00	100.00	煤炭及制品批发
24	山西潞安集团华亿五一煤业有限公司	15324.00	65.99	煤炭开采及洗选
25	山西潞阳煤炭投资经营管理有限公司	60000.00	90.00	煤炭开采及洗选
26	山西潞安建设工程质量监测有限公司	100.00	100.00	技术检测
27	山西潞安集团和顺一缘煤业有限责任公司	918.00	80.00	煤炭生产
28	山西潞安集团星光煤电有限公司	60000.00	51.00	煤炭开采
29	山西潞安宜泰铜材制造有限责任公司	58816.00	100.00	材料贸易
30	山西潞安金源煤层气开发有限责任公司	19000.00	100.00	煤层气开发
31	山西潞安集团文水王家庄煤业有限责任公司	15500.00	96.77	矿产资源开采、煤炭开采
32	山西潞安煤炭技术装备有限责任公司	36939.79	100.00	设备修理
33	山西潞安矿业（集团）张家港国际贸易有限公司	20000.00	100.00	贸易
34	山西潞安检测检验中心有限责任公司	150.00	100.00	煤矿安全检测、检验
35	山西潞安瑞泰投资有限责任公司	121400.00	100.00	投资及咨询
36	中科潞安能源技术有限公司	40000.00	75.32	技术服务
37	新疆潞安协鑫准东能源有限公司	58800.00	53.09	能源开发
38	山西潞光发电有限公司	150000.00	35.00	电力生产

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	主要经营业务
39	山西潞安光伏发电有限公司	58250.00	100.00	电力生产
40	山西潞安石圪节智华生物科技有限公司	60000.00	100.00	农林技术的开发及咨询服务
41	漯河潞原通物流有限责任公司	500.00	51.00	物流服务及辅助服务
42	山西潞安配售电有限公司	24200.00	100.00	电力供应，配电业务
43	潞安国际融资租赁（横琴）有限公司	100000.00	100.00	融资租赁业务
44	山西潞安煤基精细化学品有限公司	4700.00	100.00	化工产品销售
45	山西潞安领新工贸有限公司	736.85	100.00	电线电缆、风筒的制造销售；
46	山西中科潞安半导体技术研究院有限公司	8650.00	71.83	半导体技术与设备的研究
47	潞安香港投资贸易有限公司	40000.00	100.00	进出口贸易、房地产、投资、财务
48	山西潞安能化生产服务有限公司	90138.73	100.00	节能科技、互联网平台、市场管理服务
49	山西潞安精诚电机科技有限公司	3590.00	91.92	电机、电子产品、电气设备制造、维修、租赁
50	山西天脊潞安化工有限公司	38000.00	50.28	化工产品销售
51	山西本源生态农业开发有限公司	3000.00	100.00	蔬菜、水果、食用菌、苗木花卉、农作物的种植、销售
52	山西潞安晋安矿业工程有限责任公司	2700.00	100.00	矿山、隧道、水电工程用高新材料、特种建材及相关设备的研发、生产、销售

注：公司对山西潞光发电有限公司持股比例为35%，持股比例小于50%，纳入合并范围的原因为协议约定

附件2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	561.02	522.63	420.22	491.40
资产总额(亿元)	2417.79	2408.79	2498.58	2669.88
所有者权益(亿元)	495.88	509.22	583.29	636.96
短期债务(亿元)	884.99	824.15	701.43	777.12
长期债务(亿元)	566.88	535.45	710.39	788.65
全部债务(亿元)	1451.86	1359.59	1411.81	1565.76
营业收入(亿元)	1607.50	1775.42	1801.56	1302.34
利润总额(亿元)	29.30	35.03	35.21	8.52
EBITDA(亿元)	124.34	147.86	156.96	--
经营性净现金流(亿元)	17.55	146.26	148.85	75.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.99	7.78	13.73	--
存货周转次数(次)	10.58	10.96	10.43	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.74	0.73	--
现金收入比(%)	85.17	86.23	79.17	92.36
营业利润率(%)	8.91	10.37	8.95	7.00
总资本收益率(%)	2.99	3.78	3.95	--
净资产收益率(%)	2.06	2.31	3.14	--
长期债务资本化比率(%)	53.34	51.26	54.91	55.32
全部债务资本化比率(%)	74.54	72.75	70.76	71.08
资产负债率(%)	79.49	78.86	76.66	76.14
流动比率(%)	64.84	63.66	63.51	70.82
速动比率(%)	54.77	52.20	49.72	57.28
经营现金流动负债比(%)	1.32	11.28	12.99	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.63	0.60	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	2.00	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.68	9.20	8.99	--

注：1.2020 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2.部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司吸收存款及同业存放、其他应付款和其他流动负债中计息项调至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中计息项调至长期债务；

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	212.26	174.09	175.34	258.54
资产总额(亿元)	1331.47	1302.00	1301.79	1480.74
所有者权益(亿元)	192.88	136.08	194.34	230.66
短期债务(亿元)	396.62	412.67	403.70	452.12
长期债务(亿元)	387.95	403.49	452.39	532.82
全部债务(亿元)	784.58	816.15	856.09	984.95
营业收入(亿元)	217.99	225.43	290.00	145.06
利润总额(亿元)	3.93	-5.99	12.14	-9.17
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	24.64	31.64	90.90	11.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.29	3.83	7.42	--
存货周转次数(次)	71.50	89.39	130.02	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.17	0.22	--
现金收入比(%)	62.42	105.78	77.79	88.45
营业利润率(%)	8.34	11.19	7.23	8.96
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	2.11	-4.28	6.07	--
长期债务资本化比率(%)	66.79	74.78	69.95	69.79
全部债务资本化比率(%)	80.27	85.71	81.50	81.03
资产负债率(%)	85.51	89.55	85.07	84.42
流动比率(%)	124.54	121.24	128.34	132.80
速动比率(%)	124.32	120.80	128.14	132.50
经营现金流动负债比(%)	3.72	4.66	15.99	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.42	0.43	0.57
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1.2020 年三季度财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4　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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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+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

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　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