

信用等级公告

联合〔2020〕769号

联合资信评估有限公司通过对山西潞安矿业（集团）有限责任公司及其拟发行的 2020 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，山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2020 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月三日



山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2020 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

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3+N 年，公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 3 个计息年度及其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 4 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型	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	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	3
		基础素质	1
		企业管理	1
		经营分析	1
财务风险	F3	资产质量	1
		资本结构	3
		盈利能力	3
		现金流量	2
		偿债能力	3
调整因素和理由			调整子级
公司为山西省大型煤炭企业，地位重要，为政府重点扶持企业，山西省国资委对公司支持力度大。			2

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标评级结果

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“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。同时，联合资信也关注到公司债务负担较重、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回暖和整合矿产能释放，公司盈利状况好转，经营活动获现能力增强。综合评估，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高。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，公司本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，煤炭资源储量大，煤质优良，煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，煤炭资源优势和产能规模优势明显。
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回暖和整合矿产能释放，同时，公司持续缩减贸易业务规模，2018 年公司营业利润率有所提升。
4. 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. 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。

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

关注

1. 公司债务负担较重，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尚需保持较大投资规模，未来存在一定资本支出压力。
3. 公司主要在建项目账面金额较大，转固后将加大折旧和利息费用化压力；期间费用占营业收入比例提高；贸易业务量较大，整体盈利水平较低。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	352.77	561.02	522.63	419.02
资产总额(亿元)	2017.68	2417.79	2408.79	2424.39
所有者权益(亿元)	319.02	495.88	509.22	512.75
调整后短期债务(亿)	776.19	884.99	824.15	647.60
调整后长期债务(亿)	489.55	566.88	535.45	558.83
调整后全部债务(亿)	1265.74	1451.86	1359.59	1206.44
营业收入(亿元)	1600.20	1607.50	1775.42	399.91
利润总额(亿元)	2.51	29.30	35.03	8.75
EBITDA(亿元)	73.06	124.34	147.86	--
经营性净现金流(亿元)	13.75	17.55	146.26	39.64
营业利润率(%)	5.51	8.91	10.37	7.60
净资产收益率(%)	-1.92	2.06	2.31	--
资产负债率(%)	84.19	79.49	78.86	78.85
调整后全部债务资本	79.87	74.54	72.75	70.18
流动比率(%)	55.58	64.84	63.66	64.91
经营现金流动负债比(%)	1.16	1.32	11.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.94	2.00	--
调整后全部债务	17.32	11.68	9.20	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	1086.76	1331.47	1302.00	1279.24
所有者权益(亿元)	127.47	192.88	136.08	38.80
全部债务(亿元)	605.73	784.58	816.15	667.96
营业收入(亿元)	190.09	217.99	225.43	62.93
利润总额(亿元)	1.72	3.93	-5.99	-1.83
资产负债率(%)	88.27	85.51	89.55	90.01
全部债务资本化比率(%)	82.61	80.27	85.71	86.56
流动比率(%)	105.53	124.54	121.24	103.38
经营现金流动负债比(%)	2.34	2.65	21.55	--

注：公司合并口径及本部 2019 年一季度财务报表均未经审计，一季度现金类资产均不包含应收票据，一季度短期债务均不包含应付票据；公司合并口径及本部所有者权益 2016 年底均含有本金为 60 亿元的永续中期票据，2017 年底均含有本金为 70 亿元的永续中期票据，2018 年底和 2019 年 3 月底均含有本金为 90 亿元的永续中期票据

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/3/9	杨栋 戴彤羽	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
AAA	稳定	2009/11/19	吕晗 丁继平	--	阅读全文
AA ⁺	稳定	2008/12/30	丁继平 吕晗	--	阅读全文
AA	负面	2007/8/30	丁继平 黄静	--	阅读全文
--	--	2006/2/13	张学群 刘小平	--	阅读全文

注：06 潞矿债评级结果为 AAA，无主体评级；上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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。

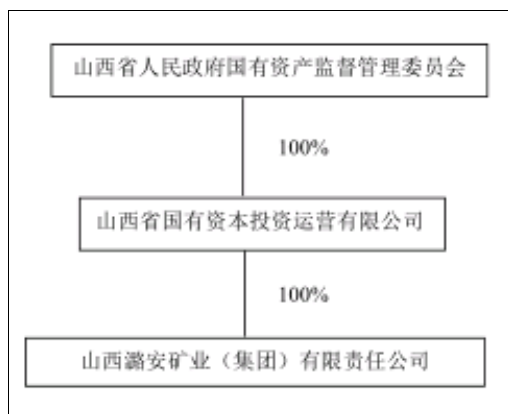
山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2020 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 2019 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”)。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2018 年底,公司拥有全资以及控股子公司 57 家,公司董事会设有秘书处、技术中心、投融资中心,总经理层设有总经理办公室、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。

截至 2018 年底,公司(合并)资产总额 2408.79 亿元,所有者权益合计 509.22 亿

元(包含少数股东权益 218.11 亿元);2018 年公司实现营业收入 1775.42 亿元,利润总额 35.03 亿元。

截至 2019 年 3 月底,公司(合并)资产总额 2424.39 亿元,所有者权益合计 512.75 亿元(包含少数股东权益 221.96 亿元);2019 年 1—3 月公司实现营业收入 399.91 亿元,利润总额 8.75 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。

二、本期中期票据概况

公司已于 2019 年注册 20 亿元中期票据,本期拟发行 2020 年度第三期中期票据(以下简称“本期中期票据”),本期中期票据发行额度为 10 亿元,募集资金拟用于偿还有息债务。本期中期票据无担保。

在赎回权方面,本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 3 年及之后的每个票面利率重置日,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时,须于赎回日前 20 个工作日,由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

利率方面,本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定,前 3 个计息年度利率保持不变,前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。自第 4 个计息年度开始,每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点,在之后的 3

个计息年度内保持不变。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 10 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由银行间市场清算所股份有限公司代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司需在付息日前 10 个工作日通过交易商协会认可的网站披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（母公司）向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

1、本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

2、本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公

司选择赎回的可能性大。

3、本期中期票据在除公司（母公司）发生向普通股股东分红或公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，母公司于 2017—2018 年分别对普通股进行分红 69.20 万元和 191.10 万元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. 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，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019

年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年

回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数(PPI) 同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（二）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，

“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、

专项债券限额 2900 亿元), 合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元, 财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日, 财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》, 提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款, 在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上, 中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来, 财政部会同人保部、国家医保局和城乡建设部, 陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施, 大幅度减轻企业负担, 支持企业复工复产, 稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本, 支持企业降低疫情影响, 度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此次全面降准, 释放长期资金约 8000 多亿元, 有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来, 央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率, 2 月 20 日 LPR 报价下调, 其中 1 年期报价 4.05%, 下调 10bp, 5 年期报价 4.75%, 下调 5bp, 信贷市场利率全面下行。同时, 2 月开市的前两天内 (2 月 3—4 日), 在逆回购到期的情况下, 央行逆回购投放资金 1.7 万亿元, 保持了市场流动性合理充裕, 充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外, 发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策, 对疫情防控期间到期的公司债券, 发行人生产经营正常的, 将通过设立绿色通道等措施, 支持发新还旧, 积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%, 大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主, 煤炭、天然气为辅, 水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

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, 无烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。无烟煤中, 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

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

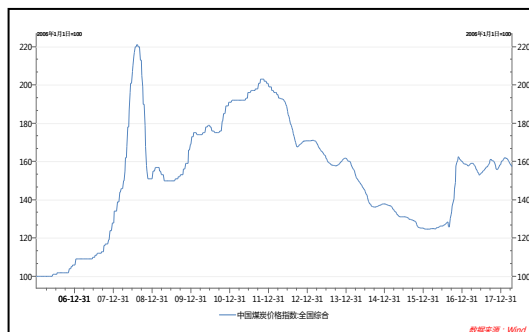
供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015年底，全国煤矿产能总规模为57亿吨，其中有超过8亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨。而根据国家统计局预测的2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解2015年中国煤炭产能过剩17.48亿吨。随着2016年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

煤炭价格

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

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了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，煤炭价格在近三年出现深度调整。

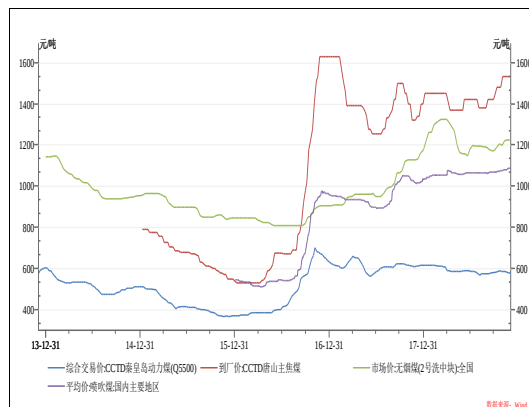
图2 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图3 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、

煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017—2018年采暖季，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等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

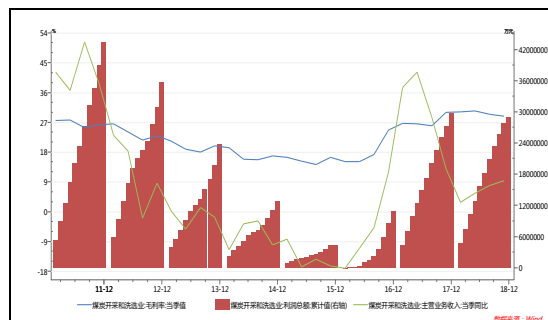
2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦

煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

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—2018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。

图4 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

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 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实

行梯级奖补；专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

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

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

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

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

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

2018 年 4 月 9 日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出 2018 年煤炭方面，力争化解过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标

实现三年“大头落地”。

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。据国家应急管理 2019 年 1 月召开的新闻发布会公布的数据，2018 年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿 832 处、产能 1.5 亿吨。据此推算，8 亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩 1 亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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、国民经济增速的变动、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，既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。截至2019年3月底，公司注册资本为419881.60万元，控股股东为山西国投，实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司煤炭资源丰富，产能规模较大，煤质优良，煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，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。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。

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2018年度中国煤炭企业50强和产量50强中排名第8位和第9位。

公司拥有丰富的煤炭资源，目前公司煤炭地质储量达到526.54亿吨，2018年公司原煤产量达到8580万吨。

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）有限公司（“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,整合煤矿包括气肥煤、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。

3. 人员素质

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。

公司董事长、党委书记游浩先生,大学学历;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,公司副董事长、党委副书记、总经理,现任本公司董事长、党委书记。

公司副董事长、党委副书记、总经理刘俊义先生,大学学历;历任山西潞安煤基合成油有限公司合成车间操作工、总调度室调度员、调度长、副主任、生产技术部副部长、总经理助理兼生产技术部副部长、总工程师,党委委员、总经理,山西潞安太行润滑油有限公司执行董事,公司副总经理。

公司高层管理人员共 15 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 2019 年 3 月底,公司在册员工总数为 102605 人,在岗员工中普通工人为 63081 人,后勤服务人员为 25642 人,专业技术人员 13882 人。

4. 技术水平

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。

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。

“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。

技术创新转化成果丰富。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。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开展技术合作。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。

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、制造等大型企業众多，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（以下简称“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（以下简称“晋煤集团”）和山西阳泉煤业集团有限公司（以下简称“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

公司法人治理结构比较完善。

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，接受山西省国资委的监管，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 1 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 4 人组成。

2. 管理水平

公司管理制度基本健全，运作较为规范。

公司建立健全了内部管理规定制度，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一金马奖。

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制。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。

七、经营分析

1. 经营现状

近年来，受公司整合矿产能释放及煤炭产品价格上涨影响，公司煤炭产业收入规模持续增加。受煤炭行业景气度回暖及公司煤炭产品价格回升影响，公司煤炭主业毛利率有所上升。受春节停产及成本阶段性预估进账影响，公司2019年一季度毛利率小幅下降。

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。

2016—2018年，公司营业收入年均复合增长5.33%，2018年公司实现营业收入合计1775.42亿元，同比增长10.45%，其中主营业务收入1720.81亿元，同比增长13.37%；其他业务收入54.81亿元，同比增长38.88%，公司其他业务增长主要系子公司宜泰铜材制造有限公司（以下简称“宜泰铜材”）铜加工收入增

长所致。

2018年，公司主营业务中煤炭产业实现收入408.95亿元，其中原选煤收入为236.59亿元，洗煤收入为172.36亿元，同比分别增长17.45%和18.36%，主要系煤炭产品价格上涨以及公司整合矿产能释放导致产销量增加所致；非煤产业共实现收入1311.86亿元，同比上升12.05%，主要系焦化业务收入和其他业务收入大幅上升所致；其中焦化收入为61.70亿元，同比增长30.31%，主要系焦炭价格上涨，同时产量增加所致；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，2016—2018年公司其他非煤产业收入波动中有所增长，2018年公司其他非煤产业实现收入318.88亿元，同比增长230.51%，主要系下属子公司宜泰铜材（更名前：宜泰国际经贸有限责任公司）转型为铜加工（2018年实现收入251亿元），其收入由贸易归类为其他产业收入所致。

从收入构成来看，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有所上升。2018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23.76%和76.24%。毛利润方面，2018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82.10%和17.90%，煤炭产业仍为公司主要利润来源。

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，2018年公司煤炭业务毛利率为44.60%，较2017年上升1.03个百分点；同期，公司非煤业务毛利率有所上升，主要系煤炭延伸产业和其他非煤产业盈利能力提升所致，2018年非煤业务毛利率为3.03%，较2017年上升1.77个百分点。2018年焦化业务毛利率19.35%，较上年提高11.20个百分点，主要系焦炭产量增加同时价格上涨所致。受上述因素综合影响，2018年公司主营业务毛利率上升至12.91%。

2019年1—3月，公司共实现营业总收入

399.91 亿元，其中主营业务收入 386.71 亿元，为 2018 年全年的 22.47%，受春节停产及成本阶段性预估进账影响，公司一季度主营业务综合毛利率小幅下滑至 8.49%。2019 年 1—3 月，公司煤炭产业共实现收入 88.55 亿元，为 2018 年全年的 21.65%；公司原煤产品和洗煤毛利率较 2018 年均有所下降，分别下降 7.16 和 5.7 个百分点，主要系一季度成本增加较多；公司煤

炭产业综合毛利率较 2018 年下降 8.91 个百分点。2019 年 1—3 月，公司非煤产业共实现收入 298.16 亿元，为 2018 年全年的 22.73%，其中贸易业务实现收入 213.38 亿元，为 2018 年全年的 23.77%。同期，受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 0.20%。

表 2 2016—2019 年 3 月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	206.53	13.56	40.21	347.06	22.87	43.57	408.95	23.76	44.60	88.55	22.90	36.41
原选煤	119.73	7.86	43.56	201.44	13.27	44.81	236.59	13.75	43.40	46.47	12.02	36.24
洗煤	86.80	5.70	35.58	145.62	9.59	41.86	172.36	10.01	42.77	42.08	10.88	37.07
非煤产业	1316.10	86.44	1.51	1170.77	77.13	1.26	1311.86	76.24	3.03	298.16	77.10	0.20
贸易	1127.56	74.05	0.15	997.86	65.74	0.08	897.55	52.16	0.50	213.38	55.18	0.13
焦化	27.52	1.81	11.97	47.35	3.12	8.15	61.70	3.59	19.35	12.14	3.14	18.21
化肥	24.13	1.58	24.94	29.08	1.92	23.83	33.73	1.96	22.27	6.35	1.64	21.30
其他	136.90	8.99	6.49	96.48	6.36	3.32	318.88	18.53	2.18	66.29	17.14	2.28
主营业务收入合计	1522.63	100.00	6.76	1517.83	100.00	10.94	1720.81	100.00	12.91	386.71	100.00	8.49

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

煤炭生产

公司煤炭资源储量丰富，采煤机械化程度高，煤炭产量规模较大，产能规模在行业内处于领先地位。但前期煤价高企时期由山西省政府主导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。

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。公司本部矿区规划总面积 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，确定了公司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，经加工可分为洗精煤、洗块煤、喷粉煤、混煤、洗混煤等多个品种规格，主要加工品种具有低中灰、低硫、低磷、高发热量（混煤和喷吹煤的应用基低位发热量处于 5500~6500 大卡/千克）、灰熔点较高（ST>1400℃）、可磨性较好（HGI>90）、热稳定性好等优点，是优质的动力用煤、喷吹用煤、炼焦配煤及化工用煤。

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 个县区开展资源整合工

作，已整合矿井 101 座，重组整合后为 28 座，资源储量合计 30.04 亿吨，目前省内整合矿中 20 座正常生产，7 座处于停缓建状态，1 座正在建设中。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。

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 47 对矿井，设计生产能力 10110 万吨/年。其中，公司拥有生产矿井 35 对，核定产能 7800 万吨/年；在建、改造矿井 3 对，产能 1090 万吨/年；停缓建矿井 9 对，产能 1220 万吨/年。

表 3 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)	2018 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	205.70	在产
	樟村煤矿	15595.50	7473.70	13.35	贫瘦煤	400	356.14	在产
	王庄煤矿	53458.10	23769.90	23.91	贫瘦煤	710	869.20	在产
	常村煤矿	67605.80	37611.10	33.58	贫煤	800	768.28	在产
	司马煤业（本部）	31793.20	16369.90	38.98	瘦煤	300	336.67	在产
	余吾煤业	142532.00	43479.00	41.41	贫煤	750	997.98	在产
	潞宁煤业（本部）	11927.10	7120.40	28.26	气煤	180	256.67	在产
	慈林山煤业 ——夏店煤矿	7490.20	4843.00	14.41	贫煤	240	152.33	在产
	慈林山煤业 ——慈林山煤矿				贫煤		150.18	在产
	郭庄煤业（本部）	5635.40	2340.30	9.29	贫煤	180	268.79	在产
	高河能源	93291.20	49051.30	46.72	贫瘦煤	750	1008.20	在产
	李村煤矿	39566.00	22329.60	33.49	贫煤	300	161.28	在产
	古城煤矿	129786.00	74215.00	71.40	贫煤	800	396.86	在建
小计	--	459494.80	205395.70	--	--	4970	5531.42	在产（12 对）
	--	169352.00	96544.60	--	--	800	396.86	在建（1 对）
省内整合矿	--	--	--	--	--	2010	1537.72	在产（20 对）
	--	--	--	--	--	90		在建（1 对）
新疆基地 （潞新公 司）	露天煤矿	806.70	682.00	1.70	不粘煤	300	1102.00	在产
	二矿	20361.00	6219.30	20.20	不粘煤	220		在产
	砂墩子矿	93977.30	69401.60	165.20	不粘煤	300		在产
	沙尔湖矿	186039.00	176737.00	803.00	长焰煤	200	12.00	在建
小计	--	6500.00	5200.00	--	--	820	1114.00	在产（3 对）
	--	266000.00	219400.00	--	--	200		在建（1 对）
合计	--	--	--	--	--	7800	8580.00	在产（35 对）
	--	--	--	--	--	1090		在建（3 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

停缓建矿井方面，目前公司在山西省内拥有停缓建矿井 7 对，均为整合矿，分别为静安（90 万吨/年）、宇鑫（90 万吨/年）、五里埃（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 660 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，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，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，退出 3 对矿井，退出产能合计 210 万吨/年，包括前文明（90 万吨/年）、大汉沟（90 万吨/年）和小南村（30 万吨/年）；上述矿井均不是计划外退出产能，不申请享受中央财政奖补资金，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，2019 年预计新增产能 890 万吨/年（古城煤矿投产新增 800 万吨/年，黑龙江煤矿投产新增 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。2018 年，公司原煤产量达到 8580 万吨，较 2017 年增长 7.05%，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。2018 年公司整合矿产量合计 1537.72 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。

公司依据自身贫煤和贫瘦煤的特点，研发了烟煤喷吹技术。公司喷吹煤销量约占冶金行业烟煤市场的 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效益煤生产，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 4 2016—2019 年 3 月公司煤炭生产指标比较

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
原煤产量(万吨)	7292	8015	8580	1925
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)	10.86	10.89	10.91	10.93

死亡率(人/百万吨)	0.00	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。

煤炭销售

公司煤炭储量丰富，煤质品种优良，原煤产量大，喷吹煤产量规模较大，市场份额突出，产品销路稳定。

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，2018 年公司共完成煤炭销量合计 7999 万吨，较 2017 年增长 5.24%，销量持续增长。

销售价格方面，公司商品煤销售均价在 2016—2018 年分别为 309.53 元/吨、475.90 元/吨和 511.25 元/吨，2018 年公司商品煤销售均价同比上涨 7.42%。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 年以来公司主要煤炭产品价格均高位运行，2018 年原煤、喷吹煤价格涨幅分别为 5.58% 和 8.47%；洗精煤价格同比下降 6.71%，主要系下游焦炭市场形势影响所致。2019 年 1—3 月，公司商品煤销售均价下降至 510.37 元/吨。

表 5 公司 2016—2019 年 3 月底商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	4674	261.53	5449	396.60	5650	418.74	1157	401.64
喷吹煤	1499	493.80	1686	746.05	1826	809.26	413	804.84
洗精煤	126	591.00	162	913.21	206	851.94	68	882.35
其他洗煤	483	80.53	304	166.49	317	222.08	97	292.78
合计	6782	309.53	7601	475.90	7999	511.25	1735	510.37

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
资料来源：公司提供

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 1625 万吨、1848 万吨和 2032 万吨，分

别占当年公司商品煤总销量的 23.96%、24.31% 和 25.40%；2019 年 1—3 月，公司喷吹煤和洗精煤销量合计为 481 万吨，占当期公司商品煤销量的 27.72%。

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。2018 年，非煤业务实现收入 1311.86 亿元，同比上升 12.05%；实现毛利润 39.74 亿元，较 2017 年大幅上升 169.42%。

2019 年 1—3 月，公司非煤业务实现收入 298.16 亿元，为 2018 年全年的 22.73%。

贸易业务

2018 年以来公司为防范贸易风险，精细化贸易收入，去除部分利润低、风险大的业务。但贸易业务毛利率仍较低，对公司整体利润贡献较小。

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行承兑汇票等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

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

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

钢材贸易主要有两种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购钢材，并负责钢材的发运，运费一般由公司代垫，

由下游客户负担；模式二：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

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

公司贸易的结算模式主要采用现款现货，占比 90%，回款情况良好。

2018 年公司贸易板块实现营业收入 897.55 亿元，同比下降 10.05%，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。公司主动降低贸易业务收入占比，有利于夯实和突出主业、降低贸易风险。

2019 年 1—3 月，公司贸易业务实现营业收入 213.38 亿元，占主营业务收入 55.18%，公司贸易收入依然是公司主营业务收入的主要组成部分。

焦化及化肥业务

公司焦化及化肥业务收入稳定，对公司利润形成较好补充。

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”）。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；潞安焦化年产能为 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，先进产能占比到 2020 年将超过 50%。

2018 年，羿神能源生产焦炭 127 万吨，潞安焦化生产焦炭 120 万吨，五阳弘峰生产焦炭 47 万吨，合计焦炭产量为 294 万吨，公司共实现焦炭销售收入 52.58 亿元，同比增长 32.11%。除焦炭产品外，公司焦化业务其他产品主要包括焦油、煤气等，2018 年实现收入 9.12 亿元。

表 6 2018 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	120	124	22.55
五阳弘峰	60	47	47	8.03
羿神能源	210	127	130	22.00
合计	426	294	301	52.58

资料来源：公司提供

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 2018 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。2018 年，硝酸磷钾肥产量为 29.49 万吨，硝酸磷钾肥产量为 22.62 万吨，产能利用率分别为 32.77% 和 22.62%，主要系化肥市场低迷及库存化肥较多相应减少生产所致。

2018 年公司化肥业务共实现营业收入 33.73 亿元，相比 2017 年增长 15.99%，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 32.68 亿元。不过受制于原料价格上涨，毛利率则略有下滑，2018 年公司化肥业务毛利率为 22.27%。

2019 年 1—3 月，公司共实现化肥业务收入 6.35 亿元，化肥业务的毛利率小幅下滑至 21.30%。

表 7 2018 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	29.49	28.82	4.69
硝酸磷钾肥	100	22.62	22.39	4.51
硝酸铵	40	41.77	43.96	6.80
苯胺	26	20.53	20.87	16.68
合计	--	--	--	32.68

资料来源：公司提供

煤基合成油业务

公司煤基油 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。

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高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。

2018 年，公司煤基合成油示范项目总收入 16.79 亿元，利润总额-5.09 亿元，亏损较大；其中主要产品实现收入 10.48 亿元（包括液体石蜡 5.05 亿元、稳定轻烃 1.33 亿元、尿素 3.85 亿元、液氨 0.25 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 11.82 万吨、尿素 23.21 万吨、稳定轻烃 3.49 万吨等。

表 8 2018 年煤基油示范项目主要产品产销情况
(单位: 万吨、亿元)

主要产品	产量	销量	收入
液体石蜡	11.82	11.78	5.05
稳定轻烃	3.49	3.46	1.33
尿素	23.21	23.08	3.85
液氨	1.05	1.05	0.25
合计	--	--	10.48

资料来源：公司提供

光伏业务

太阳能项目目前尚未完全投产，多晶硅项目正积极调整中。

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；2018 年，公司太阳能业务实现营业收入

8.68 亿元，毛利率为-1.18%。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。

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。

4. 经营效率

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，2018 年上述指标分别为 7.78 次、10.96 次和 0.74 次，较 2017 年有所下降。总体看，公司经营效率有所下滑。

5. 同行业对比

同行业对比大同煤矿集团有限责任公司（联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA）和山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA），公司煤炭储量规模相近，经营效率、盈利能力及获现能力处行业内中等水平。

从山西地区大型煤炭集团运营效率指标来看，公司处于山西地区大型煤炭集团中等水平。

表 9 同业对比数据
(单位: 亿吨、万吨、元/吨、亿元、%、倍)

项目	公司	大同煤矿集团有限责任公司	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司
可采储量	42.54	70.54	39.72
煤炭产量	8580	13721.66	5910.00
煤炭售价	511.25	376.96	592.80
资产总额	2408.79	3425.86	2755.74

所有者权益	509.22	730.69	641.92
全部债务	1359.59	2325.02	1691.36
营业收入	1775.42	1765.97	1709.55
利润总额	35.03	19.08	42.33
经营活动现金流净额	146.26	139.70	209.76
营业利润率	10.37	15.68	14.62
资产负债率	78.86	78.67	76.71
全部债务资本化比率	72.75	77.82	75.72
流动比率	63.66	92.46	62.83
经营现金流动负债比	11.28	10.12	13.69
EBITDA 利息倍数	2.00	1.44	2.14
全部债务/EBITDA	9.20	16.85	8.11

资料来源：联合资信整理

6. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司重点在建工程 2 项，其中，煤矿项目 1 个、煤基化工项目 1 个。上述在建项目计划总投资 319.45 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 282.33 亿元。

目前古城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/年，当前核定产能 800 万吨/年，投产后将是公司产能规模最大的现代化矿井，截至 2019 年 3 月古城矿井累计验收进尺 82000 米，土建及安装工程全部完工；选煤厂土建及安装全部完工，铁路专用线全线开工，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 2019 年内矿建工程能够实现完工，开始进行联合试运转，2019 年底正式竣工投产；古城煤矿未来投资和建设

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。

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，根据公司规模，本项目将于 2019 年内实现达产。

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 2018 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。

表 10 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		截至 2019 年 3 月底已完成	2019 年投资规划
			企业自筹	债务融资		
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	77.17	9.74
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	71.68	165.00	205.16	31.52
合计	--	319.45	100.65	218.80	282.33	41.26

资料来源：公司提供

7. 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、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。

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（以下简称“潞安化工”），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），截至目前潞安集团旗下 11 家企业股权已实现划转。

总体看，公司在积极扩张煤炭资源储量及产能的基础上，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；3. 神火股份承担公司因本案支出的律师费和仲裁费用。2015 年 5 月 8 日，北京仲裁委员会受理公司的仲裁反请求。北京仲裁委员会于 2016 年 3 月 7 日作出〔2016〕京仲裁字第 0289 号裁决后，神火股份向上海市第二中级人民法院申请冻结公司持有的潞安环能股票 6.28 亿股。

2019 年 8 月 22 日，公司与神火股份签署《一揽子和解协议》，主要内容如下：1. 关于案涉探矿权应补缴的价款金额及转让审批机关和程序。涉探矿权未参与评估计算的 333 可采储量共计 344.55 万吨，按 2013 年 9 月山西省标准（2.6 元/吨）计算，共应补缴人民币 895.83 万元（以下币种均为人民币）；由山西省自然资源厅以自然资源部名义实施行政许可，对案涉探矿权进行补缴款的征收，于会议纪要签署后 3 个工作日内向神火股份出具补缴款征收通知，并办理转让审批登记手续。神火股份应于收到补缴款征收通知之日起 2 个工作日内缴清 333 欠缴资源款 895.83 万元。2. 关于案涉探矿权转让合同的履行。双方同意案涉探矿权转让合同继续履行。同时，神火股份同意一次性补偿公司 5 亿元。履行方式为：①潞

安集团应向神火股份支付案涉探矿权转让剩余价款 29.60 亿元（合同约定转让款 47.00 亿元-已付 17.40 亿元=29.60 亿元）；②神火股份应向潞安集团补偿 5 亿元；③上述①和②抵扣后，潞安集团应付金额为 24.60 亿元，于 2019 年 9 月 15 日前一次性支付给神火股份，如 2019 年 9 月 15 日之前未办理完毕探矿权转让过户手续，潞安集团则于办理完毕探矿权转让过户手续之日一次性支付给神火股份，神火股份于收到款项后 15 个工作日内向潞安集团出具全额发票；④案涉探矿权所涉的税费依法各自负担；⑤神火股份放弃向潞安集团主张延迟支付余款的滞纳金、违约金以及资金占用利息，潞安集团放弃向神火股份主张已付款项产生的资金占用费；⑥神火股份于协调会议纪要签署后 10 个工作日内办理探矿权转让审批应提交的材料，潞安集团予以配合。3. 关于关联案件的处理。双方于协调会议纪要会签当日共同向上海市第二中级人民法院提交《一揽子和解协议》，对前期冻结潞安环能 6.28 亿股股票申请解冻；双方确认案涉仲裁裁决即（2016）京仲裁字第 0289 号仲裁裁决对双方不再具有约束力，并于签署《一揽子和解协议》次日提交撤回所有与本案探矿权转让相关诉讼及仲裁的申请以及解除相应查封的申请，因纠纷产生各自已经支付的诉讼费、仲裁费、申请撤销裁决以及申请执行费等相关费用由各自负担。在《一揽子和解协议》履行完毕时，上海市第二中级人民法院裁定终结执行案涉仲裁裁决、北京市第三中级人民法院出具准予撤回撤裁申请的裁定；案涉仲裁裁决经人民法院裁定终结执行，不再具有效力，仲裁条款亦失效。双方就案涉探矿权的任何事项不再发生任何争议，不再提起任何形式的诉讼或仲裁。

2019 年 9 月 5 日，公司与河南神火纠纷一案因执行需要，公司持有潞安环能的无限售流通股 6.28 亿股于 2019 年 9 月 5 日被上海市第二中级人民法院予以解除冻结。2019 年 9 月 12 日，公司支付案涉探矿权转让剩余价款

29.60 亿元。截至 2019 年 10 月 8 日，《一揽子和解协议》已按照约定的时间节点履行完毕。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供了 2017—2018 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

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一级子公司合计 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一级子公司合计 63 家，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。

2018 年公司纳入合并报表的一级子公司合计 57 家，当期公司合并报表范围增加二级子公司 6 家，不再纳入合并范围的二级子公司 12 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2408.79 亿元，所有者权益合计 509.22 亿元（包含少数股东权益 218.11 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1775.42 亿元，利润总额 35.03 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2424.39 亿元，所有者权益合计 512.75 亿

元（包含少数股东权益 221.96 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业总收入 399.91 亿元，利润总额 8.75 亿元。

2. 资产质量

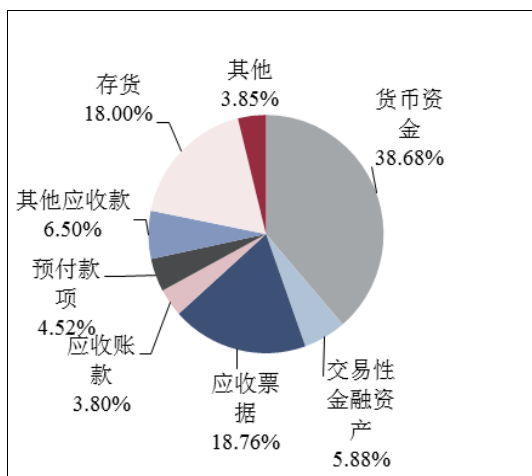
公司流动资产中货币资金、应收票据所占比重较大，现金类资产较充裕；非流动资产中固定资产、在建工程 and 无形资产比重较大，受公司在建项目持续投入以及无形资产评估增值影响，公司非流动资产持续增长；公司主要资产受限程度不高，整体资产质量较好。

2016—2018 年，公司资产总额波动中有所增长，年均复合增长 9.26%。截至 2018 年底，公司资产总额为 2408.79 亿元，较上年底下降 0.37%，主要系应收票据、应收账款、买入返售金融资产和在建工程减少所致，其中流动资产占比 34.26%，非流动资产占比 65.74%。

2016—2018 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 12.02%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 825.28 亿元，较 2017 年底下降 4.61%，流动资产的减少主要来自于应收票据、应收账款、预付款项和买入返售金融资产的减少。

从流动资产构成看，截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 38.68%）、应收票据（占 18.76%）、存货（占 18.00%）和其他应收款（占 6.50%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报告

2016—2018 年，公司货币资金快速增长。截至 2018 年底，公司货币资金 319.25 亿元，同比增长 8.22%，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 76.63 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 47.52 亿元及信用证保证金 16.52 亿元，受限资金占 24.00%，公司货币资金受限程度一般。

2016—2018 年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合增长 13.73%，主要系公司销售方面票据结算量增加所致。其中截至 2017 年底，公司应收票据合计 214.90 亿元，较 2016 年底大幅增长 79.55%；截至 2018 年底，公司应收票据合计 154.82 亿元，较 2017 年底降低 29.96%，主要系现金回款比例增加所致。截至 2018 年底，公司应收票据占流动资产比重为 18.76%，公司应收票据主要为银行承兑汇票，占比 94.58%，其中用于质押的银行承兑汇票为 21.31 亿元，受限程度一般。

2016—2018 年，公司应收账款年均复合下降 32.93%。截至 2018 年底，公司应收账款账面净额 31.39 亿元，同比下降 43.26%，共计提坏账准备 12.28 亿元，计提比例 28.12%。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 2.21 亿元，计提比例为 50.22%；按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额合计 38.89 亿元，其中，1 年以内的占 48.42%，1~2 年的占 14.20%，2~3 年的占 5.13%，3 年以上的占 32.25%。年末公司按欠款方归集的应收账款账面余额前五名合计 3.36 亿元，占应收账款年末余额的 7.68%，公司应收账款集中度不高。

2016—2018 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 8.97%。截至 2018 年底，公司预付款项合计 37.30 亿元，较上年底下降 19.27%；其中，1 年以内的占 13.74%、1~2 年的占 6.58%、2~3 年的占 3.33%、3 年以上的占 76.35%，公司预付款项综合账龄较长。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增

长, 年均复合增长 30.44%。截至 2018 年底, 公司其他应收款账面价值为 53.54 亿元, 较上年底上升 88.71%, 主要系子公司煤基清洁能源公司与美国空气产品公司的合资公司出售汽化炉资金尚未完全收回所致。截至 2018 年底, 公司其他应收款账面余额为 60.00 亿元, 共计计提坏账准备 6.35 亿元, 计提比例为 10.58%, 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 5.86 亿元; 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 51.69 亿元, 其中 1 年以内的占 85.42%、1~2 年的占 2.25%、2~3 年的占 0.95%、3 年以上的占 11.38%。

2016—2018 年, 公司买入返售金融资产波动中有所增长, 年均复合增长 112.57%。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。截至 2018 年底, 公司买入返售金融资产为 4.74 亿元, 较 2017 年底减少 10.26 亿元, 主要系逆回购到期所致。

2016—2018 年, 公司存货波动中有所增长。截至 2018 年底, 公司存货合计 148.57 亿元, 同比上升 10.54%, 公司存货以原材料、半成品、库存商品为主, 共计提 0.20 亿元跌价准备。

2016—2018 年, 公司非流动资产持续增长, 年均复合增长为 9.26%。截至 2018 年底, 公司非流动资产 1583.51 亿元, 同比增长 1.99%, 主要系固定资产、长期股权投资和其他非流动资产增加所致。同期, 公司非流动资产主要由固定资产(占 40.25%)、在建工程(占 32.97%)和无形资产(占 16.75%)构成。

2016—2018 年, 公司固定资产波动中有所增长, 年均复合增长 12.96%。截至 2018 年底, 公司固定资产账面原值 1070.02 亿元, 同比增长 11.72%, 主要系房屋建筑物、机器设备增加所致; 累计折旧合计 430.39 亿元; 固定资产减值准备 2.26 亿元, 固定资产账面价值 637.37

亿元, 较 2017 年底增长 14.46%。

2016—2018 年, 公司在建工程波动下降, 年均复合下降 7.59%。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。截至 2018 年, 公司在建工程合计 522.09 亿元, 较 2017 年底减少 14.64%, 主要系美国空气产品公司认可 180 项目的未来效益, 出资购入 180 项目中汽化炉部分所致。

2016—2018 年, 公司无形资产波动增长, 年均复合增长 24.81%。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 年底, 公司无形资产合计 265.16 亿元, 主要为土地使用权(占比 11.08%)和采矿权及探矿权(占比 82.63%), 同比变化不大。2018 年, 公司计提减值准备 8.08 亿元, 主要系公司根据山西省政府有关规定, 确定了公司忻州地区煤矿减量重组实施方案, 对大汉沟煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司、忻丰煤业公司和前文明煤业公司资产进行了减值测试, 并计提了资产减值准备。

2016—2018 年, 公司其他非流动资产快速增长, 年均复合增长 115.88%。截至 2018 年底, 公司其他非流动资产 52.46 亿元, 同比增长 130.22%, 主要由于新增煤基清洁能源委托贷款 21.60 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底, 公司资产总额为 2424.39 亿元, 较 2018 年底增长 0.65%。从结构看, 公司流动资产占比 34.39%, 非流动资产占比 65.61%, 资产结构变化不大。同期, 公司流动资产合计 833.87 亿元, 较 2018 年底上升 1.04%。流动资产结构中现金类资产合计 419.02 亿元, 现金类资产仍较为充裕, 流动资

产整体变现能力较强。截至 2019 年 3 月底，公司非流动资产合计 1590.53 亿元，较 2018 年底增长 0.44%，非流动资产构成变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 361.39 亿元，其中受限部分 75.58 亿元，受限占比为 20.91%。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

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。

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 26.34%。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 2018 年底，公司所有者权益合计为 509.22 亿元，同比增长 2.69%。其中，公司其他权益工具增长至 89.02 亿元，主要由于公司于 2018 年 3 月新增发行 20 亿元 2018 年度第一期可续期中期票据“18 潞安 MTN001”；截至 2018 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 8.49%）、资本公积（占 25.03%）、其他权益工具（占 17.48%）、专项储备（占 7.51%）和少数股东权益（占 42.83%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 512.75 亿元，较 2018 年底增长 0.69%，公司权益结构方面基本保持稳定。

负债

公司债务规模持续增长，且短期债务占比较高；随着 2018 年永续债发行，公司所有者权益规模持续增长，主要债务指标均有所下降；公司当前债务负担较重，未来随着在建项目持续推进，公司债务负担仍有加重趋势。

2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 8.18%。截至 2018 年底，公司负债总额

1899.57 亿元，较上年底下降 1.16%，其中流动负债占 68.24%，非流动负债占 31.76%。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.67%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 1296.33 亿元，较上年底下降 2.84%，公司流动负债主要由短期借款（占 23.10%）、应付账款（占 21.51%）、应付票据（占 12.72%）、其他流动负债（占 14.42%）和一年内到期的非流动负债（占 13.60%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动中有所增长，年均增长 0.29%。截至 2018 年底，公司短期借款为 299.39 亿元。同期，公司短期借款主要为信用借款，占比为 89.02%。

2016—2018 年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增长 8.27%。截至 2017 年底，公司应付票据合计 189.57 亿元，较上年底增长 34.73%，主要系公司采购方面票据支付比例上升所致。截至 2018 年底，公司应付票据合计 164.95 亿元，较上年底下降 12.99%，公司应付票据主要为银行承兑汇票 99.30 亿元。

2016—2018 年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合增长-0.51%。截至 2018 年底，公司应付账款合计 278.78 亿元，较上年底上升 3.34%。其中 1 年以内款项占 59.01%，1~2 年占 16.87%，2~3 年占 6.55%，3 年以上占 17.57%，公司应付账款综合账龄较短。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 1.78%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 176.31 亿元，较上年底增长 11.41%，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。

2016—2018 年，公司其他流动负债有所增长，年均复合增长 7.11%。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 186.95 亿元，较上年底增长 1.39%，其中应付超短期债券和应付短期债券分别为 121.85 亿元和 44.52 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债有所增长，

年均复合增长 8.18%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 603.24 亿元，较上年底增长 2.65%，主要系长期借款和应付债券增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 30.41%）、应付债券（占 52.02%）、长期应付款（占 5.75%）和其他非流动负债（占 8.41%）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。

2016—2018 年，公司长期借款有所增长，年均复合增长 5.66%。截至 2018 年底，公司长期借款余额 183.43 亿元，较上年底增长 6.54%，其中信用借款 133.71 亿元（占 72.89%），保证借款 44.85 亿元（占 24.45%），其余为抵质押借款。

2016—2018 年，公司应付债券规模快速增长。截至 2018 年底，公司应付债券余额 313.79 亿元，主要为公司及下属子公司发行的短期融资券、超短期融资券、私募债、公司债和中期票据。其中，私募债余额为 63.11 亿元，企业债余额为 40.00 亿元，公司债余额为 144.96 亿元，中期票据余额为 96.32 亿元。

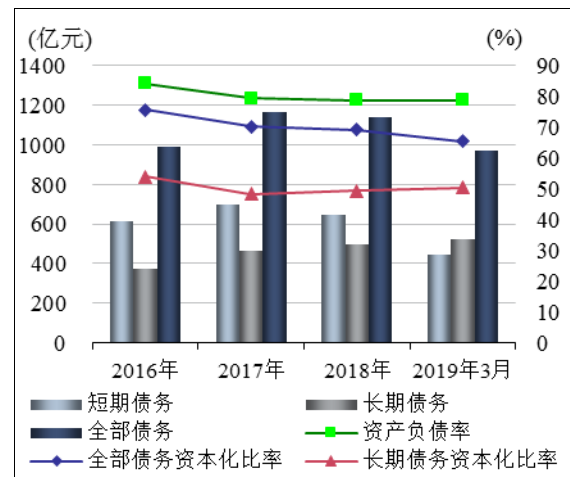
2016—2018 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 34.48%。截至 2018 年底，公司长期应付款合计 34.67 亿元，较上年底下降 43.94%，公司长期应付款主要为融资租赁款和采矿权转让款。

2016—2018 年，公司预计负债快速增长，年均复合增长 807.09%。截至 2018 年底，公司预计负债余额 8.63 亿元，较上年底增长 549.07%，主要系新增三供一业移交预计承担的维修改造费用 6.75 亿元所致。

截至 2018 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。

图 6 近年公司债务负担情况



资料来源：财务报告

有息债务方面，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，2016—2018 年，公司调整后全部债务规模年均增长 3.64%。截至 2018 年底，公司调整后全部债务为 1359.59 亿元，较上年底下降 6.36%，主要系公司短期债务减少所致。截至 2018 年底，经调整后的公司短期债务占全部债务比重为 60.62%，经调整后的长期债务占比 39.38%，公司短期债务占比仍然较高，债务结构有待改善。

截至 2020 年 2 月底，公司集团本部报表范围内调整后有息债务 1119.66 亿元，其中 2020—2022 年到期有息债务规模分别为 504.34 亿元、187.25 亿元和 242.52 亿元，2020 年到期债务规模较大，公司存在一定的集中兑付压力。

表 11 公司集团本部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	201.38					
长期借款	95.39	82.58	67.84	15.95	12.65	86.65
存续期债券	153.05	76.52	173.4	40.00		
融资租赁款	19.52	5.15	1.28	0.30		
理财直融		23.00				
保险债权	35.00				10.00	20.00
合计	504.34	187.25	242.52	56.25	22.65	106.65

资料来源：公司提供

债务指标方面,从调整后的债务指标看,2018 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 72.75%和 51.26%,分别较 2017 年下降 1.79 和 2.08 个百分点。

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”“18MTN001”实为债务,合计余额 89.02 亿元,将其调整为债务后,2018 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 82.56%、81.39%和 65.35%。公司整体债务负担进一步加重。

截至 2019 年 3 月底,公司负债总额合计 1911.65 亿元,较 2018 年底增长 0.64%,主要系公司长期借款增长所致。其中流动负债占 67.20%,流动负债占比较 2018 年底下降 1.04%。同期,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,公司调整后全部债务为 1206.44 亿元,较 2018 年底调整后全部债务下降 11.26%,其中短期债务占全部债务比重为 53.68%,经调整后的长期债务占比为

46.32%,公司短期债务占比仍然较高,债务结构有待改善。

截至 2019 年 3 月底,公司资产负债率为 78.85%,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,公司调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.18%和 52.15%。

截至 2019 年 3 月底,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,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调整为 82.52%、75.35%和 60.46%。

截至 2020 年 3 月底,公司集团本部报表范围内存续债务融资工具余额为 549.97 亿元,2020 年公司到期债券为 150.05 亿元(考虑到债券回售期,2020 年到期债券合计 220.05 亿元),2020 年到期债券规模较大,公司存在一定的集中兑付压力。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司本部主要存续期债券情况(单位:亿元)

证券名称	发行日期	起息日	到期日期	当前余额	证券类别	特殊条款	下一行权日
20 潞安 SCP003	2020-03-11	2020-03-13	2020-12-08	10.00	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
20 潞安 SCP002	2020-02-18	2020-02-20	2020-11-16	10.00	超短期融资债券	事先约束,交叉违约	--
20 潞安 SCP001	2020-01-03	2020-01-07	2020-10-03	20.00	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
19 潞安 SCP006	2019-09-05	2019-09-09	2020-06-05	10.00	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
19 潞安 SCP005	2019-08-07	2019-08-09	2020-05-05	10.00	超短期融资债券	事先约束,交叉违约	--
19 潞安 CP003	2019-04-26	2019-04-29	2020-04-29	10.00	一般短期融资券	交叉违约,事先约束	--
19 潞安 CP002	2019-04-22	2019-04-24	2020-04-24	10.00	一般短期融资券	交叉违约,事先约束	--
17 潞安 MTN002	2017-04-12	2017-04-13	2020-04-13	20.00	一般中期票据	--	--
15 潞安 01	2015-10-15	2015-10-15	2020-10-15	15.75	私募债	调整票面利率,回售	--
15 潞安 02	2015-10-15	2015-10-15	2020-10-15	4.30	私募债	--	--
15 潞安 MTN003	2015-06-23	2015-06-24	2020-06-24	20.00	一般中期票据	延期,赎回,利息递延权,持有人救济,调整票面利率	2020-06-24
15 潞安 MTN002	2015-05-20	2015-05-22	2020-05-22	10.00	一般中期票据	调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济,延期	2020-05-22
小计				150.05	--	--	--
20 潞安 CP001	2020-02-20	2020-02-24	2021-02-24	20.00	一般短期融资券	交叉违约,事先约束	--

18 潞安 PPN002	2018-07-24	2018-07-26	2021-07-26	10.00	定向工具	回售,调整票面利率	2020-07-26
18 潞安 MTN003	2018-07-05	2018-07-09	2021-07-09	20.00	一般中期票据	交叉违约,事先约束	--
18 潞安 PPN001	2018-06-12	2018-06-14	2021-06-14	10.00	定向工具	回售,调整票面利率	2020-06-14
18 潞安 MTN002	2018-04-19	2018-04-23	2021-04-23	20.00	一般中期票据	交叉违约,事先约束	--
18 潞安 MTN001	2018-03-20	2018-03-22	2021-03-22	20.00	一般中期票据	事先约束,利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期	2021-03-22
16 潞矿 04	2016-09-27	2016-09-27	2021-09-27	8.10	私募债	回售,调整票面利率	--
16 潞矿 02	2016-09-09	2016-09-09	2021-09-09	13.42	私募债	调整票面利率,回售	--
16 潞安 MTN001	2016-05-11	2016-05-11	2021-05-11	15.00	一般中期票据	--	--
小计				136.52	--	--	--
19 潞安 Y1	2019-11-21	2019-11-25	2022-11-25	20.00	私募债	调整票面利率,延期,利息递延权	2022-11-25
19 潞安 MTN001	2019-06-19	2019-06-21	2022-06-21	20.00	一般中期票据	事先约束,利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期	2022-06-21
17 潞安 MTN003	2017-11-09	2017-11-10	2022-11-10	10.00	一般中期票据	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期	2022-11-10
17 潞安 01	2017-08-24	2017-08-29	2022-08-29	20.00	私募债	回售,调整票面利率	2020-08-29
17 潞安 MTN001	2017-03-13	2017-03-15	2022-03-15	15.00	一般中期票据	--	--
小计				85.00	--	--	--
20 潞安 PPN001	2020-02-20	2020-02-24	2023-02-24	20.00	定向工具	--	--
20 潞安 PPN002	2020-03-18	2020-03-20	2023-03-20	10.00	定向工具	--	--
20 潞安 MTN001	2020-03-18	2020-03-20	2023-03-20	10.00	一般中期票据	延期,交叉违约,事先约束,调整票面利率,赎回,持有人救济,利息递延权	2023-03-20
18 潞矿 02	2018-08-02	2018-08-07	2023-08-07	20.00	私募债	交叉违约,回售,调整票面利率,事先约束	2020-08-07
13 潞矿债 02	2013-04-25	2013-04-25	2023-04-25	10.00	一般企业债	回售,调整票面利率	2020-04-25
13 潞矿债 01	2013-04-25	2013-04-25	2023-04-25	30.00	一般企业债	--	--
小计				100.00	--	--	--
19 潞矿绿债 NPB02	2019-08-20	2019-08-22	2024-08-22	28.40	一般企业债	调整票面利率,回售	2022-08-22
19 潞矿绿债 NPB01	2019-06-28	2019-07-02	2024-07-02	30.00	一般企业债	交叉违约,调整票面利率,回售	2022-07-02
19 潞安 01	2019-04-22	2019-04-25	2024-04-25	20.00	私募债	回售,调整票面利率	2022-04-25
小计				78.40	--	--	--
合计				549.97	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

集中兑付方面，考虑到“20潞安SCP003”“20潞安SCP002”“20潞安SCP001”“19潞安SCP005”“19潞安SCP006”“19潞安CP002”“19潞安CP003”“17潞安MTN002”“15潞安01”“15潞安02”以及“15潞安MTN003”“15潞安MTN002”“18潞安PPN01”“18潞安PPN02”“17潞安01”“18潞安02”“13潞矿债02”的特殊条款，均于2020年行权或到期。则2020年偿付金额为

220.05亿元（以下简称“测算额度”）。以2016—2018年数据为基准，公司经营活动现金流入量分别为测算额度的6.50倍、6.39倍和7.11倍；经营活动现金流量净额分别为测算额度的0.06倍、0.08倍和0.66倍。2016—2018年，公司EBITDA分别为73.06亿元、124.34亿元和147.86亿元，分别为测算额度的0.33倍、0.57倍和0.67倍，公司经营活动现金流入量对测算额度的保障程度较高。

表 13 公司本部 2020 年行权或到期兑付债券情况 (单位: 亿元)

证券名称	到期日期	当前余额	特殊条款	下一行权日
20 潞安 SCP003	2020-12-08	10.00	交叉违约, 事先约束	--
20 潞安 SCP002	2020-11-16	10.00	事先约束, 交叉违约	--
20 潞安 SCP001	2020-10-03	20.00	交叉违约, 事先约束	--
19 潞安 SCP006	2020-06-05	10.00	交叉违约, 事先约束	--
19 潞安 SCP005	2020-05-05	10.00	事先约束, 交叉违约	--
19 潞安 CP003	2020-04-29	10.00	交叉违约, 事先约束	--
19 潞安 CP002	2020-04-24	10.00	交叉违约, 事先约束	--
17 潞安 MTN002	2020-04-13	20.00	--	--
15 潞矿 01	2020-10-15	15.75	调整票面利率, 回售	--
15 潞矿 02	2020-10-15	4.30	--	--
15 潞安 MTN003	2020-06-24	20.00	延期, 赎回, 利息递延权, 持有人救济, 调整票面利率	2020-06-24
15 潞安 MTN002	2020-05-22	10.00	调整票面利率, 赎回, 利息递延权, 持有人救济, 延期	2020-05-22
18 潞安 PPN002	2021-07-26	10.00	回售, 调整票面利率	2020-07-26
18 潞安 PPN001	2021-06-14	10.00	回售, 调整票面利率	2020-06-14
17 潞安 01	2022-08-29	20.00	回售, 调整票面利率	2020-08-29
18 潞矿 02	2023-08-07	20.00	交叉违约, 回售, 调整票面利率, 事先约束	2020-08-07
13 潞矿债 02	2023-04-25	10.00	回售, 调整票面利率	2020-04-25
合计		220.05		

资料来源: Wind, 联合资信整理

4. 盈利能力

公司整体收入规模有所增长, 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, 但盈利水平仍较低。

随着 2016 年下半年以来煤炭市场的快速回暖, 公司全年煤炭销售实现量价回升, 煤炭产业收入同比增长, 同时公司加大对边际利润低、风险高贸易业务的清理, 贸易业务收入下滑明显, 2017 年公司整体营业收入 1607.50 亿元, 较 2016 年相对保持稳定; 2018 年公司整

体营业收入 1775.42 亿元, 较 2017 年增长 10.45%, 其中因煤炭销售量价齐涨, 煤炭产业收入同比增长 17.83%, 贸易收入则继续下滑。2018 年, 由于煤炭产业毛利率的大幅回升及低盈利性贸易业务占比的下降, 公司营业利润率上升至 10.37%。

期间费用方面, 2016—2018 年, 公司期间费用快速增长, 年均复合增长 29.16%。2018 年公司期间费用合计 133.81 亿元, 同比增加 21.06%, 占营业收入的 7.54%, 占比较 2017 年上升 0.66 个百分点。2018 年公司财务费用快速增长, 同时受职工薪酬增加, 管理费用也有较快增长, 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投资收益和资产处置收益。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; 2018 年, 公司投资收益为 2.29 亿元, 较 2018 年下降 61.02%, 主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益减少所致。2018 年, 公司资产收益为 1.22 亿元, 主要是无形资产处置利得所致。

2018 年, 公司资产减值损失 12.96 亿元, 主要包括坏账损失 (2.62 亿元) 和无形资产减值损失 (8.08 亿元), 同比增长 168.78%, 主要系公司对大汉沟煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司、忻丰煤业公司和前文明煤业公司资产计提资产减值准备所致。

营业外收支方面, 2018 年, 公司营业外收入为 1.56 亿元, 公司营业外收入为政府补助和违约赔偿收入等; 同期, 营业外支出为 7.13 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; 2018 年, 公司实现营业外收支净额为 -5.57 亿元。

随着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, 2017 年, 公司利润总额为 29.30 亿元, 同比增加 27.15 亿元;

2018 年，公司利润总额为 35.03 亿元，同比增加 5.73 亿元。此外，近年来非经常性损益对公司利润总额影响程度高。

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 10.37%、4.28%和 2.31%。

2019 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额分别为 399.91 亿元和 8.75 亿元，在利润总额中公允价值变动收益和投资收益分别为 1.18 亿元和 3.59 亿元；公司营业总收入和利润总额分别占 2018 年全年的 22.52%和 24.97%；同期，公司营业利润率为 7.60%，较 2018 年底下降 2.77 个百分点。

5. 现金流分析

公司经营活动产生的现金流入规模较大，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。

经营活动现金流入方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，2018 年公司经营活动现金流入量为 1563.91 亿元，较上年增长 11.17%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1530.98 亿元。经营活动现金流出方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流出量保持相对稳定，2018 年公司经营活动现金流出量为 1417.65 亿元，较上年上升 2.05%，其中公司购买商品、接收劳务支付的现金 1172.53 亿元。2016—2018 年，公司经营性净现金流快速增长，年均复合增长 226.19%，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 146.26 亿元，同比增长 733.44%，主要系 2016 年以来煤炭行业复苏，煤炭销售价格上涨，同时公司提高承兑煤价和现汇煤价价差，鼓励客户现汇结算，导致销售商品产生的现金流净额较去年同期大幅增加。整体来看，公司经营活动获现能力增强。近三年，公司现金收入比分别为 87.96%、85.17%和 86.23%，近年来公司现金

收入比变化不大。

投资活动现金流入方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动增长。其中，2018 年，公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金为 50.92 亿元，较上年大幅增长 50.82 亿元，主要系出售 180 项目中汽化炉部分所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 30.15%。其中，2018 年，公司投资活动现金流出 276.59 亿元，同比下降 8.34%，主要是投资支付的现金减少所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -60.29 亿元、-75.65 亿元和 -5.95 亿元。2018 年，由于投资活动现金流出的规模相较于投资活动现金流入大幅下降，投资活动产生的现金流量净流出大幅减少，经营活动现金流量能满足投资活动产生的现金流出。

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，2018 年公司筹资活动现金流入量为 779.19 亿元，其中取得借款收到现金 761.25 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 788.29 亿元，同比增长 13.40%；公司筹资活动现金流量净额为 -118.84 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入合计 356.27 亿元，经营活动现金流量净额为 39.64 亿元；投资活动现金流量净额为 -25.04 亿元，投资活动净流出规模有所下降；同期，公司筹资活动现金流量净额为 28.59 亿元，公司筹资净流出规模大幅下降。2019 年 1—3 月，公司现金及现金等价物净增加额为 43.18 亿元。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率波动中有所增长，截至 2018 年底，公司的流动比率和速动比率为 63.66%和 52.20%，指标较弱。2018 年公司经营现金流动负债比为 11.28%。截至 2019 年 3 月底，公司上述指标分别为 64.91%和 53.89%，

现金类资产短期债务比为 0.71 倍。总体来看，公司短期偿债指标较弱，考虑到现金类资产充裕，公司短期偿债风险小。

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 规模快速增长，三年分别为 73.06 亿元、124.34 亿元和 147.86 亿元；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.21 倍、1.94 倍和 2.00 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所上升，但保障能力仍属一般水平；2016—2018 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 13.52 倍、9.37 倍和 7.72 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱；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 2016—2018 年，公司调整后的全部债务/EBITDA 分别为 17.32 倍、11.68 倍和 9.20 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 2019 年 3 月底，公司集团层面对外担保余额 55.32 亿元，占当期公司所有者权益的 10.86%，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”）。截至 2019 年 3 月底，公司为晋煤集团担保共计 48.53 亿元。晋煤集团是国有独资企业。截至 2018 年底，晋煤集团合并口径资产总额为 2755.74 亿元，所有者权益为 641.92 亿元。2018 年，晋煤集团共实现营业收入为 1708.50 亿元，利润总额为 423.31 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 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信 1399.19 亿元，其中，尚未使用额度 586.51 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（股票代码：601699.SH），具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司收入规模较小，债务负担重，利润来源主要为投资收益，偿债需依靠下属子公司。

2016—2018 年，母公司资产总额波动增长。截至 2018 年底，母公司资产总额为 1302.00 亿元，较上年底下降 2.21%，其中流动资产占比 63.21%，非流动资产占 36.79%。截至 2018 年底，母公司流动资产 822.98 亿元，主要由货币资金（116.37 亿元）、应收票据（46.30 亿元）及其他应收账款（546.52 亿元）和其他流动资产（77.16 亿元）等构成。同期，母公司非流动资产 479.01 亿元，主要由长期股权投资（238.32 亿元）、固定资产（81.40 亿元）及在建工程（84.87 亿元）和无形资产（66.15 亿元）构成。

2016—2018 年，母公司所有者权益波动中有所增长，截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 136.08 亿元，较上年底下降 29.45%。构成方面，母公司所有者权益合计主要由实收资本 43.10 亿元（占 31.67%）、资本公积 15.43 亿元（占 11.34%）和其他权益工具 89.02 亿元（占 65.42%）构成。

2016—2018 年，母公司负债持续增长。截至 2018 年底，母公司负债为 1165.92 亿元，较上年底增长 2.40%。构成方面，母公司流动负债占 58.22%，非流动负债占 41.78%，同期，母公司全部债务为 999.62 亿元，其中 59.64% 为短期债务。截至 2018 年底，公司流动负债 678.82 亿元，主要由短期借款（198.89 亿元）、应付票据（99.11 亿元）、一年内到期的非流动负债（114.67 亿元）及其他流动负债（183.46 亿元）等构成。同期，非流动负债 487.10 亿元，主要由长期借款（152.37 亿元）、应付债券（251.12 亿元）及其他非流动负债（50.75

亿元)构成。

损益方面, 2016—2018 年, 母公司营业收入持续增长。截至 2018 年底, 母公司收入为 225.43 亿元, 利润总额为-5.98 亿元。同期, 母公司投资收益为 11.24 亿元, 营业利润率为 11.19%。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面, 2016—2018年, 母公司经营性净现金流波动增长。2018年, 母公司经营活动现金流净额为146.26亿元, 其中, 经营活动现金流入量为310.08亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金, 经营活动现金流出量为278.44亿元, 主要为购买商品、提供劳务收到的现金; 同期, 母公司投资活动净现金流为-15.64亿元, 母公司筹资活动前现金流量净额为34.32亿元。

截至2018年底, 母公司资产负债率为 89.55%, 全部债务816.15亿元, 其中短期债务占比50.56%, 长期债务占比49.44%。母公司全部债务资本化比率为88.02%, 母公司债务负担较重。

8. 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 2020 年 3 月 11 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。

9. 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、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据对公司现有债务影响不大。

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元, 占公司 2019 年 3 月底调整后长期债务的 0.83%, 全部债务的 1.79%, 对公司现有债务结构影响小。

截至 2019 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(包含“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 82.52%、75.35%和 60.46%。以 2019 年 3 月底数据为基础, 并考虑已发行的“19 潞安 CP002”“19 潞安 CP003”“19 潞安 01”“19 潞安 MTN001”“19 潞安矿绿债 NPB01”“19 潞安 SCP005”“19 潞安矿绿债 NPB02”“19 潞安 SCP006”“19 潞安 Y1”“20 潞安 SCP001”“20 潞安 SCP002”“20 潞安 PPN001”“20 潞安 CP001”“20 潞安 SCP003”“20 潞安 PPN002”“20 潞安 MTN001”及拟发行 2020 年度第二期中期票据 20 亿元和本期拟发行 10 亿元中期票据, 上述债务指标将分别上升至 84.38%、78.89%和 68.84%。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还有息债务, 本期中期票据发行后, 公司实际债务指标可能低于前述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

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。

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 143.04 倍、140.68 倍和 156.39 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 1.37 倍、1.75 倍和 14.63 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。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 73.06 亿元、124.34 亿元和 147.86 亿元，分别为本期中期票据的 7.31 倍、12.43 倍和 14.79 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力很强。

出于审慎性原则，假设公司已发行的“13 潞矿 01”“13 潞矿 02”“18 潞安 02”“20 潞安 MTN001”“20 潞安 PPN001”“20 潞安 PPN002”和拟发行的山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2020 年度第二期中期票据在 2023 年到期，则 2023 年年度最高偿付金额为 130 亿元（以下简称“测算额度”）。以 2016—2018 年数据为基准，公司经营活动现金流入量分别为测算额度的 11.00 倍、10.82 倍和 12.03 倍；经营活动现金流量净额分别为测算额度的 0.11 倍、0.13 倍和 1.13 倍。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 73.06 亿元、124.34 亿元和 147.86 亿元，分别为测算额度的 0.56 倍、0.96 倍和 1.14 倍，公司经营活动现金流入量对测算额度保障程度高。

表 14 2023 年偿付债券测算明细（单位：亿元）

债券简称	到期日	债券余额
13 潞矿债 01	2023-04-25	30
13 潞矿债 02	2023-04-25	10
18 潞矿 02	2023-08-07	20
20 潞安 MTN001	2023-03-20	10
20 潞安 PPN001	2023-02-24	20
20 潞安 PPN002	2023-03-20	10
山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2020 年度第二期中期票据	--	20
山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2020 年度第三期中期票据	--	10

合计	130
----	-----

资料来源：Wind，联合资信整理

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保障能力。

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，但公司债务负担仍重，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矿产能释放，公司盈利状况好转。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。

综合以上分析，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，本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

[illegible]

附件 1-2 截至 2019 年 3 月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	62.56	煤炭生产
2	山西潞安工程有限公司	40000.00	100.00	工程建设
3	山西潞安民爆器材有限责任公司	2493.87	87.61	化工
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	山西潞安矿业集团慈林山煤业有限公司	68651.44	93.09	煤炭生产
7	山西潞安煤化有限责任公司	5667.39	59.39	电石生产
8	山西潞安塑业科技有限责任公司	1303.93	90.73	建材生产
9	山西清浪饮品有限公司	1595.27	80.57	饮料生产
10	山西潞安容海发电有限责任公司	21055.00	96.68	电力生产
11	山西潞安余吾热电有限责任公司	34013.25	99.90	煤矸石发电
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	潞安集团财务有限公司	235000.00	88.89	财务和融资等
15	内蒙古潞蒙能源有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭开采
16	山西潞安煤炭经销有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭销售
17	山西潞安鸿源房地产开发有限公司	2800.00	56.25	房地产开发
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	上海潞安实业有限公司	100.00	75.00	住宿服务等
20	山西潞安太阳能科技有限责任公司	110000.00	100.00	电池制造
21	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
22	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
23	山西潞安华亿实业有限公司	10000.00	51.00	五金焦化等
24	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
25	山西潞安集团星光煤电有限公司	60000.00	51.00	煤炭开采
26	山西潞安集团文水王家庄煤业有限责任公司	15500.00	96.77	煤炭开采
27	山西潞安煤炭技术装备有限责任公司	36939.79	100.00	设备修理
28	山西潞安集团瑞福莱醋业有限责任公司	3000.00	65.00	食醋加工
29	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
30	山西潞武农业开发有限公司	3000.00	100.00	农业种植等
31	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
32	山西潞安瑞泰投资有限责任公司	110000.00	100.00	投资及咨询
33	山西潞安创辉工贸有限责任公司	100.00	100.00	煤炭及制品批发
34	中科潞安能源技术有限公司	40000.00	75.32	技术服务
35	新疆潞安协鑫准东能源有限公司	66880.00	53.18	能源开发
36	山西潞光发电有限公司	69028.16	35.00	电力生产
37	山西潞安光伏发电有限公司	45000.00	100.00	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
38	山西潞安石圪节智华生物科技有限公司	46435.18	100.00	农林技术的开发及咨询服务
39	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
40	山西潞安配售电有限公司	3200.00	100.00	电力供应配电业务,
41	潞安国际融资租赁(横琴)有限公司	75000.00	100.00	融资租赁业务
42	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
43	山西潞安化工有限公司	100000.00	100.00	专项化学用品制造
44	山西潞安技术咨询开发研究所	125.00	56.00	煤矿技术咨询
45	山西防爆电机(集团)有限责任公司	10283.40	100.00	电机生产
46	潞安新疆煤化工(集团)有限公司	233078.00	63.38	煤炭开采
47	山西潞安戴斯酒店有限公司	1393.63	100.00	住宿服务
48	山西潞安西件硅业有限公司	12000.00	100.00	贵金属采选
49	山西潞安华亿五一煤业有限公司	15324.00	65.99	煤炭开采及洗选
50	山西潞安建设工程质量监测有限公司	100.00	100.00	技术检测
51	山西潞安宜泰国际贸易有限责任公司	58816.00	100.00	材料贸易
52	山西金源煤层气开发有限责任公司	10000.00	100.00	煤层气开发
53	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;
54	山西中科潞安半导体技术研究院有限公司	8650.00	88.44	半导体技术与设备的研究
55	潞安香港投资贸易有限公司	20000.00	100.00	进出口贸易、房地产、投资、财务
56	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
57	山西潞安精诚电机科技有限公司	1500.00	100.00	电机电子产品、电气设备制造维修、租赁

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	352.77	561.02	522.63	419.02
资产总额(亿元)	2017.68	2417.79	2408.79	2424.39
所有者权益(亿元)	319.02	495.88	509.22	512.75
短期债务(亿元)	613.57	701.43	644.15	447.60
调整后短期债务(亿元)	776.19	884.99	824.15	647.60
长期债务(亿元)	374.41	464.04	497.22	521.38
调整后长期债务(亿元)	489.55	566.88	535.45	558.83
全部债务(亿元)	987.98	1165.47	1141.37	968.98
调整后全部债务(亿元)	1265.74	1451.86	1359.59	1206.44
营业收入(亿元)	1600.20	1607.50	1775.42	399.91
利润总额(亿元)	2.51	29.30	35.03	8.75
EBITDA(亿元)	73.06	124.34	147.86	--
经营性净现金流(亿元)	13.75	17.55	146.26	39.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.01	6.99	7.78	--
存货周转次数(次)	10.97	10.58	10.96	--
总资产周转次数(次)	0.81	0.72	0.74	--
现金收入比(%)	87.96	85.17	86.23	86.16
营业利润率(%)	5.51	8.91	10.37	7.60
总资本收益率(%)	2.35	3.50	4.28	--
净资产收益率(%)	-1.92	2.06	2.31	--
长期债务资本化比率(%)	53.99	48.34	49.40	50.42
调整后长期债务资本化比率(%)	60.55	53.34	51.26	52.15
全部债务资本化比率(%)	75.59	70.15	69.15	65.40
调整后全部债务资本化比率(%)	79.87	74.54	72.75	70.18
资产负债率(%)	84.19	79.49	78.86	78.85
流动比率(%)	55.58	64.84	63.66	64.91
速动比率(%)	44.10	54.77	52.20	53.89
经营现金流动负债比(%)	1.16	1.32	11.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.52	9.37	7.72	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.32	11.68	9.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.94	2.00	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；公司合并口径 2019 年一季度财务报表未经审计，一季度现金类资产不包含应收票据，一季度短期债务不包含应付票据；公司合并口径所有者权益 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 年底和 2019 年 3 月底含有本金为 90 亿元的永续中票

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	111.32	212.26	174.09	199.45
资产总额(亿元)	1086.76	1331.47	1302.00	1279.24
所有者权益(亿元)	127.47	192.88	136.08	38.80
短期债务(亿元)	318.38	396.62	412.67	305.22
长期债务(亿元)	287.35	387.95	403.49	362.73
全部债务(亿元)	605.73	784.58	816.15	667.96
营业收入(亿元)	190.09	217.99	225.43	62.93
利润总额(亿元)	1.72	3.93	-5.99	-1.83
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	13.75	17.55	146.26	39.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.43	5.29	3.83	--
存货周转次数(次)	44.70	71.50	89.39	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.42	-0.61	--
现金收入比(%)	740.49	628.07	679.12	547.53
营业利润率(%)	3.67	8.34	11.19	13.35
总资本收益率(%)	0.20	0.70	-1.08	--
净资产收益率(%)	1.17	2.11	-4.28	--
长期债务资本化比率(%)	69.27	66.79	74.78	73.94
全部债务资本化比率(%)	82.61	80.27	85.71	83.94
资产负债率(%)	88.27	85.51	89.55	90.01
流动比率(%)	105.53	124.54	121.24	103.38
速动比率(%)	104.84	124.32	120.80	103.16
经营现金流流动负债比(%)	2.34	2.65	21.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：公司本部 2019 年一季度财务报表未经审计，一季度现金类资产不包含应收票据，一季度短期债务不包含应付票据；公司本部所有者权益 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 年底和 2019 年 3 月底含有本金为 90 亿元的永续中票

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	
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 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 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。

附件 5-3 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

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 2020 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。