

信用评级公告

联合〔2022〕1785号

联合资信评估股份有限公司通过对山西潞安矿业（集团）有限责任公司及其拟发行的 2022 年度第八期中期票据的信用状况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 2022 年度第八期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年四月八日

山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2022 年度第八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：基础发行规模 0 亿元，
发行金额上限 10 亿元

本期中期票据期限：2+N（2）年，于公司依照
发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司
依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，每个赎回日，公司有
权按面值加应付利息（包括所有递延支付的
利息及其孳息（如有））赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还公司本部即将到期的有息
债务和债务融资工具

评级时间：2022 年 4 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
			资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+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，在资源储量及业务规模等方面竞争优势明显。近年来，公司煤炭产销量持续增长，经营活动净现金流保持大规模的净流入。同时，联合资信也关注到公司资产划转事项尚未完全落地、债务负担重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

2020 年以来，山西省着手推动省属国有能源企业开展专业化整合工作，公司股东潞安化工集团有限公司定位为山西省国有煤化工业务的运营和重组整合主体。2021 年 4 月，华阳新材料科技集团有限公司公告称其将下属部分煤化工资产的管理权移交给公司，但上述资产的股权尚未划转。

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赎回日设置和利息支付方面与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据发行后，公司经营现金流入量对长期债务的保障程度较好。

目前，煤炭业务仍为公司主要利润来源。随着我国煤炭行业去产能的深入推进及行业的兼并重组，煤炭行业集中度日益提升，有利于公司行业地位的稳固。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持。**2020 年以来，山西省着手推动省属国有能源企业开展专业化整合工作，煤化工业务被定位为公司未来重点产业链延伸方向，在未来发展中可获得一定股东支持。2021 年 4 月，在山西省国有资本运营有限公司的统一安排下，华阳新材料科技集团有限公司下属部分煤化工资产的管理权已移交给公司。

分析师：尹金泽 王 越
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

2. **煤炭资源和产能规模具备明显优势。**公司煤炭资源储量丰富，煤质优良，喷吹煤市场地位突出，产能规模具备明显优势。
3. **煤炭产销量持续增长。**2018—2020 年，公司煤炭产销量（含古城煤矿）均持续增长，年均复合增长率分别为 3.48%和 4.51%。
4. **经营性现金流持续大规模净流入。**2018—2020年，公司经营活动净现金流分别为146.26亿元、148.85亿元和98.77亿元，基本可以覆盖同期投资活动现金净流出。

关注

1. **资产划转事项。**截至目前，公司与晋能控股集团有限公司和华阳新材料科技集团有限公司之间的资产划转尚未完成股权交割，未来资产划转规模、股权交割的方式和时点存在一定不确定性。联合资信将持续关注资产划转事项进展及其对公司未来发展及债务偿付的影响。
2. **债务负担重。**截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.90%和 73.38%；如将永续债调入长期债务，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 84.48%和 81.30%。
3. **所有者权益稳定性弱。**公司所有者权益中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。
4. **煤基合成油示范项目持续亏损，在建煤基油 180 项目投产后或存在产能释放压力。**受制于油价和煤价的波动，公司煤基合成油业务自投入运行以来处于持续亏损状态。公司在建煤基油 180 项目已进入试运行状态，未来或将面临产能释放压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	523.14	476.85	491.38	537.86
资产总额（亿元）	2408.79	2498.58	2629.70	2533.12
所有者权益合计（亿元）	509.22	583.29	581.06	594.66
短期债务（亿元）	888.62	768.46	822.29	881.90
长期债务（亿元）	582.64	706.93	779.19	666.85
全部债务（亿元）	1471.26	1475.39	1601.48	1548.75
营业收入（亿元）	1775.42	1801.56	1614.31	1541.11
利润总额（亿元）	35.03	35.21	14.30	43.41
EBITDA（亿元）	147.86	156.96	130.27	--
经营性净现金流（亿元）	146.26	148.85	98.77	125.21
营业利润率（%）	10.37	8.95	8.82	7.73
净资产收益率（%）	2.31	3.14	0.33	--
资产负债率（%）	78.86	76.66	77.90	76.52
全部债务资本化比率（%）	74.29	71.67	73.38	72.26
流动比率（%）	63.17	63.51	71.83	61.07
经营现金流流动负债比（%）	11.28	12.99	8.16	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.62	0.60	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	2.19	1.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.95	9.40	12.29	--
公司本部（母公司）口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	1302.00	1301.79	1414.45	1415.89
所有者权益（亿元）	136.08	194.34	195.23	192.73
全部债务（亿元）	717.04	856.09	979.11	930.81
营业收入（亿元）	225.43	290.00	198.65	208.58
利润总额（亿元）	-5.99	12.14	-7.88	20.31
资产负债率（%）	89.55	85.07	86.20	86.39
全部债务资本化比率（%）	84.05	81.50	83.38	82.85
流动比率（%）	121.24	128.34	143.02	105.70
经营现金流流动负债比（%）	4.66	15.99	8.49	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.43	0.43	0.42

注：1、2021年前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、2018年财务数据采用2019年财务报告期初数

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

主体评级历史：

信用评级	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	2022/2/28	尹金泽、王越	煤炭企业信用评级方法 煤炭企业主体信用评级模型（打分表） (V3.0.201907)	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：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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司 2022年度第八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”或“潞安集团”）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，根据山西省国资委于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（后更名为“山西省国有资本运营有限公司”以下简称“山西国运”）。

2021年1月，根据《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》，山西国运将所持公司股权全部转让给潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安化工”）。潞安化工为2020年山西省煤炭企业重组中成立的山西省国有煤化工业务的运营和重组整合主体。截至2021年6月底，公司实收资本为43.10亿元，为潞安化工的全资子公司，公司实际控制人为山西省人民政府。

截至2020年底，公司拥有二级子公司46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。

截至2020年底，公司合并资产总额2629.70

亿元，所有者权益581.06亿元（含少数股东权益234.23亿元）；2020年，公司实现营业收入1614.31亿元，利润总额14.30亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额2533.12亿元，所有者权益594.66亿元（含少数股东权益249.80亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入1541.11亿元，利润总额43.41亿元。

公司注册地址：山西省长治市襄垣县侯堡镇；法定代表人：郭贞红。

二、本期中期票据概况

公司已完成TDFI注册（中市协注〔2020〕TDFI61号），公司本次拟发行山西潞安矿业（集团）有限责任公司2022年度第八期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行规模0亿元，发行金额上限10亿元，期限为2+N（2）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还公司本部即将到期的有息债务和债务融资工具。本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。在利率方面，本期中期票据前2个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前2个计息年度内保持不变。自第3个计息年度起，每2年重置一次票面利率；前2个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为2年的国债收益率算

术平均值（四舍五入计算为 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第 3 个计息年度开始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 2 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 2 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定；票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

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

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以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；前述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应按当期票面利率累计计息。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（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本，公司（母公司）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。同时公司（母公司）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（国有独资企业上缴利润除外）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、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所有其他待偿还债务融资工具。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 2 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发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。根据公司年度审计报告，2018—2020 年公司对股东分红金额分别为 69.20 万元、191.2 万元和 0.00 万元。从历史分红角度分析，公司具有一定分红意愿，如煤炭盈利向好，公司未来分红可能性较大。递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累计等特点。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. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 25.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致

表 1 2018 - 2021 年三季度中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度(括号为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	7.10	5.00	4.00	33.00
进口同比 (%)	12.90	1.70	-0.70	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 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 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三

季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内

房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业分析

1. 煤炭行业

(1) 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2016-2018 年，随着去产能政策的推行，煤炭行业产能过剩矛盾逐步得到化解，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。2019-2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，煤炭价格持续高位运行，行业经济效益明显改善。

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³。“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行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民

³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

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，除上海以外其他各省区均有分布，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，不同煤种的占比大概是烟煤占 73%、无烟煤占 8%、褐煤占 7%、未分类煤种占 12%。烟煤中，不粘煤占 26%，长焰煤占 22%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20%，其中焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 8%。

煤炭生产和下游需求

2016—2018 年，国家在煤炭和钢铁行业推行去产能政策，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，同时新增产能在等量/减量置换的政策约束下亦受到抑制。据煤炭运销协会统计，2016 年，中国原煤产量 33.64 亿吨，同比下降 8.71%，延续了 2014 年以来的下降趋势且下降幅度明显扩大，主要系煤炭生产“276 工作日”限产政策的实施和部分落后产能关停所致。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量开始缓步上升。2016—2020 年，全国原煤产量年均复合增长 3.39%，分别为 33.64 亿吨、34.45 亿吨、35.46 亿吨、37.46 亿吨和 38.44 亿吨。

煤炭行业供给侧改革推行以来，中东部及南方地区开采条件差、单井规模小的矿井受到的影响大于晋陕蒙及西北地区的大型矿井，同时产能置换和新增先进产能也多位于晋陕蒙及

西北地区。2017—2020 年，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重逐年提升，分别为 71.67%、74.25%、76.84%和 78.29%。

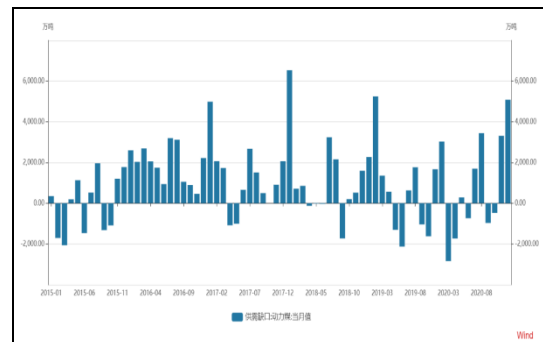
表 2 2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况
(单位：万吨、%)

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84	78.29

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

2016—2020 年，煤炭下游需求增速大于煤炭产量增速；以动力煤为例，作为动力煤主要的下游需求，2016—2020 年，中国火电发电量持续增长，分别为 4.44 万亿千瓦时、4.75 万亿千瓦时、5.10 万亿千瓦时、5.22 万亿千瓦时和 5.33 万亿千瓦时，年均复合增速为 4.69%，高于原煤产量的增速，导致自 2016 年开始，动力煤出现供需缺口的月份明显增加。煤炭行业自 2012 年开始出现的产能过剩矛盾逐步得到化解。

图 1 2015 年以来动力煤月度供需缺口



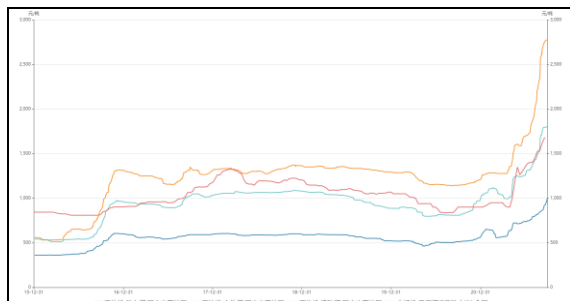
资料来源：Wind

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。

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，煤炭供需趋于紧平衡状态，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，无烟煤价格于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)、喷吹煤均价(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，国内煤炭价格呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。2020年年初，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。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元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5—8月，随着国内新冠肺炎疫情得到控制以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平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；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月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31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565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

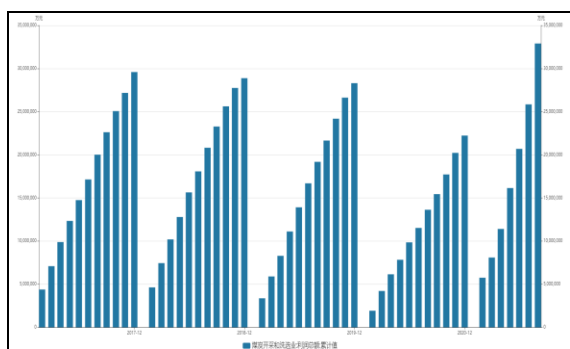
2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤(国内主要地区均价)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤因供需格局较好而价格持稳，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤(国内主要地区均价)、主焦煤(国内主要地区)和喷吹煤(国内主要地区)的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

2021年4月以来,伴随着应峰度夏及下游工业需求增速提升,煤炭供需格局趋紧,煤炭价格持续攀升至新一轮历史高点。截至2021年9月底,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996元/吨、2772元/吨、1807元/吨和1682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,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,中国煤炭价格出现快速下降,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,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 2017年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源: Wind

受煤炭销售价格下降影响,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,受新冠肺炎疫情影响,煤炭行业(规模以上企业)

实现利润总额222.70亿元,同比下降21.47%。随着国内新冠肺炎疫情受控,下游需求增速提升带动煤炭价格大幅上涨,2021年1—8月,煤炭行业实现利润总额3290亿元,同比大幅增长141.38%,创历史新高。

(2) 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来,煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时,中国在环保领域的执法力度持续加强,煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件,我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加10~20米,煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨,高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

去产能政策步入新阶段

2016—2018年,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,煤炭行业逐步从系统性去产能转向结构性优化产能,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

煤炭企业的经营历史普遍较长,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,煤炭价格逐步回归合理水平,煤炭生产业务盈利水平普遍较

高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，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。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。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2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

(3) 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，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将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出

现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有长期发展空间。

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. 煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。公司目前煤化工板块的收入主要来自焦炭和化肥等。

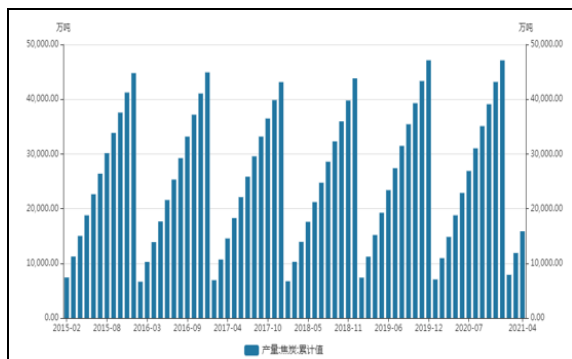
(1) 焦炭

2019年焦炭产量同比有所增长，全年销售价格呈下降走势；2020年焦炭产量同比变化不大，2020年下半年以后，焦炭价格涨幅较大。

焦炭主要用于高炉炼铁和用于铜、铅、锌、钛、锑、汞等有色金属的鼓风炉冶炼，起还原剂、发热剂和料柱骨架作用。焦炭的生产，主要是通过高温炼焦（高温干馏），也就是烟煤在隔绝空气的条件下，加热到950~1050℃，经过干燥、热解、熔融、粘结、固化、收缩等阶段最终制成焦炭。煤焦化行业主要由两部分业务组成，其一是焦炭业务，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、粗苯精制等。

2018年，全年全国焦炭产量约为43820万吨，同比增长1.57%。2019年，全年全国焦炭产量47126.20万吨，同比增长7.54%。2020年，全国焦炭产量为47116.10万吨，同比变化不大。

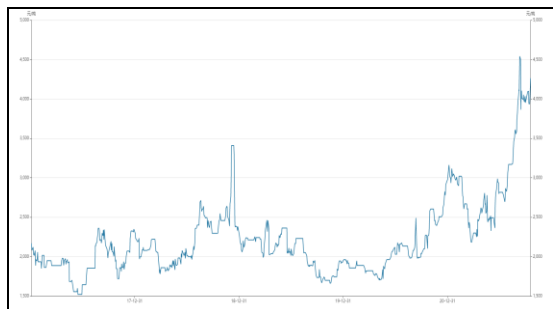
图4 全国焦炭产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

另一方面，随着焦化产业结构调整的不断深入，在焦炉投资放缓的同时，煤焦化下游化工产品加工和煤气高效利用装置投资加大；在环保压力不断加剧的政策背景下，业内企业积极拓展焦炉煤气产化工品等循环经济产业链项目，化工业务投资热情较高。

图5 焦炭期货结算价（单位：元/吨）



资料来源：Wind

价格方面，受新冠肺炎疫情影响，一季度生产、交通等各环节受限，焦炭相关的矿企，焦化企业，钢厂的开工率普遍偏低，供需双弱的情况下，焦炭价格震荡为主。2020年下半年以来，国内生产、运输、经营等情况持续好转，下游钢厂开工陆续恢复，对焦炭需求增加，而2020年各焦炭主产区的去产能计划推进，进一步强化了全行业供需结构的转换，2020年下半年开始，焦炭价格开始步入上升通道。2021年二季度以来，随着原料煤价格的大幅上涨，焦炭价格屡创新高。截至2021年9月底，焦炭期货结算价为4264元/吨。

（2）尿素

受淘汰落后产能和新增先进产能影响，近年来国内尿素产能稳中有降，但整体仍处于产能过剩状态。尿素下游需求中农业需求占比大，受农业用肥控制影响，国内化肥施用量逐年下降。2020年，尿素价格波动较大，全年平均价格水平同比持续下降。2021年，尿素价格高位震荡运行，行业盈利恢复明显。

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。近年来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应阶段性紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好。

中国尿素行业处于产能过剩状态。近年来，随着环保约束趋严和市场化出清，行业落后产能逐步被淘汰退出市场，同时采用先进工艺的装置陆续投产，行业整体产能稳中有降。2020年，国内尿素产能7092万吨，同比下降0.62%；尿素产量5269.53万吨，同比增长1.96%，产能利用率约为70%。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（约占60%），其次为工业用肥和出口。工业用肥主要包括脲醛树脂、三聚氰胺、车用尿素、火电脱硫脱硝和精细化工等。

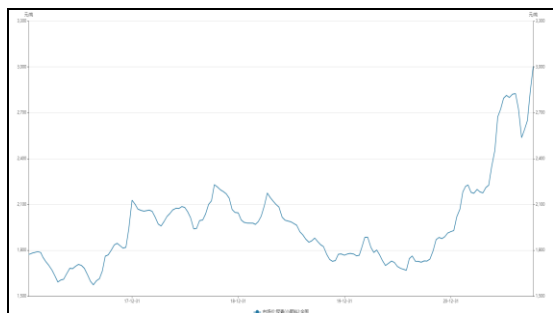
由于国家对于化肥施用量的限制，农业部2015年制定了《到2020年化肥使用量零增长

行动方案》，通过减量增效和有机肥替代等措施使国内化肥施用量逐年下降。2015年，中国农用化肥使用折纯量为6023万吨，到2020年已下降至5395.8万吨。

国家政策鼓励化肥出口。根据《国务院关税税则委员会关于2021年关税调整方案的通知》，对化肥出口继续保持零关税政策，对尿素、复合肥、磷酸氢氨3种化肥的配额税率继续实施1%的暂定税率。2018—2020年，中国尿素对外出口量逐年增长，分别为244.3万吨、494.46万吨和541.84万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但产能过剩、市场竞争激烈等因素削弱了尿素行业的议价能力。

图6 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

受农用化肥减少和工业需求萎缩，以及化工行业景气度下行影响，2018—2019年尿素价格总体呈下滑趋势。2020年尿素价格受疫情扰动波动较大，全年价格重心较2019年有所下降。具体看，2020年1—2月尿素价格运行平稳，3月开始，国内疫情陆续得到控制，随之春耕备肥启动，尿素价格局部大幅上涨。但受全球疫情持续爆发影响，尿素出口减少，尿素市场供大于求导致4月份开始价格下降并于2020年7月底达到最低点。随后尿素价格在印度招标、行业检修和环保限产以及工业用肥需求增长等因

素的带动下开启了快速上涨模式，并于2021年2月底达到近三年高点2228.57元/吨（小颗粒）。2021年二季度，在煤炭价格上涨的带动下，尿素价格快速上行。截至2021年9月底，尿素价格（小颗粒）为3005.00元/吨。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司实收资本为43.10亿元，潞安化工持有公司100%股权。公司实际控制人为山西省人民政府。

2. 企业竞争力

公司煤炭资源丰富，产能规模大，煤质优良。

煤炭业务为公司的核心利润来源。公司拥有丰富的煤炭资源，截至2020年底，公司煤炭资源地质储量合计102.54亿吨，可采储量合计49.93亿吨。2020年，公司原煤产量较上年增长5.00%至9187.80万吨。

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、煤化工等行业。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、高炉喷吹煤及煤化工用煤。“潞安煤”是中国知名品牌，在市场上具有一定竞争力。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高；员工构成符合煤炭行业特点，基本能满足生产经营的需要。

公司高层管理人员共13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。

公司董事长郭贞红先生,1964年2月出生,大专学历。曾任潞安矿务局计划处科长、处长,潞安矿务局局长助理兼计划处处长,潞安矿业集团公司董事会投融资中心主任、潞安矿业集团总经理助理、潞安矿业集团党委专职副书记、副董事长;现任本公司董事长,同时任潞安化工副董事长、党委专职副书记。

截至2020年底,公司在册员工总数为96325人,在岗员工中普通工人为60213人,后勤服务人员为22180人,专业技术人员13932人。公司员工构成符合煤炭行业特点,基本能满足管理和生产的需要。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(中征码:140000U1E9720X13),截至2022年1月11日,公司无未结清关注和不良信贷记录;已结清信贷有四笔关注类信贷记录,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: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。另外根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录,联合资信未发现逾期或违约偿付记录,过往债务履约情况良好。

截至2022年1月12日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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,接受山西省国有资产监督管理委员会的监管,公司董事会由山西省人民政府委派的董事以及职工代表组成。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。因国有企业监事会改革,公司原监事会已被国资委撤销,原监事会人员已不再担任监事职务,公司目前暂未设立新监事会。

2. 管理水平

公司管理制度基本健全,运作较为规范。

公司建立了较为完善的内部管理规定,各项管理工作有章可循,内部管理制度化、规范化程度较高。

安全生产管理方面,公司制定了一系列有关生产经营的制度以及管理办法,形成了《安全管理制度汇编》,共有69个关于安全生产的制度,内容主要包括《安全目标管理制度》《安全隐患排查治理和报告制度》《生产安全事故处理制度》《安全监督检查制度》《安全操作管理制度》《安全教育与培训制度》等等,上述制度的实施,有效保证了公司的安全生产经营活动。

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系。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位,每个会计主体模拟法人运行,分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对

分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管理，即“统一筹措、统一存储、统一调配、统一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会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，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、重大事项

截至目前，公司与晋能控股集团有限公司和华阳新材料科技集团有限公司之间的资产划转尚未完成股权交割，未来资产划转规模、股权交割的方式和时点存在一定不确定性。联合资信将持续关注资产划转事项进展及其对公司未来发展及债务偿付的影响。

自2020年山西省煤炭企业专业化重组推进以来，公司陆续与潞安化工、晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股”）和华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳新材料”）之间进行了资产管理权移交和划转的工作。其中，公司与股东潞安化工之间的资产划转已经完成，但与晋能控股和华阳新材料之间的资产划转尚未完成股权交割和工商变更。由于所涉资产规模较大、参与主体多以及相关整合资产个体因素不同等情况，在资产划拨过程需考虑因素复杂，相关整合事项的推进进度存在不确定性。

1. 向股东潞安化工划出资产

2020年8月31日，公司与潞安化工签订《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》，主要包括：无偿划转潞安集团下属16家企业的股权、配套原料煤矿及关联资产至公司；划转基准日为2019年12月31日。

截至2019年底，上述拟划转公司及资产的合并资产总额为1641.84亿元，资产负债率为77.01%，2019年收入合计为516.70亿元，利润总额为59.99亿元。其中山西潞安环保能源开发股份有限公司和山西潞安化工有限公司为此次拟划转的核心子公司，截至2019年底的资产总额分别为742.61亿元和781.27亿元，2019年的利润总额分别为30.38亿元和23.32亿元。

截至2020年底，公司向潞安化工完成划转的子公司有5家（上海潞安投资有限公司、中科潞安能源技术有限公司、山西潞安配售电有限公司、山西潞安碳一化工有限公司和山西潞安精蜡化学品有限公司），分公司有3家（潞安化工集团有限公司铁路运营分公司、潞安化工集团有限公司国家煤基合成工程技术研究中心和潞安化工集团有限公司古城煤矿⁴）；已完成划转子公司的规模较小，对公司主营业务影响不大。

由于目前公司已成为潞安化工的二级子公司，未划转公司也相应成为潞安化工集团三级子公司、四级子公司；《山西潞安矿业（集团）有限责任公司关于无偿划转16家企业、配套原料煤矿及关联资产的公告》中相关未划转资产不再进行划转。

2. 向晋能控股划出资产

根据公司2020年10月23日发布的《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》，公司与晋能控股签订《山西潞安矿业（集团）有限责

⁴注：根据潞安化工董事会决议，古城煤矿和铁路运营分公司于2021年7月份无偿划转至潞安集团

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》，拟无偿划转公司下属 18 家企业的股权及 1 项煤矿探矿权至晋能控股。截至 2019 年底，拟划转资产中煤炭板块资产总额为 308.83 亿元，资产负债率为 85.83%，2019 年营业收入为 322.52 亿元，2019 年利润总额为-1.41 亿元；装备制造板块资产总额为 69.68 亿元，资产负债率为 76.52%，2019 年营业收入为 42.69 亿元，2019 年利润总额为 1.67 亿元；电力板块资产总额为 90.74 亿元，资产负债率为 78.15%，2019 年营业收入为 8.53 亿元，2019 年利润总额为-2.96 亿元。

本次资产划转将按照“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山西潞安集团担保、质押、抵押的带息负债，变更为由晋能控股或其指定主体担保。

本次划转的 18 家企业及 1 项煤炭探矿权超过公司净资产的 10%，需经债权人大会表决通过方能实施本次划转。

截至本报告出具日，本次划转涉及的相关资产尚未完成股权划转。

3. 自华阳新材料划入资产

2021 年 4 月 12 日，山西国运召开涉煤企业专业化重组管理权移交签约仪式，公司控股股东潞安化工与华阳新材料签订专业化重组管理权移交协议。华阳新材料正式将山西阳煤寺家庄煤业有限责任公司、山西新元煤炭有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司五矿、阳泉煤业化工集团有限责任公司、新疆国泰新华矿业股份有限公司、阳煤集团太原化工新材料有限公司、山西丰喜华瑞煤化工有限公司和新疆金阳煤化工有限公司的管理权移交给潞安化工。上述拟划入 8 家企业 2020 年底的资产总额合计为 885.50 亿元，资产负债率平均为

84.77%，2020 年营业收入合计为 573.23 亿元，利润总额合计-2.35 亿元。

同时华阳新材料拟将所持有上市公司阳煤化工股份有限公司（以下简称“阳煤化工”）24.19%股权对山西潞安化工有限公司进行增资扩股。本次增资扩股后，阳煤化工控股股东将变更为山西潞安化工有限公司（现为公司二级子公司）。截至 2020 年底，阳煤化工资产总额为 242.15 亿元，资产负债率为 73.78%，2020 年营业收入为 179.50 亿元，利润总额为 1.27 亿元。

由于此次划转资产超过华阳新材料集团净资产 10%，需经债权人大会表决通过方能实施本次划转。

截至本报告出具日，本次划转涉及的相关资产的管理权已移交给潞安化工，但尚未完成股权划转。同时华阳新材料以阳煤化工对山西潞安化工有限公司的增资扩股事项尚需华阳新材料履行内部决策程序及签署相关股权转让协议，暂未有最新进展。

八、经营分析

1. 经营现状

公司业务构成多元化，煤炭业务始终是公司稳定的核心收入和利润来源，贸易业务收入虽占比很高但毛利率很低，煤化工业务为公司未来重点发展板块，当前收入和利润规模不大。2018—2020 年，受产品销售价格波动等因素影响，公司主营业务收入及综合毛利率水平总体呈下降趋势。受益于煤炭销售价格上涨和期间费用率下降，2021 年前三季度公司盈利水平大幅提升。

公司主营煤炭开采及煤化工业务，同时涉足贸易、建材、电力和硅业等其他业务。受煤炭销售价格下降和公司缩减煤炭贸易业务等因素影响，2018—2020 年，公司主营业务收入和毛利率总体呈下降趋势。2020 年公司主营业务收入实现收入 1561.31 亿元，同比下降 10.96%；综

合毛利率为 10.94%，同比下降 0.35 个百分点。

煤炭业务为公司核心的收入和利润来源。2018—2020 年，随着煤炭销售价格下降，公司煤炭产业的收入和毛利率水平持续下降。2020 年，公司煤炭产业实现收入 369.24 亿元，同比下降 9.15%；毛利率为 37.18%，同比下降 5.84 个百分点。

煤化工业务为公司未来重点发展板块，当前公司运营成熟的煤化工业务主要是焦化和化肥，而煤制油等现代煤化工业务尚处于发展初期。2018—2020 年，公司焦化及化肥业务的收入和毛利率受市场价格波动和环保限产等因素影响而有所波动。2019 年环保限产天数较长致使公司焦化及化肥业务的收入和毛利率均出现明显下降。2020 年，公司焦化和化肥业务经营

有所向好。其中，焦化业务实现收入 55.55 亿元，同比增长 16.26%，毛利率为 14.48%，同比上升 3.47 个百分点，主要系焦炭产量和销售价格增长所致；化肥业务实现收入 26.18 亿元，同比略有下降，毛利率为 17.44%，同比上升 3.84 个百分点，主要系化肥生产成本下降所致。

贸易业务对公司收入贡献高，为公司第一大收入来源，但毛利率水平很低，对公司利润贡献很小。近年来，公司贸易业务规模逐步缩减。2020 年，公司贸易业务收入为 735.56 亿元，同比下降 15.06%。

公司其他非煤业务主要包括建材、硅材料、煤基油和电力等，为公司第三大收入来源，但毛利率水平不高且稳定性不强。

表 3 公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	408.95	23.76	44.60	406.45	23.09	43.02	369.24	23.65	37.18	429.27	28.36	39.63
原选煤	236.59	13.75	43.40	233.06	13.24	43.78	199.55	12.78	38.23	217.64	14.38	40.11
洗煤	172.36	10.01	42.77	173.39	9.85	40.76	169.69	10.87	35.43	211.63	13.98	38.59
非煤产业	1311.86	76.24	3.03	1353.71	76.91	1.78	1192.07	76.35	2.70	1084.64	71.64	-1.06
贸易	897.55	52.16	0.50	865.96	49.20	0.17	735.56	47.11	0.32	658.44	43.49	0.03
焦化	61.70	3.59	19.35	47.78	2.71	11.07	55.55	3.56	14.48	74.97	4.95	-19.47
化肥	33.73	1.96	22.27	27.95	1.59	13.60	26.18	1.68	17.44	32.38	2.14	6.11
其他	318.88	18.53	2.18	405.45	23.41	3.23	374.78	24.00	6.05	318.85	21.06	0.29
主营业务收入合计	1720.81	100.00	12.91	1753.59	100.00	11.29	1561.31	100.00	10.94	1513.91	100.00	10.48

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

2021 年前三季度，公司主营业务实现收入 1513.91 亿元，为 2020 年全年的 96.96%；综合毛利率为 10.48%，与 2020 年基本持平。其中，煤炭业务实现收入 429.27 亿元，为 2020 年全年的 1.16 倍；毛利率为 39.63%，较 2020 年上升 2.45 个百分点，主要系煤炭销售价格上涨所致。受益于煤炭销售价格上涨和期间费用率下降，2021 年前三季度公司盈利水平大幅提升。

2021 前三季度公司实现利润总额 43.41 亿元，同比增长 409.64%。

2. 煤炭业务

公司煤炭资源储量丰富，产能规模优势明显。2018—2020 年，公司煤炭产销量持续增长，煤炭销售价格受市场因素影响而有所下降。2021 年前三季度，公司煤炭销售价格较 2020

年明显提升。

资源禀赋

截至 2020 年底，公司煤炭资源地质储量合计 102.54 亿吨，可采储量合计 49.93 亿吨。其中省内主体矿地质储量 56.43 亿吨，可采储量 24.22 亿吨；省内整合矿地质储量 16.46 亿吨，可采储量 7.84 亿吨；新疆基地地质储量 29.65 亿吨，可采储量 17.87 亿吨。公司新疆煤炭资源的开采主体为潞安新疆煤化工（集团）有限公司（以下简称“潞新公司”），按照公司此前发布的资产划转计划，潞新公司拟划转至晋能控股。划转后，公司煤炭资源将局限在山西省

内，资源储量规模将有所下降。

公司煤炭品种以贫煤和贫瘦煤为主，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、高炉喷吹煤化及化工用煤。

生产能力

截至 2020 年底，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 41 对矿井，设计生产能力为 8890 万吨/年。其中，公司拥有生产矿井 36 对，核定产能 8600 万吨/年；在建、改造矿井 5 对，核定产能 290 万吨/年。

表 4 截至 2020 年底公司煤炭资源及近年产量情况（单位：万吨、年、万吨/年）

地区	矿井	地质储量	可采储量	可采年限	主采煤种	核定产能	2018 年产量	2019 年产量	2020 年产量 ⁵	状态
省内主体矿	五阳煤矿	32044.90	12725.30	27.20	贫瘦煤	360.00	205.70	200.40	206.67	在产
	樟村煤矿	32041.90	9564.98	18.40	贫瘦煤	400.00	356.14	358.20	399.99	在产
	王庄煤矿	51040.40	22030.63	23.90	贫瘦煤	710.00	869.20	822.67	838.20	在产
	常村煤矿	61110.60	36084.60	34.70	贫煤	800.00	768.28	767.83	813.20	在产
	司马煤业（本部）	48498.40	11435.00	29.30	瘦煤	300.00	336.67	327.27	322.67	在产
	余吾煤业	121075.00	29800.00	30.60	贫煤	750.00	997.98	978.10	1021.89	在产
	潞宁煤业（本部）	4360.00	2546.30	32.60	气煤	180.00	256.67	301.84	260.14	在产
	慈林山煤业--夏店煤矿	6207.40	780.00	3.30	贫煤	240.00	152.33	129.37	150.37	在产
	慈林山煤--慈林山煤矿	7311.53	4846.68	62.10	贫煤		150.18	150.17	101.86	在产
	郭庄煤业（本部）	6013.70	1669.00	7.10	贫煤	180.00	268.79	214.00	216.06	在产
	高河能源	51366.70	26150.00	26.82	贫瘦煤	750.00	1008.20	1001.00	896.37	在产
	李村煤矿	14961.75	11639.52	22.40	贫煤	300.00	161.28	474.30	322.67	在产
	古城煤矿	128230.00	72958.00	70.20	贫煤	800.00	396.86	509.69	668.34	在产
小计	在产矿井	564262.28	242230.01	--	--	5770.00	5928.28	6234.84	6218.43	在产（13 对）
省内整合矿	在产矿井	164619.41	78415.28	--	--	2010.00	1537.83	1658.26	2098.34	在产（20 对）
	在建、改造矿井	--	--	--	--	90.00	--	--	--	在建（4 对）
新疆基地	在产矿井	110482.00	57760.00	--	--	820.00	1113.89	856.90	871.03	在产（3 对）
	在建、改造矿井	186039.00	120925.35	--	--	200.00	11.96	--	--	在建（1 对）
合计	在产矿井	839363.69	378405.29	--	--	8600.00	8580.00	8750.00	9187.80	在产（36 对）
	在建、改造矿井	186039.00	120925.35	--	--	290.00	--	--	--	在建（5 对）

资料来源：公司提供

⁵ 公司部分矿井按照中国煤矿工业协会《稳定煤炭市场调节供应总量通知》入选先进产能煤矿名单，可在核定产能之上增加部分产能，故总体煤炭产量略大于产能

2018—2020 年，公司原煤产量稳步增长。2020 年，公司原煤产量较上年增长 5.00%至 9187.80 万吨。同期，公司煤炭生产保持稳定，未发生重大安全生产事故。2021 年前三季度，公司完成原煤产量 6893.00 万吨，为 2020 年全年的 75.02%。

表 5 公司煤炭生产指标比较

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
原煤产量(万吨)	8580.00	8750.00	9187.80	6893.00
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)	10.91	10.93	10.96	10.96
死亡率(人/百万吨)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

煤炭销售

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%。

2018—2020 年，公司煤炭销量逐年增长，销售价格持续下降。2020 年，公司煤炭销量为 8737 万吨，同比增长 5.94%；受疫情影响，全年煤炭销售均价为 435.12 元/吨，同比下降 11.71%。

公司在国内喷吹煤市场中地位很高。公司近年加大煤炭洗选能力建设，喷吹煤产量持续提升。2020 年，公司喷吹煤销量为 2169 万吨，同比增长 16.86%。

2021 年前三季度，随着煤炭供需关系趋紧，公司煤炭销售价格上涨明显。2021 年 1—9 月，公司煤炭销售均价为 672.52 元/吨，较 2020 年上升 54.56%。

表 6 公司商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	5650	418.74	5721	407.38	5767	359.23	4033	539.65
喷吹煤	1826	809.26	1856	768.00	2169	657.45	1808	981.19
洗精煤	206	851.94	247	860.32	262	781.68	181	1254.70
其他洗煤	317	222.08	423	226.95	539	183.86	361	319.11
合计	7999	511.25	8247	492.85	8737	435.12	6383	672.52

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. 非煤业务

公司非煤板块业务收入中贸易业务收入占比大，但业务毛利率很低；煤制油业务持续亏损，对公司盈利水平形成拖累。

目前公司从事的非煤产业涉及贸易、煤化工、机械、工程、电力、火工等煤炭延伸行业与辅助行业。2020 年，公司非煤产业收入 1192.07 亿元，毛利率为 2.70%。

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。2020 年公司贸易板块实现营业收入 735.56 亿元，同比下降 15.06%，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和部分贸易品种的价格下降所致。

焦化业务

焦化业务方面，公司从事焦炭生产的主要经营实体包括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140万吨/年的先进焦化产能(炭化室高度5.5米以上)。2020年,受环保限产时间缩短和加强管理导致装备产能利用率提升等因素影响,公司焦炭产量同比增长21.40%至312万吨。具体看,羿神能源焦炭产量同比增长15.38%至120万吨,潞安焦化焦炭产量同比增长21.24%至137万吨,五阳弘峰焦炭产量同比增长25%至50万吨。

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2020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。2020年,公司硝酸磷肥产量同比增长9.38%至35万吨;硝酸磷钾肥产量同比增长93.33%至29万吨,主要系下游需求上升所致。

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。

受制于油价和煤价的波动,公司煤基合成油业务自投入运行以来处于持续亏损状态。

2020年,公司煤基合成油示范项目总收入3.48亿元,利润总额-7.28亿元;其中主要产品实现收入1.84亿元(包括液体石蜡1.14亿元、稳定轻烃0.21亿元和费托尾气0.22亿元等)。

4. 经营效率

与同行业公司相比,公司经营效率处于行业中游。

2018—2020年,公司销售债权周转次数分别为9.36次、19.44次和20.16次,公司存货周转次数分别为10.96次、10.43次和9.43次,公司总资产周转次数分别为0.74次、0.73次和0.63次。与同行业公司相比,公司经营效率指标整体处于中游水平。

表7 2020年公司与同行业公司经营效率指标情况
(单位:次)

企业名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
华阳新材料科技集团有限公司	8.41	33.69	0.69
晋能控股煤业集团有限公司	10.66	25.76	0.51
晋能控股电力集团有限公司	5.36	18.11	0.33
晋能控股装备制造集团有限公司	13.42	45.84	0.56
山西焦煤集团有限责任公司	8.12	26.22	0.54
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	6.12	30.21	0.75
山东能源集团有限公司	12.16	59.46	1.35
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	9.43	46.56	0.63

资料来源:Wind

5. 在建工程

公司重点在建项目仍为煤基油180项目,项目建设已接近尾声,目前正处于试运行阶段。受制于油价和煤价的波动,公司煤基油180项

目或将面临产能释放压力。如未能达到预期效益，煤基油 180 项目转固后的折旧和利息费用将对公司盈利水平带来一定负面影响。

截至 2021 年 9 月底，公司重点在建工程仍为煤基油 180 项目，工程建设已接近尾声，后续投入规模较小。

表 8 截至 2021 年 9 月底公司重点在建工程情况
(单位: 亿元)

工程名称	总投资	资金来源		2021 年 9 月底累计投资	资本金情况	设计产能
		自筹	贷款			
煤基油 180 项目	236.68	71.68	165.00	232.51	71.68	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
合计	236.68	71.68	165.00	231.21	71.68	--

资料来源：公司提供

煤基油 180 项目是公司重点发展项目，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，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；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，根据公司产品规划，煤基油 180 项目已于 2020 年下半年试运行，预计将于 2021 年末办理相关竣工结算手续并逐步转入固定资产科目核算。

6. 未来发展

公司未来发展重心在化工业务，与现有业务构成存在一定差异。公司未来发展战略的实施有赖于人才获取、技术积累、资金支持和组

织管理变革的多方合力，存在一定不确定性。

作为潞安化工的业务运营平台，公司发展战略与潞安化工一致。“十四五”期间，潞安化工集团将立足山西省内，同时着眼全国布局，盘活存量与优化增量并行，产业耦合与资源协同并举，科技创新与资本运营并驱，致力打造国内领先、世界一流的新型化工与生物基新材料融合发展的产业生态圈。争取“十四五”末，资产规模达到 3000 亿元，营业收入达到 2000 亿元，利润总额较“十三五”末翻一番。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2021 年前三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2019 年公司新纳入合并范围的子公司 3 家，均为同一控制下企业合并，不再纳入合并范围的子公司 8 家。2020 年，公司不再纳入合并范围的子公司 6 家，其中划转至潞安化工 5 家，因少数股东增资导致股权稀释不再纳入合并范围 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 2020 年底，公司合并资产总额 2629.70 亿元，所有者权益 581.06 亿元（含少数股东权益 234.23 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1614.31 亿元，利润总额 14.30 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 2533.12 亿元，所有者权益 594.66 亿元（含少数股东权益 249.80 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 1541.11 亿元，利润总额 43.41 亿元。

2. 资产质量

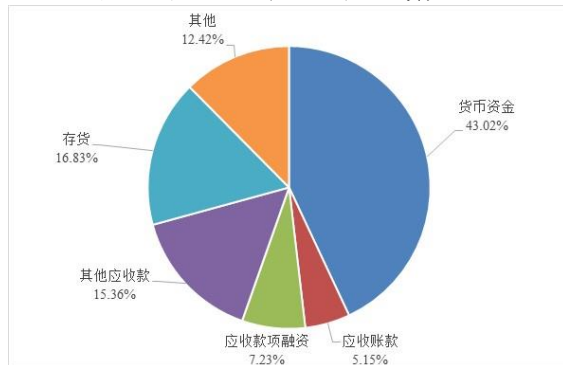
近三年，公司资产规模有所增长，资产结构及受限比例变化不大。2020 年，因部分资产

转让给潞安化工，公司其他应收款大幅增长，固定资产和无形资产有所下降。在建工程随着投入增加而有所增长，部分在建工程仍处于暂停状态，存在一定减值风险。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 4.49%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 2629.70 亿元，较上年底增长 5.25%。其中，流动资产占 33.05%，非流动资产占 66.95%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末，流动资产规模波动增长，年均复合增长 3.02%。截至 2020 年底，流动资产 869.13 亿元，较上年底增长 19.40%，主要是货币资金和其他应收款增长。公司流动资产构成如下。

图 7 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 8.22%。截至 2020 年底，公司货币资金 373.87 亿元，较上年底增长 11.24%，主要系融资活动现金流入增长所致。货币资金中有 131 亿元受限资金，受限比例为 35.04%，主要为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、存放同业定期等。

2018—2020 年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长 19.35%。截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 44.72 亿元，较上年底增长 82.51%，主要系疫情影响及管理权移交煤矿的煤炭销售款挂账增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（约占 72.77%），累计计提坏账 10.58

亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 7.52 亿元，占比为 13.61%，集中度较低。

2018—2020 年末，公司应收款项融资波动下降，年均复合下降 9.68%。截至 2020 年底，公司应收款项融资 62.82 亿元，较上年底增长 10.93%，主要系票据结算规模增加所致。公司应收款项融资为应收票据，公司未计提坏账准备。

2018—2020 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 57.74%。截至 2020 年底，公司其他应收款 133.47 亿元，较上年底增长 556.92%，主要系古城煤矿划转至潞安化工后的原内部往来款变为外部其他应收款所致。

2018—2020 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 0.77%。截至 2020 年底，公司存货 146.30 亿元，较上年底下降 7.41%，主要系原材料使用和工程施工减少所致。存货主要由原材料、自制半成品及在产品和库存商品构成，累计计提跌价准备 0.20 亿元。

2018—2020 年末，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长 5.23%。截至 2020 年底，公司非流动资产 1760.57 亿元，较上年底下降 0.57%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占 6.15%）、其他权益工具投资（占 6.15%）、固定资产（占 39.89%）、在建工程（占 29.76%）和无形资产（占 14.99%）构成。

2018—2020 年末，公司其他权益工具投资持续增长，年均复合增长 209.87%。截至 2020 年底，公司其他权益工具投资 108.24 亿元，较上年底增长 89.00%，主要系与华阳新材料通过山西省金融资产交易中心进行项目互投所致。

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 4.97%。截至 2020 年底，公司固定资产 702.26 亿元，较上年底下降 9.69%，主要系计提折旧和部分子公司和分公司转让给潞安化工所致。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 493.44 亿元；成新率 58.90%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司在建工程波动增长，

年均复合增长 0.18%。截至 2020 年底，公司在建工程 524.02 亿元，较上年底增长 13.76%，主要系在建工程投入增加所致。公司主要在建工程包括煤基油 180 项目、潞安发电 2*660MW 发电项目、高纯硅高纯度多晶硅项目、树脂公司 20 万吨 PVC 项目、左权五里埃 120 万吨改扩建工程、左权佳瑞 90 万吨改扩建工程等，大部分接近完工状态。其中高纯硅高纯度多晶硅项目和树脂公司 20 万吨 PVC 项目仍处于暂停状态，存在一定减值风险。

2018—2020 年末，公司无形资产波动下降，年均复合下降 0.24%。截至 2020 年底，公司无形资产 263.89 亿元，较上年底下降 15.26%，主要系计提摊销和部分子公司和分公司转让给潞安化工所致。公司无形资产主要由采矿权、探矿权和土地使用权构成。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 150.61 亿元，主要为受限货币资金；各类受限资产规模占总资产的 5.73%，受限比例很低。

表 9 截至 2020 年底受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	131.00	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、存放同业定期等
应收票据	10.87	质押应收票据
固定资产	0.14	借款抵押物
无形资产	4.84	将高河采矿权作为抵押物为山西潞安煤基清洁能源有限责任公司贷款
长期股权投资	3.75	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	150.61	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 2533.12 亿元，较上年底下降 3.67%。其中，流动资产占 29.21%，非流动资产占 70.79%。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 2021 年 9 月底，公司其他应收款（合计）29.02 亿元，较上年底下降 78.33%，主要

系古城煤矿 2021 年 7 月由潞安化工划回至公司，公司对古城煤矿的外部其他应收款转为内部应收款所致；无形资产为 320.16 亿元，较上年底增长 21.32%，主要系余吾煤业采矿权评估增值所致。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

近三年，公司所有者权益规模和结构保持稳定。所有者权益中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弱。

2018—2020 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 6.82%。截至 2020 年底，公司所有者权益 581.06 亿元，较上年底下降 0.38%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 59.69%，少数股东权益占比为 40.31%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、专项储备和未分配利润分别占 12.43%、49.87%、33.01%、-1.97%、12.77%和 -8.20%。公司其他权益工具为永续债。2020 年，公司归属于母公司股东的净利润为负，导致未分配利润亏损规模进一步扩大。同期，受转让子公司给潞安化工等因素综合影响，资本公积有所减少。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 594.66 亿元，较上年底增长 2.34%；所有者权益结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底，公司专项储备 65.36 亿元，较上年底增长 47.53%，主要系公司安全维简费用计提标准提高所致。

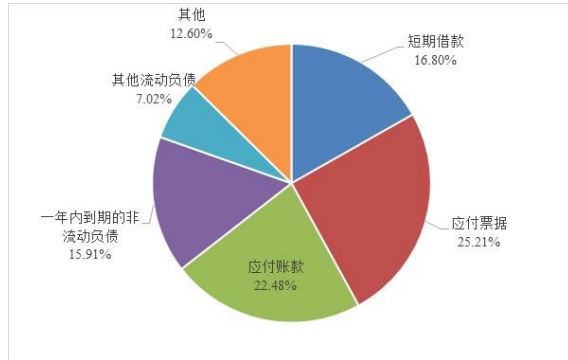
负债

公司有息债务结构较为均衡，债务负担重。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 3.85%。截至 2020 年底，公司负债总额 2048.64 亿元，较上年底增长 6.96%，主要系长期借款所致。其中，流动负债占 59.07%，非流动负债占 40.93%。

2018—2020 年末,公司流动负债波动下降,年均复合下降 3.39%。截至 2020 年底,公司流动负债 1210.04 亿元,较上年底增长 5.57%。公司流动负债构成如下。

图 8 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2018—2020 年末,公司短期借款持续下降,年均复合下降 17.61%。截至 2020 年底,公司短期借款 203.23 亿元,较上年底下降 9.94%。其中保证借款 46.57 亿元,信用借款 156.66 亿元。

2018—2020 年末,公司应付票据持续增长,年均复合增长 35.99%。截至 2020 年底,公司应付票据 305.04 亿元,较上年底增长 17.06%,主要由银行承兑汇票和信用证构成。

2018—2020 年末,公司应付账款波动下降,年均复合下降 1.23%。截至 2020 年底,公司应付账款 271.98 亿元,较上年底增长 3.59%。应付账款账龄以 1 年以内为主(占 67.90%)。

2018—2020 年末,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合增长 4.48%。截至 2020 年底,公司一年内到期的非流动负债 192.46 亿元,较上年底增长 27.07%,主要系 1 年内到期的长期借款和应付债券规模扩大。

2018—2020 年末,公司其他流动负债波动下降,年均复合下降 32.60%。截至 2020 年底,公司其他流动负债 84.92 亿元,较上年底增长 36.11%,主要是应付超短期债券增长。

2018—2020 年末,公司非流动负债持续增长,年均复合增长 17.91%。截至 2020 年底,公司非流动负债 838.60 亿元,较上年底增长

9.04%。公司非流动负债主要由长期借款(占 42.03%)、应付债券(占 39.94%)、预计负债(占 5.72%)和其他非流动负债(占 9.78%)构成。

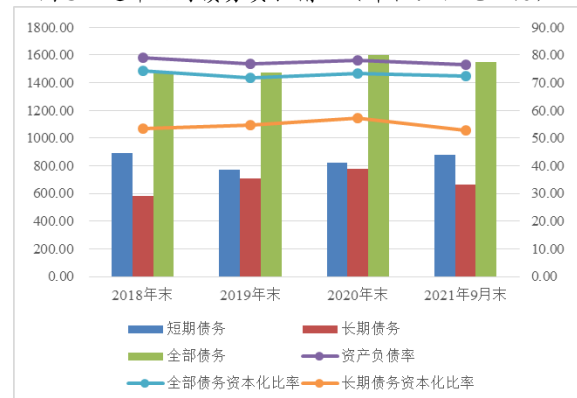
2018—2020 年末,公司长期借款持续增长,年均复合增长 38.62%。截至 2020 年底,公司长期借款 352.46 亿元,较上年底增长 21.55%,主要是信用借款增长;期限分布方面,2022 年到期占 47.34%,2023 年到期占 23.54%、2024 年到期占 6.12%,2025 年及以后到期占 23.00%。

2018—2020 年末,公司应付债券波动增长,年均复合增长 3.31%。截至 2020 年底,公司应付债券为 334.93 亿元,较上年底变化不大。

2018—2020 年末,公司预计负债波动增长,年均复合增长 135.68%。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 2019 年确认环境治理恢复基金 26.89 亿元计入预计负债所致。截至 2020 年底,公司预计负债为 47.95 亿元,较上年底变化不大。

2018—2020 年末,公司其他非流动负债持续增长,年均复合增长 27.13%。截至 2020 年底,公司其他非流动负债 82.02 亿元,较上年底增长 25.24%。公司其他非流动负债均为有息负债。

图 9 近年公司债务负担情况(单位:亿元、%)



资料来源：根据公司财务报表整理

有息债务方面,2018—2020 年末,公司全部债务持续增长,年均复合增长 4.33%。截至 2020 年底,公司全部债务 1601.48 亿元,较上年底增长 8.55%。债务结构方面,短期债务占 51.35%,长期债务占 48.65%,结构相对均衡。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.90%、73.38%和 57.28%，较上年底分别提高 1.25 个百分点、1.71 个百分点和 2.49 个百分点。公司债务负担重。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 1774.42 亿元。债务结构方面，短期债务 822.29 亿元（占 46.34%），长期债务 952.13 亿元（占 53.66%）。从债务指标看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.48%、81.30%和 70.00%，较调整前分别上升 6.58 个百分点、7.92 个百分点和 12.71 个百分点。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 1938.47 亿元，较上年底下降 5.38%。其中，流动负债占 62.49%，非流动负债占 37.51%，流动负债占比较上年底增加 3.42 个百分点。同期，公司债务负担仍较重，但较上年底有所下降；债务结构仍保持相对均衡。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入和利润总额波动下降；期间费用对公司利润侵蚀明显，公司整体盈利能力不强。受益于产品销售价格上涨和期间费用率下降，2021 年前三季度公司盈利水平大幅提升。

2018—2020 年，公司营业收入和营业成本波动下降，分别年均复合下降 4.65%和 3.82%。2020 年，公司实现营业收入 1614.31 亿元，同比下降 10.39%；营业成本 1434.37 亿元，同比下降 10.33%；营业利润率为 8.82%，同比下降 0.13 个百分点。

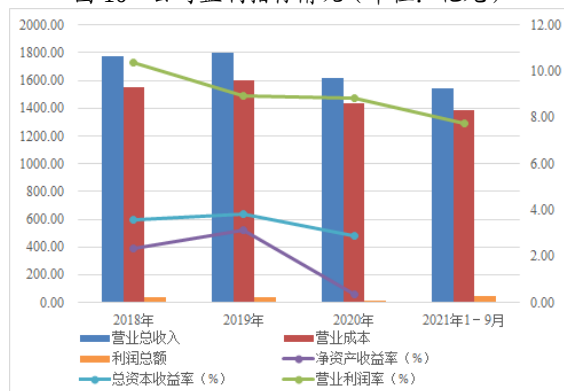
从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 1.83%。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 7.54%、7.47%和 7.99%。2020 年，公司费用总额为 128.97 亿元，同比下降 4.14%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别

为 6.75%、43.90%、7.23%和 42.12%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 56.62 亿元，同比增长 10.03%，主要系诉讼发生的费用增长所致；财务费用为 54.33 亿元，同比下降 9.56%，主要是因省属企业改革重组而提前储备的货币资金的理财利息收入增加所致。期间费用对整体利润侵蚀明显。

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、投资收益和营业外支出。公司资产减值损失主要来自对固定资产、无形资产和在建工程计提的资产减值损失。其中，2018 和 2019 年的资产减值损失规模较大，分别为 10.09 亿元和 5.53 亿元。2019 年公司投资收益（22.35 亿元）规模较大，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，占当期营业利润的比重为 57.93%；2020 年，公司实现投资收益 3.78 亿元，同比下降 83.08%，占营业利润比重为 22.47%。公司营业外支出主要是赔偿金、违约金及各种罚款和支付给相关社会服务机构的支出。2020 年，公司营业外支出 4.02 亿元，同比下降 17.68%。

2018—2020 年，公司利润总额分别为 35.03 亿元、35.21 亿元、14.30 亿元，波动下降，年均复合下降 36.12%；净利润分别为 11.79 亿元、18.30 亿元、1.91 亿元，波动下降，年均复合下降 59.77%。公司归属于母公司净利润规模偏低。2018—2020 年，公司归属于母公司净利润为分别为 0.08 亿元、7.28 亿元和 -5.67 亿元。

图 10 公司盈利指标情况（单位：亿元）



资料来源：根据财务报表整理

表 10 2020 年公司与同行业公司盈利指标情况

(单位: %)

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率	销售期间费用率
华阳新材料科技集团有限公司	9.21	2.55	0.16	7.16
晋能控股煤业集团有限公司	15.90	2.47	0.48	12.83
晋能控股电力集团有限公司	16.93	2.55	1.59	12.83
晋能控股装备制造集团有限公司	12.24	3.08	1.53	10.26
山西焦煤集团有限责任公司	16.86	3.10	2.61	11.93
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	10.41	3.45	1.54	8.51
山东能源集团有限公司	9.51	5.30	4.94	6.34
公司	10.99	2.59	0.33	8.00

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源: Wind

盈利指标方面, 2018—2020 年, 公司总资产收益率分别为 3.57%、3.83%和 2.87%, 三年加权平均值为 3.30%, 波动下降; 净资产收益率分别为 2.31%、3.14%和 0.33%, 三年加权平均值为 1.57%。公司各盈利指标表现弱。与同行业可比企业对比, 公司盈利能力处于行业中下游。

2021 年 1—9 月, 公司实现营业收入 1541.11 亿元, 同比增长 18.33%, 主要系产品销售价格上涨所致; 营业利润率为 7.73%, 同比变化不大。同期, 受益于销售费用、管理费用和财务费用的下降, 公司期间费用率较 2020 年下降 2.61 个百分点至 5.38%。综合影响下, 2021 年前三季度公司实现利润总额 43.41 亿元, 同比增长 409.64%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流保持大规模净流入, 经营获现基本可以覆盖投资活动现金净流出。

表 11 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入量	1563.91	1480.50	1537.70	1368.50

现金收入比	86.23	79.17	88.35	87.11
经营活动现金流量净额	146.26	148.85	98.77	125.21
投资活动现金流量净额	-5.95	-81.57	-100.08	23.94
筹资活动前现金流量净额	140.31	67.28	-1.31	149.16
筹资活动现金流量净额	-118.84	-75.93	10.22	-50.86

资料来源: 根据财务报表整理

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入分别为 1563.91 亿元、1480.50 亿元和 1537.70 亿元, 波动下降, 年均复合下降 0.84%; 经营活动现金流出分别为 1417.65 亿元、1331.64 亿元和 1438.93 亿元, 波动增长, 年均复合增长 0.75%。2018—2020 年, 公司经营活动现金净额分别为 146.26 亿元、148.85 亿元和 98.77 亿元, 波动下降, 年均复合下降 17.82%。2018—2020 年, 公司现金收入比分别为 86.23%、79.17%和 88.35%, 波动增长, 收入实现质量一般。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入分别为 2570.64 亿元、220.19 亿元和 40.22 亿元, 持续下降, 年均复合下降 87.49%; 投资活动现金流出分别为 2576.59 亿元、301.76 亿元和 140.31 亿元, 持续下降, 年均复合下降 76.66%。公司投资活动流入和流出金额变动较大主要是会计抵消核算方式有所变化。2018—2020 年, 公司投资活动现金净额分别为 -5.95 亿元、-81.57 亿元和 -100.08 亿元。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 140.31 亿元、67.28 亿元和 -1.31 亿元。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入分别为 779.19 亿元、738.56 亿元和 793.38 亿元, 波动增长, 年均复合增长 0.91%; 筹资活动现金流出分别为 898.02 亿元、814.49 亿元和 783.16 亿元, 持续下降, 年均复合下降 6.61%。2018—2020 年, 公司筹资活动现金净额分别为 -118.84 亿元、-75.93 亿元和 10.22 亿元。

2021年1—9月，公司经营活动现金流量净额为125.21亿元；公司投资活动现金流净额为23.94亿元；公司筹资活动现金流净额为-50.86亿元。

6. 偿债指标

由于债务负担重，公司偿债指标表现偏弱。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力	流动比率（%）	63.17	63.51	71.83
	速动比率（%）	51.71	49.72	59.74
	经营现金/流动负债（%）	11.28	12.99	8.16
	经营现金/短期债务（倍）	0.16	0.19	0.12
	现金类资产/短期债务（倍）	0.59	0.62	0.60
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	147.86	156.96	130.27
	全部债务/EBITDA（倍）	9.95	9.40	12.29
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.10	0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	2.00	2.19	1.84
	经营现金/利息支出（倍）	1.98	2.07	1.39

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2018—2020年，公司流动比率分别为63.17%、63.51%和71.83%，三年加权平均值为67.60%，持续增长。同期，公司速动比率分别为51.71%、49.72%和59.74%，三年加权平均值为55.13%，波动增长。2018—2020年，公司经营现金流动负债比率分别为11.28%、12.99%和8.16%，三年加权平均值为10.23%，波动下降。2018—2020年及2021年9月底，公司现金短期债务比分别为0.59倍、0.62倍、0.60倍和0.61倍，变化不大。整体看，公司短期偿债指标弱。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为147.86亿元、156.96亿元和130.27亿元，波动下降。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数分别为2.00倍、2.19倍和1.84倍，波动下降。2018—2020年，公司全部债务/EBITDA分别为9.95倍、9.40倍和12.29倍，波动增长。整体看，公司长期偿债指标弱。

截至2021年9月底，公司对外担保余额63.12亿元，占期末净资产的10.61%。被担保方主要为晋能控股装备制造集团有限公司、山西中节能潞安电力节能服务有限公司、太原煤炭气化（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团有限公司等，均为大型国有企业。公司对外担保比率一般，存在一定或有负债风险。

截至2021年9月底，公司无重大未决诉讼。

截至2021年9月底，公司共获得银行授信1515.24亿元，其中，尚未使用额度462.36亿元。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. 母公司财务概况

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2020年底，母公司资产总额1414.45亿元，较上年底增长8.65%。其中，流动资产933.24亿元（占65.98%），非流动资产481.21亿元（占34.02%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占21.31%）和其他应收款（占75.76%）构成；非流动资产主要由债权投资（占11.69%）、其他权益工具投资（占20.93%）、长期股权投资（占49.30%）和无形资产（占12.02%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为198.90亿元。

截至2020年底，母公司负债总额1219.22亿元，较上年底增长10.09%。其中，流动负债652.52亿元（占53.52%），非流动负债566.70亿元（占46.48%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占18.38%）、应付票据（占34.99%）、其他应付款（占7.78%）、一年内到期的非流动负债（占23.42%）、其他流动负债（占12.46%）和其他流动负债（占12.46%）构成；非流动负债主要由长期借款（占35.19%）、应付债券（占

49.17%)、其他非流动负债(占14.05%)和其他非流动负债(占14.05%)构成。截至2020年底,母公司资产负债率为86.20%,较2019年底提高1.13个百分点。

截至2020年底,母公司全部债务979.11亿元。其中,短期债务占51.18%、长期债务占48.82%。截至2020年底,母公司短期债务为501.09亿元。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率83.38%,母公司债务负担很重。

截至2020年底,母公司所有者权益为195.23亿元,较上年底增长0.46%。其中,实收资本为43.10亿元(占22.07%)、资本公积合计3.07亿元(占1.57%)、未分配利润合计-31.25亿元(占-16.01%)、盈余公积合计4.33亿元(占2.22%)。

2020年,母公司营业总收入为198.65亿元,营业收入为198.65亿元,利润总额为-7.88亿元。同期,母公司投资收益为11.01亿元。

现金流方面,2020年,公司母公司经营活动现金流净额为55.43亿元,投资活动现金流净额-61.57亿元,筹资活动现金流净额19.66亿元。

十、外部支持

煤化工业务为公司未来重点产业链延伸方向,在未来发展中可获得一定股东支持。

公司股东潞安化工在此次山西省属国有能源企业改革重组中被定位为山西省国有煤化工业务的运营和重组整合主体,煤化工业务为公司未来重点产业链延伸方向,在未来发展中可获得一定股东支持。2021年4月,在山西国运的统一安排下,华阳新材料科技集团有限公司下属部分煤化工资产的管理权已移交给公司。

十一、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据对公司现有债务影响小。本期中期票据发行后,公司经营现金流入量对长期债务的保障程度较好。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额上限10亿元,分别占公司2021年9月底公司长期债务和全部债务的1.50%和0.65%,对现有债务结构影响小。

以2021年9月底财务数据为基础,本期中期票据以上限金额发行后,在其他因素不变的情况下,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由76.52%、72.26%和52.86%上升至76.62%、72.39%和53.23%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还有息负债,公司实际债务指标或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据以上限金额发行后,公司经营现金流入量对长期债务的保障程度较好。

表 13 本期中期票据偿还能力测算

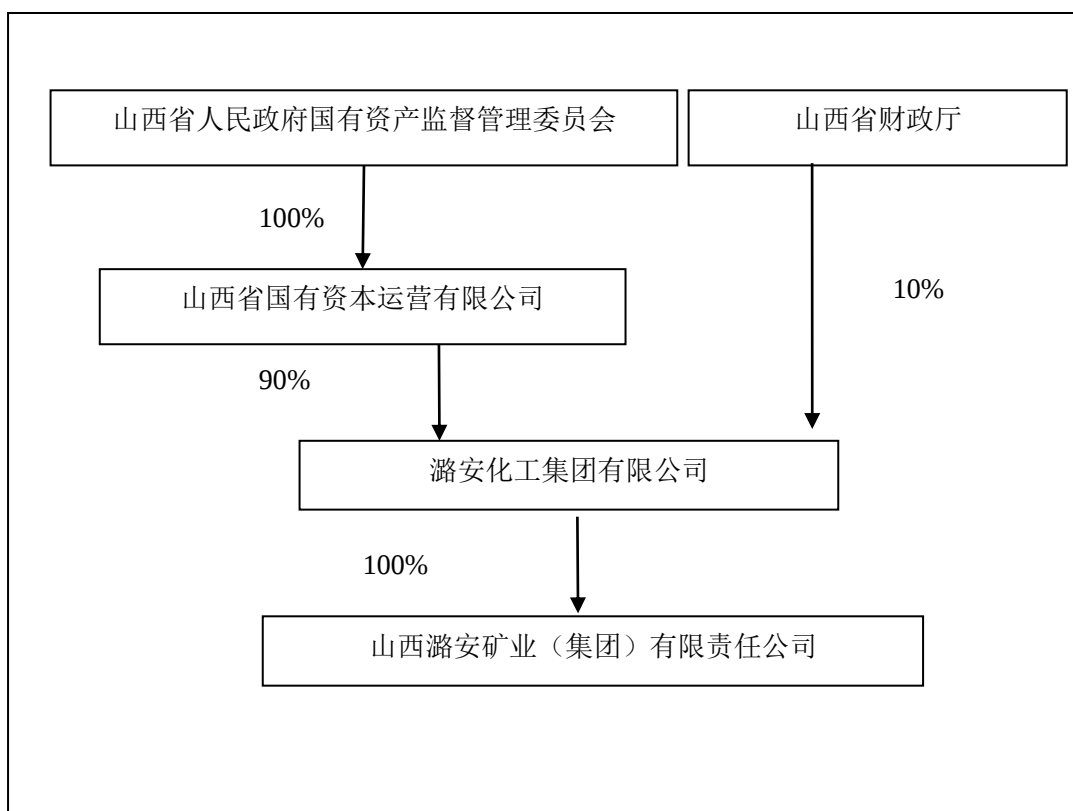
项目	2020 年
发行后长期债务(亿元)	676.85
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	2.27
经营现金/发行后长期债务(倍)	0.15
发行后长期债务/EBITDA(倍)	5.20

注:发行后长期债务为以公司2021年9月底长期债务为基数,并将本期中期票据发行额度上限计入后测算的长期债务总额
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA,本期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

[illegible]

注：含划给潞安化工的分子公司
资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底纳入公司合并范围二级子公司情况

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	工程建设
4	山西省轻工建设有限责任公司	5000.00	64.55	建筑安装
5	山西潞安煤化有限责任公司	5659.84	59.47	电石生产
6	山西清浪饮品有限公司	1595.27	80.57	饮料生产
7	山西潞安容海发电有限责任公司	21055.00	96.68	电力生产
8	山西潞安余吾发电有限责任公司	34013.25	99.90	煤矸石发电
9	山西防爆电机(集团)有限公司	10283.40	100.00	电机生产
10	山西潞安煤基合成油有限公司	336150.00	100.00	煤炭加工
11	山西潞安树脂有限责任公司	50000.00	100.00	聚氯乙烯
12	潞安新疆煤化工(集团)有限公司	233078.00	63.38	煤炭开采等
13	潞安集团财务有限公司	235000.00	87.23	财务和融资等
14	内蒙古潞蒙能源有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭开采
15	山西潞安煤炭经销有限责任公司	50000.00	100.00	煤炭销售
16	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
17	山西潞安戴斯酒店有限公司	1393.63	100.00	住宿服务
18	上海潞安实业有限公司	100.00	75.00	住宿服务等
19	山西潞安西件硅业有限公司	12000.00	100.00	贵金属采选
20	山西潞安太阳能科技有限责任公司	190000.00	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	山西潞安集团华亿五一煤业有限公司	15324.00	65.99	煤炭开采及洗选
23	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
24	山西潞安建设工程质量监测有限公司	100.00	100.00	技术检测
25	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
26	山西潞安集团星光煤电有限公司	60000.00	51.00	煤炭开采
27	山西潞安宜泰铜材制造有限责任公司	58816.00	100.00	材料贸易
28	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
29	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
30	山西潞安煤炭技术装备有限责任公司	36939.79	100.00	设备修理
31	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
32	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
33	山西潞安瑞泰投资有限责任公司	121400.00	100.00	投资及咨询
34	新疆潞安协鑫准东能源有限公司	58800.00	53.09	能源开发
35	山西潞光发电有限公司	150000.00	35.00	电力生产
36	山西潞安光伏发电有限公司	58250.00	100.00	电力生产
37	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

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	主要经营业务
38	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
39	潞安国际融资租赁（横琴）有限公司	100000.00	100.00	融资租赁业务
40	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
41	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；
42	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
43	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
44	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
45	山西天脊潞安化工有限公司	38000.00	50.28	化工产品销售
46	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

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

资料来源：公司提供

附件2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	523.14	476.85	491.38	537.86
资产总额（亿元）	2408.79	2498.58	2629.70	2533.12
所有者权益（亿元）	509.22	583.29	581.06	594.66
短期债务（亿元）	888.62	768.46	822.29	881.90
长期债务（亿元）	582.64	706.93	779.19	666.85
全部债务（亿元）	1471.26	1475.39	1601.48	1548.75
营业收入（亿元）	1775.42	1801.56	1614.31	1541.11
利润总额（亿元）	35.03	35.21	14.30	43.41
EBITDA（亿元）	147.86	156.96	130.27	--
经营性净现金流（亿元）	146.26	148.85	98.77	125.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.36	19.44	20.16	--
存货周转次数（次）	10.96	10.43	9.43	--
总资产周转次数（次）	0.74	0.73	0.63	--
现金收入比（%）	86.23	79.17	88.35	87.11
营业利润率（%）	10.37	8.95	8.82	7.73
总资本收益率（%）	3.57	3.83	2.87	--
净资产收益率（%）	2.31	3.14	0.33	--
长期债务资本化比率（%）	53.36	54.79	57.28	52.86
全部债务资本化比率（%）	74.29	71.67	73.38	72.26
资产负债率（%）	78.86	76.66	77.90	76.52
流动比率（%）	63.17	63.51	71.83	61.07
速动比率（%）	51.71	49.72	59.74	52.46
经营现金流动负债比（%）	11.28	12.99	8.16	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.62	0.60	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	2.19	1.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.95	9.40	12.29	--

注：1、2021 年前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、2018 年财务数据采用 2019 年财务报告期初数

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	174.09	175.34	215.33	247.10
资产总额（亿元）	1302.00	1301.79	1414.45	1,415.89
所有者权益（亿元）	136.08	194.34	195.23	192.73
短期债务（亿元）	313.56	403.70	501.09	584.07
长期债务（亿元）	403.49	452.39	478.03	346.74
全部债务（亿元）	717.04	856.09	979.11	930.81
营业收入（亿元）	225.43	290.00	198.65	208.58
利润总额（亿元）	-5.99	12.14	-7.88	20.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	31.64	90.90	55.43	56.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.83	7.42	7.77	--
存货周转次数（次）	89.39	130.02	260.79	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.22	0.15	--
现金收入比（%）	105.78	77.79	62.41	80.17
营业利润率（%）	11.19	7.23	8.96	10.05
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-4.28	6.07	-3.94	--
长期债务资本化比率（%）	74.78	69.95	71.00	64.27
全部债务资本化比率（%）	84.05	81.50	83.38	82.85
资产负债率（%）	89.55	85.07	86.20	86.39
流动比率（%）	121.24	128.34	143.02	105.70
速动比率（%）	120.80	128.14	142.99	105.30
经营现金流动负债比（%）	4.66	15.99	8.49	--
现金短期债务比（倍数）	0.56	0.43	0.43	0.42
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资
 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：

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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。

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	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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 2022 年度第八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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。