

信用等级公告

联合[2015] 1315 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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十一日



山西潞安矿业（集团）有限责任公司

主体长期信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定

评级时间：2015 年 7 月 21 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	1263.51	1523.03	1716.00	1784.67
所有者权益(亿元)	311.15	309.20	307.86	319.92
长期债务(亿元)	407.40	579.49	622.13	641.21
全部债务(亿元)	611.47	841.46	1031.42	1104.24
营业收入(亿元)	1710.16	1971.78	2051.18	436.85
利润总额(亿元)	26.44	6.07	6.23	0.51
EBITDA(亿元)	107.24	77.35	71.51	--
营业利润率(%)	7.97	6.14	4.63	3.32
净资产收益率(%)	3.16	-2.05	-1.14	--
资产负债率(%)	75.37	79.70	82.06	82.07
全部债务资本化比率(%)	66.04	73.13	77.01	77.54
流动比率(%)	89.40	91.92	78.55	83.73
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	10.88	14.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.54	1.64	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 潘云峰 熊睿哲

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”或“公司”）的评级反映了公司作为山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，在行业前景、资源储备、产业布局、技术水平、政策支持等方面的综合优势。联合资信同时关注到煤炭行业景气低迷、公司债务负担重、盈利能力持续下滑、未来投资规模较大、对外担保比率较高等因素对公司信用水平的不利影响。

近年依靠良好的产品结构和煤炭产能的提升，公司资产规模、营业收入持续增长；公司业务向煤炭下游产业延伸有助于提升公司整体竞争实力。随着公司在山西省内资源整合以及新疆生产基地建设的推进，公司煤炭产能将进一步扩大，整体抗风险能力有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国的煤炭产业政策有助于提升煤炭产业集中度和煤炭供给稳定性，有利于大型煤炭企业的发展。
2. 公司煤炭资源储量大，煤质优良，煤炭产能规模优势明显。下属新疆生产基地煤质优良，开采成本低，未来将成为公司竞争力提升的重要支柱。
3. 公司在山西省煤炭资源整合进程中，本部煤炭储量及产能获得较大提升，资产规模持续增长。
4. 公司煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，有助于稳定市场下游；煤炭产量持续上升，收入规模保持增长。
5. 公司业务向煤炭下游产业延伸，有助于分散经营风险。

关注

1. 随着宏观经济增速下滑,受煤炭行业景气度持续低迷影响,公司经营压力加大。
2. 公司煤化工等非煤业务盈利能力弱。低盈利性贸易业务快速扩张导致公司整体营业利润率显著下滑。
3. 公司资产负债率高,公司投资规模保持较高水平,未来在建工程及资源整合预算投入规模较大,存在一定资本支出压力。
4. 公司对外担保金额大,担保比率较高,存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西潞安矿业（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西潞安矿业（集团）有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因山西潞安矿业（集团）有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西潞安矿业（集团）有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体信用等级自 2015 年 7 月 21 日起至 2016 年 7 月 20 日有效；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。

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 2015 年 3 月底，公司注册资本为 25.14 亿元，全部由山西省人民政府出资。

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 2014 年底，公司拥有全资以及控股子公司 52 家，公司董事会下设秘书处、技术中心、投融资中心，总经理层下设总经理办公室、人事处、劳资处、财务处、总工办、企管处、法律事务处、审计处等 20 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1716.00 亿元，所有者权益 307.86 亿元（包含少数股东权益 135.82 亿元）；2014 年公司实现营业收入 2051.18 亿元，利润总额 6.23 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1784.67 亿元，所有者权益 319.92 亿元（包含少数股东权益 134.89 亿元）。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 436.85 亿元，利润总额 0.51 亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就

业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵

押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量M₂余额同比增长12.2%;人民币贷款余额同比增长13.6%,比年初增加9.78万亿元,同比多增8900亿元;全年社会融资规模为16.46万亿元;12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%,比年初下降0.42个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

(一) 煤炭采选业

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,烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中,不粘煤占25.53%,长焰煤占21.59%;焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%,其中,焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

竞争格局

长期以来,中国煤炭产业是分散型产业,存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展,造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后,随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软,煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇,中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针,并陆续出台了相关配套政策,随着资源整合的推进,近年中国煤炭行业集中度持续提升,2012年,中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨,占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司

司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013年度煤炭总供给表现过剩量达3.32亿吨。

煤炭价格

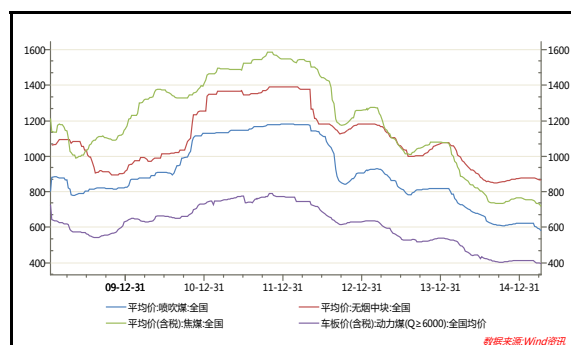
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供

需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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2014年和2015年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》（2013年6月），中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

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。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来

大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，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，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

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。

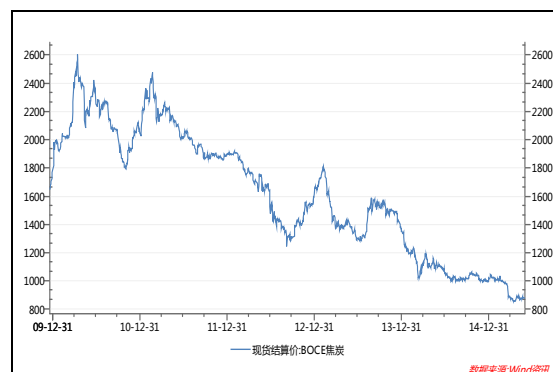
（二）煤化工行业

1. 行业及区域经济概况

焦炭价格

2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。短期看焦炭下行风险较大。截至2015年5月底，焦炭现货成交价880元/吨。

图3 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）

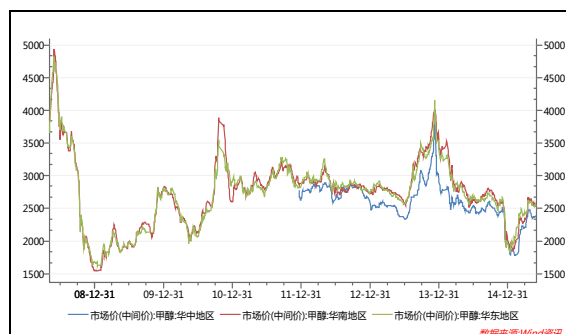


资料来源：wind 资讯

总体而言，焦炭价格受下游疲软影响走势总体呈季节性波动下降趋势，焦炭企业面临的经营压力较大。

甲醇价格

图4 国产甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年甲醇价格呈上升趋势，2014年三季度开始，甲醇价格急速走低，接近回归到2009年初价格水平，总体价格波动较大。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增

加,未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出,产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

资源综合利用及循环经济集群。干熄焦、煤调湿、余能余热综合利用,为焦化行业循环经济发展提供技术支撑。

清洁型燃气能源集群。城市及工业燃气项目,为周边工业企业提供氢气、燃气资源,推动周边区域工业企业向资源节约型、低碳经济方式发展,降低对生态环境负面影响。

化工产品深加工集群。煤焦油深加工、苯类深加工、焦炉煤气制甲醇、制液化天然气、二甲醚、炭黑、蒽系列、酚系列、针状焦、石墨碳素等产品,建立焦化行业资源综合化利用新模式。

工艺、技术改造创新

煤化工行业对环境影响较大,未来气候环境的硬性指标将会对煤化工行业形成较大冲击,低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。煤化工企业对工艺、技术改造与创新需要符合绿色气候环境标准的要求,进一步提高企业经济竞争优势。

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化经营方式发展,深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的高新技术、新工艺、新流程、新材料。对现有企业生产工艺进行改造,利用新工艺降低老工艺对优质资源的依赖度,企业大力实施技术改造和产业创新,为煤化工企业转型升级提供科学技术支撑,提升煤化工行业创新能力和管理水平。

产品结构调整,扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工产品;市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象,同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

焦油深加工项目,开发高附加值的蒽油深加工及精萘、山梨酸钾等产品;开发甲苯、二

甲苯等产品;科学实施甲醇、全氨等项目,扩展焦炉煤气利用领域。

上下游产业链跨行业重组

煤化工企业采取企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式,企业在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。

独立焦化企业与煤炭、钢铁、化工企业紧密联合重组,整合现有焦化优势产能,最大限度实现生产要素和资源的优化配置,实现产业链纵向整合。

3. 行业政策

2012年3月,国家发改委专门下发通知,对相关煤化工项目设置门槛,以切实加强煤化工产业的调控和引导。由国家发改委、国家能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》已通过国家发改委主任办公会,拟于近期发布实施。该政策的核心内容是产业升级与总量控制。

此外,工信部鉴于宏观经济环境以及节能减排、环境保护日益上升到更重要位置,于2012年11月14日发布通知,拟组织中国炼焦行业协会修订焦化行业准入条件。预计随着新政策出台,炼焦产业准入门槛将提高,届时将淘汰一批落后小产能,有助于提高产业集中度,促进炼焦产业良性发展。

进出口方面,自2013年1月1日起,焦炭出口关税以及配额全部取消,转变成出口证支付,对于焦炭出口总量的控制逐渐放松,焦炭的外部需求市场逐渐放开,出口将有利于缓解国内焦炭市场的产量以及过剩产能压力。

4. 行业发展

从资源储量角度看,煤将是潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

从近期来看,钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化,而炼焦化学品如萘、蒽

等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品的开发研究，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。从长期来看，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为煤化工行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。山西省人民政府国有资产监督管理委员会是公司的唯一出资人与实际控制人，履行出资人职责。

2. 企业规模

公司是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在中国煤炭工业协会公布的 2014 年度中国煤炭工业产量 100 强中居第 8 位。

公司拥有丰富煤炭资源，目前公司煤炭地

质储量超过 400 亿吨。2014 年公司原煤产量达到 7334 万吨。

公司煤质优良，煤种多样。公司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，是优质的电煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。“潞安煤”是中国知名品牌，在市场上具有一定竞争力。

综上所述，公司生产规模较大，煤炭资源丰富，产品优势明显，在全国煤炭行业中占有重要地位，市场竞争的实力较强。

3. 人员素质

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

公司总经理翟红先生，大学学历，高级工程师，曾任汾西矿务局柳湾矿矿长、汾西矿务局煤炭经销公司经理、山西焦煤集团煤炭销售总公司副总经理、汾西矿业（集团）公司董事长、山西焦煤集团公司董事。

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

截至 2015 年 3 月底，公司在册员工总数为 109799 人，在岗员工中专业技术人员 13758 人，专业技术人员具体构成如下：

学历结构：大专及以上学历 43753 人，占比全部公司员工 39.85%；大专学历以下 3109 人，占 60.15%。

专业结构：副高级及以上职称 1702 人，占 10.40%；中级职称 4745 人，占 29.00%；中级职称以下 9913 人，占 60.60%。

除专业技术人员以外，其他员工主要为生

产类人员。公司员工构成符合煤炭行业特点，基本能满足管理和生产的需要。

4. 技术水平

公司拥有国家级企业技术中心，主要负责技术决策、技术创新管理与重大技术创新项目等的开发工作。根据“国家发改委认定企业技术中心”2005年度的评价结果，公司的技术中心在全国332家国家级技术中心中排名第164位，在煤炭行业中排名第3位。2006年公司经国家人事部、国家博士后管理委员会批准，设立了博士后科研工作站。2007年公司设立了煤炭研究院，科研实力进一步增强。2008年12月国家“863”、“973”高新技术示范项目，潞安16万吨煤基合成油示范厂产出了第一桶煤基合成油，标志公司在煤制油领域技术进入行业领先水平。

公司注重技术创新。一方面公司创立了“以技术为纽带、以项目为载体、企业牵头、优势互补、协同攻关、利益共享”产学研联合的技术创新体系；另一方面，按不低于企业年销售额3%的比例落实科技发展资金，为技术创新和研发工作提供了可靠的资金保障；此外公司建立了科技风险投资机制，把科技资金的使用效果作为评定经营者业绩的重要指标进行考核。

公司技术优势明显。公司煤炭生产所采用的一次采全高综采放顶煤主导技术，领先于世界同行业同类技术3~5年，获原煤炭部科技进步特等奖；公司承担的国家级技术创新项目“综放大断面沿空留巷技术研究”被认定为“九五技术创新优秀项目”；公司研发的“潞安矿区煤巷锚杆支护成套技术”和“综放低位放顶煤老塘浮煤回收装置技术”达到国际先进水平；公司所研发的以贫煤加工喷吹煤的技术填补了国内空白，获得了中国煤炭工业科技进步特等奖，其技术标准成为订立国家标准的基准。

公司技术装备水平先进，是国内最早进行矿区现代化建设的煤炭企业，装备有国际先进

水平的综采、综掘设备与国内一流水平的矿井运输、提升、通风等配套技术装备，其中屯留煤矿主井系统机电安装工程于2008年荣获中国建筑工程“鲁班奖”。

整体上看，公司注重技术创新以及科技成果转化，技术和装备水平在同行业中占有领先地位，比较优势明显。

5. 外部环境及股东支持

政策支持

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

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

税收优惠和资金支持

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

列政策和资金扶持。

交通与运输

公司矿区位于山西省上党盆地。上党盆地是国家重要的煤炭生产基地，矿区内煤炭储量丰富，煤质优良；矿区周边有较好的工业基础和交通条件，化工、发电、冶金、制造等大型企業众多，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、精煤、喷吹煤和洗块煤。在公司所在的山西省，大小煤矿林立，其中大型国有骨干煤炭企业有 10 余家，与公司形成竞争的大型国有煤炭企业主要包括山西大同煤业集团（同煤集团）、山西焦煤集团有限公司（焦煤集团）、山西晋城煤业集团有限公司（晋煤集团）和山西阳泉煤业集团有限公司（阳煤集团）。同煤集团是中国特大型优质动力煤生产基地，与公司的竞争主要集中在混煤产品上，竞争相对激烈；焦煤集团是中国最大的炼焦煤生产基地，晋煤集团和阳煤集团均是中国优质的无烟煤生产基地，由于公司上述煤炭产品数量较少，且与这三大集团主要煤炭产品销售市场所不同，因此焦煤集团、晋煤集团和阳煤集团与公司的直接竞争并不激烈。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，并按照国务院《国有企业资产监督管

理暂行条例》以及有关法律法规的规定，接受山西省国有资产监督管理委员会的监管，公司董事会由山西省人民政府委派的董事以及职工代表组成，目前董事会成员 3 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。公司法人治理结构比较完善。

公司拥有全资以及控股子公司 41 家，公司董事会下设秘书处、技术中心、投融资中心，总经理层下设总经理办公室、人事处、劳资处、财务处、总工办、企管处、法律事务处、审计处等 20 个职能部门，在总经理领导下负责管理工作。公司下辖的子、分公司负责生产经营，公司与下属子公司之间实行“母子公司”管理体系。

2. 管理水平

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

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

财务管理方面，公司建立了以资产为纽带的三级会计主体和两个层次的新型财务管理体系。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位，每个会计主体模拟法人运行，分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管

理，即“统一筹措、统一存储、统一调配、统一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会、监事会派人对其进行财务监督。2007年公司财务公司已挂牌运行，财务公司的成立，有效强化公司资金集中管理力度、提高资金使用效率、降低公司财务成本，同时通过对集团内部成员单位的资金集中管理也将提高集团对子公司的控制力。

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

总体看，公司基本建立健全了一整套管理办法和规章制度，运作较为规范，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营现状

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，近年通过收购整合地方企业和民营企业，煤炭业务经营规模稳步增长；同时煤电化、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。

2012~2014年，公司营业收入年均复合增长为9.52%，而同期公司营业利润却大幅下降，年均复合下降-49.08%。截至2014年底，公司

实现营业收入合计2051.18亿元，同比增长4.03%，其中主营业务收入1990.59亿元，其他业务收入60.58亿元，同比分别增长5.44%和4.72%。

2014年，公司主营业务中煤炭业务实现收入239.53亿元，同比上升0.33%，主要是增加原选煤的销量所致；非煤业务实现收入1751.06亿元，同比增长6.18%。公司其他非煤业务收入主要包括建筑材料及房地产、电力、装备制造、煤基油和其他产品等，2014年公司其他非煤业务收入的大幅增长主要是其他产品中宜泰铜产品大量生产、销售导致。

从构成来看，2014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12.04%和87.96%，受公司煤炭、钢材、铁矿、铜铝等金属贸易业务快速增长影响，非煤产业占比有所上升。毛利润方面，2014年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司毛利润的80.37%和19.63%，煤炭业务仍是公司主要利润来源。2014年公司非煤业务对利润贡献有所提高，公司风险分散能力进一步提高。

从毛利率来看，2014年公司煤炭业务毛利率较2013年有所下降，主要是煤炭市场持续低迷，煤炭价格继续下滑，成本下降的幅度小于收入下降的幅度，毛利率有所下降。主营业务毛利率同比下降1.65个百分点，主要是煤炭业务毛利率大幅下降所致。

2015年一季度，公司共实现营业收入436.85亿元，同比下降14.06%，毛利润14.92亿元，主营业务毛利率为3.52%，同比均有所下降。

表1 2012年~2015年3月公司主营业务收入构成(单位:亿元、%)

业务板块	2012年			2013年			2014年			2015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												
原选煤	133.08	8.06	45.19	97.09	5.14	55.69	133.26	6.70	35.58	21.60	5.10	33.61
洗煤	143.85	8.71	44.87	141.65	7.50	38.14	106.27	5.34	30.57	18.74	4.42	27.91

非煤产业												
贸易	1248.54	75.62	0.00	1501.96	79.56	0.35	1523.79	76.58	0.24	349.93	82.58	0.05
煤化工	33.50	2.03	0.00	46.07	2.44	6.90	42.51	2.14	8.87	7.48	1.77	-3.34
化肥	27.49	1.66	14.15	15.39	0.82	7.02	18.32	0.92	9.66	3.33	0.79	23.72
其他	64.68	3.92	6.18	85.74	4.54	8.95	166.44	8.32	5.63	22.67	5.35	7.45
主营业务收入合计	1651.14	100.00	8.47	1887.9	100.00	6.64	1990.59	100.00	4.99	423.75	100.00	3.52

资料来源：公司审计报告

2. 煤炭产业

资源禀赋

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

公司借助潞安新疆煤化工集团，在新疆地区所获得的资源品质较高，所获资源以发热量在 6800 大卡的不粘煤为主，为优质动力煤，具备“三低一高”的特点。哈密地区煤炭运输无障碍，现有运输瓶颈主要在北疆，未来北疆地区运输瓶颈将靠一主两翼铁路和就地转化为化肥解决。哈密地区与青海、内蒙毗邻（鄯善沙尔湖露天一矿和二矿、沙墩子矿均位于此，规划

总产能分别为 1500 万吨和 2000 万吨。

在山西本地的资源整合将带来较大产能增量。根据山西省政府《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，公司在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等 6 个地市 13 个县区开展资源整合工作，已整合矿井 104 座，重组整合后为 37 座，资源储量合计 31.68 亿吨。但资源整合受资源价款及评估价值等因素影响较大，同时受煤炭行业景气度下行影响，整合产能的投入运营进度存在不确定性。同时，大规模的整合也造成了较大的资本支出计划，加重公司债务负担。

煤炭生产

公司煤炭生产基地主要包括山西省内和新疆两大基地。山西省内现有主要生产矿井为 13 个，核定产能 4510 万吨/年，资源整合矿井 37 个，核定产能 3150 万吨/年，在建矿井 3 个，设计产能 1740 万吨/年，拟建矿井 8 个，设计产能 3400 万吨/年；新疆基地生产矿井 4 个，现有产能 1250 万吨/年（规划总产能 1400 万吨/年），在建矿井 3 个，设计产能 3200 万吨/年，拟建矿井 2 个，设计产能 3500 万吨/年。

2014 年，公司煤炭产量达 7334 万吨，较 2013 年增长 3.84%。未来短期内公司煤炭产能扩张将继续集中于新疆（合计 1300 万吨/年）和山西本地 37 个矿井（合计 1000 万吨/年）的资源整合。受煤炭行业景气低迷影响，公司部分整合矿井投产进度有所放缓，产能释放周期相应延长。

近年来，在煤炭下游三大行业中，钢铁行业价格传导最为顺畅，公司依据自身贫瘦煤的特点，研发了烟煤喷吹技术，传统无烟煤喷吹

成本较高，烟煤喷吹可大幅降低喷吹成本。公司喷吹煤销量约占国内市场 1/3，市场占有率居第一位。公司产品结构好，喷吹煤产量规模大，盈利能力较强。

表 2 2012 年~2015 年 3 月公司煤炭生产指标比较

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
原煤产量(万吨)	6125.00	7063.00	7334.00	1831.00
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	12.67	15.56	15.62	17.13
死亡率(人/百万吨)	0.05	0.10	0.00	0.00

资料来源：公司提供

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

公司在高产高效生产的同时，重视安全生产。一方面公司在资金上加大了安全投入，自 2005 年 4 月起，公司按 30 元/吨提取。山西潞安环保能源股份有限公司自 2008 年 4 月 1 日按 50 元/吨提取。在有力的资金保障下，公司采用了新技术，引进了新设备，在物质上保障了安全生产；另一方面，公司强化“低瓦斯矿井高

瓦斯管理，高瓦斯矿井高标准管理”，建立和完善瓦斯防治体系，使矿井的整体抗灾防灾能力加强，同时公司培育“关爱生命，关注安全”的安全文化，增强职工的安全意识。受煤炭行业整体景气度下滑，公司安全费用有所调整，由 50 元/吨下调至 37 元/吨。

煤炭销售

公司成立山西潞安煤炭运销总公司（以下简称“运销总公司”）统一负责煤炭产品的销售。公司对运销总公司实行目标责任制考核，运销总公司与各生产矿井建立“模拟市场、计量收购、合同管理、权责利明确”的市场化运作机制。煤炭销量方面，煤炭销量方面，2014 年公司共完成煤炭销售合计 6717 万吨，较 2013 年增长 8.13%，保持稳定增长态势。2015 年 1~3 月，公司销量为 1263.37 万吨，占 2014 年全年的 18.81%。

销售价格方面，随着煤炭行业整体景气度低迷及进口煤冲击的影响，公司主要煤炭产品销售价格均有所下降。2012 年~2014 年商品煤销售均价分别为 543.15 元/吨、463.21 元/吨和 360.13 元。2015 年 1~3 月，公司商品煤销售均价为 322.19 元/吨，在宏观经济增速减缓的背景下，公司下游各行业均不同程度出现需求下滑形势，喷吹煤销量有所下降，导致公司煤炭板块整体均价加速下行。

表 3 公司 2012 年~2015 年 3 月商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	3752.00	543.15	3904.00	374.25	4462.00	307.56	798.02	237.35
喷吹煤	1347.00	859.43	1702.00	706.92	1649.00	539.83	336.27	480.16
洗精煤	251.00	966.29	163.00	807.68	180.00	593.59	23.14	547.98
其他洗煤	171.00	221.36	443.00	162.58	426.00	154.25	105.94	125.47
合计	5521.00	543.15	6212.00	463.21	6717.00	360.13	1263.37	322.19

资料来源：公司提供

公司煤炭产品主要销往中南、华东、华中、华北、东北等地区的 500 多家用户，还有少部分出口到日本、韩国、香港、台湾、菲律宾、印度、法国等国家和地区。其中喷吹煤和洗精

煤的主要客户有宝钢、武钢、莱钢、太钢和天津钢厂等；洗块煤主要供应下属子公司山西天脊煤化工集团公司，原煤主要客户是邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽

电厂、兴泰电厂、石门电厂、马头电厂、丹河电厂、汉川电厂等电厂，公司混煤供应量占以上各家主要电厂总采购量 10%以上，对电厂煤炭采购有一定影响。混煤主要供应给山西鲁晋王曲电厂、江西青苑燃料公司、武汉生资燃料公司等。公司煤炭销售推行“以喷吹煤为核心，以效益煤为主导”的销售结构调整，在开通宝钢、武钢、莱钢喷吹煤直达列车的基础上，不断加大首钢、鞍钢、太钢、马钢、天钢等大型钢铁客户的培育。煤炭产品下游销售主要集中在电力行业，约占总销售的 60%，钢铁行业占到 20%，焦化行业占到 10%，化工行业占 6%，其他行业占 4%。

公司注重产品结构调整，精煤、喷吹煤和洗块煤等单价较高品种的销量一直保持较高比例。近三年公司喷吹煤销量分别为 1347 万吨、1702 万吨和 1649 万吨，分别占当年商品煤总销量的 24.40%、27.44%和 24.55%。公司喷吹煤品质较高，是国内的主要喷吹煤供应商，目前喷吹煤产量约占国内市场 1/3。2015 年 1~3 月，公司喷吹煤销量有所下降，对公司的利润产生了一定影响。

3. 非煤业务

目前公司从事的非煤产业涉及建材、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。2014 年，非煤业务实现收入 1751.06 亿元，同比增长 6.18%，实现毛利润 19.51 亿元，较 2013 年上升 13.23%，对公司毛利润贡献为 19.63%。

2015 年 1~3 月，公司非煤业务实现收入 383.41 亿元，占 2013 年全年的 21.90%。

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、潞安日照国贸公司和潞安物资贸易公司，主要经营煤炭、焦炭、钢材、铁矿、铜铝等大宗金属商品贸易。2014 年公司贸易板块实现营业收入 1523.79 亿元，同比增长 1.45%。

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。受贸易业务收入占比上升影响，公司整体营业利润率下降明显。

煤化工业务

煤化工业务方面，公司从事焦炭生产的主要是郭庄煤业下属子公司祥瑞焦化有限公司（以下简称“祥瑞焦化”）和潞安环能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”）。目前五阳弘峰年产能为 60 万吨；祥瑞焦化产能已扩产至 150 万吨/年。

公司 2011 年起将山西天脊煤化工集团有限公司（以下简称“天脊集团”）纳入合并范围，煤化工产业链得以完善。截至 2014 年底，天脊集团主要产品产能约为：合成氨 81 万吨/年、硝酸 81 万吨/年、硝酸磷肥 90 万吨（或硝酸磷钾肥 100 万吨/年）、硝铵 20 万吨/年、矿渣水泥 28 万吨/年、苯胺 13 万吨/年。

煤基合成油业务

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

公司煤基合成油示范项目设计规模为 16 万吨/年当量油品，主要产成品为柴油、石脑油和石蜡。为合理利用合成油装置排放的氢气、高纯度氮气和二氧化碳等气体，公司同期建立 18 万吨/年合成氨及 30 万吨/年尿素项目，目前该项目被列为国家“863”及“973”高新技术项目，另外 20 万吨聚氯乙烯项目也已经进入试车阶段，公司实现煤基制油循环经济产业链。

光伏业务

光伏产业方面，经营主体为山西潞安高纯硅业科技有限责任公司，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 2015 年 3 月底，公司已累计投入 64.86 亿元。目前

太阳能和多晶硅项目建设已接近收尾，高纯度多晶硅项目已具备试产条件，该项目设计产能为 2500 吨/年。鉴于目前市场环境，该项目处于停滞状态，未来存在一定不确定性。

4. 经营效率

2012~2014 年，随着公司收购整合及投资力度加大及合并范围变化，公司资产规模快速增长，年均增长 16.54%；受益于公司贸易业务快速扩张，公司营业收入年均增长 9.52%，公司资产增长质量和业务发展情况良好。

从经营效率指标看，近三年公司销售债权

周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，2014 年分别为 13.40 次、15.58 次和 1.27 次，均低于三年均值。总体看公司经营效率良好。

5. 在建工程

截至 2015 年 3 月底，公司重点在建工程 3 项，其中，煤矿项目 2 个，合计产能 1300 万吨/年，煤基化工项目 1 个。在建项目计划总投资 376.19 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 181.69 亿元。同时煤基油项目将是公司未来的重点发展项目。

表 4 公司重点在建工程情况（单位：亿元）

工程名称	计划总投资	2015 年 3 月底累计投资	2015 年计划投资额	2016 年计划投资额	2017 年计划投资额	设计产能	工程进度
古城煤矿	82.77	32.78	16.95	15.00	18.67	年产 1000 万吨煤矿、选矿厂及配套铁路专线	主斜井完成进尺 495 米，副立井井筒到底，改绞完成；土建工程综合楼投入使用，办公楼和联合建筑正在施工；主、副井变电所已完成。
煤基油项目	230.00	96.00	18.08	30.00	30.00	150 万吨/年 F-T 合成和油品精制、30 万吨/年焦油加工和 103MW 余热发电	项目可研报告进行内部评审，规划院审查并修改，总体设计在洛阳设计院召开了总体设计重要方案讨论会，确定了公用工程工艺方案。F-T 工艺包合同已完成手续办理。煤气化、低温甲醇洗、变换、硫回收等 4 个主要工艺包招标结束。大件厂房的基础施工已开工。
李村煤矿	63.42	52.91	3.83	8.12	--	年产 300 万吨煤矿、选矿厂及配套铁路专线	李村矿井巷道完成进尺 14500M，矿井主要生产系统已全部完成；办公楼等相应配套设施已投入使用；安装工程的相应设备正在调试当中。
合计	376.19	181.69	38.86	53.12	48.67		

资料来源：公司提供

6. 未来发展

“十二五”期间，公司将以做强做大煤炭核心产业，建设亿吨级煤炭大集团为基础，以发展电力、煤基合成油、煤化工、光伏等产业，建设绿色低碳循环经济的新型能化集团为发展主线。公司将立足煤、延伸煤、超越煤，以煤为基础，变一次能源为多次能源生产，变单一初级产品输出为多种能源产品综合输出，通过构建煤-油、煤-电、焦-化、硅-电等大循环、大转换循环经济园区，同时培育发展金融、贸易产业，形成集中布局、集约生产、集群发展的产业新格局，加快公司产业机构向广度和深

度转型。

总体看，公司在积极扩张资源储量及产能的同时，不断延伸以煤炭下游产业为核心的多元化产业链，有效的提升公司整体竞争实力。

煤炭资源获取是公司未来可持续发展的核心，公司目前积极推进山西省内矿井资源整合并大力发展新疆地区的扩产扩建，可有效增强公司的资源储备。同时，依托公司的煤质煤种特性，以及公司在煤制油等煤化工项目的相关运作经验，公司向煤化工产业延伸产业链有望获得较强的比较竞争优势。

联合资信同时关注到，公司在建项目未来

投资规模较大，有一定的资金压力。

为满足投资资金需求，公司通过“六渠道一公司”即发行公司债券、发行短期融资券、争取银行授信借贷、上市融资、新上项目股权多元化、在集团公司层面增资扩股引进战略投资者和财务公司融资等多渠道筹集资金。

考虑到煤炭主业盈利恶化，较大的投资规模导致公司对外部融资存在较强的依赖性，也将在一定程度上推升公司债务规模，加重公司债务负担，短期内公司债务负担仍将维持较高水平。

七、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。

因本案尚未开庭审理，暂时无法判断此事项对公司经营和财务的影响。联合资信将持续关注此事项的进展和仲裁结果。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1~3 月报表未经审计。

2014 年公司纳入合并报表的子公司合计 53 家，合并报表范围增加二级子公司 3 家，分别是山西潞岚农业开发有限公司、山西潞安煤基清洁能源有限责任公司、山西潞安检测检验中心有限责任公司。另外山西潞安能源交通投资有限责任公司不再纳入公司合并范围。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1716.00 亿元，所有者权益 307.86 亿元（包含

少数股东权益 135.82 亿元）；2014 年公司实现营业收入 2051.18 亿元，利润总额 6.23 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1784.67 亿元，所有者权益 312.92 亿元（包含少数股东权益 134.89 亿元）。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 436.85 亿元，利润总额 0.51 亿元。

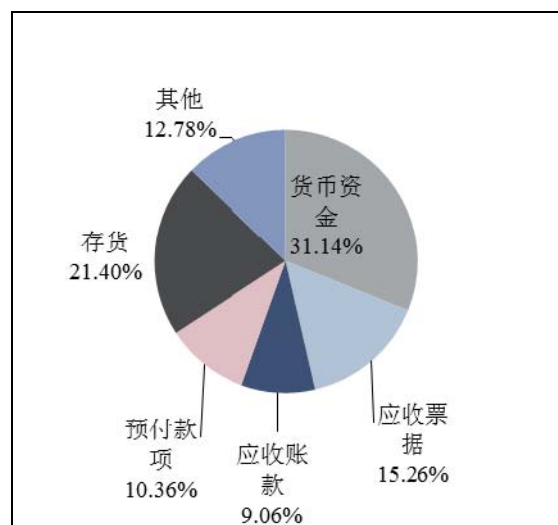
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额年均增长 16.54%，截至 2014 年底，公司资产总额为 1716.00 亿元，较上年底增长 12.67%，主要是货币资金、应收账款、交易性金融资产和在建工程较快增长所致，其中非流动资产占比 65.43%，占比略有增加。

2012~2014 年，公司流动资产年均增幅 14.25%，截至 2014 年底，公司流动资产合计 593.20 亿元，较 2013 年底增长 7.15%，增长主要来自于货币资金、交易性金融资产和应收账款的增加。

从流动资产构成看，截至 2014 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成，其中，货币资金和应收账款占比有所上升。

图 5 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 184.70 亿

元，其中受限货币资金 17.94 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及履约保证金。

截至 2014 年底，公司交易性金融资产共计 22.55 亿元，增长 258.06%。增长原因主要系公允价值计量及其变动计入当期损益的金融资产。

截至 2014 年底，受公司贸易规模快速扩大的影响，应收票据占公司流动资产较大比重，占比 15.26%。随着现金结账方式的增加，应收票据有所下降，2014 年应收票据合计 90.50 亿元，较 2013 年底下降 25.95%。

截至 2014 年底，公司应收款账面净额 53.71 亿元，同比上升 34.96%，共计提坏账准备 3.73 亿元，计提比例 6.49%。应收账款大幅增加的原因系公司为了增加销售，采取了赊销方式所致。公司单项金额重大单项计提的坏账准备的应收账款合计 0.63 亿元，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应收款合计 3.08 亿元，其中，1 年以内的占 80.72%，1~2 年的占 11.82%，2~3 年的占 1.82%，3 年以上的占 5.64%。

截至 2014 年底，公司存货合计 126.96 亿元，同比增长 3.03%，公司存货以原材料、半成品和库存商品为主，共计提 0.25 亿元跌价准备，计提比例 0.20%，考虑到煤炭价格整体下行情况，公司存货存在一定的跌价风险，公司计提比例偏低。

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 47.23 亿元，较上年底增长 27.28%，计提坏账准备 4.00 亿元，计提比例为 7.81%，其中，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应付款合计 3.26 亿元 1 年以内的占 72.49%，1~2 年的占 4.92%，2~3 年的占 8.52%，3 年以上的占 14.07%。

截至 2014 年底，公司预付款项合计 61.45 亿元，较上年底增长 1.23%，其中，1 年内的占 47.35%，1~2 年的占 36.53%，2~3 年的占 5.64%，3 年以上的占 10.48%。

截至 2015 年 3 月底，公司流动资产合计

655.90 亿元，相比 2014 年底，增长 10.57%。增长主要来自于货币资金、存货、预付款项和应收账款的增加，结构基本保持稳定。

2012~2014 年，公司非流动资产年均增幅 17.81%。截至 2014 年底，公司非流动资产 1122.80 亿元，较 2013 年底增长 15.82%，主要由固定资产（占 35.24%）、在建工程（占 44.25%）、无形资产（占 15.47%）和商誉（占 1.20%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 706.94 亿元，累计折旧合计 310.36 亿元，固定资产减值准备 0.92 亿元，固定资产净值 395.66 亿元，较 2013 年底增长 5.77%。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 496.82 亿元，较上年底增长 37.79%，数额较大项目包括煤基油项目、古城矿项目、李村矿井项目等。2014 年，公司在建工程转入固定资产 53.87 亿元，累计计提折旧费用 32.10 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产 173.66 亿元，同比下降 0.26%，累计摊销额为 15.49 亿元，主要是由于采矿权有所下降所致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产合计 1128.79 亿元，较 2014 年底上升 0.53%，主要是长期股权投资和在建工程有所增长。资产结构基本保持稳定。

总体看，公司流动资产中货币资金和应收票据比重较大，现金类资产充裕；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重较大。公司整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债总额年均增长 21.60%，截至 2014 年底，公司负债总额 1408.14 亿元，较上年底增长 16.01%，其中流动负债占 53.63%，非流动负债占 46.37%，由于公司短期借款大幅增加，流动负债占比较上年有所上升。

2012~2014 年，公司流动负债年复合增长

21.88%，2014 年底合计 755.17 亿元，主要由短期借款、应付账款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2014 年底，公司短期借款 157.35 亿元，其中信用借款 135.16 亿元；一年内到期的非流动负债 130.39 亿元，其中一年内到期的长期借款 116.44 亿元，一年内到期的长期应付款 13.95 亿元。

截至 2014 年底，公司应付票据合计 86.64 亿元，同比增长 63.68%。同期，公司应付账款合计 256.86 亿元，同比增长 13.08%。公司贸易业务及在建工程增长推动应付账款快速上升，其中 1 年内款项占 67.09%，1~2 年占 18.97%，综合账龄较短。

截至 2014 年底，公司预收款项合计 40.67 亿元，同比小幅下降 11.39%，其中 1 年内款项占 53.08%，1~2 年占 46.43%，主要是下游客户煤炭采购预付款。

截至 2014 年底，公司其他应付款合计 31.02 亿元，同比小幅下降 2.89%，其中 1 年内款项占 3.60%，1~2 年款项占 52.95%，2~3 年款项占 17.76%，3 年以上占 25.69%，综合账龄较长。

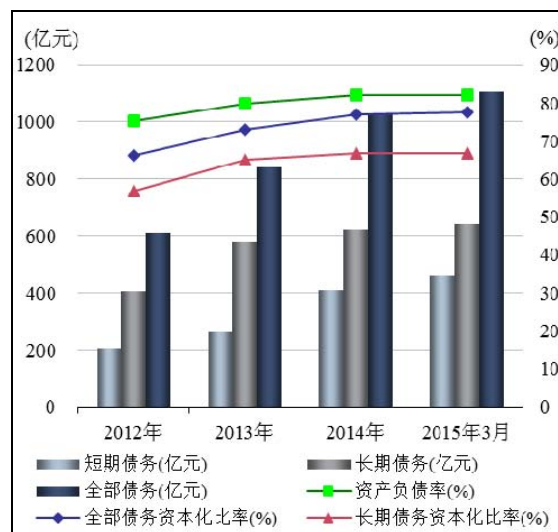
2012~2014 年，公司非流动负债持续上升，2014 年底受长期借款及应付应付款大幅增长影响，公司非流动负债合计 652.97 亿元，同比增长 6.77%，主要由长期借款（占 46.63%）和应付债券（占 35.58%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 304.50 亿元，其中信用借款 246.48 亿元；应付债券 232.35 亿元，主要为发行的中期票据、企业债以及私募债。

截至 2014 年底，公司长期应付款合计 60.03 亿元，同比增长 61.41%，主要为采矿权转让款和融资租赁款项。

截至 2014 年底，公司其他非流动负债合计 50.84 亿元，全部是 50.84 亿元的平安一潞安债权投资计划。

图 6 近年公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额合计 1464.75 亿元，较 2014 年底增长 4.02%。其中流动负债占 53.48%，占比较 2014 年底略微下降。

有息债务方面，2012~2014 年，随着公司经营规模扩张，公司全部债务规模年均增长 29.88%。截至 2014 年底，公司全部债务为 1031.42 亿元，较上年增长 22.58%，主要是长短期债务增长以及新增债权投资计划所致。截至 2014 年底，公司长期债务占全部债务比重为 60.32%，债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

2014 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 82.06%、77.01%和 66.90%，分别较 2013 年上升 2.36、3.88 和 1.69 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.07%、77.54%和 66.71%，债务负担重。

整体看，公司债务规模快速增长，债务负担重，未来随着公司在建项目的推进，债务负担有加重趋势。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 307.86 亿元，较 2013 年底下降 0.43%，主要是净利润为负，导致未分配利润下降所致；归属母公司权益由主要实收资本（占 14.59%）、资本公积（占 36.54%）、专项储备（占 15.69%）和未分配利润（占 19.00%）构成，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 319.92 亿元，较 2014 年底增长 3.92%，增长主要来自永续债的增加。其中归属母公司权益由实收资本（占 13.57%）、资本公积（占 33.97%）、专项储备（占 16.96%）和未分配利润（16.95%）构成，构成基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益保持稳定，稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014 年，受贸易业务规模快速扩张影响，公司营业收入年均增幅 9.52%，同期公司营业成本年均增幅 11.63%，高于营业收入增幅，导致公司营业利润大幅波动下降。2014 年公司实现营业收入 2051.18 亿元，营业成本 1949.04 亿元，利润总额 6.23 亿元，营业收入与成本同比分别增长 4.03%和 5.74%，利润总额增长 2.59%。

受煤炭贸易规模的增长，公司营业收入波动增长；另外受非煤业务占收入比重上升，而该类业务毛利率较低影响，公司利润总额较上年保持略有增长。

期间费用方面，2014 年公司期间费用合计 95.88 亿元，占营业收入的 4.67%，相比 2013 年下降 1.10 个百分点，近年来公司期间费用占营业收入比重持续下降，特别是管理费用下降明显，但受公司债务规模快速上升的影响，财务费用有所增加，期间费用的成本压力依然较大。

2014 年公司营业利润率为 4.63%，受低盈利贸易板块收入占比增大以及煤炭价格

整体下行影响，较 2013 年下降 1.51 个百分点。公司净资产收益率有所增加，截止 2014 年底，公司净资产收益率为-1.14%，而总资本收益率保持稳定，同期为 2.10%。

2015 年 1~3 月，公司营业收入和利润总额分别为 436.85 亿元和 0.51 亿元，其中营业收入和利润总额分别占 2014 年全年的 21.30%和 8.19%；公司 2015 年一季度营业收入同比 2014 年第一季度有所下降，同比下降 16.36%；受煤炭价格持续下跌影响，公司营业收入有所下降，但利润总额同比保持稳定。

总体看，2014 年伴随贸易规模增长，公司整体收入规模继续增长，受煤炭价格整体下滑以及贸易整体毛利较低等因素影响，公司盈利水平同比下降明显，公司 2014 年及 2015 年 1~3 月净利润持续为负，经营压力加大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 78.55%和 61.74%。而 2015 年 3 月底，公司上述指标分别增长至 83.73%和 65.74%。公司货币资金、应收账款和交易性金融资产等流动资产大幅度增长，但流动负债中短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债规模快速扩大，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般；受经营活动现金流量净额明显下降影响，2014 年公司经营现金流动负债比为 0.99%，较上年 2.78%有所下降。总体来看，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标来看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.64 倍；公司全部债务/EBITDA 为 14.42 倍，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力有所下降。公司长期偿债能力一般。但考虑到，山西潞安集团有限公司作为山西省煤炭行业的支柱企业，政府对其支持方式及力度仍将持续，公司债务偿付风险相对较低。

总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 98.54 亿元，占当期公司所有者权益的 30.80%。对外担保的企业分别是山西能源交通投资有限公司和晋城无烟煤矿业集团有限公司。其中，为山西能源交通投资有限公司及其子公司担保共计 50 亿元；为晋城无烟煤矿业集团有限公司及其子公司担保共计 48.54 亿元。

山西能源交通投资有限公司是山西省政府设立的省属国有独资企业。截至 2014 年底，山西能源交通投资有限公司合并口径资产总额合计 701.59 亿元，所有者权益分别为 172.90 亿元。截至 2014 年底，山西能源交通投资有限公司营业收入为 222.02 亿元，利润总额分别为 2.72 亿元。山西能源交通投资有限公司主营业务包括煤炭及煤炭制品批发、道路运输和化工建材等制品批发。公司作为山西省唯一的地方铁路运输企业，在铁路和公路运输方面具有垄断优势。地方政府为山西能源交通投资有限公司提供的大力支持也有助于企业的经营发展。目前企业经营情况状况正常。

晋城无烟煤矿业集团有限公司是国有独资企业。截至 2014 年底，晋城无烟煤矿业集团有限公司合并口径资产总额为 2101.85 亿元，所有者权益为 380.77 亿元。截至 2014 年底，晋城无烟煤矿业集团有限公司营业收入为 1941.17 亿元，利润总额为 13.63 亿元。晋城无烟煤矿业集团有限公司主营业务包括煤炭产品、化工产品、电力业务和煤炭贸易。公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，煤炭主业保持盈利水平，煤化工业务不断增长，产业链不断完善。公司经营状况正常。

总体看，被担保企业经营状况良好，但公司对外担保比率高，仍存在一定或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 1100.00 亿元，其中，未使用额度 553.31 亿元。公司间接融资渠道通畅。

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

6. 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 2015 年 6 月 10 日，公司无未结清不良信贷记录，公司有两笔已结清不良关注类信贷记录，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。

7. 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。

九、结论

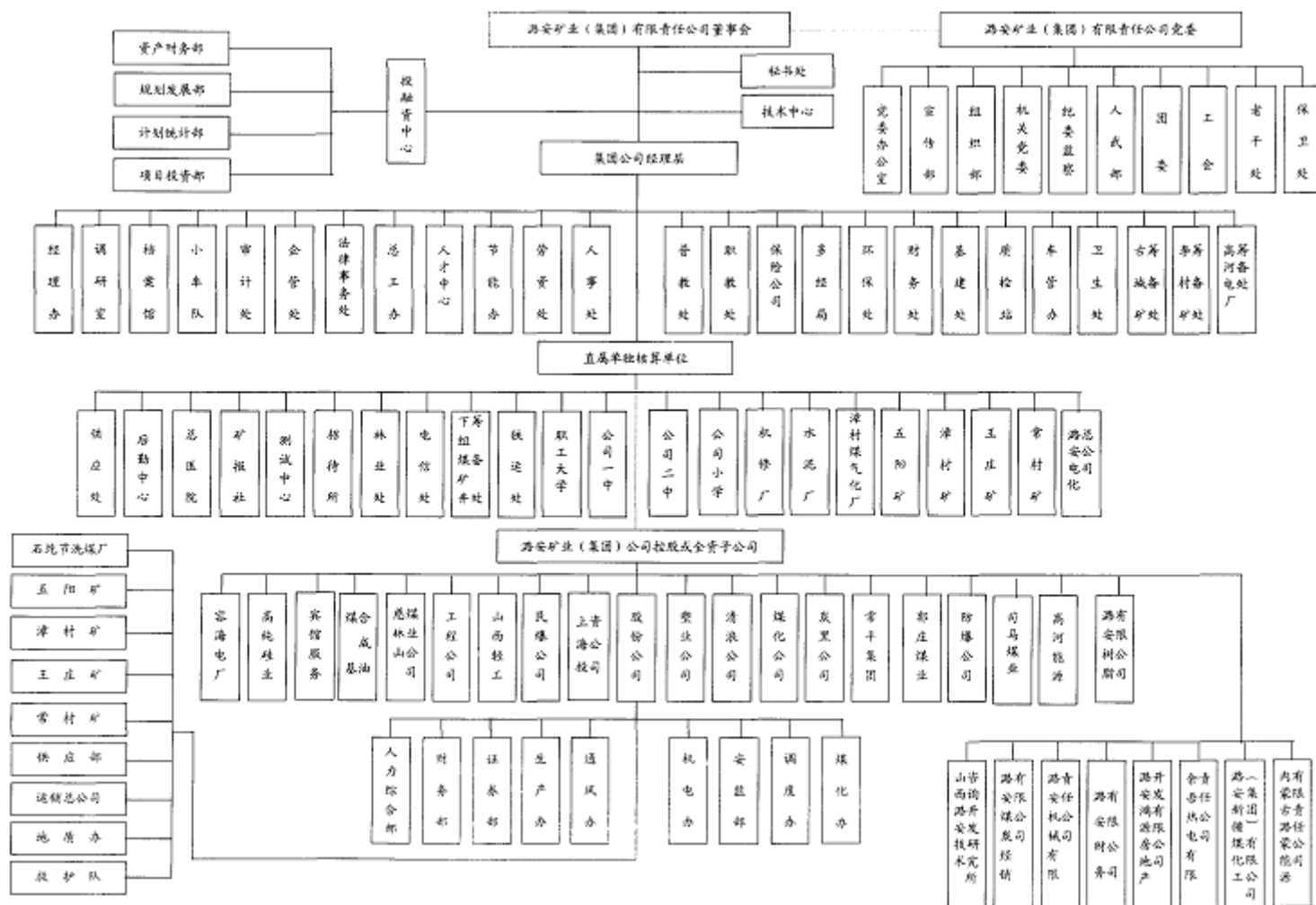
煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。公司是全国 512 户重点煤炭企业之一，地处国家重点建设的 13 个煤炭生产基地之一，生产规模较大，资源储备充足，竞争能力较强。近年来公司资产及收入规模快速增长；煤电化、煤焦化等项目的建设完善了公司产业链结构，而在山西省内的煤炭资源整合和新疆新资源的获得，较大程度上提升了公司长期竞争力，有助于增强公司整体抗风险能力。

目前公司运营情况，资产质量好，资产和收入规模大，但煤炭行业景气低迷对公司盈利能力形成压制，进而影响公司偿债指标表现，同时，公司对外担保额度较大，债务负担较重，伴随大规模的资本支出计划，对外融资需求上升。

未来随着公司在建项目的持续推进，公司产业链得以继续完善，在煤炭下游需求复苏时，公司重组的产能储备有望帮助公司盈利能力快速恢复。

总体看，公司主体信用风险极低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	234.01	280.86	279.81	296.06
资产总额(亿元)	1263.51	1523.03	1716.00	1784.67
所有者权益(亿元)	311.15	309.20	307.86	319.92
短期债务(亿元)	204.07	261.96	409.29	463.03
长期债务(亿元)	407.40	579.49	622.13	641.21
全部债务(亿元)	611.47	841.46	1031.42	1104.24
营业收入(亿元)	1710.16	1971.78	2051.18	436.85
利润总额(亿元)	26.44	6.07	6.23	0.51
EBITDA(亿元)	107.24	77.35	71.51	--
经营性净现金流(亿元)	26.95	16.77	7.45	10.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.21	13.13	13.40	--
存货周转次数(次)	20.79	17.55	15.58	--
总资产周转次数(次)	1.49	1.42	1.27	--
现金收入比(%)	87.71	87.09	92.36	88.39
营业利润率(%)	7.97	6.14	4.63	3.32
总资本收益率(%)	4.15	2.10	2.10	--
净资产收益率(%)	3.16	-2.05	-1.14	--
长期债务资本化比率(%)	56.70	65.21	66.90	66.71
全部债务资本化比率(%)	66.04	73.13	77.01	77.54
资产负债率(%)	75.37	79.70	82.06	82.07
流动比率(%)	89.40	91.92	78.55	83.73
速动比率(%)	72.33	71.46	61.47	65.74
经营现金流动负债比(%)	5.30	2.78	0.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.54	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	10.88	14.42	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 山西潞安矿业（集团）有限责任公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。山西潞安矿业（集团）有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现山西潞安矿业（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西潞安矿业（集团）有限责任公司、主管部门、交易机构等。

