

信用等级公告

联合[2014]1891 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 2014 年度第一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

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十月十七日



山西潞安矿业（集团）有限责任公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：置换银行贷款

评级时间：2014 年 10 月 17 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	1034.66	1263.51	1523.03	1567.63
所有者权益(亿元)	289.75	311.15	309.20	314.59
长期债务(亿元)	265.66	401.08	520.63	527.47
全部债务(亿元)	456.13	611.47	841.46	892.11
营业收入(亿元)	1137.64	1710.16	1971.78	1091.83
利润总额(亿元)	45.36	26.44	6.07	1.76
EBITDA(亿元)	111.00	107.24	77.35	--
经营性净现金流(亿元)	78.61	26.95	16.77	11.81
营业利润率(%)	13.81	7.97	6.14	4.73
净资产收益率(%)	9.84	3.16	-2.05	--
资产负债率(%)	72.00	75.37	79.70	79.93
全部债务资本化比率(%)	60.69	66.04	73.13	73.93
流动比率(%)	92.13	89.40	91.92	90.57
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	5.70	10.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	3.76	2.54	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	5.55	5.36	3.87	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计

全部债务中包含长期应付款中的有息债务

分析师

郭 畅 孙晨歌

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（下称“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下行、债务负担重、盈利能力持续下滑、未来投资规模较大、对外担保金额大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；公司业务向煤电化、煤焦化、煤制油等下游产业延伸有助于抵御煤炭价格波动风险。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。

本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、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，可将其视为公司普通有息债务。

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本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

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. 公司向煤电化、煤焦化、煤油化等产业延伸，有助于分散风险。
5. 公司经营性现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 2012年以来，随着宏观经济增速下滑，煤炭行业景气度趋势性下行，对煤炭企业的盈利能力、经营获现能力造成较大负面影响。
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，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。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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 2014 年 6 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 6 月底，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 2013 年底，公司（合并）资产总额 1523.03 亿元，所有者权益 309.20 亿元（包含少数股东权益 148.83 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元，利润总额 6.07 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 1567.63 亿元，所有者权益 314.59 亿元（包含少数股东权益 151.53 亿元）。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 1091.83 亿元，利润总额 1.76 亿元。

公司注册地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：李晋平。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2014 年注册并发行额度为 20 亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金用于置换银行贷款。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。

在赎回权方面，本期中期票据于第 5 个和其后每个付息日，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。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指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。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前 5 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 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如果公司不行使赎回权，从第 6 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，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变，此后每 5 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，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预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围子公司）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。且公司（含合并范围子公司）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，则从第 6 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，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变；如果公司在第 5 个计息年度结束时不行使赎回权，则从第 6 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，在第 5 个计息年度内保持不变。此后每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。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，在第六个计息年度末重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除发生普通股份分红和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。首先，自 2011 年来，公司（含合并范围子公司）连续三年进行现金分红，其中，公司上市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”）2011~2013 年连续 3 年分红，2011 年现金分红 18.41 亿元（含税），2012 年现金分红为 11.51 亿元（含税），2013 年现金分红为 7.73 亿元（含税），从历史分红角度分析，公司子公司潞安环能分红意愿明显，未来持续分红可能性大。其次，近年来煤炭行业整体下滑明显，但潞安环能旗下煤矿资源优质，开采成本低，在利润空间不断压缩的情况下仍保持较强的盈利能力，同时煤炭作为国家发展的基础行业，未来发展前景良好，随着煤炭行业逐步趋稳，公司的整体盈利能力有望提升，同时，潞安环能是公司煤炭板块重点子公司，对公司收入规模及盈利能力方面贡献不断增加。潞安环能作为公司长

期发展的重要板块，未来发展潜力较大，从利息支付角度分析，公司（含合并范围子公司）未来逐年持续分红可能性较大，递延利息支付可能性较小，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、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，可将其视为公司普通有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场

经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整

工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康发展。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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 69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表 1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统

煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。

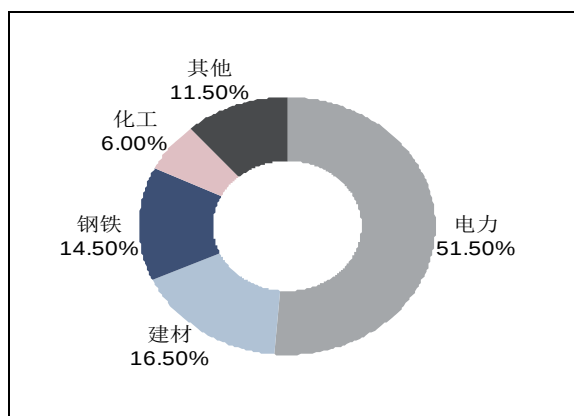
正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭下游需求

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从 2003 年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至 2013~2015 年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了 2003~2008 年的快速增长后期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

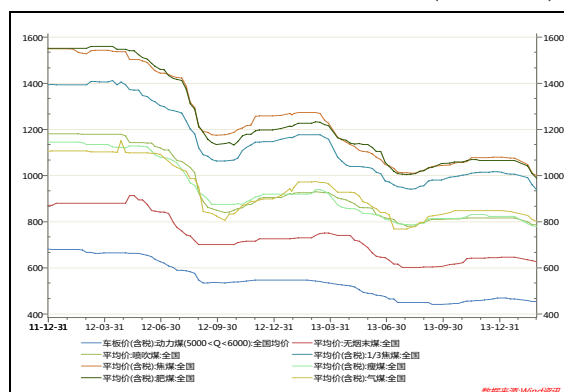
从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供

需基本维持弱平衡格局，2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010 年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

煤炭价格

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。截至 2014 年 6 月 13 日，全国焦煤均价 792 元/吨，同比下降 25.90%，较 2011 年同期下降 47.06%。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。总体看，在供大于求及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自 2012 年起进入下行通道，行业景气程度连续出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

图 2 国内主要煤炭品种含税均价(单位:元/吨)



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

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。

3. 行业政策

总体规划

2012年3月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%,新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%,到2015年形成产能41亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%,东、中、西部产量分别占12%、35%和53%),产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨,规划铁路煤炭运力30亿吨,省际间煤炭调运量16.6亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨,规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

总体看,“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面,2004年,国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》,对煤炭出口实行配额管理,此后,煤炭出口配额整体呈下降趋势。从2004年1月1日开始,煤炭出口退税率由13%下调至11%;2005年5月1日,出口退税率进一步下

调至8%;2006年9月15日正式取消煤炭出口退税;2006年11月1日开始,对炼焦煤出口征收5%的暂定出口关税;2008年8月20日开始,对所有煤种征收10%的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下,2004年以来中国煤炭出口逐年下降。

在进出口政策的双重配合下,中国煤炭出口已经得到了控制,如果未来要进一步限制煤炭出口,只能采取进一步减少煤炭出口配额或者进一步上调煤炭出口关税的方法。当前每年煤炭出口配额占国内煤炭产量的比重仅有1%左右,煤炭出口对国内煤炭市场产生的影响已经很小,未来出台更加严格出口限制政策的可能性不大。

煤炭资源税

2011年10月10日,国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》,并于2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法,规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列,相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准,其中,焦煤税额提高至每吨8~20元,其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看,焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限,但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长,煤炭市场基本上是卖方市场,资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业,煤企实际税负将比预期低。2011年四季度以来,随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速,国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩,若此时出台资源税从价计征,煤企新增税负无法有效向下游转嫁,盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在25%~45%,影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质,而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计

提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空间。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

4. 行业发展

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。同时，中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁夏、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

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，煤炭行业兼并重组或将提速。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。联合资信同时关注到，近年煤炭产能严重过剩，进口煤对国内煤炭价格冲击明显，煤炭企业以往的先款后货的交易模式有所调整，经营获现能力有所下降，同时银行信贷倾向于大型煤炭企业，规模较小的煤炭企业融资渠道有所缩减，近期内煤炭企业的融资情况难以改善。

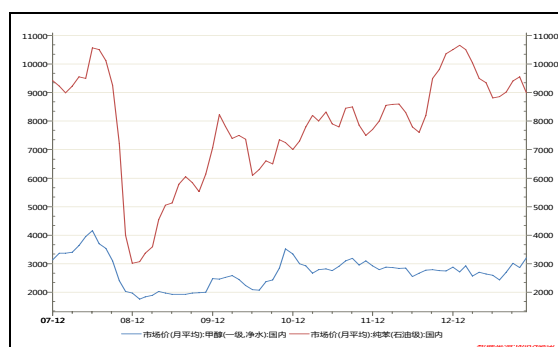
（二）煤化工

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。2013年全年国内焦炭产量4.76亿吨，2013年电石产量2234.24万吨，2013年合成氨产量5745.32万吨，甲醇2013年全年产量2878.54万吨，均居世界前列。

甲醇及纯苯价格

国内煤化工产业链中，目前技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。

图3 近年国产甲醇及纯苯价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

受化工行业强周期性传导，甲醇、纯苯价格表现出一定的周期性波动，在经历了 2008 年金融危机及 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后，至今基本维持季节性震荡格局。相对而言，苯产品的价格呈波动上升趋势，成为焦化企业重要的盈利性副产品。

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，仍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焦化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，达到以焦炭产品为辅，扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体来看，依托中国丰富廉价的煤炭资源，焦化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。

五、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 2013 年度中国煤炭工业产量 100 强中居第 9 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。2013 年公司原煤产量达到 7063 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 2014 年 6 月底，公司在册员工总数为 109607 人，在岗员工中专业技术人员 16360 人，专业技术人员具体构成如下：

学历结构：大学以上学历 8343 人，占 51.00%；大专学历 4908 人，占 30.00%；大专学历以下 3109 人，占 19%。

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、制造等大型企业众多，发展速度较快，煤炭就地消化能力很强。矿区交通便利，太焦、邯长铁路纵贯全境，南经郑州接京广、陇海，东经邯郸上京九接同蒲，北经太原连石太，新建的太长高速南接长晋高速和长邯高速，北接太旧高速和大运高速，208 国道南通北达，连通着矿区公路交通网络，煤炭外运较为便利。近年来公司组建煤炭运销总公司，充分利用公路运输能力，有效缓解了铁路运输瓶颈问题。

市场竞争

目前公司主要煤炭产品包括混煤、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矿集团有限公司（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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，并按照国务院《国有企业资产监督管理暂行条例》以及有关法律法规的规定，接受山西省国有资产监督管理委员会的监管，公司董事会由山西省人民政府委派的董事以及职工代表组成，目前董事会成员 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。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，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。

2011~2013年，公司营业收入及营业利润年均变动幅度分别为55.52%和-16.38%。2013年，公司实现营业收入合计1971.78亿元，同比增长15.30%，其中主营业务收入1887.90亿元。

从构成来看，2013年，公司煤炭和非煤业务收入占公司营业收入比重分别为12.11%和83.64%，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，2013年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司毛利润的84.06%和13.40%，煤炭业务仍是公司主要利润来源。2013年公司非煤业务对利润贡献有所下降，公司经营风险分散能力有待进一步提高。

从毛利率来看，2013年公司煤炭业务毛利率较2012年有所上升，主要是公司调整安全费用以及大量降低员工工资，进一步压缩公司成本所致，但主营业务毛利率同比下降1.83个百分点，主要是非煤业务占营业收入比重上升，而该业务毛利率较低所致。

2014年1~6月，公司共实现主营业务收入1058.87亿元，主营毛利润52.94亿元，主营毛利率为5.00%，毛利率较2013年底进一步下降。

表 2 近年公司主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~6 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	132.67	12.18	47.30	133.08	8.06	45.19	97.09	5.14	55.69	65.65	6.20	29.84
洗煤	149.18	13.69	54.83	143.85	8.71	44.87	141.65	7.50	38.14	50.10	4.73	32.79
非煤产业												
贸易	680.48	62.46	0.70	1248.54	75.62	0.00	1501.96	79.56	0.35	841.05	79.43	0.26
煤化工	49.46	4.54	8.44	33.50	2.03	0.00	46.07	2.44	6.90	21.19	2.00	5.02
化肥	26.45	2.43	7.13	27.49	1.66	14.15	15.39	0.82	7.02	7.39	0.70	2.76
其他	51.29	4.70	6.65	64.68	3.92	6.18	85.74	4.54	8.95	73.49	6.94	6.02
主营收入合计	1089.52	100.00	14.58	1651.14	100.00	8.47	1887.90	100.00	6.64	1058.87	100.00	5.00

资料来源: 公司提供

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。

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, 整合产能的投入运营进度存在不确定性。同时, 大规模的整合也将造成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。山西省内现有生产矿井 13 个, 核定产能 4510 万吨/年, 资源整合矿井 34 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。

2011~2013 年公司煤炭产量保持增长, 其中, 2011 年公司累计生产原煤 6118 万吨, 同比增长 30.95%。增长主要来自公司整合、技改及新建投产和顺一缘、华润煤业、华亿五一、潞阳矿业、高河煤矿等矿点, 新增煤炭产能超过 450 万吨。2012 年累计生产原煤 6125 万吨, 与 2011 年基本持平, 2013 年, 公司煤炭产量达 7063 万吨, 较 2012 年增长 15.31%。

未来短期内公司煤炭产能增长将继续集中于新疆 (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。受煤炭行业景气下行影响，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。

产品结构好，喷吹煤产量规模大，盈利能力较强。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。

表 3 近年公司煤炭生产指标比较

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3
原煤产量(万吨)	6118	6125	7063	3619
采煤机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率(吨/工)	13.99	12.67	15.56	13.99
死亡率(人/百万吨)	--	0.04	0.10	--

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，2013 年运销公司共完成煤炭销售合计 6212 万吨，较 2012 年增长 15.12%，保持稳定增长态势。2014 年 1~6 月，公司销量为 3068 万吨，占 2013 年全年的 49.39%。

销售价格方面，公司近年商品煤售价与煤炭市场同步波动，商品煤销售均价分别为 581.34 元/吨、543.15 元/吨和 463.21 元/吨。2014 年 1~6 月，公司商品煤销售均价为 380.48 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，喷吹煤销量大幅下降，导致公司煤炭板块整体均价加速下行。

表 4 公司煤炭销售价格（单位：万吨、元/吨）

品种	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	3852	427.14	3752	543.15	3904	374.25	2070	322.05
喷吹煤	1122	971.11	1347	859.43	1702	706.92	723	575.39
洗精煤	304	1130.34	251	966.29	163	807.68	85	632.79
洗块煤	39	815.25	--	--	--	--	--	--
其他洗煤	79	336.02	171	221.36	443	162.58	190	161.34

合计	5396	581.34	5521	543.15	6212	463.21	3068	380.48
----	------	--------	------	--------	------	--------	------	--------

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 1122 万吨和 1347 万吨和 1702 万吨，分别占当年商品煤总销量的 20.79%、24.40% 和 27.44%。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。2014 年，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。2013 年，非煤业务实现收入 1649.17 亿元，同比增长 19.32%，

实现毛利润 17.23 亿元，较 2012 年上升 8.78%，对公司毛利润贡献为 10.45%。2014 年 1~6 月，公司非煤业务实现收入 943.12 亿元，占 2013 年全年的 57.19%。

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。2013 年公司贸易板块实现营业收入 1501.96 亿元，同比增长 20.30%，2013 年公司营业收入增长主要来自贸易板块，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 2013 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。

联合资信关注到，2012 年 12 月 31 日，天脊集团下属天脊方元公司苯胺装置灌区因输送软管破裂发生苯胺泄露，造成了较为严重的环境污染和负面社会影响。事故调查结束后，政府主管机构对天脊集团、天脊方元公司及本次事故的相关责任方予以行政处罚，并追究相关负责人员的行政和法律责任。本次环境污染的受害方仍有可能提出民事赔偿要求。

上述事故发生后，天脊集团全面停产整顿，对公司煤化工板块收入及利润有一定负面影响，公司对天脊集团的重组整合一定程度上加大了公司的安全生产管理压力。截至目前，天脊集团已全面恢复生产，联合资信将密切关注此次事件的后续进展。

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，实现煤基制油循环经济产业链。目前该项目被列为国家“863”及“973”高新技术项目。

光伏业务

光伏产业方面，主要生产企业为山西潞安高纯硅业科技有限责任公司，目前太阳能和多晶硅项目建设已接近收尾，预计可形成 2500 吨/年的产能。公司多晶硅产业依托当地原料充足、纯度高的优势，预计成本控制能力较强。未来山西潞安高纯硅业科技有限责任公司将

通过继续延伸多晶硅-高纯多晶硅-太阳能电池的产业链来控制产业风险。公司太阳能和多晶硅项目预计总投资达到 66.00 亿元，截至 2014 年 6 月底，公司已累计投入 33.77 亿元，考虑到目前光伏产业持续低迷，公司该板块投入规模较大，存在一定风险。

4. 经营效率

2011~2013 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 21.33%；受益于公司贸易业务快速扩张，公司营业收入年均增长 31.65%，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，2013 年分别为 13.13 次、17.55 次和 1.42 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 2014 年 6 月底，公司重点在建工程 6 项，其中，煤矿项目 3 个，合计产能 1900 万吨/年，煤基化工项目 2 个，光伏产业项目 2 个。在建项目计划总投资 411.66 亿元，截至 2014 年 6 月底已完成投资 169.96 亿元。高河煤矿、高纯度多晶硅项目、20 万吨聚氯乙烯项目均已具备试产或试车条件。煤基油项目和太阳能科技项目将是公司未来的重点投入项目。

表 5 公司重点在建工程情况（单位：亿元）

工程名称	计划总投资	2014 年 6 月底累计投资	设计产能	工程进度
古城煤矿	67.94	25.65	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	230.00	49.50	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。
多晶硅	33.00	31.09	年产 2500 吨高纯度多晶硅	土建、安装工程已全部完工，基本已验收完毕，工艺设备已全部安装调试完毕，具备运行条件。
李村煤矿	30.79	43.18	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。
太阳能	33.00	33.77	年产 240MW 电池片及电	综合楼、120MW 电池及组建厂房、240MW 切片厂房、60MW 多晶

			池组片	厂房、180MW 单晶厂房、库房、锅炉房、主门卫废水处理站、动力站及水池、氮氧气管区、煤层气管区、硅烷站、240MW 项目燃气站等已投入使用。室外工程、240MW 电池厂房、丙类库、宿舍区及浴室正处于施工阶段。
聚氯乙烯	16.93	17.86	年产 20 万吨聚氯乙烯及配套的离子膜烧碱	项目基本建设进度完成全部工作量的 95%以上，建安工程施工处于收尾阶段，9 月份开始进入试车阶段。
合计	411.66	201.05		

注：李村煤矿项目、太阳能科技项目、20 万吨聚氯乙烯项目的目前累计投资大于计划总投资，追加投资的批复正在申报过程中。

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。

表 6 公司未来三年投资规划（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	资金来源		截至 2014 年 6 月底	2014 年	2015 年	2016 年
		自筹	贷款	完成	计划投资	计划投资	计划投资
古城矿井	67.94	23.78	44.16	25.65	14.40	15.00	15.00
李村矿井	30.79	10.78	20.01	43.18	11.40	9.26	
煤基油	230.00	92.00	138.00	49.50	97.21	50.00	50.00
合计	328.73	126.56	202.17	118.33	123.01	74.26	65.00

资料来源：公司提供

总体看，公司在积极扩张资源储量及产能的同时，不断延伸以煤电化、煤焦化、煤制油、多晶硅产业为核心的多元下游产业链。

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，公司太阳能科技项目、多晶硅及工业硅项目面临行业性产能过剩风险，项目投产后可能存在一定的销售压力，盈利前景尚不明确；同时，公司在建项目多，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。

总体看，考虑到煤炭主业盈利恶化，较大的未来投资规模导致公司对外部融资渠道存在较强的依赖性，也将在一定程度上提升公司债务规模，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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 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；2014 年上半年报表未经审计。

2013 年公司纳入合并报表的子公司合计

52 家，合并报表范围增加二级子公司 8 家。合并范围变化事项对公司财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 1523.03 亿元，所有者权益 309.20 亿元（包含少数股东权益 148.83 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元，利润总额 6.07 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 1567.63 亿元，所有者权益 314.59 亿元（包含少数股东权益 151.53 亿元）。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 1091.83 亿元，利润总额 1.76 亿元。

2. 资产质量

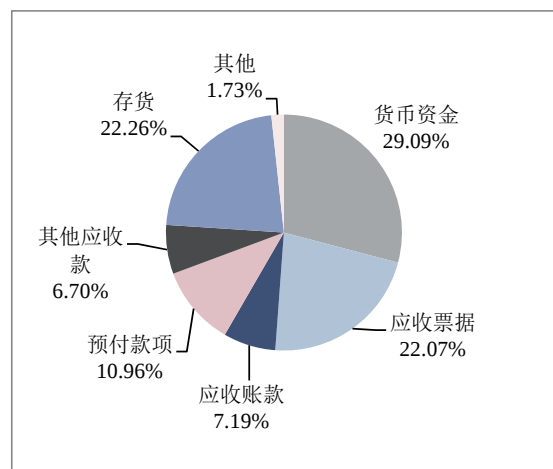
2011~2013 年，公司资产总额年均增长 21.33%，截至 2013 年底，公司资产总额为 1523.03 亿元，较上年增长 20.54%，主要是货币资金、存货、固定资产和在建工程较快增长所致，其中非流动资产占比 63.65%，占比略微下降。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均增幅 14.96%，截至 2013 年底，公司流动资产合计 553.62 亿元，较 2012 年底增长 21.82%，增长主要来自于货币资金、应收票据、预付款项和存货的增加。

从流动资产构成看，截至 2013 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、其他应收款和存货构成，其中，应收票据和存货占比上升明显。

图 4 截至 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司货币资金 161.07 亿元，其中受限货币资金 8.72 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及履约保证金。

截至 2013 年底，受公司贸易规模快速扩大的影响，公司应收票据合计 122.21 亿元，较 2012 年底上升 13.79%。

截至 2013 年底，公司其他应收款账面净额 37.11 亿元，同比下降 29.30%，共计提坏账准备 3.60 亿元，计提比例 8.85%。公司单项金额重大单项计提的坏账准备的其他应收款合计 20.88 亿元，公司按账龄分析计提坏账准备的其他应付款合计 19.61 亿元，其中，1 年以内的占 55.17%，1-2 年的占 18.90%，2-3 年的占 8.63%，3 年以上的占 17.30%。

截至 2013 年底，公司存货合计 123.22 亿元，同比增长 41.93%，公司存货以原材料、半成品和库存商品为主。共计提 0.27 亿元跌价准备，计提比例 0.22%，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 2013 年底，公司应收账款合计 39.80 亿元，较上年增长 28.80%，计提坏账准备 2.73 亿元，计提比例为 6.42%，其中，1 年以内的占 84.58%，1~2 年的占 7.29%，2~3 年的占 2.61%，3 年以上的占 5.52%。

截至 2013 年底，公司预付款项合计 60.70

亿元，较上年底增长 49.65%，其中，1 年内的占 79.84%，1~2 年的占 8.59%，2~3 年的占 3.77%，3 年以上的占 7.80%。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年均增幅 25.47%，截至 2013 年底，公司非流动资产 969.41 亿元，较 2012 年底增长 19.82%，主要由固定资产（占 38.59%）、在建工程（占 37.19%）、无形资产（占 17.96%）和长期股权投资（占 2.05%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产账面原值 657.08 亿元，累计折旧合计 282.09 亿元，固定资产减值准备 0.92 亿元，固定资产净值 374.07 亿元，较 2012 年底增长 19.70%。2013 年，公司在建工程转入固定资产 75.63 亿元，累计计提折旧费用 37.99 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程合计 360.55 亿元，较上年底增长 31.02%，数额较大项目包括煤基油项目、古城矿项目、李村矿井项目、高纯度多晶硅项目、天脊集团甲醇工程等。

截至 2013 年底，公司无形资产 174.12 亿元，同比增长 7.79%，累计摊销额为 13.07 亿元，主要是由于采矿权的增长所致。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额合计 1567.63 亿元，较 2013 年底增长 2.93%。截至 2014 年 6 月底，公司流动资产合计 567.76 亿元，增长主要来自于应收账款、预付款项和存货的增加，应收票据大幅下降，较 2013 年底下降了 32.13%，主要系票据到期收回及流转下游企业所致。公司非流动资产合计 999.87 亿元，较 2013 年底上升 3.14%，主要是在建工程有所增长。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

2011~2013 年，公司负债总额年均增长 27.65%，截至 2013 年底，公司负债总额 1213.83 亿元，较上年增长 27.46%，其中流动负债占 49.62%，非流动负债占 50.38%，受公司借款期限变动影响，非流动负债占比较上年有所上升，公司负债结构趋向长期化。

（1）流动负债

2011~2013 年，公司流动负债年复合增长 15.09%，2013 年底合计 602.29 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2013 年底，公司短期借款 104.28 亿元，其中信用借款 96.49 亿元；一年内到期的非流动负债 104.75 亿元，其中一年内到期的长期借款 97.03 亿元，一年内到期的长期应付款 7.72 亿元。

截至 2013 年底，公司应付票据合计 52.93 亿元，同比增长 57.45%。同期，公司应付账款合计 227.15 亿元，同比增长 21.59%。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 83.63%，1~2 年占 10.71%，综合账龄较短。

截至 2013 年底，公司预收款项合计 45.89 亿元，同比小幅下降 5.17%，其中 1 年内款项占 80.05%，主要是下游客户煤炭采购预付款。

截至 2013 年底，公司其他应付款合计 31.94 亿元，同比小幅上升 0.84%，其中 1 年内款项占 57.74%，1~2 年款项占 14.00%，2~3 年款项占 23.62%。

（2）非流动负债

2011~2013 年，公司非流动负债持续上升，2013 年底受长期借款及应付债券大幅增长影响，公司非流动负债合计 611.54 亿元，同比增长 45.16%，主要由长期借款（占 48.80%）和应付债券（占 36.34%）构成。

截至 2013 年底，公司长期借款 298.41 亿

元, 同比增长 12.00%, 其中信用借款 225.01 亿元。

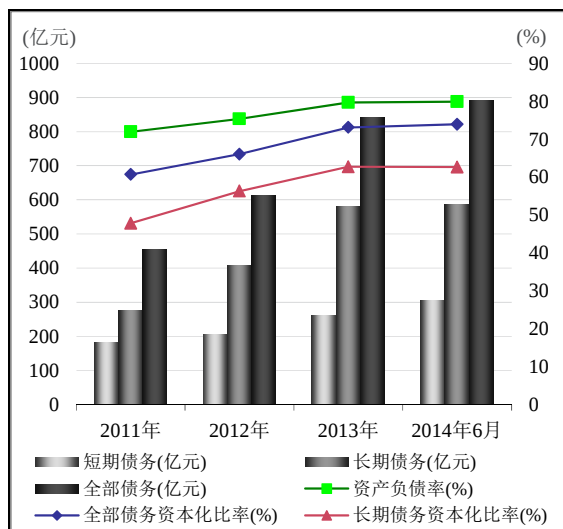
截至 2013 年底, 公司应付债券合计 222.22 亿元, 同比增长 65.04%。

截至 2013 年底, 公司长期应付款合计 37.19 亿元, 主要为采矿权转让款。

截至 2013 年底, 公司其他非流动负债合计 52.31 亿元, 主要是 50.65 亿元的平安一潞安债权投资计划。

截至 2014 年 6 月底, 公司负债总额合计 1253.04 亿元, 较 2013 年底增长 3.23%。其中流动负债占 50.03%, 占比较 2013 年底略微上升。

图 5 近年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

有息债务方面, 2011~2013 年, 随着公司经营规模扩张, 公司全部债务规模年均增长 35.82%, 截至 2013 年底公司全部债务为 841.46 亿元, 较上年增长 37.61%, 主要是长短期债务增长以及新增债权投资计划所致。截至 2013 年底, 公司长期债务占全部债务比重为 68.87%, 债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

债务指标方面, 2013 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 79.70%、73.13%和 62.74%, 分别较 2012 年上升 4.33、7.09 和 6.43 个百分点。

截至 2014 年 6 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 79.93%、73.93%和 62.64%, 资产负债率进一步上升。

整体看, 公司债务负担较重, 2013 年以来长期债务规模快速扩张, 债务期限结构得以优化。

所有者权益

截至 2013 年底, 公司所有者权益合计 309.20 亿元, 较 2012 年底下降 0.63%, 主要是净利润为负, 转入未分配利润下降所致; 归属母公司权益由实收资本 (占 15.68%)、资本公积 (占 35.36%)、专项储备 (占 19.29%) 和未分配利润 (占 26.77%) 构成; 未分配利润占比相对较大, 公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年 6 月底, 公司所有者权益合计 314.59 亿元, 较 2013 年底增长 1.74%, 增长主要来自资本公积增加。所有者权益构成较 2013 年底基本保持稳定。

总体看, 公司所有者权益保持稳定, 所有者权益中未分配利润占比较大, 稳定性一般。

4. 盈利能力

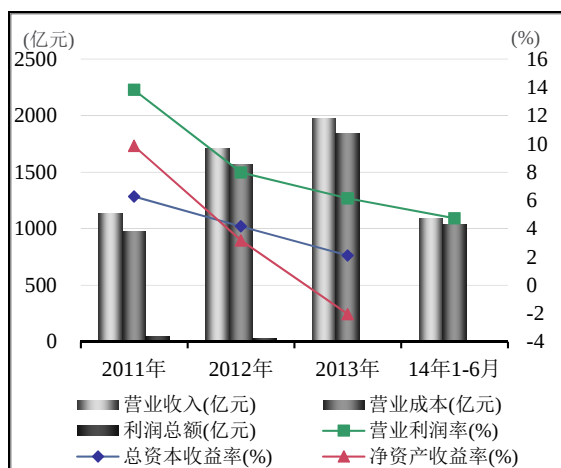
2011~2013 年, 受贸易业务规模快速扩张影响, 公司营业收入年均增幅 55.52%, 同期公司营业成本年均增幅 63.54%, 高于营业收入增幅, 导致公司营业利润大幅波动。2013 年公司实现营业收入 1971.78 亿元, 营业成本 1843.19 亿元, 利润总额 6.07 亿元, 营业收入与成本同比分别增长 15.30%和 17.63%, 利润总额下降 77.04%。

主要受煤炭贸易规模的扩大、以及煤化工和化肥等业务收入的增长, 公司营业收入增长较快; 受非煤业务占收入比重明显上升, 而该类业务毛利率较低影响, 公司营业成本增速快于营业收入。受煤炭价格整体下跌以及煤炭贸易毛利较低的影响, 利润总额较上年同期下降幅度较大。

期间费用方面, 2013 年公司期间费用合计

113.78 亿元,占营业收入的 5.77%,占比较 2012 年下降 0.48 个百分点,近年来公司期间费用占营业收入比重持续下降,但受公司债务规模快速上升的影响,期间费用规模呈上升趋势。

图 6 公司近年盈利情况



资料来源：公司提供

盈利指标方面,受低盈利能力贸易板块收入占比增大以及煤炭价格整体下行影响,近三年公司营业利润率逐年下降,分别为 13.81%和 7.97%和 6.14%。由于利润增幅低于资产和净资产增幅,同时公司净利润由正转负的影响,净资产收益率及总资本收益率有所下降,分别为-2.05%和 2.10%。

2014 年 1~6 月,公司营业收入和利润总额分别为 1091.83 亿元和 1.76 亿元,其中营业收入和利润总额分别占 2013 年全年的 55.37%和 29.00%,公司营业收入保持正常水平,受煤炭价格持续下降以及煤炭贸易比例较高的影响,公司利润总额下降幅度较大。

总体看,2013 年伴随贸易规模大幅度增长,公司整体收入规模增长明显,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,同时受公司少数股东损益持续为负的影响,公司 2013 年及 2014 年 1~6 月净利润持续为负,经营压力加大。

5. 现金流分析

经营活动现金流入方面,2011~2013 年公司经营活动现金流入量年均增长 27.97%,2013 年公司经营活动现金流入量为 1755.02 亿元。经营活动现金流出方面,近三年公司经营活动现金流出量年均增幅 32.30%,2013 年公司经营活动现金流出量 1738.25 亿元,公司经营现金流量净额持续弱化。2013 年,受贸易板块受票据背书的影响,公司现金收入比保持较低水平同比下降 0.62 个百分点,为 87.09%。整体看,公司经营活动获取现金的能力一般。

投资活动现金流入方面,2013 年公司股票交易导致收回投资收到现金大幅增长,导致投资活动现金流入较上年大幅度增长 744.36%,为 254.49 亿元;受资源整合及矿井建设规模大影响,投资活动现金流出规模仍然较大,2012 年投资活动现金流出 357.40 亿元,同比增长 120.05%。2013 年公司投资活动现金流量净额-101.38 亿元,同比减少 22.33%。筹资活动前现金流量净额合计-84.61 亿元,外部融资需求小幅下降。

从筹资活动来看,公司筹资活动现金流入以银行借款和吸收投资为主。2013 年公司筹资活动现金流入量为 433.98 亿元;筹资活动现金流出 308.56 亿元;筹资活动现金流量净额为 125.42 亿元。

2014 年 1~6 月,公司经营活动现金流入合计 976.03 亿元,流量净额 11.81 亿元;投资活动现金流量净额为-50.87 亿元;筹资活动前现金流存在缺口,公司筹资活动现金流量净额为 44.41 亿元。

总体看,公司经营活动产生的现金流入规模较大,经营活动获取现金的能力一般;但面对较大规模的矿井建设,公司需要进行较大规模债务融资来满足公司投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2014 年 6 月底公司流动比率和速动比率分别为 90.57%和

69.63%，2013 年，公司货币资金、应收票据和存货等流动资产大幅度增长，但流动负债中应付票据、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，2013 年公司经营现金流动负债比为 2.78%，较上年 5.30%有所下降。总体来看，公司短期偿债指标有所弱化，但公司经营性现金流入规模大，总体仍处于正常水平。

从长期偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.54 倍；公司全部债务/EBITDA 为 10.88 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 6 月底，公司对外担保 107.34 亿元，占当期公司所有者权益的 34.12%，其中，为晋城无烟煤集团有限责任公司及其子公司担保共计 57.34 亿元，目前被担保单位经营情况良好，但公司对外担保规模较大，担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2014 年 6 月底，公司共获得银行授信 1100.00 亿元，其中，未使用额度 534.00 亿元。公司间接融资渠道通畅。

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

7. 过往债务履约情况

根据根据中国人民银行企业基本信用信息报告（编号：G-10140423000001807），截至 2014 年 3 月底，公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于煤炭行业未来发展趋势、公司经营及财务风险识别，以及公司在资源储量、煤质煤种、产业链协同和政策支持等方面的综合竞争实力，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

鉴于前述对本期中期票据所设置条款的分析，下述偿债能力分析视本期中期票据为有息债务。

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，占公司 2014 年 6 月底全部债务的 2.40%，占长期债务的 3.79%，本期中期票据对公司现有债务影响较小。

截至 2014 年 6 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 79.93%、73.93%和 62.64%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 80.18%、74.35%和 63.51%，考虑到本期中期票据将全部用于替换银行贷款且公司在会计处理上可能将本期中期票据计入权益类科目，故公司实际债务指标可能低于预期。

整体看，本期中期票据对公司现有债务影响不大，发行成功后将一定程度优化公司现有债务结构。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量和现金净流量加权均值分别为 1579.08 亿元和 32.19 亿元，为本期中期票据本金的 78.95 倍和 1.61 倍。2013 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 1755.02 亿元和 16.77 亿元，为本期中期票据的 87.75 倍和 0.84 倍，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 111.00 亿元、107.24 亿元和 77.35 亿元，分别为本期中期票据的 5.55 倍、5.36 倍和 3.87 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。总体而言，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能

性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、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。

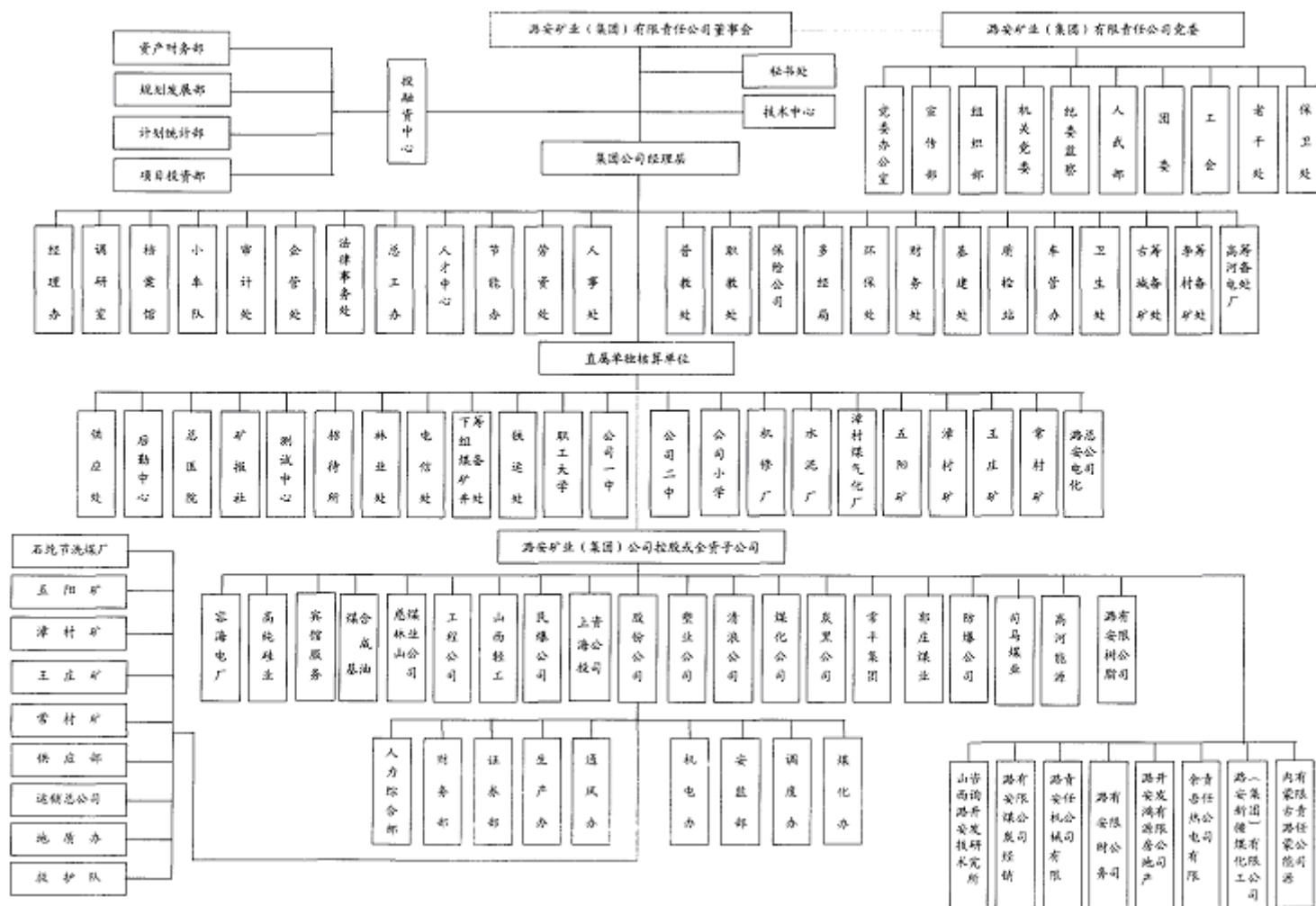
目前公司运营文件，资产质量好，资产和收入规模大，但公司煤炭行业景气持续下行对公司盈利能力形成压制，进而影响公司偿债指标表现，同时，公司对外担保额度较大，债务负担较重，伴随大规模的资本支出计划，对外融资需求较大。

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，公司主体信用风险很低。

本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、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，可将其视为公司普通有息债务。

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高，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	237.81	241.21	289.58	258.72
资产总额(亿元)	1034.66	1263.51	1523.03	1567.63
所有者权益(亿元)	289.75	311.15	309.20	314.59
短期债务(亿元)	181.63	204.07	261.96	305.78
长期债务(亿元)	265.66	401.08	520.63	527.47
全部债务(亿元)	456.13	611.47	841.46	892.11
营业收入(亿元)	1137.64	1710.16	1971.78	1091.83
利润总额(亿元)	45.36	26.44	6.07	1.76
EBITDA(亿元)	111.00	107.24	77.35	--
经营性净现金流(亿元)	78.61	26.95	16.77	11.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.04	12.21	13.13	--
存货周转次数(次)	30.47	20.79	17.55	--
总资产周转次数(次)	2.20	1.49	1.42	--
现金收入比(%)	93.59	87.71	87.09	87.70
营业利润率(%)	13.81	7.97	6.14	4.73
总资本收益率(%)	6.26	4.15	2.10	--
净资产收益率(%)	9.84	3.16	-2.05	--
长期债务资本化比率(%)	47.83	56.31	62.74	62.64
全部债务资本化比率(%)	60.69	66.04	73.13	73.93
资产负债率(%)	72.00	75.37	79.70	79.93
流动比率(%)	92.13	89.40	91.92	90.57
速动比率(%)	78.07	72.33	71.46	69.63
经营现金流动负债比(%)	17.29	5.30	2.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	3.76	2.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	5.70	10.88	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	53.59	81.20	87.75	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.93	1.35	0.84	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.55	5.36	3.87	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计

全部债务中包含长期应付款中的有息债务

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	(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/营业收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 中长期债券信用等级设置及其含义

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，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。

联合资信评估有限公司

二零一四年十月十七日

