

信用评级公告

联合〔2022〕5101号

联合资信评估股份有限公司通过对潞安化工集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定潞安化工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

潞安化工集团有限公司

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：2022 年 6 月 24 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	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	aaa	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险
			行业风险
		自身竞争力	基础素质
			企业管理
			经营分析
财务风险	F1	现金流	资产质量
			盈利能力
			现金流量
		资本结构	
			偿债能力

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

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

评级观点

潞安化工集团有限公司（以下简称“公司”）是山西省优化国资布局，深化国企改革，以山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）为主体，成立的全省规模最大的专业化煤化工企业集团。公司经营范围与潞安集团高度重合。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为山西省重点国资煤化工业务平台，在行业地位、资源禀赋、产品及产业布局等方面具备综合优势。2021 年以来，受益于煤炭价格大幅上涨，公司整体经营业绩显著提升，偿债能力指标明显改善。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、煤化工业务盈利承压，以及归母净利润持续亏损等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 股东背景强，资源和市场竞争优势明显。**公司是山西省重点国资煤化工业务平台，实际控制人为山西省国资委；煤炭资源储量丰富，产能规模较大，煤质优良，喷吹煤市场地位突出，市场竞争力强。
- 2. 煤炭价格大幅上涨带动公司整体经营业绩明显提升。**2021 年，公司实现营业总收入 2195.90 亿元，同比增长 35.79%；利润总额 45.46 亿元，同比增长 254.60%；经营活动现金净流入 164.63 亿元，同比增长 63.05%。
- 3. 公司各项偿债能力指标明显改善。**截至 2021 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.64 倍提升至 0.90 倍；2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.00 倍提高至 2.96 倍，全部债务/EBITDA 由上年的 11.00 倍下降至 7.17 倍。

关注

1. **行业周期波动风险。**煤炭行业具有一定周期属性，煤炭开采为公司主要盈利来源，行业景气度波动对公司经营业绩影响大。
2. **受制于油价和煤价的波动，公司煤制油业务盈利持续承压。**2021年，煤基油180项目投产带动公司煤化工业务规模大幅增加，但受煤炭价格大幅上涨影响，煤化工业务处于经营亏损状态。
3. **债务负担重且所有者权益稳定性弱。**截至2021年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.59%和69.46%；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. **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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	476.85	506.74	718.81	787.59
资产总额（亿元）	2498.58	2691.79	2949.20	2991.15
所有者权益（亿元）	583.29	608.89	690.51	728.10
短期债务（亿元）	701.43	787.23	800.19	727.99
长期债务（亿元）	710.39	783.33	770.66	857.67
全部债务（亿元）	1411.81	1570.56	1570.84	1585.66
营业总收入（亿元）	1801.56	1617.10	2195.90	506.25
利润总额（亿元）	35.21	12.82	45.46	23.80
EBITDA（亿元）	156.96	142.77	219.15	--
经营性净现金流（亿元）	148.85	100.97	164.63	64.96
营业利润率（%）	8.95	9.01	12.59	11.66
净资产收益率（%）	3.14	0.07	0.97	--
资产负债率（%）	76.66	77.38	76.59	75.66
全部债务资本化比率（%）	70.76	72.06	69.46	68.53
流动比率（%）	63.51	62.97	72.11	80.81
经营现金流动负债比（%）	12.99	8.15	11.56	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.64	0.90	1.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	2.00	2.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.99	11.00	7.17	--
公司本部（母公司）口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	438.11	336.96	325.93	315.79
所有者权益（亿元）	343.25	200.39	195.44	194.37
全部债务（亿元）	/	/	/	/
营业总收入（亿元）	28.87	12.51	102.18	38.18

利润总额（亿元）	10.52	-0.47	-2.13	-1.07
资产负债率（%）	21.65	40.53	40.04	38.45
全部债务资本化比率（%）	/	/	/	/
流动比率（%）	8.33	4.79	118.68	119.26
经营现金流流动负债比（%）	4.45	3.10	-74.16	--

注：1、2022年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、合并口径下公司其他应付款和其他流动负债中计息项调至短期债务，租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中计息项调至长期债务；3、本报告中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；4、“/”表示未获取，“--”表示不适用

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/07/27	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	阅读报告
AAA	稳定	2021/01/27	杨栋 戴彤羽	煤炭企业信用评级方法 煤炭企业主体信用评级模型	阅读报告

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；

声 明

一、本报告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潞安化工集团有限公司（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、该公司信用等级自 2022 年 6 月 24 日至 2023 年 6 月 23 日有效；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。

潞安化工集团有限公司 主体长期信用评级报告

一、主体概况

潞安化工集团有限公司(以下简称“公司”或“潞安化工”)是山西省国有资本运营公司(以下简称“山西国运”)按照山西省委财经委员会第9次、第10次会议精神、山西省人民政府《关于设立潞安化工集团有限公司有关事宜的批复》(晋政函〔2020〕101号)和《关于印发<潞安化工集团有限公司筹组方案>的通知》(晋国资运营发〔2020〕33号)于2020年8月7日出资设立的全省重点国资煤化工业务平台。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》(晋政函〔2020〕171号)批准,以2019年12月31日为基准日,山西国运将所持山西潞安矿业(集团)有限责任公司(以下简称“潞安集团”)100%股权无偿划转至公司。2020年12月山西省人民政府印发《山西省划转部分国有资本充实社保基金实施方案》,根据该方案,山西国运将所持公司10%股权划转至山西省财政厅。截至2021年底,公司实收资本为197.80亿元,山西国运持有公司90%股权。公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会(以下简称“山西省国资委”)。

截至2021年底,公司拥有二级子公司7家,公司内设党委工作部(机关党委)、组织部(团委)、战略发展部、资本运营部、法律事务部、审计风控部等职能部门;拥有在职员工10.08万人。

截至2021年底,公司合并资产总额2949.20亿元,所有者权益690.51亿元(含少数股东权益343.57亿元);2021年,公司实现

营业总收入2195.90亿元,利润总额45.46亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额2991.15亿元,所有者权益728.10亿元(含少数股东权益353.07亿元);2022年1-3月,公司实现营业总收入506.25亿元,利润总额23.80亿元。

公司注册地址:山西省长治市潞州区(长治高新区漳泽工业园)宝源路53号;法定代表人:王志清。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2022年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增长4.80%,较上季度两年平均增速¹(5.19%)有所回落;环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前2019年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。2022年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%,工农业生产总体稳定,但3月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为4.00%,不

¹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2021年两年平均增速为以2019年同期为基期

计算的几何平均增长率,下同。

及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前
2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上

涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需

求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

三、行业分析

1. 煤炭行业

(1) 行业运行

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。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，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，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 57%，大幅高于 27% 的世界平均水平²。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

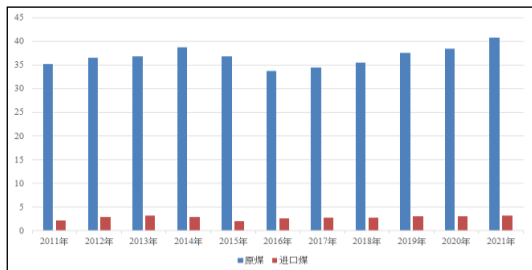
中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。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，全国原煤产量稳步提升。据国家统

²数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

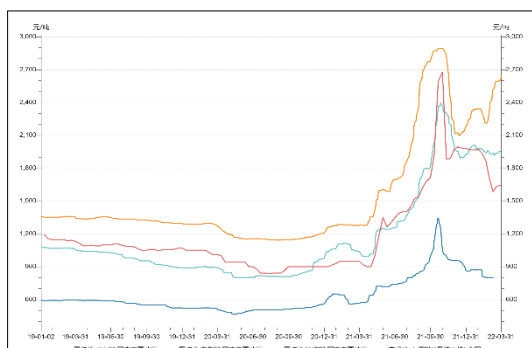
图 1 煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中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%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降³，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021 年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入 2 月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于 3 月跌入绿色区间。2021 年 4 月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于 10 月份达到 1345 元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021 年 10 月 19 日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10 月 20 日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021 年 11 月 10 日，煤炭调度日产量达到 1205 万吨，创历史新高。

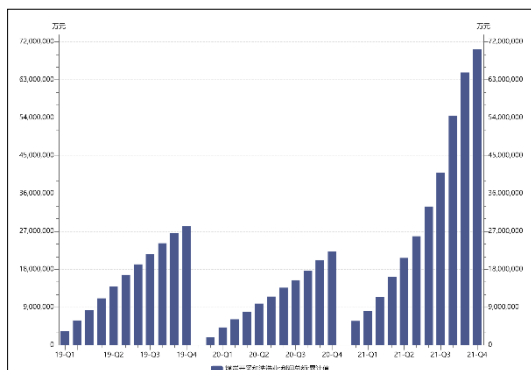
随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至 2021 年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调 36% 至 865 元/吨，但较 2020 年底仍大幅增长 55.30%。进入 2022 年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022 年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。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，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。

³2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3 2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

(2) 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》(发改价格〔2022〕303号)，明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭(动力煤)价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元(含税)⁴，山西、陕西、蒙西煤炭(5500千卡)出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭(3500千卡)出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制(基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限)下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法

律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

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。

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

⁴ 2017-2021年为470~600元/吨

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。

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，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%

（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持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

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。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。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中长期的发展空间。

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、化肥和煤制油。

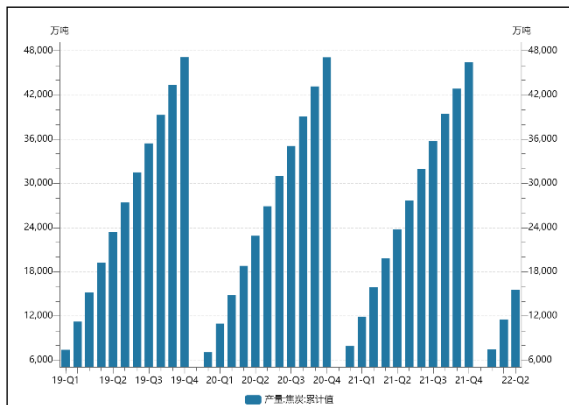
（1）焦炭

受落后产能淘汰及能耗双控政策影响，2021年焦炭产量同比有所下降。在供需趋紧和原料煤价格上涨的推动下，焦炭价格波动较大，整体呈震荡走高趋势。

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），即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。对高温炼焦过程中产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工可生产甲醇、炭黑、硫酸铵、工业萘、改质沥青、纯苯等化工产品。

近年焦化行业持续推进4.3米以下焦炉产能的退出。据统计，2021年，全国焦化行业淘汰产能2644万吨，同时新增产能5228万吨，全年净增产能2584万吨；截至2021年底，全国在产焦炭产能5.38亿吨。受落后产能淘汰及能耗双控政策影响，2021年，全国焦炭产量4.64亿吨，同比下降1.49%。

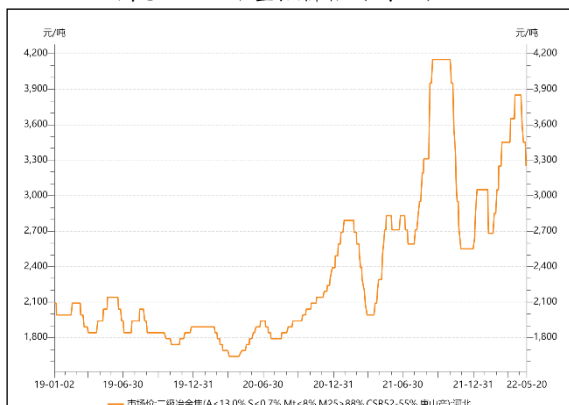
图4 全国焦炭产量及增速情况



资料来源：Wind

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 二级冶金焦价格（河北）



资料来源：Wind

焦炭价格走势受下游钢铁需求和上游原料煤价格变化影响较大。我国钢铁需求目前已到平台期，需求总量波动较小。焦炭价格近年走势和煤炭价格走势趋同。2020年四季度以来，随着各焦炭主产区的去产能计划推进和下游煤炭价格触底反弹，焦炭价格进入上升通道。2021年至今，焦炭价格波动较大，整体呈震荡走高趋势。

（2）尿素

近年来，受疫情、煤炭价格上涨和地缘政治等因素影响，尿素价格波动较大，2021年以来持续高位运行。

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要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

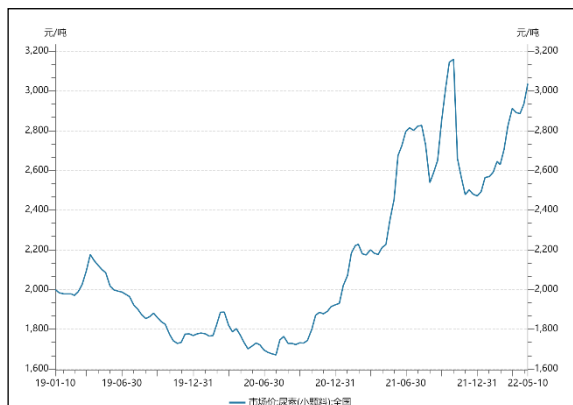
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（约占60%），其次为工业用肥和出口。工业用肥主要包括脲醛树脂、三聚氰胺、车用尿素、火电脱硫脱硝和精细化工等。

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，行业整体产能保持平稳。2021年，国内尿素产能7193万吨，同比略有增长；尿素产量5566万吨，同比减少36万吨，表观消费量5302万吨，同比下降约5.09%。

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。2020年上半年，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触底反弹，叠加煤炭价格上涨，尿素价格持续上涨并于2021年10月底达到3158.90元/吨（小颗粒）

的阶段高点。随后在煤炭价格下降和出口法检政策实施对尿素出口的限制，尿素价格快速下行。截至2021年底，尿素（小颗粒）的市场价下降至2470.90元/吨。

图6 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2022年以来，受地缘政治等因素影响，国际化肥价格大幅上涨，同时煤炭价格持续高位运行，国内尿素价格重新进入上涨通道。截至2022年3月底，尿素（小颗粒）的市场价上升至2911.70元/吨。

（3）煤制油

2021年，煤炭价格大幅上涨对煤制油的盈利带来较大负面影响。进入2022年，国际石油价格大幅上涨，煤制油盈利有望得到一定修复。

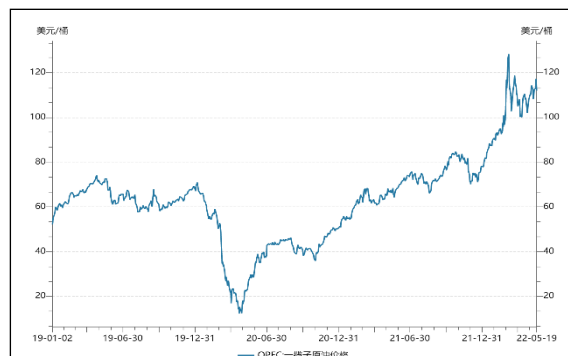
煤制油是指以煤炭为原料经过气化、变换、合成等工艺步骤制取传统石油产品。煤制油工艺分为直接液化、间接液化以及煤经甲醇制取油品三种技术路线，其中间接业务为当前主流工艺。

缺油少气的资源禀赋导致我国对进口原油依赖度超过70%。立足我国自身资源禀赋，发展煤制油对提高我国原油供给安全具有重要战略意义。截至2020年底，我国建成煤制油产能931万吨。其中规模较大的包括神华鄂尔多斯直接液化项目（108万吨）、陕西榆林未来能源（100万吨）、神华宁煤煤制油项目（400万吨）、伊泰杭锦旗项目（120万吨）和潞安180项目一期（100万吨）。2022年1月，国家发改委印发的《“十四五”现代能源体系规划》中继续将煤制油作为保障国家能源供应安全的

重要手段，《规划》指出要做好煤制油气战略基地规划布局和管控，在统筹考虑环境承载力等前提下，稳妥推进已列入规划项目有序实施，建立产能和技术储备，研究推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设。

煤炭价格和石油价格的波动对煤制油的盈利能力影响很大。2020—2021年，受疫情和地缘政治等因素的影响，国际原油价格和煤炭价格的大幅波动对煤制油的开工和盈利水平带来较大扰动。2022年以来，随着国家对煤炭价格管控政策的实施以及国际原油价格的持续上涨，煤制油的盈利水平有望得到恢复。

图7 国际原油价格变化情况



资料来源：Wind

受外部石油价格波动和成品油消费税等因素影响，煤制油的盈利稳定性欠佳。但考虑到政策支持、煤制油产品品质优于石油基产品以及可向下游延伸生产高端精细化工产品，煤制油的盈利水平未来仍具有一定优化提升空间。煤制油对传统煤炭企业延伸产业链和转型升级具有重要意义。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司实收资本为197.80亿元，山西国运持有公司90%股权。公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司煤炭资源丰富，产能规模大，煤质优

良。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政府支持。

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 2021 年底，公司煤炭资源地质储量合计 102.54 亿吨，可采储量合计 49.30 亿吨。公司拥有生产矿井 36 对，核定产能 8780 万吨/年。

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。

公司非煤业务主要包括煤化工和煤炭贸易。在此次山西省能源企业改革重组中，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，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政府支持。在公司控股股东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于 2021 年移交给公司。

3. 人员素质

公司高级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。

截至本报告出具日，公司高级管理人员共 9 人，其中董事长 1 名，副董事长 1 名，副董事长兼总经理 1 名，副总经理 6 名。公司高级管理人员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、党委书记王志清，大学学历，1987 年 7 月参加工作，1985 年 10 月加入中国共产党。曾任潞安集团漳村矿矿长、常村矿矿

长，潞安集团副总经理、党委副书记、纪委书记、副董事长，山西省国资委党委副书记，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司总经理；现任公司党委书记、董事长。

公司副董事长、党委副书记、总经理马军祥，1980 年 6 月生，河北定州人，大学学历，曾任山西潞安煤基合成油有限公司总经理助理、山西潞安煤基清洁能源有限责任公司党委书记、副总经理，山西潞安太行润滑油有限公司董事长，潞安集团副总经理；现任公司副董事长，总经理。

截至 2022 年 3 月底，公司员工总数为 100758 人，其中管理人员 14368 人，非管理人员 86390 人；35 岁及以下占 33.40%，35-45 岁占 38.00%，45-55 岁占 26.00%，55 岁以上占 2.60%；硕士及以上占 1.32%，本科占 18.48%，大专占 23.43%，大专及以下占 56.77%。公司员工构成符合行业特点，基本能满足管理和生产的需要。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（社会统一信用代码：91140000MA0L7G6D21），截至 2022 年 5 月 26 日，公司无已结清及未结清关注和不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

根据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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构基本完善。

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，党委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

司党委研究讨论是董事会、经理层决策重大问题的前置程序，重大决策事项必须经公司党委研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定。公司董事会由 7~13 名董事组成（含外部董事），其中设董事长 1 名，副董事长 2 名，职工董事 1 名。公司设监事会，监事会依照法律、法规及公司章程的规定，对财务、经营、董事会及其成员和公司总经理行使监督职能。监事会成员为 5 人，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生，其他监事会成员由股东委派。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。公司设总经理 1 人，副总经理 3-6 人。

目前，公司董事为 8 名，符合公司章程对董事的人数要求。公司尚未选举职工代表董事，公司暂无监事，待国资委委派或职工代表大会选举。公司董事和监事缺位暂不会对公司生产经营构成重大影响及实质性障碍。

2. 管理水平

公司管理制度基本健全，运作较为规范。

公司现有主要管理制度沿用原潞安集团内部管理规章制度。

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

财务管理方面，公司建立了以资产为纽带的三级会计主体和两个层次的新型财务管理体制。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位，每个会计主体模拟法人运行，分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管理，即“统一筹措、统一存储、统一调配、统

一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会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。

安全生产方面，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》，共有多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，上述制度的实施，降低了公司的安全生产隐患。

子公司管理方面，公司子公司较多，对子公司国有资产管理主要是实施股权管理，并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。对子公司（上市子公司除外）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”，即：生产经营资金统一由集团对外筹措，子公司资金统一在集团内部银行开户管理，集团对整体资金运用进行统一调配，主导产品原煤的销售统一对外、结算统一管理，集团对外融资需求统一管理。上市子公司的资金管理按照证监会规定执行。

六、重大事项

截至目前，公司与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,公司陆续与晋能控股和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,截至本报告出具日,公司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,在资产划转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. 向晋能控股划出资产

根据公司子公司潞安集团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》,潞安集团与晋能控股签订《山西潞安矿业(集团)有限责任公司与晋能控股集团有限公司之国有产权无偿划转协议》,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。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。

2021年4月23日和5月2日,公司将其拟划转18家子公司资产中的两家公司(山西潞光发电有限公司、新疆潞安协鑫准东能源有限公司)出售至安徽省皖能股份有限公司,同时新增山西潞安太阳能科技有限责任公司列入本次资产无偿划转范围。

截至本报告出具日,该划转事项涉及的相关资产尚未完成股权划转。

2. 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。

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(现为潞安集团二级子公司)。

由于此次划转资产需经华阳新材料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。

七、经营分析

1. 经营概况

潞安集团为公司核心子公司,公司主营业务构成与潞安集团基本一致。公司主营煤炭及煤化工业务,产品价格波动对公司盈利水平影响大。2019-2021年,公司主营业务收入和综合毛利率均波动增长。2021年以来,受益于煤炭销售价格大幅上涨,公司营业收入规模和盈利水平得到明显提升;随着煤基油180项目转固,公司煤化工业务规模大幅增长,同时受煤炭价格大幅上涨和煤基油180项目全年开工

率较低影响，煤化工业务处于经营亏损状态。

公司自成立以来主要履行管理职责，潞安集团为公司核心子公司，公司主营业务构成基本与潞安集团一致⁵，可分为煤炭业务和非煤业务。其中，煤炭业务为公司的主要收入和核心利润来源；非煤业务中的贸易业务收入占比高但毛利率很低，煤化工业务为公司未来重点业务发展方向，随着煤基油 180 项目项目转固，煤化工业务收入占比将明显提升。

2019—2021 年，受煤炭价格波动影响，公司煤炭业务收入波动增长。2021 年，受煤炭销售价格上涨影响，公司煤炭产业实现营业收入 664.96 亿元，同比大幅增长 80.09%；毛利率为 49.68%，同比大幅上升 12.50 个百分点。

2019—2021 年，公司非煤业务收入波动增长。2021 年，公司非煤产业收入 1389.45 亿元，同比增长 16.56%，主要系煤基油 180 项目投产后煤化工业务收入增加所致；毛利率为-

0.62%，同比下降 3.32 个百分点，主要系煤炭价格涨幅较大和煤基油 180 项目全年开工率较低致使煤化工业务亏损所致。2021 年，公司化肥业务实现收入 14.44 亿元，同比下降 44.84%，主要系公司根据市场行情调整产品结构所致。

综合影响下，2019—2021 年，公司主营业务收入和综合毛利率均波动增长。2021 年，公司实现主营收入 2054.41 亿元，同比增长 31.58%；综合毛利率为 15.66%，同比上升 4.72 个百分点。

2022 年一季度，公司主营业务实现收入 452.06 亿元，同比增长 11.95%；综合毛利率为 16.28%，较 2021 年全年上升 0.62 个百分点。其中煤炭业务实现收入 212.70 亿元，为上年同期的 2.12 倍；毛利率为 44.11%，较 2021 年全年下降 5.57 个百分点，主要煤炭生产相关成本增加所致。

表 2 公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	406.45	23.09	43.02	369.24	23.65	37.18	664.96	32.37	49.68	212.70	47.05	44.11
原选煤	233.06	13.24	43.78	199.55	12.78	38.23	340.13	16.56	48.83	/	/	/
洗煤	173.39	9.85	40.76	169.69	10.87	35.43	324.83	15.81	50.57	/	/	/
非煤产业	1353.71	76.91	1.78	1192.07	76.35	2.70	1389.45	67.63	-0.62	239.36	52.95	-8.45
贸易	865.96	49.20	0.17	735.56	47.11	0.32	796.49	38.77	0.39	/	/	/
煤化工	47.78	2.71	11.07	55.55	3.56	14.48	217.47	10.59	-19.35	/	/	/
化肥	27.95	1.59	13.60	26.18	1.68	17.44	14.44	0.70	14.27	/	/	/
其他	405.45	23.41	3.23	374.78	24.00	6.05	361.05	17.57	7.83	/	/	/
主营业务收入合计	1753.59	100.00	11.29	1561.31	100.00	10.94	2054.41	100.00	15.66	452.06	100.00	16.28

资料来源：公司提供

1. 煤炭业务

公司资源储量及产能规模优势显著。近年来，公司煤炭生产保持稳定，煤炭产销量稳中有增，煤炭销售价格波动上升。

资源禀赋

截至 2021 年底，公司煤炭资源地质储量合计 102.54 亿吨，可采储量合计 49.30 亿吨。

其中省内主体矿地质储量 56.43 亿吨，可采储量 23.59 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

⁵ 2019—2021 年，潞安集团营业总收入占潞安化工营业总收入的 100%、99.83%和 96.07%，本报告经营部分数据同潞安集团

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 2021 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，设计生产能力较上年同期保持不变为 9070 万吨/年。其中，公司拥有生产矿井 36 对，核定产能 8780 万吨/年，较上年增加 180 万吨/年；在建、改造矿井 5 对，核定产能 290 万吨/年。

表 3 公司煤炭资源及产量情况（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	2019 年产量	2020 年产量	2021 年产量	状态
省内主体矿	五阳煤矿	32044.90	12510.51	26.20	贫瘦煤	360.00	200.40	206.67	214.79	在产
	樟村煤矿	32041.90	9134.78	17.40	贫瘦煤	400.00	358.20	399.99	430.20	在产
	王庄煤矿	51040.40	21114.90	22.90	贫瘦煤	710.00	822.67	838.20	915.73	在产
	常村煤矿	61110.60	35245.63	33.70	贫煤	800.00	767.83	813.20	838.97	在产
	司马煤业（本部）	48498.40	11101.83	28.30	瘦煤	300.00	327.27	322.67	333.17	在产
	余吾煤业	121075.00	28714.00	29.60	贫煤	750.00	978.10	1021.89	1086.00	在产
	潞宁煤业（本部）	4360.00	2273.43	31.60	气煤	180.00	301.84	260.14	272.87	在产
	慈林山煤业--夏店煤矿	6207.40	650.00	2.30	贫煤	240.00	129.37	150.37	130.00	在产
	慈林山煤--慈林山煤矿	7311.53	4703.60	61.10	贫煤		150.17	101.86	143.08	在产
	郭庄煤业（本部）	6013.70	1435.49	6.10	贫煤	180.00	214.00	216.06	233.51	在产
	高河能源	51366.70	25221.99	25.82	贫瘦煤	750.00	1001.00	896.37	928.01	在产
	李村煤矿	14961.75	11285.85	21.40	贫煤	300.00	474.30	322.67	353.67	在产
	古城煤矿	128230.00	72547.08	69.20	贫煤	800.00	509.69	668.34	410.92	在产
小计	在产矿井	564262.28	235939.10	-	--	5770.00	6234.84	6218.43	6290.91	在产（13 对）
省内整合矿	在产矿井	164619.41	78415.28	--	--	2190.00	1658.26	2098.34	2050.80	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	856.90	871.03	966.96	在产（3 对）
	在建、改造矿井	186039.00	120925.35	--	--	200.00	--	--	--	在建（1 对）
合计	在产矿井	839363.69	372114.38	--	--	8780.00	8750.00	9187.80	9308.66	在产（36 对）
	在建、改造矿井	186039.00	120925.35	--	--	290.00	--	--	--	在建（5 对）

注：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；
资料来源：公司提供

近年来，公司煤炭生产保持稳定，百万吨死亡率保持为零，同时原煤产量稳中有增。2021 年，公司原煤产量较上年增长 1.32%至 9308.66 万吨。2021 年，公司吨煤成本同比增长 40.01%，主要系原材料和人工成本上升所致。

表 4 公司煤炭生产指标比较

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
原煤产量（万吨）	8750.00	9187.80	9308.66
吨煤成本（元/吨）	254.91	240.47	336.69
采煤机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
全员效率（吨/工）	10.93	10.96	10.97
死亡率（人/百万吨）	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%。

近年来,公司煤炭销量稳中有增,销售价格波动上升。2021 年,公司煤炭销量为 8789 万吨,同比基本持平,煤炭销售均价为 756.58

元/吨,同比大幅上升 73.88%。

公司在国内喷吹煤市场中地位高,近年加大煤炭洗选能力建设,喷吹煤产量持续提升。2021 年,公司喷吹煤销量为 2419 万吨,同比增长 11.53%。

2022 年一季度,公司煤炭销售价格延续高位运行,煤炭销售均价为 930.04 元/吨,较 2021 年全年均价上升 22.93%。

表 5 公司商品煤销售价格(单位:万吨、元/吨)

品种	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	5721	407.38	5767	359.23	5634	603.71	1420	740.56
喷吹煤	1856	768.00	2169	657.45	2419	1121.46	605	1435.37
洗精煤	247	860.32	262	781.68	252	1436.51	72	1683.33
其他洗煤	423	226.95	539	183.86	484	358.47	190	451.58
合计	8247	492.85	8737	435.12	8789	756.58	2287	930.04

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

2. 非煤业务

公司非煤板块业务收入中贸易业务收入所占比重较大但业务毛利率低;随着煤基油 180 项目竣工转固,公司煤制油业务收入规模大幅增长,同时亏损规模大幅增加,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。2021 年,公司非煤产业收入 1389.45 亿元,毛利率为-0.62%。

贸易业务

贸易业务方面,经营主体为山西潞安煤炭经销有限责任公司、山西潞安矿业(集团)日照国贸有限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。2021 年公司贸易板块实现营业收入 796.49 亿元,毛利率为 0.39%。

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 410 万吨/年。其中包括羿神能源产能 210 万吨/年、五阳弘峰产能为 60 万吨/年和潞安焦化产能 140 万吨/年。2021 年,公司焦炭产量同比下降 8.72%至 293 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 2021 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。2021 年,天脊集团根据不同产品盈利情况调整产品结构,导致不同产品的产量变化较大。其中,硝酸磷肥产量同比下降 11.43%至 31 万吨,硝酸磷钾肥产量同比下降 13.79%至 25 万吨,苯胺同比增长 75%至 28 万吨,硝酸铵同比增长 5.13%至 41 万吨。

煤制油业务

公司煤制油业务的经营主体为山西潞安

煤基合成油有限公司（以下简称“煤基油公司”）和山西潞安煤基清洁能源有限责任公司（以下简称“清洁能源公司”）

煤基油公司成立于 2006 年 7 月，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，建成了国内首条具有自主知识产权的设计规模为 16 万吨/年当量油品的煤基合成油示范项目，主要产品为柴油、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，煤基油公司同期建立联产 18 万吨/年合成氨及 30 万吨/年尿素项目。该项目于 2008 年底已投料试车成功。

受制于油价和煤价的波动，煤基油公司自投入运行以来处于持续亏损状态。2021 年，煤基油公司总收入 2.26 亿元，利润总额-8.39 亿元；其中主要产品实现收入 0.86 亿元（包括尿素 0.46 亿元、液氨 0.28 亿元、液体石蜡 0.08 亿元、稳定轻烃 0.03 亿元等）

清洁能源公司成立于 2014 年 1 月，主要承担煤基油 180 项目建设，项目分为两期建设：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。该项目于 2013 年 4 月开工建设，2016 年 11 月获得国家发改委核准批复，2017 年底，该项目一期及新增的延伸精细化学品加工装置开始投产运行。2018 年 9 月，一期项目两条生产线已达到满负荷生产条件。截至 2021 年 3 月底，煤基油 180 项目投资 228.32 亿元，一期项目已完成竣工结算并于 2021 年四月转入固定资产。

清洁能源公司的主要产品包括液体石蜡、稳定轻烃、润滑油基础油等油脂、LPG 等。煤基油 180 项目转固后开始正常计提折旧。受煤炭价格大幅上涨以及开工率较低影响，2021 年清洁能源公司处于经营亏损状态，全年实现收入 101.13 亿元，利润总额-59.87 亿元。

其他业务

公司其他业务主要为煤机制造和铜加工等业务，煤机制造主要供应公司内部，包括采矿业机械生产、销售及维修等，经营主体为山西潞安煤炭技术装备有限责任公司；铜产品加工主要是将铜管等原材料加工成不同规格的铜丝，经营主体为山西潞安宜泰铜材制造有限责任公司（以下简称“宜泰铜材”）。

宜泰铜材的前身为山西潞安宜泰国际贸易有限责任公司，成立于 2012 年 4 月，2018 年 1 月更为现名，业务模式为将购买的铜管等原材料，根据订单要求，生产加工成不同规格的铜丝，以短加工为主，生产工艺简单，产品附加值较低。截至 2021 年底，宜泰铜材资产总额为 15.64 亿元，所有者权益总额为 6.73 亿元，2021 年度实现主营业务收入 248.71 亿元，净利润 0.10 亿元。

3. 经营效率

与同行业公司相比，公司经营效率处于行业中游。

2019—2021 年，公司销售债权周转次数波动下降，主要系公司票据结算占比提升所致；存货周转次数和总资产周转次数波动中有所上升。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 6 2021 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	11.19	24.29	0.70
晋能控股煤业集团有限公司	10.24	34.31	0.56
晋能控股电力集团有限公司	5.44	9.13	0.35
晋能控股装备制造集团有限公司	14.41	15.57	0.66
山西焦煤集团有限责任公司	6.50	28.14	0.48
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	7.32	27.57	0.70
山东能源集团有限公司	9.97	46.26	1.08
公司	12.59	48.84	0.78

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

4. 在建工程及未来发展

煤基油 180 项目于 2021 年 4 月完成竣工转固后，公司已无重点在建项目。公司未来发展重心在化工业务，与现有业务构成存在较大差异。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。

截至 2021 年底，公司无重点在建工程。

“十四五”期间，潞安化工将立足山西省内，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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019—2021 年财务报告，其中 2019 年为模拟财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计意见。公司 2022 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，与 2019 年模拟财务报表合并范围相比，2020 年，公司合并范围因无偿划转新增一家二级子公司山西国控产业

技术设计研究院有限公司。2021 年公司合并范围无变化。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 2021 年底，公司合并资产总额 2949.20 亿元，所有者权益 690.51 亿元（含少数股东权益 343.57 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 2195.90 亿元，利润总额 45.46 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2991.15 亿元，所有者权益 728.10 亿元（含少数股东权益 353.07 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 506.25 亿元，利润总额 23.80 亿元。

2. 资产质量

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

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.64%。截至 2021 年底，公司合并资产总额 2949.20 亿元，较上年底增长 9.56%。其中，流动资产占 34.81%，非流动资产占 65.19%。公司资产以非流动资产为主。

表 7 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	727.90	29.13	780.31	28.99	1026.64	34.81	1086.62	36.33
货币资金	336.10	46.17	379.05	48.58	445.83	43.43	502.02	46.20
应收款项融资	56.63	7.78	62.82	8.05	247.26	24.08	259.62	23.89
其他应收款（合计）	20.78	2.86	29.20	3.74	74.35	7.24	74.12	6.82
存货	158.02	21.71	149.75	19.19	144.90	14.11	141.85	158.02
非流动资产	1770.68	70.87	1911.47	71.01	1922.55	65.19	1904.53	63.67
债权投资	27.43	1.55	24.84	1.30	143.99	7.49	140.79	7.39
其他权益工具投资	57.27	3.23	108.39	5.67	107.46	5.59	108.03	5.67
固定资产（合计）	778.11	43.94	795.87	41.64	921.76	47.94	909.25	47.74
在建工程（合计）	463.92	26.20	534.56	27.97	244.88	12.74	247.26	12.98

无形资产	311.43	17.59	309.26	16.18	357.48	18.59	354.13	18.59
资产总额	2498.58	100.00	2691.79	100.00	2949.20	100.00	2991.15	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 18.76%。截至 2021 年底，流动资产 1026.64 亿元，较上年底增长 31.57%，主要系货币资金和应收款项融资的增加。

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 15.17%。截至 2021 年底，公司货币资金 445.83 亿元，较上年底增长 17.62%，主要系经营获现增加所致。货币资金中有 125.73 亿元受限资金，受限比例为 28.20%，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。

2019—2021 年末，公司应收款项融资持续增长，年均复合增长 108.96%。截至 2021 年底，公司应收款项融资 247.26 亿元，较上年底增加 184.44 亿元，主要系销售规模扩大致使应收票据金额增加所致。

2019—2021 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 89.14%。截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）74.35 亿元，较上年底增长 154.63%，主要系往来款增加所致。

2019—2021 年末，公司存货持续下降，年均复合下降 4.24%。截至 2021 年底，公司存货 144.90 亿元，较上年底下降 3.24%。公司存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品构成。

（2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 4.20%。截至 2021 年底，公司非流动资产 1922.55 亿元，较上年底保持稳定。

2019—2021 年末，公司债权投资波动增长，年均复合增长 129.13%。截至 2021 年底，公司债权投资 143.99 亿元，较上年底增加 119.16 亿元，主要系对外信托投资增加所致。

2019—2021 年末，公司其他权益工具投资波动增长，年均复合增长 36.98%。截至 2021 年底，公司其他权益工具投资 107.46 亿元，较上年底变化不大。公司其他权益工具投资主要为通过山西省金融资产交易中心与山西省属国企的互投项目。

2019—2021 年末，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长 8.84%。截至 2021 年底，公司固定资产（合计）921.76 亿元，较上年底增长 15.82%，主要系部分在建工程转固所致。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 551.88 亿元；固定资产成新率 62.68%，成新率较高。

2019—2021 年末，公司在建工程（合计）波动下降，年均复合下降 27.35%。截至 2021 年底，公司在建工程（合计）244.88 亿元，较上年底下降 54.19%，主要系部分在建工程转固所致。在建工程主要由多晶硅、光伏制造相关项目和煤炭技改项目等构成为主，累计计提减值准备 12.23 亿元。其中 2021 年公司对高纯多晶硅制造项目计提减值准备 9.18 亿元。

2019—2021 年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长 7.14%。截至 2021 年底，公司无形资产 357.48 亿元，较上年底增长 15.59%，主要系古城矿和余吾矿新增确认采矿权所致。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 2021 年底，公司受限资产金额合计 134.62 亿元，资产受限比例为 4.56%，受限比例很低。

表 8 截至 2021 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	125.73	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、土地复垦金、环境治理保证金、冻结账户、存放央行准备金、存放同业定期
应收票据	0.30	质押应收票据

无形资产	4.84	将高河采矿权作为抵押物为煤基清洁能源贷款
其他	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	134.62	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2991.15 亿元，较上年底增长 1.42%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 36.33%，非流动资产占 63.67%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

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

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.80%。截至 2021 年底，公司所有者权益 690.51 亿元，较上年底增长 13.40%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 50.24%，少数股东权益占比为 49.76%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具（永续债）、专项储备和未分配利润分别占 57.01%、2.46%、48.73%、6.05%和-14.88%。公司少数股东权益占比较高，其他权益工具比重较大，未分配利润持续为负，公司所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 728.10 亿元，较上年底增长 5.44%，所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

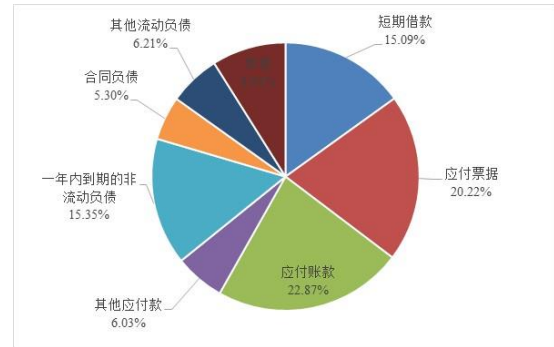
公司债务结构相对均衡，债务负担重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.60%。截至 2021 年底，公司负债总额 2258.69 亿元，较上年底增长 8.44%，主要系往来款和经营性负债增加所致。其中，流动负债占 63.03%，非流动负债占 36.97%。公司负债以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，

年均复合增长 11.45%。截至 2021 年底，公司流动负债 1423.73 亿元，较上年底增长 14.90%。公司流动负债构成如下。

图 8 截至 2021 年底公司流动负债构成



注：由于四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致；
资料来源：根据公司财务报告整理

2019—2021 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 2.42%。截至 2021 年底，公司短期借款 214.85 亿元，较上年底增长 5.61%，其中信用借款占 81.49%。

2019—2021 年末，公司应付票据波动增长，年均复合增长 5.10%。截至 2021 年底，公司应付票据 287.85 亿元，较上年底下降 5.68%。公司应付票据主要为应付银行承兑汇票。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 11.37%。截至 2021 年底，公司应付账款 325.63 亿元，较上年底增长 17.29%，主要系经营规模增加所致。应付账款账龄以一年以内为主。

2019—2021 年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 13.79%。截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）87.64 亿元，较上年底增长 49.59%，主要系往来款增加所致。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 20.10%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 218.47 亿元，较上年底增长 13.52%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

因会计政策变更，公司 2020 年财务报告新增“合同负债”会计科目。截至 2021 年底，公司合同负债 75.39 亿元，较上年底增长

341.11%，主要系销售增长导致预收账款增加所致。

2019—2021 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 19.01%。截至 2021 年底，公司其他流动负债 88.36 亿元，较上年底增长 4.06%；其他流动负债主要为短期应付债券。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.19%。截至 2021 年底，公司非流动负债 834.96 亿元，较上年底下降 1.05%。公司非流动负债主要由长期借款（占 36.73%）和应付债券（占 35.17%）构成。

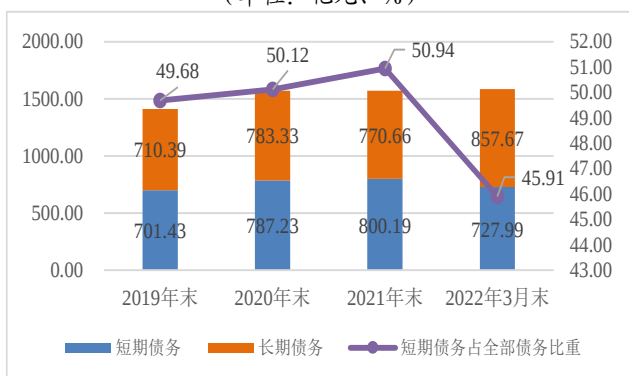
2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，

年均复合增长 2.84%。截至 2021 年底，公司长期借款 306.64 亿元，较上年底下降 13.11%；长期借款中信用借款占 90.59%。

2019—2021 年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降 6.65%。截至 2021 年底，公司应付债券 293.66 亿元，较上年底下降 12.32%，主要系到期兑付所致。

2019—2021 年末，公司长期应付款（合计）波动增长，年均复合增长 99.78%。截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）71.39 亿元，较上年底增长 430.30%，主要系应付山西省资源厅资源价款增加所致。

图 9 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元、%）

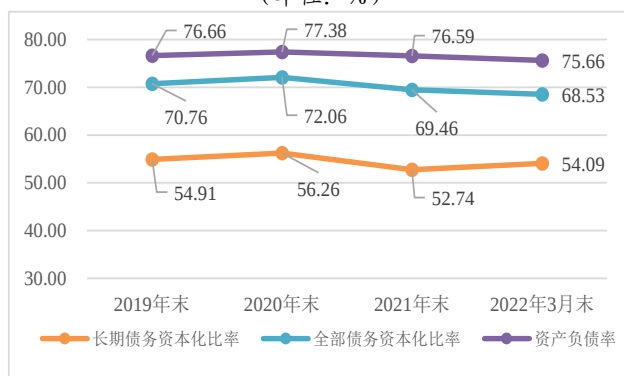


资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.48%。公司债务结构相对均衡。截至 2021 年底，公司全部债务 1570.84 亿元，其中短期债务占 50.94%，长期债务占 49.06%。从债务指标来看，2019—2021 年，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均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为 76.84%、70.50% 和 54.23%。

如将永续债调入长期债务，2019—2021 年，公司全部债务分别为 1556.45 亿元、1743.51 亿元和 1739.89 亿元，年均复合增长 5.73%。从债务指标来看，近三年，公司资产负债率分别为 82.44%、83.80% 和 82.32%；全部债务资本化比率分别为 78.01%、80.00% 和

图 10 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

76.94%；长期债务资本化比率分别为 66.09%、68.69% 和 64.31%。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 2263.05 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 59.42%，非流动负债占 40.58%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

公司盈利水平受煤炭价格波动影响大。随着 2021 年以来煤炭价格的大幅上涨，公司盈利水平持续提高，但期间费用及资产减值、报废损失对公司利润的侵蚀严重，归母净利润仍呈亏损状态，公司整体盈利能力仍较弱。

2019—2021 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 10.40%。2021 年，公司实现营业总收入 2195.90 亿元，同比增长 35.79%，主要系产品价格上涨和煤基油 180 项目转固后开始贡献收入所致；2019—2021 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 7.67%。2021 年，公司营业成本 1854.23 亿元，同比增长 29.44%；2019—2021 年，公司营业利润率分别为 8.95%、9.01%和 12.59%，三年加权平均值为 10.79%，持续增长。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 16.57%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 7.47%、8.24%和 8.33%。2021 年，公司费用总额为 182.82 亿元，同比增长 37.28%，主要系管理费用和财务费用增加所致。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 2.86%、44.56%、12.45%和 40.13%。其中，销售费用为 5.22 亿元，同比下降 41.63%，主要系运输费计入营业成本所致；管理费用为 81.46 亿元，同比增长 38.15%，主要系职工薪酬等费用增加所致；研发费用为 22.77 亿元，同比增长 119.66%，主要系职工薪酬和试验费等增加所致；财务费用为 73.37 亿元，同比增长 33.66%，主要系费用化利息支出增加和利息收入下降所致。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、信用减值损失、投资收益和营业外支出。2021 年，公司资产减值损失为 17.85 亿元，同比增加 17.60 亿元，主要系在建工程减值损失增加所致；信用减值损失为 16.74 亿元，同比增加 14.67 亿元，主要是坏账损失计提增加所致。2019 年，公司投资收益规模较大，主要系处置上海凯赛生物技术研发中心有限公司股权所致。2021 年，公司实现投资收益 8.42 亿元，同比增长 90.16%，主要来自处置长期股权投资和持有其他权益工具取得的投资收益，投资收益占

营业利润比重为 12.13%；营业外支出 25.78 亿元，同比增长 521.16%，主要系非流动资产报废损失增加所致，营业外支出占利润总额比重为 56.70%，对利润影响较大。

2019—2021 年，公司利润总额分别为 35.21 亿元、12.82 亿元和 45.46 亿元，波动增长，年均复合增长 13.63%。2019—2021 年，公司净利润分别为 18.30 亿元、0.43 亿元和 6.68 亿元，同期公司归母净利润分别为 7.28 亿元、-7.01 亿元和 -17.57 亿元。2021 年归母净利润亏损规模进一步扩大，主要系煤基油 180 项目投产后亏损所致。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率分别为 3.95%、2.83%和 3.50%，三年加权平均值分别为 3.39%，波动下降；净资产收益率分别为 3.14%、0.07%和 0.97%，三年加权平均值为 1.13%，波动下降。公司各盈利指标表现较弱。

图 11 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 506.25 亿元，同比增长 18.23%；营业利润率为 11.66%，同比增长 4.40 个百分点，主要系煤炭价格同比上涨所致；实现利润总额 23.80 亿元，同比增长 289.45%。

5. 现金流分析

近三年，公司经营活动现金流净额保持持续大规模净流入，经营活动能够满足投资活动资金需求，筹资活动呈净流出态势。

表9 公司现金流量概况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
经营活动现金流入小计	1480.50	1548.03	1828.34	526.14
经营活动现金流出小计	1331.64	1447.06	1663.71	461.17
经营现金流量净额	148.85	100.97	164.63	64.96
投资活动现金流入小计	220.19	46.75	68.14	10.66
投资活动现金流出小计	301.76	144.51	211.76	49.35
投资活动现金流量净额	-81.57	-97.76	-143.62	-38.70
筹资活动前现金流量净额	67.28	3.21	21.01	26.27
筹资活动现金流入小计	738.56	793.96	739.54	140.19
筹资活动现金流出小计	814.49	783.68	688.41	120.04
筹资活动现金流量净额	-75.93	10.27	51.13	20.15
现金收入比	79.17	88.81	78.78	94.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入分别为1480.50亿元、1548.03亿元和1828.34亿元，持续增长，年均复合增长11.13%；经营活动现金流出分别为1331.64亿元、1447.06亿元和1663.71亿元，持续增长，年均复合增长11.77%。2019—2021年，公司经营活动现金净额分别为148.85亿元、100.97亿元和164.63亿元，波动增长，年均复合增长5.17%。2019—2021年，公司现金收入比分别为79.17%、88.81%和78.78%，波动下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入分别为220.19亿元、46.75亿元和68.14亿元，波动下降，年均复合下降44.37%；投资活动现金流出分别为301.76亿元、144.51亿元和211.76亿元，波动下降，年均复合下降16.23%。2019—2021年，公司投资活动现金净额分别为-81.57亿元、-97.76亿元和-143.62亿元，持续增长，年均复合增长32.69%。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流量净额分别为67.28亿元、3.21亿元和21.01亿元，波动下降，年均复合下降44.12%。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入分别为738.56亿元、793.96亿元和739.54亿元，波动增长，年均复合增长0.07%；筹资活动现金流出分别为814.49亿

元、783.68亿元和688.41亿元，持续下降，年均复合下降8.06%。2019—2021年，公司筹资活动现金净额分别为-75.93亿元、10.27亿元和51.13亿元。

2022年1—3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动的现金流量净额分别为64.96亿元、-38.70亿元和20.15亿元。

6. 偿债能力指标

受益于盈利增长，2021年公司偿债能力指标改善明显。但由于债务负担重，公司整体偿债能力指标仍表现一般。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，公司流动比率分别为63.51%、62.97%和72.11%。同期，公司速动比率分别为49.72%、50.89%和61.93%。2019—2021年，公司经营现金流动负债比率分别为12.99%、8.15%和11.56%。同期，公司现金短期债务比分别为0.68倍、0.64倍和0.90倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA分别为156.96亿元、142.77亿元和219.15亿元，波动增长。2019—2021年，公司EBITDA利息倍数分别为2.27倍、2.00倍和2.96倍；全部债务/EBITDA分别为8.99倍、11.00倍和7.17倍。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至2021年末，公司对外担保余额99.92亿元，占期末净资产的14.47%。被担保方主要为太原煤炭气化（集团）有限责任公司、阳煤集团太原化工新材料有限公司和阳泉煤业化工集团供销有限责任公司等，均为山西省内的大型国有企业。公司对外担保比率一般，存在一定或有负债风险。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为1559.14亿元，已使用额度875.00亿元，未使用授信额度为684.14亿元。

7. 母公司财务分析

公司本部经营规模小，主要业务为铁路运输和煤炭代销业务。母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司资产总额325.93亿元，较上年底下降3.27%。其中，流动资产117.01亿元（占35.90%），非流动资产208.92亿元（占64.10%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占12.46%）、其他应收款（占87.54%）构成；非流动资产主要由债权投资（占5.74%）、长期股权投资（占92.37%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为14.58亿元。

截至2021年底，母公司负债总额130.49亿元，较上年底下降4.45%。其中，流动负债98.60亿元（占75.56%），非流动负债31.90亿元（占比24.44%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占20.71%）、其他流动负债（占78.91%）构成；非流动负债主要由长期应付款（合计）（占5.94%）、其他非流动负债（占94.06%）构成。母公司2021年资产负债率为40.04%，较2020年下降0.49个百分点。

截至2021年底，母公司所有者权益为195.44亿元，较上年底下降2.47%。其中，实收资本为197.80亿元、资本公积合计0.11亿元、未分配利润合计-2.47亿元。

2021年，母公司营业总收入为102.18亿元，利润总额为-2.13亿元。同期，母公司投资收益为0.26亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为-73.12亿元，投资活动现金流净额-20.69亿元，筹资活动现金流净额106.85亿元。

九、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。

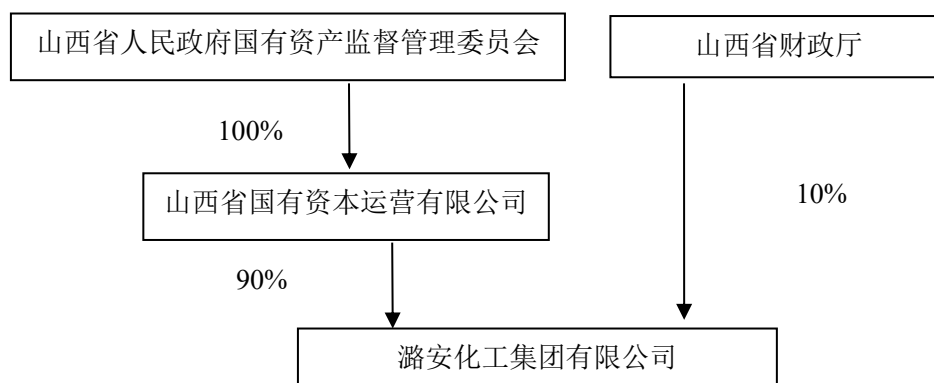
潞安化工在此次山西省属国有能源企业改革重组中被定位为山西省国有煤化工业务的运营和重组整合主体，煤化工业务为公司未来重点产业链延伸方向，在未来发展中可

获得一定股东支持。2021年4月，在股东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、结论

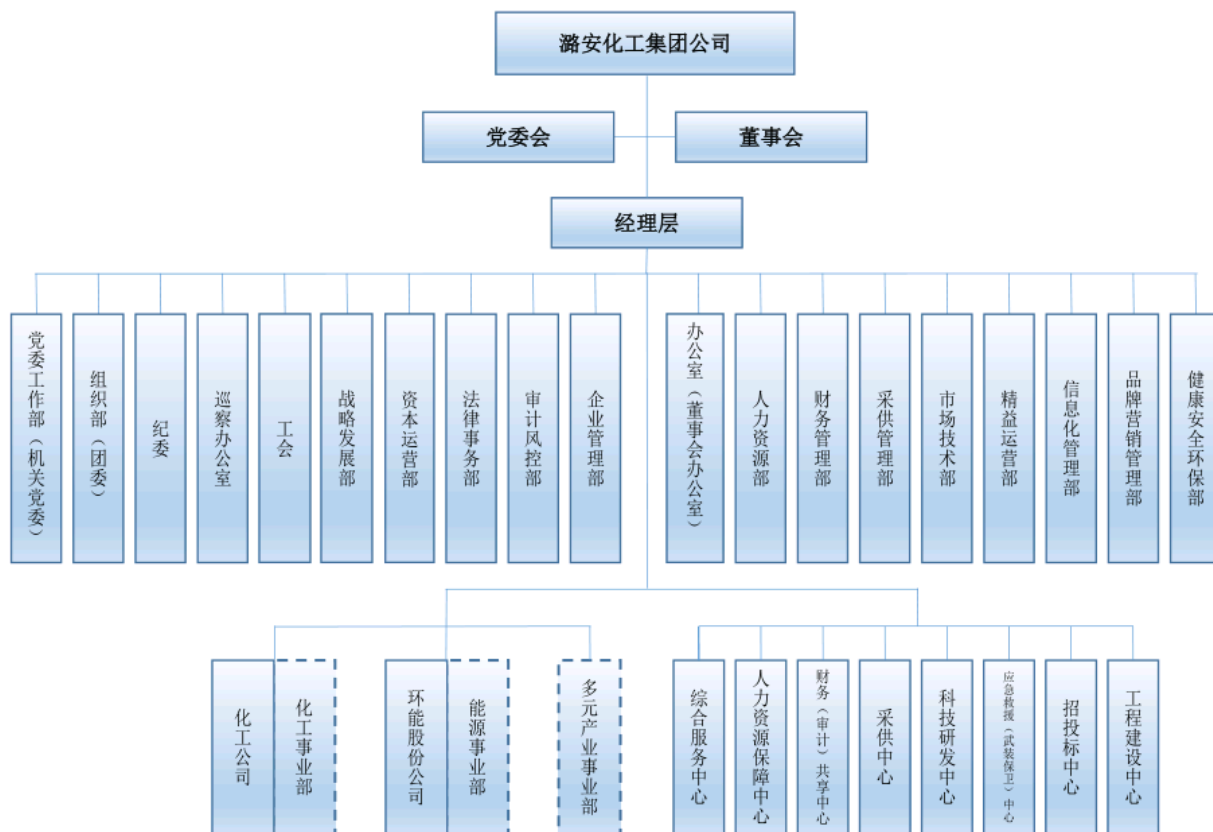
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至本报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底纳入公司合并范围主要子公司情况

序号	企业名称	注册地	持股比例 (%)	主要经营业务
1	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	山西省长治市襄垣县侯堡镇	100.00	煤炭生产
2	上海潞安投资有限公司	上海市杨浦区	80.00	投资及咨询
3	中科潞安能源技术有限公司	山西省太原市迎泽区	75.32	技术服务
4	山西潞安配售电有限公司	山西省长治市襄垣县侯堡镇	100.00	电力供应，配电业务
5	山西潞安碳一化工有限公司	山西省长治市潞城区店上镇	100.00	化学品制造
6	山西潞安精蜡化学品有限公司	山西省长治市屯留县余吾镇	53.50	制造合成蜡
7	山西国控产业技术设计研究总院有限公司	山西综改示范区太原唐槐园区唐槐路77号科技创新孵化基地	100.00	产品技术开发研究

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	476.85	506.74	718.81	787.59
资产总额（亿元）	2498.58	2691.79	2949.20	2991.15
所有者权益（亿元）	583.29	608.89	690.51	728.10
短期债务（亿元）	701.43	787.23	800.19	727.99
长期债务（亿元）	710.39	783.33	770.66	857.67
全部债务（亿元）	1411.81	1570.56	1570.84	1585.66
营业总收入（亿元）	1801.56	1617.10	2195.90	506.25
利润总额（亿元）	35.21	12.82	45.46	23.80
EBITDA（亿元）	156.96	142.77	219.15	--
经营性净现金流（亿元）	148.85	100.97	164.63	64.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.30	11.79	9.87	--
存货周转次数（次）	10.43	9.31	12.59	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.62	0.78	--
现金收入比（%）	79.17	88.81	78.78	94.79
营业利润率（%）	8.95	9.01	12.59	11.66
总资本收益率（%）	3.95	2.83	3.50	--
净资产收益率（%）	3.14	0.07	0.97	--
长期债务资本化比率（%）	54.91	56.26	52.74	54.09
全部债务资本化比率（%）	70.76	72.06	69.46	68.53
资产负债率（%）	76.66	77.38	76.59	75.66
流动比率（%）	63.51	62.97	72.11	80.81
速动比率（%）	49.72	50.89	61.93	70.26
经营现金流动负债比（%）	12.99	8.15	11.56	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.64	0.90	1.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	2.00	2.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.99	11.00	7.17	--

注：1、2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、合并口径下公司其他应付款和其他流动负债中计息项调至短期债务，租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中计息项调至长期债务；3、本报告中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
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.67	1.77	14.58	8.76
资产总额（亿元）	438.11	336.96	325.93	315.79
所有者权益（亿元）	343.25	200.39	195.44	194.37
短期债务（亿元）	/	/	/	/
长期债务（亿元）	/	/	/	/
全部债务（亿元）	/	/	/	/
营业总收入（亿元）	28.87	12.51	102.18	38.18
利润总额（亿元）	10.52	-0.47	-2.13	-1.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.09	4.14	-73.12	5.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.48	20.07	422.39	--
存货周转次数（次）	15.91	7.81	134.71	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.03	0.31	--
现金收入比（%）	102.56	41.70	59.21	0.00
营业利润率（%）	51.81	18.95	8.14	0.80
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.30	-0.23	-1.03	--
长期债务资本化比率（%）	/	/	/	/
全部债务资本化比率（%）	/	/	/	/
资产负债率（%）	21.65	40.53	40.04	38.45
流动比率（%）	8.33	4.79	118.68	119.26
速动比率（%）	7.33	3.77	118.68	119.26
经营现金流动负债比（%）	4.45	3.10	-74.16	--
现金短期债务比（倍）	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；“/”表示未获取，“--”表示不适用
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 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。

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 4-2 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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 潞安化工集团有限公司 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，联合资信将在潞安化工集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。