

信用等级公告

联合[2007] 758 号

联合资信评估有限公司通过对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2008 年 20 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司
2008 年 20 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年十二月二十九日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2008年20亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果

企业主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA⁺

评级时间：2007年12月29日

财务数据：

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007年 9月
资产总计（亿元）	177.33	256.71	323.41	423.78
所有者权益（亿元）	42.55	45.73	70.24	72.35
主营业务收入（亿元）	75.72	133.06	168.21	187.84
利润总额（亿元）	5.81	10.34	12.38	10.45
资产负债率（%）	69.58	67.54	69.99	73.98
全部债务资本化比率（%）	55.37	49.47	53.79	61.13
净资产收益率（%）	4.89	6.76	6.87	4.08
流动比率（%）	74.66	79.02	70.16	86.66
EBITDA 利息倍数(倍)	7.86	9.33	7.95	-
债务保护倍数(倍)	0.16	0.2	0.16	-

数据来源：公司提供，2007年9月份财务数据未经审计。

分析师

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjiping@lianheratings.com.cn

李慧鹏

电话 010-85679696-8881

邮箱 lihuipeng@lianheratings.com.cn

传真

010-85679688

地址

100022

北京市朝阳区建国门外甲6号

中环世贸中心D座7层

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）是国有特大型煤炭企业，在资源储备、生产规模、装备水平、外部环境等方面都拥有良好的发展基础，公司基础素质较好。

近年来中国煤炭行业保持了良好的发展势头，煤炭价格持续攀升，为生产企业提供了良好的发展机遇，公司充分利用这一景气周期，扩大生产能力，并通过兼并重组、新建项目等方式向煤化工、煤电、煤气等下游产业扩张。公司近年来收入和资产规模稳步增长，经营状况良好。

本期债券由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）提供担保，经联合资信评估有限公司评定，潞安集团2007年企业主体长期信用等级为AA。

公司自身信用较高，偿债能力较强，本期债券到期不能偿付的风险小。

优势

- 1、公司煤炭资源储备规模较大，所处的晋东矿区是中国13个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富。
- 2、公司生产的“蓝焰”牌无烟煤是优质化工煤，具有较高的品牌知名度。
- 3、公司近年来向煤化工领域扩张，先后收购了多家化工企业，产业链更加完善，产品附加值大幅提高。
- 4、公司未来投资规划合理，规模适当，融资渠道畅通。

关注

- 1、公司下属矿井多为高瓦斯矿井，导致煤炭开采难度加大。
- 2、公司近年来收购了多家化工企业，未来仍有大规模的并购计划，在产业整合方面尚需时日。
- 3、目前煤化工产品以尿素和甲醇为主，产品组合略显单一，市场竞争也比较激烈。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（晋煤集团）构成委托关系外，联合资信、评估人员与晋煤集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 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，未因晋煤集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由晋煤集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 晋煤集团 2008 年 20 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）的前身是山西省晋城矿务局，始建于1958年，2000年8月，经山西省人民政府晋政函[1999]113号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。

晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002年，根据国家经贸委国经贸投资[2002]882号，将煤炭安全技术改造项目的中央补助资金12035.00万元计入国家资本金；2004年，根据山西省财政厅、山西省国土资源厅文件晋财企[2004]137号文，将赵庄煤矿采矿权价款转增为晋煤集团国家资本金，新增资本27880.04万元。2005年12月，公司完成债转股，山西省国资委、中国信达资产管理公司、中国建设银行股份有限公司以及国家开发银行签署了《关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议》，新增资本334104.36万元。

截至2006年12月31日，公司实收资本共计405163.46万元，其中：山西省国资委出资244348.72万元，占实收资本的60.31%；国家开发银行出资795244.64万元，占实收资本的19.63%；中国信达资产管理公司出资66646.20万元，占实收资本的16.45%；中国建设银行股份有限公司出资14643.90万元，占实收资本的3.61%。

公司是全国煤炭行业特大型企业，国家520户重点企业之一，是国家13个大型煤炭基地之一——晋东煤炭基地的重要组成部分。2006年，公司名列中国企业联合会发布的“中国企业500强”的第168位，及中国煤炭工业协会发布的“全国煤炭工业企业100强”的第13位。公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，现有古书院矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、长平矿、赵庄矿等6对生产矿井，核定生产能力3360万吨/年，2006年实际煤炭产量3002万吨。

截至2006年底，公司资产总额3234090.20万元，所有者权益702441.54万元，少数股东权益268082.17万元。2006年全年公司实现主营业务收入1682097.39万元，利润总额123782.71万元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店。
法定代表人：朱晓明。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1、本期债券概况

公司计划于2008年发行人民币债券20亿元，由5年期固定利率债券和7年期固定利率债券组成，其中5年期固定利率债券发行规模为12亿元，7年期固定利率债券发行规模为8亿元。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券由山西潞安矿业（集团）有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2、本期债券投资项目概况

本期债券募集资金20亿元，公司将投资于矿井改扩建、技术改造、安全改造以及煤层气综合利用等4个固定资产建设项目及补充营运资金。

寺河煤矿改扩建（二期）工程

该项目经由国家发改能源[2006]943号文件批准建设。寺河矿新区井田由原寺河、大宁二号、潘庄一号、潘庄二号井田合并后组成，井田面积229.5平方公里。改扩建工程的主要内容包括：新增1个大采高综采工作面 and 2套连续采煤机掘进工作面，净增原煤总生产能力400万吨/年。项目总投资11.37亿元，其中由晋煤集团自筹4.17亿元，其余除发债募集资金外由银行贷款补足。

长平矿井技改项目

该项目经由国家发改办能源[2006]1773号文件批准，为国家发改委2006年第一批煤炭产

业升级改造项目。内容包括对井底车场、采区工作面及相关设备改造，建设配套选煤厂以及 4.7 公里的铁路专用线，建成后将新增产能 270 万吨/年。项目总投资 10.68 亿元，其中自有资金 3.79 亿元，其余除发债募集资金外由银行贷款补足。

煤矿安全改造项目

该项目经由国家发改投资[2005]2295 号文件批准，属中央预算内专项资金贴息项目，主要内容为寺河、成庄、长平、古书院、凤凰山等矿的通风、瓦斯抽采、防尘防水工程。项目总投资 16.94 亿元，其中自有资金 6.21 亿元，其余除发债募集资金外由银行贷款补足。

瓦斯治理与利用示范工程

该项目经由国家发改能源[2006]1862 号文件批准，主要内容为建设煤层气先抽后采、采煤采气一体化示范工程，新增 160 口地面煤层气抽采井。项目总投资 4.09 亿元，其中由晋煤集团自筹 1.48 亿元，其余除发债募集资金外，不足部分由银行贷款补足。

以上项目均为煤炭开采和矿区综合治理项目，若建成投产，将大幅提高公司的煤炭生产规模，并进一步提升公司资源优势，为公司继续扩张奠定基础。

三、行业分析

公司主业为煤炭开采及下游煤化工产业。煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业作为中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1、煤炭行业

(1) 行业概况

资源分布

中国是世界上最大的煤炭生产国和消费国，煤炭资源丰富，煤种齐全，煤炭地质储量约占世界煤炭地质总储量的 12%，居世界第 3 位。根据国土资源部发布的信息，截至 2005 年

年底，全国煤炭查明资源储量为 1.0345 万亿吨，比上年净增 62.51 亿吨，增长 0.61%。据中国煤炭工业协会 2005 年底的统计资料显示（见表 1），中国煤炭资源相对集中在华北地区和西北地区，其煤炭储量占全国总储量的比重分别为 34.06%和 27.94%。按煤炭产品用途分，动力煤在各区域煤炭储量中的占比较高，除华东地区动力煤比重较低外，其他区域动力煤占据绝对优势，占比均在 60%以上；同时由于华北地区和西北地区煤炭资源丰富，动力煤占比高，其动力煤占全国动力煤储量的比重高，分别为 46.50%和 37.56%，总和为 84.06%，中国动力煤主要集中于华北地区和西北地区。

表1 全国煤炭储量分布和动力煤占比情况表（%）

区域名称	华北	东北	华东	中南	西南	西北
动力煤占本区煤炭储量	69.06	60.55	23.92	67.99	79.85	92.70
占全国动力煤储量	46.50	2.51	1.73	2.62	9.07	37.56
占全国煤炭总储量	34.06	1.87	1.29	1.95	6.75	27.94

数据来源：中国煤炭工业协会

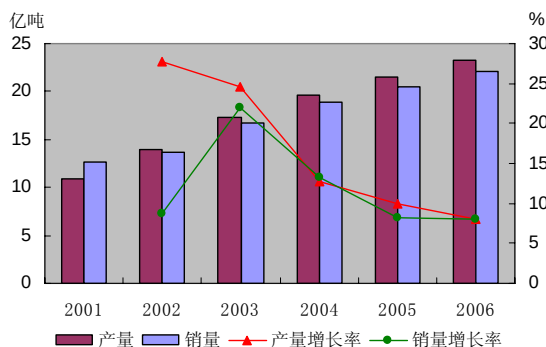
供给情况

建国以来，中国煤炭工业发展较快，尤其是 20 世纪 70 年代开始采用综采技术后，中国的煤炭产量增长迅速，目前，中国煤炭产量约占世界煤炭总产量的 1/3。2002 年以来，煤炭行业受主要用煤行业需求增长的影响再次复苏并进入快速增长阶段，同时由于国内煤炭行业的结构性矛盾以及受运输瓶颈制约，导致煤炭行业出现供需不平衡现象。2006 年，全国煤炭产销量分别为 23.25 亿吨和 22.09 亿吨，分别比 2005 年增长 8.09%和 8.07%，产销增幅均有所回落，煤炭行业已进入平稳发展阶段（见图 1）。

根据煤炭工业协会统计，截至 2007 年 5 月，全国煤炭产量累计 8.79 亿吨，同比增速为 16.07%，其中国有重点煤矿累计产量 4.78 亿吨，占全国产量的 54.38%。2007 年 1~3 月，全国煤炭销量 4.94 亿吨，同比增长 22.8%。1 月份煤炭产销差额为 301 万吨，2 月份为 346 万吨，

3 月份为-2247 万吨，1~3 月份销量超过产量 1600 万吨，占煤炭总产量的 3.24%，煤炭产销大体平衡，略微偏紧。

图1 中国近年来煤炭产销量及增长趋势



数据来源：中国煤炭工业协会

从企业性质看，国有重点煤矿、国有地方煤矿、乡镇煤矿原煤产量分别占中国煤炭产量的 48.23%、13.78%和 37.99%，国有煤矿仍是中国煤炭工业的主体。从分布地区看，2006 年煤炭产量过亿吨的有 6 个省，分别为山西、内蒙、河南、陕西、山东和贵州，其产量分别占全国产量的 25.00%、11.85%、7.88%、7.36%、5.93%和 5.08%，6 省合计占 63.10%。总体来看，华北与西北地区煤炭储量比较丰富，煤炭产量较高，是中国煤炭供给的主要地区。

需求情况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，目前，国内电力燃料的 75%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均来自煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、冶金、化工约占煤炭总需求的 88.37%。按 2005 年煤炭资源的消费结构，电力约占 54%，建材约占 15.57%，冶金 12.81%，化工约占 5.99%。

表 2 煤炭下游行业产品产量增长情况

年增长率	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 6 月
火电	14.79%	12.18%	13.10%	18.30%
生铁	24.49%	31.19%	23.90%	16.80%
水泥	14.82%	11.20%	24.20%	16.10%
合成氨	11.27%	8.86%	9.80%	6.10%

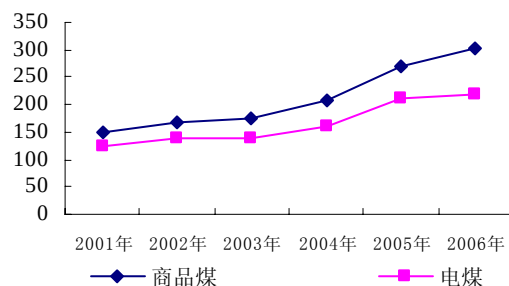
数据来源：国家统计局

从表 2 中可以看到，近几年中国煤炭下游的火电、生铁、水泥和合成氨等四大需求行业产量都处在快速增长的过程中，这势必带动煤炭需求的持续增长。随着国民经济的高速增长和工业化进程的不断提速，中国煤炭资源的需求仍将处于持续增长的趋势中。

煤炭价格

自 2003 年以来，随着煤炭价格市场化程度的提高，加之煤炭需求量上升和煤炭运力不足的影响，国内煤炭价格开始快速攀升（见图 2）。至 2006 年，由于煤炭产能的逐步放大，铁路和公路运力的增强，煤炭供求关系逐步趋向合理，商品煤平均价格增幅较 2005 年有所下降，但仍保持了较大的增长幅度。2006 年，国家取消电煤价格临时干预措施，鼓励煤电双方自主协商定价，打破了长期以来国家控制重点合同电煤价格的局面，自此煤炭定价机制已经完全市场化，使得电煤价格出现小幅上涨，但仍低于商品煤价格。从区域市场来看，由于资源分布不均衡和运输成本上的差异，华东地区与中南地区煤炭价格要高于全国平均水平。

图2 中国国内市场煤炭价格走势



注：①数据来源：中国煤炭工业协会

②商品煤价格系原中央财政煤炭企业商品煤平均售价，电煤价格系国有重点煤炭企业电煤价格

(2) 产业问题和风险

面临的问题

煤炭行业本身具有天然资源采掘的特点，处于经济产业链的上游，在 20 世纪 90 年代中后期曾连续出现行业性亏损，“九五”时期是中国煤炭产业经济最困难的时期。“十五”期间，煤炭工业逐步走出困境，煤炭产量持续增

长，生产技术水平逐步提高，煤矿安全生产条件有所改善，行业经济效益明显好转，但当前中国煤炭行业发展仍然面临着以下问题：一是煤炭生产整体技术水平落后，技术力量薄弱，全国采煤机械化程度不足 50%；主要技术装备陈旧，大多数煤矿技术水平低、装备差、效率低；二是煤矿安全保障能力不足，煤矿事故伤亡人数居高不下，重特大事故没有得到有效控制；三是生产集中程度低，煤炭行业生产秩序混乱，资源浪费严重，环境保护滞后；四是产品附加值低，多数煤矿目前仍满足于生产和销售原煤，全国煤炭洗选率多年来一直在 30% 左右徘徊，煤炭生产和使用过程中环境污染与资源浪费严重；五是受运输瓶颈制约，结构性矛盾突出。中国煤炭产量集中在晋、陕、蒙地区，跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。近两年，铁路请车满足率仅在 35% 左右，晋东南煤炭外运能力，特别是直达华东、中南地区的煤炭运力十分紧张。

面临风险

除以上问题之外，煤炭行业未来还将面临其它一些内外部因素的干扰，存在以下风险：一是产能过剩。煤炭固定资产投资经历 5 年多的快速增长，煤矿建设规模不断扩大，产能迅速增加，随着新建煤矿的陆续投产，今后几年生产规模将集中释放出来。早在 2005 年，煤炭行业就被列为国家发改委公布的十一个产能过剩行业之一。根据中国煤炭工业协会的统计数据，截至 2006 年底，全国在建煤矿项目 1563 个，总规模 6.53 亿吨，加上改扩建和资源整合，新增产能合计约 8.3 亿吨。这相当于 2006 年煤炭总产量的 35.7%，已超过煤炭工业“十一五规划”确定的 5.8 亿吨的建设规模，如果在建产能全部释放，煤炭生产能力有可能过剩。二是成本上升的压力。近几年，煤炭成本增长较快，据煤炭工业协会统计，2006 年 1-11 月，原中央财政煤炭企业原选煤成本为 196.0 元，较 2003 年的 120.82 元增加了 75.18 元，增长 62.2%。根据目前已经出台或正在酝酿出台政

策，如提高井下人员入井津贴、建立工伤保险制度、采煤沉陷区治理和棚户区改造、征收未利用采煤沉陷土地使用税、排污费等，这些都将导致煤炭生产的成本上升。三是社会负担过重。目前来看，绝大多数煤矿地处山区、农村，远离城市，企业承担矿区社会的大部分职能，并支撑着地方经济的发展，社会负担过重。

(3) 产业政策

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》，国家将给予适当国债资金补助，重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿，并制定切实可行的支持措施，鼓励煤炭企业联合重组，引导形成产能亿吨级和 5000 万吨级的大型骨干企业。另外，政府鼓励煤炭企业向下游产业延伸，形成煤炭、电力、冶金、建材、化工等多元产业格局，延长产业链条，提高煤炭产品附加值，以促进煤炭工业持续稳定健康发展。

为避免因煤炭勘查投资过热而出现产能过剩问题，保持煤炭生产基本稳定，2007 年 2 月，国土资源部出台了《关于暂停受理煤炭探矿权申请的通知》，决定在全国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。该通知规定：除国务院批准的重点煤炭开发项目和使用中央地质勘查基金(周转金)或省级地质专项资金开展煤炭普查和必要详查的，可以设置煤炭探矿权外，全国暂停受理新的煤炭探矿权申请。

在 2007 年 6 月 15 日召开的全国煤矿水害防治会议，安全生产监督总局表示，要在两年时间内减少 7000 家小煤矿，在经过第一阶段的关停整顿之后，目前全国还有小煤矿 17000 个。但按照国务院“三年解决小煤矿问题”的战略部署，到 2007 年前，仍要减少 7000 个小煤矿，将全国小煤矿数量控制在 10000 个以内。煤炭资源整合成为未来趋势。

国家目前将单位 GDP 能耗下降作为考核指标，并加大节能减排推进力度，这将一方面提高煤炭需求行业对煤炭使用效率，另一方面，降低煤炭产品的表观需求量。同时，实现“节

能减排”目标，需要资源品价格作为重要市场化手段，支持着煤炭价格高位运行。

2006年9月28日，国家取消煤炭出口退税，煤炭进口税率由3%~6%降为3%以下，而出口加征5%关税。税收调整将使煤炭进口增加，出口减少，加大国内煤炭市场的压力。

2007年1月1日起，山西省向所有煤炭企业征收可持续发展基金、煤矿转产发展基金、矿山环境治理恢复保证金，其中，可持续发展基金按25元/吨计提，矿山环境治理恢复保证金按10元/吨提取，煤矿转产发展基金按5元/吨提取，这将增加政策性成本40元/吨左右。

2007年，国家取消电煤价格双轨制，将有利于形成以市场调节为主导的价格机制，电煤价格有望上涨。

（4）行业前景

整体需求继续增长

从目前主要煤炭消费行业的发展趋势看，电力、冶金、建材、化工等国民经济重点行业继续保持良好的发展势头，产量继续增加，拉动煤炭需求继续增长，但增幅趋缓。据有关部门和行业预测，2007年电力新增发电装机容量7000~8000万KW，发电用煤将继续增长。钢铁、建材和化工行业产品产量增长，煤炭需求也将保持一定的增加。根据中国煤炭工业协会的预测，2007年全国煤炭需求总量还将增加1.5亿吨左右，达到25亿吨左右。

煤炭价格仍将处于上升通道

未来几年内中国煤炭价格总体仍将保持上涨势头。主要原因有三：一是整体需求的增长，在前面已经阐述，不再重复。二是电煤价格市场化将会对煤价带来一定的拉动效应。2006年，电煤在整个煤炭市场中的占比为13%，从2007年开始，这部分煤炭价格开始实现市场化，由供需双方自主协商定价，自主衔接。由于原有定价机制下电煤价格一直低于商品煤，且近两年价差有所扩大（见图2），因此，可以预计，随着电煤价格趋向合理，将会提升煤炭产品的整体价格。三是生产成本上升将会推动煤炭价

格上升，如前所述，由于国家对资源型商品价格和生产政策的调整，导致煤炭成本大幅度增加，势必要有相当部分的成本上涨因素向下游传导，拉动价格上扬。

产业整合提升企业规模

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》中支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿、鼓励煤炭企业向下游产业延伸的政策以及国家关闭小煤矿力度的不断加大，煤炭产业的整合将得以持续推动，中国煤炭企业的整体规模将得到加强，市场集中度有望提高。

产业链逐步完善提升企业盈利能力

煤炭行业本身具有天然资源采掘的特点，处于产业链的上游，为下游众多产业提供生产原料和燃料。近年来，随着煤炭行业的持续景气，很多煤炭企业已经走出亏损困境，并且积累了一定的资金实力，从而为产业链向下延伸奠定了基础，而且，随着石油价格的持续高位运行，煤炭对石油的替代性也开始逐渐显现。目前来看，一些大型煤炭企业集团已经开始利用自身的资源优势，打造包括火电、建材、煤化工等下游产业，从而提高产品的附加值和企业抗风险能力。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升。

总体来看，联合资信认为，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

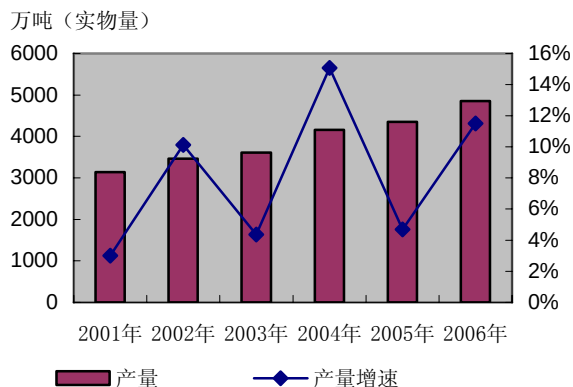
2、尿素行业

（1）供需结构

近年来，在国内外良好市场环境的刺激下，国内尿素企业固定资产投资加剧，尿素产能大幅增加。根据中国氮肥工业协会的统计数据显示，2005年和2006年，中国共新增尿素产能1029万吨，总产能达到5200万吨。2006年，中国共生产尿素实物量4850万吨（折纯量为2233万吨），较上年增长11.49%，约占全球总

产量的三分之一，中国已成为全球最大的尿素生产国。

图3 2001~2006年中国尿素产量和增长率



数据来源：中信证券、wind资讯

2007年，由于农产品价格的持续上涨，尿素产能仍有继续扩大的趋势。根据中国氮肥工业协会的统计数据，2007年在建项目490万吨，2008-2010年规划建设的尿素装置产能达到1110万吨。中国尿素产业产能扩张的势头仍在延续。

需求方面，近年来，中国尿素需求一直处于比较稳定的增长态势中，年均增长率保持在2%~5%的水平。目前来看，拉动尿素需求的主要因素来自国内市场。随着中国人口增长和消费结构的不断升级，对农产品的需求将会稳步上升，在耕地面积增长有限的条件下，就需要通过提高单位面积的施肥量来增加单位产量，因此，国内市场仍将处于稳步增长态势。据农业部统计，2003~2005年间，中国尿素施用量年增加率分别为1.67%、5.10%和2.79%。

然而，相比于尿素行业350~400万吨/年的扩能速度而言，需求的增速远低于产能的增加速度。根据中国氮肥工业协会的统计，2006年，中国尿素产能已达5200万吨/年，产量为4850万吨，而实物消费量仅为4400万吨，产能过剩的压力已经凸现。由于产能扩张过快，造成价格的下跌。2006年中国尿素均价为1885元/吨，较上年2114元/吨下降8.92%。

从供需结构来看，中国尿素产品需求仍将

保持稳定增长的态势，但由于近几年来行业产能扩张势头明显，以及对国家对出口的限制，给国内市场带来了较大的压力，从而造成尿素产品的实际销售价格有所下降，生产企业利润空间受到挤压。

（2）产业结构

中国尿素行业仍呈现出集中度低、竞争激烈的特点。截至2006年底，小型尿素企业（合成氨年生产能力30万吨以下）占到尿素企业总数的70%以上，产量则占到50%左右。根据中国氮肥工业协会的统计数据，2006年，中国194家尿素生产企业平均产能仅为20多万吨，产能达到100万吨的企业仅有十几家。企业规模偏小，产业集中度较低，从而也带来了市场竞争无序、平均成本过高等问题，加剧了尿素企业对上游原料的争夺、削弱了其对上游供应商和下游客户议价能力。

（3）原料保障

煤炭、石油、天然气等上游资源都可以用于尿素生产，目前中国尿素产能中，煤头占62%，气头占26%、油头占12%。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，油头尿素生产成本过高，产能基本闲置。目前气头尿素受益于天然气的限价政策，成本略低于煤头尿素（根据中国氮肥工业协会的统计数据，2006年气头尿素平均生产成本约为1050元/吨，煤头约1200元/吨），但预计未来随着天然气价格的逐步市场化，这一优势可能逐渐弱化。作为化工行业的下游产品，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。

总体来看，中国尿素行业未来将面临一定程度的产能过剩和成本上升压力，生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压，目前尿素企业数量众多，规模普遍偏小，缺乏对上游资源和下游销售市场的议价能力，市场竞争愈加激烈。对于尿素企业而言，原料保障已成为行业竞争

的关键要素；对于煤炭企业而言，向煤化工产业延伸也是其未来重要的发展方向，因此，行业间存在大范围整合的可能，未来产业链整合程度较高的一体化企业将在市场竞争中占据有利位置。

四、企业素质

1、规模与竞争力

目前，公司煤田总面积 427 平方公里，地质储量 368 亿吨，探明可采储量约 160 亿吨。公司所处的晋东矿区是中国 13 个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富，是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占全国无烟煤储量的 26%。该地区的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发份、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

公司是全国煤炭行业特大型企业，国家 520 户重点企业之一。2006 年，公司分别排名“中国企业 500 强”第 168 位和“全国煤炭工业企业 100 强”第 13 位。公司现有 6 对生产矿井，核定生产能力共计 3360 万吨/年，煤炭产能居山西省第三位。公司生产的“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

整体来看，公司煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高、用途广泛，适用于化肥、电力、冶金、建材等多个行业，具有较强的市场竞争优势。但公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，增加了煤炭开采和安全生产的难度。

2、外部环境

地理环境

公司地处山西东南部，靠近中原，辐射华

中，太焦、侯月铁路纵贯矿区，公路四通八达，交通十分便捷，具有得天独厚的区位优势。

政策环境

在 2005 年底山西省重点组织实施的“大企业战略”中，公司被列入“第一方阵”。根据这一发展战略，山西省将加强对“三个方阵”中共计 77 户重点企业的扶植力度。在产业整合方面，制定更严格的市场准入标准，整合淘汰各类技术落后的小企业，为符合产业政策的大企业大集团发展腾出空间。并在全省范围内引导、鼓励重点煤炭、焦化、冶金、电力等生产和运销企业，以产权股权为纽带，联合、兼并、整合中小企业，促使资源、产能等生产要素向优势企业聚集；引导、鼓励列入“三个方阵”的企业特别是其中的煤炭、焦化、冶金、电力企业往上、下游延伸发展，兼并整合资源加工转化企业，迅速发展壮大。

在资源配置方面，要求土地供应也要向列入“三个方阵”的企业倾斜，只要是符合国家法规、产业政策和省规划的项目用地，省和各市、县都要优先将其纳入用地规划和年度供地计划，优先安排用水、用电、用气指标，优先安排配套基础设施和市政公用设施项目。

在项目布局方面，山西省要求政府各有关部门要优先考虑支持列入“三个企业方阵”各企业新一批大项目、好项目。凡属国家产业政策许可和鼓励的新上项目要一律“开绿灯”，主动做好服务工作；属于国家宏观调控重点调控的领域，要把国家下达给山西省有限的总量控制指标向大企业大集团倾斜。

此外，在山西省能源产业十一五发展规划明确指出，要在十一五期间建成晋中、晋东、晋北三大煤炭基地，大中型煤矿产量要占总量的 80%以上。其中，晋东基地以阳煤集团、晋煤集团为核心，计划煤炭产能达到 2.6 亿吨，外调煤量 1.8 亿吨；晋中基地以山西焦煤集团为核心，产能控制在 1.6 亿吨以下，外调煤量控制在 1.2 亿吨，晋北基地以大同煤业集团为核心，计划煤炭生产规模 2.6 亿吨，外调煤炭

1.9 亿吨。根据规划，在这三个煤炭基地中，几个大型煤炭企业集团的煤炭产量在 2010 年将占到山西全省产量的 65% 以上。

总体来看，煤炭产业是山西省的支柱产业，公司作为山西省“大企业战略”第一方阵的成员，在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持上都能够享有区域政策上的扶植和便利；山西省能源产业十一五规划更是为公司资源储备规模的持续扩大提供了有利的政策保障，外部环境将对公司经营发展构成有力支撑。

3、技术装备水平

公司科研实力雄厚，2004 年公司技术中心经国家发改委认定为国家级技术中心，现已形成了包括决策、咨询、研发和执行在内的比较完整的技术创新体系。2006 年，公司共完成科技创新成果 117 项，其中 14 项获省部级以上科学技术奖，7 项通过了省部级以上组织的科技成果鉴定。公司被中国煤炭工业技术委员会评为煤炭工业科技进步“十佳企业”第一名。

公司重视技术推广和应用工作，在巷道掘进方面，大力推广了锚网支护等安全有效的防护技术，公司自主开发的“煤矿巷道高效安全支护成套技术”获国家科学技术进步二等奖；2006 年，公司研制并成功运用国际上制成高度最大的 6.2 米液压支架，增加了采空工作面直径，延伸了掘进深度，工作面回采率提高了 13%。

在煤炭开采方面，公司配备了先进的综采设备，采用放顶煤新技术，采煤机械化率已达 100%；目前已有 4 套自行研发制造的连掘机在寺河矿成功应用。

在瓦斯治理和利用方面，公司针对所在矿区瓦斯含量高的特点，大力开展瓦斯防治和利用的研究工作，目前形成了一整套适合于晋城矿区的先进技术，包括地面瓦斯抽采、井下瓦斯抽放、双系统瓦斯抽放等技术工艺，突破了国际上公认的无烟煤不利于地面瓦斯开发的“禁区”。2006 年，公司“煤矿区煤层气采前

地面预抽”获中国煤炭工业协会科学技术一等奖。

在煤化工领域，针对部分老矿井煤质下降的问题，公司同中科院山西煤化所、埃克森美孚公司合作开发了以“三高”劣质煤为原料的煤制甲醇项目，目前 10 万吨示范工程已接近尾声，该项技术的成功使用，将使古书院、凤凰山、王台铺等老矿井重新焕发活力，为公司在煤化工领域塑造优势奠定坚实基础。

整体来看，公司科研实力雄厚，在采煤工艺、机械化水平、瓦斯治理等环节上都处于全国煤炭企业前列；公司发挥自身科研优势，充分挖掘瓦斯、高硫劣质煤的内在价值，发展循环经济，促进资源合理利用，塑造可持续的竞争优势。

4、人员素质

公司董事长朱晓明先生，1957 年出生，研究生学历，曾任晋城矿务局古书院矿采煤六队工人、助工、队长；晋城矿务局生产处代处长、处长；晋城矿务局王台铺矿副矿长、矿长；晋城矿务局副局长；2006 年担任公司董事长。

公司总经理高玉斌先生，1956 年出生，大学本科学历，曾任晋城矿务局王台铺矿综采队技术员、副队长、机电科科长；晋城矿务局王台铺矿副矿长、矿长；晋城矿务局副局长。

截至 2006 年底，公司共有在职员工 56461 人。按文化程度划分，中专及以下学历的 45286 人，占总数的 80.21%，大专以上学历 11175 人，占总数的 19.79%；按职称划分，初级职称 4397 人，中级 2621 人，高级 759 人，具有初级及以上职称人员占员工总数的 13.77%。

总体来看，主要领导都在本公司工作较长时间，对公司情况非常了解，并具有丰富的从业经验，文化水平较高，统筹管理能力较强。公司员工文化素质偏低，这也是许多煤炭企业的共同特点，现有人员构成可以满足日常生产经营的需要；公司各类专业技术人员数量较多，为改善生产技术和提高效率奠定了良好的

基础。

五、公司管理

1、法人治理结构

公司是由山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）、中国信达资产管理公司、国家开发银行、中国建设银行股份有限公司共同出资组建的有限责任公司。设立了董事会、监事会、经理层，目前已经建立了权责明确、有效制衡、运转协调的法人治理结构。

公司董事会由 13 名董事组成，其中山西省国资委推荐 6 人、中国信达资产管理公司推荐 3 人、国家开发银行推荐 2 人、中国建设银行股份有限公司推荐 1 人、公司职工代表 1 人。董事会设董事长 1 人、副董事长 3 人，董事长由省国资委推荐，副董事长由中国信达资产管理公司、省国资委、国家开发银行各推荐一人，经全体董事三分之二以上表决通过产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。公司副总经理和财务负责人由总经理提名，董事会决定聘任或解聘。

2、内部管理

近年来，公司加大了在煤化工领域的扩张力度，先后收购了山西、河南、安徽、江苏、山东、河北、湖北等地的多家化工企业，目前共有下属子公司 31 家、分公司 11 家，直管单位 8 家。公司是由“大而全”的国企改革而来，辅业众多，社会负担较重，再加上近年来的大举扩张，组织机构日渐庞大，增加了公司的经营管理的难度。

内控管理方面，公司下设审计处和 12 个二级审计机构（审计科、部），对集团本部及下属子公司、分公司财务收支、财务决算、工程决算、经济合同及其有关的经济活动进行审计，按照法律、法规规定和本公司主要负责人要求办理的其他审计事项，配合国家审计、社会审计工作和各部门工作。

财务管理方面，公司制订了《全面预算管理办法》，结合本年度货款回收情况，科学安排各项资金使用计划，严格执行审批制度，降低了资金占用，保证了生产经营、基本建设和职工生活福利等方面的资金投入。单笔金额超过 2000 万元的非固定资产支出或单笔金额超过 5000 万元的固定资产支出，都要经过董事会审批方能执行。

公司对筹资活动实行统一管理，所属各子公司、分公司未经集团公司批准，严禁对外筹资，单笔金额在 1 亿元以上的银行贷款须由公司董事会批准后方能实施。公司实行“对外担保审批、登记、跟踪”制度，各子公司、分公司未经公司同意，一律不得对外提供担保。对没有投资关系的单位提供担保，必须有接受担保的公司董事会对此做出的决议和委托书，同时还应当要求接受担保的公司出具反担保书。

对外投资管理中，公司坚持：第一，对外投资必须经过可行性论证，对外投资项目的可行性论证由集团公司委托具体承办单位组织进行。第二，对外投资管理实行集体决策、层次审批和备案管理相结合的方式；第三对外投资项目的审批程序为初审、专家论证、董事会决策审定、财务处备案。第四，对外投资审批原则：符合国家产业政策以及集团公司的长远发展规划；经济效益良好，资金、技术、人才、原材料有保证；法律手续完善；上报资料齐全、真实、可靠；与企业投资能力相适应。

总体来看，公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理水平尚可。但近年来公司扩张速度较快，对外收购了大量子公司，由于时间较短，现有的各级管理制度难以实现有效对接，对各项制度的执行效果带来了一定的影响。

六、经营分析

1、经营现状

公司主业包括煤炭、煤化工、电力等多项领域，近年来主营业务收入和利润持续增长，

近三年复合增长率分别达到 49.05%和 34.49%。2006 年，公司主营业务收入 168.21 亿元，主营业务利润 38.52 亿元。

表 3 2004~2006 年公司收入构成

产 品	2004 年		2005 年		2006 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
煤炭	59.73	78.89	74.72	56.15	73.93	43.95
化工	8.76	11.56	26.31	19.78	53.23	31.64
电力	0.52	0.69	0.90	0.68	3.27	1.94
机械	1.30	1.71	1.89	1.42	2.12	1.26
其他	5.41	7.14	29.24	21.97	35.66	21.20
合计	75.72	100.00	133.06	100.00	168.21	100.00

数据来源：公司提供

从公司的收入结构变化来看，近年来公司主业正呈现多元化发展的态势，煤炭业务收入占比逐年下降，煤化工业务增长迅速，在主营业务收入中占比逐年提高。此外，公司在房地产、建材、煤层气开发等多项业务上保持了稳定的收入增长，近两年对主营业务收入的贡献率持续保持在 20%以上。

(1) 煤炭产业

2006 年全年公司共生产煤炭产品 3002 万吨，销售 2462 万吨，实现销售收入 739345.88 万元。截至 2006 年底，公司共有生产矿井 6 对，核定生产能力 3360 万吨。

表 4 公司主要矿井及生产能力

矿井	核定生产能力 (万吨/年)	煤种
长平	120	3#无烟煤
寺河	1110	3#无烟煤
古书院	330	15#无烟煤
凤凰山	400	15#无烟煤
成庄	800	3#无烟煤
赵庄	600	3#无烟煤
合 计	3360	-

数据来源：公司提供

公司 2006 年原煤产量较 2005 年略有下降，主要原因是 2006 年 2 月公司下属最大的生产矿井——寺河矿发生特大瓦斯爆炸事故，死亡 23

人，导致该矿井停产达 50 余日，从而造成了全年煤炭产量的减少。

公司致力于建设全国最大的无烟煤生产基地，近年来，公司通过矿井改扩建、挖掘新矿、兼并地方中小型煤矿等方式扩大生产能力，并在这一过程中加大对安全生产设施和采掘机械化的投入力度，在产能扩张的同时力争保证生产的安全和高效。矿井改扩建方面，2006 年，公司对下属的赵庄矿井投资 6.81 亿元用于井下生产系统、地面生产生活设施基础设施建设；并对长平矿井进行改扩建，全年共投资 1.43 亿元，目前正加紧建设洗煤厂、专用铁路等各项配套工程。新矿挖掘方面，樊庄煤矿的勘探设计方案已编制完成，矿权设置方案已获国土资源部批准，探矿权申请正在办理中，预计建成后核定生产能力将达 1000 万吨/年；公司于 2006 年取得了郑庄煤矿 49.14 平方公里的资源探矿权，并且完成了地质勘察、井田测绘、矿井选址等工作，目前正在申请办理采矿权，预计建成后核定生产能力将达 1000 万吨/年。对外兼并方面，截至 2006 年底，公司已与周边 22 家地方煤矿签署了合作协议，其中绝对控股 6 家、相对控股 9 家、参股 7 家，共获得煤田面积 41.88 平方公里，煤炭资源储量达 2.7 亿吨。通过一系列的产能扩张和资源整合，公司煤炭主业实力将进一步增强，为公司未来可持续发展提供了有力的资源支撑。

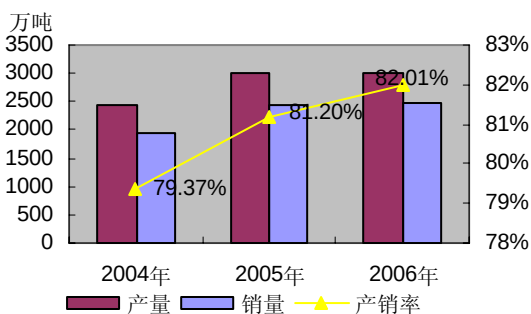
公司生产的无烟煤为优质化工煤，2006 年，公司煤炭产品“蓝焰”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标；“蓝焰”牌无烟煤洗中块煤被批准为“免检产品”。从公司煤炭产品结构上看，无烟块煤占煤炭总产量的 1/3 左右，并全部进行洗选，以提升产品质量。

从销售情况来看，根据公司所提供的统计数据来看，公司 2006 年共销售煤炭 2462 万吨，其中化肥煤占 29.81%，电煤占 36.88%。公司的煤炭产品在化肥煤市场上占重要地位，在化工行业具有较强的竞争优势，2006 年化肥煤销量达到 734 万吨，占全国化肥煤市场的 18.01%。

在电力煤市场上，公司煤炭是优质的低污染燃料，符合低污染无烟煤发电企业的需求，2006 年共销售 908 万吨。此外，公司的喷吹煤产量居全国首位，是冶金行业重要燃料。总体来看，公司煤炭产品市场竞争力强，附加值高，消费结构合理。

近年来公司煤炭产品产销率保持稳定，基本维持在 80%左右的水平，主要原因是公司下游煤化工业务快速发展，部分煤炭产品由外销转为内部使用，从而降低了煤炭销售的比例。

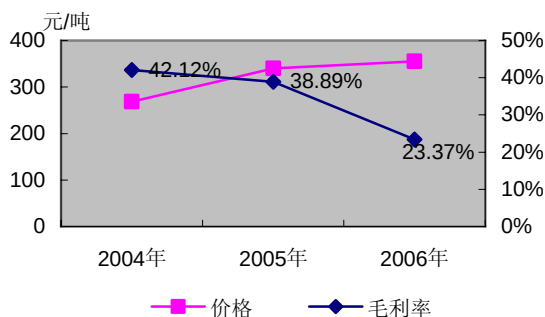
图 4 2004~2006 年公司煤炭产销情况



数据来源：公司提供

公司煤炭产品销售价格近年来稳步增长，2006 年平均售价达 355.5 元/吨，高于全国平均水平，但由于安全投入增加，安全维简费从 2005 年的 15 元/吨调至 50 元/吨，从而导致煤炭产品盈利水平大幅下降，2006 年毛利率为 23.37%。

图 5 2004~2006 年公司煤炭产品盈利情况



数据来源：公司提供

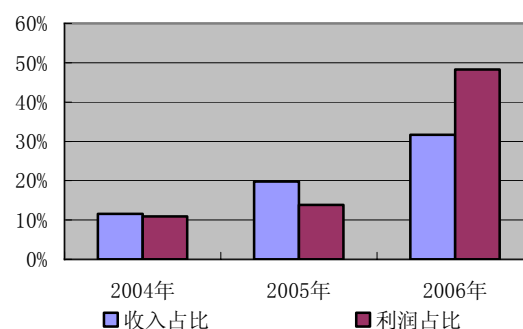
总体来看，公司煤炭产业主业地位突出，资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强，消费结构合理。但公司所处矿区多为

高瓦斯矿井，给安全生产带来了较大的隐患，影响了煤炭生产的稳定性。

(2) 煤化工产业

公司各项非煤产业中，近年来，以煤化工产业发展最为迅速，近三年在主营业务收入和利润中的占比逐年提升，2006 年共实现收入 532267.37 万元，主营业务利润 206472.66 万元，分别占主营业务收入和利润的 31.64%、48.30%。

图 6 2004~2006 年公司煤化工产业地位变化



数据来源：公司提供

公司从 2005 年开始加大了在煤化工领域的扩张力度，通过“新建、合资、研发”三路并举的方式进入煤化工产业，目前，公司已成功控股 11 家煤化工公司，产品包括尿素、甲醇、硝胺、合成油等，预计 2007 年将形成 405 万吨/年的总氨生产能力，其中合成氨产能 295 万吨/年，2007 年尿素产量将达 362 万吨。

表 5 近年来公司煤化工产业发展情况

	2005 年	2006 年	2007 年 E
煤化工产品合计			
产量 (万吨/年)	133	203	385
收入 (万元)	263137.61	532267.37	1096293.00

数据来源：公司提供

公司煤化工产品以尿素为主，中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，近年来市场竞争日趋激烈，为公司收购尿素企业提供了良好的契机。现有的 11 家煤化工子公司，大多为公司原来的下游客户，这也给产业链的整合提

供了便利。资源保障方面，公司目前年产无烟块煤 1000 万吨左右，足以保障下游化工产业的原料供应。物流配送方面，公司 2007 年已争取铁路运力 3060 万吨，公路运力 400 万吨，总运力已达 3460 万吨，部分下属子公司还拥有自建支线铁路，运输能力能够保证。

产业整合方面，公司成立了煤化工产业局，对化工产业进行统一管理。公司针对近年来扩张速度快，下属部分化工公司规模小、盈利弱、存在同业竞争等特点，提出了重点从技术、销售、文化等方面进行整合的思路，在技术研发环节上推动科技成果共享；在销售环节上，公司计划对产品的品牌、价格、销售区域进行全面整合，收回子公司的定价权，由集团公司划定销售半径，并按各自子公司销售半径内市场情况进行定价。从而使公司煤化工产业形成合力，塑造其在市场竞争中的优势地位。

随着产业整合优势的逐渐发挥，公司煤化工产业盈利能力逐渐增强。2006 年，煤化工产业毛利率增至 38.79%，较 2005 年增长近 20 个百分点，化工产品毛利占全部主营业务利润的 48.30%，超过煤炭产品利润，成为公司各项业务中最大的利润来源。

公司针对下属王台铺、古书院、凤凰山等“老三矿”优质煤炭资源面临枯竭的局面，与中科院山西煤化所合作，展开科技攻关，开发了“三高”劣质煤（15#无烟煤）——甲醇——汽油的工艺路线，目前年产 10 万吨的合成油试验工程已接近尾声，若该项目成功达产，将会使“老三矿”井下近 120 亿吨的煤炭资源被高效利用，不但可以提高煤炭资源的使用效率，还能为公司煤化工产业向高端延伸奠定基础。

总体来看，近年来公司煤化工产业成长较快，产业整合优势明显，盈利能力不断提高。但煤化工产品结构比较单一，未来尿素行业还将面临产能过剩的压力，将会给公司带来一定的风险。公司合成油技术尽管前景广阔，但目前存在着一定的政策风险，能否大规模使用尚存在不确定性。

（3）其它产业

公司针对所在晋城矿区高瓦斯矿井居多的情况，大力发展煤层气综合利用项目。截至 2006 年底，公司共拥有煤层气抽放井 482 口，其中抽采井 149 口，全年共抽采煤层气 3.28 亿立方米。公司建成投运了 20 万立方米/天的潘庄压缩站，形成了 36 万立方米/天的压缩能力，将煤层气大量应用于当地民用燃气和汽车燃料。此外，公司还建设了寺河矿 12 万千瓦煤层气发电项目，以加大对煤层气的开发利用的力度，该项目已于 2006 年 6 月正式开工。

煤电方面，公司现有煤矸石电厂（装机容量 3×1.2 万千瓦）、成庄热电厂（装机容量 3×0.6 万千瓦）、寺河瓦斯电站（装机容量 1.5 万千瓦）和成庄资源综合利用电厂（装机容量 5 万千瓦），总装机容量 11.9 万千瓦。2006 年共发电 53025 万度，销售电量 46878 万度，实现收入 3.27 亿元，同比增长 264.97%。

此外，公司还经营煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技术，对煤炭成套设备进行改良。目前主要产品有无轨胶轮车、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务。综合看，这些业务为安置富余人员提供了多种渠道，维护了矿区稳定，但多数属于劳动密集型，规模较小，对煤炭主业依赖程度较高，盈利能力具有不确定性。

2007 年，公司经营情况继续保持良好的增长态势，根据公司提供的未经审计的财务报表，2007 年 1~9 月，公司共实现主营业务收入 187.84 亿元，利润总额 10.45 亿元。

总体来看，公司煤炭资源储备规模较大，煤质优良，近年来产量稳步增长，销售情况良好，煤炭主业地位突出；煤化工业务成长迅速，整合效应明显，盈利水平快速提升，已经成为公司发展的重要支柱，但也存在着产品结构单一，市场竞争激烈的风险。

2、经营效率

资产增速方面，公司近三年固定资产投资规模较大，2004年~2006年固定资产年均复合增长率达34.28%；总资产增长率为35.05%，资产扩张速度较快。产品销售方面，2004年~2006年主营业务收入年均增长49.05%，主营业务利润增长34.49%；存货周转逐年加快，近三年存货周转次数加权平均为7.96次，2006年为8.92次。货款回收方面，近三年销售债权周转率波动上升，2006年为24.25次，三年加权平均值21.69。成本控制方面，尽管公司近年来兼并重组了多家化工企业，管理费用率仍处于比较稳定的水平，2006年为14.38%，较2004年下降了近3个百分点；公司成本率近三年略有上升，2006年为92.93%，三年平均值为92.25%。现有的各项经营指标表明，公司近三年资产和销售规模持续增长，存货和销售债权周转有所加快，整体经营状况良好，经营效率较高。

3、未来规划

根据公司“十一五”规划纲要，公司未来计划打造煤、气、电、化四大支柱产业。公司将通过技改、新建、转化、合资、收购等运作方式，实现产能和规模的持续扩张，计划到2010年，公司煤炭产能达5000吨/年，总氨产能达700万吨/年，煤层气产量达18亿立方米/年，

全年主营业务收入达400亿元，利润总额20亿元。

表6为公司未来五年的重要项目投资规划。煤炭生产方面，公司计划在现有基础上充分挖掘下属煤矿的生产能力，对赵庄、寺河、成庄、长平等矿井实施改扩建，并加大安全生产投入、提高采煤效率，在增加产能的同时，尽可能地压低成本，增强盈利能力。电力生产方面，公司寺河矿12万千瓦煤层气发电项目预计2008年完成；公司还计划在“十一五”期间投资50亿元建设赵庄2×60万千瓦坑口电厂。煤化工产业方面，未来几年公司将通过对外收购和项目改扩建方式实现规模扩张，计划投资10亿元左右控股4~5家下游化工企业；同时对现有化工企业实施改扩建，提升产能，但公司目前尚未提供成型的实施方案。根据公司提供的资料测算，公司“十一五”期间重要项目的投资预算达155.50亿元，现已投资36.19亿元。

总体来看，公司未来产业架构完全围绕煤炭主业设计，公司资源储备充足，能够对下游非煤产业布局形成有效的支撑。若规划内项目能成功实施，公司将在煤、电、气、化等多个领域形成较大的生产规模，充分挖掘煤炭产品的附加值，整体规模和盈利水平将大幅增长。但公司未来投资规模较大，面临一定资金压力。

表6 公司“十一五”期间投资规划（资金单位：亿元）

项目名称	项目概况	新增产能	总投资	已投资	预计投产时间	项目进展安排
赵庄矿井及选煤厂	年产600万吨矿井及选煤厂、铁路专用线、装车站等配套设施。	600万吨/年	26.27	18.07	2007年	2006年~2008年
赵庄矿井改扩建	对赵庄矿井改扩建，产能由600万吨/年提升至1000万吨/年	400万吨/年	12.00	0.00	2010年	2008年~2010年
寺河矿改扩建（二期）项目	新增1个大采高综采工作面 and 2套连续采煤机掘进工作面。	400万吨/年	11.37	1.55	2008年	2007年~2009年
成庄矿井机械化改造项目	将原有设备改造为两套高产高采设备，配套改造辅助运输、瓦斯抽放系统	200万吨/年	5.40	2.88	2007年	2005年~2007年
长平矿井技改项目	对井底车场、采区工作面及相关设备改造，建设配套选煤厂以及4.7公里的铁路专用线。	270万吨/年	10.68	2.34	2008年	2006年~2008年

煤矿安全改造项目	对公司下属各大矿井进行安全改造，包括防水、防尘、瓦斯利用等工程。		16.94	9.10	2008 年	2006 年~2008 年
煤层气治理与利用项目	建设煤层气先抽后采、采煤财气一体化示范工程，新增 160 口地面煤层气抽采井。	5.4 亿立方米/年煤层气抽放能力	4.09	0.00	2008 年	2006 年~2008 年
煤层气发电项目	在寺河矿建设 12 万千瓦煤层气发电厂。	约 6 亿度/年	8.75	2.25	2008 年	2006 年~2008 年
赵庄坑口电厂	分两期建设，一期装机容量 2×60 万千瓦，目前审批手续基本完成。	约 60 亿度/年	50.00	0.00	2010 年	2008 年~2010 年
对外收购煤化工企业	计划投资 10 亿元左右，控股 4~5 家化肥企业。	150 万吨/年总氨生产能力	10.00	0.00	2008 年	2007 年~2008 年
合计			155.50	36.19		

注：资料来自公司提供；公司下属 11 家煤化工子公司未来都有产能扩建计划，预计到 2010 年新增产能可能在 150 万吨/年左右，但公司目前并未提供明确规划。

4、经营预测

表 7 为公司提供的未来五年经营情况预测。根据公司项目投资规划，公司十一五期间计划资本支出共 155.50 亿元（已投资 36.19 亿元），其中 2008 年有多个项目处于收尾期或开工期，所需资金量较大（预计为 50 亿元）。

矿井改扩建项目；另一部分用于收购晋煤集团剩余的煤矿资产，为晋煤集团投资其他非煤项目提供资金，从而为整体投资计划提供有力的资金保障。此外，如果本期公司债券能够成功发行，公司 2008 年资金将更加充裕，能够保证当年投资计划的顺利实施。

从资产变动情况来看，如果蓝焰煤业能够顺利实现上市融资，晋煤集团持有蓝焰煤业 60% 的股权比例，因此预计晋煤集团 2008 年所有者权益和少数股东权益将大幅增加。负债方面，根据公司提供的资金筹划方案，如果蓝焰煤业能够上市并成功募集预期 80 亿元的资金，公司自有资金基本能够承担未来五年的投资计划。除 2008 年外，公司有息债务余额将不会有太大波动，而随着资产规模的增长，资产负债率将有所下降。

资金筹措方面，公司计划在 2008 年上半年通过下属子公司晋城蓝焰煤业股份有限公司（以下简称“蓝焰煤业”）在中国境内 A 股市场上市融资，募集资金 80 亿元，目前晋煤集团已将大部分煤矿资产注入蓝焰煤业。所募集的 80 亿元资金，一部分将用于继续投资所划转的

从收入和盈利情况来看，预计未来五年内，随着各类新建项目的陆续投产以及对外收购规模的扩大，公司的销售收入和利润总额有望持续增长。2008 年公司将有多个项目集中完工，因此预计收入将会出现较大幅度增长，之后几年随着新建项目的减少，收入增幅将有所趋缓。

联合资信认为，公司预计的未来五年投资支出可能有所保留，部分可能投资兴建的煤化工项目并未提供明确的投资计划，因此未来仍有可能出现资金缺口。如果公司不能按计划顺利实现上市融资，将会对未来经营目标产生较大影响。

总体来看，公司未来经营预测比较合理，实现可能性较大，但由于在资金筹措上对上市融资依赖较大，存在一定的不确定性。

表 7 公司未来五年经营预测

项 目（亿元）	2006 年	2007 年 9 月	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
预计销售收入	168.21	187.80	250.00	320.00	360.00	400.00	450.00
预计利润总额	12.37	10.45	13.68	16.00	18.00	21.00	24.00

预计净利润	4.83	2.95	4.85	5.00	6.00	7.00	9.00
预计折旧	11.75	13.43	15.00	17.00	20.00	25.00	30.00
预计利息支出	3.76	5.45	6.00	7.00	6.00	6.50	6.70
预计短期债务余额	51.79	70.92	72.50	70.00	70.00	72.00	72.00
预计长期债务余额	61.18	85.97	87.00	105.00	88.00	85.00	85.00
预计少数股东权益	26.81	37.93	38.50	60.00	64.00	67.00	70.00
预计所有者权益	70.24	72.35	72.50	120.00	128.00	134.00	140.00
预计资产总额	323.41	423.78	430.00	550.00	600.00	650.00	700.00
指 标	2006 年	2007 年 9 月	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
资产负债率	69.99%	73.98%	74.19%	67.57%	66.32%	66.50%	66.13%
全部债务资本化比率	53.79%	58.72%	58.96%	49.30%	45.14%	43.85%	42.78%

注：数据来自公司提供，2007 年 9 月财务数据未经审计。

七、财务分析

1、财务概况

公司提供的 2004~2006 年财务报表已经岳华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2005 年公司收购子公司 4 家，新设立子公司 4 家，合并报表范围较 2004 年变化较大，2006 年合并报表范围与 2005 年相比，变化不大。本报告财务分析以 2005 年、2006 年数据为基准。

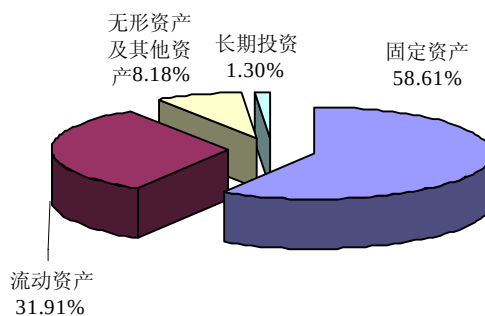
截至 2006 年底，公司（合并）资产总额 3234090.20 万元，所有者权益 702441.54 万元，少数股东权益 268082.17 万元。2006 年公司实现主营业务收入 1682097.39 万元，利润总额 123782.71 万元。

截至 2006 年底，母公司资产总额 2067279.12 万元，所有者权益 716256.81 万元。2006 年实现主营业务收入 924407.40 万元，利润总额 56175.09 万元。

2、资产构成

从图 7 可以看出，截至 2006 年底，公司资产总额 3234090.20 万元，其中固定资产占 58.61%，流动资产占 31.91%，无形资产及其他资产占 8.18%，长期投资占 1.30%，公司资产以固定资产为主，符合公司所处行业特点。

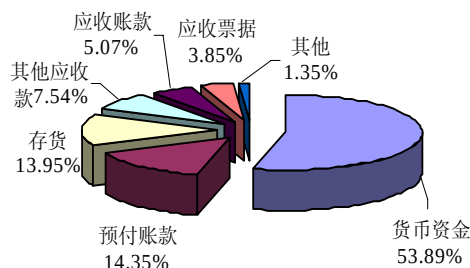
图 7 2006 年底公司资产构成



数据来源：公司提供

从流动资产构成来看，截至 2006 年底，公司流动资产总额 1031924.32 万元，其中货币资金占 53.89%，预付账款占 14.35%，存货占 13.95%，其他应收款占 7.54%，应收账款占 5.07%，应收票据占 3.85%，其他占 1.35%。公司流动资产中货币资金占比大。

图 8 2006 年底公司流动资产构成



数据来源：公司提供

2006 年底，公司应收票据 39720.76 万元，全部为银行承兑汇票，是 2005 年底的 3.10 倍，主要是公司在销售增加同时，票据结算方式增加所致。

2006 年底，公司应收账款余额 52307.68 万元，较 2005 年增加 54.34%，主要是由于 2006 年度销售业务增加所致。从账龄分布来看，一年以内的占 85.51%，五年以上的占 6.63%，质量较好；公司共计提坏账准备余额 7690.24 万元，占应收账款的 14.70%，公司对五年以上的应收账款计提了 100% 的坏账准备，计提充分；应收账款前五名欠款单位的金额合计 14838.82 万元，占应收账款账面余额的 24.73%，主要为公司销售客户，账款集中度不高。

2006 年底，公司其他应收款余额 77776.77 万元，其中一年以内的占 73.40%，五年以上的占 2.07%，质量较好。公司计提坏账准备余额 14882.86 万元，占其他应收款的 19.13%，公司对五年以上的其他应收款按 100% 比例计提，计提充分；从集中度看，公司前五名欠款单位欠款金额合计 8291.30 万元，占其他应收款账面余额的 8.95%，集中度较低。

截至 2006 年底，公司存货余额 145718.94 万元，较 2005 年略有增加，其中原材料占 54.29%，库存商品占 25.64%。2006 年底公司计提存货跌价准备余额 1790.41 万元。

2006 年底，公司固定资产原值 2074685.84 万元，其中机械设备占 56.62%，房屋及井巷建筑物占 39.59%，通用设备占 4.04%；在建工程 460957.17 万元，主要是公司在矿井改扩建、煤矿安全改造、煤层气开发利用等方面的投资项目。

截至 2006 年底，公司长期投资 38550.40 万元，全部是股权投资；无形资产 257954.20 万元，较 2005 年底增长 29.33%，主要是赵庄煤矿采矿权及土地使用权增加较多所致。

公司流动资产中货币资金占比较大，应收款项结构比较理想，坏账准备计提充分；固定资产占比较大，以机械设备为主。总体看，公

司资产规模较大，资产结构合理，符合煤炭企业的一般特点。

截至 2007 年 9 月底，公司资产总额 4237806.00 万元，较 2006 年底增长 31.04%，其中固定资产占 51.24%，流动资产占 40.78%，无形资产及其他资产占 6.75%，长期投资占 1.23%。流动资产中货币资金、其他应收款、预付账款等增长较快，使得公司资产增长较快，并且流动资产在总资产中的占比大幅提高。

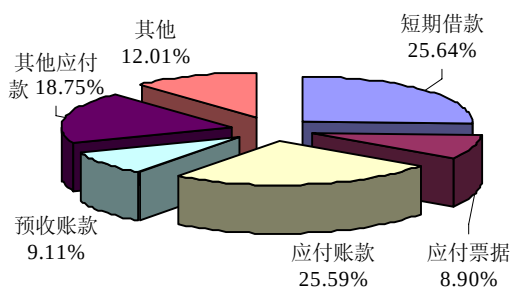
3、负债和所有者权益结构

2006 年底公司所有者权益较 2005 年增长 53.62%，主要来自实收资本的增加。依据《中国信达资产管理公司、中国建设银行股份有限公司、国家开发银行、山西省人民政府国有资产监督管理委员会》关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议，债转股增加实收资本 160814.74 万元。截至 2006 年底，公司所有者权益 702441.54 万元，其中实收资本占 57.68%，资本公积占 26.29%，未分配利润占 12.53%，盈余公积占 3.60%，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。2007 年 9 月底，公司所有者权益 7233507.00 万元，较 2006 年增长 3.00%，变化不大。

2006 年底公司负债总额 2263566.50 万元，其中流动负债占 64.98%，长期负债占 35.02%。流动负债中，短期借款占 25.64%，应付账款占 25.59%，其他应付款占 18.75%，预收账款占 9.11%，应付票据占 8.90%，其他占 12.01%。长期负债中，长期借款占 77.17%，较 2005 年减少 8 个百分点；长期应付款占 22.30%，近年来逐年增加，主要是由于公司所提取的安全维简费用的增长。

近三年公司债务负担有所波动，2005 年底处于相对低点。2006 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 69.99%，53.79% 和 38.67%，公司债务负担偏重。

图9 2006年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司提供

2007年9月底，公司负债总额3135041.00万元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.98%和61.08%，公司债务负担较2006年有较大幅度上升。

以2007年9月底公司财务数据为基准，不考虑其他因素，本期20亿元公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率模拟值分别为75.15%和63.65%，公司债务负担有较大幅度上升，本期公司债券的发行对公司整体债务水平影响大。考虑到2007年上半年公司下属子公司将上市募集资金80亿元，届时公司债务负担将有所下降。

4、盈利能力

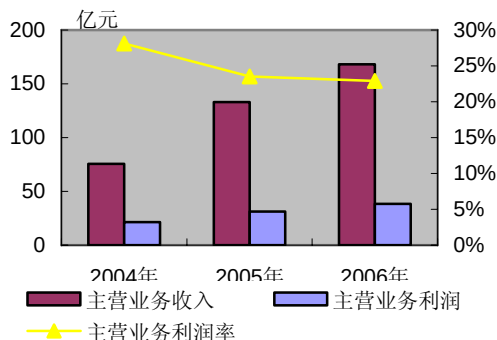
2006年公司煤炭产量有所下降，但煤化工、煤电等业务增长较快，主营业务收入保持稳定增长，2006年公司实现主营业务收入1682097.39万元，较2005年增长26.42%，近三年平均增长率为49.05%。

2006年公司主营业务利润385209.92万元，比2005年增长23.11%，近三年平均增长率34.49%，主营业务利润增长速度略低于主营业务收入增长速度，主要是公司2006年煤炭生产成本提高所致。

2006年公司利润总额为123782.71万元，近三年平均增长率45.95%，主要原因有两点：一是2006年补贴收入大幅增加，公司下属多家化肥企业享有税收优惠和增值税返还政策，

2006年补贴收入达8343.91万元，较2005年增加了近6000万元。二是公司辅业改制取得成效，营业外支出大幅减少。

图10 近三年公司主要盈利指标变动情况



从盈利指标看，2006年公司主营业务利润率为22.90%，近年来由于煤炭开采成本提高使得公司主营业务利润率持续下降；总资本收益率和净资产收益率近三年连续增长，2006年分别为5.53%和6.87%，与行业主要上市公司相比（见表8），公司盈利能力弱。总体看，公司主营业务盈利能力尚可，但近三年处于下降趋势，整体盈利水平低。

表8 2006年煤炭行业上市公司盈利能力指标

股票名称	主营业务利润率	净资产收益率
平煤天安	27.83%	16.92%
潞安环能	33.78%	22.73%
开滦股份	34.45%	18.09%
兰花科创	50.53%	22.19%
西山煤电	37.51%	18.91%
恒源煤电	37.68%	19.59%
金牛能源	36.53%	14.85%
神火股份	42.66%	21.67%
上海能源	27.05%	18.47%
国阳新能	18.48%	22.42%
大同煤业	54.08%	14.21%
兖州煤业	46.53%	9.70%
盘江股份	12.13%	5.95%
平均值	35.46%	16.91%
晋城煤业	22.90%	6.87%

数据来源：根据上市公司2006年报整理

根据公司十一五规划，未来几年，公司在做大煤炭主业的同时，将继续加大在煤电、煤气、煤化工等下游领域的投资力度。预计随着煤、电、化、气四大板块业务的逐渐壮大，以及产业整合优势的逐步显现，公司整体盈利能力

力有望持续增强。

5、现金流量

经营活动方面，近三年随着收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持了较快的增长速度，年均增长 52.21%，2006 年为 1962237.19 万元；近三年公司经营活动现金流入年均增长 49.57%，2006 年为 1992923.38 万元。2006 年公司现金收入比率为 116.65%，公司收入实现质量较好。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 217508.35 万元、404961.69 万元和 343575.58 万元。

投资活动方面，近三年公司在矿井新建、改扩建，对外收购，以及煤炭安全费用工程等方面的投入规模较大，导致投资现金支出增长，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -221104.79 万元、-497841.16 万元和 -420305.86 万元。由于投资规模大，公司经营活动产生的现金流量净额不能满足公司投资活动对资金的需求，近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为 -3596.44 万元、-92879.50 万元和 -76730.28 万元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 107915.80 万元、281412.57 万元和 210825.47 万元。公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、吸收投资以及发行短期融资券，流出主要是偿还银行借款和分配利润或偿还利息。

综合以上，公司经营活动获现能力较强，但由于投资支出大，公司需要不断增加银行借款以满足投资需求，公司对间接融资依赖性强。公司下属子公司若能于 2008 年上半年上市，公司直接融资渠道将会进一步拓宽。

6、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006 年底公司流动比率和速动比率分别为 70.16% 和 60.38%，公司短期支付压力较大；2006 年由于投资规模大，公司筹资活动前现金流量净额为负；2006 年公

司经营现金流动负债比率为 23.36%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力一般。总体看，目前公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2006 年公司 EBITDA 利息倍数为 7.95 倍，EBITDA 对利息的保护能力较强；债务保护倍数为 0.16 倍，公司对全部债务的保护能力一般。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2006 年底，公司无逾期未偿还借款。

截至 2006 年底，公司对外担保金额 36.07 亿元，或有债务负担重，其中对潞安集团担保为 19.74 亿元，占总担保金额的 54.72%，集中度较高，该公司为国有大型煤炭企业集团，经营状况良好，债务不能到期偿付风险较小。公司其他担保对象多为国有企业，目前皆正常经营，整体来看，或有债务风险较低。

公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2007 年 6 月底，公司共获得工行、建行、农行、中行、交行、民生银行、国家开发银行等银行的授信总额 145.06 亿元，剩余授信额度 77.23 亿元。

八、债权保护条款分析

1、担保条款

潞安集团为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保方式：连带责任保证。

2、担保人担保能力分析

(1) 主体概况

潞安集团前身是成立于 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 2006 年底，潞安集团注册资本为 221430.00 万元，全部由山西省人民政府出资。

潞安集团是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，2006 年潞安集团煤炭产量达到 3160 万吨。

截至 2007 年 5 月底，潞安集团拥有全资以及控股子公司 25 家，潞安集团董事会下设秘书处、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 2006 年底，潞安集团（合并）资产总额 2560368.23 万元，所有者权益 493197.69 万元，少数股东权益 346438.13 万元。2006 年潞安集团实现主营业务收入 1354094.99 万元，利润总额 101153.01 万元。

潞安集团地址：山西襄垣侯堡；法定代表人：任润厚。

（2）基础素质

潞安集团是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，已有 70 多年的开发史。截至 2005 年底，潞安集团资产规模达 1684256.15 万元，在山西省 100 家大型企业中排名第 12 位。2005 年实现销售收入 1007337.92 万元，在山西省工业经济联合会评选的山西省 2005 年度工业企业 30 强中排名第 6 位，在山西省煤炭企业中排名第 4 位。

潞安集团拥有丰富煤炭资源。目前煤炭地质储量超过 400 亿吨。2006 年煤炭产量达到 3160 万吨。潞安集团生产规模较大，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，参与市场竞争的实力较强。

潞安集团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，潞安集团的技术中心在全国 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 年潞安集团经国家人事部、国家博士后管理委员会批准，设立了博士后科研工作站。

（3）经营情况

潞安集团以煤炭为主业，涉及建材、焦炭、机械、工程、电力、火工等煤炭的延伸行业与辅助行业。

潞安集团现有煤炭产品主要包括混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤等 4 大类，2006 年核定生产能力 2570 万吨，全年共销售精煤、喷吹煤和洗块煤分别为 222.25 万吨、570.99 万吨和 70.68 万吨。

表 9 潞安集团主要矿井产能情况表

子公司名称	拥有矿井	主要煤种	设计或核定能力（万吨/年）
潞安环能	五阳矿	贫瘦煤	190
	漳村矿	贫瘦煤	360
	王庄矿	贫煤	710
	常村矿	贫煤	600
慈林山煤业	慈林山矿	贫煤	55
	夏店矿	贫煤	90
石圪节煤业	石圪节矿	瘦煤	100
潞宁煤业	潞宁矿	气肥煤	60
郭庄煤业	郭庄矿	贫煤	100
司马煤业	司马矿	贫煤	203
本部	屯留矿	贫瘦煤	102
合计			2570

资料来源：潞安集团提供

近年来，潞安集团通过收购地方企业和民营企业，延伸煤电化、煤焦化两条产业链，并逐步形成煤油化第三条产业链，使非煤产品销售收入在潞安集团主营业务收入中占比有较大提高。2006 年，煤炭产品与非煤产品的主营业务收入分别占潞安集团主营业务收入的 58.97%和 41.03%，其毛利润占比分别为 93.27%和 6.73%。

由于煤炭产能的扩大以及煤炭产品价格上涨，2006 年公司主营业务收入比 2005 年增长 34.42%，为 1354094.99 万元。从盈利指标看，2006 年公司主营业务利润率与上年相比略有下降，主要是煤炭产品毛利率下降所致。2006 年

公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 25.42%、4.84%和 5.92%，与行业主要上市公司相比，公司盈利指标一般。总体看，整体盈利水平一般。

表 10 2004 年~2006 年主营业务收入和毛利润构成

产品名称	主营业务收入占比(%)			毛利润占比(%)		
	2004 年	2005 年	2006 年	2004 年	2005 年	2006 年
煤炭产品	77.89	67.12	58.97	85.35	101.83	93.27
非煤炭产品	22.11	32.88	41.03	14.65	-1.83	6.73

注：2005 年潞安集团在抵消分录中，将 22837.44 万元焦炭收入（非煤产品）在精煤收入（煤炭产品）中抵消，导致精煤的收入偏低，而焦炭的收入偏高，为此，联合资信把精煤收入和焦炭收入进行了调整。在后述相关分析中，均采用调整后的数据。

（4）财务状况

截至 2006 年底，潞安集团（合并）资产总额 2560368.23 万元，所有者权益 493197.69 万元，少数股东权益 346438.13 万元。2006 年潞安集团实现主营业务收入 1354094.99 万元，利润总额 101153.01 万元。

截至 2006 年底，潞安集团本部资产总额 1322774.61 万元，所有者权益 504459.34 万元。2006 年潞安集团本部实现主营业务收入 59294.81 万元，利润总额 33965.52 万元。

表 11 2004 年~2006 年潞安集团财务情况

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	958350.71	1684256.15	2560368.23
所有者权益(万元)	319154.59	367753.53	493197.69
主营业务收入(万元)	509231.91	1007337.92	1354094.99
利润总额(万元)	30838.12	66566.37	101153.01
资产负债率(%)	64.04	67.98	67.21
全部债务资本化比率(%)	39.41	45.49	46.42
净资产收益率(%)	3.54	6.52	5.92
流动比率(%)	79.51	77.25	88.87
经营现金流负债比率(%)	31.17	16.53	20.08
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.36	1.43	2.44
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	-1.46	-1.82
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.62	11.58	16.91
现金类资产偿债倍数(倍)	2.53	3.63	7.69

资料来源：潞安集团提供

公司流动资产大部分为变现能力较强的货币资金和应收票据，流动性良好，并且应收款项坏账准备计提充分，整体资产质量较好。

公司经营活动获现能力强，但由于投资规模大，经营活动产生的现金流量净额不能够覆盖投资活动需求，公司对外部融资的依赖性较大。

2006 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 67.21%、33.09%和 46.42%，债务负担偏重。

从长期偿债能力指标看，2006 年公司 EBITDA 为 195984.58 万元，EBITDA 利息倍数为 8.16 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；债务保护倍数为 0.14 倍，公司对全部债务的保护能力基本正常。

截至 2006 年底，潞安集团无逾期未偿还借款。

截至 2006 年底，潞安集团对外担保金额 340472.00 万元，或有债务负担重，对外担保对象主要是晋煤集团，担保额度 266672.00 万元。

另外，潞安集团的其他担保对象包括：晋城蓝焰煤业股份有限公司 35000.00 万元，天脊集团方元化工发展有限公司 37800.00 万元，山西凤凰胶带有限公司 1000.00 万元。目前上述四家公司经营情况正常。

经联合资信评定，潞安集团2007年企业主体长期信用等级为AA。

九、综合评价

公司是国有特大型煤炭企业，在资源储备、生产规模、装备水平、外部环境等方面都拥有良好的发展基础，公司基础素质较好。

近年来中国煤炭行业保持了良好的发展势头，煤炭价格持续攀升，为生产企业提供了良好的发展机遇，公司充分利用这一景气周期，扩大生产能力，并通过兼并重组、新建项目等方式向煤化工、煤电、煤气等下游产业扩张。公司近年来收入和资产规模稳步增长，经营状

况良好。

本期债券由潞安集团提供担保,经联合资信评定,潞安集团2007年企业主体长期信用等级为AA。

公司自身信用较高,偿债能力较强,本期债券到期不能偿付的风险小。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
流动资产					
货币资金	233071.00	421604.10	556094.53	54.47	740820.00
短期投资	14599.50	35803.74	11200.00	-12.41	72171.00
短期投资净额	14599.50	35803.74	11200.00	-12.41	72171.00
应收票据	16500.41	12823.54	39720.76	55.15	80641.00
应收股利		931.46		---	
应收利息		40.95	530.10	---	
应收账款	38093.63	33891.74	52307.68	17.18	81311.00
其他应收款	35516.09	71426.72	77776.77	47.98	226511.00
应收款项净额	73609.72	105318.47	130084.45	32.94	307822.00
预付货款	49454.59	108563.97	148053.56	73.02	312392.00
存货	87093.19	137509.47	143928.53	28.55	197906.00
待摊费用	1485.30	2394.33	2312.38	24.77	8048.00
待处理流动资产净损失					8487.00
流动资产合计	475813.72	824990.02	1031924.32	47.27	1728287.00
长期投资					
长期股权投资	23385.21	32665.45	38550.40	28.39	47775.00
长期投资合计	23385.21	32665.45	38550.40	28.39	47775.00
合并差价		1779.24	3654.23	---	4267.00
长期投资净额	23385.21	34444.69	42204.63	34.34	52042.00
固定资产					
固定资产原值	1127604.60	1548911.10	2074685.84	35.64	2284738.00
减：累计折旧	328611.24	509330.91	644407.55	40.04	840974.00
固定资产净值	798993.36	1039580.19	1430278.29	33.79	1443764.00
减：固定资产减值准备		557.28		---	
固定资产净额	798993.36	1039022.91	1430278.29	33.79	1443764.00
工程物资	34781.58	12109.87	2895.10	-71.15	10613.00
在建工程	216207.98	451934.16	460957.17	46.01	716140.00
固定资产清理	1271.77	1493.67	1367.62	3.70	973.00
固定资产合计	1051254.69	1504560.60	1895498.18	34.28	2171490.00
无形资产及其他资产					
无形资产	179699.09	199451.79	257954.20	19.81	277934.00
开办费					
长期待摊费用	35143.84	3688.87	6501.76	-56.99	8047.00
其他长期资产	8033.48	11.84	7.12	-97.02	6.00
无形资产及其他资产合计	222876.41	203152.50	264463.07	8.93	285987.00
资产总计	1773330.03	2567147.81	3234090.20	35.05	4237806.00

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
流动负债					
短期借款	86247.00	181983.00	377033.50	109.08	709221.00
应付票据	20408.22	66600.29	130916.08	153.28	161755.00
应付账款	213241.80	317117.55	376402.78	32.86	370805.00
预收账款	66444.56	98047.40	134057.00	42.04	221815.00
代销商品款					
应付工资	46008.34	57610.23	61482.94	15.60	96718.00
应付福利费	10676.73	20738.94	31860.60	72.75	40720.00
应付股利	3765.75	4086.13	5079.27	16.14	16165.00
应交税金	39127.09	32483.28	47600.98	10.30	34498.00
其他应付款	5822.16	22599.05	17677.39	74.25	23271.00
其他应付款	120280.94	235763.40	275817.85	51.43	244633.00
预提费用	20.40	10.10	445.85	367.50	58335.00
一年内到期的长期负债			10000.00	---	
其他流动负债	25260.75	4439.17	2384.33	-69.28	16543.00
流动负债合计	637303.75	1041478.53	1470758.57	51.91	1994479.00
长期负债					
长期借款	562581.00	728086.68	611838.73	4.29	859688.00
应付债券					
长期应付款	26994.64	121295.59	176760.63	155.89	275281.00
专项应付款	7057.05	1176.18	4208.55	-22.78	5593.00
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计	596632.70	850558.44	792807.92	15.27	1140562.00
负债合计	1233936.45	1892036.98	2263566.49	35.44	3135041.00
少数股东权益	113871.31	217842.77	268082.17	53.44	379258.00
股东权益					
实收资本（或股本）	256858.57	256858.57	405163.46	25.59	405163.00
资本公积	149048.60	139973.92	184704.06	11.32	186936.00
盈余公积	8474.97	19764.91	25311.09	72.82	25677.00
其中：公益金	4237.49	9882.45		---	
未确认的投资损失	-1363.80	-4611.35	-732.01	-26.74	-111.00
未分配利润	12503.92	45282.01	87994.94	165.28	105842.00
其他					
外币报表折算差额					
股东权益合计	425522.27	457268.06	702441.54	28.48	723507.00
负债及股东权益合计	1773330.03	2567147.81	3234090.20	35.05	4237806.00

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
一、主营业务收入	757188.92	1330603.90	1682097.39	49.05	1878386.00
减: 折扣与折让;					
主营业务收入净额	757188.92	1330603.90	1682097.39	49.05	1878386.00
减: 主营业务成本	526345.45	975366.03	1254630.28	54.39	1491092.00
主营业务税金及附加	14257.47	23695.13	26179.60	35.51	22895.00
其它	3632.19	18663.27	16077.58	110.39	6146.00
二、主营业务利润	212953.80	312879.47	385209.92	34.49	358253.00
加: 其他业务利润	218.04	4415.31	7437.09	484.03	13603.00
减: 存货跌价损失					
营业费用	8992.82	3232.01	14476.86	26.88	28091.00
管理费用	123210.08	176123.05	224861.58	35.09	198125.00
财务费用	19000.94	23523.37	34414.37	34.58	52099.00
其它					3.00
三、营业利润	61968.00	114416.36	118894.20	38.51	93538.00
加: 投资收益	3012.76	1813.06	6360.27	45.30	9874.00
补贴收入	1199.72	2505.83	8343.91	163.72	7788.00
营业外收入	349.19	2051.91	2176.90	149.68	1342.00
以前年度调整					
其它					
减: 营业外支出	8420.74	17337.77	11992.57	19.34	8041.00
四、利润总额	58108.93	103449.38	123782.71	45.95	104501.00
减: 所得税	29819.34	42122.39	46604.92	25.02	37324.00
少数股东损益	8860.57	21278.08	30231.15	84.71	37751.00
加: 未确认的投资损失	1363.80	4019.12	1327.92	-1.32	105.00
五、净利润	20792.81	44068.02	48274.56	52.37	29531.00
加: 年初未分配利润	-2708.63	12503.92	45282.01	0.00	87995.00
盈余公积转入数					
减: 其他调整因素					11684.00
六、可供分配的利润	18084.17	56571.94	93556.57	127.45	105842.00
减: 提取法定盈余公积	2790.13	5644.97	5546.18	40.99	
提取法定公益金	2790.13	5644.97	15.45	-92.56	
七、可供股东分配的利润	12503.92	45282.01	87994.94	165.28	105842.00
减: 应付优先股股利					
提取任意盈余公积					
应付普通股股利					
转作股本的普通股股利					
八、未分配利润	12503.92	45282.01	87994.94	165.28	105842.00

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	846963.95	1677454.11	1962237.19	52.21
收到的税费返还	436.42	1363.69	3592.35	186.90
收到的其他与经营活动有关的现金	43392.58	6858.93	27093.84	-20.98
经营活动现金流入小计	890792.96	1685676.72	1992923.38	49.57
购买商品、接受劳务支付的现金	389685.22	787398.14	1074400.42	66.05
支付给职工以及为职工支付的现金	113483.95	235956.49	293070.03	60.70
支付的各项税费	86467.45	187205.71	180142.50	44.34
支付的其他与经营活动有关的现金	83647.98	70154.69	101734.85	10.28
经营活动现金流出小计	673284.60	1280715.03	1649347.80	56.52
经营活动产生的现金流量净额	217508.35	404961.69	343575.58	25.68
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	10332.25	11454.92	35051.70	84.19
取得投资收益收到的现金	1900.72	2908.63	3719.54	39.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	242.16	2135.75	8874.19	505.36
收到的其他与投资活动有关的现金	24163.18	21423.51	6879.73	-46.64
投资活动现金流入小计	36638.31	37922.82	54525.15	21.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	237881.10	480467.17	450210.06	37.57
投资支付的现金	6558.97	27442.96	21281.30	80.13
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付的其他与投资活动有关的现金	13303.03	27853.84	3339.65	-49.90
投资活动现金流出小计	257743.11	535763.98	474831.01	35.73
投资活动产生的现金流量净额	-221104.79	-497841.16	-420305.86	37.87
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	1850.61	50816.84	163029.10	838.59
取得借款收到的现金	209666.00	449511.63	414339.29	40.58
收到的其他与筹资活动有关的现金	10439.74	5034.45	14949.12	19.66
筹资活动现金流入小计	221956.35	505362.92	592317.51	63.36
偿还债务所支付的现金	83990.44	140151.03	319008.79	94.89
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23516.33	75315.28	43374.03	35.81
支付的其他与筹资活动有关的现金	6533.78	8484.05	19109.22	71.02
筹资活动现金流出小计	114040.55	223950.36	381492.04	82.90
筹资活动产生的现金流量净额	107915.80	281412.57	210825.47	39.77
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			395.23	---
五、现金及现金等价物净增加额	104319.36	188533.09	134490.43	13.54

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	20792.81	44068.02	48274.56	52.37
加: 少数股东损益	8860.57	21186.04	30231.15	84.71
减: 未确认的投资损失	1363.80	4019.12	1327.92	-1.32
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
资产减值准备	4391.67	468.14	8269.83	37.23
固定资产折旧	79627.11	107841.18	130214.67	27.88
无形资产摊销	3489.15	4690.21	5095.02	20.84
长期待摊费用摊销	830.36	5456.56	2065.14	57.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减:收益)	937.37	33.76	475.49	-28.78
待摊费用减少(减:增加)	-600.03	-909.03	23.73	---
预提费用增加(减:减少)	-55.83	-10.30	435.75	---
固定资产报废损失	133.43	5405.03	1200.89	200.00
财务费用	16545.05	26741.72	35929.27	47.36
投资损失(减:收益)	-3012.76	-1813.06	-5542.69	---
存货的减少(减:增加)	-47091.74	-54546.99	-7888.01	---
经营性应收项目的减少(减:增加)	47213.06	-79228.40	-96417.81	---
经营性应付项目的增加(减:减少)	86731.84	329352.41	192536.52	48.99
其他	80.09	245.49		---
经营性活动产生的现金流量净额	217508.35	404961.69	343575.58	25.68
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	233071.00	421604.10	556094.53	54.47
减: 货币资金的期初余额	128751.65	233071.00	421604.10	80.96
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	104319.36	188533.09	134490.43	13.54

附件 4 公司主要财务指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	13.87	26.27	24.25	22.78
存货周转次数(次)	6.04	8.69	8.92	8.27
总资产周转次数(次)	0.43	0.61	0.58	0.56
盈利能力				
主营业务利润率(%)	28.12	23.51	22.90	24.13
总资本收益率(%)	4.17	5.42	5.53	5.22
净资产收益率(%)	4.89	6.76	6.87	6.44
现金收入比率(%)	111.86	126.07	116.65	118.52
现金利润比率(%)	374.31	391.46	277.56	331.08
财务构成				
资产负债率(%)	69.58	67.54	69.99	69.17
全部债务资本化比率(%)	55.37	49.47	53.79	52.81
长期债务资本化比率(%)	51.05	40.50	38.67	41.69
偿债能力				
流动比率(%)	74.66	79.02	70.16	73.72
速动比率(%)	60.99	65.85	60.38	62.14
经营现金流动负债比率(%)	34.13	38.79	23.36	30.14
EBITDA 利息倍数(倍)	7.86	9.33	7.95	8.35
债务保护倍数(倍)	0.16	0.20	0.16	0.17
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.01	-0.11	-0.07	-0.07
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.17	-3.49	-2.04	-2.10
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	-0.17	-3.49	-2.04	-2.10

附件 5 截至 2006 年底公司主要子公司（合并报表口径）

序号	公司名称	注册地址	注册资本 (万元)	经营范围	投资额 (万元)	股权 比例	是否 合并
1	晋城蓝焰煤业股份有限公司	山西 晋城	64,433.92	煤炭开采、洗选及深加工； 煤层气开发利用	211,905.22	91.8%	是
2	晋城宏圣建筑工程有限公司	山西 晋城	8,236.04	矿山、地面建筑安装、工 业民用建筑工程	8,722.78	64%	是
3	山西铭基房地产开发有 限公司	山西 晋城	1,020.41	房地产开发、物业管理	1,193.46	51%	是
4	山西晨光物流有限责任 公司	山西 晋城	10,000.00	书、报刊印刷；文化用品、 印刷物资、照相器材	5,687.17	54.9%	是
5	山西晋丰煤化工有限责 任公司	山西 高平	45,000.00	生产销售尿素、甲醇、 液氨	32,529.40	60.00%	是
6	山西金驹煤电化股份有 限公司	山西 晋城	19,500.00	电力、化工生产、煤炭开 采、洗选加工等	13,827.34	30.50%	是
7	山西菲利普斯有限公司 煤矿机械修造有限公司	山西 晋城	1,000.00	煤矿机械的配件及设备制 造、设备修理服务	1,406.41	73.00%	是
8	石家庄金石化肥 有限责任公司	石家庄	16,000.00	各类化肥、编织带的生产、 销售；化工设计；机械加 工修配	11,387.45	56.30%	是
9	昆山晋桦豹胶轮车 制造有限公司	昆山	2,000.00	开发、生产矿用多功能无 轨防爆胶轮车及其配件	791.32	40.00%	是
10	开封晋开化工 有限责任公司	河南 开封	11,000.00	化工、副产品、化肥的产 与销售	20,334.25	51.00%	是
11	上海申地自动化科技 有限公司	上海	2,500.00	生产销售矿用设备、防爆 电器；自动控制、通讯等	1,532.10	69.40%	是
12	山西晋城煤业集团 勘察设计院有限公司	山西 晋城	440.00	煤炭行业（矿井）工程设 计勘察	367.54	80.00%	是
13	山西晋城煤业集团长平 煤业有限责任公司	山西 高平	10,000.00	煤炭开采、汽车 运输等业务	13,942.03	97.50%	是
14	晋城金驹实业 有限公司	山西 晋城	25,888.00	煤炭销售、洗选加工、发 电、化工生产等	25,445.37	61.40%	是
15	江苏恒盛化肥 有限公司	江苏 新沂	15,000.00	各类化肥生产、销售	12,686.67	35.00%	是
16	山西天和煤气化科技 有限公司	山西 太原	1,000.00	灰熔聚流化床粉煤气化工 艺设计、安装等	612.03	65.00%	是
17	晋城乾泰安全技术有	山西	300.00	安全评价、安全技术咨询	385.83	80.00%	是

	限责任公司	晋城		及服务			
18	江苏徐州港务（集团）有限公司	江苏徐州	10,000.00	港口货物中转服务，仓储运输服务；水路运输咨询	12,275.26	45.00%	是
19	山东联盟化工股份有限公司	山东寿光	11,000.00	尿素、合成氨、甲醇等以及相关精细化工产品生产、销售	17,369.47	38.00%	是
20	山东明水化工有限公司	山东章丘	10,752.75	液氨、甲醇、碳铵、尿素、复混肥、农业氨气等生产、销售	9,563.20	35.00%	是
21	晋城宇光实业有限公司	山西晋城	1,000.00	矿用产品、普通劳保用品生产、销售；废旧物资回收	457.92	60.00%	是
22	沁水县鑫海能源有限责任公司	山西晋城	1,580.00	煤炭开采、经销矿山机电等	948.00	60.00%	是
23	山西晋东能源开发有限公司	山西晋城	63,000.00	煤炭勘查、开发、洗选的投资、技术咨询及服务	25,177.44	40.00%	是

附件 6 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

附件 7 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

联合资信评估有限公司

关于山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2008 年 20 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（晋煤集团）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。晋煤集团如发生重大变化，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晋煤集团的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现晋煤集团出现重大变化，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如晋煤集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至晋煤集团提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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晋煤集团、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年十二月二十九日

