

信用等级公告

联合[2018] 316 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及其拟发行的山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2018 年度第二期绿色中期票据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

主体长期信用等级为

AAA

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2018 年度第二期绿色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

二零一八年三月一日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2018 年度第二期绿色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

本期绿色中期票据信用等级: AAA

本期绿色中期票据发行额度: 10 亿元

本期绿色中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 用于晋煤华昱煤化工有限责任公司高硫煤洁净利用化电热一体化(置换合成氨产能)示范项目

评级时间: 2018 年 3 月 1 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	375.20	292.19	367.45	463.84
资产总额(亿元)	2101.85	2118.45	2290.11	2501.23
所有者权益(亿元)	380.77	366.97	344.77	405.79
短期债务(亿元)	656.41	772.68	964.05	902.32
长期债务(亿元)	630.67	540.57	497.58	735.22
全部债务(亿元)	1287.08	1313.25	1461.63	1637.54
营业收入(亿元)	1941.17	1732.73	1519.64	1181.77
利润总额(亿元)	13.63	2.07	3.21	11.54
EBITDA(亿元)	127.79	116.33	120.98	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	95.31	67.66	69.70
营业利润率(%)	8.08	8.13	8.21	10.21
净资产收益率(%)	0.84	-2.66	-0.70	--
资产负债率(%)	81.88	82.68	84.95	83.78
全部债务资本化比率(%)	77.17	78.16	80.91	80.14
流动比率(%)	71.82	57.23	56.08	72.24
全部债务/EBITDA(倍)	10.07	11.29	12.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.76	1.79	1.63	--
经营现金流流动负债比(%)	4.87	8.25	4.94	--

注: 2017 年三季度财务数据未经审计; 公司其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务; 所有者权益中的永续债已调整至长期债务。

分析师

郭 昊 尹金泽

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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”)的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业,在资源储备、产业布局、产品结构、技术装备、财政支持等方面拥有的优势;同时联合资信也关注到公司债务负担重,资本支出及安全管理压力加大对公司经营及发展带来的不利影响。

2017 年 8 月,山西省国资委将持有的公司 62.57% 股权无偿划转至山西省国有资本运营有限公司,公司的实际控制人仍为山西省国资委,截至目前,控股股东变更未对公司的日常经营产生不利影响,联合资信对此将保持持续关注。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一,获得大量储备资源,对未来持续经营形成良好支撑;煤化工、煤层气等下游产业链的不断延伸,也有助于增强公司的整体抗风险能力和综合竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期绿色中期票据募投项目经联合赤道环境评价有限公司认证,属于人民银行发布的《绿色债券支持项目目录》中规定的煤炭清洁利用项目。

公司经营性现金流及 EBITDA 对本期绿色中期票据覆盖能力强,基于对公司主体长期信用以及本期绿色中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期绿色中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 煤炭行业作为中国一次性消费能源中消费量最大的基础能源行业,在国民经济中具

有重要的战略地位。

2. 公司作为山西省国资委下属的重点煤炭生产企业，在股东支持和政策支持方面拥有较大优势；所处的晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富。公司煤炭产品结构均衡；无烟煤产品附加值高，市场竞争力强，资源优势明显。
3. 随着煤炭行业景气度回升，公司 2017 年 1~9 月经营状况有明显好转。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期绿色中期票据保障能力强。

关注

1. 公司在煤化工板块投资较大，在建工程未来盈利存在一定不确定性。
2. 公司债务规模快速扩张，债务负担持续加重，短期债务占比较高，债务负担重，短期偿债压力大。同时公司对外担保比率大且行业集中度高，有一定的或有负债风险。
3. 政府补贴对公司利润影响大；除煤炭板块外，公司其他业务板块盈利能力较弱。
4. 公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大；地方整合矿井安全生产条件较差，公司安全投入及安全管理压力较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、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。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2018 年度第二期绿色中期票据信用评级报告

一、主体概况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司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，并更为现名。晋煤集团成立后，先后进行多次增资扩股。2002 年，根据国家经贸委发布的国经贸投资[2002]882 号文，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，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达资产”）、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。2012 年 9 月 23 日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2011 年度股东会议决议》（晋煤集股决议[2012]5 号），同意国家开发银行股份有限公司将其所持公司 19.63%股权转让给其全资子公司国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）。2015 年 1 月 6 日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司股东会关于晋煤集团回购中国建设银行股份有限公司所持晋煤集团 3.61%股权的决议》（晋煤集股决议[2015]1 号），同意公司回购中国建设银行股份有限公司所持其 3.61%股权，回购价格不高于核准备案后的评估结果，即 36601.76 万元。至此，公司的股东变更为山西省国资委、国开金融和信达资产。

2017 年 8 月，山西省国资委将持有的公司 62.57%股权无偿划转至山西省国有资本运营有限公司。截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 390519.56 万元，出资情况见表 1。公司实际控制人仍为山西省国资委。

表 1 截至 2017 年 9 月底公司实收资本情况

(单位：万元，%)

名称	出资额	占比
山西省国有资本运营有限公司	244348.72	62.57
国开金融有限责任公司	79524.64	20.36
中国信达资产管理股份有限公司	66646.20	17.07
合计	390519.56	100.00

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司共有全资及控股子公司 67 家、业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 2290.11 亿元，所有者权益 344.77 亿元（含少数股东权益 137.10 亿元）；2016 年公司实现营业收入 1519.64 亿元，利润总额 3.21 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2501.23 亿元，所有者权益 405.79 亿元（含少数股东权益 160.18 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 1181.77 亿元，利润总额 11.54 亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：李鸿双。

二、本期绿色中期票据及募投项目概况

1. 本期绿色中期票据概况

公司于 2017 年注册了总额度为 20 亿元的绿色中期票据并于 2018 年 1 月发行了金额为 10 亿元的山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

公司 2018 年度第一期绿色中期票据，本次拟发行山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2018 年度第二期绿色中期票据（以下简称“本期绿色中期票据”）。本期绿色中期票据发行额度为 10 亿元，发行期限 3 年。本期绿色中期票据募集资金将全部用于晋煤集团全资子公司山西晋煤华昱煤化工有限责任公司（以下简称“晋煤华昱”）的高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目。

本期绿色中期票据无担保。

本期绿色中期票据将设立募集资金监管账户，由资金监管及机构对募集资金的到账、存储和划付实施管理，确保募集资金用于绿色项目。

2. 本期绿色中票募投项目概况

本期中期票据所募集资金将投向晋煤华昱承建的高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目（以下简称“一体化项目”）。晋煤华昱是晋煤集团的全资子公司，具体负责晋煤集团“高硫煤洁净利用循环工业园”项目筹备、建设和运营。工业园位于晋城市北留周村工业园区，规划占地面积 12 平方公里。

根据《国家中长期科学和技术发展规划纲要 2006—2020》、国家发改委《关于规范煤化工产业有序发展的通知》、《关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》、“整体煤气化联合循环发电等洁净煤发电”、淘汰落后生产工艺装备“固定层间歇式煤气化装置”的要求，按照山西省以园区化带动煤化工产业转型发展战略部署，结合晋城矿区高硫煤、瓦斯资源及晋城地区煤化工发展现状，经过认真的调研，晋煤集团决定在晋城市北留周村工业园区内建设高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目，并由晋煤华昱负责本项目的实施及建设。本项目建设符合国家煤化工产业发展和合成氨行业准入条件等相关政策要求，对当地氮肥企业行业技术升

级将起到积极促进作用。本项目属于山西省“十二五”规划重点项目，由山西省发改委以晋发改备案[2012]336 号进行了备案。

本项目采用具有自主知识产权的航天炉粉煤加压气化技术、国际最先进的大型合成氨、大型甲醇及尾气发电装置，建设空分中心、气化岛、大型合成氨、大型甲醇装置、尾气发电装置，实现高硫煤洁净利用，矿井瓦斯高效利用，化电热联产、联供。

本项目通过合成氨产能置换取代工业园区现有分散的间歇造气炉。工业园区目前采用间歇造气工艺的企业有山西兰花科创田悦化肥有限责任公司年产 18 万吨合成氨 30 万吨尿素工程、山西天泽煤化工集团股份有限公司年产 24 万吨氨醇 40 万吨大颗粒尿素工程、山西金象煤化工有限责任公司年产 18 万吨合成氨 30 万吨尿素工程、山西天泽煤化工集团股份有限公司年产 40 万吨氨醇 60 万吨大颗粒尿素项目，合计合成氨装置工程能力 100 万吨/年、尿素 160 万吨/年，实际合成氨产能可达 126 万吨/年。置换完成后，本项目生产的 140 万吨液氨将主要供园区尿素装置利用，多余外销；同时由脱硫脱碳单元副产的二氧化碳除用于二氧化碳压缩外，主要外供园区尿素装置利用；工程联产的甲醇产品供本公司同期建设的 100 万吨甲醇制清洁燃料项目。

截至 2017 年 6 月底，高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目已累计完成投资 48.50 亿元，预计总投资 134.00 亿元，尚需投资 85.50 亿元。

3. 本期绿色中票募投项目评估情况

根据人民银行发布的由绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》，煤炭清洁利用项目限定为符合《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020 年）》（以下简称“行动计划”）、《关于规范煤制燃料示范工作的指导意见》政策范围的装置/设施建设运营项目。

晋煤华昱的高硫煤洁净利用化电热一体

化（置换合成氨产能）示范项目属于园区主导产业，与园区内企业关联发展，并充分利用周边煤矿瓦斯、化工废气、矿井废水等废弃物作为原辅材料，项目建成后可形成年产甲醇 100 万吨、合成氨 140 万吨、副产品硫酸 26.4 万吨、副产品液氩 11.37 万吨、年自发电量 17.136 亿度，并供应自用蒸汽 960 吨/小时的规模，生产规模较大，符合行动计划规模化、大型化、一体化、园区化、集约化发展的要求；一体化项目生产取水拟以杜河水库（地表水）作为供水水源，延河泉、圪套水库作为备用水源。根据一体化项目水资源论证报告，一体化项目生产用水量约 6.11 万立方米/天，杜河水库、延河泉、圪套水库供水量共 24.1 万立方米/天，可满足项目生产取水需求。根据《晋城市水资源评价》（1956—2000 年），泽州县境内多年平均水资源总量为 3.28 亿立方米，其中：地表水为 3.01 亿立方米。可开发利用资源量为 1.92 亿立方米，其中：地表水可利用量 1.74 亿立方米。2014 年，泽州县地表水实际取水量 4247.4 万立方米，尚有 1.32 亿立方米开发利用潜力，地表水资源利用率较低，一体化项目生产年取水 1833 万立方米，不会对区域地表水资源产生明显影响。区内水资源条件可满足发展需求，但仍应根据《晋城市北留周村工业园区规划环境影响报告书》及批复等相关要求推行节水措施，完善中水系统，提高污水资源化率，减轻水资源和水环境压力。总体看，一体化项目选址较为合理。符合行动计划中要求的“禁止在《全国主体功能区规划》确定的限制和禁止开发重点生态功能区内建设现代煤化工项目。严格控制缺水地区项目建设”的选址要求。一体化项目利用晋城矿区“三高”劣质煤，采用 HT-L 粉煤加压气化技术制合成气，建设空分中心、气化岛、大型合成氨、大型甲醇装置，实现高硫煤洁净利用；同时以净化煤矿瓦斯、合成氨和甲醇弛放气、MTG 尾气为燃料，采用 9F 级低热值燃气轮机发电，实现煤矿瓦斯、化工废气高效利用，利用余热供应自用蒸汽，

实现化电热联产、联供，降低项目煤耗、水耗、电耗，减少污染物排放。因此，一体化项目属于行动计划中鼓励的“煤（高硫煤）—化（甲醇、合成氨等）—电（尾气发电）—热（自用蒸汽）一体化发展”；一体化项目充分利用周边煤矿瓦斯、矿井废水等废弃物作为原辅材料，符合行动计划中推进废弃物资源化利用的要求；一体化项目煤耗、能效等指标均可达到《关于规范煤制燃料示范工作的指导意见》、《煤炭深加工示范规划》的要求。

综上，一体化项目属于《绿色债券支持项目目录》中“污染防治”-“煤炭清洁利用”-“装置/设施建设运营”的煤炭清洁利用项目。

本期绿色中期票据募投项目的批复情况见下表：

表 2 募投项目政府批复情况

项目名称	批文类别	文号
高硫煤清洁 利用化热电 一体化项目	立项文件	晋发改备案[2012]336 号
	环评批复	晋环函[2014]80 号
	水土保持批复	晋水保函[2013]857 号
	安全条件审查 意见	晋安监危化项目安条审 字[2014]13 号
	节能批复	晋发改能审[2013]397 号
	建设工程规划 许可证	建字第 QY2016-02 号
	建设用地规划 许可证	地字第 QY2015-02 号
	建设用地批准 书	泽州县[2014]字第 20 号 泽州县[2015]字第 20 号
	土地证	晋（2016）泽州县不动产权第 0000012-0000015 号
	建筑工程施工 许可证	140525201604280701

资料来源：《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017-2019 年度绿色中期票据发行前独立认证评估报告》

4 绿色认证情况

联合赤道环境评价有限公司审阅了本期绿色中期票据募集说明书、《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司绿色中期票据发行管

理制度》等系列文件，访谈了晋煤集团财务中心、晋煤华昱公司财务部、技术部、安环部部门，评估了晋煤集团在募集资金使用与管理、项目评估与筛选、信息披露与报告方面的相关工作，认定本期绿色中期票据募集资金能够全部用于绿色产业项目，符合《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》（中国银行间市场交易商协会公告[2017] 10 号）、《绿色债券支持项目目录》（2015 年版）及中国银行间市场交易商协会相关自律规则的相关要求。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动

地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教

育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增

速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、

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

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。2016 年随着国家去产能政策的逐步推进，全年共退出煤炭产能 2.9 亿吨，总体上煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

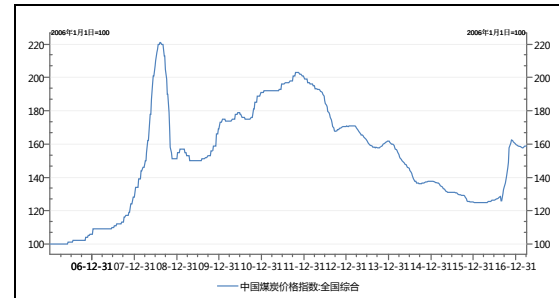
煤炭价格

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

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤

炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

图 1 煤炭价格指数



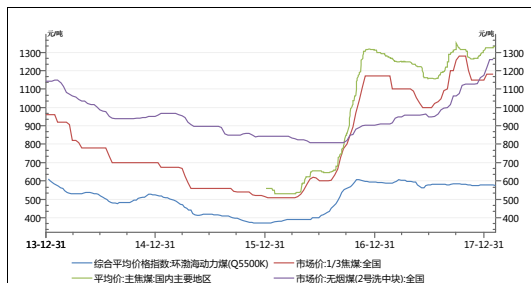
资料来源：Wind 资讯

煤炭价格方面，自 2013 年以来，煤炭市场持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至最低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 372 元/吨、515 元/吨、559 元/吨和 844.20 元/吨。进入 2016 年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是 593 元/吨、1170 元/吨、1312 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底大幅增长 59.41%、127.18%、134.70% 和 6.99%。进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至 2017 年 6 月 15 日，上述煤炭价格分别为 564 元/吨、1000 元/吨、1163 元/吨和 960.60 元/吨。

进入 2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋

势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价



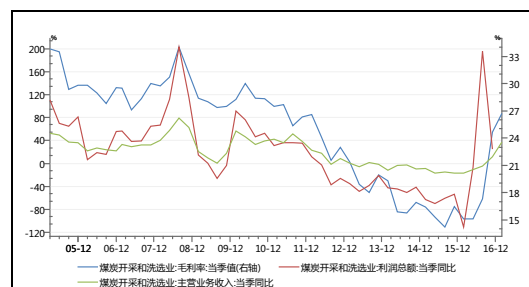
资料来源：Wind资讯

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中

型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

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。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改进煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补；专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能

源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来

受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”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，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积

极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

1. 行业概况

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。煤化工产业主要产品包括烯烃、合成氨、甲醇、尿素等。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。

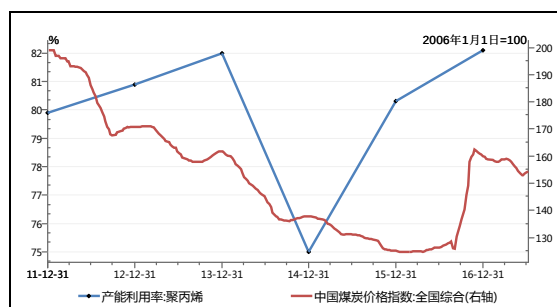
煤制烯烃

烯烃是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015年5月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2015]1047号），提出在煤制烯烃7大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料

多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来我国煤制烯烃行业发展迅速，2010年我国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能630万吨，2015年产能779万吨。截至2016年底，我国煤制烯烃总产能达1285万吨，预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃产能将会持续增长。由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。随着近年来煤炭价格逐步下降，煤制烯烃的产能利用率有所提升。

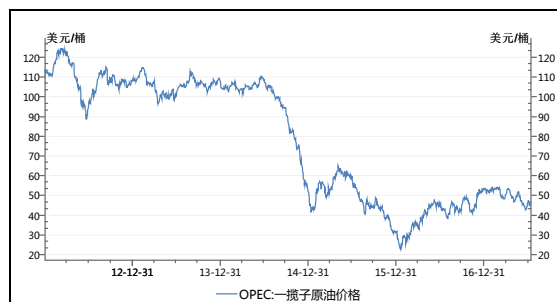
图4 煤制烯烃产能利用率和煤炭价格



资料来源：Wind资讯

煤制烯烃的产品主要包括聚乙烯和聚丙烯。聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。截至2016年底，我国煤制聚乙烯产能达到186万吨，煤化工产能占聚乙烯总产能的比例达到23%；聚丙烯方面，煤化工及其他地方企业产能占聚丙烯总产能的比例由2015年的43%上升到2016年的47%。

图5 近年石油价格走势



资料来源：Wind资讯

由于煤化工项目下游应用产品多为通用料，油化企业与煤化企业面临着较为激烈的直接竞争。近期国际油价处于低位震荡，在低油价背景下，煤制烯烃相对成本竞争优势表现不足。

图6 近年来烯烃价格走势



资料来源：Wind 资讯

受石油价格下降影响，2014~2015 年底，烯烃价格持续波动下降，2016 年初开始触底回升，并于 2016 年底达到阶段性高点。进入 2017 年，烯烃价格自 2 月初开始持续下行。7 月初以后，烯烃价格开始震荡回升。截至 2017 年 12 月 20 日，聚丙烯（T30S）价格为 9442.30 元/吨，同比下降 4.72%。

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，在当期煤炭价格上行和油价低位震荡的背景下，煤制烯烃的成本优势相对有所下降，未来或将面临进一步的产能过剩压力。

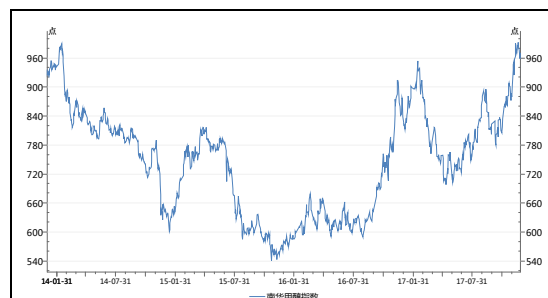
甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山

东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

图7 甲醇价格走势



资料来源：Wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，2016年至2017年1月，甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平，随后2017年2~5月，受国内部分厂家烯烃装置检修等综合因素影响，甲醇价格开始持续下降。2017年6月至今，在环保限产等因素的推动下，甲醇价格开始震荡回升，目前已经回升至14年初的价格。

未来发展方面，经过数年培育和发展，甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，国内目前建成投产的甲醇制烯烃共6套，合计烯烃产能266万吨，按平均85%

负荷率计算，年消耗甲醇约670万吨，国内对甲醇需求数量将继续增加。

尿素

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。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

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%。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。2007年以来，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的天然优势，原料供应保障能力良好

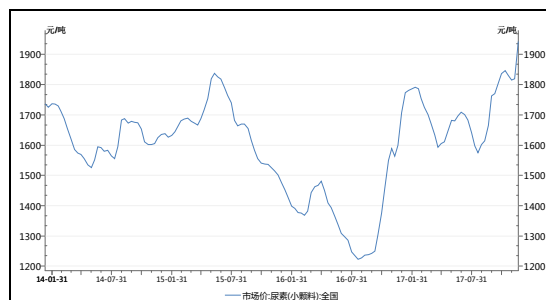
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨。虽然尿素出口量攀升，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，因而处于产能过剩的尿素行业仍面临较大压力，尿素价格持续下行压力大。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的

议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015年下半年，主要受开工率提升影响，尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬~8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。截至2017年12月20日，尿素（小颗粒）价格为1943.20元/吨，同比增长21.49%。

图8 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind 资讯

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增加，未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突

出，产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

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

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

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

工艺、技术改造创新

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

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

产品结构调整，扩大和延伸产业链

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

3. 行业发展

从资源储量角度看，煤是中国潜在的主要

化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

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

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。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

截至 2017 年 9 月底，公司实收资本为 39.05 亿元，其中，山西省国有资本运营有限公司持股 62.57%，为公司第一大股东，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，2016

年位列世界企业 500 强第 384 位，所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一。截至 2016 年 12 月底，公司本部煤炭资源储量 30.73 亿吨（不含资源整合矿井），其中，可采储量 15.13 亿吨（包含资源整合矿井，公司煤炭资源储量可达 50.90 亿吨，可采储量可达 23.19 亿吨）。从公司煤炭产品结构上看，无烟煤占本部煤炭资源储量的比例为 82.87%。

公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“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”。

公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占中国无烟煤储量的 26%。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、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。

3. 人员素质

公司高级管理人员合计 24 人，其中董事会成员 9 人，监事会成员 4 人以及副总经理和总会计师等 11 人。

公司董事长李鸿双先生，1960 年出生，研究生学历。1982 年 8 月参加工作，先后在晋城矿务局古书院矿担任技术员、综采队队长、调度室副主任、主任、副矿长、矿长，晋煤集团副总经理，2007 年 6 月任晋煤集团党委书记、副总经理，2009 年 11 月至 2011 年 3 月任晋煤集团党委书记、副总经理、董事；2011 年 3 月至 2017 年 8 月任晋煤集团党委书记、副董事长、总经理。2017 年 8 月至今任晋煤集团董事长、党委书记。

公司总经理王茂盛先生，1968 年出生，研究生学历。1990 年 8 月参加工作，在晋城

矿务局古书院矿先后任综掘准备队技术员、综采一队技术员、工长、副队长，调度室副主任、主任、副总工程师、副矿长、矿长，鑫海能源公司董事长、胡底煤业公司副董事长、晟泰公司董事长、总经理，2010 年 5 月至今任晋煤集团副总经理；2011 年 1 月至 2017 年 8 月任晋煤集团党委书记、副总经理；2017 年 8 月至今任晋煤集团总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有员工 81101 人。按学历结构划分，研究生以上人员占 1.93%，本科生占 19.71%，高中学历占 61.39%，高中以下学历占 16.97%；按技术等级划分，技师占比 1.04%，高级工占比 8.78%，中级工占比 26.64%，其他占比 63.54%。按是否下井分，其中井下员工约为 39.29%，非井下员工约为 60.71%。

总体来看，公司管理层熟悉公司情况，从业经验丰富，管理能力较强。公司员工平均文化素质符合煤炭企业特点，现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

4. 技术水平

公司科研实力雄厚，先后被授予“全国煤炭工业优秀企业”、“全国煤炭工业科技创新先进企业”、“最具影响力企业”等称号。2004 年，公司技术中心经国家发改委认定为国家级技术中心；2007 年，批准设立博士后科研工作站；2009 年，国家三部委认定公司为国家创新型试点企业。2011 年，公司组建成立了技术研究院有限公司、国内实力最强的山西省煤层气工程研发中心。“十一五”国家科技重大专项“山西晋城矿区采气采煤一体化煤层气开发示范工程”顺利通过国家验收，并成功签订“十二五”国家科技重大专项任务合同书。公司申报的“煤矿区煤层气立体抽采关键技术与产业化示范”等 3 个项目被评为国家科技进步二等奖，98 项专利获得国家授权，组织起草的《车用压缩煤层气》、《民用煤层气（煤矿瓦斯）》国家标准在全国

范围内正式颁布施行。2014 年申报省部级成果 45 项，组织完成省部级鉴定项目 12 项。2014 年度晋煤集团获省部级奖励 26 项。其中，中国煤炭工业科学技术奖获奖 12 项，山西省科学技术奖获奖 3 项，国家能源科技进步奖 4 项，第六届安全生产科技成果奖 7 项；2015 年度晋煤集团获省部级奖励 15 项。其中，中国煤炭工业科学技术奖获奖 11 项，山西省科学技术奖获奖 4 项；2016 年度晋煤集团获省部级奖励 22 项。其中，中国煤炭工业科学技术奖获奖 12 项，山西省科学技术奖获奖 10 项。

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%。公司研制成功并加快推广 6.2 米大采高液压支架、二代连掘工艺和装备，“煤岩巷道快速掘进工艺技术及其装备的研究和实践”项目解决了煤岩巷道快速掘进面临的设备配套和工艺技术等问题，提高了煤岩巷道连续掘进速度。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。

在瓦斯治理和利用方面，公司加强井上下瓦斯抽采，在瓦斯治理和防突上取得突破性成效，极大地提高了矿井的安全保障能力。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”。

在煤化工领域，针对部分老矿井煤质下降的问题，公司会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，该项技术的成功使用，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。此外，公司加大了灰熔聚粉煤加压气化、航天炉、鲁奇炉、富氧连续气

化等造气工艺的研究力度，破解技术难题，促进煤化工产业优化升级。

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中国煤炭企业前列，具备可持续发展能力。

5. 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

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”。山西省加强对“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。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，优先安排用地规划和年度供地计划，及用水、用电、用气指标。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”各企业新上一批大项目、好项目。

2008 年 9 月《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》提出大力支持包括晋煤集团在内的大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组中小煤矿，控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。并在项目实施、资源配置等方面对大型煤矿企业集团给予优惠政策。按照山西省委、省政府的统一部署，公司共重组整合 43 个资产包，涉及矿井 121 座，整合矿井面积 347.08km²，资源储量 22.26 亿吨，规划产能 3000 万吨/年。

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；2016 年底公布的山西省“十三五”综合能源发展规划提出要进一步提高山西省煤炭行业集中度，在晋东无烟煤基地培育阳煤集团、潞安集团和晋煤集团向亿吨级企业迈进，上述规划为公司资源储备规模的持续扩大提供了有利的政策保障，外部环境对公司经营发展构成长期有力支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由山西省国有资本运营有限公司、中国信达资产管理股份有限公司和国开金融有限责任公司共同出资组建的有限责任公司。公司设立了股东会、董事会、监事会、经理层，目前已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权利机构，依据公司章程行使职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司董事会对股东会负责，由 13 名董事组成，其中中国信达资产管理股份有限公司推荐 3 人、国开金融推荐 2 人、山西省国资委推荐 7 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股份有限公司、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，其中中国信达资产管理股份有限公司推荐 1 人、国开金融推荐 1 人，山西省国资委推荐 1 人，公司职工代表 2 人。监事会主席由中国信达资产管理股份有限公司推荐人员担任，董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

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请聘任或解聘。

2. 管理水平

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。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。

七、重大事项

1. 重大资产重组

公司于 2016 年 4 月 8 日发布重大事项公告《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司关于拟对太原煤气化股份有限公司进行重大资产重组的公告》，公告称：为扭转持续亏损面临股票退市的不利局面，太原煤气化股份有限公司（以下简称“上市公司”或“煤气化”）拟进行重大资产重组。经初步协商及论证，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司拟参与上市公司本次重大资产重组，重组方式暂定为：上市公司置出公司经营性资产和负债，晋煤集团将其持有的山西蓝焰煤层气集团有限责任公司 100% 股权等相关资产置入上市公司，上市公司向晋煤集团非公开发行股份并同时向特定对象募集配套融资。

2016 年 11 月 30 日，中国证监会并购重组审核委员会 2016 年第 90 次会议审核并通过了此次交易。2016 年 12 月 23 日，中国证监会出具《关于核准太原煤气化股份有限公司向山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]3160 号），对本次交易予以核准。

2016 年 12 月 24 日，上市公司与晋煤集团、太原煤炭气化(集团)有限责任公司签署了《资产交割协议》，确认本次交易的资产交割日为 2016 年 12 月 24 日，并进行了资产交割。

2017 年 3 月 16 日，上市公司完成非公开发行股票，共向 7 名认购对象锁价发行股票

募集资金净额 12.98 亿元，用于支付本次交易的现金对价和晋城矿区低产井改造提产项目。2017 年 4 月 25 日，上市公司发布变更名称的公告，上市公司中文名称变更为“山西蓝焰控股股份有限公司（以下简称“蓝焰控股”）”。

截至 2017 年 9 月底，晋煤集团持有上市公司股权比例为 40.05%，为上市公司第一大股东和实际控制人。蓝焰控股为晋煤集团旗下唯一一家上市公司，上市公司控股权的获取为公司打开了直接融资渠道，有助于增强公司的融资能力。

2. 控股股东变更

2017 年 8 月 28 日，公司发布控股股东变更公告《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司关于公司控股股东发生变更的公告》，根据公告内容，山西省国有资产监督管理委员会将其持有的公司 62.57% 股权无偿划转至山西省国有资本运营有限公司，相关工商变更已于 2017 年 8 月 23 日完成。

本次工商变更完成后，公司控股股东由山西省国有资产监督管理委员会变更为山西省国有资本运营有限公司，公司实际控制人仍为山西省国资委。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主业包括煤炭、煤化工、建材、电力、机械及贸易等多个领域。近年来，受宏观经济增速放缓和煤炭行业景气度下降影响，公司主营业务收入持续下滑。2016 年，受煤化工、贸易板块收入下降影响，公司实现主营业务收入 1486.29 亿元，同比下降 12.46%。

从收入结构看，2014~2016 年，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务，其中，化工业务和贸易业务是公司主要收入来源，

煤炭业务是公司主要利润来源。近三年，各业务板块占比变化不大。2016 年化工业务实现收入 380.97 亿元，同比下降 18.02%，其占主营业务收入的比重为 25.63%；2016 年公司贸易业务板块实现收入 857.25 亿元，同比下降 12.05%，占主营业务收入的比重为 57.68%；2016 年，公司煤炭板块实现收入 186.08 亿元，较 2015 年变化不大，占主营业务收入的比重

为 12.52%，同比提升 1.50 个百分点。此外，公司在电力、机械业务收入规模相对较小，2016 年合计实现收入 15.19 亿元，收入占比 1.03%。公司其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务，近年来占主营业务收入的比重变化不大，2016 年实现收入 46.80 亿元，占主营业务收入的比重为 3.14%。

表 3 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	226.73	11.94	36.43	187.15	11.02	38.24	186.08	12.52	42.03	201.82	17.09	49.39
化工	472.96	24.90	8.47	464.70	27.37	12.17	380.97	25.63	12.22	334.61	28.33	10.46
贸易	1113.83	58.65	0.57	974.73	57.41	0.43	857.25	57.68	0.42	561.83	47.57	0.42
电力	9.50	0.50	25.43	9.80	0.58	34.59	8.70	0.59	33.51	6.40	0.54	34.31
机械	7.82	0.41	45.70	6.21	0.36	57.76	6.49	0.44	42.05	7.49	0.64	23.93
其他	68.26	3.59	50.49	55.30	3.26	55.53	46.80	3.14	58.88	37.95	3.30	31.36
合计	1899.10	100.00	8.92	1697.89	100.00	10.01	1486.29	100.00	10.87	1150.10	100.00	13.38

资料来源：公司提供

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务

从毛利率看，近年来受益于公司持续加强成本管控（2015 年建立以利润为中心的考核机制；2016 年开展全要素成本管理），多措并举降低煤炭生产成本和人工成本，2014~2016 年公司煤炭板块保持较高的毛利率水平，并呈逐年上升的趋势，2016 年毛利率为 42.03%，同比上升 3.79 个百分点；公司煤化工板块产品以尿素和甲醇为主，2014 年以来受煤炭价格大幅下降带动生产成本下降影响，毛利率保持上升趋势，2016 年毛利率为 12.22%，同比基本保持稳定；公司贸易业务盈利能力逐年下降，毛利率三年分别为 0.57%、0.43%和 0.42%；公司其他业务以煤层气开采、房地产等业务为主，近年来毛利率水平较高，对公司盈利形成一定补充，2016 年其他业务毛利率为 58.88%，较 2015 年上升 3.35 个百分点。整体看，近年来公司主营业务整体毛利率保持稳定并有所上升，2016 年为 10.87%，同比提高 0.86 个百分点。

2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入

1150.10 亿元，为 2016 年全年主营业务收入的 77.38%；贸易板块实现收入 561.83 亿元，占比下降至 47.57%，同期煤炭和化工板块分别实现收入 201.82 亿元和 334.61 亿元，占比分别提升至 17.09%和 28.33%。2017 年 1~9 月，受煤炭价格高位运行影响，公司煤炭板块实现收入 201.82 亿元，超过 2016 年全年收入，毛利率较 2016 年全年水平上升 7.36 个百分点，至 49.39%；煤炭价格的高位运行导致煤化工产品生产成本上升，受此影响，2017 年前三季度公司化工板块毛利率下降至 10.46%；2017 年 1~9 月，公司主营业务整体毛利率上升至 13.38%。

整体看，近年来公司营业收入有所下滑，但整体毛利率保持稳定并有所上升；煤炭板块是公司利润的重要来源，近三年煤炭板块毛利率呈逐渐上升趋势，特别是随着 2016 年下半年行业景气度的提升，煤炭板块毛利率提升明显；贸易板块在公司整体收入中占比较高，其较低的毛利率对公司整体盈利指标

造成一定负面影响，随着公司控制贸易业务量，公司盈利指标有所改善；电力、机械等板块作为与主业相关的辅助配套产业，有助于提升公司的资源利用效率和生产效率，但对公司整体收入及利润规模影响很小。

2. 煤炭业务

晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）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%。资源储备方面，截至 2016 年 12 月底，公司本部煤炭资源储量 30.73 亿吨（不含资源整合矿井），其中，可采储量 15.13 亿吨。从公司煤炭产品结构上看，无烟煤占本部煤炭资源储量的比例为 82.87%。公司下辖矿井主要包括古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井和岳城矿。

近年来，公司原煤产量和商品煤销量有所波动。2016 年公司共生产原煤 5684.27 万吨，销售商品煤 5164.53 万吨，分别较上年增长 1.09% 和 5.88%。

表 4 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
原煤产量	5587.47	5623.16	5684.27	4195.30
商品煤销量	4963.84	4877.75	5164.53	3700.38

资料来源：公司提供

注：上述产销量数据包含公司本部主力矿井和整合矿井。

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”。公司生产的无烟块煤全部进行洗选，以提升产品附加值。

生产技术方面，近年来，公司综合机械化程度和掘进机械化程度均有所提高，安全生产形势保持稳定，2016 年百万吨死亡率为 0.0164 人。2016 年公司全员效率为 10.19（吨/工），同比变化不大。公司作为山西煤炭资源

整合主体之一，对地方煤矿兼并力度大，被兼并地方小矿受历史采掘影响，往往开采条件复杂，安全隐患相对较多。

表 5 公司煤炭生产主要指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
原煤产量(万吨)	5587.47	5623.16	5684.27
综合机械化程度(%)	98.90	91.49	99.79
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	95.74	96.35	97.33
全员效率(吨/工)	9.056	10.37	10.19
死亡率(人/百万吨)	0.00	0.0568	0.0164

资料来源：公司提供

2017 年 8 月 26 日，公司下属王台铺矿综掘一队在主斜井底回收排水设备时，发生了四名职工窒息死亡的安全生产事故，经山西省煤监局批复同意认定为较大事故。事后公司立即召开安全工作紧急会议，责令王台铺矿停工整顿。同时要求公司所有煤炭回收矿井和各生产矿井开展通风管理、防治水等专项整治，严防事故发生。

联合资信关注到，煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘、透水、冒顶、跑车等重大危险源，公司所在晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大，要治理这些重大危险源，必须投入大量的资金和设备，建立完善的内控制度，这无疑会推高企业的生产成本；一旦发生事故，相关的善后工作也会对企业正常生产造成一定影响。

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势，产品可替代性低。公司下游客户长期保持着战略合作关系，较高的合同煤比例有助保障公司产品销路，同时，公司突出的煤质煤种优势也保证了公司煤炭产品的市场稀缺性。近三年，在煤炭行业景气度下行的背景下，公司煤炭销售平均价格持续下降，2014~2016 年，公司煤炭销售均价分别为 466.68 元/吨、386.34 元/吨和

363.51 元/吨。

2017 年 1~9 月，受行业景气度回暖影响，公司煤炭销售均价达 567.83 元/吨，较 2016 年均价上升 56.21%。

表 6 公司煤炭销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
动力煤	1363.63	1131.03	1378.89	941.49
喷吹煤	366.11	339.13	395.76	252.81
化工煤	2135.59	2213.09	2130.71	1553.40
其他	730.19	926.96	953.99	503.56
合计	4595.52	4610.21	4859.35	3251.26
均价	466.68	386.34	363.51	567.83

资料来源：公司提供

注：煤炭销量数据为公司本部主力矿井销售数据，不含整合矿井。

总体来看，受宏观经济增速放缓，公司近年来煤炭板块收入持续下降，但受益于公司较好的成本管理，煤炭板块毛利率呈逐年上升趋势；公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强。在行业景气下行时期，相对竞争优势明显，综合抗风险能力突出。随着煤炭行业景气度的回升，公司盈利能力向好。

3. 煤化工业务

2014 年~2016 年，受行业竞争激烈和产能过剩影响，公司煤化工业务销售收入持续下降，三年分别实现营业收入 472.96 亿元、464.70 亿元和 380.97 亿元；受煤炭价格下行，公司煤化工生产成本不断下降，煤化工板块毛利率逐年上升，分别为 8.47%、12.17%和 12.22%。2017 年 1~9 月，公司煤化工业务实现营业收入 334.61 亿元；受 2016 年三季度以来煤炭价格触底回升并大幅上涨导致生产成本上升影响，毛利率较 2016 年下降至 10.46%。

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，公司通过资本运作，收购和控股十多家化肥企业（大多为原来的下游客户），产品包括尿素、甲醇、硝铵等。公司目前生产的无烟块煤均供应于

化工板块，可基本保障下游化工产业的原料需求，促进下游各企业的快速发展，从而实现煤炭产业链的延伸。

近年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，下属部分化工企业规模小、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，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品获得了一定程度的定价权和竞争优势。

公司煤化工产品以尿素为主，煤化工产品基本保持产销平衡，2014~2016 年公司尿素产销量波动中有所下降，甲醇产销量基本保持稳定。2014~2016 年，公司尿素产量分别为 1304.76 万吨、1454.96 万吨和 1261.82 万吨；甲醇产量分别为 371.67 万吨、335.67 万吨和 337.15 万吨。

销售价格方面，受行业竞争激烈和产能过剩影响，近年来公司尿素和甲醇销售均价均持续下降，2014~2016 年，公司尿素销售均价分别为 1542.35 元/吨、1382.85 元/吨和 1116.93 元/吨；甲醇销售均价分别为 2078.71 元/吨、1682.18 元/吨和 1617.45 元/吨。

2017 年 1~9 月，公司煤化工产品价格较 2016 年销售均价出现较大提升，尿素销售均价为 1380.31 元/吨，较 2016 年上升 23.58%；甲醇销售价格 2085.83 元/吨，较 2016 年上升 28.96%。但受生产成本上升影响，2017 年 1~9 月，煤化工板块毛利率为 10.46%，较 2016 年下降 1.76 个百分点。

表 7 公司煤化工产业发展情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
总氨产量（万吨）	1543.51	1592.48	1535.58	1135.70
尿				
产量（万吨）	1304.76	1454.96	1261.82	779.07

素	销量（万吨）	1310.73	1427.70	1240.23	752.58
	均价（元/吨）	1542.35	1382.85	1116.93	1380.31
甲醇	产量（万吨）	371.67	335.67	337.15	268.07
	销量（万吨）	365.44	329.83	327.90	264.95
	均价（元/吨）	2078.71	1682.18	1617.45	2085.83
主营业务收入（亿元）		472.96	464.70	380.97	334.61

资料来源：公司提供

总体看，近年来受行业产能过剩，竞争激烈影响，公司煤化工板块销售收入出现下滑，公司煤化工板块面临一定经营压力；公司产品结构以尿素为主，产品结构比较单一，尿素产品具有单价低、消耗量大的特点，销售半径受运输成本制约明显，未来随着公司在建煤化工产能的逐步投产，公司尿素产品可能面临一定的销售压力。

4. 其他业务

多种经营贸易方面，2011年起，公司贸易业务收入快速增长，该类业务主要由公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司承担，贸易品种主要包括煤炭、铁矿石、钢铁等大宗商品。贸易业务规模的快速增长对公司营业收入和经营活动现金流入量增长贡献明显，但该类业务受行业竞争激烈影响，业务毛利率低，对公司利润贡献有限。2014~2016年，公司贸易板块分别实现收入1113.83亿元、974.73亿元和857.25亿元。2017年1~9月，贸易板块实现收入561.83亿元。

电力板块方面，公司现有王台热电分公司（装机容量3×1.2万千瓦）、成庄热电分公司（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）、寺河二号井瓦斯电站（装机容量1万千瓦）、沁水晋煤瓦斯发电有限公司（装机容量12万千瓦）和阳城晋煤能源有限责任公司（装机容量27万千瓦），总装机容量46.9万千瓦。2014~2016年，公司分别发电25.15亿千瓦时、25.25亿千瓦时和22.79亿千瓦时，分别实现营业收入9.50

亿元、9.80亿元和8.70亿元。2017年1~9月，公司发电21.56亿千瓦时，实现收入6.40亿元。

此外，公司还经营煤层气开采、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術，对煤炭成套设备进行改良。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，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利能力具有不确定性。

总体看，公司煤炭资源储备规模较大，煤质优良，公司煤炭产量保持稳定，煤炭主业地位突出；煤化工业务已成为公司发展的重要支柱，但同时面临着产品结构单一，市场竞争激烈的风险，盈利水平有所波动；贸易业务规模有所放缓，占公司主营业务收入的比重有所回落，其较低的毛利率水平对公司整体盈利指标造成一定负面影响。

5. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数基本保持稳定，三年分别为11.38次、11.80次和11.62次；2014~2016年，公司存货周转次数和总资产周转次数持续下降，存货周转次数三年分别为16.12次、13.72次和12.13次；总资产周转次数三年分别为0.96次、0.82次和0.69次。公司整体经营效率尚可。

6. 在建工程

公司在建工程主要集中在煤炭和煤化工板块。

截至2017年9月底，公司重点在建煤炭项目为东大矿井及选煤厂项目和三交一号矿井项目，预计建成产能分别为500万吨/年和600万吨/年，目前上述项目采矿权尚在办理中，尚未正式开始开工建设；公司重点在建煤化工项目为100万吨/年甲醇制清洁燃料

(MTG) 项目和高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目, 上述项目一期工程已基本结束, 二期工程正在推进。

截至 2017 年 9 月底, 公司主要在建项目

计划总投资 383.14 亿元, 已投资 150.45 亿元, 尚需投资 232.69 亿元, 资金投入规模较大, 公司有一定的对外融资需求。

表 8 截至 2017 年 9 月底公司重点在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	投资概算	产能	自有资金		投资完成情况			至 2017 年底累计计划完成比例
			占比	是否落实	至 2016 年底累计完成	2017 年计划完成	2017 年前三季度已完成	
100 万吨/年甲醇制清洁燃料 (MTG) 项目	300000	清洁燃料 87 万吨/年、LPG 13 万吨/年、均四甲苯混合夜 13 万吨/年。	30%	已落实	130632	36206	9954	55.61%
高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目	1380000	合成氨 140 万吨/年、联产甲醇 100 万吨/年、硫酸 26 万吨/年。	30%	已落实	341856	205418	129476	39.66%
安乡金牛化工搬迁节能改造项目	60400	总氨 20 万吨/年、尿素 20 万吨/年。	30%	已落实	40355	9052	9000	81.80%
襄城化工园区项目	476000	总氨 60 万吨/年。	30%	已落实部分	422273	23053	39000	93.56%
东大矿井及选煤厂项目	645322	500 万吨/年	30%	已落实部分	129533	43135	0	26.76%
矿井兼并重组整合项目	213946	60 万吨/年	30%	已落实部分	176429	2255	2009	83.52%
三交一号矿井项目	755721	600 万吨/年	30%	已落实部分	71572	55780	2361	16.85%
合计	3831389	--	--	--	1312650	374899	191800	--

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司未来产业架构将主要围绕煤炭及煤化工板块, 煤炭及化工产品产能将快速增长, 经营规模和综合抗风险能力有望持续增强。但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求, 继续加重公司债务负担; 由于煤化工行业长期处于产能过剩、竞争激烈的阶段, 其在建项目未来投产后盈利存在一定不确定性。

7. 未来发展

未来公司将打造煤、气、电、化四大支柱产业, 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。

“十三五”期间, 公司将围绕国家和山西省供给侧结构性改革和国企改革战略布局, 坚持“效益优先、改革驱动、创新引领”发展思路, 全力增强煤炭、煤层气资源清洁高效开

发利用能力，努力提升煤化工、电力、煤机等能源综合利用与服务水平，加快构建新型现代化管理体系、商业模式，开创建设国际一流晋煤特色综合能源企业集团的新局面。

煤炭产业将坚持“两手抓”，一手坚决退出落后产能，一手按照“市场为先、抓好现量、做优增量、增强后劲”的思路，千方百计加快先进产能建设，努力将所有具备条件的矿井全部打造为先进产能，切实提高先进产能占比、效益品种占比，加快东大、三交一号、车寨等新井建设，打造全国最优最强的无烟煤生产基地。

煤化工产业将加快“两个转变”，即产品结构由传统基础化工向精细化工、现代高端煤化工转变，商业模式由区域分散向产业联盟、掌控终端转变，成为全国最优秀无烟煤化工产品制造商、工业气体提供商、新型肥料服务商。

煤层气产业将实施大燃气发展战略。低浓度瓦斯气业务突出强利用、商品化的方向，高浓度煤层气业务突出扩资源、强技术、增气源的方向，加快构建形成开发利用一体化、多气源、大燃气的产业格局。

电力产业将继续大力发展瓦斯发电集群建设，规划建设 15 个总装机容量为 234 兆瓦的煤层气电厂集群，力争“十三五”末形成 430 兆瓦以上的瓦斯发电装机规模。

煤机产业将巩固提升紧密联系煤炭生产、产品针对性强、产业链条完善等差异化优势，大力发展现代煤机制造服务业，力争外部市场份额突破 50%。

多种经营和新兴产业将坚持有进有退，紧盯市场高端，通过市场化的运营管理、薪酬激励、技术合作等方式，做好激光投影、绿色可建等新兴产业。同时，本着“谨慎稳妥、善作善成”的目标，积极探寻和发展新兴产业项目，培育新的经济增长点。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015 年，公司合并范围共计 303 家子公司，其中二级子公司 67 家。2015 年，合并范围内新增二级子公司 2 家，三级子公司 4 家，四级子公司 1 家；不再纳入合并范围三级子公司 5 家，四级子公司 3 家。2016 年，公司合并范围共计 303 家子公司，其中二级子公司 67 家。2016 年合并范围内新增二级子公司 1 家，三级子公司 3 家，不再纳入合并范围二级子公司 1 家、三级子公司 2 家、四级子公司 1 家、五级子公司 1 家。合并范围变化不大，财务报告可比性强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 2290.11 亿元，所有者权益 344.77 亿元（含少数股东权益 137.10 亿元）；2016 年公司实现营业收入 1519.64 亿元，利润总额 3.21 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2501.23 亿元，所有者权益 405.79 亿元（含少数股东权益 160.18 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 1181.77 亿元，利润总额 11.54 亿元。

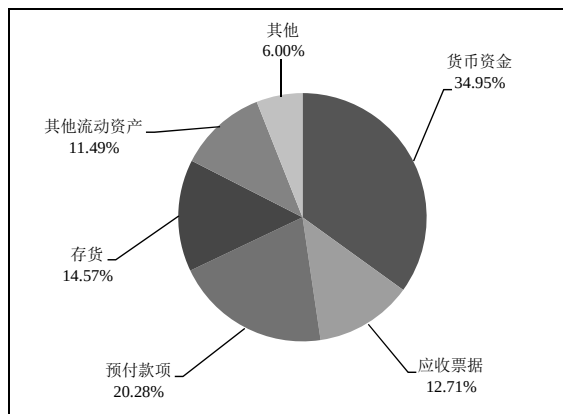
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 4.38%。截至 2016 年底，公司（合并）资产总额合计 2290.11 亿元，同比增长 8.10%，其中流动资产占 33.53%，非流动资产占 66.47%，非流动资产占比较高，符合行业特点。

2014~2016 年，公司流动资产有所波动，年均复合增长 1.76%。截至 2016 年底，公司流动资产为 767.92 亿元，同比上升 16.18%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项、存货和其他流动资产构成，分别占比 34.95%、12.71%、20.28%、14.57%和 11.49%。

图 9 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 4.51%。截至 2016 年底，公司货币资金合计 268.40 亿元，同比增长 29.94%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 169.71 亿元。

2014~2016 年，公司应收票据波动中有所下降，年均复合下降 12.70%。截至 2016 年底，公司应收票据合计 97.59 亿元，同比增长 16.16%，主要为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 5.71%。截至 2016 年底，公司预付款项合计 155.71 亿元。预付账款中，1 年以内的占 45.93%，1~2 年的占 18.09%，2~3 年的占 12.61%，3 年以上的占 23.37%。

2014~2016 年，公司应收账款波动幅度较大，年均复合下降 2.19%。截至 2016 年底，公司应收账款为 34.12 亿元，同比下降 25.71%，其中，按单项计提坏账占 3.40%；按账龄法计提坏账的应收账款占 96.60%，其中 1 年以内的占 62.43%，1~2 年的占 18.08%，2~3 年的占 9.68%，3 年以上的占 9.81%，账龄组合中计提坏账准备 5.21 亿元，公司整体计提坏账 5.82 亿元，计提比例 14.57%。

2014~2016 年，公司其他应收款有所下降，年均复合下降 9.44%。截至 2016 年底，公司其他应收款净额合计 10.09 亿元，同比下降 17.82%，共计提坏账准备 7.05 亿元，计提比例 41.16%。其中单项计提坏账准备占 18.93%，计提比例 85.49%；按账龄法计提的占 81.07%，其中 1 年以内占 35.07%，1~2 年占 22.92%，2~3 年占 5.23%，3 年以上占 36.78%，账龄组合坏账准备整体计提比例为 30.81%。公司其他应收款整体账龄较长，存在一定坏账风险。

2014~2016 年，公司存货保持稳定，年均复合下降 1.18%。截至 2016 年底，公司存货账面价值合计 111.91 亿元，同比下降 2.43%，主要由原材料、自制半成品及在产品和库存商品构成，公司共计提存货跌价准备 0.07 亿元。公司存货规模大，主要为煤炭及煤化工产品，面临一定跌价风险。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 97.11%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 88.25 亿元，同比增长 161.57%，主要由委托贷款和增值税留抵税额构成。2016 年公司对太原煤炭气化（集团）有限责任公司的委托贷款由 2015 年底的 4 亿元大幅增长至 62.26 亿元，导致当期公司其他流动资产大幅增长。

2014~2016 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 5.79%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 1522.20 亿元，同比增长 4.44%，主要由固定资产（占 50.73%）、在建工程（占 23.33%）和无形资产（占 20.74%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产有所增长，年均复合增长 7.00%。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值为 1331.35 亿元，累计折旧为 556.83 亿元，减值准备合计 2.36 亿元，公司固定资产账面价值为 772.16 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长 5.88%。截至 2016 年底，

在建工程为 355.19 亿元，同比减少 1.87%，在建工程主要包括维简更新、安全、环境和基建四大类别，截至 2016 年底，账面价值分别为 20.96 亿元、10.43 亿元、2.35 亿元和 321.45 亿元。重要在建项目有寺湾矿盘区接替项目、100 万吨/年甲醇制清洁燃料（MTG）项目、高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目、山东明水公司技改项目和晋牛煤矿资源整合改扩建项目等。

2014~2016 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合增长 0.64%。截至 2016 年底，公司无形资产为 315.76 亿元，同比变化不大，主要为采矿权、探矿权和土地使用权等。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 2501.23 亿元，较 2016 年底增长 9.22%，增长主要来自货币资金（较 2016 年底增长 22.99%，主要是煤炭市场好转后销售回款增长及发行债券后募集资金流入所致）、应收票据（较 2016 年底增长 34.45%，主要是公司新增部分票据未兑付所致）、预付款项、存货（较 2016 年底增长 19.46%，主要是公司淡季尿素产品储备增加所致）、其他流动资产（较 2016 年底增长 39.43%，主要是公司对下属子公司委托贷款增加所致）、在建工程和无形资产的增加，其中流动资产占 33.53%，非流动资产占 66.47%，流动资产占比较 2016 年底有所提升。

总体看，近三年公司资产规模有所增长，货币资金较为充足，但受限比例较高，资产构成符合行业经营特点，整体资产质量较好，但流动资产中存货面临一定跌价风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所下降，年均复合下降 4.85%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 344.77 亿元，其中少数股东权益占比 39.77%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 18.81%，资本公积占 1.04%，专项储备占 17.77%，未分配利润占

53.27%。

2014~2016 年，公司资本公积快速下降，年均复合下降 65.16%。截至 2016 年底，公司资本公积为 2.16 亿元，同比下降 86.65%，主要是公司 2016 年收购子公司太原煤气化股份有限公司 49.89% 股权，合并层面确认资本公积变动 -12.53 亿元所致。

2014~2016 年，公司专项储备波动中有所下降，年均复合下降 10.14%。截至 2016 年公司专项储备为 36.90 亿元，同比下降 24.29%，主要是 2016 年公司安全生产费支出 31.63 亿元超过计提的安全生产费 20.43 亿元所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 405.79 亿元，较 2016 年底增长 9.22%，其中资本公积 6.04 亿元，较 2016 年底增长 179.06%，主要是下属上市公司蓝焰股份定向增发股票所致；新增永续债 19.88 亿元，为公司发行的第四期永续中票扣除发行费用后的净值；所有者权益结构较 2016 年底变化不大。

整体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2014~2016 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 6.32%。截至 2016 年底，公司负债总额 1945.35 亿元，同比增长 11.07%，其中流动负债占 70.39%，非流动负债占 29.61%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 15.15%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 1369.32 亿元，同比增长 18.56%，以短期借款（占 32.42%）、应付票据（占 19.38%）、应付账款（占 15.50%）和一年内到期的非流动负债（占 14.95%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 20.50%。截至 2016 年底，公司短期借款为 443.99 亿元，同比增长 29.43%。其中，主要为信用借款和保证借款。

2014~2016 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 1.65%。截至 2016 年底，应付

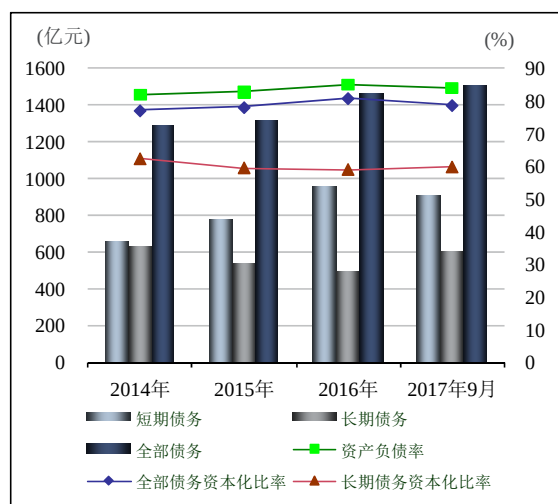
账款合计 212.20 亿元，同比下降 1.77%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 61.29%，1~2 年（含）的款项合计占 21.10%。

2014~2016 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长 21.35%。截至 2016 年底，公司应付票据合计 265.34 亿元，同比上升 34.48%，主要为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 9.59%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 204.74 亿元，其中 114.41 亿元为一年内到期的长期借款，41.69 亿元为一年内到期的应付债券，48.65 亿元为一年内到期的长期应付款。

2014~2016 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 8.52%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 576.03 亿元，以长期借款（占 60.68%）、应付债券（占 9.86%）和长期应付款（占 25.74%）为主，其中长期借款以信用借款为主。长期应付款中含融资租赁款 91.24 亿元，其余主要是应支付的采矿权价款和股东借款。

图 10 近年公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报表。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务有所增长，年均复合增长 6.56%。截至 2016 年底，公司全部债务合计 1461.63 亿元，

同比增长 11.30%，其中短期债务占 65.96%，长期债务占 34.04%。债务指标方面，2014~2016 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三年均值分别为 83.65%、79.34%和 59.88%，截至 2016 年底上述指标分别为 84.95%、80.91%和 59.07%，除长期债务资本化比率外均较上年底小幅上升，公司债务偿还压力进一步上升。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额为 2095.44 亿元，较 2016 年底增长 7.72%，其中流动负债占 62.48%，非流动负债占 37.52%，非流动负债占比较 2016 年底增加 7.91 个百分点，其中应付债券 175.63 亿元（不含永续债），较 2016 年底增长 209.24%；全部债务为 1637.54 亿元，其中短期债务占 55.10%，长期债务占 44.90%。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 83.78%、80.14%和 64.44%，债务负担较 2016 年底变化不大。

总体看，近三年公司债务规模持续扩大，短期债务占比较高，公司债务负担重，短期偿债压力加大。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入不断下降，年均复合下降 11.52%。2016 年，受公司贸易板块收入下降及煤化工板块主要产品销量和价格下降影响，公司营业收入同比下降 12.30%，为 1519.64 亿元。同期，公司营业成本下降 12.67%，略快于收入降幅。受此影响，公司营业利润率小幅回升至 8.21%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用率分别为 8.43%、8.65%和 9.07%，公司期间费用控制能力变化不大，费用控制能力较强。

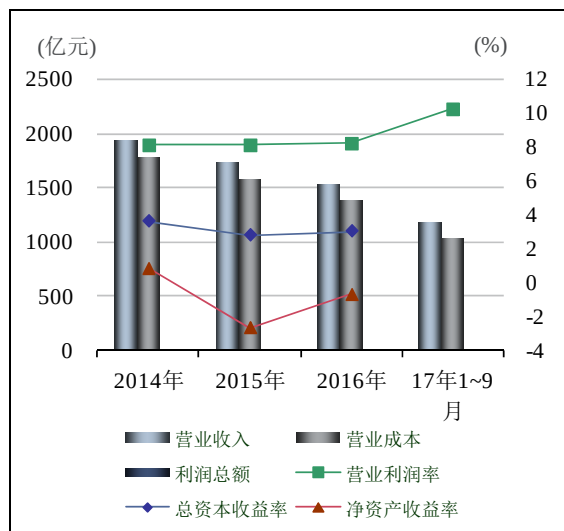
非经常性损益方面，近三年公司非经营损益为资产减值损失和投资收益，金额不大，对利润总额影响较小。2016 年公司资产减值损失为 1.91 亿元，主要为坏账损失和固定资

产减值损失。2016 年公司实现投资收益为 0.63 亿元，主要为持有至到期投资和可供出售金融资产在持有期间产生的收益。

2014~2016 年，公司营业外收入有所波动，主要为政府补助。2016 年，公司营业外收入为 21.32 亿元，其中政府补助为 19.84 亿元，对利润总额影响大。

2014~2016 年，公司营业利润持续为负，且亏损规模逐年扩大。2016 年，公司延续了 2015 年的经营性亏损，营业利润为-14.44 亿元，受政府补贴等多方支持影响，2016 年公司实现利润总额合计 3.21 亿元，同比上升 55.32%。

图 11 近年公司盈利能力变化情况



资料来源：公司年报

盈利指标方面，2014~2016 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率的加权均值（2014~2016 年权重分别为 0.2、0.3 和 0.5，下同）分别为 8.16%、3.07%和-0.98%。2016 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 8.21%、2.98%和-0.70%，均较 2015 年有所上升，但幅度不大，保持相对稳定。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1181.77 亿元，为 2016 年全年营业收入的 77.77%，实现利润总额 11.54 亿元，为 2016 年全年的 3.60 倍，营业利润率较 2016 年增加

2 个百分点至 10.21%。

总体看，近年来公司营业收入持续下降，但整体营业利润率保持相对稳定；受煤炭行业景气下行影响，公司近三年扣除非经常性损益后延续经营性亏损，政府补助对公司经营业绩贡献大；公司具有较为稀缺的煤种，煤质具有一定的优势，随着煤炭行业景气度回升，2017 年前三季度，公司盈利能力得到改善。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，年均复合增长 15.96%。2016 年，公司经营性现金流净额为 67.66 亿元，同比下降 29.01%。2016 年，公司销售商品提供劳务收到的现金同比下降 21.78%，为 1043.90 亿元；同期公司购买商品接受劳务支付的现金同比下降 23.99%，为 821.68 亿元；从收入实现质量看，受票据结算规模上升影响，2016 年公司现金收入比有所下降，为 68.69%。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，且净流出规模波动增长，年均复合增长 8.57%。2016 年公司投资活动产生的现金流净流出规模同比上升 51.35%，为 125.87 亿元。整体看，公司投资活动流入规模较小，主要为投资流出。2016 年公司投资活动现金流出 152.67 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 78.79 亿元，投资支付的现金 71.24 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，年均复合下降 18.50%。2016 年公司筹资性现金流入净额为 51.10 亿元，其中筹资活动现金流入和流出分别为 956.44 亿元和 905.34 亿元，规模较大。2016 年公司筹资活动现金流中收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为 241.27 亿元和 250.31 亿元，主要是与信用证、

融资租赁等融资方式相关的现金流。由于公司短期债务规模较高，公司主要依靠对外筹资来满足周转资金需求。

2017 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动产生的现金流量净额分别为 69.70 亿元、-99.92 亿元，经营活动现金净流量为去年同期的 1.71 倍；随着公司偿还到期债务和在建工程投资的增加，公司 2017 年前三季度对外融资规模较去年同期大幅增加，2017 年前三季度筹资活动现金净流入 80.50 亿元，是去年同期的 2.61 倍。2017 年 1~9 月，公司现金收入比为 78.52%，较 2016 年有所上升。

总体看，近年来公司保持较大的对外投资规模，经营活动现金净流量不能满足投资需求，公司存在一定的现金流缺口，存在较大的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率三年加权均值（2014~2016 年权重分别为 0.2、0.3 和 0.5，下同）分别为 59.57%和 50.29%，2016 年底分别为 56.08%和 47.91%，短期偿债指标较 2015 年变化不大，截至 2017 年 9 月底，两项指标分别为 72.24%和 62.03%，较 2016 年底有所改善。2014~2016 年，公司三年经营现金流动负债比均值为 5.92%，2016 年为 4.94%。从短期偿债指标数值看，公司短期偿债能力较弱，考虑到公司的行业地位、煤种优势以及融资渠道的畅通，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，EBITDA 利息倍数波动中有所下降，近三年分别为 1.76 倍、1.79 倍和 1.63 倍；全部债务/EBITDA 倍数持续上升，近三年分别为 10.07 倍、11.29 倍和 12.08 倍。整体看，公司长期偿债指标有所弱化。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额合计 216.49 亿元，担保比率 53.35%。对外担保为山西潞安矿业集团有限责任公司 75.63 亿元、阳泉煤业（集团）有限责任公司 50.00

亿元及太原煤气化（集团）有限责任公司 90.86 亿元，目前上述企业经营正常。总体看，公司担保比率高且被担保企业行业集中，具有一定的或有负债风险。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各家银行授信总额 1403.61 亿元，其中未使用额度 401.47 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（信用机构代码 G1014010100020990Q）（银行版），截至 2017 年 11 月 6 日，公司未结清信贷记录中无关注类和不良类，已结清的信贷记录中有 7 笔关注类贷款，经银行证实，为银行系统原因所致；对外担保关注类为 12.45 亿元。整体看，公司过往债务履约情况良好，对外担保存在一定或有负债风险。

8. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、资源禀赋、产业链协同等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力极强。

十、本期绿色中期票据偿债能力分析

1. 本期绿色中期票据对公司现有债务的影响

本期绿色中期票据拟发行额度为 10 亿元，占公司 2017 年 9 月底长期债务的 1.36%，全部债务的 0.61%，对公司现有债务结构影响较小。

截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 83.78%和 80.14%，以 2017 年 9 月底财务报表为基础，并考虑到公司已发行的 17 晋煤 MTN005（20 亿元）、17 晋煤 MTN006（10 亿元）、18 晋煤 GN001（10 亿元），不考虑其他因素，预计本期绿色中期票据发行后，公司资产负债率将升

至 84.09%，全部债务资本化比率将升至 80.62%，指标变动不大。

2. 本期绿色中期票据偿还能力分析

考虑到公司存续债券中的 16 晋煤债 01/16 晋煤 01（10 亿元）、18 晋煤 GN001（10 亿元）和本期绿色中期票据均于 2021 年到期，公司届时面临一定集中偿付压力，集中偿付金额为 30 亿元。现以该集中偿付金额来测算公司对本期绿色中期票据的偿付能力。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量三年加权平均值（2014~2016 年权重分别为 0.2、0.3 和 0.5，下同）为 1262.32 亿元，为集中偿付金额的 42.08 倍，其中 2016 年公司经营活动现金流入量为 1073.73 亿元，为集中偿付金额的 35.79 倍；近三年，公司经营活动现金净流量加权平均值为 72.48 亿元，为集中偿付金额的 2.42 倍，其中 2016 年为 67.66 亿元，为集中偿付金额的 2.26 倍。公司经营活动现金流对本期绿色中期票据覆盖能力强。

2014~2016 年，公司 EBITDA 加权平均值为 120.95 亿元，为集中偿付金额的 4.03 倍，其中 2016 年公司 EBITDA 为 120.98 亿元，为集中偿付金额的 4.03 倍。公司 EBITDA 对本期绿色中期票据覆盖能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期绿色中期票据具有很强的偿付能力。

十一、结论

煤炭行业作为以资源型产品为主的产业，发展前景长期向好。公司是中国煤炭行业特大型企业，所处晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一，是中国无烟煤储量最集中的地区。

近年公司煤炭储量逐年提升，生产规模持续增长；公司发挥无烟煤的资源优势，拓展下游煤化工业务，延伸产业链，提高产品附加值，整体抗风险能力强。同时，公司资

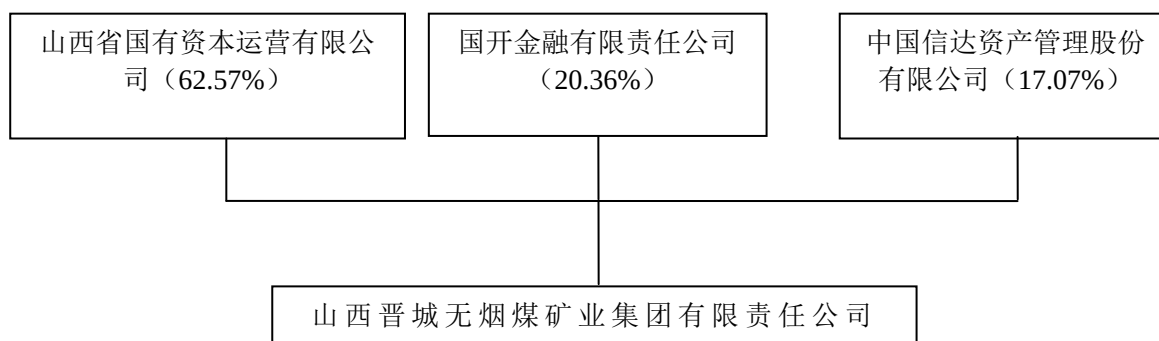
源整合规模较大，存在一定资本支出压力；下属地方整合矿井安全生产条件差，加大了公司安全管理压力。

近年公司经营稳健，资产规模稳步增长，整体资产质量较好；受煤炭行业景气度低迷影响，公司盈利能力有所下降，出现经营性亏损，政府补助对公司业绩贡献大；公司债务规模快速上升，债务负担持续加重，且短期债务占比高，短期周转压力较大。

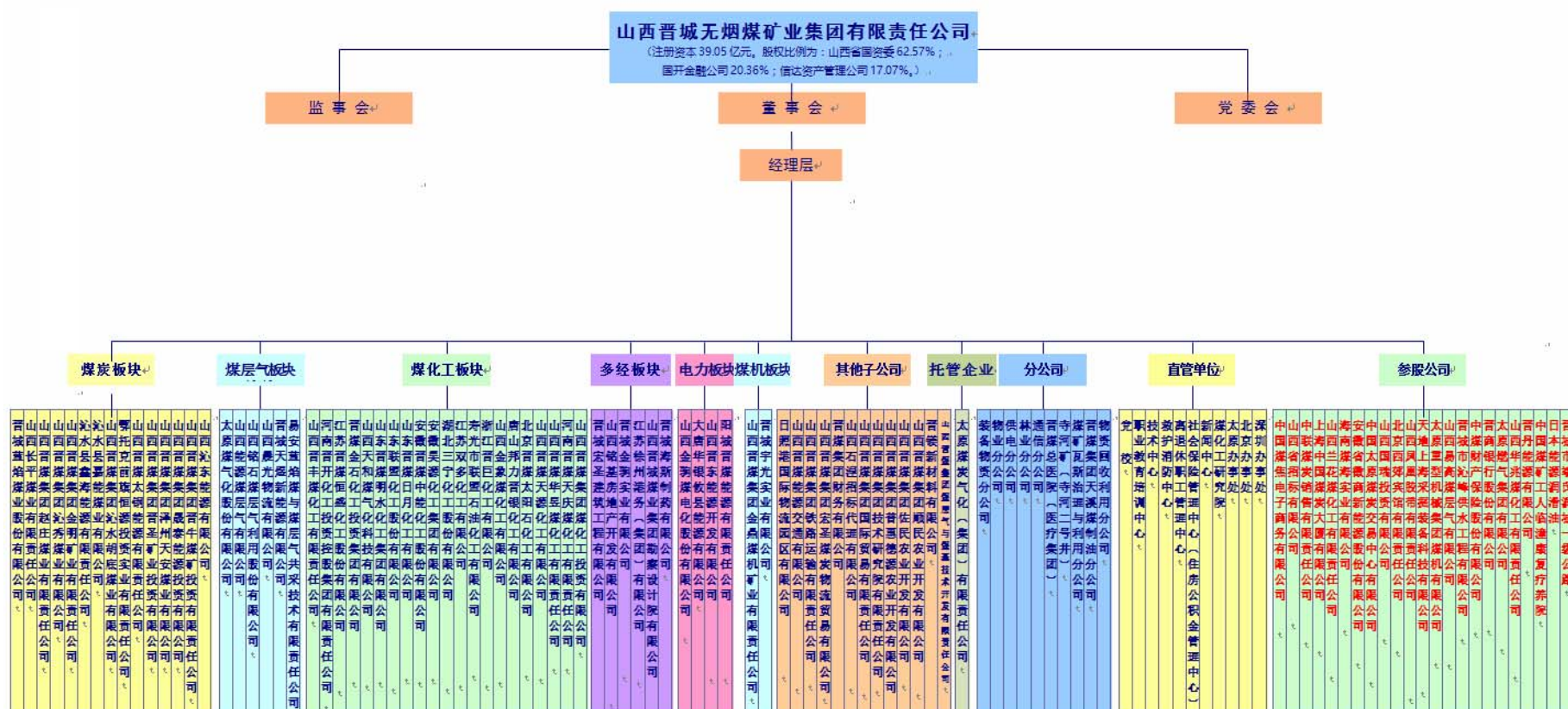
公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期绿色中期票据保障能力强。

综合分析，公司本期绿色中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	375.20	292.19	367.45	463.84
资产总额(亿元)	2101.85	2118.45	2290.11	2501.23
所有者权益(亿元)	380.77	366.97	344.77	405.79
短期债务(亿元)	656.41	772.68	964.05	902.32
长期债务(亿元)	630.67	540.57	497.58	735.22
全部债务(亿元)	1287.08	1313.25	1461.63	1637.54
营业收入(亿元)	1941.17	1732.73	1519.64	1181.77
利润总额(亿元)	13.63	2.07	3.21	11.54
EBITDA(亿元)	127.79	116.33	120.98	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	95.31	67.66	69.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.38	11.80	11.62	--
存货周转次数(次)	16.12	13.72	12.13	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.82	0.69	--
现金收入比(%)	80.27	77.02	68.69	78.52
营业利润率(%)	8.08	8.13	8.21	10.21
总资本收益率(%)	3.60	3.02	2.98	--
净资产收益率(%)	0.84	-2.66	-0.70	--
长期债务资本化比率(%)	62.35	59.56	59.07	64.44
全部债务资本化比率(%)	77.17	78.16	80.91	80.14
资产负债率(%)	81.88	82.68	84.95	83.78
流动比率(%)	71.82	57.23	56.08	72.24
速动比率(%)	60.72	47.30	47.91	62.03
经营现金流动负债比(%)	4.87	8.25	4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.76	1.79	1.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.07	11.29	12.08	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计；公司其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务；所有者权益中的永续债已调整至长期债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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 2018 年度第二期绿色中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西晋城无烟煤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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山西晋城无烟煤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晋城无烟煤矿业有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西晋城无烟煤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山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。