

信用等级公告

联合[2017] 2353 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 2017 年度第五期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
2017 年度第五期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年九月二十二日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2017 年度第五期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息(包括所有递延利息)赎回本期中期票据

发行目的: 补充公司营运资金

评级时间: 2017 年 9 月 22 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
现金类资产(亿元)	375.20	292.19	367.45	495.36
资产总额(亿元)	2101.85	2118.45	2290.11	2507.53
所有者权益(亿元)	380.77	366.97	344.77	378.53
短期债务(亿元)	656.41	772.68	964.05	1004.32
长期债务(亿元)	630.67	540.57	497.58	549.00
全部债务(亿元)	1287.08	1313.25	1461.63	1553.32
营业收入(亿元)	1941.17	1732.73	1519.64	762.73
利润总额(亿元)	13.63	2.07	3.21	4.08
EBITDA(亿元)	127.79	116.33	120.98	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	95.31	67.66	24.00
营业利润率(%)	8.08	8.13	8.21	9.90
净资产收益率(%)	0.84	-2.66	-0.70	--
资产负债率(%)	81.88	82.68	84.95	84.90
全部债务资本化比率(%)	77.17	78.16	80.91	80.41
流动比率(%)	71.82	57.23	56.08	69.11
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 年上半年财务数据未经审计; 公司其他流动负债中的短期债券、融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务。

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(下称“联合资信”)对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司(下称“公司”)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近年来持续出现经营亏损、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。

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。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期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,发展前景广阔。
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. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司在煤化工板块投资较大，在建项目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。同时公司对外担保比率大且行业集中，有一定的或有负债风险。
3. 公司近年来持续出现经营亏损，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”）对这些资料的真实性、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

2017 年度第五期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、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。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。截至 2017 年 6 月底，公司实收资本 390519.56 万元，出资情况见表 1。公司实际控制人为山西省国资委。

表 1 截至 2017 年 6 月底公司实收资本情况

(单位：万元，%)

名称	出资额	占比
山西省国有资产管理委员会	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

注：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（以下简称“山西国投公司”），山西省国资委是山西国投公司的实际控制人。

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 6 月底，公司（合并）资产总额 2507.53 亿元，所有者权益 378.53 亿元（含少数股东权益 158.86 亿元）；2017 年 1~6 月公司实现营业收入 762.73 亿元，利润总额 4.08 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、本期中期票据概况

公司计划于 2017 年注册总额度为 50 亿元的中期票据，本次拟发行山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017 年度第五期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为 20 亿元，募集资金将用于补充公司营运资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于第 3 个

和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，代偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算为0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计算年度至6个计算年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算为0.01%）。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定；票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息

事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前12个月，如果公司向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。同时公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红（含合并范围内子公司）或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。根据公司年度审计报告，2014~2015公司向股东分红的金额为0.76亿元和0.48亿元，2016年公司未分红。如果公司于本期中期票据利息递延期间向股东分红，将触发强制付息条款，公司届时将面临一定利息集中偿付压力。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点（大于2017年8月AAA债券与AA⁻债券的发行利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围内子公司）发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。根据公司年度审计报告，2014~2015公司向股东分红的金额为0.76亿元和0.48亿元，2016年公司未分红。

从历史分红角度分析，公司分红意愿较为明显，未来分红可能性较大。递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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，三大产业保持稳定增长，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 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1-6 月，全国一般

公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品

类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1-6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，中国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。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，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在6.7%左右；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，无烟煤占73.73%、褐煤占7.92%、焦煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。无烟煤中，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。

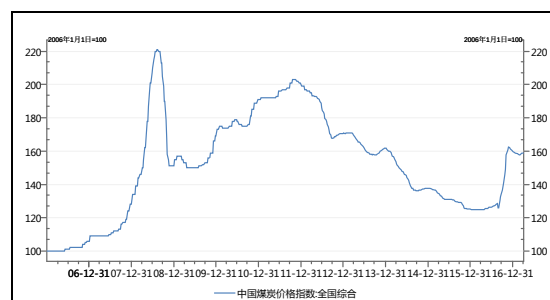
煤炭价格

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。

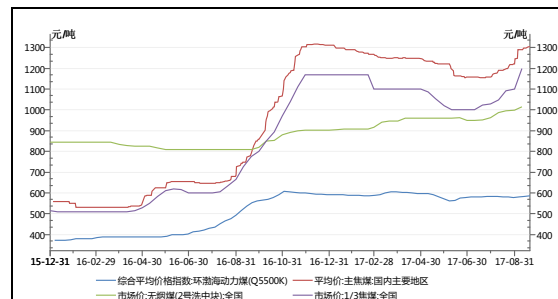
图1 煤炭价格指数



资料来源：Wind资讯

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

图2 2016年来国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

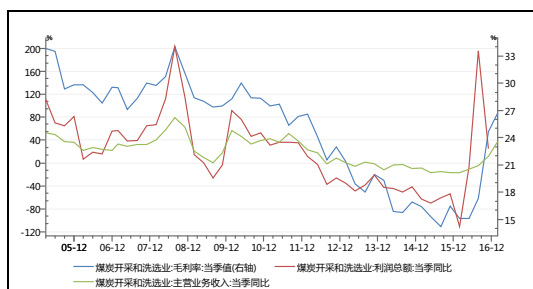
自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/

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，煤炭价格维持高位盘整态势，截至2017年8月31日，上述煤炭价格分别为579元/吨、1100元/吨、1220元/吨和997.60元/吨。

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。

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

善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。

去产能政策的推行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，但去产能目前仍处于初级阶段，未来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。

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，部分生产成本高、运输距离远、

外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（二）煤化工行业

1. 行业概况

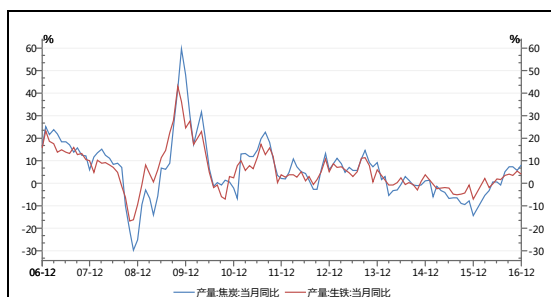
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

图4 焦炭、生铁产量月度同比增长率



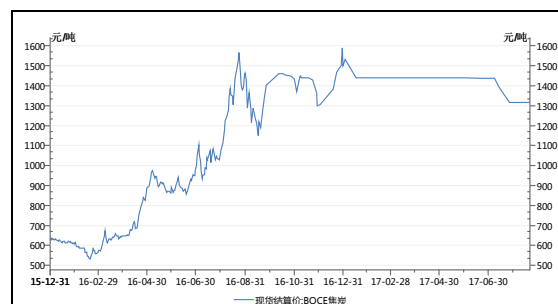
资料来源：Wind资讯

钢铁行业属于强周期行业，粗钢产量与宏观经济运行周期紧密相关。随着中国经济步入新常态，宏观经济增速趋缓，中国粗钢产量在2014年度达到历史高点8.23亿吨以后开始下滑。2015年为8.04亿吨，同比下降2.31%，产能利用率为67%，产能过剩严重。2016年随着

去产能政策的推进，钢铁行业完成去产能6500万吨，较年初制定目标4500万吨超额完成2000万吨，但行业产能利用率仍然不足70%。

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009年在国家四万亿投资计划拉动下，于2009年8月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至2010年10月1800元/吨的年度低点。2011年初，焦炭价格延续反弹行情至2011年3月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至2011年9月年度低点。2011年底至2012年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。2014年和2015年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈持续下跌趋势。截至2015年底，国内焦炭价格均价约为634元/吨。进入2016年，在煤炭钢铁行业去产能政策影响下，焦炭价格快速回升。截至2017年8月21日，焦炭现货成交价1318元/吨。

图5 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体而言，近年来焦炭价格受下游疲软影

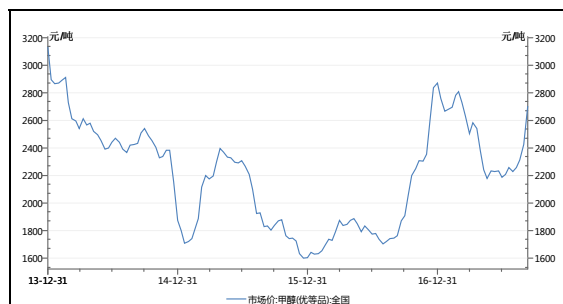
响走势总体呈季节性波动下降趋势，焦炭企业面临的经营压力较大。但随着 2016 年国内焦炭价格的快速回升，焦炭企业的经营压力有所缓解，盈利状况持续改善。

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6 甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013 年上半年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，截至 2015 年底，甲醇平均价格 1165 元/吨，较年初价格下跌 23.71%。2016 年至 2017 年一季度，甲醇价格开始回升，2017 年二季度甲醇价格有所回落，进入三季度，随着甲醇下游产品烯烃价格的上涨以及环保督查的加强，甲醇价格开始快速回升，截至 2017 年 9 月 10 日，甲醇（优等品）全国均价回升至 2703.60 元/吨。

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%。煤头尿素主要集中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

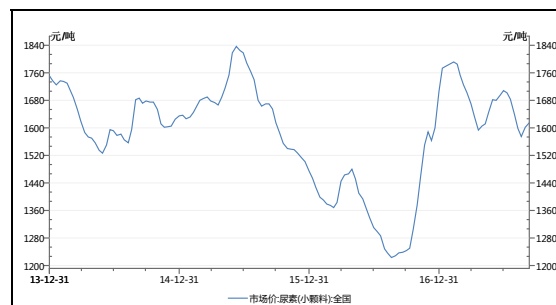
于天然气供应紧张被迫停产检修,进而导致经营业绩出现波动。相比而言,大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势,原料供应保障能力良好

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 月中旬以来,尿素价格波动中有所回落,截至 2017 年 9 月 10 日,尿素(小颗粒)价格 1614.90 元/吨,较 2016 年 8 月的历史低位上涨 31.47%。

图 7 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、萘系列、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 6 月底，公司实收资本为 39.05 亿元，其中，山西省国资委持股 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、高灰溶

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 月任晋煤集团党委常委、副总经理，2009 年 11 月至 2011 年 3 月任晋煤集团党委常委、副总经理、董事；2011 年 3 月至 2017 年 8 月任晋煤集团党委常委、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 月任晋煤集团党委常委、副总经理；2017 年 8 月至今任晋煤集团总经理。

截至 2017 年 6 月底，公司拥有员工 8.26 万人。按学历结构划分，研究生以上人员占 1.88%，本科生占 19.19%，高中以上学历占 61.69%；按技术等级划分，技师以上占比 1.06%，高级工占比 8.73%，中级工占比 26.56%。按是否下井分，其中井下员工约为 39.90%，非井下员工约为 60.10%。

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。公司共申报的“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机化、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

公司是由山西省国资委、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。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。

截至 2017 年 6 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。煤气化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间接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国投公司，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国投公司，公司实际控制人仍为山西省国资委。

3. 安全事故

2017 年 8 月 26 日 18 时左右，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司下属王台铺矿综掘一队在主斜井底回收排水设备时，导致四名职工窒息死亡。事故发生后，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司立即召开安全工作紧急会议，责令王台铺矿停工整顿。同时要求集团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。2017 年 8 月 27 日，鉴于王台铺矿 2017 年 8 月 26 日发生一起较大窒息死亡事故，为尽快启动事故责任追究和做好善后处理工作，根据山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司《事故报告和调查处理规定》和《领导干部问责条例》的相关规定，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司经党委常委会议研究，决定撤销王台铺矿矿长、党总支书记、安全副矿长兼总工程师等三人职务。所有相关责任人员的最后处理结果，严格执行事故调查处理决定批复意见。

八、经营分析

1. 经营概况

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%。2017 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 742.56 亿元，为 2016 年全年主营业务收入的 49.96%。

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%。2017 年 1~6 月，公司贸易板块实现收入 356.15 亿元，占比下降至 47.96%，同期煤炭和化工板块分别实现收入 125.90 亿元和 229.37 亿元，占比分别提升至 16.96%和 30.89%。

表 2 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 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	226.73	11.94	36.43	187.15	11.02	38.24	186.08	12.52	42.03	125.90	16.96	44.13
化工	472.96	24.90	8.47	464.70	27.37	12.17	380.97	25.63	12.22	229.37	30.89	10.51
贸易	1113.83	58.65	0.57	974.73	57.41	0.43	857.25	57.68	0.42	356.15	47.96	0.42
电力	9.50	0.50	25.43	9.80	0.58	34.59	8.70	0.59	33.51	3.76	0.51	35.11
机械	7.82	0.41	45.70	6.21	0.36	57.76	6.49	0.44	42.05	4.01	0.54	21.83
其他	68.26	3.59	50.49	55.30	3.26	55.53	46.80	3.14	58.88	23.38	3.14	55.58
合计	1899.10	100.00	8.92	1697.89	100.00	10.01	1486.29	100.00	10.87	742.56	100.00	12.98

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 1~6 月，受煤炭价格高位运行影

响，公司煤炭板块毛利率较 2016 年全年水平上升 2.10 个百分点，至 44.13%；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 年上半年公司化工板块毛利率下降至 10.51%；2017 年 1~6 月，公司主营业务整体毛利率较 2016 年上升至 12.98%。

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 3 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
原煤产量	5587.47	5623.16	5684.27	2727.75
商品煤销量	4963.84	4877.75	5164.53	2295.20

资料来源：公司提供

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 4 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

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、煤尘抱着、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，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 1~6 月，受行业景气度回暖影响，公司煤炭销售均价达 566.98 元/吨，较 2016 年均价上升 55.97%。

表 5 公司煤炭销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
动力煤	1363.63	1131.03	1378.89	577.52
喷吹煤	366.11	339.13	395.76	151.14
化工煤	2135.59	2213.09	2130.71	1014.54
其他	730.19	926.96	953.99	96.84
合计	4595.52	4610.21	4859.35	2040.05
均价	466.68	386.34	363.51	566.98

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1~6月，公司煤化工业务实现营业收入229.37亿元；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10.51%。

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1~6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1381.22元/吨，较2016年上升23.66%；甲醇销售价格2122.80元/吨，较2016年上升31.24%。但受生产成本上升影响，2017年1~6月，煤化工板块毛利率为10.51%，较2016年下降1.71个百分点。

表6 公司煤化工产业发展情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~6月
总氨产量（万吨）	1543.51	1592.48	1535.58	759.80
尿素	产量（万吨）	1304.76	1454.96	1261.82
	销量（万吨）	1310.73	1427.70	1240.23
	均价（元/吨）	1542.35	1382.85	1116.93
甲醇	产量（万吨）	371.67	335.67	337.15
	销量（万吨）	365.44	329.83	327.90
	均价（元/吨）	2078.71	1682.18	1617.45
主营业务收入（亿元）	472.96	464.70	380.97	229.37

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 1~6 月，贸易板块实现收入 356.15 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 1~6 月，公司发电 12.91 亿千瓦时，实现收入 3.76 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术，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、电力及煤化工板块。2017 年，公司计划重点推进建设 58 个项目，其中煤炭项目 28 个，电力项目 11 个，煤化工项目 9 个，其他项目 10 个；全年安排投资 136.7 亿元，其中煤炭项目 30.19 亿元，电力项目 28.05 亿元，煤化工项目 67.58 亿元，其他项目 10.88 亿元。

表 7 截至 2017 年 6 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 年上半年已完成	

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 年上半年已完成	
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、均四甲苯混合液 13 万吨/年。	30%	已落实	130632	36206	7189	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	77406	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	5800	81.80%
藁城化工园区项目	476000	总氨 60 万吨/年。	30%	已落实部分	422273	23053	38000	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	586	16.85%
合计	3831389	--	--	--	1312650	374899	130990	--

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；由于煤化工行业当期处于产能过剩、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 年上半年财务数据未经审计。

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 6 月底，公司（合并）资产总额 2507.53 亿元，所有者权益 378.53 亿元（含少数股东权益 158.86 亿元）；2017 年 1~6 月公司实现营业收入 762.73 亿元，利润总额 4.08 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%。

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 6 月底，公司资产总额 2507.53 亿元，较 2016 年底增长 9.49%，增长主要来自货币资金、应收票据、在建工程和无形资产的增长，其中流动资产占 38.41%，非流动资产占 61.59%，流动资产占比有所提升。

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，整体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 6 月底，公司所有者权益为 378.53 亿元，较 2016 年底增长 9.79%，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。

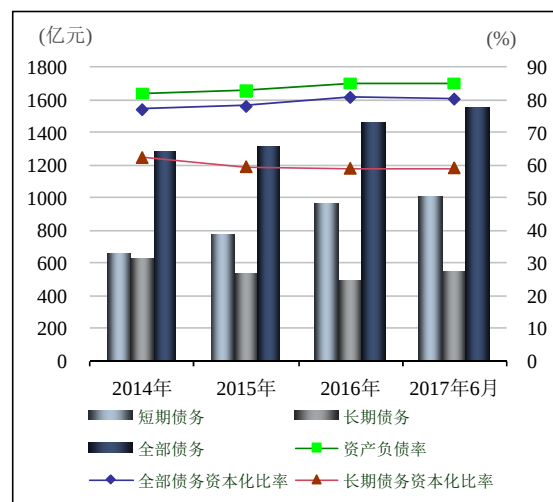
2014~2016 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 1.65%。截至 2016 年底，应付账款合计 212.20 亿元，同比下降 1.77%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 61.29%，1~2 年（含）的款项合计占 21.10%。

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 8 近三年一期公司有息债务变化情况



资料来源：公司年报及 2017 年半年报

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 6 月底，公司负债总额为 2129.00 亿元，较 2016 年底增长 9.44%，其中流动负债占 65.46%，非流动负债占 34.54%；公司全部债务为 1553.32 亿元，其中短期债务占 64.66%，长期债务占 35.34%。截至 2017 年 6 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 84.90%、80.41%和 59.19%，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，短期债务占比有所提高，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。

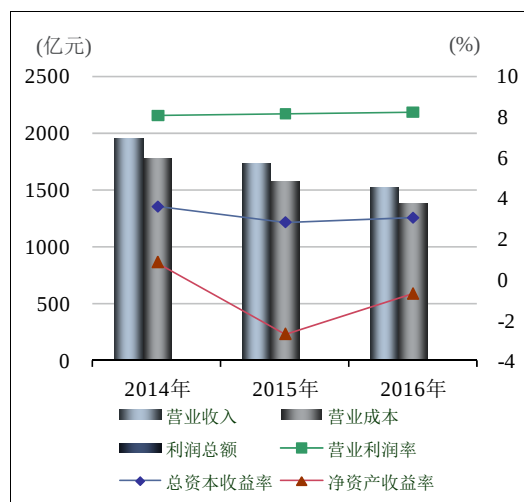
非经常性损益方面，近三年公司非经营损益为资产减值损失和投资收益，金额不大，对利润总额影响较小。2016 年公司资产减值损失为 1.91 亿元，主要为坏账损失和固定资产减值损失。2016 年公司实现投资收益为 0.63 亿元，主要为持有至到期投资和可供出售金融资产在持有期间产生的收益。

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 9 近三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 1~6 月，公司实现营业收入 762.73 亿元，为 2016 年全年营业收入的 50.19%，实现利润总额 4.08 亿元，为 2016 年全年的 1.27 倍，营业利润率升至 9.90%。

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公司延续经营性亏损，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，2017 年上半年，随着煤炭行业景气度回升，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 1~6 月, 公司经营活动、投资活动产生的现金流量净额分别为 24.00 亿元、-78.50 亿元; 随着公司偿还到期债务和在建工程投资的增加, 公司 2017 年上半年对外融资规模较去年同期大幅增加, 2017 年上半年筹

资活动现金净流入 122.28 亿元, 是去年同期的 11.01 倍。

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, 公司存在一定的自由现金流缺口, 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 6 月底, 两项指标分别为 69.11%和 59.79%, 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%。整体看, 公司短期偿债能力较弱。

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 6 月底, 公司对外担保余额合计 158.43 亿元, 担保比率 41.85%。对外担保数额较大的主要是山西潞安矿业集团有限责任公司、阳泉煤业 (集团) 有限责任公司及太原煤气化公司等, 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 6 月底, 公司共获得各家银行授信总额 1438.4 亿元, 其中未使用额度 412.3 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司拥有上市蓝焰控股, 直接融资渠道畅通。

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 9 月 14 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，系银行系统原因造成。

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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，占公司 2017 年 6 月底长期债务的 3.64%，全部债务的 1.29%，对公司现有债务结构影响较小。

截至 2017 年 6 月底，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 84.90%、59.19%和 80.41%，以 2017 年 6 月底财务报表为基础，并考虑公司 2017 年 9 月份已发行的金额为 20 亿元的 2017 年第四期中期票据，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率将升至 85.14%，长期债务资本化比率将升至 60.88%，全部债务资本化比率将升至 80.80%，指标变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 1583.02 亿元、1362.83 亿元和 1073.73 亿元，分别为本期中期票据的 79.15 倍、68.14 倍和 53.69 倍；近三年，公司经营活动现金净流量分别为 50.31 亿元、95.31 亿元和 67.66 亿元，分别为本期中期票据的 2.52 倍、4.77 倍和 3.38 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 127.79 亿元、116.33 亿元和 120.98 亿元，分别为本期中期票据的 6.39 倍、5.82 倍和 6.05 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力

强。

3. 本期中期票据初次可行权年度集中偿付压力分析

本期中期票据初次可行权年度为 2020 年，截至目前，公司存续期内于 2020 年到期的债券有“17 晋煤 MTN001（20 亿元）”、“17 晋煤 MTN002（15 亿元）”、“17 晋煤 PPN001（20 亿元）”和“17 晋煤 MTN003（15 亿元）”，假设公司于初次可行权年度赎回本期中期票据和已发行的“17 晋煤 MTN004（20 亿元）”，则本期中期票据初次可行权年度集中偿付压力分析以上述五期债券累计发行额度 110 亿元（以下简称“测算额度”）来进行测算。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 1583.02 亿元、1362.83 亿元和 1073.73 亿元，分别为测算额度的 14.39 倍、12.39 倍和 9.76 倍；近三年，公司经营活动现金净流量分别为 50.31 亿元、95.31 亿元和 67.66 亿元，分别为测算额度的 0.46 倍、0.87 倍和 0.62 倍。公司经营活动现金流入量对测算额度保障能力强。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 127.79 亿元、116.33 亿元和 120.98 亿元，分别为测算额度的 1.16 倍、1.06 倍和 1.10 倍，公司 EBITDA 对测算额度保障能力一般。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期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

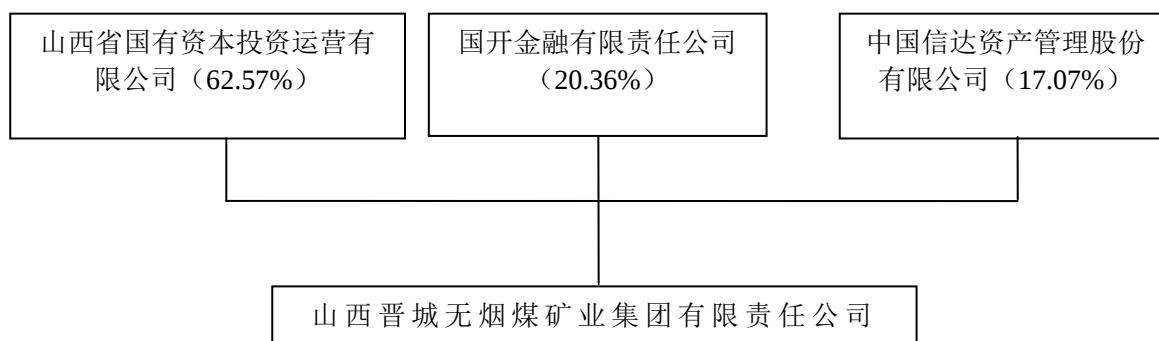
源整合规模较大，存在一定资本支出压力；
下属地方整合矿井安全生产条件差，加大了
公司安全管理压力。

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。

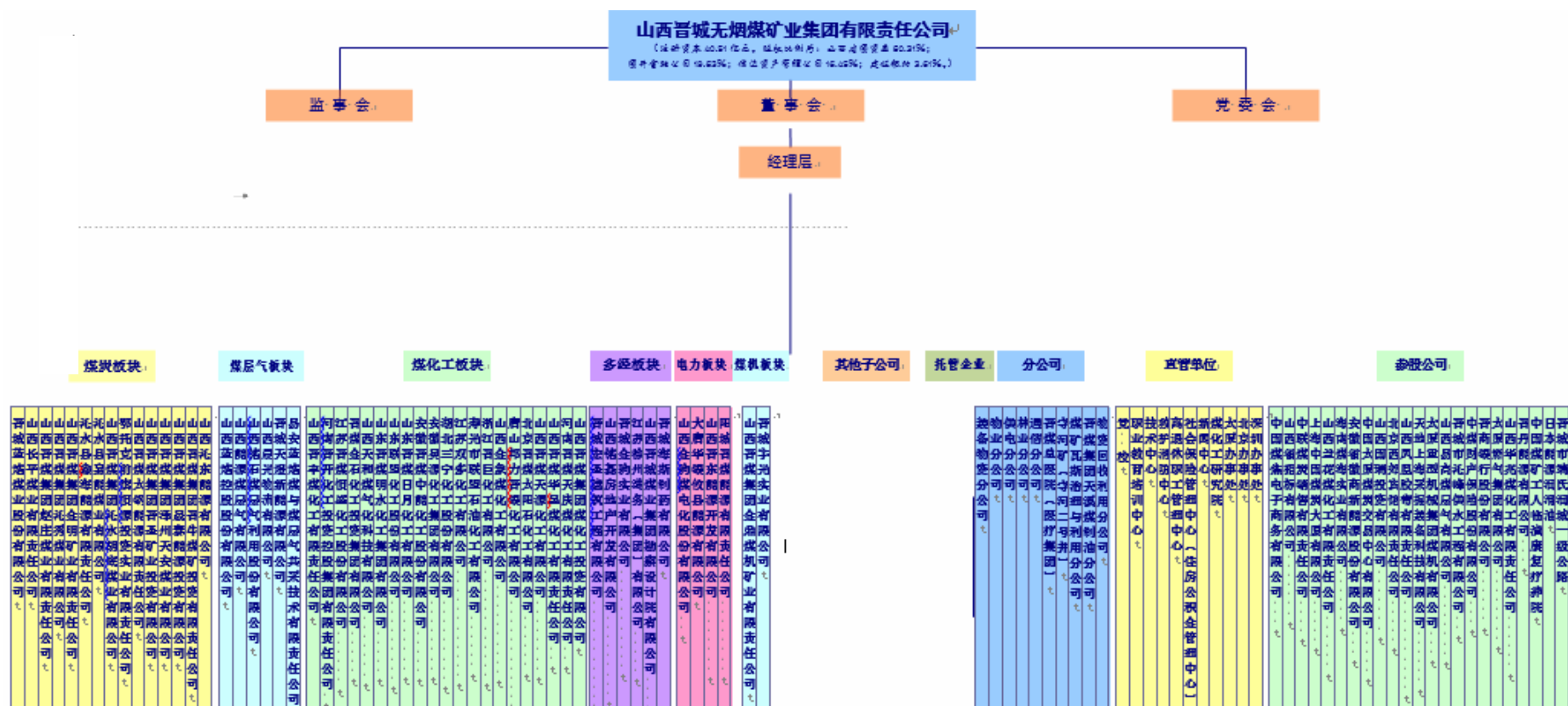
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面
利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通
过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清
偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他
债务融资工具相关特征接近。公司经营活动现
金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能
力强。

综合分析，公司本期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 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	375.20	292.19	367.45	495.36
资产总额(亿元)	2101.85	2118.45	2290.11	2507.53
所有者权益(亿元)	380.77	366.97	344.77	378.53
短期债务(亿元)	656.41	772.68	964.05	1004.32
长期债务(亿元)	630.67	540.57	497.58	549.00
全部债务(亿元)	1287.08	1313.25	1461.63	1553.32
营业收入(亿元)	1941.17	1732.73	1519.64	762.73
利润总额(亿元)	13.63	2.07	3.21	4.08
EBITDA(亿元)	127.79	116.33	120.98	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	95.31	67.66	24.00
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	78.73
营业利润率(%)	8.08	8.13	8.21	9.90
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	59.19
全部债务资本化比率(%)	77.17	78.16	80.91	80.41
资产负债率(%)	81.88	82.68	84.95	84.90
流动比率(%)	71.82	57.23	56.08	69.11
速动比率(%)	60.72	47.30	47.91	59.79
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：1. 2017 年上半年财务数据未经审计；

2. 公司其他流动负债中的短期债券、融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务。

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 2017 年度第五期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。