信用等级公告

联合[2018] 2255 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，并维持“18 晋煤 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：	AAA	评级展望：稳定	
上次评级结果：	AAA	评级展望：稳定	

债项信用

名称	额度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 晋煤 CP002	20 亿元	2019/06/28	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 8 月 8 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	292.19	367.45	480.87	455.43
资产总额(亿元)	2118.45	2290.11	2491.95	2500.10
所有者权益(亿元)	366.97	344.77	408.99	416.97
短期债务(亿元)	771.68	964.05	945.75	943.04
长期债务(亿元)	540.57	497.58	728.81	756.99
全部债务(亿元)	1313.25	1461.63	1674.66	1700.03
营业收入(亿元)	1732.73	1519.64	1666.58	363.61
利润总额 (亿元)	2.07	3.21	30.63	8.23
EBITDA(亿元)	116.33	120.98	164.98	--
经营性净现金流(亿元)	95.31	67.66	114.43	31.44
营业利润率(%)	8.13	8.21	11.48	14.16
净资产收益率(%)	-2.66	-0.70	1.86	--
资产负债率(%)	82.68	84.95	83.59	83.32
全部债务资本化比率(%)	78.16	80.91	82.34	82.24
流动比率(%)	57.23	56.08	66.54	68.78
全部债务/EBITDA(倍)	11.29	12.08	10.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	1.63	2.27	--
经营现金流动负债比(%)	8.25	4.94	8.23	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计;其他流动负债中的短期债券计入短期债务，永续债和长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

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”）的评级结果反映了其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、政府支持等方面拥有的优势。跟踪期内，受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨，公司营业收入有所增长，利润总额增幅明显，盈利能力得到改善。同时联合资信也关注到公司煤化工板块主要产品尿素近年来产销量持续下滑，面临一定竞争压力；公司债务规模持续增长，资本支出及安全管理压力大对公司经营及发展带来的不利影响。

未来随着公司煤化工、煤层气等下游产业链的不断延伸，或将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。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持维持“18 晋煤 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 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优势。
2. 公司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，资源优势明显。
2. 跟踪期内，受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨，公司营业收入有所增长，利润总额增幅明显，盈利能力得到改善
3. 公司现金类资产和经营活动现金流对跟踪债券的保护程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务

负担重，资产流动性弱，存在一定债务偿还压力。

2. 公司近年维持较大规模对外投资支出，存在较大对外融资压力。
3. 除煤炭板块外，公司其他业务板块盈利能力较弱。
4. 煤化工行业工艺复杂，对项目运营管理有较高的要求，当期煤化工行业处于产能过剩、竞争激烈的阶段，公司在建工程未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。
5. 公司对外担保比率高，存在一定或有负债风险。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）的前身是山西省晋城矿务局，始建于 1958 年。2000 年 8 月，经山西省人民政府晋政函[1999]113 号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002 年，根据国家经贸委发布的国经贸投资[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的公司 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 2018 年 3 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　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 2017 年底，公司共有全资及控股二级子公司 66 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 2017 年底，公司（合并）资产总额 2491.95 亿元，所有者权益 408.99 亿元（含少数股东权益 150.41 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1666.58 亿元，利润总额 30.63 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2500.10 亿元，所有者权益 416.97 亿元（含少数股东权益 150.33 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 363.61 亿元，利润总额 8.23 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

表 2　“18 晋煤 CP002”债券概况

名称	额度（亿元）	存续期	募集资金用途	跟踪期付息日
18 晋煤 CP002	20 亿元	2018/06/28-2019/06/28	偿还到期银行借款	--

资料来源：Wind，联合资信整理

截至目前，上述募集资金已按计划全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明

显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

（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

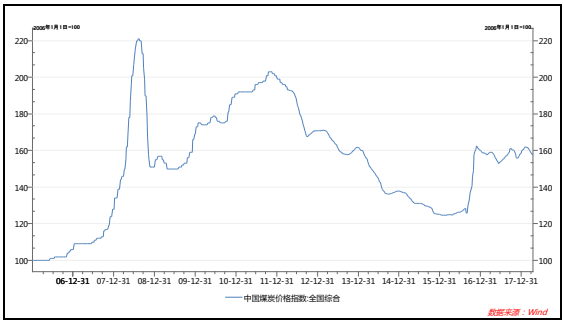
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨。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。

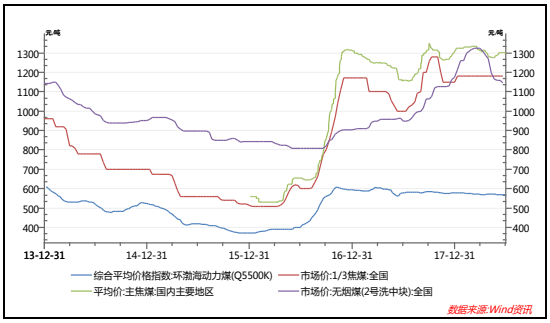
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

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。

图 2　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind

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。

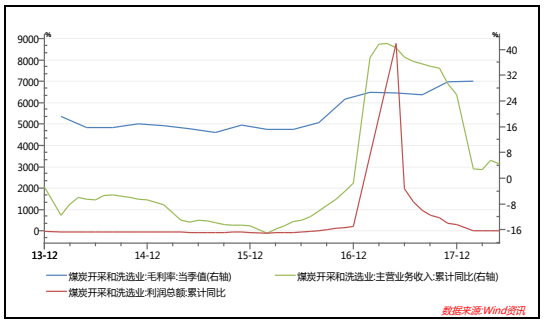
进入2018年3月以来，随着煤炭产能释放、煤炭运力保障的提升及煤炭消费传统淡季的到来，同时叠加国家对煤炭价格的进一步管控，煤炭产品价格有所波动，部分煤炭产品价格有所下降。截至2018年7月2日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是570元/吨、1180元/吨、1300元/吨和1145.50元/吨。

短期来看，随着煤炭已进入传统消费旺季，但受国家政策调控、耗煤需求有所放缓、煤炭供给及运力保障能力有所提升、水电及新能源发电量稳步增长等因素影响，煤炭价格走高可能性较小，煤炭价格有望保持相对稳定。

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4月30日，从联合资信样本煤炭企业财务数据来看（部分延迟披露或未披露年报数据企业除外），只有4家煤炭企业绩利润总额为负，行业整体利润水平大幅增长。

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

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。

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。

2018年4月9日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出2018年煤炭方面，力争化解过剩产能1.5亿吨左右，确保8亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

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，自2016年开始，中国已退出落后煤炭产能超过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，既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。

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

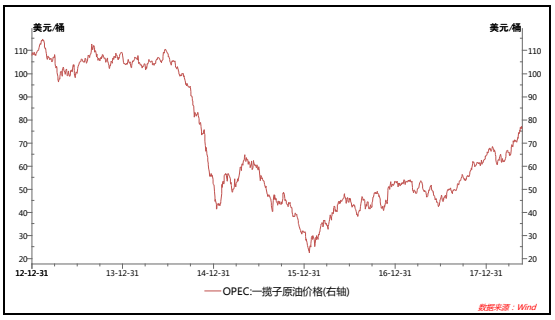
烯烃是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015 年 5 月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2015]1047 号），提出在煤制烯烃 7 大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。煤制烯烃的产品主要包括聚乙烯和聚丙烯。聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

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，截至2017年底，煤制烯烃产能1330.3万吨。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。2015~2017年，煤制烯烃的产能利用率分别为81.80%、88.80%和87.40%，产能利用率保持在较好水平。

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。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。同时，煤制烯烃面临着石油脑制烯烃的竞争，油价的

波动对烯烃价格的走势有着重要影响。

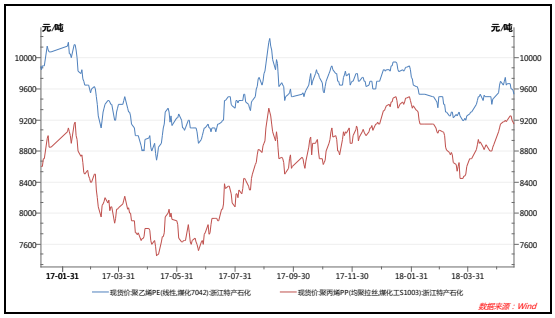
图 4　近年石油价格走势



资料来源：Wind

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。近期国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。

图 5　近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

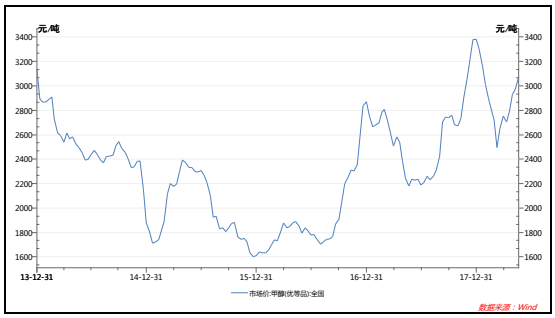
总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，产能利用率维持在较好水平；近期石油价格震荡上行，对烯烃未来价格走势形成利好，有利于缓解原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力。

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6　甲醇价格走势



资料来源：Wind

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，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

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。

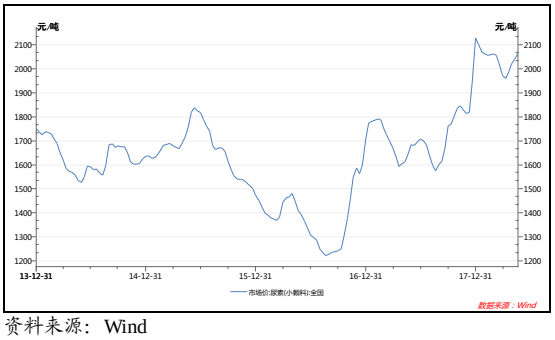
天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，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，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，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，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016~2017年，尿素出口量分别为885.97万吨和465.00万吨。

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2018年5月20日，尿素（小颗粒）价格为2064.90/吨，同比增长25.45%。

图 7　尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

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。

六、基础素质分析

1 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司实收资本为 39.05 亿元，其中，山西省国资委出资 24.43 亿元，持股比例 62.57%，为公司第一大股东和实际控制人。

2 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，2017年位列世界企业500强第476位，所处的晋东矿区是国家14个大型煤炭基地之一。截至2017年底，公司本部煤炭资源储量27.62亿吨（不含资源整合矿、缓建矿井、关闭矿井和在建筹建矿井），其中，可采储量14.25亿吨（包含资源整合矿井、缓建矿井、关闭矿井和在建筹建矿井，公司煤炭资源储量可达110.37亿吨，可采储量达52.92亿吨）。从公司煤炭资源结构上看，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员中的董事长和总经理发生了变动，根据晋煤集董决议[2017]81号，公司法定代表人、董事长，由贺天才变更为李鸿双；总经理由李鸿双变更为王茂盛。其他主要高级管理人员未发生变动。本次变更为企业正常换届变动，未对企业经营管理造成重大影响。

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。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 重大资产重组

公司于2016年4月8日发布《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 2018 年 3 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《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。

九、经营分析

1. 经营现状

公司主业涉及煤炭、煤化工、建材、电力、机械及贸易等多个领域。 2017 年，受煤炭、煤化工板块收入增长影响，公司主营业务收入 1621.72 亿元，同比增长 9.11%，毛利率为 14.75%，较 2016 年增长 3.88 个百分点。

表 3 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	187.15	11.02	38.24	186.08	12.52	42.03	290.57	17.92	47.98	64.24	18.18	54.47
化工	464.70	27.37	12.17	380.97	25.63	12.22	484.28	29.86	13.51	132.64	37.54	14.24
贸易	974.73	57.41	0.43	857.25	57.68	0.42	761.59	46.96	0.51	138.84	39.29	0.51
电力	9.80	0.58	34.59	8.70	0.59	33.51	10.42	0.64	19.01	2.85	0.81	19.01
机械	6.21	0.36	57.76	6.49	0.44	42.05	7.14	0.44	44.54	2.88	0.81	44.54
其他	55.30	3.26	55.53	46.80	3.14	58.88	67.73	4.18	37.46	11.88	3.36	68.77
合计	**1697.89**	**100.00**	**10.01**	**1486.29**	**100.00**	**10.87**	**1621.72**	**100.00**	**14.75**	**353.33**	**100**	**18.28**

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。

从收入结构看，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。跟踪期内，在煤炭和煤化工产品销售价格上涨的带动下，公司煤炭和化工板块分别实现收入 290.57 亿元和 484.28 亿元，同比增长 56.15%和 27.12%。2017 年，公司煤炭、化工和贸易收入占主营业务收入的比重分别为 17.92%、29.86%和 46.96%，贸易业务的收入占比较 2016 年下降 10.72 个百分点，主要系公司控制贸易业务量所致。公司电力、机械业务收入规模相对较小，2017 年合计

实现收入 17.56 亿元，收入占比 1.08%。公司其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务，2017 年实现收入 67.73 亿元，占主营业务收入的比重为 4.18%。

从毛利率构成看，公司的利润主要来自煤炭和煤化工板块，贸易业务毛利率水平较低，其他业务收入金额较小，总体对公司毛利润影响不大。2017 年公司煤炭板块和煤化工板块毛利率均同比有所上升，分别为 47.98%和 13.51%，分别较 2016 年上升 5.95 个和 1.29 个百分点，主要系产品销售价格上涨所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 353.33 亿元，占 2017 年全年主营业务收入的 21.79%，毛利率为 18.28%，较 2017 年上升 3.53 个百分点，主要系煤炭和煤化工产品销售价格较 2017 年有所上升导致。

整体看，跟踪期内，随着煤炭行业去产能政策的稳步推进，煤炭行业供需格局得到持续改善，煤炭价格全年保持高位运行，公司煤炭、煤化工产品销售价格同比涨幅明显，受此影响公司主营业务收入和毛利率均同比取得明显增长，盈利能力得到进一步改善；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，但收入规模较小，对公司整体收入及利润规模影响很小；公司控制毛利率水平较低的贸易业务量，贸易收入占比有所下滑，有利于增强公司的整体盈利能力。

2. 煤炭业务

公司所处晋东矿区（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%。2017 年底，公司拥有 60 座矿井，设计生产能力 10765 万吨/年，资源储量合计 110.37 亿吨，可采储量合计 52.92 亿吨（含 17-21 号在建及筹建矿井），其中：生产矿井 36 座（含资源整合矿井 28 座），煤炭资源储量 40.72 亿吨，可采储量 19.60 亿吨，设计生产能力 5830 万吨/年；缓建矿井 13 座，煤炭资源储量 6.84 亿吨，可采储量 4.23 亿吨，设计生产能力 960 万吨/年；新增资源矿井 7 座，煤炭资源储量 61.11 亿吨，设计生产能力 3280 万吨/年，其中：已取得发改委核准批复的矿井 3 座（东大矿井、三交一号矿井、车寨矿井），煤炭资源储量 30.83 亿吨，设计生产能力 1280 万吨/年，目前正在申请开工批复，其余 4 座新增资源矿井（巴楞矿井、郑庄矿井、龙湾矿井、沟底矿井），正在申请发改委核准批复；关闭矿井 4 座，关闭产能 695 万吨。除此之外，山西省政府配给公司新配置煤炭资源储量 40.07 亿吨。

表 4　截至 2017 年末晋煤集团煤矿情况表（单位：万吨、万吨/年、年）

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	设计产能	煤种	剩余开采年限	备注
1	凤凰山	11111	1418	400	无烟煤	1.5	生产矿井
2	成庄	65356	37302	830	无烟煤	31	生产矿井
3	寺河	71911	38980	900	无烟煤	22	生产矿井
4	赵庄	69806	33909	800	无烟煤、贫煤	30	生产矿井
5	长平	24670	17255	500	无烟煤	24	生产矿井
6	寺河矿二号井	13167	7846	180	无烟煤	30	生产矿井
7	岳城	13951	5040	150	无烟煤	28	生产矿井
8	赵庄二号井	6198	763	120	贫煤	9	生产矿井
9	资源整合矿井	131012	53527	1950	-	-	生产矿井

10	缓建矿井	68386	42283	960	-	-	缓建矿井
11	古书院矿	7000	770	330	无烟煤	-	关闭矿井
12	王台铺矿	9033	0	260	无烟煤	-	关闭矿井
13	高都煤业	0	0	60	无烟煤	-	关闭矿井
14	广利煤业	969	355	45	无烟煤	-	关闭矿井
15	东大矿井	88727	40292	500	无烟煤	-	在建及筹建矿井
16	三交一号矿井	199635	119781	600	焦煤，肥煤	-	在建及筹建矿井
17	车寨矿井	19900	-	180	无烟煤		在建及筹建矿井
18	巴楞矿井	150162	-	800	不粘煤	-	在建及筹建矿井
19	郑庄矿井	66324	-	400	无烟煤	-	在建及筹建矿井
20	龙湾矿井	28300	-	400	无烟煤		在建及筹建矿井
21	沟底矿井	58099	-	400	无烟煤		在建及筹建矿井
	合计	**1103717**	**399521**	**10765**			

资料来源：公司提供

备注 1：表中序号 1-8 为企业原有生产矿井，9 号为企业 28 座资源整合矿井总概述，10 号为企业 13 座缓建矿井总概述，序号 11-14 为企业关闭四座矿井，序号 15-21 为企业 7 座在建及筹建矿井。

备注 2：公司地处山西沁水煤田，主要开采煤种为 3#、9#、15#无烟煤。其中：3#煤为优质无烟煤，含硫含灰低；9#、15#煤含硫、含灰高，煤价低，市场销路不畅。目前公司部分矿井仅开采 9#、15#煤，但部分资源整合矿井在基建或改扩建过程中的工程煤（主要是开采矿井过程中的巷道工程煤，不包括在矿井产能中）为 3#优质煤。为最大限度提高煤炭经济效益，同时符合市场煤质要求，公司采用优质煤（发热量达到 6000 卡以上、硫低、灰分低）与发热量较低的煤种（发热量约在 3000—4000 卡左右）进行物理配比、深加工的方式生产出整体发热量在 5000 大卡以上的煤炭产品，整体提升煤质，导致工程煤纳入部分大矿产量中反映。实际上公司各年各矿产量（不包括工程煤）均在设计产能之内，不存在安全隐患，不适用《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》，煤矿超产不涉及违法违规问题，对本次发行不构成实质性影响。

2017 年公司共生产原煤 5853.95 万吨，销售商品煤 5270.13 万吨，分别较上年增长 2.99%和 2.04%。公司煤炭产销规模保持相对稳定。

表 5　近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3
原煤产量	5623.16	5684.27	5853.95	1167.56
商品煤销量	4877.75	5164.53	5270.13	996.58

资料来源：公司提供

生产技术方面，跟踪期内，公司综合机械化程度和掘进机械化程度均有所提高；2017 年公司全员效率为 12.37 吨/工，同比增长 21.39%。

表 6　公司煤炭生产主要指标

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
原煤产量(万吨)	5623.16	5684.27	5853.95
综合机械化程度(%)	91.49	99.79	100.00
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	96.35	97.33	97.82
全员效率(吨/工)	10.37	10.19	12.37
死亡率(人/百万吨)	0.0568	0.0164	0.077

资料来源：公司提供

2017 年，公司煤炭生产死亡率指标较 2016 年上升，主要系 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。

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，同时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。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，2017 年煤炭行业供需基本维持在紧平衡状态，全年煤价高位震荡运行，2017 年公司煤炭平均售价为 578.78 元/吨，较 2016 年大幅增长 59.22%。2018 年 1~3 月，公司煤炭销售均价达 664.28 元/吨，较 2017 年均价上升 14.77%。

表 7　公司煤炭销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
动力煤	1131.03	1378.89	1379.18	263.70
喷吹煤	339.13	395.76	330.37	54.19
化工煤	2213.09	2130.71	2121.79	489.07
其他	926.96	953.99	737.52	103.24
合计	**4610.21**	**4859.35**	**4568.85**	**910.19**
均价	**386.34**	**363.51**	**578.78**	**664.28**

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，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。跟踪期内，公司煤炭产销量略有增长，销售价格均同比大幅增长，煤炭板块的盈利能力明显增强。

3. 煤化工业务

公司煤化工产品主要是尿素和甲醇。中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，市场竞争激烈，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。截至 2017 年底，公司已在江苏、山东等 9 个农业大省拥有 21 家控股煤化工企业，拥有近 5 万余名员工。2017 年，公司煤化工板块总氨产量为 1574.97 万吨，产量位居全国煤化工企业前列。

跟踪期内，公司煤化工产品继续保持产销平衡，2017 年，公司实现尿素产量 989.34 万吨，同比下降 21.59%，主要是市场供给增加，竞争激烈所致；甲醇产量为 394.15 万吨，同比增长 16.91%。销售价格方面，2017 年公司尿素和甲醇销售均价均出现上涨，分别同比增长 26.14%和 35.02%，至 1408.94 元/吨和 2183.81 元/吨。

2018 年 1~3 月，公司甲醇和尿素的产量分别为 232.19 万吨和 110.07 万吨，分别占 2017 年的 23.47%和 27.93%；销售价格分别为 1715.35 元/吨和 2426.58 元/吨，较 2017 年分别增长 21.75%和 11.12%。

表 8　公司煤化工产业发展情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
总氨产量（万吨）		1592.48	1535.58	1574.97	397.28
尿素	产量（万吨）	1454.96	1261.82	989.34	232.19
	销量（万吨）	1427.70	1240.23	960.76	219.24
	均价（元/吨）	1382.85	1116.93	1408.94	1715.35
甲醇	产量（万吨）	335.67	337.15	394.15	110.07
	销量（万吨）	329.83	327.90	390.27	107.51

	均价（元/吨）	1682.18	1617.45	2183.81	2426.58
收入（亿元）		464.70	380.97	484.28	132.64

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受煤化工产品销售价格大幅上涨影响，公司煤化工业务收入和毛利率水平均有所增长；但联合资信同时关注到公司煤化工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，受行业产能过剩、竞争激烈影响，近年来公司尿素产销量持续下降，面临一定的竞争压力。

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。2017 年，公司贸易业务实现收入 761.59 亿元，同比下降 11.16%，毛利率为 0.51%，较 2016 年增长 0.09 个百分点。

电力板块方面，晋煤集团目前现有的电厂主要为煤泥、煤矸石和煤层气资源综合利用电厂，共有发电装机容量 46.9 万千瓦，其中寺河 12 万千瓦煤层气电厂是目前世界上最大的煤层气发电厂。公司现有电厂为王台热电分公司（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）。2015~2017 年，公司分别发电 25.25 亿千瓦时、22.79 亿千瓦时和 28.73 亿千瓦时，分别实现收入 9.80 亿元、8.70 亿元和 10.42 亿元； 2018 年 1~3 月，公司发电 8.13 亿千瓦，实现收入 2.85 亿元。受成本上升影响，电力板块毛利率近年来持续下降，2017 年为 19.01%，较 2016 年下降 14.50 个百分点，2018 年一季度毛利率与 2017 年持平。

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。

5. 经营效率

2017 年，公司总资产周转次数为 0.70 次，存货周转次数为 12.21 次，销售债权周转次数为 10.81 次，除销售债权周转次数外均较上年有所上升，公司整体经营效率一般。

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 2018 年 3 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，尚未正式开始动工建设；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，目前上述项目在建为一期工程，工程进度接近完工。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资 345.87 亿元，已投资 142.15 亿元，尚需投资 203.72 亿元，公司有一定的对外融资压力。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	投资概算	产能	自有资金		投资完成情况		
			占比	是否落实	至 2017 年底累计完成	2018 年计划完成	2018 年一季度已完成
100 万吨/年甲醇制清洁燃料（MTG）一期项目	180000	清洁燃料 50 万吨/年、LPG 13 万吨/年、均四甲苯混合夜 13 万吨/年。	30%	已落实	169200	17000	1500
高硫煤洁净利用化电热一体化示范一期项目	703800	合成氨 140 万吨/年、联产甲醇 120 万吨/年、硫酸 26 万吨/年。	30%	已落实	652800	80000	19100
东大矿井及选煤厂项目	526700	500 万吨/年	30%	已落实部分	129500	40000	0
三交一号矿井项目	654200	600 万吨/年	30%	已落实部分	77100	17300	1200
合成氨原料结构调整及联产 60 万吨/年乙二醇项目	700000	乙二醇 60 万吨/年	30%	已落实部分	12000	120000	0
60 万吨/年合成氨扩建项目	236500	合成氨 60 万吨/年	30%	已落实部分	55700	62000	21000
寺河矿东井接替工程	340000	-	100%	已落实	197200	8000	0
芦家峪风井工程	117500	-	100%	已落实	84000	8000	1200
合计	**3458700**	--	--	--	**1377500**	**352300**	**44000**

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；煤化工行业工艺复杂，对项目运营管理有较高的要求，当期煤化工行业处于产能过剩、竞争激烈的阶段，公司在建工程未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。

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的战略布局，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。

总体看，公司发展战略立足自身煤炭资源优势，向下游煤化工、煤层气和电力产业延伸；煤炭板块致力于提高先进产能占比，煤化工板块努力向精细化工、高端煤化工转型，煤层气板块加快构建开发利用一体化，突出强利用、商品化方向。整体战略联动性强，有效实施后，可扩大公司的经营规模并增强公司的抗风险能力。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围内新增子公司 4 家，减少子公司 5 家。2017 年，公司合并范围新增 11 家子公司，其中新设 9 家，非同一控制下合并 2 家；减少 15 家，其中注销 11 家，股权转让 4 家。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 66 家。总体看，近年来公司合并范围变动较频繁，但主要是新设或注销子公司所致，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 2491.95 亿元，所有者权益 408.99 亿元（含少数股东权益 150.41 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1666.58 亿元，利润总额 30.63 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2500.10 亿元，所有者权益 416.97 亿元（含少数股东权益 150.33 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 363.61 亿元，利润总额 8.23 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 8.46%。截至 2017 年底，公司（合并）资产总额合计 2491.95 亿元，同比增长 8.81%，其中流动资产占 37.14%，非流动资产占 62.86%，非流动资产占比较高，符合行业特点。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 18.33%。截至 2017 年底，公司流动资产为 925.47 亿元，同比上升 20.52%。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 35.72%、16.04%、15.63%、13.46%和 13.98%。

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 26.51%。截至 2017 年底，公司货币资金合计 330.59 亿元，同比增长 23.17%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 179.30 亿元。

2015~2017 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 32.91%。截至 2017 年底，公司应收票据合计 148.41 亿元，同比增长 52.08%，主要为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 4.10%。截至 2017 年底，公司预付款项合计 144.62 亿元。预付账款中，1 年以内的占 45.08%，1~2 年的占 7.86%，2~3 年的占 11.96%，3 年以上的占 35.10%，账龄较长的预付款主要由资源预付款、预付股权收购款和预付土地款等构成。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 21.77%。公司应收账款主要是公司结算形成的应收或暂付款项。截至 2017 年底，公司应收账款为 28.11 亿元，同比下降 17.62%，其中，按单项计提坏账占 2.44%；按账龄法计提坏账的应收账款占 97.56%，其中 1 年以内的占 57.19%，1~2 年的占 19.20%，2~3 年的占 8.49%，3 年以上的占 15.13%，账龄组合中计提坏账准备 5.76 亿元，公司整体计提坏账 6.27 亿元，计提比例 18.24%，计提比例尚可。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 20.09%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 17.70 亿元，同比增长 75.50%，共计提坏账准备 7.82 亿元，计提比例 44.18%。其中单项计提坏账准备占 13.72%，计提比例 80.00%；按账龄法计提的占 80.05%，其中 1 年以内占 59.98%，1~2 年占 5.85%，2~3 年占 12.32%，3 年以上占 21.84%，账龄组合坏账准备整体计提 4.91 亿元，计提比例为 24.03%。公司其他应收款整体账龄较长，存在一定回收风险。

2015~2017 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 4.20%。截至 2017 年底，公司存货账面价值合计 124.52 亿元，同比增长 11.27%，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 0.09 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。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 95.81%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 129.37 亿元，同比增长 46.59%，主要由委托贷款和增值税留抵税额构成。2017 年公司对太原煤炭气化（集团）有限责任公司的委托贷款由 2016 年底的 62.26 亿元大幅增长至 96.27 亿元，导致当期公司其他流动资产大幅增长。

2015~2017 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 3.67%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1566.48 亿元，同比增长 2.91%，主要由固定资产（占 55.32%）、在建工程（占 18.89%）和无形资产（占 20.05%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长 10.28%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 1474.21 亿元，累计折旧为 604.57 亿元，减值准备合计 3.13 亿元，固定资产账面价值为 866.50 亿元，成新率 58.99%，成新率一般。

2015~2017 年，公司在建工程有所下降，年均复合下降 9.60%。截至 2017 年底，在建工程为 295.83 亿元，同比减少 16.71%，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 2017 年底，账面价值分别为 30.52 亿元、14.26 亿元、3.58 亿元和 247.47 亿元。重要在建项目有 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和山东明水公司技改项目等。

2015~2017 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合下降 0.23%。截至 2017 年底，公司无形资产为 314.10 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 2018 年 3 月底，公司资产总额 2500.10 亿元，较 2017 年底增长 0.33%，其中流动资产占 37.28%，非流动资产占 62.72%，资产结构变动不大，仍以流动资产为主；变动较大的科目主要为应收账款和其他应收款，其

中应收账款为 37.04 亿元，较 2017 年底增长 31.79%，其他应收款为 23.80 亿元，较 2017 年底增长 34.43%。

总体看，跟踪期内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；其他应收款增速较快，面临一定回收风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动中有所增长，年均复合增长 5.57%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 408.99 亿元，同比增长 18.63%，其中少数股东权益占比 41.86%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 18.70%，资本公积占 2.75%，专项储备占 22.43%，未分配利润占 41.04%。2017 年公司所有者权益中新增永续债 49.72 亿元，为公司 2017 年发行的“17 晋煤 MTN004”、“17 晋煤 MTN005”和“17 晋煤 MTN006”三期永续中票。

2015~2017 年，公司资本公积波动下降，年均复合下降 40.50%。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。截至 2017 年底，公司资本公积为 5.74 亿元，同比增长 165.27%，主要是下属上市公司蓝焰股份定向增发股票所致。

2015~2017 年，公司专项储备波动中有所增长，年均复合增长 9.07%。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 年底，公司专项储备为 57.99 亿元，同比增长 57.14%，主要是 2017 年公司安全生产费和维简费等计提 30.13 超过使用 9.04 亿元所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 416.97 亿元，较 2017 年底增长 1.95%，所有者权益结构较 2017 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

2015~2017 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 9.05%。截至 2017 年底，公司负债总额 2082.95 亿元，同比增长 7.07%，其中流动负债占 66.77%，非流动负债占 33.23%，公司负债以流动负债为主，非流动负债占比较 2016 年底有所增长。

2015~2017 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 9.73%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 1390.75 亿元，同比增长 1.56%，以短期借款（占 32.11%）、应付票据（占 17.81%）、应付账款（占 15.40%）和一年内到期的非流动负债（占 12.69%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 14.11%。截至 2017 年底，公司短期借款为 446.63 亿元，同比增长 0.60%，主要为信用借款和保证借款。

2015~2017 年，公司应付账款保持相对稳定，年均复合下降 0.42%。截至 2017 年底，应付账款合计 214.22 亿元，同比增长 0.95%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 67.95%，1~2 年（含）的款项合计占 13.08%。

2015~2017 年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增长 12.03%。截至 2017 年底，公司应付票据合计 247.66 亿元，同比下降 6.67%，主要为银行承兑汇票，占 94.71%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债不断下降，年均复合下降 12.83%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 176.46 亿元，同比下降 13.81%，其中 114.95 亿元为一年内到期的长期借款，8.50 亿元为一年内到期的应付债券，53.01 亿元为一年内到期的长期应付款。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所上升，年均复合增长 7.72%。截至 2017 年

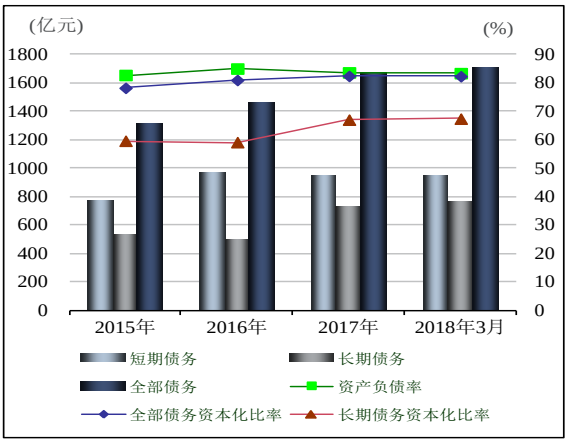
底，公司非流动负债合计 692.21 亿元，以长期借款（占 58.82%）、应付债券（占 21.53%）和长期应付款（占 16.49%）为主，其中长期借款以保证借款和信用借款为主；长期应付款中含融资租赁款 73.27 亿元，其余主要是应支付的采矿权价款和股东借款。

2015~2017 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 7.01%。截至 2017 年底，公司长期借款为 407.18 亿元，同比增长 16.49%，其中信用借款 122.31 亿元、保证借款 226.38 亿元、抵押借款 29.03 亿元、质押借款 29.47 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 50.65%。截至 2017 年底，公司应付债券为 149.03 亿元，同比增长 162.39%，主要系公司 2017 年发行债券数量增加所致。

2015~2017 年，公司长期应付款不断下降，年均复合下降 13.84%。截至 2017 年底，公司长期应付款为 114.13 亿元，同比下降 23.02%，主要是应付融资租赁款和采矿权价款等。

图 8　公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报告。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 11.24%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 1674.66 亿元，同比增长 14.57%，其中短期债务占 56.47%，长期债务占 43.53%，长期债务占比较 2016 年低上升 9.49 个百分点。债务指标方面，2015~2017 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 83.81%、80.85%和 62.34%，截至 2017 年底上述指标分别为 83.59%、82.34%和 66.98%，除资产负债率外，均较上年底有所上升。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 2083.14 亿元，较 2017 底增长 0.01%，其中流动负债占 65.05%，非流动负债占 34.95%，非流动负债占比较 2017 年底有所上升；全部债务为 1700.03 亿元，其中短期债务占 55.47%，长期债务占 44.53%，长期债务占比较 2017 年底有所上升。截至 2018 年 3 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 83.32%、82.24%和 67.33%，债务负担较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续扩大，长期债务占比有所上升，但短期债务占比仍较高；公司债务负担重，短期偿债压力加大。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入有所波动，年均复合下降 1.93%，2017 年，公司营业收入为 1666.58 亿元，同比增长 9.67%。同期，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降 4.21%，2017 年为 1443.64 亿元，同比增长 5.07%。

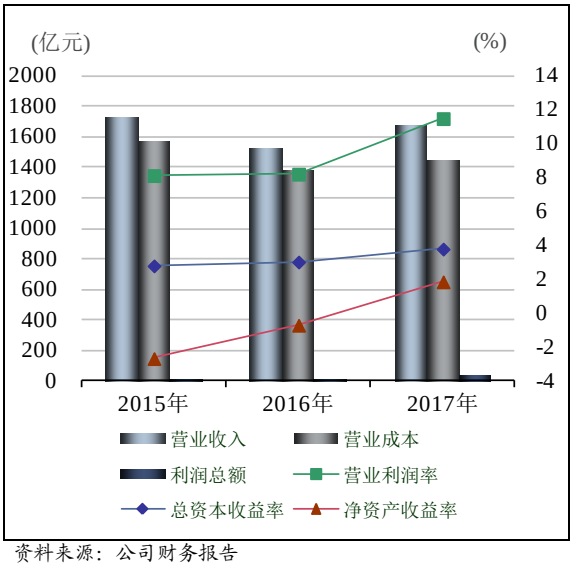
期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 6.35%，2017 年为 169.61 亿元，同比增长 23.07%，其中销售费用占 10.08%、管理费用占 50.41%、财务费用占 39.51%。2015~2017 年，公司期间费用率分别为 8.65%、9.07%和 10.18%，期间费用控制能力逐年下降，费用控制能力较弱。

非经常性损益方面，近三年公司非经营损益为投资收益、营业外收入和支出。2015~2017 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长 184.75%，2017 年为 1.64 亿元，同比增长 159.13%，主要是持有到期投资产生的投资收益；营业外收入波动下降，年均复合下降 64.45%，2017 年为 1.88 亿元，同比下降

91.16%，主要是 2017 年因会计政策变动，政府补助计入其他收益所导致；营业外支出快速增长，年均复合增长 54.58%，2017 年为 6.02 亿元，同比增长 63.93%，主要是非流动资产处置损失、赔偿金违约金及各种罚款和预计负债等。2017 年，公司其他收益为 14.85 亿元，主要是政府补助。总体看，非经常性损益，尤其是政府补助对公司利润总额有较大影响。

2015~2017 年，公司营业利润分别为-10.33 亿元、-14.44 亿元和 34.76 亿元，2017 年受煤炭销售均价上涨影响实现扭亏为盈；利润总额快速增长，年均复合增长 284.97%，2017 年为 30.63 亿元，为 2016 年的 9.54 倍。

图 9　公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2015~2017 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率的三年均值分别为 9.83%、3.32%和 0.19%。2017 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 11.48%、3.70%和 1.86%，均较 2016 年有所上升，其中营业利润率较 2016 年上升 3.27 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 363.61 亿元，为 2017 年全年营业收入的 21.82%，实现利润总额 8.23 亿元，为 2017 年全年的 26.87%，营业利润率较 2017 年增加 2.68 个百分点至 14.16%。

总体看，跟踪期内公司营业收入有所增长，同时在煤炭销售价格上涨的影响下，公司经营利润实现扭亏为盈，盈利状况得到明显改善；政府补助对公司利润总额贡献较大，公司整体盈利能力仍偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年公司经营活动现金流入量波动中有所下降，年均复合下降 4.39%，2017 年为 1245.73 亿元，同比增长 16.02%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降 5.53%，2017 年为 1131.30 亿元，同比增长 12.45%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金。2015~2017 年，公司经营活动净现金流波动中有所增长，三年分别为 95.31 亿元、67.66 亿元和 114.43 亿元。从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 77.02%、68.69%和 73.45%。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 23.78%，2017 年为 76.90 亿元，为 2016 年的 2.87 倍，主要是收回投资收到的现金；投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 21.71%，2017 年为 197.55 亿元，同比增长 29.39%，主要是投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动净现金流均为负值，分别为-83.16 亿元、-125.87 亿元和-120.65 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前现金流分别为 12.15 亿元、-57.21 亿元和-6.22 亿元，波动较大，公司存在一定的对外融资需求。

从筹资活动来看，2015~2017 年，筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 30.61%，2017 年为 1187.72 亿元，同比增长 24.18%，主要是取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 22.50%，2017 年

为 1126.78 亿元，同比增长 24.46%，主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。2015~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为-54.58 亿元、51.10 亿元和 60.94 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动产生的现金流量净额分别为 31.44 亿元、-21.98 亿元和-30.39 亿元。2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 88.15%，较 2017 年底上升 15.41 个百分点。

跟踪期内，随着公司经营情况好转，公司经营活动净现金流同比大幅增长，经营获现能力有所增强；公司保持较大的对外投资规模，投资活动现金流持续净流出且规模较大，经营活动现金净流量不能满足投资需求，公司存在一定的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率三年加权均值分别为 61.54%和 52.63%，2017 年底分别为 66.54%和 57.59%，较 2016 年底分别增长 10.46 和 9.68 个百分点，截至 2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 68.78%和 59.20%，均较 2017 年底有所上升。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比均值为 7.25%，2017 年为 8.23%，较 2016 年底增长 3.29 个百分点。从短期偿债指标数值看，跟踪期内公司短期偿债能力有所增强但仍偏弱。

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 1.79 倍、1.63 倍和 2.27 倍；全部债务/EBITDA 倍数近三年分别为 11.29 倍、12.08 倍和 10.15 倍。整体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所改善但仍偏弱。

综合考虑到公司的行业地位、煤种优势以及融资渠道的畅通，公司整体偿债风险不大。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额合计 200.84 亿元，担保比率 48.17%。对外担保为山西潞安矿业集团有限责任公司 70.00 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 80.84 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 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 1556.20 亿元，其中未使用额度 647.22 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 2018 年 8 月 1 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 13.21 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、跟踪债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司现金类资产分别为 292.19 亿元、367.45 亿元和 480.87 亿元，分别是“18 晋煤 CP002”的 14.61 倍、18.37 倍和 24.04 倍。

2015~2017 年，经营性净现金流分别为 95.31 亿元、67.66 亿元和 114.43 亿元，分别是“18 晋煤 CP002”的 4.77 倍、3.38 倍和 5.72 倍；经营现金流入量分别为 1362.83 亿元、1073.73 亿元和 1245.73 亿元，分别是“18 晋煤 CP002”的 68.14 倍、53.69 倍和 62.29 倍。

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券中到期兑付年份为 2019 年的债券共有 4 支，分别

为“14 晋煤 PPN001”、“18 晋煤 CP001”、“18 晋煤 CP002”和“14 晋煤 MTN001”，合计金额为 71 亿元，现选取 71 亿元作为测算额度来评估公司 2019 年到期债券的集中偿付压力。

表 10　截至评级报告日，2019 年到期的公司存续债券明细

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿元)	合计金额（亿元）
14 晋煤 PPN001	2014-03-20	2019-03-21	11	71
18 晋煤 CP001	2018-05-04	2019-05-08	10	
18 晋煤 CP002	2018-06-26	2019-06-28	20	
14 晋煤 MTN001	2014-10-22	2019-10-24	30	

资料来源：Wind

2015~2017 年，公司现金类资产分别为 292.19 亿元、367.45 亿元和 480.87 亿元，分别是测算额度的 4.12 倍、5.18 倍和 6.77 倍。

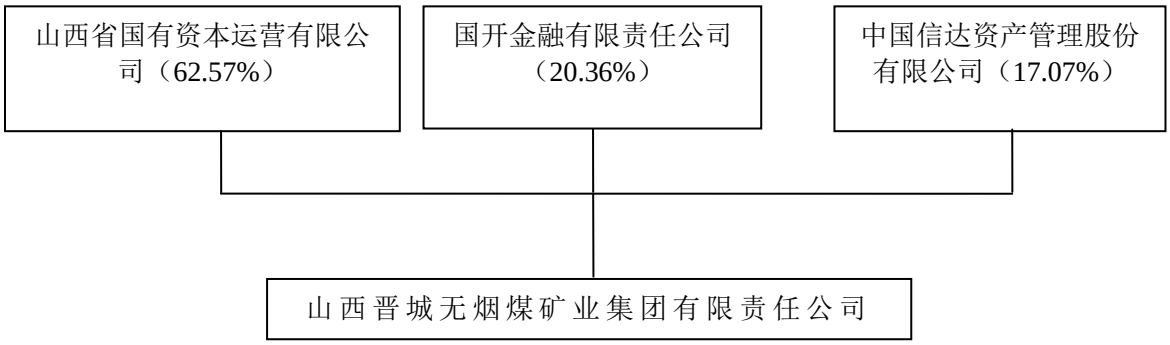
2015~2017 年，经营性净现金流分别为 95.31 亿元、67.66 亿元和 114.43 亿元，分别是测算额度的 1.34 倍、0.95 倍和 1.61 倍；经营现金流入量分别为 1362.83 亿元、1073.73 亿元和 1245.73 亿元，分别是测算额度的 19.19 倍、15.12 倍和 17.55 倍。

总体看，公司现金类资产和经营现金流对“18 晋煤 CP002”的保障能力强。

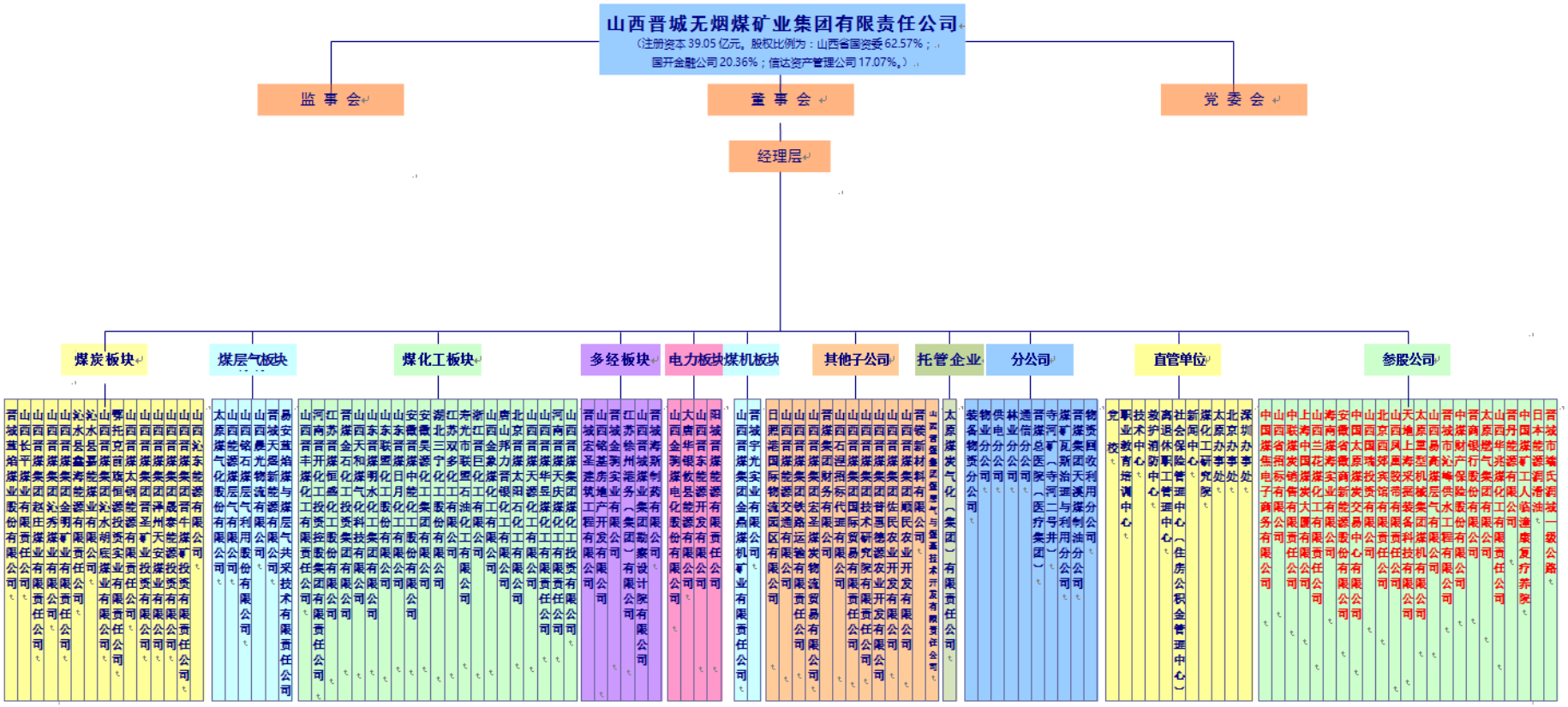
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 晋煤 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	292.19	367.45	480.87	455.43
资产总额(亿元)	2118.45	2290.11	2491.95	2500.10
所有者权益(亿元)	366.97	344.77	408.99	416.97
短期债务(亿元)	772.68	964.05	945.75	943.04
长期债务(亿元)	540.57	497.58	728.91	756.99
全部债务(亿元)	1313.25	1461.63	1674.66	1700.03
营业收入(亿元)	1732.73	1519.64	1666.58	363.61
利润总额(亿元)	2.07	3.21	30.63	8.23
EBITDA(亿元)	116.33	120.98	164.98	--
经营性净现金流(亿元)	95.31	67.66	114.43	31.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.80	11.62	10.81	--
存货周转次数(次)	13.72	12.13	12.21	--
总资产周转次数(次)	0.82	0.69	0.70	--
现金收入比(%)	77.02	68.69	73.45	88.15
营业利润率(%)	8.13	8.21	11.48	14.16
总资本收益率(%)	2.80	3.03	3.70	--
净资产收益率(%)	-2.66	-0.70	1.86	--
长期债务资本化比率(%)	59.56	59.07	66.98	67.33
全部债务资本化比率(%)	78.16	80.91	82.34	82.24
资产负债率(%)	82.68	84.95	83.59	83.32
流动比率(%)	57.23	56.08	66.54	68.78
速动比率(%)	47.30	47.91	57.59	59.20
经营现金流动负债比(%)	8.25	4.94	8.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	1.63	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.29	12.08	10.15	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计;公司其他流动负债中的短期债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款和所有者权益中的永续债计入长期债务。

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

注：　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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息