

信用等级公告

联合〔2020〕750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 2020 年度第二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 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2020年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 基础发行规模5亿元,
发行规模上限10亿元

本期中期票据期限: 5年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司本部银行借款及债务
融资工具

评级时间: 2020年4月2日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点:

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司(以下简称“公司”或“晋煤集团”)的评级结果反映了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、技术装备和政府支持等方面拥有的优势。受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨,2016—2018年,公司营业收入和利润总额持续增长,盈利能力及经营活动获现能力明显提升。同时联合资信也关注到公司债务规模大、资本支出及安全管理压力大等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障程度很高。

未来随着公司煤化工、煤层气等下游产业链的不断延伸,公司的整体抗风险能力和综合竞争力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况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:

- 公司经营规模大,资源优势明显。**公司作为山西省国资委下属的特大型煤炭生产企业,经营规模大,煤炭资源储量丰富,所处晋东矿区是中国14个大型煤炭基地之一,无烟煤资源丰富,资源优势明显。
- 公司营业收入和利润总额持续增长。**公司煤化工业务产能规模大,与煤炭开采业务形成有效协同,受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨,2016—2018年,公司营业收入和利润总额持续增长,盈利能力及经营活动获现能力明显提升。
- 煤层气板块有望成为公司重要的收入和利润增长来源。**公司是全国最大的煤层气抽采利用基地,在煤层气开采和利用领域具有丰富经验。近年来公司煤层气抽采利用量稳步增长,未来在公司大燃气战略支持下,煤层气板块有望成为公司重要的收入和利润增长来源。
- 公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的保障程度很高。**

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	5
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务 风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
—				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注：

1. **公司债务规模大，存在一定偿债压力。**公司债务规模大，近年来债务负担虽有所下降但仍偏重，存在一定债务偿还压力；同时公司维持较大规模的投资支出，加剧了公司的对外融资压力。
2. **公司盈利主要集中于煤炭板块。**除煤炭板块外，公司其他板块盈利能力一般。
3. **公司在建煤化工项目投资规模大，未来投产存在一定不确定性。**2019 年尿素和甲醇销售均价总体呈下行趋势，公司煤化工板块前三季度毛利率较上年有所下降；公司在建煤化工项目投资规模大，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。
4. **公司对外担保比例较高。**公司对外担保比率较高且被担保企业行业集中，具有一定的或有负债风险。

分析师：尹金泽 张 葛

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产 (亿元)	367.45	480.87	486.52	454.39
资产总额 (亿元)	2290.11	2491.95	2755.74	2933.22
所有者权益 (亿元)	344.77	359.28	641.92	724.29
短期债务 (亿元)	964.05	945.75	1056.39	1082.19
长期债务 (亿元)	497.58	679.19	634.98	721.07
全部债务 (亿元)	1461.63	1624.94	1691.36	1803.26
营业收入 (亿元)	1519.64	1666.58	1709.55	1334.04
利润总额 (亿元)	3.21	30.63	42.33	35.14
EBITDA (亿元)	120.98	164.98	208.67	--
经营性净现金流 (亿元)	67.66	114.43	209.76	149.88
营业利润率 (%)	8.21	11.48	14.62	12.12
净资产收益率 (%)	-0.70	2.12	2.45	--
资产负债率 (%)	84.95	83.59	76.71	75.31
全部债务资本化比率 (%)	80.91	84.00	75.72	74.27
流动比率 (%)	56.08	66.54	62.83	67.59
经营现金流动负债比 (%)	4.94	8.23	13.69	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.63	1.98	2.14	--
全部债务/EBITDA (倍)	12.08	9.85	8.11	--
公司本部 (母公司) 口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	1042.33	1176.20	1250.59	1314.97
所有者权益 (亿元)	225.11	269.16	412.04	439.75
全部债务 (亿元)	572.67	618.21	527.59	723.19
营业收入 (亿元)	232.96	344.07	356.59	252.20
利润总额 (亿元)	10.55	13.59	25.07	26.84
资产负债率 (%)	78.40	77.12	67.05	66.56
全部债务资本化比率 (%)	71.78	70.75	61.95	67.27
流动比率 (%)	67.39	89.08	94.10	95.51
经营现金流动负债比 (%)	3.45	12.83	11.93	--

注: 2019 年前三季度财务报表未经审计; 合并口径下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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/3/17	尹金泽、张葛	煤炭企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2010/7/23	王健	--	阅读全文
AA+	稳定	2007/12/29	丁继平、李慧鹏	--	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020年度第二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（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2019年9月底，公司实收资本390519.56万元，出资情况见表1。公司实际控制人为山西省国资委。

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2018年底，公司共有全资及控股二级子公司64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2018年底，公司（合并）资产总额2755.74亿元，所有者权益641.92亿元（含少数股东权益207.91亿元）；2018年公司实现营业收入1709.55亿元，利润总额42.33亿元。

截至2019年9月底，公司（合并）资产总额2933.22亿元，所有者权益724.29亿元（含少数股东权益279.68亿元）；2019年1—9月公司实现营业收入1334.04亿元，利润总额35.14亿元。

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、本期中期票据概况及募集资金用途

公司于2019年12月注册了DFI融资工具，本期拟发行山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模为5亿元，发行规模上限10亿元，期限为5年。本期中期票据所募集资金拟用于偿还公司本部银行借款及债务融资工具。本期中期票据无担保。

本期中期票据按年付息，到期一次还本。

三、宏观经济和政策环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

（一）经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺

口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三第四季度同比增长6.0%，逐季下滑态势明显。

表2 2016—2019年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率(%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。

资料来源：国家统计局、Wind

1.消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和

0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

2.工业生产较为低落，服务业较快发展

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点，运行于近10年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长3.5%。12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

3.居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

4.财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额

4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

5. 就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

（二）宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

（三）宏观经济及政策前瞻

1. 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制

了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

2. 受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于，下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

3. 积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

4. 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10BP，5 年期报价 4.75，下

调 5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3-4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、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平衡状态。2009—2015 年，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，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需要增速放缓，国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，供求失衡矛盾得到解决，煤炭行业回归良性发展。

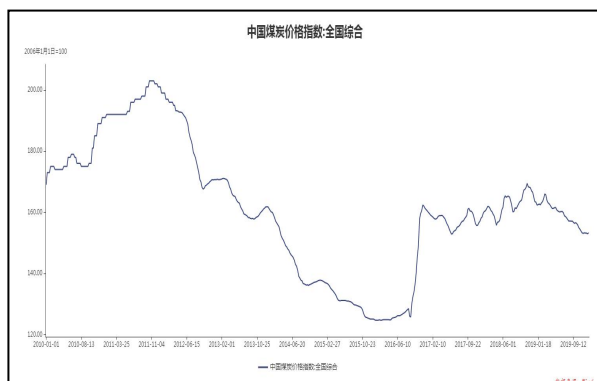
煤炭价格

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 2002-2011 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，煤炭价格步入深度调整阶段。

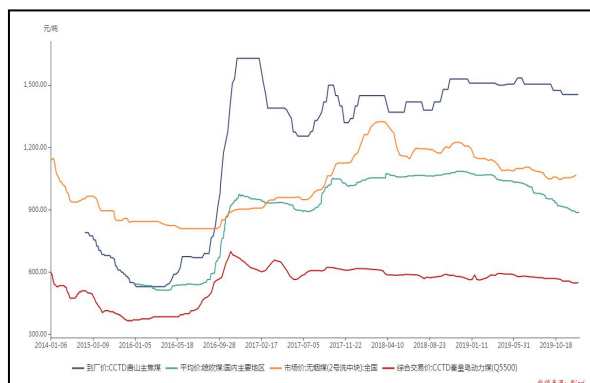
图1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭价格持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017—2018年采暖季，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等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势。

针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢自2018年初的高位下移至绿色区域（500元/吨—570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

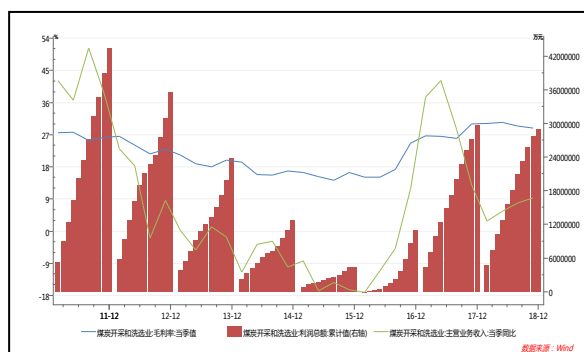
2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢稳中下降，截至2019年12月20日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗

中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为549元/吨、1455元/吨、1068.30元/吨和887元/吨,较年初分别下降2.83%、3.64%、10.53%和17.41%。

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—2018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。

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

受煤炭销售价格下滑影响,2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年1—10月,煤炭行业实现利润总额2418.50亿元,同比下降2.10%。

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。2019年以来煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露,2019年上半年,全国煤矿企业共发生安全生产事故66起,共造成103人死亡。2019年7月以来,四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

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。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》,2016年以来,煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨,提前两年完成“十三五”去产能目标任务。未来,煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置,稳固去产能成果,提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并

重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设，持续提升供给体系质量，增强能源保障能力。

总体看，随着去产能目标的提前完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩以及局部突发安全事故对煤炭供给和煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，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。

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。2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12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。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，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。

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

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来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、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

煤制烯烃

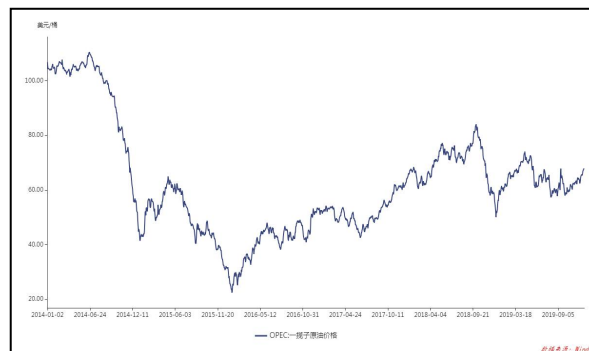
烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，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中国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来中国煤制烯烃行业发展迅速，2010年中国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能达630万吨，2015年产能达779万吨。2016年至今，煤制烯烃产能延续增长趋势，规划形成了鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区。据亚化咨询统计，截至2018年9月中旬，中国已投入运行和试车成功的煤（甲醇）制烯烃装置共29套，合计烯烃产能1300万吨/年（不含未投入运行的MTP装置产能）。预计随着后期新项目的投产，中国煤制烯烃产能将会持续增长，2020年煤制烯烃的产能规模或将达到2500万吨/年。

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，煤制烯烃面临着油制烯烃的竞争，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

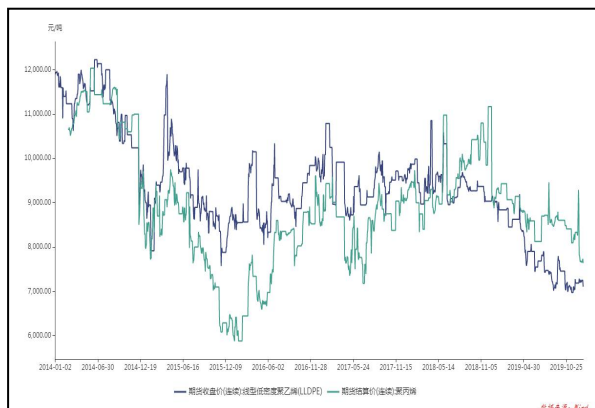


资料来源：Wind

2015—2018年前三季度国际油价处于震荡上

升趋势，对烯烃价格形成了支撑。2018 年三季度以来，石油价格开始低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格 2018 年四季度以来出现持续快速下降，目前已降至 2018 年初水平。

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，2015—2018 年前三季度石油价格震荡上行，对烯烃价格形成支撑，缓解了原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力；但 2018 年四季度以来受国际油价波动和新建产能释放压力的影响，烯烃价格快速下行，预计煤制烯烃企业的盈利能力在原料煤价格高企和产品价格下滑的背景下未来或面临一定盈利压力。

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。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，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。

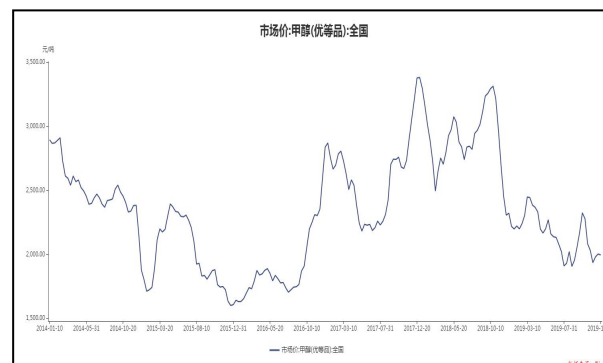
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约 80% 的甲醇是以天然气为原料生产，

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。目前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。

2017 年全国甲醇产能继续增加，但增速明显放缓，国内总产能达 8520 万吨/年，年内新增产能在 420 万吨/年，增速不足 5%。据生意社统计，截至 2017 年 12 月中旬，甲醇装置开工率均值 66.03%、环比上升 4.38%，甲醇行业利润增加、行业利润率暂处高位，同时进口数量不及市场预期，为满足国内下游需求，甲醇装置开工率重心明显上移。产量方面，根据国家统计局数据，2017 年全年全国精甲醇总产量 4528.79 万吨，同比增长 4.99%，产能产量增速稳定增长。2018 年中国共投产 8 套合计 550 万吨甲醇装置。从新建甲醇装置的投产进程来看，2018 年新增甲醇装置产能 460 万吨、实际新增甲醇装置产能 292 万吨。截至 2018 年 12 月 20 日，中国甲醇总产能在 8759 万吨左右，其中西北地区在 4290 万吨左右，而规模在 10 万吨/年及以上的产能在 8402 万吨左右。2018 年全国甲醇装置开工率月度均值为 68.32%，全国精甲醇产量为 4756 万吨，同比增长 5.02%。

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年甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平。2017年受煤炭价格上涨、进口数量不及预期、下游煤制烯烃进一步扩产以及天然气、石油等燃料产品价格普涨等因素影响，2017年全国甲醇价格普遍同比上涨。2018年前三季度，国内甲醇价格总体呈高位震荡走势，但进入四季度，甲醇价格受下游烯烃价格下滑、醇基燃料需求不及预期等因素影响，甲醇价格快速下降，截至2018年底，甲醇（优等品）市场价降至2219.20元/吨的年内低点。2019年，甲醇价格呈震荡下行走势，截至2019年12月20日，甲醇（优等品）市场价为1996元/吨，较年初下降9.22%。

总体看，甲醇为周期性波动行业，近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游煤制烯烃产能的不断增长对甲醇需求增长形成支撑。2018年四季度以来，甲醇价格随着烯烃价格下滑而成震荡下行趋势，甲醇生产企业盈利能力面临较大考验。

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。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地要对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。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，

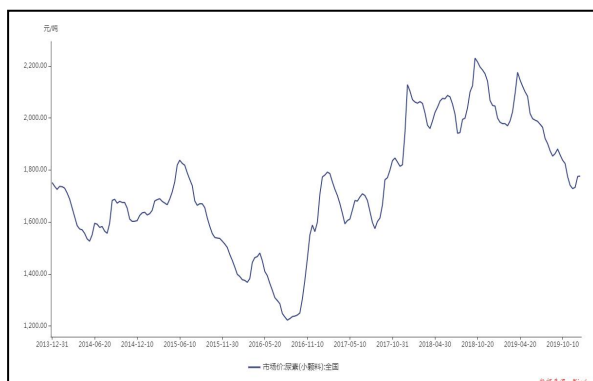
大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015—2017年以来，中国尿素产量连续下滑。2017年全年总产量5758万吨，较2016年同比下滑近20%。截至2017年底，全国尿素总产能约7489万吨，扣除停车9个月以上可认为复产无望退出市场的产能，中国尿素有效产能约为7241万吨，其中煤头尿素5446万吨，气头尿素1795万吨。

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—2018年，尿素出口量分别为885.97万吨、465.00万吨和244.30万吨。

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。

图 7 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

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。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，受农用化肥减少和工业需求萎缩，以及化工行业景气度下行影响，尿素价格总体呈下滑趋势，截至2019年12月20日，尿素（小颗粒）价格为1776.70元/吨，较年初下降11.15%。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司实收资本为39.05亿元，其中，山西省国有资本运营有限公司持股

62.57%，为公司第一大股东。公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家14个大型煤炭基地之一。截至2018年底，公司本部（凤凰山、成庄、寺河、赵庄、长平、寺河矿二号井、岳城和赵庄二号井）煤炭资源储量27.62亿吨，其中，可采储量13.95亿吨；考虑公司合并口径内的资源整合矿井、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39.72亿吨。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、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

3. 人员素质

公司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。

截至2019年9月底，公司董事会成员11名，监事会成员5名，其他高级管理人员8名。

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。

公司总经理王志清先生，1965年出生，研究生学历。1987年7月参加工作，在潞安矿务局漳村矿先后任生产科技术员、综采队技术员、副队长、队长、安监处副处长、综采队队长兼支部书记、副矿长、矿长；2005年12月至2008年10月任潞安集团常村矿矿长，2008年10月至2010年5月任潞安集团副总经理；2010年5月至2011年8月任潞安集团党委副书记、纪委书记；2011年8月至2013年3月任潞安集团党委副书记、纪委书记、潞安环能股份公司总经理；2013年3月至2017年3月任潞安集团党委副书记、潞安环能股份公司总经理；2017年3月至2017年5月任潞安集团党委副书记、董事、潞安环能股份公司总经理；2017年5月至2017年7月任潞安集团党委副书记、董事；2017年7月至2018年12月任潞安集团专职党委副书记、副董事长；2018年12月至2019年4月任省国资委党委副书记；2019年4月至今任晋煤集团党委副书记、副董事长、总经理。

截至2019年9月底，公司拥有员工77117人。按学历结构划分，研究生以上学历占2.20%、本科学历占21.51%、高中学历占63.51%、高中以下学历占12.78%；按技术等级划分，技师占1.12%、高级工占10.19%、中级工占26.73%、其他占61.96%。按是否下井分，其中井下员工约为41.60%，非井下员工约为58.40%。

4. 技术水平

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。

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。

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”。

煤化工领域，针对部分老矿井煤质下降的问题，公司会同中科院山西煤化所、埃克森美孚公司合作开发了以“三高”劣质煤为原料的煤制甲醇项目，该项技术的成功使用，使古书院、凤凰山、王台铺等老矿井重新焕发活力，为公司在煤化工领域塑造优势奠定坚实基础。此外，公司加大了灰熔聚粉煤加压气化、航天炉、鲁奇炉、富氧连续气化等造气工艺的研究力度，破解技术难题，促进煤化工产业优化升级。

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。晋煤集团现拥有两个国家级企业技术中心和八个省级技术中心、五个国家级研发试验平台、四个省部级研发试验平台、一个企业研发平台、十七家高新技术企业以及山西省煤与煤层气共采产业技术创新战略联盟等创新平台。2015—2019年，晋煤集团共获得省部级以上科技进步奖97项，其中国家科学技术奖1项；共获得专利授权594项，其中发明专利88项；共评审颁发集团公司科技进步奖442项，其中特等奖3项；共评审认定晋煤集团五小成果1565项，其中一等奖126项，五小命名成果共计32项。

5. 外部环境

煤炭产业是山西省的支柱产业，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。

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。

山西省煤炭资源储量丰富，是中国煤炭主产区。截至 2018 年底，山西省证照齐全的煤矿生产矿井总产能 9.63 亿吨/年，占全国总产能的 27.30%，位居国内第一。公司所处晋东矿区除瓦斯含量高，埋深较深外，水文地质条件总体相对简单，煤层赋存稳定，总资源储量约 500 亿吨，为公司远期煤炭资源接续提供了充足保障。

政策环境

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。

2016 年 12 月，山西省人民政府印发的《山西省“十三五”综合能源发展规划》提出在晋北、晋中、晋东三个大型煤炭基地内进一步加大资源整合、兼并重组力度，晋北动力煤基地培育同煤集团和中煤平朔两个亿吨煤炭集团，晋中炼焦炼基地培育焦煤集团亿吨级煤炭企业，晋东无烟煤基地培育阳煤集团、潞安集团和晋煤集团三大煤炭集团向亿吨级企业迈进。在；以潞安、晋煤、阳煤、晋能集团、山西焦煤等大型企业为依托，围绕低质煤高效清洁利用，采用国内外一流先进技术和多联产技术路径，以煤制天然气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇为主导产品，发展

深加工产业链，构建全循环的现代煤化工产业体系。

六、管理分析

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。

1. 法人治理结构

公司是由山西省国有资本运营有限公司、中国信达资产管理股份有限公司和国开金融有限责任公司共同出资组建的有限责任公司。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 13¹ 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，董事长由山西省国资委推荐，副董事长由中国信达资产管理股份有限公司、山西省国资委、国开金融各推荐一人，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，公司内设审计处和 12 个二

¹ 截至目前，公司董事会成员实际为 11 人，山西省国资委应委派 7 名董事，实际委派 5 名董事

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。

七、经营分析

1. 经营现状

受益于煤炭价格和煤化工产品价格的上升，2016—2018 年，公司营业收入规模持续增长，盈利能力明显提升；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。整体看，除煤炭板块外，公司其他板块盈利能力一般。

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，其中煤炭和煤化工板块为公司主要的收入和利润来源。2016 年以来，随着煤炭行业去产能的推进，行业供需格局改善，煤炭价格得以回升，公司收入和盈利水平持续上升。2018 年，公司主营业务实现收入 1642.18 亿元，同比略有增长；综合毛利率水平为 17.17%，同比上升 2.42 个百分点，主要系煤化工业务毛利率上升和贸易业务收入占比下降所致。

表 3 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	186.08	12.52	42.03	290.57	17.92	47.98	317.28	19.32	47.28	243.90	18.10	47.14
化工	380.97	25.63	12.22	484.28	29.86	13.51	561.52	34.19	16.12	431.79	34.13	15.11
贸易	857.25	57.68	0.42	761.59	46.96	0.51	693.52	42.23	0.66	533.23	42.58	0.32
电力	8.70	0.59	33.51	10.42	0.64	19.01	10.28	0.63	21.10	7.95	0.95	31.04
机械	6.49	0.44	42.05	7.14	0.44	44.54	5.32	0.32	46.79	4.04	0.92	37.34
其他	46.80	3.14	58.88	67.73	4.18	37.46	54.26	3.30	59.22	40.88	5.68	53.07
合计	1486.29	100.00	10.87	1621.72	100.00	14.75	1642.18	100.00	17.17	1261.79	100.00	16.45

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务。

资料来源：公司提供

从收入结构看，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。随着公司主动压减贸易业务，

近三年公司贸易业务收入占比逐步下降，煤炭和化工收入占比逐步上升。2018 年，受销售价格和

销量上升影响，煤炭业务实现收入 317.28 亿元，同比增长 9.19%，收入占比 19.32%，较上年上升 1.40 个百分点；煤化工业务实现收入 561.52 亿元，同比增长 15.95%，收入占比 34.19%，较上年上升 4.33 个百分点；贸易业务收入 693.52 亿元，同比下降 8.94%，收入占比 42.23%，较上年下降 4.73 个百分点。

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 年受煤炭销售价格大幅增长影响，公司煤炭板块毛利率同比上升 5.95 个百分点至 47.98%。2018 年公司煤炭板块毛利率为 47.28%，保持较高水平，同比略有下降，主要系吨煤成本上升影响；煤化工业务得益于销售价格上升，近年来毛利率水平稳步上升，2018 年毛利率水平为 16.12%，同比上升 2.61 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司主营业务实现收入 1261.79 亿元，同比增长 4.78%，主要系贸易业务收入增长所致；综合毛利率为 16.45%，较 2018

年略有下降。

2. 煤炭业务

公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，市场竞争力强。2017 年以来，公司煤炭产销量持续增长，销售价格保持高位运行，煤炭板块的盈利能力明显增强。2019 年，随着煤炭行业去产能任务完成和先进产能逐步释放，行业供需向宽松转变，全年煤炭价格中枢稳中有降，公司煤炭板块盈利面临一定下行压力。

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%。截至 2018 年底，公司本部（凤凰山、成庄、寺河、赵庄、长平、寺河矿二号井、岳城和赵庄二号井）煤炭资源储量 27.62 亿吨，其中，可采储量 13.95 亿吨，年产能 3880 万吨；考虑公司合并口径内的资源整合矿井、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 39.72 亿吨。

表 4 截至 2018 年底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	1180	400	无烟煤	2	生产矿井
2	成庄	65356	36489	830	无烟煤	31	生产矿井
3	寺河	71911	38345	900	无烟煤	30	生产矿井
4	赵庄	69806	33117	800	无烟煤、贫煤	30	生产矿井
5	长平	24670	16755	500	无烟煤	24	生产矿井
6	寺河矿二号井	13167	8009	180	无烟煤	32	生产矿井
7	岳城	13951	4924	150	无烟煤	23	生产矿井
8	赵庄二号井	6198	656	120	贫煤	4	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	0	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	0	45	无烟煤	--	关闭矿井
15	东大矿井	88727	42139	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	397205	10765	--	--	--

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。

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。

资料来源：公司提供

随着煤炭行业去产能工作取得成效，2017年以来行业逐步放开“276个工作日”限制，公司煤炭先进产能得以逐步释放，煤炭产销量持续上升。2018年公司共生产原煤5910万吨，销售商品煤5352万吨，分别较上年增长0.96%和1.56%。2019年1—9月，公司原煤产量4409.79万吨，商品煤销量3902.11万吨，分别同比增长9.14%和6.13%。

表5 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
原煤产量	5684	5854	5910	4409.79
商品煤销量	5165	5270	5352	3902.11
销售均价	360.31	551.36	592.80	--

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，公司吨煤成本由材料成本、人工成本、电力成本、折旧费、计提费用和其他构成，近年来随着材料、人工和折旧计提的持续上升，公司吨煤成本稳中有升，2018年，公司吨煤成本为268.22元/吨，同比增长11.05%。

与山西其他四大煤炭企业集团山西潞安矿业(集团)有限责任公司(以下简称“潞安集团”)、阳泉煤业(集团)有限责任公司(以下简称“阳煤集团”)、大同煤矿集团有限责任公司(以下简称“大同煤矿”)和山西焦煤集团有限责任公司(以下简称“山西焦煤”)相比，受不同矿区资源赋存条件影响，公司吨煤成本高于大同煤矿、阳煤集团，低于焦煤集团，与相邻矿区的潞安集团相近。

表6-1 公司近年本部矿井吨煤成本构成情况

(单位：元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年
材料成本	45.76	43.29	42.87
人工成本	75.85	74.67	80.28
电力成本	10.77	13.62	13.81
折旧费	12.01	13.14	25.99
计提费用	42.47	49.99	58.18
其他	28.12	46.83	47.09
合计	214.99	241.54	268.22

注：2017年8月1日开始，公司恢复计提矿山环境恢复治理保证金和煤矿转产发展资金

资料来源：公司提供

表6-2 山西省其他煤炭企业吨煤成本（单位：元/吨）

公司简称	2016年	2017年	2018年
潞安集团	163.63	247.71	256.87
阳煤集团	157.24	218.70	242.62
大同煤矿	119.81	146.01	145.97
山西焦煤	198.48	357.71	390.00

资料来源：公开资料

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保持稳定；全员效率持续增长，2018年公司全员效率为12.80吨/工，同比略有增长。

表7 公司煤炭生产主要指标

项目	2016年	2017年	2018年
原煤产量(万吨)	5684.27	5853.95	5910.21
综合机械化程度(%)	99.79	100.00	100.00
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	97.33	97.82	97.28
全员效率(吨/工)	10.19	12.37	12.80
死亡率(人/百万吨)	0.0164	0.0770	0.0170

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。2018年1月8日，寺河矿西区发生一起煤矿生产运输事故，造成井下机电二队一巡检工死亡。

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。公司现有产品销售客户主要以电力、冶金、化工等大用户为主，其中：电力行业客户包括大唐阳电、大唐湘潭发电、国电九江发电、鄂州发电、安徽电力燃料等，冶金行业客户包括武钢、马钢、莱铁等，化工化肥行业的客户多为中小企业。

2016—2018年，公司煤炭销售价格持续上升。2018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，2018年公司煤炭销售均价为592.80元/吨，同比增长7.52%。其中，本部煤炭平均售价为639.22元/吨，同比增长10.44%。

表8 公司本部煤炭销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年
电力煤	1378.89	1379.18	1248.83
喷吹煤	395.76	330.37	300.44
化工煤	2130.71	2121.79	2141.96
其他	953.99	737.52	655.09
项目	2016年	2017年	2018年
洗中块	710.65	669.51	585.21

洗小块	388.64	416.19	406.44
洗末煤	395.76	334.1	300.43
末煤	3057.19	2816.59	2551.57
其他	307.11	332.46	502.67
合计	4859.35	4568.85	4346.32
均价	363.51	578.78	639.22

注：煤炭销量数据为公司本部主力矿井销售数据以及用资源整合矿井生产的优质3#无烟煤与主要生产矿井9#、15#无烟煤进行物流配比、深加工的煤炭产品，由集团本部统一对外销售的煤炭量；部分资源整合矿井生产的煤炭产品由矿井自行销售，未纳入集团煤炭产品销售结构统计。

资料来源：公司提供

3. 煤化工业务

2016—2018年，受煤化工产品销售价格上涨影响，公司煤化工业务收入和毛利率水平均持续增长；但联合资信同时关注到2019年尿素和甲醇销售均价总体呈下行趋势，公司煤化工板块前三季度毛利率较2018年有所下降，面临一定经营压力。

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。2018年，公司煤化工板块总氨产量为1642.65万吨，产量位居全国煤化工企业前列。

2016—2018年，受市场竞争激烈影响，公司尿素产品吨毛利逐步低于甲醇，公司对外销售产品结构有所调整，尿素产销量持续下降，同期甲醇产销量持续上升。2018年，公司实现尿素产量

965.39 万吨，同比下降 2.42%；甲醇产量 420.32 万吨，同比增长 6.64%。销售价格方面，2016—2018 年，公司尿素和甲醇销售价格均持续上涨，2018 年公司尿素和甲醇销售均价均出现上涨，分别同比增长 22.97%和 5.07%，至 1732.57 元/吨和 2451.58 元/吨。

表 9 公司煤化工产业发展情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
总氨产量（万吨）	1535.58	1574.97	1642.65
尿素	产量（万吨）	1261.82	989.34
	销量（万吨）	1240.23	960.76
	均价（元/吨）	1116.93	1408.94
	单位成本（元/吨）	1099.19	1392.09
	吨毛利（元）	17.74	16.85
甲醇	产量（万吨）	337.15	394.15
	销量（万吨）	327.90	390.27
	均价（元/吨）	1617.45	2183.81
	单位成本（元/吨）	1658.88	2059.61
	吨毛利（元）	-41.43	124.20

资料来源：公司提供

表 10 公司近年尿素单位成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
原材料	961.44	1247.61	1371.68
电力	73.24	78.93	77.27
工资	12.83	15.29	16.04
其他	51.68	50.26	47.22
合计	1099.19	1392.09	1512.21

资料来源：公司提供

表 11 公司近年甲醇单位成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
原材料	1499.48	1944.74	2046.11
电力	100.12	77.81	68.01
工资	23.16	19.64	17.32
其他	36.12	17.42	32.5
合计	1658.88	2059.61	2163.94

资料来源：公司提供

4. 其他业务

多种经营贸易方面，公司贸易业务收入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。2018 年，公司贸易业务实现收入 693.52 亿元，同比下降 8.94%，毛利率为 0.66%，较 2017 年增长 0.15 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）。2016—2018 年，公司分别发电 22.79 亿千瓦时、28.73 亿千瓦时和 33.05 亿千瓦时，分别实现收入 8.70 亿元、10.42 亿元和 10.28 亿元。2018 年电力板块收入同比下降，主要系上网电价下降所致，同期电力板块毛利率同比有所上升，主要系电厂发电成本下降幅度较大所致。

煤层气开采利用方面，公司是全国最大的煤层气抽采利用基地，当前公司正着力实施大燃气战略，推进燃气主业做大做强。2018 年 2 月，公司设立山西燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”），拟以此作为整合公司燃气板块资产的平台，2019 年 2 月，公司将所持上市公司山西蓝焰控股股份有限公司（000968.SZ）40.05%股权全部划转至燃气集团。2018 年公司煤层气板块全年完成煤层气抽采量 29.61 亿立方米，同比增加 1.08 亿立方米；煤层气利用量 16.78 亿立方米，同比增加 1.23 亿立方米。2018 年公司煤层气板块完成营业收入 30.54 亿元；实现利润总额 7.35 亿元。

此外，公司还经营煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技术，对煤炭成套设备进行改良。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

公司整体经营效率一般。

2016—2018 年，公司总资产周转次数分别为 0.69 次、0.70 次和 0.65 次，存货周转次数为 12.13 次、12.21 次和 10.89 次，销售债权周转次数分别为 11.62 次、10.81 次和 11.05 次。

2018 年，潞安集团、阳煤集团、大同煤矿和山西焦煤的总资产周转次数分别为 0.74 次、0.76 次、0.52 次和 0.52 次，均值为 0.64 次；存货周转次数分别为 10.96 次、9.13 次、11.49 次和 7.63 次，均值为 9.80 次；销售债权周转次数分别为 7.78 次、15.40 次、15.81 次和 7.21 次，均值为 11.55 次。

6. 在建工程

公司未来将主要围绕煤层气、煤炭及煤化工板块进行产业布局，预计随着在建工程的完工，公司经营规模将进一步提升，业务结构更趋完善，综合抗风险能力有望得到增强；但同时在建项目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，公司在建煤化工项目投资规模大，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。

公司在建工程主要集中在煤层气、煤炭和煤化工板块。截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目计划总投资 419.40 亿元，已投资 97.20 亿元，尚需投资 322.20 亿元，公司有较大对外融资压力。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

公司名称	项目名称	投资概算	产能	自有资金		至 2019 年 9 月底累计投资
				占比	是否落实	
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	40 亿立方米煤层气项目	153.00	40 亿立方米/年	30%	已落实部分	4.80
山西沁东能源有限公司	东大矿井及选煤厂项目	62.64	500 万吨/年	30%	已落实部分	15.72
山西晋煤太钢能源有限责任公司	三交一号矿井及选煤厂项目	65.42	600 万吨/年	30%	已落实部分	8.61
湖北三宁化工股份有限公司	合成氨原料结构调整及联产 60 万吨/年乙二醇项目	70.00	乙二醇 60 万吨/年	30%	已落实部分	23.48
安徽晋煤中能化工股份有限公司	60 万吨/年总氨扩建项目	17.46	氨醇能力 60 万吨/年	30%	已落实部分	7.87
山东联盟化工股份有限公司	60 万吨/年合成氨扩建项目	23.65	合成氨 60 万吨/年	100%	已落实	17.94
山东晋煤明升达化工有限公司	退城进园 40-60 项目	27.27	总氨能力 40 万吨/年	100%	已落实	18.78
合计		419.40	--	--	--	97.20

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司整体战略联动性强，有效实施后，可扩大经营规模并增强公司抗风险能力。

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。其中，煤炭板块致力于提高先进产能占比，煤化工板块向精细化工、高端煤化工转型，煤层气板块要加快资源整合，构建开发利用一体化，突出强利用、商品化方向。公司以“燃气为主，清洁高效，建设国际一流能源企业集团”为未来战略发展目标，煤层气板块未来有望成为公司重要的收入和利润增长来源。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 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 2019 年前三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。2018 年公司合并范围新增子

公司 9 家，其中投资设立 6 家，企业合并 4 家；减少子公司 21 家，其中吸收合并 4 家，清算注销 5 家，进入破产程序 2 家，已进行拍卖 5 家，少数股东增资丧失控制权 2 家，少数股东收回原让渡的表决权丧失控制权 3 家。截至 2018 年底，纳入公司合并范围的二级子公司共 64 家。总体看，近年来公司合并范围变动较频繁，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2755.74 亿元，所有者权益 641.92 亿元（含少数股东权益 207.91 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1709.55 亿元，利润总额 42.33 亿元。

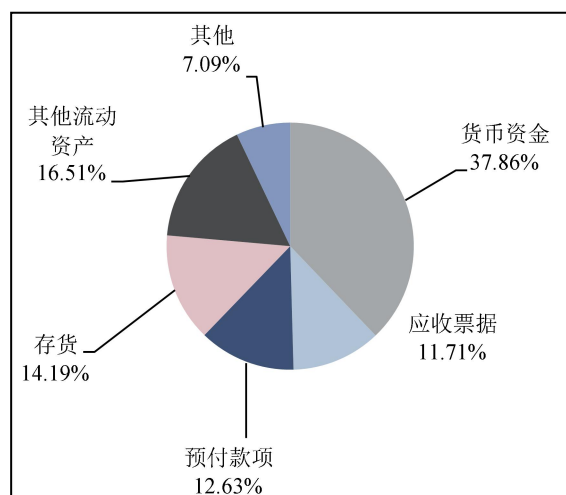
截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2933.22 亿元，所有者权益 724.29 亿元（含少数股东权益 279.68 亿元）；2019 年 1—9 月公司实现营业收入 1334.04 亿元，利润总额 35.14 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模稳步增长，特别是 2018 年受无形资产评估增值等影响，公司资产规模增幅较大；公司货币资金较为充足，但受限比例高；应收账款和其他应收账款综合账龄较长，面临回收风险；其他流动资产和预付款项金额较大，对公司资金形成占用。

2016—2018 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 9.70%。截至 2018 年底，公司资产总额合计 2755.74 亿元，较上年底增长 10.59%，主要来自无形资产评估增值和固定资产的增加；其中流动资产占 34.93%，非流动资产占 65.07%，非流动资产占比较高，符合行业特点。

图 8 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 11.96%。截至 2018 年底，公司流动资产为 962.66 亿元，较上年底上升 4.02%。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，截至 2018 年底分别占比 37.86%、11.71%、12.63%、14.19%和 16.51%。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 16.53%。截至 2018 年底，公司货币资金合计 364.47 亿元，较上年底增长 10.25%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 207.26 亿元，占比 56.87%，货币资金受限比例高。

2016—2018 年，公司应收票据波动中有所下降，年均复合下降 7.47%。截至 2018 年底，公司应收票据合计 112.72 亿元，较上年底下降 24.05%，主要为银行承兑汇票；2018 年底已质押票据合计 22.38 亿元。

2016—2018 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 22.85%。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 2018 年底，公司应收账款为 20.31 亿元，较上年底下降 27.75%，其中，按单项计提坏账占 2.07%，计提比例 100%；按账龄法计提坏账的应收账款占 97.73%，其中 1 年以内的占 47.40%，1—2 年的占 13.51%，2—3 年的占 16.64%，3 年以上的占 22.44%，账龄组合中计提坏账准备 6.28 亿元，公司整体计提坏账 6.27 亿元，计提比例 23.62%，计提比例尚可。总体看，公司应收账款综合账龄较长，存在一定回

收风险。

2016—2018 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 11.62%。截至 2018 年底，公司预付款项合计 121.62 亿元，较上年底下降 15.90%；预付账款中，1 年以内的占 47.63%，1—2 年的占 7.34%，2—3 年的占 5.41%，3 年以上的占 39.63%，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，对公司资金形成占用。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 57.17%。截至 2018 年底，公司其他应收款为 23.05 亿元，较上年底增长 30.21%，共计提坏账准备 15.36 亿元，计提比例 39.99%。其中单项计提坏账准备占 38.77%；按账龄法计提的占 61.23%，其中 1 年以内占 24.82%，1—2 年占 15.64%，2—3 年占 4.07%，3 年以上占 55.47%，账龄组合坏账准备整体计提 12.74 亿元，计提比例为 54.12%。公司其他应收款主要由应收煤矿项目合作资金、往来款、前期征地费等构成，整体账龄较长，存在一定回收风险。

2016—2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.48%。截至 2018 年底，公司存货账面价值合计 136.60 亿元，较上年底增长 9.70%，主要由原材料、自制半成品及在产品 and 库存商品构成，公司共计提存货跌价准备 0.08 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 34.21%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 158.97 亿元，较上年底增长 22.88%，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，2018 年底该委托贷款进一步增长至 119.57 亿元，导致当期公司其他流动资产大幅增长。

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 8.53%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1793.08 亿元，较上年底增长 14.47%，主要由固定资产（占 51.49%）、在建工程（占 14.38%）和无形资产（占 25.55%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产不断增长，年

均复合增长 9.46%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 1581.98 亿元，累计折旧为 650.28 亿元，减值准备合计 6.59 亿元，固定资产账面价值为 925.11 亿元，成新率 58.48%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程有所下降，年均复合下降 14.81%。截至 2018 年底，在建工程为 257.79 亿元，较上年底减少 12.86%，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 2018 年底，账面价值分别为 31.18 亿元、6.07 亿元、16.19 亿元和 204.34 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联盟燃煤清洁利用技改项目等。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 20.45%。截至 2018 年底，公司无形资产为 458.10 亿元，较上年底增长 45.85%，主要为采矿权、探矿权和土地使用权等，2018 年大幅增长主要系采矿权评估增值所致。

截至 2018 年底，公司受限资产为 542.34 亿元，受限资产占比 19.68%，其中：货币资金 20.73 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 16.57 亿元；应收票据为 22.38 亿元，主要为母公司及其子公司应收票据质押；存货 1.78 亿元，主要为子公司山西晋煤明水化工集团有限公司存货质押，子公司山西铭基房地产开发有限公司土地使用权质押；固定资产 225.27 亿元，主要为母公司及其子公司房屋、机器设备、土地使用权等抵押融资；无形资产 77.30 亿元，主要为子公司山西晋煤集团沁秀煤业有限公司、晋煤金石化工投资集团有限公司、河南晋开化工投资控股集团有限责任公司、山东明水化工集团有限公司等采矿权、土地使用权抵押；在建工程 3.63 亿元，主要为子公司山西晋煤华昱煤化工有限公司在建工程抵押；其他 4.60 亿元，主要为晋圣公司下属子公司股权质押。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 2933.22 亿元，较 2018 年底增长 6.44%，其中流动资产占 35.24%，非流动资产占 64.76%，资产结构变动不大；资产受限情况较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司预付款项 162.06 亿元，

较 2018 年底增长 33.25%，主要系公司下属部分化工企业项目投资预付增长所致；其他流动资产 231.36 亿元，较 2018 年底增长 45.53%，主要系委托贷款增长所致。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近年来公司所有者权益稳步增长，特别是受无形资产评估增值和永续债发行影响，2018 年公司所有者权益大幅增长；所有者权益构成中未分配利润、资本公积和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 9.70%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 641.92 亿元，较上年底增长 78.67%，主要系无形资产评估增值导致的资本公积增长和永续债发行增加所致；其中少数股东权益占比 32.39%。归属于母公司的所有者权益占 67.61%。其中实收资本占 9.00%，资本公积占 29.16%，专项储备占 14.61%，未分配利润占 19.00%。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益为 724.29 亿元，较 2018 年底增长 12.83%；所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

2018 年以来，公司少数股东权益持续增长，主要系公司部分子公司层面引入外部投资者进行混改和债转股所致。

负债

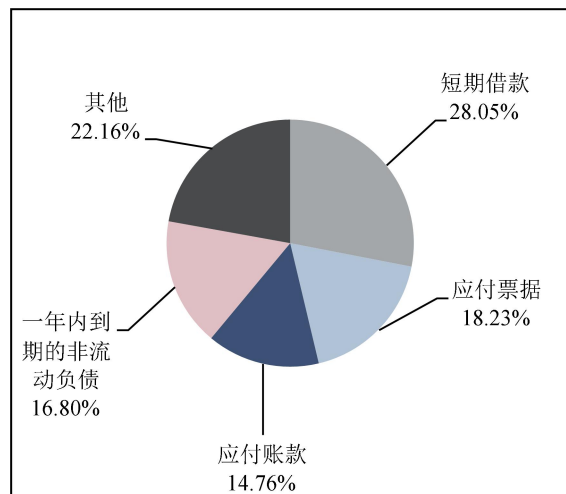
近年来公司债务规模持续增长，短期债务占比上升，短期偿债压力加大；债务负担指标有所下降，但总体仍偏重。

2016—2018 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 4.24%。截至 2018 年底，公司负债总额 2113.82 亿元，较上年底增长 1.48%，其中流动负债占 72.48%，非流动负债占 27.52%，公司负债以流动负债为主，非流动负债占比较 2017 年底有所增长。

2016—2018 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 5.78%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 1532.09 亿元，较上年底增长 10.16%，以短期借款（占 28.05%）、应付票据（占 18.23%）、应付账款（占 14.76%）和一年内到期的非流动负

债（占 16.80%）为主。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款保持相对稳定。截至 2018 年底，公司短期借款为 429.74 亿元，较上年底下降 3.78%，主要为信用借款和保证借款。

2016—2018 年，公司应付账款有所增长，年均复合增长 3.22%。截至 2018 年底，应付账款合计 226.09 亿元，较上年底增长 5.54%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 75.62%，1—2 年（含）的款项合计占 10.09%，2-3 年占 4.94%，3 年以上占 9.35%。

2016—2018 年，公司应付票据有所波动，年均复合增长 2.60%。截至 2018 年底，公司应付票据合计 279.33 亿元，较上年底下降 12.79%，主要为银行承兑汇票。

2016—2018 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 12.13%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 257.41 亿元，较上年底增长 45.87%，其中 160.75 亿元为一年内到期的长期借款，43.32 亿元为一年内到期的应付债券，52.33 亿元为一年内到期的长期应付款。

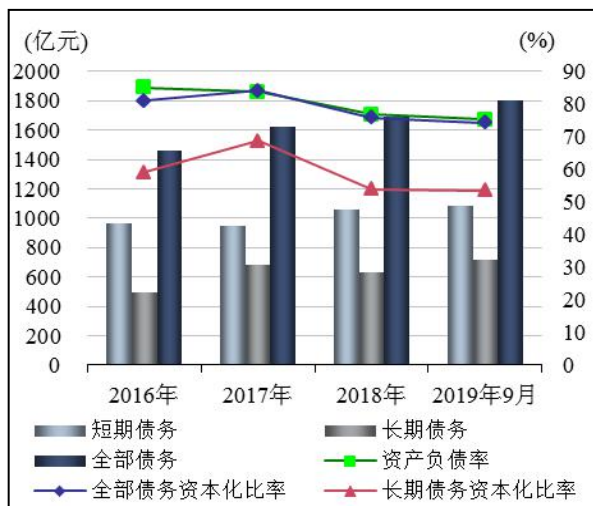
2016—2018 年，公司非流动负债波动中有所上升，年均复合增长 0.49%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 581.73 亿元，较上年底下降 15.96%，以长期借款（占 54.31%）、应付债券（占 24.44%）和长期应付款（占 17.33%）为主。其

中，长期借款 315.96 亿元，以保证借款和信用借款为主；应付债券 142.99 亿元，主要为公司发行在外的中期票据和公司债券；长期应付款 100.79 亿元，其中含融资租赁款 77.37 亿元，其余主要是应支付的采矿权价款。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务不断增长，分别为 1461.63 亿元、1624.94 亿元和 1691.36 亿元；公司债务结构中短期债务占比较高，截至 2018 年底，短期债务占 62.46%，长期债务占 37.54%。债务指标方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比有所下降，截至 2018 年底上述指标分别为 76.71%、75.72%和 53.93%。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额为 2208.93 亿元，较 2018 年底增长 4.50%，其中流动负债占 69.24%，非流动负债占 30.76%，负债结构较 2018 年底变化不大；全部债务为 1803.26 亿元，其中短期债务占 60.01%，长期债务占 39.99%。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.31%、74.27%和 53.57%，债务负担较 2018 年底有所下降。

图 10 公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报告

表 13 截至本报告出具日，公司 2020 年到期或行权的债券概况

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿元)
19 晋煤 CP001	2019-04-23	2020-04-24	15
19 晋煤 CP002	2019-04-25	2020-04-29	25
19 晋煤 SCP001	2019-08-08	2020-05-08	20

19 晋煤 SCP002	2019-08-20	2020-05-18	15
19 晋煤 SCP003	2019-08-27	2020-05-25	15
17 晋煤 MTN002	2017-06-23	2020-06-27	15
17 晋煤 MTN003	2017-07-17	2020-07-18	15
17 晋煤 MTN004	2017-09-13	2020-09-15	20
17 晋煤 MTN005	2017-10-27	2020-10-31	20
17 晋煤 MTN006	2017-12-28	2020-12-29	10
合计			170

注：“17 晋煤 MTN004”“17 晋煤 MTN005”和“17 晋煤 MTN006”到期日期为首次行权日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

近年来公司营业收入和利润总额均保持增长趋势；期间费用率持续上升，对公司盈利侵蚀较大；非经常性损益对公司利润总额影响较大；公司整体盈利能力虽有明显提升，但总体仍偏弱。2019 年前三季度，煤炭、尿素和甲醇行业价格整体呈下行趋势，公司营业利润率较 2018 年有所下降，盈利能力面临下行压力。

2016—2018 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 6.06%，2018 年，公司营业收入为 1709.55 亿元，同比增长 2.58%。同期，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 1.72%，2018 年为 1421.70 亿元，同比下降 1.52%，主要系贸易业务缩减导致相应成本下降所致。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用（含研发费用）不断增长，年均复合增长 20.43%，2018 年为 199.84 亿元，同比增长 17.83%。2016—2018 年，公司期间费用率分别为 9.07%、10.18%和 11.69%，期间费用控制能力逐年下降，费用控制能力较弱，期间费用对利润总额侵蚀较大。

非经常性损益方面，近三年公司非经常性损益为资产减值损失、投资收益、其他收益和营业外收入和支出。2016—2018 年，上述非经常性损益对公司利润总额的贡献分别为 16.37 亿元、8.96 亿元和 -6.97 亿元。2018 年，公司资产减值损失 13.14 亿元，主要来自坏账损失和固定资产减值损失；投资收益 5.61 亿元，主要是持有至到期投资产生的收益；其他收益 11.72 亿元，主要是政府补贴和项目补助；营业外支出 12.86 亿元，主要是“三供一业”支出和非流动资产报废损失。总体看，非经常性损益对公司利润总额有较大影

响。

2016—2018 年，公司营业利润分别为-14.44 亿元、34.76 亿元和 53.47 亿元；利润总额分别为 3.21 亿元、30.63 亿元和 42.33 亿元；净利润分别为-2.41 亿元、7.60 亿元和 15.73 亿元，其中归属于母公司净利润分别为 0.20 亿元、3.87 亿元和 3.48 亿元，归属于母公司净利润偏低。

盈利指标方面，2016—2018 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 12.40%、3.93%和 1.72%。2018 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 14.62%、4.32%和 2.45%，均较 2017 年有所上升。

图 11 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

表 14 2018 年煤炭行业部分 AAA 客户盈利指标情况
(单位：%)

企业名称	净资产收益率	总资本收益率	营业利润率
大同煤矿集团有限责任公司	0.48	2.22	15.68
中国中煤能源股份有限公司	5.63	4.99	25.52
阳泉煤业(集团)有限责任公司	1.28	3.51	9.13

资料来源：评级报告

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 1334.04 亿元，同比增长 6.42%，实现利润总额 35.14 亿元，同比增长 1.00%，营业利润率 12.12%，较 2018 年下降 2.50 个百分点。

5. 现金流

近年来，随着公司经营情况持续好转，公司

经营活动净现金流延续快速增长趋势，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，公司存在一定的对外筹资压力。

从经营活动来看，2016—2018 年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 18.61%，2018 年为 1510.48 亿元，同比增长 21.25%，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不断增长，年均复合增长 13.70%，2018 年为 1300.72 亿元，同比增长 14.98%，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。2016—2018 年，公司经营活动净现金流波动中有所增长，分别为 67.66 亿元、114.43 亿元和 209.76 亿元，获现能力增强。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比不断上升，分别为 68.69%、73.45%和 86.40%，指标仍处于较低水平。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 54.61%，2018 年为 64.08 亿元，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 22.48%，2018 年为 229.04 亿元，同比增长 15.94%，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。2016—2018 年，公司投资活动净现金流均为负值，分别为 -125.87 亿元、-120.65 亿元和 -164.96 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流分别为 -58.21 亿元、-6.22 亿元和 44.80 亿元。随着经营好转，公司对外筹资压力有所缓解。

从筹资活动来看，2016—2018 年，筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 6.40%，2018 年为 1082.71 亿元，同比下降 -8.84%，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波动增长，年均复合增长 10.77%，2018 年为 1110.87 亿元，同比下降 1.41%，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。2016—2018 年，公司筹资活动净现金流分别为 51.10 亿元、60.94 亿元和 -28.16 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动、投资活动

产生的现金流量净额分别为 149.88 亿元、-161.27 亿元和 -34.66 亿元；筹资活动前净现金流为 -11.39 亿元，有一定筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率三年加权均值分别为 62.60% 和 53.82%，2018 年底分别为 62.83% 和 53.92%，均较 2017 年底有所下降，截至 2019 年 9 月底，上述两项指标分别为 67.59% 和 60.26%，均较 2018 年底有所上升。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比加权均值为 10.30%，2018 年为 13.69%，较 2017 年底增长 5.46 个百分点。2016—2018 年，公司现金类资产/短期债务加权均值为 0.46 倍，2018 年为 0.46 倍，较 2017 年底有所下降，2019 年 9 月底为 0.42 倍，较 2018 年底略有下降。从短期偿债指标数值看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，EBITDA 利息倍数近三年分别为 1.63 倍、1.98 倍和 2.14 倍；全部债务/EBITDA 倍数近三年分别为 12.08 倍、9.85 倍和 8.11 倍。整体看，近年来，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、股东背景以及融资渠道的畅通，公司整体偿债风险小。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额为 136.82 亿元，担保比率为 18.89%；对外担保主要对象为潞安集团 75.00 亿元、阳煤集团 17.50 亿元及太原煤气化（集团）有限责任公司 23.78 亿元。总体看，公司担保比率较高且被担保企业行业集中，具有一定的或有负债风险。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得各家银行及金融机构授信总额 1826 亿元，其中未使用额度 793 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 2020 年 2 月 28 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。

整体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务报表分析

公司本部资产负债结构和收入构成符合本部职能定位；资产负债率较高，且负债结构中流动负债占比高，面临较大短期偿债压力。

公司本部主要从事主力矿井的煤炭销售，以及供电、医院和装备销售等业务。

截至 2018 年底，公司本部资产总额 1250.59 亿元，其中流动资产 583.50 亿元，主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和其他流动资产构成；非流动资产 667.09 亿元，主要由长期股权投资、在建工程、固定资产和无形资产构成。

截至 2018 年底，公司本部负债总额 838.55 亿元，其中流动负债 620.06 亿元，主要由短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款构成；非流动负债 218.49 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2018 年底公司本部资产负债率为 67.05%。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 412.04 亿元，其中实收资本 39.05 亿元、资本公积 87.93 亿元、永续债 99.43 亿元、未分配利润 153.27 亿元。

2018 年公司本部实现营业收入 365.59 亿元，利润总额 25.07 亿元，经营活动现金净流入 73.98 亿元，均同比明显增长；同期，公司本部投资活动、筹资活动净现金流分别为 -49.82 亿元和 -33.45 亿元。

9. 抗风险能力

基于对公司所属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。

九、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

公司本期中期票据拟基础发行规模为 5 亿元，发行规模上限为 10 亿元，假设公司本期中期票据

拟发行额度达到发行规模上限 10 亿元，则本期中期票据拟发行额度上限占 2019 年 9 月底全部债务的 0.55%，长期债务的 1.39%，对公司现有债务规模及结构影响小。

截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.31%、74.27% 和 53.57%；以 2019 年 9 月底财务数据为基础，考虑 2019 年 9 月底以后已发行的 14 亿元“19 晋煤 01”、10 亿元“20 晋煤 CP001”、13 亿元“20 晋煤 01”、10 亿元“20 晋煤 CP002”、13 亿元“20 晋煤 02”、10 亿元“20 晋煤 CP003”、10 亿元的“20 晋煤 CP004”、5 亿元的“20 晋煤 MTN001”和 10 亿元的“20 晋煤 CP005”，本期中期票据发行以后，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将分别上升至 76.16%、75.33% 和 55.40%，公司债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司本部银行借款及债务融资工具，公司实际债务指标或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度上限的 107.37 倍、124.57 倍和 151.05 倍，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度上限的 6.77 倍、11.44 倍和 20.98 倍，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度上限的 12.10 倍、16.50 倍和 20.87 倍。

假设公司发行的可延期债券会在第一个到期日正常赎回，截至本报告出具日，公司将于 2025 年集中兑付的额度为 31 亿元（以下简称“集中兑付额度”），2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额分别为集中兑付额度的 6.73 倍、48.73 倍和 6.77 倍，集中兑付压力不大。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据额度的保障程度很高。

十、结论

煤炭为中国重要的基础能源产品，发展前景

稳定。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。

公司煤炭资源储量丰富，煤炭产量稳步提升；煤化工业务以尿素和甲醇产品为主，产能规模位居国内前列，是公司煤炭业务的有效延伸，一定程度分散了公司的经营风险。

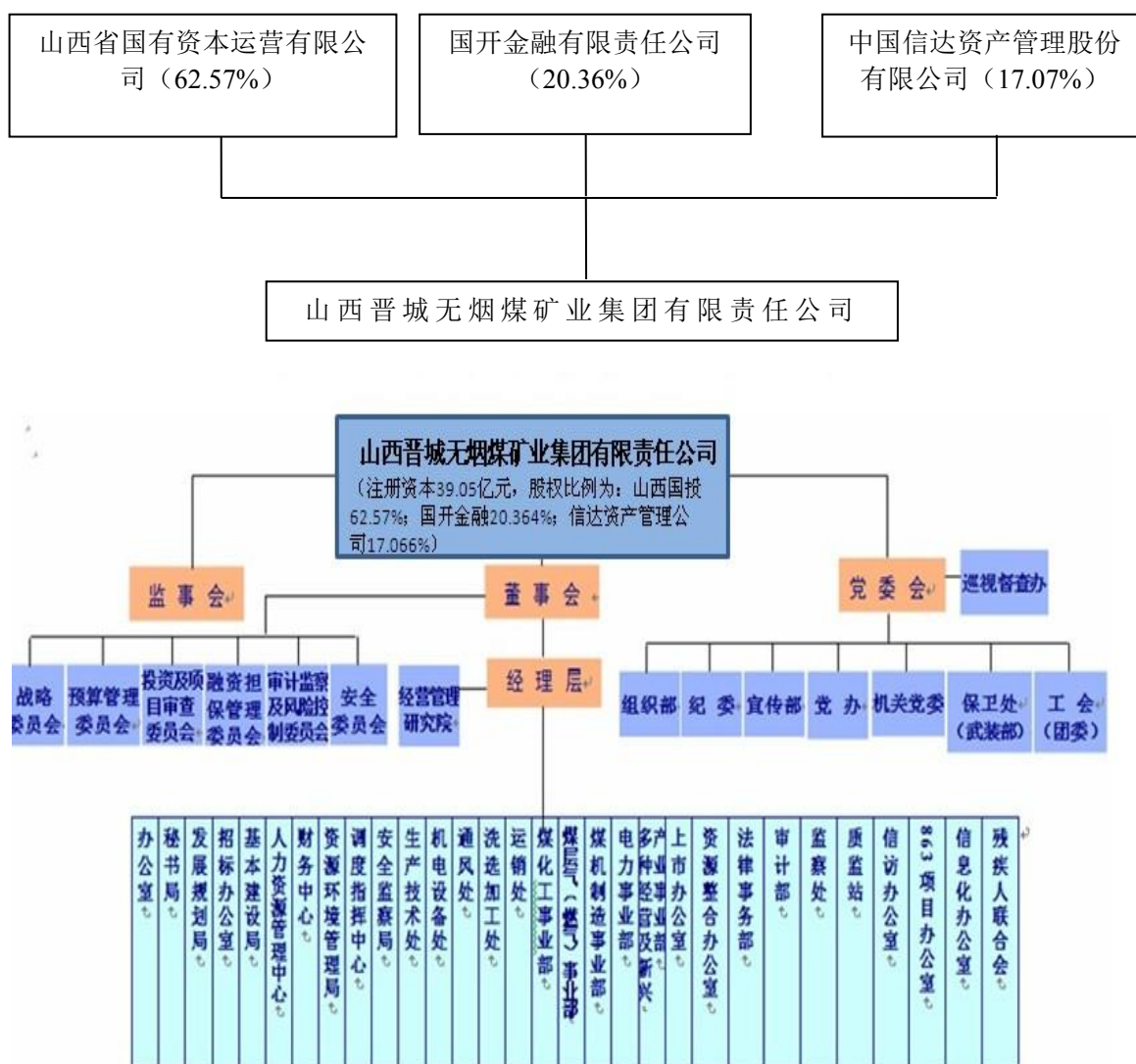
近年来公司经营稳健，资产规模稳步增长，随着煤炭行业景气度回升，公司营业收入规模持续增长，盈利能力及经营活动获现能力明显改善。

公司债务规模大，且短期债务占比高，短期资金周转压力较大，考虑到公司的行业地位、外部支持和畅通的间接融资渠道，公司债务偿还风险小。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

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 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年底纳入公司合并范围的子公司

序号	公司名称	主营业务	注册资本 (元)	持股 比例 (%)	表决权 比例 (%)
1	山西金象煤化工有限责任公司	氮肥制造	400000000.00	60.00	60.00
2	晋城蓝焰煤业股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	644339238.00	91.83	91.83
3	山西长平煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	572000000.00	97.50	97.50
4	山西晋煤集团沁秀煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1211959296.24	70.49	70.49
5	山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1000000000.00	100.00	100.00
6	山西晋煤集团泽州天安煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	2600000000.00	98.12	98.12
7	山西晋煤集团晋圣矿产投资有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	2700000000.00	100.00	100.00
8	山西晋煤集团临汾晋牛煤矿投资有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	720000000.00	100.00	100.00
9	山西晋煤集团晟泰能源投资有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1578628000.00	76.02	76.02
10	山西晋煤集团金明矿业集团有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	600000000.00	70.00	70.00
11	鄂托克前旗恒源投资实业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1350000000.00	61.20	61.20
12	山西晋煤太钢能源有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	3300000000.00	51.00	51.00
13	沁水县鑫海能源有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	16580000.00	74.70	74.70
14	山西晋煤集团沁水胡底煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	210000000.00	51.00	51.00
15	山西沁东能源有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	300000000.00	51.00	51.00
16	山西铭石煤层气利用股份有限公司	煤气生产和供应业	352379625.00	98.55	98.55
17	山西能源煤层气有限公司	煤气生产和供应业	119280000.00	52.00	52.00
18	晋城天煜新能源有限公司	煤气生产和供应业	150000000.00	60.00	60.00
19	山西晨光物流股份有限公司	普通货物道路运输	100000000.00	54.85	54.85
20	易安蓝焰煤与煤层气共采技术有限责任公司	煤气生产和供应业	50000000.00	100.00	100.00
21	山西蓝焰控股股份有限公司	煤气生产和供应业	967502660.00	40.05	40.05
22	山西晋城煤层气天然气集输有限公司	煤气生产和供应业	150000000.00	60.00	60.00
23	山西晋煤集团金鼎煤机矿业有限公司	矿山机械制造	1442949158.56	100.00	100.00
24	安徽昊源化工集团有限公司	氮肥制造	106347700.00	35.00	51.00
25	安徽晋煤中能化工股份有限公司	氮肥制造	96938462.00	35.00	51.00
26	唐山邦力晋银化工有限公司	氮肥制造	200000000.00	35.00	51.00
27	北京市晋煤太阳石化工有限公司	化肥批发	266000000.00	60.00	60.00
28	寿光市联盟石油化工有限公司	原油加工及石油制品制造	100000000.00	40.00	51.00
29	山东晋煤明水化工集团有限公司	氮肥制造	223657200.00	35.00	51.00
30	山东联盟化工股份有限公司	氮肥制造	660000000.00	38.00	51.00
31	山西晋煤天源化工有限公司	氮肥制造	590000000.00	68.00	68.00
32	山西晋丰煤化工有限责任公司	氮肥制造	777000000.00	100.00	100.00
33	山西晋煤集团华昱煤化工有限责任公司	氮肥制造	4400000000.00	52.65	52.65
34	江苏双多化工有限公司	氮肥制造	150000000.00	35.00	51.00
35	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	氮肥制造	367910000.00	85.35	85.35
36	河南晋煤天庆煤化工有限责任公司	氮肥制造	1660000000.00	61.70	61.70
37	湖北三宁化工股份有限公司	氮肥制造	267230769.00	35.00	51.00
38	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	氮肥制造	150000000.00	35.00	51.00
39	晋煤金石化工投资集团有限公司	氮肥制造	953163900.00	76.89	76.89
40	山西晋煤集团煤化工投资有限公司	其他资本市场服务	305000000.00	100.00	100.00
41	山东晋煤日月化工有限公司	氮肥制造	77000000.00	35.00	51.00
42	山西天和煤气化科技有限公司	煤气生产和供应业	10000000.00	65.00	65.00
43	阳城晋煤能源有限责任公司	火力发电	300000000.00	91.00	91.00
44	山西金驹煤电化股份有限公司	火力发电	426825300.00	95.91	95.91
45	晋煤集团财务有限公司	金融信息服务	1000000000.00	92.00	92.00
46	山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	其他未列明商务服务业	800000000.00	100.00	100.00

47	山西石涅招标代理有限公司	其他未列明商务服务业	5000000.00	70.00	70.00
48	晋镁新材料有限公司	镁矿采选	200000000.00	100.00	100.00
49	山西晋城煤业集团勘察设计院有限公司	信息技术咨询服务	20000000.00	30.00	51.00
50	山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司	普通货物道路运输	720000000.00	77.78	77.78
51	山西晋煤集团技术研究院有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	70000000.00	100.00	100.00
52	山西铭基房地产开发有限公司	房地产开发经营	180000000.00	35.00	51.00
53	晋城宇光实业有限公司	其他未列明制造业	58000000.00	60.00	60.00
54	晋城宏圣建筑工程有限公司	其他建筑安装	659456414.77	100.00	100.00
55	晋城海斯制药有限公司	生物药品制造	113704600.00	73.03	73.03
56	晋城金驹实业有限公司	其他未列明商务服务业	500391600.00	100.00	100.00
57	江苏徐州港务（集团）有限公司	内河货物运输	100000000.00	45.00	45.00
58	山西晋煤集团医疗健康有限责任公司	综合医院	300000000.00	100.00	100.00
59	日照港国际物流园区有限公司	其他未列明商务服务业	400000000.00	55.00	55.00
60	山西晋煤集团煤层气与煤基技术开发有限公司	其他未列明信息技术服务业	200000000.00	100.00	100.00
61	山西晋煤配售电有限公司	火力发电	210000000.00	100.00	100.00
62	弘创融资租赁有限公司	融资租赁服务	1000000000.00	100.00	100.00
63	山西晋煤集团金泽农业开发有限公司	其他农业	407986472.61	76.75	76.75
64	山西燃气集团有限公司	煤气生产和供应业	10000000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	367.45	480.87	486.52	454.39
资产总额(亿元)	2290.11	2491.95	2755.74	2933.22
所有者权益(亿元)	344.77	359.28	641.92	724.29
短期债务(亿元)	964.05	945.75	1056.39	1082.19
长期债务(亿元)	497.58	679.19	634.98	721.07
全部债务(亿元)	1461.63	1624.94	1691.36	1803.26
营业收入(亿元)	1519.64	1666.58	1709.55	1334.04
利润总额(亿元)	3.21	30.63	42.33	35.14
EBITDA(亿元)	120.98	164.98	208.67	--
经营性净现金流(亿元)	67.66	114.43	209.76	149.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.62	10.81	11.05	--
存货周转次数(次)	12.13	12.21	10.89	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.70	0.65	--
现金收入比(%)	68.69	73.45	86.40	95.32
营业利润率(%)	8.21	11.48	14.62	12.12
总资本收益率(%)	3.03	3.89	4.32	--
净资产收益率(%)	-0.70	2.12	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	59.07	68.69	53.93	53.57
全部债务资本化比率(%)	80.91	84.00	75.72	74.27
资产负债率(%)	84.95	83.59	76.71	75.31
流动比率(%)	56.08	66.54	62.83	67.59
速动比率(%)	47.91	57.59	53.92	60.26
经营现金流动负债比(%)	4.94	8.23	13.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.98	2.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	9.85	8.11	--

注：2019 年前三季度财务数据未经审计；公司其他流动负债中的短期债券计入短期债务，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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	128.03	190.18	169.69	145.35
资产总额(亿元)	1042.33	1176.20	1250.59	1314.97
所有者权益(亿元)	225.11	269.16	412.04	439.75
短期债务(亿元)	365.43	315.82	324.00	372.61
长期债务(亿元)	207.24	302.39	203.59	350.58
全部债务(亿元)	572.67	618.21	527.59	723.19
营业收入(亿元)	232.96	344.07	356.59	252.20
利润总额(亿元)	10.55	13.59	25.07	26.84
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	19.93	73.87	73.98	94.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.13	2.53	2.45	--
存货周转次数(次)	43.97	76.27	83.89	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.31	0.29	--
现金收入比(%)	87.44	86.14	97.19	102.23
营业利润率(%)	8.37	11.02	13.55	12.92
总资本收益率(%)	4.96	5.90	6.90	--
净资产收益率(%)	4.72	4.94	5.59	--
长期债务资本化比率(%)	47.93	54.20	38.58	49.91
全部债务资本化比率(%)	71.78	70.75	61.95	67.27
资产负债率(%)	78.40	77.12	67.05	66.56
流动比率(%)	67.39	89.08	94.10	95.51
速动比率(%)	66.72	88.39	93.59	94.93
经营现金流动负债比(%)	3.45	12.83	11.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年前三季度财务数据未经审计

附件 4 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-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+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

附件 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

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 2020 年度第二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。