

信用等级公告

联合〔2020〕2001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 年度第十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 年度第十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

二〇二〇年七月二日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2020 年度第十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: 10 亿元

本期中期票据期限: 品种一期限为 3 年期, 初始发行规模 5 亿元, 品种二期限为 5 年期, 初始发行规模 5 亿元, 两个品种间可以进行双向回拨, 回拨比例不受限制

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司本部有息债务

评级时间: 2020 年 7 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, 2017—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。进入 2019 年, 随着煤炭价格和煤化工产品价格下降, 公司盈利水平略有下降。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。
- 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。2019 年, 煤层气板块收入 36.65 亿元, 同比增长 132.39%, 毛利润 18.47 亿元。
- 公司对本期中期票据保障程度很高。**2019 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为 20.78 倍、155.50 倍和 19.37 倍。

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	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
— —				--

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

分析师：尹金泽 王皓 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

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，短期债务占比高，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。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率为 75.91%。
2. **公司盈利主要集中于煤炭板块，整体盈利水平较低。**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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	480.87	480.52	384.96	447.35
资产总额 (亿元)	2491.95	2755.74	2943.47	3048.31
所有者权益 (亿元)	408.99	641.92	712.46	734.36
短期债务 (亿元)	945.75	1056.39	1115.48	984.44
长期债务 (亿元)	629.48	535.54	524.78	539.40
全部债务 (亿元)	1575.23	1591.93	1640.26	1523.83
营业收入 (亿元)	1666.58	1709.55	1753.75	317.03
利润总额 (亿元)	30.63	42.33	40.41	1.59
EBITDA (亿元)	164.98	205.88	207.75	--
经营性净现金流 (亿元)	114.43	209.76	193.69	18.89
营业利润率 (%)	11.48	14.62	12.18	12.42
净资产收益率 (%)	1.86	2.45	2.11	--
资产负债率 (%)	83.59	76.71	75.80	75.91
全部债务资本化比率 (%)	79.39	71.26	69.72	67.48
流动比率 (%)	66.54	62.83	61.73	67.56
经营现金流流动负债比 (%)	8.23	13.69	12.05	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.98	2.18	2.29	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.55	7.73	7.90	--
公司本部 (母公司) 口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	1176.20	1250.59	1325.43	1385.79
所有者权益 (亿元)	269.16	412.04	431.47	453.96
全部债务 (亿元)	617.51	561.53	601.20	592.05
营业收入 (亿元)	344.07	356.59	327.14	66.98
利润总额 (亿元)	13.59	25.07	29.80	2.69
资产负债率 (%)	77.12	67.05	67.45	67.24
全部债务资本化比率 (%)	69.64	57.68	58.22	56.60
流动比率 (%)	89.08	94.10	90.08	97.09
经营现金流流动负债比 (%)	12.83	11.93	15.54	--

注: 2020 年一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	2020/6/11	尹金泽、王皓、张葛	煤炭企业信用评级方法; 煤炭企业主体信用评级模型 (打分表)	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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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年度第十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2020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人民政府。

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	273582.89	70.06
国开金融有限责任公司	63619.71	16.29
中国信达资产管理股份有限公司	53316.96	13.65
合计	390519.56	100.00

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司共有全资及控股二级子公司54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2019年底，公司（合并）资产总额2943.47亿元，所有者权益712.46亿元（含少数股东权益276.49亿元）；2019年公司实现营业收入1753.75亿元，利润总额40.41亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额3048.31亿元，所有者权益734.36亿元（含少数股东权益275.35亿元）；2020年1—3月公司实现营业收入317.03亿元，利润总额1.59亿元。

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年度第十期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为10亿元，品种一期限为3年期，初始发行规模5亿元，品种二期限为5年期，初始发行规模5亿元，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。

本期中期票据所募集资金拟用于偿还公司本部有息债务。

本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度

三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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%和 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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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 1.0%；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。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。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，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时

大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，

进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，

适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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 58%，大幅高于 27%的世界平均水平¹。“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，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，

¹数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据

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。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。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求增速放缓，2012 年以来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，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

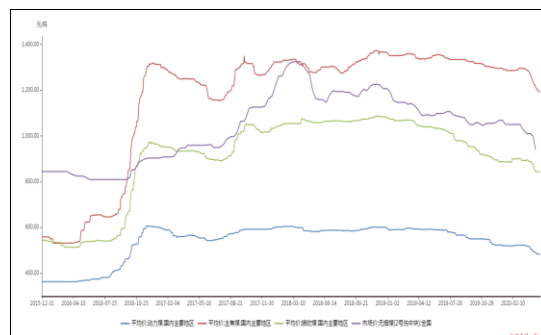
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因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，2012—2015 年，煤炭价格步入深度调整阶段。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 362 元/吨、559 元/吨、545 元/吨和 844 元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016 年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 600 元/吨、1312 元/吨、962 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底增长 65.75%、134.70%、76.51% 和 6.99%。

2017—2018 年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自 2017 年至 2018 年上半年呈现快速上涨走势。

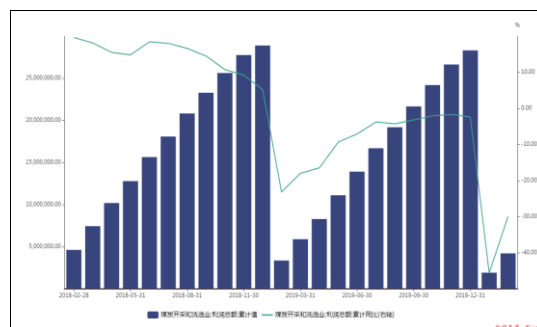
2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

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，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。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，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，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



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，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

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。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，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年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，用煤旺季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。随着去产能目标的完成，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对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤压。截至 2019 年底，中国全口径发电设备装机容量 20.11 亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为 40.79%，较上年底上升 1.00 个百分点。2019 年，中国实现全口径发电量 73253 亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的 31.13%，同比增长 1.54 个百分点。

3. 行业展望

历经 2002—2011 年的快速发展期和 2012—2015 年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续

保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

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，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

（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。

1. 煤制烯烃

近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，叠加国内大型炼化项目不断开工建设和投产，烯烃供给趋于宽松。2018 年四季度以来随着国际油价持续大幅下滑，烯烃价格重心持续下行，煤制烯烃企业或将面临长期经营压力。

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。

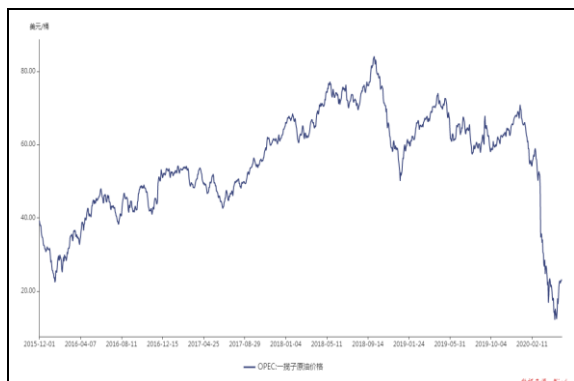
传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015 年 5 月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业〔2015〕1047 号），提出在煤制烯烃 7 大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强中国烯烃工业的国际竞争力。

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，在鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现

代煤化工产业示范区建设的带动下，煤制烯烃产能延续增长趋势，截至2019年底，国内煤制烯烃产能达1540万吨/年。2019年，煤制烯烃（CTO/MTO）月平均开工率为79.9%。

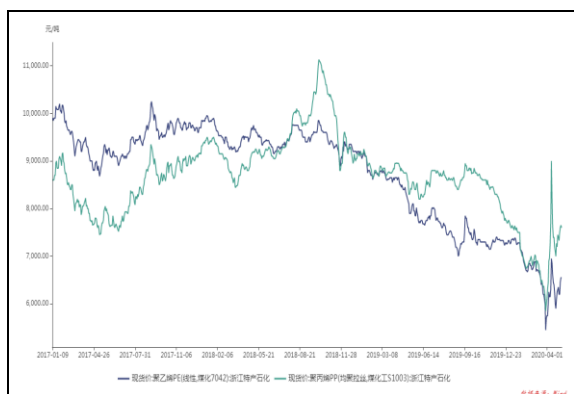
煤制烯烃的盈利能力除受原料煤价格波动影响外，更面临传统油头烯烃的竞争，油价走势对烯烃价格的走势有着决定性影响。

图4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

图5 近期烯烃价格走势



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。2020年初以来，受新冠疫情蔓延和产油国间博弈影响，国际油价大幅下挫，跌至历史性的20美元/桶附近，导致石化产品价格普遍承压，聚烯烃价格重心继续下移。

2. 甲醇

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。

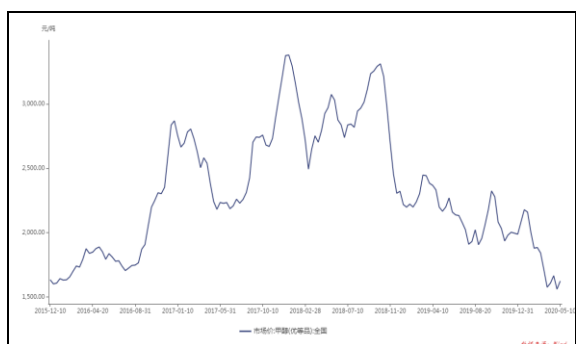
甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。2019年，煤/甲醇制烯烃行业占比甲醇下游消费约54%。

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。

甲醇供给方面，2019年，我国新增甲醇产能475万吨，其中配套MTO的甲醇产能220万吨。新投产产能仍集中在西北、华北地区。截至2019年底，我国甲醇总产能预计达到8997万吨（占全球甲醇产能57%），产能增速6.41%，较2018年的产能增速略有下降。2020年，甲醇市场仍有新装置的投产计划，其中国内计划投产890万吨，国外计划投产600万吨，甲醇行业新增产能规模较大。从开工率看，2019年国内甲醇开工率69.66%，较2018年提高了1.23个百分点。从进口量来看，2019年，我国甲醇进口量累计达1089.57万吨，同比增加46.67%，我国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次是新西兰。

图6 甲醇价格走势



资料来源: Wind

2019年,由于进口量较大、产能增长较多等因素影响,甲醇呈现供过于求的格局,整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移,2019年甲醇(优等品)全年均价为2145.69元/吨,同比下降25.49%。2020年,由于甲醇市场拟投放产能较多,而下游需求增加有限,预计甲醇供过于求的格局将持续加剧,同时国际原油价格下跌将进一步带动甲醇价格走低。

3. 尿素

受供给侧改革及环保趋严管理影响,2019年我国尿素继续淘汰落后产能,产能利用率同比提高。下游需求中农业需求占比较大,但主要农作物种植量下降,国内化肥施用量减少。2019年尿素价格重心略有下移,但仍保持中高水平。2020年,尿素供给端有望趋于宽松,产业结构有望继续优化。

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

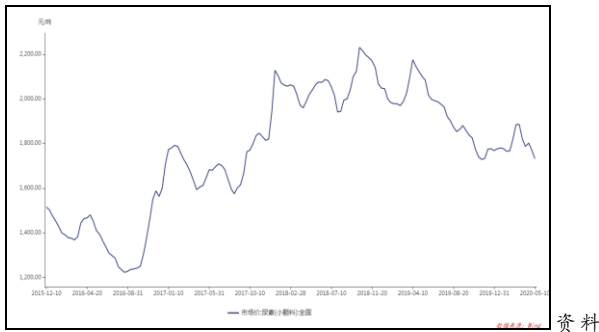
分。2007年以来,国内天然气消费迅速增长,多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修,进而导致经营业绩出现波动。相比而言,大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势,原料供应保障能力良好

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。据卓创数据显示,2019年国内尿素产能预估约7400万吨,较2018年产能(7600万吨)下降200万吨,降幅约3%。经过近3年的供给侧改革,尿素产能利用率有所改善,2019年尿素年平均开工负荷约64%,较2018提高11个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引,尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场,产业结构有望继续优化。2020年尿素计划新增产能约992万吨,且新增产能全部为煤头装置,尿素供给端有望趋于宽松。

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。由于近几年国家对于化肥施用量的限制,根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》,国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看,据国家统计局数据显示,2019年国内小麦播种面积约22984千公顷,较2018年减少419千公顷,下降约1.8%。玉米种植面积约6.19亿亩,较2018年减少1269万亩,下降约2%。

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



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，2019年我国尿素价格重心略有下移，尿素（小颗粒）全年均价为1933.92元/吨，较2018年全年均价下降了131.96元/吨，仍保持中高水平。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3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70.06%，为公司第一大股东。公司实际控制人为山西省人民政府。

2. 企业规模

公司煤炭资源储备规模较大，生产的无烟煤煤质优良，市场竞争力强。

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2019年底，晋煤集团拥有60座矿井，设计生产能力11380万吨/年，资源储量合计113.89亿吨，可采储量合计41.24亿吨。

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2020年3月底，公司董事会成员12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 2020 年 3 月底，公司拥有员工 78945 人。按学历结构划分，研究生以上学历占 2.27%、本科学历占 23.09%、高中学历占 62.95%、高中以下学历占 11.69%；按技术等级划分，技师占 1.34%、高级工占 10.79%、中级工占 26.60%、其他占 61.24%。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 13²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 4 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推荐 1 人、山西省国资委推荐 2 人、国开金融推荐 1 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

² 截至 2020 年 3 月底，公司董事会成员实际为 12 人

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

2019年，受煤产品和煤化工产品价格下降影响，公司煤炭板块和煤化工板块收入均同比有所下降；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；公司贸易板块综合毛利率较低，对公司盈利能力贡献较弱。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，2017—2018年，公司收入和盈利水平持续上升。2019年，煤炭价格有所回落以及煤化工等产品价格走低，公司全年收入和盈利水平同比有所下降。2019年，公司主营业务收入实现收入1677.92亿元，同比略有增长，主要系贸易收入增长所致；综合毛利率水平为14.27%，同比下降3.29个百分点，主要系煤炭产品和煤化工产品价格下降及贸易板块占比提升所致。

表3 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2017年			2018年			2019年			2020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	290.57	17.92	47.98	317.28	19.33	47.28	297.61	17.74	41.07	58.83	19.31	44.03
化工	484.28	29.86	13.51	561.52	34.22	16.12	534.50	31.86	15.62	98.89	32.47	9.43
贸易	761.59	46.96	0.51	693.52	42.26	0.66	751.82	44.81	0.50	116.92	38.39	0.45
电力	10.42	0.64	19.01	10.28	0.63	21.10	12.04	0.72	25.82	3.28	1.08	23.46
机械	7.14	0.44	44.54	5.32	0.32	46.79	6.55	0.39	48.76	1.82	0.60	47.77
其他	67.73	4.18	37.46	53.21	3.24	60.39	75.40	4.49	31.27	24.84	8.16	44.49
合计	1621.72	100.00	14.75	1641.13	100.00	17.56	1677.92	100.00	14.27	304.58	100.00	15.91

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。2019年，受销售价格下降影响，煤炭业务实现收入297.61亿元，同比下降6.20%，收入占比18.13%，较上年下降1.19个百分点；煤化工业务实现收入534.50亿元，同比下降4.81%，收入占比32.57%，较上年下降1.62个百

分点；贸易业务收入751.82亿元，同比增长8.41%，收入占比45.81%，较上年上升3.58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。

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。2019 年受煤炭价格下降影响，毛利率同比下降 6.21 个百分点；煤化工业务受甲醇和尿素产品价格下降影响，2019 年毛利率水平为 15.62%，同比下降 0.5 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司主营业务实现收入 304.58 亿元，受疫情影响，同比下降明显；综合毛利率为 15.91%，较 2019 年底有所上升。

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—2018 年，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 2019 年底，公司拥有 60 座矿井，设计生产能力 11380 万吨/年，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 213.89 亿吨，可采储量达 41.24 亿吨。

表 4 截至 2019 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	10168.00	937.10	400	无烟煤	1.7	生产矿井
2	成庄	62808.90	35689.60	830	无烟煤	30.7	生产矿井
3	寺河	69921.90	37639.10	900	无烟煤	29.9	生产矿井
4	赵庄	67077.40	32408.20	800	无烟煤、贫煤	28.9	生产矿井
5	长平	22915.30	16254.60	500	无烟煤	23.2	生产矿井
6	寺河矿二号井	12631.30	7851.20	180	无烟煤	31.2	生产矿井
7	岳城	13466.50	4771.90	150	无烟煤	22.7	生产矿井
8	赵庄二号井	5794.60	554.00	120	贫煤	3.3	生产矿井
9	资源整合矿井	177565.96	72062.33	2565	--	--	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	1138884.86	412371.03	11380.00	--	--	--

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，公司原煤产量 6221.94 万吨，商品煤销量 5619.99 万吨，分别同比增长 5.28%和 5.01%。

表 5 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
原煤产量	5854	5910	6222	1339.84
商品煤销量	5270	5352	5620	1122.07
销售均价	551.36	592.80	580.04	554.57

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，2019 年，公司吨煤成本为 269.08 元/吨，同比变化不大。

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	2017 年	2018 年	2019 年
材料成本	43.29	42.87	37.44
人工成本	74.67	80.28	79.59
电力成本	13.62	13.81	13.53
折旧费	13.14	25.99	24.42
计提费用	49.99	58.18	47.42
其他	46.83	47.09	66.69
合计	241.54	268.22	269.08

注：上述吨煤开采成本为原煤开采成本，不含洗煤、加工成本。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，2019 年公司全员效率为 13.25 吨/工，同比略有增长。

表 7 公司煤炭生产主要指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
原煤产量(万吨)	5853.95	5910.21	6221.94
综合机械化程度(%)	100.00	100.00	97.3
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	97.82	97.28	97.3
全员效率(吨/工)	12.37	12.80	13.25
死亡率(人/百万吨)	0.0770	0.0170	0.0150

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司无重大安全生产事故发生，百万吨死亡率持续下降。2019 年公司百万吨死亡率为 0.015 人。

联合资信关注到，煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘、透水、冒顶、跑车等重大危险源，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。

2017—2019 年，公司煤炭销售价格波动上升。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%。2019 年，煤炭价格有所下降，公司煤炭销售均价为 580.04 元/吨，同比下降 9.26%。

表 8 公司本部煤炭销售情况 (单位: 万吨, 元/吨)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
电力煤	1379.18	1248.83	1481.59
喷吹煤	330.37	300.44	349.83
化工煤	2121.79	2141.96	1972.35
其他	737.52	655.09	582.06
项目	2017 年	2018 年	2019 年
洗中块	669.51	585.21	519.47
洗小块	416.19	406.44	294.07
洗末煤	334.1	300.43	349.83
末煤	2816.59	2551.57	2778.39
其他	332.46	502.67	444.07
销量合计	4568.85	4346.32	4,385.83
销售均价	578.78	639.22	580.04

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

2017—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; 但进入 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、硝酸铵等。截至 2019 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, 主要产品有: 合成氨、尿素、甲醇、硝酸铵、复合肥、磷肥、吗啉、二甲基甲酰胺、苯胺、二甲醚等。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。2019 年, 公司煤化工板块总氨产量为 1602.72 万吨, 产量位居全国煤化工企业前列。

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, 尿素价格重心略有下移。2019 年, 公司实现尿素产量 973.88 万吨, 同比变化不大。尿素销售均价 1674.49 元/吨, 同比下降 3.35%; 甲醇方面, 受市场竞争激烈、产能增长较多、下游需求增长受限等因素影响, 甲醇呈现供过于求的局面, 整体价格随烯烃价格下滑不断下移。2019 年, 公司实现甲醇产量 485.22, 同比有所增长, 但随着价格走低, 甲醇吨毛利为-91.99 元。

表 9 公司煤化工产业发展情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总氨产量 (万吨)	1574.97	1642.65	1602.72
尿 素	产量 (万吨)	989.34	965.39
	销量 (万吨)	960.76	945.76
	均价 (元/吨)	1408.94	1732.57
	单位成本 (元/吨)	1392.09	1512.21
	吨毛利 (元)	16.85	220.36
甲 醇	产量 (万吨)	394.15	420.32
	销量 (万吨)	390.27	484.70
	均价 (元/吨)	2183.81	2451.58
	单位成本 (元/吨)	2059.61	2163.94
	吨毛利 (元)	124.20	287.64

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	2017 年	2018 年	2019 年
原材料	1247.61	1371.68	833.93
电力	78.93	77.27	296.23
工资	15.29	16.04	71.57
其他	50.26	47.22	207.8
合计	1392.09	1512.21	1409.53

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	2017 年	2018 年	2019 年
原材料	1944.74	2046.11	1344.84
电力	77.81	68.01	219.81
工资	19.64	17.32	84.93
其他	17.42	32.5	277.58

合计	2059.61	2163.94	1927.16
----	---------	---------	---------

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、有色金属等大宗商品。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。2019年，公司贸易业务实现收入751.82亿元，同比上升8.41%，毛利率为0.50%，较2018年下降0.16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）。2017—2019年，公司分别发电28.73亿千瓦时、33.05亿千瓦时和35.78亿千瓦时，分别实现收入10.42亿元、10.28亿元和12.04亿元。2019年电力板块收入同比有所上升。

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。2019年公司煤层气板块全年

完成煤层气抽采量30.07亿立方米，同比增加0.46亿立方米；煤层气利用量20.63亿立方米，同比增加0.65亿立方米。2019年公司煤层气板块收入36.65亿元，毛利润18.47亿元。

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。2019年，受部分下游客户现汇结算增加、银行承兑汇票结算减少，销售债权周转次数大幅增加。

2017—2019年，公司总资产周转次数分别为0.70次、0.65次和0.62次，存货周转次数为12.21次、10.89次和11.94次，销售债权周转次数分别为10.81次、11.05次和15.64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、煤化工和电力板块。截至2020年3月底，公司主要在建项目计划总投资357.06亿元，已投资80.91亿元，尚需投资276.15亿元，公司有较大对外融资压力。

表12 截至2020年3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2020年3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	40亿立方米煤层气项目	149.00	40亿立方米/年	30%	已落实部分	9.31

任公司						
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	18.30
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	11.30
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	80.00	乙二醇 60 万吨/年	30%	已落实部分	42.84
合计		357.06	--	--	--	93.87

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 2017—2019 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 2020 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，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 2019 年底，纳入公司合并范围的二级子公司共 54 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 2019 年底，公司资产总额 2943.47 亿元，所有者权益 712.46 亿元（含少数股东权益 276.49 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 1753.75 亿元，利润总额 40.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 3048.31 亿元，所有者权益 734.36 亿元（含少数股东权益

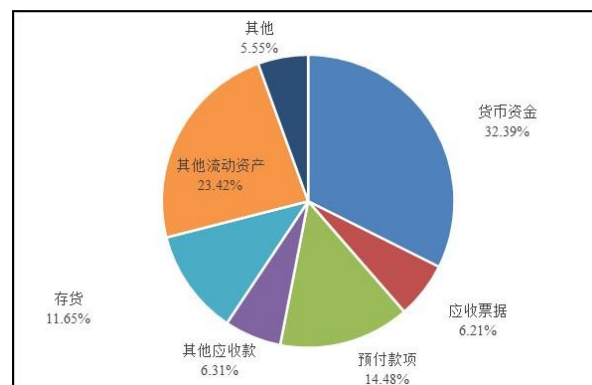
275.35 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 317.03 亿元，利润总额 1.59 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模稳步增长，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。总体看，公司资产质量尚可。

2017—2019 年，公司资产规模连续增长，年均复合增长 8.68%。截至 2019 年底，公司资产总额 2943.47 亿元，较上年底增长 6.81%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 33.72%，非流动资产占 66.28%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图 7 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司流动资产规模连续增长，年均复合增长 3.56%。截至 2019 年底，公司流动资产 992.53 亿元，较上年底增长 3.10%，主要系预付款项和其他应收款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 32.39%）、应收票据（占 6.21%）、预付款项（占 14.48%）、其他应收款（合计）（占 6.57%）、其他应收款（占 6.31%）、存货（占 11.65%）、其他流动资产（占 23.42%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年

均复合下降 1.39%。截至 2019 年底，公司货币资金 321.43 亿元，较上年底下降 11.81%，主要系存放中央银行款项减少所致。货币资金中有 188.04 亿元受限资金，受限比例为 58.50%，主要为银行承兑汇票保证金，货币资金受限比例高。

2017—2019 年，公司应收票据连续下降，年均复合下降 35.56%。截至 2019 年底，公司应收票据 61.62 亿元，较上年底下降 45.33%，主要系 2019 年煤炭市场稳定，部分下游客户现汇结算增加、银行承兑汇票结算减少所致。

2017—2019 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 0.32%。截至 2019 年底，公司预付款项 143.69 亿元，较上年底增长 18.15%，主要系 1 年以内（含 1 年）预付款增加所致。

2017—2019 年，公司其他应收款连续增长，年均复合增长 88.06%。截至 2019 年底，公司其他应收款 62.61 亿元，较上年底增长 171.60%。

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 3.65%。截至 2019 年底，公司存货 115.60 亿元，较上年底下降 15.38%。原材料、自制半成品及在产品、库存商品构成，公司共计提存货跌价准备 0.04 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动资产连续增长，年均复合增长 34.05%。截至 2019 年底，公司其他流动资产 232.48 亿元，较上年底增长 46.24%，主要系对太原煤炭气化（集团）有限责任公司的委托贷款和理财产品增加所致。

2017—2019 年，公司非流动资产规模连续增长，年均复合增长 11.60%。截至 2019 年底，公司非流动资产 1950.94 亿元，较上年底增长 8.80%，公司非流动资产主要由固定资产（占 51.24%）、在建工程（占 16.80%）、无形资产（占 23.51%）构成。

2017—2019 年，公司固定资产连续增长，年均复合增长 7.41%。截至 2019 年底，公司固定资产 999.63 亿元，较上年底增长 8.06%。固定资产主要由房屋、建筑物、机器设备构成，累计计提折旧 732.29 亿元；固定资产成新率 57.92%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程波动增长，年

均复合增长 5.26%。截至 2019 年底，公司在建工程 327.74 亿元，较上年底增长 27.13%，主要系晋煤太钢三交一号矿井及选煤厂项目、湖北三宁合成氨原料结构调整及联产 60 万吨/年乙二醇项目投入增加所致所致。

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 20.83%。截至 2019 年底，公司无形资产 458.60 亿元，较上年底增长 0.11%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由采矿权、探矿权和土地使用权构成。

截至 2019 年末，公司受限资产为 503.66 亿元，较年初减少 38.68 亿元，主要为公司货币资金、房屋、机器设备、土地使用权等抵押融资减少所致。其中：货币资金 188.04 亿元，主要为银行承兑汇票保证金；应收票据为 7.83 亿元，主要为母公司及其子公司应收票据质押；固定资产 223.46 亿元，主要为母公司及其子公司房屋、机器设备、土地资产等抵押融资；无形资产 75.32 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等采矿权、土地使用权抵押；在建工程 2.16 亿元，主要为子公司山西晋煤华昱煤化工有限责任公司在建工程抵押；其他 4.60 亿元，主要为晋圣公司下属子公司股权质押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 3048.31 亿元，较上年底增长 3.56%。其中，流动资产占 35.54%，非流动资产占 64.46%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

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、少数股东权益占比一般，所有者权益稳定性较好。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 31.98%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 712.46 亿元，较上年底增长 10.99%，主要系资本公积和少数股东权益增加所

致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 61.19%，少数股东权益占比为 38.81%。归属于母公司所有者权益 435.97 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.96%、33.92% 和 16.65%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 734.36 亿元，较上年底增长 3.07%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 62.50%，少数股东权益占比为 37.50%。归属于母公司所有者权益 459.01 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.51%、32.29% 和 15.53%。所有者权益结构较 2019 年底变化不大。

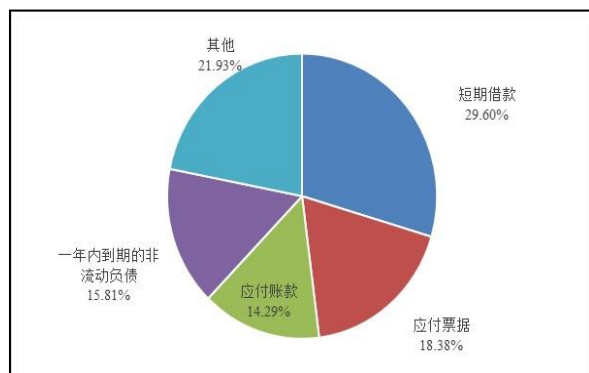
负债

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。

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 3.49%。截至 2019 年底，公司负债总额 2231.01 亿元，较上年底增长 5.54%。其中，流动负债占 72.06%，非流动负债占 27.94%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 7.52%。截至 2019 年底，公司流动负债 1607.72 亿元，较上年底增长 4.94%。公司流动负债主要由短期借款（占 29.60%）、应付票据（占 18.38%）、应付账款（占 14.29%）、其他应付款（占 6.34%）、一年内到期的非流动负债（占 15.81%）、其他流动负债（占 5.72%）构成。

图 8 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

均复合增长 3.22%。截至 2019 年底，公司短期借款 475.90 亿元，较上年底增长 10.74%，主要系部分银行的借款增加所致。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 3.56%。截至 2019 年底，公司应付账款 229.74 亿元，较上年底增长 1.62%，较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司应付票据连续增长，年均复合增长 9.23%。截至 2019 年底，公司应付票据 295.46 亿元，较上年底增长 5.77%，主要系签发银行承兑汇票增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 20.00%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 254.12 亿元，较上年底下降 1.28%，较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 5.11%。截至 2019 年底，公司非流动负债 623.29 亿元，较上年底增长 7.14%，主要系预计负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 53.52%）、应付债券（占 19.72%）、长期应付款（占 14.20%）构成。

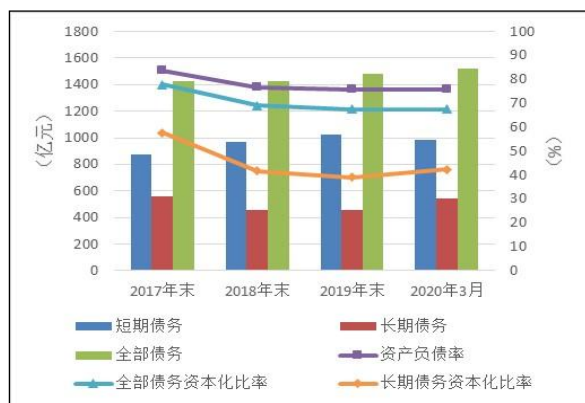
有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 1.91%。截至 2019 年底，公司全部债务 1481.98 亿元，较上年底增长 4.02%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 69.20%，长期债务占 30.80%，以短期债务为主。短期债务 1025.48 亿元，较上年底增长 6.10%，主要系短期借款增加所致。长期债务 456.50 亿元，较上年底下降 0.36%，较上年底变化不大。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.80%、67.53% 和 39.05%，较上年底分别下降 0.91 个百分点、下降 1.40 个百分点和下降 2.60 个百分点。公司债务负担较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 2313.95 亿元，较上年底增长 3.72%。其中，流动负债占 69.30%，非流动负债占 30.70%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 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 75.91%、67.48%

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年

和 42.35%，较上年底分别提高 0.11 个百分点、下降 0.05 个百分点和提高 3.29 个百分点。

图 9 公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报告

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，利润总额波动中有所下降。2019 年公司营业收入受贸易收入增长影响，同比有所上升，但营业利润有所下降；期间费用率略有下降，整体费用控制能力较为稳定；非经常性损益对公司利润总额影响较大，整体盈利水平较低。

2017—2019 年，公司营业总收入连续增长，年均复合增长 2.58%。2019 年，公司实现营业收入 1753.75 亿元，同比增长 2.59%，主要系燃气板块和贸易收入增长所致。同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 2.12%。2019 年，公司营业成本 1505.62 亿元，同比增长 5.90%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用（含研发费用）波动增长，年均复合增长 5.62%。2017—2019 年，公司期间费用占收入比例分别为 10.18%、11.69%和 10.79%，公司费用控制能力稳定。从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 189.21 亿元，同比下降 5.32%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.48%、42.22%、7.76%和 38.55%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 79.88 亿元，同比下降 4.96%；财务费用为 72.94 亿元，同比下降 6.99%，主要系利息支出减少所致。2019 年，公司期间费用占收入比例为 10.79%，同比下降 0.90 个百分点。

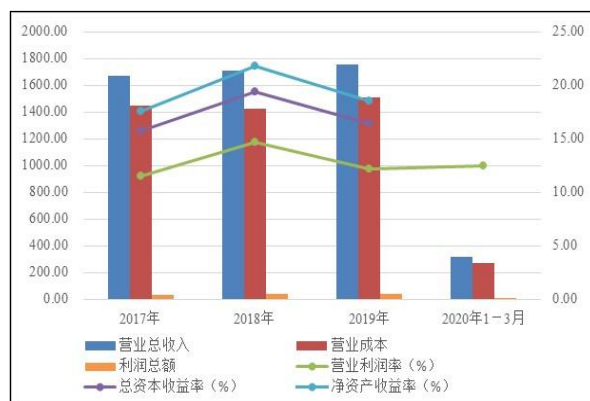
非经常性损益方面，近三年公司非经常性损

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。2017—2019 年，上述非经常性损益对公司利润总额的贡献分别为 8.99 亿元、-6.95 亿元和 14.00 亿元。2019 年，公司资产减值损失 10.39 亿元，主要来自坏账损失和固定资产减值损失；投资收益 9.66 亿元，主要是持有至到期投资产生的收益；其他收益 16.38 亿元，主要是政府补贴和项目补助；总体看，非经常性损益对公司利润总额有较大影响。

2017—2019 年，公司营业利润分别为 34.76 亿元、53.47 亿元、42.05 亿元，波动增长，年均复合增长 9.98%。2017—2019 年，公司利润总额分别为 30.63 亿元、42.33 亿元、40.41 亿元，波动增长，年均复合增长 14.86%。2017—2019 年，公司净利润分别为 7.60 亿元、15.73 亿元、15.04 亿元，其中，归属于母公司净利润分别为 3.87 亿元、3.48 亿元和 1.52 亿元，归属于母公司净利润偏低。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 11.48%、14.62%和 12.18%，三年加权平均值为 12.76%，波动增长。总资本收益率分别为 4.20%、4.74%和 4.19%，三年加权平均值分别为 4.36%，波动下降。公司净资产收益率分别为 1.86%、2.45%和 2.11%，三年加权平均值为 2.16%，波动增长。2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 12.18%、4.19%、2.11%，同比分别下降 2.44 个百分点、下降 0.56 个百分点和下降 0.34 个百分点。公司各盈利指标较同行业 2019 年煤炭行业部分 AAA 客户盈利能力比较处于行业中等水平。

图 10 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

表 13 2019 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	0.24	0.58	15.07
中国中煤能源股份有限公司	6.65	5.69	24.92
阳泉煤业(集团)有限责任公司	0.15	0.61	7.85

资料来源: 评级报告

2020 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 317.03 亿元, 同比下降 20.43%, 主要系新冠肺炎疫情影响, 煤炭市场需求下降及煤化工行业开工率下降影响所致。2020 年 1—3 月, 实现利润总额 1.59 亿元, 同比下降 83.15%。2020 年 1—3 月, 营业利润率为 12.42%, 同比下降 0.32 个百分点, 同比变化不大。

5. 现金流

2017—2018 年, 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, 但 2019 年受煤炭价格下降影响, 经营现金净流量有所下降; 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, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入分别为 1245.73 亿元、1510.48 亿元和 1555.01 亿元, 连续增长, 年均复合增长 11.73%。2019 年, 公司经营活动现金流入 1555.01 亿元, 同比增长 2.95%, 同比变化不大。2017—2019 年, 公司经营活动现金流出分别为 1131.30 亿元、1300.72 亿元和 1361.33 亿元, 连续增长, 年均复合增长 9.70%。2017—2019 年, 公司经营活动现金净额分别为 114.43 亿元、209.76 亿元和 193.69 亿元, 波动增长, 年均复合增长 30.10%。2017—2019 年, 公司现金收入比分别为 73.45%、86.40%和 86.31%, 波动增长, 收入实现质量较低。

从投资活动来看, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入分别为 76.90 亿元、64.08 亿元和 96.09 亿元, 波动增长, 年均复合增长 11.79%。2017—2019 年, 公司投资活动现金流出分别为 197.55 亿元、229.04 亿元和 245.17 亿元, 连续增

长, 年均复合增长 11.40%。2017—2019 年, 公司投资活动现金净额分别为-120.65 亿元、-164.96 亿元和-149.08 亿元, 波动增长, 年均复合增长 11.16%。公司资本支出力度大, 主要为扩大产销规模及煤炭资源整合。2019 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 120.97 亿元, 同比增长 26.01%。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金流分别为 6.22 亿元、44.80 亿元和 44.60 亿元。近三年, 公司筹资活动前现金流逐年增长, 公司经营活动现金流量净额能够满足公司投资活动需求。

从筹资活动来看, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入分别为 1187.72 亿元、1082.71 亿元和 1133.61 亿元, 波动下降, 年均复合下降 2.30%。2017—2019 年, 公司筹资活动现金流出分别为 1126.78 亿元、1110.87 亿元和 1199.71 亿元, 波动增长, 年均复合增长 3.19%。2017—2019 年, 公司筹资活动现金净额分别为 60.94 亿元、-28.16 亿元和-66.10 亿元, 波动下降。2019 年, 公司筹资活动现金净流出 66.10 亿元, 同比增长 134.71%, 主要系吸收投资收到的现金下降所致。

2020 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 18.89 亿元、55.93 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱, 长期偿债能力有所改善。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, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司流动比率分别为 66.54%、62.83%和 61.73%, 三年加权平均值为 63.02%, 连续下降; 公司速动比率分别为 57.59%、53.92%和 54.54%, 三年加权平均值为 54.96%, 波动下降; 公司经营现金流动负债比率分别为 8.23%、13.69%和 12.05%, 三年加权平均值为 27.39%, 波动增长; 公司现金短期债务比分别为 0.51 倍、0.45 倍和 0.35 倍, 连续下降, 现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至 2019 年底, 公司流动比率同比有所下降, 速动比率同比有所提高, 经营现金流动负债比和现金短期债务比均同比有所下降。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA分别为164.98亿元、205.88亿元和207.75亿元,连续增长。2017—2019年,公司EBITDA利息倍数分别为1.98倍、2.18倍和2.29倍,连续增长,EBITDA对利息的覆盖程度近年有所提高。2017—2019年,公司全部债务/EBITDA分别为9.55倍、7.73倍和7.90倍,波动下降,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

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,公司整体偿债能力很强。

截至2019年底,公司对外担保余额为110.71亿元,担保比率为15.54%;对外担保主要对象为潞安集团75.00亿元、阳煤集团10元及太原煤气化(集团)有限责任公司21.61亿元。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年底,公司共获得各家银行及金融机构授信总额2405.59亿元,其中未使用额度1315.40亿元,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》(统一社会信用代码:911400001112003634),截至2020年6月18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2019年底,母公司资产总额1325.43亿元,较上年底增长5.98%。其中,流动资产648.81亿元(占比48.95%),非流动资产676.63亿元(占比51.05%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占12.94%)、应收票据及应收账款(占11.53%)、其他应收款(占26.98%)、一年内到期的非流动资产(占5.03%)、其他流动资产(占40.76%)构成,非流动资产主要由可供出售金融

资产(占7.85%)、长期股权投资(占59.34%)、固定资产(占14.98%)、无形资产(占14.96%)、构成。截至2019年底,母公司货币资金为83.96亿元。

截至2019年底,母公司所有者权益为431.47亿元,较上年底增长4.72%。其中,实收资本为39.05亿元(占9.05%)、资本公积合计87.92亿元(占20.38%)、未分配利润合计169.89亿元(占39.38%)、盈余公积合计23.82亿元(占5.52%)。

截至2019年底,母公司负债总额893.97亿元,较上年底增长6.61%。其中,流动负债720.26亿元(占比80.57%),非流动负债173.71亿元(占比19.43%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占36.50%)、应付票据及应付账款(占9.15%)、其他应付款(占18.77%)、一年内到期的非流动负债(占20.52%)、其他流动负债(占12.67%)构成,非流动负债主要由长期借款(占43.54%)、应付债券(占42.53%)、预计负债(占6.19%)构成。母公司2019年资产负债率为67.45%,较2018年提高0.39个百分点。

截至2019年底,母公司资产负债率67.45%,全部债务资本化比率58.22%。2019年,母公司营业总收入为327.14亿元,利润总额为29.80亿元。

现金流方面,截至2019年底,公司母公司经营活动现金流由净流出转为净流入,为流入111.93亿元。母公司投资活动现金净流出74.31亿元。母公司筹资活动现金净流出36.84亿元。

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

本期中期票据对公司现有债务规模及结构影响小;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。

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发行规模为 10 亿元，本期中期票据拟发行额度占 2020 年 3 月底全部债务的 0.66%，长期债务的 1.85%，对公司现有债务规模及结构影响小。

截至 2020 年 3 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 75.91%、67.48%和 42.35%；以 2020 年 3 月底财务数据为基础，考虑 2020 年 3 月底以后已发行的 10 亿元“20 晋煤 MTN002”、10 亿元“20 晋煤 CP006”，10 亿元“20 晋煤 SCP001”、5 亿元“20 晋煤 MTN004”、10 亿元“20 晋煤 MTN005”、5 亿元“20 晋煤 MTN006”、5 亿元“20 晋煤 MTN003”，5 亿元“20 晋煤 MTN007”、5 亿元“20 晋煤 MTN008”，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 76.49%、68.53%和 45.55%，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有息债务，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

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。

2017—2019 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的 124.57 倍、151.05 倍和 155.50 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的 11.44 倍、20.98 倍和 19.37 倍，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度的 16.50 倍、20.59 倍和 20.78 倍。

表 14 截至本报告出具日，公司 2025 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)
20 晋煤 MTN008	2020-06-17	2025-06-19	5
20 晋煤 MTN007	2020-06-10	2025-06-12	5
20 晋煤 MTN004	2020-05-15	2025-05-20	5
20 晋煤 MTN002	2020-04-10	2025-04-14	10
20 晋煤 MTN001	2020-03-19	2025-03-23	5
20 晋煤 02	2020-02-24	2025-02-26	13
20 晋煤 01	2020-01-16	2025-01-17	13
合计			56

资料来源：Wind

截至本报告出具日，考虑公司本期中期票据

发行后，公司将于 2025 年集中兑付的额度为 61 亿元（以下简称“集中兑付额度”），2019 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 3.41 倍、25.49 倍和 3.18 倍，集中兑付压力不大。

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。

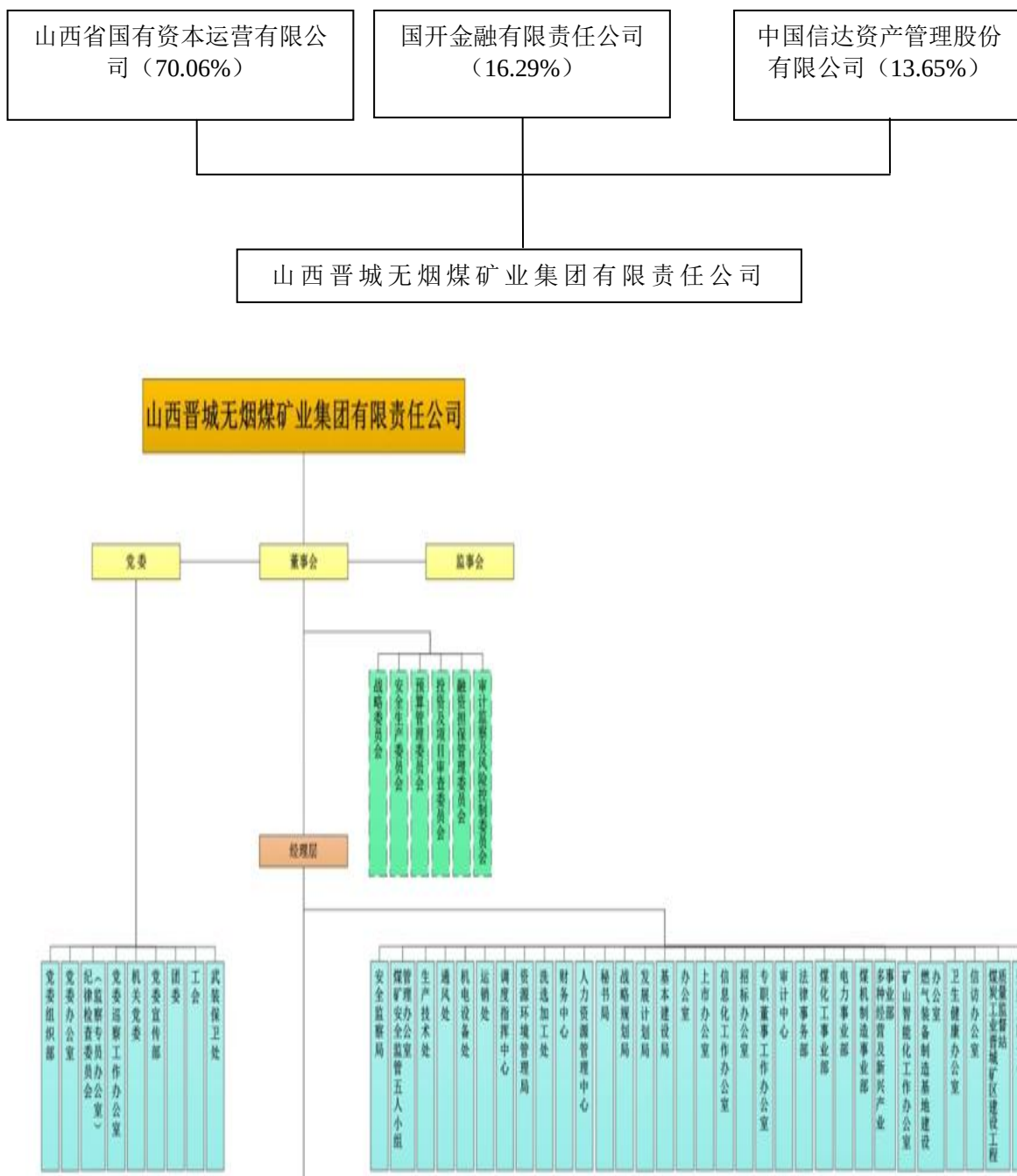
近年来公司经营稳健，资产规模稳步增长，随着煤炭行业景气度回升，公司营业收入规模持续增长，经营活动获现能力保持在较好水平。

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，公司整体偿债能力很强。

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 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 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 (万元)	投资额 (万元)	持股 比例 (%)
1	晋城蓝焰煤业股份有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	74585.37	91994.11	79.33
2	晋城宏圣建筑工程有限公司	建筑安装业	65945.64	81049.68	100.00
3	山西金驹煤电化股份有限公司	火力发电	42682.53	89414.48	100.00
4	山西晋丰煤化工有限责任公司	有机化学原料制造	77700.00	46620.00	100.00
5	山西长平煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	57200.00	56493.00	97.50
6	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	有机化学原料制造	36791.00	155610.00	85.35
7	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	有机化学原料制造	15000.00	8120.50	35.00
8	晋煤金石化工投资集团有限公司	有机化学原料制造	95316.39	74000.00	76.89
9	晋城金驹实业有限公司	其他未列明服务业	54539.16	71891.12	100.00
10	江苏徐州港务(集团)有限公司	货运港口	10000.00	11700.00	45.00
11	山东联盟化工股份有限公司	有机化学原料制造	66000.00	31154.85	38.00
12	山东晋煤明水化工集团有限公司	有机化学原料制造	22365.72	8047.88	35.00
13	晋城宇光实业有限公司	常用有色金属压延加工	5800.00	3580.00	61.72
14	沁水县鑫海能源有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	1650.28	73989.17	74.35
15	安徽昊源化工集团有限公司	有机化学原料制造	10634.77	9360.00	35.00
16	山东晋煤日月化工有限公司	有机化学原料制造	7700.00	3894.65	35.00
17	湖北三宁化工股份有限公司	有机化学原料制造	26723.08	13974.99	35.00
18	安徽晋煤中能化工股份有限公司	有机化学原料制造	9693.85	16050.00	35.00
19	山西晋煤集团沁秀煤业有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	121195.93	80430.68	70.49
20	山西蓝焰控股股份有限公司	燃气生产和供应业	96750.27	257268.17	40.05
21	寿光市联盟石油化工有限公司	原油加工及石油制品制造	10000.00	18196.00	40.00
22	江苏双多化工有限公司	有机化学原料制造	15000.00	5855.00	35.00
23	山西金象煤化工有限责任公司	有机化学原料制造	40000.00	24000.00	60.00
24	唐山邦力晋银化工有限公司	有机化学原料制造	20000.00	9409.00	35.00
25	晋煤集团财务有限公司	非银行金融机构	100000.00	102771.05	92.00
26	山西晋煤集团金鼎煤机矿业有限责任公司	采矿、采石设备制造	144294.92	145294.92	100.00
27	山西晋煤集团泽州天安煤业有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	260000.00	255100.00	98.12
28	晋城海斯制药有限公司	化学药品原药制造	11370.46	12894.23	73.03
29	北京晋煤太阳石化工有限公司	化肥批发	26600.00	15960.00	60.00
30	山西晋煤集团晟泰能源投资有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	120000.00	120000.00	100.00
31	山西晋煤太钢能源有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	360000.00	183600	51.00
32	阳城晋煤能源有限责任公司	火力发电	30000.00	27300.00	91.00
33	山西石涅招标代理有限责任公司	其他服务业	500.00	350.00	70.00
34	山西晋煤集团金明矿业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	60000.00	42000.00	70.00
35	鄂托克前旗恒源投资实业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	135000.00	183846.46	61.20
36	山西晋煤集团晋圣矿业投资有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	270000.00	264327.21	100.00
37	山西晋煤集团临汾晋牛煤矿投资有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	72000.00	72000.00	100.00
38	山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	煤炭及制品批发	80000.00	80000.00	100.00
39	山西晋煤集团沁水胡底煤业有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	21000.00	25955.00	51.00
40	山西晋煤集团技术研究院有限责任公司	工程和研究和试验发展	7000.00	7000.00	100.00
41	山西晋煤集团华昱煤化工有限责任公司	有机化学原料制造	440000.00	241650	52.65
42	山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司	运输代理服务	72000.00	56000.00	77.78
43	山西晋煤天源化工有限公司	有机化学原料制造	59000.00	23842.64	68.00
44	河南晋煤天庆煤化工有限责任公司	有机化学原料制造	116000.00	116000.00	61.70
45	日照港国际物流园区有限公司	其他仓储业	40000.00	22000.00	55.00
46	晋镁新材料有限公司	镁冶炼	20000.00	20000.00	100.00
47	山西晋煤集团金泽农业开发有限公司	其他农业服务	40798.65	31314.56	76.75

48	山西晋煤配售电有限公司	配售电业务	21000.00	21000.00	100.00
49	山西晋煤煤化工投资有限公司	复混肥料制造	30500.00	30500.00	100.00
50	山西沁东能源有限公司	煤炭开采洗选	30000.00	15300.00	51.00
51	山西晋煤集团煤层气与煤基技术开发有限公司	专业技术服务业	10000.00	10000.00	100.00
52	弘创融资租赁有限责任公司	自有设备租赁	100000.00	100000.00	100.00
53	山西晋煤集团医疗健康有限责任公司	医院管理	30000.00	30000.00	100.00
54	山西燃气集团有限公司	煤层气开发	598154.58	343625.46	51.79

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	480.87	480.52	384.96	447.35
资产总额(亿元)	2491.95	2755.74	2943.47	3048.31
所有者权益(亿元)	408.99	641.92	712.46	734.36
短期债务(亿元)	945.75	1056.39	1115.48	984.44
长期债务(亿元)	629.48	535.54	524.78	539.40
全部债务(亿元)	1575.23	1591.93	1640.26	1523.83
营业收入(亿元)	1666.58	1709.55	1753.75	317.03
利润总额(亿元)	30.63	42.33	40.41	1.59
EBITDA(亿元)	164.98	205.88	207.75	--
经营性净现金流(亿元)	114.43	209.76	193.69	18.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.81	11.05	15.64	--
存货周转次数(次)	12.21	10.89	11.94	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.65	0.62	--
现金收入比(%)	73.45	86.40	86.31	93.19
营业利润率(%)	11.48	14.62	12.18	12.42
总资本收益率(%)	3.89	4.39	3.90	--
净资产收益率(%)	1.86	2.45	2.11	--
长期债务资本化比率(%)	60.62	45.48	42.42	42.35
全部债务资本化比率(%)	79.39	71.26	69.72	67.48
资产负债率(%)	83.59	76.71	75.80	75.91
流动比率(%)	66.54	62.83	61.73	67.56
速动比率(%)	57.59	53.92	54.54	59.79
经营现金流动负债比(%)	8.23	13.69	12.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	2.18	2.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.55	7.73	7.90	--

注：2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	190.18	169.69	108.28	146.42
资产总额(亿元)	1176.20	1250.59	1325.43	1385.79
所有者权益(亿元)	269.16	412.04	431.47	453.96
短期债务(亿元)	315.12	357.94	451.70	400.33
长期债务(亿元)	302.39	203.59	149.50	191.72
全部债务(亿元)	617.51	561.53	601.20	592.05
营业收入(亿元)	344.07	356.59	327.14	66.98
利润总额(亿元)	13.59	25.07	29.80	2.69
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	73.87	73.98	111.93	13.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.53	2.45	3.12	--
存货周转次数(次)	76.27	83.89	81.00	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.29	0.25	--
现金收入比(%)	86.14	97.19	102.10	87.63
营业利润率(%)	11.02	13.55	10.63	12.76
总资本收益率(%)	1.50	2.37	2.54	--
净资产收益率(%)	4.94	5.59	6.08	--
长期债务资本化比率(%)	52.91	33.07	25.73	29.69
全部债务资本化比率(%)	69.64	57.68	58.22	56.60
资产负债率(%)	77.12	67.05	67.45	67.24
流动比率(%)	89.08	94.10	90.08	97.09
速动比率(%)	88.39	93.59	89.54	96.53
经营现金流动负债比(%)	12.83	11.93	15.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一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	
总资产收益率	(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 年度第十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。