

信用等级公告

联合[2017] 332 号

联合资信评估有限公司通过对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司及其拟发行的 2017 年度第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
2017 年度第二期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月六日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司

2017 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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 30 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款及补充流动资金

评级时间: 2017 年 3 月 6 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产 (亿元)	350.00	375.20	292.19	313.47
资产总额(亿元)	1923.91	2101.85	2118.45	2183.95
所有者权益(亿元)	386.94	380.77	366.97	389.47
短期债务 (亿元)	548.69	656.41	772.68	736.13
长期债务 (亿元)	556.84	630.67	540.57	654.28
全部债务(亿元)	1105.53	1287.08	1313.25	1390.41
营业收入 (亿元)	1761.65	1941.17	1732.73	1135.55
利润总额 (亿元)	19.48	13.63	2.07	0.53
EBITDA(亿元)	115.24	127.79	116.33	--
经营性净现金流 (亿元)	20.99	50.31	95.31	40.78
营业利润率(%)	9.43	8.08	8.13	8.27
净资产收益率(%)	1.77	0.84	-2.66	--
资产负债率(%)	79.89	81.88	82.68	82.17
全部债务资本化比率(%)	74.07	77.17	78.16	78.12
流动比率(%)	74.34	71.82	57.23	63.51
经营现金流负债比(%)	2.31	4.87	8.25	5.02
全部债务/EBITDA(倍)	9.59	10.07	11.29	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.59	10.07	11.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	1.76	1.79	--

注: 2016 年 1~9 月财务数据未经审计; 公司其他流动负债中的短期债券、融资租赁款已相应调整至短期债务和长期债务。

分析师

郭 昊 尹金泽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (下称“联合资信”) 对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 (下称“公司”) 的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业, 在资源储备、产业布局、产品结构、技术装备、财政支持等方面拥有的优势; 同时联合资信也关注到行业景气度对公司经营带来的压力, 公司债务负担重, 资本支出及安全管理压力加大对公司经营及发展带来的不利影响。

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

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

优势

1. 煤炭行业作为中国一次性消费能源中消费量最大的基础能源行业, 发展前景长期向好。
2. 公司所处的晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一, 无烟煤资源丰富。受益于政策的支持, 公司在山西省煤炭资源整合中, 煤炭储量获得较大提升; 公司煤炭产品结构均衡; 无烟煤产品附加值高, 市场竞争力强, 资源优势明显。
3. 公司受财政补贴等外部支持力度大。
4. 公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响，煤炭行业出现阶段性供大于求，行业景气程度持续下滑，对公司煤炭产品价格及盈利能力造成显著负面影响。
2. 近年公司贸易业务收入规模快速上升，其较低的毛利率水平对公司整体盈利指标造成一定负面影响。
3. 公司债务规模快速扩张，债务负担持续加重。同时公司对外担保比率大且行业集中，有一定的或有负债风险。
4. 公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大；地方整合矿井安全生产条件较差，公司安全投入及安全管理压力较大。
5. 公司近年来出现经营亏损，盈利能力弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017 年度第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 2016 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
山西省国有资产监督管理委员会	244348.72	62.57
国开金融有限责任公司	79524.64	20.36
中国信达资产管理公司	66646.20	17.07
合计	390519.56	100.00

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司共有全资及控股子公司 67 家、业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 2118.45 亿元，所有者权益 366.97 亿元（含少数股东权益 133.61 亿元）；2015 年公司实现营业收入 1732.73 亿元，利润总额 2.07 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2183.95 亿元，所有者权益 389.47 亿元（含少数股东权益 143.03 亿元）；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 1135.55 亿元，利润总额 0.53 亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：贺天才。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年新注册总金额为 50 亿元的中期票据，本次拟发行山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为 30 亿元，发行期限 3 年。本期中期票据募集资金将用于偿还银行借款及补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶

段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业

效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，

出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

公司主业为煤炭开采及下游煤化工产业。煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业作为中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

（一）煤炭采选

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%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012 年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量 14.62 亿吨，占当年全国煤炭总产量的

40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

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

煤炭价格

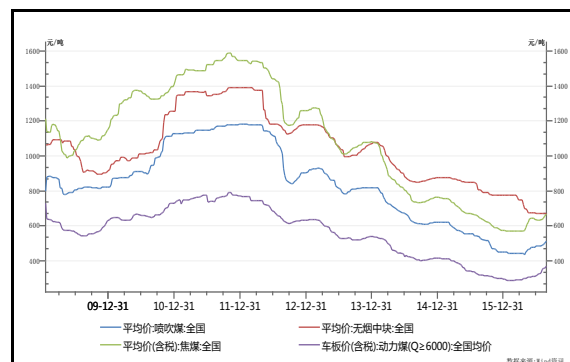
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

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

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价

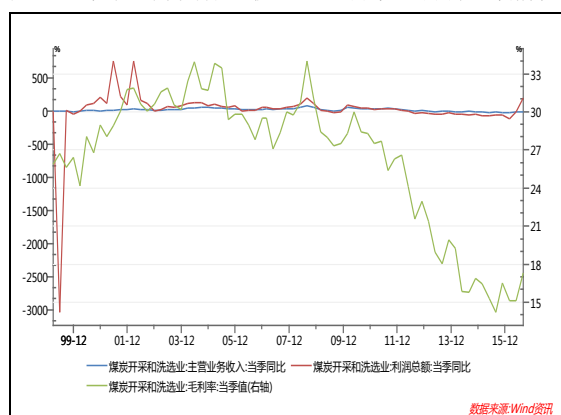


资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底

下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年8月26日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是514元/吨、668元/吨、672元/吨和371元/吨，分别较2015年底增长14.48%、16.58%、-13.18%和24.92%。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。2016年下半年，受国家煤炭去产能政策影响，煤炭价格显著提升，大中型煤炭企业盈利能力有所回暖。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

总量控制失效，资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》（2013年6月），中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；

但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的 mismatch 可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺

季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改

造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上涨幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

兼并重组深化，行业集中度提升

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

炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。

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。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年

开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

（二）煤化工行业

1. 行业及区域经济概况

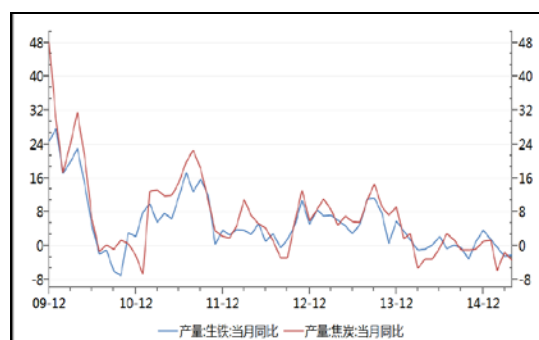
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

焦炭上下游分析

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

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

图3 焦炭、生铁产量月度同比增长率（单位：%）



资料来源：Wind资讯

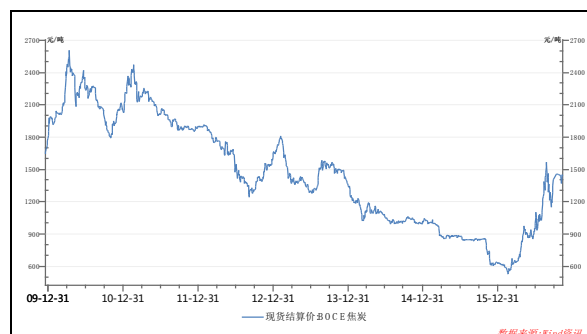
钢铁行业属于强周期行业，生铁产量与宏观经济运行周期紧密相关，受益于城镇化、工业化和农业现代化，钢材市场需求长期向好，

保障房建设、基础设施建设、轨道交通及城际交通系统建设等将直接推升钢材需求。进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2014年合计产量达到16.27亿吨，同比增长3.13%；2014年中国以8.23亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的50.58%，产量同比增长5.60个百分点。从产能情况看，截至2014年底，中国粗钢产能约11亿吨，行业产能利用率有所降低，由2013年的72%下降到70.69%，产能过剩情况有所加重。

焦炭价格分析

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009年在国家四万亿投资计划拉动下，于2009年8月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至2010年10月1800元/吨的年度低点。2011年初，焦炭价格延续反弹行情至2011年3月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至2011年9月年度低点。2011年底至2012年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012年2月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。2014年和2015年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈持续下跌趋势。截至2015年底，国内焦炭价格均价约为634元/吨。进入2016年，在煤炭钢铁行业去产能政策影响下，焦炭价格快速回升。截至2016年11月9日，焦炭现货成交价1440元/吨。

图4 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

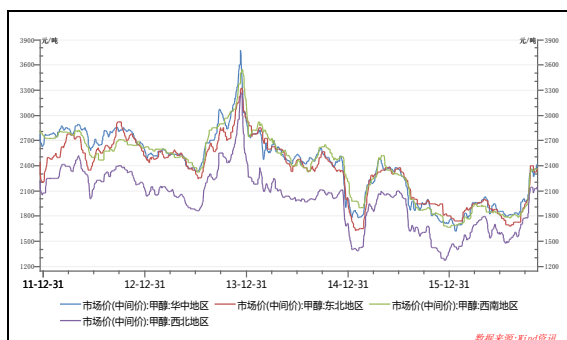
总体而言，近年来焦炭价格受下游疲软影响走势总体呈季节性波动下降趋势，焦炭企业面临的经营压力较大。但随着2016年国内焦炭价格的快速回升，焦炭企业的经营压力有所缓解，盈利状况持续改善。

甲醇

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

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

图5 甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，截至2015年底，甲醇平均价格1165元/吨，较年初价格下跌23.71%。2016年以来，甲醇价格则不断回升。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

未来发展方面，经过数年培育和发展，甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，国内目前建成投产的甲醇制烯烃共6套，合计烯烃产能266万吨，按平均85%负荷率计算，年消耗甲醇约670万吨，国内对甲醇需求数量将继续增加。

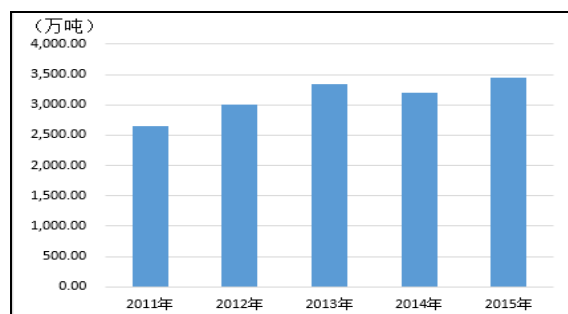
总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，

淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

图6 2011~2015年中国尿素（折纯）产量
(单位：万吨)



资料来源：Wind 资讯

市场供给方面，近年国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能的大幅增长。中国是世界上最大的尿素生产国，截至2013年底，中国尿素实物产能达到8070万吨，较上年增加13.18%。2012年受煤炭价格下跌、利润空间扩大的刺激，国内尿素生产企业开工率超过77%，全年尿素（折含N100%）产量为3003.83万吨。2013年，全年尿素（折含N100%）产量为3333.18万吨，较2012年增长10.96%，企业平均开工率不足80%。2014年，全国尿素产量有所下降，为3204.30万吨。进入2015年，中国尿素产能增加至8900万吨左右，较去年增长1.13%，达历史新高。其中西北、华北地区产能增加较多，仅西北地区产能增加达255万吨。2015年，中国尿素（折含N100%）产量为3217.83万吨，同比增加7.60%。

表2 2010~2015年中国尿素进出口量

(单位：万吨)

年份	进口量	出口量
2010	1.33	702.58

2011	0.21	355.88
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55
2015	0.76	1371.03

资料来源：Wind 资讯

上游原料方面，天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对外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。相对而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，原料供应保障能力良好。

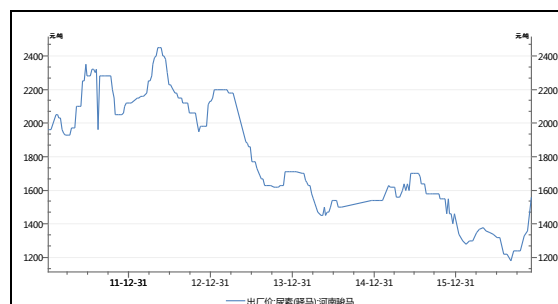
下游需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨。虽然尿素出口量攀升，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，因而处于产能过剩的尿素行业仍面临较大压力，尿素价格持续下行压力大。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点

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

市场价格方面，2013年4月份开始，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，到2013年底，尿素（驿马）出厂价为1710元/吨，同比下降19.72%。进入2014年，尿素价格持续下跌，2014年5月底，尿素（驿马）出厂价跌至低点1450元/吨，6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底，尿素（驿马）出厂价提升至1700元/吨，较上年同期提升超过10%，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。目前国内尿素市场受需求疲软及产能过剩原因，导致尿素价格持续下探，截至6月底，国内尿素均价1301元/吨，较年初的1430元/吨，下跌了9.07%；进入2016年下半年，国内尿素价格稳中有落，跌幅20-30元/吨，新单成交放缓。国内主产区主流出厂报价1450-1500元/吨，低端1370元/吨，高端1550-1600元/吨，当前国内需求仍处淡季，加之煤炭价格支撑减弱，即使开工率低位，厂家挺价不易，高报低现现象普存，业内对后市心态谨慎，预计近期国内尿素价格仍有走低空间。截至2016年12月1日，尿素（驿马）出厂价为1560元/吨。

图 7 2011~2016 年 3 月尿素（驿马）出厂价
(单位：元/吨)



资料来源：Wind 资讯

政策方面，为保持尿素行业健康发展，化解产能过剩局面，尿素出口成为改善供求关系

的重要措施，出口关税政策逐渐放松。《2013年关税实施方案》自2013年1月1日起实施，其中涉及尿素行业的出口关税细则调整主要包括：尿素出口暂定税率由7%下调至2%，基准价格由2100元/吨上调至2260元/吨，淡季出口时间不变。《2014年关税实施方案》自2014年1月1日起实施，进口关税方面，对尿素、复合肥、磷酸氢二铵三种化肥的配额税率执行1%的税率，出口关税方面，对尿素取消基准价，淡季（7-10月）执行40元/吨的从量税，旺季（1-6月，11、12月）执行15%+40元/吨的复合税率。《2015年关税实施方案》自2015年1月1日起实施，进口关税方面，对尿素执行全年统一的出口关税税率，为80元/吨从量征收。根据财政部公布的2016年化肥出口关税调整方案，于2015年相比，尿素出口关税在2016年未做调整。

表3 2013~2015年尿素出口关税政策对比

	2013年	2014年	2015年
基准价格	2260元/吨	--	--
淡季 (7-10月)	当出口价格不高于基准价格时，税率=2%； 当出口价格高于基准价格时，税率=(1.02-基准价格/出口价格)*100%	40元/吨	80元/吨
旺季 (1-6月，11、12月)	77%	15%+40元/吨	80元/吨

资料来源：国务院关税税则委员会

2015年4月20日起全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016年4月20日起全部取消电价优惠。享受电价优惠的企业多是单套合成氨产能30万吨以下，也就是尿素产能52万吨以下的尿素生产企业，化肥用电价优惠取消，对部分高耗能尿素企业来讲，成本增加可能不止100元/吨，而部分先进航天炉工艺的产能，成本增加仅40元/吨左右。

2015年8月，经国务院批准，财政部、海

关总署和国家税务总局印发了《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》，规定自2015年9月1日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按13%税率征收增值税，原有的增值税免税和先征后返政策相应停止执行。

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

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增加，未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出，产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

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

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

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

工艺、技术改造创新

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

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

产品结构调整，扩大和延伸产业链

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

上下游产业链跨行业重组

煤化工企业采取企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，企业在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。

3. 行业政策

2012年3月，国家发改委专门下发通知，对相关煤化工项目设置门槛，以切实加强煤化工产业的调控和引导。由国家发改委、国家能源局编制的《煤炭深加工示范规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》已通过国家发改委主任办公会，拟于近期发布实施。该政策的核心内容是产业升级与总量控制。

此外，工信部鉴于宏观经济环境以及节能减排、环境保护日益上升到更重要位置，于2012年11月14日发布通知，拟组织中国炼焦行业协会修订焦化行业准入条件。预计随着新政策出台，炼焦产业准入门槛将提高，届时将淘汰一批落后小产能，有助于提高产业集中度，促进炼焦产业良性发展。

进出口方面，自2013年1月1日起，焦炭出口关税以及配额全部取消，转变成出口证支付，对于焦炭出口总量的控制逐渐放松，焦炭

的外部需求市场逐渐放开，出口将有利于缓解国内焦炭市场的产量以及过剩产能压力。

4. 行业发展

从资源储量角度看，煤将是潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

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

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年9月底，公司实收资本为39.05亿元，其中，山西省国资委出资24.43

亿元，占 62.57%，为公司第一大股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一。2015 年，位列世界企业 500 强第 379 位。资源储备方面，截至 2016 年 9 月底，公司煤炭资源储量 50.6 亿吨，其中，可采储量 23 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，核定年生产能力 4770 万吨。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。

整体来看，公司煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高，具有较强的市场竞争优势。但公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，增加了煤炭开采和安全生产的难度。

3. 人员素质

公司高级管理人员合计 27 人，其中董事会成员 13 人，监事会成员 5 人以及副总经理和总会计师等 9 人。

公司董事长贺天才先生，1983 年 8 月参加工作历任晋城矿务局机电处技术员、租赁站工程师、机电处处长助理、副处长，王台

铺矿副矿长，晋煤集团西区建设中心副主任（正处级），晋煤集团寺河矿矿长，2004 年 11 月至 2009 年 8 月任晋煤集团党委常委、总工程师、董事；2009 年 8 月至 2011 年 3 月任煤炭工业太原设计研究院院长、党委书记、山西省煤炭厅党组成员；2011 年 2 月至 2013 年 12 月任山西省科技厅厅长、党组书记；2014 年 1 月至今任晋煤集团董事长、党委书记，第十届山西省委委员。

公司总经理李鸿双先生，1960 年出生，研究生学历，现任晋煤集团副董事长、总经理。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 月至今任晋煤集团党委常委、副董事长、总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司拥有员工 8.49 万人。按学历结构划分，其中研究生以上人员占比约 1.6%，本科生人员占比约 17.5%，高中生以上学历人员占比约 59.6%。按性别划分，其中女性比例约为 24.5%，男性比例约为 75.5%。按是否下井分，其中井下员工约为 39.5%，非井下员工约为 60.5%。按技术等级划分，其中技师以上人员占比约为 0.9%，高级工占比约为 7.3%，中级工占比约为 25.1%。

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

4. 技术水平

公司科研实力雄厚，先后被授予“全国煤炭工业优秀企业”、“全国煤炭工业科技创新先进企业”、“最具影响力企业”等称号。2004 年，公司技术中心经国家发改委认定为国家级技术中心；2007 年，批准设立博士后

科研工作站；2009 年，国家三部委认定公司为国家创新型试点企业。2011 年，公司组建成立了技术研究院有限公司、国内实力最强的山西省煤层气工程研发中心。“十一五”国家科技重大专项“山西晋城矿区采气采煤一体化煤层气开发示范工程”顺利通过国家验收，并成功签订“十二五”国家科技重大专项任务合同书。公司共申报的“煤矿区煤层气立体抽采关键技术与产业化示范”等 3 个项目被评为国家科技进步二等奖，98 项专利获得国家授权，组织起草的《车用压缩煤层气》、《民用煤层气（煤矿瓦斯）》国家标准在全国范围内正式颁布施行。2014 年申报省部级成果 45 项，组织完成省部级鉴定项目 12 项。2014 年度晋煤集团获省部级奖励 26 项。其中，中国煤炭工业科学技术奖获奖 12 项，山西省科学技术奖获奖 3 项，国家能源科技进步奖 4 项，第六届安全生产科技成果奖 7 项。

在煤炭开采方面，公司配备了先进的综采设备，采用放顶煤新技术，采煤机械化率已达 100%。公司研制成功并加快推广 6.2 米大采高液压支架、二代连掘工艺和装备，“煤岩巷道快速掘进工艺技术及其装备的研究和实践”项目解决了煤岩巷道快速掘进面临的设备配套和工艺技术等问题，提高了煤岩巷道连续掘进速度。公司自主开发的“煤矿巷道高效安全支护成套技术”获国家科学技术进步二等奖。

在瓦斯治理和利用方面，公司加强井上下瓦斯抽采，在瓦斯治理和防突上取得突破性成效，极大地提高了矿井的安全保障能力。公司针对所在矿区瓦斯含量高的特点，大力开展瓦斯防治和利用的研究工作，目前形成了一整套适合于晋城矿区的先进技术，包括地面瓦斯抽采、井下瓦斯抽放、双系统瓦斯抽放等技术工艺，突破了国际上公认的无烟煤不利于地面瓦斯开发的“禁区”。

在煤化工领域，针对部分老矿井煤质下

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

整体来看，公司科研实力雄厚，在采煤工艺、机械化水平、瓦斯治理等环节上都处于中国煤炭企业前列，具备可持续发展能力。

5. 外部环境

地理环境

公司地处山西东南部，靠近中原，辐射华中，太焦、侯月铁路纵贯矿区，公路四通八达，交通十分便捷，具有得天独厚的区位优势。

政策环境

2005 年底山西省重点组织实施的“大企业战略”中，公司被列入“第一方阵”。山西省加强对“三个方阵”中共计 77 户重点企业的扶植力度。在产业整合方面，制定更严格的市场准入标准，整合淘汰各类技术落后的小企业，为符合产业政策的大企业大集团发展腾出空间。在资源配置方面，要求土地供应也要向列入“三个方阵”的企业倾斜，优先安排用地规划和年度供地计划，及用水、用电、用气指标。在项目布局方面，山西省要求政府各有关部门要优先考虑支持列入“三个企业方阵”各企业新一批大项目、好项目。

2008 年 9 月《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》提出大力支持包括晋煤集团在内的大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组中小煤矿，控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。并在项目实施、资源配置等方面对大型煤矿企

业集团给予优惠政策。按照山西省委、省政府的统一部署,公司共重组整合 43 个资产包,涉及矿井 122 座,整合矿井面积 347.08km²,资源储量 22.43 亿吨,规划产能 3090 万吨/年。

总体来看,煤炭产业是山西省的支柱产业,公司作为山西省“大企业战略”第一方阵的成员,在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持上都能够享有区域政策上的扶植和便利;山西省能源产业“十二五”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。

6. 重大事项

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

联合资信将密切关注公司重大事项进展情况,动态评估其对公司信用水平的影响。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由山西省国资委、中国信达资产管理公司和国开金融有限责任公司共同出资

组建的有限责任公司。设立了股东会、董事会、监事会、经理层,目前已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

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

公司董事会对股东会负责,由 13 名董事组成,其中中国信达资产管理公司推荐 3 人、国开金融推荐 2 人、山西省国资委推荐 7 人、公司职工代表 1 人。董事会设董事长 1 人、副董事长 3 人,董事长由省国资委推荐,副董事长由中国信达资产管理公司、省国资委、国家开发银行各推荐一人,经全体董事三分之二以上表决通过产生。

公司设监事会,监事会依照法律、法规及公司章程的规定,对财务、经营、董事会及其成员和公司总经理行使监督职能。监事会成员为 5 人,其中中国信达资产管理公司推荐 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公司推荐人员担任,董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制,设总经理 1 名,由董事会聘任或者解聘。公司副总经理和财务负责人由总经理提请聘任或解聘。

2. 管理水平

内控管理方面,公司下设审计处和 12 个二级审计机构(审计科、部),对集团本部及下属子公司、分公司财务收支、财务决算、工程决算、经济合同及其有关的经济活动进行审计,按照法律、法规规定和本公司主要负责人要求办理的其他审计事项,配合国家审计、社会审计工作和各部门工作。

财务管理方面,公司制订了《全面预算管理办法》,结合本年度货款回收情况,科学安排各项资金使用计划,严格执行审批制度,降低了资金占用,保证了生产经营、基本建

设和职工生活福利等方面的资金投入。单笔金额超过 2000 万元的非固定资产支出或单笔金额超过 5000 万元的固定资产支出，都要经过董事会审批方能执行。

公司对筹资活动实行统一管理，所属各子公司、分公司未经集团公司批准，严禁对外筹资。公司实行“对外担保审批、登记、跟踪”制度，各子公司、分公司未经公司同意，一律不得对外提供担保。对没有投资关系的单位提供担保，必须有接受担保的公司董事会对此做出的决议和委托书，同时还应当要求接受担保的公司出具反担保书。

对外投资管理中，公司坚持：第一，对外投资必须经过可行性论证，对外投资项目的可行性论证由集团公司委托具体承办单位组织进行；第二，对外投资管理实行集体决策、层次审批和备案管理相结合的方式；第三，对外投资项目的审批程序为初审、专家论证、董事会决策审定、财务处备案；第四，对外投资审批原则：符合国家产业政策以及集团公司的长远发展规划；经济效益良好，资金、技术、人才、原材料有保证；法律手续完善；上报资料齐全、真实、可靠；与企业投资能力相适应。

总体来看，公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体

管理水平尚可。但近年来公司扩张速度较快，对外收购了大量子公司，由于时间较短，现有的各级管理制度难以实现有效对接，对各项制度的执行效果带来了一定的影响。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主业包括煤炭、煤化工、建材、电力、机械及多经贸易等多个领域，近年公司营业收入有所波动，2013 年~2015 年，公司分别实现营业总收入 1761.65 亿元、1941.17 亿元和 1732.73 亿元。其中主营业务收入分别为 1880.70 亿元、1899.10 亿元和 1697.89 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 1135.30 亿元，实现主营业务收入 1110.22 亿元。

从收入结构看，2013 年~2015 年，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。其中，化工业务和贸易业务是公司主要收入来源，煤炭业务是公司主要利润来源。2015 年化工业务实现收入 464.70 亿元，同比减少 1.75%，其占主营业务收入的比重为 27.37%；2015 年公司主动压缩贸易业务，导致贸易业务板块业务收入同比下降 12.49%，为 974.73 亿元，占主营业务收入比重小幅下降至 51.41%；受煤炭价格持续走低影响，公司煤炭业务收入近年呈不断下降趋势，2015 年为 187.15 亿元，占 11.02%，较上年下降 0.93 个百分点。此外，公司在电力、机械等业务收入规模相对较小，2015 年合计实现收入 16.01 亿元，收入占比 0.94%。2016 年 1~9 月，公司煤炭业务收入持续下降，为 115.26 亿元，占 2015 年全年的 61.59%，占比下降至 10.38%；贸易业务收入为 654.32 亿元，占比为 58.94%。

表 4 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	279.61	14.87	36.88	226.73	11.95	36.43	187.15	11.02	38.24	115.26	10.38	38.11
化工	497.06	26.43	7.91	472.96	24.90	8.47	464.70	27.37	12.17	279.11	25.14	11.59
贸易	1015.70	54.01	0.65	1113.83	58.65	0.57	974.73	57.41	0.43	654.32	58.94	0.42
电力	7.24	0.38	34.39	9.50	0.50	25.43	9.80	0.58	34.59	4.77	0.43	35.96
机械	9.71	0.52	32.34	7.82	0.41	45.70	6.21	0.36	57.81	5.73	0.52	50.24

其他	71.38	3.80	34.54	68.26	3.59	50.49	55.30	3.26	55.53	51.03	4.60	59.79
合计	1880.70	100.00	9.53	1899.10	100.00	8.92	1697.89	100.00	10.01	1110.22	100.00	10.28

资料来源：公司提供

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务。

从毛利率看，公司煤炭板块近三年保持较高的毛利率水平，2013 年~2015 年毛利率分别为 36.88%、36.43%和 38.24%；公司煤化工板块产品以尿素和甲醇为主，受上游煤炭价格下降影响，盈利水平逐年上升，毛利率近三年分别为 7.91%、8.47%和 12.17%；公司贸易业务盈利能力逐年下降，毛利率三年分别为 0.65%、0.57%和 0.43%；公司其他业务以材料销售、煤层气开采、房地产等业务为主，盈利能力较好但波动性较大。2013 年~2015 年，公司其他业务毛利率显著上升，分别为 34.54%、50.49%和 55.53%。2013 年~2015 年，受煤炭板块毛利率波动以及盈利能力低的多种经营贸易规模在收入中占比较高影响，公司主营业务整体毛利率波动下滑，分别为 9.53%、8.92%和 10.01%。2016 年 1~9 月，煤炭板块毛利率较 2015 年全年水平小幅下降 0.13 个百分点，至 38.11%；受主要产品尿素、甲醇售价下降影响，公司化工板块毛利率下降至 11.59%；公司贸易板块毛利率保持相对稳定，为 0.42%，公司主营业务整体毛利率较 2015 年小幅上升至 10.28%。

整体看，公司煤炭、煤化工主业突出，发展态势受宏观经济下行及行业景气度影响有所下滑；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，该类辅助产业近年收入及利润波动较大，但对公司整体收入及利润规模影响很小；公司在经济下行期间大力控制成本，公司整体盈利能力有所提升。

2. 煤炭业务

晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤

储量的 26%。资源储备方面，截至 2016 年 9 月底，公司煤炭资源储量 50.6 亿吨，其中，可采储量 23 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，核定年生产能力 4770 万吨。

表5 截至2015年底公司生产矿井储量、产能情况
(单位：万吨，年)

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	产能	2015 产量	可采年限
1	凤凰山	12239	1986	400	336.47	3.5
2	古书院	7293	955	330	295.05	2
3	成庄	67789	38843	830	1020.86	33
4	寺河	74026	40388	1200	1149.23	24
5	赵庄	73288	35824	800	917.72	32
6	长平	26305	18187	500	709.04	26
7	寺河矿二号井	13695	8181	180	231.17	32
8	岳城	14397	6353	150	181.59	30
9	王台	9262	458	260	272.09	1.3
10	赵庄二号井	6712	1917	120	129.98	11
合计		305006	153092	4770	5243.20	--

资料来源：公司提供

2015 年公司共生产原煤 5623.16 万吨，销售商品煤 4877.75 万吨，分别较上年增长 0.64%和下降 1.73%。公司煤炭产销规模保持相对稳定。

表6 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
原煤产量	5587.47	5623.16	4105.88
商品煤销量	4963.84	4877.75	3703.33

资料来源：公司提供

公司生产的无烟煤为优质化工煤。2006 年，公司煤炭产品“蓝焰”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标；“蓝焰”牌无烟煤

洗中块煤被批准为“免检产品”。从公司煤炭产品结构上看，无烟块煤占煤炭总产量的97.48%，并全部进行洗选，以提升产品附加值。

生产技术方面，2015年，公司综合机械化程度有所降低，主要系部分基建矿井基建期间产出工程煤拉低综合机械化率，2015年百万吨死亡率为0.0568人，主要系下属天安东沟煤业发生透水事故，死亡3人，全员效率10.37吨/工。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，安全隐患较多。

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，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。

表7 公司煤炭生产主要指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
原煤产量(万吨)	5627.93	5587.47	5623.16
综合机械化程度(%)	92.19	98.9	91.49
采煤机械化程度(%)	100.00	100	100.00
掘进机械化程度(%)	95.80	95.74	96.35
全员效率(吨/工)	9.78	9.056	10.37
死亡率(人/百万吨)	0.053	0	0.0568

资料来源：公司提供

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势，产品可替代性低。公司下游客户长期保持着战略合作关系，较高的合同煤比例有助保障公司产品销路，同时，公司突出的煤质煤种优势也保证了公司煤炭产品的市场稀缺性，在近期煤炭行业景气度下行的背景下，2013年~2015年公司煤炭平均售价分别为585.45元/吨、466.68元/吨和386.34元/吨。

表8 公司煤炭销售情况(单位：万吨、元/吨)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
动力煤	1440	1363.63	1131.03	919.96
喷吹煤	408	366.11	339.13	296.15
化工煤	1877	2135.59	2213.09	1600.29
其他	533	730.19	926.96	718.52
合计	4258	4595.52	4610.21	3534.92
均价	585.45	466.68	386.34	314.37

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强。在行业景气下行时期，相对竞争优势明显，综合抗风险能力突出。

3. 煤化工业务

2013年~2015年，公司煤化工产业有所波动，三年分别实现营业收入497.06亿元、472.96亿元和464.70亿元；受煤炭成本不断下降影响，煤化工板块毛利率逐年上升，分别为7.91%、8.47%和12.17%。2016年1~9月，公司煤化工业务实现营业收入279.11亿元，受产品价格下跌影响，毛利率较2015年下降至11.59%。

中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，近年来市场竞争日趋激烈，公司通过资本运作，收购和控股十多家化肥企业（大多为原来的下游客户），产品包括尿素、甲醇、硝酸等。公司目前煤炭产能4770万吨/年，其中无烟块煤约占1/3，公司全部无烟块煤均供应于化工板块，可基本保障下游化工产业的原料需求，促进下游各企业的快速发展，从而实现煤炭产业链的延伸。

近年公司成立了煤化工产业局，对化工产业进行统一管理。公司针对近年来扩张速度快，下属部分化工企业规模小、盈利弱、存在同业竞争等特点，提出了重点从技术、销售、文化等方面进行整合的思路，在技术研发环节上推动科技成果共享；在销售环节上，对产品的品牌、价格、销售区域进行全

面整合，收回子公司的定价权，由集团公司划定销售半径，并按各自子公司销售半径内市场情况进行定价，从而使公司煤化工产品获得了一定程度的定价权和竞争优势。

公司煤化工产品以尿素为主。2013 年~2015 年，公司实现总氨产量分别为 1418.41 万吨、1543.51 万吨和 1592.48 万吨；尿素产量分别为 1346.10 万吨、1304.76 万吨和 1454.96 万吨；甲醇产量分别为 264.94 万吨、371.67 万吨和 335.67 万吨。

表 9 公司煤化工产业发展情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
总氨产量（万吨）		1418.41	1543.51	1592.48	1157.98
尿 素	产量（万吨）	1346.10	1304.76	1454.96	998.97
	均价（元/吨）	1813.04	1542.35	1382.85	972.43
甲 醇	产量（万吨）	264.94	371.67	335.67	261.17
	均价（元/吨）	2238.2	2078.71	1682.18	1472.10
主营业务收入（亿元）		497.06	472.96	464.70	279.11

资料来源：公司提供

总体看，近三年来公司煤化工产业成长较快，但产品结构比较单一，且尿素行业面临行业性产能过剩的压力。尿素产品具有单价低、消耗量大的特点，销售半径受运输成本制约明显，未来随着公司在建煤化工产能的逐步投产，公司化工产品可能面临一定的销售压力。

4. 其他业务

多种经营贸易方面，2011 年起，公司贸易业务收入快速增长，该类业务主要由公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司承担，贸易品种主要包括煤炭、铁矿石、钢铁等大宗商品。贸易业务规模的快速增长对公司营业收入和经营活动现金流入量增长贡献明显，但该类业务受行业竞争激烈影响，业务毛利率低，对公司利润贡献有限，同时，也对公司整体盈利指标造成负面影响。2013 年~2015 年，公司贸易业务分别实现收入

900.39 亿元、1113.83 亿元和 974.73 亿元；2016 年 1~9 月实现收入 654.32 亿元。

电力板块方面，公司现有王台热电分公司（装机容量 3×1.2 万千瓦）、成庄热电分公司（装机容量 3×0.6 万千瓦）、寺河瓦斯电站（装机容量 1.5 万千瓦）、寺河二号井瓦斯电站（装机容量 1 万千瓦）、沁水晋煤瓦斯发电有限公司（装机容量 12 万千瓦）和阳城晋煤能源有限责任公司（装机容量 27 万千瓦），总装机容量 46.9 万千瓦。2013 年~2015 年，分别发电 17.47 亿千瓦时、25.15 亿千瓦时和 25.25 亿千瓦时，实现营业收入分别为 7.24 亿元、9.50 亿元和 9.80 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现收入 4.77 亿元。

此外，公司还经营煤层气开采、煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技术，对煤炭成套设备进行改良。主要产品有无轨胶轮车、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利能力具有不确定性。

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

5. 经营效率

资产增速方面，受公司投资规模大幅增长的影响，2013 年~2015 年总资产年均增长 4.93%，资产不断扩张。同期，公司总资产周转次数呈波动趋势，三年加权均值为 0.88 次，2015 年为 0.82 次；公司存货周转次数也呈波

动下降趋势，三年加权均值为 14.70 次，2015 年为 13.72 次。销售债权周转次数呈上升趋势，三年加权均值为 11.30 次，2015 年为 11.80 次。

整体看，公司近年资产和销售规模持续增长，经营效率较高。

6. 未来发展

未来公司将打造煤、气、电、化四大支柱产业，通过技改、新建、转化、合资、收购等运作方式，实现产能和规模的持续扩张。

2016 年~2020 年，公司已确定的规划总投资 348.59 亿元用于煤炭、煤层气、电力、化工等重大项目建设。公司投资主要集中在煤炭及煤化工板块，两大板块总投资达 316.99 亿元，占总投资的 90.93%。

煤炭板块，公司预计投资 250.82 亿元用于新建矿井扩大资源储备规模和生产能力，主要包括三交一号矿井及选煤厂项目、龙湾矿井及选煤厂项目等。

煤化工板块，公司预计投资 66.17 亿元，目前已确定的项目为江苏双多年产 30 万吨乙二醇及 30•52 搬迁项目。

2016 年~2020 年，公司收入及利润增长将主要来自煤炭生产及煤化工产品。随着新建矿井及外部资源整合的逐步实施，煤化工、电力项目陆续投产达产，公司预计收入和利润规模均将出现一定程度的增长。

公司未来投资规模放缓，但相对于目前公司的利润及现金流规模来看，公司将面临较大对外筹资需求。同时由于大部分投资项目建设周期较长，短期内产能和利润较难充分释放，公司债务负担存在加重的可能。

总体来看，公司未来产业架构将主要围绕煤炭及煤化工板块，煤炭及化工产品产能将快速增长，经营规模和综合抗风险能力有望持续增强。但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，并可能加重公司债务负担。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 年审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2014 年、2015 年审计报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计¹（均出具了标准无保留意见的审计结论）。公司提供的 2016 前三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2013 年，纳入公司合并范围的子公司 65 家，注销和股权出售不再纳入合并报表子公司 8 家，新纳入合并范围子公司 13 家，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

2014 年，公司合并范围增加子公司 19 家，减少 6 家子公司，其中影响较大的为太原煤气化（集团）有限责任公司（以下简称“太原煤气化”）。根据财政部修订下发的新会计准则，公司不再具备合并太原煤气化财务报表的条件，主要原因为：一是公司与太原煤气化没有产权关系，是由省国资委委托管理，收益由省国资委独享，公司对太原煤气化不享有回报；二是公司对太原煤气化的管理决策权是代表省国资委行权，不是主要责任人。公司已对 2014 年度合并财务报表期初金额进行调整，其中：增加期初归属于母公司所有者权益 2.86 亿元，减少期初归属于少数股东权益 45.30 亿元，调增其他流动资产 2.00 亿元，调增短期借款 2.00 亿元。2015 年，公司合并范围增加子公司 7 家，减少 8 家子公司。

截至 2014 年底，太原煤气化资产总额 279.93 亿元，所有者权益 35.33 亿元，归属于母公司股东权益 9.79 亿元。营业收入 131.84 亿元，利润总额-12.50 亿元。

1 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

会计差错更正方面，公司对部分报表项目进行了差错更正，并对调整科目进行了重述。

总体看，上述事项对公司 2014 年财务数据有一定影响，为增强可比性，2013 年数据以 2014 年审计报告中的上期金额为准。

会计估计方面，晋煤集团使用的固定资产折旧年限采用《工业企业财务制度》中工业企业固定资产分类折旧年限区间的下限，折旧年限偏短，折旧率偏高，公司根据《企业会计准则》的相关规定对部分固定资产折旧年限进行了调整，调整从 2013 年 1 月 1 日起开始执行。本次会计变更事项影响年度累计折旧总额减少数为 10.63 亿元，利润总额增加 10.58 亿元。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 2118.45 亿元，合并所有者权益 366.97 亿元（含少数股东权益 133.61 亿元）；2015 年公司实现营业收入 1732.73 亿元，利润总额 2.07 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2183.95 亿元，所有者权益 389.47 亿元（含少数股东权益 143.03 亿元）；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 1135.55 亿元，利润总额 0.53 亿元。

2. 资产质量

2013 年~2015 年，公司资产总额年均复合增长 4.93%。截至 2015 年底，公司（合并）资产总额合计 2118.45 亿元，同比小幅增长 0.79%，其中流动资产占 31.20%，非流动资产占 68.80%，符合煤炭行业特点。

2013 年~2015 年，公司流动资产年均变化不大。截至 2015 年底，公司流动资产为 660.96 亿元，同比下降 10.88%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项和存货构成。

2013 年~2015 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合变化 3.37%。截至 2015

年底，公司货币资金合计 206.56 亿元，同比下降 15.95%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 103.03 亿元。

2013 年~2015 年，公司应收票据年均复合变化-25.96%。截至 2015 年底，公司应收票据合计 84.02 亿元，同比下降 34.38%，主要为银行承兑汇票。

2013 年~2015 年，公司预付款项小幅波动。截至 2015 年底，公司预付款项合计 157.24 亿元，同比下降 10.22%。预付账款中，1 年以内的占 57.03%，1~2 年的占 16.71%，2~3 年的占 14.95%，3 年以上的占 11.31%。

2013 年~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 38.10%。截至 2015 年，公司应收账款为 45.92 亿元，同比增长 28.77%，主要原因是煤炭应收账款持续增加。其中，按单项计提坏账占 5.38%；按账龄法计提坏账的应收账款占 94.62%，其中 1 年以内的占 75.83%，1~2 年的占 12.91%，2~3 年的占 6.15%，3 年以上的占 5.11%，账龄组合中计提坏账准备 4.84 亿元，公司整体计提坏账 5.47 亿元，计提坏账准备比例 10.64%。

2013 年~2015 年，公司其他应收款有所下降，年均复合下降 3.15%。截至 2015 年底，公司其他应收款净额合计 12.27 亿元，同比下降 0.21%，主要由晋能公司矿井合作抵押金、司徒村村委会开发项目保证金等构成。

2013 年~2015 年，公司存货年均复合增长 4.27%。截至 2015 年底，公司存货账面价值合计 114.69 亿元，同比小幅增长 0.08%，主要由原材料（占 29.58%）和库存商品（占 36.89%）构成，公司共计提存货跌价准备 0.14 亿元，计提比例 0.12%。近期煤炭及煤化工产品价格持续下跌，公司存货规模大，主要为煤炭及煤化工产品，面临一定跌价风险。

2013 年~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 8.05%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 1457.50 亿元，同比增长 7.15%，主要由固定资产（占 48.89%）、在建工程（占

24.83%) 和无形资产 (占 21.65%) 构成。

截至 2015 年底, 公司固定资产账面原值为 1223.62 亿元, 同比有所增长, 公司累计折旧为 509.72 亿元, 减值准备合计 1.40 亿元, 公司固定资产账面价值为 712.50 亿元; 公司在建工程为 361.96 亿元, 同比增长 14.24%, 大幅增长主要系部分资源整合矿井及化工基建单位工程建设投资增加所致。在建工程主要包括华昱公司高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目、河南晋开百万吨项目等; 公司无形资产为 315.54 亿元, 同比变化不大, 主要为采矿权。

截至 2016 年 9 月底, 公司资产总额 2183.95 亿元, 较 2015 年底增长 3.09%, 增长主要来自应收账款、无形资产和在建工程的增长。截至 2016 年 9 月底, 公司应收账款为 57.55 亿元, 较 2015 年底增长 25.32%, 主要是受贸易结算时间差异等影响使应收账款增加; 无形资产 327.72 亿元, 较 2015 年底增长 3.86%; 在建工程 387.36 亿元, 较 2015 年底增长 7.02%, 主要系华昱煤化工和天安煤业增加所致。公司流动资产占 31.47%, 非流动资产占 68.53%, 资产结构较 2015 年底变化不大。

总体看, 近三年公司资产规模有所增长, 货币资金较为充足, 资产流动性较好, 随着在建工程的推进, 固定资产及在建工程稳步增长, 整体资产构成符合行业经营特点, 整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013 年~2015 年, 公司所有者权益年均复合下降 2.61%。截至 2015 年底, 公司所有者权益合计 366.97 亿元。归属于母公司的所有者权益中, 实收资本占 16.73%, 资本公积金占 6.95%, 专项储备占 20.89%, 未分配利润占 47.79%。截至 2016 年 9 月底, 公司所有者权益为 389.47 亿元, 较 2015 年底增长 6.13%, 主要系资本公积和专项储备的增加所

致, 其中, 资本公积 23.33 亿元, 较 2015 年底增长 43.93%, 主要系下属企业江苏恒盛化工公司由于搬迁取得政府补助, 全部计入资本公积所致; 专项储备 56.73 亿元, 较 2015 年底增长 16.38%, 主要系安全生产费及维简费的增加所致。

整体看, 公司未分配利润占比较高, 所有者权益稳定性较弱。

负债

2013 年~2015 年, 公司负债总额年均复合增长 6.75%。截至 2015 年底, 公司负债总额 1751.49 亿元, 同比增长 1.77%, 其中流动负债占 65.94%, 非流动负债占 34.06%, 公司负债以流动负债为主。

2013 年~2015 年, 公司流动负债年均复合增长 12.75%。截至 2015 年底, 公司流动负债合计 1154.95 亿元, 同比增长 11.84%, 以短期借款 (占 29.70%)、应付票据 (占 17.08%)、应付账款 (占 18.70%)、预收款项 (占 5.82%)、其他应付款 (占 4.88%) 和一年内到期的非流动负债 (占 20.11%) 为主。

2013 年~2015 年, 公司短期借款年均复合增长 15.40%。截至 2015 年底, 公司短期借款为 343.04 亿元, 同比增长 12.19%。其中, 主要为信用借款和保证借款。

2013 年~2015 年, 公司应付账款年均复合增长 10.12%。截至 2015 年底, 应付账款合计 216.02 亿元, 同比增长 5.19%。账龄方面, 1 年 (含) 以内款项合计占 69.41%, 1~2 年 (含) 的款项合计占 18.62%。

2013 年~2015 年, 公司应付票据年均复合增长 21.27%。截至 2015 年底, 公司应付票据合计 197.31 亿元, 同比上升 9.51%, 主要为银行承兑汇票。

2013 年~2015 年, 公司其他应付款年均复合下降 1.62%。截至 2015 年底, 公司其他应付款合计 56.40 亿元, 较上年下降 5.09%。其他应付款中主要为往来款。

截至 2015 年底, 公司一年内到期的非流

动负债为 232.23 亿元，其中 140.95 亿元为一年内到期的长期借款，49.96 亿元为一年内到期的应付债券，41.33 亿元为一年内到期的长期应付款，公司短期债务支付压力进一步加大。

2013 年~2015 年，公司非流动负债年均复合下降 2.57%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 596.54 亿元，以长期借款（占 59.60%）、应付债券（占 11.01%）和长期应付款（占 25.77%）为主，其中长期借款和应付债券降幅明显，长期应付款中融资租赁款为 119.34 亿元，计入长期债务核算，其余主要是应支付的采矿权价款。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务合计 1313.25 亿元，同比增长 2.03%，其中短期债务占 58.84%，长期债务占 41.16%。

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三年均值分别为 81.88%、77.05%和 60.29%，截至 2015 年底上述指标分别为 82.68%、78.16%和 59.56%，除长期债务资本化比率外分别较上年底小幅上升。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额为 1794.48 亿元，较 2015 年底增长 2.45%，主要系应付票据、长期借款和应付债券增加所致，其中，应付票据 218.39 亿元，较 2015 年底增长 10.69%，主要系公司签发的银行承兑汇票增加所致；长期借款 403.47 亿元，较 2015 年底增长 13.47%，主要系公司在建项目固定资产贷款增加所致。公司全部债务为 1390.41 亿元，其中短期债务占 52.94%，短期债务占比有所下降。截至 2016 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 82.17%、78.12%和 62.69%，债务负担变化不大。

总体看，近三年公司债务规模有所扩大，短期债务占比有所提高，公司债务负担重，短期偿债压力加大。

4. 盈利能力

2013 年~2015 年，公司营业收入年均复合下降 0.82%。2015 年，受煤炭等主要产品价格及销量下跌影响，公司营业收入同比下降 10.74%，为 1732.73 亿元。同期，公司营业成本下降 11.33%，略快于收入降幅。受此影响，公司营业利润率小幅回升至 8.13%。

期间费用方面，公司 2015 年期间费用率为 8.65%，跟踪期内，公司期间费用控制能力变化不大，公司费用控制能力较强。非经常性损益方面，2015 年公司资产减值损失为 1.81 亿元，主要为坏账损失。2015 年公司实现投资收益为 0.20 亿元，同比下降 86.76%，对公司利润总额影响较小。

2015 年，公司营业外收入为 14.91 亿元，其中政府补贴为 11.85 亿元，对利润总额影响大。2015 年，受煤炭行业继续整体下行影响，公司延续了 2014 年的经营性亏损，营业利润为 -10.33 亿元，受政府补贴等多方支持影响，2015 年公司实现利润总额合计 2.07 亿元，同比下降 84.83%。

盈利指标方面，2013~2015 年，煤炭行业景气度持续弱化，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，2013~2015 年均值分别为 8.37%、3.30%和 -0.73%。2015 年分别为 8.13%、3.02%和 -2.66%。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 1135.55 亿元，占 2015 年全年营业收入的 65.54%，实现利润总额 0.53 亿元，营业利润率 8.27%。

总体看，近年来，煤炭、贸易板块收入规模大幅减少，公司整体营业利润率保持相对稳定；公司具有较为稀缺的煤种，煤质具有一定的优势，受煤炭行业景气下行影响，2015 年扣除非经常性损益后公司延续经营性亏损，政府补助对公司经营业绩贡献大。

5. 现金流

从经营活动来看, 2013 年~2015 年, 公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入波动中有所下降, 2015 年分别为 1334.50 亿元和 1362.83 亿元; 公司购买商品接受劳务支付的现金同比下降 16.86%, 经营活动产生的现金流出下降 17.30%, 2015 年分别为 1081.09 亿元和 1267.52 亿元。受上述因素影响, 2015 年, 公司经营性现金流净额有所上升, 为 95.31 亿元, 同比上升 89.43%。从收入实现质量看, 受应收类资产及存货规模上升影响, 2015 年公司现金收入比有所下降, 为 77.02%, 公司收现质量一般。

从投资活动来看, 2013 年~2015 年, 公司投资活动现金流量表现为净流出, 流出规模逐年下降, 2015 年为 83.16 亿元, 投资支出绝对金额较大, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。随着经营活动获现能力弱化, 公司外部融资压力上升。

从筹资活动来看, 2013 年~2015 年, 公司筹资性现金流入净额分别为 79.80 亿元、76.93 亿元和 -54.58 亿元, 公司主要以借款形式满足公司投资支出需要。

2016 年 1~9 月, 公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 40.78 亿元、-83.61 亿元和 30.86 亿元。

总体看, 公司近年受票据交易规模进一步扩大影响, 经营活动获现能力持续弱化, 收入实现质量一般; 同期, 公司经营活动现金净流量不能满足投资需求, 公司未来将保持一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2013 年~2015 年, 公司流动比率和速动比率三年均值分别为 65.03%和 54.41%, 2015 年底分别为 57.23%和 47.30%, 短期偿债指标持续弱化, 截至 2016 年 9 月底, 两项指标分别为 63.51%和 53.36%。2013 年~2015 年, 公司三年经营现金流动负

债比均值为 6.05%, 2015 年为 8.25%。整体看, 公司短期偿债能力弱, 存在较大短期支付压力。

从长期偿债指标来看, 近三年公司 EBITDA 波动中保持相对稳定, 年均变化率 0.47%; 同期 EBITDA 利息倍数波动中有所下降, 三年分别为 1.87 倍、1.76 倍和 1.79 倍; 全部债务/EBITDA 倍数快速上升, 三年分别为 9.59 倍、10.07 倍和 11.29 倍。整体看, 公司长期偿债指标有所弱化。

截至 2015 年底, 公司对外担保余额合计 208.26 亿元, 担保比率 53.47%。对外担保数额较大的主要是山西潞安矿业集团有限责任公司、阳泉煤业(集团)有限责任公司及太原煤气化公司等, 目前上述企业经营正常。总体看, 公司担保比率高, 公司存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年 9 月底, 公司共获得各家银行授信总额 1553.00 亿元, 其中未使用额度 588.00 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 2016 年 12 月 9 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 5 笔关注类贷款, 系银行系统原因造成。

8. 抗风险能力

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

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

公司计划本期中期票据拟发行额度为 30 亿元, 占公司 2016 年 9 月底长期债务的

4.59%，全部债务的 2.16%，对公司现有债务结构影响很小。

截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.17% 和 78.12%，本期中期票据发行后，公司资产负债率将升至 82.41%，全部债务资本化比率将升至 78.48%。考虑到公司拟发行的 2017 年度第一期中期票据与本期中期票据存在同期兑付情形。同时考虑两期中期票据合计额度 50 亿元，两期中期票据发行后，公司资产负债率将升至 82.57%，全部债务资本化比率将升至 78.72%。

本期中期票据部分用于置换银行贷款，公司实际债务负担可能低于预期。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013 年~2015 年，公司经营活动现金流入规模呈现快速增长，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为 1468.56 亿元，为本期中期票据发行额度的 48.95 倍，其中 2015 年公司经营活动现金流入量为 1362.83 亿元，为本期中期票据发行额度的 45.43 倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为 66.95 亿元，为本期中期票据的 2.23 倍，其中 2015 年为 95.31 亿元，为本期中期票据的 3.18 倍。公司经营活动产生的现金流量对本期债券覆盖能力强。

2013 年~2015 年，公司 EBITDA 加权平均值为 119.55 亿元，为本期中期票据发行额度的 3.99 倍，其中 2015 年公司 EBITDA 为 116.33 亿元，为本期中期票据发行额度的 3.88 倍，对本期中期票据覆盖能力强。

公司拟发行 2017 年度第一期中期票据，额度 20 亿元，期限 3 年。2017 年度第一期中期票据与本期中期票据存在同期兑付情形。同时考虑两期中期票据合计额度 50 亿元，2013 年~2015 年，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为 1468.56 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 29.37 倍，其中 2015 年

公司经营活动现金流入量为 1362.83 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 27.26 倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为 66.95 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 1.34 倍，其中 2015 年为 95.31 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 1.91 倍。2013 年~2015 年，公司 EBITDA 加权平均值为 119.55 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 2.39 倍，其中 2015 年公司 EBITDA 为 116.33 亿元，为两期中期票据合计发行额度的 2.33 倍。经营活动现金流入量和 EBITDA 对两期中期票据覆盖能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有很强的偿付能力。

十、结论

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

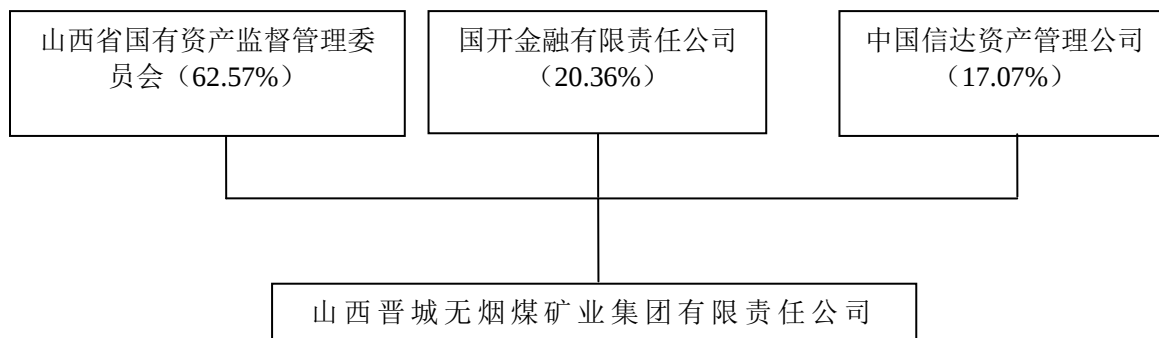
近年公司煤炭储量逐年提升，生产规模持续增长；公司发挥无烟煤的资源优势，拓展下游煤化工业务，延伸产业链，提高产品附加值，整体抗风险能力强。同时，公司资源整合规模较大，存在一定资本支出压力；下属地方整合矿井安全生产条件差，加大了公司安全管理压力。

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

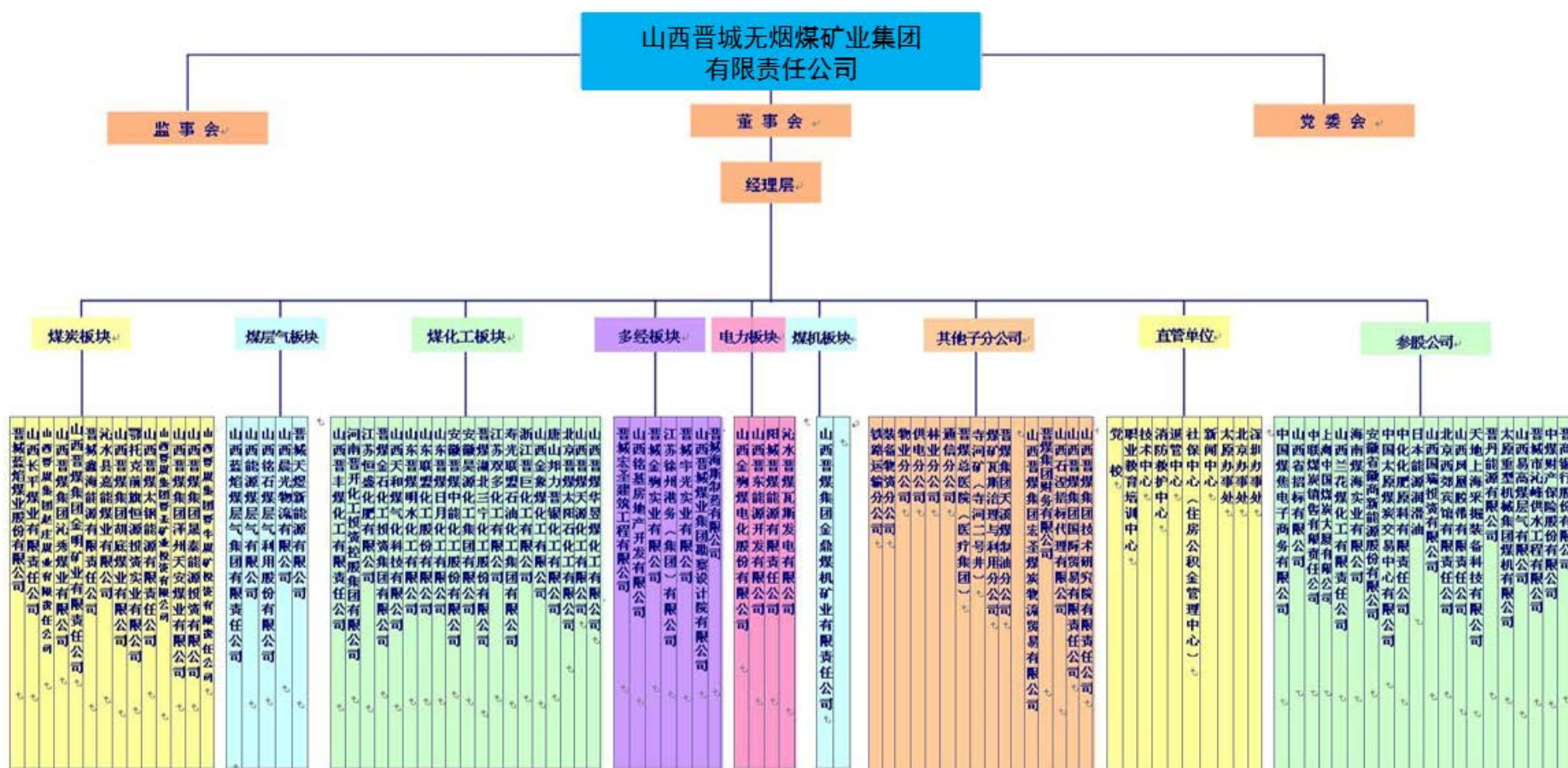
公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	350.00	375.20	292.19	313.47
资产总额(亿元)	1923.91	2101.85	2118.45	2183.95
所有者权益(亿元)	386.94	380.77	366.97	389.47
短期债务(亿元)	548.69	656.41	772.68	736.13
长期债务(亿元)	556.84	630.67	540.57	654.28
全部债务(亿元)	1105.53	1287.08	1313.25	1390.41
营业收入(亿元)	1761.65	1941.17	1732.73	1135.55
利润总额(亿元)	19.48	13.63	2.07	0.53
EBITDA(亿元)	115.24	127.79	116.33	--
经营性净现金流(亿元)	20.99	50.31	95.31	40.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.25	11.38	11.80	--
存货周转次数(次)	15.13	16.12	13.72	--
总资产周转次数(次)	0.94	0.96	0.82	--
现金收入比(%)	87.08	80.27	77.02	71.30
营业利润率(%)	9.43	8.08	8.13	8.27
总资本收益率(%)	3.58	3.60	3.02	--
净资产收益率(%)	1.77	0.84	-2.66	--
长期债务资本化比率(%)	59.00	62.35	59.56	62.69
全部债务资本化比率(%)	74.07	77.17	78.16	78.12
资产负债率(%)	79.89	81.88	82.68	82.17
流动比率(%)	74.34	71.82	57.23	63.51
速动比率(%)	62.73	60.72	47.30	53.36
经营现金流动负债比(%)	2.31	4.87	8.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	1.76	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.59	10.07	11.29	--

注：1. 2016 年 1~9 月财务数据未经审计；

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

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，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，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月六日

