

信用等级公告

联合〔2019〕1629号

联合资信评估有限公司通过对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14晋煤MTN001”“16晋煤债01/16晋煤01”“17晋煤MTN001”“17晋煤MTN002”“17晋煤MTN003”“17晋煤MTN004”“17晋煤MTN005”“17晋煤MTN006”“18晋煤GN001”“18晋煤GN002”“18晋煤MTN003”“18晋煤MTN004”“18晋煤MTN005”和“19晋煤MTN001”的信用等级为AAA，维持“18晋煤CP002”、“18晋煤CP003”、“19晋煤CP001”和“19晋煤CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十一日



山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 晋煤 MTN001	30 亿元	2019/10/24	AAA	AAA
16 晋煤债 01/16 晋煤 01	10 亿元	2021/05/03	AAA	AAA
17 晋煤 MTN001	20 亿元	2020/01/23	AAA	AAA
17 晋煤 MTN002	15 亿元	2020/06/27	AAA	AAA
17 晋煤 MTN003	15 亿元	2020/07/18	AAA	AAA
17 晋煤 MTN004	20 亿元	2020/09/15	AAA	AAA
17 晋煤 MTN005	20 亿元	2020/10/31	AAA	AAA
17 晋煤 MTN006	10 亿元	2020/12/29	AAA	AAA
18 晋煤 GN001	10 亿元	2021/01/08	AAA	AAA
18 晋煤 GN002	10 亿元	2021/03/08	AAA	AAA
18 晋煤 MTN003	20 亿元	2020/09/27	AAA	AAA
18 晋煤 MTN004	20 亿元	2020/10/29	AAA	AAA
18 晋煤 MTN005	10 亿元	2021/11/06	AAA	AAA
19 晋煤 MTN001	30 亿元	2022/04/26	AAA	AAA
18 晋煤 CP002	20 亿元	2019/06/28	A-1	A-1
18 晋煤 CP003	10 亿元	2019/09/05	A-1	A-1
19 晋煤 CP001	15 亿元	2020/04/24	A-1	A-1
19 晋煤 CP002	25 亿元	2020/04/29	A-1	A-1

注：“17 晋煤 MTN004”、“17 晋煤 MTN005”、“17 晋煤 MTN006”、“18 晋煤 MTN003”、“18 晋煤 MTN004”、“18 晋煤 MTN005”为永续中票，上表所列到期兑付日为首次行权日。

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级结果反映了其作为国有特大型煤炭生产企业，在资源储备、产业布局、产品结构、技术装备、政府支持等方面拥有的优势。跟踪期内，受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力有所提升。同时联合资信也关注到公司煤化工板块主要产品尿素近年来产销量持续下滑，面临一定竞争压力；公司债务规模持续增长，资本支出及安全管理压力大对公司经营及发展带来的不利影响。

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

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 晋煤 MTN001”、“16 晋煤债 01/16 晋煤 01”、“17 晋煤 MTN001”、“17 晋煤 MTN002”、“17 晋煤 MTN003”、“17 晋煤 MTN004”、“17 晋煤 MTN005”、“17 晋煤 MTN006”、“18 晋煤 GN001”、“18 晋煤 GN002”、“18 晋煤 MTN003”、“18 晋煤 MTN004”、“18 晋煤 MTN005”和“19 晋煤 MTN001”的信用等级为 AAA；维持“18 晋煤 CP002”、“18 晋煤 CP003”、“19 晋煤 CP001”和“19 晋煤 CP002”的信用等级为 A-1；评级展望为稳定。

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
现金类资产(亿元)	367.45	480.87	486.52	493.80
资产总额(亿元)	2290.11	2491.95	2755.74	2753.59
所有者权益(亿元)	344.77	408.99	641.92	651.29
短期债务(亿元)	964.05	945.75	1056.39	1311.12
长期债务(亿元)	497.58	679.19	634.98	610.41
全部债务(亿元)	1461.63	1624.94	1691.36	1921.52
营业收入(亿元)	1519.64	1666.58	1709.55	398.45
利润总额(亿元)	3.21	30.63	42.33	9.44
EBITDA(亿元)	120.98	164.98	208.67	--
经营性净现金流(亿元)	67.66	114.43	209.76	27.10
营业利润率(%)	8.21	11.48	14.62	12.80
净资产收益率(%)	-0.70	1.86	2.45	--
资产负债率(%)	84.95	83.59	76.71	76.35
全部债务资本化比率(%)	80.91	84.00	75.72	77.69
流动比率(%)	56.08	66.54	62.83	61.22
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	9.85	8.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.98	2.14	--
经营现金流流动负债比(%)	4.94	8.23	13.69	--

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

分析师

郭昊 尹金泽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 公司作为山西省国资委下属的特大型煤炭生产企业，经营规模优势明显，煤炭资源储量丰富，所处的晋东矿区是中国14个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富，资源优势明显。
2. 公司煤化工业务产能规模大，与煤炭开采业务形成有效协同，产业链的延伸提高了公司整体抗风险能力。
3. 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，近年来公司煤层气板块收入利润规模持续增长，未来在公司大燃气战略支持下，有望成为公司重要的盈利来源。
4. 跟踪期内，受益于煤炭和煤化工产品销售价格上涨，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力有所提升。
5. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对公司存续债券的保护程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续扩张，债务负担仍偏重，资产流动性弱，存在一定债务偿还压力；同时公司近年维持较大规模的投资支出，加剧了公司的对外融资压力。
2. 跟踪期内，公司盈利能力虽有所增强，但总体仍偏弱；合并口径净利润中归属于母公司净利润规模偏低。
3. 除煤炭板块外，公司其他业务板块盈利能力较弱。
4. 煤化工行业工艺复杂，对项目运营管理有较高的要求，当期煤化工行业处于产能过剩、竞争激烈的阶段，公司在建工程未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。
5. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）的前身是山西省晋城矿务局，始建于1958年。2000年8月，经山西省人民政府晋政函[1999]113号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002年，根据国家经贸委发布的国经贸投资〔2002〕882号文，将煤炭安全技术改造项目的中央补助资金12035.00万元计入国家资本金；2004年，根据山西省财政厅、山西省国土资源厅文件晋财企〔2004〕137号文，将赵庄煤矿采矿权价款转增为晋煤集团国家资本金，新增资本27880.04万元。2005年12月，公司完成债转股，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理股份有限公司、中国建设银行股份有限公司以及国家开发银行签署了《关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议》，新增资本334104.36万元。2012年9月23日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2011年度股东会议决议》（晋煤集股决议〔2012〕5号），同意国家开发银行股份有限公司将其所持的公司19.63%股权转让给其全资子公司国开金融有限责任公司。2015年1月6日，公司出具《山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司股东会关于晋煤集团回购中国建设银行股份有限公司所持晋煤集团3.61%股权的决议》（晋煤集股决议〔2015〕1号），同意公司回购中国建设银行股份有限公司

所持其3.61%股权，回购价格不高于核准备案后的评估结果，即36601.76万元。截至2019年3月底，公司实收资本390519.56万元，出资情况见表1。公司实际控制人为山西省国资委。

表1 公司实收资本情况(单位: 万元、%)

名称	出资额	占比
山西省国有资本运营有限公司	244348.72	62.57
国开金融有限责任公司	79524.64	20.36
中国信达资产管理股份有限公司	66646.20	17.07
合计	390519.56	100.00

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共有全资及控股二级子公司64家，业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。

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

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2753.59亿元，所有者权益651.29亿元（含少数股东权益208.53亿元）；2019年1~3月公司实现营业收入398.45亿元，利润总额9.44亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：李鸿双。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，联合资信跟踪评级的债券详见下表：

表2 跟踪评级债券概况

名称	余额(亿元)	存续期	募集资金用途
14晋煤MTN001	30	2014/10/24-2019/10/24	补充运营资金及偿还银行借款

16 晋煤 01/16 晋煤债 01	10	2016/05/03-2021/05/03	矿井兼并重组及补充流动资金
17 晋煤 MTN001	20	2017/1/23-2020/1/23	偿还银行借款
17 晋煤 MTN002	15 亿元	2017/06/27-2020/06/27	偿还银行借款及补充流动资金
17 晋煤 MTN003	15 亿元	2017/07/18-2020/07/18	偿还银行借款
17 晋煤 MTN004	20 亿元	赎回前长期存续	补充公司营运资金
17 晋煤 MTN005	20 亿元	赎回前长期存续	补充公司营运资金
17 晋煤 MTN006	10 亿元	赎回前长期存续	补充公司营运资金
18 晋煤 GN001	10 亿元	2018/01/08-2021/01/08	用于晋煤华昱煤化工有限责任公司高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目
18 晋煤 GN002	10 亿元	2018/03/08-2021/03/08	用于晋煤华昱煤化工有限责任公司高硫煤洁净利用化电热一体化（置换合成氨产能）示范项目
18 晋煤 MTN003	20 亿元	赎回前长期存续	补充公司营运资金
18 晋煤 MTN004	20 亿元	赎回前长期存续	偿还有息负债
18 晋煤 MTN005	10 亿元	赎回前长期存续	偿还有息负债
19 晋煤 MTN001	30 亿元	2019/04/26~2022/04/26	偿还有息负债
18 晋煤 CP002	20 亿元	2018/06/28~2019/06/28	补充流动资金
18 晋煤 CP003	10 亿元	2018/09/05~2019/09/05	偿还银行借款
19 晋煤 CP001	15 亿元	2019/04/24~2020/04/24	偿还有息负债
19 晋煤 CP002	25 亿元	2019/04/29~2020/04/29	偿还有息负债

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

截至目前，上述募集资金已按计划全部使用完毕；跟踪期内“14 晋煤 MTN001”、“16 晋煤债 01/16 晋煤 01”、“17 晋煤 MTN001”、“17 晋煤 MTN002”、“17 晋煤 MTN003”、“17 晋煤 MTN004”、“17 晋煤 MTN005”、“17 晋煤 MTN006”、“18 晋煤 GN001”、“18 晋煤 GN002”、“18 晋煤 MTN003”、“18 晋煤 MTN004”、“18 晋煤 MTN005”和“19 晋煤 MTN001”均已按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会

融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228

元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物

价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可

能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前

该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002—2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015年底，全国煤矿产能总规模为57亿吨，其中有超过8亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨。而根据国家统计局公布的2015年煤炭消费量39.70亿吨计算，可以大致了解2015年中国煤炭产能过剩17.30亿吨。随着2016年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

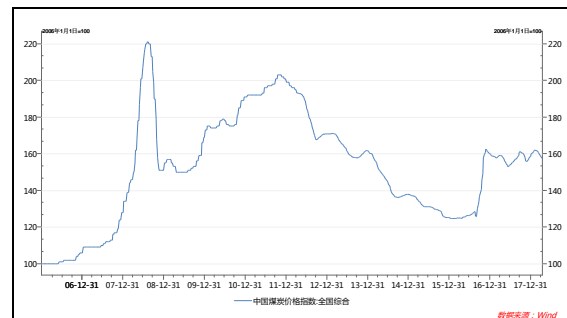
煤炭价格

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

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机

制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002-2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格步入深度调整阶段。

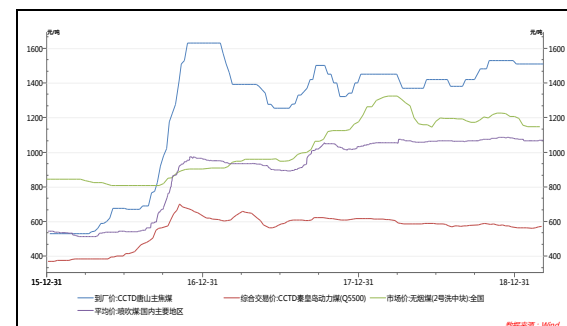
图1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

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

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合成交价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号

洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨,分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年,受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响,除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外,动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降,截至2017年6月12日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年,受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响,煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态,煤炭产品价格持续高位运行,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)长期在高于600元/吨的红色区域,无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施,价格出现快速上涨。2017—2018年采暖季,由于环保和安全等因素,煤矿限产限量情况较多,同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响,煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势,截至2018年3月12日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨,均较2017年6月份的价格有所上涨。

2018年煤炭先进产能加快释放,供需紧平衡态势有所缓解,煤炭价格波动趋缓,动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势,发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格,受益于保供措

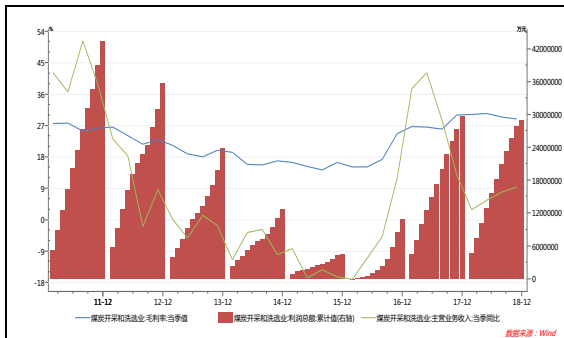
施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素,煤炭供需形势趋于相对平衡,煤价波动趋缓,动力煤价格中枢已下移至绿色区域(500元/吨—570元/吨)上边界附近。截至2018年12月3日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

2019年至今,煤炭价格稳中略有下降,截至2019年3月1日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069元/吨。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业,固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大,中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化,同质化的产品,同时煤炭生产成本调节空间较为有限,煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来,中国煤炭价格出现快速下降,中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%,从二季度开始,煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄;同时,煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下,煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看,大中型企业基本处于亏损(微利)状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升,煤炭企业的盈利水平大幅改善,从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看,大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年,受益于煤炭价格持续高位震荡影响,煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

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

运输瓶颈长期制约产能释放

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

去产能政策的推进

2016年2月国务院发布《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),自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段,该意见提出用3-5年时间退出5亿吨煤炭产能,压减重组产能5亿吨,合计计划退出产能10亿吨,同时3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目;确需新建煤矿的,一律实行减量置换。2017年1月,国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的10亿吨调整为8亿吨。

受益于国家对煤炭去产能的重点关注,煤炭去产能政策持续颁布,中国煤炭的去产能成果显著,2016—2018年,中国煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨,提前完成了“十三五”去产能目标任务。

根据最新发布的《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》,未来,煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置,稳固去产能成果,提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作,促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设,持续提升供给体系质量,增强能源保障能力。

3. 行业展望

兼并重组深化,行业集中度提升

2012—2015年,受下游需求减缓,国内煤炭市场价格出现持续下跌,煤炭行业进入行业性衰退时期,煤炭企业的抗风险能力受到集中考验,行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大,且融资能力弱,给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇,煤炭行业兼并重组提速。

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》,“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主,形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业,煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000

家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代政策的影响和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游

需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

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

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”

态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

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

煤制烯烃

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

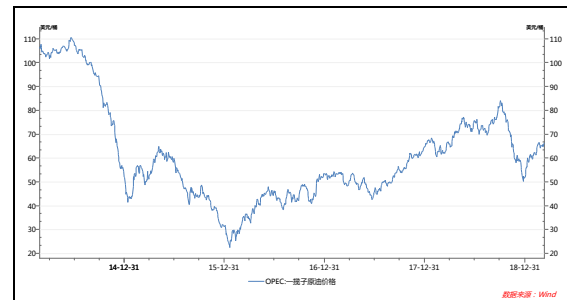
传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015年5月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业〔2015〕1047号），提出在煤制烯烃7大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来我国煤制烯烃行业发展迅速，2010年我国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能达630万吨，2015年产能达779万吨。2016年至今，煤制烯烃产能延续增长趋势，规划形成了鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区。据亚化咨询统计，截至2018年9月中旬，中国已投入运行和试车成

功的煤（甲醇）制烯烃装置共29套，合计烯烃产能1300万吨/年（不含未投入运行的MTP装置产能）。预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃产能将会持续增长，2020年煤制烯烃的产能规模或将达到2500万吨/年。

由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。同时，煤制烯烃面临着油制烯烃的竞争，油价的波动对烯烃价格的走势有着重要影响。

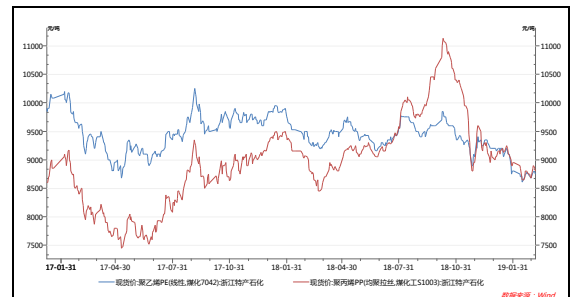
图4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

2015—2018年前三季度国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。2018年三季度以来，石油价格开始低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格2018年四季度以来出现持续快速下降，目前已降至2018年初水平。

图5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，2015—2018年前三季度石油价格震荡上行，对烯烃价格形成支撑，缓解了原料煤价

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

甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

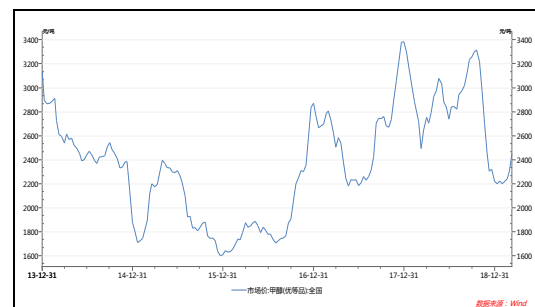
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

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

2017年全国甲醇产能继续增加，但增速明显放缓，国内总产能达8520万吨/年，年内新增产能在420万吨/年，增速不足5%。据生意社统计，截至2017年12月中旬，甲醇装置开工率均值66.03%、环比上升4.38%，甲醇行业利润增加、行业利润率暂处高位，同时进口数

量不及市场预期，为满足国内下游需求，甲醇装置开工率重心明显上移。产量方面，根据国家统计局数据，2017年全年全国精甲醇总产量4528.79万吨，同比增长4.99%，产能产量增速稳定增长。2018年我国共投产8套合计550万吨甲醇装置。从新建甲醇装置的投产进程来看，2018年新增甲醇装置产能460万吨、实际新增甲醇装置产能292万吨。截至2018年12月20日，我国甲醇总产能在8759万吨左右，其中西北地区在4290万吨左右，而规模在10万吨/年及以上的产能在8402万吨左右。2018年全国甲醇装置开工率月度均值68.32%。2018年1—11月，全国精甲醇产量为4314.57万吨，同比增长3.25%。

图6 甲醇价格走势



资料来源：Wind

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，2016年甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平。2017年受煤炭价格上涨、进口数量不及预期、下游煤制烯烃进一步扩产以及天然气、石油等燃料产品价格普涨等因素影响，2017年全国甲醇价格普遍同

比上涨。2018年前三季度，国内甲醇价格总体呈高位震荡走势，但进入四季度，甲醇价格受下游烯烃价格下滑、醇基燃料需求不及预期等因素影响，甲醇价格快速下降，截至2018年底，甲醇（优等品）市场价降至2219.20元/吨的年内低点。2019年以来，甲醇价格开始回升，截至2019年3月10日，甲醇（优等品）市场价为2448.30元/吨。

总体看，甲醇为周期性波动行业，近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游煤制烯烃产能的不断增长对甲醇需求增长形成支撑。2018年全年甲醇价格波动较大，近期甲醇价格有所反弹，后期反弹幅度取决于下游行业需求的恢复程度和烯烃价格走势。

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。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

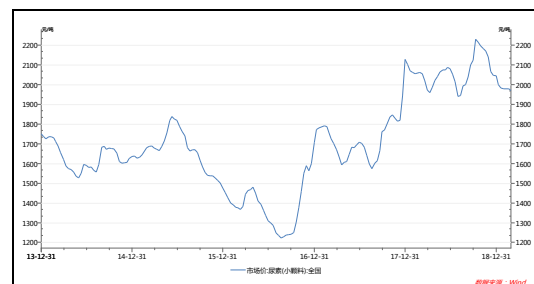
供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015—2017

年以来，中国尿素产量连续下滑。2017年全年总产量5758万吨，较2016年同比下滑近20%。截至2017年底，全国尿素总产能约7489万吨，扣除停车9个月以上可认为复产无望退出市场的产能，中国尿素有效产能约为7241万吨，其中煤头尿素5446万吨，气头尿素1795万吨。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016—2018年，尿素出口量分别为885.97万吨、465.00万吨和244.30万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图7 尿素（小颗粒）价格



资料来源: Wind

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015

年下半年，主要受开工率提升影响，尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬—8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，尿素价格较2018年底价格高点有所回落；2019年初以来，尿素价格总体呈延续回落趋势，截至2019年2月28日，尿素（小颗粒）价格为1969.90元/吨。

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。

六、基础素质分析

1 产权状况

截至2019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62.57%，为公司第一大股东。公司实际控制人为山西省国资委。

2 企业规模

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家14个大型煤炭基地之一。截至2018年底，公司本部（凤凰山、成庄、寺河、赵庄、长平、寺河矿二号井、岳城和赵庄二号井）煤炭资源储量27.62亿吨，其中，可采储量13.95亿吨；考虑公司合并口径内的资源整合矿井、缓建矿井、关闭矿井和在建筹建矿井，公司煤炭资源储量可达110.37亿吨，可采储量达39.72亿吨。从公司煤炭资源结构上看，无烟煤占本部煤炭资源储量的比例为

82.87%。

公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的65%，占中国无烟煤储量的26%。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员中总经理发生了变动，根据晋煤集董决议〔2019〕33号，公司总经理由王茂盛变更为王志清。

公司总经理王志清先生，现任晋煤集团总经理；1987年7月至2005年12月，先后在潞安矿务局漳村矿担任综采一队技术员、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月任潞安矿业集团常村矿矿长；2008年10月至2010年5月任副总经理；2010年5月至2013年3月任潞安矿业集团党委副书记、纪委书记；2013年3月至2017年7月任潞安矿业集团党委副书记；2017年7月至2019年1月任潞安矿业集团专职党委副书记、副董事长；2019年1月至2019年4月任山西省国资委党委副书记；2019年4月至今任晋煤集团总经理。

跟踪期内，公司其他主要高级管理人员未发生变动；主要管理体制和制度未发生重大变化。本次总经理变更为企业正常换届变动，未对企业经营管理造成重大影响。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主业涉及煤炭、煤化工、建材、电力、机械及贸易等多个领域，其中煤炭和煤化工板

块为公司主要的收入和利润来源。2018年，公司主营业务实现收入1642.18亿元，同比略有增长；综合毛利率水平为17.17%，同比上升2.42个百分点，主要系煤化工业务毛利率上升和贸易业务收入占比下降所致。

表3 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2016年			2017年			2018年			2019年1~3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	186.08	12.52	42.03	290.57	17.92	47.98	317.28	19.32	47.28	65.34	17.32	50.95
化工	380.97	25.63	12.22	484.28	29.86	13.51	561.52	34.19	16.12	132.62	35.16	14.36
贸易	857.25	57.68	0.42	761.59	46.96	0.51	693.52	42.23	0.66	159.99	42.42	0.66
电力	8.70	0.59	33.51	10.42	0.64	19.01	10.28	0.63	21.10	3.43	0.91	21.10
机械	6.49	0.44	42.05	7.14	0.44	44.54	5.32	0.32	46.79	3.35	0.89	46.79
其他	46.80	3.14	58.88	67.73	4.18	37.46	54.26	3.30	59.22	12.46	3.30	56.92
合计	1486.29	100.00	10.87	1621.72	100.00	14.75	1642.18	100.00	17.17	377.19	100.00	16.64

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。2018年，受销售价格和销量上升影响，煤炭业务实现收入317.28亿元，同比增长9.19%，收入占比19.32%，同比上升1.40个百分点；煤化工业务实现收入561.52亿元，同比增长15.95%，收入占比34.19%，同比上升4.33个百分点。2018年，公司贸易业务收入占比保持下降趋势，全年实现贸易业务收入693.52亿元，同比下降8.94%，收入占比42.23%，同比下降4.73个百分点。

从毛利率构成看，公司的利润主要来自煤炭和煤化工板块，贸易业务毛利率水平较低，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；煤化工业务得益于销售价格上升，2018年毛利率水平为16.12%，同比上升2.61个百分点。总体看，除煤炭板块外，公司其他板块盈利能力仍较弱。

2019年1~3月，公司主营业务实现收入377.19亿元，同比增长6.75%；综合毛利率为16.64%，主要系煤化工业务毛利率下降所致。

2019年一季度，受产品销售价格下降影响，公司煤化工板块毛利率较2018年下降1.76个百分点至14.36%。

整体看，跟踪期内，受益于煤炭价格和煤化工产品价格的高位运行，公司营业收入规模和盈利能力均有所提升；电力、机械等板块作为与主业相关的辅助配套产业，有助于提升公司的资源利用效率和生产效率，但收入规模较小，对公司整体收入及利润规模影响很小；公司控制毛利率水平较低的贸易业务量，贸易收入占比有所下滑，有利于增强公司的整体盈利能力。

2. 煤炭业务

公司所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的65%、占全国无烟煤储量的26%。截至2018年底，公司本部（凤凰山、成庄、寺河、赵庄、长平、寺河矿二号井、岳城和赵庄二号井）煤炭资源储量27.62亿吨，其中，可采储量13.95亿吨，年产能3880万吨；考虑公司合并口径内的资源整合矿井、缓建矿

井、关闭矿井和在建筹建矿井，公司煤炭资源 储量可达 110.37 亿吨，可采储量达 39.72 亿吨。

表 4 截至 2018 年底晋煤集团煤矿情况表（单位：万吨、万吨/年、年）

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	设计产能	煤种	剩余开采年限	备注
1	凤凰山	11111	1180	400	无烟煤	2	生产矿井
2	成庄	65356	36489	830	无烟煤	31	生产矿井
3	寺河	71911	38345	900	无烟煤	30	生产矿井
4	赵庄	69806	33117	800	无烟煤、贫煤	30	生产矿井
5	长平	24670	16755	500	无烟煤	24	生产矿井
6	寺河矿二号井	13167	8009	180	无烟煤	32	生产矿井
7	岳城	13951	4924	150	无烟煤	23	生产矿井
8	赵庄二号井	6198	656	120	贫煤	4	生产矿井
9	资源整合矿井	131012	53527	1950	--	--	生产矿井
10	缓建矿井	68386	42283	960	--	--	缓建矿井
11	古书院矿	7000	0	330	无烟煤	--	关闭矿井
12	王台铺矿	9033	0	260	无烟煤	--	关闭矿井
13	高都煤业	0	0	60	无烟煤	--	关闭矿井
14	广利煤业	969	0	45	无烟煤	--	关闭矿井
15	东大矿井	88727	42139	500	无烟煤	--	在建及筹建矿井
16	三交一号矿井	199635	119781	600	焦煤，肥煤	--	在建及筹建矿井
17	车寨矿井	19900	--	180	无烟煤	--	在建及筹建矿井
18	巴楞矿井	150162	--	800	不粘煤	--	在建及筹建矿井
19	郑庄矿井	66324	--	400	无烟煤	--	在建及筹建矿井
20	龙湾矿井	28300	--	400	无烟煤	--	在建及筹建矿井
21	沟底矿井	58099	--	400	无烟煤	--	在建及筹建矿井
	合计	1103717	397205	10765	--	--	--

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

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

资料来源：公司提供

2018 年公司共生产原煤 5910.21 万吨，销售商品煤 5352.27 万吨，分别较上年增长 0.96% 和 1.56%。公司煤炭产销规模保持相对稳定。

表 5 近年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
原煤产量	5684.27	5853.95	5910.21	1307.65
商品煤销量	5164.53	5270.13	5352.27	1151.64

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，公司吨煤成本由材料成本、人工成本、电力成本、折旧费、计提费用和其他构成，近年来随着材料、人工和折旧计提的持续上升，公司吨煤成本稳中有升，2018年，公司吨煤开采成本和吨煤完全成本分别为268.22元/吨和549.60元/吨，同比分别增长11.05%和15.09%。

表6 公司近年本部矿井吨煤成本情况(单位:元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
材料成本	45.76	43.29	42.87	32.34
人工成本	75.85	74.67	80.28	74.66
电力成本	10.77	13.62	13.81	16.33
折旧费	12.01	13.14	25.99	24.03
计提费用	42.47	49.99	58.18	57.4
其他	28.12	46.83	47.09	31.51
吨煤开采成本	214.99	241.54	268.22	236.26
吨煤完全成本	330.10	477.54	549.60	459.82

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

生产技术方面，跟踪期内，公司综合机械化程度和掘进机械化程度均保持稳定；2018年公司全员效率为12.80吨/工，同比略有增长。

表7 公司煤炭生产主要指标

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

资料来源：公司提供

2017年，公司煤炭生产死亡率指标较2016年上升，主要系2017年8月26日18时左右，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司下属王台铺矿综掘一队在主斜井底回收排水设备时，导致四名职工窒息死亡。事故发生后，山

西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司立即召开安全工作紧急会议，责令王台铺矿停工整顿。同时要求集团公司所有煤炭回收矿井和各生产矿井开展通风管理、防治水等专项整治，严防事故发生。2018年1月8日，寺河矿西区发生一起煤矿生产运输事故，造成井下机电二队一巡检工死亡。

联合资信关注到，煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘抱着、透水、冒顶、跑车等重大危险源，同时公司作为山西煤炭资源整合主体之一，对地方煤矿兼并力度大，被兼并地方小矿受历史采掘影响，往往开采条件复杂，安全隐患相对较多。要治理这些重大危险源，必须投入大量的资金和设备，建立完善的内控制度，会推高企业的生产成本；一旦发生事故，相关的善后工作也会对企业正常生产造成一定影响。

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势。公司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。近年来，公司与五大电力公司以及重点电厂分别签署了中长期合作协议，建立了煤炭供需企业之间的战略合作关系，共同抵御市场风险。此外，公司的喷吹煤产量居全国前列，是冶金行业的重要燃料。公司注重与国内主要大型钢厂（如武钢、马钢等）的战略合作，共同应对市场的变化。晋煤集团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。

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年公司煤炭平均售价为639.22元/吨，同比增长10.44%。2019年1~3月，公司煤炭销售均价600.22元/吨，较2018年有所回落。

表 8 公司煤炭销售情况 (单位: 万吨, 元/吨)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
电力煤	1378.89	1379.18	1248.83	327.77
喷吹煤	395.76	330.37	300.44	63.90
化工煤	2130.71	2121.79	2141.96	501.45
其他	953.99	737.52	655.09	83.86
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
洗中块	710.65	669.51	585.21	125.82
洗小块	388.64	416.19	406.44	70.67
洗末煤	395.76	334.1	300.43	63.91
末煤	3057.19	2816.59	2551.57	609.28
其他	307.11	332.46	502.67	107.3
合计	4859.35	4568.85	4346.32	976.98
均价	363.51	578.78	639.22	600.22

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

资料来源: 公司提供

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, 市场竞争力强。跟踪期内, 公司煤炭产销量和销售价格均保持增长趋势, 煤炭板块的盈利能力明显增强。

3. 煤化工业务

公司煤化工产品主要是尿素和甲醇。中国尿素行业集中度低, 企业规模普遍偏小, 市场竞争激烈, 公司通过资本运作, 收购和控股十多家化肥企业 (大多为原来的下游客户), 产品包括尿素、甲醇、硝铵等。公司目前生产的无烟块煤均供应于化工板块, 可基本保障下游化工产业的原料需求, 促进下游各企业的快速发展, 从而实现煤炭产业链的延伸。

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

的品牌、价格、销售区域进行全面整合, 收回子公司的定价权, 由集团公司划定销售半径, 并按各自子公司销售半径内市场情况进行定价, 从而使公司煤化工产品获得了一定程度的定价权和竞争优势。2018 年, 公司煤化工板块总氨产量为 1642.65 万吨, 产量位居全国煤化工企业前列。

跟踪期内, 公司煤化工产品继续保持产销平衡, 2018 年, 公司实现尿素产量延续下降趋势, 全年生产尿素 965.39 万吨, 同比下降 2.42%, 主要是市场供给增加, 竞争激烈所致和部分尿素企业因控制权变动不再纳入合并范围所致; 甲醇产量为 420.32 万吨, 同比增长 6.64%。销售价格方面, 2018 年公司尿素和甲醇销售均价均出现上涨, 分别同比增长 22.97% 和 5.07%, 至 1732.57 元/吨和 2451.58 元/吨。

2019 年一季度, 公司尿素和甲醇的销售价格均较 2018 年有所回落, 分别为 1697.81 元/吨和 1906.28 元/吨。

表 9 公司煤化工产业发展情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月	
总氨产量 (万吨)	1535.58	1574.97	1642.65	400.25	
尿素	产量 (万吨)	1261.82	989.34	965.39	248.37
	销量 (万吨)	1240.23	960.76	945.76	243.59
	均价 (元/吨)	1116.93	1408.94	1732.57	1697.81
	单位成本 (元/吨)	1099.19	1392.09	1512.21	1487.58
	吨毛利 (元)	17.74	16.85	220.36	210.23
甲醇	产量 (万吨)	337.15	394.15	420.32	104.09
	销量 (万吨)	327.90	390.27	484.70	96.75
	均价 (元/吨)	1617.45	2183.81	2451.58	1906.28
	单位成本 (元/吨)	1658.88	2059.61	2163.94	2005.88
	吨毛利 (元)	-41.43	124.20	287.64	-99.60
收入 (亿元)	380.97	464.70	561.52	--	

资料来源: 公司提供

表 10 公司近年尿素单位成本构成情况(单位:元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
原材料	961.44	1247.61	1371.68	1353.28
电力	73.24	78.93	77.27	74.72
工资	12.83	15.29	16.04	15.28
其他	51.68	50.26	47.22	44.30
合计	1099.19	1392.09	1512.21	1487.58

资料来源:公司提供

表 11 公司近年甲醇单位成本构成情况(单位:元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
原材料	1499.48	1944.74	2046.11	1895.93
电力	100.12	77.81	68.01	65.44
工资	23.16	19.64	17.32	20.09
其他	36.12	17.42	32.5	24.42
合计	1658.88	2059.61	2163.94	2005.88

资料来源:公司提供

总体看,跟踪期内,受煤化工产品销售价格上涨影响,公司煤化工业务收入和毛利率水平均有所增长;但联合资信同时关注到公司煤化工产品结构中尿素占比较高,尿素产品具有单价低、消耗量大的特点,销售半径受运输成本制约明显,受行业产能过剩、竞争激烈影响,近年来公司尿素产销量持续下降,面临一定的竞争压力。

4. 其他业务

多种经营贸易方面,公司贸易业务收入主要由公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司承担,贸易品种主要包括煤炭、铁矿石、钢铁等大宗商品。贸易业务对公司营业收入和经营活动现金流入量增长贡献明显,但该业务受行业竞争激烈影响,业务毛利率低,对公司利润贡献有限。2018年,公司贸易业务实现收入 693.52 亿元,同比下降 8.94%,毛利率为 0.66%,较 2017 年增长 0.15 个百分点。

电力板块方面,晋煤集团目前现有的电厂主要为煤泥、煤矸石和煤层气资源综合利用电

厂,共有发电装机容量 46.9 万千瓦,其中寺河 12 万千瓦煤层气电厂是目前世界上最大的煤层气发电厂。公司现有电厂为王台热电分公司(装机容量 3×1.2 万千瓦)、成庄热电分公司(装机容量 3×0.6 万千瓦)、寺河瓦斯电站(装机容量 1.5 万千瓦)、寺河二号井瓦斯电站(装机容量 1 万千瓦)、沁水晋煤瓦斯发电有限公司(装机容量 12 万千瓦)和阳城晋煤能源有限责任公司(装机容量 27 万千瓦)。2016—2018 年,公司分别发电 22.79 亿千瓦时、28.73 亿千瓦时和 33.05 亿千瓦时,分别实现收入 8.70 亿元、10.42 亿元和 10.28 亿元。2018 年电力板块收入同比下降,主要系上网电价下降所致,同期电力板块毛利率同比有所上升,主要系电厂发电成本下降幅度较大所致。

煤层气开采利用方面,公司是全国最大的煤层气抽采利用基地,当前公司正着力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”,000968.SZ),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(以下简称“蓝焰控股”)40.05% 股权全部划转至燃气集团。2018 年公司煤层气板块全年完成煤层气抽采量 24.31 亿立方米。其中井下抽采量 9.67 亿立方米;煤层气利用量 17.01 亿立方米,其中井下利用量 5.51 亿立方米。公司 2018 年井下瓦斯抽采利用率 56.99%。2018 年公司煤层气板块完成营业收入 30.54 亿元;实现利润总额 7.35 亿元。2019 年 1~3 月,公司煤层气板块完成抽采量 7.39 亿立方米,实现收入 6.82 亿元,利润总额 1.69 亿。

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

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

2018年，公司总资产周转次数为0.65次，存货周转次数为10.89次，销售债权周转次数为11.05次，除销售债权周转次数外均较上年有所下降，公司整体经营效率一般。

6. 在建工程

公司在建工程主要集中在煤层气、煤炭和煤化工板块。截至2019年3月底，公司主要在建项目计划总投资419.40亿元，已投资97.20亿元，尚需投资322.20亿元，公司有较大对外融资压力。

表9 截至2019年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	投资概算	产能	自有资金		至2019年3月底累计投资
			占比	是否落实	
40亿立方米煤层气项目	153.00	40亿立方米/年	30%	已落实部分	4.80
东大矿井及选煤厂项目	62.64	500万吨/年	30%	已落实部分	15.72
三交一号矿井及选煤厂项目	65.42	600万吨/年	30%	已落实部分	8.61
合成氨原料结构调整及联产60万吨/年乙二醇项目	70.00	乙二醇60万吨/年	30%	已落实部分	23.48
60万吨/年总氨扩建项目	17.46	氨醇能力60万吨/年	30%	已落实部分	7.87
60万吨/年合成氨扩建项目	23.65	合成氨60万吨/年	100%	已落实	17.94
退城进园4060项目	27.27	总氨能力40万吨/年	100%	已落实	18.78
合计	419.40	--	--	--	97.20

资料来源：公司提供

总体来看，公司未来产业架构将主要围绕煤层气、煤炭及煤化工板块，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，当期煤化工行业处于产能过剩、竞争激烈的阶段，公司在建工程未来能否顺利投产以及投产后的盈利情况存在一定不确定性。

7. 未来发展

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

“十三五”期间，公司将围绕国家和山西省供给侧结构性改革和国企改革战略布局，坚持“效益优先、改革驱动、创新引领”发展思路，全力增强煤炭、煤层气资源清洁高效开发利用能力，努力提升煤化工、电力、煤机等能源综合利用与服务水平，加快构建新型现代

化管理体系、商业模式，开创建设国际一流晋煤特色综合能源企业集团的新局面。

煤炭产业将坚持“两手抓”，一手坚决退出落后产能，一手按照“市场为先、抓好现量、做优增量、增强后劲”的思路，千方百计加快先进产能建设，努力将所有具备条件的矿井全部打造为先进产能，切实提高先进产能占比、效益品种占比，加快东大、三交一号、车寨等新井建设，打造全国最优最强的无烟煤生产基地。

煤化工产业将加快“两个转变”，即产品结构由传统基础化工向精细化工、现代高端煤化工转变，商业模式由区域分散向产业联盟、掌控终端转变，成为全国最优秀无烟煤化工产品制造商、工业气体提供商、新型肥料服务商。

煤层气产业将实施大燃气发展战略。低浓度瓦斯气业务突出强利用、商品化的方向，高浓度煤层气业务突出扩资源、强技术、增气源的方向，加快构建形成开发利用一体化、多气源、大燃气的产业格局。

电力产业将继续大力发展瓦斯发电集群建设，规划建设 15 个总装机容量为 234 兆瓦的煤层气电厂集群，力争“十三五”末形成 430 兆瓦以上的瓦斯发电装机规模。

煤机产业将巩固提升紧密联系煤炭生产、产品针对性强、产业链条完善等差异化优势，大力发展现代煤机制造服务业，力争外部市场份额突破 50%。

多种经营和新兴产业将坚持有进有退，紧盯市场高端，通过市场化的运营管理、薪酬激励、技术合作等方式，做好激光投影、绿色可建等新兴产业。同时，本着“谨慎稳妥、善作善成”的目标，积极探寻和发展新兴产业项目，培育新的经济增长点。

总体看，公司发展战略立足自身煤炭资源优势，向下游煤化工、煤层气和电力产业延伸；煤炭板块致力于提高先进产能占比，煤化工板块努力向精细化工、高端煤化工转型，煤层气板块加快构建开发利用一体化，突出强利用、

商品化方向。整体战略联动性强，有效实施后，可扩大公司的经营规模并增强公司的抗风险能力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围内新增子公司 4 家，减少子公司 5 家。2017 年，公司合并范围新增 11 家子公司，其中新设 9 家，非同一控制下合并 2 家；减少 15 家，其中注销 11 家，股权转让 4 家。2018 年公司合并范围新增子公司 9 家子公司，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。2019 年一季度，公司合并范围无变化。截至 2019 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司共 64 家。总体看，近年来公司合并范围变动较频繁，对公司财务数据可比性有一定影响。

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2753.59 亿元，所有者权益 651.29 亿元（含少数股东权益 208.53 亿元）；2019 年 1~3 月公司实现营业收入 398.45 亿元，利润总额 9.44 亿元。

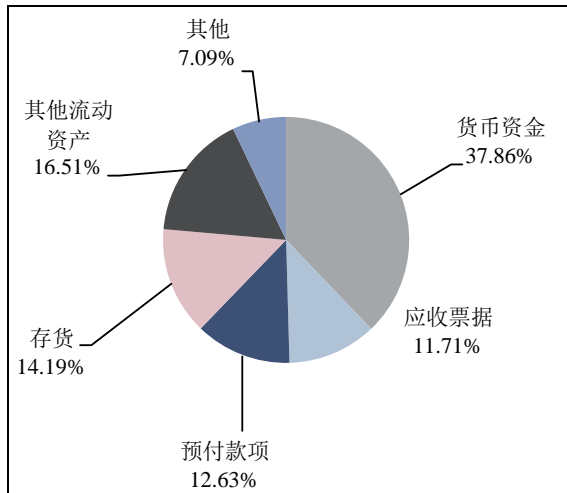
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 9.70%。截至 2018 年底，公司

资产总额合计 2755.74 亿元,同比增长 10.59%,主要来自无形资产评估增值和固定资产的增加;其中流动资产占 34.93%,非流动资产占 65.07%,非流动资产占比较高,符合行业特点。

2016—2018 年,公司流动资产不断增长,年均复合增长 11.96%。截至 2018 年底,公司流动资产为 962.66 亿元,同比上升 4.02%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项、存货和其他流动资产构成,截至 2018 年底分别占比 37.86%、11.71%、12.63%、14.19%和 16.51%。

图 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源:公司财务报告

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

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

2016—2018 年,公司应收账款快速下降,年均复合下降 22.85%。公司应收账款主要是公司结算形成的应收或暂付款项。截至 2018 年底,公司应收账款为 20.31 亿元,同比下降

27.75%,其中,按单项计提坏账占 2.07%,计提比例 100%;按账龄法计提坏账的应收账款占 97.73%,其中 1 年以内的占 47.40%,1~2 年的占 13.51%,2~3 年的占 16.64%,3 年以上的占 22.44%,账龄组合中计提坏账准备 6.28 亿元,公司整体计提坏账 6.27 亿元,计提比例 23.62%,计提比例尚可。总体看,公司应收账款综合账龄较长,存在一定回收风险。

2016—2018 年,公司预付款项有所下降,年均复合下降 11.62%。截至 2018 年底,公司预付款项合计 121.62 亿元,同比下降 15.90%;预付账款中,1 年以内的占 47.63%,1~2 年的占 7.34%,2~3 年的占 5.41%,3 年以上的占 39.63%,账龄较长的预付款主要由资源预付款、预付股权收购款和预付土地款等构成,对公司资金形成占用。

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

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

2016—2018 年,公司其他流动资产快速增长,年均复合增长 34.21%。截至 2018 年底,公司其他流动资产为 158.97 亿元,同比增长 22.88%,主要由委托贷款和增值税留抵税额构成。2017 年公司对太原煤炭气化(集团)有限责任公司的委托贷款由 2016 年底的 62.26 亿元

大幅增长至 96.27 亿元，2018 年底该委托贷款进一步增长至 119.57 亿元，导致当期公司其他流动资产大幅增长。

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

2016—2018 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长 9.46%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 1581.98 亿元，累计折旧为 650.28 亿元，减值准备合计 6.59 亿元，固定资产账面价值为 925.11 亿元，成新率 58.48%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程有所下降，年均复合下降 14.81%。截至 2018 年底，在建工程为 257.79 亿元，同比减少 12.86%，在建工程主要包括维简更新、安全、环境和基建四大类别，截至 2018 年底，账面价值分别为 31.18 亿元、6.07 亿元、16.19 亿元和 204.34 亿元。重要在建项目有 100 万吨/年甲醇制清洁燃料（MTG）项目、高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目 and 山东联盟燃煤清洁利用技改项目等。

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

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 2753.59 亿元，较 2018 年底变化不大，其中流动资产占 34.69%，非流动资产占 65.07%，资产结构变动不大；使用权受限资产合计 542.34 亿元，受限比例 19.68%；

总体看，跟踪期内，受无形资产评估增值等影响，公司资产规模有所增长；货币资金较为充足，但受限比例较高；应收账款和其他应收账款综合账龄较长，面临回收风险；预付款

项金额较大，对公司资金形成占用；总体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 651.29 亿元，较 2018 年底增长 1.46%，所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

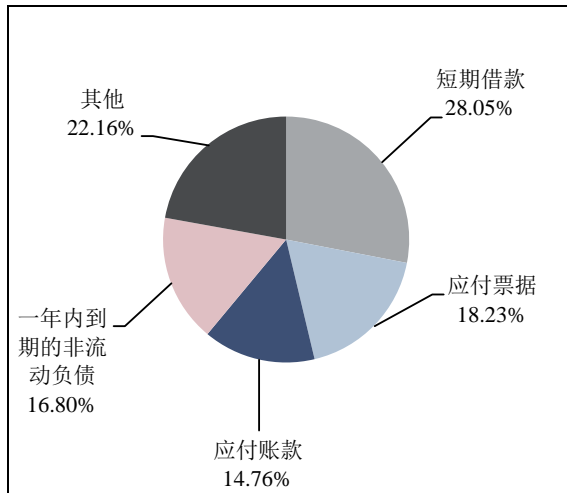
整体看，跟踪期内，受无形资产评估增值和永续债发行影响，公司所有者权益大幅增长；所有者权益未分配利润、资本公积和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

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

2016—2018 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 5.78%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 1532.09 亿元，同比增长 10.16%，以短期借款（占 28.05%）、应付票据（占 18.23%）、应付账款（占 14.76%）和一年内到期的非流动负债（占 16.80%）为主。

图 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

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

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

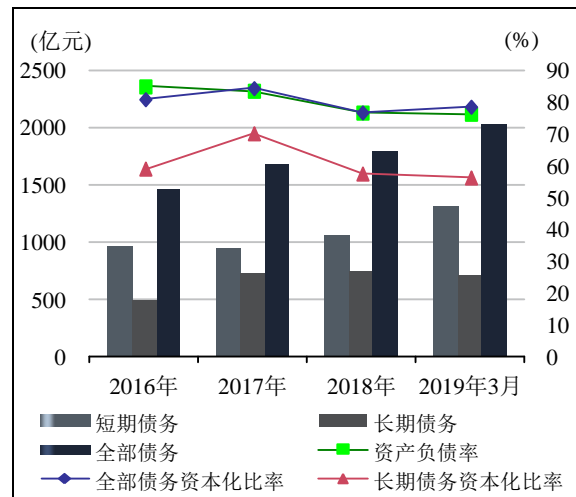
2016—2018 年，公司应付票据有所波动，年均复合增长 2.60%。截至 2018 年底，公司应付票据合计 279.33 亿元，同比下降 12.79%，主要为银行承兑汇票。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 12.13%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 257.41 亿元，同比增长 45.87%，其中 160.75 亿元为一年内到期的长期借款，43.32 亿元为一年内到期的应付债券，52.33 亿元为一年内到期的长期应付款。

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

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

图 8 公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务不断增长，分别为 1461.63 亿元、1674.66 亿元和 1790.80 亿元；公司债务结构中短期债务占比较高，截至 2018 年底，短期债务占 62.46%，长期债务占 37.54%。债务指标方面，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比有所下降，截至 2018 年底上述指标分别为 76.71%、75.72% 和 53.93%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 2102.29 亿元，较 2018 年底下降 0.55%，其中流动负债占 73.59%，非流动负债占 26.41%，流动负债占比较 2018 年底有所上升；全部债务为 2020.96 亿元，其中短期债务占 68.23%，长期债务占 31.77%，短期债务占比较 2018 年底有所上升。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 76.35%、77.69% 和 52.52%，债务负担较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续扩大，短期债务占比上升，短期偿债压力加大；

公司债务负担指标有所下降，但总体仍偏重。

4. 盈利能力

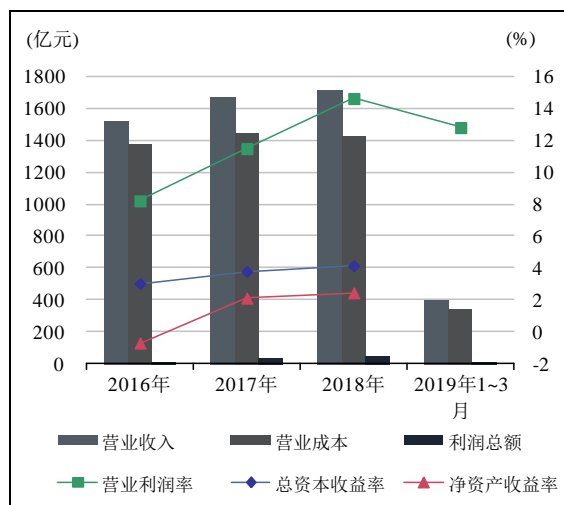
2016—2018年，公司营业收入有所增长，年均复合增长6.06%，2018年，公司营业收入为1709.55亿元，同比增长2.58%。同期，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长1.72%，2018年为1421.70亿元，同比下降1.52%，主要系贸易业务缩减导致相应成本下降所致。

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

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

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

图9 公司盈利能力变化情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016—2018年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率的三年均值分别为12.40%、3.93%和1.72%。2018年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为14.62%、4.32%和2.45%，均较2017年有所上升。

2019年1~3月，公司实现营业收入398.45亿元，同比增长9.58%，实现利润总额9.44亿元，同比增长14.70%，营业利润率12.80%，较2018年下降1.82个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入和利润总额均保持增长趋势；期间费用率持续上升，对公司盈利侵蚀较大；非经常性损益对公司利润总额影响较大；公司整体盈利能力有所增强，但总体仍偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长18.61%，2018年为1510.48亿元，同比增长21.25%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合增长13.70%，2018年为1300.72亿元，同比增长14.98%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金。2016—2018年，公司经营活动净现金

流波动中有所增长，分别为 67.66 亿元、114.43 亿元和 209.76 亿元。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比不断上升，分别为 68.69%、73.45% 和 86.40%。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 54.61%，2018 年为 64.08 亿元，主要是收回投资收到的现金；投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 22.48%，2018 年为 229.04 亿元，同比增长 15.94%，主要是投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016—2018 年，公司投资活动净现金流均为负值，分别为 -125.87 亿元、-120.65 亿元和 -164.96 亿元。

从筹资活动来看，2016—2018 年，筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 6.40%，2018 年为 1082.71 亿元，同比下降 -8.84%，主要是取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 10.77%，2018 年为 1110.87 亿元，同比下降 1.41%，主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。2016—2018 年，公司筹资活动净现金流分别为 51.10 亿元、60.94 亿元和 -28.16 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动产生的现金流量净额分别为 27.10 亿元、-34.34 亿元和 -19.84 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司经营情况持续好转，公司经营净现金流延续快速增长趋势，经营获现能力有所增强；公司保持较大的对外投资规模，投资活动现金流持续净流出且规模较大，公司存在一定的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率三年加权均值分别为 62.60% 和 53.82%，2018 年底分别为 62.83% 和 53.92%，均较 2017 年底有所下降，截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 61.22% 和

52.90%，均较 2018 年底有所下降。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比均值为 10.30%，2018 年为 13.69%，较 2017 年底增长 5.46 个百分点。从短期偿债指标数值看，跟踪期内公司短期偿债能力仍偏弱。

从长期偿债指标来看，EBITDA 利息倍数波动中近三年分别为 1.63 倍、1.98 倍和 2.14 倍；全部债务/EBITDA 倍数近三年分别为 12.08 倍、10.15 倍和 8.58 倍。整体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所改善但仍偏弱。

综合考虑到公司的行业地位、股东背景以及融资渠道的畅通，公司整体偿债风险不大。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保主要对象为山西潞安矿业集团有限责任公司 70.00 亿元、阳泉煤业（集团）有限责任公司 30.00 亿元及太原煤气化（集团）有限责任公司 56.97 亿元，余额合计 156.79 亿元，担保比率 24.42%。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 3 月底，公司共获得各家银行及金融机构授信总额 1814.80 亿元，其中未使用额度 756.90 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 2019 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；对外担保关注类为 16.86 亿元。整体看，公司过往债务履约情况良好，对外担保存在一定或有负债风险。

8. 母公司财务报表分析

公司本部主要从事主力矿井的煤炭销售，以及供电、医院和装备销售等业务。

截至 2018 年底，公司本部资产总额 1250.59 亿元，其中流动资产 583.50 亿元，主

要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和其他流动资产构成；非流动资产 667.09 亿元，主要由长期股权投资、在建工程、固定资产和无形资产构成。

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

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

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

总体看，公司本部资产负债结构和收入构

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

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。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券如下表所示，债券到期日分布在 2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年（假设永续债首次行权日公司即赎回），待偿还的本金金额分别为 90 亿元、160 亿元、80 亿元和 30 亿元，选取最高偿还额 160 亿元作为测算额度评估公司对存续期长期债券的偿还能力进行测试。

表 10 截至评级报告日公司存续债券明细

证券名称	发行日期	起息日	到期日期	当前余额(亿)
18 晋煤 CP002	2018-06-26	2018-06-28	2019-06-28	20
18 晋煤 SCP007	2018-11-19	2018-11-21	2019-08-18	15
18 晋煤 SCP008	2018-11-27	2018-11-29	2019-08-26	15
18 晋煤 CP003	2018-09-03	2018-09-05	2019-09-05	10
14 晋煤 MTN001	2014-10-22	2014-10-24	2019-10-24	30
17 晋煤 MTN001	2017-01-19	2017-01-23	2020-01-23	20
17 晋煤 PPN001	2017-03-21	2017-03-22	2020-03-22	20
19 晋煤 CP001	2019-04-23	2019-04-25	2020-04-24	15
19 晋煤 CP002	2019-04-25	2019-04-29	2020-04-29	25
17 晋煤 MTN002	2017-06-23	2017-06-27	2020-06-27	15
17 晋煤 MTN003	2017-07-17	2017-07-18	2020-07-18	15
17 晋煤 MTN004	2017-09-13	2017-09-15	2020-09-15	20
17 晋煤 MTN005	2017-10-27	2017-10-31	2020-10-31	20

17 晋煤 MTN006	2017-12-28	2017-12-29	2020-12-29	10
18 晋煤 GN001	2018-01-16	2018-01-18	2021-01-18	10
18 晋煤 GN002	2018-03-06	2018-03-08	2021-03-08	10
16 晋煤债 01	2016-04-29	2016-05-03	2021-05-03	10
18 晋煤 MTN003	2018-09-25	2018-09-27	2021-09-27	20
18 晋煤 MTN004	2018-10-25	2018-10-29	2021-10-29	20
18 晋煤 MTN005	2018-11-02	2018-11-06	2021-11-06	10
19 晋煤 MTN001	2019-04-24	2019-04-26	2022-04-26	30

注：永续债到期日为初次可行权日

资料来源：wind

2016—2018 年，公司现金类资产分别为 367.45 亿元、480.87 亿元和 486.52 亿元，分别是测算额度 2.30 倍、3.01 倍和 3.04 倍。

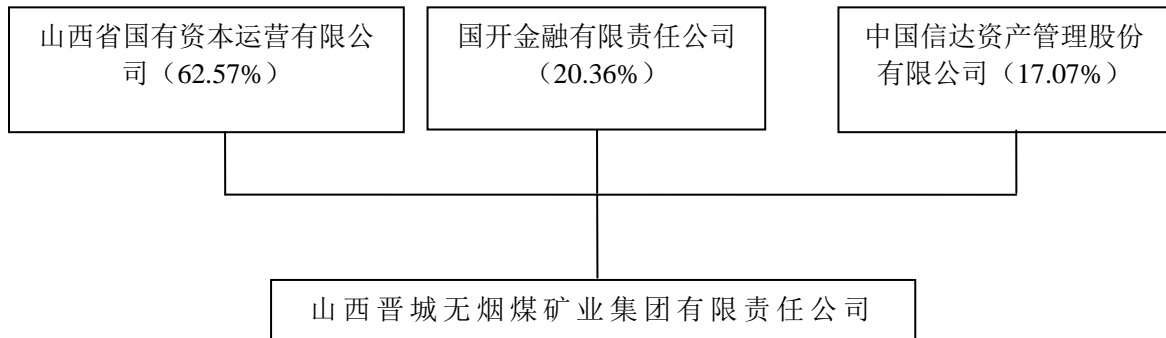
2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 120.98 亿元、164.98 亿元和 208.67 亿元，分别是测算额度的 0.76 倍、1.03 倍和 1.30 倍；经营性净现金流分别为 67.66 亿元、114.43 亿元和 209.76 亿元，分别是测算额度的 0.42 倍、0.72 倍和 1.31 倍；经营现金流入量分别为 1073.73 亿元、1245.73 亿元和 1510.48 亿元，分别是测算额度的 6.71 倍、7.79 倍和 9.44 倍。

总体看，公司现金类资产和经营现金流入量对公司存续债券的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 晋煤 MTN001”“16 晋煤债 01/16 晋煤 01”“17 晋煤 MTN001”“17 晋煤 MTN002”“17 晋煤 MTN003”“17 晋煤 MTN004”“17 晋煤 MTN005”“17 晋煤 MTN006”“18 晋煤 GN001”“18 晋煤 GN002”“18 晋煤 MTN003”“18 晋煤 MTN004”“18 晋煤 MTN005”和“19 晋煤 MTN001”的信用等级为 AAA，维持“18 晋煤 CP002”“18 晋煤 CP003”“19 晋煤 CP001”和“19 晋煤 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月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	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	山西金象煤化工有限责任公司	氮肥制造	400000000.00	60.00	60.00
2	晋城蓝焰煤业股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	644339238.00	91.83	91.83
3	山西长平煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	572000000.00	97.50	97.50
4	山西晋煤集团沁秀煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1211959296.24	70.49	70.49
5	山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1000000000.00	100.00	100.00
6	山西晋煤集团泽州天安煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	2600000000.00	98.12	98.12
7	山西晋煤集团晋圣矿产投资有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	2700000000.00	100.00	100.00
8	山西晋煤集团临汾晋牛煤矿投资有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	720000000.00	100.00	100.00
9	山西晋煤集团晟泰能源投资有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1578628000.00	76.02	76.02
10	山西晋煤集团金明矿业集团有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	600000000.00	70.00	70.00
11	鄂托克前旗恒源投资实业有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1350000000.00	61.20	61.20
12	山西晋煤太钢能源有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	3300000000.00	51.00	51.00
13	沁水县鑫海能源有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	16580000.00	74.70	74.70
14	山西晋煤集团沁水胡底煤业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	210000000.00	51.00	51.00
15	山西沁东能源有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	300000000.00	51.00	51.00
16	山西铭石煤层气利用股份有限公司	煤气生产和供应业	352379625.00	98.55	98.55
17	山西能源煤层气有限公司	煤气生产和供应业	119280000.00	52.00	52.00
18	晋城天煜新能源有限公司	煤气生产和供应业	150000000.00	60.00	60.00
19	山西晨光物流股份有限公司	普通货物道路运输	100000000.00	54.85	54.85
20	易安蓝焰煤与煤层气共采技术有限责任公司	煤气生产和供应业	50000000.00	100.00	100.00
21	山西蓝焰控股股份有限公司	煤气生产和供应业	967502660.00	40.05	40.05
22	山西晋城煤层气天然气集输有限公司	煤气生产和供应业	150000000.00	60.00	60.00
23	山西晋煤集团金鼎煤机矿业有限公司	矿山机械制造	1442949158.56	100.00	100.00
24	安徽昊源化工集团有限公司	氮肥制造	106347700.00	35.00	51.00
25	安徽晋煤中能化工股份有限公司	氮肥制造	96938462.00	35.00	51.00
26	唐山邦力晋银化工有限公司	氮肥制造	200000000.00	35.00	51.00
27	北京市晋煤太阳石化有限公司	化肥批发	266000000.00	60.00	60.00
28	寿光市联盟石油化工有限公司	原油加工及石油制品制造	100000000.00	40.00	51.00
29	山东晋煤明水化工集团有限公司	氮肥制造	223657200.00	35.00	51.00
30	山东联盟化工股份有限公司	氮肥制造	660000000.00	38.00	51.00
31	山西晋煤天源化工有限公司	氮肥制造	590000000.00	68.00	68.00
32	山西晋丰煤化工有限责任公司	氮肥制造	777000000.00	100.00	100.00
33	山西晋煤集团华昱煤化工有限责任公司	氮肥制造	4400000000.00	52.65	52.65
34	江苏双多化工有限公司	氮肥制造	150000000.00	35.00	51.00

35	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	氮肥制造	367910000.00	85.35	85.35
36	河南晋煤天庆煤化工有限责任公司	氮肥制造	166000000.00	61.70	61.70
37	湖北三宁化工股份有限公司	氮肥制造	267230769.00	35.00	51.00
38	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	氮肥制造	150000000.00	35.00	51.00
39	晋煤金石化工投资集团有限公司	氮肥制造	953163900.00	76.89	76.89
40	山西晋煤集团煤化工投资有限公司	其他资本市场服务	305000000.00	100.00	100.00
41	山东晋煤日月化工有限公司	氮肥制造	77000000.00	35.00	51.00
42	山西天和煤气化科技有限公司	煤气生产和供应业	10000000.00	65.00	65.00
43	阳城晋煤能源有限责任公司	火力发电	300000000.00	91.00	91.00
44	山西金驹煤电化股份有限公司	火力发电	426825300.00	95.91	95.91
45	晋煤集团财务有限公司	金融信息服务	100000000.00	92.00	92.00
46	山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	其他未列明商务服务业	800000000.00	100.00	100.00
47	山西石涅招标代理有限责任公司	其他未列明商务服务业	5000000.00	70.00	70.00
48	晋镁新材料有限公司	镁矿采选	200000000.00	100.00	100.00
49	山西晋城煤业集团勘察设计院有限公司	信息技术咨询服务	20000000.00	30.00	51.00
50	山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司	普通货物道路运输	720000000.00	77.78	77.78
51	山西晋煤集团技术研究院有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	70000000.00	100.00	100.00
52	山西铭基房地产开发有限公司	房地产开发经营	180000000.00	35.00	51.00
53	晋城宇光实业有限公司	其他未列明制造业	58000000.00	60.00	60.00
54	晋城宏圣建筑工程有限公司	其他建筑安装	659456414.77	100.00	100.00
55	晋城海斯制药有限公司	生物药品制造	113704600.00	73.03	73.03
56	晋城金驹实业有限公司	其他未列明商务服务业	500391600.00	100.00	100.00
57	江苏徐州港务(集团)有限公司	内河货物运输	100000000.00	45.00	45.00
58	山西晋煤集团医疗健康有限责任公司	综合医院	300000000.00	100.00	100.00
59	日照港国际物流园区有限公司	其他未列明商务服务业	400000000.00	55.00	55.00
60	山西晋煤集团煤层气与煤基技术开发有限责任公司	其他未列明信息技术服务业	200000000.00	100.00	100.00
61	山西晋煤配售电有限公司	火力发电	210000000.00	100.00	100.00
62	弘创融资租赁有限公司	融资租赁服务	100000000.00	100.00	100.00
63	山西晋煤集团金泽农业开发有限公司	其他农业	407986472.61	76.75	76.75
64	山西燃气集团有限公司	煤气生产和供应业	10000000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	367.45	480.87	486.52	493.80
资产总额(亿元)	2290.11	2491.95	2755.74	2753.59
所有者权益(亿元)	344.77	359.28	641.92	651.29
短期债务(亿元)	964.05	945.75	1056.39	1311.12
长期债务(亿元)	497.58	679.19	634.98	610.41
全部债务(亿元)	1461.63	1624.94	1691.36	1921.52
营业收入(亿元)	1519.64	1666.58	1709.55	398.45
利润总额(亿元)	3.21	30.63	42.33	9.44
EBITDA(亿元)	120.98	164.98	208.67	--
经营性净现金流(亿元)	67.66	114.43	209.76	27.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.62	10.81	11.05	--
存货周转次数(次)	12.13	12.21	10.89	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.70	0.65	--
现金收入比(%)	68.69	73.45	86.40	85.73
营业利润率(%)	8.21	11.48	14.62	12.80
总资本收益率(%)	3.03	3.89	4.32	--
净资产收益率(%)	-0.70	2.12	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	59.07	68.69	53.93	52.52
全部债务资本化比率(%)	80.91	84.00	75.72	77.69
资产负债率(%)	84.95	83.59	76.71	76.35
流动比率(%)	56.08	66.54	62.83	61.22
速动比率(%)	47.91	57.59	53.92	52.90
经营现金流流动负债比(%)	4.94	8.23	13.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.98	2.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	9.85	8.11	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；公司其他流动负债中的短期债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款和所有者权益中的永续债计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 短期债券信用等级设置及其含义

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

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

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。

附件 4-4 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