

信用等级公告

联合〔2019〕1635号

联合资信评估有限公司通过对山西潞安矿业（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，确定维持山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AAA，维持“18潞安CP003”“19潞安CP001”“19潞安CP002”和“19潞安CP003”信用等级为A-1，维持“14潞安MTN001”“15潞安MTN001”“15潞安MTN002”“15潞安MTN003”“16潞安MTN001”“17潞安MTN001”“17潞安MTN002”“17潞安MTN003”“18潞安MTN001”“18潞安MTN002”“18潞安MTN003”“13潞矿债01/潞01”和“13潞矿债02/潞02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日



山西潞安矿业（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

债项信用

| 债项简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|----------------|-------|------------|--------|--------|
| 14 潞安 MTN001 | 20 亿元 | 2019/12/25 | AAA | AAA |
| 15 潞安 MTN001 | 10 亿元 | 2020/2/12 | AAA | AAA |
| 15 潞安 MTN002 | 10 亿元 | 2020/5/22 | AAA | AAA |
| 15 潞安 MTN003 | 20 亿元 | 2020/6/24 | AAA | AAA |
| 16 潞安 MTN001 | 15 亿元 | 2021/5/11 | AAA | AAA |
| 17 潞安 MTN001 | 15 亿元 | 2022/3/15 | AAA | AAA |
| 17 潞安 MTN002 | 20 亿元 | 2020/4/13 | AAA | AAA |
| 17 潞安 MTN003 | 10 亿元 | 2022/11/9 | AAA | AAA |
| 18 潞安 MTN001 | 20 亿元 | 2021/3/22 | AAA | AAA |
| 18 潞安 MTN002 | 20 亿元 | 2021/4/23 | AAA | AAA |
| 18 潞安 MTN003 | 20 亿元 | 2021/4/23 | AAA | AAA |
| 18 潞安 CP003 | 20 亿元 | 2019/6/21 | A-1 | A-1 |
| 19 潞安 CP003 | 10 亿元 | 2020-04-29 | A-1 | A-1 |
| 19 潞安 CP002 | 10 亿元 | 2020-04-24 | A-1 | A-1 |
| 19 潞安 CP001 | 20 亿元 | 2020-03-20 | A-1 | A-1 |
| 13 潞矿债 01/潞 01 | 30 亿元 | 2023/4/25 | AAA | AAA |
| 13 潞矿债 02/潞 02 | 10 亿元 | 2023/4/25 | AAA | AAA |

注：14 潞安 MTN001、15 潞安 MTN001、15 潞安 MTN002、15 潞安 MTN003 和 17 潞安 MTN003 期限均为 5+N，18 潞安 MTN001 期限为 3+N，上述债券所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

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”）对山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”或“公司”）的评级反映了公司作为山西省五大国有特大型煤炭生产集团企业之一，在行业地位、资源禀赋、产业布局、技术水平、政策支持等方面的综合优势。跟踪期内，受益于煤炭市场景气度高企和整合矿产能释放，公司实现了利润总额的大幅攀升，整体盈利能力增强。联合资信同时关注到公司债务负担重、存在一定短期支付压力、资本性支出规模较大、对外部融资依赖程度高等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

近年来公司持续推动煤化工战略转型，公司业务向煤炭下游产业延伸有助于提升公司整体竞争实力；公司持续缩减贸易规模，资源耗费持续下降；山西省政府及省内金融机构对公司支持力度大。综合考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18潞安CP003”“19潞安CP001”、“19潞安CP002”和“19潞安CP003”信用等级为A-1，维持“14潞安MTN001”“15潞安MTN001”“15潞安MTN002”“15潞安MTN003”“16潞安MTN001”“17潞安MTN001”“17潞安MTN002”“17潞安MTN003”“18潞安MTN001”“18潞安MTN002”“18潞安MTN003”“13潞矿债01/潞01”和“13潞矿债02/潞02”信用等级为AAA，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) | 352.77 | 561.02 | 522.63 | 419.02 |
| 资产总额(亿元) | 2017.68 | 2417.79 | 2408.79 | 2424.39 |
| 所有者权益合计(亿元) | 319.02 | 495.88 | 509.22 | 512.75 |
| 短期债务(亿元) | 613.57 | 701.43 | 644.15 | 447.60 |
| 长期债务(亿元) | 374.41 | 464.04 | 497.22 | 521.38 |
| 全部债务(亿元) | 987.98 | 1165.47 | 1141.37 | 968.98 |
| 营业收入(亿元) | 1600.20 | 1607.50 | 1775.42 | 399.91 |
| 利润总额(亿元) | 2.51 | 29.30 | 35.03 | 8.75 |
| EBITDA(亿元) | 73.06 | 124.34 | 147.86 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 13.75 | 17.55 | 146.26 | 39.64 |
| 营业利润率(%) | 5.51 | 8.91 | 10.37 | 7.60 |
| 净资产收益率(%) | -1.77 | 2.06 | 2.31 | -- |
| 资产负债率(%) | 84.19 | 79.49 | 78.86 | 78.85 |
| 全部债务资本化比率(%) | 75.59 | 70.15 | 69.15 | 65.40 |
| 流动比率(%) | 55.58 | 64.84 | 63.66 | 64.91 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 1.16 | 1.32 | 11.28 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.45 | 9.37 | 7.72 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.21 | 1.94 | 2.00 | -- |

注：1、2019年一季报财务数据未经审计；2、2015年底和2016年底公司所有者权益含有本金为60亿元的永续中期票据，2017年底含有本金为70亿元的永续中期票据，2018年底和2019年一季度含有本金为90亿元的永续中期票据。

分析师：杨栋 戴彤羽

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. 公司煤炭资源储量丰富，煤质优良，煤种齐全，喷吹煤市场地位突出，煤炭资源优势 and 产能规模优势明显。
2. 公司通过新疆地区资源开拓和山西省内煤炭资源整合，煤炭资源储量获得进一步提升。
3. 跟踪期内，受益于煤炭市场景气度高企和整合矿产能释放，同时，公司持续缩减贸易业务规模，2018年营业利润率有所提升。
4. 跟踪期内，公司加快推进现代煤化工战略转型，煤化工项目建设和重点项目达产达产有助于增强公司整体竞争力和分散经营风险。

关注

1. 公司债务负担重，且短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力。
2. 公司在建工程和规划建设项目仍需保持较大投资规模，未来仍存在一定资本支出压力。
3. 主要在建项目账面金额较大，转固后将加大折旧和利息费用化压力；公司期间费用占营业收入比例提高；整体盈利水平仍较低。
4. 与河南神火煤电股份有限公司发生的仲裁事宜尚未结束，后续进展情况有待进一步关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西潞安矿业(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”)对这些资料的真实性、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、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

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。

山西潞安矿业（集团）有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于山西潞安矿业（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

山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的前身是成立于1959年1月1日的潞安矿务局，经山西省人民政府晋政函[1999]114号文件批准，2000年7月潞安矿务局完成改制工作并变更为现名。截至2019年3月底，公司注册资本为419881.60万元，控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），实际控制人为山西省国资委。

公司位于山西省最大的沁水煤田，是全国512户重点企业之一，是国家重要的优质动力煤和化工原料煤生产基地，属山西省五大煤炭企业集团之一。

截至2018年底，公司拥有全资以及控股子公司57家，公司董事会下设秘书处、技术中心、

投融资中心，总经理层下设总经理办公室、人事处、劳资处、财务处、总工办、企管处、法律事务处、审计处等25个职能部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额2408.79亿元，所有者权益合计509.22亿元（包含少数股东权益218.11亿元）；2018年公司实现营业收入1775.42亿元，利润总额35.03亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2424.39亿元，所有者权益合计512.75亿元（包含少数股东权益221.96亿元）；2019年1—3月公司实现营业收入399.91亿元，利润总额8.75亿元。

公司注册地址：山西省长治市襄垣县侯堡镇；法定代表人：游浩。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，经联合资信评定的公司存续债券概况如表1所示，公司存续债券尚需偿还债券本金余额合计280亿元，存续债券募集资金均已按照募集计划进行使用。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。

表1 截至报告出具日公司存续债券概况（单位：亿元）

| 债券名称 | 发行金额 | 债券余额 | 募集资金用途 | 还本付息方式 | 起息日 | 到期兑付日 |
|--------------|------|------|-------------|---|------------|------------|
| 18 潞安 CP003 | 20 | 20 | 偿还银行借款与信用债券 | 到期一次还本付息 | 2018/06/21 | 2019/06/21 |
| 19 潞安 CP003 | 10 | 10 | 偿还银行借款 | 到期一次还本付息 | 2019/04/29 | 2020/04/29 |
| 19 潞安 CP002 | 10 | 10 | 偿还信用债券 | 到期一次还本付息 | 2019/04/24 | 2020/04/24 |
| 19 潞安 CP001 | 20 | 20 | 偿还信用债券 | 到期一次还本付息 | 2019/03/20 | 2020/03/20 |
| 14 潞安 MTN001 | 20 | 20 | 偿还银行借款 | 赎回前长期存续，在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2014/12/25 | 2019/12/25 |
| 15 潞安 MTN001 | 10 | 10 | 补充营运资金 | 赎回前长期存续，在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2015/2/12 | 2020/2/12 |
| 15 潞安 MTN002 | 10 | 10 | 补充营运资金 | 赎回前长期存续，在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2015/5/22 | 2020/5/22 |
| 15 潞安 MTN003 | 20 | 20 | 偿还银行借款 | 赎回前长期存续，在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2015/6/24 | 2020/6/24 |

| | | | | | | |
|----------------|-----|-----|---------------------------|--|------------|------------|
| 16 潞安 MTN001 | 15 | 15 | 偿还银行借款 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2016/5/11 | 2021/5/11 |
| 17 潞安 MTN001 | 15 | 15 | 偿还银行借款 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2017/3/15 | 2022/3/15 |
| 17 潞安 MTN002 | 20 | 20 | 偿还银行借款 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2017/4/13 | 2020/4/13 |
| 17 潞安 MTN003 | 10 | 10 | 偿还银行借款 | 赎回前长期存续，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2017/11/10 | 2022/11/10 |
| 18 潞安 MTN001 | 20 | 20 | 偿还银行借款与信用债券 | 赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 | 2018/3/22 | 2021/3/22 |
| 18 潞安 MTN002 | 20 | 20 | 偿还银行借款与信用债券 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2018/4/23 | 2021/4/23 |
| 18 潞安 MTN003 | 20 | 20 | 偿还银行借款与信用债券 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2018/07/09 | 2021/07/09 |
| 13 潞矿债 01/潞 01 | 30 | 30 | 用于古城煤矿及配套选煤厂项目建设 | 每年付息一次，到期一次还本 | 2013/4/25 | 2023/4/25 |
| 13 潞矿债 02/潞 02 | 10 | 10 | 用于李村煤矿及配套选煤厂项目建设，以及补充流动资金 | 每年付息一次，到期一次还本，另附有第 7 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权 | 2013/4/25 | 2023/4/25 |
| 合计 | 280 | 280 | -- | -- | -- | -- |

注：14 潞安 MTN001、15 潞安 MTN001、15 潞安 MTN002、15 潞安 MTN003 和 17 潞安 MTN003 期限均为 5+N，18 潞安 MTN001 期限为 3+N，上述债券所列到期兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：公司提供、联合资信整理

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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我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，我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，我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，我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 年我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；制造业中转型升级产业、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；我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，我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，我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放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

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

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、

无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

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

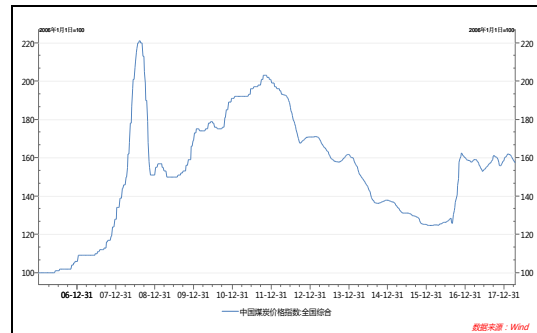
煤炭价格

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

年-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

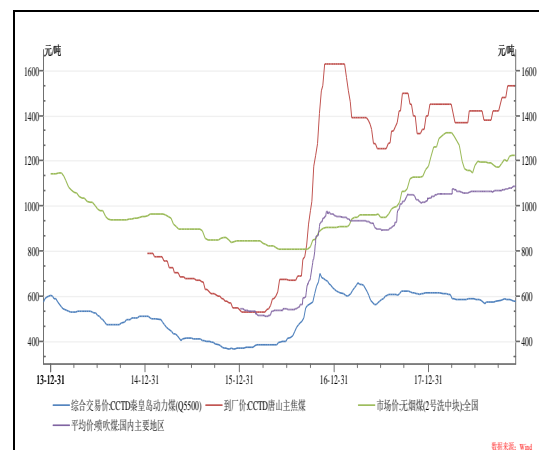
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind 资讯

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

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

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

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

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

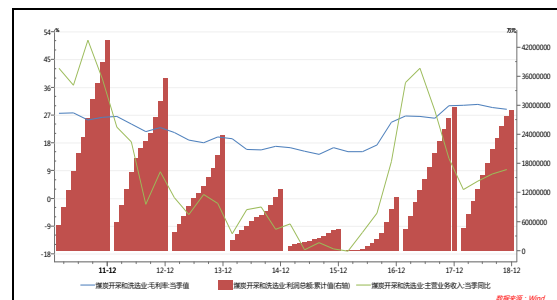
2018年煤炭先进产能加快释放,供需紧平衡态势有所缓解,煤炭价格波动趋缓,动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势,发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格,受益于保供措

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。

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资讯

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

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

运输瓶颈长期制约产能释放

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

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后,国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施,以保证去产能政策按期完成。主要政策包括:

2016 年 2 月 1 日,国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号),制定的工作目标为:在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上,从 2016 年开始,用 3 至 5 年的时间,再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右,较大幅度压缩煤炭产能,适度减少煤矿数量,煤炭行业过剩产能得到有

效化解,市场供需基本平衡,产业结构得到优化,转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日,国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》,通知主要内容是:全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日(原 330 日),将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整,作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日,国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确:专项奖补资金规模为 1000 亿元,实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日,国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》,通知主要内容有:未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产;已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建,“十三五”期间暂不释放产能;从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日,国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》,通知主要内容有:未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产;已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建,“十三五”期间暂不释放产能;从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日,发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上,做出决定,所有具备安全生产条件的合法合规煤矿,在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月,国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系,严格常态化执法和强制性标准实施,促使一批能耗、

环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017年5月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

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

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。据国家应急管理2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1

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

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

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

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

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

同时也应该关注到，随着生产要素价格上

升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

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

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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

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

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

相对而言，部分生产成本低、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，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

六、基础素质分析

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 419881.60 万元，控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），实际控制人为山西省国资委。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司作为山西五大煤炭整合主体之一，随着煤炭行业景气度回暖和公司产能释放，近年公司煤炭业务规模逐年增长；随着公司煤电化、煤焦化、煤油化三条产业链的不断延伸，有助于公司抵御煤炭价格波动风险。

2016—2018 年，公司营业收入年均复合增长 5.33%，2018 年公司实现营业收入合计 1775.42 亿元，同比增长 10.45%，其中主营业务收入 1720.81 亿元，同比增长 13.37%；其他业务收入 54.81 亿元，同比增长 38.88%，公司其他业务增长主要系子公司宜泰铜材制造有限公司（以下简称“宜泰铜材”）铜加工收入增

长所致。

2018年，公司主营业务中煤炭业务实现收入408.95亿元，其中原选煤收入为236.59亿元，洗煤收入为172.36亿元，同比分别增长17.45%和18.36%，主要系煤炭产品价格上涨以及公司整合矿产能释放导致产销量增加所致；非煤业务共实现收入1311.86亿元，同比上升12.05%，主要系焦化业务收入和其他业务收入大幅上升所致；其中焦化收入为61.70亿元，同比增长30.31%，主要系焦炭价格上涨，同时产量增加所致；公司非煤业务中其他业务收入主要包括建筑建材产品、煤基油、硅产业、电力、装备制造和其他产品等，2016—2018年公司其他非煤产业收入波动中有所增长，2018年公司其他非煤产业实现收入318.88亿元，同比增长230.51%，主要系下属子公司宜泰铜材(更名前：宜泰国际经贸有限责任公司)转型为铜加工(2018年实现收入251亿元)，其收入由贸易归类为其他产业收入所致。

从收入构成来看，受贸易业务规模下降及煤炭产业收入增长影响，公司煤炭产业收入占比大幅上升。2018年，公司煤炭和非煤业务收入占公司主营业务收入比重分别为23.76%和76.24%。毛利润方面，2018年，公司煤炭产业和非煤产业毛利润分别占公司主营业务毛利润的82.10%和17.90%，煤炭产业仍为公司主要利润来源且同时焦化业务对公司利润贡献占比进一步提升。

从毛利率来看，受煤炭行业景气度高企及公司煤炭产品价格回升影响，2018年公司煤炭业务毛利率为44.60%，较2017年上升1.03个百分点；同期，公司非煤业务毛利率有所上升，主要系煤炭延伸产业和其他非煤产业盈利能力提升所致，2018年非煤业务毛利率为3.03%，较2017年上升1.77个百分点。2018年焦化业务毛利率19.35%，较上年提高11.20个百分点，主要系焦炭产量增加同时价格上涨所致。受上述因素综合影响，2018年公司主营业务毛利率上升至12.91%。

2019年1—3月，公司共实现营业总收入399.91亿元，其中，主营业务收入386.71亿元，为2018年全年的22.47%，受过年停产及成本阶段性预估进账影响，公司一季度主营业务综合毛利率习惯性小幅下滑至8.49%。2019年1—3月，公司煤炭产业共实现收入88.55亿元，为2018年全年的21.65%；公司原煤产品和洗煤毛利率较2018年均有所下降，分别下降7.16和5.7个百分点，主要系一季度成本增加较多；公司煤炭产业综合毛利率较2018年下降8.91个百分点。2019年1—3月，公司非煤产业共实现收入298.16亿元，为2018年全年的22.73%，其中贸易业务实现收入213.38亿元，为2018年全年的23.77%。同期，受公司贸易业务毛利率有所下滑和主要煤炭延伸产业成本压力增大影响，公司非煤产业整体毛利率下降至0.20%。

表2 2016—2019年3月公司主营业务收入构成(单位:亿元、%)

| 业务板块 | 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 |
| 煤炭产业 | 206.53 | 13.56 | 40.21 | 347.06 | 22.87 | 43.57 | 408.95 | 23.76 | 44.60 | 88.55 | 22.90 | 36.41 |
| 原选煤 | 119.73 | 7.86 | 43.56 | 201.44 | 13.27 | 44.81 | 236.59 | 13.75 | 43.40 | 46.47 | 12.02 | 36.24 |
| 洗煤 | 86.80 | 5.70 | 35.58 | 145.62 | 9.59 | 41.86 | 172.36 | 10.01 | 42.77 | 42.08 | 10.88 | 37.07 |
| 非煤产业 | 1316.10 | 86.44 | 1.51 | 1170.77 | 77.13 | 1.26 | 1311.86 | 76.24 | 3.03 | 298.16 | 77.10 | 0.20 |
| 贸易 | 1127.56 | 74.05 | 0.15 | 997.86 | 65.74 | 0.08 | 897.55 | 52.16 | 0.50 | 213.38 | 55.18 | 0.13 |
| 焦化 | 27.52 | 1.81 | 11.97 | 47.35 | 3.12 | 8.15 | 61.70 | 3.59 | 19.35 | 12.14 | 3.14 | 18.21 |
| 化肥 | 24.13 | 1.58 | 24.94 | 29.08 | 1.92 | 23.83 | 33.73 | 1.96 | 22.27 | 6.35 | 1.64 | 21.30 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| 其他 | 136.90 | 8.99 | 6.49 | 96.48 | 6.36 | 3.32 | 318.88 | 18.53 | 2.18 | 66.29 | 17.14 | 2.28 |
| 主营业务收入合计 | 1522.63 | 100.00 | 6.76 | 1517.83 | 100.00 | 10.94 | 1720.81 | 100.00 | 12.91 | 386.71 | 100.00 | 8.49 |

注：其他包含建筑建材产品、煤基油、硅业、电力、机械产品和其他产品等

资料来源：公司提供

1. 煤炭产业

资源禀赋

公司资源储量丰富，煤质优良。公司本部矿区位于山西省东南部上党盆地，所辖煤田系沁水煤田东部边缘中段，沁水煤田是山西省最大的煤田之一。根据国土资源部、国家发改委（2004）13号文《关于设立首批煤炭国家规划矿区的公告》，公司本部矿区规划总面积 2279 平方公里（不含后备区 1718 平方公里），拥有地质储量 195.48 亿吨。《潞安矿区总体规划》通过中咨公司代表国家发改委审查，确定了潞安集团为潞安矿区唯一开发主体，武夏矿区成为潞安的接续矿区，保证了潞安矿区 8600 万吨/年的总体产能规划。公司本部矿区含煤十层、可采为三层，现主采的是二叠系下统山西组 3 号煤层，埋深在 200-1100 米，平均厚度 6.46 米，煤质牌号为瘦煤、贫瘦煤、贫煤，经加工可分为洗精煤、洗块煤、喷粉煤、混煤、洗混煤等多个品种规格，主要加工品种具有低中灰、低硫、低磷、高发热量（混煤和喷吹煤的应用基低位发热量处于 5500~6500 大卡/千克）、灰熔点较高（ST>1400℃）、可磨性较好（HGI>90）、热稳定性好等优点，是优质的动力用煤、喷吹用煤、炼焦配煤及化工用煤。

公司积极扩大基础资源储备，实施跨疆域发展战略。公司在内蒙古自治区预计可整合 88 亿吨煤炭资源，并和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团）有限公司（公司持股 63.38%），新增约 190 亿吨煤炭资源。潞安新疆煤化工（集团）有限公司前身为建于 1958 年的哈密矿务局，是甘肃兰州至新疆乌鲁木齐 2100 千米之间唯一一座国有重点煤矿，也是自治区

确定的唯一出疆煤生产基地，重点保证新疆东部地区和甘肃河西走廊工农业与国防建设的煤炭能源供应。公司借助潞安新疆煤化工集团，在新疆地区所获得的资源品质较高，所获资源以发热量在 6800 大卡的不粘煤为主，为优质动力煤，具备“三低一高”的特点。

由山西省政府主导进行的省内资源整合也为公司带来了较大的整合资源储量。根据山西省政府《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，公司在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等 6 个地市 13 个县区开展资源整合工作，已整合矿井 101 座，重组整合后为 28 座，资源储量合计 30.04 亿吨，目前省内整合矿中 20 座正常生产，7 座处于停缓建状态，1 座正在建设中。整合资源所含煤种包括气肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤等，主要为动力用煤和炼焦配煤。不过，前期煤价高企时期由山西省政府主导进行的大规模资源整合造成了公司较大的资本支出，加重了公司债务负担。

生产能力

公司拥有山西省内和新疆两大煤炭生产基地，在山西省内和新疆合计拥有 47 对矿井，设计生产能力 10110 万吨/年。其中，公司拥有生产矿井 35 对，核定产能 7800 万吨/年；在建、改造矿井 3 对，产能 1090 万吨/年；停缓建矿井 9 对，产能 1220 万吨/年。

表 3 公司生产矿井和建设矿井情况

| 地区 | 矿井 | 地质储量 (万吨) | 可采储量 (万吨) | 可采年限 (年) | 主采煤种 | 核定产能 (万吨/年) | 2018 年产量 (万吨) | 状态 |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|------|----------------|------------------|---------|
| 省内主体矿 | 五阳煤矿 | 30166.30 | 13337.10 | 26.46 | 贫瘦煤 | 360 | 205.70 | 在产 |
| | 樟村煤矿 | 15595.50 | 7473.70 | 13.35 | 贫瘦煤 | 400 | 356.14 | 在产 |
| | 王庄煤矿 | 53458.10 | 23769.90 | 23.91 | 贫瘦煤 | 710 | 869.20 | 在产 |
| | 常村煤矿 | 67605.80 | 37611.10 | 33.58 | 贫煤 | 800 | 768.28 | 在产 |
| | 司马煤业(本部) | 31793.20 | 16369.90 | 38.98 | 瘦煤 | 300 | 336.67 | 在产 |
| | 余吾煤业 | 142532.00 | 43479.00 | 41.41 | 贫煤 | 750 | 997.98 | 在产 |
| | 潞宁煤业(本部) | 11927.10 | 7120.40 | 28.26 | 气煤 | 180 | 256.67 | 在产 |
| | 慈林山煤业 ——夏店煤矿 | 7490.20 | 4843.00 | 14.41 | 贫煤 | 240 | 152.33 | 在产 |
| | 慈林山煤业 ——慈林山煤矿 | | | | 贫煤 | | 150.18 | 在产 |
| | 郭庄煤业(本部) | 5635.40 | 2340.30 | 9.29 | 贫煤 | 180 | 268.79 | 在产 |
| | 高河能源 | 93291.20 | 49051.30 | 46.72 | 贫瘦煤 | 750 | 1008.20 | 在产 |
| | 李村煤矿 | 39566.00 | 22329.60 | 33.49 | 贫煤 | 300 | 161.28 | 在产 |
| 古城煤矿 | 129786.00 | 74215.00 | 71.40 | 贫煤 | 800 | 396.86 | 在建 | |
| 小计 | -- | 459494.80 | 205395.70 | -- | -- | 4970 | 5531.42 | 在产(12对) |
| | -- | 169352.00 | 96544.60 | -- | -- | 800 | 396.86 | 在建(1对) |
| 省内整合矿 | -- | -- | -- | -- | -- | 2010 | 1537.72 | 在产(20对) |
| | -- | -- | -- | -- | -- | 90 | | 在建(1对) |
| 新疆基地 (潞新公 司) | 露天煤矿 | 806.70 | 682.00 | 1.70 | 不粘煤 | 300 | 1102.00 | 在产 |
| | 二矿 | 20361.00 | 6219.30 | 20.20 | 不粘煤 | 220 | | 在产 |
| | 砂墩子矿 | 93977.30 | 69401.60 | 165.20 | 不粘煤 | 300 | | 在产 |
| | 沙尔湖矿 | 186039.00 | 176737.00 | 803.00 | 长焰煤 | 200 | 12.00 | 在建 |
| 小计 | -- | 6500.00 | 5200.00 | -- | -- | 820 | 1114.00 | 在产(3对) |
| | -- | 266000.00 | 219400.00 | -- | -- | 200 | | 在建(1对) |
| 合计 | -- | -- | -- | -- | -- | 7800 | 8580.00 | 在产(35对) |
| | -- | -- | -- | -- | -- | 1090 | | 在建(3对) |

注：1、表中资源储量不同于国家批复的规划矿区总储量；2、部分主体矿储量尚未包含石炭纪上统太原组 15#煤层（未取得矿权）；3、整合矿资源储量未提供；4、合计数尾数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供

缓建建矿井方面，目前公司在山西省内拥有停缓建矿井 7 对，均为整合矿，分别为静安（90 万吨/年）、宇鑫（90 万吨/年）、五里墩（120 万吨/年）、佳瑞（90 万吨/年）、忻峪（60 万吨/年）、上庄（90 万吨/年）、王家庄（120 万吨/年），设计产能合计 660 万吨/年；公司在新疆还拥有停缓建矿井 2 对，设计产能合计 560 万吨/年。受前期煤炭行业景气度低迷、整合矿开采成本较高、复产复建资金压力较大、部分整合矿存在产权纠纷等因素影响，公司整合矿整体产能建设和投产进展较为缓慢，已投产矿井产能利用率不高，未来整合矿达产达效和建设进展仍存在一定的不确定性。

去产能方面，2018 年，公司积极响应国家和山西省政府关于煤炭去产能相关政策，退出 3 对矿井，退出产能合计 210 万吨/年，包括前文明（90 万吨/年）、大汉沟（90 万吨/年）和小南村（30 万吨/年）；上述矿井均不是计划外退出产能，不申请享受中央财政奖补资金，折算产能指标 210 万吨/年，目前部分已承诺用于古城建设矿井化解过剩产能任务，尚有 99.4 万吨/年产能指标可使用。

产能投放方面，2019 年预计新增产能 890 万吨/年（古城煤矿投产新增 800 万吨/年，黑龙江煤矿投产新增 90 万吨/年）；2020 年预计新增产能 180 万吨（上庄 90 万吨/年，佳瑞 90 万吨/年）。未来短期内公司煤炭产能扩张将集中于两大在建主体矿和山西本地整合矿的建设投产。

煤炭采选

2018 年，公司原煤产量达到 8580 万吨，较 2017 年增长 7.05%，主要系当期整合矿产能释放较多和部分基建矿井工程煤产出增长所致。2018 年，公司主体矿（在产）和新疆基地产量同比均有上升；两大基建主体矿已接近投产时点，部分工作面已具备回采条件，工程出煤明显增加。2018 年公司整合矿产量合计 1537.72 万吨，煤炭市场回暖后部分整合矿已具备盈利条件，产能释放较多，支撑公司煤炭产

业产销规模同比提升。

公司原煤煤质较好，不经洗选即可作为电厂高热值配煤来源，2018 年以来，公司在保障长协供应的前提下，加大品种调节力度，优先将原煤入洗生产喷吹煤、洗精煤等效益煤产品，主要效益煤（喷吹煤、洗精煤）占原煤产量比例的 23.26%。

公司依据自身贫煤和贫瘦煤的特点，研发了烟煤喷吹技术（公司“潞安贫煤、贫瘦煤用于高炉喷吹技术开发和应用”在 2004 年荣获中国煤炭工业科学技术特等奖），将公司长期以来主要用作动力用煤的贫瘦煤、贫煤应用至高炉喷吹领域，大幅提升了公司贫煤、贫瘦煤的资源利用价值。传统无烟煤喷吹成本较高，且受制于无烟煤资源储量及产量，难以满足日益增长的喷煤需求；低阶烟煤喷吹（不粘煤、长焰煤等）由于所用喷煤挥发分高，有自爆、易燃特性，导致制粉与喷吹工艺复杂、设施投资高，应用方面受到一定程度限制；公司开发的烟煤喷吹技术对于各类高炉适应性好，工艺及设施改造简单，能大幅降低喷吹成本。公司喷吹煤销量约占冶金行业烟喷煤市场的 1/3，喷吹煤总体市场占有率居第一位。公司瘦煤资源为稀缺炼焦煤种，经洗选后可生产瘦精煤，是低灰、低硫、低全水的优质炼焦配煤，主要用于钢厂炼焦。

公司多年来均维持一定比例的效益煤生产，其中喷吹煤产量规模较大、市场份额突出，为公司特色优势煤种，瘦精煤资源稀缺、煤质较好，品种煤生产有力保障了公司煤炭产业的盈利能力。

表 4 2016—2019 年 3 月底公司煤炭生产指标比较

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|------------|--------|--------|--------|------------|
| 原煤产量(万吨) | 7292 | 8015 | 8580 | 1925 |
| 采煤机械化程度(%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 掘进机械化程度(%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 全员效率(吨/工) | 10.86 | 10.89 | 10.91 | 10.93 |
| 死亡率(人/百万吨) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司提供

公司在煤炭生产中，强调集约高效生产，煤炭开采机械化程度行业领先，安全投入标准较高。公司是国内最早进行矿区现代化建设的煤炭企业，近年来公司通过技术改造，不断提升装备水平，强化采掘衔接，使生产能力、综合机械化程度大幅提高，整体采掘指标处于行业前列。

公司在高产高效生产的同时，重视安全生产。一方面，公司在资金上加大了安全投入，自 2005 年 4 月起，公司安全生产费用按 30 元/吨提取，子公司潞安环能自 2008 年 4 月 1 日按 50 元/吨提取。在有力的资金保障下，公司采用了新技术，引进了新设备，在物质上保障了安全生产；另一方面，公司强化“低瓦斯矿井高瓦斯管理，高瓦斯矿井高标准管理”，建立和完善瓦斯防治体系，使矿井的整体抗灾防灾能力加强，同时公司培育“关爱生命，关注安全”的安全文化，增强职工的安全意识。受前期煤炭行业景气度下滑影响，公司安全生产费用已有所调整，根据财政部、国家安全生产监督管理总局联合制定的财企〔2012〕16 号《企业安全生产费用提取和使用管理办法》规定及晋煤集财字〔2012〕1224 号《安全生产费用提取和使用管理办法》，公司所属各煤炭生产矿井，煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、高瓦斯矿井的安全费用提取标准为吨煤 30 元；其他井

工矿，安全费用提取标准为吨煤 15 元，其他非煤企业按照晋煤集财字〔2012〕1224 号文件规定标准计提。

煤炭销售

公司成立山西潞安煤炭运销总公司（以下简称“运销总公司”）统一负责集团本部煤炭产品销售，2018 年起运销总公司开始统一负责集团在山西省内所有煤炭产品销售。公司对运销总公司实行目标责任制考核，运销总公司与各生产矿井建立“模拟市场、计量收购、合同管理、权责利明确”的市场化运作机制。

煤炭销量方面，2018 年公司共完成煤炭销量合计 7999 万吨，较 2017 年增长 5.24%，销量持续增长。

销售价格方面，公司商品煤销售均价在 2016—2018 年分别为 309.53 元/吨、475.90 元/吨和 511.25 元/吨，2018 年公司商品煤销售均价同比上涨 7.4%。随着 2016 年下半年以来煤炭行业景气度的快速回升，公司主要煤炭产品销售均价在 2016 年实现了触底回弹，2017 年以来公司主要煤炭产品价格均高位运行，2018 年原煤、喷吹煤价格涨幅分别为 5.58% 和 8.47%；洗精煤价格同比下降 6.71%，主要系下游焦炭市场形势影响所致。2019 年 1—3 月，公司商品煤销售均价进一步下降至 510.37 元/吨。

表 5 公司 2016—2019 年 3 月底商品煤销售价格（单位：万吨、元/吨）

| 品种 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 1—3 月 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 | 销量 | 均价 |
| 原煤 | 4674 | 261.53 | 5449 | 396.60 | 5650 | 418.74 | 1157 | 401.64 |
| 喷吹煤 | 1499 | 493.80 | 1686 | 746.05 | 1826 | 809.26 | 413 | 804.84 |
| 洗精煤 | 126 | 591.00 | 162 | 913.21 | 206 | 851.94 | 68 | 882.35 |
| 其他洗煤 | 483 | 80.53 | 304 | 166.49 | 317 | 222.08 | 97 | 292.78 |
| 合计 | 6782 | 309.53 | 7601 | 475.90 | 7999 | 511.25 | 1735 | 510.37 |

注：1、公司商品煤销售中包含了部分基建矿井工程煤销售。2、集团下属整合矿和新疆基地销售均在原煤口径中统计

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司煤炭产品主要销往中南、华东、华中、华北、东北等地区的 500 多家用户，还有少部分出口到日本、韩国、香港、

台湾、菲律宾、印度、法国等国家和地区。目前公司发货量仍以河北和山东居多，不过由于河北和山东地区为北方煤炭集中调入区域，价格较为敏感、市场波动大，公司计划逐渐调整

销售区域分布，减少在该价格敏感地区销售，开始将销售范围更多地集中在河南及周边地区。

分品种来看，目前公司喷吹煤和洗精煤的主要客户有山钢、武钢、首钢、河钢、太钢和天津钢厂等；洗块煤主要供应下属子公司山西天脊煤化工集团公司；原煤（混煤）主要客户包括邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽电厂、兴泰电厂、石门电厂、马头电厂、丹河电厂、汉川电厂等电厂，公司原煤（混煤）供应量占以上各家主要电厂总采购量10%以上，对电厂煤炭采购有一定影响。公司煤炭产品下游销售主要集中在电力行业，约占总销售的60%，钢铁行业占到20%，焦化行业占到10%，化工行业占6%，其他行业占4%。

销售策略方面，2017年以来随着国家对长协煤履约率进行严格考核，公司调整了原有的销售策略，在保障长协煤供应基础上，优先生产和销售喷吹煤、市场煤，提升公司产品盈利能力。

公司始终重视产品结构调整，洗精煤、喷吹煤等单价较高品种的销量一直保持相对较高比例。近三年公司喷吹煤和洗精煤销量合计分别为1625万吨、1848万吨和2032万吨，分别占当年公司商品煤总销量的23.96%、24.31%和25.40%；2019年1—3月，公司喷吹煤和洗精煤销量合计为481万吨，占当期公司商品煤销量的27.72%。

2. 非煤业务

目前公司从事的非煤产业涉及建材、房地产、煤化工、机械、贸易、工程、电力、火工等煤炭延伸行业与辅助行业，非煤产业主要收入及利润来自于贸易、化工及其他业务。2018年，非煤业务实现收入1311.86亿元，同比上升12.05%；实现毛利润39.74亿元，较2017年大幅上升169.42%。

2019年1—3月，公司非煤业务实现收入298.16亿元，为2018年全年的22.73%。

贸易业务

贸易业务方面，经营主体为山西潞安煤炭经销公司、山西潞安日照国贸公司、山西潞安宜泰国际经贸有限责任公司和潞安物资贸易公司，主要经营钢材、铜材、煤炭、焦炭、铁矿、锌铝等大宗金属商品贸易。

公司贸易种类主要包括煤炭贸易、矿石贸易、焦炭贸易、钢材贸易和油品贸易等。

煤炭贸易主要有四种贸易模式，包括模式一：从集团总部购买煤炭，通过铁路运输销售给客户，由于与集团总部为关联企业，可以没有预付款就买到煤，从客户收回款后，再给付货款，代理费40元/吨；模式二：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购煤炭，并负责煤炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式三：根据市场运行情况，公司会适时的囤积部分煤炭，待价格上涨时销售；模式四：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

矿石贸易主要有三种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购矿石，并负责矿石的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：根据市场运行情况，公司会适时的囤积部分矿石，待价格上涨时销售；模式三：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

焦炭贸易主要有两种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购焦

炭，并负责焦炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

钢材贸易主要有两种贸易模式，包括模式一：以销定采，确定下游企业后且下游企业支付一定量的保证金后，公司负责为客户采购钢材，并负责钢材的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担；模式二：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

油品贸易的主要贸易模式为以销定采，在确定下游需求的同时，寻找上游供应商，同时签订上游下游合同，保障利润，控制市场风险。具体业务流程：收取下游一定比例的保证金，通过银行开立信用证或者银承等银行产品，向上游供应商支付全额货款，货物放置第三方监管仓库，下游在规定期限内支付剩余款项提货，货物跌价时下游追加保证金，到期未付款提货，公司可自行处理，不退保证金。

公司贸易的结算模式主要采用现款现货，占比 90%，回款情况良好。

2018 年公司贸易板块实现营业收入 897.55 亿元，同比下降 10.05%，近年来公司贸易收入下降主要系为了防范贸易风险，将公司贸易板块业务精细化，去除一些利润低、风险大的业务。贸易行业进入门槛低，竞争激烈，边际利润递减明显，行业利润率普遍偏低。公司主动降低贸易业务收入占比，有利于夯实和突出主业、降低贸易风险。

2019 年 1—3 月，公司贸易业务实现营业收入 213.38 亿元，占主营业务收入 55.18%，公司贸易收入依然是公司主营业务收入的主要组

成部分。

焦化业务

焦化业务方面，公司从事焦炭生产的主要经营实体有郭庄煤业下属子公司羿神能源有限责任公司（以下简称“羿神能源”），以及潞安环保能源开发股份有限公司下属子公司五阳弘峰焦化有限公司（以下简称“五阳弘峰”）和潞安焦化有限责任公司（以下简称“潞安焦化”）。其中，潞安焦化和五阳弘峰两家焦化企业位于潞城焦化园区，除焦炭等主要产品外，副产的焦炉煤气主要服务于园区内焦炉煤气制高端精细化学品项目和周边地区民用供气；羿神能源位于屯留焦化园区，拥有两家焦化生产子公司，分别为公司山西潞安祥瑞焦化有限公司和长治市麟源煤业有限责任公司，除焦炭等主要产品外，副产的焦炉煤气主要服务于公司煤基合成油示范项目和周边企业。

目前公司已建成焦炭总产能为 426 万吨/年；其中，羿神能源产能已扩产至 210 万吨/年；五阳弘峰年产能为 60 万吨/年；潞安焦化年产能 156 万吨/年。公司现有焦化产能中 276 万吨/年产能均为炭化室高度 4.3 米普通机焦，公司已计划逐步进行淘汰关停；同时，公司当前已规划在潞城焦化园区新建 175 万吨/年的先进焦化产能（炭化室高度 5.5 米以上大机焦）。公司预计在逐步实现新旧产能置换后，先进产能占比到 2020 年将超过 50%。

2018 年，羿神能源生产焦炭 127 万吨，潞安焦化生产焦炭 120 万吨，五阳弘峰生产焦炭 47 万吨，合计焦炭产量为 294 万吨，公司共实现焦炭销售收入 52.58 亿元，同比增长 32.11%。

表 6 2018 年公司焦炭产销情况

(万吨/年、万吨、亿元)

| 主要子公司 | 产能 | 产量 | 销量 | 收入 |
|-------|-----|-----|-----|-------|
| 潞安焦化 | 156 | 120 | 124 | 22.55 |
| 五阳弘峰 | 60 | 47 | 47 | 8.03 |
| 羿神能源 | 210 | 127 | 130 | 22.00 |
| 合计 | 426 | 294 | 301 | 52.58 |

资料来源：公司提供

化肥业务

公司化肥业务生产经营主体为山西天脊煤化工集团有限公司（以下简称“天脊集团”），公司 2011 年起将天脊集团纳入合并范围，煤化工产业链扩展至硝基复合肥领域。截至 2018 年底，天脊集团拥有硝酸磷肥产能 90 万吨/年、硝酸磷钾肥产能 100 万吨/年、硝酸铵产能 40 万吨/年、苯胺产能 26 万吨/年。2018 年，硝酸磷钾肥产量为 29.49 万吨，硝酸磷钾肥产量为 22.62 万吨，产能利用率分别为 32.77% 和 22.62%，主要系化肥市场低迷及库存化肥较多相应减少生产所致。

2018 年公司化肥业务共实现营业收入 33.73 亿元，相比 2017 年增长 15.99%，主要系天脊集团主要产品价格上涨所致，其中主要产品实现收入 32.68 亿元。不过受制于原料价格上涨，毛利率则略有下滑，2018 年公司化肥业务毛利率为 22.27%。

2019 年 1—3 月，公司共实现化肥业务收入 6.35 亿元，化肥业务的毛利率小幅下滑至 21.30%。

表 7 2018 年天脊集团主要产品产销情况
(万吨/年、万吨、亿元)

| 主要产品 | 产能 | 产量 | 销量 | 收入 |
|-------|-----|-------|-------|-------|
| 硝酸磷肥 | 90 | 29.49 | 28.82 | 4.69 |
| 硝酸磷钾肥 | 100 | 22.62 | 22.39 | 4.51 |
| 硝酸铵 | 40 | 41.77 | 43.96 | 6.80 |
| 苯胺 | 26 | 20.53 | 20.87 | 16.68 |
| 合计 | -- | -- | -- | 32.68 |

资料来源：公司提供

煤基合成油业务

公司于 2006 年 7 月 19 日成立全资子公司山西潞安煤基合成油有限公司，以中国科学院山西煤炭化学研究所自主研发的“煤基液体燃料合成浆态床工业化”技术为依托，公司建成了国内第一条具有自主知识产权的煤基合成油产业化生产线。

公司煤基合成油示范项目设计规模为 16 万吨/年当量油品，项目主要工艺选用碎煤加压

气化技术以及中科院山西煤化所的浆态床 ICCHFPT 合成技术，目前已获得国家专利 58 项，主要产成品为柴油、石脑油、LPG 及少量混合醇燃料，同时为合理利用合成油装置富余排放的氢气、高纯度氮气和二氧化碳等气体，公司同期建立联产 18 万吨/年合成氨及 30 万吨/年尿素项目。该项目是国家“863”及“973”高新技术项目，2008 年底已投料试车成功，另外 20 万吨聚氯乙烯项目也已经进入试车阶段，公司实现煤基制油循环经济产业链。

2018 年，公司煤基合成油示范项目总收入 16.79 亿元，利润总额-5.09 亿元，亏损较大；其中主要产品实现收入 10.48 亿元（包括液体石蜡 5.05 亿元、稳定轻烃 1.33 亿元、尿素 3.85 亿元、液氨 0.25 亿元等）；在当前油价和煤价水平下，公司煤基合成油示范项目仍处于亏损状态。

同期，公司煤基合成油示范项目主要产品产量包括液体石蜡 11.82 万吨、尿素 23.21 万吨、稳定轻烃 3.49 万吨等。

表 8 2018 年煤基油示范项目主要产品产销情况

(单位：万吨、亿元)

| 主要产品 | 产量 | 销量 | 收入 |
|------|-------|-------|-------|
| 液体石蜡 | 11.82 | 11.78 | 5.05 |
| 稳定轻烃 | 3.49 | 3.46 | 1.33 |
| 尿素 | 23.21 | 23.08 | 3.85 |
| 液氨 | 1.05 | 1.05 | 0.25 |
| 合计 | -- | -- | 10.48 |

资料来源：公司提供

光伏业务

光伏产业方面，公司在太阳能和多晶硅项目预计总投资达到 66.00 亿元，截至 2018 年底，公司已累计投入 64.86 亿元。

太阳能项目主体单位为山西潞安太阳能科技有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目建成达产后年产 1000MW 电池片及电池组件，项目一期产能 240MW/年，二期产能 760MW/年，项目一期已于 2010 年 9 月投产。2016 年，公司太阳能业务实现营业收入 5.84 亿元，毛利率为 16.92%，利润总额为-0.58 亿元；

2018年，公司太阳能业务实现营业收入8.68亿元，毛利率为-1.18%。截至目前，公司太阳能项目尚未完全投产，且仍处于亏损状态。

多晶硅项目主体单位为山西潞安高纯硅业有限责任公司，项目总投资33.00亿元，项目达产后产能规模为10000吨/年，其中电子级多晶硅3000吨/年，光伏级多晶硅7000吨/年。目前多晶硅项目建设处于停工阶段，主要原因是尚未取得试生产许可备案。试生产许可备案延期主要涉及村庄搬迁和项目消防验收、安全设施验收等问题，实施难度较大。目前公司正在积极办理相关手续，同时依据现有设备的生产能力，调整项目，积极组建“煤焦油加氢制化学品联产液化天然气”项目。

3. 经营效率

2016—2018年，随着公司合并范围变化、投资力度加大及评估增值等影响，公司资产规模波动中有所增长，年均增长9.26%；受公司煤炭业务及非煤业务收入增加影响，公司营业收入年均增长5.33%，公司资产增长质量和业务总体发展情况良好。

从经营效率指标看，近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈现下降趋势，2018年上述指标分别为7.78次、10.96次和0.74次，较2017年有所下降。总体看，公司经营效率有所下滑。

4. 在建工程

截至2019年3月底，公司重点在建工程2项，其中，煤矿项目1个，设计产能合计1300万吨/年，当期核定产能800万吨/年，煤基化工项目1个。上述在建项目计划总投资319.45亿元，截至2019年3月底已完成投资282.33亿元。

目前古城煤矿工程在建情况良好，已有部分工程煤产出。古城煤矿设计产能1000万吨/

年，当前核定产能800万吨/年，投产后将是公司产能规模最大的现代化矿井，截至2019年3月古城矿井累计验收进尺82000米，土建及安装工程全部完工；选煤厂土建及安装全部完工，铁路专用线全线开工，副井工区地面及井下生产系统已全部完成，N1303首采工作面已具备回采条件，公司预计在2019年内矿建工程能够实现完工，开始进行联合试运转，2019年底正式竣工投产；古城煤矿未来投资和建设集中在配套洗煤厂和铁路专用线方面，而且国家能源局已同意古城煤矿上报的化解过剩产能方案，古城煤矿共获得置换指标160万吨/年，随着置换工作的进行，古城煤矿产能产量有望获得进一步提升。

煤基油180项目是公司重点发展项目，公司准备在制油的基础上进一步扩展至高精细化工方向，努力打造高端汽柴油和精细化学制品。煤基油180项目分两期建设，包括一期年产100万吨/年煤炭间接液化生产线，二期80万吨/年钴基固定床费托合成油品加工装置；其中，一期项目包括两条生产线，每条生产线均包含前系统的两台气化炉、后系统的净化装置、1台费托合成装置、精加工装置等。煤基油180项目于2013年4月开工建设，于2016年11月16日获得发改委核准批复，2017年内一期项目二号生产线已投运，已进入稳产提效的磨合阶段；一期项目一号生产线则于2018年内投运，2018年9月26日，一期项目两条生产线已达到满负荷生产条件，根据公司规模，本项目将于2019年内实现达产。

另外，公司20万吨聚氯乙烯项目处于停建状态，该项目实施主体为山西潞安树脂有限责任公司，项目计划总投资16.93亿元，截至2018年底，累计已投入19.40亿元，项目建设已处于尾声，不过由于前期行业景气度原因未投产。目前聚氯乙烯、烧碱市场景气度复苏，该项目已准备启动进行生产。

表 9 公司重点在建工程情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 项目介绍 | 总投资额 | 资金来源 | | 截至2019年3月底 | 2019年4—12月 |
|------------|--|--------|--------|--------|------------|------------|
| | | | 企业自筹 | 债务融资 | 已完成 | 投资规划 |
| 古城煤矿 | 年产 800 万吨煤矿、选煤厂及配套铁路专线 | 82.77 | 28.97 | 53.80 | 77.17 | 9.74 |
| 煤基油 180 项目 | 一期为 100 万吨/年铁基浆态床费托合成及油品加工工业示范装置, 二期为 80 万吨/年钴基费托蜡加工工业示范装置, 并配套建设 115MW 余热发电 | 236.68 | 71.68 | 165.00 | 205.16 | 31.52 |
| 合计 | -- | 319.45 | 100.65 | 218.80 | 282.33 | 41.26 |

资料来源: 公司提供

5. 未来发展

“十三五”期间, 公司将以做强做大煤炭核心产业, 建设亿吨级煤炭大集团为基础, 以发展电力、煤基合成油、煤化工、光伏等产业, 建设绿色低碳循环经济的新型能化集团为发展主线。公司将立足煤、延伸煤、超越煤, 以煤为基础, 变一次能源为多次能源生产, 变单一初级产品输出为多种能源产品综合输出, 通过构建煤-油、焦-化、硅-电等大循环、大转换循环经济园区, 同时培育发展金融、贸易产业, 形成集中布局、集约生产、集群发展的产业新格局, 加快公司产业机构向广度和深度转型。

依托公司的煤种煤质特性, 以及公司在 16 万吨/年煤基合成油示范项目上的相关运作经验, 公司积极向煤化工产业延伸产业链, 在 2013 年开工建设了高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目 (简称“煤基油 180 项目”)。煤基油 180 项目是国家十二五重点项目、山西省重大转型标杆工程, 该项目计划以公司自产高硫煤为原料, 采用国际先进技术集成耦合, 实现煤炭清洁高效利用, 生产高端蜡、无芳溶剂、特种燃料、高档润滑油、专属化学品等五大类 49 种高端精细化学品。煤基油 180 项目承担了国家“三高”煤大规模气化技术示范、煤基费托合成生产高端化学品示范、带动甲醇等传统煤化工升级改造示范和树立国家现代煤化工环保高标准示范四大任务, 项目建成后, 公司有望凭借低成本“三高煤”供应、规模化生产、高

端高质量产品等在相关领域获得较强的竞争优势。

在 2018 年 2 月 10 日由山西省国资委公布的省属企业主辅业目录中, 公司主业已由煤炭开采变更为现代煤化工, 标志着公司战略转型将更为集中在现代煤化工领域。为了加快推进战略转型, 2018 年 2 月 28 日, 公司成立了山西潞安化工有限公司 (以下简称“潞安化工”), 并计划将下属的 14 家企业股权无偿注入 (含煤基清洁能源公司、煤基合成油公司、天脊集团、太行润滑油公司等化工资产以及部分煤矿资产), 截至目前潞安集团旗下 11 家企业股权已实现划转。同时, 公司计划以潞安化工为平台, 在培育发展新型高端现代煤化工方面取得系列重大突破的基础上, 充分发挥在构建“一中心、九平台、五基地”高端开放创新体系方面形成的独特优势, 对标南非萨索尔等世界煤化工巨头, 培育具有全球竞争力的世界一流新型高端化工企业。

总体看, 公司在积极扩张煤炭资源储量及产能、做大做强煤炭产业的基础上, 加快推进以现代煤化工为主导的产业转型, 不断延伸煤炭下游产业链, 培育新优势、新动能, 有效提升公司整体竞争实力。

联合资信同时关注到, 公司在持续推进煤炭产业做优做强和向现代煤化工领域战略转型中, 包括重点矿井建设和以煤基油 180 项目为代表的现代煤化工项目未来投资规模仍较大,

公司短期内仍将存在一定的资金压力。

为满足投资资金需求，公司通过“六渠道、一公司”即发行公司债券、发行短期融资券、争取银行授信借贷、上市融资、新上项目股权多元化、在项目公司层面引进战略投资者和财务公司融资等多渠道筹集资金。

近年来公司持续进行较大规模的投资支出导致了公司对外部融资存在较强的依赖性，公司债务规模持续攀升，债务负担加重，尽管公司通过发行永续债、债转股、无形资产评估增值等方式控制财务杠杆，但短期内公司债务负担仍将维持在较高水平。

九、或有事项

根据 2015 年 3 月 5 日发布的《山西潞安矿业集团有限责任公司涉及仲裁公告》，河南神火煤电股份有限公司（以下简称“神火股份”）向北京仲裁委员会提交以公司为被申请人的仲裁申请书。神火股份仲裁请求公司支付山西省左权县高家庄探矿权转让价款 26.10 亿元，滞纳金 23.95 亿元。

2015 年 4 月 27 日，公司向北京仲裁委员会提交《仲裁反请求申请书》，请求北京仲裁委员会裁决：1、确认涉案合同未生效；2、恢复原状，神火股份返还公司已支付转让款 173993.18 万元及给付同期资金占用费；3、神火股份承担公司因本案支出的律师费和仲裁费用。

2015 年 5 月 8 日，北京仲裁委员会受理公司的仲裁反请求。

2016 年 3 月 8 日，公司收到北京仲裁委员会作出的（2016）京仲裁字第 0289 号裁决书。北京仲裁委员会做出的仲裁结果如下：（1）《转让合同》关于探矿权变动部分的约定未生效；

（2）公司向神火股份支付《转让合同》约定的前六笔转让价款中尚未支付的转让价款，总计约 24.21 亿元；（3）公司向神火股份支付截至 2015 年 2 月 10 日的滞纳金，总计约 10.95 亿元；

（4）本案请求仲裁费 2010.59 万元，由神火股

份承担其中 402.12 万元，由公司承担其中 1608.47 万元。（5）本案反请求仲裁费 1991.12 万元，由神火股份承担其中 398.22 万元，由公司承担其中 1592.90 万元。上述（4）、（5）两项相抵后，公司应当向神火股份支付仲裁费 1210.25 万元；（6）驳回神火股份的其他仲裁请求；（7）驳回公司的其他仲裁反请求。

2016 年 3 月 18 日，公司已经向北京市第三中级人民法院提出撤销北京仲裁委员会于 2016 年 3 月 7 日作出的（2016）京仲裁字第 0289 号裁决书申请，目前公司已经收到北京市第三中级人民法院受理本次撤裁案的通知书，目前正在审理中。另外，公司已向北京仲裁委员会提起新的仲裁要求神火股份履行报批义务，因涉及探矿权补转让价款补缴等问题，案情较为复杂，北京仲裁委员会未启动实体审理程序，目前该案处于中止状态。

2018 年 1 月，神火股份向北京仲裁委员会再次提交仲裁申请书，2018 年 1 月 17 日，北京仲裁委员会决定受理。神火股份提出，按照《裁决书》确定滞纳金比例为每日 1% 计算，计算截止日从上次仲裁的 2015 年 2 月 10 日调整至 2017 年 12 月 31 日，要求公司支付前六笔转让款滞纳金 27.53 亿元，以及最后两笔转让款新确认滞纳金 2.88 亿元，滞纳金合计调整为 33.91 亿元，同时，要求公司按约定支付最后两笔转让款本金 3.50 亿元。根据神火股份本次提出的仲裁申请，公司应向其支付剩余转让款合计 29.60 亿元，滞纳金合计 33.91 亿元，仲裁申请支付金额（不含仲裁费用）合计 63.51 亿元。公司认为神火股份本次仲裁请求与前一仲裁案是基于同一事实和法律关系产生，故公司向北京仲裁委员会提出异议，要求本案仲裁中止进行，北京仲裁委员会采信了公司意见，该案未组庭，实际处于中止状态。

因北京市第三中级人民法院撤裁案尚未判决，同时北京仲裁委员会新的仲裁案件也尚无结论，目前暂时无法判断上述事项对公司经营和财务的影响。联合资信仍将持续关注该事项

最新进展和结果。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016 年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2017—2018 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

会计政策方面，公司自 2017 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 16 号—政府补助》和《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，采用未来适用法处理。2017 年，公司进行了差错更正，并对 2016 年财务数据进行了追溯重述。

2016 年公司纳入合并报表的一级子公司合计 60 家，当期公司合并报表范围因投资设立增加二级子公司 1 家，为山西潞安光伏发电有限公司。

2017 年公司纳入合并报表的一级子公司合计 63 家，当期公司合并报表范围因投资设立增加二级子公司 8 家，因非同一控制下的企业合并增加二级子公司 1 家，即襄垣县顺鑫源天然气销售有限公司，因注销不再纳入合并范围的二级子公司 6 家。

2018 年公司纳入合并报表的一级子公司合计 57 家，当期公司合并报表范围增加二级子公司 6 家，不再纳入合并范围的二级子公司 12 家。

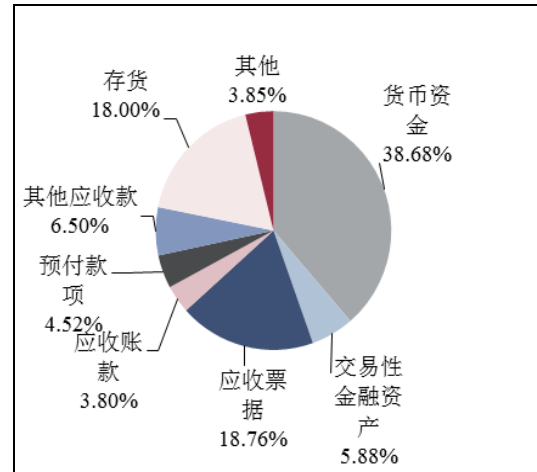
截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2408.79 亿元，所有者权益合计 509.22 亿元（包含少数股东权益 218.11 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1775.42 亿元，利润总额 35.03 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2424.39 亿元，所有者权益合计 512.75 亿元（包含少数股东权益 221.96 亿元）。2019 年 1—3 月公司实现营业总收入 399.91 亿元，利润总额 8.75 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额波动中有所增长，年均复合增长 9.26%。截至 2018 年底，公司资产总额为 2408.79 亿元，较上年底下降 0.37%，主要系应收票据、应收账款、买入返售金融资产和在建工程减少所致，其中流动资产占比 34.26%，非流动资产占比 65.74%。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报告

2016—2018 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 12.02%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 825.28 亿元，较 2017 年底下降 4.61%，流动资产的减少主要来自于应收票据、应收账款、预付款项和买入返售金融资产的减少。

从流动资产构成看，截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 38.68%）、应收票据（占 18.76%）、存货（占 18.00%）和其他应收款（占 6.50%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长。截至 2018 年底，公司货币资金 319.25 亿元，同比增长 8.22%，主要系当期公司煤炭收入增长和取得借款收到的现金较多所致。公司货币资金中受限货币资金 76.63 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 47.52 亿元及信用证保证金 16.52 亿元，受限资金占比 24.00%，公司货币资金受限程度一般。

2016—2018 年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合增长 13.73%，主要系公司销售

方面票据结算量增加所致。其中截至 2017 年底，公司应收票据合计 214.90 亿元，较 2016 年底大幅增长 79.55%；截至 2018 年底，公司应收票据合计 154.82 亿元，较 2017 年底降低 29.96%，主要系现金回款比例增加所致。截至 2018 年底，公司应收票据占流动资产比重为 18.76%，公司应收票据主要为银行承兑汇票，占比 94.58%，其中用于质押的银行承兑汇票为 21.31 亿元，受限程度一般。

2016—2018 年，公司应收账款年均复合下降 32.93%。截至 2018 年底，公司应收账款账面净额 31.39 亿元，同比下降 43.26%，共计提坏账准备 12.28 亿元，计提比例 28.12%。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 2.21 亿元，计 50.22% 计提坏账准备；按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额合计 38.89 亿元，其中，1 年以内的占 48.42%，1~2 年的占 14.20%，2~3 年的占 5.13%，3 年以上的占 32.25%。年末公司按欠款方归集的应收账款账面余额前五名合计 3.36 亿元，占应收账款年末余额的 7.68%，公司应收账款集中度不高。

2016—2018 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 8.97%。截至 2018 年底，公司预付款项合计 37.30 亿元，较上年下降 19.27%；其中，1 年以内的占 13.74%，1~2 年的占 6.58%，2~3 年的占 3.33%，3 年以上的占 76.35%，公司预付款项综合账龄较长。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 30.44%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 53.54 亿元，较上年上升 88.71%，主要系子公司煤基清洁能源公司与美国空气产品公司的合资公司出售汽化炉资金尚未完全收回所致。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额为 60.00 亿元，共计提坏账准备 6.35 亿元，计提比例为 10.58%，其中，公司按单项计提法单独计提坏账准备的其他应收款账面余额合计 5.86 亿元；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应付款账面余额合计

51.69 亿元，其中 1 年以内的占 85.42%，1~2 年的占 2.25%，2~3 年的占 0.95%，3 年以上的占 11.38%。

2016—2018 年，公司买入返售金融资产波动中有所增长，年均复合增长 112.57%。截至 2017 年底，公司买入返售金融资产为 15.00 亿元，较 2016 年底增长 13.95 亿元，公司买入返售金融资产为债券质押式逆回购。截至 2018 年底，公司买入返售金融资产为 4.74 亿元，较 2017 年底减少 10.26 亿元，主要系逆回购到期所致。

2016—2018 年，公司存货波动中有所增长。截至 2018 年底，公司存货合计 148.57 亿元，同比上升 10.54%，公司存货以原材料、半成品、库存商品为主，共计提 0.20 亿元跌价准备。

截至 2019 年 3 月底，公司流动资产合计 833.87 亿元，较 2018 年底上升 1.04%。流动资产结构中现金类资产合计 419.02 亿元，现金类资产仍较为充裕，流动资产整体变现能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 361.39 亿元，其中受限部分 75.58 亿元，受限占比为 20.91%。

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长为 9.26%。截至 2018 年底，公司非流动资产 1583.51 亿元，同比增长 1.99%，主要系固定资产、长期股权投资和其他非流动资产增加所致。同期，公司非流动资产主要由固定资产（占 40.25%）、在建工程（占 32.97%）和无形资产（占 16.75%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 12.96%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 1070.02 亿元，同比增长 11.72%，主要系房屋建筑物、机器设备增加所致；累计折旧合计 430.39 亿元；固定资产减值准备 2.26 亿元，固定资产账面价值 637.37 亿元，较 2017 年底增长 14.46%。

2016—2018 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 7.59%。截至 2017 年底，公司在建工程合计 611.63 亿元，较 2016 年底变化不大。截至 2018 年，公司在建工程合计 522.09

亿元，较 2017 年底减少 14.64%，主要系美国空气产品公司认可 180 项目的未来效益，出资购入 180 项目中汽化炉部分所致。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 24.81%。截至 2017 年底，公司无形资产 277.33 亿元，同比增长 107.10 亿元，主要是由于土地使用权和采矿权评估增值所致，公司无形资产主要为采矿权 232.11 亿元。2017 年，公司根据山西省的相关规定对公司所属的 12 块井田和 80 宗土地依据批复的评估报告进行价值调整，调增无形资产土地使用权 11.36 亿元和采矿权 95.96 亿元，共计调增 107.32 亿元。截至 2018 年底，公司无形资产合计 265.16 亿元，主要为土地使用权（占比 11.08%）和采矿权及探矿权（占比 82.63%），同比变化不大。2018 年，公司计提减值准备 8.08 亿元，主要系公司根据山西省政府有关规定，确定了公司忻州地区煤矿减量重组实施方案，对大汉沟煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司、忻丰煤业公司和前文明煤业公司资产进行了减值测试，并计提了资产减值准备。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 115.88%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 52.46 亿元，同比增长 130.22%，主要由于新增煤基清洁能源委托贷款 21.60 亿元所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 84.00 亿元，主要由货币资金 68.78 亿元、9.84 亿元和 5.38 亿元构成。

截至 2019 年 3 月底，公司非流动资产合计 1590.53 亿元，较 2018 年底增长 0.44%，非流动资产构成变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 2424.39 亿元，较 2018 年底增长 0.65%。从结构看，公司流动资产占比 34.39%，非流动资产占比 65.61%，资产结构变化不大。

总体看，公司流动资产中货币资金、应收票据所占比重较大，现金类资产较充裕；非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产比重

较大，受公司在建项目持续投入以及无形资产评估增值影响，公司非流动资产持续增长；公司主要资产受限程度不高，整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 26.34%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 495.88 亿元，较 2016 年底增长 55.44%，主要系少数股东权益、资本公积和实收资本增加所致。截至 2017 年底，公司少数股东权益 226.55 亿元，较上年底增长 85.33 亿元，主要系采矿权评估增值以及下属司马煤业 49 亿元债转股落地所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 509.22 亿元，同比增长 2.69%。其中，公司其他权益工具增长至 89.02 亿元，主要由于公司于 2018 年 3 月新增发行 20 亿元 2018 年度第一期永续中期票据“18 潞安 MTN001”；截至 2018 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 8.49%）、资本公积（占 25.03%）、其他权益工具（占 17.48%）、专项储备（占 7.51%）和少数股东权益（占 42.83%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 512.75 亿元，较 2018 年底增长 0.69%，公司权益结构方面基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益规模实现大幅增长，权益稳定性则较为一般。

负债

2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 8.18%。截至 2018 年底，公司负债总额 1899.57 亿元，同比下降 1.16%，其中流动负债占 68.24%，非流动负债占 31.76%。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.67%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 1296.33 亿元，同比下降 2.84%，公司流动负债主要由短期借款（占 23.10%）、应付账款（占 21.51%）、应付票据（占

12.72%)、其他流动负债(占 14.42%)和一年内到期的非流动负债(占 13.60%)构成。

2016—2018 年,公司短期借款波动中有所增长,年均增长 0.29%。截至 2018 年底,公司短期借款为 299.39 亿元。同期,公司短期借款主要为信用借款,占比 89.02%。

2016—2018 年,公司应付票据波动中有所增长,年均复合增长 8.27%。截至 2017 年底,公司应付票据合计 189.57 亿元,同比增长 34.73%,主要系公司采购方面票据支付比例上升所致。截至 2018 年底,公司应付票据合计 164.95 亿元,同比下降 12.99%,公司应付票据主要为银行承兑汇票 99.30 亿元。

2016—2018 年,公司应付账款波动中有所下降,年均复合增长-0.51%。截至 2018 年底,公司应付账款合计 278.78 亿元,同比上升 3.34%。其中 1 年以内款项占 59.01%,1~2 年占 16.87%,2~3 年占 6.55%,3 年以上占 17.57%,公司应付账款综合账龄较短。

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 1.78%。截至 2018 年底,公司一年内到期的非流动负债 176.31 亿元,同比增长 11.41%,其中一年内到期的长期借款 103.56 亿元,一年内到期的应付债券为 42.50 亿元,一年内到期的长期应付款 30.25 亿元。

2016—2018 年,公司其他流动负债有所增长,年均复合增长 7.11%。截至 2018 年底,公司其他流动负债为 186.95 亿元,同比增长 1.39%,其中应付超短期债券和应付短期债券分别为 121.85 亿元和 44.52 亿元。

2016—2018 年,公司非流动负债有所增长,年均复合增长 8.18%。截至 2018 年底,公司非流动负债合计 603.24 亿元,同比增长 2.65%,主要系长期借款和应付债券增加所致;公司非流动负债主要由长期借款(占 30.41%)、应付债券(占 52.02%)、长期应付款(占 5.75%)和其他非流动负债(占 8.41%)构成,公司非流动负债构成中应付债券占比大幅上升,长期借

款占比略有下降。

2016—2018 年,公司长期借款有所增长,年均复合增长 5.66%。截至 2018 年底,公司长期借款余额 183.43 亿元,同比增长 6.54%,其中信用借款 133.71 亿元(占 72.89%),保证借款 44.85 亿元(占 24.45%),其余为抵质押借款。

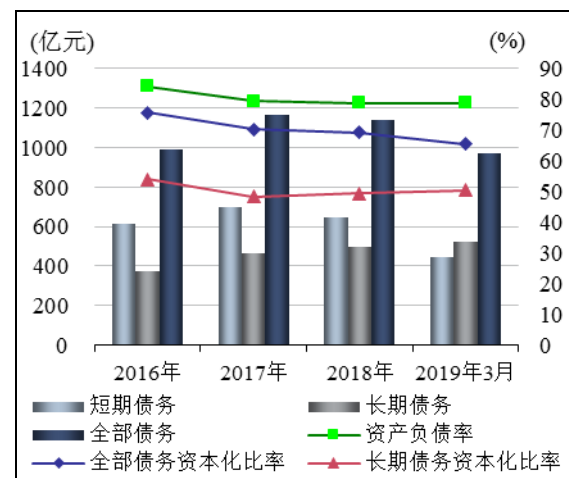
2016—2018 年,公司应付债券规模快速增长。截至 2018 年底,公司应付债券余额 313.79 亿元,主要为公司及下属子公司发行的短期融资券、超短期融资券、私募债、公司债和中期票据。其中,私募债余额为 63.11 亿元,企业债余额为 40.00 亿元,公司债余额为 144.96 亿元,中期票据余额为 96.32 亿元。

2016—2018 年,公司长期应付款快速下降,年均复合下降 34.48%。截至 2018 年底,公司长期应付款合计 34.67 亿元,同比下降 43.94%,公司长期应付款主要为融资租赁款和采矿权转让款。

2016—2018 年,公司预计负债快速增长,年均复合增长 807.09%。截至 2018 年底,公司预计负债余额 8.63 亿元,同比增长 549.07%,主要系新增三供一业移交预计承担的维修改造费用 6.75 亿元所致。

截至 2018 年底,公司其他非流动负债合计 50.75 亿元,全部为平安一潞安集团债权投资计划。

图 5 近年公司债务负担情况



资料来源:财务报告

有息债务方面，2016—2018年，公司有息债务规模波动中有所增长，截至2018年底，公司全部债务为1141.37亿元，较上年底下降2.07%，其中短期债务占56.44%，长期债务占43.56%，短期债务占比略有上升。若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，2016—2018年，公司全部债务规模年均增长3.64%。截至2018年底，公司调整后全部债务为1359.59亿元，较上年底下降6.36%，主要系公司短期债务减少所致。截至2018年底，经调整后的公司短期债务占全部债务比重为60.62%，经调整后的长期债务占比39.38%，公司短期债务占比仍然较高，债务结构有待改善。

债务指标方面，2018年底公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率分别为78.86%、69.15%和49.40%。从调整后的债务指标看，2018年底公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.75%和51.26%，分别较2017年下降1.79和2.08个百分点。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的“14 潞安 MTN001、15 潞安 MTN001、15 潞安 MTN002、15 潞安 MTN003、17 潞安 MTN003、18MTN001”实为债务，合计余额89.02亿元，将其调整为债务后，2018年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至82.56%、81.39%和65.35%。公司整体债务负担进一步加重。

截至2019年3月底，公司负债总额合计1911.65亿元，较2018年底增长0.64%，主要系公司长期借款增长所致。其中流动负债占

67.20%，流动负债占比较2018年底下降1.04%。同期，公司全部债务为968.98亿元，较2018年底下降15.10%，其中短期债务占比46.19%，长期债务占比53.81%，长期债务占比较2018年底略有上升。若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，公司调整后全部债务为1206.44亿元，较2018年底调整后全部债务下降11.26%，其中短期债务占全部债务比重为53.68%，经调整后的长期债务占比46.32%，公司短期债务占比仍然较高，债务结构有待改善。

截至2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.85%、65.40%和50.42%，若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，公司调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.18%和52.15%。

截至2019年3月底，若进一步考虑到公司其他权益工具中的“14 潞安 MTN001”“15 潞安 MTN001”“15 潞安 MTN002”“15 潞安 MTN003”“17 潞安 MTN003”“18 潞安 MTN001”实为债务，合计余额89.02亿元，将其调整为债务后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为82.52%、79.47%和65.94%。

截至2019年3月31日，公司集团本部报表范围内存续债务融资工具余额为543.85亿元，2019—2021年到期债券规模分别为210.00亿元、110.05亿元和118.08亿元，2019年到期债券规模较大，公司集中兑付压力大。

表 10 公司集团本部主要存续期债券情况（单位：亿元）

| 证券名称 | 发行日期 | 起息日 | 到期日期 | 当前余额 (亿) | 证券类别 | 特殊条款 | 下一行权日 |
|--------------|------------|------------|------------|-------------|---------|-----------|-------|
| 18 潞安 SCP004 | 2018-07-23 | 2018-07-25 | 2019-04-21 | 20 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 18 潞安 SCP005 | 2018-08-01 | 2018-08-03 | 2019-04-30 | 20 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 18 潞安 SCP006 | 2018-09-03 | 2018-09-05 | 2019-06-02 | 20 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 18 潞安 CP003 | 2018-06-19 | 2018-06-21 | 2019-06-21 | 20 | 一般短期融资券 | 事先约束,交叉违约 | -- |
| 18 潞安 SCP007 | 2018-10-16 | 2018-10-18 | 2019-07-15 | 20 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |

| | | | | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|---------------|---------|-----------|------------|
| 18 潞安 SCP008 | 2018-12-05 | 2018-12-07 | 2019-09-03 | 20 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 19 潞安 SCP001 | 2019-01-16 | 2019-01-18 | 2019-10-15 | 10 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 19 潞安 SCP002 | 2019-01-18 | 2019-01-22 | 2019-10-19 | 10 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 18 潞安 01 | 2018-11-05 | 2018-11-08 | 2019-11-08 | 20 | 私募债 | -- | -- |
| 14 潞安 PPN002 | 2014-11-19 | 2014-11-24 | 2019-11-24 | 10 | 定向工具 | -- | -- |
| 19 潞安 SCP003 | 2019-03-12 | 2019-03-13 | 2019-12-08 | 10 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 19 潞安 SCP004 | 2019-03-13 | 2019-03-14 | 2019-12-09 | 10 | 超短期融资债券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 14 潞安 MTN001 | 2014-12-24 | 2014-12-25 | 2019-12-25 | 20 | 一般中期票据 | 调整票面利率,赎回 | 2019-12-25 |
| 小计 | | | | 210.00 | -- | -- | -- |
| 17 潞安 PPN001 | 2017-01-22 | 2017-01-23 | 2020-01-23 | 10 | 定向工具 | -- | -- |
| 15 潞安 MTN001 | 2015-02-10 | 2015-02-12 | 2020-02-12 | 10 | 一般中期票据 | 赎回,调整票面利率 | 2020-02-12 |
| 19 潞安 CP001 | 2019-03-18 | 2019-03-20 | 2020-03-20 | 20 | 一般短期融资券 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 17 潞安 MTN002 | 2017-04-12 | 2017-04-13 | 2020-04-13 | 20 | 一般中期票据 | -- | -- |
| 15 潞安 MTN002 | 2015-05-20 | 2015-05-22 | 2020-05-22 | 10 | 一般中期票据 | 调整票面利率,赎回 | 2020-05-22 |
| 15 潞安 MTN003 | 2015-06-23 | 2015-06-24 | 2020-06-24 | 20 | 一般中期票据 | 赎回,调整票面利率 | 2020-06-24 |
| 15 潞矿 01 | 2015-10-15 | 2015-10-15 | 2020-10-15 | 15.75 | 私募债 | 调整票面利率,回售 | -- |
| 15 潞矿 02 | 2015-10-15 | 2015-10-15 | 2020-10-15 | 4.30 | 私募债 | -- | -- |
| 小计 | | | | 110.05 | -- | -- | -- |
| 18 潞安 MTN001 | 2018-03-20 | 2018-03-22 | 2021-03-22 | 20 | 一般中期票据 | 调整票面利率,赎回 | 2021-03-22 |
| 18 潞安 MTN002 | 2018-04-19 | 2018-04-23 | 2021-04-23 | 20 | 一般中期票据 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 16 潞安 MTN001 | 2016-05-11 | 2016-05-11 | 2021-05-11 | 15 | 一般中期票据 | -- | -- |
| 18 潞安 PPN001 | 2018-06-12 | 2018-06-14 | 2021-06-14 | 10 | 定向工具 | 回售,调整票面利率 | 2020-06-14 |
| 18 潞安 MTN003 | 2018-07-05 | 2018-07-09 | 2021-07-09 | 20 | 一般中期票据 | 交叉违约,事先约束 | -- |
| 18 潞安 PPN002 | 2018-07-24 | 2018-07-26 | 2021-07-26 | 10 | 定向工具 | 回售,调整票面利率 | 2020-07-26 |
| 16 潞矿 02 | 2016-09-09 | 2016-09-09 | 2021-09-09 | 15 | 私募债 | 调整票面利率,回售 | 2019-09-09 |
| 16 潞矿 04 | 2016-09-27 | 2016-09-27 | 2021-09-27 | 8.80 | 私募债 | 回售,调整票面利率 | 2019-09-27 |
| 小计 | | | | 118.08 | -- | -- | -- |
| 17 潞安 MTN001 | 2017-03-13 | 2017-03-15 | 2022-03-15 | 15 | 一般中期票据 | -- | -- |
| 17 潞安 01 | 2017-08-24 | 2017-08-29 | 2022-08-29 | 20 | 私募债 | 回售,调整票面利率 | 2020-08-29 |
| 17 潞安 MTN003 | 2017-11-09 | 2017-11-10 | 2022-11-10 | 10 | 一般中期票据 | 调整票面利率,赎回 | 2022-11-10 |
| 小计 | | | | 45.00 | -- | -- | -- |
| 13 潞矿债 02 | 2013-04-25 | 2013-04-25 | 2023-04-25 | 10 | 一般企业债 | 回售,调整票面利率 | 2020-04-25 |
| 13 潞矿债 01 | 2013-04-25 | 2013-04-25 | 2023-04-25 | 30 | 一般企业债 | -- | -- |
| 18 潞矿 02 | 2018-08-02 | 2018-08-07 | 2023-08-07 | 20 | 私募债 | 回售,调整票面利率 | 2020-08-07 |
| 小计 | | | | 60.00 | -- | -- | -- |
| 合计 | | | | 543.85 | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

整体看，公司债务规模持续增长，且短期债务占比较高；随着 2018 年永续债发行，公司所有者权益规模持续增长，主要债务指标均有

所下降；公司当前债务负担重，未来随着在建项目持续推进，公司债务负担仍有加重趋势。

4. 盈利能力

随着 2016 年下半年以来煤炭市场的快速回暖，公司全年煤炭销售实现量价回升，煤炭产业收入同比增长，同时公司加大对边际利润低、风险高贸易业务的清理，贸易业务收入下滑明显，2017 年公司整体营业收入 1607.50 亿元，较 2016 年相对保持稳定；2018 年公司整体营业收入 1775.42 亿元，较 2017 年增长 10.45%，其中因煤炭销售量价齐涨，煤炭产业收入同比增长 17.83%，贸易收入则继续下滑。2018 年，由于煤炭产业毛利率的大幅回升及低盈利性贸易业务占比的下降，公司营业利润率上升至 10.37%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 29.16%。2018 年公司期间费用合计 133.81 亿元，同比增加 21.06%，占营业收入的 7.54%，占比较 2017 年上升 0.66 个百分点。2018 年公司财务费用快速增长，同时受职工薪酬增加，管理费用也有较快增长，整体看，公司期间费用占比提升带来的成本控制压力依然较大。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要为投资收益和资产处置收益。2017 年，公司投资收益为 4.83 亿元，较 2016 年下降 68.69%，主要是处置长期股权投资产生投资收益减少所致；2018 年，公司投资收益为 2.29 亿元，较 2017 年下降 61.02%，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益减少所致。2018 年，公司资产收益为 1.22 亿元，主要是无形资产处置利得所致。

2018 年，公司资产减值损失 12.96 亿元，主要包括坏账损失（2.62 亿元）和无形资产减值损失（8.08 亿元），同比增长 168.78%，主要系公司对大汉沟煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司、忻丰煤业公司和前文明煤业公司资产计提资产减值准备所致。

营业外收支方面，2018 年，公司营业外收入为 1.56 亿元，公司营业外收入为政府补助和违约赔偿收入等；同期，营业外支出为 7.13 亿

元，公司营业外支出主要为社会服务机构支出和赔偿违约金及罚款支出等；2018 年，公司实现营业外收支净额为 -5.57 亿元。

随着煤炭市场的快速回暖，公司毛利润快速回升，利润总额也大幅增长，2017 年，公司利润总额为 29.30 亿元，同比增加 27.15 亿元；2018 年，公司利润总额为 35.03 亿元，同比增加 5.73 亿元。此外，近年来公司利润总额受公允价值变动收益、资产减值损失和投资收益等非经常性损益影响程度高。

盈利指标方面，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 10.37%、4.28% 和 2.31%。

2019 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额分别为 399.91 亿元和 8.75 亿元，在利润总额中公允价值变动收益和投资收益分别为 1.18 亿元和 3.59 亿元；公司营业总收入和利润总额分别占 2018 年全年的 22.52% 和 24.97%；同期，公司营业利润率为 7.60%，较 2018 年底下降 2.77 个百分点。

总体看，随着 2016 年以来公司贸易业务规模压缩，公司整体收入规模有所增长；受益于煤炭市场的快速回暖及公司低盈利性贸易业务占比的降低，公司盈利能力有所增强，但盈利水平仍较低。

5. 现金流分析

经营活动现金流入方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，2018 年公司经营活动现金流入量为 1563.91 亿元，较上年增长 11.17%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1530.98 亿元。经营活动现金流出方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流出量保持相对稳定，2018 年公司经营活动现金流出量为 1417.65 亿元，较上年上升 2.05%，其中公司购买商品、接收劳务支付的现金 1172.53 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 87.96%、85.17% 和 86.23%，近年来公司现金收入比变化不大。

2016—2018年，公司经营性净现金流快速增长，年均复合增长226.19%，2018年，公司经营活动现金流量净额为146.26亿元，同比增长733.44%，主要系2016年以来煤炭行业复苏，煤炭销售价格上涨，同时公司提高承兑煤价和现汇煤价价差，鼓励客户现汇结算，导致销售商品产生的现金流净额较去年同期大幅增加。整体来看，公司经营活动获现能力增强。

投资活动现金流入方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入波动增长。其中，2018年，公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金为50.92亿元，较上年大幅增长50.82亿元，主要系出售180项目中汽化炉部分所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长30.15%。其中，2018年，公司投资活动现金流出276.59亿元，同比下降8.34%，主要是投资支付的现金减少所致。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-60.29亿元、-75.65亿元和-5.95亿元。2018年，由于投资活动现金流出的规模相较于投资活动现金流入大幅下降，投资活动产生的现金流量净流出大幅减少，经营活动现金流量能满足投资活动产生的现金流出。

从筹资活动来看，为满足偿债需求和项目建设资金需要，近年来公司筹资活动现金流入量均保持较大规模，2018年公司筹资活动现金流入量为779.19亿元，其中取得借款收到现金761.25亿元；同期，因债务到期量增长，公司偿还债务支付的现金规模为788.29亿元，同比增长13.40%；公司筹资活动现金流量净额为-118.84亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入合计356.27亿元，经营活动现金流量净额为39.64亿元；投资活动现金流量净额为-25.04亿元，投资活动净流出规模有所下降；同期，公司筹资活动现金流量净额为28.59亿元，公司筹资净流出规模大幅下降。2019年1—3月，公司现金及现金等价物净增加额为43.18亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规

模较大，在建项目投资规模较大，未来仍存在一定的外部融资需求；随着公司短期债务规模的上升和陆续到期，公司需要进行较大规模债务融资来满足偿债需求。

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波动中有所增长，截至2018年底，公司的流动比率和速动比率为63.66%和52.20%。2018年公司经营现金流动负债比为11.28%。截至2019年3月底，公司上述指标分别为64.91%和53.89%。总体来看，公司短期偿债指标较弱，考虑到现金类资产充裕，公司短期偿债风险小。

从长期偿债指标来看，2016—2018年，公司EBITDA规模快速增长，三年分别为73.06亿元、124.34亿元和147.86亿元；EBITDA利息保障倍数分别为1.21倍、1.94倍和2.00倍，公司EBITDA对利息的保障能力有所上升；2016—2018年，公司全部债务/EBITDA分别为13.52倍、9.37倍和7.72倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；若将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，则2016—2018年，公司调整后的全部债务/EBITDA分别为17.32倍、11.68倍和9.20倍。整体来看，公司长期偿债指标较弱。但考虑到，公司作为山西省煤炭行业的支柱企业，政府对其支持方式及力度仍将持续，公司债务偿付风险相对较低。

截至2019年3月底，公司集团本部报表范围内存续期债务融资工具余额为543.85亿元。2019年，公司到期债券为210.00亿元（考虑到债券回售期，2019年到期债券合计233.80亿元）。公司2019年到期规模较大，存在一定的集中兑付压力（详见表10）。

截至2019年3月底，公司集团层面对外担保余额55.32亿元，占当期公司所有者权益的10.86%，对外担保的企业主要是山西晋城无烟煤矿业集团有限公司（以下简称“晋煤集

团”)。截至 2019 年 3 月底,公司为晋煤集团担保共计 48.53 亿元。晋煤集团是国有独资企业。截至 2018 年底,晋煤集团合并口径资产总额为 2755.74 亿元,所有者权益为 641.92 亿元。2018 年,晋煤集团共实现营业收入为 1708.50 亿元,利润总额为 423.31 亿元。晋煤集团主营业务包括煤炭产品、化工产品、电力业务和煤炭贸易。晋煤集团作为山西省煤炭资源整合主体之一,煤炭主业保持盈利水平,煤化工业务不断增长,产业链不断完善。公司经营状况正常。

总体看,被担保企业经营状况正常,但公司对外担保比率较高,仍存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底,公司共获得银行授信 1399.19 亿元,其中,尚未使用额度 586.51 亿元。公司间接融资渠道通畅。公司下属山西潞安环保能源开发股份有限公司是上海证券交易所上市企业(股票代码:601699.SH),具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G10140423000001807),截至 2019 年 5 月 31 日,公司无未结清关注和不良信贷记录;公司有四笔已结清关注类信贷记录,其中两笔关注类贷款全部系晋商银行贷款,根据晋商银行兴华街支行提供的说明显示:山西潞安矿业(集团)有限责任公司于 2009 年 7 月 13 日、2009 年 8 月 5 日在晋商银行以信用方式分别贷款 20000 万元、15000 万元,到期日分别为 2012 年 7 月 12 日、2012 年 8 月 4 日,由于山西潞安矿业(集团)有限责任公司系晋商银行股东单位,违反国家有关法律法规,所以晋商银行把上述两笔贷款五级分类时划分为关注类;另外两笔贷款被放入关注类原因系借款银行系统性错误所致;上述四笔贷款已于到期日按期收回。另外根据公司在公开市场过往履约情况,公司过往债务履约情况正常。

8. 抗风险能力

基于煤炭行业未来发展趋势、公司经营及财务风险识别,以及公司在资源储量、煤质煤种、产业链协同和政策支持等方面的综合竞争实力,公司整体抗风险能力极强。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底,母公司资产总额为 1302.00 亿元,较上年底下降 2.21%,其中流动资产占比 63.21%,非流动资产占 36.79%。截至 2018 年底,母公司流动资产 822.98 亿元,主要由货币资金(116.37 亿元)、应收票据(46.30 亿元)及其他应收账款(546.52 亿元)和其他流动资产(77.16 亿元)等构成。同期,母公司非流动资产 479.01 亿元,主要由长期股权投资(238.32 亿元)、固定资产(81.40 亿元)及在建工程(84.87 亿元)和无形资产(66.15 亿元)构成。

截至 2018 年底,母公司所有者权益合计 136.08 亿元,较上年底下降 29.45%。构成方面,母公司所有者权益合计主要由实收资本 43.10 亿元(占 31.67%)、资本公积 15.43 亿元(占 11.34%)和其他权益工具 89.02 亿元(占 65.42%)构成。

截至 2018 年底,母公司负债为 1165.92 亿元,较上年底增长 2.40%。构成方面,母公司流动负债占 58.22%,非流动负债占 41.78%,同期,母公司全部债务为 999.62 亿元,其中 59.64%为短期债务。截至 2018 年底,公司流动负债 678.82 亿元,主要由短期借款(198.89 亿元)、应付票据(99.11 亿元)、一年内到期的非流动负债(114.67 亿元)及其他流动负债(183.46 亿元)等构成。同期,非流动负债 487.10 亿元,主要由长期借款(152.37 亿元)、应付债券(251.12 亿元)及其他非流动负债(50.75 亿元)构成。

损益方面,2018 年,母公司收入为 225.43 亿元,利润总额为 -5.98 亿元。同期,母公司投资收益为 11.24 亿元,投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2018年，母公司经营活动现金流净额为31.64亿元，其中，经营活动现金流入量为310.08亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出量为278.44亿元，主要为购买商品、提供劳务收到的现金；同期，母公司投资活动净现金流为-15.64亿元，母公司筹资活动前现金流量净额为34.32亿元。

截至2018年底，母公司资产负债率为89.55%，全部债务资本化比率为88.02%，营业利润率为11.19%。

总体来看，母公司收入规模较小，债务负担重，利润来源主要为投资收益，偿债需依靠下属子公司。

10. 存续债券偿还能力

截至本2019年6月20日，在经联合资信评定的存续债券中，公司共有4期存续短期融资券，分别为“18潞安CP003”“19潞安CP001”、“19潞安CP002”和“19潞安CP003”，发行额度合计60亿元；公司共有11期存续中期票据，分别为“14潞安MTN001”、“15潞安MTN001”、“15潞安MTN002”、“15潞安MTN003”、“16潞安MTN001”、“17潞安MTN001”、“17潞安MTN002”、“17潞安MTN003”、“18潞安MTN001”、“18潞安MTN002”和“18潞安MTN003”，发行额度合计180亿元；公司共有2期存续企业债，分别为“13潞矿债01/潞01”和“13潞矿债02/潞02”，发行额度合计40亿元。其中，“14潞安MTN001”、“15潞安MTN001”、“15潞安MTN002”、“15潞安MTN003”、“17潞安MTN003”和“18潞安MTN001”为可续期含权中期票据，发行额度合计90亿元，在公司赎回前长期存续。

上述存续债券中，将于一年内到期的存续债券为4期存续短期融资券及一期中期票据，余额为80亿元；出于审慎性原则，考虑到可续期含权中期票据在到期日正常赎回，则2019年及2020年年度最高偿付金额为180亿元（以下简称“测算额度”）。以2019年3月底数据为基准，

公司现金类资产为测算额度的2.27倍，以2018年底数据为基准，公司EBITDA为测算额度的7.39倍，经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为测算额度的11.17倍和1.04倍。

总体看，公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流入量对一年内到期的存续债券覆盖程度较高。

表11 存续债券偿付测算明细（单位：亿元）

| 债券简称 | 到期日 | 债券余额 |
|----------------|------------|------------|
| 18 潞安 CP003 | 2019/6/21 | 20 |
| 14 潞安 MTN001 | 2019/12/25 | 20 |
| 合计 | | 40 |
| 15 潞安 MTN001 | 2020/2/12 | 10 |
| 19 潞安 CP001 | 2020/3/20 | 20 |
| 17 潞安 MTN002 | 2020/4/13 | 20 |
| 19 潞安 CP002 | 2020/4/24 | 10 |
| 19 潞安 CP003 | 2020/4/29 | 10 |
| 15 潞安 MTN002 | 2020/5/22 | 10 |
| 15 潞安 MTN003 | 2020/6/24 | 20 |
| 合计 | | 100 |
| 18 潞安 MTN001 | 2021/3/22 | 20 |
| 18 潞安 MTN002 | 2021/4/23 | 20 |
| 16 潞安 MTN001 | 2021/5/11 | 15 |
| 18 潞安 MTN003 | 2021/7/09 | 20 |
| 合计 | | 75 |
| 17 潞安 MTN001 | 2022/3/15 | 15 |
| 17 潞安 MTN003 | 2022/11/9 | 10 |
| 13 潞矿债 01/潞 01 | 2023/4/25 | 30 |
| 13 潞矿债 02/潞 02 | 2023/4/25 | 10 |
| 合计 | | 65 |
| 合计 | | 280 |

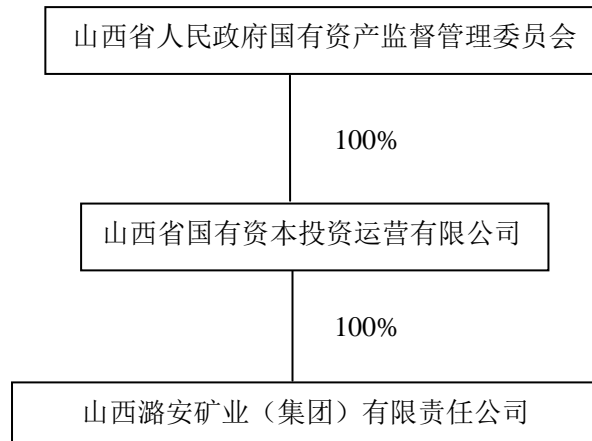
资料来源：Wind

十一、结论

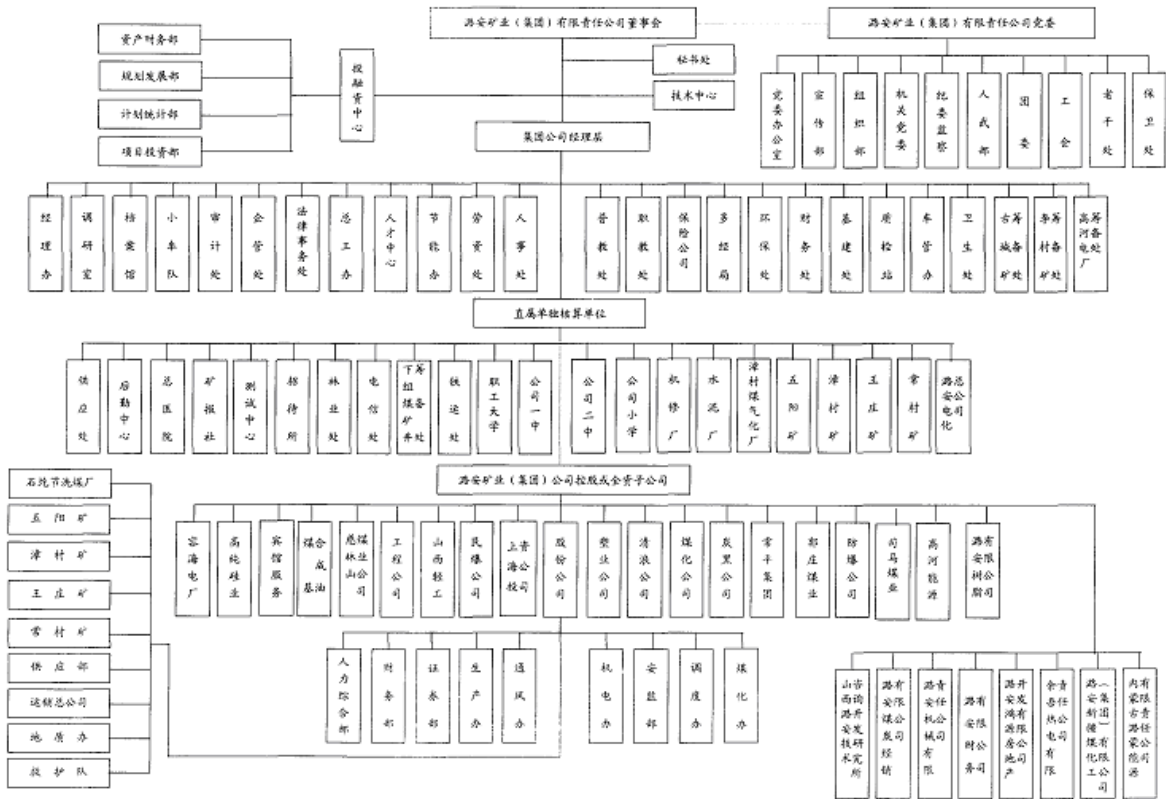
综合考虑，联合资信确定维持山西潞安矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AAA；维持“18潞安CP003”“19潞安CP001”“19潞安CP002”和“19潞安CP003”信用等级

为A-1，维持“14潞安MTN001”“15潞安MTN001”“15潞安MTN002”“15潞安MTN003”“16潞安MTN001”“17潞安MTN001”“17潞安MTN002”“17潞安MTN003”“18潞安MTN001”“18潞安MTN002”“18潞安MTN003”“13潞矿债01/潞01”和“13潞矿债02/潞02”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围一级子公司情况

| 序号 | 企业名称 | 实收资本 (万元) | 持股比例 (%) | 主要经营业务 |
|----|-----------------------|--------------|-------------|--------------|
| 1 | 山西潞安环保能源开发股份有限公司 | 299140.92 | 62.56 | 煤炭生产 |
| 2 | 山西潞安工程有限公司 | 40000.00 | 100.00 | 工程建设 |
| 3 | 山西潞安民爆器材有限责任公司 | 2493.87 | 87.61 | 化工 |
| 4 | 上海潞安投资有限公司 | 40000.00 | 80.00 | 投资及咨询 |
| 5 | 山西省轻工建设有限责任公司 | 5000.00 | 64.55 | 建筑安装 |
| 6 | 山西潞安矿业集团慈林山煤业有限公司 | 68651.44 | 93.09 | 煤炭生产 |
| 7 | 山西潞安煤化有限责任公司 | 5667.39 | 59.39 | 电石生产 |
| 8 | 山西潞安塑业科技有限责任公司 | 1303.93 | 90.73 | 建材生产 |
| 9 | 山西清浪饮品有限公司 | 1595.27 | 80.57 | 饮料生产 |
| 10 | 山西潞安容海发电有限责任公司 | 21055.00 | 96.68 | 电力生产 |
| 11 | 山西潞安余吾热电有限责任公司 | 34013.25 | 99.90 | 煤矸石发电 |
| 12 | 山西潞安煤基合成油有限公司 | 336150.00 | 100.00 | 煤炭加工 |
| 13 | 山西潞安树脂有限责任公司 | 50000.00 | 100.00 | 聚氯乙烯 |
| 14 | 潞安集团财务有限公司 | 235000.00 | 88.89 | 财务和融资等 |
| 15 | 内蒙古潞蒙能源有限责任公司 | 50000.00 | 100.00 | 煤炭开采 |
| 16 | 山西潞安煤炭经销有限责任公司 | 50000.00 | 100.00 | 煤炭销售 |
| 17 | 山西潞安鸿源房地产开发有限公司 | 2800.00 | 56.25 | 房地产开发 |
| 18 | 山西潞安高纯硅业科技有限责任公司 | 95610.00 | 100.00 | 有色金属冶炼 |
| 19 | 上海潞安实业有限公司 | 100.00 | 75.00 | 住宿服务等 |
| 20 | 山西潞安太阳能科技有限责任公司 | 110000.00 | 100.00 | 电池制造 |
| 21 | 山西潞安矿业(集团)日照国贸有限公司 | 40000.00 | 100.00 | 煤炭及制品批发 |
| 22 | 山西潞阳煤炭投资经营管理有限公司 | 60000.00 | 90.00 | 煤炭开采及洗选 |
| 23 | 山西潞安华亿实业有限公司 | 10000.00 | 51.00 | 五金焦化等 |
| 24 | 山西潞安集团和顺一缘煤业有限公司 | 918.00 | 80.00 | 煤炭生产 |
| 25 | 山西潞安集团星光煤电有限公司 | 60000.00 | 51.00 | 煤炭开采 |
| 26 | 山西潞安集团文水王家庄煤业有限公司 | 15500.00 | 96.77 | 煤炭开采 |
| 27 | 山西潞安煤炭技术装备有限责任公司 | 36939.79 | 100.00 | 设备修理 |
| 28 | 山西潞安集团瑞福莱醋业有限责任公司 | 3000.00 | 65.00 | 食醋加工 |
| 29 | 山西潞安矿业(集团)张家港国际贸易有限公司 | 20000.00 | 100.00 | 贸易 |
| 30 | 山西潞武农业开发有限公司 | 3000.00 | 100.00 | 农业种植等 |
| 31 | 山西潞安检测检验中心有限责任公司 | 150.00 | 100.00 | 煤矿安全检测、检验 |
| 32 | 山西潞安瑞泰投资有限责任公司 | 110000.00 | 100.00 | 投资及咨询 |
| 33 | 山西潞安创辉工贸有限责任公司 | 100.00 | 100.00 | 煤炭及制品批发 |
| 34 | 中科潞安能源技术有限公司 | 40000.00 | 75.32 | 技术服务 |
| 35 | 新疆潞安协鑫准东能源有限公司 | 66880.00 | 53.18 | 能源开发 |
| 36 | 山西潞光发电有限公司 | 69028.16 | 35.00 | 电力生产 |
| 37 | 山西潞安光伏发电有限公司 | 45000.00 | 100.00 | 电力生产 |
| 38 | 山西潞安石圪节智华生物科技有限公司 | 46435.18 | 100.00 | 农林技术的开发及咨询服务 |

| 序号 | 企业名称 | 实收资本 (万元) | 持股比例 (%) | 主要经营业务 |
|----|--------------------|--------------|-------------|--------------------|
| 39 | 漯河潞原通物流有限责任公司 | 500.00 | 51.00 | 物流服务及辅助服务 |
| 40 | 山西潞安配售电有限公司 | 3200.00 | 100.00 | 电力供应配电业务, |
| 41 | 潞安国际融资租赁(横琴)有限公司 | 75000.00 | 100.00 | 融资租赁业务 |
| 42 | 山西潞安煤基精细化学品有限公司 | 4700.00 | 100.00 | 化工产品销售 |
| 43 | 山西潞安化工有限公司 | 100000.00 | 100.00 | 专项化学用品制造 |
| 44 | 山西潞安技术咨询开发研究所 | 125.00 | 56.00 | 煤矿技术咨询 |
| 45 | 山西防爆电机(集团)有限责任公司 | 10283.40 | 100.00 | 电机生产 |
| 46 | 潞安新疆煤化工(集团)有限公司 | 233078.00 | 63.38 | 煤炭开采 |
| 47 | 山西潞安戴斯酒店有限公司 | 1393.63 | 100.00 | 住宿服务 |
| 48 | 山西潞安西件硅业有限公司 | 12000.00 | 100.00 | 贵金属采选 |
| 49 | 山西潞安华亿五一煤业有限公司 | 15324.00 | 65.99 | 煤炭开采及洗选 |
| 50 | 山西潞安建设工程质量监测有限公司 | 100.00 | 100.00 | 技术检测 |
| 51 | 山西潞安宜泰国际贸易有限责任公司 | 58816.00 | 100.00 | 材料贸易 |
| 52 | 山西金源煤层气开发有限责任公司 | 10000.00 | 100.00 | 煤层气开发 |
| 53 | 山西潞安领新工贸有限公司 | 736.85 | 100.00 | 电线电缆、风筒的制造销售; |
| 54 | 山西中科潞安半导体技术研究院有限公司 | 8650.00 | 88.44 | 半导体技术与设备的研究 |
| 55 | 潞安香港投资贸易有限公司 | 20000.00 | 100.00 | 进出口贸易、房地产、投资、财务 |
| 56 | 山西潞安能化生产服务有限公司 | 90138.73 | 100.00 | 节能科技、互联网平台、市场管理服务 |
| 57 | 山西潞安精诚电机科技有限公司 | 1500.00 | 100.00 | 电机电子产品、电气设备制造维修、租赁 |

注: 公司对山西潞光发电有限公司持股比例为35%, 持股比例小于50%, 纳入合并范围的原因为协议约定

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) | 352.77 | 561.02 | 522.63 | 419.02 |
| 资产总额(亿元) | 2017.68 | 2417.79 | 2408.79 | 2424.39 |
| 所有者权益(亿元) | 319.02 | 495.88 | 509.22 | 512.75 |
| 短期债务(亿元) | 613.57 | 701.43 | 644.15 | 447.60 |
| 长期债务(亿元) | 374.41 | 464.04 | 497.22 | 521.38 |
| 全部债务(亿元) | 987.98 | 1165.47 | 1141.37 | 968.98 |
| 营业收入(亿元) | 1600.20 | 1607.50 | 1775.42 | 399.91 |
| 利润总额(亿元) | 2.51 | 29.30 | 35.03 | 8.75 |
| EBITDA(亿元) | 73.06 | 124.34 | 147.86 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 13.75 | 17.55 | 146.26 | 39.64 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 10.01 | 6.99 | 7.78 | -- |
| 存货周转次数(次) | 10.97 | 10.58 | 10.96 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.81 | 0.72 | 0.74 | -- |
| 现金收入比(%) | 87.96 | 85.17 | 86.23 | 86.16 |
| 营业利润率(%) | 5.51 | 8.91 | 10.37 | 7.60 |
| 总资本收益率(%) | 2.35 | 3.50 | 4.28 | -- |
| 净资产收益率(%) | -1.77 | 2.06 | 2.31 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 53.99 | 48.34 | 49.40 | 50.42 |
| 全部债务资本化比率(%) | 75.59 | 70.15 | 69.15 | 65.40 |
| 资产负债率(%) | 84.19 | 79.49 | 78.86 | 78.85 |
| 流动比率(%) | 55.58 | 64.84 | 63.66 | 64.91 |
| 速动比率(%) | 44.10 | 54.77 | 52.20 | 53.89 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 1.16 | 1.32 | 11.28 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.21 | 1.94 | 2.00 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.52 | 9.37 | 7.72 | -- |

注：1、2019年一季度财务数据未经审计；2、公司所有者权益2015年底和2016年底含有本金为60亿元的永续中票，2017年底含有本金为70亿元的永续中票，2018年底和2019年一季度含有本金为90亿元的永续中票。

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/主营业务收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+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

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 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。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

| 级别设置 | 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 |