

信用等级通知书

信评委函字[2018]1115M号

山西潞安矿业（集团）有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年八月十六日

2018 年度山西潞安矿业（集团）有限责任公司信用评级报告

受评对象 山西潞安矿业（集团）有限责任公司

主体信用等级 AAA

评级展望 稳定

概况数据

潞安集团	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	1,931.32	2,017.16	2,417.79	2,433.75
所有者权益合计（亿元）	327.58	318.39	495.88	523.09
总负债（亿元）	1,603.74	1,698.77	1,921.91	1,910.66
总债务（亿元）	1,152.33	1,213.32	1,372.19	1,391.38
营业总收入（亿元）	1,800.01	1,600.20	1,607.50	364.78
净利润（亿元）	-8.80	-6.13	10.19	7.85
EBIT（亿元）	40.26	38.50	77.33	--
EBITDA（亿元）	73.07	73.06	124.34	--
经营活动净现金流（亿元）	7.85	13.75	17.55	12.49
营业毛利率(%)	4.14	6.79	11.08	8.73
总资产收益率(%)	2.20	1.95	3.49	--
资产负债率(%)	83.04	84.22	79.49	78.51
总资本化比率(%)	77.86	79.21	73.45	72.68
总债务/EBITDA(X)	15.77	16.61	11.04	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.22	1.21	1.94	--

注：所有财务数据均依据新会计准则编制；公司将融资租赁款计入长期应付款，中诚信国际在分析时将其调整至长期债务；公司将短期融资券及超短期融资券计入其他流动负债，中诚信国际将其调整至短期债务；公司未提供 2018 年 3 月末的融资租赁款，中诚信国际用 2017 年年末数据替代；2018 年一季报未经审计；由于缺乏相关数据，未计算 2018 年 1-3 月部分指标。

分析师

项目负责人：曾格凯

kxzengge@ccxi.com.cn

项目组成员：王一城

yhwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 8 月 16 日

基本观点

中诚信国际评定山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司煤炭资源储量丰富、政府支持力度较大、产业链完善以及融资渠道通畅等优势。但中诚信国际也关注到煤炭价格波动、债务结构有待改善以及与河南神火煤电股份有限公司（以下简称“神火股份”）仲裁事宜尚未结束等因素对公司整体经营和信用状况的影响。

优势

- **煤炭资源储量较丰富，煤种齐全，生产规模优势突出。**公司矿区横跨潞安本部长治、武夏、忻州、临汾、晋中、新疆六大矿区，主要煤种为瘦煤、贫瘦煤和贫煤，煤种优良。截至 2018 年 3 月末，公司煤炭资源储量约 435.60 亿吨，拥有主要在产矿井 34 对，产能为 7,290 万吨/年，生产规模优势突出。
- **政府支持力度较大。**公司属国有特大型企业，位处国家规划建设的十三家大型煤炭基地之一，为山西五大煤炭企业集团之一，是国家重要的优质动力煤和喷吹煤生产基地，近年来得到了政府的大力支持。在山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）的协调下，公司签订了规模为 100 亿元的市场化债转股框架协议。
- **产业链优势。**近年来公司向煤电化、煤焦化、煤油化等产业延伸，一体化产业链的延伸及多板块经营一定程度上分散了煤炭价格波动的风险。
- **融资渠道通畅。**截至 2018 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 1,323.44 亿元，已使用 748.68 亿元，未使用额度 574.76 亿元，具有较充足的备用流动性。此外，公司下属子公司山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”）为 A 股上市公司，为公司的融资渠道提供了较强保障。

关 注

- **煤炭价格波动。**受去产能相关政策影响，2016 年下半年以来煤炭价格大幅上涨，但宏观经济增速放缓以及环保政策趋严都将压制煤炭需求增长，煤炭行业供大于求的局面并没有根本改变，煤炭价格上升基础薄弱。
- **债务规模较大且短期债务占比高，债务结构有待改善。**截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 1,391.38 亿元，总资本化比率为 72.68%，处于较高水平，其中短期债务 915.59 亿元，占总债务比例为 65.80%，债务结构有待改善。
- **或有事项风险。**公司于 2016 年 3 月收到北京仲裁委员会裁决书，裁决决定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 24.12 亿元以及截至 2015 年 2 月 10 日的滞纳金 10.95 亿元，合计赔偿金额为 35.15 亿元，且该项仲裁涉及公司下属上市公司股权冻结，占公司所持股份的 34.22%。公司与神火股份发生的仲裁事宜尚未结束，可能会对公司产生不利影响，中诚信国际将对这一事项持续关注。

声明

一、本次评级为公司委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

潞安集团的前身为山西潞安矿务局，成立于1959年，是全国512户国家重点企业之一。2000年7月，根据山西省人民政府《关于同意设立山西潞安矿业（集团）有限责任公司的批复》（晋政函[1999]114号），山西潞安矿务局完成改制工作并变更为现名。2017年8月，根据《山西省国资委关于山西潞安矿业（集团）有限公司增加注册资本的意见》（晋国资改革函[2017]473号），公司资本公积、盈余公积等转增实收资本，实收资本增至43.10亿元。2017年8月，根据《山西省国资委关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发[2017]35号）文件要求，公司控股股东由山西省人民政府独资变更为山西省国有资本投资运营有限公司独资。截至2018年3月末，山西省国有资本投资运营有限公司是公司的唯一股东，山西省人民政府国有资产监督管理委员会是公司实际控制人。

公司属国有特大型企业，位处国家规划建设的十三家大型煤炭基地之一，主业为煤炭开采，辅以煤炭基础发展循环经济，初步形煤炭产品、非煤产品和其他业务三大板块。截至2017年末，公司拥有63家纳入合并报表范围的二级子公司。煤炭采选和销售为公司的核心业务，由控股子公司潞安环能运营，截至2018年3月末，潞安环能由公司控股61.27%。

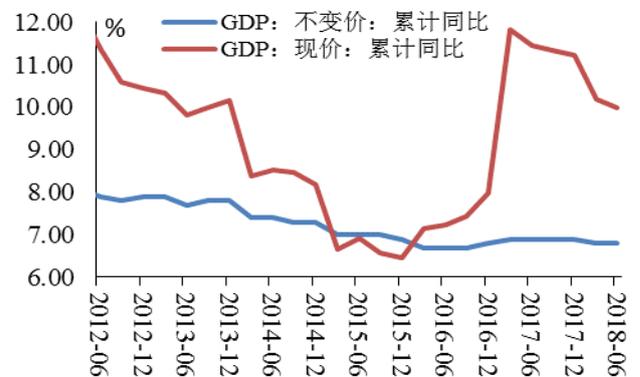
截至2017年末，公司总资产为2,417.79亿元，所有者权益为495.88亿元，资产负债率为79.49%；2017年公司实现营业总收入1,607.50亿元，净利润10.19亿元，经营活动净现金流17.55亿元。

截至2018年3月末，公司总资产为2,433.75亿元，所有者权益为523.09亿元，资产负债率为78.51%；2018年1~3月公司实现营业总收入364.78亿元，净利润7.85亿元，经营活动净现金流12.49亿元。

宏观经济和政策环境

2018年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP同比增长6.8%，较去年同期和去年底均回落0.1个百分点，名义GDP跌破10%。但GDP增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年GDP增长6.6~6.7%。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI平稳运行，PPI虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场

波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由2017年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

行业及区域经济环境

煤炭行业

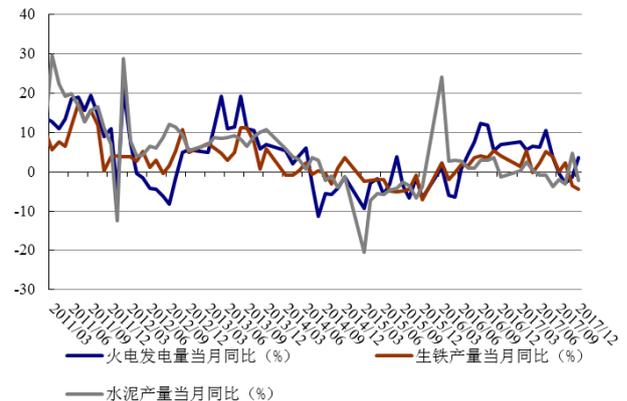
中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在60%左右。长期来看，随着中国工业化和

城镇化的推进，能源消费将保持增长趋势，但经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。短期看，煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策及下游行业需求等因素的影响。

宏观经济趋稳带动下游部分行业需求上升，但能源结构调整及环保政策趋严都将压制煤炭需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在90%左右。宏观经济增速趋稳，带动下游部分行业增速有所上升，2016年以来，随着去产能政策的执行，煤炭行业产能过剩压力有所缓解，行业景气度回升明显。但煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速仍将处于较低水平。

图2：2011年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近60%，对煤炭行业的发展影响最大。2016年，随着中国经济转型加速，第三产业用电量同比增幅较大，带动全社会用电量同比增长5.0%，较2015年回升4.5个百分点。2016年全国用电量的提升带动发电量有所增长，全国发电量为5.9万亿千瓦时，同比增长4.5%；其中，随着风电、光伏等新能源装机占比的上升，火电占比呈下降态势，全年发电量约为4.4万亿千瓦时，同比小幅增长2.6%，电力行业煤炭消费量与2015年基本持平。2017年，随着去产能政策的执行，高耗能产业景气度回升，全社会用电量同比增长6.6%至6.3万亿千瓦时，增幅进一步扩大。2017年全国发电量为6.4万亿千瓦时，同比增长6.5%；其中由于全国来水整体偏枯，水电

释放一定发电空间，火电发电量同比增长 5.2%至 4.6 万亿千瓦时，电力行业煤炭消耗量同比亦有所上升。但长期来看，国家能源结构的调整以及环保要求的日益严格将压制电力行业对煤炭的需求。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 20% 左右。2016 年以来，国内基建投资与房地产投资有所改善，房地产开发投资同比增长 6.9%（名义增长），国内粗钢表观消费 7.10 亿吨，在连续两年出现下降后止跌回升，同比上涨 1.3%；同期全国粗钢产量 8.08 亿吨，同比上涨 1.2%，实现生产消费量双增长。2017 年，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，“地条钢”得以全面取缔，统计内合规产能开始快速释放，2017 年我国粗钢产量 8.32 亿吨，维持增长趋势，钢铁行业耗煤量随之有所上升。长期来看，钢铁行业与宏观经济形势关联度高，且未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

水泥行业目前仍处于产能过剩状态，产能利用率为 60% 左右，年耗煤量占比约为 15%。2016 年，水泥下游需求有所增加，当期水泥产量同比增长 2.49% 至 24.03 亿吨，呈低速增长态势。2017 年，水泥需求表现同比基本持平，产量为 23.16 亿吨。长期来看，水泥行业增速将维持较低水平，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。

化工行业方面，近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩，但受环保督查淘汰落后产能及行业景气度低迷的影响，我国尿素产量有所下降。2015~2017 年，我国尿素产量分别为 6,877 万吨、6,885 万吨和 5,758 万吨，呈现下降趋势。由于尿素需求相对平稳，且在建尿素产能不断投产，预计未来一段时间内化肥行业产能过剩形势仍将延续，对煤炭需求增速也将放缓。

煤炭环保政策方面，近年来政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 1：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。
2015.1	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	到 2020 年，大型煤炭基地煤炭生产能力占全国总生产能力的 95% 左右；煤炭占一次能源消费比重控制在 62% 以内；燃煤锅炉平均运行效率在 2013 年基础上提高 7 个百分点，煤炭转化能效在 2013 年基础上提高 2 个百分点。
2015.3	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	力争到 2020 年节约煤炭消耗 1.6 亿吨以上。
2015.5	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020）》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时；到 2020 年，原煤入选率达到 80% 以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克标准煤/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到 60% 以上。
2016.7	《中华人民共和国环境影响评价法》	对部分地方频繁发生的环评未批先建等违法行为收严了处罚措施。
2017.1	《能源发展“十三五”规划的通知》	到 2020 年，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内。
2017.3	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017 年 28 城市重点实施煤改清洁能源。
2017.8	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	钢铁、焦化、建材、有色等多个行业在采暖季错峰生产，其中部分行业全面停产。
2018.3	李克强总理在第十三届全国人大一次会议上的政府工作报告	政府要“重拳整治大气污染”、“加强散煤管理并推进重点行业节能减排”和“优化能源结构”。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2017 年以来，主要耗煤行业产量增速同比持续改善，但长期来看，煤炭下游行业与宏观经济形势关联度高且仍处于产能过剩状态，对煤炭需求增速将保持较低水平；此外，目前政府治理大气污染决心较大，能源结构调整及环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

供给侧改革有助于从根本上改变煤炭供大于求局面，受此影响，2016 年下半年以来煤炭价格持续高位运行；随着相关政策的执行，煤价将稳定在合理区间

煤炭产能方面，截至 2017 年末，我国取得安全生产许可证等证照的生产煤矿产能为 33.36 亿吨/

年，在建煤矿产能为 10.19 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿产能为 3.57 亿吨/年。需求方面，2017 年我国商品煤消费量为 38.28 亿吨，若考虑在建项目产能释放，行业整体产能仍处于过剩状态。为了缓解煤炭产能过剩，近年来国家陆续出台相关政策，对供给侧改革力度不断加大，推升煤炭价格高位运行。为应对煤价的持续攀升，发改委等部门下达政策，放开先进产能生产，新建产能释放也以产能置换的方式开展，相关审批陆续落地。2018 年 2 月，国家发改委、能源局等四部门联合发布了《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》（发改办能源[2018]151 号），进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

表 2：煤炭行业产能相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭〔2015〕95 号）	公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年、煤矿 1,254 座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭〔2015〕120 号）	明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的 110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的 1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》（发改运行[2015]1631 号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《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）	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。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号）	全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.5	财政部《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253 号）	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，专项奖补资金规模为 1,000 亿元，实行梯级奖补。
2016.7	发改委《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602 号）	明确在建煤矿与关闭退出煤矿产能置换、严控煤炭新增产能等相关内容，旨在将落后产能置换为技术先进、成本较低的先进产能。
2016.12	发改委《煤炭工业发展“十三五”规划》（发改能源[2016]2714 号）	化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年，减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年。

发改委《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》

2017.5 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。

2017.6 发改委《煤矿安全生产“十三五”规划》

加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。

2017.8 发改委《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》

加快淘汰落后产能，进一步优化煤电结构。严控新增煤电规模防范化解煤电产能过剩风险，实现煤电高效清洁有序发展。

2018.2 四部门《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》

进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

具体来看，2016 年全国超额完成去产能目标，淘汰落后产能 3.5 亿吨/年，但淘汰的产能多数属于此前已经停产或半停产状态的矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。2017 年，我国计划退出产能 1.5 亿吨，截至 10 月末已完成目标。2018 年，我国计划退出产能 1.5 亿吨，有望提前完成《煤炭工业发展“十三五”规划》目标，2018 年之后的淘汰产能将多为在产矿井，去产能的难度也将有所增加。

原煤产量方面，2015 年，全国原煤产量为 36.85 亿吨，同比下降 4.88%。2016 年，受限制工作天数及淘汰落后产能影响，全国原煤产量为 33.64 亿吨，同比下降 8.71%，降幅较大。2017 年，随着 330 个工作日生产制度的恢复和先进产能的释放，全国原煤产量同比增长 2.41%至 34.45 亿吨。进口方面，2015 年，随着国内外价差的缩小和限制进口政策的执行，我国煤炭进口量为 2.04 亿吨，同比下滑 29.93%；2016 年，由于国内供应量收紧，全年煤炭进口量为 2.56 亿吨，同比大幅增加 25.21%；2017 年，受煤炭进口限制政策影响，我国煤炭进口量仅为 2.71 亿吨，同比小幅增长 6.02%。

图 3：2001 年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，2015 年至 2016 年上半年，受宏观经济增速和固定资产投资增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016 年 6 月以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。2017 年，煤价高位震荡，且逐渐稳定在合理区间。

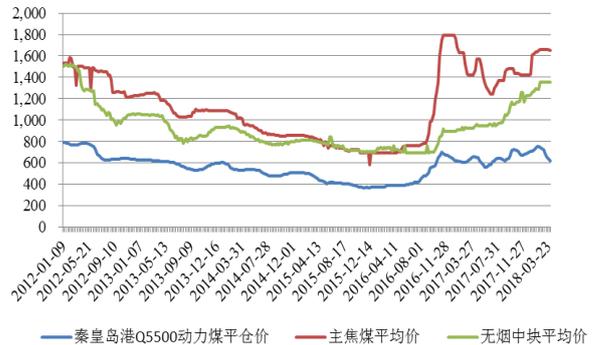
动力煤方面，2015 年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 360 元/吨，较 2015 年初下降 30.10%。2016 年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016 年 11 月 14 日秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 731 元/吨，创近年来新高。2017 年上半年煤价高位震荡；受中央环境保护专项督查、全国安检督查等因素影响，2017 年 6 月以来煤价出现较大上涨，截至 2017 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 700 元/吨，仍处于较高水平。2018 年以来，港口动力煤价格略有下降，截至 2018 年 3 月 30 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 615 元/吨。

炼焦煤方面，2015 年，钢材和焦化市场持续低迷，焦煤价格不断下滑，同期末，炼焦煤的全国平均价格为 540 元/吨。2016 年，由于限产导致的供给紧缺和前期钢、焦市场的大涨，推升各地焦煤价格上调，2016 年 11 月 14 日炼焦煤全国平均价为 1,793.75 元/吨，创近年来新高。2017 年末，炼焦煤全国平均价为 1,424.00 元/吨，虽有所波动，但总体处于高位。2018 年以来，炼焦煤价格持续上升，截至 2018 年 3 月 30 日，炼焦煤全国平均价为 1,652.50 元/吨。

无烟煤方面，2015 年，无烟中块全国平均价为 747 元/吨。由于整体产能收缩对无烟煤产量影响较

小，且下游化工企业需求平淡，2016 年前三季度无烟煤价格呈低位震荡，四季度为化肥旺季，在刚需和煤市景气度回升的推动下，9 月以来，无烟煤中块价格呈波动上涨态势，加之随着供应的收缩，2016 年末，无烟中块平均价增至 873 元/吨。2017 年，无烟中块平均价持续高位运行，期末为 1,228.91 元/吨，同比增加 38.08%。2018 年一季度，无烟中块平均价上升趋势明显，截至 2018 年 3 月 30 日，无烟中块平均价为 1,350.71 元/吨。

图 4：2012 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

针对 2016 年下半年煤价的过快上涨，2016 年 9 月 8 日，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，确定了部分先进产能可在市场供求偏紧时按要求阶段性增产，在市场供求宽松时按要求减产，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。9 月 29 日，国家发改委等部门又联合下发了《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，暂定 2016 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日符合先进产能煤矿将有序的释放部分安全产能，安监局公布的 2015 年安全质量标准化煤矿以及各地向煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在 276~330 个工作日间释放产能，而此前未批先建的煤矿也可落实产能置换指标后可提前投入生产，目前全国大部分矿井已按 330 个工作日进行生产。此外，2017 年 1 月，发改委等四部门联合发布了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，明确提出了对未来煤炭价格的控制区间并提供了相应调控措施。9 月，发改委发布《关于做好煤电油气运保障工作的通知》，明确提出加快推进煤炭优质产能释放，保障十九大召开前后煤炭稳定供应；11 月，发改委及能源局联合发布了《关于建立健全煤

炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》，确定不同领域煤炭最低库存和最高库存及适用情形，以保证煤炭稳定供应并促进煤炭价格处于合理区间；12月，发改委发布《关于加大清洁煤供应确保群众温暖过冬的通知》，明确提出因地制宜推进清洁供暖，全力做好迎峰度冬能源供应，并鼓励推广使用清洁煤替代劣质散煤，不得采取“一刀切”的限煤措施。

总体来看，2016年6月以来，煤炭供给侧改革方案得到了较有力的执行，严格的限产政策使得煤炭供应偏紧，煤价大幅反弹并持续高位运行；但随着相关政策的执行，煤炭价格将稳定在合理区间。

竞争及抗风险能力

山西省煤炭资源储备丰富，具有分布广、品种全、质量优、易开采的特点。目前全国煤炭储量的三分之一、产量的四分之一、全国煤炭外运量的70%左右均来自山西省。公司主矿区位于山西省最大的沁水煤田，是我国重要的优质动力煤和化工原料煤生产基地，截至2018年3月末，公司地质储量约为435.60亿吨，拥有主要在产矿井34对，产能为7,290万吨/年；在建矿井5对，产能1,690万吨/年。

公司煤质优良，煤种多样。公司现开采煤层的煤种主要有瘦煤、贫瘦煤、贫煤三种，主要生产混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤4大种类煤炭产品，上述四大主要产品具有特低硫、低磷、低中灰、高发热量、高灰熔点、可磨性好、热稳定性好等特点，是优质的电煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。“潞安煤”是中国知名品牌，在市场上具有一定竞争力。

政府支持方面，公司作为山西五大煤炭整合主体之一，获得了政府强有力的支持。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，重组整合并关闭落后产能后为21座，资源储量合计30.04亿吨。为应对前期煤炭行业低迷，帮助企业走出困境，在山西省政府协调下，2017年潞安集团与山西省国资委、中国建设银行在太原签署《关于潞安集团市场化债转股合作框架协议》，共

同设立“潞安集团降本增效基金”和“潞安集团创新发展基金”，基金总额约为100亿元，有效缓解了企业融资压力。

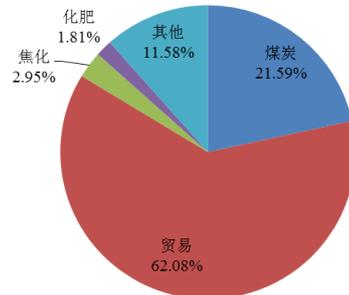
近年来公司以做强做大煤炭核心产业、建设亿吨级煤炭大集团为基础，以发展电力、煤基合成油、煤化工、光伏等产业，建设绿色低碳循环经济的新型能化集团为发展主线，变一次能源为多次能源生产，变单一初级产品输出为多种能源产品综合输出，向煤电化、煤焦化、煤油化等产业延伸。

整体来看，公司煤炭资源丰富，煤质优良，在全国煤炭行业中占有重要地位。近年来公司向煤电化、煤焦化、煤油化等产业延伸，一定程度上分散了煤炭价格下跌的风险，增强了竞争及抗风险能力。

业务运营

公司主营煤炭开采以及相关产品的贸易业务，此外，公司还不断延伸煤电化、煤焦化和煤油化三条产业链。2017年，公司实现营业总收入1,607.50亿元。其中，煤炭及物流贸易业务的收入分别为347.06亿元和997.86亿元，占营业总收入的比重分别为21.59%和62.08%；其他业务主要包括焦炭业务及化肥业务等，2017年实现收入分别为47.35亿元和29.08亿元，占比分别为2.95%和1.81%。整体来看，公司贸易业务贡献主要收入，但煤炭业务为公司主要的利润来源。

图5：2017年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭业务

资源储量

公司省内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》，公司矿区规划总面积2,279平方公里（不含后备区1,718平方公里），截至2018年3月末，公司在山西地区拥有可采储量30.19亿吨。公司矿区含煤十层、可采为三层，现主采的3号煤层，埋深在200~1,100米，平均厚度6.46米，主要有瘦煤、贫瘦煤、贫煤三种，主要生产混煤、精煤、喷吹煤和洗块煤4大种类煤炭产品，是优质的动力用煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。公司加大资源整合力度，《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8,600万吨/年的产能规划。在山西本地的资源整合方面，目前，公司已整合矿井101座，资源储量合计30.04亿吨，整合煤种包括气肥煤、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。但中诚信国际也关注到，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。

此外，省外方面，公司积极扩大基础资源储备，实施跨疆域发展战略，在内蒙古自治区预计可整合88亿吨煤炭资源。新疆方面，公司和新疆哈密煤业（集团）有限责任公司联合组建潞安新疆煤化工（集团）有限公司（以下简称“潞安新疆”），可采储量约为55亿吨。公司借助子公司潞安新疆，在新疆地区所获得的资源品质较高，所获资源以发热量在6,800大卡的不粘煤为主，为优质动力煤，具备“三低一高”的特点。

表3：截至2018年3月末潞安新疆煤炭资源分布情况
(万吨)

矿区		可采储量
哈密矿区	三道岭矿区	54,643.22
	哈密沙尔湖矿区	116,871.08
	鄯善沙尔湖矿区	166,700.00
准东矿区	奇台县将军庙煤电油园区	215,516.00
伊犁矿区	伊犁山鑫煤矿	4,300.00
合计		558,030.30

注：伊犁矿区的伊犁山鑫煤矿已于2015年停产。
资料来源：公司提供

生产

公司煤炭生产基地主要包括山西和新疆两大基地。生产矿井方面，目前公司在山西省内共有32对生产矿井，核定产能合计6,710万吨/年；其中，主体生产矿井11对，核定产能合计4,670万吨/年，均位于公司本部山西地区；整合矿井21对，核定产能合计2,040万吨/年，分布在晋中（8对矿井、产能合计930万吨/年）、临汾（8对矿井、产能合计690万吨/年）和长治（5对矿井、产能合计390万吨/年）三大地区。公司在新疆拥有2对生产矿井，位于哈密地区，核定产能合计580万吨/年。

在建及改造矿井方面，目前公司在山西省内拥有在建及改造矿井3对，包括2大主力矿李村煤矿（300万吨/年）和古城煤矿（800万吨/年），以及1个整合矿黑龙关煤矿（90万吨/年），产能合计1,190万吨/年；公司在新疆还拥有在建矿井2对，分别为砂墩子矿（300万吨/年）和沙尔湖矿（200万吨/年），产能合计500万吨/年。其中，砂墩子矿实际产能为500万吨/年，但受核准产能相关政策的影响，2018年上报中央的核准产能为300万吨/年，为潞安新疆本部在哈密地区的重点建设和替代接续井工矿，开采煤种为低硫、低磷、低灰、高挥发份、高热值的不粘煤；沙尔湖露天矿位于鄯善县沙尔湖煤田（国家规划特大型煤田），开采煤种为侏罗纪优质长焰煤，建设和运营主体为潞安新疆下属的沙尔湖煤业，目前北疆煤炭外运方面仍存在一定的运输瓶颈，未来将靠新建铁路开通和就地转化解决。

停缓建矿井方面，目前公司在山西省内拥有停缓建矿井9对，均为整合矿，分别为大汉沟（90万吨/年）、前文明（90万吨/年）、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840万吨/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，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，2016年公司退出4对矿井，退出产能合计300万吨/年，包括石圪节煤矿（本部主体

矿)和忻丰煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业公司(3对整合矿);上述矿井均为计划内退出产能,享受中央财政奖补资金支持,奖补资金方面已全部到位,折算产能指标90万吨/年,目前也已全部使用,主要用于李村、古城等建设矿井化解过剩产能任务。2017年,公司并未关停落后产能。2018年,公司计划退出3对矿井,退出产能合计210万吨/

年,包括静安和大汉沟两对缓建矿井,以及整合矿小南村(30万吨/年);上述矿井均为计划外退出产能,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/年产能指标可供使用。

表4:煤炭资源及产量情况(万吨/年,万吨)

矿井名称	主采煤种	可采储量	核定产能	状态	产量			
					2015年	2016年	2017年	
五阳煤矿	贫瘦煤	13,337	360	在产	350	271	201	
樟村煤矿	贫瘦煤	7,474	400	在产	420	394	320	
王庄煤矿	贫瘦煤	23,770	710	在产	810	806	860	
常村煤矿	贫煤	37,611	800	在产	857	806	802	
司马煤业	瘦煤	16,370	300	在产	394	350	334	
省内 矿井	余吾煤业	贫煤	43,479	750	在产	1,010	951	1,002
	潞宁煤业	气煤	7,120	180	在产	181	350	214
	慈林山煤业	贫煤	4,843	240	在产	295	224	315
	郭庄煤业	贫煤	2,340	300	在产	311	237	270
	高河能源	贫瘦煤	49,051	750	在产	857	921	901
	李村煤矿	贫煤	22,330	300	在建	47	0	40
	古城煤矿	贫煤	74,215	800	在建	18	81	288
小计	--	205,394	4,790	在产	5,485	5,310	5,219	
	--	96,545	1,100	在建	65	81	328	
潞安	三道岭露天矿	不粘煤		300	在产	244	259	281
新疆	三道岭一矿	--	54,643	0	退出	94	104	17
	三道岭二矿	不粘煤		280	在产	221	197	238
	砂墩子矿	不粘煤		300	在建	452	486	433
	沙尔湖煤业	长焰煤	166,700	200	在建	3	5	19
小计	--	--	580	在产	1,014	1,051	988	
	--	--	500	在建				
合计	--	--	7,290	在产	7,004	7,292	8,015	
	--	--	1,690	在建				

注:慈林山煤业包括两对生产矿井夏店煤矿和慈林山煤矿;整合矿资源储量及产量明细未提供;合计数据包含整合矿。

资料来源:公司提供

煤炭产量方面,近年来公司原煤产量随着市场逐步回暖,2015~2017年原煤产量分别为7,004万吨、7,292万吨和8,015万吨。2018年1~3月,公司原煤产量为1,955万吨。洗选方面,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,2017年以来,公司在保障长协供应的前提下,考虑经济因素,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,效益煤产量占比有所提升,当期主要效益煤(喷吹煤、洗精煤)占

原煤产量比例已由2016年的21.86%升至23.34%,喷吹煤和洗精煤产量同比分别增加15.00%和50.47%至1,710万吨和161万吨。

表5:近年来公司商品煤生产情况(万吨)

	2015	2016	2017	2018.1-3
原煤产量	7,004	7,292	8,015	1,955
喷吹煤	1,475	1,487	1,710	416
精洗煤	124	107	161	46
其他洗煤	549	219	302	81

资料来源:公司提供

销售

煤炭销售方面，公司成立了山西潞安煤炭运销总公司。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的销售。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。公司煤炭产品下游销售主要集中在电力行业，约占销售量的60%，钢铁行业约占20%，其他分布在焦化、化工等行业。其中，喷吹煤和洗精煤的主要客户有宝钢集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司、莱芜钢铁集团有限公司等大型钢厂；原煤主要客户为邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽电厂等。

从销售量来看，公司煤炭销量逐年增加，

2015~2017年分别为6,291万吨、6,782万吨和7,601万吨。其中，2015~2017年公司原煤销量分别为4,132万吨、4,674万吨和5,449万吨；同期公司喷吹煤销量分别为1,500万吨、1,499万吨和1,686万吨，均呈逐年上升趋势。2018年1~3月，公司煤炭总销量为1,604万吨，其中喷吹煤销量为363万吨。

销售价格方面，随着去产能相关政策的严格执行，2016年下半年以来，煤炭市场行情回暖，公司煤炭产品价格呈现上升态势。2015~2017年原煤价格分别为230.46元/吨、261.53元/吨和396.60元/吨；同期喷吹煤价格分别为421.81元/吨、493.80元/吨和746.05元/吨。2018年1~3月，公司主要煤炭产品价格进一步提升，其中原煤价格为430.28元/吨，喷吹煤价格为814.77元/吨。

表 6：近年来公司煤炭销售情况（万吨、元/吨）

	2015		2016		2017		2018.1~3	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	4,132	230.46	4,674	261.53	5,449	396.60	1,140	430.28
喷吹煤	1,500	421.81	1,499	493.80	1,686	746.05	363	814.77
洗精煤	103	482.75	126	591.00	162	913.21	42	802.04
其他洗煤	556	121.21	483	80.53	304	166.49	59	245.76
合计	6,291	270.57	6,782	309.53	7,601	475.90	1,604	520.52

注：公司商品煤销售中包含了部分基建矿井工程煤销售；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

煤炭运输方面，公司煤炭产品运输以公路运输为主，2015~2017年公司公路运输占比分别为48.63%、48.91%和48.21%，运输成本相对低廉的铁路运输占比较低。

总体来看，公司资源储量丰富，煤种齐全，销售具有较强的区位优势，近年来随着煤炭价格的回升，煤炭销售量价齐升，盈利能力明显增强。但中诚信国际也关注到公司煤炭业务的盈利能力受市场行情波动的影响较大。

非煤业务

目前公司从事的非煤产业涉及贸易和焦化等煤炭延伸行业与辅助行业。此外，公司其他业务主要包括煤化工、煤基油和光伏等。

贸易业务

公司物流贸易板块主要经营主体为山西潞安煤炭经销公司、潞安日照国贸公司和山西潞安宜泰

国际经贸公司，主要经营煤炭、焦炭、钢材、有色金属等大宗商品贸易。2017年，公司钢材贸易额达408.56亿元，占物流贸易收入的40.94%。

表 7：近年来公司主要贸易品种（亿元）

品种	2015	2016	2017
钢材	755.52	387.54	408.56
铜	223.17	369.05	195.41
有色金属	20.48	99.90	104.68
煤炭	84.17	81.71	72.67
焦炭	71.03	74.38	82.63
合计	1,154.37	1,012.58	863.95
物流贸易收入	1,399.35	1,127.56	997.86

资料来源：公司提供

公司贸易经营模式主要分为代理采购、自营贸易和代理销售。结算模式方面，公司除小部分矿石等自营贸易占用资金、存在存货跌价风险外，大部分品种均采用现货现款或者先款后货模式，不占用资金。近年来公司为规避风险，主动降低贸易板块

规模，优化合作客户，不再与民营企业合作从事大宗物资贸易，2017年，公司前五大客户均为大型国企的下属贸易公司，占当期贸易收入的34.78%。2015~2017年公司物流贸易收入分别为1,399.35亿元、1,127.56亿元和997.86亿元，在营业总收入中占比分别为77.74%、70.46%和62.08%，整体均呈下降趋势，2018年1~3月公司物流业务收入213.98亿元，在营业总收入中占比进一步下降到58.66%。

表 8：2017 年公司物流贸易业务前五大供应商

(亿元、%)			
供应商	主要交易品种	交易额	占比
新兴重工(天津)国际贸易有限公司	钢材	114.02	11.43
新兴际华黄石现代物流有限公司	钢材、有色金属	72.16	7.23
山西晋煤国贸(日照)有限公司	钢材、建材、焦炭	51.90	5.20
淮北矿业集团大榭煤炭运销有限公司	钢材、铁矿	47.06	4.72
山西西山煤电贸易有限责任公司	钢材、焦炭	43.65	4.37
合计	--	328.79	32.95

资料来源：公司提供

表 9：2017 年公司物流贸易业务前五大下游客户

(亿元、%)			
下游客户	主要交易品种	交易额	占比
云南能投物流有限责任公司	金属材料、钢材	131.58	13.19
山西阳煤化工国际商务有限责任公司	焦炭、钢材、焦炭	103.95	10.42
上海华昌源实业投资有限责任公司	焦炭、钢材、	70.94	7.11
山西焦煤集团国际贸易有限公司	钢材、铜材	22.96	2.30
冀中能源峰峰集团邯郸百维进出口贸易有限公司	钢材	17.58	1.76
合计	--	347.01	34.78

资料来源：公司提供

总体来看，近年来公司物流贸易收入占比有所下降，但在营业收入结构中仍占主体地位；由于贸易业务毛利率较低，其对公司利润贡献不大，且容易形成资金占用及坏账损失。

焦化业务

焦化业务方面，公司从事焦炭生产的主要是下属二级子公司山西潞安羿神能源有限责任公司（以下简称“羿神能源”）、潞安环能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”）。截至2018年3月末，公司已建成焦炭总产能为426万吨/年；其中羿神能源年产能210万吨、五阳弘峰年产能为60万吨、潞安焦化年产能156万吨。原材料方面，由于公司主要生产动力煤，同时考虑成本及煤质因素，公司不向关联方采购主要原材料。2015~2017年公司分别生产焦炭201万吨、192万吨和264万吨；同期焦炭板块营业总收入分别为21.02亿元、27.52亿元和47.35亿元，随着焦炭价格的提升，呈逐年增长趋势；但由于原材料主要来源于外购，同期毛利率为11.18%、11.97%和8.15%，处于较低水平。

整体来看，近年来焦炭产品价格有所回升，但由于原材料自供比较低，焦炭业务整体盈利能力不强，且在营业总收入中占比仍属于较低水平。

其他

煤化工方面，公司从事煤化工业务的主要为天脊集团，天脊集团已于2011年被公司纳入合并范围。截至2017年底，天脊集团拥有合成氨产能45万吨/年、硝酸产能108万吨/年、硝酸磷肥产能90万吨（或硝酸磷钾肥产能100万吨/年）、硝酸铵产能40万吨/年、苯胺产能26万吨/年。近年来，由于化肥行业景气度低迷，公司主要产品产量有所缩减，2015~2017年公司分别生产硝酸磷肥37.69万吨、27.60万吨和19.86万吨；同期硝酸磷钾产量分别为45.45亿元、37.19万吨和27.53万吨。

表 10：近年来公司煤化工业务产销情况（万吨）

主要产品	2015		2016		2017	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
硝酸磷肥	37.69	37.73	27.60	23.21	19.86	21.94
硝酸磷钾	45.45	50.28	37.19	37.62	27.53	23.50

资料来源：公司提供

煤基油合成业务方面，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、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。2017 年，该项目主要产品液体石蜡产量为 13.55 万吨、尿素产量为 19.46 万吨、稳定轻烃产量为 2.93 万吨，项目总收入为 12.96 亿元，利润总额为-5.13 亿元，亏损规模较大，中诚信国际将持续关注上述项目未来运营及盈利情况。

光伏产业方面，截至 2018 年 3 月底，公司在太阳能项目的总投资为 33.00 亿元。该项目主体单位为山西潞安太阳能科技有限责任公司，项目建成达产后年产 1,000MW 电池片及电池组片，一期产能 240MW/年，二期产能 760MW/年。项目一期已于 2010 年 9 月投产。项目二期由于所需资金较大，且光伏产品市场处于过剩状态，公司暂停建设二期工程。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；2017 年，公司太阳能业务实现营业收入 9.81 亿元，毛利率为-0.64%。中诚信国际将持续关注光伏行业政策变化对公司光伏产业的影响。

总体来看，公司其他业务板块规模较小，盈利能力有待提升，对公司利润贡献不大。

管理

产权状况

截至 2018 年 3 月末，公司实收资本为 43.10 亿元，山西省国资委持有公司 100% 的股权，为公司实际控制人。截至 2017 年末，公司拥有 63 家纳入合并报表范围的二级子公司。

法人治理结构

公司是山西省人民政府出资设立的国有独资企业。公司不设股东大会，董事会是公司的决策机构，根据山西省国资委的授权，行使股东会的一部分职权。公司董事会由 6 名董事组成，其中职工代表 1 名，非职工代表董事由省国资委委派，职工代表由公司职工民主选举。董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名，董事长、副董事长由省国资委从董事会成员中指定。监事会是公司监督机构，由 5 名成员组成，其中职工监事 1 名。总经理领导下的经理层是公司的执行机构。公司法人治理结构比较完善。

管理水平

公司建立健全了内部管理规章制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

资产管理方面，作为国内资产的授权经营者，公司将国有资产保值增值和资产收益最大化作为其经营管理的目标。公司董事会负责管理全部国有资产，董事会下设资产财务部等部门具体负责国有资产的日常管理。公司对子公司国有资产管理主要是实施股权管理，全面实行资产经营责任制，并以此作为依据考核子公司经营者的绩效；对分公司的国有资产实行统一管理。

财务管理方面，公司建立了以资产为纽带的三级会计主体和两个层次的新型财务管理体制。企业的会计主体包括公司总部、各子公司及其所属单位，每个会计主体模拟法人运行，分别管理、分别统计、分别核算。公司总部对分公司财务实行统一管理，并纳入公司总部统一核算；对子公司的生产经营资金实行统一管理，即“统一筹措、统一储存、统一调配、统一结算、统一借贷”，对子公司委派财务总监或由董事会、监事会派人对其进行财务监督。2007 年公司组建了财务公司，财务公司的成立有效强化了公司资金集中管理力度、提高了资金使用效率、降低了公司财务成本，同时通过对集团内部成员单位的资金集中管理也提高了集团对子公司的控制力。

安全生产管理

公司制定了一系列有关生产经营的制度以及管理办法，形成了《安全管理制度汇编》，共有 69 个关于安全生产的制度，内容主要包括《安全目标管理制度》、《安全隐患排查治理和报告制度》、《生产安全事故处理制度》、《安全监督检查制度》、《安全操作管理制度》、《安全教育与培训制度》等等，这些制度的实施，有效地防范安全隐患，保证了公司的安全生产经营活动。

近年来公司实现了持续稳定的安全生产，近三年无重大安全事故，2015~2017 年煤炭生产百万吨死亡率分别为 0.05、0 和 0，安全生产水平居于行业先进水平。其中，2015 年 7 月 20 日，公司下属子公司蒲县常兴煤业有限公司发生一起顶板事故，造成 3 人死亡；同年 10 月 26 日，公司下属上市公司潞安环能五阳煤矿发生瓦斯抽采管路燃爆事故，造成 1 人死亡。

表 11：近年来公司安全生产指标（人/百万吨）

	2015	2016	2017
公司百万吨死亡率	0.05	0	0
全国平均百万吨死亡率	0.16	0.16	0.11

资料来源：公司提供

表 12：截至 2018 年 3 月末公司主要项目投资规划（亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2018 年 3 月末 已完成投资	2018 年 4-12 月计划 投资	2019 年计划投资
古城矿井	82.77	63.78	13.80	13.00
李村矿井	63.42	64.96	0.99	--
煤基油项目	230.00	213.85	18.62	13.12
合计	376.19	342.59	33.41	26.12

资料来源：公司提供

总体来看，公司的发展战略基本符合以煤炭产业为主，不断延伸产业链条的发展趋势，未来投资规模不大。

财务分析

以下财务分析基于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 2015~2016 年财务报告、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

总体来看，公司基本建立健全了一整套管理办法和规章制度，运作较为规范。

战略规划

公司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。未来公司将立足煤、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、煤-电、煤-焦-化等大循环、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。

在建项目方面，截至 2018 年 3 月，公司重点在建工程包括两个在建矿井和一个煤基油项目，规划总额为 376.19 亿元，截至 2018 年 3 月末公司累计投资 342.59 亿元。其中李村矿井预计 2018 年末完成建设，古城矿井和煤基油项目预计 2019 年末完成建设。

2017 年财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报告，所有财务数据均依据新会计准则编制；公司将融资租赁款计入长期应付款；中诚信国际在分析时将其调整至长期债务；公司将短期融资券及超短期融资券计入其他流动负债，中诚信国际将其调整至短期债务。

资本结构

近年来，公司资产规模整体呈上升趋势，

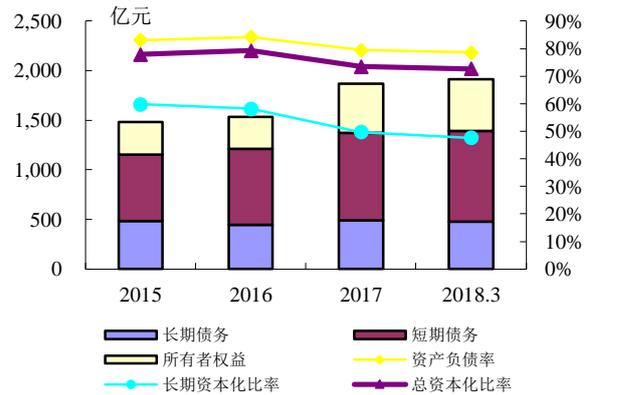
2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 1,931.32 亿元、2,017.16 亿元、2,417.79 亿元和 2,433.75 亿元。从资产构成来看，由于煤炭行业固定资产投资规模较大，公司以非流动资产为主，2017 年末非流动资产占总资产比重为 64.22%。

公司非流动资产主要由在建工程、固定资产和无形资产构成，2017 年末占总资产比重分别为 39.39%、35.86% 和 17.86%。固定资产方面，公司固定资产主要由房屋建筑物、矿井建筑物、机器设备及运输设备等构成，近年来随着固定资产更新换代支出以及在建工程转固，公司固定资产整体呈上升趋势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 451.08 亿元、498.90 亿元、556.84 亿元和 554.03 亿元；同期末在建工程分别为 573.12 亿元、611.41 亿元、611.63 亿元和 640.75 亿元，随着在建工程项目的投入，整体亦呈上升趋势。其中，2018 年以来，公司加大对煤基油 180 项目和李村矿井等项目投资，3 月末公司在建工程较 2017 年末上升 4.76%。无形资产方面，公司无形资产主要为土地使用权、采矿权和探矿权，近年来呈上升趋势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 168.43 亿元、170.23 亿元、277.33 亿元和 275.73 亿元。其中，2017 年公司无形资产同比增加 62.91%，主要为公司依据 2017 年 9 月 6 日山西省财政厅、山西省国资委下达《山西省财政厅、山西省国资委关于山西潞安矿业（集团）有限责任公司矿权、土地价值重估结果的意见》（晋财资函（2017）34 号）等文件，将批文所涉及的 12 块井田与 80 宗土地进行价值调整，调增无形资产土地 11.37 亿元、采矿权 95.96 亿元。此外，应收票据方面，随着煤炭市场回暖，公司煤炭销量售价齐升，加之公司回款交易以票据结算为主，且近年来公司贸易保持较大规模，带动应收票据逐年上升，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 58.97 亿元、119.69 亿元、214.90 亿元和 201.10 亿元，规模较大，形成一定资金占用。

所有者权益方面，2015~2017 年末公司所有者权益分别为 327.58 亿元、318.39 亿元和 495.88 亿元。其中，2016 年公司，公司净利润亏损 6.13 亿元，期末所有者权益同比下降 2.81%。2017 年，公司发行 10 亿元永续中期票据，加之公司对其所属

井田和土地进行价值调整，资本公积及实收资本均有所增加，此外，公司于 2017 年 3 月与建设银行签署规模为 100 亿元的债转股协议，部分资金已于 2017 年到位，上述因素带动 2017 年末公司所有者权益同比大幅上升 55.74%。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益进一步增至 523.09 亿元，主要为公司利润积累及发行 20 亿元永续中期票据。

图 6：近年来公司资本结构分析



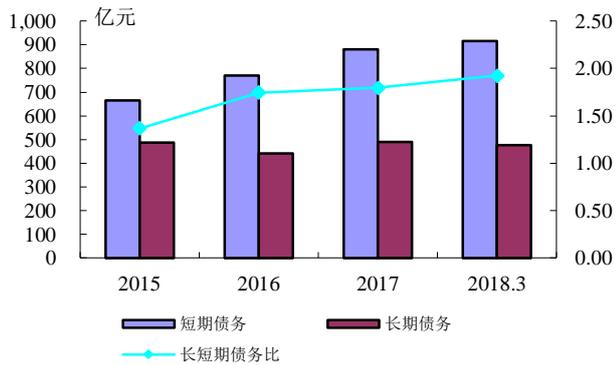
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，随着在建工程的推进，近年来公司总负债逐年增长，2015~2017 年末，公司总负债分别为 1,603.74 亿元、1,698.77 亿元和 1,921.91 亿元；同期资产负债率分别为 83.04%、84.22% 和 79.49%，整体有所下降但仍处于较高水平。其中，2017 年末，公司总负债同比增加 13.14%，但由于所有者权益增幅较大，资产负债率同比下降 4.73 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 1,910.66 亿元，资产负债率为 78.51%。

有息债务方面，近年来公司投资规模较大，资本支出较多，加之前期经营压力较大，公司债务规模逐年增加，2015~2017 年末公司总债务分别为 1,152.33 亿元、1,213.32 亿元和 1,372.19 亿元；同期总资本化比率分别为 77.86%、79.21% 和 73.45%。截至 2018 年 3 月末，公司总债务进一步升至 1,391.38 亿元，总资本化比率为 72.68%。

从债务结构来看，由于公司贸易规模较大，短期资金需求量大，公司主要以短期债务为主，2015~2017 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.37、1.74 和 1.79，随着长期债务到期转入一年内到期的非流动负债及短期债务的增加，呈逐年增长趋势。截至 2018 年 3 月末，公司长短期债务比进一步增至 1.92。

图 7：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看，随着在建项目的推进，公司总资产规模持续扩大，同时负债逐年增加且保持较大规模，目前公司负债率处于较高水平；公司债务主要为短期债务，债务结构有待改善。

盈利能力

近年来由于公司主动减小贸易业务规模，公司营业总收入整体呈下降趋势，2015~2017 年分别为 1,800.01 亿元、1,600.20 亿元和 1,607.50 亿元；同期营业毛利率分别为 4.14%、6.79% 和 11.08%，呈逐年增加趋势。2018 年 1~3 月，公司营业总收入和营业毛利率分别为 364.78 亿元和 8.73%。

表 13：近年来公司分业务收入与盈利情况分析（亿元、%）

业务	2015		2016		2017		2018.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	166.28	32.86	206.53	40.21	347.06	43.57	79.48	38.98
贸易	1,399.35	0.49	1,127.56	0.15	997.86	0.08	213.98	0.03
焦化	21.02	11.18	27.52	11.97	47.35	8.15	10.58	5.20
化肥	30.26	14.21	24.13	24.94	29.08	23.83	8.01	4.12
其他	183.10	--	214.46	--	186.15	--	52.73	--
营业总收入/营业毛利率	1,800.01	4.14	1,600.20	6.79	1,607.50	11.08	364.78	8.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2015~2017 年公司期间费用分别为 83.63 亿元、80.22 亿元和 110.54 亿元，同期三费收入占比分别为 4.65%、5.01% 和 6.88%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主。管理费用方面，2015~2017 年公司管理费用分别为 43.93 亿元、38.99 亿元和 47.88 亿元；其中，2016 年，由于煤炭市场低迷，公司加大成本管控，管理费用同比下降 11.25%。2017 年，公司增加职工薪酬、修理费和研发费用，带动当期管理费用同比上升 22.80%。财务

分板块来看，煤炭方面，2015~2017 年公司煤炭业务收入分别为 166.28 亿元、206.53 亿元和 347.06 亿元；同期毛利率分别为 32.87%、40.21% 和 43.57%，随着煤炭产品销售量价齐升均呈逐年增加趋势。2018 年 1~3 月，公司煤炭业务收入为 79.48 亿元，毛利率小幅降至 38.98%。贸易板块方面，公司贸易物流业务为非煤业务的主体，2015~2017 年公司贸易板块收入分别为 1,399.35 亿元、1,127.56 亿元和 997.86 亿元，呈逐年下降趋势，主要原因为近年来公司为规避风险，主动压缩贸易业务规模。2018 年 1~3 月，公司贸易板块收入为 213.98 亿元。焦化方面，近年来随着去产能政策的推行，焦炭的价格逐步回升，2015~2017 年，公司焦化板块收入分别为 21.02 亿元、27.52 亿元和 47.35 亿元，呈逐年增加趋势；同期焦化板块毛利率分别为 11.18%、11.97% 和 8.15%，其中 2017 年，由于原材料价格的上升，公司焦化板块毛利率同比下降 3.82 个百分点。化肥方面，2016 年，公司主要产品产销量有所下滑，收入同比下降 20.26% 至 24.94 亿元；2017 年，公司主要化肥产品价格有所回升，带动该板块收入同比上升 20.51% 至 29.08 亿元。

费用方面，近年来，随着债务规模的增加，财务费用呈逐年增加趋势，2015~2017 年分别为 30.53 亿元、32.34 亿元和 51.92 亿元；其中，2017 年，随着部分在建工程完工投产，资本化利息支出规模下降，财务费用同比大幅增加 60.55%。2018 年 1~3 月，公司三费合计为 22.33 亿元，三费收入占比小幅降至 6.12%。总体来说，公司三费规模较大，费用控制能力有待进一步加强。

表 14：近年来公司三费分析（亿元、%）

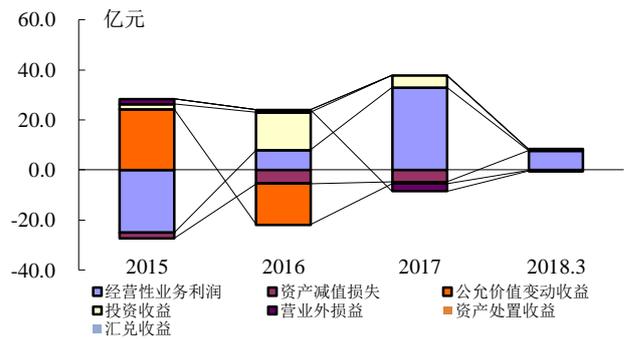
	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	9.17	8.89	10.73	1.53
管理费用	43.93	38.99	47.88	8.45
财务费用	30.53	32.34	51.92	12.35
三费合计	83.63	80.22	110.54	22.33
营业总收入	1,800.01	1,600.20	1,607.50	364.78
三费收入占比	4.65	5.01	6.88	6.12

注：由于四舍五入，各明细数加总与合计数可能存在差异。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润总额来看，近年来，公司利润总额逐年增加，2015~2017年，公司利润总额分别为1.06亿元、2.16亿元和29.30亿元；其中，经营性业务利润分别为-24.87亿元、7.92亿元和33.01亿元，随着主要产品价格的上升而逐年增加，逐步成为利润总额的主要构成部分。资产减值损失方面，2015~2017年，公司资产减值损失分别为2.39亿元、5.38亿元和4.82亿元，主要为坏账损失以及无形资产减值损失。公司公允价值变动收益主要为持有上市公司股票变动值，2015~2017年分别为24.11亿元、-16.54亿元和-0.59亿元。其中，2015~2016年，公司公允价值变动主要由持有的万达院线价值波动构成。投资收益方面，公司每年通过处置部分金融资产及长期股权取得一定的投资收益，2015~2017年分别为2.18亿元、15.06亿元和4.83亿元。其中2016年，公司投资收益同比增加12.89亿元，主要系当期处置长期股权投资产生的投资收益10.22亿元。营业外损益方面，2015~2017年公司营业外损益分别为2.04亿元、1.08亿元和-3.13亿元，主要为政府补助。其中，2017年，由于会计政策变更，公司将于日常经营活动相关政府补助计入其他收益，加之公司为承担社会职能而产生的营业外支出有所增加，公司营业外损失规模较大。2018年1~3月，公司实现利润总额8.05亿元，其中经营性业务利润为7.73亿元。

图 8：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看，近年来随着煤炭行业回暖，公司盈利能力逐步好转，且经营性业务利润逐步成为利润总额的主要构成部分。但公司经营情况受煤炭市场变化影响较大，煤炭行业供大于求的局面并没有根本改变，煤炭价格波动较大，中诚信国际将对煤炭价格变化保持持续关注。

现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年公司经营活动净现金流分别为7.85亿元、13.75亿元和17.55亿元，随着盈利能力的改善而逐年增加。其中，2017年，公司盈利能力大幅增强，但由于公司应收票据规模增幅较大，收现比有所降低，当期经营活动净现金流同比增加27.67%，增幅有所收窄。2018年1~3月，公司经营活动净现金流为12.49亿元，保持了较强的获现能力。

投资活动现金流方面，2015~2017年公司投资活动净现金流分别为-99.91亿元、-60.29亿元和-75.65亿元。其中，2016年，由于前期市场景气度较低，公司适时收缩投资规模，加之当期公司处置子公司收回现金，投资活动现金净流出量规模有所减少。2017年，公司投资活动现金净流出量同比增加15.36亿元，主要由于在建项目的推进，2018年1~3月，公司投资活动净现金流为-25.62亿元，保持了一定的投资规模。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动净现金流分别为96.48亿元、7.31亿元和148.29亿元。其中2016年，公司债务规模仅小幅上升，加之支付利息规模较大，筹资活动净现金流入规模大幅下降。2017年，公司筹资活动净现金流量

同比大幅增加，主要为债务规模的大幅上升及债转股资金落地。2018年1~3月，公司筹资活动净现金流为1.31亿元。

表15：近年来公司现金流量变化情况（亿元）

现金流指标	2015	2016	2017	2018.1~3
经营活动产生现金流入	1,595.30	1,430.43	1,406.76	319.22
经营活动产生现金流出	1,587.45	1,416.68	1,389.21	306.73
经营活动净现金流	7.85	13.75	17.55	12.49
投资活动产生现金流入	998.29	1,460.74	2,375.30	1,100.12
投资活动产生现金流出	1,098.20	1,521.03	2,810.95	1,125.74
投资活动净现金流	-99.91	-60.29	-75.65	-25.62
筹资活动产生现金流入	733.02	715.08	976.60	179.19
其中：吸收投资收到现金	3.68	3.83	70.12	--
借款所收到的现金	715.62	649.32	861.51	179.03
筹资活动产生现金流出	636.54	707.77	828.31	177.88
其中：偿还债务支付现金	514.42	630.29	695.15	161.41
筹资活动净现金流	96.48	7.31	148.29	1.31
现金及现金等价物增加	4.42	-39.23	90.19	-11.82

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看，随着煤炭市场行情回暖，公司经营获现能力有所增强，但仍无法有效覆盖投资支出，公司外部融资依赖度较高。

偿债能力

2015~2017年，公司EBITDA分别为73.07亿元、73.06亿元和124.34亿元，其中，2017年由于煤炭市场回暖，公司盈利能力与获现能力获得较大提升，公司EBITDA大幅增加。从偿债能力指标来看，2015~2017年公司总债务/EBITDA分别为15.77倍、16.61倍和11.04倍；同期EBITDA利息倍数分别为1.22倍、1.21倍和1.94倍，EBITDA对债务本息的覆盖能力呈波动上升趋势，但仍处于较低水平。经营活动净现金流偿债指标方面，近年来公司获现能力有所提升，相关偿债指标有所好转，2015~2017年，经营活动净现金流利息倍数分别为0.13倍、0.23倍和0.27倍；同期经营活动净现金流/总债务均为0.01倍，仍处于较低水平。

表16：近年来公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.3
长期债务(亿元)	486.69	442.15	490.99	475.79
总债务(亿元)	1,152.33	1,213.32	1,372.19	1,391.38
EBITDA(亿元)	73.07	73.06	124.34	--

经营活动净现金流(亿元)	7.85	13.75	17.55	12.49
资产负债率(%)	83.04	84.22	79.49	78.51
总资本化比率(%)	77.86	79.21	73.45	72.68
EBITDA利息倍数(X)	1.22	1.21	1.94	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.13	0.23	0.27	--
总债务/EBITDA(X)	15.77	16.61	11.04	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.04*

注：由于缺乏数据，未计算2018年一季度部分指标；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至2018年3月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币1,323.44亿元，已使用748.68亿元，未使用额度574.76亿元，具有较充足的备用流动性。此外，公司下属子公司潞安环能为A股上市公司，融资渠道通畅。

受限资产方面，截至2018年3月末，公司受限货币资金合计60.00亿元，占总资产比重为2.47%，其中受限银行承兑汇票保证金为55.05亿元。股权质押方面，公司将其持有的潞安环能9亿股无限售条件的流通股进行了质押。此外，截至2018年3月末，公司持有的潞安环能股票18.33亿股，占其总股本的61.27%，其中15.28亿股被冻结及质押，占其所持有股份的83.36%，占比较高。

或有负债方面，2016年3月8日，潞安集团收到北京仲裁委员会2016年3月7日作出的“(2016)京仲裁字第0289号”裁决书，裁决决定潞安集团向河南神火煤电股份有限公司（以下简称“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24.12亿元以及截至2015年2月10日的滞纳金10.95亿元，合计赔偿金额为35.15亿元。此外，神火股份依据“(2016)京仲裁字第0289号”裁决书向上海市第二中级人民法院申请冻结潞安集团持有下属上市公司潞安环能的部分股权，冻结股数为62,800万股，占潞安环能总股本的20.99%，占潞安集团持有潞安节能股本的34.22%，申请冻结起始日为2016年3月17日，冻结终止日为2019年3月16日，目前尚不能确定解冻日期。2016年3月18日，潞安集团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。2016年3月31日，北京仲裁委员会作出了关

于“(2016)京仲裁字第 0465 号”仲裁案答辩通知。2016 年 4 月 1 日，潞安集团向山西左权县人民法院申请财产保全，山西左权县人民法院作出民事裁定书“(2016)晋 0722 财保 4 号”，裁定冻结神火股份的银行存款 35.15 亿元，或查封、冻结其他相应价值的其他财产。在执行过程中，左权县人民法院冻结神火股份下属左权晋源矿业投资有限公司 100% 股权。由于潞安集团与神火股份发生的仲裁事宜尚未结束，上述事项或将对其资金及生产经营产生一定影响。

对外担保方面，截至 2017 年末公司对外担保金额为 56.38 亿元，占同期公司所有者权益 11.37%。公司对外被担保企业主要为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、山西中节能潞安电力节能服务有限公司、中节能山西潞安光伏农业科技有限公司，其中山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司担保金额为 50.76 亿元，该企业为山西省内的大型优质企业，资信和经营情况较好。公司对外担保比率较高，存在一定代偿风险。

表 17：截至 2017 年末公司对外担保情况（万元、%）

被担保对象名称	担保余额
晋城无烟煤集团公司	507,554.00
中节能山西潞安光伏农业科技有限公司	12,700.00
山西中节能潞安电力节能服务有限公司	40,583.00
山西潞安石圪节电线电缆厂	3,000.00
合计	563,837.00

资料来源：公司提供

过往债务履约情况

截至 2018 年 3 月末，公司无未结清不良信贷记录；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 20,000 万元、15,000 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。

评级展望

山西省煤炭资源储备丰富，具有分布广、品种全、质量优、易开采的特点。主矿区位于山西省最大的沁水煤田，是我国重要的优质动力煤和化工原料煤生产基地，截至 2018 年 3 月末，公司地质储量约为 435.60 亿吨。拥有主要在产矿井 34 对，产能为 7,290 万吨/年，规模优势明显。近年来公司积极延伸产业链，有助于分散经营风险。公司下属子公司潞安环能为 A 股上市公司，为公司的融资渠道提供了较强保障。此外，近年来公司得到了政府较大支持，获得了一定债转股资金。同时，中诚信国际也关注到煤炭市场价格波动、债务结构有待调整以及与神火股份仲裁事宜尚未结束等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

综合来看，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定山西潞安矿业（集团）有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于山西潞安矿业（集团）有限责任公司的跟踪评级安排

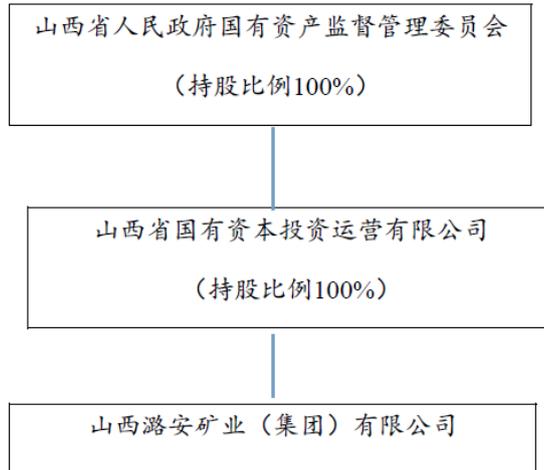
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对山西潞安矿业（集团）有限责任公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在山西潞安矿业（集团）有限责任公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注山西潞安矿业（集团）有限责任公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如山西潞安矿业（集团）有限责任公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

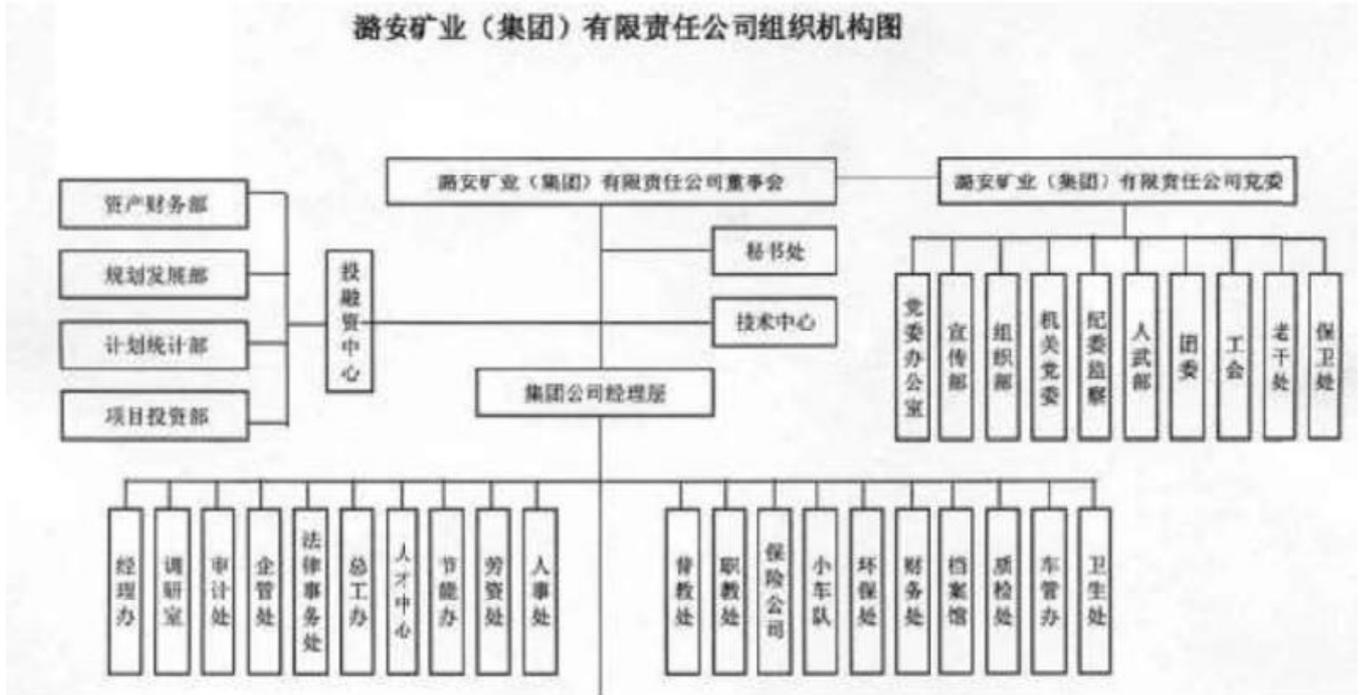
2018年8月16日

附一：山西潞安矿业（集团）有限责任公司股权结构（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：山西潞安矿业（集团）有限责任公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：山西潞安矿业（集团）有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	1,991,500.22	1,869,430.72	2,949,999.44	2,693,239.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	471,227.92	461,328.89	511,166.17	531,278.02
应收账款净额	710,522.28	697,935.46	553,274.13	623,936.85
其他应收款	453,210.40	320,141.12	284,269.23	263,580.93
存货净额	1,363,135.99	1,358,471.64	1,344,082.60	1,336,849.96
长期投资	316,939.49	357,003.90	395,262.82	391,151.11
固定资产	4,510,795.59	4,988,969.35	5,568,355.46	5,540,332.60
在建工程	5,731,216.82	6,114,086.50	6,116,316.11	6,407,546.46
无形资产	1,684,332.80	1,702,281.71	2,773,269.74	2,757,324.94
总资产	19,313,232.20	20,171,606.33	24,177,914.96	24,337,529.85
其他应付款	377,822.52	298,024.22	605,090.38	562,230.44
短期债务	6,656,340.97	7,711,657.36	8,811,909.81	9,155,859.84
长期债务	4,866,932.40	4,421,529.48	4,909,942.86	4,757,945.18
总债务	11,523,273.37	12,133,186.84	13,721,852.67	13,913,805.01
净债务	9,531,773.15	10,263,756.12	10,771,853.24	11,220,565.91
总负债	16,037,397.62	16,987,659.67	19,219,110.15	19,106,638.86
财务性利息支出	392,011.62	363,418.34	480,248.16	--
资本化利息支出	205,072.36	239,247.57	160,580.94	--
所有者权益合计	3,275,834.58	3,183,946.66	4,958,804.81	5,230,890.99
营业总收入	18,000,056.39	16,002,002.38	16,074,995.33	3,647,806.82
三费前利润	587,545.55	881,408.01	1,433,007.13	300,419.82
投资收益	21,786.62	150,696.10	48,319.20	6,527.56
净利润	-87,993.32	-61,279.38	101,931.02	78,548.78
EBIT	402,630.49	384,968.43	773,268.78	--
EBITDA	730,678.79	730,649.20	1,243,384.18	--
经营活动产生现金净流量	78,493.05	137,463.04	175,492.63	124,903.74
投资活动产生现金净流量	-999,060.79	-602,885.17	-756,491.35	-256,222.09
筹资活动产生现金净流量	964,797.01	73,102.90	1,482,871.22	13,082.03
现金及现金等价物净增加额	44,228.77	-392,300.94	901,865.38	-118,236.89
资本支出	905,866.46	570,817.61	669,293.41	189,496.55
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	4.14	6.79	11.08	8.73
三费收入比(%)	4.65	5.01	6.88	6.12
EBITDA/营业总收入(%)	4.06	4.57	7.73	--
总资产收益率(%)	2.20	1.95	3.49	--
流动比率(X)	0.65	0.56	0.65	0.64
速动比率(X)	0.51	0.45	0.55	0.54
存货周转率(X)	13.11	10.97	10.58	9.93
应收账款周转率(X)	28.85	22.71	25.70	24.79
资产负债率(%)	83.04	84.22	79.49	78.51
总资本化比率(%)	77.86	79.21	73.45	72.68
短期债务/总债务(%)	57.76	63.56	64.22	65.80
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.01	0.02	0.02	0.05
经营活动净现金/利息支出(X)	0.13	0.23	0.27	--
总债务/EBITDA(X)	15.77	16.61	11.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.09	0.14	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.22	1.21	1.94	--

注：所有财务数据均依据新会计准则编制；公司将融资租赁款计入长期应付款，中诚信国际在分析时将其调整至长期借款；公司将短期融资券及超短期融资券计入其他流动负债，中诚信国际将其调整至短期借款；2018年一季报未经审计；由于缺乏相关数据，未计算2018年1-3月部分指标；带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入占比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金收入、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。