

2015 年山西襄矿集团有限公司
公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第【897】号 01

债券简称: 15 襄矿债

增信方式: 采矿权抵押

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2022 年 02 月 11 日

债券偿还方式: 按年付息, 设置提前偿还条款, 第 5-7 年末分别按照发行总额 30%、30% 和 40% 的比例偿还本金

分析师

姓名:
金善姬 胡长森

电话:
010-66216006

邮箱:
jinshj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2015 年山西襄矿集团有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	正面	稳定
评级日期	2018 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 21 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对山西襄矿集团有限公司(以下简称“襄矿集团”或“公司”)及其2015年2月11日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的2018年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为AA-,发行主体长期信用等级维持为AA-,评级展望调整为正面。本次评级上调主要是基于公司煤炭资源储量丰富,为煤炭业务持续发展提供较好保障;公司产品销量和价格双涨,推动业绩大幅提升,盈利状况持续好转;在建项目投产后将丰富公司收入来源;此外,公司继续得到当地政府的支持。同时鹏元也关注到了,公司在建项目投产后能否取得预期收益存在不确定性、资产流动性较弱、资产负债率高、面临较大的短期刚性债务压力以及或有负债等风险因素。

正面:

- 公司煤炭资源储量丰富,为煤炭业务持续发展提供较好保障。截至2017年末,除国鼎煤业外,公司煤矿剩余可采储量达到1.93亿吨,可为煤炭业务未来持续发展提供较好的保障。
- 公司产品“量价”双涨,推动业绩大幅提升,盈利状况持续好转。受益于煤炭价格上涨和煤炭贸易量增加,以及PVC和烧碱“量价”双涨,2017年公司煤炭业务、PVC和烧碱收入分别达到30.75亿元、9.66亿元和5.03亿元,同比分别增长127.14%、27.19%和83.55%,带动公司营业收入同比增长81.81%至60.27亿元,净利润大幅攀升至5.14亿元。

- **公司在建项目将陆续投产，产业链将进一步延伸，收入来源更加丰富。**公司新建焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目已于2018年6月投产，20万吨气制乙二醇项目将于2018年10月完工，两个项目投产后，公司产业链将进一步延伸，收入来源更加丰富。
- **公司继续得到当地政府的支持。**公司是襄垣县的国有独资企业，2017年5月襄垣县人民政府决定对公司继续增资0.60亿元，其中0.20亿元资本金于2017年5月16日到位，剩余0.40亿元于2018年6月8日到位。

关注：

- **公司在建项目投产后能否取得预期收益仍有待观察。**目前气制乙二醇和液化天然气的市场总供给、总需求和价格较项目立项时或有较大变化，20万吨气制乙二醇项目和焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目投产后，能否达到预期收益仍有待观察。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主，其他应收款规模大，对资金占用较多，回收时间不确定，且存在坏账风险，整体资产流动性较弱。
- **公司资产负债率高，刚性债务规模大，面临较大的短期刚性债务压力。**截至2017年末，公司资产负债率为75.21%，有息债务为90.70亿元，其中短期有息债务55.72亿元，公司短期偿债能力指标表现较弱，面临较大的短期刚性债务压力。
- **公司对外担保规模大，存在或有负债风险。**截至2017年末，公司对外担保金额合计17.82亿元，占年末净资产的比重为35.01%，担保规模大，且均未设置反担保措施，公司存在或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	2,053,345.56	1,737,659.15	1,669,036.35
归属于母公司所有者权益合计（万元）	444,889.58	386,511.81	380,992.36
有息债务（万元）	906,967.30	791,593.77	828,418.39
资产负债率	75.21%	74.01%	73.48%
流动比率	0.66	0.90	0.96
速动比率	0.57	0.77	0.85
营业收入（万元）	602,673.22	331,477.30	235,425.76
营业利润（万元）	73,596.61	11,520.73	-4,259.51
政府补助（万元）	0.00	811.05	7,000.21
净利润（万元）	51,367.33	6,238.86	698.01

综合毛利率	27.19%	27.21%	21.85%
总资产回报率	5.06%	1.81%	0.95%
EBITDA（万元）	153,752.47	87,875.11	57,926.00
EBITDA 利息保障倍数	2.90	1.63	1.36
经营活动现金流净额（万元）	30,728.77	32,543.87	-59,410.43

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年2月11日公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划用于四个煤矿兼并重组整合项目，募集资金已按计划使用完毕。

二、发行主体概况

2017年1月，襄垣县经济和信息化局对公司增资1.20亿元，公司注册资本和实收资本增加至10.76亿元；2017年5月，根据襄垣县人民政府2017年5月12日〔2017〕第8次常务纪要，襄垣县人民政府决定对公司增资0.60亿元，其中0.20亿元资本金已于2017年5月16日到位，但尚未完成工商变更。截至2017年末，公司注册资本为10.96亿元，襄垣县经济和信息化局仍为公司的唯一股东和实际控制人。2018年6月8日，剩余0.40亿元资本金到位。

2017年公司投资设立山西襄矿集团售电有限公司，注册资本为2亿元，并纳入合并报表范围。根据襄垣县常委会《会议纪要》（〔2017〕第39期），将襄垣县住房保障和城乡建设管理局所持襄垣县泰瑞达供热有限公司（以下简称“泰瑞供热”）股权划回公司，划转基准日为2017年12月1日，因此公司2017年合并了泰瑞供热2017年12月1日至2017年12月31日期间的财务报表。上述股权划转尚未完成工商变更。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司共26家（详细见附录五），较2016年新增2家。

表1 2017年新纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
山西襄矿集团售电有限公司	100.00%	20,000	售电	投资设立
襄垣县泰瑞达供热有限公司	87.20%	300	供热	股权划转

资料来源：2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司总资产为205.33亿元，归属于母公司所有者权益合计44.49亿元，资产负债率为75.21%；2017年度，公司实现营业收入60.27亿元，净利润5.14亿元，经营活动产生的现金净流入3.07亿元。

三、运营环境

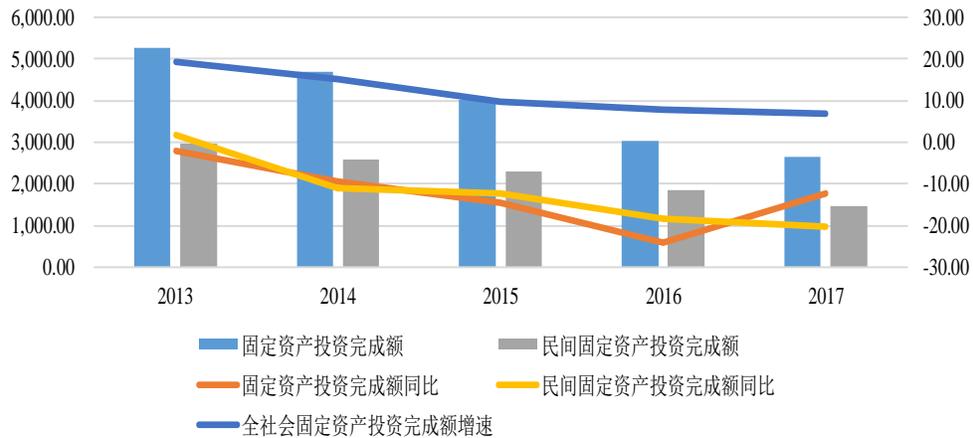
2017年煤炭行业产能依然过剩，行业固定资产投资持续放缓，产量有所反弹，库存情况得到明显改善

自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。2017年计划

退出产能 1.5 亿吨，实际退出 2.5 亿吨，连续两年超额完成目标，两年已合计退出 5.4 亿吨。根据中国煤炭工业协会披露的《2017 煤炭行业发展年度报告》，2017 年全国煤炭产能利用率为 68.2%，同比提高 8.7 个百分点，但是行业产能依然过剩。2018 年政府报告中提出，2018 年煤炭行业去产能目标为 1.5 亿吨，重点为僵尸企业，由“总量性去产能”转变为“结构性去产能、系统性优产能”。

自 2012 年以来煤炭采选业固定资产投资持续下降，2017 年投资总额为 2,648 亿元，同比下降 12.3%，降幅比上年收窄 11.9 个百分点；其中民间固定资产投资 1,471 亿元，同比下降 20.4%。

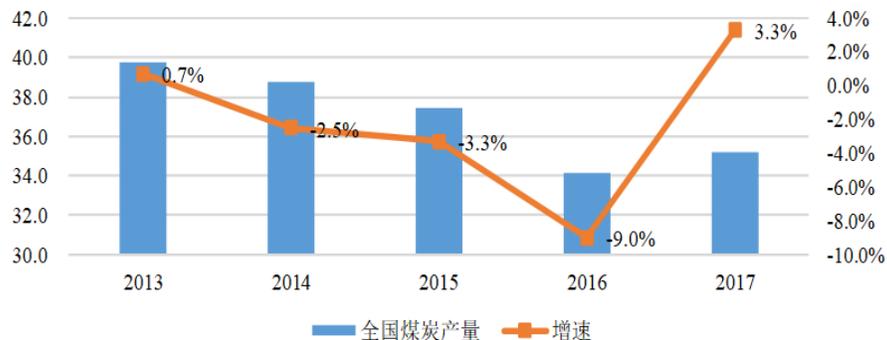
图 1 2013-2017 年我国煤炭行业固定资产投资及同比增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

产量方面，2017 年初，由于安全督查和环保约束要求，煤矿开工（复工）率较低，煤炭市场供给不足；二季度以来，国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放，2017 年全国原煤产量自 2014 年以来首次出现恢复性增长，全年原煤产量 35.2 亿吨，较 2016 年增加 1.1 亿吨，同比增长 3.3%。

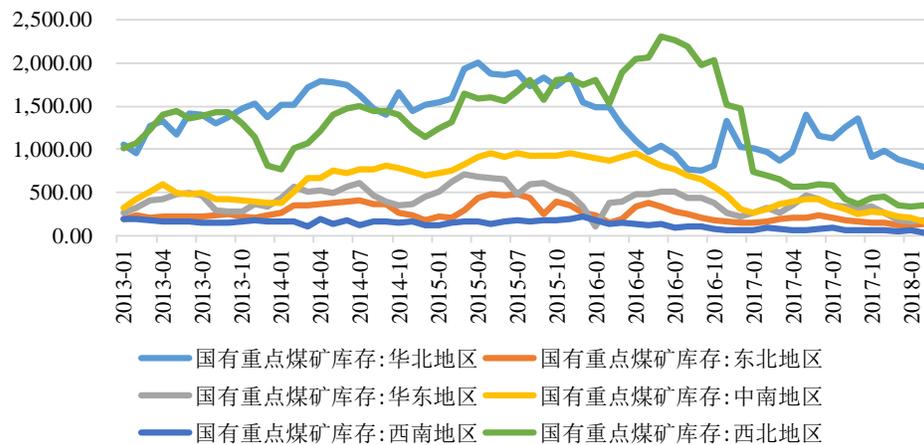
图 2 2013-2017 年全国煤炭产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

库存方面，2017 年末重点煤炭企业存煤 6,100 万吨，同比减少 2,284 万吨，同比下降 27.24%；重点发电企业煤炭库存 6,499 万吨，同比减少 47 万吨，库存可用天数 15 天；六大地区重点煤矿库存合计 1,789 万吨，同比下降 44.75%。2018 年以来，六大地区重点煤矿库存持续下降，2018 年 2 月末合计为 1,668.42 万吨，全国煤炭库存情况持续得到改善。

图 3 2013-2018 年 2 月六大地区重点煤矿库存情况（单位：万吨）

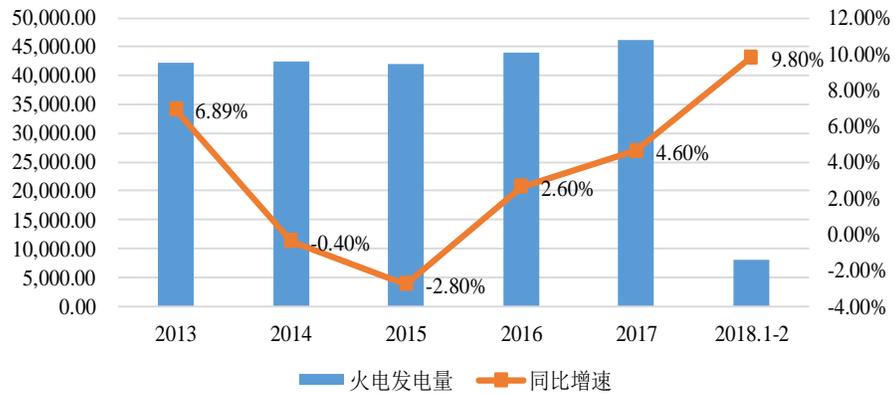


资料来源：Wind，鹏元整理

下游行业增速明显反弹，煤炭消费阶段性回升，但随着环保趋严，未来需求面临抑制

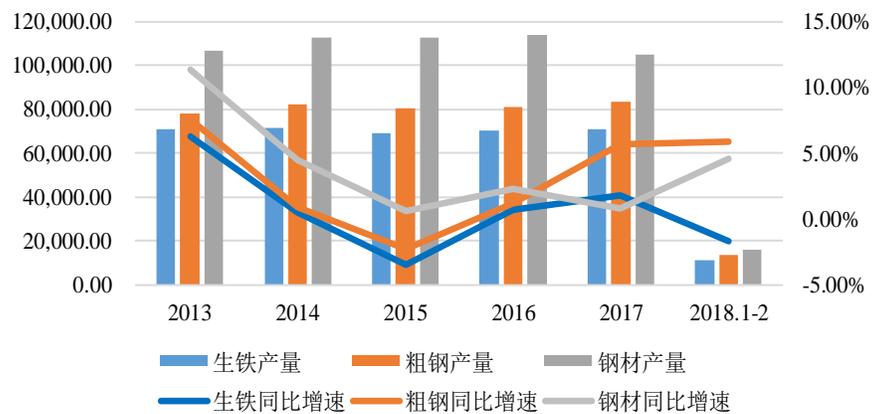
从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业。2017 年以来下游行业增速明显反弹，全年火力发电 4.61 万亿千瓦时，同比增长 4.6%，为 2014 年以来最大增幅；生铁、粗钢及钢材产量分别为 7.11 亿吨、8.32 亿吨和 10.48 亿吨，同比分别增长 1.8%、5.7%和 0.8%，生铁和粗钢产量增速较 2016 年分别提高 1.1 个和 4.5 个百分点，钢材产量增速较 2016 年下降 1.5 个百分点；水泥产量 23.16 亿吨，同比下降 0.2%。下游行业景气度持续回暖，带动煤炭消费呈阶段性回升。2017 年全国累计原煤总消费量约 38.5 亿吨，同比增长 2.9%，结束了自 2014 年以来的连续三年煤炭消费量负增长局面。但 2017 年以来，我国环保政策持续发酵，或对部分地区下游需求形成一定影响，此外，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，整体来看，未来煤炭消费需求将持续受到抑制。

图4 近年我国火电发电量及累计同比（单位：亿千瓦时）



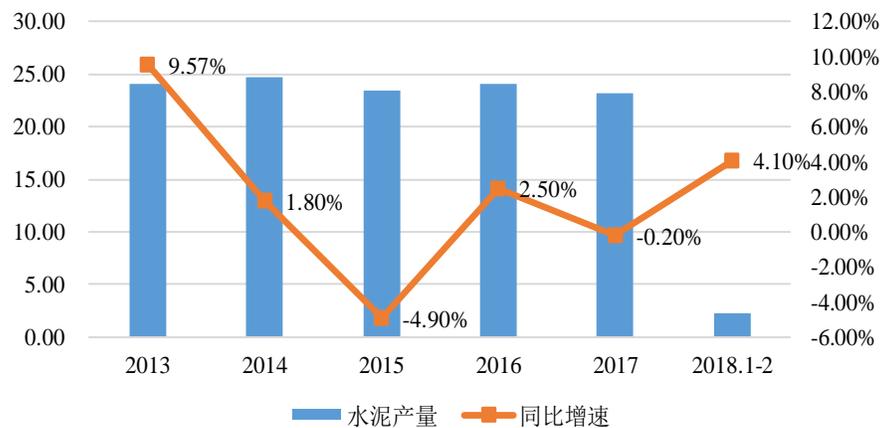
资料来源：Wind，鹏元整理

图5 近年我国生铁、粗钢及钢材生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图6 近年我国水泥产量及累计同比（单位：亿吨）



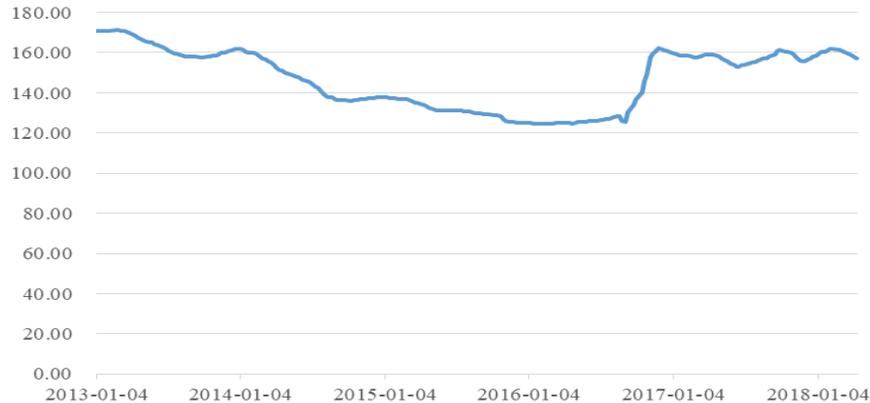
资料来源：Wind，鹏元整理

煤炭价格维持高位，在煤价利好下，煤炭行业盈利能力增强

2017年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，虽有淡旺季起落，煤价

整体呈高位运行态势。在煤价利好下，煤炭企业也普遍实现盈利增长或扭亏为盈，煤炭行业盈利能力增强。根据 Wind 数据，2017 年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 25,444.90 亿元，同比增长 25.90%；利润总额为 2,959.30 亿元，同比增长 290.50%；行业主营业务毛利率则上升至 27.7%，超过了 2011 年的水平。

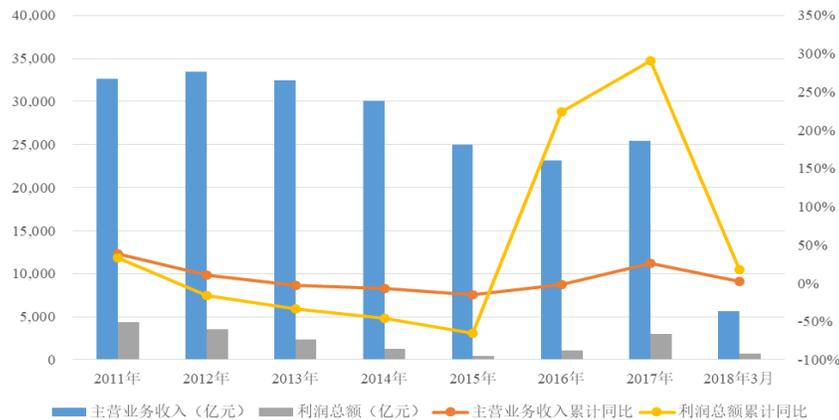
图 7 近年全国煤炭价格指数情况



注：2006 年 1 月 1 日全国煤炭价格指数为 100

资料来源：Wind，鹏元整理

图 8 近年煤炭行业主营业务收入、利润总额及其同比增速情况



资料来源：Wind，鹏元整理

国家继续出台多项产业政策促进煤炭行业持续健康发展，明确去产能仍是首要任务，要求严格执行落后产能的退出，调整优化产业结构以及产业格局，积极协调煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定

为促进煤炭行业的持续、健康、有序、稳定的发展，2017 年以来相关部委继续出台了多项煤炭行业政策。从梳理政策情况来看，去产能仍是首要任务，而重点着眼于“破、调、改、安”四个方面，同时引导解决煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定，并强调安全生产。具体来看，“破”是指继续破除无效供给；“调”是要调整优化行业结构，逐步实现从总量性去产能为主向结构性去产能、系统性优产能为主的转变；“改”是要推进企业兼并重组，加大“僵尸

企业”破产清算和重整的力度，引导扭亏无望的企业主动退出；“安”是要发挥各方的积极性，做好职工安置工作。

表 2 2017 年 1 月-2018 年 3 月我国主要煤炭产业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2017 年 2 月 17 日	工信部等十六部委《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》	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 3 月 21 日	人力资源社会保障部等五部门《关于做好 2017 年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》	确保分流职工就业有出路、生活有保障，确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。
2017 年 3 月 23 日	环保部《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 年 4 月 5 日	国家发展改革委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求建立煤炭产能置换长效机制；鼓励跨省（市、区）实施产能置换、鼓励实施兼并重组。鼓励已批准（审批）的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务，稳妥有序推进煤炭去产能。严格落实新建煤矿减量置换要求。支持地方统一实施产能置换。
2017 年 4 月 7 日	国家发展改革委《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	要求进一步提高长协合同量，每月上报履约情况，并重点督查电煤合同的履约情况。
2017 年 4 月 17 日	国家发展改革委等二十三部委《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》	加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。进一步明确了产能退出标准。各地区要着眼促进煤炭工业持续健康发展，将去产能与兼并重组、转型升级统筹考虑，同步推进，促进结构调整和布局优化，提升煤炭产业的整体素质和核心竞争力。
2017 年 4 月 24 日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家煤矿安监局、国家能源局《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许证照齐全、已形成生产能力超过核定生产能力且正常生产的露天煤矿和低瓦斯矿井申请产能核增，但需对应实施产能减量置换，置换、淘汰退出的产能不能小于核增产能的 110%，对于一级安全生产标准化矿井和特级安全高效矿井（露天）申请核增的，置换、淘汰退出产能不小于核增产能的 100% 即可。
2017 年 5 月 26 日	四部门《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》	大力推进企业安全生产标准化建设；《安全生产法》中规定生产经营单位必须推进安全生产标准化建设。完善创建煤矿安全生产标准化工作激励机制。统筹协调推进煤矿安全生产标准化建设工作。
2017 年 6 月 7 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调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 年 7 月 19 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产大检查实施方案》	此次安全大检查时间为 7 月至 10 月，检查范围为全国所有煤矿以及上一级公司，煤矿范围包括安全“体检”的正常生产煤矿，正常建设（新建、改扩建、技术改造、兼并重组）煤矿，责令停产停建整改煤矿，长期停产停建煤矿，列入淘汰落后、化解过剩产能退出规划（计划）尚未停产的煤矿。
2017 年 7 月 26 日	十六部委《关于推进供给侧结构性改革	从严淘汰落后产能。清理整顿违规项目。严控

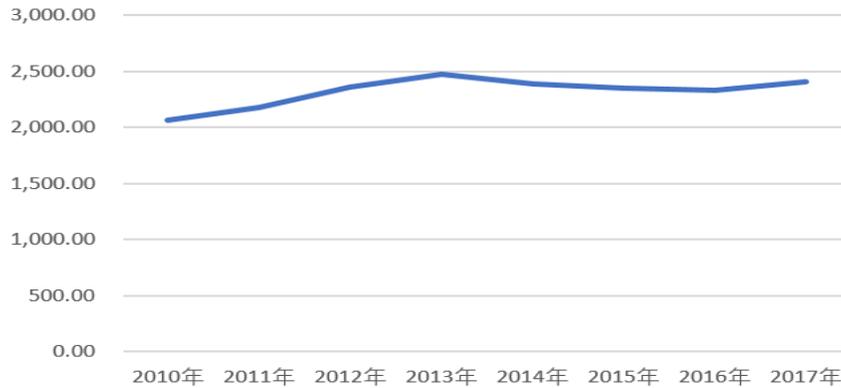
发布时间	政策名称	主要内容
	改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》	新增产能规模。2020 年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。加快机组改造提升。规范自备电厂管理。保障电力安全供应。
2017 年 8 月 21 日	环保部《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	压煤减排、提标改造、错峰生产。
2017 年 11 月 10 日	国家发展改革委《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的 75% 以上。
2017 年 11 月 28 日	国家发展改革委和能源局《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）》及考核办法的通知	针对煤炭企业设立煤炭最低库存和最高库存标准，保障现阶段国家发展的煤炭需求。
2017 年 12 月 15 日	《关于做好 2016、2017 年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》	各省市组织石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业进行碳排放的审核。
2017 年 12 月 19 日	十二部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	要求通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模显著扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。
2018 年 2 月 8 日	国家发展改革委、能源局、安监局、煤监局《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》	要求支持部分类型的煤矿产能加快退出（一是与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，二是灾害严重煤矿，三是长期停工停产煤矿），另一方面支持优质产能加快释放。
2018 年 3 月 5 日	《政府工作报告》	计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。
2018 年 3 月 7 日	国家能源局《2018 年能源工作指导意见》	2018 年中国煤炭产量 37 亿吨左右，中国能源消费总量控制在 45.5 亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到 59% 左右。

资料来源：公开资料，鹏元整理

2017年环保政策趋严，PVC产能新增趋缓，电石、兰炭等原料价格不断上涨，仍将支撑PVC价格维持高位，但由于房地产等需求端景气度不高，PVC企业经营风险犹存

随着氯碱行业环保政策趋严，2017年大量小型PVC生产企业关停，全年新增产能有限。由于我国多煤少油等产业特点，国内PVC产品按照工艺区分，占主导之位的依旧是电石法工艺，据中塑在线数据统计，2017年底PVC总产能为2,406万吨（其中包含聚氯乙烯糊状树脂137万吨），同比增长3.44%，PVC在产年产能共计2,299.5万吨；其中电石法年产能1,938.5万吨，占84.3%，乙烯法年产能361万吨，占15.7%。从地域分布上来看，西部地区煤炭资源丰富，其电石产能占全国总量的80%以上，因此，西北地区依靠资源优势，着力发展以电石法PVC为核心的“煤—电—PVC”一体化循环经济项目，其中内蒙以及新疆地区是国内PVC的主产区，两大地区PVC产能约占到了全国总产能的35.83%。

图9 2010-2017年国内PVC年产能情况（单位：万吨）

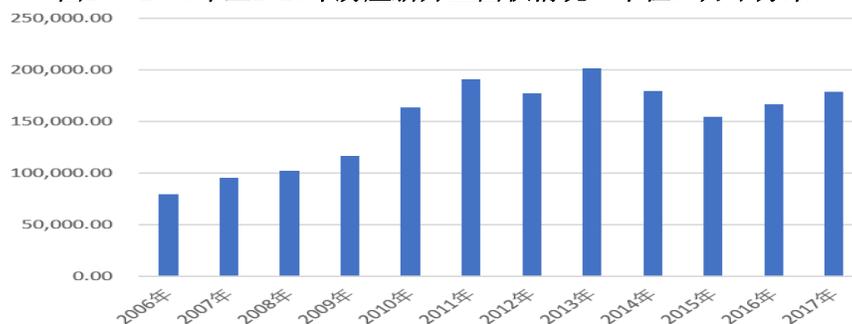


资料来源：Wind，中塑在线，鹏元整理

PVC需求市场主要在国内，广泛应用于建筑、医疗、汽车等领域。其中，建筑行业消费量占比60%左右。PVC管材和型材都要在房子建成后使用，属于房地产行业的后周期，其需求滞后地产新开工6-12个月。

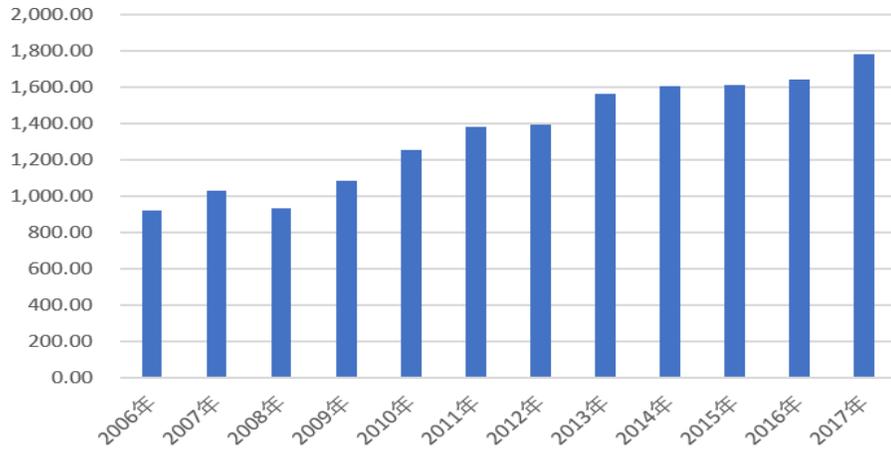
2016年，一二线城市限购带来的外溢性需求带动了核心城市周围且基本面较好的强三四线城市的涨价去库存，且2016年以来三四线城市的棚改货币化拉动了购买力，共同拉动2017年三四线城市销售面积大幅增长，全年销售面积占全国的7成。销售的增长带动了房地产开工的热情，2017年全国房屋新开工面积较上年继续增长7.02%，但增速略有下滑。2017年房地产市场的短暂回暖及其他领域需求的相对稳定，使得PVC表观消费量同比增长8.60%，增速为近三年最高。2017年11月，住建部、国土部、人民银行召开了部分省份房地产工作座谈会，指出库存较大的三四线城市和县城，要以不加杠杆为原则推进去库存。核心一二线城市周边的强三四线城市的库存已经消化殆尽，而不受核心城市辐射且基本面较差的弱三四线城市，人口和产业都在向外迁移，棚改也难以拉动去库存。2017年12月一线城市地产销量同比下降36.4%，二线城市销量同比下降32.1%，三四线城市地产销量同比下降36.7%，销售的回落必然会影响地产新开工的增长，加上2018年作为基建主力军的城投公司债券融资可能出现进一步收缩，较难支撑房屋新开工面积持续增长。

图10 2006年至2017年房屋新开工面积情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind，鹏元整理

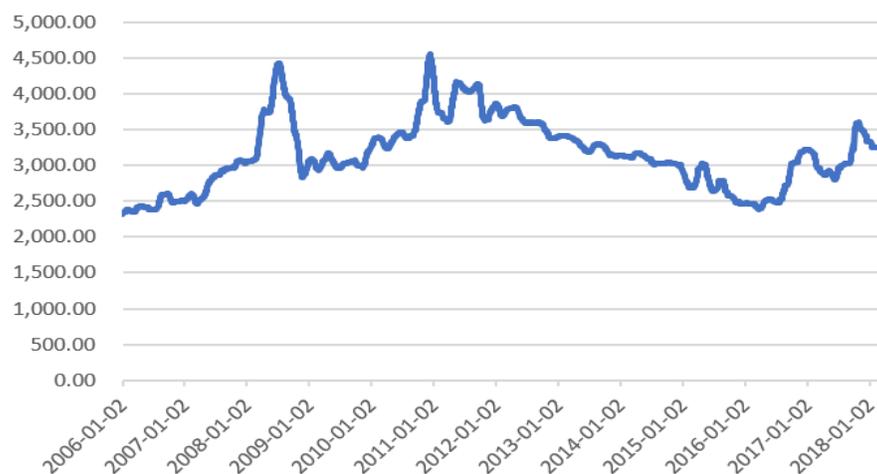
图11 2006-2017年我国PVC表观消费量增长情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

受环保政策趋严影响，2017年PVC主要原材料电石、兰炭价格呈增长趋势。2016年7月起，国家环保部分别在内蒙、宁夏等七个省份及陕西、甘肃等八个省份开启两轮对于化工企业的环保督察，电石生产工艺作为碳二产业链主要污染源，供给侧受到较大限制，特别是进入2017年，内蒙、宁夏等省份众多电石企业开工率明显下降，2017年下半年，我国电石市场价格呈现上行趋势，年末成交均价较年初上涨1,000元/吨以上，创下5年以来新高。进入2018年，由于各大企业上年底有一定规模的囤货，电石采购价格有小幅回落。同时，PVC生产的另一重要原料兰炭价格也在2017年有较大上涨。

图12 2006-2018年年初我国电石市场价（中间价）情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

2017年上半年，电石等原材料价格的起伏及下游需求疲软使得PVC价格出现震荡下行，一度跌至5,567元/吨，6月下旬上游供给收紧、价格上涨，拉动PVC价格回升至6,300元/吨；7-8月份受环保督查影响，PVC开工率下降，供给减少，同时电石供应不稳定引起价格上涨，加

上兰炭价格的不断上涨及国内禁止废塑料进口，诸多因素共同拉动PVC价格大幅走高，并在9月初到达7,559元/吨的最高点；9月份以来，国家发改委对PVC垄断企业进行处罚，加上下游需求持续疲软，PVC价格持续走低，11月底跌至5,998元/吨；下游企业年底备货累存拉动PVC价格小幅回升；2018年年年初以来，社会库存的相对高位及下游需求回复缓慢使得PVC价格在6,200至6,500元/吨的区间震荡。

图13 2016年以来我国PVC（电石法）市场中间价变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

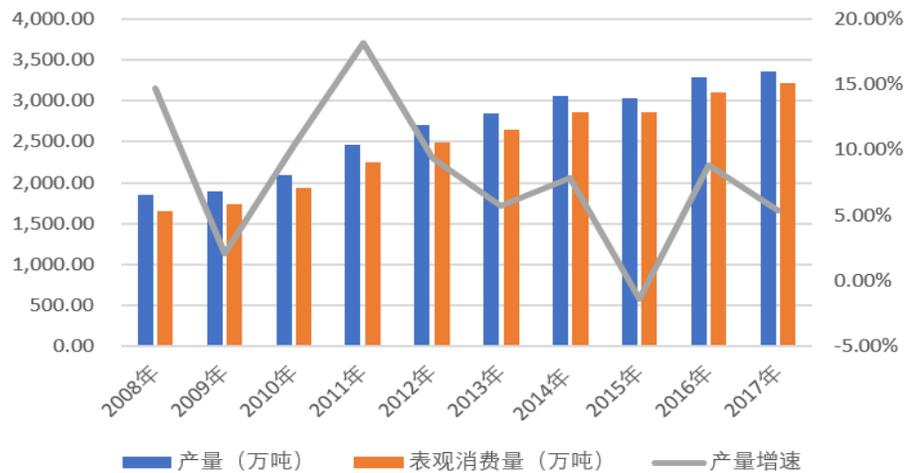
据卓创统计数据，2018年3月中旬PVC整体开工率为81.87%，环比上升1.03%；其中电石法PVC开工率81.47%，环比上升0.1%；下游塑料制品企业开工尚处于恢复阶段，华东部分大型企业开工已经提高到90%，北方受到环保影响，开工受限；加上房地产市场的不景气，2018年PVC下游需求较难释放，PVC价格支撑偏弱。预计未来PVC行业仍有一定经营风险，而西北地区的氯碱龙头企业，因发展上下游一体化产业链，且临近原料地，拥有一定的成本优势，抗风险能力相对较强。

2017年我国烧碱行业进一步去产能，开工率略有提升；由于下游需求好转，烧碱价格整体维持在高位

据中国氯碱网统计数据，2017年全球共有超过500家以上的氯碱生产商，世界烧碱总产能近9,400万吨。近年来，世界烧碱行业产能总体变化较小，新增产能主要集中在中国、印度等发展中国家。亚洲地区仍是全球烧碱产能最集中的地区，产能占全球的60%，中国是世界烧碱产能最大的国家，产能占全球总产能的44%。截至2017年底，中国烧碱生产企业共有160家，净增2家；中国烧碱总产能共计4,102万吨，较2016年净增加157万吨，增速仍较慢。烧碱企业平均产能由2013年的22万吨提升至26万吨，产业集中度进一步提升。

由于落后产能退出增多，产能增速放缓，开工情况略有好转，2017年国内烧碱行业平均开工率达到82%左右。受经济形势、新增产能数量、市场景气程度、碱氯平衡制约等因素的影响，烧碱产量增长速度近几年呈现较大的差异。据最新国家统计局数据显示，2017年12月中国烧碱产量299.4万吨，全国烧碱累计产量为3,365.2万吨，累计同比增长5.4%。

图14 2008-2017年国内烧碱年产量、产量增速及表观消费量对比



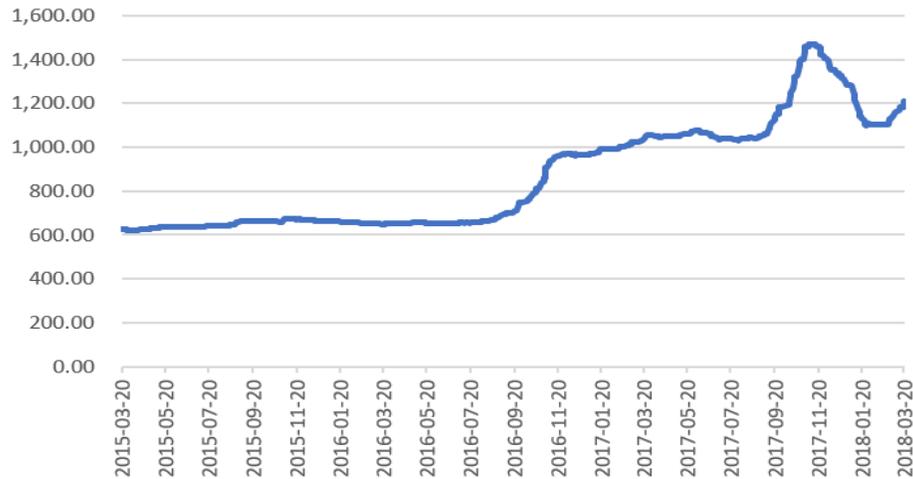
资料来源：国家统计局，鹏元整理

氧化铝是国内烧碱需求最大的行业，消费占比达34%，而我国是世界最大的氧化铝生产国，目前及今后中国多数企业新建氧化铝项目仍采用拜耳法工艺，但由于铝土矿资源品位严重下降，生产一吨氧化铝的烧碱消耗量将增多。此外，虽然近几年国内大力推行“三降一去一补”政策，导致国内污染严重的领域关停或者去产能企业增多，但造纸、印染以及化工行业对于烧碱的需求量依旧不减，三者占比总和仍超过40%。2017年，氧化铝总产能约为7,615万吨，全年总产量达6,901.7万吨，均较上年有一定幅度增长。2017年8月，山西省环保局要求十九大和全运会期间，山西省内铝土矿（氧化铝生产原料）企业全部停产，直接影响了山西氧化铝生产，而山西氧化铝年产能约2,000万吨，占全国总产能的27.5%，对全国的氧化铝供给造成了一定冲击。铝土矿供应紧张带动价格提高，而氧化铝下游电解铝等的需求有所回暖，共同拉动2017年下半年氧化铝价格不断上涨；2017年四季度，受上游矿石价格回落影响，氧化铝价格持续回调。

受氧化铝等下游行业需求的推动，烧碱行情持续回暖，烧碱开工率维持在八成左右，2017年下半年烧碱价格持续走高。2017年末至2018年2月份，由于工信部和环保部联合开展“2+26”城市部分工业行业2017-2018年秋季错峰生产工作，受此影响，氧化铝装置减产运行，对烧碱的需求大幅萎缩，引起烧碱价格的持续回调；进入2018年3月份，由于全国部分地区企业春节前后氯碱开工率减少，导致市场液碱供应量降低，同时因滨州三岳环氧丙烷，淄博东岳甲

烷氯化物装置开工低，液氯暂不采购，液氯需求减弱，价格持续下滑；氯碱失衡使得烧碱价格有所回升，并有望推动烧碱价格进一步走高。

图15 2015年3月末至2018年3月末国内主要产区烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中国氯碱网，鹏元整理

四、经营与竞争

近年公司以煤炭业务为基础，向下延伸煤电化、煤焦化和煤气化产业链，业务范围涉及原煤、精煤、PVC和烧碱的生产和销售，以及焦炭贸易、供电、供热等业务。2017年公司收入仍主要来源于煤炭、PVC、烧碱的生产和销售，上述产品收入合计占公司营业收入的比重为75.41%。2017年国内煤炭、PVC及烧碱行业景气度持续改善，销售价格明显上升，带动公司收入大幅增长。具体来看，2017年公司实现营业收入602,673.22万元，同比增长81.81%。其中，煤炭业务收入307,511.51万元，同比增长127.14%；PVC和烧碱收入分别为96,625.51万元和50,324.11万元，同比分别增长27.19%和83.55%。此外，2017年公司实现电及附产品收入23,816.90万元、焦炭及附产品收入89,175.70万元，对公司收入形成重要补充。2017年公司综合毛利率为27.19%，较2016年变动不大。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表3 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原煤、精煤及附产品	307,511.51	40.18%	135,381.88	37.93%
树脂粉（PVC）	96,625.51	4.94%	75,969.29	17.54%
烧碱	50,324.11	55.10%	27,416.68	40.14%
电及附产品	23,816.90	35.55%	24,889.52	52.29%

焦炭及附产品	89,175.70	0.55%	48,417.47	1.30%
镁锭	6,604.86	18.96%	12,155.71	28.89%
设备材料	24,140.29	2.42%	2,572.63	2.01%
其他	4,249.68	-74.57%	4,425.75	-66.20%
主营业务小计	602,448.56	27.17%	331,228.92	27.16%
其他业务小计	224.66	95.55%	248.38	100.00%
合计	602,673.22	27.19%	331,477.30	27.21%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，煤炭价格走强及煤炭贸易量增长推动煤炭业务收入及盈利能力均有所提高，未来技改矿井完工投产有望提升原煤产能及产销量，但煤炭业务客户集中度较高，且煤炭贸易业务持续性尚待观察

2017年公司未新增煤炭矿区，拥有的煤炭矿区仍为晋平煤业、石板沟煤业、上良煤业、西故县煤业、新庄煤业、辉坡煤业和国鼎煤业7个煤炭矿区，煤种主要为贫瘦煤，其中国鼎煤业由于资源枯竭关停未生产。截至2017年末，除国鼎煤业外，剩余6个煤炭矿区剩余可采储量合计达1.93亿吨，其中晋平煤业与石板沟煤业地质储量均超过亿吨，剩余可采储量均在4,000万吨以上，但辉坡煤业和新庄煤业剩余可采储量较小，面临资源枯竭。

表4 截至2017年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
晋平煤业	襄垣县夏店镇西北阳村	100%	贫瘦煤	13,313.00	4,085.96
石板沟煤业	襄垣县下良镇曹家坪村	100%	贫瘦煤	12,463.00	8,428.95
上良煤业	襄垣县下良镇上良村	51%	贫瘦煤	5,231.00	2,149.80
西故县煤业	下良镇西故县村	51%	贫瘦煤	6,201.00	3,180.61
新庄煤业	襄垣县下良镇西故县村	100%	贫瘦煤	2,781.00	969.23
辉坡煤业	襄垣县古韩镇南田漳村	51%	贫瘦煤	1,441.00	500.64
国鼎煤业	吕梁市离石区红眼川乡寺头村	61%	贫瘦煤	401.00	40.00
合计	-	-	-	41,831.00	19,355.19

资料来源：公司提供

2017年石板沟煤业和上良煤业仍处于技改中，仅生产了少量的技改煤。截至2018年5月末，石板沟煤业技改工程已完成，预计将于2018年7月复产，上良煤业后续尚需投入建设资金约2,000万元¹，技改预计将于2019年3季度完成。石板沟煤业剩余可采储量超过8千万吨，且煤质较好，随着石板沟煤业技改完成，预计公司煤炭产销量将有所增长。

2017年公司正常生产的煤矿共4个，分别为晋平煤业、辉坡煤业、西故县煤业和新庄煤业，

¹ 上良煤业投资计划后续有所变更。

核定产能分别为240万吨/年、80万吨/年、90万吨/年和90万吨/年。2017年公司煤炭产量合计为470.32万吨，同比下降9.72%。

表5 2016-2017年公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2017年		2016年		备注
	产能	产量	产能	产量	
晋平煤业	240	192.41	240	175.81	正常生产
国鼎煤业	60	0.00	60	20.67	关停
辉坡煤业	80	49.37	80	35.20	正常生产
石板沟煤业	120	24.88	120	12.27	技改中
西故县煤业	90	81.67	90	113.70	正常生产
新庄煤业	90	120.09	90	154.45	正常生产
上良煤业	120	1.90	120	8.84	技改中
合计	800	470.32	800	520.94	-

注：技改中的煤矿产能均为技改后设计产能。

资料来源：公司提供

煤炭洗选方面，公司煤炭洗选业务仍由子公司襄垣县万发选煤有限公司（以下简称“万发洗煤”）运营，洗选能力仍为270万吨/年。由于万发洗煤的选洗设备紧邻晋平煤业，其入洗的原煤全部来源于晋平煤业，公司通过对比原煤和精煤价格水平及走势调整原煤入洗量。2017年入洗原煤61.97万吨，产出精煤45.39万吨，同比分别下降27.09%和23.07%。公司精煤产出百分比虽有所上升，但是仍较低，主要系入洗的原煤品质不高所致。

表6 2016-2017年公司煤炭洗选情况

项目	2017年	2016年
洗选能力（万吨/年）	270	270
入洗量（万吨）	61.97	85.00
精煤产量（万吨）	45.39	59.00
产出百分比	73.25%	69.41%

资料来源：公司提供

公司煤炭销售分为内部销售和外部销售，其中内部销售主要销售给万发洗煤和子公司襄垣县诚丰电力有限公司（以下简称“诚丰电力”）。因诚丰电力进行环保改造，用煤需求下降，导致其全年购煤量下滑至30.12万吨，同比下降55.39%，万发洗煤的购煤量亦有所下降。2017年公司原煤销量为474.35万吨，同比下降9.95%；其中对外销售372.18万吨，规模较上年变动不大。

表7 2016-2017年公司各煤矿原煤销售情况（单位：万吨）

矿区名称	2017年				2016年			
	销量	其中：对	万发	诚丰	销量	其中：对	万发	诚丰

		外销售	洗煤	电力		外销售	洗煤	电力
晋平煤业	199.06	127.01	72.05	-	155.42	69.26	85.00	1.16
国鼎煤业	-	-	-	-	17.47	17.47	-	-
辉坡煤业	54.45	54.45	-	-	38.00	38.00	-	-
石板沟煤业	24.98	24.98	-	-	16.43	16.43	-	-
西故县煤业	79.58	62.87	-	16.71	123.56	113.07	-	10.49
新庄煤业	112.11	98.70	-	13.41	164.74	108.87	-	55.87
上良煤业	4.17	4.17	-	-	11.17	11.17	-	-
合计	474.35	372.18	72.05	30.12	526.79	374.27	85.00	67.52

注：按照发票出具时间统计，2017年晋平煤业对万发洗煤的销售量为72.05万吨，实际入洗量为61.97万吨。
资料来源：公司提供

2017年公司原煤销售均价为419.91元/吨，同比上升79.40%；精煤销售均价为578.06元/吨，同比上升16.48%。销量方面，原煤销售量较2016年变动不大，精煤销量为80.79万吨，同比增长44.35%，主要系2016年销售的部分精煤于2017年开票结算所致。2017年公司原煤销售收入为156,282.10万元，同比增长78.40%，精煤销售收入为46,701.47万元，同比增长68.13%。

表8 2016-2017年公司煤炭销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017年	2016年	同比变动
原煤	产量	470.32	520.94	-9.72%
	销量	372.18	374.27	-0.56%
	平均售价	419.91	234.06	79.40%
精煤	产量	45.39	59.00	-23.07%
	销量	80.79	55.97	44.35%
	平均售价	578.06	496.27	16.48%

注：由于万发洗煤2016年销售的部分精煤于2017年开票结算，故2017年精煤销量远大于产量。
资料来源：公司提供

子公司山西襄矿集团销售有限公司（以下简称“销售公司”）于2016年11月开始从山西七一煤化集团有限公司（以下简称“七一集团”）采购煤炭（原煤、精煤和中煤等）并对外销售，销售价格为采购价格上浮5元/吨，2017年采购金额合计10.25亿元，煤炭贸易收入对公司煤炭业务收入贡献较大。2018年七一集团成立销售子公司负责其煤炭的销售，预计2018年公司煤炭贸易收入将大幅下滑。2017年公司煤炭业务毛利率为40.18%，较2016年提升2.25个百分点。

公司原煤主要销售给洗煤厂、煤化工企业、煤炭贸易公司以及电厂等；公司精煤主要下游客户为钢厂、煤化工企业等，在销售区域分布上主要集中于山西、山东和河南等省份。客户集中度方面，2017年公司原煤和精煤主要销售客户变化大，且原煤前五大客户销售占比大幅提升，精煤前五大客户销售占比虽有所下降，但仍处于较高水平。整体来看，公司客户集中度相对较高，面临一定的经营风险。

表9 2016-2017年公司煤炭销售前五大客户情况（单位：万元）

年份	原煤			精煤		
	客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
2017年	襄垣县环宇煤业有限公司	18,586.70	11.89%	山东莱钢永锋钢铁有限公司	5,808.56	12.44%
	襄垣县宏诚煤炭经销有限公司	13,760.82	8.81%	安徽鑫利源洗选技术有限公司	4,327.49	9.27%
	襄垣县宏鲁洗选煤有限公司	11,046.26	7.07%	襄垣县长江商贸有限公司	1,950.11	4.17%
	襄垣县依藩物贸有限公司	10,398.31	6.65%	山西晟峰通工贸有限公司	1,489.67	3.19%
	襄垣县华宇选煤有限公司	9,330.70	5.97%	河北亿兆煤炭贸易有限公司	747.98	1.60%
	合计	63,122.79	40.39%	合计	14,323.82	30.67%
2016年	山西成功煤炭经销有限公司	4,758.61	4.42%	山西襄矿沁县华安焦化有限公司	6,000.00	21.60%
	黎城国新能源煤炭运销公司	4,696.38	4.36%	襄垣县恒祥焦化有限公司	5,000.00	18.00%
	襄垣县聚能物资贸易有限公司	1,600.00	1.49%	山东莱钢永锋钢铁有限公司	2,000.00	7.20%
	山西晟峰通工贸有限公司	1,041.00	0.97%	山西潞宝集团天地精煤有限公司	1,500.00	5.40%
	襄垣县宏鲁选煤有限公司	822.62	0.76%	长治市聚通能源发展有限公司	700.00	2.52%
	合计	12,918.61	12.01%	合计	15,200.00	54.72%

资料来源：公司提供

整体来看，公司煤炭资源储备丰富，煤炭价格走强及煤炭贸易量增加推动煤炭业务收入及盈利能力均有所提高，未来技改矿井完工投产有望提升原煤产能及产销量，但煤炭业务客户集中度较高，且煤炭贸易业务持续性尚待观察。

受益于“煤电化”的产业链模式，公司PVC和烧碱生产具有一定的成本优势；2017年公司PVC和烧碱“量价”双涨，带动销售收入大幅攀升，但客户集中度均较高；新增产能运营情况良好，但能否完全消化存在不确定性

2017年公司氯碱化工业务仍由山西瑞恒化工有限公司（以下简称“瑞恒化工”）负责运营，其PVC和烧碱在产产能未发生变化，PVC产能为20万吨/年，烧碱产能为18万吨/年。2017年公司PVC和烧碱产量分别为18.34万吨和16.15万吨，同比分别增长13.91%和2.80%；产能利用率分别为91.70%和89.72%，产能利用率持续改善；产销率分别为99.95%和99.93%，产销情况较好。

表10 2016-2017年公司PVC与烧碱运营情况（单位：万吨/年、万吨）

产品	2017年					2016年				
	产能	产量	产能	销量	产销率	产能	产量	产能	销量	产销率

			利用率					利用率		
PVC	20	18.34	91.70%	18.33	99.95%	20	16.10	80.50%	15.90	98.76%
烧碱	18	16.15	89.72%	16.14	99.93%	18	15.71	87.28%	14.55	92.62%

资料来源：公司提供

公司PVC和烧碱生产成本主要由电石、工业盐和电力构成，电石和工业盐主要以市场价格从外部采购，2017年公司电石和工业盐采购量和采购均价均有所提升。其中，电石采购量为284,799吨，同比增长26.80%，采购均价为2,506元/吨，同比增长16.34%；工业盐采购量为234,786吨，与2016年基本持平，采购均价为315元/吨，同比增长28.05%。

表11 2016-2017年公司PVC与烧碱原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料名称	2017年		2016年	
	数量	采购均价	数量	采购均价
电石	284,799	2,506	224,600	2,154
盐	234,786	315	234,939	246

资料来源：公司提供

公司生产PVC和烧碱所需电力主要由子公司诚丰电力供应，发电所需煤炭均为公司自产，生产成本低，因此公司生产PVC和烧碱用电价格较低，具有一定的成本优势。2017年诚丰电力装机容量未发生变化，共拥有2*25MW和3*50MW五台发电机组，装机容量为200MW。诚丰电力所产电力除供应公司内部使用外，剩余电力全部销售给国家电网，2017年诚丰电力共发电6.77亿度，较2016年下降了39.39%，主要系2017年诚丰电力进行环保改造所致。2017年内部使用电力5.29亿度，上网电力1.48亿度，上网价格调高至0.2790元/度。虽然公司发电量大幅下滑，但由于2016年销售的部分电力在2017年结算以及供热面积增加带动供热收入增加，2017年公司电及副产品收入规模相对稳定，全年实现收入23,816.90万元，同比下降4.31%。

表12 2016-2017年诚丰电力运营情况

项目	2017年	2016年
装机容量	200MW	200MW
具体机组运营情况	正常运营	正常运营
发电量（万度）	67,673.68	111,654.97
全年发电小时数	3,372.02	5,583.00
其中：自用（万度）	52,893.31	89,289.50
外销（万度）	14,780.37	22,365.47
上网电价（元/度）	0.2790	0.2675

资料来源：公司提供

2017年电石等原材料价格上涨支撑PVC价格维持在高位水平，公司PVC平均售价为5,269.65元/吨，同比上涨10.58%；而受下游需求好转，2017年公司烧碱平均售价大幅增长65.42%至3,128.64元/吨。受益于“量价”双涨，2017年公司PVC和烧碱收入分别达到96,625.51

万元和50,324.11万元，同比分别增长27.19%和83.55%。因电石等原材料价格上涨，但PVC价格增幅有限，2017年PVC毛利率由上年17.54%下降至4.94%，而烧碱价格增幅大，2017年烧碱毛利率由上年40.14%增加至55.10%。

表13 2016-2017年公司PVC与烧碱平均售价和毛利率情况（单位：元/吨）

产品	2017年		2016年	
	平均售价	毛利率	平均售价	毛利率
PVC	5,269.65	4.94%	4,765.52	17.54%
烧碱	3,128.64	55.10%	1,891.33	40.14%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司PVC主要销往浙江和广州等地，销售客户主要为生产塑料、管材及板材等企业；烧碱主要在山西省内及河南、山东等地销售，销售客户主要为氧化铝、造纸和化工企业。从公司PVC与烧碱下游客户来看，跟踪期内均较为稳定，但是集中度均较高。2017年公司PVC和烧碱前五大销售客户占相应业务销售总额的比重分别为60.69%和86.00%，其中PVC对宁波市亿帆化工有限公司销售占比达27.07%，烧碱对孝义市兴安化工有限公司销售占比达36.40%，对单一客户存在较大的依赖，公司面临客户集中度风险。

表14 2016-2017年公司PVC与烧碱前五大客户情况（单位：万元）

年份	PVC			烧碱		
	客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
2017年	宁波市亿帆化工有限公司	26,154.01	27.07%	孝义市兴安化工有限公司	18,151.26	36.40%
	杭州能量贸易有限公司	11,266.85	11.66%	东方希望晋中铝业有限公司	11,686.66	23.43%
	山东秉德贸易有限公司	10,449.83	10.81%	山东东岳能源交口肥美铝业有限公司	5,173.46	10.37%
	杭州易莱贸易有限公司	7,116.93	7.36%	山西信发化工有限公司	4,622.70	9.27%
	宁波市鄞州沪兴塑化有限公司	3,659.61	3.79%	山西复晟铝业有限公司	3,476.06	6.97%
	合计	58,647.22	60.69%	合计	43,110.14	86.00%
2016年	宁波市亿帆化工有限公司	20,057.69	26.40%	孝义市兴安化工有限公司	9,071.98	33.09%
	汕头市万华化工有限公司	7,356.78	9.68%	山西复晟铝业有限公司	5,452.13	19.89%
	杭州能量贸易有限公司	7,074.81	9.31%	山西信发化工有限公司	4,223.06	15.40%
	杭州易莱贸易有限公司	6,028.49	7.94%	开曼铝业（三门峡）有限公司	2,401.22	8.76%
	浙江金平化工股份有限公司	3,423.84	4.51%	东方希望晋中铝业有限公司	1,846.34	6.73%
	合计	43,941.61	57.84%	合计	22,994.73	83.87%

资料来源：公司提供

2017年子公司瑞恒化工40万吨聚氯乙烯项目已基本建成，其中新增20万吨产能（以下简称“瑞恒化工二期”）于2017年12月底投产。2018年1-5月，瑞恒化工二期PVC和烧碱的产量分别为4.43万吨和4.44万吨，销量分别为4.34万吨和4.25万吨，实现销售收入37,826.11万元，其中PVC销售收入为23,465.45万元，烧碱销售收入为14,360.66万元，整体经营情况良好。考虑到目前PVC和烧碱价格仍维持在较高水平，随着瑞恒化工将剩余20万吨产能投产，PVC和烧碱销售收入和盈利水平有望得到提升，但目前PVC和烧碱行业产能依然过剩，新增产能能否完全消化存在不确定性。

在建项目后续将陆续投产，公司产业链将进一步延伸，收入来源更加丰富，但投产后能否达到预期收益有待观察

截至2017年末，公司在建项目主要为20万吨气制乙二醇和焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目，项目合计总投资49.70亿元，已投资41.40亿元，尚需投资8.30亿元，仍存在一定的资金压力。

表15 截至2017年末公司煤化工在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计工期	后续资金安排
20万吨气制乙二醇	45.50	38.00	2018年10月	自筹、贷款
焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目	4.20	3.40	2018年6月	自筹、贷款
合计	49.70	41.40	-	-

资料来源：公司提供

焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气（LNG）项目由子公司山西襄矿集团恒通新能源有限公司负责建设和运营，项目于2013年8月开始建设，是公司兼并重组山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司（现名为山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司，以下简称“华安焦化”）后为发展循环经济和延伸产业链而建的新型能源项目。该项目是将华安焦化在生产焦炭过程中形成的焦炉尾气综合利用，通过对焦炉煤气深度净化、压缩、甲烷化和深冷液化等主要工序生产液化天然气（LNG）。根据公司提供的资料，该项目占地面积180亩，项目总投资4.20亿元，项目投产后每年可实现工业产值3.85亿元，实现税后利润约1.00亿元，该项目已于2018年6月投产。20万吨气制乙二醇项目由子公司山西襄矿泓通煤化工有限公司（以下简称“泓通煤化工”）负责建设和运营，项目主要以煤炭为原料，通过碎煤加压气化、低温甲醇洗、变压吸附分离、一氧化碳与亚硝酸甲酯偶联法等工艺生产乙二醇，副产品包括LNG、焦油、中油、石脑油、粗乙醇、碳酸二甲酯、混合醇及硫铵等。主产品乙二醇作为石油替代产品，是重要的有机化工原料且用途广泛，主要用于制造聚酯涤纶、聚酯树脂、吸湿剂、增塑剂以及防冻剂等。根据公司提供的资料，该项目投产后每年可转化公司内部煤炭140余万吨，实现产值16.00亿元。

上述两个项目投产后，公司产业链将进一步延伸，且收入来源将更加丰富。但由于近年公司资金压力较大，项目建设进度缓慢，目前产品的市场总供给、总需求和价格较项目立项时或有较大变化，20万吨气制乙二醇项目和焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目投产后，能否达到预期收益仍有待观察。

公司焦炭贸易收入大幅增长，但盈利能力依然弱，且因股权划转形成的其他应收款规模较大，未来回收时间不确定

公司焦炭生产业务原由华安焦化和襄垣县恒祥焦化有限公司（以下简称“恒祥焦化”）负责运营，2015年根据襄垣县人民政府2015第25次常务会议纪要和襄垣县经济和信息化局襄经信字（2015）81号文件，2015年华安焦化和恒祥焦化公司的100%股权被无偿划转至襄垣县富阳裕泰投资经营有限责任公司。股权划出导致公司对华安焦化和恒祥焦化应收往来款规模较大，2017年末账面余额分别为12.98亿元和10.18亿元，未计提坏账准备，未来回收时间不确定，且存在一定的坏账风险。

公司焦炭贸易业务为销售公司采购恒祥焦化的焦炭及附产品并对外销售。随着焦炭行情的好转，恒祥焦化的产量大幅提升。2017年销售公司从恒祥焦化采购焦炭61.99万吨，采购金额合计8.63亿元；销售焦炭62.40万吨，实现销售收入8.75亿元。2017年公司焦炭及附产品收入为8.92亿元，毛利率为0.55%，盈利能力依然弱。

当地政府持续在资本金注入方面给予公司支持

公司作为襄垣县的国有独资企业，在资本金注入方面得到当地政府的支持。2017年1月，襄垣县经济和信息化局对公司增资1.20亿元；2017年5月，根据襄垣县人民政府2017年5月12日（2017）第8次常务纪要，襄垣县人民政府决定对公司增资0.60亿元，公司于2017年5月16日收到资本金0.20亿元，并于2018年6月8日收到剩余0.40亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年度审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年公司新增纳入合并范围的子公司2家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产仍以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主，其他应收款对公司资金占用较多，未来回收时间不确定，整体资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模保持增长，2017年末为2,053,345.56万元，同比增长18.17%；从公司资产结构来看，仍以非流动资产为主，2017年末非流动资产占总资产的比重为62.31%，较2016年末提高3.63个百分点。

表16 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,052.19	1.12%	9,656.92	0.56%
应收账款	19,706.60	0.96%	23,488.98	1.35%
预付款项	287,409.41	14.00%	260,371.29	14.98%
其他应收款	299,877.47	14.60%	286,732.07	16.50%
存货	105,624.19	5.14%	106,901.06	6.15%
流动资产合计	773,817.46	37.69%	718,059.98	41.32%
可供出售金融资产	25,599.37	1.25%	25,659.37	1.48%
长期应收款	25,020.06	1.22%	16,368.06	0.94%
固定资产净额	479,338.23	23.34%	348,770.74	20.07%
在建工程	643,352.60	31.33%	525,527.36	30.24%
无形资产	84,071.66	4.09%	70,078.87	4.03%
非流动资产合计	1,279,528.10	62.31%	1,019,599.17	58.68%
资产总计	2,053,345.56	100.00%	1,737,659.15	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金为23,052.19万元，同比大幅增长138.71%，其中其他货币资金11,500.00万元，为银行承兑汇票保证金，使用受限。公司应收账款为应收的销售款。公司预付款项规模较大，主要为20万吨气制乙二醇项目和石板沟煤业技改工程等项目预付的工程建设款，2017年末为287,409.41万元，同比增长10.38%，主要系建设项目尚未完工结算所致。因公司与华安焦化及恒祥焦化的业务往来款增加，2017年末公司其他应收款账面价值持续增加至299,877.47万元，占总资产的比重为14.60%，仍处在较高水平，从账龄来看，账龄1年以内的占比62.86%，较上年末上升28.44个百分点；1-2年的占比15.13%，较上年末下降10.79个百分点；2-3年的占比5.71%，较上年末下降27.50个百分点；3年以上的占比16.30%，平均账龄缩短明显。其中华安焦化和恒祥焦化欠款分别为129,825.06万元和101,779.30万元，合计占其他应收款账面余额的比重为76.18%，该部分欠款未来回收时间不确定。2017年末公司存货为105,624.19万元，规模较上年末变动不大，主要包括开发成本32,289.93万元、库存商品（产成品）54,666.52万

元和原材料15,682.24万元，公司未对存货计提跌价准备，库存商品及原材料存在一定的跌价风险。

表17 截至2017年末公司其他应收款金额前十单位明细（单位：万元）

单位名称	与公司关系	金额	占比
山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司	往来单位	129,825.06	42.70%
襄垣县恒祥焦化有限公司	往来单位	101,779.30	33.48%
护家垆煤矿	往来单位	6,481.80	2.13%
襄垣县古韩镇政府	往来单位	6,168.23	2.03%
襄垣县华荣电铝业有限责任公司	往来单位	5,950.00	1.96%
襄垣县教育科技局	往来单位	5,500.00	1.81%
山西中瑞煤电化有限责任公司	往来单位	3,960.91	1.30%
西安华江环保科技股份有限公司	往来单位	3,390.00	1.11%
襄垣县金鑫集团有限公司	往来单位	2,900.00	0.95%
襄垣县交通运输局	往来单位	2,000.00	0.66%
合计	-	267,955.30	88.13%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产。2017年末公司可供出售金融资产为25,599.37万元，规模较上年末变化不大，主要为持有长治市商业银行股份有限公司及山西襄矿至德新能源有限公司的股权。公司长期应收款为融资租赁保证金，2017年末为25,020.06万元，同比增长52.86%。公司固定资产为主要为房屋建筑物及机器设备，2017年末为479,338.23万元，占总资产的比重为23.34%，同比增长37.44%，主要系瑞恒化工40万吨聚氯乙烯项目部分项目完工转入固定资产所致。公司在建工程主要为煤矿技改项目以及煤化工项目，随着项目建设的推进，在建工程规模不断扩大，2017年末达643,352.60万元。无形资产主要为土地使用权和资源价款，2017年末为84,071.66万元，同比增长19.97%，主要系无形资产中增加瑞恒化工40万吨聚氯乙烯项目和泓通化工20万吨气制乙二醇项目的土地使用权所致。

整体来看，公司资产仍以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主；其他应收款规模大，对公司资金占用较多，未来回收时间不确定，整体资产流动性较弱。

资产运营效率

公司资金周转效率较好，资产运营效率提升明显

公司煤炭与煤化工产品采用先款后货的销售模式，应收账款规模不大，2017年公司营业收入及营业成本均大幅增长，使得应收账款和存货周转率提升明显。虽然2017年公司应付账款规模和应付票据大幅增长，但其平均规模增长幅度仍低于营业成本增长幅度，使得应付账

款周转天数下降至167.14天。公司净营业周期仍维持为负值，资金运营效率表现较好。

从整体资产运营效率来看，随着营业收入的增长，公司流动资产、固定资产和总资产周转率提升明显。

表18 2016-2017年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	17.42	29.87
存货周转天数	87.18	146.51
应付账款周转天数	167.14	267.57
净营业周期	-62.53	-91.20
流动资产周转天数	445.58	798.42
固定资产周转天数	247.33	381.65
总资产周转天数	1,132.26	1,849.92

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入大幅增长，盈利情况持续向好

公司收入主要来源于煤炭与煤化工业务，2017年公司各线产品均有不同程度增长，带动营业收入大幅增长，盈利能力有所增强。2017年公司实现营业收入602,673.22万元，同比增长81.81%，其中煤炭业务收入、PVC收入、烧碱收入及焦炭业务收入同比分别增长127.14%、27.19%、83.55%和84.18%，合计占公司营业收入的比重为90.20%。

2017年公司煤炭业务和烧碱业务毛利率均有所提升，但PVC业务毛利率下滑明显，使得综合毛利率为27.19%，与上年持平。2017年公司计提的折旧及摊销规模仍较大，同时利息支出也维持在较高水平且持续增长，期间费用规模仍较大，对公司利润侵蚀较多。2017年公司实现营业利润73,596.61万元，较2016年增加62,075.88万元，盈利情况持续向好。

2017年公司未获得政府补助款，未来的可持续性仍具有不确定性。

表19 2016-2017年公司盈利情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	602,673.22	331,477.30
营业利润	73,596.61	11,520.73
政府补助	0.00	811.05
利润总额	71,116.64	9,744.97
净利润	51,367.33	6,238.86
综合毛利率	27.19%	27.21%
期间费用率	11.13%	19.28%

营业利润率	12.21%	3.48%
总资产回报率	5.06%	1.81%
净资产收益率	10.70%	1.40%
营业收入增长率	81.81%	40.80%
净利润增长率	723.35%	793.81%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入仍偏小，在建煤化工项目仍存在一定资金压力且短期债务规模较大，预计对筹资活动将持续依赖

2017年公司实现净利润51,367.33万元，非付现费用及非经营损益规模较2016年变动不大，全年FFO为137,385.36万元，同比增长59.66%，经营现金生成能力较上年大幅增强，但由于往来欠款对公司资金占用规模持续增加，同时氯碱化工板块原材料价格走高提升了供应商的议价能力，公司经营活动净流入规模仍偏小，全年净流入30,728.77万元。

投资活动方面，2017年投资活动现金流入规模仍较小，公司持续推进煤化工项目建设，全年投资活动现金净流出规模为53,228.66万元，较2016年有所减少。截至2017年末，公司在建的焦炉煤气制液化天然气项目和气制乙二醇项目尚需投资8.30亿元，仍面临一定的资金压力。

筹资活动方面，2017年公司融资力度仍较大，取得借款收到的现金达387,406.23万元，融资方式主要为银行借款和融资租赁，全年筹资活动现金净流入28,695.16万元。目前公司经营所取得的现金无法满足投资活动所需，且2017年末公司短期债务规模达557,182.87万元，预计对筹资活动将持续依赖。

表20 2016-2017年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.34	0.73
净利润	51,367.33	6,238.86
非付现费用	59,258.91	59,163.86
非经营损益	26,759.12	20,648.23
FFO	137,385.36	86,050.94
营运资本变化	-106,656.59	-53,507.07
其中：存货减少（减：增加）	1,276.88	-17,446.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-31,980.71	16,565.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	-75,952.76	-52,626.52
经营活动产生的现金流量净额	30,728.77	32,543.87

投资活动产生的现金流量净额	-53,228.66	-83,502.72
筹资活动产生的现金流量净额	28,695.16	41,911.00
现金及现金等价物净增加额	6,195.27	-9,047.84

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率高，刚性债务规模大，面临较大的短期刚性债务压力

2017年公司负债规模进一步增加，2017年末达1,544,419.36万元，同比增长20.09%。而随着股东注资及利润累积，公司所有者权益也有所增长，2017年末为508,926.20万元，同比增长12.69%。2017年末公司产权比率为303.47%，权益对负债的保障弱。

表21 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
负债总额	1,544,419.36	1,286,032.87
所有者权益合计	508,926.20	451,626.28
产权比率	303.47%	284.76%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，且随着一年内到期的非流动负债的增加，流动资产占比有所提高，2017年末流动负债占总负债的比重为75.77%，占比较2016年末增加13.72个百分点。

公司流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2017年末公司短期借款达228,080.00万元，同比增长37.02%，全部为保证借款。跟踪期内公司票据融资规模大幅增长，使得应付票据同比增长143.59%至19,000.00万元。应付账款主要为应付工程、材料以及设备款，2017年末为224,549.56万元，同比增长43.88%。预收款项主要为预收的产品销售款及购房款，2017年公司销售的部分煤炭未开票结算，使得预收款项同比增长38.31%。其他应付款主要为往来款等，跟踪期内持续增加。公司一年内到期的非流动负债规模持续攀升，2017年末为321,602.87万元，其中包括一年内到期的长期借款270,375.67万元和一年内到期的长期应付款51,227.20万元。

表22 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	228,080.00	14.77%	166,460.00	12.94%
应付票据	19,000.00	1.23%	7,800.00	0.61%
应付账款	224,549.56	14.54%	156,072.40	12.14%
预收款项	105,721.44	6.85%	76,440.23	5.94%
其他应付款	208,621.34	13.51%	182,279.96	14.17%

一年内到期的非流动负债	321,602.87	20.82%	148,966.40	11.58%
流动负债合计	1,170,242.91	75.77%	797,975.27	62.05%
长期借款	146,194.00	9.47%	276,775.67	21.52%
应付债券	86,453.37	5.60%	86,453.37	6.72%
长期应付款	117,137.06	7.58%	105,138.34	8.18%
非流动负债合计	374,176.45	24.23%	488,057.60	37.95%
负债合计	1,544,419.36	100.00%	1,286,032.87	100.00%
其中：有息债务	906,967.30	58.73%	791,593.77	61.55%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款包括保证借款和质押借款，质押物为瑞恒化工40万吨聚氯乙烯项目的土地使用权。应付债券为本期债券。长期应付款为应付的融资租赁款，2017年末为117,137.06万元，同比增长11.41%。

截至2017年末，公司包括短期借款、应付票据中有息部分（即应付票据扣除11,500.00万元银行承兑汇票保证金）、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务合计906,967.30万元，占公司负债总额的比重58.73%。其中，短期有息债务为557,182.87万元，同比增长72.38%，规模大，公司面临较大的短期刚性债务压力。

从各项偿债指标来看，2017年末公司资产负债率继续上升至75.21%，水平很高，且公司流动比率和速动比率进一步趋弱，短期债务压力很大。随着盈利的好转，公司EBITDA大幅增加至153,752.47万元，EBITDA利息保障倍数增强。2017年公司经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/负债总额分别为0.03和0.02，表现较差。

表23 2016-2017年公司偿债能力指标

项目	2017年	2016年
资产负债率	75.21%	74.01%
流动比率	0.66	0.90
速动比率	0.57	0.77
EBITDA（万元）	153,752.47	87,875.11
EBITDA 利息保障倍数	2.90	1.63
有息债务/EBITDA	5.90	9.01
债务总额/EBITDA	10.04	14.63
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.04
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.03

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱

本期债券发行前，公司已与中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行签订了采矿权抵押协议和抵押资产监管协议，根据上述协议，公司以其子公司合法拥有并有权处分的山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权（采矿权许可证号：C1400002009111220045152）为本期债券还本付息提供抵押担保，并应于本期债券发行后10日内完成抵押资产的抵押登记手续，抵押权人为本期债券的全体持有人。根据山西大地评估规划勘测有限公司出具的晋大地矿评字[2013]第028号评估报告，截至2013年3月31日，山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权评估价值为159,151.11万元，为本期债券发行总额的1.99倍。

本期债券发行后，公司积极协调山西省国土资源厅办理石板沟煤业的采矿权抵押登记手续，同时襄垣县人民政府也向山西省国土资源厅出具了《襄垣县人民政府关于解决山西襄矿集团办理15襄矿债采矿权抵押备案的函》（襄政函[2015]23号），希望山西省国土资源厅尽快办理15襄矿债采矿权抵押备案手续，但山西省国土资源厅根据晋国土资发（2013）237号、晋国土资函（2014）123号两项文件的规定，表示山西省国土资源厅目前仅针对债务人以采矿权作为抵押担保向金融机构贷款相关事宜办理登记手续。但公司以石板沟煤业采矿权为本期债券提供担保，抵押权人为“全体债券持有人”，抵押权人既不是金融机构，也不是具体对象，同时抵押协议为三方协议（抵押人为公司，抵押权人为全体债券持有人，债权代理人为中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行），不符合前述两项文件的相关规定，不具备办理条件。截至本报告出具日，采矿权抵押手续尚未办妥，本期债券到期偿付的保障程度较弱。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额达178,187.00万元，占年末净资产的比重为35.01%，被担保对象均为当地国有企业，但是考虑到担保规模大，且均未设置反担保措施，公司存在或有负债风险。

表24 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保金额	担保期限	是否有反担保
山西襄垣七一新发煤业有限公司	29,980.00	2017.03.24-2020.03.21	否
山西襄垣七一新发煤业有限公司	20,000.00	2015.10.30-2018.10.28	否
山西襄垣七一新发煤业有限公司	19,400.00	2015.10.30-2018.10.28	否
山西襄垣七一新发煤业有限公司	2,000.00	2017.12.18-2018.12.17	否
山西襄垣七一新发煤业有限公司	6,707.00	2016.09.18-2018.09.11	否

山西七一煤化集团有限公司	30,000.00	2015.11.10-2018.11.10	否
山西七一煤化集团有限公司	20,000.00	2016.06.14--2019.06.14	否
山西七一煤化集团有限公司	2,000.00	2017.12.20-2018.12.19	否
山西七一华富生物发电有限公司	14,600.00	2015.11.06-2018.11.05	否
襄垣县兴通城市建设投资管理有限公司	17,000.00	2013.06.26-2018.06.25	否
襄垣县兴通城市建设投资管理有限公司	9,000.00	2014.01.20-2024.01.19	否
襄垣县富阳裕泰有限公司	500.00	2017.03.22-2018.03.21	否
襄垣县王桥工业园区元和投资经营有限责任公司	3,000.00	2017.08.26-2018.08.26	否
襄垣县欧亚大酒店	1,000.00	2017.03.24-2018.03.24	否
襄垣县华诚工贸有限公司	3,000.00	2017.05.19-2018.05.19	否
合计	178,187.00	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告、公司提供，鹏元整理

八、评级结论

公司煤炭资源储量丰富，可为煤炭业务未来持续发展提供较好的保障；受益于煤炭价格上涨和煤炭贸易量增加，以及PVC和烧碱“量价”双涨，公司业绩大幅提升，盈利状况持续好转；公司在建项目将陆续投产，产业链将进一步延伸，收入来源更加丰富；此外，公司在资本金注入方面继续得到当地政府的支持。

同时鹏元也关注到，20万吨气制乙二醇项目和焦炉煤气制6.8万吨/年液化天然气项目投产后，能否达到预期收益仍有待观察；公司资产以固定资产、在建工程、预付的工程建设款为主，其他应收款规模大，对资金占用较多，且未来回收时间不确定，整体资产流动性较弱；公司资产负债率高，刚性债务规模大，面临较大的短期刚性债务压力；对外担保规模大，均未设置反担保措施，面临或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA-，评级展望调整为正面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：			
货币资金	23,052.19	9,656.92	43,069.86
交易性金融资产	3.00	3.00	3.00
应收票据	5,351.63	9,772.06	3,665.13
应收账款	19,706.60	23,488.98	18,072.24
预付款项	287,409.41	260,371.29	317,035.91
其他应收款	299,877.47	286,732.07	258,156.96
存货	105,624.19	106,901.06	89,487.05
其他流动资产	32,792.98	21,134.60	22,769.97
流动资产合计	773,817.46	718,059.98	752,260.12
非流动资产：			
可供出售金融资产	25,599.37	25,659.37	25,599.37
长期应收款	25,020.06	16,368.06	0.00
固定资产原价	739,232.66	566,768.99	542,394.73
减：累计折旧	259,894.42	217,998.24	188,335.47
固定资产净值	479,338.23	348,770.74	354,059.25
固定资产净额	479,338.23	348,770.74	354,059.25
在建工程	643,352.60	525,527.36	438,738.58
工程物资	4,853.81	11,414.10	8,528.71
无形资产	84,071.66	70,078.87	70,815.27
长期待摊费用	17,292.37	21,780.67	19,035.06
非流动资产合计	1,279,528.10	1,019,599.17	916,776.23
资产总计	2,053,345.56	1,737,659.15	1,669,036.35
流动负债：			
短期借款	228,080.00	166,460.00	158,571.02
应付票据	19,000.00	7,800.00	54,056.00
应付账款	224,549.56	156,072.40	140,738.39
预收款项	105,721.44	76,440.23	57,900.69
应付职工薪酬	25,322.39	20,084.74	21,275.25
其中：应付工资	12,197.24	9,279.45	13,167.56
应交税费	35,660.37	38,526.15	33,843.68
应付利息	449.95	110.40	0.00
应付股利	1,235.00	1,235.00	1,260.00
其他应付款	208,621.34	182,279.96	133,060.72
一年内到期的非流动负债	321,602.87	148,966.40	179,304.81

流动负债合计	1,170,242.91	797,975.27	780,010.56
非流动负债：			
长期借款	146,194.00	276,775.67	226,564.48
应付债券	86,453.37	86,453.37	86,453.37
长期应付款	117,137.06	105,138.34	123,468.70
专项应付款	23,681.02	19,690.23	9,830.54
递延收益	711.00	0.00	0.00
非流动负债合计	374,176.45	488,057.60	446,317.10
负债合计	1,544,419.36	1,286,032.87	1,226,327.66
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	109,600.00	95,600.00	95,600.00
资本公积	50,713.60	50,473.60	50,713.60
专项储备	53,594.87	50,674.15	46,786.26
盈余公积	15,193.79	15,193.79	15,193.79
未分配利润	215,787.33	174,570.27	172,698.71
归属于母公司所有者权益合计	444,889.58	386,511.81	380,992.36
少数股东权益	64,036.62	65,114.47	61,716.34
所有者权益合计	508,926.20	451,626.28	442,708.70
负债和所有者权益总计	2,053,345.56	1,737,659.15	1,669,036.35

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	602,673.22	331,477.30	235,425.76
其中：营业收入	602,673.22	331,477.30	235,425.76
二、营业总成本	527,168.48	319,956.57	240,879.27
其中：营业成本	438,777.93	241,278.49	183,987.05
税金及附加	19,865.93	12,663.03	9,165.72
销售费用	7,813.00	4,610.71	3,443.09
管理费用	34,544.40	37,503.33	31,587.81
财务费用	24,723.97	21,786.15	12,701.93
其中：利息支出	24,820.17	21,081.16	13,359.69
利息收入	369.65	318.85	2,262.62
资产减值损失	1,443.26	2,114.88	-6.33
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-2,000.00	0.00	1,194.00
其他收益	91.87	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	73,596.61	11,520.73	-4,259.51
加：营业外收入	694.33	1,827.11	8,918.81
其中：政府补助	0.00	811.05	7,000.21
减：营业外支出	3,174.30	3,602.87	2,688.67
其中：非流动资产处置损失	0.00	14.52	38.49
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	71,116.64	9,744.97	1,970.64
减：所得税费用	19,749.32	3,506.12	1,272.63
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	51,367.33	6,238.86	698.01
归属于母公司所有者的净利润	44,776.86	2,767.34	150.97
少数股东损益	6,590.46	3,471.51	547.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	204,581.74	241,382.75	111,167.44
收到的税费返还	0.69	0.00	126.20
收到其他与经营活动有关的现金	106,968.57	71,443.26	97,611.71
经营活动现金流入小计	311,550.99	312,826.01	208,905.34
购买商品、接受劳务支付的现金	99,422.56	89,470.22	70,667.38
支付给职工以及为职工支付的现金	39,479.90	47,585.15	38,547.23
支付的各项税费	80,496.71	35,122.50	21,492.24
支付其他与经营活动有关的现金	61,423.04	108,104.27	137,608.93
经营活动现金流出小计	280,822.22	280,282.14	268,315.77
经营活动产生的现金流量净额	30,728.77	32,543.87	-59,410.43
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	1,194.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.22	0.33	786.28
收到其他与投资活动有关的现金	2,089.71	4,026.29	7,520.62
投资活动现金流入小计	2,090.94	4,026.62	9,500.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	55,061.51	61,074.72	75,299.41
支付其他与投资活动有关的现金	258.08	26,454.61	6,883.17
投资活动现金流出小计	55,319.60	87,529.33	82,182.59
投资活动产生的现金流量净额	-53,228.66	-83,502.72	-72,681.69
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	14,000.00	0.00	25,600.00
取得借款收到的现金	387,406.23	402,565.08	346,141.89
收到其他与筹资活动有关的现金	45,183.20	53,745.72	124,926.34
发行债券收到的现金	0.00	0.00	79,040.00
筹资活动现金流入小计	446,589.43	456,310.80	575,708.23
偿还债务支付的现金	316,682.90	346,460.95	277,425.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	67,701.72	34,859.20	46,761.09
支付其他与筹资活动有关的现金	33,509.65	33,079.66	114,520.53
筹资活动现金流出小计	417,894.27	414,399.80	438,706.72
筹资活动产生的现金流量净额	28,695.16	41,911.00	137,001.51
四、汇率变动对现金的影响：			
五、现金及现金等价物净增加额	6,195.27	-9,047.84	4,909.39

加：期初现金及现金等价物余额	5,356.92	14,404.76	9,495.38
六、期末现金及现金等价物余额	11,552.19	5,356.92	14,404.76

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	51,367.33	6,238.86	698.01
加：资产减值准备	1,443.26	2,114.88	-6.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	42,093.76	35,199.93	30,596.62
无形资产摊销	5,428.34	12,535.31	7,379.29
长期待摊费用摊销	10,293.56	9,313.74	4,619.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-61.05	-432.93	-770.27
财务费用（收益以“-”填列）	24,820.17	21,081.16	13,359.69
投资损失（收益以“-”填列）	2,000.00	0.00	1,194.00
存货的减少（增加以“-”填列）	1,276.88	-17,446.40	5,366.41
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	-31,980.71	16,565.85	-86,645.85
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	-75,952.76	-52,626.52	-35,201.76
经营活动产生的现金流量净额	30,728.77	32,543.87	-59,410.43
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
融资租入固定资产	0.00	0.00	126,856.22
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	11,552.19	5,356.92	14,404.76
减：现金的期初余额	5,356.92	14,404.76	9,495.38
现金及现金等价物净增加额	6,195.27	-9,047.84	4,909.39

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	906,967.30	791,593.77	828,418.39
资产负债率	75.21%	74.01%	73.48%
流动比率	0.66	0.90	0.96
速动比率	0.57	0.77	0.85
产权比率	303.47%	284.76%	277.01%
EBITDA（万元）	153,752.47	87,875.11	57,926.00
EBITDA 利息保障倍数	2.90	1.63	1.36
应收账款周转天数（天）	17.42	29.87	36.61
存货周转天数（天）	87.18	146.51	169.85
应付账款周转天数（天）	167.14	267.57	489.58
净营业周期（天）	-62.53	-91.20	-283.12
流动资产周转天数（天）	445.58	798.42	1,120.06
固定资产周转天数（天）	247.33	381.65	567.35
总资产周转天数（天）	1,132.26	1,849.92	2,472.48
综合毛利率	27.19%	27.21%	21.85%
期间费用率	11.13%	19.28%	20.28%
营业利润率	12.21%	3.48%	-1.81%
总资产回报率	5.06%	1.81%	0.95%
净资产收益率	10.70%	1.40%	0.16%
营业收入增长率	81.81%	40.80%	-20.63%
净利润增长率	723.35%	793.81%	-92.37%
收现比	0.34	0.73	0.47

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末纳入公司合并报表范围子公司情况

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股 比例	取得 方式	主营业务
1	襄垣县盛丰镁业有限公司	1,000.00	99.00%	投资设立	镁锭加工和销售
2	襄垣县诚丰电力有限公司	5,000.00	46.20%	投资设立	热力生产和供应、电力供应
3	襄垣县鸿杰建材有限公司	50.00	51.00%	投资设立	石灰生产销售等
4	襄垣县国能建材有限公司	500.00	100.00%	投资设立	粉煤灰蒸压砖生产等
5	山西襄矿福盈农业科技有限公司	100.00	100.00%	投资设立	稻谷等种植与销售
6	襄垣县龙泽生态园餐饮有限公司	50.00	100.00%	投资设立	餐饮、住宿
7	山西襄矿新庄煤业有限公司	5,000.00	100.00%	股权收购	煤炭开采和销售
8	山西吕梁襄矿环能国鼎煤业有限公司	3,015.00	61.00%	股权收购	煤炭开采和销售
9	山西襄矿华都房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	投资设立	房地产开发与销售
10	襄垣县襄矿益欣煤气化有限公司	1,000.00	100.00%	投资设立	煤气生产和销售
11	山西襄矿晋平煤业有限公司	50,000.00	100.00%	无偿划转	煤炭开采和销售
12	山西瑞恒化工有限公司	60,000.00	47.50%	投资设立	PVC、工业用氢氧化钠、液氯生产和销售等
13	山西襄矿辉坡煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购	煤炭开采和销售
14	襄垣县万发选煤有限公司	3,622.29	51.00%	股权收购	煤炭洗选、洗精煤销售等
15	山西襄矿泓通煤化工有限公司	145,000.00	100.00%	投资设立	煤气制乙二醇生产和销售
16	山西襄矿集团顺达物流有限公司	350.00	100.00%	投资设立	道路货物运输等
17	山西襄矿西故煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购	煤炭开采和销售
18	山西襄矿鑫海物资有限公司	1,100.00	100.00%	投资设立	工矿配件、建筑材料、五金工具等销售等
19	山西襄矿集团聚薪煤层气开发有限公司	500.00	100.00%	投资设立	煤层气开发和销售
20	山西襄矿石板沟煤业有限公司	10,000.00	100.00%	无偿划转	煤炭开采和销售
21	山西襄矿集团恒通新能源有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立	焦炉煤气制液化天然气生产和销售等
22	山西襄矿上良煤业有限公司	20,000.00	51.00%	股权收购	煤炭开采和销售
23	山西襄矿集团销售有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立	煤炭及制品、焦炭及副产品和化工产品销售等
24	山西襄矿集团有线电视传播有限公司	100.00	100.00%	投资设立	广播电视节目制作、传送等
25	山西襄矿集团售电有限公司	2,010.00	100.00%	投资设立	售电
26	襄垣县泰瑞达供热有限公司	300.00	87.20%	无偿划转	热力供应

资料来源：公司2017年审计报告、公开资料，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据中有息部分 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。