

# 跟踪评级公告

联合[2018]1256号

---

山西潞安环保能源开发股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**山西潞安环保能源开发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，  
评级展望为“稳定”**

**山西潞安环保能源开发股份有限公司公开发行的“17 环能 01”的  
债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年六月二十五日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 山西潞安环保能源开发股份有限公司

## 公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券规模 (亿元)	债券期限 (年)	上次 评级结果	本次 评级结果	上次 评级时间
17 环能 01	60	5 (3+2)	AAA	AAA	2017.4.24

担保方：晋商信用增进投资股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	578.24	664.74	646.23
所有者权益 (亿元)	179.79	203.37	214.78
长期债务 (亿元)	64.56	103.83	90.65
全部债务 (亿元)	229.35	257.17	243.59
营业收入 (亿元)	142.29	235.44	51.43
净利润 (亿元)	7.10	24.66	6.94
EBITDA (亿元)	30.93	58.01	--
经营性净现金流 (亿元)	11.34	23.73	5.44
营业利润率 (%)	29.13	32.86	32.96
净资产收益率 (%)	3.99	12.87	3.32
资产负债率 (%)	68.91	69.41	66.76
全部债务资本化比率 (%)	56.06	55.84	53.14
流动比率 (倍)	0.71	0.91	0.92
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.23	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.11	5.36	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.52	0.97	--

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	47.87	111.12
所有者权益 (亿元)	40.17	60.49
营业收入 (亿元)	0.13	6.57
净利润 (亿元)	0.07	3.22
净资本比率 (%)	84.19	62.29
净资本覆盖率 (%)	965.73	172.60

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、其他应付款中借款款项计入短期债务，长期应付款中融资租赁款计入长期债务。

### 评级观点

跟踪期内，山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”或“公司”）作为山西省规模最大的喷吹煤生产企业，在煤炭资源储备规模、煤炭品质等方面仍具备优势。2017 年，受煤炭价格回升影响，公司盈利能力大幅提升，经营现金流状况良好。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司未来产能利用存在不确定性以及公司债务增长较快且存在一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来我国经济总量仍将保持适度增长，随着去产能政策逐步落实，煤炭价格处于较高水平，有利于公司盈利水平的保持。

本次债券由晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。晋商增信作为省国资背景的担保公司资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本次债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”。同时维持“17 环能 01”的“AAA”债项信用等级。

### 优势

1. 公司煤炭资源储量较大，剩余开采年限较长，为山西省最大的喷吹煤生产企业，规模优势明显。

2. 2017 年，受供给侧改革影响，公司煤炭产销量和销售均价实现增长，盈利能力大幅提升，经营现金流状况良好。

3. 2017 年，晋商增信资产规模及利润进一步增长，同时资产质量较好，其担保对于“17 环能 01”的到期还本付息具有一定积极的影响。

## 关注

1. 煤矿安全生产风险仍然存在，尤其是随着公司主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大。

2. 公司在建项目规模较大，受供给侧改革影响，公司技改项目未来产能利用存在不确定性；且公司部分技改项目已暂停，存在一定减值风险。

3. 公司债务规模大幅增长，且公司债务以短期债务为主，短期偿债压力较大。

## 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

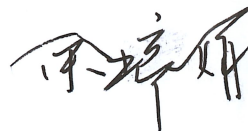
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

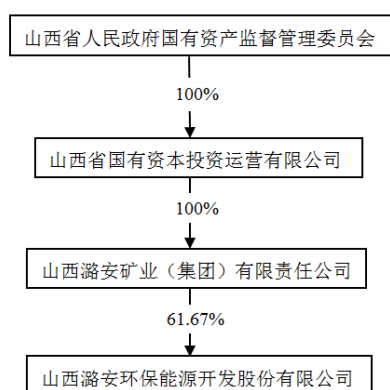


## 一、主体概况

山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“公司”或“潞安环能”）成立于 2001 年 7 月，是经山西省财政厅晋财企[2001]106 号文件批准，由山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产（经北京中企华资产评估有限公司出具评报字[2001]第 014 号评估报告确认为 6.46 亿元）作为出资，郑州铁路局、上海宝钢国际经济贸易有限公司、日照港（集团）有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司五家发起人以现金方式投入，共同发起设立的股份有限公司。根据山西省财政厅晋财企[2001]108 号文“关于山西潞安环保能源开发股份有限公司国有股权管理有关问题的批复”，潞安集团投入的净资产折为国有法人股 42,019.00 万股，占本公司股本总额的 91.51%。

公司于 2006 年 9 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：“潞安环能”；股票代码：“601699.SH”）。历经多次派送红股及转增股本，截至 2017 年底，公司总股本 29.91 亿元，潞安集团为第一大股东，持股比例为 61.67%，公司实际控制人为山西省国资委。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及部门设置未发生重大变动。截至 2017 年底，纳入公司合并范围的子公司 29 家，公司在职工 33,734 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 664.74 亿元，负债合计 461.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 203.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 211.14 亿元。2017 年，公司实现营业收入 235.44 亿元，净利润（含少数股东损益）24.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.70 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 646.23 亿元，负债合计 431.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 214.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 222.54 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.43 亿元，净利润（含少数股东损益）6.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.44 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.37 亿元。

公司注册地址：长治市城北东街 65 号；法定代表人：李晋平

## 二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]779号文核准批复，公司债券已于2017年10月30日发行完毕。债券规模为60亿元，期限为5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；票面利率为5.34%，每年付息一次，到期还本。债券于2017年11月22日起在上海证券交易所挂牌交易，证券全称为“山西潞安环保能源开发股份有限公司2017年公司债券（第一期）”，简称为“17环能01”，证券代码为“143366.SH”。

“17环能01”于2017年10月27日正式起息，付息日为存续期内每年的10月27日。跟踪期内，公司尚未开始支付利息。

“17环能01”由晋商信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任担保。

本次债券募集资金全部用于偿还金融机构借款。本次债券募集资金净额59.58亿元，截至2017年底，公司已经使用35.99亿元，剩余23.69亿元未使用。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

2016年为煤炭行业供给侧改革元年。2016年3月以来，受煤炭行业供给侧改革尤其是“276个工作日”限制等政策因素影响，我国原煤产量出现阶段性急剧下降，煤炭港口库存及电企电煤库存储备随之偏紧；在下游需求整体保持相对稳定的情况下，2016年9月起，煤炭价格保持持续上涨趋势；之后随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017年，煤炭价格有所回落但仍处于较高水平，受此影响，煤炭行业企业的营业收入和净利润规模有所增长，销售毛利率明显上升，整体经营情况及财务指标均有所改善，资产负债率略有下降但仍处于较高水平，未来去杠杆将仍是煤炭行业重点。

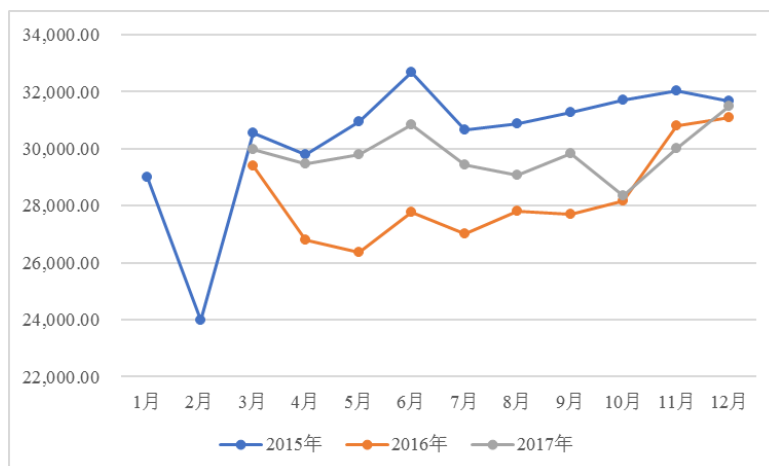
整体看，得益于煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格于2016年四季度开始大幅回升，煤炭企业经营状况随之大幅好转，整体资产负债率仍处于较高水平，未来供给侧改革和煤炭行业去杠杆将仍是重点。

### 2. 煤炭供需

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》（以下简称“《意见》”），标志着煤炭行业供给侧改革正式开始，《意见》提出用3年至5年时间，煤炭产能再退出5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。从政策实施效果看，2016年的目标为2.5亿吨，最后实际完成2.9亿吨，而2017年要退出1.5亿吨以上，到11月已经提前完成。截至2017年末，全国煤矿总产能53.08亿吨，较2015年末的57.00亿吨减少3.92亿吨，其中正常生产煤矿产能32.64亿吨，较2015年末减少6.32亿吨；改扩建与新建煤矿产能15.18亿吨，较2015年末减少0.22亿吨；长期停产停建煤矿产能5.26亿吨，较2015年末减少2.18亿吨。

煤炭产量方面，受供给侧改革影响，2016年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量34.11亿吨，同比减少8.97%，具体看，受“276个工作日”影响，4~10月煤炭产量同比出现大幅下降，降幅均在10%左右，其中6月下降幅度最大为15.05%。9月，276个工作日限制逐步放开，10月以后，政策效果逐步显现，煤炭产量大幅回升；2017年，由于“276个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，较上年同比增长3.20%至35.20亿吨。

图 2 2015~2017 年我国原煤产量情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind

注: 2016 及 2017 年 1 月、2 月 Wind 未统计当月原煤产量

下游需求方面, 煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工, 其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的 51%、11%、12%和 4%。进入 2016 年后, 随着我国整体经济环境的回暖, 煤炭行业下游需求有所增长, 但增幅有限。具体来看:

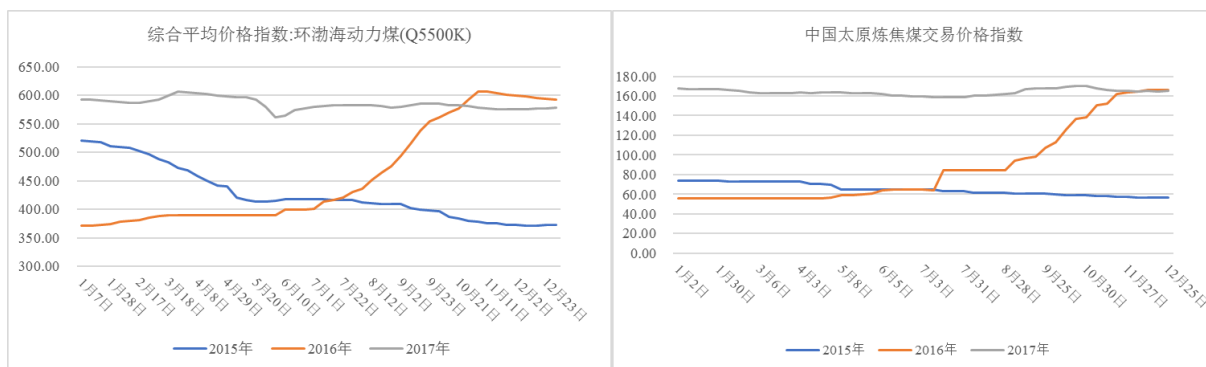
2016 年我国火电发电量为 4.40 万亿千瓦时, 同比增长 4.41%; 2017 年火电发电量 4.61 万亿千瓦时, 同比增长 4.60%, 增速基本保持稳定。进入 2016 年, 随着供给侧改革全面实施, 钢铁行业去产能初见成效, 当年粗钢产量 8.08 亿吨, 较上年小幅增长 0.56%; 2017 年, 粗钢产量有所回升, 为 8.32 亿吨, 较上年小幅增长 2.97%, 但随着钢铁行业供给侧改革的持续实施, 未来钢铁产量增幅有限。

整体看, 经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革带来的供需失衡之后, 2017 年, 随着“276 个工作日”等政策的逐步放开, 煤炭供不应求的状况有所改善, 但供给侧改革的持续实施支撑 2017 年煤炭价格仍整体高位波动。

### 3. 煤炭价格

虽然 2016 年 2 月, 供给侧改革已经颁布实施, 但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响, 当年上半年, 煤炭价格整体波动不大, 4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少, 6 月起, 煤炭价格开始出现大幅上涨, 其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于 7 月中旬便达到 31.05%, 环渤海动力煤价格指数周同比增速于 9 月中旬达 4.27%, 9 月, 我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制, 煤炭产量回升, 动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来, 煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年, 随着供给侧改革的持续稳步实施, 煤炭价格持续高位波动, 同比大幅上升; 其中, 7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季, 9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响, 动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图3 2015~2017年国内动力煤及炼焦煤价格情况(单位:点)



资料来源: Wind, 联合评级整理

整体看, 2016 年供给侧改革之后, 煤炭价格大幅上升, 2017 年, 随着供给侧改革的持续稳步实施, 煤炭价格高位波动。

#### 4. 行业政策

我国煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为标志开始, 随后, 我国出台了一系列政策减少煤炭行业供给, 主要包括 3 月开启的“276 个工作日”; 下半年, 随着煤价的大幅上涨, 我国又出台了一系列稳定煤价的政策措施。进入 2017 年, 煤炭价格逐步趋于稳定, 煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换、职工安置等问题, 同时协调煤电产业的供需矛盾, 保证煤炭供给和价格的稳定。从政策效果看, 煤炭 2016 年化解过剩产能 2.9 亿吨、2017 年化解 2.5 亿吨, 共化解过剩产能 5.4 亿吨。

2018 年 3 月 5 日发布的政府工作报告指出中国计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。此外, 2018 年 1 月, 国家发改委等 12 部委联合印发《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》, 支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组, 支持发展煤电联营, 支持煤炭与煤化工企业兼并重组, 支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等。

总体看, 经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施, 2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果, 一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性, 2018 年供给侧改革将持续推进, 同时加快先进产能的释放以保证煤炭供应, 此外煤炭行业兼并重组步伐将加快, 行业集中度将进一步提高。

#### 5. 行业关注

##### (1) 行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施, 煤炭价格得到大幅提振, 2017 年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续, 煤炭企业盈利能力大幅提升, 但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转, 而下游火电企业普遍亏损, 未来, 行业政策仍将对煤炭企业经营稳定性产生重要影响。

##### (2) 安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重; 近几年, 随着我国环保政策的趋严, 对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求, 增加了煤炭企业的支出, 同时, 下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。



## 6. 未来发展

### (1) 政策支持行业景气度保持稳定，逐步实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本保持稳定情况下，煤炭价格大幅上涨，短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的投产，煤炭行业供给将有所增长，随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

### (2) 行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小，加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。公司部分董事及高级管理人员发生调整：2017 年，公司独立董事王超群、监事吕传田和副总经理郑丙健辞去相关职务。

经第六届董事会第一次会议决定，聘任葛振宇、周志利、王建强和范文斌为公司副总经理，经 2016 年度股东大会审议，选举石汝欣为公司监事；经 2016 年度股东大会审议，聘任李清廉为独立董事。

总体看，跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大调整，整体经营团队保持稳定，同时公司管理制度连续，管理运作水平正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营煤炭采掘与洗选，同时经营少量煤化工业务。煤炭采掘、洗选业务的最终产品主要为混煤（用作动力煤）与喷吹煤，煤化工主要生产焦炭及其附属产品。

2016~2017 年，公司营业收入分别为 142.29 亿元和 235.44 亿元，其中 2017 年营业收入大幅增长主要系煤炭价格大幅上涨及煤炭产销规模增长所致。同期，公司实现净利润 24.66 亿元，较上年同期增长 247.32%。2016~2017 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 95.12%和 97.92%，公司主营业务突出，主营业务决定了公司营业收入及毛利率变化。公司主营业务构成稳定，以煤炭采掘与洗选为主，2016~2017 年，煤炭采掘与洗选业务占主营业务的比重分别为 91.43%和 89.40%。

从主营业务收入来看，2016~2017 年，由于煤炭价格上涨及煤炭产销规模增长，公司煤炭开采与洗选收入实现大幅增长，较上年增长 66.56%至 206.10 亿元；煤化工业务收入较上年大幅增长 110.57%至 24.45 亿元。

从主营业务毛利率来看，煤炭开采与洗选方面，2017 年煤炭价格处于高位运行，带动煤炭采掘与洗选业务毛利率由上年的 40.23%上升至 45.26%。煤化工方面，2017 年，煤化工业务毛利率大幅下降 12.38 个百分点至 7.81%。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%、个百分点)

项目	2016年			2017年			收入变动率	毛利率变动值
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
煤炭采掘与洗选	123.74	91.43	40.23	206.10	89.40	45.26	66.56	5.03
煤化工	11.61	8.57	20.19	24.45	10.60	7.81	110.57	-12.38
合计	<b>135.35</b>	<b>100</b>	<b>38.51</b>	<b>230.54</b>	<b>100.00</b>	<b>41.29</b>	<b>70.33</b>	<b>2.78</b>

资料来源:公司年报

2018年1~3月,公司实现营业收入51.43亿元,较上年同期增长14.23%,主要系煤炭价格处于高位运行所致;实现净利润6.94亿元,较上年同期增长49.50%,主要系煤炭高位运行,带动利润增长所致。其中归属于母公司所有者的净利润7.13亿元。

总体看,煤炭开采与洗选为公司核心业务,2017年,受行业景气度大幅回升影响,公司收入及利润规模均大幅增长。

## 2. 煤炭业务

### (1) 资源储备

截至2017年底,公司合并范围内共有煤炭资源地质储量49.9亿吨,其中可采储量24.23亿吨,目前公司已投产矿井的核定产能为4,040万吨/年;煤种主要为贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3焦煤和肥煤等,主要分布在山西省境内。其中,非整合煤矿地质储量32.43亿吨,可采储量16.40亿吨,核定产能3,240万吨/年,主要煤种为贫煤和气煤;整合煤矿地质储量17.47亿吨,可采储量8.78亿吨,核定产能800万吨/年,主要煤种为1/3焦煤、气煤、肥煤。

从剩余可采年限看,公司主力煤矿(非整合矿)剩余可采年限较长,按核定产能计算,公司剩余可采年限平均为43年,可满足公司未来长期发展的需求。

总体看,公司整体煤炭资源储备量较大,以非整合矿为主;煤炭资源以贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3焦煤和肥煤为主,剩余可开采年限较长,可保障公司未来发展需求。

### (2) 煤炭生产

公司煤炭业务主要为原煤开采与洗选,辅以少量焦炭及副产品的生产。截至2017年底,公司现有生产矿井15个,其中非整合矿井6个,核定产能合计3,240万吨/年;整合矿井11个,核定产能合计800万吨/年。

公司煤炭生产以非整合矿为主,2017年,煤炭价格高位运行,公司加大煤炭开采力度,公司原煤产量为4,159万吨,较上年增长6.23%。

公司采用以销定产的模式,并依据库存量来安排生产。开采的原煤经洗选后销售,最终产品主要为混煤和喷吹煤。2016~2017年,公司混煤产量较为稳定;喷吹煤产量大幅增长,主要系公司积极试用易煤网等电商平台,加大喷吹煤销售力度所致。

表2 公司主要煤炭产品产量(单位:万吨、%)

煤种	2016年	2017年	变动率
混煤	2,144.94	2,186.19	1.92
喷吹煤	1,233.31	1,454.36	17.92

资料来源:公司提供

从生产指标看,公司综采机械化程度和综掘机械化程度较高,2016~2017年综采机械化程度均为100%,综掘机械化程度分别为96.66%和91.00%。同时,随着开采深度的加深,公司全员工作效

率有所降低，2016年~2017年分别为12.050吨/工和9.770吨/工。公司死亡率均为0人/百万吨，整体安全保障程度较稳定。

表3 公司煤炭板块主要生产指标（单位：%、吨/工、人/百万吨）

项目	2016年	2017年
综采机械化程度	100	100
综掘机械化程度	96.66	91.00
全员效率	12.050	9.770
百万吨死亡率	0.000	0.000

资料来源：公司提供

从生产成本看，公司生产成本主要由折旧费、材料费和人工费等组成，随着开采深度的加深，公司吨煤成本（完全成本法）大幅增长，分别为230.85元/吨和347.72元/吨。

总体看，2017年，公司主要煤炭产品产量规模增长；公司采煤机械化程度保持行业领先地位，但随着开采深度的加深，全员效率有所降低，吨煤成本大幅增长，不利于公司盈利水平的保持。

### （3）煤炭销售

公司主要产品中，混煤用作动力煤，主要销往下游大型电力企业；喷吹煤主要在炼铁（钢）替代焦炭起提供热量和还原剂的作用，下游客户主要为大型钢厂。

销售方式方面，公司煤炭销售采用以销定产的方式，以直销为主。公司构建了较为完善的生产运销一体化调度管理体系和“一表三图”客户管理机制。

销售量方面，公司混煤销量整体较为稳定；2017年，公司积极试用易煤网等电商平台，优化市场价格调整机制，建立了煤炭多渠道营销体制，带动喷吹煤销量大幅增长。2016~2017年，煤炭产品产销率均保持较高水平。

销售价格方面，公司产品销售以市场交易价格为准，2017年，公司混煤与喷吹煤销售价格较上年大幅上升，分别为422.16元/吨和754.50元/吨。

表4 公司煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2016年			2017年			销量变动率	价格变动率
	销量	价格	产销率	销量	价格	产销率		
混煤	2,210.00	273.88	103.22	2,222.00	422.16	101.65	0.54	54.14
喷吹煤	1,240.00	492.45	100.50	1,433.00	754.50	98.55	15.56	53.21

资料来源：公司提供

销售客户方面，2017年，公司前五大客户销售占比14.25%，较上年下降6.11个百分点，客户集中度较低。

结算方式方面，公司一般采用现汇（占30%左右）及承兑汇票（占70%左右）的方式结算，应收账款的账期一般为1个月。公司下游客户主要为大型电力企业或钢厂，对公司正常销售回款起到了积极保障作用。

总体看，受2017年煤炭市场价格大幅回升影响，公司煤炭销售价格显著提升，收入与利润均大幅提高；公司积极试用易煤网等电商平台，喷吹煤销量大幅增长。

## 4. 经营效率

2017年，受煤炭行业景气度大幅回升以及公司煤炭产销规模大幅增长影响，公司应收账款周转

次数、存货周转次数和总资产周转次数均较上年提升。2017年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为5.51次、12.21次和0.38次，分别较上年上升1.79次、4.09次和0.12次。

总体看，2017年，受煤炭行业景气度大幅回升以及公司煤炭产销规模大幅增长影响，经营效率有所回升。

## 5. 在建项目

截至2017年底，公司主要在建项目为煤矿技改项目，项目预计总投资112.77亿元，截至2017年底已投资86.49亿元，仍需投入26.28亿元。公司前文明、大木厂、元丰、静安等项目仍列为暂时停建矿井。

表5 截至2017年底公司主要在建项目和暂停项目情况（单位：亿元、年、%）

项目类型	项目名称	总投资	截至2017年底 累计投入	工程进度
在建项目	孟家窑120万吨矿井技改工程	25.49	28.33	100.00
	潞安焦化亚晋技改项目	15.22	9.56	66.00
	温庄120万吨技改项目工程	9.68	10.28	100.00
	黑龙关90万吨技改项目	7.40	6.82	96.00
	余吾南翼采区及南风井工程	11.95	15.02	95.00
	五阳南岭工业区	23.00	8.40	36.00
	五阳地面瓦斯预抽井（135口井）	4.00	2.46	70.00
	漳村西扩区工程	12.77	4.10	32.00
	本源生态农业示范园工程	1.64	1.52	93.00
	<b>在建项目小计</b>	<b>112.77</b>	<b>86.49</b>	--
暂停项目	前文明90万吨矿井技改工程	5.23	2.96	69.85
	大木厂90万吨矿井技改工程	7.41	2.59	38.53
	元丰吕梁临县姚家山探矿工程	27.01	1.21	11.90
	静安90万吨矿井技改项目工程	7.82	1.08	16.98
	<b>暂停项目小计</b>	<b>47.47</b>	<b>7.84</b>	--

资料来源：公司提供

整体看，公司在建项目以技改工程为主，完工后公司生产能力将有较大提升。

## 6. 经营关注

### （1）安全生产风险

煤炭行业作为高危行业之一，安全事故的产生将直接导致矿井停产检修，可能给公司正常生产经营带来重大影响，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大，公司安全生产水平的保持与进一步提高仍需关注。

### （2）公司业务单一

公司专注煤炭业务，其中煤炭采掘业收入占主营业务收入89%以上，煤炭行业周期性波动影响对于公司经营业绩产生更为剧烈的影响。

### （3）行业政策变动风险

去产能政策实施以来，煤炭价格涨幅明显，但“2+26”京津冀环保限产、房地产与基建增速下



滑等政策变动的因素依旧存在，可能会在一定程度上对公司生产与销售带来影响。此外，相关政策变动对公司新建矿井投入生产时间影响较大，公司产能释放存在一定的不确定因素。

## 7. 未来发展

公司以建设具有国际竞争力的新型环保能源品牌上市公司为战略目标，一是以煤为基，进一步放大优势、挖掘潜力，增强企业效益基础，为企业壮大发展打下坚实基础；二是以新型煤化工和煤电一体化为支撑，快速做大做强，为企业未来拓展战略空间；三是强化经营管控，深化改革释放活力，为企业实现可持续发展提供强劲动力。

总体看，公司未来发展规模目标明确。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。2018 年一季报未经审计。2017 年，公司财务报表合并范围包括 29 家子公司，合并报表范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 664.74 亿元，负债合计 461.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 203.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 211.14 亿元。2017 年，公司实现营业收入 235.44 亿元，净利润（含少数股东损益）24.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.70 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 646.23 亿元，负债合计 431.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 214.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 222.54 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.43 亿元，净利润（含少数股东损益）6.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.44 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.37 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 664.74 亿元，较年初增长 14.96%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产占 46.85%，非流动资产占 53.15%，占比较上年下降 6.99 个百分点，公司资产结构以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 311.41 亿元，较年初增长 35.13%，主要系货币资金和应收票据大幅增长所致；公司流动资产以货币资金（占 43.20%）、应收票据（占 38.61%）和应收账款（占 13.26%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 134.52 亿元，较年初增长 54.82%，主要系销售收入大幅增加、发行公司债券收到的现金增加所致。其中，货币资金主要由银行存款（占 81.46%）和其他货币资金（占 18.53%）；货币资金中使用受限资金总额为 24.92 亿元，占 18.53%，主要为保证金受限。公司货币资金受限程度一般，货币资金可用规模较大。

截至 2017 年底，公司应收票据 120.22 亿元，较年初增长 34.64%，主要系票据结算的煤款增加所致。应收票据主要为银行承兑票据（占 98.50%），期末已质押的应收票据为 0.36 亿元，金额较小，均为银行承兑票据。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 41.30 亿元，较年初增长 8.61%，主要系公司主营业务收入增长所致。公司应收账款均按照账龄分析法计提坏账准备，其中，账龄在 1 年以内的占 59.70%，1~2 年的占 25.39%，公司累计计提坏账准备 3.64 亿元，坏账计提比例为 8.10%。公司前五名应收账款总金额为 27.09 亿元，占应收账款余额的 60.27%，均为公司主要的合作客户。

### (2) 非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 353.33 亿元，较年初增长 1.60%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.90%）、固定资产（占 57.84%）、在建工程（占 9.76%）和无形资产（占 24.62%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 24.39 亿元，较年初增长 7.57%，主要系公司对潞安集团财务有限公司（以下简称“潞安财务公司”）追加投资所致；长期股权投资主要系对山西天脊潞安化工有限公司、潞安财务公司以及山西潞安煤基清洁能源有限责任公司三个联营企业的投资。

公司固定资产主要为房屋建筑物、矿井建筑物和机器设备。截至 2017 年底，公司固定资产 204.35 亿元，较年初增长 10.67%，主要系在建工程转固所致；其中，公司固定资产主要由房屋建筑物（占 36.08%）、矿井建筑物（占 38.87%）、通用设备（占 8.17%）和专用设备（占 16.36%）。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 178.72 亿元，计提减值准备 0.44 亿元，固定资产成新率为 53.40%，成新率较低。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 34.47 亿元，较年初下降 30.45%，主要系本期部分在建工程转固所致。公司在建工程主要为黑龙关 90 万吨矿井技改工程、五阳南岭工业区和前文明 90 万吨矿井开拓延深工程等项目，以煤矿技改工程为主。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 87.00 亿元，较年初减少 0.30%。公司无形资产主要由采矿权（占 94.39%）构成。

截至 2017 年底，公司使用受限资产总额 25.28 亿元，占总资产的 3.80%，主要为银行承兑汇票保证金（占 98.60%）。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 646.23 亿元，较上年底减少 2.78%；其中，流动资产和非流动资产分别占 45.60% 和 54.40%，资产结构变动不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司以非流动资产为主的资产构成符合行业特点，流动资产中货币资金充足，应收账款、应收票据规模较大，对公司资金形成一定占用。由于近两年对煤矿的技术改造，非流动资产中固定资产大幅增加，无形资产占比较高，公司整体的资产质量较好。

## 3. 负债及所有者权益

### (1) 负债

截至 2017 年，公司负债合计 461.37 亿元，较年初增长 15.79%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占 74.45%，非流动负债占 25.55%，占比较上年增长 7.53 个百分点，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 343.47 亿元，较年初增长 5.15%，主要系应付账款大幅增加所致；公司流动负债以短期借款（占 20.45%）、应付票据（占 12.50%）、应付账款（占 37.03%）、预收账款（占 5.70%）、应交税费（占 5.44%）和一年内到期的非流动负债（占 11.60%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款合计 70.25 亿元，较年初增长 0.29%，其中，信用借款占 90.04%、保证借款占 9.96%。

公司应付票据款主要系结算代销潞安集团煤款及公司材料设备款。截至 2017 年底，公司应付票

据为 42.94 亿元，较年初大幅下降 10.54%，主要系票据到期较多所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 127.20 亿元，较年初增加 9.30%，主要系应付材料款增加所致。

截至 2017 年底，公司预收款项 19.57 亿元，较年初增长 81.24%，主要系预收煤款增加所致。

截至 2017 年底，公司应交税费 18.70 亿元，较年初增长 60.32%，主要系期末应交增值税、企业所得税增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 39.85 亿元，较年初减少 14.22%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 117.89 亿元，较年初增长 64.21%，系应付债券增加所致；公司非流动负债以长期借款（占 34.20%）、应付债券（占 50.57%）和长期应付款（占 13.20%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 40.32 亿元，较年初减少 12.91%，主要系公司偿还部分长期借款所致；其中，长期借款主要由保证借款（占 31.20%）和信用借款（占 68.80%）；长期借款的期限结构上，2019 年到期金额为 5.63 亿元（占 13.96%），2020 年到期金额为 21.25 亿元（占 52.70%），剩余均为 3 年以上，2020 年公司将面临较大还款压力。

截至 2017 年底，公司新增应付债券 59.62 亿元，主要系公司新发行公司债券所致。其中，公司应付债券共 1 项，债券简称“17 环能 01”，起息日 2017 年 10 月 27 日，期限 5 年，票面利率 5.34%。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 15.56 亿元，较年初减少 37.05%，主要系偿还部分融资租赁款所致。

从债务负担情况来看，截至 2017 年底，公司全部债务为 257.17 亿元，较上年增长 12.13%，主要系长期债务增长所致。其中短期债务占 59.63%，长期债务占 40.37%，公司债务以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 69.41% 和 33.80%，分别较上年增长 0.50 个百分点和 7.38 个百分点；公司全部债务资本化比率为 55.84%，较上年下降 0.22 个百分点，债务负担一般。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 431.45 亿元，较年初下降 6.49%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债和非流动负债分别占 74.47% 和 25.53%，负债结构较上年底变动不大。截至 2018 年 3 月末，公司全部债务 260.11 亿元，较上年底增长 1.14%，较为稳定；其中，短期债务和长期债务分别占 58.80% 和 41.20%，债务结构变动不大；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 66.76%、54.77% 和 33.29%，较上年底略有下降。

总体看，2017 年，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主；债务规模较大，以短期债务为主，债务结构有待改善，公司短期偿债压力较大。

## （2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 203.37 亿元，较年初增长 13.11%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益为 211.14 亿元，归属于母公司所有者权益中，股本占 14.17%，资本公积占 6.82%，专项储备占 11.69%，盈余公积占 12.57%，未分配利润占 54.75%，公司所有者权益的稳定性较弱。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益合计 214.78 亿元，较年初增长 5.61%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司的所有者权益 222.54 亿元，归属于母公司的所有者权益结构变动不大。

总体看，2017 年，受利润留存影响，公司所有者权益规模有所增长，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

2017年，随着煤炭行业景气度回升，公司煤炭价格及产销规模均实现增长，公司实现营业收入235.44亿元，较上年增长65.46%；同期，营业成本139.37亿元，较上年增长55.58%。实现净利润分别为24.66亿元，较上年增长247.32%。

从期间费用看，2017年，公司期间费用总额39.38亿元，较上年增长47.35%，主要系管理费用大幅增长所致。从期间费用构成来看，管理费用与财务费用在期间费用中的占比较高，2017年占比分别为65.04%和23.89%。公司销售费用4.36亿元，较上年增长49.47%，主要系本期“一口价”销售结算及港杂费增加所致；公司管理费用25.61亿元，较上年增长53.49%，主要系本期研发投入等项目支出增加所致；公司财务费用9.41亿元，较上年增长32.09%，主要系本期发行公司债券利息支出增加所致。2016~2017年，公司费用收入比分别为18.78%和16.73%，期间费用对利润影响较大，公司费用控制能力一般。

2016~2017年，公司投资收益分别为0.24亿元和-0.94亿元，主要系长期股权投资采用权益法核算期末确认的投资收益实现亏损所致，对公司营业利润的影响较小。2016~2017年，公司营业外收入分别为1.05亿元和0.51亿元，主要系由于本期会计政策变更，与企业日常经营相关的政府补助转入其他收益科目核算所致；营业外收入占利润总额的比例分别为8.36%和1.50%，对利润总额的影响不大。2017年，公司其他收益0.11亿元，占营业利润的比例为0.32%，对营业利润的影响较小。

从盈利指标看，受煤炭行业景气度大幅回升、煤炭价格大幅增长的影响，2017年，公司总资产收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别较上年大幅上升4.17个百分点、3.39个百分点和8.88个百分点至8.13%、7.19%和12.87%，公司整体盈利能力较强。

2018年1~3月，公司实现营业收入51.43亿元，较上年同期增长14.23%，主要系煤炭价格处于高位运行所致；实现净利润6.94亿元，较上年同期增长49.50%，主要系煤炭高位运行，带动利润增长所致。其中归属于母公司所有者的净利润7.13亿元。

总体看，2017年，受煤炭行业景气度大幅回升影响，公司盈利能力大幅提升，公司盈利能力整体处于较高水平。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入较上年增长115.05%至169.12亿元，主要系商品煤综合售价上涨、商品煤销售收入增加所致。同期，经营活动现金流出较上年增长116.01%至145.39亿元；公司经营活动现金流量净额分别为23.73亿元，较上年增加12.40亿元。2016~2017年，公司现金收入比分别为53.80%和70.84%，公司整体收入实现质量较差，主要系公司销售结算方式以票据结算为主所致。

从投资活动看，2017年投资活动现金流入为0.73亿元，较上年增长9.34%，主要系取得投资收益收到的现金大幅增加所致。同期，公司投资活动现金流出7.72亿元，较上年下降11.40%，主要系公司在建工程投入规模较上年下降所致。2016~2017年，公司投资活动现金流均呈净流出状态，投资活动现金流量净额分别为-8.04亿元和-6.99亿元。

从筹资活动看，随着公司对矿井资产的持续改造和整合，公司经营活动产生的现金流不能满足投资需要，有较大的外部融资需求，公司筹资性现金流入规模较大，公司筹资活动产生的现金流入主要来自银行借款。2017年，公司筹资活动现金流入为169.26亿元，较上年增长50.94%，主要系主要系公司本年度发行公司债券所致；随着债务的陆续到期，公司偿还债务支付的现金增加，导致筹资活动现金流出大幅增长，2017年公司筹资活动现金流出为142.30亿元，较上年增长27.20%；



公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.26 亿元和 26.95 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 5.44 亿元，投资活动现金流量净额-1.04 亿元，筹资活动现金流量净额-9.77 亿元。

总体看，2017 年，煤炭行业景气度大幅回升，公司经营活动现金流持续流入且大幅增加；经营活动产生的现金流量净额能够满足公司矿井技改对于资金的需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 0.71 倍和 0.91 倍，速动比率分别为 0.67 倍和 0.88 倍；公司现金短期债务比分别为 1.07 倍和 1.66 倍，均较上年有所提升，主要系公司新发行公司债券，带动公司货币资金大幅增加所致。整体看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 58.01 亿元，较上年大幅增长 87.56%，主要系利润总额大幅增长所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 58.65%）、计入财务费用的利息支出（占 18.40%）和折旧（占 19.35%）组成。2016~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍和 0.23 倍；公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.11 倍和 5.36 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高。

截至 2017 年底，公司共有 1 笔重大未决诉讼仲裁事项，其中，诉讼涉及金额 3.83 亿元。诉讼事宜为山西潞安环保能源开发股份有限公司王庄煤矿（以下简称“王庄煤矿”）采煤导致地面塌陷，长治市福瑞农业科技发展有限公司向山西省高级人民法院提起诉讼，向王庄煤矿索求赔偿。截至 2017 年底，重大诉讼仲裁事项未开庭审理，涉及金额较大，联合评级将持续关注重大未决诉讼事项。

根据中国人民银行企业信用报告（被查询机构信用代码 G10140423000000106），截至 2017 年 5 月 16 日，公司无未结清的不良信贷记录，已结清的借款中有 3 笔欠息，已于 2016 年 1 月 29 日全部结清。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。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司从招商银行、交通银行、华夏银行和工商银行等合作银行获得授信额度合计为 220.46 亿元，剩余授信额度为 86.24 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司，具备公开市场直接融资能力。

总体看，公司债务规模较大，偿债指标有所上升，同时考虑到公司是山西省最大规模的喷吹煤生产企业，煤炭资源储备规模大，煤炭品质好，公司整体偿债能力极强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月末，公司现金类资产达 223.08 亿元，为“17 环能 01”本金（60 亿元）的 3.72 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 214.78 亿元，约为债券本金（60 亿元）的 3.58 倍，公司较大规模的净资产能够对“17 环能 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 58.01 亿元，约为债券本金（60 亿元）的 0.97 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 169.12 亿元，约为债券本金（60 亿元）的 2.82 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额 23.73 亿元，约为债券本金（60 亿元）的 0.40 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司是山西省最大规模的喷吹煤生产企业，煤炭资源储备规模大，煤炭品质好等因素，公司对“17环能01”偿还能力极强。

## 八、债权保护分析

本期债券由晋商信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任担保。

晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商增信”）成立于2016年9月，由山西省内7家大型重点省属非煤国有企业山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）、山西能源交通投资有限公司、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司、山西省高速公路集团有限责任公司发起设立。2017年，根据山西省委省政府的统一部署，山西金控集团将其所持公司全部股份划转至山西省国有资本投资运营有限公司。

截至2017年末，晋商增信注册资本为40.00亿元，控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司（持股比例为52.50%），实际控制人为山西省政府。

晋商增信注册地址：山西省太原市杏花岭区府西街69号山西国际贸易中心西塔楼8层。法定代表人：王俊飏。

### 1. 经营概况

晋商增信自2016年9月成立以来，以基础债券增信业务为支点，为大同煤矿集团有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、山西煤炭进出口集团有限公司等重点省属企业提供增信服务；积极开拓省级开发区业务市场，推进山西省区县级及以上融资平台公司的发债增信业务；在降低资产负债率的业务需求下推进省属企业的永续债项目。

截至2017年末，晋商增信尚在增信责任期内增信业务项目15个，增信余额213.34亿元。其中债券增信余额154.40亿元，包括4笔公司债项目增信余额134.40亿元以及1笔中期票据项目增信余额20.00亿元；省属国企债务重组增信项目余额27.50亿元；2笔信托贷款增信余额15.00亿元；债转股项目增信余额12.00亿元；基金项目增信余额4.00亿元；2笔信用违约互换业务，交易对手为中债信用增进投资股份有限公司，交易名义本金0.20亿元，增信余额0.10亿元；3笔信用风险缓释合约业务，交易名义本金0.69亿元，增信余额0.34亿元，交易对手均为中债信用增进投资股份有限公司。

在风险管理体系方面，晋商增信遵循“依法合规、防范风险、客观独立”，梳理了涵盖日常经营所面临的信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、法律风险、声誉风险等各类风险类别，初步搭建了涵盖风险审查委员会、风险管理部以及业务部门等组成的三级风险管理架构。

自成立以来，晋商增信主要为山西省内的国有煤炭重点企业提供增信支持，增信对象以高信用等级企业客户为主。截至2017年末，晋商增信AA-及以上级别的企业客户涉及增信余额209.34亿元，占全部增信余额的98.13%。

由于晋商增信较为特殊的业务定位及所属地区经济结构特点，晋商增信增信业务客户主要集中在煤炭行业。截至2017年末，晋商增信煤炭行业增信余额为158.60亿元，占增信余额的比例为74.34%，行业集中度较高，但客户均为省属国有重点企业，整体风险可控。从增信余额的客户分布情况来看，2017年末晋商增信单一最大客户增信余额60.00亿元，占晋商增信净资产的99.20%，客户集中度高，此业务客户主体级别为AAA，为晋商增信债券增信项目，且有母公司提供担保。从到期期限分布上

看，公司增信项目期限大多分布于 3~5 年，期限较长。

总体看，晋商增信主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，风险缓释措施较为严格；但目前业务规模较为有限，行业及客户集中度较高。

## 2. 财务概况

从资本实力来看，截至 2017 年末，晋商增信所有者权益 60.49 亿元，其中股本 40.00 亿元，少数股东权益 17.39 亿元。

截至 2017 年末，晋商增信投资资产余额 99.38 亿元，投资类型主要包括信托计划、基金产品、理财产品、委托贷款等。晋商增信信托计划投资主要投向山西省内高信用等级（外部评级为 AA 及以上）的信用债以及省内上市公司、国有企业的债务重组项目，2017 年末信托计划投资余额 23.49 亿元，占投资资产的 23.64%。晋商增信基金产品投资主要投向省内高信用等级的信用债、省内国有企业债转股项目以及新能源、高端装备制造、文化教育、医疗健康等与山西省产业结构调整相关的行业，2017 年末基金产品投资余额 21.22 亿元，占投资资产的 21.35%。晋商增信理财产品投资的交易对手以股份制商业银行和证券公司为主，风险等级为 R2（稳健型）及以下，底层资产主要包括债券、货币市场工具以及非标准化债权，2017 年末理财产品投资余额 20.87 亿元，占投资资产的 21.00%。此外，晋商增信向部分省属国有企业投放委托贷款，投放行业主要为煤炭行业、交通运输行业以及资本投资服务行业，利率水平在 7% 左右；2017 年末委托贷款余额 19.91 亿元，占投资资产的 20.04%。

从盈利能力来看，2017 年，晋商增信实现营业收入 6.57 亿元，其中增信业务收入 1.69 亿元，投资业务收入 4.04 亿元，其余主要为银行存款利息收入；发生营业支出 2.28 亿元，其中利息支出 1.09 亿元，提取准备金净额 0.59 亿元，业务及管理费支出 0.55 亿元；实现净利润 3.22 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 4.05% 和 6.39%。

从资本充足率及代偿能力方面来看，晋商增信自成立以来，得益于资本实力的不断增强，晋商增信净资本规模有所上升，但由于投资资产占比上升，导致净资本比率有所下降。根据晋商增信 2017 年末的资产状况，估算出晋商增信净资本为 37.68 亿元，净资本比率为 62.29%。随着增信业务的大力开展，晋商增信净资产及净资本增信倍数均有所提高，净资本覆盖率下降，但仍处在充足水平。截至 2017 年末，晋商增信净资产及净资本增信倍数分别为 3.53 倍和 5.66 倍，净资本覆盖率为 172.60%。

总体看，晋商增信资本实力较强，考虑到晋商增信股东背景强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东较大支持，高级管理人员具备较高专业水平，晋商增信整体代偿能力极强。

## 3. 担保效果评价

以 2017 年底财务数据测算，“17 环能 01”合计发行规模（60.00 亿元）占担保方晋商增信资产总额的 54.00%、所有者权益总额的 100.82%，整体占比高，晋商增信对债券的保护程度一般。

总体看，晋商增信资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本期债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

## 九、综合评价

跟踪期内，公司作为山西省规模最大的喷吹煤生产企业，在煤炭资源储备规模、煤炭品质等方面具备优势。2017 年，公司煤炭产销量大幅回升，盈利能力大幅提升，经营现金流状况良好。同时联合评级也关注到公司在建项目规模较大、未来产能利用存在不确定性以及公司债务增长较快且存

在一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来我国经济总量仍将保持适度增长，随着去产能政策逐步落实，煤炭价格处于较高水平，有利于公司盈利水平的保持。

本次债券由晋商增信提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。晋商增信资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本期债券的到期还本付息具有一定积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”。同时维持“17 环能 01”的“AAA”债项信用等级。



## 附件 1 山西潞安环保能源开发股份有限公司

### 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	578.24	664.74	646.23
所有者权益 (亿元)	179.79	203.37	214.78
短期债务 (亿元)	164.80	153.34	152.94
长期债务 (亿元)	64.56	103.83	107.17
全部债务 (亿元)	229.35	257.17	260.11
营业收入 (亿元)	142.29	235.44	51.43
净利润 (亿元)	7.10	24.66	6.94
EBITDA (亿元)	30.93	58.01	--
经营性净现金流 (亿元)	11.34	23.73	5.44
应收账款周转次数 (次)	3.71	5.51	--
存货周转次数 (次)	8.12	12.21	--
总资产周转次数 (次)	0.26	0.38	0.08
现金收入比率 (%)	53.80	70.84	97.14
总资本收益率 (%)	3.95	8.13	--
总资产报酬率 (%)	3.80	7.19	--
净资产收益率 (%)	3.99	12.87	3.32
营业利润率 (%)	29.13	32.86	32.96
费用收入比 (%)	18.78	16.73	16.70
资产负债率 (%)	68.91	69.41	66.76
全部债务资本化比率 (%)	56.06	55.84	54.77
长期债务资本化比率 (%)	26.42	33.80	33.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.11	5.36	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.23	--
流动比率 (倍)	0.71	0.91	0.92
速动比率 (倍)	0.67	0.88	0.87
现金短期债务比 (倍)	1.07	1.66	1.46
经营现金流动负债比率 (%)	3.47	6.91	1.69
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.52	0.97	--

## 附件 2 晋商信用增进投资股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	47.87	111.12
负债总额 (亿元)	7.70	50.63
所有者权益 (亿元)	40.17	60.49
增信余额 (亿元)	35.10	213.34
净资产增信倍数 (倍)	0.87	3.53
净资本增信倍数 (倍)	1.04	5.66
净资本比率 (%)	84.19	62.29
净资本覆盖率 (%)	965.73	172.60
营业收入 (亿元)	0.13	6.57
净利润 (亿元)	0.07	3.22
平均资产收益率 (%)	--	4.05
平均净资产收益率 (%)	--	6.39

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

    长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中债务部分

    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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他应付款中债务部分

    全部债务=长期债务+短期债务

    EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

    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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。