

山西煤炭进出口集团有限公司

2019 年度第一期短期融资券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010018】

评级对象: 山西煤炭进出口集团有限公司 2019 年度第一期短期融资券

信用等级: A-1

评级时间: 2019 年 1 月 8 日

发行规模: 7.00 亿元

发行目的: 偿还有息债务

存续期限: 366 天

偿还方式: 到期一次还本付息

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	14.48	12.32	20.29	19.51
短期刚性债务	99.94	74.35	123.13	74.38
所有者权益	45.49	34.84	34.71	34.62
现金类资产/短期刚性债务 [倍]	0.14	0.17	0.16	0.26
合并口径数据及指标:				
流动资产	423.94	395.61	387.19	350.80
货币资金	88.08	91.24	137.39	123.04
流动负债	478.28	422.91	405.47	355.38
短期刚性债务	387.58	350.06	345.35	297.63
所有者权益	125.26	121.81	118.00	118.10
营业收入	852.42	550.12	545.40	133.25
净利润	-7.98	-0.76	1.98	0.35
经营性现金净流入量	4.67	52.28	20.61	30.01
EBITDA	30.15	35.09	47.65	—
资产负债率[%]	84.97	84.99	85.87	85.26
流动比率[%]	88.64	93.54	95.49	98.71
现金比率[%]	23.87	27.40	40.78	42.21
利息保障倍数[倍]	0.75	0.89	1.18	—
经营性现金净流入与流动 负债比率[%]	1.05	11.60	4.98	—
非筹资性现金净流入与流 动负债比率[%]	-0.01	10.62	0.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.20	1.48	—
EBITDA/短期刚性债务 [倍]	0.09	0.10	0.14	—

注: 根据山煤集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算(其中 2015 年数据使用的是经差错更正之后的 2016 年度期初数据)。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com

喻俐萍 ylp@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对山西煤炭进出口集团有限公司(简称“山煤集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)发行的期限为 366 天的 7.00 亿元 2019 年度第一期短期融资券进行了评级,反映了山煤集团在规模、成本及政府支持等方面所具有的优势,同时也反映了公司在主业运营、未决诉讼、偿债、流动性、在建工程减值及产出与安全等方面所面临的压力与风险。

优势:

- **规模优势。**山煤集团作为国内最大的煤炭贸易企业之一,具有煤炭出口贸易资质,贸易及运输产业链完善,在行业内具有一定的规模优势。
- **成本优势。**山煤集团煤炭生产效率较高,且自身人员负担较轻,具有一定的成本优势,煤炭产销业务盈利空间较大。
- **政府支持优势。**山西省政府密集出台了一系列支持文件,山煤集团作为山西省内七大煤炭资源整合主体之一,其直接股东为山西国投公司,实际控制人为山西省国资委,能够得到山西省政府较大支持。

风险:

- **主业运营压力。**目前,煤炭行业产能过剩情况尚未得到根本性解决,中长期来看,煤炭价格回调压力仍存在,公司主业运营仍面临较大压力。
- **未决诉讼风险。**山煤集团存在下游客户付款逾期及上游供应商延期交货的情况,且公司存在多笔未决诉讼,沉淀了大量资金,近年来计提了大额减值损失准备,削弱了公司的盈利能力,需关注诉讼进展及计提充分性。
- **负债率高,偿债压力大。**山煤集团负债规模很大,资产负债率高且以刚性债务为主,加之债务期限结构相对集中,2019 年公司即期债务偿付规模大。总体来看,公司面临较大的刚性债

务集中偿付压力。

- **流动性压力。**近年来，山煤集团应收账款、预付款项、其他应收款和存货规模很大，且应收账款及存货周转率较低，对公司的流动资产形成较大规模的占用，公司的流动性压力大，关注应收账款及其他应收款等回收情况。
- **在建工程减值及产出不确定风险。**山煤集团在建工程建设进度缓慢，存在一定的减值风险，造成一定资金沉淀；且在煤炭供给侧改革尚未结束的情况下，项目未来收益存在较大不确定性。
- **安全风险。**山煤集团从事的煤炭生产行业属于高危行业，公司面临一定的煤矿生产安全风险。

关注：

- **山西省国资企业资源整合。**目前山西省国资委已将其持有的 22 户企业国有股权全部注入山西国投公司，其中包括山煤集团全部股权，关注山西省国资企业资源整合模式、进度及对公司的影响情况。

➤ 未来展望

通过对山煤集团及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，本评级机构认为本期短券还本付息安全性最高，并给予本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

山西煤炭进出口集团有限公司 2019 年度第一期短期融资券

信用评级报告

募集资金用途

1. 债项概况

该公司向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过 48.00 亿元短期融资券的议案已获董事会批准通过，并已于 2018 年 12 月发行了金额为 18.00 亿元、期限为 365 天的“山西煤炭进出口集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券”（简称“18 山煤 CP001”）。本期债券拟在剩余额度内发行 7.00 亿元，发行期限为 366 天。公司拟将本期债券募集资金全部用于偿还有息债务。

图表 1. 拟发行的本期短券概况

短期融资券名称:	山西煤炭进出口集团有限公司 2019 年度第一期短期融资券
注册额度:	48.00 亿元人民币
本期发行规模:	7.00 亿元人民币
短期融资券期限:	366 天
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源：山煤集团

截至 2018 年末，该公司合并口径待偿还债券本金余额合计为 126.40 亿元，公司对已发行债券均能够按时付息，暂无延迟支付本息的现象。公司将于 2019 年集中兑付债券本金 53.60 亿元，叠加 16 山煤 01 投资者或将于 2019 年 1 月 27 日进行回售，公司面临较大的刚性债务集中偿付压力。

图表 2. 截至 2018 年末公司存续债券概况

债券名称	起息日	到期日	债券余额 (亿元)	当期利率 (%)	本息兑付情况
14 山煤 MTN001	2014-03-19	2019-03-19	10.00	7.20	未到期，正常付息
18 山煤 SCP001 ¹	2018-08-16	2019-05-13	7.00	6.50	未到期
18 山煤 SCP002 ²	2018-11-05	2019-08-02	8.00	6.50	未到期
16 山煤 02 ³ 【3(1+1+1)】	2016-11-18	2019-11-18	10.60	7.00	未到期，正常付息
18 山煤 CP001 ⁴	2018-12-07	2019-12-07	18.00	6.50	未到期
16 山煤 01 ⁵ 【5(3+2)】	2016-01-27	2021-01-27	3.00	7.60	未到期，正常付息

¹ 交叉违约，事先约束

² 交叉违约，事先约束

³ 回售，调整票面利率

⁴ 交叉违约，事先约束

⁵ 回售，调整票面利率

债券名称	起息日	到期日	债券余额 (亿元)	当期利率 (%)	本息兑付情况
15 山煤 PPN002 ⁶ 【6(3+3)】	2015-04-17	2021-04-17	4.00	7.60	未到期，正常付息
15 山煤 PPN003 ⁷ 【6(3+3)】	2015-05-18	2021-05-18	10.80	8.90	未到期，正常付息
15 山煤 MTN001 ⁸ 【3+3+N】	2015-09-09	2021-09-09	5.00	8.20	未到期，正常付息
18 山煤 Y1 ⁹ 【3+N】	2018-09-29	2021-09-29	15.00	7.90	未到期，正常付息
18 山煤 Y2 ¹⁰ 【3+N】	2018-11-22	2021-11-22	15.00	7.90	未到期，正常付息
18SMGJY1 ¹¹ 【3+N】	2018-11-29	2021-11-29	20.00	8.10	未到期
合计	-	-	126.40	-	-

资料来源：山煤集团

2. 募集资金用途

该公司拟将全部募集资金用于偿还有息债务。

公司信用质量

该公司前身是 1981 年 5 月 9 日由山西省政府出资设立的山西省地方煤炭对外贸易公司。1992 年经国务院批准，公司获得煤炭出口自营权，开始自营和代理双轨运行。1995 年 12 月公司更名为山西煤炭进出口集团公司。2001 年经国家批准，公司实现了铁路运输计划单列，2003 年公司取得煤炭内销经营权，2008 年 4 月 2 日，公司整体改制为国有独资公司，并更名为山西煤炭进出口集团有限公司。2009 年公司完成与山煤国际能源集团股份有限公司（简称“山煤国际”，股票代码：600546.SH，原名中油化建）重组。2011 年，依据山西省国有资产监督管理委员会（简称“山西省国资委”）《关于山西煤炭进出口集团有限公司增加注册资本金的批复》，公司以资本公积转增实收资本，注册资本变更为 20.00 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 22.29 亿元¹²。

该公司于 2017 年 8 月 19 日发布《山西煤炭进出口集团有限公司关于股东变更的公告》（简称“公告”）指出：根据《山西省人民政府关于同意成立山西省国有资本投资运营有限公司的批复》以及《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》，公司股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司（简称“山西国投公司”）。目前工商变更已经完成，变更后，山西国投公司持有公司 100.00% 股权，成为公司唯一股东，由于山西省国资委持有山西国投公司 100.00% 股权，公司实际控制人仍为山西省国资委。截至 2018 年末，公司持有山煤国际股权比例为

⁶ 回售，调整票面利率

⁷ 回售，调整票面利率

⁸ 延期，调整票面利率，赎回

⁹ 延期，调整票面利率，利息递延权。

¹⁰ 延期，调整票面利率，利息递延权。

¹¹ 延期，调整票面利率，利息递延权。

¹² 据该公司说明，实收资本和注册资本存在差异，主要系山西省国资委未批复工商变更所致。

58.61%。

该公司拥有中国煤炭出口专营权、我国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，并被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体¹³之一，目前主要从事煤炭、焦炭及副产品生产及贸易等业务，公司贸易及运输产业链完善，在行业内具有一定的规模优势。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 835.14 亿元，所有者权益 118.00 亿元（归属于母公司所有者权益为 40.14 亿元）；2017 年实现营业收入 545.40 亿元，净利润为 1.98 亿元（归属于母公司所有者的净利润为-3.36 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 20.61 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 801.44 亿元，所有者权益 118.10 亿元（归属于母公司所有者权益为 39.22 亿元）；2018 年第一季度实现营业收入 133.25 亿元，净利润为 0.35 亿元（归属于母公司所有者的净利润为-0.74 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 30.01 亿元。

该公司是国内最大的煤炭贸易企业之一和全省煤炭资源整合的七家主体之一，公司的唯一股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委，公司股权结构清晰。公司法人治理结构较为合理，管理团队具备较好的专业素养，能基本满足运营管理需要。公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，规范了公司各项业务的运作流程。

该公司以煤炭产销和贸易为主业，受煤炭行业景气度波动及公司发展战略调整影响，公司煤炭板块业务收入呈现较大的波动性，且煤炭价格回调压力仍存在，公司面临一定的经营压力。公司非煤业务主要为非煤贸易，受市场因素影响，近年来公司非煤业务规模波动较大，对公司利润贡献度也有较大影响。

近年来该公司负债规模持续处于较高水平，负债率高且以流动负债居多，公司债务以刚性债务为主，对刚性债务的依赖程度较高。此外，公司应收账款、预付款项、其他应收款及存货规模大，且应收账款及存货周转率较低，对公司流动资产形成较大占用。公司经营获现能力较弱，但可动用现金类资产规模尚可，以及较通畅的外部融资渠道均可为其债务偿付提供一定保障。

经本评级机构信用评级委员会评审，评定山西煤炭进出口集团有限公司主体信用等级为 AA⁺级，评级展望为稳定。[详见于 2018 年 12 月 03 日出具的编号为新世纪企评[2018]第 020017 号《山西煤炭进出口集团有限公司信用评级报告》]

¹³ 山西省七大煤炭企业分别为山西潞安矿业(集团)有限责任公司、阳泉煤业(集团)有限责任公司、大同煤矿集团有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司和该公司。

短期偿债能力分析

1. 现金流量分析

该公司是国内最大的煤炭贸易企业之一和全省煤炭资源整合的七家主体之一，公司以煤炭产销和煤炭贸易为主业，近年来随着公司加大票据结算规模及贸易业务规模有所收缩等因素影响，公司营业获现水平或有一定的下降，但经营环节产生的现金流量净额均保持净流入状态，能为公司即期债务偿付提供一定的保障。

图表 3. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期（天）	57.76	90.32	86.91	-
营业收入现金率（%）	105.97	78.60	65.51	82.89
业务现金收支净额（亿元）	35.39	38.84	26.75	5.10
其他因素现金收支净额（亿元）	-30.73	13.44	-6.14	24.90
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.67	52.28	20.61	30.01

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额系剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 903.32 亿元、432.40 亿元、357.27 亿元和 110.46 亿元，呈逐年下降态势，营业收入现金率分别为 105.97%、78.60%、65.51%和 82.89%，由于公司于 2015 年 5 月开始对贸易业务结构进行调整，开展统一销售，当年营业收入现金率下降至较低水平，随着结构调整完成，2018 年以来有所恢复。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司业务现金收支净额分别为 35.39 亿元、38.84 亿元、26.75 亿元和 5.10 亿元，受公司煤炭业务规模波动因素影响呈现一定的波动性。同期，公司其他因素现金收支净额分别为-30.73 亿元、13.44 亿元、-6.14 亿元和 24.90 亿元，受剥离下属公司等因素影响呈现较大波动性。受上述因素综合影响，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 4.67 亿元、52.28 亿元、20.61 亿元和 30.01 亿元。

图表 4. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	6.28	3.31	-9.95	0.03
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-12.24	-6.95	-8.14	-1.96
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.26	-0.80	-0.04	-0.17
投资环节产生的现金流量净额	-4.69	-4.43	-18.05	-2.11

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

近年来，随着该公司在建项目建设的持续推进，公司处置与购建固定资产、

无形资产及其他长期资产形成的现金流呈持续净流出状态，2015-2017 年及 2018 年第一季度净流出规模分别为 12.24 亿元、6.95 亿元、8.14 亿元和 1.96 亿元。同期，公司回收投资与投资支付净流量分别为 6.28 亿元、3.31 亿元、-9.95 亿元和 0.03 亿元，2017 年呈净流出，主要系当年公司投资山西太行产业投资基金管理有限公司（简称“太行基金”）及华融晋商资产管理股份有限公司 2017 年度第一期债权融资计划（简称“华融晋商资管计划”）各 5.00 亿元所致。综合上述主要因素影响，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司投资环节产生的现金净流出分别为 4.69 亿元、4.43 亿元、18.05 亿元和 2.11 亿元。总体来看，随着在建矿井及房地产项目等持续投资，预计公司投资活动现金需求仍将保持在较高水平。

图表 5. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
权益类净融资额	16.83	-3.52	-1.71	0.00
其中：永续债及优先股	5.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	12.30	-42.32	58.82	-39.78
其中：现金利息支出	21.39	24.31	25.07	3.96
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-17.31 ¹⁴	2.61	-3.55	-1.13
筹资环节产生的现金流量净额	11.82	-43.23	53.56	-40.92

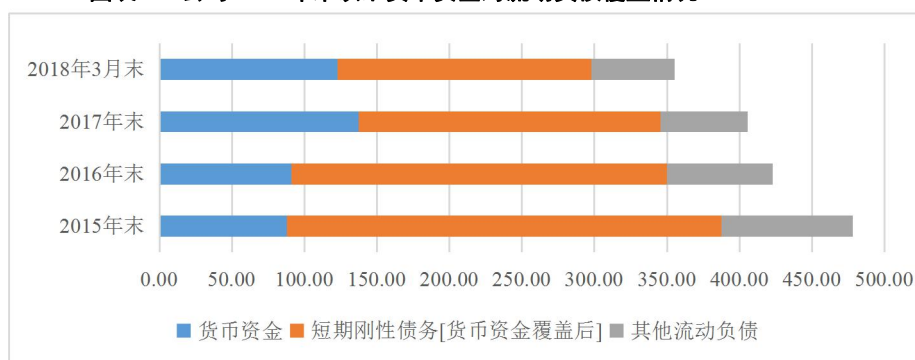
资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

在筹资环节，该公司主要通过银行借款、发行债券和融资租赁等方式筹资。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 11.82 亿元、-43.23 亿元、53.56 亿元和 -40.92 亿元。同期，公司权益性净融资额分别为 16.83 亿元、-3.52 亿元、-1.71 亿元和 0.00 亿元，债务类净融资额分别为 12.30 亿元、-42.32 亿元、58.82 亿元和 -39.78 亿元，由于持续偿付到期债务本息等因素影响，2016 年及 2018 年第一季度呈现净流出状态。

在日常资金管理方面，该公司制定了财务工作精细化、科学化管理的目标。成立了资金结算中心，在财务预算和科学分析的基础上，借助银行全面授信和网上银行，实现集团公司全系统资金的统一管理，即集团本部使用统一授信额度、统贷统还，统一调拨资金。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司货币资金分别为 88.08 亿元、91.24 亿元、137.39 亿元和 123.04 亿元，其中受限货币资金分别为 36.07 亿元、34.60 亿元、24.56 亿元和 23.23 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

¹⁴ 2015 年该公司其他因素影响筹资环节现金净流出规模较大，主要系德润公司经营铝锭贸易，银行可以为金属贸易业务中提供融资服务，2015 年审计师认为其贸易属于融资性贸易，将支付的货款计入“支付其他与筹资活动有关的现金”，实际上属于经营活动流出，系账务处理所致。

图表 6. 公司 2015 年末以来货币资金对流动负债覆盖情况



资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司受限资产总额分别为 36.59 亿元、44.06 亿元、33.33 亿元和 32.09 亿元，占资产总额的比重分别为 4.39%、5.44%、3.99%和 4.00%。2017 年末公司受限资产主要包括货币资金 24.56 亿元，主要为银行冻结资金及承兑汇票保证金；受限存货 3.85 亿元，主要为债权抵押担保；受限投资性房地产 4.27 亿元，主要系诉前保全财产；受限固定资产 0.64 亿元。

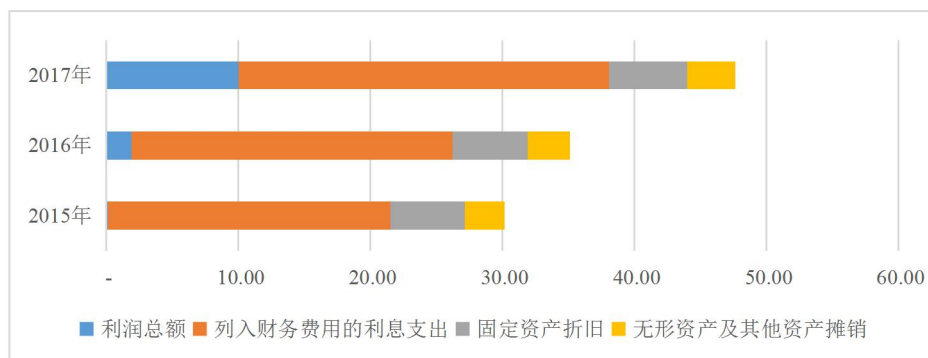
2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 30.15 亿元、35.09 亿元和 47.65 亿元，主要为列入财务费用的利息支出，同期 EBITDA 对短期刚性债务的保障倍数分别为 0.09 倍、0.10 倍和 0.14 倍，对利息支出的保障倍数分别为 1.06 倍、1.20 倍和 1.48 倍，总体来看 EBITDA 对利息支出能起到一定的保障作用。

图表 7. 公司 2015 年以来现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
EBITDA[亿元]	30.15	35.09	47.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.20	1.48	-
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.14	-
经营性现金流净额[亿元]	4.67	52.28	20.61	30.01
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	1.05	11.60	4.98	-
经营性现金净流入与短期刚性债务比率[%]	1.40	14.17	5.93	-

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

图表 8. 公司 2015 年以来 EBITDA 构成及变化趋势（单位：亿元）

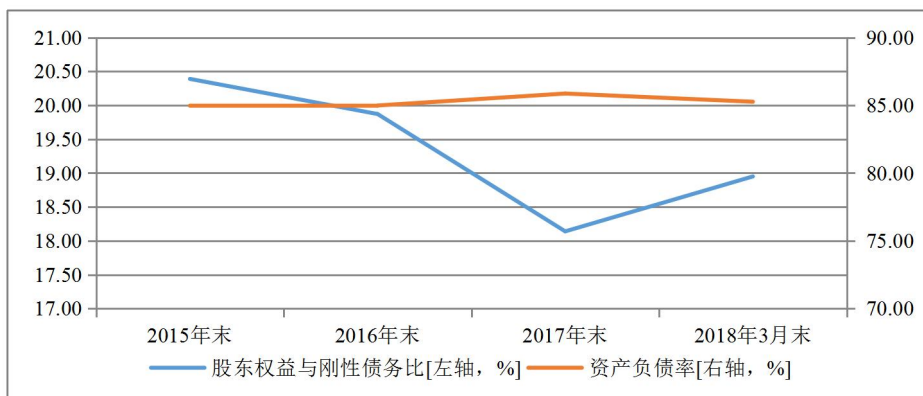


资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

2. 流动性分析

近年来该公司负债规模持续处于较高水平，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 708.35 亿元、689.63 亿元、717.14 亿元和 683.35 亿元，资产负债率分别为 84.97%、84.99%、85.87%和 85.26%，负债率居高。同期末，公司股东权益与刚性债务比分别为 20.39%、19.87%、18.14%和 18.95%，权益对刚性债务的保障能力处于较弱水平。

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据山煤集团所提供数据绘制

从债务期限结构来看，该公司负债以流动债务居多，但近年来随着公司调整债务结构，流动负债占比呈逐年下降态势，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，流动负债占负债总额的比重分别为 67.52%、61.32%、56.54%和 52.01%。从负债性质来看，公司债务以刚性债务为主，同期末刚性债务占比分别为 86.73%、88.89%、90.71%和 91.20%。

从刚性债务期限结构来看，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司短期刚性债务占刚性债务的比重分别为 63.09%、57.11%、53.09%和 47.76%，受益于公司债务期限结构调整，呈逐年下降态势。从刚性债务构成来看，公司刚性债务主要来源于银行借款和发行债券。同期末，公司银行借款余额分别为 399.62 亿元、405.62 亿元、456.35 亿元和 437.63 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 65.05%、66.17%、70.15%和 70.22%；发行债券余额分别为 132.15 亿元、127.99 亿元、99.15 亿元和 69.18 亿元（未包含永续中票），占刚性债务总额的比重分别为 21.51%、20.88%、15.24%和 11.10%。

图表 10. 公司短期刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	387.58	350.06	345.35	297.63
其中：短期借款	291.48	270.52	233.54	198.15
应付票据	61.63	59.00	48.86	49.17
一年内到期长期借款	10.86	10.18	18.54	16.54
其他短期刚性债务	23.60	10.36	44.42	33.76

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

总体来看，该公司作为煤炭生产及贸易企业，流动资产以应收账款、预付账款、其他应收款和存货等构成，但应收账款及存货之周转率相对较低，对公司流动资产形成较大占用；非流动资产主要由房屋、矿井、采矿权和探矿权等为主，公司资产流动性偏弱。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动资产分别为 423.94 亿元、395.61 亿元、387.19 亿元和 350.80 亿元，主要由现金类资产、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。同期末，现金类资产分别为 114.18 亿元、115.87 亿元、165.37 亿元和 150.01 亿元，其中受限货币资金分别为 36.07 亿元、34.60 亿元、24.56 亿元和 23.23 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。受益于近年来公司加强应收款项回收管理及债务期限结构调整，公司资产流动性有所增强。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司流动比率分别为 88.64%、93.52%、95.49%和 98.71%，速动比率分别为 60.90%、67.85%、70.08%和 71.27%，现金比率分别为 23.87%、27.41%、40.78%和 42.21%。

3. 财务弹性

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通。截至 2018 年 9 月末，公司共获各商业银行授信额度 532.50 亿元，其中尚未使用授信额度 160.25 亿元。同时，下属山煤国际于 2017 年 4 月 12 日撤销退市风险，其直接融资能力或将进一步恢复。上述融资渠道均能够为公司资金周转提供一定的支持，但需持续关注公司融资渠道通畅性及外部融资滚动匹配性情况。

短期偿付风险揭示

1. 主业运营压力

目前，煤炭行业产能过剩情况尚未得到根本性解决，中长期来看，煤炭价格回调压力仍存在，该公司主业运营仍面临较大压力。

2. 未决诉讼风险

该公司存在下游客户付款逾期及上游供应商延期交货的情况，且公司存在多笔未决诉讼，沉淀了大量资金，近年来计提了大额减值损失准备，削弱了公司的盈利能力，需关注诉讼进展及计提充分性。

3. 偿债压力

该公司负债规模很大，资产负债率高且以刚性债务为主，加之债务期限结构相对集中，公司将于 2019 年集中兑付债券本金 53.60 亿元，叠加 16 山煤 01 投资者或将于 2019 年 1 月 27 日进行回售，公司面临较大的刚性债务集中偿付压力。

4. 流动性压力

近年来，该公司应收账款、预付款项、其他应收款和存货规模很大，且应收账款及存货周转率较低，对公司的流动资产形成较大规模的占用，公司的流动性压力大，关注应收账款及其他应收款等回收情况。

5. 在建工程减值及产出不确定风险

该公司在建工程建设进度缓慢，存在一定的减值风险，造成一定资金沉淀；且在煤炭供给侧改革尚未结束的情况下，项目未来收益存在较大不确定性。

6. 安全风险

该公司从事的煤炭生产行业属于高危行业，公司面临一定的煤矿生产安全风险。

评级结论

该公司是国内最大的煤炭贸易企业之一和全省煤炭资源整合的七家主体之一，公司的唯一股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委，股东背景较好。公司以煤炭产销和贸易为主业，受煤炭行业景气度波动及公司发展战略调整影响，公司煤炭板块业务收入呈现较大的波动性，且煤炭价格回调压力仍存在，公司面临一定的经营压力。公司负债规模持续处于较高水平，负债率高且以流动负债居多，公司债务以刚性债务为主，对刚性债务的依赖程度较高，且债务期限结构相对集中，公司面临较大的集中偿付压力。此外，公司应收账款、预付款项、其他应收款及存货规模大，且应收账款及存货周转率较低，对公司流动资产形成较大占用。公司经营获现能力较弱，但可动用现金类资产规模尚可，以及较通畅的外部融资渠道均可为其债务偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期短期融资券存续期（本期短期融资券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于本期短券发行后 6 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

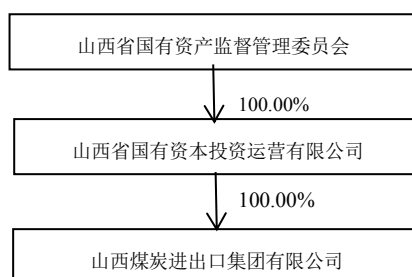
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

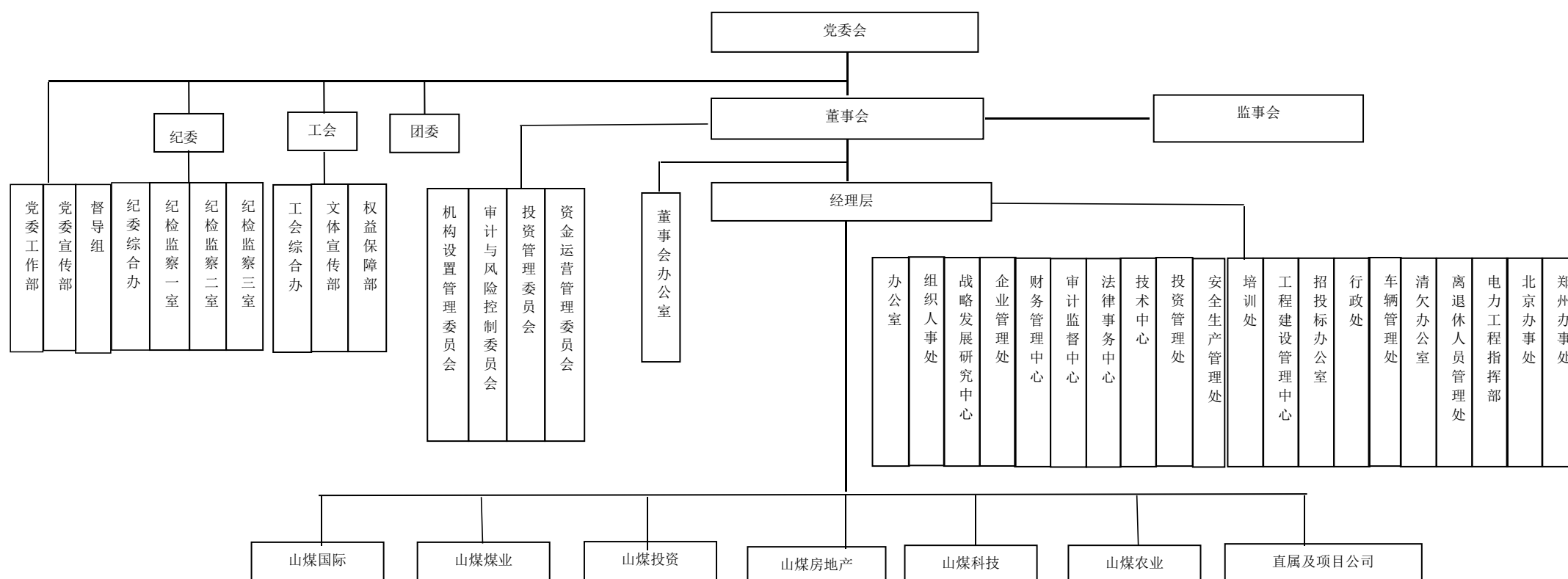
公司与实际控制人关系图



注：根据山煤集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据山煤集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
流动资产合计 [亿元]	423.94	395.61	387.19	350.80
货币资金 [亿元]	88.08	91.24	137.39	123.04
流动负债合计[亿元]	478.28	422.91	405.47	355.38
短期刚性债务[亿元]	387.58	350.06	345.35	297.63
所有者权益 [亿元]	125.26	121.81	118.00	118.10
营业收入[亿元]	852.42	550.12	545.40	133.25
净利润[亿元]	-7.98	-0.76	1.98	0.35
EBITDA[亿元]	30.15	35.09	47.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.67	52.28	20.61	30.01
投资性现金净流入量[亿元]	-4.69	-4.43	-18.05	-2.11
资产负债率[%]	84.97	84.99	85.87	85.26
权益资本与刚性债务比率[%]	20.39	19.87	18.14	18.95
流动比率[%]	88.64	93.54	95.49	98.71
速动比率[%]	60.90	67.80	70.08	71.27
现金比率[%]	23.87	27.40	40.78	42.21
现金类资产/短期刚性债务[倍]	29.46	33.10	47.88	50.40
营业周期[天]	57.76	90.32	86.91	—
毛利率[%]	3.68	8.48	12.11	10.61
营业利润率[%]	0.04	0.60	2.19	1.77
利息保障倍数[倍]	0.75	0.89	1.18	—
总资产报酬率[%]	2.69	3.19	4.63	—
净资产收益率[%]	-6.23	-0.62	1.65	—
营业收入现金率[%]	105.97	78.60	65.51	82.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.05	11.60	4.98	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.01	10.62	0.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.20	1.48	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.14	—

注：表中数据依据山煤集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务[倍]=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/短期刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初短期刚性债务余额+期末短期刚性债务余额)/2]

注 1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注 2. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注 3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

评级结果释义

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

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

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在短期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《煤炭采选行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。