

山西煤炭进出口集团有限公司

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：【新世纪企评(2018)020017】

评级对象： 山西煤炭进出口集团有限公司

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

评级时间： 2018 年 12 月 3 日

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
刚性债务	256.67	269.79	283.26	249.76
所有者权益	45.49	34.84	34.71	34.62
经营性现金净流入量	0.15	16.86	6.83	12.24
合并口径数据及指标：				
总资产	833.62	811.45	835.14	801.44
总负债	708.35	689.63	717.14	683.35
刚性债务	614.35	613.01	650.55	623.19
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
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
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	—
净资产收益率[%]	-6.23	-0.62	1.65	—
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 量与负债总额比率[%]	0.00	6.85	0.36	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.20	1.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.06	0.08	—

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

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，且债务期限结构相对集中，加之母公司偿债压力更大，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

通过对山煤集团主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。

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

信用评级报告

概况

山西煤炭进出口集团有限公司（简称“山煤集团”、“该公司”或“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¹。

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。

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²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。

¹ 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该事项。

² 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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因 CPI 快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI 下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018 年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内 CPI 上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产

调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司主要从事煤炭产销和贸易，业务区域以山西省为主。因此煤炭行业的市场环境变化及山西省煤炭行业运行状况对公司经营状况影响较大。

煤炭开采行业属于典型的周期性行业，行业景气度与宏观经济的发展较为

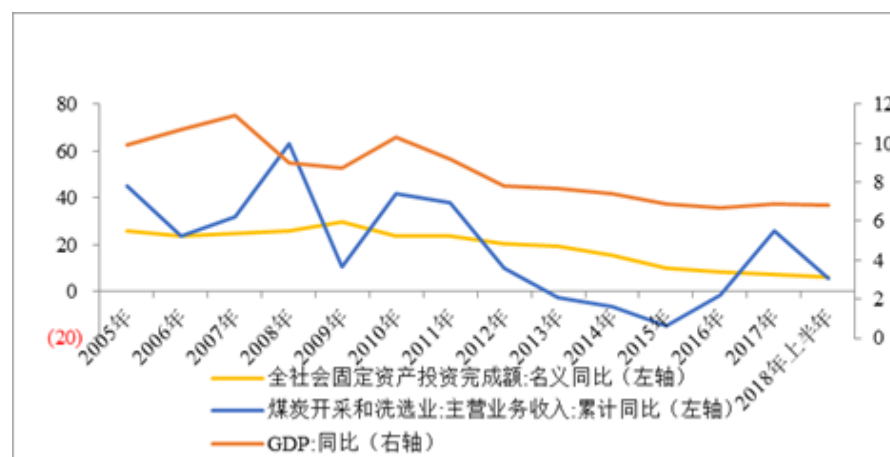
密切。2018 年以来，煤炭开采行业下游需求继续回暖，随着供给侧改革成效显现，煤炭市场供需基本平衡，煤价维持高位震荡，煤炭企业经营效益继续回升。但长期看，煤炭开采行业下游需求将逐步弱化，行业改善仍将取决于市场化出清机制的建立以及环境补偿机制的完善。

A. 行业概况

煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。由于产业结构调整、环境压力和资源约束等因素，我国煤炭在一次能源消费中的比重逐渐降低，但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定了煤炭在我国一次能源消费结构中处于主导地位，并在相当长时期内，主体能源地位不会改变。

我国煤炭下游行业主要为电力、钢铁、建材、化工四大行业，上述四大行业的煤炭消费量占煤炭总消费量的 80% 以上。主要煤炭下游行业均属于强周期以及投资拉动型行业，因此煤炭开采行业景气度也与宏观经济周期以及固定资产投资保持着高度正相关性。2018 年以来我国经济延续稳中向好态势，叠加天气因素，我国煤炭消费量继续增加。2018 年上半年，我国煤炭消费量约为 18.9 亿吨，同比增长 3.1%，增速较上年同期上升 2.1 个百分点。主要耗煤行业中，发电用煤大幅增长，同比增长超过 1 亿吨，是煤炭消费增长的主要拉动力量；化工行业用煤小幅增长；钢铁和建材行业用煤同比下降。

图表 1. 煤炭开采行业景气度与 GDP、固定资产投资相关性（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

从下游细分行业需求来看，火电行业对煤炭的需求量约占煤炭总消费量的 50%，对煤炭行业需求影响较大。2018 年以来受宏观经济好于预期、第二产业和居民用电快速增长以及水电出力不足影响，火电发电量超预期。2018 年上半年，全国火电发电量为 23887 亿千瓦时，同比增长 8%，电煤需求大幅增加，上半年全国电煤消耗量 10.3 亿吨，同比增加 1.1 亿吨，同比增长 11.3%，为 2011 年以来最高水平。钢铁和建材行业煤炭消费量分别约占煤炭总消费量的 13% 和 17%，上述行业受房地产及基建投资影响较大。2018 年以来房地产投资保持平稳，但基础设施投资增速明显放缓，2018 年上半年我国房地产开发投资额为

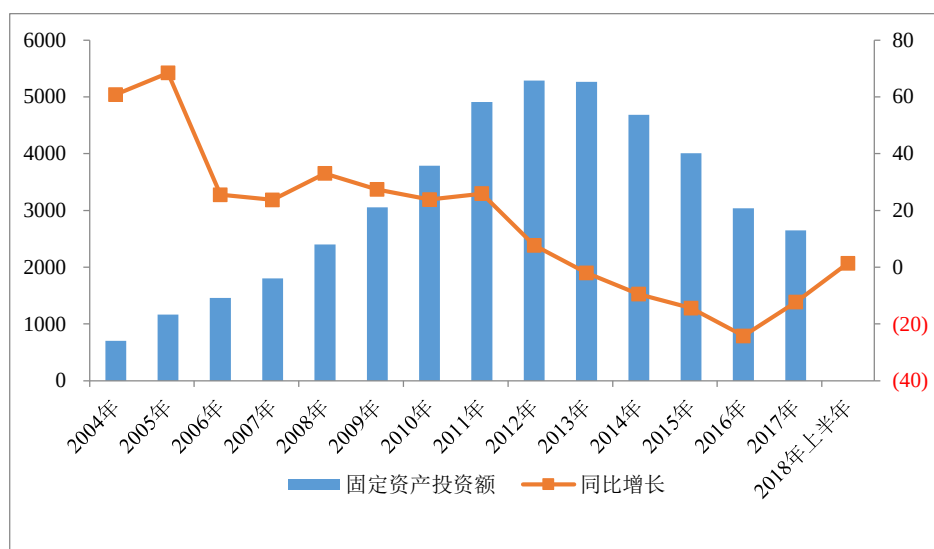
55531 亿元，同比名义增长 9.7%，增速较上年同期上升 1.2 个百分点；同期基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.3%，增速较上年同期下降 13.8 个百分点。2018 年上半年，全国粗钢产量为 4.51 亿吨，同比增长 6.0%，增速同比上升 1.4 个百分点。在建材行业中，以水泥行业对煤炭的消耗最大。受水泥需求放缓及行业去产能影响，2018 年上半年水泥产量 99707.9 万吨，同比下降 0.6%。2018 年以来环保政策持续高压，国内尿素企业开工率仍维持低位，2018 年上半年我国尿素产量为 2511.46 万吨，同比下滑 5.48%。目前传统化工主要产品多出现产能过剩，化工领域煤炭消费增量将主要来自煤制油、煤制天然气、煤制烯烃等新型煤化工领域，但我国新型煤化工存在技术、环保、前期投入资金量大等诸多问题，已投产的新型煤化工项目较少，对煤炭需求的拉动有限。

煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。2016 年以来国家加大了煤炭去产能力度，加速了过剩产能的出清，对行业供给端产生了重要的短期影响，但尚未建立起有效的市场化出清机制。2016 年和 2017 年我国累计退出煤炭产能约 5.4 亿吨。根据煤炭工业协会统计，经过两年的去产能，截至 2017 年末全国煤矿总产能约 53 亿吨/年，其中形成能力的有效产能 39 亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能 12-13 亿吨/年。2018 年计划退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，2018 年 1-7 月，全国已退出煤炭产能 0.80 亿吨左右。2018 年煤炭去产能将从“总量性去产能”向“结构性去产能”转变，淘汰落后产能的同时引导先进产能平稳释放。

自 2017 年起去产能开始涉及正常生产的煤矿，去产能难度加大。煤炭行业去产能也面临煤矿关闭退出机制不完善、人员安置和债务处理难度大、退出成本高等诸多问题。另外，2016 年下半年以来煤炭价格大幅上涨，或将导致部分已经化解的过剩产能复产，对去产能形成压力。根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，“十三五”期间将化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，截至 2018 年 7 月末已退出产能合计约 6.2 亿吨，未来还需退出产能 1.8 亿吨，后续去产能任务依然艰巨，行业长期运营状况的改善仍将取决于后续市场化出清机制的建立与严格执行。

从固定资产投资来看，2017 年煤炭开采行业固定资产投资为 2648.38 亿元，同比下降 12.30%，固定资产投资继续放缓。2018 年上半年煤炭开采行业固定资产投资小幅增长 1.4%，随着全行业效益有所好转，煤炭行业固定资产投资有所增加。

图表 2. 我国煤炭业固定资产投资及增长情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

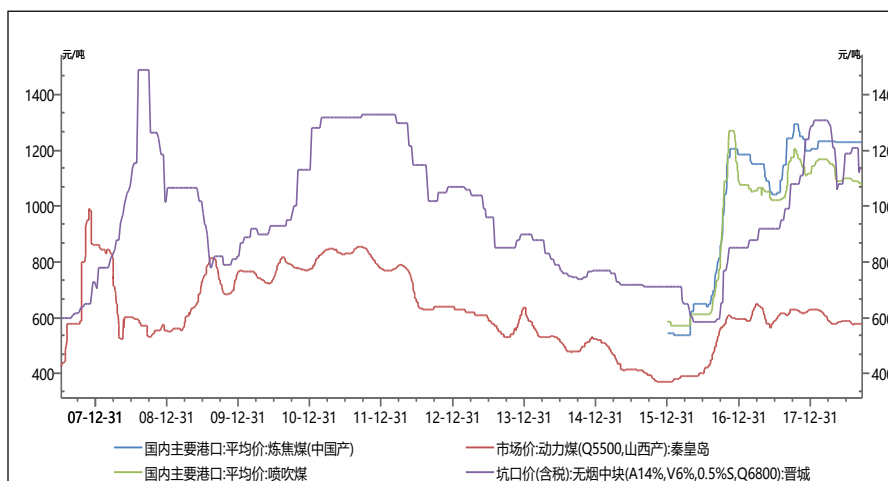
煤炭产量方面，2018 年上半年，煤炭优质产能释放有序推进，国内煤炭供应增加，全国规模以上煤炭企业原煤产量 17 亿吨，同比增长 3.9%，增速较上年同期下降 1.1 个百分点，原煤生产增速放缓。根据国家发展改革委关于煤炭行业去产能、保供应和稳价格工作的安排，下半年将进一步完善和落实产能置换指标交易等政策，鼓励引导优质产能加快释放，提高产能利用率，有序增加煤炭产量。同时，安检环保等政策仍将抑制煤炭产量释放。煤炭进口方面，2018 年上半年，我国进口煤炭 1.46 亿吨，同比增长 9.9%，增速较上年同期下降 13.6 个百分点。随着国家从提高商品煤质量水平、加强行业自律和监管、规范进口秩序等方面进一步限制劣质煤进口，加上国内先进产能的释放缓解供给压力，预计后续煤炭进口量或将有所压缩，将一定程度上缓解进口煤对国内煤炭市场的冲击。

从库存情况来看，2018 年以来煤矿存煤有所减少，处于较低水平。截至 2018 年 6 月末，重点煤炭企业库存 5800 万吨，同比下降 26.4%。但港口和电厂库存明显增加，处于相对高位。截至 2018 年 6 月末秦皇岛港煤炭库存 704 万吨，同比增长 33.59%。从发电企业煤炭库存来看，同期末 6 大发电集团煤炭库存 1481.18 万吨，同比增长 14.49%；6 大发电集团煤炭库存可用天数 18.78 天。

从煤炭价格走势来看，2018 年以来，在煤炭先进产能释放以及“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，煤炭价格略有回落，但仍呈现高位震荡态势。分煤种来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受天气寒冷、火电需求旺盛及下游企业冬储需求增加影响，价格连续小幅上涨。3 月份后，受需求减弱及煤炭价格调控影响，价格开始回落，6 月份受需求回升、供应略紧影响，价格又有所回升，并在 580 元/吨左右小幅波动。炼焦煤方面，年初至 5 月，国内炼焦煤价格总体呈稳中上涨态势；5 月以后炼焦煤价格有所回落，但整体仍处于高位，截至 2018 年 9 月 20 日炼焦煤价格为 1231 元/吨；无烟煤价格走势与动力煤基本一致，截至 2018 年 9 月 20 日晋城产无烟中块价格为 1140 元/吨。

随着供给侧改革的推进及“稳煤价”措施的出台，后续煤价的弹性将减弱，短期由于季节性因素和周期性传导机制的影响会超越区间，但波动幅度会通过调控手段趋于稳定，预计未来煤炭价格将维持在合理区间范围内。

图表 3. 近年来我国主要煤炭品种价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

2018 年以来，监管机构基本延续之前对煤炭行业的政策导向，继续从“去产能”、“保供应”和“稳煤价”等方面对煤炭行业进行调控。随着煤炭企业的兼并重组，我国煤炭开采行业集中度将进一步提升，中短期内可通过大型企业产销调节而强化对市场价格走势的控制，长期看行业活力或将显著弱化。

2017 年以来国家各部委继续出台了一系列政策从“去产能”、“保供应”和“稳煤价”等方面对煤炭行业进行调控，继续推进淘汰煤炭落后产能，改善煤炭供需格局，同时引导先进产能投放，保证煤炭供应稳定，防范煤炭价格大幅波动。2017 年 4 月，能源局发布《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》，强调到 2020 年能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费比重进一步降低，清洁能源成为能源增量主体，进一步限制了煤炭下游的需求。2017 年 5 月，发改委发布《2017 年钢铁煤炭行业去产能工作意见》提出，2017 年煤炭行业缓解过剩产能将达到 1.5 亿吨以上，在安全、技术、规模、环保、经营等方面不达标的煤炭企业将坚决退出市场。2017 年 12 月，发改委、能源局联合印发《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）》，要求根据现有相关行业标准规范，综合考虑煤炭开采布局、资源禀赋、运输条件和产运需结构变化等因素，按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段，科学确定煤炭最低库存和最高库存。该制度的出台有利于实现煤炭稳定供应、避免价格大幅波动。

2018 年以来，监管机构基本延续之前对煤炭行业的政策导向，继续在“去产能”、“保供应”和“稳煤价”等方面出台了多项政策。2018 年 1 月，12 部委联合发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，提出通过

兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，中低水平煤矿数量减少，上下游融合度显著提高，进一步优化存量资源配置，扩大优质增量供给，提升煤炭行业发展的质量和效益。2018年3月，能源局下发《2018年能源工作指导意见》，提出2018年全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。2018年5月，发改委召开煤电工作会议，要求神华集团、中煤能源等主要煤企带头，把5500大卡的月度长协价格在6月10日前降到绿色区间570元/吨以内，而各央企、重点省属电厂在现有基础上降低5天左右库存，以稳定煤炭市场，平抑煤价。同年6月，国家发展改革委发布《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》，提出要加快推进煤炭优质产能释放，做好电力稳发稳供。

图表 4. 2017 年以来国家出台的煤炭行业相关调控政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017/2	能源局《2017 年能源工作指导意见》	2017 年全国能源消费总量控制在 44 亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到 60%左右，全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5000 万吨左右
2017/3	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。
2017/4	发改委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求在建煤矿项目应严格执行减量置换政策或化解过剩产能的任务
2017/4	能源局《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》	强调到 2020 年能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费比重进一步降低，清洁能源成为能源增量主体。
2017/5	发改委等部门《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》	强调 2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡
2017/6	能源局《关于完善煤矿产能登记公告制度开展建设煤矿产能公告工作的通知》	严格煤矿新增产能审批管理、规范建设煤矿开工管理、实施建设煤矿产能公告、做好生产煤矿产能公告衔接、加快产能登记公告信息系统建设、强化煤矿建设生产事中事后监管等多方面内容。
2017/6	发改委《关于做好 2017 年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》	为确保 2017 年迎峰度夏形势平稳，煤炭方面应加快推进煤炭优质产能释放，保障重点时段重点地区电煤稳定供应。尽量减少生产煤矿退出，杜绝多关快关影响供应。
2017/6	国家安监总局、国家煤矿安监局《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。
2017/7	16 部委《关于推进供给侧结构性改革化解煤电产能过剩风险的意见》	鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应，加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，整合煤电资源
2017/8	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》	把压煤减排、提标改造、错峰生产作为主攻方向；2017 年 10 月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上；2017 年北京市压减煤炭消费量 260 万吨、天津市 260 万吨、河北省 600 万吨以上
2017/10	国家发改委办公厅《关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知》	深入开展煤炭市场价格巡查，严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为
2017/12	国家发改委、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）》	根据现有相关行业标准规范，综合考虑煤炭开采布局、资源禀赋、运输条件和产运需结构变化等因素，按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段，科学确定煤炭最低库存和最高库存。
2018/01	12 部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，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。到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

发布时间	文件名称	主要内容
2018/03	能源局《2018 年能源工作指导意见》	2018 年全国能源消费总量控制在 45.5 亿吨标准煤左右。非化石能源消费比重提高到 14.3%左右，天然气消费比重提高到 7.5%左右，煤炭消费比重下降到 59%左右。
2018/06	国家发展改革委发布《关于做好 2018 年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》	加快推进煤炭优质产能释放，做好电力稳发稳供

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

从竞争格局来看，长期以来，煤炭行业高度分散，行业集中度较低，煤矿发展水平不均衡。近年来，随着煤炭企业的兼并重组、国家淘汰落后产能力度的加大，我国煤炭行业集中度有所提升。煤炭企业从 2009 年底最多的近万家持续减少至 2017 年 9 月末的 5092 家。

从核心竞争力来看，煤炭行业产能过剩严重，行业内竞争较为激烈，个体企业在经营上的差异主要体现在以下三个方面：（1）资源禀赋/区位优势（2）吨煤成本（3）规模。基于资源禀赋条件，不同区位煤矿的煤种、开采规模、开采难易程度均存在一定差别。储量丰富、煤质优良的地区在煤炭市场具有资源优势。此外煤矿所在区域的区位也影响其运输的便利性、不同区域煤矿的可机械化程度存在较大差异，导致煤炭企业间成本端变动弹性不同，从而影响吨煤成本。吨煤成本能够较好的反应煤炭企业抵御煤价波动和控制成本的能力，已成为行业内企业信用质量最主要的分化因素。整体来看，内蒙古、陕西等地煤企具有显著的吨煤成本优势，而福建、安徽、湖南、河南等地煤企吨煤成本较高。

在煤炭价格反弹的情况下，产量和成本决定企业盈利规模。煤炭产量大的企业可以通过调整煤炭供给抵御行业周期性波动，获得相对稳定的市场竞争力和议价能力的优势。产品多样性及产业链布局的合理性也是影响煤炭企业信用质量分化的重要因素之一。不同煤炭产品受各自供需关系的影响，其价格表现不同。相对而言，无烟煤、主焦煤具备一定的资源属性和议价能力，价格较高；动力煤储量丰富，价格相对较低，不同煤种价格的差异对企业的盈利情况产生很大影响。从产业链布局来看，目前较多的煤炭企业向煤化工、电力、贸易及煤炭机械制造等领域延伸产业链。实施煤电一体化投资的煤炭企业有利于提高煤炭的就地转化率，便于将成本有效内化，增强整体现金流的稳定性，产业链协同效益较强。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元，%，截至 2017 年末）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	净利润	产量（吨）	吨煤成本（元/吨）	产能（万吨/年）	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	经营性净现金流
大同煤矿集团	1601.62	0.40	12700	146	11081	3325.40	79.46	0.05	152.57
晋能集团	1029.18	7.28	7366	195	15070	2621.11	78.91	0.21	58.97

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	净利润	产量（吨）	吨煤成本（元/吨）	产能（万吨/年）	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	经营性净现金流
潞安矿业集团	1607.50	10.19	8015	248	6710	2417.79	79.49	0.10	17.55
陕煤化集团	2600.89	80.17	14010	192	11830	4640.60	71.55	0.13	432.99
山东能源集团	3085.27	62.77	14139	379	15157	2835.00	67.45	0.22	166.58
兖矿集团	1992.00	19.66	13511	230/本部、344/兖煤澳洲	21005	2877.70	73.59	0.12	125.91
开滦集团	185.62	5.74	3048	241	3660	225.01	50.71	0.25	17.85
冀中能源集团	2243.03	1.17	5260	287	6217	2303.99	82.79	0.07	57.07
河南能源化工	1601.75	0.50	6616	281	8301	2595.51	82.71	0.09	132.48
淮北矿业	600.25	20.20	2661	432	3575	900.25	69.65	0.24	78.57

资料来源：新世纪评级整理

总体来看，在需求弱化、去产能力度加大、先进产能释放和“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，预计 2018 年行业供需状况偏于宽松，煤价中枢或将小幅下移，行业集中度将随生产结构的优化而进一步提高。但在结构性去产能格局下，尤其是在政府调控煤价能力不断强化的情形下，煤炭价格或仍将高位小幅震荡，大幅涨跌的可能性较小。

D. 风险关注

能源供需宽松，煤炭消费占比继续下降，煤炭下游需求弱化

受能源需求增长放缓、油气产量持续增长、非化石能源快速发展等因素影响，能源供需宽松。同时，能源结构调整步伐加快，清洁化、低碳化趋势明显，煤炭在一次能源消费中的比重将呈下降趋势。从煤炭行业下游四大行业来看，电力、钢铁、建材三大行业需求上升幅度有限，对煤炭需求增长形成一定抑制。尽管化工行业需求有望增加，不过化工行业整体的耗煤量占比较小，对煤炭整体需求的拉动有限，长期来看煤炭下游需求将弱化。

环境保护、安全生产压力长期存在

随着开采强度的不断增大，我国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。全国范围内，约有三分之一产能的煤矿需要生产安全技术改造。近年来煤炭安全事故频发，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

行业稳定性易受政策调控影响

近年来国家频发对煤炭行业的政策调控，其中大力度的去产能政策促进了煤炭行业的健康发展。不过煤炭行业的产能过剩局面尚未根本扭转，未来行业的发展走势受国家调控政策的方向及力度影响较大，需密切关注行业政策层面

的影响。

行业内企业信用质量明显分化

随着行业内集中度的提升和去产能力度的加大，资源禀赋和成本控制能力将很大程度上影响企业的整体竞争力。目前煤炭新建矿井也主要集中于山西、陕西、内蒙古等地区，位于上述地区的煤企规模优势及竞争实力有望进一步增强。而我国去产能区域主要集中于东部省份和长江以南地区，具体来看西南、华中和东北等地去产能力度较大，加上当地需求较弱而且开采成本高企，未来将持续面临经营压力。行业内不同地区企业经营及财务表现可能进一步分化。

(3) 区域市场因素

山西省以煤炭产业为支柱产业，是我国主要的煤炭资源富集区和产煤基地。近年来山西省去产能力度较大，目前已取得了一定成效，对缓解煤炭供需状况具有一定积极意义，但长期而言山西省仍面临较大的去产能压力及难度。

山西省是内陆省份，位于黄河中游东岸，华北平原西面的黄土高原，东以太行山为界，与河北为邻；西、南隔黄河与陕西、河南相望；北以外长城为界与内蒙古毗连。至 2017 年末，山西省下辖 11 个地级市、23 个市辖区、95 个县（市），总面积 15.67 万平方公里。山西省经济对煤炭相关产业依赖度高，2017 年以来煤炭价格上升，加之工业经济景气度阶段性回暖，山西省经济运行好转。当年全省实现地区生产总值 1.50 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%，增速较上年上升 2.5 个百分点，经济增速略超全国 GDP 平均增速 0.1 个百分点，排名上升 9 位，但增速在全国仍处于中后位，为 21 位³。2018 年前三季度，山西省实现地区生产总值 1.16 万亿元，按可比价格计算，比上年同期增长 6.1%，经济发展相对稳定。煤炭产业是山西省的支柱产业，2017 年以前对全省规模以上工业经济增长的贡献率为 57% 左右，但 2017 年山西的非煤产业成为工业增长的主动力。2017 年，山西省规模以上工业中，非煤产业增加值增长 9.7%，快于煤炭产业 6.1 个百分点，对工业增长的贡献率达 76.2%。非煤工业中，装备制造业增加值增长 13.9%，其中汽车制造业增加值增长 95.7%。

山西省是我国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，占全国煤炭储量的 26%。2017 年，山西省煤炭产量 8.56 亿吨，同比增长 3.5%；同期，规模以上煤炭企业实现主营业务收入 7002.5 亿元，同比增长 28.9%，受 2017 年来煤炭价格持续高位运行的影响，山西省当年煤炭企业主营业务收入开始大幅上升。

去产能方面，2016 年 4 月 25 日，山西省发布《山西省煤炭供给侧结构性改革实施意见》（简称“《实施意见》”）。《实施意见》提出对所有未核准的煤矿项目和各类证照不全的生产煤矿坚决依法依规停建停产；全省所有煤矿要严格按照 276 个工作日规定组织生产，原则上法定节假日和周日不安排生产。（对

³ 2017 年，山西省和海南省地区生产总值增速均为 7%，共同排名第 21 位。

于生产特定年煤种、与下游企业机械化连续供应及有特殊安全要求的煤矿企业，可在 276 个工作日总量内实行适度弹性工作日制度）。2017 年 5 月，根据山西省人民政府发布的《山西省“十三五”综合能源发展规划》，山西省在“十三五”期间，确保煤矿总产能净减少 1 亿吨以上的基础上，还将停建缓建煤矿产能约 1.20 亿吨。2017 年山西省退出煤炭产能 2265 万吨，位居全国首位。2018 年，山西计划退出煤炭过剩产能 2300 万吨。整体来看，山西省去产能力度较大，并已取得了一定的成效，对缓解区域煤炭市场供需状况具有积极的意义。但山西省煤炭产能规模较大，后续去产能涉及的煤矿多、任务重，去产能压力长期存在。另外 2016 年下半年以来煤炭价格回升，煤炭企业盈利改善，但另一方面或将导致去产能、限产等政策执行难度加大，去产能所面临的困难也将加大。

从资金支持方面来看，2017 年 9 月，总规模达 1050 亿元的山西省省级政府投资基金—山西太行产业基金启动，意在重点支持山西省转型发展、培育新动能的重要产业，并在国企混合所有制改革、战略性新兴产业等领域发挥政府投资基金的引导作用。此外根据《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》，2017 年 7 月 31 日，山西省国有资本投资运营有限公司（简称“山西国投”）挂牌成立，截至 8 月末，包括七大煤企在内的 22 家省属国企已经全部划转至山西国投，对山西省煤炭资源进行了进一步的整合。

2017 年 5 月，山西省发改委制定并印发了《山西省“十三五”煤炭工业发展规划》，提出的主要目标是：（1）到 2020 年，全省煤矿 900 座以内，总能力 13.2 亿吨/年；其中，生产煤矿能力 12 亿吨/年，煤炭产量约 10 亿吨。到 2020 年，全行业销售收入达到 1.5 万亿元，其中，煤炭产业 3000 亿元，非煤产业 1.2 万亿元；（2）进一步推进晋北、晋中、晋东三大煤炭基地提质，大力发展大型、特大型煤矿，加快建设现代化矿井，通过不断提升煤炭产业集约高效化水平，推动传统煤炭产业向高端、高质、高效迈进，保障国家清洁煤和综合能源基地生产原料的供给。

总体来看，在相关政策及资金有力支持下，目前山西省煤炭资源整合步伐或将提速，整合方式或将开放化，预计七大煤企资源整合将在一定程度上改善省内同质化资源竞争局面，增强煤炭企业盈利能力。

2. 业务运营

该公司作为国内最大的煤炭贸易企业之一和山西省煤炭资源整合的七家主体之一，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。

该公司作为山西省煤炭资源整合的七家主体之一，以煤炭产销和贸易为主业，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现营业收入分别为 852.42 亿元、550.12 亿元、545.40 亿元和 133.25 亿元，由煤炭业务及非煤业务构成。其中煤炭业务收入（包括煤炭产销及煤炭贸易）分别为 395.95 亿元、519.39 亿元、461.40 亿元和 115.52 亿元，占同期营业收入的比重分别为 46.45%、94.41%、84.60%和 86.69%，2015 年占比处于较低水平，主要系当年公司矿石贸易规模较大所致。目前公司煤炭贸易在整个煤炭业务经营中占据绝对的份额，同期煤炭贸易业务收入占煤炭业务板块收入的比重分别为 90.00%、87.14%、79.80%和 83.46%。

该公司煤炭贸易采取统购统销的模式，市场覆盖范围为全国，业务核心驱动因素包括资金、管理、运力及政策等。公司煤炭产销业务包括煤炭开采、洗选等，市场覆盖范围为全国，业务驱动要素包括资源、产能及成本等。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
煤炭贸易	全国	横向规模化	管理、资金、运力、政策
煤炭产销	全国	纵向一体化	资源、规模、成本、产品多样性

资料来源：山煤集团

（一）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		852.42	550.12	545.40	133.25	120.99
其中：核心业务营业收入	金额	395.95	519.39	461.40	115.52	106.68
	占比	46.45	94.41	84.60	86.69	88.17
其中：（1）煤炭产销	金额	39.59	66.81	93.22	19.11	12.06
	占比	10.00	12.86	20.20	16.54	11.30
（2）煤炭贸易	金额	356.36	452.58	368.18	96.41	94.62
	占比	90.00	87.14	79.80	83.46	88.70

资料来源：山煤集团

A. 煤炭产销业务

该公司为山西省煤炭资源整合的七家主体之一，其开展的煤炭产销业务以山煤国际为运营主体，公司主要生产矿井为山煤国际所有。近年来，随着煤炭行业景气度回暖，公司煤炭产销业务收入呈逐年增长趋势，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司实现煤炭产销业务收入分别为 39.59 亿元、66.81 亿元、93.22 亿元和 19.11 亿元。

a. 矿井资源

从矿井资源情况来看，近年来该公司参与了大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城等地煤矿资源整合，截至 2017 年末，公司已整合 59 座煤矿，形成 20

座主体矿井，核定年生产能力 3660.00 万吨。在 20 座主体矿井中有 12 座生产矿井；目前仍处于技改建设过程的煤矿有 7 座（其中新东西沟系目前股权尚不明确，公司暂不将其纳入自有矿井）。

原煤产能方面，截至 2017 年末，该公司可控煤炭资源量和可采量分别为 25.15 亿吨和 13.53 亿吨，与山西省其他煤炭资源整合主体相比，公司目前拥有的煤炭资源储量及原煤产能仍相对较小。此外，公司已于 2017 年 5 月向从湖南煤炭管理局购买 710 万吨产能，款项共计 6.75 亿元，截至目前已支付完毕，并已于 2018 年 1 月将新购产能分别分配 500 万吨和 210 万吨安装至河曲露天和长春兴矿井中，预计新购产能投入生产后，未来公司煤炭产量将有一定幅度提升。同时，目前公司正在与湖南煤炭管理局协商继续购买 290 万吨煤炭产能，关注未来公司煤炭产能扩大情况。

从煤矿建设及相关技改工作在建项目看，目前该公司技改的东古城、鑫顺、万家庄、恒兴、陆成及庄子河等矿井建设工程项目尚未达到可投产阶段，仍处于建设中，其中东古城、鑫顺及陆成矿井预计将于 2019 年进入联合试运转阶段，庄子河矿井、恒兴及万家庄矿井项目正在推进进入联合试运转阶段。

图表 8. 2017 年末公司资源储量及自有煤炭产量情况

煤矿名称 ⁴	概况	煤种	资源储量 (万吨)	可采量 (万吨)	核定/计划能力 (万吨/年)	实际产量(万吨) ⁵			
						2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
现有矿井小计	—	—	132945.31	64423.37	1240.00	1342.00	1316.00	1369.69	329.74
经坊煤业	控股	贫瘦煤	47548.60	30156.05	300.00	278.00	261.00	240.60	48.35
凌志达煤业	控股	无烟煤	10804.40	5550.56	150.00	155.00	175.00	240.20	62.84
铺龙湾	全资	气煤、粘煤、长焰煤	10568.50	4524.75	120.00	291.00	285.00	260.30	73.05
霍尔辛赫	控股	贫煤	52291.24	19179.68	400.00	408.00	455.00	414.66	92.26
大平煤业	参股	贫瘦煤	7563.17	2574.83	180.00	130.00	110.00	110.83	30.34
宏远	控股	贫煤	4169.40	2437.50	90.00	80.00	30.00	103.10	22.90
技改矿小计⁶	—	—	118539.60	70883.39	2330.00	975.00	1341.00	1357.80	405.71
其中：已投产技改矿井									
长春兴	控股	长焰煤、气煤	35363.03	21021.91	450.00	515.00	626.00	656.97	141.12
韩家洼	控股	长焰煤、气煤	8656.40	4083.27	90.00	81.00	149.00	162.50	22.03
草垛沟	全资	不粘煤	2269.20	1013.98	60.00	27.00	41.00	80.50	12.22
河曲露天	控股	长焰煤	25718.62	22906.79	800.00	330.00	441.00	345.00	210.83
豹子沟	全资	贫煤、焦煤	8576.56	5166.09	90.00	6.00	27.00	96.24	14.47
鹿台山	全资	无烟煤	2392.31	1403.87	60.00	15.00	57.00	16.59	5.04
其中：未投产技改矿井									
东古城	控股	长焰煤、气煤	8150.00	2263.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
鑫顺	控股	贫煤	2793.40	2242.40	180.00	0.00	0.00	0.00	0.00
万家庄	控股	焦煤	7828.00	1256.00	120.00	0.00	0.00	0.00	0.00
恒兴	控股	肥煤	5956.00	1841.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
陆成	控股	肥煤、1/3 焦煤	3009.08	1541.08	90.00	1.00	0.00	0.00	0.00
庄子河	控股	贫煤	5919.00	4969.00	120.00	0.00	0.00	0.00	0.00
镇里	控股	贫煤	1908.00	1175.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	—	—	251484.91	135306.76	3570.00	2317.00	2657.00	2727.49	735.45

注：根据山煤集团提供的数据绘制

⁴ 除草垛沟、河曲露天、万家庄、恒兴及陆成五个矿井属于山煤集团本部所属，其余矿井均属于山煤国际所有。

⁵ 部分矿井个别年份出现产量超过核定产能的情况，主要系该公司下属部分矿井经过技改后，存在释放先进产能的情况，目前公司正在申请变更核定产能手续。

⁶ 2011 年以来技改矿生产的原煤全部系技改过程中的工程煤。公司计划将上炭水矿合并到河曲露天矿井中，目前该矿井处于停建过程中。

b. 在建矿井

该公司目前在建工程中存在较多的在建矿井项目，由于在建工程建设进度缓慢，对公司形成了一定的资金沉淀，并且 2016 年公司对庄子河矿井建设项目、鑫顺煤矿整合系统工程及豹子沟矿井整合工程等在建项目合计计提在建工程减值准备 0.16 亿元，2017 年公司持续对庄子河矿井建设项目计提减值准备 0.16 亿元，需关注公司后续对在建矿井减值计提情况以及在煤炭供给侧改革尚未结束的情况下，项目未来投产情况。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建矿井累计投资总额为 57.83 亿元，2018 年计划投资总额为 6.66 亿元（其中 2018 年第一季度投资为 0.75 亿元），公司目前 5 处主要在建矿井原计划投资总额为 61.01 亿元，由于建设工期较长，人工成本及资金成本等增加导致预算投资总额超出原计划投资额。总体来看，公司技改矿井建设周期较长，进度缓慢，投产时间具有一定不确定性，对公司资金形成一定沉淀，新世纪评级将持续关注后续矿井建设、投产进度以及相应矿井减值可能性。

图表 9. 公司主要在建项目投资进度（单位：亿元）

项目	计划投资总额	2017 年末已投资	2018 年 1-3 月投资	2018 年计划投资
鑫顺煤矿整合系统工程	24.79	18.38	0.31	1.98
东古城矿井整合工程	13.00	12.22	0.25	1.05
恒兴煤矿技改工程	12.18	6.95	0.06	1.21
陆成矿井整合工程	4.85	5.86	0.05	1.16
万家庄矿井整合工程	6.19	13.67 ⁷	0.08	1.26
合计	61.01	57.08	0.75	6.66

注：根据山煤集团提供的数据绘制

c. 煤炭产量

从该公司煤炭产量情况来看，受益于长春兴、韩家洼、草垛沟及豹子沟等技改矿井的产量增长，近年来公司产量总体呈上升趋势，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司煤炭产量分别为 2317.00 万吨、2657.00 万吨、2727.49 万吨和 735.45 万吨。分矿井获取情况来看，公司产量基本来源于现有矿井及技改矿井，同期来源于技改矿井的产量占比分别为 42.08%、50.47%、49.78%和 55.16%，2018 年第一季度占比有所上升，主要系受益于河曲露天矿增加产能后产量增长。

分矿井情况来看，该公司煤炭产量主要来源于经坊煤业、凌志达煤业、铺龙湾、霍尔辛赫、长春兴及河曲露天，2015-2017 年及 2018 年第一季度，来源于上述 6 个矿井的产量合计占总产量的比重分别为 85.33%、84.42%、79.11%和 85.45%，年度间呈下降趋势，主要系韩家洼、草垛沟及豹子沟等矿井受技术改造升级影响，产量有所增加；2018 年第一季度占比上升，主要系河曲露天产量增加所致。2015-2017 年及 2018 年第一季度，经坊煤业产量分别为 278.00 万吨、261.00 万吨、240.60 万吨和 48.35 万吨，呈逐年下降趋势，主要系采掘煤层可采量下降所致；受益于公司加强管理，同期凌志达煤业煤炭产量分别为 155.00 万吨、175.00 万吨、240.20 万吨和 62.84 万吨，呈逐年增长趋势；2017

⁷ 该项目已投资额远高于计划投资额，主要系工程周期较长，财务费用较高所致；预计后续仍将投资 2-3 亿元。

年,铺龙湾、霍尔辛赫及河曲露天产量分别同比下降 8.67%、8.87%和 21.77%,主要系长治、大同等地区上半年度进行安全检查等因素影响所致,其中河曲露天于 2017 年 6 月由于环保检查要求停产,当年产量下降幅度较大,已于 2017 年 10 月正常投产。

d. 煤炭成本

该公司煤矿取得时间较早,需向当地能源局支付的资源价款合计为 39.14 亿元,资源成本较低。截至 2018 年 3 月末,公司累计支付了 24.76 亿元,尚有 14.38 亿元待支付,预计后续支付期限约为 3 年,从《山西省人民政府印发关于进一步促进工业稳定运行提质增效若干措施的通知》⁸来看,付款期限或将延长。从公司煤炭生产成本情况来看,由于公司自身人员负担较轻,具有一定的成本优势。从公司主要自有煤矿成本情况来看,近年来,受经坊煤业产量下降因素影响,其吨煤成本呈逐年增长趋势;凌志达煤业在煤炭产量持续增长的情况下,2017 年吨煤成本有所增长的主要原因系当年公司补缴员工社保等导致;铺龙湾及大平煤业 2016 年吨煤成本在煤炭产量下降的情况下,吨煤成本有所下降,主要系外包业务下降,盈利空间上升。

图表 10. 主要自有煤矿成本情况(单位:元/吨)

煤矿名称	吨煤开采成本				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2017 年第一季度
经坊煤业	213.24	225.49	246.26	304.66	299.78
凌志达煤业	176.90	161.99	184.99	209.44	1114.92
铺龙湾	124.28	105.92	124.73	120.06	113.38
霍尔辛赫	164.13	154.69	196.34	219.94	259.92
大平煤业	196.21	186.72	225.51	209.38	308.45

注:根据山煤集团提供的数据绘制

e. 煤炭产销

该公司生产煤炭产品主要通过山煤国际能源集团股份有限公司煤炭销售分公司(简称“销售分公司”)具体负责,销售分公司于 2017 年 8 月 9 日成立,主要系集中对公司本部及山煤国际矿井生产煤炭的销售,公司自有煤炭销售模式由各个矿井直接对外出售转变为由销售分公司负责统一对外销售,即公司生产的煤炭主要系公司煤炭贸易业务货种来源之一,因此公司煤炭产量均完全销售。这种销售模式在一定程度上统筹了自有煤炭资源,规范公司自有煤炭销售价格,统一了自有煤炭销售管理,或将对公司自有煤炭的销售带来较好的效应。

图表 11. 主要自有煤矿售价情况(单位:元/吨)

煤矿名称	坑口价				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2017 年第一季度
经坊煤业	337.40	486.97	636.98	618.56	646.13
凌志达煤业	138.35	196.80	316.53	360.82	336.72
铺龙湾	141.05	164.11	195.36	218.09	244.26
霍尔辛赫	333.06	395.90	602.56	604.71	630.73
大平煤业	271.45	370.68	526.66	606.32	487.86

注:根据山煤集团提供的数据绘制

⁸ 2016 年 4 月 26 日,山西省人民政府发布的《山西省人民政府印发关于进一步促进工业稳定运行提质增效若干措施的通知》,对工业企业制定了缓缴 2016 年度资源价款、对省属国有煤炭等企业免缴 2015 年度国有资本金收益、暂停提取 2016 年度煤炭开采企业矿山环境恢复治理保证金和煤矿转产发展资金、工业用水限价、降低企业用工成本、降低公路运输成本、降低铁路运输成本、减轻企业税费负担、加大金融支持工业力度等 20 条措施。

受益于 2016 年下半年煤炭价格回暖，该公司主要自有矿井销售价格呈逐年增长态势，加之煤炭产量逐年增长，公司煤炭产销业务收入呈逐年增长趋势，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司煤炭产销业务分别实现收入为 39.59 亿元、66.81 亿元、93.22 亿元和 19.11 亿元。

B. 煤炭贸易业务

该公司拥有我国煤炭出口专营权、我国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列，系我国最大的煤炭经销企业之一。近年来，公司加大了煤炭进口业务的拓展力度，逐步形成了内销为主、进出口为辅的贸易格局，以发挥国际国内两个市场有效配置资源的整体优势。

从贸易品种来看，该公司主要销售产品是动力煤，公司主要通过下属大同、朔州、忻州、太原、阳泉、吕梁、临汾、晋城和长治等地区的子公司，以及控股的经坊、凌志达等多个煤矿，依据每年可落实的铁路运输计划与地方煤矿及国有重点煤矿签订采购合同安排货源，为客户提供动力用煤、炼焦用煤、焦炭等煤焦产品，货源供应较有保证。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司煤炭采购数量呈逐年增长趋势，分别为 4870.63 万吨、7051.58 万吨、7273.18 万吨和 2219.23 万吨。

图表 12. 2015 年以来公司煤炭供给情况（单位：万吨、元/吨）

板块		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
自有	自有煤炭	2317.00	132.00	2657.00	127.00	2727.49	161.59	735.45	150.90
	进口煤炭	133.37	260.43	117.32	224.13	111.83	309.05	26.31	328.86
	国内采购煤炭 ⁹	4737.26	388.89	6934.26	—	7161.35	—	2192.92	—
合计		7187.63	—	9708.58	—	10000.67	—	2954.68	—

注：根据山煤集团提供的数据绘制

从销售模式来看，该公司煤炭销售采取统购统销的模式，主要分为内销模式和外销模式，内销模式全部采用自营销售方式；外销模式分为自营销售方式和代理销售方式，自营销售方式为从采购到销售所有收入、费用、利润都归属公司，主要由山煤国际负责，代理销售主要是代理省内及省外各大矿务局的煤炭销售，从中收取代理费。

煤炭内销方面，该公司的煤炭产品主要销往广东、浙江、上海及河北黄骅港等沿海地区，80%以上销往电力行业。目前公司内销主要客户包括新矿国际贸易有限公司、开滦集团有限责任公司煤炭运销经营部和山西焦煤集团国际贸易有限公司等企业。从内销主要货种来看，由于近年来焦炭价格波动较为剧烈，公司不断压缩焦炭贸易量，近年来公司焦煤贸易量呈明显下降趋势，2015-2017 年分别为 259.01 万吨、85.11 万吨和 1.30 万吨。

煤炭出口方面，该公司的煤炭产品主要销往韩国、日本、香港、印度等亚太地区的电厂及钢铁厂，拥有韩国浦项、韩国西部发电、韩国南部发电、日本三井等一批大型企业客户，并建立了稳定的合作关系。受煤炭出口政策调整影

⁹ 该公司部分年度未统计国内采购煤炭价格的平均价格。

响，再加上煤炭出口业务长期以来受到政策影响，且有时出现煤炭价格倒挂现象，2016 年以来，公司暂停煤炭出口业务。

图表 13. 2015 年以来公司煤炭销售情况¹⁰（单位：万吨）

板块		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭出口		134.21	—	—	—
转口		33.56	—	—	—
内销	煤炭	8770.34	9262.56	9623.34	2841.78
	焦炭	259.01	85.11	1.30	—

注：根据山煤集团提供的数据绘制

从该公司煤炭贸易业务销售均价情况来看，随着 2016 年下半年煤炭价格回暖，当年销售均价同比上升 28.50%；2017 年公司煤炭内销均价同比下降 22.53%，主要系公司为控制贸易风险进行货种结构调整，系在保障一定利润空间的基础上，将一部分贸易货种由原来成本价格高的煤炭，调整为成本较低价格相对低的煤炭。

图表 14. 2015 年以来公司煤炭出口及内销均价情况（单位：元/吨）

板块	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭出口	295.51	—	—	—
煤炭内销	391.26	502.78	389.49	343.35

注：根据山煤集团提供的数据绘制

在运力方面，该公司的运输模式涵盖铁路、公路和航运三种模式。在铁路运力方面，由于铁路运输具有运输便捷、运价低廉的特点，因此公司煤炭销售绝大部分通过铁路运输，成本低于公路运输，使公司产品有较强的竞争力。公司从 2001 年起取得铁路运输计划单列，是山西省内唯一既有出口计划、又有内销计划的煤炭企业。近年来公司顺应铁路重载提速和集约化发展趋势，在山西全省进行了大型集运站点的布局和优化，截至 2018 年 3 月末，公司共开通铁路煤炭集运站 80 个，年发运能力超过 1 亿吨，主要分布在晋北、晋中、晋东南地区，与山西省煤炭产业布局匹配度较好。2017 年以来，受河北港口禁收汽运煤等因素影响，公司减少了公路运输比例，增加了成本相对较低的铁路航运比例。

在航运方面，该公司于 2009 年成立了太行海运有限公司，从事国内沿海、长江中下游及珠江三角洲货船运输，全资控有十艘船舶，总运力约 60 万吨。公司以长江线、国际航线为主，采取了内外贸兼营的运营模式，开通了秦皇岛、天津、日照、青岛、京唐港、连云港等出海通道，形成了占据全国主要出海口的运输体系，同时成立了海运公司，在华东、华中、华南地区建立三大配煤中心，形成了矿站港口配煤体系、矿站装车质量保证体系及港口卸车装船质量保证体系，可以满足不同用户的多种煤炭品种、质量要求。

图表 15. 公司在山西省内的贸易运量情况（单位：万吨）

板块		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭	铁运	1168.14	1502.50	2578.88	613.46

¹⁰ 该表格中煤炭销售量包括该公司自产自销量及贸易销量。

板块		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
	航运	1199.49	1287.90	1378.43	274.01
	公运	2367.63	1199.26	492.50	84.49
小计		4735.26	3989.66	4449.81	971.96
非煤炭 ¹¹		950.67	—	—	—
小计		950.67	—	—	—
合计		5685.93	3989.66	4449.81	971.96

注：根据山煤集团提供的数据绘制

总体来看，近年来，该公司逐步形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销体系，为公司煤炭销售提供了稳定和可靠的保证。受煤炭市场行情波动收入呈现较大的波动性，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司煤炭贸易业务收入分别为 356.36 亿元、452.58 亿元、368.18 亿元和 96.41 亿元，2017 年煤炭贸易业务收入下降，主要系因为公司当年开始采取统一销售的经营模式，加大了业务风险控制力度，调整了煤炭贸易货种以及公司剥离下属贸易公司等因素共同影响所致。

（二）非煤业务

该公司开展的非煤业务主要包含金融投资业务及其他非煤业务。公司开展非煤业务，主要目的为在煤炭行业景气度低迷的情况下，为公司寻找新的盈利增长点。近年来随着煤炭产品价格回暖，公司非煤业务规模整体呈波动下降趋势。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司非煤业务实现业务收入分别为 456.47 亿元、30.73 亿元、84.00 亿元和 17.73 亿元；2016 年同比下降 93.27%，主要系公司压缩矿石等非煤贸易业务影响所致；2017 年同比增长 173.38%，一方面原因系 2017 年下半年公司调整发展战略，成立了山西煤炭进出口集团有限公司国际贸易分公司（简称“国际贸易分公司”），开始从事有色金属和矿产品等国际贸易业务，国际贸易分公司实现了部分非煤贸易收入；另一方面原因系全资子公司山煤投资集团有限公司（简称“山煤投资”）下属子公司开展部分煤炭贸易业务。受上述因素影响，2016 年公司非煤业务毛利率出现大幅上升，2017 年又急剧下降，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司非煤业务毛利率分别为 1.71%、10.80%、1.35%和 1.04%。

从金融投资业务来看，该业务主要包含投资业务及非煤贸易业务，由山煤投资负责运营。山煤投资于 2009 年 5 月成立，定位为金融投资管理机构，拟以参股银行，涉足金融业为切入点，定位高新技术产业孵化器与资本运作平台。截至 2017 年末，山煤投资资产总额为 50.55 亿元，净资产为 9.55 亿元，2017 年实现营业收入 25.37 亿元，净利润-3.30 亿元，经营性现金净流量为-0.28 亿元。投资业务具体主要由山煤投资下属控股子公司盛世金泉（天津）股权投资基金管理有限公司（简称“盛世金泉”）运营，通过股票、证券、期货等手段进行货币资本经营，山煤投资 2017 年发生亏损主要系受股票市场价格波动影响所致。非煤贸易业务具体主要由山煤投资下属两家全资子公司山西山煤物资采购有限公司和山西山煤经贸有限公司负责运营，主要涉及的产品为矿石、钢材、

¹¹ 2016 年以来该公司未统计此数据。

煤炭机械设备等商品。相关产品的结算模式有国内贸易和国际贸易两大类，其中国内贸易主要采用现汇和银行承兑汇票方式进行结算（分别占比约为 50%）；国际贸易主要采用进口信用证、进出口押汇等贸易融资产品和外汇现汇结算方式。

该公司其他非煤业务主要包括房地产、农业、科研、仓储、物流、铁路发运、矿山机电设备、工矿配件销售及铝业贸易业务等。房地产业务主要由公司全资子公司山煤房地产开发有限公司（简称“山煤房地产”）负责运营，以自主开发销售为主。目前公司主要在建房地产项目计划总投资为 83.77 亿元，截至 2018 年 3 月末累计已投资 27.07 亿元。富利达大同御东综合体项目和鑫盛联太原电机厂项目已于 2017 年 9 月开始销售，可销售面积为 35.16 万平方米，已于 2017 年 9 月至 2018 年 3 月销售 20.09 万平方米，销售均价为 6155.98 元/平方米，已回笼资金为 8.35 亿元。在土地储备方面，目前公司已经获得太原电机厂项目、大同御东新区项目等共计 1000 亩的土地使用权证。总体来看，在当前房地产市场调控背景下，公司房地产面临去化压力较大，且房地产项目后续投资较大，公司资本支出压力较大。

图表 16. 公司主要在建房地产项目（单位：亿元）

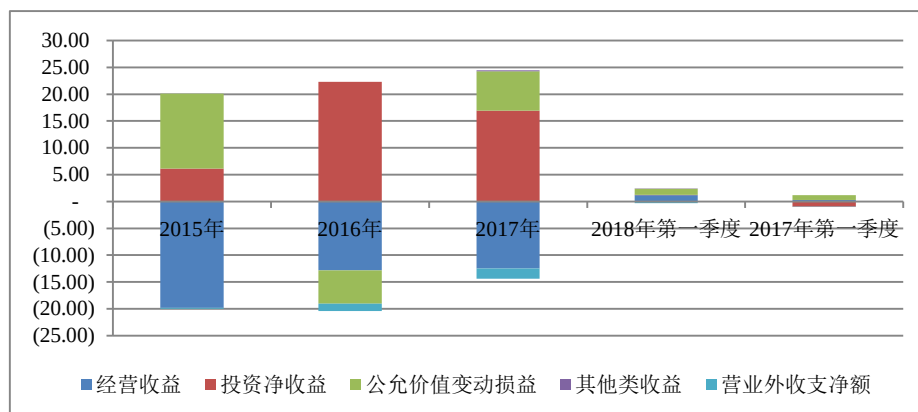
项目名称	项目类型	建筑面积	总投资	2017 年末 累计投资	2018 年 计划投资	2018 年 1-3 月投资
内蒙古香格里拉项目三期	住宅和商业	18.96	6.50	0.47	1.60	0.05
富利达大同御东综合体项目	住宅、商业、写字楼	52.79	35.11	10.59	4.83	0.21
鑫盛联太原电机厂项目	住宅、商业、办公	23.39	31.24	13.50	2.72	0.29
鑫盛联大同御东新区项目	住宅、商业、公寓、办公等	23.18	10.92	1.75	2.07	0.21
合计	—	118.32	83.77	26.31	11.22	0.76

注：根据山煤集团提供的数据绘制

该公司其他非煤业务中的铝业贸易业务主要由全资子公司山煤有色金属有限公司（简称“山煤有色”）和控股子公司广东德润投资有限公司（简称“德润公司”）负责运营，且目前德润公司由山煤有色全面接管。公司科研业务主要由山煤投资控股子公司北京华通伟业科技发展有限公司（简称“华通伟业”）负责运营，华通伟业主要从事 IT 规划、软件开发、系统集成等 IT 类业务，其承担的公司信息化一期项目已上线，目前华通伟业已经具有多项自主知识产权的软件产品。

(1) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据山煤集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来，受大额资产减值损失及期间费用对该公司盈利侵蚀影响，公司年度间经营收益均为负值，但随着煤炭行业景气度回暖，公司主业盈利能力有所增强，经营亏损规模有所缩小，2018 年第一季度，公司经营收益转为正值。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业毛利分别为 31.33 亿元、46.65 亿元、66.03 亿元和 14.13 亿元，呈逐年增长态势。从营业毛利贡献情况来看，尽管煤炭贸易规模占据绝对份额，但该块业务盈利能力较弱，对公司营业毛利的贡献度较低，公司营业毛利主要来源于煤炭产销业务，同期煤炭产销业务营业毛利占营业毛利总额的比重分别为 55.64%、79.42%、87.73%和 81.64%，2015 年处于相对较低水平，主要系当年公司非煤业务规模大，盈利贡献较大。

图表 18. 公司营业利润结构分析

影响公司盈利的核心因素分析	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	852.42	550.12	545.40	133.25	120.99
营业毛利（亿元）	31.33	46.65	66.03	14.13	10.05
其中：煤炭产销（亿元）	17.43	36.67	57.93	11.54	6.37
煤炭贸易（亿元）	6.22	6.18	6.97	2.41	1.60
综合毛利率（%）	3.68	8.48	12.11	10.61	8.31
其中：煤炭产销（%）	44.03	54.89	62.14	60.38	52.85
煤炭贸易（%）	1.75	1.37	1.89	2.50	1.69
期间费用率（%）	5.06	7.65	8.65	7.59	6.95
其中：财务费用率（%）	2.60	4.76	5.21	4.10	3.95
全年利息支出总额（亿元）	28.54	29.29	32.21	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	7.11	4.98	4.14	-	-

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

随着该公司业务规模持续扩大，公司期间费用规模也呈逐年增长态势，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司期间费用分别为 43.09 亿元、42.10 亿

元、47.16 亿元和 10.11 亿元，期间费用率分别为 5.06%、7.65%、8.65%和 7.59%。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，同期两者合计占期间费用的比重分别为 85.85%、92.45%、92.06%和 90.82%。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司管理费用分别为 14.81 亿元、12.75 亿元、15.02 亿元和 3.71 亿元，主要为职工薪酬及无形资产摊销等。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司财务费用分别为 22.19 亿元、26.17 亿元、28.40 亿元和 5.47 亿元，呈逐年增长态势，主要系随着公司业务规模扩大融资规模总体呈增长态势，加之融资成本上升的综合因素影响所致。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司资产减值损失分别为 4.14 亿元、11.29 亿元、22.74 亿元和 0.91 亿元，规模较大对公司盈利造成很大的侵蚀。公司资产减值损失主要系坏账损失，系对应收及预付款项计提的坏账，2015 年以来呈逐年增长趋势，主要原因系账龄期限较长，按照会计坏账准备计提比例提高所致。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
公允价值变动损益（亿元）	13.96	-6.16	7.38	1.12	0.92
投资净收益（亿元）	6.15	22.32	16.92	0.05	-1.00
营业外收入（亿元）	0.36	0.34	0.08	0.02	0.02
其中：政府补助（亿元）	0.11	0.19	0.00	0.00	0.00
其他类收益（亿元）	0.00	0.00	0.14	0.01	0.00
其中：政府补助（亿元）	0.00	0.00	0.11	0.01	0.00

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

近年来，该公司公允价值变动净收益和投资净收益呈现较大的波动，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司公允价值变动净收益分别为 13.96 亿元、-6.16 亿元、7.38 亿元和 1.12 亿元，2015 年公允价值变动净收益规模较大，主要系得益于资本市场良好表现，公司当年确认交易性金融资产公允价值变动收益 5.33 亿元，加之投资性房地产确认公允价值变动收益 8.63 亿元；2016 年公司发生了公允价值变动净亏损，主要系受股票市场波动影响导致公司持有的交易性金融资产公允价值下降所致；2017 年公允价值变动净收益主要来源于投资性房地产评估增值，未形成实际现金流入。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司投资净收益分别为 6.15 亿元、22.32 亿元、16.92 亿元和 0.05 亿元，2016-2017 年投资规模较大，主要系山煤国际分别于 2016-2017 年剥离其下属 7 家公司和 5 家公司产生的投资收益，这两年投资净收益成为了公司盈利的重要来源，但该事项不具持续性且未形成实际现金流入。

受上述因素影响，近年来该公司营业利润呈现较大的波动性，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司营业利润分别为 0.30 亿元、3.30 亿元、11.92 亿元和 2.36 亿元，净利润分别为-7.98 亿元、-0.76 亿元、1.98 亿元和 0.35 亿元。2015-2017 年，公司总资产报酬率分别为 2.69%、3.19%和 4.63%，净资产收益率分

别为-6.23%、-0.62%和 1.65%，公司盈利能力弱。

(2) 运营规划/经营战略

该公司目前资本性支出主要集中在房地产项目及矿井项目上，截至 2018 年 3 月末，公司房地产项目总投资额为 83.77 亿元，累计投资 27.07 亿元，计划 2018 年投资 11.22 亿元（2018 年第一季度已投资 0.76 亿元）；同期末主要在建矿井项目总投资额为 61.01 亿元，累计投资 57.83 亿元，计划 2018 年投资 6.66 亿元（2018 年第一季度已投资 0.75 亿元）。综上所述，2018 年 4-12 月，公司还需投资 16.37 亿元，仍面临一定资本性支出压力。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司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。

(1) 产权关系

截至 2018 年 3 月末，山西国投公司持有该公司 100.00% 股权，为公司唯一股东，山西省国资委持有山西国投公司 100.00% 股权，为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

山西国投公司成立于 2017 年 7 月 27 日，注册资本为 500.00 亿元，唯一股东为山西省国资委。山西国投公司主要根据山西省国资委授权，负责国有资本投资、运营及相关业务等。目前，原山西金控集团总经理王俊飏先生已出任山西国投公司董事长一职，原山西国资委副主任刘峰先生出任副董事长。随着山西国投公司主要领导及资产版图逐渐理顺，山西国投公司相关业务开展速度或将加快，新世纪评级将持续关注山西国投公司未来具体职能定位、业务开展模式，及对该公司法人治理结构、高管任命和内部管理制度等方面可能引起的变更。

截至 2018 年 3 月末，该公司持有山煤国际 11.39 亿股，占山煤国际总股本的 57.43%，山煤国际其余股东对其持股比例较为分散，同期末其余各股东持股比例均不超过 2%。公司累计质押其持有山煤国际股份 5.67 亿股，占其持有山煤国际股权的 49.82%，占山煤国际总股本的 28.61%，需关注公司股份质押事项对公司资产流动性及信用质量的影响。

根据山煤国际 2017 年 11 月 3 日发布的《山煤国际能源集团股份有限公司

关于向阳泉市国有资本运营投资有限责任公司转让所持有的山煤国际能源集团销售有限公司等五家全资子公司 100%股权的公告》披露，山煤国际拟将其所持有的山煤国际能源集团销售有限公司、山煤国际能源集团秦皇岛有限公司、山煤国际能源集团华远有限公司、山煤国际能源集团吕梁有限公司和山煤国际能源集团长治有限公司五家全资子公司（简称“标的公司”）100%的股权（简称“标的资产”）以协议转让的方式转让给阳泉市国有资本运营投资有限责任公司（简称“阳泉国投公司”），且于当日签署了《股权转让协议》。山煤国际聘请了立信会计师事务所（特殊普通合伙）、中水致远资产评估有限公司以 2017 年 6 月 30 日为审计评估基准日，对标的资产进行审计评估；经审计评估，标的资产中五家公司每家及合计净资产均为负数，且经该公司核准及山西省国资委备案标的公司每家及合计净资产评估值均为负数，因此，本次五家标的公司每家公司转让价格最终各按 1 元作价。根据山煤国际 2017 年 12 月 30 日发布的相关公告，截至 2017 年末，本次股权交易事项已全部完成。

根据山煤国际 2018 年 3 月 28 日发布的公告，山煤国际拟收购该公司持有山西煤炭进出口集团河曲旧县露天煤业有限公司（以下简称“河曲露天煤业”）51%以上股权。但根据公司 5 月 30 日发布公告，山煤国际将收购方案变更为收购公司及山西中汇大地矿业有限公司分别持有河曲露天煤业的 31%和 20%股权，交易方式为现金收购，并于 6 月 13 日确定交易价格分别为 14.42 亿元和 9.30 亿元，合计 23.72 亿元。截至 2018 年 7 月 18 日，山煤国际收购河曲露天煤业 51%股权事项全部完成，工商变更登记手续也已办理完毕，收购完成后山煤国际直接持有其 51%股权，公司持有其 49%股权。

（2） 主要关联方及关联交易

在关联方交易方面，该公司关联交易的内部控制遵循诚实信用、平等、自愿、公平、公开、公允的原则，不得损害公司和其他股东的利益。按照有关法律法规、部门规章以及《公司法》等有关规定，明确划分公司董事会对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审议程序和回避表决要求。公司及控股子公司在发生交易活动时，相关责任人仔细查阅关联方名单，审慎判断是否构成关联交易。如果构成关联交易，应在各自权限内履行审批、报告义务。公司与关联方之间的交易应签订书面协议，明确交易双方的权利义务及法律责任。公司关联交易定价原则为（1）有政府定价的执行政府定价；（2）没有政府定价、但存在活跃市场的按市场价格定价；（3）没有政府定价、也不存在活跃市场的，参照实质上相同或相似交易的市场价格定价；（4）不具备上述任何条件之一的，按成本加合理利润确定交易价格。

2017 年，该公司与关联方因采购商品/接受劳务发生的交易金额为 19.12 亿元，主要为与山西焦煤集团国际贸易有限责任公司（简称“焦煤国际”）和天津山投能源技术有限公司之间发生的关联交易；因销售商品/提供劳务发生的交易金额为 30.10 亿元，主要为与焦煤国际、山西太钢不锈钢股份有限公司、山西潞安煤炭经销有限责任公司及晋浙国际能源贸易有限公司等公司发生的关

联交易。2017 年末，公司关联交易余额分别体现在预付账款、应收账款、其他应收款、应收股利和预收款项、应付账款、其他应付款及应付利息等科目。

图表 20. 2017 年末公司主要关联方资金往来情况表

记账科目	主要涉及关联方	2017 年末科目余额 (亿元)
预付账款	大同翔宇商贸有限公司 (0.22 亿元)	0.48
	山西潞安集团蒲县伊田煤业有限公司 (0.10 亿元)	
应收账款	大同鹊山精煤有限责任公司 (0.46 亿元)	1.23
	山西恒富煤化集团有限公司 (0.40 亿元)	
	山西焦炭集团国内贸易有限公司 (0.17 亿元)	
其他应收款	福建可门港物流有限责任公司 (3.18 亿元)	12.69
	内蒙古山煤鼎峰煤炭运销有限公司 (2.73 亿元)	
	山西煤炭进出口集团河曲上炭水煤业有限公司 (2.41 亿元)	
	山西陆合煤化集团有限公司 (1.54 亿元)	
	山西煤炭进出口集团武威煤炭物流有限公司 (1.49 亿元)	
应收股利	大同鹊山精煤有限公司 (0.18 亿元)	0.18
预收账款	山西焦煤集团金土地农业开发有限公司 (0.47 亿元)	0.80
	秦皇岛睿港煤炭物流有限公司 (0.30 亿元)	
应付账款	山西恒富煤化集团有限公司 (0.70 亿元)	0.26
	晋浙国际能源贸易公司 (0.70 亿元)	
其他应付款	山西凯德世家房地产开发有限公司 (0.74 亿元)	1.28
	唐山隆丰实业有限公司 (0.23 亿元)	
应付利息	山西凯德世家房地产开发有限公司 (0.52 亿元)	0.54

资料来源：山煤集团 2017 年审计报告

(3) 公司治理

该公司不设股东会，设立董事会、监事会和经理层等组织机构。公司董事会依据《公司法》和《公司章程》的规定行使职权，对股东负责，董事会由 9 名董事组成，其中 1 名为职工董事且由公司职工代表大会选举产生，其余董事由股东委派，外部董事的选聘、管理由股东按照相关规定执行，公司设董事长 1 名，副董事长 2 名。公司监事会系按照《公司法》和《国有企业监事会暂行条例》设立，对公司的国有资产实施监督管理，公司监事会由 7 名监事组成，其中职工监事不低于三分之一且由公司职工代表大会选举产生，其余监事由股东委派，设监事会主席 1 名；根据公司 2018 年 2 月发布的关于监事会成员调整的相关公告，山西省国资委派出监事 5 名，公司现有职工监事 1 名，目前正在筹备召开职工代表大会，将对现有 1 名职工监事进行重新选举并新增 1 名职工监事。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，副总经理 6 名、总会计师、总工程师和总经济师各 1 名，协助总经理工作。

该公司现任董事长赵建泽同志，拥有高级会计师职称，1988 年于山西财经学院（现山西财经大学）获经济学学士学位，2003 年于西安交通大学及山西财经大学获经济学硕士双学位。赵建泽同志历任山西建筑工程（集团）总公司党委委员、董事、总经理，党委书记、副董事长，山西焦煤集团公司董事、副总经理、总会计师等职，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。

在信息披露方面，该公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规及公司章程的有关规定，结合公司的实际情况，制定了《山西煤炭进出口集团有限公司信息披露管理制度》，对公司定期与不定期公告、重大事项信息披露进行了

规范，能够按信息披露有关规定和要求，真实、准确、完整、及时地披露财务会计信息和重大事项信息，不断提高公司信息披露管理水平和质量，保护投资者的合法权益。除披露如年度报告、中期报告和季度报告的定期报告外，还需要披露依法须披露的董事会决议、监事会决议、股东决议、重大交易、其他重大事项等临时报告，还需持续披露重大事件的进展情况。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司对子公司实施统一决策、分散经营的管理体制。在资产方面，各子公司独立经营，自行管理，自负盈亏，定期向公司本部汇报相关经营、财务情况。在人员管理方面，由公司本部集中管理，统一招聘，统一制定薪酬福利制度。在财务管理方面，公司采取“三统一集中”的财务管理模式，即“机构统一”、“人员统一”、“制度统一”及“资金集中”。

根据日常经营管理需要，该公司建立了相应的内部管理结构。公司设有董事会、监事会及经理层分管各个部门，此外公司作为国有企业，还设立了纪委、工会和团委。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司建立了涵盖财务管理、对外担保、绩效考核及安全生产等方面的业务管理体系及内部控制体系，并对相应体系进行持续的改进和优化，以适应不断变化的外部环境及内部管理要求。

在财务管理方面，该公司按照《商品企业流通会计制度》、《工业企业会计制度》等规定要求，结合企业实际情况制定了一系列财务控制制度，主要有：会计岗位工作制度、会计工作岗位轮换制度、会计人员工作交接制度及会计档案管理制度等制度。公司实行资金收支两条线、统贷统还、统一调度、预算管理 and 有偿使用的资金管理模式，降低资金成本，控制资金风险，提高资金的使用效率。

在对外担保方面，该公司严格按照《山西省省属企业担保管理暂行办法》执行，对全资子公司提供担保，由公司董事会决策，并按有关法律、法规和规定办理；全资子公司、控股子公司进行融资时，子公司间可以提供担保，并报母公司批准。公司对外担保时，须要求担保申请人提供反担保，并依据风险程度和反担保人的财务状况、履约能力来确定反担保方式，最大限度地降低担保风险；不得对本企业全资子公司、控股、参股公司和互保企业之外的其他企业、个人或组织提供担保。

在绩效考核管理方面，该公司根据远景发展规划、年度工作方针和经营计划的实施需要，每年年初通过与所属子公司（部门）签订目标责任书的方式，根据目标承担单位经营性质，分别制定各子公司（部门）的年度各项工

作指标任务，将总体目标层层分解、落实，并不定期对目标承担单位进行抽查考核，掌握各项指标的完成情况，年终进行统一考核兑现。

在安全生产管理方面，该公司突出安全生产的基础管理和现场管理，制定了《山西煤炭进出口集团有限公司安全生产管理办法》、《山西煤炭进出口集团有限公司安全例会制度》、《山西煤炭进出口集团有限公司安全检查制度》及《山西煤炭进出口集团有限公司安全培训制度》等安全管理规章制度加强安全基础管理工作，以降低安全生产风险。

(3) 投融资及日常资金管理

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。实行了资金收支两条线的管理，要求所有子公司在当地开设收入和支出账户，所有的业务收入划入指定的专户，集团公司每天在固定时间通过网上银行将收入账户的资金上划到集团公司账户，在每月的月初下拨资金，子公司申请当月资金预算，集团公司上报预算管理委员会，通过批准后，按照预算对子公司按业务发展或工程进展程度逐笔拨付，提高集团公司资金的使用效率。

在投资管理方面，该公司设立了投资管理处，从整体上实现投资项目的统一管理；成立了投资、预算、绩效考核三个委员会，建立和实行科学统一的投资项目审批程序，在项目提出、立项（不含非基建项目）、可行性研究、评估和决策等环节全程监督。投资项目竣工后，委员会对该项目的运行效果进行跟踪管理，监督其投资收益回收。公司的投融资管理制度严格遵循《公司法》相关规定，公司董事会有权对超过公司净资产 1% 的投融资项目进行审批。经公司董事会授权，经营班子有权对公司净资产 1% 以下的投融资项目进行审批。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 11 月 20 日提供的《企业信用报告》所载，已结清的贷款中有 1 笔不良和关注类贷款，主要系银行系统原因导致，该笔贷款金额为 1.00 亿元，到期日期为 2008 年 10 月 24 日，结清日期也为当天。

图表 21. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至 2018 年 11 月 20 日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	
			山西国投公司	山煤集团	山煤国际 ¹²	山煤投资
欠息	征信报告	2018.11.20	未提供	无	无	无

¹² 根据该公司控股子公司山煤国际 2017 年审计报告，2017 年末山煤国际发生 10 笔金额合计为 1.07 亿元的逾期短期借款，主要系在上述 10 笔银行借款到期前，山煤国际能源集团天津公司经与中心银行滨海新区支行沟通，以相关不动产作为抵押，为即将到期的银行借款办理展期，利息正常支付；但后因国家推出《不动产登记暂行条例》，造成相关手续未能如期进行，致使该笔贷款处于逾期状态，目前仍在协商中。

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	
			山西国投公司	山煤集团	山煤国际 ¹²	山煤投资
重大不良行为记录	公开资料	2018.11.20	无	无	无	无

资料来源：根据山煤集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

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。

1. 数据与调整

中寅华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2016-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告¹³。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

2017 年，该公司由于对子公司河曲露天煤业补提安全生产费及维简费，调整无形资产，调整长期待摊费用，调整弃置费用以及调整成本结转，对公司 2016 年财务数据进行了差错更正，2017 年年初与上年末相比，资产总额净减少 2.21 亿元，负债总额净增加 1.49 亿元，所有者权益总额净减少 3.69 亿元（其中：归属于母公司所有者权益减少 2.95 亿元，少数股东权益减少 0.74 亿元）。总体来看，相较于公司总体资产规模而言，公司前期差错更正金额不大，对公司影响较小。

2017 年末，该公司合并范围合计 29 家二级子公司，较上年末新增 2 家投资设立的全资子公司山西山煤新能源开发有限公司（简称“山煤新能源”）和山煤集团香港投资有限公司（简称“山煤香港投资”），山煤新能源业务性质为“其他电力生产”，山煤香港投资业务性质为“国际贸易”。

该公司于 2015 年 9 月发行了 1 期金额为 5.00 亿元具有“延期”特殊条款的“15 山煤 MTN001”，即永续中票，公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，公司将其计入“其他权益

¹³ 中寅华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）于 2016 年更名为中审华会计师事务所（特殊普通合伙）；2015 年度数据使用的是经差错更正之后的 2016 年度期初数据。

工具”会计科目中。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他权益工具余额均为 5.00 亿元。若将权益类工具作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

图表 22. 权益类债务调整对比表

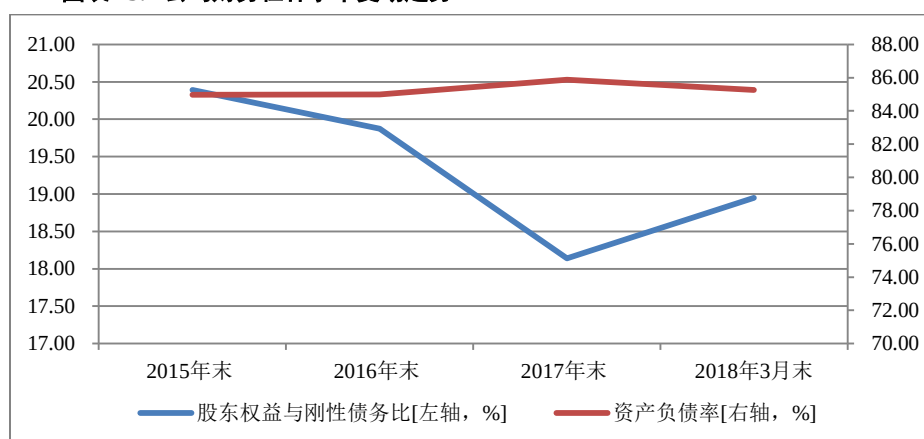
重要指标	调整前				调整后			
	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
总负债（亿元）	708.35	689.63	717.14	683.35	713.35	694.63	722.14	688.35
刚性债务（亿元）	614.35	613.01	650.55	623.19	619.35	618.01	655.55	628.19
所有者权益（亿元）	125.26	121.81	118.00	118.10	120.26	116.81	113.00	113.10
资产负债率（%）	84.97	84.99	85.87	85.26	85.57	85.60	86.47	85.89
权益资本与刚性债务比率（%）	20.39	19.87	18.14	18.95	20.23	19.71	18.00	18.80
EBITDA/刚性债务（倍）	0.05	0.06	0.08	-	0.05	0.06	0.07	-

资料来源：山煤集团

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 23. 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

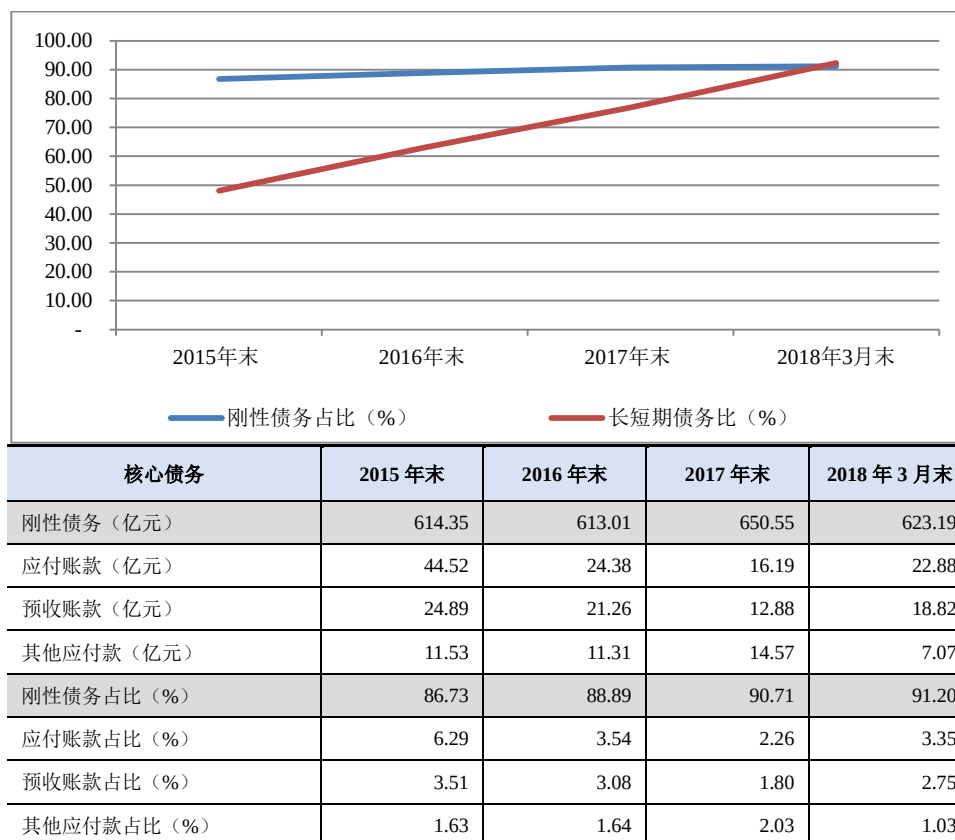
近年来该公司负债规模持续处于较高水平，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 708.35 亿元、689.63 亿元、717.14 亿元和 683.35 亿元，资产负债率分别为 84.97%、84.99%、85.87%和 85.26%，负债率居高。同期末，公司股东权益与刚性债务比分别为 20.39%、19.87%、18.14%和 18.95%，权益对刚性债务的保障能力处于较弱水平。

近年来，受未分配利润得不到有效积累影响，该公司年度间所有者权益呈下降态势，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司未分配利润分别为-20.67 亿元、-25.34 亿元、-34.48 亿元和-35.31 亿元，所有者权益分别为 125.26 亿元、121.81 亿元、118.00 亿元和 118.10 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积及少数股东权益构成，同期末，公司实收资本均为 22.29 亿元，资本公积分别为 32.30 亿元、29.48 亿元、32.01 亿元和 32.01 亿元，少数股东权益分别为 70.85 亿元、74.89 亿元、77.86 亿元和 78.88 亿元。2015-2017 年

末及 2018 年 3 月末，公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 44.35%、43.29%、46.84%和 46.80%，公司所有者权益结构稳定性偏弱。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



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，该公司负债以流动负债居多，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%。除刚性债务外，公司主要负债为应付账款、预收款项和其他应付款。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 44.52 亿元、24.38 亿元、16.19 亿元和 22.88 亿元，主要为应付煤炭采购款项，预收账款余额分别为 24.89 亿元、21.26 亿元、12.88 亿元和 18.82 亿元，主要为预收煤炭销售货款，受山煤国际分别于 2016-2017 年剥离 7 家及 5 家亏损公司影响，2016-2017 年末应付账款分别较上年末下降 45.24%和 33.59%，同期末预收账款分别较上年末下降 14.59%和 39.42%；受结算时点因素影响，2018 年 3 月末，公司应付账款和预收账款分别较上年末增长 41.33%和 46.12%。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他应付款余额分别为 11.53 亿元、11.31 亿元、14.57 亿元和 7.07 亿元，主要系应付资源价款、

保证金、货款及往来款等，2017 年末较上年末增长 28.85%，主要系当年公司增加往来款 10.00 亿元所致，随着该笔往来款支付，2018 年 3 月末较上年末下降 51.49%。此外，2017 年末公司长期应付款余额较上年末增长 210.10%至 26.74 亿元，主要系公司以与山煤房地产之间的往来款为标的，向中国信达资产管理股份有限公司资产证券化融资 27.00 亿元，并约定分期偿还，因此当年末新增债务重组应付款项余额 21.06 亿元，并纳入刚性债务。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（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
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
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
中长期刚性债务合计	226.77	262.95	305.19	325.56
其中：长期借款	97.27	124.92	204.27	222.94
应付债券	117.15	127.99	71.40	69.18
其他中长期刚性债务	12.35	10.04	29.52	33.44
综合融资成本（年化，%）	5.49	5.73	5.95	6.01

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）

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%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 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

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
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
EBITDA（亿元）	30.15	35.09	47.65	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.05	0.06	0.08	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.06	1.20	1.48	-

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。

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 对刚性债务的保障倍数分别为 0.05 倍、0.06 倍和 0.08 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。

（2）投资环节

图表 27. 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
收回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。

（3）筹资环节

图表 28. 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。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	423.94 50.85%	395.61 48.75%	387.19 46.36%	350.80 43.77%
其中：现金类资产（亿元） ¹⁵	114.18	115.87	165.37	150.01
应收账款（亿元）	85.18	73.16	51.34	45.24
预付款项（亿元）	85.28	51.98	41.08	35.02
其他应收款（亿元）	89.49	95.05	64.64	56.02
存货（亿元）	47.39	56.87	61.98	62.50
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	409.68 49.15%	415.84 51.25%	447.95 53.64%	450.64 56.23%
其中：固定资产（亿元）	123.68	129.81	147.72	147.20
在建工程（亿元）	106.56	99.17	91.21	93.42
无形资产（亿元）	107.58	105.86	110.62	110.00

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。

¹⁵ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
期末全部受限资产账面金额（亿元）	36.59	44.06	33.33	32.09
受限资产账面余额/总资产（%）	4.39	5.43	3.99	4.00

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，该公司资产总额分别为 833.62 亿元、811.45 亿元、835.14 亿元和 801.44 亿元，非流动资产占比分别为 49.15%、51.25%、53.64%和 56.23%，呈逐年增长态势。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，同期末合计占非流动资产的比重分别为 82.46%、80.52%、78.03%和 77.80%，占比随着可供出售金融资产及投资性房地产增长呈下降态势。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司固定资产分别为 123.68 亿元、129.81 亿元、147.72 亿元和 147.20 亿元，主要为房屋、建筑物、机械设备和运输工具，主要系受在建工程转入的因素影响年度间呈增长态势；同期末，公司在建工程分别为 106.56 亿元、99.17 亿元、91.21 亿元和 93.42 亿元，主要为矿井建设工程。同期末，无形资产分别为 107.58 亿元、105.86 亿元、110.62 亿元和 110.00 亿元，主要为采矿权和探矿权，2017 年末较上年末增长 4.73%，主要系因河曲露天采矿权增值所致。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 4.46 亿元、7.50 亿元、12.40 亿元和 12.40 亿元，2016 年末较上年末增长 68.19%至 7.50 亿元，主要系新增对内蒙古准格尔旗柏树坡煤炭有限责任公司投资 3.60 亿元所致，2017 年末较上年末增长 65.30%，主要系新增对太行基金投资 5.00 亿元所致。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司投资性房地产分别为 39.76 亿元、39.78 亿元、46.53 亿元和 48.03 亿元，主要为房屋、建筑物，2017 年末较上年末增长 16.96%，主要系评估增资，公允价值变动损益增加所致。2017 年末公司新增持有至到期投资 5.00 亿元，主要为对华融晋商资管计划的投资，年利率为 6.18%，到期日为 2020 年 12 月 27 日。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该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。应收账款分别为 85.18 亿元、73.16 亿元、51.34 亿元和 45.24 亿元，主要为贸易业务货款，受公司加强应收账款回收管理，呈逐年下降态势，2017 年末应收账款前五名客户分别为青岛德诚矿业公司、朔州天成电冶有限公司、荣经县一通贸易有限公司、四川晶金贸易有限公司和广州大优煤炭销售有限公司，合计占应收账款的比重为 32.60%，截至 2017 年末应收账款坏账准备余额为 12.79 亿元。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，预付账款分别为 85.28 亿元、51.98 亿元、41.08 亿元和 35.02 亿元，主要为预付煤炭采购款，呈逐年下降态势，主要系受山煤国际剥离下属亏损公司及部分预付房地产建设款项由预付款项结转至存货等因素综合影响所致。同期末，其他应收款分别为 89.49 亿元、95.05 亿元、64.64 亿元和 56.02 亿元，主要包括关联方往来款以及涉诉

事项相关应收款项，2017 年末较上年末下降 31.99%，主要系涉诉案件的清欠回款所致；2017 年末其他应收款前五名客户分别为中信澳大利亚资源贸易有限公司、新联国际集团有限公司、广南（香港）有限公司、中钢（新加坡）有限公司和甘肃同威（国际）能源集团有限公司，合计占其他应收款的比重为 30.07%，当年末其他应收款坏账准备余额为 10.59 亿元。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，存货分别为 47.39 亿元、56.87 亿元、61.98 亿元和 62.50 亿元，主要由库存商品和开发成本构成，呈逐年增长态势，主要系部分预付房地产相关建设款项由预付款项结转至存货所致。

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。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
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

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

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。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%、93.54%、95.49%和 98.71%，速动比率分别为 60.90%、67.80%、70.08%和 71.27%，现金比率分别为 23.87%、27.40%、40.78%和 42.21%。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保余额为 2.74 亿元，系为山西煤层气有限责任公司提供的贷款担保，目前被担保企业生产经营情况正常，公司因对外担保引起的或有负债风险相对可控。

根据该公司 2017 年审计报告披露的信息，截至审计报告出具日，公司合并口径涉及多笔经济纠纷案件，涉诉金额共计超过 70 亿元。由于案件判决存在一定的不确定性，公司仍面临较大的因未决诉讼引起的或有负债风险。

7. 集团本部财务质量

该公司业务主要由下属各子公司负责运营，公司本部重点负责公司管理及资金调配、周转等工作。2017 年以前本部营业收入主要来源于房费、餐饮收入及租赁收入，收入规模较小，2015-2016 年，本部营业收入分别为 1.77 亿元和 1.74 亿元，2017 年下半年国际贸易分公司成立，实现了一定规模的贸易业务收入，当年本部实现营业收入增至 19.27 亿元，但该业务目前盈利能力较弱，本部当年盈利主要来源于公允价值变动净收益。受本部承担主要筹融资工作，财务费用高企，对本部盈利产生较大的侵蚀影响，2017 年及 2018 年第一季度本部分别实现净利润 0.36 亿元和 0.01 亿元。由于本部开展的酒店住宿、餐饮、租赁及贸易业务获现能力较好，本部经营性现金净流量变现较好，2017 年及 2018 年第一季度本部经营活动产生的现金流量净额分别为 6.83 亿元和 12.24 亿元。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 369.05 亿元和 352.99 亿元，以流动资产为主，同期末流动资产占资产总额的比重分别为 65.02%和 62.98%。本部流动资产以其他应收款为主，同期末其他应收款分别为 217.06 亿元和 179.94 亿元，主要系对集团内部的借款。本部非流动资产以长期股权投资和投资性房地产为主，2017 年末及 2018 年 3 月末，长期股权投资分别为 76.88 亿元和 76.98 亿元，主要为对子公司的投资，投资性房地产分别为 45.22 亿元和 46.72 亿元。截至 2018 年 6 月 14 日，本部累计质押其持有下属上市控股子公司山煤国际股权的 49.82%，尚未质押股权市值约为 21.25 亿元。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部负债总额分别为 334.34 亿元和 318.37 亿元，资产负债率分别为 90.60%和 90.19%，本部债务压力沉重。本部负债主要由其他应付款和刚性债务构成，同期末其他应付款分别为 40.06 亿元和 55.42 亿元，主要为本部对下属子公司资金归集款；刚性债务余额分别为 283.26 亿元和 249.76 亿元，占债务总额的比重分别为 84.72%和 78.45%，本部刚性债务偿付压力大，但从刚性债务期限结构来看，短期刚性债务占比分别为 43.47%和 29.78%，债务期限结构较好。从刚性债务来源情况看，主要来源于银行借款和发行债券。总体来看，本部负债规模大，资产负债率高企，且主要为刚性债务，本部面临很大的刚性债务偿付压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为山西省内七大煤炭资源整合主体之一，其唯一股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委，公司股东背景较好，能够得到山西省政府较大支持。

2. 国有大型金融机构支持

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 2017 年末，公司共获各商业银行授信额度 569.77 亿元，其中尚未使用授信额度 177.10 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。

图表 31. 截至 2017 年末银行授信明细表

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	569.77	392.67	177.10
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	339.70	196.33	143.37
工农中建交五大商业银行占比（%）	59.62	50.00	80.95

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

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，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。

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，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2019 年 9 月 29 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

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。

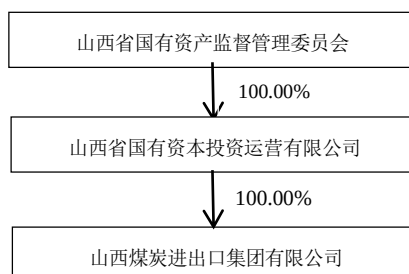
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

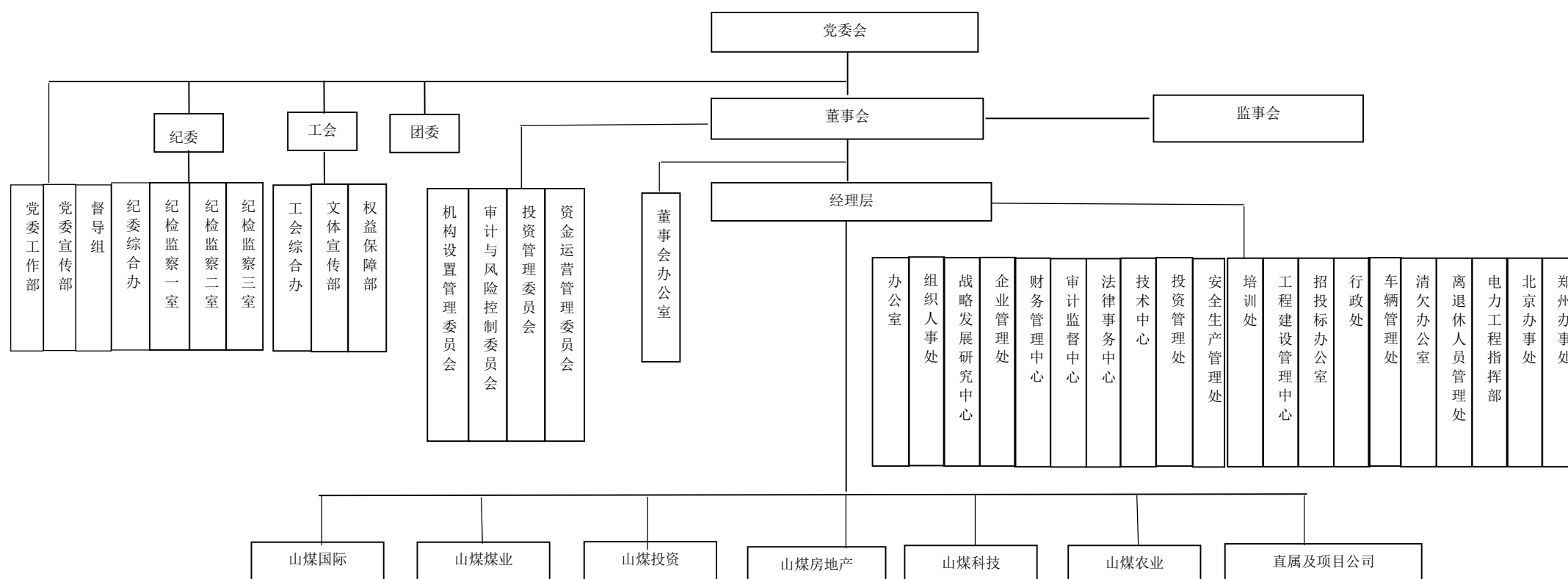
公司与实际控制人关系图



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：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
山西煤炭进出口集团有限公司	山煤集团	本级	—	酒店、租赁、贸易	283.26	34.71	19.27	0.36	6.83	
山煤国际能源集团股份有限公司	山煤国际	核心子公司	57.43	煤炭产销及煤炭贸易	293.35	89.18	409.37	10.88	54.51	
山煤投资集团有限公司	山煤投资	核心子公司	100.00	资本运营、资产管理等	22.10	9.55	25.37	-3.30	-2.80	
山煤房地产开发有限公司	山煤房地产	核心子公司	100.00	房地产开发经营等	25.48	8.07	1.43	0.01	2.77	
山煤有色金属有限公司	山煤有色	核心子公司	100.00	金属及金属矿批发、资产管理等	15.05	-3.85	23.59	-0.39	5.02	

资料来源：山煤集团

附录四：
发行人主要数据及指标

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
资产总额 [亿元]	833.62	811.45	835.14	801.44
货币资金 [亿元]	88.08	91.24	137.39	123.04
刚性债务[亿元]	614.35	613.01	650.55	623.19
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
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	—
担保比率[%]	3.61	2.58	2.32	2.32
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
总资产报酬率[%]	2.69	3.19	4.63	—
净资产收益率[%]	-6.23	-0.62	1.65	—
净资产收益率*[%]	-7.10	-9.22	-7.71	—
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负债总额比率[%]	0.00	6.85	0.36	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.20	1.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.06	0.08	—

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%
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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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负债总额比率(%)=(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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+长期借款+应付债券+其他具期债务

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

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有效期至 2019 年 9 月 29 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，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。