信用等级公告

联合[2011] 049 号

联合资信评估有限公司通过对山西煤炭运销集团有限公司及其拟发行的 2012 年度 25 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

山西煤炭运销集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

山西煤炭运销集团有限公司

2012 年度 25 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年十二月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85678228
邮编：100022
网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西煤炭运销集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西煤炭运销集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山西煤炭运销集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西煤炭运销集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山西煤炭运销集团有限公司 2012 年度 25 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年十二月二十七日

联合资信评估有限公司 评级业务专用章

山西煤炭运销集团有限公司
2012 年度 25 亿元公司债券信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AAA

本期债券发行额度：25 亿元
本期公司债券期限：7+3 年

评级时间：2011 年 12 月 27 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 6 月
资产总额(亿元)	445.19	673.19	886.07	1017.24
所有者权益(亿元)	160.80	201.66	239.51	283.14
长期债务(亿元)	14.97	161.52	327.69	390.03
全部债务(亿元)	42.56	215.63	369.90	434.32
营业收入(亿元)	902.74	725.38	1158.81	770.38
利润总额(亿元)	57.84	42.91	49.27	27.02
EBITDA(亿元)	68.06	58.12	76.15	--
经营性净现金流(亿元)	53.82	-19.63	25.96	5.09
营业利润率(%)	12.64	12.95	11.48	10.05
净资产收益率(%)	26.11	14.77	14.29	--
资产负债率(%)	63.88	70.04	72.97	72.17
全部债务资本化比率(%)	20.93	51.67	60.70	60.54
流动比率(%)	117.65	168.64	216.28	228.42
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	3.71	4.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	22.35	10.89	5.25	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.72	2.32	3.05	--

注：2011 年上半年数据未经审计。

分析师

闫昱州　钟 睿
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为山西省煤炭资源整合主体之一和煤炭运销体系的重要组成部分，在煤炭资源储备、煤炭贸易、运销能力等方面的综合优势。同时联合资信也注意到公司整合矿井多、资本支出和安全管理压力大、煤炭贸易业务盈利能力较弱及享有的煤炭系统部分收费权未来可能被取消等因素给公司经营及发展带来的不利影响。

公司是山西省资源整合七大主体之一，煤炭资源储量得以快速提升。未来随着自有煤炭产能的逐步释放及非煤产业链的延伸，公司有望加快转型，提升综合竞争力，进而巩固行业领先地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1．凭借股东及地方政府的有力支持，公司在煤炭资源整合中所获资源大幅增加，整合优势突出，为其可持续发展奠定坚实基础。
2．公司煤炭产能迅速扩张，随着整合产能的逐步释放，公司有望实现快速发展。
3．公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出，公路煤炭贸易在山西省内具有垄断优势。
4．公司加快天然气、煤机制造等非煤产业的发展，有利于延伸产业链，增强抗风险能力。
5．公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期公司债券覆盖程度高。

关注

1．公司资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，存在安全及管理压力。

2．公司煤炭贸易主要从地方中小煤矿采购，易受区域突发性事故影响。

3．公司公路煤炭贸易模式面临由行政管理向市场化运作转变的不确定性因素影响。

4．公司煤炭收费业务的存续存在不确定性。

5．公司债务规模快速增加，债务负担加重。

6．资源整合所需资金庞大，公司未来几年投资将维持较大规模，外部融资需求增加。

一、企业概况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“山西煤炭运销集团”或“公司”）的前身为山西省煤炭运销总公司，成立于 1983 年。2007 年 7 月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函[2007]》批准，由山西省国资委（持股比例 51.03%）和 11 个市国资委（持股比例合计 48.97%）共同组建山西煤炭运销集团。截至 2010 年底，公司注册资本 101.56 亿元人民币。

公司经营范围：煤炭、焦炭运输销售，投资煤炭企业开发，煤焦科技开发、技术转让，煤炭化工、煤炭发电等。

公司现有综合办公室、财务管理部、企业管理部、发展研究部、项目管理部、铁路事业部、公路事业部、审计监察部、安全生产管理局、法律事务部、人力资源部等职能部室（见附件 1）。2008 年 12 月 31 日公司收购上市公司太原理工天成科技股份有限公司（股票代码 600392 SH，以下简称“太工天成”）20%的股份，成为其第一大股东，目前公司尚未将其划入合并报表范围。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 886.07 亿元，所有者权益 239.51 亿元（其中少数股东权益 36.78 亿元）；2010 年实现营业收入 1158.81 亿元，利润总额 49.27 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额 1017.24 亿元，所有者权益 283.14 亿元（其中少数股东权益 43.24 亿元）；2011 年 1～6 月实现营业收入 770.38 亿元，利润总额 27.02 亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街 82 号；法定代表人：刘建中。

二、本期债券及债券项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2012 年发行人民币公司债券 25 亿元（以下简称“本期债券”），为 10 年期固定利率债券，并附公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。

公司有权决定在本期债券存续期的第 7 年末上调本期债券后 3 年的票面利率，调整幅度为 0 至 100 个基点（含本数）。

公司作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，计息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金 25 亿元人民币，其中 10 亿元用于山西河保偏矿区王家岭煤矿及选煤厂项目；5 亿元用于山西三元煤业股份有限公司下霍煤矿开采项目；5 亿元用于调整债务结构（偿还中信银行股份有限公司太原分行的贷款）；5 亿元用于补充营运资金。

（一）王家岭煤矿开采项目

（1）项目批复

本项目已于 2010 年 3 月获得国家发改委《国家发展改革委关于山西河保偏矿区王家岭煤矿及选煤厂项目核准的批复》（发改能源[2010]459 号）批复。该批复指出为推进晋北大型煤炭基地建设，调整煤炭产业结构，促进地方经济发展，同意建设河保偏矿区王家岭煤矿及选煤厂项目。

（2）项目建设主体

为了王家岭煤矿的开发建设，公司与中国国电集团国电燃料有限公司于 2006 年 2 月共同组建了山西王家岭煤业有限责任公司，持股比结构分别为 76%和 24%，公司为控股单位。

（3）项目建设内容

项目建设地点位于山西省忻州市保德县境内。矿井建设规模为 500 万吨/年，配套建设相同规模的选煤厂。工业场地选择在牧塔村西北侧。采用斜井开拓方式，中央并列式通风。达到设计生产能力时装备一个综采工作面。井下采用胶带输送机运输煤炭，辅助运输采用无轨胶轮车。选煤厂采用重介浅槽分选工艺。双回路电源分别引自保德 220 千伏变电站 110 千伏不同母线段，供水水源取自处理后的矿井排水、地下水。生产原煤通过铁路和公路运输销售。

（4）项目环评批复

原国家环境保护总局已于 2007 年 10 月出具《关于山西王家岭煤业有限公司 500 万吨/年矿井（含选煤厂）环境影响报告书的批复》（环审[2007]438 号）。

（5）项目水土保持方案

中华人民共和国水利部已于 2007 年 8 月出具《关于山西王家岭煤业有限公司王家岭矿井及选煤厂水土保持方案的复函》（水保函[2007]239 号）。

（6）项目用地情况

中华人民共和国国土资源部已于 2008 年 9 月出具《关于山西河保偏矿区王家岭煤矿建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2008]264 号）。

（7）项目投资规模

项目总投资 23.63 亿元。其中，资本金 8.27 亿元，占总投资的 35%，由公司和国电燃料有限公司分别按照 76%、24%比例以企业自有资金解决。公司拟使用本期债券募集资金 10 亿元。

（二）下霍煤矿开采项目

（1）项目批复

本项目已于 2011 年 6 月 29 日获得国家发改委《关于山西潞安矿区三元煤业股份有限公司下霍煤矿项目核准的批复》（发改能源[2011]1353 号）；该批复指出潞安矿区下霍煤矿建设项目符合国家产业政策，为稳步推进晋东大型煤炭基地建设，优化煤炭产业结构，解决资源枯竭矿井生产接续，促进地方经济发展，同意建设潞安矿区下霍煤矿项目。

（2）项目建设主体

项目建设主体为山西三元煤业股份有限公司（以下简称“三元煤业”）。公司直接和间接持有其 82.6%的股份。

（3）项目建设地址及权证情况

本项目位于长治市长子县，属于国家规划的晋东煤炭基地潞安矿区，井田面积约 40.8 平方公里，本次仅开采 3 号煤层，全井田设计可采储量约 141 兆吨。矿井采选设计规模为 240 万吨/年。建设内容包括矿井、选煤厂、铁路装车站和配套的辅助及公用设施。矿井采用立井开拓方式，采用走向放顶煤综采采煤方法，全部跨落法管理顶板。

（4）项目环评批复

中华人民共和国环境保护部已于 2008 年 12 月出具《关于山西三元煤业股份有限公司下霍矿井及选煤厂 240 万吨/年新建工程环境影响报告书的批复》（环审[2008]618 号）。

（5）项目水土保持方案

长治市水资源管理委员会已于 2008 年 10 月 7 日出具《关于山西三元煤业股份有限公司下霍井矿 240 万 t/a 及洗煤厂建设项目取水许可申请的批复》（长水资字[2008]10 号）；中华人民共和国水利部已于 2009 年 1 月出具《关于山西三元煤业股份有限公司下霍矿井工程水土保持方案的复函》（水保函[2009]1 号）。

（6）项目用地情况

中华人民共和国国土资源部已于 2008 年 10 月 29 日出具《关于山西下霍井田年产 240 万吨原煤矿井项目建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2008]354 号）。

（7）项目投资规模

项目总投资 10.32 亿元。公司拟使用本期债券募集资金 5 亿元。

（三）调整债务结构

公司在 2009 年 9 月 1 日，自中信银行股份有限公司太原分行贷款人民币捌亿元整，合同编号为：（2009）并银贷字第 0124 号。

为改善债务结构，公司计划将本期债券募集资金 5 亿元用于偿还该笔银行贷款。中信银行股份有限公司太原分行于 2010 年 12 月 10 日出具《关于同意山西煤炭运销集团有限公司发行公司债券偿还我行贷款的证明》，该函同意公司以本期债券募集资金中的 5 亿元用于偿还其在中信银行股份有限公司太原分行的贷款。

（四）补充营运资金

近年来公司业务规模扩张比较快，资本性支出不断增长，资金使用期限较长。为更好的开展业务，公司计划将募集资金 5 亿元用于补充营运资金。

三、行业分析

（一）煤炭采选

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1. 行业概况

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 69%，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表 1　中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

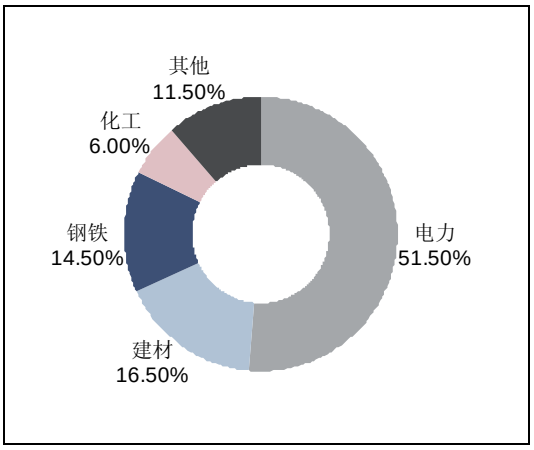
资料来源：中国安监总局，2007 年

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。

正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭下游需求

图 1　煤炭需求行业分布图

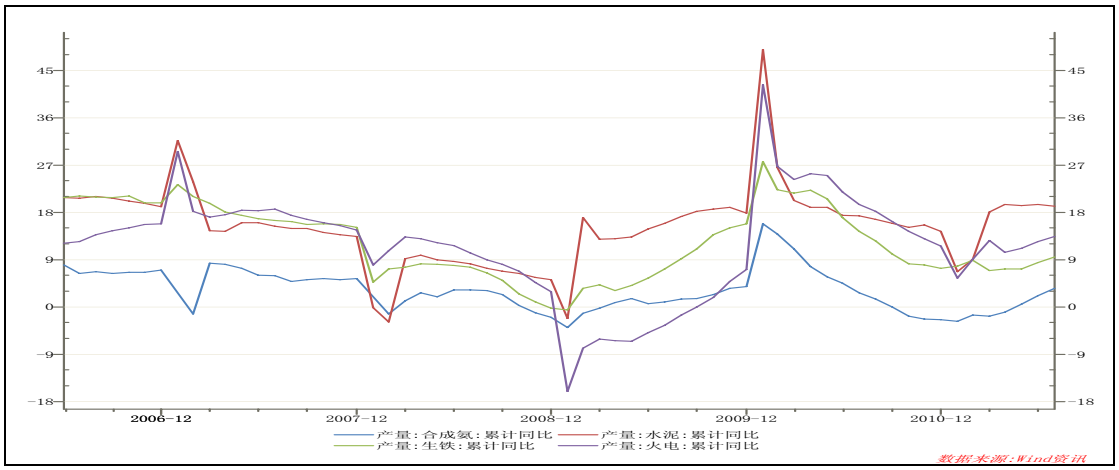


资料来源：中国统计局

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升。2010 年全年火电、生铁、水泥和合成氨产量累计同比分别增长 11.74%、7.42%、15.54%和-2.40%，受制于节能减排目标影响，地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象，导致短期内下游主要消费行业增速回落，煤炭需求下滑。2011 年是“十二五”第一年，在 GDP 与就业压力的驱动下，地方政府追求 GDP 增长的预期增加，从各地方政府公布的“十二五”规划建议看出，中西部地区谋求经济发展的意愿依然强烈。因此，长期来看，煤炭下游需求仍较乐观。

图 2　煤炭下游行业煤炭消费增长情况



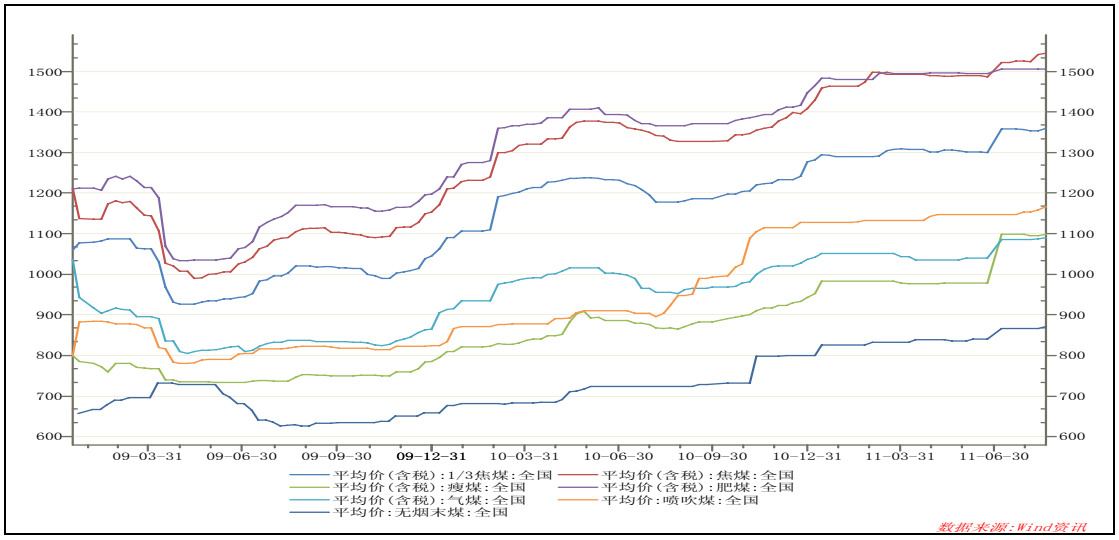
资料来源：wind 资讯

煤炭价格

2008 年，受国际原材料价格上升及国内中小煤矿整顿等影响，煤炭价格持续上涨，至 2008 年 8 月达到顶峰，随后受经济危机影响，房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓，导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少，价格大幅回落至 2008 年年初水平。2009 年 8 月起，随下游行业强劲反弹，煤炭价格显著回升。2010 年受制于节能减排冲刺阶段，第二、三季度煤炭价格低迷；四季度起，

煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下，温和上升并创出经济危机后价格新高。进入 2011 年，煤炭价格延续温和上升趋势，截至 2011 年 8 月 19 日，国内主要煤炭品种含税均价分别为：1/3 焦煤 1060 元/吨、焦煤 1212 元/吨、瘦煤 800 元/吨、肥煤 1210 元/吨、气煤 1037 元/吨、喷吹煤 800 元/吨、无烟末煤 657 元/吨。总体看，作为基础能源类产品，煤炭价格与国际国内宏观经济走势紧密相关，在经历了 2008~2009 年的 U 型反转后，进入温和上升通道，目前离 2008 年历史高位仍有一段距离，预计随着宏观经济逐渐复苏，煤炭价格仍有望维持温和上升趋势。

图 3　国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

2. 现阶段行业面临问题

结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低；二是煤炭行业发展区域性差异扩大；三是煤炭价格水平不平衡。中国华东地区靠近煤炭主要消费区，煤炭总体价格水平高，而西北地区平均售价要低约 200 元/吨。

运输瓶颈

中国煤炭产量集中在晋、陕、蒙地区，跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一。其中晋东南煤炭外运能力较为紧张，短期内增加直达华东、中南地区的铁路运力比较困难。

资源、环境压力增大

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。

井深增加、安全生产压力增大

随着开采强度的不断增大，中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。瓦斯事故由地址条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。

3. 产业政策

总体规划

2010 年 10 月 26 日，国务院办公厅发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》。通知称，通过兼并重组，全国将形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业，全国煤矿年均产能将升至 80 万吨以上，特大型煤企煤炭产量占全国总产量的比例达到 50%以上。

2011 年 1 月，在中国能源会议上，国家能

源局局长张国宝表示，“十二五”期间，中国将有序推进 14 个大型煤炭基地的建设，其中，新疆将从原来的储备煤炭基地，正式成为中国的第十四个大型煤炭基地，力争“十二五”中国大型煤炭基地产量占到煤炭总产量的 90%。

2011 年 6 月，由国家能源局主导的煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿开始向各部位征询意见。根据规划，“十二五”期间中国煤矿建设将控制东部，稳定中部，大力发展西部，特别是内蒙古新开工规模将占全国的 26%。资源开发方面，将优先建设大型露天矿，同时对优质炼焦煤和无烟煤资源实行保护性开发；煤炭外运方面，负责蒙煤外运的集通线将大扩容，同时蒙冀线也将建成，如此将极大释放内蒙煤炭产能；企业发展方面，坚持培育大型煤炭集团，鼓励兼并重组，规划形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国的 60%以上

预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，未来煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，处于各大煤炭基地的兼并主体企业对煤价的议价能力将明显增强。

整合、关停中小煤矿

近年来，在行业效益整体下滑的同时，煤炭产业整合稳步推进，各地政府纷纷出台相关配套政策，对区域内小煤矿进行整合。此举一方面有利于解决当时行业内产能过剩问题，另一方面通过加大结构调整力度，有利于提高资源利用率，稳定供给结构，改善安全生产环境。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进资源整合。以山西省为例，2009 年 4 月，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》出台，其核心内容之一就是全力推进山西煤炭产业整合：到 2011 年，山西全省煤炭矿井总数由 2598 座减少到 1000 座，到 2015 年减到 800 座，保留矿井要全部实现以综采为主的机械化开采。兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产 300 万吨，单井生产规模原则上不低于 90 万吨。

稀缺资源保护

2009 年 1 月 7 日，国土资源部发布《全国矿产资源规划（2008～2015 年）》，提出实行战略矿产储备制度，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力；加大对煤炭、石油等重点矿产资源的勘探、开发力度，并对有重要价值的特殊煤种加大保护和合理利用度。

该项政策的出台，有利于平抑煤炭价格波动、稳定煤炭市场，有利于部分特殊煤种和稀缺煤种企业长期发展。

进出口调控国内价格

煤炭产品出口方面，中国目前实行煤炭出口配额制。国家鼓励煤炭进口减少出口的政策导向对煤炭出口造成了较大影响。该政策期望通过税收引导，改变长期以来的资源出口模式，同时希望能够通过减少煤炭出口扩大国内供应量，以期平抑国内价格。自 2009 年起，中国由煤炭净出口国转变成为煤炭净进口国，2009 年煤炭净进口 10343 万吨，2010 年为 14575 万吨，2011 年 1~7 月累计完成净进口 6083 万吨。

4. 行业关注

资源整合影响行业供给

以山西省为代表的中小煤矿整合计划在 2009 年启动，国内大规模的整合对短期供给将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。一方面行业安全生产水平将得到提高，另一方面行业集中度将得到提高。煤炭企业议价能力将有所上升，同时关停产能在整合后将在扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期。

产品价格与油价保持联动

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油保持高度联动。煤炭对石油的替代主要

表现为燃料替代和原料替代两条途径。国内煤化工、煤制油行业的快速发展，使煤炭对石油原料的可替代性进一步增强，未来油价仍将与煤炭价格保持一定的联动。

煤化工成为行业发展方向

煤炭企业进入煤化工及煤制油行业多出于以下出发点：（1）延伸产业链，规避单一煤炭产品价格波动风险；（2）将煤炭产品附加值提高后再进行运输，有利于突破运输瓶颈；（3）长期能源替代性将增强，在此预期下进行技术储备。但煤炭企业在煤化工及煤制油方面面临技术人才问题，并且煤化工及煤制油产品与石油价格联动紧密，未来此类项目盈利能力较大程度上受到石油价格影响。同时该类产业为资本密集型产业，初始投资较大，将给企业带来较大的资本支出压力。

在未来煤炭产能存在一定过剩预期的情况下，下游产品链的延伸可以有效规避价格波动风险，同时，中国缺油多煤的资源禀赋条件也决定了煤-油替代路线是未来煤炭行业的重要发展方向之一。

煤电联营促使煤炭能源就地转化

随着中东部地区煤炭资源逐渐枯竭，中国煤炭供给中心逐渐西移，2010 年，内蒙煤炭产量达 7.86 亿吨，居全国第一位，内蒙逐渐取代山西成为中国新的煤炭供应中心。但供应中枢西移也导致煤炭外运的难度进一步加大，煤炭供需结构性矛盾更加突出。为解决煤炭外运问题，除了大力建设扩容外运通道以外，在西部建设大型电厂促使煤炭资源就地转化也成为西部煤企的重要发展战略之一。但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

煤炭资源税改革

2010 年 6 月 1 日财政部印发了《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》的通知（财税[2010]54 号），规定自 6 月 1 日起在新疆对原油、天然气资源税实行从价计征，税率为 5%。2010 年 7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院召开西部大开发工作会议，明确将对煤炭、原油、天然气等资源税由从量征收改为从价征收。资源税改革能有效对煤炭品质和税负进行挂钩，但煤企税负将明显加重。考虑到资源税的从价征收有可能与煤炭领域税费改革一并进行，同时煤炭行业有一定能力将部分税负向下游转嫁，实际税负将比预期低。但若在煤炭供给较为宽松情况下出台，新增税赋无法有效向下游转嫁，煤炭行业盈利水平将受到较大影响。

同时，国家通过征收各类基金、税费进行价格还原加大了煤炭生产成本，这也是推动煤炭价格上升的因素之一。

5. 行业前景

整体供需基本平衡，运输能力趋紧，季节性区域供给偏紧

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，运输扮演供给中重要角色。从供给、下游耗煤需求等方面来分析，2011 年煤炭供需基本达到平衡。煤炭供给增量主要来自蒙陕，山西改扩建矿释放产能很少，其他主要产煤省份释放产量亦有限。需求方面，火电、焦炭、钢铁、建材、化工仍保持一定的增速，但增速有所放缓，主要考虑国家进行产业结构调整，导致重化工产量增速下降引致耗煤增速下降。但考虑到未来 1~2 年运输增量仍旧不多，运输能力不能满足新增产能，导致季节性供给略紧张。同时进口煤将有望维持较高水平，也对国内煤炭价格有所支撑。

行业集中度继续提升

根据国家发改委 2010 年新发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》，预计“十二五”期间随着国家对煤炭整合的深入，未来煤炭行业集中度和规模产量将进一步提高，煤炭供给格局将从寡头竞争逐渐转变为寡头垄断，大型煤炭企业对煤价的掌控能力将明显增强。

产业链延伸提升盈利能力

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随

着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。而且，石油价格的持续高位运行使煤炭对石油的替代性也开始逐渐显现。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体来看，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

（二）煤炭物流业

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，在发展煤炭第三方物流中分得一杯羹，也是一种比较现实的选择。

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，目前煤炭物流与零售业等行业的物流灵敏程度是不可比的，同时发展前景也更令人期待。煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境。

四、基础素质

1．企业规模和竞争力

公司目前年煤炭储装运、销售能力近 3 亿吨，煤炭生产能力近 3000 万吨左右，为中国最大的煤炭运销企业。2010 年公司位列中国企业 500 强第 85 位，中国煤炭企业 100 强企业第 5 名。

运销网络优势

公司通过建立煤焦营业站、储煤场、煤炭发运站、煤焦管理站，将煤炭收购及销售发运网络覆盖山西全省。公司拥有 144 个铁路煤炭发运站，其中大列发运站 22 个；281 个公路煤焦营业站、59 个公路出省煤焦管理站、29 个企业用煤管理站，储配煤厂 82 个。公司已经形成覆盖全国 26 个主要省市的煤炭销售网络。

物流通道优势

公司已形成多层次、全方位，集煤炭采购、仓储、发运为一体的面向全国的公路、铁路煤炭销售网络。

在公路运销方面，公司依托股东优势，拥有山西省 11 个地市运销资源，销售体系覆盖山西全省，具有公路运输垄断优势。公司通过 59 个公路出省煤焦管理站和“三票一证”对山西省内所有公路煤炭销售进行管理。

表 2　公司煤炭运力情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-6 月
铁路专用线长度（km）	2830	2883	2883	2883
铁路发煤站个数（个）	273	249	244	244
公路煤焦营业站个数（个）	287	284	284	281
公路出省煤焦管理站（个）	48	51	56	59
储配煤场个数（个）	156	98	82	82
储煤场容量（万吨）	4500	6176	6566	7220

资料来源：公司提供

在铁路运销方面，公司拥有 31 条铁路专用线、144 个铁路发运站，通过铁路及港口运输，公司煤炭运销网络覆盖全国 26 个省市。每年公司可得到铁道部分配给山西省的煤炭铁路运量的 13%左右。

资源整合优势

公司在山西省煤炭资源整合中，跻身于包括五大矿业集团在内的“五+二”资源整合主体（晋发[2009]10 号文），新获得的资源储量 100 亿吨以上（占山西整合总量的 11%），整合产能 1.35 亿吨，有利于公司加快转型，提升综合竞争力，实现可持续发展。

公司在山西省地方煤矿的整合过程中具有独特竞争优势，主要体现在：公司与中小煤矿业务往来密切，长期形成较为紧密的关系；重组后的公司由 11 个地市国资委出资组建，有利于地方煤矿整合的顺利开展。

截至 2010 年底发行人兼并重组矿井 447 座，占地方被整合矿井总数的 15%；经省煤矿企业兼并重组整合工作领导组办公室批复整合后拥有矿井共 165 座，占整合后七大主体矿井总数的约 30%。

综上所述，公司规模大，运销网络发达，煤炭物流优势明显；资源整合使公司资源储量大幅增长，为其可持续发展奠定坚实的基础。

2．人员素质

公司现有董事、总经理和副总经理等高层管理人员均为大专以上学历，领导层从业经验丰富，整体素质较高。

公司董事长、党委副书记刘建中先生，现年 55 岁，研究生学历，高级工程师。曾任原霍州矿务局团柏、曹村、白龙矿书记、矿长，原霍州矿务局副局长、党委常委，霍州煤电集团有限责任公司副董事长、党委常委，山西焦煤集团有限责任公司副总经理兼煤炭销售总公司总经理、党委委员。

公司总经理曹耀丰先生，现年 47 岁，研究生学历，高级工程师。曾任霍州矿务局团柏煤矿矿长；霍州煤电集团公司董事、党委委员、总经理；山西焦煤集团公司副总经理，霍州煤电集团公司董事长、党委书记。

截至 2011 年 6 月，公司员工总数为 52708 人，其中管理人员占 12.31%，生产人员占 24.02%，销售人员占 56.65%，科技人员占 1.35%人，财务人员占 5.66%；从学历构成来看，员工中具有大专及大专以上学历的占员工总数的 44.59%，具有中等（包括中专、高中、技校）学历的占 48.72%，初中及以下学历的占 6.69%；从职称构成来看，具有高级职称的占员工总数的 0.85%，具有中级职称的占 19.81%；具有初级职称的占 20.81%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的煤炭从业经历和企业管理经验；公司的岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足公司生产经营需要。

3．外部环境

公司所在的山西地区是中国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质 2654.84 亿吨，储量占中国 26%。

中国已把山西省晋北、晋中、晋东三个煤炭主产区确定为 13 个大型煤炭基地之一，并将其纳入《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展规划》、《煤炭产业政策》。13 大煤炭基地涉及 14 个产煤省区，拥有煤炭保有储量 6908 亿吨，占全国 70%，计划到形成 5～6 个亿吨级生产能力的特大型企业集团和 5～6 个 5000 万吨级生产能力的大型企业。按照国家有关政策，大型煤炭基地的建设将享受国债资金的重点支持。国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。

总体看，公司作为山西省大型国有煤炭企业，面临的外部环境良好。

4. 政策支持

中国政府治理小煤矿的政策有利于公司在

山西省内煤炭资源的整合；山西省政府为加强省内煤炭资源的管理和煤炭资源税费的征收，也出台了一系列文件。外部政策有助于公司在煤炭销售体系竞争力的加强和资源整合领域的快速扩张。

2009 年 4 月 15 日，山西省人民政府《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》（晋政发[2009]10 号）明确，大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。同时，允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。

2008 年 6 月 19 日，山西省经济委员会以《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》（晋经能源字[2008]314 号），确定了公司山西省内重点工业企业电煤主体供应和“在全省对除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销”的政策。进一步确立公司在山西省煤炭销售的主渠道作用，促进公司构建现代煤炭物流体系。

《山西省人民政府办公厅关于印发山西省“十一五”铁路规划的通知》（晋政办发[2007]25 号）提出，将结合山西新型能源和工业基地建设，重点加强晋煤外运通道和快速铁路客运系统建设。从北向南形成三大铁路运输通道和十字型快速铁路客运系统，完善与国铁相配套的地方铁路、铁路专用线及大型煤炭集运站建设，推进山西中南部铁路出海通道建设。通过新建干线铁路和既有线改造，山西铁路北路通道外运能力达到 4.6 亿吨，中路通道外运能力达到 1.3 亿吨，南路通道达到 1.5 亿吨，突破铁路运输的瓶颈制约，为公司铁路煤炭销售提供了强大运力支持。

《山西省人民政府办公厅关于开展清理非法储（售）煤场专项整治工作的通知》（晋政办发[2007]4 号），禁止了非法违法收购、经销煤炭行为，维护了山西煤炭经营秩序，为山西地方煤炭公路出省统一销售打下良好的基础。

五、管理体制

1．公司治理

按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。

股东会是公司的权利机构，由山西省国资委及 11 个地市国资委共 12 位股东组成，股东依其认缴的出资在股东会行使权利义务。

董事会是公司的决策机构，对股东会负责，董事会由 13 名董事组成，其中山西省国资委委派 6 名；晋城市、长治市、阳泉市、大同市、太原市、晋中市国资委各委派 1 名；职工代表 1 名。董事长、副董事长由董事会选举产生，董事长负责召集股东会、董事会，是公司的法定代表人，公司董事由股东会选举或罢免。

公司监事会由 11 名监事组成，其中山西省国资委委派 3 名；临汾市、吕梁市、朔州市、忻州市、运城市国资委各委派 1 名；公司职工代表 3 名。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。

公司完成了改制重组，基本建立了“两级架构，三级管理”的管理架构，完成了对 11 个地区原所属分公司的注销以及各市、县 108 家全资子公司的注册登记。各子公司不设董事会，设执行董事一名兼任公司经理（法定代表人），监事一名，人员均由母公司任命。

总体上，公司依照《中华人民共和国公司法》及公司章程制定股东会议事规则，能够较好的规范重大经营决策制定程序。

2．内部管理

公司现有总经理办公室、财务管理部、企业管理部、项目管理部、铁路事业部、公路事业部、审计监察部、安全监督管理部、人力资

源部等 19 个职能部室。部门设计健全，内部分工明确。

财务管理方面，公司将投融资决策权及对外担保职能全部收归集团管理，并通过预算资金管理、委派财务总监等对加强下属公司的财务控制。资金管理上，公司设立资金管理中心并通过《资金管理制度》、《资金管理中心管理办法》等五项制度对下属公司资金采用“收支两条线”的资金集中管理；通过《预算管理办法》对公司内部的经营预算、资本预算、筹资预算和财务预算进行管理，健全内部制约机制；担保贷款上，通过《担保管理办法》、《贷款管理办法》等制度对公司所属各单位的担保业务集中审批、审查，对各贷款项目资金使用情况及贷款单位财务指标进行审查和预警，由公司财务部统一贷款发放手续；对外投资上，通过《对外投资管理规定》对投资活动实行统一管理，分级审核，批复文件分别以总公司文件、子公司文件下发，未经批准一律不准对外投资。

营销管理方面，公司对公路出省煤炭实行“双向合同、统一经销”，通过《关于落实省经委<关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知>的实施办法》、《公路煤炭市场营销工作运行机制》、《关于印发<2008 年公路煤炭市场化经营工作及责任分解的实施意见>的通知》等管理制度和办法，对经销主体及职责、价格形成、结算方式、承运主体进行详细规定。在煤炭采购上，公司建立市县两级资源采购机构，通过运输服务中心，与营销业务对接，按流向进行煤炭配送，并对客户资源实行分级管理，细分煤炭消费市场。

人事管理方面，公司通过人力资源部，对公司的职工薪酬、绩效考评、晋升、调配、劳保统筹等进行具体的管理。通过制订、拟定《山西省煤炭运销系统人事调用、调配规定》、《山西煤炭运销集团机构编制办法》、《山西煤炭运销集团职工工资薪酬管理办法》、《山西煤炭运销集团绩效考核办法》、《山西煤炭运销集团职工培训管理办法》等规章制度，基本建立起一套与公司发展相适应的人才培养与使用机制。

在安全生产管理方面，公司制定了《山西煤炭运销集团有限公司安全生产管理办法（试行）》、《安全检查制度》、《安全培训制度》、《总经理安全生产责任制》、《各处（室）负责人安全生产责任制》、《瓦斯监测监控信息网络系统运行管理制度》、《交接班制度》等安全防范措施，通过安全监督管理部等处室对矿井的“一通三防”、井下爆破、煤尘、水、顶板、运输等安全情况进行教育管理和安全生产落实情况的监督检查。

总体上看，公司已建立了规范的法人治理结构，内部管理制度健全，管理风险较低。

六、生产经营

1. 经营概况

公司主要业务可分为煤炭贸易、煤炭生产、煤炭收费业务三部分。近三年，公司煤炭运销业务规模持续增长；受益于山西省煤炭资源整合，公司自产煤炭生产经营规模得到迅速扩大。目前，公司现有煤炭储装运、销售能力近 3 亿吨，煤炭产能近 3000 万吨。2010 年公司运销煤炭 19252 万吨（不包含自产原煤销量）同比增长 28.57%，自产原煤 2587 万吨，同比增长 101.01%，销售自产原煤 2274 万吨，同比增长 98.95%。

2008～2010 年公司收入规模波动中快速增长。其中 2009 年受煤炭需求减少、山西省开展的煤矿专项整治及煤炭资源整合的影响，公司煤炭贸易量和自产原煤产销量有所减少，影响公司整体收入规模出现大幅下滑。2010 年，煤炭市场需求恢复性快速增长，煤炭价格持续攀升，公司煤炭贸易量受山西省煤炭资源整合后煤炭产量恢复性快速增长带动而大幅增长。同时公司作为山西省资源整合主体，部分整合矿井已于 2010 年投入生产、公司自产原煤产销规模相应增加。综合因素影响下公司 2010 年收入实现大幅增长。2011 年 1～6 月，煤炭需求维

持旺盛，价格稳中有升，公司经营规模持续扩大，公司营业收入规模保持了较快的增长势头。

收入结构上看，近年公司收入主要由煤炭贸易贡献，但随着公司煤炭生产板块规模的快速增长而有所下降，截至 2010 年底公司实现营业收入 1012.10 亿元，其中煤炭贸易占 87.34%，较 2009 年下降 3.75 个百分点；煤炭生产占比 10.32%，较 2009 年上升 3.19 个百分点。

近年来，公司煤炭贸易利润水平受原煤采购成本上涨影响而持续下降，对公司的利润贡献持续下降。2010 年公司煤炭贸易毛利率为 5.99%，相比 2009 年下降 2.45 个百分点；2011 年 1～6 月为 5.61%，较 2010 年底略有下降。

近三年，受煤炭价格紧俏拉动，公司煤炭生产毛利水平持续增长，三年加权均值为 55.53%，2011 年 1～6 月，在原料价格及人工成本上涨等因素影响下而有所下降，为 52.27%。同期，公司自产原煤产销规模快速扩大，该板块对公司利润贡献持续增长。

综合因素影响下，2008～2010 年，公司整体毛利水平分别为 12.95%、13.02%和 11.98%，2011 年 1～6 月为 10.57%，主要受贸易板块利润水平下滑影响而有所下滑。

表 3　公司分板块经营情况(单位：亿元)

项目		2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1-6 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	煤炭贸易	819.26	90.75%	658.51	90.91%	1012.10	87.34%	672.24	87.27%
	煤炭生产	67.54	7.48%	51.65	7.13%	119.59	10.32%	80.27	10.42%
	收费业务	8.38	0.93%	6.61	0.91%	11.24	0.97%	7.55	0.98%
	其他	7.56	0.84%	7.62	1.05%	15.88	1.37%	10.24	1.33%
	合计	902.74	100%	724.39	100%	1158.80	100%	770.30	100%
毛利润	煤炭贸易	77.74	66.52%	55.56	58.89%	60.60	43.64%	37.70	46.31%
	煤炭生产	28.66	24.52%	29.27	31.03%	71.86	51.74%	41.96	51.55%
	收费业务	6.40	5.48%	5.50	5.83%	2.98	2.15%	1.21	1.49%
	其他	4.08	3.49%	4.01	4.25%	3.43	2.47%	0.53	0.65%
	合计	116.87	100.00%	94.34	100.00%	138.87	100%	81.40	100%

注：1.资料来源：公司提供
2.由于公司统计口径不同，上述数据与审计报告有出入。

2. 生产经营

煤炭贸易板块

2010 年山西省煤炭外销 5.3 亿吨，公司出省销量约占山西省煤炭出省销售总量的 28%。公司依靠其市场垄断优势，在山西省内煤炭运销市场中居主导地位。作为公司传统优势板块，煤炭贸易支撑了公司近年来大部分收入和现金流量。2010 年公司煤炭贸易实现收入 1012.10 亿元，同比增长 53.70%，其中公路煤炭贸易占 81.28%，铁路煤炭贸易占 18.72%（见表 4）。同时，由于近年煤炭价格日趋市场化，经销差价逐渐压缩，公司煤炭贸易业务盈利能力较低，2010 年以来，煤炭价格上涨，公司采购成本大幅增长，板块毛利水平加速下滑，由 2009 年的 8.44%，下降至 5.99%，2010 年 1～6 月进一步下滑至 5.61%。

表 4　公司煤炭贸易情况

指标	2008			2009			2010			11 年 1～6 月		
	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计
销量（万吨）	14970	4267	19237	12552	3047	15599	15459	3793	19252	9072	2112	11184
平均售价（元/吨）	425.90			422.00			525.71			601.07		
收入（亿元）	613.69	205.56	819.25	512.5	146.01	658.51	822.65	189.45	1012.10	556.2	116.04	672.24

资料来源：公司提供
*煤炭销量不含原煤生产板块的销量

（1）公路煤炭贸易

业务概况

根据山西省经济委员会《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》（晋经能源字[2008]314 号）的精神，在山西全省范围内除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销政策，统一由煤炭运销集团及所属市、县公司与省外用户和煤矿分别签订公路煤炭购销合同，凡未与煤炭运销集团及所属市、县公司签订购销合同的煤炭，不得通过公路出省销售。根据上述文件精神，煤炭运销集团在山西全省公路设有 48 家出省管理站，控制煤炭出省收费；省内各大用煤客户厂外设企业用煤管理站，公路运输煤炭没有山西煤销集团公司的运票不得出省，省内不得入厂。除铁路运输以外，煤炭运销集团可以控制全省公路运输网络，其公路运输具备垄断优势。

公司煤炭运输主要通过自有的 18 支车队和社会联营的 36 支车队供给 15000 余辆车实现。公路煤炭销售出省流向主要河北（占 55%）、山东（占 25%）和河南（占 10%）等地。2008～2010 年公司公路煤炭结算量分别为 14970 万吨和 12552 万吨和 15459 万吨，公路煤炭贸易是公司近年来收入的主要来源。2009 年，受山西省煤炭资源整合的影响，公司煤炭贸易量萎缩，公路煤炭贸易实现销售收入出现下滑。2010 年公路贸易量迅速恢复，贸易量大幅增长，实现销售收入 822.65 亿元，较 2009 年大幅增长。2011 年 1～6 月，公司公路煤炭贸易实现销量 9072 万吨、销售收入 556.20 亿元，分别为 2010 年全年的 55.68%和 61.25%。

运营模式

公路煤炭运营模式：公路煤炭销售实行“双向合同、统一经销、及时结算”，由 11 家煤运子公司负责具体实施。“双向合同”指公司先与客户签订协议，再与煤矿签订订货协议并支付预付款。“统一经销”指公司及所属市、县子公司做为统一经销主体，负责山西省公路出省煤炭的统一经销，山西省除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其它通过公路出省销售的合法煤炭或洗选加工的煤炭及副产品统一由公司对外销售，在签订“双向合同”的基础上方可出省，未与公司签订购销合同而销售的煤炭，不得通过公路出省。“及时结算”指“双向合同”签订后，煤运分公司向煤矿预付货款，月底核对运量后，进行统一结算。

公路煤炭采购模式：公司煤炭采购分集中签约、按需即时采购、储备采购三种方式；按照煤炭成本+税金+煤矿合理利润的原则，确定煤炭采购价格，采购价包括可持续发展基金和各项税费，不包括运价，煤炭采购不得突破公司确定的煤炭采购指导价；各市、县煤运分公司是提供公路煤炭承运服务的主体。

公路煤炭定价模式：公路煤炭经销煤运分公司根据各矿的煤质、流向、交通、道路等状况，确定煤矿最低保护价以及对外销售挂牌价，并按保护价与煤矿签订购销合同，按挂牌价与客户签订供销合同。

公路煤炭营销策略：公司坚持有限保山西省内销售、优先保铁路上站煤炭运销售、优先山西省外重点行业、重点用户煤炭销售，利用

太原煤炭交易市场和晋煤物流信息平台，完善煤炭物流链管理和大客户服务管理，建立长期战略合作伙伴关系的原则，着力做好山西、河北、河南、山东四大区域市场，着重做好 200 户 30 万吨以上需求的大客户服务。

未来发展

根据山西运煤公路网建设规划，未来山西省将形成“人”字形和九条横向高速公路组成的高速公路网，国省道公路组成的干线公路网和连接全省 30 万吨以上煤矿的乡村公路网。山西省高速公路总里程数达到 2919 公里，占全省公路网总里程的 3.6%，高速公路网覆盖全省 85%的市县，公路建设的快速发展将为公司煤炭运输业务提供较好的发展机遇。

为进一步扩大公司的运销网络规模，同时配合资源整合后公司自有煤炭产量扩张带来的运力需求，公司计划在“十二五”期间出资购买车辆并面向社会以融资租赁的方式吸引社会力量扩大公司运输能力。预计由公司控制的运力规模将有望达到 10 万辆左右。

联合资信关注到，公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有行政色彩。2007 年 4 月起国务院批准山西省由地税部门开征煤炭可持续发展基金，停止由公司代征能源基金，随着公司改制的进行及国家对地方收费业务的清理，公司公路贸易所依附的政策基础未来将弱化。同时，随着山西省资源整合的推进，省内其他整合主体（国有重点煤矿）煤炭资源整合工作逐步完成，通过公司公路贸易的煤炭总量长期来看将呈下降趋势。但考虑到：①公司经过长期积累已经建成庞大的物流配送网络和配套基础设施，且公司通过其销售渠道对下游客户资源有较大掌控能力，市场放开后竞争成本较高，短期内市场中很难有相似规模的竞争者形成。②资源整合涉及各地市税收，政府出于地方税源稳定性考虑，现有销售格局一段时间内将得以维持。③公司自有煤炭产能得到快速扩张，煤炭生产较高的盈利能力将一定程度弥补贸易量下降带来的影响。因此，资源整合及相关政策的变化对公司煤炭贸易业务影响有限。

（2）铁路煤炭贸易

业务概况

铁路煤炭运输量由铁道部统一分配，山西省铁路运力紧张，因此，运输分配量往往供不应求。2008～2010 年以及 2011 年 1～6 月铁道部分配给山西省煤炭外运的铁路运输量分别是 37303 万吨、37185 万吨、31825 万吨和 28975 万吨，公司作为重要的煤炭运输企业获得 4649 万吨、4670 万吨和 4920 万吨和 3165 万吨；其他份额主要保障五大煤矿重点计划煤外运。

山西省煤矿铁路专运线、发煤站共计 530 个，其中，公司拥有 144 个，主要分布在石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市，因此与山西省内其他煤炭运输企业（包括山西省煤炭进出口集团及山西省乡镇煤炭运销集团）相比，公司铁路煤运设施优势较为明显。

2010 年，公司铁路煤炭销量为 3793 万吨，同比增长 24.48%；实现销售收入为 189.45 亿元，同比增长 29.75%。2011 年～6 月，公司铁路煤炭贸易量为 2112 万吨，实现销售收入为 116.04 亿元，分别为 2010 年的 55.68%和 61.25%。

表 5　公司铁路煤炭外运情况　　单位：万吨

铁路名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~6 月
大秦线	992.5	234.4	477.6	598.7
石太线	1803.56	1117.70	1003.3	546.8
侯月线	1888.10	954.8	831.4	323.1
太焦线	1664.71	1498.80	1533.7	718.7
其他	183.96	479.2	533.5	264.3
合计	6532.83	4284.90	4379.5	2451.6

注 1：资料来源：公司提供

注 2：铁路煤炭外运量与销售量差额主要为其他公司借用公司计划运力

公司铁路煤炭运输通过石太线、石德线、京九线、京浦线可以辐射京津塘等华北、华东、

东北地区；通过太焦线、侯月线、南同蒲线可以运往华中、华西地区，并通过连云港、日照港、邳州港等港口下水运往华南地区。

运营模式

铁路经销模式：由各市县运销分公司及所属的发煤站具体负责经营业务，公司铁路事业部负责日常的管理协调、年度销售合同的签订，实行统一销售、统一计划、统一结算等。

铁路煤炭营销策略：公司每年年底与煤矿签订下一年度的煤炭采购合同，年初与用户签订销售合同，并对用户进行细分，主要目标市场为华北、山东、华东、华中、华南，主要客户为电力、冶金、化工和居民生活等四大行业的煤炭消费者。

公司通过太原煤炭交易市场将铁路运力计划上报铁路局，由铁路局统一调配运力，公司根据运力情况在各煤矿之间进行分配。

未来发展

根据铁路中长期路网规划和能源体系建设对山西铁路运输的迫切需求，铁道部在山西境内加快建设北、中、南国铁干线三大通道，并对既有的五大地方铁路支线进行填平补齐、能力配套、扩能改造，在山西煤炭基地腹地建设地方铁路支线。

山西铁路运输网络的发展和完善，将较大程度提高公司发运能力。但公司铁路发运量除受铁路运力限制外，还受中小煤矿产量增长制约，预计公司未来铁路运输业务增长趋缓。

煤炭生产板块

煤炭的生产销售作为高回报产业对公司利润贡献程度较高。通过山西省煤炭资源整合，公司资源储量大幅增长，2010 年随部分整合矿井的投产，该板块对公司收入及利润的贡献大幅上升。未来公司整体盈利能力有望随原煤生产能力的扩张而得以提升。

（1）煤炭资源整合

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一， 整合后共拥有煤矿 165 座，实质性接管 152 座，约占整合后七大主体矿井总数的 30%。合后集团所属矿区面积已达 1313.7 平方千米，保有储量达 103 亿吨，规划生产能力 1.36 亿吨/年，与公司整合前 28 座生产矿井、56 亿吨地质储量及 1778 万吨产能相比增长显著。

公司实质接管的矿井中 35 座在产，117 座需要进行改扩建。计划 2011 年内建成 12 座，新增生产能力 1080 万吨/年，使集团煤炭生产总产能达到 4000 万吨/年。

目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤 、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。

表 6　2010 年公司整合矿井情况

整合主体	面积（平方公里）	保有储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）
大同煤业	137.3	13.08	9.34	870
朔州公司	5.3	1.36	0.83	180
忻州煤业	55	7.51	4.32	510
太原煤业	34	3.37	3.27	495
晋中煤业	82	5.57	3.30	750
吕梁煤业	70	5.77	4.02	630
阳泉煤业	32	6.39	1.25	960
长治三元公司	117	8.55	3.89	1140
晋城煤业	277	16.61	10.39	2130
临汾煤业	158	9.87	5.00	1110
运城公司	2.1	0.18	0.15	45

省外公司	55.1	2.64	1.94	240
晋神公司	23	8.75	1.65	450
王家岭公司	5.2	0.87	5.44	90
国贸公司	5.6	1.15	0.69	60
能源投资公司	22.5	1.16	1.15	270
总计	1081.1	92.83	56.63	9930

资料来源：公司提供

表 7　公司主要生产矿井情况（单位：万吨）

矿井名称	主要煤种	可控储量	可采储量	核定生产能力	2008 年产量	2009 年产量	2010 年产量	11 年 1-6 月
三元煤业	贫瘦煤	32030	22121.2	240	213	251	278	133
河曲沙坪矿	气煤	68000	42200	240	326	97	273	186
阳泉燕煤公司	无烟煤	17044.7	10616	165	151	208	229	135
阳泉上社公司	无烟煤	21006.3	9490	210	100	128	187	119
长治王庄矿	贫瘦煤	17930	9820	210	56	120	147	166
武乡马堡	贫瘦	10524	6372	120	88	104	149	95
上社二景公司	无烟煤	3111.95	1562	120	71	65	101	69
吉县盛平煤矿	焦煤	5242	3460	90			66	56
武乡墨镫矿	贫瘦煤	4700	3047	120	70	61	80	40
四通二矿	焦煤	14400	9504	90			72	39
郊区旧街煤矿	无烟煤	2502.88	1354	54	79	90.1	34	18
郊区野沟煤矿	无烟煤	490	190	9			停产	停产
郊区鸿泰煤矿	无烟煤	558	385	45			26	20
榆次巍山煤矿	贫煤	5331	3998	90			36	18
寿阳亨元煤矿	贫煤	6558	4328	60			33	31
中能煤矿	贫煤	57140	37712	240			54	121
南耀小常煤矿	瘦煤	8032	5301	120		19	121	78
新胜煤矿	贫煤	2400	1584	60		0.5	32	3
张家湾煤矿	弱粘煤	1100	726	30		2	26	9
黄土坡煤矿	弱粘煤	2100	1386	60		2	17	14
关岭山煤矿	无烟煤	2190	1988	30	27	5	36	21
盂县北关煤矿	贫煤	6166.29	3772.00	60	76	31	关闭	关闭
盂县南社煤矿	贫煤						关闭	关闭
皇后煤矿	贫煤	3739.29	2617.00	90			26	10
大横沟煤矿	贫煤						关闭	关闭
古县千佛沟矿	焦煤				21	关闭	关闭	关闭
汾西南沟底煤矿	焦煤				3	关闭	关闭	关闭
寨沟煤矿	贫煤				5	关闭	关闭	关闭
蒲县曹村煤矿	焦煤				20	停产	6	8
山只岭煤矿	贫煤				24	关闭	关闭	关闭

高平西山煤矿	无烟煤				26	关闭	关闭	关闭
高平张家煤矿	无烟煤				15	4	关闭	关闭
泽州掌石沟煤矿	无烟煤	1180.00	780.00	90	24	6.6	27	7
保安煤矿	无烟煤			90			22	25
金达煤业							15	47
锦瑞煤业							52	停产
石碣峪煤矿							38	28
荆宝煤业							64	21
永丰煤业							27	14
晋永泰煤业							20	29
新村煤业							37	27
莲盛煤矿							57	27
泰山隆安							20	33
泰安煤业							40	6
榆次紫金							15	33
寿阳富东							18	3
四通煤矿	焦煤						23	16
新旺							21	14
基建矿及试生产矿		7278	5137	201	53	92.8	142	112
合计		300754	189451	2934	1448	1287	2587	1731

资料来源：公司提供

（2）煤炭生产

2008～2010 年公司原煤产量保持了较快增长；2009 年受资源整合（当地政府为资源整合的顺利推进，将涉及的相关矿井统一停产一定时间）、煤矿安全专项整治等因素影响，产量有所下降；2010 年，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能逐步放量，公司原煤产量大幅增长

煤炭开采成本方面，近年受山西省征收三项基金及资源整合资本支出大幅增加、煤炭安全生产投入增大、原材料价格波动、人工成本上升等影响，山西省煤炭企业吨煤成本出现较大幅度上升。2008～2010 年，以及 2011 年 1～6 月公司吨煤成本分别为 265.43 元/吨、290.00 元/吨，323.31 元/吨和 341.58 吨。公司吨煤成本主要构成包括材料费用、职工薪酬、三项基金等。

表 8　公司近三年煤炭生产经营情况

指标	2008	2009	2010	11 年 1-6 月
原煤产能（万吨）	1778	1778	2934	2934
原煤产量（万吨）	1448	1287	2587	1731
煤炭销量*（万吨）	1440	1143	2274	1335
原煤平均售价（元/吨）	469.00	449.00	525.90	601.27

注：1.资料来源：公司提供
2.煤炭销量*不含煤炭贸易量部分
3.2011 年 2 季度由于煤炭在途销量尚未结算，故销量与产量存在一定差距。

开采技术方面，利用资源整合的契机，公司正在对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至2011年6月底，以上两项指标分别为99.90%和93.41%。随着公司矿井改扩建进程的加快，煤炭生产机械化水平将会进一步提升，未来公司全部矿井的煤炭开采将实现机械化操作。

表 9　公司煤炭生产指标比较

项　　目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-6 月
综合机械化程度(%)	88.64	99.80	99.90	99.90
掘进机械化程度(%)	90.52	91.46	93.10	93.41
全员效率(吨/工)	7.8	7.8	7.9	7.9
死亡率(人/百万吨)	0	0	0	0

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司连续保持百万吨死亡率为零的良好安全管理水平。在安全生产制度建设及日常管理方面，公司安全生产实行统一领导，各单位法人代表、行政负责人是本单位安全生产第一责任人；公司通过安全管理例会制度及时解决安全管理问题，并定期不定期检查所属单位的日常安全生产工作，以安全目标责任制对下属单位主要领导进行考核；公司安全技术人员实行专人专岗，要求新员工上岗前必须进行培训，对上岗员工，公司还规定了每年不少于一定时间的必需安全培训。但近年公司资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，2010年7月，整合矿井吉县盛平煤业公司发生洪水灌井事故，1人死亡，一定程度反映了公司存在的安全管理压力。

综合看，近年来公司通过整合地方中小煤矿煤炭产能大幅增长，自产原煤保持了很强的盈利能力。公司整合矿井中中小型煤矿占比较大，一方面加大了安全管理的难度，另一方面也不利于大规模机械化设备的使用，但未来大规模的改扩建将有效提高公司煤炭开采技术水平，提升开采效率。

（3）煤炭销售

2008~2010 年公司维持较高的煤炭产销率；受公司煤炭生产规模扩大带动 2010 年公司全年原煤销量为 2274 万吨，销售收入 119.59 亿元，较 2009 年大幅增长。

销售价格方面，公司2008～2010年，以及2011年1～6月，公司售平均价格分别为469.00元/吨、449.00元/吨、525.90元/吨和601.27元/吨；其中2009年受行业价格整体下降影响，公司煤炭销售平均价格略有下滑，但近年总体保持了良好的增长势头；同期公司生产成本持续增长主要来自于资源整合资本支出增加及维护设备钢铁原料价格上涨等，但上涨幅度低于煤炭销售平均价格增长速度。总体看公司自产煤炭仍存在较大盈利空间。2008～2010年公司煤炭生产板块毛利率均值为55.53%，2010年为60.09%，受煤炭市场价格快速增长拉动，2010年公司煤炭生产板块毛利水平大幅提升。2011年1～6月，人工、生产原料等成本迅速上涨，板块毛利水平相应下降至52.27%。

（4）未来发展

由于公司兼并的矿山以中小矿井为主，仍有大量矿山需要公司投入大规模的资本及相应的管理人才进行矿井建设整改。如改造工程进行顺利，公司煤炭产能将得到逐步释放从而带动公司整体盈利能力的大幅提升。预计公司整合矿井全部改建达产后，公司原煤年产规模有望达到 1.3 亿吨/年，可形成明显的规模优势。

煤炭收费板块

公司收费从 2000 年起，先后主要收取过：能源基金、煤炭维简费、生产补贴款、服务费和管理费。目前只征收服务费、管理费，和代地税局查验补征可持续发展基金。

根据《山西物价局晋价重字[1995]148 号文件》，公司对铁路运输和公路外运煤炭收取 2.5%的运销服务费；通过公路运输的煤炭代销费用，地方煤炭运销企业向煤矿收取 1.5%的管理费；通过火车运输的煤炭经营费用，实行代销的地方煤炭运销企业向煤矿收取代销费 4%（即煤价的 3%管理费，1%损耗费）和代地税局查验补征可持续发展基金（按山西省人民政府令第 203 号执行）。

2007 年山西省物价局下发《关于整顿和规范全省煤炭运销系统收费的通知》（晋价商字[2007]252 号），规定运销服务费和代销管理费政策延续到 2009 年 8 月底。2009 年 8 月 31 日，山西省物价局发出《关于适当延续山西煤销集团收费策等有关问题的通知》，决定适当延长公司相关收费政策。2010 年 8 月 26 日，山西省物价局再次发出通知，决定再次将政策延长公

司相关收费政策期限。

2010 年公司煤炭收费业务实现营业收入 11.24 亿元，占 2010 年营业收入的 0.97%，未来该项业务的取消对公司盈利能力产生负面影响较小。

其他业务板块

公司近年大力推进多元化非煤经营。煤机制造业，与美国艾尔吉公司、北京园之翰公司签订了煤机装备制造项目合作协议，厂房已开工建设。新能源产业，与国新能源合作的压缩天然气公司已投入运营。有色金属业，晋银公司在取得灵丘地区非煤矿山整合主体资格的前提下，成功控股刁泉银铜矿业和宗银公司，并与外方合作建立了银产品深加工基地，为企业规模化经营奠定了资源储备基础。房地产业，万景苑小区项目、长风街房地产项目、梅苑新村综合楼项目进展顺利，阳城公司五星级酒店建成并投入运营。IT信息业，汛潮公司和晋煤物流实现人员、业务全面融合，成功开发了煤炭物流经营管理系统、煤矿安全监测预警系统等软件。

总体上，公司加快天然气、煤机制造等非煤产业的发展，有利于延伸产业链，增强抗风险能力，但短期内较难为公司收入及利润形成显著贡献。

3．经营效率

2008 年～2010 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有波动，2010 年分别为 13.14 次、28.97 次和 1.49 次，较 2009 年均有所提升。受煤炭贸易占比较大影响，公司销售债权及存货均保持较高周转速度。

总体看，公司运营效率较高。

4．未来发展

当前公司正处在转型发展的关键时期，公司计划将依托地方政府支持，走资源整合与资本运作双轮驱动、协调发展的道路；推进体制机制、主体业务、产业结构、管理体系“四个转型”发展；形成现代化的煤炭生产业、专业化的物流经销业和多元化的非煤经营业“三大支柱”产业。

公司未来投资主要体现在煤炭新建整合矿井和物流基础设置建设方面（见表 10）。

表 10　公司煤炭资源整合项目投资计划

煤矿名称	地质储量	批复能力	总投资	项目投资进展安排		
	(亿吨)	(万吨/年)	(万元)	2011 年	2012 年	2013 年
大同公司	13.08	870.00	258440.00	0.00	109460.00	111740.00
朔州公司	1.36	180.00	12780.00	0.00	0.00	9600.00
忻州公司	7.51	510.00	192480.00	44700.00	60000.00	65840.00
太原公司	3.37	495.00	105914.00	77490.00	28424.00	0.00
晋中公司	5.57	750.00	196280.00	29800.00	60000.00	79860.00
吕梁公司	5.77	630.00	168670.00	30000.00	40000.00	74000.00
阳泉公司	6.39	960.00	250600.00	30000.00	91000.00	97200.00
长治（三元）公司	8.55	1140.00	307200.00	60000.00	24000.00	167400.00
晋城公司	16.61	2130.00	750600.00	380000.00	169000.00	151200.00
临汾公司	9.87	1110.00	247480.00	156080.00	37000.00	40800.00
运城公司	0.18	45.00	35000.00	35000.00	0.00	0.00
省外公司	2.64	240.00	45600.00	0.00	18000.00	20700.00
晋神公司	8.75	450.00	76680.00	0.00	0.00	57500.00
王家岭公司	0.87	90.00	21600.00	0.00	0.00	16200.00
国贸公司	1.15	60.00	50000.00	50000.00	0.00	0.00
能源投资公司	1.16	270.00	116000.00	48000.00	68000.00	0.00
总　计	92.83	9930.00	2835324.00	941070.00	704884.00	892040.00

资料来源：公司提供

（1）煤炭新建整合矿井方面，公司将积极向煤炭生产领域拓展，加快煤矿实质性接管，统筹矿井建设，并确保安全生产。在 117 座需要进行改扩建矿井中，公司计划 2011 年内建成 12 座，新增生产能力 1080 万吨/年，使集团煤炭生产总产能达到 4000 万吨/年。到“十二五”末力争形成原煤产能 10670 万吨。

（2）公路方面将加快业务转型，加大自营经销比例，逐步取消收费，实行公路经销一条龙管理模式；重点发展大型储配煤场及山西省外煤炭物流仓储配送中心；建立公路煤炭运输协会，推进运力整合，提高公司煤炭运输资源的掌控能力。铁路方面将淘汰发运能力小的发煤站，重点建设大型战略发煤站和快速装运系统，新建和改造 8 座集运站、战略装车站和铁路发运站，其中长治襄垣战略装车站项目、东榆林煤炭集运站项目、五寨铁路发运站项目、阳城县町店物资集运站；参与中南铁路通道建设，结合中南部大通道、中太银铁路以及山西省支线铁路建设，争取煤炭市场份额。

总体看，通过资源整合，未来公司自产原煤业务经营规模有望持续扩大，从而带动公司整体盈利能力的改善。但资源整合所需资金庞大，公司未来两年内投资将维持较大规模，且整合矿井受生产条件及安全管理水平的影响，投达产时间存在不确定性，短期内公司外部筹资压力将增加，债务负担有可能加重。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008～2010 年财务报表已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，并均出具了标准无保留意见。公司三年报表合并范围变化不大，可比性较强。公司 2008 年～2010 年财务报表已按企业会计准则编制；2011 年 1～6 月报表未经审计。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 886.07 亿元，所有者权益 239.51 亿元（其中少数股东权益 36.78 亿元）；2010 年实现营业收入 1158.81 亿元，利润总额 49.27 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额 1017.24 亿元，所有者权益 283.14 亿元（其中少数股东权益 43.24 亿元）；2011 年 1～6 月实现营业收入 770.38 亿元，利润总额 27.02 亿元。

2. 资产质量分析

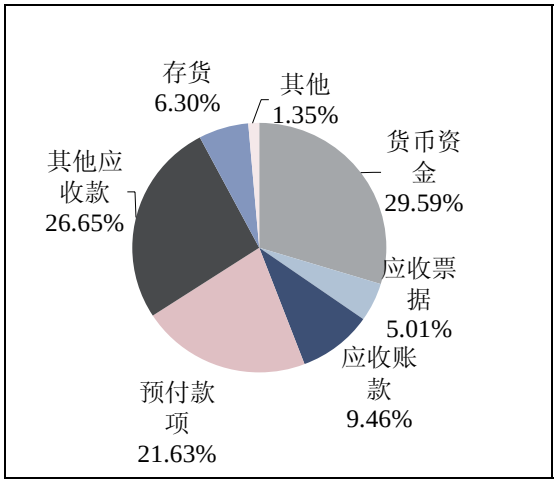
2008～2010 年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率 41.08%。截至 2010 年底，公司资产总额 886.07 亿元，同比增长 31.62%，主要源自流动资产的增长；流动资产占比相应上升至 76.40%。

流动资产

2008～2010 年公司流动资产年均增长 48.70%，主要是货币资金、预付款项和其他应收款增加所致。截至 2010 年底，公司流动资产 676.96 亿元，主要由货币资金、预付账款和其他应收款构成。

2008～2010 年，公司货币资金大幅增长，主要原因是在山西省资源整合过程中投资规模增加，因此公司加大了举债力度。截至 2010 年底，公司货币资金 200.32 亿元，其中现金及银行存款占比 98.15%，其他货币资金占比 1.52%。

图 4　2010 年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2008～2010 年，公司应收票据年均复合增长 64.56%，截至 2010 年底，公司应收票据为

33.93 亿元，全部为银行承兑汇票；较 2009 年增长 102.77%。公司应收票据规模大幅增长，主要是公司加大了银行承兑汇票结算比例所致。

2008～2010 年，公司应收账款净额波动中有所减少。截至 2010 年底，公司应收账款账面余额为 67.10 亿元；其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 66.90 亿元，1 年以内的占比 69.67%，1-2 年的占比 11.60%，2-3 年的占比 5.44%，3 年以上的占比 15.29%；采用单项认定法计提坏帐准备应收账款 0.20 亿元，全部为账龄 15 年以上应收款，公司已对其全额计提坏帐准备；2010 年公司坏帐准备为 3.05 亿元，占应收账款余额的 4.55%；公司应收账款净额为 64.05 亿元。总体看，公司部分应收账款账龄较长，面临一定回收风险。

2008～2010 年，公司预付款项年均复合增长率为 76.18%，截至 2010 年底为 146.45 亿元同比增长 55.60%。公司运销板块对上游煤矿一般采用预付方式采购原煤，2010 年随着公司采购规模快速增增长，预付款项规模相应快速增长。

2008～2010 年，公司其他应收款复合增长率为 90.39%。截至 2010 年底，公司其他应收款期末余额为 185.94 亿元；其中按照账龄分析法计提坏帐准备的为 185.88 亿元，账龄 1 年以内占 67.48%，1-2 年占 14.05%，2-3 年占 6.49%，三年以上占 11.98%；公司合计计提坏帐准备 5.56 亿元，占应收账款余额的 2.96%。2009 年～2010 年公司其他应收款金额大幅增长，主要原因是支付部分煤炭资源整合相关款项挂账处理。

2008～2010 年，公司存货复合增长率为 59.44%。截至 2010 年底，公司存货余额 42.68 亿元，主要由库存商品（占 71.64%）、自制半成品及在产品（占 14.22%）和原材料（占 9.62%）构成；公司存货跌价准备余额 135.60 万元，主要是对库存商品计提的跌价准备，考虑到公司原煤贸易合同价格为固定价格，公司存货跌价风险较低。2009～2010 年公司存货规模持续快速增长，主要原因是①公司晋中南、晋东南铁路煤炭销售有限公司业务逐步归 11 个市级子公司管理，导致结算延迟，收入未及时确认。②2010 年主要煤种市场价格大幅攀升，同时公司为适应贸易量快速增长，加大了物流配送板块建设力度，煤储规模大幅增长，带动公司存货水平快速上升。

截至 2010 年底，公司其他流动资产 7.17 亿元，主要系给下属公司的委托贷款。

整体看，公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款为主，流动性良好。

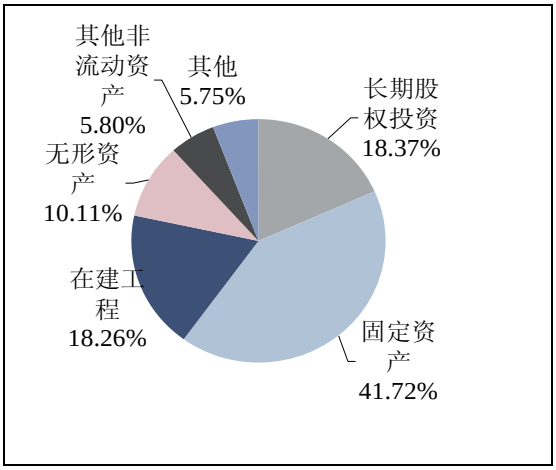
非流动资产

公司非流动资产以固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产为主，参见图 5。

2008～2010 年，公司长期股权投资年均复合增长率为 21.29%，截至 2010 年底，公司长期股权投资 38.41 亿元，主要是对山西太原理工资产经营管理公司、山西煤炭运销集团装备产业有限公司、山西武乡县马堡煤矿、山西煤炭运销集团古焦铂龙煤业有限公司等企业的投资。

2008～2010 年，公司固定资产年均复合增长率为 17.97%；截至 2010 年底，公司固定资产账面余额 132.47 亿元，其中房屋、建筑物占 51.79%，机器设备占 29.83%，运输工具占固定资产 12.14%；公司累计折旧合计 45.22 亿元，占固定资产账面价值 34.14%；固定资产减值准备 65.00 万元；固定资产净值为 87.24 亿元。

图 5　公司 2010 年非流动资产构成



资料来源：公司提供

2008～2010 年，公司在建工程年均复合增长率为 25.65%；截至 2010 年底，公司在建工程 38.18 亿元，同比增长 30.61%。公司在资源整合过程中加大了对矿建工程、洗选煤厂建设力度，同时加大了对公司运销板块煤站改建的投资；在建工程规模相应大幅增长。

表 11　公司在建工程概况

工程名称	2010 年底期末余额
1 矿建工程合计	246559.35
2 洗煤厂扩建合计	43645.07
3 酒店度假村建设合计	28480.23
4 办公楼扩建合计	18906.83
5 煤站改建合计	11791.77
6 天然气改造工程合计	11419.68
7 职工宿舍建设合计	9203.58
8 零星工程合计	5822.92
9 运煤专线工程合计	5094.57
10 内部绿化工程合计	846.12
合计	381770.13

资料来源：公司提供

2008～2010 年，公司无形资产年均复合增长率为 13.78%；截至 2010 年底，公司无形资产 21.14 亿元，主要是采矿权和土地使用权，占 99.65%。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 1017.24 亿元，其中流动资产占 75.62%，非流动资产占 24.38%，构成较 2010 年底变化不大。流动资产方面，公司流动资产 769.21 亿元，较 2010 年底增长 13.63%，主要源自货币资金、应收账款、预付款项的增长，构成上仍然以货币资金、预付款项和其他应收款为主。由于资源整合的推进，公司对外投资及举债力度加大，导致货币资金及其他应收款规模持续扩大。

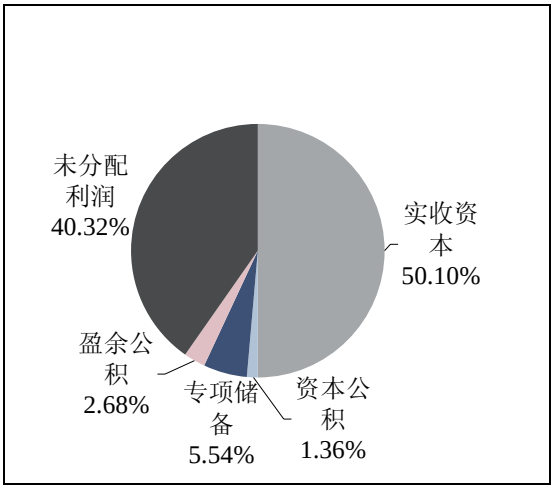
总体上看，公司以流动资产为主，货币资金充足，整体资产质量较好。

3.　负债和所有者权益

所有者权益

2008～2010 年公司所有者权益年均复合增长 22.04%，主要源自未分配利润的增长。截至 2010 年底，公司所有者权益合计为 239.51 亿元（包含少数股东权益 36.78 亿元）。公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成。截至 2011 年 6 月底，公司所有者权益为 283.14 亿元较 2010 年底增加 43.63 亿元，主要源自未分配利润和资本公积的增长，其中资本公积主要是公司接受政府无偿划转山西省焦炭集团有限责任公司股权引起的增长。

图 6　公司 2010 年底归属于母公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

公司所有者权益以实收资本为主，股东权益结构稳定性一般。

负债结构及债务负担

2008～2010年，公司负债总额年均复合增长率为50.78%，公司负债增长主要来自于非流动负债的增长。截至2010年底，公司负债总额646.75亿元，其中流动负债占48.41%，非流动负债占51.59%。

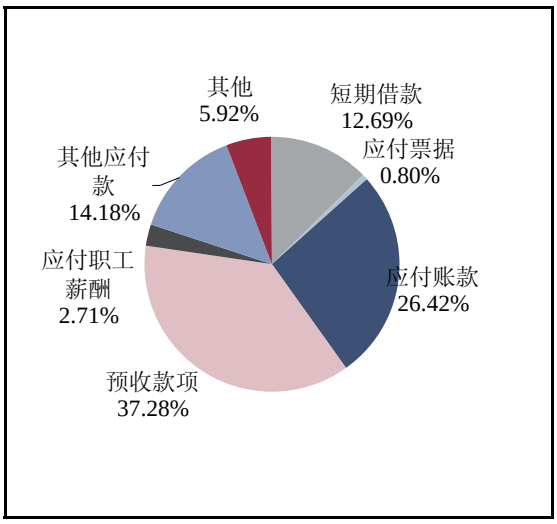
2008～2010年公司流动负债构成有所波动但仍然以应付账款、预收款项、短期借款和其他应付款为主。

2008～2010年，公司应付账款波动中略有减少，其中2009年大幅减少，主要是山西省进行煤炭资源整合，公司煤炭贸易量下降所致，2010年随着公司煤炭贸易量的恢复，规模有所增长。

截至2010年底，公司预收款项116.68亿元，较上年底增长19.69%，公司煤炭贸易规模增长，

煤炭客户预付定金增加带动的增长。

图 7　截至 2010 年底公司流动负债构成



截至2010年底，公司其他应付款44.39亿元，主要内容是资源整合中未付的煤矿购买款及公路运输车队交纳的押金。

截至2010年底，公司非流动负债333.56亿元，较2009年增加161.92亿元，主要源自资源整合投资带动的下的银行借款增长。截至2010年底，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2010年底，公司长期应付款为5.16亿元，主要系采矿权资源价款；应付债券9.87亿元主要是2010年发行的中期票据。

由于资源整合所需资本支出规模庞大，公司加大了筹资力度，公司债务规模相应快速增长。2008～2010年公司全部债务规模年均复合增长195.80％。债务结构上，长期债务占比持续上升，债务结构有所优化。截至2010年底，公司全部债务为369.90亿元，短期债务占11.41%，长期债务占88.59%。近年公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升；2008～2010年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈现快速上升趋势，三年均值分别为70.27%、50.04%和43.93%，2010年分别为72.97%、60.70%和57.77%。总体看，近年公司债务规模持续增长，债务结构有所优化，但债务负担持续加重。

截至2011年6月底，公司负债合计为734.10亿元，较2010年底增长13.54%主要源自应付账款、长期借款的应付债券的增长。截至2010年6月底，公司全部债务为434.32亿元，较2010年底增加64.42亿元，债务结构上，长期债务占比进一步上升至89.80%。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72.17%、60.54%和57.94%，债务规模持续增长，债务负担仍然较重。

总体看，公司债务规模快速增加，债务负担加重。未来一段时间公司将维持一定的投资支出，债务规模预计呈上升趋势。

4．盈利能力

2008～2010 年，公司营业收入及利润规模呈波动增长趋势。2009 年公司实现营业收入 725.38 亿元，由于受山西煤炭资源整合影响，公司煤炭销量（包括贸易量）减少，且平均售价同比略有回落，导致公司收入利润规模同比出现下滑。2010 年受公司煤炭贸易量增长，自产煤矿经营规模扩大影响，公司收入和利润规模同比大幅增长，但由于原材料价格增长速度高于营业收入增长速度，公司利润水平略有下降。

目前公司煤炭贸易仍是公司收入的主要构成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响了公司盈利指标，近三年，公司营业利润率均值为 12.15%，2010 年小幅下滑至 11.48%。

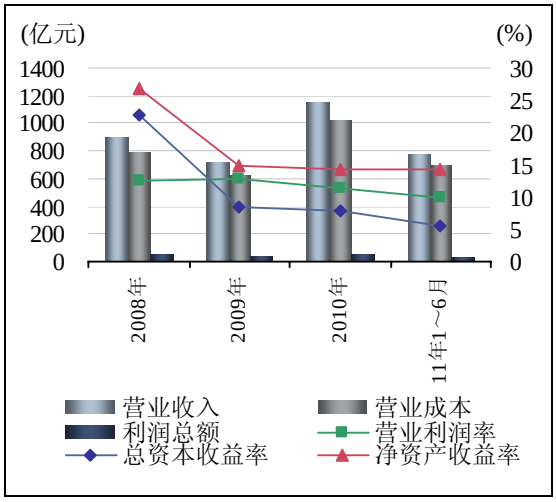
2008～2010 年公司期间费用率维持在 6%～7%左右，2010 年，公司销售费用随公司经营规模扩大而快速增长；管理费用因资源整合影响有所增长；财务费用在公司债务规模扩大带动下快速增长。总体看公司期间费用控制能力尚可。

2008～2010 年公司利润总额分别为 57.84 亿元、42.91 亿元和 49.27 亿元，随收入规模波动而有所波动。2008～2010 年，总资本收益率和净资产收益率有所下滑，2010 年分别为 8.00%和 14.29%。

2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 770.38

亿元，利润总额 27.03 亿元。受益于公司经营规模扩大，公司收入及利润规模同比均有所上升。同期，公司营业利润率为 10.05%，较 2010 年全年水平略有下滑。

图 8　公司盈利情况



资料来源：公司提供

综合来看，近年公司整体盈利能力有所弱化，但公司煤炭生产取得较快发展，随着整合矿井的陆续投产，公司原煤产量将大幅提高，整体盈利能力有望逐步提升。

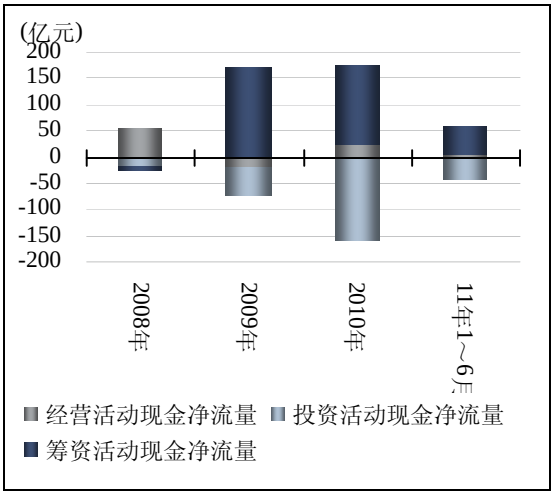
5．现金流

从经营活动来看，2008～2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长 14.61%。2010 年公司经营活动产生的现金流入量为 1361.00 亿元，较上年大幅增长；2010 年，公司煤炭产能大幅增长，售价回升，销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长。2008～2010 年公司现金收入比均值为 97.11%，2010 年为 97.41%，经营获现能力一般。自 2009 年起，由于资源整合过程中，尚未取得相关投资协议，应计入投资活动的现金流量被计入支付的其他与经营活动有关的现金，导致公司支付其他与经营活动有关的现金流出规模大幅增长，影响公司 2009 年经营活动现金净流量表现为净流出、流出规模为-1.96 亿元。2010 年公司经营活动现金净流量有所恢复，净流入量为 25.96 亿元，但仍然低于 2008 年水平。

从投资活动来看，2008～2010 年，公司投资活动现金流入量相对较小，3 年间流入规模持续减少；投资活动现金流出规模较大，2009 年以来，公司年公司支付其他与投资活动有关的现金大幅增长，主要内容为公司支付的部分煤炭资源整合相关款项。近三年公司投资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-18.52 亿元和-53.93 亿元和-157.14 亿元。

2008～2010 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 35.30 亿元，-73.56 亿元和-131.18 亿元，受公司资源整合资本支出扩大影响，公司外部筹资需求持续快速增长。

图 9　公司现金流量情况



资料来源：公司提供

2008～2010年，公司筹资活动现金流流入规模持续快速增长，分别为33.47亿元、205.06亿元和215.19亿元，主要由取得借款收到的现金构成；2009年以来，为筹措资源整合所需资金，公司加大融资力度，导致筹资活动现金流入量快速增长。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额分别为-7.58亿元、169.59亿元和147.03亿元。

2011年1~6月，经营现金流入方面，公司销售商品提供劳务收到的现金657.15亿元为2010年的58.22%；收到其他与经营活动有关的现金维持在较高水平为184.73亿元，较上年同期有较大增幅，主要是公司加大了欠款清理力度导致的现金流入增加。经营活动现金流出方，公司

购买商品，接受劳务收到现金539.90亿元为2010年全年的55.43%，支付其他与经营活动有关现金规模较大，为229.60亿元。公司投资活动现金流量净额为43.60亿元；由于公司外部筹资需求保持在较高水平，公司筹资活动现金流量净额变现为净流入，流入量为51.40亿元。

总体看来，公司近年经营活动现金流入量维持较大规模；受资源整合的影响，公司投资支出加大，相应的筹资活动现金流入出现快速增长，由于资源整合所需资金庞大，公司对外筹资需求增加。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008～2010 年公司流动比率、速动比率一直保持良好水平，三年平均值为 182.26%和 171.38%，2010 年底公司两项指标分别为 216.28%和 202.65%，2011 年 6 月底分别为 228.42%、213.84%。近三年，公司经营现金流动负债比均值为 6.32%，2010 年为 8.29%。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2008～2010 年，公司 EBITDA 有所波动，但整体上保持了增长趋势；三年 EBITDA 分别为 68.06 亿元、58.12 亿元和 76.15 亿元。近三年，公司 EBITDA 利息保护倍数均值为 10.36 倍，2010 年为 5.25 倍，公司 EBITDA 对利息保障倍数有所下滑；全部债务/EBITDA 保护倍数三年均值为 3.67 倍，2010 年为 4.86 倍。近年，公司债务规模持续快速增长，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保护能力有所下降，但仍然维持在适宜水平。总体看，公司对其全部债务的保障能力尚可。

7．担保及银行授信情况

截至 2011 年 6 月底，公司对外担保 5000 万元，主要系对北京山西大厦建设的担保，公司对外担保比率为 0.18%，担保比率较低，或有负债风险小。

截至 2011 年 6 月底，公司共获得银行授信 643.80 亿元，已使用 369.40 亿元，未使用额度 274.40 亿元。公司间接融资渠道通畅。

八、本期债券偿债能力分析

1．本期债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行公司债额度为 25 亿元，占 2011 年 6 月底公司全部债务的 5.67%，对公司现有债务影响不大。

截至 2011 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.18%和 60.54%。以 2011 年 6 月底财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，本期公司债发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别小幅升至 72.83%和 61.86%。

本期公司债的发行对公司有息债务水平影响较小。

2．本期公司债券偿债能力分析

以 2010 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 25 亿公司债的保护倍数分别为 3.05 倍、54.44 倍和 1.04 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期公司债券覆盖程度高。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期公司债券具有极强的偿还能力。

九、综合评价

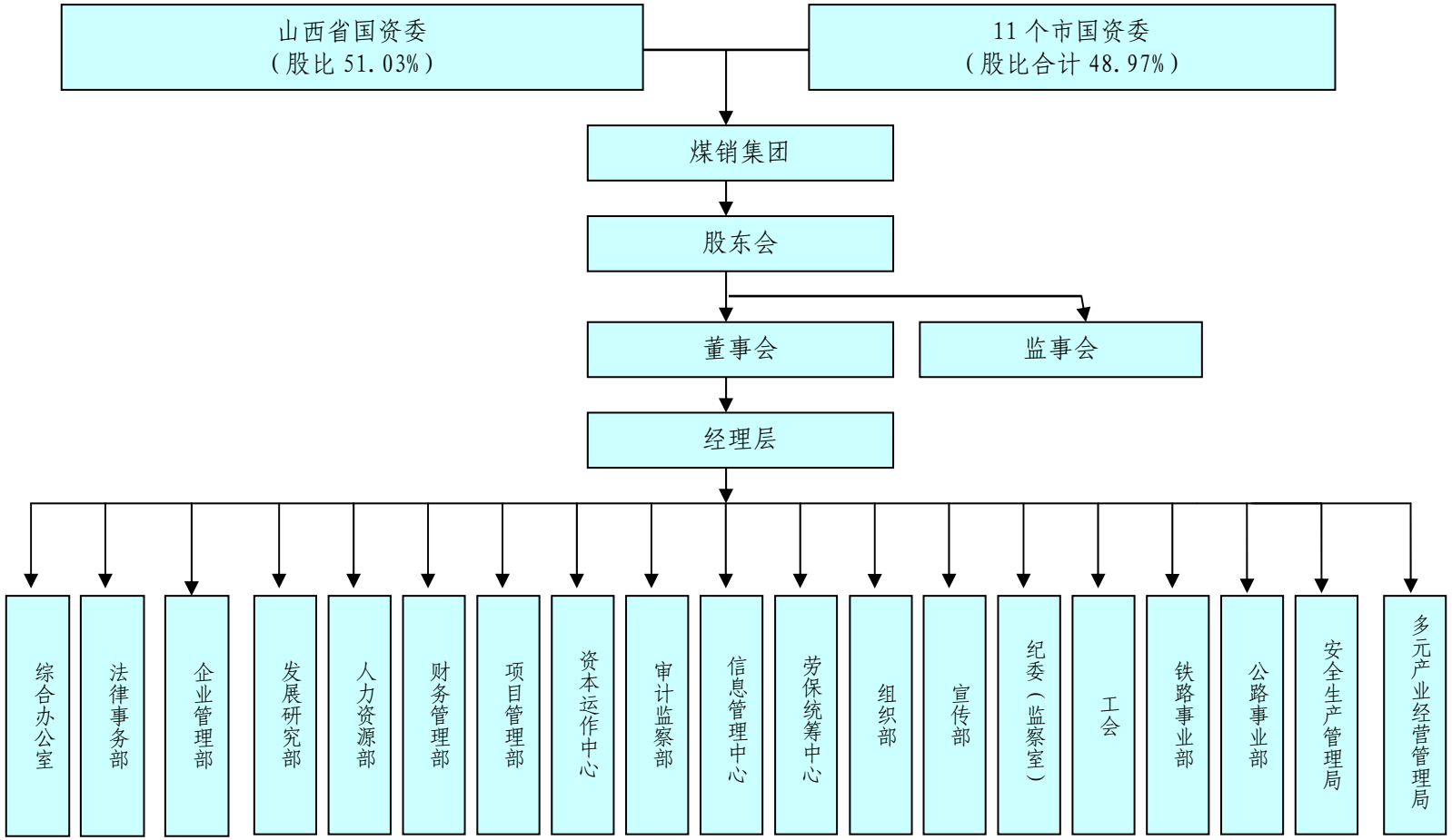
煤炭工业是重要的基础产业，在国民经济中占有重要的战略地位。近年来，中国的煤炭产业政策有利于大型煤炭企业的发展，行业整体发展前景良好。

公司作为山西省七大煤炭资源整合主体之一、省内煤炭销售网络的重要组成部分，在资源整合、煤炭物流网络方面优势突出，具备较强的综合实力。公司近年自有煤炭产能快速增长，公路物流在山西省内拥有强大控制力。虽然公司煤炭贸易存在不稳定因素，煤炭收费业

务存续具有不确定性，考虑到公司与客户端长期稳定的合作关系、未来整合矿井的陆续投产及非煤产业链的延伸，公司收入及盈利水平有望实现平稳较快增长，整体抗风险能力有望进一步增强。

目前公司资产以流动资产为主，货币资金充足，资产质量较好；但由于资源整合所需的资本支出大，公司债务规模快速增加，债务负担加重。公司煤炭生产业务盈利能力强，EBITDA和经营性现金流对本期公司债券的覆盖程度高。总体看，公司主体信用风险极低，对本期公司债券的偿还能力强，本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1　公司组织架构图


山西省国资委
（股比 51.03%）
11 个市国资委
（股比合计 48.97%）
煤销集团
股东会
董事会
监事会
经理层
综合办公室
法律事务部
企业管理部
发展研究部
人力资源部
财务管理部
项目管理部
资本运作中心
审计监察部
信息管理中心
劳保统筹中心
组织部
宣传部
纪委（监察室）
工会
铁路事业部
公路事业部
安全生产管理局
多元产业经营管理局

附件 2-1　合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	884444.57	1844725.75	2003237.44	*50.50*	2171404.70
交易性金融资产	1.41	4000.00		*-100.00*	
应收票据	126841.87	176550.77	339343.90	*63.56*	453320.48
应收账款	863739.99	607973.44	640513.77	*-13.89*	838300.47
预付款项	471823.62	941203.32	1464518.13	*76.18*	1827385.53
应收利息	1.00	1841.10	19764.43	*13959.54*	3669.06
应收股利					22950.27
其他应收款	497645.09	1157004.12	1803803.61	*90.39*	1856038.16
存货	167841.69	277444.57	426653.75	*59.44*	490821.47
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	49198.85	46530.46	71732.85	*20.75*	28181.60
流动资产合计	**3061538.09**	**5057273.54**	**6769567.88**	***48.70***	**7692071.74**
非流动资产：					
可供出售金融资产	2203.21	11183.41	15740.13	*167.29*	15745.19
持有至到期投资	9576.86	1122.16	21119.97	*48.50*	2139.14
长期应收款			1279.64		1341.71
长期股权投资	261098.30	270009.78	384112.10	*21.29*	398652.84
投资性房地产	1464.14	1387.86	1311.58	*-5.35*	1311.58
固定资产	626866.08	782268.36	872363.51	*17.97*	1137417.87
在建工程	241819.85	292295.30	381770.13	*25.65*	430317.27
工程物资	652.16	1094.82	2129.50	*80.70*	3246.42
固定资产清理	255.10	194.10	171.46	*-18.02*	655.27
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	163319.42	196980.01	211440.64	*13.78*	231294.68
开发支出					
商誉	11976.47	14585.67	15201.67	*12.66*	15201.67
合并价差					
长期待摊费用	35796.03	38175.86	40189.99	*5.96*	80568.08
递延所得税资产	5721.29	8725.02	23039.31	*100.67*	26707.33
其他非流动资产	29629.87	56637.11	121297.49	*102.33*	135722.16
非流动资产合计	**1390378.79**	**1674659.48**	**2091167.13**	***22.64***	**2480321.21**
资产总计	**4451916.88**	**6731933.01**	**8860735.01**	***41.08***	**10172392.95**

附件 2-2　合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	266983.58	506412.46	397127.41	*21.96*	400295.10
交易性金融负债					
应付票据	8909.46	34706.00	24985.02	*67.46*	37100.00
应付账款	916786.01	684982.72	827006.81	*-5.02*	1005661.38
预收款项	574941.12	974851.30	1166830.80	*42.46*	1134082.97
应付职工薪酬	60863.28	56164.75	84683.67	*17.96*	93417.87
应交税费	199961.45	160213.97	180860.92	*-4.90*	145098.23
应付利息	503.99	1238.33	4548.58	*200.42*	25579.49
应付股利					16008.80
其他应付款	565565.97	576771.63	443925.43	*-11.40*	504732.00
预计负债					
一年内到期的非流动负债					5554.44
其他流动负债	7665.24	3584.00	75.60	*-90.07*	
流动负债合计	**2602180.11**	**2998925.16**	**3130044.24**	***9.67***	**3367530.29**
非流动负债：					
长期借款	149740.51	1615172.29	3178223.03	*360.70*	3503054.18
应付债券			98707.95		397207.95
长期应付款	82730.82	91130.58	51621.65	*-21.01*	63895.01
专项应付款	9272.63	10117.34	7073.61	*-12.66*	7972.01
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债		15.00			1322.10
非流动负债合计	**241743.96**	**1716435.21**	**3335626.24**	***271.46***	**3973451.25**
负债合计	**2843924.08**	**4715360.37**	**6465670.48**	***50.78***	**7340981.53**
所有者权益：					
实收资本(或股本)	1015615.00	1015615.00	1015615.00		1015615.00
资本公积		22996.68	27548.36		174540.95
专项储备	48866.37	82331.23	112406.97	*51.67*	179406.44
盈余公积	5288.70	47487.67	54242.27	*220.25*	54242.27
未分配利润	290598.65	544853.44	817406.65	*67.72*	975252.63
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	**1360368.72**	**1713284.02**	**2027219.24**	***22.07***	**2399057.29**
少数股东权益	247624.08	303288.62	367845.30	*21.88*	432354.13
所有者权益合计	**1607992.80**	**2016572.64**	**2395064.53**	***22.04***	**2831411.42**
负债和所有者权益总计	**4451916.88**	**6731933.01**	**8860735.01**	***41.08***	**10172392.95**

附件 3　合并利润表

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 1～6 月
一、营业收入	**9027359.29**	**7253844.14**	**11588079.98**	***13.30***	**7703832.54**
减：营业成本	**7849584.21**	**6279021.72**	**10199304.85**	***13.99***	**6889038.25**
营业税金及附加	36399.96	35162.20	58718.60	*27.01*	40701.09
销售费用	153704.62	110267.15	165321.05	*3.71*	107657.41
管理费用	390947.98	365470.65	485835.37	*11.48*	294283.51
财务费用	22549.11	42281.98	131755.10	*141.72*	94692.66
资产减值损失	6374.86	10171.36	53931.92	*190.86*	73.13
加：公允价值变动收益					
投资收益	19387.72	20292.78	18230.71	*-3.03*	377.07
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	**587186.26**	**431761.86**	**511443.80**	***-6.67***	**277763.55**
加：营业外收入	7925.97	24283.57	17121.14	*46.97*	12512.14
减：营业外支出	16752.69	26905.00	35818.03	*46.22*	20045.48
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	**578359.54**	**429140.44**	**492746.91**	***-7.70***	**270230.21**
减：所得税费用	158588.30	131331.51	150489.29	*-2.59*	67631.96
四、净利润	**419771.24**	**297808.93**	**342257.62**	***-9.70***	**202598.25**
其中：归属于母公司的净利润	312163.46	237665.25	266251.20	*-7.65*	157803.07
少数股东损益	107607.78	60143.69	76006.42	*-15.96*	44795.18

附件 4-1　合并现金流量表

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 1～6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	8593270.22	7099319.73	11288259.18	*14.61*	6571470.52
收到的税费返还	2796.17	522.64	39.22	*-88.16*	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	447474.53	1302422.06	2321725.84	*127.78*	1847312.15
经营活动现金流入小计	**9043540.92**	**8402264.43**	**13610024.23**	***22.68***	**8418782.67**
购买商品、接受劳务支付的现金	7068854.32	5715245.42	9739680.18	*17.38*	5398990.40
支付给职工以及为职工支付的现金	231612.65	259377.95	361845.68	*24.99*	213794.38
支付的各项税费	542640.36	569685.34	782835.49	*20.11*	459147.92
支付其他与经营活动有关的现金	662271.83	2054241.46	2466062.19	*92.97*	2295971.93
经营活动现金流出小计	**8505379.16**	**8598550.17**	**13350423.54**	***25.29***	**8367904.63**
经营活动产生的现金流量净额	**538161.76**	**-196285.74**	**259600.69**	***-30.55***	**50878.04**
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	54753.82	31544.52	12895.90	*-51.47*	75471.32
取得投资收益收到的现金	18015.54	17901.36	17460.02	*-1.55*	22356.17
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1164.52	2835.56	1513.38	*14.00*	194.18
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.02	0.00	1.44	*747.71*	23.89
收到其他与投资活动有关的现金	1833.71	11953.87	11006.65	*145.00*	22064.51
投资活动现金流入小计	**75767.61**	**64235.30**	**42877.39**	***-24.77***	**120110.07**
购建固定资产、无形资产等支付的现金	155516.33	169435.71	307733.57	*40.67*	194266.49
投资支付的现金	73387.94	226694.72	228657.46	*76.51*	155652.65
取得子公司等支付的现金净额	100.00	527.00	1763.17	*319.90*	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	31952.24	206890.40	1076122.71	*480.34*	206215.07
投资活动现金流出小计	**260956.51**	**603547.82**	**1614276.91**	***148.72***	**556134.22**
投资活动产生的现金流量净额	**-185188.90**	**-539312.52**	**-1571399.53**	***191.30***	**-436024.15**
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	8446.78	72473.70	75231.74	*198.44*	39628.74
取得借款收到的现金	322500.56	1974017.82	2061984.50	*152.86*	604162.43
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	3802.28	4098.83	14696.07	*96.60*	604255.44
筹资活动现金流入小计	**334749.61**	**2050590.35**	**2151912.31**	***153.54***	**1248046.61**
偿还债务支付的现金	354624.26	242349.60	497768.01	*18.48*	482825.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54832.04	85939.24	177571.75	*79.96*	117392.85
支付其他与筹资活动有关的现金	1090.58	26422.07	6262.02	*139.62*	133837.95
筹资活动现金流出小计	**410546.88**	**354710.91**	**681601.79**	***28.85***	**734056.64**
筹资活动产生的现金流量净额	**-75797.27**	**1695879.44**	**1470310.53**		**513989.97**
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	**277175.59**	**960281.18**	**158511.69**	***-24.38***	**128843.86**
加：期初现金及现金等价物余额	607268.98	903426.62	1844725.75	*74.29*	2042560.84
六、期末现金及现金等价物余额	**884444.57**	**1863707.79**	**2003237.44**	***50.50***	**2171404.70**

附件 4-2　合并现金流量表补充资料

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	**419771.24**	**297808.93**	**342257.62**	***-9.70***
加：资产减值准备	6374.86	10171.36	53931.92	*190.86*
固定资产折旧及其他	52157.56	70578.68	101342.90	*39.39*
无形资产摊销	13710.03	17414.68	18766.70	*17.00*
长期待摊费用摊销	5907.44	10702.16	3459.22	*-23.48*
处置固定资产、无形资产等损失	1138.66	-865.78	866.95	*-12.74*
固定资产报废损失	1.78	61.06	0.74	*-35.50*
公允价值变动损失				
财务费用	30454.45	53462.35	145143.11	*118.31*
投资损失	-19387.72	-20292.78	-18230.71	*-3.03*
递延所得税资产减少	-4117.95	-3538.39	-14314.29	*86.44*
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	27104.97	-109602.88	-149209.18	
经营性应收项目的减少	-388697.53	-712226.15	-1183213.09	*74.47*
经营性应付项目的增加	392094.94	193385.00	958678.72	*56.37*
其他	1649.03	-3343.96	120.09	*-73.01*
经营活动产生的现金流量净额	**538161.76**	**-196285.74**	**259600.69**	***-30.55***
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	884444.57	1844222.46	2003237.44	*50.50*
减：现金的期初余额	607268.98	903426.62	1844725.75	*74.29*
加：现金等价物的期末余额		498.54	17.01	
减：现金等价物的期初余额		-4.74	17.01	
现金及现金等价物净增加额	**277175.59**	**941299.13**	**158511.69**	***-24.38***

附件 5　主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*平均值*	2011 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.11	8.17	13.14	*10.84*	--
存货周转次数(次)	46.77	28.20	28.97	*32.30*	--
总资产周转次数(次)	2.03	1.30	1.49	*1.54*	--
现金收入比(%)	95.19	97.87	97.41	*97.11*	85.30
盈利能力					
营业利润率(%)	12.64	12.95	11.48	*12.15*	10.05
总资本收益率(%)	22.14	8.42	8.00	*10.95*	--
净资产收益率(%)	26.11	14.77	14.29	*16.80*	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	8.52	44.47	57.77	*43.93*	57.94
全部债务资本化比率(%)	20.93	51.67	60.70	*50.04*	60.54
资产负债率(%)	63.88	70.04	72.97	*70.27*	72.17
偿债能力					
流动比率(%)	117.65	168.64	216.28	*182.26*	228.42
速动比率(%)	111.20	159.38	202.65	*171.38*	213.84
经营现金流动负债比(%)	20.68	-6.55	8.29	*6.32*	3.02
EBITDA 利息倍数(倍)	22.35	10.89	5.25	*10.36*	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	3.71	4.86	*3.67*	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.83	-0.34	-0.35	*-0.11*	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	11.59	-13.78	-9.04	*-6.34*	--
本期债项偿债能力					
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	36.17	33.61	54.44	*44.54*	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.15	-0.79	1.04	*0.71*	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	1.41	-2.94	-5.25	*-3.22*	--
现金偿债倍数(倍)	4.05	8.10	9.37	*7.92*	10.50

附件 6　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于
山西煤炭运销集团有限公司
2012年度25亿公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西煤炭运销集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山西煤炭运销集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西煤炭运销集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山西煤炭运销集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山西煤炭运销集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期公司债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西煤炭运销集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一一年十二月二十七日