

跟踪评级公告

联合[2017]978号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12晋煤销债/12晋煤运”及“13晋煤销债/13晋煤运”AAA的信用等级。

特此公告。



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）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

www.lhratings.com

山西煤炭运销集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	本次评级结果	上次评级结果
12 晋煤销债/12 晋煤运 ¹	25 亿元	2012/1/18~2022/1/18	AAA	AAA
13 晋煤销债/13 晋煤运 ²	25 亿元	2013/1/28~2023/1/28	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	130.53	78.29	77.23	85.01
资产总额(亿元)	1564.00	1619.71	1727.01	1734.27
所有者权益(亿元)	276.99	247.09	230.88	228.53
短期债务(亿元)	361.99	452.27	728.17	569.78
长期债务(亿元)	638.45	575.66	392.49	539.43
全部债务(亿元)	1000.44	1027.93	1120.66	1109.22
营业收入(亿元)	1576.34	516.33	473.90	139.13
利润总额(亿元)	-13.27	-16.25	-11.46	-1.98
EBITDA(亿元)	33.90	45.68	30.68	--
经营性净现金流(亿元)	70.65	27.74	35.15	20.53
营业利润率(%)	5.00	8.63	9.49	10.38
净资产收益率(%)	-5.35	-8.87	-6.08	--
资产负债率(%)	82.29	84.74	86.63	86.82
全部债务资本化比率(%)	78.32	80.62	82.92	82.92
流动比率(%)	84.59	61.63	43.30	53.44
全部债务/EBITDA(倍)	29.51	22.50	36.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	0.74	0.46	--
经营现金流流动负债比(%)	11.53	3.53	3.24	--

注：1. 长期应付款中的融资租赁部分已计入公司长期债务；2. 2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

黄露 常启睿

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

¹ 该债券附第 7 年末公司上调后 3 年票面利率选择权及投资者回售选择权。

² 该债券附第 7 年末公司上调后 3 年票面利率选择权及投资者回售选择权。

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”或“煤销集团”）的评级反映了公司作为山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，在资源禀赋、政策支持和运销体系等方面的综合优势。跟踪期内，公路体制改革人员转岗安置进展顺利，联合资信也关注到，公司债务负担重、经营亏损，以及资本支出和安全管理压力大等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

公司收入规模持续减弱且连续三年出现净利润亏损，公司债务负担持续加重。

“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”由晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤运”及“13 晋煤销债/13 晋煤运”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司是山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，地位优势明显；晋能集团是公司的控股股东，对公司支持力度大。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出，积累了丰富的上下游客户资源。
3. 随着山西全省整合矿井及新建矿井的逐步复（投）产，公司自产煤炭业务实现快速发展。
4. 公司经营活动现金流入量对“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”

保障能力强。

5. 晋能集团为“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”提供担保，其担保实力极强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，受山西省公路销售体制改革和2016年上半年煤炭行业景气度不高影响，公司整体营业收入规模持续下降，并连续三年出现亏损。
2. 公司煤炭资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，存在一定安全及管理压力。
3. 跟踪期内，公司债务负担持续加重。
4. 投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润总额影响大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西煤炭运销集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”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，由山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“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。2013年，公司与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）实行合并式重组成立晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），公司成为晋能集团全资子公司。截至2017年3月底，公司注册资本101.56亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

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。

截至2016年底，公司合并资产总额合计1727.01亿元，所有者权益（包括少数股东权益84.33亿元）合计230.87亿元；2016年公司实现营业收入473.90亿元，利润总额-11.46亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额合计1734.27亿元，所有者权益（包括少数股东权益85.20亿元）合计228.53亿元；2017年1~3月公司实现营业收入139.13亿元，利润总额-1.98亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；
法定代表人：王启瑞。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续债券募集资金均已使用完毕，尚需偿还本金合计50亿元。

公司于2012年1月发行额度为25亿元，期限为10年的公司债“12晋煤销债/12晋煤运”，募集资金中10亿元用于山西河保偏矿区王家岭煤矿及选矿厂项目，5亿元用于山西潞安矿区三元煤业股份有限公司下霍煤矿项目，5亿元用于偿还银行贷款，剩余资金用于营运资金，公司已按时足额支付5个年度的利息。

公司于2013年1月发行额度为25亿元，期限为10年的公司债“13晋煤销债/13晋煤运”，募集资金用于长安高速公路长治及平顺段项目投资，公司已按时足额支付4个年度的利息。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全

国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，

居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但

预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

公司主营收入绝大部分来自煤炭相关业务，煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。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 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“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。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、

无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2015 年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量占全国煤炭总产量的 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014 年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

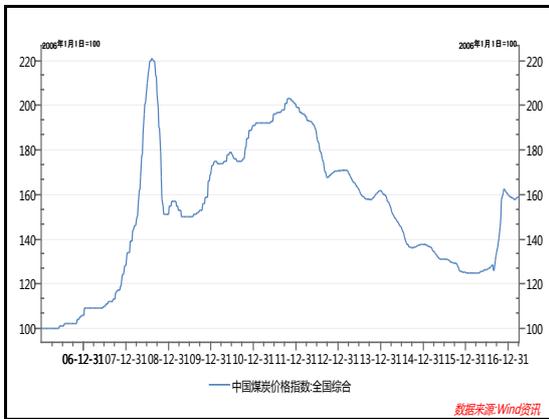
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而

根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算,可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。

煤炭价格

从下游用途来看,商品煤大致可分为动力煤、化工煤(以无烟煤为代表)、冶金煤(以焦煤为代表)和喷吹煤,各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异,但煤炭下游需求行业均为强周期行业,行业景气度与宏观经济保持高度联动,各类商品煤价格走势也趋于一致。

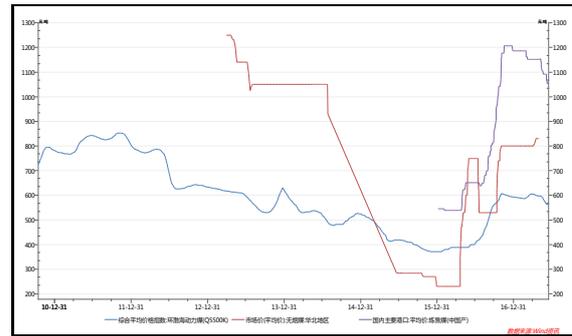
图 1 煤炭价格指数



资料来源: Wind 资讯

2016 年以来,随着煤炭行业去产能的深入推进,行业供需格局有所改善,自 2012 年开始逐渐下跌的煤炭价格触底回升,主要煤种价格基本上恢复到 2013 年的价格水平。截至 2016 年底,环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数为 593 元/吨,同比上升 59.41%;华北地区无烟煤平均价格为 800 元/吨,同比上升 247.83%;国内主要港口炼焦煤平均价为 1187 元/吨,同比上升 117.40%。截至 2017 年 3 月底,环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数继续上升至 605 元/吨,华北地区无烟煤平均价及国内主要港口炼焦煤平均价也继续维持在较高水平,分别为 800 元/吨和 1151 元/吨。

图 2 2010 年以来国内主要煤炭品种价格

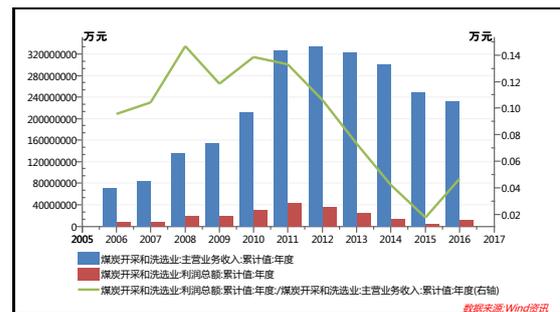


资料来源: Wind 资讯

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业,固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大,中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化,同质化的产品,同时煤炭生产成本调节空间较为有限,煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。从煤炭发债企业 2015 年的财务报表看,大中型企业基本处于亏损(微利)状态。2016 年随着煤炭价格的回升,煤炭企业盈利情况得到改善,行业利润总额 1090.9 亿元,累计同比数据结束了 2012 年中开始的持续下跌,在 2016 年 8 月首次恢复正增长。

图 3 中国煤炭行业收入和利润总额情况



资料来源: Wind 资讯

2. 行业关注

总量控制失效,资源支撑形势严峻

根据《BP 世界能源统计年鉴》(2013 年 6 月),中国 2012 年底探明储量占世界探明储量的 13.3%,排世界第三,煤炭资源总储量丰富;但储采比仅为 40,远低于世界平均储采比 100 的水平;同时,国内煤矿普遍存在资源回采率

低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。

我国煤炭的主要进口国是澳大利亚和印尼，从 2008 年至 2013 年，煤炭进口量保持高速增长，2013 年达到峰值，进口量为 3.27 亿吨，同比增长 13.39%，从 2014 年至 2015 年，国内过剩产能加剧，进口量步入负增长阶段。2016 年受限产及需求回暖影响，进口量同比上升 25.20% 至 2.56 亿吨。

环境保护、安全生产压力长期存在

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。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。瓦斯事故由地质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。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，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。

去产能政策的推进

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号)，制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

去产能效果方面，2016 年 7 月初，国家发改委主任徐绍史在钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议上制定了 2016 年煤炭去产能目标 2.50 亿吨，截至 2016 年底完成近 3 亿吨超额完成任务，但 2016 年退出的产能主要为前期已经停产产能。

根据国家能源局 2017 年 2 月发布的《2017 年能源工作指导意见》，2017 年计划将煤炭在国内主要能源组合中的比重由 2016 年的 62% 降低至 60% 左右，煤炭产量控制在 36.5 亿吨左右，运用市场化、法治化手段化解产能过剩，全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5000 万吨左右。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心 2015 年 1 月 23 日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成 15 个亿吨级、15 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国 75% 以上。煤炭企业控制在 3000 家以内，平均规模提高到 150 万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的

大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

煤炭价格或将逐步稳定

2016年11月11日，神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司与中国华能集团公司、中国大唐集团公司和中国国电集团公司在北京签订了2017年电煤中长期合同，该合同确定5500大卡动力煤基准价为每吨535元人民币，后续将参照市场变化调整。

国家发展与改革委员会于11月16日下午会同国家能源局、国家煤矿安全监察局以及

中国煤炭工业协会组织召开了“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”，要求有关地区、部门和企业进一步加快签订中长期合同，建立煤炭行业平稳发展的长效机制。

总体来看，在大型煤企纷纷与电厂签订长协价格后，动力煤价格或将逐步稳定，波动将明显收窄。动力煤价格的稳定有利于煤企制定长期发展规划，未来长协价格或将成为市场主流价跟踪标的，将对稳定动力煤价格起到积极作用。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2013年，公司与山西国电集团实行合并式重组成立晋能集团，公司成为晋能集团全资子公司。截至2017年3月底，公司注册资本101.56亿元，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 公司规模

公司目前年煤炭储装运、销售能力超过1亿吨，煤炭年生产能力超过7000万吨。

煤炭运销方面，山西省内，公司经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过1亿吨，在省外，公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地。

在资源整合优势方面，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“5+2”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，形成较为紧密的长期合作关系；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。

3. 政府支持

煤炭生产

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。

煤炭运销

2014年11月26日，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》（晋政发[2014]37号）（以下简称“《公路体制改革通知》”）。为顺利完成山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，《公路体制改革通知》还规定相关支持政策，包括：（1）为晋能集团补充资本金，即利用煤炭资源价款省级留成、省属企业国有资本收益金等，适当补充晋能集团国有资本金；（2）适当给予资金支持，即在三年改革过渡期内安排适当资金，支持晋能集团内部改革重组，资金由企业统筹安排使用；（3）落实其他相关优惠政策，即山西省人力资源社会保障厅、省财政厅、省民政厅等相关部门加大对企业职工就业再就业等政策支持力度，指导帮助相关市、县落实好各项资金补贴、免费服务、社会救助等相关优惠政策。

2014年12月19日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团国有资本金的通知》（晋财企[2014]141号），由山西省财政预拨17亿元补充晋能集团资本金，

此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。2015年，晋能集团收到财政厅支付共计17亿元，用于补充晋能集团资本金；2015年8月，随燃气板块划转拨付国新能源4.4亿元，晋能集团资本相应减少4.4亿元。

2014年12月18日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团改革重组补助资金的通知》（晋财企[2014]142号），由山西省财政预拨18亿元补充晋能集团转岗职工第一年过渡期（2014年12月1日~2015年11月30日）补助，此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。资金使用采取按季度审批，按月拨付的方式。2015年收到的18亿元补助资金已经全部支付。

根据《公路体制改革通知》，省财政厅负责具体实施支持晋能集团内部改革重组的举措，给予晋能集团资金支持，2015年晋能集团收到2016年财政预拨资金5.8亿元，2016年收到2.8亿元。2017年收到3.9亿元。

综上所述，公司规模大，运销网络发达，煤炭物流仍有较大优势。山西省实行煤炭公路销售体制改革，政府给予公司相应政策及资金支持，是公司未来发展的重要支撑，有利于在一定程度上降低改革对公司煤炭物流业务带来的负面影响。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、高层管理人员方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭生产、煤炭物流及非煤业务三大板块。跟踪期内，受山西省煤

炭公路销售体制改革和 2016 年上半年煤炭行业景气度不高、公司缩减煤炭物流规模影响，公司收入规模持续下降，2016 年实现营业收入 473.90 亿元，同比下降 8.22%。

收入构成方面，煤炭物流业务作为公司的传统业务，是公司主要的收入来源。受 2016 年上半年煤炭行业景气度不高影响，公司煤炭物流板块收入规模下降 5.28% 至 264.67 亿元，占公司营业收入比例上升至 55.85%；2016 年下半年开始，煤炭价格出现持续的恢复性上涨，致使该年度煤炭生产板块收入同比增长 17.47% 至 69.58 亿元；公司非煤业务涉及煤炭等大宗商品贸易、装备制造、旅游酒店和房地产等多个行业，2016 年受宏观经济增速放缓，特别是 2016 年上半年煤炭行业整体景气度不高的影响，公司对贸易业务进行主动缩减以降低经营

风险，导致该年度非煤业务明显萎缩，实现板块收入 130.29 亿元，同比减少 17.69%。

盈利能力方面，受益于积极的成本控制举措及 2016 年下半年煤炭价格的上升，2016 年煤炭生产板块毛利率为 34.59%，较上年提高 10.84 个百分点；作为公司传统业务，煤炭物流业务毛利率水平较低，2016 年此项业务毛利率为 3.94%，同比下降 0.77 个百分点；2016 年，公司非煤业务板块毛利率为 9.86%，同比上升 5.27 个百分点，主要因为公司面对宏观经济增速放缓、煤炭行业景气度不高的局面，积极调整产业结构，控制成本；公司其他业务板块因收入占比小，对公司整体盈利水平影响有限。2016 年公司综合毛利率为 11.51%，较上年上升 1.37 个百分点。

表 1 2015 年~2017 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1. 主营业务小计	496.96	96.25	6.94	464.54	98.02	10.20	137.42	98.77	11.88
煤炭生产	59.23	11.47	23.75	69.58	14.68	34.59	31.96	22.97	40.99
煤炭物流	279.43	54.12	4.71	264.67	55.85	3.94	80.98	58.20	2.63
非煤业务	158.30	30.66	4.59	130.29	27.49	9.86	24.48	17.60	4.49
2. 其他业务小计	19.37	3.75	92.11	9.36	1.98	76.60	1.71	1.23	71.35
合计	516.33	100.00	10.14	473.90	100.00	11.51	139.13	100.00	12.61

资料来源：公司审计报告

2. 煤炭物流

在公路煤炭贸易方面，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，凡未与山西煤销集团及所属市、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，公司在山西全省公路设有 48 家出省管理站；省内

各大用煤客户厂外设企业用煤管理站，公路运输煤炭没有公司的运票不得出省，省内不得入厂。除铁路运输以外，公司可以控制全省公路煤炭运输网络，其公路运输具备突出的规模优势。公司煤炭运输主要通过专业化车队实现，其中自购车辆 1060 辆，整合社会车辆 7859 辆。公路煤炭销售出省流向主要为河北（占 55%）、山东（占 25%）和河南（占 10%）等地。公路煤炭贸易是公司近年来收入的主要来源。

在省内，公司经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过 1 亿吨，在省外，公司的资源采购基地和客户

遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。经过 30 年的发展，公司贸易物流品牌已经形成，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、资金筹集等方面有极大的优势，在通道占有、车辆整合、清洁能源通道建设等方面处于行业领先地位。

从公路物流上游客户来看，公司承担晋能集团的煤炭公路运输业务，晋能集团现有生产矿井 61 座，2017 年预计产量为 7500 万吨。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作，预计年外购资源为 6000 万吨，其中山西地区预计外购 4000 万吨，省外（陕西、内蒙为主）预计外购 2000 万吨。

从公司公路物流下游客户情况来看，2016 年，公司共为省内外 50 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地。主要客户为：太原钢铁（集团）有限公司、山西大唐国际神头发电有限公司、信发集团有限公司、大唐太原第二热电厂、山西阳光发电有限公司、阳城国际发电有限责任公司、山东魏桥铝电有限公司、鹤壁同力发电有限责任公司、华能左权煤电有限责任公司和大唐安阳发电有限责任公司等。公司针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60 天到期结算方式，对其他各类用户实行预收款结算方式。

2014 年 11 月，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》，自 2014 年 12 月 1 日起，取消对公司及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托，停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能；取消公司监制的山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境统一调运单；撤销公司在省内的煤炭公路检查点、稽查点。同时，煤炭公路销售体制改革涉及到公司 38000 转岗人员，《公路体制改革通知》中

规定对公司一线职工要做到不下岗、不减薪、不减收、不断保。

目前公路体制改革人员转岗安置进展顺利，截至 2016 年底，通过内部转岗、内部退养、外部划拨等方式已累计安置 33144 人，占应转岗安置人员 38505 人的 86.08%，尚需安置 5361 人。2017 年预计全部安置完毕。

表 2 公司 2015~2017 年 3 月公路物流板块综合成本、售价、利润表

年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
贸易量（万吨）	9622.90	8541.00	1972.00
收入（亿元）	288.66	266.66	80.98
综合平均采购成本（元/吨）	289.58	304.11	399.85
综合平均售价（元/吨）	299.97	312.21	410.65
毛利润（元/吨）	10.39	8.10	10.80
期间费用（元/吨）	22.13	24.15	20.94
利润（元/吨）	-12.32	-7.66	-4.51

资料来源：公司提供

注：公司部分煤炭物流收入计入非煤业务核算，故 2015 年和 2016 年上表公路物流收入大于表 1 中煤炭物流板块收入。

受 2016 年上半年煤炭行业景气度不高、煤炭外运通道对公路依赖减小影响，2016 年公司煤炭公路物流板块贸易量和贸易收入同比均有所下滑。2016 年，公司煤炭公路物流板块贸易量为 8541.00 万吨，同比减少 11.24%，实现收入 266.66 亿元，同比减少 7.62%，2016 年公司公路物流业务平均售价及采购成本均有不同程度的上涨，受采购成本上涨相对较快影响，公司公路业务毛利润同比减少 2.29 元至 8.10 元/吨。2016 年公司公路物流业务利润为-7.66 元/吨，同比实现减亏 4.66 元/吨。

考虑到公司拥有三十年的煤炭运销经验、专业化的营销和物流队伍、先进完善的供应链信息平台以及长期建立的稳定优质客户群，在未来煤炭市场化经营中，公司仍有望保持行业领先地位。

同时，随着公司逐步深化煤炭销售体制改革，推进煤炭公路贸易物流市场化转型和政府的相关支持政策的逐步到位，公路销售体制改革对集团带来的不利影响有望继续减小。

3. 煤炭生产业务

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在此轮煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快发展，煤炭产运销一体化水平不断提高。

煤炭资源储备

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 119.78 亿吨，矿井 161 座、核定产能 13135 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。依托于公司庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强公司的抗风险能力。

煤炭生产

跟踪期内，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产量稳步增长，2016 年，公司原煤产量为 6285.91 万吨，较 2015 年有小幅增长。2017 年 1~3 月，公司原煤产量为 1282.47 万吨。

表 3 公司近年煤炭生产情况

年度	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
原煤产量（万吨）	6164.56	6285.91	1282.47
销售收入（亿元）	59.23	69.58	31.96

资料来源：公司提供

公司利用资源整合的契机，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 2016 年底，以上两项指标分别为 100% 和 99%。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。受益于较高的机械化程度，近年公司安全生产指标保持较好水平。

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并带动公司收入及利润规模提升。

联合资信同时关注到，煤炭生产作为高危行业，面临透水、瓦斯爆炸等多重安全隐患，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，安全管理压力较大。

4. 非煤业务

公司非煤业务包括煤炭等大宗商品贸易、装备制造、旅游酒店和房地产等多个行业。

2016 年，受宏观经济增速放缓影响，公司非煤业务实现收入 130.29 亿元，同比减少 17.69%，主要是大宗商品贸易业务（如电解铜、铝棒等业务）缩减所致；同期，公司非煤业务毛利率小幅提升至 9.86%。

5. 其他业务

公司其他业务收入主要包括管理服务费收入、租赁费收入、材料销售收入、代理费收入和运费收入等，收入规模小，毛利率高，但对公司整体收入规模及利润规模影响有限。2016 年，公司其他业务收入合计为 9.36 亿元，同比大幅减少 51.68%，主要系管理服务费收入大幅缩减所致，公司集团本部每年按收入规模向各子公司收取一定比例的管理服务费。2016 年，考虑到涉煤子公司的经营较为困难，集团本部下调了收取比例。再加上子公司收入降幅明显，故该部分管理服务费收入大幅下降。同期，公司其他业务毛利率下降至 76.60%。

6. 未来发展

公司未来投资主要集中于煤炭物流和煤炭生产板块。

煤炭物流方面，“十三五”期间，公司在坚持大客户战略的基础上，通过市场化贸易模式、物流服务模式、贸易融资模式、煤电一体化模式，按照供应链管理理念，积极扩大物流节点运营规模、骨干运输能力建设，促进大型发煤站和终端大客户的战略合作，保证煤炭贸易的平稳发展。

煤炭生产方面，坚持以建大矿，建现代化矿井，建本质安全型矿井，建高效优势矿井为根本，以发展长治、晋城、阳泉、忻州、大同等五个生产区域为重点，积极推进内部资源的二次整合，坚持“减少煤矿数量，提高单井能力”，坚持“有保有压，效益先行”，坚持传统能源清洁化发展，做强、做实、做大煤炭产业，切实提高煤炭产业核心竞争力。

跟踪期内，随着公司资源整合及矿井改扩建工程的逐步完成，公司投资需求持续下降，经营活动现金流基本可以满足现阶段的投资需求。

九、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2016 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 47 家，2016 年新纳入合并范围的子公司 12 家，移出合并范围的子公司 20 家，总体来看，2016 年新纳入及移出合并报表范围的子公司数量大，但合并报表范围的变化对公司财务数据影响较小，财务报表的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额合计 1727.01 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 84.33 亿元）合计 230.87 亿元；2016 年公司实现营业收入 473.90 亿元，利润总额-11.46 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额合计 1734.27 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 85.20 亿元）合计 228.53 亿元；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 139.13 亿元，利润总额-1.98 亿元。

1. 资本及债务结构

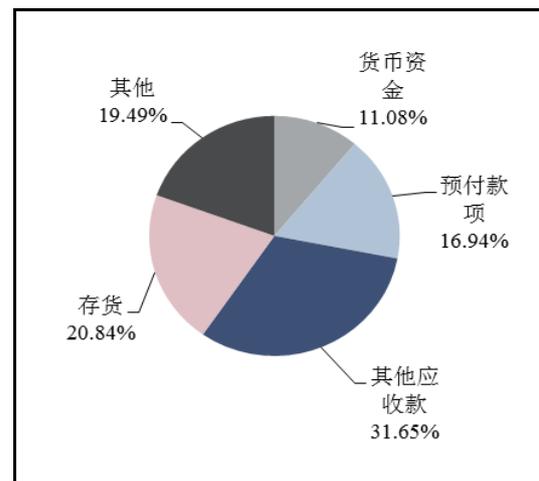
资产

跟踪期内，公司资产总额有所增长，截至 2016 年底，公司资产总额 1727.01 亿元，同比

增长 5.08%；其中流动资产占比 27.20%，非流动资产占比 72.80%，跟踪期内，公司非流动资产占比进一步增加。

截至 2016 年底，公司流动资产为 469.74 亿元，同比小幅下降 3.01%，主要是货币资金和预付款项减少所致，公司流动资产主要由预付款项（占 16.94%）、其他应收款（占 31.65%）和存货（占 20.84%）构成。

图4 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 52.06 亿元，同比下降 20.05%，其中受限制的货币资金 4.66 亿元；公司应收账款为 51.47 亿元，同比下降 5.63%，应收账款中 99.75% 的采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 20.37%，1~2 年的占比 15.28%，2~3 年的占比 19.03%，其余为 3 年以上的，应收账款账龄长；公司对应收账款计提坏账 15.42 亿元，计提比例 23.05%，计提较为充分；预付款项为 79.59 亿元，同比减少 16.73%，主要是一年内的预付账款减少所致；公司其他应收款期末账面余额为 167.83 亿元，其中 93.22% 采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 45.26%，1~2 年的占比 31.41%，2~3 年的占比 6.25%，其余为 3 年以上的，公司对其他应收款计提坏账 18.78 亿元，计提比例 12.00%，公司其他应收款净额为 148.69 亿元，同比小幅下降 3.10%；公司存货 97.90 亿元，同比小幅增长 12.17%，主要由原

材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，公司存货跌价准备余额 0.83 亿元，主要是对自制半成品及在产品和对库存商品计提的跌价准备。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 1257.27 亿元，同比增长 10.74%，以固定资产（占 28.12%）、在建工程（占 36.97%）和无形资产（占 21.18%）为主。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产同比下降 34.43% 至 12.71 亿元，主要系理财资金减少所致；公司固定资产账面原值 502.36 亿元，主要为房屋、建筑物、机器设备和运输工具等，累计折旧合计 147.23 亿元，固定资产账面价值为 353.57 亿元，同比增长 3.79%；公司在建工程 464.86 亿元，同比增长 14.98%，主要包括对王家岭煤矿及选煤厂、左权盘城岭煤业有限公司 90 万吨矿井兼并重组整合项目和张礼至台头铁路项目等；公司无形资产 266.29 亿元，同比增长 7.84%，主要为采矿权 256.82 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1734.27 亿元，较 2016 年底基本保持稳定，截至 2017 年 3 月底，公司预付款项 102.01 亿元，较 2016 年底增长 28.17%，主要因为 2016 年预付账款中的部分预付工程款及设备款调整至其他非流动资产；截至 2017 年 3 月底，公司应付债券 219.43 亿元，较 2016 年底大幅增长，主要因为一年内到期的非流动负债计入应付债券核算。从资产构成来看，流动资产占 28.83%，非流动资产占 71.17%，资产构成较 2016 年底变化不大。

总体上看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，非流动资产中固定资产、无形资产和在建工程占比大，符合煤炭行业特点。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 230.87 亿元（含少数股东权益 84.33 亿元），同比下降 6.57%，主要系未分配利润减小所致。截至 2016 年底，公司实收资本为 101.56 亿元

（占归属母公司所有者权益的 69.31%）；公司资本公积为 10.63 亿元，同比增长 23.40%；同期，受公司净利润亏损影响，公司未分配利润同比下降 47.90%；公司其他综合收益为 2.12 亿元，为公司持有的上市公司股票，按照新会计准则核算后，截至 2016 年 12 月 31 日市价大于成本价形成的公允价值。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 228.53 亿元，较 2016 年底基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，受公司持续亏损影响，公司所有者权益有所减少，公司所有者权益构成中实收资本占比较大，权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 1496.14 亿元，同比增长 9.00%，其中流动负债占 72.50%，非流动负债占 27.50%，流动负债占比同比大幅上升，主要系短期借款规模大幅增长所致。

截至 2016 年底，公司流动负债为 1084.75 亿元，同比增长 33.03%，主要以应付账款（占 11.43%）、短期借款（占 48.08%）、一年内到期的非流动负债（占 14.44%）和其他应付款（占 11.45%）为主；公司短期借款为 521.57 亿元，同比大幅增长 119.09%，主要由保证借款和信用借款构成，增长主要系公司向控股股东晋能集团短期借款增加所致；公司应付账款达到 123.99 亿元，同比增长 12.75%；公司其他应付款 124.24 亿元，同比减少 6.03%，主要是往来借款 107.29 亿元；公司一年内到期的非流动负债为 156.61 亿元，包括一年内到期的长期借款 43.88 亿元和一年内到期的应付债券 109.85 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 411.39 亿元，较 2015 年底减少 29.89%，主要为较大规模的一年内到期的长期借款和应付债券转入流动负债所致，公司非流动负债主要由长期借款（占 57.86%）和应付债券（占 26.60%，包括“12 晋煤销债/晋煤暂停”25 亿元、“13 晋煤运债/晋煤暂停”25 亿元、“13 晋煤

运 PPN001” 20 亿元、“15 晋煤运 PPN001” 20 亿元和“15 晋煤运 PPN002” 20 亿元）构成；公司长期应付款为 61.44 亿元（占 14.93%），同比减少 5.12%，主要为融资租赁款和采矿权资源价款，长期应付款中的融资租赁款部分调整至长期债务中。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 1505.74 亿元，较 2016 年底基本持平，从负债构成来看，因公司 2017 年初偿还了较大规模的一年内到期的非流动负债，导致截至 2017 年 3 月底公司流动负债占比大幅下降。

有息债务方面，跟踪期内，公司债务规模有所增长，2016 年公司调整后全部债务规模为 1120.66 亿元，同比增长 9.02%，从债务构成来看，短期债务占比 64.98%、长期债务占比为 35.02%，公司债务以短期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升，2016 年公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率有所上升，2016 年底分别为 86.63% 和 82.92%，分别较同比增加 1.89 个百分点和 2.30 个百分点；2016 年公司长期债务资本化比率为 62.96%，同比有所下降。

截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务合计 1109.22 亿元，较 2016 年底变化不大，其中，长期债务占 48.63%，短期债务占 51.37%；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 86.82%、82.92% 和 70.24%，调整后长期债务资本化比率进一步上升，公司整体债务负担重。

总体看，跟踪期内公司债务规模持续增长，债务负担重。

2. 盈利能力

跟踪期内，受山西省煤炭公路销售体制改革和公司缩减煤炭物流、大宗商品贸易业务规模影响，公司营业收入持续下降，2016 年实现营业收入 473.90 亿元，同比减少 8.22%；实现

利润总额为-11.46 亿元，公司亏损规模有所减小。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 139.13 亿元，利润总额-1.98 亿元。

跟踪期内，受公司营业成本降幅略大于营业收入降幅影响，公司 2016 年营业利润率同比小幅上升 0.86 个百分点至 9.49%，2017 年 1~3 月，此项指标继续上升至 10.38%。

随着公司营业收入的持续减少，公司期间费用也不断下降，2016 年期间费用为 64.13 亿元，较上年减少 19.64%，主要来自财务费用的大幅减少，2016 年公司财务费用 16.18 亿元，同比下降 39.45%，主要系该年度利息较多资本化所致。2016 年期间费用率为 13.53%，同比有所下降，公司期间费用控制能力有所上升。

2016 年，公司实现营业外收入 12.31 亿元，同比减少 13.66%，主要为政府补助 9.78 亿元，政府补助中大部分为公路体制改革补助资金，该项补助资金将于 2017 年全部发放完毕，不具有可持续性。

受 2016 年下半年以来煤炭价格持续恢复性上涨影响，2016 年公司分别实现利润总额和净利润分别为-11.46 亿元和-14.03 亿元，公司亏损规模同比有所减小。2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.71% 和-6.08%，同比均有所下降。

综合来看，跟踪期内，受山西省煤炭公路销售体制改革和公司缩减煤炭物流、大宗商品贸易业务规模影响，公司整体营业收入持续下降，期间费用控制能力有所上升但仍然较弱；2016 年营业外收入对公司利润影响大；公司连续三年经营亏损，2016 年亏损规模有所减少，但整体盈利能力仍然较差。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年公司经营活动产生的现金流入量为 470.88 亿元，较上年下降 29.06%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2016 年公司现金收入比较上年略有下降，为 78.40%，同比下降 10.43 个百分点，

公司经营获现能力有所减弱。2016 年公司经营活动现金流出量为 435.73 亿元，同比减少 31.49%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 303.90 亿元，公司将前期支付的资源整合款计入支付其他与经营活动有关的现金，随着公司资源整合的逐步推进，公司支付其他与经营活动有关的现金有所下降，2016 年为 58.73 亿元。2016 年公司经营活动现金净流量为 35.15 亿元，同比增长 26.69%。

从投资活动来看，2016 年投资活动现金流入量为 21.66 亿元，同比减少 6.39%，主要为收回投资收到的现金 16.12 亿元和取得投资收益收到的现金 4.70 亿元；公司投资活动现金流出规模较大，但随着公司资源整合及矿井改扩建工程的逐步接近完成，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金下降 49.74% 至 26.06 亿元，支付其他与投资活动有关的现金主要为部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目，跟踪期内同比下降 61.46% 至 8.06 亿元。2016 年，公司投资活动产生的现金流量为净流出-24.57 亿元，投资活动现金流持续呈现净流出状态。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为 10.58 亿元，公司经营活动产生的现金流基本满足现阶段的投资需求。

2016 年，公司筹资活动现金流入规模同比有所增长，为 488.30 亿元，同比增长 7.54%，主要是取得借款收到的现金增加所致；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为-28.48 亿元，净流出规模同比大幅增长 206.25%，主要系 2016 年度公司偿还以前年度产生的借款，公司控股股东晋能集团成为融资主体所致。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 20.53 亿元、-5.83 亿元和-8.85 亿元。

整体看，跟踪期内，公司获现能力下降，经营活动现金流有所增长，基本满足现阶段的投资需求；筹资活动现金流呈现净流出状态且

规模有所扩大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率明显下降，2016 年底公司两项指标分别为 43.30% 和 34.28%，较 2015 年底分别下降 18.33 个百分点和 16.24 个百分点；公司经营现金流动负债比为 3.24%，同比有所下降。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 53.44% 和 42.79%，较 2015 年底指标有所反弹。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债指标看，2016 年底，公司 EBITDA 为 30.68 亿元，同比减少 32.85%；受利息支出同比增长、EBITDA 规模减少影响，公司 EBITDA 利息保护倍数为 0.46 倍，较上年的 0.74 倍有所下降，公司 EBITDA 对利息支出的保障能力持续弱化；全部债务/EBITDA 为 36.53 倍，较上年的 22.50 倍有所上升。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径对外担保总金额为 1.85 亿元，担保比例为 0.81%，担保额度不高。

公司与山西国电重组成立晋能集团后，授信交予晋能集团集中管理。截至 2017 年 3 月底，晋能集团共获各银行授信额度 1584.04 亿元，尚未使用额度 874.46 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据煤销集团的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014010600815890S），截至 2017 年 5 月 19 日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息；已结清的信贷信息中有两笔欠息及一笔关注类票据贴现。

6. 抗风险能力

基于对煤炭及物流行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及

公司在外部支持、经营规模、业务垄断性、煤炭资源整合等方面素质的综合判断，整体看，公司综合抗风险能力较强。

十、债权保护条款分析

2013年7月5日，晋能集团（原名为晋能有限责任公司）出具《晋能有限责任公司为山西煤炭运销集团有限公司相关债权人提供连带责任担保书（函）》，承诺为煤销集团截至2013年6月30日前发生但尚未兑付的公司债券、中期票据、非公开定向债务融资工具提供连带责任担保，担保期限自2013年6月30日起，至煤销集团各期债务融资工具分别到期日后满两年之日止，并承诺在条件成熟时，以合法且适当的方式合并重组煤销集团后，在煤销集团主体注销后承接煤销集团全部债务。

公司存续期内的债券由晋能集团提供担保。晋能集团作为担保方，其担保实力极强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

十一、担保人主体长期信用分析

晋能集团是经山西省人民政府批准，由省国资委和11个市国资委出资，于2013年2月25日在原煤销集团与山西国电的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至2017年3月底，晋能集团注册资本为360.00亿元。

晋能集团经营范围：投资煤炭企业；煤焦科技开发、技术转让；自有房屋租赁；能源领域投资；提供煤炭信息咨询服务；煤层气投资；发电、输变电工程的技术咨询；建筑材料、金属材料（除贵金属）、电力设备及相关产品的采购和销售。

截至2016年底，公司合并资产总额2488.48亿元，所有者权益536.22亿元（其中少数股东权益131.82亿元）；2016年公司实现营业收入710.14亿元，利润总额2.62亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额

2534.33亿元，所有者权益535.51亿元（其中少数股东权益132.97亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入216.50亿元，利润总额0.50亿元。

晋能集团由煤销集团和山西国电重组成立，煤销集团为中国最大的煤炭运销企业，山西国电为山西省政府直属的国有独资电力产业集团，山西省国有资产监督管理委员会（下称“山西省国资委”）持有晋能集团64.06%股权，为晋能集团第一大股东和实际控制人³。

在煤炭生产和运销方面，煤炭运销上，山西省内，公司经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过1亿吨，在省外，公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地。煤炭生产上，公司是山西省煤炭资源整合的主要主体之一，通过山西煤销集团兼并重组拥有矿井448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小组办公室批复整合后拥有矿井共165座，占整合后山西省内七大整合主体矿井总数的约30%。

在发电、输配电及新能源板块建设方面，山西国电集团为公司电力板块运营主体，截至2017年3月底，公司已投产可控装机容量488.20万千瓦，在建可控装机容量377.00万千瓦，公司参股11家电厂，权益装机容量（包括在建）990.39万千瓦。公司水电和风电等新能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。公司通过山西国电集团对山西省内12家县级电业局兼并重组，拥有了配电资产，并经营配电业务。截至2017年3月底，公司拥有220KV变电站7座，容量2135MVA，220KV线路356.98KM；110KV变电站46座，容量3850MVA，110线路1512.4KM；35KV变电站66座，容量820.2MVA，35KV线路

³ 晋能集团2016年审计报告中披露，根据《山西省人民政府关于划转晋能集团有限公司股权的通知》（晋政函【2016】64号），山西省11个设区市国资委合计持有的公司35.9439%的国有股权，无偿划转由山西省国资委持有，晋能集团变更为山西省国资委独资公司。截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

1567.8KM。

晋能集团在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政策支持、运销体系等方面的综合优势明显。同时，内部业务架构有待整合优化、资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素也给晋能集团经营及发展带来一定负面影响。

晋能集团的成立有助于强化煤炭业务与下游电力行业衔接，未来随着自有煤炭产能的逐步释放和发电领域项目陆续完工投产后，晋能集团综合竞争力有望提升，进而巩固其行业领先地位。

晋能集团资产以非流动资产为主，整体资产质量较好，但所有权益结构稳定性一般；晋能集团债务负担偏重，且 2016 年上半年行业整体景气度不高影响，公司收入规模持续减小；晋能集团投资活动现金流持续体现为净流出状态，存在较大规模的外部融资需求。

经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十二、存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续公司债券总额为 50 亿元(以下简称“存续债券”)，分别为：公司于 2012 年 1 月发行的额度为 25 亿元，期限为 10 年的公司债(“12 晋煤销债/12 晋煤运”)；2013 年 1 月发行的额度为 25 亿元，期限为 10 年的公司债(“13 晋煤销债/13 晋煤运”)。

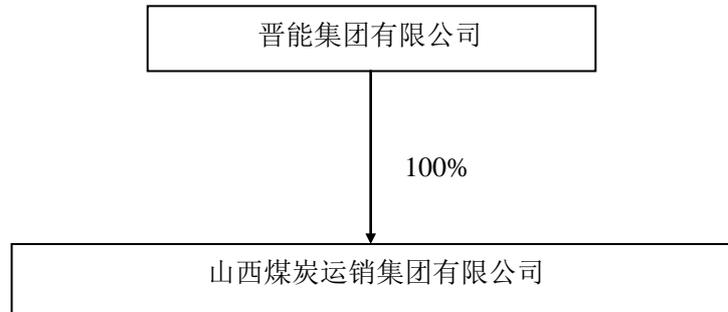
2016 年，公司经营活动现金流入量为 470.88 亿元，为存续债券金额的 9.42 倍，经营活动现金流量净额为 35.15 亿元，为存续债券金额的 0.70 倍；公司 EBITDA 为 30.68 亿元，为存续期债券金额的 0.61 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强；同时，考虑到晋能集团对公司存续期内债券提供本息全额无条件担保，公司对存续债券保障能力强。

十三、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤运”及“13 晋煤销债/13 晋煤运”AAA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	130.53	78.29	77.23	85.01
资产总额(亿元)	1564.00	1619.71	1727.01	1734.27
所有者权益(亿元)	276.99	247.09	230.88	228.53
短期债务(亿元)	361.99	452.27	728.17	569.78
长期债务(亿元)	638.45	575.66	392.49	539.43
全部债务(亿元)	1000.44	1027.93	1120.66	1109.22
营业收入(亿元)	1576.34	516.33	473.90	139.13
利润总额(亿元)	-13.27	-16.25	-11.46	-1.98
EBITDA(亿元)	33.90	45.68	30.68	--
经营性净现金流(亿元)	70.65	27.74	35.15	20.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.97	6.50	6.57	--
存货周转次数(次)	17.74	5.45	4.53	--
总资产周转次数(次)	1.09	0.32	0.28	--
现金收入比(%)	76.80	88.83	78.40	81.84
营业利润率(%)	5.00	8.63	9.49	10.38
总资本收益率(%)	0.85	0.83	0.71	--
净资产收益率(%)	-5.35	-8.87	-6.08	--
长期债务资本化比率(%)	69.74	69.97	62.96	70.24
全部债务资本化比率(%)	78.32	80.62	82.92	82.92
资产负债率(%)	82.29	84.74	86.63	86.82
流动比率(%)	84.59	61.63	43.30	53.44
速动比率(%)	71.05	50.52	34.28	42.79
经营现金流动负债比(%)	11.53	3.53	3.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	0.74	0.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.51	22.50	36.53	--

注：1. 长期应付款中的融资租赁部分已计入公司长期债务；2. 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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%
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
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%

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+一年内到期的非流动负债+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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。