

# 信用等级公告

联合〔2020〕1713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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年六月二十四日



## 山西煤炭运销集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 评级结果：

| 项 目                | 本次<br>级别 | 评级<br>展望 | 上次<br>级别 | 评级<br>展望 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 山西煤炭运销集团<br>有限公司   | AA       | 稳定       | AA       | 稳定       |
| 12 晋煤销债/12 晋煤<br>运 | AAA      | 稳定       | AAA      | 稳定       |
| 13 晋煤销债/13 晋煤<br>运 | AAA      | 稳定       | AAA      | 稳定       |

### 跟踪评级债券概况：

| 债券简称               | 发行规<br>模 | 债券余额     | 到期兑付<br>日 |
|--------------------|----------|----------|-----------|
| 12 晋煤销债/12 晋煤<br>运 | 25 亿元    | 8.20 亿元  | 2022/1/18 |
| 13 晋煤销债/13 晋煤<br>运 | 25 亿元    | 16.81 亿元 | 2023/1/28 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称           | 版本          |
|--------------|-------------|
| 煤炭企业信用评级方法   | V3.0.201907 |
| 煤炭企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级                          | aa <sup>-</sup> |       | 评级结果    |  | AA   |  |
|-------------------------------|-----------------|-------|---------|--|------|--|
| 评价内容                          | 评价结果            | 风险因素  | 评价要素    |  | 评价结果 |  |
| 经营风险                          | B               | 经营环境  | 宏观和区域风险 |  | 2    |  |
|                               |                 |       | 行业风险    |  | 5    |  |
|                               |                 | 自身竞争力 | 基础素质    |  | 2    |  |
|                               |                 |       | 企业管理    |  | 2    |  |
|                               |                 |       | 经营分析    |  | 1    |  |
| 财务风险                          | F3              | 现金流   | 资产质量    |  | 1    |  |
|                               |                 |       | 盈利能力    |  | 2    |  |
|                               |                 |       | 现金流量    |  | 1    |  |
|                               |                 |       | 资本结构    |  | 3    |  |
|                               |                 |       | 偿债能力    |  | 4    |  |
| 调整因素和理由                       |                 |       |         |  | 调整子级 |  |
| 公司是山西省国有大型煤炭企业，地位重要，为政府重点扶持企业 |                 |       |         |  | +1   |  |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 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”）的跟踪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，在股东支持、煤炭资源和运销体系等方面具有综合优势。跟踪期内，随着煤炭产量和煤炭贸易量的增长，公司营业收入稳定增长；同时受益于采矿权评估增值，所有者权益大幅增长。联合资信同时关注到，公司债务负担重、短期偿付压力大等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

未来，公司将加快建设先进产能，实现煤炭产品清洁化，加大原煤洗选加工力度和比重，同时做实做优煤炭贸易产业。

“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。

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

### 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，为政府重点扶持企业。公司实际控制人为山西省国资委，晋能集团和山西省国资委对公司支持力度大。
2. 煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 万吨。
3. 营业收入稳定增长，所有者权益大幅增加。跟踪期内，随着煤炭产量和煤炭贸易量的增长，

分析师：张 博 王宇飞

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

公司营业收入稳定增长，同时受益于采矿权评估增值，公司所有者权益大幅增加。

4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流量对“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”保障能力强，同时担保方晋能集团为公司存续债券提供本息全额无条件担保，提升了存续债券的信用水平。

关注：

1. **安全生产管理压力大。**公司煤炭资源整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，安全生产管理压力大。2020年2月公司子公司山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司发生生产安全事故。
2. **公司有息债务规模很大，整体债务负担重，短期偿债压力大。**截至2020年3月底，公司全部债务1154.75亿元，其中短期债务占75.68%；资产负债率、全部债务资本化比率分别为76.56%、69.02%。
3. **融资成本上升，财务费用增长较快。**“13 晋煤销债/13 晋煤运”的票面利率由发行时的5.25%调整为5.55%，融资成本有所上升；2019年财务费用同比增长28.12%，增长较快。

**主要财务数据：**

| 合并口径           |         |         |         |               |
|----------------|---------|---------|---------|---------------|
| 项 目            | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年<br>3 月 |
| 现金类资产(亿元)      | 93.34   | 96.23   | 61.94   | 68.68         |
| 资产总额(亿元)       | 1771.69 | 1867.14 | 2180.51 | 2211.60       |
| 所有者权益合计(亿元)    | 243.41  | 262.47  | 503.24  | 518.30        |
| 短期债务(亿元)       | 839.14  | 855.99  | 845.92  | 873.93        |
| 长期债务(亿元)       | 329.53  | 327.04  | 291.73  | 280.82        |
| 全部债务(亿元)       | 1168.66 | 1183.03 | 1137.65 | 1154.75       |
| 营业收入(亿元)       | 753.21  | 775.64  | 787.60  | 128.03        |
| 利润总额(亿元)       | 13.39   | 23.39   | 21.29   | 1.01          |
| EBITDA(亿元)     | 101.32  | 103.80  | 112.97  | --            |
| 经营性净现金流(亿元)    | 56.95   | 49.72   | 86.08   | 7.91          |
| 营业利润率(%)       | 11.57   | 14.07   | 14.11   | 15.17         |
| 净资产收益率(%)      | 2.49    | 4.79    | 1.53    | --            |
| 资产负债率(%)       | 86.26   | 85.94   | 76.92   | 76.56         |
| 全部债务资本化比率(%)   | 82.76   | 81.84   | 69.33   | 69.02         |
| 流动比率(%)        | 33.61   | 28.60   | 26.49   | 26.41         |
| 经营现金流动负债比(%)   | 4.76    | 3.90    | 6.22    | --            |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.47    | 1.44    | 1.47    | --            |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 11.53   | 11.40   | 10.07   | --            |

**公司本部（母公司）**

| 项 目          | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年<br>3 月 |
|--------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额(亿元)     | 361.43 | 271.75 | 294.86 | 295.94        |
| 所有者权益(亿元)    | 127.70 | 128.12 | 157.17 | 157.18        |
| 全部债务(亿元)     | 157.39 | 81.77  | 61.33  | 53.15         |
| 营业收入(亿元)     | 2.22   | 2.51   | 2.55   | 0.00          |
| 利润总额(亿元)     | 0.59   | 0.93   | -3.07  | 0.01          |
| 资产负债率(%)     | 64.67  | 52.85  | 46.70  | 46.89         |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.21  | 38.96  | 28.07  | 25.27         |
| 流动比率(%)      | 124.39 | 134.44 | 99.53  | 106.33        |
| 经营现金流动负债比(%) | 127.73 | 100.27 | 25.19  | --            |

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息债务计入长期债务



## 评级历史：

| 债项简称                                      | 债项级别            | 主体级别            | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组      | 评级方法/模型                | 评级报告                 |
|-------------------------------------------|-----------------|-----------------|------|------------|-----------|------------------------|----------------------|
| 12 晋煤销债<br>/12 晋煤运、<br>13 晋煤销债<br>/13 晋煤运 | AAA             | AA              | 稳定   | 2019/6/21  | 张博<br>王宇飞 | 煤炭行业企业<br>主体信用评级<br>方法 | <a href="#">阅读全文</a> |
| 12 晋煤销债<br>/12 晋煤运、<br>13 晋煤销债<br>/13 晋煤运 | AAA             | AA              | 稳定   | 2016/6/24  | 张钰<br>李嘉  | 煤炭行业企业<br>信用分析要点       | <a href="#">阅读全文</a> |
| 12 晋煤销债<br>/12 晋煤运、<br>13 晋煤销债<br>/13 晋煤运 | AAA             | AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2014/1/13  | 钟睿<br>侯煜明 | 煤炭行业企业<br>信用分析要点       | <a href="#">阅读全文</a> |
| 12 晋煤销债<br>/12 晋煤运、<br>13 晋煤销债<br>/13 晋煤运 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2013/9/9   | 钟睿<br>侯煜明 | 煤炭行业企业<br>信用分析要点       | <a href="#">阅读全文</a> |
| 13 晋煤销债<br>/13 晋煤运                        | AAA             | AAA             | 稳定   | 2013/1/9   | 钟睿<br>侯煜明 | —                      | <a href="#">阅读全文</a> |
| 12 晋煤销债<br>/12 晋煤运                        | AAA             | AAA             | 稳定   | 2011/12/27 | 闫昱州<br>钟睿 | —                      | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

## 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2020年3月底，公司注册资本101.56亿元，晋能集团持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

公司主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。截至2020年3月底，公司内设综合办公室、人力资源部、煤炭销售管理部、审计部等部门。

截至2019年底，公司资产总额2180.51亿元，所有者权益（包括少数股东权益176.01亿元）合计503.24亿元；2019年公司实现营业收入787.60亿元，利润总额21.29亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额2211.60亿元，所有者权益（包括少数股东权益183.93亿元）合计518.30亿元；2020年1—3月公司实现营业收入128.03亿元，利润总额1.01亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；

法定代表人：李国彪。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2012年1月发行额度为25亿元的“12 晋煤销债/12 晋煤运”，期限为“7+3”年，附第7年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金中10亿元用于山西河保偏矿区王家岭煤矿及选厂项目，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，发行时票面利率5.94%。2019年1月18日，“12 晋煤销债/12 晋煤运”回售行权16.80亿元，债券余额8.20亿元，票面利率由发行时的5.94%调整为6.40%，12 晋煤销债/12 晋煤运”将于2022年1月18日到期。跟踪期内，公司已按时付息。

公司于2013年1月发行额度为25亿元的“13 晋煤销债/13 晋煤运”，期限为“7+3”年，附第7年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于长安高速公路长治及平顺段项目投资。2020年1月28日，“13 晋煤销债/13 晋煤运”回售行权8.19亿元，债券余额16.81亿元，票面利率由发行时的5.25%调整为5.55%，“13 晋煤销债/13 晋煤运”将于2023年1月28日到期。跟踪期内，公司已按时付息。

“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”由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。

截至2020年3月底，“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”募集资金均已使用完毕，尚需偿还本金合计25.01亿元。

表1 本次跟踪评级债券情况（单位：亿元）

| 债券简称           | 发行金额  | 债券余额  | 募集资金用途              | 到期日        |
|----------------|-------|-------|---------------------|------------|
| 12 晋煤转债/12 晋煤运 | 25.00 | 8.20  | 偿还银行贷款以及用于项目投资和营运资金 | 2022.01.18 |
| 13 晋煤转债/13 晋煤运 | 25.00 | 16.81 | 用于项目投资              | 2023.01.28 |

数据来源：Wind

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| GDP（万亿元）         | 73.6   | 78.7   | 84.0   | 89.2   | 20.7      |
| GDP 增速（%）        | 6.8    | 6.9    | 6.7    | 6.1    | -6.8      |
| 规模以上工业增加值增速（%）   | 6.0    | 6.6    | 6.2    | 5.7    | -8.4      |
| 固定资产投资增速（%）      | 8.1    | 7.2    | 5.9    | 5.4    | -16.1     |
| 社会消费品零售总额增速（%）   | 10.4   | 10.2   | 9.0    | 8.0    | -19.0     |
| 出口增速（%）          | -1.9   | 10.8   | 7.1    | 5.0    | -11.4     |
| 进口增速（%）          | 0.6    | 18.7   | 12.9   | 1.6    | -0.7      |
| CPI 增幅（%）        | 2.0    | 1.6    | 2.1    | 2.9    | 4.9       |
| PPI 增幅（%）        | -1.4   | 6.3    | 3.5    | -0.3   | -0.6      |
| 城镇失业率（%）         | 4.0    | 3.9    | 4.9    | 5.2    | 5.9       |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.6    | 6.5    | 5.6    | 5.0    | 0.5       |
| 公共财政收入增速（%）      | 4.5    | 7.4    | 6.2    | 3.8    | -14.3     |

|             |     |     |     |     |      |
|-------------|-----|-----|-----|-----|------|
| 公共财政支出增速（%） | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |
|-------------|-----|-----|-----|-----|------|

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全



国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、

14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企

业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费

意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一

步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析

### 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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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 58%，大幅高于 27% 的世界平均水平<sup>1</sup>。“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，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

### 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%。

### 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。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015 年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012 年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

### 煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因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。

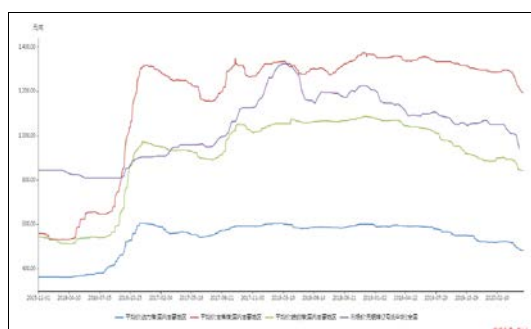
历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格

<sup>1</sup>数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据



双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002-2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。据WIND资讯统计，截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图1 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

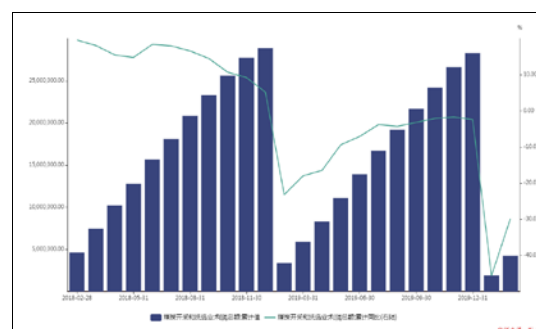
2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降

趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

## 行业经济效益

图2 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

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，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。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。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总

额同比大幅下降,2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损(微利)状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升,煤炭企业的盈利水平大幅改善,大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年,受益于煤炭价格的高位运行,煤炭企业整体盈利水平显著提升。

受煤炭销售价格下滑影响,2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年,煤炭行业(规模以上企业)实现利润总额2830.30亿元,同比下降2.40%。2020年一季度,受疫情影响,煤炭行业(规模以上企业)实现利润总额421.10亿元,同比下降29.90%。

## 2. 行业关注

### 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,行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露,2019年上半年,全国煤矿企业共发生安全生产事故66起,共造成103人死亡。2019年7月以来,四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

### 运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布,华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地,用煤旺季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沿江各省。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。跨省区煤炭调运量约占煤炭

消耗总量的三分之一,连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

### 去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》,2016年以来,煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨,提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成,煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能,优质产能将得到释放,行业供给端将出现一定程度扩张,降低了煤炭价格大幅上涨的可能性,有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下,煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

### 新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来,随着新能源技术的快速发展,以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降,在世界部分国家,已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下,非化石能源发电装机占比逐步提升,煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至2019年底,中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦,其中,非化石能源发电装机占比约为40.79%,较上年底上升1.00个百分点。2019年,中国实现全口径发电量73253亿千瓦时,其中,非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%,同比增长1.54个百分点。

## 3. 行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷,煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段,行业集中度随着行业低谷的市场



出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 101.56 亿元，晋能集团持有公司 100% 股权，公司实际控制人为山西省国资委。

### 2. 企业规模

**公司煤炭资源丰富，煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。**

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量煤炭资源，随着煤炭产能逐年释放，规模效益显现，煤炭生产业务保持较快发展。煤矿遍布全省六大煤田，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等，主要煤种以无烟煤、动力煤、焦煤为主，其中：长治、晋城、阳泉区域以无烟煤为主，临汾、吕梁以焦煤为主，山西北部区域以动力煤为主。截至 2020 年 3 月底，公司地质储量 94 亿吨，矿井 148 座，批复总产能 13330 万吨，其中，在产矿井 68 座，产能 7210 万吨；在建煤矿数量 24 座，产能 2190 万吨；停缓建煤矿数量 56 座，产能 3930 万吨。

表 3 截至 2020 年 3 月底主要煤矿储量明细表（单位：万吨、万吨/年、平方公里）

| 矿井名称   | 生产能力 | 地质储量      | 可采储量     | 井田面积  |
|--------|------|-----------|----------|-------|
| 磁窑沟煤业  | 240  | 16437.00  | 8270.00  | 10.62 |
| 沙坪煤业   | 400  | 66843.00  | 32387.00 | 10.62 |
| 王家岭煤业  | 400  | 76953.34  | 43086.34 | 34.45 |
| 中能煤业   | 240  | 28500.00  | 17380.00 | 40.82 |
| 荆宝煤业   | 120  | 8940.00   | 4590.38  | 10.61 |
| 小常煤业   | 210  | 25792.00  | 5079.30  | 16.64 |
| 福达煤业   | 120  | 6500.20   | 2689.40  | 8.14  |
| 程庄煤业   | 240  | 11042.10  | 5968.13  | 8.95  |
| 二景煤业   | 90   | 3626.70   | 1552.30  | 3.39  |
| 上社煤业   | 210  | 174725.00 | 9288.50  | 12.48 |
| 保安煤业   | 150  | 19364.00  | 9657.00  | 14.32 |
| 吕鑫煤业   | 200  | 4718.00   | 3692.60  | 11.45 |
| 泰安煤业   | 180  | 9964.00   | 4456.90  | 6.1   |
| 泰山隆安煤业 | 240  | 23917.00  | 11959.00 | 20.32 |
| 猫儿沟煤业  | 120  | 15618.00  | 4570.06  | 5.62  |
| 龙峰煤业   | 120  | 10921.00  | 5345.00  | 14.73 |
| 金达煤业   | 150  | 7713.00   | 4542.00  | 9.47  |
| 新工煤业   | 120  | 5875.00   | 3067.00  | 5.45  |
| 锦瑞煤业   | 150  | 4175.00   | 2603.00  | 6.15  |
| 铂龙煤业   | 120  | 5441.00   | 2914.60  | 5.99  |
| 帽帽山煤业  | 180  | 46195.00  | 18120.00 | 17.18 |
| 李家窑煤业  | 120  | 20101.00  | 12124.00 | 14.06 |

|       |     |          |          |       |
|-------|-----|----------|----------|-------|
| 簸箕掌煤业 | 120 | 10597.50 | 7106.20  | 6.37  |
| 大通煤业  | 120 | 12097.00 | 6722.00  | 10.41 |
| 四明山煤业 | 120 | 14732.00 | 7498.00  | 18.66 |
| 鑫基煤业  | 120 | 23296.00 | 10449.00 | 34.51 |
| 盛泰煤业  | 120 | 11148.00 | 5966.00  | 14.55 |
| 兰煜煤业  | 120 | 9496.00  | 7542.00  | 9.68  |
| 四通煤业  | 150 | 18644.00 | 13244.00 | 22.67 |
| 吴兴源   | 120 | 7371.00  | 4951     | 9.34  |

资料来源：公司提供

煤炭运销方面，山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心13个，其中煤炭超市4家，储配中心9家，吞吐规模达4500万吨。

公司控股股东为晋能集团，是山西省七大国有煤企集团之一和山西省重点企业，公司在晋能集团中占有重要地位，可以得到股东的大力支持。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

## 八、重大事项

**2020年2月公司子公司发生生产安全事故，目前事故正在调查中，子公司处于停产状态。**

2020年2月23日，山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司（以下简称“紫金煤业”）6103回风顺槽发生一起顶板冒落事故，造成3人死亡。事故发生后，紫金煤业组织人员进行救援，截至2020年2月25日，三名被困人员已全部救出，但均无生命体征，至此救援工作全部结束。

紫金煤业由煤销集团的全资子公司山西煤炭运销集团晋中有限公司持股51%。紫金煤业属证照齐全的兼并重组整合矿井，批准生产

能力120万吨/年。

山西煤矿安全监察局以晋煤监办发电〔2020〕10号文件对该矿“2.23”较大事故蓄意瞒报进行了通报。

截至2019年9月底，紫金煤业总资产为27.07亿元，净资产为3.39亿元，占煤销集团合并口径总资产及净资产的比例分别为1.44%、1.21%；2019年1—9月，紫金煤业营业收入为0.93亿元，占煤销集团合并口径营业收入的比例为0.17%。紫金煤业顶板事故预计不会对煤销集团生产经营和偿债能力产生重大不利影响。

目前事故正在调查中，紫金煤业120万吨/年产能处于停产状态。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，随着煤炭产量和煤炭贸易量增长，公司营业收入稳定增长；受煤炭生产成本上升影响，煤炭毛利率有所下降。

公司主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。2017—2019 年公司营业收入逐年增长，2019 年实现营业收入 787.60 亿元，同比增长 1.54%。收入构成方面，贸易物流业务作为公司的传统业务，是公司主要的收入来源。2019 年，公司贸易物流板块收入规模同比增长 4.92%至 505.29 亿元，占公司营业收入比重上升至 64.16%；受公司煤炭产能逐步释放，产量有所增加影响，该年度煤炭生产板块收入同比增长 15.51%至 231.17 亿元；公司非煤业务包

括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业，2019 年实现板块收入 41.82 亿元，同比下降 50.85%，系缩减部分经营效益较低的大宗商品贸易所致。

毛利率方面，2019 年煤炭生产板块毛利率为 42.86%，较 2018 年下降 4.46 个百分点，系煤炭生产成本增长所致；作为公司传统业务，贸易物流业务毛利率水平较低，2019 年此项业务毛利率为 4.47%，同比上升 0.39 个百分点；2019 年，公司非煤业务板块毛利率为 17.56%，同比上升 5.09 个百分点，系毛利率低的大宗贸

易划出所致；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。2019 年公司综合毛利率为 16.95%，较 2018 年下降 0.30 个百分点，系煤炭板块毛利率下降所致。

2020 年 1—3 月，公司营业收入 128.03 亿元，同比下降 20.48%，主要系受疫情影响开工率所致；综合毛利率为 18.28%，其中煤炭生产毛利率为 39.52%，贸易物流毛利率为 5.28%，非煤业务毛利率较 2019 年大幅上升系房地产板块利润占比增加所致。

表 4 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017 年 |        |       | 2018 年 |        |       | 2019 年 |        |       | 2020 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   | 收入           | 占比     | 毛利率   |
| 1. 主营业务小计 | 746.79 | 99.15  | 13.62 | 766.80 | 98.86  | 16.30 | 778.28 | 98.82  | 16.58 | 128.03       | 100.00 | 18.28 |
| 煤炭生产      | 170.98 | 22.70  | 44.63 | 200.13 | 25.80  | 47.32 | 231.17 | 29.35  | 42.86 | 45.17        | 35.28  | 39.52 |
| 贸易物流      | 450.92 | 59.87  | 3.12  | 481.59 | 62.09  | 4.08  | 505.29 | 64.16  | 4.47  | 80.82        | 63.13  | 5.38  |
| 非煤业务      | 124.89 | 16.58  | 9.04  | 85.08  | 10.97  | 12.47 | 41.82  | 5.31   | 17.56 | 2.04         | 1.59   | 58.82 |
| 2. 其他业务小计 | 6.42   | 0.85   | 38.32 | 8.83   | 1.14   | 58.78 | 9.32   | 1.18   | 48.27 | -            | -      | -     |
| 合计        | 753.21 | 100.00 | 13.83 | 775.64 | 100.00 | 17.25 | 787.60 | 100.00 | 16.95 | 128.03       | 100.00 | 18.28 |

资料来源：公司提供

## 2. 贸易物流

公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、等方面具有优势，在通道占有、车辆整合、新能源通道建设等方面处于行业领先地位。

在物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，运输方式灵活多样，运输网络辐射广，可实现国内主要用煤区域物流运输全覆盖。截至 2020 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求。公司自购运输车辆 634 辆，运力

约 1.9 万吨；整合社会车辆 14783 辆，整合运力约 44.3 万吨。

从上游客户来看，在山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显，自产煤炭年采购量达 4000 万余吨。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。其中山西省内六大煤炭生产集团（同煤、阳煤、潞安、晋煤、焦煤、山煤）年采购量约 1500 万吨；省内地方煤炭集团（兰花集团、沁新能源、永泰能源、离柳集团、神达集团等）年采购量约 2000 余万吨；省外煤炭生产集团年采购量约 1500 余万吨。

从下游客户情况来看，2019 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：国家能源集团、华能集团、大唐集团、山东魏桥铝电、山西阳光发电、太原钢铁集团、山东信发集团、中石化集团、华润集团、宝钢集团等。

从结算情况来看，公司针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60 天到期结算周期，对其他各类用户实行预收款结算方式。

跟踪期内，公路体制改革人员转岗安置进展顺利。截至 2020 年 3 月底，通过内部转岗、内部退养、外部划转等方式已完成 38505 人的转岗安置工作。

表 5 公司 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月贸易物流情况

| 年份            | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年<br>1—3 月 |
|---------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 贸易量（万吨）       | 10403.00 | 11265.26 | 12419.56 | 2015.71         |
| 收入（亿元）        | 450.92   | 481.59   | 505.29   | 80.82           |
| 综合平均采购成本（元/吨） | 419.92   | 410.04   | 388.86   | 382.77          |
| 综合平均售价（元/吨）   | 433.45   | 427.50   | 406.85   | 400.95          |
| 毛利润（元/吨）      | 13.53    | 17.46    | 17.99    | 18.18           |

资料来源：公司提供

2019 年，公司贸易物流板块贸易量和贸易收入同比均上升。公司贸易物流板块贸易量为 12419.56 万吨，同比增长 10.25%，实现收入 505.29 亿元。贸易物流业务平均售价及采购成本均有不同程度的下降，受采购成本下降相对较快影响，公司贸易物流业务毛利润同比增至 17.99 元/吨。2020 年 1—3 月，公司贸易物流业务贸易量 2015.71 万吨，毛利润 18.18 元/吨。

公司拥有丰富的煤炭运销经验、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。

### 3. 煤炭生产业务

**公司煤炭资源丰富，跟踪期内，煤炭产量稳定增长，煤炭生产成本进一步增加。**

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

截至 2020 年 3 月底，公司地质储量 94 亿吨，矿井 148 座。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，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，公司煤炭产量稳步增长，2019 年，公司煤炭产量为 6701.18 万吨，同比增长 12.58%。2020 年 1—3 月，公司煤炭产量为 1445.78 万吨。煤炭价格保持相对稳定，2019 年煤炭平均售价 369.71 元/吨，2020 年 1—3 月煤炭平均售价下降至 358.87 元/吨。

表 6 公司近年煤炭生产情况

| 项目          | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年<br>1—3 月 |
|-------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 煤炭产量（万吨）    | 4960.41 | 5952.17 | 6701.18 | 1445.78         |
| 煤炭销量（万吨）    | 4665.47 | 5483.50 | 6252.80 | 1258.69         |
| 平均售价（元/吨）   | 366.48  | 364.97  | 369.71  | 358.87          |
| 平均生产成本（元/吨） | 196.06  | 192.25  | 211.25  | 217.05          |

注：2019 年以来煤炭产量口径由原煤产量调整为商品煤产量，并对 2017 年和 2018 年数据进行调整

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，随着公司矿井改扩建进程的加快，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至 2019 年底，以上两项指标均达 100%。公司全员效率逐步提升，截至 2019 年底为 8.5 吨/工。



表 7 公司近年煤炭生产主要指标

| 指标名称      | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 |
|-----------|--------|--------|--------|--------------|
| 全员效率(吨/工) | 7.2    | 7.7    | 8.5    | 8.5          |
| 百万吨死亡率(%) | 0.151  | 0.092  | 0      | 0.207        |

资料来源：公司提供

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，公司安全管理压力较大。

#### 4. 非煤业务及其他业务

**非煤业务及其他业务对收入贡献较小，跟踪期内公司进一步收缩大宗商品贸易。**

公司非煤业务包括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业。公司收缩大宗商品贸易业务，2019 年，公司非煤业务实现收入 41.82 亿元，同比下降 50.85%，非煤业务毛利率上升至 17.56%。

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。2019 年，公司其他业务收入合计为 9.32 亿元，毛利率为 48.27%。公司其他业务收入金额相对较小，且种类繁杂，相比主营业务收入的稳定性和可持续性较低，其他业务收入规模和毛利率变动幅度较大。

#### 5. 经营效率

**公司经营效率一般。**

2017—2019 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三年平均值分别为 26.43 次、5.31 次和 0.41 次，2019 年分别为 36.52 次、4.73 次和 0.39 次。

#### 6. 在建工程及未来发展

**公司在建项目剩余投资额不大，资本支出压力一般。**

截至 2019 年底，公司在建的煤矿项目 24

个，设计产能 2190 万吨，计划总投资 163.55 亿元，截至 2019 年底已投资 145.39 亿元，2020 年计划投资 19.06 亿元，资本支出压力一般。

表 8 在建项目情况（单位：个、万吨、亿元）

| 项目名称   | 计划项目数量 | 计划建设规模 | 计划总投资  | 截至 2019 年底已完成投资 | 2020 年计划投资 |
|--------|--------|--------|--------|-----------------|------------|
| 煤矿建设项目 | 24     | 2190   | 163.55 | 145.39          | 19.06      |

资料来源：公司提供

公司的发展战略属于控股股东晋能集团整体战略的一部分，晋能集团建立以“清洁能源为主业，煤炭、电力（电网）、房地产为辅业，现代服务、金融为新产业”的“一主、三辅、两新”产业体系。煤炭产业方面，一是加快建设先进产能，推进减量置换和减量重组，淘汰产能规模小、开采条件复杂、安全保障不足的落后产能。二是实现煤炭产品清洁化，加大原煤洗选加工力度和比重，2020 年原煤入洗率达到 85%以上。三是建设绿色矿山，减少煤炭开采对环境的影响，煤矸石、矿井水、瓦斯等资源实现无害化处理和综合循环利用，露天矿井的土地复垦和生态修复也要同步跟进。四是做实做优煤炭贸易产业，强化与煤矿、洗选加工企业的中长期合作，建立包销、代销、贸易采购等战略合作关系。

## 十、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2020 年一季度财务报告未经审计。合并范围方面，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 481 家，新增 11 家，因处置、注销或转让不再包括 24 公司，净减少 13 家，2020 年一季度合并范围未发生变化。总体来，合并范围变化对公司财务数据

影响较小，财务可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 2180.51 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 176.01 亿元）合计 503.24 亿元；2019 年公司实现营业收入 787.60 亿元，利润总额 21.29 亿元。

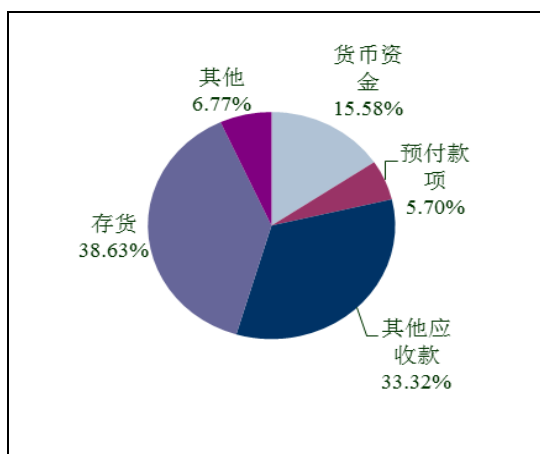
截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 2211.60 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 183.93 亿元）合计 518.30 亿元；2020 年 1—3 月公司实现营业收入 128.03 亿元，利润总额 1.01 亿元。

## 2. 资产质量

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，受采矿权评估增值影响，无形资产大幅增长；流动资产中，货币资金较充足，其他应收款、存货和预付账款占比大。公司资产流动性一般，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长率为 10.94%。截至 2019 年底，公司资产总额 2180.51 亿元，较上年底增长 16.78%；其中流动资产占比 16.81%，非流动资产占比 83.19%，跟踪期内，公司非流动资产占比进一步提高。

图3 2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

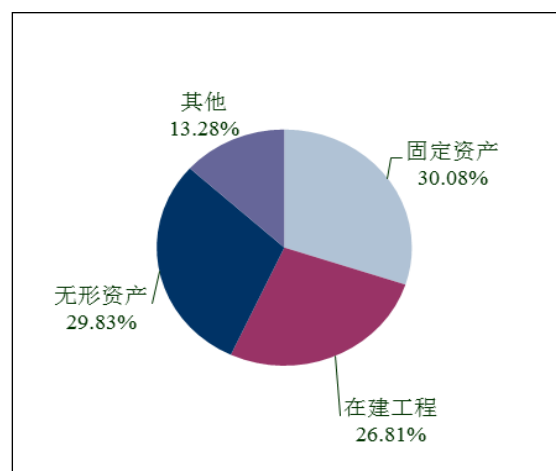
截至 2019 年底，公司流动资产为 366.63 亿元，较上年底增长 0.47%，主要是其他应收

款和存货增加所致，公司流动资产主要由货币资金（占 15.58%）、预付款项（占 5.70%）、其他应收款（占 33.32%）和存货（占 38.63%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 57.13 亿元，较上年底下降 15.17%，其中受限制的货币资金 14.60 亿元，主要为银行承兑汇票保证金等，受限比例一般；预付款项为 20.91 亿元，较上年底下降 48.83%，主要系预付款项结算及收回部分未结算预付款项所致；其他应收款（合计）为 122.15 亿元，较上年底增长 61.08%，主要系子公司的内部单位存款从煤销集团本部转入晋能集团本部。其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占 57.28%，1~2 年的占 8.62%，2~3 年的占 13.77%，其余为 3 年以上，公司对其他应收款计提坏账准备 20.90 亿元；公司存货账面价值 141.61 亿元，较上年底增长 4.96%，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 0.84 亿元，主要是对原材料、库存商品计提的跌价准备。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 1813.88 亿元，较上年底增长 20.75%，主要系无形资产增加所致。公司非流动资产主要由以固定资产（占 30.08%）、在建工程（占 26.81%）和无形资产（占 29.83%）构成。

图4 2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司固定资产为 545.53 亿元，较上年底增长 5.29%，主要为房屋、建筑物、机器设备和运输工具等，固定资产累计计提折旧为 237.03 亿元，固定资产成新率一般；在建工程为 486.37 亿元，较上年底增长 5.45%，主要系四通煤业石凹河基建、120 万吨铂龙基建矿井等项目；无形资产为 541.02 亿元，较上年底增长 78.24%，主要系采矿权评估增值所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 47.78 亿元。其中货币资金受限金额为 14.60 亿元，主要系银行承兑汇票保证金等；应收票据受限金额为 0.80 亿元，主要用于质押；固定资产受限金额为 8.59 亿元，主要用于售后回租业务和抵押借款；无形资产受限金额为 23.79 亿元，主要用于借款抵押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 2211.60 亿元，较 2019 年底增长 1.43%。其中流动资产占 16.87%，非流动资产占 83.13%，资产构成较 2019 年底变化不大。其中货币资金为 62.89 亿元，较 2019 年底增长 10.07%；无形资产为 563.33 亿元，较 2019 年底增长 4.12%。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

**受益于采矿权评估增值，公司资本公积大幅增长，所有者权益稳定性较好。**

截至 2019 年底，公司所有者权益合计为 503.24 亿元（含少数股东权益 176.01 亿元），较上年底增长 91.73%，主要系资本公积增加所致。公司实收资本为 101.56 亿元（占归属母公司所有者权益的 31.04%）。公司资本公积为 195.51 亿元（占归属母公司所有者权益的 59.75%），较上年底增长 1246.05%，主要系矿井资产评估增值导致资本公积增加所致，公司所属 13 个二级子公司对采矿权价值进行重估，根据重估后价值入账，增加资本公积 172.55 亿元；接收山西统配煤炭物流有

限公司划转资产，增加资本公积 8.39 亿元。公司未分配利润 15.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 518.30 亿元。

#### 负债

**跟踪期内，公司有息债务规模仍很大，整体债务负担重；短期债务占比较高，短期偿债压力大；受采矿权评估增值影响，债务指标有所好转。**

截至 2019 年底，公司负债总额为 1677.28 亿元，较上年底增长 4.52%，主要系短期借款和其他应付款增长所致，其中流动负债占比上升至 82.50%，非流动负债占 17.50%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 1383.78 亿元，较上年底增长 8.46%，主要包括短期借款（占 58.15%）、应付账款（占 8.19%）和其他应付款（占 22.24%）。公司短期借款为 804.64 亿元，较上年底增长 3.85%，主要由保证借款和信用借款构成；公司应付账款 113.37 亿元，较上年底增长 7.18%；公司其他应付款 307.75 亿元，较上年底增长 57.38%，主要系往来款增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 293.50 亿元，较上年底下降 10.73%，主要由长期借款（占 71.78%）、应付债券（占 11.26%）和长期应付款（占 16.36%）构成。公司长期借款 210.66 亿元，较上年底下降 4.74%，主要为信用借款；应付债券 33.05 亿元，为“12 晋煤销债”和“13 晋煤销债”；长期应付款为 48.02 亿元，较上年底下降 14.42%，主要为融资租赁款。

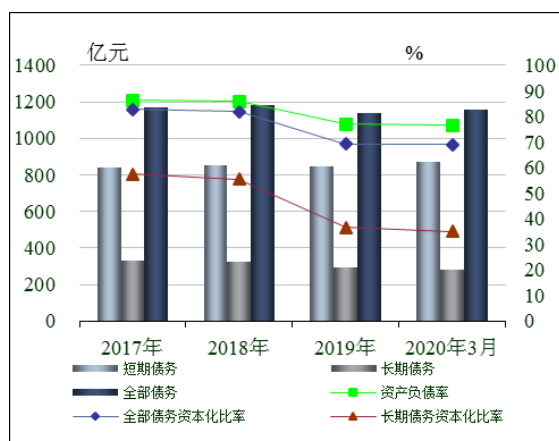
截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 1693.30 亿元，较 2019 年底小幅增长，从负债构成来看，较 2019 年底变化不大。

有息债务方面，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。跟踪期内，公司债务规模有所下降，截至 2019 年底，公司全部债务规模为 1137.65 亿元，较上年底下降 3.84%，从债务构成来看，短期债务占比

74.36%、长期债务占比为 25.64%，公司债务以短期债务为主，短期偿债压力大。

从债务指标来看，截至 2019 年底，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均有所下降，分别为 76.92%、69.33%和 36.70%，较 2018 年底分别下降 9.02 个百分点、12.51 个百分点和 18.78 个百分点，债务指标下降主要系采矿权评估增值影响。

图5 公司有息债务情况



截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 1154.75 亿元，较 2019 年底小幅增长 1.50%，其中，短期债务占 75.68%，长期债务占 24.32%；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 76.56%、69.02%和 35.14%。

#### 4. 盈利能力

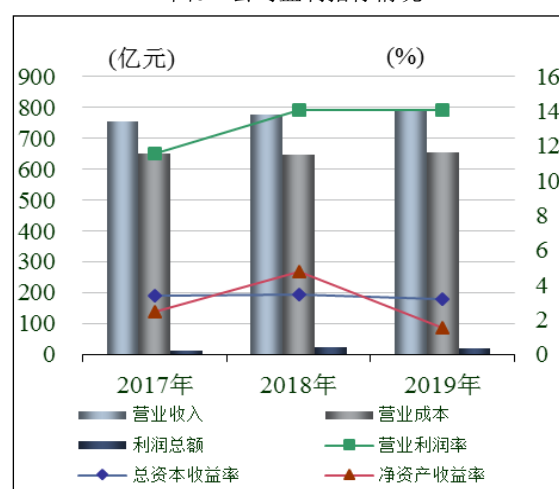
跟踪期内，公司煤炭生产及贸易物流收入上涨，同时财务费用增长较快，非经常性损益对利润影响程度一般，盈利能力仍较弱；受疫情影响，公司 2020 年 1—3 月营业收入和利润总额同比大幅下降。

由于公司煤炭生产和贸易物流板块收入增加，2019 年公司营业收入同比增长 1.54%至 787.60 亿元；营业成本 654.09 亿元，同比增长 1.34%；期间费用占营业收入 12.09%，财务费用同比增长 28.12%，主要系在建工程转固导致费用化利息支出增加；同期，实现利润总额 21.29 亿元，同比下降 8.99%。受疫情影响，2020

年 1—3 月，公司实现营业收入 128.03 亿元，同比下降 20.48%；利润总额 1.01 亿元，同比下降 81.40%。

非经常性损益方面，2019 年公司投资收益 2.15 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益及可供出售金融资产等取得的投资收益；2019 年，公司实现营业外收入 6.93 亿元，同比增长 7.25%，主要为往来转收入、罚没补偿收入、政府补助等，非经常损益对利润总额影响一般。

图6 公司盈利指标情况



从盈利指标来看，近年来公司营业利润率呈上升趋势，2019 年为 14.11%，同比增长 0.04 个百分点；总资本收益率和净资产收益率于 2019 年有所下降，分别为 3.20%和 1.53%，同比分别下降 0.26 个百分点和 3.26 个百分点，净资产收益率同比下降较大系受资本公积大幅增长所致。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司经营获现能力有所提升，能够满足现阶段的投资需求；由于偿还债务支出较大，筹资活动现金流呈现净流出。

从经营活动来看，2019 年公司经营活动产生的现金流入量为 1121.36 亿元，经营活动现金流量净额 86.08 亿元，经营获现能力有所增强。收到其他与经营活动有关的现金、支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要系公司收到晋能集团下拨的资金与晋能集团对公



司资金的归集，2019 年公司现金收入比 117.26%，收入实现质量好。

从投资活动来看，2019 年公司投资活动支出规模较之前年度变化较小，投资活动现金流出量为 50.25 亿元，系矿井建设投资。投资活动产生的现金流量净额为-43.43 亿元，投资活动现金流净流出规模变化不大。

2019 年，公司筹资活动前现金流为 42.65 亿元，经营活动净流入可以满足投资需要。筹资活动现金流量净额为-38.81 亿元，净流出规模继续扩大，系偿还债务所致。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目         | 2017 年 | 2019 年 | 2019 年  | 2020 年 1-3 月 |
|------------|--------|--------|---------|--------------|
| 经营活动现金流入量  | 960.66 | 971.36 | 1121.36 | 125.92       |
| 经营活动现金流出量  | 903.71 | 921.64 | 1035.27 | 118.02       |
| 经营活动现金流量净额 | 56.95  | 49.72  | 86.08   | 7.91         |
| 投资活动现金流入量  | 33.50  | 7.13   | 6.81    | 1.26         |
| 投资活动现金流出量  | 54.67  | 51.59  | 50.25   | 7.98         |
| 投资活动现金流量净额 | -21.16 | -44.46 | -43.43  | -6.72        |
| 筹资活动现金流入量  | 713.00 | 688.31 | 566.45  | 83.19        |
| 筹资活动现金流出量  | 738.20 | 715.86 | 605.26  | 78.62        |
| 筹资活动现金流量净额 | -25.20 | -27.55 | -38.81  | 4.57         |
| 筹资活动前现金流   | 35.79  | 5.26   | 42.65   | 1.19         |

资料来源：公司财务报告

2020 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 7.91 亿元、-6.27 亿元和 4.57 亿元。

## 6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现弱，短期支付压力大，考虑到晋能集团对公司支持力度较大，公司实际偿债能力好于指标值。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率有所下降，2019 年底

公司两项指标分别为 26.49%和 16.26%，较 2018 年底分别下降 2.11 个百分点和 1.77 个百分点；公司经营现金流流动负债比为 6.22%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 26.41%和 16.38%，现金类资产/短期债务为 0.08 倍，现金类资产对短期债务保障能力弱。整体看，公司短期偿债指标表现弱，短期偿付压力大。

从长期偿债指标看，2019 年底，公司 EBITDA 为 112.97 亿元，同比增长 8.83%；公司 EBITDA 利息保护倍数为 1.47 倍，全部债务/EBITDA 为 10.07 倍，长期偿债指标表现较弱，考虑到晋能集团对公司支持力度较大，公司实际偿债能力好于指标值。

表 10 截至 2019 年底公司对外担保情况

| 被担保企业           | 担保金额（万元） |
|-----------------|----------|
| 浑源县恒山陶瓷厂        | 230.00   |
| 姚根荣             | 1000.00  |
| 阳泉市义井煤炭运销有限责任公司 | 4899.00  |
| 平定县如海洗煤有限公司     | 1920.00  |
| 平定县天利洁净煤有限公司    | 1950.00  |
| 孟县牛村镇工业公司       | 3220.00  |
| 合计              | 13219.00 |

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司合并口径对外担保总金额为 1.32 亿元，担保比例为 0.26%，被担保人经营情况正常，或有负债风险小。公司与山西国电重组成立晋能集团后，授信授予晋能集团集中管理。

截至 2020 年 3 月底，晋能集团共获各银行授信额度 1548.82 亿元，尚未使用额度 823.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2020 年 5 月 25 日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息。

## 8. 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，以及公司在股东支持、经营规模、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很强。

#### 9. 母公司财务分析

公司本部资产主要是其他应收款和长期股权投资，负债水平一般，收入规模较小，经营活动获现能力弱，公司本部与子公司资金来往密切；同时公司本部对子公司控制力度较强，偿债能力有保障。

截至2019年底，公司本部资产总额294.86亿元，其中流动资产94.85亿元，以其他应收款为主，为94.29亿元；非流动资产200.01亿元，主要以长期股权投资为主，为165.32亿元。公司本部负债总额137.69亿元，流动负债95.30亿元，主要由其他应付款（74.22亿元）和一年内到期的非流动负债（14.61亿元）构成；非流动负债42.39亿元，主要由长期借款（8.67亿元）和应付债券（33.05亿元）构成。公司本部资产负债率为46.70%，全部债务资本化比率为28.07%，债务负担较轻。

2019年公司本部实现营业收入2.55亿元，利润总额-3.07亿元。经营活动现金流净额为24.00亿元，主要系往来款。

### 十一、担保人主体长期信用分析

晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）是经山西省人民政府批准，由山西省国资委和11个市国资委出资，于2013年2月25日在原山西煤炭运销集团有限公司与山西国际电力集团有限公司的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至2020年3月底，晋能集团注册资本为360.00亿元。山西省国有资本投资运营有限公司持有晋能集团64.06%股权，晋能集团实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

在煤炭生产和运销方面，晋能集团整合矿

区井田规划总面积1293平方公里，地质储量118亿吨，矿井152座，2019年煤炭产量为7447.12万吨。在贸易物流方面，晋能集团拥有煤炭超市和煤炭储配中心13个，其中煤炭超市4家，储配中心9家，吞吐规模达4500万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求。晋能集团自购运输车辆634辆，运力约1.9万吨；整合社会车辆14783辆，整合运力约44.3万吨。

在发电、售电方面，截至2020年3月底，公司已投产控股装机容量593.20万千瓦，在建控股装机容量70万千瓦，参股11家电厂，权益装机容量（包括在建）805.71万千瓦。晋能集团拥有变电站119座，其中220kV变电站6座，容量1830MVA，220kV线路357km；110KV变电站46座，容量3850MVA，110KV线路1526km；35kV变电站67座，容量919.65MVA，35kV线路1576KM。

截至2019年底，晋能集团合并资产总额2945.37亿元，所有者权益855.40亿元（其中少数股东权益242.32亿元）；2019年晋能集团实现营业收入1058.05亿元，利润总额41.82亿元。

截至2020年3月底，晋能集团合并资产总额3007.77亿元，所有者权益902.84亿元（其中少数股东权益252.02亿元）；2020年1—3月晋能集团实现营业收入204.59亿元，利润总额3.43亿元。

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、存续债券偿还能力分析

“12晋煤销债/12晋煤运”和“13晋煤销债/13晋煤运”（以下简称“存续债券”）余额合计25.01亿元。2019年，公司经营活动现金流入量为1121.36亿元，为存续债券金

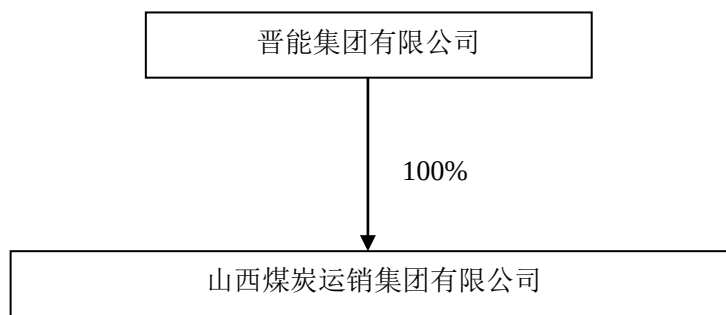
额的 44.84 倍，经营活动现金流量净额为 86.08 亿元，为存续债券金额的 3.44 倍；公司 EBITDA 为 112.97 亿元，为存续期债券金额的 4.52 倍。同期，晋能集团经营活动现金流入量为 1288.08 亿元，为存续债券金额的 51.50 倍，经营活动现金流量净额为 102.55 亿元，为存续债券金额的 4.10 倍。考虑到晋能集团对公司存续期内债券提供本息全额无条件担保，有效提升对存续债务的保障能力，同时公司 EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”分别于 2022 年和 2023 年到期，集中兑付压力不大。

### 十三、结论

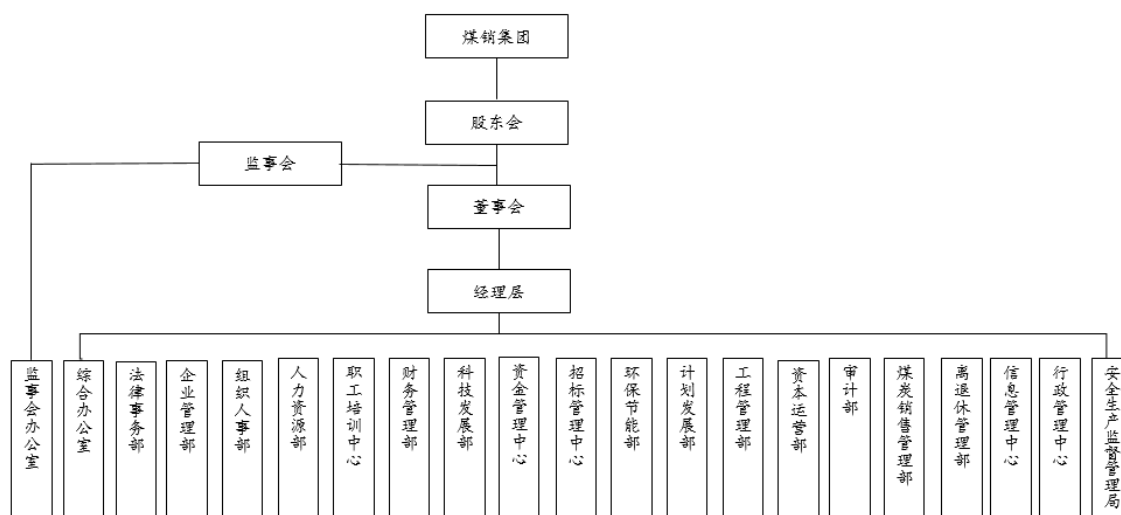
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤运”和“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构





附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



**附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况表**

| 子公司名称                  | 公司直接持股比例 | 注册资本<br>(万元) | 主营业务                                      |
|------------------------|----------|--------------|-------------------------------------------|
| 山西煤炭运销集团装备租赁有限责任公司     | 100.00%  | 10000.00     | 租赁业务                                      |
| 山西煤运省外煤焦经销有限公司         | 30.00%   | 2000.00      | 煤炭信息咨询                                    |
| 山西省煤炭生活服务总公司           | 100.00%  | 168.00       | 租赁收入                                      |
| 山西煤源综合经营中心             | 100.00%  | 600.00       | 服务费、铁矿粉收入                                 |
| 山西煤炭通信有限公司             | 100.00%  | 600.00       | 固定电信业务                                    |
| 海南万全投资有限公司             | 13.64%   | 2200.00      | 短期投资收入、代理销售费                              |
| 山西煤炭运销集团榆园安全生产培训有限公司   | 100.00%  | 300.00       | 安全生产培训                                    |
| 山西榆园大酒店有限责任公司          | 100.00%  | 6000.00      | 餐饮住宿                                      |
| 山西煤炭运销集团东大能源有限公司       | 100.00%  | 10000.00     | 能源项目建设,煤炭开采                               |
| 山西煤炭运销集团榆园温泉度假村有限公司    | 65.35%   | 11067.24     | 餐饮住宿                                      |
| 山西灏鼎能源投资有限公司           | 14.29%   | 5600.00      | 投资咨询                                      |
| 太原煤炭交易市场(有限公司)         | 97.92%   | 2408.00      | 煤炭贸易                                      |
| 山西煤炭运销集团锦华后勤服务有限公司     | 100.00%  | 3000.00      | 销售服务                                      |
| 山西省煤炭运销集团晋东南铁路煤炭销售有限公司 | 70.50%   | 38000.00     | 无                                         |
| 山西晋华煤炭运销有限公司           | 39.74%   | 3000.00      | 煤炭销售                                      |
| 山西煤炭运销集团晋能煤矿工程有限公司     | 100.00%  | 2000.00      | 土建、机电安装                                   |
| 山西省煤炭运销集团晋神煤炭经营有限公司    | 51.00%   | 5000.00      | 煤炭贸易                                      |
| 山西省煤炭运销集团晋通煤炭物流有限公司    | 60.00%   | 3000.00      | 煤炭销售、道路运输                                 |
| 山西煤炭运销集团科学技术研究有限公司     | 100.00%  | 1000.00      | 设计编制                                      |
| 山西美伦美韵文化有限公司           | 51.00%   | 600.00       | 广告收入                                      |
| 山西王家岭煤业有限公司            | 76.00%   | 85800.00     | 煤炭销售                                      |
| 山西煤销集团忻保高速公路发展有限公司     | 97.70%   | 279900.00    | 公路的投资及管理、维护;设计、制作、代理、发布国内路牌、灯箱、条幅、印刷品广告业务 |
| 山西煤炭运销集团新疆能源开发有限公司     | 100.00%  | 20000.00     | 无                                         |
| 山西煤炭运销集团信息工程有限公司       | 100.00%  | 500.00       | 工程收入、维护费收入                                |
| 山西雪豹押运护卫有限公司           | 51.00%   | 1000.00      | 押运服务                                      |
| 山西省晋神能源有限公司            | 51.00%   | 57400.00     | 煤炭销售                                      |
| 山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司     | 41.00%   | 37000.00     | 各矿咨询管理服务                                  |
| 山西煤炭运销集团大同晋银矿业有限公司     | 62.61%   | 14260.74     | 银矿开采、银、锌、铅、硫磺、石及其精粉加工销售                   |
| 山西煤炭运销集团运城有限公司         | 100.00%  | 2000.00      | 煤炭经销                                      |
| 山西煤炭运销集团太原有限公司         | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭经销                                      |
| 山西煤炭运销集团晋中南铁路煤炭销售有限公司  | 75.27%   | 37600.00     | 煤炭销售                                      |
| 山西煤炭运销集团晋中有限公司         | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭销售                                      |
| 山西三元资产经营管理有限公司         | 54.60%   | 32900.00     | 煤炭销售                                      |
| 山西煤炭运销集团临汾有限公司         | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭销售、货物运输                                 |
| 山西煤炭运销集团阳泉有限公司         | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭经销                                      |
| 山西煤炭运销集团朔州有限公司         | 100.00%  | 5000.00      | 煤炭销售                                      |

| 子公司名称                | 公司直接持股比例 | 注册资本<br>(万元) | 主营业务             |
|----------------------|----------|--------------|------------------|
| 山西煤炭运销集团晋城有限公司       | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭销售             |
| 山西煤炭运销集团忻州有限公司       | 100.00%  | 2000.00      | 物资销售             |
| 山西煤炭大厦               | 100.00%  | 6000.00      | 租赁收入             |
| 晋能房地产有限公司            | 65.01%   | 92724.00     | 房地产开发、销售         |
| 山西省煤炭运销集团晋昌源煤炭经营有限公司 | 75.93%   | 2700.00      | 煤炭销售             |
| 山西煤炭运销集团国际贸易有限公司     | 90.00%   | 1000.00      | 焦炭、铁矿砂、金属材料      |
| 太原聚瑞能源有限责任公司         | 100.00%  | 2000.00      | 煤炭销售             |
| 山西煤炭运销集团吕梁有限公司       | 100.00%  | 22000.00     | 煤炭贸易业务-公路贸易      |
| 山西煤炭运销集团长治有限公司       | 100.00%  | 2000.00      | 煤炭贸易             |
| 山西晋能装备产业有限公司         | 100.00%  | 37610.00     | 集团内部贷款           |
| 山西煤炭运销集团大同有限公司       | 100.00%  | 20000.00     | 煤炭销售、采煤物资、煤炭公路贸易 |

## 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项目             | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |         |            |
| 现金类资产(亿元)      | 93.34   | 96.23   | 61.94   | 68.68      |
| 资产总额(亿元)       | 1771.69 | 1867.14 | 2180.51 | 2211.60    |
| 所有者权益合计(亿元)    | 243.41  | 262.47  | 503.24  | 518.30     |
| 短期债务(亿元)       | 839.14  | 855.99  | 845.92  | 873.93     |
| 长期债务(亿元)       | 329.53  | 327.04  | 291.73  | 280.82     |
| 全部债务(亿元)       | 1168.66 | 1183.03 | 1137.65 | 1154.75    |
| 营业收入(亿元)       | 753.21  | 775.64  | 787.60  | 128.03     |
| 利润总额(亿元)       | 13.39   | 23.39   | 21.29   | 1.01       |
| EBITDA(亿元)     | 101.32  | 103.80  | 112.97  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 56.95   | 49.72   | 86.08   | 7.91       |
| <b>财务指标</b>    |         |         |         |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 12.16   | 19.13   | 36.52   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 6.52    | 5.46    | 4.73    | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.43    | 0.43    | 0.39    | --         |
| 现金收入比(%)       | 122.55  | 117.98  | 117.26  | 89.71      |
| 营业利润率(%)       | 11.57   | 14.07   | 14.11   | 15.17      |
| 总资本收益率(%)      | 3.42    | 3.46    | 3.20    | --         |
| 净资产收益率(%)      | 2.49    | 4.79    | 1.53    | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 57.52   | 55.48   | 36.70   | 35.14      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 82.76   | 81.84   | 69.33   | 69.02      |
| 资产负债率(%)       | 86.26   | 85.94   | 76.92   | 76.56      |
| 流动比率(%)        | 33.61   | 28.60   | 26.49   | 26.41      |
| 速动比率(%)        | 25.14   | 18.03   | 16.26   | 16.38      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 4.76    | 3.90    | 6.22    | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.47    | 1.44    | 1.47    | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 11.53   | 11.40   | 10.07   | --         |

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入公司长期债务



## 附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 8.21   | 2.14   | 0.56   | 0.55       |
| 资产总额(亿元)       | 361.43 | 271.75 | 294.86 | 295.94     |
| 所有者权益合计(亿元)    | 127.70 | 128.12 | 157.17 | 157.18     |
| 短期债务(亿元)       | 80.77  | 16.31  | 19.61  | 5.00       |
| 长期债务(亿元)       | 76.62  | 65.46  | 41.72  | 48.15      |
| 全部债务(亿元)       | 157.39 | 81.77  | 61.33  | 53.15      |
| 营业收入(亿元)       | 2.22   | 2.51   | 2.55   | 0.00       |
| 利润总额(亿元)       | 0.59   | 0.93   | -3.07  | 0.01       |
| EBITDA(亿元)     | --     | --     | --     | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 199.46 | 77.76  | 24.00  | 10.39      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 9.74   | 25.13  | --     | --         |
| 存货周转次数(次)      | --     | --     | --     | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.01   | 0.01   | 0.01   | --         |
| 现金收入比(%)       | 108.48 | 0.08   | 0.00   | --         |
| 营业利润率(%)       | 90.82  | 90.49  | 97.98  | --         |
| 总资本收益率(%)      | --     | --     | --     | --         |
| 净资产收益率(%)      | 0.31   | 0.79   | -1.89  | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 37.50  | 33.82  | 20.98  | 23.45      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 55.21  | 38.96  | 28.07  | 25.27      |
| 资产负债率(%)       | 64.67  | 52.85  | 46.70  | 46.89      |
| 流动比率(%)        | 124.39 | 134.44 | 99.53  | 106.33     |
| 速动比率(%)        | 124.39 | 134.44 | 99.53  | 106.33     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 127.73 | 100.27 | 25.19  | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | --     | --     | --     | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | --     | --     | --     | --         |

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

### 附件 3 同行业企业对比数据

| 发行人                  | 山西煤炭运销集团有限公司 | 中煤新集能源股份有限公司 | 冀中能源邯郸矿业集团有限公司 |
|----------------------|--------------|--------------|----------------|
| 企业性质                 | 地方国有企业       | 中央国有企业       | 地方国有企业         |
| 综合毛利率(%) (2019 年)    | 16.95        | 40.60        | 4.61           |
| 销售债权周转次数(次) (2019 年) | 36.52        | 16.91        | 16.14          |
| 财务数据时点               | 2019 年       |              |                |
| 资产总额(亿元)             | 2180.51      | 279.77       | 201.81         |
| 所有者权益(亿元)            | 503.24       | 68.32        | 45.08          |
| 营业收入(亿元)             | 787.60       | 92.24        | 140.04         |
| 利润总额(亿元)             | 21.29        | 16.09        | 0.43           |
| 经营活动现金流净额(亿元)        | 86.08        | 34.34        | 0.45           |
| 资产负债率(%)             | 76.92        | 75.58        | 77.66          |

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                                                         |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                              |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 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      |                                                                                              |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                              |
| 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%                                                                     |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                              |
| 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%                                                                               |
| 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-税金及附加) / 营业收入×100%                                                                |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                              |
| 资产负债率           | 负债总额/资产总计×100%                                                                               |
| 全部债务资本化比率       | 全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                                                               |
| 长期债务资本化比率       | 长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%                                                                    |
| 担保比率            | 担保余额/所有者权益×100%                                                                              |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                  |
| 全部债务 / EBITDA   | 全部债务 / EBITDA                                                                                |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×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+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

## 附件 5-1 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 5-2 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。

## 附件 5-3 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 |