

跟踪评级公告

联合[2013] 1337号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级由AAA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“10晋煤运MTN1”、“10晋煤运MTN2”、“11晋煤运MTN1”、“12晋煤销债”、“12晋煤运MTN1”及“13晋煤销债”的信用等级由AAA调整为AA⁺。

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

<http://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⁺ 上次评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 本次评级展望: 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
10 晋煤运 MTN1	10 亿元	2010/4/23~2015/4/23	AA ⁺	AAA
10 晋煤运 MTN2	10 亿元	2010/1/5~2016/1/5	AA ⁺	AAA
11 晋煤运 MTN1	20 亿元	2011/4/20~2016/4/20	AA ⁺	AAA
12 晋煤销债	25 亿元	2012/1/18~2022/1/18	AA ⁺	AAA
12 晋煤运 MTN1	30 亿元	2012/4/28~2017/4/28	AA ⁺	AAA
13 晋煤销债	25 亿元	2013/1/28~2023/1/28	AA ⁺	AAA

跟踪评级时间: 2013 年 9 月 9 日

财务数据:

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 7 月	*13 年 7 月
现金类资产(亿元)	249.56	256.23	229.45	197.54	164.38
资产总额(亿元)	966.42	1113.17	1359.91	1497.83	1214.63
所有者权益(亿元)	263.94	312.56	366.88	381.63	303.14
短期债务(亿元)	52.44	67.22	168.56	89.24	66.97
全部债务(亿元)	393.62	488.99	744.70	855.63	815.17
营业收入(亿元)	1327.88	1586.09	1850.05	1264.64	1060.72
利润总额(亿元)	53.55	53.81	36.81	11.27	5.28
EBITDA(亿元)	83.66	105.30	92.10	--	--
经营性净现金流(亿元)	30.26	40.38	-30.85	72.03	61.90
营业利润率(%)	10.81	12.11	8.51	6.59	6.13
净资产收益率(%)	13.75	9.10	4.86	--	--
资产负债率(%)	72.69	71.92	73.02	74.52	75.04
全部债务资本化比率(%)	59.86	61.01	67.00	69.16	72.89
流动比率(%)	207.33	215.91	172.94	219.48	363.36
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	4.64	8.09	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.93	3.41	2.61	--	--
经营现金流动负债比(%)	8.52	10.78	-7.75	--	--

注: 1、*13 年 7 月模拟财务数据依据模拟山西煤炭运销集团有限公司剔除 12 家资产重组子公司及山西焦炭(集团)有限公司后的财务数据计算而得;

2、13 年 7 月财务数据和*13 年 7 月模拟财务数据未经审计。

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、运销体系等方面的综合优势。联合资信同时关注到重大资产重组进程存在一定不确定因素、公司整合矿井多、资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

跟踪期内,公司煤炭资源储量、自产煤产量和煤炭内销量均快速提升,带动公司整体收入及利润规模稳步增长。未来,随着公司整合矿井的逐步投产,公司自产煤炭产量有望持续提升,有助于增强公司的盈利能力。

跟踪期内,公司进行重大资产重组,公司下属 12 家子公司划转至山西国际电力集团有限公司(下称“山西国电集团”)并签订《股权托管协议》,约定在特定期限内保持对 12 家子公司的实际控制及合并财务报表。联合资信认为,根据托管协议,在托管期限截止日(含)之前,公司综合偿债能力受资产划转影响小;在托管期限截止日后,公司失去对 12 家子公司的实际控制权,对公司盈利能力影响较大,债务负担小幅上升,整体经营及财务状况受到一定负面影响,综合抗风险能力有所弱化。

公司存续期内的债券由晋能有限责任公司(以下简称“晋能公司”)提供连带责任担保,晋能公司正在资产重组中,现阶段未有经审计的财务报表及相关完备性资料,其主体长期信用等级暂无法判断。鉴于晋能公司已持有山西国电集团 100% 股权,其担保对公司存续期债券的到期偿付有一定帮助。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用

分析师

钟睿 侯煜明

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

等级由 AAA 调整为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并相应将“10 晋煤运 MTN1”、“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债”、“12 晋煤运 MTN1”及“13 晋煤销债”的信用等级由 AAA 调整为 AA⁺。

优势

1. 公司在资源禀赋、政策支持、运销体系等方面的具有综合优势。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省, 运销能力突出, 公路煤炭贸易在省内具有垄断优势。
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, 煤炭内销量及营业收入快速增长。

关注

1. 本次资产重组事项及进度受主管部门审批影响较大, 后续进展有待明确。
2. 12家子公司及焦炭集团划拨后, 对公司盈利能力影响较大, 公司整体经营及财务状况受到一定负面影响, 综合抗风险能力有所弱化, 公司债务规模快速增加, 债务负担偏重。
3. 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, 存在一定安全及管理压力。

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、本跟踪评级结果自公布之日起 12 个月内有效；根据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之合并式重组事项的实际进展情况及后续评级结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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不定期跟踪评级。

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。截至2013年7月底，公司注册资本101.56亿元。

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、企业管理部、发展研究部、项目管理部、铁路煤炭销售总公司、晋煤物流总公司、审计监察部、法律事务部、人力资源部、安检局、生产技术部、机电部、基本建设部、质量检验部、资金管理中心、资本运作中心、财务管理部等职能部室。

截至2012年底，公司（合并）资产总额1359.91亿元，所有者权益366.88亿元（其中少数股东权益92.85亿元）；2012年实现营业收入1850.05亿元，利润总额36.81亿元。

截至2013年7月底，公司（合并）资产总额1497.83亿元，所有者权益381.63亿元（含少数股东权益96.57亿元）；2013年1~7月，实现营业收入1264.64亿元，利润总额11.27亿元。

剔除12家全资子公司¹（下称“12家子公

¹ 12家注入山西国电集团的公司分别为：太原聚晟能源有限责任公司、太原聚瑞能源有限责任公司、大同聚辉能源有限责任公司、朔州聚晟能源有限责任公司、忻州聚晟能源有限责任公司、晋中聚晟能源有限责任公司、吕梁聚晟能源有限责任公司、阳泉聚晟能源有限责任公司、晋城市聚集能源有限责任公司、长治市聚通能源发展有限公司、临汾聚晟能源有限责任公司、运城聚晟能源有限责任公司。

司”）和焦炭集团后，截至2013年7月底，公司（合并）资产总额为1214.63亿元，所有者权益为303.14亿元（其中少数股东权益76.46亿元）；2013年1~7月，实现营业收入1060.72亿元，利润总额5.28亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；
法定代表人：刘建中。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，

贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖

市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5月23日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至2012年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持

中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

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。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。

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	100.00	100.00	100.00
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

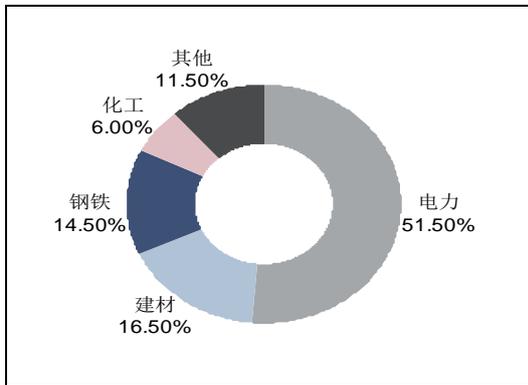
中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的94.4%，探明储量的80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地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

行业需求与供给

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%。

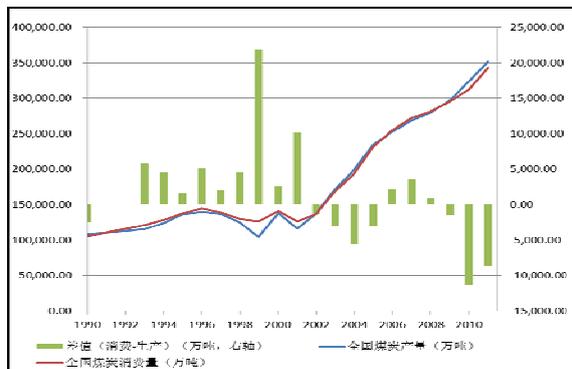
图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从 2003 年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至 2013~2015 年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了 2003~2008 年的快速增长后期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

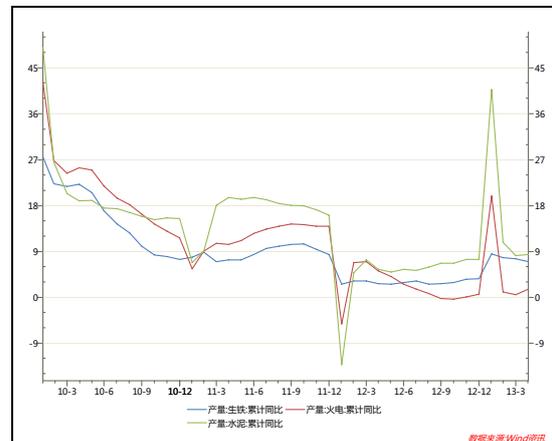
图 2 近年中国煤炭生产消费总量



资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，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，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010 年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

图 3 2010 年以来煤炭下游主要行业产量增速



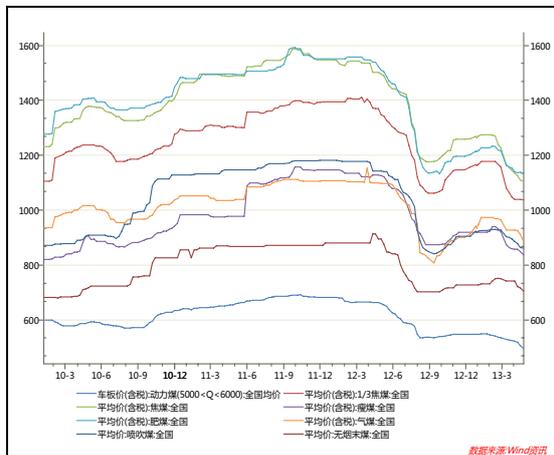
资料来源：国家统计局，联合资信整理

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、化工煤、冶金煤和喷吹煤，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。2010 年受制于节能减排，大量高耗能企业停产，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，并于 2011 年 11 月达至近期高点，随后，受经济减速及季节性因素影响，价格有所回落，煤炭价格在金融危机后随实体经济回暖及通货膨

胀影响持续回升，至 2011 年 11 月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011 年底及 2012 年初煤炭价格保持弱势平衡。进入 2012 年 5 月，随着下游行业原料煤库存量逐渐饱和，煤炭价格加速下行。2012 年四季度，在冬季供暖期的传统需求支撑下。2013 年一季度，在实体经济持续低迷及进口煤炭的双重冲击下，煤炭价格继续下行。总体看，在供大于求及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自 2012 年起进入下行通道，行业景气程度连续 5 个季度出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

图 4 近期国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：WIND资讯

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。但并不排除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。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。

2. 行业关注

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，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，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤

炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

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。截至 2011 年底，全国开采深度超过 1000 米的矿井共计 39 对。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。

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，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。

资源整合影响行业供给

以山西、河南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行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，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。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在 2012~2014 年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

3. 行业政策

总体规划

2012 年 3 月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要内容包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占 5.6%、30.6% 和 63.8%，新开工规模分别占 3.3%、25.0% 和 71.7%，到 2015 年形成产能 41 亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占 63%、22% 和 15%，东、中、西部产量分别占 12%、35% 和 53%），产量和消费量分别控制在 39 亿吨/年。

3) 预测 2015 年煤炭线路运输需求 26 亿吨，规划铁路煤炭运力 30 亿吨，省际间煤炭调运量 16.6 亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为 15.8 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨。预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨，规划装船能力 8.3 亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备

体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面，2004年，国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》，对煤炭出口实行配额管理，此后，煤炭出口配额整体呈下降趋势。从2004年1月1日开始，煤炭出口退税率由13%下调至11%；2005年5月1日，出口退税率进一步下调至8%；2006年9月15日正式取消煤炭出口退税；2006年11月1日开始，对炼焦煤出口征收5%的暂定出口关税；2008年8月20日开始，对所有煤种征收10%的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下，2004年以来中国煤炭出口逐年下降。

进口政策方面，从2005年1月1日开始，将炼焦煤进口关税暂定税率下调为0，动力煤和无烟煤进口仍然分别征收6%和3%的进口关税；2005年4月1日开始，动力煤进口执行3%的暂定关税税率；2006年11月1日开始，将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至1%；2008年1月1日开始，所有煤炭进口关税暂定税率又下调至0。

在进出口政策的双重配合下，中国煤炭出口已经得到了控制，如果未来要进一步限制煤炭出口，只能采取进一步减少煤炭出口配额或者进一步上调煤炭出口关税的方法。当前每年煤炭出口配额占国内煤炭产量的比重仅有1%左右，煤炭出口对国内煤炭市场产生的影响已经很小，未来出台更加严格出口限制政策的可能性不大。

煤炭资源税

2011年10月10日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于2011

年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看，焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限，但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长，煤炭市场基本上是卖方市场，资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业，煤企实际税负将比预期低。2011年四季度以来，随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速，国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩，若此时出台资源税从价计征，煤企新增税负无法有效向下游转嫁，盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在25%~45%，影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质，而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空间。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

4. 行业发展

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%

提升至 90% 以上, 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 60% 以上。煤炭企业控制在 4000 家以内, 加快推进资源整合, 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。

2011 年四季度以来, 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, 煤炭行业兼并重组或将提速。

根据“十二五”规划, “十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部, 稳定中部, 发展西部”, 山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力, 新开工规模 6.5 亿吨, 占全国新增量的 87%, 特别是内蒙新开工规模将占全国的 26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设, 晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善, 区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

总体看, 作为以资源型产品为主的基础产业, 煤炭行业未来的发展前景看好。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及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中, 处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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%) 共同组建山煤运销集团。公司属于省属国有企业。

2. 企业规模

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。2012 年公司位列世界企业 500 强第 447 位, 中国煤炭企业 100 强企业第 4 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。

在铁路运销方面, 公司拥有 31 条铁路专用线、135 个铁路发运站, 总发运能力超过 2 亿吨/年, 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2012年底公司兼并重组矿井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小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，营销网络发达，煤炭物流优势明显；资源整合使公司资源储量大幅增长，为其可持续发展提供了可靠的保障。

3. 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、党委书记刘建中先生，现年56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、市委常委，霍州煤电集团有限责任公司副董事长、市委常委，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48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2013年3月底，公司在职员工96889人，其中管理人员占13.93%，生产人员占32.69%，销售人员占45.43%，科技人员占2.07%，财务人员占5.88%；从学历构成来看，

员工中具有大专及以上学历的占员工总数的52.64%，具有中等（包括中专、高中、技校）学历的占42.53%，初中及以下学历的占4.83%；从职称构成来看，具有高级职称的占员工总数的1.34%，具有中级职称的占28.36%，具有初级职称的占29.96%。

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；岗位构成、员工素质符合煤炭贸易行业特点，能够满足公司生产经营需要，公司员工文化水平高于一般煤炭生产型企业，为公司转型提供了可靠的人力资源保障。

4. 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列入14个大型煤炭基地，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》。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。

5. 股东支持

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、重大事项

1. 合并式资产重组

(1) 2012年2月25日，山西省政府常务会议研究决定，省国资委和11个地市国资委以现金方式出资设立晋能集团有限公司（筹）。晋能有限责任公司（下称“晋能公司”）于2013年4月25日取得山西省工商局核发的《企业法人营业执照》。

(2) 2013年3月12日，山西省国资委和11个地市国资委签署《关于晋能集团有限公司（筹）合并重组山西煤炭运销集团有限公司、山西国际电力集团有限公司的框架协议》。同日，煤销集团及山西国际电力集团有限公司（下称“山西国电集团”）股东会分别通过关于上述

合并重组事项（下称“本次资产重组”）的议案。

(3) 2013年3月，煤销集团将其下属12家子公司100%股权注入山西国电集团。

(4) 2013年8月，山西国电集团100%股权无偿划转至晋能公司，并完成工商变更登记手续。煤销集团股权划转及工商变更登记工作正在有序推进中。

2. 山西焦炭（集团）有限公司整体划转

根据2013年6月3日山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于山西焦煤集团有限责任公司整合重组山西煤炭运销集团有限公司所属的山西焦炭（集团）有限公司有关事宜》的会议精神，将公司所属的山西焦炭（集团）有限公司（下称“焦炭集团”）整体划转至山西焦煤集团有限责任公司。

3. 煤销集团存续期债券的保障方案

煤销集团与山西国电集团于2013年3月12日签署《国有产权无偿划转协议书》、山西国电集团与其控股的A股上市公司山西通宝能源股份有限公司于2013年3月28日签署《发行股份购买资产协议》、煤销集团与山西国电集团于2013年3月28日签署《股权托管协议》（下称“托管协议”）。

根据上述文件，由煤销集团将其持有的12家全资子公司（下称“12家子公司”）100%股权注入山西国电集团；在特定期限内，煤销集团对12家子公司实行托管经营、保持实际控制并合并报表，托管期限截止至通宝能源向山西国电集团及山西星润煤焦有限公司发行股份购买资产并非公开发行股份募集配套资金之正式审计评估之基准日（以下简称“基准日”）。

山西国电集团出具《关于为山西煤炭运销集团有限公司提供担保的承诺函》，对煤销集团现已发行且尚未兑付的银行债务、公司债券、中期票据等债务，在基准日之前，以与12家子公司等值的优质资产为煤销集团前述发生的债务到期兑付提供不可撤销的连带责任保证。

2013年3月29日，山西省国资委已出具晋国资改革函[2013]147号文，同意山西国电集团为煤销集团提供担保的前述有关安排。

2013年7月5日，晋能公司出具《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，在煤销集团主体注销后承接煤销集团全部债务。截至本期跟踪评级发布日，山西国电集团股权已划转至晋能公司，煤销集团股权划转工商变更事项正在有序推进中。

4. 重大事项对煤销集团影响

根据煤销集团提供的关于合并式资产重组的方案预案，本次资产重组拟分步骤、分阶段实施，鉴于在托管期限截止日（含）之前，煤销集团对12家子公司实行托管经营、保持实际控制并合并财务报表，在上述特定期限内，煤销集团得以保持稳健运营，整体偿债能力受影响小。

根据煤销集团2013年8月30日的发布的《山西煤炭运销集团有限公司关于资产重组进展的公告》，12家子公司正式审计评估基准日定为2013年7月31日，煤销集团自2013年8月起，12家子公司不再纳入煤销集团合并报表范围，山西国电集团对公司尚未兑付的债务及债券担保终止，晋能公司自8月起对公司尚未兑付的债务及债券提供担保。联合资信认为，12家子公司是煤销集团的核心优质资产，是煤销集团重要的利润来源之一，12家子公司剥离后，煤销集团盈利能力及债务指标受影响较大，煤销集团整体经营及财务状况受到一定负面影响，综合抗风险能力有所弱化。

另一方面，焦炭集团作为煤销集团非煤业务的组成部分，其整体划转对煤销集团整体偿

债能力影响有限。

联合资信关注到，本次合并式资产重组分阶段、分步骤实施，重组进程受主管部门审批进度影响较大，煤销集团整体运营情况及偿债能力可能出现一定变化，联合资信对此将保持密切关注。

八、经营分析

1. 经营概况

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。2010~2012年公司收入规模快速增长，2012年实现营业收入1850.05亿元，同比增长16.64%。

收入构成方面，煤炭物流业务作为公司的传统业务，板块收入规模占公司营业收入比例稳定在75%左右。同时，公司作为山西省煤炭资源整合主体，自产原煤产销规模逐年增长，煤炭生产业务收入呈波动上升趋势。近年公司下属焦炭经营、多元投资等非煤业务经营规模快速扩大，收入规模占营业收入比例逐年上升。

盈利能力方面，公司煤炭物流业务毛利率水平较低，但仍是公司利润的主要来源。2011年以来随着自有矿井的逐步稳定投产，煤炭生产板块毛利率水平快速提升，成为公司新的利润增长点，煤炭产销一体化的经营协同效应有所显现。公司其他业务板块对公司整体盈利水平影响有限。

本次资产重组中的12家子公司，主营业务涵盖公司部分煤炭生产业务及全部铁路煤炭物流业务。2013年1~7月，公司煤炭生产板块实现营业收入71.90亿元，煤炭物流板块实现营业收入840.20亿元，12家子公司剥离后，公司煤炭生产板块和煤炭物流板块营业收入分别下降28.08%和18.18%，公司失去对12家子公司的实际控制权，对公司经营状况具有一定负面影响。2013年1~7月，公司整体实现营业收入1264.64亿元，12家子公司和焦炭集团剥离后，公司营业收入下降16.12%，利润总额下降

53.15%。总体看，重大事项因素对公司盈利能力影响较大。

表 2 公司分板块经营情况 (单位: 亿元、%)

项目	2010			2011			2012 年		
	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	1296.29	97.62	9.70	1557.32	98.19	11.99	1820.71	98.41	7.80
煤炭生产	127.15	9.58	12.26	155.59	9.81	30.63	139.83	7.56	51.39
煤炭物流	1011.04	76.14	10.40	1186.88	74.83	10.96	1374.09	74.27	6.15
非煤业务	158.11	11.91	3.14	214.85	13.55	4.14	306.79	16.58	-5.15
2. 其他业务小计	31.58	2.38	76.56	28.78	1.81	54.32	29.33	1.59	84.98
合计	1327.88	100.00	11.29	1586.09	100.00	12.76	1850.05	100.00	9.03

资料来源: 公司提供

表 3 公司分板块经营情况 (单位: 亿元)

	2013 年 1~7 月 (全口径)		*2013 年 1~7 月 (剔除 12 家子公司、焦炭集团口径)	
	收入	成本	收入	成本
1. 主营业务小计	1264.60	1176.20	917.00	858.23
煤炭生产	71.90	60.10	51.71	43.59
煤炭物流	840.20	789.54	687.49	648.32
非煤业务	352.50	326.56	177.80	166.32

资料来源: 公司提供

注: 1. 公司旗下山西焦炭(集团)有限公司未来将整体划转至山西焦煤集团有限责任公司, 目前划转事项正在有序推进中, 基于审慎原则, 公司提供的*2013 年 1~7 月非全口径经营数据剔除 12 家子公司和山西焦炭(集团)有限公司;

2. 2013 年公司非煤业务板块增加公司子公司山西阳泉公司电解铜和电解铝营业收入, 增加公司旗下省外煤焦有限公司钢材钢板营业收入;

3. 2013 年 1~7 月和*2013 年 1~7 月数据未经审计。

2. 煤炭物流

2012 年, 公司煤炭出省销量约占山西省煤炭出省销售总量的 30%。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。作为公司传统业务板块, 煤炭物流提供了公司近年来大部分收入和现金流。2010~2012 年, 随着山西省煤炭产量增长, 公司煤炭物流业务收入稳步提升, 2012 年实现收入 1374.09 亿元, 同比增长 15.77%。

本次资产重组涉及 12 家子公司涵盖公司全部铁路煤炭物流业务, 从 2012 年全年运销情况看, 铁路物流业务占总贸易量及贸易销售收入的比例分别为 15.67% 和 17.24%。铁路物流业务的剥离对公司运销业务具有一定影响。

表 4 公司 2012 年煤炭运销情况

	贸易量 (万吨)	销售收入 (亿元)
公路	24874.4	1133.4
铁路	4623.2	236.1
合计	29497	1369.5

公路	24874.4	1133.4
铁路	4623.2	236.1
合计	29497	1369.5

资料来源: 公司提供

注: 合计销售收入因统计口径差异与审计报告数据略有差异。

(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, 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自有的 18 支车队和社会联营的 36 支车队共计 15000 余辆车实现。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。

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：公司坚持优先保山西省内销售、优先保铁路站煤炭运销售、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，具有一定行政强制属性。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，通过公司公路渠道的煤炭贸易总量长期来看将呈下降趋势。但考虑到公司既有的庞大物流配送网络和配套基础设施，经营规模优势明显，对运销渠道的控制力较强。且随着陕西、内蒙等地煤炭产量快速增长，山西省成为西煤东运的重要通道，公司依托成熟的运销体系，有望保持较高的市场占有率。

(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，从以往历史看，公司获取铁路运输计划量一般。2010~2012 年，公司分别

获得铁路运输计划运能 4920 万吨、5300 万吨和 5800 万吨。

山西省煤矿铁路煤炭发运站共计 530 个，其中，公司拥有 140 多个，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，与山西省内其他煤炭运输企业相比，公司铁路煤运设施优势较为明显。

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（公司子公司）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。

联合资信关注到，本次资产重组涉及的 12 家子公司包含公司全部铁路煤炭物流业务（发运站、铁路等），12 家子公司注入通宝能源后，公司可能不再从事铁路煤炭业务。

3. 煤炭生产板块

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。近年随部分整合矿井的投产，该板块对公司利润贡献大幅上升，成为公司利润的重要来源。

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 127.37 亿吨，矿井 165 座。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。

表 5 截至 2012 年底公司煤炭资源储备情况

	矿井数量 (座)	设计/核定产能 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)
集团合计	165	14625	127.37
12 家子公司	6	850	7.59

资料来源：公司提供

煤炭生产

2010~2012 年，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能大幅增长，三年原煤产量分别为 2801 万吨、4104 万吨和 5041 万吨。

本次资产重组涉及的 12 家子公司共包含 6 个煤矿，核定产能 850 万吨/年，2012 年和 2013 年 1~7 月实际生产原煤 873 万吨和 403.19 万吨，分别占公司 2012 年和 2013 年 1~7 月原煤产量的 17.32%和 13.33%；2013 年 1~7 月，12 家子公司煤炭生产销售收入为 21.63 亿元，占公司整体煤炭板块的 30.08%，剥离后对公司现

有煤炭生产业务有一定程度的影响。考虑到公司资源整合获取资源丰富，在建及规划煤炭产能大，随着在建矿井的陆续投产，公司煤炭生

产业务运营实力有望持续增强，12家子公司的剥离对公司煤炭生产业务的长期影响有限。

表 6 公司近年煤炭生产情况

年度	2010 年	2011 年	2012 年		2013 年 1-7 月	
指标	集团合计	集团合计	集团合计	12 家子公司	集团合计	12 家子公司
原煤产量（万吨）	2801.00	4104.00	5041.00	873.00	3024.10	403.19
吨煤完全成本（元/吨）	229.32	231.10	227.70	209.30	211.09	241.83
销售收入（亿元）	127.15	155.59	143.40	53.20	71.90	21.63

资料来源：公司提供

注：合计销售收入因统计口径差异与审计报告数略有差异。

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2012年底，以上两项指标分别为99.90%和93.49%。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。

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。

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并带动公司收入及利润规模提升。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 1.46 亿吨/年，可形成明显的规模优势。

联合资信同时关注到，随着山西省煤炭资源整合进程的推进，大量整合矿井改扩建完成并于 2012 年逐步释放产能，预计未来三年内山西全省煤炭产能仍将保持持续增长。2012 年煤炭行业景气下行，行业供需呈现阶段性供大于求，未来新增产能的有效释放在一定程度上受制于国内煤炭总体需求。

4. 非煤业务板块

公司非煤业务主要为焦炭生产及贸易。经营主体为山西省焦炭集团有限责任公司。焦炭集团是2002年经山西省政府批准成立的大型国有独资企业，承担对全省焦炭运销的统一管理、代征焦炭生产排污费、对炼焦用煤环节的煤炭可持续发展基金查验补征等多项政府授权的专项职能；目前在介休园区建有两个焦化厂，一个甲醇厂，一个铁路专用线，已初步形成焦化产业链。近年焦炭集团焦炭贸易量快速上升，2012年，焦炭集团生产焦炭159万吨，完成焦炭贸易量1521.9万吨，同比增加692.3万吨，增长83.5%；2013年1~7月，焦炭集团生产焦炭119万吨，完成焦炭贸易量950万吨，占2012年全年焦炭贸易量的41.65%。2012年，焦炭集团实现营业收入为324.21亿元，利润总额为0.60亿元。焦炭集团盈利能力低，对公司整体利润贡献有限。本次资产重组将公司所属焦炭集团整体划转至山西焦煤集团，剔除焦化业务对公司非煤业务影响大，焦炭集团划转后，对煤销集团整体营业收入规模具有一定影响，但因其盈利能力弱，对公司整体利润规模影响小。

除焦化业务外，公司非煤业务还包括煤炭收费业务、装备制造、新能源、港口贸易、有色金属、房地产、文化酒店、农业等多个行业。公司于 2011 年停止收费业务。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%，该项业务的取消对公司盈利能力产生负面影响较小。

5. 经营效率

2010~2012年，公司销售债权周转次数波动上升、存货周转次数和总资产周转次数均持续下降，上述指标三年平均值分别为13.67次、25.31次和1.53次，2012年分别为14.28次、23.96次和1.50次。受贸易类业务收入占比较高影响，公司各项指标表现较好，整体运营效率较高。12家子公司剥离后，公司营业收入规模减少程度均低于应收类资产和资产规模减少程度，公司经营效率将有所提高。

6. 未来发展

公司未来投资主要集中于煤炭生产、煤炭物流、多元投资板块。煤炭资源整合方面，目前公司在建煤矿项目2个，设计产能740万吨/年，拟建煤矿项目15个，设计产能9930万吨/年，截至2011年底，大部分矿井已经获得相关批复，所有煤矿项目争取在“十二五”末期完成整合，并新增10670万吨/年的原煤产能。公司煤炭资源整合计划总投资516.48亿元，于2011~2014年分期投入。

物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，建设和运营32座煤炭超市、煤炭储配中心，总占地面积9347亩，吞吐规模达10750万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心24座，占地面积5897亩，吞吐规模达7250万吨，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；省际间及省外消费地煤炭超市8座，占地面积3450亩，吞吐规模达3500万吨。

公路运输方面，公司在山西省“三纵十一横”公路交通网架的基础上，重点培育2条示范通道，依托公司的装备制造板块，推广使用LNG、CNG的新能源运输车辆，以降低物流成本。

公司2012年全年累计投资128.9亿元（其

中，煤炭生产102.2亿元、煤炭物流11.5亿元、多元板块15.1亿元），续建项目112个，38个项目开工建设，11个项目实现竣工验收；2013年全年计划投资156亿元（其中，煤炭生产82.4亿元、煤炭物流19.5亿元，多元板块37亿元），续建项目79个，新建项目19个，30个项目通过竣工验收。

整体看，“十二五”期间是公司重要的战略转型期，公司对外投资呈现规模大、项目多、行业广的特点，对公司资金、管理等方面均提出了较高要求。公司近年经营活动净现金流偏低，筹资活动持续保持较大规模，随着公司各项投资计划陆续启动，公司投资支出仍将维持较高水平，对外融资需求可能持续扩大。短期内公司债务负担仍将保持较高水平。

九、募集资金使用情况

公司发行的“12晋煤销债”募集资金25亿元，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项目。公司发行的“13晋煤销债”募集资金25亿元，全部用于公司长安高速公路长治至平顺段项目投资。

截至2013年7月底，公司募集资金按计划使用，募投项目建设正在稳步推进中。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2010年及2011年审计报告经山西中盛审计事务所（有限公司）审计、2012年审计报告经山西晋明会计师事务所有限公司审计，三年审计报告审计结论均为标准无保留意见。

公司编制了剔除12家子公司和焦炭集团后的2013年1~7月模拟财务报表²（下称“模

² 截至2013年8月底，公司保持对焦炭集团合并财务报表，鉴于焦炭集团未来将整体划拨至山西焦煤集团有限责任公司，目前划拨事项正在有序推进中，基于审慎性原则，公司提供的模拟报表合并口径不包含焦炭集团。

拟报表”)，公司提供的 2013 年 1~7 月财务报表和模拟报表的财务数据均未经审计。

以下分析基于公司 2010~2012 年及 2013 年 1~7 月份财务数据，并结合模拟报表对 2013 年 1~7 月份财务数据进行对比分析。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 1359.91 亿元，所有者权益 366.88 亿元（其中少数股东权益 92.85 亿元）；2012 年实现营业收入 1850.05 亿元，利润总额 36.81 亿元。

截至 2013 年 7 月底，公司（合并）资产总额 1497.83 亿元，所有者权益 381.63 亿元（含少数股东权益 96.57 亿元）；2013 年 1~7 月，实现营业收入 1264.64 亿元，利润总额 11.27 亿元。

基于模拟报表，截至 2013 年 7 月底，公司（合并）资产总额为 1214.63 亿元，所有者权益为 303.14 亿元（其中少数股东权益 76.46 亿元）；2013 年 1~7 月，实现营业收入 1060.72 亿元，利润总额 5.28 亿元。剔除 12 家子公司和焦炭集团对公司资产规模、所有者权益、营业收入规模具有一定的影响，对公司利润总额的影响大。

2. 资本质量

2010~2012 年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率 18.62%。截至 2012 年底，公司资产总额 1359.91 亿元，同比增长 22.17%，流动资产占比 50.59%，非流动资产占比 49.41%。

截至 2013 年 7 月底，公司资产总额 1497.83 亿元，其中流动资产占 50.93%，非流动资产占 49.07%。

基于模拟报表，截至 2013 年 7 月底，公司（合并）资产总额为 1214.63 亿元，其中流动资产占 48.42%，非流动资产占 51.58%。

随着公司煤炭生产业务规模的不断增长，公司非流动资产占总资产比例逐渐提升。12 家子公司及焦炭集团的剔除对公司资产结构影响小。

流动资产

2010~2012 年公司流动资产年均下降 3.36%，主要是货币资金、预付款项和其他应

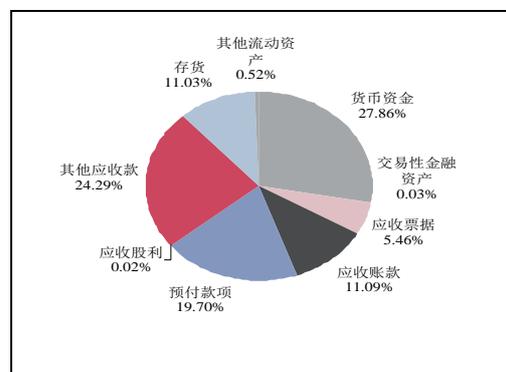
收款减少所致。截至 2012 年底，公司流动资产 688.03 亿元，主要由货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款和存货构成。

2010~2012 年，公司货币资金规模略有下降。截至 2012 年底，公司货币资金 191.69 亿元，其中现金及银行存款占比 92.18%，其他货币资金占比 7.82%。

2010~2012 年，公司应收票据年均复合增长 2.07%，截至 2012 年底，公司应收票据合计 37.56 亿元，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别占 99.99% 和 0.01%；较 2011 年减少 37.30%，主要是由于公司减少了银行承兑汇票结算比例。

2010~2012 年，公司应收账款净额略有上涨，年均复合增长 1.89%。截至 2012 年底，公司应收账款账面余额为 89.22 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账的应收账款为 2.52 亿元，占 2.82%，计提坏账比例为 23.36%；单项金额虽不重大但单项计提坏账的应收账款为 0.32 亿元，占 0.36%，计提坏账比例为 91.18%；应收账款中 86.39 亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 70.38%，1~2 年的占比 8.48%，2~3 年的占比 5.99%，3 年以上的占比 15.15%，计提坏账 12.05 亿元；2012 年公司坏账准备为 12.92 亿元，计提比例 14.49%；公司应收账款净额为 76.30 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。

图 4 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司预付款项年均复合下降 10.22%，截至 2012 年底为 135.55 亿元。公

司运销板块对上游煤矿一般采用预付方式采购原煤，因而公司预付款项始终保持较大规模。

2010~2012年，公司其他应收款波动中下降，年均复合下降5.93%。截至2012年底，公司其他应收款期末账面余额为186.31亿元；其中单项金额重大并单项计提坏账的其他应收款为9.08亿元，占4.87%，计提坏账比例为10.54%；单项金额虽不重大但单项计提坏账的其他应收款为0.08亿元，占0.05%，计提坏账比例为54.73%；其他应收款中177.15亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比44.38%，1~2年的占比15.92%，2~3年的占比14.10%，3年以上的占比25.60%，计提坏账18.21亿元；2012年公司其他应收款共计提坏账准备为19.21亿元，计提比例10.31%；公司其他应收款净额为167.10亿元。2010年~2012年公司其他应收款规模较大，且金额波动下降，公司过往支付的部分煤炭资源整合款因收购合同不完善暂挂其他应收款，随着相关手续证照的办理完成，该款项相应下降，无形资产相应上升。

2010~2012年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为24.13%。截至2012年底，公司存货余额75.89亿元，主要由原材料（占17.86%）、库存商品（占69.43%）和自制半成品及在产品（占4.28%）构成；公司存货跌价准备余额0.94亿元，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。2010~2012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。②2012年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2013年7月底，公司流动资产合计762.89亿元，较2012年底增长10.88%，其中，现金类资产合计197.54亿元，占流动资产比例

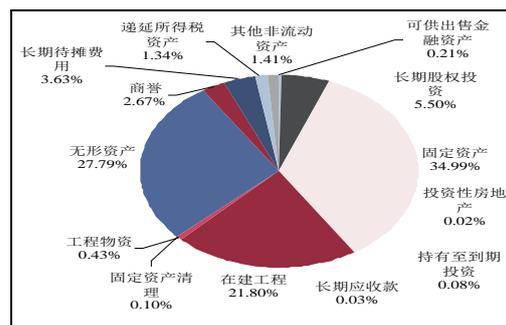
为25.89%。资产构成方面，公司应收账款和其他应收款规模均有一定程度的上涨，合计324.01亿元，占流动资产比例为42.47%。

基于模拟报表，截至2013年7月底，公司流动资产合计588.63亿元，较2013年7月底剔除12家子公司及焦炭集团前减少22.84%。截至2013年7月底，剔除12家子公司及焦炭集团后，公司货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货分别较剔除前下降15.01%、26.21%、51.97%、17.10%、15.32%和18.00%。总体看，剔除12家子公司及焦炭集团对公司流动资产中应收类资产影响较大。

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。

图5 公司2012年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长率为14.17%，截至2012年底，公司长期股权投资36.94亿元，主要是对霍州中冶公司、重机集团煤机有限公司、山西裕海煤化有限公司、山西省焦煤集团岚县正利煤业有限公司、晋城市太行煤业(集团)有限公司、太原理工天成科技股份有限公司、山西省煤炭运销集团晋中驰宇煤焦有限公司、山西省煤炭运销集团吕梁集团有限公司、山西煤炭运销集团野川煤业有限公司等企业的投资。

2010~2012年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长率为48.26%；截至2012年底，公司固定资产账面原值322.03亿元，其中房屋、建筑物占61.48%，机器设备占27.04%，运输工具占固定资产5.63%；公司累计折旧合

计 86.26 亿元，占固定资产账面价值 26.79%；固定资产减值准备 0.69 亿元；固定资产净值为 235.08 亿元。

2010~2012 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长率为 76.87%；截至 2012 年底，公司在建工程 146.49 亿元，同比增长 204.05%。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，主要包括对王家岭煤矿及选煤厂、李家窑煤业矿建工程增加投资以及增加紫金矿预付工程款等。

2010~2012 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长率为 195.10%；截至 2012 年底，公司无形资产 186.70 亿元，同比增长 595.34%，主要是资源整合手续逐步完善致公司采矿权大幅增长 311.60% 和土地使用权大幅增长 143.52%。

截至 2013 年 7 月底，公司非流动资产合计 734.94 亿元，资产构成较 2012 年底基本保持稳定。

基于模拟报表，截至 2013 年 7 月底，公司非流动资产合计 626.00 亿元，较 2013 年 7 月底剔除 12 家子公司及焦炭集团前减少 14.82%。剔除 12 家子公司及焦炭集团，对公司非流动资产中的商誉影响最大，基于模拟报表，2013 年 7 月底，公司商誉为 9.90 亿元，较剔除 12 家子公司及焦炭集团前减少 42.57%，影响较大。

总体上看，随着公司贸易规模及煤炭产量的增加，公司资产规模稳步增长；公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款为主，随着资源整合相关手续的完成，其他应收款相应下降，资产质量得以改善，整体资产质量较好。

联合资信同时关注到，公司原煤采购预付款项规模较大，造成一定资金占用。模拟剔除 12 家子公司及焦炭集团后，公司资产结构变化小，公司资产规模有所下降，但整体影响一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2010~2012 年公司所有者权益年均复合增长 17.90%，主要源自资本公积、未分配利润和专项储备的增长。截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 366.88 亿元（含少数股东权益 92.85 亿元）。公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占 37.06%）、资本公积（占 10.75%）、专项储备（占 12.21%）和未分配利润（占 38.06%）构成。

截至 2013 年 7 月底，公司所有者权益合计 381.63 亿元，专项储备、未分配利润及少数股东权益持续增长；基于模拟报表，截至 2013 年 7 月底，公司所有者权益为 303.14 亿元，较剔除 12 家子公司及焦炭集团前减少 20.57%。

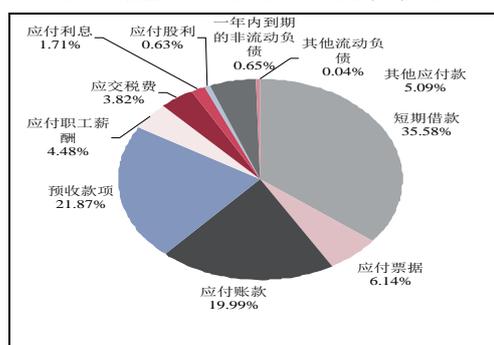
总体上，公司所有者权益中实收资本和未分配利润占比较大，股东权益结构稳定性一般。12 家子公司和焦炭集团剔除后，导致公司资本公积、专项储备与少数股东权益大幅下降，未分配利润也相应有所下降，对公司所有者权益的规模和稳定性有一定程度影响。

负债

2010~2012 年，在投资项目资金需求的推动下，公司整体负债规模扩张，年均复合增长 18.90%，公司负债增长主要来自于非流动负债的增长。截至 2012 年底，公司负债总额为 993.04 亿元，其中流动负债占 40.06%，非流动负债占 59.94%。

2010~2012 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。

图 6 截至 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年,公司短期借款规模快速上升,年均复合增长74.93%。截至2012年底达到141.56亿元,同比增长130.10%。公司短期借款主要由抵押借款(占0.95%)、保证借款(占60.37%)和信用借款(占38.68%)构成。

2010~2012年,公司应付账款波动中有所下降,年均复合下降9.52%。截至2012年底,公司应付账款达到79.52亿元,受结算方式变化影响,公司应付账款规模下降,应付票据规模相应上升。

2010~2012年,公司预收款项逐年减少,年均复合减少16.32%。截至2012年底,公司预收款项87.01亿元,同比减少17.35%,主要是煤炭客户预付定金。

2010~2012年,公司其他应付款逐年下降,年均复合减少36.93%。截至2012年底,公司其他应付款20.27亿元,同比减少40.10%。主要是资源整合中未付的煤矿购买款,主要包括对阳泉耀美矿贸股份有限公司欠款、应付原石窟资源补偿款和榆电煤炭经销有限公司未结算款等。

截至2012年底,公司非流动负债595.19亿元,较2011年增加39.73%,主要源自资源整合投资带动的银行长期借款和发行债券规模的增长。截至2012年底,公司非流动负债主要由长期借款(占64.24%)和应付债券(占32.42%),包括“10晋煤运MTN1”10亿元、“10晋煤运MTN2”10亿元、“11晋煤运MTN1”20亿元、“12晋煤运MTN1”30亿元、“12晋煤销债”25亿元、“12晋煤运PPN001”40亿元、“12晋煤运PPN002”20亿元、“12晋煤运PPN003”20亿元及“12晋煤运PPN004”20亿元)构成。截至2012年底,公司长期应付款为14.40亿元,主要系融资租赁和采矿权资源价款。

截至2013年7月底,公司负债总额为1116.20亿元,较2012年底增加12.40%。

基于模拟报表,截至2013年7月底,公司负债总额为911.49亿元,较12家子公司和焦炭集团剔除前减少18.34%;负债合计中,截至

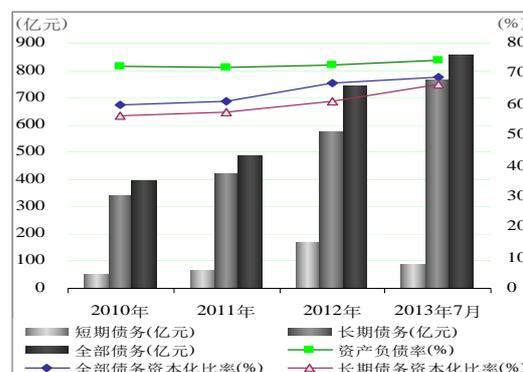
2013年7月底,公司流动负债占比为17.77%,非流动负债占比为82.23%,流动负债占比较剔除12家子公司和焦炭集团前有所下降,负债结构较为合理。

基于模拟报表,截至2013年7月底,公司流动负债为162.00亿元,较12家子公司及焦炭集团剔除前下降53.39%,主要是应付账款、预收账款和其他应付款的减少,对公司流动负债影响较大。

基于模拟报表,截至2013年7月底,公司非流动负债为749.50亿元,较12家子公司及焦炭集团剔除前下降2.49%,主要是长期借款和长期应付款的减少。公司非流动负债受剔除因素影响不大。

有息债务方面,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。2010~2012年公司全部债务规模年均复合增长37.55%,2012年底合计744.70亿元,其中,长期债务占全部债务比例为77.37%,与公司长期投资规划匹配度较好,总体看,公司债务结构较合理。

图7 公司近年债务负担情况



资料来源:公司财务报告

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;2010~2012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逐年上升趋势,三年均值分别为72.63%、63.77%和59.06%,2012年底分别为73.02%、67.00%和61.10%,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2011年底分别有

所上升，公司债务负担小幅上升。

截至2013年7月底，公司全部债务合计855.63亿元，较2012年底增长14.90%，其中，长期债务占88.57%，短期债务占10.43%；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上升至74.52%、69.16%和66.76%，公司债务负担持续上升。

基于模拟报表，截至2013年7月底，公司全部债务合计815.17亿元，较12家子公司及焦炭集团剔除前下降4.73%，其中，长期债务占91.78%，短期债务占8.22%，公司债务结构差异小；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上升至75.04%、72.89%和71.17%，公司债务负担较12家子公司及焦炭集团剔除前进一步加重。

总体看，为满足煤炭资源整合及在建工程投资支出需要，公司长期负债快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负担偏重，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。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。12家子公司和焦炭集团剔除后，虽然公司债务绝对规模有所下降，但由于剔除的子公司非付息债务占比大，债务指标有所上升，仍处于偏高水平，公司债务负担有所加重，债务结构仍以长期债务为主。

4. 盈利能力

2010~2012年，公司营业收入稳步增长，利润规模呈波动下降趋势。2010~2011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。2012年受煤炭行业景气下行影响，虽然营业收入同比增长16.64%，但利润总额仍然大幅下降。

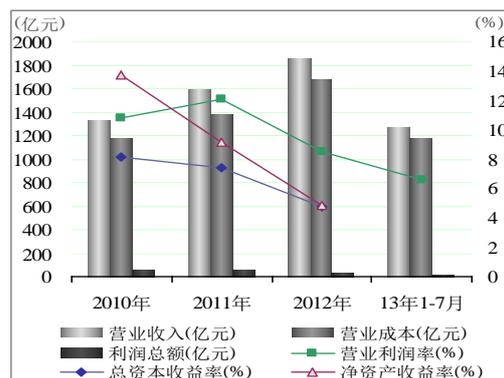
目前公司煤炭贸易仍是公司收入的主要构成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响了公司盈利指标，近三年，公司营业利润率均

值为10.05%，2012年为8.51%。

2010~2012年公司期间费用率分别为6.43%、7.63%和6.25%，2012年，受销售规模扩大影响，公司销售费用较上年增长4.87%，但管理费用较上年减少7.71%。2012年，公司期间费用合计115.64亿元，期间费用率为6.25%，较2011年下降1.38个百分点，保持较好水平。

2010~2012年公司利润总额分别为53.55亿元、53.81亿元和36.81亿元，其中2012年公司受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭物流业务利润空间收窄，利润总额同比下降31.59%。2010~2012年，总资本收益率和净资产收益率均逐年下滑，2012年分别为4.78%和4.86%，低于近三年均值6.23%和7.91%。

图8 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报告

2013年1~7月，公司实现营业收入1264.64亿元，占2012年全年的68.36%。但受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭物流业务利润空间收窄，营业利润率下滑至6.59%，较2012年下降1.92个百分点。

基于模拟报表，2013年1~7月，公司实现营业收入1060.72亿元，较12家子公司及焦炭集团剔除前减少16.12%；公司销售费用、管理费用和财务费用分别较剔除前减少31.76%、15.80%和7.25%；同时，公司营业利润和利润总额分别为5.21亿元和5.28亿元，较12家子公司及焦炭集团剔除前大幅减少54.06%和53.18%。12家子公司为公司重要的利润来源，

剔除后对公司利润影响大。

综合来看，公司营业收入保持增长趋势；期间费用控制能力较好；2012年受煤炭行业景气下行影响，公司营业利润率有所下滑。公司煤炭物流业务盈利指标处于贸易行业前列，但受行业特性影响，整体盈利水平偏弱；公司自产煤炭业务盈利能力强，随着公司煤炭产量的逐渐提升，公司受制于单一贸易业务的低盈利水平有望改善。12家子公司和焦炭集团剔除后，对公司营业收入具有一定程度的影响，公司利润规模下降幅度大，整体盈利能力下降明显。

5. 现金流

从经营活动来看，2010~2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长4.44%。2012年公司经营活动产生的现金流入量为2051.82亿元，较上年大幅增长30.06%，其中收到其他与经营活动相关的现金为703.36亿元，主要为往来款及保证金。2010~2012年公司现金收入比持续下滑，三年均值为78.99%，2012年为72.87%，公司经营获现能力一般。2009年起，公司部分资源整合投资性支出因相关投资协议尚不完善，公司将该部分现金支出计入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，三年年均复合增长71.38%，增加了公司经营现金流出量。2010~2012年公司经营活动现金净流量增长较快，分别为30.26亿元、40.38亿元和-30.85亿元。

从投资活动来看，2010~2012年，公司投资活动现金流入量相对较小，呈波动上升趋势；投资活动现金流出规模较大，随着公司资源整合及矿井改扩建工程的逐步推进，公司投资支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长。近三年公司投资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-164.09亿元、-138.26亿元和-193.67亿元。

2010~2012年，公司筹资活动前现金流量

净额分别为-133.83亿元、-97.88亿元和-224.52亿元，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且有进一步增大的趋势。

2010~2012年，公司筹资活动现金流入规模逐年增大，分别为244.28亿元、207.66亿元和541.10亿元，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162.30亿元、80.71亿元和210.65亿元。

2013年1~7月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为855.49亿元，现金收入比为67.75%。2013年1~7月，随着资源整合支出增加，公司支付其他与经营活动有关的现金、构建固定资产等支付的现金、投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金保持较高水平，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72.03亿元、-93.40亿元和173.14亿元。

基于模拟报表，2013年1~7月，公司销售商品、提供劳务收到的现金较12家子公司和焦炭集团剔除前减少36.86%；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61.90亿元、-81.16亿元和186.06亿元。

整体看，公司经营获现能力强。公司煤炭资源整合对资金需求量大，对外投资需求保持较大规模且持续增长，对外部融资渠道存在一定依赖性。12家子公司和焦炭集团剔除后，对公司经营活动现金流状况产生一定程度影响，经营活动现金流量净额较12家子公司和焦炭集团剔除前有一定程度下滑；同时，公司投资支出与偿还债务支付的现金有一定程度下降，但对外部资金需求程度较12家子公司和焦炭集团剔除前相当。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2010~2012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192.71%和175.22%,2012年底公司两项指标分别为172.94%和153.86%。近三年,公司经营现金流流动负债比均值为1.06%,2012年为-7.75%。整体看,公司短期债务规模较小,收现规模较大,短期偿债能力强。

从长期偿债指标看,2010~2012年,公司EBITDA持续增长,分别为83.66亿元、105.30亿元和92.10亿元。近三年,公司EBITDA利息保护倍数分别为4.93倍、3.41倍和2.61倍,公司EBITDA对利息保障倍数有所下滑;全部债务/EBITDA保护倍数三年分别为4.71倍、4.64倍和8.09倍,EBITDA对全部债务保护能力有所减弱。整体上,公司长期偿债能力指标随公司长期债务增加而有所弱化,2012年受利润规模大幅下滑影响,长期偿债指标出现一定程度弱化,目前整体偿债能力适宜。

截至2013年7月底,公司流动比率和速动比率分别为219.48%和189.20%,较2012年底指标有所优化;12家子公司和焦炭集团剔除后,受公司流动负债大幅下降影响,公司流动比率和速动比率均有所提高,分别为363.36%和310.08%,公司短期偿债能力较12家子公司和焦炭集团剔除前有所增强。12家子公司和焦炭集团剔除后,公司利润总额大幅下降将导致EBITDA相应减少,同时公司债务规模下降较少,公司长期偿债能力将有所弱化。整体看,受剔除因素影响,公司整体偿债能力有所下降。

截至2012年底,公司对外担保余额合计39.50亿元,担保比率10.50%。担保对象主要为山西能源交通投资有限公司(30.00亿元),目前被担保方经营情况正常。总体上,公司对外担保或有负债风险较小。

截至2012年底,公司共获各银行授信额度1226.5亿元,其中,未使用额度708.2亿元,公司间接融资渠道畅通。

7. 存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续中期票据及公司债券总额为120亿元(以下简称“存续债券”),分别为:公司于2010年4月发行的第一期额度为10亿元,期限为5年的中期票据(“10晋煤运MTN1”);2010年12月发行的第二期额度为10亿元,期限为5年的中期票据(“10晋煤运MTN2”);2011年4月发行的第一期额度为20亿元,期限为5年的中期票据(“11晋煤运MTN1”);2012年1月发行的额度为25亿元,期限为10年的企业债(“12晋煤销债”);2012年4月发行的第一期额度为30亿元,期限为5年的中期票据(“12晋煤运MTN1”);2013年1月发行的额度为25亿元,期限为10年的企业债(“13晋煤销债”)。

2010~2012年,公司经营活动现金流入量持续增长,三年均值及2012年值分别为存续债券本金的14.96倍和17.10倍;公司EBITDA波动上升,三年均值及2012年值分别为存续债券本金的0.79倍和0.77倍;公司经营活动现金净流量大幅波动,2012年表现为净流出,对存续债券的保障能力偏弱。经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力较强。

基于模拟报表,2012年1~7月公司经营活动现金流入量及净流量分别为577.57亿元和61.90亿元,均低于12家子公司和焦炭集团剔除前的913.54亿元和72.03亿元,对存续债券的保障能力减弱;同时,剔除12家子公司和焦炭集团后,公司利润总额、固定资产及无形资产均有一定程度下降,公司EBITDA对存续债券的保障能力也可能相应弱化。

综合看,公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强;但剔除12家子公司和焦炭集团后,公司相关偿债指标弱化明显。整体看,公司对存续债券保障能力尚可。

8. 过往债务履约情况

根据公司在公开市场发行债务融资工具的偿付记录,公司无逾期或违约偿付记录,过

往债务履约情况良好。

9. 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强。

十一、债权保护条款分析

公司存续期债券由晋能公司提供连带责任担保，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；同时，晋能公司承诺在条件成熟时，在煤销集团主体注销后承接煤销集团全部债务。

晋能公司是 2013 年 2 月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，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的以煤炭生产、电力、贸易物流、焦化、新能源、燃气、多元等产业为一体的现代化综合能源集团。截至本报告出具日，晋能集团已持有山西国电集团 100% 股权并完成工商变更登记手续。

晋能公司目前正在资产重组中，现阶段未有经审计的财务报表及相关完备性资料，晋能公司主体长期信用等级暂无法判断。

经联合资信评定，山西国电集团主体长期信用等级为 AA⁺，考虑到晋能公司系山西国电集团全资控股股东，其担保对公司存续期债券的到期偿付有一定帮助。

十二、结论

煤炭工业作为国民经济的基础性能源行业，长期发展前景向好；中国逆向分布的煤炭资源赋存条件决定了煤炭运销业成为煤炭行

业供需衔接的重要载体，煤炭物流空间巨大且稳定。

煤销集团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，在资源储量、政策支持、运销体系等方面具备综合优势。联合资信同时关注到重大资产重组进程存在一定不确定因素、公司整合矿井多、资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

联合资信认为，合并式资产重组涉及的 12 家子公司是公司重要的利润来源，在托管期限截止日后，公司失去对 12 家子公司的实际控制权，对公司盈利能力影响较大，同时债务负担小幅上升，整体经营及财务状况受到一定负面影响，综合抗风险能力有所弱化。

晋能公司为公司存续期债券提供连带责任担保对公司各期债券的到期偿付有一定帮助。

基于对相关重大事项及公司主体长期信用水平的综合分析，联合资信将公司主体长期信用等级由 AAA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定，并相应将“10 晋煤运 MTN1”、“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债”、“12 晋煤运 MTN1”及“13 晋煤销债”的信用等级由 AAA 调整为 AA⁺。

附件 1 截至 2012 年底公司股权出资比例

出资人	出资额	股权比例
山西省国资委	518306 万元	51.03%
太原市国资委	35071 万元	3.45%
大同市国资委	51020 万元	5.02%
阳泉市国资委	82345 万元	8.11%
长治市国资委	94426 万元	9.30%
晋城市国资委	122066 万元	12.02%
朔州市国资委	12235 万元	1.20%
忻州市国资委	10993 万元	1.08%
吕梁市国资委	21675 万元	2.14%
晋中市国资委	29474 万元	2.90%
临汾市国资委	27393 万元	2.70%
运城市国资委	10611 万元	1.05%

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 7 月	*2013 年 7 月
流动资产：						
货币资金	2135103.90	1963312.61	1916862.35	-5.25	1662735.90	1413116.64
结算备付金						
交易性金融资产			2000.00		95.00	95.00
应收票据	360534.98	598980.18	375643.96	2.07	312563.95	230628.99
应收账款	734927.97	854169.49	762967.75	1.89	1340942.94	644076.12
预付款项	1681643.33	1573319.42	1355535.08	-10.22	1267505.58	1050705.39
应收股利	2315.15	1083.66	1507.00	-19.32	39517.37	24387.65
应收利息	10728.25			-100.00		
其他应收款	1888368.55	2415262.54	1671002.86	-5.93	1899208.91	1608202.99
存货	492531.87	646165.72	758909.18	24.13	1052686.24	863200.83
一年内到期的非流动资产						
其他流动资产	60404.39	36761.90	35873.48	-22.94	53639.49	51899.38
流动资产合计	7366558.39	8089055.51	6880301.66	-3.36	7628895.37	5886312.99
非流动资产：						
发放贷款及垫款						
可供出售金融资产	15740.13	28554.54	14445.10	-4.20	14445.10	14441.64
持有至到期投资	21119.97	6223.72	5385.51	-49.50	2885.51	2885.51
长期应收款	1279.64	1158.78	2233.92	32.13	3307.88	3307.88
长期股权投资	283450.56	335525.63	369443.36	14.17	369443.36	286143.54
投资性房地产	1311.58	1235.31	1159.03	-6.00	821.56	821.56
固定资产	1069498.29	1487718.20	2350788.52	48.26	2564471.01	2029481.79
在建工程	468259.10	481848.65	1464893.15	76.87	1863114.33	1752769.98
工程物资	4039.03	7261.89	28627.00	166.23	33892.95	32520.72
固定资产清理	171.46	128.67	6753.88	527.62	13834.75	13730.64
生产性生物资产			50.41		50.41	50.41
油气资产						
无形资产	214391.23	268537.25	1866993.74	195.10	1930586.02	1688507.20
开发支出						
商誉	15736.91	129966.06	179382.88	237.62	172366.58	98988.34
长期待摊费用	49221.12	76685.31	243826.74	122.57	245108.80	239381.07
递延所得税资产	27997.26	64367.11	90172.48	79.46	89519.68	60288.56
其他非流动资产	125411.99	153402.09	94689.95	-13.11	45557.47	36654.61
非流动资产合计	2297628.27	3042613.23	6718845.67	71.00	7349405.39	6259973.44
资产总计	9664186.66	11131668.74	13599147.33	18.62	14978300.76	12146286.43

注：1、*13年7月模拟财务数据依据模拟山西煤炭运销集团有限公司剔除12家资产重组子公司及山西焦炭（集团）有限责任公司后的财务数据计算而得，下同；

2、13年7月财务数据和*13年7月模拟财务数据未经审计，下同。

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 7 月	*2013 年 7 月
流动负债：						
短期借款	462590.15	615188.88	1415594.88	74.93	704248.94	519441.94
吸收存款及同业存放						
交易性金融负债						
应付票据	45830.47	34607.33	244341.34	130.90	184586.06	150306.06
应付账款	971267.00	1083675.01	795206.38	-9.52	1353727.62	542418.43
预收款项	1242690.44	1052656.57	870107.05	-16.32	656553.90	141704.41
应付职工薪酬	91398.21	141214.10	178209.82	39.64	140811.14	107799.42
应交税费	192053.90	242921.63	152078.72	-11.01	15005.79	12731.85
应付利息	4685.48	17454.20	67982.30	280.91	87002.11	86160.81
应付股利	16953.50	30856.06	24961.08	21.34	89519.90	32362.29
其他应付款	509566.36	505515.03	202683.10	-36.93	239224.25	25409.94
一年内到期的非流动负债	16004.31	22436.47	25691.06	26.70	3544.33	
其他流动负债	75.60		1628.99	364.19	1628.99	1628.99
流动负债合计	3553115.41	3746525.27	3978484.73	5.82	3475853.03	1619964.14
非流动负债：						
长期借款	3307401.66	3806830.55	3823262.05	7.52	5120714.83	4966199.37
应付债券	98707.95	395228.77	1929593.22	342.14	2378467.95	2378467.95
长期应付款	56726.79	41968.53	143969.99	59.31	164737.96	137304.84
专项应付款	8703.53	13148.42	12485.06	19.77	7191.95	7025.95
预计负债	178.50		6333.60	495.67	6589.80	256.20
递延所得税负债			2537.14		2260.14	1983.15
其他非流动负债		2396.87	33725.36		6233.85	3721.56
非流动负债合计	3471718.42	4259573.15	5951906.41	30.94	7686196.48	7494959.02
负债合计	7024833.83	8006098.42	9930391.14	18.90	11162049.51	9114923.16
所有者权益：						
实收资本(或股本)	1015615.00	1015615.00	1015615.00		1015615.00	1015615.00
资本公积	198175.96	219195.99	294637.94	21.93	294637.94	96770.88
减：库存股						
专项储备	127265.51	266304.49	334550.93	62.13	397491.84	264530.74
盈余公积	18694.37	35092.09	52477.29	67.54	52477.29	27492.61
一般风险准备						
未分配利润	836358.58	978342.49	1042972.13	11.67	1090322.45	862325.82
外币报表折算差额						
归属于母公司权益合计	2196109.42	2514550.06	2740253.29	11.70	2850544.52	2266735.06
少数股东权益	443243.41	611020.26	928502.90	44.73	965706.73	764628.21
所有者权益合计	2639352.83	3125570.32	3668756.20	17.90	3816251.25	3031363.27
负债和所有者权益总计	9664186.66	11131668.74	13599147.33	18.62	14978300.76	12146286.43

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~7 月	*2013 年 1~7 月
一、营业收入	13278752.13	15860927.89	18500452.93	18.04	12646422.63	10607232.87
减: 营业成本	11780044.36	13837741.19	16829717.44	19.53	11763330.98	9913781.17
利息支出						
手续费及佣金支出						
营业税金及附加	63587.90	103157.87	97266.19	23.68	50313.55	43088.34
销售费用	174169.12	237612.09	249172.88	19.61	137553.96	93870.46
管理费用	527352.91	700907.71	646884.84	10.75	412083.12	346980.23
财务费用	152427.81	271166.94	260376.08	30.70	169706.83	157415.89
资产减值损失	57913.20	202713.46	90212.43	24.81		3.30
加: 公允价值变动收益						
投资收益	21021.23	58143.17	29956.15	19.38		
其中: 对合营企业 投资收益	-194.04	-580.97	180.81			
汇兑收益						
二、营业利润	544278.06	565771.79	356779.21	-19.04	113434.19	52093.49
加: 营业外收入	30002.91	36255.08	60617.26	42.14	12739.42	12098.21
减: 营业外支出	38778.40	63922.25	49309.16	12.76	13434.75	11406.29
其中: 非流动资产 处置损失						
三、利润总额	535502.57	538104.62	368087.32	-17.09	112738.86	52785.40
减: 所得税费用	172552.56	253607.50	189692.31	4.85	28184.72	9987.84
四、净利润	362950.01	284497.13	178395.00	-29.89	84554.15	42797.56
其中: 归属于母公司的 净利润	297178.37	144955.47	6044.70	-85.74	37203.82	18830.93
少数股东损益	65771.63	139541.66	172350.30	61.88	47350.32	23966.63

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~7 月	*2013 年 1~7 月
一、经营活动产生的现金流						
销售商品、提供劳务收到的	12360755.63	12657157.45	13481868.28	4.44	8554893.97	5402011.85
客户存款和同业存放款项净						
处置交易性金融资产净增加						
收取利息、手续费及佣金收						
收到的税费返还	61.14	127.39	2720.38	567.05	0.76	
收到其他与经营活动有关的	2453834.91	3118365.18	7033645.71	69.30	580472.78	373677.01
经营活动现金流入小计	14814651.68	15775650.02	20518234.37	17.69	9135367.51	5775688.86
购买商品、接受劳务支付的	10690091.95	10313463.93	11096477.82	1.88	6978246.27	4326654.55
客户贷款及垫款净增加额						
存放中央银行和同业款项净						
支付利息、手续费及佣金的						
支付给职工以及为职工支付	375220.85	560358.21	696597.10	36.25	277075.22	172601.90
支付的各项税费	756566.33	1046270.68	1132677.62	22.36	635364.43	426293.83
支付其他与经营活动有关的	2690161.10	3451749.54	7900988.96	71.38	524421.87	231140.79
经营活动现金流出小计	14512040.23	15371842.35	20826741.49	19.80	8415107.78	5156691.06
经营活动产生的现金流量净	302611.44	403807.67	-308507.12		720259.73	618997.80
二、投资活动产生的现金流						
收回投资收到的现金	13140.90	64022.42	93842.53	167.23	18999.38	8295.26
取得投资收益收到的现金	17327.45	48845.96	17162.99	-0.48	2152.22	1805.28
处置固定资产和其他长期资	1252.13	863.68	864.50	-16.91	5302.83	2750.46
产收回的现金净额						
处置子公司及其他单位收到	101.44	2550.00		-100.00		
的现金净额						
收到其他与投资活动有关的	25148.57	16202.97	82843.67	81.50	102946.84	63039.97
投资活动现金流入小计	56970.48	132485.03	194713.70	84.87	129401.27	75890.96
购建固定资产、无形资产等	364199.83	387784.83	1594948.83	109.27	335818.30	238914.57
支付的现金						
投资支付的现金	234775.65	134929.85	198045.57	-8.15	90822.30	78172.50
取得子公司等支付的现金净	13773.17		10908.17	-11.01	20410.00	20410.00
支付其他与投资活动有关的	1085105.93	992323.83	327552.75	-45.06	616302.18	549983.00
投资活动现金流出小计	1697854.58	1515038.51	2131455.31	12.04	1063352.78	887480.08
投资活动产生的现金流量净	-1640884.10	-1382553.49	-1936741.61		-933951.51	-811589.11
三、筹资活动产生的现金流						
吸收投资收到的现金	67782.13	26138.55	95138.59	18.47	8702.00	3702.00
取得借款收到的现金	2294072.03	1945582.17	5095549.74	49.04	2713765.86	
发行债券收到的现金						2200400.43
收到其他与筹资活动有关的	80923.64	104904.09	220326.55	65.00	691082.10	540058.20
筹资活动现金流入小计	2442777.80	2076624.80	5411014.88	48.83	3413549.95	2744160.64
偿还债务支付的现金	611229.58	962375.50	2798830.17	113.99	1002209.14	457903.19
分配股利、利润或偿付利息	191060.63	298220.60	457683.97	54.77	164138.59	115176.43
支付的现金						
支付其他与筹资活动有关的	17455.35	8921.45	48045.09	65.91	515809.62	310518.05
筹资活动现金流出小计	819745.56	1269517.55	3304559.24	100.78	1682157.35	883597.67
筹资活动产生的现金流量净	1623032.24	807107.25	2106455.65	13.92	1731392.60	1860562.97
四、汇率变动对现金的影响		-68.03	-16.58			
五、现金及现金等价物净增	284759.59	-171706.59	-139923.16		1517700.82	1667971.65
加: 期初现金及现金等价物	1849890.13	2134649.71	2056785.51	5.44	1916862.35	1693289.72
六、期末现金及现金等价物	2134649.71	1962943.12	1917975.90	-5.21	3434563.17	3361261.37

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	362950.01	284497.13	178395.00	-29.89
加：资产减值准备	57913.20	202713.46	90212.43	24.81
固定资产折旧及其他	110476.67	142080.47	210204.06	37.94
无形资产摊销	17904.35	37121.53	4986.34	-47.23
长期待摊费用摊销	7340.26	36670.53	49402.90	159.43
待摊费用减少（减：增加）				
预提费用增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产等损失	1958.70	2350.43	121.25	-75.12
固定资产报废损失	-15.49	81.36	101.27	
公允价值变动损失				
财务费用	169294.46	298368.24	288347.96	30.51
投资损失	-29005.23	-58529.53	-29956.15	
递延所得税资产减少	-14444.17	-36130.24	-8049.61	
递延所得税负债增加	-19.63		695.75	
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少	-169825.40	-153009.89	-116595.44	
经营性应收项目的减少	-1313710.16	-180521.33	-96647.91	
经营性应付项目的增加	1135559.47	-131425.52	-695175.65	
其他	-33765.59	-40458.98	-184549.31	
经营活动产生的现金流量净额	302611.44	403807.67	-308507.12	
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		53.51		
融资租入固定资产		15545.00	357.53	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	2134649.71	1962943.12	1916862.35	-5.24
减：现金的期初余额	1849890.13	2134649.71	2056785.51	5.44
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	284759.59	-171706.59	-139923.16	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 7 月	*2013 年 7 月
经营效率						
销售债权周转次数(次)	14.01	12.45	14.28	13.67	--	--
存货周转次数(次)	30.22	24.30	23.96	25.31	--	--
总资产周转次数(次)	1.61	1.53	1.50	1.53	--	--
盈利能力						
营业利润率(%)	10.81	12.11	8.51	10.05	6.59	6.13
总资本收益率(%)	8.10	7.40	4.78	6.23	--	--
净资产收益率(%)	13.75	9.10	4.86	7.91	--	--
财务构成						
长期债务资本化比率(%)	56.38	57.44	61.10	59.06	66.76	71.17
全部债务资本化比率(%)	59.86	61.01	67.00	63.77	69.16	72.89
资产负债率(%)	72.69	71.92	73.02	72.63	74.52	75.04
偿债能力						
流动比率(%)	207.33	215.91	172.94	192.71	219.48	363.36
速动比率(%)	193.46	198.66	153.86	175.22	189.20	310.08
经营现金流动负债比(%)	8.52	10.78	-7.75	1.06	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.93	3.41	2.61	3.31	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	4.64	8.09	6.38	--	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.20	-0.30	-0.28	--	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.09	-3.27	-7.79	-6.49	--	--

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%
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

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 主体长期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。

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

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。