

专项评级公告

联合[2013] 450 号

依据《山西煤炭运销集团有限公司关于拟进行资产重组事项的公告》等文件，山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”）拟与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电集团”）进行合并式重组，并同时决定依法合规启动公司资产重组相关事宜。截至2013年3月底，煤销集团将其持有的12家全资子公司100%股权注入山西国电集团，同时依据其与山西国电集团签署的《股权托管协议》，在特定期限内对上述12家全资子公司继续保持实际控制及合并财务报表。

联合资信评估有限公司通过专项评级，确定在上述托管期限截止日（含）之前，维持煤销集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“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”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年五月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(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专项评级报告

主体长期信用

评级结果：AAA

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	2010/4/22~ 2015/4/23	AAA	AAA
10 晋煤运 MTN2	10 亿元	2010/12/31~ 2016/1/5	AAA	AAA
11 晋煤运 MTN1	20 亿元	2011/4/19~ 2016/4/20	AAA	AAA
12 晋煤销债	25 亿元	2012/1/18~ 2022/1/18	AAA	AAA
12 晋煤运 MTN1	30 亿元	2012/4/27~ 2017/4/28	AAA	AAA
13 晋煤销债	25 亿元	2013/1/28~ 2023/1/28	AAA	AAA

专项评级时间：2013 年 5 月 10 日

财务数据：

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月	*13 年 3 月
现金类资产(亿元)	249.56	256.23	229.45	235.11	207.15
资产总额(亿元)	966.42	1113.17	1359.91	1426.97	1237.63
所有者权益(亿元)	263.94	312.56	366.88	376.26	303.76
短期债务(亿元)	52.44	67.22	168.56	158.00	150.14
全部债务(亿元)	393.62	488.99	744.70	837.70	812.30
营业收入(亿元)	1327.88	1586.09	1850.05	479.37	404.86
利润总额(亿元)	53.55	53.81	36.81	3.85	1.02
EBITDA(亿元)	83.66	105.30	92.10	--	--
经营性净现金流(亿元)	30.26	40.38	-30.85	3.49	2.44
营业利润率(%)	10.81	12.11	8.51	7.04	6.42
净资产收益率(%)	13.75	9.10	4.86	--	--
资产负债率(%)	72.69	71.92	73.02	73.63	75.46
全部债务资本化比率(%)	59.86	61.01	67.00	69.01	72.78
流动比率(%)	207.33	215.91	172.94	193.25	223.27
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、*2013 年一季度模拟财务数据依据经审计的模拟山西煤炭运销集团有限公司剔除 12 家拟上市公司后的财务数据计算而得。

2、*2013 年一季度模拟财务数据已经审计

一、重大事项说明

根据山西省人民政府常务会议【2013】第 4 次会议纪要，山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“公司”）与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电集团”）进行合并式重组并成立晋能集团有限公司（筹）（以下简称“晋能公司”或“晋能集团”），并同时决定依法合规启动公司资产重组相关事宜。

截至 2013 年 3 月底，公司将其持有的 12 家全资子公司（以下简称“12 家子公司”）100% 股权注入山西国电集团，同时依据其与山西国电集团签署的《股权托管协议》（以下简称“托管协议”），对上述 12 家子公司保持实际控制及合并报表，托管期限截止日为山西国电集团上市子公司山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”）向国际电力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”）。

同时，山西国电集团以与上述 12 家子公司等值的优质资产为公司已发行且尚未兑付的银行债务、公司债券、中期票据等债务提供不可撤销连带责任保证担保，担保期限截止至基准日。

二、评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的专项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本次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。

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

联合资信认为,根据托管协议,在托管期限截止日(含)之前,公司保持对12家子公司实行实际控制并合并报表,对公司现有偿债能力影响小。在托管期限截止日后,公司将失去对12家子公司的实际控制权,整体经营及财务状况将受到一定影响。另一方面,晋能公司对公司的后续支持以及山西国电集团为公司存续债务提供的担保有助于保障公司存续期债券的偿付安全性。

基于对本次资产重组事项综合分析,联合资信确定,在托管期限截止日(含)之前,维持公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,并维持“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”的信用等级为AAA。

优势

1. 本次资产重组分阶段、分步骤实施,托管协议的签订有助保障煤销集团在托管期限截止日(含)前的稳健运营。
2. 公司近年煤炭产能快速提升,随着整合矿井产能逐步释放,公司自产煤炭业务实现快速发展。
3. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省,运销能力突出,公路煤炭贸易在省内具有垄断优势。
4. 随着山西全省整合矿井及新建矿井的逐步复(投)产,公司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,后续进展有待观察。
2. 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。
3. 公司债务规模快速增加,债务负担偏重。

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、本专项评级结果自发布之日起至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所签订的《股权托管协议》之托管协议截止日有效；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、主体概况

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%）共同组建山西煤炭运销集团。截至2013年3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3月底，公司（合并）资产总额1426.97亿元，所有者权益376.26亿元（含少数股东权益94.12亿元）；2013年1~3月，实现营业收入479.37亿元，利润总额3.85亿元。

剔除12家全资子公司¹（下称“12家子公司”）后，截至2013年3月底，公司（合并）资产总额为1237.63亿元，所有者权益为303.76亿元（其中少数股东权益74.92亿元）。2013年1~3月，公司实现营业收入404.86亿元，利润总额1.02亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；
法定代表人：刘建中。

¹ 12家拟上市公司分别为：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、晋城市聚晟能源有限责任公司、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。

二、重大事项

1. 本次合并式资产重组步骤

(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”或“晋能集团”）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的议案。

(3) 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) 预计2013年6月30日前，煤销集团、山西国电集团全部股权划转给晋能公司，晋能公司成为煤销集团的唯一股东并更名为“晋能集团有限公司”。

(5) 中国证监会核准12家子公司注入通宝能源，12家子公司完成股权交割手续。

2. 本次资产重组对煤销集团存续期债券的保障方案

第一阶段：2013年3月28日——2013年6月30日

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（下称“通宝能源”）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；在山西国电集团将12家子公司注入通宝能源之

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。

第二阶段：2013年6月30日——2014年6月30日（预计）

晋能公司（或“晋能集团”）以山西省国资委向其划入并持有的山西国电集团100%股权对煤销集团截止2013年4月1日已发行但尚未兑付的各期公司债券、中期票据、非公开定向债务融资工具本息的到期兑付提供不可撤销的偿债担保，并承诺在条件成熟时以合法适当的方式合并重组煤销集团后承接所有的债务。

第三阶段：2014年6月30日（预计）后

若证监会批准通宝能源之增发事宜：（1）晋能公司（或“晋能集团”）以山西省国资委向其划入并持有的山西国电集团100%股权对煤销集团截止2013年4月1日已发行但尚未兑付的各期公司债券、中期票据、非公开定向债务融资工具本息的到期兑付提供不可撤销的偿债担保；（2）通宝能源将募集资金逐步收购煤销集团的存续煤矿，煤销集团以取得的资金陆续偿还到期的金融债务。

3. 本次资产重组对公司影响

根据煤销集团提供的关于本次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。

随着本次资产重组进程的推进，煤销集团整体运营情况及偿债能力可能出现一定变化，联合资信将对此持续关注。

三、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。

本次资产重组涉及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。

表1 公司分板块经营情况(单位: 亿元、%)

项目	2010			2011			2012年			2013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	1296.29	97.62	9.70	1557.32	98.19	11.99	1820.71	98.41	7.80	470.40	98.12	8.08
煤炭生产	127.15	9.58	12.26	155.59	9.81	30.63	139.83	7.56	51.39	28.70	5.99	47.53
煤炭物流	1011.04	76.14	10.4	1186.88	74.83	10.96	1374.09	74.27	6.15	332.70	69.40	6.99
非煤业务	158.11	11.91	3.14	214.85	13.55	4.14	306.79	16.58	-5.15	102.00	21.28	-5.60
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	9.00	1.88	-26.87
合计	1327.88	100.00	11.29	1586.09	100.00	12.76	1850.05	100.00	9.03	479.4	100.00	7.43

资料来源：公司提供

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%，2013年1~3月上述比例分别为10.13%和12.35%。铁路物流业务的剥离对公司运销业务影响较小。

表2 公司近期煤炭运销情况

	贸易量(万吨)		销售收入(亿元)	
	2012年	2013年1~3月	2012年	2013年1~3月
公路	24874.4	8057.8	1133.4	291.5
铁路	4623.2	908.6	236.1	41.1
合计	29497	8966.4	1369.5	332.6

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。

(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：公司坚持有限保山西省内销售、优先保铁路上站煤炭运销售、优先山西省外重点行业、重点用户煤炭销售，利用太原煤炭交易市场和晋煤物流信息平台，完善煤炭物流链管理和大客户管理服务，建立长期战略合作伙伴关系的原则，着力做好山西、河北、河南、山东四大区域市场，着重做好 200 户 30 万吨以上需求的大客户服务。

未来发展

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

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

联合资信关注到，公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有一定行政强制属性。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，与省内各大省属煤企相比不具备比较优势。2010~2012，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 3 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 年实际生产原煤 873 万吨，占公司 2012 年原煤产量的 17.32%，对公司现有煤炭生产业务有一定影响。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较小。

表 4 公司近年煤炭生产情况

年度	2010 年	2011 年	2012 年		2013 年 1-3 月	
	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	4104	5041	873	1107	184.6
吨煤完全成本 (元/吨)	229.32	231.1	227.7	209.3	230.7	228.6
销售收入 (亿元)	127.15	155.59	143.4	53.2	28.7	10.7

资料来源：公司提供

公司利用资源整合的契机，对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至 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（下称“焦炭集团”）。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。近年山西焦炭集团焦炭贸易量快速上升，2012年完成焦炭贸易量1521.9万吨，同比增加692.3万吨，增长83.5%。但盈利盈利能力较低，对公司整体利润贡献有限。

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。

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。铁路运输方面，公司计划淘汰发运能力小的发煤站，重点建设大型战略发煤站和快速装运系统，新建和改造8座集运站、战略装车站和铁路发运站；参与中南铁路通道建设，结合中南部大通道、中太银铁路以及山西省支线铁

路建设。

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。

四、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。

依据托管协议及相关会计准则，山西晋明会计师事务所有限公司对公司2013年1~3月财务报表进行了审计，确认12家子公司继续列入公司合并报表范围，并出具了标准无保留审计意见。

基于审慎性原则，公司编制了剔除12家子公司后的2013年1~3月模拟财务报表（下称“模拟报表”），山西晋明会计师事务所有限公司对模拟报表进行了专项审计并出具了标准无保留审计意见。

以下分析基于公司2010~2012年及2013年1~3月份审计数据，并结合模拟报表对2013年1~3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3月底，公司（合并）资产总额1426.97亿元，所有者权益376.26亿元（含少数股东权益94.12亿元）；2013年1~3月，实现营业收入479.37亿元，利润总额3.85亿元。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司（合并）资产总额为1237.63亿元，所有者权益为303.76亿元（其中少数股东权益74.92亿元）。2013年1~3月，公司实现营业收入404.86亿元，利润总额1.02亿元。剔除12家子公司对公司资产规模、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较大。

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3月底，公司资产总额1426.97亿元，其中流动资产占49.89%，非流动资产占50.11%。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司（合并）资产总额为1237.63亿元，其中流动资产占48.59%，非流动资产占51.41%。

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。

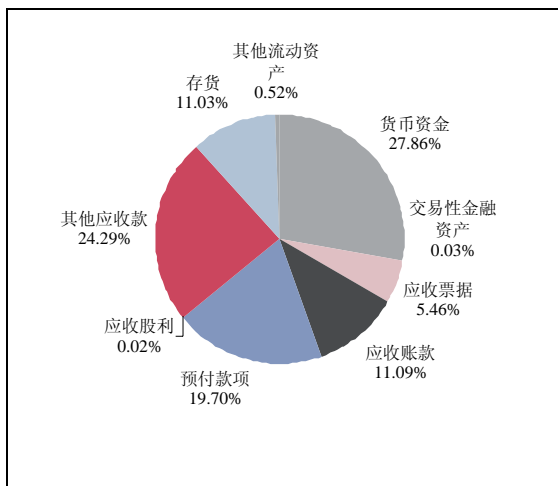
2010~2012年，公司货币资金规模略有下降。截至2012年底，公司货币资金191.69亿元，其中现金及银行存款占比92.18%，其他货

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 1 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未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。

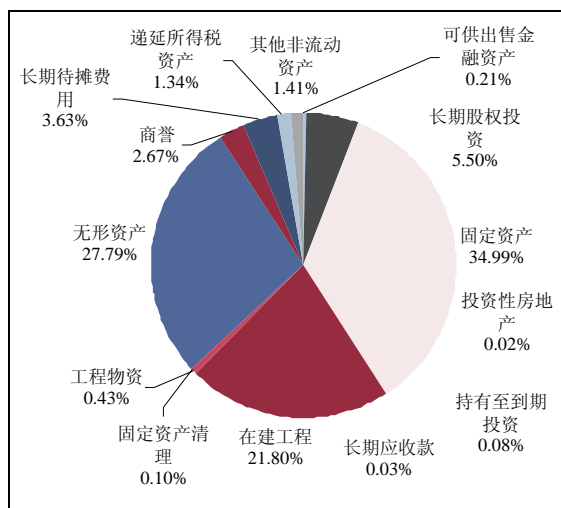
截至 2013 年 3 月底，公司流动资产合计 711.91 亿元，较 2012 年底增长 3.47%，其中，现金类资产合计 235.11 亿元，占流动资产比例为 33.03%。资产构成方面，公司应收账款和其他应收款规模均由一定程度的上涨，合计 265.40 亿元，占流动资产比例为 37.28%。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司流动资产合计601.43亿元，较2012年底下降12.59%，其中，现金类资产合计为207.15亿元，占流动资产比例为34.44%。资产构成方面，公司应付账款和其他应付款合计为220.47亿元，占流动资产比例为36.66%，较剔除12家子公司前减少44.93亿元；公司预付账款为107.70亿元，较剔除12家子公司前减少25.56亿元，占流动资产比例为17.91%。

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2 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3月底，公司非流动资产合计715.07亿元，资产构成较2012年底基本保持稳定。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司非流动资产合计636.21亿元。

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家子公司后，公司资产规模有所下降，但整体影响较小。

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 3 月底，公司所有者权益合计 376.26 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 3 月底，公司所有者权益合计 303.76 亿元。

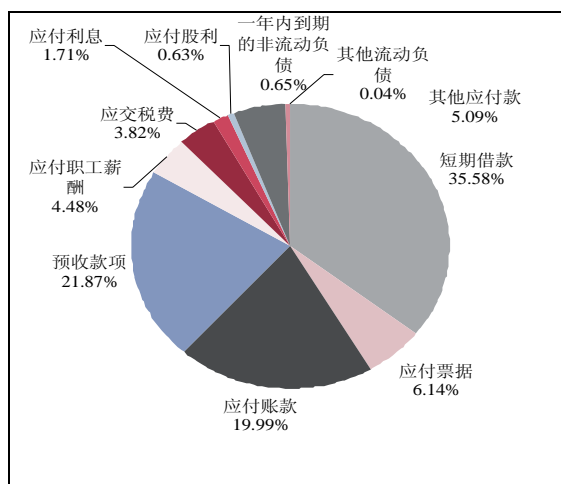
总体上，公司所有者权益中实收资本和未分配利润占比较大，股东权益结构稳定性较好。模拟 12 家子公司剔除后，导致公司资本公积与少数股东权益大幅下降，未分配利润也相应有所下降，对公司所有者权益的规模和稳定性有一定程度影响。

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 3 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，主要系融资租赁款和采矿权资源价款；应付债券主要是2010年、2011年、2012年发行的中期票据和2012年发行的四期非公开定向债务融资工具。

截至2013年3月底，公司负债总额为1050.72亿元，较2012年底增加5.81%。模拟12家拟上市公司剔除后，公司负债总额较剔除前

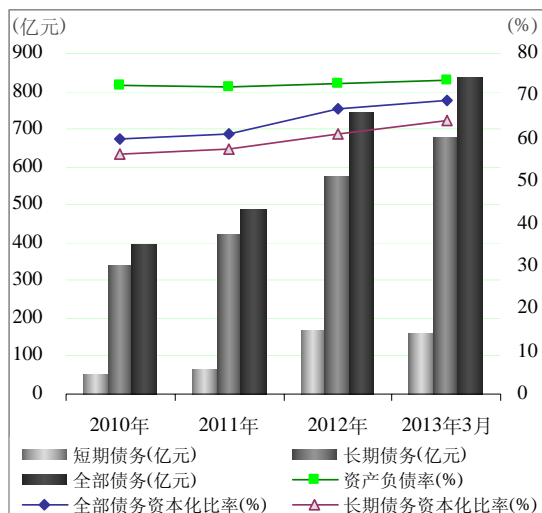
下降11.12%；负债合计中，流动负债占28.84%，非流动负债占71.16%，流动负债占比较剔除前有所下降，负债结构较为合理。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司流动负债为368.39亿元，较2012年底略有下降；模拟12家子公司剔除后，公司流动负债总额较剔除前下降26.88%，主要是应付账款、预收账款和其他应付款的减少。

截至2013年3月底，公司非流动负债为682.32亿元，较2012年底增长14.64%，主要是长期借款和应付债券（“13晋煤销债”25亿元）的增长；模拟12家子公司剔除后，公司非流动负债总额较现有合并口径下降2.61%，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4 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3月底，公司全部债务合计837.70亿元，较2012年底增长12.49%，其中，长期债务占81.14%，短期债务占18.86%；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73.63%、69.01%和64.37%，公司债务负担持续上升。

基于模拟报表，截至2013年3月底，公司全部债务合计812.30亿元，较现有合并口径下降3.03%，其中，长期债务占81.52%，短期债务占18.48%，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75.46%、72.78%和68.55%，公司债务负担较现有合并口径进一步加重。

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。模拟12家子公司剔除后，虽然公司债务绝对规模有所下降，但债务指标有所上升，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。

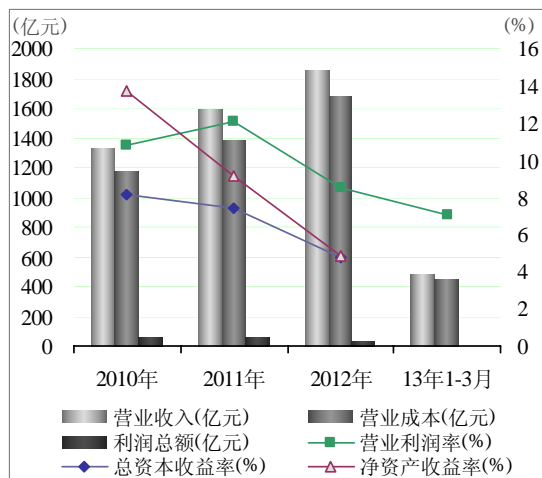
目前公司煤炭贸易仍是公司收入的主要构成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响

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 5 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报告

2013年1~3月，公司实现营业收入479.37 亿元，占2012年全年的25.91%。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7.04%，较2012年下降 1.46个百分点。

基于模拟报表，2013年1~3月，公司实现营业收入404.86亿元，较现有合并口径减少 15.54%；公司销售费用、管理费用和财务费用分别减少26.24%、16.26%和7.68%；同时，公

司营业利润和利润总额分别为1.10亿元和1.02 亿元，较现有合并口径大幅减少 71.89%和 73.42%。

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。模拟 12 家子公司剔除后，公司营业收入和主业利润规模下降明显，整体盈利能力进一步减弱。

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；支付其他与投资活动有关的现金主要系部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目。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1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为341.52亿元，现金收入比为71.24%。2013年1~3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3.49亿元、-20.26亿元和23.57亿元。

基于模拟报表，2013年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金较剔除公司前减少20.42%；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2.44亿元、-16.58亿元和23.97亿元。

整体看，公司经营活动获现能力强，但收入实现质量偏弱。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。模拟12家子公司剔除后，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现有合并口径有所下滑，但仍有较大规模的净流入量；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现有合并口径相当。

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，公司经营现金流动负债比均值为1.06%，2012年为-7.75%。整体看，公司短期偿债能力强。

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3月底，公司流动比率和速动比率分别为193.25%和173.09%，较2012年底指标有所优化；模拟12家子公司剔除后，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223.27%和200.09%，公司短期偿债能力较现有合并口径有所增强。

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 1~3 月公司经营活动现金流入量及净流量均低于现有合并口径，对存续债券的保障能力有所弱化；同时，剔除 12 家子公司后，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。

综合来看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强；剔除 12 家子公司后，公司相关偿债指标可能有所弱化，但鉴于公司突出的经营规模优势及其他综合竞争实力，公司偿债能力及信用水平有望保持较好水平，同时，晋能公司对公司的后续支持以及山西国电集团为公司存续债务提供的担保也有助于保障公司存续期债券的偿付安全性。整体看，公司对存续债券保障能力强。

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很强。

五、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本次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，已完成股权划转的 12 家子公司是公司重要的利润来源，根据托管协议，在托管期限截止日（含）之前，公司仍然对 12 家子公司实行实际控制并合并报表，对公司现阶段经营及偿债能力影响小。在托管期限截止日后，公司将失去对 12 家子公司的实际控制权，整体经营及财务状况将受到一定影响。另一方面，晋能公司对公司的后续支持以及山西国电集团为公司存续债务提供的担保有助于保障公司存续期债券的偿付安全性。

基于对本次资产重组事项综合分析，联合资信确定，在托管期限截止日（含）之前，维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“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”的信用等级为 AAA。

附件 1-1 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 3 月	*2013 年 3 月
流动资产：						
货币资金	2135103.90	1963312.61	1916862.35	-5.25	1984927.12	1791555.82
结算备付金						
交易性金融资产			2000.00		2095.00	2095.00
应收票据	360534.98	598980.18	375643.96	2.07	364120.76	277867.43
应收账款	734927.97	854169.49	762967.75	1.89	864853.21	551905.07
预付款项	1681643.33	1573319.42	1355535.08	-10.22	1332618.17	1077026.24
应收股利	2315.15	1083.66	1507.00	-19.32	1507.00	1507.00
应收利息	10728.25			-100.00		
其他应收款	1888368.55	2415262.54	1671002.86	-5.93	1789140.75	1652779.20
存货	492531.87	646165.72	758909.18	24.13	742520.27	624285.34
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	37287.17	35244.16
流动资产合计	7366558.39	8089055.51	6880301.66	-3.36	7119069.47	6014265.27
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	12698.08	12694.62
持有至到期投资	21119.97	6223.72	5385.51	-49.50	5385.51	5385.51
长期应收款	1279.64	1158.78	2233.92	32.13	2492.10	2492.10
长期股权投资	283450.56	335525.63	369443.36	14.17	369443.36	319195.74
投资性房地产	1311.58	1235.31	1159.03	-6.00	1159.03	1159.03
固定资产	1069498.29	1487718.20	2350788.52	48.26	2544579.71	2309009.79
在建工程	468259.10	481848.65	1464893.15	76.87	1724469.10	1643948.98
工程物资	4039.03	7261.89	28627.00	166.23	33493.08	32268.05
固定资产清理	171.46	128.67	6753.88	527.62	6753.88	
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	1866993.74	1604970.47
开发支出						
商誉	15736.91	129966.06	179382.88	237.62	179382.88	107184.64
长期待摊费用	49221.12	76685.31	243826.74	122.57	276766.94	262500.88
递延所得税资产	27997.26	64367.11	90172.48	79.46	85400.73	61223.63
其他非流动资产	125411.99	153402.09	94689.95	-13.11	41611.96	
非流动资产合计	2297628.27	3042613.23	6718845.67	71.00	7150680.50	6362083.85
资产总计	9664186.66	11131668.74	13599147.33	18.62	14269749.97	12376349.12

注：*公司2013年3月数据为经审计、模拟公司剔除12家拟上市12家子公司后的财务数据，下同

附件 1-2 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 3 月	*2013 年 3 月
流动负债：						
短期借款	462590.15	615188.88	1415594.88	74.93	1268242.44	1189601.64
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	296702.97	296702.97
应付账款	971267.00	1083675.01	795206.38	-9.52	761406.14	434478.63
预收款项	1242690.44	1052656.57	870107.05	-16.32	793949.59	438986.62
应付职工薪酬	91398.21	141214.10	178209.82	39.64	143138.75	115401.66
应交税费	192053.90	242921.63	152078.72	-11.01	96535.17	56369.06
应付利息	4685.48	17454.20	67982.30	280.91	80579.85	80546.81
应付股利	16953.50	30856.06	24961.08	21.34	24961.08	24961.08
其他应付款	509566.36	505515.03	202683.10	-36.93	201683.95	39992.00
一年内到期的非流动负债	16004.31	22436.47	25691.06	26.70	15097.34	15097.34
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	3683926.28	2693766.79
非流动负债：						
长期借款	3307401.66	3806830.55	3823262.05	7.52	4407522.09	4326131.34
应付债券	98707.95	395228.77	1929593.22	342.14	2178147.65	2178147.65
长期应付款	56726.79	41968.53	143969.99	59.31	211266.93	117328.89
专项应付款	8703.53	13148.42	12485.06	19.77	11980.04	10611.56
预计负债	178.50		6333.60	495.67	6343.68	6343.68
递延所得税负债			2537.14		2537.14	2260.14
其他非流动负债		2396.87	33725.36		5426.98	4203.87
非流动负债合计	3471718.42	4259573.15	5951906.41	30.94	6823224.50	6645027.14
负债合计	7024833.83	8006098.42	9930391.14	18.90	10507150.79	9338793.93
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	151260.32
减：库存股						
专项储备	127265.51	266304.49	334550.93	62.13	399538.36	270672.41
盈余公积	18694.37	35092.09	52477.29	67.54	52477.29	8181.74
一般风险准备						
未分配利润	836358.58	978342.49	1042972.13	11.67	1059131.24	842653.97
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	2821399.83	2288383.44
少数股东权益	443243.41	611020.26	928502.90	44.73	941199.35	749171.75
所有者权益合计	2639352.83	3125570.32	3668756.20	17.90	3762599.18	3037555.19
负债和所有者权益总计	9664186.66	11131668.74	13599147.33	18.62	14269749.97	12376349.12

附件 2 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 1~3 月	*2013 年 1~3 月
一、营业收入	13278752.13	15860927.89	18500452.93	18.04	4793654.38	4048647.02
减：营业成本	11780044.36	13837741.19	16829717.44	19.53	4437566.21	3773416.75
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	18640.12	15425.93
销售费用	174169.12	237612.09	249172.88	19.61	57876.58	42691.31
管理费用	527352.91	700907.71	646884.84	10.75	183549.98	153698.13
财务费用	152427.81	271166.94	260376.08	30.70	56721.51	52366.94
资产减值损失	57913.20	202713.46	90212.43	24.81		
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	39299.99	11047.96
加：营业外收入	30002.91	36255.08	60617.26	42.14	4301.80	3697.99
减：营业外支出	38778.40	63922.25	49309.16	12.76	5127.72	4520.29
其中：非流动资产处置 损失						
三、利润总额	535502.57	538104.62	368087.32	-17.09	38474.08	10225.66
减：所得税费用	172552.56	253607.50	189692.31	4.85	9618.52	2556.42
四、净利润	362950.01	284497.13	178395.00	-29.89	28855.56	7669.25
其中：归属于母公司的净利 润	297178.37	144955.47	6044.70	-85.74	16159.11	4294.78
少数股东损益	65771.63	139541.66	172350.30	61.88	12696.45	3374.47

附件 3-1 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 1~3 月	*2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:						
销售商品、提供劳务收到的现金	12360755.63	12657157.45	13481868.28	4.44	3415227.37	2717983.17
客户存款和同业存放款项净增加额						
处置交易性金融资产净增加额						
收取利息、手续费及佣金收到的现金						
收到的税费返还	61.14	127.39	2720.38	567.05	46.09	48.09
收到其他与经营活动有关的现金	2453834.91	3118365.18	7033645.71	69.30	825717.27	589594.13
经营活动现金流入小计	14814651.68	15775650.02	20518234.37	17.69	4240990.74	3307625.39
购买商品、接受劳务支付的现金	10690091.95	10313463.93	11096477.82	1.88	3438251.95	2842775.02
客户贷款及垫款净增加额						
存放中央银行和同业款项净增加额						
支付利息、手续费及佣金的现金						
支付给职工以及为职工支付的现金	375220.85	560358.21	696565.10	36.25	178259.36	153855.95
支付的各项税费	756566.33	1046270.68	1132447.58	22.34	213175.70	147080.05
支付其他与经营活动有关的现金	2690161.10	3451749.54	7901250.95	71.38	376398.74	139474.00
经营活动现金流出小计	14512040.23	15371842.35	20826741.44	19.80	4206085.75	3283185.01
经营活动产生的现金流量净额	302611.44	403807.67	-308507.07		34904.98	24440.38
二、投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	13140.90	64022.42	93842.53	167.23	13016.78	13016.78
取得投资收益收到的现金	17327.45	48845.96	17162.99	-0.48	29974.29	29622.91
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1252.13	863.68	864.50	-16.91	74.01	74.01
处置子公司及其他单位收到的现金净额	101.44	2550.00		-100.00		-26280.63
收到其他与投资活动有关的现金	25148.57	16202.97	82843.67	81.50	32222.78	27641.51
投资活动现金流入小计	56970.48	132485.03	194713.70	84.87	75287.85	44074.58
购建固定资产、无形资产等支付的现金	364199.83	387784.83	1594948.83	109.27	86377.79	70139.55
投资支付的现金	234775.65	134929.85	198045.57	-8.15	61948.97	14494.25
取得子公司等支付的现金净额	13773.17		10908.17	-11.01		-4.73
支付其他与投资活动有关的现金	1085105.93	992323.83	327552.75	-45.06	129547.68	125292.69
投资活动现金流出小计	1697854.58	1515038.51	2131455.31	12.04	277874.44	209921.76
投资活动产生的现金流量净额	-1640884.10	-1382553.49	-1936741.61	8.64	-202586.58	-165847.18
三、筹资活动产生的现金流量:						
吸收投资收到的现金	67782.13	26138.55	95138.59	18.47	64757.83	56338.40
取得借款收到的现金	2294072.03	1945582.17	5095549.74	49.04	710211.49	684784.49
发行债券收到的现金						
收到其他与筹资活动有关的现金	80923.64	104904.09	220326.55	65.00	318491.12	308404.60
筹资活动现金流入小计	2442777.80	2076624.80	5411014.88	48.83	1093460.44	1049527.48
偿还债务支付的现金	611229.58	962375.50	2798830.17	113.99	414226.60	382595.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	191060.63	298220.60	457683.97	54.77	146475.09	142785.18
支付其他与筹资活动有关的现金	17455.35	8921.45	48045.09	65.91	297012.38	284473.61
筹资活动现金流出小计	819745.56	1269517.55	3304559.24	100.78	857714.07	809854.58
筹资活动产生的现金流量净额	1623032.24	807107.25	2106455.65	13.92	235746.38	239672.90
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加额	284759.59	-171706.59	-138809.61		68064.77	98266.10
加: 期初现金及现金等价物余额	1849890.13	2134649.71	2056785.51	5.44	1916862.35	1693289.72
六、期末现金及现金等价物余额	2134649.71	1962943.12	1917975.90	-5.21	1984927.12	1791555.82

附件 3-2 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	1.63
递延所得税资产减少	-14444.17	-36130.24	-8049.61	-25.35
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	-17.14
经营性应收项目的减少	-1313710.16	-180521.33	-96647.91	-72.88
经营性应付项目的增加	1135559.47	-131425.52	-695175.65	
其他	-33765.59	-40458.98	-184549.31	133.79
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 4 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月	*2013 年 3 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	7.04	6.42
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	64.37	68.55
全部债务资本化比率(%)	59.86	61.01	67.00	63.77	69.01	72.78
资产负债率(%)	72.69	71.92	73.02	72.63	73.63	75.46
偿债能力						
流动比率(%)	207.33	215.91	172.94	192.71	193.25	223.27
速动比率(%)	193.46	198.66	153.86	175.22	173.09	200.09
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 5 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 6 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。