

专项评级公告

联合[2015]1367号

根据2015年7月12日山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》(晋国资产权函【2015】383号)的文件精神,拟将晋能集团有限公司(以下简称“晋能集团”)下属的全资子公司山西国际电力集团有限公司(以下简称“山西国电集团”)持有的山西燃气产业集团有限公司(以下简称“山西燃气产业”)66%的股权和山西煤炭运销集团(以下简称“公司”或“煤销集团”)持有的山西压缩天然气有限公司(以下简称“压缩天然气”)50%的股权及山西大元新能源有限公司(以下简称“大元新能源”)51%的股权无偿划转给国新能源发展集团有限公司(以下简称“国新能源”),上述被划转燃气板块的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系,划转基准日拟定为2015年5月31日。

晋能集团为公司截至本次无偿划转股权交割日前已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供不可撤销的连带责任担保;国新能源为本次无偿划转股权交割日前公司已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供连带责任保证,连带责任保证的限额以本次拟无偿划入的标的资产截至本次无偿划转股权交割日的净资产数额为限;同时,国新能源就公司为压缩天然气提供的银行借款及融资业务提供的最高额连带责任保证事宜,为公司提供反担保;此外,国新能源就公司为压缩天然气提供的委托贷款事宜,为公司提供连带责任担保。

联合资信评估有限公司通过对燃气板块划转事项的专项评级，确定维持煤销集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债/12 晋煤运”及“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十二日



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重组专项评级报告

主体长期信用

评级结果: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	本次评级结果	上次评级结果
10 晋煤运 MTN2	10 亿元	2010/12/31~ 2015/12/31	AAA	AAA
11 晋煤运 MTN1	20 亿元	2011/4/19~ 2016/4/19	AAA	AAA
12 晋煤运 MTN1	30 亿元	2012/4/27~ 2017/4/27	AAA	AAA
12 晋煤销债/12 晋煤运	25 亿元	2012/1/18~ 2022/1/18	AAA	AAA
13 晋煤销债/13 晋煤运	25 亿元	2013/1/28~ 2023/1/28	AAA	AAA

专项评级时间: 2015 年 7 月 22 日

财务数据:

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 5 月	*15 年 5 月
现金类资产(亿元)	232.69	179.16	130.53	88.71	86.81
资产总额(亿元)	1396.13	1327.12	1564.00	1517.60	1493.92
所有者权益(亿元)	368.79	293.18	276.99	267.14	262.53
短期债务(亿元)	170.92	85.23	361.99	193.12	185.52
全部债务(亿元)	756.03	893.55	1000.44	989.12	973.27
营业收入(亿元)	1862.01	2057.94	1576.34	209.14	207.18
利润总额(亿元)	30.75	6.24	-13.27	-5.47	-5.48
EBITDA(亿元)	81.45	61.66	33.90	--	--
经营性净现金流(亿元)	-23.37	-35.37	70.65	25.65	25.23
营业利润率(%)	8.25	5.88	5.00	12.27	12.19
净资产收益率(%)	2.68	-1.67	-5.35	--	--
资产负债率(%)	73.58	77.91	82.29	82.40	82.15
全部债务资本化比率(%)	67.21	75.29	78.32	78.74	78.46
流动比率(%)	163.93	243.06	84.59	108.18	110.80
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	14.49	29.51	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	1.19	1.17	--	--
经营现金流负债比(%)	-5.62	-18.05	11.53	--	--

注: 1. 2012 财务数据为追溯调整的 2013 年年初数; 2. 融资租赁计入公司长期债务; 3. *2015 年 1~5 月模拟财务数据及指标依据经模拟的山西煤炭运销集团有限公司剔除山西压缩天然气有限公司及大元新能源能源有限公司后的财务数据计算而得; 4. 2015 年 1~5 月财务数据和*2015 年 1~5 月模拟财务数据已经审阅。

分析师

刘新泉 张钰 牛文婧

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

一、重大事项说明

根据山西省人民政府常务会议【2015】第 86 次会议纪要, 晋能集团有限公司(以下简称“晋能集团”)与山西省国新能源发展集团有限公司(以下简称“国新能源”)拟进行燃气产业板块资产、业务和人员的重组整合, 并同时决定依法合规启动公司资产重组相关事宜(以下简称“股权划转事项”或“燃气板块划转事项”。

根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会 2015 年 7 月 2 日《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》(晋国资产权函【2015】383 号)(以下简称“《通知》”), 拟将晋能集团和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给国新能源, 本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国际电力集团有限公司(以下简称“山西国电集团”)持有的山西燃气产业集团有限公司(以下简称“山西燃气产业”)66%的股权和山西煤炭运销集团(以下简称“公司”或“煤销集团”)持有的山西压缩天然气有限公司(以下简称“压缩天然气”)50%的股权及山西大元新能源有限公司(以下简称“大元新能源”)51%的股权, 上述被划转燃气板块的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系, 划转基准日(以下简称“基准日”)拟定为 2015 年 5 月 31 日。

为切实、充分保障各债权人合法权益, 晋能集团为公司截至本次无偿划转股权交割日前已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供不可撤销的连带责任担保; 国新能源为本次无偿划转股权交割日前公司已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供连

带责任保证，连带责任保证的限额以本次拟无偿划入的标的资产截至本次无偿划转股权交割日的净资产数额为限；同时，国新能源就公司为压缩天然气提供的银行借款及融资业务提供的最高额连带责任保证事宜，为公司提供反担保；此外，国新能源就公司为压缩天然气提供的委托贷款事宜，为公司提供连带责任担保。

上述股权划转事项预计将于2015年7月底左右完成。

二、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近年来煤炭景气下行导致公司收入规模有所下滑、公司连续两年出现净利润亏损、公司债务负担偏重、山西省推进煤炭公路销售体制改革以及本次公司对无偿划转的债权人权益保障方案尚未正式签订等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

联合资信认为，虽然压缩天然气和大元新能源的无偿划转对公司的多元化发展产生一定影响，但在资产、收入及利润规模方面对公司影响较小。联合资信将持续关注公司债权人权益保障方案的进展情况。

公司存续期内债券由晋能集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，晋能集团主体信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“10晋煤运MTN2”、“11晋煤运MTN1”、“12晋煤运MTN1”、“12晋煤销债/12晋煤运”及“13晋煤销债/13晋煤运”的信用等级为AAA。

优势

1. 公司在煤炭资源禀赋、政策支持、运销体系等方面的综合优势大。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。
2. 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，原煤产量稳步增长。
3. 公司经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强。
4. 晋能集团为公司存续债券提供担保，其担保实力强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。
5. 本次划转重组对燃气板块的划出，将减轻公司未来部分投资压力，有利于集中资源发展煤炭生产和煤炭物流优势主业。

关注

1. 受煤炭行业景气下行影响，2014年公司整体营业收入和利润总额下降显著，整体盈利水平明显减弱，连续两年出现净利润亏损。
2. 山西省推进煤炭公路销售体制改革对公司煤炭物流业务形成一定负面影响。
3. 近年来，公司债务负担处于偏重水平并有持续加重趋势。
4. 山西省纪委对公司原董事长刘建中进行立案审查，截至本次报告出具日，公司董事长及法定代表人人选尚未确定。联合资信对后续发展保持关注。
5. 本次公司燃气板块的无偿划转对公司多元化发展产成一定影响。

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 12 个月内有效；根据后续评级的结论，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“山西国电集团”）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2015年3月底，公司注册资本101.56亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

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

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2014年底，公司合并资产总额合计1564.00亿元，所有者权益（包括少数股东权益96.85亿元）合计276.99亿元；2014年公司实现营业收入1576.34亿元，利润总额-13.27亿元。

截至2015年5月底，公司（合并）资产总额1517.60亿元，所有者权益267.14亿元（含少数股东权益96.57亿元）；2015年1~5月，实现营业收入209.14亿元，利润总额-5.47亿元。

剔除山西压缩天然气有限公司（以下简称“压缩天然气”）及大元新能源能源有限公司（以下简称“大元新能源”）后，截至2015年5月底，公司（合并）资产总额为1493.92亿

元，所有者权益为262.53亿元（其中少数股东权益96.56亿元）。2015年1~5月，公司实现营业收入207.18亿元，利润总额-5.48亿元。

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。

二、重大事项

1. 公司燃气板块下属有关子公司股权划转重组事项（下称“划转重组事项”）

根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）《关于国新能源与晋能集团燃气板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函【2015】383号）（以下简称“《通知》”），为实施气化山西战略，优化配置国有资产推动山西省燃气产业持续健康有序发展，拟将晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）及其所属的全资子公司山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）和煤销集团的燃气产业板块的国有股权无偿划转给山西国新能源发展集团有限公司（以下简称“国新能源”）。

本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国电持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）66%的股权及煤销集团持有的山西压缩天然气有限公司（以下简称“压缩天然气”）50%的股权及大元新能源能源有限公司（以下简称“大元新能源”）51%的股权，上述被划转三公司的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系。上述划转基准日拟定为2015年5月31日。

本次股权无偿划转的同时，国新能源一次性接受因山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，煤销集团公路煤炭管理站（含稽查电）和营业站撤销后所分流职工38505人中的10000名。山西省政府给予的财政补贴（包括资本金和人员工资保险补贴），按照10000：38505分配给国

¹公司于2015年5月27日发布公告称，公司法人代表兼董事长刘建中因严重违纪问题被开除党籍和公职。截至本期报告发布日，尚未接到相关任命安排，公司法人代表尚未完成工商变更。

新能源和晋能集团。

鉴于煤销集团目前存续的债券融资产品、银行授信融资、对外担保，根据有关规定及合同约定，为切实、充分保障各债权人合法权益，公司协调晋能集团和国新能源采取了以下保障措施：

一、晋能集团为煤销集团存续债务提供担保

根据晋能集团出具的《晋能集团有限公司担保承诺函》，晋能集团为本次无偿划转股权交割日前煤销集团已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供连带责任保证。

二、国新能源为煤销集团存续债务提供担保

根据国新能源出具的《山西省国新能源发展集团有限公司为山西煤炭运销集团有限公司相关债权人提供担保的承诺函》，国新能源为本次无偿划转股权交割日前煤销集团已发行但尚未兑付或清偿的各期企业债、中期票据、非公开定向发行债务融资工具、保险债权计划以及银行授信等债务提供连带责任保证。国新能源承担上述连带责任保证的限额以本次拟无偿划入的标的资产（压缩天然气和大元新能源）截至本次无偿划转股权交割日的净资产数额为限。

二、国新能源为煤销集团提供反担保

根据国新能源与煤销集团签订的《反担保合同》，国新能源就煤销集团为压缩天然气提供的银行借款及融资业务提供的最高额连带责任保证事宜（截至基准日，煤销集团对压缩天然气担保余额2.66亿元²），为煤销集团提供反担保。

三、国新能源为煤销集团提供担保

根据国新能源与煤销集团签订的《担保合同》，国新能源就煤销集团为压缩天然气提供

的委托贷款事宜（截至基准日，煤销集团对压缩天然气委托贷款1亿元³），为煤销集团提供连带责任担保。

上述股权划转事项预计将于2015年7月底左右完成。

2. 划转事项对公司影响

公司提供的压缩天然气2014年财务报表经中天运会计师事务所审计并出具标准无保留意见，公司提供的大元新能源2014年财务报表经利安达会计师事务所山西分所审计并出具标准无保留意见。公司提供的2015年1~5月财务报表及2015年1~5月剔除压缩天然气和大元新能源的模拟财务报表均已经利安达会计师事务所山西分所审阅。本次划转重组将使公司丧失对压缩天然气和大元新能源的控制权，其不再纳入公司合并范围。

截至2015年5月31日（未经审计），压缩天然气和大元新能源资产共计23.71亿元，占煤销集团总资产1.56%；净资产共计5.06亿元，占煤销集团净资产1.90%。2014年，压缩天然气和大元新能源销售收入共计5.45亿元，实现利润总额131.77万元。2015年1~5月，压缩天然气和大元新能源销售收入共计1.96亿元，实现利润总额共计33.63万元。压缩天然气和大元新能源资产、收入及利润规模占煤销集团整体比例较小，其资产划转事项对煤销集团综合偿债能力的影响小。

表1 2014年压缩天然气和大元新能源与公司重要财务指标比较

项目	2014年 压缩天然气	2014年 大元新能源	2014年 煤销集团
资产总额(亿元)	23.00	0.42	1564.00
所有者权益(亿元)	4.68	0.35	276.99
营业收入(亿元)	5.29	0.16	1576.34
利润总额(亿元)	0.10	-0.09	-13.27

资料来源：公司审计报告

² 最终的应清偿债务明细以本次无偿划转股权交割日的数据为准。

³ 最终的应清偿债务明细以本次无偿划转股权交割日的数据为准。

表2 2015年5月底剔除压缩天然气和大元新能源前后公司重要财务指标比较

项目	2015年5月	*2015年5月
资产总额(亿元)	1517.60	1493.92
所有者权益(亿元)	267.14	262.53
营业收入(亿元)	209.14	207.18
利润总额(亿元)	-5.47	-5.48
资产负债率	82.40%	82.43%

资料来源：公司审计报告

注：*2015年1~5月财务数据系公司剔除压缩天然气和大元新能源后的模拟财务数据。

此外，此次划转事宜有利于山西省“气化山西”战略的统一推进实施。公司燃气产业板块未来投资压力较大，剥离后可减轻公司未来几年的融资压力，有利于集中资源发展煤炭生产和煤炭物流优势主业。另外，母公司晋能集团安置转岗分流人员，有利于维护职工稳定，降低人工成本。

总体上看，虽然压缩天然气和大元新能源的无偿划转对公司的多元化发展产生一定影响，但在资产、收入及利润规模方面对公司影响较小。联合资信将持续关注公司债权人权益保障方案的进展情况。

三、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭生产、煤炭物流及非煤业务三大板块。近年来，受煤炭价格继续下行影响，公司收入规模下降显著，2014年实现营业收入1576.34亿元，同比下降23.40%。

收入构成方面，煤炭物流业务作为公司的

传统业务，公路体制改革以前该板块收入规模占公司营业收入比例较高，2014年，占营业收入的72.72%，受非煤业务收入下降影响，其收入贡献有所增长。同时，作为山西省煤炭资源整合主体，近年来公司原煤产量有所增长，但受煤炭价格下行影响，2014年收入规模较上年有所减少，占营业收入的6.34%。同期，受焦炭集团划出等因素影响，公司下属多元投资等非煤业务经营规模下降明显，收入规模占营业收入比例同比下降5.74个百分点，2014年占比为20.22%。

盈利能力方面，2014年受煤炭价格下行影响，煤炭生产板块盈利水平有所下降，板块毛利率为20.47%，较上年下降15.07个百分点；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，2014年受煤炭价格下行等因素的影响，公司煤炭物流业务盈利能力有所减弱，业务毛利率为4.01%，较上年下降6.41个百分点；公司非煤业务中的焦化业务盈利能力差，受焦炭集团划出影响，公司非煤业务毛利率由负转正，2014年毛利率为3.43%，同比上升19.89个百分点。公司其他业务板块对公司整体盈利水平影响有限。2014年公司整体毛利率为5.43%，较上年下降0.85个百分点。

2015年1~5月，燃气板块实现收入1.95亿元，毛利率为20.89%，同比均有小幅上升；除燃气板块以外的其他各板块合计207.18亿元，同比大幅下降65.66%，主要是由于山西省实施公路销售体制改革后公路贸易收入大幅减少，但由于公路贸易毛利率低，其占比减少后带动公司整体毛利率水平有所上升至13.79%。

表3 2013年和2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	2040.03	99.13	5.60	1564.97	99.28	4.94
煤炭生产	131.79	6.40	35.54	100.03	6.34	20.47
煤炭物流	1419.59	66.77	10.42	1146.28	72.72	4.01
非煤业务	488.65	25.96	-16.46	318.66	20.22	3.43

2. 其他业务小计	17.90	0.87	83.79	11.37	0.72	72.28
合计	2057.93	100.00	6.28	1576.34	100.00	5.43

资料来源：公司审计报告

表4 2014年1~5月和2015年1~5月剔除的燃气板块与其它板块收入及毛利率对比情况

	2015年1~5月		2014年1~5月	
	收入(万元)	毛利率	收入(万元)	毛利率
划出的燃气板块	19545	20.89%	19171	18.68%
除燃气板块以外的其他板块	2071823	13.72%	6033667	5.53%
合计	2091368	13.79%	6052838	5.58%

资料来源：公司提供

2. 煤炭物流

2014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。2013~2014年,随着山西省煤炭产量增长,公司煤炭物流业务有所增长,两年贸易量分别为3.04亿吨和3.56亿吨;2015年以来,受公路体制改革影响,公司公路贸易量大幅下降,2015年1~5月,公路煤炭贸易量实现4162.80万吨,占2014年全年水平的11.69%。但受煤炭价格持续下行影响,2014年,公司实现煤炭物流收入1146.28亿元,同比下降19.25%。

表5 公司2013~2015年5月煤炭贸易情况

(单位:万吨)

	2013年	2014年	2015年1~5月
公路	30408.70	35612.00	4162.80
铁路	--	--	--
合计	30408.70	35612.00	4162.80

资料来源：公司提供

注：2013年,12家子公司划出后,公司煤炭物流业务仅存公路煤炭物流业务。

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。

在省内,公司经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过1亿吨,在省外,公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地,资源优势明显。经过30年的发展,公司煤炭物流品牌已经形成,在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、资金筹集等方面有极大的优势,在通道占有、车辆整合、清洁能源通道建设等方面处于行业领先地位。

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、优先保山西省外重点行业、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。

2014 年 11 月，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，取消对公司及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托，停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能；取消公司监制的山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境统一调运单；撤销公司在省内的煤炭公路检查点、稽查点。此次煤炭公路销售体制改革，理论上减少煤炭公路运销量 1.3 亿吨~1.5 亿吨，年收入减少约 700 亿元。同时，煤炭公路销售体制改革涉及到公司转岗人员 3.8 万多人，通知中规定对公司一线职工要做到不下岗、不减薪、不减收、不断保；并由山西省财政每年拨付 18 亿元（连续三年）公司转岗职工补助，截至本期评级报告出具日，第一季度的 4.50 亿元补助款已拨付至公司，同时，本次划转重组事项将分流职工 38505 人中的 10000 名，从而缓解公司承担社会责任的压力。

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，且山西省 2014 年推进煤炭公路销售体制改革对公司煤炭物流业务形成一定负面影响，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，但考虑到政府对员工转岗等支持逐步到位，以及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，公司依托成熟的运销体系，仍有望保持较高的市场占有率。

3. 煤炭生产业务

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在此轮煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快

发展，煤炭产运销一体化水平不断提高。

煤炭资源储备

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 119.78 亿吨，矿井 161 座、核定产能 13135 万吨/年。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于公司庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强公司的抗风险能力。

煤炭生产

随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能稳步增长，2013 年和 2014 年原煤产量分别为 6027.20 万吨和 6175.45 万吨，2015 年 1~5 月，原煤产量为 2322.60 万吨。

表 6 公司近年煤炭生产情况

年度	2013 年	2014 年	15 年 1-5 月
原煤产量（万吨）	6027.20	6175.45	2322.60
销售收入（亿元）	131.79	100.03	/

资料来源：公司提供

注：2015 年 1~5 月原煤生产板块收入无法提供。

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 2014 年底，以上两项指标分别超过 99% 和 93%。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。

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。近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

公司非煤业务还包括焦炭生产及贸易、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。其中焦炭生产及贸易的经营主体为山西省焦炭（集团）有限公司（以下简称“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。2013 年 8 月，根据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》（晋国资发[2013]24 号）的文件精神，公司将焦炭集团整体划转至山西焦煤集团有限责任公司，焦炭集团不再并入公司合并范围，焦炭集团盈利能力低，对公司整体利润贡献有限。跟踪期内，受焦炭集团划出影响，公司非煤业务收入规模有所下降，2014 年实现收入 318.66 亿元，同比减少 34.79%。

5. 其他业务

公司其他业务收入主要包括管理服务收入、租赁费收入、材料销售收入、代理费收入和运费收入等收入，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不大。2014年,公司其他业务收入合计为11.37亿元,同比减少36.48%。

6. 经营效率

2014年,公司销售债权周转次数为20.97次,较上年的23.65次有所下降;存货周转次数为17.74次,较上年的23.97次明显下降;总资产周转次数为1.09次,较上年的1.51次有所下降。2014年,公司各项经营效率指标同比有所下降,但受贸易类业务收入占比较高影响,公司整体运营效率较高。

7. 未来发展

公司未来投资主要集中于煤炭生产、煤炭物流板块。煤炭资源整合方面,截至2014年底,公司在建煤矿矿井40座,设计产能3905万吨/年。截至目前,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1295万吨/年的原煤产能。公司煤炭资源整合计划总投资244.23亿元。截至2015年5月底,公司生产矿井达到45座,其中当年新投产6座煤矿,投产矿井为公司优质矿井,具有较好的经济效益,预计煤炭产量新增1000~1500万吨。

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28座煤炭超市、煤炭储配中心,总占地面积6721亩,吞吐规模达7850万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心19座,占地面积2950亩,吞吐规模达4150万吨,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9座,占地面积3771亩,吞吐规模达3700万吨。

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。

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

公司提供的2013年和2014年财务数据均已经利安达会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了为标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年1~5月财务报表及2015年1~5月剔除压缩天然气和大元新能源的模拟财务报表均已经利安达会计师事务所山西分所审阅。

2013年开始,公司财务数据对安全费用的提取由原来的吨煤提取60元变更为吨煤30元,此会计估计事项的变更使当期吨煤成本降低30元。2013年,不再纳入合并范围的子公司共18家(包括12家子公司⁴及焦炭集团),子公司的划出对公司财务状况具有一定影响。2014年,新纳入公司合并范围的子公司共1家,为襄垣县开源洗煤有限责任公司。

截至2014年底,公司合并资产总额合计1564.00亿元,所有者权益(包括少数股东权益96.85亿元)合计276.99亿元;2014年公司实现营业收入1576.34亿元,利润总额-13.27亿元。

截至2015年5月底,公司(合并)资产总额1517.60亿元,所有者权益267.14亿元(含少数股东权益96.57亿元);2015年1~5月,实现营业收入209.14亿元,利润总额-5.47亿

⁴ 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。

元。

剔除压缩天然气和大元新能源后，截至2015年5月底，公司(合并)资产总额为1493.92亿元，所有者权益为262.53亿元(其中少数股东权益96.56亿元)。2015年1~5月，公司实现营业收入207.18亿元，利润总额-5.48亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司原煤产量有所增长，但受煤炭价格下行影响，煤炭生产业务和煤炭物流业务收入规模均有所减少，同期公司非煤业务受焦炭集团划出影响收入规模也有所下降，公司整体营业收入规模下降明显，利润总额大幅下滑并出现亏损，公司整体盈利水平有所减弱。2014年，公司实现营业收入1576.34亿元，同比减少23.40%；利润总额为-13.27亿元，较上年的6.24亿元大幅下滑。2015年1~5月，公司实现营业收入209.14亿元，利润总额-5.47亿元；剔除压缩天然气和大元新能源后，公司实现营业收入207.18亿元，利润总额-5.48亿元。

2014年，公司煤炭贸易业务仍是公司收入的主要构成，公司营业成本下降速度略低于营业收入降速，致使营业利润率有所下滑。2014年，公司营业利润率为5.00%，同比下降0.88个百分点；2015年1~5月，由于此前公路销售体制下的公路贸易业务毛利率水平低，公路销售体制改革后该业务大幅下降，带动公司营业利润率上升至12.27%；剔除燃气板块后公司营业利润率为12.19%。

2014年，受业务收入整体下降影响，公司销售费用和管理费用均有所减少，财务费用较上年基本持平；公司期间费用为101.78亿元，较上年减少11.62%，期间费用率为6.46%，同比上升0.86个百分点，总体看，公司期间费用控制尚可。

2013年以来，公司财务数据对安全费用的提取由原来的吨煤提取60元变更为吨煤30元，此会计估计事项的变更使当期吨煤成本

降低30元，但受煤炭行业景气下行影响，公司利润总额和净利润仍大幅下降，2014年分别为-13.27亿元和-14.82亿元，同比减少19.51亿元和9.92亿元，公司连续两年出现净利润亏损。2014年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.11%和-5.35%，均较上年的3.95%和-1.67%有所下降。

综合来看，2014年以来，受煤炭行业景气下行影响，公司整体营业收入和利润总额下降显著；期间费用控制能力尚可但有所弱化；公司连续两年出现净利润亏损；营业利润率有所下滑，整体盈利水平明显减弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少23.56%。2014年公司经营活动产生的现金流入量为2007.07亿元，较上年增长5.51%，增长主要来自收到其他与经营活动相关的现金，为794.44亿元，主要为往来款及保证金。2014年公司现金收入比较上年略有下降，为76.80%，同比下降0.17个百分点，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，2014年为822.13亿元，增加了公司经营活动现金流出量。2014年公司经营活动现金净流量为70.65亿元，经营活动净流量由负转正。

从投资活动来看，2014年，公司投资活动现金流入量同比大幅减少，投资活动现金流入量为18.24亿元，同比减少73.38%，主要为处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额(0.50亿元)的大幅减少；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接近完成，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下降。2014年，公

司投资活动产生的现金流量为净流出 94.78 亿元。

2014 年，公司筹资活动前现金流量净额为-24.15 亿元，较上年的-129.18 亿元资金需求大幅收窄，受公司资源整合资本支出减少影响，跟踪期内，公司外部筹资需求有进一步减少的趋势。

2014 年，公司筹资活动现金流入规模有所减少，为 186.53 亿元，同比下降 55.84%，主要由取得借款收到的现金构成；同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额为-18.56 亿元。

2015 年 1~5 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 171.09 亿元，现金收入比为 81.81%；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 25.65 亿元、-23.90 亿元和-39.34 亿元。剔除燃气板块后，2015 年 1~5 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 169.17 亿元，现金收入比为 81.65%；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 25.23 亿元、-22.65 亿元和-39.20 亿元。

整体看，公司收现质量一般；公司煤炭资源整合及矿井技改完成，对资金需求量有所减小，对外融资需求有所弱化。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 1564.00 亿元，同比增长 17.85%。其中流动资产占比 33.15%，非流动资产占比 66.85%，资产构成较 2013 年底变化不大。

截至 2014 年底，公司流动资产为 518.49 亿元，同比增长 8.86%，主要是应收账款和其他应收款的增长所致。截至 2014 年底，公司货币资金 105.78 亿元，同比减少 32.23%，其中受限制的货币资金为 18.60 亿元；公司应收票据合计 24.74 亿元，同比增长 7.24%，绝大部分为银行承兑汇票；公司应收账款为 66.52

亿元，同比增长 84.66%，应收账款中 97.50% 的采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 58.18%，1~2 年的占比 19.47%，2~3 年的占比 4.52%，其余为 3 年以上的，计提坏账 13.18 亿元，计提比例 16.54%，计提比例较为充分；预付款项为 69.44 亿元，同比减少 17.00%，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；公司其他应收款期末账面余额为 175.98 亿元，其中 53.31% 采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 57.31%，1~2 年的占比 5.65%，2~3 年的占比 14.54%，其余为 3 年以上的，计提坏账 16.17 亿元，计提比例 9.19%；公司其他应收款净额为 159.81 亿元，同比增长 108.27%，系因收购力度增大，公司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所致；公司存货 82.97 亿元，同比减少 2.47%，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 1.10 亿元，主要是对库存商品计提的跌价准备；公司其他流动资产为 7.35 亿元，同比减少 39.89%，主要来自委托贷款的减少。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 1045.52 亿元，同比增长 22.88%，以固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产为主。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产大幅增长，为 38.01 亿元⁵，主要因根据最新企业会计准则将原长期股权投资科目重新分类至可供出售金融资产会计科目所致，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等企业的投资；公司固定资产账面原值 406.33 亿元，主要为房屋、建筑物、机器设备、运输工具，累计折旧合计 110.52 亿元，固定资产净值为 295.06 亿元，同比增长 14.80%；公司在建工程 387.16 亿元，

⁵ 根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资（2014 年修订）》，公司将对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的股权投资作为可供出售金融资产核算。

同比增长 44.41%，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、左权盘城岭煤业有限公司 90 万吨矿井技改项目增加投资等；公司无形资产 225.43 亿元，同比增长 13.62%。

截至 2015 年 5 月底，公司资产总额为 1517.60 亿元，较 2014 年底下降 2.97%，其中流动资产占 29.94%，非流动资产占 70.06%，资产构成较 2014 年底变化不大；剔除燃气板块后，截至 2015 年 5 月底，公司资产总额为 1493.92 亿元，较 2014 年底下降 4.29%，其中流动资产占 30.02%，非流动资产占 69.98%，资产构成较 2014 年底变化不大。

总体上看，2014 年公司固定资产和在建工程投资规模增大，公司举债力度增强，负债规模涨幅明显，导致公司资产规模有所增长，公司资产结构以非流动资产为主，复合煤炭行业特点。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 276.99 亿元（含少数股东权益 96.85 亿元），同比下降 8.60%。截至 2014 年底，公司实收资本为 101.56 亿元；公司资本公积为 3.19 亿元，同比大幅减少 39.24%；同时，受公司净利润亏损影响，公司未分配利润同比减少 20.03%；公司其他综合收益为 3.21 亿元，为根据新会计准则可供出售金融资产公允价值变动损益。

截至 2015 年 5 月底，公司所有者权益合计 267.14 亿元，较 2014 年底下降 3.45%，主要由于公司 2015 年 1~5 月亏损导致未分配利润减少所致；剔除燃气板块后，截至 2015 年 5 月底，公司所有者权益合计 262.53 亿元，较 2014 年底下降 5.22%，主要由于燃气板块划出以及公司除燃气板块以外板块 2015 年 1~5 月亏损导致未分配利润减少所致。

总体看，2014 年以来，受行业景气下行

导致净利润亏损影响，公司所有者权益有所减少，但构成中实收资本和未分配利润占比较大，结构稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 1287.01 亿元，同比增长 24.48%，其中流动负债占 47.62%，非流动负债占 52.38%，受长期借款和应付债券相应调整至一年内到期的非流动负债影响，公司负债结构向流动负债占比增大趋势发展。

截至 2014 年底，公司流动负债为 612.93 亿元，同比增长 212.78%，主要以应付账款、预收款项、短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款为主；公司短期借款为 92.08 亿元，同比增长 30.31%，主要由抵押借款、保证借款和信用借款构成；公司应付账款达到 99.06 亿元，同比增长 294.33%；公司预收款项 40.24 亿元，同比增长 47.85%，主要是煤炭客户预付定金的增长；公司其他应付款 76.54 亿元，同比增长 177.68%，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、应付山西新北方集团有限公司资金款以及应付山西省财政厅采矿权价款等；公司一年内到期的非流动负债为 213.77 亿元，包括一年内到期的长期借款 143.86 亿元和一年内到期的应付债券 69.91 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 674.08 亿元，较 2013 年底减少 19.56%，主要因部分长期借款和应付债券相应调整至一年内到期的非流动负债科目所致，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券（包括“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 PPN003”20 亿元、“12 晋煤运 PPN004”20 亿元、“13 晋煤运债”25 亿元、“13 晋煤运 PPN001”20 亿元、“14 晋煤运 PPN001”30 亿元、“14 晋煤运 PPN002”10 亿元）构成；公司长期应付款为 57.59 亿

元，同比增长 25.54%，主要系融资租赁款和采矿权资源价款。

截至 2015 年 5 月底，公司负债总额为 1250.46 亿元，较 2014 年底下降 2.84%；剔除燃气板块后，截至 2015 年 5 月底，公司负债总额为 1231.38 亿元，较 2014 年底下降 4.32%。负债构成较 2014 年底变化不大。

有息债务方面，由于资源整合以及在建工程持续投入资金，公司加大了筹资力度，公司债务规模相应快速增长。2014 年公司全部债务规模为 1000.44 亿元，同比增长 11.96%，其中，长期债务占全部债务比例为 64.00%，与公司长期投资规划匹配度较好，总体看，公司债务结构合理。

公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升，2014 年公司资产负债率、全部债务资本化比率呈现上升趋势，2014 年底分别为 82.29% 和 78.32%，分别较上年的 77.91% 和 75.29% 有所上升；公司长期债务资本化比率呈现下降趋势，2014 年底为 69.74%，较上年的 73.93% 有所下降。

截至 2015 年 5 月底，公司全部债务合计 989.12 亿元，较 2014 年底下降 1.13%，其中，长期债务占 80.48%，短期债务占 19.52%；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 82.40%、78.74% 和 63.36%，分别较上年底变动 0.11、0.42 和 -6.38 个百分点。公司整体债务负担处于较重水平。

剔除燃气板块后，截至 2015 年 5 月底，公司全部债务合计 973.27 亿元，较 2014 年底下降 2.72%，其中，长期债务占 80.94%，短期债务占 19.06%；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 82.43%、78.46% 和 63.51%，分别较上年底变动 0.14、0.14 和 -6.23 个百分点。公司整体债务负担处于较重水平。

总体看，为满足煤炭资源整合及在建工程投资支出需要，2014 年公司长期债务快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负

担处于偏重水平并有持续加重趋势，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底公司流动比率、速动比率两项指标分别为 84.59% 和 71.05%，较 2013 年的 243.06% 和 199.64% 下降明显；公司经营现金流动负债比为 11.53%。截至 2015 年 5 月底，公司流动比率和速动比率分别为 108.18% 和 87.65%，较 2014 年底指标有所反弹；剔除燃气板块后，上述两项指标分别为 109.63% 和 88.60%。整体看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看，受利润总额大幅下降影响，2014 年公司 EBITDA 同比有所下降，为 33.90 亿元，较上年下降 27.76 亿元；公司 EBITDA 利息保护倍数为 1.17 倍，较上年的 1.19 倍有所减弱；全部债务/EBITDA 为 29.51 倍，较上年的 14.49 倍有所上升，EBITDA 对全部债务保护能力有所减弱。整体看，公司长期偿债能力指标随公司长期债务增加而有所弱化，2014 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。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司对外担保余额合计 1.58 亿元，担保比率 0.57%。担保对象主要为山西张台地方铁路投资建设有限公司（1.00 亿元）和山西崇安能源发展有限公司（0.58 亿元）。总体上，公司对外担保或有负债风险较小。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 1660.00 亿元，已使用 598.23 亿元，1061.77 亿元尚未使用。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（报告编号：NO.B201507200088753203），截至 2015

年7月20日，公司除一笔已结清的关注类票据贴现外⁶，无其他已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况较好。

6. 抗风险能力

基于对煤炭及物流行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及公司在经营规模、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、债权保护条款分析

2013年7月5日，晋能集团（原名为晋能有限责任公司）出具《晋能有限责任公司为山西煤炭运销集团有限公司相关债权人提供连带责任担保书（函）》，承诺为煤销集团截至2013年6月30日前发生但尚未兑付的公司债券、中期票据、非公开定向债务融资工具提供连带责任担保，担保期限自2013年6月30日起，至煤销集团各期债务融资工具分别到期日后满两年之日止，并承诺在条件成熟时，以合法且适当的方式合并重组煤销集团后，在煤销集团主体注销后承接煤销集团全部债务。截至2014年底，山西国电集团和煤销集团股权已划转至晋能集团，工商变更事项已完成。

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

六、担保人主体长期信用分析

晋能集团成立于2013年4月24日。2012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，煤销集团及山西国电集团股东会分别通过关于上述合并重组事项的议案。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》，并取得140000110112260号企业法人营业执照。截至2015年3月底，晋能集团注册资本为360.00亿元。2013年12月，晋能集团完成对煤销集团和山西国电集团的股权重组并办理完成工商变更登记。

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

截至2014年底，晋能集团合并资产总额2225.74亿元，所有者权益519.15亿元（其中少数股东权益142.74亿元）；2014年晋能集团实现营业收入1929.63亿元，利润总额6.61亿元。

截至2015年5月底，晋能集团合并资产总额2324.45亿元，所有者权益534.40亿元（其中少数股东权益144.54亿元）；2015年1~5月晋能集团实现营业收入309.37亿元，利润总额4.39元。

晋能集团由煤销集团和山西国电集团重组构成，煤销集团为中国最大的煤炭运销企业，山西国电集团为山西省政府直属的国有独资电力产业集团，山西省国资委为晋能集团第一大股东和实际控制人。

晋能集团拥有近3亿吨年煤炭储装运、销售能力，煤炭年生产能力超过6000万吨；拥有144个铁路煤炭发运站、281个公路煤焦营业站、59个公路出省煤焦管理站、29个企业用煤管理站及储配煤厂82个；晋能集团已经形成覆盖全国26个主要省市的煤炭销售网络，是中国最大的煤炭运销企业。晋能集团是山西省煤炭资源整合的主要主体之一，晋

⁶ 系公司于2003年4月贴现的一笔15万元票据贴现，承兑到期日期为2003年9月，实际结清日期为2006年9月；由于时间久远，公司未能提供说明。

能集团通过山西煤销集团兼并重组拥有矿井 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，占整合后省内七大整合主体矿井总数的约 30%。晋能集团拥有装机容量 540.70 万千瓦，持有山西阳光发电有限责任公司等 22 家发电企业的股权。公司拥有 220KV 变电站 5 座，容量 183MVA，220KV 线路 248KM；110KV 变电站 39 座，容量 25692MVA，110 线路 1267KM；35KV 变电站 63 座，容量 667.75MVA，35KV 线路 1440KM。

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

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

晋能集团资产以非流动资产为主，整体资产质量较好；所有者权益结构稳定性较好；债务负担偏重，但现有债务结构较为合理，与其未来投资计划匹配程度较好；晋能集团营业收入逐年增长，期间费用控制能力较好，但受煤炭行业景气下行影响，整体盈利能力有所减弱，未来随着整合矿井的逐步投产，晋能集团自产煤炭产量有望持续提升，有助于增强其盈利能力；晋能集团收入实现质量偏弱，对外部融资渠道存在一定依赖性。

经联合资信评定，晋能集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

七、存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续期债券共计 110 亿元，其中

中期票据合计发行额度 60 亿元，企业债券合计发行额度 50 亿元。其中，中期票据分别为：公司于 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 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”）；企业债券分别为：公司于 2012 年 1 月发行的额度为 25 亿元，期限为 10 年的公司债（“12 晋煤销债/12 晋煤运”）；2013 年 1 月发行的额度为 25 亿元，期限为 10 年的公司债（“13 晋煤销债/13 晋煤运”）。公司存续期债券到期日较为分散，其中 2017 年到期中债券需偿还额度最大，为 30 亿元。

2014 年，公司经营活动现金流入量为 2007.07 亿元，为存续债券金额合计的 18.25 倍，为单年最高偿还本金的 66.90 倍；经营活动现金流量净额为 70.65 亿元，为存续债券金额合计的 0.64 倍，为单年最高偿还本金的 2.36 倍；公司 EBITDA 为 33.90 亿元，为存续期债券金额合计的 0.30 倍，为单年最高偿还本金的 1.13 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强。整体看，公司对存续期债券保障能力较强；由于划出的燃气板块企业的规模相对公司较小，对公司存续期债券保障能力影响小。

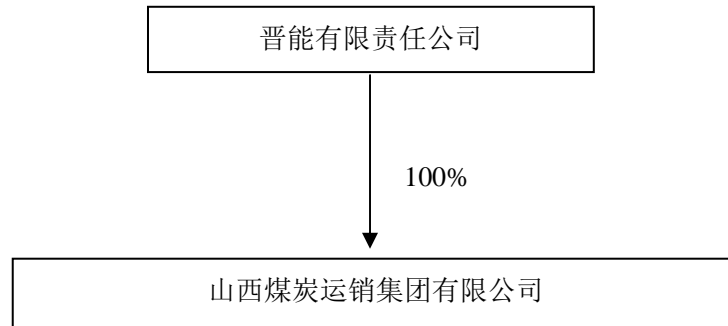
八、结论

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。但同时，公司连续两年出现净利润亏损、公司债务负担偏重、山西省推进煤炭公路销售体制改革以及本次公司对无偿划转的债权人权益保障方案尚未正式签订等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

联合资信认为，虽然压缩天然气和大元新能源的无偿划转对公司的多元化发展产生一定影响，但在资产、收入及利润规模方面对公司影响较小。联合资信将持续关注公司债权人权益保障方案的进展情况。

基于煤销集团综合偿债能力、本次划转重组事项影响及存续期债券债权保护条款的综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并相应维持“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债/12 晋煤运”及“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5 月	*2015 年 5 月
财务数据					
现金类资产(亿元)	232.69	179.16	130.53	88.71	86.81
资产总额(亿元)	1396.13	1327.12	1564.00	1517.60	1493.92
所有者权益(亿元)	368.79	293.18	276.99	267.14	262.53
短期债务(亿元)	170.92	85.23	361.99	193.12	185.52
长期债务(亿元)	585.11	808.32	638.45	796.01	787.76
全部债务(亿元)	756.03	893.55	1000.44	989.12	973.27
营业收入(亿元)	1862.01	2057.94	1576.34	209.14	207.18
利润总额(亿元)	30.75	6.24	-13.27	-5.47	-5.48
EBITDA(亿元)	81.45	61.66	33.90	--	--
经营性净现金流(亿元)	-23.37	-35.37	70.65	25.65	25.23
财务指标					
销售债权周转次数(次)	14.31	23.65	20.97	--	--
存货周转次数(次)	24.19	23.97	17.74	--	--
总资产周转次数(次)	1.48	1.51	1.09	--	--
现金收入比(%)	72.37	76.97	76.80	81.81	81.65
营业利润率(%)	8.25	5.88	5.00	12.27	12.19
总资本收益率(%)	3.86	3.95	1.11	--	--
净资产收益率(%)	2.68	-1.67	-5.35	--	--
长期债务资本化比率(%)	61.34	73.38	69.74	63.36	63.51
全部债务资本化比率(%)	67.21	75.29	78.32	78.74	78.46
资产负债率(%)	73.58	77.91	82.29	82.40	82.43
流动比率(%)	163.93	243.06	84.59	108.18	109.63
速动比率(%)	145.69	199.64	71.05	87.65	88.60
经营现金流动负债比(%)	-5.62	-18.05	11.53	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	1.19	1.17	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	14.49	29.51	--	--

注：1. 2012 财务数据为追溯调整的 2013 年年初数；2. 融资租赁计入公司长期债务；3. *2015 年 1~5 月模拟财务数据及指标依据经模拟的山西煤炭运销集团有限公司剔除山西压缩天然气有限公司及大元新能源能源有限公司后的财务数据计算而得；4. 2015 年 1~5 月财务数据和*2015 年 1~5 月模拟财务数据已经审阅。

附件 3 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置同中长期债券。