

跟踪评级公告

联合[2014] 859号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“10晋煤运MTN1”、“10晋煤运MTN2”、“11晋煤运MTN1”、“12晋煤销债/12晋煤运”、“12晋煤运MTN1”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
二零一四年六月二十三日

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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	本次评级结果	上次评级结果
10 晋煤运 MTN1	10 亿元	2010/4/22~ 2015/4/22	AAA	AAA
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 晋煤销债/12 晋煤运	25 亿元	2012/1/18~ 2022/1/18	AAA	AAA
12 晋煤运 MTN1	30 亿元	2012/4/27~ 2017/4/27	AAA	AAA
13 晋煤销债/13 晋煤运	25 亿元	2013/1/28~ 2023/1/28	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	256.23	232.69	179.16	160.28
资产总额(亿元)	1113.17	1396.13	1327.12	1344.28
所有者权益(亿元)	312.56	368.79	293.18	288.90
短期债务(亿元)	67.22	170.92	85.23	94.79
全部债务(亿元)	488.99	756.03	893.55	914.13
营业收入(亿元)	1586.09	1862.01	2057.94	337.34
利润总额(亿元)	53.81	30.75	6.24	-3.69
EBITDA(亿元)	105.30	81.45	61.66	--
经营性净现金流(亿元)	40.38	-23.37	-35.37	-4.38
营业利润率(%)	12.11	8.25	5.88	5.60
净资产收益率(%)	9.10	2.68	-1.67	--
资产负债率(%)	71.92	73.58	77.91	78.51
全部债务资本化比率(%)	61.01	67.21	75.29	75.99
流动比率(%)	215.91	163.93	243.06	212.19
全部债务/EBITDA(倍)	4.64	9.28	14.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.43	1.19	--
经营现金流流动负债比(%)	10.78	-5.62	-18.05	--

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. 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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跟踪期内煤炭价格下跌导致公司盈利受市场影响出现下滑、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。

2013 年公司进行资产重组,先后将下属 12 家全资子公司及山西焦炭(集团)有限公司(以下简称“焦炭集团”)对外划转,并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有限责任公司(以下简称“晋能公司”)。截至 2013 年 12 月 17 日,上述重组事项均已完成。重组事项导致公司资产规模、权益规模及收入、利润、经营活动现金流入量及净流量均有一定程度下降,公司综合抗风险能力有所弱化。但与山西国电集团重组后,有助于强化公司与下游电力行业的煤炭运销衔接,稳定公司下游需求。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。

公司存续期内债券由晋能公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。晋能公司已完成对公司和山西国电集团的股权重组及工商变更手续。经联合资信评定,晋能公司主体信用等级为 AAA,担保实力很强,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 MTN1”、“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债/12 晋煤运”、“12 晋煤运 MTN1”及“13 晋煤销债/13 晋煤运”

的信用等级 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。
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。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对公司存续债券保障能力强。
5. 晋能公司为公司存续期内债券提供担保，其担保实力很强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内煤炭行业景气下行，公司原煤生产业务受到冲击，公司盈利出现下滑。
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. 跟踪期内，12家子公司以及焦炭集团划出后，公司盈利能力受到一定负面影响。
4. 跟踪期内，公司长期债务快速增长，债务负担持续加重。
5. 2013 年公司会计估计事项的变更使当期吨煤成本降低，净利润有所增加，对当期利润影响大。
6. 追溯调整 2012 年归属母公司净利润亏损。

分析师

侯煜明 车 驰

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

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、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2013年底，公司合并资产总额合计1327.12亿元，所有者权益合计293.18亿元；2013年公司实现营业收入2057.94亿元，利润总额6.24亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额合计1344.28亿元，所有者权益合计288.90亿元；2014年1~3月公司实现营业收入337.34亿元，利润总额-3.69亿元。

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

2013年以来，中国宏观经济整体运行平

稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究

推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住

宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

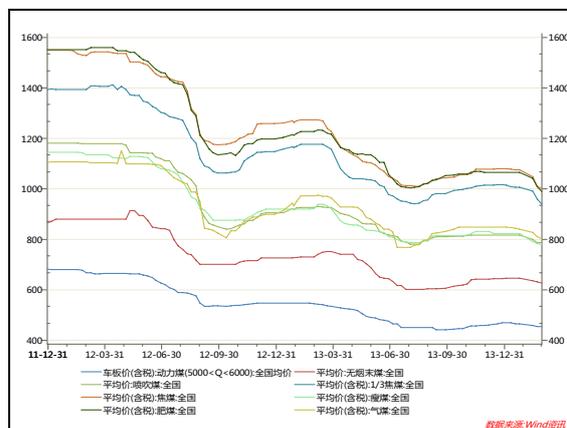
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

煤炭供需方面，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%。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。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋

势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本高、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流

通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

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。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 公司规模

公司目前年煤炭储装运、销售能力近3亿吨，煤炭年生产能力超过6000万吨，为中国最大的煤炭运销企业。2013年公司位列世界企

业500强第390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。

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“5+2”资源整合主体（晋发[2009]10号文），新获得的资源储量100亿吨以上（占山西整合总量的11%），整合产能1.35亿吨，有利于公司加快转型，提升综合竞争力，实现可持续发展。

公司在山西省地方煤矿的整合过程中具有独特竞争优势，主要体现在：公司与中小煤矿业务往来密切，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2013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，运销网络发达，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭生产、煤炭物流及非煤业务三大板块。跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2013 年实现营业收入 2057.93 亿元，同比增长 10.52%。

收入构成方面，煤炭物流业务作为公司的传统业务，跟踪期内，板块收入规模占公司营业收入比例持续较高，2013 年，占营业收入的 66.77%，受非煤业务增长影响，其收入贡献有所减弱。同时，作为山西省煤炭资源整合主体，跟踪期内公司自产原煤产销规模有所增长，但

受煤炭价格下行影响，收入规模较上年有所减少，2013 年占营业收入的 6.40%。同期，公司下属多元投资等非煤业务经营规模增长明显，收入规模占营业收入比例同比上升，2013 年占比为 25.96%。

盈利能力方面，跟踪期内，公司自有矿井逐步投产，公司原煤产量有所增长，但受煤炭价格下行影响，煤炭生产板块盈利水平有所下降，2013 年板块毛利率为 35.54%，较上年下降 18.22 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，跟踪期内，受物流配送网络和配套基础设施的完善，公司煤炭物流业务成本同比下降，盈利能力有所增强，2013 年此项业务毛利率为 10.42%，较上年增长 5.11 个百分点；受焦炭价格下行影响焦炭业务大幅亏损导致公司非煤业务盈利能力有所下降，2013 年毛利率为 -16.46%。公司其他业务板块对公司整体盈利水平影响有限。

表 1 跟踪期内公司主要业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012			2013		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1. 主营业务小计	1835.56	98.58	7.66	2040.03	99.13	5.60
煤炭生产	139.89	7.51	53.76	131.79	6.40	35.54
煤炭物流	1374.19	73.80	5.31	1419.59	66.77	10.42
非煤业务	321.48	17.27	-2.36	488.65	25.96	-16.46
2. 其他业务小计	26.45	1.42	86.37	17.90	0.87	83.79
合计	1862.01	100.00	8.78	2057.93	100.00	6.28

资料来源：公司审计年报

注：2012 年营业收入构成为 2013 年追溯调整数据。

2. 煤炭物流

2013 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。2012~2013 年，随着山西省煤炭产量增长，公司煤炭物流业务稳步提升，两年贸易量分别为 2.95 亿吨和 3.04 亿吨，实现煤炭物流收入 1374.09 亿元和

1419.59 亿元。

表 2 公司 2012~2014 年 3 月煤炭贸易情况

（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
公路	24874.4	30408.7	6771.1
铁路	4623.2	--	--
合计	29497.6	30408.7	6771.1

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。

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。

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。

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 159 座、核定产能 13775 万吨/年。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于公司庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强公司的抗风险能力。

煤炭生产

跟踪期内，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能稳步增长，2012~2013 年原煤产量分别为 5041 万吨和 6027.20 万吨，2014 年 1~3 月，原煤产量为 1340.60 万吨。

表 3 公司近年煤炭生产情况

年度	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
原煤产量（万吨）	5041.00	6027.20	1340.60
销售收入（亿元）	139.89	131.79	19.80

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 2013 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。

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 2013 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。2013 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

公司非煤业务主要为焦炭生产及贸易。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；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。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。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。

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。跟踪期内，公司除焦化业务以外的非煤业

务均有一定程度的规模增长，2013 年实现收入 488.65 亿元，同比增长 52.00%。

5. 经营效率

2013 年，公司销售债权周转次数为 23.65 次，较上年的 14.31 次增长明显；存货周转次数为 23.97 次，较上年的 24.19 次略有下降；总资产周转次数为 1.51 次，较上年的 1.48 次有所增长。跟踪期内，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、煤炭物流板块。煤炭资源整合方面，目前公司在建煤矿矿井 40 座，设计产能 3905 万吨/年，拟建煤矿项目 24 个，设计产能 2465 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 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。

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。

八、重大事项

1. 资产划转

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”）进行合并式资产重组成立晋能有限责任公司（以下简称“晋能公司”）。公司先后将下属 12 家主营煤炭生产及铁路煤炭运销的全资子公司¹（以下简称“12 家子公司”）及山西焦炭（集团）有限公司（以下简称“焦炭集团”）划转出合并报表范围。山西国电集团及晋能公司先后为公司存续期债券出具了担保（承诺）函，为公司存续期债券提供全额不可撤销连带责任保证担保。

截至 2013 年 12 月 17 日，公司股权划转至晋能公司并完成工商变更登记，此次重大资产重组完成阶段性目标。

联合资信认为，焦炭集团划转对公司非煤业务影响较大，但其资产规模、营业收入及利润总额均占公司整体比例较小，焦炭集团整体划转事项对煤销集团整体偿债能力影响小；12 家子公司的划出减少 6 座矿井（原有 165 座），减少产能 850 万吨/年（原有 14625 万吨/年），对公司自产煤业务规模影响较小，但 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。

公司与山西国电集团重组成立晋能公司

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。

后，其与下游电力产业的供需衔接能力得到增强，有助于保障公司煤炭运销业务的顺利开展。

2. 债券暂停上市

根据 2013 年审计报告利润表显示，2013 年，公司归属母公司净利润为-9.3 亿元，同时追溯调整 2012 年归属母公司净利润为-1.6 亿元，公司母公司净利润连续两年亏损，根据《中华人民共和国证券法》、《上海证券交易所公司债券上市规则》等相关规定。2014 年 5 月 9 日，上海证券交易所自律监管决定书[2004]207 号决定暂停 2012 年公司发行公司债券（证券简称：12 晋煤运，证券代码：122747）在上海证券交易所上市。

2014 年 5 月 16 日，公司及海通证券股份有限公司联合发布公告，按照《国家发展改革委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》（发改办财金[2011]1765 号）以及《2012 年山西煤炭运销集团有限公司公司债券持有人会议规则》的规定，公司于 2014 年 6 月 9 日上午召开“12 晋煤运”2014 年第一次债券持有人会议，将此次暂停交易事项告知债券持有人。

联合资信认为，“12 晋煤运”债券暂停上市，煤销集团可以选择转托管回银行间进行交易，对其流动性影响不大。

九、募集资金使用情况

公司发行的“10 晋煤运 MTN1”募集资金 10 亿元，其中 1 亿元用于大同左云矿区技术改造设备购买。公司发行的“10 晋煤运 MTN2”募集资金 10 亿元，其中 1 亿元用于厦门煤业有限责任公司矿井技改资金。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。其余债券资金用于偿还银行借

款或补充运营资金。

截至 2014 年 3 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

公司提供的 2012 年财务数据经山西晋明会计师事务所有限公司审计，2013 年财务数据经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，两年审计报告审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

2013 年，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，净利润增加 7.98 亿元；新纳入合并范围的子公司共 4 家，不再纳入合并范围的子公司共 18 家（包括 12 家子公司及焦炭集团），子公司的划出对公司财务状况具有一定影响；同时，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对前期财务数据差错进行更正；综合以上考虑，2012~2013 年财务数据不具可比性，以下 2012 年财务数据采用通过追溯调整后 2013 年年初财务数据进行比较。

表 4 2013 年公司前期财务数据更正情况(单位:万元)

年度	2012 年年末数	2013 年年初数
实收资本	1015615.00	1015615.00
资本公积	294637.94	377412.36
专项储备	334550.93	199306.71
盈余公积	52501.91	972.74
未分配利润	1052540.43	1046647.80
少数股东权益	924636.62	1039223.24
合计	3674482.83	3687932.46

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司合并资产总额合计 1327.12 亿元，所有者权益合计 293.18 亿元；2013 年公司实现营业收入 2057.94 亿元，利润总额 6.24 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额

合计 1344.28 亿元，所有者权益合计 288.90 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 337.34 亿元，利润总额-3.69 亿元。

1. 盈利能力

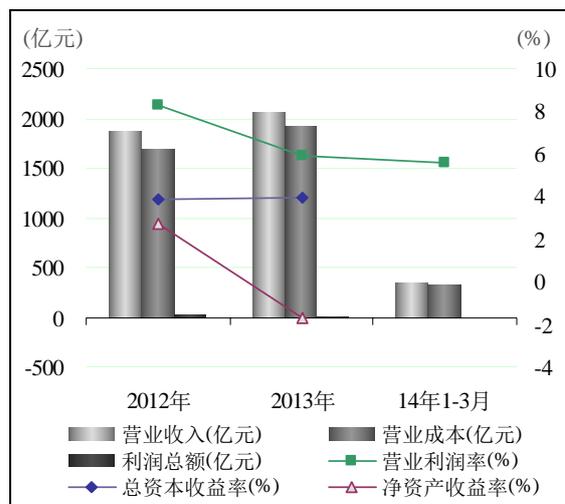
跟踪期内，受公司煤炭产量有所增长，但受煤炭价格下行影响，煤炭生产业务收入规模有所减少，同期煤炭物流贸易量以及非煤业务增长较大，支撑公司整体营业收入规模持续增大，但利润总额大幅下滑，公司整体盈利水平有所减弱。2013 年，公司实现营业收入 2057.94 亿元，同比增长 10.52%；利润总额 6.24 亿元，同比下降 79.70%。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 337.34 亿元，利润总额-3.69 亿元。

跟踪期内，公司煤炭贸易仍是公司收入的主要构成，2013 年，公司煤炭物流业务盈利大幅上升，对公司盈利形成支撑；同时，公司营业成本增速高于营业收入增速，致使营业利润率有所下滑。2013 年，公司营业利润率为 5.88%，同比下降 2.37 个百分点，2014 年 1~3 月，此项指标持续下降，为 5.60%。

2013 年，销售费用和财务费用均有所减少，管理费用较上年有所增长；公司期间费用为 115.16 亿元，期间费用率为 5.60%，同比下降 0.68 个百分点，总体看，公司期间费用控制较好，且跟踪期内控制能力增强。

2013 年，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，净利润增加 7.98 亿元，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，分别为 6.24 亿元和-4.90 亿元，同比减少 24.51 亿元和 14.77 亿元。2013 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.95% 和 -1.67%。

图 2 公司跟踪期内盈利情况



资料来源：公司审计报告

综合来看，跟踪期内，公司营业收入保持增长趋势；期间费用控制能力较好且增强；2013 年受煤炭行业景气下行影响，公司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，2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比年均增长 4.44%。2013 年公司经营活动产生的现金流入量为 1902.31 亿元，较上年大幅增长 17.17%，其中收到其他与经营活动相关的现金为 318.39 亿元，主要为往来款及保证金。2013 年公司现金收入比有所上升，为 76.97%，同比上升 4.60 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有所增长，2013 年为 397.76 亿元，增加了公司经营现金流出量。2013 年公司经营活动现金净流量为-35.37 亿元，经营活动净资金需求较上年（-23.37 亿元）有所增加。

从投资活动来看，2013 年，公司投资活动现金流入量大幅增加，投资活动现金流入量为 69.97 亿元，同比增长 117.36%，主要为处置

固定资产和其他长期资产收回的现金净额（38.10 亿元）的增长；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。2013 年，公司投资活动产生的现金流量为净流出 93.81 亿元。

2013 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -129.18 亿元，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。

2013 年，公司筹资活动现金流入规模有所减少，为 422.37 亿元同比下降 23.74%，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 90.87 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 230.21 亿元，现金收入比为 68.24%；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 -4.38 亿元、-19.06 亿元和 5.08 亿元。

整体看，跟踪期内，公司经营活动收现质量一般；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

跟踪期内，公司资产总额略有减少，截至 2013 年底，同比减少 4.94%。公司资产总额 1327.12 亿元，其中流动资产占比 35.89%，非流动资产占比 64.11%。

截至 2013 年底，公司流动资产同比下降 30.11%，主要是货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款减少所致。截至 2013 年底，公司货币资金 156.09 亿元，同比减少 19.71%，其中其他货币资金为 10.37 亿元；公司应收票据合计 23.07 亿元，同比减少 39.44%，绝大部分为银行承兑汇票；公司应收账款为 36.02 亿

元，同比减少 53.13%，应收账款中 99.38% 的采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 43.56%，1~2 年的占比 22.12%，2~3 年的占比 7.21%，3 年以上的占比 27.12%，计提坏账 10.95 亿元，计提比例 23.46%，计提比例较为充分；预付款项为 83.66 亿元，同比减少 41.85%，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 94.19 亿元，其中 94.50% 采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 5.61%，1~2 年的占比 34.09%，2~3 年的占比 10.88%，3 年以上的占比 49.42%，计提坏账 17.46 亿元，计提比例 18.54%；公司其他应收款净额为 76.73 亿元，同比减少 47.75%，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；公司存货 85.07 亿元，同比增长 12.21%，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 1.28 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 12.22 亿元，同比增长 159.57%，主要来自委托贷款的增长。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 850.83 亿元，同比增长 19.05%，以固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产为主。截至 2013 年底，公司长期股权投资 28.79 亿元，同比增长 1.31%，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；公司固定资产账面原值 347.08 亿元，主要为房屋、建筑物、机器设备、运输工具，累计折旧合计 89.37 亿元，占固定资产账面价值 25.75%，固定资产净值为 257.02

亿元，同比增长 4.25%；公司在建工程 268.10 亿元，同比增长 60.82%，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；公司无形资产 198.41 亿元，同比增长 0.30%，较上年基本持平。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 1344.28 亿元，较 2013 年底增长 1.29%，其中流动资产占 26.46%，非流动资产占 63.54%，资产构成较 2013 年变化不大。

总体上看，跟踪期内，公司贸易规模有所增加，但 12 家子公司及焦炭集团划出后，公司预付账款、其他应收款相应减少，公司资产结构趋向非流动资产，资产规模有所下降。公司整体资产质量较好。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅下降，截至 2013 年底，公司所有者权益合计为 293.18 亿元（含少数股东权益 96.08 亿元），同比下降 20.50%。截至 2013 年底，公司资本公积为 5.25 亿元，同比大幅减少 86.09%，主要由于 12 家子公司和焦炭集团划转减少合计 21.60 亿元资本公积；同时，专项储备及少数股东权益均有一定程度减少。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 288.90 亿元，较 2012 年底减少 1.46%，主要由于公司 2014 年一季度亏损导致未分配利润减少所致。

总体看，跟踪期内，受资产划拨影响，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 2013 年底，公司负债总额为 1033.94 亿元，其中流动负债占 18.96%，非流动负债占 81.04%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 195.96 亿元，同比减少 52.86%，主要由应付账款、

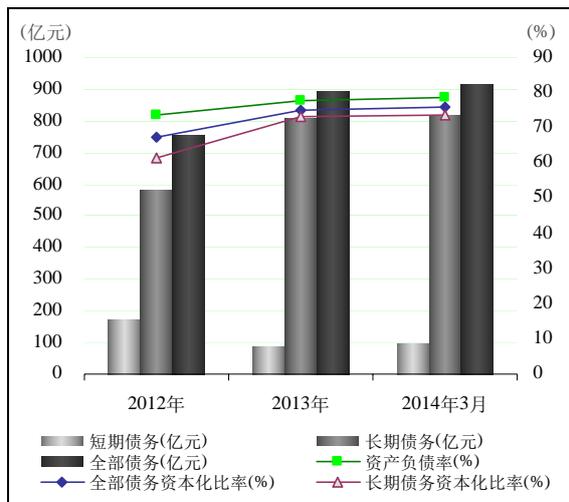
预收款项、短期借款和其他应付款为主；公司短期借款为 70.66 亿元，同比减少 50.56%，主要由抵押借款、保证借款和信用借款构成；公司应付账款达到 25.12 亿元，同比减少 69.37%；公司预收款项 27.22 亿元，同比减少 68.79%，主要是煤炭客户预付定金；公司其他应付款 27.57 亿元，同比减少 21.12%，主要是资源整合中未付的煤矿购买款，主要包括对阳泉耀美矿贸股份有限公司欠款、应付原石窟资源补偿款和榆电煤炭经销有限公司未结算款等。

截至 2013 年底，公司非流动负债 837.98 亿元，较 2012 年底增加 37.00%，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，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 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、“12 晋煤运 PPN004”20 亿元、“13 晋煤运债”25 亿元以及“13 晋煤运 PPN001”20 亿元）构成；公司长期应付款为 45.88 亿元，同比增长 108.38%，主要系融资租赁款和采矿权资源价款。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 1055.38 亿元，较 2013 年底增加 2.07%。

有息债务方面，跟踪期内，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。2013 年公司全部债务规模为 893.55 亿元，同比增长 18.19%，其中，长期债务占全部债务比例为 90.46%，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。

图3 公司跟踪期内债务负担情况



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升，2013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上升趋势，2013年底分别为77.91%、75.29%和73.93%。

截至2014年3月底，公司全部债务合计914.13亿元，较2013年底增长2.30%，其中，长期债务占89.63%，短期债务占10.37%；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78.51%、75.99%和73.93%，公司债务负担持续上升。

总体看，为满足煤炭资源整合及在建工程投资支出需要，跟踪期内，公司长期债务快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负担持续加重，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，跟踪期内，公司流动比率、速动比率有所上升，2013年底公司两项指标分别为243.06%和199.64%，较2012年分别上升79.13个百分点和53.95个百分点；公司经营现金流动负债比为-18.05%。截至2014年3月底，公司流动比率和速动比率分别为212.19%和173.56%，较2013年底指标有所减弱。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，跟踪期内，受利润总额大幅下降影响，2013年底，公司EBITDA有所下降，61.66亿元，较上年下降19.79亿元；公司EBITDA利息保护倍数为1.19倍，较上年的2.43倍有所减弱；全部债务/EBITDA 14.49倍，较上年的9.28倍有所下降，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，2013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，目前整体偿债能力一般。

截至2013年底，公司对外担保余额合计62.70亿元，担保比率21.39%。担保对象主要为山西能源交通投资有限公司以及焦炭集团，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2013年底，公司间接融资渠道畅通。

5. 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。

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强。

十一、债权保护条款分析

2013年7月5日，晋能有限责任公司（以下简称“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,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2013年底,山西国电集团和煤销集团股权已划转至晋能公司,工商变更事项已完成。

公司存续期内的债券由晋能公司提供担保。晋能公司作为担保方,其担保实力很强,能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

十二、担保人主体长期信用分析

晋能公司成立于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》,并取得140000110112260号企业法人营业执照。截至2014年3月底,晋能公司注册资本为1.36亿元。2013年12月底,晋能公司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。

晋能公司经营范围: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2013年底,晋能公司合并资产总额1835.09亿元,所有者权益492.72亿元(其中少数股东权益141.37亿元);2013年晋能公司实现营业收入2128.77亿元,利润总额14.29亿元。

截至2014年3月底,晋能公司合并资产总额1865.02亿元,所有者权益492.44亿元(其

中少数股东权益142.06亿元);2014年1~3月晋能公司实现营业收入414.23亿元,利润总额0.95亿元。

晋能公司注册地址:太原市迎泽区开化寺街86号五层;法定代表人:刘建中。

晋能公司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公司第一大股东和实际控制人。

晋能公司拥有近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;晋能公司已经形成覆盖全国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。晋能公司是山西省煤炭资源整合的主要主体之一,晋能公司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%。晋能公司拥有装机容量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。

晋能公司在煤炭资源禀赋、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公司经营及发展带来一定负面影响。

晋能公司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,晋能公司综合竞争力有望提升,进而

巩固其行业领先地位。

晋能公司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；晋能公司营业收入逐年增长，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，晋能公司自产煤炭产量有望持续提升，有助于增强其盈利能力；晋能公司收入实现质量偏弱，对外部融资渠道存在一定依赖性。

经联合资信评定，晋能公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十三、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”）。

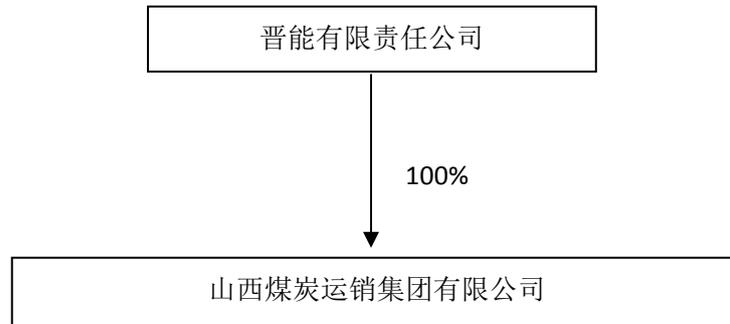
2013 年，公司经营活动现金流入量为 1902.31 亿元，为存续期债券金额合计的 15.85 倍，经营活动现金流量净额为 -35.37 亿元，对存续期债券不具保障能力；公司 EBITDA 为 61.66 亿元，为存续期债券金额合计的 0.51 倍，为存续债券偿还最高额的 2.06 倍。

总体看，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强。整体看，公司对存续债券保障能力尚可。

十四、结论

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 MTN1”、“10 晋煤运 MTN2”、“11 晋煤运 MTN1”、“12 晋煤销债/12 晋煤运”、“12 晋煤运 MTN1”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	2011 年	2012 年*	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	256.23	232.69	179.16	160.28
资产总额(亿元)	1113.17	1396.13	1327.12	1344.28
所有者权益(亿元)	312.56	368.79	293.18	288.90
短期债务(亿元)	67.22	170.92	85.23	94.79
长期债务(亿元)	421.77	585.11	808.32	819.34
全部债务(亿元)	488.99	756.03	893.55	914.13
营业收入(亿元)	1586.09	1862.01	2057.94	337.34
利润总额(亿元)	53.81	30.75	6.24	-3.69
EBITDA(亿元)	105.30	81.45	61.66	--
经营性净现金流(亿元)	40.38	-23.37	-35.37	-4.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.45	14.31	23.65	--
存货周转次数(次)	24.30	24.19	23.97	--
总资产周转次数(次)	1.53	1.48	1.51	--
现金收入比(%)	79.80	72.37	76.97	68.24
营业利润率(%)	12.11	8.25	5.88	5.60
总资本收益率(%)	7.40	3.86	3.95	--
净资产收益率(%)	9.10	2.68	-1.67	--
长期债务资本化比率(%)	57.44	61.34	73.38	73.93
全部债务资本化比率(%)	61.01	67.21	75.29	75.99
资产负债率(%)	71.92	73.58	77.91	78.51
流动比率(%)	215.91	163.93	243.06	212.19
速动比率(%)	198.66	145.69	199.64	173.56
经营现金流动负债比(%)	10.78	-5.62	-18.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.43	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.64	9.28	14.49	--

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. 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+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 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，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。