信用等级公告

联合〔2019〕1511 号

联合资信评估有限公司通过对山西煤炭运销集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山西煤炭运销集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级： AA
上次主体长期信用等级： AA

债券简称[1]	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 晋煤销债/12 晋煤暂停	8.20 亿元	2022/1/18	AAA	AAA
13 晋煤销债/13 晋煤暂停	25.00 亿元	2023/1/28	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	77.23	93.34	96.23	94.81
资产总额(亿元)	1727.01	1771.69	1867.14	1865.17
所有者权益(亿元)	230.88	243.41	262.47	265.30
短期债务（亿元）	728.17	839.14	855.99	798.67
长期债务(亿元)	392.49	329.53	327.04	332.02
全部债务(亿元)	1120.66	1168.66	1183.03	1130.69
营业收入(亿元)	473.90	753.21	775.64	161.01
利润总额(亿元)	-11.46	13.39	23.39	5.43
EBITDA(亿元)	30.68	101.32	103.80	--
经营性净现金流(亿元)	35.15	56.95	49.72	12.82
营业利润率(%)	9.49	11.57	14.07	15.54
净资产收益率(%)	-6.08	2.49	4.79	--
资产负债率(%)	86.63	86.26	85.94	85.78
全部债务资本化比率(%)	82.92	82.76	81.84	81.00
流动比率(%)	43.30	33.61	28.60	28.07
经营现金流动负债比(%)	3.24	4.76	3.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.53	11.53	11.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	1.47	1.44	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已计入长期债务及相关指标计算

分析师：张 博　王宇飞
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

[1] “12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”附第 7 年末公司上调后 3 年票面利率选择权及投资者回售选择权。

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，在股东支持、政策支持和运销体系等方面的综合优势。跟踪期内，受益于煤炭产量和贸易量的增长，同时公司加强营业成本控制力度，公司盈利能力有所增强。联合资信同时关注到，公司债务负担重、短期偿付压力大等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

未来，公司将加快建设先进产能，实现煤炭产品清洁化，加大原煤洗选加工力度和比重；做实做优煤炭贸易产业，打造成山西省最大、全国有影响力的以煤炭为主的综合性物流龙头企业。

“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”由晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

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

优势

1. 公司是山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，综合优势明显；晋能集团是公司的控股股东，对公司支持力度大。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出，拥有丰富的上下游客户资源。
3. 跟踪期内，受益于煤炭产量和贸易量的增

长，公司利润总额大幅提升。

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

关注

1. 公司煤炭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。
2. 公司整体债务负担仍很重，短期偿债压力大。
3. “12 晋煤销债/12 晋煤暂停”的票面利率由发行时的 5.94%调整为 6.40%，融资成本有所上升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西煤炭运销集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”或“公司”）的前身为山西省煤炭运销总公司，成立于1983年。2007年7月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函〔2007〕》批准，由山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）（持股比例51.03%）和11个市国资委（持股比例合计48.97%）共同组建。2013年，公司与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）实行合并式重组成立晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），公司成为晋能集团全资子公司。截至2019年3月底，公司注册资本101.56亿元，晋能集团持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

公司主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。截至2019年3月底，公司内设综合办公室、人力资源部、煤炭销售管理部、审计部等部门。

截至 2018 年底，公司合并资产总额合计 1867.14 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 113.40 亿元）合计 262.47 亿元；2018 年公司实现营业收入 775.64 亿元，利润总额 23.39 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额合计 1865.17 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 114.64 亿元）合计 265.30 亿元；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 161.01 亿元，利润总额 5.43 亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；法定代表人：李国彪。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2012 年 1 月发行额度为 25 亿元的“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”，期限为“7+3”年，附第 7 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金中 10 亿元用于山西河保偏矿区王家岭煤矿及选矿厂项目，5 亿元用于山西潞安矿区三元煤业股份有限公司下霍煤矿项目，5 亿元用于偿还银行贷款，剩余资金用于营运资金，发行时票面利率 5.94%。2019 年 1 月 18 日，“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”回售行权 16.80 亿元，债券余额 8.20 亿元，票面利率由发行时的 5.94%调整为 6.40%，12 晋煤销债/12 晋煤暂停”将于 2022 年 1 月 18 日到期。跟踪期内，公司已按时付息。

公司于 2013 年 1 月发行额度为 25 亿元的“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”，期限为“7+3”年，附第 7 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于长安高速公路长治及平顺段项目投资。跟踪期内，公司已按时付息。

“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”由晋能集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至 2019 年 3 月底，“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”募集资金均已使用完毕，尚需偿还本金合计 33.20 亿元。

表1　存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	到期日
12 晋煤销债/12 晋煤暂停	25.00	8.20	偿还银行贷款以及用于项目投资和营运资金	10 年（附第 7 年末公司上调后 3 年票面利率选择权及投资者回售选择权）	2022.01.18

13 晋煤销债/13 晋煤暂停	25.00	25.00	用于项目投资	10 年（附第 7 年末公司上调后 3 年票面利率选择权及投资者回售选择权）	2023.01.28

资料来源：wind

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，

同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的

持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

公司主营收入绝大部分来自煤炭相关业务，煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局公布的 2015 年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来

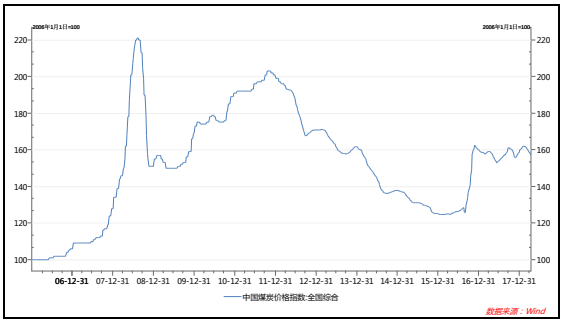
国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格步入深度调整阶段。

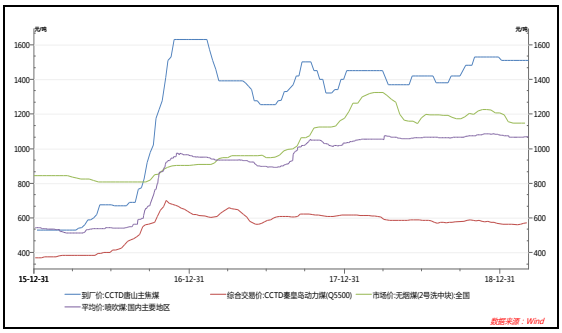
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭价格持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年—2018年采暖季，由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性

因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

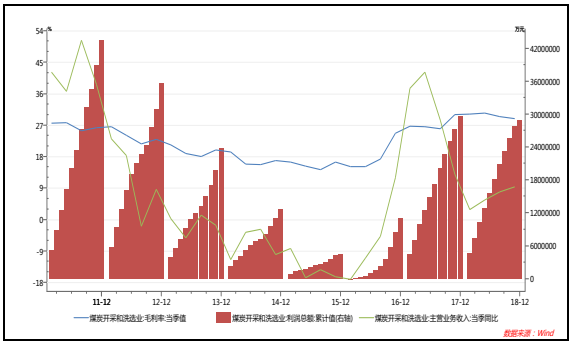
2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

2019年至今，煤炭价格稳中略有下降，截至2019年3月1日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069元/吨。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号），自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段，该意见提出用3—5年时间退出5亿吨煤炭产能，压减重组产能5亿吨，合计计划退出产能10亿吨，同时3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。2017年1月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的10亿吨调整为8亿吨。

受益于国家对煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。2016—2017年，中国共退出落后产能5.4亿吨。据国家应急管理部2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速。

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳

妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2013年，公司与山西国电实行合并式重组成立晋能集团，公司成为晋能集团全资子公司。截至2019年3月底，公司注册资本101.56亿元，晋能集团持有公司100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 公司规模

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量煤炭资源，随着煤炭产能逐年释放，规模效益显现，煤炭生产业务保持较快发展。煤矿遍布全省六大煤田，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准中的14类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3主焦煤等，主要煤种以无烟煤、动力煤、焦煤为主，其中：长治、晋城、阳泉区域以无烟煤为

主，临汾、吕梁以焦煤为主，山西北部区域以动力煤为主。公司地质储量94亿吨，矿井150座，批复总产能13435万吨，其中，在产矿井63座，产能6775万吨；在建煤矿数量25座，产能2265万吨；停缓建煤矿数量62座，产能4395万吨。2018年，公司关闭8座煤矿，涉及产能565万吨/年。2019—2020年公司拟关闭退出矿井13座，产能合计600万吨，其中主动引导退出5座，产能255万吨；减量重组关闭8座，产能345万吨。

表 2　截至 2019 年 3 月底主要煤矿储量明细表（单位：万吨、万吨/年、平方公里）

矿井名称	生产能力	地质储量	可采储量	井田面积
磁窑沟煤业	240	16437.00	8270.00	10.62
沙坪煤业	400	66843.00	32387.00	10.62
王家岭煤业	400	76953.34	43086.34	34.45
中能煤业	240	28500.00	17380.00	40.82
荆宝煤业	120	8940.00	4590.38	10.61
小常煤业	210	25792.00	5079.30	16.64
福达煤业	120	6500.20	2689.40	8.14
程庄煤业	240	11042.10	5968.13	8.95
二景煤业	90	3626.70	1552.30	3.39
上社煤业	210	174725.00	9288.50	12.48
保安煤业	150	19364.00	9657.00	14.32
吕鑫煤业	200	4718.00	3692.60	11.45
泰安煤业	180	9964.00	4456.90	6.1
泰山隆安煤业	240	23917.00	11959.00	20.32
猫儿沟煤业	120	15618.00	4570.06	5.62
龙峰煤业	120	10921.00	5345.00	14.73
金达煤业	150	7713.00	4542.00	9.47
新工煤业	120	5875.00	3067.00	5.45
锦瑞煤业	150	4175.00	2603.00	6.15
铂龙煤业	120	5441.00	2914.60	5.99
帽帽山煤业	180	46195.00	18120.00	17.18
李家窑煤业	120	20101.00	12124.00	14.06
簸箕掌煤业	120	10597.50	7106.20	6.37
大通煤业	120	12097.00	6722.00	10.41
四明山煤业	120	14732.00	7498.00	18.66
鑫基煤业	120	23296.00	10449.00	34.51
盛泰煤业	120	11148.00	5966.00	14.55
兰煜煤业	120	9496.00	7542.00	9.68
四通煤业	150	18644.00	13244.00	22.67
昊兴塬	120	7371.00	4951	9.34

资料来源：公司提供

煤炭运销方面，山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心25个，总占地面积6721亩，吞吐规模达7850万吨。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人、董事长由王启瑞变更为李国彪，总经理由李国彪变更为陈旭忠，公司在管理体制等其他方面无重大变化。

公司法定代表人、党委书记、董事长李国彪先生，生于 1965 年 12 月，博士研究生，高级工程师。曾任晋城煤业集团凤凰山矿副矿长，晋城煤业集团成庄矿矿长，晋城煤业集团公司副总经理、总工程师，山西焦煤集团副总经理、山西霍州煤电集团有限责任公司董事长，晋能集团有限公司党委常委、副董事长、总经理。

公司党委副书记、副董事长、总经理陈旭忠先生，生于 1971 年 4 月，研究生学历，管理学博士，高级工程师。曾任同煤集团马脊梁矿副矿长，同忻煤矿公司董事长，同煤集团副总经理，同煤集团党委常委、董事、副总经理，新疆维吾尔族自治区昌吉回族自治州政府副州长、党组成员，山西省援疆前方指挥部临时党委副书记、副总指挥。

总体看，高管变更对公司经营情况无重大影响，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。2016—2018 年公司营业收入快速增长，2018 年实现营业收入 775.64 亿元，同比增长 2.98%。收入构成方面，贸易物流业务作为公司的传统业务，是公司主要的收入来源。2018 年，公司积极拓展业务，贸易量增加，公司贸易物流板块收入规模同比增长 6.80%至 481.59 亿元，占公司营业收入比重上升至 62.09%；受公司煤炭产能逐步释放，产量有所增加以及煤炭价格高企影响，该年度煤炭生产板块收入同比增长 17.05%至 200.13 亿元；公司非煤业务包括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业，2018 年实现板块收入 85.08 亿元，同比下降 31.88%，系大宗商品贸易收入划入贸易物流板块所致。

毛利率方面，2016—2018 年，公司综合毛利率逐年提升，受益于积极的成本控制举措及煤炭价格的上升，2018 年煤炭生产板块毛利率为 47.32%，较上年提升 2.69 个百分点；作为公司传统业务，贸易物流业务毛利率水平较低，2018 年此项业务毛利率为 4.08%，同比上升 0.96 个百分点；2018 年，公司非煤业务板块毛利率为 12.47%，同比上升 3.43 个百分点，系毛利率低的大宗贸易划出所致；公司其他业务板块因收入占比小，对公司整体盈利水平影响有限。2018 年公司综合毛利率为 17.25%，较上年上升 3.42 个百分点，盈利能力有所提升。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 161.01 亿元，为 2018 年的 20.76%，综合毛利率为 18.45%，其中煤炭生产毛利率为 45.06%，贸易物流毛利率为 4.25%。

总体看，跟踪期内，受煤炭行业供给侧改革及“去产能”政策的实施、煤炭价格高企及贸易物流量增加影响，公司收入规模大幅增长。

表 3　2016 年—2018 年及 2019 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	464.54	98.02	10.20	746.79	99.15	13.62	766.80	98.86	16.30	161.01	100.00	18.45

煤炭生产	93.20	19.67	33.59	170.98	22.70	44.63	200.13	25.80	47.32	45.38	28.18	45.06
贸易物流	264.67	55.85	2.91	450.92	59.87	3.12	481.59	62.09	4.08	95.40	59.25	4.25
非煤业务	106.67	22.51	7.86	124.89	16.58	9.04	85.08	10.97	12.47	20.23	12.56	25.75
2．其他业务小计	9.36	1.98	76.60	6.42	0.85	38.32	8.83	1.14	58.78	-	-	-
合计	**473.90**	**100.00**	**11.51**	**753.21**	**100.00**	**13.83**	**775.64**	**100.00**	**17.25**	**161.01**	**131.30**	**18.45**

资料来源：公司提供

2．贸易物流

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，经过 30 年的发展，公司贸易物流品牌已经形成，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、新能源通道建设等方面处于行业领先地位。

在物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，运输方式灵活多样，运输网络辐射广，可实现国内主要用煤区域物流运输全覆盖。截至 2018 年底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求。公司自购运输车辆 634 辆，运力约 1.9 万吨；整合社会车辆 14,783 辆，整合运力约 44.3 万吨。

从上游客户来看，在山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。晋能集团自产煤炭年采购量达 4000 万余吨。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。其中山西省内六大煤炭生产集团（同煤、阳煤、潞安、晋煤、焦煤、山煤）年采购量约 1500 万吨；省内地方煤炭集团（兰花集团、沁新能源、永泰能源、离柳集团、神达集团等）年采购量约 2000 余万吨；省外煤炭生产集团（陕煤集团、汇能集团、依东集团、恒东集团等）年采购量约 1500 余万吨。

从下游客户情况来看，2018 年，公司共为省内外 50 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地。主要客户为：国家能源集团、华能集团、大唐集团、山东魏桥铝电、山西阳光发电、太原钢铁集团、山东信发集团、中石化集团、华润集团、宝钢集团等。

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

跟踪期内，公路体制改革人员转岗安置进展顺利。截至 2018 年底，通过内部转岗、内部退养、外部划拨等方式已完成 38505 人的转岗安置工作。

表 4　公司 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月贸易物流情况

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
贸易量（万吨）	8541.00	10403.00	11265.26	2318.40
收入（亿元）	266.66	450.92	481.59	95.40
综合平均采购成本（元	304.11	419.92	410.04	394.02
综合平均售价（元/吨）	312.21	433.45	427.50	411.49
毛利润（元/吨）	8.10	13.53	17.46	17.47

注：2016 年部分贸易物流收入计入非煤业务核算，故上表 2016 年贸易物流收入大于表 1 中贸易物流板块收入；2019 年 1—3 月，部分贸易款项尚未结算，造成平均售价及平均采购成本较低
资料来源：公司提供

2018 年公司贸易物流板块贸易量和贸易收入同比均上升。2018 年，公司贸易物流板块贸易量为 11265.26 万吨，同比增长 8.29%，实现

收入 481.59 亿元，同比增长 6.80%。2018 年公司贸易物流业务平均售价及采购成本均有不同程度的下降，受采购成本下降相对较快影响，公司贸易物流业务毛利润同比增至 17.46 元/吨。2019 年 1—3 月，公司贸易物流业务贸易量 2318.40 万吨，毛利润 17.47 元/吨。

考虑到公司拥有三十年的煤炭运销经验、专业化的营销和物流队伍、先进完善的供应链信息平台以及长期建立的稳定优质客户群，在未来煤炭市场化经营中，公司仍有望保持行业领先地位。

3．煤炭生产业务

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在此轮煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快发展，煤炭产运销一体化水平不断提高。

煤炭资源储备

截至 2019 年 3 月底，公司地质储量 94 亿吨，矿井 150 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、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，公司原煤产量稳步增长，2018 年，公司原煤产量为 7608.92 万吨，同比增长 15.00%。2019 年 1—3 月，公司原煤产量为 1558.49 万吨。煤炭价格保持相对稳定，2018 年煤炭平均价格 364.97 元/吨，2019 年 1—3 月煤炭平均价格下降至 343.37 元/吨。

表 5　公司近年煤炭生产情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
平均价格（元/吨）	212.99	366.48	364.97	343.37
原煤产量（万吨）	6285.91	6616.55	7608.92	1558.49
商品煤销量（万吨）	4375.77	4665.47	5483.50	1321.6
销售收入（亿元）	93.20	170.98	200.13	45.38
平均吨煤成本（元/吨）	141.45	196.06	192.25	163.59

资料来源：公司提供

公司利用资源整合的契机，对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，随着公司矿井改扩建进程的加快，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至 2018 年底，以上两项指标均达 100%。公司全员效率逐步提升，截至 2018 年底为 7.7 吨/工。

表 6　公司近年煤炭生产主要指标

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
全员效率（吨/工）	6.9	7.2	7.7	7.7
百万吨死亡率(%)	0.016	0.151	0.092	0

资料来源：公司提供

煤炭生产作为高危行业，面临透水、瓦斯爆炸等多重安全隐患，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，公司安全管理压力较大。

4．非煤业务

公司非煤业务包括大宗商品贸易、装备制造、文化旅游和房地产等多个行业。2018 年，公司非煤业务实现收入 85.08 亿元，同比下降 31.88%，主要系将大宗商品贸易划入贸易物流板块所致；同期，公司非煤业务毛利率上升至 12.47%，系毛利率低的大宗贸易划出所致。

5．其他业务

公司其他业务收入主要包括管理服务费收

入、租赁费收入、材料销售收入、代理费收入和运费收入等，收入规模小，毛利率高，但对公司整体收入规模及利润规模影响有限。2018年，公司其他业务收入合计为8.83亿元，毛利率上升至58.78%。公司其他业务收入金额相对较小，且种类繁杂，相比主营业务收入的稳定性和可持续性较低，其他业务收入规模和毛利率变动幅度较大。

6．经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈增长趋势，上述指标三年平均值分别为14.34次、5.61次和0.40次，2018年分别为19.13次、5.46次和0.43次。总体看，公司经营效率有所提升。

7．在建项目及未来发展

截至2018年底，公司在建的煤矿项目29个，设计产能2715万吨，计划总投资190.39亿元，截至2018年底已投资126.92亿元，2019年计划投资16.94亿元，资本支出压力一般。

表7　在建项目情况（单位：个、万吨、亿元）

项目名称	计划项目数量	计划建设规模	计划总投资	截至2018年底已完成投资	2019年计划投资
煤矿建设项目	29	2715	190.39	126.92	16.94

资料来源：公司提供

未来，公司煤炭产业突出安全高效，实现提质发展。一是加快建设先进产能，推进减量置换和减量重组，淘汰产能规模小、开采条件复杂、安全保障不足的落后产能。到2020年，煤炭产量进入全省亿吨级煤炭企业行列。二是实现煤炭产品清洁化，加大原煤洗选加工力度和比重，2020年原煤入洗率达到85%以上。三是建设绿色矿山，减少煤炭开采对环境的影响，煤矸石、矿井水、瓦斯等资源实现无害化处理和综合循环利用，露天矿井的土地复垦和生态修复也要同步跟进。四是做实做优煤炭贸易产业，强化与煤矿、洗选加工企业的中长期合作，建立包销、代销、贸易采购等战略合作关系，增强资源掌控力；优化用户结构，开拓终端市场，培育一批年需求量在100万吨以上的战略用户和50万吨以上的重点用户，提高战略用户、重点用户点对点直供比例；加快建设清洁环保、绿色高效的煤炭物流体系，适应国家的环保政策，积极优化调整物流运输结构，建立和完善智慧供应链管理体系，提高物流贸易的效率和效益。到2020年，打造成山西省最大、全国有影响力的以煤炭为主的综合性物流龙头企业。

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共497家，合并范围较2017年减少26家，2019年一季度合并范围未发生变化。总体来，合并范围变化对公司财务数据影响较小，财务可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额合计1867.14亿元，所有者权益（包括少数股东权益113.40亿元）合计262.47亿元；2018年公司实现营业收入775.64亿元，利润总额23.39亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额合计1865.17亿元，所有者权益（包括少数股东权益114.64亿元）合计265.30亿元；2019年1—3月公司实现营业收入161.01亿元，利润总额5.43亿元。

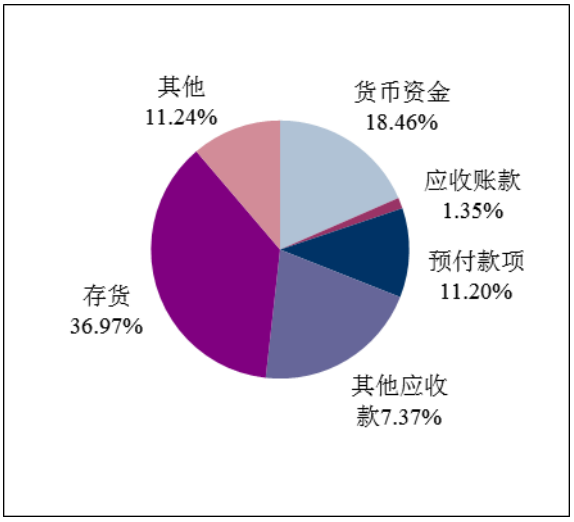
2．资产质量

2016—2018年，公司资产总额有所增长，年均复合增长率为3.98%。截至2018年底，

公司资产总额 1867.14 亿元，同比增长 5.39%；其中流动资产占比 19.54%，非流动资产占比 80.46%，跟踪期内，公司非流动资产占比进一步提高。

截至 2018 年底，公司流动资产为 364.91 亿元，同比下降 9.23%，主要是预付款项和其他应收款减少所致，公司流动资产主要由货币资金（占 18.46%）、预付款项（占 11.20%）、其他应收款（占 20.78%）和存货（占 36.97%）构成。

图4　2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司货币资金67.35亿元，同比增长2.28%，其中受限制的货币资金28.66亿元，受限比例较高；预付款项为40.87亿元，同比减少 22.88%，主要系采购款结算及时所致；公司其他应收款期末账面价值为 75.83 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占 31.16%，1—2 年的占 35.52%，2—3 年的占 1.61%，其余为 3 年以上的，公司对其他应收款计提坏账准备 21.76 亿元；公司存货账面价值 134.92 亿元，同比增长 33.20%，主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，公司存货跌价准备余额 0.83 亿元，主要是对原材料、库存商品计提的跌价准备。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 1502.23 亿元，同比增长 9.68%，以固定资产（占 34.49%）、在建工程（占 30.70%）和无形资产（占 20.21%）为主。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 518.12 亿元，主要为房屋、建筑物、机器设备和运输工具等，累计折旧合计 206.03 亿元；公司在建工程 461.23 亿元，小幅减少 0.33%，主要系四通煤业石凹河基建、马家岩煤矿整合项目（90 万吨煤矿建设）等项目；公司无形资产 303.53 亿元，同比增长 6.19%，主要系采矿权增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 1865.17 亿元，较 2018 年底小幅下降 0.11%。其中流动资产占 19.09%，非流动资产占 80.91%，资产构成较 2018 年底变化不大。公司受限资产 47.77 亿元，受限比例为 2.56%，其中货币资金受限金额 28.66 亿元，应收票据受限金额 2.40 亿元，固定资产受限金额 7.49 亿元，无形资产受限金额 9.22 亿元。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，非流动资产中固定资产、无形资产和在建工程占比大，符合煤炭行业特点；流动资产中，货币资金较充足，其他应收款、存货和预付账款占比大，资产流动性一般，整体资产质量一般。

3. 所有者权益与负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 262.47 亿元（含少数股东权益 113.40 亿元），同比增长 7.83%，主要系少数股东权益增加所致。公司实收资本为 101.56 亿元（占归属母公司所有者权益的 68.13%）；公司资本公积为 14.52 亿元，同比增长 12.85%，主要系下属子公司以国资委备案的收购资产评估报告调增资本公积所致；公司未分配利润 19.53 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 265.30 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较好。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 1604.67 亿元，同比增长 5.00%，主要系短期借款和其他应付款增长所致，其中流动负债占比上升至 79.51%，非流动负债占 20.49%。

截至 2018 年底，公司流动负债为 1275.90 亿元，同比增长 6.67%，主要包括短期借款（占 60.73%）、应付账款（占 8.29%）和其他应付款（占 15.33%）；公司短期借款为 774.82 亿元，同比增长 19.81%，主要由保证借款和信用借款构成；公司应付账款 105.77 亿元，同比增长 5.82%；公司其他应付款 195.55 亿元，主要系往来款。

截至 2018 年底，公司非流动负债 328.77 亿元，较 2017 年底减少 1.03%，主要由长期借款（占 67.26%）、应付债券（占 15.14%，）和长期应付款（占 17.07%）构成。公司长期借款 221.14 亿元，同比增长 3.80%，主要为信用借款；应付债券 49.78 亿元，为“12 晋煤销债”和“13 晋煤销债”；长期应付款为 56.11 亿元，同比下降 15.96%，主要为融资租赁款。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 1599.87 亿元，较 2018 年底小幅下降 0.30%，从负债构成来看，较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。跟踪期内，公司债务规模有所增长，2018 年公司全部债务规模为 1183.03 亿元，同比增长 1.23%，从债务构成来看，短期债务占比 72.36%、长期债务占比为 27.64%，公司债务以短期债务为主，短期偿债压力大。

从债务指标来看，2018 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均有所下降，分别为 85.94%、81.84%和 55.48%，较 2017 年分别下降 0.32 个百分点、0.92 个百分点和 2.04 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 1130.69 亿元，较 2018 年底小幅下降 4.42%，其中，短期债务占 70.64%，长期债务占 29.36%；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 85.78%、81.00%和 55.58%。

跟踪期内，公司债务规模小幅增长，公司整体债务负担仍很重；公司短期债务占比较高，短期偿债压力大，负债结构与资产结构不匹配，债务结构有待优化。

3．盈利能力

跟踪期内，随着公司原煤产量和贸易量增加，公司营业收入有所增长，2018 年实现营业收入 775.64 亿元，同比增长 2.98%；营业成本 645.46 亿元，同比下降 0.56%，公司控制成本力度有所增强；期间费用占营业收入 11.32%；同期，实现利润总额 23.39 亿元，同比增长 74.65%。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 161.01 亿元，利润总额 5.43 亿元。

非经常性损益方面，2018 年公司投资收益 1.92 亿元，系权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益；2018 年，公司实现营业外收入 6.46 亿元，同比减少 43.60%，主要为政府补助等。

从盈利指标来看，近年来公司营业利润率呈上升趋势，2018 年为 14.07%，同比增长 2.50 个百分点，得益于公司对营业成本的控制；总资本收益率和净资产收益率呈增长趋势，2018 年分别为 3.46%和 4.79%，公司盈利能力有所提升。

跟踪期内，煤炭生产及贸易物流收入上涨，同时公司加大成本控制力度，利润总额大幅提升，非经常性损益对利润影响程度一般。

4．现金流及保障

从经营活动来看，2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 971.36 亿元，较 2017 年增长 1.11%。销售商品、提供劳务收到的现金 915.08；公司收到其他与经营活动有关的现金 56.28 亿元，主要系关联公司往来款。2018 年公司现金收入比 117.98%，公司经营获现能力

强。2018 年公司经营活动现金流出量为 921.64 亿元，同比增长 1.99%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 715.14 亿元，同期公司经营活动现金净流量为 49.72 亿元，同比下降 12.70%，主要系往来款支出增长所致。

从投资活动来看，2018 年投资活动现金流入量为 7.13 亿元，同比下降 78.72%，主要系收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出规模为 51.59 亿元，其中公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 47.40 亿元，同比增长 77.85%，投资规模继续增加，同期投资活动产生的现金流量净额为 -44.46 亿元，投资活动现金流净流出规模有所扩大。

2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 -27.55 亿元，净流出规模扩大，系偿还债务和分配利润所致。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 12.82 亿元、-9.37 亿元和-4.87 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所增长，能够满足现阶段的投资需求；筹资活动呈现净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率有所下降，2018 年底公司两项指标分别为 28.60%和 18.03%，较 2017 年底分别下降 5.01 个百分点和 7.11 个百分点；公司经营现金流动负债比为 3.90%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 28.07%和 17.38%，较 2018 年底继续下滑。整体看，公司短期债务增长较快，短期偿付压力大。

从长期偿债指标看，2018 年底，公司 EBITDA 为 103.80 亿元，同比增长 2.45%；公司 EBITDA 利息保护倍数为 1.44 倍，较 2017 年有所下降；全部债务/EBITDA 为 11.40 倍。跟踪期内，公司长期债务指标有所下滑，长期偿债能力弱。

表8 截至2018年底公司对外担保情况

被担保企业	担保金额（亿元）
浑源县恒山陶瓷厂	230.00
姚根荣	1000.00
阳泉市义井煤炭运销有限责任公司	4900.00
平定县如海洗煤有限公司	1920.00
平定县天利洁净煤有限公司	1950.00
盂县牛村镇工业公司	3620.00
合计	**13620.00**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司合并口径对外担保总金额为 1.36 亿元，担保比例为 0.52%，被担保人经营情况正常，或有负债风险小。公司与山西国电重组成立晋能集团后，授信交予晋能集团集中管理。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 6 月 14 日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息；已结清的信贷信息中有一笔关注类票据贴现。

7. 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，以及公司在外部支持、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较强。

8. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额合计 271.75 亿元，其中流动资产 104.25 亿元，以其他应收款为主，为 102.11 亿元；非流动资产 167.49 亿元，主要以长期股权投资为主，为 158.83 亿元。母公司负债总额 143.63 亿元，流动负债 77.55 亿元，主要由其他应付款（59.81 亿元）和一年内到期的非流动负债（11.31 亿元）

构成；非流动负债 66.08 亿元，主要由长期借款（15.68 亿元）和应付债券（49.78 亿元）构成。公司所有者权益合计 128.12 亿元，资产负债率为 52.85%。2018 年母公司实现营业收入 2.51 亿元，利润总额 0.93 亿元。经营活动现金流净额为 77.76 亿元，主要系往来款。

总体看，母公司收入规模较小，盈利能力弱，与子公司往来款较大。

十、担保人主体长期信用分析

晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在原山西煤炭运销集团有限公司与山西国际电力集团有限公司的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至 2019 年 3 月底，晋能集团注册资本为 360.00 亿元。山西省国有资本投资运营有限公司持有晋能集团 64.06%股权，晋能集团实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

截至 2018 年底，晋能集团合并资产总额 2686.67 亿元，所有者权益 607.82 亿元（其中少数股东权益 162.45 亿元）；2018 年晋能集团实现营业收入 1036.56 亿元，利润总额 35.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，晋能集团合并资产总额 2694.61 亿元，所有者权益 621.57 亿元（其中少数股东权益 166.73 亿元）；2019 年 1~3 月晋能集团实现营业收入 253.10 亿元，利润总额 10.14 亿元。

在煤炭生产和运销方面，晋能集团整合矿区井田规划总面积 1293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 154 座，2018 年原煤产量为 8448.00 万吨。在贸易物流方面，晋能集团拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求。晋能集团自购运输车辆 634 辆，运力约 1.9 万吨；整合社会车辆 14783 辆，整合运力约 44.3 万吨。

在发电、售电方面，截至2019年3月底，公司已投产控股装机容量593.20万千瓦，在建控股装机容量202万千瓦，参股11家电厂，权益装机容量（包括在建）937.71万千瓦。晋能集团拥有变电站119座，其中220kV变电站6座，容量1830MVA，220kV线路357kM；110KV变电站46座，容量3850MVA，110KV线路1526kM；35kV变电站67座，容量919.65MVA，35kV线路1576KM。

经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

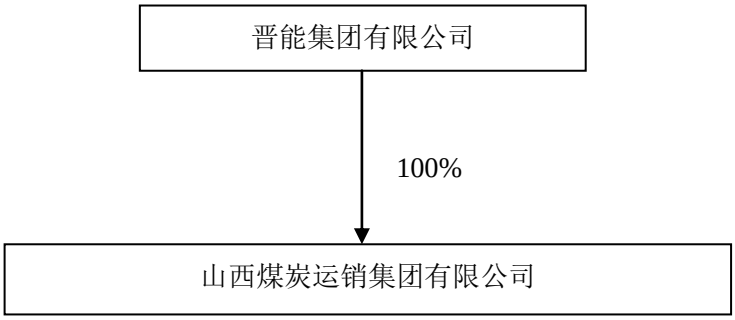
十一、存续期内债券偿还能力分析

“12 晋煤销债/12 晋煤暂停”和“13 晋煤销债/13 晋煤暂停”（以下简称“存续债券”）余额合计 33.20 亿元。2018 年，公司经营活动现金流入量为 971.36 亿元，为存续债券金额的 29.26 倍，经营活动现金流量净额为 49.72 亿元，为存续债券金额的 1.50 倍；公司 EBITDA 为 103.80 亿元，为存续期债券金额的 3.13 倍。同期，晋能集团经营活动现金流入量为 1288.40 亿元，为存续债券金额的 38.81 倍，经营活动现金流量净额为 100.17 亿元，为存续债券金额的 3.02 倍。考虑到晋能集团对公司存续期内债券提供本息全额无条件担保，有效提升对存续债务的保障能力，同时公司 EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券保障能力强。

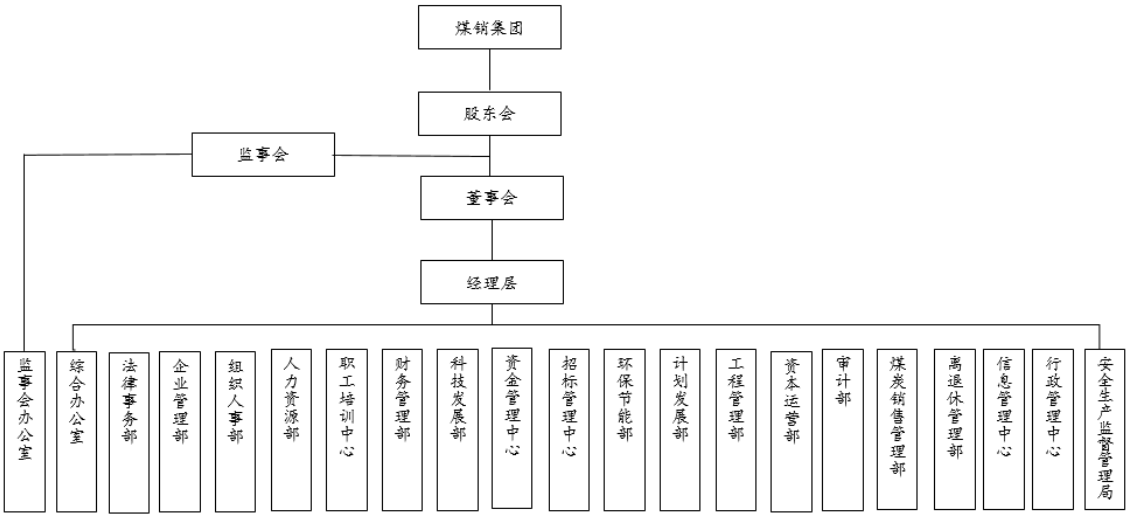
十二、结论

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

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司二级子公司情况

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

子公司名称	公司直接持股比例	注册资本（万元）	主营业务
山西煤炭运销集团阳泉有限公司	100.00%	20000.00	煤炭经销
山西煤炭运销集团朔州有限公司	100.00%	5000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团晋城有限公司	100.00%	20000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团忻州有限公司	100.00%	2000.00	物资销售
山西煤炭大厦	100.00%	6000.00	租赁收入
晋能房地产有限公司	65.01%	92724.00	房地产开发、销售
山西省煤炭运销集团晋昌源煤炭经营有限公司	75.93%	2700.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团国际贸易有限公司	90.00%	1000.00	焦炭、铁矿砂、金属材料
太原聚瑞能源有限责任公司	100.00%	2000.00	煤炭销售
山西煤炭运销集团吕梁有限公司	100.00%	22000.00	煤炭贸易业务-公路贸易
山西煤炭运销集团长治有限公司	100.00%	2000.00	煤炭贸易
山西晋能装备产业有限公司	100.00%	37610.00	集团内部货款
山西煤炭运销集团大同有限公司	100.00%	20000.00	煤炭销售、采煤物资、煤炭公路贸易

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.23	93.34	96.23	94.81
资产总额(亿元)	1727.01	1771.69	1867.14	1865.17
所有者权益(亿元)	230.88	243.41	262.47	265.30
短期债务(亿元)	728.17	839.14	855.99	798.67
长期债务(亿元)	392.49	329.53	327.04	332.02
全部债务(亿元)	1120.66	1168.66	1183.03	1130.69
营业收入(亿元)	473.90	753.21	775.64	161.01
利润总额(亿元)	-11.46	13.39	23.39	5.43
EBITDA(亿元)	30.68	101.32	103.80	--
经营性净现金流(亿元)	35.15	56.95	49.72	12.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.57	12.16	19.13	--
存货周转次数(次)	4.53	6.52	5.46	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.43	0.43	--
现金收入比(%)	78.40	122.55	117.98	88.30
营业利润率(%)	9.49	11.57	14.07	15.54
总资本收益率(%)	0.71	3.42	3.46	--
净资产收益率(%)	-6.08	2.49	4.79	--
长期债务资本化比率(%)	62.96	57.52	55.48	55.58
全部债务资本化比率(%)	82.92	82.76	81.84	81.00
资产负债率(%)	86.63	86.26	85.94	85.78
流动比率(%)	43.30	33.61	28.60	28.07
速动比率(%)	34.28	25.14	18.03	17.38
经营现金流动负债比(%)	3.24	4.76	3.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	1.47	1.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.53	11.53	11.40	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审；2.长期应付款中的有息部分已计入长期债务及相关指标计算

附件 3　主要财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变