信用评级公告

联合〔2022〕5182 号

联合资信评估股份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“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山西煤炭运销集团有限公司
2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西煤炭运销集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
晋能控股电力集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
13 晋煤销债/13 晋煤运	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
13 晋煤销债/13 晋煤运	25.00 亿元	16.81 亿元	2023/1/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持：公司是山西省国有大型能源企业，地位重要，为政府重点扶持企业				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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”）的跟踪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，在政府支持、资源禀赋和运销体系等方面具有综合优势。跟踪期内，受煤炭市场价格大幅攀升带动，公司经营业绩显著提升，经营活动现金流保持大规模净流入，债务规模及债务负担持续下降。同时，联合资信也关注到，公司债务负担仍较重且短期债务占比很高，以及资产重组等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、净流入量和 EBITDA 对“13 晋煤销债/13 晋煤运”余额的覆盖程度均很高。

“13 晋煤销债/13 晋煤运”由晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋控电力集团”）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，晋控电力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“13 晋煤销债/13 晋煤运”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，维持“13 晋煤销债/13 晋煤运”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，为政府重点扶持企业。**公司实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会，政府对公司支持力度大。
2. **煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。**截至 2022 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，吞吐规模达 7850 万吨。
3. **跟踪期内，公司整体经营业绩显著提升。**跟踪期内，受煤炭市场价格大幅攀升因素带动，公司综合毛利率同比上升 11.82 个百分点至 29.08%，实现营业总收入 879.53 亿元，利润总额 69.76 亿元，分别同比显著增长 26.96%和 2.98 倍。

分析师：余瑞娟　张葛　黄露
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

关注

1. **公司债务负担较重，短期偿债压力大。**截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.24%和 61.89%。截至 2022 年 3 月底，公司短期债务占 73.09%。
2. **公司未来可能移交部分煤炭和贸易资产，2021 年以来，按照重组事项安排，公司煤炭产品销售模式发生变化，以致公司应收账款显著增加。**截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 123.95 亿元，较上年底增加 116.09 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	61.94	86.90	119.32	120.56
资产总额（亿元）	2180.51	2339.00	2425.97	2452.49
所有者权益（亿元）	503.24	552.80	563.67	607.13
短期债务（亿元）	845.92	825.18	714.82	720.55
长期债务（亿元）	291.73	312.21	296.58	265.28
全部债务（亿元）	1137.65	1137.39	1011.40	985.83
营业总收入（亿元）	787.60	692.77	879.53	252.46
利润总额（亿元）	21.29	17.51	69.76	52.51
EBITDA（亿元）	112.97	105.41	214.60	--
经营性净现金流（亿元）	86.08	79.06	71.32	43.53
营业利润率（%）	14.11	14.10	24.43	31.03
净资产收益率（%）	1.53	1.22	5.77	--
资产负债率（%）	76.92	76.37	76.77	75.24
全部债务资本化比率（%）	69.33	67.29	64.21	61.89
流动比率（%）	26.49	26.44	37.66	38.95
经营现金流动负债比（%）	6.22	5.37	4.56	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.11	0.17	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	1.47	1.42	2.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.07	10.79	4.71	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	294.86	287.21	225.87	219.08
所有者权益（亿元）	157.17	156.37	151.96	151.48
全部债务（亿元）	61.33	48.06	48.75	39.34
营业总收入（亿元）	2.55	2.33	1.70	0.00
利润总额（亿元）	-3.07	-0.61	0.88	-0.49
资产负债率（%）	46.70	45.56	32.72	30.86
全部债务资本化比率（%）	28.07	23.51	24.29	20.62
流动比率（%）	99.53	97.30	202.05	139.55
经营现金流动负债比（%）	25.19	17.89	8.27	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；合并口径下长期应付款中有息债务计入长期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
13 晋煤销债/13 晋煤运	AAA	AA	稳定	2021/6/28	张博 余瑞娟 张葛	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
13 晋煤销债/13 晋煤运	AAA	AA	稳定	2016/6/24	张钰 李嘉	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
13 晋煤销债/13 晋煤运	AAA	AA+	稳定	2014/1/13	钟睿 侯煜明	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
13 晋煤销债/13 晋煤运	AA+	AA+	稳定	2013/9/9	钟睿 侯煜明	煤炭行业企业信用分析要点	阅读全文
13 晋煤销债/13 晋煤运	AAA	AAA	稳定	2013/1/9	钟睿 侯煜明	—	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为公司本次跟踪债券担保方晋能控股电力集团有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山西煤炭运销集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“公司”或“煤销集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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”）（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。

2020 年 10 月 26 日，晋能集团收到控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）《晋能控股集团有限公司股东决定》称，山西国资运营以其持有的晋能集团 64.0561%股权依法划转出资到晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”），2020 年 10 月 27 日，山西省市场监督管理局受理并完成晋能集团控股股东由山西国资运营变更为晋能控股集团的工商变更登记。2020 年 11 月，晋能集团更名为晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋控电力集团”）。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 101.56 亿元，晋控电力集团持有公司 100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

截至 2021 年底，公司本部内设综合办公室、人力资源部、煤炭销售管理部、审计部等部门。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 2425.97 亿元，所有者权益 563.67 亿元（含少数股东权益 211.00 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 879.53 亿元，利润总额 69.76 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2452.49 亿元，所有者权益 607.13 亿元（含少数股东权益 223.04 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 252.46 亿元，利润总额 52.51 亿元。

公司地址：山西综改示范区学府园区南中环街 426 号山西国际金融中心 2 号楼；法定代表人：刘文彦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。“13 晋煤销债/13 晋煤运”由晋控电力集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表 1　截至 2022 年 5 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
13 晋煤销债/13 晋煤运	25.00	16.81	2013/1/28	7+3

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦

点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业运行

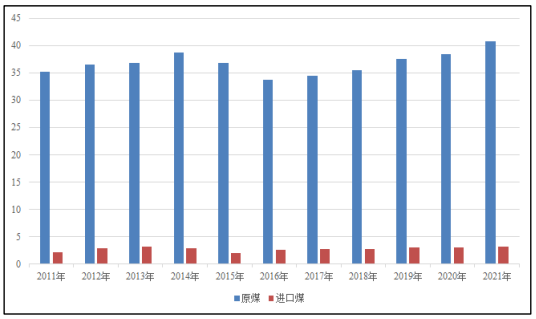
煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

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 57%，大幅高于 27%的世界平均水平[2]。“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。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

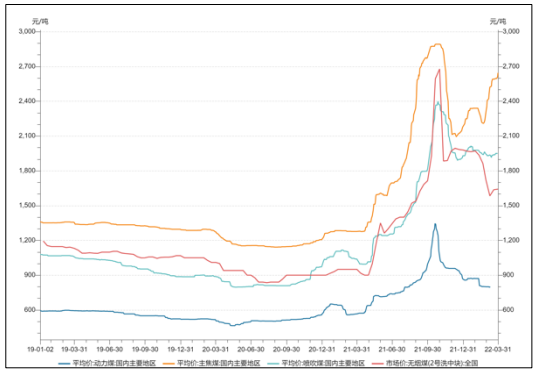
图 1　煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降[3]，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

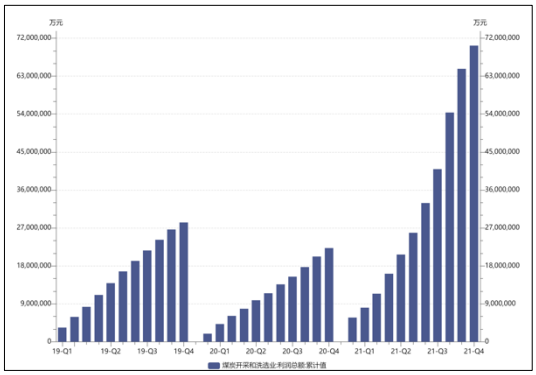
为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据
[3]2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3　2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2．行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）[4]，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，

[4] 2017－2021年为470~600元/吨

但部分企业的整体盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10~20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%。

3．行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到中国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有中长期的发展空间。

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，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 101.56 亿元，晋控电力集团持有公司 100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2．企业规模及竞争力

公司煤炭资源丰富，煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。

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。截至 2022 年 3 月底，公司地质储量 90 亿吨，矿井 130 座，批复总产能 12040 万吨/年，其中在产矿井产能 7330 万吨/年。

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。截至 2022 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，吞吐规模达 7850 万吨。

3．企业信用记录

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91140000666660808XU），截至 2022 年 5 月 23 日，公司未结清信贷记录中无关注类和不良类贷款，已结清的信贷记录中存在 1 笔关注类账户。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变化，系正常人事变动；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2021 年 2 月 10 日，公司发布公告称，公司原董事长李国彪因工作变动，公司唯一股东晋控电力集团对董事长人员进行调整，任命刘文彦为山西煤炭运销集团有限公司董事、董事长。

刘文彦先生，1965 年 9 月生，山西省阳高县人，中共党员，研究生学历，高级工程师。现任晋能控股集团党委常委、副总经理，晋控电力集团党委书记、董事长，山西国电董事长、总经理，公司董事长。曾任原大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“原同煤集团”）副总工程师，原同煤大唐塔山发电公司董事长、总经理，原同煤集团党委常委、副总经理，晋能控股山西电力股份有限公司党委书记、董事长，晋控电力集团党委副书记。

跟踪期内，公司组织架构以及主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

未来随着相关资产股权的划转，将对公司主营业务结构、财务状况等产生明显影响，联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

2020年10月9日，公司股东晋控电力集团发布《晋能集团有限公司关于晋能控股集团有限公司筹组事项的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示山西省委决定联合重组大同煤矿集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团，晋能控股集团组建后，主要发展煤炭、电力、装备制造三大板块。

2021年7月2日，公司发布了《山西煤炭运销集团有限公司关于资产重组事项的公告》（以下简称“公告”）。公告称，公司将下列股权无偿划转到山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）所属的山煤集团煤业管理有限公司：一、公司持有的山西煤炭运销集团临汾有限公司、山西煤炭运销集团吕梁有限公司的100%股权，以及按照区域性整体原则，长期托管给上述两个公司的县区公司100%股权。二、公司持有的山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司41%股权。公司将减少煤炭总产能2655万吨/年，减少在产煤炭产能945万吨/年。

上述重组事项的基准日为2020年12月31日，本次对外无偿划转的标的企业净资产合计占公司2020年末合并净资产的15.02%。截至本报告出具日，上述重组涉及的资产尚未完成产权过户登记或工商变更登记。但相关资产的管理权

已实际移交。

此外，根据晋能控股集团内部资产整合规划，公司旗下其他煤炭资产交由晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）管理。

根据上述资产整合规划，公司煤矿的生产、经营、安全等方面委托晋控煤业集团、焦煤集团进行统一管理，实现煤炭板块管理专业化、精细化。煤炭销售由晋控煤业集团和焦煤集团进行统一销售、统一回款，销售回款视晋控煤业集团和焦煤集团的回款率及煤矿的资金需求，由晋控煤业集团和焦煤集团进行拨付，未拨付部分计入公司应收账款科目。

未来，公司部分煤炭、贸易业务资产可能移交，但重组方案推进时间、重组范围等方面仍存不确定性。联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，得益于煤炭价格的大幅上涨及产销量的增加，公司收入规模明显扩大，且煤炭价格的上涨带动煤炭业务毛利率的大幅提升。

公司目前主营煤炭生产、贸易物流及非煤业务。2021 年，公司实现营业总收入 879.53 亿元，同比大幅增长 26.96%，主要系煤炭生产业务收入同比大幅增长所致。其中，煤炭生产业务收入同比显著增长 98.58%，主要系煤炭价格大幅上涨及产销量增加所致；贸易物流收入同比小幅下降 3.86%；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，2021 年该板块收入同比下降 38.80%，主要系房地产业务不再新增项目建设，原有在建项目逐步建成销售完毕所致；公司其他业务收入同比下降 37.97%，主要系货物代装代发业务减少所致。

毛利率方面，2021 年煤炭生产板块毛利率较上年提高 11.04 个百分点，主要系煤炭价格大幅上涨所致；作为公司传统业务，贸易物流业务毛利率水平较低，2021 年此项业务毛利率为 4.81%，同比上升 0.27 个百分点；公司非煤业务板块毛利率为 39.75%，同比上升 24.57 个百分点，主要系公司压减毛利率较低的非煤大宗商品贸易业务所致；公司其他业务板块占比小，对公司整体盈利水平影响有限。2021 年公司综合毛利率为 29.08%，较上年大幅上升 11.82 个百分点。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 252.46 亿元，同比增长 28.28%，主要系煤炭价格上涨所致；综合毛利率为 35.44%，较上年同期上升 15.71 个百分点。

表 3　2019－2021 年及 2022 年 1－3 月公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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
煤炭生产	231.17	29.35	42.86	222.12	32.06	40.24	441.08	50.15	51.28	122.02	48.33	64.10
贸易物流	505.29	64.16	4.47	430.30	62.11	4.54	413.69	47.04	4.81	124.98	49.50	8.30
非煤业务	41.82	5.31	17.56	31.65	4.57	15.18	19.37	2.20	39.75	5.46	2.16	16.48
其他业务	9.32	1.18	48.27	8.69	1.25	67.63	5.39	0.61	36.92	--	--	--
合计	**787.60**	**100.00**	**16.95**	**692.77**	**100.00**	**17.26**	**879.53**	**100.00**	**29.08**	**252.46**	**100.00**	**35.44**

资料来源：公司提供

2. 煤炭生产业务

2021 年煤炭产销量稳定增长，煤炭价格同比大幅上涨。

跟踪期内，随着整合矿井改扩建的推进，公司煤炭产量和销量稳步增长，2021年，公司煤炭产量和销量分别同比增长7.98%和6.91%。受煤炭市场价格攀升带动，公司煤炭销售价格同比大幅上涨85.75%；平均生产成本同比增长42.30%，主要系材料成本上升及职工薪酬增加所致。

表 4　公司近年煤炭生产情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
煤炭产量（万吨）	6701.18	7462.23	8057.35	1972.88
煤炭销量（万吨）	6252.80	6686.71	7148.67	1748.15
平均售价（元/吨）	369.71	332.18	617.01	698.00
平均生产成本（元/吨）	192.25	211.25	300.61	250.61
综合平均售价（元/吨）	406.85	387.10	630.32	707.32
毛利润（元/吨）	17.99	17.16	30.32	58.70

资料来源：公司提供

2021 年以来，公司未发生重大安全事故，全员效率稳定在较高水平。公司综合机械化程度和掘进机械化程度均达 100%。

表 5　公司近年煤炭生产主要指标

（单位：吨/工、%）

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
全员效率	8.5	9.1	9.1	9.1
百万吨死亡率	0.00	0.04	0.00	0.00

资料来源：公司提供

3.　贸易物流业务

公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出；2021 年公司贸易量大幅减少，但得益于煤炭价格的大幅上升，公司贸易收入同比变化不大，毛利润同比大幅增长。

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、等方面具有优势，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 2022 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，吞吐规模达 7850 万吨。

跟踪期内，公司结算方式未发生变化，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。

表 6　公司贸易物流情况

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
贸易量（万吨）	12419.56	11115.99	6563.23	1766.97
收入（亿元）	505.29	430.30	413.69	124.98
综合平均采购成本（元/吨）	388.86	369.94	600.00	648.62

资料来源：公司提供

2021 年，由于煤炭价格大幅上涨，受限于资金，公司减少了煤炭贸易量，贸易量同比下降 40.96%，贸易业务收入同比下降 3.86%；2021 年，公司煤炭综合平均采购价格和销售价格分别同比上升 62.19%和 62.83%，公司贸易业务毛利润同比增长 76.69%。

4.　非煤业务及其他业务

非煤业务及其他业务对收入贡献较小，跟踪期内收入规模进一步收缩。

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。2021 年，公司原有地产项目逐步销售完毕，且无新增项目，导致公司非煤业务实现收入同比下降 38.80%至 19.37 亿元。

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。2021 年，公司其他业务收入合计为 5.39 亿元，同比下降 37.97%。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。

5.　经营效率

跟踪期内，公司经营效率略有提升，仍处于较低水平。

2021 年，公司销售债权周转次数为 11.55 次，较上年显著下降 51.03 次，主要系管理权已移交矿井销售款未全额返回，应收账款大幅增加所致；公司存货周转次数和总资产周转次数分别为 4.35 次和 0.37 次，分别较上年上升 0.32 次和 0.06 次。与同行业企业相比，公司经营效率处于较低水平。

表 7　2021 年同行业公司经营效率情况对比

（单位：次）

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
淮南矿业（集团）有限责任公司	17.88	28.68	0.46
冀中能源峰峰集团有限公司	7.87	10.80	0.65
山西煤炭运销集团有限公司	**4.35**	**13.35**	**0.37**

资料来源：Wind

6.　在建工程

公司主要在建项目接近完工，后续资本支出压力较小。

截至 2021 年底，公司主要在建项目账面价值 99.99 亿元，主要在建项目接近完工，后续资本支出压力较小。

表 8　截至 2021 年底公司主要在建工程情况

（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	年末余额	工程进度
吴锦塬矿井兼并重组整合项目	9.00	20.61	90.00
120 万吨铂龙基建矿井	6.59	19.33	90.00
张礼至台头铁路项目	25.00	16.65	66.55
马家岩矿井基建工程	6.01	15.65	96.00
芦子沟矿建基建工程	1.09	13.57	99.99
鑫基矿井建设工程	9.91	12.54	12.83
大通煤业兼并重组整合项目	6.19	11.11	99.00
龙峰煤矿改扩建工程	10.51	11.06	40.00
金塬达煤业矿井兼并重组项目	18.10	10.95	60.51
四通 150 万吨/年矿井兼并重组整合项目	7.60	10.08	99.00
合计	**99.99**	**141.54**	**--**

注：公司部分矿井超产主要系公司对相关整合矿井进行分批建设，该部分矿井建设期远超过设计的建设期限，产生了较多额外费用
资料来源：公司财务报告

十、财务分析

1.　财务质量及财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2022 年一季度财务报告未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围新增 3 家子公司，因处置、注销或转让不再包括 15 家，净减少 12 家。截至 2021 年底纳入合并范围的子公司 454 家；2022 年一季度，公司合并范围未发生变化。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，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 2021 年底，公司合并资产总额 2425.97 亿元，所有者权益 563.67 亿元（含少数股东权益 211.00 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 879.53 亿元，利润总额 69.76 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2452.49 亿元，所有者权益 607.13 亿元（含少数股东权益 223.04 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 252.46 亿元，利润总额 52.51 亿元。

2.　资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中，应收账款、其他应收款和存货占比大，对资金形成占用；非流动资产中固定资产、无形资产和在建工程占比大。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 2425.97 亿元，较上年底增长 3.72%。其中，流动资产占 24.28%，非流动资产占 75.72%。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比较上年底上升较快。

表 9　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**366.63**	**16.81**	**389.16**	**16.64**	**588.92**	**24.28**	**614.58**	**25.06**
货币资金	57.13	15.58	81.09	20.84	100.20	17.01	114.10	18.57
应收账款	4.51	1.23	7.86	2.02	123.95	21.05	141.27	22.99
其他应收款	117.39	32.02	112.39	28.88	155.66	26.43	150.00	24.41
存货	141.61	38.63	142.77	36.69	143.72	24.40	146.05	23.76
非流动资产	**1813.88**	**83.19**	**1949.84**	**83.36**	**1837.05**	**75.72**	**1837.92**	**74.94**
固定资产	542.03	29.88	565.67	29.01	565.49	30.78	571.50	31.09

在建工程	482.49	26.60	503.84	25.84	433.26	23.58	432.45	23.53
无形资产	541.02	29.83	595.88	30.56	580.81	31.62	584.44	31.80
长期待摊费用	152.76	8.42	175.50	9.00	152.87	8.32	150.30	8.18
资产总额	**2180.51**	**100.00**	**2339.00**	**100.00**	**2425.97**	**100.00**	**2452.49**	**100.00**

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产588.92亿元，较上年底增长51.33%，主要系应收账款和其他应收款增加所致。

截至2021年底，公司货币资金100.20亿元，较上年底增长23.57%，主要系经营获现留存增加所致。货币资金中有25.53亿元受限资金，受限比例为25.47%，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2021年底，公司应收账款账面价值123.95亿元，较上年底增加116.09亿元，主要系公司管理权已转出矿井的煤炭销售由管理权接收方进行统一销售，而销售款未全额返回所致。应收账款账龄以1年以内为主（占82.51%），累计计提坏账27.13亿元；应收账款前五大欠款方合计金额占比为58.93%，其中应收晋控煤业集团款项占47.85%；剩余的应收账款主要为应收焦煤集团的煤炭销售款（主要为管理权移交至焦煤集团的矿井煤炭销售款）以及应收电费款。

截至2021年底，公司其他应收款155.66亿元，较上年底增长38.51%，主要系与晋控煤业集团的往来款增加所致，年末账面余额39.48亿元，占其他应收款项的21.16%。

截至2021年底，公司存货143.72亿元，较上年底增长0.67%。存货主要由开发成本（占58.28%）及库存商品（产成品）（占30.04%）构成，累计计提跌价准备2.09亿元。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 1837.05 亿元，较上年底下降 5.78%，主要系在建工程减少所致。

截至 2021 年底，公司固定资产 565.49 亿元，较上年底下降 0.03%。固定资产主要由房屋及建筑物（占 71.29%）和机器设备（占 23.21%）构成，累计计提折旧 306.69 亿元；固定资产成新率 65.88%，成新率较高。

截至 2021 年底，公司在建工程 433.26 亿元，较上年底下降 14.01%，主要系公司腾笼换鸟转让 10 座煤矿导致基建工程较上年底减少所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 580.81 亿元，较上年底下降 2.53%。公司无形资产主要由采矿权（占 96.00%）构成，累计摊销 54.22 亿元，未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司长期待摊费用 152.87 亿元，较上年底下降 12.90%，主要系本年摊销筹建费及生产准备费等所致。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 40.68 亿元，占资产总额比例为 1.68%。

表 10　截至 2021 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	23.68	银行承兑汇票保证金、履约保证金、土地复垦费专项资金、银行账户冻结
固定资产	7.00	售后回租业务、质押、抵押
无形资产	10.00	质押借款
合计	**40.68**	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2452.49 亿元，较上年底增长 1.09%，资产结构较上年底变化不大。

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；公司所有者权益中，少数股东权益及资本公积所占比重大；公司所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 563.67 亿元，较上年底增长 1.97%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 62.57%，少数股东权益占比为 37.43%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、专项储备和未分配

利润分别占 28.80%、62.65%、4.70%和 3.17%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 607.13 亿元，较上年底增长 7.71%，主要系利润留存带动未分配利润较上年底增加 31.21 亿元所致。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模及债务负担持续下降，但整体债务负担仍较重；短期债务占比很高，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，公司负债总额 1862.30 亿元，较上年底增长 4.26%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 83.96%，非流动负债占 16.04%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 1563.61 亿元，较上年底增长 6.23%，主要系其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 40.65%）、应付账款（占 14.13%）和其他应付款（占 28.07%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 635.65 亿元，较上年底下降 19.19%，主要系公司经营获现留存规模大，偿还部分短期借款所致。公司短期借款以信用借款（占 84.21%）为主。

截至 2021 年底，公司应付账款 220.89 亿元，较上年底增长 65.76%，主要系应付山西国电下属贸易公司煤炭款增加所致。

截至 2021 年底，公司其他应付款 438.90 亿元，较上年底增长 75.80%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要为晋控煤业集团、焦煤集团及山西国电对公司下属矿井的资金拨付。

截至 2021 年底，公司非流动负债 298.69 亿元，较上年底下降 4.97%。公司非流动负债主要由长期借款（占 79.52%）、应付债券（占 5.62%）和长期应付款（占 13.83%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 237.52 亿元，较上年底下降 2.98%；长期借款主要由保证借款（占 42.88%）和信用借款（占 52.64%）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 16.78 亿元，较上年底下降 32.67%，主要系“12 晋煤销债”到期兑付所致。

截至 2021 年底，公司长期应付款 41.32 亿元，较上年底下降 2.25%。

截至 2021 年底，公司全部债务 1011.40 亿元，较上年底下降 11.08%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占 70.68%，长期债务占 29.32%，以短期债务为主，其中，短期债务 714.82 亿元，较上年底下降 13.37%；长期债务 296.58 亿元，较上年底下降 5.01%。从债务指标来看，截至 2021 年底，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 76.77%、64.21%和 34.48%，较上年底分别提高 0.40 个百分点、下降 3.08 个百分点和下降 1.62 个百分点。公司债务负担较重。

截至2022年3月底，公司负债总额1845.36亿元，较上年底下降0.91%，负债结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司全部债务985.83亿元。债务结构方面，短期债务720.55亿元（占73.09%）、长期债务265.28亿元（占26.91%）。从债务指标看，截至2022年3月底，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75.24%、61.89%和30.41%。

4. 盈利能力

跟踪期内，得益于煤炭价格的大幅上涨，公司经营业绩明显提升。

2021 年，公司实现营业总收入 879.53 亿元，同比增长 26.96%，主要系煤炭业务量价齐升所致；2021 年，公司利润总额 69.76 亿元，同比增长 2.98 倍，主要系煤炭价格大幅上涨所致。

2021 年，公司费用总额为 140.40 亿元，同比大幅增长 59.35%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 6.39%、53.51%、1.15%和 38.95%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 75.13 亿元，同比增长 33.37%，主要系 2021 年起向晋控煤业集

团和焦煤集团支付管理费所致；财务费用为54.69亿元，同比增长126.83%，主要系融资成本上升及部分在建工程转固后相关贷款不满足资本化条件导致费用化利息增加所致；2021年，公司资本化利息同比减少41.37%至25.95亿元。2021年，公司期间费用率为15.96%，较上年提高3.24个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常损益方面，2021年，公司实现投资收益6.84亿元，同比大幅增长，主要系因腾笼换鸟处置山西煤炭运销集团阳城羊泉煤业有限公司（以下简称“羊泉煤业”）确认投资收益7.15亿元和山西煤炭运销集团潘家窑煤业有限责任公司确认投资收益-3.89亿元所致，投资收益占营业利润比重为9.02%；资产处置收益2.08亿元，同比下降58.20%，资产处置收益占营业利润比重为2.74%；营业外支出6.99亿元，同比增长85.39%，主要系赔偿金、违约金及各种罚款同比增加所致，营业外支出占利润总额比重为10.01%。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.80%和5.77%，同比分别提高3.64个百分点和4.55个百分点，公司盈利能力有所提升。与同行业企业相比，公司各盈利指标表现一般。

表11　2021年同行业公司盈利情况对比

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
淮南矿业（集团）有限责任公司	594.60	30.83	5.14	7.78
冀中能源峰峰集团有限公司	274.28	14.50	7.03	12.33
山西煤炭运销集团有限公司	**879.53**	**29.08**	**5.30**	**5.77**

资料来源：Wind

2022年1－3月，公司实现营业总收入252.46亿元，同比增长28.28%，主要系煤炭价格上涨所致；利润总额52.51亿元，同比大幅增长。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流量净额有所下降，但仍可满足现阶段的投资需求，公司外部融资压力不大。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比下降8.32%，经营活动现金流出同比下降8.22%，主要系收到与支付其他与经营活动有关的现金同比减少所致。2021年，公司经营活动现金净流入同比下降9.79%。2021年，公司现金收入比为98.67%，同比下降15.14个百分点，收入实现质量明显下降，主要系公司管理权已转出矿井由管理权接收方进行统一销售，而销售款未全额返回所致。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比增长512.50%，主要系因腾笼换鸟处置羊泉煤业等子公司收到的现金增加所致；投资活动现金流出同比增长17.92%，主要系投资支付的现金增加所致。2021年，公司投资活动现金净流入4.03亿元，同比净流出转为净流入。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为75.35亿元，同比增长72.85%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比下降48.29%，主要系取得借款收到的现金同比减少所致；筹资活动现金流出同比下降42.35%，主要系偿还债务支付的现金同比减少所致。2021年，公司筹资活动现金净流出49.37亿元，同比增长38.71%。

表12　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1－3月
经营活动现金流入小计	1121.36	1196.77	1097.17	371.80
经营活动现金流出小计	1035.27	1117.70	1025.85	328.27
经营活动现金流量净额	**86.08**	**79.06**	**71.32**	**43.53**
投资活动现金流入小计	6.81	9.27	56.79	6.86
投资活动现金流出小计	50.25	44.74	52.76	17.05
投资活动现金流量净额	**-43.43**	**-35.47**	**4.03**	**-10.19**
筹资活动前现金流量净额	**42.65**	**43.59**	**75.35**	**33.34**
筹资活动现金流入小计	566.45	485.62	251.13	39.18
筹资活动现金流出小计	605.26	521.21	300.50	51.92
筹资活动现金流量净额	**-38.81**	**-35.59**	**-49.37**	**-12.74**

资料来源：公司财务报告

2022 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 43.53 亿元、-10.19 亿元和-12.74 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，得益于盈利能力的大幅提升，公司短期及长期偿债能力指标均有所提升，但短期偿债能力指标仍较弱，存在短期支付压力。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	26.44	37.66
	速动比率（%）	16.74	28.47
	经营现金/流动负债（%）	5.37	4.56
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	0.10
	现金类资产/短期债务（倍）	0.11	0.17
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	105.41	214.60
	全部债务/EBITDA（倍）	10.79	4.71
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.07
	EBITDA/利息支出（倍）	1.42	2.53
	经营现金/利息（倍）	1.07	0.84

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率分别较上年底提高 11.22 个百分点和 11.73 个百分点，但流动资产对流动负债的保障程度仍弱；其他短期偿债能力指标较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 38.95%和 29.69%。整体看，公司短期偿债指标表现较弱，存在短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 214.60 亿元，同比增长 103.58%，主要系利润总额增加所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 19.65%）、摊销（占 20.42%）、计入财务费用的利息支出（占 27.42%）和利润总额（占 32.51%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.42 倍提高至 2.53 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 10.79 倍下降至 4.71 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力明显提升。

截至 2021 年底，公司合并口径对外担保总额为 1.21 亿元，规模很小。

银行对公司无单独授信，均为对公司控股股东晋控电力集团的授信。截至 2022 年 3 月底，晋控电力集团在各家银行授信总额度为 1888.69 亿元，其中已使用授信额度 1063.34 亿元，未使用授信额度 825.35 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司本部资产主要是其他应收款和长期股权投资，负债水平很低，收入规模较小，经营活动获现能力弱，公司本部与子公司资金来往密切；同时公司本部对子公司控制力度较强，偿债能力有保障。

截至 2021 年底，母公司资产总额 225.87 亿元，较上年底下降 21.36%，主要系非流动资产减少所致。其中，流动资产 69.15 亿元（占 30.61%），非流动资产 156.72 亿元（占 69.39%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 97.21%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 80.53%）和无形资产（占 13.97%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 0.06 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 73.91 亿元，较上年底下降 43.51%。其中，流动负债 34.22 亿元（占 46.31%），非流动负债 39.68 亿元（占 53.69%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 68.05%）和一年内到期的非流动负债（占 28.13%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 55.66%）和应付债券（占 42.28%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 32.72%，较上年底下降 12.84 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 48.75 亿元。其中，短期债务占 19.75%、长期债务占 80.25%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 24.29%，母公司债务负担很轻。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 151.96 亿元，较上年底下降 2.82%。在所有者权益中，实收资本为 101.56 亿元（占 66.83%）、资本公积 37.24 亿元（占 24.50%）、未分配利润 10.77 亿元（占 7.09%）、盈余公积 1.00 亿元

（占 0.66%）。

2021 年，母公司营业总收入为 1.70 亿元，利润总额为 0.88 亿元。同期，母公司投资收益为 1.61 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 2.83 亿元，投资活动现金流净额 0.10 亿元，筹资活动现金流净额-3.30 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 219.08 亿元，所有者权益为 151.48 亿元，负债总额 67.60 亿元；母公司资产负债率 30.86%；全部债务 39.34 亿元，全部债务资本化比率 20.62%。2022 年 1—3 月，母公司营业总收入-5895.24 元，利润总额-0.49 亿元。

十一、 外部支持

政府支持力度大。

公司为山西省国有大型能源企业，地位重要，为政府重点扶持企业。2021 年，公司共取得其他收益 4.05 亿元，主要为供热补助、稳岗补贴、政府补助等。

十二、 债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、净流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度很高。

截至 2022 年 3 月底，公司长期债务共计 265.28 亿元。经营活动现金流入量及 EBITDA 对长期债务的覆盖程度较好；经营活动现金净流入量对公司期末长期债务保障能力一般。

表 14 公司长期债务及债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务（亿元）	265.28
经营现金流入/长期债务（倍）	4.14
经营现金/长期债务（倍）	0.27
长期债务/EBITDA（倍）	1.24
本报告所跟踪债券余额（亿元）	16.81
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	65.27
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	4.24
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.08

注：1. 上表中的长期债务为截至 2022 年 3 月底的金额；2. 经营现金指经营活动现金流量净额；3. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

“13 晋煤销债/13 晋煤运”余额合计 16.81 亿元。经营活动现金流入量、净流入量和 EBITDA 对“13 晋煤销债/13 晋煤运”余额的覆盖程度很高。

十三、 担保方信用水平分析

晋控电力集团担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

公司存续的“13 晋煤销债/13 晋煤运”均由晋控电力集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保人主体概况

晋控电力集团是山西省国有大型能源企业，在山西省内地位高，政府支持力度大。晋控电力集团现有业务包括煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块，未来将专注经营电力及清洁能源产业。截至 2022 年 3 月底，晋能控股集团持有晋控电力集团 64.06%股权，晋控电力集团实际控制人为山西省国资委。

煤炭生产方面，截至 2022 年 3 月底，晋控电力集团拥有煤矿 134 座，其中在产煤矿 72 座、基建煤矿 17 座；总产能 12810 万吨/年，其中在产煤矿产能 8100 万吨/年、基建煤矿产能 1470 万吨/年。2021 年，晋控电力集团煤炭产量 8783.35 万吨，同比提高 6.82%，同时受益于煤炭价格的大幅上涨，煤炭生产板块毛利率同比提高 11.75 个百分点。

发电业务方面，晋控电力集团发电业务涉及煤电、燃气发电、风电和光伏发电等，截至 2022 年 3 月底，晋控电力集团已投产控股装机容量 788.28 万千瓦，其中火电装机容量 580.40 万千瓦。2021 年，晋控电力集团实现发电量 300.86 亿千瓦时，同比变化不大。

2021 年，晋控电力集团营业总收入同比增长 15.99%，主要由于煤炭价格大幅上涨带动煤炭生产板块收入同比增长 79.25%。同期，晋控电力集团缩减煤炭贸易规模，贸易物流板块收入同比下降 15.05%；主要由于配电量同比增长，

电力板块收入同比增长 9.63%。

毛利率方面，2021 年，受益于煤炭价格大幅上涨，晋控电力集团煤炭生产和贸易物流板块盈利能力均有所提升。其中，煤炭生产板块毛利率同比提高 11.75 个百分点；但晋控电力集团电力业务以煤电为主，燃料成本上涨导致晋控电力集团电力板块成本倒挂，毛利率同比下降 19.88 个百分点至-8.98%。晋控电力集团其他板块盈利水平同比变化不大。2021 年，晋控电力集团综合毛利率同比提高 8.83 个百分点。

2022 年一季度，晋控电力集团实现营业总收入 385.12 亿元，同比增长 40.91%，主要由于煤炭价格同比上涨以及配电业务规模扩大。2022 年一季度，由于煤炭价格仍保持高位，晋控电力集团煤炭生产板块毛利率较上年全年提高 9.32 个百分点，同期，由于成本传导带动平均上网电价的提高，晋控电力集团电力板块毛利率较 2021 年全年水平提高 12.59 个百分点，并实现扭亏。2022 年一季度，晋控电力集团综合毛利率较 2021 年全年水平小幅提高 1.10 个百分点。

表 15　2020－2021 年及 2022 年 1－3 月晋控电力集团营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
煤炭生产	268.43	26.60	43.31	481.15	41.11	55.06	131.42	34.12	64.38
贸易物流	538.01	53.32	4.43	457.02	39.05	6.95	175.58	45.59	7.65
电力	147.31	14.60	10.90	161.50	13.80	-8.98	60.32	15.66	3.61
清洁能源	31.04	3.08	27.32	33.30	2.85	32.43	9.24	2.40	25.00
多元业务	24.31	2.41	25.59	37.46	3.20	22.90	8.56	2.22	10.98
合计	**1009.10**	**100.00**	**16.93**	**1170.43**	**100.00**	**25.76**	**385.12**	**100.00**	**26.87**

资料来源：晋控电力集团提供

截至 2021 年底，晋控电力集团合并资产总额 3415.35 亿元，所有者权益 941.67 亿元（含少数股东权益 288.37 亿元）；2021 年，晋控电力集团实现营业总收入 1170.43 亿元，利润总额 67.82 亿元。

截至 2022 年 3 月底，晋控电力集团合并资产总额 3360.73 亿元，所有者权益 976.88 亿元（含少数股东权益 302.13 亿元）；2022 年 1—3 月，晋控电力集团实现营业总收入 385.12 亿元，利润总额 55.28 亿元。

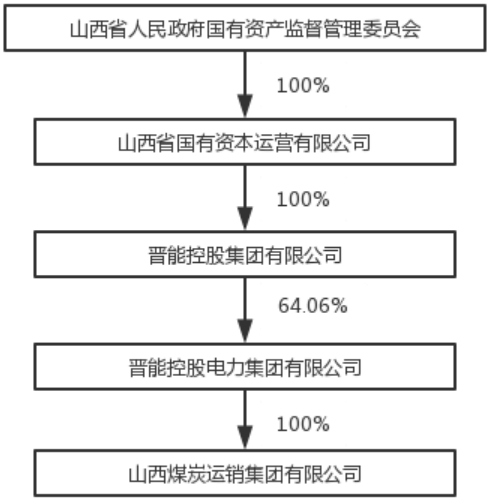
2.　担保效果评价

“13晋煤销债/13晋煤运”债券余额合计16.81亿元，2021年晋控电力集团经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1282.73亿元、91.05亿元和271.98亿元，分别为上述债券余额的76.31倍、5.42倍和16.18倍。晋控电力集团经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对“13晋煤销债/13晋煤运”保障程度很强。

十四、　结论

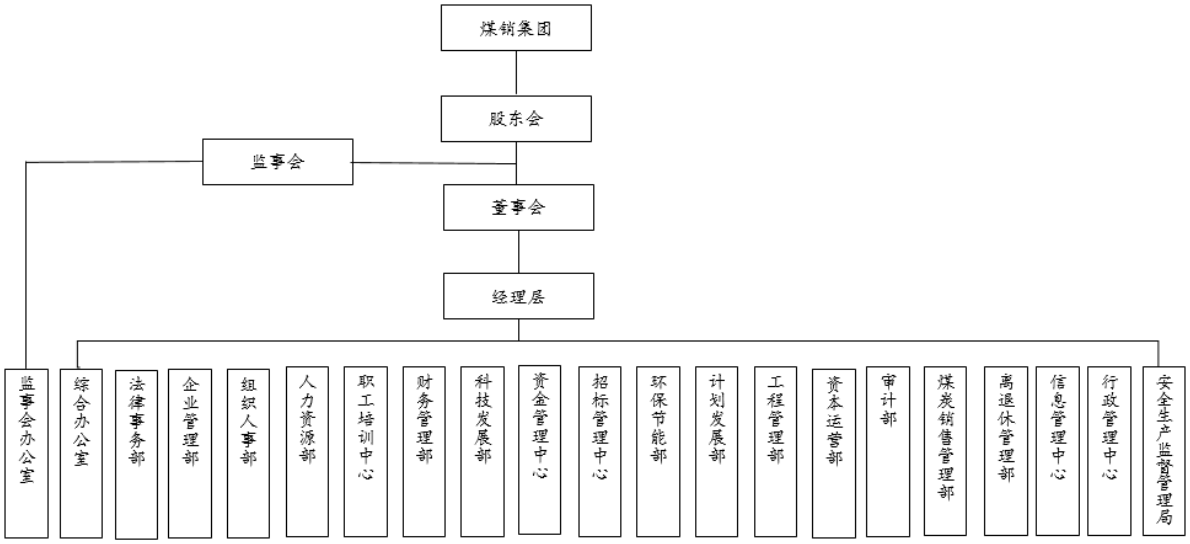
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“13 晋煤销债/13 晋煤运”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司重要子公司列表

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
山西美伦美韵文化有限公司	广告业	51	49	投资设立
山西王家岭煤业有限公司	褐煤开采洗选	76	--	投资设立
山西煤炭通信公司	固定电信服务	100	--	投资设立
山西雪豹押运护卫有限公司	其他安全保护服务	51	--	投资设立
太原煤炭交易市场（有限公司）	煤炭及制品批发	90.95	2.08	投资设立
山西煤炭运销集团信息工程有限公司	其他未列明信息技术服务业	70	--	投资设立
山西煤炭运销集团东大能源有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100	--	投资设立
山西愉园大酒店有限责任公司	旅游饭店	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团愉园安全生产培训有限公司	其他文化艺术业	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团有限公司愉园温泉度假村	旅游饭店	65.35	31.6	投资设立
山西煤炭运销集团晋能煤矿工程有限公司	电气安装	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团大同晋银矿业有限公司	银矿采选	62.61	--	投资设立
山西煤炭运销集团国际贸易有限公司	煤炭及制品批发	90	10	投资设立
山西煤炭运销集团科学技术研究有限公司	科技中介服务	100	--	投资设立
山西灏鼎能源投资有限公司	投资与资产管理	14.29	--	投资设立
山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司	煤炭及制品批发	41	--	投资设立
山西煤运省外煤焦经销有限公司	煤炭及制品批发	25	75	投资设立
山西煤炭运销集团锦华后勤服务有限公司	其他居民服务业	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团房地产有限公司	房地产开发经营	65.01	--	投资设立
山西省晋神能源有限公司	煤炭及制品批发	51	--	投资设立
山西晋华煤炭运销有限公司	煤炭及制品批发	39.75	44.87	投资设立
山西煤源综合经营中心	投资与资产管理	100	--	投资设立
海南万全投资有限公司	担保服务	13.64	59.1	投资设立
山西煤炭大厦	旅游饭店	100	--	投资设立
山西省煤炭生活服务总公司	物业管理	100	--	投资设立
山西晋能装备产业有限公司	投资与资产管理	100	--	投资设立
山西三元资产经营管理有限公司	其他煤炭采选	54.6	28	投资设立
太原聚瑞能源有限责任公司	煤炭及制品批发	100	--	同一控制企业合并
山西省煤炭运销集团晋中南铁路煤炭销售公司	煤炭及制品批发	75.27	24.73	同一控制企业合并
山西省煤炭运销集团晋昌源煤炭经营有限公司	煤炭及制品批发	75.93	11.11	同一控制下企业合并
山西煤炭运销集团运城有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团朔州有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团长治有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团太原有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团阳泉有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团吕梁有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团晋城有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立

山西煤炭运销集团大同有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团临汾有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团晋中有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团忻州有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西省煤炭运销集团晋神煤炭经营有限公司	煤炭及制品批发	51	49	同一控制企业合并
山西省煤炭运销集团晋通煤炭物流有限公司	煤炭及制品批发	60	10	同一控制企业合并
山西省煤炭运销集团晋东南铁路煤炭销售有限公司	煤炭及制品批发	70.5	29.5	同一控制企业合并
山西煤炭运销集团龙达煤业有限公司	煤炭生产	51	--	投资设立
山西统配煤炭物流有限公司	煤炭及制品批发	100	--	无偿划转
山西煤炭运销集团晋中寿阳有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭运销集团港口贸易有限公司	煤炭及制品批发	100	--	投资设立
山西煤炭建设监理咨询有限公司	工程监理	100	--	无偿划转

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

.

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	61.94	86.90	119.32	120.56
资产总额（亿元）	2180.51	2339.00	2425.97	2452.49
所有者权益（亿元）	503.24	552.80	563.67	607.13
短期债务（亿元）	845.92	825.18	714.82	720.55
长期债务（亿元）	291.73	312.21	296.58	265.28
全部债务（亿元）	1137.65	1137.39	1011.40	985.83
营业总收入（亿元）	787.60	692.77	879.53	252.46
利润总额（亿元）	21.29	17.51	69.76	52.51
EBITDA（亿元）	112.97	105.41	214.60	--
经营性净现金流（亿元）	86.08	79.06	71.32	43.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	36.52	62.58	11.55	--
存货周转次数（次）	4.73	4.03	4.35	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.31	0.37	--
现金收入比（%）	117.26	113.81	98.67	110.10
营业利润率（%）	14.11	14.10	24.43	31.03
总资本收益率（%）	3.20	2.16	5.80	--
净资产收益率（%）	1.53	1.22	5.77	--
长期债务资本化比率（%）	36.70	36.09	34.48	30.41
全部债务资本化比率（%）	69.33	67.29	64.21	61.89
资产负债率（%）	76.92	76.37	76.77	75.24
流动比率（%）	26.49	26.44	37.66	38.95
速动比率（%）	16.26	16.74	28.47	29.69
经营现金流动负债比（%）	6.22	5.37	4.56	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.11	0.17	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	1.47	1.42	2.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.07	10.79	4.71	--

注：1.2022 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入公司长期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.56	0.42	1.92	1.92
资产总额（亿元）	294.86	287.21	225.87	219.08
所有者权益（亿元）	157.17	156.37	151.96	151.48
短期债务（亿元）	19.61	8.57	9.63	17.01
长期债务（亿元）	41.72	39.49	39.12	22.34
全部债务（亿元）	61.33	48.06	48.75	39.34
营业总收入（亿元）	2.55	2.33	1.70	0.00
利润总额（亿元）	-3.07	-0.61	0.88	-0.49
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	24.00	16.24	2.83	9.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	0.01
现金收入比（%）	0.00	4.33	0.01	0.00
营业利润率（%）	97.98	98.93	32.68	/
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-1.89	-0.37	0.58	--
长期债务资本化比率（%）	20.98	20.16	20.47	12.85
全部债务资本化比率（%）	28.07	23.51	24.29	20.62
资产负债率（%）	46.70	45.56	32.72	30.86
流动比率（%）	99.53	97.30	202.05	139.55
速动比率（%）	99.53	97.30	202.05	139.55
经营现金流动负债比（%）	25.19	17.89	8.27	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.05	0.20	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持