

信用等级公告

联合[2013] 039 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及其拟发行的 2013 年度 25 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

山西煤炭运销集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

山西煤炭运销集团有限公司

2013 年度 25 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。



山西煤炭运销集团有限公司

2013 年度 25 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 25 亿元

本期债券期限: 7+3 年

评级时间: 2013 年 1 月 9 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	683.85	965.58	1113.17
所有者权益(亿元)	204.60	263.94	312.56
长期债务(亿元)	161.52	341.18	421.77
全部债务(亿元)	221.09	393.62	488.99
营业收入(亿元)	730.05	1327.88	1586.09
利润总额(亿元)	43.01	53.55	53.81
EBITDA(亿元)	58.29	83.66	105.30
经营性净现金流(亿元)	-20.23	30.26	40.38
营业利润率(%)	12.98	10.81	12.11
净资产收益率(%)	14.58	13.75	9.10
资产负债率(%)	70.08	72.69	71.92
全部债务资本化比率(%)	51.94	59.86	61.01
流动比率(%)	167.38	207.33	215.91
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	4.71	4.64
EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	4.93	3.41
EBITDA/本期债券额度(倍)	2.33	3.35	4.21

分析师

钟睿 侯煜明

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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”)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、煤炭贸易、运销体系等方面的综合优势。同时,联合资信也注意到公司整合矿井多、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不利影响。

近年来,公司煤炭资源储量及产量快速提升。未来随着自有煤炭产能的逐步释放及非煤产业链的延伸,公司有望加快转型,提升综合竞争力,进而巩固行业领先地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司规划整合煤炭资源量大,为公司可持续发展提供了可靠保障。公司近年煤炭产能快速提升,随着整合矿井产能逐步释放,公司自产煤炭业务有望实现快速发展。
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。随着山西全省整合矿井及新建矿井的逐步复(投)产,在煤炭下游需求拉动下,公司煤炭内销量及营业收入快速增长。
3. 公司现金类资产、EBITDA 及经营活动现金流对本期债券本金覆盖程度高。

关注

1. 随着公司煤炭贸易规模的逐渐扩大,公司整体营业利润率有所下降。

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，存在安全及管理压力。
3. 公司公路煤炭贸易模式面临由行政管理向市场化运作转变的转型挑战。
4. 公司债务规模快速增加，债务负担偏重。
5. 公司未来投资规模大，对外部融资依赖程度高。

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、山西煤炭运销集团有限公司 2013 年度 25 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“山煤运销集团”或“公司”）的前身为山西省煤炭运销总公司，成立于1983年。2007年7月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函[2007]》批准，由山西省国资委（持股比例51.03%）和11个市国资委（持股比例合计48.97%）共同组建山西煤炭运销集团。截至2011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、财务管理部、企业管理部、发展研究部、项目管理部、铁路事业部、公路事业部、审计监察部、安全生产管理局、法律事务部、人力资源部等职能部室。

截至2011年底，公司合并资产总额1113.17亿元，所有者权益312.56亿元（其中少数股东权益61.10亿元）；2011年实现营业收入1586.09亿元，利润总额53.81亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街82号；
法定代表人：刘建中。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券发行概况

公司计划于2013年注册发行总额为25亿元的公司债券（下称“本期债券”），期限为10年，附第7年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券拟全部用于公司长安高速公路长治至平顺段项目投资。

2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金25亿元，全部用于长安高速公路长治至平顺段项目投资。

该项目向东增加了长治产煤区通往河北、河南等钢铁和新兴产业区的联系，对于完善公路网布局和发展区域经济具有重要意义。项目

路线起点设于长治县官道村接长晋高速公路，向东经沙峪、宋壁、四家池、马驹、逢善、平顺、崇岩、白牡丹、芑兰岩，终点设于平顺河坪连接河南省高速公路，线路长71.97公里；长治环城东段起点设于西贾村接长邯高速公路，向东南经潞城北、微子、北社、苗庄，终点设于逢善与长治至安阳高速公路相接，线路长24.91公里。另建长安高速公路长治东连接线起点位于逢善村北与长安高速公路长治东互通收费广场相接，经北凰村、东长井、大罗家庄、小罗家庄，终点位于长治市东外环路与府后东街相接，路线全长11.62公里。

长安高速公路主线及长治环城东段总投资72.41亿元，长治连接线总投资6.10亿元。该项目建成后将依法收取车辆通行费。

该项目在2008年11月经“晋发改交通发[2008]1388号”文件批复，于2009年6月正式开工。后于2012年9月经“晋发改交通发[2012]2063号”文件核准，明确公司下属全资子公司——山西煤炭运销集团长治有限公司为项目单位。该项目原计划2012年12月完工，受资金等因素影响，目前工程进度已完成60%。

三、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放

缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策调控较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行2次下调存款准备金率，并于7月非对称下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量

（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选

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。

1. 行业及区域经济概况

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。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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 69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表 1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

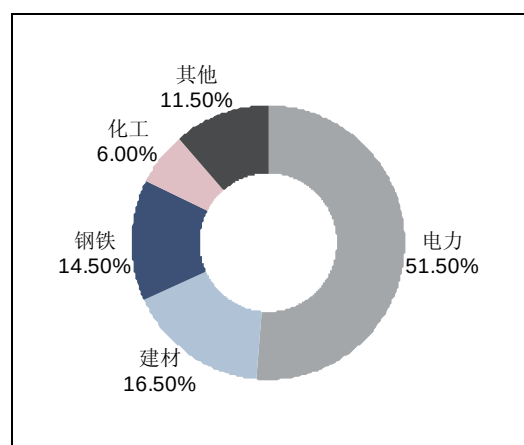
资料来源：中国安监总局，2007 年

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭下游需求

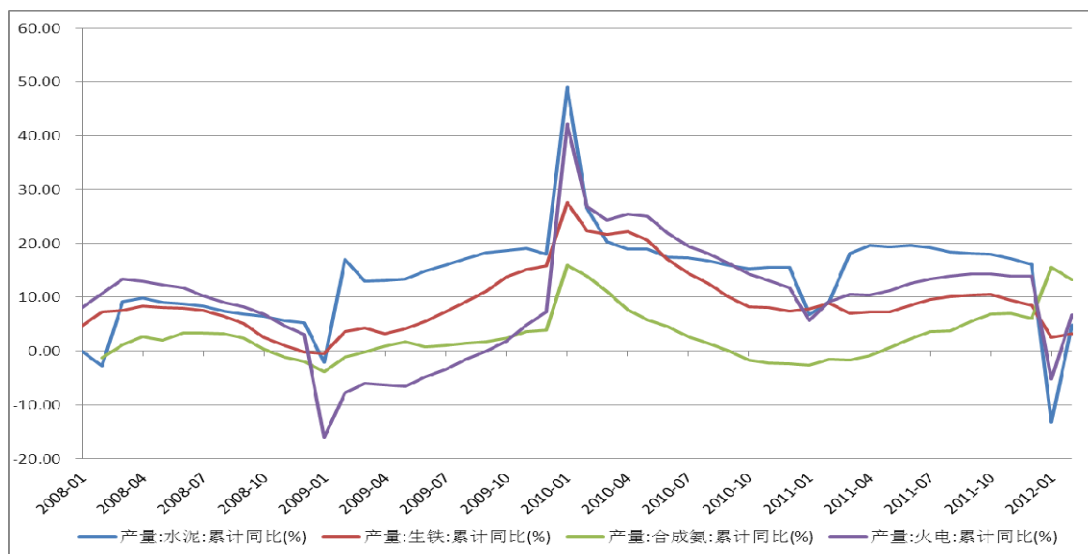
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

图2 煤炭下游行业产量累计同比增长情况



资料来源：wind 资讯

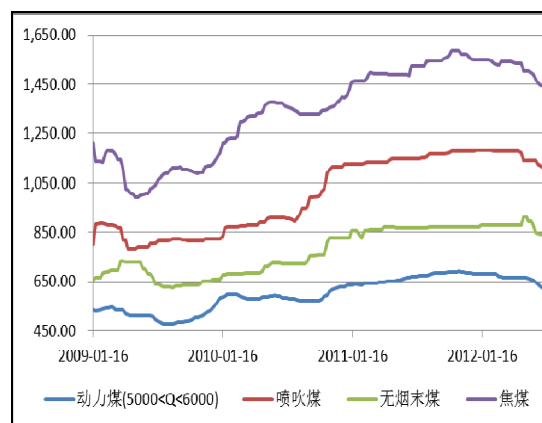
2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升。2010年，受制于节能减排目标影响，地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象，导致短期内下游主要消费行业增速回落。2011年，受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较2010年基本持平。2011年四季度以来，国民经济增速超预期放缓，对煤炭下游需求形成抑制。未来几年，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，煤炭下游需求仍将保持上升趋势，但受节能减排及GDP增速下降影响，煤炭需求增速将有所回落。

煤炭价格

2008年，受国际原材料价格上升及国内中小煤矿整顿减产等因素影响，煤炭价格持续上涨，并于2008年8月达到顶峰。随后受经济危机影响，房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓，导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少，煤炭价格大幅回落至2008年年初水平。2009年8月起，随着下游行业强劲反弹，煤炭价格显著回升。2010年受制

于节能减排，大量高耗能企业停产，第二、三季度煤炭价格低迷；四季度起，煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下，温和上升并创出经济危机后价格新高。进入2011年，煤炭价格延续温和上升趋势，并于2011年11月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。进入2011年5月，随着下游行业原料煤库存量逐渐饱和，煤炭价格加速下行。截至2012年8月13日，各主要煤种全国均价均低于上年同期水平。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的 mismatch 可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

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，重特重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。

资源整合存在问题及影响

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

煤炭对石油的替代性加速煤企转型

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油保持高度联动。煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径，煤化工技术的不断成熟与发展让煤基化工对油基化工的可替代性日益增强。石油价格的上升将激励国内煤企向煤制油、煤制烯烃、煤质乙二醇等煤化工行业延伸产业链，加速企业转型。行业内具有成熟煤化工技术及运营经验的煤企将具有先行优势，有望获得更多的政策及资源配置支持。

产业金融化趋势

2011年7月下旬，炼焦煤期货将或于在大连商品交易所正式上市交易，这将是继2011年焦炭后又一个新的能源期货品种，也是中国首个煤炭类期货上市品种。随着大宗商品金融属性

日益提高，煤炭产业金融化将是未来行业发展的必由之路，焦煤期货的推出不仅使国内传统的煤炭操作模式被打破，更重要的是为煤焦钢产业链存在的市场风险增加了可控性。

目前国际焦煤价格主要把持在必和必拓等大型矿山手中，尽管近年来蒙古取代澳大利亚成为中国焦煤第一进口国，但优质焦煤的稀缺导致目前仍无法完全摆脱对澳煤的依赖。建立焦煤期货市场后中国将有自己的定价中心，将减轻国际煤价波动带来的影响，有助于增强中国作为焦煤进口大国在国际焦煤市场的话语权。

煤炭资源税改革

2011年10月10日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看，焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限，但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

短期来看，由于资源税是地方税，资源税改革可能导致中央对地方的让利，导致省际之间（资源输出省和资源净购入省）、企省之间（尤其是中央能源企业和地方政府）的博弈。特定的情况下，这些博弈会带来短期的分配问题，甚至由于扭曲而带来成本。但长期而言，资源税改革能有效将煤炭品质和税负进行挂钩，更加真实地反应资源开采的外部性，从而促进资源的有效开发利用，提高煤炭开采率、优化煤炭资源和资源收入在代际之间的配置，具有可持续发展的意义。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长，煤炭市场基本上是卖方市场，资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业，煤企

实际税负将比预期低。2011 年四季度以来，随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速，国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩，若此时出台资源税从价计征，煤企新增税负无法有效向下游转嫁，盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在 25%~45%，影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质，而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空间。

3. 行业政策

总体规划

2010 年 10 月 26 日，国务院办公厅发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》。通知称，通过兼并重组，全国将形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业，全国煤矿年均产能将升至 80 万吨以上，特大型煤炭企业产量占全国总产量的比例达到 50% 以上。

2011 年 1 月，在中国能源会议上，国家能源局局长张国宝表示，“十二五”期间，中国将有序推进 14 个大型煤炭基地的建设，其中，新疆将从原来的储备煤炭基地，正式成为中国的第十四个大型煤炭基地，力争“十二五”中国大型煤炭基地产量占到煤炭总产量的 90%。

2011 年 6 月，由国家能源局主导的煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿开始向各部委征求意见。根据规划，“十二五”期间中国煤矿建设将控制东部，稳定中部，大力发展西部，特别是内蒙古新开工规模将占全国的 26%。资源开发方面，将优先建设大型露天矿，同时对优质炼焦煤和无烟煤资源实行保护性开发；煤炭外运方面，负责蒙煤外运的集通线将大扩容，同时蒙冀线也将建成，如此将极大释放内蒙煤炭产能；企业发展方面，坚持培育大型煤炭集

团，鼓励兼并重组，规划形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国的 60% 以上。

预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，未来煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，处于各大煤炭基地的兼并主体企业对煤价的议价能力将明显增强。

整合、关停中小煤矿

近年来，在行业效益整体下滑的同时，煤炭产业整合稳步推进，各地政府纷纷出台相关配套政策，对区域内小煤矿进行整合。此举一方面有利于解决当时行业内产能过剩问题，另一方面通过加大结构调整力度，有利于提高资源利用率，稳定供给结构，改善安全生产环境。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进资源整合。以山西省为例，2009 年 4 月，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》出台，其核心内容之一就是全力推进山西煤炭产业整合：到 2011 年，山西全省煤炭矿井总数由 2598 座减少到 1000 座，到 2015 年减到 800 座，保留矿井要全部实现以综采为主的机械化开采。兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产 300 万吨，单井生产规模原则上不低于 90 万吨。

4. 行业发展

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14 个基地煤炭总产量占比由 87% 提升至 90% 以上，形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国 60% 以上。煤炭企业控制在 4000 家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的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。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，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，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能

力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

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看好。预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

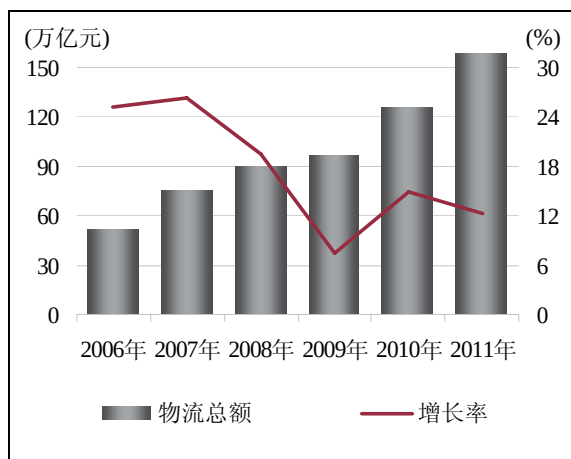
（二）煤炭物流业

1. 行业及区域经济现状

中国物流业发展形势良好，物流需求逐年显著增加。2011年中国社会物流总额158.4万亿元，按可比价格计算，同比增长12.3%，增幅同比下降2.7个百分点。从构成情况看，工业品物流总额143.6万亿元，按可比价格计算，同比增长13.1%，增幅比上年回落1.5个百分点，占社会物流总额的比重为90.2%。物流业增加值为3.2万亿元，按可比价格计算，同比增长13.9%，增幅同比上升0.8个百分点。

2012年1~4月，全国社会物流总额52.6万亿元，按可比价格计算，同比增长10.2%，增幅比去年同期回落3.6个百分点，社会物流需求回落，但依然保持较快增长。其中，工业品物流总额47.9万亿元，同比增长11%，比去年同期回落3.2个百分点；进口货物物流总额3.7万亿元，同比增长1.1%，比去年同期回落8个百分点；农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物品物流总额分别增长3.8%、11.5%和16.8%。2012年1~4月，全国物流业增加值1.1万亿元，按可比价格计算，同比增长10.6%。其中，交通运输业增加值0.8万亿元，同比增长10.5%；仓储业和邮政业增加值同比分别增长7.5%和21.8%；贸易业增加值同比增长10.9%。

图4 中国物流总额及增长率



资料来源：中国物流与采购联合会

2011年，中国社会物流需求保持平稳较快增长，物流业增加值稳定增长，物流总费用明显上升，2011年全国社会物流总费用8.4万亿元，同比增长18.5%，增幅比上年提高1.8个百分点。其中，运输费用4.4万亿元，同比增长15.9%，占社会物流总费用的比重为52.8%；管理费用1万亿元，同比增长18.7%，占社会物流总费用的比重为12.2%；保管费用2.9万亿元，同比增长22.6%，增幅比上年提高2.1个百分点，占社会物流总费用的比重为35%。在保管费用中，利息费用1.2万亿元，同比增长26.3%，占保管费用的41.2%。

2012年1~4月，社会物流总费用2.6万亿元，同比增长11.8%，比去年同期回落5.9个百分点，社会物流总费用增幅继续回落。

尽管中国物流体系落后于发达国家并且行业整体竞争较为混乱，但目前物流在经济体系中的重要性已得到大家广泛共识，行业规模及优秀企业数量正在高速增长，物流行业未来存在巨大的发展空间。十二五时期中国经济发展的主线是“加快转变经济发展方式”，而物流的使命即在于更好地承载经济的发展，在国家“稳定农业、做强工业、做大服务业”的经济发展方向下，物流行业不同板块也将迎来新的发展高峰。

2. 行业政策

2009年3月国务院正式发布中国第一个物流行业发展规划《物流业调整与振兴规划》，强调要加快物流企业的兼并重组，支持大型物流企业对分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加盟合作。

2011年6月8日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作。会议指出，2009年3月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来，物流业快速发展，产业发展水平不断提升。但随着《规划》的深入实施，一些不适应物流业发展的政策问题进一步显现，制约了产业发展。必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。会议提出“要切实减轻物流企业税收负担”、“要加大对物流业的土地政策支持力度”、“要促进物流车辆便利通行”、“要改进对物流企业的管理”、“要鼓励整合物流设施资源”、“要推进物流技术创新和应用”、“要加大对物流业的投入”、“要促进农产品物流业发展”等物流“国八条”。

3. 煤炭物流

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优

势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，在发展煤炭第三方物流中分得一杯羹，也是一种比较现实的选择。

铁路运输方面，2011 年 12 月份，全国铁路煤炭发送量完成 19495 万吨，同比增加 2045 万吨、增长 11.7%。全年完成 22.69 亿吨，同比增加 2.68 亿吨、增长 13.4%。其中电煤 12 月发送量完成 13915 万吨，同比增加 805 万吨、增长 6.1%，全年完成 14.88 亿吨，同比增加 21657 万吨、增长 17%。主要煤运通道中，2011 年大秦线完成运量 44017 万吨，同比增加 3513 万吨、增长 8.7%；侯月线完成 18413 万吨，同比增加 539 万吨、增长 3%。庞大的煤炭运量已占据了中国铁路总运量的 50%以上。

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，目前煤炭物流与零售业等行业的物流灵敏程度是不可比的，同时发展前景也更令人期待。煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境

五、基础素质分析

1. 产权状况

2007 年 7 月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函[2007]》批准，由山西省国资委（持股比例 51.03%）和 11 个市国资委（持股比例合计 48.97%）共同组建山煤运销集团。公司属于省属国有企业。

2. 企业规模

公司目前年煤炭储装运、销售能力近 3 亿吨，煤炭生产能力近 3000 万吨左右，为中国最大的煤炭运销企业。2011 年公司位列世界企业 500 强第 447 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。

表 2 公司煤炭运力情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
铁路专用线长度（km）	2883	2883	2967
铁路发煤站个数（个）	249	244	135
公路煤焦营业站个数（个）	284	284	281
公路出省煤焦管理站（个）	51	56	59
储配煤场个数（个）	98	82	38
储煤场容量（万吨）	6176	6566	4066

资料来源：公司提供

在铁路运销方面，公司拥有 31 条铁路专用线、135 个铁路发运站，总发运能力超过 2 亿吨/年，通过铁路及港口运输，公司煤炭运销网络覆盖全国 26 个省市。每年公司可得到铁道部分配给山西省的煤炭铁路运量的 13%左右。

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“五+二”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 2011 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。

3. 人员素质

公司现有董事、总经理和副总经理等高层管理人员均为大专以上学历，领导层从业经验丰富，整体素质较高。

公司董事长、党委书记刘建中先生，现年 55 岁，研究生学历，高级工程师。曾任原霍州矿务局团柏、曹村、白龙矿书记、矿长，原霍州矿务局副局长、党委常委，霍州煤电集团有限责任公司副董事长、党委常委，山西焦煤集团有限责任公司副总经理兼煤炭销售总公司总经理、党委委员。

公司总经理曹耀丰先生，现年 47 岁，研究生学历，高级工程师。曾任霍州矿务局团柏矿矿长；霍州煤电集团公司董事、党委委员、总经理；山西焦煤集团公司副总经理，霍州煤电集团公司董事长、党委书记。

截至 2011 年底，公司在职员工 83455 人，其中管理人员占 12.21%，生产人员占 24.38%，销售人员占 56.34%，科技人员占 1.33%，财务人员占 5.63%；从学历构成来看，员工中具有大专及以上学历的占员工总数的 45.13%，具有中等（包括中专、高中、技校）学历的占 48.25%，初中及以下学历的占 6.62%；从职称构成来看，具有高级职称的占员工总数的 0.79%，具有中级职称的占 19.63%，具有初级

职称的占 20.65%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的煤炭从业经历和企业管理经验；岗位构成、员工素质符合煤炭贸易行业特点，能够满足公司生产经营需要，公司员工文化水平高于一般煤炭生产型企业，为公司转型提供了可靠的人力资源保障。

4. 外部环境

公司所在的山西地区是中国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质 2654.84 亿吨，储量占中国 26%。

中国已把山西省晋北、晋中、晋东三个煤炭主产区列入 14 个大型煤炭基地，并将其纳入《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展规划》、《煤炭产业政策》。按照国家有关政策，大型煤炭基地的建设将享受国债资金的重点支持。国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。

总体看，公司作为山西省大型国有煤炭企业，面临的外部环境良好。

5. 股东支持

中国政府治理小煤矿的政策有利于公司在山西省内煤炭资源的整合；山西省政府为加强省内煤炭资源的管理和煤炭资源税费的征收，也出台了一系列文件。外部政策有助于公司在煤炭销售体系竞争力的加强和资源整合领域的快速扩张。

2009 年 4 月 15 日，山西省人民政府《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》（晋政发[2009]10 号）明确，大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。同时，允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。

2008年6月19日，山西省经济委员会以《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），确定了公司山西省内重点工业企业电煤主体供应和“在全省对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”的政策。进一步确立公司在山西省煤炭销售的主渠道作用，促进公司构建现代煤炭物流体系。

《山西省人民政府办公厅关于开展清理非法储（售）煤场专项整治工作的通知》（晋政办发[2007]4号），禁止了非法违法收购、经销煤炭行为，维护了山西煤炭经营秩序，为山西地方煤炭公路出省统一销售打下良好的基础。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。

股东会是公司的权利机构，由山西省国资委及11个地市国资委共12位股东组成，股东依其认缴的出资在股东会行使权利义务。

董事会是公司的决策机构，对股东会负责，董事会由13名董事组成，其中山西省国资委委派6名；晋城市、长治市、阳泉市、大同市、太原市、晋中市国资委各委派1名；职工代表1名。董事长、副董事长由董事会选举产生，董事长负责召集股东会、董事会，是公司的法定代表人，公司董事由股东会选举或罢免。

公司监事会由11名监事组成，其中山西省国资委委派3名；临汾市、吕梁市、朔州市、忻州市、运城市国资委各委派1名；公司职工代表3名。监事会设主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。

公司完成了改制重组，基本建立了“两级架构，三级管理”的管理架构，完成了对11个

地区原所属分公司的注销以及各市、县108家全资子公司的注册登记。各子公司不设董事会，设执行董事一名兼任公司经理（法定代表人），监事一名，人员均由母公司任命。

总体上，公司依照《中华人民共和国公司法》及公司章程制定股东会议事规则，能够较好的规范重大经营决策制定程序。

2. 管理水平

公司现有总经理办公室、财务管理部、企业管理部、项目管理部、铁路事业部、公路事业部、审计监察部、安全监督管理部、人力资源部等19个职能部门。部门设计健全，内部分工明确。

财务管理方面，公司将投融资决策权及对外担保职能全部收归集团管理，并通过预算资金管理、委派财务总监等对加强下属公司的财务控制。资金管理上，公司设立资金管理中心并通过《资金管理制度》、《资金管理中心管理办法》等五项制度对下属公司资金采用“收支两条线”的资金集中管理；通过《预算管理办法》对公司内部的经营预算、资本预算、筹资预算和财务预算进行管理，健全内部制约机制；担保贷款上，通过《担保管理办法》、《贷款管理办法》等制度对公司所属各单位的担保业务集中审批、审查，对各贷款项目资金使用情况及贷款单位财务指标进行审查和预警，由公司财务部统一贷款发放手续；对外投资上，通过《对外投资管理规定》对投资活动实行统一管理，分级审核，批复文件分别以总公司文件、子公司文件下发，未经批准一律不准对外投资。

营销管理方面，公司对公路出省煤炭实行“双向合同、统一经销”，通过《关于落实省经委<关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知>的实施办法》、《公路煤炭市场营销工作运行机制》、《关于印发<2008年公路煤炭市场化经营工作及责任分解的实施意见>的通知》等管理制度和办法，对经销主体及职责、价格形成、结算方式、承运主体进行详细规定。在煤

炭采购上，公司建立市县两级资源采购机构，通过运输服务中心，与营销业务对接，按流向进行煤炭配送，并对客户资源实行分级管理，细分煤炭消费市场。

人事管理方面，公司通过人力资源部，对公司的职工薪酬、绩效考评、晋升、调配、劳保统筹等进行具体的管理。通过制订、拟定《山西省煤炭运销系统人事调用、调配规定》、《山西煤炭运销集团机构编制办法》、《山西煤炭运销集团职工工资薪酬管理办法》、《山西煤炭运销集团绩效考核办法》、《山西煤炭运销集团职工培训管理办法》等规章制度，基本建立起一套与公司发展相适应的人才培养与使用机制。

在安全生产管理方面，公司制定了《山西煤炭运销集团有限公司安全生产管理办法（试行）》、《安全检查制度》、《安全培训制度》、《总经理安全生产责任制》、《各处（室）负责人安全生产责任制》、《瓦斯监测监控信息网络系统运行管理制度》、《交接班制度》等安全防范措施，通过安全监督管理部等处室对矿井的“一通三防”、井下爆破、煤尘、水、顶板、运输等安全情况进行教育管理和安全生产落实情况的监督检查。

总体上看，公司已建立了规范的法人治理结构，内部管理制度健全，管理风险较低。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要业务可分为煤炭贸易、焦炭贸易、煤炭生产、焦炭生产、多元板块五部分。2009～2011年，公司煤炭运销业务规模持续增长；受益于山西省煤炭资源整合，公司自产煤炭生产经营规模得到迅速扩大。

2009～2011年公司收入规模快速增长。其中2009年受煤炭需求减少、山西省开展的煤矿

专项整治及煤炭资源整合的影响，公司煤炭贸易量和自产原煤产销量有所减少，影响公司整体收入规模出现大幅下滑。2010年，煤炭市场需求恢复性快速增长，煤炭价格持续攀升，随着山西省资源整合煤矿及新建矿井逐步复（投）产，公司煤炭贸易量出现恢复性快速增长。同时公司作为山西省资源整合主体，部分整合矿井已于2010年投入生产、公司自产原煤产销规模相应增加。综合因素影响下公司2010年营业收入较2009年实现大幅增长。2011年，公司经营规模持续扩大，公司营业收入规模保持了较快的增长势头。

2011年，公司实现营业收入1586.09亿元，利润总额53.81亿元，同比分别增长36.87%和9.21%。其中，煤炭贸易板块实现收入1186.88亿元，实现毛利130.13亿元，仍旧是公司收入及利润最主要的来源。但受公司自产煤炭销售收入提升影响，煤炭贸易板块收入占营业总收入比例同比有所下降。2010年底，山西省焦炭集团有限责任公司（下称“山西焦炭集团”）通过资产重组成为公司全资子公司，公司主营业务新增焦炭生产及贸易板块。

盈利能力方面，近年来，公司煤炭贸易利润水平受原煤采购成本上涨影响，但仍是公司利润的主要来源。2011年公司煤炭贸易毛利率为10.96%，相比2010年上升幅度明显。

与此同时，近三年，公司煤炭生产板块保持较高的盈利水平，2011年，在原料价格及人工成本上涨等因素影响下而有所下降，毛利率为30.63%。公司煤炭生产板块收入持续上升在一定程度上弥补了煤炭贸易板块利润下滑对公司整体盈利水平的负面影响，煤炭产销一体化的经营协同效应有所显现。公司其他业务板块对公司整体盈利水平影响有限。

综合因素影响下，2009～2011年，公司整体毛利水平分别为13.02%、11.98%和12.76%。

表3 公司分板块经营情况(单位: 亿元)

项目	2009年度	2010年度	2011年
----	--------	--------	-------

		金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	煤炭贸易	658.51	90.91%	1026.13	88.55%	1186.88	74.83%
	焦炭贸易					195.34	12.32%
	煤炭生产	51.65	7.13%	105.34	9.09%	155.59	9.81%
	焦炭生产					19.51	1.23%
	多元板块	14.23	1.96%	27.35	2.36%	28.78	1.81%
	合计	724.39	100%	1158.81	100%	1586.09	100.00%
主营业务毛利	煤炭贸易	55.56	58.89%	69.94	50.36%	130.13	64.32%
	焦炭贸易					7.67	3.79%
	煤炭生产	29.27	31.03%	63.52	45.74%	47.66	23.56%
	焦炭生产					1.24	0.61%
	多元板块	9.51	10.08%	5.42	3.90%	15.63	7.73%
	合计	94.34	100%	138.88	100.00%	202.32	100.00%
主营业务毛利率	煤炭贸易	8.44%		6.82%		10.96%	
	焦炭贸易					3.92%	
	煤炭生产	56.67%		60.30%		30.63%	
	焦炭生产					6.34%	
	多元板块	66.83%		19.82%		54.32%	
	合计	13.02%		11.98%		12.76%	

资料来源：公司提供

2. 煤炭贸易板块

2011 年，公司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。作为公司传统优势板块，煤炭贸易提供了公司近年来大部分收入和现金流量。2011 年公司煤炭贸易实现收入 1186.88 亿元，同比增长 15.67%。同时，由于近年煤炭价格日趋市场化，贸易差价逐渐压缩，公司煤炭贸易业务盈利能力逐年下降，2010 年以来，公司成本大幅增长，板块毛利水平有所下滑，由 2009 年的 8.44%，下降至 6.82%，2011 年上升至 10.96%。

（1）公路煤炭贸易

业务概况

根据山西省经济委员会《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》（晋经能源字[2008]314 号）的精神，在山西全省范围内除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销政策，统一由煤炭运销集团及所属市、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，煤炭运销集团在山西全省公路设有 48 家出省管理站，控制煤炭出省收费；省内各大用煤客户厂外设企业用煤管理站，公路运输煤炭没有山西煤销集团公司的运票不得出省，省内不得入厂。除铁路运输以外，煤炭运销集团可以控制全省公路运输网络，其公路运输具备垄断优势。

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。2009 年，受山西省煤炭资源整合的影响，公司煤炭贸易量萎缩，公路煤炭贸易实现销售收入出现下滑。2010 年公路贸易量迅速恢复，贸易量大幅增长，较 2009 年大幅增长。2011 年，公司公路煤炭贸易实现保持增长势头。

运营模式

公路煤炭运营模式：公路煤炭销售实行“双向合同、统一经销、及时结算”，由 11 家煤运子公司负责具体实施。“双向合同”指公司先与客户签订协议，再与煤矿签订订货协议并支付预付款。“统一经销”指公司及所属市、县子公司做为统一经销主体，负责山西省公路出省煤炭的统一经销，山西省除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其它通过公路出省销售的合法煤炭或洗选加工的煤炭及副产品统一由公司对外销售，在签订“双向合同”的基础上方可出省，未与公司签订购销合同而销售的煤炭，不得通过公路出省。“及时结算”指“双向合同”签订后，煤运分公司向煤矿预付货款，月底核对运量后，进行统一结算。

公路煤炭采购模式：公司煤炭采购分集中签约、按需即时采购、储备采购三种方式；按照煤炭成本+税金+煤矿合理利润的原则，确定煤炭采购价格，采购价包括可持续发展基金和各项税费，不包括运价，煤炭采购不得突破公司确定的煤炭采购指导价；各市、县煤运分公司是提供公路煤炭承运服务的主体。

公路煤炭定价模式：公路煤炭经销煤运分公司根据各矿的煤质、流向、交通、道路等状况，确定煤矿最低保护价以及对外销售挂牌价，并按保护价与煤矿签订购销合同，按挂牌价与客户签订供销合同。

公路煤炭营销策略：公司坚持有限保山西省内销售、优先保铁路上站煤炭运销售、优先山西省外重点行业、重点用户煤炭销售，利用太原煤炭交易市场和晋煤物流信息平台，完善煤炭物流链管理和大客户服务管理，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。

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

联合资信关注到，公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有一定行政强制属性。随着山西省资源整合的推进，省内其他整合主体（国有重点煤矿）煤炭资源整合工作逐步完成，通过公司公路渠道的煤炭贸易总量长期来看将呈下降趋势。但考虑到：①公司经过长期积累已经建成庞大的物流配送网络和配套基础设施，且公司通过其销售渠道对下游客户资源有较大掌控能力，市场放开后竞争成本较高，公司具有极强的寡头垄断竞争先行优势，短期内市场中很难有相似规模的竞争者形成。②资源整合涉及各地市税收，政府出于地方税源稳定性考虑，现有销售格局一段时间内将得以维持。③公司自有煤炭产能及收入持续快速增长，煤炭生产业务较高的盈利能力将一定程度对冲贸易业务收入及利润下滑带来的负面影响。因此，资源整合及相关政策的变化对公司煤炭贸易业务影响有限。

（2）铁路煤炭贸易

业务概况

铁路煤炭运输量由铁道部统一分配，山西省铁路运力紧张，因此，运输分配量往往

供不应求。2009~2011 年公司作为运输计划单列的重点煤炭运输企业获得 4670 万吨、4920 万吨和 5300 万吨运能；其他份额主要保障五大煤矿重点计划煤外运。

山西省煤矿铁路煤炭发运站共计 530 个，其中，公司拥有 140 多个，主要分布在石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市，因此与山西省内其他煤炭运输企业（包括山西省煤炭进出口集团及山西省乡镇煤炭运销集团）相比，公司铁路煤运设施优势较为明显。

公司铁路煤炭运输通过石太线、石德线、京九线、京浦线可以辐射京津塘等华北、华东、东北地区；通过太焦线、侯月线、南同蒲线可以运往华中、华西地区，并通过连云港、日照港、邳州港等港口下水运往华南地区。

运营模式

铁路经销模式：由各市县运销分公司及所属的发煤站具体负责经营业务，公司铁路事业部负责日常的管理协调、年度销售合同的签订，实行统一销售、统一计划、统一结算等。

铁路煤炭营销策略：公司每年年底与煤矿签订下一年度的煤炭采购合同，年初与用户签订销售合同，并对用户进行细分，主要目标市场为华北、山东、华东、华中、华南，主要客户为电力、冶金、化工和居民生活等四大行业的煤炭消费者。

公司通过太原煤炭交易市场（公司子公司）将铁路运力计划上报铁路局，由铁路局统一调配运力，公司根据运力情况在各煤矿之间进行分配。

未来发展

根据铁路中长期路网规划和能源体系建设对山西铁路运输的迫切需求，铁道部在山西境内加快建设北、中、南国铁干线三大通道，并对既有的五大地方铁路支线进行填平补齐、能力配套、扩能改造，在山西煤炭基

地腹地建设地方铁路支线。

山西铁路运输网络的发展和完善，将较大程度提高公司发运能力。但公司铁路发运量除受铁路运力限制外，还受中小煤矿产量增长制约，预计公司未来铁路运输业务增长趋缓。

3. 煤炭生产板块

公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在此轮煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，下属煤矿地域分布广泛，煤种齐全，煤炭生产业务保持了快速发展态势，煤炭产运销一体化水平不断提高。2011年随部分整合矿井的投产，该板块对公司收入及利润的贡献大幅上升。未来公司整体盈利能力有望随原煤生产能力的扩张而得以提升。

煤炭资源整合

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 110 亿吨，矿井 165 座。预计 2012 年建成投产 46 座，形成新增产能 3255 万吨/年，公司煤炭生产的总产能有望达到 8000 万吨/年。与公司整合前 28 座生产矿井、56 亿吨地质储量及 1778 万吨产能相比，储量及产能均显著增长。

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

2009~2011 年公司原煤产量保持了较快增长；2009 年受资源整合（当地政府为资源整合的顺利推进，将涉及的相关矿井统一停产一定时间）、煤矿安全专项整治等因素影响，产量有所下降；2010 年，随着整合矿井

改扩建的推进，公司原煤产能大幅增长，2010年公司共生产原煤 2801 万吨，同比增长 117.64%。2011 年公司共生产原煤 4104 万吨。

煤炭开采成本方面，近年受山西省征收三项基金及资源整合资本支出大幅增加、煤炭安全生产投入增大、原材料价格波动、人工成本上升等影响，山西省煤炭企业吨煤成本出现较大幅度上升。2009~2011 年，公司吨煤成本分别为 215.65 元/吨，229.32 元/吨和 231.10 元/吨。公司吨煤成本主要构成包括材料费用、职工薪酬、三项基金等。

表 4 公司近三年煤炭生产经营情况

指标	2009 年	2010 年	2011 年
原煤产量（万吨）	1287	2801	4104
煤炭销量*（万吨）	1143	2801	3903
原煤平均售价（元/吨）	449.00	525.90	398.64
吨煤完全成本（元/吨）	215.65	229.32	231.1

资料来源：公司提供

注：煤炭销量*不含煤炭贸易板块部分

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2011年底，以上两项指标分别为99.90%和93.41%。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。

表 5 公司煤炭生产指标比较

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
综合机械化程度(%)	99.80	99.90	99.90
掘进机械化程度(%)	91.46	93.10	93.41
全员效率(吨/工)	7.8	7.9	7.9
死亡率(人/百万吨)	0	0	0.2

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司连续保持百万吨死亡率为零的良好安全管理水平。在安全生产制度建设及日常管理方面，公司安全生产实行统一领导，各单位法人代表、行政负责人是本单位安全生产第一责任人；公司通过安

全管理例会制度及时解决安全管理问题，并定期不定期检查所属单位的日常安全生产工作，以安全目标责任制对下属单位主要领导进行考核；公司安全技术人员实行专人专岗，要求新员工上岗前必须进行培训，对上岗员工，公司还规定了每年不少于一定时间的必需安全培训。

联合资信同时关注到，煤炭生产作为高危行业，安全生产管理压力较大，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，2010年7月，整合矿井吉县盛平煤业公司发生洪水灌井事故，1人死亡，一定程度上反映了公司存在的安全管理压力。

综合看，近年来公司通过整合地方中小煤矿煤炭产能大幅增长，自产原煤保持了很强的盈利能力。公司整合矿井中，中小型煤矿占比较大，一方面加大了安全管理的难度，另一方面也不利于大规模机械化设备的使用，但未来大规模的改扩建将有效提高公司煤炭开采技术水平，提升开采效率。

煤炭销售

2009~2011 年公司维持较高的煤炭产销率；受公司煤炭生产规模扩大带动 2010 年公司全年原煤销量为 2801 万吨，销售收入 105.34 亿元，较 2009 年大幅增长。

销售价格方面，2009 年受行业价格整体下降影响，公司煤炭销售平均价格略有下滑，但近年总体保持了良好的增长势头；同期公司生产成本持续增长主要来自于资源整合资本支出增加及维护设备钢铁原料价格上涨等，但上涨幅度低于煤炭销售均价增长速度。总体看公司自产煤炭仍存在较大盈利空间。2009~2011 年公司煤炭生产板块毛利率加权均值为 44.66%，受煤炭市场价格快速增长拉动，2010 年公司煤炭生产板块毛利水平大幅提升。2011 年，受成本上涨和售价下降双重影响，板块毛利水平相应下降至 30.63%。

未来发展

由于公司兼并的矿山以中小矿井为主，

仍有大量矿山需要公司投入大规模的资本及相应的管理人才进行矿井建设整改。如改造工程进行顺利，公司煤炭产能将得到逐步释放并带动公司收入及利润规模提升。预计公司整合矿井全部改建达产后，公司原煤年产规模有望达到 1.3 亿吨/年，可形成明显的规模优势。

4. 焦炭生产及贸易板块

公司焦炭生产及贸易业务的经营主体为山西焦炭集团。山西焦炭集团是2002年经山西省政府批准成立的大型国有独资企业，于2010年12月整合重组成为公司的全资子公司，注册资金53756.7万元，经营范围为山西省政府授权范围内的国有资产、国有股权的经营管理，焦炭焦化产品的生产、运输、销售等。现承担着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。

截至2011年底，山西焦炭集团所有者权益16.88亿元，2011年实现营业收入超过210亿元，净利润2.91亿元。

近年山西焦炭集团盈利水平随焦炭价格大幅波动，受制于煤炭价格上升，其盈利能力较低，对公司整理利润贡献有限。山西焦炭集团和公司的资产重组，有助于公司煤炭下游产业链延伸，随着公司自有煤矿产量稳步增长，有望与山西焦炭集团形成煤焦产业链协同效应，增强公司整体抗风险能力。

5. 多元板块

公司收费从2000年起，先后主要收取过：能源基金、煤炭维简费、生产补贴款、服务费和管理费。2011年已经停止收费业务。

2010年公司煤炭收费业务实现营业收入11.24亿元，占2010年营业收入的0.97%，该项业务的取消对公司盈利能力产生负面影响较小。

除煤炭收费业务外，公司按照“立足煤、延伸煤、超越煤”的发展思路，加大了对多元板块的投资力度。目前公司多元板块已涉及装备制造业、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。2009~2011年，公司多元板块合计实现主营业务收入27.35亿元、23.87亿元和28.78亿元，总体呈上升趋势，但在公司整体营业收入中占比仍然很小，对公司的收入和利润贡献不大。

6. 经营效率

2009~2011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均有波动，三年平均值分别为 12.06 次、26.78 次和 1.60 次，2011 年分别为 12.45 次、24.30 次和 1.53 次。受煤炭贸易占比较大影响，公司销售债权及存货均保持较高周转速度。

总体看，公司运营效率较高。

7. 在建工程及未来发展

公司未来投资主要集中于煤炭资源整合和物流基础设施建设。

表 6 公司在建及拟建煤矿项目情况（单位：亿元）

性质	项目名称	设计产能	总投资	截至 2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
在建煤矿项目	三元煤业下霍矿井	240	9.60	0.95			
	王家岭煤业	500	33.42	20.19	10.94	2.30	
	小计	740	43.02	21.44	10.94	2.30	
拟整合煤矿项目	大同公司	870	55.53	21.06	26.87	7.60	
	朔州公司	180	5.57	0.57	5.00		
	忻州公司	510	33.36	10.22	21.64	1.30	0.20

太原公司	495	38.43	2.26	18.37	13.30	4.50
晋中公司	750	30.93	10.30	12.63	5.50	2.50
吕梁公司	630	29.75	3.73	16.22	5.80	4.00
阳泉公司	960	25.74	4.68	12.07	7.00	2.00
长治（三元）公司	1140	49.54	20.78	22.86	5.90	
晋城公司	2130	88.73	7.27	45.76	28.10	7.60
临汾公司	1110	37.78	0.74	15.04	16.00	6.00
运城公司	45	1.87	0.00	0.87	1.00	
省外公司	240	16.94	3.20	12.74	1.00	
晋神公司	450	13.94	7.68	4.77	1.50	
王家岭公司	90	33.42	20.19	10.94	2.30	
能源投资公司	270	11.93	0.36	5.67	5.60	0.30
小计	9930	473.46	113.04	231.42	101.90	27.10
总计	10670	516.48	134.48	242.36	104.20	27.10

资料来源：公司提供

煤炭资源整合方面，目前公司在建煤矿项目2个，设计产能740万吨/年，拟建煤矿项目15个，设计产能9930万吨/年，截至2011年底，大部分矿井已经获得相关批复，所有煤

矿项目争取在“十二五”末期完成整合，并新增10670万吨/年的原煤产能。公司煤炭资源整合计划总投资516.48亿元，于2011~2014年分期投入。

表 7 公司拟建物流及其他项目情况（单位：亿元）

项目名称	规模	建设周期	总投资	项目投资进展安排	
				2011 年	2012 年
长治襄垣战略装车站	300 万吨/年	2010.6-2011	0.45	0.25	
东榆林煤炭集运站	160 万吨/年	2010.6-2012	0.30	0.10	
五寨铁路发运站	100 万吨/年	2009.1-2011	0.41	0.21	
阳城县町店物资集运站	150 万吨/年	2006.9-2011	0.60	0.18	
柳林集运站	500 万吨/年	2011.7-2013	1.75	0.53	
蒲县集运站	400 万吨/年	2011.8-2014	1.40	0.42	
古县集运站	400 万吨/年	2011-2014	0.93	0.28	
安泽集运站	400 万吨/年	2011-2014	1.10	0.33	
孝龙集运站	300 万吨/年	2006-2012	1.20	1.10	
张台集运站	2500 万吨/年	2011.3-2013.1	18.64	3.20	
平舒集运站改扩建	120 万吨/年	2012.3-2012.12	0.30		
东田良煤炭集运站改扩建	200 万吨/年	2012.3-2012.12	0.42		
焦化行业兼并重组项目		2011-2015	98.20		28.95
抑制扬尘覆盖剂项目		2011-2012	1.20		1.20
益通铁路专用线		2011-2012	1.95	0.02	0.20
国内公司两条铁路集运专用线		2011-2012	1.20		1.20
中焦保险公司		2011-2012	10.00		10.00
合计			140.05	6.61	41.55

资料来源：公司提供

物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，建设和运营32座煤炭超市、煤炭储

配中心，总占地面积9347亩，吞吐规模达10750万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中

心24座，占地面积5897亩，吞吐规模达7250万吨，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求；省际间及省外消费地煤炭超市8座，占地面积3450亩，吞吐规模达3500万吨。

公路运输方面，公司在山西省“三纵十一横”公路交通网架的基础上，重点培育2条示范通道，依托公司的装备制造板块，推广使用LNG、CNG的新能源运输车辆，以降低物流成本。

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

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较弱，筹资活动持续保持较大规模，未来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。联合资信同时关注到，公司自产原煤业务规模提升有望有效提升公司整体盈利能力，并缓解公司的资金压力，但整合矿井受生产条件及安全管理水平影响，投达产时间存在一定不确定性。短期内公司债务负担可能继续加重。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2009~2011年三年连审财务报表经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见审计结论。

2011年，公司合并范围在2010年基础上增加新设二级子公司21家。其中，2010年底，山西焦炭集团整合成为公司全资子公司，自2011年起纳入公司合并报表范围，导致公司2011年营业收入、资产及权益规模均有一定上升。

截至2011年底，公司（合并）资产总额1113.17亿元，所有者权益312.56亿元（含少数股东权益61.10亿元）；2011年实现营业收入1586.09亿元，利润总额53.81亿元；经营活动产生的现金流量净额40.38亿元。

2. 资产质量

2009~2011年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率27.59%。截至2011年底，公司资产总额1113.17亿元，同比增长15.18%，流动资产占比72.67%，非流动资产占比27.33%。

流动资产

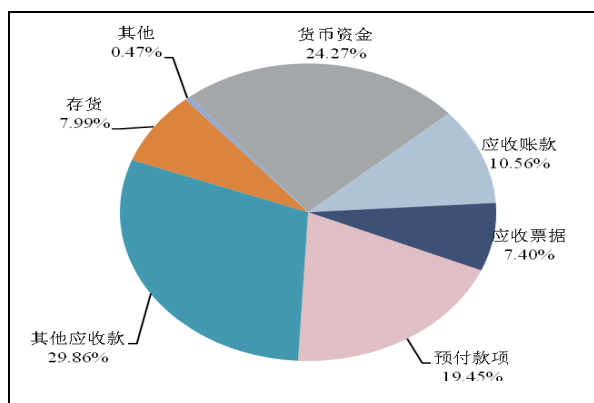
2009~2011年公司流动资产年均增长25.37%，主要是货币资金、预付款项和其他应收款增加所致。截至2011年底，公司流动资产808.91亿元，主要由货币资金、预付账款和其他应收款构成。

2009~2011年，公司货币资金规模稳定。截至2011年底，公司货币资金196.33亿元，其中现金及银行存款占比98.32%，其他货币资金占比1.68%。

2009~2011年，公司应收票据年均复合增长84.07%，截至2011年底，公司应收票据合计59.90亿元，全部为银行承兑汇票；较2010年增长66.14%，主要是由于公司加大了银行承兑汇票结算比例。

2009~2011年，公司应收账款净额持续上涨。截至2011年底，公司应收账款账面余额为94.90亿元；全部采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比77.74%，1-2年的占比6.98%，2-3年的占比4.33%，3年以上的占比10.95%；2011年公司坏帐准备为9.49亿元，计提比例9.99%；公司应收账款净额为85.42亿元。总体看，公司部分应收账款账龄较长，面临一定回收风险。

图5 2011年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2009~2011年，公司预付款项年均复合增长率为28.27%，截至2011年底为157.33亿元。公司运销板块对上游煤矿一般采用预付方式采购原煤，因而公司预付款项始终保持较大规模。

2009~2011年，公司其他应收款复合增长率为42.41%。截至2011年底，公司其他应收款期末余额为241.53亿元；其中按照账龄分析法计提坏帐准备的为233.64亿元，账龄1年以内占55.83%，1-2年占26.87%，2-3年占6.68%，三年以上占10.64%；公司合计计提坏帐准备16.54亿元，计提比例6.36%。2009年~2011年公司其他应收款金额大幅增长，主要原因是支付部分煤炭资源整合相关款项因收购合同未完善暂挂该项。

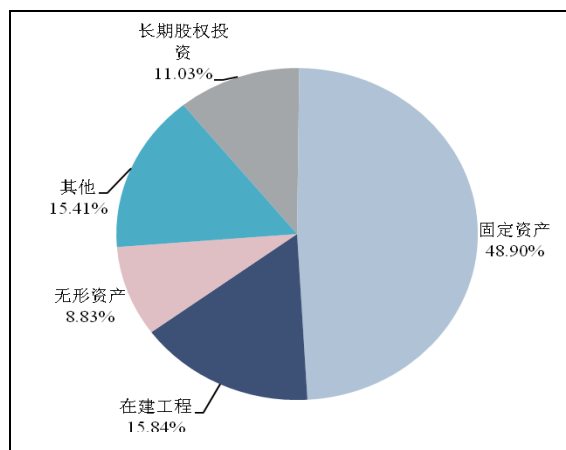
2009~2011年，公司存货复合增长率为50.05%。截至2011年底，公司存货余额64.62亿元，主要由库存商品（占80.94%）构成；公司存货跌价准备余额0.38亿元，主要是对库存商品计提的跌价准备，考虑到公司原煤贸易合同价格为固定价格，公司存货跌价风险较低。2009~2011年公司存货规模持续快速增长，主要原因是①公司晋中南、晋东南铁路煤炭销售有限公司业务逐步归11个市级子公司管理，导致结算延迟，收入未及时确认。②2011年公司为适应贸易量快速增长，加大了物流配送板块建设力度，煤储规模大幅增长，带动公司存货水平快速上升。

整体看，公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款为主，流动性良好。

非流动资产

公司非流动资产以固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产为主。

图6 公司2011年非流动资产构成



资料来源：公司提供

2009~2011年，公司长期股权投资有所波动，年均复合增长率为15.42%，截至2011年底，公司长期股权投资33.55亿元，主要是对山西太原理工资产经营管理公司、山西煤炭运销集团装备产业有限公司、山西武乡县马堡煤矿、山西煤炭运销集团古焦铂龙煤业有限公司等企业的投资。

2009~2011年，公司固定资产年均复合增长率为37.32%；截至2011年底，公司固定资产账面余额208.75亿元，其中房屋、建筑物占53.71%，机器设备占30.29%，运输工具占固定资产9.64%；公司累计折旧合计59.98亿元，占固定资产账面价值28.73%；固定资产减值准备53.65万元；固定资产净值为148.77亿元。

2009~2011年，公司在建工程年均复合增长率为22.87%；截至2011年底，公司在建工程48.18亿元，同比增长2.90%。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，在建工程规模相应增长。

2009~2011年，公司无形资产年均复合增长率为16.28%；截至2011年底，公司无形资产26.85亿元，主要是采矿权和土地使用权。

总体上看，公司以流动资产为主，货币资

金充足，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2009~2011 年公司所有者权益年均复合增长 23.60%，主要源自未分配利润和专项储备的增长。截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 312.56 亿元（含少数股东权益 61.10 亿元）。公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占 40.39%）和未分配利润（占 38.91%）构成。

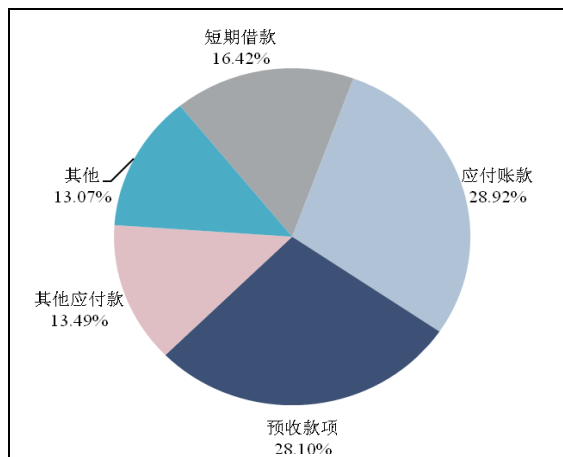
公司所有者权益中实收资本占比较大，股东权益结构稳定性较好。

负债结构及债务负担

2009~2011年，公司负债总额年均复合增长率为29.25%，公司负债增长主要来自于非流动负债的增长。截至2011年底，公司负债总额800.61亿元，其中流动负债占46.80%，非流动负债占53.20%。

2009~2011年公司流动负债构成有所波动但仍然以应付账款、预收款项、短期借款和其他应付款为主。

图 7 截至 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

2009~2011年，公司短期借款波动中上升，2011年达到61.52亿元，同比增长32.99%。公司短期借款主要由保证借款和信用借款构成。

2009~2011年，公司应付账款稳步增长，年均复合增长25.10%。截至2011年底，公司应付账款达到108.37亿元，主要是由于随着公司

煤炭贸易量的增长，应付账款规模随之扩大。

2009~2011年，公司预收款项有所波动，年均复合增长3.80%。截至2011年底，公司预收款项105.27亿元，同比减少15.29%，主要是煤炭客户预付定金。

2009~2011年，公司其他应付款有所波动，截至2011年底，公司其他应付款50.55亿元，同比减少0.80%。主要是资源整合中未付的煤矿购买款及公路运输车队交纳的风险抵押金。

截至2011年底，公司非流动负债425.96亿元，较2010年增加22.69%，主要源自资源整合投资带动的银行长期借款增长。截至2011年底，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2011年底，公司长期应付款为4.20亿元，主要系融资租赁款和采矿权资源价款；应付债券主要是2010年、2011年发行的中期票据。

有息债务方面，由于资源整合所需资本支出规模庞大，公司加大了筹资力度，公司债务规模相应快速增长。2009~2011年公司全部债务规模年均复合增长48.72%，2011年底合计488.99亿元，其中，长期债务占全部债务比例为86.25%，与公司长期投资规划匹配度较好，总体看，公司债务结构较合理。

近年公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升；2009~2011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快速上升趋势，三年均值分别为71.78%、58.85%和54.46%，2011年底分别为71.92%、61.01%和57.44%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2010年底分别有所上升，公司债务负担一定程度加重。

总体看，为满足煤炭资源整合及在建工程投资支出需要，公司长期负债快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负担偏重，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。未来一段时间公司将维持一定的投资支出，债务规模预计呈上升趋势。

4. 盈利能力

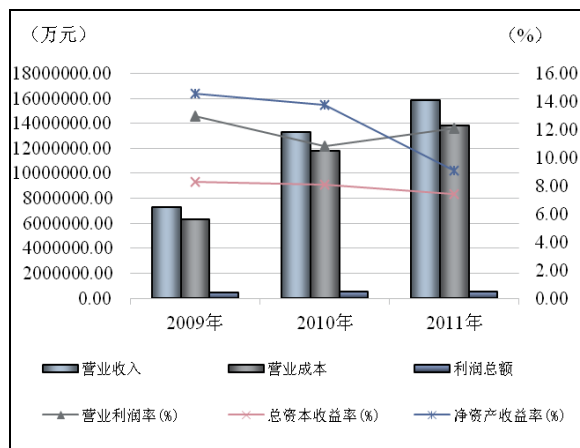
2009~2011年，公司营业收入大幅增长，利润规模呈稳定增长趋势。2009年公司实现营业收入730.05亿元，受山西煤炭资源整合影响，公司煤炭销量（包括贸易量）减少，且平均售价同比略有回落，导致公司收入利润规模同比出现下滑。2010~2011年受公司煤炭贸易量增长，自产煤矿经营规模扩大影响，公司收入和利润规模同比大幅增长，但由于原材料价格增长速度高于营业收入增长速度，公司利润水平略有下降。

目前公司煤炭贸易仍是公司收入的主要构成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响了公司盈利指标，近三年，公司营业利润率均值为11.89%，2011年为12.11%。

2009~2011年公司期间费用率分别为7.19%、6.43%和7.63%，2011年，受销售规模扩大影响，公司销售费用和管理费用较上年分别增长36.43%和32.91%，同期，公司债务规模扩大带动公司财务费用大幅增长77.90%。2011年，公司期间费用合计120.97亿元，期间费用率为7.63%，较2010年上升1.20个百分点，仍保持较好水平。

2009~2011年公司利润总额分别为43.01亿元、53.55亿元和53.81亿元，随收入增长而有所上升。2009~2011年，总资本收益率和净资产收益率均逐年下滑，2011年分别为7.40%和9.10%，低于近三年均值7.79%和11.59%。

图8 公司近年盈利情况



资料来源：公司提供

综合来看，近年受采购及人工、材料等成

本上升影响，公司营业利润率略有下降。联合资信同时关注到，公司自产煤炭业务盈利能力强，在一定程度上弥补了煤炭贸易利润率下滑对公司整体盈利水平的负面影响，随着公司煤炭产量的逐渐提升，公司整体盈利水平有望逐步提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2009~2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长32.97%。2011年公司经营活动产生的现金流入量为1577.57亿元，较上年大幅。2009~2011年公司现金收入比持续下滑，三年均值为87.44%，2011年为79.80%，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，增加了公司经营活动现金流出量。2009~2011年公司经营活动现金净流量增长较快，分别为-20.23亿元、30.26亿元和40.38亿元。

从投资活动来看，2009~2011年，公司投资活动现金流入量相对较小，呈波动上升趋势；投资活动现金流出规模较大，随着公司资源整合及矿井改扩建工程的逐步推进，公司投资支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长；支付其他与投资活动有关的现金主要系部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目。近三年公司投资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-56.20亿元、-164.09亿元和-138.26亿元。

2009~2011年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-76.43亿元、-131.83亿元和-97.87亿元，受公司资源整合资本支出扩大影响，公司外部筹资需求持续快速增长。

2009~2011年，公司筹资活动现金流入规模持续稳定，分别为206.03亿元、244.28亿元和207.66亿元，主要由取得借款收到的现金构成；

2009年以来,为筹措资源整合所需资金,公司加大融资力度,导致筹资活动现金流入量快速增长。同期,公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金,筹资活动现金流量净额分别为169.77亿元、162.30亿元和80.71亿元。

整体看,公司经营活动获现能力强,但收入实现质量一般。公司煤炭资源整合对资金需求量大,对外投资需求保持较大规模且持续增长,预计未来仍将保持较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2009~2011年公司流动比率、速动比率一直保持良好水平,三年平均值为203.63%和188.98%,2011年底公司两项指标分别为215.91%和198.66%。近三年,公司经营现金流动负债比均值为6.63%,2011年为10.78%。整体看,公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看,2009~2011年,公司EBITDA持续增长,分别为58.29亿元、83.66亿元和105.30亿元。近三年,公司EBITDA利息保护倍数均值为5.32倍,2011年为3.41倍,公司EBITDA对利息保障倍数有所下滑;全部债务/EBITDA保护倍数三年均值为4.49倍,2011年为4.64倍。整体上,公司长期偿债能力指标随公司长期债务增加而有所弱化,整体偿债能力尚可。

截至2011年底,公司对外担保余额合计60.05亿元,担保比率19.21%。主要是为山西能源交通投资有限公司提供担保,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2011年9月底,公司共获各银行授信额度1171.40亿元,其中,未使用额度793.41亿元,公司间接融资渠道畅通。

7. 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。

8. 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,公司综合抗风险能力极强。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行额度为25亿元,占2011年底长期债务和全部债务的比例分别为5.91%和5.10%,对公司现有债务影响较小。

截至2011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71.92%、61.06%和57.51%,以公司2011年底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期债券发行后,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将分别上升至72.54%、62.24%和58.90%,公司债务负担将小幅上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2009~2011年,公司现金类资产分别为204.10亿元、249.56亿元和256.23亿元,为本期债券发行额度的8.16倍、9.98倍和10.25倍,公司现金类资产对本期债券的保护程度较高;2009~2011年,公司经营活动产生的现金流入量分别为846.12亿元、1481.47亿元和1577.57亿元,为本期债券发行额度的33.84倍、59.26倍和63.10倍,公司经营活动现金流入对本期债券的覆盖程度高;2009~2011年,公司EBITDA分别为58.29亿元、83.66亿元和105.30亿元,为本期债券发行额度的2.33倍、3.35倍和4.21倍,对本期债券保障程度很强。

十、结论

煤炭工业是重要的基础产业，在国民经济中占有重要的战略地位。近年来，中国的煤炭产业政策有利于大型煤炭企业的发展，行业整体发展前景良好。

公司作为山西省七大煤炭资源整合主体之一、省内煤炭销售网络的重要组成部分，在资源整合、煤炭物流网络方面优势突出，煤炭生产业务盈利能力强，具备较强的综合实力。虽然公司煤炭贸易存在不稳定因素，但考虑到公司与下游客户长期稳定的合作关系、未来整合矿井的陆续投产及非煤产业链的延伸，公司收入及盈利水平有望实现平稳较快增长，整体抗风险能力有望进一步增强。

目前公司资产以流动资产为主，货币资金充足，资产质量较好；但由于资源整合所需的资本支出大，公司债务规模快速增加，债务负担偏重。本期债券的发行对公司现有债务的影响小，公司现金类资产、EBITDA及经营性现金流对本期债券的保障能力很强。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2011 年底公司股权出资比例

出资人	出资额	股权比例
山西省国资委	518306 万元	51.03%
太原市国资委	35071 万元	3.45%
大同市国资委	51020 万元	5.02%
阳泉市国资委	82345 万元	8.11%
长治市国资委	94426 万元	9.30%
晋城市国资委	122066 万元	12.02%
朔州市国资委	12235 万元	1.20%
忻州市国资委	10993 万元	1.08%
吕梁市国资委	21675 万元	2.14%
晋中市国资委	29474 万元	2.90%
临汾市国资委	27393 万元	2.70%
运城市国资委	10611 万元	1.05%

附件 1-2 截至 2011 年底，公司并表二级子公司列表

序号	企业名称	企业类型	注册地	业务性质	注册资本
1	山西省煤炭运销总公司曲沃煤焦集运站	境内非金融子企业	山西省曲沃县高显镇林节村对面	煤炭及制品批发	8000000.00
2	山西省煤炭运销总公司翼城东煤炭集运站	境内非金融子企业	山西省翼城县王庄乡翼城东站	煤炭及制品批发	8000000.00
3	山西煤炭运销集团信息工程有限公司	境内非金融子企业	太原市府西街 106 号力鸿大厦 B 座 12 层	软件开发	5000000.00
4	山西省煤炭运销总公司榆园温泉度假村	境内非金融子企业	忻州市度假路 2 号	旅游饭店	15500000.00
5	山西万景源房地产开发有限责任公司	境内非金融子企业	山西省太原市菜园西街 9 号	房地产开发经营	148040000.00
6	山西晋煤煤矿管理有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市迎泽区双塔西街 50 号安业商务楼 B 座 505	其他建筑安装业	8000000.00
7	山西王家岭煤业有限公司	基建单位	山西省保德县桥头镇	褐煤开采洗选	858000000.00
8	大同晋银矿业有限责任公司	境内非金融子企业	山西省灵丘县山西煤炭运销集团大同晋银矿业有限公司	银矿采选	142607400.00
9	太原煤炭交易市场（有限公司）	境内非金融子企业	太原市平阳南路 129 号	煤炭及制品批发	24080000.00
10	山西煤运明隆煤炭销售有限公司	境内非金融子企业	山西省平遥县中都路 5 号	煤炭及制品批发	76320000.00
11	山西榆园物业管理有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市解放南路 16 号	房地产业	3000000.00
12	天津市北源国际贸易有限公司	境内非金融子企业	天津开发区洞庭路 27 号九洲大厦商办楼	煤炭及制品批发	11000000.00
13	天津市滨海新区塘沽区晋华煤炭物流有限公司	境内非金融子企业	天津开发区洞庭路 27 号九洲大厦商办楼	煤炭及制品批发	50180000.00
14	山西煤炭运销集团国际贸易有限公司	境内非金融子企业	太原市傅家巷 7 号 5 楼	煤炭及制品批发	10000000.00
15	山西压缩天然气有限责任公司	境内非金融子企业	山西省太原市高新技术开发区长治路 251 号瑞杰科技中心	燃气生产和供应业	300000000.00
16	山西省煤炭运销总公司汽车运输公司	境内非金融子企业	府西街 36 号盛唐大厦 15 层	其他批发业	4009190.16
17	山西三元煤业股份有限公司	境内非金融子企业	长治市五一路长安街 56 号	烟煤和无烟煤开采洗选	658000000.00
18	山西省晋神能源有限公司	境内非金融子企业	太原市府西街 217 号	煤炭及制品批发	430000000.00
19	山西榆园大酒店有限责任公司	境内非金融子企业	山西省太原市开化寺街 86 号	旅游饭店	60000000.00
20	山西晋华煤炭运销有限公司	境内非金融子企业	大同市滨西路永乐小区	煤炭及制品批发	30000000.00
21	海南万全投资有限公司	境内非金融子企业	海口市和平大道 16 号银谷苑 7 座 21-H	煤炭及制品批发	22000000.00
22	山西煤运省外煤焦经销有限公司	境内非金融子企业	太原市桃源四巷 98 号	煤炭及制品批发	20000000.00
23	山西省煤炭运销集团有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市开化寺街 82 号	煤炭及制品批发	470296414.51
24	山西煤炭运销集团太原有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市平阳路 186 号	煤炭及制品批发	60000000.00
25	山西煤炭运销集团大同有限公司	境内非金融子企业	大同市御河北路 2 条 2 号	煤炭及制品批发	52421084.43
26	山西煤炭运销集团阳泉有限公司	境内非金融子企业	阳泉市桃南东路 207 号	煤炭及制品批发	20000000.00
27	山西煤炭运销集团晋中有限公司	境内非金融子企业	山西省晋中市榆次区体育街 181 号	煤炭及制品批发	109489896.09
28	山西煤炭运销集团长治有限公司	境内非金融子企业	山西省长治市城区府后西街 323 号	煤炭及制品批发	99511235.74
29	山西煤炭运销集团晋城有限公司	境内非金融子企业	晋城市泰欣街 161 号	煤炭及制品批	34000000.00

序号	企业名称	企业类型	注册地	业务性质	注册资本
		企业		发	
30	山西煤炭运销集团临汾有限公司	境内非金融子企业	临汾市解放西路 71 号	煤炭及制品批发	77303530.19
31	山西煤炭运销集团吕梁有限公司	境内非金融子企业	孝义市府前街吕梁煤炭交易大厦	煤炭及制品批发	124515000.00
32	山西煤炭运销集团朔州有限公司	境内非金融子企业	朔州市开发北路煤炭大楼	煤炭及制品批发	75050970.78
33	山西煤炭运销集团忻州有限公司	境内非金融子企业	和平西大街一号	煤炭及制品批发	50000000.00
34	山西煤炭运销集团运城有限公司	境内非金融子企业	运城市红旗东街 363 号	煤炭及制品批发	56761854.14
35	山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司	境内非金融子企业	太原市民营经济开发区经园路 1 号	开采辅助活动	370000000.00
36	山西煤炭运销集团晋能煤矿工程有限公司	境内非金融子企业	太原市桃园四巷 20 号	专业技术服务业	20000000.00
37	山西煤炭运销集团科学技术研究有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市双塔西街安业商务楼 B 座 511 室	其他未列明服务业	10000000.00
38	山西煤炭运销集团大元新能源有限公司	境内非金融子企业	太原市高新区振兴街 1 号景祥大厦五层	石油开采	50000000.00
39	山西煤炭运销集团装备产业有限公司	境内非金融子企业	山西省太原经济技术开发区开元街 6 号(梧桐大厦) 719D	投资与资产管理	320000000.00
40	山西煤炭运销集团(香港)有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市小店区高新开发区振兴街 1 号景祥大厦 212	贸易经济与代理	33376800.00
41	山西煤炭运销集团装备租赁有限责任公司	境内非金融子企业	山西省太原市小店区正阳街 45 号	烟煤和无烟煤开采洗选	100000000.00
42	山西煤炭运销集团港口贸易有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市桃园南路 31 号鸿富商务七层	煤炭及制品批发	50000000.00
43	山西美伦美韵文化有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市开化寺街 181 号华宇商厦写字楼 1106 室	商务服务业	6000000.00
44	山西灏鼎能源投资有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市东辑虎营 21 号	投资与资产管理	56000000.00
45	山西煤炭运销集团房地产有限公司	境内非金融子企业	山西省太原市开化寺街 82 号	房地产开发经营	300000000.00
46	山西省焦炭集团有限责任公司	境内非金融子企业	太原市晋祠路一段 57 号	煤炭及制品批发	537567000.00
47	忻州聚晟能源有限责任公司	境内非金融子企业	忻州市和平西街 1 号	其他煤炭采选	20000000.00
48	朔州聚晟能源发展有限公司	境内非金融子企业	朔州朔城区开发北路 27 号	煤炭开采和洗选业	20000000.00
49	大同聚辉能源有限责任公司	境内非金融子企业	大同市御河西路长青街 2 号三层四层	煤炭及制品批发	20000000.00
50	长治市聚通能源发展有限公司	境内非金融子企业	长治市府后街 323 号	煤炭及制品批发	20000000.00
51	晋中聚晟能源发展有限责任公司	境内非金融子企业	山西省晋中市榆次区荣复街 35 号	煤炭及制品批发	20000000.00
52	临汾聚晟能源有限责任公司	境内非金融子企业	临汾市解放西路 71 号	煤炭及制品批发	20000000.00
53	吕梁聚晟能源有限责任公司	境内非金融子企业	孝义市府前街 169 号	煤炭及制品批发	20000000.00
54	太原聚瑞能源有限责任公司	境内非金融子企业	太原市小店区平阳路 129 号北侧	煤炭及制品批发	20000000.00
55	运城聚晟能源有限责任公司	境内非金融子企业	运城市红旗东街 363 号	煤炭及制品批发	20000000.00
56	阳泉聚晟能源有限公司	境内非金融子企业	阳泉市阳泉城区桃南东路 207 号	煤炭及制品批发	20000000.00
57	晋城市聚集能源有限责任公司	境内非金融子企业	晋城市泰欣街 161 号	烟煤和无烟煤开采洗选	20000000.00
58	太原聚晟能源有限责任公司	境内非金融子企业	山西省太原市小店区平阳路 186 号 7008 室	煤炭及制品批发	20000000.00
59	太原理工天成科技股份有限公司	境内非金融子企业	太原市高新区南中环亚日街 2 号	其他电子设备制造	156600000.00

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1860226.22	2135103.90	1963312.61	2.73
交易性金融资产	4000.00	0.00	0.00	-100.00
应收票据	176787.01	360534.98	598980.18	84.07
应收账款	622853.36	734927.97	854169.49	17.11
预付款项	956232.17	1681643.33	1573319.42	28.27
应收利息	1841.10	2315.15	0.00	-100.00
应收股利	0.00	2315.15	1083.66	
其他应收款	1190925.22	1888368.55	2415262.54	42.41
存货	286975.38	492531.87	646165.72	50.05
其他流动资产	46530.46	60404.39	36761.90	-11.11
流动资产合计	5146370.93	7358145.29	8089055.51	25.37
非流动资产：				
可供出售金融资产	11183.41	15740.13	28554.54	59.79
持有至到期投资	1122.16	21119.97	6223.72	135.50
长期应收款	0.00	1279.64	1158.78	
长期股权投资	251870.69	283450.56	335525.63	15.42
投资性房地产	1387.86	1311.58	1235.31	-5.66
固定资产	788999.35	1069498.29	1487718.20	37.32
在建工程	319179.85	468259.10	481848.65	22.87
工程物资	1094.82	4039.03	7261.89	157.55
固定资产清理	194.10	171.46	128.67	-18.58
无形资产	198606.11	214391.23	268537.25	16.28
商誉	14587.91	15736.91	129966.06	198.48
长期待摊费用	38175.86	49221.12	76685.31	41.73
递延所得税资产	9062.63	27997.26	64367.11	166.50
其他非流动资产	56637.11	125411.99	153402.09	64.58
非流动资产合计	1692101.86	2297628.27	3042613.23	34.09
资产总计	6838472.79	9655773.56	11131668.74	27.59

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	543592.46	462590.15	615188.88	6.38
应付票据	52171.00	45830.47	34607.33	-18.55
应付账款	692409.10	971267.00	1083675.01	25.10
预收款项	976932.55	1242690.44	1052656.57	3.80
应付职工薪酬	56510.52	91398.21	141214.10	58.08
应交税费	160000.92	192053.90	242921.63	23.22
应付利息	1238.33	4685.48	17454.20	275.43
应付股利	0.00	16953.50	30856.06	
其他应付款	588283.37	509566.36	505515.03	-7.30
一年内到期的非流动负债	0.00	16004.31	22436.47	
其他流动负债	3584.00	75.60	0.00	-100.00
流动负债合计	3074722.24	3553115.41	3746525.27	10.39
非流动负债：				
长期借款	1615172.29	3307401.66	3806830.55	53.52
应付债券	0.00	98707.95	395228.77	
长期应付款	91130.58	56726.79	41968.53	-32.14
专项应付款	10117.34	8703.53	13148.42	14.00
预计负债	0.00	178.50	0.00	
其他非流动负债	1300.00	0.00	2396.87	35.78
非流动负债合计	1717720.21	3471718.42	4259573.15	57.47
负债合计	4792442.45	7024833.83	8006098.42	29.25
所有者权益：				
实收资本(或股本)	1015615.00	1015615.00	1015615.00	0.00
资本公积	22996.68	198175.96	219195.99	208.73
盈余公积	47487.67	18694.37	35092.09	-14.04
未分配利润	544853.44	836358.58	978342.49	34.00
专项储备	82331.23	127265.51	266304.49	79.85
归属于母公司权益合计	1713284.02	2196109.42	2514550.06	21.15
少数股东权益	332746.32	443243.41	611020.26	35.51
所有者权益合计	2046030.34	2639352.83	3125570.32	23.60
负债和所有者权益总计	6838472.79	9664186.66	11131668.74	27.59

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	7300488.12	13278752.13	15860927.89	47.40
减: 营业成本	6317160.37	11780044.36	13837741.19	48.00
营业税金及附加	35535.05	63587.90	103157.87	70.38
销售费用	111887.83	174169.12	237612.09	45.73
管理费用	369889.75	527352.91	700907.71	37.66
财务费用	43350.38	152427.81	271166.94	150.10
资产减值损失	10342.18	57913.20	202713.46	342.73
其他	0.00	0.00	0.00	
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	20334.75	21021.23	58143.17	69.09
其中: 对合营企业投资收益	0.00	-194.04	-580.97	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	432657.31	544278.06	565771.79	14.35
加: 营业外收入	24416.76	30002.91	36255.08	21.85
减: 营业外支出	27009.97	38778.40	63922.25	53.84
三、利润总额	430064.11	535502.57	538104.62	11.86
减: 所得税费用	131668.37	172552.56	253607.50	38.78
四、净利润	298395.74	362950.01	284497.13	-2.36
其中: 归属于母公司的净利润	237665.25	297178.37	144955.47	-21.90
少数股东损益	60730.49	65771.63	139541.66	51.58

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	7158097.43	12360755.63	12657157.45	32.97
收到的税费返还	522.64	61.14	127.39	-50.63
收到其他与经营活动有关的现金	1302595.78	2453834.91	3118365.18	54.72
经营活动现金流入小计	8461215.86	14814651.68	15775650.02	36.55
购买商品、接受劳务支付的现金	5763181.95	10690091.95	10313463.93	33.77
支付给职工以及为职工支付的现金	261875.95	375220.85	560358.21	46.28
支付的各项税费	571661.96	756566.33	1046270.68	35.29
支付其他与经营活动有关的现金	2066796.97	2690161.10	3451749.54	29.23
经营活动现金流出小计	8663516.83	14512040.23	15371842.35	33.20
经营活动产生的现金流量净额	-202300.97	302611.44	403807.67	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	31746.21	13140.90	64022.42	42.01
取得投资收益收到的现金	17943.33	17327.45	48845.96	64.99
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2852.61	1252.13	863.68	-44.98
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	101.44	2550.00	
收到其他与投资活动有关的现金	11953.87	25148.57	16202.97	16.42
投资活动现金流入小计	64496.03	56970.48	132485.03	43.32
购建固定资产、无形资产等支付的现金	192236.41	364199.83	387784.83	42.03
投资支付的现金	226794.72	234775.65	134929.85	-22.87
取得子公司等支付的现金净额	527.00	13773.17	0.00	-100.00
支付其他与投资活动有关的现金	206890.40	1085105.93	992323.83	119.01
投资活动现金流出小计	626448.52	1697854.58	1515038.51	55.51
投资活动产生的现金流量净额	-561952.50	-1640884.10	-1382553.49	56.85
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	72474.70	67782.13	26138.55	-39.95
取得借款收到的现金	1983217.82	2294072.03	1945582.17	-0.95
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	4603.83	80923.64	104904.09	377.35
筹资活动现金流入小计	2060296.35	2442777.80	2076624.80	0.40
偿还债务支付的现金	247549.60	611229.58	962375.50	97.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	88662.98	191060.63	298220.60	83.40
支付其他与筹资活动有关的现金	26423.98	17455.35	8921.45	-41.89
筹资活动现金流出小计	362636.56	819745.56	1269517.55	87.10
筹资活动产生的现金流量净额	1697659.79	1623032.24	807107.25	-31.05
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	-68.03	
五、现金及现金等价物净增加额	933406.33	284759.59	-171706.59	
加: 期初现金及现金等价物余额	916483.80	1849890.13	2134649.71	52.62
六、期末现金及现金等价物余额	1849890.13	2134649.71	1962943.12	3.01

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	298395.74	362950.01	284497.13	-2.36
减：未确认投资损失	0.00	0.00	0.00	
加：资产减值准备	10342.18	57913.20	202713.46	342.73
固定资产折旧及其他	71299.06	110476.67	142080.47	41.16
无形资产摊销	17470.96	17904.35	37121.53	45.77
长期待摊费用摊销	10702.16	7340.26	36670.53	85.11
处置固定资产、无形资产等损失	1.71	1958.70	2350.43	3607.16
固定资产报废损失	14.54	-15.49	81.36	136.57
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	54466.45	169294.46	298368.24	134.05
投资损失	-20334.75	-29005.23	-58529.53	69.66
递延所得税资产减少	-3394.02	-14444.17	-36130.24	226.27
递延所得税负债增加	-5.05	-19.63	0.00	-100.00
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-90412.66	-169825.40	-153009.89	30.09
经营性应收项目的减少	-713516.80	-1313710.16	-180521.33	-49.70
经营性应付项目的增加	166013.47	1135559.47	-131425.52	
其他	-3343.96	-33765.59	-40458.98	247.84
经营活动产生的现金流量净额	-202300.97	302611.44	403807.67	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	53.51	
融资租入固定资产	0.00	0.00	15545.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	1849890.13	2134649.71	1962943.12	3.01
减：现金的期初余额	916483.80	1849890.13	2134649.71	52.62
现金及现金等价物净增加额	933406.33	284759.59	-171706.59	

附件 5 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	9.13	14.01	12.45	12.25
存货周转次数(次)	22.01	30.22	24.30	25.62
总资产周转次数(次)	1.07	1.61	1.53	1.46
现金收入比(%)	98.05	93.09	79.80	87.44
盈利能力				
营业利润率(%)	12.98	10.81	12.11	11.89
总资本收益率(%)	8.29	8.11	7.39	7.79
净资产收益率(%)	14.58	13.75	9.10	11.59
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	44.12	56.34	57.51	54.48
全部债务资本化比率(%)	51.94	59.83	61.06	58.87
资产负债率(%)	70.08	72.69	71.92	71.78
偿债能力				
流动比率(%)	167.38	207.33	215.91	203.63
速动比率(%)	158.04	193.46	198.66	188.98
经营现金流动负债比(%)	-6.58	8.52	10.78	6.63
EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	4.93	3.41	5.32
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	4.70	4.66	4.50
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.35	-0.34	-0.20	-0.27
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-14.32	-8.09	-3.27	-6.93
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.33	3.35	4.21	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	33.84	59.26	63.10	56.10
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.81	1.21	1.62	1.01
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-3.06	-5.35	-3.91	-4.17

附件 6 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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(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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件7 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。

联合资信评估有限公司关于 山西煤炭运销集团有限公司 2013 年度 25 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西煤炭运销集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含担保方、交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。山西煤炭运销集团有限公司、担保方、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，山西煤炭运销集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西煤炭运销集团有限公司、担保方和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现山西煤炭运销集团有限公司、担保方、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山西煤炭运销集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西煤炭运销集团有限公司、主管部门、交易机构等。

