

信用等级公告

联合[2010] 116 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 2010 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析 and 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

AA⁺

山西煤炭运销集团有限公司

2010 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十日

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

网址: www.lianhecredit.com.cn

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、评估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、联合资信与评估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 2010 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据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。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十日

山西煤炭运销集团有限公司

2010 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 五年

评级时间: 2010 年 3 月 10 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	313.19	372.68	446.15	528.00
所有者权益(亿元)	102.22	120.60	160.43	179.85
长期债务(亿元)	5.04	10.76	14.88	93.17
全部债务(亿元)	29.81	40.11	42.82	139.38
营业收入(亿元)	403.52	494.93	902.39	463.28
利润总额(亿元)	30.28	30.05	59.88	25.07
EBITDA(亿元)	36.73	38.19	70.22	--
经营性净现金流(亿元)	14.40	21.17	48.53	0.11
营业利润率(%)	16.74	14.63	12.55	12.62
净资产收益率(%)	19.85	16.48	27.48	--
资产负债率(%)	67.36	67.64	64.04	65.94
全部债务资本化比率(%)	22.58	24.96	21.07	43.66
流动比率(%)	109.47	110.53	120.25	157.62
全部债务/EBITDA(倍)	0.81	1.05	0.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.05	18.01	23.02	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.67	3.82	7.02	--

注: 公司财务报表采用新会计准则格式, 并从 2009 年开始执行《企业会计准则(2006)》, 2009 年 9 月数据未经审计。

分析师

吕 晗 王 健

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.lianheratings.com.cn

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“山西煤炭运销集团”或“公司”)的评级, 反映了公司作为山西省煤炭销售体系重要组成部分, 在山西省内煤炭贸易、地方煤炭资源整合、财务实力等方面的综合优势。同时联合资信也注意到煤炭贸易波动性较强、公司现有矿井中小煤矿占比较大和公司享有的煤炭系统部分收费权未来可能取消等因素给公司经营带来一定的不利影响。

公司未来几年投资规模较大, 债务融资需求增加; 但考虑到公司特有的煤炭贸易运营模式以及自有煤矿较强的盈利能力, 公司有望凭借对地方煤矿的有效资源整合和现有运销网络优势继续保持行业领先地位, 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中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省, 公路煤炭贸易在山西省内具有垄断优势。
2. 凭借与地方政府长期稳定的合作关系, 公司在地方煤矿整合中优势突出, 未来整合资源的并入将使公司的整体抗风险能力得到增强。
3. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 公司现有矿井产能规模偏小, 整合矿井以中小矿居多, 加大了安全生产管理的难度。
2. 公司煤炭贸易主要从地方中小煤矿采购, 易

受区域突发性事故影响。

3. 公司煤炭收费业务的存续存在不确定性，如其取消将对公司盈利产生一定负面影响。
4. 公司公路煤炭贸易模式面临由行政管理向市场化运作的经营模式转变的不确定性影响。
5. 公司债务规模快速增加，债务负担有所加重。
6. 公司未来几年投资规模较大，融资需求增加。

一、企业概况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“山西煤炭运销集团”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2008年底，公司注册资本101.56亿元人民币。

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。

公司现有总经理办公室、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、安全监督管理部、法律事务部、人力资源部等19个职能部门室（见附件1）。2008年12月31日公司收购上市公司太原理工天成科技股份有限公司（股票代码600392 SH，以下简称“太工天成”）20%的股份，成为其第一大股东。

截至2008年底，公司合并资产总额446.15亿元，所有者权益160.43亿元（其中少数股东权益26.51亿元）；2008年实现营业收入902.39亿元，利润总额59.88亿元，净利润44.08亿元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额528.00亿元，所有者权益179.85亿元（其中少数股东权益30.00亿元）；2009年1~9月实现营业收入463.28亿元，利润总额25.07亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划分期发行注册总额度为40亿元的中期票据，其中第一期10亿元（以下简称“本期中期票据”），存续期限5年。本期中期票据

无担保。

本期中期票据募集资金将用于：

1. 偿还银行贷款

本期中期票据募集资金中的9亿元拟用于偿还公司现有银行贷款，在增加公司直接融资规模和比例的同时，优化融资结构，降低融资成本，提高经济效益。

2. 大同左云矿区技术改造设备购买

大同市人民政府、山西煤炭运销集团有限公司和中国国电集团国电电力发展股份有限公司于2008年12月25日签订了重组大同市煤矿项目框架协议：在大同市及左云县人民政府领导下，按照“规模化、标准化、机械化、基地化”的发展模式，由公司控股对左云县煤炭资源进行兼并重组整合。本次参与兼并重组的矿井共有27座，井田面积总计73.8690 km²，保有储量总计93483万吨，批准和核定的总产能为520万吨/年。兼并重组整合后，矿井总数为8座，与兼并重组前相比减少19座，井田面积为79.4284 km²，与兼并重组前相比增加5.5594 km²，保有储量总计94453万吨，与兼并重组前相比增加970万吨，总产能提升为720万吨/年，与兼并重组前相比增加200万吨/年。

该整合项目投资分两部分，一部分煤矿收购，预估收购价25亿，另一部分为技术改造、设备购买，预计需资金20亿。总共45亿投资中自筹资金10亿。本次中期票据募集资金中1亿元用于大同左云矿区技术改造设备购买。

三、行业分析

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

1. 行业概况

（1）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，未来中国能源供应以煤炭为主的格局在较长时间内无法改变。

中国国内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。

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

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。

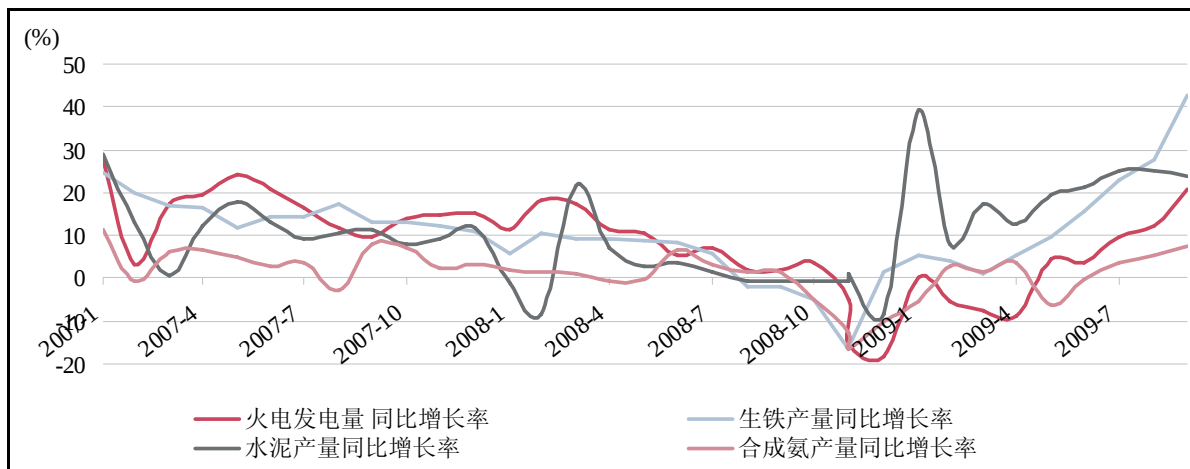
（2）煤炭下游需求

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

炭的主要需求主要来自于四大行业，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%。

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。2008 年 11 月火电、水泥、生铁、化肥同比增长分别为-16.60%、2.80%、-16.20%和-16.30%。2009 年 1 月开始，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，水泥、生铁、化肥、电力等产量也出现回升。其中主要消耗煤炭的火电行业发电量月度同比增长由 2008 年 11 月-16.60%回升至 2009 年 10 月的 20.80%。发电量下滑情况得到缓解。中国电力消费以工业用电为主，未来电力消费的持续性更多要依靠下游房地产、有色金属行业走势。

图1 2007-2009年9月煤炭下游行业煤炭消费增长情况



资料来源：国家统计局、wind

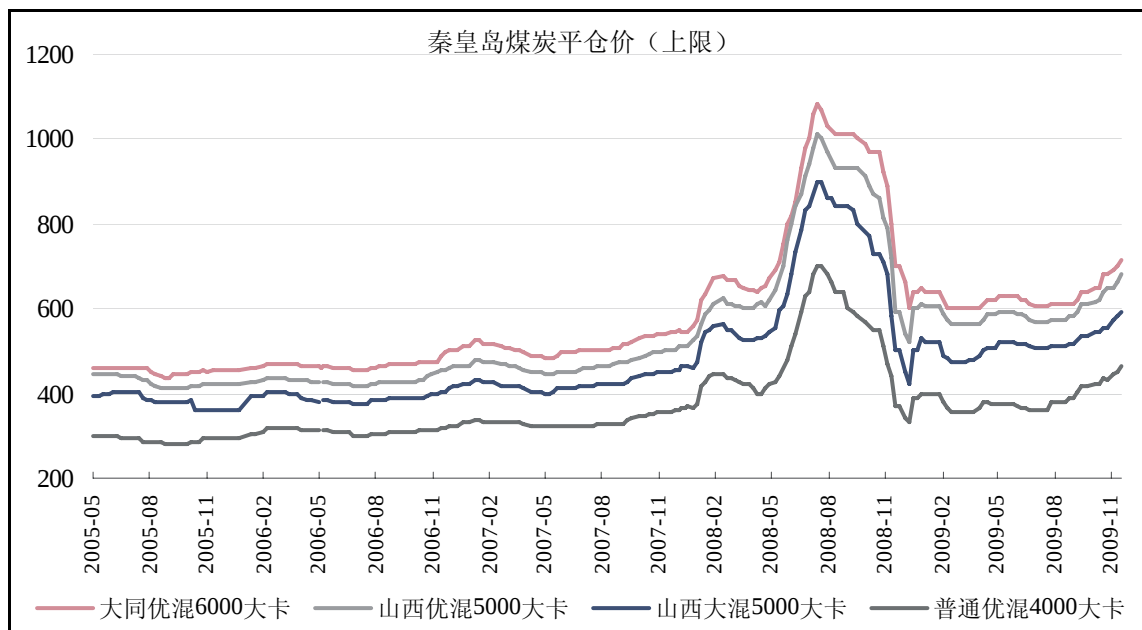
(3) 煤炭价格

自2003年以来，虽然煤炭下游行业持续高速增长，但受限于煤炭价格双轨制和消化前期产能过剩因素，煤炭价格一直保持稳中有升态势。2007年初，国家发改委取消全国煤炭订货会议，改为电视电话汇总会议，鼓励煤电双方自主协商定价，煤炭价格市场化迈出关键性一步，煤炭价格也具备了大幅上涨条件。

2008年以来，受中小煤矿整顿和雪灾等气

候影响，煤炭价格持续上涨，至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，价格大幅回落至2008年年初水平。2009年4月供暖期结束后，由于山西等煤炭大省“限产保价”，国内煤价稳中略升。2009年8月以后，随下游行业强劲反弹，煤炭价格开始温和上涨，截至2009年11月23日，山西大混为590元/吨，普通优混为465元/吨。

图2 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源：wind 资讯

未来中国煤炭价格将更多取决于煤炭企业限产措施、中小煤矿关停力度和新建矿井的投产速度。

(4) 煤炭运输

中国煤炭资源北多南少、西富东贫，煤炭的生产与供应基本在中、西部地区，而煤炭消费主要在东部地区，这种错位性布局导致中国煤炭运输形成“北煤南运、西煤东运”的格局。中国东、中、西部经济发展的不平衡在短时期内将难以消除，而东部缺煤地区由于开采程度高、资源逐渐枯竭，煤炭供应主要依赖西部地区的现象将更加突出。随着能源发展战略和开发重点西移和北移，长距离、大运量的煤炭运输任务将越来越繁重，煤炭运输“北煤南运、西煤东运”的格局将长期存在。

中国煤炭运输有铁路、水运、公路等 3 种运输方式。铁路以其运力大、速度快、成本低、能耗小等优势，一直是煤炭的主要运输方式。铁路运输量占中国煤炭总运量的比重一直在 50% 以上，而煤炭更是占据了全国铁路货运运力的一半以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。2007 年，全国铁路运输煤炭 15.4 亿吨，而公路运煤仅 2.2 亿吨，内河运煤也仅 2.44 亿吨。

在中国主要运煤通道“三西”煤运的三条通道中，北通道的大秦线，煤运量从 2005 年的 2 亿吨增加到了 2007 年的 3 亿吨；在中通道，石太线煤运量持续下降，从 2005 年的 6817 万吨下降到了 2007 年的 6244 万吨，邯长线则始终运能不强，2007 年才达到 766 万吨运能；在南通道，虽然太焦线等运能有所上升，但陇海线、西康线等运量增加不多。2009 年石太线、大秦铁路和神木-朔州-黄华铁路三条主要煤炭运输干线运力扩容，预计未来两年中国煤炭运输的铁路瓶颈将明显得以缓和。

表 2 中国主要运煤铁路运力情况

运力（亿吨）		2007	2008
北通道	大秦线	3.0	3.5
	神朔黄线	1.0	1.5
	迁曹线	0.5	—
中通道	石太线	0.7	0.7
	邯长线		
南通道	太焦线	0.5	0.5
	侯月线	1.0	1.1
合计		6.85	7.85

资料来源：国家发改委

2. 现阶段中国煤炭工业面临问题

当前中国煤炭行业发展面临的诸多问题主要是：

①产业结构不合理。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的问题突出；二是煤炭行业发展区域性差异扩大；三是煤炭价格水平不平衡问题凸现。中国华东地区靠近煤炭主要消费区，煤炭总体价格水平高，而西北地区平均售价要低 200 元/吨。

②受运输瓶颈制约，结构性矛盾突出。中国煤炭产量集中在晋、陕、蒙地区，跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。晋东南煤炭外运能力较为紧张，特别是增加直达华东、中南地区的铁路运力比较困难。

③行业发展面临的资源、环境压力越来越大。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。

3. 煤炭产业政策

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》，国家将给予适当国债资金补助，重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿，并制定切实可行的支持措施，鼓励煤炭企业联合重组，引导形成产能亿吨级和 5000 万吨级的大型骨干企业。另外，政府鼓励煤炭企业向下游产业延伸，形成多元产业格局，延长产业链条，提高煤炭产品附加值。

为避免因煤炭勘查投资过热而出现产能过剩问题，2007年2月，国土资源部出台了《关于暂停受理煤炭探矿权申请的通知》，决定在中国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。

2007年11月，国务院出台了《国家关于促进煤炭企业组织结构调整的指导意见》，意见表示要逐步推进一个矿区由一个主体开发，优先向大型煤炭企业有偿出让矿业权，对大型企业矿区内的煤矿分类进行整合、收购或关闭。

2007年11月，国家发改委发布了《煤炭产业政策》。政策提出要深化煤炭资源有偿使用制度改革，加快煤炭资源整合；推进煤炭企业的股份制改造、兼并和重组，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构；建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇（华亭）、鲁西、两淮、冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东等十三个大型煤炭基地。

2008年10月，国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门联合发出《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，计划到2010年底至少再关闭4000余处，小煤矿总数控制在1万处以内，并均落实到各省市。煤炭产业整合如期加速。在目前煤炭产业景气下滑之际，整合煤炭行业有利于稳定市场。

2009年1月1日起增值税转型改革在全国所有地区和行业推行。允许企业抵扣新购入设备所含的增值税；将矿产品增值税税率从13%恢复到17%。新购入设备所含增值税抵扣政策实施，将导致煤炭企业现金流量以及净利润增加；矿产品增值税从13%恢复到17%，将导致煤炭企业现金流量以及净利润减少。总体上，增值税改革的影响取决于煤炭企业的生产形式、投资计划以及税负转嫁能力，现有市场情况下对煤炭企业业绩影响有限。

2009年1月7日，国土资源部发布《全国矿产资源规划（2008～2015年）》，政府将实行战略矿产储备制度，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力；加大对煤炭、石油等重

点矿产资源的勘探、开发力度，并对有重要价值的特殊煤种加大保护和合理利用度。该项政策的出台，有利于平抑煤炭价格波动、稳定煤炭市场，有利于部分特殊煤种和稀缺煤种企业长期发展。

煤炭产品出口方面，中国目前实行煤炭出口配额制。自2006年9月15日起，中国取消了煤炭出口退税政策，2006年11月1日起对煤炭产品加征5%的出口关税，2007年6月1日起，中国煤炭进口税率由3%-6%调至0%-3%。2008年8月20日起，焦炭出口税率从25%上调至40%，炼焦煤税率从5%上调至10%，此外，开征其他八类烟煤及一般贸易项下出口的铝合金出口关税，税率分别暂定在10%和15%。国家鼓励煤炭进口减少出口的政策导向对煤炭出口造成了较大影响。

2009年4月28日国家发改委等四部委发布《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》（发改能源[2009]889号），针对全国30万吨/年及以下的煤矿，计划用一年半左右时间组织开展小煤矿瓦斯专项整治。

2009年5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，山西全省煤矿矿井总数由2598座减少到1000座，到2015年减到800座，原则上企业规模不得低于300万吨，单井生产规模不低于90万吨，保留矿井要全部实现以综采为主的机械化开采。

2009年8月，国家安监总局等14个部委联合下发《关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见》，重申力争到“十一五”期末（2010年）把全国小煤矿数量控制在1万座以下。由此，产量约占三成的小煤矿预期复产进程将放慢，短期内煤炭市场的供给量将受到抑制，煤价走势可能好于预期，为大型煤炭企业带来良好的发展机遇。

4. 煤炭行业前景

①整体供求关系由偏紧转为宽松。从主要煤炭消费行业的发展趋势看，考虑节能降耗的影响和煤炭行业新建扩建产能在未来的释放，预计国内煤炭将存在一定程度供大于求，未来煤炭价格将更多取决于财政政策的拉动效果、煤炭行业限产及关停小煤矿力度。

②成本还原推动煤炭价格上涨，煤炭价格市场化程度将进一步提高。一是煤炭价格逐步市场化。国家通过征收各类基金进行价格还原加大了煤炭生产成本，这也是推动煤炭价格上升的因素之一；二是从 2007 年开始，电煤价格开始实现市场化，通过煤炭订货会由供需双方自主协商定价，自主衔接，扭曲的资源价格有望得到纠正。

③产业整合提升企业规模。根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》和《煤炭产业政策》，未来将进一步加快煤炭资源整合，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构。

④产业链逐步完善提升企业盈利能力。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减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。而且，随着石油价格的持续高位运行，煤炭对石油的替代性也开始逐渐显现。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。

总体来看，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，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。

四、基础素质

1. 企业规模和竞争力

公司目前年煤炭储装运、销售能力 3.5 亿

吨，煤炭生产能力 1778 万吨，为中国最大的煤炭运销企业。2008 年公司位列中国企业 500 强第 91 位，中国煤炭工业 100 强企业第 3 名，山西省企业 100 强第 2 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，目前已建立起覆盖全国 26 个主要省市的煤炭销售网络，累计销售煤炭 31 亿吨。现管理 273 个铁路煤炭发运站、287 个公路煤焦营业站、48 个公路出省煤焦管理站、29 个企业用煤管理站、156 个储煤场。

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 48 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。

在铁路运销方面，山西省煤矿铁路专运线、发煤站共计 560 个，通过公司业务管理的有 273 个，总发运能力超过 1 亿吨。主要分布在石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市。

表 3 公司煤炭运力情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年
铁路专用线长度 (km)	2748	2748	2830
铁路发煤站个数 (个)	265	265	273
公路煤焦营业站个数 (个)	264	264	287
公路出省煤焦管理站 (个)	42	42	48
储配煤场个数 (个)	144	152	156
储煤场容量 (万吨)	4150	4300	4500

资料来源：公司提供

资源整合优势

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 13 个地市国资委出资组建，地方国资委在中小煤矿整合时对公司支持力度较大。

综上所述，公司规模大，运销网络发达，煤炭物流优势明显。

2. 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共 11 名，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、党委副书记刘建中先生，现年 53 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、市委常委，霍州煤电集团有限责任公司副董事长、市委常委，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。

公司副董事长，党委书记赵进民先生，现年 52 岁，研究生学历，正高级政工师、高级经济师。曾任山西省委组织部经干处副处长，山西省煤炭运销总公司副经理、党组成员，山西省煤炭运销总公司党委委员、副总经理，山西省煤炭运销总公司党委书记、副总经理。

截至 2008 年底，公司员工总数为 49800 人，其中管理人员占 13.00%，生产人员占 20.00%，销售人员占 60.00%，科技人员占 1.00%人，财务人员占 6.00%；从学历构成来看，员工中具有大专及大专以上学历的占员工总数的 42.00%，具有中等（包括中专、高中、技校）学历的占 51.00%，初中及以下学历的占 7.00%；从职称构成来看，具有高级职称的占员工总数的 0.49%，具有中级职称的占 18.74%；具有初级职称的占 21.53%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关煤炭从业经历和企业管理经验；公司的岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足公司生产经营需要。

3. 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确定为 13 个大型煤炭基地之一，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》。13 大煤炭基地涉及 14 个产煤省区，拥有煤炭保有储量 6908 亿吨，占全国 70%，计划到 2010 年形成 5~6 个亿吨级生产能力的特大型企业集团和 5~6 个 5000 万吨级生产能力的大型企业。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。

4. 政策支持

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。

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印发山西省“十一五”铁路规划的通知》（晋政办发[2007]25 号）提出，将结合山西新型能源和工业基地建设，重点加强晋煤外运通道和快速铁

路客运系统建设。从北向南形成三大铁路运输通道和十字型快速铁路客运系统，完善与国铁相配套的地方铁路、铁路专用线及大型煤炭集运站建设，推进山西中南部铁路出海通道建设。通过新建干线铁路和既有线改造，山西铁路北路通道外运能力达到 4.6 亿吨，中路通道外运能力达到 1.3 亿吨，南路通道达到 1.5 亿吨，突破铁路运输的瓶颈制约，为公司铁路煤炭销售提供了强大运力支持。

《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。

《山西省人民政府办公厅关于印发山西省加快培育和发展大型煤炭集团公司的实施方案的通知》（晋政办发[2007]35 号）规定：“山西省煤炭运销总公司（现山西煤炭运销集团有限公司）在理顺产权关系的基础上与市、县地方煤矿进行联合重组。充分利用集团公司市场的品牌影响力，通过兼并、收购、控股、参股其他小煤矿等方式建立煤源基地，做实做强，逐步发展成为生产、经营一体化的大型地方煤炭集团。‘十一五’期间，煤炭年生产能力达到 5000 万吨，煤炭销量稳定在 1.5 亿吨左右。”

五、管理体制

1. 公司治理

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. 内部管理

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，公司通过《资金管理制度》、《建立资金结算中心的规定》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与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、分公司文件下发，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。联合资信也关注到，公司目前正处于改制转型期，部分管理制度正在不断完善修改中，预计随公司改制的进一步深入，管理链条的进一步整合，公司内部管理将较目前水平更加完善。

六、生产经营

1. 经营概况

公司主要业务可分为煤炭贸易、煤炭生产、煤炭收费业务三部分。现有煤炭储装运、销售能力 35000 万吨，煤炭产能 1778 万吨。2008 年公司销售煤炭 20677 万吨（其中煤炭贸易 19237 万吨，自产原煤销量 1440 万吨），自产原煤 1448 万吨。

2008 年公司共实现营业收入 902.39 亿元，净利润 44.08 亿元。各业务板块分别占公司营业收入的 90.79%、7.48%和 0.93%；占公司净利润的 45.90%、41.95%和 14.26%（见表 4）。2009 年 1~9 月实现营业收入 463.28 亿元，净利润 18.63 亿元，分别占 2008 年全年的 51.34%、42.26%，主要是受山西省所开展的煤矿专项整治及煤矿兼并重组的影响，公司煤炭贸易所收到的煤炭减少以及进销差价压缩。

表 4 公司分板块经营情况

单位：亿元

项目		2006 年度		2007 年度		2008 年度		2009 年 1-9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	煤炭贸易	363.47	90.09%	452.29	91.38%	819.26	90.79%	407.57	87.97%
	煤炭生产	24.00	5.93%	26.51	5.36%	67.54	7.48%	36.75	7.93%
	收费业务	12.84	3.18%	10.89	2.20%	8.38	0.93%	5.69	1.23%
	其他	3.22	0.80%	5.24	1.06%	7.22	0.80%	13.27	2.86%
	合计	403.52	100%	494.93	100%	902.39	100%	463.28	100%
净利润	煤炭贸易	10.09	49.99%	8.25	41.47%	20.24	45.90%	6.14	32.94%
	煤炭生产	1.58	7.73%	4.39	22.09%	18.49	41.95%	9.44	50.70%
	收费业务	8.61	42.19%	7.20	36.23%	6.29	14.26%	3.26	17.48%
	其他	0.02	0.09%	0.03	0.21%	-0.93	-2.12%	-0.21	-1.12%
	合计	20.29	100%	19.87	100%	44.08	100%	18.63	100%

资料来源：公司提供

2. 生产经营

煤炭贸易板块

2006~2008 年随着煤炭销量及售价的快速上涨，公司煤炭贸易收入大幅增长，年复合增长率达 49.95%。2008 年公司煤炭贸易收入

819.25 亿元，其中公路煤炭贸易占 74.91%，铁路煤炭贸易占 25.09%（见表 5）。2008 年山西省煤炭外销 5.33 亿吨，公司出省销量 1.56 亿吨，占山西省煤炭出省销售总量的 29.27%，居煤炭运销市场主导地位。

表 5 公司煤炭贸易情况

指标	2006			2007			2008			2009 年 1~9 月		
	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计	公路	铁路	合计
销量（万吨）	10935	3886	14821	12972	3903	16875	14970	4267	19237	7011	2108	9119
平均售价（元/吨）	245.80			268.00			425.90			447.01		
收入（亿元）	269.00	94.47	363.47	353.13	99.15	452.29	613.69	205.56	819.25	316.03	91.54	407.57

资料来源：公司提供

*煤炭销量不含原煤生产板块的销量

（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。

2006~2008 年，公司公路煤炭贸易由 1.09 亿吨增长至 1.50 亿吨，公路煤炭贸易是公司近年来收入增长的主要来源。2008 年公司公路煤炭贸易实现销售收入 613.69 亿元，较 2007 年增长了 128.14%。公路煤炭销售出省流向主要河北（占 55%）、山东（占 25%）和河南（占 10%）等地。2009 年 1~9 月，主要受山西省煤

炭资源整合的影响，公司公路煤炭贸易实现销售收入 316.03 亿元，仅为 2008 年的 51.50%。

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 家煤运分公司负责具体实施。“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、县分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。到 2010 年，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。

公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有行政色彩。2007 年 4 月起国务院批准山西省由地税部门开征煤炭可持续发展基金，停止由公司代征能源基金，随着公司改制的进行及国家对地方收费业务的清理，公司公路贸易所依附的政策基础未来将弱化。但考虑到山西省对中小煤矿安全生产的管理需要以及税费征收的控制，以及公司与地方中小煤矿和煤炭客户方面长期稳定的合作关系，公司煤炭贸易业务在政策基础取消后受到影响有限。

(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。2008 年、2009 年铁道部分配给山西省煤炭外运的铁路运输量分别是 37303 万吨、37185 万吨，公司作为重要的煤炭运输企业获得 4649 万吨、4670 万吨，其他份额主要保障五大煤矿

重点计划煤外运。

山西省煤矿铁路专运线、发煤站共计 560 个，其中，通过公司业务管理的有 273 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。

近几年，受铁路运力增长有限影响，公司铁路煤炭运力基本保持在 6000-7000 万吨。2008 年公司通过铁路外运 6532.83 万吨，铁路煤炭销量为 4267 万吨，实现销售收入为 205.56 亿元（公司外销与运力差额为其他公司借用公司运力计划部分）。2009 年 1~9 月公司铁路煤炭销量为 2108 万吨，实现销售收入为 91.54 亿元，分别为 2008 年的 49.40% 和 44.56%。

表 6 公司铁路煤炭外运情况 单位：万吨

铁路名称	2006 年	2007 年	2008 年
大秦线	285.16	901.85	992.50
石太线	1734.41	1976.25	1803.56
侯月线	2108.89	2145.14	1888.10
太焦线	1739.42	1685.05	1664.71
其他	138.53	143.07	183.96
合计	6006.41	6851.36	6532.83

注 1：资料来源：公司提供

注 2：铁路煤炭外运量与销售量差额主要为其他公司借用公司计划运力

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：由各县市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。

煤炭生产板块

(1) 自有煤炭资源概况

公司拥有矿井 48 座（包括基建矿），其中生产矿井 28 座，核定产能 1314 万吨/年。现有煤炭地质储量 56.18 亿吨，其中生产矿井可控储量 20.44 亿吨，可采储量 12.51 亿吨。2008 年公司生产原煤 1448 万吨，在山西省内排名第 6，仅次于山西省五大煤炭集团。

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。

表 7 公司主要生产矿井情况

序 号	矿井名称	主要煤种	可控储量	可采储量	核定生产能力	2006 年产量	2007 年产量	2008 年产量
1	三元煤业	贫瘦煤	32030	22121.2	180	180.5	181	213
2	武乡墨镫矿	贫瘦煤	4700	3047	45	51.3	54.5	70
3	长治王庄矿	贫瘦煤	17930	9820	115	130.66	120	56
4	河曲沙坪矿	气煤	68000	42200	240			326
5	阳泉燕煤公司	无烟煤	17044.7	10616	165	119.8	147	151
6	阳泉上社公司	无烟煤	21006.3	9490	70	42.6	68	100
7	上社二景公司	无烟煤	3111.95	1562	40	62.4	67	71
8	郊区旧街煤矿	无烟煤	1454.88	779	30	40.3	68	79
9	郊区野沟煤矿	无烟煤	490	190	9			
10	郊区鸿泰煤矿	无烟煤	558	385	15			
11	孟县北关煤矿	贫煤	572	280	15	62.4	66	76
12	孟县南社煤矿	贫煤	895	455	9			
13	皇后煤矿	贫煤	3739.29	2617	21			
14	大横沟煤矿	贫煤	960	420	15			
15	古县千佛沟矿	焦煤	2010	1118	21	11.6	8	21
16	武乡马堡	贫瘦	10524	6372	90	91.1	91.08	88
17	汾西南沟底	焦煤	490	294	9	19.2	1.4	3
18	寨沟煤矿	贫瘦	1320	678	15	15	15	5
19	夏门徐家庄矿	肥煤	5878	4392	15	9.99	11.94	19
20	蒲县曹村煤矿	焦煤	1560	1162	21	30.1	3.8	20
21	山只岭煤矿	贫瘦	1831	1369	30	25.51	28.5	24
22	高平西山煤矿	无烟煤	2083	1250	30	30.01	20.88	26
23	高平张家煤矿	无烟煤	393	265	15	4.98	14.5	15
24	高平店上煤矿	无烟煤	932	445	15	4.62	13.3	14
25	泽州掌石沟矿	无烟煤	1180	780	30	0	11.2	24
26	沁水中冶煤矿	无烟煤	1049	734.2	15	0	0	9
27	陵川双扶煤矿	无烟煤	468	300	9	3.6	7.1	11
28	关岭山煤矿	无烟煤	2190	1988	30	20.4	14.8	27
合计			204400.12	125129.4	1314	956.07	1014	1448

资料来源：公司提供

(2) 煤炭生产

2006~2008 年公司原煤产量逐年增加，年

均增长率为 5.63%，见表 8。

新建矿井方面，公司在 2009~2013 年共有 5 个矿井陆续投产。其中三元中能井田设计年产能 240 万吨，将于 2011 年投产；保德王家岭矿、东大煤矿设计产能均为 500 万吨，将于 2012 年投产。“十一五”期间，公司还将参与地方煤矿整合改造 1500-2000 万吨/年，到“十一五”末，公司矿井生产规模将达到 5000-5500 万吨/年。

煤炭开采成本方面，受山西省征收三项基金及近几年来煤炭安全生产投入增大、原材料涨价、人工成本上升等影响，山西省煤炭企业吨煤成本近年来均出现较大幅度上升。公司吨煤成本中职工薪酬、地面塌陷赔偿费、三项基金和销售税金上涨是成本上升的主要原因。预计 2009 年除材料成本略有下降空间外，其余成本具有一定刚性，此外考虑到增值税影响，整体上 2009 年成本将基本持平。

表 8 公司近三年煤炭生产经营情况

指标	2006	2007	2008	09 年 1-9 月
原煤产能（万吨）	1442	1778	1778	1778
原煤产量（万吨）	956	1016	1448	723
煤炭销量*（万吨）	941	985	1440	721
原煤平均售价（元/吨）	255	269	469	510

资料来源：公司提供

*煤炭销量不含煤炭贸易量部分

表 9 公司近三年吨煤完全成本 单位：元/吨

成本项目	2006 年	2007 年	2008 年
一、原煤生产成本合计	93.33	128.33	160.29
1.直接材料	3.06	2.55	2.74
2.直接人工	18.19	22.08	32.49
3.制造费用	72.08	103.70	125.06
二、销售税金及附加	8.30	9.76	14.64
三、期间费用合计	68.47	90.16	90.50
四、全部成本合计	170.10	228.25	265.43

资料来源：公司提供

开采技术方面，公司目前矿井综采机械化程度为 88.64%，掘进机械化程度为 90.52%。公司生产矿井为中小型煤矿，综采机械化程度与山西 5 大煤炭集团企业相比偏低。公司通过技术改造，4 个生产矿井工艺水平、综采设备达到国

家先进水平；17 个生产矿井工艺水平、设备达到省级先进水平；其余生产矿井通过改扩建将在 1-2 年内达到省级先进水平。随着公司矿井改扩建进程的加快，煤炭生产机械化水平将得到提高。

表 10 公司煤炭生产指标比较

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 1-9 月
综合机械化程度(%)	70.25	75.4	88.64	88.64
掘进机械化程度(%)	86.7	86.7	90.52	90.52
全员效率(吨/工)	3.8	4.9	7.8	7.8
死亡率(人/百万吨)	0	0	0	0

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司连续 3 年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。

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，同期生产成本控制有力，增长幅度有限，自产原煤保持了很强的盈利能力。公司中小煤矿占比较大，一方面加大了安全管理的难度，另一方面不利于大规模机械化设备的使用，公司机械化采煤程度低于山西省其他大型煤炭集团，但未来大规模的改扩建将有效改善公司提高公司煤炭开采技术水平，提升公司开采效率。

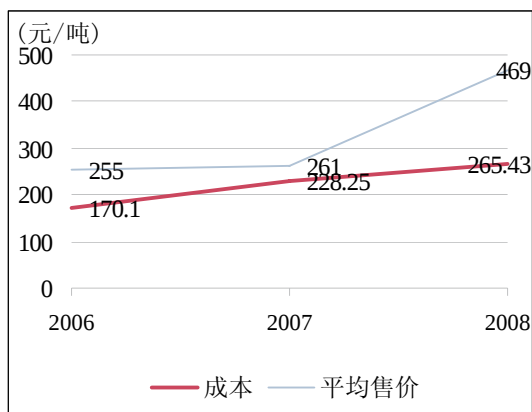
（3）煤炭销售

近 3 年煤炭行业景气度较高，公司煤炭产销率保持在 97% 以上。2008 年公司原煤销量 1440 万吨，销售收入 67.54 亿元，分别比 2007 年增长 46.19% 和 154.80%。

销售价格方面：公司 2006~2008 年销售平

均价格为255元/吨、261元/吨和469元/吨，见图3。受2008年上半年煤炭大幅上涨拉动影响，公司煤炭销售平均价格较2007年增加79.69%，同期公司生产成本增加主要来自于支护设备钢铁原料价格上涨，增幅较为有限，公司自产煤炭盈利空间进一步扩大。

图3 公司煤炭销售价格与吨煤成本比较



资料来源：公司提供

煤炭收费板块

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。目前只征收服务费、管理费，和代地税局查验补征可持续发展基金。

根据《山西物价局晋价重字[1995]148号文件》，公司对铁路运输和公路外运煤炭收取2.5%的运销服务费；通过公路运输的煤炭代销费用，地方煤炭运销企业向煤矿收取1.5%的管理费；通过火车运输的煤炭经营费用，实行代销的地方煤炭运销企业向煤矿收取代销费4%（即煤价的3%管理费，1%损耗费）和代地税局查验补征可持续发展基金（按山西省人民政府令第203号执行）。

2007年山西省物价局下发《关于整顿和规范全省煤炭运销系统收费的通知》（晋价商字[2007]252号），规定运销服务费和代销管理费政策延续到2009年8月底。2009年8月31日，山西省物价局发出《关于适当延续山西煤销集团收费策等有关问题的通知》，决定适当延长公司相关收费政策。

2008年公司煤炭收费业务实现营业收入8.38亿元，净利润6.29亿元，分别比2007年下降23.06%和12.75%。

煤炭收费业务在公司2008年营业收入中占1.02%，占净利润的14.27%。未来该项业务的取消将对公司盈利能力产生一定负面影响。

3. 经营效率

2006年~2008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小幅波动，2008年分别为11.36次、40.43次、2.17次，较2007年均有所提高。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。

2006年~2008年公司管理费用率逐年下降，三年分别为6.94%、6.33%和4.26%。由于2008年利率上升和煤炭销量增加的影响，公司财务费用和销售费用分别较2007年增长36.85%和18.73%。

整体看公司运营效率较高。

4. 未来发展

公司正处于改制发展的转折期，转型为近期的发展思路和战略目标。公司结合山西省正在推进的煤炭资源整合，将兼并重组中小煤矿确定为当前的重要战略目标，建设“以煤炭销售为主，集煤炭生产、加工和煤化工产业为一体的现代大型物流企业集团”。

表11 公司主要业务未来规划 单位：万吨

	2010	2011	2012
煤炭贸易	195000	21000	21000
公路贸易量	15000	16000	16000
铁路贸易量	4500	5000	5000
煤炭生产	1500	2200	4500

资料来源：公司提供

公司未来投资主要集中在煤炭生产和运销等方面（见表12）。

（1）煤炭生产方面，公司计划积极向煤炭

生产领域拓展，至 2013 年将新建、整合产能 3730 万吨。其中，在建的重点矿井 4 座，产能达 1010 万吨；整合产能 2720 万吨（大同左云矿区 11 座矿井总产能 720 万吨、吕梁汾孝矿区 400 万吨、忻州矿区 300 万吨、朔州矿区 300 万吨、其他地市中小煤矿 1000 万吨）。

（2）公路、铁路经销贸易方面，公司计划投资集中在铁路集运站项目。公路方面将加快业务转型，加大自营经销比例，逐步取消收费，实行公路经销一条龙管理模式；重点发展大型储配煤场及山西省外煤炭物流仓储配送中心；建立公路煤炭运输协会，推进运力整合，提高公司煤炭运输资源的掌控能力。铁路方面将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；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。

表 12 公司项目投资计划

项目性质	项目名称	项目概况	预计产/运能(万吨)	总投资(万元)
在建煤矿项目	三元煤业	新建矿井	240	75000
	磁窑沟煤矿	整合矿井	120	27800
	保安煤矿	新建矿井	150	53000
	王家岭煤业	新建矿井	500	213000
	小计		1010	368800
资源整合项目	大同左云矿区	整合矿井	720	360000
	汾孝矿区	整合矿井	400	250000
	忻州矿井	整合矿井	300	150000
	朔州矿井	整合矿井	300	150000
	小计		1720	910000
其它整合	中小煤矿整合	整合矿井	1000	500000
	小计		1000	500000
运销项目	集运站项目	铁路集运站	2410	69387
	小计		2410	69387
合计			6140	1848187

资料来源：公司提供

公司 2010~2012 年预测指标见表 13。根据目前的行业景气度、山西煤炭整合情况及公司未来增加的产能、运能情况，公司预测 2010 年以后营业收入、营业利润、利润总额均会稳定

增长。公司产运能增长预测如下：

2010 年公司公路发运量、铁路发运量及原煤产量基本恢复至 2008 年水平。

2011~2012 年铁路发运量增加 500 万吨，达到 5000 万吨运力，主要是铁路集运站（包括新建、改扩建、整合）替代规模小的发煤站形成的运力；原煤产量增加 3000 万吨，达到 4500 万吨，主要是王家岭煤业及大同左云矿区、汾孝矿区、其他中小煤矿资源整合增加的产能。

根据公司预测，未来投资主要用于王家岭煤矿等新建煤矿，大同、汾孝、忻州、朔州等地区资源整合项目及运销项目。公司未来投资规模较大，其中有 3 个新建煤矿项目于 2011 年投产或达产，4 个整合项目将于 2012 年投产，3 个运销项目将于 2011 年完成投资，公司主要投资高峰出现在 2010 年，2011 年以后，随着投资项目的陆续完工，公司投资规模将逐渐减小。

营业收入及利润方面，公司预计年均营业收入及利润的复合增长率分别可达 20%和 30%左右。2010 年后收入增长主要来自于自产煤炭产能增长。由于山西省煤矿风险排查整顿及煤矿兼并重组等政策的实施，公司 2009 年收购煤炭大幅减少，收入及利润均受到波及，因此 2010 年公司部分预测的实现情况将一定程度取决于地方煤矿整合及复产情况。

负债水平及债务负担方面，受投资规模大，时间集中的影响，公司预计 2010 年债务规模继续增加。2010 年以后在建项目陆续投产，公司投资规模相对缩小，对外融资压力减小，公司预计资产负债率及债务负担将呈下降趋势。

综合来看，公司未来短期资本性支出较大，存在一定支付压力，但公司煤炭贸易经营模式稳定，自产煤炭业务盈利能力较强。预计随公司对地方煤炭整合深入，公司盈利能力也将有明显增强，未来偿债能力将保持稳定。

表 13 公司部分预测指标情况表

单位：万元

项 目 (万元)	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
计划投资	669920	506567	121520
预计销售收入	9280000	12910000	14990000
预计利润总额	495000	620000	965000
预计净利润	371250	465000	723750
预计折旧	60000	60000	67500
预计摊销	20000	25000	30000
预计利息支出	90500	105500	95500
预计短期债务余额	540000	640000	940000
预计长期债务余额	1350000	1550000	1050000
预计少数股东权益	553613	760033	954744
预计母公司权益	1786207	2065037	2594076
预计所有者权益	2339820	2825070	3548820
预计资产总额	6866995	7852245	8675995
指 标	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
EBITDA (万元)	665500	810500	1158000
EBITDA 利息保护倍数(倍)	7.35	7.68	12.13
长期债务资本化比率 (%)	36.59	35.43	22.83
全部债务资本化比率 (%)	44.68	43.67	35.93
资产负债率 (%)	65.93	64.02	59.10

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年财务报表已经山西中盛审计事务所（有限公司）审计。2006~2008年报均为标准无保留意见。公司对2006年度纳入原“山西省煤炭运销总公司”的控股子公司进行审计，并与山西煤炭运销集团有限公司母公司模拟会计报表合并得到山西煤炭运销集团有限公司2006年度模拟合并报表。公司3年报表合并范围基本一致，可比性较强。

截至2008年底，公司合并资产总额446.15亿元，股东权益160.43亿元（其中少数股东权益26.51亿元）；2008年实现营业收入902.39亿元，净利润44.08亿元。

截至2008年底，母公司合并资产总额387.33亿元，股东权益147.68亿元（其中少数股东权益12.69亿元）；2008年实现营业收入818.71亿元，净利润38.91亿元。

截至2009年9月底，公司合并资产总额528.00亿元，股东权益179.85亿元（其中少数股东权益30.00亿元）；2009年1-9月实现营业收入463.28亿元，利润总额25.07亿元。

2. 资产质量分析

2006年~2008年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率20.83%。截至2008年底，公司资产总额446.15亿元，其中流动资产占68.83%，非流动资产占31.17%。近3年公司资产构成比较稳定，与公司煤炭销售+煤炭生产经营模式相符合。

截至2009年9月底，公司资产总额528.00亿元，其中流动资产占70.89%，非流动资产占29.11%。

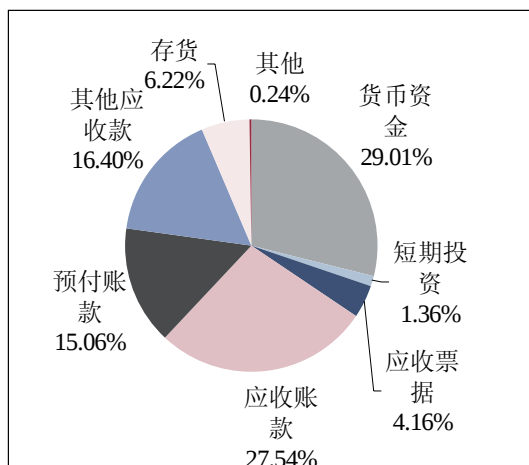
2008年母公司资产总额387.33亿元，其中流动资产占70.03%，非流动资产占29.97%。母公司资产占合并报表口径86.82%，公司主要资产在母公司，母公司资产构成与合并报表基本相似。

（1）流动资产

2006~2008年公司流动资产结构保持稳定。截至2008年底，公司流动资产307.09亿元，其中货币资金占29.01%，应收票据占4.16%，应收账款占27.54%，预付账款占15.06%，其他应收款占16.04%，存货占6.22%，见图4。

2006~2008年，受营业收入大幅增加盈利能力增强影响，公司货币资金大幅增加，由58.10亿元上升至89.19亿元，公司货币资金存量保持较大规模。

图 4 公司 2008 年流动资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008 年，公司产品销售形势较好，应收票据减少 3.06%，由 2006 年 13.58 亿元下降至 12.76 亿元。公司应收票据全部为银行承兑汇票。

2006~2008 年，公司应收账款复合增长率为 66.83%，由 30.39 亿元增加至 80.85 亿元。高于 3 年营业收入 49.54% 的增长幅度，主要是 2008 年增幅较大。受 2008 年下半年煤炭价格大幅回落影响，煤炭行业出现一定产能过剩，公司应收账款 2008 年由 42.38 亿元增加至 84.58 亿元。

2006~2008 年，公司预付款项年均复合增长率为 11.67%，2008 年底为 46.25 亿元。公司预付款项主要是矿井建设机器设备预付款。

2006~2008 年，公司其他应收款变动不大，截至 2008 年底，公司其他应收款为 50.37 亿元，主要为带客户垫付运费，其中 1 年以内占 40.08%，1-2 年占 20.52%，3 年以上占 39.40%。公司共计提坏账准备 3.18 亿元，坏账准备计提不足。

2006~2008 年，受煤炭市场景气度提高影响，公司产销率较高，存货增长幅度不大，3 年复合增长率为 6.67%，截至 2008 年底，公司存货净额 19.11 亿元。公司存货主要是库存煤炭，占 84.37%。公司计提存货跌价准备 112.57 万元，考虑到公司原煤贸易合同价格为固定价格，自

产原煤生产成本较低，公司存货跌价准备计提比例适宜。

截至 2008 年底，母公司流动资产 271.24 亿元，其中货币资金 70.24 亿元（占 25.90%），应收账款 67.47 亿元（占 24.87%），预付账款 38.96 亿元（占 14.37%），其他应收款 63.49 亿元（占 23.41%），存货 15.79 亿元（占 5.82%）。母公司流动资产以货币资金、应收账款、预付账款和其他应收款为主，流动资产结构与合并报表较为相似。

截至 2009 年 9 月底，公司流动资产 374.29 亿元，仍以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款为主。由于债务规模快速增加，导致货币资金占比加大，其余各项占比与 2008 年底相比变化不大。

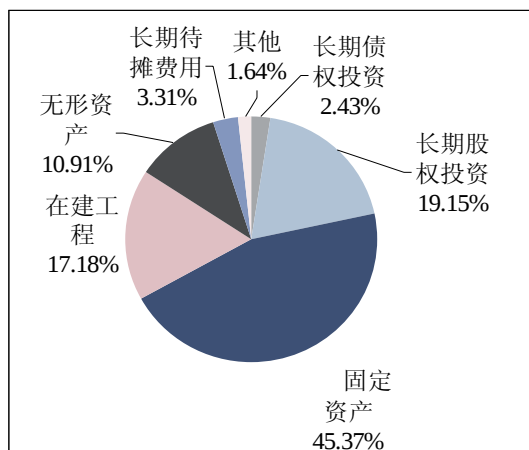
整体看，公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款为主，流动性良好。

（2）非流动资产

公司非流动资产以固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产为主。截至 2008 年底，公司固定资产 63.09 亿元、在建工程 23.89 亿元、长期股权投资 26.63 亿元、无形资产 15.17 亿元，具体构成比例见图 5。

2006~2008 年，公司固定资产年均复合增长率为 18.08%；截至 2008 年底，公司固定资产 63.09 亿元。房屋、建筑物账面余额为 46.04 亿元，占固定资产 49.91%，折旧年限为 40 年；机器设备账面余额 30.04 亿元，占固定资产 32.57%，折旧年限为 5 年；运输工具账面余额 13.08 亿元，占固定资产 14.19%；公司机器设备成新率为 63.21%，机器设备、运输工具折旧年限低于行业平均 10 年的折旧期限，主要是公司公路运输占业务比重较大，车辆按使用里程折旧，同时部分收购矿井机器设备较为陈旧，短期内需要进行重置更新。

图5 公司2008年非流动资产构成



资料来源：公司提供

2006~2008年，公司在建工程年均复合增长率为6.11%；截至2008年底，公司在建工程23.89亿元，主要是下霍井田、磁窑沟矿等煤矿建设项目。

2006~2008年，公司无形资产年均复合增长率为12.02%；截至2008年底，公司无形资产15.17亿元，主要是采矿权和土地使用权，占99.47%。

2006~2008年，公司长期股权投资年均复合增长率为25.25%，截至2008年底，公司长期股权投资26.63亿元，主要是对山西裕海煤化有限公司、阳城竹林山煤炭有限公司、山西马堡煤业有限公司、太原理工天成科技股份有限公司等30家企业的投资。

母公司非流动资产以固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产为主。截至2008年底，母公司固定资产44.14亿元（占38.03%）、在建工程12.47亿元（占10.74%）、长期股权投资44.54亿元（占38.37%）、无形资产5.71亿元（占4.92%）。

截至2009年9月底，公司非流动资产仍以固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产为主，持有至到期投资及长期应收款增加，其余各项占比与2008年底相比变化较小。

总体上看，公司以流动资产为主，资产流动性良好。流动资产中货币资金充足，整体资

产质量较好。

3. 负债和所有者权益

（1）所有者权益

截至2008年底，公司所有者权益合计为160.43亿元，其中归属母公司权益占所有者权益为133.92亿元。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比75.84%、0.51%、1.94%、22.26%。公司所有者权益以实收资本为主，股东权益结构稳定性一般。

2006年~2008年，公司所有者权益的增长主要来自于实收资本及未分配利润的增长。公司于2007年进行重组，新并入11个地市运销分公司，实收资本增幅较大。

截至2008年底，公司未分配利润29.82亿元，较2006年增长322.38%，与公司2008年盈利大幅增长相符合。

截至2008年底，母公司所有者权益合计147.68亿元（少数股东权益12.69亿元）。归属母公司所有者权益中实收资本101.56亿元（占75.23%），未分配利润30.39亿元（占22.51%）。母公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主，所有者权益稳定性一般。

截至2009年9月底，公司所有者权益合计为179.85亿元，其中归属母公司权益为149.85亿元。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比67.78%、0.45%、1.73%、30.04%，公司未分配利润增长较快。

（2）负债

2006~2008年，公司负债总额年均复合增长率为16.38%，公司负债增长主要来自于流动负债的增长。截至2008年底，公司负债总额285.72亿元，其中流动负债占89.38%，非流动负债占10.62%。

截至2008年底，母公司负债总额239.64亿元，占合并报表83.87%；其中流动负债占96.15%，非流动负债占3.85%。公司主要债务集

中于母公司，母公司负债结构与合并报表较为相似。

截至2009年9月底，公司负债总额348.16亿元，其中流动负债占68.21%，非流动负债占31.79%。主要由于长期借款的快速增加，导致公司非流动负债占比加大。

流动负债

截至2008年底，公司流动负债255.38亿元，其中短期借款占10.59%，应付账款占35.12%，预收款项占22.47%，其他应付款占20.26%，应缴税费占8.10%。

截至2008年底，公司应付账款89.70亿元，3年年均复合增长率70.92%。公司应付账款占流动负债由2006年15.98%上升至35.12%，主要是公司主营业务中贸易占比大，2008年下半年煤炭行业景气下滑，应收账款及应付账款均同步大幅增加。

截至2008年底，公司预收款项57.37亿元，近3年基本保持稳定，主要为煤炭客户预付定金。

截至2008年底，公司其他应付款51.72亿元，近3年波动不大，主要是公司公路运输车队交纳押金（约30万辆汽车，每辆车收取5000-10000不等；其他应付款与其他应收款有部分未能充分抵消，企业处于改制阶段正在对下属子公司清理整顿，无法统计准确数额，预估20亿元）。

截至2008年底，公司应缴税费20.69亿元，近3年呈递减趋势，较2006年减少6.30亿元。公司应缴税费减少主要是2007年3月以前山西省公路运输煤炭能源基金由公司代收，2007年3月以后不再由公司收取，同时山西省进行煤炭资源整合，煤炭资源税费管理较以前严格，交纳时间缩短。

非流动负债

截至2008年底，公司非流动负债30.34亿元，其中长期借款14.88亿元（占49.05%），长期应付款11.12亿元（占36.66%）。公司长期应付款主要为采矿权价款和安全费。截至2008年

底，公司应付采矿权价款7.35亿元，安全费1.55亿元。下属煤矿按每吨8-30元不等计提安全生产费用。

负债水平及债务负担

2006年~2008年，公司投资支出和利润积累基本匹配，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率基本平稳。截至2008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64.04%、21.07%和8.49%。

截至2008年底，公司全部债务42.82亿元，长期债务14.88亿元，公司有息债务偏重于短期债务。

截至2009年9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65.94%、43.66%和34.13%。由于长期借款的快速增加，公司债务结构由偏重短期转为以长期债务为主，债务负担有所加重。

未来公司将加快地方煤矿整合扩张步伐，债务融资规模扩大，公司债务负担预计将呈增加趋势。

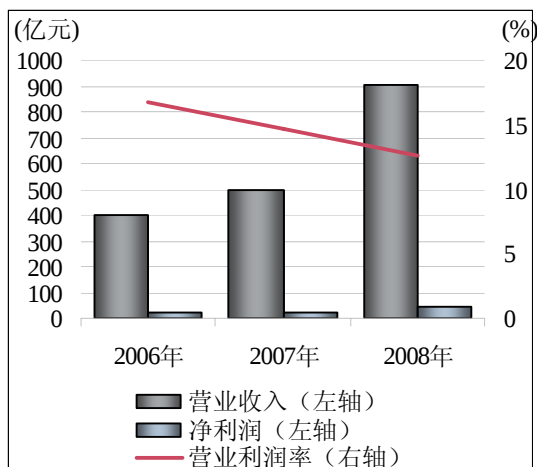
总体看，公司负债水平在煤炭行业中适中，有息债务以长期负债为主；未来因投资支出增加，债务规模预计将呈上升趋势。

4. 盈利能力

2006年~2008年，国内煤炭行业市场活跃，煤炭价格持续上升，基于行业景气的利好因素，公司营业收入及净利润保持高速增长，3年营业收入、净利润年均复合增长率分别为49.54%和47.40%。

2008年公司实现营业收入902.39亿元，比2006年增长82.33%；2008年公司营业成本同比增长86.99%。2008年公司销售费用、管理费用、财务费用比上年增长33.36%、23.58%和43.68%。受贸易业务发展较快影响，期间公司营业利润率由14.63%下降至12.55%，见图6。

图6 2006~2008年公司盈利情况



资料来源：公司提供

2006~2008年公司净利润分别为20.29亿元、19.87亿元和44.08亿元。2008年公司净资产收益率和总资本收益率分别为27.48%和23.19%，较2007年明显上升。公司保持了很强的盈利能力。

2008年母公司实现营业收入818.71亿元，净利润38.90亿元，分别占合并报表口径90.73%和88.27%，集团公司主要收入及利润均来自于母公司，母公司对收入及利润的掌控能力较强。

2009年1-9月，公司实现营业收入463.28亿元，利润总额25.07亿元。受山西省煤矿风险排查整顿及煤矿兼并重组影响，公司收购煤炭大幅减少，收入及利润规模均受到影响。2009年1-9月，公司营业利润率为12.62%。

综合来看，近年公司煤炭板块盈利能力上升较快，煤炭贸易业务快速发展。但区域性突发事件对公司地方煤炭采购有一定不利影响，随着未来新建矿井及地方矿井整合的推进，公司自有矿井原煤产量将大幅提高，整体抗风险能力将增强。

5. 现金流

从经营活动来看，2006年~2008年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长42.70%。2008年公司经营活动产生的现金流入

量为850.45亿元，流出量为801.92亿元；2006年~2008年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为14.40亿元、21.17亿元和48.53亿元，公司经营活动获取现金能力很强。

2006年~2008年，公司现金收入比分别为97.17%、101.91%和88.48%。受2008年应收账款大幅增加影响，公司现金收入比有所下降。

从投资活动来看，2006年~2008年，公司投资活动现金流入量相对较小，3年基本保持稳定；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金；公司投资活动现金流出规模较大，2006~2008年投资活动支出为31.87亿元、29.26亿元和23.05亿元，投资活动产生的现金流量净额均为负值。2008年公司投资活动现金流量净额为-15.45亿元。

2006~2008年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-10.03亿元、-2.20亿元和33.08亿元，2008年受盈利大幅增加影响，公司筹资活动前现金流量净额由流出转为净流入。

2006~2008年公司筹资活动现金流入量较大，分别为37.78亿元、45.79亿元和30.46亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2006~2008年公司筹资活动现金流量净额分别为11.66亿元、8.93亿元和-8.93亿元。2008年公司筹资活动前现金流量净额较大，归还了部分银行贷款，筹资活动现金流量净额变现为净流出。

2009年1-9月，公司经营活动现金流量净额0.11亿元，主要原因是公司预付账款增加，导致支付其他与经营活动有关的现金增加。公司投资活动现金流量净额-53.28亿元；由于加大举债力度，公司筹资活动现金流量净额显著增加，为117.92亿元。

2008年母公司经营活动现金流量净额33.90亿元，投资活动现金流量净额-8.68亿元，筹资活动现金流量净额-3.92亿元。母公司担当了大部分经营活动，下属子公司担当了部分投资及筹资功能，与公司生产经营矿井在下属企业，

贸易业务收归总部统一管理的经营管理模式相一致。

总体看来，公司近三年经营活动现金流入量增长较快，2009 年前三季度经营活动现金流量净额显著下降。受未来几年对外投资规模大影响，公司支付压力增加，存在对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006~2008 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 115.18%和 107.12%，2008 年底，公司两项指标分别为 120.25%和 112.77%。2009 年 9 月底，公司两项指标分别为 157.62%、147.80%。公司短期偿债能力持续增强。

2006 年~2008 年，公司经营现金流动负债比率分别为 7.49%、9.22%和 19.00%，经营活动现金流量净额对短期债务保护能力较强。整体看公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2006 年~2008 年，受益于煤炭价格上涨，公司 EBITDA 整体上保持了年均 38.27%的增长；2006 年~2008 年公司 EBITDA 分别为 36.73 亿元、38.19 亿元和 70.22 亿元。公司 EBITDA 利息保护倍数一直保持较高水平，2008 年为 23.02 倍，全部债务/EBITDA 保护倍数为 0.61 倍。公司对全部债务的保护能力很强。

7. 担保及银行授信情况

截至 2009 年 9 月底，公司对外担保 1.92 亿元。公司对外担保额度较小，目前多数被担保企业运营正常，其中有 847.77 万担保逾期，公司存在代偿可能。整体看，公司对外担保金额小，或有负债对公司影响很小。

截至 2009 年 9 月底，公司共获得银行授信 443.60 亿元，已使用 138.60 亿元，未使用额度 305.00 亿元。公司间接融资渠道通畅。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据额度为 10 亿元，占 2009 年 9 月底公司全部债务的 7.17%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2009 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.94%和 43.66%。以 2009 年 9 月底财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别小幅升至 66.57%和 45.37%。

本期中期票据的发行对公司有息债务水平影响较小。

2. 本期中期票据偿债能力分析

以 2008 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 10 亿元中期票据的保护倍数分别为 7.02 倍、85.05 倍和 4.85 倍；对公司注册发行总额度 40 亿元中期票据的保护倍数分别为 1.76 倍、2.13 倍和 1.21 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有很强的偿还能力。

九、综合评价

煤炭是中国重要的基础能源和原料，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。

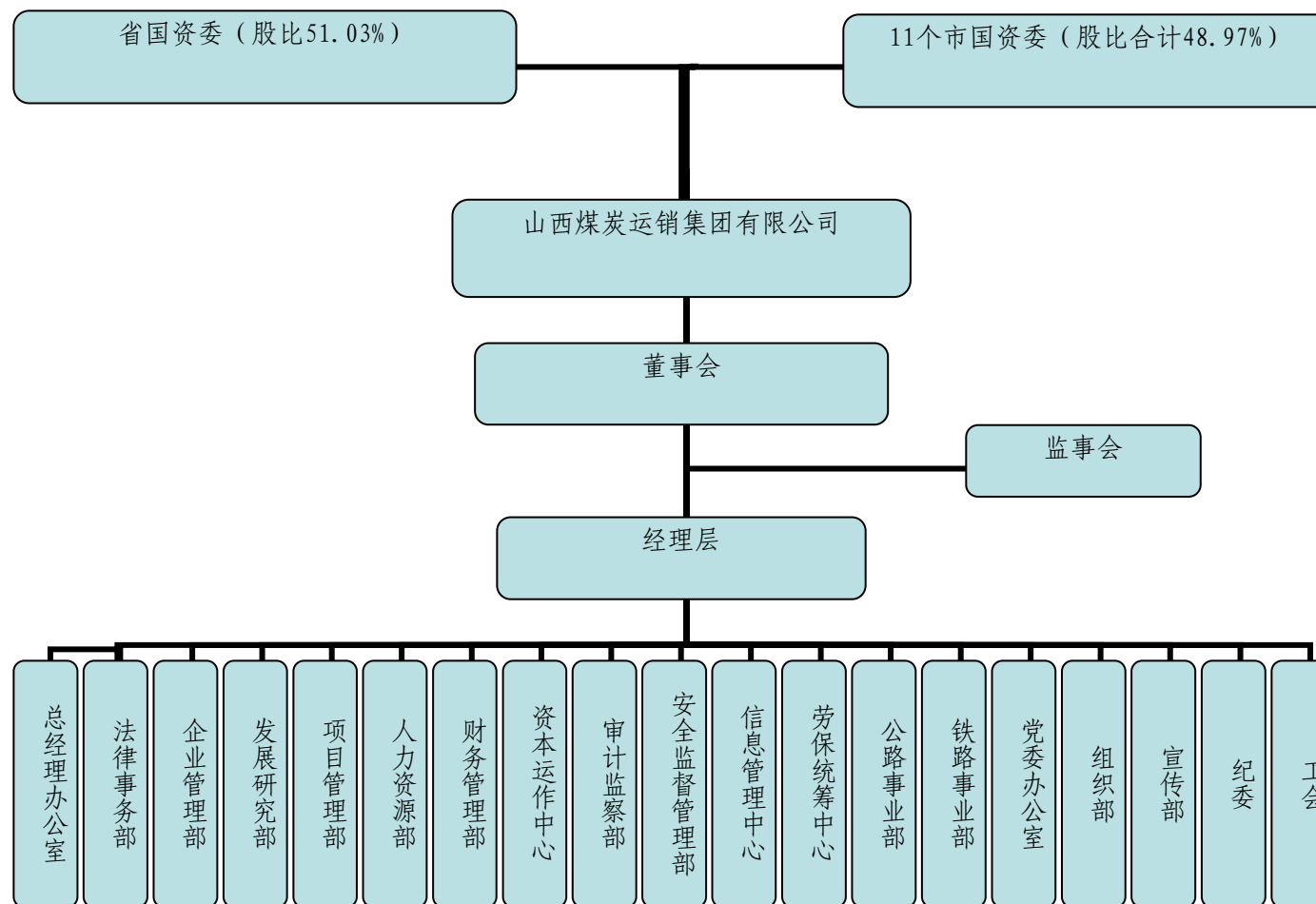
公司是山西省煤炭销售网络的主要组成部分和主要煤炭生产企业之一，在煤炭销售网络及物流建设方面优势突出，具备较强的综合实力及规模优势。公司近年来煤炭贸易及自有煤炭产能均保持高速增长，盈利能力很强。公司现有业务中煤炭贸易采购源存在不稳定因素，煤炭收费业务即将取消，考虑到公司与客户端

长期稳定的合作关系及未来整合矿井的陆续投产，公司收入及盈利水平有望平稳过渡。目前公司整体经营状况良好，整体信用风险很低。

公司债务负担轻，EBITDA和经营性现金流对本期中期票据的覆盖程度很高。

总体看，公司主体信用风险很低，对本期中期票据具有很强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1 公司组织架构图（截至 2008 年底）



附件 2 山西煤炭运销集团有限公司控股子公司情况表

单位名称	注册资本 (万元)	主营业务	投资额	持股比例
山西省煤炭运销总公司太原分公司	4812	煤炭运销	4812	100%
山西省煤炭运销总公司大同分公司	1700	煤炭运销	1700	100%
山西省煤炭运销总公司阳泉分公司	4,424.00	煤炭运销	4424	100%
山西省煤炭运销总公司长治分公司	11,910.00	煤炭运销	11910	100%
山西省煤炭运销总公司晋城分公司	15,800.00	煤炭运销	15800	100%
山西省煤炭运销集团有限公司朔州分公司	1,121.80	煤炭运销	1121.8	100%
山西省煤炭运销总公司忻州分公司	2,000.00	煤炭运销	2000	100%
山西省煤炭运销总公司吕梁分公司	2,458.00	煤炭运销	2458	100%
山西省煤炭运销总公司晋中分公司	2,000.00	煤炭运销	2000	100%
山西省煤炭运销总公司临汾分公司	790.1	煤炭运销	790.1	100%
山西省煤炭运销总公司运城分公司	675.4	煤炭运销	675.4	100%
山西省煤炭运销总公司曲沃煤焦集运站	800	煤炭运销	800	100%
山西省煤炭运销总公司翼城东煤炭集运站	800	煤炭运销	800	100%
山西汛潮科技有限公司	500	计算机、硬件开发	500	100%
山西省煤炭运销总公司榆园温泉度假村	1,550	餐饮、住宿	1550	100%
山西万景源房地产开发有限责任公司	14,804	房地产开发	14211.84	96%
山西晋煤煤矿管理有限公司	800		800	100%
山西王家岭煤业有限公司	9,620	煤炭生产	7311.2	76%
大同晋银矿业有限责任公司	5,301	银矿开采	3286.62	62%
太原煤炭交易市场（有限公司）	2,408	组织交易	2408	100%
山西省煤炭运销总公司汽车运输公司	401	煤炭运销	401	100%
山西煤运省外煤焦经销有限公司	2,000	煤炭运销	2000	100%
山西煤运明隆煤炭销售有限公司	4,800	煤炭运销	4320	90%
山西三元煤业股份有限公司	21,000	煤炭生产	11970	57%
山西榆园物业管理有限公司	300	物业管理	300	100%
山西省晋神能源有限公司	25,500	煤炭生产	13005	51%
山西晋煤物流信息有限公司			0	100%
山西榆园旅游饭店集团有限公司	4,950	餐饮、住宿	3712.5	75%
山西晋华煤炭运销有限公司	2,340	煤炭运销	2199.6	94%
天津市北源国际贸易有限公司	1,100	贸易	1001	91%
海南万全投资有限公司	2,200	投资	1694	77%
东田良煤炭经销有限公司	3,000	煤炭运销	3000	100%
天津塘沽区晋华煤炭物流有限公司	5,018	煤炭运销	5018	100%
山西美运贸易有限公司	1,000	贸易	1000	100%
山西省煤炭运销集团有限公司	47,030	煤炭运销	47030	100%
山西省煤炭运销集团晋中驰宇煤焦有限公司	6,167	煤炭运销	6043.66	98%
山西省煤炭运销集团晋中南铁路煤炭销售公司	37,600	煤炭运销	23688	63%
山西省煤炭运销集团晋通煤炭物流有限公司	3,000	煤炭运销	2100	70%
山西省煤炭运销集团晋东南铁路煤炭销售公司	38,000	煤炭运销	30400	80%
山西省煤炭运销集团晋神煤炭经营有限公司	500	煤炭运销	500	100%
山西省煤炭运销集团晋昌源煤炭经营有限公司	2,700	煤炭运销	2349	87%
山西省煤炭运销集团临汾琛宝矿业有限公司	6,000	煤炭运销	6000	100%

附件 3-1 2006~2009 年 9 月合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

流动资产：	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
货币资金	581061.18	648404.73	890901.36	1538312.53
交易性金融资产				2816.95
短期投资	40395.48	39309.74	41770.89	
应收票据	135837.61	166159.95	127661.87	121686.41
应收账款	303909.25	423847.12	845840.17	784277.26
预付账款	370890.80	472846.82	462526.65	544774.23
应收利息	322.50	245.00	133.47	280.13
应收股利	397.29	6854.45	4231.26	104.08
其他应收款	492758.60	574938.65	503668.57	511635.49
存货	167942.36	196526.33	191106.22	233183.60
一年内到期的非流动资产			11.30	
其他流动资产	9947.11	7263.26	3063.79	5874.57
流动资产合计	2103462.18	2536396.05	3070915.55	3742945.25
非流动资产：				
可供出售金融资产				154.84
持有至到期投资				94224.11
长期债权投资	36933.15	38715.26	33782.38	
长期应收款				6646.42
长期股权投资	169720.74	243986.46	266310.94	277065.25
投资性房地产				260.47
固定资产	452517.44	507060.10	630927.68	648923.35
在建工程	212172.36	233072.03	238908.45	224987.08
工程物资	1113.09	773.13	631.71	2238.50
固定资产清理	287.13	462.04	221.23	268.27
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	120888.62	127229.30	151709.42	168027.63
开发支出				
商誉				
合并价差	612.85	1441.45	12606.47	
长期待摊费用（递延资产）	25482.78	28068.85	46092.34	48767.92
递延所得税资产				71.68
其他非流动资产	8703.52	9580.93	9414.10	65455.68
非流动资产合计	1028431.69	1190389.57	1390604.73	1537091.20
资产总计	3131893.87	3726785.63	4461520.27	5280036.45

附件 3-2 2006~2009 年 9 月合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
流动负债：				
短期借款	247595.54	290823.47	270521.60	454214.78
交易性金融负债				
应付票据	88.70	2611.30	8909.46	7936.00
应付账款	307037.85	437316.73	896980.15	687765.42
预收款项	509191.39	640685.85	573737.60	577931.76
应付职工薪酬	53635.47	49203.64	46770.21	42582.84
应交税费	269997.15	226559.71	206924.33	101831.35
应付利息	424.29	1154.96	334.83	791.91
应付股利	29827.47	13808.66	15097.67	32834.92
其他应付款	493004.18	622212.79	517298.65	462953.46
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	10608.31	10426.93	17197.69	5873.68
流动负债合计	1921410.36	2294804.04	2553772.19	2374716.13
非流动负债：				
长期借款	50429.18	107616.14	148804.67	931668.51
应付债券				
长期应付款	97228.71	94021.47	111229.54	151599.51
专项应付款	39529.04	23837.51	43363.55	23383.87
预计负债	773.56	259.41	5.00	87.00
递延所得税负债				
其他非流动负债	345.51	216.05		120.12
非流动负债合计	188306.00	225950.58	303402.76	1106859.02
负债合计	2109716.36	2520754.62	2857174.95	3481575.14
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	188081.82	1015615.00	1015615.00	1015615.00
资本公积	127168.02		6814.56	6814.56
减：库存股				
盈余公积	249917.77		25929.47	25929.47
未确认的投资损失	-2357.80	-13268.08	-7281.87	
未分配利润	293919.36	7058.29	298161.52	450142.78
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	856729.17	1009405.21	1339238.68	1498501.81
少数股东权益	165448.35	196625.80	265106.65	299959.50
所有者权益（或股东权益）合计	1022177.51	1206031.01	1604345.32	1798461.31
负债和所有者权益（或股东权益）总计	3131893.87	3726785.63	4461520.27	5280036.45

附件 4 2006~2009 年 1-9 月合并利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
一、营业收入	4035224.45	4949264.97	9023941.29	4632814.28
减: 营业成本	3334799.00	4200945.27	7855188.14	4027191.60
营业税金及附加	24914.01	24488.07	36548.81	20735.93
销售费用	104682.21	110655.74	147569.67	81422.44
管理费用	271977.57	306104.10	378289.43	236544.63
财务费用	11699.71	15249.68	21910.78	20288.39
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)	23701.58	12956.56	22550.84	9607.57
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	310853.53	304778.65	606985.32	256238.86
加: 营业外收入	4889.27	4894.68	8026.87	4778.46
减: 营业外支出	12934.30	9213.47	16196.12	10345.64
其中: 非流动资产处置损失	2595.43	1604.84	1773.85	
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	302808.49	300459.86	598816.06	250671.68
减: 所得税费用	101369.88	113899.88	155461.11	64381.44
加: 未确认的投资损失	1459.67	12151.67	-2508.39	
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	202898.28	198711.65	440846.57	186290.24
其中: 归属于母公司所有者的净利润	159522.30	151587.54	335092.34	151539.90
少数股东损益	43375.98	47124.11	105754.22	34750.34

附件 5-1 2006~2009 年 1-9 月合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
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	3921037.66	5043714.81	7984354.67	4796146.93
收到的税费返还	4352.42	1981.36	1959.63	777.21
收到其他与经营活动有关的现金	823160.65	575694.83	518216.90	1579806.58
经营活动现金流入小计	4748550.73	5621391.00	8504531.21	6376730.72
购买商品、接受劳务支付的现金	3107996.26	4265697.99	6606632.66	4033893.62
支付给职工以及为职工支付的现金	154985.77	188467.88	232939.06	182087.16
支付的各项税费	412524.03	419129.15	539001.76	371044.29
支付其他与经营活动有关的现金	929040.10	536404.39	640659.68	1788646.51
经营活动现金流出小计	4604546.16	5409699.41	8019233.16	6375671.58
经营活动产生的现金流量净额	144004.57	211691.59	485298.05	1059.14
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	34868.55	22864.74	54039.02	21617.75
取得投资收益收到的现金	31809.04	2378.91	19489.77	40163.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	948.64	2016.31	1441.48	1815.29
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1694.74	50.00	2.09	
收到其他与投资活动有关的现金	5187.83	31725.26	1014.55	3113.50
投资活动现金流入小计	74508.78	59035.22	75986.91	66709.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	136064.28	152100.05	152006.34	85864.07
投资支付的现金	70574.33	83236.67	77069.58	499507.57
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	485.88	100.00	527.00
支付其他与投资活动有关的现金	112127.03	56861.53	1335.65	13622.30
投资活动现金流出小计	318765.64	292684.13	230511.57	599520.94
投资活动产生的现金流量净额	-244256.86	-233648.91	-154524.66	-532811.33
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	32333.95	11447.89	8395.00	20567.55
取得借款收到的现金	331487.42	441585.53	295108.66	1346365.78
收到其他与筹资活动有关的现金	13996.83	4755.00	1079.19	16042.40
筹资活动现金流入小计	377818.20	457788.41	304582.86	1382975.72
偿还债务支付的现金	188952.50	292803.76	349154.80	109003.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	66805.52	74335.32	43555.86	58177.27
支付其他与筹资活动有关的现金	5466.38	1352.57	1159.01	36631.17
筹资活动现金流出小计	261224.40	368491.65	393869.67	203812.37
筹资活动产生的现金流量净额	116593.80	89296.77	-89286.82	1179163.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	16341.51	67339.45	241486.58	647411.17
加: 期初现金及现金等价物余额	564719.66	581065.28	649454.78	890901.36
六、期末现金及现金等价物余额	581061.18	648404.73	890941.36	1538312.53

附件 5-2 2006～2008 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

将净利润调节为经营活动现金流量:	2006 年	2007 年	2008 年
净利润	202898.28	198711.65	440846.57
减: 未确认投资损失	1459.67	12151.67	-2508.39
加: 资产减值准备	881.59	1158.49	890.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	43803.17	44644.54	53736.01
无形资产摊销	875.82	10968.37	12820.38
长期待摊费用摊销	5140.43	4659.58	6305.54
待摊费用减少(增加以“—”号填列)	-6116.03	-231.68	0.00
预提费用增加(减少以“—”号填列)	-21593.53	1535.90	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	1319.67	346.19	445.90
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)			476.06
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)			0.00
财务费用(收益以“—”号填列)	14659.96	18660.43	29444.53
投资损失(收益以“—”号填列)	-23701.58	-12956.56	-22550.84
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)			
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)			
存货的减少(增加以“—”号填列)	-62396.28	-25485.03	5936.67
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-509334.00	-361879.61	-454569.65
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	499026.74	338562.95	378185.07
其他		5148.03	30822.44
经营活动产生的现金流量净额	144004.57	211691.59	485298.05

附件 6 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.98	9.40	11.36	--
存货周转次数(次)	24.24	22.99	40.43	--
总资产周转次数(次)	1.47	1.41	2.17	--
现金收入比(%)	97.17	101.91	88.48	103.53
盈利能力				
营业利润率(%)	16.74	14.63	12.55	12.62
总资本收益率(%)	16.48	13.68	23.19	--
净资产收益率(%)	19.85	16.48	27.48	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	4.70	8.19	8.49	34.13
全部债务资本化比率(%)	22.58	24.96	21.07	43.66
资产负债率(%)	67.36	67.64	64.04	65.94
偿债能力				
流动比率(%)	109.47	110.53	120.25	157.62
速动比率(%)	100.73	101.96	112.77	147.80
经营现金流动负债比(%)	7.49	9.22	19.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.05	18.01	23.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.81	1.05	0.61	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.05	0.77	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.84	-1.04	10.84	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.67	3.82	7.02	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	47.49	56.21	85.05	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.44	2.12	4.85	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.00	-0.22	3.31	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
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/本期中期票据到期偿还额

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 8 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山西煤炭运销集团有限公司 2010 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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。山西煤炭运销集团有限公司如发生重大变化，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的经营管理状况及相关信息，如发现山西煤炭运销集团有限公司出现重大变化，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上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山西煤炭运销集团有限公司提供相关资料。

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。

