跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1099 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AA，评级展望为稳定，并维持“12晋煤运MTN1”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 （100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

山西煤炭运销集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名　称	额 度	存续期	本次评级结果	上次评级结果
12 晋煤运 MTN1	30 亿元	2012/4/27～2017/4/27	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	179.16	130.53	78.29	59.00
资产总额(亿元)	1327.12	1564.00	1619.71	1604.05
所有者权益(亿元)	293.18	276.99	247.09	245.08
长期债务(亿元)	808.32	638.45	575.66	659.66
全部债务(亿元)	893.55	1000.44	1027.93	975.65
营业收入(亿元)	2057.94	1576.34	516.33	56.38
利润总额 (亿元)	6.24	-13.27	-16.25	-1.11
EBITDA(亿元)	61.66	33.90	45.68	--
经营性净现金流(亿元)	-35.37	70.65	27.74	-16.54
营业利润率(%)	5.88	5.00	8.63	17.45
净资产收益率(%)	-1.67	-5.35	-8.87	--
资产负债率(%)	77.91	82.29	84.74	84.72
全部债务资本化比率(%)	75.29	78.32	80.62	79.92
流动比率(%)	243.06	84.59	61.63	68.61
全部债务/EBITDA(倍)	14.49	29.51	22.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	1.17	0.74	--
经营现金流动负债比(%)	-18.05	11.53	3.53	--

注：1. 融资租赁计入公司长期债务；2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张 钰　李 嘉
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”或“煤销集团”）的评级反映了公司作为山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一，在资源禀赋、政策支持和运销体系等方面的综合优势。联合资信同时关注到，公司债务负担重、投资收益和营业外收入等非经常性损益对利润水平影响大，以及公司资本支出和安全管理压力大等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

跟踪期内，受山西省煤炭公路销售体制改革和煤炭行业景气度下行影响，公司收入规模大幅下滑，整体盈利水平　明显减弱，连续三年出现净利润亏损，公司债务负担处于偏重水平并有持续加重趋势。

“12 晋煤运 MTN1”由晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保有效提升了公司存续期内债券的信用水平。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA+调整为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 晋煤运 MTN1”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司在煤炭资源禀赋、政策支持、运销体系等方面的综合优势大。公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出，积累了丰富的上下游客户资源。
2. 随着山西全省整合矿井及新建矿井的逐步复（投）产，公司自产煤炭业务实现快速发展。
3. 公司经营活动现金流入量对“12 晋煤运 MTN1”保障能力强。

4. 晋能集团为“12 晋煤运 MTN1”提供担保，其担保实力极强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，受山西省公路销售体制改革和煤炭行业景气下行影响，公司整体营业收入和利润总额下降显著，整体盈利水平明显减弱，连续三年出现净利润亏损。
2. 公司煤炭资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，存在一定安全及管理压力。
3. 跟踪期内，公司债务负担处于偏重水平并有持续加重趋势，EBITDA对利息支出的保障能力有所弱化。
4. 投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润水平影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西煤炭运销集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西煤炭运销集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山西煤炭运销集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西煤炭运销集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“12 晋煤运 MTN1”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西煤炭运销集团有限公司主体长期信用及“12 晋煤运 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”或“公司”）的前身为山西省煤炭运销总公司，成立于 1983 年。2007 年 7 月，经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函[2007]》批准，由山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）（持股比例 51.03%）和 11 个市国资委（持股比例合计 48.97%）共同组建。2013 年，公司与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）实行合并式重组成立晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），公司成为晋能集团全资子公司。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 101.56 亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

公司经营范围：煤炭、焦炭运输销售，投资煤炭企业开发，煤焦科技开发、技术转让，煤炭化工、煤炭发电等。

公司现有综合办公室、企业管理部、发展研究部、项目管理部、铁路煤炭销售总公司、晋煤物流总公司、审计监察部、法律事务部、人力资源部、安检局、生产技术部、机电部、基本建设部、质量检验部、资金管理中心、资本运作中心、财务管理部等职能部室。

截至 2015 年底，公司合并资产总额合计 1619.71 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 85.53 亿元）合计 247.09 亿元；2015 年公司实现营业收入 516.33 亿元，利润总额-16.25 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额合计 1604.05 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 85.10 亿元）合计 245.08 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 56.38 亿元，利润总额-1.11 亿元。

公司地址：山西省太原市开化寺街 82 号；法定代表人：王启瑞[1]。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重 f 要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发

[1] 原董事长、法定代表人刘建中被给予开除公职处分。

挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析

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

1. 行业概况

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

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

煤炭价格

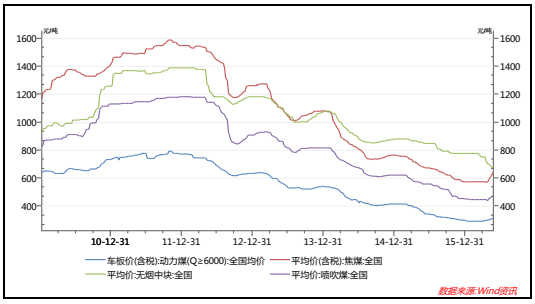
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价

格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价



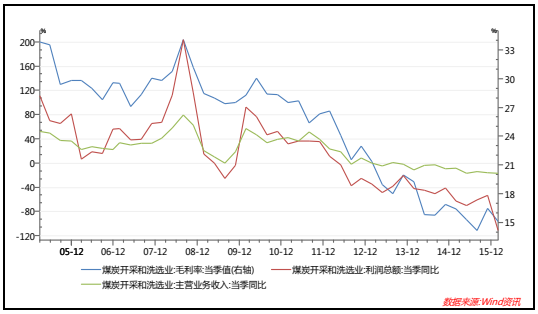
资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年和2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2.　行业关注

资源整合影响行业供给

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。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

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

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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

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

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2013年，公司与山西国电集团实行合并式重组成立晋能集团，公司成为晋能集团全资子公司。截至2016年3月底，公司注册资本101.56亿元，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 公司规模

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

在运销网络方面，公司通过建立储煤场、煤炭发运站，将煤炭收购及销售发运网络覆盖山西全省。公司拥有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。

在物流通道优势方面，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煤炭销售网络。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。

在资源整合优势方面，公司在山西省煤炭资源整合中，跻身于包括五大矿业集团在内的“5+2”资源整合主体（晋发[2009]10号文），新获得的资源储量100亿吨以上（占山西整合总量的11%），整合产能1.35亿吨，有利于公司加快转型，提升综合竞争力，实现可持续发展。公司在山西省地方煤矿的整合过程中具有独特竞争优势，主要体现在：公司与中小煤矿业务往来密切，长期形成较为紧密的关系；重组后的公司由11个地市国资委出资组建，有利于地方煤矿整合的顺利开展。

3. 政府支持

煤炭生产

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。

煤炭运销

2014年11月26日，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》（晋政发[2014]37号）（以下简称“《公路体制改革通知》”）。为顺利完成山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，《公路体制改革通知》还规定相关支持政策，包括：（1）为晋能集团补充资本金，即利用煤炭资源价款省级留成、省属企业国有资本收益金等，适当补充晋能集团国有资本金；（2）适当给予资金支持，即在三年改革过渡期内安排适当资金，支持晋能集团内部改革重组，资金由企业统筹安排使用；（3）落实其他相关优惠政策，即山西省人力资源社会保障厅、省财政厅、省民政厅等相关部门加大对企业职工就业再就业等政策支持力度，指导帮助相关市、县落实好各项资金补贴、免费服务、社会救助等相关优惠政策。

2014年12月19日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团国有资本金的通知》（晋财企[2014]141号），由山西省财政预拨17亿元补充晋能集团资本金，此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。截至2015年3月底，公司收到财政厅支付共计17亿元；2015年8月，随燃气板块划转拨付国新能源4.4亿元，公司注册资本相应减少4.4亿元；截至2016年3月底，公司注册资本金372.60亿元[2]。

2014年12月18日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团改革重组补助资金的通知》（晋财企[2014]142号），由山西省财政预拨18亿元补充晋能集团转岗职工第一年过渡期（2014年12月1日~2015年11月30日）补助，此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。资金使用采取按季度审批，按月拨付的方式。公司2015年1月收到4.5亿元，2015年4月收到13.5亿元，共计18亿元；2015年2月支付3亿元，2015年5月支付1.5亿元。

综上所述，公司规模大，运销网络发达，煤炭物流仍有较大优势。山西省实行煤炭公路

[2] 根据晋能集团2015年12月2日发布的公告，为支持晋能集团转型发展，山西省人民政府向晋能集团新增注册资本金12.6亿元。

销售体制改革，政府给予公司相应政策及资金支持，是公司未来发展的重要支撑，有利于在一定程度上降低改革对公司煤炭物流业务带来的负面影响。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

跟踪期内，公司部分高级管理人员有变动。据山西省纪委监察厅网站 2015 年 5 月 26 日消息，经山西省委批准，山西省纪委对晋能集团有限公司原董事长、党委书记刘建中严重违纪问题进行立案审查。依据《中国共产党纪律处分条例》、参照《行政机关公务员处分条例》的有关规定，经山西省纪委常委会议研究并报省委批准，决定给予刘建中开除党籍处分；经山西省监察厅报请山西省政府批准，决定给予刘建中开除公职处分。2015 年 10 月 22 日，公司发布公告称，根据山西省人民政府国有资产监督委员会《关于同意王启瑞同志兼职的批复》（晋国资党委函[2015]16 号），同意王启瑞兼任煤销集团董事长，煤销集团唯一股东晋能集团根据《中华人民共和国公司法》、《山西煤炭运销集团有限公司公司章程》作出决定，选派王启瑞为煤炭集团董事，并担任董事长职务。截至本报告发布日，相关工商变更已经完成。

七、重大事项

1. 燃气板块划转事项

2015 年 7 月 3 日，晋能集团发布公告称，2015 年 7 月 2 日，晋能集团有限公司收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函[2015]383 号），根据《通知》安排，拟将晋能集团有限公司和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给山西国新能源发展集团有限公司（下称“国新能源”）。

本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国电持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）66%的股权及山西煤销持有的山西压缩天然气有限公司（以下简称“压缩天然气”）50%的股权及山西大元新能源有限公司（以下简称“大元新能源”）51%的股权，上述被划转三公司的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系。上述划转基准日拟定为 2015 年 5 月 31 日。

截至 2015 年 5 月 31 日（未经审计），压缩天然气和大元新能源资产共计 23.71 亿元，占煤销集团总资产 1.56%；净资产共计 5.06 亿元，占煤销集团净资产 1.90%。2014 年，压缩天然气和大元新能源销售收入共计 5.45 亿元，实现利润总额 131.77 万元。2015 年 1~5 月，压缩天然气和大元新能源销售收入共计 1.96 亿元，实现利润总额共计 33.63 万元。压缩天然气和大元新能源资产、收入及利润规模占煤销集团整体比例较小，其资产划转事项对煤销集团综合偿债能力的影响小。

本次股权无偿划转的同时，国新能源一次性接受因山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，山西煤销公路煤炭管理站（含稽查电）和营业站撤销后所分流职工 38505 人中的 10000 名。山西省政府给予的财政补贴（包括资本金和人员工资保险补贴），按照 10000：38505 分配给国新能源和晋能集团。

2015 年 9 月 6 日，煤销集团发布公告称，煤销集团持有的山西压缩天然气集团有限公司 50%股权、山西煤炭运销集团大元新能源有限公司 51%股权无偿划转至国新能源，目前已完成股权工商变更登记。

本次股权划转事项将使公司丧失对燃气板块的控制权，其不再并入公司合并范围。由于合并重组事项涉及的燃气板块资产、收入及利润规模占公司整体比例较小，其划转事项对公司综合偿债能力的影响小；同时，剥离融资需

求较大的燃气产业板块业务，可减轻公司未来几年的融资压力；此外，公司剥离亏损及高负债板块，有利于集中资源发展煤炭生产和煤炭物流优势主业；随着此次股权无偿划转的推进，公司安置转岗分流人员，有利于维护职工稳定，降低人工成本。联合资信将持续关注公司债权人权益保障方案的进展情况。

2. 公司股东晋能集团资产重组事项

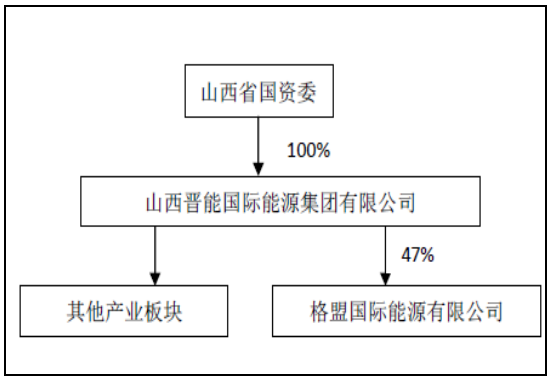
晋能集团于 2016 年 6 月 7 日发布公告，根据《山西省人民政府印发关于重组设立山西晋能国际能源集团有限公司方案的通知》（晋政函[2016]62 号）（以下简称“《重组通知》”），山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司，设立山西晋能国际能源集团有限公司。根据《重组通知》安排，本次重组设立的方式如下：

（1）山西省11个设区市国资委合计持有晋能集团有限公司35.9439%的国有股权，无偿划转由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）持有，晋能集团变更为省国资委作为出资人的国有独资公司。2016年6月17日，晋能集团发布《晋能集团有限公司关于股权变更事项的公告》，根据《山西省人民政府关于划转晋能集团有限公司股权的通知》（晋政函[2016]64号），股权变更后，省国资委将持有晋能集团100%股权，相关产权变更、工商变更手续正在办理中。

（2）省国资委以持有晋能集团100%的股权、山西国际能源集团有限公司100%的股权出资，设立山西晋能国际能源集团有限公司。晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司全部资产、业务、人员合并重组，两户企业限期注销。鉴于本次整合重组的两户企业均为国有企业，本次整合重组可不进行资产评估，省国资委将持有晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司100%的股权价值以2015年12月31日经审计的账面值作为出资依据。

（3）山西晋能国际能源集团有限公司基本框架如下：

图3 山西晋能国际能源集团有限公司基本框架图



资料来源：公司提供

截至本报告出具日，相关各方就此次资产重组事宜，正在有序开展各项工作。联合资信将持续关注晋能集团资产重组事项的进展情况，并及时揭示上述事项对煤销集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭生产、煤炭物流及非煤业务三大板块。跟踪期内，受山西省煤炭公路销售体制改革和煤炭价格继续下行影响，公司收入规模下降显著，2015 年实现营业收入 516.33 亿元，同比大幅下降 67.25%。

收入构成方面，煤炭物流业务作为公司的传统业务，跟踪期内，受公路销售体制改革影响，板块收入规模大幅下降 75.62%至 279.43 亿元，占公司营业收入比例降至 54.12%；受此影响，煤炭生产、非煤业务和其他业务占公司营业收入比重均有不同程度上升，分别为11.47%、30.66%和 3.75%。

盈利能力方面，跟踪期内，公司加强对煤炭生产成本的管控，吨煤材料和电力成本同比下降，同时职工薪酬水平同比下降，对安全费用结余较大的煤矿暂停计提安全费用，公司原煤产量较2014年基本保持稳定，2015年板块毛利率为23.75%，较上年提高3.28个百分点；作为公司传统业务，煤炭物流业务毛利率水平较

低，2015年此项业务毛利率为4.71%，同比上升0.70个百分点；2015年，公司非煤业务板块毛利率为4.59%，同比上升1.16个百分点；公司其他业务板块因收入占比小，对公司整体盈利水平影响有限。2015年公司整体毛利率为10.14%，较上年上升4.71个百分点，主要原因是跟踪期内，公司各业务板块毛利率均有所提高。

表 1　跟踪期内公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	1564.97	99.28	4.94	496.96	96.25	6.94
煤炭生产	100.03	6.34	20.47	59.23	11.47	23.75
煤炭物流	1146.28	72.72	4.01	279.43	54.12	4.71
非煤业务	318.66	20.22	3.43	158.30	30.66	4.59
2．其他业务小计	11.37	0.72	72.28	19.37	3.75	92.11
合计	**1576.34**	**100.00**	**5.43**	**516.33**	**100.00**	**10.14**

资料来源：公司审计报告

2．煤炭物流

在公路煤炭贸易方面，根据山西省经济委员会《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》（晋经能源字[2008]314 号）的精神，在山西全省范围内除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销政策，统一由煤销集团及所属市、县公司与省外用户和煤矿分别签订公路煤炭购销合同，凡未与山西煤销集团及所属市、县公司签订购销合同的煤炭，不得通过公路出省销售。根据上述文件精神，公司在山西全省公路设有 48 家出省管理站；省内各大用煤客户厂外设企业用煤管理站，公路运输煤炭没有公司的运票不得出省，省内不得入厂。除铁路运输以外，公司可以控制全省公路煤炭运输网络，其公路运输具备突出的规模优势。公司煤炭运输主要通过自有的 18 支车队和社会联营的 36 支车队共计 15000 余辆车实现。公路煤炭销售出省流向主要为河北（占 55%）、山东（占 25%）和河南（占 10%）等地。公路煤炭贸易是公司近年来收入的主要来源。

在省内，公司经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过 1 亿吨，在省外，公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。经过 30 年的发展，公司贸易物流品牌已经形成，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、资金筹集等方面有极大的优势，在通道占有、车辆整合、清洁能源通道建设等方面处于行业领先地位。

从公路物流上游客户来看，煤销集团现有生产矿井 47 座，2016 年预计产量为 7500 万吨。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作，预计年外购资源为 5000 万吨，其中山西地区预计外购 4000 万吨，省外（陕西、内蒙为主）预计外购 1000 万吨。

从煤销集团公路物流下游客户情况来看，2015 年，公司共为省内外 50 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地。主要客户为：茌平信发物资、大唐国际神头发电、太原市梗阳实业、山西兆光发电、山西阳光发电、阳城国际发电、北京京能电力燃料、山东魏桥铝电、河南孟电集团热力和漳泽发电分公司等。公司针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60 天到期结算方式，对其他各类用户实行预收款结算方式。

2014 年 11 月，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》，自 2014 年 12 月 1 日起，取消对公司及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托，停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能；取消公司监制的山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境统一调运单；撤销公司在省内的煤炭公路检查点、稽查点。同时，煤炭公路销售体制改革涉及到公司 38000 转岗人员，《公路体制改革通知》中规定对公司一线职工要做到不下岗、不减薪、不减收、不断保。

《公路体制改革通知》规定，2014 年 12 月 31 日前，省内各类公路煤炭、焦炭检查站、稽查站的岗楼、挡杆等设施要全部拆除。

表 2　公司 2014~2016 年 3 月公路物流板块综合成本、售价、利润表

年份	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
贸易量（万吨）	35612.00	9622.90	1322.90
收入（亿元）	1102.04	288.66	35.18
综合平均采购成本（元/吨）	298.87	289.58	229.80
综合平均售价（元/吨）	309.46	299.97	265.93
毛利润（元/吨）	10.59	10.39	36.13
期间费用（元/吨）	10.40	22.13	33.79
利润[3]（元/吨）	-2.20	-12.32	13.45
总利润[4]（亿元）	-7.83	-11.86	1.78

资料来源：公司提供

山西省实施了公路销售体制改革后，2015 年，受国内煤炭行业景气度处于下行趋势影响，公司煤炭公路物流板块贸易量和贸易收入同比大幅下滑。2015 年，公司煤炭公路物流板块贸易量较 2014 年大幅减少 25989.10 万吨，收入同比减少 813.38 亿元，但利润下降幅度较小，为 4.03 亿元，主要是公司公路物流业务毛利率较低所致。

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

同时，随着公司逐步深化煤炭销售体制改革，推进煤炭公路贸易物流市场化转型和政府的相关支持政策的逐步到位，公路销售体制改革对集团带来的不利影响将有望逐步减小。

3. 煤炭生产业务

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

煤炭资源储备

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 119.78 亿吨，矿井 161 座、核定产能 13135 万吨/年。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤 、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于公司庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强公司的抗风险能力。

煤炭生产

跟踪期内，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能稳步增长。2014 年以来，煤炭行业景气度下行，2015 年，公司原煤产量为 6164.56 万吨，较 2014 年基本保持稳定。2016 年 1~3 月，公司原煤产量为 1139.71 万吨。

表 3 公司近年煤炭生产情况

年度	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
原煤产量（万吨）	6175.45	6164.56	1139.71
销售收入（亿元）	100.03	59.23	9.85

资料来源：公司提供

[3] 已扣除期间费用和营业税金及附加。
[4] 已扣除期间费用和营业税金及附加。

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 2015 年底，以上两项指标分别为 100%和 94%。随着公司矿井改扩建进程的加快，煤炭生产机械化水平将会进一步提升，未来公司全部矿井的煤炭开采将实现机械化操作。受益于较高的机械化程度，近年公司安全生产指标保持较好水平。

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

由于公司兼并的矿山以中小矿井为主，仍有大量矿山需要公司投入大规模的资本及相应的管理人才进行矿井建设整改。如改造工程进行顺利，公司煤炭产能将得到逐步释放并带动公司收入及利润规模提升。

联合资信同时关注到，随着山西省煤炭资源整合进程的推进，大量整合矿井改扩建完成并逐步释放产能，预计未来三年内山西全省煤炭产能仍将保持持续增长。近年煤炭行业景气度下行，行业供需呈现阶段性供大于求，未来新增产能的有效释放在一定程度上受制于国内煤炭总体需求。

4．非煤业务

公司非煤业务包括焦炭生产及贸易、煤炭收费业务、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。其中焦炭生产及贸易的经营主体为山西省焦炭（集团）有限公司（以下简称“焦炭集团”）。

2013 年 8 月，根据山西省人民政府国有资产监督委员会《关于山西焦煤集团有限责任公司整合重组山西煤炭运销集团有限公司所属的山西焦炭（集团）有限公司有关事宜》（晋国资发[2013]24 号）的文件精神，以 2013 年 5 月 31 日为划拨基准日将焦炭集团资产无偿划拨给山西焦煤集团，焦炭集团不再并入公司合并范围；公司 2014 年后无焦炭经营业务，焦炭集团盈利能力低，对公司整体利润贡献有限。

2015 年，受宏观经济增速放缓影响，公司非煤业务实现收入 158.30 亿元，同比大幅下降 50.32%，主要是大宗商品贸易业务（如电解铜、铝棒等业务）萎缩所致；同期，公司非煤业务毛利率小幅提升至 4.59%。

5．其他业务

公司其他业务收入主要包括管理服务费收入、租赁费收入、材料销售收入、代理费收入和运费收入等收入，收入规模小，毛利率高，但对公司整体收入规模及利润规模影响不大。2015 年，公司其他业务收入合计为 19.37 亿元，同比大幅增长 70.36%，主要原因是公司收取管理服务费、租赁费等收入增加；同期，公司其他业务毛利率大幅增长至 92.11%。

6．经营效率

2015 年，受煤炭公路销售体制改革和煤炭行业景气度持续下行影响，公司营业收入和营业成本同比均大幅下降，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.50 次、5.45 次和 0.32 次，较 2014 年分别下降 14.47 个百分点、12.29 个百分点和 0.77 个百分点。

跟踪期内，公司各项经营效率指标同比有所下降，公司整体运营效率一般。

7．未来发展

公司未来投资主要集中于煤炭生产、煤炭物流板块。煤炭生产方面，截至 2016 年 3 月底，公司在建煤矿矿井 22 座，设计产能 2100 万吨/年；拟建煤矿项目 11 个，设计产能 1460 万吨/年。

物流基础设施建设方面，截至 2016 年 3 月底，公司已逐步完善物流节点，建设和运营 28 座煤炭超市、煤炭储配中心，总占地面积 6721 亩，吞吐规模达 7850 万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心 19 座，占地面积 2950

亩，吞吐规模达 4150 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 9 座，占地面积 3771 亩，吞吐规模达 3700 万吨。公司拟建设新型贸易平台，开展现代贸易物流服务，把贸易物流产业做成联系煤、电产业及市场的高效纽带。

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。

“十三五”期间，面对煤炭市场低迷、煤炭价格大幅下滑的不利局面，公司拟转变经营观念，积极寻找新的增长点，在坚持大客户战略的基础上，通过市场化贸易模式、物流服务模式和贸易融资模式，按照供应链管理理念，积极扩大物流节点运营规模、推进点对点铁路直达运输、骨干运输能力建设，促进大型发煤站和终端大客户的战略合作，以保证煤炭贸易的平稳发展。

跟踪期内，受煤炭行业景气度下行影响，公司经营活动净现金流偏低，无法满足公司现阶段的投资需求。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。短期内公司债务负担仍将保持较高水平。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年财务数据经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了为标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

2015年，公司新纳入合并范围的子公司为山西煤炭运销集团金辛达煤业有限公司、高平市凤阳墙体建材有限公司、山东兴满商贸有限公司和武乡县恒盛洗煤有限公司等14家子公司，不再纳入合并范围的公司7家，为山西压缩天然气集团有限公司、山西煤炭运销集团大元新能源有限公司、山西煤炭运销集团太原焦炭有限公司、山西煤炭运销集团太原迎泽有限公司、晋城市煤海宾馆餐饮二部、左权县盛宝物流有限公司和山西煤炭运销集团晋中华宇经贸有限公司康宁度假村。总体来看，合并报表范围的变化对公司财务数据影响较小，财务报表的可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额合计 1619.71 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 85.53 亿元）合计 247.09 亿元；2015 年公司实现营业收入 516.33 亿元，利润总额-16.25 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额合计 1604.05 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 85.10 亿元）合计 245.08 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 56.38 亿元，利润总额-1.11 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司原煤产量较 2014 年基本保持稳定，但受煤炭公路销售体制改革和煤炭价格持续下行影响，公司煤炭生产板块和煤炭物流板块业务量、收入规模均有所下降，公司整体营业收入规模同比下降明显，利润总额大幅下滑且亏损持续加大，公司整体盈利水平有所减弱。2015 年，公司实现营业收入 516.33 亿元，同比减少 67.25%；利润总额为-16.25 亿元，公司亏损较 2014 年继续扩大。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.38 亿元，利润总额-1.11 亿元。

跟踪期内，公司煤炭贸易业务仍是公司收入的主要构成，公司营业成本降幅略大于营业收入降幅，致使营业利润率同比小幅上升至 8.63%，2016 年 1~3 月，此项指标快速上升至 17.45%。

2015 年，受业务收入整体下降影响，公司销售费用和管理费用均大幅减少，财务费用较 2014 年小幅增长；同期，公司期间费用为 79.81 亿元，较上年减少 21.58%，期间费用率为

15.46%，同比大幅上升 9.00 个百分点，主要是公司营业收入降幅大于期间费用降幅所致。总体看，跟踪期内，公司期间费用控制能力有所减弱，公司期间费用控制能力尚可。

2015 年，公司营业外收入 14.25 亿元，同比大幅增长 9.42 亿元，主要是收到政府补助 12.22 亿元[5]所致。

受跟踪期内公路销售体制改革和煤炭行业景气度下行影响，公司利润总额和净利润呈下降趋势，2015 年分别为-16.25 亿元和-21.93 亿元，公司连续三年出现净利润亏损。2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.83%和-8.87%，较上年的 0.85%和-5.35%均有所下降。

综合来看，跟踪期内，受公路销售体制改革和煤炭行业景气度下行影响，公司整体营业收入和利润总额下降显著；期间费用控制能力尚可但有所弱化；公司连续三年出现净利润亏损；整体盈利能力明显减弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入量为 663.77 亿元，较上年大幅下降 66.93%，主要是受公路销售体制改革影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 62.11%至 458.68 亿元所致。2015 年公司现金收入比较上年略有上升，为 88.83%，同比提高 12.03 个百分点，公司经营获现能力一般。公司将前期支付的资源整合款计入支付其他与经营活动有关的现金，随着公司资源整合的逐步推进，公司支付其他与经营活动有关的现金有所下降，2015 年为 168.64 亿元。2015 年公司经营活动现金净流量为 27.74 亿元。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入量同比有所增长，投资活动现金流入量为 23.13 亿元，同比增长 26.84%，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金增长所致；投资活动现金流出规模较大，但随着公司资源整合及矿井改扩建工程的逐步接近完成，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金下降 17.87%至 51.84 亿元，支付其他与投资活动有关的现金主要为部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目，跟踪期内大幅下降 29.22%至 20.92 亿元。2015 年，公司投资活动产生的现金流量为净流出 56.86 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-29.12 亿元，较上年的-24.15 亿元资金需求小幅增加，公司经营活动产生的现金流无法满足现阶段的投资需求。跟踪期内，公司仍有一定的外部筹资需求。

2015 年，公司筹资活动现金流入规模同比大幅增长，为 454.08 亿元，同比增长 143.43%，主要是取得借款收到的现金增加所致；同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额为-9.30 亿元。

2016 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 40.63 亿元，现金收入比为 72.05%；公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为-16.54 亿元、-4.53 亿元和 17.18 亿元。

整体看，跟踪期内，公司收现质量一般。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。

3. 资本及债务结构

资产

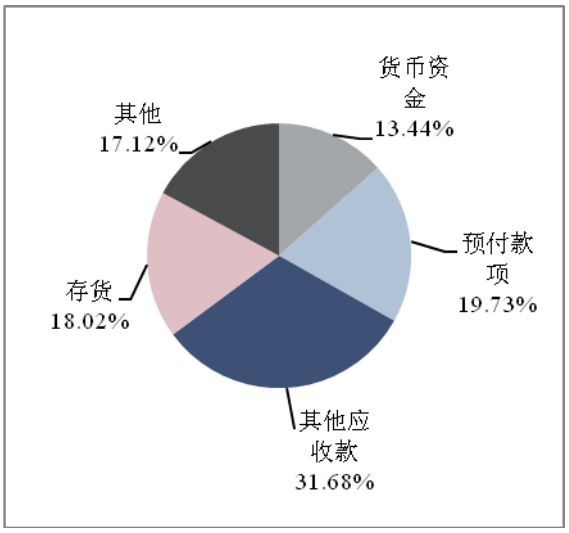
跟踪期内，公司资产总额有所增长，截至 2015 年底，公司资产总额 1619.71 亿元，同比增长 3.56%；其中流动资产占比 29.90%，非流动资产占比 70.10%，跟踪期内，公司非流动资产占比进一步增加。

截至 2015 年底，公司流动资产为 484.34 亿元，同比小幅下降 6.59%，主要是货币资金减少所致，公司流动资产主要由预付款项、其

[5] 12.22 亿元为山西省财政预拨，补充晋能集团转岗职工第一年过渡期（2014 年 12 月 1 日~2015 年 11 月 30 日）补助。

他应收款和存货构成。

图4　2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金65.11亿元，同比下降38.45%；公司应收票据合计13.18亿元，同比下降46.75%，全部为银行承兑汇票；公司应收账款为54.54亿元，同比下降18.01%，应收账款中99.75%的采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比24.85%，1~2年的占比30.27%，2~3年的占比21.29%，其余为3年以上的，公司对应收账款计提坏账13.00亿元，计提比例19.25%，计提较为充分；预付款项为95.57亿元，同比增长37.64%，主要是煤矿基建项目预付工程款增加所致；公司其他应收款期末账面余额为169.78亿元，其中53.27%采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比46.62%，1~2年的占比31.06%，2~3年的占比3.09%，其余为3年以上的，公司对其他应收款计提坏账16.33亿元，计提比例13.07%，公司其他应收款净额为153.45亿元，同比小幅下降3.98%；公司存货87.28亿元，同比小幅增长5.19%，主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，公司存货跌价准备余额0.87亿元，主要是对资质半成品及在产品和对库存商品计提的跌价准备；公司其他流动资产为14.13亿元，同比大幅增长92.25%，主要来自多缴企业所得税的增加。

截至2015年底，公司非流动资产为1135.37亿元，同比增长8.59%，以固定资产、在建工程和无形资产为主。截至2015年底，公司可供出售金融资产同比大幅下降49.01%至19.38亿元，主要是对交通银行、光大银行、盛和资源的股票等投资；公司固定资产账面原值467.98亿元，主要为房屋、建筑物、机器设备和运输工具等，累计折旧合计126.57亿元，固定资产净值为340.66亿元，同比增长15.45%；公司在建工程404.31亿元，同比增长4.43%，主要包括对王家岭煤矿及选煤厂、左权盘城岭煤业有限公司90万吨矿井技改项目增加投资等；公司无形资产246.92亿元，同比增长9.53%。

截至2016年3月底，公司资产总额为1604.05亿元，较2015年底基本保持稳定，其中流动资产占29.16%，非流动资产占70.84%，资产构成较2015年底变化不大。

总体上看，跟踪期内，公司固定资产和在建工程投资保持较大规模，公司负债规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。公司整体资产质量较好。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益同比下降，截至2015年底，公司所有者权益合计为247.09亿元（含少数股东权益85.53亿元），同比下降10.80%。截至2015年底，公司实收资本为101.56亿元；公司资本公积为8.61亿元，同比大幅增大5.42亿元；同时，受公司净利润亏损影响，公司未分配利润同比下降35.46%；公司其他综合收益为2.13亿元，为公司持有的盛和资源、交通银行、光大银行股票，按照新会计准则核算后，截至2015年12月31日市价大于成本价形成的公允价值。截至2016年3月底，公司所有者权益合计245.08亿元，较2015年底基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，受公路销售体制改革和煤炭行业景气度下行导致净利润亏损影响，公司所有者权益有所减少，公司所有者权益构

成中未分配利润占比较大，结构稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 1372.63 亿元，同比增长 6.65%，其中流动负债占 57.25%，非流动负债占 42.75%，受短期借款同比大幅增长和部分长期借款调整至一年内到期的非流动负债科目影响，公司负债结构向流动负债占比增大趋势发展。

截至 2015 年底，公司流动负债为 785.89 亿元，同比增长 28.22%，主要以应付账款、一年内到期的非流动负债、短期借款和其他应付款为主；公司短期借款为 238.07 亿元，同比大幅增长 158.55%，主要由质押借款、保证借款和信用借款构成；公司应付账款达到 109.96 亿元，同比增长 11.01%；公司预收账款 40.51 亿元，较 2014 年底基本持平，公司预收账款主要是煤炭客户的预付定金；公司其他应付款 132.21 亿元，同比增长 72.72%，主要是资源整合中未付的煤矿购买款，主要包括对阳泉耀美矿贸股份有限公司欠款和应付山西新北方集团有限公司资金款等；公司一年内到期的非流动负债为 161.77 亿元，包括一年内到期的长期借款 128.81 亿元和一年内到期的应付债券 29.98 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 586.74 亿元，较 2014 年底减少 12.96%，主要因部分长期借款调整至一年内到期的非流动负债科目所致，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券（包括“12 晋煤运 MTN1”30 亿元、“12 晋煤销债”25 亿元、“12 晋煤运 PPN003”20 亿元、“12 晋煤运 PPN004”20 亿元、“13 晋煤运债”25 亿元、“13 晋煤运 PPN001”20 亿元、“14 晋煤运 PPN001”30 亿元、“14 晋煤运 PPN002”10 亿元）构成；公司长期应付款为 64.75 亿元，同比增长 12.43%，主要系融资租赁款和采矿权资源价款。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 1358.97 亿元，较 2015 年底基本持平，负债构成较 2015 年底变化不大。

有息债务方面，跟踪期内，随着在建工程持续投入资金，公司加大了筹资力度，公司债务规模相应快速增长。2015 年公司全部债务规模为 1027.93 亿元，同比增长 2.75%，其中，长期债务占全部债务比例为 56.00%，与公司长期投资规划匹配度较好，总体看，公司债务结构较为合理。

跟踪期内，公司债务负担随着公司债务规模的快速增长而有所上升，2015 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现上升趋势，2015 年底分别为 84.74%、80.62%和 69.97%，分别较同比增加 2.46 个百分点、2.30 个百分点和 0.23 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 975.65 亿元，较 2015 年底下降 5.09%，其中，长期债务占 67.61%，短期债务占 32.39%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅降至 84.72%和 79.92%，长期债务资本化比率升至 72.91%，公司整体债务负担重。

总体看，为满足公司在建工程投资支出需要，跟踪期内，公司债务负担重，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率大幅下降，2015 年底公司两项指标分别为 61.63%和 50.52%，较 2014 年底的 84.59%和 71.05%下降明显；公司经营现金流动负债比为 3.53%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 68.61%和 55.48%，较 2015 年底指标有所反弹。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2015 年底，公司 EBITDA 提升至 45.68 亿元；受利息支出同比增长影响，公司 EBITDA 利息保护倍数为 0.74 倍，较上年的 1.17 倍有所减弱，公司 EBITDA 对利息支出的保障能力有所弱化；；全部债务/EBITDA 为 22.50 倍，较上年的 29.51 倍有所下降。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径无对外担保。

公司与山西国电重组成立晋能集团后，授信交予晋能集团集中管理。截至 2016 年 3 月底，晋能集团共获各银行授信额度 1892.91 亿元，尚未使用额度 1175.63 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据煤销集团的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10140106008158905），截至 2016 年 6 月 13 日，煤销集团对外担保中出现 6.56 亿元关注类业务，主要为山西煤炭运销集团晋中有限公司在农行的 2.86 亿元贷款、山西王家岭煤业有限公司在农行的 0.5 亿元贷款、山西煤炭运销集团太原有限公司在交行的 1.3 亿元贷款，以及山西煤炭运销集团临汾张台地方铁路有限公司在农行的 1.9 亿元贷款。公司针对上述关注类贷款提供了相关说明，主要原因是煤炭行业不景气导致的银行信用级别下调等。

此外，根据公司在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对煤炭及物流行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及公司在经营规模、业务垄断性、煤炭资源整合等方面素质的综合判断，整体看，公司综合抗风险能力较强。

十、债权保护条款分析

2013 年 7 月 5 日，晋能集团（原名为晋能有限责任公司）出具《晋能有限责任公司为山西煤炭运销集团有限公司相关债权人提供连带责任担保书（函）》，承诺为煤销集团截至 2013 年 6 月 30 日前发生但尚未兑付的公司债券、中期票据、非公开定向债务融资工具提供连带责任担保，担保期限自 2013 年 6 月 30 日起，至煤销集团各期债务融资工具分别到期日后满两年之日止，并承诺在条件成熟时，以合法且适当的方式合并重组煤销集团后，在煤销集团主体注销后承接煤销集团全部债务。

公司存续期内的债券由晋能集团提供担保。晋能集团作为担保方，其担保实力极强，能够有效提升公司存续期内债券本息偿付的安全性。

十一、担保人主体长期信用分析

晋能集团是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在原煤销集团与山西国电的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至 2016 年 3 月底，晋能集团注册资本为 372.60 亿元。

晋能集团经营范围：投资煤炭企业；煤焦科技开发、技术转让；自有房屋租赁；能源领域投资；提供煤炭信息咨询服务；煤层气投资；发电、输变电工程的技术咨询；建筑材料、金属材料（除贵稀金属）、电力设备及相关产品的采购和销售。

截至 2015 年底，晋能集团合并资产总额 2338.76 亿元，所有者权益 530.19 亿元（其中少数股东权益 130.34 亿元）；2015 年晋能集团实现营业收入 770.26 亿元，利润总额 2.31 亿元。

晋能集团由煤销集团和山西国电重组成立，煤销集团为中国最大的煤炭运销企业，山西国电为山西省政府直属的国有独资电力产业集团，山西省国有资产监督管理委员会（下称“山西省国资委”）持有晋能集团 64.06%股权，为晋能集团第一大股东和实际控制人。

在煤炭生产和运销方面，晋能集团拥有近 3 亿吨/年煤炭储装运、销售能力，煤炭年生产能力 1.39 亿吨，为中国最大的煤炭运销企业，通过建立储煤场、煤炭发运站，将煤炭收购及销售发运网络覆盖山西全省。晋能集团拥有 144 个铁路煤炭发运站（其中大列发运站 22 个），

储配煤厂 82 个。晋能集团目前已经形成覆盖全国 26 个主要省市的煤炭销售网络；铁路运销方面，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。晋能集团是山西省煤炭资源整合的主要主体之一，通过山西煤销集团兼并重组拥有矿井 448 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组办公室批复整合后拥有矿井共 165 座，占整合后山西省内七大整合主体矿井总数的约 30%。

在发电及输配电方面，晋能集团通过山西国电集团获得运营的控股和参股电厂权益装机容量1194.20万千瓦（包括已投产和在建装机）。截至2016年3月底，晋能集团已投产可控装机容量474.38万千瓦，在建可控装机容量399.22万千瓦，晋能集团参股12家电厂，权益装机容量（包括在建）1194.20万千瓦。晋能集团水电和风电等新能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。晋能集团通过山西国电集团对山西省内12家县级电业局兼并重组，拥有了配电资产，并经营配电业务。截至2016年3月底，晋能集团拥有220KV变电站6座，容量1830MVA，220KV线路248KM；110KV变电站44座，容量3472MVA，110线路1429KM；35KV变电站65座，容量786.95MVA，35KV线路1485KM。

晋能集团在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政策支持、运销体系等方面的综合优势明显。同时，内部业务架构有待整合优化、资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素也给晋能集团经营及发展带来一定负面影响。

晋能集团的成立有助于强化煤炭业务与下游电力行业衔接，未来随着自有煤炭产能的逐步释放和发电领域项目陆续完工投产后，晋能集团综合竞争力有望提升，进而巩固其行业领先地位。

晋能集团资产以非流动资产为主，整体资产质量较好，但所有权益结构稳定性一般；晋能集团债务负担偏重，但现有债务结构较为合理，与晋能集团未来投资计划匹配程度较好；受煤炭行业景气下行和煤炭公路体制改革影响，晋能集团煤炭物流贸易业务量大幅下降，晋能集团营业收入规模和盈利能力有所减弱；晋能集团在建项目投资规模大，对外部融资存在一定依赖性，整体偿债能力保持适宜水平。

晋能集团资产以非流动资产为主，整体资产质量较好；但所有权益结构稳定性一遍；晋能集团债务负担偏重，但现有债务结构较为合理，与其未来投资计划匹配程度较好。跟踪期内，受煤炭行业景气下行和煤炭公路体制改革影响，晋能集团煤炭物流贸易业务量大幅下降，营业收入规模和盈利能力有所减弱；同时，晋能集团在建项目投资规模大，对外部融资存在一定依赖性，整体偿债能力保持适宜水平。

经联合资信评定，晋能集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十二、存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续中期票据为“12 晋煤运 MTN1”，额度为 30 亿元。

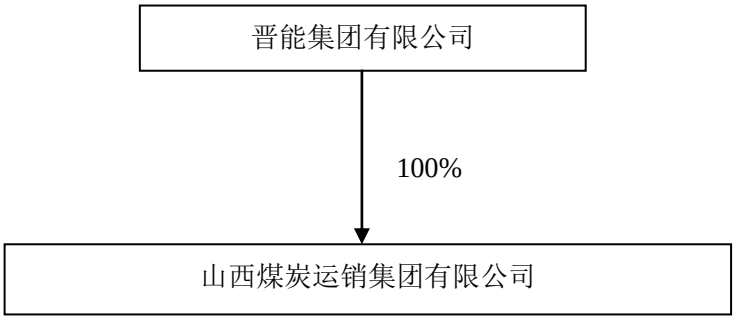
2015 年，公司经营活动现金流入量为 663.77 亿元，为存续债券金额的 22.13 倍，经营活动现金流量净额为 27.74 亿元，为存续债券金额的 0.92 倍；公司 EBITDA 为 45.68 亿元，为存续期债券金额的 1.52 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“12 晋煤运 MTN1”保障能力强。整体看，公司对存续中期票据保障能力尚可。

十三、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 晋煤运 MTN1”AAA 的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年*	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	179.16	130.53	78.29	59.00
资产总额(亿元)	1327.12	1564.00	1619.71	1604.05
所有者权益(亿元)	293.18	276.99	247.09	245.08
短期债务(亿元)	85.23	361.99	452.27	315.99
长期债务(亿元)	808.32	638.45	575.66	659.66
全部债务(亿元)	893.55	1000.44	1027.93	975.65
营业收入(亿元)	2057.94	1576.34	516.33	56.38
利润总额(亿元)	6.24	-13.27	-16.25	-1.11
EBITDA(亿元)	61.66	33.90	45.68	--
经营性净现金流(亿元)	-35.37	70.65	27.74	-16.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.65	20.97	6.50	--
存货周转次数(次)	23.97	17.74	5.45	--
总资产周转次数(次)	1.51	1.09	0.32	--
现金收入比(%)	76.97	76.80	88.83	72.05
营业利润率(%)	5.88	5.00	8.63	17.45
总资本收益率(%)	3.95	1.11	0.83	--
净资产收益率(%)	-1.67	-5.35	-8.87	--
长期债务资本化比率(%)	73.38	69.74	69.97	72.91
全部债务资本化比率(%)	75.29	78.32	80.62	79.92
资产负债率(%)	77.91	82.29	84.74	84.72
流动比率(%)	243.06	84.59	61.63	68.61
速动比率(%)	199.64	71.05	50.52	55.48
经营现金流动负债比(%)	-18.05	11.53	3.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	1.17	0.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.49	29.51	22.50	--

注：1. 融资租赁计入公司长期债务；2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置同中长期债券。