

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 985 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“08晋煤债2”、“09晋煤MTN1”、“11晋煤MTN1”及“11晋煤MTN2”的信用等级为AAA，维持“14晋煤CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



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](http://www.lhratings.com)

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 晋煤债 2	8 亿元	2008/8/14-2015/8/14	AAA	AAA
09 晋煤 MTN1	30 亿元	2009/8/13-2014/8/13	AAA	AAA
11 晋煤 MTN1	33 亿元	2011/10/26-2016/10/26	AAA	AAA
11 晋煤 MTN2	13 亿元	2011/11/3-2016/11/3	AAA	AAA
14 晋煤 CP001	10 亿元	2014/3/26-2015/3/26	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	232.13	346.66	369.73	373.54
资产总额(亿元)	1319.24	1838.74	2143.16	2265.88
所有者权益(亿元)	314.85	424.08	431.58	452.72
短期债务(亿元)	223.08	433.97	577.93	594.40
全部债务(亿元)	670.82	975.87	1187.66	1267.45
营业收入(亿元)	1051.10	1688.20	1925.95	480.49
利润总额(亿元)	54.28	37.80	15.12	1.23
EBITDA(亿元)	137.08	149.68	118.89	--
经营性净现金流(亿元)	89.70	60.56	4.47	6.10
营业利润率(%)	16.05	10.27	8.82	8.72
净资产收益率(%)	11.65	5.04	0.43	--
资产负债率(%)	76.13	76.94	79.86	80.02
全部债务资本化比率(%)	67.48	68.54	73.35	72.54
流动比率(%)	101.18	84.53	72.86	80.29
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.52	9.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.86	2.79	1.84	--
经营现金流动负债比(%)	16.65	7.33	0.44	--

注: 1. 2011~2013 年公司融资租赁款调整至长期债务;
2. 2014 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)对山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司(下称“公司”)的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业,在资源储备、产业布局、产品结构、技术装备、政府支持等方面拥有的优势;同时联合资信也关注到行业景气度对公司经营带来的压力,公司债务负担重,资本支出及安全管理压力加大对公司经营及发展带来的不利影响。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一,获得大量储备资源,跟踪期内,公司煤炭资源储量和核定产能有所增长;公司收入及资产规模持续增大,煤炭主业保持高盈利水平,煤化工业务稳步增长,产业链不断完善;受多种经营贸易规模大幅增长,公司整体毛利率有所下滑。未来随着公司煤化工、煤层气等下游产业链的不断延伸,有助于增强公司的整体抗风险能力和综合竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司AAA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“08晋煤债2”、“09晋煤MTN1”、“11晋煤MTN1”及“11晋煤MTN2”AAA的信用级别,维持“14晋煤CP001”A-1的信用级别。

优势

1. 公司所处的晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一,无烟煤资源丰富。受益于政策的支持,公司在山西省煤炭资源整合中,煤炭储量获得较大提升;公司煤炭产品结构均衡;无烟煤产品附加值高,市场竞争力强,资源优势明显。
2. 跟踪期内,公司煤炭资源储量和核定产能有所增大。

3. 跟踪期内,公司煤炭主业保持高盈利水平,煤化工业务稳步增长,产业链不断完善。公司整体收入规模稳步增长。
4. 公司受财政补贴等外部支持力度大。
5. 公司经营活动现金流入量、EBITDA 及现金类资产对存续期内债券的保护程度很高。

关注

1. 跟踪期内,受宏观经济增速减缓影响,煤炭行业出现阶段性供大于求,行业景气程度持续下滑,对公司煤炭产品价格及盈利能力造成显著负面影响。
2. 公司债务规模快速扩张,债务负担持续加重。公司经营性净现金流快速弱化,存在短期支付压力。公司近年维持较大规模对外投资支出,对外部融资存在一定依赖,未来偿还债务及对外投资规模将保持高位,公司对外融资需求预计将上升。
3. 公司 2013 年出现经营亏损,非经常损益对利润影响大。公司 2013 年调整折旧年限,影响利润总额增加 10.58 亿元。

分析师

侯煜明 郭畅

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

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）与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任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，未因山西晋城无烟煤矿业集团有限责任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晋城无烟煤矿业集团有限责任公司提供，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 12 个月内有效；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关于山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“公司”或“晋煤集团”）的前身是山西省晋城矿务局，始建于 1958 年。2000 年 8 月，经山西省人民政府晋政函[1999]113 号文批准，改制为国有独资企业，并更改为现名。晋煤集团成立后，先后进行了多次增资扩股。2002 年，根据国家经贸委国经贸投资[2002]882 号文，将煤炭安全技术改造项目的中央补助资金 12035.00 万元计入国家资本金；2004 年，根据山西省财政厅、山西省国土资源厅文件晋财企[2004]137 号文，将赵庄煤矿采矿权价款转增为晋煤集团国家资本金，新增资本 27880.04 万元。2005 年 12 月，公司完成债转股，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理公司、中国建设银行股份有限公司以及国家开发银行签署了《关于共同出资设立山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司之出资人协议》，新增资本 334104.36 万元。截至 2014 年 3 月底，公司实收资本 405163.46 万元，出资情况见表 1。公司实际控制人为山西省国资委。

表 1 公司实收资本情况

名称	出资额（万元）	占比（%）
山西省国有资产监督管理委员会	244348.72	60.31
国开金融有限责任公司	79524.64	19.63
中国信达资产管理公司	66646.20	16.45
中国建设银行股份有限公司	14643.90	3.61
合计	405163.46	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：（1）许可经营项目：工程测量；控制测量、地形测量、线路工程测量、桥梁测量、矿山测量、隧道测量、竣工测量；地籍测绘。（有效期至 2014 年 12 月 31 日）；危险货物运输（1 类 1 项），危险货物运输（2 类 1 项），危险货物运输（2 类 2 项），危险货物运输（3 类）（有效期至 2014 年 7 月 4 日）；煤炭批发经营（铁路公路经销，有效期至 2015 年 12 月 31 日）。（2）一般经营项目：项目投资；有线电视广告；职业教育和培训、职业技能鉴定；民爆物品供应；工矿物资、机电设备及配件采购、销售、租赁及维修；废旧物资收购；货物仓储；装卸服务；场地及房屋租赁；劳务输出；矿建；产品及设备进出口以及技术引进；技术开发、技术转让、技术输出、技术许可、技术服务、项目研发；电力销售、电力工程建设；养老服务业；健身娱乐；贸易进出口；物业；电力；化工。煤炭开采、煤炭洗选及深加工；道路普通货物运输；木材经营加工；煤矿专用铁路运输；甲醇、煤基合成汽油、均四甲苯混合液、液化石油气、硫磺、液氧、液氨等化工产品的生产、深加工及销售；餐饮及住宿服务；煤层气开发利用及项目建设；电力设施承装、承修、承试（三级）；林木种植、园林绿化；供电运行管理；医药、医疗服务；文化及办公用品、家用电器零售；物资采购；物流；设备租赁；技术咨询服务；计算机软硬件开发及售后服务，本企业内部通信专网运营、通信工程建设；通信设备及器材销售、电力设备的配置及器材销售；批发零售建筑材料；办公自动化设施安装及维修；水、电、暖生活废水等后勤服务。（以上仅限分支机构经营）

截至 2013 年底，公司共有全资及控股子公司 65 家、业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤电、煤气、煤机等多个业务板块。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 2143.16 亿元，合并所有者权益 431.58 亿元（含少数股东权益 195.35 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1925.95 亿元，利润总额 15.12 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2265.88 亿元，所有者权益 452.72 亿元（含少数股东权益 206.75 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 480.49 亿元，利润总额 1.23 亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；
法定代表人：贺天才。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规

模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。

市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财经[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建

立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

煤炭采选

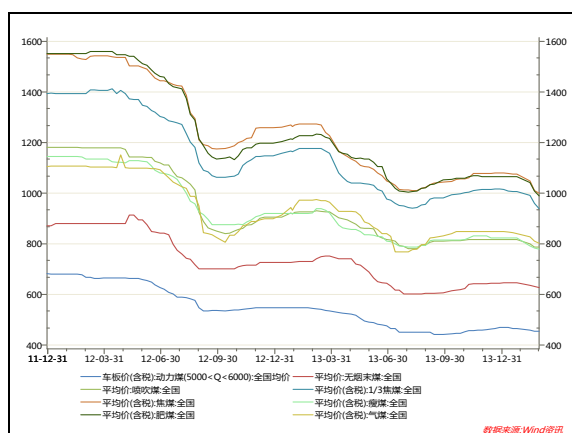
煤炭是中国重要的基础能源和原料,煤炭工业是中国重要的基础产业,在国民经济中具有重要的战略地位。

煤炭供需方面,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%。从供需形势看,2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局,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，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

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。截至2014年6月13日，全国焦煤平均价823元/吨，同比下降23.16%，较2011年同期下降45.96%。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

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需

求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

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长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配

等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

煤化工

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。2013 年中国焦炭产量 4.76 亿吨，电石产量 2234 万吨，甲醇产量 28784 万吨，均居世界前列。

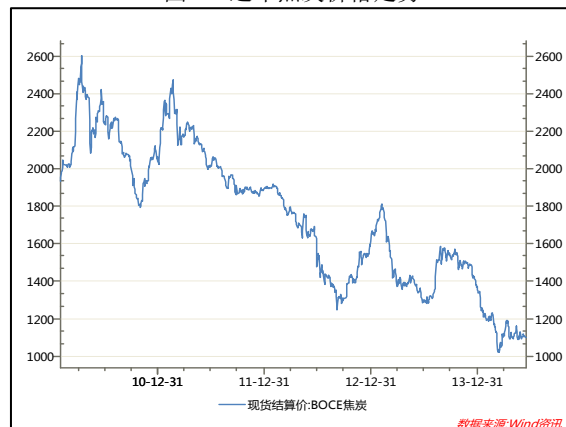
煤化工产业链较长，产品品种丰富，但从目前的技术水平看，国内煤化工的基础产品仍是焦炭，近年受原煤价格上涨及下游需求减缓影响，焦炭生产企业同时面临上下游的压力，利润空间被不断压缩。

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

钢铁行业属于强周期行业，生铁产量与宏观经济运行周期紧密相关，受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年初，焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012 年 2 月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道。截至 2012 年 11 月 7 日，价格达到年内

最低值，为 1390 元/吨，之后出现反弹，于 2013 年 2 月 6 日达到 2 年内峰值，为 1812 元/吨，随后受煤炭景气程度整体下滑影响，国内焦炭价格有所下降，截至 2013 年 12 月 31 日，价格降至 1352 元/吨。2014 年以来，景气程度持续下行导致焦炭价格持续低迷，截至 2014 年 6 月 14 日，下降至 1102 元/吨。

图 2 近年焦炭价格走势

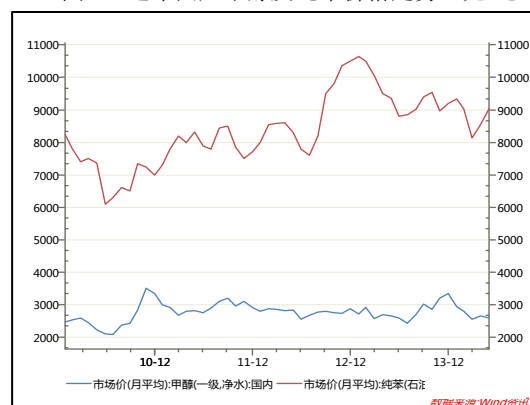


资料来源：wind 资讯

总体而言，近两年焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，主要受下游钢铁行业需求不足影响所致，焦炭企业面临的经营压力较大。

国内煤化工产业链中，目前技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。

图 3 近年国产甲醇及纯苯价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯

甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求

主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

受化工行业强周期性传导，甲醇、纯苯价格表现出一定的周期性波动，在经历了 2008 年金融危机及 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后，纯苯自 2009 年以来价格波动增长，于 2013 年 1 月达到近三年最高值，为 10650 元/吨，随后出现回落，截至 2013 年 12 月为 9200 元/吨。同期，甲醇价格近年走势相对平稳，截至 2013 年 12 月为 3350 元/吨。2014 年，甲醇、纯苯价格持续走低，截至 2014 年 5 月为 9030 元/吨和 2600 元/吨。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，随着未来石油价格的不断上涨，该行业发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

五、基础素质分析

截至 2014 年 3 月底，公司实收资本为 40.52 亿元，其中，山西省国资委出资 24.43 亿元，占 60.31%，为公司第一大股东和实际控制人。

公司是中国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一。2013 年，公司名列中国企业联合会发布的“中国企业 500 强”第 79 位，及中国煤炭工业协会发布的“中国煤炭工业企业 100 强”的第 11 位。资源储备方面，截至 2013 年底，公司煤炭资源储量 31.94 亿吨，其中，可采储量 16.54 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，

核定年生产能力 4770 万吨。公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占中国无烟煤储量的 26%。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。

跟踪期内，公司董事长由武华太先生变更为贺天才先生。公司董事长贺天才先生，1983 年 8 月参加工作历任晋城矿务局机电处技术员、租赁站工程师、机电处处长助理、副处长，王台铺矿副矿长，晋煤集团西区建设中心副主任（正处级），晋煤集团寺河矿矿长，2004 年 11 月至 2009 年 8 月任晋煤集团党委常委、总工程师、董事；2009 年 8 月至 2011 年 3 月任煤炭工业太原设计研究院院长、党委书记、山西省煤炭厅党组成员；2011 年 2 月至 2013 年 12 月任山西省科技厅厅长、党组书记；2014 年 1 月至今任晋煤集团董事长、党委书记，第十届山西省委候补委员。以上管理人员变动对公司生产经营影响小，跟踪期内，公司生产经营情况正常。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主业包括煤炭、煤化工、建材、电力、机械及多经贸易等多个领域，近年公司营业收

入持续增长，2013 年，公司实现营业总收入 1925.95 亿元，同比增长 14.08%，其中主营业务收入为 1880.70 亿元，同比增长 13.69%。2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 480.49 亿元，实现主营业务收入 469.30 亿元。

从收入结构看，公司收入主要来源于煤炭、化工及贸易业务。其中，化工业务和贸易业务是公司主要收入来源，煤炭业务是公司主要利润来源。2013 年化工业务实现收入 497.06 亿元，同比增长 1.47%，其占主营业务收入的比重为 26.43%；2013 年由于公司多种经营贸易业务大幅增长，导致贸易业务板块占主营业

务收入的比重迅速上升，为 1015.70 亿元，占主营业务收入 54.01%；受煤炭价格持续走低影响，公司煤炭业务收入比重近年呈不断下降趋势，2013 年为 279.61 亿元，占 14.87%，较上年下降 3.81 个百分点。此外，公司在电力、机械等业务收入规模相对较小，2013 年合计实现收入 16.96 亿元，收入占比 0.90%。2014 年 1~3 月，公司煤炭业务收入持续下降，为 60.03 亿元，占比 12.79%；贸易业务收入为 253.42 亿元，占比为 53.99%。

表 2 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	308.78	18.68	38.99	279.61	14.87	36.88	60.03	12.79	39.78
化工	489.85	29.61	8.26	497.06	26.43	7.91	113.23	24.13	8.60
贸易	720.47	43.55	0.68	1015.70	54.01	0.65	253.42	53.99	0.66
电力	4.92	0.30	62.00	7.24	0.38	34.39	1.34	0.28	46.61
机械	6.93	0.42	47.32	9.71	0.52	32.34	2.33	0.50	29.56
其他	123.22	7.45	13.27	71.38	3.80	34.54	38.95	8.31	15.58
合计	1654.18	100.00	11.39	1880.70	100.00	9.53	469.30	100.00	9.10

资料来源：公司提供

注：其他业务板块主要包括煤层气开采、房地产等业务。

从毛利率看，跟踪期内，公司煤炭板块依然保持较高的毛利率水平，2013 年毛利率为 36.88%，较上年略有下降；公司煤化工板块产品以尿素和甲醇为主，受上游煤炭价格上升、行业产能过剩、市场竞争激烈等多重因素影响，盈利水平持续减弱，毛利率为 7.91%；公司贸易业务盈利能力较为稳定，毛利率为 0.65%；公司其他业务以煤层气开采、房地产等业务为主，盈利能力较好但波动性较大，2013 年，公司其他业务毛利率为 34.54%，较 2012 年的 13.27%大幅上升。跟踪期内，受多种经营贸易规模大幅增长，公司主营业务整体毛利率有所下滑，为 9.53%。2014 年 1~3 月，公司主营业务整体毛利率较 2013 年下滑至 9.10%。

整体看，跟踪期内，公司煤炭、煤化工主业依然突出，发展态势良好；电力、机械等板块作为与主业相关的辅助配套产业，有助于提升公司的资源利用效率和生产效率，但对公司整体收入及利润规模影响很小；在多经贸易业务规模扩大的带动下，公司整体盈利能力有所减弱。

2. 煤炭业务

晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%。资源储备方面，截至 2013 年底，公司煤炭资源储量 31.94 亿吨，其中，可采储量 16.54 亿吨，分别较上年增长 2.62 亿吨和

1.40 亿吨，公司下辖古书院矿、王台矿、凤凰山矿、成庄矿、寺河矿、寺河矿二号井、长平矿、赵庄矿、赵庄矿二号井、岳城矿 10 对生产矿井，核定年生产能力 4770 万吨，因技改项目完成，核定年生产能力较上年增长 320 万吨。

表3 截至2013年末公司生产矿井储量、产能情况
(单位: 万吨, 年)

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	产能	2013 产量	可采年限
1	凤凰山	13315.3	4284.8	400	305.30	7
2	古书院	8328.7	1838.5	330	355.04	7
3	成庄	70277.3	40442.1	830	1010.28	25
4	寺河	77049.0	42955.1	1200	1207.78	8
5	赵庄	76183.3	37416.5	800	581.80	42
6	长平	27963.2	19135.9	500	612.75	48
7	寺河矿二号井	14161.9	8497.2	180	193.68	38
8	岳城	14898.0	6644.3	150	160.01	19
9	王台	10148.6	1999.7	260	271.73	7
10	赵庄二号井	7058.8	2137.1	120	119.49	15
合计		319384.1	165351.2	4770	4817.86	

资料来源: 公司提供

2013 年公司共生产原煤 4817.86 万吨，销售商品煤 4987 万吨，分别较上年增长 4.30% 和 7.16%。公司煤炭产销规模保持增长。

表4 近年公司煤炭产销情况 (单位: 万吨)

项目	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
原煤产量	5396	5628	1312
商品煤销量	4654	4987	1103

资料来源: 公司提供

公司生产的无烟煤为优质化工煤。2006 年，公司煤炭产品“蓝焰”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标；“蓝焰”牌无烟煤洗

中块煤被批准为“免检产品”。从公司煤炭产品结构上看，无烟块煤占煤炭总产量的 1/3 左右，并全部进行洗选，以提升产品附加值。

生产技术方面，近年来，公司综合机械化程度不断提高，自 2011 年开始达到 100.00%，2013 年百万吨死亡率为 0.053 人，全员效率 9.878 吨/工。公司作为山西煤炭资源整合主体之一，对地方煤矿兼并力度大，被兼并地方小矿受历史采掘影响，往往开采条件复杂，安全隐患较多。

联合资信关注到，煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘抱着、透水、冒顶、跑车等重大危险源，要治理这些重大危险源，必须投入大量的资金和设备，建立完善的内控制度，会推高企业的生产成本；一旦发生事故，相关的善后工作也会对企业正常生产造成一定影响。

表5 公司煤炭生产主要指标

项 目	2012 年	2013 年
原煤产量(万吨)	5395.54	5627.93
综合机械化程度(%)	100.00	92.19
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	94.55	95.80
全员效率(吨/工)	9.83	9.78
死亡率(人/百万吨)	0.073	0.053

资料来源: 公司提供

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势，产品可替代性低。公司下游客户长期保持着战略合作关系，较高的合同煤比例有助保障公司产品销路，同时，公司突出的煤质煤种优势也保证了公司煤炭产品的市场稀缺性，在近期煤炭行业景气度下行的背景下，公司煤炭销售价格下降幅度小于行业平均水平，2013 年公司煤炭平均售价为 585.45 元/吨。

表 6 公司煤炭销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
动力煤	1544	1440	315
喷吹煤	317	408	73
化工煤	1907	1877	508
其他	448	533	26
合计	4216	4258	922
均价	663.19	585.45	573.77

资料来源：公司提供

总体来看，公司煤炭板块主业地位突出，资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强。在行业景气下行时期，相对竞争优势明显，综合抗风险能力突出。

3. 煤化工业务

跟踪期内，公司煤化工产业稳步发展，2013 年实现营业收入 497.06 亿元，同比增长 1.47%；受煤炭成本上升、行业产能过剩、产品竞争激烈等因素影响，煤化工板块毛利率较低，且跟踪期内持续下滑，为 7.91%。2014 年 1~3 月，公司煤化工业务实现营业收入 113.23 亿元，毛利率为 8.60%。

中国尿素行业集中度低，企业规模普遍偏小，近年来市场竞争日趋激烈，公司通过资本运作，收购和控股十多家化肥企业（大多为原来的下游客户），产品包括尿素、甲醇、硝胺等。公司目前煤炭产能 4770 万吨/年，其中无烟块煤约占 1/3，公司全部无烟块煤均供应于化工板块，可基本保障下游化工产业的原料需求，促进下游各企业的快速发展，从而实现煤炭产业链的延伸。

近年公司成立了煤化工产业局，对化工产业进行统一管理。公司针对近年来扩张速度快，下属部分化工企业规模小、盈利弱、存在同业竞争等特点，提出了重点从技术、销售、文化等方面进行整合的思路，在技术研发环节上推动科技成果共享；在销售环节上，对产品的品牌、价格、销售区域进行全面整合，收回子公司的定价权，由集团公司划定销售半径，

并按各自子公司销售半径内市场情况进行定价，从而使公司煤化工产品获得了一定程度的定价权和竞争优势。

公司煤化工产品以尿素为主。2013 年，公司实现总氨产量为 1418.41 万吨；尿素产量为 1346.10 万吨；甲醇产量为 264.94 万吨，产量均较上年有所增长。

表 7 公司煤化工产业发展情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
总氨产量（万吨）	1335.87	1418.41	377.56
尿素	产量（万吨）	1156.85	1346.10
	均价（元/吨）	2129.14	1813.04
甲醇	产量（万吨）	235.17	264.94
	均价（元/吨）	2279.14	2238.2
主营业务收入（亿元）	489.85	497.06	113.23

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司煤化工产业稳步增长，但产品结构依然比较单一，且尿素行业面临行业性产能过剩的压力。尿素产品具有单价低、消耗量大的特点，销售半径受运输成本制约明显，未来随着公司在建煤化工产能的逐步投产，公司尿素产品可能面临一定的销售压力。

4. 其他业务

多种经营贸易方面，2011 年起，公司贸易业务收入快速增长，该类业务主要由公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团宏圣煤炭物流贸易有限公司承担，贸易品种主要包括煤炭、铁矿石、钢铁等大宗商品。贸易业务规模的快速增长对公司营业收入和经营活动现金流入量增长贡献明显，但该类业务受行业竞争激烈影响，业务毛利率低，对公司利润贡献有限，同时，也对公司整体盈利指标造成负面影响。2013 年，公司

贸易业务实现收入 1015.70 亿元，同比增长 40.98%；2014 年 1~3 月实现收入 253.42 亿元。

电力板块方面，公司现有王台热电分公司（装机容量 3×1.2 万千瓦）、成庄热电分公司（装机容量 3×0.6 万千瓦）、寺河瓦斯电站（装机容量 1.5 万千瓦）、成庄资源综合利用电厂（装机容量 5 万千瓦）和沁水晋煤瓦斯发电有限公司（装机容量 12 万千瓦），总装机容量 23.9 万千瓦，2013 年，发电 17.47 万千瓦时，实现营业收入 7.24 亿元。2014 年 1~3 月，公司所属电厂共发电 6.46 万千瓦时，实现收入 1.34 亿元。

此外，公司还经营煤层气开采、煤机制造、港口物流、建筑建材等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技能，对煤炭成套设备进行改良。主要产品有无轨胶轮车、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利能力具有不确定性。

总体看，跟踪期内，公司煤炭资源储备规模持续增大，公司煤炭产量稳步增长，煤炭主业地位突出；煤化工业务稳步增长，但同时面临着产品结构单一，市场竞争激烈的风险，盈利水平低；多经贸易业务规模呈快速增长态势，占公司主营业务收入的比重持续大幅提升，其较低的毛利率水平对公司整体盈利指标造成一定负面影响。

5. 经营效率

2013 年，公司总资产周转次数为 0.97 次，公司存货周转次数为 16.03 次，销售债权周转率为 11.87 次，指标较上年均有所下降。

整体看，跟踪期内，公司经营效率有所下降，但仍维持较好水平。

八、募集资金使用情况

公司于 2008 年 8 月 14 日发行“08 晋煤债 1”和“08 晋煤债 2”公司债券，期限分别为 5 年和 7 年。通过发行“08 晋煤债 1”和“08 晋煤债 2”公司募集资金总额 20 亿元，其中 4 亿元用于补充运营资金，4.8 亿元用于寺河矿井改扩建（二期）工程，4.5 亿元用于长平矿井技术改造项目，5.1 亿元用于 05 年煤矿安全改造项目，1.6 亿元用于 06 年煤矿瓦斯治理与利用示范工程。截至 2013 年 3 月底，寺河矿井（二期）和长平矿井全部技改完成并投产使用，05 年煤矿安全改造项目和 06 年煤矿瓦斯治理与利用示范工程已建设完成，募投资金按计划全部使用完毕。“08 晋煤债 1”公司债已于 2013 年 8 月 14 日兑付。

公司于 2009 年 8 月 13 日发行“09 晋煤 MTN1”，于 2011 年 10 月 26 日发行“11 晋煤 MTN1”，于 2011 年 11 月 3 日发行“11 晋煤 MTN2”，于 2014 年 3 月 26 日发行“14 晋煤 CP001”，合计募集资金 86 亿元，用于补充运营资金及偿还银行借款，募投资金按计划全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2011~2012 年财务报表经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计，2013 年审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

2013 年，纳入公司合并范围的子公司 65 家，其中注销和股权出售不再纳入合并报表子公司 8 家，新纳入合并范围子公司 13 家，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

晋煤集团使用的固定资产折旧年限采用《工业企业财务制度》中工业企业固定资产分类折旧年限区间的下限，折旧年限偏短，折旧率偏高，公司根据《企业会计准则》的相关规

定对部分固定资产折旧年限进行了调整,调整从 2013 年 1 月 1 日起开始执行。本次会计本更事项影响年度累计折旧总额较少数为 10.63 亿元,利润总额增加 10.58 亿元。

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额 2143.16 亿元,合并所有者权益 431.58 亿元(含少数股东权益 195.35 亿元);2013 年公司实现营业收入 1925.95 亿元,利润总额 15.12 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司(合并)资产总额 2265.88 亿元,所有者权益 452.72 亿元(含少数股东权益 206.75 亿元);2014 年 1~3 月公司实现营业收入 480.49 亿元,利润总额 1.23 亿元。

1. 盈利能力

2013 年,受公司贸易规模大幅增长影响,公司实现营业收入 1925.95 亿元,同比增长 14.10%。同期,公司营业成本增长 16.12%,略高于收入增幅。

期间费用方面,公司 2013 年期间费用率为 8.81%,跟踪期内,公司期间费用控制能力有所提高。非经常性损益方面,2013 年公司实现投资收益为 1.28 亿元,较上年增长 10.34%,但对公司利润总额影响较小。

2011~2013 年,公司营业外收入分别为 6.54 亿元、17.94 亿元和 20.78 亿元,其中政府补贴分别为 4.39 亿元、10.67 亿元和 9.88 亿元,对利润总额影响较大。2013 年,受煤炭行业整体下行影响,公司出现经营性亏损,盈利利润为-2.32 亿元,受政府补贴等多方支持力度较大影响,2013 年公司实现利润总额合计 15.12 亿元,同比下降 60.00%。

盈利指标方面,跟踪期内,公司贸易板块收入规模大幅上升,上述板块较低的毛利率导致公司营业利润率同比明显下降,2013 年为 8.82%。同期,公司净资产收益率和总资本收益率均有所下降,2013 年分别为 0.43%和 4.10%。

2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 480.49

亿元,占 2013 年全年营业收入的 24.95%,受公司贸易业务比重增加影响,营业利润率较 2013 年有所下降至 8.72%;实现利润总额 1.90 亿元。

总体看,跟踪期内,贸易板块收入规模大幅增长,成为公司新的收入增长点,但其较低的毛利率水平使得公司整体营业利润率快速下降;公司具有较好的煤质煤种优势,受煤炭行业景气下行影响,2013 年公司出现经营性亏损,同时受益于公司固定资产折旧年限调整,煤炭主业仍然保持高盈利水平,政府补助等营业外收入是公司利润的重要来源。

2. 现金流及保障

从经营活动来看,跟踪期内,公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均持续增长,2013 年分别为 1654.01 亿元和 1685.94 亿元;公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出 2013 年分别为 1364.63 亿元和 1681.47 亿元。受上述因素影响,2013 年,公司经营性现金流净额快速下降,为 4.47 亿元,较上年减少 56.09 亿元。从收入实现质量看,受应收类资产及存货规模上升影响,2013 年公司现金收入比有所下降,为 85.88%,公司收现质量一般。

从投资活动来看,跟踪期内,公司投资活动现金流出量和净流出量波动下降,2013 年分别为 184.17 亿元和-160.71 亿元,投资支出绝对金额较大,主要为购建固定资产和投资支付的现金。2013 年,公司筹资活动前现金流量净额为-156.24 亿元,随着经营活动获现能力弱化,公司外部融资压力上升。从筹资活动来看,2013 年,公司筹资性现金流入净额为 106.99 亿元,公司主要以借款形式满足公司投资支出需要。

2014 年 1~3 月,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 343.02 亿元,经营性现金净流量合计 6.10 亿元,现金收入比为 71.39%,受票据交易规模进一步扩大的影响,经营活动获现

能力进一步弱化。同期，公司投资活动现金净流出 48.77 亿元，投资规模有所下降。为满足投资需要及偿还债务，公司筹资活动现金流入量及净流入量分别为 219.73 亿元和 77.57 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力持续弱化，收入实现质量一般；同期，公司经营活动现金净流量下降明显，偿还债务及对外投资规模保持高位，公司对外融资需求预计将上升。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额合计 2143.16 亿元，同比增长 16.56%，其中流动资产占 34.44%，非流动资产占 65.56%，符合煤炭行业特点。

截至 2013 年底，公司流动资产为 738.03 亿元，同比增长 5.66%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、应收票据、其他应收款和存货构成。

截至 2013 年底，公司货币资金合计 209.81 亿元，同比下降 11.37%，其中，银行承兑汇票保证金等受限资金合计 69.78 亿元。

截至 2013 年底，公司应收票据合计 157.97 亿元，同比增长 46.46%，受宏观流动性紧缩影响，公司产品票据结算规模较往年大幅上升。公司应收票据为银行承兑汇票（占 99.60%），其余为商业承兑汇票（占 0.40%），兑现能力强。

截至 2013 年底，公司现金类资产合计 369.73 亿元，占流动资产比例为 50.10%，资产流动性良好。

截至 2013 年底，公司预付款项合计 187.94 亿元，同比增长 6.42%，随着公司矿井改扩建及资源整合的推进，工程、材料预付款有所上升。预付账款中，1 年以内的占 68.35%，1~2 年的占 22.89%，2~3 年的占 5.21%，3 年以上的占 3.55%。

截至 2013 年，公司应收账款为 30.57 亿元，受贸易增长所致同比增长 9.14%。其中，按单项计提坏账占 3.40%，且计提坏账准备合计 0.81 亿元；按账龄法计提坏账的应收账款占 96.60%，其中 1 年以内的占 78.07%，1~2 年的占 13.34%，2~3 年的占 1.76%，3 年以上的占 6.83%，账龄组合中计提坏账准备 3.68 亿元，公司整体计提坏账 4.51 亿元，计提坏账准备 12.86%，计提坏账充分。

截至 2013 年底，公司其他应收款净额合计 30.09 亿元，同比下降 4.69%，主要由地方政府、安监局应发的补贴或欠款构成。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计占 82.09%，其中 1 年以内款项的占 24.75%，1~2 年的占 12.97%，2~3 年的占 11.10%，3 年以上的占 51.18%。公司共计提坏账准备 10.08 亿元，整体计提比例为 24.65%，计提较为充分。

截至 2013 年底，公司存货账面价值合计 113.52 亿元，同比增长 8.99%，主要由原材料（占 34.10%）和库存商品（占 39.29%）构成。近年公司下属化工板块子公司随着产能扩张，库存原料煤及产成品持续增长。公司共计提存货跌价准备 0.76 亿元，计提比例 0.67%。公司库存主要为煤炭及煤化工产品，考虑到煤炭及煤化工产品价格近期价格持续下跌，公司存货跌价计提比例偏低。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 1405.13 亿元，同比增长 23.23%，主要由固定资产（占 52.03%）、在建工程（占 18.70%）和无形资产（占 24.06%）构成。2013 年底，公司固定资产账面原值为 1165.42 亿元，同比增长 20.04%，其中 115.07 亿元来自于在建工程转固，公司累计折旧为 431.80 亿元，减值准备合计 2.55 亿元，公司固定资产成新率为 62.73%，公司固定资产账面价值为 731.06 亿元；在建工程为 262.81 亿元，同比增长 12.36%，在建工程主要包括龙泉煤矿基建项目、晋开百万吨总氨项目、化工园区项目、天庆 18 万吨

合成氨及 30 万吨尿素项目等；公司无形资产为 338.11 亿元，同比增长 24.25%，主要因公司收购公司和矿山使采矿权大幅增加所致。公司投资支出大幅增长，非流动资产规模快速增长，资产构成基本保持稳定。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 2265.88 亿元，较 2013 年底增长 5.73%，增长主要来自货币资金、预付款项、在建工程及无形资产规模的增长；公司流动资产占 36.49%，非流动资产占 63.51%，资产结构较 2013 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，货币资金充足，资产流动性良好，随着在建工程的推进，固定资产及在建工程稳步增长，整体资产构成符合行业经营特点，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 431.58 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 17.15%，资本公积金占 7.81%，专项储备占 19.14%，未分配利润占 49.72%。2013 年，公司资本公积增加 1.20 亿元，主要来自山西省级煤炭可持续发展基金拨款。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 452.72 亿元，较 2013 年底增长 4.90%。

整体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 1711.58 亿元，同比增长 20.99%，其中流动负债占 59.18%，非流动负债占 40.82%，公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 1013.00 亿元，同比增长 22.59%，以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

截至 2013 年底，公司短期借款为 285.95 亿元，同比增长 21.12%。其中，信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款分别占

42.93%、46.02%、8.10%和 2.95%。

截至 2013 年底，应付账款合计 212.50 亿元，同比增长 17.44%。账龄方面，1 年（含）以内款项合计占 80.10%，1~2 年（含）的款项合计占 13.29%。公司应付账款占短期负债比例较大，主要是由公司结算方式导致，且近年来公司应付账款规模基本保持稳定，并未出现大幅波动，也未对公司正常生产造成影响。

截至 2013 年底，公司应付票据合计 140.05 亿元，同比增长 54.50%，受流动性紧缩影响，公司应付票据规模大幅增长。

截至 2013 年底，公司其他应付款合计 99.46 亿元，较上年增长 8.36%，增长主要来源于增加的资产收购款和资源整合借款。账龄方面，1 年以内的占 59.36%，1~2 年的占 13.80%，2~3 年的占 8.89%，3 年以上的占 17.95%。其他应付款中单项金额较大的款项包括资源收购款及代垫山西省交通开发投资集团有限公司工程款等。

截至 2013 年底，公司一年内到期的其他非流动资产为 151.93 亿元，其中 104.35 亿元为一年内到期的长期借款，公司短期支付压力进一步加大。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 698.58 亿元，以长期借款（占 56.81%）、应付债券（占 20.21%）和长期应付款（占 19.21%）为主，其中长期借款和长期应付款增幅明显，长期应付款中融资租赁为 71.71 亿元，其余主要是应支付的采矿权和资源整合价款。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务合计 1187.66 亿元，同比增长 21.70%，其中短期债务占 48.66%，长期债务占 51.34%，债务结构以长期债务为主。

债务指标方面，2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率两项指标分别为 79.86%和 73.35%，较上年分别增长 2.92 个百分点和 4.81 个百分点；由于公司长期债务规模快速扩大，2013 年底，公司长期债务资本化比率为 55.49%，较上年上升 1.89 个百分点，公

司 2013 年有息债务规模大幅上升，导致各项负债指标均有所上升。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 1813.17 亿元，较 2013 年底增长 5.94%，增长主要来源于长短期借款及应付债券，其中，流动负债占 56.79%，非流动负债占 43.21%，非流动负债占比较 2013 年底略有增大；公司有息债务为 1267.45 亿元，长期债务为 673.06 亿元，较上年增加 11.77%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 80.02%、72.54%和 57.05%，债务负担进一步加重。

总体看，跟踪期内，公司负债规模和息债务规模均大幅增加，公司长期债务规模快速上升，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司流动比率和速动比率 2013 年分别为 72.86%和 61.65%，跟踪期内，偿债指标持续减弱，2014 年 3 月底，两项指标分别为 80.29%和 68.21%。2013 年，公司经营现金流动负债比为 0.44%，经营活动产生的现金流净额对流动负债覆盖程度较弱；2013 年底公司现金类资产（剔除受限资金）为 299.95 亿元，为短期债务的 0.52 倍，对短期债务的保障能力一般。公司经营活动获现能力一般。整体看，公司短期偿债一般，存在短期支付压力。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司 EBITDA 有所下降，2013 年为 118.89 亿元；同期随着债务规模的迅速扩大，利息支出快速增加，EBITDA 利息倍数有所下降，2013 年为 1.84 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所上升，为 9.99 倍。整体看，跟踪期内，公司整体偿债指标有所弱化，但仍处于可控水平。

截至 2013 年底，公司对外担保余额合计 99.47 亿元，担保比率 23.05%。对外担保数额较大的主要是山西潞安矿业集团有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司等公司，

目前上述企业经营正常。总体看，公司担保比率较高，但考虑到被担保公司为国有大型煤炭企业，公司经营风险极低，公司的或有负债风险小。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 1191 亿元，其中未使用额度 552 亿元，公司间接融资渠道畅通。

在公司存续期内的债券中，“09 晋煤 MTN1”和“14 晋煤 CP001”为一年内到期债券，发行额度合计为 40 亿元；“08 晋煤债 2”、“11 晋煤 MTN1”和“11 晋煤 MTN2”为一年后到期债券，发行额度共计 54 亿元。2013 年，公司经营活动现金流入量、经营性净现金流、现金类资产（剔除受限资金）及 EBITDA 分别为 1685.94 亿元、4.47 亿元、299.95 亿元和 118.89 亿元；公司经营活动现金流入量、经营性净现金流、现金类资产（剔除受限资金）对一年内到期债券总额的保护倍数分别为 42.15 倍、0.11 倍和 7.50 倍；公司经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 分别对一年后到期债券总额的保护倍数分别为 31.22 倍、0.08 倍和 2.20 倍。总体看，公司经营活动现金流入量、EBITDA 及现金类资产对存续期内债券的保护程度很高。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（信用机构代码 G1014010100020990Q）（银行版），截至 2014 年 5 月 7 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

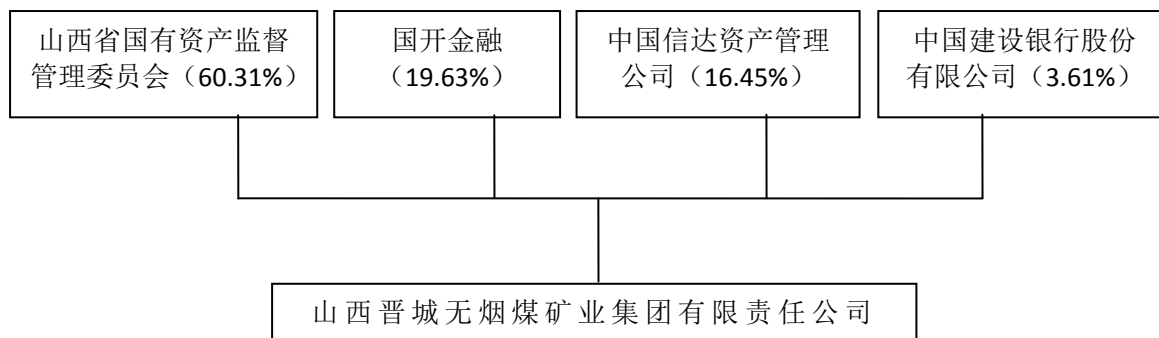
6. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、资源禀赋、产业链协同等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力极强。

十、结论

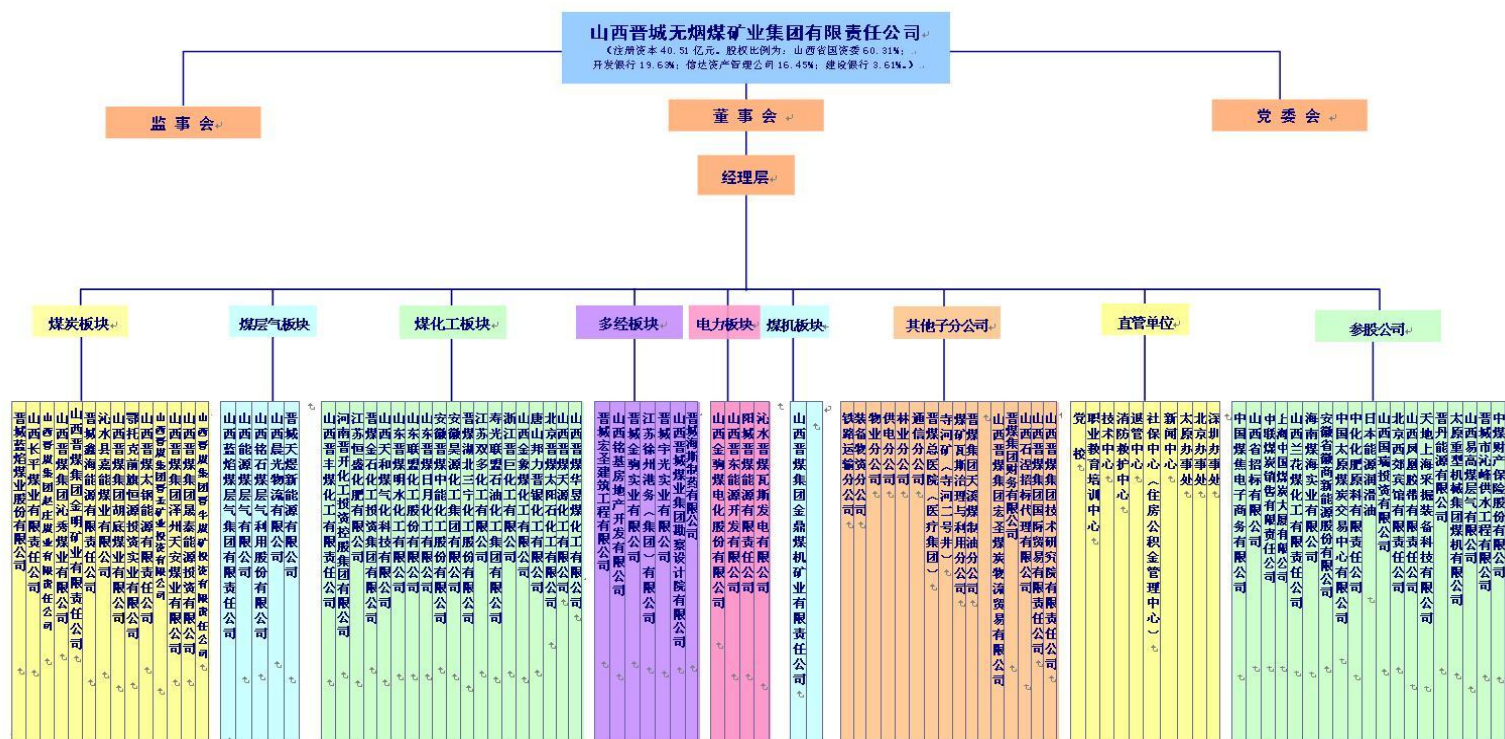
综合考虑，联合资信维持山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为为稳定，并维持“08晋煤债2”、“09晋煤MTN1”、“11晋煤MTN1”及“11晋煤MTN2”AAA的信用级别，维持“14晋煤CP001”A-1的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	232.13	346.66	369.73	373.54
资产总额(亿元)	1319.24	1838.74	2143.16	2265.88
所有者权益(亿元)	314.85	424.08	431.58	452.72
短期债务(亿元)	223.08	433.97	577.93	594.40
长期债务(亿元)	430.39	489.92	538.02	673.06
全部债务(亿元)	670.82	975.87	1187.66	1267.45
营业收入(亿元)	1051.10	1688.20	1925.95	480.49
利润总额(亿元)	54.28	37.80	15.12	1.23
EBITDA(亿元)	137.08	149.68	118.89	--
经营性净现金流(亿元)	89.70	60.56	4.47	6.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.41	13.64	11.87	--
存货周转次数(次)	11.65	16.79	16.03	--
总资产周转次数(次)	0.80	1.07	0.97	--
现金收入比(%)	89.61	95.13	85.88	71.39
营业利润率(%)	16.05	10.27	8.82	8.72
总资本收益率(%)	7.32	5.36	4.10	--
净资产收益率(%)	11.65	5.04	0.43	--
长期债务资本化比率(%)	57.75	53.60	55.49	57.05
全部债务资本化比率(%)	67.48	68.54	73.35	72.54
资产负债率(%)	76.13	76.94	79.86	80.02
流动比率(%)	101.18	84.53	72.86	80.29
速动比率(%)	87.28	71.93	61.65	68.21
经营现金流动负债比(%)	16.65	7.33	0.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.86	2.79	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.52	9.99	--

注：1. 2011~2013 年公司融资租赁款调整至长期债务；
 2. 2014 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/主营业务收入×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 主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息