跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1206 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级由AA^+调整为AA，评级展望由负面调整为稳定，并将“11山煤债/山煤暂停”信用等级由AA^+调整为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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

山西煤炭进出口集团有限公司企业债跟踪评级报告

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：负面

债项信用

名　称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 山煤债/山煤暂停	10 亿元	2011/12/06-2018/12/06	AA	AA+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16年3月
现金类资产(亿元)	82.54	74.93	114.20	102.43
资产总额(亿元)	716.16	765.84	833.55	829.89
所有者权益(亿元)	125.09	130.11	125.30	123.79
长期债务(亿元)	216.88	225.46	225.41	228.11
全部债务(亿元)	440.44	500.05	607.35	604.12
营业收入(亿元)	1272.69	1026.36	852.42	87.86
利润总额 (亿元)	7.41	-20.54	0.12	0.03
EBITDA(亿元)	30.83	9.35	30.17	--
经营性净现金流(亿元)	19.17	11.72	10.81	14.09
营业利润率(%)	3.72	3.47	3.22	6.52
净资产收益率(%)	2.05	-17.03	-6.32	--
资产负债率(%)	82.53	83.01	84.97	85.08
全部债务资本化比率(%)	77.88	79.35	82.90	82.99
流动比率(%)	104.53	95.46	88.66	88.59
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	53.50	20.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	0.37	1.06	--
经营现金流动负债比(%)	5.13	2.86	2.26	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款。

分析师

李嘉　李博文

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

山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国大型煤炭经销企业之一，具有完善的贸易网络及运输体系，在地方煤炭资源整合方面具有相对竞争优势。跟踪期内，在宏观经济增速减缓和煤炭行业不景气的背景下，公司煤炭贸易量及销售价格均有所下滑；非经常性损益对公司利润总额贡献较大，公司盈利稳定性差；公司短期债务规模迅速扩大，债务负担重。同时联合资信评估有限公司也关注到公司下属子公司涉及多起诉讼，具有一定的或有负债风险。

未来，随着整合矿井的逐步投产，公司有望扩大公司煤炭产能，增加自产煤炭在煤炭贸易总量中的比例，进而增强公司综合竞争力。

综合考虑，联合资信评估有限公司确定将公司主体长期信用等级由AA+调整为AA，评级展望由负面调整为稳定，并将“11山煤债/山煤暂停”信用等级由AA+调整为AA。

优势

1. 公司为综合性煤炭企业，经营业务多元化，涵盖煤炭贸易及金融和房地产等非煤业务，可在一定程度上分散经营风险。
2. 跟踪期内，随着公司整合矿井的逐步投产，公司煤炭储量及自有煤炭产量稳步增长，自产煤炭占煤炭贸易总量的比例有所上升。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内企业债保障能力强。

关注

1. 跟踪期内受宏观经济增速减缓及煤炭行业不景气的影响，公司煤炭贸易量及销售价格均有所下滑。
2. 跟踪期内，公司短期债务规模大幅增长，公司债务负担重。

3. 非经常性损益对公司利润总额影响较大，公司应收类款项规模大，坏账准备计提比例较低，具有一定的回收风险。
4. 公司在建工程规模较大，随其逐步转入固定资产，公司折旧费用可能进一步上升。
5. 公司下属子公司涉及多项未决诉讼，存在一定的或有负债风险。

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）与山西煤炭进出口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进出口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，未因山西煤炭进出口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进出口集团有限公司提供，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 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煤炭进出口集团有限公司主体长期信用及“11山煤债/山煤暂停”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“公司”）前身是1980年7月1日成立的山西省地方煤炭对外贸易公司；1992年经国务院批准，获得煤炭出口自营权，开始自营和代理双轨运行；1995年12月更名为山西煤炭进出口集团公司；2001年经国家批准实现了铁路运输计划单列；2003年取得煤炭内销经营权；2008年4月2日，公司整体改制为山西煤炭进出口集团有限公司；2009年完成与山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”，股票代码：600546，原名中油化建）重组，截至2016年3月底，公司持有山煤国际57.43%股份，为其第一大股东。公司为国有独资企业，山西省国有资产监督管理委员会是其唯一股东，经过多次增资，截至2016年3月底，公司注册资本为20.00亿元，实收资本为22.29亿元。

公司经营范围：煤炭、焦炭及副产品的出口业务，自营和代理除国家组织统一经营以外的商品和技术进出口业务；开展“三来一补”、进料加工业务；经营对销贸易及转口贸易。投资兴办煤炭、焦炭生产企业；煤炭、焦炭的储运、销售；外事咨询服务；房地产开发；批发零售日用百货、建材。

公司拥有中国煤炭出口专营权（中国四家、山西省唯一一家）、中国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，并被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一。截至2016年3月底，公司下设董事会办公室、办公室、组织人事处、战略发展处、法律处、企管处、信息处、审计处、财务处、投资管理处、安全生产管理处、网络技术处、行政处、车辆管理处、技术中心等职能部门（见附件1-2），拥有2个驻外机构、全资及控股子公司25个。

截至2015年底，公司合并资产总额833.55亿元，所有者权益125.30亿元（其中少数股东权益70.84亿元）；2015年公司实现营业收入852.42亿元，利润总额0.12亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额829.89亿元，所有者权益123.79亿元（其中少数股东权益69.89亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入87.86亿元，利润总额347.99万元。

公司地址：山西省太原市长风街115号，法定代表人：赵建泽。

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 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，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，较 2014 年回落 5.7 个百分点。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，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。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。

从消费、投资和进出口情况看，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；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，

同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，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。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。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；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；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。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，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。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

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。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。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

煤炭供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。

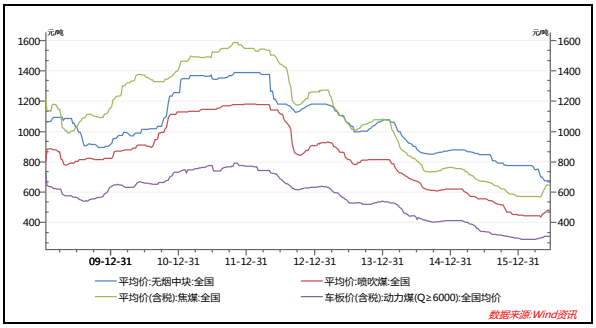
煤炭价格

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，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）均价分别为 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，同比分别下跌 27.70%、25.10%、11.54%和 28.26%，较 2013 年同期分别下跌 45.04%、46.94%、27.60%和 44.90%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 61.98%、62.98%、44.32%和 61.48%。

图1　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年，受下游钢厂逐渐恢复生产影响，煤炭需求有所提振，全国主要煤种除无烟煤（中块）外价格均有所回升，截至 2016 年 6 月 17 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 479 元/吨、643 元/吨、676 元/吨和 311 元/吨。

2. 行业政策

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 2014 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。

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. 区域经济环境

根据《2015 年山西省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算 2015 年山西省全年地区生产总值（GDP）12802.6 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.1%。其中，第一产业增加值 788.1 亿元，增长 1.0%，占生产总值的比重 6.2%；第二产业增加值 5224.3 亿元，下降 1.1%，占生产总值的比重 40.8%；第三产业增加值 6790.2 亿元，增长 9.8%，占生产总值的 53.0%。人均地区生产总值 35018 元，按 2015 年平均汇率计算为 5624 美元。

分行业看，规模以上工业企业实现主营业务收入 14393.7 亿元，下降 16.9%。其中，医药工业实现主营业务收入 171.2 亿元，增长 4.0%；煤炭工业实现 5759.7 亿元，下降 15.7%；冶金工业实现 2713.8 亿元，下降 28.6%；装备制造业实现 1479.4 亿元，下降 9.3%；电力工业实现 1458.7 亿元，下降 12.4%；食品工业实现 648.6 亿元，下降 9.4%；建材工业实现 310.2 亿元，下降 15.6%。

能源方面，全年全省一次能源生产折标准煤 7.3 亿吨，增长 0.8%；二次能源生产折标准煤 4.7 亿吨，下降 4.1%。全年向外省外输送电力 720..2 亿千瓦小时，下降 12.2%。全年全省全社会用电总量 1737.2 亿千瓦小时。其中，第一产业用电 41.0 亿千万小时，占全社会用电量的比重为 2.4%；第二产业用电 1373.3 亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 79.1%，其中工业用电 1356.5 亿千瓦小时；第三产业用电 163.0 亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 9.4%；城乡居民生活用电 159.9 亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 9.2%。

总体看，山西省经济增长略低于全国平均水平，省内规模以上工业企业收入水平总体上呈下降趋势，对区域内企业造成了一定的经营压力。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司产权状况无重大变化，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，山西省国有资产监督管理委员会是公司唯一出资人。

六、管理分析

跟踪期内，公司于 2015 年 11 月 16 日发布公告，郭海不再担任公司党委书记、董事长、董事职务，由赵建泽担任公司党委书记、董事长职务。

公司在管理体制、制度及高层管理人员等方面无其他重大变化。

七、经营分析

公司属于综合性煤炭企业，主要经营煤炭销售和生产业务，并涉及金融、房地产及农业等非煤业务。公司营业收入由煤炭业务收入（包括煤炭生产销售及进出口贸易）和非煤业务收入构成。

2015 年，公司实现营业收入 852.42 亿元，同比下降 16.95%。从收入构成来看，煤炭业务受国内经济增速减缓，公司煤炭贸易量和销售价格下降，收入规模同比下降 37.39%至 395.95 亿元，占营业收入比例下降至 46.45%；毛利率方面，2015 年公司煤炭板块毛利率为 5.97%，同比上升了 1 个百分点。非煤板块方面，跟踪期内，公司金融投资板块收入规模为 333.45 亿元，同比增长 27.39%；其他板块收入规模为

123.02 亿元，同比下降 6.97%，由于煤炭板块收入下降幅度相对较大，使得金融板块及其他板块在主营业务收入中的占比均有所提高；从毛利率来看，金融板块和其他板块毛利率分别为 1.34%和 2.60%，非煤板块跟踪期内对公司的毛利率贡献仍处于较低水平。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，是 2015 年全年主营业务收入的 10.31%，其中煤炭业务实现收入 78.96 亿元，占比为 89.87%；煤炭业务毛利率较 2015 年上升了 0.90 个百分点至 6.87%，公司整体毛利率较 2015 年上升 3.66 个百分点至 7.34%。

总体看，跟踪期内，受贸易量及销售价格下滑影响，公司煤炭板块收入大幅下降；非煤板块在金融投资板块收入的带动下实现增长；公司整体毛利率基本保持稳定。

表1　公司营业收入构成（单位：亿元、%）

板块		2014 年			2015 年			2016 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
煤炭板块		632.38	61.61	4.97	395.95	46.45	5.97	78.96	89.87	6.87
非煤板块	金融投资板块	261.75	25.50	0.47	333.45	39.12	1.34	1.34	1.53	9.68
	其他	132.23	12.89	3.65	123.02	14.43	2.60	7.55	8.60	11.74
合计		1026.36	100.00	3.65	852.42	100.00	3.68	87.86	100.00	7.34

资料来源：公司提供

煤炭业务

（1）煤炭贸易

公司煤炭贸易包括国内贸易及国际贸易两部分，在国内经济增速放缓和煤炭行业不景气的背景下，2015 年公司煤炭贸易总量（含焦炭）同比下降 30.27%至 9330.49 万吨，其中国内贸易量同比下降 30.30%至 9029.35 万吨，国际贸易量同比下降 29.49%至 301.14 万吨。国内贸易方面，国内煤炭贸易量同比下降 31.86%至 8770.34 万吨，国内焦炭贸易量同比上升 210.15%至 259.01 万吨。国际贸易方面，2015 年公司煤炭出口量为 134.21 万吨，同比下降 29.38%；同期公司煤炭进口量为 133.37 万吨，同比下降 43.74%。2016 年 1～3 月，公司煤炭贸易总量为 1747.80 万吨，其中内贸量为 1711.82 万吨，占 2015 年全年内贸量的 18.96%；外贸量为 22.98 万吨，占 2015 年全年外贸量的 7.63%。

表 2　公司煤炭运销业务情况（单位：万吨、万美元）

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
一、贸易量	**13381.52**	**9330.49**	**1747.80**
外贸量	427.10	301.14	22.98
煤炭：出口	190.05	134.21	-
进口	237.05	133.37	22.98
转口贸易	-	33.56	-
内贸量	12954.42	9029.35	1711.82
煤炭	12870.91	8770.34	1237.34
焦炭	83.51	259.01	123.74
二、进出口总额	**115323.15**	**10772.5**	**841.08**
出口金额	3567.99	4613.33	113.12
进口金额	14220.03	6159.17	727.96
转口金额	-	--	-
三、运量	**3753.08**	**2367.43**	**496.63**
煤炭运量	3097.88	2367.43	496.63
铁运	2066.06	1168.14	188.40
航运	1031.82	1199.49	308.23

资料来源：公司提供

公司主要销售产品是动力煤（电煤），来源包括自有煤矿生产和外购煤两部分；销售模式分内销模式和外销模式，内销模式全部采用自营销售方式；外销模式分为自营销售方式和代理销售方式，自营销售方式为从采购到销售所有收入、费用、利润都归属公司，代理销售主要是代理省内及省外各大矿务局的煤炭销售，

从中收取代理费。

表3 公司煤炭自有产量及采购量情况（单位：万吨）

项　　目	2014年	2015年	16年1-3月
自有煤炭产量	1725.52	2317.00	528.60
煤炭采购量	11035.07	4870.63	1001.77
合计	12760.59	7187.63	1530.37

资料来源：公司提供

煤炭内销方面，公司的煤炭产品主要销往广东、浙江、上海等沿海省份，且80%以上的内销煤销往电力行业。2015年，公司内销煤均价为391.26元/吨，同比下降9.71%；2016年1～3月，公司内销煤均价有所回升，为449.74元/吨。公司内销主要客户包括国电燃料有限公司、浙江物产电力燃料有限公司、浙江浙能富兴燃料有限公司等大型企业。

表4 公司近年煤炭销售均价情况（单位：元/吨）

项　　目	2014年	2015年	16年1-3月
煤炭出口	427.39	295.51	305.30
煤炭内销	433.35	391.26	449.74

资料来源：公司提供

煤炭出口方面，2015年，公司煤炭出口均价为295.51元/吨，同比下降30.86%。2016年1～3月，公司煤炭出口均价有所好转，为305.30元/吨。

总体上，在煤炭行业景气度持续低迷的影响下，公司煤炭贸易量有所下滑，销售均价持续走低，公司煤炭贸易经营压力有所加大。

2009年，公司作为山西省煤炭资源整合的7大主体之一，参与大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城等地煤矿资源整合，拟整合可采资源储量13.89亿吨。

表5 公司资源储量及自有煤炭产量

煤矿名称	概况	煤种	地质储量（万吨）	可采储量（万吨）	核定/计划能力（万吨/年）	实际产量（万吨）	
						2015年	16年1-3月
经坊煤业	控股	贫瘦煤	44000	23000	240	278	59
凌志达煤业	控股	无烟煤	11379	8000	150	155	30.9
铺龙湾	控股	气煤	11748	5736	120	291	59.3
霍尔辛赫	控股	贫煤	54530	23620	300	408	109.8
大平煤业	控股	贫瘦煤	6500	3327	150	130	26.4
宏远	控股	贫煤	4991	2665	120	80	13.7
长春兴	参股	长焰煤、气煤	36389.86	22150.86	240	515	117.9
韩家沟	参股	长焰煤、气煤	9280.61	4378.61	90	81	1
草垛沟	全资	不粘煤	2349.7	1106.7	60	27	2.75
河曲露天	参股	长焰煤	26063.62	23462.62	300	330	94.77
现有矿井合计			**207231.79**	**117446.79**	**1770**	**2295**	**515.52**
联合试运转煤矿	整合		39982.62	16935.62	840	22	13.01
合计			**247214.41**	**134382.41**	**2610**	**2317**	**528.53**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司已成功整合54座煤矿，形成20座主体矿井，总地质储量24.72亿吨，核定年生产能力2610万吨。在20座主体矿井中：生产矿井10座，分别为经坊、大平、凌志达、霍尔辛赫、铺龙湾、宏远、长春兴、韩家沟、草垛沟和河曲露天；过渡生产同时进行技改煤矿10座（其中新东西沟系目前股权尚

不明确，公司暂不将其纳入技改范畴[1]）。

随着公司资源整合的顺利实施及下属部分矿井在建项目投产，公司煤炭产能开始快速释放，自有煤炭产量保持稳定增长。2015 年，公司生产煤炭 2317.00 万吨，同比增长 34.28%；2016 年 1～3 月，公司煤炭产量为 528.60 万吨，为 2015 年产量的 22.81%。

总体上，随着公司整合的矿井逐渐投入生产，公司在产矿井煤炭资源储量、产能和产量均有所提升。

安全生产方面，2015 年至 2016 年 3 月底，公司未发生煤矿事故，公司原煤生产百万吨死亡率为 0，整体上公司安全生产保持良好水平。

总体看，跟踪期内，公司煤炭产量稳步增长，安全生产情况良好，未来随着公司煤炭资源整合的持续推进以及整合煤矿技改项目完成并达产，公司煤炭生产规模有望保持扩张趋势。

非煤业务

公司金融板块经营主体主要包括山煤经贸有限公司、山煤物资采购有限公司和宁波华泰贸易有限公司，主要贸易品种包括矿石、建材、机械设备等贸易，公司将该类业务暂列入金融投资板块中核算。2015 年，公司金融投资板块实现收入 333.45 亿元，同比增长了 27.39%，主要系矿石贸易收入大幅增长所致，公司金融投资板块收入中，矿石贸易占 95.74%、建材贸易占 0.26%、基金公司收入占 1.44%；2016 年起，公司大幅缩减矿石、建材、机械设备等贸易业务，未来公司金融投资板块运营主体将为子公司山煤投资集团有限公司，受此影响，2016 年 1~3 月，公司金融投资板块的收入同比大幅下降至 1.34 亿元，毛利率则大幅增长至 9.68%。

公司其他板块包括房地产、非煤大宗货物贸易、农业等。房地产方面，截至 2016 年 3 月底，公司房地产项目主要包括内蒙古香格里项目、晋阳街写字楼项目、富利达大同御东综合体项目、鑫盛联太原电机厂项目和鑫盛联大同御东新区项目，项目总投资额合计 107.23 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计投资 34.37 亿元。2016 年，公司房地产业务计划投资额为 3.30 亿元。

有色金属方面，2014 年因公司非煤贸易经营主体广东德润投资有限公司（以下简称“德润公司”）另一参股方德正资源控股有限公司业务仍处于全面停滞状态，经营受到一定影响。公司于 2014 年底成立了山煤有色金属公司，主营铜、铁等有色金属贸易，全面接管德润公司的铝业贸易业务，2015 年公司有色金属业务实现收入 75.20 亿元。

总体看，受煤炭贸易规模及价格下滑影响，公司煤炭板块收入规模降幅较大；在金融投资板块收入增长的带动下，公司非煤板块收入同比有所增长；公司整体毛利率同比基本保持稳定。

未来发展

从公司在建项目看，公司投资支出主要集中于煤矿建设项目，计划投资额为 68.68 亿元，截至 2015 年底已累计投入 64.43 亿元，未来，2016 年与 2017 年公司计划投资额分别为 9 亿元和 2.8 亿元。

表 6　公司在建项目投资进度（单位：亿元）

项目名称	总投资	15 年累计投资额	16 年计划投资	17 年计划投资
左权鑫顺煤矿建设工程项目	11.20	13.38	1.50	--
河曲旧县露天煤矿建设项目	19.64	13.94	0.50	--
蒲县万家庄煤矿建设项目	6.19	9.26	2.00	1.00
豹子沟煤矿建设工程项目	6.81	6.45	1.00	--
洪洞陆成煤业	3.65	3.80	0.50	0.30
洪洞恒兴煤业	5.61	6.90	1.00	0.50
东古城煤矿建设工程项目	8.59	6.62	0.50	--
庄子河矿井建设项目	7.00	4.09	2.00	1.00
合计	68.68	64.43	9.00	2.80

资料来源：公司提供

[1]经左云县国土局审核办理新东西沟煤矿采矿许可证的相关资料时，发现该矿与大同煤业股份有限公司燕子山矿矿区范围重叠，重叠面积约 3km^2。重叠部分资源国土部已批到同煤集团燕子山矿采矿证里。由于矿界存在重叠问题，导致无法办理新东西沟煤业有限公司的采矿许可证，省国土厅曾组织相关单位等进行过协调，到目前为止没有新进展，故不具备整合条件，无法推进。

八、重大事项

根据公司 2015 年审计报告披露，公司及其下属子公司共涉及诉讼 54 项。根据公司于 2016 年 3 月 25 日发布的公告，部分诉讼及仲裁取得的最新进展如下。

公司下属上市公司山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”）下属全资子公司山煤国际能源集团华南有限公司（以下简称“华南公司”）于 2015 年 6 月 8 日收到广东省高级人民法院送达的应诉通知书，中国光大银行股份有限公司广州分行（以下简称“光大银行广州分行”）对广州大优煤炭销售有限公司（以下简称“大优煤炭”）及华南公司提起诉讼。大优煤炭曾于 2014 年 6 月 18 日与光大银行广州分行签订《流动资金贷款合同》并取得 2.20 亿元贷款，贷款期限自 2014 年 9 月 17 日至 2015 年 9 月 16 日。华南公司曾于 2014 年 6 月 18 日与光大银行广州分行签订《保证合同》，为大优煤炭提供连带责任保证担保。大优煤炭自 2014 年 12 月起开始欠息，截至 2015 年 1 月 31 日共欠息 4609788.56 元。华南公司认为光大银行广州分行在 2015 年 4 月已将其对大优煤炭的债权转让给第三方，其并不是本案适格的诉讼主体，请求法院依法裁定驳回光大银行广州分行的起诉，本案审理程序尚未开始，诉讼结果存在不确定性。

山煤国际曾于 2014 年 6 月 27 日发布公告，公司下属全资子公司山煤煤炭进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）就与青岛德成矿业有限公司、德正资源控股有限公司、青岛亿达矿业有限公司、化隆先奇铝业有限责任公司、广南（香港）有限公司、新联国际集团有限公司合同纠纷案向山西省高级人民法院提起诉讼。山西省高级人民法院出具（2014）晋民初字第 6 号民事判决书判决青岛德成矿业有限公司、德正资源控股有限公司、广南（香港）有限公司、新联国际集团有限公司向进出口公司连带支付款项 120361906.06 美元（化隆先齐铝业有限责任公司承担连带付款责任）及人民币 352482000 元（青岛亿达矿业有限公司承担连带付款责任）。

山煤国际子公司山煤国际能源集团销售有限公司（以下简称“销售公司”）曾分别于 2014 年 3 月 18 日及 2014 年 3 月 25 日与南京汉风堂公司签订总价款为 2495 万元及 3493.5 万元的《动力煤采购合同》，同时销售公司分别与江苏弘业股份有限公司（以下简称“弘业股份”）和南京纺织品进出口股份有限公司（以下简称“南纺公司”）签订了总价款为 2500 万元和 3500 万元的《动力煤销售合同》，弘业股份与南纺公司支付预付款后均向销售公司出具了《委托付款函》，委托销售公司将预付款支付给南京汉风堂公司，南京汉风堂公司收到预付款后均未能如期供煤，构成违约。根据山煤国际于 2014 年 9 月 12 日披露的《山煤国际能源股份有限公司涉及诉讼公告》，弘业股份和南纺公司就与销售公司合同纠纷分别向南京市中级人民法院提起诉讼。2015 年 8 月 7 日，南京市中级人民法院已对上述两个案件作出一审判决，判令销售公司退还弘业股份货款 2000 万元及利息、解除与南纺公司《动力煤销售合同》并退还货款 2000 万元及利息。销售公司对上述两起诉讼一审判决不服，向江苏省高级人民法院提起诉讼。2015 年 12 月 21 日，江苏省高级人民法院就销售公司与南纺公司合同纠纷案作出二审判决，判决结果为维持原判并为终审判决，销售公司已向南京汉风堂公司进行了追索诉讼，该案件尚在审理之中；销售公司与弘业股份合同纠纷案二审程序尚未终结，诉讼结果存在不确定性。

联合资信将会持续关注公司未决诉讼的进一步发展情况。

九、募集资金使用情况

公司于2011年12月发行了“11山煤债/山煤

暂停”10亿元，截至2016年3月底，“11山煤债/山煤暂停”募集资金均按照计划使用完毕，募投项目中的五家矿井已全部完成兼并重组整合。

十、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务报表均经中审华寅五洲会计师事务所（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 2016 年 1～3 月财务报表未经审计。

2015 年公司新纳入合并范围的二级子企业为山煤有色金属有限公司 1 家，本期无不再纳入合并范围的二级子企业，公司合并范围变化对财务数据影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 833.55 亿元，所有者权益为 125.30 亿元（含少数股东权益 70.84 亿元）。2015 年公司实现营业收入 852.42 亿元，利润总额 0.12 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 829.89 亿元，所有者权益 123.79 亿元（含少数股东权益 69.89 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，利润总额 347.99 万元。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 852.42 亿元，同比下降 16.95%；同期，公司营业成本为 821.09 亿元，同比下降 16.96%；2015 年公司营业税金及附加为 3.89 亿元，同比增长 104.74%。受上述因素共同影响，公司营业利润率由 2014 年的 3.47%下降至 2015 年的 3.22%。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用合计 43.07 亿元，同比小幅下降 0.09%；同时受营业收入下降影响，公司期间费用率同比上升 0.85 个百分点至 5.05%，公司期间费用控制能力略有下降，但总体仍保持在较好水平。

图 2　2013～2016 年 3 月公司盈利情况



资料来源：根据审计报告整理

非经常性损益方面，2015年公司公允价值变动损益为13.96亿元，同比大幅增长，主要为按公允价值计量的投资性房地产及衍生金融工具产生的公允价值变动损益大幅增长所致。2015年公司实现投资收益6.15亿元，同比大幅增长，主要为权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致。

从盈利指标来看，2015年，随着公司盈利水平好转，公司总资本收益率和净资产收益率均有所改善，分别由2014年的-0.49%和-17.03%上升至1.84%和-6.32%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，同比下降 50.46%，公司利润空间受到压缩，期间费用率为 6.81%，同比增长了 2.98 个百分点，受此影响，公司利润总额同比下降 77.80%至 347.99 万元；同期，公司营业利润率为 6.52%，较上年同期下降了 2.76 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入规模有所下降，非经常性损益对公司利润水平影响较大，公司利润总额有所增长。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，受营业收入规模下降影响，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 18.23%，至 903.32 亿元，经营活动现金流入量同比下降 17.32%至 935.17 亿元。

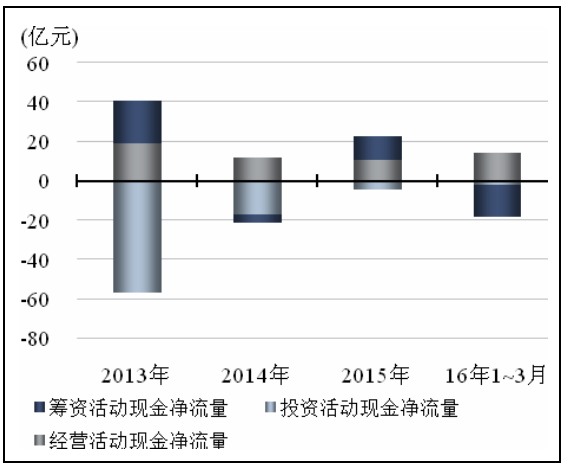
2015 年公司经营活动现金流出量为 924.35 亿元，同比下降 17.42%，下降幅度略高于经营活动现金流入量下降幅度。2015 年，公司经营活动现金流量净额同比下降 7.75%至 10.81 亿元。

从收入实现质量来看，2015 年公司现金收入比为 105.97%，同比下降了 1.66 个百分点，公司收入实现质量仍保持较好水平。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金流入量为 12.90 亿元，同比增长 116.16%，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金大幅增长所致；同期公司投资活动现金流出量为 17.59 亿元，同比降低 23.24%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。受上述因素共同影响，2015 年公司投资活动产生的现金净流出量为 4.69 亿元，同比增长 72.33%。2015 年，公司筹资活动前现金流量净额合计 6.12 亿元，公司经营活动净现金流较好地保证了公司投资活动的资金需求。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入量为477.91亿元，主要为取得借款所收到的现金；同期筹资活动现金流出量为466.09亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额由2014年-4.05亿元上升至11.82亿元。

图 3　2013～2016 年 3 月公司现金流情况



资料来源：根据审计报告整理

2016年1～3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量分别为89.53亿元和122.14亿元；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金及经营活动现金流出量分别为71.01亿元和108.05亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为14.09亿元。公司现金收入比为101.90%，较2015年底下降了4.07个百分点。公司投资活动现金流量净额为-2.22亿元，筹资活动现金流量净额为-16.27亿元。

总体看来，跟踪期内，随着营业收入和营业成本规模的下滑，公司经营活动现金流入与流出量均有所下降，经营活动现金净流量表现为净流入，能够较好地满足公司投资活动的资金需求。公司筹资活动现金流入与流出量均处于较高水平。

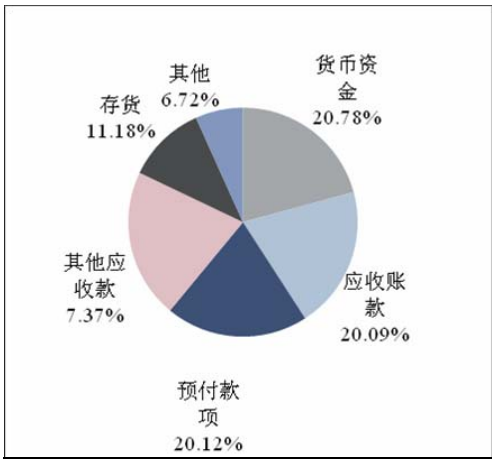
3. 资本及负债结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额合计 833.55 亿元，同比增长 8.84%，主要系货币资金、投资性房地产及固定资产规模增长所致，其中流动资产占 50.86%，非流动资产占 49.14%。截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 829.89 亿元，其中流动资产占 50.56%，非流动资产占 49.44%。

截至 2015 年底，公司流动资产 423.96 亿元，同比增长 8.48%；构成仍以货币资金（占 20.78%）、应收账款（占 20.09%）、预付账款（占 20.12%）、其他应收款（占 21.11%）和存货（11.18%）为主。

图 4　截至 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

截至2015年底，公司货币资金88.08亿元，

同比增长62.23%，主要为银行存款和其他货币资金，占比分别为56.93%和43.03%，其中受限制货币资金合计29.92亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产16.90亿元，同比大幅增长，主要是以权益投资工具为主的交易性金融资产；应收票据9.22亿元，同比下降42.62%，其中银行承兑汇票占99.67%。

截至2015年底，公司预付款项85.29亿元，同比基本保持稳定。预付款项账面余额中，账龄在1年以内的占44.64%，1～2年的占28.15%，2~3年的占7.18%，3年以上的占20.02%。公司预付款项共计提坏账准备3.68亿元，计提比例为4.14%。

截至2015年底，公司应收账款账面余额88.65亿元，同比增长7.22%。其中，按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额占15.86%，计提坏账准备为1.65亿元。按账龄分析法计提坏账的应收账款账面余额占83.31%，计提坏账准备1.80亿元，按账龄分析法计提坏帐的应收账款余额在1年以内的占58.12%，1～2年的占28.28%，2～3年的占9.76%，3年以上的占3.84%。2015年公司合计提取3.46亿元的坏账准备，计提比例3.90%，公司应收账款规模较大，且坏账准备计提比例较低，有一定的回收风险。

截至2015年底，公司其他应收款为89.50亿元，同比下降5.67%，主要是对中信澳大利亚资源有限公司、青岛德诚矿业有限公司、中钢国际澳门离岸商业服务有限公司、中煤科技集团有限公司等的其他应收款。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额占比为27.68%，从账龄结构看来，1年以内的占30.02%，1～2年的占22.89%，2～3年的占15.57%，3年以上的占33.52%，公司其他应收款账龄偏长。公司共计提11.15亿元坏账准备，整体计提比例为11.08%。

截至2015年底，公司存货为47.39亿元，同比下降11.88%。存货构成主要为库存商品（产成品），占比为66.32%。公司共计提存货跌价准备3.64亿元，计提比例为7.13%。存货年末含借款费用资本化金额5.95亿元，其中山煤房地产开发有限公司2.08亿元、控股子公司内蒙古晟基置业有限公司存货年末余额中含有借款费用资本化金额为0.92亿元、全资孙公司山煤集团大同富利达房地产开发有限公司0.86亿元、全资三级子公司山西鑫盛联房地产开发有限公司2.08亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司流动资产合计419.58 元，较 2015 年底下降 1.03%，其中以货币资金（占 19.87%）、应收账款（占 21.20%）、预付款项（占 21.21%）、其他应收款（占 21.42%）和存货（占 11.26%）为主。

截至2015年底，公司非流动资产为409.60亿元，同比增长9.22%，主要源自固定资产、投资性房地产和长期股权投资的增长，主要构成以投资性房地产（占9.71%）、固定资产（占30.20%）、在建工程（占25.97%）和无形资产（占26.27%）为主。

截至2015年底，公司投资性房地产39.76亿元，同比增长30.32%，主要系按公允价值计量的投资性房地产公允价值上升所致，构成方面均为房屋、建筑物。

截至 2015 年底，公司固定资产净额 123.68亿元，同比增长 17.06%，主要来自房屋、建筑物的增长；构成方面，房屋及建筑物占 62.45%，机器设备占 21.98%，运输工具占 13.82%。近年来，公司不断加大固定资产的定期检修、维护保养和更新力度，原固定资产折旧年限不能准确反映公司资产的实际使用情况，公司于 2014年对固定资产折旧年限做出如下调整。

表 7 公司固定资产折旧年限变更

固定资产类别	变更前折旧年限（年）	变更后折旧年限（年）
房屋及建筑	8~30	20~40
机器设备	5~15	12~20
运输工具	8	10~32
其他	5~15	8~15

资料来源：根据审计报告整理

截至 2015 年底，公司在建工程 106.38 亿元，同比增长 3.35%，主要源自河曲旧县露天煤业有限公司、鑫顺煤矿整合系统工程、豹子沟矿井整合工程等项目的投资增长，公司在建工程规模较大，随着在建工程逐步转入固定资产，公司折旧费用可能进一步增加。

截至 2016 年 3 月底，公司非流动资产合计 410.31 亿元，较 2015 年底增长了 0.17%。构成仍以投资性房地产（占 9.69%）、固定资产（占 29.94%）、在建工程（占 26.32%）、无形资产（占 26.09%）为主，资产构成保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构基本保持稳定；公司货币资金规模大幅增长，但受限比例较大，资产流动性质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 125.30 亿元，同比下降 3.70%，主要系未分配利润及少数股东权益下降所致。截至 2015 年底，归属于母公司所有者权益为 54.45 亿元，其中实收资本占 40.94%、资本公积占 59.32%、盈余公积占 1.77%、未分配利润占-35.79%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计为123.79亿元，较2015年底下降1.20%。截至2016年3月底，归属于母公司的所有者权益为53.90亿元，其中实收资本占41.36%、资本公积占59.38%、盈余公积占1.78%、未分配利润占-37.18%。

总体看，跟踪期内，受利润总额亏损的影响，公司所有者权益规模有所下降，未分配利润波动较大，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债总额708.26亿元，同比增长11.41%，其中流动负债占67.52%，非流动负债占32.48%，公司流动负债占比同比增长了3.12个百分点。

截至2015年底，公司流动负债478.18亿元，同比上升16.80%，主要系短期借款大幅增长所致；构成方面，公司流动负债以短期借款（占60.96%）、应付票据（占12.89%）、应付账款（占9.31%)、预收款项（占5.21%）和一年内到期非流动负债（占6.03%）为主。

截至2015年底，公司短期借款291.48亿元，同比增长58.56%，增长主要来自于信用借款；应付票据61.63亿元，同比增长14.99%，全部为银行承兑汇票；应付账款44.52亿元，同比下降39.00%，其中账龄在1年以内的占55.57%,1~2年的占19.50%，2~3年的占11.84%，3年以上的占13.10%；预收款项24.89亿元，同比下降26.61%，其中账龄在1年以内的占46.56%，1年以上的占比为53.44%；其他应付款11.51亿元，同比下降22.16%，主要为应付货款和资源价款下降所致；一年内到期的非流动负债为28.83亿元，同比下降22.21%，其中一年内到期的长期借款占37.67%，一年内到期的应付债券占52.03%，一年内到期的长期应付款占10.27%。

截至2015年底，公司非流动负债为230.08亿元，同比增长1.66%，主要源自应付债券的增长，非流动负债主要由长期借款（占42.28%）、应付债券（占50.92%）和长期应付款（占4.88%）构成。

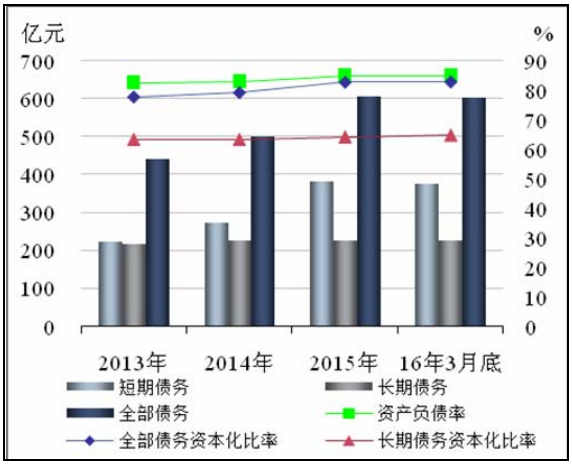
截至2015年底，公司长期借款为97.27亿元，同比下降35.50%，主要由信用借款和保证借款构成；应付债券117.15亿元，同比增长80.23%，系公司2015年新发行的面值共计67.30亿元的非公开定向债务融资（PPN），另外公司本年度偿还了共计10亿元的2012年度第一、二期非公开定向债务融资，公司将15亿元应付债券重分类至一年内到期的非流动负债；长期应付款11.22亿元，同比增长14.49%，其中应付融资租赁款12.35亿元，已调入公司长期债务。

截至2016年3月底，公司负债合计706.11亿元，较2015年底下降0.30%，其中流动负债占67.07%，非流动负债占32.93%。公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司全部债务为 607.35 亿元，同比增长 21.46%，主要系短期借款增长所致。从债务结构来看，公司短期债务占比逐年

上升，2015 年底进一步上升至 62.89%。债务指标方面，受公司债务规模增加和所有者权益规模下降影响，2015 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均有所上升，分别为 84.97%、82.90%和 64.27%，同比分别上升 1.96、3.55 和 0.86 个百分点，公司债务负担有所加重。

图 5　2013～2016 年 3 月公司债务情况



资料来源：根据审计报告整理

截至2016年3月底，公司全部债务604.12亿元，较2015年底小幅下降0.53%，其中短期债务占62.24%，长期债务占37.76%，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85.08%、82.99%和64.82%，公司债务负担较2015年底进一步加重。

总体看，跟踪期内，短期借款大幅增长，公司流动负债占比及短期债务占比均有所上升，同时受所有者权益规模下降的影响，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有所上升，公司债务负担进一步加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 88.66%和 78.75%，较上年分别下降 6.80 个百分点和 3.58 个百分点；2016 年 3 月底，两项指标分别为 88.59%和 78.61%。2015 年，公司经营现金流动负债比为 2.26%，经营活动现金流量净额对流动负债保护能力较弱。截至 2015 年底，公司现金类资产合计 114.20 亿元，其中受限资金为 29.92 亿元，扣除受限资金后，为同期短期债务的 0.22 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2015 年公司 EBITDA 合计 30.17 亿元，同比增长 222.67%，导致 EBITDA 利息保护倍数从 2014 年的 0.37 倍上升至 1.06 倍；同期，全部债务/EBITDA 由 2014 年的 53.50 倍下降至 20.13 倍。综合来看，公司整体偿债能力有所提高，但仍然较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 588.22 亿元，其中未使用额度为 216.87 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司下属子公司山煤国际（股票代码：SH.600546）为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：B201606150141056153），截至 2016 年 6 月 15 日，公司存在 1 笔已结清的关注类贷款信息记录，公司在公开市场发行债务融资工具履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司拥有中国煤炭出口专营权、中国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列资格，是中国大型煤炭经销企业之一。近年来，公司在稳步推进煤炭贸易业务，积极拓展非煤产业的同时，通过兼并重组地方煤矿，使煤炭资源储量和原煤生产能力得以增加。总体看，公司抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力

“11 山煤债/山煤暂停”发行规模为 10 亿元，期限为 7（5+2）年，到期日为 2018 年 12 月 6 日。本期债券附投资人选择回售、上调票面利率两项特殊条款，投资者有权选择在本期

债券第 5 年期满时将所持的全部或部分债权（以 1000 元人民币为一个回售单位，回售金额必须是 1000 元的整数倍）按面值回售公司或选择继续持有本期债券；公司有权决定在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率，上调幅度为 0 至 100 个基点，其中一个基点为 0.01%。2015 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 935.17 亿元、10.81 亿元和 30.17 亿元，分别为本期债券的 93.52 倍、1.08 倍和 3.02 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力强。

十二、结论

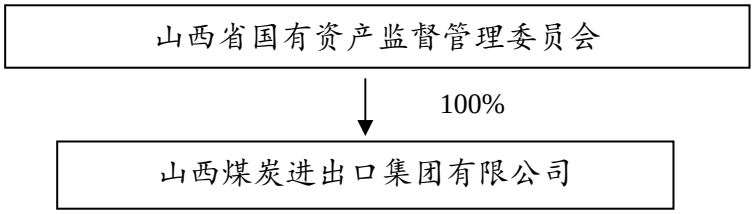
公司作为中国大型煤炭经销企业之一，具有完善的贸易网络及运输体系，在地方煤炭资源整合方面具有相对竞争优势。

跟踪期内，在宏观经济增速减缓和煤炭行业不景气的背景下，公司煤炭贸易量及销售价格均有所下降，受此影响，公司煤炭板块收入规模有所下滑，致使公司整体收入水平下降；非经常性损益对公司利润总额贡献较大，公司盈利稳定性差；公司短期借款大幅增长，导致债务结构中短期债务占比有所上升，全部债务规模持续扩大，公司债务负担重；公司下属子公司涉及多起诉讼，公司存在一定的或有负债风险。

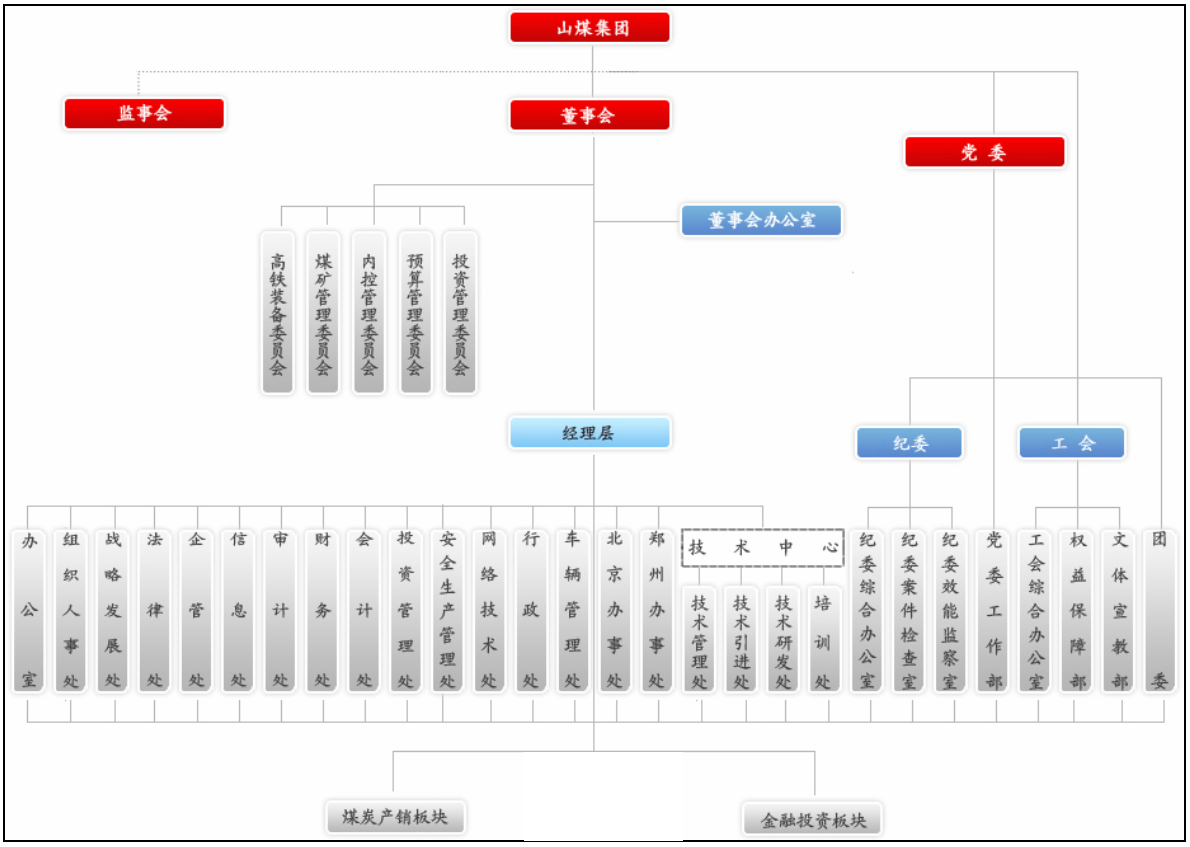
未来，随着整合矿井的逐步投产，公司有望扩大公司煤炭产能，增加自产煤炭在煤炭贸易总量中的比例，进而增强公司综合竞争力。

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AA，评级展望由负面调整为稳定，并将“11 山煤债/山煤暂停”信用等级由 AA^{+}调整为 AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	82.54	74.93	114.20	102.43
资产总额(亿元)	716.16	765.84	833.55	829.89
所有者权益(亿元)	125.09	130.11	125.30	123.79
短期债务(亿元)	223.57	274.59	381.94	376.01
长期债务(亿元)	216.88	225.46	225.41	228.11
全部债务(亿元)	440.44	500.05	607.35	604.12
营业收入(亿元)	1272.69	1026.36	852.42	87.86
利润总额(亿元)	7.41	-20.54	0.12	0.03
EBITDA(亿元)	30.83	9.35	30.17	--
经营性净现金流(亿元)	19.17	11.72	10.81	14.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.53	9.43	8.98	--
存货周转次数(次)	19.03	16.80	16.23	--
总资产周转次数(次)	1.77	1.39	1.07	--
现金收入比(%)	96.69	107.63	105.97	101.90
营业利润率(%)	3.72	3.47	3.22	6.52
总资本收益率(%)	2.95	-0.49	1.84	--
净资产收益率(%)	2.05	-17.03	-6.32	--
长期债务资本化比率(%)	63.42	63.41	64.27	64.82
全部债务资本化比率(%)	77.88	79.35	82.90	82.99
资产负债率(%)	82.53	83.01	84.97	85.08
流动比率(%)	104.53	95.46	88.66	88.59
速动比率(%)	87.44	82.33	78.75	78.61
经营现金流动负债比(%)	5.13	2.86	2.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	0.37	1.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	53.50	20.13	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款。

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　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。