跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1142 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定,并维持“11 山煤债/山煤暂停”、“12 晋煤集 MTN1”和“14 山煤 MTN001”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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	发行额度	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
12 晋煤集 MTN1	10 亿元	2012/12/06-2017/12/06	AA	AA
14 山煤 MTN001	10 亿元	2014/03/19-2019/03/19	AA	AA

注 1:“11 山煤债/山煤暂停”已于 2016 年 12 月 6 日回售 5.52 亿元，转售 3.30 亿元，目前存续余额为 7.78 亿元。

注 2:2014 年 5 月 9 日起，因公司连续两年亏损，“11 山煤债”暂停在上海证券交易所上市，更名为“山煤暂停”。

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17年3月
现金类资产(亿元)	74.93	114.20	116.68	140.62
资产总额(亿元)	765.84	833.55	811.45	839.62
所有者权益(亿元)	130.11	125.30	121.81	121.32
长期债务(亿元)	225.46	225.41	261.50	273.38
全部债务(亿元)	500.05	607.35	605.78	612.61
营业收入(亿元)	1026.36	852.42	550.12	120.99
利润总额 (亿元)	-20.54	0.12	1.90	0.15
EBITDA(亿元)	9.35	30.17	35.09	--
经营性净现金流(亿元)	11.72	10.81	52.28	30.89
营业利润率(%)	3.47	3.22	7.37	7.19
净资产收益率(%)	-17.03	-6.32	-0.63	--
资产负债率(%)	83.01	84.97	84.99	85.55
全部债务资本化比率(%)	79.35	82.90	83.26	83.47
流动比率(%)	95.46	88.66	93.54	102.15
全部债务/EBITDA(倍)	53.50	20.13	17.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	1.06	1.20	--
经营现金流动负债比(%)	2.86	2.26	12.36	--

注: 2017 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

李博文　张　超

邮箱：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）

网址：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，公司非煤贸易收入规模大幅下降，煤炭生产板块在市场回暖的带动下毛利率有所提升，公司整体盈利水平有所改善，同时公司经营活动获现能力也大幅提高；另一方面，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；公司短期债务占比有所下降，但整体债务负担仍较重；公司下属子公司涉及多起诉讼，或对公司未来盈利水平造成一定影响。

未来，随着整合矿井的逐步投产，公司有望扩大煤炭产能，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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”AA的信用等级。

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，有利于公司盈利水平的提升。
3. 公司经营活动现金流、EBITDA及现金类资产对存续债券保障能力较强。

关注

1. 煤炭行业仍处于产能过剩状态，公司未来收入利润水平依赖于煤炭价格走势。
2. 公司债务规模大，整体债务负担很重。
3. 跟踪期内，公司处置七家子公司产生了较大规模的当期损益，非经常性损益对公司

利润总额影响较大。

4. 公司下属子公司涉及多项未决诉讼，且涉及金额较大，未来或对公司整体盈利情况造成一定影响。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西煤炭进出口集团有限公司跟踪评级报告

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”、“12晋煤集MTN1”、“14山煤 MTN001”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2017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2017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2017年3月底，公司下设办公室、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2016年底，公司合并资产总额811.45亿元，所有者权益121.81亿元（其中少数股东权益74.89亿元）；2016年公司实现营业收入550.12亿元，利润总额1.90亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额839.62亿元，所有者权益121.32亿元（其中少数股东权益75.90亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入120.99亿元，利润总额0.15亿元。

公司地址：山西省太原市长风街115号，法定代表人：赵建泽。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司分别于2011年12月、2012年12月和2014年3月发行了“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”发行额度均为10亿元，将分别于2018年12月、2017年12月及2019年3月到期。其中“11山煤债/山煤暂停”期限为7（5+2）年，在其存续期第五年末，投资者享有回售选择权，“11山煤债/山煤暂停”已于2016年12月6日回售5.52亿元，转售3.30亿元。目前，“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”存续余额分别为7.78亿元、10.00亿元和10.00亿元。

“11山煤债/山煤暂停”募集的10亿元中，8亿元用于山西煤炭进出口集团洪洞陆成煤业有限公司矿井、左云韩家洼煤业有限公司矿井、左权宏远煤业有限公司矿井、蒲县豹子沟煤业有限公司矿井、鹿台山煤业有限公司矿井5座矿井的兼并重组整合，2亿元用于补充流动资金；“12晋煤集MTN1” 和“14山煤MTN001”募

集资金用途均为补充流动资金及偿还银行贷款，

截至2017年3月底，“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”募集资金均按照计划使用完毕。

根据“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”历年付息公告：“11山煤债/山煤暂停”年化利率为6.85%，截至目前应分别于2012年12月6日、2013年12月6日、2014年12月6日、2015年12月7日和2016年12月6日支付相应利息；“12晋煤集MTN1”固定年化利率为5.56%，截至目前应分别于2013年12月6日、2014年12月8日、2015年12月6日和2016年12月6日支付相应利息；“14山煤MTN001”固定年化利率为7.20%，截至目前应分别于2015年3月19日和2016年3月19日支付相应利息。“11山煤债/山煤暂停”、“12晋煤集MTN1”和“14山煤MTN001”均已按期支付上述利息。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展

和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。目前中国是世界上最大的煤炭消费国，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。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

行业供需

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，近年受煤炭进口量影响逐步增大。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。截至2015年底，全国煤矿产能总规模为57亿吨，其中有超过8亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨，全国原煤产量而根据国家统计局预测的

2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩17.48亿吨，产能过剩明显，供求矛盾进一步扩大。2016年随着国家去产能政策的逐步推进，全年共退出煤炭产能2.9亿吨，总体上对煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

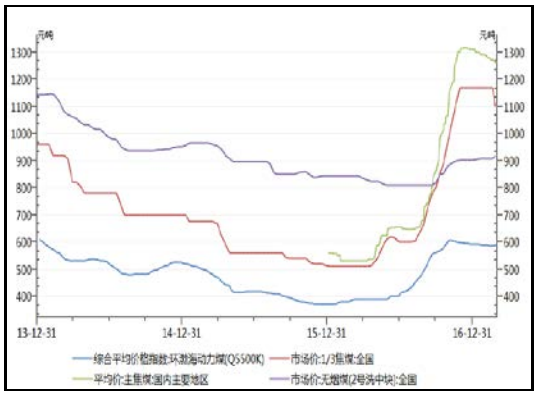
煤炭价格

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。

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

自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，上述煤炭价格分别为589元/吨、1100元/吨、1263元/吨和917元/吨。

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分

布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

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。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

去产能政策的推行无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但去产能目前仍处于初级阶段，未来仍将面临一定的困难。

3. 区域经济环境

根据《2016 年山西省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算 2016 年山西省全年地区生产总值（GDP）12928.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 4.5%。其中，第一产业增加值 784.6 亿元，增长 2.9%，占生产总值的比重 6.1%;第二产业增加值 4926.4 亿元，增长 1.5%，占生产总值的比重 38.1%；第三产业增加值 7217.4 亿元，增长 7.0%，占生产总值的 55.8%。人均地区生产总值 35199 元，按 2016 年平均汇率计算为 5299 美元。

分行业看，规模以上工业企业实现主营业务收入 13957.0 亿元，下降 3.7%。其中，医药工业实现主营业务收入 177.1 亿元，增长 2.6%；煤炭工业实现 5381.0 亿元，下降 6.9%；冶金工业实现 2522.4 亿元，下降 8.3%；装备制造业实现 1582.3 亿元，下降 6.1%;电力工业实现 1417.9 亿元，下降 4.7%%；焦炭工业实现 909.5 亿元，增长 15.7%；化学工业实现 614.4 亿元，下降 12.6%；食品工业实现 668..6 亿元，增长 1.6%；建材工业实现 346.4 亿元，下降 8.7%。

能源方面，全年全省一次能源生产折标准煤 6.3 亿吨，下降 13.1%；二次能源生产折标准煤 4.7 亿吨，下降 13.2%。全年向外省外输送电力 713.3 亿千瓦小时，下降 13.2%。全年全省全社会用电总量 1797.2 亿千瓦小时。其中，第一产业用电 38.5 亿千万小时，占全社会用电量的比重为 2.1%；第二产业用电 1410.3 亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 78.5%，其中工业用电 1391.1 亿千瓦小时;第三产业用电 178.0

亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 9.9%；城乡居民生活用电 170.4 亿千瓦小时，占全社会用电量的比重为 9.5%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司产权状况无重大变化，截至 2017 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、制度及高层管理人员等方面无重大变化。

八、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。

2016 年，公司实现营业收入 550.12 亿元，同比下降 35.46%，主要为金融投资板块收入大幅下降所致，2015 年及以前，公司将下属子公司经营的矿石、建材、机械设备贸易业务列入金融投资板块核算，跟踪期内，公司调整业务结构，做实煤炭主业，压缩了非煤产品贸易规模。煤炭贸易业务受益于行业去产能政策的显效，在公司煤炭贸易价格上涨的拉动下收入规模同比有所上升。在上述因素的影响下，公司业务板块收入构成发生了较大变化，煤炭贸易业务收入占比由 2015 年的 41.81%上升至 78.70%，金融投资板块业务收入占比由 2015 年的 39.12%下降至 0.92%，煤炭生产和其他业务收入占比相对较小，2016 年分别为 10.67%和 9.71%。

毛利率方面，受益于煤价回升，2016 年，公司煤炭生产板块毛利率上升至 55.11%，煤炭贸易业务毛利率同比小幅下降，2016 年当期为 1.21%，受公司大幅缩减矿石、建材、机械设备等贸易业务影响，公司金融投资板块运营主体变更为子公司山煤投资集团有限公司，主要从事股权及金融衍生品投资，该板块毛利率大幅增长至 38.65%，受易于低盈利能力的非煤贸易收入大幅下降，公司整体毛利率由 3.68%上升至 8.48%。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 120.99 亿元，是 2016 年全年营业收入的 21.99%，其中煤炭生产业务实现收入 12.06 亿元，占比为 9.97%，煤炭贸易业务实现收入 94.62 亿元，占比为 78.21%；公司整体毛利率与 2016 年全年水平相比变化不大，为 8.31%。

总体看，跟踪期内，受非煤贸易规模下降影响，公司整体收入规模大幅下降，但在煤炭生产板块收入占比及毛利率水平提升的作用下，公司毛利润水平整体有所提升。

表1　公司营业收入构成（单位：亿元、%）

板块		2015 年			2016 年			2017 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	煤炭生产	39.59	4.64	44.03	58.68	10.67	55.11	12.06	9.97	52.85
	煤炭贸易	356.36	41.81	1.75	432.92	78.70	1.21	94.62	78.21	1.69
非煤板块	金融投资板块	333.45	39.12	1.34	5.09	0.92	38.65	0.72	0.59	2.34
	其他	123.02	14.43	2.60	53.43	9.71	13.33	13.59	11.23	15.15
合计		**852.42**	**100.00**	**3.68**	**550.12**	**100.00**	**8.48**	**120.99**	**100.00**	**8.31**

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，其中以国内贸易为主，2015 年公司煤炭内销总量为 9029.35 万吨，占总贸易量比重为 98.20%，2016 年及 2017 年 1~3 月煤炭贸易总量分别为 9347.67 万吨及 2827.27 万吨，全部为国内贸易。

表 2　公司煤炭运销业务情况（单位：万吨）

项目	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
一、贸易量			
煤炭出口	134.21	--	--
煤炭转口	33.56	--	--
煤炭内销	9029.35	9347.67	2827.27
二、运量			
煤炭运量	2367.43	2790.40	798.40
铁运	1168.14	1502.50	469.40
航运	1199.49	1287.90	329.00

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	2015年	2016年	17年1-3月
自有煤炭产量	2317.00	2657.00	466.24
煤炭采购量	4870.63	7051.58	2784.51
合计	7187.63	9708.58	3250.75

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。2016 年，公司内销煤均价为 502.78 元/吨，同比上涨 28.50%；2017 年 1～3 月，公司内销煤均价有所下降，为 367.49 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	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
煤炭出口	295.51	--	--
煤炭内销	391.26	502.78	367.49

资料来源：公司提供

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	持股比例	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）	
						2016 年	17 年 1-3 月
经坊煤业	75	贫瘦煤	44000.00	23000.00	300.00	261.00	54.08
凌志达煤业	62. 99	无烟煤	11379.00	8000.00	150.00	175.00	6.53
铺龙湾	100	气煤	11748.00	5736.00	120.00	285.00	33.37
霍尔辛赫	70	贫煤	54530.00	23620.00	400.00	455.00	71.58
大平煤业	65	贫瘦煤	6500.00	3327.00	180.00	110.00	25.14
宏远	65	贫煤	4991.00	2665.00	76.00	30.00	20.5
长春兴	51	长焰煤、气煤	36389.86	22150.86	240.00	626.00	113.86
韩家沟	51	长焰煤、气煤	9280.61	4378.61	90.00	149.00	15.73
草垛沟	100	不粘煤	2349.70	1106.70	60.00	41.00	15.51

河曲露天	80	长焰煤	26063.62	23462.62	300.00	441.00	97.01
豹子沟	100	贫煤、焦煤	8580.61	5302.61	90	27	10
鹿台山	100	无烟煤	2398.93	1566.93	60	57	2.93
在产矿井合计	--	--	**218211.33**	**124316.33**	**2066.00**	**2657.00**	**466.24**
联合试运转煤矿	--	--	39982.62	16935.62	870.00	--	--
合计	--	--	**258193.95**	**141251.95**	**2936.00**	**2657.00**	**466.24**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司已成功整合 59 座煤矿，形成 20 座主体矿井，总地质储量 25.82 亿吨，包括联合试运转矿井，公司核定年生产能力 2936 万吨。在 20 座主体矿井中：生产矿井 12 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、河曲露天豹子沟和鹿台山矿井；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。2016 年，公司生产煤炭 2657.00 万吨，同比增长 14.67%；2017 年 1～3 月，公司煤炭产量为 466.24 万吨，为 2016 年产量的 17.55%。

总体看，跟踪期内，公司煤炭产量稳步增长，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

公司金融投资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。2016 年，公司大幅缩减矿石、建材、机械设备等贸易业务，金融投资板块业务主要为软硬件销售及投资业务，其中投资业务收入 1.90 亿元，软硬件销售 2.48 亿元，投资业务主要由子公司山煤投资集团有限公司运营，主要投资上市公司股票及衍生金融工具。

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 2017 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，业态以住宅、商业和写字楼为主，项目总投资额合计 107.27 亿元，截至 2017 年 3 月底已累计投资 29.57 亿元，2017 年，公司房地产业务计划投资额为 7.84 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。

总体看，公司收入及利润来源主要为煤炭生产及贸易板块，公司自产煤炭量有所增长，有利于煤炭业务板块盈利能力提升，公司缩减非煤贸易业务后，收入规模大幅下降，但整体盈利能力有所增强。

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 2017 年 3 月底已累计投入 68.31 亿元，未来，2017 年 4~12 月计划投资 9.00 亿元。总体上，公司在建项目投资完成度较高，未来资金

[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。

支出压力不大。

表 6　公司在建项目投资进度（单位：亿元）

项目名称	总投资	17年3月底累计投资额	17年4~12月计划投资
左权鑫顺煤矿建设工程项目	11.20	13.52	1.50
河曲旧县露天煤矿建设项目	19.64	14.29	0.50
蒲县万家庄煤矿建设项目	6.19	10.33	2.00
豹子沟煤矿建设工程项目	6.81	7.00	1.00
洪洞陆成煤业	3.65	4.50	0.50
洪洞恒兴煤业	5.61	7.11	1.00
东古城煤矿建设工程项目	8.59	7.47	0.50
庄子河矿井建设项目	7.00	4.09	2.00
合计	**68.68**	**68.31**	**9.00**

资料来源：公司提供

九、重大事项

山煤国际转让七家全资子公司100%股权

跟踪期内，公司下属上市子公司山煤国际将所持有的山煤国际能源集团大同有限公司、山煤供给能源集团大同经营有限公司、山煤国际能源集团阳泉有限公司、山煤国际能源集团朔州有限公司、山煤国际能源集团通海煤焦有限公司、山煤国际能源集团晋城晋鲁煤炭经营有限公司和山煤国际能源集团连云港有限公司七家全资子公司 100%股权转让给华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“华融晋商”），交易方式为协议转让。

根据公司 2016 年 12 月 21 日公告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）、中水致远资产评估有限公司以 2016 年 4 月 30 日为审计评估基准日，对标的公司进行了审计评估。

表 7　标的公司资产审计及评估情况（单位：万元）

公司简称	总资产	总负债	净资产	评估价值	审计报告文号	评估报告文号
大同公司	151849.37	197362.02	-45512.65	-44916.38	信会师报字【2016】第 712011 号	中水致远评报字【2016】第 4020 号
大同经营公司	7288.93	28025.76	-20736.83	-20505.06	信会师报字【2016】第 712002 号	中水致远评报字【2016】第 4023 号
阳泉公司	45194.51	72257.39	-27062.87	-27007.83	信会师报字【2016】第 712005 号	中水致远评报字【2016】第 4021 号
朔州公司	23039.70	59443.35	-36403.65	-32203.01	信会师报字【2016】第 712000 号	中水致远评报字【2016】第 4025 号
晋鲁公司	21096.10	47234.09	-26137.99	-26116.26	信会师报字【2016】第 712012 号	中水致远评报字【2016】第 4026 号
通海煤焦	26895.76	43405.71	-16509.95	-14899.55	信会师报字【2016】第 712013 号	中水致远评报字【2016】第 4024 号
连云港公司	83332.12	101171.36	-17839.24	-17830.43	信会师报字【2016】第 712001 号	中水致远评报字【2016】第 4022 号
合计	**358696.49**	**548899.68**	**-190203.18**	**-183478.52**	--	--

资料来源：公司公告

此次交易中标的公司在评估基准日的净资产经交易双方协商一致，拟定七家标的公司各按 1 元作价，山煤国际于 2016 年 9 月 8 日与华融晋商签署了《股权转让协议》。此次交易经山煤国际第六届董事会第七次会议、第十次会议、第四次临时股东大会审议通过，并获得山西省国资委批准同意。2016 年 11 月 1 日，华融晋商按照协议约定向山煤国际支付收购保证金，

《股权转让协议》生效，根据约定，协议生效时收购保证金自动转为转让价款，华融晋商完成了向山煤国际的对价支付。截至 2016 年 12 月 21 日公告日，七家标的公司工商变更登记手续已办理完毕。

此次交易所涉及标的企业经审计净资产账面价值为-19.02 亿元，由于股权出售价格为 7 元，该出售价格与交割日经审计确认的标的公司净资产账面价值的差额在扣减相关资本公积后计入当期损益。

未决诉讼

根据公司 2016 年审计报告披露，公司及其下属子公司共涉及未决诉讼 60 余项，其中涉及金额较大且公司作为原告的诉讼包括公司三级子公司山煤煤炭进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）与青岛德诚、德正资源、青岛亿达、化隆先奇、广南（香港）、新联国际系列案：进出口公司作为原告提起诉讼，要求返还 35248.2 万元及利息，该案一审判决进出口公司胜诉，截至年报发布日判决结果正在执行中；进出口公司与中信澳大利亚、青岛德诚诉讼案件：进出口公司作为原告提起诉讼，要求返还货款 8975.54 万美元及利息等，2016 年 6 月本案一审开庭审理，截至年报发布日，山西省高院已裁定已将本案移送至青岛市公安局市南分局处理；进出口公司与中钢澳门仲裁案：进出口公司对中钢澳门提起仲裁，要求返还货款 3631.92 万美元及利息等，本案仲裁裁决进出口公司胜诉，中钢澳门不服，向北京市第四中院提起撤销仲裁裁决，北京四中院驳回中钢澳门诉讼请求，截至年报发布日仲裁裁决已生效，正在执行中；进出口公司与中信澳大利亚仲裁案件：进出口公司向国际商会国际仲裁院（ICC）提起仲裁申请，要求返还货款 2789.02 万美元及利息，截至年报发布日，ICC 就管辖程序已开庭，但暂未进行实体审理；公司与山西全盛房地产开发有限公司诉讼：公司于 2016 年 10 月 18 日向山西省高院提交《民事起诉状》，要求全盛房地产偿还公司借款本金及利息共计 4.60 亿元，截至年报发布日，该案正在进一步审理中。

公司作为被告的诉讼主要包括三级子公司山煤国际能源集团忻州有限公司（以下简称“忻州公司”）与江苏国建、民生银行南通分行诉讼案：民生银行南通分行对江苏国建、忻州公司及山煤国际提起诉讼，要求忻州公司作为贴现申请人承担江苏国建 2.30 亿元贴现票据还款责任，该案件一审判决忻州公司败诉，山煤国际不承担责任，忻州公司不服，已上诉，目前二审尚未开庭；三级子公司山煤国际能源集团华东销售有限公司（以下简称“华东公司”）与兖州煤业案件，兖州煤业对华东公司提起诉讼，要求解除双方签订的《煤炭买卖合同》并支付欠款 3996.94 万余及利息等，截至年报发布日，该案一审已开庭，尚未作出判决；二级上市子公司山煤国际与福建省商业（集团）有限责任公司案：福建商业公司对山煤国际提起诉讼，要求山煤国际偿还煤炭购销欠款 2361.10 万元及利息，该案一审判决山煤国际败诉，山煤国际不服，已上诉，截至年报发布日，该案二审已开庭，尚未作出判决；三级子公司山煤国际能源集团长治有限公司（以下简称“长治公司”）与广弘国贸集团诉讼案：广弘国贸对长治公司提起诉讼，要求长治公司返还煤炭货款 3896.34 万元及利息，该案一审、二审均判决长治公司败诉，截至年报发布日，判决结果正在执行中；长治公司与河北省地方煤炭工业公司诉讼案：河北地煤对长治公司提起诉讼，要求长治公司返还煤炭采购预付款 1212.13 万元及利息等，该案仲裁裁决长治公司败诉，截至年报发布日正在执行中；长治公司与广东晟戎诉讼案：长治公司在收到广东晟戎开具的 2000 万元银行承兑汇票后未及时发货，该案一审判决长治公司败诉，截至年报发布日正在执行中；三级子公司山煤国际能源集团华远有限公司与平安银行南京分行案：华远公司将江苏国太能源有限公司商业承兑汇票在平安银行南京分行办理贴现业务，后江苏国太发生重大财务危机，平安银行南京分行无法获得涉案汇票兑付，向华远

公司提起诉讼，要求返还本金5000万元及利息等，该案一审、二审判决华远公司败诉，截至年报发布日正在执行中；华远公司与福建商业（集团）有限责任公司案：华远公司与福建商业公司签订《煤炭买卖合同》，福建商业公司预付华远公司1900万元货款，但华远公司因上游供货商山阴煤运未履行发货义务而未向福建商业供货，福建商业公司向太原市中级人民法院提起诉讼，要求华远公司归还预付款，经太原市中级人民法院调节，双方达成一致协议，由华远公司分六期偿还福建商业全部预付货款，截至年报发布日，该案正在执行中。

总体上，公司涉及未决诉讼较多，涉及金额较大，未来或在一定程度上影响公司整体盈利水平。

十、财务分析

公司提供的2014~2016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2017年1~3月财务报表未经审计。

2015年公司新纳入合并范围的主体为山煤有色金属有限公司1家，当期无不再纳入合并范围的子公司；2016年公司新纳入合并范围的主体包括山西煤炭进出口集团科学技术研究院有限公司、山煤农业开发有限公司、山煤灵丘比星实业开发有限公司，本期无不再纳入合并范围的二级子公司。总体来看，公司合并范围变化对财务数据影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额为811.45亿元，所有者权益为121.81亿元（含少数股东权益74.89亿元）。2016年公司实现营业收入550.12亿元，利润总额1.90亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额为839.62亿元，所有者权益121.32亿元（含少数股东权益75.90亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入120.99亿元，利润总额0.15亿元。

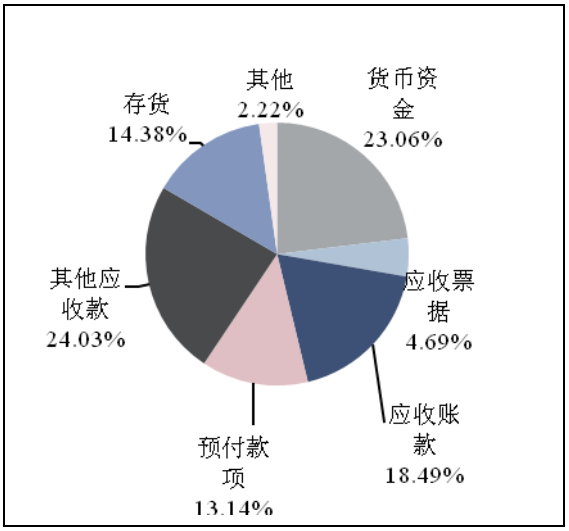
1. 资本及负债结构

资产

截至2016年底，公司资产总额合计811.45亿元，同比下降2.65%，其中流动资产占48.75%，非流动资产占51.25%。截至2017年3月底，公司资产总额839.62亿元，其中流动资产占50.29%，非流动资产占49.71%。

截至2016年底，公司流动资产395.61亿元，同比下降6.69%；构成上以货币资金（占23.06%）、应收账款（占18.49%）、预付账款（占13.14%）、其他应收款（占24.03%）和存货（14.38%）为主。

图2　截至2016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2016年底，公司货币资金91.24亿元，同比增长3.58%，银行存款55.80亿元，其他货币资金35.41亿元，主要为保证金等受限货币资金，其余为库存现金。

截至2016年底，公司应收账款73.16亿元，同比下降14.13%，公司应收账款账面余额79.73亿元，共计提坏账准备6.57亿元。公司按组合计提坏账准备的应收账款账面余额为61.15亿元，其中账龄在1年以内（含1年）的占43.53%、1~2年（含两年）的占23.38%、2~3年（含3年）的占24.58%、3年以上的占8.51%。公司期末单项金额重大并单项计提坏账的应收账款账面余额18.15亿元，计提坏账准备3.92亿元，其中公

司对涉及诉讼或回收风险较大的应收款项均计提了较为充分的减值准备，公司应收账款质量较好。

截至2016年底，公司预付账款51.98亿元，同比下降39.06%。公司预付账款账面余额为55.99亿元，其中账龄在1年以内的占29.97%，1～2年的占23.87%，2~3年的占24.35%，3年以上的占21.81%。公司预付账款共计提坏账准备4.01亿元。

截至2016年底，公司其他应收款为95.05亿元，同比增长6.20%，公司当期期末其他应收款账面余额为103.82亿元，共计提坏账准备8.77亿元。公司按照账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为54.55亿元，其中1年以内（含1年）的占87.63%、1~2年（含2年）的占2.27%、2~3年（含3年）的占2.09%、3年以上的占8.01%。期末单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为38.53亿元，共计提坏账准备6.91亿元，主要为对中信澳大利亚资源有限公司、新联国际集团有限公司、广南（香港）有限公司、中钢国际澳门离岸商业服务有限公司、中钢（新加坡）有限公司的其他应收款，其中中信澳大利亚资源有限公司部分款项涉及诉讼，还有部分尚未起诉，公司根据债权收回可能性及起诉部分胜诉可能性按50%计提坏账准备；公司与新联国际集团有限公司、广南（香港）有限公司涉及一个诉讼，2015年公司已胜诉，与该诉讼有关的下游单位已收款2.8亿元，并且有收回的货物保全及一些股权质押，公司按债权金额扣除上述款项和货物相应价值后的10%计算坏账准备，而公司对该笔其他应收款集体的坏账准备金额已大于10%，故2016年并未计提坏账准备。

截至2016年底，公司存货为56.87亿元，同比增长20.01%，存货账面余额为58.44亿元，跌价准备共计1.57亿元，构成上存货主要以原材料、库存商品为主。存货年末含借款费用资本化金额8.27亿元，其中全资二级子公司山煤房地产开发有限公司2.81亿元、控股三级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1.07亿元、全资三级子公司山煤集团大同富利达房地产开发有限公司1.27亿元、全资三级子公司山西鑫盛联房地产开发有限公司3.11亿元。

截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产6.91亿元，同比下降59.14%，主要系交易性金融资产中的权益工具投资规模大幅下降所致。

截至2016年底，公司应收票据18.54亿元，同比增长101.07%，主要系银行承兑汇票大幅增长所致，截至2016年底公司银行承兑汇票账面余额17.72亿元。当期期末公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据期末终止确认金额为61.42亿元，其中银行承兑汇票57.59亿元，商业承兑汇票3.83亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司流动资产合计422.21 元，较 2016 年底增长 6.72%，构成上应收票据、预付款项、其他应收款占比较 2016 年底有所下降，货币资金和应收账款占比较 2016年底有所上升，其中货币资金占 28.16%、应收账款占 19.41%、预付款项占 10.60%、其他应收款占 23.11%和存货占 13.25%。

截至2016年底，公司非流动资产为415.84亿元，同比小幅增长1.52%，主要构成以投资性房地产（占9.57%）、固定资产（占31.22%）、在建工程（占23.85%）和无形资产（占25.46%）为主。

截至2016年底，公司投资性房地产39.78亿元，同比基本保持稳定，构成上全部为房屋、建筑物。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值129.81 亿元，同比增长 4.95%，房屋建筑物及机器设备账面价值均有所增长；构成方面，公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占62.61%，机器设备占 23.36%，运输工具占12.35%。公司固定资产累计计提折旧 43.51 亿元，其中 2016 年当期计提了 5.69 亿元。公司固定资产共计提减值准备 0.20 亿元。公司固定

资产中通过融资租赁租入的固定资产账面价值为 17.67 亿元，其中机器设备 0.92 亿元、运输设备 14.89 亿元、矿井建筑物 1.85 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值合计 99.17 亿元亿元，同比下降 6.77%，其中山煤集团河曲旧县露天煤业有限公司在建项目、鹿台山矿井建设工程转固、宏远突出高瓦斯矿升级项目转固金额合计 10.04 亿元。期末账面价值较大的在建工程主要为新顺煤矿整合系统工程、豹子沟矿井整合工程、东古城矿井整合工程、长春兴矿井整合工程、庄子河矿井建设项目、山西煤炭进出口集团有限公司蒲县万家庄煤业有限公司矿井兼并重组整合项目、山西煤炭进出口集团洪洞陆成煤业资源整合矿井项目、恒兴煤业技改工程，上述项目账面价值合计 72.45 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 105.86 亿元，同比小幅下降 1.60%，其中采矿权 87.28 亿元、探矿权 13.06 亿元、土地使用权 4.58 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产合计 417.41 亿元，较 2016 年底小幅增长了 0.38%。构成仍以投资性房地产（占 9.53%）、固定资产（占 31.35%）、在建工程（占 24.01%）、无形资产（占 25.24%）为主，资产构成保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司资产规模同比变化不大，资产结构基本保持稳定；公司货币资金规受限比例较大，资产流动性一般，公司非流动资产以固定资产、在建工程、无形资产为主，公司固定资产中生产性房屋建筑物及机器设备占比较高，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 121.81 亿元，同比下降 2.78%，主要系当期公司归属于母公司的净利润亏损而导致未分配利润进一步下降所致，公司资本公积因无偿划转子公司智波公司 50%股权而由 2015 年底的 32.30 亿元下降至 29.48 亿元。截至 2016 年底，公司归属于母公司所有者权益为 46.92 亿元，其中实收资本占 47.51%、资本公积占 62.83%、盈余公积占 2.05%、未分配利润占-54.01%。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计为121.32亿元，较2016年底微幅下降0.41%。截至2017年3月底，归属于母公司的所有者权益为45.42亿元，其中实收资本占49.08%、资本公积占64.79%、盈余公积占2.12%、未分配利润占-59.17%。

总体看，公司少数股东权益占比较高，近年来公司持续亏损，未分配利润为负，公司所有者权益规模持续下降。

负债

截至2016年底，公司负债总额689.63亿元，同比下降2.67%，其中流动负债占61.32%，非流动负债占38.68%，公司流动负债占比同比下降了6.20个百分点，非流动负债占比相应有所上升。

截至2016年底，公司流动负债422.91亿元，同比下降11.56%，主要系短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债规模下降所致；构成方面，公司流动负债以短期借款（占63.97%）、应付票据（占13.95%）、应付账款（占5.77%)、预收款项（占5.03%）和一年内到期非流动负债（占3.49%）为主。

截至2016年底，公司短期借款270.52亿元，同比下降7.19%，构成方面，质押借款19.50亿元、抵押借款4.75亿元、保证借款4.00亿元、信用借款242.27亿元，公司短期借款以信用借款为主，小部分需要抵质押或保证等增信措施；应付票据59.00亿元，同比下降4.28%，全部为银行承兑汇票；应付账款24.38亿元，同比大幅下降45.24%，主要系公司结算往期应付款所致，其中账龄在1年以内的占32.84%、1~2年的占27.76%，2~3年的占16.85%，3年以上的占22.55%；预收款项21.26亿元，同比下降14.59%，其中账龄在1年以内的占42.10%，1年以上的占比为57.90%；一年内到期的非流动负债为14.76亿元，同比下降48.81%，主要系一年内到期的应付债券到期偿付所致。

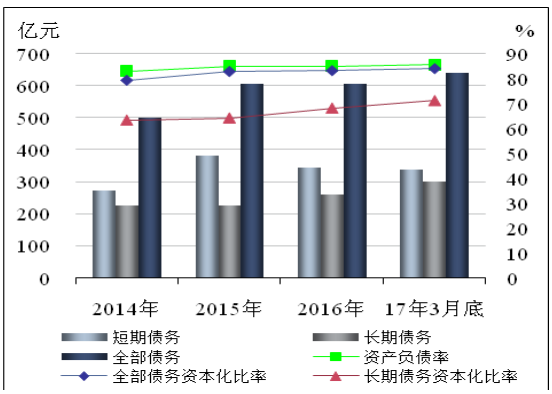
截至2016年底，公司非流动负债为266.73亿元，同比增长15.93%，主要源自长期借款和应付债券的增长，非流动负债主要由长期借款（占46.84%）、应付债券（占47.99%）和长期应付款（占3.23%）构成。

截至2016年底，公司长期借款为124.92亿元，同比增长28.43%，其中信用借款109.73亿元、保证借款14.74亿元、抵押借款0.45亿元；公司应付债券127.99亿元，同比增长9.25%，其中“11山煤债”于2016年回售5.52亿元，转售3.30亿元，目前余额7.78亿元，10.00亿元“13年山煤PPN001”于2016年到期偿还，公司于2016年发行了3.00亿元“16山煤01”债券和20.00亿元“16山煤02”；公司长期应付款8.62亿元，同比下降23.17%，主要系应付融资租赁款规模下降所致，截至2016年底长期应付款中应付融资租赁款为10.04亿元。

截至2017年3月底，公司负债合计718.30亿元，较2016年底增长4.16%，其中流动负债占57.54%，非流动负债占42.46%。公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司全部债务为 605.78 亿元，同比微幅下降 0.25%。从债务结构来看，2016 年底公司短期债务占比为 56.83%，同比下降了 6.06 个百分点。债务指标方面，截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率同比变化不大，分别为 84.99%、83.26%，受长期债务规模增长影响，公司长期债务资本化比率同比增长 3.95 个百分点至 68.22%。

图 3　2014~2017 年 3 月公司债务情况



资料来源：根据审计报告整理

截至2017年3月底，公司全部债务612.61亿元，较2016年底小幅增长1.13%，其中短期债务占55.37%，长期债务占44.63%，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85.55%、83.47%和69.26%，公司债务负担较2016年底进一步加重。

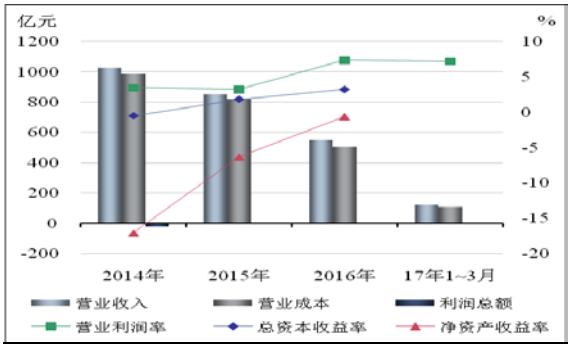
总体看，跟踪期内，公司短期借款有所下降，长期借款规模大幅增长，受此影响，公司流动负债及短期债务占比均有所下降，债务结构有所优化，公司整体债务规模基本保持稳定，但受所有者权益规模下降影响，公司债务指标有所弱化，整体债务负担仍很重。

2. 盈利能力

2016 年，公司做实主业，主动减少非煤产品贸易业务，公司营业收入及成本均大幅下降，当期公司实现营业收入 550.12 亿元，同比下降 35.46%；同期，公司营业成本为 503.46 亿元，同比下降 38.68%；2016 年公司营业税金及附加为 6.13 亿元，同比增长 57.58%。受上述因素共同影响，公司营业利润率由 2015 年的 3.22%上至 2016 年的 7.37%。

从期间费用来看，2016 年公司期间费用合计 42.10 亿元，同比小幅下降 2.25%；期间费用构成上仍以财务费用为主，其次是管理费用。2016 年，公司财务费用、管理费用及销售费用占营业收入的比重分别为 4.76%、2.32%及 0.58%，同比分别增长了 2.16 个百分点、0.58 个百分点及下降了 0.13 个百分点。公司期间费用对毛利润的侵蚀较为严重。

图 4　2014～2017 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，2016年公司计提资产减值损失11.29亿元，同比大幅增长，主要系公司当期计提了大额的坏账损失；公司公允价值变动损益由2015年的13.96亿元下降为-6.16亿元，主要系公司投资的衍生金融工具因公允价值变动而发生损失及按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动损益下降所致；2016年公司实现投资收益22.32亿元，同比大幅增长262.93%，主要为跟踪期内公司处置了七家巨额亏损净资产为负的子公司而确认的当期损益；当期公司营业外收入和营业外支出分别为0.34亿元和1.74亿元。总体来看，非经常性损益对公司利润水平影响较大。

受上述因素共同影响，公司2016年净利润由2015年的-7.92亿元减亏至-0.76亿元，其中公司归属于母公司的净利润为-4.67亿元，上年同期为-3.81亿元。

从盈利指标来看，2016年，随着公司净利润水平相对好转，公司总资本收益率和净资产收益率均有所改善，分别由2015年的1.84%和-6.32%上升至3.24%和-0.63%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.99 亿元，同比增长 37.71%；营业成本为 110.94 亿元，同比增长 36.27%，公司利润空间有所扩大；同期，公司期间费用率为 6.95%，同比小幅增长了 0.14 个百分点；当期公司计提资产减值损失 2.25 万元，分别实现公允价值变动损益 0.92 亿元和投资收益-1.00 亿元，公司营业外收入和营业外支出分别为 216.22 万元和 817.44 万元。受上述因素共同影响，公司利润总额同比增长 329.73%至 0.15 亿元；同期，公司营业利润率为 7.19%，较上年同期上升了 0.67 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业成本降幅高于营业收入，公司利润空间有所扩大，但期间费用对公司毛利润侵蚀较大，扣除非经常性损益后，公司利润总额仍呈现亏损状态，2017年一季度，公司盈利情况稍有好转。

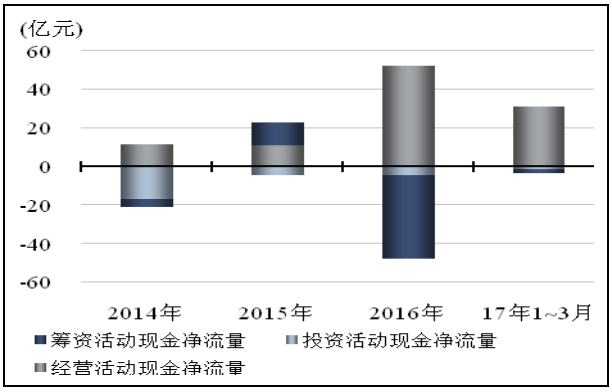
2. 现金流及保障

从经营活动来看，受营业收入规模下降影响，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 52.13%至 432.40 亿元，经营活动现金流入量同比下降 48.97%至 477.23 亿元。2016 年公司经营活动现金流出量为 424.95 亿元，同比下降 54.03%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 364.60 亿元，同比下降 56.58%。2016 年，公司经营活动现金流量净额由 2015 年的 10.81 亿元增长至 52.28 亿元，公司经营活动获现能力有所增强。收入实现质量方面，2016 年公司现金收入比为 78.60%，同比大幅下降 27.37 个百分点，公司收入实现质量大幅下降。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动现金流入量为 4.78 亿元，同比下降 62.98%，主要为收回投资收到的现金；同期公司投资活动现金流出量为 9.21 亿元，同比降低 47.67%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅下降所致。受上述因素共同影响，2016 年公司投资活动产生的现金净流出量为 4.43 亿元，同比下降 5.55%。2016 年，公司筹资活动前现金流量净额合计 47.85 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，2016年公司筹资活动现金流入量为401.88亿元，同比下降15.91%，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445.11亿元，同比下降4.50%，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额则由2015年11.82亿元下降至-43.23亿元。

图 5　2014～2017 年 3 月公司现金流情况



资料来源：根据审计报告整理

2017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107.33亿元和169.30亿元；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92.83亿元和138.41亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为30.89亿元。公司现金收入比为88.71%，仍处于较低水平；同期公司投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-1.40亿元和-1.96亿元。

总体看来，跟踪期内，随着非煤贸易规模下降，公司经营活动现金流出量下降幅度高于经营活动现金流入量下降幅度，公司经营活动获现能力大幅增强，能够较好地满足公司投资活动的资金需求；公司短期债务规模较大，未来随着债务逐步到期，公司有一定的偿债资金流出压力

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底公司流动比率和速动比率分别为 93.54%和 80.10%，较上年分别增长 4.88 个百分点和 1.35 个百分点；2017 年 3 月底，两项指标分别为 102.15%和 88.62%，公司短期偿债能力指标好转的原因主要系公司流动负债规模下降。2016 年，公司经营现金流动负债比为 12.36%，经营活动现金流量净额对流动负债保护能力较弱。截至 2016 年底，公司现金类资产合计 116.68 亿元，其中受限资金为 34.60 亿元，扣除受限资金后，为同期短期债务的 0.24 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 合计 35.09 亿元，EBITDA 利息保护倍数从 2015 年的 1.06 倍上升至 1.20 倍；同期，全部债务/EBITDA 由 2015 年的 20.13 倍下降至 17.26 倍。综合来看，公司整体偿债能力有所提高，但仍然较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 3.14 亿元，担保比率为 2.59%，为公司对山西煤层气有限责任公司提供的担保。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信 545.30 亿元，其中未使用额度为 173.77 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：NO.B201704100191005334），截至 2017 年 5 月 15 日，公司无未结清的关注及不良类信贷，公司存在 1 笔已结清的不良和关注类贷款信息记录，整体来看，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”、“12 晋煤集 MTN1”和“14 山煤 MTN001”当前余额分别为 7.78 亿元、10 亿元和 10 亿元，其中“12 晋煤集 MTN1”将于 2017 年 12 月 6 日到期。2016 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 477.23 亿元、52.28 亿元和 35.09 亿元，分别为“11 山煤债/山煤暂停”存续余额的 61.34 倍、6.72 倍和 4.51 倍，分别为“12 晋煤集 MTN1”和“14 山煤 MTN001”各自存续余额的 47.72 倍、5.23 倍和 3.51 倍。截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产 140.62 亿元，分别为“11 山煤债/山煤暂停”、“12 晋煤集 MTN1”和“14 山煤 MTN001”各自存续余额的 18.07 倍、14.06 倍和 14.06 倍。

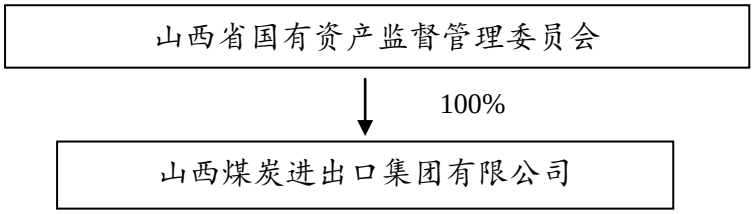
总体看，公司经营活动现金流、EBITDA

及现金类资产对存续债券保障能力较强。

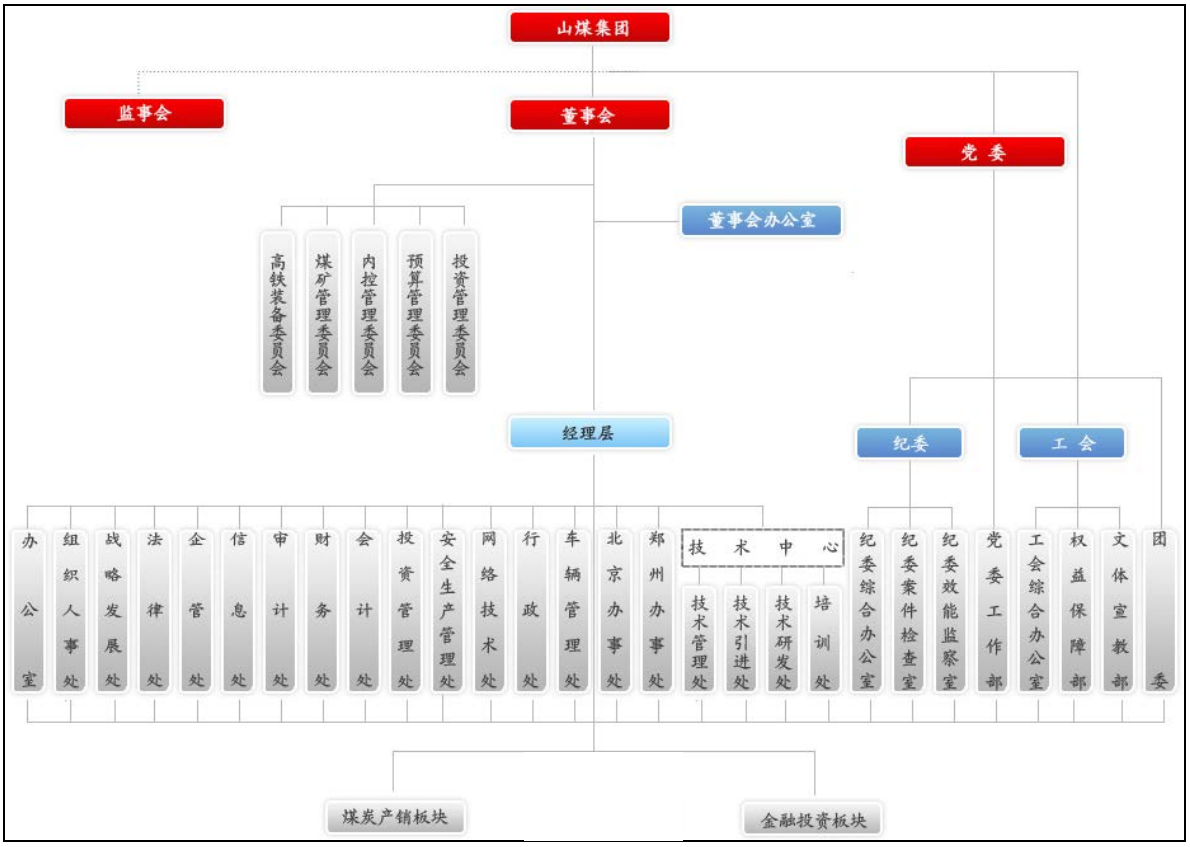
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“11 山煤债/山煤暂停”、“12 晋煤集 MTN1”和“14 山煤 MTN001”AA 的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	74.93	114.20	116.68	140.62
资产总额(亿元)	765.84	833.55	811.45	839.62
所有者权益(亿元)	130.11	125.30	121.81	121.32
短期债务(亿元)	274.59	381.94	344.28	339.23
长期债务(亿元)	225.46	225.41	261.50	273.38
全部债务(亿元)	500.05	607.35	605.78	612.61
营业收入(亿元)	1026.36	852.42	550.12	120.99
利润总额(亿元)	-20.54	0.12	1.90	0.15
EBITDA(亿元)	9.35	30.17	35.09	--
经营性净现金流(亿元)	11.72	10.81	52.28	30.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.43	8.98	5.91	--
存货周转次数(次)	16.80	16.23	9.66	--
总资产周转次数(次)	1.39	1.07	0.67	--
现金收入比(%)	107.63	105.97	78.60	88.71
营业利润率(%)	3.47	3.22	7.37	7.19
总资本收益率(%)	-0.49	1.84	3.24	--
净资产收益率(%)	-17.03	-6.32	-0.63	--
长期债务资本化比率(%)	63.41	64.27	68.22	69.26
全部债务资本化比率(%)	79.35	82.90	83.26	83.47
资产负债率(%)	83.01	84.97	84.99	85.55
流动比率(%)	95.46	88.66	93.54	102.15
速动比率(%)	82.33	78.75	80.10	88.62
经营现金流动负债比(%)	2.86	2.26	12.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	1.06	1.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	53.50	20.13	17.26	--

注：公司 2017 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　主要财务指标的计算公式

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。