信用等级公告

联合[2018] 1236 号

联合资信评估有限公司通过对山西煤炭进出口集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“11 山煤债/山煤暂停”和“14 山煤 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
11 山煤债/山煤暂停	7.78 亿元	2018/12/06	AA	AA
14 山煤 MTN001	10 亿元	2019/03/19	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18年3月
现金类资产(亿元)	114.20	116.68	165.48	150.01
资产总额(亿元)	833.55	811.45	835.14	801.44
所有者权益(亿元)	125.30	121.81	118.00	118.10
短期债务（亿元）	381.94	344.28	339.78	290.35
长期债务(亿元)	225.41	261.50	305.18	325.55
全部债务(亿元)	607.35	605.78	644.96	615.90
营业收入(亿元)	852.42	550.12	545.40	133.25
利润总额 (亿元)	0.12	1.90	10.02	2.06
EBITDA(亿元)	30.17	35.09	47.65	--
经营性净现金流(亿元)	10.81	52.28	20.61	30.01
营业利润率(%)	3.22	7.37	10.52	9.15
净资产收益率(%)	-6.32	-0.63	1.68	--
资产负债率(%)	84.97	84.99	85.87	85.26
全部债务资本化比率(%)	82.90	83.26	84.53	83.91
流动比率(%)	88.66	93.54	95.49	98.71
全部债务/EBITDA(倍)	20.13	17.26	13.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	1.20	1.48	--
经营现金流动负债比(%)	2.26	12.36	5.08	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款和债务重组款。

分析师

唐 岩　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，受益与市场回暖，公司煤炭生产收入规模大幅增长，但贸易收入占总收入比重仍然较高；公司转让子公司确认的投资收益对公司利润总额贡献较大；公司资产负债率偏高，资产负债结构不合理；公司下属子公司涉及多起诉讼，存在一定或有负债风险。

未来，随着整合矿井的逐步投产，公司有望保持自有煤矿煤炭产量，保证自产煤炭在煤炭贸易总量中的比例，公司通过转让因经营不善而长期亏损的子公司，有利于减轻负担，提高经营效率，进而增强公司综合竞争力。

综合评估，联合资信评估有限公司（以下简称“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”和“14山煤MTN001”信用等级为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，受益于市场回暖，公司煤炭生产收入规模大幅增长。
3. 近年来，公司持续处置因经营不善而长期亏损的子公司，有利于减负增效，提高盈利能力。
4. 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市场行情。

2. 公司煤炭贸易业务占比较高，整体毛利率水平不高。
3. 跟踪期内，公司处置五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. 公司资产负债率偏高，债务负担重。
5. 公司下属子公司涉及多项未决诉讼，且涉及金额较大，未来存在一定或有负债风险。
6. 公司少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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年底，公司持有山煤国际57.43%股份，为其第一大股东。2017年，公司股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）。截至2018年3月底，公司注册资本20.00亿元，山西国投持有公司100%股权，公司实际控制人仍为山西省国资委。

公司主营煤炭进出口贸易及煤炭生产，同时兼营投资业务、房地产开发及有色金属贸易等非煤业务。

公司拥有中国煤炭出口专营权、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2018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）。

截至2017年底，公司合并资产总额835.14亿元，所有者权益118.00亿元（其中少数股东权益77.86亿元）；2017年公司实现营业收入545.40亿元，利润总额10.02亿元，净利润1.98亿元，归属于母公司净利润-3.36亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额801.44亿元，所有者权益118.10亿元（其中少数股东权益78.88亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入133.25亿元，利润总额2.06亿元，净利润0.35亿元，归属于母公司净利润-0.74亿元。

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月和2014年3月发行了“11山煤债/山煤暂停”和“14山煤MTN001”发行额度均为10亿元，将分别于2018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”和“14山煤MTN001”存续余额分别为7.78亿元和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；“14山煤MTN001”募集资金用途为补充流动资金及偿还银行贷款，

截至2018年3月底，“11山煤债/山煤暂停”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”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、2016年12月6日和2017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、2016年3月19日、2017年3月19日和2018年3月19日支付相应利息。“11山煤债/山煤暂停”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

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居

民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

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。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62%，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。

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。在中国北方的大兴安岭-

太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

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。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计5亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿-13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3-4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

煤炭价格

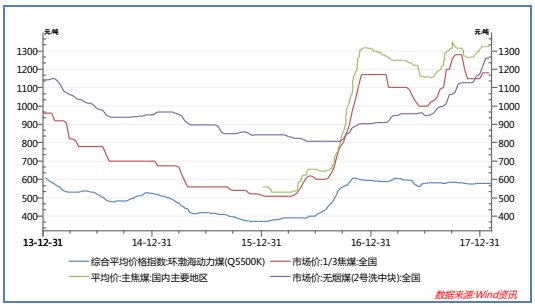
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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，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。据WIND资讯统计，截至2015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）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。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，受煤炭下游需

求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价



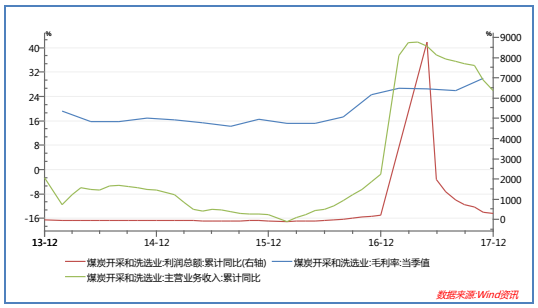
资料来源：Wind资讯

进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7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576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

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

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。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。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。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。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 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。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布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，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

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。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，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。

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，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

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。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司股东由山西省国资委变更为山西国投，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，山西国投持有公司 100%股权，山西省国资委持有山西国投 100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

七、管理分析

截至 2017 年底，公司董事会成员包括赵建泽、苏清政、乔春光、王雁琳、宫来喜、杨培雄、戎爱国、王为民、程长生，其中赵建泽为董事长，苏清政、戎爱国为副董事长。公司党委成员包括赵建泽、苏清政、王雁琳、宫来喜、王为民、程长生，其中赵建泽为党委书记，戎爱国为党委副书记。

跟踪期内，公司监事会成员有所变动，截至 2018 年 3 月底，公司监事会成员共 6 名，其中山西省国资委委派监事 5 名，分别为杨雨公、郑香恋、郭小平、李娟、于志平，职工监事 1 名，为李署春。

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贸易）和非煤业务收入构成。

2017 年，公司实现营业收入 545.40 亿元，同比下降 0.86%，2016 年起，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，公司收入来源主要为煤炭生产和贸易。随着联合试运转煤矿投产，公司煤炭产量逐步提升，煤炭生产板块收入占比有所提高，2017 年达 17.09%，同比增长了 4.95 个百分点，同时受益于煤炭市场回暖，煤炭生产板块实现收入 93.22 亿元，同比增长 39.53%。同期公司煤炭贸易收入占比为 67.51%，同比下降 14.76 个百分点；公司其他板块业务主要为金融投资业务、有色金属贸易、国际贸易和房地产业务等，其中有色金属贸易收入 37.43 亿元、子公司山煤投资集团贸易业务收入 25.37 亿元、国际贸易业务收入 19.27 亿元、房地产业务收入 1.43 亿元、2017 年其他业务板块收入占比为 15.40%，同比增长 9.81 个百分点，主要系公司本部开展的国际贸易业务增长所致。

毛利率方面，受益于煤炭市场回暖，公司煤炭生产盈利能力有所增强，在高毛利率煤炭生产业务的带动下，公司整体毛利率由 2016 年的 8.48%上升至 2017 年的 12.11%，公司其他业务中贸易占比上升拉低板块整体毛利率，导致其他业务板块毛利率同比下降 11.01 个百分点至 1.35%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 133.25 亿元，占 2017 年全年营业收入的 24.43%，其中煤炭生产业务实现收入 19.11 亿元，占比为 14.30%，煤炭贸易业务实现收入 96.41 亿元，占比为 72.35%；公司整体毛利率为 10.61%，同比下降 1.50 个百分点。

总体看，跟踪期内，受益于市场回暖，公司煤炭业务收入规模同比大幅增长，但贸易业

务收入占总收入比重仍然较高，其毛利率水平较低，拉低了整体毛利率水平，公司整体盈利能力较弱。

表1 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 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
煤炭生产	66.81	12.14	54.89	93.22	17.09	62.14	19.11	14.30	60.38
煤炭贸易	452.58	82.27	1.37	368.18	67.51	1.89	96.41	72.35	2.50
其他	30.73	5.59	12.36	84.00	15.40	1.35	17.73	13.31	1.04
合计	**550.12**	**100.00**	**8.48**	**545.40**	**100.00**	**12.11**	**133.25**	**100.00**	**10.61**

资料来源：公司提供

煤炭业务

（1）煤炭贸易

近年来，由于国际煤炭形势变化，出口业务形成价格倒挂，公司暂停了煤炭出口及转口业务，2016 年起，公司煤炭贸易业务全部为国内贸易。2017 年公司煤炭贸易总量为 9623.34 万吨，同比增长 2.95%，从运量来看，公司铁运 2578.88 万吨、航运 1378.43 万吨、公路运输 492.50 万吨。2018 年 1~3 月，公司煤炭贸易量为 2841.78 万吨，运量方面，铁运 613.46 万吨、航运 274.01 万吨、公路运输 84.49 万吨。

表 2 公司煤炭运销业务情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
一、贸易量			
煤炭出口	--	--	--
煤炭转口	--	--	--
煤炭内销	9347.67	9623.34	2841.78
二、运量			
铁运	1502.50	2578.88	613.46
航运	1287.90	1378.43	274.01
公路	--	492.50	84.49

资料来源：公司提供

注：运量仅包含从公司发出的煤炭，故小于贸易量。

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	2016年	2017年	18年1-3月
自有煤炭产量	2657.00	2727.49	735.45
煤炭采购量	7051.58	7273.18	2219.23

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。2017 年，公司内销煤均价为 391.43 元/吨，同比下降 22.15%，主要系 2016 年公司煤炭贸易品种包含了较大比例的无烟煤，2017 年无烟煤贸易占比下降，公司整体煤炭销售均价被拉低。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	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
煤炭出口	--	--	--
煤炭内销	502.78	391.43	343.35

资料来源：公司提供

（2）煤炭生产

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，。

表 5　公司资源储量及自有煤炭产量

煤矿名称	煤种	地质储量（万吨）	可采储量（万吨）	核定/计划能力（万吨/年）	是否在产	实际产量（万吨）	
						2017 年	18 年 1-3 月
经坊煤业	贫瘦煤	47548.60	30204.40	300.00	是	240.60	48.35
凌志达煤业	无烟煤	10804.40	5613.40	150.00	是	240.20	62.84
铺龙湾	气煤	10568.50	4597.80	120.00	是	260.30	73.05
霍尔辛赫	贫煤	52291.24	19271.94	400.00	是	414.66	92.26
大平煤业	贫瘦煤	7563.17	2605.17	180.00	是	110.83	30.34
宏远	贫煤	4169.40	2460.40	90.00	是	103.10	22.90
长春兴	长焰煤、气煤	35363.03	21163.03	450.00	是	656.97	141.12
东古城	长焰煤、气煤	8150.00	2263.00	90.00	否	--	--
韩家洼	长焰煤、气煤	8656.40	4105.30	90.00	是	162.50	22.03
草垛沟	不粘煤	2269.20	1026.20	60.00	是	80.50	12.22
河曲露天	长焰煤	25718.62	23117.62	800.00	是	345.00	210.83
鑫顺	贫煤	2793.40	2242.40	180.00	否	--	--
豹子沟	贫煤、焦煤	8576.56	5180.56	90.00	是	96.24	14.47
万家庄	焦煤	7828.00	1256.00	120.00	否	--	--
恒兴	肥煤	5956.00	1841.00	90.00	否	--	--
陆成	肥煤、1/3 焦煤	3009.08	1541.08	90.00	否	--	--
鹿台山	无烟煤	2392.31	1408.91	60.00	是	16.59	5.04
庄子河	贫煤	5919.00	4969.00	120.00	否	--	--
镇里	贫煤	1908.00	1175.00	90.00	否	--	--
合计	--	**251484.91**	**136042.21**	**3570.00**	--	**2727.49**	**735.45**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司已成功整合 59 座煤矿，纳入合并范围的主体矿井 19 座，总地质储量 25.15 亿吨，公司核定年生产能力 3570 万吨/年，其中在产矿井产能 2790 万吨/年。公司生产矿井 12 座，分别为经坊、大平、凌志达、霍尔辛赫、铺龙湾、宏远、长春兴、韩家洼、草垛沟、河曲露天、豹子沟和鹿台山矿井。

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。2017 年，公司生产煤炭 2727.49 万吨，同比增长 2.65%；2018 年 1～3 月，公司煤炭产量为 735.45 万吨，为 2017 年产量的 26.96%。

总体看，跟踪期内，公司保持较高的煤炭产量，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

公司非煤业务包括房地产业务、投资业务和有色金属贸易业务。公司投资业务主要由子公司山煤投资集团有限公司运营，该部分收入主要为煤炭贸易，2017 年实现投资收入 25.37 亿元。

房地产方面，截至 2018 年 3 月底，公司房地产项目主要包括内蒙古香格里项目、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 83.77 亿元，截至 2018 年 3 月底累计投资 27.07 亿元，2017 年，公司实现房地产业务收入 1.43 亿元，同比增长 0.98 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。2017 年，公司有色金属贸易业务收入为 37.43 亿元。

经营效率

2017年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数分别为0.66次、8.07次和6.53次，分别同比下降0.01次、下降1.59次和上升0.62次。

总体上，公司经营效率指标仍较低。

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 61.01 亿元，截至 2018 年 3 月底已累计投入 57.83 亿元，未来，2018 年计划投资 6.66 亿元。总体上，公司在建项目投资完成度较高，未来资金支出压力不大。

表 6　公司在建项目投资进度（单位：亿元）

项目名称	总投资	18年3月底累计投资额	18 年计划投资
鑫顺煤矿整合系统工程	24.79	18.69	1.98
东古城矿井整合工程	13	12.47	1.05
恒兴煤矿技改工程	12.18	7.01	1.21
陆成矿井整合工程	4.85	5.91	1.16
万家庄矿井整合工程	6.19	13.75	1.26
合计	**61.01**	**57.83**	**6.66**

资料来源：公司提供

九、重大事项

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对山煤国际2017年财务报告非标审计意见

2018 年 4 月 26 日，立信会计事务所（特殊普通合伙）对山煤国际出具了信会师报字 2018 第 ZK10217 号带强调事项段无保留意见的审计报告及专项说明。

根据专项说明，强调事项段内容为“我们提醒财务报表使用者关注，如财务报表附注十二（二）或有事项所述，山煤煤炭进出口有限公司发生诉讼，其最终影响具有不确定性。本段内容不影响已发表的审计意见。”

专项说明指出，山煤国际公司之全资子公司山煤煤炭进出口有限公司发生诉讼，属于审计准则第 1503 号准则正文和应用指南所规定的异常诉讼。截至专项说明出具日，该公司涉及的诉讼共 7 起，其中原告 6 起，具体情况如下：（1）三起案件均已胜诉，目前正在执行中，对涉及上诉案件的债权，企业按照债权金额的80%扣除已收回货款及保全资产金额后计提了坏账准备。（2）已移交公安机关处理的案件有两起，涉及到的债权已全额计提坏账准备。（3）涉及仲裁的一起案件，目前已结案，不涉及债权减值。作为被告的一起案件，目前一审尚未开庭。

上述案件仍在执行中或移交公安机关处理，未来结果具有一定不确定性，考虑到公司已对相关债权计提坏账准备，预计未来不会对公司经营及财务状况产生重大影响。

山煤国际转让五家全资子公司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销售有限公司（以下简称“销售公司”）、山煤供给能源集团秦皇岛有限公司（以下简称“秦皇岛公司”）、山煤国际能源集团华远有限公司（以下简称“华远公司”）、山煤国际能源集团吕梁有限公司（以下简称“吕梁公司”）和山煤国际能源集团长治

有限公司（以下简称“长治公司”）五家全资子公司 100%股权转让给阳泉市国有资本运营投资有限责任公司（以下简称“阳泉国投”），交易方式为协议转让。

山煤国际于 2017 年 12 月 12 日发布了《山煤国际能源股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》，公告披露了五家子公司截至 2017 年 6 月底的净资产账面值、经审计净资产、评估价值及转让价格。

表 7　标的公司资产审计及评估情况

公司简称	净资产账面值（万元）	经审计净资产（万元）	评估价值（万元）	转让价格（元）
华远公司	-4394.36	-6310.40	-6331.57	1.00
吕梁公司	-13958.18	-24533.82	-24519.67	1.00
长治公司	-7007.02	-8000.55	-7675.16	1.00
秦皇岛公司	-10312.26	-15058.60	-12142.29	1.00
销售公司	-59780.76	-89362.99	-89416.24	1.00

资料来源：公司公告

2017 年 12 月 25 日，山煤国际向阳泉国投转让所持有的销售公司、秦皇岛公司、华远公司、吕梁公司和长治公司五家标的公司 100%股权事项涉及的工商变更登记手续已办理完毕。同年 12 月 27 日，阳泉国投按照股权转让协议约定向山煤国际支付转让价款人民币 5 元。

通过此次股权转让，山煤国际实现转让收益 17.05 亿元，对公司当期利润水平影响较大；考虑到公司将长期亏损的子公司成功转让，未来有利于优化资产质量，提高盈利能力。

十、财务分析

公司提供的 2016~2017 年财务报表均经中审华会计师事务所（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 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

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，当期无不再纳入合并范围的原子公司；2017 年公司新纳入合并范围的主体包括山西山煤新能源开发有限公司和山煤香港投资有限公司，当期无不再纳入合并范围的原子公司。总体来看，公司合并范围变化对财务数据影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 835.14 亿元，所有者权益为 118.00 亿元（含少数股东权益 77.86 亿元）。2017 年公司实现营业收入 545.40 亿元，利润总额 10.02 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 801.44 亿元，所有者权益 118.10 亿元（含少数股东权益 78.88 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 133.25 亿元，利润总额 2.06 亿元。

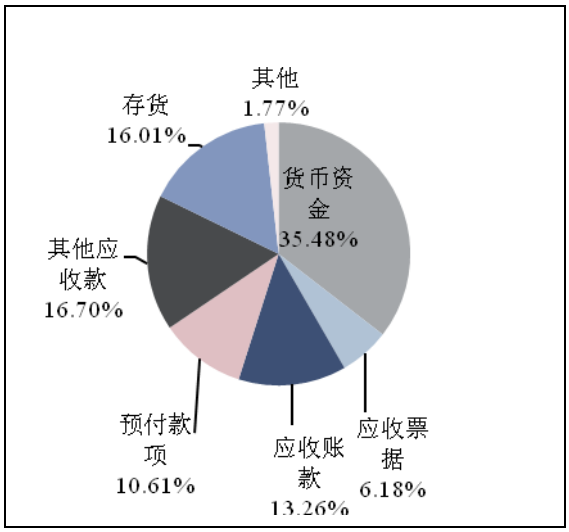
1. 资本及负债结构

资产

截至 2017 年底，公司资产总额合计 835.14 亿元，同比增长 2.92%，其中流动资产占 46.36%，非流动资产占 53.64%。截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 801.44 亿元，其中流动资产占 43.77%，非流动资产占 56.23%。

截至 2017 年底，公司流动资产 387.19 亿元，同比下降 2.13%；构成上以货币资金（占 35.48%）、应收账款（占 13.26%）、预付账款（占 10.61%）、其他应收款（占 16.70%）和存货（占 16.01%）为主。

图 3　截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据财务报告整理

截至2017年底，公司货币资金137.39亿元，同比增长50.58%，主要系银行存款增长所致，当期期末货币资金包括库存现金172.03万元、银行存款110.65亿元和其他货币资金26.73亿元，期末公司使用权受限的货币资金合计24.56亿元。

截至2017年底，公司应收账款51.34亿元，同比下降29.82%，公司应收账款账面余额64.13亿元，共计提坏账准备12.79亿元。公司按组合计提坏账准备的应收账款账面余额为44.99亿元，其中账龄在1年以内（含1年）的占46.24%、1~2年（含2年）的占9.75%、2~3年（含3年）的占15.30%、3年以上的占28.70%。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19.02亿元，计提坏账准备8.99亿元，公司应收账款账龄偏长。

截至2017年底，公司其他应收款为64.64亿元，同比下降31.99%，公司当期期末其他应收款账面余额为75.23亿元，共计提坏账准备10.59亿元。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39.70亿元，其中1年以内（含1年）的占84.51%、1~2年（含2年）的占1.15%、2~3年（含3年）的占2.09%、3年以上的占13.27%。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22.42亿元，共计提坏账准备8.44亿元，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，相关应收款项存续时间较长，尚未收回。

表8　期末余额前五名其他应收款

（单位：亿元）

名称	账面余额	账龄	坏账准备
中信澳大利亚资源贸易有限公司	10.20	1 年以内	--
新联国际集团有限公司	6.77	3~4 年	2.06
广南（香港）有限公司	4.74	3~4 年	4.74
中钢（新加坡）有限公司	0.61	3~4 年	0.49
甘肃同威（国际）能源集团有限公司	0.30	3~4 年	--

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司存货为61.98亿元，同比增长8.98%，存货账面余额为63.00亿元，跌价准备共计1.02亿元，构成上存货主要以原材料、库存商品及开发成本为主。

截至 2018 年 3 月底，公司流动资产合计 350.80 元，较 2017 年底下降 9.40%，构成上包括货币资金（占 35.07%）、应收账款（占 12.90%）、预付款项（占 9.98%）、其他应收款（占 15.97%）和存货（占 17.82%）。

截至2017年底，公司非流动资产为447.95亿元，同比小幅增长7.72%，主要构成以投资性房地产（占10.39%）、固定资产（占32.98%）、在建工程（占20.36%）和无形资产（占24.69%）为主。

截至2017年底，公司投资性房地产46.53亿元，同比增长16.96%，主要系当期实现公允价值变动6.76亿元，构成上全部为房屋、建筑物。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 147.72 亿元，同比增长 13.80%，主要来自房屋建筑物及机器设备账面价值的增长。公司固定资产累计计提折旧 49.52 亿元，其中 2017 年当

期计提了 5.92 亿元。公司固定资产共计提减值准备 3.41 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 16.91 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值合计 91.21 亿元，同比下降 8.03%，当期主要项目合计转固 21.01 亿元，在建工程累计计提减值准备 0.28 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 110.62 亿元，同比增长 4.50%，其中采矿权 91.65 亿元、探矿权 13.06 亿元、土地使用权 5.05 亿元。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 33.33 亿元，其中货币资金 24.56 亿元，固定资产 0.64 亿元，存货 3.85 亿元，投资性房地产 4.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司非流动资产合计 450.64 亿元，较 2017 年底小幅增长了 0.60%。构成上变化不大，仍以投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产以非流动资产为主，货币资金规受限比例较大，应收账款账龄较长，因诉讼产生的其他应收款尚未收回，公司资产流动性一般，考虑到应收类款项计提了一定规模的减值准备，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 118.00 亿元，同比下降 3.13%，公司归属于母公司的净利润持续亏损，未分配利润持续下降。截至 2017 年底，公司归属于母公司所有者权益为 40.14 亿元，其中实收资本占 55.54%、资本公积占 79.75%、盈余公积占 2.40%、未分配利润占-85.88%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计为118.10亿元，较2017年底微幅增长0.08%。截至2018年3月底，归属于母公司的所有者权益为39.22亿元，其中实收资本占56.85%、资本公积占81.64%、盈余公积占2.45%、未分配利润占-90.04%。

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

负债

截至2017年底，公司负债总额717.14亿元，同比增长3.99%，其中流动负债占56.54%，非流动负债占43.46%。

截至2017年底，公司流动负债405.47亿元，同比下降4.12%，构成方面，公司流动负债以短期借款（占57.60%）、应付票据（占12.05%）、和一年内到期的非流动负债（占14.15%）为主。

截至2017年底，公司短期借款233.54亿元，同比下降13.67%，构成方面，抵押借款2.88亿元、保证借款7.94亿元、信用借款222.71亿元；应付票据48.86亿元，同比下降17.19%，全部为银行承兑汇票；应付账款16.19亿元，同比大幅下降33.59%，主要系公司结算往期应付款所致，其中账龄在1年以内的为6.11亿元、1~2年的为3.20亿元、2~3年的为2.47亿元、3年以上的为4.41亿元；一年内到期的非流动负债为57.39亿元亿元，同比大幅增长42.63亿元，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。

截至2017年底，公司非流动负债为311.67亿元，同比增长16.85%，主要源自长期借款和长期应付款的增长，非流动负债主要由长期借款（占65.54%）、应付债券（占22.91%）和长期应付款（占8.58%）构成。

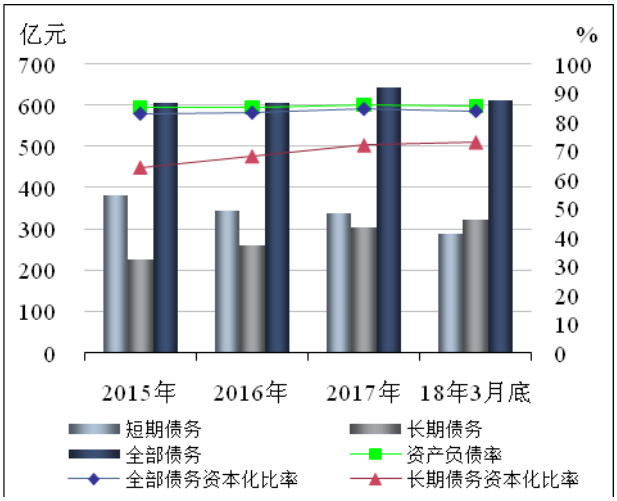
截至2017年底，公司长期借款为204.27亿元，同比增长63.52%，其中信用借款163.72亿元、保证借款24.96亿元、抵押借款5.59亿元、质押借款10.00亿元；公司应付债券71.40亿元，同比下降44.21%，主要系部分应付债券因即将到期转入一年内到期的非流动负债中核算所致；公司长期应付款26.74亿元，同比大幅增长18.12亿元，主要系债务重组应付款增长所致，债务重组款为公司以山煤房地产与本部往来款为标的进行债务重组融资。

截至2018年3月底，公司负债合计683.35亿元，较2017年底下降4.71%，其中流动负债占

52.01%，非流动负债占47.99%。公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司全部债务为 644.96 亿元，同比增长 6.47%。从债务结构来看，2017 年底公司短期债务占比为 52.68%，同比下降了 4.15 个百分点。债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率同比均有所上升，分别为 85.87%、84.53%，受长期债务规模增长影响，公司长期债务资本化比率同比上升 3.90 个百分点至 72.12%。

图 4　2015~2018 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年3月底，公司全部债务615.90亿元，较2017年底下降4.51%，其中短期债务占47.14%，长期债务占52.86%，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85.26%、83.91%和73.38%。

总体看，跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，有息债务规模大，资产负债率及债务资本化比率偏高，债务负担重。

2. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 545.39 亿元，同比下降 0.86%；同期，公司营业成本为 479.37 亿元，同比下降 4.79%；2017 年公司营业利润率由 2016 年的 7.37%上至 2017 年的 10.52%。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用合计 47.16 亿元，同比小幅上升 4.64%；期间费用构成上仍以财务费用为主，其次是管理费用。2017 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 0.69%、2.75%及 5.21%，公司期间费用率为 8.65%，总体看公司期间费用对毛利润的侵蚀较为严重。

非经常性损益方面，2017年公司计提资产减值损失22.74亿元，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7.38亿，主要来自投资性房地产的公允价值变动；2016~2017年公司分别实现投资收益22.32亿元和16.92亿元，主要为公司处置了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846.28万元和1.99亿元。总体来看，非经常性损益对公司利润水平影响大。

受上述因素共同影响，公司2017年实现利润总额10.02亿元，净利润1.98亿元，归属于母公司的净利润-3.36亿元，上年同期分别为1.90亿元、-0.76亿元及-4.67亿元。

从盈利指标来看，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.94%和1.68%，指标水平仍较低。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 133.25 亿元；营业成本为 119.12 亿元，公司营业利润率 9.15%，同期，公司期间费用率为 7.59%，期间费用对利润侵蚀较严重；当期公司实现利润总额 2.06 亿元、净利润 0.35 亿元、归属于母公司的净利润-0.74 亿元。

总体看，跟踪期内，公司期间费用仍对利润水平形成了较严重的侵蚀，近年来非经常性损益对公司利润水平影响大，公司归属于母公司的净利润仍呈亏损状态，公司整体盈利能力较弱。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，受营业收入规模下降影响，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 17.38%至 357.27 亿元，经营活动现

金流入量同比下降 15.39%至 403.78 亿元。2017 年公司经营活动现金流出量为 383.16 亿元，同比下降 9.83%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 281.69 亿元，同比下降 22.74%。2017 年，公司经营活动现金流量净额由 2016 年的 52.28 亿元下降至 20.61 亿元，公司经营活动获现能力同比大幅减弱。收入实现质量方面，2017 年公司现金收入比为 65.51%，同比下降 13.09 个百分点，公司收入实现质量大幅下降。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入量为 0.53 亿元，同比下降 88.99%，主要为收到其他与投资活动有关的现金；同期公司投资活动现金流出量为 18.58 亿元，同比增长 101.80%，主要为投资支付的现金。受上述因素共同影响，2017 年公司投资活动产生的现金净流出量为 18.05 亿元，同比大幅增长。2017 年，公司筹资活动前现金流量净额合计 2.56 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，2017年公司筹资活动现金流入量为408.72亿元，同比增长1.70%，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355.16亿元，同比下降20.21%，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额为53.56亿元。

2018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110.46亿元和164.75亿元；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85.97亿元和134.74亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为30.01亿元。公司现金收入比为82.89%，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-2.11亿元和-40.92亿元。

总体看来，跟踪期内，公司经营活动获现能力同比大幅减弱，但公司投资活动净支出规模较小，经营活动仍能够较好地满足公司投资活动的资金需求；随着公司债务逐步到期及不断获取借款，筹资活动现金流入及流出量均保持着较大规模。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 95.49%和 80.21%，较上年分别增长 1.95 个百分点和 0.11 个百分点；2018 年 3 月底，两项指标分别为 98.71%和 81.13%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 5.08%，同比下降了 7.28 个百分点。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2017 年公司 EBITDA 合计 47.65 亿元，EBITDA 利息保护倍数从 2016 年的 1.20 倍上升至 1.48 倍；同期，全部债务/EBITDA 由 2016 年的 17.26 倍下降至 13.53 倍。综合来看，公司整体偿债能力有所提高，但仍然较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 543.43 亿元，其中未使用额度为 157.67 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。

4. 母公司财务分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 369.05 亿元，其中流动资产 239.95 亿元，非流动资产 129.11 亿元。公司流动资产以货币资金 20.29 亿元和其他应收款 217.06 亿元为主，非流动资产以长期股权投资 76.88 亿元和投资性房地产 45.22 亿元为主。负债方面，公司负债总额 334.34 亿元，其中流动负债 166.84 亿元，非流动负债 167.51 亿元，流动负债主要包括短期借款 95.84 亿元、其他应付款 40.06 亿元和一年内到期的非流动负债 17.31 亿元，非流动负债主要包括长期借款 88.73 亿元和应付债券 71.40 亿元。母公司所有者权益合计 34.71 亿元，其中实收资本 22.29 亿元、其他综合收益 12.83 亿元。

盈利方面，2017 年，母公司实现营业收入 19.27 亿元，营业成本 18.38 亿元，母公司实现利润总额 0.58 亿元，净利润 0.36 亿元。

总体来看，母公司资产构成以流动资产为主，其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；母公司收入及利润规模较小。

5.或有负债

对外担保

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保 3.14 亿元，担保比率为 2.66%，为公司对山西煤层气有限责任公司提供的担保。

未决诉讼

根据公司 2017 年底财务报告，截至 2017 年底，公司作为被告的未决诉讼达 30 余项，涉诉金额超过 15 亿元，其中公司涉诉主体主要包括三级子公司山煤国际能源集团华东销售有限公司、二级子公司山煤国际能源集团股份有限公司、三级子公司山煤国际能源集团晋城有限公司、三级子公司晋城煤炭进出口高平康瀛有限责任公司、三级子公司内蒙古山煤晟达贸易有限公司、四级子公司山西长治经坊镇里煤业有限公司、三级子公司山煤国际能源集团晋中有限公司、三级子公司山煤国际能源集团天津有限公司、三级子公司山煤国际能源集团青岛有限公司、三级子公司山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司、三级子公司山西煤炭进出口集团左权鑫顺煤业有限公司、三级子公司山煤国际能源集团华南有限公司、子公司山煤国际能源集团忻州有限公司、三级子公司山煤经贸公司、子公司山西煤炭进出口集团金利达酒店投资有限责任公司。

6. 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 2018 年 5 月 15 日，公司未结清信贷信息概要中存在 4 笔合计 14.10 亿元关注类贷款，已结清信贷信息中存在 1 笔已结清的不良和关注类贷款信息记录，从公开市场信息来看，公司在公开市场发行债务融资工具履约情况良好。

7. 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

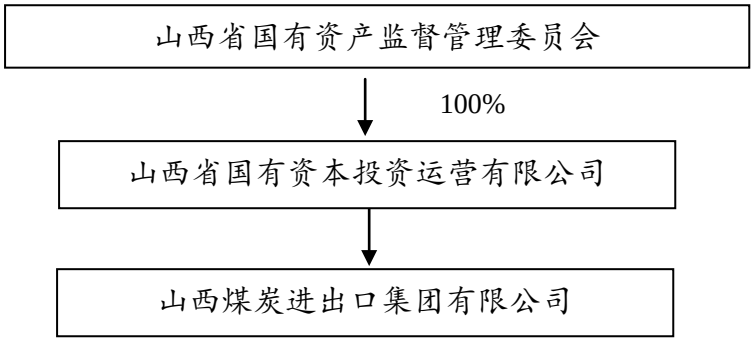
“11 山煤债/山煤暂停”和“14 山煤 MTN001”当前余额分别为 7.78 亿元和 10 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 403.78 亿元、20.61 亿元和 47.65 亿元，分别为“11 山煤债/山煤暂停”存续余额的 51.90 倍、2.65 倍和 6.12 倍，分别为“14 山煤 MTN001”存续余额的 40.38 倍、2.06 倍和 4.77 倍。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 150.01 亿元，分别为“11 山煤债/山煤暂停”和“14 山煤 MTN001”各自存续余额的 19.28 倍和 15.00 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。

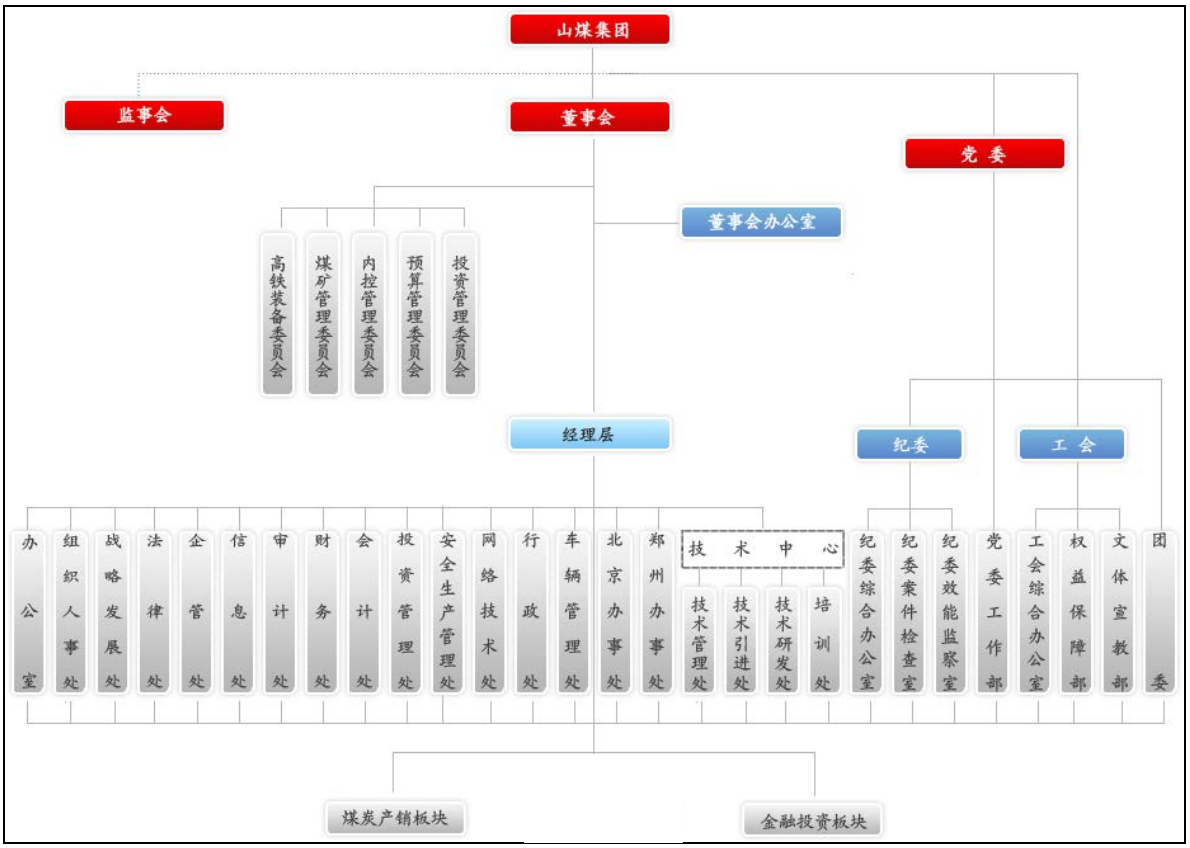
十二、结论

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”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	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	114.20	116.68	165.48	150.01
资产总额(亿元)	833.55	811.45	835.14	801.44
所有者权益(亿元)	125.30	121.81	118.00	118.10
短期债务(亿元)	381.94	344.28	339.78	290.35
长期债务(亿元)	225.41	261.50	305.18	325.55
全部债务(亿元)	607.35	605.78	644.96	615.90
营业收入(亿元)	852.42	550.12	545.40	133.25
利润总额(亿元)	0.12	1.90	10.02	2.06
EBITDA(亿元)	30.17	35.09	47.65	--
经营性净现金流(亿元)	10.81	52.28	20.61	30.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.98	5.91	6.53	--
存货周转次数(次)	16.23	9.66	8.07	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.67	0.66	--
现金收入比(%)	105.97	78.60	65.51	82.89
营业利润率(%)	3.22	7.37	10.52	9.15
总资本收益率(%)	1.84	3.24	3.94	--
净资产收益率(%)	-6.32	-0.63	1.68	--
长期债务资本化比率(%)	64.27	68.22	72.12	73.38
全部债务资本化比率(%)	82.90	83.26	84.53	83.91
资产负债率(%)	84.97	84.99	85.87	85.26
流动比率(%)	88.66	93.54	95.49	98.71
速动比率(%)	78.75	80.10	80.21	81.13
经营现金流动负债比(%)	2.26	12.36	5.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	1.20	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.13	17.26	13.53	--

注：公司 2018 年 1 季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款和债务重组款。

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。