

信用等级公告

联合[2013] 114 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信用状况进行综合分析和评估，确定

山西煤炭进出口集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月二十八日



山西煤炭进出口集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁺
评级展望：稳定

评级时间：2013 年 1 月 28 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	263.71	380.85	538.94	584.90
所有者权益(亿元)	47.31	55.55	120.02	120.11
长期债务(亿元)	84.69	159.40	178.61	173.92
全部债务(亿元)	145.38	252.91	313.72	342.09
营业收入(亿元)	230.29	406.21	711.63	851.92
利润总额(亿元)	10.56	18.52	21.58	12.03
EBITDA(亿元)	16.55	27.86	38.02	--
营业利润率(%)	10.77	9.86	7.85	4.84
净资产收益率(%)	13.61	21.66	11.75	--
资产负债率(%)	82.06	85.41	77.73	79.46
全部债务资本化比率(%)	75.45	81.99	72.33	74.01
流动比率(%)	150.07	170.77	171.78	149.69
全部债务/EBITDA(倍)	8.78	9.08	8.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.98	4.04	3.76	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。长期债务及全部债务中包含当期融资租赁款。

分析师

钟 睿 侯煜明
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国大型煤炭经销企业之一，在内外贸运销体系及地方煤炭资源整合等方面的综合优势。同时，联合资信也关注到公司债务负担偏重、营业利润率逐年下滑等因素给公司整体信用水平带来的不利影响。

近年来，公司煤炭内销量快速增长，同时自产煤炭产量稳步提升，带动公司资产、收入及利润规模持续上升。未来，随着公司整合矿井的逐步投产，公司自产煤炭产量有望进一步扩大，有助于增强公司的盈利能力，进而增强公司偿债能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 随着山西省煤炭资源整合逐步推进，全省煤炭产量恢复性增长，公司煤炭贸易量及营业收入快速增长。
2. 公司参与煤炭资源整合，自有煤炭产量稳步增长，成为公司利润的重要来源。
3. 2011年公司上市子公司山煤国际能源集团股份有限公司完成A股增发，公司所有者权益规模大幅提升。

关注

1. 公司煤炭贸易业务盈利性较低，公司营业利润率呈逐年下降趋势。
2. 公司未来在建项目及资源整合需要大量资金投入，对外融资需求较大。
3. 公司高铁轮对制造板块产能利用率低，未来收入及利润存在一定不确定性。

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、山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级自 2013 年 1 月 28 日至 2014 年 1 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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，目前持有山煤国际 75.90% 股份，为其第一大股东。公司为国有独资企业，截至 2010 年底，注册资本为 69826.70 万元，山西省国有资产监督管理委员会是其唯一股东。2011 年，依据山西省国有资产监督管理委员会《关于山西煤炭进出口集团有限公司增加注册资本金的批复》，公司由资本公积转增实收资本，注册资本变为 20 亿元。

公司经营范围：煤炭、焦炭及副产品的进出口业务，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 2011 年底，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、会计处、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），拥有全资、控股企业 64 户。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 538.94 亿元，所有者权益 120.02 亿元（其中少数股东

权益 60.31 亿元）；2011 年实现营业收入 711.63 亿元，利润总额 21.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.66 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额 584.90 亿元，所有者权益 120.11 亿元（其中少数股东权益 62.07 亿元）；2012 年 1~9 月，实现营业收入 851.92 亿元，利润总额 12.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -16.03 亿元。

公司地址：山西省太原市长风街 115 号；法定代表人：郭海。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

2011 年，中国全年货物运输总量 369 亿吨，比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年上半年实现国内生产总值 35.35 万亿元，同比增长 7.7%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1~10 月，固定资产投资（不含农户）292542 亿元，同比增长 20.7%。其中，东部地区投资 137801 亿元，同比增长 18.2%；中部地区投资 81645 亿元，同比增长 26.0%；西部地区投资 70439 亿元，同比增长 24.2%。2012 年 1~10 月，全社会货物运输量 333.23 亿吨，同比增长 11.6%；货物运输周转量 140301.37 亿吨公里，同比增长 9.2%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 2 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第三季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%。人民币贷款余额同比增长 16.3%，比年初增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元。前三季度社会融资规模为 11.73 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%，比 6 月份分别下降 0.09 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重

要意义。

三、行业及区域经济环境

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。

（一）煤炭采选

1. 行业概况

表 1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局，2007 年

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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 69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏

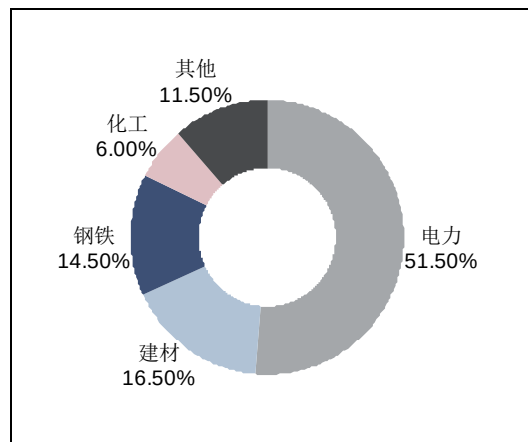
制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进相关工作。

煤炭下游需求

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%。

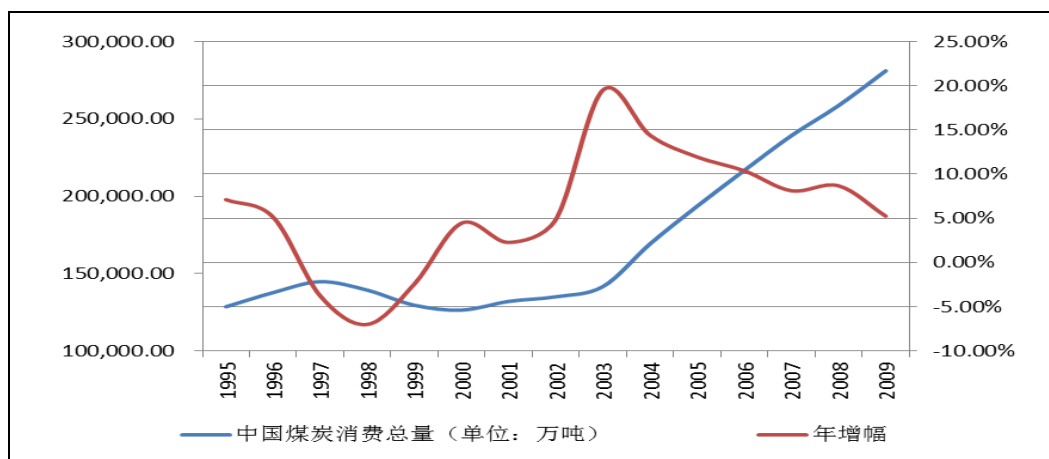
图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从 2003 年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至 2013~2015 年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了 2003~2008 年的快速增长期后，受金融危机及国家节能减排和经济转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

图 2 近年中国煤炭消费总量



资料来源：国家统计局，联合资信整理

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。2010年,受制于节能减排目标影响,地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象,导致短期内下游主要消费行业增速回落。2011年,受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响,火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较2010年基本持平。2011年四季度以来,国民经济增速超预期放缓,对煤炭下游需求形成抑制。2012年二季度起,随着下游行业库存逐渐饱和,煤炭下游需求同比明显下降。

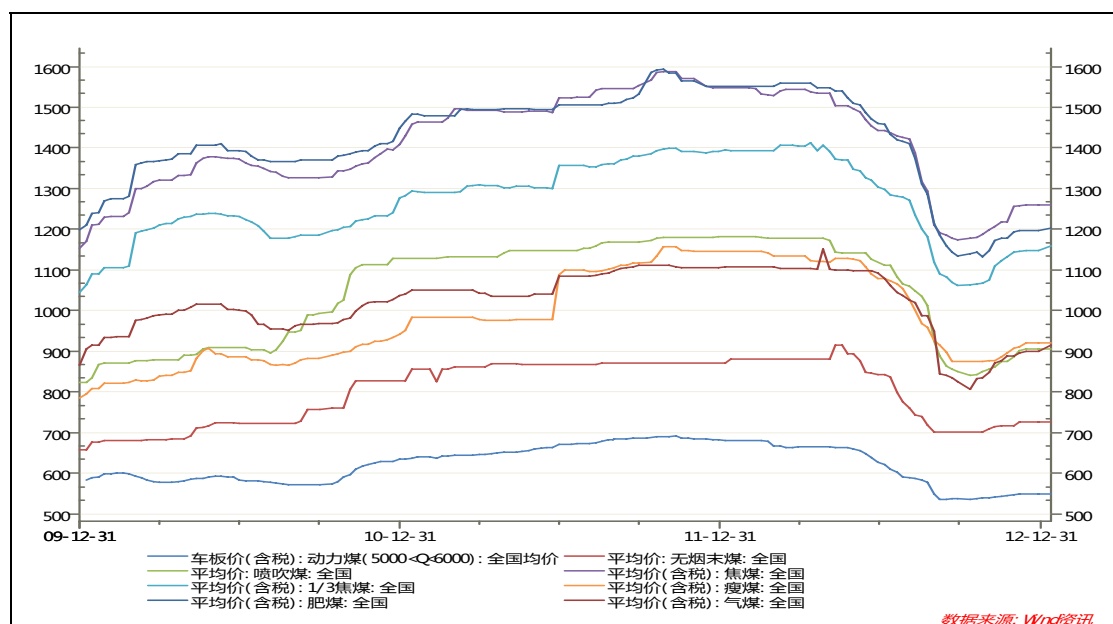
煤炭价格

从商品煤下游用途来看,商品煤大致可分为动力煤、化工煤、冶金煤和喷吹煤,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。

2008年,受国内中小煤矿整顿减产等因素影响,国内煤炭价格加速上扬,并于2008年7

月达到峰值。随后受经济危机影响,房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓,导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少,煤炭价格大幅回落。2009年8月起,随着下游行业强劲反弹,煤炭价格显著回升。2010年受制于节能减排,大量高耗能企业停产,第二、三季度煤炭价格低迷;四季度起,煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下,温和上升并创出经济危机后价格新高。进入2011年,煤炭价格延续温和上升趋势,并于2011年11月达至近期高点,随后,受经济减速及季节性因素影响,价格有所回落,煤炭价格在金融危机后随实体经济回暖及通货膨胀影响持续回升,至2011年11月达至本轮周期行情高点,随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响,2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。2012年二季度起,随着下游行业库存逐渐饱和,煤炭下游需求同比明显下降,煤炭价格在2012年三季度快速下行,同比跌幅一度超过20%;进入2012年四季度,随着传统冬季供暖期到来,煤炭价格获得一定支撑,但总体上,煤炭价格仍然维持底部整理格局。

图3 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源: wind 资讯

数据来源: Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

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，重特重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。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

产业金融化趋势

2011年7月下旬，炼焦煤期货在大连商品交易所正式上市交易，这将是继2011年焦炭后又一个新的能源期货品种，也是中国首个煤炭类期货上市品种。随着大宗商品金融属性日益提高，煤炭产业金融化将是未来行业发展的必由之路，焦煤期货的推出不仅使国内传统的煤炭操作模式被打破，更重要的是为煤焦钢产业链存在的市场风险增加了可控性。

目前国际焦煤价格主要把持在必和必拓等大型矿山手中，尽管近年来蒙古取代澳大利亚成为中国焦煤第一进口国，但优质焦煤的稀缺导致目前仍无法完全摆脱对澳煤的依赖。建立焦煤期货市场后中国将有自己的定价中心，将减轻国际煤价波动带来的影响，有助于增强中国作为焦煤进口大国在国际焦煤市场的话语权。

3. 产业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要内容包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%，新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%，到2015年形成产能41亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%，东、中、西部产量分别占12%、35%和53%），产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨，规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面，2004年，国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》，对煤炭出口实行配额管理，此后，煤炭出口配额整体呈下降趋势。从2004年1月1日开始，煤炭出口退税率由13%下调至11%；2005年5月1日，出口退税率进一步下调至8%；2006年9月15日正式取消煤炭出口退税；2006年11月1日开始，对炼焦煤出口征收5%的暂定出口

关税；2008年8月20日开始，对所有煤种征收10%的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下，2004年以来中国煤炭出口逐年下降。

进口政策方面，从2005年1月1日开始，将炼焦煤进口关税暂定税率下调为0，动力煤和无烟煤进口仍然分别征收6%和3%的进口关税；2005年4月1日开始，动力煤进口执行3%的暂定关税税率；2006年11月1日开始，将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至1%；2008年1月1日开始，所有煤炭进口关税暂定税率又下调至0。

在进出口政策的双重配合下，中国煤炭出口已经得到了控制，如果未来要进一步限制煤炭出口，只能采取进一步减少煤炭出口配额或者进一步上调煤炭出口关税的方法。当前每年煤炭出口配额占国内煤炭产量的比重仅有1%左右，煤炭出口对国内煤炭市场产生的影响已经很小，未来出台更加严格出口限制政策的可能性不大。

煤炭资源税

2011年10月10日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看，焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限，但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

短期来看，由于资源税是地方税，资源税改革可能导致中央对地方的让利，导致省际之间（资源输出省和资源净购入省）、企省之间（尤其是中央能源企业和地方政府）的博弈。特定的情况下，这些博弈会带来短期的分配问题，甚至由于扭曲而带来成本。但长期而言，资源税改革能有效将煤炭品质和税负进行挂钩，更

加真实地反应资源开采的外部性，从而促进资源的有效开发利用，提高煤炭开采率、优化煤炭资源和资源收入在代际之间的配置，具有可持续发展的意义。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长，煤炭市场基本上是卖方市场，资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业，煤企实际税负将比预期低。2011年四季度以来，随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速，国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩，若此时出台资源税从价计征，煤企新增税负无法有效向下游转嫁，盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在25%~45%，影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质，而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空间。

4. 行业发展

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，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。

2011年四季度以来，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，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

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看好。预计“十二五”期间，随着煤炭外运通道的建成，西部

大型煤炭企业有望迎来快速发展期，中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

（二）煤炭物流业

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但并不排除一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，在发展煤炭第三方物流中分得一杯羹，也是一种比较现实的选择。

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，目前煤炭物流与零售业等行业的物流灵敏程度是不可比的，同时发展前景也更令人期待。煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2012年9月底,公司注册资本为20.00亿元,全部由山西省国有资产监督管理委员会出资,山西省国资委是公司唯一出资人和实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

经过多年发展,公司已成为集煤炭生产、加工、运输及内外销,装备制造(以高铁轮对为主),金融投资(涉及房产、化工等领域)等多元产业协调发展的大型企业集团,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,具有兼并、重组、整合地方中小煤矿,建立煤源基地的资格,是中国最大的煤炭经销企业之一。

公司自2002年起步入“中国企业500强”,2011年,列“中国企业500强”第202位,全国煤炭100强企业第16名,山西省100强企业第8位。

煤炭贸易网络和铁路运输能力强

公司近年来加大国内外市场开拓力度,形成了煤炭内销、出口和进口三个市场并举格局。近年,公司煤炭贸易量呈快速增长态势。2011年,公司煤炭贸易量(含焦炭)为11175.36万吨,同比增加4526.89万吨,其中出口量191万吨,进口量330万吨,内销量10587万吨。

公司位于中国最大的商品煤基地山西省,山西煤炭资源丰富,煤种齐全,品质优良,为公司煤炭销售提供了充分的货源和品质保证。公司拥有省内铁路运输计划单列,下属77个铁路煤炭集运站(包括3个2万吨站点、13个万吨站点,年发运能力近1亿吨),开通了秦皇岛、天津、日照、青岛、京唐港、连云港等出海通道,形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销

体系,强大的煤炭贸易网络和铁路运输能力为公司煤炭销售提供了稳定和可靠的保证,也为公司自产煤炭销售提供了有力支持。

公司煤炭国内销售主要集中在电力行业,在煤炭需求量大的东部沿海地区拥有众多重要的电厂、冶金企业等大型用煤客户;煤炭出口方面则与二十多个国家和地区的客商建立了广泛而稳固的合作关系,享有良好的市场声誉;可根据客户要求提供弱粘煤、无烟煤、气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤等多种品种、质量要求的煤焦产品。

煤发生产业务快速发展

2009年,公司被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的7家主体之一,在政府支持下,公司积极推进可采储量合计14.15亿吨的煤矿整合计划,目前拥有煤炭资源地质储量28.28亿吨,核定年生产能力3000万吨。

近年公司稳步推进新建和技改煤矿建设项目,自产煤炭产量快速提高。截至2011年底,公司实现煤炭产量1011万吨,同比增加253万吨。

煤炭业务实现整体上市,直接融资渠道通畅

2009年,公司完成了与中油吉林化建工程股份有限公司(股票代码:600546,简称:山煤国际;原名中油化建)的重大重组,持有其75.90%的股权,为其第一大股东,重组的完成实现了煤炭主营业务的整体上市,有利拓宽了公司融资渠道,公司竞争实力及可持续发展能力不断增强。2011年,山煤国际A股增发55亿元,实现省属煤炭企业资本市场权益再融资“零”的突破,刷新山西资本市场融资规模纪录。

总体看,公司经营规模较大,具有煤炭产运销一体化经营优势和一定的资源优势,市场竞争力较强。

3. 人员素质

公司高管人员大多已在公司工作多年,具

有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长、党委书记郭海，男，汉族，1965年1月出生，研究生学历，工学博士，中共党员，高级工程师，山西省采矿工程专家。历任大同矿务局马脊梁矿副矿长、矿长；大同煤矿集团四台矿矿长；大同煤矿集团董事、副总经理；山西煤炭进出口集团有限公司副董事长、总经理。2012年6月至今任山西煤炭进出口集团有限公司董事长、党委书记。

公司副董事长、总经理苏清政，男，汉族，1958年9月出生，大学本科学历，中共党员，高级工程师。历任山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司董事、党委常委、副总经理兼晋城蓝焰煤业股份有限公司董事长。2012年6月至今任山西煤炭进出口集团有限公司副董事长、党委委员、总经理。

截止2012年9月，公司共有职工11258人，其中，煤矿板块8490人，煤矿工程技术人员929人，占职工总数10.9%；按专业职称划分，高级职称30人，占职工总数0.35%；中级职称以上专业人员115人，占职工总数1.35%；初级及未定级784人，占职工总数9.23%；专业技术人员中，注册安全工程师19人，山西省煤炭工业厅安全技术专家库成员2人，安全执法专家5人，山西省安监局安全质量标准化专家7人，山西省煤炭学会理事2人，山西省煤炭建设协会理事3人。

综上，公司管理团队综合素质较高，行业从业经验丰富，有利于公司的发展。公司员工岗位构成情况符合煤炭行业特点，员工学历和职称水平基本能满足管理和生产的需要。

4. 外部环境与支持

公司所在的山西地区是中国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，储量占中国 26%。

煤炭产业是山西省的支柱产业，中国已把山西省晋北、晋中、晋东三个煤炭主产区确定为 13 个大型煤炭基地之一，并将其纳入《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展

规划》、《煤炭产业政策》。13 大煤炭基地涉及 14 个产煤省区，拥有煤炭保有储量 6908 亿吨，占全国 70%，按照国家有关政策，大型煤炭基地的建设将享受国债资金的重点支持。国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。

2009 年 4 月 15 日，山西省人民政府《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》（晋政发[2009]10 号）明确，大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。同时，允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。国家相关政策的指导和推动，有利于公司资源实现快速扩张，进一步发挥规模优势，增强可持续发展能力。

在煤炭出口方面，根据《煤炭出口配额管理办法》，国家对煤炭出口实行国营贸易管理，由国家发改委会同商务部负责确定中国煤炭出口配额总量及分配，中国每年的出口配额只分配给中国神华能源股份有限公司（以下简称“神华能源”）、中国中煤能源集团公司（以下简称“中煤集团”）、山西煤炭进出口集团有限公司和中国五矿集团公司（以下简称“五矿集团”）共四家企业。相对于众多的煤炭企业，公司具有一定的煤炭出口垄断优势。

五、管理分析

1. 管理体制

公司属于国有独资企业，由山西省国资委履行出资人职责。公司按照《公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。公司不设股东会，董事会是公司的最高权力机构和决策机构，并行使股东会的部分职权。公司董事会由 9 位董事组成，设董事长 1 名。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由

董事会聘任并报国资委备案，副总经理、总会计师共 7 名，协助总经理工作。公司监事会由 5 人组成，其中职工监事 2 人，股东代表监事 3 人由山西省国资委直接委派。

2. 管理水平

公司设有董事会办公室、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、会计处、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，组织机构设置能够满足管理需要。

公司建立了较为健全的内部管理规章制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

资产管理方面，作为国有资产的授权经营者，公司将国有资产保值增值和资产收益最大化作为其经营管理的目标。公司对国有资产管理，按照所有权和使用权相分离的原则，实行“国家所有、统一管理、分类归口、逐级负责”的管理体制。公司将所有子公司的人财物收归集团垂直管理，在全面清产核资的基础上，对各子公司进行了内部国有资产授权经营。

财务管理方面，公司建立了以“会计核算、财务管理、财务控制”为主要内容的集团化财务管理体系，达到了基础管理规范化、管理手段现代化和运行结算的程序化。在管理手段上，分步骤实施了“三化管理”（会计核算电算化、财务信息系统化、资金管理银行化）。公司借助银行全面授信和网上银行，做到了“三网汇集”（子公司财务的局域网与集团公司的财务网并网，集团公司的财务网与开户银行并网，集团公司的财务网和业务网并网）和“三流合一”（使局域网出现的“信息流”、银行网出现的“资金流”及业务网出现的“物流”三流合一），在中国首家实现了财务调度与银行联网。集团所有财务数据即时由计算机自动生成，各子公司的账目、证、表以及资金流向、经营情况、

财务状况有效监控，业务、资金、信息在闭路循环中合理运行。实行资金收支两条线、统贷统还、统一调度、预算管理和有偿使用的资金管理模式，降低资金成本，控制资金风险，提高资金的使用效率。

投资管理方面，公司以国家产业政策和公司发展战略为导向，以实现资本盈利和企业可持续发展为目的。公司设立了投资管理处，从整体上实现投资项目的统一管理；成立了投资、预算、绩效考核三个委员会，建立和实行科学统一的投资项目审批程序，在项目提出、立项（不含非基建项目）、可行性研究、评估和决策等环节全程监督。投资项目竣工后，委员会对该项目的运行效果进行跟踪管理，监督其投资收益回收。

绩效考核管理方面，公司根据远景发展规划和年度工作方针、经营计划的实施需要，每年年初通过与所属子公司（部门）签订目标责任书的方式，根据目标承担单位经营性质，分别制定各子公司（部门）的年度各项工作指标任务，将总体目标层层分解、落实，并不定期对目标承担单位进行抽查考核，掌握各项指标的完成情况，年终进行统一考核兑现。在考核指标制定上既考虑到与国资委考核指标相适应又结合各目标单位的实际情况，在指标值的确定上将各单位经营煤种的盈利水平、自身经营规模、实体、计划、通道、人员负担情况、市场化程度、政策性因素及同类企业的业绩等情况进行了科学分析和综合考虑，确保各目标值的科学合理。

安全生产管理方面，公司始终把煤矿安全生产作为重中之重，坚持“安全第一，整体推进”的安全生产工作方针，突出安全生产的基础管理和现场管理。在与上级签订安全生产工作目标责任书的同时，公司贯彻分级目标责任体系，每年年初总经理和各煤矿矿长签订年度煤矿安全目标责任书，并进行量化考核，健全了有制度、有指标、有责任的煤矿安全生产控制指标体系。公司严格按标准提取安全费用，

并做到专款专用，专户储存。结合公司实际情况，制定了煤矿应急救援预案，各矿也相应完善了应急救援预案和矿井灾害预防计划。成立职工安全培训教育中心，不断提高职工队伍素质，建立了区队、矿井、集团公司三级培训制度。

人力资源管理方面，对企业中层以上领导干部的选拔任用方面实行民主推荐、公开选拔、竞争上岗、岗位交流、集体研究和票决制度。在干部的任免和考核中建立并完善了符合科学发展观要求的领导班子和领导干部综合考核评价体系 and 三级百分制考核考评细则，对中层管理人员一年一考核一聘任，其考核内容包括“德、能、勤、绩、廉、主要缺点和不足、民主测评”七大项内容量化考核，在被考核对象述职述廉的同时将经营业绩情况排队公布。在激励机制方面，公司实行岗位绩效工资制度，定岗定员，根据目标责任的完成情况实施奖惩。

总体上看，公司建立了较为完善的法人治理结构，管理制度不断健全，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营现状

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、机械制造、房地产等非煤业务。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。

近三年，公司营业收入大幅增长。2011年公司实现营业收入711.63亿元，同比增长209.02%。从收入构成来看，煤炭业务收入占比逐年提高，从2009年的89.13%提高至2011年的98.03%；从毛利润构成来看，近三年公司煤炭业务毛利润占比分别为85.75%、85.41%、94.19%，煤炭业务是公司利润的主要来源。从毛利率来看，公司近三年毛利率呈不断下降趋势，主要由于公司近年煤炭贸易量及贸易业务收入占比快速上升，由于贸易业务盈利性较低，导致营业利润率有所下滑。

从非煤业务来看，高铁轮对制造板块和其他业务整体毛利率较高，整个非煤业务收入有所波动，且规模相对较小，对公司整体利润贡献有限。

2012年1~9月，公司实现营业收入851.92亿元。其中，煤炭业务实现收入748.95亿元，非煤板块实现收入102.97亿元，煤炭业务仍然占公司营业收入的87.91%。2012年1~9月，公司金融投资板块收入规模大幅增长，主要来自非煤类大宗商品贸易收入，公司自2012年起从事该类贸易并将相关收入暂列入金融投资板块核算，相关业务对营业收入增长有一定贡献，但盈利能力低，对公司利润贡献小。

总体看，煤炭板块是公司收入与利润的重要来源，近三年公司自产煤炭产能逐步释放，煤炭贸易规模不断提高，带动公司收入规模大幅增长，非煤板块收入规模相对较小且有所波动，但毛利率维持较高水平。

表2 公司营业收入构成（单位：亿元；%）

板块		2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1~9 月		
		收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
煤炭板块		205.26	89.13	10.76	373.14	91.86	9.49	697.61	98.03	9.38	748.95	89.71	5.48
非煤 板 块	金 融 投 资 板 块	16.07	6.98	5.29	19.91	4.90	10.64	3.19	0.45	13.00	90.34	10.60	0.34
	高 铁 轮 对 制 造 板 块	3.71	1.61	24.02	11.04	2.72	26.33	8.52	1.20	25.00	7.79	0.91	24.00
	其他	5.24	2.28	36.78	2.12	0.52	48.10	2.32	0.33	35.15	4.84	0.57	2.22
合计		230.29	100	11.19	406.21	100.00	10.20	711.63	100.00	8.13	851.92	100.00	5.09

资料来源：公司提供

注：1.煤炭业务中包括焦炭；2.其他业务以房地产为主

2. 煤炭业务

煤炭贸易

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，是中国最大的煤炭经销企业之一。2008年起，公司注重煤炭进口业务的拓展，形成了内销为主、进出口为辅的贸易格局，以发挥国际国内两个市场有效配置资源的整体优势。

2009~2011年，公司煤炭贸易规模大幅增长，2011年公司煤炭贸易量（含焦炭）为11175.36万吨，同比增长68.09%，主要来自煤炭内贸量的增长。随着山西省内煤炭资源整合的不断推进，省内部分整合煤矿完成技改复产，全省煤炭产量大幅增长，公司煤炭内贸规模出现快速扩张，带动公司贸易量大幅提高。

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 公司煤炭运销业务情况

项目	2009年	2010年	2011年
一、贸易量（万吨）	4326.58	6648.47	11175.36
外销量	393.36	592.38	588.03
煤炭：出口	151.97	196.63	190.95
进口	241.39	382.97	329.56
转口贸易	--	12.78	67.51
内销量	3933.21	6056.08	10587.34
煤炭	3871.7	6010.67	10505.23
焦炭	61.52	45.41	51.67
二、进出口总额（万美元）	49828.95	94604.96	93998.54
出口金额	17327.27	34271.44	44965.10
进口金额	32501.68	60333.52	49033.44
三、运量（万吨）	1908.96	2994.12	4384.07
煤炭运量	1908.96	2920.99	4301.57
铁运	1908.96	2507.16	3713.56

航运	--	413.84	670.51
非煤运量	--	73.12	82.5

资料来源：公司提供

注：2011年公司煤炭贸易中有部分因延迟结算未确认收入

铁路运力方面，公司煤炭销售绝大部分通过铁路运输，其运输便捷、运价低廉，成本低于公路，使公司产品有较强的竞争力。公司从2001年起取得铁路运输计划单列，是山西省内唯一既有出口计划、又有内销计划的煤炭企业。近年公司顺应铁路重载提速和集约化发展趋势，在山西全省进行了大型集运站点的布局和优化，具备万吨大列发运条件的站台13个，约占太原路局北区管内万吨列车发运站的四成，两万吨大列发运条件3个。截至2011年底，公司共开通铁路煤炭集运站77个，年发运能力近1亿吨，主要分布在晋北、晋中、晋东南地区，与山西省煤炭产业布局匹配度较高。

表4 公司煤炭自有产量及采购量（单位：万吨）

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年1~9月
自有煤炭产量	536	758	1011.12	1139.05
煤炭采购量	3335.7	5252.67	9494.11	8649.42
合计	3871.7	6010.67	10505.23	9788.47

资料来源：公司提供

货源组织方面，公司下属大同、朔州、忻州、太原、阳泉、吕梁、临汾、晋城和长治等地市公司，以及控股、参股的经坊、凌志达等7个煤矿，每年可依据落实的铁路运输计划与地方煤矿、国有重点煤矿签订采购合同及通过自有煤矿生产安排货源，为客户提供动力用煤、炼焦用煤、焦炭等煤焦产品，货源供应较有保证。

下水通道及配煤方面，公司于2009年9月成立了太行海运有限公司，从事国内沿海、长江中下游及珠江三角洲货船运输，总运力达32余万吨，公司开通了秦皇岛、天津、日照、青岛、京唐港、连云港等出海通道，形成了占据全国主要出海口的运输体系，同时成立了海运公司，在华东、华中、华南地区建立三大配煤中心，

形成了矿站港口配煤体系、矿站装车质量保证体系及港口卸车装船质量保证体系，可以满足不同用户的多种煤炭品种、质量要求。

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，受惠于国内燃煤发电机组大幅增加，对动力煤需求快速增长，公司未来国内销量有望继续扩大。2011年，公司内销煤均价为850.25元/吨，同比下降5.65%，2012年1~9月，公司内销煤均价688.64元/吨，较2011年全年水平有所下降。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5 公司近年煤炭销售均价

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
煤炭出口（元/吨）	783.30	1132.80	1232.01	1092.62
煤炭内销（元/吨）	533.29	901.15	850.25	688.64

资料来源：公司提供

煤炭出口方面，公司的煤炭产品主要销往韩国、日本、香港、印度等亚太地区的电厂及钢铁厂，拥有韩国浦项、韩国西部发电、韩国南部发电、日本三井等一批大型、优质客户，并建立了长期、良好的合作关系。受煤炭出口政策调整、国内煤炭需求旺盛等因素影响，公司调整内销煤和外销煤的比例，增大内销煤的市场份额。2010年和2011年，公司煤炭出口量维持在190万吨左右，同期，煤炭出口价格保持在每吨1100~1200元水平。

总体上，公司形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销体系，为公司煤炭销售提供了稳定和可靠的保证；近年随着公司资源整合，自产煤炭产量逐步释放，同时，山西省内煤炭产量出现恢复性增长，公司煤炭内销规模快速扩张。

煤炭生产

从2003年起，公司在做大做强煤炭销售的同时，加大了对煤源基地的投入，煤炭生产业务保持了快速发展态势，煤炭产运销一体化水平不断提高。

2009年，公司作为山西省煤炭资源整合的7家主体之一，参与大同、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14.15亿吨。截止2012年9月，公司已成功整合54座煤矿，形成20座主体矿井，总地质储量28.70亿吨，核定年生产能力3000万吨。

在20座主体矿井中：生产矿井3座（经坊、大平、凌志达）；已完成基建的矿井2座（霍尔辛赫、铺龙湾）；过渡生产同时进行技改煤矿15座（韩家洼、长春兴、东古城、草垛沟、河曲旧县露天、上炭水、豹子沟、万家庄、恒兴、陆成、宏远、鑫顺、鹿台山、庄子河、镇里）。

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。2011年，公司生产原煤1011.10万吨，同比增加253.10万吨，下属铺龙湾、霍尔辛赫矿井及整合煤矿同比分别新增产量82.63万吨、124.18万吨、134.90万吨。2012年1~9月，公司生产原煤1139.05万吨，为2011年全年水平的112.65%。

公司自产原煤品种基本以贫煤、无烟煤和高硫瘦煤为主，均属于较高热值的优质动力煤（18.64~34.96MJ/Kg），部分经洗选后可作为高炉喷吹用煤。总体上，近年公司可控煤炭资源量和产量的增长有力提升了公司可持续发展能力。但与山西省其他煤炭资源整合主体相比，公司目前所拥有的煤炭资源储量及原煤产能仍相对较小。

表 6 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)	产量(万吨)			
						2009	2010	2011	12 年 1-9 月
经坊煤业	控股	贫瘦煤	44000	23000	240	266.00	314.19	325.23	269.20
凌志达煤业	控股	无烟煤	11379	8000	150	41.00	65.73	30.05	121.30
铺龙湾	控股	气煤	11748	5736	120	9.00	47.87	130.50	130.90
霍尔辛赫	控股	贫煤	54530	23620	300	6.00	35.90	160.08	218.00
大平煤业	控股	贫瘦煤	6500	3327	150	135.00	154.17	95.68	135.50
鹊儿山	参股	烟煤	6657	3325	120	80.00	123.17	117.71	-
现有矿井合计			134814	67008	1170	536.00	741.03	859.25	874.90
整合煤矿	整合		147964	74456	1830	--	16.97	151.87	264.60
合计			282778	141464	3000	536.00	758.00	1011.10	1139.05

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司各煤矿自成立以来，坚持将安全生产放在首位，完善安全生产监督管理体系、落实好安全责任制及安全事故责任追究制度，安全生产投入较为充分。2009~2011年，公司原煤生产百万吨死亡率分别为 0.187、0 和 0，远低于同期全国煤矿的百万吨死亡率 0.892、0.798 和 0.491。2010 年及 2011 年公司分别投入 0.85 亿元及 1.10 亿元进行安全生产保障体系建设。

总体看，近三年公司煤炭产量快速增长，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继续实现快速扩张。

3. 非煤业务

在煤炭主业快速发展的同时，公司积极拓展金融投资、机械制造、房地产、非煤贸易等非煤业务，以提升公司经营规模和利润水平。

金融投资

公司于2009年5月设立了金融投资管理机构山煤投资集团有限公司（下称“投资公司”），拟以参股银行，涉足金融业为切入点，打造高新技术产业孵化器与资本运作平台。2010年，公司将7家下属参股公司无偿划转至投资公司统一管理。投资公司下辖北京华通伟业科技发展有限公司（下称“华通伟业”）、山西鑫盛联房地产开发有限公司（下称“鑫盛联”）、山西明盛投资有限公司（下称“明盛公司”）、秦皇岛晟基房地产开发有限公司（下称“晟基

公司”）和盛世金泉（天津）股权投资基金管理有限公司（下称“盛世金泉”）五个子公司。

截至2011年底，投资公司资产总计24.66亿元，实现营业收入3.19亿元，净利润0.22亿元。

投资公司下属子公司华通伟业成立于1998年，注册资本2000万元，主要从事IT规划、软件开发、系统集成等IT类业务，其承担的山煤集团信息化一期项目已成功上线，目前具有自主知识产权的软件产品7项，其中，Galadin煤炭企业生产管理平台获中国软件协会、中国计算机行业协会、中国计算机用户协会、中国信息化推进联盟、软件和信息服务杂志社颁发的2010年度中国煤炭领域金软件奖。

鑫盛联、明盛公司和晟基公司主要经营商品房开发与销售，近年国家对房地产产业宏观调控力度的不断加强，公司将逐渐减少对该行业的资本性投入，以规避相关投资风险。盛世金泉于2010年成立，注册资本2200万元，主要从事银行、基金领域投资。

2012年起，公司下属子公司山煤经贸有限公司、山煤物资采购有限公司和宁波华泰贸易有限公司开始开展非煤类贸易业务，主要贸易品种包括矿石、建材、机械设备等大宗商品，公司将该类业务暂列入金融投资板块核算，导致2012年1~9月该板块收入规模大幅增长。非煤贸易类业务行业竞争激烈，盈利能力低，对公司利润贡献小。

高铁轮对制造

高铁轮对方面，公司引进意大利先进技术，

合资建设高速动车组轮对制造项目，下属企业智奇公司为国内唯一的高速动车组轮对生产基地，拥有世界先进的技术和设备。截至目前，智奇公司已具备年产5万对轮对的产能，随着后续生产、检修设备的到位，产能优势有望进一步增强。

2011年，智奇公司新造车轮19175片、车轴8681根，组装轮对8735对，实现销售收入8亿元、利润1.56亿元。目前，智奇公司是铁道部高速动车组轮对唯一供货商，但高铁轮对产能利用率仍然较低，由于高铁轮对的下游需求主要集中在高铁列车制造业，未来该板块收入及盈利空间将很大程度上取决于国内高铁建设规模。2011年，智奇的实际控制人丁书苗卷入铁道部前部长刘志军案，对智奇公司产生了较大负面影响，可能影响其在动车组高速轮对领域的垄断地位，目前智奇公司正常生产。由于智奇公司收入和利润规模相对较小，总体对公司不会产生较大影响。

总体看，公司积极拓展非煤业务，非煤板块整体毛利率较高，但收入有所波动，且非煤板块收入规模相对较小，对公司整体利润贡献有限。未来随着非煤业务逐步发展成熟，将进一步提升公司的综合实力。

4. 经营效率

2009~2011年，公司资产总额年均增长42.96%，所有者权益年均增长59.27%，营业收入年均增长75.79%，利润总额年均增长42.94%。总体看，近三年公司发展较快，增长主要来自主营业务，增长质量好。

2009~2011年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈上升趋势，三年平均值为12.74次、15.23次、1.38次，2011年分别为14.28次、16.09次和1.55次。总体看，作为以贸易业务为主的企业，公司整体经营效率较好。

5. 未来发展

公司确立了“做大做强煤炭主业、有选择地发展非煤产业”的发展战略。在煤炭主业上，通过以资源和资本为纽带，积极推进煤炭资源整合工作，采取联合、兼并、收购等多种形式整合资源，并根据地质条件进行煤矿的现代化改造和能力提升，争取规划建设成为总体产能3000万吨以上的四大煤炭产业基地（大同、长治、临汾、晋城分别建立动力煤、半无烟煤、焦煤、无烟煤生产基地）。同时，发展省内、省外、国外三大货源基地，运用先进物流配送技术和数字技术，打造“现代生产、智能物流、数字配煤、信息金融、集成服务”的创新型煤炭全供应链体系。在非煤业务上，坚持“有限多元”的原则，适度开展高端装备制造、金融投资等产业，以进一步提高公司的综合实力。

根据公司发展规划，“十二五”时期，公司仍将保持快速发展态势：①煤炭贸易方面，2013~2014年公司煤炭贸易量将达到1.6亿吨，到2015年煤炭贸易量达2亿吨；②煤炭生产方面，加快推进煤矿技改达产，2012年力争实现产量2000万吨，2013~2014年实现产量3800万吨，2015年实现产量5000万吨；③在非煤业务方面，高速动车组轮对制造继续拓宽市场、延伸链条，形成10万对轮对总装和维修能力。从公司在建及拟建项目看，公司投资支出主要集中于煤矿建设及相关技改工作，高铁轮对制造产能提升等项目也需要持续性资本支出，公司未来投资规模较大，在不考虑股权融资的情况下，依据公司目前盈利能力、经营性现金流量保守估计，公司存在一定的资金缺口，对外筹资依赖性强。

联合资信认为，短期内公司债务规模有可能扩大，并导致债务负担增加。长期来看，公司与银行良好的合作关系及上市公司具备的直接融资渠道将为公司资金需求提供一定保障，近年来，随着公司自产煤炭产量以及煤炭贸易规模的大幅提升，公司营业收入及利润水平均出现了较大的增长，未来随着公司下属整合煤

矿技改完成并达产，公司自产煤炭产量将进一步提高，加之煤炭产运销一体化建设的加强以及非煤产业的延伸，公司收入和规模经济效益有望进一步提升，进而增强公司的偿债能力。

七、财务分析

1. 财务概况及财务质量

公司提供的 2009~2010 年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计、2011 年度财务报表经中审国际会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2012 年三季度财务报表未经审计。公司 2011 年纳入合并范围二级子公司共 14 家，其中新增 2 家，对财务数据可比性影响不大。以下分析以 2009~2011 年合并财务报表数据为主，2012 年三季度财务数据为补充。

截至2011年底，公司合并资产总额538.94亿元，所有者权益120.02亿元（其中少数股东权益60.31亿元）；2011年实现营业收入711.63亿元，利润总额21.58亿元。

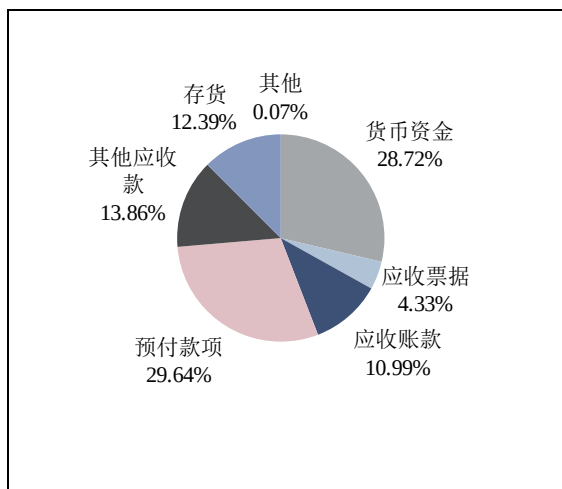
截至2012年9月底，公司合并资产总额584.90亿元，所有者权益120.11亿元（其中少数股东权益62.07亿元）；2012年1~9月，实现营业收入851.92亿元，利润总额12.03亿元。

2. 资产构成

2009~2011年，随着公司资源整合及经营规模持续扩张，公司资产总额年均增长42.96%。截至2011年底，公司资产总额538.94亿元，其中流动资产占75.16%，非流动资产占24.84%。截至2012年9月底，公司资产总额584.90亿元，其中流动资产占73.15%，非流动资产占26.85%。公司资产以流动资产为主，符合煤炭贸易类企业特点。

流动资产

图4 2011年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司流动资产年均增长50.92%，主要是货币资金、预付款项、应收账款、其他应收款及存货增加所致。截至2011年底，公司流动资产405.06亿元，主要构成以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主

截至2011年底，公司货币资金116.34亿元，同比增长53.62%，主要为银行存款（占96.74%）。2011年12月，子公司山煤国际完成A股非公开增发，共募集资金净额53.90亿元，导致公司货币资金存量大幅提升。

截至2011年底，公司应收票据17.52亿元，同比增长19.21%，主要是客户以银行承兑汇票方式付款所致。公司现金类资产占流动资产的33.08%，流动性良好。

2009~2011年，随着公司业务规模持续扩张，公司应收账款年均增长49.84%。截至2011年底，公司应收账款账面余额44.99亿元；其中，按个别认定法计提坏帐准备为852.90万元，按账龄分析法计提坏帐准备为3945.44万元；按账龄分析法计提坏帐的应收账款主要由1年以内应收账款构成（占97.16%）；2011年公司共提取4798.34万元的坏账准备，计提比例1.07%。考虑到公司下游均为国内大型的电力企业且账龄主要为1年以内，账款回收具有一定保障。

截至2011年底，公司预付款项120.07亿元，

同比增长16.98%，其中一年以内的预付账款占69.83%，主要是煤炭资源整合并购价款及整合资源保证金，均以预付款的形式记账；同时基于煤炭贸易规模的扩张，公司对上游客户的预付款相应增长。

截至2011年底，公司其它应收款余额为57.05亿元，主要系贸易延迟结算形成的应收款项。在采用账龄分析法（占13.94%）计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占71.27%，1~2年的占16.77%，2~3年的占2.22%，3年以上的占9.74%。公司共计提9057.28万元坏账准备，整体计提比例为1.59%。

截至2011年底，公司存货余额为50.25亿元，同比增长69.35%，主要是公司部分煤矿投产导致产量增加及煤炭贸易量持续提升所致。存货构成主要为库存商品，占79.80%。公司计提存货跌价准备675.42万元，由于公司库存商品主要为煤炭，2011年公司存货周转次数为16.09次，存货周转效率较高，发生跌值损失的可能性较小。

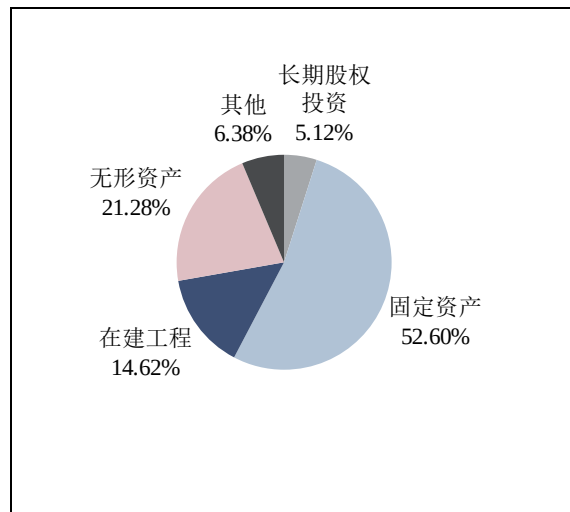
截至2012年9月底，公司流动资产合计427.86亿元，仍以货币资金（10.73%）、应收账款（23.67%）、预付账款（30.84%）、其他应收款（17.32%）和存货（13.96%）为主。

总体看，近年经营规模扩张带动公司经营性流动资产（存货、应收账款、预付款项）等不断增长。公司流动资产以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主，2011年公司货币资金大幅增长，资产流动性良好。

非流动资产

2009~2011年，公司非流动资产年均增长24.87%，主要是公司煤炭资源整合，将收购煤矿的固定资产（主要为机器设备、房屋及建筑物）并入报表以及对收购煤矿进行技改项目导致在建工程增加所致。截至2011年底，公司非流动资产133.88亿元，主要构成以固定资产、在建工程和无形资产为主，占比分别为53.36%、13.91%和21.47%。

图5 2011年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司固定资产原值86.19亿元，较上年增长58.36%，公司固定资产以房屋及建筑物（占51.35%）、机器设备（占29.53%）和运输工具（占17.62%）为主，公司累计折旧和减值准备合计14.75亿元。

截至2011年底，公司在建工程18.63亿元，同比下降37.18%，主要是部分在建工程项目投产转让固定资产所致，同时公司资源整合逐渐完成，基建、技改等持续性支出开始有所减少。

截至2011年底，公司无形资产账面价值为28.75亿元，主要由采矿权（占81.02%）和土地使用权（占16.18%）构成。无形资产较上年增长10.51%，主要为增加的土地使用权。

2009~2011年，由于公司固定资产折旧、处置固定资产及无形资产摊销，导致近三年构建固定资产、无形资产等合计支付的现金大于公司非流动资产的增加。

截至2012年9月底，公司非流动资产合计157.04亿元，仍以固定资产（46.94%）、在建工程（18.07%）、无形资产（20.68%）为主。

总体上看，近年来随着业务规模扩张，公司资产规模快速增长，公司资产以流动资产为主，现金类资产占比较大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益复合增长率为59.27%，主要来自实收资本、资本公积和少数股东权益的增加。2011年，公司实收资本由2010年的6.98亿元增加至20亿元，依据山西省国资委《关于山西煤炭进出口集团有限公司增加注册资本金的批复》，公司资本公积转增实收资本；2011年，公司下属子公司山煤国际在上海证券交易所完成A股非公开定向增发55亿元，导致公司资本公积及少数股东权益同比大幅增长。截至2011年底，公司所有者权益合计120.02亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、专项储备、盈余公积、未分配利润分别占33.49%、38.93%、3.49%、1.53%、22.56%，公司所有者权益稳定性较好。

截至2012年9月底，公司所有者权益合计为120.11亿元，其中归属母公司权益为58.05亿元。所有者权益构成变化不大。

负债结构及债务负担

2009~2011年，公司负债总额年均复合增长率为39.14%，公司负债增长主要来自于长短期借款及应付账款、预收款项的增长。截至2011年底，公司负债总额418.92亿元，其中流动负债占56.29%，非流动负债占43.71%，以流动负债为主。

截至2011年底，公司流动负债235.80亿元，主要以短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款为主，分别占51.98%、18.98%、13.27%和6.37%。

2009~2011年，公司短期借款年均增长54.75%，2011年底合计122.57亿元，主要为信用借款（占94.02%）。随着煤炭资源整合持续性资本支出，公司加大了银行借款的力度。

2009~2011年，公司应付账款年均增长50.36%，2011年底合计44.75亿元，其中，1年以内（含1年）账款占比96.42%。随着公司经营规模的扩张，应付账款相应增长。

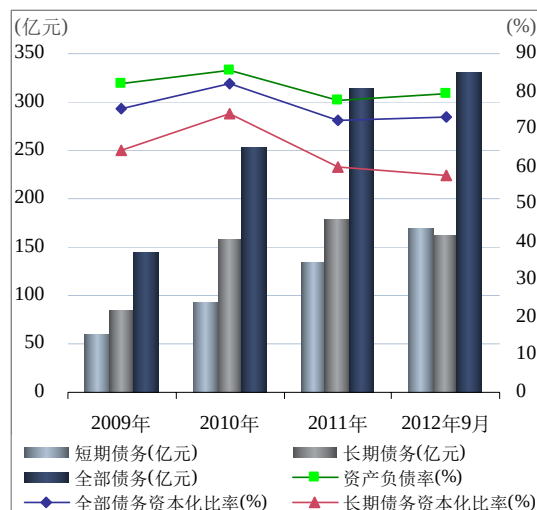
2009~2011年，公司预收账款年均增长17.90%，2011年底合计31.29亿元，主要原因是

煤炭供给相对短缺且公司部分自有煤矿投产，下游煤炭采购企业加大了预付款力度；同期，其他应付款年均增长15.54%，2011年底合计15.03亿元，主要是公司应付的投资款、应付资源整合煤矿的采矿权价款等。

截至2011年底，公司非流动负债183.12亿元，其中长期借款占85.74%，长期应付款占8.29%（含融资租赁款11.60亿元）、应付债券占5.46%。由于资源整合所需资本支出规模大，公司加大了筹资力度，长期借款大幅增长，截至2011年底为157.01亿元。公司长期应付款为15.18亿元，主要系应付的采矿权价款和能源基金；2011年，公司发行了10亿元公司债券，2011年底应付债券余额为10亿元。

2009~2011年，公司债务总额年均增长46.90%，截至2011年底，公司全部债务为313.72亿元。从债务结构来看，公司短期债务占比波动上升，但仍以长期债务为主（2011年占比56.93%）。债务结构指标方面，受山煤国际非公开定向增发55亿元A股影响，公司所有者权益出现较大增长，2011年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均出现一定程度下降，分别为77.73%、72.33%和59.81%，受益于公司权益性融资，公司债务负担有所下降。

图6 2009~2012年9月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至2012年9月底,公司债务总额342.09亿元,其中短期债务占49.16%,长期债务占50.84%,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79.46%、74.01%、59.15%,债务负担较2011年底略有上升。

总体看,近年由于公司经营规模扩张、煤矿资源整合等需要大量资本性支出,公司债务规模出现较快增长。公司债务结构以长期债务为主,2011年受益于权益性融资,公司债务负担有一定程度下降。

4. 盈利能力

2009~2011年,公司煤炭产量及贸易量大幅增加,同期,公司营业收入大幅增长,年均增长75.79%。2011年公司实现营业收入711.63亿元,较2010年增加305.41亿元。2009~2011年,公司营业成本增幅略高于营业收入,年均增长78.79%,导致营业利润率成下降趋势,分别为10.77%、9.86%、7.85%。

从期间费用来看,近三年公司期间费用占营业收入的比重分别为6.63%、5.20%、4.70%,期间费用占营业收入的比重持续下降,公司期间费用控制水平较高。

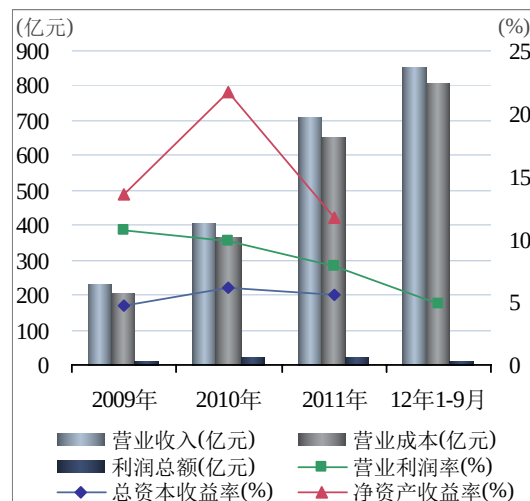
受益于公司自产煤炭产量及外购贸易量快速提升,公司营业利润及利润总额均呈快速增长态势。2009~2011年,公司营业利润分别为9.52亿元、18.87亿元、22.30亿元,年均增长53.02%;近三年利润总额分别为10.56亿元、18.52亿元、21.58亿元,年均增长42.94%。

从盈利指标来看,2010年,公司通过提高债务规模推动公司经营规模扩张,净资产收益率出现较大上升,总资本收益率也出现一定上升;2011年,公司通过下属子公司权益性融资,所有者权益大幅提高,同时伴随营业利润率的进一步下滑,公司净资产收益率和总资本收益率均出现一定下降,2011年净资产收益率和总资本收益率为11.75%、5.58%。

2012年1~9月,公司实现营业收入851.92亿元,利润总额12.03亿元,分别为上年全年的

119.71%、55.75%,同期,公司营业利润率为4.84%,较2011年进一步下降。

图7 2009~2012年9月公司主要盈利指标情况



资料来源:公司审计报告

综合来看,近年随着公司经营规模的扩张,公司营业收入、利润规模均出现较大增长,但营业利润率持续下滑。未来随着公司整合矿井的陆续投产,公司原煤产量的快速提高,公司整体盈利水平有望提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2009~2011年公司流动比率、速动比率呈不断上升趋势,三年平均值为167.14%和147.54%,2011年底公司两项指标分别为171.18%、150.50%,2012年9月底分别为149.69%、128.80%。2011年,公司经营现金流动负债比为2.40%,经营活动现金流量净额对短期债务保护能力偏弱。截至2012年9月底,公司现金类资产合计60.20亿元,是同期短期债务的0.36倍。整体看,公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看,2009~2011年,公司EBITDA年均增长51.56%;近三年EBITDA分别为16.55亿元、27.86亿元和38.02亿元。随着债务规模的扩张和在建工程投资的增加,公司利息支出快速增长,EBITDA利息保护倍数不断下降,2011年为3.76倍;同期,全部债务/EBITDA为8.25倍。整体上,公司整体偿债能

力适宜。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保 30.10 亿元，担保比率 25.06%，其中，对山西能源交通投资有限公司担保 30 亿元，对大同韩家岭出口煤炭集运站担保 1000 万元。

山西能源交通投资有限公司是涵盖运输、贸易、交通等多个领域的综合化企业集团，其汽车运输、铁路运输等业务在山西省内具有重要地位。同时，作为山西省省属国有大型骨干企业之一，公司还负责山西省铁路建设资本的筹集、投资和相应的资产管理工作，并根据协议参与铁路投运后的经营管理等工作。

大同韩家岭出口煤炭集运站，是山西省重点出口煤站之一，下设韩家岭出口煤加工厂，生产系统采用工业监视器集中监控，年加工能力 180 万吨，发运能力 200 万吨，是集储、装、运、加工、计量一体化的出口煤专用煤站，出口煤远销日本、韩国以及东南亚等国家和地区。

目前被担保企业经营情况正常，公司或有负债风险较小。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得银行授信 561.03 亿元，未使用额度 251.48 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：SH600546）为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（B-201212743469 号），截至 2012 年 12 月 25 日，公司无不良贷款信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司资源整合工作稳步推进，自产煤炭产量不断提升；同时，公司强大的煤炭贸易网络和铁路运输能力是自产及外购煤炭贸易的有力保障；近三年公司资产规模大幅提高，收入及利润规模持续增长，整体盈利能力较好；基于对公司自身经营和财务状况，公司整体抗风险能力强。

八、结论

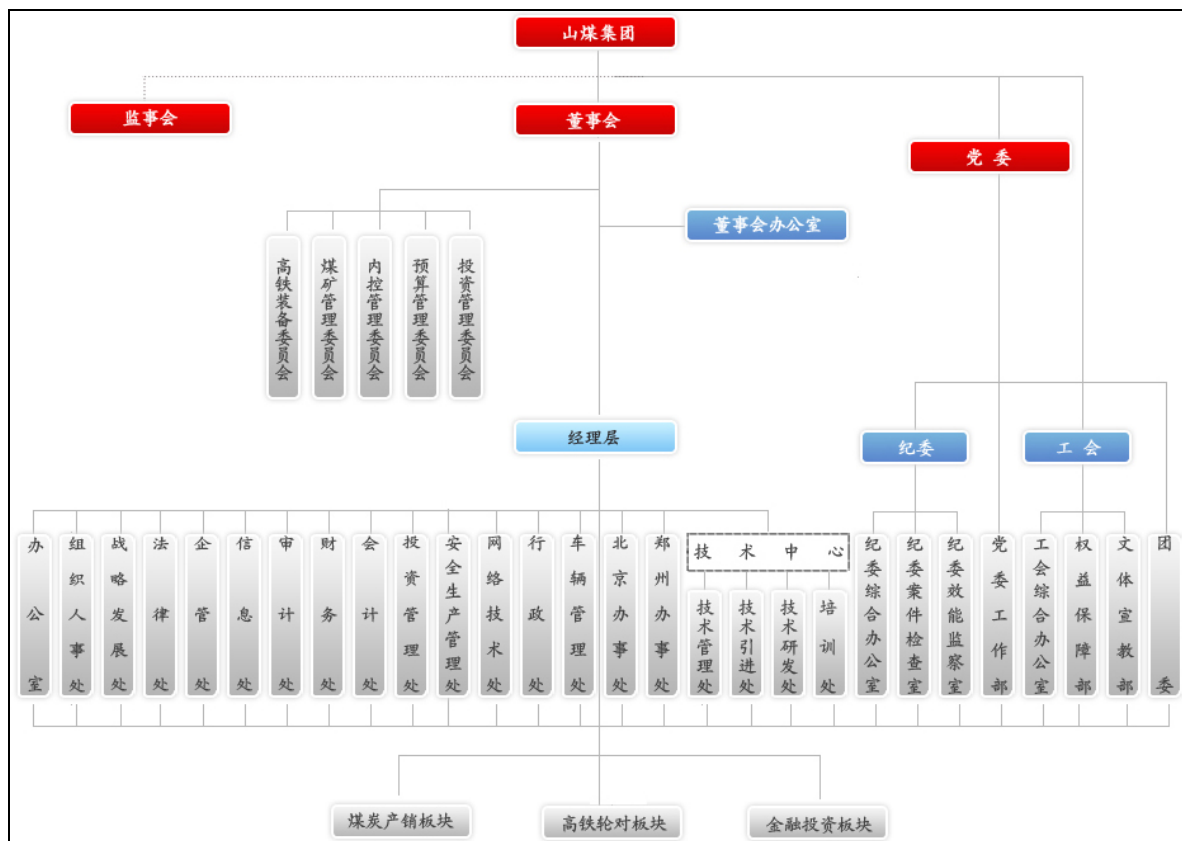
中国国民经济的持续发展和以煤炭为主导的能源结构，决定了煤炭行业较好的发展前景。

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，使煤炭资源量和原煤生产能力得以快速增加，综合竞争力和抗风险能力得到提升。

近三年公司资产规模大幅提高，收入及利润规模持续增长，整体盈利能力较好。但由于项目建设和资源整合资金需求较大，公司债务规模不断提高，债务负担偏重。未来，伴随公司煤炭产能的扩大和非煤业务效益的显现，公司收入利润水平和盈利能力有望进一步增强。

综合来看，公司主体信用风险很低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	325613.31	757317.09	1163355.26	89.02	459369.71
结算备付金					
交易性金融资产	100.00		1575.88	296.97	1648.95
应收票据	91893.84	146960.29	175198.56	38.08	140983.25
应收账款	198242.33	229447.35	445068.58	49.84	1012812.51
预付款项	822316.29	1026468.79	1200718.15	20.84	1319564.47
应收股利	2807.62		306.70	-66.95	4872.00
应收利息			97.32		
其他应收款	153523.09	240439.50	561446.41	91.23	741151.76
存货	182453.48	310938.83	501811.82	65.84	597177.69
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1504.03		989.66	-18.88	989.66
流动资产合计	1778453.98	2711571.85	4050568.33	50.92	4278570.01
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
可供出售金融资产			37421.60		45652.75
持有至到期投资					
长期应收款	3183.60	2693.74	4287.29	16.05	3787.29
长期股权投资	32027.30	67222.09	66547.87	44.15	127948.57
投资性房地产	6866.47	6549.99	11894.87	31.62	11513.96
固定资产	310081.70	436903.61	714460.38	51.79	737195.69
在建工程	216421.17	296532.21	186267.16	-7.23	283750.49
工程物资	7389.86	11377.59	1103.77	-61.35	1991.08
固定资产清理		2.64			
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	270750.78	260121.81	287456.44	3.04	324729.33
开发支出			1020.26		1562.26
商誉					
长期待摊费用	3902.06	6303.20	8548.16	48.01	12512.37
递延所得税资产	4656.52	5182.92	7587.70	27.65	7541.20
其他非流动资产	3369.09	4077.23	12245.00	90.64	12238.79
非流动资产合计	858648.55	1096967.03	1338840.50	24.87	1570423.79
资产总计	2637102.53	3808538.88	5389408.83	42.96	5848993.80

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	511850.53	787595.80	1225687.17	54.75	1542473.80
吸收存款及同业存放					
交易性金融负债					
应付票据	36571.80	120000.00	46465.35	12.72	52183.07
应付账款	197926.65	189919.88	447491.13	50.36	801112.14
预收款项	225094.36	252376.75	312910.50	17.90	151886.51
应付职工薪酬	11111.52	10653.97	22846.93	43.39	21253.59
应交税费	20795.71	31177.54	49664.62	54.54	39047.55
应付利息	1930.89	7048.51	5237.08	64.69	11431.99
应付股利	8236.59		18251.33	48.86	23289.79
其他应付款	112585.22	161555.85	150306.28	15.54	128196.07
一年内到期的非流动负债	58500.00	27542.50	78977.14	16.19	86977.14
其他流动负债	440.53		125.00	-46.73	440.31
流动负债合计	1185043.81	1587870.82	2357962.52	41.06	2858291.94
非流动负债：					
长期借款	846909.55	1560125.31	1570090.55	36.16	1523266.69
应付债券			100000.00		100000.00
长期应付款	127618.81	95478.21	151773.49	9.05	156421.04
专项应付款		2500.00	2500.00		3046.79
预计负债					
递延所得税负债	4137.02	5925.71	5781.11	18.21	5781.11
其他非流动负债	279.00	1120.00	1080.00	96.75	1050.00
非流动负债合计	978944.38	1665149.23	1831225.14	36.77	1789565.62
负债合计	2163988.18	3253020.05	4189187.66	39.14	4647857.56
所有者权益：					
实收资本(或股本)	69826.70	69826.70	200000.00	69.24	200000.00
资本公积	39127.74	59449.21	232426.33	143.73	240731.47
减：库存股					
专项储备	12457.52	20837.54	20825.28	29.29	
一般风险准备					21773.38
盈余公积	9149.95	9149.95	9149.95		9149.95
未分配利润	108138.55	138657.14	134706.10	11.61	108820.65
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	238700.47	297920.54	597107.67	58.16	580475.45
少数股东权益	234413.87	257598.28	603113.50	60.40	620660.79
所有者权益合计	473114.35	555518.83	1200221.17	59.27	1201136.24
负债和所有者权益总计	2637102.53	3808538.88	5389408.83	42.96	5848993.80

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	2302888.70	4062147.01	7116296.66	75.79	8519200.51
减: 营业成本	2045244.89	3647705.17	6537951.26	78.79	8092418.38
营业税金及附加	9556.29	13805.52	19566.71	43.09	14039.35
销售费用	36810.14	54994.94	104658.56	68.62	70745.45
管理费用	86504.83	105900.45	146464.19	30.12	121274.10
财务费用	29356.68	50274.02	83030.41	68.18	102125.08
资产减值损失	2641.76	3222.03	5126.27	39.30	-159.93
利息支出					
手续费及佣金支出					
加: 公允价值变动收益			-76.99		
投资收益	2455.05	2437.00	3544.00	20.15	5361.57
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益		2048.91	-58.08		1682.02
汇兑收益					
二、营业利润	95229.16	188681.89	222966.28	53.02	124119.66
加: 营业外收入	15493.99	5743.08	4648.00	-45.23	3316.34
减: 营业外支出	5121.60	9176.53	11847.31	52.09	7158.15
其中: 非流动资产处置损失		1085.63	641.01		345.11
三、利润总额	105601.54	185248.44	215766.97	42.94	120277.85
减: 所得税费用	41215.35	64924.48	74760.95	34.68	64265.86
四、净利润	64386.20	120323.96	141006.02	47.99	56011.99
其中: 归属于母公司的净利润	16841.81	30390.57	51155.39	74.28	-28040.31
少数股东损益	47544.38	89933.39	89850.63	37.47	84052.30

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1951001.74	3350238.71	5421549.22	66.70	7671791.79
客户存款和同业存放款项净增加额					
处置交易性金融资产净增加额					
收取利息、手续费及佣金收到的现金					
收到的税费返还	162.62	829.66	2143.97	263.09	316.85
收到其他与经营活动有关的现金	381490.55	864660.32	911297.00	54.56	737878.46
经营活动现金流入小计	2332654.92	4215728.69	6334990.19	64.80	8409987.10
购买商品、接受劳务支付的现金	1712453.96	2950346.22	4935129.01	69.76	7436380.42
客户贷款及垫款净增加额					
存放中央银行和同业款项净增加额					
支付利息、手续费及佣金的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	48525.63	77151.14	96885.31	41.30	95212.61
支付的各项税费	165762.85	171765.96	240420.02	20.43	230867.01
支付其他与经营活动有关的现金	313139.18	840317.38	1005935.34	79.23	807840.51
经营活动现金流出小计	2239881.61	4039580.71	6278369.68	67.42	8570300.55
经营活动产生的现金流量净额	92773.31	176147.98	56620.51	-21.88	-160313.45
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	445.70	1755.02	4222.22	207.79	143181.21
取得投资收益收到的现金	1489.52	1500.29	3428.40	51.71	2854.54
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1027.55	125.50	528.41	-28.29	362.05
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	45893.54		1388.30	-82.61	399968.73
投资活动现金流入小计	48856.32	3380.81	9567.33	-55.75	546366.54
购建固定资产、无形资产等支付的现金	248175.54	301995.58	230732.39	-3.58	140657.93
投资支付的现金	965.00	4630.00	35580.98	507.22	203463.81
取得子公司等支付的现金净额			19420.00		460661.55
支付其他与投资活动有关的现金	339661.77	194706.39	311659.87	-4.21	372879.74
投资活动现金流出小计	588802.31	501331.96	597393.24	0.73	1177663.04
投资活动产生的现金流量净额	-539945.99	-497951.15	-587825.91	4.34	-631296.51
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	3946.23	8848.00	546650.00	1076.97	13100.00
取得借款收到的现金	1097917.31	1692283.25	1681331.33	23.75	1909205.88
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	3607.00		12710.39	87.72	0.01
筹资活动现金流入小计	1105470.53	1701131.25	2240691.71	42.37	1922305.89
偿还债务支付的现金	451391.07	791606.67	1092786.34	55.59	1654134.01
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	53589.65	122475.76	206115.25	96.12	175447.01
支付其他与筹资活动有关的现金	1420.00	2771.25	5595.95	98.51	4471.27
筹资活动现金流出小计	506400.72	916853.68	1304497.54	60.50	1834052.30
筹资活动产生的现金流量净额	599069.81	784277.56	936194.17	25.01	88253.60
四、汇率变动对现金的影响	-51.33	-241.72	616.93		-629.19
五、现金及现金等价物净增加额	151845.79	462232.68	405605.70	63.44	-703985.55
加: 期初现金及现金等价物余额	173767.51	295084.41	757749.56	108.82	1163355.26
六、期末现金及现金等价物余额	325613.31	757317.09	1163355.26	89.02	459369.71

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	64386.20	120323.96	141006.02	47.99
加：资产减值准备	2233.66	3222.03	5126.27	51.49
固定资产折旧及其他	33422.28	28431.52	52057.68	24.80
无形资产摊销	7448.97	8163.47	10798.80	20.40
长期待摊费用摊销	633.39	3382.54	10151.26	300.34
处置固定资产、无形资产等损失	-96.83	42.62	310.64	
固定资产报废损失	9.10	1003.54	27.39	73.45
公允价值变动损失			76.99	
财务费用	18398.13	53356.10	64725.41	87.56
投资损失	-2455.05	-2437.00	-3544.00	20.15
递延所得税资产减少	37.12	-452.49	-1227.84	
递延所得税负债增加	2219.92	-129.16	-144.61	
存货的减少	-67185.71	-136107.70	-205787.11	75.01
经营性应收项目的减少	-73950.08	-377878.12	-1174843.29	298.58
经营性应付项目的增加	107029.91	474668.49	1157886.91	228.91
其他	642.28	558.19		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	92773.31	176147.98	56620.51	-21.88
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	325613.31	757317.09	1163355.26	89.02
减：现金的期初余额	173767.51	295084.41	757749.56	108.82
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	151845.79	462232.68	405605.70	63.44

附件 5 公司主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.74	12.19	14.28	12.74	--
存货周转次数(次)	13.74	14.79	16.09	15.23	--
总资产周转次数(次)	1.15	1.26	1.55	1.38	--
盈利能力					
营业利润率(%)	10.77	9.86	7.85	9.04	4.84
总资本收益率(%)	4.78	6.14	5.58	5.59	--
净资产收益率(%)	13.61	21.66	11.75	15.09	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	64.16	74.16	59.81	64.98	59.15
全部债务资本化比率(%)	75.45	81.99	72.33	75.85	74.01
资产负债率(%)	82.06	85.41	77.73	80.90	79.46
偿债能力					
流动比率(%)	150.07	170.77	171.78	167.14	149.69
速动比率(%)	134.68	151.19	150.50	147.54	128.80
经营现金流动负债比(%)	7.83	11.09	2.40	6.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.98	4.04	3.76	4.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.78	9.08	8.25	8.61	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.31	-0.13	-0.17	-0.18	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-24.31	-6.03	-5.81	-9.58	--

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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(非流动)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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 主体长期信用等级设置及其含义

注：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

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西煤炭进出口集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山西煤炭进出口集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西煤炭进出口集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山西煤炭进出口集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如山西煤炭进出口集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西煤炭进出口集团有限公司、主管部门、交易机构等。

