

信用等级公告

联合[2014] 1588 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

二零一四年八月十一日

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: 2014 年 8 月 11 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	538.94	717.96	716.16	748.57
所有者权益(亿元)	120.02	130.45	125.09	134.40
长期债务(亿元)	182.36	193.65	218.07	230.30
全部债务(亿元)	317.47	370.65	441.63	459.34
营业收入(亿元)	711.63	1101.66	1272.69	268.69
利润总额(亿元)	21.58	13.09	7.41	0.58
EBITDA(亿元)	38.02	43.39	30.83	--
营业利润率(%)	7.85	5.57	3.72	3.12
净资产收益率(%)	11.75	3.94	2.05	--
资产负债率(%)	77.73	81.83	82.53	82.05
全部债务资本化比率(%)	72.57	73.97	77.93	77.36
流动比率(%)	171.78	112.05	104.53	112.98
全部债务/EBITDA(倍)	8.35	8.54	14.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.07	1.70	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计; 长期债务中包含融资租赁款。

分析师

高延龙 杜蜀萍

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,联合资信也关注到煤炭行业景气度下行、公司债务负担重、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,公司自产煤炭产量稳步提升,非煤贸易板块快速增长对营业收入贡献权重不断增大,有效弥补了煤炭板块收入的波动。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. 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。
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。

关注

1. 煤炭行业景气程度连续下行,公司本部持续亏损,盈利能力受到挤压,同时贸易规模大幅上升,公司营业利润率持续下滑。
2. 近年来公司债务规模不断加大,债务负担重;未来在建项目及资源整合资金投入量较大,公司对外融资需求处于较高水平。
3. 诉讼事宜对公司未来经营存在不确定性影响。

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 2014 年 8 月 11 日至 2015 年 8 月 10 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，截至 2014 年 3 月底持有山煤国际 57.43% 股份，为其第一大股东。公司为国有独资企业，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的唯一股东。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。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 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 2014 年 3 月底，公司下设董事会办公室、办公室、组织人事处、战略发展处、法律处、企管处、信息处、审计处、财务处、投资管理处、安全生产管理处、网络技术处、行政处、车辆管理处、技术中心等职能部门，拥有 2 个驻外机构、全资及控股子公司 27 个。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 716.16 亿元，所有者权益 125.09 亿元（其中少数股东权益 76.90 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1272.69 亿元，利润总额 7.41 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 748.57 亿元，所有者权益 134.40 亿元（其中少数股东权益 78.59 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 268.69 亿元，利润总额 0.58 亿元。

公司注册地址：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

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

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

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

2. 政策环境

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

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

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

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

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，

更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

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

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。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。

1. 行业概况

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。

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	100.00	100.00	100.00
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。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。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。

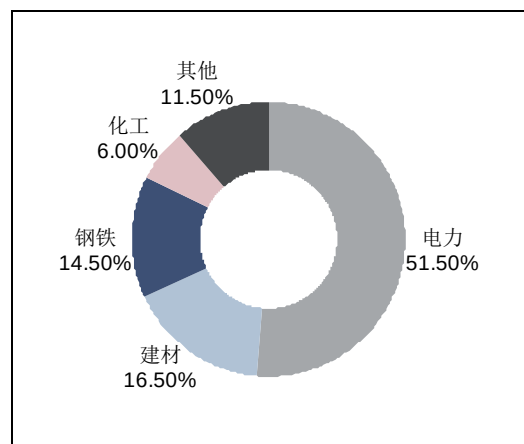
中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革滞后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

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。2011 年四季度以来，煤炭景气下行，行业内兼并重组提速，2013 年出现跨行业链重组。

行业需求与供给

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%。

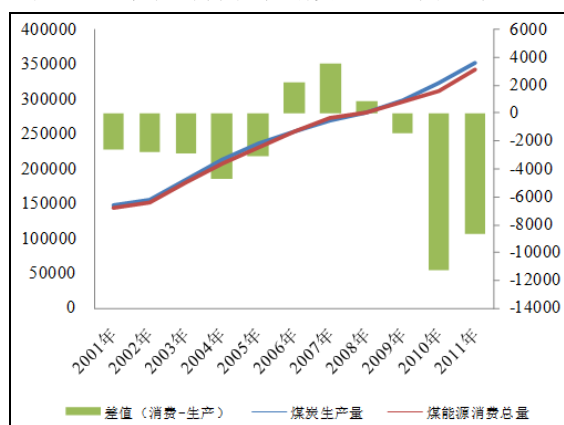
图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：国家统计局

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、节能减排及经济结构转型政策影响，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 近年中国煤炭生产消费总量（单位：万吨）

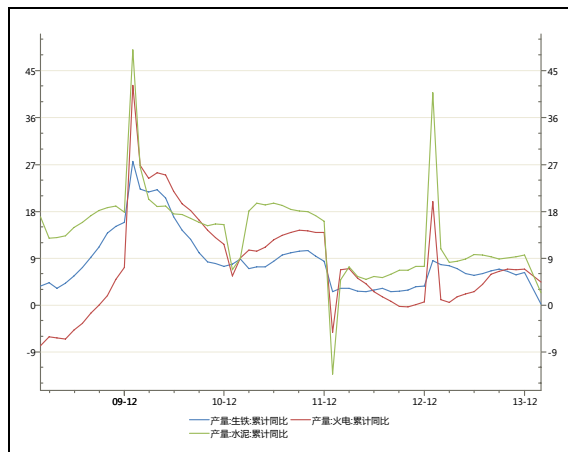


资料来源：国家统计局

从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供

需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

图3 2008年以来煤炭下游主要行业产量增速



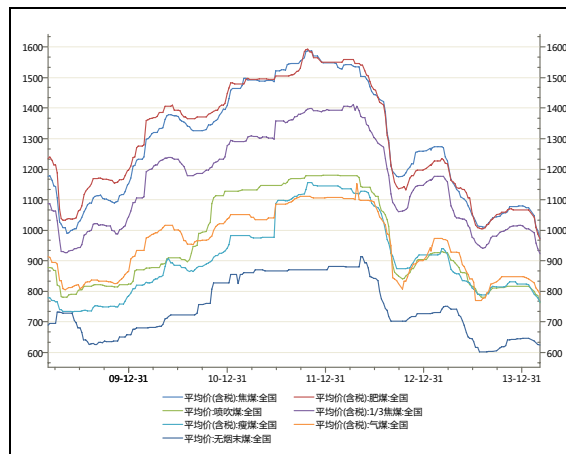
资料来源：WIND资讯

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。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。2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截

至2014年3月14日，全国焦煤平均价960元/吨，同比下降24.41%，较2011年同期下降35.70%。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4 近年国内主要煤炭品种含税均价

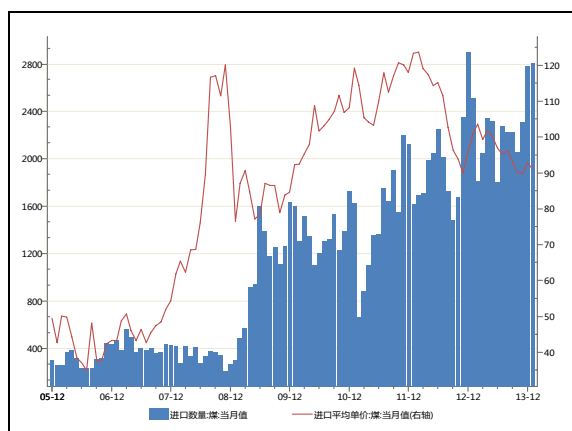


资料来源：WIND资讯

进口冲击

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

图5 近年中国煤炭进口量及进口均价
(单位: 万吨、美元/吨)



资料来源: WIND资讯

煤炭物流业

中国煤炭供需逆向分布, 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。

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，更重要的是为焦煤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. 行业政策

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。

总体看，中国的煤炭产业政策将促进煤炭产业集中度和煤炭供给的稳定性的提升，有利于大型煤炭企业的发展。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

4. 行业发展

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。

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。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司属国有独资大型一类企业。经过历次股本变更，截至2014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。

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，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”，2013年，位列“2013中国500强企业”第106位、“2013中国煤炭企业100强”第15位、“2013中国煤炭企业煤炭产量50强”第42位和“2013山西企业百强榜”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，公司煤炭贸易量呈稳定增长态势。2013年公司累计完成贸易量13786.75万吨，同比小幅增长1.61%。其中外贸量累计完成496.16万吨（出口煤61.23万吨、进口煤288.19万吨、转口煤146.74万吨）；内销量累计完成13290.59万吨（煤炭11596.45万吨）。

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。

煤炭生产业务快速发展

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为13.81亿吨的煤矿整合计划，截至2014年3月底，公司拥有煤炭资源地质储量27.61亿吨，核定年生产能力2790万吨。2013年，公司煤炭产量突破1600万吨。

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，截至2014年3月底持有其57.43%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。

公司董事长郭海先生，1965年出生，研究生学历，中共党员，高级工程师职称，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、党委委员，现任山西煤炭进出口集团有限公司董事长。

公司总经理苏清政先生，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。现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。

截至2014年3月底，公司共有职工17294人，其中煤矿板块8500人：煤矿工程技术人员929人，占10.93%；按专业职称划分，高级职称30人，占0.35%；中级职称115人，占1.35%；初级职称784人，占9.22%，其余职工无职称；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和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、重大事项

根据公司于2014年7月3日发布的“山西煤炭进出口集团有限公司关于其下属三级子公司涉及诉讼公告”（以下简称“诉讼公告”）称，公司下属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”）在开展氧化铝等国际贸易和国内贸易过程中，由于下游客户广南（香港）有限公司、新联国际集团有限公司及青岛亿达矿业有限公司未按合同约定支付到期货款，经多次协商未果，进出口公司于2014年6月25日向山西省高级人民法院提起诉讼。本期诉讼案中，诉讼请求金额为美元120361906.06元，以及人民币352482000元。截至目前，本案审理程序尚未开始，诉讼结果存在不确定性，公司目前尚无法准确判断诉讼公告的诉讼事项对公司本期利润或期后利润的影响。

综合来看，上述诉讼事项中诉讼请求金额较大，如果公司无法收回所欠货款，预计将对公司资金流动性产生一定影响。由于目前诉讼结果存在不确定性，联合资信将持续关注本期诉讼案件进展情况。

七、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、房地产及铝业贸易等非煤业务。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。

2011~2013年，公司营业收入不断增长。2013年，公司实现营业收入1272.69亿元，同比增长15.52%。从收入构成来看，煤炭业务收入规模及占比均有所下降，2013年占营业收入比例下降至64.11%。从毛利率来看，公司近三年毛利率呈不断下降趋势，主要受煤炭行业景气度下行及人工、物流等成本上升的双重影响，公司贸易业务利润空间被逐渐压缩，导致营业利润率有所下滑。

从非煤业务来看，公司金融投资板块及其他板块收入规模大幅增长，主要来自非煤类大宗商品贸易（公司自2012年起从事该类贸易并将相关收入列入金融投资板块核算）和铝业贸易收入增长，对营业收入贡献权重有所加大，但盈利能力低，对公司利润贡献较小。总体看，煤炭板块收入有所下降，盈利能力持续下滑；非煤业务快速发展，但对公司整体利润贡献有限。

2014年1~3月，公司实现营业收入268.69亿元，同比下降15.62%，其中煤炭业务实现收入170.14亿元，占比为63.32%；煤炭业务及公司整体毛利率分别降至4.55%和3.25%。

表2 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

板块		2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭板块		697.61	98.03	7.38	933.45	84.73	6.10	815.92	64.11	5.25	170.14	63.32	4.55
非煤 板块	金 融 投 资 板块	3.19	0.45	32.29	128.58	11.67	0.30	312.32	24.54	0.85	68.71	25.57	0.44
	高 铁 轮 对 制造板块	8.52	1.20	34.18	11.05	1.00	24.30	--	--	--	--	--	--
	其他	2.32	0.33	35.15	28.58	2.60	32.90	144.45	11.35	2.66	29.84	11.11	2.62
合计		711.63	100.00	8.13	1101.66	100.00	5.57	1272.69	100.00	3.87	268.69	100.00	3.25

资料来源：公司提供

注：1. 煤炭业务中包括焦炭；

2. 2012 年其他业务以房地产为主；2013 年其他业务以广东德润投资有限公司（简称“德润公司”，为 2012 年新纳入合并子公司）业务收入为主；

3. 2013 年，公司将高铁轮对制造板块业务剥离，交由太原市重型机械有限公司托管，且不再纳入公司合并报表范围。

煤炭业务

（1）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。

2011~2013 年，公司煤炭贸易规模不断增长。2013 年，公司煤炭贸易量（含焦炭）为 13786.75 万吨，同比小幅增长 1.61%；受煤炭行业整体呈现低迷状态，省内煤炭贸易量有所下滑，2013 年公司煤炭内销量 11596.45 万吨，同比下降 7.88%。2014 年 1~3 月，公司煤炭贸易量为 2451.05 万吨，占 2013 年全年的 17.78%。

表 3 公司煤炭运销业务情况（单位：万吨、万美元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
一、贸易量	11175.36	13568.12	13786.75	2451.05
外销量	588.03	617.86	496.16	171.90
煤炭：出口	190.95	153.94	61.23	11.94
进口	329.56	296.04	288.19	111.57
转口贸易	67.51	119.61	146.74	48.39
内销量	10587.34	12968.25	13290.59	2279.15
煤炭	10505.23	12587.85	11596.45	2192.95
焦炭	51.67	91.00	90.01	16.18
二、进出口总额	114988.82	185803.88	248187.31	25105.16
出口金额	44965.10	28111.40	7766.85	1136.72
进口金额	49033.44	42379.54	33911.29	5354.14

转口金额	--	115312.94	206509.17	18614.30
三、运量	4466.57	2910.81	2997.81	796.67
煤炭运量	4384.07	2840.79	2897.76	775.56
铁运	3713.56	2127.98	2104.57	555.50
航运	670.51	712.81	793.19	220.06
非煤运量	82.50	70.02	100.05	21.11

资料来源：公司提供

注：2013 年公司煤炭贸易中有部分因延迟结算未确认收入。

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。

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 17 个，约占太原路局北区管内万吨列车发运站的三成，两万吨大列发运条件 3 个。截至 2014 年 3 月底，公司共开通铁路煤炭集运站 76 个，年发运能力近 1.2 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好。

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。

表4 公司煤炭自有产量及采购量情况（单位：万吨）

项 目	2011年	2012年	2013年	14年 1-3月
自有煤炭产量	1011.12	1567.50	1617.00	404.08
煤炭采购量	9494.11	11020.35	12470.33	2654.25
合计	10505.23	12587.85	14087.33	3058.33

资料来源：公司提供

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。价格方面，2011年下半年宏观经济减速，煤炭行业景气度持续下滑，下游需求减少，导致公司内销煤均价连年下降。2013年，公司内销煤均价为535.00元/吨，同比下降12.52%；2014年1~3月，公司内销煤价降至505.83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5 公司近年煤炭销售均价情况（单位：元/吨）

项 目	2011年	2012年	2013年	14年 1-3月
煤炭出口	1232.01	1186.98	825.64	618.87
煤炭内销	850.25	611.59	535.00	505.83

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。2012年和2013年，公司煤炭出口量分别为153.94万吨和61.23万吨，保持下降趋势；2013年，公司煤炭出口均价首次跌破1000元/吨，为825.64元/吨。2014年1~3月，公司煤炭出口量11.94万吨，出口均价为618.87元/吨。

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，自产煤炭产量逐渐释放；但煤炭行业景气度持续低迷制约了公司煤炭贸易业务发展，煤炭内销量有所下降，销售均价持续走低，未来煤炭贸易经营压力加大。

（2）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，拟整合保有资源储量13.81亿吨。截至2014年3月底，公司已成功整合54座煤矿，形成20座主体矿井，总地质储量27.61亿吨，核定年生产能力2790万吨。

在20座主体矿井中：生产矿井6座，分别

为经坊、大平、凌志达、霍尔辛赫、铺龙湾和宏远，其中宏远矿井于 2014 年初正式投产；过渡生产同时进行技改煤矿 14 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、鑫顺、鹿台山、庄子河和镇里），相比 2012 年底减少了宏远矿井和新东西沟矿井，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。

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，公司煤炭产能开始逐渐释放。2013 年，公司生产原煤 1617.00 万吨，同

比增长 3.16%；2014 年 1~3 月，公司生产原煤 404.08 万吨，同比增长 15.72%。

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。但联合资信也关注到，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	可采储量	核定/计划能力	实际产量（万吨）			
			（万吨）	（万吨）	（万吨/年）	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
经坊煤业	控股	贫瘦煤	44000	23000	240	325.23	339.00	276.00	71.27
凌志达煤业	控股	无烟煤	11379	8000	150	30.05	151.00	151.00	25.63
铺龙湾	控股	气煤	11748	5736	120	130.50	156.00	183.00	42.58
霍尔辛赫	控股	贫煤	54530	23620	300	160.08	333.00	390.00	87.41
大平煤业	控股	贫瘦煤	6500	3327	150	95.68	163.00	153.00	39.78
宏远	控股	贫煤	4991	2665	120	--	--	--	10.58
现有矿井合计			133148	66348	1080	859.25	1142.00	1153.00	277.25
联合试运转煤矿	整合		142973	71791	1710	151.87	425.50	464.00	126.83
合计			276121	138139	2790	1011.12	1567.50	1617.00	404.08

资料来源：公司提供

注：1、经坊煤业、铺龙湾、霍尔辛赫、大平煤业有个别年份产量超过核定产能的原因系山西省煤炭资源整合后，公司下属矿井经过技改后的实际产量均大于核定产能，正在申请变更核定产能手续，不再进行重复改造投资，故有个别年份产量超过核定产能的情况。

2、2011 年产量包括鹤儿山煤矿；自 2012 年起该煤矿成为公司参股企业，不再将其煤炭产量统计进入整体煤炭产量。

3、联合试运转煤矿中新东西沟矿井由于股权尚不明确，自 2013 年起将其从统计范畴中剔除。

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。2011~2013 年，公司原煤生产百万吨死亡率分别为 0、0.027 和 0.06，2013 年该指标上升系 2013 年 6 月公司下属煤矿鹿台山煤矿发生一起事故，导致 1 人死亡，但仍远低于同期全国煤矿的百万吨死亡率 0.491、0.480 和 0.293。整体看，公司安全生产仍保持良好水平。

总体看，近三年公司煤炭产量稳步增长，安全生产情况良好，未来随着公司煤炭资源整合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，但

受煤炭行业景气度下滑影响，单产情况存在不确定性。

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、房地产等非煤业务，以提升公司经营规模和利润水平。

（1）金融投资

公司金融投资板块包含贸易业务及其他业务收入，均通过公司子公司山煤投资集团有限公司（下称“投资公司”）及其下属的孙公司进行运作，投资公司为公司于 2009 年 5 月成立的金融投资管理机构，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。

2012年以来，金融投资板块营业收入大幅增加的主要原因是隶属山煤投资集团有限公司的一级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自2012年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。贸易相关产品的结算模式有国内贸易和国际贸易两大类，其中国内贸易主要采用现汇和银行承兑汇票方式进行结算（分别占比约为50%）；国际贸易主要采用进口信用证、进出口押汇等贸易融资产品和外汇现汇结算方式。

表7 2013年公司非煤贸易主要供应商情况
(单位: 万元、%)

客户名称	金额	占比
新兴发展（宁波）金属资源有限公司	349168.05	11.48
山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	187961.19	6.18
中新联进出口有限公司	170669.77	5.61
大同煤业国际贸易有限责任公司	91556.16	3.01
上海亚炬资源有限公司	73246.58	2.41
合计	872601.75	28.69

资料来源：公司提供

公司非煤贸易商品中的铝矿石、铝锭的贸易上游客户为山西省内储量较为丰富的吕梁、忻州等地的铝矿开采加工企业，下游客户为中国铝业、中电投铝业等大型铝加工国企及其下属的国际贸易类公司；钢材贸易上游客户为太钢等国有大型钢铁企业，下游客户为国内的钢材贸易企业及建材批发类企业；煤炭机械设备

贸易的上游客户为太原重工、太原矿机等省属装备制造国有企业，下游客户为山西省内的煤炭生产企业。

表8 2013年公司非煤贸易主要客户情况
(单位: 万元、%)

客户名称	金额	占比
大同煤业国际贸易有限责任公司	293374.52	9.59
阳泉煤销通源贸易有限责任公司	116959.47	3.82
陕西华江矿业有限公司	91023.68	2.97
大同煤矿集团外经贸有限责任公司	88001.71	2.88
冀中能源国际物流集团有限公司	710572.46	23.22
合计	1299931.84	42.48

资料来源：公司提供

截至2013年底，投资公司资产总计33.04亿元；2013年实现营业收入310.15亿元，净利润4564.08亿元。

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、软件和信息服务业杂志社颁发的2010年度中国煤炭领域金软件奖。

公司的房地产业务主要由下属二级子公司山煤房地产公司运营。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。2011~2013年，公司分别实现房地产销售收入2.80亿元、1.50亿元和2.17亿元。土地储备方面，太原电机厂项目97.23亩、大同御东新区项目317.62亩均已取得土地使用权证。公司目前主要在建和拟建房地产项目如下表。

表9 截至2014年3月底公司主要房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2014 年 3 月底已投资额	投资计划		
			2014 年	2015 年	2016 年
内蒙古香格里拉项目	21.50	4.52	2.78	4.37	0.70
富利达大同御东综合体项目	28.40	3.51	3.18	2.60	1.76
鑫盛联太原电机厂项目	24.77	4.54	5.56	2.00	3.70
鑫盛联大同御东新区项目	24.48	0.97	0.76	2.87	5.02
合计	99.15	13.54	12.28	11.84	11.18

资料来源：公司提供

（2）高铁轮对制造

高铁轮对方面，公司原下属企业智奇公司拥有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。2013年，公司将高铁轮对制造板块业务剥离，交由太原市重型机械有限公司托管，智奇公司不再并入公司合并范围。考虑到公司高铁轮对制造板块业务的实施主体智奇公司收入和利润规模相对较小，其业务剥离对公司不会产生较大影响。

总体看，公司积极拓展非煤业务，非煤业务收入规模呈快速增长趋势，但毛利率有所下滑，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。

（3）其他业务

公司其他收入来源主要为焦炭的仓储、物流，铁路发运，矿山机电设备与工矿配件的销售，以及铝业贸易。2012年11月公司收购广东德润投资有限公司51%的股份，当年并入合并报表，但利润及现金流量表只仅并入2012年12月份数据；德润公司为公司与德正资源控股有限公司（以下简称“德正控股”）共同开发铝产业而成立的合资平台公司，注册资金1亿元，主要负责铝业板块国际国内贸易及海外氧化铝项目工作。截至2013年底，德润公司资产总额40.96亿元，所有者权益3.02亿元；2013年德润公司实现营业收入132.16亿元，净利润1.31亿元；德润公司为公司其他业务板块重要的收入和利润来源。

另外，截至 2013 年底，公司对德润公司提供贸易融资担保余额 20 亿元，反担保方式

为质押。德正控股在诉讼公告的诉讼案中为被告之一。

2. 经营效率

2011~2013 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三年平均值分别为 12.03 次、18.76 次和 1.77 次，2013 年分别为 10.53 次、19.03 次和 1.77 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。

3. 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，适度开展金融投资等产业，以进一步提高公司的综合实力。

从公司在建项目看，公司投资支出主要集中于煤矿建设及相关技改工作，在不考虑股权融资的情况下，依据公司目前盈利能力、经营性现金净流量保守估计，公司存在一定的资金缺口，对外筹资依赖性强。

表10 截至2013年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	截至2013 年底已投资	2014年 投资计划	2015年 投资计划	2016年 投资计划	项目进展
武威煤炭集储运中心项目	35500.00	20866.10	4203.15	10430.75	--	预计2015年底完工
长治经坊煤业井巷扩建工程	94848.51	81130.00	11583.49	2135.02	--	预计2014年底完工
其余煤矿技改在建项目	1020023.57	628433.10	279948.82	105645.65	6356.00	预计2016年底完工
合计	1150372.08	730429.20	295735.46	118211.42	6356.00	

资料来源：公司提供

注：公司按年统计在建项目情况；截至目前无拟建项目；部分在建项目未结转入固定资产。

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。未来随着公司下属整合煤矿技改完成并达产，公司自产煤炭产能将进一步提高，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，但受行业景气度影响，公司债务负担短期内将维持高位。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011和2012年度财务报表经中审国际会计师事务所有限公司审计，2013年度财务报表经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留意见的审计结论，2014年1~3月财务报表未经审计。公司2012年新增山煤房地产开发有限公司、山西煤炭进出口集团左云草垛煤业有限公司、山西煤炭进出口集团蒲县万家庄煤业有限公司等16家，减少内蒙古山煤友信贸易有限公司1家；2013年新纳入合并范围二级子公司山西煤炭进出口集团洪洞恒兴煤业有限公司1家，减少山西煤炭进出口集团能源交通有限公司1家。近年公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。以下分析以2011~2013年合并财务报表数据为主，2014年1~3月财务数据为补充。

截至2013年底，公司合并资产总额716.16亿元，所有者权益125.09亿元（其中少数股东

权益76.90亿元）；2013年公司实现营业收入1272.69亿元，利润总额7.41亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额748.57亿元，所有者权益134.40亿元（其中少数股东权益78.59亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入268.69亿元，利润总额0.58亿元。

2. 资产构成

2011~2013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15.27%。截至2013年底，公司资产总额716.16亿元，其中流动资产占54.61%，非流动资产占45.39%。截至2014年3月底，公司资产总额748.57亿元，其中流动资产占57.86%，非流动资产占42.14%。公司资产以流动资产为主，符合煤炭贸易类企业特点。

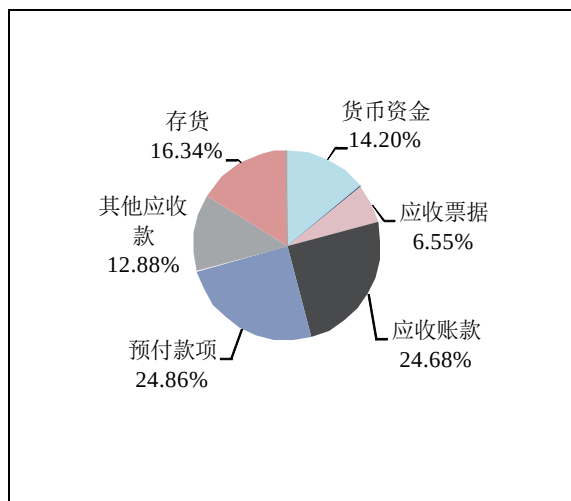
流动资产

2011~2013年，公司流动资产波动中小幅下降，年均下降1.74%。截至2013年底，公司流动资产391.06亿元，同比下降10.79%，主要是货币资金和其他应收款减少所致；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，占比分别为14.20%、24.68%、24.86%、12.88%和16.34%。

2011~2013年，公司货币资金年均下降30.91%。截至2013年底，公司货币资金55.53亿元，同比下降17.39%，主要为银行存款和其他货币资金，占比分别为78.11%和21.80%，其中受限制货币资金合计6.24亿元；交易性金融资产1.41亿元，主要是指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；应收票据25.61亿元，同比增长70.88%，主要是客户以银

行承兑汇票（占86.14%）和商业承兑汇票（占13.86%）方式付款规模增加所致。

图7 截至2013年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，随着公司业务规模持续扩张，公司应收账款年均增长47.26%。截至2013年底，公司应收账款账面余额96.52亿元，较上年下降7.75%；其中，按个别认定法计提坏帐的应收账款占0.09%，计提坏账准备为0.08亿元，按账龄分析法计提坏帐的应收账款占99.91%，计提坏账准备1.04亿元；按账龄分析法计提坏帐的应收账款1年以内的占96.02%，1~2年的占2.35%，2~3年的占0.84%，3年以上的占0.79%；2013年公司合计提取1.12亿元的坏账准备，计提比例1.15%。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。

2011~2013年，公司预付款项年均下降10.01%。截至2013年底，公司预付款项97.23亿元，同比下降9.55%，主要系随着公司部分煤炭资源整合并购完成，以预付款的形式记账的整合资源保证相应减少；预付款项中，1年以内的预付账款占78.37%，1~2年的占17.29%，计提坏账准备金额2.00亿元，计提比例2.01%。

2011~2013年，公司其他应收款波动下降，年均下降5.27%。截至2013年底，公司其他应收款余额为50.39亿元，同比下降35.81%，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22.60%）计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占87.14%，1~2年的占2.37%，2~3年的占2.69%，3年以上的占7.79%。公司共计提1.28亿元坏账准备，整体计提比例为2.48%。

2011~2013年底，公司存货年均增长12.86%。截至2013年底，公司存货余额为63.92亿元，同比下降1.19%。存货构成主要为库存商品（产成品），占比为67.79%。公司计提存货跌价准备2949.93万元，由于公司库存商品主要为煤炭，2013年公司存货周转次数为19.03次，存货周转效率较高，发生跌值损失的可能性较小。

截至2014年3月底，公司流动资产合计433.13亿元，较2013年底增长10.76%，主要来自现金类资产和其他应收款的增长；构成仍以货币资金（占14.19%）、应收账款（占23.29%）、预付款项（占22.42%）、其他应收款（占16.91%）和存货（占15.66%）为主，资产结构基本保持稳定。

非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产年均增长55.83%，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2013年底，公司非流动资产325.09亿元，同比增长16.27%，主要源自长期股权投资、固定资产和在建工程的增长；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32.32%、27.49%和29.84%。

2011~2013年，公司长期股权投资年均增长74.89%，截至2013年底为20.36亿元，同比增长144.49%，主要是对原下属子公司山西煤炭进出口集团能源交通有限公司投资和对联营企业江苏国信靖江发电有限公司投资增加所致，分别较2012年底增加5.00亿元和5.53亿元。

2011~2013年，公司固定资产年均增长21.26%。截至2013年底，公司固定资产净额105.06亿元，同比增长16.47%，主要来自房屋、建筑物的增长；构成方面，房屋及建筑物占

61.38%，机器设备占23.18%，运输工具占13.49%。

2011~2013年，公司在建工程逐年增长，年均增长119.04%，其中2012年涨幅较大主要是2011年大部分整合煤矿未纳入合并报表但于2012年全部并表所致。截至2013年底，公司在建工程89.37亿元，同比增长25.07%，主要源自矿井建设工程投资增长。

2011~2013年，公司无形资产大幅增加，年均增长83.70%，其中2012年大幅增长系采矿权、探矿权增加以及合并范围变化。截至2013年底，公司无形资产账面价值为97.00亿元，主要由土地使用权（占4.97%）和特许权（占93.88%，主要包括采矿权和探矿权）构成。

截至2014年3月底，公司非流动资产合计315.45亿元，较2013年底下降2.97%。构成仍以固定资产（占33.27%）、在建工程（占29.19%）、无形资产（占30.51%）为主，资产构成保持稳定。

总体看，随着煤炭资源整合逐步到位，公司资产规模维持稳定状态，资产结构以流动资产为主，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益波动增长，年均增长率为2.09%。2012年，公司实收资本增加2.28亿元，系根据晋财企[2012]167号《山西省财政厅关于山西煤炭进出口集团有限公司出口煤专项基金挂账金额转国家资本金的通知》增加实收资本2.14亿元，根据晋财建一[2010]288号《山西省财政厅关于下达2010年煤炭可持续发展基金基建支出预算指标的通知》增加实收资本0.10亿元，根据晋财建一[2012]236号《山西省财政厅关于下达2012年煤炭可持续发展基金支出预算指标的通知》增加实收资本0.04亿元；资本公积2012年减少0.25亿元，主要由于山煤国际能源集团股份有限公司收购原由公司收购的资源整合矿山西煤炭进

出口集团左云东古城、韩家洼、长春兴煤业有限公司和山西煤炭进出口集团蒲县豹子沟煤业有限公司、山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司、山西煤炭进出口集团左权鑫顺煤业有限公司所致。2013年，公司实收资本增加166万元，系根据晋发改能源发【2013】1231号《山西省发展和改革委员会关于下达2013年省内国有重点煤矿改造和瓦斯治理示范矿井建设中央预算内项目省配套资金投资计划的通知》增加实收资本96万元；据晋财建【2013】132号《山西省财政厅关于下达2013年山西省信息化发展专项资金的通知》增加实收资本70万元。

截至2013年底，公司所有者权益125.09亿元，较上年下降4.10%，主要是公司本部持续亏损导致未分配利润有所下降所致；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46.26%、47.67%、3.34%、1.99%和0.90%。公司所有者权益稳定性较好。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计为134.40亿元，较2013年底增长7.44%，主要是资本公积增长所致。截至2014年3月底，公司资本公积29.68亿元，较2013年底增长29.19%，主要系公司合并季度报表时未完全抵消。所有者权益中，归属于母公司权益为55.81亿元，少数股东权益为78.59亿元，权益结构保持相对稳定。

负债

2011~2013年，公司负债总额年均复合增长率为18.78%。截至2013年底，公司负债总额591.06亿元，同比增长0.60%，其中流动负债占63.30%，非流动负债占36.70%，负债构成仍以流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债374.12亿元，同比下降4.37%，主要是应付账款和其他应付款减少所致；构成方面，短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款占比分别为46.27%、9.20%、20.81%、11.00%和4.73%。

2011~2013年，公司短期借款年均增长18.84%，截至2013年底合计173.10亿元，主要

为信用借款（占96.57%）。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。

2011~2013年，公司应付账款年均增长31.90%，截至2013年底合计77.85亿元，同比下降28.68%，其中账龄在1年以内的占88.99%。

2011~2013年，公司预收款项年均增长14.69%，截至2013年底合计41.16亿元，主要为预收煤炭销售货款；近三年，公司其他应付款波动较大，年均增长8.53%，截至2013年底合计17.70亿元，同比下降65.89%，主要是由于公司下属贸易公司在进出口业务中要求贸易合作方提供的信用证业务交易保证金规模下降所致。

截至2013年底，公司非流动负债216.94亿元，同比增长10.53%，主要源自应付债券的增长。其中，长期借款占76.27%、应付债券占18.44%、长期应付款占4.97%。

2011~2013年，公司长期借款小幅增长，年均增长2.65%，截至2013年底为165.46亿元，主要以信用借款为主（占89.81%）。

2011~2013年，公司长期应付款年均下降15.69%，截至2013年底为10.79亿元，同比下降26.40%，其中应付融资租赁款11.42亿元，已调入公司长期债务。

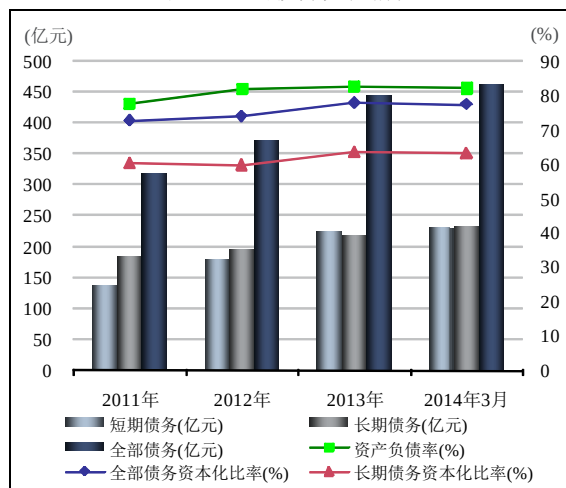
截至2013年底，公司应付债券40.00亿元，其中包含2011年12月发行的10亿元企业债券（期限为7年）、2012年12月发行的10亿元中期票据（期限为5年）、2013年4月发行的10亿元私募债券（期限为3年）和2个额度均为5亿元的非公开定向债务融资工具（期限均为2年）。

截至2014年3月底，公司负债合计614.18亿元，较2013年底增长3.91%，主要来自其他应付款和应付债券（2014年3月发行“14山煤MTN001”10亿元）的增长。负债总额中，流动负债占62.42%，非流动负债占37.58%。公司负债结构仍以流动负债为主，与2013年底相比，非流动负债占比略有上升。

2011~2013年，公司债务总额年均增长17.94%，截至2013年底，公司全部债务为441.63亿元。从债务结构来看，公司短期债务

占比不断上升，2013年底占比为50.62%。债务结构指标方面，近三年公司资产负债率及全部债务资本化比率逐年上升，长期债务资本化比率波动上升，2013年底分别为82.53%、77.93%和63.55%，均高于三年平均值81.36%、75.67%和61.76%。

图7 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年3月底，公司债务总额459.34亿元，较2013年底增长4.01%，其中短期债务占49.86%，长期债务占50.14%，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82.05%、77.36%和63.15%，公司债务负担较2013年底略微下降。公司于2014年6月发行了“14山煤CP001”（发行额度20亿元），发行后，公司短期债务和全部债务分别为249.04亿元和479.34亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别升至82.51%和78.10%。考虑到“14山煤CP001”将部分用于偿还银行贷款，该期债券发行后公司实际债务负担可能低于上述测算值。

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，导致公司债务规模呈现逐年增长，债务负担重。

4. 盈利能力

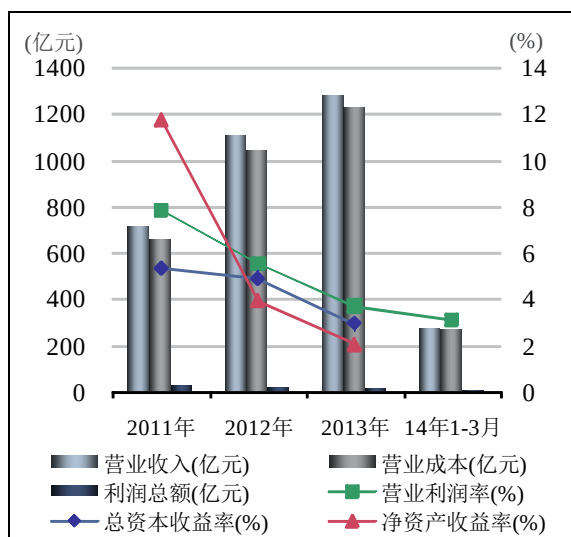
2011~2013年，公司营业收入稳定增长，年均增长33.73%。2013年公司实现营业收入

1272.69 亿元，较 2012 年增长 15.52%。2011~2013 年，公司营业成本增幅略高于营业收入，年均增长 36.79%。近三年公司营业利润率呈下降趋势，三年分别为 7.85%、5.57%和 3.72%，主要是煤炭价格不断下滑，利润空间小的贸易业务规模大幅增长所致。

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 4.70%、4.21%和 3.04%，期间费用占营业收入比重不断下降；同期，公司财务费用年均增长 30.39%，2013 年为 14.12 亿元，占期间费用总额的 36.50%。总体看，公司期间费用控制水平较好。近三年，公司资产减值损失年均复合增长 70.07%，2013 年为 1.48 亿元，主要来自坏账损失。

从盈利指标来看，受行业景气度影响，营业利润率逐年下滑，公司净资产收益率和总资产收益率均呈现连续下降趋势，其中净资产收益率下降幅度较大，2013 年公司净资产收益率和总资产收益率分别为 2.05%和 2.94%，低于三年平均值 4.56%和 4.00%。

图 8 公司主要盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 268.69 亿元，利润总额 0.58 亿元，同比分别下降 15.62%和 81.20%；公司营业利润率为 3.12%，较上年同期下降 0.54 个百分点。

总体看，近年来随着公司经营规模稳定扩

张，公司营业收入出现不断增长，但受行业景气度下滑导致煤炭价格连续下降影响，公司业务利润空间受到挤压，利润总额及营业利润率均持续下滑。整体看，公司盈利能力一般。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率逐年下降，三年平均值分别为 120.24%和 102.48%，2013 年底公司两项指标分别为 104.53%和 87.44%，2014 年 3 月底分别为 112.98%和 95.29%。2013 年，公司经营现金流动负债比为 5.13%，经营活动现金流量净额对流动负债较弱。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产合计 93.77 亿元，是同期短期债务的 0.41 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 38.02 亿元、43.39 亿元和 30.83 亿元，年均下降 9.95%。公司 EBITDA 利息保护倍数不断下降，三年分别为 3.76 倍、2.07 倍和 1.70 倍；同期，全部债务/EBITDA 分别为 8.35 倍、8.54 倍和 14.32 倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保 23.10 亿元，担保比率 17.19%，其中，对山西能源交通投资有限公司担保 20 亿元，对智波交通运输设备有限公司担保 3.00 亿元，对大同韩家岭出口煤炭集运站担保 0.10 亿元。

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，其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工作。

智波交通运输设备有限公司（简称“智波交通”）为公司原子公司，2013 年公司将其剥离。智波交通成立于 2006 年 9 月，注册资本为 15000 万元，主要经营范围包括机械设备、机

电设备、电子产品、五金交电、钢材、建筑材料（不含木材）等产品的销售。

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2014年3月底，公司共获得银行授信753.72亿元，未使用额度383.06亿元，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。

6. 过往履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：NO.B201405080031775092），截至2014年5月8日，公司存在1笔已按期结清的关注类贷款信息记录，公司在公开市场发行债务融资工具履约情况良好。

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，使煤炭资源量和原煤生产能力得以稳定增加，综合竞争力得到提升。总体看，公司抗风险能力强。

九、结论

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具备综合优势。

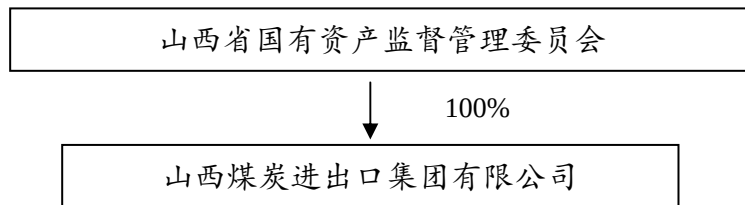
近年来，公司煤炭资源整合工作稳步推进，自产煤炭产量稳步提升。随着公司非煤贸易板

块营业规模大幅增长，营业利润率呈下降趋势；同时自2012年起，煤炭行业景气程度连续下行，也对公司盈利空间形成挤压。由于项目建设和资源整合资金需求较大，公司债务规模不断扩张，债务负担重。

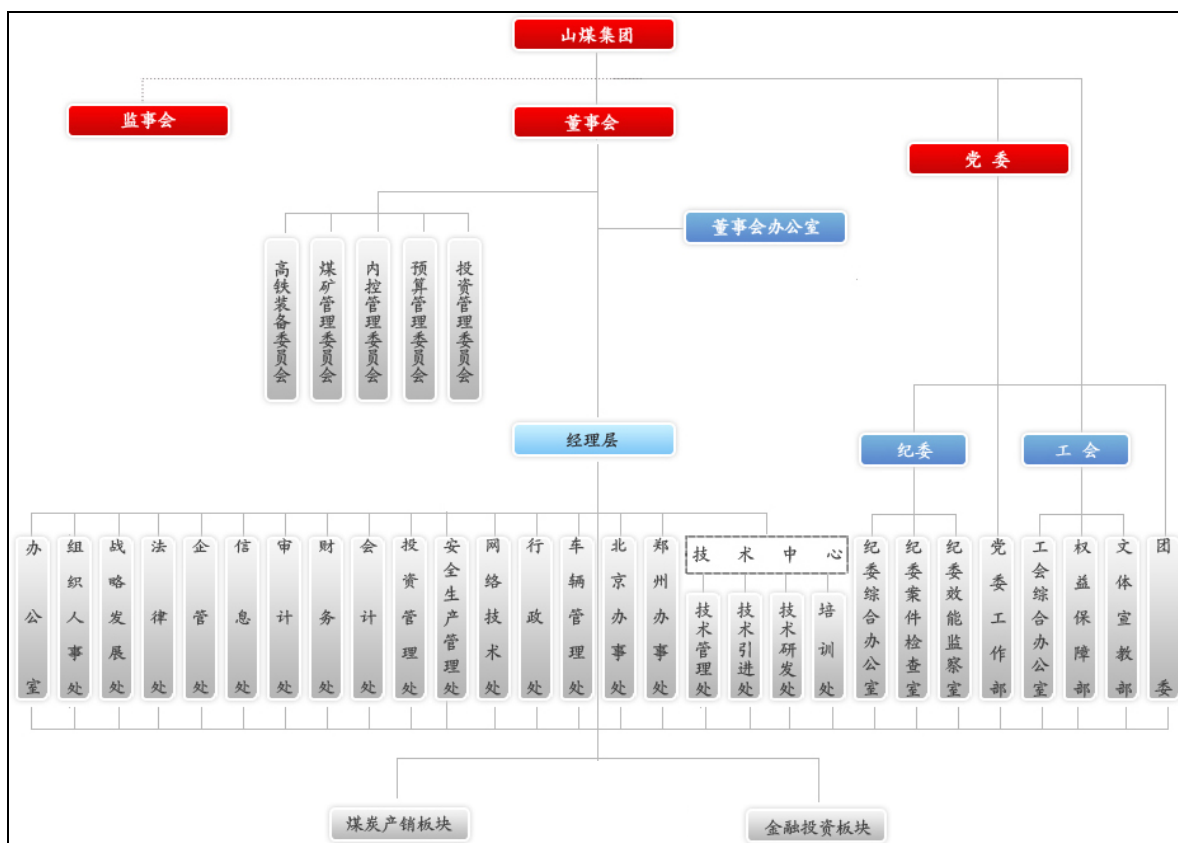
未来，随着公司整合矿井的逐步投产，公司自产煤炭产量有望进一步扩大，有助于增强公司的盈利能力，综合竞争力有望进一步增强。

综合来看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 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	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	134.01	82.27	82.54	93.77
资产总额(亿元)	538.94	717.96	716.16	748.57
所有者权益(亿元)	120.02	130.45	125.09	134.40
短期债务(亿元)	135.11	177.00	223.57	229.04
长期债务(亿元)	182.36	193.65	218.07	230.30
全部债务(亿元)	317.47	370.65	441.63	459.34
营业收入(亿元)	711.63	1101.66	1272.69	268.69
利润总额(亿元)	21.58	13.09	7.41	0.58
EBITDA(亿元)	38.02	43.39	30.83	--
经营性净现金流(亿元)	5.66	-1.93	19.17	5.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.63	12.13	10.53	--
存货周转次数(次)	19.11	18.08	19.03	--
总资产周转次数(次)	1.77	1.75	1.77	--
现金收入比(%)	76.18	94.38	96.69	108.01
营业利润率(%)	7.85	5.57	3.72	3.12
总资本收益率(%)	5.31	4.88	2.94	--
净资产收益率(%)	11.75	3.94	2.05	--
长期债务资本化比率(%)	60.31	59.75	63.55	63.15
全部债务资本化比率(%)	72.57	73.97	77.93	77.36
资产负债率(%)	77.73	81.83	82.53	82.05
流动比率(%)	171.78	112.05	104.53	112.98
速动比率(%)	150.50	95.51	87.44	95.29
经营现金流动负债比(%)	2.40	-0.49	5.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.07	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.35	8.54	14.32	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	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(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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，联合资信有权终止信用等级。

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。

