

山西煤炭进出口集团有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100102】

评级对象: 山西煤炭进出口集团有限公司 2015 年度第一期中期票据

15 山煤 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 29 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日

首次评级: AAA/负面/AAA/2015 年 6 月 19 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	12.32	20.29	22.51	18.01
刚性债务	269.79	283.26	258.22	253.57
所有者权益	34.84	34.71	78.83	78.96
经营性现金净流入量	16.86	6.83	6.83	13.32
合并口径数据及指标:				
总资产	811.45	835.14	843.54	838.39
总负债	689.63	717.14	666.17	659.82
刚性债务	613.01	650.55	595.22	576.13
所有者权益	121.81	118.00	177.37	178.57
营业收入	550.12	545.40	551.47	136.63
净利润	-0.76	1.98	19.49	1.11
经营性现金净流入量	52.28	20.61	73.14	23.05
EBITDA	35.09	47.65	66.18	—
资产负债率[%]	84.99	85.87	78.97	78.70
权益资本与刚性债务比率[%]	19.87	18.14	29.80	30.99
流动比率[%]	93.54	95.49	75.67	73.62
现金比率[%]	27.40	40.78	30.67	22.32
利息保障倍数[倍]	0.89	1.11	1.53	—
净资产收益率[%]	-0.62	1.65	13.20	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.60	4.98	16.62	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.85	0.36	1.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.20	1.39	1.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.08	0.11	—

注:根据山煤集团经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
 喻俐萍 ylp@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对山西煤炭进出口集团有限公司(简称“山煤集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 15 山煤 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来山煤集团在规模、成本、政策等方面仍具有的优势,同时也反映了公司在主业运营、未决诉讼、偿债、流动性、生产安全及递延付息等方面所面临的压力与风险。

优势:

- **规模优势。**山煤集团作为国内最大的煤炭贸易企业之一,具有煤炭出口贸易资质,贸易及运输产业链完善,在行业内具有一定的规模优势。
- **成本优势。**山煤集团煤炭生产效率较高,且自身人员负担较轻,具有一定的成本优势,跟踪期内,煤炭产量持续增长,煤炭产销业务毛利率同比有所上升。
- **政府支持优势。**山煤集团作为山西省内七大煤炭资源整合主体之一,且其下属拥有 A 股上市公司控股子公司,跟踪期内,其实际控制人仍为山西省国资委,能够得到山西省政府较大支持。

风险:

- **主业运营压力。**山煤集团所处煤炭行业,隶属于典型的周期性行业,易受行业景气度及宏观经济的发展波动影响,且长期来看,煤炭开采需求将逐步弱化,公司仍面临一定的运营压力。
- **未决诉讼风险。**跟踪期内,山煤集团仍存在多笔未决诉讼,沉淀了大量资金,削弱了公司的盈利能力,关注诉讼进展、计提充分性以及公司未来对煤炭贸易等业务的风控管理情况。
- **负债率高,偿债压力大。**跟踪期内,山煤集团负债规模仍很大,资产负债率高且以刚性债务为主,且债务期限结构相对集中,母公司偿债压力大,总体来看,公司面临较大的刚性债务

集中偿付压力。

- 流动性压力。跟踪期内，山煤集团短期刚性债务规模仍较大，且公司的应收账款、预付款项、其他应收款和存货规模仍很大，对公司的流动资产形成较大规模的占用，公司的流动性压力大，关注应收账款及其他应收款等回收情况。
- 在建工程减值及产出不确定风险。跟踪期内，山煤集团在建矿井仍未正式投入运营，建设进度较缓慢，存在一定的减值风险，造成一定资金沉淀；且在煤炭供给侧改革尚未结束的情况下，项目未来收益存在较大不确定性。
- 安全风险。山煤集团从事的煤炭生产行业属于高危行业，公司面临一定的煤矿生产安全风险。
- 递延付息风险。山煤集团发行的“15 山煤 MTN001”允许递延付息，存在一定的递延付息风险。

关注：

- 山西省国有企业资源整合。目前山西省国资委已将其持有的 22 户企业国有股权全部注入山西国投公司，其中包括山煤集团全部股权，关注山西省国有企业资源整合模式、进度及对公司的影响情况。

➤ 未来展望

通过对山煤集团及其发行的 15 山煤 MTN001 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很高，并维持本期中票 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山西煤炭进出口集团有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照山西煤炭进出口集团有限公司 2015 年度第一期中期票据（简称“15 山煤 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据山煤集团提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对山煤集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 5 月 24 日，该公司待偿还债券本金余额合计为 129.40 亿元，公司对已发行债券均能够按时付息，目前无延迟支付本息的现象。从债券发行期限结构来看，公司债券到期时间集中分布于 2019 年及 2021 年，公司将于 2019 年 7-12 月集中兑付债券本金 46.60 亿元，公司面临较大的短期刚性债务集中偿付压力。

图表 1. 截至 2019 年 5 月 24 日公司合并口径存续债券概况

债券名称	起息日	到期日	债券余额 (亿元)	当期利率 (%)	本息兑付情况
19 山煤 PPN001	2019-01-24	2019-07-23	10.00	6.00	未到期
18 山煤 SCP002 ¹	2018-11-05	2019-08-02	8.00	6.50	未到期
16 山煤 02 ² 【3(1+1+1)】	2016-11-18	2019-11-18	10.60	7.20	未到期，正常付息
18 山煤 CP001 ³	2018-12-07	2019-12-07	18.00	6.50	未到期
16 山煤 01 ⁴ 【5(3+2)】	2016-01-27	2021-01-27	3.00	7.60	未到期，正常付息
15 山煤 PPN002 ⁵ 【6(3+3)】	2015-04-17	2021-04-17	4.00	7.60	未到期，正常付息
15 山煤 PPN003 ⁶ 【6(3+3)】	2015-05-18	2021-05-18	10.80	8.90	未到期，正常付息
15 山煤 MTN001 ⁷ 【3+3+N】	2015-09-09	2021-09-09	5.00	8.20	未到期，正常付息
18 山煤 Y1 ⁸ 【3+N】	2018-09-29	2021-09-29	15.00	7.90	未到期
18 山煤 Y2 ⁹ 【3+N】	2018-11-22	2021-11-22	15.00	7.90	未到期
18 晋山煤进出口 ZR001	2018-12-27	2021-12-27	10.00	6.30	未到期

¹ 交叉违约，事先约束

² 回售，调整票面利率

³ 交叉违约，事先约束

⁴ 回售，调整票面利率

⁵ 回售，调整票面利率

⁶ 回售，调整票面利率

⁷ 延期，调整票面利率，赎回

⁸ 延期，调整票面利率，利息递延权。

⁹ 延期，调整票面利率，利息递延权。

债券名称	起息日	到期日	债券余额 (亿元)	当期利率 (%)	本息兑付情况
18SMGJY1 ¹⁰ 【3+N】	2018-11-29	2021-11-29	20.00	8.10	未到期
合计	-	-	129.40	-	-

资料来源：山煤集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车

¹⁰ 延期，调整票面利率，利息递延权。

消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

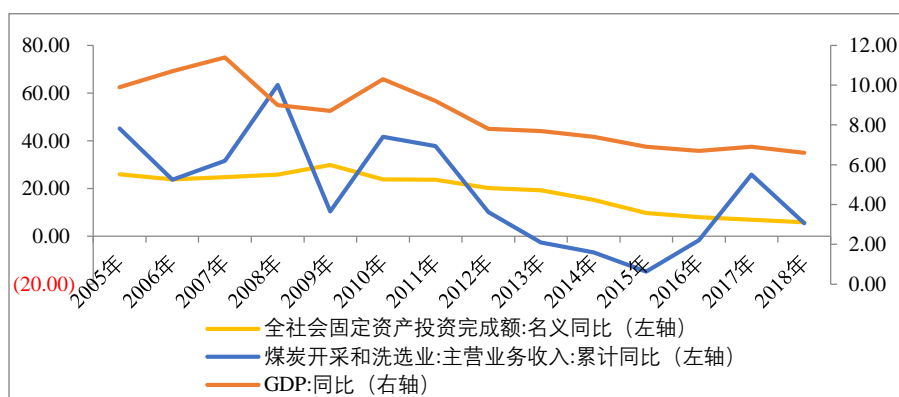
煤炭开采行业属于典型的周期性行业，行业景气度与宏观经济的发展较为密切。2018年以来，煤炭开采行业下游需求继续回暖，随着供给侧改革成效显著，煤炭市场供需基本平衡，煤价维持高位震荡，煤炭企业经营效益继续回升。但长期看，煤炭开采行业下游需求将逐步弱化，行业改善仍将取决于市场化出清机制的建立以及环境补偿机制的完善。

A. 行业概况

煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。由于产业结构调整、环境压力和资源约束等因素，我国煤炭在一次能源消费中的比重逐渐降低，但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定了煤炭在我国一次能源消费结构中处于主导地位，并在相当长时期内，主体能源地位不会改变。

我国煤炭下游行业主要为电力、钢铁、建材、化工四大行业，上述四大行业的煤炭消费量占煤炭总消费量的80%以上。主要煤炭下游行业均属于强周期以及投资拉动型行业，因此煤炭开采行业景气度也与宏观经济周期以及固定资产投资保持着高度正相关性。2018年以来我国经济延续稳中向好态势，叠加天气因素，我国煤炭消费量继续增加。根据中国煤炭工业协会（简称“中煤协”）统计，2018年全国煤炭消费量同比增长1%。从主要耗煤行业看，据测算，电力行业全年耗煤21亿吨左右，钢铁行业耗煤6.2亿吨，建材行业耗煤5亿吨，化工行业耗煤2.8亿吨，其他行业耗煤减少约6000万吨。

图表 2. 煤炭开采行业景气度与 GDP、固定资产投资相关性（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

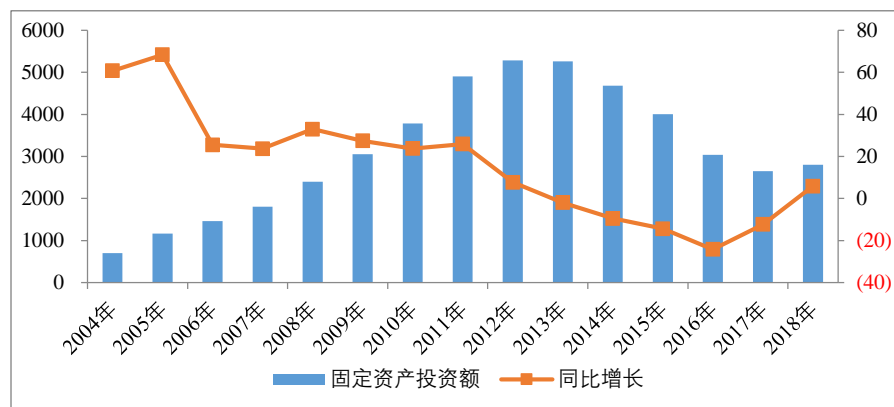
从下游细分行业需求来看，火电行业对煤炭的需求量约占煤炭总消费量的50%，对煤炭行业需求影响较大。2018年以来受宏观经济好于预期、第二产业和居民用电快速增长以及水电出力不足影响，火电发电量超预期。2018年，全国火电发电量为49794.7亿千瓦时，同比增长6.0%，增速较上年上升1.4个百分点，带动电煤需求大幅增加。钢铁和建材行业煤炭消费量分别约占煤炭总消费量的17%和13%，上述行业受房地产、制造业及基建投资影响较大。2018年以来我国基建投资疲弱，但房地产投资的较快增长及制造业投资的持续改善使

得钢铁和建材行业下游产量及耗煤量同比均有所增长。2018年，全国粗钢产量为9.28亿吨，同比增长6.6%，增速同比上升0.9个百分点。在建材行业中，以水泥行业对煤炭的消耗最大。2018年水泥产量21.77亿吨，同比增长3.0%。2018年以来环保政策持续高压，国内尿素企业开工率仍维持低位，2018年1-11月我国尿素产量为2195.33万吨，同比下滑8.8%。目前传统化工主要产品多出现产能过剩，化工领域煤炭消费增量将主要来自煤制油、煤制天然气、煤制烯烃等新型煤化工领域，但我国新型煤化工存在技术、环保、前期投入资金量大等诸多问题，已投产的新型煤化工项目较少，对煤炭需求的拉动有限。

煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。2016年以来国家加大了煤炭去产能力度，加速了过剩产能的出清，对行业供给端产生了重要的短期影响，但尚未建立起有效的市场化出清机制。2016-2018年我国累计退出煤炭产能约6.9亿吨。截至2018年末年产30万吨以下煤矿产能减少到2.2亿吨/年以内。煤炭行业由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。但我国当前煤炭产能仍然较大，煤炭产能结构不合理的问题突出，落后产能仍占较大比重，总体产能仍相对过剩。根据中煤协统计，截至2018年末全国煤矿总产能仍有53亿吨/年左右。行业长期运营状况的改善仍将取决于后续市场化出清机制的建立与严格执行。

从固定资产投资来看，煤炭开采行业固定资产投资自2013年以来连续下降，2018年煤炭开采行业固定资产投资同比增长5.9%，其中民间投资增长14.8%。随着全行业效益有所好转，煤炭行业固定资产投资有所增加。

图表 3. 我国煤炭固定资产投资及增长情况（单位：亿元、%）



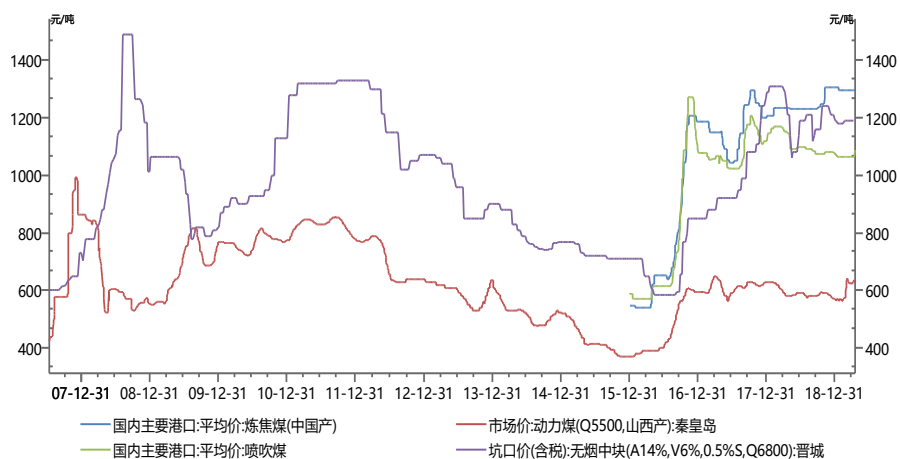
数据来源：Wind 资讯

煤炭产量方面，2018年以来先进产能释放有序推进，国内煤炭供应增加。2018年，全国原煤产量35.46亿吨，同比增长5.2%，增速较上年上升2个百分点，增量主要来自陕西、内蒙古地区。随着煤炭去产能步伐加快，南方不符合安全生产条件的小煤矿退出较多，原煤生产逐步向资源条件好、竞争能力强的晋陕蒙地区集中。同时，安全和环保政策趋严给煤炭生产带来的不确定性加大，由此导致的停产、限产短期内仍将抑制煤炭产量释放，但长期来安全

和环保力度加大有利于落后产能退出，提高先进产能的释放活力。因新增产能释放具有渐进性加上安全、环保监管力度加大等因素影响，国内产量无法满足消费量，呈现阶段性供给偏紧的局面，不足部分通过进口煤予以补充。2018年，我国进口煤炭 1.87 亿吨，同比下降 0.72%。随着国家从提高商品煤质量水平、加强行业自律和监管、规范进口秩序等方面进一步限制劣质煤进口，加上国内先进产能的释放缓解供给压力，预计后续煤炭进口量或将有所压缩，将一定程度上缓解进口煤对国内煤炭市场的冲击。

从煤炭价格走势来看，2018 年以来，在煤炭先进产能释放以及“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，煤炭价格略有回落，但仍呈现高位震荡态势。分煤种来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受天气寒冷、火电需求旺盛及下游企业冬储需求增加影响，价格连续小幅上涨。3 月份后，受需求减弱及煤炭价格调控影响，价格开始回落，6 月份受需求回升、供应略紧影响，价格又有所回升，并在 580 元/吨左右小幅波动。炼焦煤方面，年初至 5 月，国内炼焦煤价格总体呈稳中上涨态势；5 月以后炼焦煤价格有所回落，但整体仍处于高位，截至 2018 年 12 月 28 日炼焦煤价格为 1305 元/吨；无烟煤价格走势与动力煤基本一致，截至 2018 年 12 月 28 日晋城产无烟中块价格为 1210 元/吨。2019 年以来动力煤价格较年初有所上涨，炼焦煤、无烟煤价格略有回落，截至 2019 年 4 月 12 日秦皇岛港 5500 大卡动力煤、主要港口炼焦煤和无烟煤价格分别 633 元/吨、1295 元/吨和 1190 元/吨。随着供给侧改革的推进及“稳煤价”措施的出台，后续煤价的弹性将减弱，短期由于季节性因素和周期性传导机制的影响会超越区间，但波动幅度会通过调控手段趋于稳定，预计未来煤炭价格将维持在合理区间范围内。

图表 4. 近年来我国主要煤炭品种价格走势区间（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

B. 政策环境

2018 年以来，监管机构基本延续之前对煤炭行业的政策导向，继续从“去产能”、“保供应”和“稳煤价”等方面对煤炭行业进行调控。随着煤炭企业的兼并重组，我国煤炭开采行业集中度将进一步提升，中短期内可通过大型企业

产销调节而强化对市场价格走势的控制，长期看行业活力或将显著弱化。

2018年以来，监管机构基本延续之前对煤炭行业的政策导向，继续在“去产能”、“保供应”和“稳煤价”等方面出台了多项政策。2018年1月，12部委联合发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，提出通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，中低水平煤矿数量减少，上下游融合度显著提高，进一步优化存量资源配置，扩大优质增量供给，提升煤炭行业发展的质量和效益。2018年3月，能源局下发《2018年能源工作指导意见》，提出2018年全国能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到59%左右。2018年5月，发改委召开煤电工作会议，要求神华集团、中煤能源等主要煤企带头，把5500大卡的月度长协价格在6月10日前降到绿色区间570元/吨以内，而各央企、重点省属电厂在现有基础上降低5天左右库存，以稳定煤炭市场，平抑煤价。同年6月，国家发展改革委发布《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》，提出要加快推进煤炭优质产能释放，做好电力稳发稳供。

图表 5. 2018年以来国家出台的煤炭行业相关调控政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018/01	12部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。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。
2018/02	国家发改委、能源局、安监局、煤监局《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》	针对各地推动落后产能退出力度不断加大、经济回升对能源的需求显著增加的情况，需要进一步完善产能置换政策加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。
2018/03	能源局《2018年能源工作指导意见》	2018年全国能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右。非化石能源消费比重提高到14.3%左右，天然气消费比重提高到7.5%左右，煤炭消费比重下降到59%左右。
2018/04	国家发改委、工信部、能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	提出2018年煤炭方面力争化解过剩产能1.5亿吨左右，确保8亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”，不断提高煤炭供给体系质量。由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主。
2018/06	国家发展改革委发布《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》	加快推进煤炭优质产能释放，做好电力稳发稳供
2018/06	国务院《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	大力推进散煤治理和煤炭消费减量替代。因地制宜、加快实施北方地区冬季清洁取暖五年规划。到2020年，京津冀及周边、汾渭平原的平原地区基本完成生活和冬季取暖散煤替代；北京、天津、河北、山东、河南及珠三角区域煤炭消费总量比2015年均下降10%左右，上海、江苏、浙江、安徽及汾渭平原煤炭消费总量均下降5%左右；重点区域基本淘汰每小时35蒸吨以下燃煤锅炉。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

从竞争格局来看，长期以来，煤炭行业高度分散，行业集中度较低，煤矿

发展水平不均衡。近年来，随着煤炭企业的兼并重组、国家淘汰落后产能力度的加大，我国煤炭行业集中度有所提升。煤炭企业从 2009 年底最多的近万家持续减少至 2018 年末的 4505 家。煤炭生产格局进一步向资源禀赋好、竞争能力强的晋陕蒙甘宁地区集中，中东部地区一些开采条件差、煤质差、资源枯竭的煤矿基本退出，煤炭生产主要集中在全国 14 个煤炭大型基地。

从核心竞争力来看，煤炭行业产能过剩严重，行业内竞争较为激烈，个体企业在经营上的差异主要体现在以下五个方面：（1）资源禀赋/区位条件（2）吨煤成本（3）规模（4）产品多样性（5）产业链布局。基于资源禀赋条件，不同区位煤矿的煤种、开采规模、开采难易程度均存在一定差别。储量丰富、煤质优良的地区在煤炭市场具有资源优势。此外煤矿所在区域的区位也影响其运输的便利性、不同区域煤矿的可机械化程度存在较大差异，导致煤炭企业间成本端变动弹性不同，从而影响吨煤成本。吨煤成本能够较好的反应煤炭企业抵御煤价波动和控制成本的能力，已成为行业内企业信用质量最主要的分化因素。整体来看，内蒙古、陕西等地煤企具有显著的吨煤成本优势，而福建、安徽、湖南、河南等地煤企吨煤成本较高。

在煤炭价格反弹的情况下，产量和成本决定企业盈利规模。煤炭产量大的企业可以通过调整煤炭供给抵御行业周期性波动，获得相对稳定的市场竞争力和议价能力的优势。产品多样性及产业链布局的合理性也是影响煤炭企业信用质量分化的重要因素之一。不同煤炭产品受各自供需关系的影响，其价格表现不同。相对而言，无烟煤、主焦煤具备一定的资源属性和议价能力，价格较高；动力煤储量丰富，价格相对较低，不同煤种价格的差异对企业的盈利情况产生很大影响。从产业链布局来看，目前较多的煤炭企业向煤化工、电力、贸易及煤炭机械制造等领域延伸产业链。实施煤电一体化投资的煤炭企业有利于提高煤炭的就地转化率，便于将成本有效内化，增强整体现金流的稳定性，产业链协同效益较强。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览¹¹（单位：亿元、%，2018 年末）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	净利润	产量（吨）	吨煤成本（元/吨）	产能（万吨/年）	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	经营性净现金流
大同煤矿集团	1765.97	3.47	12700	146	11081	3425.86	78.67	0.06	139.70
晋能集团	1036.56	18.39	7366	195	15070	2686.67	77.38	0.11	100.17
潞安矿业集团	1775.42	11.79	8015	248	6710	2408.79	78.86	0.15	146.26
陕煤化集团	2805.87	101.24	14010	192	11830	5009.63	72.92	0.15	366.68
山东能源集团	3389.74	69.48	14139	379	15157	3004.20	67.88	0.27	183.61
兖矿集团	2572.28	51.77	13511	230/本部、344/兖煤澳	21005	3074.10	70.53	0.18	170.82

¹¹ 产量和吨煤成本为 2016 年度的数据。

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	净利润	产量（吨）	吨煤成本（元/吨）	产能（万吨/年）	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	经营性净现金流
				洲)					
开滦集团	760.47	2.03	3048	241	3660	809.64	71.44	0.12	41.58
冀中能源集团	2362.85	2.97	5260	287	6217	2318.70	82.44	0.12	1.92
河南能源化工	1705.39	0.82	6616	281	8301	2700.17	79.98	0.13	152.75
淮北矿业	628.27	25.59	2661	432	3575	897.02	65.88	0.30	98.39

资料来源：新世纪评级整理

注：产量、吨煤成本、产能为 2017 年（末）数据，财务数据为 2018 年（末）数据

总体来看，在需求弱化、去产能力度加大、先进产能释放和“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，预计 2019 年行业供需状况偏于宽松，煤价中枢或将小幅下移，行业集中度将随生产结构的优化而进一步提高。但在结构性去产能格局下，尤其是在政府调控煤价能力不断强化的情形下，煤炭价格或仍将高位小幅震荡，大幅涨跌的可能性较小。

D. 风险关注

能源供需宽松，煤炭消费占比继续下降，煤炭下游需求弱化。受能源需求增长放缓、油气产量持续增长、非化石能源快速发展等因素影响，能源供需宽松。同时，能源结构调整步伐加快，清洁化、低碳化趋势明显，煤炭在一次能源消费中的比重将呈下降趋势。2018 年煤炭消费占比已下降至 59% 左右。从煤炭行业下游四大行业来看，电力、钢铁、建材三大行业需求上升幅度有限，对煤炭需求增长形成一定抑制。尽管化工行业需求有望增加，不过化工行业整体的耗煤量占比较小，对煤炭整体需求的拉动有限，长期来看煤炭下游需求将弱化。

环境保护、安全生产压力长期存在。随着开采强度的不断增大，我国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。全国范围内，约有三分之一产能的煤矿需要生产安全技术改造。近年来煤炭安全事故频发，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。

行业稳定性易受政策调控影响。近年来国家频发对煤炭行业的政策调控，其中大力度的去产能政策促进了煤炭行业的健康发展。不过煤炭行业的产能过剩局面尚未根本扭转，未来行业的发展走势受国家调控政策的方向及力度影响较大，需密切关注行业政策层面的影响。

行业内企业信用质量明显分化。随着行业内集中度的提升和去产能力度的加大，资源禀赋和成本控制能力将很大程度上影响企业的整体竞争力。目前煤炭新建矿井也主要集中于山西、陕西、内蒙古等地区，位于上述地区的煤企规模优势及竞争实力有望进一步增强。而我国去产能区域主要集中于东部省份和长江以南地区，具体来看西南、华中和东北等地去产能力度较大，加上当地需

求较弱而且开采成本高企，未来将持续面临经营压力。行业内不同地区企业经营及财务表现可能进一步分化。

(3) 区域市场因素

山西省以煤炭产业为支柱产业，是我国主要的煤炭资源富集区和产煤基地。近年来山西省去产能力度较大，目前已取得了一定成效，对缓解煤炭供需状况具有一定积极意义，预计未来省内将持续推进去落后产能并同时引入先进产能调整现有产能结构。

山西省是内陆省份，位于黄河中游东岸，华北平原西面的黄土高原，东以太行山为界，与河北为邻；西、南隔黄河与陕西、河南相望；北以外长城为界与内蒙古毗连。山西省是我国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，占全国煤炭储量的 26%。国家“十二五”期间重点建设的 14 个大型煤炭基地包括了山西省晋东、晋中、晋北 3 个煤炭主产区。煤炭产业是山西省的支柱产业。2018 年全省规模以上工业增加值比上年增长 4.1%。其中，煤炭工业增加值增长 0.3%，非煤工业增加值增长 8.2%。2018 年，山西省煤炭产量 8.93 亿吨，同比增长 5.2%，增速较上年上升 1.7 个百分点。受益于煤炭价格高位震荡，2018 年山西省经济运行仍处于较好水平，当年全省实现区生产总值 16818.10 亿元，按不变价计算，同比增长 6.7%，高于全国 GDP 平均增速 0.1 个百分点，但其经济总量在全国排序中仍处于中后位。

去产能方面，近年来山西省积极推进煤炭去产能工作，去产能力度较大，2016~2018 年累计退出 8841 万吨产能体，其中 2018 年退出 3090 万吨，对缓解区域煤炭市场供需状况具有积极的意义。但随着小煤矿产能去化逐步推进叠加环保政策不断趋紧，未来煤炭行业淘汰落后产能、释放优质产能的标准会越来越严格，不再单纯以煤矿产能规模为唯一标准。2019 年，山西省将坚定走“减、优、绿”之路，继续运用市场化法治化手段退出煤炭过剩产能，并推进煤炭先进产能的释放，预计将于省内 2019 年推进完成 7 座先进产能煤矿登记，释放先进产能 5100 万吨。综合来看，未来山西省将坚持煤炭去产能，但主要以淘汰落后产能、释放优质产能为主，调整现有煤炭产能结构。

煤炭产量方面，2018 年山西煤炭产量同比增长 3.7%，受益于煤炭高位震荡，当年省内采矿业主营业务收入 7462.2 亿元，同比增长 7.5%，其中煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 7197.8 亿元，同比增长 8%；采矿业实现利润总额 729.7 亿元，比上年增长 18.7%，其中煤炭开采和洗选业实现利润总额 694.3 亿元，同比增长 17.5%。综合来看，2018 年以来，煤炭企业生存环境仍较好，煤炭企业营收及盈利水平能够得到一定的保障。

总体来看，目前煤炭行业市场整体供需基本平衡，煤价维持高位震荡，给山西省内煤炭生产企业提供了较好的经营环境。随着省内去落后产能工作的不断落实，省内煤炭资源进一步集中，较好的改善了省内同质化资源竞争局面，增强了煤炭企业盈利能力，关注山西国投公司未来是否将进一步进行省内煤炭

资源整合以及对公司的影响情况。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司整体经营相对稳定，营业收入仍主要来源于煤炭产销及煤炭贸易业务，且得益于煤炭价格高位震荡，2018年及2019年第一季度业务规模及盈利水平同比均微幅提升，但长期来看煤炭开采行业下游需求将逐步弱化，公司仍面临一定的运营压力。得益于主业盈利能力提升，叠加下属亏损公司资产剥离，跟踪期内公司盈利表现向好，但转让下属亏损子公司不具持续性且未形成实际现金流入。

跟踪期内，该公司营业收入结构未发生重大变化，仍主要来源于煤炭产销和煤炭贸易业务，2018年及2019年第一季度，公司实现营业收入分别为551.47亿元和136.63亿元，由煤炭业务及非煤业务构成。其中煤炭业务收入（包括煤炭产销及煤炭贸易）分别为479.12亿元和118.39亿元，占同期营业收入的比重分别为86.88%和86.65%，且煤炭贸易业务收入在整个煤炭业务经营中占据绝对的份额，同期该业务收入占煤炭业务板块收入的比重分别为75.10%和81.31%。

该公司煤炭贸易采取统购统销的模式，市场覆盖范围为全国，业务核心驱动因素包括管理、资金、运力及政策等。公司煤炭产销业务包括煤炭开采、洗选等，市场覆盖范围为全国，业务核心驱动要素包括资源、规模、成本及产品多样性等。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
煤炭贸易	全国	管理、资金、运力、政策
煤炭产销	全国	资源、规模、成本、产品多样性

资料来源：山煤集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计		550.12	545.40	551.47	136.63	133.25
其中：核心业务营业收入	金额	519.39	461.40	479.12	118.39	115.52
	占比	94.41	84.60	86.88	86.65	86.69
其中：(1) 煤炭产销	金额	66.81	93.22	119.28	22.13	19.11
	占比	12.86	20.20	24.90	18.69	16.54
(2) 煤炭贸易	金额	452.58	368.18	359.84	96.26	96.41
	占比	87.14	79.80	75.10	81.31	83.46
综合业务毛利率		8.48	12.11	14.69	11.80	10.61
其中：(1) 煤炭产销		54.89	62.14	61.19	62.70	60.38

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
(2) 煤炭贸易	1.37	1.89	1.50	1.45	2.50

资料来源：山煤集团（四舍五入，存在尾差）

A. 煤炭产销业务

该公司为山西省煤炭资源整合的七家主体之一，跟踪期内，其开展的煤炭产销业务仍以山煤国际能源集团股份有限公司（简称“山煤国际”，股票代码：600546.SH）为运营主体。受益于 2018 年以来煤炭价格仍维持高位震荡运行，叠加公司煤炭产量增长，煤炭产销业务收入持续增长，2018 年及 2019 年第一季度，公司实现煤炭产销业务收入分别同比增长 27.96% 和 15.83% 至 119.28 亿元和 22.13 亿元。

a. 矿井资源

从矿井资源情况来看，跟踪期内该公司矿井资源未发生重大变化，截至 2018 年末，公司仍拥有 20 座主体矿井，其中 12 座为生产矿井；目前仍处于在建过程的煤矿有 7 座¹²。截至 2018 年末，公司资源储量及可采量分别为 25.44 亿吨和 13.43 亿吨，与山西省其他煤炭资源整合主体相比，公司目前拥有的煤炭资源体量处于较低水平。

在产能方面，自该公司于 2017 年从湖南煤炭管理局购买 710 万吨产能后无新增产能，截至 2018 年末公司煤炭核定产能仍为 3660.00 万吨，关注未来公司煤炭产能扩大情况。

从煤矿建设项目看，跟踪期内该公司处于建设的矿井仍主要为东古城、鑫顺、万家庄、恒兴、陆成及庄子河等，其中东古城矿井已于 2019 年 2 月入联合试运转，待竣工决算完成后，正式转生产矿井；鑫顺、万家庄及陆成矿井均预计将于 2019 年下半年进入联合试运转阶段，恒兴及庄子河矿井等在建矿井正在推进进入联合试运转阶段。随着公司在建矿井完工投产能为公司煤炭产量提供一定的增量，但上述矿井核定产能偏小，产量贡献有限。

图表 9. 2018 年末公司资源储量及煤炭产量情况

煤矿名称 ¹³	概况	煤种	资源储量 (万吨)	可采量 (万吨)	核定/计划能力 (万吨/年)	实际产量 (万吨) ¹⁴			
						2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
现有矿井小计	—	—	130526.63	62389.55	1240.00	1316.00	1369.69	1428.33	338.00
经坊煤业	控股	贫瘦煤	47319.50	29915.45	300.00	261.00	240.60	229.10	56.00
凌志达煤业	控股	无烟煤	10334.48	5251.51	150.00	175.00	240.20	285.70	62.00
铺龙湾	全资	气煤、粘煤、长焰煤	10300.48	4469.82	120.00	285.00	260.30	280.33	81.00
霍尔辛赫	控股	贫煤	51048.47	18101.07	400.00	455.00	414.66	400.00	100.00
大平煤业	参股	贫煤	7476.00	2385.00	180.00	110.00	110.83	110.20	27.00
宏远	控股	贫煤	4047.70	2266.70	90.00	30.00	103.10	123.00	12.00

¹² 该公司计划将上炭水矿合并到河曲露天矿井中，目前该矿井处于停建过程中。

¹³ 除草垛沟、万家庄、恒兴及陆成 4 个矿井属于山煤集团本部所属，其余矿井均属于山煤国际所有。

¹⁴ 部分矿井个别年份出现产量超过核定产能的情况，主要系该公司下属部分矿井经过技改后，存在释放先进产能的情况，公司正在申请变更核定产能手续。

煤矿名称 ¹³	概况	煤种	资源储量 (万吨)	可采量 (万吨)	核定/计划能力 (万吨/年)	实际产量(万吨) ¹⁴			
						2016年	2017年	2018年	2019年 1-3月
技改矿小计	—	—	118532.87	68653.33	2330.00	1341.00	1357.80	2100.73	514.00
其中：已投产技改矿井									
长春兴	控股	长焰煤、气煤	34742.80	20845.68	450.00	626.00	656.97	620.27	145.00
韩家洼	控股	长焰煤、气煤	8286.50	4549.00	90.00	149.00	162.50	180.42	42.00
草垛沟	全资	不粘煤	2191.45	1127.00	60.00	41.00	80.50	88.36	18.00
河曲露天	全资	长焰煤	24846.22	19176.50	800.00	441.00	345.00	1018.00	260.00
豹子沟	全资	焦煤	8901.40	5075.20	90.00	27.00	96.24	131.68	32.00
鹿台山	全资	无烟煤	2301.80	2117.60	60.00	57.00	16.59	62.00	17.00
其中：未投产技改矿井									
东古城	控股	气煤	10471.00	3497.30	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
鑫顺	控股	贫煤	2791.67	2242.40	180.00	0.00	0.00	0.00	0.00
万家庄	控股	焦煤	7826.30	4492.00	120.00	0.00	0.00	0.00	0.00
恒兴	控股	肥煤	5086.33	1765.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
陆成	控股	肥煤、1/3焦煤	3360.40	1473.65	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
庄子河	控股	贫煤	5918.00	1462.00	120.00	0.00	0.00	0.00	0.00
镇里	控股	贫煤	1809.00	830.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
上炭水	控股	长焰煤	5395.00	3246.28	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	—	—	254454.45	134289.16	3660.00	2657.00	2727.49	3529.06	852.00

注：根据山煤集团提供的数据绘制

b. 在建矿井

跟踪期内，该公司仍继续对未完工投产的几大在建矿井进行投资建设，其中东古城矿井已于2019年2月完工，其他在建矿井仍在建设中。受益于煤炭行业景气度较高叠加在建矿井建设推进，跟踪期内公司未对在建矿井计提减值准备。截至2019年3月末，公司主要在建矿井累计投资总额为51.53亿元，2019年计划投资额为13.31亿元，其中2019年第一季度已经投资0.72亿元，由于建设工期较长，人工成本及资金成本等增加导致预算投资总额超出原计划投资额。总体来看，公司在建矿井建设周期较长，进度缓慢，投产时间具有一定不确定性，对公司资金形成一定沉淀，新世纪评级将持续关注后续矿井建设、投产进度以及相应矿井减值可能性。

图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目投资进度（单位：亿元）

项目	计划投资总额	2019年3月末已投资	计划投资额投资	
			2019年	2019年1-3月投资
鑫顺煤矿整合系统工程	24.76	20.96	1.85	0.22
万家庄矿井整合工程	17.86	13.80	4.44	0.38
恒兴煤矿技改工程	6.54	9.25	4.19	0.10
陆成矿井整合工程	4.85	7.52	2.83	0.02
合计	54.01	51.53	13.31	0.72

注：根据山煤集团提供的数据绘制

c. 煤炭产量

从煤炭产量情况来看，由于该公司于2018年1月将自湖南煤炭管理局购买的710万吨煤炭产能分为500万吨和210万吨分别安装至河曲露天和长春兴矿井中，2018年以来河曲露天矿井产量大幅提升带动公司整体煤炭产量提升。2018年及2019年第一季度，公司煤炭产量分别为3529.06万吨及852.00万吨，分别同比增长29.39%和15.85%。

分矿井情况来看，跟踪期内该公司煤炭产量仍主要来源于河曲露天、长春兴、霍尔辛赫、凌志达煤业、铺龙湾及经坊煤业。其中，受益于产能扩大，2018

年河曲露天煤炭产量同比增长 195.07% 至 1018.00 万吨, 受益于优质产能释放, 当年河曲露天煤炭产量为其核定产能的 127.25%, 但目前公司矿井总产量仍处于核定产能范围内。受煤矿采煤区域转移, 设备重新安装、调试等因素影响, 当年产能亦有所扩大的长春兴矿井煤炭产量却同比下降 5.59%。2018 年, 凌志达煤业产量同比增长 18.94% 至 285.70 万吨, 主要系当年该矿井开采煤层煤炭品质较好, 公司加大煤炭开采规模。此外, 当年宏远、豹子沟和鹿台山矿井产量同比均有不同程度增长, 主要系公司积极使用先进设备, 提升了设备的利用效率。

d. 煤炭成本

该公司煤矿取得时间较早, 需向当地能源局支付的资源价款合计为 39.99 亿元, 资源成本较低。截至 2019 年 3 月末, 公司已累计支付 31.62 亿元, 尚有 8.37 亿元待支付, 预计 2019-2021 年期间分别支付 1.63 亿元、1.67 亿元和 1.38 亿元。跟踪期内, 公司仍保持自身人员负担较轻优势, 具有一定的成本优势。2018 年公司矿井中仅河曲露天吨煤成本因产量大幅提升而被拉低, 其它主要矿井吨煤成本均有不同程度上升, 其中霍尔辛赫及经坊煤业吨煤成本上升, 主要系受产量下降因素影响所致; 凌志达煤业、铺龙湾在煤炭产量上升的情况下, 吨煤成本上升, 主要系矿井新增购置机器设备, 固定资产折旧规模上升所致。

图表 11. 公司主要自有煤矿成本情况 (单位: 元/吨)

煤矿名称	吨煤开采成本				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度	2018 年第一季度
河曲露天	74.74	136.89	84.85	74.74	79.42
长春兴	78.10	78.70	77.49	70.97	73.95
霍尔辛赫	154.69	196.34	213.60	183.68	219.94
凌志达煤业	161.99	184.99	211.26	162.86	209.44
铺龙湾	105.92	124.73	128.04	114.48	120.06
经坊煤业	225.49	246.26	304.09	282.98	304.66

注: 根据山煤集团提供的数据绘制

e. 煤炭产销

跟踪期内, 该公司生产煤炭产品仍主要通过山煤国际能源集团股份有限公司煤炭销售分公司 (简称“销售分公司”) 具体负责, 销售分公司于 2017 年 8 月 9 日成立, 主要系集中对公司本部及山煤国际矿井生产煤炭的销售, 公司自有煤炭销售模式由各个矿井直接对外出售转变为由销售分公司负责统一对外销售, 即公司生产的煤炭亦主要系公司煤炭贸易业务货种来源之一, 因此公司煤炭产量均完全销售。这种销售模式在一定程度上统筹了自有煤炭资源, 规范了公司自有煤炭销售价格, 统一了自有煤炭销售管理, 或将对公司自有煤炭的销售带来较好的效应。

图表 12. 公司主要自有煤矿售价情况（单位：元/吨）

煤矿名称	坑口价				
	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度	2018年第一季度
河曲露天	135.00	224.24	207.40	178.24	195.44
长春兴	145.84	229.00	236.39	255.31	233.89
霍尔辛赫	395.90	602.56	635.42	596.19	604.71
凌志达煤业	196.80	316.53	371.03	274.31	360.82
铺龙湾	164.11	195.36	215.98	270.45	218.09
经坊煤业	486.97	636.98	665.63	682.38	618.56

注：根据山煤集团提供的数据绘制

跟踪期内，受益于煤炭价格仍处于高位震荡行情，该公司主要矿井煤炭销售价格同比仍有所提高，但其中河曲露天煤炭坑口价有所下降，主要系该矿井逐层开采，2018年以来开采煤炭品质有所弱化导致煤炭销售价格下行，但受益于该矿井吨煤成本降幅较大，盈利能力仍保持在较高水平。此外，2019年第一季度凌志达煤业坑口价下降，主要系根据市场需求，公司调节不同品质煤炭销售比例所致。

B. 煤炭贸易业务

跟踪期内，该公司煤炭贸易经营实体仍为山煤国际，煤炭销售全部采用自营销售方式。从煤炭来源方面来看，公司仍通过自有煤炭生产及外部采购（国内及进口）两个方面获取，2018年以来，公司煤炭采购数量保持增长，2018年及2019年第一季度，公司外部煤炭采购数量分别同比增长53.44%和27.66%至11160.05万吨和2833.13万吨。

图表 13. 公司煤炭供给情况（单位：万吨、元/吨）

板块	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
自有 采购	自有煤炭	2657.00	127.00	2727.49	161.59	3529.06	138.38	852.00	131.68
	进口煤炭	117.32	224.13	111.83	309.05	122.73	287.57	62.52	308.65
	国内采购煤炭 ¹⁵	6934.26	—	7161.35	—	11037.32	—	2770.61	—
合计		9708.58	—	10000.67	—	14689.11	—	3685.13	—

注：根据山煤集团提供的数据绘制

跟踪期内，该公司仍未开展煤炭出口及转口业务，煤炭产品主要销往广东、浙江、上海及河北黄骅港等沿海地区。2018年公司煤炭销售量为14287.51万吨，占当年公司煤炭供给量的比重为97.27%，和上年基本持平。

从该公司煤炭贸易业务销售均价情况来看，2018年以来煤炭销售价格中枢整体小幅下移，主要系公司为控制贸易风险持续进行货种结构调整，系在保障一定利润空间的基础上，将一部分贸易货种由原来成本高价格高的煤炭，调整为成本较低价格相对低的煤炭。

图表 14. 公司煤炭销量及销价情况¹⁶（单位：万吨、元/吨）

板块	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月		
	数量	价格	数量	价格	数量	价格	数量	价格	
内销	煤炭	9262.56	502.78	9623.34	389.49	14287.51	335.34	3428.77	345.30
	焦炭	85.11		1.30					

注：根据山煤集团提供的数据绘制

¹⁵ 该公司部分年度未统计国内采购煤炭价格的平均价格。

¹⁶ 该表格中煤炭销售量包括该公司自产自销量及贸易销量。

2018年及2019年第一季度，该公司煤炭贸易业务收入分别为359.84亿元和96.26亿元，2018年煤炭贸易业务收入规模同比下降2.26%，但仍处于较高水平。从盈利情况来看，受竞争加剧等因素影响，2018年及2019年第一季度，公司煤炭贸易业务毛利率分别同比下降0.40个百分点和1.05个百分点至1.50%和1.45%。

(2) 非煤业务

跟踪期内，该公司非煤业务保持相对稳定发展，2018年及2019年第一季度公司分别实现非煤业务收入为72.34亿元和18.24亿元，主要来源于有色金属和矿产品贸易业务以及房地产业务。有色金属和矿产品贸易系2017年下半年公司调整发展战略，成立了山西煤炭进出口集团有限公司国际贸易分公司（简称“国际贸易分公司”）负责，为公司其他业务收入提供了增量。

该公司房地产业务主要由全资子公司山煤房地产开发有限公司（简称“山煤房地产”）负责运营，以自主开发销售为主。2018年以来，公司在建房地产项目仍在建设中，其中富利达房地产开发项目及山煤·上德苑房地产项目已分别于2017年及2018年开始销售。其中，2018年及2019年第一季度富利达房地产开发项目销售面积分别为12.51万平方米和0.95万平方米，销售均价约为6197元/平方米，截至2019年3月末，累计销售30.79万平方米，已回笼资金为13.74亿元；同期山煤·上德苑房地产项目销售面积分别为5.55万平方米和1.11万平方米，销售均价约为14148元/平方米，截至2019年3月末，累计销售面积为6.66万平方米，已回笼资金为3.32亿元。在土地储备方面，目前公司已经在太原、大同获得共11.67万平方米的土地使用权证。

截至2019年3月末，该公司主要在建房地产项目计划总投资为81.16亿元，已累计投资36.79亿元，预计将于2019年投资14.55亿元，其中2019年第一季度已投资0.92亿元。总体来看，在当前房地产市场调控背景下，公司房地产面临去化压力较大，且房地产项目后续投资较大，公司资本支出压力较大。

图表 15. 公司主要在建房地产项目（单位：亿元）

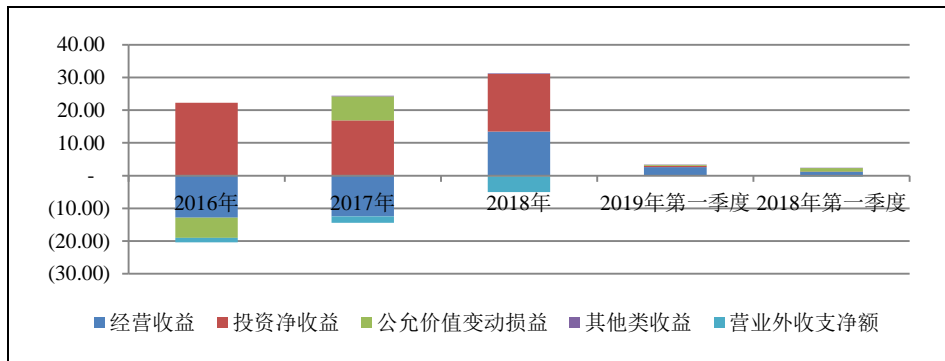
项目名称 ¹⁷	项目类型	建筑面积	总投资	2018年末 累计投资	2019年 计划投资	2019年1-3 月投资
内蒙古香格里拉项目三期	住宅和商业	18.96	13.00	2.08	2.24	0.09
富利达房地产开发项目一期	住宅、商业、写字楼	52.79	26.00	15.04	5.24	0.36
山煤·上德苑房地产项目	住宅、商业、办公	34.21	31.24	15.99	4.35	0.41
大同·上德府房地产项目	住宅、商业、公寓、 办公等	23.07	10.92	2.76	2.72	0.06
合计	—	129.03	81.16	35.87	14.55	0.92

注：根据山煤集团提供的数据绘制

¹⁷ 为达到信息披露一致性目的，将原富利达大同御东综合体项目、鑫盛联太原电机厂项目及鑫盛联大同御东新区项目名称统一修改为审计报告中披露的富利达房地产开发项目、山煤·上德苑房地产项目及大同·上德府房地产项目，实际项目内容不变。

(3) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据山煤集团所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益, 其他类收益=其他收益+资产处置收益

受益于煤炭行业整体景气度较高, 该公司主业盈利能力不断增强, 跟踪期内扭转了近年来经营持续亏损的状况, 2018年及2019年第一季度公司实现经营收益分别为13.44亿元和2.62亿元。同期, 公司实现营业毛利分别同比增长22.69%和14.09%至81.01亿元和16.12亿元, 仍主要来源于煤炭产销业务, 同期煤炭产销业务营业毛利占营业毛利的比重分别为90.10%和86.06%。

随着人工成本及资金成本不断上升, 跟踪期内该公司期间费用仍呈增长态势, 2018年及2019年第一季度期间费用总额分别同比增长7.88%和10.88%至50.88亿元和11.21亿元。从期间费用构成情况来看, 仍主要由管理费用和财务费用构成, 合计占期间费用的比重分别为90.14%和84.96%。2018年及2019年第一季度, 管理费用分别为16.83亿元和3.97亿元, 仍主要为职工薪酬及无形资产摊销等且受上述费用增加导致分别同比增长12.06%和6.82%; 同期财务费用分别为29.03亿元和5.56亿元, 分别同比增长2.23%和1.63%。此外, 2018年公司资产减值损失同比下降77.95%, 一方面原因系公司以前年度不断计提坏账, 目前坏账规模下降; 另一方面原因系公司当年剥离下属8家亏损子公司。

图表 17. 公司营业利润结构分析

影响公司盈利的核心因素分析	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	550.12	545.40	551.47	136.63	133.25
营业毛利 (亿元)	46.65	66.03	81.01	16.12	14.13
其中: 煤炭产销 (亿元)	36.67	57.93	72.99	13.88	11.54
煤炭贸易 (亿元)	6.18	6.97	5.39	1.40	2.41
综合毛利率 (%)	8.48	12.11	14.69	11.80	10.61
其中: 煤炭产销 (%)	54.89	62.14	61.19	62.70	60.38
煤炭贸易 (%)	1.37	1.89	1.50	1.45	2.50
期间费用率 (%)	7.65	8.65	9.23	8.20	7.59
其中: 财务费用率 (%)	4.76	5.21	5.26	4.07	4.10

影响公司盈利的核心因素分析	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
全年利息支出总额（亿元）	29.29	34.32	35.96	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	4.98	6.24	7.17	-	-

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

跟踪期内，该公司继续进行下属亏损公司的资产剥离事项，使得 2018 年公司实现了投资净收益 17.68 亿元，给当年盈利带来了重大的补充。本次亏损公司剥离事项系公司所属全资子公司山煤投资集团有限公司（简称“山煤投资”）、山煤农业开发有限公司（简称“山煤农业”）及山煤有色金属有限公司（简称“山煤有色”）分别将下属 6 家、1 家和 1 家共 8 家全资或控股子公司（简称“标的公司”）以非公开协议方式转让至实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“山西省国资委”）的山西仁和汇晋物贸有限公司（简称“仁和汇晋”）。上述标的公司股权转让评估日为 2017 年 12 月 31 日，鉴于评估净资产为负值，交易价格为每户公司 1 元，协议签订时间为 2018 年 12 月 28 日，并于当月 29 日正式办理和实施了标的公司的交割手续，自交割日起标的公司由仁和汇晋实际控制，与标的公司有关的全部权利和义务均由仁和汇晋享有和承担。

总体来看，受益于主业经营向好叠加下属亏损公司资产剥离，2018 年以来该公司盈利表现较好，2018 年及 2019 年第一季度公司实现营业利润分别同比增长 161.08% 和 38.73% 至 31.13 亿元和 3.27 亿元，净利润分别同比增长 885.95% 和 221.69% 至 19.49 亿元和 1.11 亿元。2018 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.57% 和 13.20%，分别同比上升 1.94 个百分点和 11.55 个百分点，公司盈利水平有所上升，但转让下属亏损子公司不具持续性且未形成实际现金流入。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
公允价值变动损益（亿元）	-6.16	7.38	-0.22	0.22	1.12
投资净收益（亿元）	22.32	16.92	17.68	0.40	0.05
营业外收入（亿元）	0.34	0.08	0.12	0.03	0.02
其中：政府补助（亿元）	0.19	0.00	0.02	0.0005	0.00
其他类收益（亿元）	0.00	0.14	0.15	0.03	0.01
其中：政府补助（亿元）	0.00	0.11	0.15	0.03	0.01

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

(4) 运营规划/经营战略

在经历 2016 年之前煤炭价格下跌，以及贸易业务风险暴露的影响，该公司于 2016-2018 年借助煤炭行业回暖不断进行改善，目前经营基本回到正轨，但贸易风险负担问题尚未得到根本解决。公司计划将于未来三年继续进行现有主业的巩固经营，因此目前资本性支出仍主要集中在房地产项目及矿井项目上，

截至 2019 年 3 月末，公司房地产项目总投资额为 81.16 亿元，累计投资 36.79 亿元，计划 2019 年投资 14.55 亿元（其中 2019 年第一季度已投资 0.92 亿元）；同期末主要在建矿井项目总投资额为 54.01 亿元，累计投资 51.53 亿元，计划 2019 年投资 13.31 亿元（其中 2019 年第一季度已投资 0.72 亿元）。综上所述，2019 年 4-12 月，公司还需投资 26.22 亿元，仍面临一定资本性支出压力。

管理

跟踪期内，该公司股东仍为山西国投公司，实际控制人仍为山西省国资委，公司股东背景较好，能为公司提供一定支持。公司治理结构及部门设置等方面均未发生重大变化，能够满足公司经营需求。

截至 2019 年 3 月末，该公司唯一股东仍为山西省国有资本投资运营有限公司（简称“山西国投公司”），山西省国资委仍为公司实际控制人，公司股东背景较好，能为公司提供一定的支持。公司产权状况详见附录二。跟踪期内，公司治理结构及部门设置等方面均未发生重大变化，能够满足公司经营需求。

截至 2019 年 3 月末，该公司持有山煤国际 11.62 亿股，占山煤国际总股本的 58.61%。同期末，公司质押山煤国际股份 5.67 亿股，占其持有山煤国际股份的 48.81%，占山煤国际总股本的 28.61%，截至 4 月末，尚未质押股权市值约为 30.51 亿元，需关注公司股份质押事项对公司资产流动性及信用质量的影响。

2018 年，该公司与关联方因采购商品/接受劳务发生的交易金额为 6.47 亿元，主要对象为山西焦煤集团国际贸易有限责任公司（简称“焦煤国际”）；因销售商品/提供劳务发生的交易金额为 12.84 亿元，主要对象包括同煤朔电秦皇岛能源有限公司、焦煤国际及晋浙国际能源贸易有限公司等。2018 年末，公司关联交易余额分别体现在其他应收款、其他应付款及应付股利等科目。

图表 19. 2018 年末公司主要关联方资金往来情况表

记账科目	主要涉及关联方	科目余额（亿元）
预付账款	山西煤炭运销集团吕梁中阳有限公司（0.09 亿元）	0.15
	左权县国新能源煤炭有限公司（0.03 亿元）	
应收账款	山西恒富煤化集团有限公司（0.16 亿元）	0.38
	山西国金电力有限公司（0.05 亿元）	
其他应收款	福建可门港物流有限责任公司（3.18 亿元）	10.84
	内蒙古山煤鼎峰煤炭运销有限公司（2.73 亿元）	
	山西煤炭进出口集团河曲上炭水煤业有限公司（2.50 亿元）	
	山西煤炭进出口集团武威煤炭物流有限公司（1.49 亿元）	
应收股利	大同鹊山精煤有限公司（0.15 亿元）	0.15
预收账款	唐山湾炼焦煤储配有限公司（0.35 亿元）	0.82
	山西焦煤集团金土地农业开发有限公司（0.47 亿元）	
应付账款	晋浙国际能源贸易公司（0.07 亿元）	0.11
	山西煤炭运销集团太原清徐有限公司（0.03 亿元）	

记账科目	主要涉及关联方	科目余额 (亿元)
其他应付款	山西凯德世家房地产开发有限公司 (0.74 亿元)	1.75
	山西恒富煤化集团有限公司 (0.68 亿元)	
	唐山隆丰实业有限公司 (0.23 亿元)	
应付利息	山西凯德世家房地产开发有限公司 (0.65 亿元)	0.65
应付股利	山西粤电能源有限公司 (0.64 亿元)	1.04
	长子县国有资产经营有限公司 (0.29 亿元)	

资料来源：山煤集团 2018 年审计报告

根据该公司 2019 年 5 月 7 日提供的《企业信用报告》所载，已结清的贷款中有 1 笔不良和关注类贷款，主要系银行系统原因导致，该笔贷款金额为 1.00 亿元，到期日期为 2008 年 10 月 24 日，结清日期也为当天。

图表 20. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内，截至 2019 年 4 月末）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	
			山西国投公司	山煤集团	山煤国际 ¹⁸	山煤投资 ¹⁹
欠息	征信报告	2019.05.07	未提供	无	无	无
重大不良行为记录	公开资料	2019.04.30	无	无	无	无

资料来源：根据山煤集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

跟踪期内，受益于可续期债券的发行，该公司账面负债规模及负债经营程度均明显下降，但实际负债情况并未有明显改善。公司债务以刚性债务为主，且短期刚性债务集中偿付压力上升。此外，公司应收账款、预付款项、其他应收款及存货规模仍较大，且应收账款及存货周转率较低，对公司流动资产形成较大占用。公司经营获现能力较弱，但可动用现金类资产规模尚可，以及较通畅的外部融资渠道均可为其债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。同时，公司还根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对

¹⁸ 根据山煤国际 2018 年审计报告，当年末山煤国际发生 10 笔金额合计为 1.07 亿元的逾期短期借款，系在上述 10 笔银行借款到期前，山煤国际能源集团天津公司经与中心银行滨海新区支行沟通，以相关不动产作为抵押，为即将到期的银行借款办理展期，利息正常支付；但后因国家推出《不动产登记暂行条例》，造成相关手续未能如期进行，致使该笔贷款处于逾期状态，目前仍在协商中。根据公司提供的山煤国际 2019 年 5 月 5 日《企业信用报告》，山煤国际存在 9 笔已结清不良和关注类贷款，其中 8 笔系借壳上市前企业产生，1 笔系银行系统因素导致。

¹⁹ 查询日期为 2019 年 5 月 14 日。

资产负债表及利润表相关会计科目进行调整。

2018 年末，该公司新增投资设立 1 家二级子公司，即山西山煤煤基新材料科技有限公司，隶属于科技推广和应用服务业，当年末净资产为 758.18 万元，当年亏损 241.82 万元。截至 2018 年末，公司合并范围内二级子公司共计 12 家，较上年末下降 17 家，主要系当年公司为更加高效管理，将原有部分二级公司划转至所属板块主要二级子公司下属单位。

该公司本部分别于 2015 年 9 月及 2018 年 9、11 月发行了规模分别为 5.00 亿元、15.00 亿元和 15.00 亿元具有“延期”条款的债券，公司将其计入“其他权益工具”会计科目中；此外，山煤国际于 2018 年 11 月发行了规模为 20.00 亿元，具有“延期”条款的“18SMGJY1”。若将权益类工具作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

图表 21. 权益类债务调整对比表

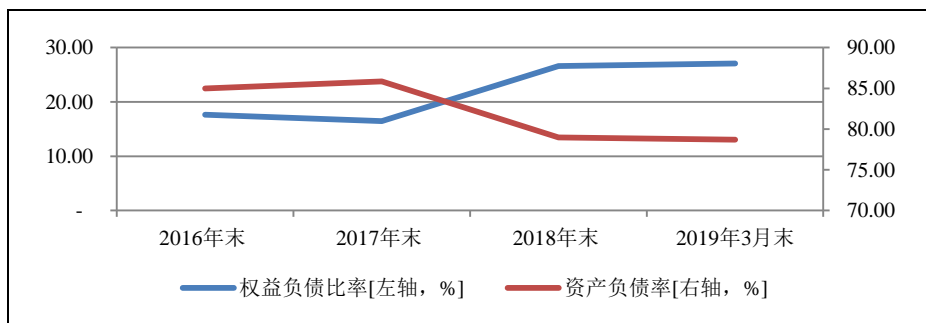
重要指标	调整前				调整后			
	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
总负债（亿元）	689.63	717.14	666.17	659.82	694.63	722.14	712.89	706.54
刚性债务（亿元）	613.01	650.55	595.22	576.13	618.01	655.55	641.95	622.86
所有者权益（亿元）	121.81	118.00	177.37	178.57	116.81	113.00	130.65	131.85
资产负债率（%）	84.99	85.87	78.97	78.70	85.60	86.47	84.51	84.27
权益资本与刚性债务比率（%）	19.87	18.14	29.80	30.99	18.90	17.24	20.35	21.17
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.08	0.11	—	0.06	0.07	0.10	—

资料来源：山煤集团

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



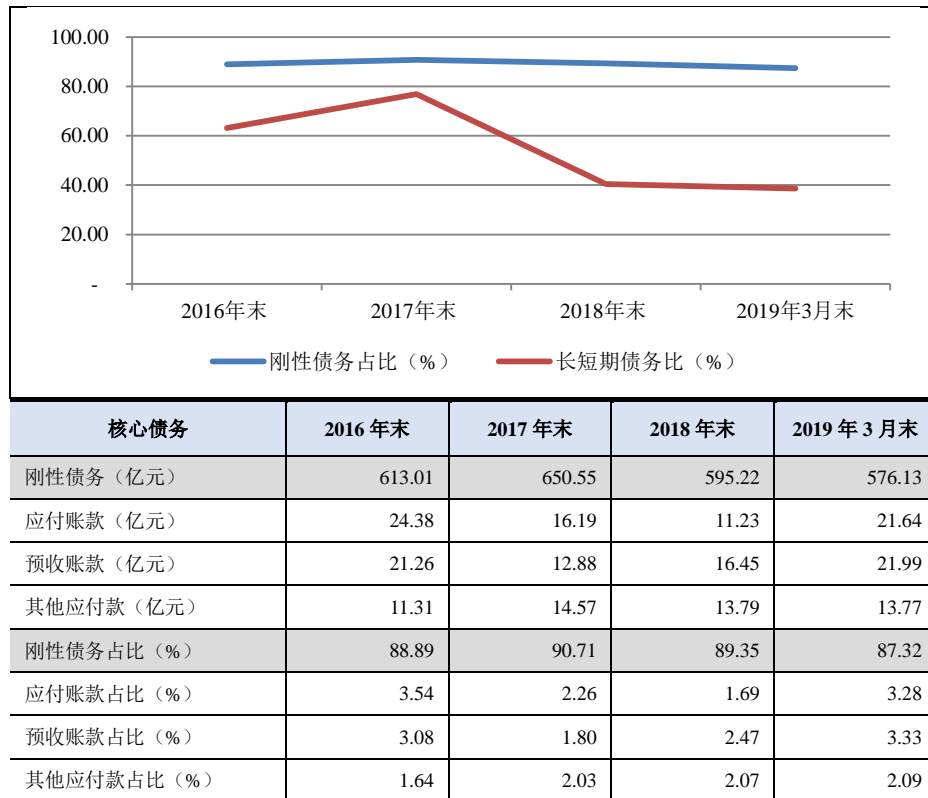
资料来源：根据山煤集团所提供数据绘制

跟踪期内，随着到期债务偿付以及该公司成功发行可续期债券计入相关权益类科目，2018 年末以来公司负债规模有所下降，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别较上年末下降 7.11% 和 0.95% 至 666.17 亿元和 659.82 亿元，资产负债率分别较上年末下降 6.90 个百分点和 0.27 个百分点至 78.97% 和 78.70%，但公司负债经营程度仍处于较高水平。

由于永续期债券的发行,2018 年末该公司所有者权益较上年末增长 50.31% 至 177.37 亿元。同时,受上述因素影响,2018 年末及 2019 年 3 月末,公司实收资本、资本公积及盈余公积合计占所有者权益的比重分别较上年末下降 16.72 个百分点和 0.20 个百分点至 30.12% 和 29.92%,公司所有者权益结构稳定性弱化。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源: 根据山煤集团所提供数据绘制

从债务结构来看,跟踪期内该公司债务仍以流动负债为主,且随着部分发行债券及长期借款集中于一年内到期,2018 年末及 2019 年 3 月末,流动负债占负债总额的比重分别较上年末上升 14.68 个百分点和 0.92 个百分点至 71.22% 和 72.14%。从债务性质来看,跟踪期内,公司债务仍以刚性债务为主,2018 年末及 2019 年 3 月末,刚性债务占比分别为 89.35% 和 87.32%。同期末,应付账款余额分别为 11.23 亿元和 21.64 亿元,2018 年末较上年末下降 30.67%,主要系受剥离下属 8 家亏损子公司所致;受结算时点因素影响,2019 年 3 月末较上年末增长 27.76%。2018 年末及 2019 年 3 月末,预收款项余额分别较上年末增长 27.76% 和 33.63% 至 16.45 亿元和 21.99 亿元,主要为预收煤炭贸易款项,随着煤炭市场行情持续处于较好水平,煤炭贸易商积极性不断提升,预收款项增加。同期末,公司其他应付款余额分别为 13.79 亿元和 13.77 亿元,较以往年度末新增了应付利息及应付股利合计分别为 4.80 亿元和 5.78 亿元,剔除上述因素影响同期末其他应付款分别较上年末下降 38.34%

和 10.84%，主要系往来款下降所致。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	350.06	345.35	419.21	412.10
其中：短期借款	270.52	233.54	179.38	157.55
应付票据	59.00	48.86	65.58	84.11
应付利息	5.78	5.57	3.76	4.76
一年内到期长期借款	10.18	18.54	104.63	97.79
其他短期刚性债务	4.58	38.84	65.86	67.89
中长期刚性债务合计	262.95	305.19	176.01	164.03
其中：长期借款	124.92	204.27	129.65	122.51
应付债券	127.99	71.40	27.80	27.80
其他中长期刚性债务	10.04	29.52	18.57	13.72
综合融资成本（年化，%）	5.73	5.95	6.05	6.11

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

从刚性债务期限结构来看，随着部分债券及长期借款集中于一年内到期，2018 年末及 2019 年 3 月末，短期刚性债务占比分别较上年末上升 17.34 个百分点和 1.10 个百分点至 70.43% 和 71.53%，公司面临的短期刚性债务偿付压力上升。从刚性债务构成来看，公司刚性债务仍主要来源于银行借款和发行债券。同期末，公司银行借款余额分别为 413.66 亿元和 377.85 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 69.50% 和 65.58%；应付债券余额均为 81.40 亿元（未包含永续债券），占刚性债务总额的比重分别为 13.68% 和 14.13%。从银行借款构成来看，公司银行借款主要为信用借款，2018 年末银行借款（不包括一年内到期的银行借款）中信用借款占比为 94.58%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	90.32	86.91	80.02	—
营业收入现金率（%）	78.60	65.51	69.64	86.82
业务现金收支净额（亿元）	38.84	26.75	-9.07	10.14
其他因素现金收支净额（亿元）	13.44	-6.14	82.21	12.91
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	52.28	20.61	73.14	23.05
EBITDA（亿元）	35.09	47.65	66.18	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.08	0.11	—

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.20	1.48	1.84	—

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额系剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司与下游客户合作多年，购销模式较稳定。公司一般采取以现金及票据为主的结算模式，因此账面经营获现能力处于偏弱水平。2018年及2019年第一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为384.06亿元和118.62亿元，营业收入现金率分别为69.64%和86.82%。同期，公司经营环节产生的现金流量净额分别为73.14亿元和23.05亿元，其中2018年同比增长254.83%，主要系当年加大清欠力度导致公司收到其他与经营活动有关的现金同比增长103.57%至94.62亿元。

2018年，该公司EBITDA同比增长38.87%至66.18亿元，主要系跟踪期内公司利润总额增长所致。当年，EBITDA对刚性债务及利息支出的保障倍数分别为0.11倍和1.84倍，同比均有所上升但仍处于较低水平。

（2）投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	3.31	-9.95	-4.50	0.17
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-6.95	-8.14	-8.76	-6.14
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.80	0.04	-46.38	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-4.43	-18.05	-59.64	-5.97

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

随着在建项目建设的持续推进，跟踪期内该公司处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流仍呈持续净流出状态，2018年及2019年第一季度净流出规模分别为8.76亿元和6.14亿元。同期，公司收回投资与投资支付的净流量分别为-4.50亿元和0.17亿元，其中2018年呈净流出，主要系当年山煤国际支付购买山西中汇大地矿业有限公司持有的河曲露天20%股权的转让款9.30亿元。此外，2018年公司发生支付其他与投资活动有关的现金净流出46.38亿元，主要系当年山煤投资认购东海基金江苏银行金龙66号基金10.00亿元、金元顺安海通海鑫4号资管计划14.50亿元及山煤国际购买理财产品20.00亿元，其中山煤国际理财产品主要为山西省金融资产交易中心有限公司（简称“山西金融交易中心”）发行的“山西省创业投资基金管理集团有限公司2018年第一、二、三期融资项目”，产品起息日期为2018年12月，投资期限为360天，预期收益率为5.9%；关注公司金融产品投资回收风险。综上因素影响，2018年及2019年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净流出分别为59.64亿元和5.97亿元。总体来看，随着在建矿井

及房地产项目等持续投资,预计公司投资活动现金需求仍将保持在较高水平。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-3.52	-1.71	46.19	-2.21
其中: 永续债及优先股	0.00	0.00	41.72	0.00
债务类净融资额	-42.32	58.82	-80.46	-42.09
其中: 现金利息支出	24.31	25.07	28.79	5.05
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	2.61	-3.55	-4.94	-0.53
筹资环节产生的现金流量净额	-43.23	53.56	-39.20	-44.83

资料来源: 根据山煤集团所提供数据整理

在筹资环节,跟踪期内,该公司主要通过发行永续期债券进行权益类融资,2018 年公司获得融资净额 46.19 亿元。由于跟踪期内公司集中偿还到期债务,2018 年及 2019 年第一季度公司债务类净融资额分别为-80.46 亿元和-42.09 亿元,同期筹资环节产生的现金流量净流出分别为 39.20 亿元和 44.83 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	395.61 48.75%	387.19 46.36%	359.04 42.56%	350.46 41.80%
其中: 现金类资产 (亿元) ²⁰	115.87	165.37	145.50	106.23
应收账款 (亿元)	73.16	51.34	35.75	38.26
预付款项 (亿元)	51.98	41.08	32.57	49.33
其他应收款 (亿元)	95.05	64.64	52.74	54.65
存货 (亿元)	56.87	61.98	70.00	74.11
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	415.84 51.25%	447.95 53.64%	484.51 57.44%	487.93 58.20%
其中: 固定资产 (亿元)	129.81	147.72	161.08	161.58
在建工程 (亿元)	99.17	91.21	88.28	92.04
无形资产 (亿元)	105.86	110.62	108.07	108.08
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	44.06	33.33	64.83	52.72
受限资产账面余额/总资产 (%)	5.43	3.99	7.69	6.29

资料来源: 根据山煤集团所提供数据整理

跟踪期内,该公司资产仍以非流动资产为主,2018 年末及 2019 年 3 月末,非流动资产占比分别为 57.44%和 58.20%。公司非流动资产仍主要由固定资产、在建工程及无形资产构成,2018 年末公司固定资产较上年末增长

²⁰ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

9.04%，主要系在建工程完工转固所致，当年末固定资产主要包括房屋、建筑物、机器设备和运输工具。2018 年末及 2019 年 3 月末在建工程分别为 88.28 亿元和 92.04 亿元，主要为矿井建设工程。同期末，公司无形资产仍主要为采矿权和探矿权。此外，2018 年末公司可供出售金融资产较上年末增长 179.43%，主要系新增购买东海基金江苏银行金龙 66 号基金及金元顺安海通海鑫 4 号资管计划。2018 年末，其他非流动资产较上年末增长 196.21% 至 7.92 亿元，主要系经坊村庄和河曲村庄搬迁费，资金来源分别为经坊煤业出资和省市保障性住房补助资金和河曲露天出资，主要用于采煤涉及村庄的搬迁及安置工作，未来将按照储量及年产量计算的使用年限分期摊销。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 359.04 亿元和 350.46 亿元，仍主要由现金类资产、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。同期末，现金类资产分别为 145.50 亿元和 106.23 亿元，其中受限货币资金分别为 45.35 亿元和 33.20 亿元，主要系银行承兑汇票保证金和信用证保证金。应收账款分别为 35.75 亿元和 38.26 亿元，2018 年末较上年末下降 30.37%，主要系剥离下属公司所致，当年末应收账款前五名客户分别为朔州天成电冶有限公司、荣经县一通贸易有限公司、四川晶金贸易有限公司、成都润丰达物资贸易有限责任公司和天津中盛久福国际贸易有限公司，合计占应收账款的比重为 37.20%，截至 2018 年末应收账款坏账准备余额为 7.28 亿元。2018 年末及 2019 年 3 月末，预付款项分别为 32.57 亿元和 49.33 亿元，主要为预付煤炭采购款，2018 年末较上年末下降 20.70%，主要系剥离下属亏损公司所致；2019 年 3 月末较上年末增长 51.46%，主要系山煤国际预付贸易货款增加。2018 年末及 2019 年 3 月末，其他应收款分别为 52.74 亿元和 54.65 亿元，仍包括关联方往来款以及涉诉事项相关应收款项，并因公司债券及信托融资等产品信用增进新增对晋商信用增进投资股份有限公司应收保证金 5.50 亿元，2018 年末其他应收款较上年末下降 18.42%，主要系回收清欠款所致。2018 年末及 2019 年 3 月末，存货分别为 70.00 亿元和 74.11 亿元，要由库存商品和房地产开发成本构成，分别较上年末增长 12.94% 和 74.11%，主要系房地产项目建设推进带动开发成本增加。此外，2018 年末公司其他流动资产较上年末增长 806.71% 至 22.19 亿元，主要系山煤国际购买 20.00 亿元山西金融交易中心发行的短期理财产品。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司受限资产总额分别为 64.83 亿元和 52.72 亿元，占资产总额的比重分别为 7.69% 和 6.29%。2018 年末，公司受限资产较上年末增长 94.54%，主要系票据保证金以及存货受限规模扩大所致。当年末，受限资产主要包括货币资金 45.35 亿元、存货 10.42 亿元、投资性房地产 4.27 亿元以及无形资产 2.71 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	93.54	95.49	75.67	73.62
速动比率 (%)	67.80	70.08	54.05	47.69
现金比率 (%)	27.40	40.78	30.67	22.32

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

该公司作为煤炭生产及贸易企业，流动资产由现金类资产、应收账款、预付账款、其他应收款和存货等构成，但应收账款及存货之周转率相对较低，对公司流动资产形成较大占用；非流动资产主要由房屋、矿井、采矿权和探矿权等为主，公司资产流动性偏弱。随着公司使用自有资金偿还到期债务以及长期债务集中于一年内到期，2018 年末以来公司资产流动性有所减弱。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 2.06 亿元，系为山西煤层气有限责任公司提供的贷款担保，目前被担保企业生产经营情况正常，公司因对外担保引起的或有负债风险相对可控。

根据该公司 2018 年审计报告披露的信息，截至审计报告出具日，公司合并口径涉及多笔经济纠纷案件，涉诉金额约 37.82 亿元。由于案件判决存在一定的不确定性，公司仍面临较大的因未决诉讼引起的或有负债风险。

7. 集团本部财务质量

跟踪期内，该公司主业仍主要由下属各子公司负责运营，公司本部重点负责公司管理及资金调配、周转等工作，但随着 2017 年下半年国际贸易分公司成立，公司本部开展的非煤贸易业务规模扩大带动本部营收规模扩大，2018 年及 2019 年第一季度，本部实现的营业收入分别同比增长 199.54% 和 100.85% 至 57.71 亿元和 8.54 亿元，由于目前非煤贸易业务盈利能力较弱，同期公司本部实现净利润分别为 1.83 亿元和 0.14 亿元，规模较小，但受益于本部刚性债务规模下降拉低财务费用，同期净利润分别同比增加 1.47 亿元和 0.13 亿元。跟踪期内，本部经营性现金净流量表现较好，2018 年及 2019 年第一季度经营活动产生的现金流量净额分别为 6.83 亿元和 13.32 亿元。

跟踪期内，该公司本部资产结构未发生重大变化，2018 年末及 2019 年 3 月末，本部资产总额分别为 464.78 亿元和 458.82 亿元，且仍以流动资产为主，同期末，流动资产占比分别为 68.17% 和 74.14%。本部流动资产仍以其他应收款为主，同期末其他应收款分别为 316.84 亿元和 314.35 亿元，2018 年末较上年末增长 45.93%，主要系当年年初公司本部进行资金统筹管理所致。本部非流动资产仍以长期股权投资和投资性房地产为主，2018 年末及 2019 年 3 月末，长期股权投资分别为 64.31 亿元和 64.31 亿元，2018 年末较上年末下

降 12.57%，主要系剥离下属亏损子公司所致。2018 年末及 2019 年 3 月末，投资性房地产分别为 47.72 亿元和 47.72 亿元，仍为酒店及办公楼等资产，跟踪期内未发生重大变化。截至 2019 年 4 月末，本部质押下属上市控股子公司山煤国际 56721.00 万股股份，尚未质押股权市值约为 30.51 亿元。

受资金统筹管理因素影响，2018 年末该公司本部其他应付款较上年末增长 130.45%至 101.26 亿元导致当年末本部负债总额较上年末增长 15.44%至 385.95 亿元。2019 年 3 月末，本部负债总额较上年末未发生重大变化，为 379.86 亿元。由于本部发行永续债券计入权益类科目，2018 年末及 2019 年 3 月末，本部资产负债率分别较上年末下降 7.55 个百分点和 0.25 个百分点至 83.04%和 82.79%，但仍处于较高水平。本部负债主要为刚性债务，2018 年末及 2019 年 3 月末，刚性债务余额分别为 258.22 亿元和 253.57 亿元，占负债总额的比重分别为 66.90%和 66.75%，本部刚性债务偿付压力大。从刚性债务期限结构来看，短期刚性债务占比分别为 65.64%和 68.42%。从刚性债务来源情况看，主要来源于银行借款和发行债券。总体来看，本部负债规模大，资产负债率高企，且主要为刚性债务，本部面临很大的刚性债务偿付压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为山西省内七大煤炭资源整合主体之一，其唯一股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委，公司股东背景较好，能够得到山西省政府较大支持。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通。截至 2018 年末，公司共获各商业银行授信额度 553.96 亿元，其中尚未使用授信额度 165.34 亿元。同时，下属山煤国际为 A 股上市公司，具有市场直接融资能力。上述融资渠道均能够为公司资金周转提供一定的支持，但需持续关注公司融资渠道通畅性及外部融资滚动匹配性情况。

附带特定条款的债项跟踪分析

15 山煤 MTN001 特定条款

该公司发行的本期中票附有延期、调整票面利率及赎回的特殊条款，即公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司约定赎回时到期。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。当期基

准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。于本期中期票据第 3 个、第 6 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中票。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股东仍为山西国投公司，实际控制人仍为山西省国资委，公司股东背景较好，能为公司提供一定支持。公司治理结构及部门设置等方面均未发生重大变化，能够满足公司经营需求。

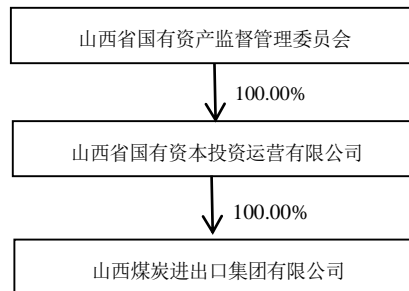
跟踪期内，该公司整体经营相对稳定，营业收入仍主要来源于煤炭产销及煤炭贸易业务，且得益于煤炭价格高位震荡，2018 年及 2019 年第一季度业务规模及盈利水平同比均微幅提升，但长期来看煤炭开采需求将逐步弱化，公司仍面临一定的运营压力。得益于主业盈利能力提升，叠加下属亏损公司资产剥离，跟踪期内公司盈利表现向好，但转让下属亏损子公司不具持续性且未形成实际现金流入。

跟踪期内，由于永续期债券的发行，该公司账面负债规模及负债经营程度均明显下降，但实际负债情况并未有明显改善。公司债务以刚性债务为主，且短期刚性债务集中偿付压力上升。此外，公司应收账款、预付款项、其他应收款及存货规模仍较大，且应收账款及存货周转率较低，对公司流动资产形成较大占用。公司经营获现能力较弱，但可动用现金类资产规模尚可，以及较通畅的外部融资渠道均可为其债务偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）煤炭行业发展情况及山西省政府对煤炭企业的支持情况；（2）山西省关于山西省国资企业资源整合模式、进度及对该公司的影响情况；（3）公司主业运营情况；（4）公司刚性债务偿付资金安排；（5）公司在建项目的投资建设进展和产出效益；（6）公司大额未决诉讼的进展及资产减值损失计提充分性；（7）公司融资渠道通畅性；（8）本期债券递延付息风险。

附录一：

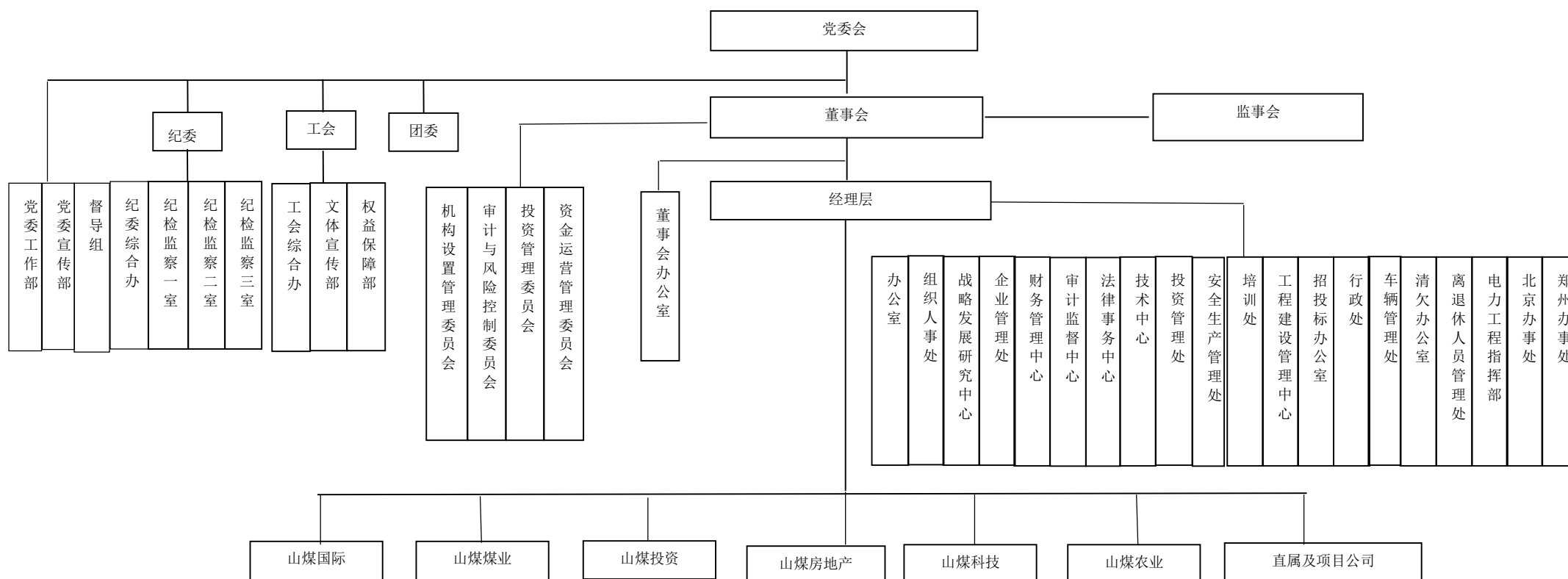
公司与实际控制人关系图



注：根据山煤集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据山煤集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
山西煤炭进出口集团有限公司	山煤集团	本级	—	酒店、租赁、贸易	258.22	78.83	57.71	1.83	6.83	
山煤国际能源集团股份有限公司	山煤国际	核心子公司	58.61	煤炭产销及煤炭贸易	285.95	99.70	381.43	14.12	37.61	
山煤投资集团有限公司	山煤投资	核心子公司	100.00	资本运营、资产管理等	25.79	5.15	0.15	7.31	28.34	
山煤房地产开发有限公司	山煤房地产	核心子公司	100.00	房地产开发经营等	25.99	8.56	7.24	0.48	7.29	
山煤有色金属有限公司	山煤有色	核心子公司	100.00	金属及金属矿批发、资产管理等	9.83	1.11	47.56	4.96	-0.42	

资料来源：山煤集团

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	811.45	835.14	843.54	838.39
货币资金 [亿元]	91.24	137.39	132.46	92.55
刚性债务[亿元]	613.01	650.55	595.22	576.13
所有者权益[亿元]	121.81	118.00	177.37	178.57
营业收入[亿元]	550.12	545.40	551.47	136.63
净利润 [亿元]	-0.76	1.98	19.49	1.11
EBITDA[亿元]	35.09	47.65	66.18	—
经营性现金净流入量[亿元]	52.28	20.61	73.14	23.05
投资性现金净流入量[亿元]	-4.43	-18.05	-59.64	-5.97
资产负债率[%]	84.99	85.87	78.97	78.70
权益资本与刚性债务比率[%]	19.87	18.14	29.80	30.99
流动比率[%]	93.54	95.49	75.67	73.62
现金比率[%]	27.40	40.78	30.67	22.32
利息保障倍数[倍]	0.89	1.11	1.53	—
担保比率[%]	2.58	2.32	1.16	1.16
营业周期[天]	90.32	86.91	80.02	—
毛利率[%]	8.48	12.11	14.69	11.80
营业利润率[%]	0.60	2.19	5.64	2.39
总资产报酬率[%]	3.19	4.63	6.57	—
净资产收益率[%]	-0.62	1.65	13.20	—
净资产收益率*[%]	-9.22	-7.71	13.90	—
营业收入现金率[%]	78.60	65.51	69.64	86.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.60	4.98	16.62	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.85	0.36	1.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.20	1.39	1.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.08	0.11	—

注：表中数据依据山煤集团经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《煤炭采选行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。