

山西煤炭进出口集团有限公司
及其发行的 15 山煤 MTN001、19 山煤 MTN001、20 山煤
MTN001 与 20 山煤 MTN002

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(2020) 100227】

评级对象： 山西煤炭进出口集团有限公司

及其发行的 15 山煤 MTN001、19 山煤 MTN001、20 山煤 MTN001 与 20 山煤 MTN002

	15 山煤 MTN001	19 山煤 MTN001	20 山煤 MTN001	20 山煤 MTN002
主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 15 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 24 日	-	-
首次评级：	AAA/负面/AAA/2015 年 6 月 19 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	20.29	22.51	27.13	37.27
刚性债务	283.26	258.22	331.35	385.45
所有者权益	34.71	78.83	127.59	129.49
经营性现金净流入量	6.83	6.83	-6.81	-11.31
合并口径数据及指标：				
总资产	835.14	843.54	933.60	968.86
总负债	717.14	666.17	704.89	737.84
刚性债务	650.55	595.22	612.71	649.25
所有者权益	118.00	177.37	228.71	231.02
营业收入	545.40	551.47	567.82	130.71
净利润	1.98	19.49	7.38	0.99
经营性现金净流入量	20.61	73.14	31.57	1.36
EBITDA	47.65	66.18	51.89	—
资产负债率[%]	85.87	78.97	75.50	76.16
权益资本与刚性债务比率[%]	18.14	29.80	37.33	35.58
流动比率[%]	95.49	75.67	79.61	89.78
现金比率[%]	40.78	30.67	28.36	28.32
利息保障倍数[倍]	1.11	1.53	1.30	—
净资产收益率[%]	1.65	13.20	3.63	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.98	16.62	6.91	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.36	1.95	-6.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.39	1.84	1.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.11	0.09	—

注：根据山煤集团经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
王树玲 wangsl@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、19 山煤 MTN001、20 山煤 MTN001 与 20 山煤 MTN002 的跟踪评级反映了 2019 年以来山煤集团在规模、成本、政策等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在主业运营、未决诉讼、偿债、流动性、生产安全等方面所面临压力与风险。

主要优势：

- **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，近年来，煤炭产量持续增长，煤炭产销业务盈利能力不断上升。
- **政府支持优势。**山煤集团为山西省内重要煤炭资源主体之一，且控股 A 股上市公司山煤国际，公司实际控制人为山西省国资委，能够得到山西政府较大支持。

主要风险：

- **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，煤炭开采行业下游需求将逐步弱化，公司面临一定的运营压力。
- **未决诉讼风险。**山煤集团以前年度开展的非煤等业务存在多笔历史未决诉讼，沉淀了大量资金，关注诉讼进展、计提充分性以及公司对贸易业务的风控管理情况。
- **负债经营程度高，偿债压力大。**山煤集团负债规模偏大，资产负债率高且以刚性债务为主，债务期限结构集中，即期债务偿付压力较大。

- **流动性压力。**山煤集团短期刚性债务规模较大，且应收款项、预付款项、其他应收款、存货及可供出售金融资产等绝对规模仍较大，对资产形成占用，整体流动性压力大，关注应收账款、其他应收款和对外投资等实际回款情况。
- **在建工程建设周期较长。**近年来，山煤集团在建工程建设进度较为缓慢，形成一定资金沉淀，需持续关注项目投运安排及效益释放水平。
- **安全风险。**山煤集团从事的煤炭生产行业属于高危，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。

评级关注

- **重组事项。**2020 年 4 月，山煤集团公告披露，公司收到山西省人民政府下发的《关于山西焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组有关事宜的批复》：本次重组采取整体无偿划转、吸收合并的方式，由山西省国有资本运营有限公司将所持公司 100%股权无偿划转至山西焦煤集团有限责任公司，由焦煤集团对公司进行吸收合并。本次重组（含产权变更或工商登记）尚未完成，新世纪评级将密切关注上述重组事项进展、重组事项对公司存量债务偿付产生的影响。

➤ 未来展望

通过对山煤集团及其发行的上述中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性很强，并给予上述中票 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

及其发行的 15 山煤 MTN001、19 山煤 MTN001、20 山煤 MTN001 与 20 山煤 MTN002

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年度第一期中期票据、2019 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据及 2020 年度第二期中期票据（分别简称 15 山煤 MTN001、19 山煤 MTN002、20 山煤 MTN001 及 20 山煤 MTN002）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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 2020 年 5 月 22 日，该公司待偿还债券本金余额合计为 235.80 亿元，公司对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，债券到期时间集中分布于 2020-2021 年，其中 2020 年集中兑付债券本金 40 亿元，面临一定的短期刚性债务集中偿付压力。

图表 1. 截至 2020 年 5 月 22 日公司合并口径存续债券概况（单位：亿元，%）

债项名称	起息日	到期日	期限（年/天）	债券余额	当期利率	本息兑付情况
20 山煤 CP001	2020/03/06	2021/03/06	1	8.00	6.00	未到期
19 山煤 CP001	2019/08/05	2020/08/05	1	7.00	6.35	未到期
19 山煤 CP002	2019/09/18	2020/09/18	1	8.00	5.99	未到期
19 山煤 CP003	2019/10/23	2020/10/23	1	15.00	6.40	未到期
19 山煤 SCP005	2019/12/17	2020/09/12	270 天	10.00	5.98	未到期
20 山煤 D2	2020/05/07	2021/05/07	1	13.00	4.50	未到期
20 山煤 MTN002	2020/03/13	2023/03/13	2+1	10.00	6.75	未到期
20 山煤 PPN001	2020/01/13	2021/01/13	1	5.00	6.60	未到期
20 山煤 MTN001	2020/03/02	2023/03/02	2+1	10.00	6.80	未到期
20 山煤 D1	2020/02/26	2021/02/26	1	7.00	6.90	未到期
19 山煤 Y1	2019/12/04	2022/12/04	3+N	10.00	7.45	未到期
19 山煤 02	2019/09/26	2022/09/26	3	15.00	7.50	未到期
19 山煤 01	2019/06/10	2022/06/10	3	15.00	7.80	未到期
19 山煤 MTN001	2019/06/06	2022/06/06	2+1	20.00	7.35	未到期
18 山煤 Y2	2018/11/22	2021/11/22	3+N	15.00	7.90	未到期，正常付息
18 山煤 Y1	2018/09/28	2021/09/28	3+N	15.00	7.90	未到期，正常付息
16 山煤 01	2016/01/27	2021/01/27	3+2	3.00	7.60	未到期，正常付息
15 山煤 MTN001	2015/09/09	2021/09/09	3+3+N	5.00	8.20	未到期，正常付息
15 山煤 PPN003	2015/05/18	2021/05/18	3+3	10.80	8.90	未到期，正常付息
15 山煤 PPN002	2015/04/17	2021/04/17	3+3	4.00	7.60	未到期，正常付息
18 晋山煤进出口 ZR001	2018/12/27	2021/12/27	3	10.00	6.30	未到期，正常付息
18SMGJY1	2018/11/29	2021/11/29	3+N	20.00	8.10	未到期，正常付息

资料来源：山煤集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。2019 年以来我国经济发展面临的外部环境依然严峻，经济增长压力加大且增速放缓，煤炭消费低速增长。供给端先进产能加快释放以及进口煤增幅明显，煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，行业景气度小幅下降，行业内企业盈利空间小幅收窄。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，煤炭需求受到一定冲击，下游复产进度弱于煤炭复产，短期内供需错配导致煤炭价格承压下行。

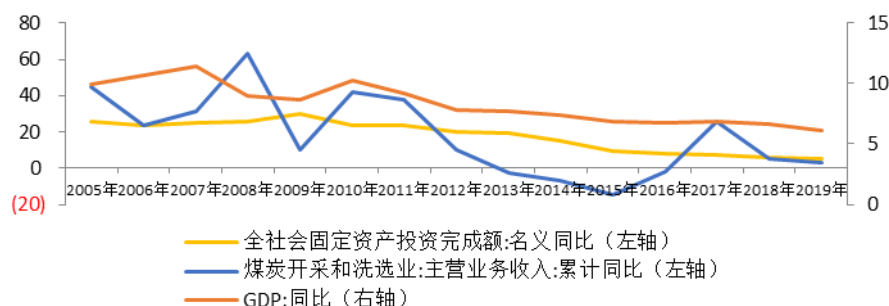
a. 行业概况

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持续下降。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仍处于主导地位，且主体能源地位在相当长时间内难以改变。

我国煤炭下游行业主要为电力、钢铁、建材、化工四大行业，其煤炭消费量合计占煤炭总消费量的 80% 以上。煤炭下游主要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。2019 以来受经济增速回落、制造业景气度下滑以及火电发电量增速下滑等影响，2019 年我国煤炭消费量同比仅增长 1%。

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：%）

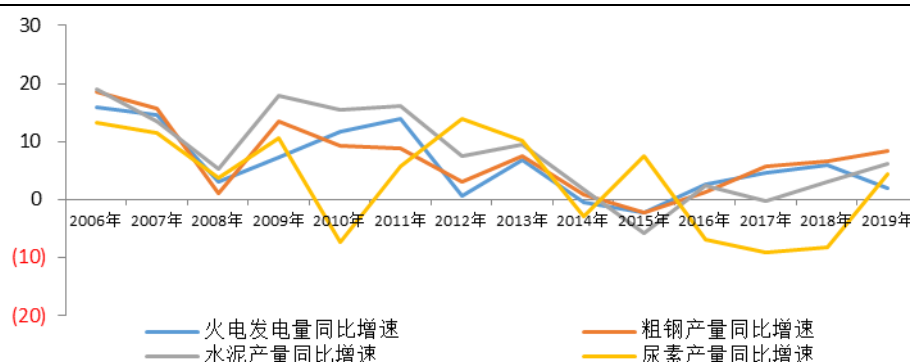


数据来源：Wind，2019 年数据为煤炭开采和洗选业营业收入累计同比数据。

从下游细分行业需求来看，火电行业煤炭需求量约占煤炭总消费量的 50%，对煤炭行业需求影响较大。2019 年，全国全社会用电量 7.23 万亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速同比大幅回落 4.0 个百分点。同时来水充沛和风电等新能源发电增速较高继续挤压火电发电量。2019 年，全国规模以上电厂发电量 7.14 万亿千瓦时，同比增长 3.5%；其中，火电发电量 5.17 万亿千瓦时，同比增长 1.9%，增速较上年同期大幅回落 4.1 个百分点，导致电力行业耗煤增速下降。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%，上述行业受房地产及基建等投资影响较大。受宏观经济刺激政策及上期低基数效应影响，2019 年钢铁、水泥产量同比均有所增长。2019 年，全国粗钢产量为 9.96 亿吨，同比增长 8.3%，增速同比上升 1.7 个百分点。同期水泥产量为 23.30 亿吨，同比增长 6.1%，增速同比上升 3.1 个百分点。尿素、甲醇等传统化工领域的煤炭消费增量空间较小，化工领域煤炭消费增量将主要集中在煤制烯烃、煤制天然气、煤制油、煤制乙二醇等现代煤化工产品方面。

2020 年初我国新冠疫情爆发后，受制于下游企业复产复工的延后，电厂煤耗下降，2020 年 3 月六大发电集团日均耗煤量为 53.16 万吨，较上年同期下降 20.04%。随着新冠肺炎疫情的全球爆发，境外特别是美、欧等主要经济体的恶化对出口型工业企业冲击明显，或将拖累我国电力消费，进而导致电力耗煤下滑。从焦化产业链来看，截至 2020 年 3 月末独立焦化厂开工率为 75.32%，较上年同期下降 4.73 个百分点。短期内疫情对煤炭需求造成一定冲击。此外，2020 年以来大幅走低的石油和天然气价格也挤压了煤炭需求。

图表 3. 煤炭下游主要行业产量增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

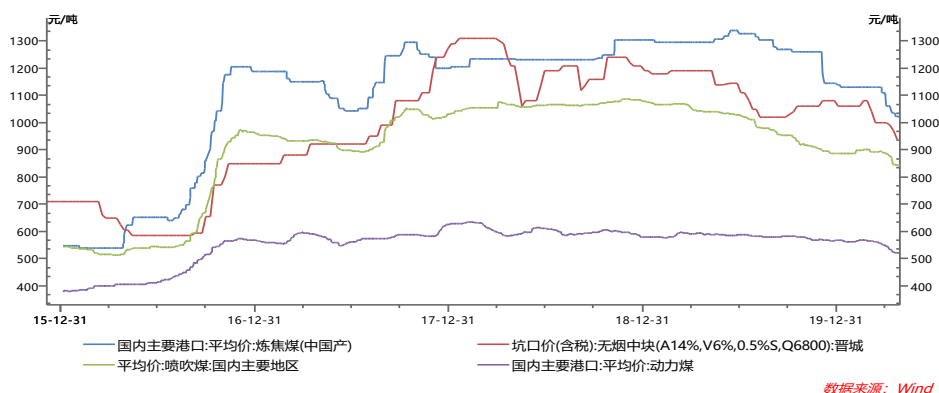
煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。为化解煤炭过剩产能，实现煤炭市场供需平衡，2016 年起我国开始启动煤炭去产能工作，加速了过剩产能的出清。2016-2018 年我国分别完成煤炭去产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨和 2.7 亿吨，累计退出煤炭产能 8.1 亿吨，提前完成“十三五”煤炭去产能目标（5.5 亿吨），年产 30 万吨以下煤矿产能减少至 2.2 亿吨/年以内。但我国当前煤炭产能仍然较大，煤炭产能结构不合理的问题突出，30 万吨/年以下煤矿数量仍有约 2100 处，淘汰落后产能、破除无效低效供给的任务依然较重。根据煤炭工业规划设计研究院研究数据，预计从 2019 年到 2020 年，煤炭行业仍将有 1.8 亿吨的去产能空间，后续产能结构优化将成为化解煤炭过剩产能的主基调。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。

煤炭产量方面，2019 年以来随着先进产能加速释放，国内煤炭供应继续增加，全年全国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.2%；其中，内蒙古、山西、陕西煤炭产量分别为 10.35 亿吨、9.71 亿吨和 6.34 亿吨，同比分别增长 8.5%、6.1%和 1.7%。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，原煤生产向资源条件好、竞争能力强的晋陕蒙地区集中。2019 年，晋陕蒙三省份原煤产量合计达到 26.40 亿吨，占全国的 70.48%，较上年提高 1.1 个百分点。2019 年以来煤矿事故频发，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、限产短期内制约煤炭产量释放，但长期来看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。进口方面，由于国内外煤炭价差扩大，进口煤增幅明显，2019 年我国进口煤炭合计 3.00 亿吨，同比增长 6.3%。2020 年初受新型冠状病毒肺炎疫情影响，煤矿延迟复产，短期内煤炭整体供给有所收紧。但自 2 月 1 日，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。截至 2020 年 3 月 3 日，除湖北省外，各产煤省区均已复工复产，全国在产煤矿产能 34.31 亿吨/年，产能复产率已达到 83.4%。2020 年 3 月，全国原煤产量 3.4 亿吨，同比增长 9.6%，当月增

速由负转正（1-2 月份为下降 6.3%）；1-3 月累计生产原煤 8.3 亿吨，同比下降 0.5%。随着国内疫情的有效控制，煤炭生产已基本恢复。

从煤炭价格走势来看，2019 年以来由于下游需求增速放缓、供给端新增产能的持续释放以及煤炭进口量增幅明显，行业供需趋于宽松，煤炭价格整体小幅下降。分煤种来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受矿难限产引起煤炭供给收缩影响，2019 年一季度动力煤价格总体呈上涨趋势，之后在火电耗煤需求增速下滑和动力煤产能进一步释放的带动下，二季度以来价格小幅下降。截至 2019 年 12 月 27 日，国内主要港口动力煤平均价为 565 元/吨，较上年同期下降 14 元/吨。炼焦煤方面，截至 2019 年 12 月 27 日，国内主要港口炼焦煤（中国产）平均价为 1144 元/吨，较上年同期下降 161 元/吨；无烟煤价格整体呈现高位波动下降态势，截至 2019 年 12 月 27 日晋城产无烟中块坑口价为 1080 元/吨，较上年同期下降 130 元/吨。2020 年以来，因春节前各煤矿陆续停产放假，加之雨雪天气影响煤炭运输，煤炭整体供需形势偏紧，节前煤炭价格小幅上涨。春节后受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求持续低迷，加之原油及化工产品价格低位，煤炭价格承压下行。截至 2020 年 4 月 28 日，国内主要港口动力煤平均价、炼焦煤（中国产）平均价和晋城产无烟中块坑口价分别降至 520 元/吨、1022 元/吨和 940 元/吨，较上年同期分别下降 11.71%、21.08%和 21.01%。

图表 4. 近年来我国主要煤炭品种价格走势（单位：元/吨）



资料来源: Wind 资讯

b. 政策环境

煤炭开采行业是国家重要的基础能源行业，近年来国家各部委出台多项政策引导行业健康发展。2019 年以来行业政策仍主要围绕“去产能”、“保供应”等方面进行调控，行业去产能政策继续从总量性去产能向系统性、结构性去产能转变。2020 年初自新冠肺炎疫情爆发后，为确保煤炭供应，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。

煤炭开采行业是国家重要的基础能源行业，近年来国家各部委从煤炭需求、行业供给、安全生产、税费清理、煤炭价格等各方面出台多项政策引导行

业健康发展。2019 年以来，行业政策主要集中在“去产能、保供应”等方面，继续淘汰煤炭落后产能，改善煤炭供需格局，同时引导先进产能投放，保证煤炭供应稳定。行业去产能政策继续从总量性去产能向系统性、结构性去产能转变。2019 年 4 月，发改委、工信部和能源局下发《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，提出将开展巩固化解煤炭过剩产能成果专项督查抽查，加快出清违规产能，统筹去产能和保供应，鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业。为进一步提升煤炭供给体系质量，推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”和产业结构调整，2019 年 8 月发改委等六部门联合出台《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（简称《方案》），根据不同地区资源、区位等实际情况，提出了 30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案，推动淘汰煤炭落后产能取得新的成效。2019 年 11 日，发改委修订发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，新增纳入淘汰类煤矿项目。同时，2019 年以来，我国在安全生产方面也出台了多项政策，对安全生产主体责任监管、煤矿复工复产验收等方面提出了更高的要求。此外，2019 年 4 月起煤炭行业增值税税率下调（16%下调到 13%）将进一步降低煤炭企业的税费负担。

自新冠肺炎疫情爆发后，为确保煤炭供应，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。2020 年 2 月 1 日，国家能源局综合司下发《关于做好疫情防控期间煤炭供应保障有关工作的通知》。同日，国家煤矿安监局发布《关于切实做好春节后煤矿复工复产工作有关事项的通知》。2020 年 2 月 5 日，国家发改委、国家能源局召开应对疫情能源供应保障视频会议，并下发了《关于进一步加快煤矿复工复产保障煤炭稳定供应的函》，上述政策要求统筹疫情防控和煤矿生产，加快组织煤矿复工复产，对煤炭行业的“保供稳价”提出了具体措施。为维护煤炭市场供需平衡，避免煤价的进一步下跌，煤炭工业协会多次发文建议煤炭企业实施阶段性减量化生产和严禁超能力生产，维护市场供需平衡；推动煤电双方执行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的市场化定价机制来维护煤炭市场价格稳定。

图表 5. 2019 年以来国家出台的煤炭行业相关调控政策

发行时间	文件名称	主要内容
2019/01	煤矿安全监察局《煤矿复工复产验收管理办法》	加强和规范煤矿复工复产验收工作，按照分级属地监管原则，对复工复产煤矿实施分级验收。煤矿复工复产验收实行“谁验收、谁签字、谁负责”的工作制度
2019/03	财政部、税务总局、海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》	将煤炭行业增值税税率由 16%下调到 13%。
2019/04	发改委、工信部、能源局《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》	将开展巩固化解煤炭过剩产能成果专项督查抽查，加快出清违规产能，统筹去产能和保供应，鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业。退出 30 万吨/年中小煤矿产能和灾害严重煤矿，出清僵尸企业，并严格新建改扩建煤矿准入，推进煤炭清洁开发、生产、运输和利用，推动煤电联营和兼并重组。
2019/06	发改委、能源局《关于做好 2019 年能源迎峰度夏工作的通知》	加快推进煤炭优质产能释放。各产煤地区要组织指导煤炭生产企业在确保安全的前提下科学组织生产，保障稳定供应；晋陕蒙等重点产煤地区要带头落实增产增供责任，加快释放优质产能，增加有效资源供给；大型煤炭企业要积极挖潜增量，发挥表率作用。
2019/07	煤矿安全监察局《关于煤矿企业安全生产主体责任监管监察的指导意见》	各级煤矿安全监管监察部门按执法计划对煤矿企业开展检查时，将安全生产主体责任落实情况列为重点必查内容，一并进行检查。

发行时间	文件名称	主要内容
2019/08	发改委、能源局等6部《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》	力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，华北、西北地区（不含新疆）30万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区30万吨/年以下煤矿数量原则上比2018年底减少50%以上。
2019/11	发改委《2019版产业结构调整指导目录》	限制类：低于30万吨/年的煤矿（其中山西、内蒙古、陕西低于120万吨/年，宁夏低于60万吨/年），低于90万吨/年的煤与瓦斯突出矿井、采用非机械化开采工艺的煤矿项目、煤炭资源回收率达不到国家规定要求的煤矿项目等 淘汰类：大型煤矿井田平面投影重叠的小煤矿；山西、内蒙古、陕西、宁夏30万吨/年以下（不含30万吨/年），河北、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、山东、河南、甘肃、青海、新疆15万吨/年以下（不含15万吨/年），其他地区9万吨/年及以下（含9万吨/年）的煤矿；长期停产停建的30万吨/年以下（不含30万吨/年）“僵尸企业”煤矿；30万吨/年以下（不含30万吨/年）冲击地压、煤与瓦斯突出等灾害严重煤矿。
2020/2	能源局《关于做好疫情防控期间煤炭供应保障有关工作的通知》	有力有序释放煤炭优质先进产能，确保疫情防控期间煤炭市场平稳运行；要充分发挥露天矿安全保障程度高、生产系统调节能力强的特点，努力做到满负荷生产；春节假期停产煤矿要科学制定复工复产方案，按照有关规定履行复工复产程序，在复工复产前要根据疫情防控情况，实施检查查验和健康防护，确保安全复工；严格执行煤炭中长期合同及“基准价+浮动价”定价机制，严禁在合同约定以外随意涨价，严禁以各种理由不履行中长期合同，严禁限制煤炭外销。
2020/2	煤矿安全监察局《关于切实做好春节后煤矿复工复产工作有关事项的通知》	要求扎实做好疫情防控工作，统筹兼顾，严格标准，做到安全生产没把握不复产、疫情防控没把握不复产，为坚决打赢疫情阻击战创造良好的安全生产环境；实际到岗职工较少的煤矿，必须减少产量，减少进尺安排，减少开工头面；对列入2020年去产能淘汰退出规划、近期关闭的矿井，原则上不再复工复产，不设“过渡期”或“回撤期”并派人盯守。

资源来源：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，近年来随着煤炭企业兼并重组、国家加大淘汰落后产能力度，我国煤炭行业集中度持续提升。煤炭企业从2009年底最多时的近万家持续减少至2019年末的4239家。根据中国煤炭工业协会统计与信息部统计快报数据，2019年我国原煤产量超亿吨以上煤炭企业为7家，分别为国家能源集团、中煤能源集团、同煤集团、陕煤集团、兖矿集团、山东能源集团和山西焦煤集团，七大集团2019年煤炭产量合计约为14.60亿吨，占全国原煤产量的38%左右，同比增加约0.50亿吨。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。随着煤炭供给侧改革的推进，违规新增产能、违法违规建设和超能力生产等问题得到有效遏制，煤炭市场秩序逐渐规范；煤炭低端产能加速退出，为优质产能发展腾出了空间，龙头企业市场占有率将得到提升。

从核心竞争力来看，煤炭行业竞争较为激烈，个体企业在经营上的差异主要体现在以下三个方面：（1）资源禀赋/区位条件；（2）吨煤成本；（3）规模。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。

图表 6. 行业内核心样本企业（单位：万吨/年，元/吨，万吨，亿元，%，2019 年末）

企业名称	产能	吨煤成本	原煤产量	营业收入	净利润	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	流动比率
大同煤矿集团有限责任公司	16300.00	145.97	13721.66	1903.73	4.53	3607.00	77.54	0.08	0.90
晋能集团有限公司	7545.00	193.47	8448.00	1058.05	22.08	2730.91	76.68	0.12	0.49
中国中煤能源股份有限公司	12000.00	217.73	7713.00	1292.94	85.93	2766.79	56.92	0.28	0.66
阳泉煤业(集团)有限责任公司	8050.00	242.62	6501.22	1761.02	2.55	2450.72	76.98	0.11	0.55
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	7800.00	256.87	8580.00	1801.56	18.30	2462.72	76.66	0.15	0.64
河南能源化工集团有限公司	7831.00	263.61	7366.00	1807.43	0.39	2809.08	81.66	0.11	0.37
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	3880.00	268.22	5910.21	1753.75	15.04	2933.22	75.31	0.17	0.62
开滦(集团)有限责任公司	3320.00	291.72	2792.00	829.39	5.19	831.17	71.37	0.13	0.84
冀中能源集团有限责任公司	6247.00	292.35	5491.69	2118.55	7.41	2364.31	82.04	0.00	0.00
淮南矿业(集团)有限责任公司	5610.00	323.82	5242.92	0.00	0.00	1234.61	72.93	0.00	0.00
山西焦煤集团有限责任公司	9400.00	390.47	10011.00	1808.55	34.50	3418.45	72.68	0.18	0.50
山东能源集团有限公司	14614.00	402.22	14537.00	3584.97	79.20	3101.07	64.76	0.27	0.72
内蒙古伊泰集团有限公司	5905.00	105.21	6063.93	429.66	49.06	1167.57	60.62	0.23	1.64
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	2505.00	404.54	1269.00	0.00	0.00	412.65	85.41	0.00	0.00

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：产量、吨煤成本、产能为 2018 年（末）数据。

d. 风险关注

下游需求弱化且煤炭消费占比持续下降。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持续下降。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，对煤炭需求增长也形成一定抑制。尽管化工行业煤炭需求有望增加，但整体耗煤量占比较小，对煤炭整体需求的拉动有限。长期来看，煤炭下游需求趋于弱化。

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，约有三分之一产能需要生产安全技术改造。近年来煤炭安全事故频发，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。

易受政策调控影响。近年来国家频繁对煤炭行业进行政策调控，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，未来行业发展受国家调控政策方向及力度影响较大，需密切关注行业政策层面因素影响。

财务杠杆偏高。煤炭采选行业资本密集程度相对较高，企业的兼并重组以及资源补充需求导致资本投入密集，行业整体债务杠杆偏高，带息债务规模大，财务负担偏重。债务负担重、投融资政策激进、流动性压力大、融资渠道单一的煤炭企业将面临更大的财务风险。

面临一定的运输瓶颈。我国煤炭资源区域分布不均，“三西”地区（山西、陕西、内蒙古西部）煤炭储量约占全国煤炭探明保有储量的 55%，是我国煤炭重要的产区和煤炭供应及出口基地。而煤炭消费集中在东部沿海地区、南方地区，尤其是环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区。而华东地区作为煤炭消费主力地区，煤炭资源储量只有全国的 5%。产需逆向结构分布造成我国呈现“北煤南运、西煤东调”格局。煤炭运输面临一定的瓶颈。

（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。2019 年以来，随着煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，省内煤炭生产企业盈利空间亦有所收窄。预计未来随着宏观经济增速放缓及先进产能引入等因素影响，省内煤炭生产企业或将面临一定的经营压力。

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。2019 年全省规模以上工业增加值同比增长 5.3%，增速较上年提高 1.2 个百分点，其中煤炭工业同比增长 4.1%；非煤工业同比增长 6.5%（制造业同比增长 7.0%）。2019 年以来山西省经济运行平稳，2019 年全省实现地区生产总值 17026.68 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，高于全国 GDP 平均增速 0.1 个百分点；其中，第一产业增加值 824.72 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 7453.09 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 8748.87 亿元，同比增长 7.0%。

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，2016-2019 年四年累计退出产能 11586 万吨，其中 2019 年退出产能 2745 万吨，已提前超额完成“十三五”去产能目标任务，对缓解区域煤炭市场供需状况具有积极的意义。2019 年，山西省坚定走“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，同时稳步推进煤矿减量置换和减量重组，共完成 57 座资源整合煤矿的产能减量置换方案确认，涉及产能 5145 万吨；审查通过 14 个煤矿减量重组方案。2019 年全省完成 26 座矿井的生产能力核定现场核查，已批复 18 座，净增生产能力 3200 万吨，受益于供给侧改革的持续推

进，截至 2019 年末，全省先进产能占比达到 68%。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。2020 年山西省将继续坚定不移化解煤炭过剩产能，全年计划退出产能 1500 万吨以上，预计“十三五”期间退出产能 1.3 亿吨以上，同时加快推动煤炭绿色开采和智能化建设，倒逼安全无保障、灾害严重、竞争力弱的产能退出，通过减量重组，引导 60 万吨以下煤矿于年底前退出。

煤炭产量方面，2019 年山西省原煤产量 9.71 亿吨，同比增长 6.10%，同期煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 8002.8 亿元，同比增长 4.7%，实现利润总额 686.0 亿元，同比略下降 0.2%。综合来看，随着 2019 年以来煤价中枢整体小幅下移，行业景气度小幅下降，行业内企业盈利空间有所收窄。

总体来看，在相关政策及资金的有力支持下，目前山西省煤炭资源整合步伐或将提速，整合方式或将开放化，预计省内煤企资源整合将在一定程度上改善同质化资源竞争局面，增强煤炭企业盈利能力。

2. 业务运营

该公司作为国内最大的煤炭贸易企业之一和山西省煤炭资源重要主体之一，以煤炭产销和贸易为主业。受益于煤矿产量提升及销售策略优化，2019 年在市场煤价中枢小幅下移背景下经营收益仍保持在较好水平，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。

该公司为山西省煤炭资源重要主体之一，以煤炭产销和贸易为主业，2019 年及 2020 年第一季度，营业收入分别为 567.82 亿元和 130.71 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 545.93 亿元和 126.95 亿元，占同期营业收入的比重分别为 96.15%和 97.12%。目前公司煤炭贸易在整个煤炭业务经营中占据绝对的份额，同期煤炭贸易业务收入占煤炭业务板块收入的比重分别为 77.38%和 78.02%。

该公司煤炭贸易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变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计		545.40	551.47	567.82	130.71	136.63
核心业务营业收入	金额	461.40	479.12	545.93	126.95	118.39
	占比	84.60	86.88	96.15	97.12	86.65
其中：（1）煤炭产销	金额	93.22	119.28	123.49	27.90	22.13
	占比核心	20.20	24.90	22.62	21.98	18.69
（2）煤炭贸易	金额	368.18	359.84	422.44	99.05	96.26
	占比核心	79.80	75.10	77.38	78.02	81.31
综合业务毛利率		12.11	14.69	15.55	12.85	11.80
其中：（1）煤炭产销		62.14	61.19	63.34	47.25	62.70
（2）煤炭贸易		1.89	1.50	1.51	3.23	1.45

资料来源：山煤集团

A. 煤炭产销业务

该公司为山西省煤炭资源重要主体之一，其开展的煤炭产销业务以山煤国际为运营主体，主要生产矿井隶属于山煤国际。2019 年及 2020 年第一季度，煤炭产销业务收入分别为 123.49 亿元和 27.90 亿元。

a. 矿井资源

从矿井资源情况来看，该公司前期参与大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城等地煤矿资源整合，截至 2020 年 3 月末，公司已整合 59 座煤矿，形成 20 座主体矿井，其中有 13 座生产矿井，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。

原煤产能方面，该公司于 2017 年 5 月向从湖南煤炭管理局购买 710 万吨产能，款项共计 6.75 亿元，并于 2018 年 1 月将新购产能分别分配 500 万吨和 210 万吨安置于河曲露天和长春兴矿井中。由此至今，公司暂无新增产能，2020 年 3 月末煤炭核定产能仍为 3660.00 万吨。

图表 9. 2020 年 3 月末公司资源储量及自有煤炭产量情况

煤矿名称 ¹	股比 [%]	煤种	矿井 情况	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) ²				
							2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2019 年 1-3 月
经坊煤业	75	贫瘦煤	生产	47319.50	29915.45	300.00	240.60	229.10	241.30	50.48	56.00
凌志达煤业	62.99	贫煤	生产	10334.48	5251.51	150.00	240.20	285.70	302.52	44.82	62.00
铺龙湾	100	长焰煤	生产	10300.48	4469.82	120.00	260.30	280.33	167.52	32.53	81.00
霍尔辛赫	70	贫煤	生产	51048.47	18101.07	400.00	414.66	400.00	415.09	88.02	100.00
大平煤业	35	贫煤	生产	7476.00	2385.00	180.00	110.83	110.20	120.20	28.49	27.00
宏远	65	贫煤	生产	4047.70	2266.70	90.00	103.10	123.00	121.00	10.00	12.00
长春兴	51	气煤	生产	34742.80	20845.68	450.00	656.97	620.27	643.00	46.12	145.00
韩家洼	51	长焰煤	生产	8286.50	4549.00	90.00	162.50	180.42	210.00	55.00	42.00
草垛沟	100	不粘煤	生产	2191.45	1127.00	60.00	80.50	88.36	71.03	8.52	18.00
河曲露天	100	长焰煤	生产	24846.22	19176.50	800.00	345.00	1018.00	1346.80	450.13	260.00
豹子沟	100	焦煤	生产	8901.40	5075.20	90.00	96.24	131.68	166.89	30.21	32.00
鹿台山	100	长焰煤	生产	2301.80	2117.60	60.00	16.59	62.00	67.20	13.00	17.00

¹ 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。

² 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，存在释放先进产能情况。

煤矿名称 ¹	股比 [%]	煤种	矿井 情况	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) ²				
							2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2019 年 1-3 月
东古城	51	长焰煤/气煤	生产	10471.00	3497.30	90.00	--	--	39.62	8.80	--
鑫顺	65	贫瘦煤/贫煤	在建	2791.67	2242.40	180.00	--	--	--	--	--
万家庄	60	肥煤	在建	7826.30	4492.00	120.00	--	--	--	--	--
恒兴	60	肥煤	在建	5086.33	1765.00	90.00	--	--	--	--	--
陆成	60	肥煤	在建	3360.40	1473.65	90.00	--	--	--	--	--
庄子河	51	贫煤	停建	5918.00	1462.00	120.00	--	--	--	--	--
镇里	51	贫煤	停建	1809.00	830.00	90.00	--	--	--	--	--
上炭水	100	长焰煤	停建	5395.00	3246.28	90.00	--	--	--	--	--
合计	--	--	--	254454.50	134289.16	3660.00	2727.49	3529.06	3912.17	866.12	852.00

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制（注：基于矿井生产效益及开采难度等因素考虑，目前庄子河、镇里和上炭水矿井处于暂停建设状态）

b. 在建矿井

从煤矿建设及相关技改工作在建项目看，截至 2020 年 3 月末，该公司技改在建矿井包括万家庄、鑫顺、恒兴、陆成等，其中万家庄矿井已于 2020 年 4 月正式转为生产矿井；鑫顺、恒兴、陆成矿井则预计分别将于 2020 年 10 月、2021 年 7 月及 2020 年 12 月底进入联合试运转阶段。

图表 10. 截至 2019 年末公司主要在建项目投资进度（单位：亿元）

项目	建设周期	计划投资总额	2019 年末 已投资	2020 年计划投资额投 资
鑫顺煤矿整合系统工程	2011.05.16-2021.03.31	24.76	22.18	2.08
万家庄矿井整合工程	2010.12-2020.6	17.86	16.71	1.41
恒兴煤矿技改工程	2011.10-2021.12	6.54	10.72	3.66
陆成矿井整合工程	2011.05-2021.06.30	4.85	8.54	1.24
合计	--	54.01	58.15	8.39

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建矿井累计已投资总额为 58.15 亿元，2020 年计划投资额 8.39 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，公司技改矿井建设周期较长，进度缓慢，投产时间具有一定不确定性，对资金形成沉淀，新世纪评级将持续关注后续矿井建设、投产进度以及效益释放水平。

c. 煤炭产量

近年来，该公司煤炭产量持续上升，2017-2019 年及 2020 年第一季度，煤炭产量分别为 2727.49 万吨、3529.06 万吨、3912.17 万吨和 866.12 万吨。

分矿井情况来看，该公司煤炭产量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，2017-2019 年及 2020 年第一季度，来源于上述 6 个矿井的产量合计占总产量的比重分别为 79.11%、80.29%、79.65% 和 82.22%。其中河曲露天产量分别为 345.00 万吨、1018.00 万吨、1346.80 万吨和 450.13 万吨，产量持续增长系该矿井利润率较高，为增加整体利润规模，公司提高该矿井开采率和资源利用率，2019 年河曲露天煤炭产量为其核定产能的 168.35%；随着该矿井开采率的持续提高，2020 年第一季度较上年同期产量增长 73.13%。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，长春兴煤炭产量分别为 656.97 万吨、620.27 万吨、643.00 万吨和 46.12 万吨，2020 年第一季度该矿井产量较上年同期下降 68.19%，主要系矿井隐患未销号导致 1 月 10 日至 2 月 27 日暂停开采所致，该矿井已于 2 月 28 日恢复生产。2017-2019 年及 2020 年第一季度，霍尔辛赫煤炭生产量分别为 414.66 万吨、400.00 万吨、415.90 万吨和 88.02 万吨；同期凌志达煤业煤炭生产量分别为 240.20 万吨、285.70 万吨、302.52 万吨和 44.82 万吨，呈上升态势，系近年来该矿井开采煤层煤炭品质较好，公司加大煤炭开采规模所致；同期经坊煤业煤炭生产量分别为 240.60 万吨、229.10 万吨、241.30 万吨和 50.48 万吨，2019 年受益于下游需求提升，对其增产所致；同期铺龙湾煤炭生产量分别为 260.30 万吨、280.33 万吨、167.52 万吨和 32.53 万吨，2019 年产量同比下滑 40.24%系该矿井销售模式方式发生变更后（原煤坑口销售变为精煤港口直达销售），主要销售客户调整为电厂等终端用户导致需求量变动所致，2020 年第一季度产量较上年同期下滑 59.84%系疫情导致下游需求下降及开复工推迟所致。综上，2020 年第一季度因疫情防控和开复工延迟，除了河曲露天矿井外，其他矿井均出现产量小幅下降。

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 年末，公司已累计支付 36.83 亿元，尚未支付金额为 3.16 亿元，预计 2020-2021 年期间分别支付 1.02 亿元和 2.14 亿元。

煤炭生产成本上，该公司自身人员负担较轻，具有一定成本优势；从主要自有煤矿成本来看，2019 年河曲露天吨煤成本随产量大幅增长而继续下降且保持良好的成本控制水平，长春兴吨煤成本相对稳定，霍尔辛赫、凌志达煤业和经坊煤业的吨煤成本因产量上升和成本精益化管理均出现小幅下降，铺龙湾吨煤成本小幅上升系部分原产煤入洗精煤致加工成本上升和产量下降所致。

2020 年第一季度，在基于除河曲露天矿井产量增长而其他矿井均出现下滑的态势下，该公司部分矿井吨煤开采成本较上年同期有明显上升；其中长春兴矿井吨煤开采成本较上年同期增长 73.47%，主要系该矿井 1-2 月份暂停生产，当期产量缩减所致；铺龙湾矿井生产成本较上年同期增长 49.26%，凌志达煤业吨煤开采成本较上年同期增长 23.04%，霍尔辛赫吨煤开采成本较上年同期增长 20.35%，均主要系疫情导致产量下降，单位均摊成本增长所致。

图表 11. 主要自有煤矿成本情况（单位：元/吨）

煤矿	吨煤开采成本				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
河曲露天	136.89	84.85	75.05	84.98	74.74
长春兴	78.70	77.49	80.86	267.47	70.97
霍尔辛赫	196.34	213.60	188.06	230.61	183.68
凌志达煤业	184.99	211.26	172.04	211.63	162.86
铺龙湾	124.73	128.04	131.22	225.64	114.48
经坊煤业	246.26	304.09	288.26	295.70	282.98

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

根据 2019 年 12 月公开信息，目前该公司在相关政府部门的支持下，将部

分煤矿和选煤厂托管给焦煤集团进行安全、生产、技术实施全面管理。目前涉及具体矿井以及托管具体条款约定内容均未能获取，关注该事项对未来公司矿井生产效应产生的影响情况。

e. 煤炭产销

该公司生产煤炭产品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”）负责统一对外销售，即公司生产的煤炭亦主要系煤炭贸易业务货种来源之一，因此煤炭产量均完全销售。这种销售模式在一定程度上统筹自有煤炭资源，规范自有煤炭销售价格，统一自有煤炭销售管理，或将对自有煤炭的销售带来较好的效应。

图表 12. 主要自有煤矿销价情况（单位：元/吨）

煤矿名称	坑口价				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
河曲露天	224.24	207.40	211.16	213.20	178.24
长春兴	229.00	236.39	249.02	300.06	255.31
霍尔辛赫	602.56	635.42	602.62	533.25	596.19
凌志达煤业	316.53	371.03	313.07	337.46	274.31
铺龙湾	195.36	215.98	284.12	263.14	270.45
经坊煤业	636.98	665.63	661.12	534.39	682.38

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

2019 年以来煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，该公司主要自有矿井销售价格小幅波动，其中铺龙湾 2019 年坑口价格明显上涨，主要系当期该矿井销售模式发生变化，主要销售客户调整为电厂等终端用户，从而推动价格上涨。2020 年第一季度，霍尔辛赫煤炭坑口价格较上年同期下降 11.80%，经坊煤业坑口价较上年同期下降 27.69%，主要系行业煤价中枢下降，销售价格跟随波动所致；凌志达煤业坑口价较上年同期增长 23.02%，主要系新增高价低硫煤种所致，长春兴坑口价较上年同期上升 17.53%，主要系该矿井受停产影响，第一季度产量较少，但客户需求推动该矿井煤炭坑口价格上涨。

B. 煤炭贸易业务

该公司拥有我国煤炭出口专营权、我国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列，系我国最大的煤炭经销企业之一。公司煤炭贸易经营实体为山煤国际，煤炭销售全部采用自营销售方式；从煤炭来源方面来看，公司通过自有煤炭生产及外部采购两个方面获取，由于自有煤炭矿井资源体量相对较小，公司外购国内煤炭量占总供给比重近 70%。

从贸易品种来看，该公司主要销售产品是动力煤，主要通过下属大同、朔州、忻州、太原、阳泉、吕梁、临汾、晋城和长治等地区子公司，以及控股的经坊、凌志达等多个煤矿，依据每年可落实的铁路运输计划与地方煤矿及国有重点煤矿签订采购合同安排货源，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。

图表 13. 公司煤炭供给情况（单位：万吨、元/吨）

板块		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
自有	自有煤炭	2727.49	161.59	3529.06	138.38	3912.17	115.71	866.12	169.94	832.00	131.68
采购	进口煤炭	111.83	309.05	122.73	287.57	215.51	318.45	53.47	325.32	65.32	308.65
	国内采购煤炭 ³	7161.35	—	11037.32	—	8377.08	488.47	2354.14	399.75	2770.61	—
合计		10000.67	—	14689.11	—	12504.76	—	3273.73	—	3685.13	—

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

该公司煤炭贸易采取以销定产模式，销售渠道包括内销和外销（出口），内销全部采用自营销售方式；外销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，主要由山煤国际负责，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。

煤炭内销方面，该公司的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，并主要销往电力行业。煤炭外销（出口）主要销往亚太地区电厂及钢铁厂，受煤炭出口政策调整影响，加之煤炭出口业务长期以来受到政策影响，2017-2018 年公司暂停该部分业务，2019 年以来公司开始少量恢复部分出口业务，同期出口量为 7.24 万吨。

从该公司煤炭贸易业务销售均价情况来看，近年来销售价格呈一定波动，2019 年以来煤炭贸易销售均价有较大提升，主要系持续优化销售策略，加强“精煤战略”，优化产品结构，提升洗选效益，及调整部分矿井由原煤坑口销售变为精煤港口直达销售等因素综合所致。

图表 14. 公司煤炭销售及销价情况⁴（单位：万吨、元/吨）

板块		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月		2019 年第一季度	
		数量	价格	数量	价格	数量	价格	数量	价格	数量	价格
内销	煤炭	9623.34	389.49	14287.51	335.34	12116.51	450.30	3152.43	402.70	3428.77	345.30
	焦炭	1.30									
出口		--	--	--	--	7.24	--	--	--	--	--

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

在运力方面，该公司的运输模式涵盖铁路、公路和航运三种模式。在铁路运力方面，由于铁路运输具有运输便捷、运价低廉的特点，因此公司煤炭销售绝大部分通过铁路运输，成本低于公路运输。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。近年来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，开通多个铁路煤炭集运站，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。2017 年以来，受河北港口禁收汽运煤等因素影响，公司减少了公路运输比例，增加了成本相对较低的铁路航运比例。

在航运方面，该公司于 2009 年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，全资控有十艘船舶。公司以长江线、国际航线为主，采取内外贸兼营的运营模式，开通秦皇岛、天津、日照、青岛、京

³ 该公司部分年度未统计国内采购煤炭价格的平均价格。

⁴ 该表格中煤炭销售量包括该公司自产自销量及贸易销量。

唐港、连云港等出海通道，形成占据全国主要出海口的运输体系，同时成立海运公司，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。

总体来看，该公司逐步形成覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立煤炭内外贸运销体系，为煤炭销售提供稳定和可靠的保证。2019 年及 2020 年第一季度，煤炭贸易业务收入分别为 422.44 亿元和 99.05 亿元，毛利率分别为 1.51% 和 3.23%，2019 年煤炭贸易业务收入有较大增幅，主要系因公司加大市场开拓力度，客户订单增长所致。

C. 非煤业务

该公司开展非煤业务，主要为在煤炭行业景气度低迷情况下，寻找新盈利增长点。2019 年及 2020 年第一季度，非煤业务收入分别为 21.89 亿元和 3.76 亿元，毛利率分别为 16.84% 和 11.12%，收入主要来自非煤贸易及房地产业务，2019 年收缩毛利率较低的非煤贸易业务，非煤业务收入同比减少 69.75%，毛利率同比增长 13.20 个百分点。

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，项目类型以住宅、商业和办公为主，截至 2020 年 3 月末，在售在建项目累计总投资 63.26 亿元，累计回笼资金 36.64 亿元，2020 年投资计划为 14.82 亿元（其中 2020 年第一季度已投入 0.86 亿元），后续投资仍有资本支出压力。在土地储备方面，2020 年 3 月末公司在山西大同及内蒙古呼和浩特尚有 18.86 万平方米储备土地，已缴纳全额出让金 9.88 亿元。

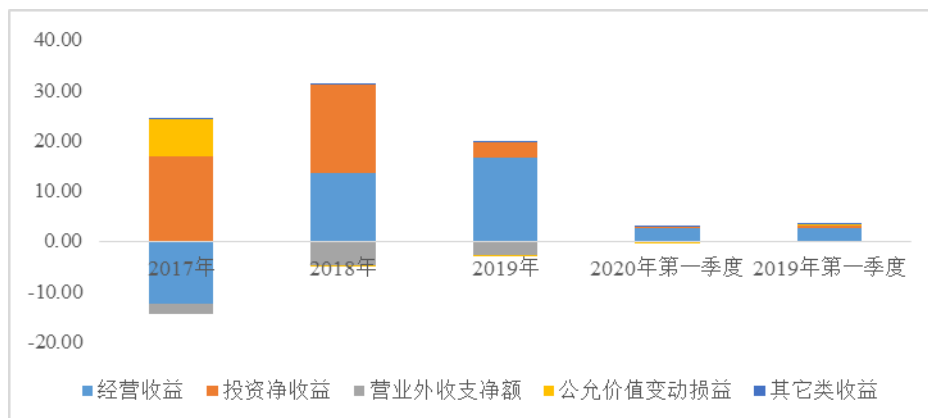
图表 15. 2020 年 3 月末房地产在建在售项目（单位:亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	累计投资	2020 年计划投资	累计销售 额	累计回 笼资金
大同富利达领阅一期	52.38	2017.08-2019.08	26.18	20.31	2.88	21.21	18.52
大同富利达四季	33.22	2019.05-2021.05	21.13	11.98	3.70	4.71	1.68
鑫盛联上德苑一期	23.34	2018.05-2021.05	25.01	20.64	3.50	12.81	8.24
鑫盛联上德府	23.07	2018.08-2020.12	10.91	5.78	3.16	7.61	5.34
内蒙古香格里拉观山悦三期	18.90	2018.04-2021.10	13.00	4.54	1.60	3.02	2.86
合计	150.91		96.23	63.26	14.82	49.36	36.64

资料来源：根据山煤集团提供的数据绘制

(2) 盈利性

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。

近年来，该公司煤炭产量持续上升，并优化销售策略，加强“精煤战略”，提升洗选效益，主业盈利空间有所扩大，并于 2018 年扭转经营持续亏损的状况，2019 年经营收益持续扩大，2019 年及 2020 年第一季度经营收益分别为 16.62 亿元和 2.59 亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	545.40	551.47	567.82	130.71	136.63
毛利（亿元）	66.03	81.01	88.29	16.80	16.12
其中：煤炭产销（亿元）	57.93	72.99	78.23	13.18	13.88
煤炭贸易（亿元）	6.97	5.39	6.38	3.20	1.40
综合毛利率（%）	12.11	14.69	15.55	12.85	11.80
其中：煤炭产销（%）	62.14	61.19	63.34	47.25	62.70
煤炭贸易（%）	1.89	1.50	1.51	3.23	1.45
期间费用率（%）	8.65	9.23	9.41	9.20	8.20
其中：财务费用率（%）	5.21	5.26	4.04	4.08	4.07
全年利息支出总额（亿元）	34.32	35.96	30.04	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	6.24	7.17	7.81	-	-

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

随着人工成本及资金成本不断上升，该公司期间费用仍呈增长态势，2019 年及 2020 年第一季度期间费用总额分别为 53.45 亿元和 12.02 亿元，期间费用率分别为 9.41% 和 9.20%。期间费用主要由管理费用和财务费用构成，同期管理费用（含研发）分别为 19.46 亿元和 4.06 亿元，主要为职工薪酬及无形资产摊销等且受上述费用增加呈上升态势，财务费用分别为 22.91 亿元和 5.33 亿元，2019 年以来公司发行债券替换融资成本较高的非标融资等，财务费用同比下降 21.08%；此外，2019 年销售费用较上年增长 280.01% 至 11.07 亿元，主要系公司部分矿井从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，公路运费、铁路运费和港杂费增加所致。2017-2019 年，资产减值损失分别为 22.74 亿元、5.02 亿元和 6.49 亿元，减值规模随往期坏账计提逐步呈下降趋势。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
公允价值变动损益（亿元）	7.38	-0.22	-0.23	-0.02	0.22
投资净收益（亿元）	16.92	17.68	3.06	0.25	0.40
营业外收入（亿元）	0.08	0.12	0.15	0.02	0.03
其中：政府补助（亿元）	0.00	0.02	0.00	0.00	0.0005
其他类收益（亿元）	0.14	0.15	0.19	0.00	0.03
其中：政府补助（亿元）	0.11	0.15	0.19	0.00	0.03

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

2016 年以来该公司持续处置子公司并产生投资收益，2019 年在不丧失控制权下处置子公司部分股权，但账务处理体现在资本公积变化，当期投资收益恢复常态。

该公司经营收益持续积累，账面盈利表现尚可，2019 年及 2020 年第一季度营业利润分别为 19.69 亿元和 2.85 亿元，净利润分别为 7.38 亿元和 0.99 亿元，2019 年账面利润收窄系 2018 年剥离不良资产收益入账投资收益，2019 年在不丧失控制权下处置子公司部分股权未作投资收益账务处理，剔除该事项，公司盈利水平仍有所上升。2017-2019 年，总资产报酬率分别为 4.63%、6.57% 和 4.40%，净资产收益率分别为 1.65%、13.20% 和 3.63%。

（3）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，公司将继续进行现有主业的巩固经营：推进以销定产，释放先进产能，提升煤炭生产效益；构建“以客户为中心”煤炭营销模式，推动经验型销售向技术型销售转变；实施精煤战略，优化产品结构；提升煤炭贸易品质，整合优化贸易业务，实行集中统一对外管理，严控贸易风险。

此外，根据山煤国际 2019 年 7 月发布的“关于签订《战略合作框架协议》公告”，未来山煤国际拟与钧石（中国）能源有限公司（简称“钧石公司”）共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目。此项目投资属跨界投资，且意向合作项目涉及投资金额尚未明确目前双方尚未开展具体合作事宜，本次签署的框架协议仅为双方初步合作意向，能否正式实施以及是否能按照计划实施尚存在不确定性。

管理

该公司股权结构清晰，实际控制人为山西国资委；2020 年 4 月公司收到实施重组的事项批复，未来控股股东将由山西国运公司变更为焦煤集团，目前该重组事项尚未完成。

截至 2020 年 3 月末，该公司唯一股东为山西国运公司，山西省国资委为公司实际控制人，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一。

2020 年 4 月，该公司收到实施重组的事项批复，未来控股股东将由山西国运公司变更为焦煤集团，目前该重组事项尚未完成，新世纪评级将持续关注本次重组进展情况。

截至 2019 年末，该公司持有山煤国际 11.98 亿股，占山煤国际总股本的 60.43%。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 47.35%，占山煤国际总股本的 28.61%，截至 2020 年 3 月末，尚未质押股权市值约为 51.15 亿元，需关注股份质押事项对资产流动性及信用质量的影响。

2019 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 39.97 亿元，主要对象为山西焦煤集团国际贸易有限责任公司、山西西山煤电贸易有限责任公司及阳泉煤业集团物资经销有限责任公司；因销售商品/提供劳务发生的交易金额为 24.28 亿元，主要对象包括山煤物业产环保能源（浙江）有限公司、山西焦煤集团国际贸易有限责任公司及晋浙国际能源贸易有限公司。2019 年末，关联往来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. 2019 年末公司主要关联资金往来情况表

记账科目	主要涉及关联方	科目余额（亿元）
其他应收款	朔州东方长宏能源发展有限公司（0.17 亿元）	12.52
	大同鹊山精煤有限公司（1.10 亿元）	
	福建可门港物流有限责任公司（3.18 亿元）	
	山西煤炭进出口集团河曲上炭水煤业有限责任公司（2.78 亿元）	
	内蒙古山煤鼎峰煤炭运销有限公司（2.83 亿元）	
	山西煤炭进出口集团武威煤炭物流有限公司（1.72 亿元）	
预收账款	山煤物产环保能源（浙江）有限公司（0.54 亿元）	1.01
	山西焦煤集团金土地农业开发有限公司（0.47 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）	1.96
	山西恒富煤化集团有限公司（0.82 亿元）	
	唐山隆丰实业有限公司（0.23 亿元）	
应付股利	山西粤电能源有限公司（1.11 亿元）	1.50
	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

根据该公司 2020 年 3 月 11 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. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	山西国运公司	山煤集团	山煤国际 ⁵	山煤投资
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020-3-11	2020-04-20 暂无	2020-3-11 暂无	2020-01-02 暂无	2020-04-26 暂无
各类债券还本付息	公开信息	2020-5-22	暂无	暂无	暂无	暂无
诉讼	天眼查	2020-5-22	暂无	涉诉详见表外事项		可控
工商	天眼查	2020-5-22	暂无	暂无	暂无	暂无

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

该公司账面负债规模及负债经营水平偏高，且随着业务规模扩大，2019 年以来负债水平呈回升态势。公司债务仍以刚性债务为主，且短期刚性债务偏多，面临一定债务循环压力。公司经营获现能力较弱，整体资产流动性偏弱，资金占用情况明显，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 2019 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），对资产负债表及利润表相关会计科目进行调整。

2019 年，该公司投资设立山煤（上海）设备租赁有限公司和山煤（上海）商业保理有限公司 2 家子公司，并清算注销山煤大同口泉出口煤炭煤站有限公司。截至 2019 年末，公司合并范围合计 12 家二级子公司。

该公司本部分别于 2015 年 9 月，2018 年 9、11 月以及 2019 年 12 月发行了规模分别为 5.00 亿元、15.00 亿元、15.00 亿元和 10.00 亿元具有“延期”条款的债券；2019 年 12 月公司于与山西省金融资产交易中心签署《山西煤炭进出口贸易有限公司 2019 年第一期可持续融资挂牌协议》，获得资金 20.00 亿元；与山西信托股份有限公司签署《可续期信托贷款合同》，获得资金 20.00 亿元。公司将上述融资款项计入“其他权益工具”会计科目中；此外，山煤

⁵ 根据山煤国际 2019 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 2020 年 1 月 2 日《企业信用报告》，山煤国际存在 9 笔已结清不良类贷款，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；存在 2 笔未结清关注类贷款（余额 5.00 亿元）及 2 笔关注类信用证（余额 6.633 亿元），根据银行出具文件说明，上述关注类笔数均为正常，据企业了解系银行系统因素导致。

国际于 2018 年 11 月发行规模为 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

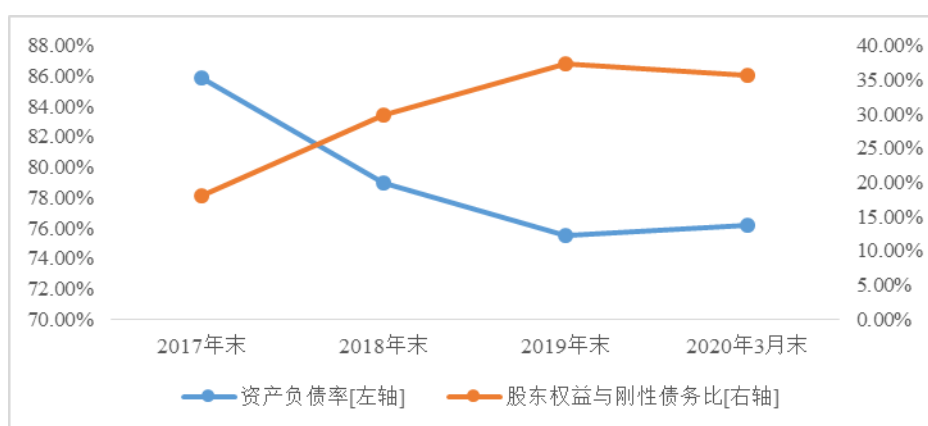
重要指标	调整前				调整后			
	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 末	2020 年 3 月末	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 末	2020 年 3 月末
总负债（亿元）	717.14	666.17	704.89	737.84	722.14	712.89	801.97	834.93
刚性债务（亿元）	650.55	595.22	612.71	649.25	655.55	641.95	709.80	746.34
所有者权益（亿元）	118.00	177.37	228.71	231.02	113.00	130.65	131.63	133.93
资产负债率（%）	85.87	78.97	75.50	76.16	86.47	84.51	85.90	86.18
权益资本与刚性债务比率（%）	18.14	29.80	37.76	35.58	17.24	20.35	18.54	17.95
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.11	0.09	-	0.07	0.10	0.08	-

资料来源：根据山煤集团所提供数据绘制。

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，该公司负债规模持续处于较高水平，2019 年末及 2020 年 3 月末，负债总额分别为 704.89 亿元和 737.84 亿元，资产负债率分别为 75.50% 和 76.16%。

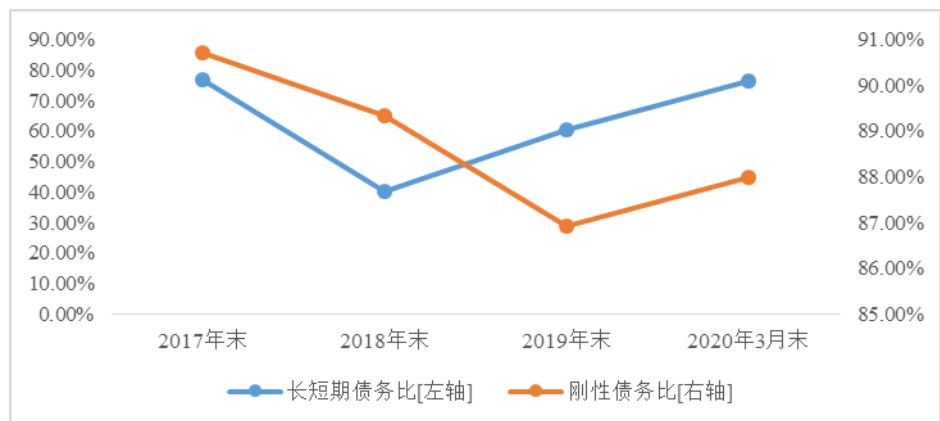
2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 228.71 亿元和 231.02 亿元，2019 年末较上年末增长 28.95%，主要系发行可续期融资工具 50.00 亿元和转让控股子公司下属 11 家子公司部分股权⁶增加资本公积 12.53 亿元所致；公司所有者权益结构稳定性弱化，2019 年末及 2020 年 3 月末，实收资本、资本公积及盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 28.54%和

⁶ 该公司二级子公司山煤国际能源集团股份有限公司 2019 年 6 月 30 日将其持有的山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司、山煤国际能源集团晋城有限公司、山煤煤炭进出口有限公司、山煤国际能源集团临汾有限公司、山煤国际能源集团晋中有限公司各 49%股权以及内蒙古山煤晟达贸易有限公司 39%股权和其控股子公司江苏山煤物流有限责任公司（以下简称“江苏物流”）将其持有的山煤国际能源集团天津有限公司、山煤国际能源集团青岛有限公司、山煤国际能源集团日照有限公司、山煤国际能源集团唐山有限公司、山煤国际能源集团华东销售有限公司各 49%股权在山西省产权交易市场有限责任公司公开挂牌转让给山西财惠资本管理有限公司。该事项属于不丧失控制权下出售子公司部分股权，增加合并报表资本公积 20.74 亿元。按照持股比例 60.43%计算，导致合并报表本年增加资本公积 12.53 亿元。

28.26%。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	650.55	595.22	612.71	649.25
应付账款 (亿元)	16.19	11.23	12.74	16.67
预收账款 (亿元)	12.88	16.45	23.49	22.39
其他应付款 (亿元)	14.57	8.99	9.25	8.16
刚性债务占比 (%)	90.71	89.35	86.92	87.99
应付账款占比 (%)	2.26	1.69	1.81	2.26
预收账款占比 (%)	1.80	2.47	3.33	3.03
其他应付款占比 (%)	2.03	1.35	1.31	1.11

资料来源：根据山煤集团所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司负债以流动负债居多，2019 年末及 2020 年 3 月末，长短期债务比分别为 60.44%和 76.66%。债务结构上，公司以刚性债务为主，且占比超过 85%。2019 年末应付账款余额 12.74 亿元，主要为应付煤炭采购款项；预收款项余额 23.49 亿元，较上年末增长 42.79%，主要系当期公司房地产开发项目开盘预售导致相应房款增长所致；其他应付款余额 9.25 亿元，主要为往来款项；预计负债较上年末增长 191.75%至 20.13 亿元，增幅主要为确认河区露天煤矿弃置费用和计提矿山环境治理恢复基金。2020 年 3 月末，公司债务结构较上年末暂无重大变化。

(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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	345.35	419.21	376.98	358.96
其中：短期借款	233.54	179.38	162.77	169.51
应付票据	48.86	65.58	33.43	30.79
应付利息	5.57	3.76	6.97	10.88
一年内到期长期借款	18.54	104.63	83.77	71.62
其他短期刚性债务	38.84	65.86	90.05	76.15
中长期刚性债务合计	305.19	176.01	235.73	290.29
其中：长期借款	204.27	129.65	147.56	166.05
应付债券	71.40	27.80	84.80	121.80
其他中长期刚性债务	29.52	18.57	3.38	2.44
综合融资成本 (年化, %)	5.95	6.05	6.00	5.99

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，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司短期刚性债务占比分别为 61.53%和 55.29%，短期刚性债务占比较高；从刚性债务构成来看，主要来源于银行借款和发行债券。2019 年末银行借款 394.09 亿元，占刚性债务比重 64.32%，并主要以信用借款为主；同期末应付债券（含一年内到期）发行债券余额 159.80 亿元（未含永续类权益工具），占刚性债务比重 26.08%。

图表 25. 2019 年末银行借款方式（单位：亿元）

方式	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款
质押借款	5.76	83.77	--
抵押借款	0.79		4.54
保证借款	5.27		16.87
信用借款	150.95		126.15
合计	162.77	83.77	147.56

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 前一季度	2019 年 前一季度
营业周期（天）	86.91	80.02	82.17	—	—
营业收入现金率（%）	65.51	69.64	94.44	73.27	86.82
业务现金收支净额（亿元）	26.75	-9.07	21.27	9.70	10.14
其他因素现金收支净额（亿元）	-6.14	82.21	10.30	-8.34	12.91
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	20.61	73.14	31.57	1.36	23.05
EBITDA（亿元）	47.65	66.18	51.89	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.11	0.09	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.39	1.84	1.73	—	—

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额是剔除“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是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，2019 年应收票据到期收回后获现能力有所上升。2019 年及 2020 年第一季度，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 536.22 亿元和 95.77 亿元，营业收入现金率分别为 94.44%和 73.27%。同期，经营环节产生的现金流量净额分别为 31.57 亿元和 1.36 亿元。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 47.65 亿元、66.18 亿元和 51.89 亿元，主要由利润总额及利息支出构成。跟踪期内 EBITDA 对利息支出能起到一定保障作用，但对刚性债务偿付保障力度仍较弱。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-9.95	-4.50	0.99	0.03	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	-8.14	-8.76	-18.60	-7.29	-6.14
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.04	-46.38	-58.98	-8.23	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-18.05	-59.64	-76.59	-15.49	-5.97

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

近年来，随着该公司在建项目建设的持续推进，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呈持续净流出状态，2019 年及 2020 年第一季度净流出规模分别为 18.60 亿元和 7.29 亿元。同期，公司回收投资与投资支付净流量分别为 0.99 亿元和 0.03 亿元。其他投资因素上，2019 年公司发生支付其他与投资活动有关的现金净流出 58.98 亿元，主要系公司追加认购资管计划及私募基金等产品支付的投资款所致，关注金融产品投资回收质量。

综合上述主要因素影响，2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资环节产生的现金净流出分别为 76.59 亿元和 15.49 亿元。总体来看，考虑到在建矿井及房地产项目等持续投资，理财与资管产品的认购与赎回，投资活动现金需求和往来仍将保持在较高水平。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-1.71	46.19	46.61	-0.32	-2.21
其中：永续债及优先股	--	41.72	50.00	--	--
债务类净融资额	58.82	-80.46	8.59	11.63	-42.09
其中：现金利息支出	25.07	28.79	40.16	8.24	5.05
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-3.55	-4.94	-0.48	-0.93	-0.53
筹资环节产生的现金流量净额	53.56	-39.20	54.72	10.38	-44.83

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

在筹资环节，该公司主要通过银行借款和发行债券等方式筹资。2019 年及 2020 年第一季度，筹资环节产生的现金流量净额分别为 54.72 亿元和 10.38 亿元。同期，权益性净融资额分别为 46.61 亿元和 -0.32 亿元，2019 年权益性融资持续大额流入，主要系公司发行永续期债券、与山西省金融交易中心签署《山西煤炭进出口集团有限公司 2019 年第一期可持续融资挂牌协议》、与山西信托签署《永续期信托贷款合同》等。同期，债务类净融资额分别为 8.59 亿元和 11.63 亿元，2019 年以来发行多期债券用于还本付息及资金周转，筹资活动现金流入量大。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	387.19	359.04	349.73	374.99
	46.36%	42.56%	37.46%	38.70%
其中：货币资金（亿元）	137.39	132.46	118.86	109.67
应收账款（亿元）	51.34	35.75	35.15	36.83
预付款项（亿元）	41.08	32.57	15.21	19.93
其他应收款（亿元）	64.64	52.74	83.65	106.73
存货（亿元）	61.98	70.00	86.04	87.83
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	447.95	484.51	583.87	593.87
	53.64%	57.44%	62.54%	61.30%
其中：固定资产（亿元）	147.72	161.08	184.14	182.64
在建工程（亿元）	91.21	88.28	83.02	85.40
无形资产（亿元）	110.62	108.07	106.52	108.56
可供出售金融资产（亿元）	12.40	34.65	112.26	119.00
期末全部受限资产账面金额（亿元）	33.33	64.83	47.88	未提供
受限资产账面余额/总资产（%）	3.99	7.69	5.13	未提供

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

该公司资产以非流动资产为主，且非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和可供出售金融资产构成。2019 年末，固定资产净额 184.14 亿元，较上年末增长 14.31%，主要矿井建设等工程完工转入；在建工程余额 83.02 亿元，较上年末减少 5.95%，主要为矿井建设工程；无形资产余额 106.52 亿元，主要为采矿权和探矿权；可供出售金融资产余额 112.27 亿元，较上年末增长 223.98%，主要系当期追加认购资管计划及私募基金等产品，期限约三年，收益率 7%左右，关注公司对外投资产品风控管理及回收安全性。此外，投资性房地产余额 49.59 亿元，主要系房屋、建筑物，增减变动较小；其他非流动资产余额 14.15 亿元，主要由用于采煤涉及村庄的搬迁及安置工作费用构成，未来将按照储量及年产量计算的使用年限分期摊销，较上年末增长 78.64%，主要系增加经坊村庄、河曲村庄和大平村庄搬迁费所致，资金来源分别为山西省长治经坊煤业有限公司出资与省市保障性住房补助资金、山西煤炭进出口集团河曲旧县露天煤业有限公司及山西大平煤业有限公司出资。2020 年 3 月末，非流动资产结构较上年末暂无重大变化。

2019 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。同期末货币资金余额 118.86 亿元，其中受限资金 22.05 亿元，剩余可动用货币资金对即期债务的偿付提供一定支撑；应收账款余额 35.15 亿元，主要为贸易业务货款，受公司加强应收账款回收管理及剥离下属亏损子公司等因素影响，目前应收账款整体处于可控区间，2019 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 32.95%，期末应收账款累计已计提坏账准备 10.53 亿元。同期末预付款项 15.21 亿元，主要为预付煤炭采购款，较上年末减少 53.32%，系会计调整将部分款项重分类至其他应收款所致；其

他应收款余额 83.65 亿元，包括关联方往来款以及涉诉事项相关应收款项，较上年末增长 58.62%，主要系会计调整将部分预付账款转入其他应收款、贸易往来款及新增部分融资保证金所致；存货余额 86.04 亿元，较上年末增长 22.91%，由库存商品和房地产开发成本构成，随着房地产相关项目建设推进呈逐年增长态势。此外，2019 年年末其他流动资产降幅明显系山煤国际到期收回 20.00 亿元山西金融交易中心发行的短期理财产品。2020 年 3 月末，流动资产结构较上年末暂无重大变化，其中其他应收款较上年末增长 27.59%至 106.73 亿元，增幅主要系 3 月中上旬复工复产以来，生产和贸易单位陆续恢复正常生产经营，各单位向设备、材料以及煤炭贸易的供应商支付采购物料或贸易业务的保证金；期末其他应收款项主要包括贸易往来款、涉诉资金以及保证金，其中涉诉资金及部分往来款收回难度较大，大部分已计提坏账准备，持续关注应收类账款后续资金收回质量。

2019 年末，该公司受限资产总额 47.88 亿元，受限比率 5.13%，资产受限规模尚可控。

图表 30. 公司资受限资产情况（单位：亿元）

受限科目	2019 年末账面价值	受限原因
货币资金	22.05	保证金及冻结资金
应收票据	0.60	银行承兑汇票保证金
存货	16.34	土地抵质押
持有至到期投资	5.00	债权质押担保
固定资产	0.60	抵押借款
无形资产	2.57	抵押借款
其他	0.74	海通证券北京光华路营业部因融资融券业务配股后股价下跌，无法归还配股的借款及利息，证券公司强制管理股票账户
合计	47.88	

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）。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	95.49	75.67	79.61	89.78
速动比率（%）	70.08	54.05	56.56	63.98
现金比率（%）	40.78	30.67	28.36	28.32

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，但应收类款项对资金形成较大占用；非流动资产主要由房屋、矿井、采矿权和探矿权等为主虽有投资基金、资管和私募产品等，但投资期限较长，即期变现能力较弱，公司整体资产流动性偏弱。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 31.83 亿元，担保比率 13.92%，被担保企业均为国有控股企业，包括阳泉煤业（集团）有限责任公司、阳煤集团太原化工新材料有限公司及山西新元煤炭有限责任公司提供的贷款担

保，被担保方经营状况或受行业景气度波动影响。公司对外担保金额相对较大，存在一定或有负债风险。

根据该公司 2019 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且部分案件周期较长，涉诉金额约 32.93 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. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业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，并开展部分煤炭贸易及非煤贸易业务。2019 年及 2020 年第一季度，本部实现营业收入分别同比增长 21.11% 和 114.04% 至 69.90 亿元和 18.28 亿元，整体盈利水平较弱，同期净利润分别为 1.07 亿元和 1.90 亿元。

2019 年末，该公司本部资产总额 580.46 亿元，以流动资产为主（420.49 亿元），本部流动资产包括其他应收款（385.89 亿元，主要应收对象包括山煤集团煤业管理有限公司、山煤投资集团有限公司、山煤房地产开发有限公司、山煤国际和山西山煤新能源开发有限公司）和货币资金（27.13 亿元）；本部非流动资产（159.97 亿元）包括可供出售金融资产（40.58 亿元）、长期股权投资（65.10 亿元，包括对子公司投资和联营企业投资）和投资性房地产（47.93 亿元）。截至 2020 年 3 月末，本部质押下属上市控股子公司山煤国际 5.67 亿股股份，尚未质押股权市值约 51.15 亿元。

2019 年末，该公司本部负债总额 452.87 亿元，资产负债率 78.02%，负债经营程度偏高，并以刚性债务为主，期末刚性债务余额 331.35 亿元（其中短期刚性债务 194.21 亿元），本部债务循环压力偏大。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为山西省内重要煤炭资源主体之一，实际控制人仍为山西省国资委，股东背景较好。此外，近期山西省人民政府下发的关于焦煤集团吸收合并公司实施重组的事项批复，重组事项尚未完成，待完成后，公司将成为焦煤集团子公司，因山西省内煤炭资源持续整合且焦煤集团下属煤炭资源丰富，其煤炭贸易业务市场竞争能力或进一步增强。

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，间接融资渠道较畅通。截至 2020 年 3 月末，共获各商业银行授信额度 586.07 亿元，其中尚未使用授信额度

195.56 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，但需持续关注融资渠道通畅性及外部融资滚动匹配性情况。

图表 32. 截至 2020 年 3 月末银行授信明细表

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	586.07	390.50	195.56
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	263.36	179.04	84.32
政策性银行（亿元）	12.00	6.00	6.00
大型金融机构行占比（%）	46.98	47.39	46.18

资料来源：根据山煤集团所提供数据整理。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 15 山煤 MTN001

该公司发行的 15 山煤 MTN001 附有延期、利息递延权、调整票面利率及赎回的特殊条款。

2. 19 山煤 MTN001、20 山煤 MTN001 和 20 山煤 MTN002

该公司有权决定在上述中票存续期的第 2 年末调整本期中票后 1 年的票面利率，调整后的票面年利率为上述中票存续期前 2 年票面年利率加或减公司提升或降低的基点。公司发出关于是否调整上述中票票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的上述中票按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有上述中票。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构清晰，实际控制人为山西国资委；2020 年 4 月公司收到实施重组的事项批复，未来控股股东将由山西国运公司变更为焦煤集团，目前该重组事项尚未完成。

该公司作为国内最大的煤炭贸易企业之一和山西省煤炭资源重要主体之一，以煤炭产销和贸易为主业。受益于煤矿产量提升及销售策略优化，2019 年在市场煤价中枢小幅下移背景下经营收益仍保持在较好水平，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。

该公司账面负债规模及负债经营水平偏高，且随着业务规模扩大，2019 年以来负债水平呈回升态势。公司债务仍以刚性债务为主，且短期刚性债务偏多，面临一定债务循环压力。公司经营获现能力较弱，资金占用情况明显，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。

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	2019 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	—	煤炭产销及煤炭贸易	331.35	127.59	69.90	1.07	-6.81	
山煤国际能源集团股份有限公司	山煤国际	核心子公司	60.43	煤炭产销及煤炭贸易	218.58	104.01	376.57	15.80	32.23	合并
山煤投资集团有限公司	山煤投资	核心子公司	100	资本运营、资产管理、煤炭及制品批发	25.36	4.71	173.79	-4.07	26.40	合并

注：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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	835.14	843.54	933.60	968.86
货币资金 [亿元]	137.39	132.46	118.86	109.67
刚性债务[亿元]	650.55	595.22	612.71	649.25
所有者权益 [亿元]	118.00	177.37	228.71	231.02
营业收入[亿元]	545.40	551.47	567.82	130.71
净利润 [亿元]	1.98	19.49	7.38	0.99
EBITDA[亿元]	47.65	66.18	51.89	-
经营性现金净流入量[亿元]	20.61	73.14	31.57	1.36
投资性现金净流入量[亿元]	-18.05	-59.64	-76.59	-15.49
资产负债率[%]	85.87	78.97	75.50	76.16
权益资本与刚性债务比率[%]	18.14	29.80	37.33	35.58
流动比率[%]	95.49	75.67	79.61	89.78
现金比率[%]	40.78	30.67	28.36	28.32
利息保障倍数[倍]	1.11	1.53	1.30	-
担保比率[%]	2.32	1.16	13.92	13.78
营业周期[天]	86.91	80.02	82.17	-
毛利率[%]	12.11	14.69	15.55	12.85
营业利润率[%]	2.19	5.64	3.47	2.18
总资产报酬率[%]	4.63	6.57	4.40	-
净资产收益率[%]	1.65	13.20	3.63	-
净资产收益率*[%]	-7.71	13.90	1.01	-
营业收入现金率[%]	65.51	69.64	94.44	73.27
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.98	16.62	6.91	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.36	1.95	-6.57	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.39	1.84	1.73	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.11	0.09	-

注：表中数据依据山煤集团经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 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、CCC 及以下等级外，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。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	1
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	9
		流动性	6
	个体风险状况		3
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AA ⁺

附录七：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015年6月19日	AAA/负面	沈其恺、薛雨婷	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2014） 煤炭采选行业信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2016年3月29日	AA+/稳定	—	—	公告链接
	前次评级	2020年1月15日	AA+/稳定	喻俐萍、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	报告链接
	本次评级	2020年6月15日	AA+/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	-
债项评级 （15 山煤 MTN001）	历史首次评级	2015年6月19日	AAA	沈其恺、薛雨婷	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2014） 煤炭采选行业信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2016年3月29日	AA ⁺	—	—	公告链接
	前次评级	2019年5月29日	AA ⁺	张佳、喻俐萍	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 煤炭采选行业信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2020年6月15日	AA ⁺	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	-
债项评级 （19 山煤 MTN001）	历史首次评级	2018年6月22日	AA ⁺	张佳、林贻婧	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 煤炭采选行业信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2019年7月24日	AA ⁺	张佳、喻俐萍	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 煤炭采选行业信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2020年6月15日	AA ⁺	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级 (2020 山煤 MTN001)	历史首次评级	2019 年 5 月 29 日	AA ⁺	张佳、喻俐萍	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 煤炭采选行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2020 年 6 月 15 日	AA ⁺	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	-
债项评级 (2020 山煤 MTN002)	历史首次评级	2019 年 5 月 29 日	AA ⁺	张佳、喻俐萍	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 煤炭采选行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2020 年 6 月 15 日	AA ⁺	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 煤炭采选行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（煤炭采选）MX-GS016（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。