



信用等级通知书

信评委函字[2019]G153-F1号

山西焦煤集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“山西焦煤集团有限责任公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月二十九日

山西焦煤集团有限责任公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	山西焦煤集团有限责任公司
发行规模	本期债券发行总规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限 3 年期，品种二期限 5 年期。
品种间回拨选择权	本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另外品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。票面利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变。
还本付息方式	本期债券每年付息一次，本息支付将按照证券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照证券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

概况数据

山西焦煤（合并）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	599.58	729.73	875.06	895.73
总资产（亿元）	2,726.39	2,956.73	3,383.97	3,432.86
总债务（亿元）	1,279.95	1,340.85	1,496.48	1,445.88
营业总收入（亿元）	1,668.97	1,526.02	1,765.65	398.62
营业毛利率（%）	10.96	18.00	17.53	18.05
EBITDA（亿元）	89.95	139.09	180.82	-
所有者权益收益率（%）	-0.43	1.59	3.15	2.54
资产负债率（%）	78.01	75.32	74.14	73.91
总债务/EBITDA（X）	14.23	9.64	8.28	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.02	2.53	2.96	-

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“山西焦煤集团有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了公司丰富的煤炭资源储备、优质的煤种、突出的产业地位及规模优势、煤炭业务盈利能力较强以及融资渠道通畅等正面因素对公司业务发展及信用水平的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到煤炭供求关系及市场价格波动、公司负债水平较高、短期偿债压力较大、资本性支出压力较大以及安全生产等因素可能对其整体经营及信用状况造成的影响。

正面

- 煤种优质，煤炭资源储备丰富。公司是国内最大的炼焦煤生产基地，截至 2018 年末，公司煤炭地质储量为 216.96 亿吨，可采储量为 114.22 亿吨，焦煤资源居全国首位。公司主要煤种覆盖焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤和贫煤等炼焦煤的全部种类，并具有硫份低、粘结性强和发热值稳定的特点，是大型炉焦用煤的理想原料，为其未来发展提供了充分的资源保障。
- 产业地位及规模生产优势突出。公司是国内规模最大、煤种最全的炼焦煤生产企业，目前炼焦煤生产能力居全国第一、世界第二，在全国煤炭市场具有较高的地位及市场影响力，尤其在炼焦煤定价方面具有很强的话语权。2018 年及 2019 年一季度，公司原煤产量分别为 10,011 万吨和 2,482 万吨，精煤产量 4,261 万吨和 1,110 万吨，煤炭生产规模优势突出。

山西焦煤（母公司）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	271.52	308.76	310.89	309.25
总资产（亿元）	844.33	844.35	846.60	739.08
总债务（亿元）	351.21	349.68	355.35	311.86
营业总收入（亿元）	218.39	396.97	465.18	116.56
营业毛利率（%）	5.27	3.33	2.39	1.63
所有者权益收益率（%）	3.57	3.64	3.20	0.12
资产负债率（%）	67.84	63.43	63.28	58.16
总资本化比率（%）	56.40	53.11	53.34	50.21

注：1、合并口径所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；

3、中诚信证评在计算时，将“其他流动负债”中的超短期融资券和“长期应付款”中的应付融资租赁款纳入债务指标中。

- 煤炭业务盈利能力较强。近三年及一期，公司煤炭业务毛利率分别为 46.48%、46.03%、44.44%和 43.57%，煤炭业务盈利能力较强。2017 年以来随着行业经营环境的回暖，煤炭业务对公司整体盈利形成了有力支撑，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司净利润分别为 27.59 亿元和 5.69 亿元。
- 融资渠道顺畅。公司与各大金融机构均建立了良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信 1,482.34 亿元，其中未使用授信额度为 468.16 亿元。同时，公司签约的债转股项目已累计投放 118 亿元，为公司提供了资金支持。此外，公司控股子公司西山煤电、南风化工和山西焦化均为 A 股上市公司，融资渠道较为畅通，运营资金能够得到有效保障。

关注

- 煤炭供需及市场价格波动。受去产能相关政策影响，2016 年下半年煤炭价格大幅上涨，但宏观经济增速放缓和环保政策趋严都将压制下游行业对煤炭需求的增长，加之国家适度微调行业政策抑制煤价过快上涨，中诚信证评将持续关注未来煤炭供需及市场价格变化可能对公司煤炭业务产生的影响。
- 负债水平高，短期偿债压力较大。截至 2019 年 3 月末，总债务和短期债务分别为 1,445.88 亿元和 846.09 亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为 73.91%和 61.75%，公司负债水平高，且债务结构以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力。
- 资本性支出压力。公司每年固定的资产维护和更新支出规模，未来三年的资本支出规模预计为 90 亿元、100 亿元和 100 亿元，未来的投资资金压力仍难以得到有效缓解。
- 安全生产风险。煤矿开采属于高危行业，生产过程中受地质和其他自然条件的影响，井下生产存在水、火、瓦斯、煤尘和顶板等自然灾害构成的安全风险，需关注公司面临的潜在安全生产风险。

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年7月29日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）成立于 2001 年 10 月，经山西省人民政府《关于同意设立山西焦煤集团有限责任公司的批复》（晋政函[2001]296 号）批准，由原西山煤电（集团）有限责任公司、山西汾西矿业（集团）有限责任公司和霍州煤电集团有限责任公司（以下分别简称“西山集团”、“汾西矿业”和“霍州煤电”）三家山西省中部大型煤炭企业集团合并组建而成的国有独资公司，由山西省国资委 100% 持股。2013 年 5 月，经山西省国资委晋国资发[2013]24 号文件规定，公司整合山西焦炭（集团）有限公司（以下简称“山焦集团”），后者遂成为公司全资子公司。2017 年 8 月，公司依据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发[2017]35 号）办理了工商变更登记，股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司¹（以下简称“山西国投”），公司实际控制人仍为山西省国资委。

公司是国内规模最大、品种最全的炼焦煤生产企业，主要开发西山、霍西、河东、沁水和宁武五大煤田的煤炭资源。此外，公司坚持“以煤为主、多元发展”的战略，拓展焦化、电力、建筑建材和贸易服务等业务。2018 年，公司实现主营业务收入 1,689.03 亿元，其中煤炭、焦化和贸易服务的收入比重分别为 33.42%、13.66% 和 46.90%。

截至 2018 年末，公司资产总额为 3,383.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为 875.06 亿元，资产负债率为 74.14%；2018 年，公司实现营业总收入 1,765.65 亿元，净利润 27.59 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 163.03 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 3,432.86 亿元，所有者权益为 895.73 亿元，资产负债率为 73.91%；2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 398.62 亿元，净利润 5.69 亿元，经营活动产生的现金流量

¹ 山西省国有资本投资运营有限公司由山西省国资委 100% 持股。

净额为 15.22 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	山西焦煤集团有限责任公司
债券名称	山西焦煤集团有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行总规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限 3 年期，品种二期限 5 年期。
品种间回拨选择权	本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另外品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。票面利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变。
还本付息方式	本期债券每年付息一次，本息支付将按照证券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照证券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

煤炭行业

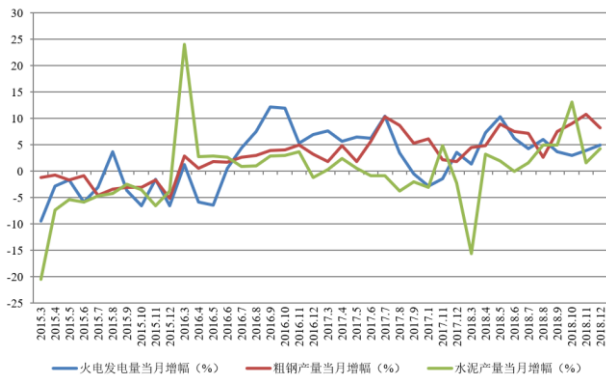
中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 60~70% 左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策和运输通道建设等因素的影响。

煤炭下游行业与宏观经济形势关联度高，2018 年以来煤炭主要下游行业景气度回暖，煤炭行业消费增速进一步回升，但经济增长方式的转变、能源结构调整及环保政策趋严都将压制煤炭长期需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在

90%以上。宏观经济增速趋稳，带动下游部分行业增速有所上升，2016年以来，随着去产能政策的执行，煤炭行业产能过剩压力有所缓解，行业景气度回升明显。但煤炭行业面临的下滑态势属周期性的转折，未来煤炭行业增速仍将处于较低水平。

图 1：2015 年 3 月~2018 年 12 月主要耗煤行业产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重约为 55%，对煤炭行业的发展影响最大。2018 年，随着去产能政策的继续执行和用电需求的增加，高耗能产业景气度回升，全社会用电量同比增长 8.5%至 6.8 亿千瓦时，带动全国发电量同比增长 6.8%至 6.79 万亿千瓦时，其中火电发电量同比增长 6.0%至 4.98 万亿千瓦时，带动煤炭消费量同比增长 6.6%至 21.20 亿吨，消费增速同比上升 1.2 个百分点。近年来，为实现国家能源结构的有序调整，降低煤电机组占比，相关限制火电政策陆续出台。2017 年 8 月，16 部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》，“十三五”期间，全国停缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，到 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦之内；并提出依法依规淘汰关停不符合要求的 30 万千瓦以下煤电机组（含燃煤自备机组）。2018 年 4 月，国家发改委、工信部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部和国务院国资委联合下发《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，提出 2018 年将淘汰、关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能，列入煤电淘汰落后产能目标的机组，除应急备用电源的机组外应在 12 月底前完成拆除工作。同时，环保要求的日益严格，电力行业耗煤量增速处于较低水平。整体来看，近年来随着下游用电量的增加，电

力行业对煤炭的消纳能力有所增强，但长期来看，能源结构的持续改革及环保政策的趋严均会继续压制电力行业对煤炭的需求，电力行业耗煤量增速或将维持在较低水平。

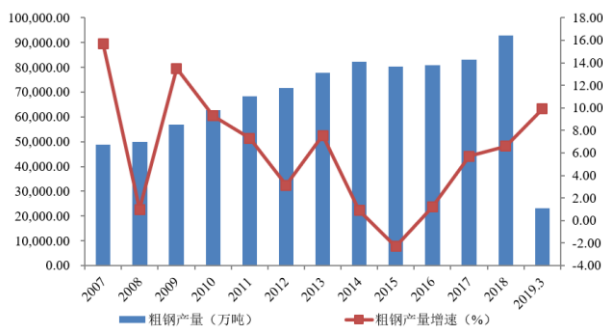
图 2：2007 年~2019 年 3 月火电发电量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17%。2018 年，我国钢铁行业煤炭消费量为 6.5 亿吨，同比增长 2.0%，消费增速同比上升 0.6 个百分点。2018 年初，由于冬季北方地区建筑施工暂停，钢材市场较为疲软，但二季度以来基建市场有所回暖，全年全国固定资产投资完成额（不含农户）同比增长 5.90%，较上年下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 9.50%，较上年提升 2.50 个百分点，带动钢铁行业需求平稳释放。2018 年全国粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.6%，产量创历史新高，且为近三年最快增速。环保政策方面，2017 年 3 月，环保部印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长；针对钢铁行业，该方案明确提出石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市采暖季钢铁产能限产 50%。2018 年以来，中央环境保护督察组开展了第一批中央环境保护督察“回头看”的督查工作，加之环保限产等政策持续加码，给钢铁企业带来一定的政策压力。短期来看，钢铁市场仍或将维持平稳运行，对焦煤保持一定需求量；长期来看，钢铁行业与宏观经济形势关联度高，且未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

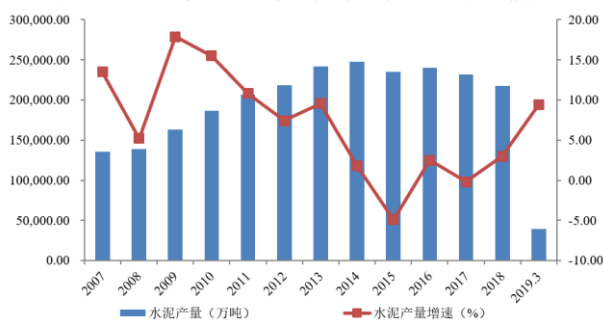
图 3：2007 年~2019 年 3 月粗钢产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

建材行业以水泥的用煤需求为主，年耗煤量占比约为 15%。水泥行业是典型的投资拉动型产业，近年来受宏观经济增速放缓、房地产调控趋严等因素的影响，国内投资增速不断下滑，我国水泥行业进入低速增长阶段。2017 年，全国固定资产投资同比增长 7.2%，增速同比下降 0.9 个百分点，水泥需求呈现下降趋势，当期全国水泥产量同比下降 0.20%，为 2015 年以来第二次负增长，使得当期耗煤量出现下滑。2018 年，全国累计水泥产量为 21.77 亿吨，同比增长 3.0%，带动耗煤量有所回升。尽管 2016 年以来水泥产量增速维持低位甚至为负，但受错峰生产及环保限产等因素影响，水泥行业供给端的收缩使得水泥价格逐步回升，行业景气度的回暖仍将对煤炭需求形成一定支撑。但长期来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业增速将维持较低水平，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。

图 4：2007 年~2019 年 3 月水泥产量及增速情况

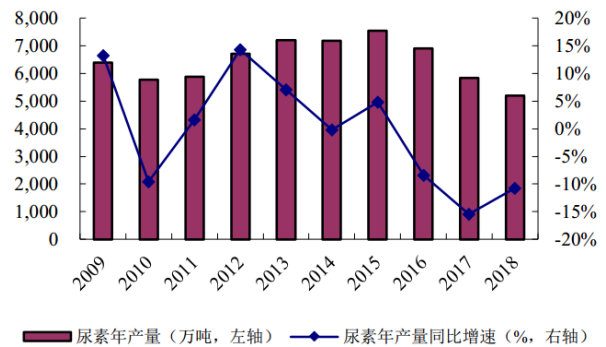


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

化工行业耗煤在煤炭总产量中的比重约为 7%。2018 年，我国化工行业煤炭消费量为 2.80 亿吨，同比增长 4.2%，消费增速同比下降 0.8 个百分点。不同于电力、钢铁和水泥，化工行业中化肥行业的下游需求主要受到单位施肥量和总播种面积的影响，相对较为稳定，但近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩，尿素企

业普遍亏损。受国家去产能及环保要求趋严等因素影响，行业落后产能开始逐步退出竞争。近年来，我国尿素行业持续整合，我国尿素产能已由 2015 年末的 8,900 万吨/年降至 2018 年末的 6,954 万吨/年，且由于环保及安全生产检查持续高压，2018 年尿素产量同比减少 10.78% 至 5,207 万吨，同时受原材料价格上涨、环保督查及国内库存减少等因素影响，尿素价格自 2016 年第四季度以来出现较大幅度回升。需求方面，目前尿素下游行业仍以农业为主。2015 年以来，我国农业部发布了《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，该方案提出到 2020 年使测土配方施肥技术推广覆盖率达到 90% 以上，肥料利用率提高到 40% 以上，化肥使用总量实现零增长。随着测土配方施肥技术的大力实施，单位耕地尿素用量预计会减少，农业用肥需求增长空间小。总体来看，随着我国供给侧改革的有力实施，我国尿素行业低效产能得到有效出清，行业供需关系有所改善，但受政策调控影响，尿素需求增长空间有限，行业用煤需求也将受到持续压制。

图 5：2009 年~2018 年国内尿素产量情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

煤炭环保政策方面，近年来政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信证评认为，煤炭主要下游的产能过剩、高能耗、高污染产业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 2：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2017.1	《国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	强调到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤之内。
2017.3	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费量负增长。
2017.8	《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	要求 2017 年北京市压减煤炭消费量 260 万吨、天津市 260 万吨、河北省 600 万吨以上。
2018.3	李克强总理在第十三届全国人大一次会议上的政府工作报告	政府要“重拳整治大气污染”、“加强散煤管理并推进重点行业节能减排”和“优化能源结构”。
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年全国煤炭占能源消费总量比重下降到 58% 以下；新建耗煤项目实行煤炭减量替代；提高电力用煤比例，2020 年全国电力用煤占煤炭消费总量比重达到 55% 以上；高排放产业限制区域纳入长三角一市三省、汾渭平原等区域。
2018.8	《京津冀及周边地区 2018~2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	加大钢铁、焦化、建材等行业产能淘汰和压减力度，巩固“散乱污”企业综合治理成果，加快调整能源结构，钢铁、焦化、铸造行业实施部分错峰生产，建材行业实施全面错峰生产，加大环境执法力度。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，受益于国家供给侧结构性改革的持续推进以及日益趋严的环保政策，2018 年以来电力、钢铁及化工等煤炭主要下游行业回暖使得煤炭需求有所回升，但经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费量增速承压，未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。此外，目前政府治理大气污染决心较大，能源结构调整及环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

煤炭供给侧改革有助于改善煤炭行业产能过剩的局面，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间

煤炭产能方面，根据煤炭工业协会数据显示，

截至 2015 年末，我国煤矿总产能达到 57 亿吨/年，其中正常生产及改造的煤矿产能 39 亿吨/年，停产煤矿产能 3.08 亿吨/年，新建及改扩建煤矿产能 14.96 亿吨/年，产能过剩严重；2016 年以来，我国煤炭行业供给侧改革通过“关”、“限”、“停”等方式实现产能出清，当年完成去产能约 3.5 亿吨，但淘汰的产能多属于此前已经停产或半停产状态的矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。据国家发改委资料，经过两年的产能出清，目前全国煤矿总产能 51~52 亿吨/年，其中形成能力的有效产能仍在 39 亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能 12~13 亿吨/年左右。到 2020 年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增 3~4 亿吨/年，加上每年 2 亿吨左右的煤炭净进口，总供给能力大幅增加，全国煤炭产能过剩问题依然突出。

为缓解前期煤炭产能过剩的局面，近年来国家陆续出台相关政策，供给侧改革力度不断加强，尤其侧重于落后产能的退出及优质产能的释放。2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），明确提出从 2016 年开始，用 3~5 年时间再退出 5 亿吨产能，减量重组 5 亿吨产能。2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部，并指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 万吨/年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。

表 3：2017 年以来煤炭行业相关政策

时间	政策名称	内容
2017.1	国家能源局《能源发展“十三五”规划的通知》	强调能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内。全社会用电量预期为 6.8~7.2 万亿千瓦时。
2017.4	国家发改委和国家能源局联合印发《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》	强调到 2020 年能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费比重进一步降低，清洁能源成为能源增量主体。
2017.5	国家发改委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	强调 2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。
2017.8	《煤矿安全生产“十三五”规划》	加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017.8	国家发改委《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》	提出根据现有相关行业标准规范，综合考虑煤炭开采布局、资源禀赋、运输条件和产运需结构变化等因素，按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段，科学确定煤炭最低库存和最高库存。
2018.2	《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放》（发改办能源[2018]51 号）	进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有需增加，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。
2018.3	《政府工作报告》	2018 年再压减钢铁产能 3,000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。
2018.4	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行[2018]554 号）	要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。坚决退出违法违规和不达标的煤矿，加快退出安全保障程度低、环保问题突出且整改不到位的煤矿。适当提高南方地区煤矿产能退出标准；更多发挥北方优质先进产能作用，加快北煤南运大通道建设；健全煤炭中长期合同、产能置换指标交易等长效机制。
2018.4	国土资源部修改《支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国土资规[2018]3 号、2018 年 4 月）	将原文件中规定的“从 2016 年起，3 年停止煤炭划定矿区范围审批”的规定停止执行。
2018.5	国家能源局《关于 2021 年煤电规划建设风险预警的通知》	除天津、宁夏的煤电建设经济性预警等级有所上升以外，辽宁、山西等 6 个省份的煤电建设经济性预警等级均有下降。

		煤电装机充裕度的预警等级则全部呈下降趋势，资源约束指标保持不变。
2018.6	国家发展改革委关于做好 2018 年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知	2018 年化解煤炭过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标实现三年于做好 2018 年迎峰“大头落地”；2018 年原则上不度夏期间煤电油气退出高于发改运行[2017]691 号文件所明确淘汰落后产能规模的在产煤矿；适当提高南方地区煤矿产能退出标准。
2018.8	国务院关税税则委员会发布《关于对原产于美国约 160 亿美元进口商品加征关税的公告》	自 2018 年 8 月 23 日 12 时 01 分起实施加征 25% 的关税。根据清单，涉及十余类煤炭及相关产品。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看，受益于近几年煤炭去产能政策的严格执行，2016~2018 年我国分别淘汰落后产能 2.9 亿吨/年、2.5 亿吨/年和 1.5 亿吨/年，三年累计退出产能 6.9 亿吨/年，去产能成效显著。根据发改委提出的 8 亿吨/年煤炭产能退出计划，2019~2020 年我国还将退出产能 1.1 亿吨/年，2019 年去产能步伐将有所放缓，我国去产能已逐步实现从量产到质产的改革进程。

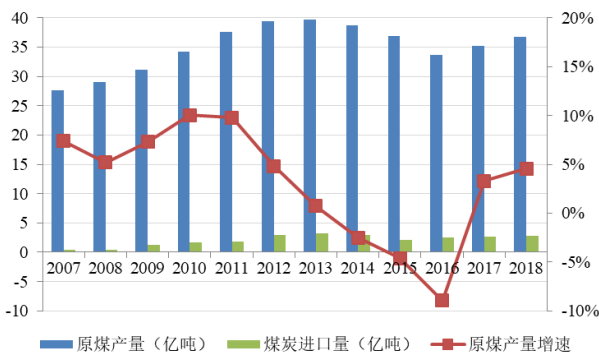
新增产能方面，近几年我国煤炭去产能政策得到有效执行，行业产能过剩状况得到有效改善，为促进煤炭供需总体平衡和价格基本稳定，发改委等部门陆续下达政策，放开先进产能生产，新建产能释放也以产能置换的方式开展，相关审批陆续落地，我国去产能政策逐渐侧重于落后产能的退出及优质产能的释放。截至 2018 年末，我国取得安全生产许可证等证照的生产煤矿产能同比增长 5.82% 至 35.3 亿吨/年；同期末我国在建煤矿产能同比增加 1.08% 至 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿产能同比增长 3.64% 至 3.7 亿吨/年。总体来看，近年来相关政策的实施有助于低效产能的有效出清，同时随着优质产能的不断释放，我国煤炭产业产能结构逐步得到优化。

原煤产量方面，2017 年，随着国民经济稳中向好，煤炭需求回暖，优质产能加速释放，原煤生产恢复性增长，全年原煤产量 35.2 亿吨，比上年增长 3.2%，是 2014 年以来首次正增长。2018 年，随着完善煤炭产能置换、加快优质产能释放等政策的持续推进，原煤生产进一步恢复，全年全国原煤产量

为 36.8 亿吨,同比增长 4.55%,增速较上年提升 1.25 个百分点。

进口方面,近年来随着去产能政策的严格执行,我国煤炭行业供需整体处于紧平衡状态,进口煤逐渐成为调控国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭供需平衡的重要砝码,对煤炭价格调节作用明显,也易受政策变化影响。2018 年 4 月以来,我国对部分一类港口采用延长通关时间、不受理外地用户、劝退货物到港及加大抽检力度等方式,逐步启动煤炭进口限制政策,但由于国内卖炭价格高位运行,沿海地区电厂对进口煤维持一定需求,2018 年我国煤炭进口量为 2.81 亿吨,同比增长 3.90%。

图 6: 2007~2018 年全国原煤产量、进口量及增速情况



资料来源: 中国煤炭资源网, 中诚信证评整理

从煤炭价格走势来看,2015 年至 2016 年一季度,受宏观经济发展和固定资产投资等增速下降影响,全国煤炭库存高企,价格处于下行通道。2016 年 6 月到年末,在供给量收缩的背景下,煤价回升幅度较大。2017 年,各品种煤炭价格基本维持高位波动。2018 年 1 月,国家能源集团与国内重点电力企业签订三年期长协合同,长协合同继续执行“基准价+浮动价”的价格机制。2018 年 12 月,中煤集团与国内 7 家发电企业签署五年中长期煤炭供需战略合作协议。目前看来,以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

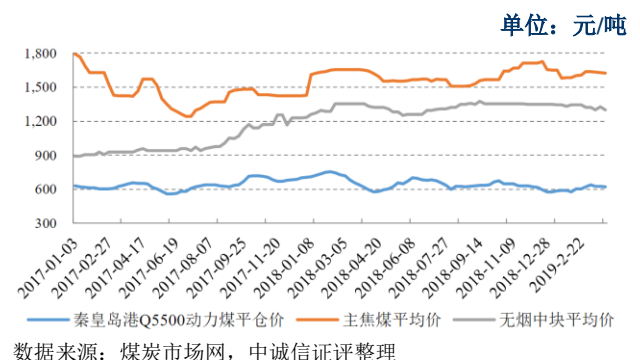
动力煤方面,2017 年上半年动力煤价格高位震荡;受中央环境保护专项督查、全国安检查查等因素影响,2017 年 6 月以来煤价出现较大上涨,截至 2017 年末,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 700 元/吨,处于较高水平。2018 年以来,煤炭主要下游行业用煤需求继续回升,但由于当期煤炭进口规

模亦有所增长,我国港口动力煤价格呈震荡下行态势,不过整体仍处于较高水平,2018 年末秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 578 元/吨,较年初下降 18.08%。2019 年 1 月以来,受矿难事件影响,陕西及内蒙古等地区部分煤矿相继停产,原煤生产及运输受限,我国动力煤价格有所上升,截至 2019 年 3 月 29 日,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 622.5 元/吨,较年初上涨 7.79%。

炼焦煤方面,2017 年上半年,受煤矿“276”工作日制度不再严格执行及限产政策放松预期增强等因素影响,焦煤价格波动下跌,但下半年随着供暖期的到来,焦煤产量受限,焦煤价格有所回升,2017 年末炼焦煤全国平均价为 1,424.00 元/吨,较年初下降 20.61%。2018 年一季度,受春节期间下游需求低迷及环保限产等因素影响,我国焦煤价格有所下降,5 月以来随着环保限制的放松,焦煤价格有所回升,2018 年末炼焦煤全国平均价为 1,653.24 元/吨,较年初上涨 15.72%。2019 年一季度,我国焦煤价格整体较为稳定,截至 2019 年 3 月 29 日炼焦煤全国平均价为 1,625.59 元/吨,较年初下降 1.65%。

无烟煤方面,2016 年四季度以来,在供应收缩及煤炭市景气度回升的推动下,无烟煤中块价格呈快速上涨态势。2017~2018 年,下游化工行业需求持续升温,我国无烟煤价格整体有所上升,2018 年末无烟煤中块均价为 1,349.38 元/吨,较年初上涨 9.40%。2019 年以来,由于化工等下游需求偏弱,我国无烟煤价格有所下滑,截至 2019 年 3 月 29 日,无烟煤中块均价为 1,300.63 元/吨,较年初下降 3.61%。

图 7: 2017 年~2019 年 2 月煤炭价格走势情况



数据来源: 煤炭市场网, 中诚信证评整理

从前述政策发布以来的情况来看,为了抑制煤

价异常波动，保证煤炭行业的平稳健康发展，2017年3月7日，国家发改委网站公开发文表态，2016年临时实施的276个工作日限产措施，在2017年得到宽松执行。从9月底开始，政策层面稳定煤价的决心较大；10月中旬，发改委提出要打造煤电中长期合同升级版，重点指出煤炭直供直销从中长协衍生到短协和现货，避免现货的高煤价。同时，发展改革委办公厅出台《关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知》，将严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为，防范煤炭价格异常波动，确保迎峰度冬期间煤炭市场价格基本稳定。2018年5月25日，国家发改委召开关于电煤市场供需及价格座谈会，将采取增产量、增产能、增运力、增长协等9项措施，以进一步稳定煤炭市场、促进市场煤价回归合理区间；同时，会议还出台了数项措施，要求相关单位带头落实，以尽快平抑煤价上涨。2018年11月国家发改委发布《国家发展改革委办公厅关于做好2019年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（发改办运行[2018]1550号），鼓励支持更多签订2年及以上量价齐全的中长期合同，并提出了全年中长期合同履约率应不低于90%的要求。中诚信证评认为，在全球能源发展计划、国家“十三五”规划以及环保政策等背景下，未来我国仍将对煤炭行业延续“调结构”、“去产能”的政策导向，同时将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，促进煤炭工业健康发展。

总体来看，目前煤炭行业产能过剩情况仍存，供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将回归合理区间。

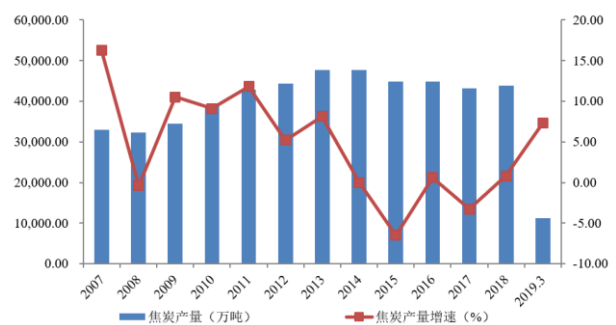
焦炭行业

我国焦炭消费最主要的下游行业为钢铁，高炉炼铁的焦炭需求约占焦炭行业总消费量的85%，因此焦炭行业具有明显的顺经济周期性。从需求来看，近年来受国内外经济增幅放缓及下游需求减弱的影响，我国钢铁行业发展速度整体放慢。2017年以来，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，“地条钢”得以全面取缔，统

计内合规产能开始快速释放。长期来看，钢铁行业与宏观经济形势关联度高，且未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对焦炭需求也将产生负面影响。

从供给来看，作为煤炭和钢铁的中间产业，焦炭行业亦存在较为严重的产能过剩情况。2016年一季度，焦炭产量延续2015年趋势呈逐月下降的表现；自4月以来，随着煤炭行业去产能政策的实施，炼焦精煤产量同比下降，加之行业有所回暖，市场处于阶段性供不应求的状态，焦炭行业开工率有所回升，2016年全年产量小幅增加0.30%至4.49亿吨。2017年，焦炭市场延续供不应求的态势，但受环保政策趋严及前期去产能的影响，当年我国焦炭产量为4.31亿吨，同比下降3.94%，行业产能利用率由2014年的65%提升至75%，短期内产能过剩的状态有所缓解。2018年，由于上半年面临供暖季环保限产压力，加之高炉开工率修复未达到预期，1~11月我国焦炭产量为3.98亿吨，同比小幅下降0.10%；12月，我国粗钢产量大幅增长带动当月焦炭产量同比增长4.9%至3,807万吨，拉动2018年全年焦炭产量同比小幅增长0.80%至4.38亿吨。

图8：2007年~2019年3月焦炭产量及增速情况



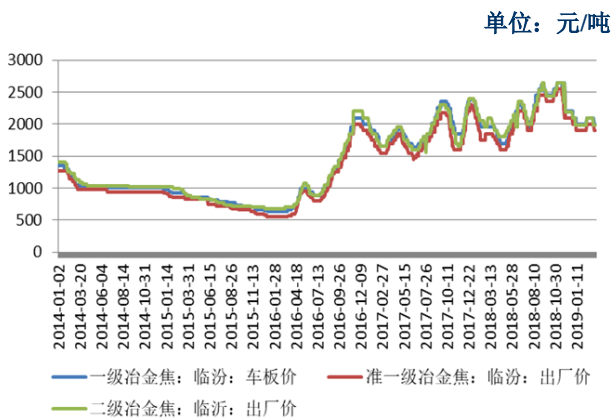
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从下游需求来看，我国焦炭消费主要集中在冶金和化工行业，占全部焦炭消费总量的90%左右。而冶金行业中，高炉炼铁的焦炭需求占全行业焦炭总需求的85%左右，是中国焦炭消费最重要的领域，因此焦炭行业有明显的顺经济周期性。随着“十三五”规划逐步落实、PPP项目加速落地等举措，建筑、汽车、机械工业等主要钢铁下游行业的用钢需求有所回暖。钢铁生产方面，随着宏观经济形势企稳向好，2016年以来，国内粗钢实现生产消费量双增长，当期国内粗钢表观消费和产量分别为7.10亿吨和8.08亿吨。2017年我国粗钢产量进一步增至

8.32 亿吨。2018 年，我国钢铁行业持续推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，市场秩序明显改善，全行业经济效益创历史最好水平。当年，我国累计生产粗钢 9.28 亿吨，同比增长 6.60%，产量创历史新高，且创近三年最快增速。

从价格表现方面看，2016 年以来，受煤炭行业供给侧改革影响，焦煤供应量大幅下降，且下游钢厂复产动力强，焦炭需求增加，对焦炭提价接受度上升，截至 2016 年末，我国山西临汾一级冶金焦价格大幅升至 2,000 元/吨。2017 年以来，我国焦炭价格高位震荡，截至 2017 年末，山西临汾一级冶金焦价格为 2,400 元/吨，仍维持较高水平。2018 年一季度，随着冬季环保政策的趋严，前期高炉开工率降幅较大，焦炭库存规模有所增加，焦炭价格有所降低；二季度至三季度，随着高炉开工率的提升，加之焦化行业环保限产压力较大，焦炭价格多次提涨；四季度以来，受焦炭行业环保限产政策执行不及预期，行业产能供给过剩，焦炭价格出现大幅回调，2018 年末山西临汾准一级冶金焦（车板）价格为 2,100 元/吨，较年初下降 300 元/吨。

图 9：2014~2019 年 1 月焦炭价格走势情况



数据来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在煤炭供给侧改革背景下，2016 年国内焦炭市场处于阶段性供不应求状态，焦炭价格上行幅度较大。2017 年以来焦炭行业面临多次环保检查和限产，环保政策的相继出台提高了对焦炭企业的要求，从另一方面加速了焦炭行业的产能出清，焦行业供需格局进一步改善，产品价格上涨推动相关企业盈利明显改善。但长远来看，国内钢铁行业供给过剩状况仍将延续，对焦炭价格难以形成长期支撑。此外，对于炼焦企业而言，需求方

钢厂与上游供应商焦煤企业均以国有企业为主，采购及销售时易受到两头挤压，也增加了其面临的经营压力。

竞争实力

山西省煤炭资源储备丰富，是我国煤炭的主要调出区之一，煤炭资源具有分布广、品种全、质量优和易开采等特点，晋北、晋中和晋东均为我国 13 个大型煤炭生产基地，其中晋中地区是我国最大的炼焦煤生产基地。

山西焦煤是国内焦煤市场的龙头企业之一，目前主要开采的西山、霍西、河东及沁水等煤炭地处山西省晋中地区，优质炼焦煤资源居全国首位，具有天然的炼焦煤资源优势。截至 2018 年末，公司拥有煤田面积 2,203.47 平方公里，煤田地质构造简单，煤层赋存稳定，煤炭地质储量为 216.96 亿吨，可采储量为 114.22 亿吨，主要煤种覆盖焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤和贫煤等炼焦煤的全部种类，并具有硫份低、粘结性强和发热值稳定的特点，是大型炉焦用煤的理想原料。公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源。依托于优质的产品质量及服务质量，公司建立了良好的品牌信誉，在国内主体市场形成稳定的战略伙伴群，为其发展营造了良好的市场环境。

公司是国内最大的炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主要供应商，焦煤生产能力居全国第一、世界第二，在全国煤炭市场具有较高的地位及市场影响力，是国家首批重点发展的 300 家大型企业之一。2018 年，公司完成原煤产量 10,011 万吨，精煤产量 8,617 万吨，煤炭生产规模优势突出。

从煤矿装备技术水平来看，公司安全装备技术水平、生产装备水平、洗选装备技术水平、电力装备水平处于国内领先地位。截至 2019 年 3 月末，公司矿井综采机械化程度达到 100%，综掘机械化程度为 81.45%；依靠科技进步和技术创新，2018 年公司采区回采率达到 82.23%，处在全国先进水平。同时，公司不断健全和完善安全生产管理制度，持续推进安全质量标准化建设，形成了有效的安全生产责任网络和监督管理体系。

除煤炭产品外，山西焦煤的焦炭、化工、电力和水泥等业务初具规模，具备了将生产流程中传统的“资源-产品-废物”的单向流动方式，转变成为“资源-产品-再生资源”的物质闭路循环方式，以达到较高效率使用和循环利用。作为全国煤炭工业循环经济发展的典型，公司坚持“以煤为主、多元发展”的战略，围绕“煤-电-材”和“煤-焦-化”两条循环经济产业链，形成了“煤、电、焦、化、材”协同发展的格局，充分发挥规模优势，实现经济和社会效益的最大化。

总体来看，公司煤炭资源储备丰富，煤种优质，

焦煤生产规模效应突出，且其多业务协同效应良好，具有极强的抗风险能力和竞争能力。

业务运营

公司以煤炭业务为主，实现了集煤炭资源开发、洗选加工和销售为一体的业务体系；同时，公司不断利用自身煤炭资源优势发展循环经济，其他业务涉及贸易服务、焦化、电力和建筑建材等。2018年，公司实现主营业务收入1,689.03亿元，其中煤炭、焦化和贸易服务的收入比重分别为33.42%、13.66%和46.90%，是公司主要的收入和利润来源。

表 4：2016~2019.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

业务名称	2016		2017		2018		2019.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭	284.84	17.70	509.70	34.96	564.48	33.42	139.39	36.20
电力	41.45	2.58	45.10	3.09	57.86	3.43	21.01	5.46
焦炭化工	137.30	8.53	205.26	14.08	230.75	13.66	50.60	13.14
贸易服务	1,097.63	68.19	658.69	45.18	792.2	46.90	167.04	43.38
建筑建材	30.81	1.91	20.17	1.38	22.00	1.30	3.11	0.81
其他	17.55	1.09	19.09	1.31	21.75	1.29	3.91	1.02
主营业务收入	1,609.58	100.00	1,458.00	100.00	1,689.03	100.00	385.06	100.00

注：表中部分数据若各项数字相加之和与合计数不一致，系四舍五入原因导致，下同。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭业务

公司地处中国最大的优质炼焦煤生产基地，拥有西山、霍西、河东、沁水和宁武五大煤田的煤炭资源。截至2018年末，公司拥有煤田面积2,203.47平方公里，煤炭地质储量216.96亿吨，可采储量114.22亿吨。公司拥有全球第二、中国最大的炼焦煤生产能力，主要煤炭产品包括炼焦精煤、优质动力煤、喷吹煤、筛混煤及副产品等，生产能力主要分布在西山集团、汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤有限责任公司（以下简称“华晋焦煤”）和山西焦煤集团投资有限公司（以下简称“投资公司”）。截至2019年3月末，公司在产矿井核定生产能力为9,375万吨/年。

表 5：截至 2019 年 3 月公司产能分布情况

单位：%、万吨/年

	持股比例	核定产能
西山集团	52.34	3,445
汾西矿业	59.45	3,380
霍州煤电	58.80	1,950
华晋焦煤	51.00	390
投资公司	82.29	210
合计	-	9,375

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

去产能方面，公司去产能政策的执行主要通过关停兼并重组矿井及资源枯竭、不具备开发条件的矿井完成，其中在山西省发改委化解煤炭过剩产能关闭退出煤矿名单以外的矿井退出可为公司争取到置换指标，对公司在产产能的影响较小。2016~2018年，公司共计完成矿井关停13座，涉及产能874万吨/年；2019年，公司预计退出矿井2座，退出产能570万吨。

2016~2018年，公司原煤产量分别为9,151万

吨、9,610万吨和10,011万吨。2016年,受限产政策影响,公司原煤产量同比下降15.12%;2017年以来煤炭行业下游需求改善,加之限产政策对包括公司在内的先进产能有所放开,2017年及2018年公司产量分别同比增长5.02%和4.18%。2019年1~3月,公司原煤产量为2,482万吨,同比增长6.59%。

表 6: 2016~2019.Q1 公司原煤生产情况

单位: 万吨

	2016	2017	2018	2019.Q1
西山集团	3,824	3,950	4,302	1,104
汾西矿业	2,555	2,478	2,549	625
霍州煤电	2,121	2,261	2,132	508
华晋焦煤	521	792	859	207
投资公司	131	129	170	39
合计	9,151	9,610	10,011	2,482

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

煤炭洗选方面, 公司煤炭开采后经过洗煤环节将原煤中的杂质剔除, 得到精煤、中煤、矿渣和煤矸石等, 其中矸石主要用于发电, 矿渣用于水泥、砖石的生产等。为实现就地洗选, 公司在每个煤炭主产区均配备了相应规模的洗煤厂, 2018年末拥有选煤厂28座, 总设计洗选能力1.26亿吨/年, 能够覆盖其全部的原煤洗选需求。公司根据下游需求组织煤炭洗选工作, 2016~2018年及2019年一季度原煤入洗量分别为7,470万吨、8,093万吨、8,617万吨和2,180万吨, 精煤洗出量分别为3,965万吨、4,055万吨、4,261万吨和1,110万吨。整体来看, 公司原煤入洗率逐年上升。

表 7: 2016~2019.Q1 公司煤炭洗选情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
原煤入洗量(万吨)	7,470	8,093	8,617	2,180
原煤入洗率(%)	81.63	84.21	86.07	87.85
精煤洗出量(万吨)	3,965	4,055	4,261	1,110
精煤洗出率(%)	53.08	50.11	49.45	50.91

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

由于煤矿矿井多数存在地质条件复杂、瓦斯和透水灾害等问题, 为降低安全隐患、减少事故发生概率, 公司从严格制度规范、落实安全培训和加大资金投入等多方面采取措施。近年来, 公司加大安全管理力度, 并投入资金对现有矿井的安全措施升级, 矿井综合抗灾能力得到较大提升。2016~2018

年及2019年1~3月, 公司安全投入分别为18.67亿元、13.37亿元、10.18亿元和0.88亿元, 同期百万吨死亡率分别为0.066、0.070、0和0, 在行业内处于较低水平。2016年, 公司共发生安全事故5起, 造成6人死亡; 2017年共发生5起事故, 造成7人死亡, 其中2017年8月1日公司下属汾西矿业发生的一起涌水事故造成3人死亡; 2018年及2019年一季度, 公司均未发生安全事故。总的来看, 煤炭开采属高危行业, 公司矿井均为井工矿井, 开采条件较为复杂, 加之下属煤矿中存在高突矿井, 公司在安全生产方面仍将长期面临压力, 中诚信证评将持续予以关注。

表 8: 2016~2019.Q1 公司安全投入和安全生产情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
安全投入(亿元)	18.67	13.37	10.19	0.88
瓦斯抽采量(亿立方米)	6.13	6.22	6.14	1.40
原煤百万吨死亡率	0.066	0.070	0	0
全国平均百万吨死亡率	0.156	0.106	0.093	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从生产成本来看, 公司煤炭生产成本主要为职工薪酬、材料、折旧、安全费用以及地面塌陷补偿费等, 其中职工薪酬和安全费用占比较大。2017年以来, 随着煤炭行情的回暖, 公司提高了职工薪酬, 加之公司提高安全生产投入带动了材料及其他支出的增加, 吨煤平均生产成本呈逐年上升趋势。2016~2018年以及2019年一季度, 公司吨煤平均生产成本分别为198.48元/吨、358.71元/吨、390元/吨和413元/吨。

销售方面, 公司设立分公司山西焦煤集团煤炭销售总公司(以下简称“销售总公司”)作为煤炭产品销售的统一平台, 以太原为总部, 在北京、石家庄、上海等10个城市设立分支机构, 在天津港、青岛港、日照港和连云港4个港口设立了办事处。销售总公司实行“六统一”管理, 即“统一合同、统一计划、统一调动、统一结算、统一清欠和统一煤质管理”。公司坚持“以款定销、以销定产”原则, 坚持以市场需求为导向指导煤炭生产, 加大货款回收力度。整体来看, 公司对煤炭销售的统一调配在较大程度上减少了内部子公司之间的竞争, 提高了煤炭销售资源协作, 加快了销售效率, 提升了公司总体

议价能力。

销售政策方面，公司煤炭销售实施“月、旬、周价格制度”的销售政策，以长期重点合同煤为主，重点合同煤价格以每年的重点煤炭产运需衔接会上供需双方谈判结果为基准；公司现货销售价格则随市场价格波动，结算方式以现金和银行承兑汇票为主。结算周期方面，公司对长期合作的战略客户采取到货后结算或收取部分预付款的结算方式，同等质量煤炭商品优先销售给诚信好、结算周期短、货款不拖欠的用户，以此保证销售现金回笼速度。

公司煤炭产品主要包括冶炼精煤、喷吹煤、优质动力煤和筛混煤等，是冶金、电力和化工等行业的理想原料和燃料，其中冶炼精煤的销售比重较高，2018年达到的总销售量的55.95%。作为国内最大的炼焦煤销售企业，公司销售区域涉及东北、华北、华中、华东以及华南等主要大区的20多个省市自治区，并出口至日本等国家，主要客户为华北和华中地区的国内大型钢铁、焦化企业和电力公司，整体质量较好。公司与多数客户结成紧密型战略合作伙伴关系，较高的客户质量及稳定的客户群体为公司煤炭销售奠定了较好的基础。2016~2018年及2019年一季度，公司煤炭总销量分别为7,681万吨、7,669万吨、8,032万吨和1,906万吨，销售情况整体维持稳定。

表 9：2018 年公司煤炭业务前五大客户明细

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	占本板块收入比重
河钢集团有限公司	48.50	8.59
首钢集团有限公司	35.61	6.31
山西太钢不锈钢股份有限公司	24.26	4.30
福建力聚物流有限公司	14.08	2.49
上海宝安钢铁炉料有限公司	12.34	2.19
合计	134.79	23.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

价格方面，公司每年与大型耗煤企业签订年度框架协议，在保障交易量的同时由供需双方根据市场状况协商确定交易价格，市场化程度较高。2016~2018年及2019年1~3月，公司煤炭销售均价分别为370.82元/吨、664.62元/吨、702.80元/吨和731.40元/吨。2016年下半年以来，受益于供给侧

改革成果的显现，煤炭市场行情回暖，煤炭价格同比上升9.48%；2017年及2018年，煤炭价格高位运行，公司煤炭销售均价分别同比上涨79.23%和5.74%。2019年1~3月，公司煤炭销售均价进一步上涨至731.40元/吨。

表 10：2016~2019.Q1 公司煤炭销售情况

单位：万吨、元/吨

	2016	2017	2018	2019.Q1
商品煤销量	7,681	7,669	8,032	1,906
其中：原选煤	1,799	1,514	1,381	324
冶炼精煤	4,077	4,094	4,494	1,077
洗混煤	1,479	1,782	1,850	451
其他副产品	327	280	308	54
平均销售价格	370.82	664.62	702.80	731.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭运输方面，我国煤炭行业对运输的依赖性较强，公路和铁路是国内煤炭及其下游行业的主要交通方式。公司是铁道部首批列入大客户管理的企业之一，主要外运通道有石太线和京原线等，2014年末晋豫鲁铁路的正式通车也提升了公司的铁路运输能力。公司主要通过自有铁路或公路运输的方式连接到国家铁路后销往客户处，由于铁路运输具有明显的成本优势，公司近年来不断提升铁路运输的占比，并计划拓展“公-铁-水”联运的方式降低运输成本。2016~2018年以及2019年1~3月，公司煤炭销售铁路运量占比分别为39.57%、56.10%、32.44%和52.16%。

表 11：2016~2019.Q1 公司煤炭外运情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
公路运量（万吨）	8,689	5,444	8,147	1,481
公路运量占比（%）	60.43	43.90	57.67	47.84
铁路运量（万吨）	5,688	6,957	5,980	1,615
铁路运量占比（%）	39.57	56.10	42.33	52.16
煤炭外运量（万吨）	14,378	12,402	14,127	3,096

注：以上数据含煤炭贸易运输量。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，公司煤炭资源储备丰富，客户资源良好，规模优势较为突出，加之供给侧改革成果的显现使得煤炭价格自2016年下半年以来上升明显，煤炭业务经营压力有所缓解。从长期来看，随着国家对煤炭行业“去产能”政策的逐渐落实，供给侧改革将推动煤炭市场整体平稳有序发展，当前煤炭价

格整体保持稳定，未来或将维持在合理区间内震荡运行的态势。

焦化业务

公司焦化业务运营主体包括西山集团、山西焦化集团有限公司（以下简称“山西焦化”）和山西省焦炭集团有限责任公司（以下简称“焦炭集团”），近年来通过整合山西省内煤化工企业，逐渐搭建了煤化工产业的基础平台，打通了“煤-焦-化”的完整产业链。截至 2018 年末，公司拥有焦炭产能 1,180 万吨/年，并拓展了包括焦油、煤气、甲醇、炭黑、苯精制产品以及尿素等在内的副产品生产，较好地实现了可持续发展的循环经济产业。

表 12：公司焦炭产能及产量分布情况

单位：万吨					
	产能	2016	2017	2018	2019.Q1
西山集团	640	503	524	538	129
山西焦化	360	320	264	285	61
焦炭集团	180	105	155	175	43
合计	1,180	928	943	998	233

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司焦化业务的主要原材料为焦煤、1/3 焦煤、肥煤和瘦煤等，约 50% 的原料煤和燃料煤自内部企业采购，剩余配煤则向焦化厂周边煤炭企业就地采购。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司焦炭产量分别为 928 万吨、943 万吨、998 万吨和 233 万吨；焦油产量分别为 31.30 万吨、31.68 万吨、31.64 万吨和 7.71 万吨；煤气产量分别为 26.30 亿立方米、26.42 亿立方米、26.95 亿立方米和 6.56 亿立方米。整体来看，近年来公司焦化业务生产情况整体保持稳定。近三年，公司焦炭产能利用率分别为 79.71%、81.01% 和 84.61%，产能未能充分释放，一方面受西山集团下属唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司²（以下简称“京唐焦化”）为匹配首钢京唐钢铁联合有限责任公司（以下简称“首钢京唐钢铁”）的用料，产能释放不足；另一方面，受山西焦化所处的临汾地区环保限产压力较大，2017 年产能释放率有所下降，并间接影响了公司整体的产能利用率。

² 京唐焦化拥有 420 万吨焦炭/年的生产能力，所产焦炭全部供应首钢京唐钢铁。

表 13：2016~2019.Q1 公司焦化产品产销情况

单位：万吨、亿立方米、元/吨、元/立方米					
		2016	2017	2018	2019.Q1
焦炭	产量	928.00	943.00	998.00	233.00
	销量	941.80	948.59	966.34	214.32
	均价	951.16	1,565.76	1,750.78	1,707.38
焦油	产量	31.30	31.68	31.64	7.71
	销量	16.39	18.92	20.09	5.10
	均价	1,315.63	2,258.33	2,920.76	2,817.91
煤气	产量	26.30	26.42	26.95	6.56
	销量	12.65	15.21	14.02	3.52
	均价	0.40	0.38	0.54	0.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司焦炭实行以销定产的业务模式，产销率基本达到 100%；焦油、煤气等系焦炭产业链中产出的副产品，除供应内部单位使用的部分外均用于外销，产销衔接情况良好。公司客户以山西、山东、河北、河南、北京、天津以及华东等地区的大型钢铁企业为主，货款大部分通过票据结算，结算周期在 1~2 个月之内；其中，京唐焦化全部销往首钢京唐钢铁，跨月结算。整体来看，公司焦化业务销售渠道稳定性良好。价格方面，受益于原料煤价格上涨以及下游需求回暖，2018 年公司焦炭、焦油和煤气价格分别为 1,750.78 元/吨、2,920.76 元/吨和 0.54 元/立方米，分别上涨 11.82%、29.33% 和 42.11%。2019 年 1~3 月，公司焦炭、焦油和煤气价格分别为 1,707.38 元/吨、2,817.91 元/吨和 0.55 元/立方米。

表 14：2018 年公司焦化业务前五大客户明细

单位：亿元、%		
客户名称	销售金额	占本板块收入比重
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	72.50	31.42
山东钢铁股份有限公司莱芜分公司	8.13	3.52
天津瑞泰东翔国际贸易有限公司	6.93	3.00
山西太钢不锈钢股份有限公司	6.13	2.66
扬州恒润海洋重工有限公司	5.91	2.52
合计	99.51	43.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司焦化业务规模效应突出，2017 年以来受益于价格的回升，业务规模实现扩张，但我国焦炭行业产能过剩问题依然突出，且环保政策

趋严亦有可能对公司产能释放情况产生不利影响，对公司生产经营带来的压力仍值得关注。

电力业务

“煤-电-材”产业链方面，为提高资源循环利用，公司利用洗中煤、煤矸石和煤层气发展电力产业，并利用发电厂产生的煤灰制作建材产品。公司主要电力资产位于西山集团，2018年7月古交电厂三期低热值煤热电项目（装机容量为2×660兆瓦）投入试生产，带动公司装机容量进一步提升。截至2019年3月末，公司发电机组拥有装机容量为4,923.17兆瓦。

表 15：2016~2019.Q1 公司电力业务运营指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
装机容量（兆瓦）	3,633.16	3,595.17	4,923.17	4,923.17
发电量（亿千瓦时）	141.00	143.98	193.23	57.24
售电量（亿千瓦时）	114.69	118.21	148.93	49.09
平均售电价格（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.29	0.29
单位售电煤耗（克/千瓦时）	338	325	314	287

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司火电机组运行所用燃煤主要为动力煤，其中约80%向公司内部单位采购，能够在较大程度上保证充足、稳定的电煤供应。公司电力除供应内部单位使用外，主要由下属各电厂依据其所处地理位置销售给当地电网公司，结算周期基本为跨月结算。2016~2018年以及2019年1~3月，公司发电量分别为141.00亿千瓦时、143.98亿千瓦时、193.23亿千瓦时和57.24亿千瓦时，售电量分别为114.69亿千瓦时、118.21亿千瓦时、148.93亿千瓦时和49.09亿千瓦时。2018年，受益于古交电厂三期项目的运营，公司发电量和售电量分别同比增长34.21%和26.00%。电价方面，近三年及一期公司平均售电价格分别为0.27元/千瓦时、0.27元/千瓦时、0.29元/千瓦时和0.29元/千瓦时，2018年电价的上调可在一定程度上缓解其成本压力。但受吨煤生产成本上升以及煤炭外采价格上涨的影响，2017年及2018年公司电力业务毛利率分别为-2.18%和-1.00%，出现收入成本倒挂的情况。2019年一季度，受益于单位手电煤耗的下降，公司电力业务实现扭亏，当期毛利率为0.48%，但在煤炭价格高位运行

的背景下，未来电力业务仍将面临较大的经营压力。

建筑建材

公司建筑建材业务主要产品包括水泥、木业、混凝土预制件和塑料型材等，近三年及一期分别实现营业收入30.81亿元、20.17亿元、22.00亿元和3.11亿元。根据集团发展规划，并结合公司内部对房地产市场的预期，公司建筑建材业务规模整体呈现逐年收缩的态势。

贸易业务

公司贸易业务主要经营主体为山西焦煤集团国际贸易有限责任公司和山西焦煤集团国际发展股份有限公司。在业务模式上，山西焦煤集团国际贸易有限责任公司以外购自销为主，依托于公司的销售平台，积极拓展与国内大型煤炭、焦炭和钢铁企业的合作；山西焦煤集团国际发展股份有限公司主要根据下游客户需求锁定利润空间后对接上游供应商采购的模式运作。结算方面，若下游客户为国内大型国有企业，公司一般采用票到、货到后挂账结算，结算周期一般为月底或次月，最长不超过三个月；若下游客户为民营企业，则采用预收货款结算，结算方式包括银行承兑汇票、现汇以及银承加现汇等形式；此外，对于部分钢材及油品业务，公司采用先收款后发货的结算方式。公司坚持“以商为本”的发展战略和综合商社的发展模式，遵循“保规模、控风险、调结构、提质量”的经营方针，已形成以煤炭、焦炭、钢材、物流、矿产品、成品油和机电设备配件等为主的贸易经营格局，上下游合作企业上千家，逐步构筑“大贸易、大流通、大市场”的经营格局。值得注意的是，2018年公司贸易业务前五大客户中，天津物产国际贸易有限公司、天津华物商贸有限责任公司和天津物产鑫凯龙贸易有限公司均为天津物产集团有限公司（以下简称“天津物产集团”）子公司，根据公开信息显示，受区域性风险影响，部分股份制银行及外地城市商业银行收缩对天津物产集团的信贷规模，天津物产集团因流动性紧张向银行寻求贷款延期，中诚信证评关注下游客户的流动性压力对公司相关货款形成的回收风险。

表 16：2018 年公司贸易业务前五大客户明细

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	占本板块收入比重
天津物产国际贸易有限公司	40.17	5.07
天津华物商贸有限责任公司	30.13	3.80
陕西延长石油物资集团江苏有限公司	19.51	2.46
天津山投能源技术有限公司	13.69	1.73
天津物产鑫凯龙贸易有限公司	13.68	1.73
合计	117.18	14.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经多年运营，公司贸易业务已形成较大的规模，能够对公司收入形成有力支撑。2016~2018 年及 2019 年一季度，公司贸易业务实现营业收入 1,097.63 亿元、658.69 亿元、792.20 亿元和 167.04 亿元。其中，2017 年为控制钢材贸易风险，公司钢材销售量同比减少 78.70% 至 587 万吨，当期钢贸销售额同比减少 71.44% 至 178.66 亿元，系贸易收入减少的主要原因。2018 年，公司钢材贸易量同比减少 45.32%，钢贸业务规模继续萎缩，但受益于煤炭贸易规模的扩张，当期实现贸易业务收入 792.20 亿元，同比增长 20.27%。整体来看，贸易业务毛利率水平较低，对利润贡献有限。

表 17：2016~2019.Q1 公司贸易业务收入情况

单位：万吨、元/吨、亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售量	2,756	587	320.97	31.53
钢材 均价	2,270	3,043	4,136.65	3,881.39
销售额	625.65	178.66	132.77	12.24
销售量	4,372	4,072	5,263.82	1,864.44
煤炭 均价	458	413	500.24	393.49
销售额	200.23	168.20	263.32	73.36
其他 销售额	271.75	311.82	396.11	81.44
合计 销售额	1,097.63	658.69	792.20	167.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，“煤-焦-化”、“煤-电-材”两条产业链的发展有利于公司综合利用现有煤炭资源，提高综合抗风险能力。

公司治理

治理结构

公司依据国家有关法律、法规以及公司章程的

规定，设立股东会、董事会、监事会和管理层，建立了相对完善的法人治理结构。股东会是公司的最高权力机构。董事会是股东会的常设执行机构，对股东会负责，由 9 名董事组成，设董事长 1 名，行使决定经营计划和投资方案、制定年度财务预算/决算方案、决定内部管理机构设置等职权。同时，为维护股东的合法权益，完善监督机制，公司设监事会，依据《公司法》的有关规定对公司的国有资产实施监督管理。此外，公司设经营管理机构，对公司日常经营进行管理，包括执行董事会决议、组织公司各项业务经营活动以及负责公司具体业务开展的组织管理等。公司设总经理 1 人，副总经理若干，实行董事会授权委托下的总经理负责制。总体来看，公司形成了权力机构、决策机构监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调、相互制衡机制，内部管理制度符合公司经营发展的需要。

内部管理

公司已逐步建立了母公司为资本运营中心，负责重大投资决策；分子公司是利润中心，按照考核目标强化经营管理；生产基地是成本管理中心，按照预算控制成本的管理体系。同时，为提升风险管理能力和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了健全的内部控制制度，各项制度相互配合，有效确保了公司经营的顺利开展及合法合规，各项运作规范安全。

在业务管理方面，公司建立了覆盖对外投资、工程项目、采购、筹资、销售、担保等方面的内部控制制度，对内部控制的目标、原则，以及内控的基本要求和内容进行了明确规定，以控制经营管理风险、保障资产的安全。公司会定期、不定期的对下属控股企业进行综合考核，包括经营目标任务完成情况、制度执行情况、环保、事故安全控制等方面的考核；此外，公司本部会派出专门的财务人员下属企业进行财务指导及管理。

投融资管理方面，公司坚持“技术先进、经济合理、当前利益与长远利益相结合”的投资原则，强化对外投资管理。公司设立战略规划委员会负责对重点工程的审查和后评价工作，成员单位申请对

外投资，需提交书面申请和项目批准文件等相关资料，由公司计划发展部和财务部审核，报董事会审定；按董事会通过的方案决议，计划发展部下达资金计划，按照资金计划，申请单位与财务部签订内部借款协议，并办理有关资金拨付手续。融资方面，公司坚持统一融资管控的原则，对新增融资额度进行统一管控，控制融资规模的增长速度，进一步优化融资结构和资本结构。其中，财务部是融资统一管理的牵头部门，汇总、审核整个集团融资需求，并每月动态监测集团公司整体融资情况；计划发展部是重点项目建设资金需求统计的责任部门，负责整个集团重点项目建设资金需求的统计、审核。

在预算管理制度管理方面，公司统一财务预算管理，通过预算管理实行全面统筹管理，在预算的范围内，各子公司有效地组织生产经营活动。公司年度预算由董事会审定，预算管理内容包括股权投资和重大建设项目投资预算、大宗原材料采购预算、固定资产购置预算、产品生产、销售指标预算、经营业务收入、利润等，并监督考核子公司预算的执行情况。

财务管理制度管理方面，公司按照企业会计准则、会计法、税法、经济法等国家有关法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度、会计核算制度和内部控制体系；财务部在财务管理和会计核算方面设有较为合理的岗位和职责权限，并配备相应的财务人员以保证财会工作的顺利进行。公司对货币资金、设备采购、工程款支付、固定资产、存货等建立了内部审批程序，规定了相应的审批权限，并实施有效控制管理。同时，公司设有专门的检查审计部，并制定了《内部稽核制度》，对内部稽核人员的配置、审计部职责和权限以及内审的任务、工作程序等方面作出相应规定。公司制定了较为系统的内部管理制度、审计制度等，层层细化分解落实，内控管理较为规范，在对下属公司的管理上，公司股东、高级管理人员分别兼任各子公司领导，从而实现对各子公司的控制。

子公司管理方面，适应集团化管理模式的管理需要，公司制订了《子管理制度》，各子公司按照《公司法》的要求，规范执行公司内部制订的《财

务管理制度》、《预算管理制度》等制度；公司按出资比例或协议向子公司委派或推荐董事、监事，或推荐高级管理人员；子公司进行对外投资、资产购买和处置等交易行为，应经过子公司的董事会（执行董事）或股东会审议；子公司的发展战略纳入公司统一管理；子公司建立重大事项报告制度，明确审议程序，及时向公司分管负责人报告重大事项；公司对子公司的监察审计工作，进行检查并进行业务指导。

在关联交易管理方面，公司遵循诚实信用、平等、自愿、公平、公开、公允的原则，制定详尽的关联交易，审议程序和回避表决要求，防止关联交易损害公司和其他股东的利益。公司在日常经营中，审慎判断是否构成关联交易，若构成关联交易，则需按规定履行审批、报告义务。公司与关联方之间的交易签订书面协议，明确交易双方的权利义务及法律责任。

在对外担保管理方面，公司实行统一管理，逐级审核的担保管理制度，财务部是为借款事项提供担保的主管部门，法律事务部是为其它事项提供担保的主管部门。公司要求担保总额原则上不得超过担保单位最近一个会计年度合并会计报表净资产的 50%；因特殊情况需扩大担保限额的，需报董事会审批；被担保单位限定在公司子分公司、因公司业务需要的互保单位、与公司有现实或潜在重要业务关系的单位。

在安全生产管理方面，公司制定了《山西焦煤集团公司安全管理八项制度》，认真贯彻“安全第一，预防为主”的方针和“管理、装备、培训”并重的原则，强化各级领导和业务部门安全生产责任制的落实，确保安全生产。

在环境保护管理方面，公司坚持企业发展与环境保护协调发展，重视污染治理的设备投资和资金投入，严格遵守国家有关环境保护规定对废水、废气和废渣进行处理。同时，公司拥有完善的环保组织机构和《环境管理制度》，可以保证企业环保工作的顺利开展。根据管理制度，公司下属企业需监控环境保护方针、年度环境保护目标及成效；年度资源消耗总量；环保投资和环境技术开发情况；排

放污染物种类、数量、浓度和去向；环保设施的建设和运行情况；在生产过程中产生的废物的处理、处置情况，废弃产品的回收、综合利用情况。

总体来看，公司已建立了较完善的治理架构和管理体系，形成了较完善的内部控制和管理制度，并在此基础上实施规范运作和有效监督。

战略规划

公司以打造具有全球竞争力的世界一流企业为愿景，以“一个战略，三大目标”的战略规划为统领，建立了建设全球最大炼焦煤企业的发展战略，向着“做强做优焦煤主业，争做全省能源革命排头兵；全力推进三大变革，争做全省深化改革排头兵；构建现代产业体系，争做全省转型升级排头兵”三大目标，努力推进集团高质量发展，成为我国第二家煤炭产量过亿吨、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业。

公司坚守“安全生产”和“经济稳定运行”两条发展底线，安全生产要杜绝较大及以上事故和环保事故的发生；经济运行要确保资金链条不断、重点项目不停、生产秩序不影响、盈利能力不下降。同时，公司着手基层建设、基础管理和基本素质提升，加强区队、班组、车间、项目部、业务科室等基层组织单元的建设；加强制度建设，积极修订完善各类

岗位工作机制、岗位责任机制、考核激励约束机制、风险管理体系等规章制度和各级业绩考核评价体系；抓好管理、技术、操作三大序列人才队伍素质提升，不断提升管理人员岗位履职能力、技术人员科研攻关能力和操作人员实操能力。此外，公司计划快速推进古交、兴县、临县、古县四个“煤-电-材”和洪洞“煤-焦-化”、运城“无机盐”等六大循环经济园区的建设。公司战略规划的制定符合其长远发展目标，能够较好地促进公司综合实力的提升。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建工程包括汾西正新和善矿井改扩建工程、甲醇制烯烃项目以及汾西荣欣矿区铁路专用线，其中正新和善矿井改扩建工程已接近尾声，未来主要投资需求集中于 60 万吨/年甲醇制烯烃项目和汾西荣欣矿区铁路专用线项目。60 万吨/年甲醇制烯烃项目包括 30 万吨/年的聚乙烯和 30 万吨/年的聚丙烯，总投资 102.44 亿元，预计于 2022 年 5 月投产，截至 2019 年 3 月末的投资进度约为 47.10%；汾西荣欣矿区铁路专用线项目规划发运量为 500 万吨，总投资 12.753 亿元，2018 年末累计投资为 1.34 亿元，预计将于 2020 年投产。2019~2021 年，公司计划投资金额分别为 3.66 亿元、18.91 亿元和 35.00 亿元。

表 18：截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	规划产能	总投资	累计投资	预计投产时间	近三年计划投资金额		
					2019 年	2020 年	2021 年
汾西正新和善矿井	180 万吨/年	15.90	13.57	2019.12	0.16	-	-
甲醇制烯烃项目	60 万吨/年	102.44	48.25	2022.5	1.00	10.00	35.00
汾西荣欣矿区铁路专用线	发运量 500 万吨	12.753	1.34	2020	2.5	8.91	-
合计	-	131.093	63.16	-	3.66	18.91	35.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，公司规划有多个煤矿和电厂的改扩建项目处于前期可行性研究调查或资源审批、证照申请阶段，包括 1,500 万吨/年的斜沟矿及西安煤厂项目、1,000 万吨/年的庞庞塔煤矿、600 万吨/年的吕家岭煤矿和 500 万吨/年的杨庄煤矿等。此外，公司每年固定的资产维护和更新支出规模，2019~2021 年的资本支出规模预计为 90 亿元、100

亿元和 100 亿元，未来的投资资金压力仍难以得到有效缓解。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年度审计报告，经大华会计师

事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。其中，由于 2016 年和 2017 年财务报表经追溯调整，中诚信证评在分析 2016 及 2017 年财务数据时分别采用 2017 及 2018 年审计报告的期初数。

资本结构

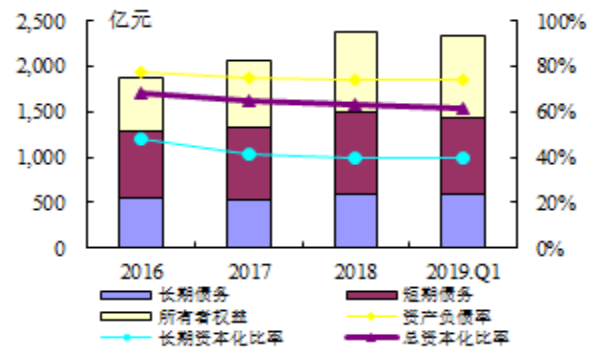
公司煤炭、电力及焦煤化工等主要业务经营规模不断扩大，资产规模稳步上升，2016~2018 年及 2019 年 3 月末总资产分别为 2,726.39 亿元、2,956.62 亿元、3,383.97 亿元和 3,432.86 亿元。同期，公司所有者权益分别为 599.58 亿元、729.55 亿元、875.06 亿元和 895.73 亿元。2016 年，公司依据山西省财政厅、山西省国土资源厅《关于山西焦煤集团所属三户企业采矿权价款转增固定资本的批复》将采矿权价款 47.47 亿元计入实收资本；2017 年，公司发行 30 亿元永续中票并计入其他权益工具，加之资金规模 118 亿元的债转股项目逐步落地带动公司少数股东权益增加，年末自有资本实力同比增长 21.68%；2018 年，根据 2018 年 6 月 22 日山西省财政厅、山西省国资委下达《山西省财政厅、山西省国资委关于山西焦煤集团有限责任公司采矿权、土地价值重估结果的意见》（晋财资函[2018]31 号）以及《山西省财政厅、山西省国资委、山西省国土厅关于在国有煤炭等省属企业开展采矿权、土地等国有资产价值重估的工作方案》（晋财资[2016]101 号）和焦煤财函[2018]713 号文件，公司下属霍州煤电、西山集团和汾西矿业三家子公司将涉及的井田、土地进行价值调整³，导致资本公积和少数股东权益相应增加，同时依据《国务院办公厅关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见的通知》（国办发[2016]45 号）要求，公司及下属六家子公司与“三供一业”接收方签订物业、供水、供暖、供电移交协议并对分离移交的资产实行无偿划转，公司进行了相应的账务调整⁴，导致资本公积、未分

³ 本次价值调整调增无形资产采矿权 157.15 亿元，调增土地 26.68 亿元，调增资本公积 104.46 亿元，调增少数股东权益 79.37 亿元。

⁴ 本次账务调整冲减资本公积 14.12 亿元，冲减未分配利润 20.33 亿元，冲减少数股东权益 25.04 亿元，营业外支出列

配利润和少数股东权益相应减少，年末所有者权益同比增长 19.95% 至 875.06 亿元。负债方面，为维持在建项目的资本支出和日常运营的流动资金需求，公司负债规模逐年小幅增加。2016~2018 年以及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 2,126.81 亿元、2,227.06 亿元、2,508.91 亿元和 2,537.12 亿元，同期资产负债率分别为 78.01%、75.32%、74.14% 和 73.91%，资产负债率呈逐年下降趋势。

图 10：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，近三年及一期分别为 1,779.77 亿元、1,919.58 亿元、2,266.57 亿元和 2,394.09 亿元，占总资产的比重分别为 65.28%、64.92%、66.98% 和 69.74%。2018 年末，公司非流动资产主要包括可供出售金融资产（66.08 亿元）、长期股权投资（73.86 亿元）、固定资产（850.11 亿元）、在建工程（500.77 亿元）和无形资产（634.07 亿元）。公司可供出售金融资产以可供出售权益工具为主，2018 年公司新增基金、信托等其他投资，年末余额同比增长 36.07% 至 66.08 亿元。公司长期股权投资主要为对联营企业的投资（73.71 亿元），行业分布以煤炭、煤化工和煤矿机械为主，产业关联度较高。公司主要投资对象为山西中煤华晋能源有限责任公司（55.59 亿元，以下简称“中煤华晋”），占期末长期股权投资余额的 75.25%。截至 2018 年末中煤华晋总资产为 212.07 亿元，所有者权益为 125.69 亿元，当年实现营业收入 98.24 亿元，实现净利润 37.90 亿元。受益于中煤华晋的持续盈利，公司长期股权投资规模逐年扩张。公司固定资产主要系房屋建筑物、机器设备和运输工具等，随着煤炭等主要业务经营规模的扩支 0.18 亿元。

大，公司固定资产规模持续增长；在建工程系尚在投资期内的工程，其中约 80% 为煤炭类项目，项目储备集中于煤炭类项目，未来将继续巩固公司在炼焦煤方面的经营优势；无形资产以采矿、探矿权和土地使用权为主，2018 年受评估增值的影响，无形资产规模同比扩张 71.38%。此外，2016~2018 年末，公司商誉分别为 33.78 亿元、32.95 亿元和 30.91 亿元，近年来武乡西山发电有限责任公司⁵（以下简称“武乡电厂”）经营状况不佳，近三年公司分别计提商誉减值准备 1.03 亿元、1.50 亿元和 2.04 亿元，商誉规模出现一定下滑，但整体看，2018 年末公司商誉主要来自于西山集团（21.09 亿元）、汾西矿业（9.48 亿元）和华晋焦煤（3.60 亿元）等子公司，各子公司整体运营情况良好，未来商誉减值风险较小。

2016~2018 年以及 2019 年 3 月末，公司流动资产总额分别为 946.62 亿元、1,037.03 亿元、1,117.40 亿元和 1,038.76 亿元，占同期资产总额的比重分别为 34.72%、35.08%、33.02% 和 30.26%。2018 年末公司流动资产主要由货币资金（433.71 亿元）、应收票据（167.08 亿元）、应收账款（77.82 亿元）、预付款项（46.15 亿元）、其他应收款（154.63 亿元）和存货（185.81 亿元）。2016 年以来随着煤炭行情的回暖，公司加大货款回收力度，资金回笼情况较好，近三年货币资金规模持续增长；其中 2018 年末货币资金中银行存款和其他货币资金占比分别为 59.40% 和 40.58%，其他货币资金以各类保证金和定期存款为主，对其货币资金流动性产生一定的负面影响。公司应收票据超过 90% 为银行承兑汇票。近年来，受票据支付增加以及应收款项回收力度加强的影响，应收账款规模逐年减小；从账龄来看，公司账龄一年以内的应收账款占比约为 50%，账龄普遍偏长，公司采用按组合计提及单项计提两种方式计提坏账准备，其中 2018 年坏账准备余额为 19.57 亿元，同比增加 1.99 亿元。公司预付账款

主要为预付工程款及原材料款。其他应收款主要包括应收股利及利息、资源整合价款、借款、往来款和保证金等。2017 年，受区域公司应收代管矿井代垫的资源价款及矿井建设等款项增加，公司其他应收款余额同比增长 28.22%。2018 年公司根据组合计提和单项计提两种方式计提坏账准备 15.72 亿元，较 2017 年增加 3.07 亿元。其中单项计提方式：1、单项金额重大并计提坏账准备的其他应收款为 32.81 亿元，坏账准备为 5.18 亿元，2、单项金额虽不重大但计提坏账准备的其他应收款为 0.62 亿元，坏账准备为 0.60 亿元；组合计提中 1、采用账龄分析法计提的其他应收款为 49.32 亿元，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）、1 至 2 年、2 至 3 年以及 3 年以上的款项占比分别为 54.31%、10.86%、6.08% 和 28.75%，公司计提坏账准备为 9.94 亿元，2、采用其他组合方法计提坏账准备的其他应收款分别为备用金及保证金组合 29.30 亿元，资源整合组合 55.17 亿元，未计提坏账准备。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品 and 库存商品，2018 年末账面价值的占比分别为 26.48%、29.57% 和 36.72%，随着煤炭行业经营环境的改善，2018 年公司库存商品的消纳速度加快，存货余额小幅下降 4.67%。

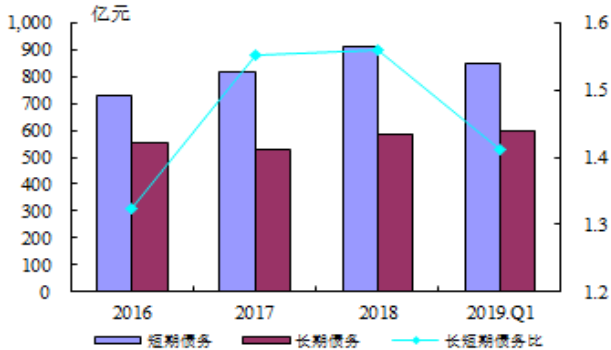
从负债结构来看，2016~2018 年以及 2019 年 3 月末，公司负债合计分别为 2,126.81 亿元、2,227.06 亿元、2,508.91 亿元和 2,537.12 亿元，其中流动负债分别为 1,480.14 亿元、1,624.52 亿元、1,787.25 亿元和 1,665.02 亿元，占总负债的比重分别为 69.59%、72.94%、71.24% 和 65.63%。2018 年末，公司流动负债主要由短期借款（355.68 亿元）、应付票据（335.24 亿元）、应付账款（383.59 亿元）、预收款项（104.15 亿元）、其他应付款（281.36 亿元）和一年内到期的非流动负债（206.04 亿元）构成，其中其他应付款主要包括代收款项、应付工程及其他款项、资源价款、保证金及押金等。2017 年公司部分长期借款及多期债券临近到期重分类至“一年内到期的非流动负债”科目，公司一年内到期的非流动负债由 2016 年的 181.78 亿元增至 307.89 亿元，随着 2018 年相关债务到期偿付，该科目又回落至 206.04 亿元。2018 年末公司非流动负债主

⁵ 西山集团于 2012 年 8 月支付 1,500 万元收购武乡电厂 100% 股权，购买时可辨认净资产公允价值为 -15.63 亿元，合并成本超过获得的武乡电厂可辨认资产、负债公允价值的差额 15.78 亿元确认为商誉，2018 年末武乡电厂商誉减值准备余额为 4.54 亿元。

要由长期借款（324.07 亿元）、应付债券（197.46 亿元）和长期应付款（186.33 亿元）构成，其中长期应付款主要为资源价款、融资租赁款和专项应付款，2019 年一季度，公司下属西山集团新增采矿权价款，期末长期应付款增至 322.51 亿元。

公司外部融资以有息债务为主，除银行借款外，债券融资规模亦较大，近三年及一期公司总债务分别为 1,279.95 亿元、1,340.85 亿元、1,496.48 亿元和 1,445.88 亿元；同期总资本化比率分别为 68.10%、64.76%、63.10%和 61.75%，得益于所有者权益的增加，公司总资本化比率呈下降趋势。从债务期限结构来看，2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司短期债务分别为 728.84 亿元、815.65 亿元、911.96 亿元和 846.09 亿元，除 2017 年因部分长期债务临近到期转入短期债务外，公司短期债务整体呈下降趋势，同期长短期债务比分别为 1.32、1.55、1.56 和 1.41，虽然近期债务期限结构有所改善，但短期债务规模仍较大，期限结构有待改善。

图 11：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

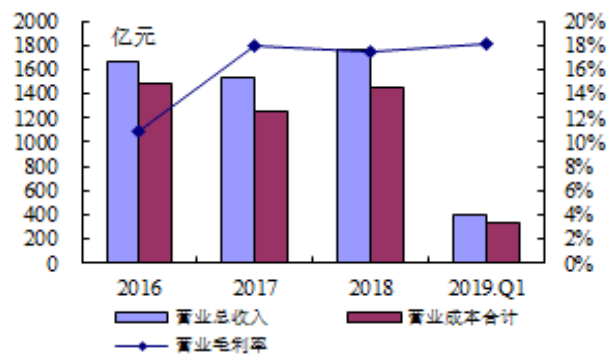
从母公司层面来看，2016~2018 年及 2019 年 3 月末母公司资产总额分别为 844.33 亿元、844.35 亿元、846.60 亿元和 739.08 亿元，由于母公司主要从事煤炭贸易业务，同时行使资本运营和管理职能，母公司主要资产为货币资金、应收账款、其他应收款、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、长期股权投资和其他非流动资产，2018 年末余额分别为 163.01 亿元、24.61 亿元、30.78 亿元、58.55 亿元、47.96 亿元、220.07 亿元和 258.81 亿元。同期，母公司所有者权益分别为 271.52 亿元、308.76 亿元、310.89 亿元和 309.25 亿元，2017 年，随着永续债的发行以及经营利润留存的带动下，母公司所有者

权益规模实现增长。资本结构方面，近三年及一期末，母公司总债务分别为 351.21 亿元、349.68 亿元、355.35 亿元和 311.86 亿元，同期资产负债率分别为 67.84%、63.43%、63.28%和 58.16%；总资本化比率分别为 56.40%、53.11%、53.34%和 50.21%，财务杠杆水平呈下降趋势。

总体来看，近年来公司资产规模稳步增长，永续债及债转股资金的到位为公司提供了一定的资金支持，财务杠杆率有所下调，同时公司债务期限结构不断调整，部分流动性压力得以缓解；但与此同时，公司负债水平仍然偏高，较高的短期债务规模仍使公司面临较重的债务负担。

盈利能力

图 12：2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司主要业务包括煤炭、电力、焦炭化工、贸易服务和建筑材料等，近三年及一期，公司营业总收入分别为 1,668.97 亿元、1,526.02 亿元、1,765.65 亿元和 398.62 亿元。2017 年，受贸易业务规模萎缩的影响，公司营业总收入呈下降趋势；2018 年以来，受益于煤炭行情的好转以及煤炭贸易规模的扩张，公司营业总收入同比增长 15.70%。同期，公司毛利率分别为 10.96%、18.00%、17.53%和 18.05%，2017 年以来，公司各主要业务行业行情回暖，公司初始获利水平得到改善。

表 19: 2016~2019.Q1 公司营业毛利率情况

	单位: %			
	2016	2017	2018	2019.Q1
煤炭	46.48	46.03	44.44	43.57
电力	16.45	-2.18	-1.00	0.48
焦炭化工	6.58	8.24	15.01	9.72
贸易服务	0.71	1.09	1.33	1.50
建筑建材	16.78	14.55	17.14	1.61
合计	10.96	18.00	17.53	18.05

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

分板块来看, 煤炭业务系公司核心业务之一, 近三年及一期分别实现收入 284.84 亿元、509.70 亿元、564.48 亿元和 139.39 亿元, 毛利率为 46.48%、46.03%、44.44% 和 43.57%。随着政策调控下的供需结构改善, 煤炭行情大幅好转, 煤炭价格高位运行, 同时煤炭产销量增长, 公司煤炭收入规模保持扩张; 但受吨煤成本上升的影响, 公司煤炭业务毛利率呈小幅下降趋势。电力业务方面, 公司近三年及一期分别实现收入 41.45 亿元、45.10 亿元、57.86 亿元和 21.01 亿元, 2018 年受益于古交电厂三期项目的投入运营, 电力业务收入同比增长 28.29%; 同期电力业务毛利率分别为 16.45%、-2.18%、-1.00% 和 0.48%, 随着煤炭产品价格的回升, 公司发电板块毛利率大幅下降, 2017 年及 2018 年处于亏损状态; 2019 年一季度, 受益于单位售电煤耗的下降, 公司电力业务实现扭亏。焦炭化工业务方面, 公司近三年及一期分别实现收入 137.30 亿元、205.26 亿元、230.75 亿元和 50.60 亿元, 同期毛利率分别为 6.58%、8.24%、15.01% 和 9.72%, 随着焦炭价格的回升, 该板块的收入规模和获利情况均获得提升。贸易服务业务方面, 公司近三年及一期分别实现收入 1,097.63 亿元、658.69 亿元、792.20 亿元和 167.04 亿元, 为控制毛利风险公司近年来缩减了相关贸易业务, 2018 年在煤炭贸易的带动下, 收入小幅上升; 公司贸易板块毛利率较低, 近三年及一期分别为 0.71%、1.09%、1.33% 和 1.50%。公司建筑建材业务规模逐年收缩, 近三年及一期分别实现收入 30.81 亿元、20.17 亿元、22.00 亿元和 3.11 亿元, 同期毛利率分别为 16.78%、14.55%、17.14% 和 1.61%。

期间费用方面, 2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月, 公司期间费用合计分别为 161.55 亿元、208.94

亿元、216.72 亿元和 49.60 亿元, 占营业总收入的比重分别为 9.68%、13.69%、12.27% 和 12.44%。公司销售费用主要为运输费、港口运杂费和职工薪酬等, 随着煤炭等业务规模的扩大, 2017 年公司销售费用大幅增长; 管理费用主要为职工薪酬、折旧费和修理费等, 员工待遇的提升使得公司管理费用大幅增加; 财务费用主要为利息支出, 公司债务规模逐年增加, 财务费用呈上升趋势。整体来看, 公司三费收入占比较高, 对利润侵蚀较严重, 期间费用控制水平有待提升。

表 20: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

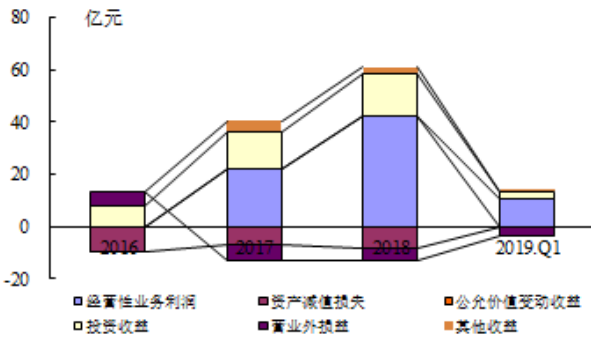
	单位: 亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	40.44	56.68	55.03	12.11
管理费用	78.81	91.84	92.77	23.92
研发费用	-	9.05	12.52	0.95
财务费用	42.30	51.38	56.40	12.61
期间费用合计	161.55	208.94	216.72	49.60
营业总收入	1,668.97	1,526.02	1,765.65	398.62
期间费用/营业总收入	9.68%	13.69%	12.27%	12.44%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月公司利润总额分别为 3.67 亿元、27.67 亿元、48.43 亿元和 10.02 亿元, 其中经营性业务利润分别为 -0.21 亿元、21.87 亿元、42.20 亿元和 10.40 亿元, 受益于煤炭及焦炭化工行业行情回暖的影响, 公司经营性业务利润逐年好转, 并在 2017 年实现扭亏。近三年及一期, 公司资产减值损失分别为 9.65 亿元、7.21 亿元、8.64 亿元和 0.32 亿元, 主要为坏账损失和商誉减值损失, 其中 2018 年坏账损失和商誉减值损失分别为 5.18 亿元和 2.04 亿元 (武乡西山发电有限责任公司)。同期公司营业外损益分别为 5.88 亿元、-5.78 亿元、-4.22 亿元和 -3.15 亿元, 其中 2018 年营业外支出 (8.42 亿元) 主要由非流动资产毁损报废损失 (1.33 亿元)、债务重组损失 (1.33 亿元)、违约金及赔偿金 (3.77 亿元) 和其他 (1.45 亿元, 包括盘亏损失、非常损失、滞纳金和三供一业运营补贴费等) 构成。此外, 2017 年起公司与经营相关的政府补助计入“其他收益”科目, 2017~2018 年和 2019 年 1~3 月其他收益分别为 4.21

亿元、2.30 亿元和 0.07 亿元，整体来看，公司政府补助规模近两年有所减少。同期，公司取得投资收益 7.65 亿元、14.38 亿元、16.46 亿元和 3.01 亿元，公司长期股权投资对象集中于煤炭及相关行业，随着行业的回暖，相关投资收益大幅提升，为公司利润形成了有益补充。近三年及一期，公司最终实现净利润-2.61 亿元、11.58 亿元、27.59 亿元和 5.69 亿元，所有者权益收益率分别为-0.43%、1.59%、3.15%和 2.54%，整体盈利能力有所回升。

图 13: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

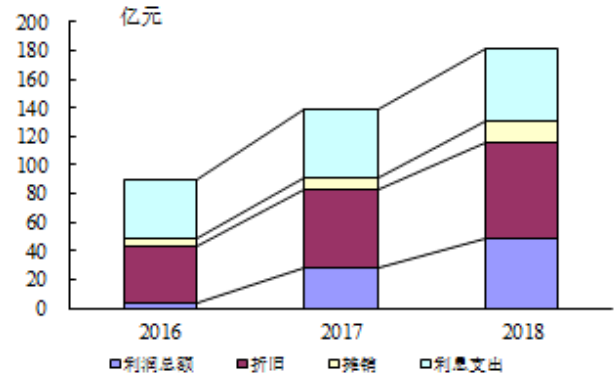
从母公司层面来看，山西焦煤母公司主要从事煤炭贸易业务，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，母公司分别实现营业总收入 218.39 亿元、396.97 亿元、465.18 亿元和 116.56 亿元，同期毛利率分别为 5.27%、3.33%、2.39%和 1.63%。期间费用方面，随着母公司经营规模的扩大，近年来三费收入占比有所减少，但母公司作为融资主体之一，仍承担较重的财务负担，近三年及一期母公司期间费用合计分别为 22.19 亿元、21.51 亿元、19.85 亿元和 4.70 亿元，期间费用/营业总收入分别为 10.16%、5.42%、4.27%和 4.03%，其中财务费用分别为 19.64 亿元、18.56 亿元、16.18 亿元和 4.18 亿元。母公司初始获利空间较低，加之较重的费用负担，近三年及一期经营性业务利润分别为-10.97 亿元、-8.65 亿元、-9.08 亿元和-2.84 亿元，同期投资收益分别为 22.21 亿元、22.15 亿元、22.51 亿元和 3.28 亿元，最终利润总额为 11.37 亿元、13.63 亿元、11.44 亿元和 0.44 亿元。

整体来看，随着煤炭及相关产业行业环境的改善，公司毛利率水平快速上升，经营效益明显改善。但公司期间费用控制能力仍有待提升，且大规模资

产减值损失及营业外支出对其利润产生一定负面影响。

偿债能力

图 14: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，折旧和利息支出一直为公司 EBITDA 的主要组成部分，2017 年以来随着公司盈利的改善，利润总额大幅提升并带动其 EBITDA 增加，2016~2018 年 EBITDA 分别为 89.95 亿元、139.09 亿元和 180.82 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 14.23 倍、9.64 倍和 8.28 倍，EBITDA 利息倍数为 2.02 倍、2.53 倍和 2.96 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升。

表 21: 2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	1,279.95	1,340.85	1,496.48	1,445.88
短期债务 (亿元)	728.84	815.65	911.96	846.09
EBITDA (亿元)	89.95	139.09	180.82	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.02	2.53	2.96	-
总债务/EBITDA (X)	14.23	9.64	8.28	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.04	0.07	0.11	0.04
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.22	1.79	2.67	-
资产负债率 (%)	78.01	75.32	74.14	73.91
总资本化比率 (%)	68.10	64.76	63.10	61.75

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，近三年及一期，公司经营活动净现金流分别为 54.52 亿元、98.66 亿元、163.03 亿元和 15.22 亿元，随着经营环境的好转以及公司加大对应收款项的回收力度，公司经营活动净现金流呈逐年上升趋势。同期，公司经营活动净现金/

总债务分别为 0.04 倍、0.07 倍、0.11 倍和 0.04 倍；近三年经营活动净现金/利息支出分别为 1.22 倍、1.79 倍和 2.67 倍，随着行业环境的回暖，公司经营现金流对债务本息的保障有所提升。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额为 52.95 亿元，担保对象分别为山西潞安矿业（集团）有限责任公司（20.00 亿元）、山西潞安煤基清洁能源有限责任公司（20.00 亿元）、山西中煤华晋能源有限责任公司（6.62 亿元）和阳泉煤业（集团）有限责任公司（6.33 亿元），与当期净资产的比率为 5.91%；公司对内担保合计 615.18 亿元，与当期净资产的比例为 68.68%。公司担保规模较大，且担保对象基本为煤炭及相关行业产业链内的企业，面临一定的系统性风险。

截至 2019 年 3 月末，公司不存在尚未了结的或可预见的对正常经营和财务状况产生实质性不利影响的其他重大诉讼、仲裁或行政处罚事项。

财务弹性方面，公司与各大金融机构均建立了良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信 1,482.34 亿元，其中未使用授信额度为 468.16 亿元。同时，公司签约的“山西焦煤集团降杠杆基金”债转股项目已累计投放 118 亿元，为公司提供了资金支持。此外，公司控股子公司西山煤电、山西焦化及*ST 南风均为 A 股上市公司，融资渠道较为畅通。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司及下属子公司共有 354.61 亿元资产使用权受限，占公司同期末总资产的 10.33%，其中包括货币资金 183.65 亿元、应收票据及应收账款 29.42 亿元、固定资产 34.15 亿元、无形资产 53.40 亿元、在建工程 52.01 亿元和其他 1.98 亿元，其中受限货币资金主要为各类保证金，其余资产受限主要系用于抵质押借款。过往债务履约方面，根据公司提供的 2018 年 12 月 3 日的企业信用报告，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

总体而言，公司是国内最大的炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主要供应商，在煤炭资源储备、生产规模、煤种和区位等方面均具有较强的优势，公司融资渠道通畅，债转股资金的落地亦有助于公司财

务杠杆水平的下降。2017 年以来随着煤炭和焦炭化工等行业经营环境改善，公司经营效益和获现能力显著改善。但公司现有负债水平仍然偏高，较大的债务规模仍使公司面临较重的债务负担。

结 论

综上，中诚信证评评定山西焦煤集团有限责任公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“山西焦煤集团有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于山西焦煤集团有限责任公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

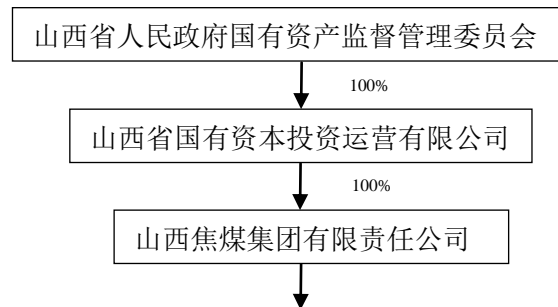
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山西焦煤集团有限责任公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



二级子公司名称	持股比例 (%)	二级子公司名称	持股比例 (%)
西山煤电（集团）有限责任公司	52.34	山西焦煤集团日照有限责任公司	100.00
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	59.45	山西焦煤集团公路煤焦物流有限责任公司	100.00
霍州煤电集团有限责任公司	58.80	山西焦煤爱钢装备再制造股份有限公司	51.00
华晋焦煤有限责任公司	51.00	太原矿机电气科技有限公司	51.00
山西焦化集团有限公司	100.00	山西省安瑞风机电气股份有限公司	51.00
山西焦煤运城盐化集团有限公司	82.51	山西焦煤碳资产管理有限公司	100.00
山西省焦炭集团有限责任公司	100.00	山西焦煤机电装备电子商务有限公司	100.00
山西焦煤机械电气有限公司	52.52	山西焦煤集团中源物贸有限责任公司	95.35
山西焦煤集团金土地农业开发有限公司	100.00	山西焦煤集团房地产开发有限公司	65.89
山西焦煤集团国际贸易有限责任公司	87.52	山西焦煤和泰园林绿化工程有限公司	100.00
山西焦煤集团国际发展有限公司	53.51	山西焦煤集团低碳技术开发有限责任公司	100.00
山西焦煤集团投资有限公司	82.29	山西焦煤集团人力资源有限公司	100.00
山西焦煤集团财务有限责任公司	85.77	山西焦煤集团煤焦销售有限公司	100.00
山西焦煤集团融资担保有限责任公司	100.00	东方联合资源（香港）有限公司	50.00
山西焦煤金融资本投资控股有限公司	100.00	山西焦煤集团（香港）有限公司	100.00
山西焦煤交通能源投资有限责任公司	55.88	山西焦煤机电（香港）有限公司	100.00

附三：山西焦煤集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	3,242,455.01	3,494,792.46	4,337,110.92	3,305,936.55
应收账款净额	1,622,448.65	1,161,753.76	778,177.80	894,440.91
存货净额	1,868,801.07	1,949,141.47	1,858,072.29	1,913,987.55
流动资产	9,466,171.94	10,371,517.24	11,173,973.64	10,387,625.02
长期投资	1,162,960.89	1,647,700.32	1,517,250.08	1,482,368.97
固定资产合计	12,006,603.86	12,731,181.58	13,687,171.89	13,636,617.07
总资产	27,263,893.35	29,567,343.40	33,839,678.58	34,328,555.73
短期债务	7,288,415.86	8,156,506.78	9,119,585.73	8,460,890.61
长期债务	5,511,086.13	5,252,025.05	5,845,178.30	5,997,940.97
总债务（短期债务+长期债务）	12,799,501.99	13,408,531.83	14,964,764.03	14,458,831.58
总负债	21,268,141.17	22,270,090.03	25,089,072.03	25,371,248.10
所有者权益（含少数股东权益）	5,995,752.18	7,297,253.37	8,750,606.55	8,957,307.64
营业总收入	16,689,711.29	15,260,208.29	17,656,475.48	3,986,178.01
三费前利润	1,613,453.24	2,308,063.03	2,589,263.64	599,941.05
投资收益	76,534.07	143,792.22	164,573.29	30,136.64
净利润	-26,056.02	115,823.23	275,902.87	56,882.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	899,493.12	1,390,866.41	1,808,191.74	-
经营活动产生现金净流量	545,172.90	986,605.84	1,630,288.58	152,233.08
投资活动产生现金净流量	-368,857.47	-1,106,964.97	-877,502.74	-470,310.21
筹资活动产生现金净流量	-1,369,735.23	384,493.18	-42,614.58	-740,290.21
现金及现金等价物净增加额	-1,191,949.77	263,336.22	711,157.23	-1,058,885.67
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	10.96	18.00	17.53	18.05
所有者权益收益率（%）	-0.43	1.59	3.15	2.54*
EBITDA/营业总收入（%）	5.39	9.11	10.24	-
速动比率（X）	0.51	0.52	0.52	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.07	0.11	0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.12	0.18	0.07*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.22	1.79	2.67	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.02	2.53	2.96	-
总债务/EBITDA（X）	14.23	9.64	8.28	-
资产负债率（%）	78.01	75.32	74.14	73.91
总资本化比率（%）	68.10	64.76	63.10	61.75
长期资本化比率（%）	47.89	41.86	40.05	40.11

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2019年一季度带“*”指标经年化处理；3、2018年及2019年3月末，公司其他流动负债中的超短期融资券余额分别为150,000.00万元和150,000.00万元，中诚信证评在计算时将其纳入短期债务；2016~2018年以及2019年3月末，公司长期应付款中的应付融资租赁款余额分别为457,697.00万元、698,467.00万元、629,868.00万元和638,987.00万元，中诚信证评在计算时将其纳入长期债务；4、2016~2017年财务报表经追溯调整，中诚信证评在分析时，2016年和2017年财务数据分别采用2017年和2018年审计报告的期初数。

附四：山西焦煤集团有限责任公司主要财务数据及指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,353,284.82	1,493,128.54	1,630,105.89	758,579.40
应收账款净额	556,878.12	497,977.35	246,120.00	27,655.00
存货净额	45.78	42.02	6.44	8.20
流动资产	2,708,663.49	2,591,248.03	3,422,743.15	2,442,032.73
长期投资	5,723,714.14	5,840,332.64	2,438,653.60	2,344,510.13
固定资产合计	3,315.10	4,910.85	5,353.50	5,072.09
总资产	8,443,265.15	8,443,456.05	8,465,969.45	7,390,834.06
短期债务	1,074,872.88	1,611,100.00	1,388,050.00	938,150.00
长期债务	2,437,200.00	1,885,700.00	2,165,450.00	2,180,450.00
总债务（短期债务+长期债务）	3,512,072.88	3,496,800.00	3,553,500.00	3,118,600.00
总负债	5,728,087.72	5,355,808.58	5,357,048.56	4,298,318.28
所有者权益（含少数股东权益）	2,715,177.43	3,087,647.48	3,108,920.89	3,092,515.78
营业总收入	2,183,852.88	3,969,697.40	4,651,801.16	1,165,556.66
三费前利润	112,171.07	128,567.23	107,726.04	18,601.12
投资收益	222,074.12	221,523.63	225,100.58	32,822.08
净利润	96,932.66	112,541.46	99,455.41	904.90
经营活动产生现金净流量	41,206.88	41,360.49	288,777.65	62,446.42
投资活动产生现金净流量	41,408.04	126,994.47	-33,971.67	98,185.55
筹资活动产生现金净流量	-744,135.52	-28,510.60	-92,248.59	-549,021.15
现金及现金等价物净增加额	-661,519.89	139,843.71	162,557.39	-388,389.18
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	5.27	3.33	2.39	1.63
所有者权益收益率（%）	3.57	3.64	3.20	0.12*
速动比率（X）	0.85	0.76	1.09	1.19
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.01	0.08	0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.03	0.21	0.32*
资产负债率（%）	67.84	63.43	63.28	58.16
总资本化比率（%）	56.40	53.11	53.34	50.21
长期资本化比率（%）	47.30	37.92	41.06	41.35

注：1、2019年一季度财务指标中带“*”的为年化指标；2、2018年及2019年3月末，公司其他流动负债中的超短期融资券余额分别为150,000.00万元和150,000.00万元，中诚信证评在计算时将其纳入短期债务；3、2016~2017年财务报表经追溯调整，中诚信证评在分析时，2016年和2017年财务数据分别采用2017年和2018年审计报告的期初数。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

经营性业务利润 = 三费前利润 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。