

# 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）、公开发行 2020 年公司债券（第 一期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 11 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0641号

## 山西焦煤集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”和“20 焦煤 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十一日

**评级观点：**中诚信国际维持山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”和“20 焦煤 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了煤炭资源储备丰富、规模优势进一步增长、继续保持了很强的盈利及获现能力、相关偿债指标有所优化以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、债务规模持续上升、债务期限结构有待改善以及重组山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

山西焦煤（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,956.73	3,383.97	3,395.39	3,522.96
所有者权益合计（亿元）	729.73	875.06	896.29	894.73
总负债（亿元）	2,227.01	2,508.91	2,499.10	2,628.23
总债务（亿元）	1,340.85	1,496.48	1,503.78	1,614.74
营业总收入（亿元）	1,526.02	1,765.65	1,808.55	378.67
净利润（亿元）	11.58	27.59	34.50	4.87
EBIT（亿元）	76.09	98.30	102.29	--
EBITDA（亿元）	139.09	180.82	201.85	--
经营活动净现金流（亿元）	98.66	163.03	171.45	15.96
营业毛利率(%)	18.00	17.53	17.73	15.63
总资产收益率(%)	2.68	3.10	3.02	--
资产负债率(%)	75.32	74.14	73.60	74.60
总资本化比率(%)	64.76	63.10	62.66	64.35
总债务/EBITDA(X)	9.64	8.28	7.45	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.53	2.96	3.99	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算。

### 正面

- **煤炭资源储量丰富，规模优势进一步增长。**公司是中国最大的优质炼焦煤生产基地，截至 2019 年末，公司煤炭地质储量为 207.01 亿吨，可采储量为 107.44 亿吨。公司目前炼焦煤生产能力位居全国第一，2019 年公司原煤产量同比进一步增长，规模优势显著。
- **继续保持了很强的盈利及获现能力，相关偿债指标有所优化。**2019 年以来，受益于煤炭和焦炭价格高位运行，公司继续保持了很强的盈利及经营获现能力，相关偿债指标均有所优化。

### 同行业比较

2019 年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	原煤产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
同煤集团	16,450	3,693.89	77.16	1,903.73	4.53
潞安集团	8,580*	2,498.58	76.66	1,801.56	18.30
晋能集团	8,448*	2,945.37	69.94	1,058.05	22.08
阳煤集团	6,965*	2,466.47	76.67	1,761.02	2.55
晋煤集团	5,910*	2,943.47	75.80	1,753.75	15.04
山西焦煤	10,481	3,395.39	73.60	1,808.55	34.50

注：“同煤集团”为“大同煤矿集团有限责任公司”简称；“潞安集团”为“山西潞安矿业(集团)有限责任公司”简称；“晋能集团”为“晋能集团有限公司”简称；“阳煤集团”为“阳泉煤业(集团)有限责任公司”简称；“晋煤集团”为“山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司”简称；加“\*”指标为 2018 年年度数据。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 焦煤 01	AAA	AAA	5.00	5.00	2019/08/12~2022/08/12
19 焦煤 02	AAA	AAA	5.00	5.00	2019/08/12~2024/08/12
20 焦煤 01	AAA	AAA	10.00	10.00	2020/03/06~2023/03/06
20 焦煤 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2020/03/06~2025/03/06

- **融资渠道畅通。**公司下属山西西山煤电股份有限公司（以下简称“西山煤电”，股票代码 000983.SZ）和山西焦化股份有限公司（以下简称“山西焦化”，股票代码 600740.SH）等子公司均为国内 A 股上市公司，融资渠道畅通。同时，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计 1,689.23 亿元，其中未使用额度为 577.07 亿元，备用流动性较为充足。

### 关注

- **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。
- **债务规模持续上升，债务期限结构有待改善。**跟踪期内，公司在固定资产维护及建设等方面保持了一定的投资规模，推动总债务规模呈持续上升态势，期末财务杠杆水平亦有所上升；公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- **重组山煤集团。**2020 年 4 月，公司公告称控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）拟将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至山西焦煤，并由山西焦煤对山煤集团进行吸收合并。中诚信国际将对本次重组的进展情况保持持续关注。

### 评级展望

中诚信国际认为，山西焦煤集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**煤炭及焦化产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平，偿债指标明显弱化。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

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）分为两个品种。其中，品种一（债券简称：“19 焦煤 01”、债券代码：“155602”）于 2019 年 8 月 12 日完成发行，实际发行规模为 5.00 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.51%，到期日为 2022 年 8 月 12 日；品种二（债券简称：“19 焦煤 02”、债券代码：“155603”）于 2019 年 8 月 12 日完成发行，实际发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.92%，到期日为 2024 年 8 月 12 日。

山西焦煤集团有限责任公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）分为两个品种。其中，品种一（债券简称：“20 焦煤 01”、债券代码：“163212”）于 2020 年 3 月 6 日完成发行，实际发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.05%，到期日为 2023 年 3 月 6 日；品种二（债券简称：“20 焦煤 02”、债券代码：“163213”）于 2020 年 3 月 6 日完成发行，实际发行规模为 10.00 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.42%，到期日为 2025 年 3 月 6 日。

上述债券募集资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。截至本报告出具日，上述债券所募集资金已按照募集说明书中列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶

段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保



基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：** 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

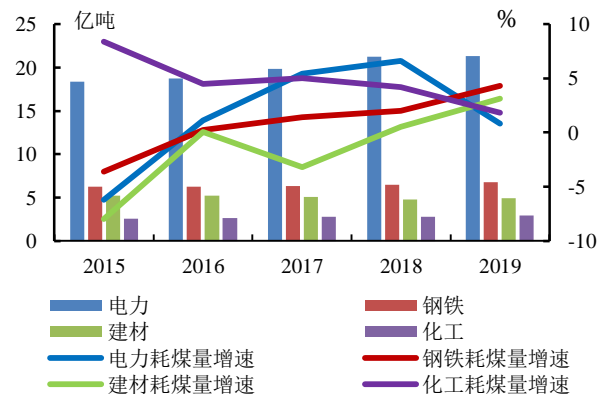
**中诚信国际认为，** 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平**

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% 左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计上半年我国第二产业生产将呈逐步

恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，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增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

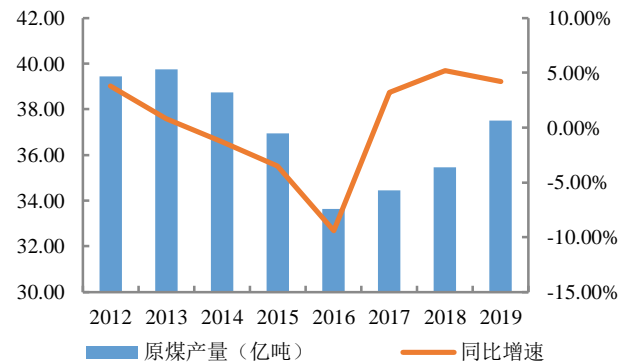
**目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化**

我国煤炭行业“十三五”期间8亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到2021年底将全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内。截至2018年底我国30万吨/年以下煤矿数量约为2,200处，合计产能2.43亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于30万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等30万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019年9月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路<sup>1</sup>（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长1,813.5公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤

炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图2：2012年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019年受年初“神木1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响<sup>2</sup>，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长4.2%至37.50亿吨，产量增速同比下降1.0个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区<sup>3</sup>（三西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

**2019年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，动力煤价格呈明显下降态势**

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017年以

<sup>1</sup> 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西京九铁路吉安站；该铁路2020年计划运量6,000万吨，预计将于2025年前逐步达到2亿吨/年设计运能。

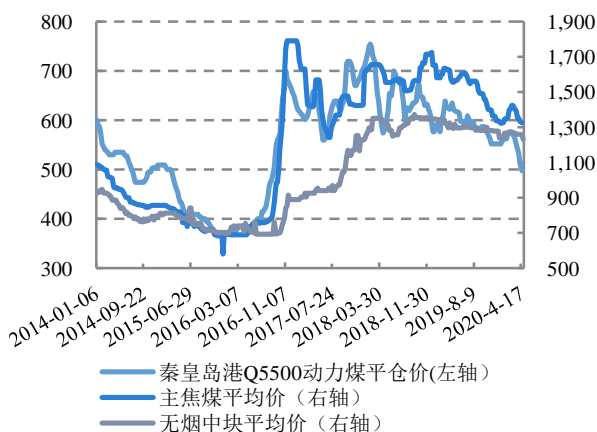
<sup>2</sup> 2019年1月12日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成21人遇难；2019年2月23日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成22人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

<sup>3</sup> 截至2018年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达75%。

来,原神华集团<sup>4</sup>开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制,并按要求制定了较明确的长协价定价机制,即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。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。

2019 年以来,我国煤炭产量保持增长,而需求增速出现明显下滑;同时,国际煤价持续下降,国内外价差明显增加,2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响,我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨,较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。

图 3: 2014 年以来煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

2020 年初,自新冠肺炎疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响,1~2 月局部地区煤炭供应出现短缺,煤炭价格整体有所回升。2020 年 3 月以来,随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏,我国煤炭供应明显增加,但煤炭下游主要行业开工率不足,库存不断增加,动力煤价格呈明显下降态势。截至 2020 年 4 月 17 日,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及

无烟煤中块均价分别为 497.5 元/吨、1,325.59 元/吨和 1,233.13 元/吨,较年初分别下降 10.76%、0.01%和 0.55%。

**中诚信国际认为**,短期内随着我国复工复产工作的继续推进,煤炭下游行业需求有望回暖,但考虑到随着丰水期的到来,水力发电的增加将对电煤需求形成挤压,煤炭需求回升仍具有一定的不确定性,煤炭价格或将呈波动态势。但长期来看,受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响,我国煤炭消费增长空间受限,且随着先进产能不断释放和运输条件的提高,我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

**2019 年以来,随着环保政策趋严以及供给侧改革的继续推进,焦炭行业供需格局进一步改善;同期钢铁行业景气度弱化使得焦炭价格有所回落,但仍维持较高水平**

近年来环保政策相继出台,对焦化行业的要求逐渐提高,加速了我国焦化行业的产能出清。根据国家统计局数据,我国焦炭产能已由 2016 年末的 6.9 亿吨/年降至 2019 年末的 5.5 亿吨/年。近年来,随着用焦需求的增长,焦炭产能利用率及产量有所增加,2019 年产能利用率同比上升 1.5 个百分点至 79.17%,产量同比增加 5.2%至 4.71 亿吨。

从行业内竞争格局来看,焦炭为钢铁行业中重要原材料,一般大型钢铁企业会配套焦炭生产线,但由于钢铁企业自身环保容量的限制,其自产焦炭供给量不足,使得独立焦化厂存在一定的生存空间。随着环保政策的趋严,焦炭落后产能以及不具备规模优势的产能不断关停,而行业中对自身环保要求严格、规模效应明显的企业或区域性龙头企业受益明显,行业集中度得以提高,焦炭市场供需结构得到改善。

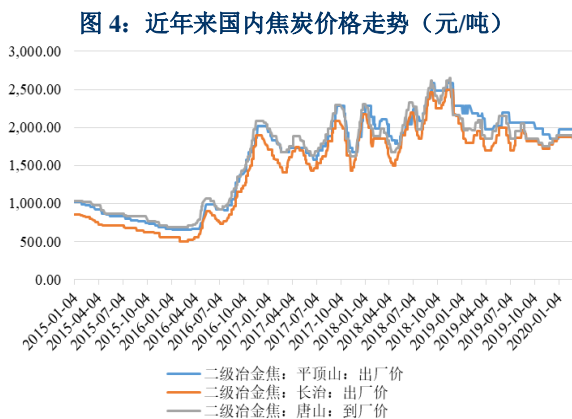
从下游需求来看,焦炭行业景气度随钢铁行业

<sup>4</sup> 2018 年,原神华集团有限责任公司(以下简称“原神华集团”)与原中国电集团有限公司(以下简称“原国电集团”)完成联合重组,原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司(以下简称“国家能源集团”),并作为母公司吸收合并原国电集团。



变化，呈现明显周期性。2019年以来，钢铁行业需求平稳释放，全年粗钢产量增速同比上升1.7个百分点至8.3%，对焦炭需求形成良好支撑。

从价格表现来看，2019年我国钢材价格出现回落，受此影响，我国焦炭价格整体表现为震荡下行态势。截至2019年末山西长治二级冶金焦价格为1,850.00元/吨，较年初下降21.44%，但仍处于较高水平。成本方面，焦炭行业主要原材料为炼焦煤，2019年以来我国煤炭价格整体有所下降。截至2019年末，炼焦煤全国平均价为1,322.82元/吨，较年初下降19.99%。



资料来源：Choice 数据，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年以来，随着环保政策趋严以及供给侧改革的继续推进，焦炭行业供需格

局进一步改善。短期内钢铁产量仍将保持增长，使得焦炭需求保持在一定规模。受钢材价格下降影响，我国焦炭价格有所回落，但仍维持较高水平。长期来看，随着国家对环保政策要求的日益严格，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对焦炭需求增长也将产生负面影响，拥有煤炭资源的焦化企业将更具市场竞争力。

**2019年，随着新投产矿井及在产矿井产能的持续释放，公司原煤产量同比保持增长；2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭生产有所放缓，原煤产量同比小幅下降**

公司是我国最大的优质炼焦煤生产基地，公司生产的焦煤、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。截至2019年末，公司煤炭地质储量为207.01亿吨，可采储量为107.44亿吨，丰富的煤炭储量为公司未来发展提供了充分的资源保障。

近年来公司积极推进落实去产能政策，加快落后矿井产能的淘汰及退出。2019年，公司关停矿井2座，涉及产能570万吨/年。同时，随着华晋焦煤沙曲一矿及二矿采矿证办理工作的完成<sup>5</sup>，截至2020年3月末，公司原煤核定产能增至1.03亿吨/年，焦煤生产能力继续保持全国第一。

**表 1：近年来公司下属企业原煤生产情况（万吨/年、万吨）**

生产单位	持股比例	截至 2020 年 3 月					
		末核定产能	2017	2018	2019	2020.1~3	
西山煤电（集团）有限责任公司	52.34%	3,505	3,950	4,302	4,432	1,057	
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	59.45%	3,290	2,478	2,549	2,650	562	
霍州煤电集团有限责任公司	58.80%	2,100	2,261	2,132	2,370	563	
华晋焦煤有限责任公司	51.00%	1,190	792	859	859	176	
山西焦煤集团投资有限公司	82.29%	210	129	170	170	42	
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>10,295</b>	<b>9,610</b>	<b>10,011</b>	<b>10,481</b>	<b>2,400</b>	

注：2017~2019年，公司原煤产量大于核定产能，主要系公司实际产量包括资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿的产能；各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

原煤生产方面，2019年，随着新投产矿井及在产矿井产能的持续释放，公司原煤产量同比有所增

长；2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭生产有所放缓，原煤产量同比小幅下降。炼焦精

<sup>5</sup> 华晋焦煤下属沙曲一矿及二矿于2019年5月完成采矿证办理，新增产能800万吨/年。

煤方面，为实现就地洗选，公司在每个煤炭主产区配备了相应规模的洗煤厂，截至 2020 年 3 月末，公司拥有选煤厂 28 座，年入洗能力 1.17 亿吨。跟踪期内，公司原煤入洗率呈持续增长态势，原煤洗出率保持稳定。2019 年，受益于原煤产量和入洗率的增长，公司炼焦精煤产量同比增长。

**表 2：近年来公司煤炭洗选情况（万吨、%）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
入洗量	8,093	8,617	9,250	2,126
入洗率	84.21	86.07	88.25	88.58
洗出率	50.11	49.45	49.40	50.79
炼焦精煤产量	4,055	4,261	4,570	1,080

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，2019 年，公司加强原材料及人工成本控制，吨煤生产成本同比有所下降；2020 年一季度，主要受计提的职工薪酬大幅增加影响，公司吨煤生产成本小幅上升。中诚信国际将持续关注吨煤成本的变化对公司煤炭业务盈利所产生的影响。

**表 3：近年来公司吨煤生产成本情况（元/吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
1.材料	39.81	39.18	30.40	27.18
2.职工薪酬	132.30	137.54	131.48	148.87
3.电力	16.75	14.51	14.72	18.24
4.折旧费	17.82	18.48	19.11	21.09
5.安全费	26.84	24.00	24.71	24.39
6.维简及井巷费	8.50	8.50	8.50	8.50
7.其他支出	116.69	148.26	142.05	130.21
<b>合计</b>	<b>358.71</b>	<b>390.47</b>	<b>370.97</b>	<b>378.48</b>

注：其他支出包含地方规费和采矿权价款摊销等费用；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

安全生产管理方面，近年来公司保持一定规模的安全生产投入，矿井的综合抗灾能力不断提升。公司煤炭生产百万吨死亡率在行业内处于较低水平。2019 年，公司未发生较大及以上安全事故。整体来看，由于煤矿建设、生产的特殊性，煤炭企业始终面临一定的安全管理风险，但近年来公司矿井的综合抗灾能力得到不断提升，安全管理保持在较高水平。

**表 4：近年来公司煤炭安全生产管理情况**

	2017	2018	2019	2020.1~3
原煤百万吨死亡率	0.073	0	0.010	0
全国原煤百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083	-
安全生产投入（亿元）	13.37	10.18	19.05	0.37

资料来源：公司提供

### 公司销售渠道稳定，长协销售占比较高；跟踪期内公司煤炭销售价格持续高位运行，煤炭业务继续保持很强的盈利能力

公司煤炭产品主要为精煤和洗混煤，其中精煤销量占比较高，约占煤炭销售总量的 50% 以上。2019 年，主要受内部电厂、焦化厂原料煤用量增加及对内部贸易公司销售增加影响，公司煤炭销量同比有所下降；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求及运力不足，公司煤炭销量同比降幅较大。

销售价格方面，受益于煤炭市场供需格局的改善和精煤销售占比的提升，2019 年以来公司煤炭销售价格持续提升；2020 年一季度，公司煤炭销售价格小幅下降，但仍保持在较高水平，公司煤炭业务继续保持很强的盈利能力。

**表 5：近年来公司各煤种销售情况（万吨、元/吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
原选煤	1,514	1,381	1,107	170
精煤	4,094	4,494	4,215	961
洗混煤	1,782	1,850	1,518	294
其他副产品	280	308	217	48
<b>总销量</b>	<b>7,669</b>	<b>8,032</b>	<b>7,056</b>	<b>1,472</b>
<b>煤炭平均销售价格</b>	<b>664.62</b>	<b>702.80</b>	<b>741.29</b>	<b>724.93</b>

注：公司煤炭销量为对山西焦煤合并范围外销量，对电力、焦化及贸易业务等内部销售均已合并抵消；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司作为我国规模最大、最具影响力的焦煤生产供应商，综合市场占有率较高，销售渠道稳定，国内销售区域涉及东北、华北、华中、华东以及华南地区，并出口日本、韩国、巴西、德国、印度、台湾等 10 多个国家和地区。目前，公司拥有 20 多家长协客户，主要为国内大型钢铁和电力企业；2019 年公司焦煤销售中长协销售占比约为 80%，剩余约 20% 的焦煤产品在市场上公开竞价出售。运输

方面，山西省是我国煤炭产品的调出区之一，近年来公司煤炭外运量保持较大规模，其中公司自产煤销售中铁路运输占比约为 60%，剩余约 40% 采用公路运输。

**表 6：2019 年公司煤炭业务主要客户销售占比（%）**

客户名称	销售收入占比
河钢集团有限公司	9.50
首钢集团有限公司	5.98
山西太钢不锈钢股份有限公司	2.99
中国矿产有限责任公司	2.54
山东钢铁股份有限公司莱芜分公司	2.52
<b>合计</b>	<b>23.54</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司焦炭产销量整体保持稳定，销售价格高位运行，焦化业务保持了一定的盈利水平

截至 2020 年 3 月末，公司焦炭产能为 1,180 万吨/年。受益于丰富的焦煤资源，公司焦炭所需原材料部分为内部采购，近年来自给率保持在 50% 左右。

跟踪期内，环保政策趋严等因素在一定程度上制约了焦炭产能的释放，公司焦炭业务未能实现满产，但公司焦炭产销量整体保持稳定。受行业景气度下降等因素影响，跟踪期内公司焦炭价格有所下降，但整体仍保持在较高水平。

**表 7：近年来公司焦炭生产情况（万吨/年、万吨）**

运营主体	焦炭产量				
	2020 年 3 月末产能	2017	2018	2019	2020.1~3
西山煤电集团	640	524	538	532	122
山西焦化	360	264	285	293	70
山焦集团	180	155	175	177	40
<b>合计</b>	<b>1,180</b>	<b>943</b>	<b>998</b>	<b>1,001</b>	<b>232</b>

注：各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

**表 8：近年来公司焦炭销售情况（万吨、元/吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
销量	948.59	966.34	1,010.42	212.08
销售均价	1,565.76	1,750.78	1,698.93	1,611.84

资料来源：公司提供

销售方面，公司焦炭产品主要销往山西、山东、河北、河南、北京、天津以及华东等地区，下游客

户包括首钢、太钢等国内大型钢铁企业。公司焦炭产品销售随行就市，每月定价，结算以预付款及票据支付为主，票据支付账期一般不超过 1 个月，整体回款情况较好。

**表 9：2019 年公司焦化业务主要客户销售占比（%）**

客户名称	销售收入占比
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	31.16
山东钢铁股份有限公司莱芜分公司	3.98
山西太钢不锈钢股份有限公司	3.30
扬州恒润海洋重工有限公司	2.44
江苏南钢环宇贸易有限公司	1.91
<b>合计</b>	<b>42.79</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司电力业务装机规模稳定，且以火电为主，盈利能力受煤炭价格波动影响较大

截至 2020 年 3 月末，公司总装机容量为 492.98 万千瓦。公司电厂运行所用燃煤约 80% 由公司内部供应，可以保证供应的充足和稳定。跟踪期内，公司单位售电煤耗呈不断下降态势，能源利用效率有所提高。

**表 10：近年来公司电力业务经营情况**

	2017	2018	2019	2020.1~3
装机容量（万千瓦）	359.52	492.32	492.68	492.98
发电量（亿千瓦时）	143.98	193.23	219.49	58.61
售电量（亿千瓦时）	118.21	148.93	188.83	51.51
平均售电价格（元/千瓦时）	0.27	0.29	0.29	0.28
单位售电煤耗（克/千瓦时）	325	314	313	285

资料来源：公司提供

发电量方面，跟踪期内，受益于 2018 年 9 月投运的古交电厂 1 号和 2 号机组的满年度投运及当地用电需求增加，公司发电量呈持续增长态势。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国家电网有限公司，结算周期基本为跨月结算。电价方面，跟踪期内公司售电价格变化不大，但受煤炭价格持续高位运行的影响，公司电力板块仍存在一定的经营压力。

## 跟踪期内，公司贸易业务收入持续增长，在收入结构中占比较高，但由于该业务盈利能力弱，对公司利润贡献有限

公司贸易业务主要由山西焦煤集团国际贸易有限责任公司（以下简称“山焦国际贸易”）和山西焦煤集团国际发展股份有限公司（以下简称“山焦国际发展”）运营。业务模式方面，山焦国际贸易以外购自销为主，山焦国际发展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。近年来，公司贸易类收入保持较大规模，已形成以煤炭、焦炭、钢材、物流及矿产品为主的贸易经营格局，对收入形成有力支持。

跟踪期内，受煤炭贸易额持续增长带动，公司贸易总额呈持续增长态势。同期钢材贸易整体规模呈持续缩减态势，主要系公司为控制钢材贸易风险，主动减少钢材贸易量所致。中诚信国际认为，公司贸易服务业务在收入结构中占比较高，但由于该业务盈利能力弱，对公司利润贡献有限。

表 11：近年来公司主要贸易产品情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	168.20	263.32	427.60	96.53
钢材	178.66	132.78	100.89	18.86
其他	311.82	396.11	374.40	78.07
<b>总计</b>	<b>658.69</b>	<b>792.20</b>	<b>902.89</b>	<b>193.47</b>

注：其他贸易包括矿石、材料、配件等；各分项汇总数与合计数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司物流贸易业务上游供应商及下游客户较为零散，且变化较大，多为大型贸易公司。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；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。此外，中诚信国际关注到，2019 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。中诚信国际将对贸易业务下游客户的流动性压力及其对公司相关贷款形成的回收风险保持关注。

表 12：公司贸易业务主要供应商及下游客户情况（亿元）

2019 年贸易业务前五大供应商	采购额
山西煤炭进出口集团有限公司	53.30
中国平煤神马集团国际贸易有限公司	21.98
四川省燃料有限责任公司	21.64
宁波山煤华泰贸易有限公司	21.00
天津物资招商有限公司	15.63
<b>合计</b>	<b>133.55</b>
2019 年贸易业务下游前五大客户	销售额
陕西延长石油物资集团江苏有限公司	55.57
义马煤业集团股份有限公司恒源煤炭分公司	28.31
天津物产国际贸易有限公司	21.83
山西省投资集团(天津)国际贸易有限公司	20.36
四川省长江国际贸易有限公司	18.02
<b>合计</b>	<b>144.09</b>

资料来源：公司提供

## 公司重点在建项目主要集中于煤炭及煤化工板块，每年仍保持一定规模的投资支出

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司重点在建工程可研投资总额为 232.93 亿元，截至 2020 年 3 月末累计完成投资 129.96 亿元，未来仍有约 102.97 亿元的投资资金需求。其中，甲醇制烯烃项目包括 30 万吨/年的聚乙烯和 40 万吨/年的聚丙烯，总投资金额 102.26 亿元，预计于 2022 年 5 月完工投产。

表 13：截至 2020 年 3 月末公司重点在建项目情况（亿元）

项目名称	规划规模	可研投资	累计投资	项目进度	预计投产时间
吕临能化项目部千万吨技改项目	1,000 万吨	62.61	64.14	102.44%	2021 年
正新煤业和善、贾郭基建工程项目	360 万吨	32.63	27.10	83.05%	2021 年



甲醇制烯烃项目	聚乙烯 30 万吨、聚丙烯 40 万吨	102.26	22.93	22.42%	2022 年
正晖煤矿井兼并重组整合项目	90 万吨	35.43	15.79	44.57%	待定
<b>合计</b>	-	<b>232.93</b>	<b>129.96</b>	-	-

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司规划有多个煤矿、选煤厂、焦化和电厂等改扩建项目，包括 150 万吨/年的郑家庄煤矿、600 万吨/年的吕家岭煤矿、500 万吨/年的杨庄煤矿、300 万吨/年的安泽唐城煤矿以及 500 万吨/年的中峪煤矿等，由于拟建工程项目未取得采矿权和探矿权，目前尚未进行可行性研究，投资额和投资计划暂无法明确。此外，公司每年固定的资产维护和更新支出规模较大，2020 年的资本支出规模预计为 100 亿元。

总体看，随着煤化工、电力等项目建设的不断推进，公司在建项目的投资压力逐步减小，但由于固定支出规模较大，公司每年仍保持一定规模的投资支出。此外，中诚信国际将对公司拟建项目进度情况保持持续关注。

## 财务分析

以下财务分析基于经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）山西分所审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告、大华会计师事务所<sup>6</sup>（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的超短期融资券调入“短期债务”，将“长期应付款”中的融资租赁款调入“长期债务”。

**2019 年，受益于产品价格的高位运行，公司经营性业务利润同比进一步增长；2020 年一季度，受毛利率下滑影响，公司经营性业务利润同比减少，但整体仍保持了较强的盈利能力**

2019 年，受煤炭对外销量下降影响，公司煤炭业务收入同比下降；受主要产品价格下降影响，焦

化业务收入同比下降；受益于煤炭贸易额持续增长，公司贸易服务业务收入同比大幅增长，进而带动全年营业总收入同比增长。此外，电力、建筑建材、民爆化工、材料让售、固定资产出租等业务能够对公司收入形成一定补充，但整体规模较小。2020 年一季度，公司贸易服务业务收入保持增长；但受新冠肺炎疫情影响，其他板块收入同比均有所下降，公司营业总收入同比下降。

2019 年，公司煤炭价格高位运行，且生产成本有所下降，煤炭业务毛利率同比提升，继续保持在很高水平，带动公司营业毛利率同比上升。同期受产品价格下降影响，公司焦化业务毛利率同比有所下降，但仍能对利润形成有效贡献；由于煤炭价格持续高位运行，公司电力板块毛利率较低，2019 年以来该板块虽扭亏为盈，但利润贡献仍较小；公司贸易服务业务盈利能力整体较弱，毛利率较低，对利润贡献有限。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司煤炭、焦化等主要板块盈利能力有所下滑，营业毛利率同比下降。

表 14：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	509.70	564.48	523.07	106.74
电力	45.10	57.86	71.46	19.81
焦化	205.26	230.75	206.98	40.79
贸易服务	658.69	792.20	902.89	193.47
建筑建材	20.17	22.00	24.28	2.26
其他	87.10	98.36	79.87	15.60
<b>营业总收入</b>	<b>1,526.02</b>	<b>1,765.65</b>	<b>1,808.55</b>	<b>378.67</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	46.03	44.44	49.96	47.79
电力	-2.18	-1.00	1.53	4.85
焦化	8.24	15.01	7.97	5.37
贸易服务	1.09	1.33	1.78	1.92
建筑建材	14.55	17.14	5.73	-10.63
<b>营业毛利率</b>	<b>18.00</b>	<b>17.53</b>	<b>17.73</b>	<b>15.63</b>

注：各分项加总数与合计数略有差异，系四舍五入所致；其他主要为民爆化工、材料让售、固定资产出租等。

<sup>6</sup> 根据山西省国资委要求，2018 年公司更换审计机构。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司人员负担较重，管理费用规模较大。2019年，主要受职工薪酬及研发费用增加影响，管理费用同比上升；而受资金成本下降及利息收入增加影响，财务费用同比下降；同期公司加强销售管控力度，销售费用同比小幅下降。总体来看，2019年以来公司期间费用率呈下降态势，但管理费用规模较大，对利润形成一定侵蚀，整体费用控制能力有待增强。

2019年，公司利润总额同比增长，其中受益于产品价格的高位运行，公司经营性业务利润同比增长。公司投资收益主要来自于联营企业山西中煤华晋能源有限责任公司（以下简称为“中煤华晋”），2019年以来中煤华晋继续保持很强的盈利能力<sup>7</sup>，公司投资收益保持稳定，并对利润形成有力补充。此外，2019年，主要由于公司医院、大集体改制产生费用8.85亿元，当期营业外支出较大。2020年一季度，受毛利率下滑影响，公司经营性业务利润同比减少，利润总额同比小幅下降，但整体仍保持了很强的盈利能力。

2019年，受益于经营性业务盈利能力增强，公司EBIT和EBITDA均同比增长，EBIT利润率、EBITDA利润率等相关盈利指标整体亦呈增长态势。

**表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	56.68	55.03	54.02	8.28
管理费用	100.88	105.29	114.55	21.19
财务费用	51.38	56.40	47.55	15.67
期间费用合计	208.94	216.72	216.12	45.14
期间费用率（%）	13.69	12.27	11.95	11.92
经营性业务利润	26.08	44.51	56.72	5.39
资产减值损失合计	7.21	8.64	5.66	-0.02
投资收益	14.38	16.46	16.73	3.17
营业外损益	-5.58	-4.22	-11.60	-0.08
利润总额	27.67	48.43	56.57	8.51
所得税费用	16.09	20.84	22.06	3.63
净利润	11.58	27.59	34.50	4.87
EBIT	76.09	98.30	102.29	--

<sup>7</sup> 公司子公司山西焦化持有中煤华晋49%股权。2017~2019年及2020年1~3月，中煤华晋分别实现净利润31.95亿元、37.90亿元、37.45亿元和10.90亿元。

EBITDA	139.09	180.82	201.85	--
EBITDA 利润率（%）	9.11	10.24	11.16	--
EBIT 利润率（%）	4.99	5.57	5.66	--
总资产收益率（%）	2.68	3.10	3.02	--

注：管理费用包含研发费用；由于缺乏相关数据，2020年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司债务规模持续上升，期末财务杠杆水平亦有所上升；公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善

公司资产主要由非流动资产构成，其中固定资产、无形资产和在建工程占比较大，资产结构符合行业特征。

2019年，公司在煤矿重组整合、技改等项目方面保持了一定的投资支出，同时随着部分在建工程逐步完工转固，期末在建工程和固定资产同比均有所增加。公司无形资产以采矿权和土地使用权为主，由于华晋焦煤下属沙曲一矿及二矿于2019年5月获得短期采矿证并于四季度核定，期末公司无形资产同比增加。此外，公司长期股权投资主要为对联营企业中煤华晋的投资，2019年以来保持增长态势。受以上因素综合影响，期末公司非流动资产同比增加。流动资产方面，2019年，公司加大应收款项回收力度，应收账款及应收票据规模（含应收款项融资）同比大幅下降；受益于此，公司保持了很强的获现能力，但公司在在建项目建设、资源价款及利息支出等方面保持了较大的现金支出，货币资金规模并未大幅增加，期末公司流动资产同比有所下降。2020年一季度，公司债务规模有所上升，使得期末货币资金及流动资产大幅增加。

**表 16：近年来公司资产构成（亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	349.48	433.71	347.26	449.29
其他应收款	149.61	154.63	139.36	146.88
应收票据	142.65	167.08	54.34	44.69
应收账款	116.18	77.82	67.00	97.79
应收款项融资 <sup>8</sup>	--	--	14.27	6.00
存货	194.91	185.81	190.13	198.65

<sup>8</sup> 2019年，公司执行新金融工具准则，将持有的符合条件的应收票据计入应收款项融资项目核算。

<b>流动资产</b>	<b>1,037.15</b>	<b>1,117.40</b>	<b>898.35</b>	<b>1,029.87</b>
长期股权投资	65.96	73.86	95.28	98.41
固定资产	762.38	850.11	915.45	909.87
在建工程	494.27	500.77	507.30	514.30
无形资产	369.98	634.07	778.44	773.53
<b>非流动资产</b>	<b>1,919.58</b>	<b>2,266.57</b>	<b>2,497.03</b>	<b>2,493.09</b>
<b>资产总额</b>	<b>2,956.73</b>	<b>3,383.97</b>	<b>3,395.39</b>	<b>3,522.96</b>

注：其他应收款包含应收利息和应收股利。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019年，受永续债发行、利润积累及专项储备金增加影响，公司所有者权益同比增长，但由于近年来公司在固定资产维护及建设等方面保持了一定的投资规模，带动债务规模持续上升。截至2020年3月末，公司总债务进一步上升至1,614.74亿元，财务杠杆水平亦有所上升。此外，同期末公司所有者权益中包含永续债99.50亿元，若将永续债从“其他权益工具”科目调整到“应付债券”，截至2020年3月末公司资产负债率和总资本化比率分别为77.43%和68.31%。

债务期限结构方面，2019年，受短期债务及应付票据规模增加影响，公司长短期债务比同比上升。2020年一季度，随着长期债务融资规模增加，公司债务结构有所优化，但公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

**表 17：近年来债务结构及资本实力情况**  
(亿元、X、%)

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	815.65	911.96	1,052.96	1,064.11
长期债务	525.20	584.52	450.81	550.64
长短期债务比	1.55	1.56	2.34	1.93
总债务	1,340.85	1,496.48	1,503.78	1,614.74
所有者权益合计	729.73	875.06	896.29	894.73
总资本化比率	64.76	63.10	62.66	64.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司继续保持了很强的经营获现能力，各项偿债指标持续优化，整体偿债能力有所提升

跟踪期内，受益于产品价格的高位运行及应收款项回收力度的加大，公司继续保持了很强的经营

获现能力，且能较好覆盖投资现金支出。2019年，公司支付其他与筹资活动有关现金同比大幅增加<sup>9</sup>，使得当期筹资活动净现金流呈大幅净流出态势。受益于盈利及获现能力不断增强，跟踪期内公司相关偿债指标持续优化，整体偿债能力有所提升。

**表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况**

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流(亿元)	98.66	163.03	171.45	15.96
投资活动净现金流(亿元)	-110.70	-87.75	-123.11	-11.70
筹资活动净现金流(亿元)	38.45	-4.26	-174.90	79.44
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.77	5.82	5.90	-0.99*
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.53	2.96	3.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.38	1.61	2.02	--
总债务/EBITDA(X)	9.64	8.28	7.45	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.79	2.67	3.39	--

注：由于缺乏相关数据，2020年1-3月部分指标无法计算；带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 公司对外担保对象大部分为大型国有企业，经营实力较强，违约风险小；充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债提供了保障

或有负债方面，截至2020年3月末，公司对外担保余额合计46.56亿元，占同期末净资产的5.20%。其中主要担保对象包括山西潞安矿业(集团)有限责任公司、山西潞安煤基清洁能源有限责任公司、中煤华晋和山西京能吕临发电有限公司；公司为上述主要担保对象担保金额分别为20.00亿元、20.00亿元、4.52亿元和2.04亿元；上述主要担保对象大部分为大型国有企业，经营实力较强，发生违约的可能性小。

受限资产方面，截至2019年末，公司及下属子公司共计369.72亿元资产处于抵质押状态，占公司同期末总资产的10.49%；其中，受限货币资金为218.18亿元；应收票据及应收账款(含应收款项融

<sup>9</sup> 2019年以前，公司职工的部分社保资金在公司内部的山西焦煤社会保障事务管理局(以下简称“焦煤社保局”)中记账。2019年，根据公司统筹安排，焦煤社保局不再纳入合并范围，该部分资金流出在“支付其他与筹资活动有关现金”中列示。

资)为 5.75 亿元;抵押固定资产为 98.11 亿元、无形资产为 41.96 亿元、在建工程为 5.72 亿元,均用于抵押借款。

截至 2020 年 3 月末,公司无对运营有重大影响的未决诉讼事项。

银行授信方面,截至 2020 年 3 月末,公司共获得各家银行授信额度合计 1,689.23 亿元,未使用额度为 577.07 亿元,公司具有较为充裕的备用流动性。此外,公司下属西山煤电、山西焦化和 ST 南风均为国内 A 股上市公司,融资渠道畅通。债转股方面,公司与中国建设银行等金融机构签订了债转股框架协议,截至 2020 年 3 月末,已到账资金为 118 亿元。

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的资料,2017 年~2020 年 3 月末,公司未发生债务违约情况,均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息(含债务融资工具),无不良信用记录。

## 外部支持

**公司作为山西省省属重点煤炭生产企业之一,在税收优惠、项目审批以及资源整合等方面获得了政府的有力支持;未来重组山煤集团将有助于公司整体竞争实力的进一步增强**

公司实际控制人为山西省国资委,作为山西省省属的大型煤炭企业,公司在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面获得多项支持。2018 年,公司根据国家有关法律法规及规章制度规定和山西综改试验区“先行先试”政策,按照市场化原则,统一安排对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估,部分采矿权评估增值 157.15 亿元,土地使用权评估增值 26.68 亿元,使得 2018 年末无形资产大幅增加 71.38%,推动公司总资产及所有者权益大幅增长。

此外,在山西省国资委协调下,公司与中国建设银行等金融机构签订了债转股框架协议,截至

2020 年 3 月末,已到账资金为 118 亿元<sup>10</sup>,较大程度的缓解了公司的资金压力。

2020 年 4 月,根据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》

(晋政函[2020]42 号),公司控股股东山西国资运营拟将其所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至山西焦煤,并由山西焦煤对山煤集团进行吸收合并。

**中诚信国际认为**,山煤集团是山西省煤炭资源整合的七家主体之一,煤炭资源丰富,产业规模优势较为显著,能与公司形成业务协同,本次资产划转将有助于公司整体竞争实力的增强。

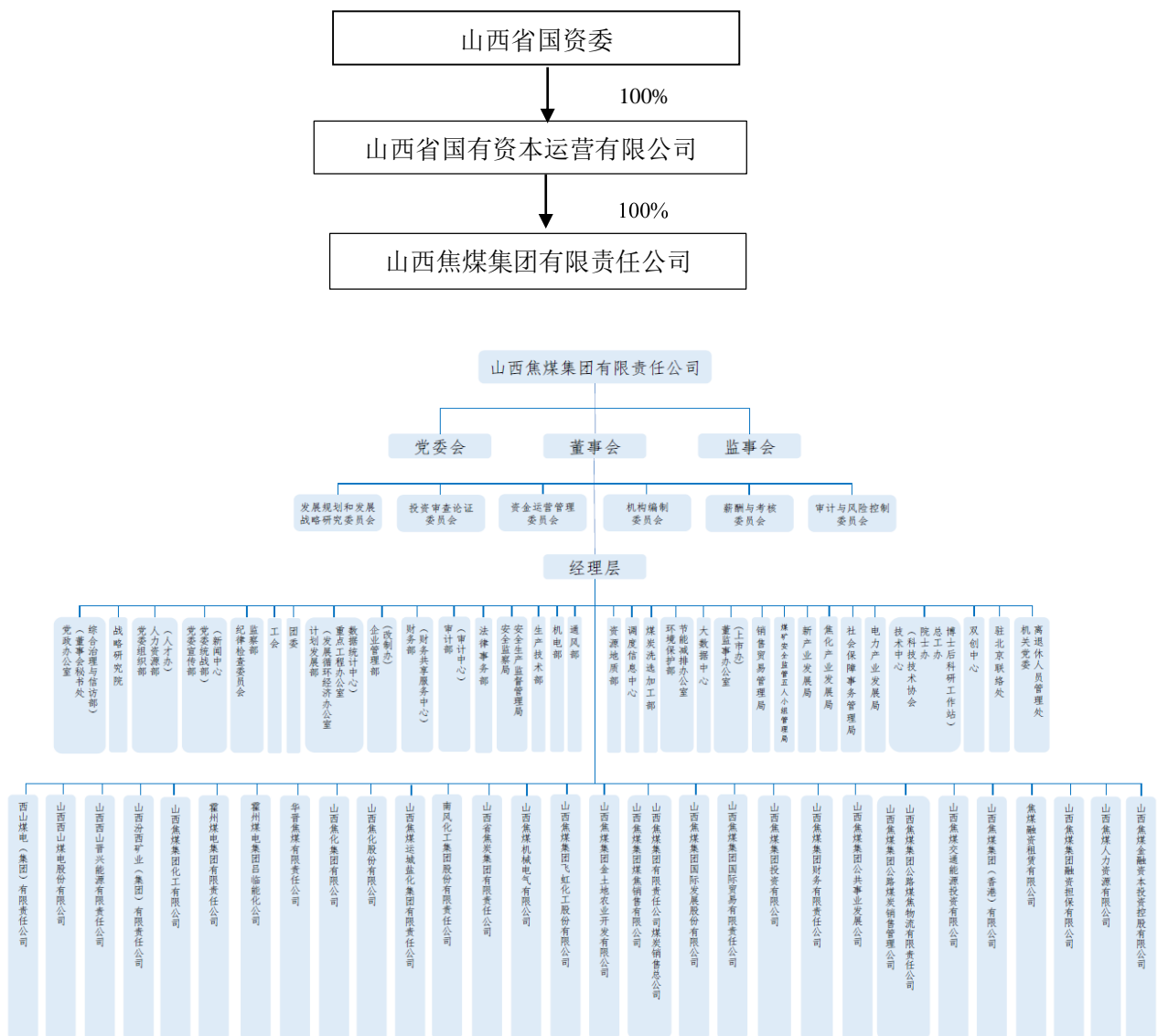
## 评级结论

综上所述,中诚信国际维持山西焦煤集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定;维持“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”和“20 焦煤 02”的信用等级为 **AAA**。

<sup>10</sup> 公司 118 亿元债转股资金全部于 2017 年落地。



# 附一：山西焦煤集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山西焦煤集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,494,792.46	4,337,110.92	3,472,631.70	4,492,944.94
应收账款净额	1,161,753.76	778,177.80	669,981.83	977,927.78
其他应收款	1,496,106.80	1,546,312.22	1,393,567.57	1,468,811.79
存货净额	1,949,141.47	1,858,072.29	1,901,332.93	1,986,462.86
长期投资	1,647,700.32	1,517,250.08	1,843,393.79	1,832,881.94
固定资产	7,623,812.35	8,501,072.05	9,154,533.20	9,098,685.63
在建工程	4,942,694.92	5,007,675.12	5,072,984.44	5,142,954.42
无形资产	3,699,753.19	6,340,703.04	7,784,438.76	7,735,340.22
总资产	29,567,343.40	33,839,678.58	33,953,873.07	35,229,634.62
其他应付款	2,695,624.68	2,813,550.33	1,869,291.96	1,885,881.96
短期债务	8,156,506.78	9,119,585.73	10,529,630.68	10,641,072.64
长期债务	5,252,025.05	5,845,178.61	4,508,131.59	5,506,374.21
总债务	13,408,531.83	14,964,764.33	15,037,762.27	16,147,446.85
净债务	9,913,739.37	10,627,653.41	11,565,130.57	11,654,501.91
总负债	22,270,090.03	25,089,072.03	24,990,958.60	26,282,321.53
费用化利息支出	484,148.66	498,642.63	457,264.24	--
资本化利息支出	66,026.09	111,690.24	48,794.59	--
所有者权益合计	7,297,253.37	8,750,606.55	8,962,914.47	8,947,313.09
营业总收入	15,260,208.29	17,656,475.48	18,085,544.84	3,786,732.26
经营性业务利润	260,764.14	445,073.44	567,195.74	53,910.36
投资收益	143,792.22	164,573.29	167,276.96	31,739.95
净利润	115,823.23	275,902.87	345,044.19	48,736.43
EBIT	760,851.39	982,979.59	1,022,936.65	--
EBITDA	1,390,866.41	1,808,191.74	2,018,460.36	--
经营活动产生现金净流量	986,605.84	1,630,288.58	1,714,500.83	159,627.90
投资活动产生现金净流量	-1,106,964.97	-877,502.74	-1,231,100.05	-116,957.46
筹资活动产生现金净流量	384,493.18	-42,614.58	-1,748,986.42	794,382.28
资本支出	842,151.87	778,533.24	1,164,826.25	154,020.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	18.00	17.53	17.73	15.63
期间费用率(%)	13.69	12.27	11.95	11.92
EBITDA 利润率(%)	9.11	10.24	11.16	--
总资产收益率(%)	2.68	3.10	3.02	--
净资产收益率(%)	1.74	3.44	3.89	2.18*
流动比率(X)	0.64	0.63	0.50	0.57
速动比率(X)	0.52	0.52	0.40	0.46
存货周转率(X)	6.54	7.63	7.90	6.56*
应收账款周转率(X)	10.93	18.16	24.92	18.34*
资产负债率(%)	75.32	74.14	73.60	74.60
总资本化比率(%)	64.76	63.10	62.66	64.35
短期债务/总债务(%)	60.83	60.94	70.02	65.90
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.11	0.11	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.12	0.18	0.16	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.79	2.67	3.39	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.77	5.82	5.90	-0.99*
总债务/EBITDA(X)	9.64	8.28	7.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.20	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.53	2.96	3.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.38	1.61	2.02	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2020年一季度财务报表未经审计；各期财务数据均为财务报告期末数；其他应收款包含应收股利及应收利息；其他应付款包含应付股利及应付利息；由于缺乏相关数据，2020年1~3月部分指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将“其他流动负债”中的超短期融资券调整至短期债务，将“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务；带“\*”财务指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。