

山西焦煤集团有限责任公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

李博伦 blli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0990 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“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“21 晋焦煤 MTN002”、“21 晋焦煤 MTN003”、“21 晋焦煤 MTN004”、“21 晋焦煤 MTN006”、“22 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”和“22 焦煤 Y3”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

二零二二年六月二十四日

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“焦煤集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“21 晋焦煤 MTN002”、“21 晋焦煤 MTN003”、“21 晋焦煤 MTN004”、“21 晋焦煤 MTN006”、“22 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”和“22 焦煤 Y3”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了煤炭业务规模优势显著、盈利及获现能力很强、相关偿债指标保持在较好水平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、财务杠杆水平较高且短期债务占比较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

焦煤集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	3,395.39	4,427.39	4,541.98	4,658.86
所有者权益合计（亿元）	896.29	1,080.61	1,112.82	1,209.45
总负债（亿元）	2,499.10	3,346.78	3,429.17	3,449.41
总债务（亿元）	1,503.78	2,275.31	2,181.96	--
营业总收入（亿元）	1,808.55	2,101.31	2,153.12	654.09
净利润（亿元）	34.50	28.18	46.44	27.50
EBIT（亿元）	102.29	131.43	177.22	--
EBITDA（亿元）	201.85	243.08	301.99	--
经营活动净现金流（亿元）	171.45	169.71	366.71	67.90
营业毛利率(%)	17.73	16.86	27.45	25.73
总资产收益率(%)	3.02	3.02	3.95	--
资产负债率(%)	73.60	75.59	75.50	74.04
总资本化比率(%)	62.66	67.80	66.22	--
焦煤集团（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	766.54	878.11	1,153.95	1,473.40
所有者权益合计（亿元）	333.46	404.72	524.08	622.99
总负债（亿元）	433.08	473.39	629.87	850.41
总债务（亿元）	335.64	353.64	425.30	621.11
营业总收入（亿元）	484.96	447.46	769.63	224.74
净利润（亿元）	11.98	12.75	9.67	0.80
经营活动净现金流（亿元）	23.27	18.76	58.09	3.87
营业毛利率(%)	2.25	2.70	1.40	0.77
资产负债率(%)	56.50	53.91	54.58	57.72
总资本化比率(%)	50.16	46.63	44.80	49.92

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；由于缺乏相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000 2019_04)

山西焦煤集团有限责任公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	6.71	7
	总资产收益率(%)*	3.33	6
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)	66.22	7
	EBITDA/总债务(%)*	12.65	7
	EBIT 利息保障倍数(X)*	1.86	7
规模(28%)	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	5.75	10
	营业总收入(亿元)*	2,021.00	10
运营实力 (24%)	原煤产量	10	10
	资源禀赋	10	10
	竞争实力	10	10
安全生产	10	10	
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **煤炭业务规模优势显著。**近年来公司煤炭产量维持较高规模，2021 年公司原煤产量达 1.56 亿吨，炼焦煤生产能力居全国第一，产业规模优势十分显著。

■ **盈利及获现能力很强，相关偿债指标处于较好水平。**受益于煤炭和焦炭价格高位运行，2021 年以来公司保持了很强的盈利及经营获现能力，相关偿债指标均处于较好水平。

■ **融资渠道畅通。**公司下属山西焦煤能源集团股份有限公司（以下简称“山西焦煤”，股票代码 000983.SZ）、山西焦化股份有限公司（以下简称“山西焦化”，股票代码 600740.SH）和山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”，股票代码 600546.SH）均为国内 A 股上市公司，融资渠道畅通。此外，截至 2021 年末，公司共获得各家银行授信额度合计 2,530.13 亿元，其中未使用额度为 948.74 亿元，备用流动性充足。

关注

■ **煤炭价格波动。**2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛等多重因素影响下，煤炭价格大幅回升，2021 年 10 月末，煤炭价格达到近年来峰值，后因煤炭保供稳价促使煤炭价格显著下降。中诚信国际将对煤炭市场价格波动情况及其对煤炭企业盈利水平的影响保持关注。

■ **财务杠杆水平较高且短期债务占比较大。**截至 2021 年末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 75.50%、66.22%，处于相对较高水平，同期末，公司短期债务占总债务的比重为 64.17%，债务期限结构有待改善。

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。

评级历史关键信息

山西焦煤集团有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2022/01/06 2021/09/07	高哲理、王昭、李迪、李博伦 李迪、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN006 (AAA)	2021/10/20 2021/06/28	高哲理、王昭、李迪、李博伦 李迪、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN004 (AAA)	2021/08/24 2021/06/28	李迪、李博伦 李迪、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN003 (AAA)	2021/06/17	李迪、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2021/06/01	李迪、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN001 (AAA) 20 晋焦煤 MTN007 (AAA) 20 晋焦煤 MTN006 (AAA) 20 晋焦煤 MTN005B (AAA) 20 晋焦煤 MTN005A (AAA) 20 晋焦煤 MTN004B (AAA) 20 晋焦煤 MTN004A (AAA) 20 晋焦煤 MTN003 (AAA) 20 晋焦煤 MTN002 (AAA) 20 晋焦煤 MTN001 (AAA) 19 晋焦煤 MTN004 (AAA) 19 晋焦煤 MTN003A (AAA) 19 晋焦煤 MTN003B (AAA) 19 晋焦煤 MTN002 (AAA) 18 晋焦煤 MTN005 (AAA)	2021/06/28	李迪、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2021/04/15	李迪、刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN007 (AAA)	2020/08/28	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN006 (AAA)	2020/07/31	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN005B (AAA)	2020/06/15	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN005A (AAA)	2020/06/15	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN004B (AAA)	2020/07/06	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN004A (AAA)	2020/07/06	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN003 (AAA)	2020/05/08	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2020/03/27	刘旷、李博伦	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2020/03/06	刘旷、杨笑天	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN004 (AAA)	2019/10/25	刘翌晨、刘旷、杨笑天	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN003A (AAA)	2019/07/31	刘翌晨、刘旷、杨笑天	中诚信国际煤炭行业评级方法 C020100_2017_03	阅读全文

AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN003B (AAA)	2019/07/31	刘翌晨、刘旷、杨笑天	中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03	阅读全文
AAA/稳定	19 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2019/04/19	刘翌晨、刘旷、杨笑天	中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03	阅读全文
AAA/稳定	18 晋焦煤 MTN005 (AAA)	2018/08/23	曾格凯茜、王一城	中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03	阅读全文

同行业比较

2021 年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2021 年原煤产量 (亿吨)	2021 年末资产总额 (亿元)	2021 年末资产负债率 (%)	2021 年营业总收入 (亿元)	2021 年净利润 (亿元)
陕煤集团	2.10	6,616.42	67.89	3,953.99	271.63
晋能煤业	1.87	4,103.19	77.86	2,227.73	10.67
焦煤集团	1.56	4,541.98	75.50	2,153.12	46.44

注：“陕煤集团”为“陕西煤业化工集团有限责任公司”简称；“晋能煤业”为“晋能控股煤业集团有限公司”简称。

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 晋焦煤 MTN005	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2018/08/29~2023/08/29	--
19 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2019/07/15~2022/07/15 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
19 晋焦煤 MTN003A	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/08/22~2022/08/22	交叉违约条款
19 晋焦煤 MTN003B	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/08/22~2024/08/22	交叉违约条款
19 晋焦煤 MTN004	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2019/11/07~2022/11/07	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/03/20~2023/03/20 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/04/16~2023/04/16 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/05/26~2023/05/26 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN004A	AAA	AAA	2021/06/28	6.00	6.00	2020/07/15~2023/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN004B	AAA	AAA	2021/06/28	4.00	4.00	2020/07/15~2025/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005A	AAA	AAA	2021/06/28	13.00	13.00	2020/06/22~2023/06/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005B	AAA	AAA	2021/06/28	7.00	7.00	2020/06/22~2025/6/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN006	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/08/12~2023/08/12 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
20 晋焦煤 MTN007	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/09/09~2023/09/09 (3+N)	赎回条款、票面利率选择权、交叉违约条款等
21 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	15.00	2021/04/23~2024/04/23	交叉违约条款
21 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2021/06/01	20.00	20.00	2021/6/15~2024/06/15	交叉违约条款
21 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2021/06/17	20.00	20.00	2021/6/24~2024/06/24	交叉违约条款
21 晋焦煤	AAA	AAA	2021/08/24	20.00	20.00	2021/8/31~2024/8/31	赎回条款、票面利率选择

MTN004						(3+N)	权、交叉违约条款等
21 晋焦煤 MTN006	AAA	AAA	2021/10/20	30.00	30.00	2021/10/28~2024/10/28 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权、交叉违约条款等
22 晋焦煤 MTN001	AAA	AAA	2022/01/06	30.00	30.00	2022/01/14~2025/01/14	交叉违约条款
19 焦煤 01	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/08/12~2022/08/12	--
19 焦煤 02	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2019/08/12~2024/08/12	--
20 焦煤 01	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/06~2023/03/06	--
20 焦煤 02	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/06~2025/03/06	--
20 焦煤 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/09/02~2023/09/02 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
20 焦煤 Y3	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/09/18~2023/09/18 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
20 焦煤 Y4	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	15.00	2020/10/21~2022/10/21 (2+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
21 焦煤 01	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2021/03/31~2024/03/31	--
21 焦煤 Y1	AAA	AAA	2021/08/16	10.00	10.00	2021/8/25~2024/8/25(3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
21 焦煤 Y2	AAA	AAA	2021/09/07	20.00	20.00	2021/9/17~2024/9/17(3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
22 焦煤 Y1	AAA	AAA	2022/02/21	30.00	30.00	2022/3/1~2025/3/1 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
22 焦煤 Y2	AAA	AAA	2022/03/10	30.00	30.00	2022/3/18~2025/3/18 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等
22 焦煤 Y3	AAA	AAA	2022/03/22	40.00	40.00	2022/4/1~2025/4/1 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权条款等

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

截至 2021 年末，“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”已全部使用完毕，与募集说明书约定的募集资金用途一致。截至 2022 年 5 月末，“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”和“22 焦煤 Y3”募集资金已按承诺投向分别使用 10 亿元、15 亿元和 15 亿元，尚未使用余额分别为 20 亿元、15 亿元和 25 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，

但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，

以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

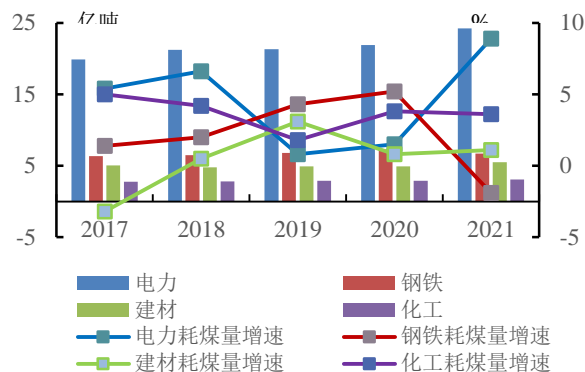
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年随着宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量呈增长态势；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

煤炭是我国最主要的能源，2021年全国煤炭消费量占能源消费总量的56.0%，比上年下降0.9个百分点，煤炭需求主要集中在电力、钢材、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过90%。2021年，我国煤炭消耗量为42.7亿吨，同比增长5.0%。

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。2021年因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，同时面对疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张等复杂考验，叠加海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素，当期我国全社会用电量同比大幅增长，根据中国电力企业联合会数据，2021年，全社会用电量同比增长10.3%。根据煤炭市场网显示数据，2021年我国火电发电量增速同比大幅上升7.2个百分点达到8.4%，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长8.9%，增速同比上升7.4个百分点。

2021年，在国家能耗双控、京津冀地区错峰限产、行业严格限制新增产能及下半年普遍限产的背景下，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.69亿吨、10.33亿吨和13.37亿吨，其中钢材产量同比基本持平，生铁和粗钢产量均同比下降，亦是近6年来首次实现粗钢产量的压降。钢铁行业用煤需求同比下降1.9%，近6年来首次出现负增长。

得益于有效的疫情防控和经济修复政策的出台，2021年以来建筑业总产值保持一定韧性，建筑业总产值和订单储备均实现一定幅度增长。具体来看，在房地产调控政策下，房地产开发投资面临较大的增长压力，而在经济稳增长目标下，积极的财政政策以及适度超前开展基础设施投资对基建投

资起到一定拉动作用，新型城镇化建设带来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及医疗等基础设施补短板在一定程度上弥补房地产政策对房建业务的影响。全年建筑业固定资产投资同比增长 1.6%，建材行业用煤需求同比增长 1.1%，增速同比增长 0.3 个百分点。

2021 年随着全球范围疫情控制及恢复生产，对化工品需求增加，主要化工品价格和产量同比增长，其中，全年化肥产量同比增长 0.80%，当期化工行业煤炭消费量同比增长 3.6%，增速同比下降 0.2 个百分点。

根据中共中央、国务院先后印发的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称“双碳意见”）和《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）（以下简称“行动方案”），我国非化石能源占消费的比重到 2025 年、2030 年和 2060 年要分别达到 20%、25% 和 80% 左右。能源结构调整步伐加快，使得煤炭需求增长空间受到压制。

整体看，2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛、2020 年低基数等多重因素影响下，我国煤炭消费保持较快增长态势。但长期来看，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，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

随着去产能目标超额完成以及能源结构调整步伐加快，煤炭产能总量增长空间有限，但煤炭资源开发布局将更加优化

2016 年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。截至 2020 年末，全国累计退出煤矿 5,500 处左右、退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上，已超额完成《国务院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）提出的化解过剩产能目标。在

双碳意见和行动方案的政策指导下，煤炭产量的增长空间有限。根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4,000 处以内，大型煤矿产量占 85% 以上，大型煤炭基地产量占 97% 以上。

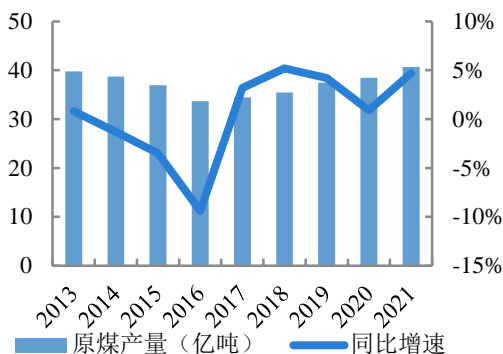
表 1：“十四五”期间 14 个大型煤炭生产基地建设要求（亿吨）

	要求	年产量
内蒙古东部（东北）	稳定规模、安全生产，区域保障	5.0
云贵		2.5
冀中	控制规模，提升水平，基本保障	0.6
鲁西		1.2
河南		1.2
两淮		1.3
晋北	控制节奏，高产高效，兜底保障。控制煤炭总产能，建设一批大型智能化煤矿，提高基地长期稳定供应能力	9
晋中		
晋东		
神东		
陕北		
黄陇	6.4	
新疆	科学规划，把握节奏，应急保障	3
宁东	稳定规模，就地转化，区内平衡	0.8

资料来源：《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，中诚信国际整理

原煤产量方面，2021 年以来，受安检及环保力度加大、超产严查等影响，煤炭供给增量相对平稳，下半年以来随着保供增产政策对产量有所拉动，但因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，煤炭供需整体呈“紧平衡”状态，上述因素带动全年煤炭产量同比增加 4.70%，达 40.71 亿吨。

图 2：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

煤炭运输方面，我国煤炭生产与消费呈逆向分布，从而形成北煤南运、西煤东运的格局。“西煤东运+海铁联运”是我国当前主要的煤炭运输方式，煤炭一次下水量经由大秦线和朔黄线集中在以北方秦皇岛、唐山、天津、黄骅为主的环渤海港口。2021 年，环渤海港口发运煤炭约 7.43 亿吨，同比增加约 5,000 万吨。“北煤南运”通道除浩吉铁路为专用通道外，其他大多为路网干线，同时承担大量普速客运以及其他大宗物资运输任务。浩吉铁路设计年输送能力为 2 亿吨，并于 2019 年 9 月全线通车投入运营，全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，但受铁路专用线、储配基地和物流园区等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力并未完全释放，2021 年浩吉铁路完成煤炭运量首次超过 5,000 万吨。主干网煤炭运力受到限制的重要原因之一是集疏运系统建设相对有所滞后。根据交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设。到 2025 年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量 150 万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距 500 公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到 80% 左右。

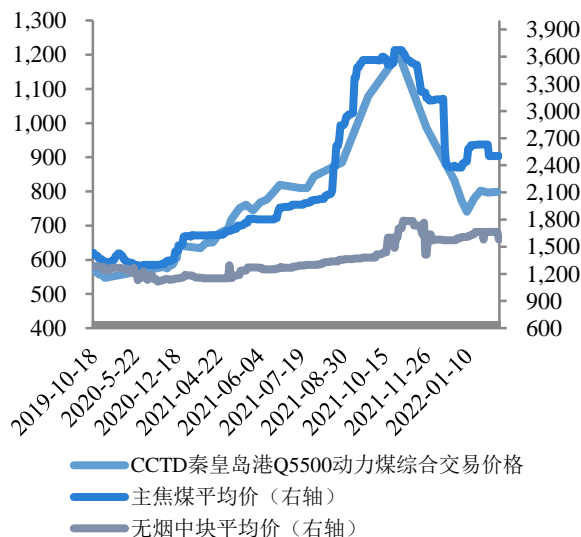
中诚信国际认为，通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去

产能成果显著，受碳达峰、碳中和政策影响，未来煤炭产量增速将明显放缓，煤炭行业将着力优化布局，转型升级，提升发展质量，另外，突破煤炭运输瓶颈，亦是释放优质产能，保障供应的关键。

2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平。

近年来，受新冠疫情、产能控制、市场需求激增、政策调控等因素影响，煤炭价格呈现大幅波动态势。

图 3：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初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，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，2020 年 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但 2020 年下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。2021 年煤价上涨的趋势得到延续，动力煤、焦煤及无烟煤价格均大幅上涨，2021 年 10 月末，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格已达到近年来峰值，为 1,202 元/吨，较上年末增长 87.23%；同期末，全

国无烟中块均价达到 1,702 元/吨，较年初增长 47.87%。值得注意的是，受全国煤矿安全事故频发、水灾、疫情蔓延的影响，焦煤供给严重萎缩，下游行业陷入价格恐慌，焦煤价格高抬。截至 2021 年 10 月末，全国主焦煤均价 3,674 元/吨，较年初增长 142.67%，增幅显著。针对上述情况，国家相关部门、行业协会及煤炭主产地及时大力推进稳价保供，且国家相关部门发文保障后期煤炭等能源物资运输工作，全国煤炭产量取得了较为显著的增长；11 月份以来，全国煤炭日均产量已达到了 1,153 万吨，较 10 月初增加超过 80 万吨，最高日产量达到 1,193 万吨，创近年来新高，电厂和港口煤炭库存快速提升，为煤炭现货价格下行提供了有力支撑。受供需格局逐步平衡以及煤炭价格调控政策双重因素的影响下，煤炭价格迅速回落，截至 2021 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格回落至 773 元/吨，主焦煤和无烟中块均价回落至 2,375 元/吨和 1,607 元/吨。随着天气回暖，晋陕蒙煤炭主产地生产供应将趋于稳定，同时春节期间煤矿进行了安全生产隐患排查整改和检修，安全生产能力有所增强，优质煤炭产能将进一步释放，煤炭供应水平将继续提升，煤炭价格将不会出现大幅波动情况。2022 年 2 月，国家发改委发布《国家发改委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”）指出，要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。《通知》还认为，从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并给出了晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

中诚信国际认为，新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。随着国家煤炭调控力度加大，煤炭供应的持续增加，短期

内用煤需求得到有效缓解，但煤炭价格或将继续维持高位。长期来看，随着达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源出力的增加，未来煤炭供应及价格有望回归合理水平。

2021 年以来公司产权结构及公司治理均未发生变化

跟踪期内，公司产权结构及治理均未发生变化；截至 2021 年末，山西省国有资本运营有限公司仍持有公司 90% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人仍为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司治理方面，公司按照有关法律、法规建立了健全、完善的公司治理结构，包括董事会、监事会和经理层等。

公司作为全国最大的焦煤生产商，拥有丰富的焦煤资源，规模优势非常显著；跟踪期内，公司炼焦精煤产量进一步增长

公司目前主要开采的西山、霍西、河东、沁水、宁武等煤田地处山西省晋中地区，是我国最大的优质炼焦煤生产基地。公司煤炭品种包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等，产品具有硫份低、粘结性强、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、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 2021 年末，公司原煤核定产能达到 1.40 亿吨/年，焦煤生产能力位居全国第一。此外，根据山西省政府部署，公司与晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股”）分三批签订了《国有产权无偿划转协议》、《管理权移交协议》，将晋能控股的焦煤煤矿资产重组至公司，将公司非焦煤煤矿资产重组至晋能控股。公司于 2021 年 1~4 月顺利接管晋能控股划转移交的 59 座矿井和员工，涉及总产能 5,340 万吨/年，其中生产产能 1,830 万吨/年。在相关的股权划转及工商变更登记完成后，公司煤炭产能将进一步增长。中诚信国际将对公司后续矿井资产、相关人员及债务的划转情况保持关注。

表 2：近年来公司下属企业原煤生产情况（万吨/年、万吨）

下属子公司	2021 年末核定产能	原煤产量		
		2019	2020	2021
西山煤电（集团）有限责任公司	4,055	4,432	4,675	5,300
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	2,970	2,650	2,781	2,509
霍州煤电集团有限责任公司	2,730	2,370	2,607	2,586
华晋焦煤有限责任公司	1,110	859	873	881
山西焦煤集团投资有限公司	210	170	177	195
山西煤炭进出口集团有限公司	2,940	--	4,479	4,094
合计	14,015	10,481	15,592	15,564

注：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，中诚信国际整理

原煤生产方面，2021 年以来，公司原煤产量同比变化不大。炼焦精煤方面，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 2021 年末，公司拥有洗煤厂 45 座，年入洗能力 1.46 亿吨。2021 年，公司原煤入洗率保持在很高水平，炼焦精煤产量同比小幅增长。

表 3：近年来公司煤炭洗选情况（万吨、%）

	2019	2020	2021
入洗量	9,250	12,795	13,447
入洗率	88.25	82.06	86.40
洗出率	49.40	53.43	52.47
炼焦精煤产量	4,570	6,836	7,055

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

吨煤成本方面，2021 年以来，受职工薪酬及地方规费和采矿权价款摊销等费用的增长，当期吨煤成本同比有所增长。

表 4：近年来公司吨煤生产成本情况（元/吨）

	2019	2020	2021
1.材料	30.40	22.4	25.52
2.职工薪酬	131.48	100.52	117.71
3.电力	14.72	11.34	10.96
4.折旧费	19.11	16.23	18.75
5.安全费	24.71	22.33	21.87
6.维简及井巷费	8.50	8.50	8.5
7.其他支出	142.05	125.10	170.38
合计	370.97	306.42	348.17

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，中诚信国际整理

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。2021 年，公司未发生造成人员伤亡的安全事故，当期百万吨死亡率为 0。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 5：近年来公司煤炭安全生产管理情况

	2019	2020	2021
原煤百万吨死亡率	0.010	0	0
全国原煤百万吨死亡率	0.083	0.058	0.044
安全生产投入（亿元）	19.05	18.92	19.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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量小幅下降，但受益于售价持续高位运行，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。近年来，公司煤炭产销率保持在很高水平，2021 年煤炭销量同比小幅下降。

销售价格方面，2021 年以来，受益于下游需求增长，公司煤炭销售价格持续高位运行，当期销售均价大幅上升。

表 6：近年来公司各煤种销售情况（万吨、元/吨）

	2019	2020	2021
原选煤	1,107	2,229	2,203
精煤	4,215	6,639	6,663
洗混煤	1,518	1,906	1,686
其他副产品	217	247	414

总销量	7,056	11,022	10,966
煤炭平均销售价格	741.29	549.81	860.74

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，中诚信国际整理

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；2021 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 7：2021 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
首钢集团有限公司	7.42
河钢集团有限公司	5.72
山西太钢不锈钢股份有限公司	2.47
马鞍山钢铁股份有限公司	2.04
福建力聚物流有限公司	2.03
合计	19.67

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

公司焦化业务运营主体分别为西山煤电（集团）有限责任公司（以下简称“西山煤电集团”）、山西焦化集团有限公司（以下简称“山西焦化集团”）和山西省焦炭集团有限责任公司（以下简称“山焦集团”）。2021 年，山焦集团¹关闭退出焦炭产能 180 万吨/年产能，截至 2021 年末公司焦炭产能降至 940 万吨/年。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。

受产能退出关闭影响，2021 年公司焦炭产量同

比有所下降。受行业景气度上升等因素影响，2021 年以来，焦炭产品价格维持高位波动，当期销售均价明显上升。

表 8：近年来公司焦炭生产情况（万吨/年、万吨）

运营主体	2021 年		焦炭产量	
	未产能	2019	2020	2021
西山煤电集团	580	532	507	483
山西焦化集团	360	293	334	346
山焦集团	0	177	174	0
合计	940	1,001	1,014	829

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，中诚信国际整理

表 9：近年来公司焦炭销售情况（万吨、元/吨）

	2019	2020	2021
销量	1,010.42	1,010.80	826.79
销售均价	1,698.93	1,609.53	2,476.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司焦炭产品主要由销售总公司统一销售，主要销往山西、山东、河北、河南、北京、天津以及华东等地区。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 10：2021 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	37.43
金桃园煤焦化集团有限公司	9.37
山西太钢不锈钢股份有限公司	5.12
首钢股份公司迁安钢铁公司	3.04
扬州恒润海洋重工有限公司	2.82
合计	57.78

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 2021 年末，公司总装机容量为 499.1 万千瓦，其中 2018 年 9 月古交电厂三期 2×66 万千瓦低热值煤热电项目完工并投产，带动公司装机容量大幅提升。2021 年，公司发电量同比波动不大。西山煤电集团为公司电力业务主要运营主体，2021 年其发电量为 214.16 亿千瓦时，占公司总发电量的

¹ 山西焦炭集团受产能压减影响，两个焦化厂关停，导致公司焦炭产量大幅缩减。

93.62%。

表 11：近年来公司电力业务经营情况

	2019	2020	2021
装机容量（万千瓦）	492.68	499.30	499.10
发电量（亿千瓦时）	219.49	229.92	228.76
售电量（亿千瓦时）	188.83	197.51	193.14
平均售电价格（元/千瓦时）	0.2930	0.2758	0.2737
单位售电煤耗（克/千瓦时）	313	310	304

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司电厂运行所用燃煤约 86% 由公司内部供应，可以保证供应的充足和稳定。此外，2021 年以来，公司单位售电煤耗呈继续下降态势，能源利用效率及成本管控均有所提高。

电价方面，2019 年以来，公司电力消纳逐步实现全面的市场化销售，2020 年公司售电价格同比小幅下降，但受益于煤炭采购价格和供电煤耗的下降，公司电力业务盈利能力有所增强；但 2021 年以来，煤炭价格的大幅上升使得公司电力板块盈利显著下降，公司电力业务整体仍存在一定的经营压力。

跟踪期内，公司贸易业务收入有所下降，且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。

2021 年，公司贸易业务规模有所下降，其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 12：近年来公司主要贸易产品情况（亿元）

	2019	2020	2021
煤炭	427.60	678.08	629.06

钢材	100.89	80.96	46.66
其他	374.40	311.37	143.31
总计	902.89	1,070.40	819.03

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，中诚信国际整理

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。

表 13：公司贸易业务主要供应商及下游客户情况（亿元）

2021 年贸易业务前五大供应商		采购额
陕西延长石油物资集团有限责任公司		52.85
四川省商业物资有限责任公司南通分公司		52.25
陕西有色集团贸易有限公司		21.41
中煤销售太原有限公司		19.80
山西省投资集团(天津)国际贸易有限公司		19.51
合计		165.82
2021 年贸易业务下游前五大客户		销售额
淮北矿业集团大榭能源化工有限公司		55.50
新矿国际贸易有限公司		55.11
宁波郑宜兰能源有限公司		27.78
芜湖海螺贸易有限公司		26.10
河北省国和投资集团有限公司		25.68
合计		190.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司重点在建及拟建项目主要集中于煤炭、煤化工及光伏板块，每年仍保持一定规模投资支出

在建项目方面，截至 2021 年末，公司重点在建工程可研投资总额为 170.32 亿元，其中已累计完成投资 76.43 亿元，未来仍有一定的投资支出压力。

表 14: 截至 2021 年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
正新煤业和善、贾郭基建工程项目	360 万吨	32.63	34.83	和善 100% 贾郭 40%	2021 年
甲醇制烯烃项目	聚乙烯 30 万吨、聚丙烯 40 万吨	102.26	23.15	22.64%	2022 年
正晖煤业矿井兼并重组整合项目	90 万吨	35.43	18.45	50.61%	待定
合计	-	170.32	76.43	-	-

注：贾郭项目目前处于续建阶段，故项目累计投资大于可研投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

新能源板块方面，2020 年 8 月，公司子公司山煤国际发布公告，称其拟与湖州珺华思越股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波齐贤企业管理咨询有限公司共同出资设立合资公司山煤国际光电科技（山西）有限公司（以下简称“山煤光电”）作为实施主体开展 10GW 高效异质结（HJT）太阳能电池产业化一期 3GW 项目，合资公司注册资本 100,000 万元，其中山煤国际出资 88,500 万元，出资比例 88.5%，预计一期项目投资金额约 318,878 万元，项目建设资金优先通过合资公司自有或自筹资金解决，截至 2021 年末，山煤光电一期项目建设用地已成功摘牌，并完成了项目单位建设环评工作，以及一号车间及动力、仓储等配套设施的桩基处理等阶段性工作，但项目主体暂未进行大规模投入，中诚信国际将对该项目的建设进展保持关注。

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，每年仍保持一定规模的投资支出。

财务分析

以下财务分析基于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

2019~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 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”。

公司经营业务利润保持在很高水平，且公司参股资产优质，投资收益亦对盈利形成较好贡献，2021 年以来受益于煤炭价格的高位运行，公司盈利能力显著增强

2021 年受益于需求的回暖，煤炭及焦化业务收入同比大幅增长，贸易业务及建筑建材业务收入同比有所下降，上述因素带动公司营业总收入同比小幅增加。毛利率方面，2021 年受益于煤炭价格的持续高位运行，公司煤炭业务毛利率同比增加 15.28 个百分点；受煤炭采购价格大幅上升影响，公司电力业务呈现一定亏损；同时，随着公司进一步退出盈利能力弱、经营风险较高的贸易业务，该板块毛利率进一步上升。此外，由于原材料采购价格上涨，2021 年公司焦化板块毛利率同比有所下降。整体看，受煤炭业务毛利率上升影响，2021 年公司营业毛利率同比小幅增加。2022 年一季度，公司煤炭及焦炭产品销售价格持续高位运行，当期实现营业收入 654.09 亿元，营业毛利率为 25.73%。

表 15: 近年来公司分板块收入及毛利率情况 (亿元、%)

收入	2019	2020	2021
煤炭	523.07	605.99	943.90
电力	71.46	74.70	62.17
焦化	206.98	189.29	244.92
贸易服务	902.89	1,070.40	819.03
建筑建材	24.28	54.07	16.93
其他	79.87	106.86	66.17

营业总收入	1,808.55	2,101.31	2,153.12
毛利率	2019	2020	2021
煤炭	49.96	44.27	59.55
焦化	7.97	9.29	4.28
电力	1.53	6.07	-27.09
贸易服务	1.78	2.28	4.17
建筑建材	5.73	2.89	-7.63
营业毛利率	17.73	16.86	27.45

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，受会计准则变化影响，2021 年公司销售费用同比下降；受财务费用增加影响，当期期间费用有所增加，带动期间费用率同比小幅增长 0.94 个百分点。

盈利方面，2021 年，受益于煤炭行情的回暖，公司经营性业务利润同比大幅增长，整体仍保持了很强的盈利能力。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”），近年来中煤华晋保持很强的盈利能力²，公司投资收益呈增长态势，对利润形成有力补充。非经常性损失方面，2021 年，公司坏账损失同比大幅增加，主要为山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）贸易业务产生历史坏账；同期，公司营业外损益³同比有所下降。受上述因素综合影响，2021 年公司利润总额同比大幅增加，盈利能力显著增强。

2021 年，公司盈利能力大幅增强，EBIT 和 EBITDA 均持续增长，EBIT 利润率、EBITDA 利润率及总资产收益率等相关盈利指标整体亦呈增长态势。

表 16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	54.02	38.24	28.69	6.75
管理费用	114.55	137.05	160.87	34.43
财务费用	47.55	75.11	87.32	19.25
期间费用合计	216.12	250.41	276.88	60.42
期间费用率（%）	11.95	11.92	12.86	9.24
经营性业务利润	56.72	53.52	228.84	85.84
资产减值损失合计	5.66	14.14	-150.51	-31.44

² 公司子公司山西焦化持有中煤华晋 49% 股权。2019~2021 年，中煤华晋分别实现净利润 37.90 亿元、39.95 亿元、52.64 亿元。

³ 公司营业外支出主要由非流动资产毁损报废利得、滞纳金及拆迁费等构成。2021 年，营业外支出较大，营业外损失同比有所增加。

投资收益	16.73	22.42	31.00	8.21
营业外损益	-11.60	-5.27	-12.59	-9.24
利润总额	56.57	58.28	102.24	50.39
所得税费用	22.06	30.10	102.24	50.39
净利润	34.50	28.18	46.44	27.50
EBIT	102.29	131.43	177.22	--
EBITDA	201.85	243.08	301.99	--
EBITDA 利润率	11.16	11.57	14.03	--
EBIT 利润率	5.66	6.25	8.23	--
总资产收益率	3.02	3.02	3.95	--

注：管理费用包含研发费用；由于缺乏相关数据，2022 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

公司资产规模小幅增加，债务规模及财务杠杆均处于相对较高水平；且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。流动资产方面，受其他应收款增加影响，截至 2021 年末，流动资产较上年末小幅增加，同期末，公司其他应收款为 279.32 亿元，主要由资源整合款、职工备用金、往来款等构成，近年来受清收力度影响有所波动，截至 2022 年 3 月末，公司其他应收款规模进一步增长，中诚信国际将对公司相关款项的回收情况保持关注。

表 17：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	347.26	482.82	525.33	623.88
其他应收款	139.36	257.84	279.32	336.74
应收票据	54.34	103.54	22.96	24.08
应收账款	67.00	93.04	59.64	75.81
应收款项融资 ⁴	14.27	26.60	126.38	122.38
存货	190.13	239.51	240.40	233.68
流动资产	898.35	1,278.83	1,511.61	1,653.60
可供出售金融资产	73.38	196.00	48.92	48.88
长期股权投资	95.28	126.23	150.69	151.18
固定资产	915.45	1,157.13	1,213.72	1,186.89
在建工程	507.30	593.08	524.81	529.30
无形资产	778.44	909.78	866.91	855.31
非流动资产	2,497.03	3,148.56	3,033.38	3,005.26
资产总额	3,395.39	4,427.39	4,541.98	4,658.86

注：2021 年其他应收款未包含应收利息和应收股利。

⁴ 2019 年起，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。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来公司在项目建设及矿井资产维简投入等方面保持了较大的投资规模，受益于当期经营性业务收入的增长，债务规模小幅下降。债务期限结构方面，2021年以来，随着短期债务的到期偿付和长期债务融资规模的增加，公司债务结构明显优化。但整体来看，公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

资本结构方面，2021年，公司继续发行了一定规模的永续债，期末其他权益工具大幅增加；但由于山煤集团前期亏损规模较大，在其纳入合并范围后对未分配利润产生较大影响。2021年，公司保持了很强的盈利能力，所有者权益规模的增长使得期末财务杠杆水平小幅下降。此外，截至2021年末，公司所有者权益中包含永续债348.82亿元，若将永续债从“其他权益工具”科目调整到“应付债券”，同期末公司资产负债率和总资本化比率分别为83.18%和76.81%。整体看，经调整后的公司财务杠杆水平有所增加，且整体仍处于相对较高水平。

表 18：近年来债务结构及资本实力情况
(亿元、%)

指标	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	1,052.96	1,495.17	1,400.23	--
长期债务	450.81	780.14	781.73	--
短期债务/总债务	70.02	65.71	64.17	--
总债务	1,503.78	2,275.31	2,181.96	--
所有者权益合计	896.29	1,080.61	1,112.82	1,209.45
其中：实收资本	133.97	133.97	133.97	133.97
资本公积	123.57	196.95	187.55	187.55
其他权益工具	109.50	221.58	348.42	408.42
未分配利润	23.98	-39.02	-135.09 ⁵	-127.59
少数股东权益	466.77	519.67	536.57	560.51
资产负债率	73.60	75.59	75.50	74.04
总资本化比率	62.66	67.80	66.22	--
资产负债率*	76.83	80.60	83.18	--
总资本化比率*	67.22	74.40	76.81	--

注：“资产负债率*”、“总资本化比率*”两项指标系将其他权益工具调整至有息债务口径后计算的比率。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

⁵ 2021年公司按照新金融工具准则的要求调整，将金融工具原账面价值和金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入2021年1月1日未分配利润，期初未分配利润调整为-57.27亿元；当期净利润转入-27.52亿元。

跟踪期内，公司债务规模小幅下降，经营活动净现金流、EBIT及EBITDA等相关偿债指标均有所增强

2021年，公司继续保持了很强的获现能力，能较好覆盖投资支出，且随着部分债务本息的到期偿还，当期筹资活动现金流呈净流出态势。2022年一季度，公司仍保持了一定的投资支出，投资活动呈净流出，当期公司加大筹资力度，筹资活动现金流呈净流入态势。

偿债能力方面，2021年公司债务规模小幅下降，且受益于盈利能力的增强，EBITDA和经营活动净现金流对总债务、短期债务及利息支出的覆盖能力均有所上升，相关偿债指标均有所增强。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1-3
货币资金	347.26	482.82	525.33	623.88
EBITDA	201.85	243.08	301.99	--
短期债务	1,052.96	1,495.17	1,400.23	--
经营活动净现金流	171.45	169.71	366.71	67.90
投资活动净现金流	-123.11	-89.12	-220.09	-24.39
筹资活动净现金流	-174.90	-50.29	-47.43	42.77
EBITDA/短期债务	0.19	0.16	0.22	--
经营活动净现金流/短期债务	0.16	0.11	0.26	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.90	1.24	10.11	--
EBITDA利息保障倍数(X)	3.99	2.93	3.35	--
EBIT利息保障倍数(X)	2.02	1.59	1.96	--
总债务/EBITDA(X)	7.45	9.36	7.23	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.39	2.05	4.07	--

注：由于缺乏相关数据，2022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

母公司方面，资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产、对子公司的长期股权投资和其他非流动资产构成⁶，其中2022年3月末货币资金为224.59亿元。债务方面，截至2022年3月末公司母公司短期债务为238.01亿元，总债务为621.11亿元，债务期限结构相对合理。盈利方面，公司本部

⁶ 公司母公司其他流动资产及其他非流动资产大部分为对下属子公司的委托贷款。

主要收入来自煤炭销售业务，近年来收入规模逐年增长；但公司本部经营性业务盈利能力弱，利润主要来自于委托贷款在持有期间取得的投资收益。现金流方面，近年来公司本部经营活动净现金流有所波动，但均处于较低水平，对债务的覆盖能力较弱。截至 2022 年 3 月末，公司本部总资产为 1,473.40 亿元，净资产为 622.99 亿元，资产负债率为 57.72%。2021 年，公司母公司营业收入为 769.63 亿元，净利润为 9.67 亿元，经营活动净现金流为 58.09 亿元。

表 20：近年来母公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率	2.25	2.70	1.40	0.77
经营性业务利润	-9.53	-8.25	-9.49	-3.53
净利润	11.98	12.75	9.67	0.80
总资产	766.54	878.11	1,153.95	1,473.40
总负债	433.08	473.39	629.87	850.41
总债务	335.64	353.64	425.30	621.11
资产负债率	56.50	53.91	54.58	57.72
资本化比率	50.16	46.63	44.80	49.92
经营活动净现金流	23.27	18.76	58.09	3.87
投资活动净现金流	-39.25	52.52	-247.46	-21.87
筹资活动净现金流	-74.26	-9.73	199.21	95.74

资料来源：公司提供，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 2021 年末，公司对外担保余额合计 74.31 亿元，占同期末公司净资产的 6.68%；其中对山西路安煤基清洁能源有限责任公司和华阳新材料科技集团有限公司的担保余额分别为 40 亿元和 17 亿元；上述主要担保对象均为国有企业，经营实力较强。未决诉讼方面，公司未决诉讼主要集中于下属上市公司山煤国际。截至 2021 年末，山煤国际涉案金额超过人民币 5,000 万元及以上的案件合计 8 起，其中山煤国际作为起诉（申请）方的金额为 35,248.20 万元人民币和 24,643.65 万美元，作为应诉（被申请）方的金额为 74,044.22 万元人民币。中诚信国际将持续关注公司诸多诉讼事项可能对其生产经营和利润带来的影响。

银行授信方面，截至 2021 年末，公司共获得各

家银行授信额度合计 2,530.13 亿元，其中未使用额度为 948.74 亿元，公司具有较为充裕的备用流动性。此外，公司下属山西焦煤、山西焦化和山煤国际等子公司均为国内 A 股上市公司，融资渠道畅通。截至 2021 年末，公司所持有的山西焦煤和山西焦化股份均无质押或冻结的情况；同期末，山煤集团所持有的山煤国际 11.89 亿股股权中有 1.40 亿股处于质押状态，质押比例较低。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司及下属子公司共计 281.16 亿元资产处于抵质押状态，占同期末公司总资产的 6.19%；其中，受限货币资金为 176.71 亿元（主要为保证金、存放中央银行款项、3 个月以上存放同业定期存款和存放同业保证金），应收票据及应收账款为 3.92 亿元，固定资产为 90.14 亿元，无形资产为 9.68 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 6 月 1 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公司 2021 年度审计报告，截至 2021 年末公司对中信银行股份有限公司滨海新区分行（以下简称“中信银行滨海分行”）存在 0.99 亿元已逾期未偿还借款，系公司下属山煤国际能源集团天津有限公司（以下简称“天津公司”）在中信银行滨海分行的房产、土地抵押贷款，受 2016 年煤炭行业市场影响，下游客户回款周期较长且贷款到期日期较为集中，在贷款到期前天津公司与中信银行滨海分行沟通拟办理贷款展期手续，在办理展期的过程中，受中钢案件影响将贷款抵押物查封，无法办理解押后的重新登记，致使展期搁置，目前天津公司正与该银行沟通解决。

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

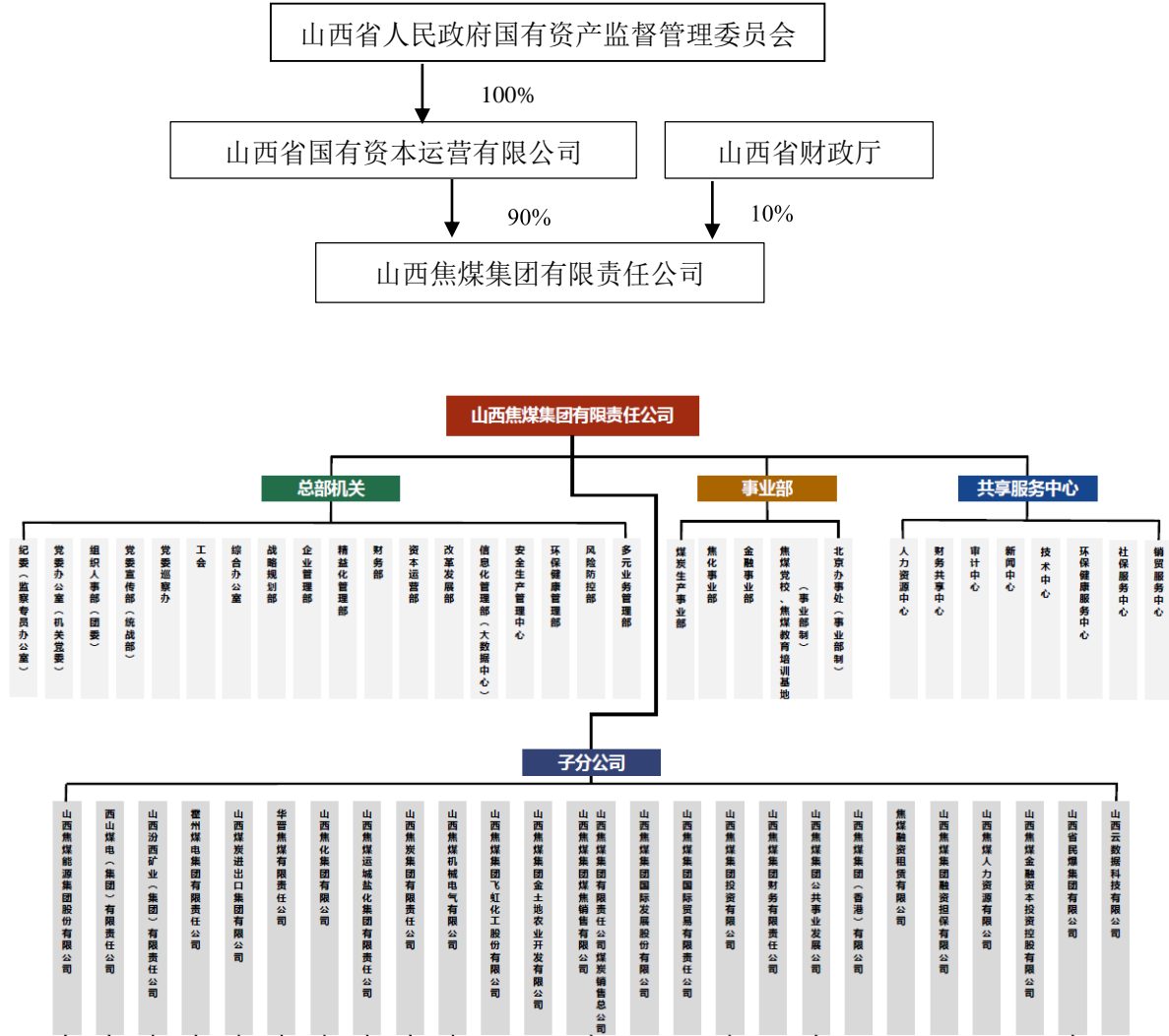
公司实际控制人为山西省国资委，作为山西省省属的大型煤炭企业，公司在税收优惠、财政补贴、

项目审批和资源获取等方面获得多项支持。根据山西省政府部署，公司与晋能控股分三批签订了《国有产权无偿划转协议》、《管理权移交协议》，将晋能控股的焦煤煤矿资产重组至公司，将公司非焦煤煤矿资产重组至晋能控股，公司已于 2021 年 1~4 月顺利接管晋能控股划转移交的 59 座矿井和员工，涉及总产能 5,340 万吨/年，其中生产产能 1,830 万吨/年。此外，2021 年，公司收到计入其他收益的各类政府补助及补贴 3.62 亿元。

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“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN002”、“19 晋焦煤 MTN003A”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“19 晋焦煤 MTN004”、“20 晋焦煤 MTN001”、“20 晋焦煤 MTN002”、“20 晋焦煤 MTN003”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005A”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“20 晋焦煤 MTN006”、“20 晋焦煤 MTN007”、“21 晋焦煤 MTN001”、“21 晋焦煤 MTN002”、“21 晋焦煤 MTN003”、“21 晋焦煤 MTN004”、“21 晋焦煤 MTN006”、“22 晋焦煤 MTN001”、“19 焦煤 01”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 01”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“20 焦煤 Y4”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”和“22 焦煤 Y3”的信用等级为 **AAA**。

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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	3,472,631.70	4,828,157.13	5,253,277.04	6,238,773.44
应收账款净额	812,687.99	1,196,438.31	1,860,232.88	1,981,917.79
其他应收款	1,393,567.57	2,578,399.30	2,793,176.18	3,367,378.01
存货净额	1,901,332.93	2,395,069.93	2,404,006.18	2,336,766.82
长期投资	1,843,393.79	3,284,938.34	2,212,634.15	2,243,403.40
固定资产	9,154,533.20	11,571,267.04	12,137,153.40	11,868,905.68
在建工程	5,072,984.44	5,930,817.77	5,248,128.59	5,293,025.36
无形资产	7,784,438.76	9,097,799.93	8,669,075.22	8,553,128.80
总资产	33,953,873.07	44,273,941.60	45,419,840.05	46,588,590.59
其他应付款	1,869,291.96	1,881,263.87	2,089,663.71	-903,069.18
短期债务	10,529,630.68	14,951,700.76	14,002,264.51	--
长期债务	4,508,131.59	7,801,444.76	7,817,295.21	--
总债务	15,037,762.27	22,753,145.52	21,819,559.72	--
净债务	11,565,130.57	17,924,988.39	16,566,282.69	--
总负债	24,990,958.60	33,467,837.63	34,291,661.34	34,494,106.67
费用化利息支出	457,264.24	731,526.71	749,861.57	--
资本化利息支出	48,794.59	97,572.15	152,053.62	--
所有者权益合计	8,962,914.47	10,806,103.97	11,128,178.71	12,094,483.92
营业总收入	18,085,544.84	21,013,129.68	21,531,204.72	6,540,909.11
经营性业务利润	567,195.74	535,154.38	2,288,428.63	858,409.27
投资收益	167,276.96	224,154.79	310,001.86	82,072.80
净利润	345,044.19	281,780.55	464,426.52	274,992.42
EBIT	1,022,936.65	1,314,336.86	1,772,248.74	--
EBITDA	2,018,460.36	2,430,816.31	3,019,884.17	--
经营活动产生现金净流量	1,714,500.83	1,697,074.32	3,667,134.26	678,970.22
投资活动产生现金净流量	-1,231,100.05	-891,180.30	-2,200,859.40	-243,883.49
筹资活动产生现金净流量	-1,748,986.42	-502,904.65	-474,341.62	427,670.04
资本支出	1,164,826.25	1,142,712.45	959,817.45	217,954.93
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	17.73	16.86	27.45	25.73
期间费用率(%)	11.95	11.92	12.86	9.24
EBITDA 利润率(%)	11.16	11.57	14.03	--
总资产收益率(%)	3.02	3.02	3.95	--
净资产收益率(%)	3.89	2.61	4.23	--
流动比率(X)	0.50	0.57	0.63	0.70
速动比率(X)	0.40	0.46	0.53	0.60
存货周转率(X)	7.90	6.77	6.50	8.19*
应收账款周转率(X)	17.49	18.33	14.06	13.60*
资产负债率(%)	73.60	75.59	75.50	74.04
总资本化比率(%)	62.66	67.80	66.22	--
短期债务/总债务(%)	70.02	65.71	64.17	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.07	0.17	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.11	0.26	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.39	2.05	4.07	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.90	1.24	10.11	--
总债务/EBITDA(X)	7.45	9.36	7.23	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.16	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.99	2.93	3.35	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.02	1.59	1.96	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2022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，2022年1~3月部分指标无法计算；为准确计算有息债务，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；加*数据经过年化处理。

附三：山西焦煤集团有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,056,751.96	1,342,194.85	1,440,603.62	2,245,914.54
应收账款净额	194,144.21	235,719.51	432,732.65	456,316.57
其他应收款	184,890.42	442,874.76	1,841,118.85	5,308,222.25
存货净额	6.18	10.87	139.89	531.49
长期投资	2,657,546.87	3,210,607.58	4,931,844.03	4,862,844.03
固定资产	5,188.28	5,417.60	6,214.70	5,975.41
在建工程	1,530.43	1,828.15	1,003.05	963.05
无形资产	3,196.99	2,884.71	3,886.36	3,710.65
总资产	7,665,442.87	8,781,110.11	11,539,500.23	14,733,985.94
其他应付款	417,707.47	448,176.97	754,660.93	875,889.27
短期债务	1,663,390.00	2,108,140.00	2,174,495.57	2,380,059.86
长期债务	1,693,010.00	1,428,306.64	2,078,500.00	3,831,090.00
总债务	3,356,400.00	3,536,446.64	4,252,995.57	6,211,149.86
净债务	2,299,648.04	2,194,251.80	2,812,391.95	3,965,235.32
总负债	4,330,826.96	4,733,922.37	6,298,653.44	8,504,113.78
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	3,334,615.90	4,047,187.74	5,240,846.79	6,229,872.16
营业总收入	4,849,585.64	4,474,584.40	7,696,276.63	2,247,440.76
经营性业务利润	-95,259.67	-82,528.67	-94,893.51	-35,251.04
投资收益	230,522.42	220,662.18	224,255.66	45,407.97
净利润	119,812.54	127,548.43	96,719.85	7,956.79
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	232,733.96	187,558.23	580,866.67	38,715.04
投资活动产生现金净流量	-392,459.47	525,203.99	-2,474,550.33	-218,664.70
筹资活动产生现金净流量	-742,589.76	-97,250.72	1,992,092.43	957,420.57
资本支出	1,195.33	1,029.07	1,277.47	79.56
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	2.25	2.70	1.40	0.77
期间费用率(%)	4.17	4.39	2.55	2.27
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.72	3.46	2.08	0.55
流动比率(X)	1.37	1.08	1.59	2.15
速动比率(X)	1.37	1.08	1.59	2.15
存货周转率(X)	751,058.83	510,716.17	100,672.34	26,572.44*
应收账款周转率(X)	22.03	20.82	23.03	20.22*
资产负债率(%)	56.50	53.91	54.58	57.72
总资本化比率(%)	50.16	46.63	44.80	49.92
短期债务/总债务(%)	49.56	59.61	51.13	38.32
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.05	0.14	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.09	0.27	0.07*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.74	-6.74	3.46	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2022 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，部分指标无法计算；为准确计算有息债务，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；加*数据经过年化处理。

附四：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”。

附五：信用等级的符号及定义

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。