



山西焦煤集团有限责任公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1432 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果 山西焦煤集团有限责任公司 **AAA/稳定**

本次跟踪债项及评级结果

“18 晋焦煤 MTN005”、“19 晋焦煤 MTN003B”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“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”、“22 晋焦煤 MTN002”、“22 晋焦煤 MTN003”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”、“20 山煤 MTN003”

AAA

22 晋焦煤 CP001(科创票据) **A-1**

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”或“公司”）竞争实力强、盈利及获现能力强、融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到煤炭价格波动、公司财务杠杆水平较高且短期债务占比较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：煤炭价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；杠杆水平持续攀升，偿债指标明显弱化，流动性压力大幅提升等。

- 正 面**
- 跟踪期内公司新并入多个矿井，产能大幅提升，整体炼焦煤生产能力居全国前列，竞争实力强
 - 盈利及获现能力很强，相关偿债指标处于较好水平
 - 下属多家子公司为A股上市公司，融资渠道畅通
- 关 注**
- 煤炭价格波动对公司盈利稳定性的影响
 - 公司财务杠杆水平较高，且短期债务占比较大

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：李 克 kli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

焦煤集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	4,282.00	5,437.76	5,186.24	5,298.88
所有者权益合计（亿元）	989.68	1,327.31	1,360.00	1,404.83
负债合计（亿元）	3,292.32	4,110.45	3,826.23	3,894.04
总债务（亿元）	2,507.84	2,634.49	2,462.57	--
营业总收入（亿元）	2,079.84	2,287.44	2,802.51	732.87
净利润（亿元）	28.62	62.89	170.32	58.44
EBIT（亿元）	135.77	222.38	420.68	--
EBITDA（亿元）	247.41	347.14	577.31	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	173.32	391.02	493.12	51.76
营业毛利率（%）	16.88	29.73	33.20	26.09
总资产收益率（%）	3.17	4.58	7.92	14.58*
EBIT 利润率（%）	6.54	9.74	15.04	--
资产负债率（%）	76.89	75.59	73.78	73.49
总资本化比率（%）	76.55	72.91	71.76	--
总债务/EBITDA（X）	10.14	7.59	4.27	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.98	3.85	4.81	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.08	0.13	--

注：1、中诚信国际根据焦煤集团提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2020、2021、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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 CP001(科创票据) (A-1)	2022/09/06	侯一甲、王昭、肖瀚、柯维； 侯一甲、王昭、李克	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2022_05	阅读全文	
		2023/01/31			阅读全文	
AAA/稳定	22 晋焦煤 CP001(科创票据) (A-1)	2021/09/07 2022/07/20	李迪、李博伦 高哲理、王昭	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	22 晋焦煤 MTN003 (AAA)	2022/09/06 2022/11/04	侯一甲、王昭、肖瀚、柯维； 王昭、侯一甲、柯维	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2022_05	阅读全文 阅读全文	
AAA/稳定	22 晋焦煤 MTN002 (AAA)	2022/09/06 2022/09/29	侯一甲、王昭、肖瀚、柯维； 侯一甲、王昭、柯维	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2022_05	阅读全文 阅读全文	
AAA/稳定	20 山煤 MTN003 (AAA)	2022/07/22	高哲理、王昭	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	22 晋焦煤 MTN001 (AAA)、 21 晋焦煤 MTN006 (AAA)、 21 晋焦煤 MTN004 (AAA)、 21 晋焦煤 MTN003 (AAA)、 21 晋焦煤 MTN002 (AAA)、 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 MTN004B (AAA)、 20 晋焦煤 MTN004A (AAA)、 19 晋焦煤 MTN003B (AAA)、 18 晋焦煤 MTN005 (AAA)	2022/06/24	高哲理、王昭、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	22 晋焦煤 MTN001 (AAA)	2021/09/07 2022/01/06	高哲理、王昭、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

评级	债券名称	发行日期	到期日期	评级动作	评级方法	报告全文
AAA/稳定	21 晋焦煤 MTN006 (AAA)	2021/09/07	2021/10/20	李迪、李博伦 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)	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 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	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	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 (2022 年数据)

公司名称	原煤产量 (亿吨)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
焦煤集团	1.82	2,802.51	170.32	5,186.24	73.78
陕煤集团	2.09	5,103.68	441.86	7,227.46	65.49
晋能控股	2.04	2,631.96	55.60	4,948.16	78.46

中诚信国际认为，焦煤集团具有较强的炼焦煤资源优势，虽然原煤产量低于陕煤集团和晋能控股，但得益于较高的产品附加值，公司的盈利能力处于同行业良好水平；公司的资产和收入规模高于晋能控股，但低于陕煤集团；公司负债水平较高，财务杠杆水平低于晋能控股但高于陕煤集团。

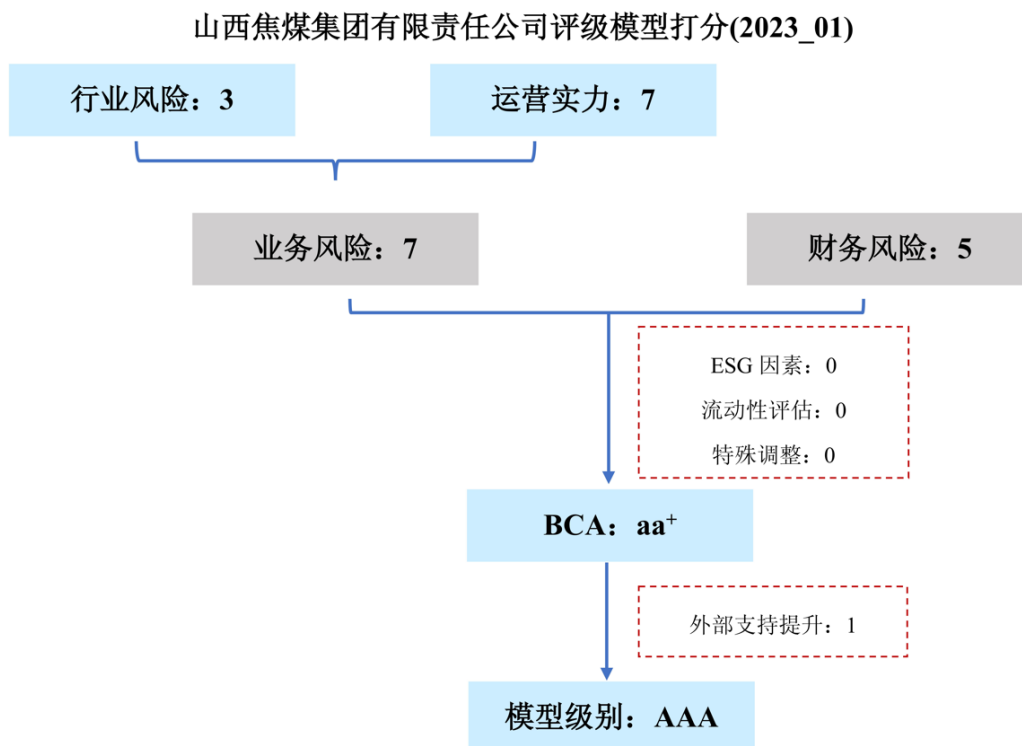
注：“陕煤集团”为“陕西煤业化工集团有限责任公司”简称；“晋能控股”为“晋能控股煤业集团有限公司”简称。

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	2022/06/24	10.00	10.00	2018/08/29~2023/08/29	--
19 晋焦煤 MTN003B	AAA	AAA	2022/06/24	5.00	5.00	2019/08/22~2024/08/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN004A	AAA	AAA	2022/06/24	6.00	6.00	2020/07/15~2023/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN004B	AAA	AAA	2022/06/24	4.00	4.00	2020/07/15~2025/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005B	AAA	AAA	2022/06/24	7.00	7.00	2020/06/22~2025/6/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN006	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	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	AAA	AAA	2022/06/24	15.00	15.00	2021/04/23~2024/04/23	交叉违约条款

MTN001							
21 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/6/15~2024/06/15	交叉违约条款
21 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/6/24~2024/06/24	交叉违约条款
21 晋焦煤 MTN004	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/8/31~2024/8/31 (3+N)	赎回条款、票面利率选择 权、交叉违约条款等
21 晋焦煤 MTN006	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	30.00	30.00	2022/01/14~2025/01/14	交叉违约条款
22 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2022/09/29	20.00	20.00	2022/10/14~2025/10/14	--
22 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2022/11/04	30.00	30.00	2022/11/14~2025/11/14 (3+N)	发行人赎回选择权、利息 递延支付选择权
19 焦煤 02	AAA	AAA	2022/06/24	5.00	5.00	2019/08/12~2024/08/12	--
20 焦煤 02	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/03/06~2025/03/06	--
20 焦煤 Y1	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	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
21 焦煤 01	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/03/31~2024/03/31	--
21 焦煤 Y1	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	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	2022/06/24	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	2022/06/24	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	2022/06/24	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
20 山煤 MTN003	AAA	AAA	2022/07/22	8.00	8.00	2020/10/20~2023/10/20	--
22 晋焦煤 CP001(科创票 据)	A-1	A-1	2023/01/31	10.00	10.00	2022/08/01~2023/08/01	--

评级模型



方法论

中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2022_05

■ 业务风险：

焦煤集团属于煤炭行业，因具有强周期属性，中国煤炭行业风险评估为中等；焦煤集团资源禀赋较强，竞争实力突出，原煤年产量极高，营业总收入规模大，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

焦煤集团财务杠杆水平较高，总资产收益率水平较高，盈利及获现情况较好，偿债能力有所提升，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对焦煤集团个体基础信用等级无影响，焦煤集团具有aa+的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司控股股东为山西省国有资本运营有限公司，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，也是目前国内规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，公司战略地位突出，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。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 2022 年末，“19 焦煤 02”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“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”已全部使用完毕，与募集说明书约定的募集资金用途一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，受“双碳”政策、能耗双控以及随后经济复苏拉动等多种因素影响，全国煤炭消费增速呈现波动变化态势；短期来看，为保障国内经济稳定发展，平抑国际能源价格大幅波动带来的负面影响，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增

长，未来煤炭消费增速或将保持在较低水平。

近年来，受供需变化影响，煤炭价格出现了大幅上涨后快速回落的变化走势，特别是 2021 年以来煤炭价格始终处于相对较高水平，带动行业整体盈利水平提升，财务杠杆亦有所优化。短期内，在增产保供、经济稳增长及交易强监管的大背景下，煤炭产量将逐步释放、需求仍有所支撑、价格或将在相对高位震荡，但需关注国际能源价格波动、政策调整等不确定性因素对行业整体信用水平的影响。

详见《中国煤炭行业展望，2022 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9632?type=1>

中诚信国际认为，公司作为全国最大的焦煤生产商，拥有丰富的焦煤资源，煤种优质；受山西省煤炭专业化重组安排影响，跟踪期内公司新并入多个矿井，原煤产能及产销量均大幅增加，竞争实力强；同时，受益于售价持续高位运行，煤炭业务保持很强的市场竞争力；焦化业务产销量维持稳定，电力业务受煤炭价格持续高位影响仍存在一定经营压力，贸易业务规模有所增加；公司重点在建项目主要集中于煤炭及电力板块，仍保持一定规模投资支出。

公司作为全国最大的焦煤生产商，拥有丰富的焦煤资源，跟踪期内受矿井划入影响，可采储量进一步增加；公司具有天然的炼焦煤资源优势，煤质煤种优良。

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。2022 年，受山西省煤炭专业化重组安排影响，公司接收了部分专业化矿井划入，可采储量大幅增加。截至 2022 年末，公司主要矿井可采储量超过 70 亿吨，平均可采年限约 71.5 年。

表 1：截至 2022 年末公司主要矿井煤炭储量及产量情况（万吨、万吨/年）

矿井	主要煤种	核定产能
斜沟矿	气煤、1/3 焦煤、1/2 中粘煤	1,500
沙曲一号煤矿	肥煤、焦煤、瘦煤	450
沙曲二矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	270
官地矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤、无烟煤	390
马兰矿	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤	360
屯兰矿	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤	400
东曲矿	焦煤、瘦煤、贫煤	360
杜儿坪矿	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	385
金能煤业	气煤、肥煤、1/3 焦煤	120
西曲矿	肥煤、焦煤、瘦煤	400
正太煤业	贫瘦煤	300
庞庞塔矿	1/3 瘦煤	1,000
三交河矿	肥煤、1/3 焦煤	210
西铭矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤	360
柳湾矿	肥煤、焦煤	300
双柳矿	肥煤、焦煤	240
水峪矿	肥煤、焦煤	400
左云长春兴	气煤、长焰煤	450
霍尔辛赫	贫煤	400
河曲旧县露天	动力煤	1,600
合计	--	9,895

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，得益于煤矿划入，公司原煤产量大幅增长，同时原煤入洗率仍保持在很高水平，炼焦精煤产量亦持续增长。

煤炭生产方面，受公司控股股东山西省国有资本运营有限公司专业化重组安排影响，大同煤矿集团华盛虎峰煤业有限公司、大同煤矿集团华盛万杰煤业有限公司等相关专业化矿井划入公司带来产能大幅增加，截至 2022 年末，公司原煤核定产能增至 1.76 亿吨/年，焦煤生产能力进一步增强，位居全国前列。2022 年公司原煤产量 1.82 亿吨，继续保持了很强的规模优势。

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	2022 年末核定产能	原煤产量		
		2020	2021	2022
西山煤电（集团）有限责任公司	6,145	4,675	5,300	6,155
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	3,550	2,781	2,509	2,802
霍州煤电集团有限责任公司	2,970	2,607	2,586	2,707
华晋焦煤有限责任公司	--	873	881	--
山西焦煤集团投资有限公司	210	177	195	184
山西煤炭进出口集团有限公司	2,880	4,479	4,094	4,268
托管单位	1,830	--	--	2,099
合计	17,585	15,592	15,564	18,215

注：公司托管单位包括 2022 年专业化重组划入的部分矿井

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

炼焦精煤生产方面，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，跟踪期内，公司原煤入洗率保持在很高水平，炼焦精煤产量持续增长。

表 3：近年来公司煤炭洗选情况（万吨、%）

	2020	2021	2022
入洗量	12,795	13,447	15,668
入洗率	82.06	86.40	86.02
洗出率	53.43	52.47	49.13
炼焦精煤产量	6,836	7,055	7,697

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭销售渠道稳定，长协销售占比较高；跟踪期内受矿井划入影响，公司煤炭销量有所增加，受益于产品售价持续高位运行，煤炭业务保持很强的市场竞争力。

公司成立了山西焦煤集团煤焦销售有限公司（以下简称“销售总公司”），并在 10 个城市设立销售分公司，在 4 个港口设立办事处，统一销售公司的煤炭产品。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。2022 年以来，公司煤炭销量有所增加，精煤销售占比由 2021 年的 60.76% 小幅提升至 62.17%，煤炭销售结构有所优化。吨煤成本方面，2022 年以来，受市场行情变化影响，公司吨煤生产成本有所提高。销售价格方面，跟踪期内，受益于下游需求增长，公司煤炭销售价格持续高位运行，当期销售均价继续上升。

表 4：近年来公司各煤种销售情况（万吨、元/吨）

	2020	2021	2022
原选煤	2,229	2,203	1,963
精煤	6,639	6,663	7,314
洗混煤	1,906	1,686	2,035
其他副产品	247	414	452
总销量	11,022	10,966	11,764
煤炭平均销售价格	549.81	860.74	1,133.61

吨煤成本 306.42 348.17 382.2

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；2022 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 5：2022 年公司煤炭业务主要客户销售情况（亿元）

客户名称	销售收入
河钢集团有限公司	90.97
北京首钢物资贸易有限公司	78.77
旭阳营销有限公司	36.11
山西太钢不锈钢股份有限公司	31.08
福建力聚物流有限公司	24.68
合计	261.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司焦化业务原材料自给率较高，下游客户稳定；跟踪期内，受产能退出和环保政策的影响，焦炭产销量有所下降，但平均销售价格持续保持高位运行。

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”）。截至 2022 年末，公司焦炭产能为 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。

近年来，环保政策趋严等因素在一定程度上制约了焦炭行业产能的释放，公司焦炭业务未能实现满产；但受行业景气度上升等因素影响，焦炭产品价格维持高位波动，2022 年，公司焦炭销售均价大幅上升。

表 6：近年来公司焦炭生产情况（万吨/年、万吨）

运营主体	2022 年末产能	焦炭产量		
		2020	2021	2022
西山煤电集团	580	507	483	443
山西焦化集团	360	334	346	354
山焦集团	0	174	0	0
合计	940	1,014	829	797

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 7：近年来公司焦炭销售情况（万吨、元/吨）

	2020	2021	2022
销量	1,010.80	826.79	808.78
销售均价	1,609.53	2,476.81	2,808.59

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 8：2022 年公司焦化业务主要客户销售情况（亿元）

客户名称	销售收入
首钢京唐钢铁联合有限公司	117.79
宝钢德盛不锈钢有限公司	11.76
山西太钢不锈钢股份有限公司	7.51
德天（天津）国际贸易发展有限公司	6.24
广西盛隆冶金有限公司	6.23
合计	149.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司电力业务规模保持稳定，但受煤炭价格持续高位影响，盈利能力偏弱，仍存在一定经营压力。

在“煤-电-材”产业链方面，公司主要利用中煤、煤泥和矸石进行发电，并利用发电厂产生的煤灰制作建材产品。截至 2022 年末，公司总装机容量为 499.1 万千瓦。西山煤电集团为公司电力业务主要运营主体，2022 年其发电量为 225.06 亿千瓦时，占公司总发电量的 95.34%。近年来公司电厂运行所用燃煤约 85.6% 由公司内部供应，可以保证供应的充足和稳定。此外，公司单位售电煤耗呈下降态势，能源利用效率及成本管控均有所提高。

表 9：近年来公司电力业务经营情况

	2020	2021	2022
装机容量（万千瓦）	499.30	499.10	499.10
发电量（亿千瓦时）	229.92	228.76	236.07
售电量（亿千瓦时）	197.51	193.14	199.67
平均售电价格（元/千瓦时）	0.2758	0.2737	0.3287
单位售电煤耗（克/千瓦时）	310	304	294

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

电力销售方面，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，结算周期基本为跨月结算。2022 年以来，受行业回暖影响，公司电力业务经营情况有所好转，但煤炭价格维持高位使得电力板块整体仍存在一定的经营压力。

公司贸易业务规模有所增加，但盈利能力较弱，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、山西焦煤集团国际发展股份有限公司和山煤国际能源集团股份有限公司运营，贸易品种以煤炭、焦炭、钢材、物流及矿产品为主。2022 年以来，受益于煤炭贸易额的上升，公司贸易业务规模有所增加。公司贸易收入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 10：近年来公司主要贸易产品情况（亿元）

	2020	2021	2022
煤炭	678.08	629.06	841.59
钢材	80.96	46.66	22.65
其他	311.37	143.31	146.34
总计	1,070.40	819.03	1,010.58

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 11：公司贸易业务主要供应商及下游客户情况（亿元）

2022 年贸易业务前五大客户		商品类别	销售额
金桃园煤焦化集团有限公司		原煤	29.92
山西东辉新能有限公司		原煤	14.06
武汉钢铁有限公司		煤炭	10.91
首钢长治钢铁有限公司		煤炭	9.74
吉林吉恩镍业股份有限公司		有色金属	9.30
合计		--	73.93
2022 年贸易业务前五大供应商		商品类别	采购额
山西煤炭物流发展有限公司		原煤	29.97
中煤销售太原有限公司		煤炭	21.61
山西龙矿鑫龙煤化有限公司		煤炭	13.60
洪洞县康德煤业有限公司		气精，焦精等	6.32
孝义市东博煤业有限公司		焦精	6.22
合计		--	77.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司重点在建项目主要集中于煤炭及电力板块，每年仍保持一定规模投资支出。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司重点在建工程可研投资总额为 126.12 亿元，已累计完成投资 93.09 亿元，目前在建工程投资已经进入尾声。但根据公司规划，公司未来几年有进一步取得较大规模探矿权和采矿权的计划，截至 2022 年末拟建项目的计划投资金额共计 420.98 亿元¹，未来仍有一定的投资支出压力。

表 12：截至 2022 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	2023 年计划投资
正新煤业和善、贾郭基建工程项目	360 万吨	32.63	40.42	2.85
正晖煤业矿井兼并重组整合项目	90 万吨	35.43	19.56	1.6
山煤河曲 2×350MW 低热值煤发电项目	2×350MW	33.30	9.12	14.5
鑫顺煤业 180 万吨/年矿井兼并重组整合项目	180 万吨	24.76	23.99	1.58
合计	--	126.12	93.09	20.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

跟踪期内，山西省国有资本运营有限公司内部进行资源整合，公司涉及多座矿井划入，截至 2022 年末，公司资产负债规模大幅提升，并对盈利能力及偿债能力产生较大影响。

2022 年，公司下属子公司山西焦煤集团煤业管理有限公司（划入方）与晋能控股集团、山西煤炭运销集团有限公司、临汾聚晟能源有限责任公司、山西潞安华亿实业有限公司四家（划出方）签订了《关于晋能控股集团有限公司等 4 公司所属国有产权无偿划转协议》，划出方同意以无偿划

¹ 因公司拟建工程项目未取得采矿权和探矿权，相关计划投资金额仅为预计数。

转方式将相关资产置入划入方，划转标的为划出方所持标的企业股权。受上述事项影响，公司合并范围发生重大变化。整体来看，公司资产规模、负债规模及所有者权益均大幅上升，资本实力显著增强；营业总收入及毛利率等指标均有上升。

表 13：公司财报变化情况（亿元、%）

	2021 年末	2022 年初	变动比例
资产总额	4,541.98	5,186.24	14.18
负债总额	3,429.17	3,826.23	11.58
少数股东权益	536.57	667.11	24.33
所有者权益合计	1,112.82	1,327.31	19.27
资产负债率	75.50	75.59	0.12
营业总收入	2,148.58	2,287.44	6.46
营业毛利率	27.45	29.73	8.31
经营性业务利润	228.84	265.29	15.93
净利润	46.44	62.89	35.42
经营活动产生的现金流量净额	366.71	391.02	6.63
投资活动产生的现金流量净额	-220.09	-109.46	-50.27
筹资活动产生的现金流量净额	-47.43	-177.41	274.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于煤炭价格的高位运行，公司盈利能力显著增强，财务杠杆水平持续下降，公司经营获现能力较强且流动性充足，整体偿债能力处于较好水平。

跟踪期内，公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，受益于煤炭产品价格的提升和矿井的并入，公司盈利能力显著增强。

2022 年，受益于煤炭价格大幅上涨及新增矿井带来的销量增加的影响，公司煤炭业务量价齐升，煤炭业务收入同比大幅增加；焦化业务收入受主要产品价格增长等因素影响亦小幅增长；电力业务收入受发电量增加和售电价格提高而有所上升；受当期煤炭贸易价格大幅上升影响，贸易业务收入规模大幅增加；整体来看，公司营业总收入同比大幅增加。

表 14：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	605.99	44.27	943.90	59.55	1,333.58	66.28
电力	74.70	6.07	62.17	-27.09	75.95	-0.88
焦化	189.29	9.29	244.92	4.28	276.04	-0.16
贸易服务	1,070.40	2.28	819.03	4.17	1,010.58	4.45
建筑建材	54.07	2.89	16.93	-7.63	37.51	-13.46
其他	106.86	37.05	66.17	32.88	49.31	16.29
营业总收入/营业毛利率	2,101.31	16.86	2,153.12	27.45	2,782.98	33.45

注：公司其他业务包括材料让售、固定资产出租等

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

毛利率方面，受煤炭价格维持高位影响，跟踪期内公司煤炭业务毛利率亦同步大幅上升；焦化业务盈利水平受原料煤采购价格大幅上升影响同比有所下降，毛利率由正转负；受电力销售价格有所上涨影响，电力业务 2022 年亏损幅度大幅收窄。期间费用方面，2022 年公司销售费用基本维持稳定；受有息债务利息费用减少影响，财务费用同比有所下降；公司管理费用同比大幅增加。总体来看，2022 年公司期间费用上升，但得益于收入大幅增长，期间费用率略有下降，整体处于

较好水平。利润方面，2022 年，受煤炭及焦炭价格大幅上升并维持高位影响，公司经营性业务利润大幅增加，投资收益亦对公司利润总额形成一定补充。公司利润总额大幅增长带动 EBITDA 利润率同步增长，同期总资产收益率亦显著提升。2023 年一季度，煤炭价格继续高位运行和期间费用率的下降使得公司经营性业务利润仍保持较高水平，带动公司利润总额维持高位，公司继续保持良好的盈利能力。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1-3
销售费用	35.42	28.71	29.47	5.67
管理费用	116.87	153.65	216.49	38.78
研发费用	16.61	29.28	37.81	2.91
财务费用	77.67	106.25	97.29	29.58
期间费用合计	246.56	317.89	381.06	76.94
期间费用率	11.87	13.92	13.62	10.51
经营性业务利润	54.19	265.29	431.88	86.68
投资收益	23.20	31.43	46.11	11.59
利润总额	59.03	132.02	300.83	92.66
EBITDA 利润率	11.91	15.21	20.64	--
总资产收益率	3.17	4.58	7.92	14.58

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告上年数，已经追溯调整煤矿专业化重组事件的财务影响。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产负债规模小幅下降；公司财务杠杆水平较高，且短期债务占比较大，但近年来受益于权益规模的持续增加，公司财务杠杆水平持续降低。

公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产，2022 年相关资产规模较期初基本保持稳定。流动资产方面，2022 年末货币资金同比大幅增加主要系当期盈利能力显著增强，煤炭销售回款现金增加所致。公司负债规模较大，且短期债务规模占比较高，负债结构有待调整。2022 年，公司压降融资规模，带动总资产规模小幅下降；随着长期借款的逐步偿还及应付票据规模的大幅下降，期末负债水平有所下降。

所有者权益方面，受益于其他权益工具和少数股东权益的增长，公司权益规模较期初小幅增加。2023 年一季度，公司保持了较强的盈利水平，未分配利润的积累带动期末所有者权益规模进一步上升。公司权益规模占总资产比例较低，财务杠杆水平较高，但 2022 年受益于负债规模的下降和所有者权益规模的上升，期末公司资产负债率水平下降 1.78 个百分点至 73.78%，2023 年以来，公司财务杠杆水平继续下降。

表 16：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	480.51	561.18	649.43	621.93
固定资产	1,136.51	1,381.72	1,312.34	1,291.91
在建工程	592.24	783.48	783.61	795.30
无形资产	848.65	1,139.95	1,127.54	1,232.59
短期借款	551.94	560.43	602.74	574.25
应付票据	527.16	465.26	360.43	379.05
一年内到期的非流动负债	425.97	405.57	341.52	413.87
长期借款	521.92	538.81	501.33	547.84
应付债券	202.60	230.80	211.15	193.87
长期应付款	254.31	238.43	198.14	282.02

资产总计	4,282.00	5,437.76	5,186.24	5,298.88
负债合计	3,292.32	4,110.45	3,826.23	3,894.04
未分配利润	-91.23	-138.84	-220.07	-205.02
所有者权益合计	989.68	1,327.31	1,360.00	1,404.83
资产负债率	76.89	75.59	73.78	73.49

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告期初数，已经追溯调整煤矿专业化重组事件的财务影响。

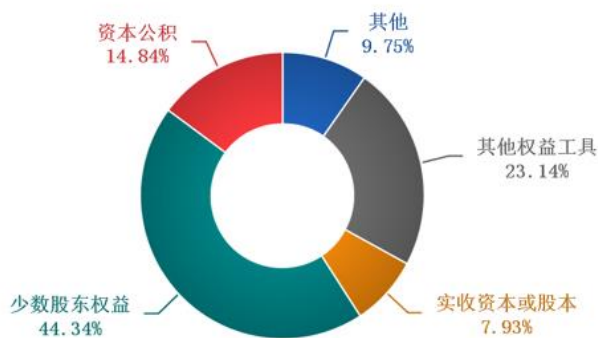
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司负债构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营性现金净流入稳定增长，可以有效覆盖偿债压力，良好的盈利获现能力为债务还本付息提供保障；此外，公司较好的流动性和多重内外部融资渠道为债务偿还续接提供支撑。

经营活动方面，2022 年以来煤炭价格持续高位运行，公司经营活动净现金流保持增长，获现能力很强；投资活动方面，2022 年公司重大投资项目已接近尾声，投资需求减少，带动当期投资活动现金流出减少；筹资活动方面，2022 年公司筹资力度较小，偿还借款现金流出增加，取得借款现金流出减少，现金净流出继续增加。

2022 年公司应付票据偿还较多，年末短期债务规模大幅下降，叠加长期借款规模减少，总债务规模亦同步下降，同时短期债务规模占比下降，债务结构有所优化；偿债能力方面，公司良好的现金流和持续增长的盈利能力为债务还本付息提供保障，EBITDA 对利息的保障倍数持续增加，整体来看，公司偿债能力进一步提升。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	173.32	391.02	493.12	51.76
投资活动产生的现金流量净额	-88.88	-109.46	-46.66	-83.19
筹资活动产生的现金流量净额	-51.47	-177.41	-370.21	-17.35
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.09	4.34	4.11	--
EBITDA 利息保障倍数	2.98	3.85	4.81	--
FFO/总债务	0.03	0.08	0.13	--
总债务/EBITDA	10.14	7.59	4.27	--
货币资金/短期债务	0.32	0.39	0.50	--
短期债务	1,505.06	1,431.26	1,304.69	1,367.17
总债务	2,507.84	2,634.49	2,462.57	--
短期债务/总债务	60.01	54.33	52.98	--

总资本化比率	76.55	72.91	71.76	--
--------	-------	-------	-------	----

注：本表列示 2021 年数据为 2022 年财务报告上年数，已经追溯调整煤矿专业化重组事件的财务影响。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计 259.89 亿元，占期末总资产的 5.01%，主要为票据和信用证保证金等；同期末，公司对外担保余额合计 51.00 亿元，占同期末公司总资产的 0.98%，主要为对山西省省属国企的担保，风险较小；重大未决诉讼方面，公司重大未决诉讼集中于山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”）下属子公司。跟踪期内，公司无新增重大诉讼案件，截至 2022 年末，山煤国际下属子公司涉案标的金额超过人民币 5,000 万元及以上的案件合计 3 起，作为起诉（申请）方的案件²共 2 起，作为应诉（被申请）方的案件共 1 起。

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 2023 年 5 月 5 日，公司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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

本部承担管理及统筹融资职能，财务杠杆水平较高，盈利能力较弱。

公司本部收入主要来自煤炭销售业务，该业务毛利率较低，本部利润主要来自于委托贷款取得的投资收益。近年来本部资产与负债规模呈逐年增长趋势，财务杠杆水平较高，有息债务负担持续增加。近年来本部经营活动净现金流处于较低水平，对债务的覆盖能力仍然较弱。

表 18：近年来公司本部主要财务指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	447.46	769.63	993.84	207.98
净利润	12.75	9.67	9.88	4.60
货币资金	134.22	144.06	167.07	120.80
资产总额	878.11	1,153.95	1,441.07	1,389.50
负债总额	473.39	629.87	906.20	875.11
总债务	478.50	678.50	1,009.62	--
短期债务/总债务	44.06	32.05	37.72	--
总资本化比率	63.10	71.47	84.37	--
经营活动净现金流	18.76	58.09	43.72	-0.77
投资活动净现金流	52.52	-247.46	21.45	-13.83
筹资活动净现金流	-9.73	199.21	-42.16	-31.67
总债务/EBITDA	31.81	55.06	41.70	--

注：总债务统计口径含其他权益工具。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

假设与预测³

假设

——2023 年，公司在煤炭市场仍保持其市场份额，产销量保持稳定。

² 其中，山煤国际下属子公司山煤煤炭进出口有限公司诉青岛德诚、德正资源、青岛亿达、化隆先奇、广南公司、新联公司案件一审判决进出口公司胜诉，目前正在执行中；诉中信澳大利亚资源有限公司，青岛德诚矿业有限公司案件于 2016 年 6 月开庭审理，目前，山西省高院已裁定将本案移送至青岛市公安局市南分局处理。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年公司生产经营类资本支出在 120 亿元左右。

——2023 年煤炭市场价格保持合理水平，公司煤炭产品平均销售价格较上年略有下降。

预测

表 19：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	72.91	71.32	68.00~71.00
总债务/EBITDA	7.59	4.18	4.50~5.50

资料来源：公司审计报告及中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较好，随着盈利能力的增长，未来一年流动性来源对流动性需求能够形成一定覆盖。

公司经营获现能力强，现金及等价物储备充足，未使用授信充足，对债务覆盖程度高。公司经营活动净现金流逐年增加且保持在较好水平；2022 年末账面货币资金为 649.43 亿元，其中受限货币资金 189.58 亿元；同期末，公司共获得银行授信额度 2,550.98 亿元，尚未使用额度为 1,108.59 亿元，备用流动性较充足。同时，公司下属山西焦煤能源集团股份有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司和山西焦化股份有限公司均为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及固定资产投资，资金平衡状况尚可。根据规划，随着投资计划的逐步完成，公司投资高峰期已过。根据公开信息披露，2023 年 5~12 月份，公司共有 136.8 亿元信用类债券到期或回售偿付，存在一定的债务集中到期压力，但公司可以通过多种融资方式实现债务续接。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司面临一定的碳排放和环保政策监管的压力；煤炭业务仍面临一定的安全生产压力；公司治理结构较优，内控制度完善。

环境方面，公司作为传统能源化工企业，主要产品均存在碳排放和环保风险，因此面临一定的碳排放和环保政策监管的压力。近年来，公司在日常生产经营中，严格遵守《中华人民共和国环境保护法》《山西省环境保护条例》等环境保护相关法律法规，严格执行《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》等相关行业标准。公司建设了废水、废气、固废、危险废物等处置设施，减少环境污染。公司充分利用井下抽采的瓦斯进行发电。

社会方面，公司下属矿井多为井下开采矿井，仍面临一定的安全生产压力。2022 年，公司发生安全生产事故共造成 9 人死亡。近年来随着能源问题突出，公司承担了一定的煤炭保供社会责任。

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司持续推进智能化矿井建设，坚持井下生产少人化、固定硐室无人化、灾害管控动态化，围绕“达产稳产、减人提效”目标，推进煤矿智能化建设向“安全、绿色、高效”发展。

公司治理方面，公司建立了由党委会、董事会、监事会和经理层组成的公司治理架构。形成了较为完善的现代化企业制度，企业治理结构完善。

外部支持

作为山西省省属的大型煤炭企业，公司战略定位较高，能够在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到股东的有力支持。

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，同时也是国内最大的炼焦煤生产企业，公司战略定位较高，在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取等方面可以获得政府和股东的多项支持。根据山西省政府部署，2022 年公司接收了晋能控股集团等相关方划入的煤矿资产，当期可采储量和产销量均大幅增加，经营实力进一步增强。

同行业比较

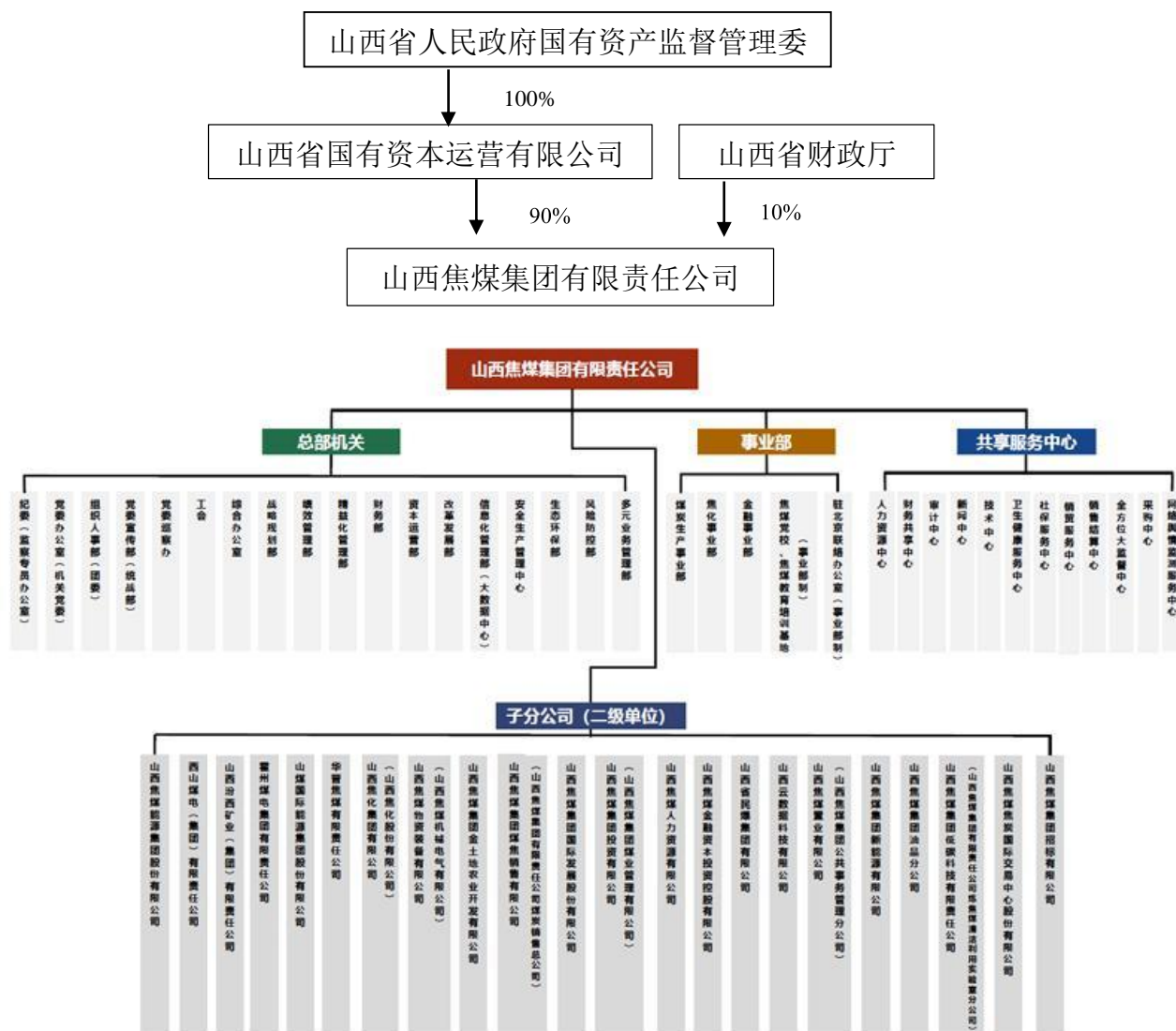
中诚信国际选取了陕煤集团和晋能控股作为焦煤集团的可比公司，上述三家公司均为我国重要的煤炭生产企业，且煤炭年产量超过亿吨，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，资源禀赋方面，焦煤集团煤炭资源储量丰富、煤种较好、剩余可采年限较长；竞争实力方面，焦煤集团是我国重要的炼焦煤生产基地，竞争实力突出，矿井开采条件好，具有开采成本等方面优势；原煤产量方面，焦煤集团原煤产量低于陕煤集团和晋能控股，但仍保持了较强的规模优势；盈利能力方面，公司的营业总收入规模低于陕煤集团，高于晋能控股，得益于较高的产品附加值，盈利能力处于同行业良好水平；偿债能力方面，公司的财务杠杆率高于陕煤集团，但低于晋能控股，债务负担较重，公司较好的流动性和多重内外部融资渠道为债务偿还提供支撑。

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 MTN003B”、“20 晋焦煤 MTN004A”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“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”、“22 晋焦煤 MTN002”、“22 晋焦煤 MTN003”、“19 焦煤 02”、“20 焦煤 02”、“20 焦煤 Y1”、“20 焦煤 Y3”、“21 焦煤 01”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”、“20 山煤 MTN003”的信用等级为 **AAA**；维持“22 晋焦煤 CP001(科创票据)”的信用等级为 **A-1**。

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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	4,805,102.61	5,611,814.34	6,494,278.09	6,219,328.54
应收账款	754,272.32	841,296.79	843,464.94	871,192.81
其他应收款	1,745,689.64	3,062,215.65	2,308,210.49	2,486,050.91
存货	2,351,281.70	2,541,357.50	2,132,887.75	2,202,793.90
长期投资	1,856,079.22	2,262,027.90	2,429,406.47	2,547,694.86
固定资产	11,365,082.27	13,817,218.70	13,123,427.95	12,919,102.97
在建工程	5,922,356.17	7,834,840.06	7,836,054.66	7,952,973.24
无形资产	8,486,485.94	11,399,548.61	11,275,352.70	12,325,912.20
资产总计	42,820,025.68	54,377,592.68	51,862,361.74	52,988,767.69
其他应付款	1,735,299.82	6,930,543.25	6,175,723.73	5,939,446.31
短期债务	15,050,634.37	14,312,577.90	13,046,935.23	--
长期债务	10,027,725.42	12,032,303.32	11,578,740.26	--
总债务	25,078,359.79	26,344,881.22	24,625,675.49	--
净债务	20,273,257.18	20,733,066.88	18,131,397.40	--
负债合计	32,923,230.40	41,104,456.04	38,262,337.66	38,940,420.61
所有者权益合计	9,896,795.29	13,273,136.64	13,600,024.08	14,048,347.08
利息支出	829,098.86	901,915.19	1,200,885.00	--
营业总收入	20,798,356.87	22,874,414.02	28,025,098.64	7,328,705.59
经营性业务利润	541,903.43	2,652,925.32	4,318,809.07	866,768.79
投资收益	231,992.35	314,328.39	461,060.08	115,910.83
净利润	286,247.40	628,913.55	1,703,175.62	584,401.16
EBIT	1,357,654.45	2,223,801.07	4,206,752.52	--
EBITDA	2,474,133.90	3,471,436.49	5,773,081.60	--
经营活动产生的现金流量净额	1,733,237.96	3,910,196.47	4,931,236.09	517,579.32
投资活动产生的现金流量净额	-888,785.27	-1,094,626.84	-466,586.22	-831,916.07
筹资活动产生的现金流量净额	-514,707.74	-1,774,124.76	-3,702,071.90	-173,481.18
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率 (%)	16.88	29.73	33.20	26.09
期间费用率 (%)	11.87	13.92	13.62	10.51
EBIT 利润率 (%)	6.54	9.74	15.04	--
总资产收益率 (%)	3.17	4.58	7.92	14.58*
流动比率 (X)	0.60	0.54	0.50	0.51
速动比率 (X)	0.49	0.46	0.43	0.44
存货周转率 (X)	7.34	6.56	7.99	9.98*
应收账款周转率 (X)	27.53	28.62	33.20	34.16*
资产负债率 (%)	76.89	75.59	73.78	73.49
总资本化比率 (%)	76.55	72.91	71.76	--
短期债务/总债务 (%)	60.01	54.33	52.98	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.01	0.09	0.11	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.02	0.17	0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.09	4.34	4.11	--
总债务/EBITDA (X)	10.14	7.59	4.27	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.16	0.24	0.44	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.98	3.85	4.81	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.64	2.47	3.50	--
FFO/总债务 (X)	0.03	0.08	0.13	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏数据，部分指标无法计算；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）

财务数据(单位：万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,342,194.85	1,440,603.62	1,670,736.17	1,208,047.75
应收账款	235,719.51	262,212.89	248,230.02	235,943.84
其他应收款	442,874.76	1,841,118.85	6,985,508.41	7,156,578.58
存货	10.87	139.89	379.41	405.91
长期投资	3,210,607.58	4,931,844.03	3,235,200.21	3,284,467.60
固定资产	5,417.60	6,214.70	6,864.61	6,534.55
在建工程	1,828.15	1,003.05	324.30	904.83
无形资产	2,884.71	3,886.36	4,971.20	4,818.41
资产总计	8,781,110.11	11,539,500.23	14,410,693.39	13,895,005.75
其他应付款	448,176.97	754,660.93	658,001.90	656,876.09
短期债务	2,108,140.00	2,174,495.57	3,808,021.03	--
长期债务	2,676,884.51	4,610,463.70	6,288,184.56	--
总债务	4,785,024.51	6,784,959.27	10,096,205.58	--
净债务	3,442,829.67	5,344,355.65	8,425,469.42	--
负债合计	4,733,922.37	6,298,653.44	9,061,999.03	8,751,085.33
所有者权益合计	4,047,187.74	5,240,846.79	5,348,694.36	5,143,920.41
利息支出	0.00	0.00	190,762.71	58,506.40
营业总收入	4,474,584.40	7,696,276.63	9,938,374.97	2,079,788.71
经营性业务利润	-82,528.67	-94,893.51	-145,325.17	-48,568.57
投资收益	220,662.18	224,255.66	460,304.58	94,003.82
净利润	127,548.43	96,719.85	98,794.71	46,025.24
经营活动产生的现金流量净额	187,558.23	580,866.67	437,242.48	-7,664.58
投资活动产生的现金流量净额	525,203.99	-2,474,550.33	214,520.42	-138,295.28
筹资活动产生的现金流量净额	-97,250.72	1,992,092.43	-421,630.36	-316,728.56
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	2.70	1.40	1.17	0.85
期间费用率(%)	4.39	2.55	2.56	3.09
总资产收益率(%)	1.71	1.21	1.85	2.94*
流动比率(X)	1.08	1.59	1.80	1.70
速动比率(X)	1.08	1.59	1.80	1.70
存货周转率(X)	400,673.21	100,672.34	37,826.28	21,005.63*
应收账款周转率(X)	18.98	30.91	38.94	34.36*
资产负债率(%)	53.91	54.58	62.88	62.98
总资本化比率(%)	63.10	71.47	84.37	--
短期债务/总债务(%)	44.06	32.05	37.72	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.05	0.02	-0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.11	0.07	-0.17	--
FFO/总债务(X)	-0.05	0.02	-0.10	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏数据，部分指标无法计算；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	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn