



山西焦煤集团有限责任公司 2024 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[2024]跟踪 1201 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 25 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	“19 晋焦煤 MTN003B”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“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”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”、“23 晋焦煤 MTN002”、“23 晋焦煤 MTN003”、“24 焦煤 K1”、“24 焦煤 K2”	AAA
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。	
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”）焦煤资源丰富、规模优势突出、煤种齐全、融资渠道畅通、可用授信余额充足等方面的优势。同时中诚信国际也关注到煤炭价格波动、面临一定的投资支出压力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	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：煤炭资源禀赋显著下降；煤炭产销明显受阻，超预期安全事故对煤炭产销量产生重大不利影响，竞争实力大幅下滑；非煤业务出现重大风险，经营情况持续恶化；财务杠杆急剧攀升，经营获现对债务本息覆盖能力大幅弱化；融资环境变化使得融资渠道收窄，融资能力大幅下降；公司地位下降，政府对公司的支持能力和支持意愿发生重大变化。</p>	

正面

- 公司焦煤资源丰富，焦煤产量居全国第一，规模优势突出
- 公司煤种齐全、品质优良，主产的焦煤、肥煤和瘦煤为国家保护性开发稀缺煤种
- 与金融机构合作关系良好，融资渠道畅通，可用授信余额充足

关注

- 煤炭价格波动对公司盈利稳定性的影响
- 面临一定的投资支出压力

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：凌 丽 lling@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

焦煤集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	5,437.76	5,188.25	5,203.85	5,230.18
所有者权益合计（亿元）	1,327.31	1,366.08	1,437.32	1,454.18
负债合计（亿元）	4,110.45	3,822.17	3,766.53	3,776.00
总债务（亿元）	2,722.04	2,810.25	2,761.31	--
营业总收入（亿元）	2,287.44	2,806.79	2,373.89	461.64
净利润（亿元）	62.89	176.12	197.67	22.63
EBIT（亿元）	246.60	418.83	366.47	--
EBITDA（亿元）	377.61	575.52	523.04	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	391.02	492.67	322.62	25.34
营业毛利率（%）	29.73	33.12	28.66	22.34
总资产收益率（%）	4.54	7.88	7.05	--
EBIT 利润率（%）	10.80	14.95	15.47	--
资产负债率（%）	75.59	73.67	72.38	72.20
总资本化比率（%）	73.55	74.24	71.96	--
总债务/EBITDA（X）	7.21	4.88	5.28	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.93	4.62	5.18	--
FFO/总债务（X）	0.09	0.15	0.11	--
焦煤集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,153.95	1,452.77	1,486.10	1,436.38
所有者权益合计（亿元）	524.08	543.64	555.84	551.34
负债合计（亿元）	629.87	909.12	930.26	885.04
总债务（亿元）	425.30	661.72	709.26	--
营业总收入（亿元）	769.63	993.84	701.21	123.73
净利润（亿元）	9.67	17.25	93.21	1.67
EBIT（亿元）	27.89	33.84	120.38	--
EBITDA（亿元）	28.06	34.04	120.76	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	58.09	43.72	45.35	9.85
营业毛利率（%）	1.40	1.17	2.24	1.08
总资产收益率（%）	2.42	2.60	8.19	--
EBIT 利润率（%）	3.62	3.41	17.17	--
资产负债率（%）	54.58	62.58	62.60	61.62
总资本化比率（%）	44.80	54.90	56.06	--
总债务/EBITDA（X）	15.16	19.44	5.87	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.80	1.78	4.93	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.03	--

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）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季报整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款、其他流动负债、其他应付款中的带息债务、其他权益工具中的永续债和预计负债中的弃置费用，母公司口径债务未经调整。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	原煤产量（亿吨）	资产总额（亿元）	总资本化比率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
焦煤集团	1.85	5,203.85	71.96	2,373.89	197.67
陕煤集团	2.21	7,158.68	68.06	5,293.62	328.44
晋能煤业	1.98	5,070.86	76.73	1,700.23	43.06

中诚信国际认为，焦煤集团为原煤产量过亿吨的煤炭生产企业，炼焦煤资源优势突出，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；但公司债务规模较大，财务杠杆率偏高。

注：“焦煤集团”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。

本次跟踪情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 晋焦煤 MTN003B	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	5.00/5.00	2019/08/22~2024/08/22	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN004B	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	4.00/4.00	2020/07/15~2025/07/15	交叉违约条款
20 晋焦煤 MTN005B	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	7.00/7.00	2020/06/22~2025/6/22	交叉违约条款
21 晋焦煤 MTN004	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	30.00/30.00	2022/01/14~2025/01/14	交叉违约条款
22 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	20.00/20.00	2022/10/14~2025/10/14	--
22 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	5.00/5.00	2019/08/12~2024/08/12	--
20 焦煤 02	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	10.00/10.00	2020/03/06~2025/03/06	--
21 焦煤 Y1	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	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	2023/06/27 至 本报告出具 日	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
23 晋焦煤 MTN002	AAA	AAA	2023/09/06 至 本报告出具 日	30.00/30.00	2023/09/21~2026/09/21 (3+N)	续期选择权、票面利率选择权、利息递延条款、赎回条款等

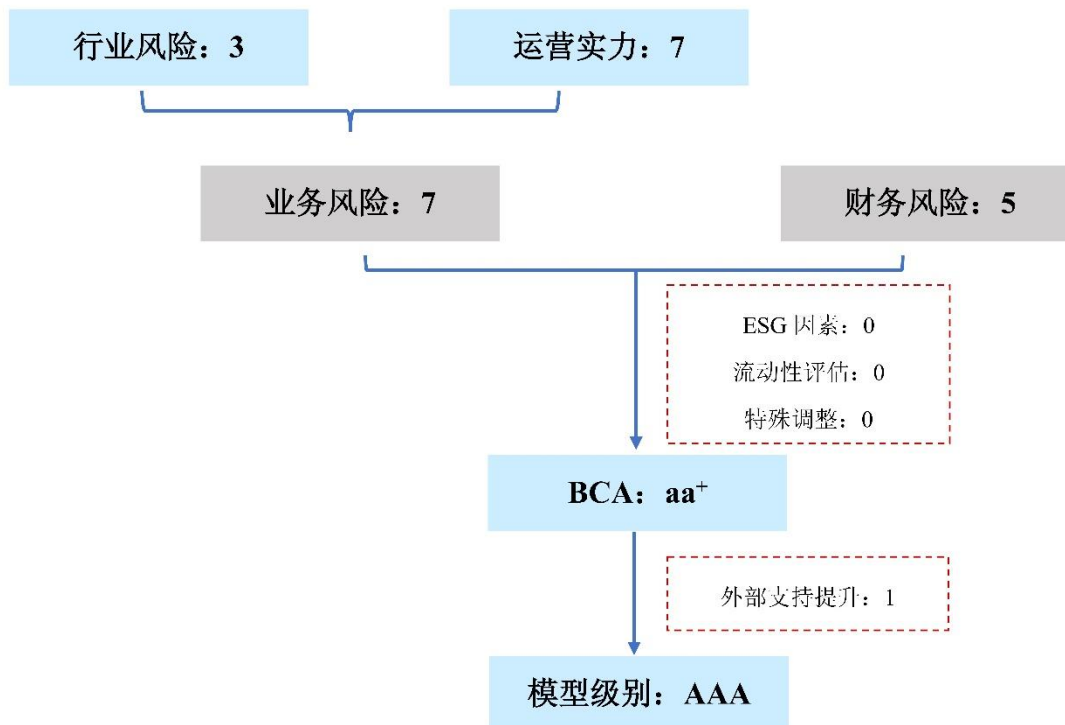
23 晋焦煤 MTN003	AAA	AAA	2023/10/24 至 本报告出具 日	30.00/30.00	2023/11/02~2026/11/02 (3+N)	续期选择权、利息递延条 款、票面利率选择权、赎 回条款
24 焦煤 K1	AAA	AAA	2024/4/10 至 本报告出具 日	20.00/20.00	2024/04/18~2034/04/18	--
24 焦煤 K2	AAA	AAA	2024/4/12 至 本报告出具 日	20.00/20.00	2024/4/23~2034/4/23	--

注：债券余额为截至 2024 年 5 月底。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
焦煤集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/9/7 至本报告出具日

● 评级模型

山西焦煤集团有限责任公司评级模型打分(C020000_2024_06_2024_01)



注:

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。

方法论: 中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年我国煤炭供求紧张局面明显缓解，煤炭价格出现回落但仍处于相对高位；电力、钢铁、建材等下游行业需求对煤炭需求提供支撑基础；国内煤炭产量保持增长态势，叠加进口煤补充调剂，煤炭供给面将延续宽松格局，国内煤炭价格中枢或将下行；“双碳”政策下，预计未来煤炭需求增长受限，煤炭企业盈利及获现能力或将回落。

全国煤炭消费持续增长但增速受下游需求变化等因素影响有所波动。电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限，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由正转负。

近年来国内煤炭产量保持增长态势，2023 年进口煤炭量同比大幅增长，煤炭供给面将延续宽松格局，短期内动力煤价格中枢或将下行但降幅空间有限，炼焦煤因稀缺属性，价格有下行压力但仍有一定支持基础。长期来看，在需求增速放缓，煤炭供应弹性能力建立情况下，煤炭价格将在合理稳定区间运行。未来煤炭价格或承压，煤炭企业盈利及获现能力或将回落，偿债指标表现或趋弱，但考虑到行业融资环境有所改善，煤炭企业债务接续仍较有保障。

详见《中国煤炭行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10925?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；原煤产能及产销量保持亿吨以上规模，竞争实力强；跟踪期内，煤炭主业受煤价下降影响业绩有所下滑，但仍然保持很好的盈利能力；同时也应当关注到焦化业务与电力业务潜在的经营压力。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。

2023 年以来，公司产权结构无变化、合并范围变动较小，部分董监高人员有变动；公司以建设全球最大的炼焦煤企业为发展战略，战略方向较为明确。

截至 2024 年 3 月末，山西省国有资本运营有限公司持有公司 90% 股份，公司实际控制人为山西省国资委。2023 年，公司合并范围变动较小。

焦煤集团以打造具有全球竞争力的世界一流企业为愿景，以“一个战略，三大目标”的战略规划

¹ 2024 年 4 月 24 日，公司发布《关于公司董事变更暨三分之一以上董事发生变动的公告》称，根据《山西省人民政府关于王省林等 3 人任免职务的通知》（晋政任〔2024〕2 号），山西省人民政府决定免去凌人枫在山西焦煤集团有限责任公司副董事长、董事职务。根据《山西省人民政府关于王琦等 6 人任免职务的通知》（晋政任〔2024〕12 号），决定免去郭贞红在山西焦煤集团有限责任公司专职外部董事职务。2024 年 5 月 27 日，公司发布《山西焦煤集团有限责任公司关于董事长发生变动的公告》称，根据《山西省人民政府关于李飞等 4 人任免职务的通知》（晋政任〔2024〕19 号），山西省人民政府决定免去赵建泽的山西焦煤集团有限责任公司董事长、董事职务。本事项已经山西省人民政府批准，符合《公司法》等相关法律法规的规定。

为统领，以建设全球最大的炼焦煤企业为发展战略，战略方向较为明确。

公司煤炭可采储量充足，产销量保持亿吨以上规模，规模优势突出；公司煤质煤种优良，煤炭资源禀赋强；具备稳定的销售渠道和较强的议价能力，竞争实力强；煤炭主业受煤价下降影响业绩有所下滑，但仍继续保持良好的盈利能力。需关注区域监管政策变化对公司煤炭产量及经营的影响。

公司是国内规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，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。截至 2023 年末，公司主要矿井可采储量近 70 亿吨，平均剩余可采年限在 70 年左右，煤种主要是焦煤、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，公司煤炭资源禀赋强。2023 年，公司原煤产量 1.85 亿吨，规模优势突出。公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，并且煤种齐全。下游客户主要是国内大型钢铁、电力及焦化企业。公司煤炭销售渠道稳定，议价能力较强，综合市场占有率较高，公司拥有 20 多家长协客户，2023 年公司焦煤销售中长协销售占比接近一半。煤炭运输方面，公司以铁路运输为主，运输条件便利。公司综合竞争实力强。受国际炼焦煤价格回调、进口增幅较大及国内地产投资下行等因素影响，2023 年国内炼焦煤价格回落，公司全年煤炭平均销售价格较上年下降 9.74%，煤炭销量较上年基本持平。2024 年一季度，受山西地区“三超”治理影响，公司煤炭产量有所下降，实现原煤产量 3,582 万吨，同比减少 22.60%，中诚信国际将持续关注区域煤炭生产监管政策变化对公司煤炭产量及经营的影响。成本方面，跟踪期内吨煤成本小幅下降至 342.56 元/吨。

表 1：近年来煤炭销售情况（万吨、元/吨）

	2021	2022	2023
总销量	10,966	11,764	11,384
煤炭平均销售价格	860.74	1,133.61	1,023.15
吨煤成本	348.17	382.20	342.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司关停部分焦化业务，焦炭产量有所下降，焦煤和焦炭价格倒挂背景下，焦炭业务板块亏损幅度有所扩大；受煤炭价格仍维持相对高位影响，公司电力业务仍存在一定的经营压力。

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、山西焦化集团有限公司和山西省焦炭集团有限责任公司。由于公司淘汰部分落后产能，截至 2023 年末，公司焦炭产能下降至 706 万吨/年，全年销量下降至 682.87 万吨。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。焦炭产品主要由山西焦煤集团煤焦销售有限公司统一销售，产品销售随行就市，每月定价，结算以预付款为主，整体回款情况较好。跟踪期内，因焦炭价格下降较多，焦化板块亏损幅度有所扩大。

电力业务方面，截至 2023 年末，公司总装机容量为 4,908.92 兆瓦，2023 年公司发电量较上年基本持平，为 237.30 亿千瓦时，由于煤炭价格仍维持相对高位，公司电力板块成本高企，且加权平均上网电价下降至 0.3072 元/千瓦时，电力业务持续亏损，存在一定的经营压力。

非煤贸易业务收入较为稳定，该业务盈利能力弱，对公司利润贡献有限。

表 2：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
炼焦煤生产、加工及销售	1,708.62	39.45	2,178.76	42.30	1,849.15	35.62
焦化	244.92	4.28	276.04	-0.16	208.14	-3.56
电力	62.17	-27.09	75.95	-0.88	71.78	-4.05
非煤贸易	168.77	1.78	145.92	2.27	145.33	2.88
其他	98.42	8.19	124.63	3.07	95.08	27.89
营业收入/营业毛利率	2,282.90	29.73	2,801.29	33.12	2,369.48	28.66

注：炼焦煤生产、加工及销售业务包含煤炭贸易，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

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 2023 年末，公司重点在建工程可研投资总额为 422.54 亿元，主要集中于煤炭及电力板块，已累计完成投资 172.10 亿元，2024 年计划投资 36.57 亿元。截至 2023 年末主要拟建项目的计划投资总额共计 528.06 亿元，未来仍有一定的投资支出压力。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年焦煤集团经营业绩随行业周期同步回落，但仍保持很强的盈利及经营获现能力，为债务偿付提供了有力支持，当期债务规模有所下降且债务期限结构有所改善，但杠杆水平仍维持高位，需关注炼焦煤价格周期性波动对公司利润的影响。

盈利能力

随着炼焦煤价格高位回落，2023 年煤炭板块利润下降使得公司经营性业务利润下降 36.61%，由于上年计提较大规模减值损失，当期公司计提减值损失的金额较小，当期利润总额仅小幅下降，保持在较高水平；受经营性业务利润下降影响，总资产收益率有所下滑。总体来看，得益于突出的规模优势和优良的煤种资源，公司经营业绩虽受煤价下行影响走弱，但仍保持了很强的盈利能力，盈利规模在煤炭行业仍处于前列。2024 年一季度，受煤价下行和产销量减少影响，公司利润总额同比下降 63.10%。

资产质量

跟踪期内，公司资产结构变化不大。随着在建项目的推进，固定资产和在建工程小幅增长；子公司山西汾西矿业（集团）有限责任公司下属部分矿井新增采矿权，当期无形资产规模有所增长；由于对山西银行的股权投资从其他非流动资产重分类至其他权益工具投资，对柳林县晋柳四号投资企业（有限合伙）的投资从长期股权投资重分类至其他权益工具投资，其他权益工具投资增长较快。流动资产方面，公司货币资金小幅下降但仍维持一定规模，存货及应收款项均有所下降。负债方面，公司负债主要由有息负债及经营性应付款项构成，当期公司压降债务规模，债务期限结构有所改善，但短期债务占比仍维持较高水平。权益方面，利润积累叠加保持较大分红规模影响，当期未分配利润小幅增长，所有者权益规模保持增长。2023 年末，公司财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。

现金流及偿债情况

2023 年，随着炼焦煤价格高位回落，公司经营活动净现金流同比下降 34.52%，但仍保持较大净流入规模；2024 年 1~3 月，受煤炭销量下降及煤款回款同比减少影响，当期经营活动净现金流同比下降明显。公司保持较大规模的投资支出力度，2023 年投资现金净流出规模有所扩大；得益于自有资金较为充裕，公司外部融资需求有所降低，跟踪期内筹资活动现金流保持净流出。偿债能力方面，EBITDA 及 EBIT 对总债务的覆盖能力有所弱化，但其对利息的覆盖能力有所提升，偿债指标表现呈现分化态势，整体来看，公司较为充裕的现金流和资金储备以及畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 2,787.97 亿元，其中尚未使用额度为 1,150.92 亿元，备用流动性较充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、X、%）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	2,287.44	2,806.79	2,373.89	461.64
利润总额	132.02	308.54	293.52	34.19
总资产收益率	4.54	7.88	7.05	--
货币资金	561.18	649.74	558.55	552.92
应收账款	84.13	82.95	77.85	93.84
应收款项融资	131.09	100.39	51.63	60.61
其他应收款	306.22	234.24	230.15	243.16
存货	254.14	214.21	196.27	211.70
固定资产	1,381.72	1,312.75	1,326.73	1,308.08
在建工程	783.48	783.61	810.60	817.96
无形资产	1,139.95	1,127.96	1,215.08	1,207.04
资产总计	5,437.76	5,188.25	5,203.85	5,230.18
总债务	2,722.04	2,810.25	2,761.31	--
短期债务/总债务	53.76	56.86	47.41	--
所有者权益合计	1,327.31	1,366.08	1,437.32	1,454.18
总资本化比率	73.55	74.24	71.96	--
经营活动产生的现金流量净额	391.02	492.67	322.62	25.34
投资活动产生的现金流量净额	-109.46	-46.69	-140.28	-21.55
筹资活动产生的现金流量净额	-177.41	-370.21	-276.64	-0.96
总债务/EBITDA	7.21	4.88	5.28	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.03	3.95	3.20	--
EBITDA 利息保障倍数	2.93	4.62	5.18	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

母公司收入主要来自煤炭销售业务，该业务毛利率较低，母公司持有的下属公司股权可贡献一定投资收益。跟踪期内，投资收益增长较快。近年来母公司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。近年来母公司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。

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产主要为受限的货币资金及固定资产，合计 259.83 亿元，占总资产比重为 4.99%，受限比例较低。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。2023 年，公司无新增重大诉讼案件，截至

2023 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）方的案件共 2 起，作为应诉（被申请）方的案件共 1 起。同期末，公司对外担保余额合计 50.83 亿元，占期末公司总资产的 0.98%，主要为对山西省省属国企的担保，或有负债风险较小。

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，2021~2024 年 3 月末，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。

假设与预测²

假设

- 2024 年受煤炭供需矛盾紧张局面缓解影响，公司煤炭产品平均销售价格较上年略有下降。
- 2024 年，公司在煤炭市场仍保持其市场份额，产销量小幅下降。
- 2024 年公司投资支出在 110~130 亿元左右。

预测

表 4：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	74.24	71.96	69.00~71.00
总债务/EBITDA	4.88	5.28	6.00~7.00

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG³表现方面，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。公司高度重视环保工作，严格落实国家法律法规的要求，建设了废水、废气、固废、危险废物等处置设施，减少环境污染，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。2023 年，公司旗下矿井发生多起安全事故，原煤百万吨死亡率为 0.092。公司治理结构较优，内控制度完善，ESG 综合表现水平较高，与前次 ESG 评估无重大变化，潜在 ESG 风险较小。

流动性评估方面，公司经营获现能力良好，未使用银行授信额度充足。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出除满足日常经营、项目建设所需外，主要用于债务的还本付息和现金分红，未来一年流动性来源能对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

² 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

³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。

作为山西省省属的大型煤炭企业，公司战略定位较高，能够在税收优惠、财政补贴、项目审批和资源获取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。

跟踪债券信用分析

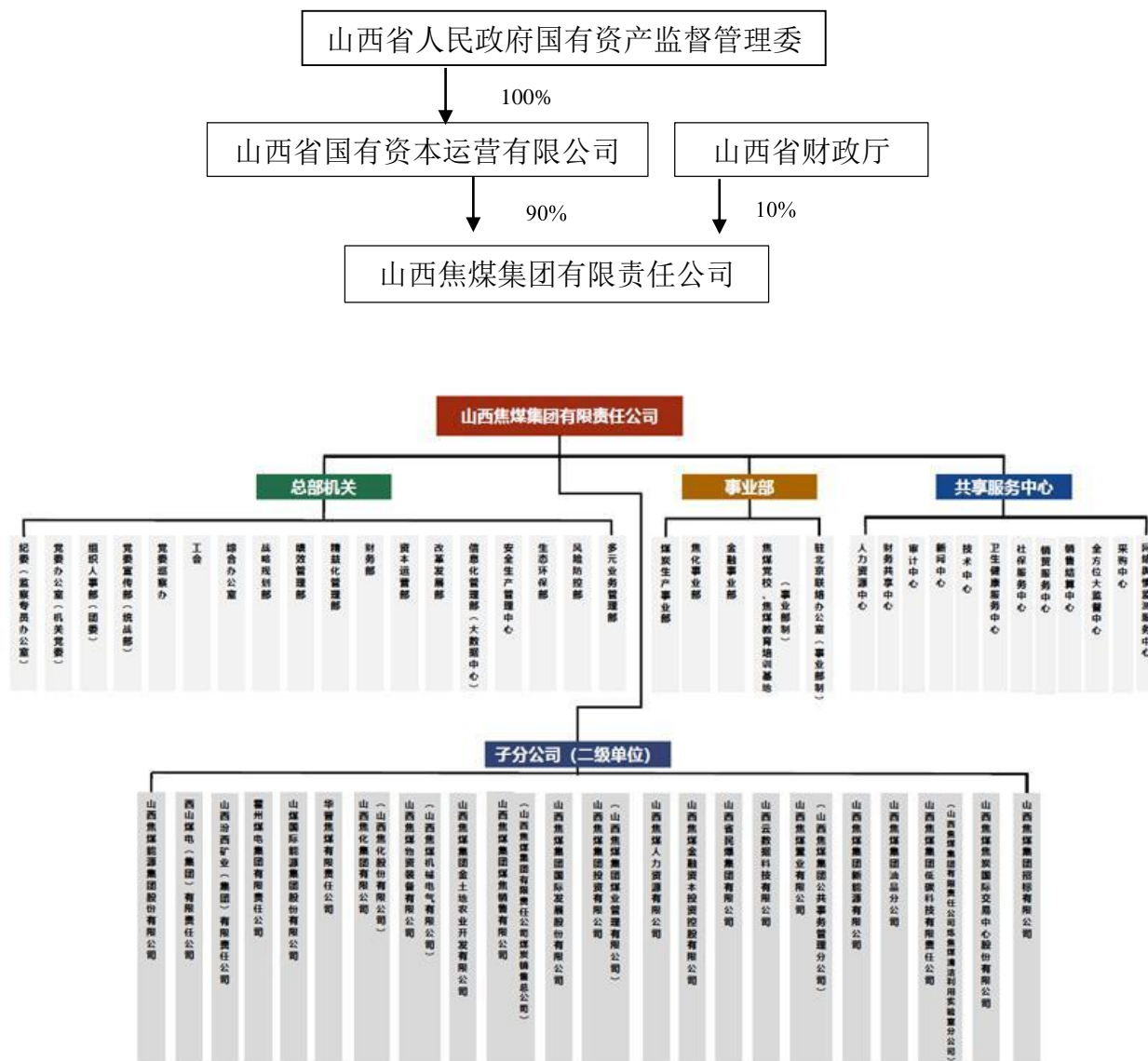
截至 2023 年末，“19 焦煤 02”、“20 焦煤 02”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”已全部使用完毕，与募集说明书约定的募集资金用途一致。“24 焦煤 K1”和“24 焦煤 K2”发行金额均为 20.00 亿元，截至 2024 年 5 月底，募集资金尚未使用，亦未变更募集资金用途。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。“21 晋焦煤 MTN004”、“21 晋焦煤 MTN006”、“22 晋焦煤 MTN003”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”、“23 晋焦煤 MTN002”、“23 晋焦煤 MTN003”设置续期选择权/赎回条款，上述债券中“21 晋焦煤 MTN004”、“21 晋焦煤 MTN006”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”将在 2024 年内进入赎回/续期选择期限，规模合计 80 亿元。截至 2024 年 5 月末，2024 年内公司到期债券（含进入赎回/续期选择期限债券）规模合计 135 亿元，其中本次跟踪债券 90 亿元。公司经营层面仍保持行业龙头地位，煤炭业务保持较强的盈利和获现能力，加之畅通的融资渠道，债务接续较有保障，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险极低。

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 晋焦煤 MTN003B”、“20 晋焦煤 MTN004B”、“20 晋焦煤 MTN005B”、“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”、“21 焦煤 Y1”、“21 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y1”、“22 焦煤 Y2”、“22 焦煤 Y3”、“23 晋焦煤 MTN002”、“23 晋焦煤 MTN003”、“24 焦煤 K1”、“24 焦煤 K2”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 2023 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	5,611,814.34	6,497,438.62	5,585,459.81	5,529,238.42
应收账款	841,296.79	829,519.75	778,459.70	938,415.87
其他应收款	3,062,215.65	2,342,350.85	2,301,477.70	2,431,626.93
存货	2,541,357.50	2,142,086.97	1,962,702.74	2,117,048.20
长期投资	2,262,027.90	2,429,450.67	3,008,250.24	3,085,983.38
固定资产	13,817,218.70	13,127,537.35	13,267,268.70	13,080,763.77
在建工程	7,834,840.06	7,836,054.66	8,105,965.38	8,179,638.21
无形资产	11,399,548.61	11,279,566.07	12,150,795.99	12,070,443.91
资产总计	54,377,592.68	51,882,480.81	52,038,541.71	52,301,789.10
其他应付款	6,930,543.25	6,154,171.20	6,186,290.28	5,965,680.42
短期债务	14,634,500.04	15,979,644.85	13,090,883.53	--
长期债务	12,585,929.99	12,122,855.47	14,522,187.04	--
总债务	27,220,430.03	28,102,500.32	27,613,070.57	--
净债务	23,544,156.82	23,501,182.29	23,946,172.61	--
负债合计	41,104,456.04	38,221,651.63	37,665,303.61	37,759,990.61
所有者权益合计	13,273,136.64	13,660,829.18	14,373,238.10	14,541,798.49
利息支出	1,290,103.51	1,246,169.62	1,008,775.55	--
营业总收入	22,874,414.02	28,067,905.31	23,738,929.15	4,616,352.47
经营性业务利润	2,652,925.32	4,401,119.86	2,790,053.25	280,932.58
投资收益	314,328.39	461,060.08	355,485.18	79,799.69
净利润	628,913.55	1,761,213.62	1,976,673.76	226,330.28
EBIT	2,466,033.92	4,188,324.25	3,664,734.96	--
EBITDA	3,776,052.31	5,755,162.24	5,230,409.70	--
经营活动产生的现金流量净额	3,910,196.47	4,926,710.22	3,226,205.43	253,432.56
投资活动产生的现金流量净额	-1,094,626.84	-466,944.01	-1,402,801.15	-215,549.99
筹资活动产生的现金流量净额	-1,774,124.76	-3,702,071.90	-2,766,384.50	-9,560.05
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	29.73	33.12	28.66	22.34
期间费用率（%）	13.92	13.28	12.76	12.65
EBIT 利润率（%）	10.80	14.95	15.47	--
总资产收益率（%）	4.54	7.88	7.05	3.75*
流动比率（X）	0.54	0.50	0.52	0.56
速动比率（X）	0.46	0.43	0.44	0.47
存货周转率（X）	6.31	8.00	8.24	7.02*
应收账款周转率（X）	27.14	33.53	29.47	21.47*
资产负债率（%）	75.59	73.67	72.38	72.20
总资本化比率（%）	73.55	74.24	71.96	--
短期债务/总债务（%）	53.76	56.86	47.41	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.10	0.13	0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.18	0.23	0.17	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.03	3.95	3.20	--
总债务/EBITDA（X）	7.21	4.88	5.28	--
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.36	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.93	4.62	5.18	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.91	3.36	3.63	--
FFO/总债务（X）	0.09	0.15	0.11	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款、其他流动负债、其他应付款中的带息债务、其他权益工具中的永续债和预计负债中的弃置费用；4、因缺少数据，部分指标无法计算。

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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,440,603.62	1,670,736.17	1,834,426.92	1,726,281.93
应收账款	262,212.89	248,230.02	244,349.90	243,187.11
其他应收款	1,841,118.85	7,102,483.22	7,632,657.60	7,247,917.56
存货	139.89	379.41	1,799.89	1,895.17
长期投资	4,931,844.03	3,235,200.21	3,365,347.68	3,380,433.89
固定资产	6,214.70	6,864.61	9,245.98	8,829.08
在建工程	1,003.05	324.30	2,897.00	2,897.00
无形资产	3,886.36	4,971.20	4,980.99	4,811.07
资产总计	11,539,500.23	14,527,668.20	14,860,965.83	14,363,780.53
其他应付款	754,660.93	658,001.90	1,108,223.77	1,180,491.69
短期债务	2,174,495.57	3,808,021.03	2,191,238.22	--
长期债务	2,078,500.00	2,809,200.00	4,901,381.90	--
总债务	4,252,995.57	6,617,221.03	7,092,620.12	--
净债务	2,812,391.95	4,946,484.86	5,258,193.20	--
负债合计	6,298,653.44	9,091,242.73	9,302,609.73	8,850,358.04
所有者权益合计	5,240,846.79	5,436,425.47	5,558,356.10	5,513,422.49
利息支出	155,676.44	190,762.71	245,042.02	50,402.40
营业总收入	7,696,276.63	9,938,374.97	7,012,082.77	1,237,280.61
经营性业务利润	-94,893.51	-47,071.41	-28,479.02	-19,353.64
投资收益	224,255.66	460,304.58	1,009,611.43	36,855.86
净利润	96,719.85	172,485.04	932,134.43	16,748.94
EBIT	278,907.77	338,426.59	1,203,792.67	67,904.63
EBITDA	280,589.46	340,396.48	1,207,599.04	67,904.63
经营活动产生的现金流量净额	580,866.67	437,242.48	453,451.61	98,460.36
投资活动产生的现金流量净额	-2,474,550.33	214,520.42	897,562.27	-52,284.11
筹资活动产生的现金流量净额	1,992,092.43	-421,630.36	-1,287,323.13	-54,321.24
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	1.40	1.17	2.24	1.08
期间费用率(%)	2.55	1.58	2.58	2.56
EBIT 利润率(%)	3.62	3.41	17.17	--
总资产收益率(%)	2.42	2.60	8.19	--
流动比率(X)	1.59	1.81	2.61	2.72
速动比率(X)	1.59	1.81	2.61	2.72
存货周转率(X)	54,246.12	37,826.28	6,291.11	2,649.92*
应收账款周转率(X)	29.35	38.94	28.47	20.30*
资产负债率(%)	54.58	62.58	62.60	61.62
总资本化比率(%)	44.80	54.90	56.06	--
短期债务/总债务(%)	51.13	57.55	30.89	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.14	0.07	0.06	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.27	0.11	0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.73	2.29	1.85	--
总债务/EBITDA(X)	15.16	19.44	5.87	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.09	0.55	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.80	1.78	4.93	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.79	1.77	4.91	--
FFO/总债务(X)	0.01	0.02	0.03	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、母公司债务相关数据未经过调整；4、因缺少数据，部分指标无法计算。

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
	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
经营效率	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 (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
	现金周转天数	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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入	
现金流	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，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]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。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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