

# 山煤国际能源集团股份有限公司

## 2013 年公司债券（第一期）跟踪评级报告

大公报 SD【2014】220 号

### 跟踪评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

### 上次评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

发行规模: 15 亿元

上次评级时间: 2013.11

债券存续期间: 2014.04.24 - 2016.04.24

### 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	461.32	460.48	453.38	346.02
所有者权益	110.00	108.20	107.96	110.07
营业收入	169.72	813.29	954.08	697.61
利润总额	1.86	11.32	22.59	23.87
经营性净现金流	8.78	11.54	-6.40	5.93
资产负债率 (%)	76.15	76.50	76.19	68.19
债务资本比率 (%)	68.06	67.74	64.42	55.51
毛利率 (%)	4.42	5.09	5.84	7.38
总资产报酬率 (%)	0.84	4.31	6.90	8.84
净资产收益率 (%)	1.11	6.55	13.87	15.16
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.07	1.07	-0.72	0.86
经营性净现金流/总负债 (%)	2.50	3.31	-2.20	2.93

注: 2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 郑孝君

评级小组成员: 王赛飞 马学颖

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

### 跟踪评级观点

山煤国际能源集团股份有限公司 (以下简称“山煤国际”或“公司”) 主要从事煤炭开采和贸易等业务。评级结果反映了公司仍面临较好的区域经济环境、拥有较为丰富的煤炭产储量、控股股东的资源整合支撑公司煤炭储量实现外延式增长、公司拥有流畅高效的货源组织、仓储发运和市场营销体系等有利因素, 同时也反映了公司盈利能力下滑、面临一定资本支出压力等不利因素。

综合分析, 大公对公司 2013 年公司债券 (第一期) 信用等级维持 AA+, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

### 有利因素

- 山西省煤矿资源储量丰富, 是国内主要煤炭产区, 公司仍面临较好的区域经济环境;
- 公司在长治等地区拥有五处在产大型现代化高效矿井, 煤炭产量内生增长仍较为迅速;
- 控股股东作为山西省七大煤炭资源整合主体之一, 整合力度很强, 公司资源储量外延增长较为有力;
- 公司拥有流畅高效的货源组织、仓储发运和市场营销体系, 较强的货源吸引和集疏组织能力仍能对公司煤炭贸易板块的快速发展形成有力支撑。

### 不利因素

- 2013 年以来, 下游需求减弱导致煤炭等大宗商品价格大幅下降, 公司综合毛利率持续下滑;
- 煤炭生产属高危行业, 公司仍面临发生突发安全事故的风险;
- 伴随煤炭产业主体开采和贸易规模的扩张, 公司仍将面临一定资本支出压力。





## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 跟踪评级说明

根据山煤国际 2013 年公司债券（第一期）信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 发债主体

公司前身为中油吉林化建工程股份有限公司（以下简称“中油化建”），2009 年，控股股东吉化集团公司将所持中油化建全部股份转让给山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”），山煤集团以资产作为对价进行支付。同年，中油化建以全部资产和负债与吉化集团公司所持 7 家煤炭贸易公司全部股权资产进行置换，并向山煤集团非公开发行 4.5 亿股购买山煤集团持有的 3 家煤炭开采公司、18 家煤炭贸易公司的股权及其本部涉及煤炭销售业务的资产和负债，山煤集团煤炭业务实现上市。2009 年 12 月 18 日，公司名称变更为现名，同时股票简称变更为“山煤国际”（股票代码 600546）。后历经 2011 年非公开发行及 2013 年资本公积转增股本，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本增至 19.82 亿元，控股股东为山煤集团，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

山煤集团是山西省七大煤炭资源整合主体之一，公司是山煤集团煤炭业务板块经营主体，拥有国内外煤炭销售的合法资质，并在山西省内拥有铁路运输单列计划。公司现拥有全资及控股子公司 57 家，年原煤生产能力逾 1,000 万吨，煤炭发运站 80 余个，年发运能力近 1 亿吨，在秦皇岛、京唐港等六个主要港口设有子公司，港口中转量逾 4,000 万吨/年。公司拥有华东和华南地区配煤中心，形成了覆盖煤炭主产区、重要运输线及主要出海口独立完善的煤炭内外贸运销体系。

## 宏观经济和政策环境

**2014 年一季度国民经济开局平稳且总体向好，结构调整和转型升级继续取得新进展；外部环境复杂多变导致国内经济仍存在下行压力**

2014 年一季度我国实现国内生产总值 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.3 个百分点；从环比看，2014 年一季度国内生产总值增长 1.4%。分产业看，第一产业增加值 7,776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57,587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62,850 亿元，同比增长 7.8%。分要素看，固定资产投资（不含农户）同比增长 17.6%；社会消费品零售总额同比增长 12.0%；进出口总额同比下降 1.0%，实现贸易顺差 167.4 亿美元。2014 年 3 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较 2014 年 2 月微升 0.1 个百分点，自 2013 年 11 月份后首次回升，预示我国制造业总体平稳向好。从工业景气度



看，2014 年一季度工业企业景气指数为 128.0，环比上升 3.7 点；工业企业信心指数为 124.3，环比提高 3.3 点。

结合宏观数据综合分析发现，2014 年一季度第三产业增加值占 GDP 比重升至 49%，且第二产业中装备制造业和高技术产业增加值增速比规模以上工业增加值平均增速高 3 个百分点，说明在市场机制作用下，产业结构继续得到优化。此外，投资增速有所回落，第三产业与民间投资比重继续提高，居民消费增速有所加快，投资与消费的关系更趋合理，整体看国民经济结构调整与转型升级取得一定进展。

导致国民经济增速下滑的主要原因是一方面外部环境仍然复杂严峻，新兴经济体下行压力较大，IMF 分别调低 2014 年世界经济增长预期和发展中国家经济增长预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，世界经济复苏低于预期进而影响我国出口增速；另一方面，我国正处于增速换挡期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加阶段，加上政府主动调控加大淘汰落后产能与环境污染治理力度，因此经济增速放缓属于阶段性客观反映。

总体来看，2014 年一季度国民经济运行处于合理区间，结构调整和转型升级继续取得新进展。但同时也注意到，外部环境仍然复杂多变导致国内经济仍存在一定的下行压力。

## 行业及区域经济环境

**煤炭行业具有显著的周期性特点，其发展易受宏观经济环境影响；2013 年以来，由于国内煤炭下游行业消费需求增速持续放缓，对煤炭行业形成冲击，尽管煤价有所波动，但是对煤炭行业盈利能力的根本性好转起到的支撑作用有限**

煤炭行业属周期性行业，行业增长与宏观经济以及下游行业的发展密切相关，煤炭的下游需求主要集中在电力、建材和冶金等方面。2013 年，煤炭行业仍然延续 2012 年需求低迷的形势，煤炭价格虽然出现短期的波动，但整体呈下行趋势。2013 年第四季度，随着大秦线季节性检修以及冬季供暖来临火电发电量上升，国内动力煤需求呈季节性回升；焦炭价格的短期反弹带动焦炭企业开工率的提升及下游的库存补给，焦煤价格出现小幅上升，由于煤炭总体供给较为充足，因此价格回升难以持续。2013 年煤炭行业累计亏损企业 1,788 家，累计亏损额 456.95 亿元；全行业营业收入和利润总额同比分别下降 2.59% 和 33.66%。

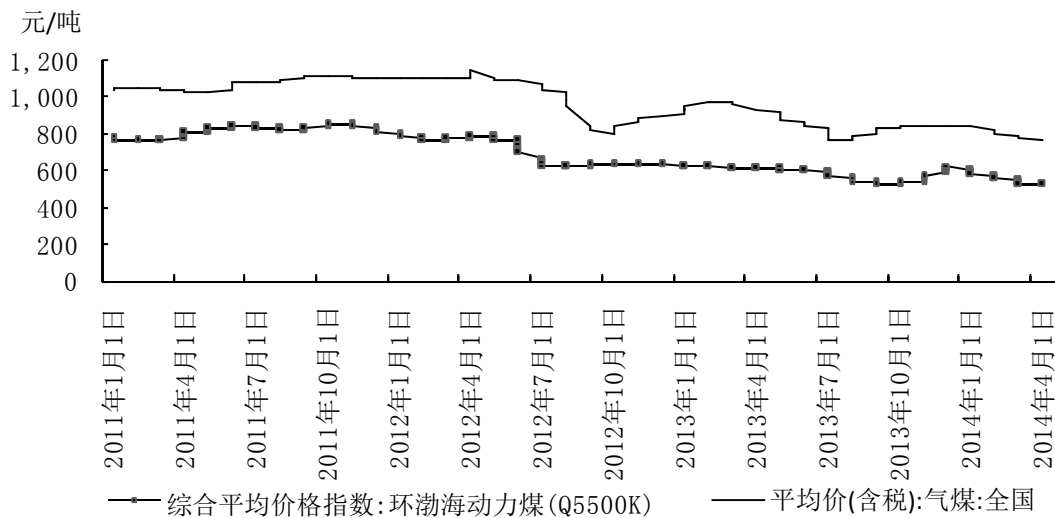


图1 2011年以来中国环渤海动力煤综合价格指数及全国气煤平均价情况

数据来源: Wind 资讯

此外,无序煤矿开采过程造成的环境污染和破坏问题导致煤炭企业在煤矿安全治理、环境保护等方面投入不断加大。总体来看,尽管短期内煤炭下游需求低迷导致煤炭行业利润有所下降,但我国以煤炭为主的能源结构短期内不会改变。

**山西省煤矿资源储量丰富,是国内主要煤炭产区,公司仍面临较好的区域经济环境;山西省延续执行煤炭行业扶植政策,并新推多项政策稳定和提振煤炭市场,煤炭企业面临较好的政策环境**

山西省是全国煤炭大省,煤炭储量约占全国煤炭储量的三分之一。2013年,山西省煤炭产量达到9.6亿吨,超过全国煤炭总产量的1/4,对全国煤炭生产仍然具有重要影响。煤炭行业是山西省的支柱产业,自从2008年山西开始对煤矿企业资源实施兼并重组以来,山西煤炭工业已经初步形成了生产规模化、经营集约化、技术现代化、产权多元化的格局。山西省煤矿资源储量丰富,煤炭采挖和煤炭化工产业集群化较高,相关产业配套状况较好,公司面临较好的区域经济环境。

为应对下滑的煤炭价格,2014年5月,山西省政府下发《关于印发进一步落实“煤炭20条”的若干措施的通知》(以下简称“《通知》”),要求加大煤炭清费立税工作力度,包括将原于2013年底到期的暂停提取矿山环境恢复治理保证金和煤矿转产发展资金、减半收取煤炭交易服务费政策延续执行。此外,《通知》要求继续推进深化煤炭管理体制、鼓励煤炭企业与客户签订中长期购销协议、加大煤炭加工力度,稳定老用户、开拓新市场,科学安排生产总量,规范煤炭生产、经营秩序,稳定煤炭价格。整体来看,政府利好政策的出台对煤炭市场起到积极的稳定作用。

## 经营与竞争

**煤炭贸易仍是公司最主要的收入来源，2013年以来公司营业收入有所下滑；煤炭生产仍是公司毛利润的主要来源，2013年以来公司毛利润有所下降，综合毛利率水平持续降低**

煤炭生产和贸易仍是公司的主营业务，2013年以来，受煤炭市场低迷的影响，商品煤价格大幅下降，公司营业收入和毛利润也随之降低。2013年，公司营业收入为813.29亿元，同比下降14.76%；其中，煤炭贸易仍是公司收入的主要来源，占比为62.94%。2013年，公司毛利润为41.37亿元，同比下降25.81%；其中煤炭生产仍是公司主要的毛利润来源，煤炭生产毛利润占比为67.49%。公司其他业务主要由其他矿产品、钢材贸易和运输等组成，在毛利润中占比较小，2013年公司其他业务收入为235.08亿元，同比增长96.34%，主要是由于公司加强了对非煤业务的拓展。

**表1 2011~2013年及2014年1~3月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况(单位:亿元、%)**

项目	2014年1~3月		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入合计</b>	<b>169.72</b>	<b>100.00</b>	<b>813.29</b>	<b>100.00</b>	<b>954.08</b>	<b>100.00</b>	<b>697.61</b>	<b>100.00</b>
煤炭贸易	101.37	59.73	511.90	62.94	765.77	80.26	615.67	88.25
煤炭生产	14.17	8.35	66.31	8.15	68.57	7.19	53.81	7.71
其他 <sup>1</sup>	54.18	31.92	235.08	28.90	119.73	12.55	28.12	4.03
<b>毛利润合计</b>	<b>7.50</b>	<b>100.00</b>	<b>41.37</b>	<b>100.00</b>	<b>55.76</b>	<b>100.00</b>	<b>51.49</b>	<b>100.00</b>
煤炭贸易	0.30	21.05	8.82	21.32	11.85	21.25	14.81	28.77
煤炭生产	6.11	71.05	27.92	67.49	38.74	69.48	31.86	61.88
其他	1.09	7.91	4.63	11.19	5.17	9.27	4.82	9.35
<b>综合毛利率</b>	<b>4.42</b>		<b>5.09</b>		<b>5.84</b>		<b>7.38</b>	
煤炭贸易	0.29		1.72		1.55		2.41	
煤炭生产	43.10		42.11		56.50		59.20	
其他	2.01		1.97		4.32		17.12	

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率构成来看，2013年公司综合毛利率水平有所下降。其中，受煤炭价格下降的影响，公司毛利率最高的煤炭生产业务由56.50%下降到42.11%，同比下降14.39个百分点；煤炭贸易业务毛利率略有增长，其他业务毛利率有所下降。

2014年1~3月，公司实现营业收入169.72亿元，同比下降23.99%，主要是由于煤炭市场低迷所致；综合毛利率4.42%，同比下降0.66个百分点，主要是由于煤炭价格下降影响了煤炭贸易业务的毛利率，使

<sup>1</sup> 为公司主营业务收入中其他类及公司其他业务收入之和。



得综合毛利率随之下降。

### ● 煤炭贸易

**公司的货源组织、仓储发运和市场营销体系运转流畅，较强的货源吸引和集疏组织能力仍能对公司煤炭贸易板块的发展形成有力支撑**

公司煤炭贸易业务的产品包括北部动力煤、中南部炼焦煤、中部无烟煤及东南部无烟、半无烟煤，主要用于电力及冶金行业。公司坚持多个省份组织货源的战略，建立了稳定的煤源供应渠道。山西北部地区设立的三个战略储煤点对货源组织发挥了积极的效用，市场抗风险能力显著。在以传统的山西地方煤炭作为基本支撑外，公司继续在华东和华南地区的配煤中心以及陕西和内蒙等多个省份和国际市场组织配置资源，扩大销售规模，实现了公司货源组织和市场销售的双向延伸，进一步增强了可持续发展能力。

公司拥有成熟的煤炭物流格局，建设有 80 多个煤炭铁路发运站。2013 年以来，公司已经形成的覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销体系，对提高公司资金周转率和增加销售量起到了重要的作用。

2013 年及 2014 年 1~3 月，公司完成煤炭贸易量 1.23 亿吨和 0.22 亿吨。

**表 2 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司煤炭贸易情况**

项目	2014 年 1~3 月	2013 年	2012 年	2011 年
煤炭贸易量（亿吨）	0.22	1.23	1.31	1.09
煤炭贸易收入（亿元）	101.37	511.90	765.77	615.67
煤炭贸易毛利率（%）	0.29	1.72	1.55	2.41

数据来源：根据公司提供资料整理

### ● 煤炭生产

**公司在长治等地区拥有五处在产矿井，拥有较为充足的煤炭资源储备，煤炭产量内生增长较为迅速；控股股东山煤集团作为山西省七大煤炭资源整合主体之一，整合力度很强，公司资源储量仍能获得外延式增长**

公司主要在产煤矿处于山西省长治地区，主要为贫瘦煤，属优质动力煤、配焦煤和喷吹煤；区域煤层地质条件稳定、水文条件简单，属煤炭质量高的侏罗纪地质层。公司所属煤矿均为低瓦斯矿井，开作业操作简单、安全系数大，开采成本相对较低。公司拥有较为完整的煤炭种类资源，已形成拥有东古城、铺龙湾、韩家洼、长春兴矿井的晋北基地，宏远、大平、霍尔辛赫、经坊、长治的长治基地，以及拥有鹿台山矿井的晋城基地。2013 年以来，公司原煤产量继续增长。

**表3 截至2014年3月末公司主要生产矿井生产情况（单位：万吨、万吨/年、年）**

矿井名称	煤种	地质储量	可采储量	剩余可采年限	产量			
					2014年1~3月	2013年	2012年	2011年
经坊	贫煤、瘦煤	52,173	10,134	37	71	276	339	325
霍尔辛赫	贫瘦煤、贫煤	55,935	28,875	66	87	390	330	160
大平	贫煤、无烟煤	9,005	4,508	21	40	153	163	96
凌志达	贫煤、无烟煤	3,675	2,240	13	26	151	151	30
铺龙湾	气煤	11,727	5,736	35	43	183	156	131
宏远 <sup>2</sup>	贫煤	4,991	2,665	16	-	-	-	-
<b>合计</b>	-	<b>137,506</b>	<b>54,158</b>	-	<b>267</b>	<b>1,153</b>	<b>1,139</b>	<b>742</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

控股股东山煤集团是山西省七大资源整合主体之一，煤炭整合资源丰富。公司在建矿井为2011年非公开发行收购时获得，将陆续完成建设并投产。未来，山煤集团的整合煤矿会逐步注入公司，公司煤炭板块外延增长得到有力的保证。

**表4 截至2014年3月末公司主要在建矿井生产情况（单位：万吨、万吨/年）**

名称	煤种	可采储量	设计产能
长春兴	气煤、长焰煤	22,516	240
东古城	长焰煤、气煤	3,829	90
韩家洼	长焰煤、气煤	4,436	90
鑫顺	贫瘦煤、贫煤	2,583	180
豹子沟	1/3焦煤、焦煤、肥煤	5,305	90
鹿台山	无烟煤	1,568	60
<b>合计</b>	-	<b>40,237</b>	<b>750</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2013年，公司商品煤销售量为1,062.58万吨。公司加强了对生产成本的控制，2013年煤炭生产成本为266.24元/吨，同比下降4.65%。

**表5 2011~2013年及2014年1~3月公司煤炭产销情况**

项目	2014年1~3月	2013年	2012年	2011年
原煤产量（万吨） <sup>3</sup>	267.00	1,330.00	1,141.32	741.54
商品煤销售量（万吨）	270.33	1,062.58	1,032.22	722.02
完全成本（元/吨）	273.28	266.24	279.23	338.09

数据来源：根据公司提供资料整理

### 公司依然高度重视环保和生产安全工作，重视加强对质量标准化

<sup>2</sup> 宏远矿井2013年9月联合试运转，2013年末竣工验收，2014年开始投产，但是煤炭生产许可证正在办理。

<sup>3</sup> 该数据包含工程煤。



### 建设的监督管理；但是煤炭生产属高危行业，公司仍面临发生突发安全事故的风险

公司依然高度重视生产安全工作，严格按照标准足额提取安全专项费用，用于建设矿井地面瓦斯抽放站、改造监测监控系统、完善矿井安全避险“六大系统”、装备矿山救护队及安全培训等。公司下属主要煤炭开采企业继续使用综采放顶煤的生产技术，技术成熟，安全性较高。同期，公司仍将整合技改矿井竣工验收事项作为重要工作，严格按照规定高标准自检，利用和调动优势资源，明确分工，积极配合，确保矿井按预定目标由基建顺利转入生产。

公司加强对质量标准化建设的监督管理，严格执行干部带班下井制度和交接班制度，强化班组验收、部门监督、企业评比三级安全质量标准化考核，使标准化工作深入化、常规化。公司主要生产矿井全部通过企业环境行为等级评价，其中经坊煤业、大平煤业曾被评为“行业特级安全高效矿井”，达到国家级标准化安全高效现代化新型矿井。但是煤炭生产属高危行业，公司仍面临发生突发安全事故的风险，从而可能使正常生产经营活动受到不利影响。2013年，公司原煤生产百万吨死亡率为0.061。

## 公司治理与管理

截至2014年3月末，公司注册资本19.82亿元，控股股东为山煤集团，实际控制人为山西省国资委。作为上市企业，公司继续按照《公司法》、《证券法》、中国证监会等监管部门的有关规定以及《上市公司治理法则》和《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，规范治理架构、严格经营运作，公司进一步完善了董事会、股东大会利润分配决策机制，明确了股东回报预期。

从未来的发展战略看，公司将继续做实做强煤炭产销主业，夯实发展基础，增强竞争能力；同时继续加快转型发展步伐，推动产业格局优化，实现多元化发展；公司还将继续强化经营管控，深化改革创新，努力实现规模与结构、质量与效益相统一的目标。

公司拥有较为丰富的煤炭资源，五处在产矿井使煤炭生产内生增长仍较为迅速，同时，公司作为山西省七大煤炭资源整合主体之一山煤集团的主要运营主体，整合进程持续推进，资源储量外延增长仍较为有力。基于煤炭出口资格和出口、内贸两个市场，公司已经形成了流畅高效的货源组织、仓储发运和市场营销体系，较强的货源吸引和集疏组织能力仍能对公司煤炭贸易板块的快速发展形成有力支撑。未来，公司将继续积极实施能源储备扩张和全供应链战略，供应链协同化运作将显著增强运营效率并带来潜在的赢利空间。综合分析，公司的抗风险能力很强。

## 财务分析

公司提供了 2013 年及 2014 年 1~3 月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2014 年 1~3 月财务报表未经审计。

### 资产质量

**公司资产规模保持稳定，流动资产占比较大，但比重有所下降；2013 年，公司存货和应收账款周转效率有所下降**

2013 年以来，公司资产规模保持稳定，资产构成仍以流动资产为主，但流动资产占比有所下降，2013 年末和 2014 年 3 月末公司流动资产占比分别为 54.72%和 54.47%。

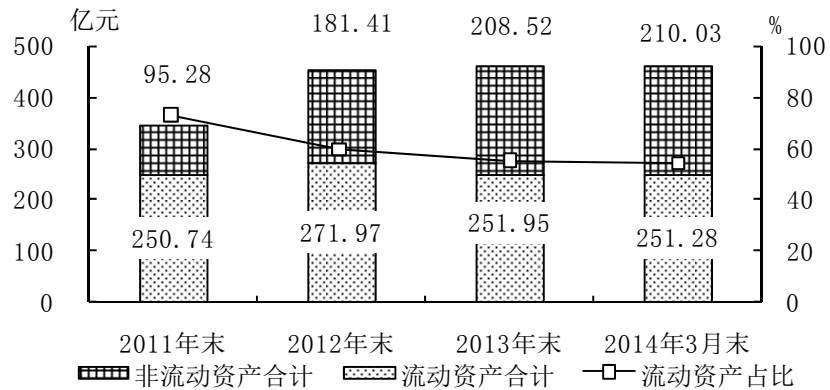


图 2 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产仍主要由应收账款、预付款项、存货、货币资金和应收票据等构成。2013 年末，公司应收账款为 74.64 亿元，同比下降 22.42%，主要是由于公司加强了对应收账款的回收力度，其中前五名客户分别为广南（香港）有限公司、新联国际集团有限公司、肇庆市渤海能源有限公司、清徐县同利鑫洗煤厂和青岛德诚矿业有限公司；预付款项主要为公司未结算的煤炭业务款，金额为 74.30 亿元，同比变化不大；存货和货币资金有所下降，存货同比下降 7.06%至 42.06 亿元，货币资金同比减少 12.66%至 26.50 亿元；应收票据增长较快，金额为 24.33 亿元，同比增长 79.53%，主要是本年度业务结算中收到票据增加所致。2014 年 3 月末，公司应收账款较 2013 年末增长 8.43%，达到 80.94 亿元；预付款项变化不大；存货为 45.17 亿元，较 2013 年末增长 7.39%；应收票据为 16.53 亿元，较 2013 年末下降 32.05%，主要是应收票据到期贴现所致。

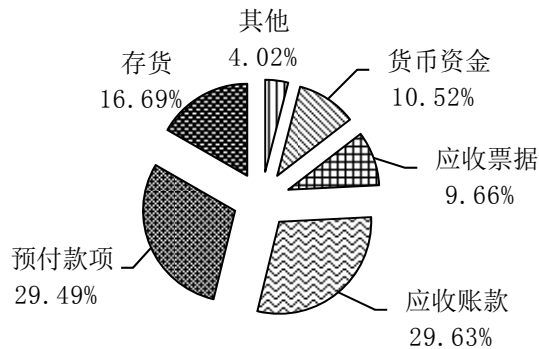


图3 2013年末公司流动资产构成

公司非流动资产仍主要由固定资产、无形资产和在建工程等组成。2013年末，公司固定资产为86.51亿元，同比增长20.17亿元，主要为在建矿井部分转固所致；无形资产为68.42亿元，主要由采矿权和土地使用权等组成，同比变化不大；在建工程为47.49亿元，同比增长7.43亿元，主要是公司收购整合的煤矿基建投入继续增加所致。2014年3月末，公司非流动资产变动不大。

2013年及2014年1~3月，公司存货周转天数分别为20.36天和24.20天，应收账款周转天数分别为37.82天和41.25天，存货和应收账款周转效率有所下降。

### 资本结构

**公司负债规模保持稳定，流动负债占比仍较高；公司有息债务以短期为主，有一定集中偿付压力**

2013年以来，公司负债规模基本稳定，2013年末和2014年3月末公司负债总额分别为352.28亿元和351.31亿元。从结构上看，负债仍以流动负债为主，比重略有下降。

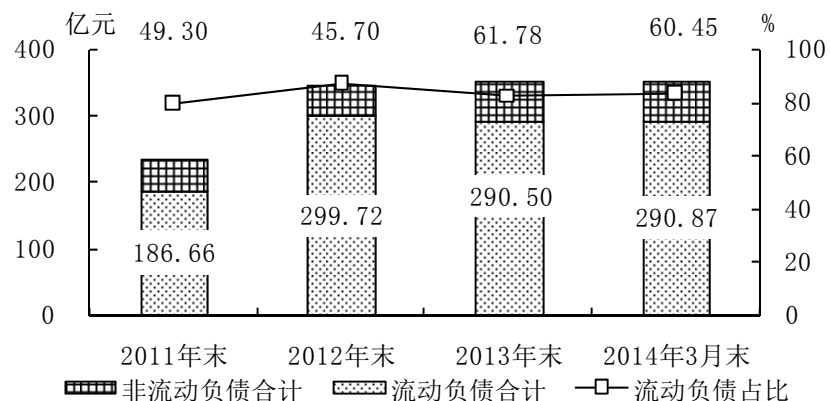


图4 2011~2013年末及2014年3月末公司负债结构

公司流动负债仍主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应



付款等构成。2013 年末，公司短期借款为 111.20 亿元，同比变化不大；应付账款为 56.57 亿元，同比下降 35.31%，主要是公司强化结算环节管理，加快结算进度所致；预收款项为 37.83 亿元，同比增长 20.07%，主要是公司加强了对煤炭贸易经营风险的控制，对部分客户采取了更为严格的信用政策所致；其他应付款为 42.42 亿元，同比减少 4.28 亿元，主要是公司归还山煤集团借款、按期支付采矿权价款所致；应付票据 17.52 亿元，同比增长 14.10 亿元，主要是子公司使用票据结算增多。2014 年 3 月末，公司非流动资产较 2013 年末变动不大。

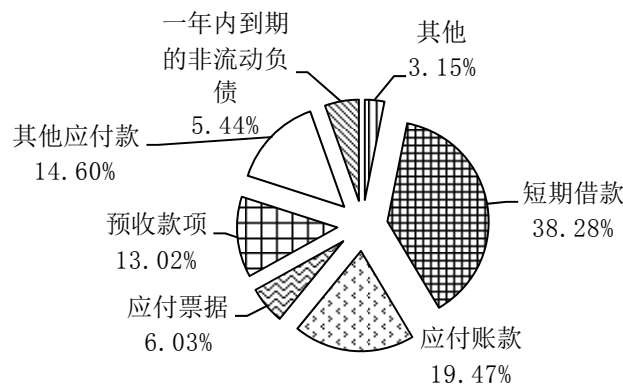


图 5 2013 年末公司流动负债构成

公司非流动负债仍主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。2013 年末，长期借款为 40.48 亿元，同比增长 39.68%，主要是本年度调整融资结构，加大长期融资比例所致；长期应付款为 11.05 亿元，同比下降 32.64%，主要为本年度支付资源价款、归还山煤集团长期应付款所致；应付债券为 10.00 亿元，为公司 2013 年发行定向融资工具所致。2014 年 3 月末，非流动负债各科目较 2013 年末变化不大。

2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总有息债务规模持续增长，总有息债务占总负债比重上升至 60% 以上；总有息债务以短期有息债务为主，2013 年末及 2014 年 3 月末，公司短期有息债务占总总有息债务比有所波动。

表 6 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	174.21	166.12	150.72	97.65
长期有息债务	60.19	61.06	44.78	39.68
总有息债务	234.41	227.18	195.51	137.32
短期有息债务占总总有息债务比重	74.32	73.12	77.09	71.11
长期有息债务占总总有息债务比重	25.68	26.88	22.91	28.89
总有息债务占总负债比重	66.72	64.49	56.60	58.20

从期限结构上看，公司 1 年内到期的有息债务金额占比较高，整体来看，公司有息债务的偿还期较为集中，有一定偿付压力。

**表 7 截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	合计
金额	174.21	35.20	15.00	10.00	234.41
占比	74.32	15.02	6.40	4.27	100.00

2013 年末公司所有者权益为 108.20 亿元，其中，股本为 19.82 亿元，较 2012 年末增长 9.91 亿元；资本公积 22.44 亿元，较 2012 年末减少 9.45 亿元，主要是由于公司资本公积转增股本所致。2014 年 3 月末，公司所有者权益为 110.00 亿元，其中，归属于母公司所有者权益为 80.65 亿元，少数股东权益为 29.35 亿元。2013 年以来，公司资产负债率基本稳定；流动比率和速动比率有所下降，公司流动资产对流动负债的覆盖程度降低。

**表 8 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司相关财务指标**

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率（%）	76.15	76.50	76.19	68.19
债务资本比率（%）	68.06	67.74	64.42	55.51
长期资产适合率（%）	81.15	81.52	84.70	167.26
流动比率（倍）	0.86	0.87	0.91	1.34
速动比率（倍）	0.71	0.72	0.76	1.13

截至 2014 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月末，公司涉及多项未决诉讼，其中 2011 年 6 月 8 日，公司与山西省襄垣县出口煤公司五阳煤炭集运站（以下简称“五阳集运站”）、襄垣县大平煤业有限公司、山煤集团等十二被告共同被诉大平煤业投资纠纷案，原告为山西御花园时代广场有限公司（以下简称“原告”）。原告要求判令公司、李海水、张锦波、李爱琴、赵玉中、郭玉中分别将所持大平煤业 35%、10%、12%、10%、12%、11% 股权返还于原告，或判令十二被告连带赔偿其因侵害原告投资权益所造成的全部损失；判令十二被告共同承担本案的全部诉讼费用。该诉讼涉及股权的账面价值为 1.43 亿元。截至本报告出具日，山西省高级人民法院已分别于 2011 年 7 月 17 日、8 月 15 日和 8 月 16 日组织了三次开庭审理，尚未做出一审判决。以上未决诉讼可能对公司造成不利影响。

## 盈利能力

**2013 年，煤炭市场的持续低迷和商品煤价格的不断下跌，使公司营业收入和毛利率都有所下降，利润大幅减少**

2013 年，煤炭市场的持续低迷和商品煤价格的下降使得公司营业收入同比下降 14.76%，综合毛利率水平也有所下降。2013 年，公司期间费用占营业收入的比重有所上升，其中管理费用和财务费用占营业收入比重增加而销售费用占营业收入比重有所降低。2013 年，公司盈

利能力同比下降，利润总额和净利润分别为 11.32 亿元和 7.09 亿元，分别同比下降 49.88%和 52.68%；公司总资产报酬率为 4.34%，净资产收益率为 6.55%。

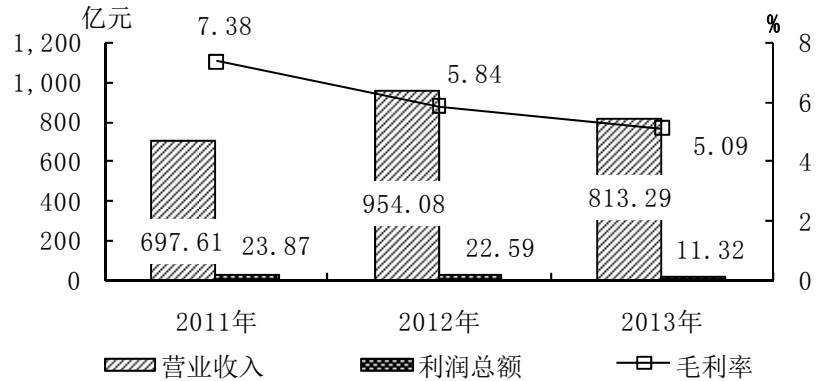


图6 2011~2013年公司收入及盈利情况

2014年1~3月，煤炭市场继续低迷，公司实现营业收入169.72亿元，同比减少23.99%；毛利率4.42%，同比下降0.66个百分点。公司盈利能力同比下滑，利润总额和净利润分别为1.86亿元和1.22亿元，分别同比下降65.22%和71.21%。

### 现金流

2013年，公司经营性净现金流大幅增长；预计未来1~2年，由于在建项目继续投资和煤炭资源收购的需要，公司仍将面临一定资本支出压力

2013年，公司经营性净现金流为11.54亿元，同比增加17.94亿元，主要是因为公司加强了对销售回款的管理所致。2013年，公司投资净流出的现金减少；同期，偿还债务的增加使公司筹资性净现金流继续减少。

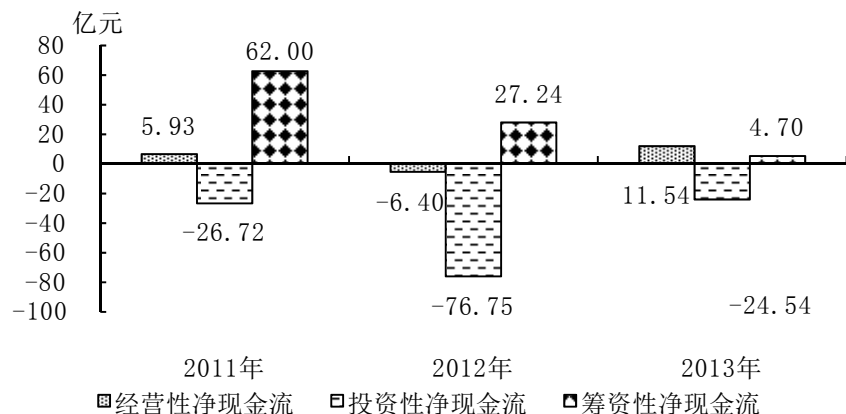


图7 2011~2013年公司现金流情况

2014年1~3月，公司经营性净现金流为8.78亿元，投资性净现



金流为-4.06 亿元，筹资性净现金流为-4.43 亿元。

预计未来 1~2 年，公司将继续进行在建矿井建设，及对控股股东山煤集团剩余的煤炭资源进行收购，整体来看，公司面临一定资本支出压力。

### 偿债能力

2013 年以来，公司存量债务规模较为稳定，截至 2014 年 3 月末，公司总负债 351.31 亿元，资产负债率 76.15%。2013 年，受煤炭市场低迷影响，公司营业收入及盈利能力同比下降，公司凭借自身较为完善的销售和运输网络继续发展煤炭贸易业务，同时自产煤炭业务和非煤业务稳定发展，仍具有较强的竞争力。2013 年，公司经营性净现金流同比增长，对债务及利息的保障程度上升。从外部支持来看，公司作为上市公司，融资渠道较多且较为通畅，综合分析，公司的偿债能力很强。

**表 9 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司债务及利息保障能力情况（单位：%、倍）**

项目	2014 年 1~3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性现金净现金流/流动负债	3.02	3.91	-2.63	3.80
经营性现金净现金流/总负债	2.50	3.31	-2.20	2.93
经营性净现金流利息保障倍数	4.07	1.07	-0.72	0.86
EBIT 利息保障倍数	1.79	1.83	3.54	4.44
EBITDA 利息保障倍数	-	2.56	4.51	5.26

### 债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2014 年 6 月 12 日，公司本部无信贷违约记录。截至本报告出具日，公司在债券市场上发行的各类债务融资工具均尚未到期，正常付息。

### 结论

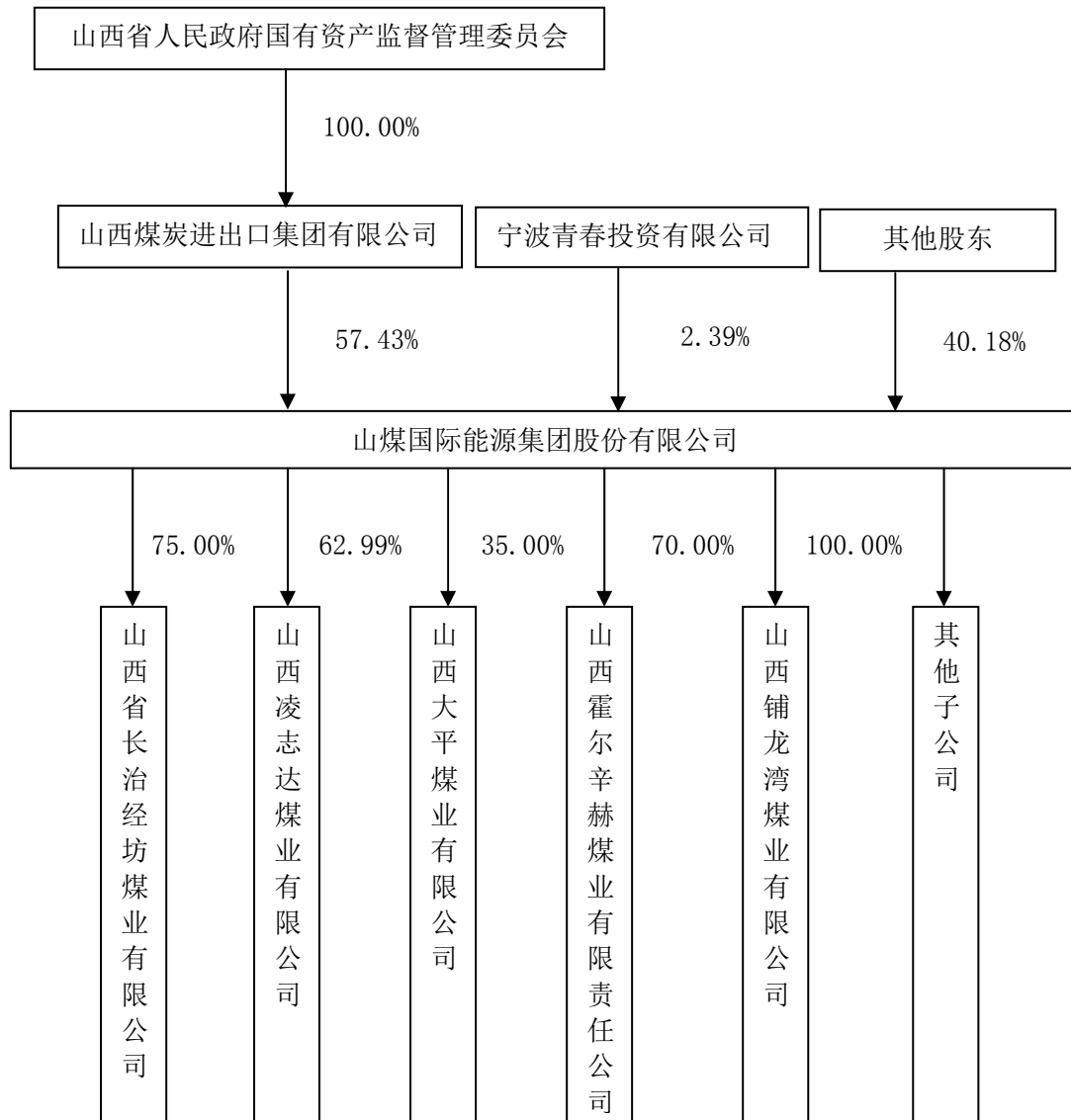
煤炭是我国经济发展的能源基础，作为战略性基础能源，煤炭行业在上下游产业链中维持了相对稳定态势。公司主要煤矿地处山西省长治地区，拥有五处主要在产矿井，内生增长迅速，公司受益于控股股东整合矿井的注入，资源储量外延增长有力。此外，基于煤炭出口资格和出口、内贸两个市场，公司形成了流畅高效的货源组织、仓储发运和市场营销体系，较强的货源吸引和集疏组织能力对公司煤炭贸易板块的快速发展形成有力支撑。在生产方面，公司高度重视环保和生产安全工作，但是煤炭生产属高危行业，公司仍面临发生突发安全事故的风险。未来，公司将继续积极实施能源储备扩张和全供应链战略，供应链协同化运作将显著增强运营效率并带来潜在的赢利空间。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险



很小。

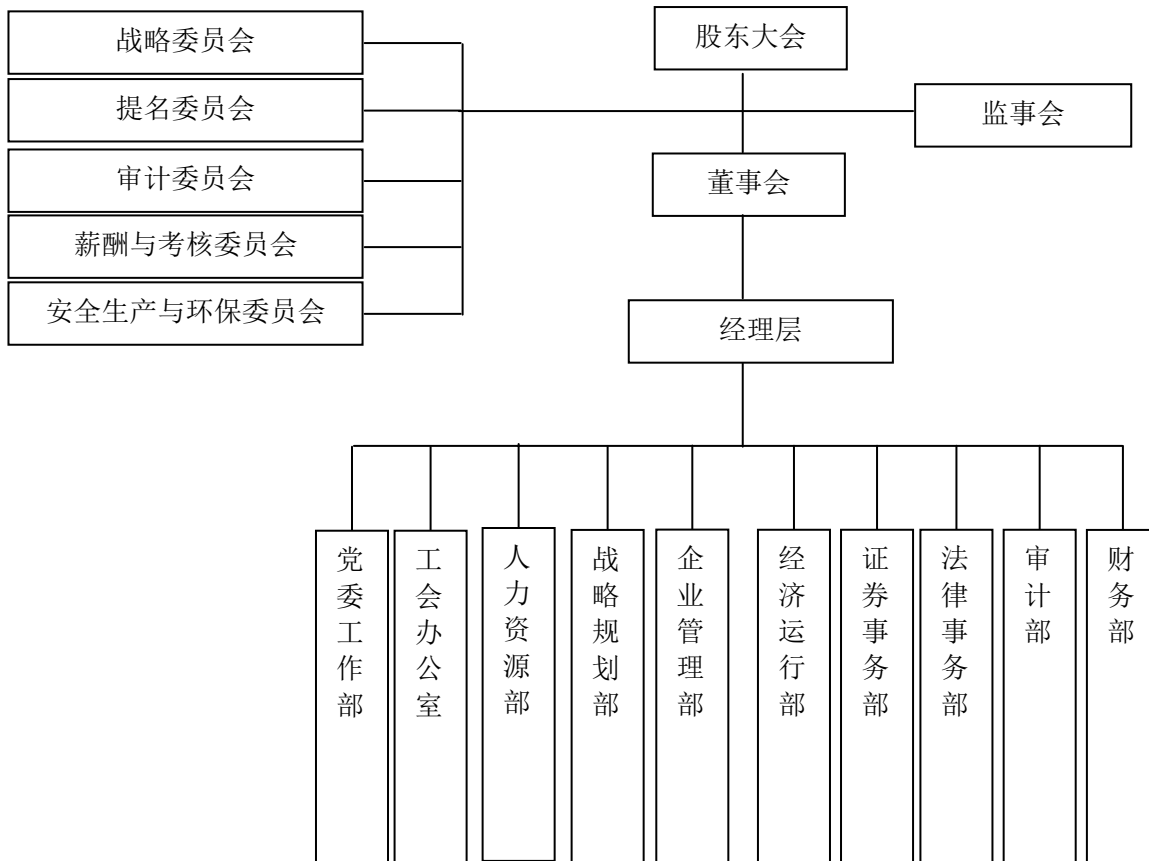
预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定发展。因此，大公对山煤国际的评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 年 3 月末山煤国际能源集团股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2014 年 3 月末山煤国际能源集团股份有限公司组织结构图





### 附件 3 山煤国际能源集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	267,868	264,981	303,404	845,155
应收票据	165,297	243,272	135,503	153,383
应收账款	809,361	746,441	962,149	406,841
预付款项	721,663	743,017	748,494	628,705
其他应收款	96,979	101,284	117,294	82,789
存货	451,652	420,555	452,493	389,551
流动资产合计	2,512,821	2,519,550	2,719,655	2,507,414
长期股权投资	12,935	12,935	12,207	12,300
固定资产	871,691	865,147	663,487	546,255
在建工程	485,329	474,898	400,615	100,137
无形资产	681,399	684,229	685,671	271,085
递延所得税资产	16,391	16,401	12,132	5,833
非流动资产合计	2,100,334	2,085,226	1,814,133	952,796
资产总计	4,613,155	4,604,776	4,533,789	3,460,210
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.81	5.75	6.69	24.42
应收票据	3.58	5.28	2.99	4.43
应收账款	17.54	16.21	21.22	11.76
预付款项	15.64	16.14	16.51	18.17
其他应收款	2.10	2.20	2.59	2.39
存货	9.79	9.13	9.98	11.26
流动资产合计	54.47	54.72	59.99	72.46
固定资产	18.90	18.79	14.63	15.79
在建工程	10.52	10.31	8.84	2.89
无形资产	14.77	14.86	15.12	7.83
非流动资产合计	45.53	45.28	40.01	27.54

**附件 3 山煤国际能源集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
<b>负债类</b>				
短期借款	1,163,236	1,112,004	1,101,629	735,582
应付票据	157,677	175,154	34,194	40,000
应付账款	600,859	565,686	874,518	404,416
预收款项	364,839	378,331	315,092	272,320
其他应付款	433,863	424,235	466,992	251,911
一年内到期的非流动负债	127,712	157,980	133,401	76,977
流动负债合计	2,908,662	2,904,951	2,997,185	1,866,576
长期借款	397,368	404,770	289,789	314,700
应付债券	100,000	100,000	0	0
长期应付款	104,582	110,529	164,090	175,004
非流动负债合计	604,486	617,815	456,983	492,954
负债合计	3,513,147	3,522,766	3,454,168	2,359,530
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	33.11	31.57	31.89	31.17
应付票据	4.49	4.97	0.99	1.70
应付账款	17.10	16.06	25.32	17.14
预收款项	10.38	10.74	9.12	11.54
其他应付款	12.35	12.04	13.52	10.68
流动负债合计	82.79	82.46	86.77	79.11
长期借款	11.31	11.49	8.39	13.34
应付债券	2.85	2.84	0.00	0.00
长期应付款	2.98	3.14	4.75	7.42
非流动负债合计	17.21	17.54	13.23	20.89
<b>权益类</b>				
实收资本	198,246	198,246	99,123	99,123
资本公积	224,348	224,348	318,885	493,039
盈余公积	20,644	20,644	19,870	6,068
未分配利润	332,214	326,924	333,035	299,859
归属于母公司所有者权益	806,548	797,505	800,801	931,281
少数股东权益	293,459	284,504	278,820	169,399
所有者权益合计	1,100,007	1,082,009	1,079,621	1,100,680

**附件 3 山煤国际能源集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
<b>损益类</b>				
营业收入	1,697,171	8,132,856	9,540,759	6,976,057
营业成本	1,622,170	7,719,116	8,983,140	6,461,177
销售费用	7,837	58,065	86,141	82,175
管理费用	24,888	122,523	121,449	101,542
财务费用	21,069	87,148	84,526	63,889
营业利润	18,330	116,287	233,283	245,702
营业外收支净额	230	-3,055	-7,364	-6,984
利润总额	18,560	113,233	225,920	238,718
所得税费用	6,340	42,380	76,199	71,808
净利润	12,220	70,853	149,721	166,910
归属于母公司所有者的净利润	5,296	24,401	76,714	111,624
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	95.58	94.91	94.16	92.62
销售费用	0.46	0.71	0.90	1.18
管理费用	1.47	1.51	1.27	1.46
财务费用	1.24	1.07	0.89	0.92
营业利润	1.08	1.43	2.45	3.52
营业外收支净额	0.01	-0.04	-0.08	-0.10
利润总额	1.09	1.39	2.37	3.42
所得税费用	0.37	0.52	0.80	1.03
净利润	0.72	0.87	1.57	2.39
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	87,794	115,414	-63,958	59,316
投资活动产生的现金流量净额	-40,590	-245,419	-767,540	-267,176
筹资活动产生的现金流量净额	-44,294	47,029	272,384	620,016
<b>财务指标</b>				
EBIT	38,681	198,501	312,709	305,901
EBITDA	-	277,211	398,162	362,463
总有息债务	2,344,068	2,271,773	1,955,065	1,373,217



**附件 3 山煤国际能源集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）**

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率 (%)	4.42	5.09	5.84	7.38
营业利润率 (%)	1.08	1.43	2.45	3.52
总资产报酬率 (%)	0.84	4.31	6.90	8.84
净资产收益率 (%)	1.11	6.55	13.87	15.16
资产负债率 (%)	76.15	76.50	76.19	68.19
债务资本比率 (%)	68.06	67.74	64.42	55.51
长期资产适合率 (%)	81.15	81.52	84.70	167.26
流动比率 (倍)	0.86	0.87	0.91	1.34
速动比率 (倍)	0.71	0.72	0.76	1.13
保守速动比率 (倍)	0.15	0.17	0.15	0.53
存货周转天数 (天)	24.20	20.36	16.87	17.09
应收账款周转天数 (天)	41.25	37.82	25.83	15.58
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.02	3.91	-2.63	3.80
经营性净现金流/总负债 (%)	2.50	3.31	-2.20	2.93
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.07	1.07	-0.72	0.86
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.79	1.83	3.54	4.44
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.56	4.51	5.26
现金比率 (%)	9.21	9.12	10.12	45.28
现金回笼率 (%)	103.97	87.83	82.25	74.40
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>4</sup> 一季度取 90 天。

<sup>5</sup> 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA** 级：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** 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

**A** 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

**BBB** 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

**BB** 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B** 级：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** 级：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** 级：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** 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。