



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪545号

山西西山煤电股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“山西西山煤电股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“山西西山煤电股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十日

山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
发行主体	山西西山煤电股份有限公司		
债券简称	17 西煤 01		
债券代码	112573		
发行规模	人民币 22 亿元		
存续期限	2017/08/24~2022/08/24（3+2）		
上次评级时间	2018/06/20		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
发行主体	山西西山煤电股份有限公司		
债券简称	17 西煤 02		
债券代码	112581		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2017/09/06~2022/09/06（3+2）		
上次评级时间	2018/06/20		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

西山煤电	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	193.82	211.93	234.13	243.57
总资产（亿元）	538.82	578.56	650.56	648.82
总债务（亿元）	209.11	217.43	224.84	215.28
营业总收入（亿元）	196.11	286.55	322.71	85.10
营业毛利率（%）	31.45	33.45	31.78	28.96
EBITDA（亿元）	36.33	56.28	64.23	-
所有者权益收益率（%）	2.33	8.67	9.18	11.46
资产负债率（%）	64.03	63.37	64.01	62.46
总债务/EBITDA（X）	5.76	3.86	3.50	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.24	5.06	5.69	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益；净利润包含少数股东损益；
2、公司 2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2018 年山西西山煤电股份有限公司（以下简称“西山煤电”或“公司”）继续利用自身煤炭资源优势，持续优化“煤-电-材”和“煤-焦-化”两条循环经济产业链，随着古交电厂三期正式投产运营，公司“煤-电-材”产业链得到进一步巩固。当年在下游钢铁等行业需求延续良好态势下，公司煤炭和焦化产品价格上涨，叠加电力热力业务产销量增加，推动公司经营规模持续提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司或将长期面临安全生产、环保风险以及产品价格波动风险，电力热力板块持续亏损等因素亦可能对其信用水平产生影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 煤炭资源优势。公司煤种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，是大型炉焦用煤的理想原料。截至 2019 年 3 月末，公司煤炭资源储量 40.72 亿吨，可采储量 21.34 亿吨，核定产能为 3,020 万吨/年，具备较强煤炭生产规模优势。
- 业务收入规模及盈利能力提升。得益于公司煤炭和焦化产品价格上涨，以及发电项目投产，2018 年公司营业收入同比增长 12.62% 至 322.71 亿元，净利润同比增长 16.95% 至 21.49 亿元。
- 获现能力提升，对债务本息的保障程度提高。2018 年公司经营活动净现金流同比增长 31.67% 至 71.56 亿元，经营活动净现金/总债务从上年末的 0.25 倍增至 0.32 倍，经营活动

净现金/利息支出从上年的 4.88 倍增至 6.34 倍；当年 EBITDA 同比增长 14.13%至 64.23 亿元,EBITDA 利息保障倍数从上年度的 5.06 倍增至 5.69 倍。公司 EBITDA 和经营性净现金流对债务本息的保障程度均有所提升。

分析师

徐璐 xulu@ccxr.com.cn
陆建云 chylu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年6月20日

关注

- 产品价格波动风险。煤炭和化工行业周期性较强，产品价格易受宏观经济、供需环境、内外部政策等多重因素影响，产品价格波动或对相关企业经营以及盈利情况造成影响。
- 电力热力业务亏损。2018 年公司电力热力板块仍处亏损状态，且短期内煤炭价格出现大幅下降的可能性较小，该业务板块仍面临较大成本压力。另外，在国家大力支持清洁能源发展背景下，火电企业或持续承压；加之公司发电机组平均利用效率低于全国平均水平，中诚信证评对公司新增电力的产能利用情况以及经营情况保持持续关注。
- 安全生产和环保风险。公司经营的煤炭和焦化产业均属环保要求较高的行业，随着国家安全生产和环保要求日趋严格，公司在安全生产和环保方面将长期面临一定支出及管理压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业分析

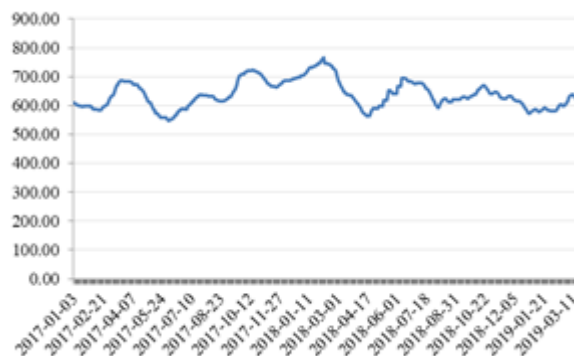
2018 年全国煤炭市场供需实现基本平衡，煤炭价格在合理区间波动，行业效益持续好转。但当前煤炭产能仍然较大，结构性问题依然突出，需关注未来政策调控以及需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响

2017 年煤炭行业优质产能加速释放使得原煤产量小幅增长 3.3% 至 35.2 亿吨。2018 年煤炭供应能力持续增加，全国原煤产量 36.8 亿吨，同比增长 4.5%。当年煤炭进口 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，出口 493.4 万吨，同比下降 39%，净进口 2.76 亿吨，同比增长 5.2%，为近四年来最高水平。同时，2018 年全国铁路累计煤炭运输量完成 23.81 亿吨，同比增长 10.3%，主要港口发运煤炭 8.1 亿吨，同比增长 7.5%。需求端方面，我国商品煤消费量为 39.30 亿吨，同比增长 3.4%，消费增速同比上升 1.0 个百分点。从下游消费结构来看，2018 年电力、钢铁、建材及化工四大行业煤炭消费占比分别为 53.94%、16.54%、12.21% 和 7.12%，其中电力行业耗煤量最高，是煤炭最重要的下游行业。具体来看，2018 年全国房地产开发投资和基础设施投资分别同比增长 9.5% 和 3.8%，受益于房地产和基建的投资拉动，钢铁行业需求继续平稳释放，当年全国粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.6%，表观消费量为 8.7 亿吨，同比增长 14.8%，达到历史最高水平；此外，随着国内经济增长以及电能替代效应推动，2018 年我国全社会用电量同比增长 8.5% 至 6.8 亿千瓦时，带动全国发电量同比增长 6.8% 至 6.79 万亿千瓦时，其中火电发电量为 5.07 万亿千瓦时，同比增长 6.7%，较上年增加 1.6 个百分点。总体来看，2018 年以来电力、钢铁及化工等煤炭主要下游行业回暖使得煤炭需求有所回升，但中诚信证评亦关注到，在经济转型、环保加强及新能源行业不断发展等因素的制约下，煤炭在我国能源消费中占比已由 2010 年的 69.2% 降至 2018 年的 59.0%，且随着中国经济改革和人口红利逐步减弱，原有的投资拉动型经济增长模式也难以以为继，目前煤炭消费量增速整体处于较低水平。未来，经济增长方式的不断转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤

炭消费量增速承压。中诚信证评认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

在煤炭市场供需基本平衡、动力煤销售长协占比提升、进口煤调节以及煤炭企业库存考核的综合影响下，2018 年我国煤炭价格在合理区间波动，全年价格波动幅度小于 2017 年。2018 年 12 月 29 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平均价格为 577 元/吨，晋城无烟煤中块价格为 1,120 元/吨，分别较年初下跌 126 元/吨和 80 元/吨。2019 年以来，受春节假期影响，下游补库需求释放；同时矿难频发，陕西省榆林地区 45 万吨以下及炮采、残采井工矿全部停产整顿，煤炭供应量收缩，煤炭价格持续小幅上涨；2019 年 3 月 7 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格报 638 元/吨。但 3 月中下旬天气转暖促需求回落叠加产地煤矿加速复产，供需宽松下煤炭价格有所回调。

图 1：2017~2019 年 3 月秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格走势（元/吨）

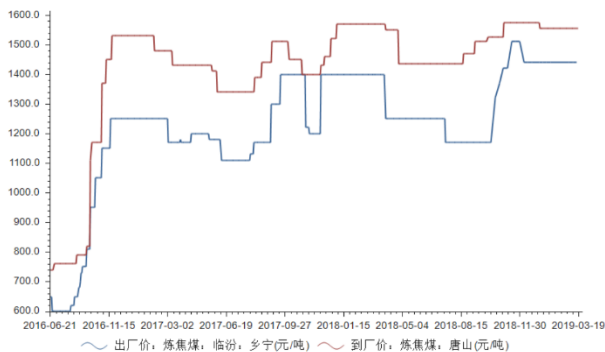


数据来源：同花顺 iFinD，中诚信证评整理

炼焦煤方面，2018 年一季度，受春节期间下游需求低迷及环保限产等因素影响，我国焦煤价格有所下降，5 月以来随着环保限制的放松，焦煤价格相应回升，截至 2018 年 12 月 28 日，炼焦煤全国平均价为 1,653.24 元/吨，较年初上涨 15.72%。2019 年一季度，受春节煤矿安全检查影响，各大煤矿多以保安全为主，再加上春节放假，煤矿复产缓慢，供应受限，低硫煤种紧缺。另外，2019 年 2 月 21 日，大连港海关无限期禁止进口澳大利亚煤，并将于 2019 年将总量限制在 1,200 万吨以内。2018 年我国从澳大利亚进口焦煤量，占总进口量的 80% 以上，占国内焦煤产量的 14% 左右。澳洲煤低硫的特性，使其较难被替代。限制进口煤政策进一步支撑

了一季度焦煤价格走强。

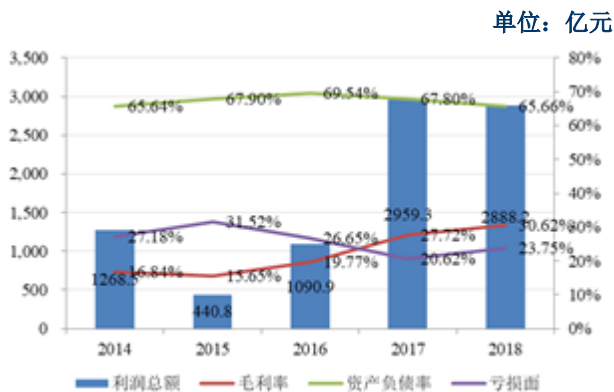
图 2：2016~2019 年 3 月主要城市焦煤价格走势情况



数据来源：东方财富 choice，中诚信证评整理

2018 年我国煤炭行业经营效益持续好转，根据中国煤炭工业协会数据，全国规模以上煤炭企业主营业务收入 2.27 万亿元，同比增长 5.5%¹；实现利润 0.29 万亿元，同比增长 5.2%，其中协会统计的 90 家大型企业利润总额（含非煤）0.16 万亿元，同比增长 26.7%。此外，规模以上煤炭企业资产负债率 65.66%，同比下降 2.14 个百分点；协会统计的 90 家大型企业应收账款（含非煤）0.18 万亿元，同比下降 22.7%，企业现金流明显增加。

图 3：2014~2018 年煤炭开采和洗选业主要财务指标



数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

目前全国总体煤炭产能相对过剩的态势没有改变，市场供需平衡的基础还比较脆弱，行业发展不平衡不充分的问题突出，生产力水平有待提升，去产能和“三供一业”分离移交难、人才流失与采掘一线招工接替等问题仍然突出。

总体来看，未来一段时期煤炭消费将保持基本平稳，煤炭产能释放加快，煤炭供应能力进一步增加，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变。在

供给侧改革仍将持续的背景下，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，煤炭价格仍将处于合理区间。但在经济增长方式不断转变、能源结构调整以及政府治理大气污染决心加大背景下，未来煤炭消费量增速或将承压，需关注需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响。

近年来受益于钢铁行业供给侧改革及环保要求的日趋严格，焦炭市场供需结构改善，产品价格上涨。但我国焦化行业产能总体过剩，未来仍需关注钢铁行业景气度以及环保政策变化的影响

我国焦化行业处于供给过剩状态，产能利用率长期不及 70%，产能规模 200 万吨及以上的企业仅 90 多家，整体行业集中程度较低。从设备规模来看，4.3 米及以下的焦炉产能占比达到 40% 以上，落后产能占比较高。2016 年 1 月中国炼焦行业协会出台了《焦化行业“十三五”发展规划纲要》，提出化解过剩产能 5,000 万吨的目标，并指出焦炭炭化室高度低于 4.3 米属于落后产能，应鼓励加速淘汰。随着去产能工作的不断推进，国家对焦化行业的环保要求亦日趋严格，2017 年以来焦化行业面临多次环保检查和限产。环保政策的相继出台在对焦化行业的要求逐渐提高的过程中，加速了我国焦化行业的产能出清，同时随着行业洗牌推进，一些规模较小、存在安全隐患、污染和排放标准不严格的独立焦化企业将面临一定的经营压力，但对于行业中对自身环保要求严格、规模效应明显的行业或区域性龙头企业影响较小，焦炭行业集中度将有所提升，且供需格局有望改善。

我国焦炭消费主要集中在冶金和化工行业，占全部焦炭消费总量的 90% 左右。而冶金行业中，高炉炼铁的焦炭需求占全行业焦炭总需求的 85% 左右，是中国焦炭消费最重要的领域，因此焦炭行业有明显的顺经济周期性。随着“十三五”规划逐步落实、PPP 项目加速落地等举措，建筑、汽车、机械工业等主要钢铁下游行业的用钢需求有所回暖。钢铁生产方面，随着宏观经济形势企稳向好，2016 年以来，国内粗钢实现生产消费量双增长，当期国内粗钢表观消费和产量分别为 7.10 亿吨和 8.08 亿吨。

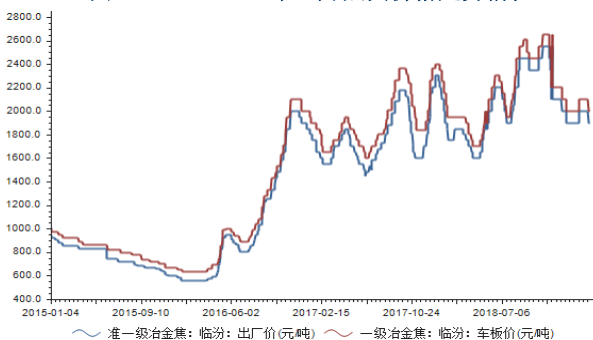
¹ 增速按可比口径计算，报告期数据与上年同指标数据有不可比因素，不能直接计算增速；下同。

2017 年我国粗钢产量进一步增至 8.32 亿吨。2018 年，我国钢铁行业持续推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，市场秩序明显改善，全行业经济效益创历史最好水平，全年累计生产粗钢 9.28 亿吨，同比增长 6.60%，产量创历史新高，且创近三年最快增速。

供给方面，2017 年，焦炭市场延续供不应求态势，但受环保政策趋严及前期淘汰落后焦炭产能的影响，当期我国焦炭产量为 4.31 亿吨，同比下降 3.94%，产能利用率由 2014 年的 65% 左右升至 75%，短期内产能过剩状态有所减轻。2018 年，由于上半年面临供暖季，环保限产压力较大，加之高炉开工率修复未达预期，1~11 月我国焦炭产量为 3.98 亿吨，同比小幅下降 0.10%；12 月，我国粗钢产量大幅增长带动当月焦炭产量同比增长 4.9% 至 3,807 万吨，拉动 2018 年全年焦炭产量同比小幅增长 0.80% 至 4.38 亿吨。

价格方面，2017 年以来，我国焦炭价格高位震荡，截至 2017 年末，山西临汾一级冶金焦价格为 2,400 元/吨，仍维持较高水平。2018 年一季度，随着冬季环保政策的趋严，前期高炉开工率降幅较大，焦炭库存规模有所增加，焦炭价格有所降低；二季度至三季度，随着高炉开工率的提升，加之焦化行业环保限产压力较大，焦炭价格多次提涨；四季度以来，受焦炭行业环保限产政策执行不及预期，行业产能供给过剩，焦炭价格出现大幅回调，截至 2019 年 3 月 31 日，山西临汾准一级冶金焦（车板）价格为 2,000 元/吨，较 2018 年年初下降 400 元/吨。

图 4：2015~2019 年 3 月焦炭价格走势情况



数据来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

总体来看，2017 年以来环保政策的相继出台提高了对焦化企业的要求，并加速了焦化行业的产能

出清，焦炭行业供需格局进一步改善，产品价格上涨推动相关企业盈利明显改善。但从长远来看，我国焦化行业产能总体过剩，下游行业的供给过剩亦对焦炭价格难以形成长期支撑。此外，下游钢企与上游焦煤企业均以国有企业为主，焦化行业采购及销售时易受到两头挤压，也增加了其面临的经营压力。

2018 年全国发电装机结构进一步优化，新增非化石能源发电装机容量创历年新高，煤电装机增速放缓；且伴随煤炭市场价格继续高位运行，煤电价格联动政策未得到有效执行，火电企业仍面临较大的经营压力

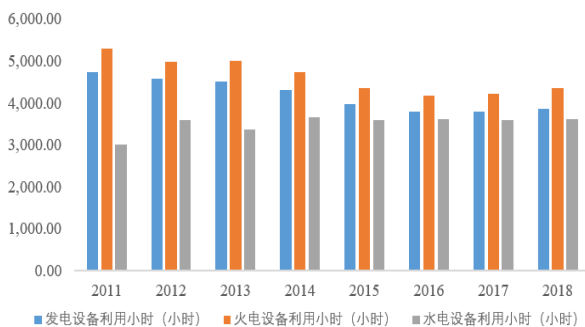
近年我国发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至 2018 年末，全国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦，同比增长 6.5%。其中，非化石能源发电装机容量 7.7 亿千瓦，占总装机容量的比重为 40.8%，占比较上年提高 2.0 个百分点。全国新增发电装机容量 1.2 亿千瓦，较上年减少 605 万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的 73.0%。2018 年全国新增煤电 2,903 万千瓦，较上年少投产 601 万千瓦，为 2004 年以来的最低水平。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020 年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能 2,000 万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，到 2020 年全国煤电装机规模将力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%。

从发电量来看，全国全口径发电量 6.99 万亿千瓦时，同比增长 8.4%。其中，非化石能源发电量 2.16 万亿千瓦时，同比增长 11.1%，占总发电量的比重为 30.9%，较上年提高 0.6 个百分点。水电发电量 1.23 万亿千瓦时，同比增长 3.2%；火电发电量 4.92 万亿千瓦时，同比增长 7.3%。全国并网太阳能发电、风电、核电发电量分别为 1,775 亿千瓦时、3,660 亿千瓦时和 2,944 亿千瓦时，同比分别增长 50.8%、20.2% 和 18.6%。新能源发电已成为内蒙古、新疆、河北、山东、宁夏、山西、江苏、黑龙

江、安徽、吉林等 14 个省份第二大发电类型。

从发电设备利用小时数看，2018 年，全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时，较上年提高 73 小时。其中，水电 3,613 小时，较上年提高 16 小时；火电 4,361 小时，较上年提高 143 小时；核电 7,184 小时，较上年提高 95 小时；并网风电 2,095 小时，为 2013 年以来新高，较上年提高 146 小时；并网太阳能发电 1,212 小时，较上年提高 7 小时。

图 5：2011~2018 年全国 6,000 千瓦及以上
电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50%~80%左右，近年来上涨的煤炭价格不断侵蚀火电企业的盈利能力。但随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2018 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2017 年的 309 克/千瓦时下降至 308 克/千瓦时。

煤电价格方面，2015 年 4 月国家发改委发布《国家发改委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》（发改价格【2015】3169 号），对煤电价格实行区间联动，以中国电煤价格指数 2014 年各省平均价格为基准煤价（444 元/吨），当周期内电煤价格（每期电煤价格为上一次 11 月至当年 10 月电煤平均数）与基准煤价相比超过每吨 30 元的，对超出部分实行分档累退联动，上网电价调整水平不足 0.2 分/千瓦时的，当年不实施联动，调整金额并入下一周期。2018 年 3 月，为进一步优化营商环境，国家发改委发布了特急文件《关于降低一般工商业电价有关事项的通知》，通知中称，决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求，第一批降价措施全部用于降低一般工商

业电价，自 2018 年 4 月 1 日起执行，具体措施包括全面落实已出台的电网清费政策；推进区域电网和跨省跨区专项工程输电价格改革；进一步规范和降低电网环节收费及临时性降低输配电价。虽然根据此前出台的煤电联动公式，2018 年应上调火电标杆上网电价，但为降低工商业电价，煤电联动没有得到有效执行，一定程度上加剧了火电企业的经营压力。

总体来看，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组为我国电源结构中的主导地位，但在国家大力支持清洁能源发展战略下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平。另外，煤炭价格高企，煤电价格联动政策未得到有效执行，亦对火电企业经营带来压力。

业务运营

公司是国内炼焦煤上市龙头企业，2018 年继续利用自身煤炭资源优势，持续优化“煤-电-材”和“煤-焦-化”两条循环经济产业链。跟踪期内，古交电厂三期正式投产运营使得公司“煤-电-材”产业链得到进一步巩固。2018 年在下游钢铁等行业需求延续良好态势下，公司煤炭和焦化产品价格上涨，且电力电热业务产销量增加，带动公司经营规模持续扩张，全年营业总收入同比增长 12.62% 至 322.71 亿元。其中，煤炭、电力热力和焦炭业务分别实现销售收入 172.79 亿元、44.23 亿元和 88.98 亿元，分别同比增长 9.26%、34.76% 和 13.80%；营业毛利率分别为 55.61%、-3.18% 和 5.46%，较上年增加 -2.02 个百分点、3.11 个百分点和 0.09 个百分点。

表 1：2018 年公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

分产品	营业收入	同比增长	毛利率	同比增加 (百分点)
煤炭	172.79	9.26	55.61	-2.02
电力热力	44.23	34.76	-3.18	3.11
焦化板块:	88.98	13.80	5.46	0.09
焦炭	78.71	11.75	5.79	0.09
煤气	6.90	35.13	2.71	5.25
焦油	3.37	24.47	3.28	-3.92
其他	16.71	-3.91	18.12	3.25
合计	322.71	12.62	31.78	-1.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司具备煤炭资源和区位优势，2018 年斜沟矿置换产能的释放以及技改矿井竣工验收等因素推动公司原煤产能和产量增长，加之商品煤销售均价高位运行，公司煤炭板块经营规模持续提升

煤炭开采系公司核心产业，目前主要开采的煤田地处国家大型煤炭规划基地的山西省太原、吕梁地区，具有天然的炼焦煤资源优势。公司煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，是大型炉焦用煤的理想原料。截至 2019 年 3 月末，公司拥有煤矿 11 座，煤炭资源储量 40.72 亿吨，可采储量 21.34 亿吨。

表 2：截至 2019 年 3 月末公司在产煤矿产能情况

单位：万吨、万吨/年、年				
矿井	主要煤种	可采储量	核定产能	服务年限
西铭矿	贫煤、贫瘦煤、瘦煤	12,728	360	25.30
西曲矿	焦煤、瘦煤	16,145	400	28.80
镇城底矿	焦煤、肥煤	9,833	190	36.90
马兰矿	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤	60,306	360	119.70
兴县斜沟矿	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	106,558	1,500	71.70
登福康矿	焦煤	2,220	60	26.40
生辉煤业	肥煤	1,682	90	13.30
义城煤业	焦煤	467	60	5.60
合计	-	209,939	3,020	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在产矿井方面，目前公司在产煤矿 8 座，合计核定产能为 3,020 万吨/年，较上年增加 60 万吨/年。其中，登福康煤矿于 2018 年 2 月完成竣工验收，于 2018 年 6 月转为生产矿井。在建煤矿方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建矿井包括圪堆煤矿、鸿兴煤矿和光道煤业，合计可采储量 3,444 万吨，设计产能 240 万吨/年。以上煤矿计划总投资 12.50 亿元，已投资 6.99 亿元，尚需投入 5.51 亿元。公司上述在建煤矿预计将于 2019~2020 年达产，其中鸿兴煤业为技改矿井，已于 2019 年 1 月进入联合试运转。整体来看，公司煤炭储备资源短期内增长空间不大，但技改矿井的竣工验收、关停矿井的产能置换以及资源整合收购仍有望推动公司整体产

能进一步提升。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司在建煤矿情况

单位：万吨、万吨/年、万元、年					
矿井	可采储量	设计产能	计划总投资	已投资额	预计达产时间
圪堆煤矿	505	60	33,753	20,358	2019
鸿兴煤矿	1,041	60	41,090	40,458	2019
光道煤业	1,898	120	5,0130	9,043	2020
合计	3,444	240	124,973	69,859	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原煤开采方面，2017 年公司下属斜沟煤矿向山西焦煤集团下属煤矿购置产能共计 210 万吨/年，收购子公司西山庆兴煤业置换指标 90 万吨/年。2018 年斜沟矿置换产能释放，且登福康煤矿投入生产，加之其他在产矿井产量持续增长，公司原煤产量同比增长 9.89% 至 2,745 万吨。2018 年公司精煤洗出率略有下降，但公司原煤入洗规模增加推动当年洗精煤产量同比增长 6.36% 至 1,170 万吨。2019 年一季度，公司原煤和洗精煤产量为 721.20 万吨和 311.29 万吨，分别同比增长 11.12% 和 -3.02%。

表 4：2016-2019.Q1 公司煤炭生产情况

单位：万吨				
	2016	2017	2018	2019.Q1
原煤	2,428	2,498	2,745	719.99
洗精煤	1,116	1,100	1,170	308.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，2018 年公司煤炭生产所需材料及其他成本费用略有上升，推升当年末吨煤生产成本同比增长 3.62% 至 219.93 元/吨。吨煤生产成本的上升对公司当期利润形成一定影响。

表 5：2017-2018 年公司煤炭生产成本

单位：元/吨、%			
成本构成	2017	2018	同比增幅
材料	32.83	36.82	12.15
燃料、动力	10.59	10.25	-3.21
人工成本	84.09	74.19	-11.77
折旧及摊销	14.86	14.93	0.47
其他成本	69.88	83.64	19.69
合计	212.25	219.93	3.62

注：公司其他成本包括安全费用、维简井巷费用、资源费、环境恢复治理费用等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司主要客户基本维持不变，前五大客户为首钢集团有限公司、陕西省电力公司、山西焦

煤集团（不含西山煤电集团及其子公司）、河钢集团有限公司和山西太钢不锈钢股份有限公司，销售额共计 148.94 亿元，占销售收入比重的 46.15%，与上年基本持平。从销售情况来看，2018 年煤炭市场供需环境维持较高的行业景气度，公司各煤炭品种销量基本实现全面增长，当年商品煤销量 2,561 万吨，同比增长 7.38%；商品煤销售均价同比增长 1.73% 至 674.68 元/吨。其中，因焦煤市场受供给受限（环保限产和安检压力）、需求不弱以及下游焦企议价能力不强等因素影响，公司焦精煤平均售价同比上涨 6.45% 至 1,094.55 元/吨。公司煤炭产品量价齐升推动 2018 年煤炭业务收入同比增长 9.26% 至 172.79 亿元。

表 6：2018 年公司煤炭销售情况

	单位：万吨、元/吨、%			
	销量	销量同比增幅	平均售价	售价同比增幅
焦精煤	240	3.90	1,094.55	6.45
肥精煤	388	8.68	1,170.41	0.35
瘦精煤	198	24.53	797.86	5.26
气精煤	372	3.33	653.32	-0.91
原煤	221	49.32	292.83	-4.40
洗混煤	1,040	-1.42	509.25	4.48
煤泥	102	36.00	153.22	5.42
合计	2,561	7.38	674.68	1.73

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

安全环保方面，为减少安全事故发生，2018 年公司继续保持较大规模的安全和环保投入，秉承“安全第一、预防为主”的理念，强化一通三防、防治水、机电运输、顶板管理和地面系统等专项治理活动。当年，公司煤炭生产百万吨死亡率为零，安全生产工作取得较好成绩。另外，为坚持清洁绿色发展路线，2018 年公司环保累计投入资金 2.98 亿元，完成燃煤锅炉清洁能源替代、矿井水处理升级改造、储煤场封闭、矸石山生态恢复治理等污染治理工程建设，矿区环境质量提升。

煤炭运输方面，公司主要通过自有铁路或公路运输的方式连接到国家铁路后销往客户处，2018 年随着公司煤炭产销量的增长，公司煤炭外运量同比增长 16.14% 至 2,778.13 万吨。煤炭外运量的逐年增长对公司铁路运力提出了更高的要求，2018 年公司

晋兴公司斜沟矿井配套项目晋兴苛瓦铁路及宁苛瓦线开行万吨列扩能改造项目工程已进入项目后期，预计于 2019 年完工，届时苛瓦铁路的通行将有助于宁苛瓦线运力大幅提升，以保障公司逐年提升的煤炭运输需求。

总体来看，公司自有煤矿可采量丰富，具备煤种优势和资源禀赋优势。2018 年公司煤炭产品量价齐升推动收入规模增长，但受成本上升影响，公司当年煤炭业务盈利水平稍有下降。

2018 年煤焦化行业景气度依然较好，公司焦化产品价格延续上涨趋势，推动焦化板块经营规模提升。但焦化业务初始获利水平仍较低，且环保限产、原材料价格上涨和波动等因素仍对公司焦化板块形成一定成本压力

公司焦化业务的运营主体为山西西山煤气化有限公司（以下简称“西山煤气化”）和唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司（以下简称“京唐焦化”），目前合计拥有 540 万吨/年的焦炭生产能力。2017 年以来环保限产等因素导致多数焦化企业产量减少，2018 年西山煤气化完成重点环保工程升级改造；京唐焦化通过市环保组织的超低排放验收，在 2018 年秋季错峰生产绩效评价中被评为 A 类级别，有效地降低了环保限产对公司的影响，但京唐焦化和西山煤气化均位于华北地区，面临生态环境改善及环保治理压力仍较大。当年，公司焦炭产量同比增长 1.62% 至 438 万吨，焦炭销量同比增长 5.66% 至 448 万吨。除焦炭产品外，公司焦化业务还生产和销售少量副产品，包括焦油和煤气。2018 年公司实现焦油产销量 12 万吨，与上年基本持平；因西山煤气化地处偏远，产品需求较不稳定，2018 年公司煤气产销量均有所下降。

产品价格方面，2018 年钢铁行业供给侧改革持续推进以及环保要求日趋严格使得焦炭市场供需结构改善，焦化产品价格高位运行。当年公司焦炭平均售价为 1,756.92 元/吨，同比上涨 5.71%；焦油平均售价为 2,808.33 元/吨，同比上涨 24.89%；煤气平均售价为 0.60 元/立方米，同比上涨 50%。受公司焦化产品量价齐升的推动，公司 2018 年焦化业务营业收入同比增长 13.80% 至 88.98 亿元。2018

年公司焦炭毛利率较上年小幅提升 0.09 个百分点至 5.46%；焦油毛利率同比下降 3.89 个百分点至 3.28%；煤气产品因销售价格上涨覆盖了成本上涨，毛利率较上年提升 5.25 个百分点至 2.71%，结束了成本倒挂局面。2018 年公司焦化业务综合毛利率较上年提升 0.09 个百分点至 5.46%，整体盈利水平稍有上升。但中诚信证评亦关注到，化工行业周期性较强，在环保限产、产品以及原材料价格波动等因素影响下，公司焦化板块或将长期面临一定成本控制压力。

表 7：2017~2018 年公司焦化产品产销情况

产品	指标	2017	2018	同比增幅
焦炭	产量 (万吨)	431	438	1.62%
	销量 (万吨)	424	448	5.66%
	均价 (元/吨)	1,661.97	1,756.92	5.71%
焦油	产量 (万吨)	12	12	0.00%
	销量 (万吨)	12	12	0.00%
	均价 (元/吨)	2,248.58	2,808.33	24.89%
煤气	产量 (万立方米)	126,856	114,857	-9.46%
	销量 (万立方米)	126,856	114,832	-9.48%
	均价 (元/立方米)	0.40	0.60	50.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年古交电厂三期投入运营使得公司电热产销规模同比上升，且在电价上升以及降本增效措施取得成效共同推动下，公司电力热力板块亏损面继续收窄。但在国家大力发展清洁能源背景下，火电企业或持续承压，加之公司发电机组主要用于当地供电，平均利用小时低于全国平均水平，新增电力或面临装机量过剩风险

2018 年 7 月公司全资子公司古交西山发电有限公司建设的古交电厂三期（装机容量 2×660 兆瓦）项目投产运营，推动公司装机容量同比大幅提升 44.83% 至 4,562 兆瓦，相应电热产销规模的上升推动公司当年电力热力业务营业收入同比增长 34.76% 至 44.23 亿元。当年，公司发电量和上网电量分别同比增长 21.37% 和 22.22% 至 159 亿千瓦时和 134 亿千瓦时；供热量同比增长 36.07% 至 2,573 万吉焦。但总体来看，在国家大力支持清洁能源发展的背景下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压；且公司发电机组主要用于当地

供电，需求不旺可能导致装机量过剩，2018 年公司发电机组平均利用小时数同比下降 5.64% 至 3,549.14 小时，低于全国发电机组平均利用小时数 3,862 小时以及火电发电机组平均利用小时数 4,361 小时，中诚信证评对公司新增电力的产能利用情况保持关注。

具体来看，上网电价方面，2018 年公司平均售电价格同比上涨 5.91% 至 279.73 元/兆瓦时，但仍处于较低水平。供电能耗方面，随着煤价上升，公司控制外购煤的使用量，同时注重节能减排、改善管理运行效率，2018 年公司供电标准煤耗同比下降 7.64% 至 312 克/千瓦时。从盈利情况来看，公司通过一系列降本增效措施来弥补成本上涨以及电价承压给公司电力板块盈利带来的负面影响，且 2018 年公司电力业务毛利率较上年提升 3.11 个百分点至 -3.18%，亏损面有所收窄。但中诚信证评关注到，短期内煤炭价格出现大幅下降的可能性较小，公司该业务板块面临的成本压力仍较大，其盈利或将受到持续影响。

表 8：2017~2018 年公司电力业务运营指标

项目	2017	2018	增幅
装机容量 (兆瓦)	3,150.00	4,562.00	44.83%
发电量 (亿千瓦时)	131.00	159.00	21.37%
上网电量 (亿千瓦时)	117.00	143.00	22.22%
机组平均利用小时数 (小时)	3,761.46	3,549.14	-5.64%
供电煤耗 (克/千瓦时)	337.81	312.00	-7.64%
平均售电价格 (元/兆瓦时)	264.13	279.73	5.91%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着供给侧结构改善，2018 年公司煤炭和焦化板块经营规模均呈继续上升态势，电力板块在电价上涨以及降本增效措施共同作用下亏损面继续收窄。但中诚信证评亦关注到，煤炭和化工行业周期性较强，在安全生产和环保政策趋严、产品以及原材料价格波动等因素影响下，公司业务仍面临成本控制压力；且在国家大力支持清洁能源发展背景下，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平，公司新增电力或面临装机量过剩风险。

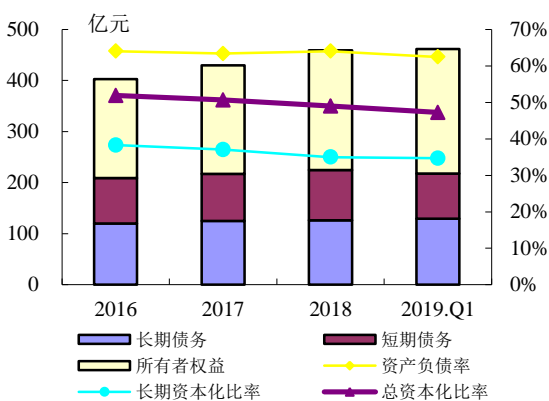
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 和 2017 年财务报告、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 2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

2018 年公司继续推进矿井技改等项目投资，叠加自身业务规模扩大推动年末总资产同比增长 12.44% 至 650.56 亿元；同时，受益于盈利经营及利润积累，公司年末净资产同比增长 10.47% 至 234.13 亿元。2018 年因经营性负债规模扩大，公司年末总负债同比增长 13.58% 至 416.43 亿元。当年末公司资产负债率同比上升 0.64 个百分点至 64.01%，总资本化比率同比下降 1.65 个百分点至 48.99%。2019 年 3 月末，公司总负债较年初下降 2.68% 至 405.25 亿元，资产负债率较年初下降 1.55 个百分点至 62.46%，总资本化比率较年初下降 2.07 个百分点至 46.92%，公司财务杠杆水平有所下降。

图 6：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，2018 年末非流动资产占总资产比重为 74.20%，包括固定资产 280.17 亿元、在建工程 64.51 亿元、无形资产 82.86 亿元、商誉 11.24 亿元和长期股权投资 25.45 亿元等。具体来看，公司固定资产主要包括房屋建筑物、矿井建筑物和专用设备，2018 年煤矿建设、技改以及发电板块等项目的陆续转固使得当年末固定资产同比增长

17.38%，在建工程同比下降 15.52%；公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，2018 年子公司山西晋兴能源有限责任公司采矿权增加 48 亿元推动公司年末无形资产同比增长 146.45%；商誉系公司于 2012 年以人民币 0.15 亿元收购武乡发电 100% 股权，合并成本超过获得的武乡发电可辨认资产、负债公允价值的差额确认为与武乡发电相关的商誉 15.78 亿元，2018 年末经商誉减值测试，公司对武乡发电计提商誉减值损失 2.04 亿元（截至 2018 年末已累计计提商誉减值损失 4.54 亿元）。公司长期股权投资均为对联营企业的股权投资，2018 年公司权益法下确认投资收益增加 1.86 亿元，对山西焦化股份有限公司（以下简称“山西焦化”）的长期股权投资确认其他权益变动 1.72 亿元，以上推动年末长期股权投资同比增长 18.25%。

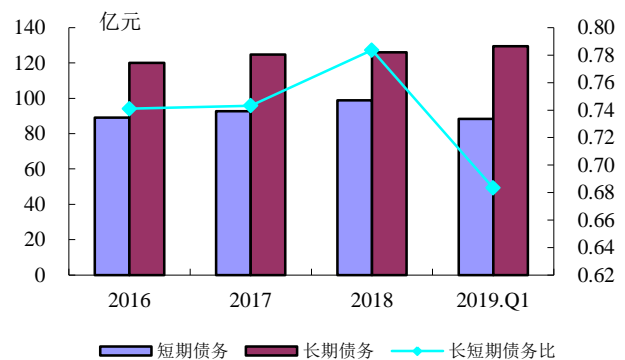
公司流动资产规模相对较小，2018 年末占总资产比重为 25.80%，包括货币资金（61.45 亿元）、应收票据（42.35 亿元）、应收账款（18.54 亿元）和存货（32.13 亿元）等。具体来看，公司货币资金主要为银行存款和银行承兑汇票保证金，其中受限的货币资金共 1.87 亿元，为银行承兑汇票保证金。2018 年随着市场行情持续向好，公司煤炭销售回款比例增加以及前期贷款收回使得年末货币资金同比增长 49.53%，应收账款和应收票据分别同比下降 28.94% 和 18.47%。其中，2018 年末应收账款账龄 1 年以上的占比 24.13%，当年末公司计提的坏账准备余额为 2.67 亿元；公司应收账款前五名为国网山西省电力公司、山西焦煤集团国际贸易有限责任公司等，合计占年末余额比例为 65.71%，应收账款集中度较高。公司存货主要由原材料和库存商品构成，以生产辅助材料和煤炭为主，2018 年受益于煤炭和焦化市场景气度向好，公司各产品库存量有所下降，存货周转率亦从上年的 5.89 次上升至 6.77 次，公司存货跌价风险较为可控，当年末计提存货跌价准备。

从负债结构来看，2018 年末公司负债集中于流动负债 235.24 亿元，占负债总额比重为 56.49%。主要包括短期借款 46.79 亿元、应付票据 25.69 亿元、应付账款 96.73 亿元、其他应付款 9.40 亿元和

一年内到期的非流动负债 26.32 亿元。其中，公司短期借款均为信用借款，2018 年末较上年末增加 3.94 亿元；当年公司采购端对供应商的资金占用规模上升推动应付票据及应付账款分别同比增长 92.06% 和 8.36%，年末应付票据及应付账款包含应付关联方款项 63.36 亿元，主要为与西山煤电集团的应付材料、配件采购款（55.24 亿元）。公司其他应付款包括应付山西省国土资源厅的采矿权价款、材料工程款以及往来款等，2018 年公司支付 18.00 亿元采矿权价款使得年末其他应付款同比减少 63.95%。当年公司一年内到期的非流动负债同比减少 27.86% 至 26.32 亿元，包括一年内到期的长期借款 24.29 亿元和一年内到期的长期应付款 1.83 亿元。同期，公司非流动负债（181.19 亿元）主要包括长期借款 96.10 亿元、应付债券 29.96 亿元和长期应付款 51.99 亿元。2018 年末公司长期借款同比小幅增长 1.37%；应付债券系公司于 2017 年发行的两期 5（3+2）年期公司债券“17 西煤 01”和“17 西煤 02”，票面利率分别为 4.90% 和 4.88%；长期应付款为应付造育林费以及资源价款，当年公司增加 52.48 亿元资源价款推动年末长期应付款从上年的 1.29 亿元大幅增长至 51.99 亿元。

从债务情况看，为匹配其业务运行特点、满足项目投资需要，公司债务以长期债务为主。且近年来随着在建工程的逐步完工转固，公司新增融资需求有所减少，总债务规模较为稳定。2018 年公司总债务规模同比小幅增长 3.41% 至 224.84 亿元，2019 年 3 月末总债务较年初下降 4.25% 至 215.28 亿元。2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）从上年的 0.74 倍小幅上升至 0.78 倍，2019 年一季度公司银行短期借款较年初减少 6 亿元使得长短期债务比下降至 0.66 倍，公司目前债务期限结构尚属合理。

图 7：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

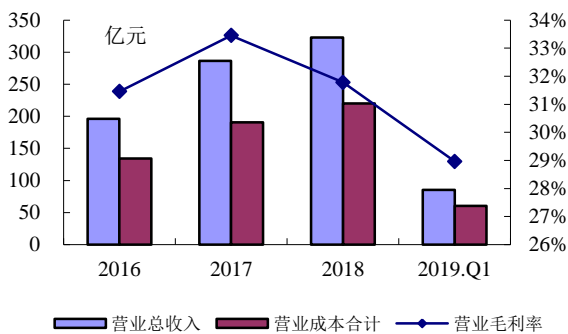
总体来看，随着在建项目逐步完工转固，公司资产规模稳步增长，新增融资需求有所减少，总体债务规模维持在相对稳定的水平。另外，公司债务期限结构较为合理，随着留存收益的积累，公司自有资本实力逐步增强，财务结构稳健性有所提升。

盈利能力

受益于煤炭和焦炭等产品价格高位运行，以及电热产销量大幅增加，2018 年公司煤炭、焦化和电力热力业务收入增加推动全年营业收入同比增长 12.62% 至 322.71 亿元；2019 年 1~3 月，营业收入同比增长 16.59% 至 85.10 亿元。

从营业毛利率来看，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 31.78% 和 28.96%，较上年同期分别下降 1.67 个百分点和 2.27 个百分点。具体来看，公司煤炭业务获利能力较好，2018 年毛利率较上年小幅下降 2.02 个百分点至 55.61%；焦化业务受相关产品价格走高支撑，毛利率较上年增加 0.09 个百分点至 5.46%；电力热力业务受益于电价上调以及降本增效措施取得成效，毛利率较上年上升 3.11 个百分点至 -3.18%。2019 年一季度，受公司电力热力业务亏损面扩大影响，公司营业毛利率较上年同期有所下降。

图 8：2016~2019.Q1 公司收入成本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司继续加强成本管控力度，全年期间费用仅同比增长 7.84% 至 56.96 亿元，远低于收入增速，期间费用收入占比较上年减少 0.78 个百分点至 17.65%。公司期间费用中销售费用占比最大，主要为运输费，2018 年在煤炭销量增长以及自有铁路投运增加态势下，公司将销售费用基本控制在上年相同水平；管理费用包括修理费、人工成本、税费、折旧及摊销等，2018 年随着职工薪酬增加，管理费用同比增长 22.37%；当年公司研发投入 2.56 亿元，主要系西山晋兴能源重点科研项目“斜沟选煤厂智能化改造”，推动研发费用同比增长 19.07%；公司债务规模较为稳定，当年财务费用变动不大。总体来看，通过加强成本管控力度，公司期间费用控制能力有所增强，2019 年一季度期间费用收入占比进一步下降至 14.04%，较上年同期下降 1.49 个百分点。

表 9：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

项目	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	18.94	24.42	24.41	5.15
管理费用	17.42	19.28	21.04	4.60
研发费用	-	2.15	2.56	0.19
财务费用	9.79	9.12	8.96	2.00
期间费用合计	46.15	52.82	56.96	11.95
营业总收入	196.11	286.55	322.71	85.10
期间费用收入占比	23.53	18.43	17.65	14.04

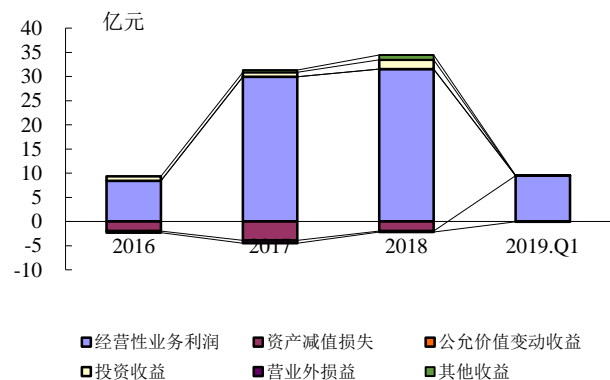
注：根据财会【2018】15 号规定，2018 年度财务报表将研发费用作为独立会计科目核算，为方便比较分析，2017 年管理费用中的研发费用单独列示。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于煤炭和焦化主要业务板块的利润贡献，

以及费用控制能力的提升，2018 年公司利润总额同比增长 20.39% 至 32.30 亿元，其中经营性业务利润 31.56 亿元，占利润总额比重为 97.72%，是公司利润的主要来源。2018 年公司计提资产减值损失 1.99 亿元，主要包括对武乡发电确认的商誉减值损失 2.03 亿元，对公司盈利形成一定侵蚀。因确认参股企业山西焦化收购的中煤华晋 49% 股权投资收益，当年投资收益同比大幅增长 106.66% 至 1.87 亿元。另外，当年公司确认其他收益 1.03 亿元，主要为与经营活动相关的政府补助。2019 年一季度随着公司煤炭和焦化产品继续保持量价齐升，利润总额较上年同期增长 12.15% 至 9.47 亿元，净利润同比增长 16.74% 至 6.98 亿元。

图 9：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



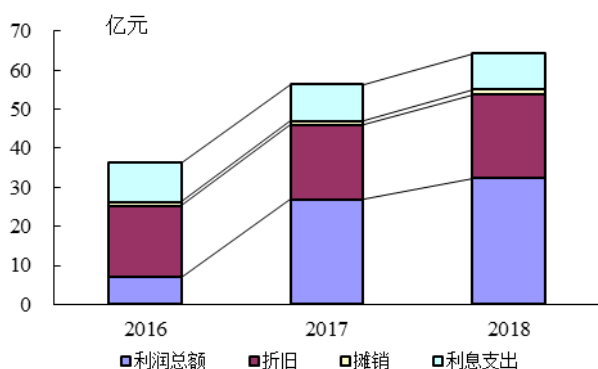
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年受益于煤炭和煤化工行业高景气周期，公司整体业绩表现良好，但公司每年确认一定规模的资产减值损失亦对整体盈利形成一定影响。且煤炭和化工行业均属于强周期性行业，环保限产、产品以及原材料价格波动等因素对公司盈利造成一定影响。

偿债能力

随着盈利能力增强，2018 年公司 EBITDA 同比增长 14.13% 至 64.23 亿元，EBITDA 利息保障倍数从上年度的 5.06 倍增至 5.69 倍；总债务/EBITDA 指标从上年的 3.86 倍下降至 3.50 倍。公司总体获现能力较强，EBITDA 能够对债务本息形成良好保障。

图 10: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面, 2018 年公司收入规模扩大, 盈利能力和回款速度提升, 同时采购端对供应商的资金占用规模上升, 经营性负债扩大, 全年经营性净现金流同比增长 31.67% 至 71.56 亿元, 2019 年一季度为 14.28 亿元。受益于此, 公司经营性净现金流对债务本息的保障程度明显提升, 2018 年末经营活动净现金/总债务从上年末的 0.25 倍增至 0.32 倍, 经营活动净现金/利息支出从上年的 4.88 倍增至 6.34 倍。

表 10: 2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	209.11	217.43	224.84	215.28
短期债务 (亿元)	89.00	92.70	98.79	85.87
长期债务 (亿元)	120.11	124.73	126.06	129.41
EBITDA (亿元)	36.33	56.28	64.23	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.24	5.06	5.69	-
总债务/EBITDA (X)	5.76	3.86	3.50	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.34	4.88	6.34	6.62
经营活动净现金/总债务 (X)	0.13	0.25	0.32	0.27
资产负债率 (%)	64.03	63.37	64.01	62.46
总资本化比率 (%)	51.90	50.64	48.99	46.92

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末, 公司共获金融机构综合授信额度 255.00 亿元, 其中未使用额度 79.00 亿元。此外, 公司系 A 股上市公司, 能够在资本市场获取直接融资, 具备一定的财务弹性。

资产抵质押方面, 截至 2018 年末, 公司受限资产合计 82.49 亿元, 占总资产的比例为 12.68%。

表 11: 2018 年末公司受限资产情况

项目	账面价值	受限原因
货币资金	1.87	银行承兑汇票
应收票据	2.95	质押票据
固定资产	66.19	抵押借款
无形资产	4.26	土地使用权质押借款、采矿权质押借款
在建工程	7.22	抵押借款
合计	82.49	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

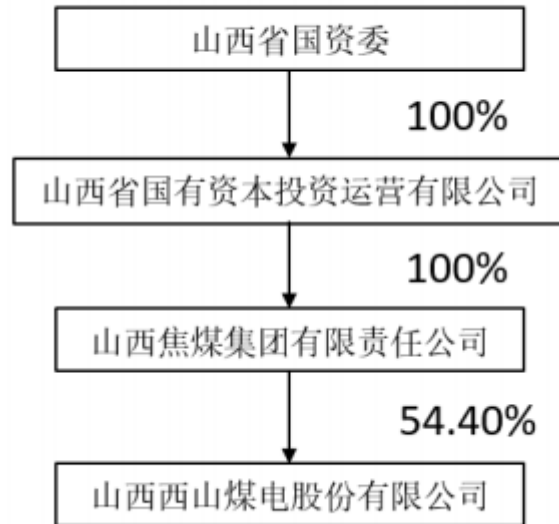
或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司实际担保余额为 63.25 亿元, 均系对子公司的担保, 占净资产比重为 25.97%。此外, 截至 2019 年 3 月末, 公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看, 公司具备煤炭资源优势以及产量规模优势, 2018 年在煤炭和焦化行业高景气度带动下, 公司主要产品延续 2017 年量价齐升行情, 经营规模持续增长, 获现能力对债务本息的保障程度有所提升。但中诚信证评亦关注到, 煤炭和化工行业周期性较强, 在安全生产和环保政策趋严、产品以及原材料价格波动等因素影响下, 公司盈利水平或受到影响。

结论

综上, 中诚信证评维持公司主体信用等级 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”信用等级为 **AAA**, 维持“山西西山煤电股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第二期)”信用等级为 **AAA**。

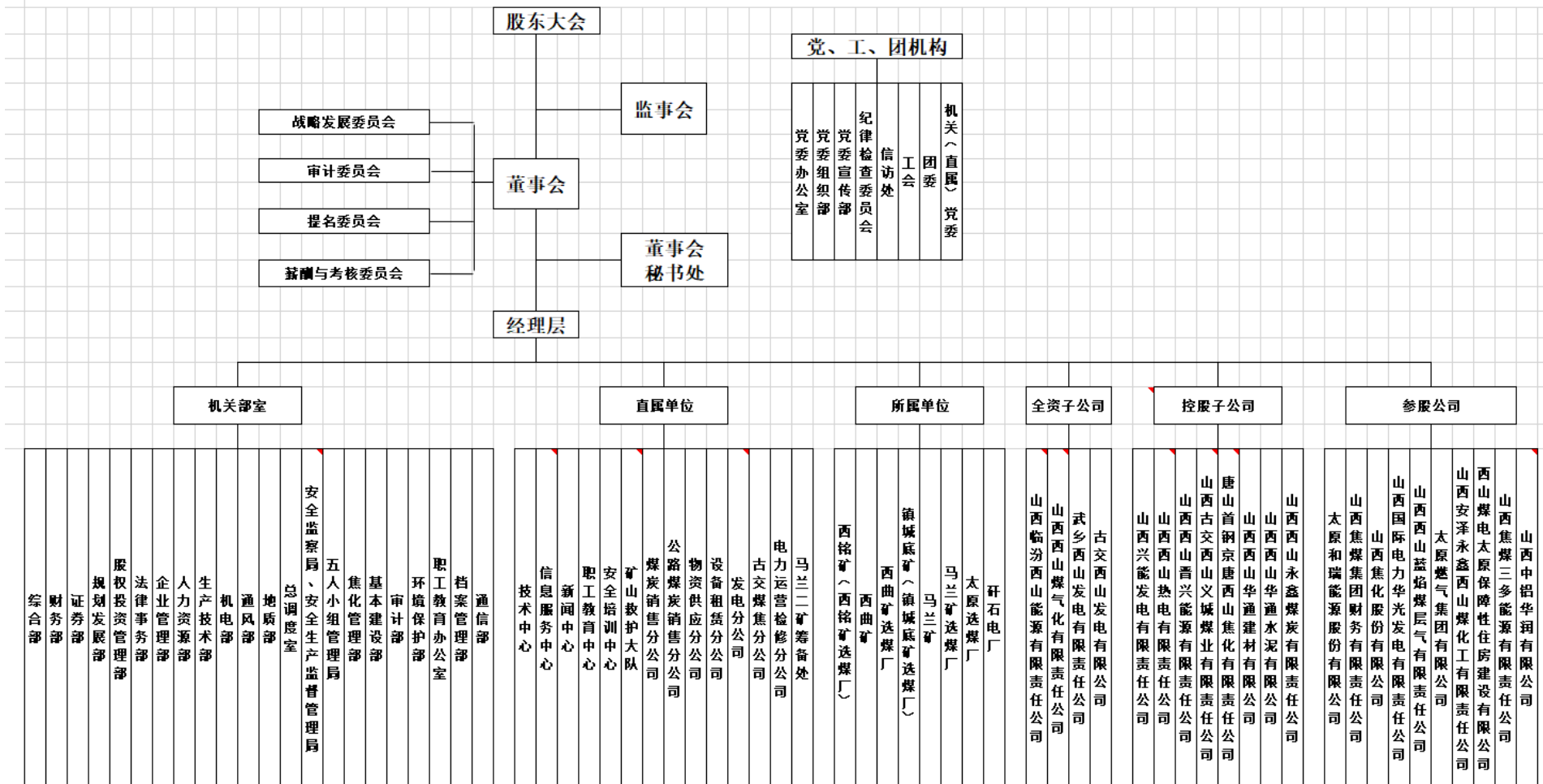
附一：山西西山煤电股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：山西西山煤电股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

山西西山煤电股份有限公司组织机构设置图



资料来源：公司提供

附三：山西西山煤电股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	352,995.48	410,971.83	614,516.79	630,967.42
应收款净额	438,372.42	260,922.78	185,407.06	238,718.39
存货净额	318,505.98	329,423.46	321,328.60	362,591.70
流动资产	1,420,131.97	1,652,518.35	1,678,351.87	1,708,819.62
长期投资	201,978.57	230,218.79	269,490.39	269,490.39
固定资产合计	3,036,010.58	3,154,029.21	3,450,127.64	3,404,021.16
总资产	5,388,217.58	5,785,638.21	6,505,635.94	6,488,221.45
短期债务	889,979.95	926,993.30	987,869.64	858,709.51
长期债务	1,201,147.17	1,247,285.97	1,260,570.26	1,294,079.15
总债务（短期债务+长期债务）	2,091,127.12	2,174,279.26	2,248,439.90	2,152,788.65
总负债	3,450,067.29	3,666,331.45	4,164,345.12	4,052,534.82
所有者权益（含少数股东权益）	1,938,150.30	2,119,306.76	2,341,290.82	2,435,686.63
营业总收入	1,961,094.43	2,865,527.37	3,227,100.55	851,030.98
三费前利润	545,675.93	827,726.01	885,272.42	214,576.30
投资收益	9,231.55	9,042.10	18,686.49	45,517.73
净利润	45,095.11	183,766.90	214,907.91	69,805.67
EBITDA	363,314.24	562,789.01	642,303.09	-
经营活动产生现金净流量	262,246.81	543,471.82	715,593.36	142,842.69
投资活动产生现金净流量	-240,927.35	-248,646.46	-305,453.22	-51,174.67
筹资活动产生现金净流量	-157,351.59	-225,942.85	-122,241.42	-89,558.39
现金及现金等价物净增加额	-136,032.14	68,882.52	287,898.72	2,109.63
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	31.45	33.45	31.78	28.96
所有者权益收益率（%）	2.33	8.67	9.18	11.46*
EBITDA/营业总收入（%）	18.53	19.64	19.90	-
速动比率（X）	0.50	0.56	0.58	0.61
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.25	0.32	0.27*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.29	0.59	0.72	0.67*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.34	4.88	6.34	6.62
EBITDA 利息倍数（X）	3.24	5.06	5.69	-
总债务/EBITDA（X）	5.76	3.86	3.50	-
资产负债率（%）	64.03	63.37	64.01	62.46
总资本化比率（%）	51.90	50.64	48.99	46.92
长期资本化比率（%）	38.26	37.05	35.00	34.70

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2、2019年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。