

山西西山煤电股份有限公司

2009 年度公司债券跟踪评级报告

大公报 D【2010】177 号

跟踪评级

公司债券信用等级: **AAA**
长期主体信用等级: **AA+**
评级展望: 稳定

上次评级

公司债券信用等级: **AAA**
长期主体信用等级: **AA+**
评级展望: 稳定

发债规模: 30 亿元

上次评级时间: 2009.07

债券存续期间: 2009.10.19 - 2014.10.19

担保方式: 连带责任保证

担保单位: 山西焦煤集团有限责任公司

跟踪评级观点

山西西山煤电股份有限公司(以下简称“西山煤电”或“公司”)主营煤炭、火电、煤焦化的生产和销售等。评级结果反映了 2009 年下半年以来焦煤价格上涨、公司从山西省煤炭资源整合中获得煤炭产能、斜沟矿井一期投产等优势;同时也反映了公司资产负债率上升、有息债务增加、电厂用煤价格上涨等不利因素。山西焦煤集团有限责任公司(以下简称“山西焦煤”)提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

综合分析,大公国际对西山煤电 2009 年度公司债券信用等级维持 AAA,长期主体信用等级维持 AA+,评级展望维持稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2010.3	2009	2008
总资产	256.37	232.70	174.86
所有者权益	124.96	113.16	104.25
营业收入	34.23	123.37	132.55
利润总额	11.77	30.73	46.58
经营性净现金流	6.45	30.55	31.28
资产负债率(%)	51.26	51.37	40.38
债务资本比率(%)	40.33	40.97	21.21
毛利率(%)	46.56	43.05	51.48
总资产报酬率(%)	4.83	13.83	27.40
净资产收益率(%)	6.38	18.27	30.59
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	6.64	14.04	14.85
经营性净现金流/总负债(%)	5.14	32.14	50.73

注: 2010 年 1 季度财务报表未经审计

分析员: 胡晓群 秦瑞栋

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

有利因素

- 受下游需求回暖等因素影响, 2009 年下半年以来焦煤价格缓慢上涨, 公司近期持续上调煤炭售价, 有利于公司收入的提升;
- 山西省煤炭资源整合的推进为公司等大型企业的发展提供了良好的外部环境, 公司将从山西省煤炭资源整合中获得 480 万吨/年的产能;
- 2009 年公司煤炭产销量继续上涨, 斜沟矿井一期的投产有利于公司煤炭产量的提升;
- 山西焦煤对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

不利因素

- 公司资产负债率明显上升, 有息债务大幅增加, 未来公司利息负担将增大;
- 公司电厂用煤价格上涨, 影响了公司电力业务的盈利能力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一〇年五月三十一日



跟踪评级说明

根据西山煤电 2009 年度公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公国际对公司 2009 年下半年以来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。

募集资金使用情况

本期公司债券募集资金 30 亿元扣除证券承销费、托管费、审计费、律师费以及其他发行费用后净额为 295,560 万元。截至本报告签署日，公司已经用其中的 257,960 万元补充公司流动资金。由于募集资金实际到位时间与公司原预计时间存在较大差异，募集资金中原计划用于偿还银行借款的 3.76 亿元尚未使用，未来公司将本着有利于优化公司债务结构、尽可能节省公司利息费用的原则灵活安排、择机偿还公司所借银行贷款。

发债主体

西山煤电于 1999 年 4 月 26 日由原西山煤电（集团）有限责任公司（后重组为山西焦煤）作为主发起人，联合太原西山劳动服务公司等四家共同发起设立。2000 年 7 月 26 日，公司在深圳证券交易所成功上市，股票代码 000983。2005 年，公司完成股权分置改革，是全国首批实施股权分置改革的上市公司。股改完成后，山西焦煤成为公司第一大股东，截至 2009 年末，持有公司 54.40% 的股权。山西省国资委全资拥有山西焦煤，为公司实际控制人。

公司主营煤炭生产、洗选加工、电力生产及销售。截至 2009 年末，公司拥有煤炭产能 2,790 万吨/年。2009 年，公司完成原煤产量 1,856 万吨，发电量 47.32 亿度。公司主要产品为洗精煤，主供应国内冶金行业重点钢厂和焦化厂，并出口日本、韩国、印度、德国、西班牙、巴西、台湾等国家和地区，形成了多煤种、多国别、多地区的煤炭营销网络。

截至 2009 年末，西山煤电资产总额 232.70 亿元，负债总额 119.54 亿元，所有者权益 113.16 亿元，其中少数股东权益 12.54 亿元，资产负债率为 51.37%；2009 年实现营业收入 123.37 亿元，利润总额 30.73 亿元，经营性净现金流 30.55 亿元。

根据公司提供的未经审计的 2010 年一季度财务报表，截至 2010 年 3 月末，西山煤电资产总额 256.37 亿元，负债总额 131.42 亿元，所有者权益 124.96 亿元，其中少数股东权益 12.91 亿元，资产负债率为 51.26%；2010 年一季度公司实现营业收入 34.23 亿元，利润总额 11.77 亿元，经营性净现金流 6.45 亿元。

经营与管理

煤炭生产和销售仍是公司收入和利润的主要来源；随着公司“煤-电”、“煤-焦化”产业链的推进，煤炭对公司收入的贡献度有所下降

煤炭生产和销售仍是公司收入和利润的主要来源。随着公司“煤-电”、“煤-焦化”产业链的推进，煤炭在公司主营业务收入中的比重逐渐下降。

表 1 2008~2009 年及 2010 年一季度公司主营业务收入、毛利润及毛利率情况

业务	2010 年一季度		2009 年		2008 年	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
煤炭	294,295	87.03	1,083,493	89.16	1,196,465	91.01
电力热力	39,634	11.72	122,083	10.05	118,247	8.99
煤气	163	0.05	387	0.03	-	-
焦炭	3,872	1.14	8,819	0.73	-	-
焦油	208	0.06	458	0.04	-	-
合计	338,171	100.00	1,215,239	100.00	1,314,712	100.00
	毛利润 (万元)	占比 (%)	毛利润 (万元)	占比 (%)	毛利润 (万元)	占比 (%)
煤炭	156,394	99.54	503,391	95.82	649,594	96.00
电力热力	1,328	0.84	23,293	4.43	27,097	4.00
煤气	-34	-0.02	10	0.00	-	-
焦炭	-592	-0.38	-1,301	-0.25	-	-
焦油	19	0.01	-17	0.00	-	-
合计	157,115	100.00	525,377	100.00	676,691	100.00
	主营业务毛利率 (%)		主营业务毛利率 (%)		主营业务毛利率 (%)	
煤炭	53.14		46.46		54.29	
电力热力	3.35		19.08		22.92	
煤气	-20.71		2.65		-	
焦炭	-15.30		-14.75		-	
焦油	9.29		-3.81		-	
综合	46.46		43.23		51.47	

数据来源：根据公司提供资料整理

2009 年，公司煤焦化产业实现营业收入 0.97 亿元，但由于 2009 年焦炭行业不景气，加之公司煤焦化产业还处于发展中，2009 年公司焦炭业务亏损。

2010 年一季度，由于电厂用煤价格的上涨，公司电力热力板块的毛利率降幅较大。但由于公司根据市场供需状况及时调整煤炭售价，煤炭板块毛利率上升，带动了公司主营业务毛利率的上升。

预计未来两年，随着公司“煤-电”、“煤-焦化”产业链的推进，公司电力产业、煤焦化产业的营业收入将逐步上涨。

● 煤炭板块

2009 年上半年焦煤价格延续 2008 年下半年的低位运行，2009 年下半年以来焦煤价格受下游需求回暖等因素影响缓慢上涨；公司近期持续上调煤炭售价，有利于公司收入的提升

焦煤的主要消费行业是钢铁行业。2009 年上半年，钢铁、电力等主要耗煤行业延续 2008 年下半年的低迷，对煤炭的需求强度减弱，煤炭价格低位运行。2009 年下半年，随着国家经济刺激计划的逐步实施，固定资产投资规模高位运行，带动了钢材需求的增长，加之 2009 年下半年后，建筑、汽车等钢铁下游行业需求回暖较快，钢铁产量逐渐上涨（见图 1）。2009 年 10~12 月份，国内粗钢和钢材产量逐月上涨，同比增速也都在 20%以上。钢铁产量的增长带动了焦煤需求的增长。2010 年以来，随着固定资产投资增速的放缓，钢材需求增速有所放缓，2010 年一季度，我国生产粗钢 15,801 万吨，环比仅增长 7.7%。考虑到 2010 年 4 月后陆续出台的房地产调控政策将对建筑用钢需求产生抑制，进而影响焦煤价格的上涨。

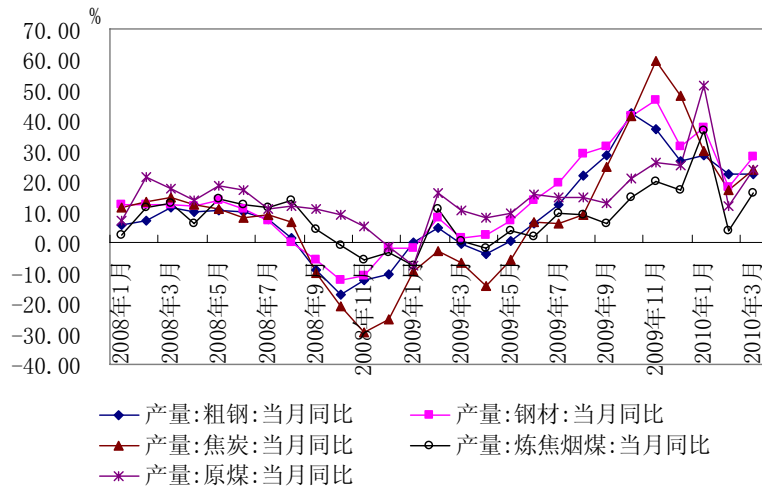


图 1 2008 年 1 月~2010 年 3 月原煤、炼焦烟煤、焦炭及钢铁产量同比增速

数据来源：Wind 资讯

从供给上看，2009 年，因煤炭大省山西省进行了大规模的煤炭资源整合，焦煤产量增速减缓。2009 年，中国的焦煤产量相比上年仅增长 1.4%，而原煤产量全年增长 13.8%。另外，作为炼焦煤生产基地之一的河南省，2010 年可能进行煤炭资源整合，将导致煤炭产能无法有效释放。

从价格上看，自 2008 年三季度起，受钢铁行业景气度下滑的影响，焦煤价格快速回落。2009 年上半年，焦煤价格延续 2008 年下半年低位运行的态势，2009 年下半年，在钢铁等下游行业需求逐渐回暖的带动下，焦煤价格缓慢上升。2010 年以来，焦煤价格继续上涨。但由于国内钢铁行业处于产能过剩状态，2010 年 4 月后陆续出台的房地产调控政策或将抑制建筑用钢的需求，将影响焦煤价格的走势。

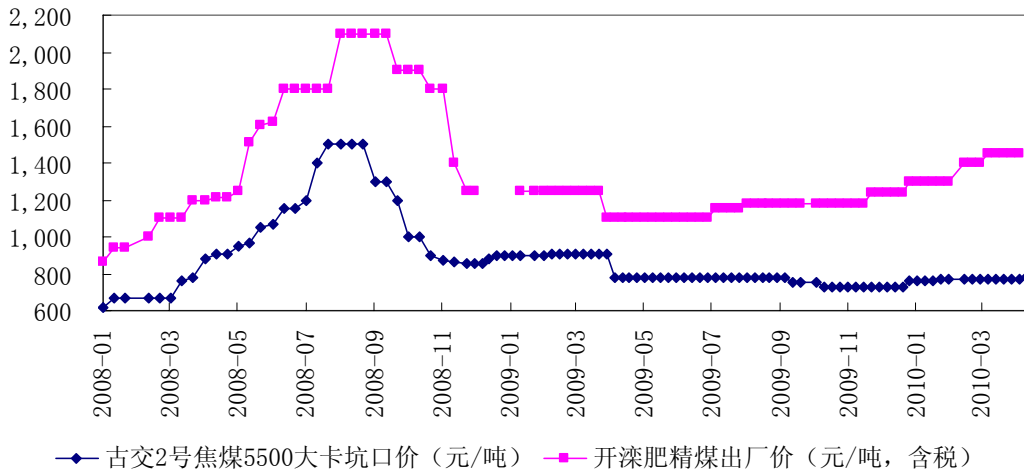


图 2 2008 年 1 月~2010 年 4 月国内焦煤价格走势

公司根据市场供需情况及时调整煤炭售价。2008 年下半年煤炭价格大幅回落，2009 年上半年煤炭价格延续 2008 年下半年的低位。2009 年下半年煤炭市场价格有所回升，公司于 2009 年 8 月上调炼焦煤价格 100~120 元/吨；2009 年 12 月，公司再次提出 2010 年炼焦煤上涨 100~120 元/吨。两次上调煤炭售价仍未抵消 2008 年的大幅下滑，因而 2009 年公司煤炭综合售价较 2008 年仍然下降，特别是盈利能力较强的焦精煤和肥精煤，降幅较明显。

产品	2009 年	2008 年	同比增减 (%)
原煤	290	317	-8.44
肥精煤	992	1,183	-16.20
焦精煤	947	1,182	-19.95
瘦精煤	743	849	-12.47
电精煤	508	469	8.30
洗混煤	239	254	-5.83
综合售价	609	740	-17.70

数据来源：根据公司 2008 年和 2009 年年报整理

2010 年 2 月，公司再次上调煤炭价格，其中，焦精煤车板含税价由 1,215 元/吨上调至 1,365 元/吨；肥精煤车板含税价由 1,330 元/吨上调至 1,510 元/吨；瘦精煤车板含税价由 960 元/吨上调至 1,060 元/吨；电精煤车板含税价由 600 元/吨上调至 660 元/吨；5,300 大卡混煤车板含税价由 480 元/吨上调至 530 元/吨。

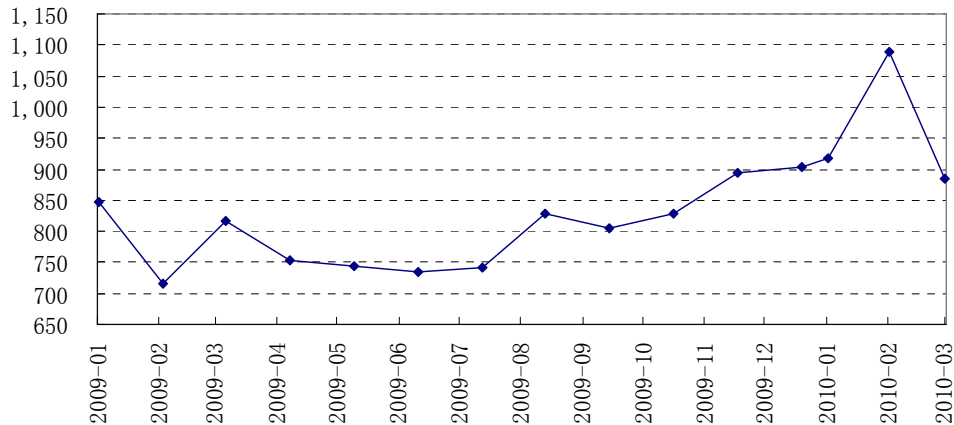


图 3 2009 年 1 月~2010 年 3 月公司煤炭月度综合售价 (车板价、不含税) (单位: 元/吨)

数据来源: 根据公司提供资料整理

受山西省和河南省资源整合的影响,2010 年焦煤产量增速将放缓,2010 年 4 月后陆续出台的房地产调控政策或将抑制建筑用钢的需求,进而影响焦煤的需求。但总体来看,我国宏观经济整体向好,钢铁需求将保持高位,预计未来一段时间,焦煤价格将处于平稳上涨态势,但上涨幅度有限。

山西省煤炭资源整合的推进为公司等大型企业的发展提供了良好的外部环境,公司将从山西省煤炭资源整合中获得 480 万吨/年的产能

2009 年,山西省积极推进煤炭资源整合,相继下发《山西省人民政府关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》、《关于印发山西省煤炭产业调整和振兴规划的通知》、《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》(以下简称“《实施意见》”)等一系列文件。截至 2009 年末,山西煤矿重组整合正式协议签订率达到 98.6%,兼并重组主体到位率达到 96%,采矿许可证换发已达 90%以上;全省矿井数由 2,600 座减少到 1,053 座,国有、民营、混合所有制办矿比例为 2:3:5,30 万吨/年以下的煤矿全部淘汰,70%的矿井规模达到年产 90 万吨以上,平均单井规模由 30 万吨/年提高到 100 万吨/年以上;办矿主体由 2,200 多家减少到 130 家。目前,被整合重组煤矿中符合条件的正陆续复工复产,保留矿井技术改造正有序展开,部分资源枯竭和不具备安全生产条件的矿井正在依法实施关闭。通过这一轮重组整合,山西省煤矿“多、小、散、乱”的产业格局将发生转变,产业集中度也显著提高。

公司控股股东山西焦煤是山西省 8 家兼并重组主体之一,公司是临汾市的兼并重组主体之一。根据《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干规定意见》(国发[2005]18 号)、山西省人民政府《关于加快推进煤矿企业兼并重组整合的实施意见》(晋政发[2008]23 号)、《山西省关于推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》(晋政发[2009]10 号)等文件,西山煤电作为煤炭资源兼并重组的主体企业,在临汾市和太原古交共整合 25 个矿井,整合后形成 8 个板块,其中:临汾 7 个

板块，分别是山西洪洞西山光道煤业有限公司、山西古县西山登福康煤业有限公司、山西古县西山圪堆煤业有限公司、山西古县西山宝丰煤业有限公司、山西古县西山庆兴煤业有限公司、山西古县西山鸿兴煤业有限公司、山西临汾西山生辉煤业有限公司；古交 1 个板块为山西古交西山义城煤业有限公司。公司整合资源保有储量 3.01 亿吨，整合后将为公司增加生产能力 480 万吨/年。

总体来看，山西煤炭资源整合的大力推进为公司的发展提供了良好的外部环境，公司将从山西煤炭资源整合中获得约 3.01 亿吨煤炭资源储量和 480 万吨/年产能。

2009 年公司煤炭产销量继续上涨，斜沟矿井一期的投产有利于公司煤炭产量的大幅提升

2009 年上半年，公司股东山西焦煤屯兰矿发生安全事故，受此影响，公司高瓦斯矿井进行安全生产检查，对公司 2009 年上半年煤炭产量有一定影响。2009 年下半年公司煤炭产量有所上升，全年公司原煤产量 1,856 万吨，同比增长 14.61%；其中精煤产量 956 万吨。

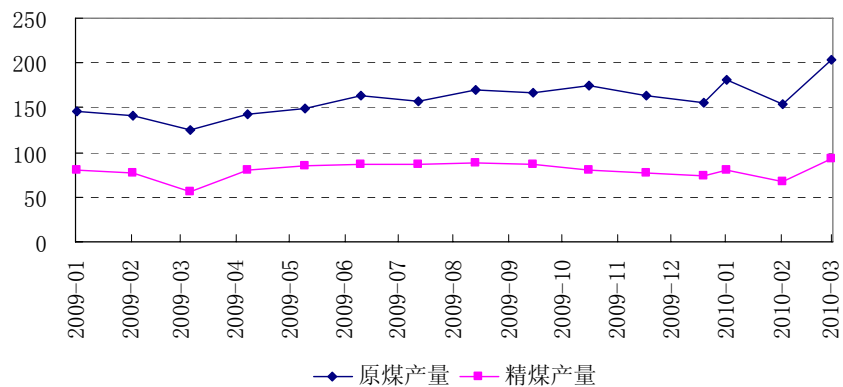


图 4 2009 年 1 月~2010 年 3 月公司煤炭月度产量情况 (单位: 吨)

数据来源：根据公司提供资料整理

2009 年公司煤炭销量 1,780 万吨，较 2008 年增加 136 万吨，公司煤炭销量继续保持增长。

表 3 公司近年来煤炭销量情况 (单位: 万吨)

产品	2009 年	2008 年	2007 年
原煤	631	457	578
肥精	407	389	371
焦精	249	241	206
瘦精	210	235	222
电精	138	148	85
洗混	144	146	171
商品煤销量合计	1,780	1,617	1,640

数据来源：根据公司年报整理

公司本部拥有西铭矿、西曲矿、镇城底矿和马兰矿，合计产能 1,290

万吨/年，资源储量 20.93 亿吨，可采储量 12.87 亿吨。2009 年末，公司下属子公司山西晋兴能源有限公司 1,500 万吨/年的斜沟矿井(一期)投产，该矿资源储量 22.45 亿吨，可采储量约 13.57 亿吨。斜沟矿井(一期)投产后，公司煤炭产能增加至 2,790 万吨/年。2010 年，公司将加快推进该项目的二期工程，预计 2012 年该项目将投产。

在斜沟矿井一期投产的同时，其配套项目岢瓦铁路(岢岚-瓦塘专线)一期工程也已通车，为斜沟矿井煤炭的运输提供保证。岢瓦铁路线路全长 56.66 公里，其中一期工程岢岚至魏家滩线路长 49.16 公里，运力 1,800 万吨，二期可达 2,300 万吨。岢瓦铁路一期工程于 2009 年 6 月通车，基本上能够满足 1,500 万吨的斜沟矿井的煤炭外运。

综合来看，斜沟矿井(一期)投产后，公司煤炭产能迅速提升，加之斜沟矿井配套项目岢瓦铁路已经通车，为该矿煤炭外运提供运输保证，预计未来两年公司煤炭产销量将进一步提升。

● 电力板块

全社会用电需求逐渐上涨，但电力企业面临电煤价格上涨的成本压力；公司电厂用煤价格上涨，影响了公司电力业务的盈利能力

在积极的财政政策和国家 4 万亿投资的带动下，2009 年我国电力需求触底回升，其中 2009 年 6 月单月发电量同比增长率由负转正，9 月份后企稳回升的态势基本确定。根据中电联快报的数据，2009 年全国全社会用电量 36,430 亿千瓦时，同比上升 5.96%，增速较上年小幅上升 0.73 个百分点。2010 年 4 月份，全社会用电量为 3,394 亿千瓦时，同比增 23.1%，总体仍处于持续高位运行状态，但环比下降 1.2%。预计未来 1~2 年，随着我国宏观经济的继续回稳，用电需求量将持续高位运行。

然而，在用电需求回升的同时，电力行业面临着电煤价格上涨的压力。2009 年底，受低温大雪天气等因素的影响，动力煤价格上升较快。2010 年 2 月份虽有所回落，但随着工业用电量的回升，对煤炭需求强度由弱转强，2010 年 4 月份以来动力煤价格又开始回升。动力煤价格的上涨，增加了电力企业的成本。

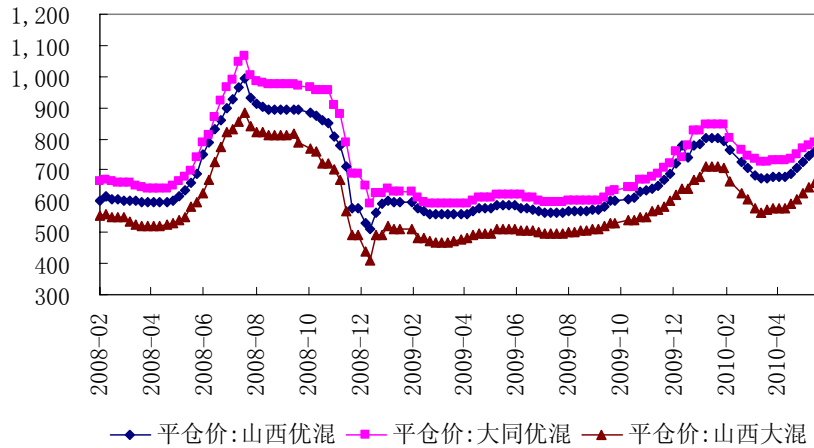


图 5 2008 年 2 月~2010 年 4 月秦皇岛动力煤价格走势（单位：元/吨）

数据来源：Wind 资讯

公司电力业务的主要生产企业为山西兴能发电有限责任公司（以下简称“兴能公司”）、山西西山热电有限责任公司（以下简称“西山热电”）和矸石电厂，均都安装脱硫装置，公司电力生产企业基本生产情况如下表所示。

表 4 公司电力企业基本生产情况

公司	兴能公司		西山热电		矸石电厂	
	2010 年 一季度	2009 年	2010 年 一季度	2009 年	2010 年 一季度	2009 年
发电量（亿千瓦时）	11.28	38.32	2.54	7.98	0.25	1.02
上网电量（亿千瓦时）	10.28	34.80	2.16	6.91	0.20	0.84
机组利用小时数（小时）	1,880	6,386	1,488	5,320	2,069	8,509
等效可用系数（%）	100.00	95.94	98.20	96.98	99.50	98.90
供电煤耗（克/千瓦时）	349.06	351.69	345.88	432.64	539.00	683.00
电厂自用电率（%）	8.49	8.96	7.69	9.66	17.24	17.51
上网电价（元）	0.32	0.31	0.33	0.32	0.37	0.33

数据来源：根据公司提供资料整理

2009 年上半年电力行业延续 2008 年的低迷，2009 年公司发电量 47.32 亿度，同比下降 2.19%，销售电量 42.57 亿度，同比下降 2.23%。2009 年 11 月，国家发改委上调电价 2 分/千瓦时，公司上网电价也小幅上涨（见表 4）。

2009 年，兴能公司古交电厂二期项目稳步进行，已完成投资 22.16 亿元。2010 年，公司将加快兴能公司古交电厂 2×60 万千瓦二期工程，预计在 2010 年下半年两台机组将先后投入商业运行；西山热电 MNS 煤泥综合利用工程预计也在 2010 年竣工。预计未来，随着古交电厂二期工程的完工，公司权益装机容量将增加。

近年来，公司电厂采购煤价逐年上涨（见图 6），虽然公司上网电价有所上涨，但仍未抵消电厂用煤价格的上涨，导致公司电力业务的

盈利能力逐渐下降。

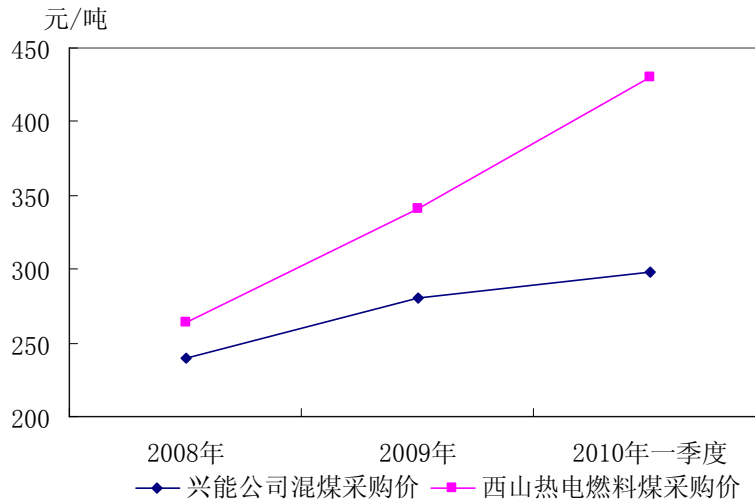


图 6 2008 年~2009 年及 2010 年一季度公司电厂用煤采购价

数据来源：Wind 资讯

● 焦化板块

公司已完成对山西焦煤集团西山煤气化公司的收购，并与国有大型钢铁企业合作设立焦化公司

打造“煤-焦化”产业链是公司未来产业发展的方向之一。2009 年公司打造煤焦产业链的战略规划稳步推进，完成对山西焦煤集团西山煤气化公司的收购，与首钢京唐钢铁联合有限责任公司共同出资设立了唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司。

山西焦煤集团西山煤气化公司（以下简称“煤气化公司”）原属于山西焦煤的子公司，地处全国最大的焦煤生产基地—山西省古交市，是古交城市煤气生产和供应的唯一气源厂，年产二级冶金焦 11 万吨，已建成遍布古交城区 80 多公里的中压管网和 200 多公里的低压管网，拥有煤气用户 3.2 万户。2009 年 6 月份西山煤电完成对煤气化公司收购，在受让后，以煤气化公司的全部净资产实施了对原太原西山日盛煤焦有限责任公司的增资重组，新公司注册为“山西西山煤气化有限责任公司（以下简称“西山煤气化”）”。目前，西山煤气化按“两厂两公司”模式正式运行，下设焦化一厂、焦化二厂、供应销售公司、生产服务公司。2009 年西山煤气化实现产值 1.5 亿元，净利润-0.35 亿元。

西山煤气化正在建设两个焦化项目：焦化一厂扩建 60 万吨古交城市气源替代项目、焦化二厂新建 60 万吨清洁型热回收焦炉项目。预计到 2010 年底，两个项目将全部建成投产，届时西山煤气化将形成 120 万吨焦化生产规模（同时拆除旧焦炉），以及焦油、粗苯、煤气、电等其它焦化副产品，实现销售收入 25 亿元。

2009 年，西山煤电与首钢京唐钢铁联合有限责任公司共同出资设立了唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司，该公司注册资本 20 亿元，

西山煤电以货币出资 10 亿元，首钢京唐钢铁联合有限责任公司以北京市国资委核准的首钢京唐焦化一期在建工程资产评估值中的 10 亿元进行注资，双方各占注册资本的 50%。通过与国有大型钢铁企业合作建设大型焦化企业，建立起与下游产业的紧密型战略合作伙伴关系，有利于降低公司煤焦化产业链延伸的风险。预计 2010 年末，唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司一期 C、D 焦炉和 2#干熄焦将建成，一期工程 420 万吨/年焦炭项目将达产。

预计未来两年，随着西山煤气化两个焦化项目和首钢京唐焦化一期项目的逐步投产，公司焦化产业的经营规模将扩大，销售收入将逐渐提高。

财务分析

公司提供了 2009 年度财务报表和 2010 年一季度财务报表，2009 年财务报表经立信会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2010 年一季度财务报表未经审计。

公司资产规模继续提升，货币资金充裕，但应收账款周转速度有所下降

2009 年末及 2010 年 3 月末，公司总资产分别为 232.70 亿元和 256.37 亿元，资产规模继续扩张；其中非流动资产分别为 122.28 亿元和 131.72 亿元，非流动资产在总资产中的占比分别为 52.55%和 51.38%，较 2008 年末有所降低。

公司流动资产仍以货币资金、应收票据、预付款项为主。2009 年末，公司的货币资金余额为 54.59 亿元，较 2008 年末增加 24.03 亿元，2009 年公司成功发行公司债券，货币资金大幅增加。2009 年末，公司预付款项为 23.79 亿元，其中预付兴能工程二期款 9.62 亿元；应收票据 19.33 亿元，主要是银行承兑汇票。2010 年 3 月末，公司货币资金和应收票据继续增加，分为 59.69 亿元和 23.37 亿元；预付款项有所减少，为 21.82 亿元。

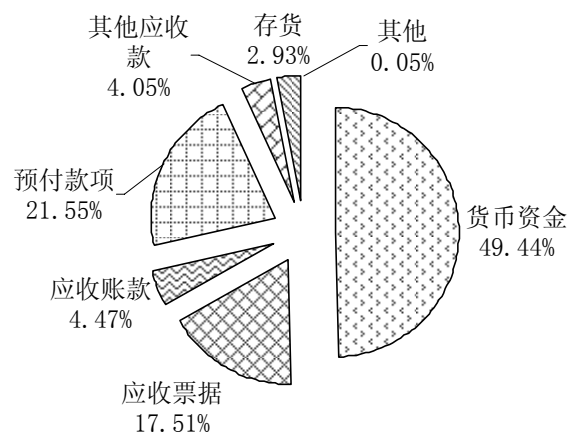


图 7 2009 年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要是固定资产、在建工程和长期股权投资。2009

年末公司固定资产为 65.39 亿元，其中晋兴窑瓦铁路转入固定资产 14.17 亿元；在建工程 31.49 亿元，较 2008 年末增加 10.02 亿元，主要是公司斜沟矿井和兴能公司发电二期工程等项目的投资额增加；长期股权投资 18.93 亿元，较 2008 年增加 10.81 亿元，主要是因为增加对唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司的 10.00 亿元投资。2010 年 3 月末，由于部分固定资产的技改，公司固定资产有所减少，为 63.79 亿元，同时在建工程继续增加，为 37.24 亿元。

2008 年~2009 年及 2010 年 1~3 月份，公司存货周转天数分别为 22.16 天、19.68 天、20.27 天；应收账款周转天数分别为 68.35 天、86.46 天和 75.76 天。2008 年下半年，受金融危机的影响，公司下游客户钢铁、焦化企业对焦煤需求下降，公司货款回笼速度减慢，导致 2008 年底公司应收票据较 2007 年底大幅增长，2009 年底虽有所下降，但公司应收账款和应收票据仍高于 2007 年底水平，加之 2009 年公司营业收入较 2008 年下降，因而 2009 年公司应收账款周转速度较 2008 年下降。

预计未来 1~2 年，随着公司斜沟矿井等在建项目的竣工投产，公司资产规模将会进一步增长。

公司负债规模快速扩大，非流动负债占比迅速提高，资产负债率明显上升；有息债务明显增加，未来利息负担将增大

2009 年末，公司总负债分别为 119.54 亿元，较 2008 年末增长 69.28%，其中非流动负债为 61.88 亿元，较 2008 年末增加 37.16 亿元，增幅为 150.37%。2010 年 3 月末，公司总负债为 131.42 亿元，负债总额继续增加。2009 年以来，公司非流动负债快速上涨，占总负债比重由 2008 年末的 35.00% 上升至 2009 年末的 51.76%。

公司流动负债仍以短期借款、应付账款、预收款项构成。2009 年末，公司短期借款为 11.80 亿元，较 2008 年增加 10.84 亿元；公司应付账款为 22.05 亿元，较 2008 年末增加了 27.85%；预收款项为 9.95 亿元，比 2008 年减少 1.88 亿元。

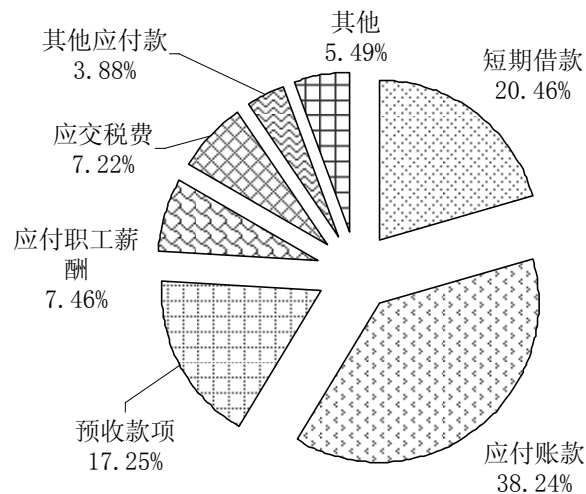


图 8 2009 年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2009 年末，公司长期借款为 32.07 亿元，较 2008 年增加 11.02 亿元，主要是因为子公司晋兴能源和兴能公司正处于扩建期，新增借款较多。2009 年公司成功发行公司债券，2009 年公司应付债券为 29.57 亿元。

	2010 年 3 月末	2009 年末	2008 年末
短期有息债务	185,314	146,752	53,352
其中：短期借款	168,000	118,000	9,600
应付票据	0	0	0
一年内到期的非流动负债	17,314	28,752	43,752
长期有息债务	636,604	616,406	210,466
其中：长期借款	340,714	320,714	210,466
应付债券	295,890	295,692	0
总有息债务	844,613	785,531	280,598
总有息债务占负债比重	64.27%	65.71%	39.74%

随着公司长短期借款规模的大幅增加及公司债券的成功发行，2009 年末公司总有息债务迅速上升至 78.55 亿元，较 2008 年末增加了 50.49 亿元，总有息债务占总负债中的比重由 2008 年末的 39.74% 上升至 65.71%。

2009 年末和 2010 年 3 月末，公司的流动比率分别为 1.91 和 1.85；速动比率分别为 1.86 和 1.77。2009 年以来，随着公司负债规模迅速扩大，资产负债率由 2008 年末的 40.38% 上升至 2009 年末的 51.37%，2010 年 3 月末公司资产负债率为 51.26%。

截至 2009 年末，公司对外担保 0.65 亿元，担保对象是兴县基础设施投资有限公司，担保比率为 0.57%。

总体看，2009 年以来公司负债规模快速增加，资产负债率明显上升。为了支持公司项目建设，公司加大了长短期借款规模，加之公司债券的成功发行，2009 年公司总有息债务占比迅速上升，将增加公司未来利息负担。

受煤炭销售均价下降的影响，2009 年公司营业收入及利润水平有所下降，盈利能力回落

2008 年下半年起，煤炭销售价格自高位迅速回落，2009 年下半年煤炭价格虽有所回升，但回升幅度较小，2009 年公司煤炭平均售价仍低于上年。2009 年公司煤炭销量虽有所增加，但由于平均销售价格低于 2008 年，公司营业收入较 2008 年下降 9.18 亿元。2009 年，公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则解释第 3 号》调整了安全生产费和维简费等，导致成本增加。由于煤炭销售均价下降以及会计政策变更导致的成本增加，2009 年公司毛利率较 2008 年下降 8.13 个百分点。2009 年煤炭产品增值税上调至 17%，公司营业税金及附加较 2008 年增加 0.73 亿元。

表 6 2009 年和 2010 年一季度公司经营指标及同比情况（单位：亿元）

经营指标	2010 年一季度	2009 年一季度	2009 年	2008 年
营业收入	34.23	29.93	123.37	132.55
营业成本	18.29	14.50	70.26	64.32
毛利率（%）	46.56	51.54	43.05	51.48
期间费用占比（%）	10.74	9.56	16.07	14.82
利润总额	11.77	12.35	30.73	46.58
净利润	8.80	9.60	22.96	35.32
归属于母公司所有者的净利润	8.63	9.24	22.30	34.89

由于港口煤运费及港杂费支出的增加及债券利息支出导致财务费用的增加，2009 年公司期间费用占营业收入比重为 16.07%，较 2008 年上涨 1.25 个百分点。2009 年，公司投资的山西焦化股份有限公司亏损额增加，公司投资收益为-1.18 亿元，投资损失较 2008 年上涨。由于毛利率下降、期间费用占比上涨及投资损失增加，2009 年公司利润水平下降。2009 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 13.83% 和 18.27%，盈利能力有所回落。

2010 年 2 月份，公司再次上调煤炭售价，有利于公司营业收入的上升。2010 年一季度，公司营业收入 34.23 亿元，较 2009 年同期增加 4.30 亿元。随着公司上调煤炭售价，2010 年一季度公司毛利率由 2009 年的 43.05% 上升至 46.56%。2010 年一季度，公司毛利率低于上年同期水平，主要是因为公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则解释第 3 号》调整了安全生产费和维简费等，导致煤炭成本增加。若将上年同期财务报表追溯调整，公司营业利润较上年同期增加 1.53 亿元，利润总额较上年增加 1.25 亿元。

未来 1~2 年，公司斜沟矿井将全部投产运行，整合矿井技改完工也将陆续投入生产，公司煤炭产销量将继续提升，加之公司煤炭销售价格的上调，预计未来一年公司营业收入将上升。

由于收入和利润的降低，2009 年公司经营性净现金流有所下降，但对债务仍具有较强的保障能力

2009 年，公司经营性净现金流为 30.55 亿元，较 2008 年下降 0.73 亿元，主要是因为 2009 年公司营业收入和利润水平下降所致。随着公司建设项目的推进，公司投资规模继续保持高位，2009 年公司投资性净现金流出为 50.21 亿元，较 2008 年增加 26.95 亿元。为满足投资项目的资金需求，公司加大了筹资力度，2009 年加大了长短期借款规模并成功发行公司债券，因而筹资性净现金流入为 43.69 亿元，较 2008 年增加 42.29 亿元。

表 7 2009 年和 2010 年一季度公司现金流及同比情况

	2010 年一季度	2009 年一季度	2009 年	2008 年
经营性净现金流量（万元）	64,051	65,555	305,544	312,816
投资性净现金流（万元）	-71,276	-73,966	-502,136	-232,660
筹资性净现金流（万元）	57,785	39,751	436,925	14,028
经营性净现金流/流动负债（%）	10.31	10.48	59.01	86.00
经营性净现金流/总负债（%）	5.14	5.22	32.14	50.73
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	6.64	-	14.04	14.85

由于 2009 年经营性净现金流的减少及债务规模的扩大，公司经营性净现金流对债务的保障能力有所回落，但对债务的保障能力仍然较强。

2010 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 6.41 亿元，较上年同期略有下降；投资性净现金流出为 7.13 亿元，仍然保持高位；随着公司借款规模的扩大，公司筹资性净现金流入较上年同期增加 1.80 亿元。

预计未来一年，随着公司煤炭售价的上调及煤炭产销量的提升，公司获取经营性现金流的能力将增强。

担保分析

山西焦煤是 2000 年 10 月经山西省人民政府批准由原西山煤电（集团）有限责任公司、山西汾西矿业（集团）有限责任公司、霍州煤电（集团）有限责任公司三家山西省中部大型煤炭企业合并组建而成的国有独资公司。在中国煤炭协会公布的“2009 年煤炭工业企业 100 强”中，山西焦煤名列第 4 位。山西焦煤主要从事煤炭生产和销售，其中下属西山煤电和山西焦化股份有限公司为国内 A 股上市公司。近年来，山西焦煤以煤炭为主业，逐步延伸“煤-电-材”、“煤-焦-化”两条产业链，非煤业务收入逐步提高。

山西焦煤所开采的西山、霍西、河东、沁水四大煤田地处山西省晋中地区，具有天然的炼焦煤资源优势。山西焦煤炼焦煤品种齐全，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，是大型炉焦用煤的优质原料。2009 年，山西焦煤完成原煤产量 8,079 万吨，同比增加 50 万吨；精煤产量 3,476 万吨，同比减少 174 万吨；销售商品煤 6,598 万吨，同比增加 263 万吨；完成发电量 59.52 亿吨，同比减少 2.58 亿吨。

山西焦煤是山西省煤炭资源整合中的兼并重组主体企业之一，根据《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》等文件精神，纳入山西焦煤整合煤矿共 175 座，整合后为 72 座，井田面积 797.72 平方公里，储量 644,672 万吨，总产能 6,926 万吨。在 2009 年山西省煤炭资源整合中，山西焦煤获得较多的煤炭产能和煤炭资源，有利于山西焦煤未来煤炭产量的提升。

在安全生产管理方面，山西焦煤不断加大安全资金和科技的投入，但由于煤炭生产和建设的特殊性以及我国煤炭开采业和建设业的现

状，煤炭行业的安全风险仍将长期存在。2010年3月份，山西焦煤参股子公司华晋焦煤有限责任公司王家岭煤矿发生透水事故，造成153人被困。国务院成立了华晋焦煤公司王家岭矿“3·28”特别重大透水事故调查组，对事故原因进行全面检查。王家岭矿井为在建工程项目，虽对山西焦煤生产经营无直接影响，但将使项目投产时间延后，并会带来事故赔偿、影响社会形象等负面影响。

截至2009年末，山西焦煤总资产为1,007.12亿元，所有者权益为360.43亿元，资产负债率为64.21%。2009年，山西焦煤实现营业收入774.78亿元，营业利润42.91亿元，利润总额41.48亿元，净利润28.72亿元，经营性净现金流109.29亿元。

总体看，山西焦煤行业地位突出，盈利能力较强，经营性净现金流保持较高水平，对债务保障能力较强，山西省煤炭资源整合为山西焦煤带来较多煤炭产能和煤炭资源，有利于山西焦煤煤炭产量的提升。本期债券由山西焦煤集团有限公司提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，具有较强的增信作用。

结论

随着我国宏观经济的企稳回升，焦煤价格平稳上涨，公司自2009年8月后多次上调煤炭销售价格，加之斜沟矿井一期的投产，预计2010年公司煤炭销售收入将增长。公司积极推进“煤-电”、“煤-焦化”产业战略，随着兴能公司古交电厂二期项目和部分焦化项目逐渐投产运行，预计未来两年，公司电力和煤焦化业务的生产规模将进一步扩大。

公司股东山西焦煤行业地位明显，盈利能力较强，经营性净现金流保持较高水平，山西省煤炭资源整合为山西焦煤带来较多煤炭产能和资源。虽然山西焦煤加大安全生产方面的投入，但近年来仍出现安全事故，煤炭生产和建设安全风险依然存在。本期债券由山西焦煤集团有限公司提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，具有较强的增信作用。综合分析，大公国际对西山煤电的评级展望为稳定。

附件 1 山西西山煤电股份有限公司主要财务数据及指标

单位：万元

财务数据	2010年3月 (未经审计)	2009年	2008年
货币资金	596,901	545,892	305,558
应收账款净额	99,832	49,373	59,866
存货净额	49,979	32,391	44,421
流动资产	1,246,542	1,104,192	794,584
固定资产	637,901	653,909	623,489
总资产	2,563,745	2,327,008	1,748,618
短期借款	168,000	118,000	9,600
应付账款	215,375	220,476	172,450
流动负债	674,967	576,602	458,984
非流动负债	639,226	618,766	247,146
总负债	1,314,193	1,195,368	706,130
所有者权益	1,249,553	1,131,640	1,042,488
营业收入	342,266	1,233,703	1,325,491
营业利润	117,325	299,645	467,413
利润总额	117,660	307,329	465,793
净利润	87,964	229,601	353,280
EBITDA	-	420,308	541,617
经营性净现金流	64,501	305,544	312,816
财务指标			
毛利率(%)	46.56	43.05	51.48
营业利润率(%)	34.28	24.29	35.26
总资产报酬率(%)	4.83	13.83	27.40
净资产收益率(%)	6.38	18.27	30.59
资产负债率(%)	51.26	51.37	40.38
债务资本比率(%)	40.33	40.97	21.21
速动比率(倍)	1.77	1.86	1.63
存货周转天数(天)	20.27	19.68	22.16
应收账款周转天数(天)	75.76	86.46	68.35
经营性净现金流/流动负债(%)	10.31	59.01	86.00
经营性净现金流/总负债(%)	5.14	32.14	50.73
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	19.32	25.72
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	6.64	14.04	14.85

附件 2 山西焦煤集团有限责任公司主要财务数据及指标

单位：万元

财务数据	2009 年	2008 年	2007 年
货币资金	1,886,953	1,352,755	956,437
应收账款净额	469,142	381,482	203,724
存货净额	522,574	648,406	435,840
流动资产	5,205,445	4,131,397	2,525,013
固定资产	2,867,924	2,624,989	2,399,886
总资产	10,071,172	8,253,721	5,934,716
短期借款	884,462	613,182	595,391
应付账款	1,366,200	975,216	627,553
流动负债	4,526,515	3,785,708	2,560,875
非流动负债	1,940,356	1,923,907	1,316,972
总负债	6,466,871	5,709,614	3,877,848
所有者权益	3,604,301	2,544,106	2,056,868
营业收入	7,747,769	7,179,795	3,703,184
营业利润	429,124	526,529	184,527
利润总额	414,846	508,063	158,857
净利润	287,192	377,166	92,165
EBITDA	853,176	1,007,434	776,967
经营性净现金流	1,092,945	1,108,636	600,882
财务指标			
毛利率 (%)	19.55	24.78	25.79
营业利润率 (%)	5.54	7.33	4.98
总资产报酬率 (%)	5.06	7.43	3.95
净资产收益率 (%)	7.97	14.83	4.48
资产负债率 (%)	64.21	69.18	65.34
债务资本比率 (%)	49.77	51.08	51.44
速动比率 (倍)	1.03	0.92	0.82
存货周转天数 (天)	33.82	36.14	57.25
应收账款周转天数 (天)	63.51	53.99	62.54
经营性净现金流/总负债 (%)	17.95	23.13	16.93
经营性净现金流/流动负债 (%)	26.30	34.94	25.44
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	6.80	6.85	10.31
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	8.71	7.54	7.97

附件 3 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¹ (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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 + 贴息应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的长期债务 + 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 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / (\text{年初末平均应收账款} + \text{年初末平均应收票据}))$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资$

¹ 净资产收益率：“净资产”不含少数股东权益；“净利润”不含少数股东损益。

本化利息)

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 4 公司债券及长期主体信用等级符号和定义

大公国际公司债券及长期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。

大公国际信用评级报告声明

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

一、大公国际及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，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、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

三、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公国际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。

四、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。

五、在本报告信用等级有效期限内，大公国际拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

六、本报告版权属于大公国际所有，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。