



# 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 SD[2011]100 号

## 跟踪评级

公司债券信用等级: **AAA**

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**

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: 2010.05

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

## 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2011.3	2010	2009
总资产	369.20	289.53	232.70
所有者权益	164.68	140.92	113.16
营业收入	74.90	169.42	123.37
利润总额	14.70	38.37	30.73
经营性净现金流	15.21	33.63	30.55
资产负债率 (%)	55.40	51.33	51.37
债务资本比率 (%)	34.63	37.71	40.28
毛利率 (%)	34.48	43.41	43.05
总资产报酬率 (%)	4.30	14.17	13.83
净资产收益率 (%)	6.59	19.82	20.29
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	9.73	7.54	14.06
经营性净现金流/总负债 (%)	8.61	25.08	32.14

注: 2011 年 3 月财务数据未经审计

分析员: 李剑 王煦

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 2010 年下半年以来煤炭价格上涨、斜沟矿井一期投产增加公司煤炭产量、公司未来煤炭业务规模将进一步扩张等有利因素; 同时也反映了公司电厂采购动力煤价格上涨、公司持续上调煤炭生产安全费用提取标准增加了成本负担、有息债务继续增加等不利因素。山西焦煤集团有限责任公司 (以下简称“山西焦煤”) 提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

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, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

## 有利因素

- 受下游需求刺激等因素影响, 2010 年下半年以来煤炭价格持续上涨, 公司自 2010 年以来三次上调煤炭售价, 有利于收入的提升;
- 2010 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;
- 公司未来煤炭增产来源于临汾整合矿和安泽县新建矿, 预计全部投产后煤炭产能将大幅提升, 煤炭业务规模将进一步扩张;
- 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很强的增信作用。

## 不利因素

- 公司电厂采购动力煤的价格上涨, 影响了电力业务的盈利能力;
- 公司持续上调煤炭生产安全费用提取标准, 增加了成本负担;
- 公司有息债务继续增加, 未来利息负担将持续增大。

大公国际资信评估有限公司

二〇一一年六月二十九日

## 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 2010 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 2011 年一季度末，公司已经按照承诺投资项目使用了全部募集资金，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，募集资金中计划用于偿还银行借款的 37,600 万元在 2009 年未能投入使用。2010 年 12 月和 2011 年 1 月，公司分两次将发行公司债券募集资金中的 37,600 万元委托中国工商银行山西分行向控股子公司山西西山晋兴能源有限责任公司贷款，期限一年，用于山西西山晋兴能源有限责任公司归还银行贷款。

## 发债主体

山西西山煤电股份有限公司于 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 2010 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。2010 年，公司完成原煤产量 2,578.99 万吨，发电量 46.88 亿度，焦炭产量 34.47 万吨。公司主要产品为洗精煤，主要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 2010 年末，西山煤电资产总额 289.53 亿元，负债总额 148.61 亿元，所有者权益 140.92 亿元，其中少数股东权益 14.48 亿元，资产负债率为 51.33%；2010 年实现营业收入 169.42 亿元，利润总额 38.37 亿元，经营性净现金流 33.63 亿元。

根据公司提供的未经审计的 2011 年一季度财务报表，截至 2011 年 3 月末，西山煤电资产总额 369.20 亿元，负债总额 204.53 亿元，所有者权益 164.68 亿元，其中少数股东权益 23.96 元，资产负债率为 55.40%；2011 年一季度公司实现营业收入 74.90 亿元，利润总额 14.70

亿元，经营性净现金流 15.21 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逐渐下降**

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 2009~2010 年及 2011 年一季度公司主营业务收入、毛利润及毛利率情况**

业务	2011 年一季度		2010 年		2009 年	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
煤炭	459,101	62.64	1,499,417	90.24	1,083,493	89.16
电力热力	40,937	5.59	119,391	7.19	122,083	10.05
煤气	14,493	1.97	653	0.04	387	0.03
焦炭	198,814	27.13	41,190	2.48	8,819	0.73
焦油	19,599	2.67	1,004	0.06	458	0.04
<b>合计</b>	<b>732,944</b>	<b>100.00</b>	<b>1,661,654</b>	<b>100.00</b>	<b>1,215,239</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润 (万元)</b>	<b>占比 (%)</b>	<b>毛利润 (万元)</b>	<b>占比 (%)</b>	<b>毛利润 (万元)</b>	<b>占比 (%)</b>
煤炭	249,925	98.76	733,778	101.05	503,391	95.82
电力热力	954	0.38	4,909	0.68	23,293	4.43
煤气	-77	0.03	-263	0.00	10	0.00
焦炭	-4,354	-1.72	-12,285	-1.69	-1,301	-0.25
焦油	6,607	2.61	41	0.00	-17	0.00
<b>合计</b>	<b>253,055</b>	<b>100.00</b>	<b>726,180</b>	<b>100.00</b>	<b>525,377</b>	<b>100.00</b>
	<b>主营业务毛利率 (%)</b>		<b>主营业务毛利率 (%)</b>		<b>主营业务毛利率 (%)</b>	
煤炭		54.44		48.94		46.46
电力热力		2.33		4.11		19.08
煤气		-0.53		-40.28		2.65
焦炭		-2.19		-29.83		-14.75
焦油		33.71		4.08		-3.81
<b>综合</b>		<b>34.40</b>		<b>43.70</b>		<b>43.23</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2010 年公司营业收入较 2009 年增长 37.33%，主营业务毛利率为 43.70%，与 2009 年的 43.23% 基本持平。煤炭板块方面，2010 年公司根据市场供需状况及时调整煤炭售价，带动煤炭板块毛利率上升至 48.94%；电力板块方面，由于电厂用煤价格的上涨，导致公司控股子公司山西西山热电有限责任公司供热业务亏损 0.95 亿元，致使公司 2010 年电力热力板块的毛利率大幅下降 14.97 个百分点，仅为 4.11%；



焦化板块方面，2010 年公司煤焦化产业实现营业收入 4.28 亿元，由于公司煤焦化产业还处于发展中，加上焦炭行业不景气，2010 年公司控股 50%的唐山首钢京唐焦化有限公司责任公司亏损 3.09 亿元，公司全资子公司山西西山煤气化有限责任公司 2010 年焦炭业务亏损 1.68 亿元，致使公司焦化板块毛利率大幅下滑 15.08 个百分点，为-29.83%。

2011 年一季度，公司煤炭板块毛利率为 54.44%，较 2010 年上升了 5.50 个百分点，主要是因为公司在 2011 年 1 月上调煤炭售价所致；焦化板块毛利率为-2.19%，较 2010 年上升了 27.64 个百分点，主要是因为公司 2011 年将唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司纳入合并报表，导致焦化板块收入增加。2011 年一季度煤炭业务盈利能力增强，但焦化板块仍然亏损，公司将京唐焦化纳入合并报表导致焦化收入占比增大，摊低了主营业务毛利率水平，因此导致 2011 年一季度公司的主营业务毛利率为 34.40%，较 2010 年下降了 9.30 个百分点。

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。

## ● 业务板块 1：煤炭

**2009 年以来，经济回暖驱动煤炭下游行业复苏，下游行业对煤炭的需求旺盛，同时 2010 年煤炭产量持续攀升，总体保持供需平衡；在国内下游行业旺盛需求的刺激和国际市场的影响下，2010 年煤炭价格逐渐上涨**

煤炭行业属于基础性行业，在我国国民经济发展中一直占有重要的战略地位。煤炭下游需求集中在电力、钢铁、建材（主要是水泥）、化工（主要是化肥，其中尿素消耗煤炭较大）等四大行业。2009 年以来，在国家“扩内需、保增长”一系列政策措施作用下，我国工业经济大幅下滑势头有所改善，工业整体运行向好，煤炭行业及其主要下游行业产量增长基本稳定，电力、钢铁和水泥等行业开始复苏。进入 2010 年下半年，由于我国宽松的货币政策缓慢退出以及对房地产行业的调控和我国“十二五”节能减排政策，经济速度回落，耗煤各主要行业均不同程度呈现增速下降，需求回落。2011 年以来，随着节能减排任务的基本完成，地方政府面临压力大大减轻，前期受到影响的国内中小钢铁、水泥、电力企业开始恢复生产，产量增速回升势头强劲。截至 2011 年 4 月末，电力、生铁、水泥和合成氨的产量增速分别为 12.65%、7.27%、19.55%和-0.90%。总体来说，由于煤炭的下游行业大多属于基础性行业，因此对煤炭的刚性需求表现的较为明显。

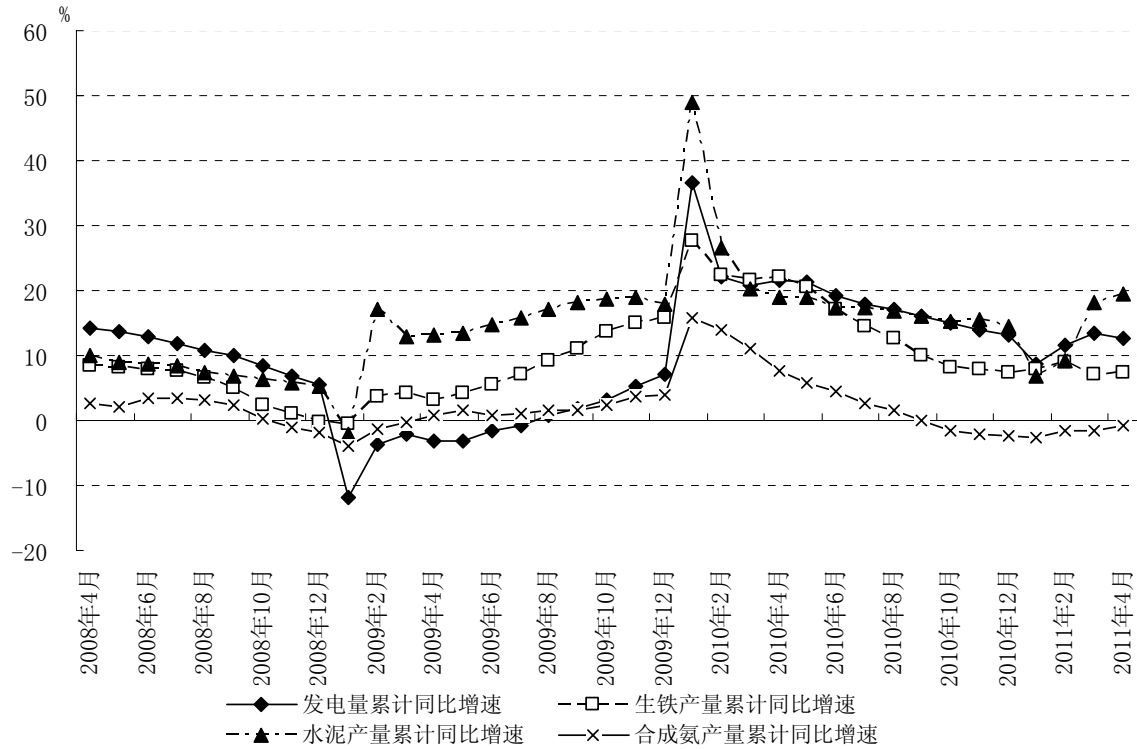


图1 2008年4月~2011年4月我国煤炭下游行业产量增速

数据来源: Wind 资讯

在宏观经济回暖刺激下游行业需求复苏的背景下,国内原煤产量从2009年开始逐渐恢复生产,2010年煤炭行业固定资产投资大幅增加,国内原煤产量持续攀升,并呈现出季节性波动的特点,受冬季用电、供暖需求较大的影响,每年的三、四季度原煤产量均较高。

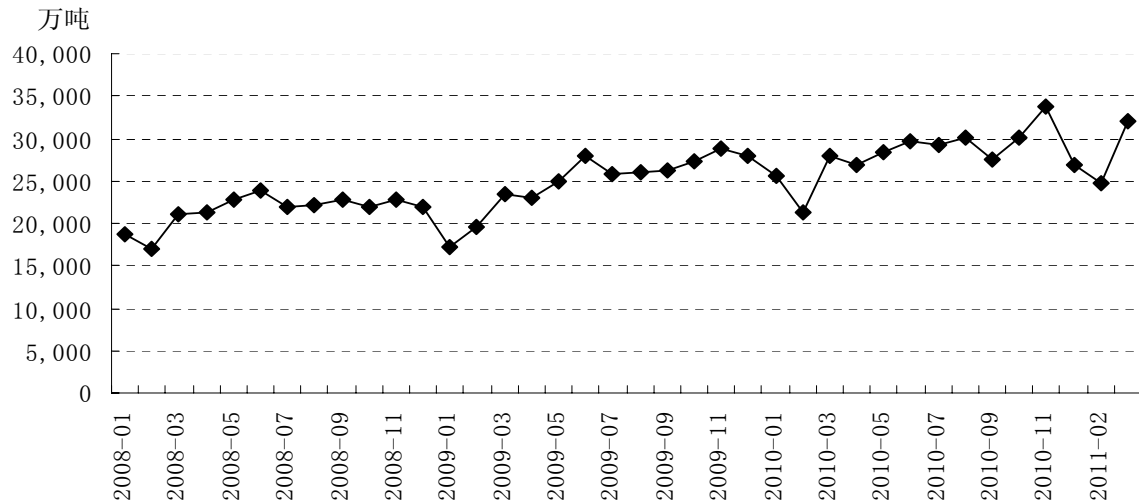


图2 2008年1月~2011年3月国内原煤产量走势

数据来源: Wind 资讯

我国煤炭进口量自 2009 年初开始快速增长，全年累计进口 1.27 亿吨。2010 年上半年，煤炭进口量继续保持增长，但增速有所放缓，下半年进口量在排除季节性因素后波动不大，全年累计进口 1.66 亿吨。2011 年一季度煤炭进口量较去年同期下降 27.09%。受国内煤炭需求逐年增加的影响，我国煤炭出口量持续保持在较低水平，2009 和 2010 年全年累计出口量分别为 2,240 万吨和 1,903 万吨。2011 年一季度累计出口 578 万吨，同比微增 1.4%，同比基本持平。自 2009 年初起，我国一直处于煤炭净进口状态，至 2011 年 3 月末，一季度煤炭累计净进口量达 2,659 万吨，但是相对于国内煤炭市场的庞大需求，进口煤炭占国内煤炭的消耗量比例仍不足 5%。综合考虑上述因素，预计 2011 年进口煤炭不会对国内煤炭市场造成重大影响。

随着国内经济的逐步好转以及下游产业需求的拉动，2010 年我国煤炭价格逐步提高。自 2010 年 9 月以来，我国煤炭市场在较大区域范围内出现了煤炭供应偏紧，部分地区出现了煤炭供应紧张的局面，全国较大部分地区范围内价格出现了轮番上涨的局面。2009 年山西推进煤矿企业兼并重组整合，大量地方煤矿停产整顿，山西煤矿经过重组整合，矿井数量和办矿企业数量大幅削减，导致山西大批中小煤矿产量大幅下降；河南、陕西等煤炭生产大省的小型煤炭企业由于资源整合、企业兼并重组等原因，大批产能被闲置，生产能力无法发挥，煤炭产量相对日趋增加的市场需求来说不足。2011 年，政府继续加强保障性住房建设的力度，住房和城乡建设部在 2010 年末向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，通知明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1,000 万套，保障房建设将会提升包括钢铁、水泥和电力等煤炭主要下游行业的景气程度，从而增加对煤炭的需求。国际上看，2010 年以来，全球经济逐渐回暖，同时受美元贬值及相关大宗商品价格处于上升通道的影响，以澳大利亚为代表的国际煤炭价格出现波动上涨趋势。其中，国际煤炭价格在 2010 年第四季度增速较快，并且在 2011 年一季度继续保持高位运行。2010 年底，澳大利亚昆士兰州遭遇洪灾，煤炭产量和出口严重受阻，加剧了全球煤炭供需双方的矛盾。在国内外各种主客观因素的影响下，我国煤炭交易价格呈现出稳步上涨的态势。

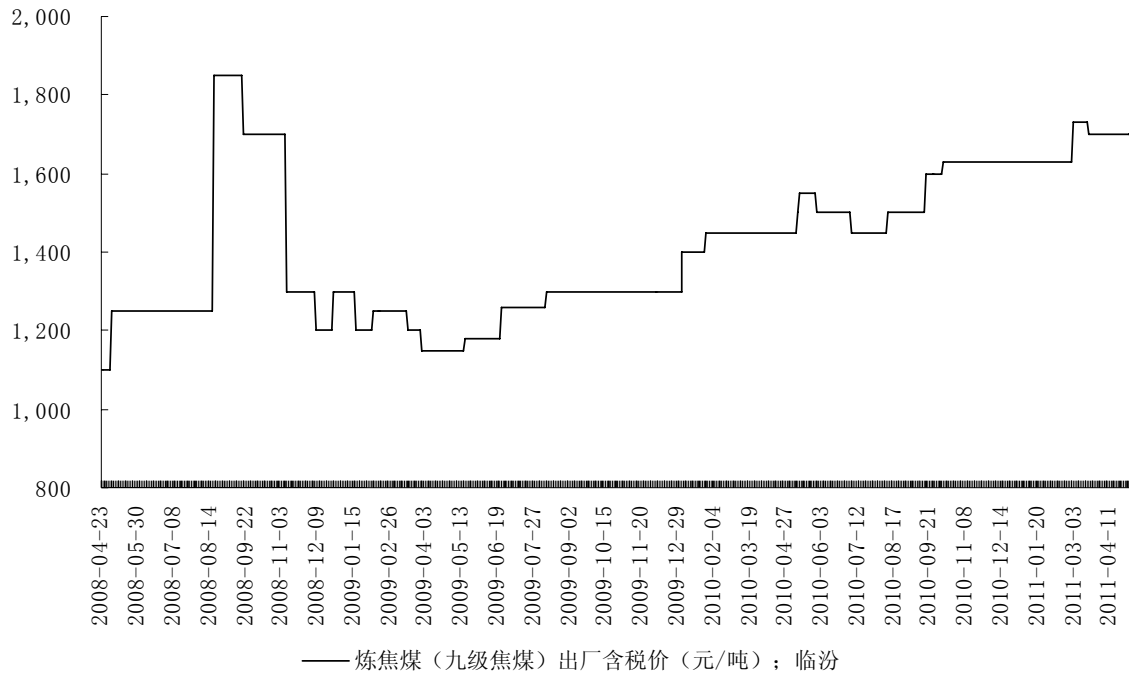


图3 2008年4月~2011年4月国内焦煤价格走势

数据来源：Wind 资讯

总体来看，2010年煤炭价格总体呈现稳步上升的态势。尽管宏观经济结构转型，货币政策转向稳健对投资造成压力，但由于我国投资拉动经济增长模式惯性，以及我国对高铁、装备行业以及二三线城市城镇化推进和保障房政策支持，2010年钢铁行业投资累计增长仍达10.3%。预计随着投资拉动需求和“十二五”开局第一年的影响，钢铁和电力行业增速不会出现明显下滑，因此煤炭需求将稳中有升。

**2010年公司煤炭产销量继续上涨，斜沟矿成为公司煤炭产量增长的主要力量；未来公司产能扩张主要依靠斜沟矿、临汾市整合矿井和新建矿井的投产，公司煤炭业务规模将进一步扩张**

2010年公司原煤产量2,578.99万吨，较2009年的1,855.60万吨大幅增加了723.39万吨，增幅达38.98%。增速较快主要是由于兴县斜沟煤矿一期2010年生产原煤1,240万吨，比2009年大幅增加660万吨，增幅为114%，成为公司煤炭产量增长的主要力量。

2010年，公司商品煤销量2,111.07万吨，较2009年增加了331.50万吨，增幅为18.63%，其中原煤、焦精煤、肥精煤销量均有所下滑，瘦精煤、电精煤、洗混煤较上年有所增长。商品煤销量增幅低于原煤产量增幅的原因，主要是由于斜沟矿投产初期灰分较多，导致精煤的洗出率降低。



表 2 公司近两年来煤炭销量情况（单位：万吨）

产品	2010 年销量	2009 年销量	同比增减率 (%)
商品煤销量	2,111.07	1,779.57	18.63%
其中：焦精煤	222.67	248.59	-10.43%
肥精煤	389.79	407.36	-4.30%
瘦精煤	260.72	210.38	23.93%
电精煤	165.33	138.10	19.72%
气精煤	128.59	-	-
原煤	545.31	631.02	-13.58%
洗混煤	398.66	144.11	176.64%

数据来源：根据公司 2010 年年报整理

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，其中马兰矿主产主焦煤和肥煤，核定产能 400 万吨/年；西铭矿主产瘦煤，核定产能 360 万吨/年；西曲矿主产主焦煤，核定产能 340 万吨/年；镇城底矿主产主焦煤和肥煤，核定产能 190 万吨/年。本部四大矿区资源储量共计 20.93 亿吨，可采储量共计 12.87 亿吨。近年来，本部四大矿区的产量稳定，基本达到饱和状态，未来预计也不会发生太大变化。

公司下属子公司山西晋兴能源有限公司（以下简称“晋兴能源”）的兴县矿区将成为未来主力增产矿区，兴县矿区斜沟井田由原斜沟煤矿 6.6 平方公里扩大到 88.64 平方公里，公司控股兴县斜沟矿 80% 股权，该矿主产气精煤和 1/3 焦煤，预计可获各类资源量 21.25 亿吨，其中能利用储量 18.23 亿吨，设计可采储量 12.76 亿吨。公司规划兴县矿区分两期建设，产能都为 1,500 万吨，计划到 2020 年矿井总设计能力达到 3,790 万吨/年，原煤设计入洗能力 4,140 万吨/年。2009 年末兴县斜沟矿井一期已经投产，同时新建配套选煤厂也投入使用，2009 年一期矿井实现原煤产量 580 万吨，2010 年实现原煤产量 1,240 万吨。目前二期项目进展顺利，预计 2012 年完成建设，届时将为公司再增加 1500 万吨/年产能。公司于 2011 年 4 月 8 日公布将向北京首钢物资贸易有限公司转让晋兴能源 5% 的股权，持股比例下降至 75%，公司仍为晋兴能源的控股股东。由于转让份额较小，因而对公司的影响也较小，另外此次转让也有利于拓展晋兴能源的销售渠道和稳定客户关系，为斜沟矿加大洗选比例打下基础。

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）一期工程也在 2009 年 6 月通车，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，项目全部完工后运能可达 3,000 万吨。由于审批流程较为复杂，加上铁道部人事变动的因素，预计 2012 年底项目将会全部完工，铁路建好后预计可减少吨煤成本约 70~80 元/吨。

公司未来煤炭增产的另一来源是整合矿和新建矿的产能增长。公



公司于 2011 年 4 月 8 日公告，拟出资设立独资子公司山西临汾西山能源有限责任公司，对公司在临汾市所整合的煤矿行使出资、管理职权，并在临汾市开发相关煤矿项目。公司的整合煤矿包括：临汾古县煤矿、临汾尧都煤矿和洪洞西山道光煤业，其中古县煤矿主产主焦煤，核定产能 330 万吨/年，公司控股 51%；尧都煤矿主产贫瘦煤，核定产能 90 万吨/年，公司控股 51%；道光煤业主产 1/3 焦煤，核定产能 120 万吨/年，公司控股 51%。目前，公司的整合煤矿正在进行技术改造，今年一季度整合矿贡献产量 20 万吨，预计产能将会在 2012~2013 年逐步释放。公司的新建煤矿是安泽县西山永鑫煤业。2010 年 7 月 5 日，公司公告拟与山西永鑫煤焦化有限责任公司共同出资，设立山西安泽西山永鑫煤业有限责任公司，公司控股 60%。该煤矿包括唐城煤矿和冀氏煤矿，其中唐城煤矿主产主焦煤，核定产能 200 万吨/年；冀氏煤矿主产贫瘦煤，核定产能 500 万吨/年。安泽县位于山西省临汾市东部，总面积 1,967 平方公里，煤炭储量面积达 1,372 平方公里，占全县面积的 70%左右，总量达 105 亿吨，是目前还未大面积开发的煤炭资源大县。由于历史原因，安泽县经济发展一直处于滞后状态，是省级贫困县。为发展地方经济，在山西省“两区”发展规划中，安泽县被列入了重点发展区域，本次合作项目即省政府确定的安泽县“两区”开发重点支持项目。项目实施后，公司拥有的优质资源量将得以增加，利用地方政府对“两区”开发重点项目的支持，提升公司的可持续发展能力和整体竞争力。永鑫煤业虽然所处地区煤炭资源完整，但是由于矿区属于国家非勘探区，新公司成立后要首先办理煤矿项目矿业权及煤矿项目建设核准手续，审批流程比较复杂，预计 2013 年左右能够投产。另外，公司还计划和美锦能源集团合作开发兴县附近超过 10 亿吨储量的资源项目，产能在 800~1,000 万吨/年，目前正在谈判。

综合来看，公司本部四大矿山产量基本稳定，短期内公司产能增长主要依靠兴县斜沟矿和临汾整合矿，安泽永鑫煤业和兴县附近 10 亿吨资源项目由于审批流程等因素，预计能够在中期成为公司产能扩张的主力军，公司未来发展空间广阔。

**表 3 公司现有以及未来开发的煤矿资产**

	名称	可采储量（亿吨）	股权比例	主产煤种	核定产能（万吨/年）
本部四大矿山	马兰矿	7.96	100%	主焦煤、肥煤	400
	西铭矿	1.70	100%	瘦煤	360
	西曲矿	2.30	100%	主焦煤	340
	镇城底矿	1.24	100%	主焦煤、肥煤	190
兴县斜沟矿井	一期工程	12.76	75%	气煤、1/3 焦煤	1,500
	二期工程		75%		1,500
临汾整合矿	古县煤矿	1.58	51%	主焦煤	330
	西山道光煤业	1.13	51%	1/3 焦煤	200
	尧都煤矿	0.50	51%	贫瘦煤	90
安泽永鑫煤业	唐城煤矿	1.00	60%	主焦煤	200
	冀氏煤矿	3.00	60%	贫瘦煤	500

数据来源：根据公司提供资料整理

公司根据市场供需情况及时对煤炭销售价格进行调整，2011 年初公司再次上调焦煤价格；2010 年以来宏观经济回暖，对煤炭的需求持续增加，加上未来政策上的利好预期，公司未来有可能继续上调焦煤价格

公司根据市场供需情况及时调整煤炭售价，受到宏观经济回暖增加对煤炭需求的影响，煤炭价格自 2009 年下半年大幅回升。2009 年 12 月，公司公布将于 2010 年 1 月上调炼焦煤价格 60~120 元/吨；2010 年 2 月，公司再次提出炼焦煤自 2 月起上涨 50~180 元/吨，涨幅为 10%~13.5%。2010 年公司商品煤综合售价为 710.26 元，比 2009 年上涨 16.66%，其中肥精煤、焦精煤和瘦精煤涨幅较大。

**表 4 公司 2009~2010 年煤炭平均销售价格（不含税）（单位：元/吨）**

产品	2010 年	2009 年	同比增减（%）
焦精煤	1,186.24	946.83	25.29%
肥精煤	1,279.24	991.74	28.99%
瘦精煤	907.44	743.25	22.09%
电精煤	549.59	508.18	8.15%
气精煤	768.60	-	-
原煤	307.54	290.22	5.97%
洗混煤	412.68	238.99	72.68%
商品煤综合售价	710.26	608.85	16.66%

数据来源：根据公司 2010 年年报整理

2011 年 1 月，公司再次上调煤炭价格，其中，焦精煤车板含税价由 1,365 元/吨上调至 1,465 元/吨；肥精煤车板含税价由 1,510 元/吨

上调至 1,660 元/吨；瘦精煤车板含税价由 1,060 元/吨上调至 1,180 元/吨；气精煤车板含税价由 900 元/吨上调至 1,020 元/吨。根据公司的测算，在 2011 年预计实现产品结构及产销量基础上，本次部分产品价格上调将增加公司 2011 年销售收入约 13 亿元（含税）。

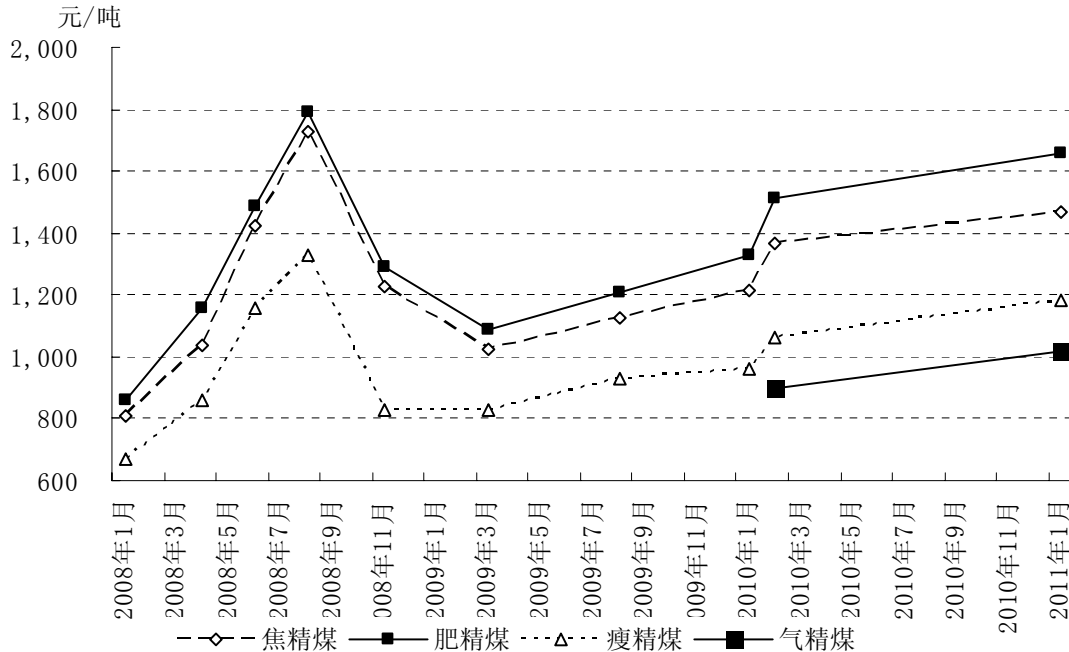


图 4 2008 年以来公司历次调价情况

数据来源：根据公司公告整理

目前，国家能源局正在就焦煤等稀缺煤种的保护性开发制定相关管理办法，该政策有望在煤炭工业发展“十二五”规划出台之后公布。这一政策的实施意味着国家将对优质炼焦煤实行战略性保护，有利于拥有炼焦煤的煤炭企业提高其产品品质和定价能力。

总体来看，2010 年以来我国宏观经济整体向好，随着各地方新建工程的开工和保障房建设的推动，对煤炭的需求将持续增加。煤炭产业政策上未来对主产炼焦煤的公司构成利好，因此不排除公司在未来继续上调焦煤价格的可能。

## ● 业务板块 2：电力

**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；动力煤采购成本逐渐上升，影响了公司电力业务的盈利能力**

在宏观经济快速回暖的带动下，2010 年我国我国用电量持续增长，根据中国电力企业联合会的数据，2010 年全国全社会用电量 41,923 亿千瓦时，同比上升 15.08%。2011 年 4 月份，全社会用电量为 3,768 亿千瓦时，同比增长 11.23%，总体仍处于持续高位运行状态，但环比下

降 3.09%。预计未来 1~2 年，随着我国宏观经济的持续回暖，用电需求量将持续高位运行。

然而，在用电需求回升的同时，电力行业也面临着电煤价格上涨的压力。近年来时常出现冬季极端寒冷天气，导致对动力煤的需求增加。2010 年底，受低温大雪天气等因素的影响，动力煤价格呈现出较快上涨趋势。进入 2011 年二季度，随着新项目的陆续开工，工业用电量回升，动力煤价格继续上涨，增加了电力企业的成本。

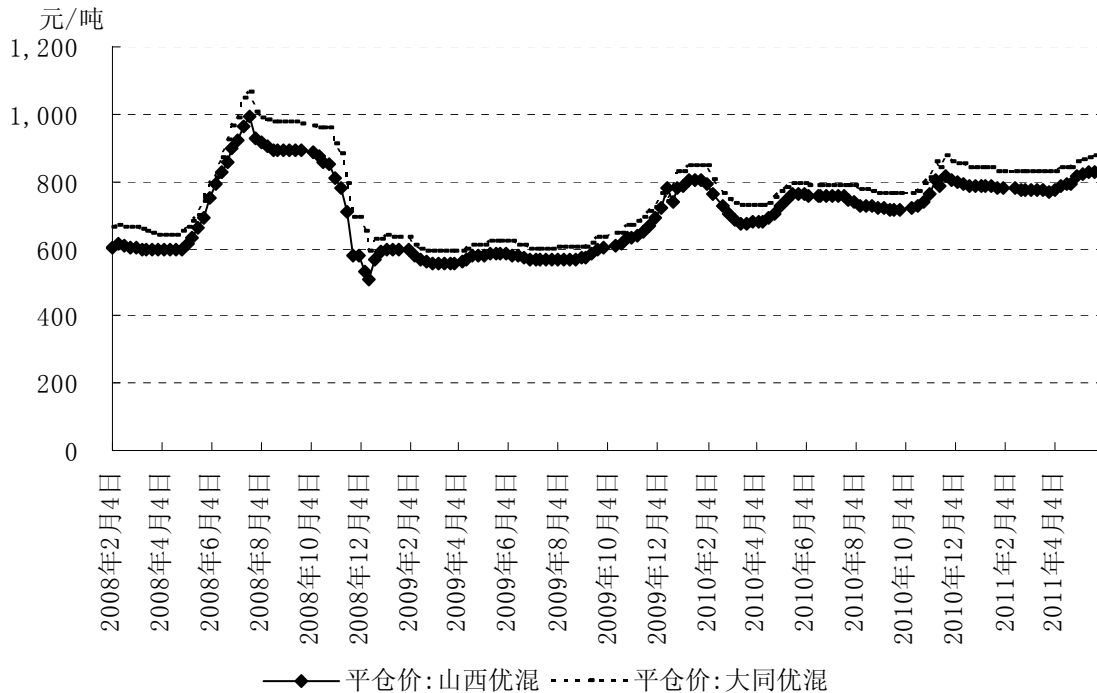


图 5 2008 年 2 月~2011 年 4 月秦皇岛动力煤价格走势

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 5 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	
	2011 年 一季度	2010 年	2011 年 一季度	2010 年	2011 年 一季度	2010 年
发电量（亿千瓦时）	14.87	35.00	2.49	8.19	0.24	1.00
上网电量（亿千瓦时）	13.52	31.79	2.13	7.09	0.19	0.81
机组利用小时数（小时）	1,533	5,834	1,660	5,466	1,991	8,337
等效可用系数（%）	70.95	67.52	99.58	89.10	99.40	97.30
供电煤耗（克/千瓦时）	341.60	349.80	316.46	385.43	660.00	693.00
电厂自用电率（%）	9.09	9.29	14.61	13.56	18.89	18.94
上网电价（元/千瓦时）	0.3253	0.3253	0.3253	0.3253	0.3693	0.3693

数据来源：根据公司提供资料整理

2010 年公司发电量 46.88 亿度，同比下降 0.92%，其中兴能公司发电量 35 亿度，西山热电发电量 8.19 亿度；2010 年公司销售电量 39.69 亿度，同比下降 6.77%，其中兴能公司售电量 31.79 亿度，西山热电售电量 7.09 亿度。

2010 年山西兴能发电有限责任公司古交电厂一期 2×30 万千瓦机组，以及山西西山热电有限责任公司 3×5 万千瓦机组均运行正常。古交电厂 2×60 万千瓦二期工程建设任务基本完成，具备并网发电能力。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接近 2,000 兆瓦。

近年来，随着动力煤价格不断上涨，公司电厂采购成本也逐年上升，虽然公司上网电价有所上涨，但幅度小于电厂用煤价格的上涨幅度，导致公司电力业务的盈利能力逐渐下降。预计未来一到两年，动力煤价格上涨趋势难以改变，公司电厂的采购成本仍将高企，电力业务盈利能力仍然难以有较大改观。

### ● 业务板块 3：焦化

#### 2010 年公司打造煤焦产业链的战略规划继续稳步推进，对山西西山煤气化有限责任公司增资，并与山西永鑫煤焦化有限责任公司合作设立煤化工公司

打造“煤-焦化”产业链是公司未来产业发展的方向之一。2010 年公司打造煤焦产业链的战略规划继续稳步推进，公司年内对山西西山煤气化有限责任公司进行增资，并与山西永鑫煤焦化有限责任公司共同出资，设立了山西安泽永鑫西山煤化工有限责任公司。

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。2009 年 6 月份西山煤电完

成对煤气化公司收购，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”）”，为西山煤电的全资子公司。目前，西山煤气化按“两厂两公司”模式运行，下设焦化一厂、焦化二厂、供应销售公司、生产服务公司。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，共规划焦炭产能共 120 万吨/年，发电产能 42MW/年，煤焦油产能 3.2 万吨/年，外供城市煤气量 10,950 万立方米/年。

2010 年 7 月 5 日，公司公告拟对西山煤气化增资 4.82 亿元，用于建设西山煤气化 60 万吨/年焦化改扩建暨古交城市气源替代项目。西山煤气化公司担负着古交城市煤气供应的重任，属民生工程。此次公司对西山煤气化再次增资的目的，是为使西山煤气化公司古交气源替代项目尽快形成生产能力，发挥社会效应，同时将使公司的焦炭生产能力形成一定规模，为更好地实现公司产业发展目标奠定基础。

西山煤气化 60 万吨清洁型热回收焦炉项目投产已于 2010 年 3 月试生产，60 万吨古交城市气源替代项目备煤炼焦系统已于 2010 年底成功投产。预计到 2011 年底，西山煤化工的两个项目将完成行业准入。项目全部达产后，西山煤气化将形成 120 万吨的焦化生产规模（同时拆除旧焦炉），以及焦油、粗苯、煤气、电等其它焦化副产品。

2010 年 7 月 5 日，公司公告拟与山西永鑫煤焦化有限责任公司共同出资，设立山西安泽永鑫西山煤化工有限责任公司（以下简称“永鑫西山煤化工”），该公司注册资本 1,000 万元，公司以货币出资 400 万元，占注册资本的 40%；永鑫煤焦化以货币出资 600 万元，占注册资本的 60%。项目包括 100 万吨/年供气供热焦化项目和 100 万吨/年甲醇、70 万吨/年二甲醚项目（一期工程 30 万吨/年甲醇、20 万吨/年二甲醚）。

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（以下简称“京唐焦化”），双方各占注册资本的 50%。截至 2010 年末，京唐焦化一期 420 万吨/年的焦炭项目全部投产。

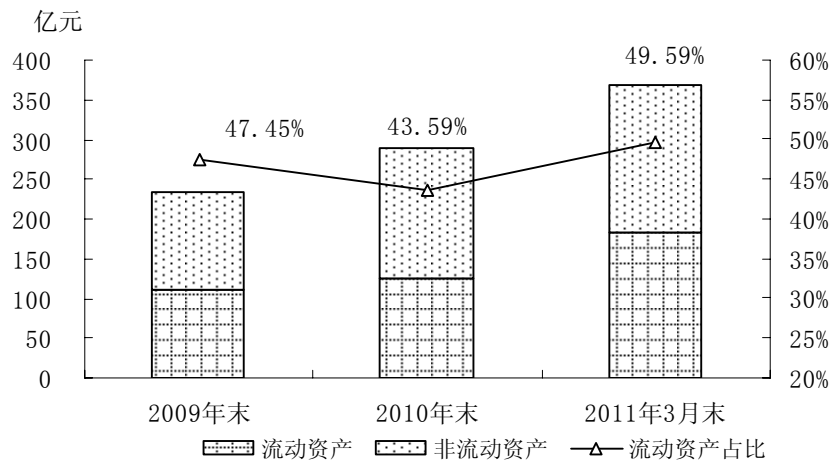
2010 年由于焦炭行业不景气，加上公司煤焦化业务还处于发展阶段，焦化板块出现亏损，全年公司生产焦炭 34.47 亿吨，销售焦炭 30.90 亿吨，毛利率-29.83%。预计未来两年，随着钢铁需求的持续上升，焦炭的供需形势也将趋于紧张，行业景气将得到一定程度的好转。从公司来看，随着京唐焦化一期项目的逐渐稳定、西山煤气化两个焦化项目以及永鑫西山煤化工项目的逐步投产，公司焦化产业的经营规模将扩大，销售收入有望逐渐提高。

## 财务分析

公司提供了 2010 年度财务报表和 2011 年一季度财务报表，2010 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，2011 年一季度财务报表未经审计。

**2010 年以来公司资产规模继续扩张，流动资产占比有所上升，货币资金充裕，同时存货大幅增加**

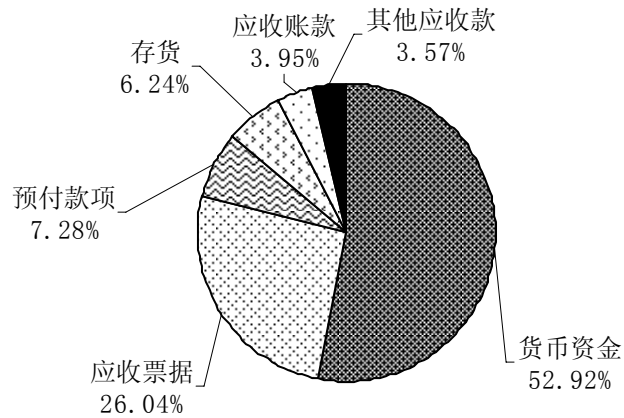
随着经营规模扩张，公司资产规模持续增长。2010 年末及 2011 年 3 月末，公司总资产分别为 289.53 亿元和 369.20 亿元，资产规模继续扩张。从资产构成来看，近两年流动资产所占比重有所上升，而非流动资产占比下降。2010 年末以及 2011 年 3 月末，公司流动资产合计分别为 126.22 亿元和 183.07 亿元，分别占总资产的 43.59%和 49.59%；同期非流动资产合计分别为 163.31 亿元和 186.13 亿元，分别占总资产的 56.41%和 50.42%。



**图 6 2009~2010 年末及 2011 年 3 月末公司资产构成**

公司流动资产以货币资金、应收票据、预付款项、存货和应收账款为主。2010 年末，公司的货币资金余额为 66.80 亿元，较 2009 年末增加 12.21 亿元，增幅为 22.37%；应收票据 32.87 亿元，较 2009 年末增加了 13.54 亿元，增幅为 70.00%，主要是因为 2010 年营业收入增加，应收票据结算金额相应增加；公司预付款项为 9.19 亿元，较 2009 年大幅下降 14.60 亿元，降幅为 61.38%，主要是由于 2010 年子公司兴能发电二期工程结算所致；存货为 7.88 亿元，较 2009 年增加了 4.24 亿元，增幅为 143.17%，主要是因为子公司晋兴能源大井投产导致期末库存增加；应收账款为 4.98 亿元，主要是首钢总公司及其下属子公司的欠款，其中账龄在 1 年以内的占比 89.72%；其他应收款为 4.50 亿元，其中账龄在 1~2 年的占 80.55%，主要是非关联方临汾市煤炭工业局的收购抵押金。

2011 年 3 月末，公司货币资金、应收票据、预付款项、存货和应收账款继续增加，分别为 77.31 亿元、41.31 亿元、10.45 亿元、23.70 亿元和 25.43 亿元，增幅分别为 15.74%、25.69%、410.45%、13.75%和 200.91%。其中，应收账款增幅较大的原因主要是京唐焦化焦炭款和兴能公司电费等大幅增加，存货增幅较大的原因主要是京唐焦化增加原材料和备品备件以及公司产能扩张导致产成品数量增加。



**图 7 2010 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。2010 年末公司固定资产为 92.17 亿元，较 2009 年末增加 26.78 亿元，增幅为 40.96%，主要是因为晋兴能源大井和选煤厂投产，在建工程转入固定资产；在建工程 38.95 亿元，较 2009 年末增加 7.46 亿元；长期股权投资 14.96 亿元，较 2009 年减少 3.97 亿元，其中 2.32 亿元为对公司收回对鄂尔多斯市乌审旗世林化工有限公司的投资。2011 年 3 月末，公司固定资产大幅增加 43.53%，为 132.30 亿元，主要是京唐焦化和兴能公司固定资产增加，同时在建工程继续增加，为 39.81 亿元，长期股权投资为 6.50 亿元。

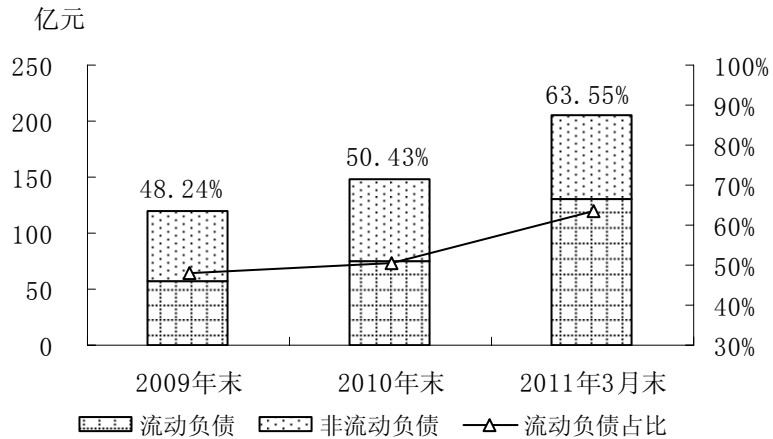
2010 年及 2011 年 1~3 月份，公司存货周转天数分别为 20.87 天和 28.95 天；应收账款周转天数分别为 42.15 天和 73.08 天。

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

**2010 年公司负债规模快速扩大，流动负债占比明显上升；有息债务继续增加但占负债总额比重下降，未来利息负担将增大**

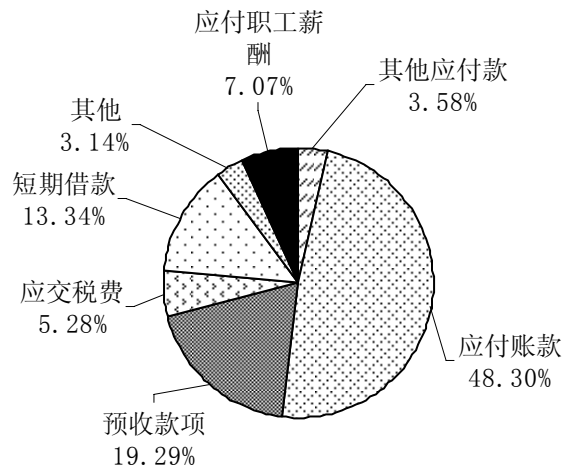
2010 年末及 2011 年 3 月末，公司总负债分别为 148.61 亿元和 204.53 亿元，负债规模继续扩张。从负债构成来看，近两年流动负债所占比重明显上升，而非流动负债占比下降。2010 年末以及 2011 年 3 月末，公司流动负债合计分别为 74.95 亿元和 129.98 亿元，分别占总负债的 50.44%和 63.55%；同期非流动负债合计分别为 73.66 亿元和 74.55 亿元，分别占总负债的 49.56%和 36.45%。





**图8 2009~2010年末及2011年3月末公司负债构成**

公司流动负债仍以应付账款、预收款项和短期借款构成。2010年末，公司应付账款为36.20亿元，较2009年末增加了14.15亿元，增幅为64.17%，主要是由于晋兴能源斜沟大井及选煤厂完工结算导致；预收款项为14.46亿元，比2009年增加了4.51亿元，增幅为45.33%，主要是产品需求增加导致预收煤款增加所致；公司短期借款为10.00亿元，较2009年减少1.80亿元。2011年3月末，公司应付账款为63.15亿元，较2010年末增加了26.95亿元，增幅为74.45%，主要是新增京唐焦化公司和兴能公司的应付账款。



**图9 2010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。2010年末，公司长期借款为43.59亿元，较2009年增加11.52亿元，增幅为35.90%，主要是因为子公司兴能发电二期工程新增银团借款；2010年公司应付债券为29.65亿元。

**表 6 2009~2010 年末及 2011 年 3 月末公司有息债务情况（单位：万元）**

	2011 年 3 月末	2010 年末	2009 年末
短期有息债务	131,342	120,752	146,752
其中：短期借款	110,590	100,000	118,000
一年内到期的非流动负债	20,752	20,752	28,752
长期有息债务	741,125	732,353	616,406
其中：长期借款	444,424	435,862	320,714
应付债券	296,701	296,491	295,692
总有息债务	872,467	853,105	763,158
总有息债务占负债比重	42.66%	57.41%	63.84%

公司 2010 年由于在建工程较多，导致长期借款增加，但由于应付账款等无息债务增加较快导致总负债规模扩大，总有息债务占负债比重逐渐下降。2010 年末，总有息债务为 85.31 亿元，主要是长期有息债务，其中短期有息债务为 12.08 亿元，占总有息债务的比重为 14.15%；长期有息债务为 73.23 亿元，占总有息债务的比重为 85.85%。2011 年 3 月末，短期有息债务和长期有息债务分别为 13.13 亿元和 74.11 亿元，占总有息债务的比重分别为 15.05%和 84.95%。

2010 年末和 2011 年 3 月末，公司的流动比率分别为 1.68 和 1.41；速动比率分别为 1.58 和 1.23；2010 年末和 2011 年 3 月末，公司资产负债率分别为 51.33%和 55.40%；从公司长期资本与长期资产的匹配程度来看，2010 年公司长期资产适合率为 131.39%，长期资本能满足长期资产的资金需求。

2010 年末及 2011 年 3 月末，公司所有者权益分别为 140.92 亿元和 164.68 亿元，其中未分配利润分别为 60.74 亿元和 70.86 亿元，少数股东权益分别为 14.48 亿元和 23.96 亿元，均保持稳定增长。

截至 2010 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 0.46%，目前该公司经营正常，且公司担保比率较低，对外担保风险不大。

总体来看，2010 年公司负债规模继续增加，为了支持公司项目建设，公司加大了借款规模，加之 2009 年公司债券的成功发行，将会增加公司未来利息负担。

**受煤炭销售均价上涨的影响，2010 年公司营业收入及利润水平有较大幅度上升；但同期由于职工工资以及修理费增加，导致公司管理费用上升幅度较大；公司持续上调安全费用计提标准，成本负担增加**

2009 年下半年起，在宏观经济回暖的刺激下，煤炭销售价格触底回升，2010 年随着钢铁需求的持续增长，煤炭销售价格呈现逐级上升的趋势。2010 年公司煤炭销量较 2009 年增加 18.63%，商品煤平均销售价格较 2009 年增加 19.86%，致使公司营业收入较 2009 年增加 46.05

亿元，增幅为 37.33%。2010 年，公司上调了煤炭生产安全费用提取标准，以及四季度管理费用大幅增多等因素，导致 2010 年公司营业成本较 2009 年增加 25.62 亿元，增幅为 35.60%。虽然 2010 年公司营业收入增幅大幅上升，但同期营业成本上升幅度也相对较大，因此 2010 年公司毛利率为 43.41%，与 2009 年的 43.05% 基本持平。

**表 7 2010 年和 2011 年一季度公司经营指标及同比情况（单位：亿元）**

经营指标	2011 年一季度	2010 年一季度	2010 年	2009 年
营业收入	74.90	34.23	169.42	123.37
营业成本	49.08	18.29	95.88	70.26
毛利率（%）	34.48	46.56	43.41	43.05
期间费用占比（%）	13.59	10.74	18.32	16.07
利润总额	14.70	11.77	38.37	30.73
净利润	10.86	8.80	27.94	22.96
归属于母公司所有者的净利润	10.12	8.63	26.44	22.30

2010 年公司期间费用占营业收入比重为 18.32%，较 2009 年上涨 2.25 个百分点，其中管理费用较 2009 年大幅增加 9.06 亿元，增幅为 64.11%，主要是因为职工工资以及修理费增加，同时晋兴能源斜沟大井及选煤厂投产所致；财务费用较 2009 年增加 0.87 亿元，增幅为 76.02%，主要是因为债券利息增加，同时晋兴能源斜沟大井投产，资本化利息减少所致。2010 年，公司投资 50% 比例的京唐焦化亏损 3.09 亿元，导致公司投资收益为 -1.32 亿元，投资损失较 2009 年上涨 11.55%。2010 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 14.17% 和 19.82%，盈利能力和 2009 年相比基本持平。

2011 年一季度，公司营业收入 74.90 亿元，同比增加 40.67 亿元，增幅为 54.30%，一方面是由于公司将京唐焦化纳入了合并财务报表所致，另一方面由于公司在 2011 年 1 月再次上调了煤炭售价，有利于增加营业收入。公司毛利率为 34.48%，较 2010 年同期下降了 12.08 个百分点，主要是由于公司将京唐焦化纳入了合并财务报表，导致焦化业务收入占比增多，焦化板块亏损摊低了毛利率水平。

成本方面，继 2010 年初上调安全费用计提标准之后，公司自 2011 年决定将安全费用计提标准由 40 元/吨上调至 67.5 元/吨，将增加安全费用 3.3 亿元左右，安全费用计提标准的持续上调增加了公司的成本负担。

预计未来 1~2 年，公司斜沟矿井将全部投产运行，临汾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，公司营业收入将会上升。

### 2010 年公司经营性净现金流保持稳定，对债务仍具有较强的保障能力

2010 年，公司经营性净现金流为 33.63 亿元，较 2009 年增加了 3.08 亿元，主要是由于 2010 年公司净利润增加等原因所致。随着公司建设项目的推进，公司投资规模继续保持高位，2010 年公司投资性净现金流出为 21.07 亿元，较 2009 年减少 29.14 亿元。2010 年公司筹资性净现金流出为 0.35 亿，主要是公司支付债券年息及分配股利所致。

**表 8 2010 年和 2011 年一季度公司现金流及同比情况**

	2011 年一季度	2010 年一季度	2010 年	2009 年
经营性净现金流量（万元）	152,091	64,051	336,306	305,544
投资性净现金流（万元）	-60,545	-71,276	-210,710	-502,136
筹资性净现金流（万元）	12,848	57,785	-3,488	436,925
经营性净现金流/流动负债（%）	14.84	10.31	50.72	59.01
经营性净现金流/总负债（%）	8.61	5.14	25.08	32.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	9.73	6.64	7.54	14.06

由于 2010 年公司债务规模的扩大，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。

2011 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 15.21 亿元，较上年同期大幅增加 135.80%，主要是销售收入同比大幅增加所致；投资性净现金流出为 6.05 亿元；筹资性净现金流入为 1.28 亿元，较上年同期减少 77.77%，主要是取得借款同比减少、偿还价款和利息支出同比增加所致。

预计未来 1~2 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继续增强。

## 担保分析

山西焦煤是 2001 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“2010 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，拥有西山煤电股份公司和山西焦化股份公司两个中国 A 股上市企业。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、沁水四大煤田地处于山西省晋中地区，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。公司现



有六大主力生产和建设矿区，下辖 101 座煤矿，总产能 13,780 万吨/年；洗煤厂 28 座，入洗能力 8,925 万吨/年；焦化厂 5 座，焦炭产能 1,060 万吨/年；坑口综合利用电厂 7 座，总装机 2,168MW；煤层气及余热余气电厂 8 座，发电装机 153MW。2010 年，山西焦煤完成原煤产量 10,129 万吨，同比增加 2,050 万吨；精煤产量 4,033 万吨，同比增加 557 万吨；销售商品煤 8,031 万吨，同比增加 1,433 万吨；完成发电量 59.27 亿，同比减少 0.25 亿度。2010 年，山西焦煤成为山西第一家产量过亿吨的煤炭企业。

“十二五”期间，山西焦煤将以打造山西省品牌支柱企业、中国一流能源企业、全球五百强企业为价值追求，以建设亿吨级现代型国际化能源化工大集团为战略目标，狠抓本质安全型企业、内涵式管理机制、人才和职工队伍、党风廉政建设和企业风气、企业和谐稳定“五建设”，实现发展战略、产业结构、经济形态、经营模式、体制机制“五转型”，确保“五翻番”：煤炭产量翻番，原煤产量达到 2 亿吨以上，洗精煤产量 1 亿吨以上；销售收入翻番，达到 2,000 亿元以上；项目投资翻番，固定资产投资累计达到 2,000 亿元以上，其中项目投资达到 1,400 亿元以上；资产总额翻番，总资产达到 2500 亿元以上，其中净资产达到 900 亿元以上；利税总额翻番，利税总额达到 350 亿元以上，其中利润 100 亿元以上。

截至 2010 年末，山西焦煤总资产为 1,255.17 亿元，所有者权益为 435.20 亿元，资产负债率为 65.33%。2010 年，山西焦煤实现营业收入 1,056.71 亿元，营业利润 51.02 亿元，利润总额 51.12 亿元，净利润 34.32 亿元，经营性净现金流 104.72 亿元。

总体来看，山西焦煤行业地位突出，盈利能力极强，经营性净现金流保持较高水平，对债务保障能力很强，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全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

## 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 2010 年以来先后三次上调煤炭销售价格，加之斜沟矿井一期的投产，预计 2011 年公司煤炭销售收入将继续增长，未来随着斜沟矿井二期、临汾整合矿以及安泽县新建矿的投产，公司煤炭业务将进一步得到发展。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等电力项目和西山煤气化等焦化项目逐渐投产运行，预计未来 1~2 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。本期债券由山西焦煤集团有限公司提供全额无条件的不可撤



销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。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	2011年3月 (未经审计)	2010年	2009年
货币资金	773,134	668,000	545,892
应收账款净额	254,303	49,819	49,373
存货净额	237,009	78,765	32,391
流动资产	1,830,698	1,262,192	1,104,192
固定资产	1,322,973	921,738	653,909
总资产	3,692,042	2,895,275	2,327,008
短期借款	110,590	100,000	118,000
应付账款	631,467	361,967	220,476
流动负债	1,299,817	749,530	576,602
非流动负债	745,449	736,535	618,766
总负债	2,045,267	1,486,065	1,195,368
所有者权益	1,646,775	1,409,210	1,131,640
营业收入	749,046	1,694,235	1,233,703
营业利润	147,515	383,311	299,645
利润总额	147,021	383,696	307,329
净利润	108,602	279,361	229,601
EBITDA	185,141	565,906	420,308
经营性净现金流	152,091	336,306	305,544
<b>财务指标</b>			
毛利率 (%)	34.48	43.41	43.05
营业利润率 (%)	19.69	22.62	24.29
总资产报酬率 (%)	4.30	14.17	13.83
净资产收益率 (%)	6.59	19.82	20.29
资产负债率 (%)	55.40	51.33	51.37
债务资本比率 (%)	34.63	37.71	40.28
速动比率 (倍)	1.23	1.58	1.86
存货周转天数 (天)	28.95	20.87	19.68
应收账款周转天数 (天)	73.08	42.15	63.75
经营性净现金流/流动负债 (%)	14.84	50.72	59.01
经营性净现金流/总负债 (%)	8.61	25.08	32.14
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	11.84	12.68	19.35
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	9.73	7.54	14.06

**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	2010 年	2009 年	2008 年
货币资金	1,911,414	1,886,953	1,352,755
应收账款净额	483,523	469,142	381,482
存货净额	811,115	522,574	648,406
流动资产	6,326,853	5,205,445	4,131,397
固定资产	3,862,131	2,867,924	2,624,989
总资产	12,551,687	10,071,172	8,253,721
短期借款	757,554	884,462	613,182
应付账款	1,814,478	1,366,200	975,216
流动负债	5,648,093	4,526,515	3,785,708
非流动负债	2,551,547	1,940,356	1,923,907
总负债	8,199,640	6,466,871	5,709,614
所有者权益	4,352,046	3,604,301	2,544,106
营业收入	10,567,125	7,747,769	7,179,795
营业利润	510,225	429,124	526,529
利润总额	511,181	414,846	508,063
净利润	343,207	287,192	377,166
EBITDA	-	853,176	1,007,434
经营性净现金流	1,047,163	1,092,945	1,108,636
<b>财务指标</b>			
毛利率 (%)	19.49	19.55	24.78
营业利润率 (%)	4.83	5.54	7.33
总资产报酬率 (%)	-	5.06	7.43
净资产收益率 (%)	7.89	7.97	14.83
资产负债率 (%)	65.33	64.21	69.18
债务资本比率 (%)	51.24	49.77	51.08
速动比率 (倍)	1.11	1.03	0.92
存货周转天数 (天)	28.22	33.82	36.14
应收账款周转天数 (天)	16.23	63.51	53.99
经营性净现金流/总负债 (%)	14.27	17.95	23.13
经营性净现金流/流动负债 (%)	20.55	26.30	34.94
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.80	6.85
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	8.71	7.54

## 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 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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<sup>1</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>2</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

---

<sup>1</sup> 一季度取 90 天。

<sup>2</sup> 一季度取 90 天。



21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
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 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公国际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。