



# 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【2012】202 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: 2011.06

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	2012.3	2011	2010	2009
总资产	405.49	386.43	289.53	232.70
所有者权益	180.48	165.33	140.92	113.16
营业收入	80.62	303.72	169.42	123.37
利润总额	15.02	41.27	38.37	30.73
经营性净现金流	6.00	38.82	33.63	30.55
资产负债率 (%)	55.49	57.22	51.33	51.37
债务资本比率 (%)	34.20	35.22	37.71	40.28
毛利率 (%)	32.60	30.27	43.41	43.05
总资产报酬率 (%)	4.11	12.15	14.17	13.83
净资产收益率 (%)	6.14	18.18	19.82	20.29
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.62	5.64	7.54	14.06
经营性净现金流/总负债 (%)	2.69	21.00	25.08	32.14

注: 2012 年 3 月财务数据未经审计。

分析员: 钱晓玉 郭海川

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 2011 年公司煤炭资源储量丰富、未来煤炭业务规模将进一步扩张、经营性净现金流稳定增长等有利因素,同时也反映了公司电厂采购动力煤价格上涨、焦炭下游需求疲软、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

- 公司是我国煤炭行业龙头企业之一,煤炭资源储量丰富,具有明显的规模优势;
- 2011 年以来公司煤炭产销量继续上升,未来临汾整合矿和安泽县新建矿投产后煤炭产能将有所提升,煤炭业务规模将进一步扩张;
- 2011 年公司经营性净现金流稳定增长,对负债及利息的保障程度增强;
- 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;
- 炼焦用煤价格持续高位,下游钢铁需求疲软,公司焦炭业务短期难以好转;
- 2011 年公司负债规模继续加大,有息债务持续增加。

大公国际资信评估有限公司

二〇一二年六月二十八日

## 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，大公对公司 2011 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。

## 发债主体

西山煤电成立于 1999 年 4 月，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，股票代码为 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 2011 年 3 月末，持有公司 54.40% 的股权。山西省国资委全资持有山西焦煤，为公司实际控制人。

公司主营煤炭生产、洗选加工、焦炭、电力生产及销售。2011 年，公司完成原煤产量 2,943 万吨，焦炭产量 438 万吨，发电量 95.41 亿度。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。

## 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。

2011 年公司主营收入 298.48 亿元，同比增长 79.63%，主要是由于 2011 年唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司（以下简称“京唐焦化”）纳入公司合并报表、子公司山西晋兴能源有限公司（以下简称“晋兴能源”）产量增加及售价提高和子公司山西兴能发电有限责任公司（以下简称“兴能发电”）二期工程投产所致；主营业务毛利率为 30.24%，同比降低 13.46 个百分点，主要是因为公司将京唐焦化合并后焦化板块营业收入占比增加，而焦化板块利润水平较低，摊低了整体毛利率水平。煤炭板块方面，2011 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小幅上升；电力板块方面，由于电厂用煤价格的上涨，加大了电厂发电成本，导致 2011 年电力热力板块的毛利率小幅下降；焦化板块方面，2011 年公司焦炭、焦油、煤气等营业收入为 100.54 亿元，同比增幅较大；其中焦炭业务毛利率为 1.65%，较 2010

年上升了 31.48 个百分点，主要是由于京唐焦化纳入合并报表所致。

**表 1 2010~2011 年及 2012 年一季度公司主营收入、毛利润及毛利率情况（单位：万元、%）**

项目	2012 年一季度		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>主营收入</b>	<b>800,713</b>	<b>100.00</b>	<b>2,984,764</b>	<b>100.00</b>	<b>1,661,655</b>	<b>100.00</b>
煤炭	469,437	58.63	1,725,348	57.81	1,499,417	90.24
电力热力	92,565	11.56	254,044	8.51	119,391	7.19
煤气	14,211	1.77	57,751	1.93	653	0.04
焦炭	206,184	25.75	868,342	29.09	41,190	2.48
焦油	6,864	0.86	32,749	1.10	1,004	0.06
其他	11,452	1.43	46,530	1.56	-	-
<b>毛利润</b>	<b>260,091</b>	<b>100.00</b>	<b>902,494</b>	<b>100.00</b>	<b>726,180</b>	<b>100.00</b>
煤炭	249,824	96.05	879,081	97.41	733,778	101.05
电力热力	7,585	2.92	7,931	0.88	4,909	0.68
煤气	259	0.10	1,095	0.12	-263	-0.04
焦炭	2,241	0.86	14,367	1.59	-12,285	-1.69
焦油	-268	-0.10	-2,825	-0.31	41	0.00
其他	450	0.17	2,845	0.32	-	-
<b>综合毛利率</b>		<b>32.48</b>		<b>30.24</b>		<b>43.70</b>
煤炭		53.22		50.95		48.94
电力热力		8.19		3.12		4.11
煤气		1.82		1.90		-40.28
焦炭		1.09		1.65		-29.83
焦油		-3.90		-8.63		4.08
其他		3.93		6.11		-

数据来源：根据公司提供资料整理

2012 年一季度，公司煤炭板块毛利率为 53.22%，较 2011 年上升 2.27 个百分点；电力板块毛利率为 8.19%，同比增长 6.07 个百分点；其它板块毛利率水平与 2011 年末保持相对稳定。

预计未来 1~2 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

**2011 年以来，国内煤炭下游行业消费需求增速放缓，对煤炭行业形成一定冲击，煤炭销售价格有所下降**

煤炭行业属于基础性行业，在国民经济发展中一直占有重要的战略地位。煤炭行业增长与宏观经济及下游行业发展密切相关，2011 年煤炭主要下游电力、钢铁、建材和化工行业耗煤分别同比增长 11.4%、

6.8%、7.4%和13.5%。受钢铁行业疲软、水泥行业淘汰落后产能及各地加大节能减排力度影响，煤炭需求增速有所放缓。2012年1~4月我国累计火电发电量为9,608亿千瓦，累计同比增长仅为0.07%，电力行业消费放缓将导致动力煤的市场需求下降。主要耗煤行业增速放缓，煤炭需求环比出现下降，短期内对煤炭行业造成一定冲击。

在宏观经济回暖刺激、下游行业需求复苏的背景下，国内原煤产量开始逐渐恢复生产，2011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。

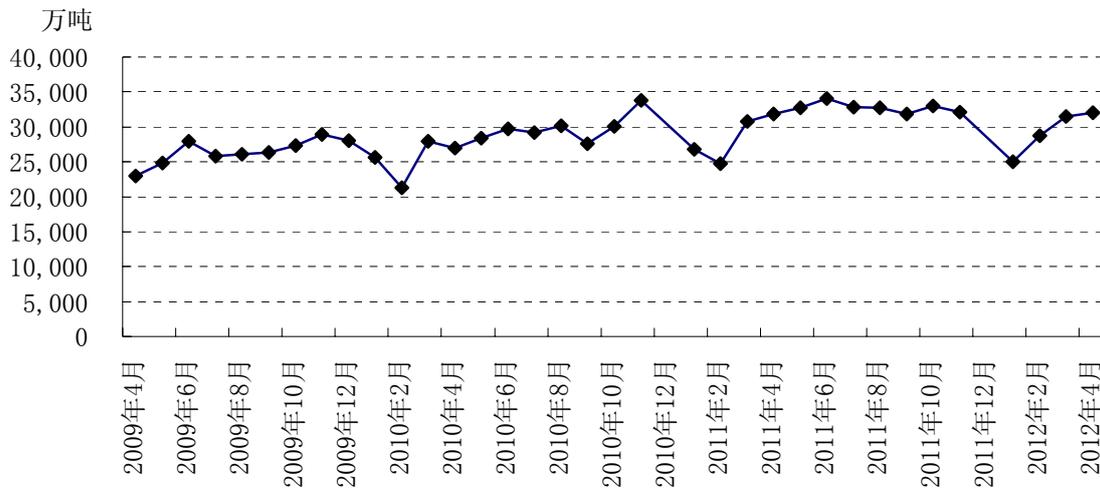


图1 2009年4月~2012年4月国内原煤产量走势

数据来源: Wind 资讯

2011年上半年国内煤炭市场需求较旺，煤炭价格保持在较高水平。2012年以来，由于电煤消费萎缩程度加深，多个电厂库存爆满、需求不振，导致部分地区煤炭价格有所下降。

总体来看，预计未来1~2年，受我国投资拉动经济增长模式惯性推动，以及我国对装备行业、二三线城市城镇化推进和保障房政策支持，对钢铁、建材和电力等的需求将保持稳定，煤炭需求将稳中有升。

**2011年公司原煤产量继续上升，斜沟矿成为公司煤炭产量增长的主要来源；未来依靠斜沟矿、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**

2011年公司原煤产量2,943万吨，同比增长14.11%；商品煤销量2,132万吨，与2010年基本保持相对稳定，其中气精煤、洗混煤销量同比增幅较大，其它煤种销量均有不同幅度下降。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 2010~2011 年公司煤炭销量情况（单位：万吨、%）**

产品	2011 年销量	2010 年销量	同比增减率
商品煤销量	2,132.11	2,111.07	1.00
其中：焦精煤	207.76	222.67	-6.70
肥精煤	341.02	389.79	-12.51
瘦精煤	247.78	260.72	-4.96
电精煤	163.14	165.33	-1.32
气精煤	238.33	128.59	85.34
原煤	211.07	545.31	-61.29
洗混煤	660.99	398.66	65.80
煤泥	62.02	66.35	-6.53

数据来源：根据公司年报整理

公司本部拥有西铭矿、西曲矿、镇城底矿和马龙矿，合计产能 1,290 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 10.58 亿吨。目前，本部四大矿区的产量稳定，基本达到饱和状态。

截至 2011 年末，晋兴能源的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，实现原煤产量 1,500 万吨/年。目前二期项目进展顺利，预计 2012 年底完成建设，二期项目完成后，斜沟矿将增加 1,500 万吨/年产能。在斜沟矿井一期投产的同时，其配套项目岢瓦铁路及宁岢瓦线开行万吨列扩能改造也在顺利进行。扩能改造工程也在有序进行，新建及扩建的八个车站中长城梁站、李家坪站、阳坪站、五寨站、秦家庄站、陈家沟站已经完工并开通；吕家沟站完成征地拆迁工作，并开工建设；魏家滩站完成可研设计工作，正等待铁道部批复，牵引供电增容改造正在向山西省电力公司申请办理用电增容手续。预计项目全部完工后，运力可提高到 3,500 万吨，可减少吨煤成本约 70~80 元/吨。

公司未来煤炭产量增加的另一来源是整合矿和新建矿。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等。公司的整合煤矿正在进行技术改造，预计产能将逐步释放。公司的新建煤矿是安泽县西山永鑫煤业的唐城煤矿和冀氏煤矿。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，审批流程较为复杂，预计 2013 年左右投产。

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，预计将成为未来公司产能扩张的主要来源。

**表 3 截至 2011 年末公司现有以及未来开发的煤矿资产（亿吨、%、万吨/年）**

项目	名称	可采储量	股权比例	主产煤种	核定产能
本部四大矿山	马兰矿	6.20	100.00	主焦煤、肥煤	400
	西铭矿	1.36	100.00	瘦煤	360
	西曲矿	1.80	100.00	主焦煤	340
	镇城底矿	1.22	100.00	主焦煤、肥煤	190
兴县斜沟矿井	一期工程	12.76	80.00	气煤、1/3 焦煤	1,500
	二期工程		80.00		1,500
临汾整合矿	古县煤矿	0.63	51.00	主焦煤	270
	西山道光煤业	0.19	51.00	1/3 焦煤	120
	尧都煤矿	0.25	55.00	肥煤（高硫）	90
安泽永鑫煤业	唐城煤矿	1.90	60.00	主焦煤、贫瘦煤	300
	冀氏煤矿	7.30	60.00	贫瘦煤、肥煤	300

注：安泽永鑫煤业的唐城煤矿和冀氏煤矿还未投产，其核定产能为规划产能。

数据来源：根据公司提供资料整理

### 2011 年宏观经济回暖，煤炭的需求量增加，公司煤炭的销量和销售价格均上涨

2011 年宏观经济回暖，煤炭的需求量增加，公司根据市场供需情况及时调整煤炭售价，煤炭价格自 2010 年下半年大幅回升。2011 年公司商品煤综合售价为 809.22 元，比 2010 年上涨 13.93%。

**表 4 2010~2011 年公司煤炭平均销售价格（不含税）（单位：元/吨、%）**

产品	2011 年	2010 年	同比增减
焦精煤	1,265.57	1,186.24	6.69
肥精煤	1,384.16	1,279.24	8.20
瘦精煤	993.34	907.44	9.47
电精煤	639.36	549.59	16.33
气精煤	910.65	768.60	18.48
原煤	332.25	307.54	8.03
洗混煤	520.72	412.68	26.18
煤泥	138.58	63.32	118.86
商品煤综合售价	809.22	710.26	13.93

数据来源：根据公司年报整理

总体来看，2011 年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，公司的各个煤种销售价格均有不同幅度上升。

## ● 业务板块 2：电力

动力煤采购成本逐渐上升，公司电力业务的盈利能力短期难有较

### 大改观

公司电力业务的主要生产企业为兴能发电、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，公司电力生产企业基本生产情况如下表所示。

**表 5 2011 年和 2012 年一季度公司电力企业基本生产情况**

指标	兴能发电		西山热电		矸石电厂	
	2012 年一季度	2011 年	2012 年一季度	2011 年	2012 年一季度	2011 年
发电量（亿千瓦时）	26.67	81.13	2.38	9.11	0.26	1.01
上网电量（亿千瓦时）	24.22	73.59	2.05	7.89	0.21	0.82
机组利用小时数（小时）	1,481.77	5,666.22	1,586.62	6,075.72	2,15	8,43
等效可用系数（%）	94.62	85.61	98.53	87.04	98.53	98.79
供电煤耗（克/千瓦时）	322.20	328.70	278.06	380.54	634.45	687
电厂自用电率（%）	8.92	8.86	6.85	9.39	16.93	17.7
上网电价（元/千瓦时）	0.38	0.33	0.38	0.33	0.65	0.38

数据来源：根据公司提供资料整理

2011 年公司发电量 95.41 亿度，同比增长 103.52%，其中兴能公司发电量 81.13 亿度，西山热电发电量 9.10 亿度。2011 年公司上网电量 82.31 亿度，同比增长 107.38%，其中兴能公司上网电量 73.59 亿度，西山热电上网电量 7.89 亿度。

2011 年山西兴能发电有限责任公司古交电厂二期 2×60 万千瓦两台机组全部投入运营；古交电厂一期 2×30 万千瓦机组及西山热电 3×5 万千瓦机组运行稳定，截至 2011 年末，公司权益装机容量近 2,000 兆瓦。

随着动力煤价格不断上涨，公司电厂生产成本也逐年上升，虽然公司上网电价有所上涨，但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下降。预计未来 1~2 年，动力煤价格大幅下降的可能性很小，人工成本及其它原料价格仍保持上涨改变，公司电力业务盈利能力仍然难以有较大改观。

### ● 业务板块 3：焦化

**2011 年公司打造煤焦产业链的战略规划继续稳步推进；下游需求不足，尤其是钢铁行业的持续疲软使得焦炭板块短期内难有明显好转**

打造“煤-焦化”产业链是公司未来产业发展的方向之一。2011 年公司打造煤焦产业链的战略规划继续稳步推进，2011 年 1 月公司取得了京唐焦化的实际控制权。目前山西西山煤气化有限责任公司（以下简称“西山煤气化”）和京唐焦化为公司焦化板块的主要经营主体。

西山煤气化下设焦化一厂、焦化二厂、供应销售公司和生产服务

公司。西山煤气化的两个重点焦化项目分别为焦化一厂扩建 60 万吨古交城市气源替代项目和焦化二厂新建 60 万吨清洁型热回收焦炉项目，共规划焦炭产能 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。截至 2011 年末，60 万吨清洁型热回收焦炉项目已投产，60 万吨古交城市气源替代项目已试生产，发电项目正在调试，预计 2012 年将投入生产。

截至 2011 年末，京唐焦化完成焦炭产量 385 万吨，焦油 12 万吨，硫胺 4.8 万吨，轻苯产量 3.9 万吨，焦炉煤气产量 142,565 万立方米；山西煤气化完成焦炭产量 53 万吨，焦油产量 6,427 吨，煤气产量 1,102.51 万吨。2011 年由于焦炭行业不景气，全年公司生产焦炭 438 万吨，销售焦炭 438 万吨，毛利率为 1.65%。

2011 年以来，上游炼焦用煤价格持续走高，下游钢铁行业的不景气，甚至出现全行业亏损，焦炭行业发展难有明显好转。预计未来 1~2 年，公司焦化板块的盈利能力难以有较大改观。

## 财务分析

公司提供了 2011 年度财务报表和 2012 年一季度财务报表，2011 年财务报表经立信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2012 年一季度财务报表未经审计。

### **2011 年以来公司资产规模继续快速扩张，资产结构保持相对稳定，货币资金充裕，同时固定资产大幅增加**

随着经营规模扩张，公司资产规模持续增长，2011 年末及 2012 年 3 月末，公司总资产分别为 386.43 亿元和 405.49 亿元。资产结构保持相对稳定，2011 年末以及 2012 年 3 月末，公司流动资产合计分别为 163.17 亿元和 181.26 亿元，分别占总资产的 42.22%和 44.70%；同期非流动资产合计分别为 223.27 亿元和 224.24 亿元，分别占总资产的 57.78%和 55.30%。

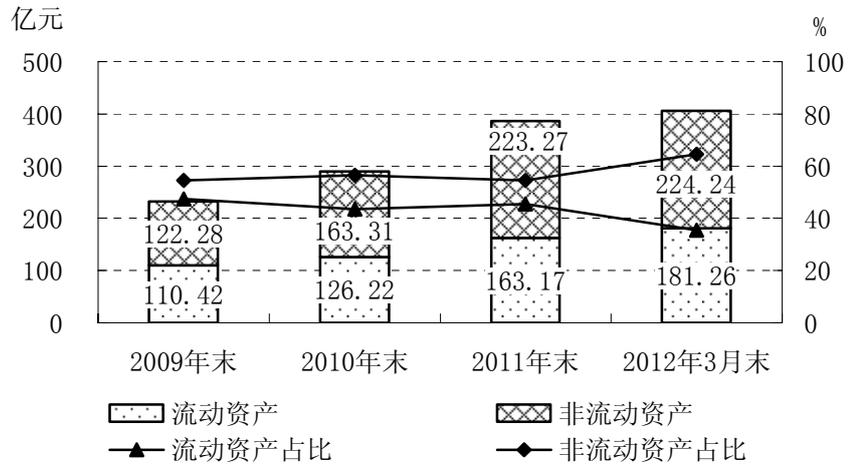


图2 2009~2011年末及2012年3月末公司资产构成情况

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。2011年末，公司的货币资金余额为67.13亿元，主要为银行存款；应收票据为44.36亿元，同比增长为34.96%，主要是因为2011年晋兴能源销售收入增加，应收票据结算金额增加；预付款项为9.89亿元，帐龄在一年以内的占67.39%；存货为26.02亿元，同比增长230.38%，主要是因为公司新增合并范围，库存原煤及焦炭增加，同时晋兴能源产量增加导致期末库存增加；应收账款为9.63亿元，同比增长93.37%，主要是产量增加及售价提高，销售收入增加所致。

2012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，其中应收账款较2011年末增长66.34%，应收账款大幅增加主要原因为公司应收煤款和应收电费等增加。

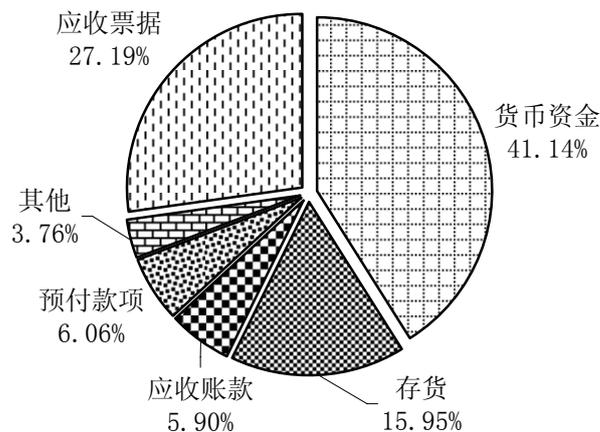


图3 2011年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要是固定资产、在建工程、长期股权投资和无

形资产等构成。2011 年末,公司固定资产为 174.32 亿元,同比增长 89.12%,主要是因为合并导致固定资产增加;在建工程 17.17 亿元,较 2010 年末减少 21.79 亿元,主要是由于转入固定资产所致;长期股权投资 6.98 亿元,同比减少 7.98 亿元,主要是由于合并京唐焦化。2012 年 3 月末,固定资产各科目与 2011 年末基本保持相对稳定。

2011 年及 2012 年 1~3 月,公司存货周转天数分别为 28.81 天和 46.03 天;应收账款周转天数分别为 34.65 天和 57.28 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。

### 2011 年以来公司负债规模继续增加, 负债结构保持相对稳定; 有息债务继续增加, 未来利息负担仍较大

2011 年末及 2012 年 3 月末,公司总负债分别为 221.10 亿元和 225.01 亿元,负债规模继续增加,负债结构保持相对稳定。2011 年末和 2012 年 3 月末,公司流动负债合计分别为 141.67 亿元和 141.06 亿元;同期非流动负债合计分别为 79.42 亿元和 83.95 亿元,分别占总负债的 35.92%和 37.31%。

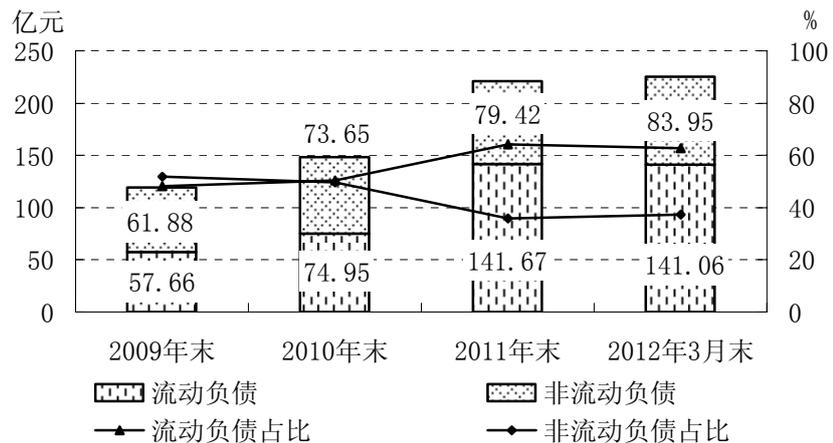


图 4 2009~2011 年末及 2012 年 3 月末公司负债构成情况

公司流动负债以应付账款、预收款项、短期借款和其他应付款等为主。2011 年末,公司应付账款为 67.00 亿元,同比增长 85.09%,主要是由于应付原料款增加和未结算工程款增加等原因;预收款项为 16.28 亿元,其中 1 年以内的预收款项为 14.05 亿元;公司短期借款为 7.75 亿元,同比减少 2.25 亿元;其他应付款为 35.42 亿元,同比增加 32.74 亿元,主要原因为应付固定资产购置款增加。2012 年 3 月末,公司流动负债各科目与 2011 年末基本保持相对稳定。

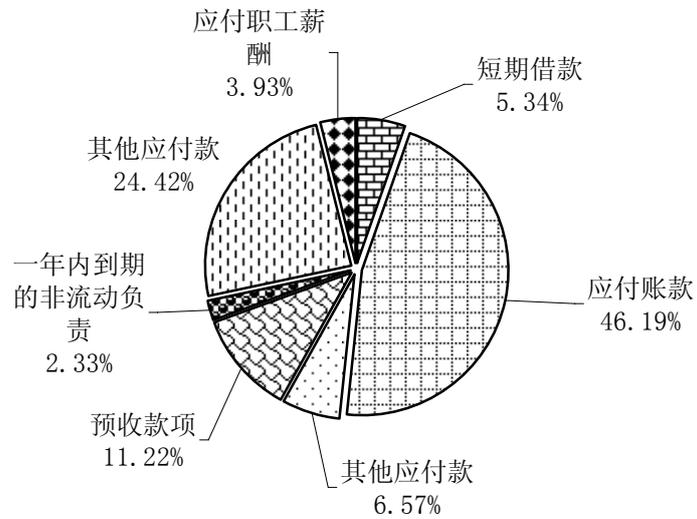


图5 2011年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2011年末，公司长期借款为49.02亿元；应付债券为29.73亿元。2012年3月末公司流动负债与2011年末基本保持相对稳定。

表6 2009~2011年末及2012年一季度末公司有息债务情况（单位：万元、%）

项目	2012年一季度	2011年末	2010年末	2009年末
短期有息债务	105,445	111,232	120,752	146,752
长期有息债务	832,732	787,561	732,353	616,406
总有息债务	938,177	898,793	853,105	763,158
总有息债务占负债比重	41.69	40.65	57.41	63.84

2011年末，公司总有息债务为89.88亿元，主要为长期有息债务。长期有息债务主要为长期借款和有息债券，分别占长期有息债务的62.25%和37.75%。有息债务规模继续增加，未来利息负担仍较大。

2011年末和2012年3月末，公司的流动比率分别为1.15倍和1.28倍，速动比率分别为0.97倍和1.08倍；资产负债率分别为57.22%和55.49%，长期资产适合率分别为109.63%和117.93%。

2011年末及2012年3月末，公司所有者权益分别为165.33亿元和180.48亿元，继续稳定增长。

截至2011年末，公司对外担保余额0.22亿元，担保比率为0.11%。

总体来看，2011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，将会增加公司未来利息负担。

### 2011年公司营业收入同比大幅上升，由于利润水平较低的焦化板块收入占比的大幅增加，毛利率水平有所下降

2011年营业收入为303.72亿元，同比增长79.27%，主要是由于合并范围增加、晋兴能源产量增加及售价提高以及兴能发电二期工程

投产所致；毛利率下降了 13.14 个百分点，主要原因是焦化板块在营业收入中占比增幅较大，但焦化板块利润水平较低，降低了整体毛利率水平。

**表 7 2009~2011 年及 2012 年一季度公司经营情况（单位：亿元、%）**

经营指标	2012 年一季度	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入	80.62	303.72	169.42	123.37
营业成本	54.34	211.80	95.88	70.26
毛利率	32.60	30.27	43.41	43.05
期间费用占比	12.72	15.49	18.31	16.07
利润总额	15.02	41.27	38.37	30.73
净利润	11.08	30.05	27.94	22.96
归属于母公司所有者的净利润	10.17	28.15	26.44	22.30

2011 年公司期间费用占营业收入比重为 15.49%，较 2010 年下降 2.82 个百分点，公司对期间费用控制能力有所提升。2011 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.15%和 18.18%，比 2010 年略有下降。

2012 年一季度，公司营业收入 80.62 亿元，比 2011 年同期有小幅增长；毛利率为 32.60%，较 2011 年同期上升了 1.88 个百分点。

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，公司营业收入将会上升。

**2011 年公司经营性净现金流保持稳定增长，对债务具有较强的保障能力；由于在建项目的持续推进，投资性净现金流下降幅度较大**

2011 年，公司经营性净现金流为 38.82 亿元，较 2010 年增加了 5.19 亿元，主要是由于 2011 年公司净利润增加等原因所致。随着公司在建项目的推进，公司投资规模继续增长，2011 年公司投资性净现金流出为 31.04 亿元，较 2010 年增加 9.97 亿元。2011 年公司筹资性净现金流出为 7.45 亿元，主要为公司支付债券年息及分配股利所致。

**表 8 2009~2011 年及 2012 年一季度公司现金流情况（单位：亿元、%、倍）**

项目	2012 年一季度	2011 年	2010 年	2009 年
经营性净现金流	6.00	38.82	33.63	30.55
投资性净现金流	-5.88	-31.04	-21.07	-50.21
筹资性净现金流	3.87	-7.45	-0.35	43.69
经营性净现金流/流动负债	4.24	35.84	50.72	59.01
经营性净现金流/总负债	2.69	21.00	25.08	32.14
经营性净现金流利息保障倍数	3.62	5.64	7.54	14.06

由于 2011 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好。

2012 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 6.00 亿元，较 2011 年同期大幅降低 60.54%，主要是净利润同比大幅增加所致；投资性净现金流为-5.88 亿元；筹资性净现金流为 3.87 亿元。

预计未来 1~2 年，公司煤炭产销量的增加及焦化板块产能释放，收入和利润水平的进一步提高，将为公司经营性净现金流的稳定性提供有利保障。

## 担保分析

### 山西焦煤提供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

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“2011 年煤炭工业企业 100 强”(以 2010 年营业收入排名)中，山西焦煤名列第 6 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 股上市公司。山西焦煤以煤炭为主业，逐步延伸“煤-电”、“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。公司现有六大主力生产和建设矿区，下辖 99 座煤矿，总产能 13,575 万吨/年；洗煤厂 28 座，入洗能力 9,185 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。2011 年山西焦煤完成原煤产量 11,006 万吨，同比增加 877 万吨；精煤产量 4,618 万吨，同比增加 585 吨；销售商品煤 8,557 万吨，同比增长 546 万吨；完成发电量 115.37 亿度，同比增长 56.10 亿度。

截至 2011 年末，山西焦煤总资产为 1,225.65 亿元，所有者权益为 465.65 亿元，资产负债率为 62.01%。2011 年，山西焦煤实现营业收入 1,253.84 亿元，营业利润 49.82 亿元，利润总额 47.46 亿元，净利润 26.51 亿元，经营性净现金流 133.39 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，煤炭销售价格不断上升，斜沟矿井一期的投产，2011年公司煤炭销售收入继续增长，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指标**

单位：万元

年 份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
<b>资产类</b>				
货币资金	711,165	671,255	668,000	545,892
应收票据	478,271	443,613	328,688	193,341
应收账款	160,238	96,333	49,819	49,373
预付款项	99,458	98,899	91,884	237,936
其他应收款	67,940	56,037	45,031	44,728
存货	295,518	260,227	78,765	32,391
流动资产合计	1,812,591	1,631,652	1,262,192	1,104,192
长期股权投资	69,813	69,813	149,578	189,268
固定资产	1,706,565	1,743,167	921,738	653,909
在建工程	201,110	171,674	389,546	314,856
工程物资	18,174	1,316	124,841	29,888
无形资产	202,488	202,441	28,567	18,510
非流动资产合计	2,242,355	2,232,659	1,633,083	1,222,816
总资产	4,054,946	3,864,312	2,895,275	2,327,008
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	17.54	17.37	23.07	23.46
应收票据	11.79	11.48	11.35	8.31
应收账款	3.95	2.49	1.72	2.12
预付款项	2.45	2.56	3.17	10.22
其他应收款	1.68	1.45	1.56	1.92
存货	7.29	6.73	2.72	1.39
流动资产合计	44.70	42.22	43.59	47.45
长期股权投资	1.72	1.81	5.17	8.13
固定资产	42.09	45.11	31.84	28.10
在建工程	4.96	4.44	13.45	13.53
工程物资	0.45	0.03	4.31	1.28
无形资产	4.99	5.24	0.99	0.80
非流动资产合计	55.30	57.78	56.41	52.55

**附件 1 山西西山煤电股份有限公司主要财务指标 (续表 1)**

单位：万元

年 份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
<b>负债类</b>				
短期借款	75,120	77,470	100,000	118,000
应付账款	620,204	669,973	361,967	220,476
预收款项	144,147	162,795	144,602	99,491
其他应付款	363,000	354,169	26,759	22,373
一年内到期的非流动负债	30,325	33,763	20,752	28,752
流动负债合计	1,410,612	1,416,743	749,530	576,602
长期借款	535,174	490,224	435,862	320,714
应付债券	297,558	297,337	296,491	295,692
非流动负债合计	839,530	794,223	736,535	618,766
负债合计	2,250,142	2,210,967	1,486,065	1,195,368
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	3.34	3.50	6.73	9.87
应付账款	27.56	30.30	24.36	18.44
预收款项	6.41	7.36	9.73	8.32
其他应付款	16.13	16.02	1.80	1.87
一年内到期的非流动负债	1.35	1.53	1.40	2.41
流动负债合计	62.69	64.08	50.44	48.24
长期借款	23.78	22.17	29.33	26.83
应付债券	13.22	13.45	19.95	24.74
非流动负债合计	37.31	35.92	49.56	51.76
<b>权益类</b>				
少数股东权益	272,268	258,824	144,762	125,373
实收资本(股本)	315,120	315,120	315,120	242,400
资本公积	94,579	94,579	94,134	93,947
盈余公积	155,147	155,147	133,304	110,431
未分配利润	811,219	709,524	607,386	487,021
归属于母公司所有者权益	1,532,537	1,394,522	1,264,448	1,006,267
股东权益合计	1,804,804	1,653,345	1,409,210	1,131,640

**附件 1 山西西山煤电股份有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2012 年 3 月 (未经审计)	2011 年	2010 年	2009 年
损益类				
营业收入	806,232	3,037,242	1,694,235	1,233,703
营业成本	543,363	2,118,014	958,800	702,577
营业税金及附加	10,063	35,356	27,206	20,741
销售费用	38,766	123,077	57,896	45,401
管理费用	49,342	303,208	232,033	141,388
财务费用	14,480	44,112	20,249	11,504
投资收益/损失	618	2,963	-13,242	-11,871
营业利润	150,219	413,353	383,311	299,645
利润总额	150,177	412,652	383,696	307,329
所得税费用	39,359	112,141	104,335	77,728
净利润	110,695	281,542	264,437	222,967
占营业收入总额比 (%)				
营业成本	67.40	69.73	56.59	56.95
营业税金及附加	1.25	1.16	1.61	1.68
销售费用	4.81	4.05	3.42	3.68
管理费用	6.12	9.98	13.70	11.46
财务费用	1.80	1.45	1.20	0.93
营业利润	18.63	13.61	22.62	24.91
利润总额	18.63	13.59	22.65	24.91
所得税费用	4.88	3.69	6.16	6.30
净利润	13.75	9.89	16.49	18.61
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	60,009	388,194	336,306	305,544
投资活动产生的现金流量净额	-58,767	-310,409	-210,710	-502,136
筹资活动产生的现金流量净额	38,667	-74,528	-3,488	436,925

**附件 1 山西西山煤电股份有限公司主要财务指标（续表 3）**

单位：万元

年 份	2012 年 3 月 (未经审计)	2011 年	2010 年	2009 年
财务指标				
EBIT	166,739	469,449	410,131	321,896
EBITDA	-	776,966	565,906	420,308
总有息负债	938,177	898,793	853,105	763,158
毛利率 (%)	32.60	30.27	43.41	43.05
营业利润率 (%)	18.63	13.61	22.62	24.29
总资产报酬率 (%)	4.11	12.15	14.17	13.83
净资产收益率 (%)	6.14	18.18	19.82	20.29
资产负债率 (%)	55.49	57.22	51.33	51.37
债务资本比率 (%)	34.20	35.22	37.71	40.28
长期资产适合率 (%)	117.93	109.63	131.39	143.15
流动比率 (倍)	1.28	1.15	1.68	1.91
速动比率 (倍)	1.08	0.97	1.58	1.86
保守速动比率 (倍)	0.84	0.79	1.33	1.28
存货周转天数 (天)	46.03	28.81	20.87	19.68
应收账款周转天数 (天)	57.28	34.65	42.15	63.75
经营性现金净流/流动负债 (%)	4.24	35.84	50.72	59.01
经营性现金净流/总负债 (%)	2.69	21.00	25.08	32.14
经营现金流利息保障倍数 (倍)	3.62	5.64	7.54	14.06
EBIT 利息保障倍数 (倍)	10.07	6.82	9.19	14.82
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	11.29	12.68	19.35
现金比率 (%)	50.42	47.38	89.12	94.67
现金回笼率 (%)	101.91	74.65	95.97	98.64
担保比率 (%)	0.11	0.13	0.46	0.00

**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	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年
货币资金	1,994,832	2,121,096	1,911,414
应收账款净额	1,543,351	1,081,320	483,523
存货净额	949,329	909,554	811,115
流动资产	8,246,686	7,835,292	6,326,853
固定资产	4,315,208	4,369,334	3,862,131
总资产	15,884,963	15,226,455	12,551,687
短期借款	966,981	977,001	757,554
应付账款	2,950,544	2,851,281	1,814,478
流动负债	7,825,533	7,500,145	5,648,093
非流动负债	3,103,343	3,069,772	2,551,547
总负债	10,928,677	10,569,916	8,199,640
所有者权益	4,956,288	4,656,539	4,352,046
营业收入	3,633,912	12,538,126	10,567,125
营业利润	144,841	498,152	510,225
利润总额	143,571	477,577	511,181
净利润	99,155	265,072	343,207
EBITDA	-	-	-
经营性净现金流	272,964	1,333,854	1,047,163
<b>财务指标</b>			
毛利率(%)	17.54	19.22	19.49
营业利润率(%)	3.99	3.97	4.83
总资产报酬率(%)	-	-	-
净资产收益率(%)	2.00	5.69	7.89
资产负债率(%)	68.80	62.01	65.33
债务资本比率(%)	-	-	-
速动比率(倍)	0.93	0.92	1.11
存货周转天数(天)	27.95	30.58	28.22
应收账款周转天数(天)	32.50	22.46	16.23
经营性净现金流/总负债(%)	2.50	12.62	14.27
经营性净现金流/流动负债(%)	3.49	17.78	20.55
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	-	-
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	-	-

## 附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = (1 - 营业成本 / 营业收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润 / 营业收入 × 100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT / 年末资产总额 × 100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润 / 年末净资产 × 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 (%) = 负债总额 / 资产总额 × 100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务 / 资本化总额 × 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 = 流动资产 / 流动负债
15. 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
18. 存货周转天数<sup>1</sup> = 360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数<sup>2</sup> = 360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 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、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。

三、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。

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。