



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G254-F1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拟发行的“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）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一七年八月十一日

# 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）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	山西西山煤电股份有限公司
<b>发行规模</b>	本期债券基础发行规模为 20 亿元（含 20 亿元），可超额配售规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
<b>债券期限</b>	5 年期固定利率债券，在债券存续期的第 3 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率由发行人和主承销商通过发行时市场询价协商确定；在债券存续期前 3 个计息年度内固定不变。
<b>还本付息方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。每期付息款项自付息日起不另计利息。
<b>募集资金用途</b>	本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务、调整债务结构。

## 概况数据

西山煤电	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	187.08	189.85	193.82	200.62
总资产（亿元）	481.97	522.31	538.82	558.17
总债务（亿元）	169.99	205.14	209.11	218.54
营业总收入（亿元）	243.91	186.58	196.11	69.13
营业毛利率（%）	27.07	32.36	31.45	36.31
EBITDA（亿元）	36.85	33.21	36.33	-
所有者权益收益率（%）	1.87	1.11	2.33	10.72
资产负债率（%）	61.18	63.65	64.03	64.06
总债务/EBITDA（X）	4.61	6.18	5.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.16	2.77	3.24	-

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 2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定山西西山煤电股份有限公司（以下简称“西山煤电”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司强有力的股东支持、优质的煤炭资源禀赋、良好的产业协同效应以及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到行业产能过剩和安全生产风险等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 正 面

- 强有力的股东支持。公司控股股东山西焦煤集团有限责任公司系国内规模最大、煤种最全的炼焦煤生产企业，目前炼焦煤生产能力居全国第一，在国内炼焦煤定价方面具有很强的话语权。作为股东最重要的上市平台之一，公司能够在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到股东的大力支持。
- 煤种优质，市场竞争力突出。公司主要煤种焦煤、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。其中，公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源，具有良好的市场竞争力，为公司业务发展提供了较充分的资源保障。
- 良好的产业协同效应。公司利用自身煤炭资源优势，围绕“煤-电-材”、“煤-焦-化”两条循环经济产业链，形成“煤、电、焦、化、材”业务协

## 分析师

徐璐 [lxu@ccxr.com.cn](mailto:lxu@ccxr.com.cn)

梅楚霖 [melmei@ccxr.com.cn](mailto:melmei@ccxr.com.cn)

乔明星 [mxqiao@ccxr.com.cn](mailto:mxqiao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年8月11日

同发展的格局，实现降本增效及抗风险能力的提升。2014~2016年以及2017年一季度，公司营业毛利率波动上行，产业协同效应良好。

- 融资渠道顺畅。公司与包括中国工商银行、中国建设银行和中国银行在内金融机构保持良好的长期合作关系，截至2017年3月末，公司获得银行授信额度313.99亿元，未使用额度157.64亿元。此外，公司系A股上市公司，能够通过资本市场直接融资，融资能力强，运营资金能够得到有效保障。

## 关注

- 短期行业产能过剩情况仍将延续。公司主营业务煤炭业务受政策性影响较大，在当前及未来一段时间内下游钢铁行业回暖趋势仍有待确认，全社会电力供需平衡也有待恢复，行业产能过剩情况短期内难以获得根本性改变，公司长期经营压力或难以得到有效缓解。
- 安全生产风险。煤矿开采属于高危行业，生产过程中受地质和其他自然条件影响，井下生产存在水、火、瓦斯、煤尘及顶板等自然灾害构成的安全风险，需关注公司面临潜在的生产安全风险。

## 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](http://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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 公司主体概况

山西西山煤电股份有限公司成立于 1999 年 4 月,经山西省人民政府晋政函[1999]第 12 号文批准,由西山煤电(集团)有限责任公司(以下简称“西山煤电集团”)作为主发起人,联合太原西山劳动服务公司、山西煤炭第二工程建设有限公司、太原市杰森实业有限公司和太原佳美彩印包装有限公司等四家公司共同发起设立。2000 年 7 月,公司在深圳证券交易所成功上市,股票代码为 000983。2001 年 10 月,经山西省人民政府批准,以西山煤电集团、汾西矿业(集团)有限责任公司和霍州煤电集团有限责任公司三大焦煤企业为主体组建国有独资公司山西焦煤集团有限责任公司(以下简称“山西焦煤集团”),注册资本为人民币 397,172 万元。原控股股东西山煤电集团持有公司股份改由山西焦煤集团持有,山西焦煤集团即成为公司第一大股东。2005 年,公司实施股权分置改革,成为全国首批实施股权分置改革的上市公司。截至 2017 年 3 月末,公司注册资本为 31.51 亿元,第一大股东山西焦煤集团的持股比例为 54.40%。山西省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“山西省国资委”)持有山西焦煤集团 100%的股权比例,系公司实际控制人。

公司主要从事煤炭的开采、洗选加工、销售,以及电力和焦化产品的生产、销售。截至 2017 年 3 月末,公司拥有全资子公司 4 家,控股子公司 8 家;拥有煤炭矿井 12 座,煤炭资源储量 41.58 亿吨,原煤生产能力为 2,960 万吨/年;电力装机容量达到 3,150 兆瓦,焦炭生产能力 540 万吨/年。

截至 2016 年末,公司总资产 538.82 亿元,所有者权益(含少数股东权益,下同)193.82 亿元,资产负债率为 64.03%。2016 年,公司实现营业收入 196.11 亿元,净利润 4.51 亿元,经营活动净现金流 26.22 亿元。

截至 2017 年 3 月末,公司总资产 558.17 亿元,所有者权益 200.62 亿元,资产负债率为 64.06%。2017 年一季度,公司实现营业收入 69.13 亿元,净利润 5.38 亿元,经营活动净现金流 3.82 亿元。

## 本期债券概况

表 1: 本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	山西西山煤电股份有限公司
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)
发行规模	本期债券基础发行规模为 20 亿元(含 20 亿元),可超额配售规模不超过 10 亿元(含 10 亿元)。
债券期限	本期债券期限为 5 年期固定利率债券,在债券存续期的第 3 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100.00 元,按面值平价发行。
债券利率	本期债券票面利率由发行人和主承销商通过发行时市场询价协商确定,在债券存续期前 3 个计息年度内固定不变。在本次债券存续期的第 3 个计息年度末,发行人可行使调整票面利率选择权,投资者可选择是否将其持有的债券全部或部分回售给发行人。
还本付息方式	本期债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。每期付息款项自付息日起不另计利息。
募集资金用途	本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后,拟用于偿还公司债务、调整债务结构。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

## 行业分析

### 全国煤炭行业概况

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体,煤炭在我国能源消费中占比维持在 70%左右。长期看,随着中国工业化和城镇化的推进,能源消费将保持稳定增长,但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说,煤炭行业仍具有持续增长潜力,但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策、运输通道建设等因素的影响。

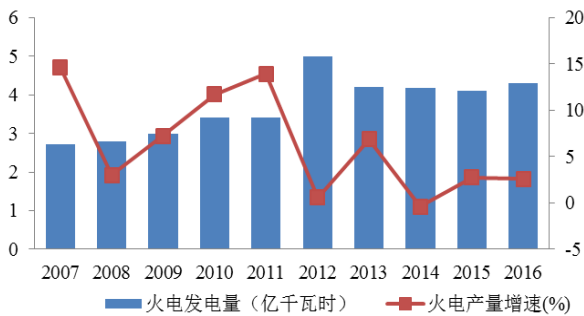
### 近年来煤炭主要下游行业景气度下滑,未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将压制煤炭需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业,耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 85%以上。2011 年四季度开始,宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降,对煤炭需求形成了一定的压力,煤炭价格下跌,煤炭行业

景气度持续下滑。总体来看，煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近50%，对煤炭行业的发展影响最大。2015年以来，受到经济发展趋缓、节能减排力度加大以及“暖冬”等因素影响，全国发电量出现负增长。2015年，全国发电量为5.62万亿千瓦时，同比下降0.2%，其中火电发电量为4.10万亿千瓦时，同比下降2.8%。2016年，受益于工业景气度提升，全国用电需求增长，1~12月火电累计发电量4.29万亿千瓦时，同比增长2.4%，随着火电发电量小幅增加，电力行业煤炭消费量同比略有上升。长期来看，宏观经济增速放缓以及环保压力增大都将继续压制电力行业对煤炭的需求。

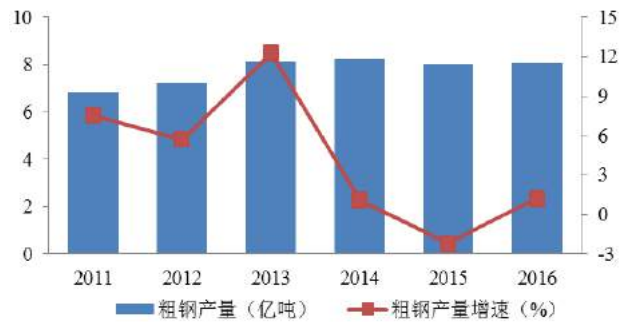
图 1：2007~2016 年火电发电量及增速情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的11%左右。2015年，我国固定资产投资增速小幅下滑，房地产开发投资同比增长1.0%（名义增长），增速同比下降9.5个百分点。受此影响，2015年国内粗钢产量为8.06亿吨，同比下降2.0%，首次出现负增长。2016年以来，国内经济增长企稳，基建投资与房地产投资有所改善，全年房地产开发投资同比增长6.9%（名义增长）。但由于淘汰落后产能政策以及更为严格的环保政策的出台，国内粗钢产量增加有限，2016年全国粗钢产量为8.08亿吨，同比上升仅1.2%。长期来看，钢铁行业需求承压，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

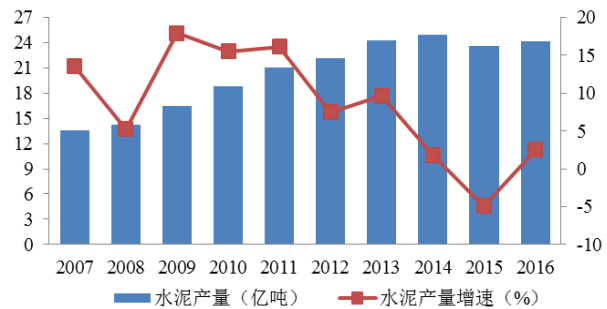
图 2：2011~2016 年粗钢产量及增速情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为12%左右。2015年，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，当年全国累计实现水泥产量23.48亿吨，同比下降4.9%，首次出现负增长。2016年以来，随着房地产市场回暖，当年全国水泥产量24.03亿吨，同比上升2.5%。目前来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业需求增速放缓，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。但长期看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目或为水泥需求提供一定支撑。

图 3：2007~2016 年水泥产量及增速情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

化工行业方面，不同于电力、钢铁和水泥，化工行业中化肥行业的下游需求主要受到单位施肥量和总播种面积的影响，相对较为稳定，但近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩。2016年我国尿素价格大部分时间在上年同期价格下方运行，全年平均出厂价约1,270元/吨，同比降低293元/吨，降幅达18.7%。产量方面，受国际需求减少影响，2016年国内尿素产量创下近年最大降幅，高达10.1%。未来，由于尿素需求相对平稳，在建尿素产能不断投产，预计一段时间内化肥行业产能过剩形式仍将延续，对煤炭需求增速也

将放缓。

图 4：2007~2016 年尿素产量及增速情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信证评认为，煤炭主要下游的产能过剩、高能耗、高污染产业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

总体来看，受国家宏观经济增速放缓影响，煤炭主要下游行业景气度下滑，抑制了煤炭需求的增长；此外，目前政府治理大气污染决心较大，环保政策趋严或将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

煤炭需求下滑与产能过剩的矛盾依然存在，供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间

“十二五”期间，国家继续积极推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和去过剩产能等方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2014 年以来，政府开始陆续发布行业限产政策，在遏制超产、总量控制以及在建矿治违等方面出台一系列政策，促进煤炭行业的产能调整。2015 年政府开继续发布行业限产政策，主要的着力点是明确和打击“不合规”煤炭产能和淘汰落后产能。2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），对供给侧改革提出了明确的目标和立体化的解决方案。2016 年 4 月，国务院发改委和能源局等四部

门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号），明确要求自 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部，并指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 万吨/年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。

表 2：煤炭行业相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《关于做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭[2015]95 号）	公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年、煤矿 1,254 座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭[2015]120 号）	明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的 110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的 1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的严格治理违法违规煤矿建设和通知》（发改运行[2015]1631 号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号）	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号）	全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.9	“稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议”	会议确定中国煤炭工业协会与符合先进产能条件的大型煤炭企业签订自愿承担稳定市场调节总量任务的相关协议，部分先进产能将被获准适当释放，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。
2016.10	国务院《关于市场化银行债权转股的指导意见》	1.禁止将“僵尸企业”列为债转股对象；2.银行不得直接将债权转为股权，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对

象企业股权的方式实现；3.银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件；4.鼓励社会资本参与、政府不兜底；5.多元化股权转让方式。

国家能源局发布明确全国煤炭开发总体布局是2016.12《煤炭工业发展压缩东部、限制中部和东北、“十三五”规划》优化西部。

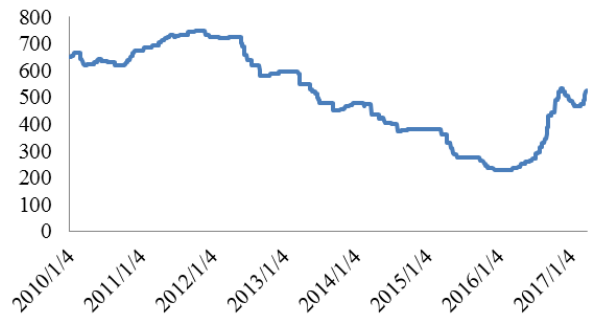
资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看，根据煤炭工业协会的统计，2006~2015年，全国累计关闭落后煤矿16,866处，淘汰落后产能约11亿吨/年，其中2010~2015年淘汰落后产能约8亿吨/年。2016年，在国家化解过剩产能政策指导下，全国退出产能超额完成目标任务。中央企业实际退出产能3,497万吨，陕西、河南、山西、贵州、湖南和四川等省份退出产能也均超过2,000万吨。2014~2016年，我国煤炭产量分别为38.7亿吨、36.8亿吨和33.64亿吨，呈逐年下降趋势，去产能政策取得一定成效。目前，央企以及多个省市出台了2017年煤炭去产能目标，其中央企计划化解过剩产能2,473万吨，山西、河南和贵州去产能目标也分别达到2,000万吨、2,000万吨和1,500万吨。此外，《煤炭工业发展“十三五”规划》指出，“十三五”期间，我国将化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右。在加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能基础上，综合运用安全、质量、环保、能耗、技术、资源规模等政策措施，更多采用市场化法治化的办法，引导过剩产能有序退出。

从煤炭价格走势来看，2014年以来，受宏观经济发展和固定资产投资等增速下滑影响，全国煤炭价格整体呈现震荡下行趋势。2016年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现反弹并快速回升。截至2016年12月，大同动力煤Q6000车板价达到485元/吨，比年初上涨230元/吨，涨幅为110.87%。

图5：2010年以来大同动力煤Q6000车板价走势图

单位：元/吨



数据来源：聚源数据，中诚信证评整理

从前述政策发布以来的情况来看，2016年当年我国绝大多数矿井均按照276个工作日的产能安排了生产布局，煤矿超能力生产得到有力遏制，助推煤价大幅上涨。为了抑制煤价异常波动，保证煤炭行业的平稳健康发展，2017年3月7日，国家发改委网站公开发文表态，2016年临时实施的276个工作日限产措施，在2017年将得到宽松执行。基本考虑是，先进产能煤矿和生产特殊紧缺煤种的煤矿原则上不实行减量化生产措施；煤炭调入数量多、去产能后资源接续压力大的地区，由所在地省级政府自行确定是否实行减量化生产措施，国家不做硬性要求。总体目标是将煤炭价格控制在一个绿色合理区间，抑制过快的大涨大跌，预计短期内我国煤炭价格将逐步稳定在一定范围内。中诚信证评认为，在全球能源发展计划、国家“十三五”规划以及环保政策等背景下，未来我国仍将对煤炭行业延续“调结构”、“去产能”的政策导向，同时将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，促进煤炭工业健康发展。

总体来看，目前煤炭行业产能过剩情况仍存，供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间。

## 焦炭行业

焦炭最主要的下游行业为钢铁，钢铁行业约占焦炭总消费量的85%。由于近年国内钢铁行业产能过剩，焦炭行业因缺乏需求支撑，企业开工率下降，产量波动减少，2014~2015年我国焦炭产量分别为



4.77亿吨和4.48亿吨，同时随着焦炭价格的持续下滑，企业亏损面亦呈扩大趋势。2016年受益于供给侧改革，焦煤产能削减，加之下游钢厂补库需求上升，全年焦炭价格大幅上涨，下半年大部分焦企盈利接近150-200元/吨，企业开工积极性大幅上升，10~11月，华中、西北地区焦化企业开工率均达到90%，华北地区焦化企业开工率约80~85%。但焦炭对钢厂依赖度较高，且多处于弱势地位，在环保压力增加及钢厂去产能形势下，未来焦炭行情或仍将呈现一定波动。

从焦炭出口情况来看，由于焦炭属于典型的“二高一资”产品，即高耗能、高污染、资源型产品，因此焦炭出口受到严格控制，包括坚持取消出口退税、坚持配额管理等。自2013年1月1日起，国内焦炭高达40%的出口关税被取消，国内焦炭市场迎来近几年少有的出口高峰，出口需求大幅增加，全年累计出口焦炭467.25万吨，较2012年增长3.58倍；2014~2016年我国焦炭出口量分别为850.74万吨、985万吨和1,012万吨，其中2016年增速为4.9%，呈逐年回落趋势。我国焦炭主要出口至日本、韩国、印度和越南等亚洲国家，2016年11月，印度国家财政部发布通知，未来5年内将对中国、澳大利亚进口的焦炭征收反倾销税，因此短期内我国对印度的焦炭出口量将会减少，进而负面影响整体出口情况。

从价格走势看，2013年年初，受益于焦煤供给不足引起的成本上升，春节前后焦炭价格小幅上升，于2013年2月达到高点超过1,470元/吨；2013年二季度以来，焦炭价格持续下滑，截至2014年末，我国山西地区二级冶金焦价格跌至837元/吨。2015年我国经济增速放缓趋势明显，房地产和钢铁行业持续低迷，焦炭行业产能过剩严重，产业亏损面加大，价格一路下行，2015年末我国山西太原二级冶金焦价格已跌至510元/吨。进入2016年，受益于煤炭行业供给侧改革，焦煤供应量大幅下降，且下游钢厂利润改善，复产动力强，对焦炭需求增加，国内焦炭价格大幅回升，截至2016年11月22日，我国山西太原二级冶金焦价格升至1,850元/吨；2017年3月31日回调至1,570元/吨。

图6：近年来国内焦炭价格走势



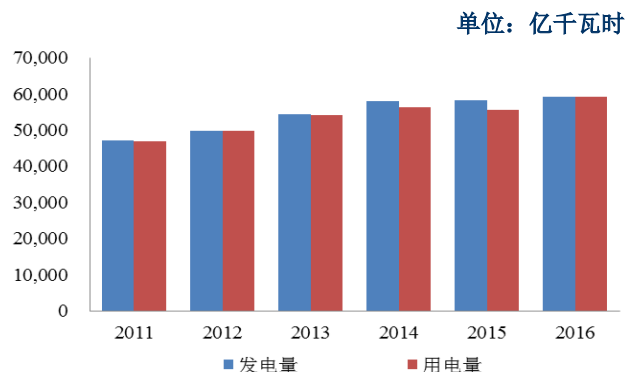
资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在煤炭供给侧改革背景下，2016年国内焦炭行情大幅改善，但短期内钢材市场供给过剩状况仍将延续，且对于炼焦企业而言，需求方钢厂大多为国营企业，销售产品时议价能力较弱；上游焦煤企业也大多为国有企业，采购原材料时也受到焦煤企业的挤压，因此炼焦企业面临一定经营压力。

## 电力行业

2014年以来，受宏观经济下行影响，我国电力需求持续下滑，2014年，全国全社会用电量55,233亿千瓦时，同比增长3.8%，比上年回落3.7个百分点，2015年，全国全社会用电量55,500亿千瓦时，同比增长0.5%，增速同比回落3.3个百分点，电力需求增速创1998年以来新低，2016年全国全社会用电量59,198亿千瓦时，同比增长5.0%，主要因为上年同期基数低以及本年度夏季高温天气天数同比去年显著增加，带来避暑用电需求，未来该因素将难以持续，在经济发展进入增速换挡期以及经济增长模式转型的大背景下，未来我国电力需求增长或将趋缓。

图7：2011~2016年全国电力生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

电力装机容量方面，近年来我国电力装机容量保持较快增速，2014~2016 年末，全国电力装机容量分别为 13.60 亿千瓦、15.07 亿千瓦和 16.5 亿千瓦，其中 2016 年末较上年同期增长 8.2%。在我国电力需求趋缓的背景下，我国电力供应能力持续过剩。

图8：2011~2016年我国电力装机容量及增速



资料来源：国家能源局，中诚信证评整理

火电方面，近年来，我国火电装机容量也保持较快增速，截至 2014 年末，火电装机容量为 9.16 亿千瓦，同比增长 5.9%，当年新增装机容量 0.53 亿千瓦；截至 2015 年末，火电装机容量为 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%，当年新增装机容量 0.75 亿千瓦，为 2009 年以来年度投产最多的一年；截至 2016 年末，火电装机容量达 10.5 亿千瓦，同比增长 5.3%，当期新增装机容量 0.53 亿千瓦，仍保持较高速增长。2014~2016 年，我国规模以上火电设备平均利用小时数分别为 4,706 小时、4,329 小时和 4,165 小时，分别同比下降 6.11%、8.01% 和 3.79%。在我国用电量增速放缓及国家大力支持清洁能源发展的背景下，我国火电行业供需失衡情况将会加剧，未来火电行业发电利用小时数将继续下降。

图9：2011~2016年我国火电装机容量及增速



资料来源：国家统计局，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% 左右，其价格变动对火电行业成本影响较大，近年来煤炭价格波动较大，2014~2015 年，动

力煤价格总体呈下滑态势，截至 2014 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 520 元/吨，较 2014 年初下降 15.45%；截至 2015 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 366 元/吨，较 2015 年初下降 28.93%；2016 年以来，在煤炭行业去产能的大背景下，煤炭从年初的产能过剩转变到目前阶段性的供不应求，煤炭价格大幅上升，截至 2016 年 11 月底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 666 元/吨，较年初大幅上升 81.97%，煤炭价格的回升使得短期内火电行业成本压力大幅增加。

煤电价格方面，2013 年以来，国家发改委和国务院虽多次下调全国燃煤发电上网电价。2013 年 9 月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，根据规定，全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外，其他均下调了煤电机组上网电价，降价幅度从 0.009 元/千瓦时~0.025 元/千瓦时不等，平均降幅为 0.014 元/千瓦时。

2014 年 12 月，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（以下简称“新电改方案”）获得国务院第 39 次常务会议原则性通过。新电改方案将以竞价上网为主线，建立多买多卖的电力市场，用电企业和发电企业自主交易，实现电力交易市场化。放开价格管制将加剧火电行业内部的竞争分化并导致利润再分配，能效高的大型火电企业将从中获益。

2015 年 4 月，国家发改委根据电改精神及煤电联动规定，下调我国燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电机组电价平均下降 0.02 元/千瓦时，自 2015 年 4 月 20 日起执行。

2015 年 12 月，国家发改委出台《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改委下发《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，根据煤电价格联动机制有关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币 0.03 元。2016 年 1 月 1 日国家发改委再次下调全国燃煤发电上网电价约 0.03 元/千瓦。从历史上看，煤电联动调整电价具有一定的滞后性，且在当前经

济下行的背景下，电力被政府作为降成本的手段之一，导致联动上调更加困难，预计短期内火电上网电价难以上调。火电企业生产端成本上涨的压力短期内不能有效的通过销售端价格的提升来缓释，行业整体经营压力进一步提升。

## 竞争实力

公司第一大股东山西焦煤集团系我国规模最大、煤种最全的焦煤生产企业，炼焦煤生产能力居全国第一，在国内炼焦煤定价方面具有很强的话语权。作为股东最重要的上市平台之一，公司在资源配置、项目收购和产业整合等方面得到了股东的大力支持。

公司系国内焦煤上市公司的龙头企业，目前主要开采的煤田地处于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。截至 2017 年 3 月末，公司拥有煤田面积 789 平方公里，煤田地质构造简单，煤层赋存稳定，煤炭资源储量 41.58 亿吨，可采储量 23.56 亿吨。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的特点，是大型炉焦用煤的理想原料。公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源。2016 年公司原煤产量为 2,428 万吨，洗精煤产量为 1,116 万吨。

公司煤炭开采装备、洗选装备、电力装备和安全装备水平均处于国内领先地位。截至 2017 年 3

月末，公司矿井综采机械化程度达到了 100%，掘进机械化程度达到 88.28%；依靠科技进步和技术创新，公司的采区回采率在 81.27% 以上。同时，公司不断健全和完善安全生产管理制度，持续推进安全质量标准化建设，形成了有效的安全生产责任网络和监督管理体系，安全生产保持平稳。

公司作为全国首批循环经济试点单位，坚持“以煤为主，多元发展”战略，围绕“煤-电-材”、“煤-焦-化”两条循环经济产业链，形成“煤、电、焦、化、材”协同发展的格局，充分发挥规模优势，实现经济和社会效益最大化。

总体来看，公司作为国内焦煤上市公司龙头企业，煤种优质，煤炭业务规模优势突出，多业务协同效应良好，并得到了股东有力的支持，具有极强的抗风险能力和竞争能力。

## 业务运营

公司以煤炭业务为主，实现了集煤炭资源开发、洗选加工和销售为一体的业务体系。近年来，公司不断利用自身煤炭资源优势，按照“煤-电-材”和“煤-焦-化”的产业结构将产业链逐步延伸至电力热力和焦化板块，发展循环经济，增加自身抗风险能力。2014~2016 年和 2017 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 243.91 亿元、186.58 亿元、196.11 亿元和 69.13 亿元，其中煤炭业务是公司最重要的收入，业务占比分别为 50.52%、48.89%、49.02% 和 55.91%。

表 3：2014~2017.Q1 公司营业收入构成情况

业务名称	2014		2015		2016		2017.Q1	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
煤炭	123.23	50.52	91.22	48.89	96.14	49.02	38.65	55.91
电力热力	42.46	17.41	32.28	17.30	30.03	15.32	10.48	15.16
焦炭	51.92	21.29	42.07	22.55	45.29	23.10	16.34	23.63
煤气	5.85	2.40	5.36	2.87	4.90	2.50	1.21	1.76
焦油	2.64	1.08	1.67	0.90	1.50	0.76	0.59	0.85
其他	17.81	7.31	13.99	7.50	18.24	9.29	1.86	2.69
<b>合计</b>	<b>243.91</b>	<b>100.00</b>	<b>186.58</b>	<b>100.00</b>	<b>196.11</b>	<b>100.00</b>	<b>69.13</b>	<b>100.00</b>

注：若各分项数字之和（或差）与合计数字存在微小差异，系四舍五入原因导致。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 煤炭业务

### 煤炭开采

公司煤炭业务的主要运营主体包括本部、山西晋兴能源有限责任公司、山西临汾西山能源有限责任公司和山西古交西山义城煤业有限责任公司，煤田主要分布在山西太原、吕梁地区，主要煤种包括焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等，截至 2017 年 3 月末，公司拥有煤矿 12 座，煤炭资源储量 41.58 亿吨，可采储量 23.56 亿吨。其中，在产煤矿 7 座，为西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿和兴县斜沟矿，以及整合矿井生辉煤业和义城煤业，合计核定产能为 2,960 万吨/年。整合技改矿井方面，公司下属山西临汾西山能源有限责任公司的登福康煤业和鸿兴煤业为技改矿井，可投放产能各为 60 万吨/年，其中登富康煤业预计将于 2017 年下半年能够完成竣工验收，鸿兴煤业预计可在 2018 年末达产；圪堆煤业和光道煤业为缓建矿井；拟关闭退出矿井庆兴煤业属于关闭退出化解煤炭过剩产能实施方案以外的资源整合矿井，可置换产能 90 万吨/年。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以及关停矿井的产能置换仍有望推动公司整体产能进一步提升。

表 4：截至 2017 年 3 月末公司在产煤矿产能情况

单位：万吨、万吨/年				
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	12,031.9	360	23.9
西曲矿	焦煤、瘦煤	16,666.5	400	29.8
镇城底矿	焦煤、肥煤	10,281	190	38.7
马兰矿	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤	60,816.5	360	120.7
兴县斜沟矿	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	126,553.2	1,500	60.3
生辉煤业	肥煤	1,854.12	90	14.7
义城煤业	焦煤	498.7	60	5.9

注：公司各煤矿服务年限基准时间为 2016 年 12 月 31 日。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原煤开采方面，公司矿井均为井工矿，平均开采深度约 200 米。受宏观经济增速放缓及煤炭行业景气度下行的影响，近年来公司原煤产量逐年递减，2014~2016 年分别为 2,796 万吨、2,788 万吨和 2,428 万吨。2016 年 4 月起，受发改运行[2016]593

号文要求全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产的影响，公司原煤产量下降明显，全年产量同比减少 15.32%。同年 9 月，为稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨，包括公司在内的部分先进产能获准按照 330 个工作日组织生产，一定程度上改善了公司后期产能释放情况。2017 年一季度，公司原煤产量为 664 万吨。煤炭洗选方面，公司煤炭开采后经过洗煤环节将原煤中的杂质剔除，得到煤矸石、矿渣、中煤及精煤等，其中煤矸石主要用于发电，矿渣用于水泥、砖石生产等。为实现就地洗选，公司在每个煤炭主产区配备了相应规模的洗煤厂，各矿区基本实现煤炭 100% 洗选。公司积极探索先进的节能减排技术应用，在各选煤厂采用了气相脉冲带式除尘等环保新技术，并开展了选煤厂重介悬浮分流自动控制系统等研究，有效地降低了煤炭生产环节的环保压力。2014~2016 年及 2017 年一季度，公司洗精煤产量分别为 1,315 万吨、1,290 万吨、1,116 万吨和 301.20 万吨，精煤洗出率分别为 47.03%、46.27%、45.96% 和 45.36%。

表 5：2014~2017.Q1 公司煤炭生产情况

单位：万吨、%				
	2014	2015	2016	2017.Q1
原煤	2,796	2,788	2,428	664.00
洗精煤	1,315	1,290	1,116	301.20
精煤洗出率	47.03	46.27	45.96	45.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产成本方面，公司煤炭生产成本主要为人工、材料、折旧及安全生产费用等，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月吨煤制造成本分别为 305.49 元/吨、222.97 元/吨、230.18 元/吨和 220.58 元/吨。近年来，公司不断加大成本控制力度，通过优化生产系统、简化人力资源配置和规范招投标管理等降本增效措施，实现吨煤制造成本大幅下降。2016 年，受当期原煤产量减少的影响，公司吨煤制造成本小幅上升。整体来看，公司经营成本控制情况良好。

表 6：2014~2017.Q1 公司煤炭生产成本

单位：元/吨				
成本构成	2014	2015	2016	2017.Q1
材料	26.33	19.76	20.80	15.89
燃料、动力	19.99	16.12	18.29	13.37
人工成本	118.93	88.17	93.05	92.95
折旧及摊销	20.34	18.51	18.38	17.52
其他成本	119.90	80.41	79.66	80.85
<b>合计</b>	<b>305.49</b>	<b>222.97</b>	<b>230.18</b>	<b>220.58</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

安全生产方面，煤炭开采过程中存在水、火、瓦斯、煤尘、顶板等自然灾害，为降低安全隐患、减少事故发生概率，公司牢固树立红线意识和底线思维，完善落实安全生产责任体系，强化“三基”（基础、基层、基本素质）建设，加强隐患排查治理。公司推行全员安全准入和班组长聘任制度，基层矿厂、车间、队组和班组的自主安全管理能力持续提高；公司扎实推进安全管理、操作行为、设备设施、作业环境、手指口述等方面的质量标准化建设工作，管理、技术、操作三支队伍综合素质全面提升。此外，针对去产能带来的新变化，公司科学组织生产，重点工程如期推进，西曲矿南翼主运输系统完成调试，西铭矿引进单轨吊，镇城底矿八字山风井投运，加大安全精准投入，预防大事故、防范大风风险能力稳步提升。公司近三年原煤生产百万吨死亡率分别为 0、0 和 0.08，明显低于全国同行业平均水平，安全生产得到有力保障，但煤炭开采仍属于高危行业，公司在安全生产方面将长期面临压力，中诚信证评将持续予以关注。

## 煤炭销售

公司煤炭产品主要有焦精煤、肥精煤、瘦精煤、电精煤、气精煤、原煤、洗混煤及煤泥等，产品销往全国 20 多个省市自治区，并出口至日本等国家，主要客户为华北和东北地区的国内大型钢铁、焦化企业和电力公司，包括首钢京唐钢铁联合有限责任公司（以下简称“首钢京唐钢铁”）、首钢总公司和本溪北营钢铁（集团）股份有限公司等，客户整体质量较好。公司与多数客户结成紧密型战略合作伙伴关系，较高的客户质量及稳定的客户群体为公司煤炭销售奠定了较好的基础。

受国家节能环保政策趋紧的影响，下游电力、钢铁和建材企业开工率不足，近三年公司煤炭销量逐年下滑，2014~2016 年分别为 2,686 万吨、2,528 万吨和 2,361 万吨，其中洗混煤分别为 1,153 万吨、1,234 万吨和 979 万吨，分别占商品煤总销量的 42.93%、48.81% 和 41.47%。2017 年一季度，公司煤炭销售总量为 598.87 万吨，其中洗混煤销量为 306.16 万吨，占比为 51.94%。

表 7：2014~2017.Q1 公司煤炭销量情况

单位：万吨				
	2014	2015	2016	2017.Q1
<b>商品煤销量</b>	<b>2,686</b>	<b>2,528</b>	<b>2,361</b>	<b>598.87</b>
其中：焦精煤	205	233	251	46.59
肥精煤	374	318	373	92.28
瘦精煤	207	187	186	43.36
电精煤	125	37	0	23.50
气精煤	336	365	367	77.58
原煤	216	81	129	0
洗混煤	1,153	1,234	979	306.16
煤泥	70	73	76	9.40

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

销售政策方面，公司自 2013 年以来树立了以买方市场为主导的营销理念，做好以长期扩大产销、提高产品质量来适应行业低谷发展与企业微利运营的准备，通过量价挂钩、以销定产和一户一策等措施保障产销平衡。价格方面，公司每年与大型用煤企业签订年度框架协议，在保障交易量的同时由供需双方根据市场状况协商确定交易价格，市场化程度较高。近年来，受煤炭行业产能过剩影响，煤炭价格下行幅度较大，2014 年和 2015 年公司商品煤平均售价分别为 463.13 元/吨和 360.86 元/吨；2016 年，在煤炭行业去产能的背景下，煤炭价格出现反弹并快速回升，2016 年以及 2017 年一季度，公司商品煤平均售价分别为 407.29 元/吨和 655.11 元/吨。

表 8：2014~2016 年公司煤炭销售价格情况

	单位：元/吨（不含税）		
	2014	2015	2016
商品煤平均售价	463.13	360.86	407.29
其中：焦精煤	738.19	491.95	599.05
肥精煤	785.37	640.17	664.04
瘦精煤	529.78	452.26	437.90
电精煤	417.12	358.08	-
气精煤	476.14	354.82	398.59
原煤	230.82	165.50	179.27
洗混煤	365.62	282.26	309.80
煤泥	82.92	67.52	120.22

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

我国煤炭行业对运输的依赖性较强，铁路是国内煤炭及其下游行业的主要交通方式，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。2014~2016 年及 2017 年一季度，公司煤炭外运量分别为 2,624.39 万吨、2,511.09 万吨、2,288.57 万吨和 596.74 万吨。自建铁路方面，公司兴县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进展顺利，2016 年已进入项目后期，苛瓦铁路的通行将有助于宁苛瓦线运力大幅提升。

表 9：2014~2017.Q1 公司煤炭外运情况

	单位：万吨			
	2014	2015	2016	2017.Q1
外运量	2,624.39	2,511.09	2,288.57	596.74
公路	255.44	284.12	275.25	44.34
铁路	1,136.74	1,087.66	971.10	216.98
水路	1,232.22	1,139.31	1,042.22	335.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 焦化业务

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”），其中西山煤气化下设焦化一厂、焦化二厂，分别主产冶金焦和铸造焦，合计焦炭产能 120 万吨/年，煤焦油产能 3 万吨/年。京唐焦化于 2009 年投产，拥有年产 420 万吨焦炭和 10 万吨煤焦油的生产能力，产品全部供给首钢京唐钢铁，焦炭产能与首钢京唐钢铁用材保持匹配，近年来保持平稳运行。截至 2017 年 3 月末，公司拥有 540 万吨/年的焦炭产能。

表 10：截至 2017 年 3 月末公司焦化板块产能分布情况

	单位：万吨	
	焦炭产能	煤焦油产能
西山煤气化焦化一厂	60	1.5
西山煤气化焦化二厂	60	1.5
京唐焦化	420	10.0
合计	540	13.0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司生产所需的焦煤、肥煤等原材料部分由公司内部供应，部分配煤自外部购入，有助于维持焦化业务原料供应的稳定性。生产方面，近年来受宏观经济增速放缓、钢铁市场需求承压等因素影响，焦炭行业需求萎缩，公司焦炭产量逐年下降，近三年分别为 470 万吨、448 万吨和 421 万吨，产能释放率为 86.85%、82.94%和 77.96%；焦油及煤气等产品产量保持同步下降趋势。2017 年一季度，公司焦炭产量为 100 万吨。

表 11：2014~2017.Q1 公司焦化产品产销情况

	单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米				
	2014	2015	2016	2017.Q1	
焦炭	产量	470.0	448.0	421.0	100.0
	销量	463.0	450.0	425.0	103.5
	均价	1,009.5	814.0	961.8	1,455.4
焦油	产量	12.0	11.0	12.0	2.6
	销量	11.0	11.0	12.0	2.7
	均价	2,050.0	1,362.0	1,268.1	1,976.4
煤气	产量	15,627	14,337	13,180	3,247
	销量	15,627	14,337	13,180	3,247
	均价	0.52	0.52	0.52	0.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

焦炭销售方面，公司西山煤气化产品主要销往河北和东北地区的大型钢企，货款大部分通过票据结算，结算周期在 2~3 个月之间；京唐焦化全部销往首钢京唐钢铁，跨月结算。整体来看，公司焦化业务销售渠道稳定性较高。

公司焦化业务实行以销定产的业务模式，产品产销率基本达到 100%，2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月，公司焦炭销量分别为 463 万吨、450 万吨、425 万吨和 103.5 万吨，库存压力较小。

环保方面，2016 年京唐焦化投资 1.12 亿元对厂区的炼焦炉进行 SCR 法脱硫脱硝改造，目前生产能够达到环保标准。

总的来看，受限于终端需求增量的不足，焦化行业短期内复苏较为艰难，焦炭整体价格受到抑制，公司焦化业务盈利状况不佳，整体运营难有明显改善。

## 电力业务

公司电力业务的运营主体主要为武乡西山发电有限公司（以下简称“武乡发电”）、山西兴能发电有限公司（以下简称“兴能发电”）和山西西山热电有限责任公司（以下简称“西山热电”）。其中，武乡发电一期项目拥有 2 台装机容量为 600 兆瓦的火电机组；兴能发电一期项目装机容量为 2×300 兆瓦，二期项目为 2×600 兆瓦；西山热电拥有 3 台装机容量为 50 兆瓦的发电机组。截至 2017 年 3 月末，公司发电机组共计装机容量 3,150 兆瓦。

表 12：2014~2017.Q1 公司电力业务运营指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
装机容量（兆瓦）	3,162	3,162	3,150	3,150
发电量（亿千瓦时）	146	118	126	36
上网电量（亿千瓦时）	132	106	113	32
机组平均利用小时数（小时）	4,507.52	3,595.12	3,845.44	1,141.54
供电煤耗（克/千瓦时）	336.17	333.80	327.73	297.34
平均售电价格（元/兆瓦时）	323.3	303.93	259.87	269.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新增电力资产方面，公司全资设立古交西山发电有限公司并建设古交电厂三期低热值煤热电项目，装机容量为 2×660 兆瓦。项目总投资为 54.7 亿元，于 2016 年 5 月获批，电网接入系统方案已通过电力规划设计总院评审会议审查，预计将于 2017 年 9 月达产。截至 2017 年 3 月末，公司累计投资 35 亿元，投资进度为 64.00%。古交电厂三期项目短期内面临的投资资金需求较大，但项目达产后将使得公司装机容量获得大幅提升。此外，公司武乡发电二期项目 2×1,000 兆瓦扩建项目已完成可研报告、环评、用地预审和选址初稿编制，未来公司权益装机容量将进一步扩张。在我国用电量增速放缓和国家大力支持清洁能源发展的背景下，火电机组电力供需失衡情况难以得到有效缓解，中诚信证评对公司新增电力的产能释放压力保持关注。

公司下属各电厂主要根据所处地理位置将所发电量销售给当地省级电力公司，结算周期基本为跨月结算。电价方面，受国家发改委对国内火电上网电价下调的影响，近三年公司平均上网电价持续下降，2016 年为 0.2599 元/千瓦时。随着电力体制改革的推进，公司计划推动各电厂与周边煤矿企业的直供电项目建设，对于煤矿和电厂属同一主体的煤电一体化企业，其煤矿和洗煤厂的用电将允许纳入配套电厂用电范围之内，以实现发电机组释放产能、高载能项目降低用电成本的目的。

电力生产方面，2014~2016 年公司发电量分别为 146 亿千瓦时、118 亿千瓦时和 126 亿千瓦时，上网电量分别为 132 亿千瓦时、106 亿千瓦时和 113 亿千瓦时，2016 年公司发电量同比略有增长，但受宏观经济形势的影响，下游用电需求的下降仍造成公司近三年整体电力生产指标呈下滑趋势，电力业务规模不断下降。从机组利用效率来看，2014~2016 年公司机组平均利用小时数分别为 4,507.52 小时、3,595.12 小时和 3,845.44 小时，同期我国火电设备平均利用小时数分别为 4,706 小时、4,329 小时、4,165 小时，机组利用效率欠佳。2017 年 1~3 月，公司分别实现发电量和上网电量 35.96 亿千瓦时和 32.01 亿千瓦时，当期实现电力业务收入 10.48 亿元。

供电煤耗方面，公司火电机组运行所用燃煤主要为动力煤，部分外采部分自供，2014~2016 年，公司电厂总耗煤量分别为 692.76 万吨、570.00 万吨和 654.38 万吨。近年来随着外购煤价的上升，公司整体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，使得供电标准煤耗整体呈下降趋势。2014~2016 年，公司供电煤耗分别为 336.17 克/千瓦时、333.80 克/千瓦时和 327.73 克/千瓦时。就同行业比较而言，2014~2016 年全国火电机组平均供电煤耗分别为 328 克/千瓦时、315 克/千瓦时和 312 克/千瓦时，公司整体煤耗指标仍有待改善。2017 年一季度，公司总耗煤量为 201.87 万吨，供电煤耗为 297.34 克/千瓦时。

环保方面，公司积极落实发电机组的环保改造工作，通过加强现役机组的节能技术改造和管理，降低二氧化碳排放量。截至 2017 年 3 月末，公司

累计完成6台合计装机容量为3,000兆瓦的“超低排放”燃煤机组的技术改造，脱硫脱硝完成率达到94.88%。

总体看，“煤-焦-化”、“煤-电-材”两条产业链的发展有利于公司综合利用现有煤炭资源并缓解部分煤炭外运压力，但焦化业务受行业景气度下行影响盈利不佳。

## 公司治理

### 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律、法规、规范性文件的要求，设立了股东大会、董事会、监事会和经理层相互配合、相互制衡的治理结构。公司股东大会由全体股东组成，系公司的权利机构，行使决定公司经营方针和投资计划等职权，另外亦对公司外担保行为进行审议。公司董事会为经营决策机构，对股东大会负责，处于决策核心地位，由11名董事组成，其中职工代表董事1人，独立董事4人，独立董事人数超过全体董事人数的三分之一。公司董事会设有战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会，各专门委员会对董事会负责。公司监事会由7人组成，其中职工代表监事3人，由职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。经理层由总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书、总工程师和安监局长组成。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司权力机构、决策机构、监督机构与经理层之间权责分明、各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作，符合中国证监会发布的有关上市公司治理的规范性文件的要求。

### 内部管理

为提升风险管理能力和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了健全的内部控制制度，主要包括采购制度、资产管理制度、销售与收款制度、财务管理制度、全面预算制度和投资管理制度等，目前上述制度相互配合，有效确保了公司经营合法合规，各项运作规范安全。

财务管理方面，公司制定了会计政策与会计核

算办法调整、会计业务处理、费用控制三个二级子流程，通过流程控制来识别风险，确定风险等级，并采取切实有效的控制措施，以实现财务风险的最小化。公司多方位选择筹资渠道和方式，从资本成本的高低、筹资风险的大小、取得资金的难易程度等多方面综合考虑进行筹资，力求综合效益最佳。选取的金融产品融资符合商业银行、融资租赁公司等相关部门的基本放贷条件及公司有关规定，并按银行要求提报有关的资料。

投资管理方面，公司建立了对外投资管理办法，明确项目选择、调研、分析、审批等流程，严格履行信息披露制度，并强调公司监事会、审计委员会等对对外投资活动的监督检查权，以达到完善对外投资管理的目标。

安全生产管理方面，公司始终把安全工作放在首位，牢固树立安全生产的思想防线，强化“三基”（基础、基层、基本素质）建设，深入开展“重大隐患整治年”活动，重点盯防“一通三防”和地测防治水，加大安全精准投入，预防大事故、防范大风险能力稳步提升。严格的安全生产管理制度使公司保持了很好的安全生产水平，近年来未发生死亡事故，原煤百万吨死亡率保持为零。

关联交易方面，公司的关联交易方主要包括山西焦煤集团及其子公司以及西山煤电集团及其子公司。根据公司2016年年报显示，2016年公司关联交易采购商品、接受劳务总计金额41.27亿元，关联交易出售商品、提供劳务总计金额21.40亿元。截至2016年末，公司应收关联方款项余额为27.73亿元，应付关联方款项金额44.98亿元。整体来看，公司与关联方交易大部分遵循市场价定价方式，另外还有部分通过协议价及招标价等定价方式，关联交易管理制度较为规范。

总体来看，公司按照《公司法》等相关法律的要求建立了完善的法人治理结构和管理制度，近年安全管理成效显著。

## 战略规划

“十三五”期间，公司将落实山西省“六大发展”和煤炭工业“六型转变”总体部署，紧密围绕山西焦煤集团“11236”发展战略，全面打造安全、产业、管



理、改革、创新、民生持续进步的现代化新型能源集团。

煤炭产业方面，公司将适时推进规划项目报批建设进度，积极开展煤矿兼并重组工作，合理安排矿井生产系统和环节能力改造，简化管理层级，稳步提升煤炭产能。“十三五”期间公司规划煤矿项目 2 项，目标资源储量 13.9 亿吨，设计总产能为 740 万吨/年。此外，为增加煤炭附加值，公司将通过加大浅槽重介改造投入力度，全面提高原煤入洗率，实现炼焦用煤入洗率 100%、动力煤入洗率大幅提升，以差异化煤炭产品结构适应用户需求，化解产品销售压力，提高市场销售份额。

焦化产业方面，公司经营思路为适度发展焦炭化工产业，对于现有焦化业务进行严控入炉煤成本，通过提升焦炭品质、提高售价方式增强企业生存能力。焦化副产品方面，公司将通过提升焦化副产品深加工能力，加强与科研院所技术交流等方式，推进甲醇、焦炉煤气、粗苯、焦油等精细化工产品生产研发，探索研究活性炭、碳纤维等高端产品的低成本生产工艺技术，提升竞争力。

电力业务方面，公司将加快武乡发电二期项目报批，在煤炭生产集聚矿区开发建设坑口电厂，就近消耗动力煤和洗煤副产品，解决销售压力对矿井产能的限制；提高瓦斯综合利用水平，推进瓦斯发电项目报批和建设进度；继续延伸产业链，充分利用工业余热、余气发电，推进资源综合利用。另外，在新电改形势下，公司完善矿区配电网，开展大用户直供电业务，提高上网电量，增加发电收益，提升煤电联营整体经营效益。

从在建及拟建项目情况来看，截至 2017 年 3 月末公司主要在建及拟建项目包括古交发电 2×660 兆瓦低热值煤热电项目和华通水泥厂，计划总投资 65.83 亿元，尚需投资 25.85 亿元，短期内仍存在一定的投资资金需求。

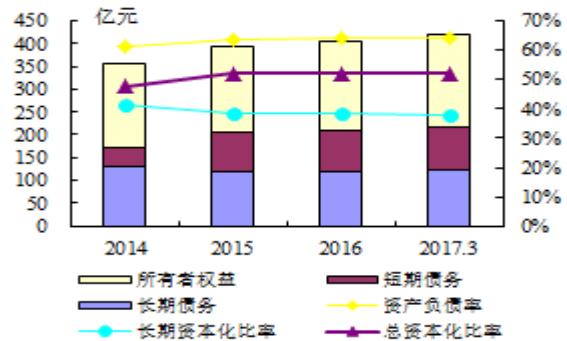
总体来看，公司发展思路清晰，目标明确，未来投资重点集中于煤矿技改和下游产业链延伸。但中诚信证评也关注到，电力行业投资规模大，且投资周期较长，公司总体面临一定投资压力。

## 财务分析

以下财务分析基于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 2014~2016 年度财务报告。

## 资本结构

图 10：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司近年来持续推进矿井技改等在建项目建设以及资源整合收购，资产规模不断扩大，2014~2016 年及 2017 年 3 月末分别为 481.97 亿元、522.31 亿元、538.82 亿元和 558.17 亿元；所有者权益方面，公司近年来均实现盈利经营，利润留存的增长使其自有资本规模逐年扩大，2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司净资产分别为 187.08 亿元、189.85 亿元、193.81 亿元和 200.62 亿元。

负债方面，随着在建项目的推进，公司负债规模持续扩张，2014~2016 年及 2017 年 3 月末分别为 294.89 亿元、332.46 亿元、345.01 亿元及 357.56 亿元，同期资产负债率分别为 61.18%、63.65%、64.03% 和 64.06%。公司外部融资中有息债务规模较大，其除银行借款外，公司还发行了两期债券融资工具。2014~2016 年以及 2017 年 3 月末总债务分别为 169.99 亿元、205.14 亿元、209.11 亿元和 218.54 亿元，债务融资规模持续扩张，同期总资本化比率分别为 47.61%、51.94%、51.90% 和 52.14%。

表 13：2016 年末煤炭行业主要上市公司资本结构比较

单位：亿元、%

名称	总资产	资产负债率
上海能源	139.89	36.08
阳泉煤业	417.93	66.43
<b>西山煤电</b>	<b>538.82</b>	<b>64.03</b>
兖州煤业	1,456.22	64.94
中煤能源	2,418.49	57.84
中国神华	5,716.64	33.54

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

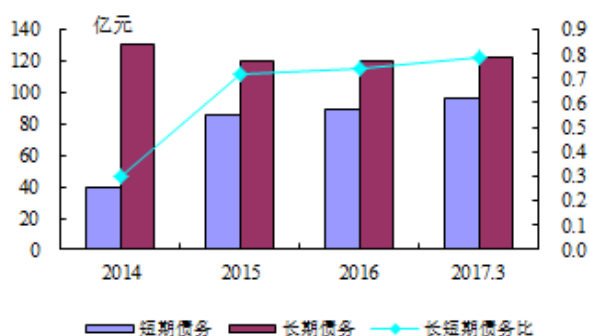
从资产构成来看，公司属于资本密集型企业，非流动资产在总资产中占比较高。2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司非流动资产分别为 355.84 亿元、375.73 亿元、396.81 亿元和 391.00 亿元，占总资产比重分别为 73.83%、71.94%、73.64% 和 70.05%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、其他非流动资产和商誉构成，2016 年末规模分别为 227.53 亿元、75.71 亿元、28.90 亿元、22.54 亿元和 14.77 亿元，占非流动资产比重分别为 57.34%、19.08%、7.28%、5.68% 和 3.72%。公司固定资产主要包括房屋建筑物、矿井建筑物和专用设备，近年来随着煤矿建设、技改以及发电板块等项目的陆续转固，整体规模呈扩张趋势；由于煤炭矿井建设及技改项目、电力装机建设项目等的不断推进，公司在建工程规模不断扩张，2016 年末余额同比增长 36.29% 至 75.71 亿元；无形资产主要为采矿权及土地使用权等，近年来基本保持稳定；其他非流动资产主要为预付的工程设备款；商誉主要系公司于 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所致，2016 年公司确认商誉减值损失 1.01 亿元。公司流动资产规模相对较小，2016 年末为 142.01 亿元，占总资产比重为 26.36%，主要包括货币资金（35.30 亿元）、应收票据（18.95 亿元）、应收账款（43.84 亿元）和存货（31.85 亿元）等，占流动资产比重分别为 24.86%、13.34%、30.87% 和 22.43%。其中，货币资金主要为银行存款及银行承兑汇票保证金，包括受限制的货币资金 11.40 亿元，主要为票据保证金。应收账款主要为应收销售款，受宏观经济环境的影响，当前社会资金普遍趋紧，

公司货款结算周期小幅延长，2016 年末公司应收账款账龄 1 年以上的占比 35.42%，整体回款周期较长，公司已按信用风险特征组合计提坏账做准备 1.73 亿元。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，2016 年公司存货同比增长 9.41% 至 31.85 亿元，主要系原材料库存增加所致。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2014~2016 年末流动负债规模分别为 159.35 亿元、208.34 亿元及 220.69 亿元，占负债总额的比重分别为 54.04%、62.67% 及 63.97%。2016 年末公司流动负债主要由短期借款（36.05 亿元）、应付票据（25.45 亿元）、应付账款（82.22 亿元）、其他应付款（27.91 亿元）及一年内到期的非流动负债（27.50 亿元）构成。其中，短期借款均为信用借款；应付账款主要为各类采购款、设备款和工程款，包括应付关联方 43.55 亿元，占比 52.97%。公司其他应付款主要为应付山西省国土资源厅的采矿权价款 19.40 亿元其中 18.00 亿元或将在 2017 年下半年陆续支付，一定程度上将增加公司面临的资金压力。一年内到期的非流动负债主要为将在一年内到期的长期借款。公司非流动负债主要由长期借款（90.13 亿元）和应付债券（29.98 亿元）构成，其中应付债券系公司于 2014 年发行的两期非公开定向债务融资工具“14 西山煤电 PPN001”和“14 西山煤电 PPN002”，票面利率均为 6.8%，分别将于 2017 年 8 月 29 日和 2017 年 9 月 11 日到期。

债务期限结构方面，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，2014~2016 年末长短期债务比分别为 0.30、0.71 和 0.74，长期借款等长期债务的临近到期使其长短期债务比上升。此外，考虑到公司以前年度发行的两期 PPN 将于 2017 年内到期，公司实际面临的短期偿债压力较大。

图 11: 2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，规划项目的建设使得公司资产规模不断扩大，融资规模亦呈上升趋势，负债水平难以降低。公司主要通过债务融资来满足资金需求，财务杠杆水平逐年提升，且在建项目仍存在较大规模的投资需求，未来债务压力有上升趋势。

## 盈利能力

表 14: 2014~2017.Q1 公司主营业务收入构成

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
煤炭	123.23	91.22	96.14	38.65
电力热力	42.46	32.28	30.03	10.48
煤气	5.85	5.36	4.90	1.21
焦炭	51.92	42.07	45.29	16.34
焦油	2.64	1.67	1.50	0.59
其他	17.81	13.99	18.24	1.86
合计	243.91	186.58	196.11	69.13

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014~2016 年，公司营业总收入分别为 243.91 亿元、186.58 亿元和 196.11 亿元。具体来看，煤炭业务是公司主营业务，2014~2015 年受宏观经济增速放缓、煤炭价格下滑等因素的影响，公司煤炭板块收入呈下滑趋势；但 2016 年下半年以来，随着供给侧结构性改革、煤炭市场供需变化等多重因素影响，煤炭价格的回升使公司煤炭业务收入规模同比实现小幅增长。电力业务和焦化业务分别受到上网电价的下调以及终端需求增量不足的影响，整体收入成长空间不足。2017 年一季度，公司实现营业收入 69.13 亿元，同比增长 63.01%，主要系煤炭销售价格同比上升所致。

表 15: 2014~2017.Q1 公司主要产品毛利率

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
煤炭	42.84	54.98	54.49	64.06
电力热力	21.60	21.16	12.10	-4.15
煤气	12.82	12.63	-7.96	-12.05
焦炭	2.49	2.90	8.34	5.94
焦油	7.18	1.21	-4.00	13.38
其他	7.38	8.67	-5.37	-6.80
合计	27.07	32.36	31.45	36.31

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2014~2016 年公司毛利率分别为 27.07%、32.36% 和 31.45%，呈现波动上升趋势。具体来看，公司通过降本增效、取消年金等措施使得吨煤制造成本大幅下降，加之 2016 年下半年以来煤炭价格的回升，煤炭业务毛利率呈上升趋势；焦化业务方面，公司提高焦化业务管理效率、优化工业流程，使得焦炭业务毛利率大幅上升，但焦化业务整体盈利水平较低，对公司利润贡献不大；电力方面，受制于电价下调以及原料煤价格的上涨，2016 年公司电力业务毛利率大幅下降。整体来看，公司获利水平仍主要受到煤炭板块的影响，2017 年一季度，公司毛利率继续上升至 36.31%，整体盈利水平处于行业中上水平。

表 16: 2016 年末煤炭行业主要上市公司资本结构比较

名称	营业总收入	毛利率
上海能源	51.80	23.65
阳泉煤业	187.01	23.90
西山煤电	196.11	31.45
中煤能源	606.32	33.50
兖州煤业	1,019.82	12.78
中国神华	1,831.27	39.51

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014~2016 年，公司三费合计分别为 58.76 亿元、49.93 亿元和 46.15 亿元，三费收入比分别为 24.09%、26.76% 和 23.53%。公司三费中销售费用占比最大，主要为运输费，受自有铁路投运以及煤炭销量持续下滑的双重影响，公司销售费用逐年递减；管理费用包括修理费、人工成本、税费、研发费用、折旧及摊销等，近年来由于职工薪酬减少，管理费用呈下降态势；财务费用主要为

利息支出。整体来看，公司期间费用规模较大，控制水平有待进一步提升。

表 17: 2014~2017.Q1 公司期间费用分析

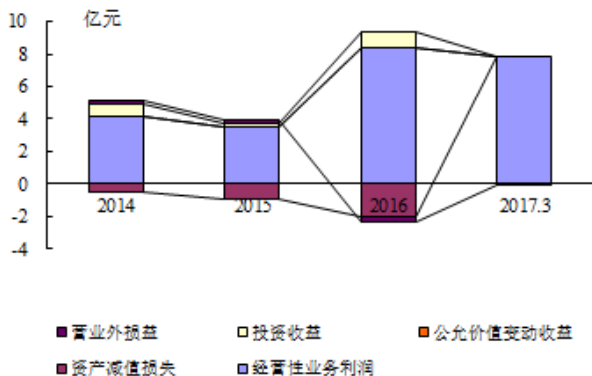
单位: 亿元、%

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	23.94	21.21	18.94	7.74
管理费用	24.27	17.69	17.42	3.98
财务费用	10.56	11.03	9.79	2.65
三费合计	58.76	49.93	46.15	14.37
营业总收入	243.91	186.58	196.11	69.13
三费收入比	24.09	26.76	23.53	20.79

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额来自经营性业务利润, 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月, 公司利润总额分别为 4.67 亿元、3.11 亿元、7.03 亿元和 7.77 亿元, 其中经营性业务利润分别为 4.11 亿元、3.51 亿元 8.42 亿元和 7.86 亿元, 系利润总额的主要构成部分。受益于 2016 年下半年煤炭市场回暖、煤产品价格回升及相关成本的控制, 公司煤炭板块经营性业务利润水平大幅提升, 全年实现经营性业务利润总额 8.42 亿元, 同比增长 139.89%。2016 年末公司对收购的武乡发电进行商誉减值测试, 最终确认商誉减值损失 1.01 亿元, 加之计提的坏账损失和存货跌价损失, 全年计提资产减值损失为 2.00 亿元。公司投资收益 0.92 亿元的主要来源系权益法核算的长期股权投资对象山西焦煤集团财务有限责任公司。当年公司实现利润总额 7.03 亿元, 同比增长 126.05%, 盈利能力进一步增强。

图 12: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

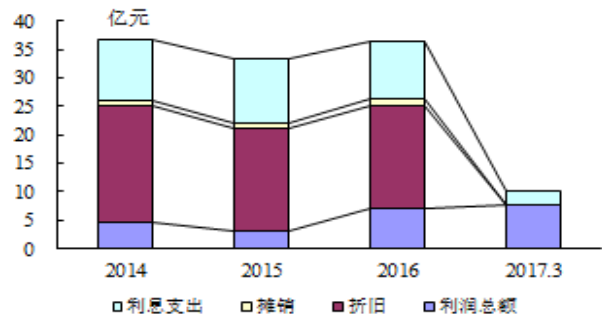
总体来看, 煤炭业务作为公司的主营业务, 在市场行情回暖的推动下, 2016 年公司收入和盈利情况均有所好转。但煤炭行业受政策性影响较大, 且

当前及未来一段时间内下游钢铁行业回暖趋势仍有待确认, 全社会电力供需平衡也有待恢复, 公司长期经营压力或难以得到有效缓解, 中诚信证评将对此保持关注。

## 偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成, 2014~2016 年分别为 36.85 亿元、33.21 亿元和 36.33 亿元, 同期总债务/EBITDA 分别为 4.61 倍、6.18 倍和 5.76 倍, EBITDA 利息倍数分别为 3.16 倍、2.77 倍和 3.24 倍。2016 年, 在利润总额大幅上升的推动下, 公司 EBITDA 规模同比增长 9.40%, EBITDA 对债务本息的保障能力较上年均有所提升。

图 13: 2014~2017.Q1 公司 EBITDA 构成及变化



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, 2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 9.34 亿元、9.44 亿元和 26.22 亿元。2016 年, 受下半年煤价上涨的影响, 经营活动净现金流同比上升 177.75%, 同期经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.13 倍和 2.34 倍, 经营活动现金流能够对债务本息提供良好保障。

投资活动现金流方面, 为配合“煤-电-材”和“煤-焦-化”的产业结构建设, 公司近年来投资并购及项目建设使其资本支出较大, 投资活动现金流连续多年呈净流出状态。2014~2016 年公司投资活动净现金流分别为 -17.86 亿元、-23.68 亿元和 -24.09 亿元。筹资活动现金流方面, 2014 年~2015 年, 公司获现能力弱化, 通过外部融资获得现金较多, 筹资活动净现金流呈净流入状态, 分别为 10.53 亿元和 21.88 亿元。2016 年, 公司经营活动净现金流基本满足投资支出, 外部融资需求下降, 加之分红和利息支出

使得当期筹资活动现金流呈净流出状态，为-15.74亿元。

表 18: 2014-2017.Q1 公司偿债能力分析

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	169.99	205.14	209.11	218.54
短期债务（亿元）	39.15	85.46	89.00	96.29
长期债务（亿元）	130.84	119.68	120.11	122.25
EBITDA（亿元）	36.85	33.21	36.33	10.17
EBITDA 利息倍数 (X)	3.16	2.77	3.24	3.92
总债务/EBITDA (X)	4.61	6.18	5.76	5.37
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.80	0.79	2.34	1.47
经营活动净现金/总债务 (X)	0.05	0.05	0.13	0.07
资产负债率 (%)	61.18	63.65	64.03	64.06
总资本化比率 (%)	47.61	51.94	51.90	52.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

就财务弹性而言，公司与国内诸多银行建立了良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司共获得中国工商银行、中国建设银行、民生银行和招商银行等多家金融机构综合授信额度 313.99 亿元，其中未使用额度 157.64 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，备用流动性丰富，具备较强的财务弹性。

资产抵质押方面，截至 2016 年末，公司受限资产合计 31.71 亿元，占总资产的比例为 5.89%，其中票据保证金 11.40 亿元，抵押固定资产 13.61 亿元，抵押无形资产 4.39 亿元，抵押在建工程 2.32 亿元。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司实际担保余额为 22.91 亿元，均系对子公司的担保。

未决诉讼方面，截至 2016 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

整体来看，公司煤炭产量规模优势突出，股东支持力度较大，逐步形成的循环产业链使公司具备较强的抗风险能力。目前随着煤炭行业的回暖，公司经营效率及盈利能力等方面均呈回升趋势，且获现能力稳步提升，整体偿债能力极强。但中诚信证评也关注到煤炭行业政策变化、未来投资规模较大等因素对公司整体经营及信用水平的影响。

## 结论

综上，中诚信证评评定山西西山煤电股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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）”信用级别为 **AAA**。

## 关于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）的跟踪评级安排

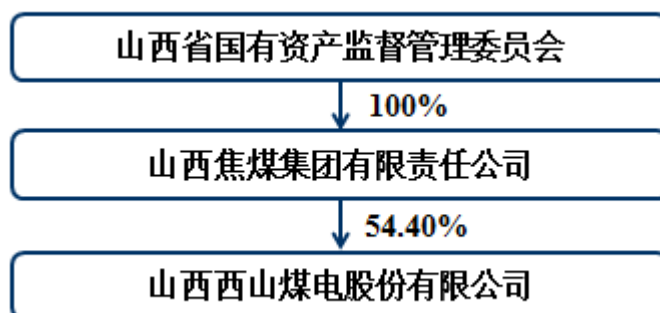
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

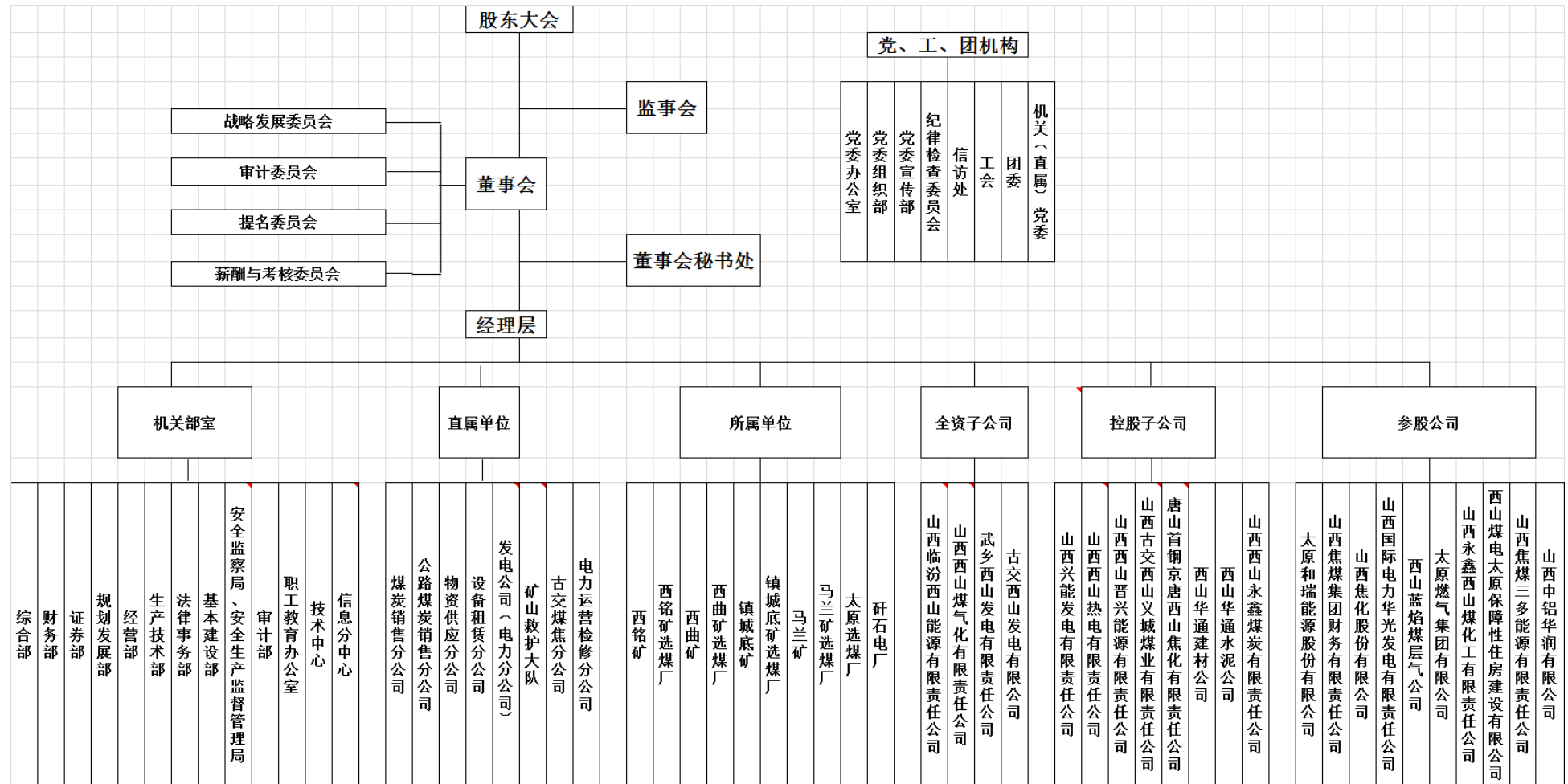
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山西西山煤电股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：山西西山煤电股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）





**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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	305,338.84	392,421.11	352,995.48	379,605.37
应收账款净额	454,435.58	433,736.15	438,372.42	508,068.50
存货净额	246,909.87	291,071.09	318,505.98	324,684.65
流动资产	1,261,297.40	1,465,767.13	1,420,131.97	1,671,689.11
长期投资	171,152.91	166,788.23	201,978.57	211,987.73
固定资产	2,154,263.16	2,251,088.64	2,275,267.68	2,239,747.61
在建工程	510,356.33	555,462.03	757,057.77	765,816.18
无形资产	279,304.91	279,621.54	289,017.62	286,564.12
总资产	4,819,695.23	5,223,104.90	5,388,217.58	5,581,733.21
短期债务	391,531.80	854,649.23	889,979.95	962,891.99
长期债务	1,308,407.67	1,196,779.92	1,201,147.17	1,222,471.15
总债务	1,699,939.47	2,051,429.15	2,091,127.17	2,185,363.14
总负债	2,948,908.96	3,325,622.64	3,450,067.29	3,575,561.63
所有者权益（含少数股东权益）	1,870,786.27	1,898,482.26	1,938,150.30	2,006,171.58
营业总收入	2,439,091.95	1,865,826.84	1,961,094.43	691,255.47
三费前利润	628,746.04	534,412.00	545,675.93	222,307.86
投资收益	7,772.75	2,182.80	9,231.55	0.00
净利润	34,999.55	21,062.33	45,095.11	53,762.76
EBITDA	368,504.73	332,100.48	363,314.24	-
经营活动产生现金净流量	93,444.97	94,439.74	262,246.81	38,243.40
投资活动产生现金净流量	-178,604.96	-236,780.46	-240,927.35	-38,388.13
筹资活动产生现金净流量	105,342.53	218,751.35	-157,351.59	-708.40
现金及现金等价物净增加额	20,182.54	76,410.64	-136,032.14	-853.13
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	27.07	32.36	31.45	36.31
所有者权益收益率（%）	1.87	1.11	2.33	10.72*
EBITDA/营业总收入（%）	15.11	17.80	18.53	-
速动比率（X）	0.64	0.56	0.50	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.05	0.13	0.07*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	0.11	0.29	0.16*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.80	0.79	2.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.16	2.77	3.24	-
总债务/EBITDA（X）	4.61	6.18	5.76	-
资产负债率（%）	61.18	63.65	64.03	64.06
总资本化比率（%）	47.61	51.94	51.90	52.14
长期资本化比率（%）	41.16	38.66	38.26	37.86

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、2017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**

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

### 主体信用评级等级符号及定义

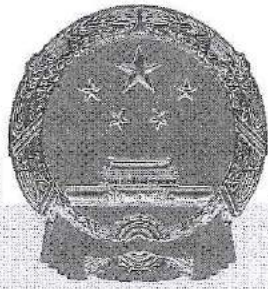
等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
<b>CCC</b>	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



# 营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201612280299

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币 5000.0000 万元整

成立日期 1997 年 8 月 20 日

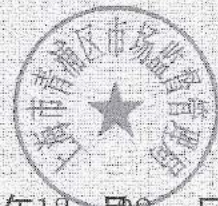
营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附分支。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016 年 12 月 8 日





中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关敬如

注册地址：上海市青浦区新业路99号1幢101室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 1 月 20 日

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梅楚霖, 证件号码:33022619880918448X, 于2011年06月11日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

2011063306205401



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梅楚霖, 证件号码:33022619880918448X, 于2015年03月29日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201504331742461033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



徐璐，证件号码:33040219910214362X，于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201504331686993033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



徐璐，证件号码:33040219910214362X，于2015年11月29日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201512333469586033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



乔明星, 证件号码:411481199001038413, 于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504421714223042



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



乔明星, 证件号码:411481199001038413, 于2015年06月27日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201507422475740042

