

信用等级公告

联合[2015] 141 号

联合资信评估有限公司通过对中煤集团山西华昱能源有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

中煤集团山西华昱能源有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.ifratings.com

中煤集团山西华昱能源有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 负面

评级时间: 2015年1月29日

财务数据

项 目	2011年	2012年	2013年	14年9月
资产总额(亿元)	114.29	176.79	195.48	232.61
所有者权益合计(亿元)	39.35	45.06	40.36	40.59
长期债务(亿元)	31.91	54.54	84.12	116.30
全部债务(亿元)	44.21	95.54	118.14	156.68
营业收入(亿元)	56.41	58.04	63.66	55.95
利润总额(亿元)	16.79	6.75	1.01	0.20
EBITDA(亿元)	21.38	13.26	9.39	--
营业利润率(%)	63.22	46.36	31.95	34.64
净资产收益率(%)	30.59	9.48	0.08	--
资产负债率(%)	65.57	74.51	79.35	82.55
全部债务资本化比率(%)	52.91	67.95	74.53	79.43
流动比率(%)	63.30	73.78	88.09	132.32
全部债务/EBITDA(倍)	2.07	7.21	12.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.80	4.82	2.49	--

注: 2014年三季度财务数据未经审计。

分析师

潘诗湛 郭畅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中煤集团山西华昱能源有限公司(以下简称“公司”)以煤炭生产和销售为主,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司作为中国中煤能源集团有限公司下属重点二级子公司,在技术装备、股东支持等方面具备综合竞争优势。联合资信同时关注到煤炭行业景气低迷,企业债务负担重,盈利能力弱化等因素对公司信用基本面的不利影响。

近年公司原煤产量有所下降,煤炭贸易规模急速扩大,收入规模有所上升,但整体盈利能力持续下降。同时,大规模的债务融资及股东分红导致净资产减少,使得公司债务负担进一步加重,偿债指标持续弱化,且短期内恢复的可能性不大。

综合考虑,联合资信对公司评级展望为负面。

优势

1. 公司作为国有控股煤炭企业,是中国中煤能源集团下属重点二级子公司,受股东支持力度大。
2. 公司拥有长距离的带式输煤专线,有效降低运煤成本。
3. 近年公司煤炭产量和资产规模大幅增长。

关注

1. 煤炭行业景气低迷对公司煤炭产品价格及盈利能力造成负面影响,整体经营风险上升。
2. 公司债务负担持续加重,未来投资规模大,存在较大的融资压力。
3. 公司营业费用较高,各类期间费用对利润空间侵蚀明显。
4. 公司分红规模较大,所有者权益稳定性较差。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中煤集团山西华昱能源有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中煤集团山西华昱能源有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中煤集团山西华昱能源有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中煤集团山西华昱能源有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级自 2015 年 1 月 29 日至 2016 年 1 月 28 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

中煤集团山西华昱能源有限公司（以下简称“中煤华昱”或“公司”）前身为山西金海洋洁净煤有限公司，于2001年8月由朔州金海洋酒店有限公司和朔州金海洋房地产开发有限公司出资成立，初始注册资本3000万元；2003年8月，公司引进新股东山西省经济建设投资公司、山西煤炭进出口集团有限公司和高靖海，同时注册资本增至14600万元；2004年3月，山西省经济建设投资公司增资100万元，公司注册资本增至14700万元；2005年11月，朔州金海洋酒店有限公司将持有的2800万股股权转让给高靖平；2006年9月，公司变更名称为山西金海洋能源集团有限公司；2008年1月，山西省经济建设投资公司将持有的900万股股权转让给高靖海；2008年9月，高靖海增加20000万元注册资本，公司注册资本增至34700万元；2009年8月，公司股东高靖海、高靖平和山西煤炭进出口集团有限公司与中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）签订了《山西金海洋能源集团有限公司增资扩股协议》（以下简称“增资扩股协议”），公司在增资扩股中分两次将注册资本变更为200000万元，同时公司名称变更为中煤集团山西金海洋能源有限公司；2010年8月，股东山西煤炭进出口集团有限公司变更为山煤投资管理集团有限公司；后经股东变更，截至2013年9月底，公司股东及出资额、出资比例分别为：中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）出资额12亿元，持股比例60%；北京沃德融金投资控股有限公司（以下简称“北京沃德”）出资额7.736亿元，持股比例38.68%；山煤投资管理集团有限公司（以下简称“山煤投资公司”）出资额0.264亿元，持股比例1.32%。2014年3月10日，公司更名为中煤集团山西华昱能源有限公司。

公司经营范围：煤炭洗选；通过铁路出省销售原煤、精煤；水煤浆生产销售；经销矿山

机械；化工产品（不含危险品）；物资供应（国家限制品除外）。

截至2014年9月底，公司下设综合办公室、党群工作部、企业发展部、人力资源部、企业管理部、财务管理部、基本建设管理部、生产技术管理部、机电动部、信息管理部、安全监察局、总调度室、公共关系协调部、监察审计部、采购管理部和法律事务部等16个部门处室；公司拥有下属企业23个（包括3家控股子公司、20家全资子公司）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为195.48亿元，所有者权益合计40.36亿元（其中少数股东权益0.34亿元）；2013年公司实现营业收入63.66亿元，利润总额1.01亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额为232.61亿元，所有者权益合计40.59亿元（其中少数股东权益0.32亿元）；2014年1~9月公司实现营业收入55.95亿元，利润总额0.20亿元。

公司注册地址：朔州市山阴县北周庄镇（大运路西）；法定代表人：冯学武。

二、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品

零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上半年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上半年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上半年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M₂）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M₁）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M₀）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，无烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。无烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦

煤合计占7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012

年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量 14.62 亿吨，占当年全国煤炭总产量的 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

表 1 2010-2012 年中国煤炭企业原煤产量前十名（单位：万吨）

排名	2010 年		2011 年		2012 年	
	排名对象	产量	排名对象	产量	排名对象	产量
1	神华集团有限责任公司	35696	神华集团有限责任公司	40789	神华集团有限责任公司	45665
2	中国中煤能源集团有限公司	15370	中国中煤能源集团有限公司	16357	中国中煤能源集团有限公司	17552
3	山西焦煤集团有限责任公司	10214	大同煤矿集团有限责任公司	11537	大同煤矿集团有限责任公司	13267
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	10118	山西焦煤集团有限责任公司	11006	山东能源集团有限公司	12292
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	10039	山东能源集团有限公司	10821	冀中能源集团有限责任公司	11564
6	河南煤业化工集团有限责任公司	7401	冀中能源集团有限责任公司	10215	陕西煤业化工集团有限责任公司	11368
7	冀中能源集团有限责任公司	7332	陕西煤业化工集团有限责任公司	10186	山西焦煤集团有限责任公司	10540
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7098	河南煤业化工集团有限责任公司	8483	开滦（集团）有限责任公司	8354
9	淮南矿业（集团）有限责任公司	6619	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7718	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	8008
10	开滦（集团）有限责任公司	6087	兖矿集团有限公司	7079	兖矿集团有限公司	7617
	合计	115974		134191		146227
	占全国原煤总产量比例（%）	35.79		38.12		40.06

资料来源：中国煤炭工业协会，国家统计局，联合资信整理

供需格局

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现

爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013年度煤炭总供给表观过剩量达3.32亿吨。

表 2 中国 2002 年以来煤炭行业供需变化 (单位: 百万吨、%)

时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口		库存净减少	总供给 - 总需求
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比		
2002年	1380	18.97	1366	8.24	11	266.67	84	-6.67	-11	-70
2003年	1722	24.78	1692	23.87	11	0.00	94	11.90	-5	-58
2004年	1992	15.68	1936	14.42	19	72.73	87	-7.45	-2	-13
2005年	2350	17.97	2319	19.78	26	36.84	72	-17.24	-35	-49
2006年	2529	7.62	2551	10.00	38	46.15	63	-12.50	10	-37
2007年	2692	6.45	2727	6.90	51	34.21	53	-15.87	-34	-72
2008年	2802	4.09	2811	3.08	40	-21.57	45	-15.09	-46	-60
2009年	2973	6.10	2958	5.23	126	215.00	22	-51.11	-64	55
2010年	3235	8.81	3122	5.54	163	29.37	19	-13.64	-81	175
2011年	3516	8.69	3430	9.87	182	11.66	15	-21.05	-78	176
2012年	3645	3.67	3526	2.80	288	58.24	9	-40.00	-124	274
2013年	3680	0.96	3610	2.38	327	13.54	8	-11.11	-57	332

资料来源:《国民经济和社会发展统计公报》, Wind 资讯, 联合资信整理

煤炭价格

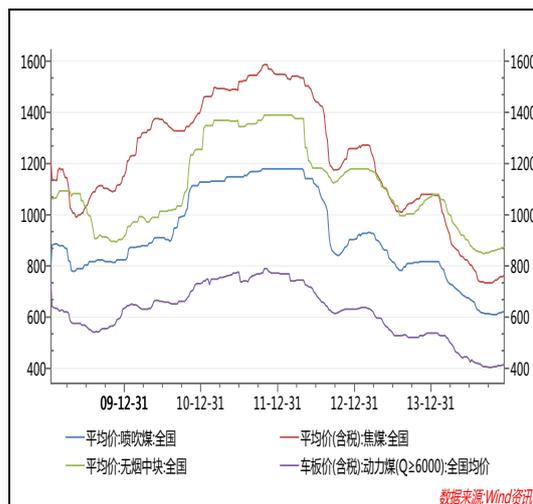
从商品煤下游用途来看, 商品煤大致可分为动力煤、化工煤(以无烟煤为代表)、冶金煤(以焦煤为代表)和喷吹煤, 各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异, 但煤炭下游需求行业均为强周期行业, 行业景气度与宏观经济保持高度联动, 各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上, 中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制, 存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制, 并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO, 煤炭价格管制逐步放开, 供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现, 由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”, 并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转, 在下游需求增速减缓, 新增产能持续维持高位的双重冲击下, 煤炭价格在近三年出现深度调整。

据WIND资讯统计, 截至2014年12月12日, 全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤(Q≥6000)均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨, 同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%, 较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%, 较2011年同期(本轮周期价格高点)分别下跌47.41%、

50.97%、37.27%和46.51%。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



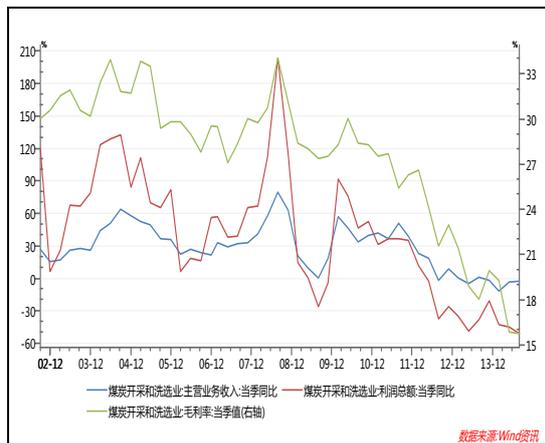
资料来源: Wind资讯

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业, 固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大, 中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化, 同质化的产品, 同时煤炭生产成本调节空间较为有限, 煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来, 中国煤炭价格出现快速下降, 中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%, 从二季度开始, 煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄; 同时,

煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2013年和2014年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业政策

总体规划

2012年3月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%,新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%,到2015年形成产能41亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%,东、中、西部产量分别占12%、35%和53%),产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨,规划铁路煤炭运力30亿吨,省际间煤炭调运量16.6亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨,规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业

化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

总体看,“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,中西部地区企业有望迎来快速发展期。

3. 行业关注

总量控制失效

根据《BP世界能源统计年鉴》(2013年6月),中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%,排世界第三,煤炭资源总储量丰富;但储采比仅为40,远低于世界平均储采比100的水平;同时,国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况,资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看,2010年实际煤炭产量约为32亿吨,远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划,2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年,行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划,2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年,远远超出“十二五”规划总量。

为促进资源高效利用和产业可持续发展,中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思想,但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施,现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。

产业结构失衡

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题,部分地区较为突出。具体而言,一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低,生产效率远低于先进产煤国

家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上涨幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

4. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由

87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、

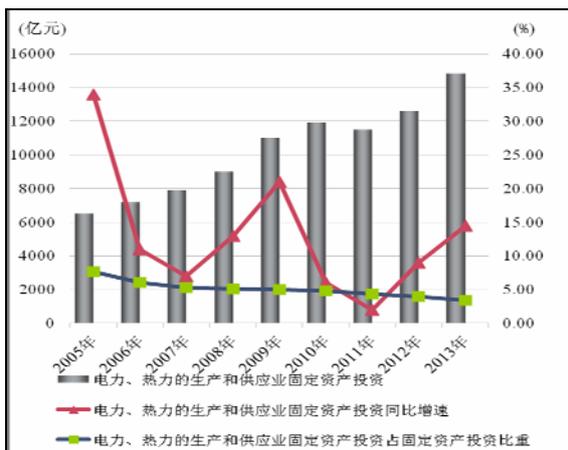
外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

(二) 发电行业

1. 发电行业运行概况

2004年~2013年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。2013年，全国固定资产投资（不含农户）为436528亿元，增速延续回落态势，名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元，同比增长14.5%，增速增加4.1个百分点；在固定资产投资总额中占比稳中有降，为3.40%。

图3 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。与此同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2013年，全国电源基本建设完成投资3717亿元，同比下降0.4%；电源投资中的非化石能源发电投资比重达到75.1%，同比提高1.7个百分点。2013年，全国电源投资主要投向水利发电（占33.52%）和火力发电（占24.97%），但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大，为21.72%，在电源总投资中占比16.38%。2013年，全国风电投资增长相对迅速，2013年完成投资638亿元，同比增长3.74%，在电源总投资中占17.16%。

2003~2007年的五年间，全国发电装机容量进入高速增长阶段，从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2007年底的7.13亿千瓦，年均增速超过14%。针对电力行业投资过热的状况，国家出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至2012年底全国发电装机容量11.45亿千瓦，同比增长7.8%。

图4 2006~2013年中国发电装机容量变动情况



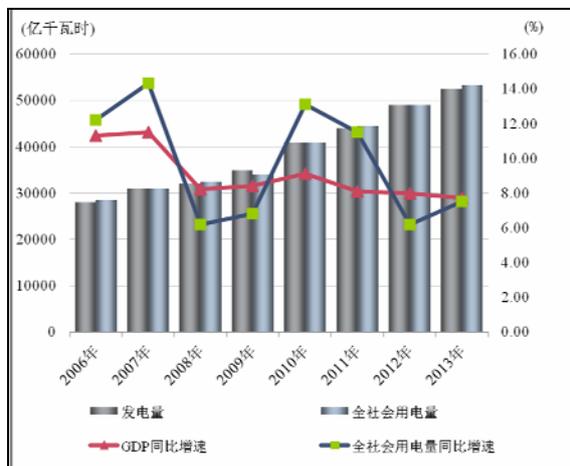
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全国电力装机容量持续提升，清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底，全国发电装机

容量首次超越美国位居世界第一、达到12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%，占22.45%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增加5.7%，占69.13%。

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从2002年开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电，其中2005年1月份全国拉闸限电的省份达到26个，缺电达到最高峰。供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。但2008年国际金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了大幅下降的趋势，同时电力供需矛盾得以缓解。2010年以来，中国国内发电量与全社会用电量恢复增长态势，电力供需总体仍然偏紧。主要受制于环境持续性低迷，以及中国经济转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响，2010~2012年，中国全社会用电量增速持续放缓。

图5 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。

城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表3 2013年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 亿千瓦, 亿kWh, %)

项目	2013年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	10.69
华电集团	1.13	9.19	4728	9.04
中电投集团	0.90	7.32	3494	7.30
合计	5.84	47.48	25210	48.06

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及

运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网电价，于9月25日起执行。此次电价下调导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，此次下调为自

2009年11月起中国首次下调上网电价。未来随着煤电联动细则的陆续出台，该机制对火电企业的影响有待观察。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东及出资额、出资比例分别为：中煤集团出资额12亿元，持股比例60%；北京沃德出资额7.736亿元，持股比例38.68%；山煤投资公司出资额0.264亿元，持股比例1.32%。中煤集团为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是中煤集团控股的国有煤炭企业，集煤炭生产、运输、洗选、发运、发电、冶金、建材及现代服务业等业务于一体。公司拥有下属企业 23 个，其中全资子公司 20 家，控股子公司 3 家，涉及煤炭开采、电力、冶金、房地产、服务业、建筑材料等行业。

公司拥有较丰富的煤炭资源，公司拥有矿权的煤炭资源储量 96654 万吨，其中可采储量约 61462.6 万吨。

3. 人员素质

公司董事长、党委副书记高靖海先生，1966 年出生，大学学历，经济师，2001 年创立山西华昱能源集团有限公司，现任公司董事长、党委副书记。

公司副董事长、党委书记、总经理冯学武先生，1957 年生，工程硕士，曾任大屯煤电公司姚桥矿总工程师、矿长、平朔煤业工业公司副总经理、总工程师、中煤平朔煤业有限公司副总经理、中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司党委书记、副总经理，2011 年 11 月至今任公司副董事长、党委书记、总经理。

截至 2014 年 9 月底，公司员工总数为 2580 人，其中管理人员、专业技术人员、生产人员和其他人员分别占 26.20%、8.45% 和 65.35%；从学历构成来看，硕士研究生占比 0.85%，本科生占比 19.46%，大专生占比 14.11%，高中及中专生占比 42.44%，初中及以下占比 23.14%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

4. 技术水平

公司煤炭生产采用全机械化生产，大大降低人员伤亡情况；公司拥有两座年入洗总量为 1000 万吨的现代大型洗煤厂，洗煤设备均引自

澳大利亚申克公司，可生产 5000~6800 大卡等不同档次的优质洗精煤。

公司拥有一条全长 7.38 公里的铁路自备专用线和两个定量快速自动装车站；拥有一条全长 15.5 公里（由五家沟煤业到公司洗煤厂，亚洲最长）的带式输煤专线，年输送能力为 1000 万吨，运煤成本由原来的每吨 40 元降到 12 元，同时，全线均实施彩板防尘全封闭运行，减少了煤炭资源的浪费和煤尘对环境的污染。

5. 股东情况

公司股东中煤集团为 2006 年 8 月 22 日根据《公司法》独家发起设立的股份制公司。中煤集团前身是 1981 年 12 月成立的中国煤炭进出口总公司，主要从事煤炭产品的进出口业务；1992 年，中国煤炭进出口总公司改名为中国煤炭工业进出口总公司；1997 年更名为中国煤炭工业进出口集团公司；1998 年，平朔煤炭工业公司、中国煤炭销售运输总公司、中国地方煤矿总公司及中煤生产技术开发公司并入中国煤炭工业进出口集团公司。根据中国政府相关部门的批复，1999~2003 年间，中国煤炭工业进出口集团公司再次进行重组，将大屯煤电（集团）有限责任公司、中国煤矿工程机械装备集团公司、北京煤矿机械厂、张家口煤矿机械有限公司、中国煤炭综合利用集团公司、中国煤炭物产集团公司及中煤建设集团公司并入；2003 年中国煤炭工业进出口集团公司更名为中国中煤能源集团公司。2006 年 9 月，中国中煤能源集团进行重组，将其绝大部分煤炭业务、焦化业务、煤矿机械装备制造业务及其他业务转让给中煤能源，换取中煤能源 68.25% 的股份；并将中煤能源剩余 31.75% 的股份公开发售。2009 年经国资委改组（2009）255 号文件批准中国中煤能源集团公司改制为国有独资公司，同时更名为中国中煤能源集团有限公司。

根据中国煤炭工业协会统计，公司股东中煤集团在 2012 年全国煤炭企业 100 强企业

位列第 7 位，在 2012 年全国煤炭企业产量 50 强中排名第 2 位。

公司作为中煤集团下属重点子公司，在生产、销售、管理等各环节都得到中煤集团的大力支持（包括设备改进购置、扩大销售渠道、人员配备培训等）。

6. 外部环境

中国政府自 1999 年以来颁布一系列政策法规，关闭或限制地方煤矿生产企业的经营，并鼓励大型煤炭生产企业合并转营。公司作为朔州地区具有较大规模的国有综合型煤炭生产企业，可充分利用有利的法规和市场条件，通过联合、改造地方小型煤矿迅速扩大公司的煤炭生产能力。

根据山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组《关于朔州市山阴县煤矿企业兼并重组整合方案（部分）的批复》（晋煤重组办发[2009]35 号）（2009 年 9 月 14 日下发），公司在对自身所拥有的 11 个煤矿进行重组整合的同时，又兼并重组了 3 个煤矿，共将 14 个煤矿整合为 7 个煤矿企业。2011 年，根据山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室文件的批复，公司兼并重组了 2 个煤矿，整合为 1 个煤矿。重组整合后的 8 个煤矿矿区面积 55.6117 平方公里，可控储量为 96654 万吨，可采储量为 61462.6 万吨，批准矿井生产能力为 1020 万吨/年。

总体上，公司作为国有大型煤炭生产企业，在政策优惠、资源获取等方面均面临良好的外部环境。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司增资扩股后，按照《公司法》等相关法律法规及《增资扩股协议》的要求，并结合公司的实际情况，建立了由股东会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

股东会是公司最高权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案及重大对外担保行为等职权。股东会分为定期会议和临时会议，由董事会依法召集。

公司董事会对股东会负责，在战略规划、财务、人事薪酬和安全生产等方面履行决策和监控职能。公司董事会由 7 名董事组成；公司董事长由高靖海担任。

公司监事会由 4 人组成，其中，中煤集团选派 1 人担任监事会召集人。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，行使公司日常经营管理工作。总经理下设副总经理若干名、财务负责人（总会计师）1 人，其中，副总经理由各方推荐，董事会聘任，财务负责人（总会计师）由中煤集团推荐，董事会聘任。总经理、副总经理、财务负责人（总会计师）为公司高级管理人员。

总体看，公司依照《公司法》等相关法律法规和《增资扩股协议》的要求，规范并完善其治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

2. 管理水平

公司增资扩股后，随着中煤集团的增资控股，公司组织架构逐步清晰，内部管理制度逐步完善。

资金管理方面，公司制定了《资金预算管理》，以生产经营计划为依据，预测各项现金收入、支出及现金盈余或缺口；《筹资管理》，对公司的权益筹资（包括直接筹资、间接筹资）、债务筹资、内部贷款管理等作出规定；《资金结算管理》，公司财务管理部设立资金结算中心，负责公司及所属单位资金管理、借贷和结算；《资金运用管理》，规定了公司及所属单

位财务支出审批权限和程序；此外，公司还制定了《网银管理》、《资金风险管理》、《担保管理》等资金管理制度。

投资管理方面，公司股东会、董事会为对外投资的决策机构；公司企业发展部为领导机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议，同时组织成立投资项目评审小组，主要负责对新的投资项目进行信息收集、整理和初步评估，经筛选后建立项目库，提出投资建议；公司财务管理部为对外投资的财务管理部门，在对外投资项目确定后，财务部负责协同有关方面办理出资手续、工商登记、税务登记、银行开户等工作，并实行严格的借款、审批与付款手续；公司监察审计部负责对项目的事前效益进行审计，以及对投资项目进行定期审计；公司其他部门按部门职能参与、协调和配合公司的对外投资工作。

工程项目管理方面，公司对新建项目、扩建项目（生产型企业再建项目）、生产技术改造项目等基本建设项目制定了相关的管理办法。项目前期，公司加强对基本建设投资概算、预算的编制和管理；项目中期，加强项目日常财务和投资支出（包括建筑安装工程投资支出、设备投资支出、待摊投资支出等建设成本）管理；项目后期，项目施工完成后，由项目主办单位编制《建设项目竣工验收报告书》，上报公司基本建设管理部申请竣工验收，基本建设管理部负责组织验收并会同财务管理部编制项目竣工财务决算。

总体看，增资扩股后，公司管理体制逐步健全，管理制度较为完善，内部管理逐步规范，有效保证了公司的正常运营和发展。

六、经营分析

1. 经营现状

公司业务以煤炭生产销售为主。2013年，公司实现营业收入63.66亿元，同比增长9.68%。2013年，公司煤炭产量有所下降，公司营业收入略微增长，主要是公司煤炭板块中煤炭贸易规模上升明显。

从收入构成看，煤炭销售是公司的主要收入来源，2013年在营业收入中占比为88.90%，较2012年占营业收入比例有所下降。电力业务收入、房地产业务规模有所上升，公司其他业务上升幅度明显，主要是公司铁粉贸易量急剧上升所致。

从毛利率情况看，2011~2013年，公司煤炭业务毛利率波动明显，三年分别为67.22%、48.51%和35.92%，2011年主要是煤矿随着技改进行产量增长，单位成本降低，同时煤炭销售价格上涨所致，2012年主要受下半年煤炭价格下滑影响，煤炭板块毛利率较2011年下降18.71个百分点，2013年随着煤炭价格的整体下滑以及贸易比例上升，公司煤炭业务毛利率水平同比下降12.59个百分点；电力板块受设备检修影响，停运时间较长，成本上升明显，毛利率有所下降，2013年为21.49%。

2014年1~9月，公司实现营业收入55.95亿元，为2013年全年的87.89%，公司加强对生产成本的控制，煤炭板块的毛利率较2013年有所上升。

整体来看，2013年公司煤炭板块的毛利率受行业影响持续下滑，电力板块受设备检修影响，停运时间较长，成本上升明显，毛利率有所下降。2014年1~9月，由于人工成本下降，煤炭毛利率有所上升，同时，受房地产收入大幅增长影响，整体毛利率有所提高。

表4 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2011年		2012年		2013年		2014年1~9月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
煤炭	545112.88	67.22	559450.59	48.51	566493.82	35.92	439509.98	39.00

电力	16759.09	15.64	15515.12	29.03	17293.49	21.49	10447.69	14.01
房地产	1313.92	18.87	236.75	19.35	5771.24	41.50	79884.00	31.91
其他	959.04	20.59	5197.64	15.00	47083.95	2.46	29687.98	23.59
合计	564144.93	65.49	580400.09	48.03	636642.50	33.00	559529.65	36.71

资料来源：公司提供

煤炭业务

(1) 煤炭重组概况

根据山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组《关于朔州市山阴县煤矿企业兼并重组整合方案（部分）的批复》（晋煤重组办发[2009]35号）、《关于朔州山阴金海洋玉皇山煤业有限公司等三处煤矿企业兼并重组整合方案的批复》（晋煤重组办发[2009]93号）等文

件的要求，公司将重组整合原有16座煤矿（其中11座公司原有煤矿，5座重组整合过程收购）为8座煤矿（本报告将以重组整合后的8座煤矿进行分析）。

煤矿重组整合后，公司拥有矿权的煤炭可控储量96654万吨，其中可采储量约61462.60万吨。

表5 公司煤炭重组整合情况

重组后煤矿名称	重组前煤矿名称	可控储量 (万吨) (重组后)	可采储量 (万吨)	井田面积 (平方公里)	服务年限 (年)
山西朔州山阴金海洋五家沟煤业有限公司	山西山阴五家沟煤业有限公司	15596.0	10137.4	9.3671	17.3
山西朔州山阴金海洋元宝湾煤业有限公司	山西山阴元宝湾煤业有限公司	12238.0	7954.7	5.1609	53.3
	山阴县上漫沟煤矿				
山西朔州山阴金海洋南阳坡煤业有限公司	山阴县地方国营南阳坡煤矿	13470.0	8755.5	3.9942	54.73
山西朔州山阴金海洋高山煤业有限公司	山西山阴高山煤业有限公司	16270.0	9213.0	9.5748	待批复
	山阴县安荣乡煤矿				
山西朔州山阴金海洋南泉湾煤业有限公司	山西山阴中煤双扶煤业有限公司	15069.0	9794.9	8.5994	43.8
	山西山阴金海洋东升煤业有限公司				
	山西山阴坪南煤业有限公司				
山西朔州山阴金海洋马营煤业有限公司	山西山阴昌平煤业有限公司	7400.0	4810.0	4.4077	17.9
	山西山阴南峰煤业有限公司				
山西朔州山阴金海洋水泉煤业有限公司	山西山阴圪洞窑煤业有限公司	10713.0	6963.5	9.5307	148.8
	山西山阴东庄煤业有限公司				
	山西山阴进鑫煤业有限公司				
山西朔州山阴金海洋玉皇山煤业有限公司	山西山阴大坪沟煤业有限公司	5898.0	3833.7	4.9769	19.7
	山阴县后山联营煤矿				
总计		96654.0	61462.6	55.6117	

资料来源：公司提供

(2) 煤炭生产销售及技改情况

煤矿整合完成后，公司陆续对煤矿进行技术改造，以提高产能。

截至2014年9月底，公司主产矿井为五家沟煤业、马营煤业、南阳坡煤业、元宝湾煤业、高山煤业、南泉湾煤业、水泉煤业以及玉皇山煤业。上述八家煤矿产能合计为1020万吨/年，除高山煤业采矿权证仍在办理以及元宝湾煤矿仍处于技改状态，其他煤矿的技改工作

已全面结束，同时获得安全生产许可证，故公司实际产能低于合计产能。

2013年，公司原煤产量由2012年的1273.00万吨下降至1052.41万吨，2014年三季度原煤产量达到799.07万吨。2011-2013年及2014年1~9月，原煤吨开采成本分别为85.23元、106.63元、125.86元、118.25元。

2013年公司商品煤销量为1377.02万吨，较2012年均有所下降，2014年1~9月公司商

品煤销量达到 1203.69 万吨，主要由原煤和洗精煤构成。公司洗精煤主要是由外购煤构成，2011~2013 年及 2014 年 1~9 月，外购煤比例分别为 5.95%、20.51%、23.46%、22.67%。

表 6 公司煤炭重组整合情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
原煤	455.82	768.00	966.87	919.51
洗精煤	548.78	449.46	463.69	481.58
合计	1004.60	1217.46	1377.02	1203.69

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司一般采取长期合同和现货市场两种销售方式。长期销售合同的签订主要通过煤炭订货会进行，最低期限通常不少于一年，并由年度价格决定条款；现货市场销售通常约定计划在不超过一年期间内购买的数量和购买时间。

销售价格方面，2011~2014 年 9 月，公司煤炭价格呈下降趋势，分别为 558.60 元/吨、466.79 元/吨、379.02 元/吨和 365.53 元/吨。销售网络及客户方面，公司加快销售网络建设，构建公司统一购销平台。公司煤炭产品主要集中于电力行业，产品销售区域（省市）主要为江苏、浙江、河北、北京和广东等。重要客户包括浙江浙能富兴燃料有限公司、南京度辰投资有限公司、开滦（集团）有限责任公司煤炭运销部、华能能源交通产业控股有限公司、广州粤和燃料能源有限公司等，前五位客户收入占公司煤炭销售收入的 60% 左右，客户集中度较高，但公司与主要客户保持长期合作关系，客户稳定性高。

结算方式方面，公司根据以往与客户进行的交易经验、销售量、客户现时的财务状况及当时市况等因素确定客户的付款方法；对新客户和短期客户，公司一般要求在付运前全数缴付款项。

产品运输方面，公司拥有一条全长 7.38 公里的铁路自备专用线和两个定量快速自动装车站将公司所产煤炭输送至国家铁路干线，通过铁路将煤炭运输至各省市。

总体上，2013 年公司生产经营恢复正常，但受煤炭技改工程尚未完成，部分产能未能完全释放，煤炭产量较 2012 年有所下降，受煤炭贸易量增长，公司煤炭板块收入保持增长态势，但盈利能力下降明显。

（3）原材料供应

公司的主要原材料包括设施配件、柴油、采矿用炸药及顶板支架等。其中矿用炸药获取必须走行政审批手续，但因煤矿使用机械化采煤，矿用炸药用量很少，公司能够正常购买；顶板支架等大型设备均购自中煤集团下属煤矿机械公司；其余原材料来源广泛、供应充足。公司原材料采购以招投标集中采购为主，零星自购为辅。公司已与主要原材料供货商建立了稳定的合作关系。

公司煤炭生产使用的主要能源为水和电力。其中水源主要为地下水，供应充足；电力供应方面，公司虽然拥有自己的煤矸石发电厂，但所发电力主要供应给国家和地方电网，公司电力供应主要来自于国家和地方电网，目前公司正在积极争取电力网前直供，以降低电力供应的成本。

电力业务

2011~2013 年，公司电力业务分别实现收入 16759.09 万元、15515.12 万元和 17293.49 万元。2014 年 1~9 月，公司实现电力业务收入 10447.69 万元。

公司电力业务主要以山西永浩煤矸石发电有限公司为经营主体，拥有 2*50MW 发电机组，2012~2013 年，公司实现发电量分别为 52400 万千瓦时和 59919 万千瓦时，2014 年 1~9 月发电量 37037 万千瓦时。公司电力业务尚未实现网前直供，煤电一体化优势尚不明显，2013 年电力板块受设备检修影响，成本上升明显，毛利率较 2012 年有所下降，2014 年 1~9 月，公司电力板块部分受公司内部利润调节影响，整体毛利率有所下降。

公司电力主要供应国家电网和地方电网。目前，公司正积极争取电力网前直供，将公司

煤矸石、燃煤所发的电，用于煤炭生产等，以降低电力供应的成本。

房地产业务

公司房地产板块经营主体为山西华昱房地产开发有限公司，截至 2014 年 9 月底，在建的房地产项目 2 个，为朔州老城改造项目和总部基地项目。

朔州老城改造项目是山西省重点项目之一，地址位于朔州市朔城区，朔州老城改造项目规划占地 889 亩，建筑面积 72.24 万平方米，主要建设住宅、办公和沿街商铺用房、车库等，其中：住宅开发面积 45.65 万平方米，商业开发面积 19.35 万平方米，车库 7.24 万平方米。容积率 0.86，绿化标准为 26.9%，建筑密度 39.3%。项目土地出让金总额为 53340 万元，按照拆迁面积预付土地出让金。目前已支付 46010 万元，土地出让金支付比例为 85.26%。该项目开发总投资 26.5 亿元，分六年完成，预计实现销售收入 33.24 亿元。该项目于 2009 年 8 月初开工，《国有土地使用证》、《建设用

地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建设工程施工许可证》、《商品房预售许可证》等“五证”齐全，截至 2014 年 9 月底，已完成投资 13.27 亿元。

2011 年~2013 年以及 2014 年 1~9 月，公司房地产业务分别实现主营业务收入 1313.90 万元、236.70 万元、3.60 万元、79884.00 万元，2014 年 1~9 月主营业务收入大幅增长，主要原因是：老城改造项目前期售楼款不满足收入条件，2013 年未计入营业收入，相关收入在预收款项中体现。

拟开发项目现有土地储备 1920 亩，已支付 1500 万元土地款，目前并未获得土地证，分别为：总部基地项目土地储备 400 亩，山阴生态园项目土地储备 800 亩，南河湾项目土地储备 720 亩。未来土地储备计划为南河湾项目储备土地 4000 亩。2015 年房地产板块预计投资 11.40 亿元，其中老城项目预计投资 7.80 亿元，总部基地项目预计投资 3.10 亿元，小村项目预计投资 0.50 亿元。具体情况如下表：

表 7 公司 2015 年-2017 年房地产预计投资情况

项目名称	可开发面积(万平方米)	已开发面积(万平方米)	预算投资总额(亿元)	2015 年预计投资额(亿元)	2016 年预计投资额(亿元)	2017 年预计投资额(亿元)
老城项目	64	46	26.5	7.8	4.3	3.1
总部基地项目	66	9.2	21.4	3.1	1.1	0.7
城中村项目	4.5	4.5	2.4	0.5	0.3	0.3
总计	134.5	59.7	50.3	11.4	5.9	4.1

资料来源：公司提供资料

总体来看，公司未来对房地产投入有限，房地产主要项目接近尾声。未来三年随着房地产项目陆续完工，公司房地产收入将快速增长，但持续性不强。公司主业仍以煤炭生产为主。

其他业务

此外，公司其他业务收入主要包括酒店餐饮收入、硅锰合金收入等。公司已逐步退出硅锰合金业务，并规划在“十二五”期间利用公

司已有的硅锰合金技术、设备、资源，同时引进“大型矿热炉生产硅钙合金”技术，生产硅钙合金产品。2013 年受公司铁粉贸易量急剧上升影响，公司其他业务收入 4.71 亿元，其中铁粉贸易收入合计 3.75 亿元。2014 年 1~9 月，公司其他业务为 2.97 亿元。

2. 经营效率

近年来，公司销售债权周转次数呈下降趋

势，2013 年为 5.11 次；存货周转次数波动上升，2013 年为 1.74 次；总资产周转次数有所波动，2013 年为 0.34 次。2011~2013 年，公司的现金收入比平均值为 113.23%，2013 年为 120.01%。公司整体经营效率一般，回款情况有所好转。

3. 在建工程

截止 2014 年 9 月底，公司在建项目主要

为元宝湾煤矿技改项目及洗煤厂改扩建项目，总投资 5.70 亿元，截止 2014 年 9 月底，已完成投资 6.72 亿元，公司累计投资超出计划总投资主要由于元宝湾煤矿事故后，公司的实际支付额度高于计划概算所致。截止 2014 年 9 月底，公司拟建项目主要为煤矿技改项目及电厂项目，计划总投资 199.2 亿元，2015 年计划投资 48.1 亿元，资金来源主要为自筹和融资。

表 8 公司主要在建项目（单位：万元）

	项目	建设规模	计划总投资	批复文件	资金来源	截至 2014 年 9 月底已投资金额
1	元宝湾煤矿技改项目	90 万吨/年	57043.06	晋煤办基发[2011]249 号	自有资金	67221.38
2	洗煤一、二厂技术改造项目	新增 1200 万吨/年煤炭洗选能力	92395.15	晋经信投资字[2011]358 号	自有资金	69605.99
合计			149438.21			136827.40

资料来源：公司提供

表 9 公司主要拟建项目（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	在建规模	资金来源	分年投资计划		
					2015 年	2016 年	2017 年
1	煤矿技改项目	14.40	南泉湾煤业 120 万吨/年，玉皇山 120 万吨/年，水泉 90 万吨/年，元宝湾 120 万吨/年	自筹、融资	5.90	8.50	--
2	电厂项目	184.80	华能华昱电厂 2×1000MW，昱光二期 2×350MW，应县 2×660MW，山阴太阳能电厂 49 MW	自筹、融资	42.20	9.30	49.60
合计		199.20			48.10	101.50	49.60

资料来源：公司提供

“十二五”期间，公司全面推进煤炭、电力、煤化工、资源综合利用、冶金“五大支柱产业”联动发展，力争实现销售收入 500 亿元，利税突破 120 亿元。煤炭产业方面，公司计划总投资 89 亿元，全面提升煤炭产业水平，形成 3000 万吨煤炭生产能力，外销 2500 万吨，销售收入达 230 亿元。其中 8 座矿井技改，未来三年计划增加投资 14.4 亿元。电力产业方面，公司计划通过参股形式参与总投资 202 亿元的电力产业项目，推进产业规模化发展。预计电力总装机 472 万千瓦，年发电量 250 亿千瓦时，消化煤矸石 650 万吨，消化原煤 1000 万吨，销售收入达 110 亿元。

总体看，公司未来在建及拟建规模较大，对外融资需求增大，考虑到目前债务负担重，

盈利能力快速弱化，公司未来的经营压力上升。

七、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供了经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计的 2011~2012 年财务报告，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2013 年财务报告，均为标准无保留意见的审计结论，2014 年三季度财务报表未经审计。公司合并报表新增 3 家公司，包含 23 家子公司，公司财务可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 195.48 亿元，所有者权益合计 40.36 亿元（其

中少数股东权益 0.34 亿元); 2013 年公司实现营业收入 63.66 亿元, 利润总额 1.01 亿元。

截至 2014 年 9 月底, 公司(合并)资产总额为 232.61 亿元, 所有者权益合计 40.59 亿元(其中少数股东权益 0.32 亿元); 2014 年 1~9 月公司实现营业收入 55.95 亿元, 利润总额 0.20 亿元。

2. 资产质量

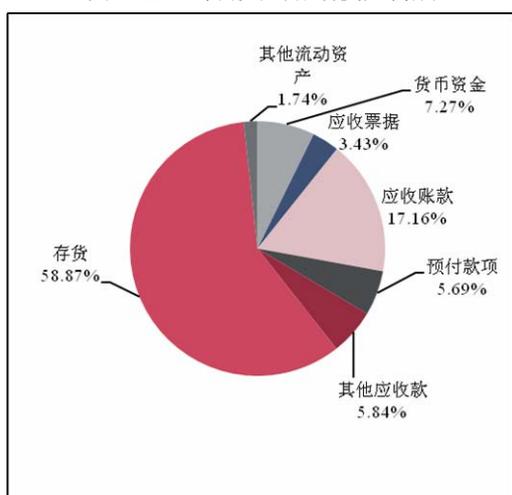
2011~2013 年, 公司资产总额以年均 30.78% 的幅度递增。截至 2013 年底, 公司资产总额 195.48 亿元, 其中流动资产合计占 28.08%, 非流动资产合计占 71.92%。

截至 2014 年 9 月底, 公司资产总额 232.61 亿元, 其中流动资产合计占 36.04%, 非流动资产合计占 63.96%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2011~2013 年, 公司流动资产持续增长, 截至 2013 年底, 公司流动资产合计 54.90 亿元, 同比增长 4.79%, 主要是存货大幅度增长所致, 其中由货币资金(占 7.27%)、应收票据(占 3.43%)、应收账款(占 17.16%)、其他应收款(占 5.84%) 和存货(占 58.87%) 构成。

图6 2013年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至 2013 年底, 公司货币资金合计 3.99 亿元, 同比下降 71.90%, 其中主要以银行存款为

主, 占 80.20%, 公司货币资金较 2012 年底有较大幅度下降, 主要是 2012 年底发行中票 8.5 亿元到账导致 2012 年底货币资金数额高于往年正常情况。

2011~2013 年, 公司应收账款年均增长 66.87%, 截至 2013 年底, 公司应收账款合计 9.42 亿元, 同比下降 9.94%, 主要是由应收山西煤炭运销集团款项构成。按照账龄分析, 1 年内的占 93.15%, 1~2 年的占 3.48%, 2~3 年的占 2.26%, 3 年以上的占 1.11%, 公司计提坏账准备 0.15 亿元, 计提比例偏低。

2011~2013 年, 公司预付款项年均下降 7.08%, 2013 年底为 3.12 亿元, 主要系预付的设备、材料采购款及铁路运费等。公司预付款项中 1 年以内的占比 63.32%, 1~2 年以上的占比 14.28%, 2~3 年的占 7.81%, 3 年以上的占 14.59%, 公司为计提坏账准备。

2011~2013 年, 公司其他应收款年均增长 1.22%。截至 2013 年底, 公司其他应收款账面余额 3.20 亿元, 主要为山西山阴高山煤业有限公司、招银金融租赁有限公司、交银金融租赁有限责任公司和山西煤炭进出口集团有限公司往来款等。公司共计提 700.24 万元坏账准备。

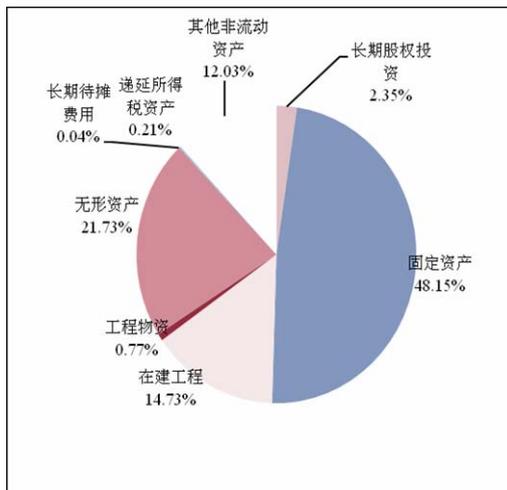
2011~2013 年, 公司存货年均增长 53.12%, 截至 2013 年底, 公司存货合计 32.32 亿元, 同比增长 94.58%, 主要是公司房地产投入快速增长所致, 其中, 原材料占 5.49%, 自制半成品及在产品占 86.51%, 主要构成为商品房, 具体包括老城项目 13.65 亿元、山阴生态园项目 3.12 亿元、总部基地项目 5.01 亿元、城中村项目 1.96 亿元, 南河湾等项目 4.47 亿元; 产成品占 7.23%, 其他占 0.77%, 在产品中房地产开发成本合计 1.29 亿元。公司计提跌价准备 0.30 亿元。考虑到 2013 年煤炭价格快速下滑, 公司存货跌价准备计提比例偏低。

截至 2014 年 9 月底, 公司流动资产合计 83.83 亿元, 较 2013 年底增长 52.70%, 主要是货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项

增长所致，流动资产主要包括货币资金（占比 23.88%）、应收票据（占比 5.43%）、应收账款（占比 13.46%）、预付账款（占比 4.33%）、其他应收款（占比 10.58%）和存货（占比 40.91%）。其中，存货主要由原材料（占比 1.97%）、库存商品（占比 7.42%）、在产品及自制半成品（占比 90.45%）和其他（占比 0.15%）构成。公司货币资金大幅度增长主要是公司 2014 年 6 月通过兴业银行发行 3 年期 8 亿元非公开定向债务融资工具、2014 年 9 月通过兴业银行发行 3 年期 7 亿元非公开定向债务融资工具，募集资金尚未完全使用所致。

非流动资产

图 7 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司非流动资产年均增长 26.88%，主要是固定资产和无形资产大幅增长所致，截至 2013 年底，公司非流动资产合计 140.58 亿元，同比增长 13.01%，主要以固定资产（占 48.15%）、在建工程（占 14.73%）、无形资产（占 21.73%）和其他非流动资产（占 12.03%）为主，在建工程大量完工转入固定资产，无形资产增长明显，主要是公司采矿权增加，公司将已收购的山西山阴中煤双扶煤业有限公司和山西山阴圪洞窑煤业有限公司、山西山阴东庄煤业有限公司分别注入到旗下子公司。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 3.30

亿元，全部为对联营企业投资。

2011~2013 年，公司固定资产年均增长 45.06%，截至 2013 年底，公司固定资产原值 85.87 亿元，主要以房屋建筑物（占 60.67%）和机器设备（占 36.79%）为主，公司累计折旧 17.15 亿元，固定资产减值准备合计 1.04 亿元，固定资产账面价值合计 67.69 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程合计 20.70 亿元，同比下降 50.38%，2013 年公司完成部分煤炭技改工程 18.13 亿元，增加该项工程 7.59 亿元，同时增加洗煤厂改扩建工程 3.21 亿元，公司煤炭技改工程仍未完成，对公司煤炭生产有一定影响。

2011~2013 年，公司无形资产年均增长 94.22%，主要是煤矿兼并重组后下属煤矿企业向山西省国土资源部门支付采矿权价款使公司采矿权增加所致，截至 2013 年底，公司无形资产净值 30.54 亿元，同比增长 82.11%，主要是公司将已收购的山西山阴中煤双扶煤业有限公司和山西山阴圪洞窑煤业有限公司、山西山阴东庄煤业有限公司分别注入到坪南煤业和进鑫煤业。其中，坪南煤业增加采矿权价款 1.65 亿元，进鑫煤业增加采矿权价款 7.60 亿元。公司与山阴县国土资源局签订的《兼并重组煤矿企业矿业权价款分期缴纳合同书补充协议》，由于资源储量增加，本公司应缴纳采矿权资源价款增加 3.98 亿元。无形资产原值 32.15 亿元，累计摊销 1.61 亿元。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产合计 16.92 亿元，同比下降 31.86%，主要是公司预付投资款。

截至 2014 年 9 月底，公司非流动资产总额为 148.78 亿元，较 2013 年底增长 5.83%，主要是在建工程有所增长所致，公司非流动资产结构较 2013 年底没有较大变化。

总体看，公司资产规模快速增长，流动资产中存货和应收账款占比较高，随着煤矿技改工作的推进，在建工程大量转为固定资产，固定资产快速增长，整体资产构成符合行业经营

特点，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益合计年均增长1.28%，截至2013年底，公司所有者权益合计40.36亿元，同比下降10.43%，主要受未分配利润下降影响。归属母公司权益40.02亿元，其中，实收资本占49.98%，资本公积占36.86%，盈余公积占6.60%，其他占6.56%。

截至2014年9月底，公司所有者权益合计40.59亿元，较2013年底没有明显变化。2013年公司未分配利润急剧下降，主要是公司对股东分配现金股利4.36亿元所致。

总体上，公司实收资本和资本公积占比较高，但考虑到公司持续大额分红，公司所有者权益稳定性较差。

负债

2011~2013年，公司负债合计年均增长43.86%，截至2013年底，公司负债合计155.11亿元，同比增长17.75%，其中，流动负债占40.18%，非流动负债占59.82%，流动负债占比有所下降。

2011~2013年，公司流动资产年均复合增长20.94%，截至2013年底，公司流动负债合计62.32亿元，同比下降12.24%，主要来自于短期借款和其他流动负债的下降所致。

2011~2013年，公司短期借款年均复合增长3.55%，截至2013年底，公司短期借款合计13.19亿元，同比下降36.65%。

2011~2013年，公司应付账款年均复合增长25.58%，截至2013年底，公司应付账款合计17.45亿元，同比增长5.12%，其中1年内的占85.10%，1~2年内的占8.19%，2年以上的占6.71%。

截至2013年底，公司其他流动负债合计7.97亿元，较上年下降19.00%，主要是租赁公司融资款，已计入有息债务。

截至2013年底，公司一年内到期的非流动

负债合计11.55亿元，主要是长期借款转入。

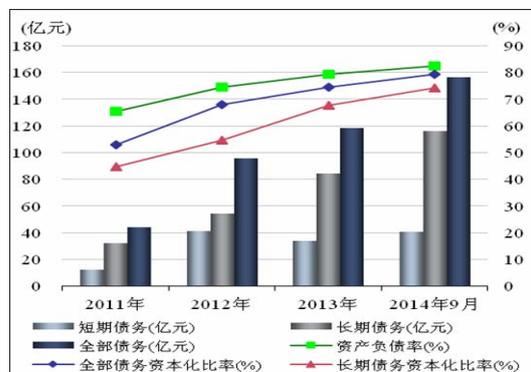
2011~2013年，公司非流动负债年均复合增长69.40%，截至2013年底，公司非流动负债合计92.80亿元，同比增长52.83%，主要由长期借款（占55.78%）、长期应付款（占8.68%）和应付债券（占34.87%）构成。

截至2014年9月底，公司负债合计192.03亿元，较2013年底增长23.80%。主要非流动负债中长期借款和应付债券大幅度增长所致。

有息债务方面，2013年底公司长期债务余额为84.12亿元，同比增长54.23%，全部债务余额为118.14亿元，同比增长23.66%。长期债务占全部债务比例71.20%，债务期限结构以长期债务为主。2014年9月底，公司全部债务为156.68亿元，较2013年底增长32.62%，公司通过长短期借款满足投资支出，债务规模快速上升。

从债务指标看，2013年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.35%、74.53%和67.58%；截至2014年9月底，上述指标分别为82.55%、79.43%和74.13%，公司债务负担较2013年底快速上升。公司2014年6月通过兴业银行发行3年期8亿元非公开定向债务融资工具、2014年9月通过兴业银行发行3年期7亿元非公开定向债务融资工具，公司的债务规模持续扩大，债务负担进一步加重。

图8 近年公司债务负担趋势



资料来源：公司提供

整体看，公司债务结构较合理，受大规模

债务融资影响，债务负担快速上升。公司未来仍将维持较大规模的投资支出，对债务融资仍将保持一定依赖，公司债务负担重且短期内回落的可能性较小。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入年均增长6.23%。2012年，公司实现营业收入63.66亿元，同比增长9.68%。同期，公司营业成本增长41.21%，高于收入增幅。

期间费用方面，公司2013年期间费用率为31.24%，同比下降3.70个百分点，但仍处于行业较高水平，费用控制能力有待进一步改善。非经常性损益方面，公司投资收益、营业外损益等对公司利润贡献较小。

受煤炭价格下行的影响，2013年公司实现营业利润0.92亿元，同比下降86.21%；实现利润总额1.01亿元，同比下降85.04%。

图9 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

盈利指标方面，2013年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为31.95%、2.37%和0.08%，同比均下降明显，主要受煤炭价格整体下行影响及贸易规模上升。2014年1~9月，公司完成营业收入55.95亿元，实现利润总额0.20亿元，营业利润率上升至34.64%。

总体看，受煤炭煤价大幅度下降影响，公司利润规模下滑明显，盈利能力快速下降。2014年1~9月，由于人工成本下降，煤炭毛利率有所上升。同时，受房地产收入大幅增长影响，整体盈利能力有所提高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力方面，受存货大幅度上升影响，2013年公司流动比率上升明显，为88.09%，受货币资金大幅度下降影响，2013年公司速动比率下降明显，为36.24%；2014年9月底，上述两项指标分别为132.32%和78.18%。2013年，公司经营现金流动负债比由正转负，为-11.27%，较2012年下降幅度较大，主要受净现金流大幅下降所致。总体看，受货币资金急剧下降及存货规模急剧上升的影响，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA为9.39亿元，同比下降29.19%，低于全部债务规模增速，受此影响，公司全部债务/EBITDA倍数上升至12.78倍，EBITDA利息倍数下降至2.49倍。总体看，公司整体偿债能力显著弱化，考虑到煤矿技改陆续完成债务规模趋于稳定，公司整体偿债能力一般。

截至2014年9月底，公司为山西昱光发电有限责任公司的四笔贷款（共计3.55亿元）提供连带责任担保，山西昱光发电有限责任公司为公司参股公司，目前经营状况正常，公司对外担保比率为8.75%，担保比率适宜。

截至2014年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度为154.03亿元，其中已使用额度100.71亿元，未使用额度53.53亿元。公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（信用机构代码证号：G10140601000279209），截至2015年1月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、股东支持等方面所具

备的综合优势，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位，煤炭产业政策有利于大型煤炭企业的发展，行业整体发展前景良好。

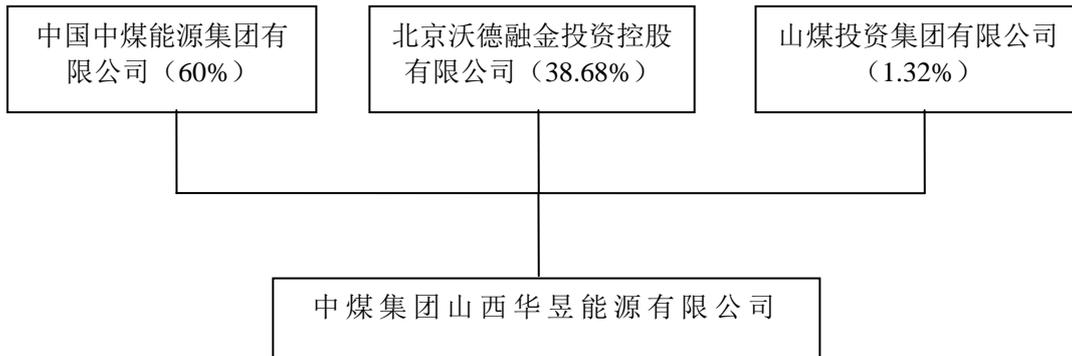
公司是朔州地区主要煤炭生产企业之一。煤炭产品销售是公司的主要收入及利润来源，近年来随着公司煤矿技改及收购的进行，公司煤炭业务收入逐年提升。同时，电力、冶金等业务综合发展将有利于公司延伸产业链，公司整体抗风险能力有望增强。

目前，公司资产质量较好，资产规模增长较快，负债结构合理。但随着煤矿技改的推进，公司债务负担呈加重趋势，同时公司煤炭主业持续低迷，公司整体的盈利能力快速下降，综合考虑，联合资信对公司评级展望为负面。

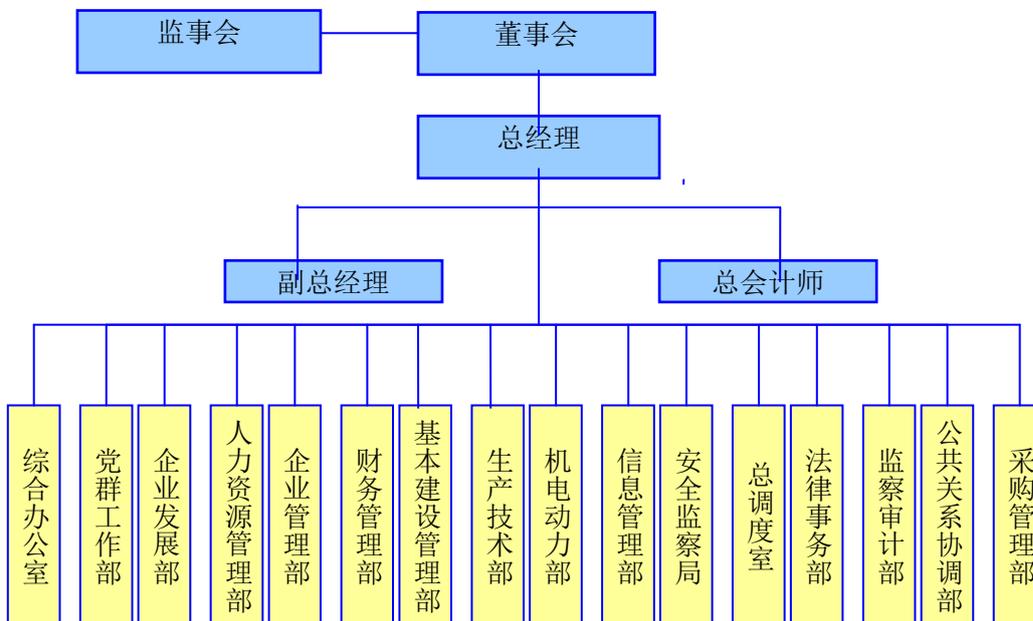
总体看，公司整体抗风险能力较强，主体长期信用风险较低。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图

股权结构图



组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.02	17.35	5.88	24.57
资产总额(亿元)	114.29	176.79	195.48	232.61
所有者权益(亿元)	39.35	45.06	40.36	40.59
短期债务(亿元)	12.30	41.00	34.02	40.37
长期债务(亿元)	31.91	54.54	84.12	116.30
全部债务(亿元)	44.21	95.54	118.14	156.68
营业收入(亿元)	56.41	58.04	63.66	55.95
利润总额(亿元)	16.79	6.75	1.01	0.20
EBITDA(亿元)	21.38	13.26	9.39	--
经营性净现金流(亿元)	13.22	2.54	-7.02	-5.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.78	6.78	5.11	--
存货周转次数(次)	1.00	1.98	1.74	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.40	0.34	--
现金收入比(%)	113.69	101.63	120.01	85.85
营业利润率(%)	63.22	46.36	31.95	34.64
总资本收益率(%)	16.02	4.99	2.39	--
净资产收益率(%)	30.59	9.48	0.08	--
长期债务资本化比率(%)	44.78	54.76	67.58	74.13
全部债务资本化比率(%)	52.91	67.95	74.53	79.43
资产负债率(%)	65.57	74.51	79.35	82.55
流动比率(%)	63.30	73.78	88.09	132.32
速动比率(%)	30.96	50.38	36.24	78.18
经营现金流动负债比(%)	31.02	3.57	-11.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.80	4.82	2.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.07	7.21	12.58	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 中煤集团山西华昱能源有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中煤集团山西华昱能源有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中煤集团山西华昱能源有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中煤集团山西华昱能源有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中煤集团山西华昱能源有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如中煤集团山西华昱能源有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中煤集团山西华昱能源有限公司、主管部门、交易机构等。

