

信用等级公告

联合[2015] 097 号

联合资信评估有限公司通过对淮南矿业（集团）有限责任公司的信用状况进行综合分析和评估，确定

淮南矿业（集团）有限责任公司
主体长期信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年一月二十三日



淮南矿业（集团）有限责任公司 主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：负面

评级时间：2015 年 1 月 23 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	1283.34	1419.47	1559.09	1469.44
所有者权益合计(亿元)	329.57	331.74	318.05	277.75
长期债务(亿元)	372.39	374.25	366.39	377.16
全部债务(亿元)	682.84	817.30	943.45	853.28
营业收入(亿元)	696.34	728.17	712.52	452.98
利润总额(亿元)	20.47	16.95	0.10	-37.49
EBITDA(亿元)	119.68	120.49	94.94	--
营业利润率(%)	15.25	13.83	10.00	7.31
净资产收益率(%)	4.24	3.40	-1.65	--
资产负债率(%)	74.32	76.66	79.60	81.10
全部债务资本化比率(%)	67.43	70.67	74.79	75.44
流动比率(%)	87.25	88.39	65.16	64.22
全部债务/EBITDA(倍)	5.71	6.78	9.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.24	1.06	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

分析师

郭 畅 周 潇

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

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）主要以煤炭采掘销售和电力生产销售为主业。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全国 14 个大型煤炭基地及 6 个大型煤电基地之一，煤炭储量丰富、区位优势突出、煤电一体化联营及物流系统完善等方面的综合优势。联合资信同时关注到煤炭行业景气下行、盈利能力大幅弱化、债务负担重等因素给公司信用基本面带来的负面影响。

2014 年 10 月，公司三级子公司淮矿现代物流有限责任公司（以下简称“淮矿物流”）因重大信用风险事件导致资不抵债，依法向法院申请重整。重整事项导致公司对淮矿物流失去实际控制权，不再将其纳入合并报表范围，并计提相关损失。受此影响，公司 2014 年三季度报表中总资产和净资产下滑，并出现大额亏损，对公司经营和财务状况均有较大不利影响。考虑到公司 2014 年前三季度财务数据未经审计，淮矿物流重整事项尚在推进中，未来不排除公司进一步计提相关资产减值的可能性。联合资信对公司的评级展望为负面。

优势

1. 公司煤炭储量丰富，煤质优良，是华东地区主要的动力煤供应商，具备较强的区域定价权。
2. 公司建立了较为完善的煤电联营产业链，综合抗风险能力较强。
3. 公司地处华东腹地，紧邻长三角地区，交通便利，区位优势明显。

关注

1. 2013 年以来，煤炭行业景气持续下行，对公司盈利能力造成较大冲击，2013 年及

2014年三季度公司主营业务出现经营亏损。

2. 公司债务规模逐年扩大，资产负债率保持高位，债务负担重，存在一定短期支付压力。
3. 公司未来投资规模大，外部融资压力加大。
4. 公司三级子公司淮矿现代物流有限责任公司因资不抵债进行重整，导致公司资产总额、净资产出现一定下降，2014年前三季度出现大额亏损。

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）与淮南矿业（集团）有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与淮南矿业（集团）有限责任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，未因淮南矿业（集团）有限责任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淮南矿业（集团）有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、淮南矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级自 2015 年 1 月 23 日至 2016 年 1 月 22 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

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）前身为淮南矿务局，1909 年建立第一座矿井，1930 年成立机构，1985 年上划为中央企业，隶属煤炭部管理，1998 年 5 月由原淮南矿务局改制为国有独资公司，1998 年 7 月由中央直属下放安徽省管理，主管部门为安徽省人民政府省属企业国有资产管理办公室。截至 2014 年 9 月底，公司股东包括安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（下称“安徽省国资委”）和中国信达资产管理公司（下称“信达公司”），其中，安徽省国资委持有公司股权 75.16%，系公司实际控制人。

公司本部设集团办公室、生产部、煤矿安全开采管理研究总院、安全监察局、人力资源部、企业文化部、财务部、市场营销部、物资供应管理部、资源环境部、选煤管理部等 12 个职能部门，下设 16 二级子公司（含 3 家均股子公司，1 家上市子公司）。主要经营范围包括：煤炭开采、洗精煤、矿井建设、土建安装、筑路工程、铁路运输、电力；水泥、雷管、炸药、机械维修、机械加工、化工、建材；物流及一体化服务等。

截至 2013 年底，公司资产总额合计 1559.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 318.05 亿元；2013 年公司实现营业收入 712.52 亿元，利润总额 0.10 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 1469.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 277.75 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 452.98 亿元，利润总额-37.49 亿元。

公司地址：安徽省淮南市田家庵洞山；法定代表人：孔祥喜。

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

公司主营收入来自煤炭采选板块，煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。同时公司也涉及火力发电业务，电力板块对公司的经营状况也有一定影响。

（一）煤炭行业

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。在今后可预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，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。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

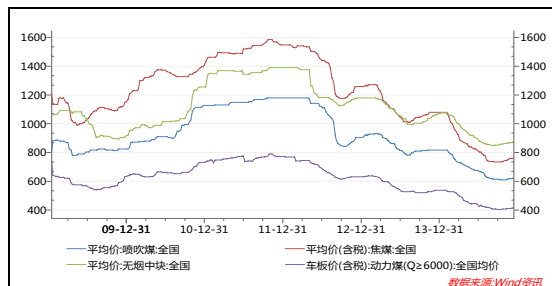
资料来源：《国民经济和社会发展统计公报》，Wind 资讯，联合资信整理

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。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

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。

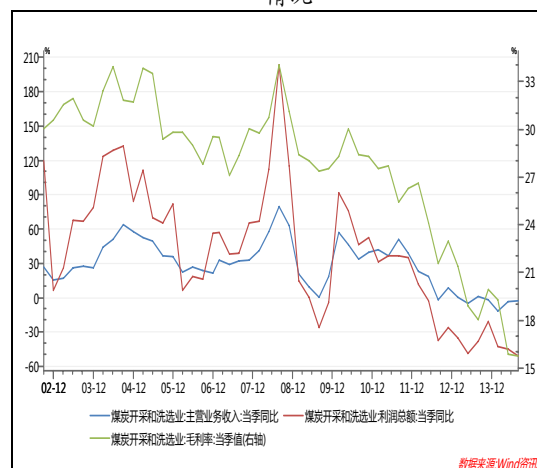
据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。

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路，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升幅度有限，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、产业链优势的行业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主的基础产业，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

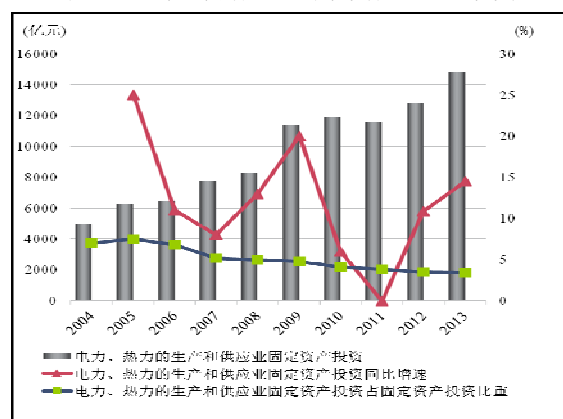
点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

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）火电行业

1. 发电行业运行概况

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，但比上年增长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）”。

2004~2013 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%；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%。

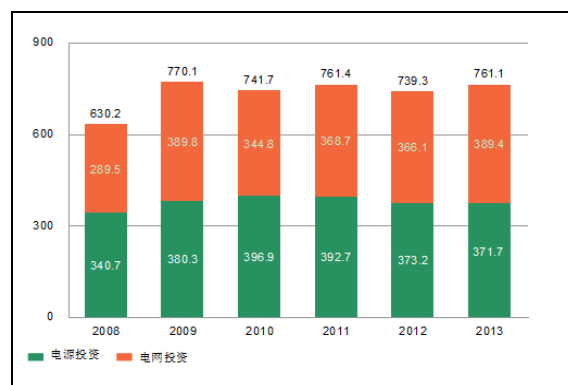
2013 年全年固定资产投资完成额(不含农户)为 436528 亿元,同比增长 19.6%;其中,电力和热力的生产与供应业固定资产投资为 14823 亿元,同比增长 14.5%,增速有所回升,但仍低于固定资产同期增速;占全中国城镇固定资产投资的比重为 3.4%,延续下降态势。

近年来中国电力行业投资保持了较大规模。从电源投资上看,投资额由 2008 年的 3407 亿元增长到 2013 年的 3717 亿元,年复合增长率为 1.8%。近年电源投资增速有所放缓,电网建设稳健推进。2013 年全国电源、电网建设分别完成投资 3717 亿元和 3894 亿元,分别同比减少 1.46%和增长 5.44%,二者合计 7611 亿元,同比增长 1.96%。其中,火电投资占全部电源投资的比重为 25%,同比下降 1.8 个百分点,新能源投资占比超过 40%。受用电需求影响,装机增速和电源投资明显放缓;同时,在限制火电发展的政策取向下,清洁能源装机占比提升的势头延续。

从火电方面看,2013 年火电建设投资为 928 亿元,首次降至 1000 亿元以下,同比下降 8.48%,新增容量 3650 万千瓦,同比下降 28.4%。自 2005 年以来,火电投资逐年下降,2013 年火电投资总额仅为 2005 年的四成。2013 年,中国火电装机容量占比下降到 69%,显示出我国在能源结构调整方面取得了较大成效。

从水电方面看,2013 年水电建设投资达 1246 亿元,新增装机容量 2993 万千瓦,同比增长 57.5%,成为历年来新增装机容量增长最多的一年。

图 4 中国电力行业投资总额(单位:十亿元)



资料来源:中国电力企业联合会

新能源方面,2013 年完成投资占到电源投资的 40%以上,投资比重继续升高。根据国家可再生能源信息管理中心《2013 年度全国风电建设快报》,截至 2013 年底,中国风电累计核准容量 13425 万千瓦;其中,并网容量 7758 万千瓦,在建容量 5667 万千瓦,并网容量占核准容量比例为 58%。2013 年度全国风电新增核准容量 2755 万千瓦,同比增长 10%;新增并网容量 1492 万千瓦,同比增长约 0.6 个百分点。

总体看,近年来电源投资增速有所放缓,随着电网项目陆续投产,电网面临的压力有所下降;但电源结构调整的成效逐步显现,对电网的输配能力提出一定挑战。

从电网投资与建设上看,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。2010~2011 年,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。2012 年受经济增长放缓等因素影响,全国电力消费增长平缓,同期水电出力较多,供需矛盾不再突出。2013 年全社会用电量

5.32 万亿千瓦时、同比增长 7.5%，增速比上年提高 1.9 个百分点，电力供需总体平衡。

电力行业中电网建设与电源建设具有同样举足轻重的地位，长期以来中国电源、电网投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严重不足，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。近年来，电网投资落后于电源投资的局面正在逐步改善，随着中国加强对智能电网的建设，电网投资在电力投资中的比重由 2005 年的 31.1% 上升到 2013 年的 51.2%。2012 年全国电网建设完成投资 3661 亿元，全国基建新增 220kV 及以上输电线路长度 32251km，同比减少 10.9%，主电网输电线路新增长度连续两年出现明显的负增长；全国基建新增 220kV 及以上变电设备容量 182.08GVA，同比减少 14.8%。2013 年，全国电网建设 220 千伏及以上输电线路长度新增 3.95 万千米，变电容量新增 1.96 亿千伏安。中国电网规模连续多年稳居世界首位。

电网供电方面，近年中国电网建设成果显著，青藏直流联网工程、宁东直流输电工程、中俄直流背靠背联网工程等相继投产，电网供电能力及跨区域输送能力继续增强，大范围优化配置资源能力不断提高。截至 2013 年底，全国电网 220 千伏及以上输电线路长度达 53.98 万千米，同比增长 6.4%；其中，交流输电线路 51.81 万千米，直流输电线路 2.17 万千米，变电设备容量 26.23 亿千伏安，同比增长 8.14%。

表 3 国内生产总值年增长率与用电量年增长率
(单位：%)

年份	国内生产总值年增长率	用电量年增长率
2004	10.1	16.6
2005	11.3	12.2
2006	12.7	15.1
2007	14.2	13.8
2008	9.6	6.3
2009	9.2	7.1
2010	10.4	11.1
2011	9.3	9.7

2012	7.8	7.7
2013	7.7	7.7
均值	10.2	10.7

资料来源：世界银行，美国能源信息署

用电需求方面，全国用电量受经济水平影响显著。2004~2013 年，中国国内生产总值的平均年增长率达 10.2%；自 2004 年以来，中国用电量的增长率在大部分年度均超过国内生产总值的增长率。用电量自 2004 年以来的快速增长在很大程度上由工业化进程的快速发展所驱动，同时也受到由人均收入提高而导致的居民用电需求的增长所驱动。根据美国能源信息署相关统计，中国电力年消费量从 2004 年的 19554 亿千瓦时增长到 2013 年的 46244 亿千瓦时，其平均年增长率达到 10.7%。根据“十二五”规划，中国国内生产总值将达到 7.0% 的年均增长率。总体看，随着中国经济的持续稳健发展，中国用电量需求将继续稳定提升。

从各区域的用电量增长情况来看，2013 年东部与中部仍为中国电力消费主要区域，二者合计为 67.4%，占比同比下降 0.5 个百分点；西部电力消费占比有所上升，而东北地区电力消费占比同比有所下降。从增速上看，东部、中部、西部和东北地区全年用电增速分别为 6.6%、6.9%、10.6% 和 4.2%，均高出上年增速。西部地区明显领先于其他地区，占全国用电比重同比提高 0.7 个百分点。

2002 年底，国家按照厂网分开的原则实施电力体制改革，将原国家电力公司所属资产重组组成两家电网公司、五家发电集团公司和四家辅业集团公司。目前，我国电力输配的主要系统包括：国家电网公司，跨区域超大型输配售电企业，业务范围涉及 26 个省；中国南方电网有限责任公司，跨省的区域性输配售电企业，业务范围覆盖 5 个省（广东、广西、云南、贵州和海南）；内蒙古电力集团有限责任公司，业务范围为内蒙古西部地区。各大电网公司业务覆盖区域彼此衔接，通过协作互利，促进中国电力工业的持续发展。

2. 行业关注

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。

2010~2011年，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年以来，全国煤炭均价呈快速回落趋势，总体低位运行。截至2014年5月23日，5000~6000大卡动力煤全国平均价格报收为402元/吨。

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

截至 2014 年 9 月底，公司股东包括安徽省国有资产监督管理委员会（持股 75.16%）、中国信达资产管理股份有限公司（持股 24.84%）。安徽省国资委是公司单一最大股东及实际控制人。

2. 企业规模

截至 2014 年 9 月底，公司拥有 13 对主要矿井，核定生产能力达到 6530 万吨/年。据中国煤炭工业协会统计，2013 年公司在煤炭企业收入百强中名列第 17 位，煤炭产量位列全国煤炭企业产量 50 强第 12 位。

公司煤炭储量丰富，矿区横跨淮南和阜阳市，东西长约 100km，南北倾斜宽约 30km，面积约 3000km²，-1000m 以上已探明保有储量 200 亿吨，-1200m 以上约 300 亿吨，-1500m 以上约 500 亿吨。公司煤矿总储量占安徽省的

74%，华东地区的 50%。国家批准公司开发规划内矿区获得的资源量 295 亿吨，可供公司开采百年以上。经国务院发展研究中心和中国煤炭工业发展咨询研究中心专家认定，淮南矿区煤炭资源是中国东部和南部地区资源最好、储量最大的一块整装煤田，资源优势明显。

公司煤田煤层瓦斯气资源丰富，煤层气资源面积达 2241.9km²，瓦斯气赋存量高达 5928 亿 m³，单位时间瓦斯绝对涌出量与相对涌出量位居全国煤炭企业第一，具有很高的开采和利用价值，同时增加了煤炭开采难度与安全隐患。公司将矿区瓦斯利用到民用燃气、工业用气和瓦斯发电上，变废为宝，具有良好的节能效果、环境效益、经济效益和社会效益。公司现已完成 6 座储气罐、总储气量 16 万 m³ 的建设，同时已经铺设中压管网 25km，低压及庭院入户管网 200km，能满足 10 万户居民同时用气。公司已被列为全国首批循环经济试点企业之一。

淮南矿区内煤种齐全，属 1/3 焦煤为主的多种优质炼焦煤和动力煤，深部拥有肥煤、焦煤和瘦煤等，并拥有丰富的煤层气、高岭土等煤炭伴生资源；煤质优良，具有特低硫、特低磷、高灰熔点、粘结性强、结焦性好等优点，被誉为“环保产品”和“绿色能源”。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员共 10 名，均为大专以上学历，从事相关业务工作和管理工作 20 年以上，领导层的整体素质高。公司总经理和总会计师职位空缺，具体工作由分管财务的副总经理兼任。

公司董事长孔祥喜先生，1962 年生，安徽工商管理学院工商管理硕士同等学历教育，工学学士，正高级工程师。1979 年 9 月至 1983 年 7 月在淮南矿业学院采矿专业学习。1983 年起，历任淮南矿务局潘一矿科研所技术员、高普一区技术员、工程师、副区长，淮南矿务局谢一矿副矿长、矿长，淮南矿务局副局长、

淮南矿业集团副总经理（期间：1999 年 4 月至 2001 年 12 月参加安徽工商管理学院工商管理硕士同等学历教育）。2002 年 7 月任公司党委常委、董事、总经理，2004 年 11 月起，任公司党委常委、副董事长、总经理。2014 年 3 月起，担任公司董事长。

公司总经理王世森，1965 年 8 月出生，安徽合肥人，1989 年 7 月参加工作，1993 年 11 月加入中国共产党，研究生学历，正高级工程师，现任淮南矿业集团董事，党委副书记、总经理。历任淮北矿务局朔里矿采煤一区技术员、淮北矿务局朔里矿团委书记、淮北矿务局朔里矿残采一区副区长、淮北矿务局朔里矿高普区区长、淮北矿务局朔里矿采煤副总工程师；淮北矿务局、淮北矿业集团朔里矿副矿长、矿长；淮北矿业集团副总经理、临涣中利发电公司董事长、党支部书记；2009 年 12 月起担任淮北矿业集团党委常委、副总经理；2010 年 2 月起兼任淮北矿业股份有限公司副总经理；2011 年 3 月起担任淮北矿业集团党委常委，淮北矿业股份有限公司副总经理；2014 年 4 月起担任淮南矿业集团董事、党委副书记、总经理。

截至 2014 年 9 月底，公司在册在岗职工 64630 人。按教育程度分类，大专及大专以上占比 24.00%，高中（含中专、高职）占比 35.00%，初中及初中以下占 41.00%；按岗位性质类别分类，井下、地面生产人员占 82.10%，地面销售人员占 0.70%，管技人员占 6.50%，井下、地面经营管理人员占 8.60%，地面政工人员占 1.10%，其他人员占 1.00%。

总体看，公司高管人员学历较高，行业从业经历较为丰富；公司的工种配置、员工素质符合煤炭行业劳动密集型特点，员工文化素质一般，能满足公司生产经营的实际需要。

4. 技术水平

公司建立了博士后科研工作站，与中国矿业大学联合组建了煤矿瓦斯治理国家工程研

究中心。截至 2014 年 9 月底，公司拥有专业技术人员 9638 人，其中，中国工程院院士 1 人，享受政府特殊津贴人才 35 人，省、部级拔尖人才 7 人，新世纪百千万人才工程国家级人选 1 人，省学术技术带头人 2 人。近几年在铁路下和水体下采煤、奥灰水和太灰水治理、提高回采率、三维地震勘探以及瓦斯治理技术等方面成绩显著，达到了国内先进或领先水平。“十一五”以来，技术创新成果获国家和省部级奖项 54 项，国家授权专利 86 项。

综上所述，公司生产规模较大，煤炭资源丰富，区位优势与产品优势明显，生产技术先进，创新能力较强，在全国煤炭行业中占有重要地位，参与市场竞争的实力较强。

5. 外部环境与支持

公司煤炭主要销往华东地区。华东地区是中国经济最发达的地区之一，也是能源紧缺地区。公司具有较好的市场环境。公司拥有的淮南矿区位于华东腹地、安徽省中北部，紧邻长三角，距上海、杭州约 500 公里，距南京市 250 公里，距合肥市 100 公里，公路、水路、铁路交通畅通，运输便捷。

公司作为全国 14 个大型煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一，是第一家通过国家发展改革委员会审批《中长期发展规划》的单位，是安徽“861”计划和“皖电东送”规划的重要组成部分，列入国家能源战略。公司获得了安徽省财政增值税补贴、施工企业困难补助、煤矸石发电增值税返还、复合水泥退税、高新企业退税等多项政府补助。

五、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。目前董事会由 9 名董事组成，其中省国资委推荐 6 名，信达公司推荐 2 名，职工董事 1 名；公司现有董事 5 人，4 位董事人员目前空缺，安徽省国

资委及其他股东目前尚未选出新派驻董事及监事成员。

公司股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定；公司实行董事会领导下的总经理负责制，并采取总经理办公会议的方式，对重大经营管理活动进行科学决策，以降低决策风险。公司内设 12 个职能部门，内部职责分工明晰，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

母子公司管理体制方面，公司在具体实施中采取由集团统一核算，所属单位分级管理的管理形式，集团对整个企业的经营好坏和盈亏负全责；在经营管理职能方面，集团与子公司各有分工。供、产、销和人、财、物的重要经营管理权力集中在集团，而生产等具体业务下放给子公司，并拥有一定相对独立的权力。

2. 管理水平

随着公司生产经营规模的扩大，2006 年起，公司启动管理转型工作，逐步实施管理体制一体化、管理方式自主化。目前，公司按照现代化企业制度运作模式，在国有资产管理、建设项目管理、安全生产技术管理、营销管理、经营管理、人事管理、财务管理等方面制定了一系列制度和办法，先后出台了近 300 个文件，并严格实施执行，从而整体上提升了公司的管理效率和管理水平。

公司高度重视安全生产，已制定多项安全生产管理制度和操作规程，落实各级领导人员的安全责任，强推安全“三化”管理，加大安全奖励和惩罚力度；同时，以科技创新作为推动力，加大瓦斯治理和综合利用力度。2006 年 4 月，由煤炭企业建设的第一个国家级煤矿瓦斯治理国家工程研究中心在公司成立；在瓦斯管理利用方面，公司设立了瓦斯治理基金等安全专项资金。

公司确立“诚信销售、缔造双赢”的营销理念，实施目标市场战略、通道战略、大户战略、品牌战略和人力资源战略等五大营销战略；制

定了 22 项营销管理制度；制定了煤炭营销规划，明确了公司中长期营销策略；建立了完善的运销管理信息系统；针对不同用户，实施差异化销售政策、结算方式和回款流程管理。

公司实施集团、子分公司二级核算的财务集中管理体制。在销售、供应、资金三方面实施“三集中”高度统一管理；制定和完善了内部控制制度；实施基层财务部门领导委派制；集团统一进行融资管理；进行成本管理转型，实施成本精细化管理，完善消耗定额，实行全成本考核；实施要素资金管理控制，资金使用高度集中。

总体看，公司经营历史较长，已建立了较为规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，运作比较规范。

联合资信同时关注到，2014 年公司下属子公司淮矿现代物流有限责任公司（以下简称“淮矿物流”）发生重大信用风险事件，涉事管理人员相继接受调查，暴露出公司在管理执行及子公司管控方面存在一定漏洞。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务涉及煤炭开采、电力、物流、贸易、房地产及其他辅业。2011~2013 年，公司主营业务收入波动增长，年均增幅 1.17%，物流、电力板块收入均持续增长。

收入构成方面，煤炭采掘业是公司的传统业务，2011~2013 年煤炭业务收入受煤炭价格下跌影响有所下降。2011 年起，公司物流贸易业务收入快速上升，受合并芜湖港股份有限公司影响，2011 年该类收入超过煤炭业务收入，成为公司第一大收入来源。此外，公司电力板块业务收入逐年上升，对公司收入规模有一定贡献。

盈利能力方面，公司推行煤电一体化战略，煤炭板块和电力板块盈利能力具有一定互补性，有效保障了公司盈利水平的稳定，煤炭及电力板块是公司利润的主要来源。近年公司物流贸易业务收入规模快速增加，但受行业特性影响，贸易板块毛利率低，对整体利润贡献小。

2012 年以来，受煤炭行业景气度下滑，公司煤炭业务毛利率同比有所下降，对公司盈利能力形成负面影响。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 451.56 亿元，占 2013 年全年收入的 64.10%，整体毛利率 8.56%。其中，煤炭业务实现营收 103.98 亿元，占 2013 年全年水平的 45.17%，毛利率较 2013 年下降 3.87 个百分点，主要是 2014 年煤炭价格持续下滑所致。

表 4 公司分板块主营业务收入构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	280.06	40.76	29.96	261.61	36.36	30.35	230.21	32.67	13.93	103.98	23.03	10.06
物流贸易	325.93	47.43	2.76	350.38	48.69	0.69	357.07	50.92	2.55	240.48	53.26	2.23
电力	64.13	9.29	22.34	72.59	10.09	23.59	76.67	10.88	31.29	72.09	15.96	27.97
运输	7.06	1.03	56.57	6.75	3.72	68.82	6.24	4.63	48.99	5.51	1.22	48.54
房地产	6.67	0.97	4.27	26.73	0.94	21.90	32.59	0.88	27.86	26.33	5.83	26.54
其他	3.61	0.52	53.79	1.50	0.20	65.13	1.67	0.02	34.94	3.17	0.70	32.50
主营业务小计	687.46	100.00	16.30	719.57	100.00	15.33	704.46	100.00	11.06	451.56	100.00	8.56

资料来源：根据公司提供资料整理

2. 煤炭业务

煤炭生产

截至 2014 年 9 月底，公司拥有 13 对生产矿井，原煤核定产能 6530 万吨/年。2011~2013 年原煤产量分别为 6703.14 万吨、6935.58 万吨和 6184.80 万吨。受煤炭行业整体下行及进口

煤冲击影响，公司 2013 年煤炭产量有所下降。2014 年 1~9 月，公司生产原煤 4050.29 万吨，占 2013 年全年产量的 65.49%。

表 5 公司生产矿井简况

(单位: 万吨)

名称	煤种	剩余可采年限 (年)	产能	2012 年产量	2013 年产量	2014 年 1~9 月产量
新庄孜矿	QM、1/3JM、JM	33.4	400	275.02	303.00	156.92
谢一矿	1/3JM、JM、SM	40.8	330	340.17	269.92	85.80
潘一矿	QM、1/3JM	71.7	500	630.67	548.87	376.05
潘三矿	QM、1/3JM	27.2	500	481.29	480.01	298.07
谢桥矿	QM、1/3JM	86.1	800	1116.67	889.23	583.83
张集矿	QM、1/3JM	62.6	1240	1364.00	1173.71	886.10
李嘴孜矿	1/3JM	2.3	90	95.67	81.63	33.01
潘二矿	QM	36.4	330	357.67	335.35	182.03
顾桥矿井	QM、1/3JM	63.5	900	1157.97	941.15	663.45
顾北矿	QM、1/3JM	75	300	396.67	330.60	260.44
丁集矿井	QM、1/3JM	65.7	500	586.67	591.33	407.18
朱集矿	QM、1/3JM	79.2	400	133.11	240.00	65.96
合计			6290	6935.58	6184.80	4050.29

资料来源: 公司提供

注:1.QM 指气煤, 1/3JM 指 1/3 焦煤, SM 指瘦煤; 2.公司下属潘北矿 2012~2013 年产量分别为 171.16 万吨和 190.16 万吨, 2014 年起公司不再将潘北矿纳入其生产矿井, 公司 2012~2013 年煤炭产量已剔除潘北矿产量。

近几年, 随着矿区由老区向新区转移、由浅部开采向深部开采, 公司结合矿区瓦斯大、地质条件复杂、水大、地压大以及成本高等诸多不利因素, 以“一通三防”为重点, 开展瓦斯综合治理, 改革采煤方法和巷道支护技术, 采用综采、综放、轻放、简放、高档普采等多种新工艺与技术, 矿区的安全条件与生产技术有了很大提高, 采煤机械化程度、掘进机械化程度、原煤全员效率等指标均有较大提升, 百万吨死亡率逐年下降。目前公司的各项指标达到了国内煤炭行业的先进水平。

公司于 2014 年 1 月 15 日发布重大事项公告: 2014 年 1 月 14 日, 公司下属朱集煤矿工作面上风巷修巷时发生冒落事故。事故造成 1 人遇难。

表 6 公司煤炭生产指标概况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
-----	--------	--------	--------	-----------------

采煤机械化程度 (%)	94.88	96.51	97.12	97.32
掘进机械化程度 (%)	95.14	95.81	96.46	96.36
全员效率 (吨/工)	4.815	4.971	4.145	3.605
死亡率 (人/百万吨)	0.103	0.070	0.078	0.148

资料来源: 公司提供

煤炭销售

公司的煤炭产品以动力混煤为主, 主要供应电力企业, 由煤炭销售分公司集中统一销售。根据公司的原煤开采能力, 每年可洗选商品煤约 5800 万吨, 其中, 公司自有电厂可消耗约 200 万吨, 联营均股电力企业可消耗约 600 万吨, 剩余商品煤对外销售。

公司产品销售方式分为重点合同煤和水运地销煤两类。重点合同煤采取大客户直销方式销售, 已与中石化、浙江能源、中电投、大唐电力、华能电力、国电电力、华润集团、杭钢、马钢、新钢、安徽海螺集团等 19 家大客户建立了长期战略合作伙伴关系, 合同煤销量占总销

量比例稳定在 80%以上。较高的合同煤销售比例有助于公司保持较高的产销率水平。

在销售区域方面，公司地处华东腹地，除供应安徽省内市场外，主要供给华东六省一市，安徽省是公司的主要销售区域。

表 7 公司煤炭销售区域概况（单位：%）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
本省	71.88	72.13	71.40	70.56
外省	28.12	27.87	28.60	29.44

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司重点合同煤采用年初预收部分煤款并确定全年销量，月度滚动结算，年底统一调价调差结算的方式。水运地销煤销

售价格随行就市。由于公司与主要合同煤销售客户均为长期合作关系，且公司作为华东地区主要的动力煤供应商，具备较强的区域定价权，但公司主要销售市场为华东沿海区域，将直接面对进口煤的竞争，产品售价受国际煤价影响较大。2013 年受进口煤炭冲击，公司煤炭销售均价下滑至 460.80 元/吨，同比下降 13.34%。截至 2014 年 9 月底，公司煤炭价格进一步下跌至均价 413.81 元/吨。

总体看，较高的合同煤销售比例导致公司商品煤价格波动幅度小于行业平均水平，同时也降低了煤价波动对公司业绩的影响。但煤炭价格的持续下行，对公司盈利能力造成较大冲击。

表 8 公司煤炭分品种销售情况

	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
煤种	销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)
混煤	4334.15	520.72	4142.56	519.64	3936.71	447.06	2393.13	401.38
块煤	35.99	809.59	22.08	661.00	20.99	559.00	9.77	524.05
精煤	268.19	1391.06	234.97	1181.62	445.07	892.89	423.01	684.57
洗混	152.21	457.87	170.93	521.68	201.53	426.87	147.30	393.60
筛末煤	1.28	583.91	2.66	447.00	2.72	355.00	1.27	320.58
煤泥	186.99	222.26	271.00	150.00	354.97	86.00	251.32	84.57
合计	4978.82	556.58	4844.20	531.73	4961.99	460.80	3225.79	413.81

资料来源：公司提供

注：商品煤销量不含公司控（均）股电厂内部消耗量。

煤炭运输

煤炭运输方式上，2013 年公司铁路直达、铁水联运、内河水运和公路运输等运输方式占比分别为：内河水运占比 6.94%、铁路运输占比 76.78%，公路运输占比 13.26%。

铁路运输成本低于公路，较大比例的铁路运输销售有助于公司降低成本，增强产品竞争力。目前，铁道部和上海铁路局已把公司作为战略基地，制定了亿吨煤战略基地煤炭外运和提高二通道运能的方案，为公司今后的煤炭外运奠定了基础。

3. 电力、物流及其他业务板块

电力板块

公司电力板块运营实体为淮南矿业集团电力有限公司，下辖 270MW 新庄孜电厂、270MW 潘三电厂及 2×330MW 顾桥电厂。

除控股电厂外，公司通过煤电联营的方式分别以丁集煤矿作为出资与中电投上海电力股份有限公司合资组建淮沪煤电有限责任公司（下辖 2×630MW 田集电厂）、以顾北煤矿作为出资与浙江能源集团公司合资组建淮浙煤电有限责任公司（下辖 2×630MW 凤台电厂），公司持有上述 2 家企业股权均为 50%。

此外，公司参股 13 家电力企业，截至 2014 年 9 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规

模 867.90 万千瓦。

表 9 公司控股、均股及参股电力公司情况

单位	股权比率(%)	装机容量 (万千瓦)	权益容量 (万千瓦)	发电量(亿度)		营业收入(万元)		利润总额(万元)	
				2013 年	2014 年 1~9 月	2013 年	2014 年 1~9 月	2013 年	2014 年 1~9 月
一、全资电			120.00	61.00	40.62	218818.90	142678.97	27759.10	13967.90
1、新庄孜厂	100	27	27.00	10.12	6.41	37773.78	23665.92	-3426.69	-4494.43
2、潘三厂	100	27	27.00	13.80	9.92	49130.46	34798.85	3198.30	2734.09
3、顾桥厂	100	66	66.00	37.08	24.29	131914.67	84214.20	27987.49	15728.24
二、均股电			126.00	157.68	186.11	556142.00	648495.94	68415.69	127893.70
1、凤台电	50	2×63	63.00	80.53	96.92	283926.00	338032.04	29726.10	58410.04
2、田集电	50	2×63	63.00	77.15	89.19	272216.00	310463.90	38689.59	69483.66
三、参股电			621.90	894.42	617.66	3287984.00	2222330.11	480644.90	382803.65
1、国电黄	49	2×65	63.70	65.82	45.72	258598.00	178550.86	28757.00	32208.61
2、国电九	49	2×35 +1×66	66.64	59.97	47.28	246270.00	179900.63	25330.85	17224.65
3、国电蚌	20	2×63	25.20	76.85	53.97	271872.00	189520.30	41861.05	38975.88
4、国电铜	24	2×63	30.24	76.00	50.84	264099.00	172764.29	41042.70	27421.06
5、华能巢	30	2×60	36.00	72.52	50.37	254775.00	169701.00	35381.00	20309.00
6、华电芜	35	2×66	46.20	76.44	53.08	273239.00	188115.73	63291.20	48411.14
7、皖能合	49	1×63	30.87	55.87	49.04	210194.00	179490.35	24609.80	32702.16
8、皖能铜	49	2×32 +1×105	82.81	95.54	62.52	346426.00	225658.90	67232.86	47089.87
9、湖北葛	49	2×60	58.80	60.70	39.12	232370.00	148507.83	40496.31	31801.53
10、皖能马	49	2×66	64.68	74.80	51.67	270903.00	181232.00	54439.00	37481.00
11、中电国	25	2×64	32.00	79.43	52.86	280795.00	183108.00	43750.00	34265.00
12、中电国	42	2×64	53.76	66.44	39.76	255422.00	148680.00	42164.00	20986.00
13、大唐田	50	1×32 +1×30	31.00	34.04	21.42	123021.00	77100.22	-27710.87	-6072.25
合 计			867.90	1113.10	844.39	4062944.90	3013505.02	576819.69	299954.79

资料来源：公司提供

注：公司仅将控股电厂和均股电厂收入计入主营业务收入，电厂实际收入与电力收入统计口径略有区别。

2013 年，公司电力板块收入规模进一步扩大，盈利能力受益于煤炭行业整体下滑进一步提升。近三年公司电力板块收入及毛利率水平持续上升，2013 年电力板块实现营业收入 76.67 亿元，受益于煤炭价格下滑，板块毛利率 31.29%。2014 年 1~9 月，公司电力板块实现营业收入 72.09 亿元，受电力需求增速下滑影响，电力设备运行小时数有所下降，导致板

块毛利率下降至 27.97%。

整体上，公司参股电厂盈利能力低于控（均）股电厂，主要是由于控（均）股电厂均为煤矿坑口配套电厂，有效节约了原料电煤的运输成本。中长期看，公司煤电一体化业务模式有助于规避单一煤炭价格波动风险，提高综合抗风险能力；大量参股电力企业有助于稳定公司下游客户群，保障公司的稳健运营。未来

公司计划对部分参股电厂实行增资控股，继续扩大煤电联营规模。

物流贸易板块

在煤电主业之外，公司根据自身靠近长江内河航道的区位优势 and 煤炭生产需要，积极开展物流业务。公司物流业务将向产业链物流、钢材、煤机采购等供应链物流方向发展，沿长江航道构建完整物流运输体系。

2010 年，公司以淮矿现代物流公司及铁路运输公司股权对上市公司芜湖港储运股份有限公司，2014 年 9 月 1 日更名为安徽皖江物流（集团）股份有限公司（SH.600575，以下简称“皖江物流”）出资，进而成为皖江物流第一大股东，经过重组整合后，公司物流运输板块资产及收入规模快速提升。

港口装卸方面，芜湖港地处中国东部沿海经济发达地区和西部内陆地区的结合部，是长江煤炭能源输出第一大港和安徽省最大的货运、外贸、集装箱中转港，国家一类口岸，年通过能力 5000 万吨；现有码头 55 座，库场面积 60 多万平方米，拥有各类装卸设备 115 台（套）。铁路运输方面，公司拥有自营铁路 216.23 公里，车站 18 座，内燃机车 16 台，大型捣固机一台，年运输能力达到 7000 万吨，成为淮南潘一、潘二、潘三及谢桥矿区煤炭外运的重要通道。

2013 年，公司物流贸易实现收入 357.07 亿元，毛利润 9.50 亿元，同比分别上升 16.80% 和 287.76%；2014 年 1~9 月公司物流业务实现营业收入 240.48 亿元，毛利润 5.24 亿元。

总体看，公司依托有利的区位地理优势，通过收购整合皖江物流，实现了物流贸易业务的快速发展，极大地提升了公司的整体收入规模，但贸易行业竞争激烈，毛利率低，该板块对公司利润规模贡献有限。联合资信同时关注到，贸易物流行业交易规模大、频次高，近年物流业务形成大额应收应付类款项，在一定程度上加大了公司面临的风险敞口。

其他业务

公司主营业务中其他业务主要包括运输、房地产、工程施工及其他类。其中，按照公司规划，房地产业务将作为公司“十二五”期间的主业之一予以重点发展。

公司房地产业务由子公司淮矿地产有限责任公司（以下简称“淮矿地产”）承担，其主要承担矿区的棚户区改造、生态环境修复、公司自用办公楼及职工用房建设三大任务。

截至 2014 年 6 月底，已开工面积 503.08 万平方米，竣工面积 259.98 万平方米，已移交安置 25591 户，累计完成投资 230.33 亿元。2013 年全年房地产业务实现营业收入 32.94 亿元，毛利润 9.08 亿元；2014 年 1~6 月房地产业务实现营业收入为 15.61 亿元，毛利润 2.51 亿元。

除主营业务收入外，公司其他业务收入主要为材料销售、专供水电、废旧物资处置、出租固定资产等辅业，收入及利润规模均较小。

4. 经营效率

2011~2013 年，公司资产总额年均复合增长率达 10.22%，所有者权益年均下降 1.76%，营业收入年均复合增长分别为 1.17%。

2011~2013 年公司销售债权周转次数受应收类资产规模保持较大规模同时营业收入下降的影响，公司销售债权周转次数持续下降，2013 年为 4.57 次。2011~2013 年公司存货规模持续增长，存货周转次数持续下降，2013 年为 3.90 次。2011~2013 年公司总资产周转次数逐年下降，2013 年为 0.48 次。

公司近年应收类资产及存货规模持续上升，经营效率指标有一定下降。同时，2014 年淮矿物流发生重大信用风险事件，暴露出公司账面部分应收账款及应收票据存在较大坏账风险。上述 2011~2013 年的经营效率指标仅具部分参考价值。

5. 在建工程

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建项目 5 个，其中，煤矿建设（扩建）项目 3 个，主要

是内蒙古矿井建设；选煤厂项目 1 个；运输线路建设项目 1 个，在建项目合计总投资 185.49

亿元，截至 2014 年 9 月底已完成投资 96.58 亿元。

表 10 截至 2014 年 3 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	项目概况	资金来源	总投资额	累计投资
1	潘集选煤厂	主要用于洗、选煤，年入选原煤 1200 万元。	企业自有资金、银行贷款	15.54	0.85
2	潘谢矿区铁路田集站中转场及联络线工程	新建田集站中转场及联络线，改造接轨站田集站，建设与铁路相关的配套工程。	企业自有资金	2.22	0.30
3	泊江海孜矿	井田位于内蒙古鄂尔多斯市杭锦旗塔然高勒矿区，井田面积 59.6km ² ，资源量 6.76 亿吨	企业自有资金、银行贷款	58.15	35.26
4	唐家会矿	井田位于鄂尔多斯市准格尔旗薛家湾镇西北约 4km 处，资源量 9.7 亿吨。	企业自有资金、银行贷款	61.78	37.52
5	色连二矿	井田位于鄂尔多斯市东胜区罕台庙镇，距东胜区 13km，总体规划面积 105km ² ，资源量 10.3 亿吨。	企业自有资金、银行贷款	47.80	22.65
	合计			185.49	96.58

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司树立了以“煤电一体化、煤矿开采技术服务”为第一主业，以“港口物流及多元投资”为第二主业，以“房地产开发经营”为第三主业的发展思路，未来发展将围绕“煤、电、路、港、航”五大产业，建设综合型能源企业。

煤炭开采方面，公司拟重点建设项目 26 个，淮南本土项目 22 个，西部资源项目 4 个，权益总投资 808.76 亿元。淮南本土项目主要包括对朱集矿、潘一矿、顾桥矿等矿井的扩能改造，各项目预计于 2015~2016 年逐步完工。西部资源项目将以现有矿点为主，并有计划地向已有矿点周边矿区收购资源。至“十二五”末期，公司原煤年产能预计可达 1 亿吨。

电力项目方面，公司重点建设项目 6 个，包括全资电厂 3 个，合资电厂 2 个，煤电联营合作电厂项目 1 个，权益总投资 267.97 亿元。项目包括潘集电厂一期、山南热电厂、田集电厂二期、凤台电厂二期等。同时，公司将逐步提高对参股电厂的股权比例，通过配套煤炭资源的方式逐步控股现有的部分参股电厂。

技术研发及技术服务方面，公司拟投资 11.91 亿元建设国家煤炭工程技术研究院，进一步提升公司在瓦斯安全治理等方面的综合技术实力。

港口物流项目方面，公司重点建设项目 3

个，主要为煤炭储配中心及物流园区建设，总投资 52 亿元。

房地产业方面，公司重点建设项目 7 个，主要为保障房及城市化配套建设项目，包括淮南本土项目 4 个，皖江城市带项目 3 个，合计总投资 440.6 亿元。

整体看，公司未来发展路径明晰，主要围绕煤电主业进行投资，随着在建矿井及电厂的逐步投产，未来收入和利润规模有望持续提升，并巩固其领先的市场地位。

另一方面，煤炭行业景气下行，供大于求形式短期内难以改观，公司盈利能力面临较大冲击，在建矿井未来经营压力上升；煤电联营模式有助于规避煤炭价格下行风险，但公司盈利能力的趋势性好转有赖于宏观经济及煤炭下游需求的全面复苏。考虑到公司对外投资规模大、盈利能力下滑且资产负债水平较高，公司对外部融资渠道存在较强的依赖性，短期内债务负担仍将维持较高水平。

七、重大事项

2014 年 9 月 10 日，公司发布公告称公司控股上市公司皖江物流 9 月 9 日晚间公告，其全资子公司淮矿物流于 2014 年 9 月 5 日因无足额资金支付到期债务，作为第一被告被中国民生银行上海分行起诉。截至 2014 年 9 月 5

日，淮矿物流在银行等金融机构的 20 多个账户已经全部冻结，冻结金额共计 1.5 亿元。此外，公司同时公告称皖江物流于 2014 年 4 月进行换届选举，皖江物流原董事、常务副总经理，淮矿物流董事长王晓秀离职，皖江物流在对其进行离任审计过程中，发现淮矿物流的应收款项存在重大坏账风险，淮矿物流预计将出现重大亏损。

2014 年 9 月 24 日，皖江物流发布公告称淮矿物流债权总额 161.57 亿元（按债权净额反映），其中已到期债权 109.7 亿元，未到期债权 51.87 亿元。部分债权设定了担保，担保种类主要有：一般保证、股权质押、生产设备抵押、个人家庭财产担保等。由于担保物的实际价值存在不确定性、法律认定上是否有瑕疵也需进一步查证，故暂不能确定上述担保物是否能够实现对上述已设定担保债权的全覆盖。同时，淮矿物流债务总额 167.49 亿元，其中已到期债务 20.69 亿元，未到期债务 146.8 亿元。根据债权人性质将债务划分为金融类债务和非金融类债务，金融类债务总额 127.18 亿元，涉及 19 家银行，其中已到期债务 9.98 亿元，未到期债务 117.2 亿元。非金融类债务 40.31 亿元，其中已到期债务 10.71 亿元，未到期债务 29.6 亿元。

2014 年 10 月 28 日，皖江物流发布公告称安徽省淮南市中级人民法院正式受理淮矿物流重整申请。

淮矿物流重整导致公司失去对其的实际控制权，不再将其纳入 2014 年 9 月底合并报表范围。同时，公司就公司本部及子公司对淮矿物流的长期股权投资、应收债权、担保及其他资产计提了相关减值。此举导致 2014 年 9 月底公司资产总额和净资产有所下滑，资产负债率上升，2014 年前三季度利润总额出现较大额度亏损，对公司经营和财务状况均有较大不利影响。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了经瑞华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审审计报告，以及未经审计的 2014 年 1~9 月报表。

2013 年合并报表范围为 15 家子公司，合并报表范围变化对公司本期财务数据无重大影响。

截至 2013 年底，公司资产总额合计 1559.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 318.05 亿元；2013 年公司实现营业收入 712.52 亿元，利润总额 0.10 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 1469.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 277.75 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 452.98 亿元，利润总额 -37.49 亿元。

2. 资产质量

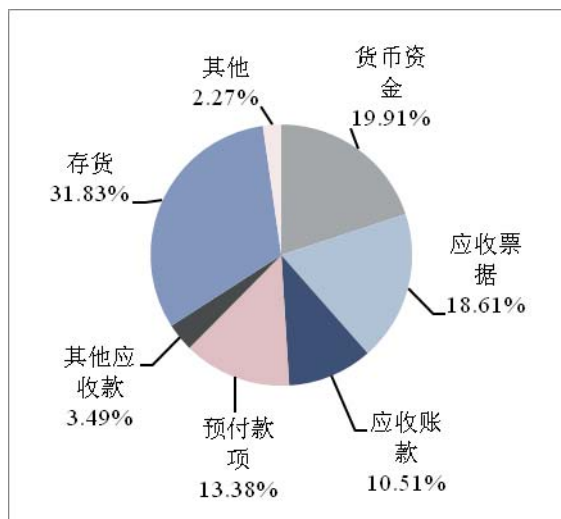
2011~2013 年，公司总资产规模快速增长，年均增幅为 10.22%。截至 2013 年底，公司资产总额为 1559.09 亿元，较上年增长 9.88%；其中流动资产合计占 34.85%，非流动资产合计占 65.15%，公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 1469.44 亿元，较 2013 年年底下降 5.75%，主要是流动资产大幅下降所致，尤其是应收票据和应收账款下降明显。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 7.59%；截至 2013 年底，公司流动资产合计 543.39 亿元，主要由存货（占 31.83%）、货币资金（占 19.91%）、应收票据（占 18.61%）、预付款项（占 13.38%）和应收账款（占 10.51%）构成。

图5 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司存货逐年增长，年均复合增长15.76%；截至2013年底，公司存货账面余额合计172.97亿元，较上年增长14.73%，主要是由于子公司淮矿地产有限责任公司房地产开发成本快速上升，以及原材料价格上涨所致，且煤炭行业持续低迷也导致公司库存商品有所上升。公司存货构成中，原材料占5.23%，库存商品占19.68%，开发成本占75.07%，其它为0.02%。公司对库存商品计提跌价准备0.22亿元，但未对开发成本计提减值准备，存在一定不确定性。

2011~2013年，公司货币资金持续下降，年均下降14.66%。截至2013年底，公司货币资金合计108.19亿元，较上年下降20.67%。公司货币资金主要由银行存款构成，其中8.97亿元为法定存款准备金，受限占比较低。

2011~2013年，公司应收账款快速增长，年均复合增长32.08%；截至2013年底，公司应收账款余额为57.14亿元，主要原因是下游客户结算占款上升。公司采用个别认定法计提坏账准备的应收账款为11.30亿元，主要是与华东电网公司、安徽省电力公司淮南供电公司等电网企业之间的未结算电费；公司采用组合测试（账龄分析）法计提坏账准备的应收账款50.99亿元，其中账龄1年以内占97.82%；公

司共计提3.15亿元的坏账准备，计提比例为6.18%，计提比例基本合理。

2011~2013年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合增长21.13%，其中2011~2012年增长幅度较大，主要原因是物流贸易客户采用票据结算的比例较高；截至2013年底，公司应收票据余额为101.13亿元，较上年年底下降0.51%，变化幅度不大。

2011~2013年，公司预付款项年均复合增长43.95%，增长幅度较快；截至2013年底，公司预付款项合计72.70亿元，较2012年底增长21.34%，增长仍主要来自于物流贸易板块的预付货款，其中一年内款项占94.52%，账龄在1~3年合计占比5.37%，账龄在三年以上的占比0.11%。

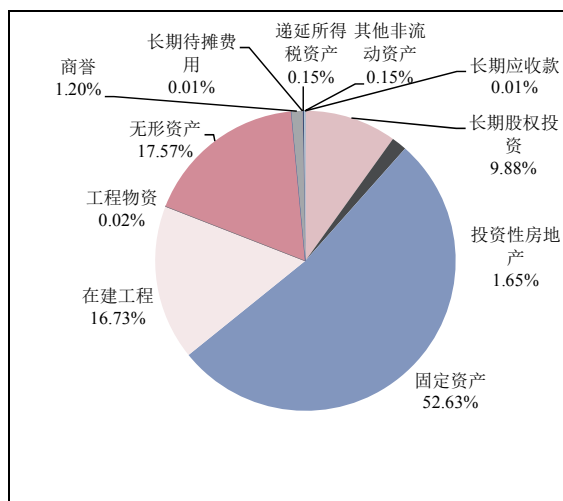
其它流动资产方面，2011~2013年，公司其它应收款波动中有所下降；截至2013年底，公司其它应收款余额为18.96亿元，较上年年末下降69.34%，主要原因是上年支付的股权收购款于本年办理工商变更手续后转入长期股权投资。2013年底，公司共计提0.70亿元坏账准备，计提比例为3.69%，计提比例基本合理。

截至2014年9月底，公司流动资产合计460.18亿元，较2013年底下降15.31%，主要是应收票据和应收账款大幅度下降。截至2014年9月底，应收票据和应收账款分别下降52.76亿元和21.28亿元，增长率分别为-52.17%和-37.24%，公司流动资产下降主要是公司淮矿物流不再纳入公司合并报表范围所致。

非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增长11.71%；截至2013年底，公司非流动资产合计1015.70亿元，较2012年增长9.88%，以固定资产（占51.91%）、在建工程（占16.50%）、无形资产（占17.32%）和长期股权投资（占9.75%）为主。

图6 截至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，公司固定资产保持稳定增长趋势，年均复合增长9.15%；截至2013年底，公司固定资产净额为527.22亿元，仍以房屋建筑和机器设备为主，分别占比53.69%和31.30%，资产质量尚可。

截至2013年底，公司在建工程合计167.59亿元，较上年增长幅度较大，增长率为34.30%，主要为棚户区改造工程、顾桥矿南风井、田集电场二期工程、华新矿工程、中北矿工程等，均为公司之前在建工程的后续投入。

2011~2013年，公司为无形资产波动中有所增长，年均复合增长22.89%；截至2013年底，公司无形资产净值为175.97亿元，较上年年末增长60.73%，主要原因是2013年新增采（探）矿权金额较大，新增70.32亿元。

截至2014年9月底，公司非流动资产合计1009.26亿元，规模较上年年底减少0.63%，主要系固定资产减少所致，构成上变化不大。

整体来看，近年来公司资产规模快速扩张，目前资产构成以非流动资产为主。公司流动资产中，应收票据、货币资金等现金类资产占比较大，资产流动性较好；而非流动资产以固定资产、无形资产和在建工程为主，整体资产质量较好。同时公司受淮矿物流事件影响，2014年9月底资产规模有所下滑，流动资产中应收票据和应收账款规模急剧收缩。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益合计波动中略有下降，截至2013年底，公司所有者权益合计318.05亿元，较2012年底下降3.95%，减少部分主要为资本公积、专项储备和未分配利润，但公司所有者权益构成无大幅度变化。2013年，公司主要投资者安徽省人民政府国有资产监督管理委员会收购了建设银行安徽省分行持有的公司2.07%的股权，实收资本总量无变化。

截至2013年底，其中归属母公司所有者权益合计238.03亿元，同比下降6.35%，主要构成为股本（占82.01%）、资本公积（占5.07%）、专项储备（占10.90%）、盈余公积（占0.92%）和未分配利润（占1.10%）。

截至2014年9月底，公司所有者权益合计277.75亿元，较上年年底下降12.67%，其中归属母公司所有者权益合计212.32亿元，较2013年年底下降10.80%，且全部系未分配利润和资本公积减少所致。公司受淮矿物流影响，2014年三季度出现巨额亏损，导致未分配利润为负。

整体看，淮矿物流事件对公司所有者权益稳定性造成一定的不利影响。

负债

2011~2013年，公司负债规模年均增长14.07%，增长速度较快，主要来自流动负债的增长；截至2013年底，公司负债总额合计1241.04亿元，较上年年末增长14.09%。其中，流动负债占比67.20%，非流动负债占比32.80%，债务结构以短期债务为主，符合公司经营特点。

2011~2013年，公司流动负债持续快速增长，年均复合增长24.50%；截至2013年底，公司流动负债合计833.99亿元，同比增长27.50%。从公司流动负债的结构来看，占比较大的科目包括短期借款、应付票据、应付账款、

预收账款和其它应付款项。

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 36.70%；截至 2013 年底，公司短期借款合计 236.87 亿元，较上年年末增长 58.82%，主要原因是短期借款的增加以弥补 2013 年度流动资金的不足，其中主要短期借款为信用借款。

2011~2013 年，公司应付票据也呈增长趋势，年均复合增长 11.53%；截至 2013 年底，公司应付票据合计 140.15 亿元，较上年同期增长 13.46%。公司应付票据为商业承兑汇票和银行承兑汇票，占比分别为 15.15%和 84.85%。

2011~2013 年，公司应付账款逐年增长，年均增长 12.40%；截至 2013 年底，公司应付账款余额 85.61 亿元，主要为购买大型设备的应付款和未结算的工程款。

截至 2013 年底，公司其它应付款项余额为 88.25 亿元，三年复合增长 11.34%，主要为未结算棚户区改造工程所欠费用。

截至 2013 年底，公司其它流动负债的构成主要包括一年内到期的非流动负债和其它流动负债，年末余额分别为 95.05 亿元和 104.99 亿元，三年复合增长率分别为 30.87%和 164.57%，较上年年末分别上升 64.16%和 12.90%。其中，一年内到期的非流动负债主要为到期长期信用借款和一年内到期的应付债券（“09 淮南矿 MTN1”5 年期 4 亿元，“09 淮南矿 MTN2”5 年期 10 亿元，“09 淮南矿业债”5 年期 15 亿元）；其他流动负债主要包括公司 2013 年发行的 3 期短期融资券（“13 淮南矿业 CP001”25 亿元、“13 淮南矿业 CP002”29 亿元和“13 淮南矿业 CP001”30 亿元）和 1 期非公开定向票据（“13 淮南矿 PPN002”180 天 20 亿元）。

2011~2013 年，公司非流动负债有所波动，变化不大，年均下降 1.05%；截至 2013 年底，非流动负债总额为 407.05 亿元，主要由长期借款（46.93%）、应付债券（占 35.18%）和长期应付款（占 11.03%）构成。

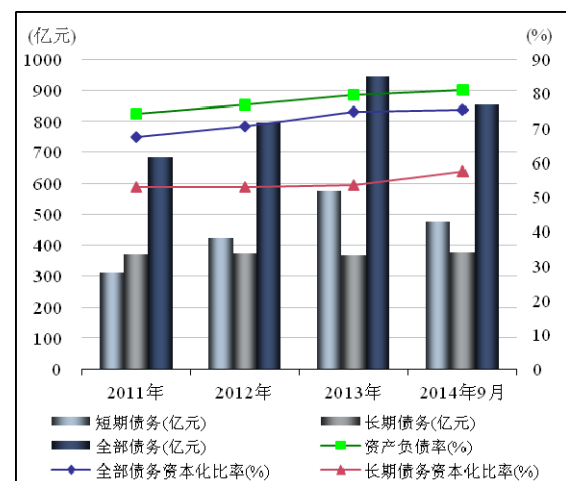
2011~2013 年，公司长期借款持续下降，年均下降 14.82%；截至 2013 年底，公司长期借款余额为 191.02 亿元，较上年年末降低 19.37%，其中信用借款和抵押借款下降幅度较大。截至 2013 年底，公司应付债券余额为 143.18 亿元，为公司 2010 年以来发行的公司债券、中期票据和公开定向票据。截至 2013 年底，公司长期应付款 44.91 亿元，其中应计入有息债务的为 32.19 亿元，主要是为满足业务快速扩张及新建项目需要而采取融资租赁方式租入机器设备形成的应付租赁款。

债务指标方面，2011~2013 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均略有所升，2013 年分别为 53.53%、74.79%和 79.60%，长期偿债压力略有增加。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 1191.68 亿元，较期初下降 3.98%，其中非流动负债占比增加为 39.87%。同期，公司债务负担继续上升，长期债务资本化比率为 57.59%，全部债务资本化比 75.44%，资产负债率为 81.10%。

整体看，公司负债率高，债务负担重。

图 7 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

4. 盈利能力

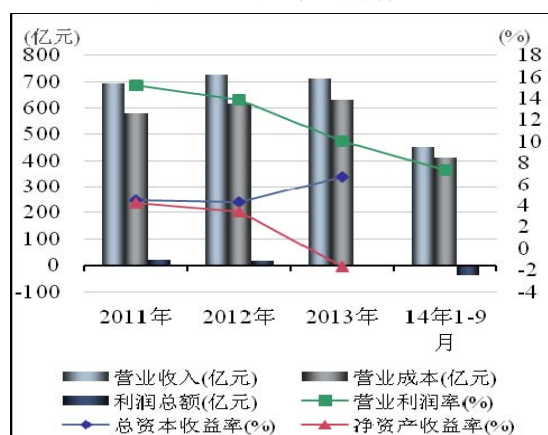
2011~2013 年，公司营业总收入年均复合增长 1.16%；2013 年，公司实现营业总收入 712.52 亿元，较上年下降 2.15%。2013 年，煤

炭行业持续低迷的行情以及较低的煤炭价格负面地影响了公司煤炭板块的营业收入，为营业收入下降的主要因素；而公司非煤矿业务板块如电力、房地产的营业收入均连续三年上升，发展状况良好，形成了以煤炭行业为主的多元化发展格局，其中电力板块的发展有一定能力对冲煤炭价格走低带来的负面影响。2013年，公司实现利润总额0.10亿元，盈利状况不佳。

2011~2013年，公司营业总成本年均复合增长4.39%，增速略高于营业总收入的增速。2011~2013年，公司的管理费用波动中有所下降，三年平均降低1.74%；2013年，公司管理费用为49.23亿元，同比下降12.36%，公司管理费用控制能力有所提高。

2011~2013年，公司投资收益分别为-2.73亿元、4.00亿元和16.23亿元，呈快速增长趋势。公司的长期股权投资仍主要集中于电力企业，参股电厂经营状况较好，公司按权益法核算确认的投资收益持续快速上升。2013年，公司营业外收入7.56亿元，同比下降22.47%，主要包括采煤塌陷搬迁安置补助及其它政府补助，下降主要原因是政府补助与上年相比减少5.73亿元。

图8 公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2013年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为10.00%、0.34%和-1.65%。其中营业利润率同比下降

3.83个百分点，主要原因是煤炭业务和房地产业务毛利率下降；受利润总额下降的影响，总资本收益率和净资产收益率在2013年均有所下降。

2014年1~9月，公司实现营业总收入452.98亿元，占2013年营业总收入的63.57%，同期，公司实现利润总额-37.49亿元，亏损原因一方面是煤炭行业景气持续低迷，导致公司商品煤销量及售价持续下降，对煤炭主业形成负面影响，导致同期公司营业利润率持续下滑，减少2.69个百分点，为7.31%。

另一方面，淮矿物流重整事项导致公司将公司本部及子公司对淮矿物流的长期股权投资、应收债权、担保及其他资产计提了大额减值，2014年1~9月，公司共计提资产减值准备23.41亿元。考虑到公司2014年前三季度财务数据未经审计，且淮矿物流重整事项尚在推进中，未来不排除公司进一步计提资产减值的可能性。

整体看，2012年以来，受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭板块盈利能力较弱，导致公司盈利能力下降；淮矿物流重整事项导致2014年前三季度出现大额亏损。

5. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2011~2013年，公司流动比率和速动比率均值分别为76.55%和54.46%，其中三年流动比率分别为87.25%、88.39%和65.16%；速动比率分别为63.26%、65.34%与44.42%。2013年流动比率和速动比率较上年均有所下降，主要是短期借款快速增长所致；2011~2013年公司经营现金流动负债比波动下降，分别为13.53%、2.65%与5.80%。总体看，流动指标和速动指标一般，经营性现金流对流动负债覆盖程度处较低水平，短期债务规模快速上升，公司存在一定短期支付压力。

从长期支付能力看，2011~2013年公司EBITDA规模波动中有所下降，分别为119.68

亿元、120.49 亿元和 94.94 亿元；EBITDA 利息保障倍数分别为 3.83 倍、3.24 倍与 1.06 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降；2011~2013 年，随着公司债务的快速增长，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.71 倍、6.78 倍和 9.94 倍，有所上升。整体看，公司长期偿债指标持续弱化，但 EBITDA 对全部债务的保护能力处于适宜水平。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保总额 15.92 亿元，其中对淮北矿业集团有限公司担保 14.92 亿元，对淮北矿业集团亳州煤业股份有限公司担保 1 亿元，担保比率为 5.73%，公司或有风险较小。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得授信总额 706.96 亿元，已使用授信额度 211.08 亿元，尚未使用额度 495.88 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用信息报告（编号：G1034040300009100N），截至 2015 年 1 月 21 日，公司存在已结清不良信贷信息记录，其中有 2 笔不良类贷款，181 笔关注类贷款，无未结清不良信贷信息记录。

公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对煤炭行业前景的基本判断、对公司财务及经营风险的识别，以及公司在资源储量、市场地位、地理区位、产业链协同等方基础面素质的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

煤炭是中国的基础能源和原料，煤炭工业是重要的基础产业，在国民经济中占有重要的战略地位。

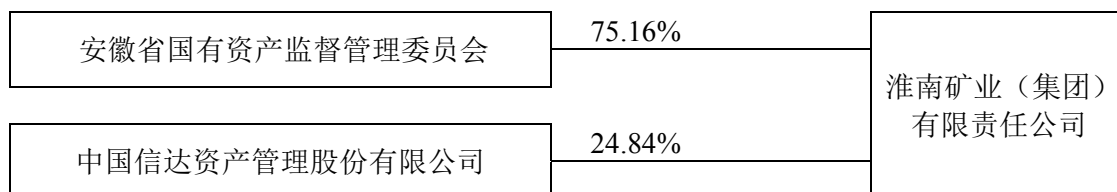
公司作为中国 14 个大型煤炭基地和 6 个大型煤电基地之一，具备较强的综合实力及规模优势；公司以形成了较为完善的煤电一体化产业链，有助于规避单一煤价波动风险；港口物流业务的快速发展有助于增强公司与下游客户的供销衔接。

公司目前经营情况稳定，整体资产质量较好，债务负担重，但整体偿债能力保持适宜水平。联合资信同时关注到，煤炭行业景气下行导致公司盈利能力受到一定影响，较高的人工、安全、利息等费用性支出依然制约公司盈利能力提升。

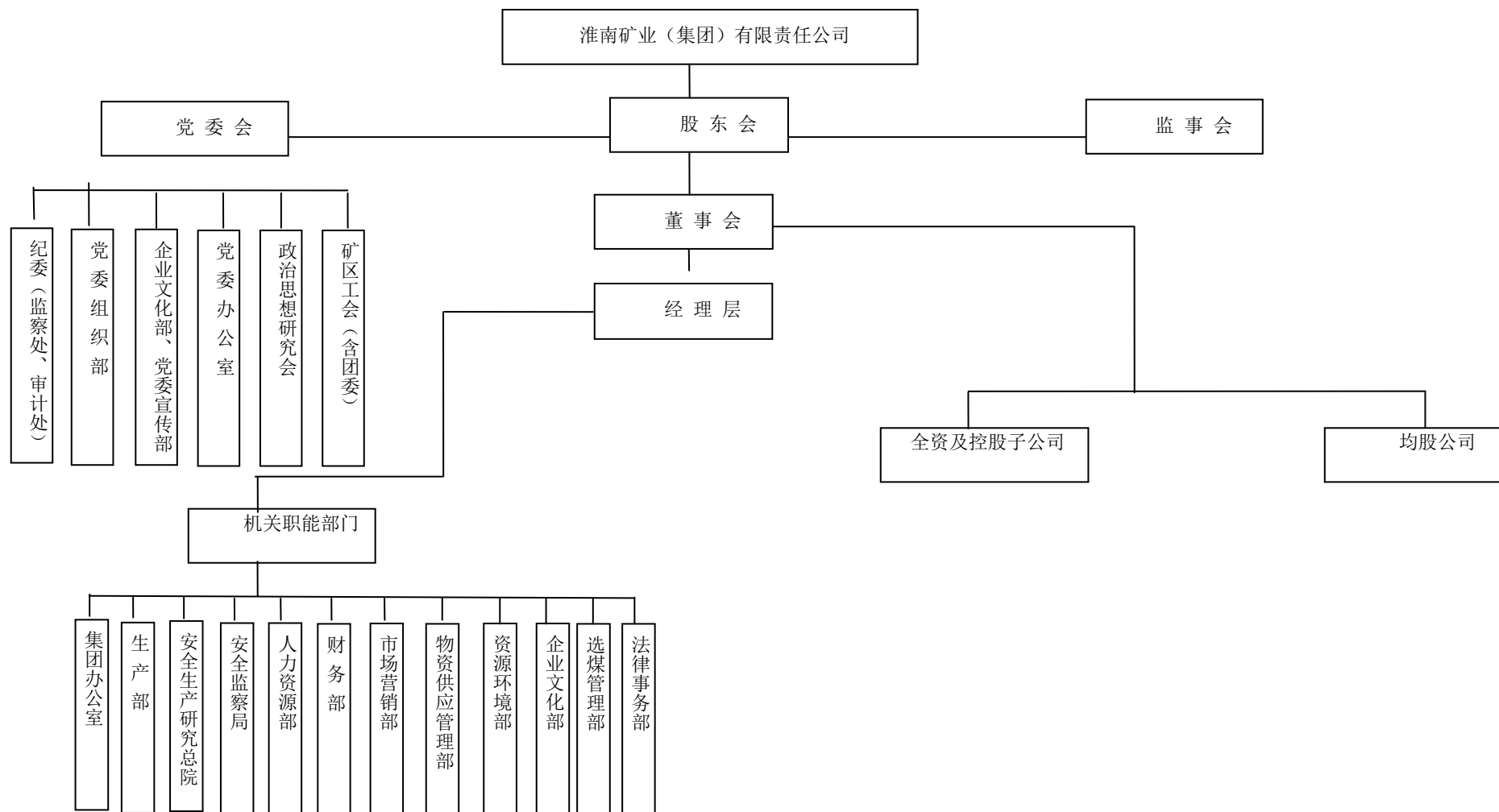
2014 年公司三级子公司淮矿物流发生重大信用风险事件，导致资不抵债并进入资产重组。该事件导致公司对淮矿物流失去实际控制权，不再将其纳入 2014 年 9 月底合并报表范围。同时，公司就公司本部及各子公司对淮矿物流的长期股权投资、应收债权、担保及其他资产均计提了减值准备，导致公司 2014 年三季度出现大额亏损，总资产和净资产规模也有一定程度下滑。考虑到公司 2014 年前三季度财务数据未经审计，淮矿物流重整事项尚在推进中，未来不排除公司进一步计提相关资产减值的可能性。联合资信对公司的评级展望为负面。

总体来看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	218.26	240.96	211.57	173.04
资产总额(亿元)	1283.34	1419.47	1559.09	1469.44
所有者权益(亿元)	329.57	331.74	318.05	277.75
短期债务(亿元)	309.92	423.57	577.06	476.11
长期债务(亿元)	372.39	374.25	366.39	377.16
全部债务(亿元)	682.84	817.30	943.45	853.28
营业收入(亿元)	696.34	728.17	712.52	452.98
利润总额(亿元)	20.47	16.95	0.10	-37.49
EBITDA(亿元)	119.68	120.49	94.94	--
经营性净现金流(亿元)	72.79	17.33	48.39	11.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.85	5.71	4.57	--
存货周转次数(次)	4.50	4.41	3.90	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.54	0.48	--
现金收入比(%)	111.37	116.26	122.11	101.16
营业利润率(%)	15.25	13.83	10.00	7.31
总资本收益率(%)	4.47	4.29	0.34	--
净资产收益率(%)	4.24	3.40	-1.65	--
长期债务资本化比率(%)	53.05	53.06	53.53	57.59
全部债务资本化比率(%)	67.43	70.67	74.79	75.44
资产负债率(%)	74.32	76.66	79.60	81.10
流动比率(%)	87.25	88.39	65.16	64.22
速动比率(%)	63.26	65.34	44.42	38.20
经营现金流动负债比(%)	13.53	2.65	5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.24	1.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.71	6.78	9.94	--

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
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

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 淮南矿业（集团）有限责任公司 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）将在淮南矿业（集团）有限责任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。

淮南矿业（集团）有限责任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。淮南矿业（集团）有限责任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淮南矿业（集团）有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现淮南矿业（集团）有限责任公司出现重大变化，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。

如淮南矿业（集团）有限责任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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如淮南矿业（集团）有限责任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淮南矿业（集团）有限责任公司、主管部门、交易机构等。

