

信用等级公告

联合[2014] 1613 号

联合资信评估有限公司通过对淮南矿业（集团）有限责任公司及其拟发行的 2014 年度第二期中期票据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

淮南矿业（集团）有限责任公司

2014 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十二月十八日



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.lhratings.com

淮南矿业（集团）有限责任公司

2014 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

列入信用评级观察名单

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：置换银行贷款

评级时间：2014 年 12 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	1283.34	1419.47	1559.09	1595.40
所有者权益(亿元)	329.57	331.74	318.05	318.13
长期债务(亿元)	372.39	374.25	366.39	399.62
全部债务(亿元)	682.84	817.30	943.45	981.57
营业收入(亿元)	696.34	728.17	712.52	144.32
利润总额(亿元)	20.47	16.95	0.10	-1.47
EBITDA(亿元)	119.68	120.49	94.94	--
经营性净现金流(亿元)	72.79	17.33	48.39	4.61
营业利润率(%)	15.25	13.83	10.00	10.68
净资产收益率(%)	4.24	3.40	-1.65	--
资产负债率(%)	74.32	76.66	79.60	80.06
全部债务资本化比率(%)	67.43	70.67	74.79	75.52
流动比率(%)	87.25	88.39	65.16	71.29
全部债务/EBITDA(倍)	5.71	6.78	9.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.24	1.06	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.98	6.02	4.75	--

注：2014 年一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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“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。

随着公司本部及外省新（扩）建矿井逐步达产，公司煤炭生产规模有望继续扩大；同时，公司依托参控股电厂的煤电联营模式稳步推进，有助支撑其综合抗风险能力。

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”）因存在重大信用风险事件，导致其债务偿还存在不确定性。目前该公司已进入重整阶段，鉴于此次事件对淮南矿业经营和财务状况的影响程度不确定，且对淮南矿业的盈利能力和偿债能力的影响尚待进一步评估，故联合资信已于 2014 年 9 月 30 日将其列入信用评级观察名单。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低。

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。
4. 公司经营性现金流和EBITDA对本期中期票

据保障能力强。

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年一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物流已进入重整阶段，鉴于此次事件对淮南矿业经营和财务状况的影响程度不确定，且对淮南矿业的盈利能力和偿债能力的影响尚待进一步评估。联合资信已于2014年9月30日将淮南矿业列入评级观察名单。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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 2014 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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 3 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”）、中国信达资产管理公司（下称“信达公司”）和中国华融资产管理公司（下称“华融公司”），其中，安徽省国资委持有公司股权 74.95%，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 3 月底，公司资产总额为 1595.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 318.13 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 144.32 亿元，利润总额-1.47 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、本期中期票据概况

公司拟于 2014 年注册并发行额度为 20 亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”）。

本期中期票据无担保。公司计划将募集资金用于置换银行贷款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在第 4 个计息年度内保持不变（为初始基准利率加上初始利差¹）。如公司在每年计息年度结束时不行使赎回权，则自第 4 个计息年度起，每三年重置一次票面利率。在第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每三年重置票面利率，调整至当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围子公司）向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且公司存在

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司未付息且拖欠行为持续 5 个工作日内，或公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，本期中期票据主承销商及联席主承销商将即刻启动投资者保护机制，召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济

结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹

性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的

建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，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。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有	基础	查明	占比（%）
--	----	----	----	-------

	储量	储量	资源量	保有储量	基础储量	查明资源
全国	1842	3326	1043	100.	100.	100.
晋陕	1233	2096	6651	66.9	64.1	63.7
新甘	130.	260.	1454	7.07	16.8	13.9
宁青	31	21			1	4
西南	183.	290.	903	9.95	8.62	8.66
东北	54.9	148.	324	2.98	2.48	3.11
华东	128.	288.	594	6.96	4.30	5.69
中南	83.3	162.	329	4.52	2.35	3.15
京津	29.1	80.3	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

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。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠

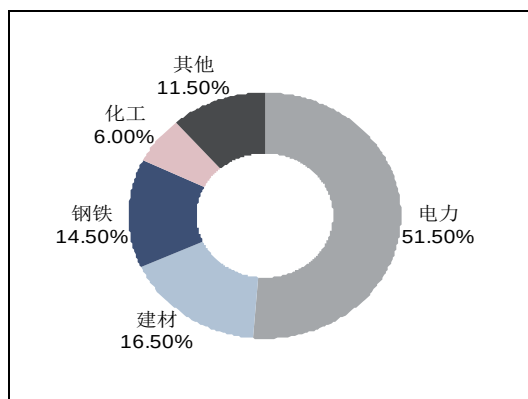
久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

2008~2009 年，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。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。2012 年四季度以来，煤炭行业出现较为明显的下行趋势，在进口煤的持续冲击下，国内煤炭企业经营环境恶化，部分高成本煤矿逐步退出市场，行业整体集中度有所提升，行业龙头的市场地位持续增强。

行业需求与供给

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

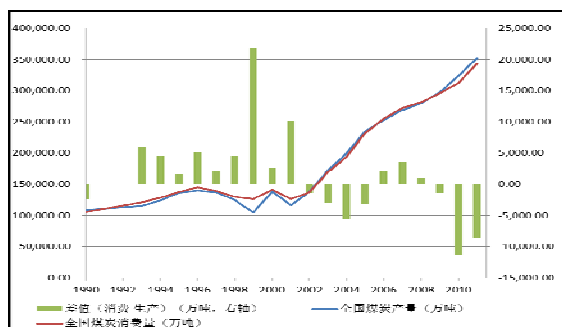
图1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从2003年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至2013~2015年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了2003~2008年的快速增长期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

图2 近年中国煤炭生产消费总量（单位：亿吨）

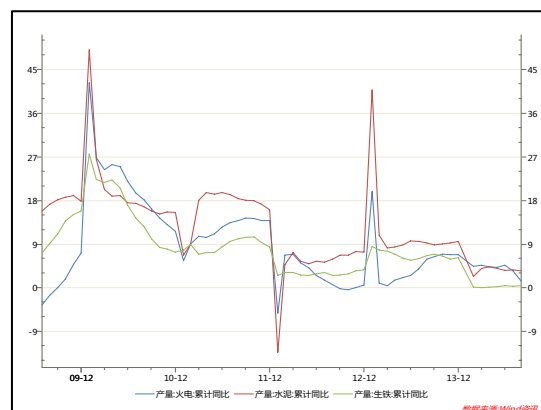


资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放

缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制。2011年四季度起，煤炭行业供大于求格局逐步显现。

图3 2010年以来煤炭下游主要行业产量增速（单位：%）



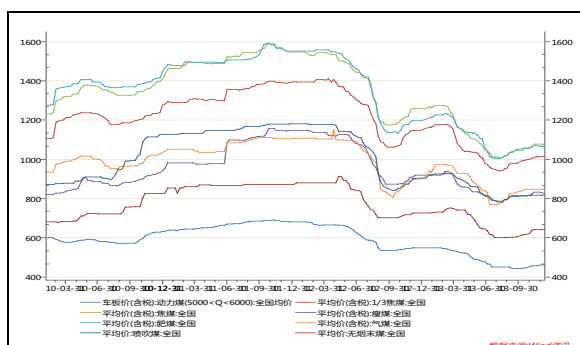
资料来源：国家统计局，联合资信整理

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、冶金煤和喷吹煤，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。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至2014年8月31日，全国焦煤平均价700元/吨，同比下降22.22%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的振荡下行导致业内企业经营压力持续上升。

图4 国内主要煤炭交易品种含税均价
(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，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33亿吨，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。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，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。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧

共存，部分地区较为突出。

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。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭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。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。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。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一

产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国历史上曾长期作为世界主要的煤炭出口国，随着国内能源需求上升及煤炭出口关税政策的调整，自2004年以来，中国煤炭出口量逐年下降，并于2009年成为煤炭净进口国。

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求

量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年至今国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。2014年10月8日煤炭进口关税调整，对各煤种征收3%~6%不等的进口关税，有助于减少煤炭进口量，在一定程度上缓解供需矛盾。

煤炭资源税改革

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。

总体来看，煤炭行业整体供大于求，煤炭价格低位运行的情况下，新增税负将主要由煤炭企业承担，煤炭终端价格上升幅度有限，同时此次资源税改革明确提出要在彻底清理各类地方规费的基础上改革资源税，确保不增加煤企负担，实质上是将现行的临时性清费政策予以长效制度化约束，从此次政策颁布时点上看，应该是地方性规费清理工作已经取得阶段性成果，此时实行资源税改革对市场各方的冲击较小，对煤企整体成本影响有限。

3. 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。

地方性规费清理

随着煤炭行业景气持续下滑,2013年下半年,包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策,不同于2012年,此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费(资源补偿费、维简费等)、下调铁路运费等,从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价

格水平已经接近煤炭企业长期平均成本,企业通过自身内部控制降低成本(降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等)的空间已经相当有限,对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%,清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本。

4. 行业发展

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。

2012年下半年以来,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,煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划,“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部,稳定中部,发展西部”,山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力,新开工规模6.5亿吨,占全国新增量的87%,特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设,晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善,区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，煤炭行业受 2009 年 4 万亿规模的投资负面影响较大，产能过剩明显，2012 年下半年以来，煤炭需求下滑严重，行业整体景气度恶化，煤炭价格由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。短期内，煤炭行业供需总量宽松、结构性过剩态势将难以改变，煤炭行业景气度仍将处于低谷，长期来看煤炭行业作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营

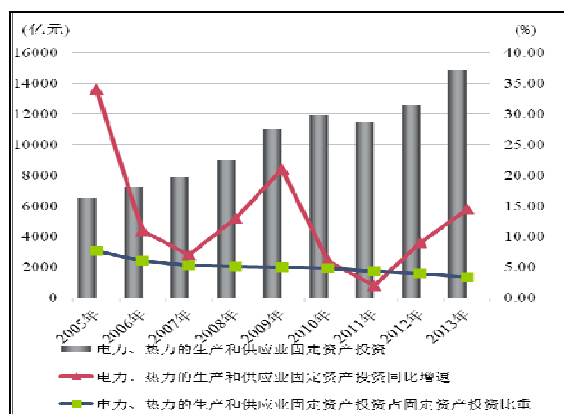
活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

（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 5 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%。

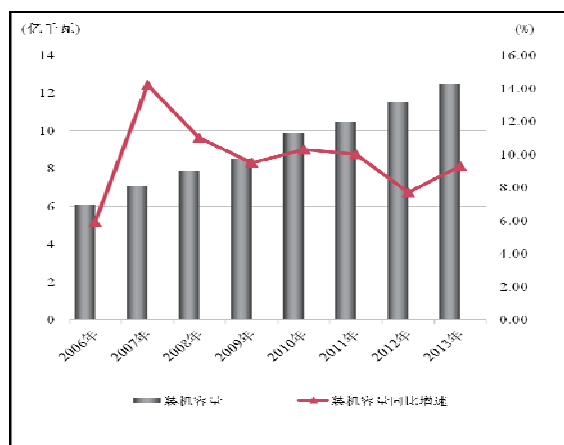
2003~2007年的五年间，全国发电装机容量进入高速增长阶段，从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2007年底的7.13亿千瓦，年均增速超过14%。针对电力行业投资过热的状况，国家出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至2012年底全国发电装机11.45亿千瓦，同比增长7.8%。

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6 2006~2013年中国发电装机容量变动情况

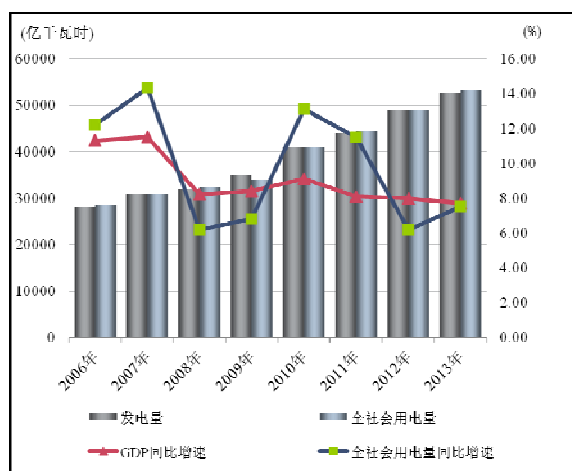


资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

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。

图7 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

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2 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	64	1
国电集团	1.23	10.00	53	1
大唐集团	1.15	9.35	51	1
华电集团	1.13	9.19	47	9
中电投集团	0.90	7.32	34	7
合计	5.84	47.48	25	4

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。

（三）物流行业

1. 行业现状

目前，国内物流业发展形势良好，物流需求逐年显著增加。2011年中国社会物流总额158.4万亿元，按可比价格计算，同比增长12.3%，增幅比上年回落2.7个百分点。物流业增加值为3.2万亿元，按可比价格计算，同比增长13.9%，增幅比上年提高0.8个百分点。但费用仍远高于世界平均水平，世界平均水平物流

总费用与GDP的比率10%左右（美国2010年社会物流总费用与GDP的比例约为7.7%），整体上看物流效率相对较低，物流费用较高。随着物流相关政策措施落地，费用的降低物流业将会得到优势发展。

根据中国物流与采购联合会2013年5月23日发布数据，一季度全国社会物流总额43.3万亿元，按可比价格计算，增长9.4%。

数据显示，一季度工业品物流总额39.6万亿元，占全社会物流总额的91.5%，同比增长9.5%，增速比去年同期回落2.1个百分点；进口货物物流总额达到2.9万亿元，占全社会物流总额的6.7%，同比增长8.5%，增速比去年同期回升6.4个百分点；农产品物流总额、再生资源物流总额、单位与居民物品物流总额可比分别增长3.4%、8.4%和24.7%。与此同时，一季度社会物流总费用2.1万亿元，同比增长10%，增速比去年同期回落2.2个百分点；实现物流业增加值8685亿元，按可比价格计算，同比增长7.7%，增幅也比去年同期回落3.1个百分点。

2. 行业政策

2009年3月国务院正式发布中国第一个物流行业发展规划《物流业调整与振兴规划》，强调要加快物流企业的兼并重组，支持大型物流企业对分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加盟合作。

2011年6月8日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作。会议指出，2009年3月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来，物流业快速发展，产业发展水平不断提升。但随着《规划》的深入实施，一些不适应物流业发展的政策问题进一步显现，制约了产业发展。必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。会议提出“要切实减轻物流企业税收负担”、“要加大对物流业的土地政策支持力度”、“要促进物流车辆便利通行”、“要改进对物流企业的管理”、“要鼓励整合物流设施资

源”、“要推进物流技术创新和应用”、“要加大对物流业的投入”、“要促进农产品物流业发展”等物流“国八条”。

3. 煤炭物流

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可行性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，也是一种比较现实的选择。

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，物流灵敏程度远低于零售业，发展前景巨大。煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境。

4. 行业前景

中国经济的迅速发展，必将带动与物流业相关的经济指标，如工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、生产资料销售额和进出口总额等进一步增长。随着物流市场的不断发展，国内物流企业加快了资源整合和业务

创新，物流企业的集中度将进一步提高。从物流运作环节来看，物流业更多地进入供应物流、生产物流和回收物流，加紧向制造业渗透，一体化的物流服务将有较快发展。从物流功能环节来看，配送、包装、加工、信息服务等发展速度快于运输和仓储等传统服务。从物流企业的运作模式来看，有明确市场定位、有自身经营特色、能够提供一体化服务的企业，将获得更大市场份额，业务创新和增值服务成为物流企业主要的竞争手段。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 3 月底，公司股东包括安徽省国有资产监督管理委员会（持股 74.95%）、中国信达资产管理股份有限公司（持股 24.84%）和中国华融资产管理股份有限公司（持股 0.21%）。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 3 月底，公司拥有 13 对主要矿井，核定生产能力达到 6530 万吨/年。同时，公司配套选煤厂 14 座，设计入洗能力 7780 万吨/年。据中国煤炭工业协会统计，2013 年公司在中国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两市，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。公司总经济师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 3 月底，公司在册在岗职工 65654 人。按教育程度分类，大专及大专以上学历占比 22.87%，高中(含中专、高职)占比 35.16%，初中及初中以下占 41.97%；按岗位性质类别分类，井下、地面生产人员占 29.40%，地面销售人员占 0.78%，管技人员占 14.68%，井下、地面经营管理人员占 1.83%，地面政工人员占 1.15%，其他人员占 52.16%。

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 3 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处于华东腹地、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。

六、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，管理风险较低。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率有望进一步提高。

七、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 年随着煤炭产量提升，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 1~3 月，公司实现主营业务收入 142.92 亿元，占 2013 年全年收入的 20.29%，整体毛利率 11.64%。其中，煤炭业务实现营收 32.04 亿元，占 2013 年全年水平的 13.91%，毛利率较 2013 年增长 5.03 个百分点，主要是 2014 年初公司加强对成本控制使得毛利率有所提升。

表 3 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 1~3 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	32.04	22.42	18.96
物流贸易	325.93	47.43	2.76	350.38	48.69	0.69	357.07	50.92	2.55	76.45	53.49	2.42
电力	64.13	9.29	22.34	72.59	10.09	23.59	76.67	10.88	31.29	24.46	17.11	26.74
运输	7.06	1.03	56.57	6.75	3.72	68.82	6.24	4.63	48.99	0.99	0.69	89.61
房地产	6.67	0.97	4.27	26.73	0.94	21.90	32.59	0.88	27.86	8.90	6.23	24.49
其他	3.61	0.52	53.79	1.50	0.21	65.13	1.67	0.01	34.94	0.08	0.06	--
主营业务小计	687.46	100.00	16.30	719.57	100.00	15.33	704.46	100.00	11.06	142.92	100.00	11.64

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 3 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、7106.74 万吨

和 6374.96 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 1~3 月，公司生产原煤 1428.81 万吨，占 2013 年全年产量的 22.41%。

表 4 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 1~3 月产量
新庄孜矿	QM、1/3JM、JM	33.4	400	275.02	303.00	53.81

谢一矿	1/3JM、JM、SM	40.8	330	340.17	269.92	27.36
潘一矿	QM、1/3JM	71.7	500	630.67	548.87	143.73
潘三矿	QM、1/3JM	27.2	500	481.29	480.01	102.06
谢桥矿	QM、1/3JM	86.1	800	1116.67	889.23	172.02
张集矿	QM、1/3JM	62.6	1240	1364.00	1173.71	286.14
李嘴孜矿	1/3JM	2.3	90	95.67	81.63	21.70
潘二矿	QM	36.4	330	357.67	335.35	53.27
顾桥矿井	QM、1/3JM	63.5	900	1157.97	941.15	246.52
顾北矿	QM、1/3JM	75	300	396.67	330.60	94.42
丁集矿井	QM、1/3JM	65.7	500	586.67	591.33	144.43
朱集矿	QM、1/3JM	79.2	400	133.11	240.00	38.82
潘北矿	QM、1/3JM	71.8	240	171.16	190.16	44.53
合计			6530	7106.74	6374.96	1428.81

资料来源：公司提供

注：QM 指气煤，1/3JM 指 1/3 焦煤，SM 指瘦煤

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。此次事故导致公司 2014 年死亡率有所上升。

表 5 公司煤炭生产指标概况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
采煤机械化程度 (%)	94.88	96.51	97.12	97.35
掘进机械化程度 (%)	95.14	95.81	96.46	96.88
全员效率 (吨/工)	4.815	4.971	4.145	3.796
死亡率 (人/百万吨)	0.103	0.070	0.078	0.210

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 6 公司煤炭销售区域概况 (%)

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
本省	71.88	72.13	71.40	74.57
外省	28.12	27.87	28.60	25.43

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，年底统一定价调差结算的方式。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%。

2014 年 1~3 月，公司煤炭价格进一步下跌至均价 445.80 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 7 公司煤炭分品种销售情况

煤种	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	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	773.28	440.45
块煤	35.99	809.59	22.08	661.00	20.99	559.00	2.56	585.41
精煤	268.19	1391.06	234.97	1181.62	445.07	892.89	123.84	787.70
洗混	152.21	457.87	170.93	521.68	201.53	426.87	33.53	439.99
筛末煤	1.28	583.91	2.66	447.00	2.72	355.00	0.76	350.78
煤泥	186.99	222.26	271.00	150.00	354.97	86.00	78.80	88.46
合计	4978.82	556.58	4844.20	531.73	4961.99	460.80	1012.77	445.80

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。

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 3 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规模 867.90 万千瓦。

3. 电力、物流及其他业务板块

电力板块

表 8 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 1-3 月	2013 年	2014 年 1~3 月	2013 年	2014 年 1~3 月
一、全资电 厂			120	61	14.29	218818.9	51184.71	27759.1	5556.59
1、新庄孜 厂	100	27	27	10.12	2.17	37773.78	8502.64	-3426.69	-1166.52
2、潘三厂	100	27	27	13.8	3.56	49130.46	12674.42	3198.3	1428.47

3、顾桥厂	100	66	66	37.08	8.56	131914.67	30007.65	27987.49	5294.64
二、均股电厂			126	157.68	56.92	556142	196838.11	68415.69	25800.47
1、凤台电厂	50	2×63	63	80.53	35.92	283926	124037.85	29726.1	17182.7
2、田集电厂	50	2×63	63	77.15	21	272216	72800.26	38689.59	8617.77
三、参股电厂			621.9	894.42	218.01	3287984	788719.35	480644.9	110298.43
1、国电黄金埠	49	2×65	63.7	65.82	11.66	258598	45946.9	28757	3363.38
2、国电九江	49	2×35 +1×66	66.64	59.97	15.51	246270	60252.26	25330.85	7127.09
3、国电蚌埠	20	2×63	25.2	76.85	17.33	271872	60973.94	41861.05	9043.24
4、国电铜陵	24	2×63	30.24	76	18.58	264099	64133.66	41042.7	10120.64
5、华能巢湖	30	2×60	36	72.52	17.65	254775	61819	35381	9663
6、华电芜湖	35	2×66	46.2	76.44	17.35	273239	60915.88	63291.2	11266.3
7、皖能合肥	49	1×63	30.87	55.87	19	210194	70859.84	24609.8	11121.88
8、皖能铜陵	49	2×32 +1×105	82.81	95.54	17.88	346426	63874.52	67232.86	5895.75
9、湖北葛店	49	2×60	58.8	60.7	16.9	232370	62989.35	40496.31	13320.15
10、皖能马鞍山	49	2×66	64.68	74.8	19.92	270903	70405	54439	14576
11、中电国际平圩	25	2×64	32	79.43	19.53	280795	67082	43750	8958
12、中电国际大别山	42	2×64	53.76	66.44	18.89	255422	70833	42164	9249
13、大唐田家庵电厂	50	1×32 +1×30	31	34.04	7.81	123021	28634	-27710.87	-3406
合 计			867.9	1113.1	289.22	4062944.9	1036742.17	576819.69	141655.49

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 1~3 月，电力板块实现营业收入 24.46 亿元，板块毛利率为 26.74%。

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（SH.600575，以下简称“芜湖港”）出资，进而成为芜湖港第一大股东，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 1~3 月公司物流业务实现营业收入 76.45 亿元，毛利润 2.27 亿元。

总体看，公司依托有利的区位地理优势，通过收购整合芜湖港，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。

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 3 月底，已开工面积 363.04 万平方米，竣工面积 165.37 万平方米，已移交安置 21197 户，累计完成投资 185.62 亿元。2013 年全年房地产业务实现营业收入 32.59 亿元，毛利润 9.08 亿元；2014 年 1~3 月房地产业务

实现营业收入为 8.90 亿元。公司 2014 年 1~3 月房地产营业收入大幅下降原因系上年度存量房销售较多，今年房产销售量下降。

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。

受应收类资产及存货规模增大影响，销售债权周转次数和存货周转次数有所下降，整体看，公司经营效率尚可，但存在一定经营压力。

5. 在建工程

截至 2014 年 3 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 3 月底已完成投资 79.79 亿元。

表 9 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 万吨。	企业自有资金、银行贷款	15.54	0.24
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	--
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	32.55
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	31.53
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	15.47
	合计			185.49	79.79

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管理”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 2015~2015 年逐步完工。西部资源项目将以现有矿点为主，并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。

八、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安徽皖江物流(集团)股份有限公司（以下简称“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，物流公司董事长王晓秀离职，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。

截至目前，公司正逐步梳理淮矿物流对其整体资产及经营情况的影响。联合资信考虑到此次事项对公司资产及收入产生较大的负面影响，同时由于淮矿物流对公司造成的最终资产损失尚不明确，故已于 2014 年 9 月 30 日将其列入信用评级观察名单，并对后续事件对公司的影响持续观察。

九、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 1~3 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 3 月底，公司资产总额为 1595.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 318.13 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 144.32 亿元，利润总额-1.47 亿元。

2. 资产质量

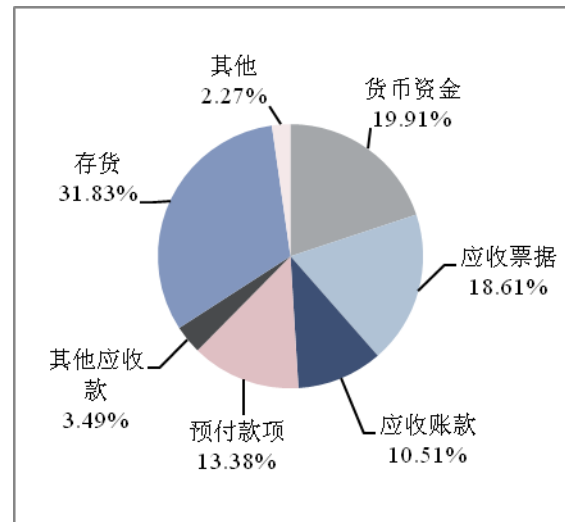
2011~2013 年，公司总资产规模快速增长，年均增幅为 10.22%。截至 2013 年底，公司资产总额为 1559.09 亿元，较上年增长 9.88%；其中流动资产合计占 34.85%，非流动资产合计占 65.15%，公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 1595.40 亿元，较 2013 年年底增长 2.33%，主要是流动资产增长所致，尤其是货币资金增长。

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 8 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。

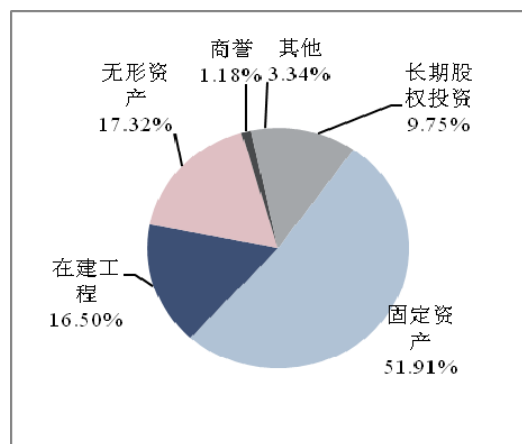
截至 2013 年 3 月底，公司流动资产合计 582.45 亿元，较 2013 年底增长 7.19%，主要来源于货币资金和存货的增长。截至 2013 年 3 月底，货币资金和存货分别增长 26.92 亿元和 23.85 亿元，增长率分别为 23.88%和 13.79%；

而应收账款下降幅度较大，较 2013 年底减少 38.54 亿元，变动率为-67.44%。

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 9 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 3 月底，公司非流动资产合计 1012.95 亿元，规模及构成较 2013 年底均无明显变化。

整体来看，近年来公司资产规模快速扩张，资产构成以非流动资产为主，稳定性较好。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，尤其在 2014 年第一季度货币资金增长幅度较大，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。

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 3 月底，公司所有者权益合计 318.13 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 238.23 亿元，与上年年底相比均无明显变化。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

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。

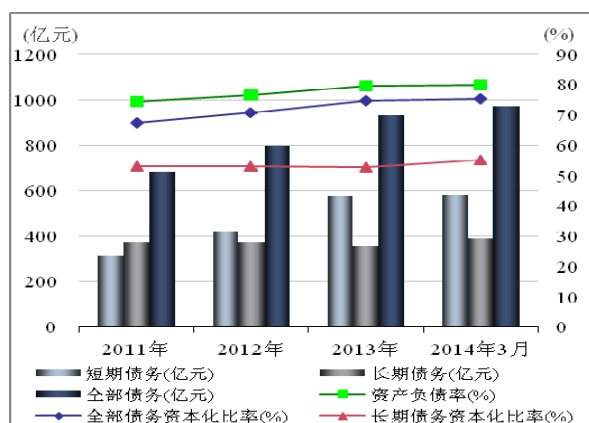
截至 2013 年底，公司其它流动负债的构成主要包括一年内到期的非流动负债和其它流动负债，年末余额分别为 95.05 亿元和 104.99 亿元，三年复合增长率分别为 30.87% 和 164.57%，较上年年底分别上升 64.16% 和 12.90%。其中，一年内到期的非流动负债主要为到期长期信用借款和一年内到期的应付债券（“09 淮南矿 MTN1” 5 年期 4 亿元，“09 淮南矿 MTN2” 5 年期 10 亿元，“09 淮南矿业债” 5 年期 15 亿元）；其他流动负债主要包括公司 2013 年发行的 3 期短期融资券（“13 淮南矿业 CP001” 25 亿元、“13 淮南矿业 CP002”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

图 10 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

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 3 月底，公司负债总额为 1277.27 亿元，较期初增长 2.92%，负债结构变化不大。同期，公司债务负担继续上升，长期债务资本化比率为 55.68%，全部债务资本化比 75.52%，资产负债率为 80.06%。

整体看，公司负债率高，债务负担重。

4. 盈利能力

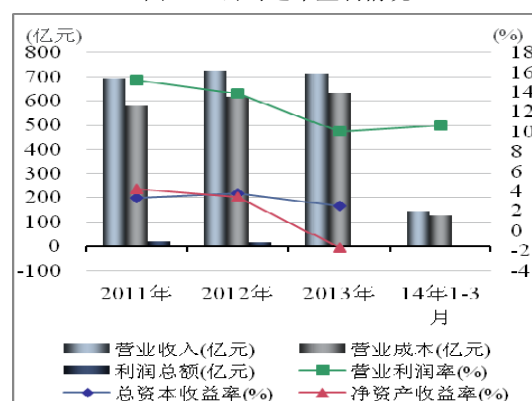
2011~2013 年，公司营业总收入年均复合

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 11 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，总资产收益率和净资产收益率在2013年均有所下降。

2014年1~3月，公司实现营业总收入144.32亿元，占2013年营业总收入的20.25%，同期，公司实现利润总额-1.47亿元，亏损原因主要是商品煤售价持续下降从而影响公司煤炭板块销售收入及促使公司降低煤炭产量，同期，公司承受了较高的利息支出。2014年1~3月，公司营业利润率较2013年略有好转，上升0.68个百分点。

整体看，公司营业收入对煤炭价格及煤炭业主收入规模较敏感，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；但公司其它业务发展顺利，尤其是物流和电力板块，有效降低了盈利集中度风险，且公司投资收益持续增长，对公司利润规模形成有效补充，公司长期盈利能力有望好转。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2011~2013年，公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均稳定增长，年均增长分别为5.92%和5.89%，2013年分别为870.09亿元和875.96亿元；2011~2013年，公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出年均增长分别为12.35%和8.09%，均高于公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入的增长幅度，2013年分别为599.69亿元和827.58亿元。2011~2013年，公司经营性现金流净额分别为72.79亿元、17.33亿元和48.39亿元，2013年公司经营性现金流净额较2012年增加179.20%，增长幅度巨大，主要是由于该年销售商品提供劳务收到的现金大幅增长所致。同期，公司现金收入比波动上升，分别为111.37%、116.26%和

122.11%，处于适宜水平。整体来看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力强。

从投资活动看，2011~2013年，公司投资活动现金流出保持较大规模，三年分别为128.80亿元、131.14亿元和146.75亿元；公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金。同期，公司投资活动现金净额表现为净流出，分别为-123.40亿元、-125.63亿元和-135.23亿元。2011~2013年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-50.60亿元、-108.30亿元和-86.85亿元，公司经营活动产生的现金无法满足投资需求，公司主要依靠外部渠道解决投资资金需求，融资压力上升。

从筹资活动看，2011~2013年，公司筹资活动主要集中于借款及偿还债务。2011~2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为127.15亿元、95.80亿元和64.94亿元，公司对外融资需求较高以满足投资支出需要。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为4.61亿元，现金收入比为100.08%；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-13.08亿元，投资规模有所下降；公司筹资活动前现金流量净额为-8.47亿元，公司存在外部融资需求；公司筹资活动产生的现金流量净额为35.39亿元，为满足投资需要及偿还债务，公司筹资活动现金流入规模保持较高水平。

总体看，近三年随着公司经营规模的不断扩大，公司经营活动现金流入量随之稳定增长，公司经营活动获取现金能力及收入质量较好。但受公司不断加大对固定资产和无形资产的投资，公司投资支出持续保持较大规模，公司经营活动产生的现金无法满足投资需求，公司对银行借款等外部融资有一定的需求。

6. 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%。截至 2014 年 3 月底，公司非受限现金类资产合计 241.06 亿元，是同期短期债务的 0.41 倍。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，但现金类资产对短期债务覆盖程度尚可，但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 3 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电股份有限公司担保 1 亿元，担保比率为 5.00%，公司或有风险较小。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得授信总额 648.24 亿元，已使用授信额度 226.07 亿元，尚未使用额度 422.17 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

7. 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 2014 年 7 月 8 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。

8. 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。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

鉴于前述对本期中期票据所设置条款的分析，下述偿债能力分析视本期中期票据为有息债务。

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，占公司 2014 年 3 月底全部债务的 2.04%，占长期债务的 5.44%，本期中期票据对公司现有债务影响小。

截至 2014 年 3 月底，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 80.06%、75.52%和 55.68%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 80.31%、75.89%和 56.88%，考虑到本期中期票据将用于替换金融机构贷款且公司在会计处理上可能将本期中期票据计入权益类科目，故公司实际债务指标可能低于预期。

整体看，本期中期票据对公司现有债务影响不大，发行成功后将一定程度优化公司现有债务结构。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量和现金净流量加权均值分别为 821.10 亿元和 46.17 亿元，为本期中期票据本金的 41.06 倍和 2.31 倍。2013 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 875.96 亿元和 48.39 亿元，为本期中期票据的 43.80 倍和 2.42 倍，经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度高。

2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 119.68 亿元、120.49 亿元和 94.94 亿元，分别为本期中期票据的 5.98 倍、6.02 倍和 4.75 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。总体而言，公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、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购销衔接。

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较大影响，较高的人工、安全、利息等费用支出依然制约公司盈利能力提升。

公司目前经营情况良好，资产规模保持增长，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。未来随着在建矿井的逐步达产，公司煤炭产量有望提升，进而增强公司的核心竞争力。总体来看，公司主体信用风险很低。

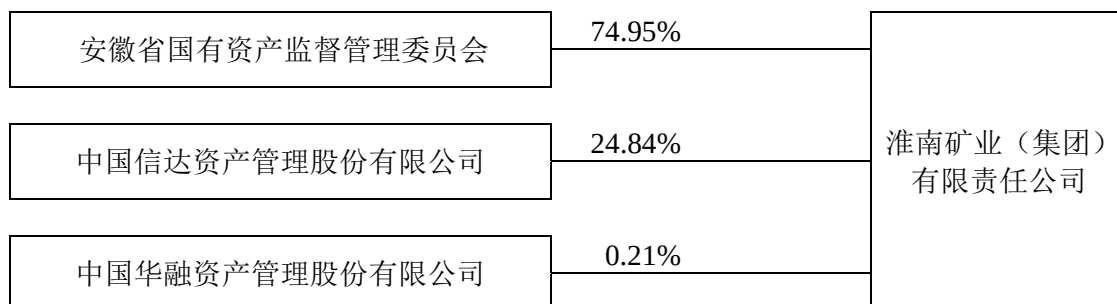
公司三级子公司淮矿现代物流有限责任公司受应收款项存在重大坏账风险影响对公司资产及收入产生较大的负面影响，同时由于淮矿物流造成的最终资产损失、收入规模以及相关关联债务的影响尚未确定，联合资信将对该事项产生的影响保持关注。

本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等

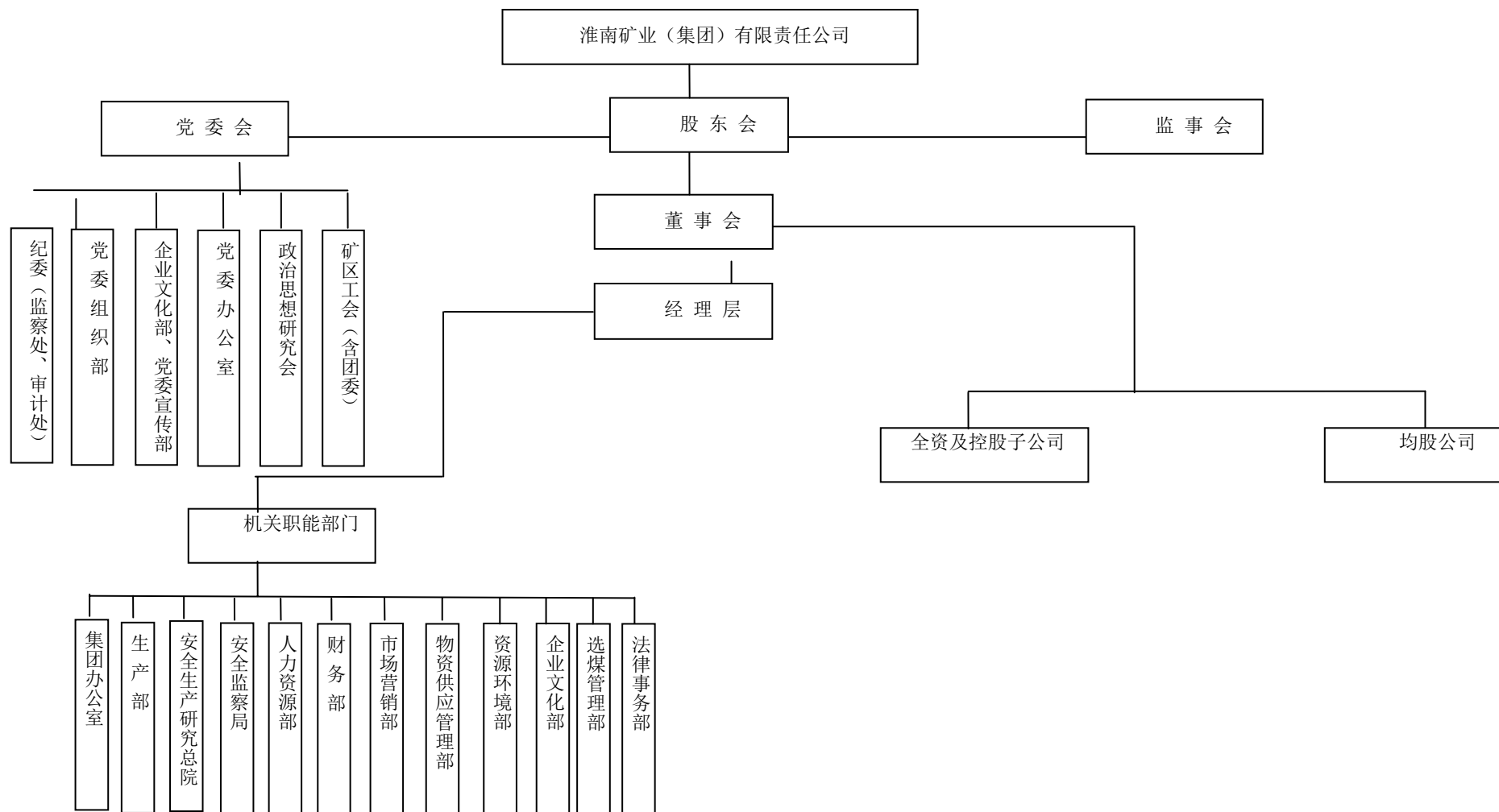
特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，可将其视为公司普通有息债务。

本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	218.26	240.96	211.57	256.32
资产总额(亿元)	1283.34	1419.47	1559.09	1595.40
所有者权益(亿元)	329.57	331.74	318.05	318.13
短期债务(亿元)	309.92	423.57	577.06	581.95
长期债务(亿元)	372.39	374.25	366.39	399.62
全部债务(亿元)	682.84	817.30	943.45	981.57
营业收入(亿元)	696.34	728.17	712.52	144.32
利润总额(亿元)	20.47	16.95	0.10	-1.47
EBITDA(亿元)	119.68	120.49	94.94	--
经营性净现金流(亿元)	72.79	17.33	48.39	4.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.70	5.71	4.57	--
存货周转次数(次)	9.00	4.41	3.90	--
总资产周转次数(次)	1.09	0.54	0.48	--
现金收入比(%)	111.37	116.26	122.11	100.08
营业利润率(%)	15.25	13.83	10.00	10.68
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	55.68
全部债务资本化比率(%)	67.43	70.67	74.79	75.52
资产负债率(%)	74.32	76.66	79.60	80.06
流动比率(%)	87.25	88.39	65.16	71.29
速动比率(%)	63.26	65.34	44.42	47.20
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	39.06	43.20	43.80	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.64	0.87	2.42	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.98	6.02	4.75	--

注：公司 2014 年一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)
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 淮南矿业（集团）有限责任公司 2014 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，淮南矿业（集团）有限责任公司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。

