

跟踪评级公告

联合[2015] 1446 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持淮南矿业(集团)有限责任公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为负面,并维持“11 淮南矿 MTN1”、“12 淮南矿 MTN1”、“14 淮南矿 MTN001”和“15 淮南矿 MTN001”的信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十七日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

淮南矿业（集团）有限责任公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：负面
 上次评级结果：AAA 评级展望：负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 淮南矿 MTN1	35 亿元	2011/12/29-2016/12/29	AAA	AAA
12 淮南矿 MTN1	9 亿元	2012/8/2-2017/8/2	AAA	AAA
14 淮南矿业 MTN001	3 亿元	2014/12/29-2019/12/29	AAA	AAA
15 淮南矿业 MTN001	20 亿元	2015/3/10-2018/3/10	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	240.96	211.37	158.75	180.81
资产总额(亿元)	1451.15	1593.11	1444.71	1515.51
所有者权益合计(亿元)	363.42	350.65	282.48	301.02
长期债务(亿元)	374.25	366.39	445.99	524.17
全部债务(亿元)	797.82	943.45	883.00	957.98
营业收入(亿元)	728.17	712.43	565.11	71.44
利润总额(亿元)	19.56	0.62	-53.00	-5.94
EBITDA(亿元)	122.87	95.23	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	17.33	48.39	47.88	-10.95
营业利润率(%)	14.46	10.42	9.41	13.73
净资产收益率(%)	3.81	-1.33	-20.50	--
资产负债率(%)	74.96	77.99	80.45	80.14
全部债务资本化比率(%)	68.70	72.90	75.76	76.09
流动比率(%)	88.39	65.27	60.74	71.48
全部债务/EBITDA(倍)	6.49	9.91	18.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.89	2.52	0.89	--
经营现金流动负债比(%)	2.65	5.79	7.13	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王冰 潘云峰 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

跟踪期内，淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）保持其在煤炭储量、区位优势、煤电一体化联营等方面的综合优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，煤炭行业景气度持续下行，公司煤炭业务亏损，同时公司子公司淮矿现代物流有限责任公司（以下简称“淮矿物流”）因偿债违约导致公司对其资产剥离，资产减值损失对公司利润影响较大。

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”）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 年底所有者权益和 2014 年收入规模下滑，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。此外，煤炭行业产能过剩严重，煤炭价格持续下跌，行业景气度短期内回升的难度大，联合资信对公司的评级展望为负面。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“11 淮南矿 MTN1”、“12 淮南矿 MTN1”、“14 淮南矿 MTN001”和“15 淮南矿 MTN001”的信用等级为 AAA。

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. 公司经营活动现金流入量对存续期中期票据保障程度强。

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，2014年公司主营业务亏损幅度大。
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，公司2014年底不再将其纳入合并范围，导致公司所有者权益和收入规模出现一定下降。

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、本跟踪评级结果自发布之日起至 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2015 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”）、中国建设银行股份有限公司安徽省分行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 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 2014 年底，公司资产总额合计 1444.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 282.48 亿元；2014 年公司实现营业总收入 565.11 亿元，利润总额-53.00 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 1515.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 301.02 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业总

收入 71.44 亿元，利润总额-5.94 亿元。

公司地址：安徽省淮南市洞山中路 1 号；
法定代表人：孔祥喜。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本

级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。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。

四、行业经济环境

(一) 煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料, 煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%, 大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主, 煤炭、天然气为辅, 水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国, 未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可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。

行业供需

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，2014年度煤炭总供给表现过剩量达4.04亿吨。

煤炭价格

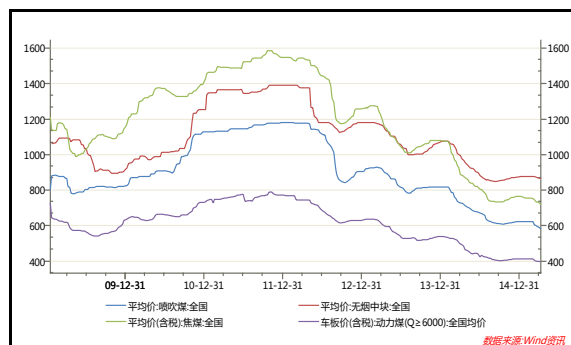
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，

但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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

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。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。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

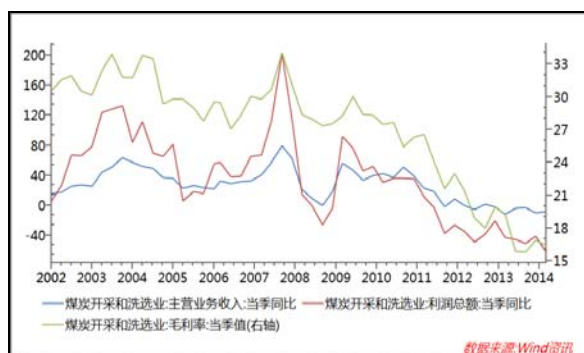
2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q ≥ 6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别

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%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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2014年和2015年3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. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

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。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。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。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。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。

3. 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

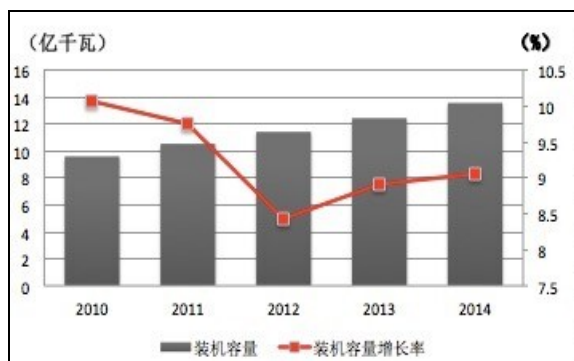
1. 发电行业运行概况

2012年~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

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。2014年，全国电源基本建设完成投资3646亿元，同比下降1.91%；其中，水电完成投资960亿元，同比下降22.95%，所占比重为26.33%，与上年同期相比减少7.19个百分点。火电完成投资952亿元，同比上升2.59%；所占比重为26.11%，与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元，同比下降6.57%；所占比重为15.61%，与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993亿元，同比上升57.40%；所占比重为27.24%，与上年同期相比上升10.27个百分点，主要受价格政策调整影响，2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

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2014年底，全国发电装机容量136019万千瓦，同比增长8.7%。从结构看，火电91569万千瓦（含煤电82524万千瓦、气电5567万千瓦），同比增长5.9%，占全部装机容量的67.4%，比重同比降低1.7个百分点；水电装机容量30183万千瓦，同比增长7.9%；核电装机容量1998万千瓦，同比增长36.1%；并网风电装机容量9581万千瓦，增长25.6%，并网太阳能装机容量2625万千瓦，增长67%。清洁能源装机容量增幅较快，截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图3 2010~2014年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。其中，火电发电量41731亿千瓦时，同比下降0.7%，占全国发电量的75.2%；受较好的地区汛期来水情况影响，水电发电量1.07万亿千瓦时，首次超过1万亿千瓦时，同比增上19.7%。2014年，受电力消费增速放缓影响，全年发电设备平均利用小时数为4286小时，同比下降235小时。其中，水电设备平均利用小时3653小时，同比增加293小时；在水电发电量快速增长影响下，火电设备平均利用小时数为4706小时，同比下降314小时；核电设备平均利用小时数7489小时，同比降低385小时；风电设备平均利用小时数1905小时，同比降低120小时。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入

工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

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，2014年，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，价格下滑，煤价持续走低，这一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》进一步完善了火电联动机制，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。

2013年末开始，火电电价多次下调，发改委公布2014年9月1日起实施火电上网电价调整方案，全国平均将下调0.0093元/千瓦时（相

当于2%)。2015年,根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格〔2015〕748号)规定,自4月20日起,全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格,全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱,下调燃煤发电上网电价形成的降价空间,除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾,促进节能减排和大气污染防治外,主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间,增加了运营压力。

近年来,在国家节能调度的政策下,火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉,环保设施投入标准高时间紧,投资运营成本大幅增加;部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面,近期煤炭市场供应总体平和,电煤价格低位盘整,有利于发电企业控制燃料成本;在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下,有利于争取更多的财政、信贷支持,降低资金成本。

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。

五、管理分析

跟踪期内,公司在高层管理人员、管理体制、股权结构、管理制度等方面无重大变化。

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。2012~2014年,公司主营业务收入逐年下降,物流、电力板块收入均保持增长。2014年,受煤炭行业景气度下降影响,公司煤炭产销量及售价均有所下降,同时公司子公司淮矿物流不再纳入合并范围,导致物流贸易收入规模显著萎缩,公司实现主营业务收入 563.17 亿元,, 同比下降 20.06%,其中煤炭业务收入 178.14 亿元,同比下降 22.62%;物流贸易收入 223.28 亿元,同比下降 37.47%;由于公司所属凤台电厂发电量显著增长,公司实现电力业务收入 89.74 亿元,同比增长 17.05%。

毛利率方面,受煤炭行业景气度下降影响,公司主营业务综合毛利率有所下降,2014年为 10.82%,同比下降 0.24 个百分点。其中,煤炭业务毛利率为 5.02%,同比下降 8.91 个百分点;物流贸易毛利率为 2.44%,同比下降 0.11 个百分点;由于 2014 年国家下调电价上网售价,同时下游用电需求下降导致电厂发电小时不足,电力业务毛利率为 28.57%,同比下降 2.72 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 71.44 亿元，占 2014 年全年的 12.69%，整体毛利率 16.08%。其中，煤炭业务实现营收 41.72 亿元，占 2014 年全年的 23.42%。公司综合毛

利率较 2014 年提高 5.26 个百分点，主要是毛利率较低的物流贸易收入占比下降所致。

表 1 公司分板块主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	261.61	36.36	30.35	230.21	32.67	13.93	178.14	31.63	5.02	41.72	58.40	12.34
物流贸易	350.38	48.69	0.69	357.07	50.92	2.55	223.28	39.65	2.44	--	--	--
电力	72.59	10.09	23.59	76.67	10.88	31.29	89.74	15.94	28.57	17.25	24.15	20.08
运输	6.75	3.72	68.82	6.24	4.63	48.99	8.30	9.86	40.78	8.19	11.46	11.94
房地产	26.73	0.94	21.90	32.59	0.88	27.86	55.54	1.47	28.25	1.23	1.72	25.40
其他	1.50	0.21	65.13	1.67	0.01	34.94	8.18	1.45	22.60	3.06	4.28	51.80
主营业务小计	719.57	100.00	15.33	704.46	100.00	11.06	563.17	100.00	10.82	71.44	100.00	16.08

资料来源：根据公司提供资料整理。

注：公司 2015 年一季度收入构成分类与之前年度不同。

2. 煤炭业务

煤炭生产

截至 2015 年 3 月底，公司拥有 12 对生产矿井，原煤核定产能 6530 万吨/年。2012~2014 年原煤产量不断下跌，分别为 7106.74 万吨、

6392.50 万吨和 5492.65 万吨。受煤炭行业整体下行及进口煤冲击影响，公司 2014 年煤炭产量有所下降。2015 年 1~3 月，公司煤炭产量 1690.53 万吨。

表 2 公司生产矿井简况（单位：亿吨）

名称	煤种	剩余可采年限 (年)	产能	2013 年产量	2014 年产量	2015 年 1~3 月产量
新庄孜矿	QM、1/3JM、JM	33.4	400	303.00	239.96	65.57
谢一矿	1/3JM、JM、SM	40.8	330	269.92	162.70	88.96
潘一矿	QM、1/3JM	71.7	500	548.87	522.39	155.06
潘三矿	QM、1/3JM	27.2	500	480.01	372.20	127.88
谢桥矿	QM、1/3JM	86.1	800	889.23	756.65	251.24
张集矿	QM、1/3JM	62.6	1240	1173.71	1140.22	317.72
李嘴孜矿	1/3JM	2.3	90	95.67	33.20	
潘二矿	QM	36.4	330	357.67	268.65	91.61
顾桥矿井	QM、1/3JM	63.5	900	1157.97	888.81	235.60
顾北矿	QM、1/3JM	75	300	396.67	344.77	97.50
丁集矿井	QM、1/3JM	65.7	500	586.67	536.05	153.74
朱集矿	QM、1/3JM	79.2	400	133.11	227.05	105.64
合计			6290	6392.50	5492.65	1690.53

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。

表 3 公司煤炭生产指标概况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
采煤机械化程度 (%)	96.51	97.12	97.98	99.65
掘进机械化程度 (%)	95.81	96.46	96.24	95.91
全员效率 (吨/工)	4.971	4.145	3.682	4.897
死亡率 (人/百万吨)	0.070	0.078	0.108	0.059

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

了长期战略伙伴合作关系，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的，安徽省是公司的主要销售区域，但外省业务的比例正在不断的增长中，销售区域正在不断的扩张。

表 4 公司煤炭销售区域概况 (单位: %)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
本省	72.13	71.40	68.83	60.16
外省	27.87	28.60	31.17	39.84

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。2014 年受煤炭市场低迷影响，公司煤炭销售均价下滑至 405.58 元/吨，同比下降 11.98%。2015 年 1~3 月，公司煤炭价格进一步下跌至均价 382.09 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冲击较大。

表 5 公司煤炭分品种销售情况

	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 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	4142.56	519.64	3936.71	447.06	3436.93	391.71	783.39	354.66
块煤	22.08	661.00	20.99	559.00	17.23	484.95	3.08	426.68

精煤	234.97	1181.62	445.07	892.89	603.59	667.19	174.76	606.63
洗混	170.93	521.68	201.53	426.87	205.22	386.95	63.70	358.98
筛末煤	2.66	447.00	2.72	355.00	1.30	32.29	0.0063	350
煤泥	271.00	150.00	354.97	86.00	336.53	85.63	59.22	104.84
合计	4844.20	531.73	4961.99	460.80	4600.80	405.58	1084.15	382.09

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，2014 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 11.28%、铁路运输占比 77.34%，公路运输占比 11.38%。

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%。2014 年，公司参股的电厂实现投资收益 18.02 亿元。

此外，公司参股 14 家电力企业，截至 2015 年 3 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规模 1040.69 万千瓦。

表 6 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)	
				2014 年	2015 年 1~3 月	2014 年	2015 年 1~3 月	2014 年	2015 年 1~3 月
一、全资电厂			123	54.17	12.56	191272.49	45740.51	22773.49	5004.36
1、新庄孜厂	100	30	30	8.76	2.09	32376.48	8122.67	-4719.06	-1617.42
2、潘三厂	100	27	27	13.08	2.65	46424.68	9762.38	4597.52	238.32
3、顾桥厂	100.00	66	66	32.33	7.82	112471.33	27855.46	22895.03	6383.46
二、均股电厂			192.54	188.20	37.13	780075.31	150276.78	122255.82	10039.89
1、凤台电厂	50	258	129	127.93	25.46	448981.35	89086.78	79433.02	6310.46
2、田集电厂	50.43	2×63	63.54	60.27	11.67	331093.96	61190.00	42822.0	3729.43
三、参股电厂			725.15	882.72	211.10	3118557.93	761016.67	563859.82	176165.10
1、国电黄金	49	2×65	63.70	67.30	16.77	258219.27	62978	47259.50	16323
2、国电九江	49	2×35+66	66.64	65.75	17.29	248377.07	63673.64	23018.92	9372.45
3、国电蚌埠	20	2×63	25.20	64.17	14.48	225942.08	50263.39	42294.29	12120.47
4、国电铜陵	24	2×63	30.24	69.64	15.05	238072.73	52489.64	45233.80	12467.90
5、华能巢湖	30	2×63	37.80	68.06	17.65	231230.67	62102.00	41338.70	17745.00
6、华电芜湖	35	2×66	46.20	71.33	13.63	253476.67	49052.09	65704.82	12742.67
7、皖能合肥	49	2×63	61.74	64.25	17.93	236159.15	65380.38	41719.83	15963.50

8、皖能铜陵	49	2×32+105	82.81	84.85	21.95	306234.70	78293.67	58614.75	22718.42
9、湖北葛店	49	2×65	63.70	53.34	11.97	202983.64	44627.79	47077.45	12336.89
10、皖能马鞍	49	2×66	64.68	66.67	16.36	235136.02	58787	46868.89	16105.00
11、中电国际	25	2×64	32	64.55	14.27	225308.06	50178	35297.21	8994.00
12、中电国际	42	2×64	53.76	52.94	13.46	197590.13	51411	30928.93	10582.00
13、大唐田家	50	2×32	32	30.59	9.30	110374.26	34105.24	-3750.37	3286.62
14、淮沪电力	49	2×66	64.68	59.28	10.99	149453.48	37674.83	42253.10	5407.18
合 计			1040.69	1125.09	260.79	4089905.73	957033.96	708889.13	191209.35

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，电厂收入与电力收入统计口径略有区别。

2014 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。2014 年电力板块实现营业收入 89.74 亿元，相比 2013 年底，增长 17.18%；板块毛利率 28.57%，同比下降 2.72%。2015 年 1~3 月，电力板块实现营业收入 17.25 亿元，板块毛利率为 20.08%。

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。

2014 年 4 季度，由于子公司淮矿物流不再纳入合并范围，同时煤炭行业景气度下行对公司煤炭物流业务的盈利空间形成明显挤压。2014 年公司物流贸易实现收入 223.28 亿元，毛利润 5.45 亿元，同比分别下降 37.47% 和 40.11%；2015 年 1~3 月公司物流业务实现营业收入 8.19 亿元，毛利率 11.94%。

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 2015 年 3 月底，已开工面积 561.36 万平方米，竣工面积 324.43 万平方米，已移交安置 22255 户，累计完成投资 263.40 亿元。2014 年全年房地产业务实现营业收入 55.54 亿元，毛利润 15.69 亿元；公司 2015 年 1~3 月房地产业务确认收入 1.38 亿元，预收待结转收入 28.02 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. 在建工程 and 未来发展

截至 2015 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 184.57 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 99.61 亿元。在建项目中泊江海子矿、唐家会矿和色连二矿预计于 2015 年投产。

表 7 截至 2015 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	0.69
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	0.39
3	泊江海子矿	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	63.50	38.04
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	51.70	33.49
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	51.61	27.00
	合计			184.57	99.61

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司拟建项目为潘集电厂项目。该项目概算投资 78 亿元，拟使用自筹资金 15.60 亿元，目前尚未正式开工建设。

煤炭开采方面，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 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。

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。

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。

整体看，公司未来投资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，公司产业链将进一步完善，综合竞争力有望进一步增强，但投资项目未来可能面临较大的资金需求，公司债务负担或将进一步上升。

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—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—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 年末合并报表范围,其 1~9 月份财务报表纳入合并范围。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。2014 年,公司共计提坏账损失 94.18 亿元,因淮矿物流有限公司巨额亏损,公司长期股权投资已减记为零,年末淮矿物流有限公司财务报表不再合纳入合并范围,超额亏损部分转至投资收益,2014 年公司超额亏损转回 66.92 亿元。

此举导致 2014 年底公司资产总额和净资

产有所下滑,资产负债率上升,2014 年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、募集资金使用情况

截至 2015 年 3 月底,公司存续期债券按计划进行使用。

九、财务分析

公司提供了经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年三年连审审计报告,以及未经审计的 2015 年 1~3 月报表。公司 2014 年新纳入合并报表范围的主体是 6 家,分别是淮矿上信融资租赁公司、淮矿经济技术咨询服务有限公司、淮矿安徽物业服务有限责任公司、中安信电子商务有限公司、芜湖港务有限责任公司和芜湖中芜港联国际物流有限公司。同时,本年合并报表范围将不再纳入淮矿物流及其子公司。合并报表范围变化对公司本期财务数据无重大影响。

截至 2014 年底,公司资产总额合计 1444.71 亿元,所有者权益(含少数股东权益)为 282.48 亿元;2014 年公司实现营业总收入 565.11 亿元,利润总额-53.00 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额为 1515.51 亿元,所有者权益(含少数股东权益)为 301.02 亿元;2015 年 1~3 月公司实现营业总收入 71.44 亿元,利润总额-5.94 亿元。

1. 盈利能力

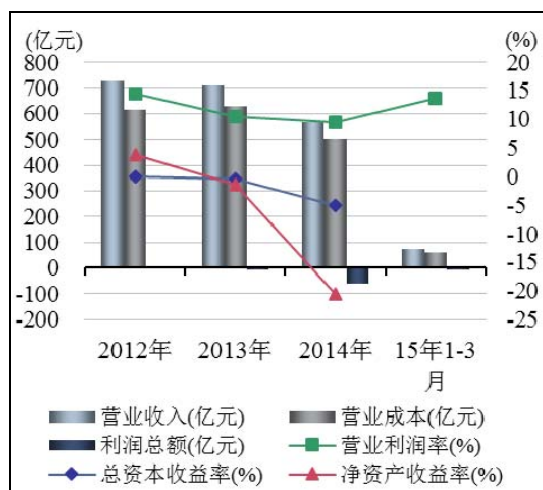
2012~2014 年,公司营业总收入年均复合下降 11.91%;2014 年,公司实现营业总收入 565.11 亿元,较上年下降 20.68%。2014 年,煤炭行业持续低迷的行情以及较低的煤炭价格负面地影响了公司煤炭板块的营业收入,为营业收入下降的主要因素;而公司非煤矿业务板块如电力、房地产的营业收入在 2014 年继续上升,发展状况良好,形成了以煤炭行业为主的

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。

2012~2014 年，公司营业总成本年均复合下降 9.59%，降速略低于营业总收入的降速。2012~2014 年，公司的管理费用波动中有所下降，三年平均符合下降 12.39%；2014 年，公司管理费用为 39.11 亿元，同比下降 82.92%，公司管理费用控制能力有所提高。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 4.00 亿元、16.23 亿元和 86.44 亿元，2014 年投资收益大幅增长的原因为：2014 年 9 月份因为剥离淮矿物流公司计提 95.52 亿元资产减值损失(其中坏账损失 94.18 亿元)，根据天健会计师事务所出具的《关于淮南矿业(集团)有限责任公司对淮矿现代物流有限责任公司预计损失情况审核报告》，公司预计损失为 30.50 亿元，年末公司将超额亏损 66.92 亿元转回，计入投资收益。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，2014 年实现权益法核算的长期股权投资收益 18.02 亿元。2014 年，公司营业外收入 10.89 亿元，同比上升 44.06%，主要包括采煤塌陷搬迁安置补助及其它政府补助，上升主要原因是政府补助与上年相比增加 2.96 亿元。

图 4 公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2014 年公司营业利润率、

总资本收益率和净资产收益率分别为 9.41%、-1.05%和-20.50%。其中营业利润率同比下降 1.01 个百分点；受利润总额下降的影响，总资本收益率和净资产收益率在 2014 年均大幅下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 71.44 亿元，占 2014 年营业总收入的 12.64%，同期，公司实现利润总额-5.94 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利润；同期，公司承受了较高的利息支出。2015 年 1~3 月，公司营业利润率较 2013 年略有好转，上升 4.32 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，跟踪期内公司盈利能力下降；2014 年受资产减值影响，盈利能力大幅下滑；公司电力和房地产板块成为公司重要利润来源。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2012~2014 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，年均复合下降分别为 7.14%和 7.86%；2014 年分别为 730.00 亿元和 733.61 亿元；2012~2014 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复合下降分别为 10.98%和 10.01%，均快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下降幅度，2014 年分别为 481.90 亿元和 685.74 亿元。2012~2014 年，公司经营性现金流净额分别为 17.33 亿元、48.39 亿元和 47.88 亿元，2014 年公司经营性现金流净额较 2013 年下降 1.05%。同期，公司现金收入比波动上升，分别为 116.26%、122.13%和 129.18%，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，2012~2014 年，公司投资活动现金流出保持较大规模，三年分别为 131.14 亿元、146.75 亿元和 90.96 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-125.63 亿元、-135.43 亿元和-73.64 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为元、-108.30 亿元、-86.85 亿元和-25.76 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，2012~2014 年，公司筹资活动主要集中于借款及偿还债务。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 95.80 亿元、64.94 亿元和 14.89 亿元，公司对外融资需求较高以满足投资支出需要。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -10.95 亿元，现金收入比为 124.48%；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为 -23.60 亿元，投资规模有所下降；公司筹资活动前现金流量净额为 -34.5 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 60.18 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，跟踪期内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。

3. 资本及债务结构

2012~2014 年，公司总资产规模波动下降，年均降幅为 0.22%。截至 2014 年底，公司资产总额为 1444.71 亿元，较上年底下降 9.32%；其中流动资产合计占 28.22%，非流动资产合计占 71.78%，公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。

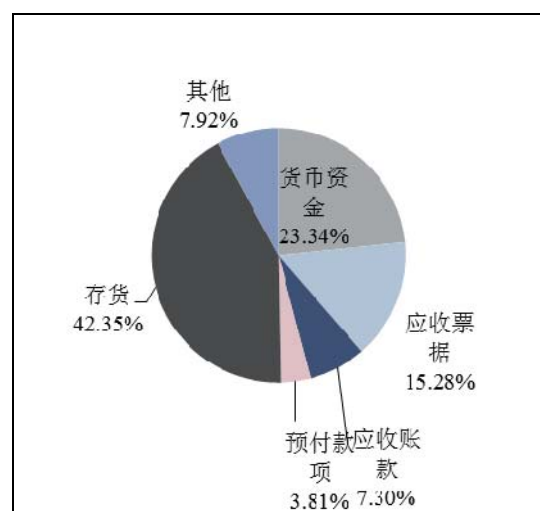
截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 1515.51 亿元，较 2014 年年底增长 4.90%，主

要是流动资产增长所致，尤其是货币资金和存货的增长。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合增长 16.04%；截至 2014 年底，公司流动资产合计 407.63 亿元，主要由存货(占 42.35%)、货币资金(占 23.34%)、应收票据(占 15.28%)、应收账款(占 7.30%)和预付款项(占 3.81%)构成。

图 5 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货呈波动增长趋势，年均复合增长 7.01%；截至 2014 年底，公司存货账面余额合计 172.64 亿元，较上年底下降 0.19%，主要系公司房地产开发成本下降所致，另外煤炭行业持续低迷导致公司库存商品有所上升。公司存货构成中，原材料占 4.89%，库存商品占 21.45%，开发成本占 73.62%，其它为 0.04%。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，存在一定跌价风险。

2012~2014 年，公司货币资金持续下降，年均下降 16.47%。截至 2014 年底，公司货币资金合计 95.15 亿元，较上年底下降 11.89%。公司货币资金主要由银行存款构成，其中 7.01 亿元为法定存款准备金。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，

年均复合下降 24.04%；截至 2014 年底，公司应收账款余额为 29.76 亿元，主要原因是下游客户结算占款下降。公司采用个别认定法计提坏账准备的应收账款为 11.36 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 20.18 亿元，其中账龄 1 年以内占 88.61%；公司共计提 1.78 亿元的坏账准备，计提比例为 8.82%，计提比例基本合理。

2012~2014 年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合减少 21.73%，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 2014 年底，公司应收票据余额为 62.27 亿元，较 2013 年底下降 38.42%。

2012~2014 年，公司预付款项年均复合下降 49.11%，下降幅度较快；截至 2014 年底，公司预付款项合计 15.51 亿元，较 2013 年底下降 78.66%，其中一年内款项占 74.18%，账龄在 1~3 年合计占比 24.32%，账龄在三年以上的占比 1.50%。

其它流动资产方面，2012~2014 年，公司其它应收款快速下降；截至 2014 年底，公司其它应收款项余额为 16.02 亿元，较上年年末下降 15.48%。2014 年底，公司共计提 2.47 亿元坏账准备，计提比例为 13.36%，计提比例基本合理。

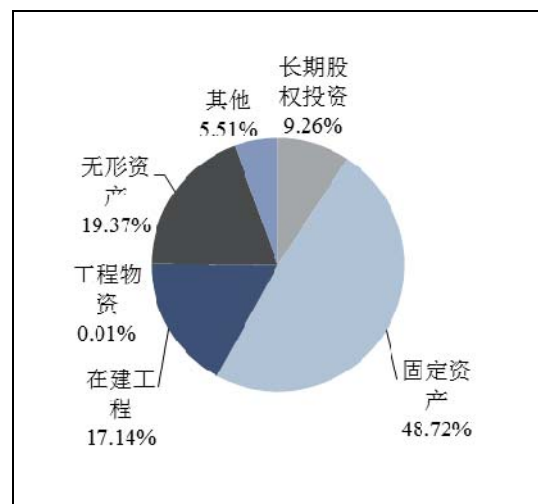
截至 2015 年 3 月底，公司流动资产合计 464.08 亿元，较 2014 年底增长 13.85%，主要来源于货币资金和存货的增长。截至 2015 年 3 月底，货币资金和存货分别较上年增加 25.64 亿元和 20.14 亿元，增长率分别为 26.94%和 11.67%；而应收票据和应收账款下降幅度较大，较 2014 年底分别减少 9.11 亿元和 4.79 亿元，变动率分别为-14.64 和 16.09%。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增长 9.00%；截至 2014 年底，公司非

流动资产合计 1037.08 亿元，较 2013 年底下降 1.04%，以固定资产（占 48.72%）、在建工程（占 17.14%）、无形资产（占 19.37%）和长期股权投资（占 9.26%）为主。

图 6 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司固定资产保持波动增长趋势，年均复合增长 2.35%；截至 2014 年底，公司固定资产净额为 500.92 亿元，仍以房屋建筑和机器设备为主，分别占比 55.67%和 35.36%，资产质量尚可。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 176.20 亿元，较上年底有所增长，增长率为 5.14%，主要为棚户区改造工程、内蒙银宏矿、华兴能源矿和中北化工矿等，均为公司之前在建工程的后续投入。

2012~2014 年，公司为无形资产波动中有所增长，年均复合增长 18.88%；截至 2014 年底，公司无形资产净值为 199.17 亿元，较上年年末下降 3.98%，主要系累计摊销额增长所致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产合计 1051.43 亿元，规模及构成较 2014 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，除了存货，应收票据、货币资金等现金类资产占比较大，尤其在 2015 年第一

季度货币资金增长幅度较大，主要系筹资活动取得的资金，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。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益合计波动中大幅下降，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 282.48 亿元，较 2013 年底下降 19.44%，减少的主要原因是亏损导致的未分配利润大幅度下降所致。

截至 2014 年底，其中归属母公司所有者权益合计 186.66 亿元，同比下降 21.98%，主要构成为股本（占 104.58%）、资本公积（占 6.48%）、专项储备（占 13.42%），未分配利润为负。

2012 年~2014 年，公司所有者权益大幅下降，这三年，公司未分配利润分别为 16.05 亿元、4.02 亿元和 -46.58 亿元。相比 2013 年底，2014 年末未分配利润下降了 50.6 亿元，主要系公司 2014 年度大幅度亏损所致。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 301.02 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 203.62 亿元，同与 2014 年底有所提高，主要原因是公司 2015 年 3 月发行额度 20 亿元的“15 淮南矿 MTN001”为永续中票，公司将其计入所有者权益。

整体看，受亏损影响，跟踪期内公司股本大于归属母公司权益，所有者权益逐年下降。

负债

2012~2014 年，公司负债规模年均增长 3.37%，主要来自非流动负债的增长；截至 2014 年底，公司负债总额合计 1162.23 亿元，较上年年末下降 6.46%。其中，流动负债占比 57.74%，非流动负债占比 42.26%，债务结构以短期负债为主，符合公司经营特点。

2012~2014 年，公司流动负债波动增加，年均复合上升 1.29%；截至 2014 年底，公司流动负债合计 671.09 亿元，同比下降 19.64%。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。

2012~2014 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 3.96%；截至 2014 年底，公司短期借款合计 137.57 亿元，较上年年末下降 41.92%，其中主要短期借款为信用借款。

2012~2014 年，公司应付票据也呈大幅下降趋势，年均复合下降 49.40%；截至 2014 年底，公司应付票据合计 31.62 亿元，较上年同期下降 77.44%。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 10.69% 和 89.31%。

2012~2014 年，公司应付账款波动增长，年均增长 10.93%；截至 2014 年底，公司应付账款余额 85.19 亿元，主要为购买大型设备的应付款和未结算的工程款。

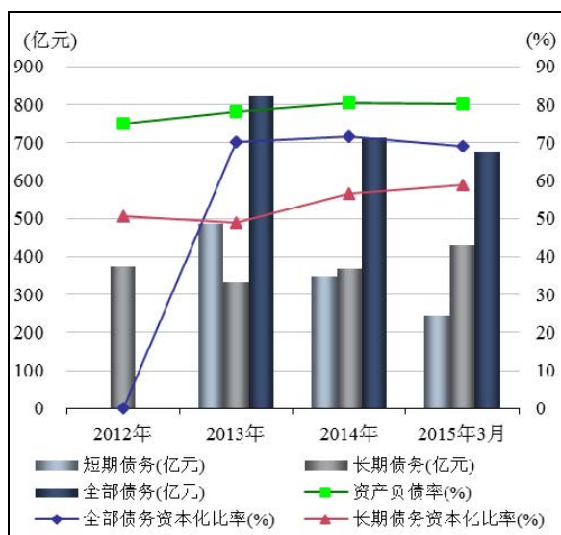
截至 2014 年底，公司其它应付款项余额为 80.37 亿元，三年复合增长 3.20%，主要为未结算棚户区改造工程所欠费用。

截至 2014 年底，公司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 74.82 亿元和 193.00 亿元，三年复合增长率分别为 13.68% 和 44.06%，较上年年底分别变化 -21.28% 和 83.82%。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（“10 淮南矿 MTN1”5 年期 25 亿元，“12 淮南矿 PPN001”3 年期 20 亿元）；其他流动负债主要包括公司 2014 年发行的 4 期短期融资券（“14 淮南矿业 CP001”38 亿元、“14 淮南矿业 CP002”25 亿元、“14 淮南矿业 CP004”15 亿元和“14 淮南矿业 CP005”15 亿元）和 4 期超短期融资券（14 淮南矿业 SCP002”20 亿元、14 淮南矿业 SCP003”30 亿元、14 淮南矿业 SCP006”30 亿元和 14 淮南矿业 SCP007”20 亿元）。

2012~2014 年，公司非流动负债波动增加，年均增长 6.43%；截至 2014 年底，非流动负债总额为 491.14 亿元，主要由长期借款（37.57%）、应付债券（占 36.92%）和长期应付款（占 18.26%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款持续下降，年均下降 11.74%；截至 2014 年底，公司长期借款余额为 184.54 亿元，较上年年底降低 3.39%，其中保证借款下降幅度较大。截至 2014 年底，公司应付债券余额为 181.33 亿元，主要为公司 2011 年以来发行的公司债券、中期票据和公开定向票据。截至 2014 年底，公司长期应付款 89.69 亿元，其中应计入有息债务的为 80.12 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 7 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2012~2014 年，随着公司经营规模扩张，公司全部债务规模年均波动增长 5.20%。截至 2014 年底，公司全部债务为 883.00 亿元，较上年下降 6.41%，主要系物流公司被集团剥离，物流公司债务不计入公司合并范围所致。截至 2014 年底，公司长期债务占全部债务比重为 50.51%，债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

2014 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.45%、75.76%和 61.22%，分别较 2013 年底上升 2.46、2.86 和 10.12 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 1214.50 亿元，较期初增长 4.50%，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 63.52%，全部债务资本化比 76.09%，资产负债率为 80.14%，债务负担重。

整体看，跟踪期内公司负债率较高，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率均值分别为 67.63%和 43.95%，其中这三年底流动比率分别为 88.39%、65.27%和 60.74%；速动比率分别为 65.34%、44.56 和 35.02%。2014 年底流动比率和速动比率较上年底均有所下降；2012~2014 年公司经营现金流动负债比持续上升，分别为 2.65%、5.79%和 7.13%。总体看，公司短期偿债指标偏弱，公司存在一定的短期支付压力。

从长期支付能力看，2012~2014 年公司 EBITDA 规模波动中快速下降，分别为 122.87 亿、95.23 亿元和 47.24 亿元；EBITDA 利息保障倍数分别为 3.89 倍、2.52 倍与 0.89 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降；2012~2014 年，随着公司债务的快速增长，公司全部债务/EBITDA 分别为 6.49 倍、9.91 倍和 18.69 倍，有所上升。整体看，公司长期偿债指标持续弱化，整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保总额 14.42 亿元，其中对淮北矿业集团有限公司担保 13.58 亿元，对淮北矿业集团股份有限公司担保 0.84 亿元，担保比率为 5.10%，公司或有风险较小。

截至 2015 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。

5. 存续债券偿还能力

“14 淮南矿 MTN001”、“11 淮南矿 MTN1”、“15 淮南矿 MTN001”和“12 淮南矿 MTN1”发行额度共计 67 亿元。但是因偿债时期的不同，偿债压力有所不同。而公司偿债

的高峰期主要是在 2016 年，所以将主要考虑企业对偿债高峰期的保障能力。2016 年企业需要偿债的金额为 35 亿元。2014 年公司经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 对上述债券的保护倍数分别为 20.96 倍、1.37 倍和 4.54 倍，公司经营性现金流入量对上述债券的保护程度较好。

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6月1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。

根据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。

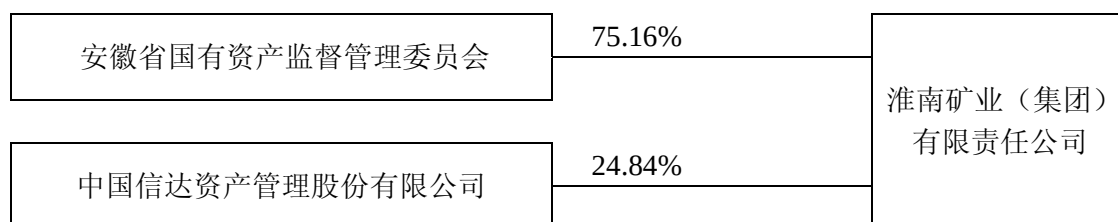
7. 抗风险能力

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、产业链协同等方面素质的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

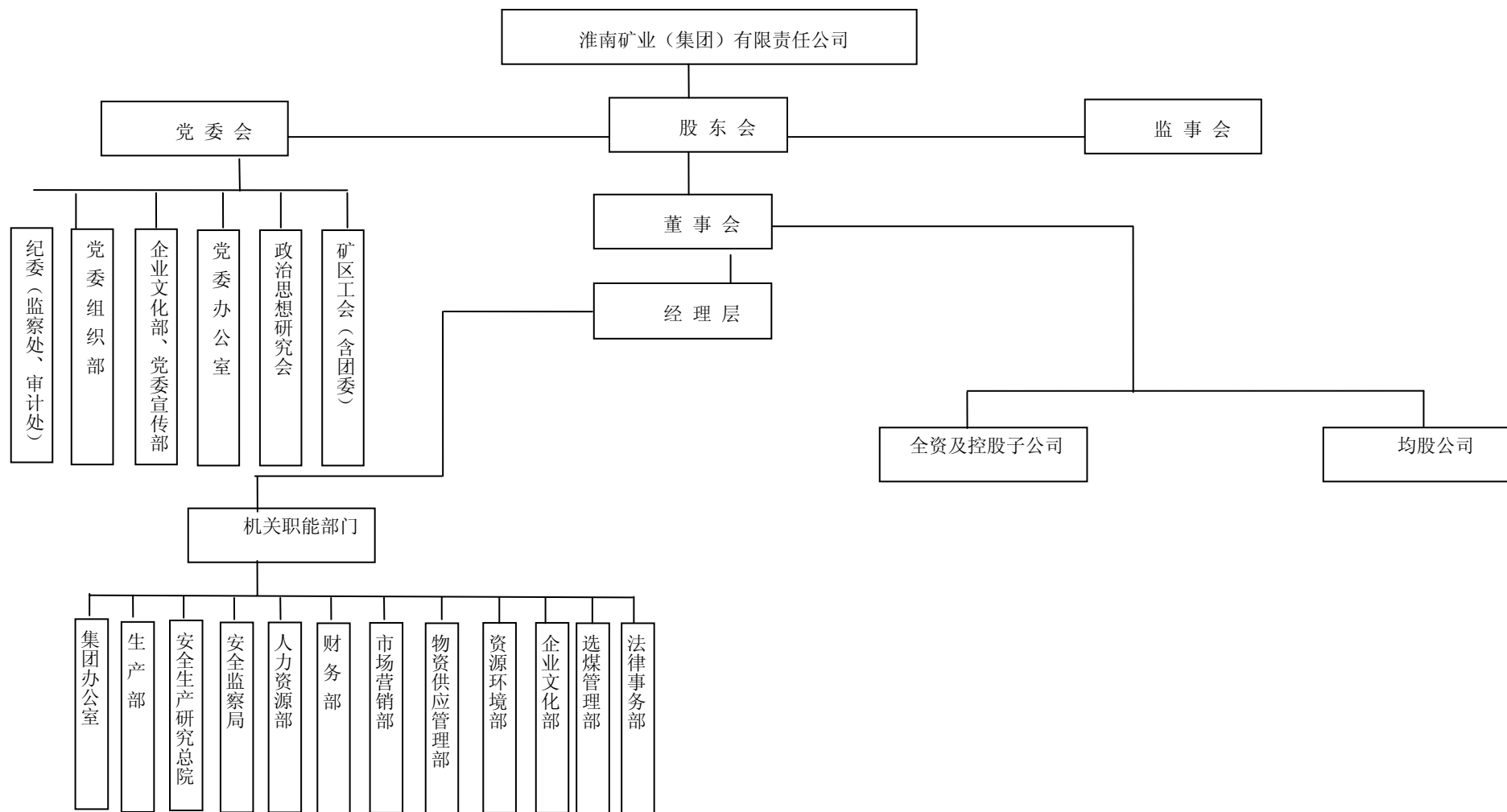
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“11淮南矿MTN1”、“12淮南矿MTN1”、“14淮南矿MTN001”和“15淮南矿MTN001”的信用等级为AAA。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	240.96	211.37	158.75	180.81
资产总额(亿元)	1451.15	1593.11	1444.71	1515.51
所有者权益(亿元)	363.42	350.65	282.48	301.02
短期债务(亿元)	423.57	577.06	437.02	433.81
长期债务(亿元)	374.25	366.39	445.99	524.17
全部债务(亿元)	797.82	943.45	883.00	957.98
营业收入(亿元)	728.17	712.43	565.11	71.44
利润总额(亿元)	19.56	0.62	-53.00	-5.94
EBITDA(亿元)	122.87	95.23	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	17.33	48.39	47.88	-10.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.71	4.57	4.52	--
存货周转次数(次)	4.41	3.89	2.91	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.47	0.37	--
现金收入比(%)	116.26	122.13	129.18	179.02
营业利润率(%)	14.46	10.42	9.41	13.73
总资本收益率(%)	3.92	2.56	-1.05	--
净资产收益率(%)	3.81	-1.33	-20.50	--
长期债务资本化比率(%)	50.73	51.10	61.22	63.52
全部债务资本化比率(%)	68.70	72.90	75.76	76.09
资产负债率(%)	74.96	77.99	80.45	80.14
流动比率(%)	88.39	65.27	60.74	71.48
速动比率(%)	65.34	44.56	35.02	41.79
经营现金流动负债比(%)	2.65	5.79	7.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.89	2.52	0.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.49	9.91	18.69	--

注：公司 2015 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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，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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。