跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1087 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，评级展望由负面调整为稳定，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

二零一六年六月二十七日

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

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
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：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	194.29	158.61	179.73	185.10
资产总额(亿元)	1588.27	1445.26	1529.60	1538.59
所有者权益(亿元)	325.77	262.30	257.32	263.60
长期债务(亿元)	366.39	445.99	527.77	529.69
全部债务(亿元)	943.45	894.30	994.20	1005.25
营业收入 (亿元)	666.40	535.12	433.61	64.26
利润总额 (亿元)	-2.22	-47.87	-19.62	0.31
EBITDA(亿元)	92.39	49.52	68.14	--
经营性净现金流(亿元)	35.54	44.02	44.45	8.15
营业利润率(%)	10.42	9.67	5.77	15.58
净资产收益率(%)	-2.16	-20.28	-8.01	--
资产负债率(%)	79.49	81.85	83.18	82.87
全部债务资本化比率(%)	74.33	77.32	79.44	79.23
流动比率(%)	63.14	58.74	64.44	65.04
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	0.93	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.21	18.06	14.59	--
经营现金流动负债比(%)	4.15	6.34	6.30	--

注：1、因淮矿物流被剥离导致公司财务数据进行差错调整，公司 2013 和 2014 年财务数据由 2015 年年报追溯调整所得；2、2015 年和 2016 年一季度中的公司所有者权益中含有 19.82 亿元的永续债；3、全部债务包含公司全部有息债务；4、2016 年一季度财务数据未经审计；

分析师

潘云峰　王 冰
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，另外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”）2014 年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，随着淮矿物流重整计划草案的完成，公司未来可能存在一定代偿风险。

随着国家在煤炭行业去产能政策的不断完善、去产能力度的不断增强，公司将有效淘汰落后矿井，提高生产效率，增强其盈利能力；公司2016年降本增效措施初见成效，煤炭成本大幅下降，有助于提高其整体竞争力；公司电力装机规模持续扩大，电力业务盈利能力较强，煤电联营产业链的完善将会有效提升公司抗风险能力。综上所述，联合资信对公司的评级展望由负面调整为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望由负面调整为稳定，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. 公司原煤煤质较好，随着落后矿井的退出和原煤成本的大幅下降，煤炭业务版块的盈利能力有望增强。
3. 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。
4. 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。

5. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据保障程度强。

关注

1. 2013年以来，煤炭行业景气度持续下行，对公司盈利能力造成较大冲击，公司持续亏损。
2. 公司存货规模大，计提比例不充分，存在一定跌价风险。
3. 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。
4. 公司未来投资规模大，外部融资压力加大。
5. 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；随着淮矿物流重整计划草案的完成，公司未来可能存在一定代偿风险。

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 2016 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”）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 19 二级子公司（含 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 2015 年底，公司资产总额合计 1529.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 257.32 亿元；2015 年公司实现营业总收入 433.61 亿元，利润总额-19.62 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 1538.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 263.60 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业总收入 64.26 亿元，利润总额 0.31 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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。

煤炭价格

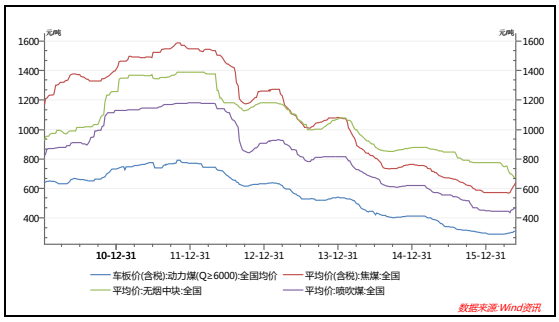
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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



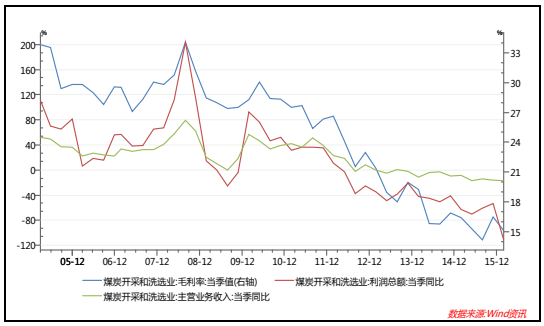
资料来源：Wind资讯

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%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

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

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。

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2015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。

去产能政策的推进

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”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，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，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；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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，有助于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。

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。

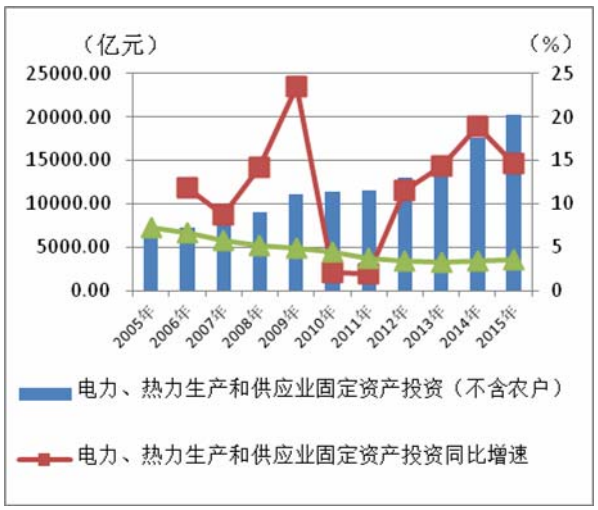
相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（二）火电行业

1. 行业概况

2005～2015 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，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 3　近年电力行业累计投资占全国总投资比重



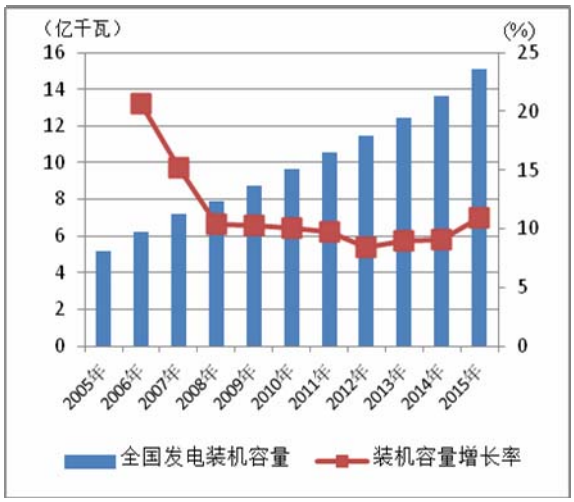
资料来源：国家统计局、Wind 资讯

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。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组织，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。根据 Wind 资讯数据，2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比上升 10.98%。其中，火电完成投资 1396 亿元，同比上升 21.96%，所占比重为 34.13%；水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%；风电完成投资 1158 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%；核电完成投资 560 亿元，同比上升 5.15%，所占比重为 13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 61.14%，与上年相比有所下降。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千瓦，同比增长 73.7%。清洁能源装机占比达到了 34.35%，且增幅较快。

图 4　近年中国发电装机容量变动情况



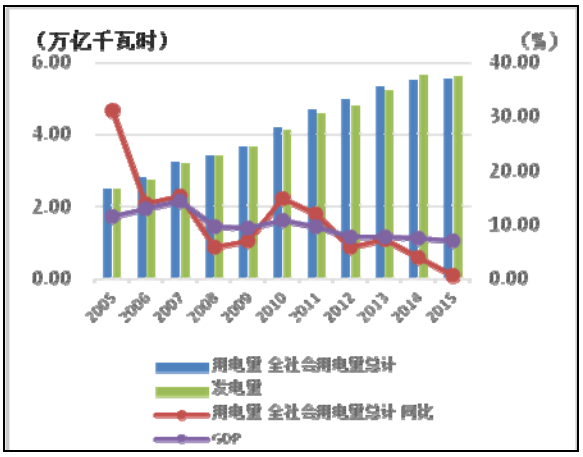
资料来源：中电联电力工业统计快报

2015 年，全国全口径发电量 56184 亿千瓦时，比上年增长 1.31%。分类型看，火电发电量 42102 亿千瓦时，同比上升 0.89%，占全国发电量的 74.94%，比上年降低 0.26 个百分点；水电发电量 9960 亿千瓦时，同比下降 6.58%，占全国发电量的 17.73%，比上年下降 1.47 个百分点。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3969 小时，同比降低 349 小时。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比减少 48 小时；核电 7350 小时，同比降低 437 小时；风电 1728 小时，同比降低 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015 年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40 年来首次负增长。

图5　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，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；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，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开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，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。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2. 行业关注

进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》;《关于推进电力市场建设的实施意见》;《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》;《关于有序放开发用电计划的实施意见》;《关于推进售电侧改革的实施意见》;《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

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、风电等情节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。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

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，公司新增加一名副总经理李智先生，本科学历，历任中国信达资产管理公司合肥办事处业务二部副高级经理、中国信达资产管理股份公司安徽分公司业务二处处长、淮南矿业集团有限责任公司副总经理。

除上述情况外，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、房地产及其他副业。2013~2015 年，公司煤炭主营业务收入逐年下降，其他各项业务收入也呈现波动下降趋势。2015 年，受煤炭行业景气度持续低迷影响，公司煤炭售价有所下降，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 426.64 亿元，同比下降 24.24%，其中煤炭业务收入 164.89 亿元，同比下降 7.44%；物流贸易收入 151.55 亿元，同比下降 32.13%；受国家电力需求增速放缓，电力产能过剩影响，公司电力业务收入下降至 70.07 亿元，同比下降 21.92%。

毛利率方面，受煤炭行业景气度持续下行影响，公司主营业务综合毛利率继续下降，2015 年为 7.08%，同比下降 3.74 个百分点。其中，煤炭业务毛利率为-0.78%，同比下降 5.80 个百分点；物流贸易毛利率为 2.62%，同比上升 0.18 个百分点；电力业务毛利率为 28.00%，同比下降 0.57 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 62.35 亿元，占 2015 年全年的 14.61%，受公司煤炭业务毛利率大幅增长和盈利能力较强的电力版块收入占比的增加，公司主业整体毛利率上升至 15.49%。其中，煤炭业务实现营收 24.30

亿元，占 2015 年全年的 14.74%，煤炭业务毛利率大幅提高主要系公司加大降本增效力度，煤炭成本大幅降低所致；公司电力业务实现营收 15.82 亿元，受 2016 年国家下调电价上网售价和下游用电需求下降导致电厂发电小时不足影响，毛利率下降至 20.29%，较 2015 年下降了 7.71%；同期，物流贸易业务实现收入 17.37 亿元，毛利率下降至 2.27%。

表 1　公司分板块主营业务收入构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	230.21	32.67	13.93	178.14	31.63	5.02	164.89	38.65	-0.78	24.30	38.97	15.05
物流贸易	357.07	50.92	2.55	223.28	39.65	2.44	151.55	35.52	2.62	17.37	27.85	2.27
电力	76.67	10.88	31.29	89.74	15.94	28.57	70.07	16.42	28.00	15.82	25.38	20.29
运输	6.24	4.63	48.99	8.30	9.86	40.78	4.34	1.02	15.45	1.29	2.06	15.31
房地产	32.59	0.88	27.86	55.54	1.47	28.25	35.07	8.22	19.55	2.31	3.71	16.53
其他	1.67	0.01	34.94	8.18	1.45	22.60	0.72	0.17	53.51	1.27	2.03	32.78
主营业务小计	**704.46**	**100.00**	**11.06**	**563.17**	**100.00**	**10.82**	**426.64**	**100.00**	**7.08**	**62.35**	**100.00**	**15.49**

资料来源：根据公司提供资料整理。

注：公司 2016 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 2016 年 3 月底，公司拥有 12 对生产矿井，原煤核定产能 7040 万吨/年。2013～2015 年原煤产量波动下降，分别为 6375 万吨、5544 万吨和 6339 万吨。受煤炭行业整体下行及进口煤冲击影响，公司 2016 年一季度煤炭产量有所下降。2016 年 1~3 月，公司煤炭产量 1615 万吨，占 2015 年全年产量 25.48%。

表 2　公司生产矿井简况　（单位：万吨/年）

名称	煤种	剩余可采年限（年）	产能	2014 年产量	2015 年产量	2016 年 1~3 月产量
新庄孜矿	QM、1/3JM、JM	33.4	400	240	283	65
谢一矿	1/3JM、JM、SM	40.8	330	163	193	38
潘一矿	QM、1/3JM	71.7	600	522	577	153
潘三矿	QM、1/3JM	27.2	500	372	499	126
谢桥矿	QM、1/3JM	86.1	960	757	861	230
张集矿	QM、1/3JM	62.6	1240	1140	1240	310
李嘴孜矿	1/3JM	2.3	90	33	--	--
潘二矿	QM	36.4	380	269	353	85
顾桥矿井	QM、1/3JM	63.5	900	889	899	226
顾北矿	QM、1/3JM	75	400	345	367	102
丁集矿井	QM、1/3JM	65.7	600	536	599	151
朱集矿	QM、1/3JM	79.2	400	134	392	92
潘北矿	QM、1/3JM	71.8	240	144	76	37
合计			**7040**	**5544**	**6339**	**1615**

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.公司下属潘一矿、谢桥矿、潘二矿、顾北矿、丁集矿都通过技改扩大了产能；3、公司下属潘北矿拿到探矿权后被批准重新纳入公司其生产矿井；4、李嘴孜矿由于成产成本太高，已被公司主动停产，逐步退出生产。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
采煤机械化程度（%）	97.12	97.98	99.64	100
掘进机械化程度（%）	96.46	96.24	96.37	96.08
全员效率（吨/工）	4.145	3.682	4.539	5.214
死亡率（人/百万吨）	0.078	0.108	0.047	0.062

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：%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
本省	71.40	68.83	64.20	72.50
外省	28.60	31.17	35.80	27.50

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。2015 年受煤炭市场持续低迷影响，公司煤炭销售均价下滑至 319.86 元/吨，同比下降 21.14%。2016 年 1~3 月，公司煤炭价格进一步下跌至均价 281.10 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

	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	3936.71	447.06	3436.93	391.71	3713.64	300.12	660.76	265.91

块煤	20.99	559.00	17.23	484.95	8.18	355.43	1.94	284.83
精煤	445.07	892.89	603.59	667.19	630.76	525.95	119.00	453.92
洗混	201.53	426.87	205.22	386.95	192.09	331.98	21.36	308.46
筛末煤	2.72	355.00	1.30	32.29	0.03	280.65	--	--
煤泥	354.97	86.00	336.53	85.63	250.20	82.80	54.21	76.01
合计	**4961.99**	**460.80**	**4600.80**	**405.58**	**4794.91**	**319.86**	**857.27**	**281.10**

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，2015 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 10.87%、铁路运输占比 64.35%，公路运输占比 11.59%。

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%。2015 年，公司参股的电厂实现投资收益 18.02 亿元。

此外，公司参股 15 家电力企业，截至 2016 年 3 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规模 1119.71 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)	
				2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年	2016 年 1~3 月
一、全资电厂		**123**	**123**	**47.99**	**13.63**	**165017.75**	**42413.76**	**27729.73**	**9181.18**
1、新庄孜厂	100	30	30	8.32	3.48	29722.33	11082.77	-3158.23	1400.61
2、潘三厂	100	27	27	12.20	3.04	42009.52	9560.88	6883.29	2283.09
3、顾桥厂	100.00	66	66	27.47	7.11	93285.90	21770.11	24004.67	5497.48
二、均股电厂		**384**	**192.54**	**156.21**	**39.24**	**641739.29**	**137647.63**	**96378.12**	**18320.40**
1、凤台电厂	50	258	129	110.64	28.45	375044.41	86108.71	66768.10	14258.94
2、田集电厂	50.43	2×63	63.54	45.57	10.79	266694.88	51538.92	29610.02	4061.46
三、参股电厂		**2059**	**804.17**	**893.88**	**237.98**	**3038112.48**	**751401.76**	**738292.33**	**206165.25**
1、国电黄金	49	2×65	63.70	69.56	15.53	250612.00	50987.00	69285.88	15269.01
2、国电九江	49	2×35+66	66.64	68.68	14.55	246057.08	47732.07	30954.94	7317.91
3、国电蚌埠	20	2×63	25.20	53.65	15.62	184204.58	46309.32	46917.41	11251.20
4、国电铜陵	24	2×63	30.24	63.20	16.27	199529.05	49099.26	51770.24	13593.31
5、华能巢湖	30	2×63	37.80	58.47	15.46	195683.81	47134.21	48772.98	14378.54
6、华电芜湖	35	2×66	46.20	63.45	15.95	211873.17	49434.76	61673.23	15328.79

7、皖能合肥	49	2×63	61.74	59.79	16.11	206123.01	50691.08	46206.32	12430.15
8、皖能铜陵	49	2×32+105	82.81	72.95	20.96	247467.09	65144.79	65232.28	20106.97
9、湖北鄂州	30	196	58.80	44.39	20.13	162559.41	68947.43	49811.74	26066.45
10、皖能马鞍	49	2×66	64.68	63.38	15.87	211382.00	49940.00	56135.42	15042.08
11、中电国际	25	2×64	32.00	59.41	12.54	193277.00	37681.00	38765.72	7534.00
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	32.00	27.09	7.94	95830.25	24789.29	587.10	901.28
14、中电国际	40	200	80.00	50.92	22.52	157862.00	73496.00	49212.12	23453.00
15、田集电厂	49	140	68.60	65.15	14.06	210899.12	43265.56	60152.21	13795.57
合　计		**2566**	**1119.71**	**1098.08**	**290.85**	**3844869.52**	**931463.15**	**862400.18**	**233666.83**

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。

2015 年，公司电力板块收入规模进一步扩大，2015 年电力板块实现营业收入 70.07 亿元，相比 2014 年底，下降 21.92%；板块毛利率 28.00%，同比下降 0.57%。2016 年 1~3 月，电力板块实现营业收入 15.82 亿元，板块毛利率为 20.29%。

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和煤炭生产需要，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。2015 年公司物流贸易实现收入 151.55 亿元，毛利润 3.97 亿元，同比分别下降 32.13%和 27.16%；2016 年 1~3 月公司物流业务实现营业收入 17.37 亿元，毛利率 2.27%。

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“十三五”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，淮矿地产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等三大任务。

截至 2016 年 3 月底，公司已开工面积 672.34 万平方米，竣工面积 413.33 万平方米，已移交安置 22255 户，累计完成投资 303.89 亿元。2015 年全年房地产业务实现营业收入 35.07 亿元，毛利润 6.86 亿元；公司 2016 年 1~3 月房地产业务确认收入 2.31 亿元，毛利润 0.38 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. 在建工程和未来发展

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目 12 个，其中，煤矿建设（扩建）项目 7 个，主要是潘集选煤厂项目、内蒙古矿井建设和其他各大矿井安全改造项目；电厂项目 3 个，主要是潘集电厂项目和两个光伏发电业务；生态农业园项目 1 个；铁路运输项目 1 个；在建项目合计总投资 332.67 亿元，截至 2016 年 3 月底已完成投资 160.31 亿元。在建项目中泊江海子矿、唐家会矿和色连二矿预计于 2016 年投产。

表 7　截至 2016 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	13.04	1.76
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。	贷款	2.28	0.50
3	潘三安全改建及二水平	矿井主井采用暗斜井延深方式，新增深部进风井和新西风井，中央风井延深至-960m 水平，对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	17.73	7.92
4	张集安全改建及二水平	矿井主井采用暗斜井延深方式，新增第二副井至二水平，中央回风井在-600m 井底车场内异地延深至-820m 水平，井田东部增加东区进、回风井各一个。对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	20.34	6.71
5	顾桥安全改建及二水平	矿井主井采用暗主斜井延深方式，副井采用新增深部进风井与暗斜井延深方式，回风井采用新增东回风井、北回风井及暗回风斜井延深方式。南区副井采用进风井直接延深方式，主运输及回风利用采区上山与一水平主运输及回风系统联系。对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	19.32	7.96
6	潘集电厂	一期拟建设 2×1000MW 超超临界燃煤发电机组	贷款	71.15	0.39
7	孔李矿废弃工业广场 18MW 光伏发电项目	建设分布式光伏发电容量 18MW，通过 1 回 35KV 线路送至八公山变电站，占地面积约 480 亩	贷款	1.46	0.01
8	李一矿废弃工广 5.6MW 光伏建设项目	规划一期建设分布式光伏发电容量 5.6MW，通过 1 回 35KV 线路送至望峰岗变电站，占地面积约 130 亩	贷款	0.47	

9	淮矿生态农业园项目	该项目为生产、建设同步进行，规划建设周期 2015～2025 年。	自有	2.46	0.34
10	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 59.6km2，资源量 6.76 亿吨	企业自有资金、银行贷款	71.08	49.78
11	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	57.74	46.01
12	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 105km2，资源量 10.3 亿吨。	企业自有资金、银行贷款	55.60	38.93
	合计			**332.67**	**160.31**

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，煤炭开采方面，淮南拟在建本土项目主要包括对朱集矿、潘一矿等矿井的扩能改造，各项目预计于 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。

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 109.70 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、法律认定上有无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 146.80 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 117.20 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 29.60 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，不再将其纳入公司合并报表范围。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。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。

2016 年 3 月 25 日，皖江物流重组方案获得中国证监会批复，皖江物流资产重组工作将于 2016 年上半年完成。2015 年 11 月 26 日，淮南市中级人民法院做出了终审裁定，批准了淮矿物流公司《重整计划草案》，淮矿物流重整完成。

重整计划草案提出：自本重整计划草案经人民法院批准之日起第 4 年至第 8 年，淮矿物流应于当年（以人民法院裁定批准重整计划草案之日为当年第一日）最后一个月的 21 日向债权人按比例清偿留债本金，具体比例为第 4 年清偿留债本金总金额的 10%；第 5 年清偿留债本金总金额的 15%；第 6 年清偿留债本金总金额的 20%；第 7 年清偿留债本金总金额的 20%；第 8 年清偿留债本金总金额的 35%；对于留债部分本息，由淮南矿业（集团）有限责任公司（下称“淮矿集团”）提供连带责任保证担保。

随着淮矿物流重整计划草案的完成，公司未来可能存在一定代偿风险。

八、募集资金使用情况

截至2016年3月底，公司存续期债券共有“11淮南矿MTN1”、“12淮南矿MTN1”、“14淮南矿MTN001”和“15淮南矿MTN001”，截至目前为止，上述各项债券的募集资金均按计划进行使用。

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 2013~2015 年三年连审审计报告，以及未经审计的 2016 年 1~3 月报表。公司 2015 年新纳入合并报表范围为的主体是 6 家，分别是北京东方蓝海置业有限责任公司、淮矿万振置业有限责任公司、上海淮矿国际贸易有限公司、淮南矿业集团发电有限责任公司、平安煤炭开采工程技术研究院有限责任公司和淮矿生态农业有限责任公司。同时，安徽省沃隆房地产开发有限公司将不再纳入公司本年合并报表范围。合并报表范围变化对公司本期财务数据无重大影响。

截至2015年底，公司资产总额合计1529.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）为257.32亿元；2015年公司实现营业总收入433.61亿元，利润总额-19.62亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 1538.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 263.60 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业总收入 64.26 亿元，利润总额 0.31 亿元。

1. 资产质量

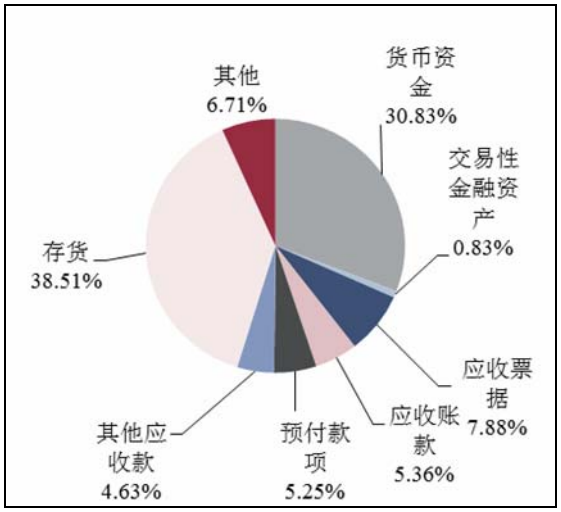
2013~2015 年，公司总资产规模波动下降，年均降幅为 1.86%。截至 2015 年底，公司资产总额合计 1529.60 亿元，较上年底增长 5.84%；其中流动资产合计占 29.72%，非流动资产合计占 70.28%，公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 1538.59 亿元，较 2015 年年底增长 0.59%，主要是流动资产增长所致，尤其是货币资金和其他应收款的增长。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 8.27%；截至 2015 年底，公司流动资产合计 454.59 亿元，主要由存货（占 38.51%）、货币资金（占 30.83%）、应收票据（占 7.88%）、应收账款（占 5.36%）、预付款项（占 5.25%）和其他应收款（占 4.63%）构成。

图 6　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货呈波动增长趋势，年均复合增长 1.05%；截至 2015 年底，公司存货账面余额合计 175.05 亿元，较上年底增长 1.40%，主要系公司房地产企业增加土地储备所致，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 4.30%，库存商品占 10.43%，开发成本占 85.27%，其它为 0.01%。公司对库存商品计提跌价准备 0.55 亿元，但未对原材料和开发成本计提减值准备，存货计提不充分，存在一定跌价风险。

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均增长 13.91%。截至 2015 年底，公司货币资金合计 140.13 亿元，较上年底增长 47.49%。公司货币资金主要由银行存款构成，其中 6.00 亿元为法定存款准备金。

2013~2015 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 40.85%；截至 2015 年底，公司应收账款余额为 24.37 亿元，主要为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 11.24 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 14.69 亿元，其中账龄 1 年以内占 79.44%；公司共计提 1.85 亿元的坏账准备，计提比例为 12.59%，计提比例基本合理。

2013~2015 年，公司应收票据快速下降，年均复合下降 34.72%，截至 2015 年底，公司应收票据余额为 35.82 亿元，较 2014 年底下降 42.48%，其中，截至 2015 年底公司已质押的应收票据金额为 23.57 亿元。

2013~2015 年，公司预付款项年均复合下降 43.18%，下降幅度较快；截至 2015 年底，公司预付款项合计 23.88 亿元，较 2014 年底增长 58.31%，其中一年内款项占 88.32%，账龄在 1~3 年合计占比 10.92%，账龄在三年以上的占比 0.76%。

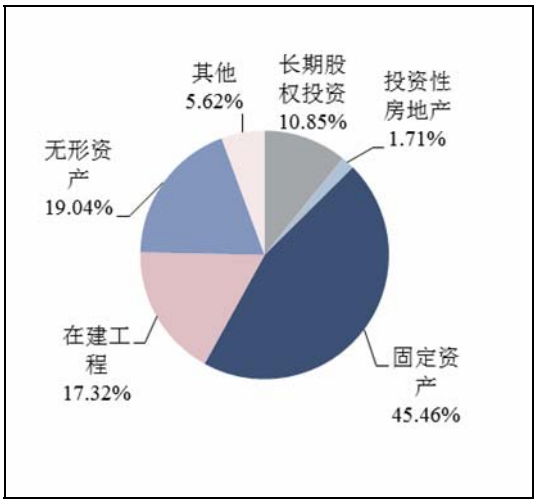
2013~2015 年，公司其它应收款波动增长，截至 2015 年底，公司其它应收款项余额为 21.03 亿元，较上年年末增长 30.20%。公司采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款为 14.92 亿元，主要包括矿业权价款返还款、代付安徽省国资委收购建行股权款、芜湖市国土局淮南市山南新区管委会财政局的待结算款等；公司采用组合测试（账龄分析）法计提坏账准备的应收账款 6.31 亿元，其中账龄 1 年以内占 68.94%；公司共计提 0.89 亿元的坏账准备，计提比例为 14.10%，计提比例基本合理。

截至 2016 年 3 月底，公司流动资产合计 459.30 亿元，较 2015 年底增长 1.04%，主要来源于货币资金和预付款项的增长。截至 2016 年 3 月底，货币资金和预付款项分别较上年增加 9.86 亿元和 11.89 亿元，增长率分别为 7.04%和 49.80%；而其他流动资产和应收账款下降幅度较大，较 2015 年底分别减少 14.87 亿元和 13.43 亿元，变动率分别为-55.84%和-55.10%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增长 1.28%；截至 2015 年底，公司非流动资产合计 1075.02 亿元，较 2014 年底增长 3.63%，以固定资产（占 45.46%）、在建工程（占 17.32%）、无形资产（占 19.04%）和长期股权投资（占 10.85%）为主。

图 7　截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司固定资产保持持续下降趋势，年均复合下降 3.74%；截至 2015 年底，公司固定资产净额为 488.74 亿元，仍以房屋建筑和机器设备为主，分别占比 56.68%和 34.05%，资产质量尚可。

截至 2015 年底，公司在建工程合计 186.20 亿元，较上年底有所增长，增长率为 5.67%，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。

2013~2015 年，公司为无形资产波动中有所下降，年均复合下降 0.67%；截至 2015 年底，公司无形资产净值为 204.65 亿元，较上年底增长 2.75%，主要系公司探矿权和土地使用权增长所致。

截至 2016 年 3 月底，公司非流动资产合计 1079.30 亿元，规模及构成较 2015 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，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益不断下降，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 257.32 亿元，较 2014 年底下降 1.90%，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 2015 年底，其中归属母公司所有者权益合计 156.08 亿元，同比下降 6.21%，主要构成为股本（占 125.08%）、资本公积（占 7.75%）、专项储备（占 14.22%），未分配利润为-94.34 亿元。2015 年公司其他权益工具增长至 19.82 亿元，主要为公司 2015 年发行的永续债融资工具；同期公司未分配利润为负，主要系公司 2014 年和 2015 年连续两年亏损所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 263.60 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 156.94 亿元，与 2015 年底相比有所提高，主要原因是公司实收资本和少数股东权益有所增加。截至 2016 年 3 月底，公司实收资本为 196.22 亿元，较 2015 年底增加 1 亿元，主要是国开发展基金以股权形式注资公司 1 亿元用于投资公司西淝河项目。

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

2013~2015 年，公司负债规模年均增长 0.39%，主要来自非流动负债的增长；截至 2015 年底，公司负债总额合计 1272.28 亿元，较上年年底上升 7.55%。其中，流动负债占比 55.45%，非流动负债占比 44.56%，债务结构以短期负债为主，符合公司经营特点。

2013~2015 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 9.20%；截至 2015 年底，公司流动负债合计 705.49 亿元，同比上升 1.61%。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、预收账款其它应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债项。

2013~2015 年，公司短期借款快速下降，

年均复合下降 32.89%；截至 2015 年底，公司短期借款合计 106.67 亿元，较上年年末下降 22.46%，其中主要为信用借款（占 93.81%）和保证借款（占 5.25%）。

2013~2015 年，公司应付票据也呈大幅下降趋势，年均复合下降 54.31%；截至 2015 年底，公司应付票据合计 29.26 亿元，较上年同期下降 7.47%。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 1.54%和 98.46%。

2013~2015 年，公司应付账款保持稳定，年均变化 0.86%；截至 2015 年底，公司应付账款余额 87.08 亿元，主要为购买大型设备的应付款和未结算的工程款。

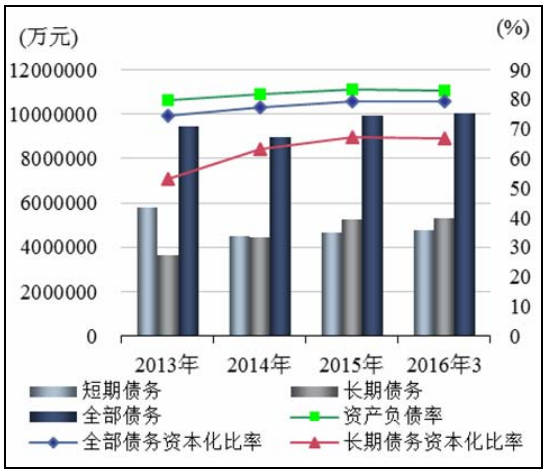
截至 2015 年底，公司其它应付款项余额为 67.00 亿元，三年复合下降 21.51%，主要为未结算棚户区改造工程所欠费用和押金保证金。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债和其它流动负债，分别为 109.42 亿元和 204.00 亿元，三年复合增长率分别为 7.29%和 39.39%，较上年年底分别变化 46.23%和 5.70%。其中，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款；其他流动负债主要包括公司 2015 年发行的 3 期短期融资券（“15 淮南矿业 CP001”29 亿元、“15 淮南矿业 CP002”25 亿元和“15 淮南矿业 CP003”25 亿元）和 7 期合计金额为 125 亿元的超短期融资券。

2013～2015 年，公司非流动负债快速增长，年均增长 18.03%；截至 2015 年底，非流动负债总额为 566.80 亿元，主要由长期借款（40.60%）、应付债券（占 32.85%）和长期应付款（占 22.15%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款波动上升，年均上升 9.76%；截至 2015 年底，公司长期借款余额为 230.12 亿元，较上年年底增长 24.70%，其中保证借款和质押借款增幅较大。截至 2015 年底，公司应付债券余额为 186.19 亿元，主要为公司 2011 年以来发行的公司债券、中期票据和非公开定向票据。截至 2015 年底，公司长期应付款 125.59 亿元，其中应计入有息债务的为 111.45 亿元，主要是为满足业务快速扩张及新建项目需要而使用的项目借款以及通过融资租赁方式租入机器设备形成的应付融资租赁款。

图 8　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，2013~2015 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 2.65%。截至 2015 年底，公司全部债务为 994.20 亿元，较上年底上升 11.17%，主要系公司大幅增加长期借款所致。截至 2015 年底，公司长期债务占全部债务比重为 53.08%，债务期限结构与投资项目的匹配度较好。

2015 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 83.18%、79.44%和 67.22 %，分别较 2014 年底上升 1.33 个、2.12 个和 4.25 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2016 年 3 月底，公司债务总额为 1005.25 亿元，较 2015 年底增长 1.11%，债务结构变化不大。同期，受益于公司所有者权益增加，公司各项债务指标有所下降。截至 2016 年 3 月底，公司长期债务资本化比率为 66.77%，全部债务资本化比 79.23%，资产负债率为 82.87%。

整体看，跟踪期内公司负债率较高，债务负担较重。

3. 现金流情况

从经营活动来看，2013～2015 年，受煤炭市场，煤炭价格下跌影响，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快速下降，年均复合下降分别为 19.06%和 17.65%；2015 年分别为 570.00 亿元和 594.08 亿元；2013~2015 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 26.25%和 19.13%，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，2015 年分别为 326.17 亿元和 549.63 亿元。2013～2015 年，公司经营性现金流净额分别为 35.54 亿元、44.02 亿元和 44.45 亿元，2015 年公司经营性现金流净额较 2014 年上升 0.99%。同期，公司现金收入比波动上升，分别为 130.57%、132.20%和 131.46%，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，2013~2015 年，公司投资活动现金流出保持较大规模，三年分别为 146.95 亿元、115.50 亿元和 98.14 亿元；公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金和构建固定资产、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 -135.43 亿元、-75.96 亿元和-77.50 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-99.89 亿元、-31.94 亿元和-33.05 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，2013~2015 年，公司筹资活动主要集中于借款及偿还债务。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 64.94 亿元、62.25 亿元和 73.36 亿元，公司对外融资需求较高。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.15 亿元，现金收入比为 181.05%；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为 -2.63 亿元，投资规模有所下降；公司筹资活动前现金流量净额为 5.52 亿元，随着公司对外投资规模增大，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 4.35 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较强。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。

4. 盈利能力

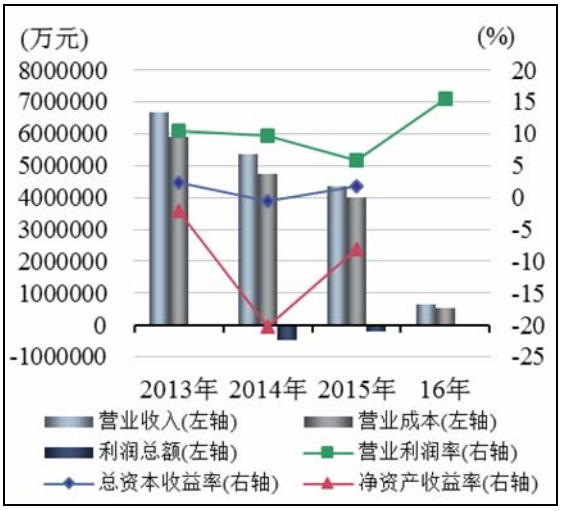
2013~2015 年，公司营业总收入年均复合下降 19.34%；2015 年公司实现营业总收入 433.61 亿元，较上年下降 18.97%。2015 年，煤炭行业持续低迷的行情以及较低的煤炭价格负面地影响了公司煤炭板块的营业收入，为营业收入下降的主要因素；而公司非煤矿业务板块如电力、房地产业务发展状况良好，形成了以煤炭行业为主的多元化发展格局，其中电力板块的不断发展有一定能力对冲煤炭价格走低给公司营业收入带来的负面影响。

2013~2015 年，公司营业成本年均复合下降 17.58%，降速略低于营业收入的降速。2013~2015 年，公司的期间费用波动中有所下降，三年平均复合下降 3.57%；2015 年，公司期间费用为 87.18 亿元，同比下降 6.22%，但受公司营业收入大幅下降影响，公司期间费用率增长至 20.10%。总体来看，公司期间费用控制能力有待改善。

2013~2015 年，公司投资收益分别为 16.23 亿元、107.25 亿元和 24.74 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。2015 年公司投资收益为 24.74 亿元，公司的投资收益主要是权益法核算的长期股权投资收益。公司长期股权投资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，2015 年实现权益法核算的长期股权投资收益 22.50 亿元。2015 年，公司营业外收入 20.30 亿元，同比上升 86.41%，主要包括矿业权返还款及其它政府补助，上升主要原因是政府补助与上年相比大幅增加。

图 9　公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2015 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 5.77%、1.79%和-8.01%。其中营业利润率同比下降 3.90 个百分点；受 2015 公司利润总额较 2014 年有所反弹的影响，公司 2015 年总资本收益率和净资产收益率较 2014 年均有所增长。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 64.26 亿元，占 2015 年营业总收入的 14.82%，同期，公司实现利润总额 0.31 亿元，公司 2016 年一季度扭亏为盈的原因主要是公司采取提高全员效率、严控成本费用开支等措施大幅度降低生产成本所致。2016 年 1~3 月，公司营业利润率为 15.58%，较 2015 年大幅好转，上升 9.81 个百分点。

整体看，煤炭价格及煤炭业务收入规模对公司营业收入影响较大，但随着公司电力业务板块的发展，能给公司营业收入带来积极影响。跟踪期内，受煤炭价格持续下跌影响，公司盈利能力下降；未来公司电力和房地产板块可能将成为公司重要利润来源。

5. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2013～2015年，公司流动比率和速动比率均值分别为62.47%和38.60%，其中三年流动比率分别为63.14%、58.74%和64.44%；速动比率分别为43.11%、33.88和39.62%。2015年底流动比率和速动比率较上年底均有所上升；2013～2015年公司经营现金流动负债比波动上升，分别为4.15%、6.34%和6.30%。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，2013～2015年公司EBITDA规模波动中快速下降，分别为92.39亿元、49.52亿元和68.14亿元；EBITDA利息保障倍数分别为2.45倍、0.93倍与1.45倍，公司EBITDA对利息的保障能力有所下降；2013～2015年，随着公司债务的波动增长，公司全部债务/EBITDA分别为10.21倍、18.06倍和14.59倍。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2016年3月底，公司对外担保总额86.23亿元，其中对淮矿现代物流有限责任公司连带责任担保68.50亿元；对淮矿现代物流有限责任公司一半责任担保11.15亿元；对淮北矿业集团有限公司担保6.58亿元，担保比率为32.71%，公司或有负债风险较大。

截至2016年3月底，公司共获得银行授信总额707.96亿元，已使用授信额度152.43亿元，尚未使用额度555.53亿元，公司间接融资渠道较畅通。

6. 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，所以将主要考虑公司对偿债高峰期的保障能力。2016 年公司需要的偿债中期票据金额为 35 亿元。2015 年公司经营活动现金流入量、经营性净现金流及 EBITDA 对上述债券金额的保护倍数分别为 16.97 倍、1.27 倍和 1.95 倍，公司经营性现金流入量对上述债券金额的保护程度较好。

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2016年5月30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。

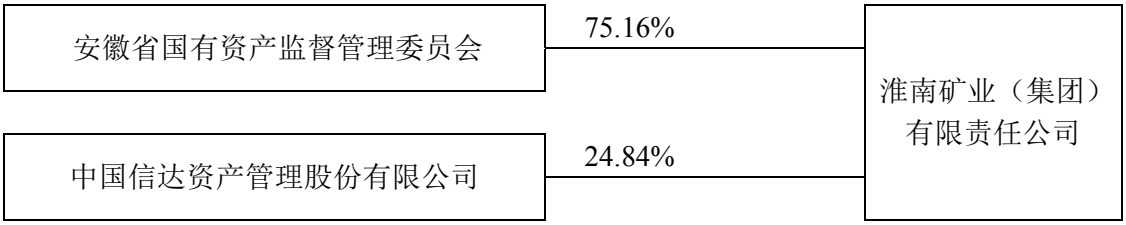
8. 抗风险能力

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。

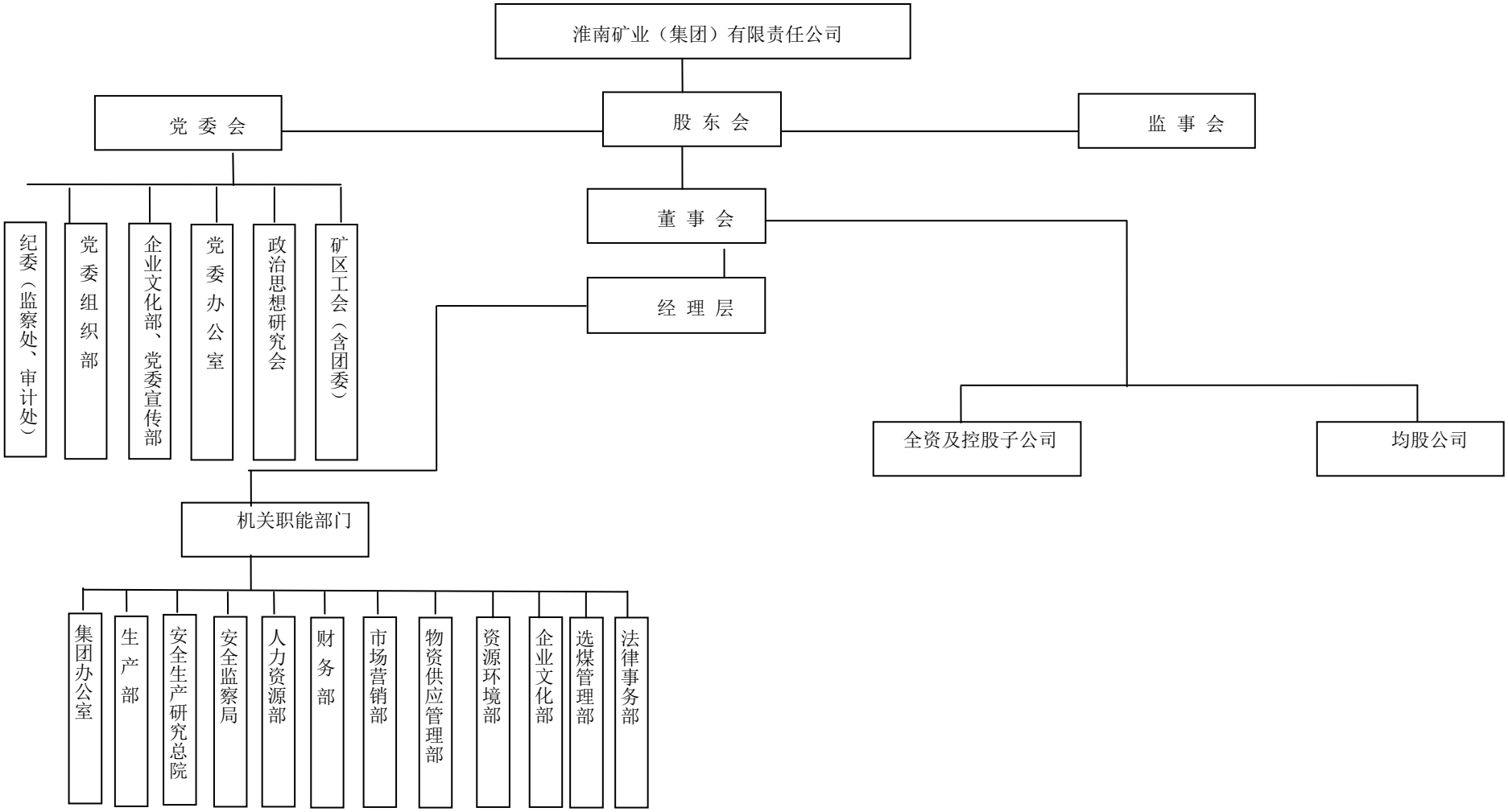
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望由负面调整为稳定，并维持“11淮南矿MTN1”、“12淮南矿MTN1”、“14淮南矿MTN001”和“15淮南矿MTN001”AAA的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	194.29	158.61	179.73	185.10
资产总额(亿元)	1588.27	1445.26	1529.60	1538.59
所有者权益(亿元)	325.77	262.30	257.32	263.60
短期债务(亿元)	577.06	448.31	466.43	475.56
长期债务(亿元)	366.39	445.99	527.77	529.69
全部债务(亿元)	943.45	894.30	994.20	1005.25
营业收入(亿元)	666.40	535.12	433.61	64.26
利润总额(亿元)	-2.22	-47.87	-19.62	0.31
EBITDA(亿元)	92.39	49.52	68.14	--
经营性净现金流(亿元)	35.54	44.02	44.45	8.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.57	4.35	5.69	--
存货周转次数(次)	3.89	2.75	2.30	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.35	0.29	--
现金收入比(%)	130.57	132.20	131.46	181.05
营业利润率(%)	10.42	9.67	5.77	15.58
总资本收益率(%)	2.42	-0.63	1.79	--
净资产收益率(%)	-2.16	-20.28	-8.01	--
长期债务资本化比率(%)	52.93	62.97	67.22	66.77
全部债务资本化比率(%)	74.33	77.32	79.44	79.23
资产负债率(%)	79.49	81.85	83.18	82.87
流动比率(%)	63.14	58.74	64.44	65.04
速动比率(%)	43.11	33.88	39.62	38.60
经营现金流动负债比(%)	4.15	6.34	6.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	0.93	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.21	18.06	14.59	--

注：1、因淮矿物流被剥离导致公司财务数据进行差错调整，公司 2013 和 2014 年财务数据由 2015 年年报追溯调整所得；2、2015 年和 2016 年一季度中的公司所有者权益中含有 19.82 亿元的永续债；3、全部债务包含公司全部有息债务；4、2016 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。