

跟踪评级公告

联合[2015] 673 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持安徽省皖北煤电集团有限责任公司主体长期信用等级为AA,评级展望由“稳定”调整为“负面”,并维持“15皖北CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十九日



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>

安徽省皖北煤电集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 皖北 CP001	10 亿元	2015/5/7 -2016/5/7	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	71.23	77.59	73.54	65.79
资产总额(亿元)	408.91	468.52	518.70	525.90
所有者权益(亿元)	139.26	162.10	160.65	158.31
短期债务(亿元)	61.74	84.17	87.33	91.01
全部债务(亿元)	154.82	200.64	257.34	269.41
营业收入(亿元)	350.00	381.67	304.29	40.29
利润总额(亿元)	7.20	1.21	-10.41	-3.86
EBITDA(亿元)	26.57	23.35	15.26	--
经营性净现金流(亿元)	19.41	11.06	-6.87	-0.96
营业利润率(%)	8.87	6.58	5.88	5.15
净资产收益率(%)	2.60	-0.30	-6.63	--
资产负债率(%)	65.94	65.40	69.03	69.90
全部债务资本化比率(%)	52.65	55.31	61.57	62.99
流动比率(%)	96.84	93.21	98.18	96.63
全部债务/EBITDA(倍)	5.83	8.59	16.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	2.77	1.29	--
经营现金流动负债比(%)	13.12	6.64	-4.03	--

注: 1、全部债务中包含长期应付款及其他非流动负债中的有息债务;

2、2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

杜蜀萍 李 嘉

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, 安徽省皖北煤电集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为安徽省属国有大型煤炭企业, 保持在煤炭资源、技术水平、区域位置等多方面优势。但煤炭行业景气度低迷, 煤炭产品价格持续大幅下降影响, 公司煤炭业务盈利空间大幅收窄, 公司经营活动获现能力持续减弱; 同时, 公司债务成本支出大幅上升、政府补助减少, 导致 2014 年整体呈现大幅亏损状态。短期内, 煤炭行业景气度难以迅速扭转, 在建煤化工项目资金需求大或进一步增加公司债务负担。

综合分析, 联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望由“稳定”调整为“负面”; 维持“15 皖北 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司所在皖北矿区紧邻长三角经济发达地区, 交通运输便利, 能源需求缺口大, 区域优势明显。
2. 公司融资渠道畅通, 下属上市公司恒源煤电拥有直接融资渠道。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期短期融资券的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内, 煤炭行业景气度持续低迷, 煤炭价格进一步下滑, 公司经营活动获现能力大幅减弱。
2. 公司债务成本支出大幅上升, 政府补助减少, 导致 2014 年大幅亏损, 公司经营压力加大。
3. 公司煤炭物流及贸易类业务盈利空间收窄, 规模有所压缩但收入占比仍然较大, 影响公司整体盈利能力。
4. 公司未来资本性支出规模大, 对外融资需求压力大。

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）与安徽省皖北煤电集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与安徽省皖北煤电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，未因安徽省皖北煤电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安徽省皖北煤电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“15 皖北 CP001”兑付日有效；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（以下简称“联合资信”）关于安徽省皖北煤电集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

安徽省皖北煤电集团有限责任公司（以下简称“公司”或“皖北煤电”）前身为1984年成立的安徽皖北煤炭工业公司，1986年更名为皖北矿务局，后经安徽省现代企业制度试点工作领导小组皖现企组[1997]19号及安徽省人民政府皖政秘[1998]75号文件批准，改制为安徽省皖北煤电有限责任公司，2000年5月改为现名。截至2015年3月底，公司注册资本30.00亿元，系国有独资公司，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会持有其100%股权。

公司经营范围：煤炭开采、加工及煤炭技术开发；化工原料和化工产品的生产、销售（不含危险品）；建筑材料、机械设备、五金交电、通讯器材、日用百货的批发、零售；服装加工；种植和养殖；农副产品加工（国家政策许可的）；铁路和公路运输；建筑（四级）；装饰（三级）；设备租赁；本系统内的土地复垦、道路、堤坎修复；基础土方工程；经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；（以下分支机构经营）饮食、娱乐服务、打字、复印、住宿、物业管理，矿用设备配件制造与维修，汽车修理、汽车配件零售，煤泥矸石、瓦斯发电；石膏、高岭土的开采、加工、销售；非金属矿产技术开发、加工、销售；土壤改良剂、肥料、高分子材料加工、销售。

公司本部现有办公室、计划财务部、资金管理中心、安全环保部、法律事务部、人力资

源部等职能部室。公司控股子公司安徽恒源煤电股份有限公司，为中国A股上市公司（股票代码SH.600971，以下简称“恒源煤电”；截至2015年3月底，公司持股59.96%）。

截至2014年底，公司合并资产总额518.70亿元，所有者权益160.65亿元（其中少数股东权益113.40亿元）。2014年全年公司实现营业收入304.29亿元，利润总额-10.41亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额525.90亿元，所有者权益合计158.31亿元（其中少数股东权益113.38亿元）。2015年1~3月公司实现营业收入40.29亿元，利润总额-3.86亿元。

公司地址：安徽省宿州市西昌路157号；
法定代表人：杨军。

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。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 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，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 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 M2 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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

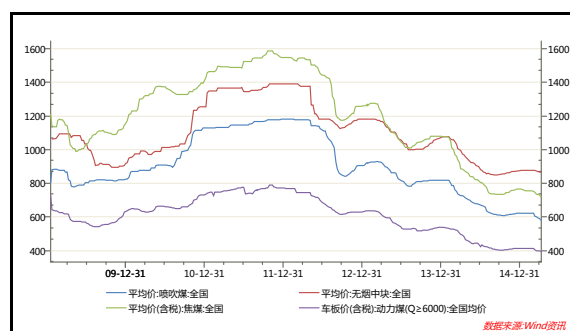
四、行业分析

（一）煤炭行业

煤炭价格

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

图 1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：wind 资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出

现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

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 $\geq$ 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

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2014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。

总体看，跟踪期内，中国经济增速放缓，煤炭需求增幅回落，短期内煤炭行业结构性过剩的情况难以改变。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。

（二）煤化工

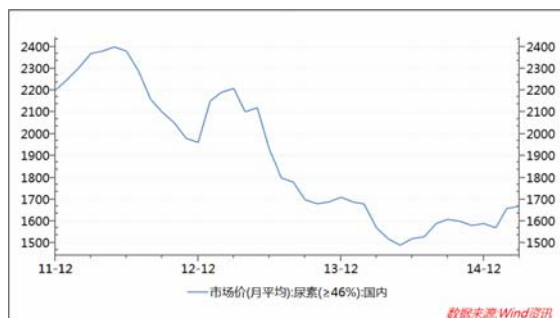
尿素

2014年，全国尿素产量增速相比前两年有所减缓，2014年中国尿素（折纯）产量为3217.83万吨，同比下降3.46%。2014年中国尿素出口量为1361.55万吨，虽然尿素出口量攀升，但中国尿素需求量约为6500万吨，面对8070万吨/年的产能，约有1500万吨/年的产能过剩。2014年度，中国尿素产能持续增加，给已处于产能过剩的尿素行业带来更大的压力，尿素价格持续下行压力大。

价格方面，2012年前五个月，尿素价格继续延续前期涨势，随着国内用肥季节逐步结束及出口窗口打开，国内氮肥转为出口，受国际市场行情偏弱影响，氮肥出口受挫，国内供过于求，价格出现下行态势。同时，上游煤炭价格也出现明显下跌，企业报价出现松动。在农业冬储的带动下，12月底尿素价格出现明显反弹，至2013年一季度。2013年4月份开始，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行的因素，尿素价格持续下跌，到2013年12月，尿素（ $\geq 46\%$ ）月平均价格为1710元/吨，同比下降12.80%。进入2014年，尿素价格持续下跌，2014年5月，尿素价格跌至低点1490元/吨，6月开始，尿素价格波动中不断回升，

2015 年 3 月底，尿素价格为 1670 元/吨。

图 3 2010~2015 年 3 月国内尿素（≥46%）市场价
（单位：元/吨）



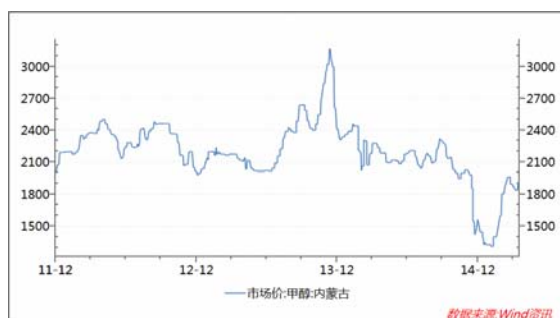
资料来源：Wind 资讯

甲醇

近年来，国内甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。根据生意社数据显示，2014 年中国甲醇生产企业 330 家，较去年新增 18 家，新增产能超 900 万吨，总产能达到 6400 万吨，产能增长率 16.07%，同比保持稳定增长。2014 年全年国内甲醇开工率维持在 60% 附近的水平，产量保持增长。预计 2015 年国内甲醇产能将达到 7000~7500 万吨。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

图 4 甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，以内蒙古甲醇市场价为例，2012 年，国内甲醇价格在 2000~2500 元/吨区间震荡，振幅较大；2013 年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响，甲醇价格出现了一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬；2014 年以来下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈下行趋势，2014 年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015 年 1 季度受原油价格回升影响，甲醇价格由 2014 年末的 1565 元/吨回升至 1900 元/吨。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司前身为 1984 年成立的安徽皖北煤炭工业公司，后经安徽省现代企业制度试点工作领导小组皖现企组[1997]19 号及安徽省人民政府皖政秘[1998]75 号文件批准，改制为安徽省皖北煤电有限责任公司，2000 年 5 月改为现名。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 30.00 亿元，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 100% 股权。

2. 企业规模与竞争力

公司是以采掘业为基础，以煤电化、煤炭物流、非金属材料开发等为支撑的省属国有大型煤炭企业。目前，公司拥有员工 4 万余人，并表子公司 24 家；主要下属企业包括：上市公司恒源煤电、全国化工百强企业安徽淮化集团有限公司（下称“淮化集团”）、2 家煤炭物流公

司安徽省皖煤运销有限责任公司（下称“皖煤运销”）和安徽长江能源发展有限责任公司（下称“长江能源”）等。

截至 2014 年底，公司共有煤炭资源储量 70.59 亿吨（探明），原煤年生产能力 2710 万吨，年洗选能力 510 万吨。主要煤种有：贫瘦煤、1/3 焦煤、气煤、无烟煤、主焦煤等，其中 1/3 焦煤、无烟煤是华东地区稀缺煤种。公司煤炭业务板块下辖 16 对矿井（其中 2 对在在建，2 对筹建），配套大型选煤厂 6 座。公司 2014 年受进口煤冲击影响，原煤产量合计 1958 万吨，同比增长 1.98%；煤炭物流板块销售量 2406 万吨，同比减少 25%。

公司下属上市公司恒源煤电 2014 年生产原煤 1441 万吨，销售商品煤 1168 万吨；实现营业收入 64.45 亿元，同比减少 20.83%，主要由于煤炭产品价格持续下降、销量下滑导致；同期利润总额 0.35 亿元，同比减少 91.43%；2014 年底恒源煤电资产总额 138.14 亿元、同比增长 3.24%，所有者权益 68.07 亿元、同比减少 2.35%。

3. 人员素质

公司董事长、党委书记董事长、党委书记杨军先生，1965 年出生，中共党员，博士研究生，正高级工程师。曾任淮北矿务局袁庄煤矿技术员、技术科助工；淮北矿务局生产技术处副处长、主任工程师；桃园煤矿党委委员、生产副矿长；祁南矿矿长、党委委员；淮北矿业集团公司副总工程师、芦岭矿矿长；淮北矿业集团公司副总经理；淮北市人民政府副市长；淮北市市委常委、市人民政府副市长；淮北市市委常委、市人民政府党组副书记、常务副市长。现任公司党委书记、董事长。

公司总经理、党委副书记龚乃勤先生，1962 年 4 月出生，1983 年 7 月参加工作，中共党员，硕士文化程度，正高级工程师职称，现任集团公司党委委员、董事、恒源煤电董事长、党委书记。历任：前岭煤矿助理工程师，

局生产技术处副科长，副主任工程师；刘桥二矿副总工程师，总工程师；局生产技术处处长，局副总工程师，总工程师；集团公司副总经理、总工程师，集团公司党委委员、董事、副总经理等职务。2009 年 8 月兼任恒源煤电董事长、党委书记，不再担任集团公司副总经理职务。2013 年 10 月，担任公司总经理、党委副书记。

截至 2015 年 3 月底，公司员工总数为 41175 人，其中管理人员占 7.20%，生产人员占 83.56%，销售人员占 2.15%，科技人员占 6.53%，财务人员占 0.56%；从学历构成来看，员工中具有大专及大专以上学历的占 27.52%，具有中等（包括中专、高中、技校）学历的占 23.76%，初中及以下学历的占 48.72%。

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

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭、煤化工、煤炭物流三大板块，以煤炭为主导产品。2014 年，公司实现营业收入 304.29 亿元，其中主营业务收入 290.74 亿元，较 2013 年下降 21.29%，主要受煤炭行业景气度下行影响，公司产品利润空间减小，公司大幅缩减煤炭相关业务规模。2014 年度公司煤化工业务规模缩减主要是统计口径变化，将原计入煤化工的煤化工贸易收入重新划分计入其他类，导致业务规模大幅下滑 72.25%，但同期毛利率上升至 16.46%。其他业务主要是各类物资贸易、电力、房地产开发、非金属材料、机械加工、材料设备销售等。

表1 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	收入				毛利率		
	2013 年	2014 年	同比变动	2015 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
煤炭	79.53	65.64	-17.47	11.53	20.68	15.74	0.95
煤化工	60.61	16.82	-72.25	4.16	7.42	16.46	15.50
煤炭和物流	221.63	116.13	-47.60	16.04	0.79	-0.49	0.50
其他	7.60	92.15	1112.50	7.13	35.13	6.79	19.66
合计	369.37	290.74	-21.29	38.86	6.87	6.45	5.82

资料来源：公司提供

煤炭主业方面，公司现有 16 对矿井，选煤厂 6 座。2014 年公司原煤产量合计 1958 万吨，同比上升 1.98%。受煤炭产品价格下降影响，2014 年公司煤炭业务实现收入 65.64 亿元，同比下降 17.47%；公司煤炭业务毛利率为 15.74%，较 2013 年下降 4.94 个百分点。2015 年 1~3 月，公司商品煤销售价格进一步下滑至 341.99 元/吨，业务毛利率大幅降至 0.95%，煤炭主业经营压力大幅上升。

表2 公司煤炭业务经营情况

	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
商品煤销量	1636.01	1657.50	337.23
商品煤销售价格	486.10	395.99	341.99
吨煤成本	385.55	333.69	338.60

资料来源：公司提供

煤化工业务方面：公司依据“整合上下游资源，延伸煤炭产业链”的发展思路，推进安徽煤化工（淮南）基地建设。现有产品主要有硝酸铵、尿素、硝酸和二甲基甲酰胺等。2014 年公司硝酸铵、尿素、硝酸产量分别为 11.95 万吨、38.85 万吨、25.79 万吨，产销率分别为 83.91%、97.00%、99.62%，销售均价分别为 1355 元/吨、1581 元/吨和 1121 元/吨，同比分别下降 14.46%、19.83%和 28.17%；同时随着煤炭价格下降，公司煤化工原料成本也有所下滑。同期，公司煤化工板块实现营业收入 16.82 亿元，同比下降 72.25%，主要系统口径调整将煤化工相关贸易业务收入计入其他业务所

致。虽然主要煤化工产品价格均有所下降，但板块毛利率大幅上升至 16.46%，主要由于划出的贸易类收入毛利率较低所致；若剔除 13 年煤化工中的贸易业务，板块毛利率下降 1.82 个百分点。

煤炭物流方面：公司以完善“煤、路、港、航”一体化的立体营销网络为出发点，积极建设港口、码头，构建煤炭物流基地；2014 年煤炭物流板块完成商品煤销售 2406.6 万吨，同比减少 25.00%，同期公司煤炭物流业务实现收入 116.13 亿元，同比下降 47.60%，板块呈亏损状态，毛利率为-0.49%。同时，考虑其他板块中贸易类收入近 80 亿元，公司的煤炭物流及贸易类合计收入占主营业务收入比重达 65%以上，该类业务盈利能力弱、对利润贡献少。

跟踪期内，受煤炭行业景气度持续低迷，公司煤炭产品价格持续大幅下降，公司煤炭主业及贸易类业务规模均有所减小，公司整体盈利能力大幅下滑，公司业务经营压力大幅上升。

2. 未来发展

截至 2015 年 3 月底，公司主要的在建工程集中在煤化工项目和煤炭改扩建项目，截至目前，公司主要在建项目总投资达到 365.92 亿元，截至 2015 年 3 月底，公司已累计投入 118 亿元，2015~2016 年全年公司预计分别需投入 114 亿元和 133 亿元，资金需求规模较大。

表 3 截至 2015 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目内容	预计总投资	起始时间	预计完成时间	2014 年底累计完成	2015 年 1-3 月完成投资	2015 年计划投资	2016 年计划投资
1	中安煤化工	120 万吨甲醇/年	209.10	2011	2016	20.99	4.44	92.57	101.53
2	朱集西煤矿	400 万吨/年及配套洗煤厂	73.66	2009	2015	55.12	2.37	9.00	--
3	招贤煤矿	240 万吨/年	24.76	2012	2016	5.71	0.33	5.50	14.88
4	麻地梁煤矿	500 万吨/年	21.69	2008	2016	--	--	3.42	13.87
5	20 万吨/年煤制甲醇	20 万吨/年	17.38	2009	2015	16.76	0.06	1.17	--
6	恒源煤矿改建	200 万吨/年	12.39	2010	2017	5.37	0.11	1.55	3.00
7	昌恒煤矿改扩建	90 万吨/年	6.94	2011	2015	6.90	0.09	0.56	--
合 计			365.92			110.85	7.34	113.77	133.28

资料来源：公司提供

整体看，目前煤炭行业景气程度低迷，短期内仍难以大幅扭转行业颓势，公司煤炭主业经营压力大；未来煤化工实现转型有望推动公司收入规模增加及盈利能力改善，但煤化工板块尚需投资规模较大，或将增加公司债务负担。

八、募集资金使用情况

公司存续期内有一期短期融资券，系 2015 年 5 月 7 日发行的“15 皖北 CP001”，额度为 10 亿元，期限 365 天，募集资金中 2 亿元用于偿还金融机构借款，8 亿元用于补充流动资金；截至目前，公司募集资金剩余 0.96 亿元可用于补充流动资金。

九、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务数据已经中审亚太会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2014 年，公司合并报表范围较 2013 年新增安徽省皖煤国贸有限责任公司和安徽省皖北煤电集团财务有限公司等 4 家子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 518.70

亿元，所有者权益 160.65 亿元（其中少数股东权益 113.40 亿元）。2014 年全年公司实现营业收入 304.29 亿元，利润总额-10.41 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 525.90 亿元，所有者权益合计 158.31 亿元（其中少数股东权益 113.38 亿元）。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 40.29 亿元，利润总额-3.86 亿元。

1. 盈利能力

受公司贸易类业务收入大幅下降影响，2014 年公司营业收入大幅下降。2014 年公司实现营业收入 304.29 亿元，同比下降 20.27%。

除受主业盈利能力下滑影响，财务费用增加和营业外收入减少也对公司利润产生较大影响。随着公司债务规模增大，债务成本大幅上升，2014 年公司财务费用中利息支出 11.19 亿元，同比增长 35.97%。同期公司营业外收入为 2.78 亿元，比上年减少 3.16 亿元，主要是政府补助减少 2.98 亿元。2014 年度，公司实现利润总额-10.41 亿元，同比大幅减少 11.62 亿元。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.29 亿元，同比下降 55.03%，利润总额-3.86 亿元，公司收入规模、盈利能力均明显下降。

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 5.88%、0.13%和-6.63%；

与 2013 年的 6.58%、2.24%和-0.30%相比，盈利指标下降明显，主要是受煤炭主业价格下跌影响。2015 年 1~3 月，公司营业利润率为 5.15%，盈利能力持续下降。

总体看，跟踪期内，煤炭板块收入虽然大幅上升，但受煤炭贸易类业务收入大幅减少影响，公司收入大幅下降；同时，受煤炭价格整体下行、材料、人工、运输成本上升，以及债务成本上升、政府补贴减少等因素影响，公司盈利指标大幅弱化。

2. 现金流及保障

从经营活动看，公司经营活动现金流入规模下降明显，2014 年，公司经营活动现金流入 338.07 亿元，同比下降 18.37%。经营活动现金流出 344.94 亿元，同比下降 14.42%；2014 年公司经营活动现金流量净额-6.87 亿元，同比减少 17.94 亿元。同期，公司现金收入比为 106.21%，较 2013 年小幅上升 3.76 个百分点，公司回款指标有所下降，但现金收入实现质量较为稳定。

2014 年，公司投资活动主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，2014 年，公司投资活动现金流出量和流量净额分别为 54.66 亿元和-41.69 亿元，投资活动产生的现金流量净额较 2013 年有所下降，公司对外投资规模仍较大，融资需求较强。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动前现金流量净额为-48.56 亿元，现金缺口较 2013 年增长明显，公司外部融资需求强。2014 年，受支付其他与筹资活动有关的现金大幅下降影响，公司筹资活动现金流出量有所下降，为 100.84 亿元，同时公司获得大量借款，筹资活动现金流入量为 145.22 亿元，筹资活动现金流量净额为 44.38 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 61.22 亿元，经营活动现金净流入-0.96 亿元，公司现金收入比为 142.33%，主要由于前期应收票据兑现金额大幅上升所致；同期，公司投资

活动、筹资活动现金流量净额分别为-8.74 亿元和 7.91 亿元。公司仍然保持了较大规模的投资支出以及筹资规模。

总体看，跟踪期内公司经营活动获现能力有所下降，且受对外投资规模较大影响，公司经营产生的现金流量净额无法完全满足自身投资需求，对外部融资仍具有较大的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 518.70 亿元，较上年增长 10.71%；其中流动资产占 32.30%，非流动资产占 67.70%。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 167.53 亿元，同比增长 7.96%，主要由货币资金（占 25.33%）、应收票据（占 17.87%）、应收账款（占 9.55%）、预付款项（占 12.60%）、其他应收款（占 16.37%）和存货（占 13.59%）构成；其中货币资金、应收票据、预付款项和存货占比有所下降，应收账款和其他应收款占比有所增长。

截至 2014 年底，公司货币资金为 42.43 亿元，较上年下降 6.74%，公司货币资金主要由银行存款（占 86.30%，总量较大但分布于下属 20 多家子公司）和其他货币资金（占 13.65%，受限资金）构成。

截至 2014 年底，公司应收票据为 29.93 亿元，同比下降 5.77%。公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应收账款账面原值为 17.24 亿元，计提坏账准备 1.25 亿元，账面价值为 16.00 亿元，同比大幅增长 46.35%，主要是煤炭和物流业务产生。其他应收款中，按组合计提坏账准备的其他应收款为 16.54 亿元，从账龄来看，主要是账期在 1 年以内为主（占比 87.65%）。

截至 2014 年，公司预付款项为 21.11 亿元，同比下降 5.43%。从账龄来看，1 年以内的占比 87.59%，1~2 年（含 2 年）的占比 4.61%，2 年以上的占比 7.80%。公司共计提坏账准备 60.32

万元。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 27.43 亿元，同比大幅增长 26.43%。公司其他应收款累计计提坏账准备 1.99 亿元。

截至 2014 年底，公司存货为 22.77 亿元，较上年上涨 10.56%。公司存货账面余额为 22.92 亿元，计提跌价准备 0.15 亿元。受煤炭行业持续低迷影响，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 351.17 亿元，同比增长 12.07%。公司本期增长主要由于在建工程增长所致。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 2.52 亿元，全部为可供出售权益工具。

截至 2014 年底，公司固定资产为 117.89 亿元，同比小幅下降 0.46%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 124.18 亿元，同比增长 45.39%。增长主要来自中安联合工程等的增长。

截至 2014 年底，公司无形资产同比小幅下降 1.71%，为 92.12 亿元，主要为采矿权和探矿权。

总体看，公司资产以非流动资产为主，公司现金类资产快速下降，应收账款、其他应收款快速上升，资产流动性有所弱化；非流动资产中在建工程占比较大，公司整体资产质量一般。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 525.90 亿元，其中流动资产占 31.58%，非流动资产占 68.42%。公司流动资产合计 166.07 亿元，较 2014 年底小幅下降 0.87%。公司非流动资产合计 359.83 亿元，较 2014 年底增长 2.47%，整体规模没有明显变动。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额合计 358.05 亿元，较上年增长 16.85%；增长主要来自长期借款和长期应付款的增加。从债务结构看，流动负债占 47.66%，非流动负债占 52.34%；与上年相比，非流动负债占比略有上升，但债务

结构整体变化不大。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 257.34 亿元，较 2013 年底增长 33.59%。其中短期债务占 33.78%，长期债务占 66.22%，公司长期应付款较上年底增长 24.53 亿元，全部是新增融资租赁，计入有息债务中。公司长期债务占比有所上涨。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 367.58 亿元，较 2014 年底增长 2.66%，增长主要来自短期借款的增加。

截至 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 69.03%、61.57%和 51.42%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2013 年底分别上升 3.63、6.26 和 9.61 个百分点，债务负担有所加重。2015 年 3 月底，上述三项指标进一步上升至 69.90%、62.99%和 52.98%。公司债务负担加重，尚处于行业合理水平。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 160.65 亿元，较 2013 年底小幅下降 0.90%。其中归属母公司的权益持续下降为 47.25 亿元，较上年底下降 18.78%，少数股东权益有所上升，为 113.40 亿元，较上年底上升 9.11%。

从所有者权益结构看，截至 2014 年底，公司归属于母公司所有者权益合计 47.25 亿元，其中实收资本占 63.50%，资本公积占 33.16%，专项储备占 9.11%，盈余公积占 2.89%。未分配利润同比大幅下降，为-4.21 亿元。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 158.31 亿元，较 2014 年底下降 1.45%；其中归属于母公司所有者权益合计 44.93 亿元，较 2014 年底下降 4.90%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产中应收账款、其他应收款增长较快，流动性有所减弱；公司债务规模上升明显，有息债务以长期债务为主，有息债务结构较为稳定；公司所有者权益有所下降，所有者权益

结构稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2014 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 98.18% 和 84.83%, 较 2013 年有所上升; 2015 年 3 月底, 上述两项指标分别升至 96.63% 和 82.03%。2014 年, 公司经营现金流动负债比为 -4.03%, 较 2013 年下降 10.67 个百分点, 经营活动现金流对流动负债的保障能力大幅下降。考虑到经营现金流入量规模较大, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看, 2014 年公司 EBITDA 为 15.26 亿元, 同比下降 34.63%; EBITDA 利息倍数为 1.29 倍, 较 2013 年的 2.77 倍有所下降; 全部债务/EBITDA 倍数由 2013 年 8.59 倍快速上升至 16.86 倍, EBITDA 对全部债务保障能力有所下降。公司整体偿债能力快速弱化。

截至 2015 年 3 月底, 公司共对外担保 17.00 亿元, 担保比率为 10.74%。被担保企业主要为山西绿源天然气有限公司 2.00 亿元, 宿州市建设投资有限公司 13.00 亿元, 山西岚县丰达焦化冶炼公司 2.00 亿元。目前被担保公司经营正常, 公司或有负债风险一般。

截至 2015 年 3 月底, 公司共获银行授信额度 244.84 亿元, 已使用额度为 168.75 亿元, 尚未使用额度为 76.09 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司下属企业恒源煤电 (SH.600971) 为上市公司, 拥有直接融资渠道。

公司于 2015 年 5 月 7 日成功发行“15 皖北 CP001” (以下简称“本期短期融资券”), 发行额度为 10 亿元; 近三年年底公司现金类资产 (剔除受限后) 平均值为 70.23 亿元, 截至 2014 年底为 67.75 亿元, 分别为本期短期融资券的 7.02 倍和 6.78 倍; 近三年公司经营活动现金流入量均值为 374.50 亿元, 2014 年为 338.07 亿元, 分别为本期短期融资券的 37.45 倍和 33.81 倍; 近三年经营活动现金流量净额均值为 3.76 亿元, 2014 年为 -6.87 亿元, 对本期短期融资

券的保护倍数分别为 0.38 倍和 -0.69 倍;。

整体看公司, 公司现金流资产和经营活动现金流入量规模较大, 对本期短期融资券本息偿还的保障能力强。

5. 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 (机构信用代码: G1034130100008850E), 截至 2015 年 5 月 18 日, 公司无未结清的不良信贷信息记录, 已结清中有 2 笔关注类贷款、37 笔关注类银行票据和 1 笔关注类票据贴现; 根据相关贷款行提供说明, 以上关注类非公司原因形成。公司自 2006 年发行债券以来, 均如期偿还本金和利息, 过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

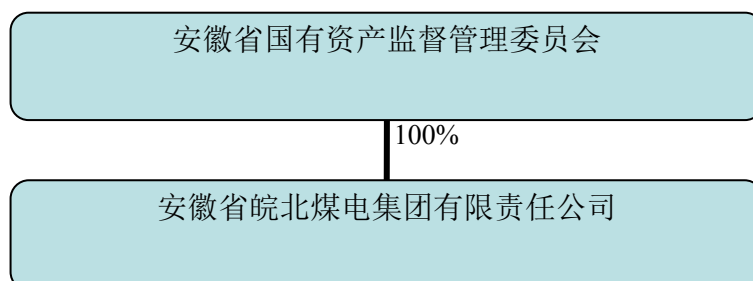
基于对公司所属煤炭、煤化工行业发展趋势的基本判断, 公司自身经营及财务状况, 以及公司在经营规模、资源储量、产业布局、地理区位、政策支持等方面所具备的综合实力, 公司整体抗风险能力较强。

十、结论

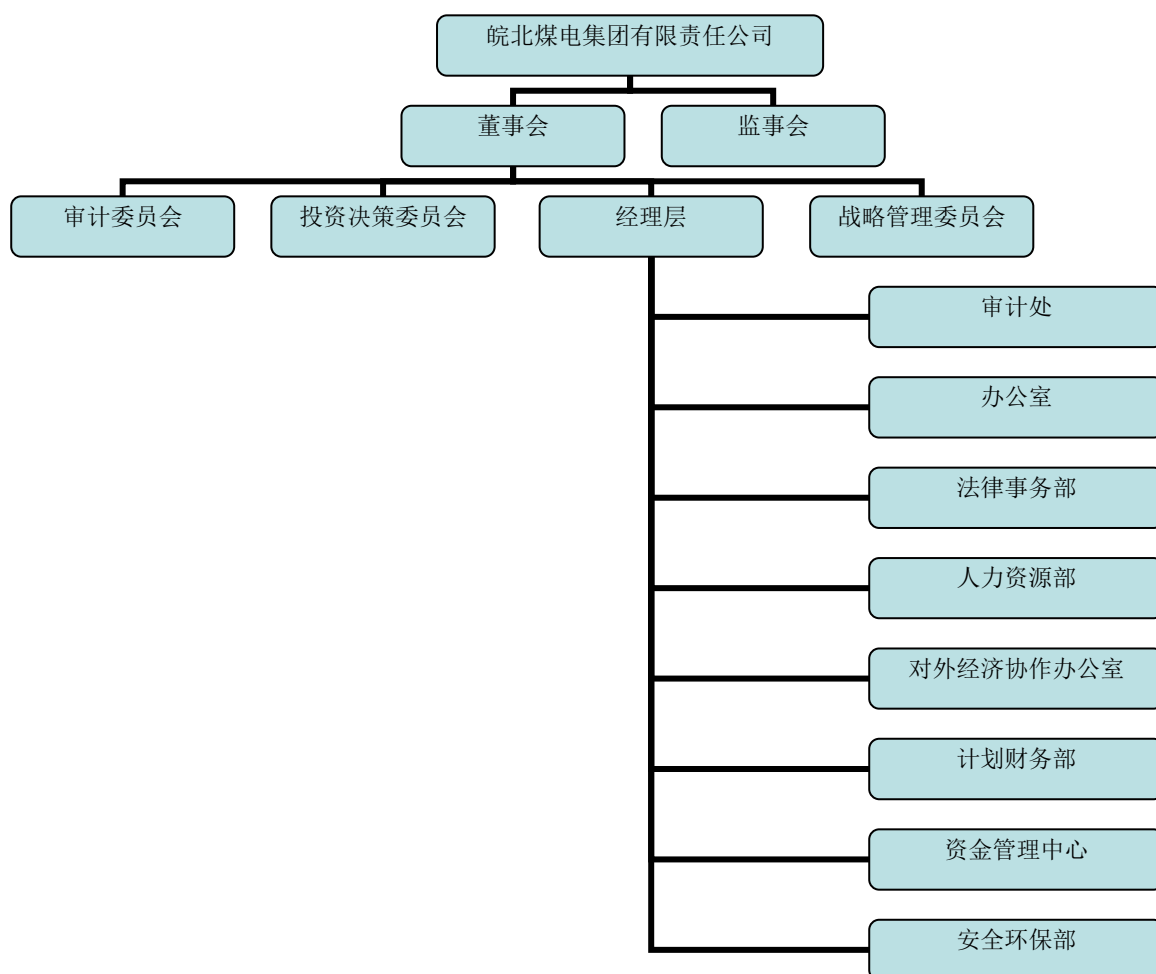
跟踪期内, 公司在经营规模、资源储量、技术水平和区域环境方面仍具有较强优势; 近年煤炭行业景气度持续低迷, 公司煤炭产品价格持续下滑, 经营活动获现能力减弱; 公司有息债务成本支出大幅上升, 政府补助减少, 整体盈利能力大幅下滑; 公司主要煤化工项目资金需求较大、债务负担或大幅提升等因素给公司未来发展带来不利影响。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望由“稳定”调整为“负面”, 并维持“15 皖北 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



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)	71.23	77.59	73.54	65.79
资产总额(亿元)	408.91	468.52	518.70	525.90
所有者权益(亿元)	139.26	162.10	160.65	158.31
短期债务(亿元)	61.74	84.17	87.33	91.01
长期债务(亿元)	93.09	116.47	170.01	178.40
全部债务(亿元)	154.82	200.64	257.34	269.41
营业收入(亿元)	350.00	381.67	304.29	40.29
利润总额(亿元)	7.20	1.21	-10.41	-3.86
EBITDA(亿元)	26.57	23.35	15.26	--
经营性净现金流(亿元)	19.41	11.06	-6.87	-0.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.69	9.02	6.87	--
存货周转次数(次)	17.12	17.51	13.12	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.87	0.62	--
现金收入比(%)	112.35	102.45	106.21	142.33
营业利润率(%)	8.87	6.58	5.88	5.15
总资本收益率(%)	3.40	2.24	0.13	--
净资产收益率(%)	2.60	-0.30	-6.63	--
长期债务资本化比率(%)	40.06	41.81	51.42	52.98
全部债务资本化比率(%)	52.65	55.31	61.57	62.99
资产负债率(%)	65.94	65.40	69.03	69.90
流动比率(%)	96.84	93.21	98.18	96.63
速动比率(%)	83.38	80.84	84.83	82.03
经营现金流流动负债比(%)	13.12	6.64	-4.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	2.77	1.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.83	8.59	16.86	--

注：全部债务中包含长期应付款及其他非流动负债中的有息债务；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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息