

跟踪评级公告

联合[2015] 1158 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级为由 AA⁺调整为 AA,评级展望由负面调整为稳定,维持“15 华昱 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。



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>

中煤集团山西华昱能源有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA ⁺	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
15 华昱 CP001	6 亿元	2015/4/7- 2016/4/7	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 3 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.35	5.88	20.33	6.39
资产总额(亿元)	176.79	195.48	237.64	225.12
所有者权益(亿元)	45.06	40.36	36.16	35.42
短期债务(亿元)	41.00	34.02	73.33	72.81
全部债务(亿元)	95.54	118.14	163.65	157.42
营业收入(亿元)	58.04	63.66	65.79	13.60
利润总额(亿元)	6.75	1.01	-4.05	-0.97
EBITDA(亿元)	13.26	9.39	7.91	--
经营性净现金流(亿元)	2.54	-7.02	-9.62	1.34
营业利润率(%)	46.36	31.95	37.92	41.63
净资产收益率(%)	9.48	0.08	-12.46	--
资产负债率(%)	74.51	79.35	84.78	84.27
全部债务资本化比率(%)	67.95	74.53	81.90	81.63
流动比率(%)	73.78	88.09	81.84	74.29
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	12.58	20.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.82	2.49	0.86	--
经营现金流流动负债比(%)	3.57	-11.27	-9.19	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 已计入其他流动负债的短期融资券调整至短期债务; 将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

分析师

李 嘉 高利鹏

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

中煤集团山西华昱能源有限公司 (以下简称“公司”) 是中国中煤能源集团有限公司下属重点二级子公司, 在煤炭资源、技术装备等方面具备综合竞争优势。

跟踪期内, 煤炭价格持续下行, 行业景气度大幅下滑。公司原煤产量有所上升, 低盈利性的煤炭贸易规模保持高位, 收入规模有所上升, 但整体利润水平持续下降。同时, 经营亏损导致净资产减少, 大规模的债务融资使得公司债务负担大幅加重, EBITDA 对全部债务及利息的保障能力显著弱化。

综合考虑, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 将公司主体长期信用等级由 AA⁺ 调整至 AA, 评级展望由负面调整为稳定, 维持“15 华昱 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为中国中煤能源集团下属二级子公司, 股东实力较强。
2. 跟踪期内, 公司提高成本控制水平, 煤炭板块毛利率有所上升。
3. 公司经营性现金流入量对存续期债券保障程度较强。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响, 煤炭价格整体下行, 公司经营出现亏损, 所有者权益下降, 公司经营压力显著加大。
2. 跟踪期内, 公司营业费用较高, 各类期间费用对利润空间侵蚀明显。
3. 跟踪期内, 公司债务规模大幅上升, 债务负担加重, 短期支付压力大。
4. 公司计划投资规模大, 存在较大的融资压力。

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）与中煤集团山西华昱能源有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中煤集团山西华昱能源有限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，未因中煤集团山西华昱能源有限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中煤集团山西华昱能源有限公司提供，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 华昱 CP001”到期兑付日有效；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关于中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用及存续期内“15 华昱 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中煤集团山西华昱能源有限公司（以下简称“中煤华昱”或“公司”）前身为山西金海洋洁净煤有限公司，属地方民营企业，后经多次增资及股东变更，截至 2015 年 3 月底，公司股东及出资额、出资比例分别为：中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）出资额 12 亿元，持股比例 60%；北京沃德融金投资控股有限公司（以下简称“北京沃德”）出资额 7.736 亿元，持股比例 38.68%；山煤投资集团有限公司（以下简称“山煤投资公司”）出资额 0.264 亿元，持股比例 1.32%。中煤集团是公司的实际控制人。2014 年 3 月 10 日，公司更名为中煤集团山西华昱能源有限公司。

公司经营范围：煤炭洗选；通过铁路出省销售原煤、精煤；水煤浆生产销售；经销矿山机械；化工产品（不含危险品）；物资供应（国家限制品除外）。

截至 2015 年 3 月底，公司下设综合办公室、人力资源部、企业运营管理部、财务管理部、地产管理中心、煤矿管理中心、煤炭洗运中心、煤炭销售中心、循环产业管理中心、调度室、审计部和安全监察局等 12 个部门处室；公司拥有下属企业 22 个（包括 3 家控股子公司、19 家全资子公司）。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 237.64 亿元，所有者权益合计 36.16 亿元（其中少数股东权益 0.19 亿元）；2014 年公司实现营业收入 65.79 亿元，利润总额-4.05 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产

总额为 225.12 亿元，所有者权益合计 35.42 亿元（其中少数股东权益 0.15 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 13.60 亿元，利润总额-0.97 亿元。

公司注册地址：朔州市山阴县北周庄镇（大运路西）；法定代表人：刘保宽。

三、宏观经济和政策环境

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%。

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 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。

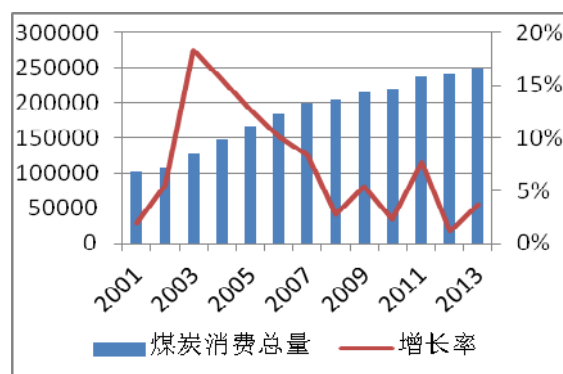
四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

煤炭下游需求

2011 年，受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较 2010 年基本持平。2011 年四季度以来，国民经济增速超预期放缓，对煤炭下游需求形成抑制。2012 年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降。2013 年，煤炭需求总量同比增长 3.7%，增速较上年有所提高。2014 年 2 月 26 日，国家统计局公布了《2014 年国民经济和社会发展统计公报》。报告显示，跟踪期，中国煤炭消费总量出现本世纪的首次同比下降，2014 年煤炭消费量比 2013 年下降 2.9%。据此推算，2014 年中国煤炭消费量约为 35.10 亿吨。

图1 近年中国煤炭消费总量



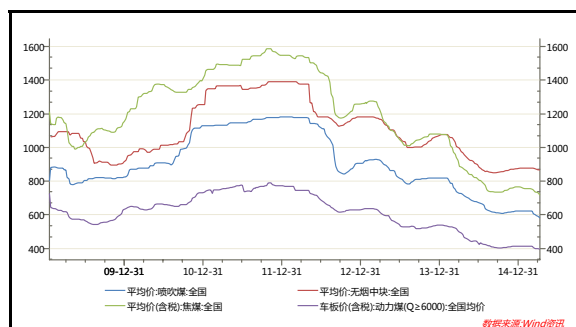
资料来源：国家统计局，联合资信整理

煤炭价格

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。2013 年，煤炭价格进一步下跌，其中动力煤价格均价较 2012 年下降了 20%。跟踪期，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%。

图2 国内主要煤炭交易品种含税均价(单位:元/吨)



资料来源:wind 资讯

2. 行业政策

2012 年 3 月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占 5.6%、30.6%和 63.8%,新开工规模分别占 3.3%、25.0%和 71.7%,到 2015 年形成产能 41 亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占 63%、22%和 15%,东、中、西部产量分别占 12%、35%和 53%),产量和消费量分别控制在 39 亿吨/年。

3) 预测 2015 年煤炭线路运输需求 26 亿吨,规划铁路煤炭运力 30 亿吨,省际间煤炭调运量 16.6 亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为 15.8 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨。

预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨,规划装船能力 8.3 亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

2013 年 11 月,国务院发布了《国务院办公厅关于促进煤炭行业平稳运行的意见》(国办发【2013】104 号),提出坚决遏制煤炭产量无序增长,切实减轻煤炭企业税费负担,加强煤炭进出口环节管理,营造煤炭企业良好发展环境。

总体看,近年来煤炭产能快速增长,跟踪期内经济增速放缓,煤炭需求增幅回落,短期内煤炭市场工业仍将保持宽松,结构性过剩的情况难以改变。政策方面,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,市场集中度将进一步提高。

五、基础素质分析

作为中煤集团下属国有控股煤炭企业,公司集煤炭生产、运输、洗选、发运、发电、冶金、建材及现代服务业等业务于一体。公司拥有下属企业 22 个(包括 3 家控股子公司、19 家全资子公司)。

根据晋煤重组办发[2009]35 号、晋煤重组办发[2009]93 号等文件批复,公司将自身下属 11 个煤矿及周边 5 个煤矿重组整合为 8 个煤矿,矿区面积 55.6117 平方公里,可控储量为 96654 万吨,可采储量为 61462.6 万吨,批准矿井生产能力为 1020 万吨/年。

公司煤炭生产采用全机械化生产,拥有两座年入洗总量为 1000 万吨的现代大型洗煤厂,洗煤设备均引自澳大利亚申克公司,可生产 5000~6800 大卡等不同档次的优质洗精煤。

公司拥有一条全长 7.38 公里的铁路自备

专用线和两个定量快速自动装车站；拥有一条全长15.5公里（由五家沟煤业到公司洗煤厂，亚洲最长）的带式输煤专线，年输送能力为1000万吨，运煤成本由原来的每吨40元降到12元，同时，全线均实施彩板防尘全封闭运行，减少了煤炭资源的浪费和煤尘对环境的污染。

六、管理分析

公司于2015年4月10日在山阴召开了2015年第一次股东会议。会议选聘刘保宽为公司总经理、法人代表。

公司副董事长、党委书记、总经理刘保宽先生，1966年生，高级工程师，曾任平朔公司安太堡矿选煤厂计划主管、平朔公司安家岭矿选煤厂主任工程师、平朔公司井工矿矿长、中煤集团山西华昱能源有限公司副总经理，2015年4月担任公司董事、总经理、法人代表。

除此之外，跟踪期内，公司在管理体制、管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主。2014年，公司实现营业收入65.79亿元，同比增长3.34%。2014年，公司煤炭产量有所上升，煤炭板块营业收入同比小幅增长4.24%。

从收入构成看，煤炭销售是公司的主要收入来源，2014年在营业收入中占比为89.75%，较2013年占营业收入比例有所上升。

电力业务收入同比减少19.66%，实现收入1.39亿元；房地产业务规模大幅上升576.51%，为3.90亿元。公司其他业务下降幅度明显，为1.45亿元。

盈利能力方面，跟踪期，随着持续的降本增效，公司煤炭业务毛利率水平同比增长7.17个百分点，具体来说，公司原煤单位成本合计较2013年减少19.18元/吨，主要表现在材料及燃料同比减少3.48元/吨，维修成本同比减少0.76元/吨，外包矿务工程成本同比减少2.33元/吨，工程费支出同比减少5.57元/吨。电力板块由于宏观经济下行及电价下调，2014年上网电量43652.62万千瓦时，较2013年相比减少6765.57万千瓦时，造成收入减少2153.41万元，同时上网电价的下调使得电力板块收入合计减少2627.03万元，另外，2014年发电量52378.50万千瓦时，同比减少7540.40万千瓦时，使得成本减少1255.45万元，受此影响，电力板块毛利率有所下降，2014年为14.33%。

2015年1~3月，公司实现营业收入13.60亿元，为2014年全年的20.67%，公司持续加强对生产成本的控制，煤炭板块的毛利率较2014年有所上升。其他业务板块，由于增加盈利能力较强的供热收入，毛利率大幅上升，为40.00%。

整体来看，跟踪期公司煤炭板块的毛利率有所上升，电力板块受电价下调影响，毛利率有所下降。2015年1~3月，由于开采成本下降，煤炭毛利率持续上升，同时，受其他业务中新增盈利能力较强的供热收入影响，整体毛利率有所提高。

表1 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2013年		2014年		2015年1~3月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
煤炭	566493.82	35.92	590509.17	43.09	123780.28	48.00
电力	17293.49	21.49	13894.19	14.33	3362.15	16.00
房地产	5771.24	41.50	39042.89	9.83	7028.18	12.00
其他	47083.95	2.46	14477.02	-1.94	1831.23	40.00

合计	636642.50	33.00	657923.27	39.51	136001.84	45.00
----	-----------	-------	-----------	-------	-----------	-------

资料来源：公司提供

煤炭业务

根据相关批复，公司将 16 座煤矿重组整合为 8 座煤矿，分别为山西朔州山阴金海洋五家沟煤业有限公司（下称“五家沟煤业”）、山西朔州山阴金海洋元宝湾煤业有限公司（下称“元宝湾煤业”）、山西朔州山阴金海洋南阳坡煤业有限公司（下称“南阳坡煤业”）、山西朔州山阴金海洋高山煤业有限公司（下称“高山煤业”）、山西朔州山阴金海洋南泉湾煤业有限公司（下称“南泉湾煤业”）、山西朔州山阴金海洋马营煤业有限公司（下称“马营煤业”）、山西朔州山阴金海洋水泉煤业有限公司（下称“水泉煤业”）、山西朔州山阴金海洋玉皇山煤业有限公司（下称“玉皇山煤业”）。

截至 2015 年 3 月底，公司主产矿井为五家沟煤业、马营煤业、南阳坡煤业、元宝湾煤业、高山煤业、南泉湾煤业、水泉煤业以及玉皇山煤业。上述八家煤矿产能合计为 1020 万吨/年，除高山煤业采矿权证仍在办理，其他煤矿的技改工作已全面结束，同时获得安全生产许可证，故公司实际产能低于合计产能。

2014 年，公司原煤产量由 2013 年的 1052.41 万吨增长至 1207.11 万吨，2015 年一季度原煤产量达到 332.50 万吨。2012-2014 年及 2015 年 1~3 月，原煤吨开采成本分别为 106.63 元、125.86 元、102.84 元和 95.82 元。

2014 年公司商品煤销量为 1621.40 万吨，较 2013 年上升 17.75%，2015 年 1~3 月公司商品煤销量达到 373.95 万吨，主要由原煤和洗精煤构成。公司洗精煤主要是由外购煤构成，2014 年及 2015 年 1~3 月，外购煤比例分别为 12.11% 和 8.67%。

销售价格方面，2012~2015 年 3 月，公司煤炭价格呈下降趋势，分别为 466.79 元/吨、379.02 元/吨、367.6 元/吨和 331.39 元/吨。前

五位客户收入占公司煤炭销售收入的 60% 左右，客户集中度较高，但公司与主要客户保持长期合作关系，客户稳定性高，在煤炭行业波动时期有助于保障产品销路。

总体上，2014 年公司生产经营正常，煤炭产量较 2013 年有所增长，公司煤炭板块收入保持增长态势，且盈利能力有所上升。

电力业务

公司电力业务主要以山西永浩煤矸石发电有限公司为经营主体，拥有 2*50MW 发电机组，2013~2014 年，公司实现发电量分别为 59919 万千瓦时和 52378.5 万千瓦时，2015 年 1~3 月发电量 11495.20 万千瓦时。公司电力业务尚未实现网前直供，煤电一体化优势尚不明显，公司发电用煤全部为自产煤，含税价格 91.5 元/吨。2014 年电力板块受电价下调影响（2014 年平均电价 0.3723 元/度（含税），比 2013 年减少 0.0111 元/度），毛利率较 2013 年下降 7.16 个百分点。2015 年 1~3 月，公司电力板块毛利率为 16.00%。

房地产业务

公司房地产业务主要以山西金海洋房地产开发有限公司（三级房地产开发公司）为经营主体。公司房地产业务覆盖房地产投资开发与土地一级开发、物业管理、基础设施建设三大领域。公司房地产开发，建筑面积 75.5 万平方米，住宅开发面积 52.5 万平方米，商业地产开发面积 23 万平米。

按国资委要求，公司在完成已有项目建设、销售基础上逐步退出房地产业务。2014 年以及 2015 年 1~3 月，公司房地产板块分别实现主营业务收入 39042.90 万元和 7028.18 万元，2014 年房地产板块收入大幅增长，主要原因是 2014 年房地产业务确认收入。

其他业务

此外，公司其他业务收入主要包括酒店餐饮收入、硅锰合金收入等。公司已逐步退

出硅锰合金业务，并规划在“十二五”期间利用公司已有的硅锰合金技术、设备、资源，同时引进“大型矿热炉生产硅钙合金”技术，生产硅钙合金产品。2014 年受公司铁粉贸易量急剧减少影响，公司其他业务收入 1.45 亿元，其中铁粉贸易收入合计 0.45 亿元。2015 年 1~3 月，公司其他业务为 0.18 亿元。

2. 未来发展

“十二五”期间，公司将立足煤炭，发展电力、资源综合利用、冶金等产业。公司计划至 2015 年，煤炭产销量实现 3000 万吨；电量完成 260 亿千瓦时；年消化粉煤灰达到 625 万吨，确保整个园区工业废物零外排，实现“三废”的综合化利用。

煤炭产业重点涉及现有矿井技改及物流运输体系的建设。电力产业优先发展以洗中煤、煤泥、煤矸石等为燃料的资源综合利用电厂，大力推进煤电联营，同时积极争取电力网前直供，产业链一体化综合成本。资源综合利用产业，推进煤矸石和粉煤灰综合利用，建设粉煤灰高附加值利用循环经济示范基地，推进粉煤灰制备超细纤维、粉煤灰制取硅铝合金等项目的研究和建设，实现粉煤灰的高附加值利用。冶金产业立足现有规模，引进“大型矿热炉生产硅钙合金”技术，生产附加值高、竞争力强的硅钙合金产品。

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目主要为元宝湾煤矿技改项目及洗煤厂改扩建项目，总投资 14.94 亿元，截至 2015 年 3 月底，已完成投资 13.73 亿元。

总体看，公司发展战略明确，围绕煤炭主业延伸煤电产业链及资源综合利用项目，有助提升公司的整体竞争实力和综合抗风险能力。公司在建及拟建项目均属于资本密集型产业，投资规模大，建设周期长，项目的顺利达产存在一定不确定性，同时，安全生产压力也将长期存在。公司盈利能力尚可，但为满足大额投资支出，仍对外部融资渠道

存在依赖，未来债务规模仍有上升压力。

七、财务分析

公司提供了经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2013~2014 年财务报告，均为标准无保留意见的审计结论，2015 年一季度财务报表未经审计。2014 年公司合并报表未发生变化，包含 22 家子公司，公司财务可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 237.64 亿元，所有者权益合计 36.16 亿元（其中少数股东权益 0.19 亿元）；2014 年公司实现营业收入 65.79 亿元，利润总额-4.05 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 225.12 亿元，所有者权益合计 35.42 亿元（其中少数股东权益 0.15 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 13.60 亿元，利润总额-0.97 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 65.79 亿元，同比增长 3.34%。同期，受公司铁粉贸易大幅减少影响，公司营业成本下降 6.57%。受此影响，公司营业利润率较上年增长 5.97 个百分点，为 37.92%。

期间费用方面，公司 2014 年期间费用率为 44.71%，同比上升 13.47 个百分点，处于行业较高水平，费用控制能力有待进一步改善。其中，财务费用 6.47 亿元，较上年大幅上升 75.50%。非经常性损益方面，公司投资收益、营业外损益等对公司利润贡献较小。

受煤炭价格持续下行的影响，2014 年公司实现营业利润 -4.17 亿元；实现利润总额 -4.05 亿元。

盈利指标方面，2014 年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 37.92%、0.84% 和 -12.46%，除营业利润率外均同比出现明显下降。2015 年 1~3 月，公司完成营业收

入13.60亿元，实现利润总额-0.97亿元，营业利润率上升至41.63%。

总体看，跟踪期内，在整体煤炭行业低迷的情况下，公司持续降本增效，提高盈利水平，但受煤炭煤价大幅度下降影响，公司利润总额出现亏损。2015年1~3月，由于煤炭成本继续降低，煤炭板块及整体毛利率有所上升

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计68.23亿元，同比下降10.69%，同期现金收入比为103.71%，较2013年减少16.30个百分点。2014年公司经营活动现金流入量为70.75亿元，公司经营活动净流量由2013年-7.02亿元变为-9.62亿元。总体上，公司收入规模有所增长，收入实现能力有所下降。

从投资活动与筹资活动来看，2014年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为10.54亿元，同比下降18.64%。2014年公司投资活动现金净流出14.01亿元，筹资活动前现金净流量-23.63亿元，外部融资需求较强。2014年公司筹资活动现金流入量和净流量分别为74.73亿元和32.00亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入量和现金流净额分别为13.06亿元和1.34亿元，同期现金收入比为95.21%；投资活动现金流量净额为-0.82亿元，公司取得借款收到现金合计12.00亿元，筹资活动现金流净额-8.88亿元。公司2015年一季度投资规模大幅度下降。

总体看，跟踪期内，公司收入实现能力快速下降；投资支出规模快速下降，但受经营活动资金缺口的增大，公司对外筹资压力仍然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额237.64亿

元，同比增长21.57%，其中流动资产合计占36.03%，非流动资产合计占63.97%。

截至2014年底，公司流动资产合计85.63亿元，同比大幅增长55.98%，主要是货币资金及存货的大幅度增长所致，由货币资金（占17.74%）、应收票据（占6.00%）、应收账款（占12.00%）、其他应收款（占9.18%）和存货（占44.18%）构成。

截至2014年底，公司货币资金合计15.19亿元，同比大幅上升280.66%，其中主要以银行存款为主，占76.22%。公司货币资金较2013年底有较大幅度上升，主要是公司增加贷款及新发行债券所致。货币资金中，受限资金3.59亿元，分别为用于为购房者提供担保的456万元和承兑汇票保证金3.54亿元。

截至2014年底，公司其他应收款账面余额7.86亿元。按照账龄分析，1年内的占95.26%，1~2年的占0.88%，2~3年的占0.22%，3年以上的占3.64%，公司共计提0.20亿元坏账准备。

截至2014年底，公司存货合计37.83亿元，同比增长17.07%，主要是公司房地产板块土地储备增长所致，其中，原材料占5.90%，自制半成品及在产品占50.37%，主要构成为相关房地产项目；产成品占34.75%，其他占8.98%，在产品中房地产开发成本合计2.72亿元。公司计提跌价准备0.30亿元。考虑到2014年煤炭价格持续下滑，公司存货跌价准备计提比例偏低。

截至2014年底，公司应收账款合计10.28亿元，同比上升9.10%。按照账龄分析，1年内的占94.95%，1~2年的占1.5%，2~3年的占2.06%，3年以上的占1.49%，公司计提坏账准备0.49亿元，计提比例偏低。

截至2014年底，公司非流动资产合计152.01亿元，同比增长8.13%，主要以固定资产（占50.25%）、在建工程（占13.97%）、无形资产（占19.79%）和其他非流动资产（占12.32%）为主。

截至2014年底，公司固定资产原值99.80亿元，主要以房屋建筑物（占60.97%）和机器设备（占37.07%）为主，公司累计折旧22.39亿元，固定资产减值准备合计1.04亿元，固定资产账面价值合计76.38亿元。

截至2014年底，公司在建工程合计21.24亿元，同比上升2.60%，2014年公司增加洗煤厂改扩建工程2.69亿元，公司部分煤炭技改工程仍未完成，对公司煤炭生产有一定影响。

截至2014年底，公司无形资产净值30.08亿元，同比下降1.52%，采探矿权原值较上年底均未变化。无形资产原值32.18亿元，累计摊销2.11亿元。

截至2014年底，公司其他非流动资产合计18.73亿元，同比上升10.72%，主要是公司预付投资款，该款项系公司为相应山西省政府整合地方小煤矿的政策以及进一步扩大煤炭资源储量，支付的收购或重组改建地方小煤矿投资款项。

截至2015年3月底，公司资产总额225.12亿元，其中流动资产合计占32.72%，非流动资产合计占67.28%。公司资产结构较2014年底没有较大幅度的变化。流动资产方面，公司存货保持较大规模，资产流动性有所下降。非流动资产方面，较2014年底没有明显变化，主要科目保持稳定。

总体看，公司资产规模快速增长，流动资产中存货和应收账款占比较高，随着煤矿技改工作的推进，在建工程逐渐转为固定资产，固定资产快速增长，整体资产构成符合行业经营特点，资产质量较好。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计36.16亿元，同比下降10.41%，主要受未分配利润下降影响。归属母公司权益35.97亿元，其中，实收资本占55.60%，资本公积占41.01%，盈余公积占7.57%，专项储备占11.15%。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计35.42亿元，较2014年底有所下降。2014年公司未分配利润下降，主要是公司经营亏损所致。

总体上，公司实收资本和资本公积占比较高，考虑到公司近年大额分红且经营出现较大亏损，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2014年底，公司负债合计201.48亿元，同比增长29.89%，其中，流动负债占51.93%，非流动负债占48.07%，流动负债占比有所上升。

截至2014年底，公司流动负债合计104.63亿元，同比上升67.90%，主要来自于短期借款和一年内到期的非流动负债的上升所致。

截至2014年底，公司短期借款合计26.59亿元，同比上升101.61%。

截至2014年底，公司应付账款合计20.50亿元，同比增长17.52%，其中1年内的占78.87%，1~2年内的占13.87%，2年以上的占7.25%。

截至2014年底，公司其他流动负债合计7.74亿元，较上年下降2.87%，主要是融资租赁款以及短期融资券构成，已计入有息债务。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债合计35.90亿元，较上年上升210.72%，主要是一年内到期的长期借款（占94.00%）构成。

截至2014年底，公司非流动负债合计96.85亿元，同比增长4.36%，主要由长期借款（占37.11%）、长期应付款（占13.37%）和应付债券（占48.88%）构成。

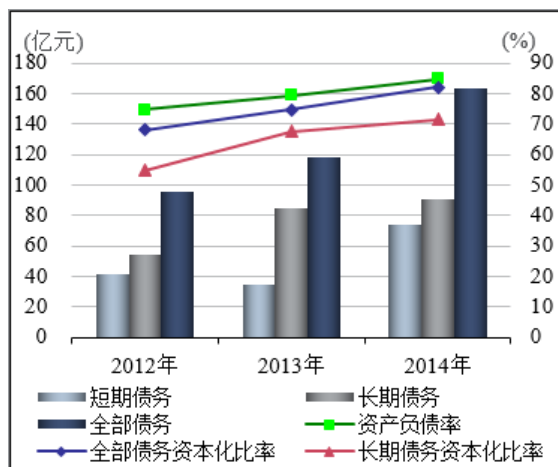
截至2015年3月底，公司负债合计189.70亿元，较2014年底下降5.84%。公司负债结构较2014年底没有发生较大变化。

有息债务方面，2014年底公司长期债务余额为90.32亿元，同比增长7.36%，全部债务余额为163.65亿元，同比增长38.53%。长期债务占全部债务比例55.19%。2015年3月底，公

司全部债务为157.42亿元，较2014年底下降3.81%，公司通过长短期借款及发行债券满足投资支出，债务规模快速上升。

从债务指标看，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84.78%、81.90%和71.41%，均较2013年底快速上升；截至2015年3月底，上述指标分别为84.27%、81.63%和70.49%。公司2014年4月发行1年期6亿元短期融资券，公司的债务规模持续扩大，债务负担进一步加重。

图3 跟踪期内公司债务负担趋势



资料来源：公司财务报表

整体看，受大规模债务融资及经营亏损影响，公司债务负担持续加重，公司偿债指标弱化。公司未来仍有较大规模的投资支出，外部融资需求强烈。

4. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2014年公司流动比率有所下降，为81.84%，受货币资金大幅度增长影响，2014年公司速动比率上升明显，为45.68%；2015年3月底，上述两项指标分别为74.29%和35.00%。2014年，公司经营现金流流动负债比为-9.19%，较2013年有所好转。总体看，受货币资金波动较大及存货规模急剧上升的影响，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014年公司

EBITDA为7.91亿元，同比下降15.80%，低于全部债务规模增速，受此影响，公司全部债务/EBITDA倍数上升至20.70倍，EBITDA利息倍数下降至0.86倍。总体看，公司整体偿债能力显著弱化。

截至2015年3月底，公司现金类资产剔除受限资金后，合计3.84亿元，为存续期债券“15华昱CP001”本金总额6亿元的0.64倍；2014年，公司实现经营活动现金流入量70.75亿元，为存续期债券“15华昱CP001”本金总额6亿元的11.79倍；经营活动现金流量净额-9.62亿元，为存续期债券“15华昱CP001”本金总额6亿元的-1.60倍。公司经营活动现金流入量对公司存续期短期融资券“15华昱CP001”的保障能力较强。

截至2015年3月底，公司为山西昱光发电有限责任公司的四笔贷款（共计2.97亿元）提供连带责任担保，山西昱光发电有限责任公司为公司参股公司，目前经营状况正常，公司对外担保比率为8.39%，具有一定或有负债风险。

截至2015年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为150.30亿元，其中已使用额度96.60亿元，未使用额度53.70亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（信用机构代码证号：G10140601000279209），截至2015年4月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

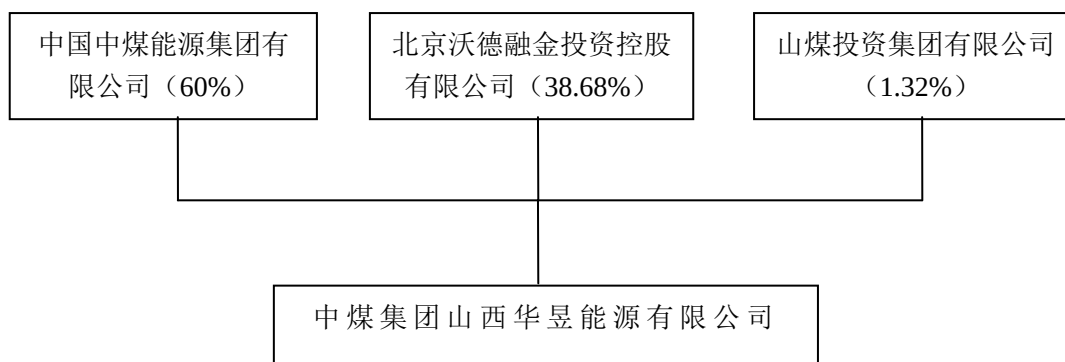
基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平等方面所具备优势的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

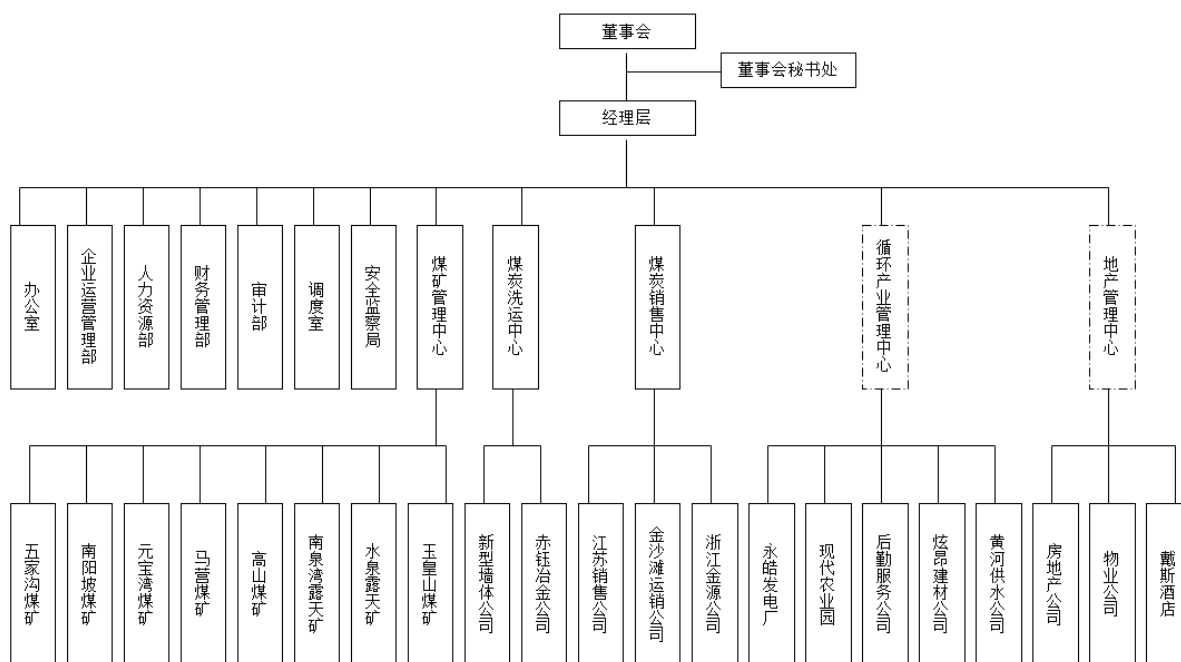
综合考虑，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)将公司主体长期信用等级由AA⁺调整为AA，评级展望为稳定，维持“15华昱CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图

股权结构图



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)	17.35	5.88	20.33	6.39
资产总额(亿元)	176.79	195.48	237.64	225.12
所有者权益(亿元)	45.06	40.36	36.16	35.42
短期债务(亿元)	41.00	34.02	73.33	72.81
长期债务(亿元)	54.54	84.12	90.32	84.61
全部债务(亿元)	95.54	118.14	163.65	157.42
营业收入(亿元)	58.04	63.66	65.79	13.60
利润总额(亿元)	6.75	1.01	-4.05	-0.97
EBITDA(亿元)	13.26	9.39	7.91	--
经营性净现金流(亿元)	2.54	-7.02	-9.62	1.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.78	5.11	4.92	--
存货周转次数(次)	1.98	1.74	1.13	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.34	0.30	--
现金收入比(%)	101.63	120.01	103.71	95.21
营业利润率(%)	46.36	31.95	37.92	41.63
总资本收益率(%)	4.99	2.39	0.84	--
净资产收益率(%)	9.48	0.08	-12.46	--
长期债务资本化比率(%)	54.76	67.58	71.41	70.49
全部债务资本化比率(%)	67.95	74.53	81.90	81.63
资产负债率(%)	74.51	79.35	84.78	84.27
流动比率(%)	73.78	88.09	81.84	74.29
速动比率(%)	50.38	36.24	45.68	35.00
经营现金流动负债比(%)	3.57	-11.27	-9.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.82	2.49	0.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	12.58	20.70	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 已将计入其他流动负债的短期融资券调整至短期债务，将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

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 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，企业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 短期债券信用等级的定义

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