

跟踪评级公告

联合[2012] 1304 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持中煤集团山西金海洋能源有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“11 金海洋 MTN1”、“12 金海洋 MTN1”的信用等级为 AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



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>

中煤集团山西金海洋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: 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
11 金海洋 MTN1	9 亿元	2011/9/8- 2016/9/8	AA ⁺	AA ⁺
12 金海洋 MTN1	8.5 亿元	2012/12/26- 2017/12/26	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.26	3.83	2.02	7.63
资产总额(亿元)	69.26	81.50	114.29	142.22
所有者权益(亿元)	37.00	43.83	39.35	42.68
短期债务(亿元)	16.84	8.80	12.30	20.82
全部债务(亿元)	16.85	26.16	44.21	84.13
营业收入(亿元)	16.06	30.90	56.41	37.28
利润总额(亿元)	0.14	6.64	16.79	4.02
EBITDA(亿元)	3.07	9.91	21.38	--
经营性净现金流(亿元)	-6.08	5.68	13.22	2.06
营业利润率(%)	39.54	60.12	63.22	50.89
净资产收益率(%)	-0.85	10.62	30.59	--
资产负债率(%)	46.57	46.22	65.57	69.99
全部债务资本化比率(%)	31.29	37.38	52.91	66.35
流动比率(%)	90.88	158.97	63.30	97.29
全部债务/EBITDA(倍)	5.49	2.64	2.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.46	9.66	10.17	--
经营现金流动负债比(%)	-19.78	28.58	31.02	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

钟 睿

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

中煤集团山西金海洋能源有限公司(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,在技术装备、股东支持等方面具备综合竞争优势。

跟踪期内,公司原煤产量、资产、收入及利润规模均大幅增长,盈利能力保持良好水平,规模优势得以增强。同时,大额的利润分配伴随大规模的债务融资也导致公司债务负担快速上升,财务弹性明显弱化。

公司目前生产矿井运行正常,随着各矿井技改工作的逐步完成,煤炭产量有望进一步提升,进而巩固公司的竞争优势。

综合考虑,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定;维持“11金海洋 MTN1”、“12金海洋 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司作为中国中煤能源集团下属重点二级子公司,受到股东支持力度大。
2. 跟踪期内,公司煤炭产量、资产、收入及利润规模大幅增长。
3. 公司煤矿技改稳步推进,外部资源整合取得一定进展,资源储量进一步提升。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响,煤炭价格短期下行对公司盈利能力造成负面影响。
2. 公司部分矿井相关证照正在办理中,存在一定政策性风险。
3. 公司2011年进行利润分配,所有者权益有所下降。
4. 公司债务负担快速上升,未来投资规模大,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）与中煤集团山西金海洋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金海洋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，未因中煤集团山西金海洋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金海洋能源有限公司提供，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 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中煤集团山西金海洋能源有限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

中煤集团山西金海洋能源有限公司（以下简称“中煤金海洋”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2012年9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。

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）。

公司下设综合办公室、党群工作部、企业发展部、人力资源部、企业管理部、财务管理部、基本建设管理部、生产技术管理部、机动力部、信息管理部、安全监察局、总调度室、公共关系协调部、监察审计部、采购管理部、法律事务部等16个部门处室；公司拥有下属企业20个（包括2家控股子公司、18家全资子公司）。

截至2011年底，公司（合并）资产总额为114.29亿元，所有者权益合计39.35亿元（其中少数股东权益0.13亿元）；2011年公司实现营业收入56.41亿元，利润总额16.79亿元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额为142.22亿元，所有者权益合计42.68亿元（其中少数股东权益0.12亿元）；2012

年1~9月公司实现营业收入37.28亿元，利润总额4.02亿元。

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：冯学武。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生

支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。

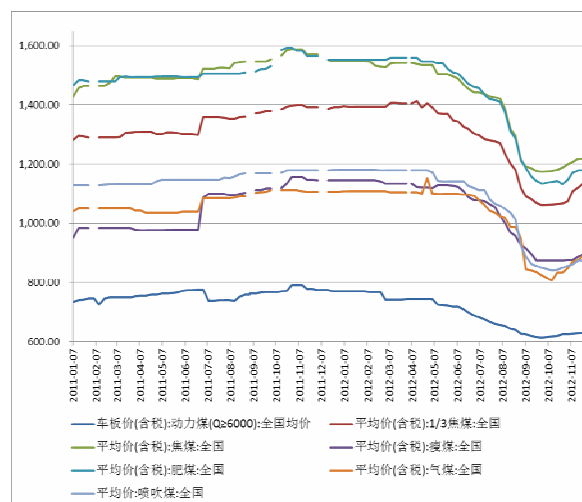
2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 煤炭价格

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，随后，受经济减速及季节性因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。进入2012年5月，随着煤炭供给持续增长及下游行业原料煤库存量逐渐饱和，煤炭价格加速下行。至2012年四季度，在传统冬季供暖期的利好作用下，煤炭价格全面止跌回升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：WIND资讯

2. 行业政策

行业政策方面：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。主要内容包

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。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。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，统筹东、中、西部结转建设规模，到 2015 年形成产能 41 亿吨/年，产量和消费量控制在 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，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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。

“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

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 20 家，包括 11 家煤矿企业和 9 个地面企业。

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。

根据中国煤炭工业协会统计，公司股东中煤集团在 2011 年全国煤炭企业 100 强企业 中位列第 7 位，在 2011 年全国煤炭企业产量 50 强中排名第 2 位。公司作为中煤集团下属重点子公司，在生产、销售、管理等各环节都得到中煤集团的大力支持（包括设备改进购置、扩大销售渠道、人员配备培训等）。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主。2011 年，公司实现营业收入 56.41 亿元，同比增长 82.57%。2011 年，随着公司煤炭产量和销售价格提升，公司营业收入快速增长。

从收入构成看，煤炭销售是公司的主要收入来源，2011 年在营业收入中占比为 96.63%。电力业务收入存在一定波动，房地产业务收入逐年下降。

盈利能力方面，随着煤炭价格的温和上升，2011 年公司煤炭业务毛利率水平同比上升 3.00 个百分点，另一方面，受制于原料煤价格上升，电力板块毛利率大幅下滑。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 37.28 亿元，为 2011 年全年的 66.09%，受宏观经济增速减缓影响，煤炭板块、电力板块及整体

毛利率均有一定程度下滑。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：万元/%）

产品	2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
煤炭	286847.75	64.22	545112.88	67.22	359453.25	54.04
电力	12256.63	45.38	16759.09	15.64	10111.58	6.05
房地产	7282.18	15.92	1313.92	18.87	114	24.56
其他	2617.73	68.57	959.04	20.59	3152.40	14.39
合计	309004.29	62.36	564144.93	65.49	372831.23	52.40

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”）。

2011 年 9 月 16 日，元宝湾煤业发生透水事故（以下简称“9.16”事故，详见后文“重大事项”）。事故发生后，公司所有矿井均停工进行安全整改。2011 年 12 月，公司获得马营煤业、南阳坡煤业的技改复工批复，2012 年 8 月，公司获得五家沟煤业的技改复工批复。

截至目前，公司主产矿井为五家沟煤业、马营煤业、南阳坡煤业，上述 3 家煤矿的技改工作预计 2012 年 12 月全面结束，相关生产证照正在办理中。其他矿井方面，元宝湾煤业处于停工中，复工时间尚待明确；高山煤业正处于技改审批中，尚未开工建设；水泉煤业、南泉湾煤业、玉皇山煤业正在办理井工变更为露天矿开采手续，尚未开工建设。

2010~2011 年及 2012 年 1~9 月，随着公司煤矿复工及技改工程推进，公司原煤产量分别为 757.7 万吨、1007.33 万吨和 790.76 万吨。

销售价格方面，2010 年和 2011 年，公司煤炭价格呈逐步上升趋势，分别为 507.97 元/吨和 558.6 元/吨。2012 年 1~9 月，受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭销售价格大幅下滑至 466.79 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，“9.16”事故对公司正常生产造成了一定影响，2011 年实际产量低于现有产能，随着公司安全整改及技改工作的推进，公司生产恢复情况良好。联合资信同时关注到，公司主产矿井部分证照正在办理中，在相关手续完善前，矿井的正常生产仍存在一定的政策性风险。

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，2010~2011 年，公司实现发电量分别为 50602 万千瓦时和 64311.3 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，电力板块盈利能力受煤价波动影响大。

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。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。2010~2011 年及 2012 年 1~9 月，公司房地产业务分别实现收入 7282.18 万元、1313.92 万元和 114 万元。

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。

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，确保整个园区工业污物零外排，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。

公司重点在建项目有：煤矿技改项目（4 家煤矿）、朔州宾馆项目和日产 2500 吨干法水泥生产线项目，以上项目总投资 34.18 亿元，截至 2012 年 9 月底已完成投资 29.58 亿

元（反映在在建工程中），后续还将完成投资 4.60 亿元。公司拟建项目主要有煤矿技改项目、资源综合利用产业项目和洗煤厂改扩建项目等，项目计划总投资 131.72 亿元，资金来源主要为自筹和融资。

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。公司盈利能力较强，但为满足大额投资支出，仍对外部融资渠道存在依赖，未来债务负担可能上升。

八、重大事项

2011 年 9 月 16 日，公司下属中煤集团山西朔州山阴金海洋元宝湾煤业有限公司发生透水事故。根据山西省政府《中煤集团山西朔州山阴金海洋元宝湾煤业有限公司“9·16”重大透水事故调查报告》，事故造成 11 人死亡，直接经济损失 960 万元。该起事故认定为责任事故，有关部门已对事故责任人依照相关法规进行处理，并责令公司进行全面安全整改。

事故发生后，公司采取的主要措施包括：①开展各类安全专项活动（“百日安全”活动、“两整顿一治理”专项活动、“平安一季度”活动、“警示三月行”专题活动），补强安全薄弱环节；②强化监督监察，堵塞安全管理漏洞；③健全安全生产技术管理机构，完善安全生产技术管理制度，制定完善了水害防治岗位责任制、预测预报、隐患排查治理、专业探放水、水患停产撤人、防治水专项例会制度，以及“一通三防”技术管理基础性文件、规章制度及考核办法。

透水事故发生后，公司在煤炭安全生产方面采取改进措施，经过整改，公司马营、南阳坡、五家沟煤矿陆续获得技改复工批复。

鉴于煤炭生产的高危属性，公司未来仍将长期面临一定程度的安全生产压力，联合资信将对公司煤炭安全生产状况保持关注。

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的2010~2011年财务报告，均为标准无保留意见的审计结论，2012年三季度财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2011年，公司实现营业收入56.41亿元，同比增长82.57%。同期，公司营业成本增长67.41%，低于收入增幅。

期间费用方面，公司2011年期间费用率为31.32%，同比下降5.74个百分点，但仍处于行业较高水平，费用控制能力有待进一步改善。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。

受上述因素影响，2011年公司实现营业利润17.07亿元，同比大幅增长155.93%；实现利润总额16.79亿元，同比增长153.02%。

盈利指标方面，2011年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为63.22%、16.02%和30.59%，同比均有所上升。受益于财务杠杆的提升，公司净资产收益率大幅增强。2012年1~9月，公司完成营业收入88.52亿元，实现利润总额0.60亿元，营业利润率下降至50.89%。

总体看，跟踪期内，受益于煤炭产能提升及煤价上涨，公司收入及利润规模均大幅增长，盈利能力强。2012年1~9月受煤炭行业景气下行影响，公司盈利指标出现弱化，但仍处于行业较好水平。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计64.14亿元，同比增长89.30%，高于营业收入增幅，同期现金收

入比为113.69%，较2010年有所改善。2011年公司经营活动现金流入量和净流量分别为64.71亿元和13.22亿元，同比分别增长73.86%和132.58%。总体上，随着公司营业收入增长，公司获现能力增强，收现质量适宜。

从投资活动与筹资活动来看，2011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14.58亿元，同比减少4.98%。2011年公司投资活动现金净流出23.78亿元，筹资活动前现金净流量-10.56亿元，存在外部融资需求。2011年公司筹资活动现金流入量和净流量分别为29.50亿元和9.56亿元。

2012年1~9月，公司经营活动现金流入量和现金流净额分别为42.82亿元和2.06亿元，投资活动现金流量净额为-24.41亿元，公司经营获现能力有所弱化，但投资规模维持较高水平，受此影响，公司银行借款规模大幅上升，取得借款收到现金合计54.34亿元。根据公司未来投资计划，公司对外筹资压力在一定时期内仍将保持较高水平。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力大幅增强，收入实现质量适宜；投资支出规模维持较高水平，对外筹资压力仍然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2011年底，公司（合并）资产总额合计114.29亿元，同比增长40.25%，其中流动资产占23.60%，非流动资产占76.40%。

截至2011年底，公司流动资产合计26.97亿元，同比减少14.67%，主要由货币资金（占7.01%）、应收账款（占12.54%）、其他应收款（占11.59%）和存货（占51.10%）构成。截至2011年底，公司现金类资产合计2.02亿元，占流动资产比例为7.49%，资产流动性有所弱化。

截至2011年底，公司其他应收款合计3.13亿元，同比大幅减少78.71%，2011年公司大

部分煤矿完成兼并重组，相应将前期支付并挂账其他应付款的煤矿股权收购款核转。目前主要为山西山阴高山煤业有限公司股权收购款1.66亿元、与高靖海0.55亿元往来款以及山阴县北周庄集运站并账往来0.12亿元等。公司共计提700.24万元坏账准备，计提比例为2.19%。

截至2011年底，公司存货合计13.78亿元，同比增长75.55%，其中，原材料占4.93%，自制半成品及在产品占54.21%，产成品占9.00%，周转材料占0.29%，其他占31.57%。公司计提跌价准备0.25亿元，主要为存货中硅锰合金按照产品质量和市场情况计提的跌价准备。考虑到2012年煤炭价格快速下滑，公司存货跌价准备计提比例偏低。

截至2011年底，公司非流动资产合计87.32亿元，同比增长75.04%，主要以固定资产（占36.84%）、在建工程（占22.88%）、无形资产（占9.27%）和其他非流动资产（占26.66%）为主，其他非流动资产占比大幅上升。

截至2011年底，公司其他非流动资产合计23.28亿元，主要为预付投资款（预付山阴县安荣乡煤矿购矿款4.20亿元、山西中煤双扶煤业有限公司投资款1.65亿元、山西山阴高山煤业有限公司投资款9.43亿元、山阴县东庄煤矿投资款4.05亿元、山西山阴圪洞窑煤业有限公司投资款3.55亿元）。

截至2012年9月底，公司资产总额为142.22亿元，流动资产占比上升至34.50%。流动资产方面，受煤炭行业景气下滑影响，公司应收账款大幅增长，同时，为满足投资支出，公司银行借款规模扩大，货币资金余额明显上升，公司现金类资产占流动资产比例上升至21.90%，资产流动性有所改善。非流动资产方面，固定资产、在建工程随公司投资支出稳步增长，其他非流动资产也有所增长。

总体看，公司资产规模快速增长，流动

资产中存货和其他应收款占比较高，随着煤矿技改工作的推进，固定资产及在建工程快速增长，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2011年底，公司所有者权益合计39.35亿元，同比下降10.21%，主要受未分配利润大幅减少影响。根据中煤集团下发的《关于下达2011年度利润分配方案的通知》（中煤财[2011]981号）及公司《2012年第一次股东会决议》，对截至2011年底可供分配利润总额17.24亿元按照各股东分配比例进行分配。

截至2012年9月底，公司所有者权益合计42.68亿元，归属于母公司所有者权益42.56亿元，其中实收资本占46.99%，资本公积占32.02%，专项储备占10.85%、盈余公积占4.50%、未分配利润占5.64%。

联合资信关注到，公司大规模分红，降低了所有者权益，不利于公司自有资本的积累，同时带来一定的资金集中支付压力。联合资信将密切关注后续分红政策对公司可能带来的影响。总体上，公司所有者权益稳定性较差。

负债

截至2011年底，公司负债合计74.95亿元，同比增长98.95%，其中，流动负债占56.85%，非流动负债占43.15%，流动负债占比有所上升。

截至2011年底，公司流动负债合计42.61亿元，同比大幅增长114.28%，主要来自于短期借款、应付账款和应付股利的增长。截至2011年底，公司应付股利10.66亿元，根据中煤集团下发的《关于下达2011年度利润分配方案的通知》（中煤财[2011]981号）及公司《2012年第一次股东会决议》，公司对股东分配现金股利17.24亿元，其中已支付6.58亿元，尚未支付10.66亿元。截至2012年9月底，尚余1.22亿元应付股利。

截至2011年底，公司非流动负债合计

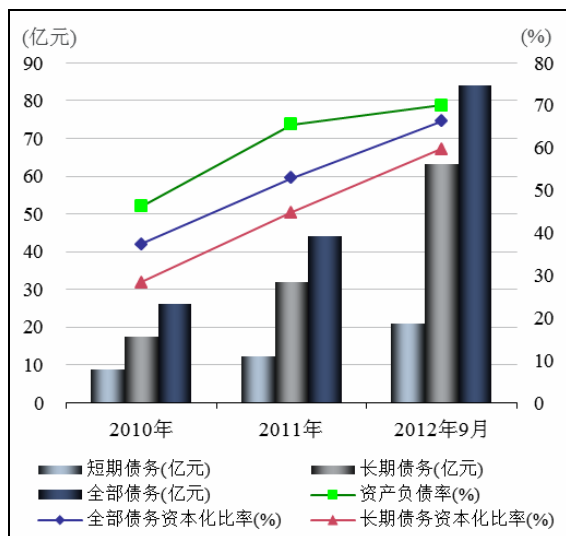
32.34亿元，同比增长81.80%，主要由长期借款（占70.85%）和应付债券（占27.83%，即“11金海洋MTN1”）构成。

截至2012年9月底，公司负债合计99.54亿元，较2011年底增长32.82%，长短期借款均有大幅增长。

有息债务方面，2011年底公司长期债务余额为31.91亿元，同比增长83.81%，全部债务余额为44.21亿元，同比增长69.00%。长期债务占全部债务比例72.18%，债务期限结构较合理。2012年9月底，公司全部债务为84.13亿元，较2011年底增长90.30%，公司通过长短期借款满足投资支出，债务规模快速上升。

从债务指标看，2011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65.57%、52.91%和44.78%；截至2012年9月底，上述指标分别为69.99%、66.35%和59.73%，公司债务负担快速上升。

图2 跟踪期内公司债务负担趋势



资料来源：公司提供

整体看，公司债务结构较合理，受大额利润分配及大规模债务融资影响，债务负担快速上升，财务弹性显著弱化。公司未来仍将维持较大规模的投资支出，对债务融资仍将保持一定依赖，公司债务负担短期内回落的可能性较小。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受应付股利大幅上升影响，2011年底公司流动比率和速动比率同比均明显下滑，分别为63.30%和30.96%；2012年9月底，上述两项指标分别回升至97.29%和57.57%。2011年，公司经营现金流动负债比为31.02%，较2010年上升2.44个百分点。截至2012年9月底，公司现金类资产合计7.63亿元，是同期短期债务余额的0.37倍。总体看，受利润分配影响，公司短期偿债指标大幅波动，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011年公司EBITDA为21.38亿元，同比大幅增长115.86%，高于全部债务规模增速，受此影响，公司全部债务/EBITDA倍数下降至2.07倍，EBITDA利息倍数上升至10.17倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

2011年公司EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金净流量分别为21.38亿元、64.71亿元和13.22亿元，分别是“11金海洋MTN1”本金的2.38倍、7.19倍和1.47倍，三项指标均较2010年明显上升。随着公司经营规模的快速扩张，公司对“11金海洋MTN1”的偿付能力稳步增强。

公司于2012年12月发行“12金海洋MTN1”，额度8.50亿元，期限5年。以2011年财务数据为基础，2011年公司EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金净流量分别是存续期债券本金17.50亿元的1.22倍、3.70倍和0.76倍，对存续期债券的保障程度尚可。

截至2012年9月底，公司为山西昱光发电有限责任公司的四笔贷款（共计8.28亿元）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，公司对外担保比率为19.40%，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2012年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度为127.30亿元，其中已使用额度65.62亿元，未使用额度61.68亿元。公司间接

融资渠道畅通。

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（报告编号：B-201211415475），截至 2012 年 11 月 23 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

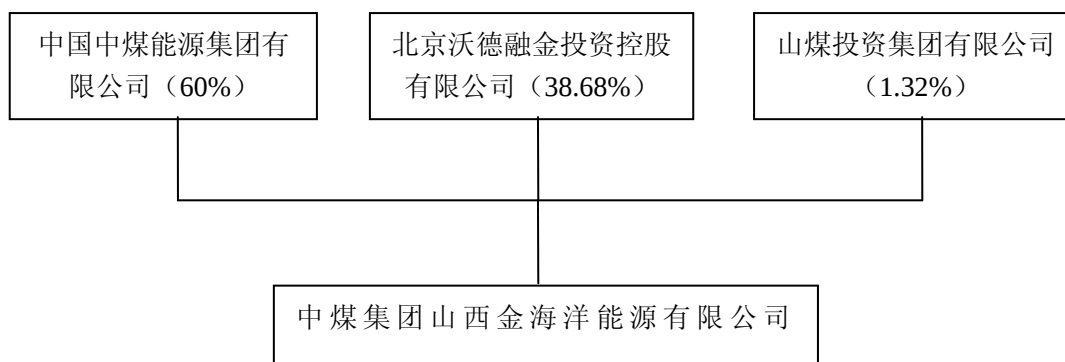
基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、股东支持等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力强。

十、结论

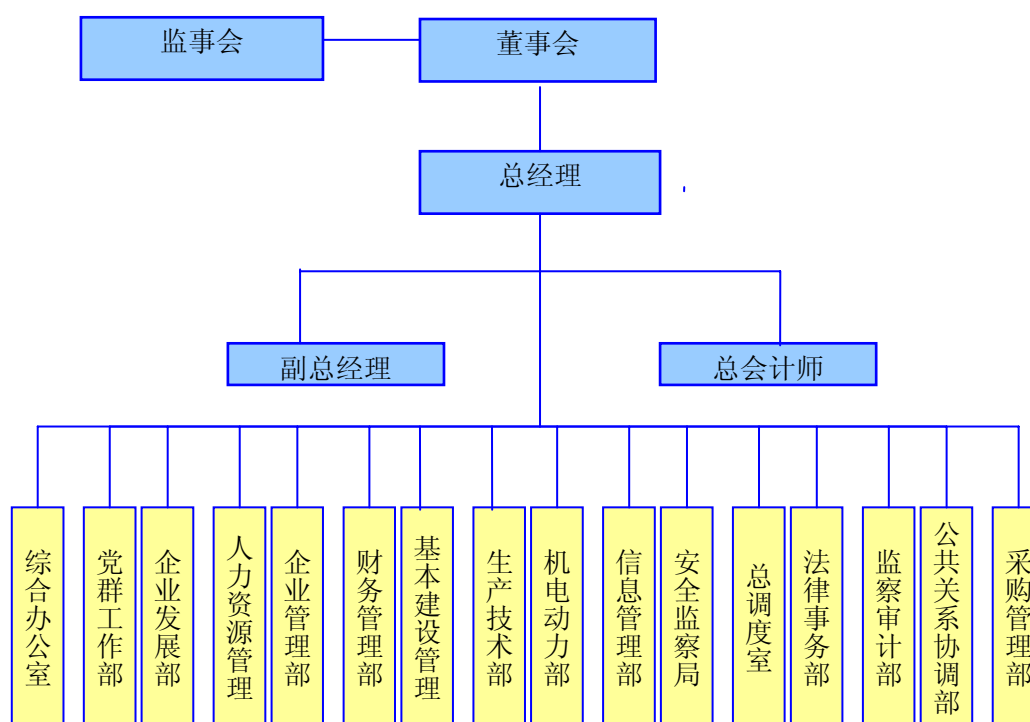
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“11金海洋MTN1”、“12金海洋MTN1”AA⁺的信用级别。

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 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	49888.60	28959.64	18903.88	-38.44	64195.30
交易性金融资产					1000.00
应收票据	12691.34	9356.84	1300.71	-67.99	11106.91
应收账款	23277.10	17169.86	33833.14	20.56	55851.18
预付款项	7999.29	35153.82	36174.22	112.65	51028.65
应收利息					
应收股利					
其他应收款	130390.42	146864.86	31264.93	-51.03	15902.85
存货	54731.89	78513.16	137831.34	58.69	142253.45
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	415.08	79.78	10417.75	400.98	7035.95
流动资产合计	279393.72	316097.96	269725.98	-1.75	348374.29
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	22166.14	22165.14	24301.01	4.70	30283.02
投资性房地产					
固定资产	306256.53	326900.84	321695.79	2.49	349445.86
在建工程	30788.58	63697.71	199834.76	154.77	317116.99
工程物资		5154.84	10205.47		15819.97
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	53684.09	80327.25	80965.90	22.81	106615.86
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	284.92	577.24	728.72	59.93	4268.74
递延所得税资产	15.57	40.79	2683.49	1212.68	2683.49
其他非流动资产			232806.37		247592.59
非流动资产合计	413195.84	498863.79	873221.52	45.37	1073826.52
资产总计	692589.56	814961.75	1142947.50	28.46	1422200.81

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	155400.00	88000.00	123000.00	-11.03	208200.00
交易性金融负债					
应付票据	13000.00				
应付账款	52651.48	50171.55	110628.99	44.95	48977.03
预收款项	40441.78	9689.84	9521.34	-51.48	42108.80
应付职工薪酬	1591.36	12345.88	1802.31	6.42	4573.71
应交税费	533.66	17389.21	33446.32	691.66	5702.43
应付利息			1856.90		492.00
应付股利			106613.11		12219.98
其他应付款	43300.12	21211.08	39133.26	-4.93	32736.57
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	507.65	29.68	75.38	-61.47	3049.89
流动负债合计	307426.05	198837.24	426077.62	17.73	358060.41
非流动负债：					
长期借款	100.00	173600.00	229100.00	4686.44	543100.00
应付债券	0.00	0.00	90000.00		90000.00
长期应付款	10771.78				
专项应付款	290.00	290.00	290.00	0.00	290.00
预计负债			2.60		2.60
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	3983.13	3983.13	3983.13	0.00	3983.16
非流动负债合计	15144.92	177873.13	323375.74	362.08	637375.76
负债合计	322570.97	376710.37	749453.36	52.43	995436.17
所有者权益：					
实收资本(或股本)	200000.00	200000.00	200000.00	0.00	200000.00
资本公积	136254.21	136254.21	136254.21	0.00	136254.20
减：库存股					
专项储备	11123.36	32640.25	39825.87	89.22	46183.37
盈余公积	0.00	1633.06	19154.09		19154.05
未分配利润	21016.43	66290.07	-3001.91		23987.93
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	368394.00	436817.59	392232.27	3.18	425579.55
少数股东权益	1624.58	1433.79	1261.88	-11.87	1185.09
所有者权益合计	370018.59	438251.38	393494.15	3.12	426764.64
负债和所有者权益总计	692589.56	814961.75	1142947.50	28.46	1422200.81

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	160597.15	309004.29	564144.94	87.42	372831.23
减: 营业成本	91912.12	116278.97	194665.94	45.53	177474.81
营业税金及附加	5190.55	6957.60	12822.89	57.18	5626.64
营业费用	36389.93	71011.92	118462.31	80.43	93578.43
管理费用	21644.21	37060.04	44552.02	43.47	33496.56
财务费用	8573.04	6446.86	13679.13	26.32	21910.62
资产减值损失	291.10	4540.90	9249.80	463.69	
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-1.81	3.10	21.77		13.50
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	-3405.61	66711.11	170734.62		40757.67
加: 营业外收入	6762.60	582.06	2069.03	-44.69	799.67
减: 营业外支出	1949.94	915.93	4857.89	57.84	1348.56
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	1407.05	66377.24	167945.75	992.52	40208.78
减: 所得税费用	4560.27	19831.34	47576.81	223.00	13282.24
四、净利润	-3153.22	46545.90	120368.94		26926.54

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	204033.09	338806.11	641375.06	77.30	444822.40
收到的税费返还	67.74				
收到其他与经营活动有关的现金	68450.25	14212.97	5754.15	-71.01	3993.45
经营活动现金流入小计	272551.07	353019.08	647129.22	54.09	448815.85
购买商品、接受劳务支付的现金	174266.28	161521.61	298229.58	30.82	293821.72
支付给职工以及为职工支付的现金	5922.91	7482.17	21053.79	88.54	9780.17
支付的各项税费	83155.65	76851.98	159788.18	38.62	110218.03
支付其他与经营活动有关的现金	70008.86	50335.65	35886.48	-28.40	14423.12
经营活动现金流出小计	333353.69	296191.42	514958.03	24.29	428243.04
经营活动产生的现金流量净额	-60802.62	56827.66	132171.18		20572.81
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		0.75			
取得投资收益收到的现金			21.90		13.50
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	450.00				
投资活动现金流入小计	450.00	0.75	21.90	-77.94	13.50
购建固定资产、无形资产等支付的现金	87629.57	153445.68	145809.59	28.99	227069.85
投资支付的现金	72783.55	0.00	2136.00	-82.87	6982.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	97900.00	19563.32	89856.59	-4.20	10090.56
投资活动现金流出小计	258313.12	173009.00	237802.18	-4.05	244142.41
投资活动产生的现金流量净额	-257863.12	-173008.25	-237780.28	-3.97	-244128.91
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	300750.00	245.00			
取得借款收到的现金	232121.25	386500.00	205000.00	-6.02	543400.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	66000.00	0.00	90000.00	16.77	
筹资活动现金流入小计	598871.25	386745.00	295000.00	-29.82	543400.00
偿还债务支付的现金	172494.68	280400.00	114500.00	-18.53	146000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9350.19	10811.58	84946.66	201.41	127177.50
支付其他与筹资活动有关的现金	66012.27	281.79			1375.00
筹资活动现金流出小计	247857.14	291493.37	199446.66	-10.30	274552.50
筹资活动产生的现金流量净额	351014.11	95251.63	95553.34	-47.83	268847.50
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	32348.37	-20928.96	-10055.76		45291.40

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	-3153.22	46545.90	120368.94	
加: 资产减值准备	291.10	4540.90	9249.80	463.69
固定资产折旧及其他	19950.56	23842.73	28653.11	19.84
无形资产摊销	391.41	2274.30	3327.23	191.56
长期待摊费用摊销	105.78	84.18	367.69	86.44
处置固定资产、无形资产等损失	-261.00	202.91	46.70	
固定资产报废损失			5.43	
公允价值变动损失				
财务费用	8821.27	6479.74	13533.73	23.86
投资损失	1.81	-3.10	-21.77	
递延所得税资产减少	-15.57	-25.21	-2642.71	1202.66
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	2129.14	-24810.76	-60823.33	
经营性应收项目的减少	-20186.64	20796.29	92503.24	
经营性应付项目的增加	-68877.27	-23100.21	-72396.87	2.52
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-60802.62	56827.66	132171.18	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	3.29	9.89	18.30	12.77	--
存货周转次数(次)	0.82	1.75	1.80	1.59	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.41	0.58	0.44	--
现金收入比(%)	127.05	109.64	113.69	115.15	119.31
盈利能力					
营业利润率(%)	39.54	60.12	63.22	57.55	50.89
总资本收益率(%)	1.05	7.58	16.02	10.50	--
净资产收益率(%)	-0.85	10.62	30.59	18.31	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.03	28.37	44.78	30.91	59.73
全部债务资本化比率(%)	31.29	37.38	52.91	43.93	66.35
资产负债率(%)	46.57	46.22	65.57	55.97	69.99
偿债能力					
流动比率(%)	90.88	158.97	63.30	97.52	97.29
速动比率(%)	73.08	119.49	30.96	65.94	57.57
经营现金流流动负债比(%)	-19.78	28.58	31.02	20.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.46	9.66	10.17	8.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.49	2.64	2.07	2.92	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-1.89	-0.44	-0.24	-0.63	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-36.12	-17.93	-7.80	-16.51	--

附件 6 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。