

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1338 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华昱能源有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望调整为负面, 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
二零一四年七月二十五日

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: 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
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: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.02	17.35	5.88	7.18
资产总额(亿元)	114.29	176.79	195.48	202.07
所有者权益(亿元)	39.35	45.06	40.36	40.78
短期债务(亿元)	12.30	41.00	34.02	39.30
全部债务(亿元)	44.21	95.54	118.14	125.85
营业收入(亿元)	56.41	58.04	63.66	15.35
利润总额(亿元)	16.79	6.75	1.01	0.30
EBITDA(亿元)	21.38	13.26	9.39	--
经营性净现金流(亿元)	13.22	2.54	-7.02	1.94
营业利润率(%)	63.22	46.36	31.95	36.79
净资产收益率(%)	30.59	9.48	0.08	--
资产负债率(%)	65.57	74.51	79.35	79.82
全部债务资本化比率(%)	52.91	67.95	74.53	75.53
流动比率(%)	63.30	73.78	88.09	90.43
全部债务/EBITDA(倍)	2.07	7.21	12.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.80	4.82	2.49	--
经营现金流流动负债比(%)	31.02	3.57	-11.27	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

郭 畅 潘诗湛

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,公司原煤产量有所下降,煤炭贸易规模急速扩大,收入规模有所上升,但整体盈利能力持续下降。同时,大规模的债务融资及股东分红导致净资产减少,使得公司债务负担进一步加重,偿债指标有所弱化,且短期内恢复的可能性不大。

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⁺,评级展望调整为负面;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,公司煤矿技改稳步推进,生产能力快速恢复。
3. 公司经营性现金流入量对存续期债券保障程度高。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响,煤炭价格整体下行对公司盈利能力造成负面影响。
2. 未来投资规模大,存在较大的融资压力。
3. 公司债务负担快速上升,债务负担重,存在一定短期支付压力。
4. 跟踪期内,公司分红规模较大,所有者权益稳定性较差。

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 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华昱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 2014 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）。

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、采购管理部和法律事务部等 16 个部门处室；公司拥有下属企业 23 个（包括 3 家控股子公司、20 家全资子公司）。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 195.48 亿元，所有者权益合计 40.36 亿元（其中少数股东权益 0.34 亿元）；2013 年公司实现营业收入 63.66 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 202.07 亿元，所有者权益合计 40.78 亿元（其中少数股东权益 0.33 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 15.35 亿元，利润总额 0.30 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政

策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，

市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

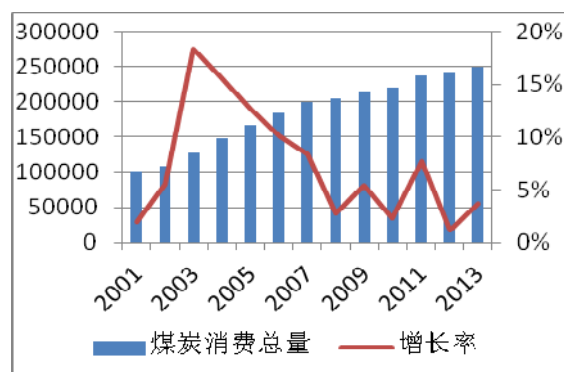
四、行业及区域经济环境

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。

图1 近年中国煤炭消费总量

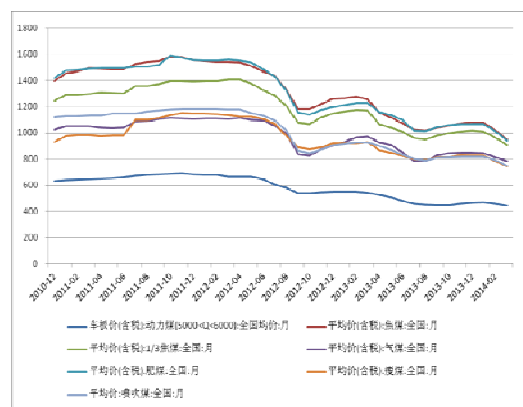


资料来源：国家统计局，联合资信整理

煤炭价格

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

图2 国内主要煤炭交易品种含税均价



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 23 家，包括 3 家控股子公司、20 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

跟踪期内，公司在管理体制和高管人员方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主。2013 年，公司实现营业收入 63.66 亿元，同比增长 9.68%。2013 年，公司煤炭产量有所下降，公司营业收入略微增长，主要是公司煤炭板块中煤炭贸易规模上升明显。

从收入构成看，煤炭销售是公司的主要收入来源，2013 年在营业收入中占比为 88.90%，较 2012 年占营业收入比例有所下降。电力业务收入、房地产业务规模有所上升，

公司其他业务上升幅度明显，主要是公司铁粉贸易量急剧上升所致。

盈利能力方面，随着煤炭价格的整体下滑以及贸易比例上升，2013 年公司煤炭业务毛利率水平同比下降 12.59 个百分点。电力板块受设备检修影响，停运时间较长，成本上升明显，毛利率有所下降。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.35 亿元，为 2013 年全年的 24.11%，公司煤炭价

格有所回升，煤炭板块的毛利率较 2013 年有所上升。

整体来看，2013 年公司煤炭板块的毛利率受行业影响持续下滑，电力板块受设备检修影响，停运时间较长，成本上升明显，毛利率有所下降。2014 年 1~3 月，受公司煤炭及电力毛利率上升及房地产收入大幅增长影响，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	2012 年		2013 年		2014 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	559450.59	48.51	566493.82	35.92	119311.52	39.54
电力	15515.12	29.03	17293.49	21.49	5158.46	37.43
房地产	236.75	19.35	5771.24	41.50	22746.00	40.46
其他	5197.64	15.00	47083.95	2.46	6292.82	17.61
合计	580400.09	48.03	636642.50	33.00	153508.80	38.70

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 2014 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，上述 3 家煤矿的技改工作已全面结束，同时获得安全生产许可证，五家沟、南阳坡取得营业执照。其他矿井方面，元宝湾矿土建主体工程全部完工，相关生产证照正在办理；水泉煤矿井工改露方案和开发利用方案获批复，矿

井正在进行技改工程。公司各技改矿均已取得采矿许可证、地质报告等重要手续的批复。

公司原煤产量由 2012 年的 1273.00 万吨下降至 1052.41 万吨，煤炭销量为 966.87 万吨，较 2012 年均有所下降；2014 年一季度产量达到 266.49 万吨，销量达到 379.02 万吨。受公司煤炭贸易量上升，公司煤炭收入保持增长态势，2013 年公司煤炭贸易收入 18.86 亿元，煤炭贸易量 410.15 万吨。

销售价格方面，2012~2014 年 3 月，公司煤炭价格呈下降趋势，分别为 466.79 元/吨、379.02 元/吨和 387.36 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，2013 年公司生产经营恢复正常，但受煤炭技改工程尚未完成，煤炭产量较 2012 年有所下降，受煤炭贸易量增长，公司煤炭板块收入保持增长态势，但盈利能力下降明显。

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，2012~2013 年，公司实现发电量分别为 52400 万千瓦时和 59919 万千瓦时，2014 年 1~3 月发电量 14485 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，2013 年电力板块受设备检修影响，成本上升明显，毛利率较 2012 年有所下降，2014 年 1~3 月，公司电力板块受益于公司较低的煤炭内部价格，整体毛利率上升明显。

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。2012~2013 年及 2014 年 1~3 月，公司房地产业务分别实现收入 236.75 万元、5771.24 万元和 22746 万元。2013 年及 2014 年一季度公司房地产收入规模的扩大主要是公司 2013 年以前已开展的房地产项目相继完工，2013 年后未新增房地产项目。

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。2013 年受公司铁粉贸易量急剧上升影响，公司其他业务收入 4.71 亿元，其中铁粉贸易收入合计 3.75 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。

截至 2014 年 3 月底，公司重点在建项目有：矿井改造工程、洗煤厂改扩建工程和新型熟料干法水泥厂工程等项目，以上项目总投资 47.01 亿元，截至 2014 年 3 月底已完成投资 23.14 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、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 2012~2013 年财务报告，均为标准无保留意见的审计结论，2014 年一季度财务报表未经审计。公司合并报表新增 3 家公司，包含 23 家子公司，公司财务可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 195.48 亿元，所有者权益合计 40.36 亿元（其中少数股东权益 0.34 亿元）；2013 年公司实现营业收入 63.66 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 202.07 亿元，所有者权益合计 40.78 亿元（其中少数股东权益 0.33 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 15.35 亿元，利润总额 0.30 亿元。

1. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 63.66 亿元，同比增长 9.68%。同期，公司营业成本增长 41.21%，远高于收入增幅。

期间费用方面，公司 2013 年期间费用率为 31.24%，同比下降 3.70 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。

受煤炭价格下行的影响，2013 年公司实现营业利润 0.92 亿元，同比下降 86.21%；实现利润总额 1.01 亿元，同比下降 85.04%。

盈利指标方面，2013 年公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 31.95%、2.37% 和 0.08%，同比均下降明显，主要受煤炭价格整体下行影响及贸易规模上升。2014 年 1~3 月，公司完成营业收入 15.35 亿元，实现利润总额 0.30 亿元，营业利润率上升至 36.79%。

总体看，跟踪期内，受煤炭煤价大幅度下降影响，公司利润规模下滑明显，盈利能力有所下降。2014 年 1~3 月受煤炭价格回升及电力板块盈利能力的提高，公司盈利能力小幅回升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 76.40 亿元，同比上

升 29.54%，同期现金收入比为 120.01%，较 2012 年明显上升。2013 年公司经营活动现金流入量为 79.08 亿元，公司经营活动净流量由 2012 年 2.54 亿元变为 -7.02 亿元，主要是受公司贸易规模加大影响，公司成本急剧上升所致。总体上，公司收入规模有所增长，实现能力上升明显。

从投资活动与筹资活动来看，2013 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 12.95 亿元，同比下降 49.47%。2013 年公司投资活动现金净流出 13.50 亿元，筹资活动前现金净流量 20.52 亿元，外部融资需求较强。2012 年公司筹资活动现金流入量和净流量分别为 56.58 亿元和 9.55 亿元，公司存在一定规模的资金缺口。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和现金流净额分别为 15.93 亿元和 1.94 亿元，投资活动现金流量净额为 -1.40 亿元，公司取得借款收到现金合计 8.50 亿元。公司 2014 年一季度投资规模大幅度下降，对外筹资需求有所下降。

总体看，跟踪期内，公司收入实现能力有所提升；投资支出规模有所下降，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 2013 年底，公司（合并）资产总额合计 195.48 亿元，同比增长 10.57%，其中流动资产占 28.08%，非流动资产占 71.92%。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 54.90 亿元，同比增长 4.79%，主要是存货大幅度增长所致，其中由货币资金（占 7.27%）、应收票据（占 3.43%）、应收账款（占 17.16%）、其他应收款（占 5.84%）和存货（占 58.87%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金合计 3.99 亿元，同比下降 71.90%，其中主要以银行存

款为主，占80.20%，公司货币资金较2012年底有较大幅度下降，主要是2012年底发行中票8.5亿元到账导致2012年底货币资金数额高于往年正常情况。

截至2013年底，公司其他应收款合计3.20亿元，较2012年底无增长，主要是往来款，公司共计提坏账准备700.24万元，计提比例2.19%。

截至2013年底，公司存货合计32.32亿元，同比增长94.58%，主要是煤炭贸易量急剧增长所致，其中，原材料占5.49%，自制半成品及在产品占86.51%，产成品占7.23%，其他占0.77%，在产品中房地产开发成本合计1.29亿元。公司计提跌价准备0.30亿元。考虑到2013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2013年底，公司应收账款合计9.42亿元，同比下降9.94%，主要是由应收山西煤炭运销集团款项构成。按照账龄分析，1年内的占93.15%，1~2年的占3.48%，2~3年的占2.26%，3年以上的占1.11%，公司计提坏账准备0.15亿元，计提比例偏低。

截至2013年底，公司非流动资产合计140.58亿元，同比增长13.01%，主要以固定资产（占48.15%）、在建工程（占14.73%）、无形资产（占21.73%）和其他非流动资产（占12.03%）为主，在建工程大量完工转增固定资产，无形资产增长明显，主要是公司采矿权增加，公司将已收购的山西山阴中煤双扶煤业有限公司和山西山阴圪洞窑煤业有限公司、山西山阴东庄煤业有限公司分别注入到旗下子公司。

截至2013年底，公司固定资产原值85.87亿元，主要以房屋建筑物（占60.67%）和机器设备（占36.79%）为主，公司累计折旧17.15亿元，固定资产减值准备合计1.04亿元，固定资产账面价值合计67.69亿元。

截至2013年底，公司在建工程合计20.70亿元，同比下降50.38%，2013年公司完成部

分煤炭技改工程18.13亿元，增加该项工程7.59亿元，同时增加洗煤厂改扩建工程3.21亿元，公司煤炭技改工程仍未完成，对公司煤炭生产有一定影响。

截至2013年底，公司无形资产净值30.54亿元，同比增长82.11%，主要是公司将已收购的山西山阴中煤双扶煤业有限公司和山西山阴圪洞窑煤业有限公司、山西山阴东庄煤业有限公司分别注入到坪南煤业和进鑫煤业。其中，坪南煤业增加采矿权价款1.65亿元，进鑫煤业增加采矿权价款7.60亿元。公司与山阴县国土资源局签订的《兼并重组煤矿企业矿业权价款分期缴纳合同书补充协议》，由于资源储量增加，本公司应缴纳采矿权资源价款增加3.98亿元。无形资产原值32.15亿元，累计摊销1.61亿元。

截至2013年底，公司其他非流动资产合计16.92亿元，同比下降31.86%，主要是公司预付投资款。

截至2014年3月底，公司资产总额为202.07亿元，流动资产占比29.62%，较2013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2013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，在建工程大量转为固定资产，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2013年底，公司所有者权益合计40.36亿元，同比下降10.43%，主要受未分配利润下降影响。归属母公司权益40.02亿元，其中，实收资本占49.98%，资本公积占36.86%，盈余公积占6.60%，其他占6.56%。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计40.78亿元，较2013年底没有明显变化。2013年公司未分配利润急剧下降，主要是公

司对股东分配现金股利 4.36 亿元所致。

总体上，公司实收资本和资本公积占比较高，但考虑到公司持续大额分红，公司所有者权益稳定性较差。

负债

截至2013年底，公司负债合计155.11亿元，同比增长17.75%，其中，流动负债占40.18%，非流动负债占59.82%，流动负债占比有所下降。

截至2013年底，公司流动负债合计62.32亿元，同比下降12.24%，主要来自于短期借款和其他流动负债的下降所致。

截至2013年底，公司短期借款合计13.19亿元，同比下降36.65%。

截至2013年底，公司应付账款合计17.45亿元，同比增长5.12%，其中1年内的占85.10%，1~2年内的占8.19%，2年以上的占6.71%。

截至2013年底，公司其他流动负债合计7.97亿元，较上年下降19.00%，主要是租赁公司融资款，已计入有息债务。

截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债合计11.55亿元，主要是长期借款转入。

截至2013年底，公司非流动负债合计92.80亿元，同比增长52.83%，主要由长期借款（占55.78%）、长期应付款（占8.68%）和应付债券（占34.87%）构成。

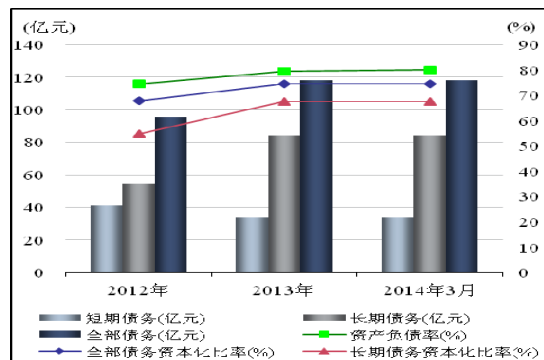
截至2014年3月底，公司负债合计161.30亿元，较2013年底无明显变化。

有息债务方面，2013年底公司长期债务余额为84.12亿元，同比增长54.23%，全部债务余额为118.14亿元，同比增长23.66%。长期债务占全部债务比例71.20%，债务期限结构以长期债务为主。2014年3月底，公司全部债务为125.85亿元，较2013年底增长6.53%，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，2013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79.35%、74.53%和67.58%；截至2014年3月底，上述指标分别为79.82%、75.53%和67.97%，公司债务负担较2012年底快速上升。

图3 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，受大规模债务融资影响，债务负担快速上升。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，公司债务负担重且短期内回落的可能性较小。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受存货大幅度上升影响，2013年公司流动比率上升明显，为88.09%，受货币资金大幅度下降影响，2013年公司速动比率下降明显，为36.24%；2014年3月底，上述两项指标分别为88.09%和36.24%。2013年，公司经营现金流动负债比由正转负，为-11.27%，较2012年下降幅度较大，主要受净现金流大幅下降所致。总体看，受货币资金急剧下降及存货规模急剧上升的影响，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA为9.39亿元，同比下降29.19%，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12.58倍，EBITDA利息倍数下降至2.49倍。总体看，公司整体偿债能力显著弱化，考虑到煤矿技改陆续完成债务规模趋于稳定，公司整体偿债能力一般。

2013年公司EBITDA、经营活动现金流入

量和经营活动现金净流量分别为9.39亿元、79.08亿元和-7.02亿元，分别是存续期债券本金的0.54倍、4.52倍和-0.40倍，经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度高。

截至2014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，目前经营状况正常，公司对外担保比率为20.52%，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2014年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为143.65亿元，其中已使用额度86.49亿元，未使用额度57.16亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司在公开市场债务发行信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

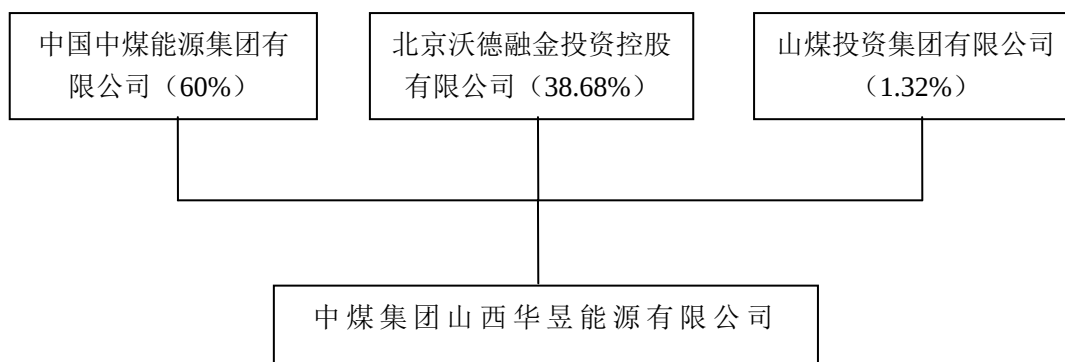
基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、股东支持等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力强。

九、结论

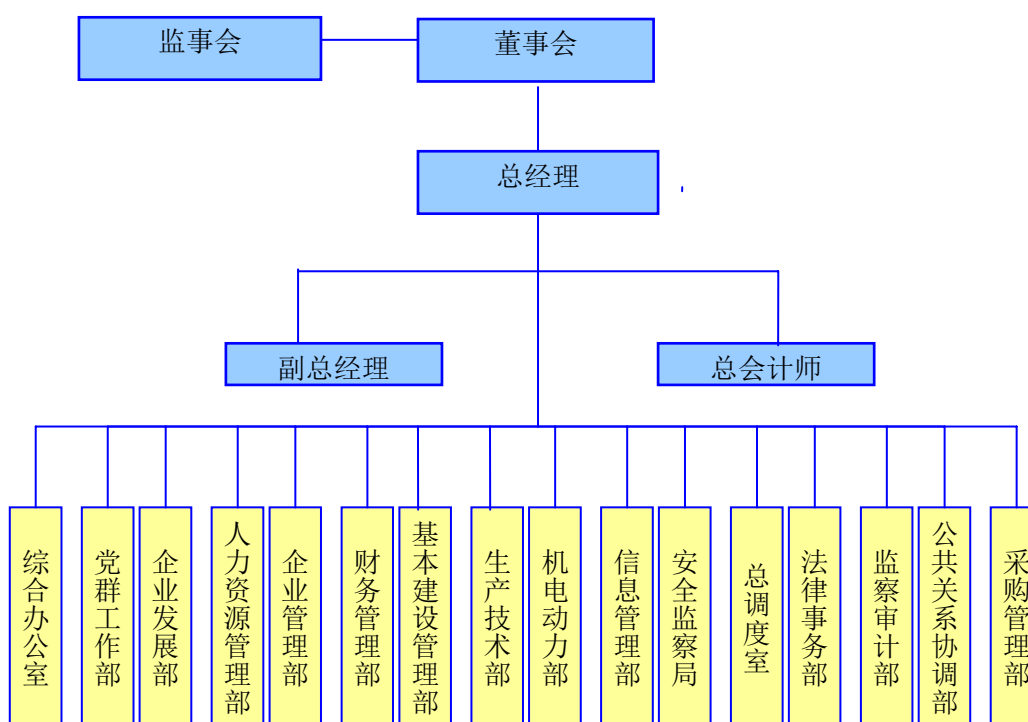
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望调整为负面；维持“11金海洋MTN1”、“12金海洋MTN1”AA⁺的信用级别。

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 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.02	17.35	5.88	7.18
资产总额(亿元)	114.29	176.79	195.48	202.07
所有者权益(亿元)	39.35	45.06	40.36	40.78
短期债务(亿元)	12.30	41.00	34.02	39.30
长期债务(亿元)	31.91	54.54	84.12	86.55
全部债务(亿元)	44.21	95.54	118.14	125.85
营业收入(亿元)	56.41	58.04	63.66	15.35
利润总额(亿元)	16.79	6.75	1.01	0.30
EBITDA(亿元)	21.38	13.26	9.39	--
经营性净现金流(亿元)	13.22	2.54	-7.02	1.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.78	6.78	5.11	--
存货周转次数(次)	1.00	1.98	1.74	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.40	0.34	--
现金收入比(%)	113.69	101.63	120.01	99.00
营业利润率(%)	63.22	46.36	31.95	36.79
总资本收益率(%)	16.02	4.99	2.39	--
净资产收益率(%)	30.59	9.48	0.08	--
长期债务资本化比率(%)	44.78	54.76	67.58	67.97
全部债务资本化比率(%)	52.91	67.95	74.53	75.53
资产负债率(%)	65.57	74.51	79.35	79.82
流动比率(%)	63.30	73.78	88.09	90.43
速动比率(%)	30.96	50.38	36.24	41.92
经营现金流流动负债比(%)	31.02	3.57	-11.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.80	4.82	2.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.07	7.21	12.58	--

注：公司 2014 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+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

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 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

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。