

跟踪评级公告

联合[2015] 2243 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持沈阳焦煤股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“12沈阳焦煤MTN1”AA⁺的信用等级。

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>

沈阳焦煤股份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: 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
12 沈焦煤 MTN1	8 亿元	2012/10/19~2017/10/19	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 10 月 28 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	34.89	34.09	44.65	47.89
资产总额(亿元)	147.40	150.79	158.73	175.30
所有者权益合计(亿元)	48.80	43.27	36.83	29.32
短期债务(亿元)	63.24	66.89	78.50	101.13
全部债务(亿元)	75.10	79.89	91.53	137.87
营业收入(亿元)	87.13	70.78	59.95	27.13
利润总额(亿元)	4.36	1.18	-6.79	-0.50
EBITDA(亿元)	15.28	12.59	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	-8.93	-3.67	6.01	4.60
营业利润率(%)	27.74	24.31	12.74	21.18
净资产收益率(%)	5.74	1.26	-18.67	--
资产负债率(%)	66.89	71.30	76.80	83.27
全部债务资本化比率(%)	60.61	64.87	71.31	82.46
流动比率(%)	62.16	65.41	68.17	69.31
全部债务/EBITDA(倍)	4.92	6.34	16.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	3.19	1.10	--
经营现金流/负债比(%)	-10.13	-3.95	5.59	--

注: 2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

王 冰 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, 沈阳焦煤股份有限公司(以下简称“沈阳焦煤”或“公司”)保持其在产品结构、产业布局、地理区位等方面的综合优势。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低迷、煤炭主业盈利能力弱化、债务负担重等因素对公司信用基本面的负面影响。

针对辽宁红阳能源投资股份有限公司(以下简称“红阳能源”)非公开定向增发对沈阳焦煤构成重大资产重组事项, 联合资信认为, 资产分立后, 公司资产总额与净资产总额有所下降, 虽然经营性亏损有所减少, 但考虑到分立矿井煤炭资源储量及产能较大, 分立后公司煤炭储量、产能及产量均大幅下降, 对公司日常经营及信用基本面存在较大影响。

另一方面, 辽宁沈煤红阳热电有限公司(以下简称“红阳热电”)主营热电业务, 与沈阳焦煤原有煤炭业务具有一定的产业链协同效应, 收购红阳热电后, 沈阳焦煤经营性亏损将进一步改善, 但红阳热电债务负担很重, 将导致沈阳焦煤债务负担显著上升。

目前煤炭行业处于行业景气低谷期, 短期内公司仍然面临一定的商品煤销售压力, 煤炭价格低位运行仍将制约公司盈利能力的有效恢复, 内部重组后较重的债务负担及较高的财务费用也将在一定程度上侵蚀公司的利润空间。

根据沈阳煤业(集团)有限责任公司(下称“沈煤集团”)出具的担保书(函), 沈煤集团承诺为“12 沈焦煤 MTN1”提供全额不可撤销连带责任保证担保。沈煤集团系沈阳焦煤控股母公司, 系辽宁省大型煤炭产业集团, 担保实力强, 其担保有效提升了“12 沈焦煤 MTN1”的信用水平。

基于对本次资产重组事项的综合分析,

以及沈煤集团针对“12 沈焦煤 MTN1”提供的外部担保，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，维持“12 沈焦煤 MTN1”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 公司地处东北工业基地，紧邻下游市场，交通便利，市场占有率高，与周边多家钢铁企业建立了长期合作关系，区域竞争优势明显。
2. 本次重大资产重组并入红阳热电，有利于进一步完善公司的产业结构，改善公司的盈利表现。
3. 沈煤集团为“12 沈焦煤 MTN1”提供全额不可撤销连带责任保证担保，有效提升了该期中期票据的信用水平。公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

关注

1. 公司经营业绩对煤炭价格敏感度高，受煤炭价格下行影响，近年煤炭主业收入及利润规模呈快速下降趋势，且短期内难以显著改善。
2. 煤炭资产分立后，公司煤炭资源储量和矿井产能、产量均大幅下降。
3. 完成热电资产收购后，公司债务负担显著加重。

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）与沈阳焦煤股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与沈阳焦煤股份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，未因沈阳焦煤股份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沈阳焦煤股份有限公司提供，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沈阳焦煤股份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

沈阳焦煤股份有限公司(以下简称“公司”或“沈焦公司”)前身为沈阳煤业(集团)灵山洗煤有限责任公司(以下简称“灵山洗煤”),系由沈阳煤业(集团)有限责任公司(以下简称“沈煤集团”)于2002年9月出资组建的有限责任公司,注册资本1000万元。

经历次股本变更,截至2015年3月底,公司实收资本23.50亿元,其中,沈阳煤业(集团)有限责任公司(以下简称“沈煤集团”或“沈阳煤业”)占61.74%,中国信达股份有限公司持股16.40%,西藏山南锦天投资合伙企业(有限合伙)持股10.93%,西藏山南锦瑞投资合伙企业(有限合伙)持股5.465%,西藏山南锦强投资合伙企业(有限合伙)持股5.465%。

根据红阳能源公告,2015年9月21日,辽宁红阳能源投资股份有限公司(以下简称“红阳能源”)收到中国证券监督管理委员会《关于核准辽宁红阳能源投资股份有限公司向沈阳煤业(集团)有限责任公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》(证监许可[2015]2140号),红阳能源以发行股份的方式购买上述公司持有的公司股份,目前已完成过户及工商变更登记备案事宜。截至2015年9月底,公司股权结构变更为红阳能源持股99.99%,灯塔热电持股0.01%,灯塔热电为红阳能源子公司,公司实际控制人仍为沈煤集团,最终实际控制人为辽宁省国资委。

截至2014年底,公司资产总额158.73亿元,所有者权益合计36.83亿元。2014年公司实现营业收入59.95亿元,利润总额-6.79亿元。

截至2015年6月底,公司资产总额175.30亿元,所有者权益合计29.32亿元。2015年1~6月公司实现营业收入27.13亿元,利润总额-0.50亿元。

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,比上年增长11140亿元,增长8.6%。其中,中央一

般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 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。

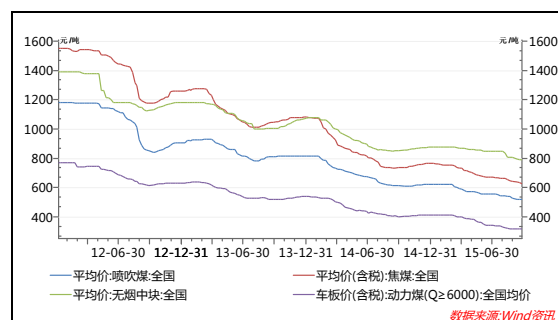
2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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。

据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 6 月底，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）均价分别为 556 元/吨、672 元/吨、848 元/吨和 341 元/吨，同比分别下跌 17.75%、17.55%、5.57%和 22.15%，较 2013 年同期分别下跌 31.53%、35.76%、15.54%和 34.30%。

2. 行业政策

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。

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。

五、基础素质分析

公司主营煤炭采掘及相关销售业务，是母公司沈煤集团的煤炭业务核心子公司，拥有沈煤集团煤炭业务的优质资产。公司地处煤炭净调入区，区域内人口密集，重工业发达，拥有一批大型钢铁和电力生产企业，煤炭需求相对旺盛。

受资产重组分立事项的影响，2015 年 1 季度，公司盛隆矿业相关煤矿及蒲河煤矿、清水二井煤矿不再纳入公司在产矿井，截至 2015 年 3 月底，公司 5 个矿井可采储量合计 3.40 亿吨，核定生产能力 830 万吨。洗选煤能力方面，资产重组前，洗选煤能力为 1290 万吨/年，资产重组后，公司洗选能力下降为 1140 万吨/年。

表 1 截至 2014 年底公司煤炭储备情况（万吨）

序号	矿井名称	主要煤种	可采储量	核定生产能力	2014 年原煤产量 万吨
1	林盛煤矿	气煤、肥煤、焦煤	2840.60	120	96.00
2	红阳二矿	贫煤和无烟煤	3903.10	150	136.50
3	红阳三矿	贫煤和贫瘦煤	18618.80	500	285.40
4	西马煤矿	无烟原煤	2745.0	160	102.90
5	蒲河煤矿	褐煤	5378.00	150	135.40
6	清水二井煤矿	褐煤	465.00	90	88.00
7（盛隆矿业）	鸡东矿	气煤、弱粘煤	7225.50	150	125.80
	青山矿	肥气一、二号	3480.90	90	50.70
	碱厂矿	气煤、肥气一、二号	6401.17	108	120.90
	新城矿	焦煤、1/3 焦煤	2726.64	90	60.30
	立新矿	气煤、肥焦煤、长焰煤	2376.05	42	35.80
8	蒙西矿	褐煤	5941.51	120	114.00
合计	-	-	62102.27	1770	1351.70

注：2015 年 1 季度，蒲河煤矿、清水二井煤矿和盛隆矿业相关煤矿资产不再纳入公司在产矿井。

资料来源：公司提供

2014 年公司原煤产量 1351.70 万吨，同比下降 12.68%；生产精煤 424.90 万吨，同比增加 27.06%。2015 年 1~3 月，公司生产原煤 230.00 万吨，同比下降 29.23%；生产精煤 118.32 万吨，同比增长 32.20%。

跟踪期内，公司未发生重大安全事故。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、高管人员和管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

2014 年 7 月 17 日，公司发布公告称，沈煤集团子公司红阳能源经其董事会决议通过重组预案：红阳能源拟以 6.74 元/股的价格（后续可能进行除权、除息调整），向沈煤集团、中国信达资产管理股份有限公司、西藏山南锦天投资合伙企业（有限合伙）、西藏山南锦瑞投资合伙企业（有限合伙）和西藏山南锦强投资合伙企业（有限合伙）五家对象发行不超过 8.95 亿股股份，购买其分别持有的公司 61.73%、16.40%、10.93%、5.465%及 5.465%的股权，合计 99.99%。此外红阳能源全资子公司灯塔市红阳热电有限公司拟以现金方式购买沈煤集团持有的公司 0.01%股权。红阳能源本次非公开定向增发事项对沈阳焦煤构成重大资产重组，重组完成后公司将成为红阳能源子公司，实际控制人仍为沈煤集团。

根据公司提供的关于本次重大资产重组的预案，本次资产重组拟分步骤、分阶段实施，涉及沈阳焦煤内部重组及外部重组。

内部重组包括公司原有煤炭资产分立及收购红阳热电股权；外部重组包括红阳能源整体收购公司 100% 股权，公司成为红阳能源全资子公司。

内部重组方面，公司于 2014 年 10 月 13 日召开 2014 年度临时股东大会，会议审议通过

了《关于公司分立的议案》，沈阳焦煤分公司蒲河煤矿、清水二井分立，并新设沈阳沈北煤矿有限公司；沈阳焦煤全资子公司鸡西盛隆矿业有限责任公司（以下简称“盛隆矿业”）变更为沈阳焦煤各股东直接持股公司；沈阳焦煤继续存续，注册资本由 30.0 亿元变更为 23.5 亿元。2014 年 12 月 30 日，辽宁省国资委以《关于同意沈阳焦煤股份有限公司分立有关问题的函》（辽国资函【2014】54 号），同意相关分立议案，沈阳焦煤存续并沿用原来名称，除上述蒲河煤矿、清水二井煤矿及盛隆矿业外的其他资产全部保留在沈阳焦煤。上述资产分立事项为无偿划转。

根据红阳能源 2015 年 1 月 6 日公布的《辽宁红阳能源投资股份有限公司重大资产重组进展公告》，辽宁省国资委同意沈煤集团将持有的辽宁沈煤红阳热电有限公司（以下简称“红阳热电”）100% 股权，以红阳热电净资产评估值 9.38 亿元作为协议转让的价格，转让给沈阳焦煤。本次转让后，沈阳焦煤持有红阳热电 100% 股权，沈煤集团不再持有红阳热电股权。本次转让的价款由沈煤集团关联企业沈阳沈北煤矿有限公司、沈阳焦煤鸡西盛隆矿业有限责任公司对沈阳焦煤同等金额的往来款以债务重组的方式进行支付。

外部重组方面，根据红阳能源披露的《辽宁红阳能源投资股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，红阳能源本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易由两部分构成：一是，红阳能源以发行股份的方式购买沈煤集团、中国信达、锦天投资、锦瑞投资、锦强投资所持有的沈阳焦煤 99.99% 的股权；红阳能源全资子公司灯塔热电以支付现金的方式购买沈煤集团所持有的沈阳焦煤 0.01% 的股权；二是，红阳能源拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，总额不超过 21.31 亿元，配套资金

拟全部用于沈阳焦煤偿还银行贷款，减轻沈阳焦煤债务负担。

根据红阳能源公告，截至 2015 年 9 月底，红阳能源已完成收购沈阳焦煤 100% 股权。

重组前后对比方面，公司内部重组包括煤炭资产分立及收购热电资产两个阶段。

在公司完成煤炭资产分立后，公司资产及所有者权益规模出现下降，虽然经营性亏损有所减少，但考虑到拟分立矿井煤炭资源较为优质，分立后公司资源储量、矿井产能、产量均明显下降，抗风险能力将有一定程度弱化。

另一方面，红阳热电主营热电业务，与公司原有煤炭开采业务具有一定的产业链协同效应，收购红阳热电后，沈阳焦煤经营性亏损将有进一步改善，但红阳热电债务负担重，将导致沈阳焦煤债务负担显著上升。

联合资信认为，公司完成煤炭资产分立后，虽然经营性亏损有所改善，但公司资源储量、矿井产能、产量均明显下降，抗风险能力将有一定程度弱化；红阳热电资产转让完成后，公司经营性亏损进一步改善，但公司债务负担将显著上升，偿债能力亦有所弱化。

未来公司完成外部重组后，红阳能源拟将非公开定向增发之配套募集资金专项用于偿还沈阳焦煤现有银行贷款，有望在一定程

度上减轻沈阳焦煤重组后形成的巨额债务负担。

八、经营分析

经营概况

公司主营业务为自有煤炭生产、洗选及运销等相关业务，主要产品为原煤和洗精煤，其他业务主要为外购煤炭贸易及其他辅业。2014 年公司实现营业收入 59.95 亿元，较上年下降 15.30%；实现利润总额-6.79 亿元，较上年大幅下降。

从收入结构看，2014 年主营业务收入（煤炭业务）49.21 亿元，占 82.09%；贸易流通及其他产品实现主营收入 10.74 亿元，占 17.91%。跟踪期内，受煤炭行业景气度下行影响，公司煤炭业务和贸易收入持续下降。

跟踪期内，由于煤炭行业的持续不景气，公司毛利率大幅下降。2014 年公司综合毛利率为 8.13%，较 2013 年下降 17.76 个百分点。同期公司煤炭业务毛利率为 14.12%，较 2013 年下降 15.70 个百分点，其中精煤毛利率同比下降 12.44 个百分点，原煤同比下降 22.33 个百分点。公司贸易及其他业务毛利率为 14.99%，较 2013 年上升了 3.86 个百分点。

表 2 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2013 年度			2014 年度			2015 年 1-3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
煤炭业务	55.90	78.98	29.82	49.21	82.09	14.12	8.00	48.56	15.14
精煤	43.00	60.76	33.12	35.83	59.77	20.68	7.04	42.74	15.45
原煤	12.90	18.22	18.81	13.38	22.32	-3.52	0.96	5.82	12.80
供热供电业务	--	--	--	--	--	--	5.93	36.03	43.53
发电	--	--	--	--	--	--	2.66	16.14	49.18
供暖	--	--	--	--	--	--	3.24	19.69	39.45
其他	--	--	--	--	--	--	0.03	0.20	-11.81
主营业务合计	55.90	78.98	29.82	49.21	82.09	14.12	13.93	84.58	27.23
其他业务	14.88	21.02	11.13	10.74	17.91	14.99	2.54	15.42	11.60
总计	70.78	100.00	25.89	59.95	100.00	8.13	16.47	100.00	24.82

资料来源：公司提供

2015年1~3月,受公司资产重组分立事项的影响,主营业务板块增加了供热供电业务,同期,公司实现营业收入16.47亿元,占2014年全年的27.47%,利润总额0.98亿元,综合毛利率上升至24.82%,其中原煤毛利率较2014年底大幅上升,主要系公司2015年一季度划出低毛利率的盛隆矿业相关煤矿资产所致。

总体看,跟踪期内公司营业收入及利润总额均有较明显下降,公司盈利能力对煤炭价格敏感性强,2014年以来,随着煤炭行业的持续

不景气,公司利润水平下降明显。

煤炭业务

2014年公司原煤产量1351.70万吨,同比下降12.68%;生产精煤424.90万吨,同比增长27.06%。2015年1~3月,公司生产原煤230.00万吨,同比下降29.23%;生产精煤118.32万吨,同比增长32.20%,增长主要系2015年开始,公司实施精煤战略,大幅提高原煤入洗量,减少原煤销售量,提高产品附加值所致。

表3 近年公司煤炭生产概况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
原煤产量(万吨)	1522.00	1548.00	1351.70	230
精煤产量(万吨)	383.00	334.40	424.90	118.32
采煤机械化程度(%)	83.40	92.95	93.14	94.99
掘进机械化程度(%)	85.70	85.14	82.37	98.94
全员效率(吨/工)	2.541	2.634	2.504	3.141
死亡率(人/百万吨)	0.77	0	0	0

注:2015年1~3月数据不含已经分立的煤矿。

资料来源:公司提供

销量方面,2014年公司实现煤炭销售1216万吨,同比增长6.40%,其中原煤797.00万吨(占比65.54%)、精煤419.00万吨(占比34.46%)。2015年1~3月,公司实现煤炭销售180万吨,占2014年全年销量的14.80%。

销售价格方面,跟踪期内公司煤炭销售均价明显下滑,2014年原煤售价306.85元/吨,

同比下降17.35%;精煤售价621.52元/吨,同比下降17.73%;2015年1-3月,受行业整体景气度下滑影响,公司原煤和精煤销售价格进一步下降至144.79元/吨和619.44元/吨,原煤均价大幅下降原因主要系公司2015年开始将大量煤质较好,售价较高的原煤入洗,导致原煤销售均价下降。

表4 公司煤炭销售情况(万吨、元/吨)

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
原煤	894.28	418.35	770.80	371.26	797.00	306.85	66.00	144.79
精煤	389.47	898.39	372.10	755.49	419.00	621.52	114.00	619.44

资料来源:公司提供

供热供电业务

公司供热供电业务经营主体为重组后收购的子公司红阳热电,红阳热电成立于2008年12月,为沈煤集团全资子公司,注册资本6.40亿元。

红阳热电是沈煤集团下属电力骨干企业,

总部位于辽阳市河东新城,是以煤矸石、煤泥等低热值燃料综合利用,集上网发电、供热、供汽为一体的现代化能源企业。

红阳热电一期工程投资33亿元,装机容量2×300MW,年发电能力20亿度,承担辽阳地区1680万平方米的供暖任务。2013年红阳热电

投资新建3×116MW热水锅炉，是辽阳地区最大的热电联产企业。

运营模式方面，红阳热电销售的产品包含力、供暖、蒸汽以及工程服务四大类。对于电力产品的销售，红阳热电每年6月与国网辽宁省电力有限公司签订供合同，价格为政府指导价。红阳热电供完成后，一般于次月末后收取销售价款。对于供暖部分，红阳热电向辽阳市主城区企事业单位和居民区供暖，供暖费按面积收取，其中，居民和公建为每平方米27元/年，商用为每平方米32元/年。红阳热电于每年9月份至下一个供暖期收取供暖费。对于工程收入，由地产开发商申请接网供暖，由红阳热电负责施工，收取供暖施工费，结算期一般在每个供暖期之前。对于蒸汽收入，红阳热电通过蒸汽管道计量表按月计量用气量，按月结算。

表 5 近年红阳热电产品销售情况

类别	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
发电	上网电量（亿千瓦时）	23.79	25.61	7.95
	销售价格（元/度）	0.354	0.347	0.334
	销售收入（亿元）	8.41	8.88	2.66
供暖	平均供暖面积（万平方米）	1609.4	1794	1943
	销售价格（元/平方米）	26.43	27.30	27.82
	销售收入（亿元）	4.25	4.90	5.41
蒸汽	销量（万吨）	5.29	3.99	3.48
	销售价格（元/吨）	135.08	141.91	133.64
	销售收入（万元）	714.57	566.22	465.07

资料来源：公司提供、联合资信整理

截至2014年底，红阳热电资产总额55亿元，所有者权益8亿元；2014年实现营业收入16亿元，利润总额2亿元。截至2015年3月底，红阳热电资产总额55亿元，所有者权益10亿元；2015年1~3月实现营业收入6亿元，利润总额2亿元。

总体看，公司收购红阳热电后，公司业务结构将有一定程度优化，但债务负担将明显加重。

非煤业务

公司其他业务主要为煤炭贸易物流，该部分业务主要为外购煤炭的流通运销。跟踪期内，公司非煤业务收入明显下降，2014年为10.74亿元，同比下降27.82%，2015年1~3月，该板块实现营业收入2.54亿元。公司非煤业务盈利水平低，对公司整体利润贡献小。

未来发展

公司计划未来在内蒙古收购呼盛煤矿，可采储量9600万吨，规划生产能力300万吨/年。该矿与公司现有蒙西矿将全部用于辽宁省进行环保改造后的粉煤锅炉，市场前景良好。除此之外，公司未来暂无其他重大投资支出计划，除重组事项的影响外，公司未来债务负担进一步上升的可能性较小。

总体看，资产重组事项对公司煤炭主业影响较大，煤炭资源储量、产能、产量均有较大程度下降，煤炭业务规模优势有一定程度弱化。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报告，经信永中和会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2015年上半年财务数据未经审计。由于公司内部重组（煤矿资产的划出以及红阳热电的划入）于2015年1月1日至2015年3月底之前完成，公司2015年上半年财务数据为重组后财务数据，该财务数据不具可比性。

截至2015年6月底，公司拥有4家子公司，公司合并范围较2014年减少7家子公司。

截至2014年底，公司资产总额158.73亿元，所有者权益合计36.83亿元。2014年公司实现营业收入59.95亿元，利润总额-6.79亿元。

截至2015年6月底，公司资产总额175.30亿元，所有者权益合计29.32亿元。2015年上半年公司实现营业收入27.13亿元，利润总额-0.50亿元。

1. 盈利能力

2014 年,受行业不景气影响,公司营业收入有所下降。2014 年公司实现营业收入 59.95 亿元,同比下降 15.30%,营业利润-7.26 亿元,同比大幅下降,利润总额-6.79 亿元,同比下降 674.91%。

期间费用方面,2014 年公司期间费用同比下降 5.44%,主要源自管理费用的下降,下降原因系公司采取节约开支的相关措施所致;公司期间费用率为 24.35%,同比增加 2.54 个百分点。

2014 年公司营业外收入 0.52 亿元,营业外支出 0.05 亿元,非经常性损益对公司整体盈利水平影响小。

从盈利指标来看,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 12.74%、-1.48%和-18.67%;同比均大幅下降,公司盈利能力下降较快,盈利能力弱。

2015 年 1~6 月,受公司重组事项的影响,公司 2014 年亏损较多的盛隆煤矿被划出,划入了盈利能力较好的红阳热电,促使公司 2015 年上半年盈利能力有所提升。2015 年 1~6 月,公司实现营业收入 27.13 亿元,利润总额-0.05 亿元,营业利润率为 21.18%,盈利能力较 2014 年有所提升。

总体看,跟踪期内受煤炭行业景气度下行影响,公司煤炭主业和贸易业务收入和利润规模进下降较快,2015 年上半年受资产重组事项的影响,公司盈利能力有所好转,但是仍较弱。

2. 现金流及保障

2014 年公司经营活动现金流入为 89.52 亿元,主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2014 年公司现金收入比为 107.19%,同比有所增加。同期公司经营活动现金流出为 83.51 亿元,经营活动现金流量净额为 6.01 亿元,较 2013 年增长较快,主要系公司积极清理库存商品所致;2014 年公司投资活动现金流出为 1.39

亿元,为购建固定资产、无形资产支付的现金,2014 年公司投资活动现金净流出 1.39 亿元。

2014 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 97.15 亿元和 93.25 亿元,公司筹资活动现金净流入 3.89 亿元。

2015 年 1~6 月,公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金净流量分别为 4.60 亿元、-0.82 亿元和-0.37 亿元。

总体看,跟踪期内,公司经营活动获现能力有所改善,但整体收现情况仍一般;受公司积极清理库存商品的影响,公司经营活动现金净流量同比有所改善,公司未来投资规模不大,对外融资压力较小。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底,公司资产总额为 158.73 亿元,同比增长 5.27%。其中流动资产占 46.15%,非流动资产占 53.85%,流动资产比重进一步上升。

截至 2014 年底,公司流动资产为 73.26 亿元,同比增长 20.43%,主要源自货币资金的增长。

截至 2014 年底,公司货币资金 21.40 亿元,同比增长 107.51%,其中受限货币资金 4.05 亿元,受限资金占比一般。

截至 2014 年底,公司应收账款 12.35 亿元,同比增长 20.53%,从应收账款分类来看,单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 4.85 亿元,占应收账款比率 37.31%,计提坏账准备 0.07 亿元,计提比例 1.46%;账龄组合账面余额 8.00 亿元,其中 1 年以内应收账款占比 95.22%,1~2 年占比 3.20%,2 年以上占比 1.58%,公司账龄组合共计提坏账准备 0.60 亿元,计提比例 8.83%;单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款 0.06 亿元,计提坏账准备 0.04 亿元,计提比例 69.12%。应收账款前 5 名单位占比 67.34%,应收账款集中度较高。

截至 2014 年底,公司存货余额 9.84 亿元,

同比下降 23.45%，主要系公司库存煤炭的减少所致。针对煤炭价格持续下行，公司计提存货跌价准备 1.04 亿元，计提比例 9.56%，计提较为充分。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 85.47 亿元，同比下降 4.98%，主要原因是受计提折旧的影响，公司固定资产有所减少所致。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 175.30 亿元，较 2014 年底增长 10.44%，公司流动资产占比有所下降为 42.86%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2015 年 6 月底，受公司内部资产重组事项完成影响，公司其他应收款大幅增加，较 2014 年底增长 25.93%，主要是由于煤炭资产分立，形成公司对鸡西盛隆和沈北煤矿有限公司（由蒲河煤矿、清水二井分立后组建）的关联往来款所致。根据公司重组方案，该部分应收款项将通过债务重组的方式用以支付公司收购红阳热电的交易对价，其余应收款项将在红阳能源非公开定向增发之前以现金方式收回。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产为 100.16 亿元，较 2014 年底增长 17.18%，主要变化科目为固定资产（增长 35.99%）、在建工程（增长 1105.64%）和无形资产（减少 36.58%），主要源于收购红阳热电导致的固定资产及在建工程的增长及煤炭资产分立导致的采矿权等无形资产减少。

总体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 36.83 亿元，同比下降 14.89%，主要原因是受到 2014 年公司亏损导致未分配利润大幅下降所致；归属母公司权益 36.83 亿元，主要为实收资本（占 81.46%）和资本公积（占 28.10%）构成，公司所有者权益稳定性好

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 29.32 亿元，较 2014 年底减少 20.37%，主要原因是分立后沈阳焦煤注册资本下降 6.50

亿元，收购红阳热电后冲减资本公积 3.34 亿元。

总体看，2014 年公司所有者权益构成以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计为 121.91 亿元，同比增长 13.39%，其中流动负债占 88.15%，非流动负债占 11.85%。

截至 2014 年，公司一年内到期的非流动负债 10.00 亿元，同比增长 100%，主要系 2014 年公司发行了期限为 6 个月的短期融资券 5.00 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 145.98 亿元，较 2014 年底增长 19.75%，公司流动负债比重较 2014 年有所下降，为 74.26%，非流动负债占比有所上升，为 25.74%。

截至 2015 年 6 月底，公司其他应付款 10.17 亿元，较 2014 年底下降 78.60%，主要系为收购红阳热电形成的对沈煤集团的收购款。

截至 2015 年 6 月底，公司长期借款 23.70 亿元，主要为红阳热电原有长期借款。

从有息债务来看，公司 2014 年底全部债务为 91.53 亿元，同比增长 14.57%，其中短期债务占 85.77%，长期债务占 14.23%。从债务指标来看，2014 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 76.80%、71.31%和 26.13%，同比分别增长 5.50、6.44 和 3.03 个百分点。

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务为 137.87 亿元，较 2014 年底增长 50.63%，其中短期债务占 73.35%；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 83.27%、82.46%和 55.61%，较 2014 年底变化较大，主要系资产重组分立事项所致。

总体看，跟踪期内公司债务规模受资产重组事项的影响快速上升，债务负担重，考虑到红阳能源拟将非公开定向增发之配套募集资金拟专项用于沈阳焦煤存续银行贷款偿

还，公司未来债务负担可能会有一定程度下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2014 年公司流动比率、速动比率分别为 68.17%和 59.01%，截至 2015 年 6 月底以上指标分别为 69.31%和 61.04%，2014 年公司经营现金流动负债比为 5.59%。总体看，公司短期偿债能力偏弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力来看，公司 2012~2014 年 EBITDA 波动下降，年均复合下降 40.08%，近三年 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 平均值分别为 2.85 倍和 9.32 倍，2014 年上述指标分别为 1.10 倍和 16.69 倍。总体看，公司整体偿债能力有所弱化。

截至 2015 年 6 月底，公司存续期债券总额为 8 亿元，为 2012 年发行的额度 8 亿元、期限 5 年的中期票据“12 沈焦煤 MTN1”（以下简称“存续债券”）。2012~2014 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量均值分别为存续债券的 12.04 倍和-0.28 倍；2014 年公司经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为存续债券的 11.19 倍和 0.75 倍。公司近三年 EBITDA 平均值和 2014 年 EBITDA 分别为存续债券的 1.39 倍和 0.69 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高，EBITDA 对存续期债券保障程度强。

截至 2015 年 3 月底，公司共取得各家银行授信额度 149.00 亿元，已使用额度 83.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

截至 2015 年 6 月底，根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是辽宁省主要煤炭生产企业之一，煤炭主业突出，具有一定规模优势，炼焦精煤在区域内市场占有率高。公司是母公司沈煤集团煤炭业务核心子公司，在资源储备、区位优势、煤种煤质等方面具备优势，煤炭主业未来发展前景良好。

公司经营业绩对煤炭价格敏感，且近年来债务负担逐年加重，但整体偿债能力仍处于适宜水平。综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、担保人分析

“12 沈焦煤 MTN1”由沈煤集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

沈阳煤业前身为沈阳矿务局，2000 年，经原辽宁省国有资产管理委员会批准，沈阳矿务局改制为“沈阳煤业（集团）有限责任公司”，并授权经营沈煤集团所拥有的国有资产。截至 2015 年 3 月底，沈阳煤业注册资本 19.40 亿元，其中辽宁省煤炭工业管理局持有沈阳煤业 100%的股权，辽宁省国资委是沈阳煤业的实际控制人。

储量方面，沈阳煤业共有沈阳矿区、黑龙江矿区和内蒙矿区 3 个矿区，煤种涵盖气煤、肥煤、瘦煤、焦煤和无烟煤等几乎全部煤种。沈阳煤业主要矿区为沈阳矿区。

煤种方面，沈阳煤业煤炭储量占辽宁全省储量的 30%左右，占东北地区的 15%左右，煤种涵盖了除气煤以外的几乎全部煤种。沈阳煤业主要产品为冶金精煤、炼焦精煤和动力煤，其冶金肥精煤、炼焦精煤和瘦精煤等产品在辽宁地区占据较大市场份额。

截至 2014 年底，沈阳煤业合并资产总额 342.70 亿元，所有者权益合计 69.26 亿元（其中少数股东权益 16.33 亿元）。2014 年沈阳煤业实现营业收入 142.53 亿元，利润总额-6.42 亿元。

截至 2015 年 3 月底，合并资产总额 329.10 亿元，所有者权益合计 66.36 亿元（其中少数

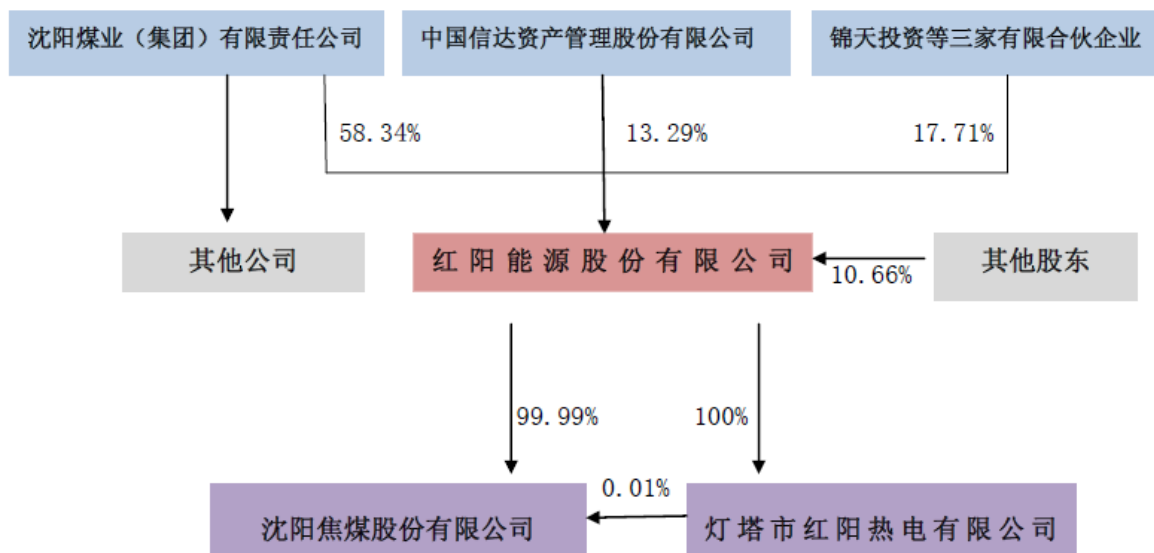
股东权益 19.41 亿元)；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 47.01 亿元，利润总额-4.10 亿元。

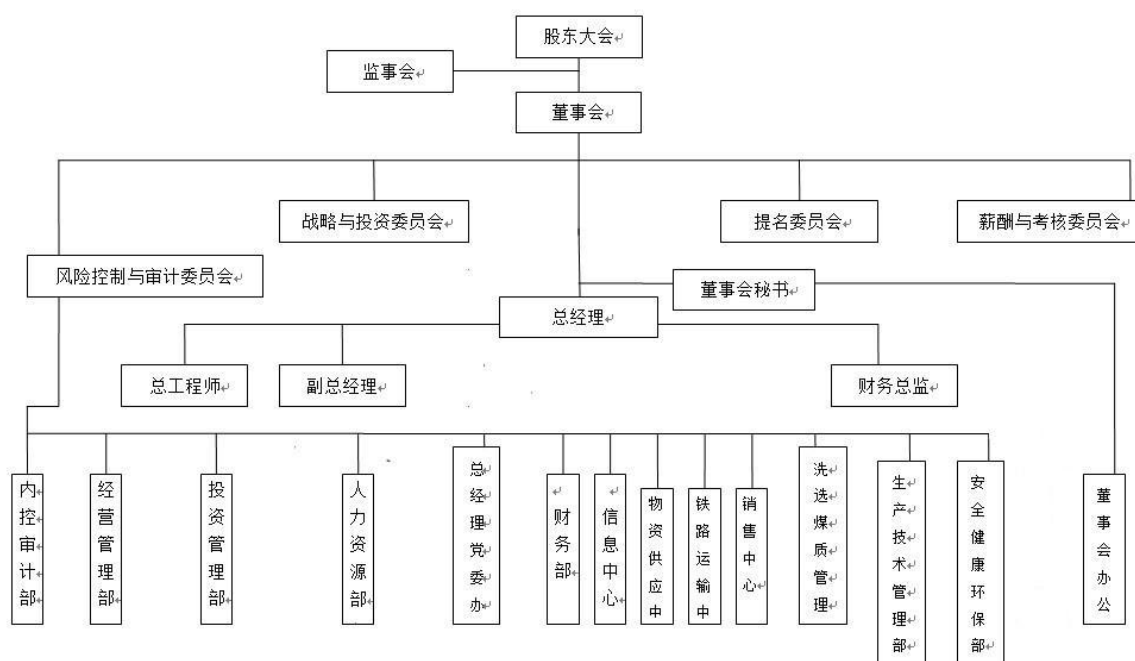
总体看，沈阳煤业是东北地区大型煤炭生产企业，在煤质煤种、产品结构、产业布局、区位环境等方面拥有综合竞争优势，同时，联合资信也关注到受煤炭价格下跌影响，公司收入、利润规模、盈利能力和煤炭产销率均下降，债务负担加重，且短期债务规模大，公司存在短期支付压力。经联合资信评定，沈阳煤业主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为负面。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“12 沈焦煤MTN1”信用等级为AA⁺。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图





附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.89	34.09	44.65	47.89
资产总额(亿元)	147.40	150.79	158.73	175.30
所有者权益(亿元)	48.80	43.27	36.83	29.32
短期债务(亿元)	63.24	66.89	78.50	101.13
长期债务(亿元)	11.86	13.00	13.02	36.74
全部债务(亿元)	75.10	79.89	91.53	137.87
营业收入(亿元)	87.13	70.78	59.95	27.13
利润总额(亿元)	4.36	1.18	-6.79	-0.50
EBITDA(亿元)	15.28	12.59	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	-8.93	-3.67	6.01	4.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.08	2.31	1.72	--
存货周转次数(次)	12.77	6.38	4.53	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.47	0.39	--
现金收入比(%)	87.38	94.54	107.19	125.26
营业利润率(%)	27.74	24.31	12.74	21.18
总资本收益率(%)	5.16	3.65	-1.48	--
净资产收益率(%)	5.74	1.26	-18.67	--
长期债务资本化比率(%)	19.55	23.10	26.13	55.61
全部债务资本化比率(%)	60.61	64.87	71.31	82.46
资产负债率(%)	66.89	71.30	76.80	83.27
流动比率(%)	62.16	65.41	68.17	69.31
速动比率(%)	58.10	51.58	59.01	61.04
经营现金流流动负债比(%)	-10.13	-3.95	5.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	3.19	1.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.92	6.34	16.69	--

注：公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

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 主体长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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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等级设置及其含义同主体长期债券