

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1480 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华电煤业集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持其“14华电煤业CP001” A-1的信用等级，维持其“14华电煤MTN001” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



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>

华电煤业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 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
14 华电煤业 CP001	16 亿元	2014/04/22-2015/04/21	A-1	A-1
14 华电煤 MTN001	20 亿元	2014/05/09-2019/05/08	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.82	32.64	25.90	25.28
资产总额(亿元)	295.84	422.07	501.04	515.38
所有者权益(亿元)	144.92	161.77	164.62	167.09
短期债务(亿元)	30.75	69.91	119.74	128.42
全部债务(亿元)	95.39	171.14	242.39	254.62
营业收入(亿元)	111.37	164.25	219.49	49.30
利润总额(亿元)	14.26	20.29	3.61	1.35
EBITDA(亿元)	22.21	33.03	17.42	--
经营性净现金流(亿元)	2.61	13.43	1.47	3.98
营业利润率(%)	12.77	17.65	8.86	12.63
净资产收益率(%)	8.12	9.84	2.06	--
资产负债率(%)	51.01	61.67	67.15	67.58
全部债务资本化比率(%)	39.70	51.41	59.55	60.38
流动比率(%)	56.45	51.69	41.00	41.99
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	5.18	13.91	--
经营现金流流动负债比(%)	4.42	10.58	0.78	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计。

2. 长期应付款中的有息债务已计入长期债务

分析师

孙晨歌 郭畅

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

华电煤业集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国华电集团公司(下称“华电集团”)下属煤炭业务运营实体,在资源储量、股东支持、经营规模和购销渠道等方面的综合优势。跟踪期内,公司资产及收入规模保持较快增长,煤炭产量稳步提升,产业链逐渐完善,公司实力进一步加强。但受煤炭行业景气度趋势性下滑影响,公司煤炭产业盈利能力有所下降,同时受贸易类业务规模大幅扩张影响,营业利润率下滑迅速,随着债务规模的持续上升,公司债务负担有所增加,经营压力有所上升。

随着公司在建矿井的逐步达产,公司煤炭产能有望快速提升,整体运营规模优势持续增强,进而支撑公司的综合抗风险能力。

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 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持其“14 华电煤业 CP001” A-1 的信用等级,维持其“14 华电煤 MTN001” AAA 的信用等级。

优势

1. 公司作为华电集团下属煤炭业务运营实体,与控股股东产业链协同效应突出。借助华电集团业务优势,公司在资源获取和运力协调方面具备相对竞争优势。
2. 跟踪期内,公司原煤产量稳步增长,规模优势逐步增强。公司在建矿井规划产能大,未来煤炭产量有望快速提升。
3. 跟踪期内,公司的化工业务板块和电力业务等煤炭相关行业进一步发展,有效发挥公司煤化工和煤电一体化带来的成本优势,物流板块为公司煤炭外运和煤炭贸易业务提供有效补充。
4. 公司经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖程度较好。

关注

1. 跟踪期内煤炭行业景气度趋势性下行，公司煤炭主业盈利能力有所弱化。
2. 跟踪期内，公司投资收益对公司利润总额影响较大。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续较快上升，债务负担呈加重趋势，存在短期支付压力。

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）与华电煤业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华电煤业集团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，未因华电煤业集团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华电煤业集团有限公司提供，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华电煤业集团有限公司主体长期信用及存续期内的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

华电煤业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为华电煤业有限公司，成立于 2005 年 9 月 8 日，是由中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）出资组建的国有独资有限责任公司，注册资本 13657.31 万元。

公司成立后，经华电集团多次内部重组及引入外部投资者，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本金合计 36.57 亿元，其中，华电集团直接持有公司 42.65% 股份，华电集团下属其他控股企业持有公司 27.35% 的股份，华电集团为公司实际控制人和控股股东。

公司是华电集团下属煤炭开发业务运营实体，经营范围包括：煤炭的加工、储存；电力生产；货物装卸服务；实业投资；资产受托管理；机械电子设备租赁；房屋出租及物业管理；电力工程建设与监理；进出口业务；经济信息咨询；技术开发、转让、培训、服务；煤炭高效燃烧技术与装置、电子信息技术开发、研究和服务。

截至 2014 年 3 月底，公司下设办公室、规划发展部、人力资源部、财务管理部、安全监察局、生产与机电部（调度室）、工程管理部、企业管理部（法律事务处、信息中心）、证券资产部、销售管理部、政治工作部（工会办公室）、监察部、审计部、燃料供应部、物流管理部和煤化工（电力）管理部 16 个职能部门，以及 2 个全资子公司和 17 个控股子公司。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额合计 501.04 亿元，所有者权益合计 164.62 亿元（含少数股东权益 55.78 亿元）。2013 年公司实现营业收入 219.49 亿元，利润总额 3.61 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额合计 515.38 亿元，所有者权益 167.09 亿元（含少数股东权益 57.02 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.30 亿元，利润总额 1.35 亿元。

公司注册地址：北京市昌平区城区镇白浮泉路 17 号综合楼 401 室；法定代表人：丁焕德。

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金[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。

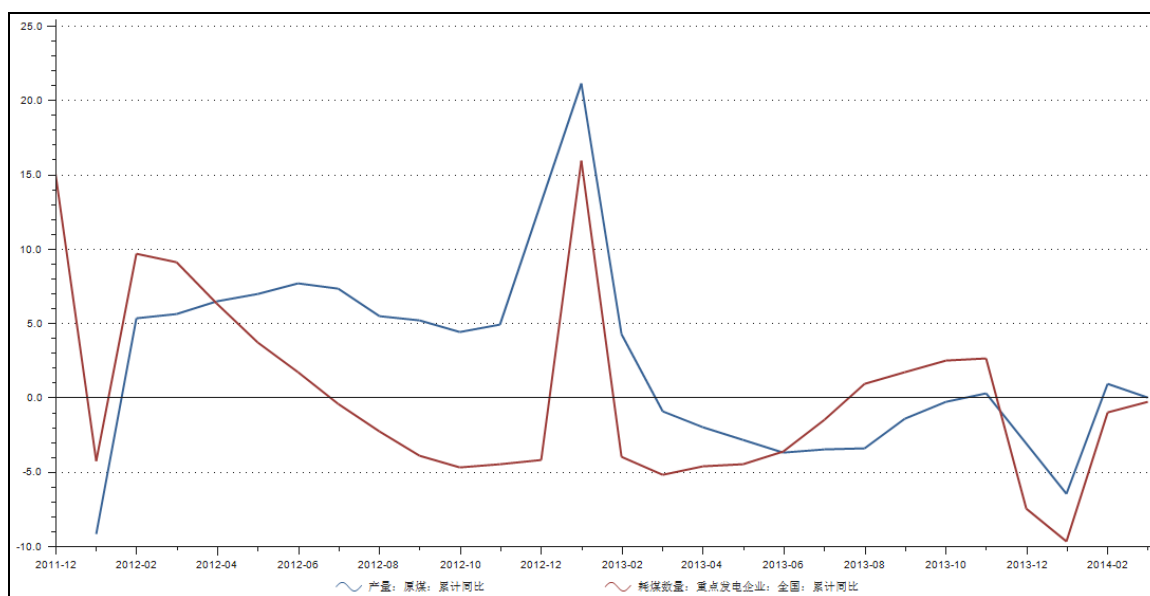
四、行业及区域经济环境

1. 煤炭供求及价格

行业供需

煤炭供需方面，2012年全年，全国原煤产量累计同比增长均高于下游主要行业需求增速。2012年全年重点发电企业月度耗煤量累计同比增速呈下行趋势，并在2012年3季度呈现同比负增长，但受前期在建产能大量投产影响，国内原煤产量累计同比增幅仍呈现稳定增长态势，在新增产能的投产压力下，煤炭行业供大于求格局逐步形成，并引发煤炭价格在2012年加速下行。在经历了2012年价格大幅下行后，部分高成本矿井阶段性停产或退出市场，在建矿井建设进度相应推后，2013年国内原煤产量增速显著低于2012年，全年呈现产量累计同比负增长，但受制于下游需求不振，煤炭行业去产能化过程短期内仍将持续。

图1 2012年以来国内原煤产量与国内重点发电企业月度耗煤量累计同比变动



资料来源：中国煤炭运销协会，联合资信整理

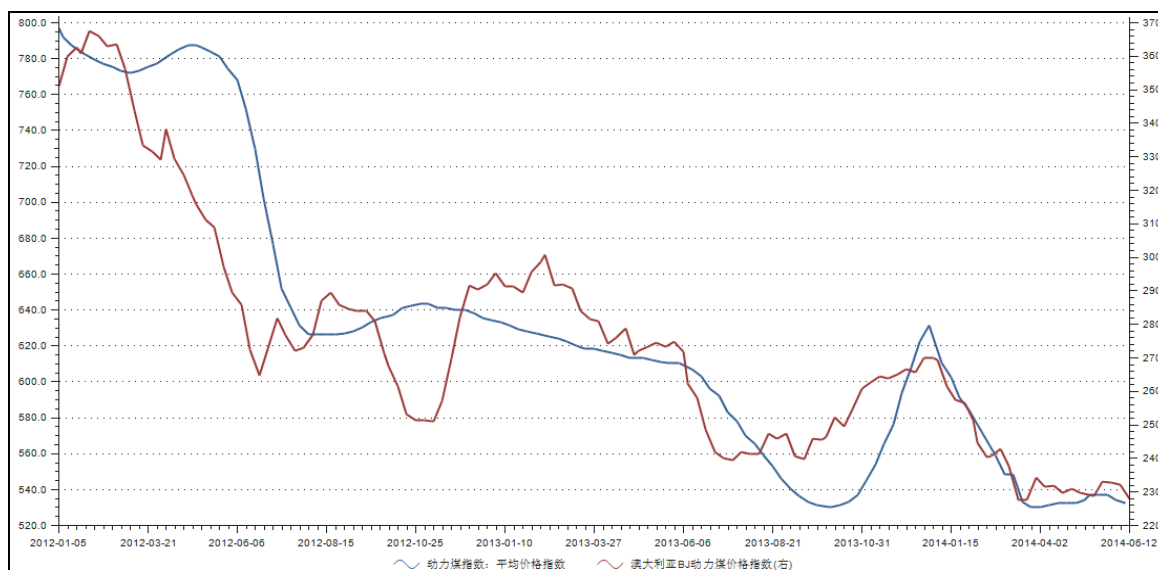
煤炭价格

煤炭价格方面，剔除冬季供暖等季节性因素影响，国内煤炭价格自 2011 年四季度起出现持续下行趋势，2012 年随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭价格下行速度加快。2013 年受下游需求持续疲软影响，煤炭价格持续下行，但受原煤产量增幅放缓影响，煤炭价格快速下行

态势得以遏制，整体价格跌幅小于 2012 年跌幅。

国际价格方面，受国际经济弱复苏影响，国际煤炭价格近年呈持续下行趋势，且国际煤炭价格下行时点稍早于国内价格，国际国内市场煤炭价格联动趋势有一定程度增强。

图 2 2012 年至今国内外动力煤价格走势



资料来源：Choice 资讯

2. 行业关注

进口冲击

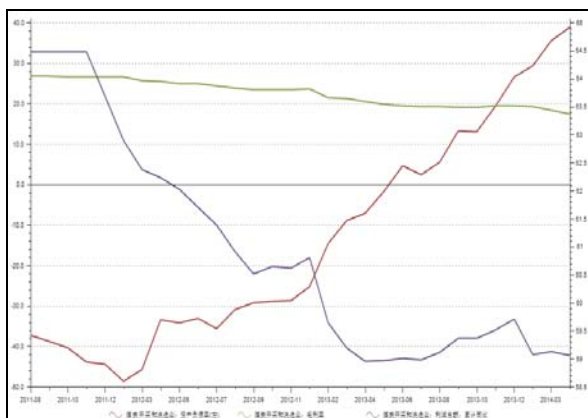
2010 年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011 年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场 1~2 个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足 10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012 年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形

成一定挤出效应，部分生产成本高、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

行业性亏损

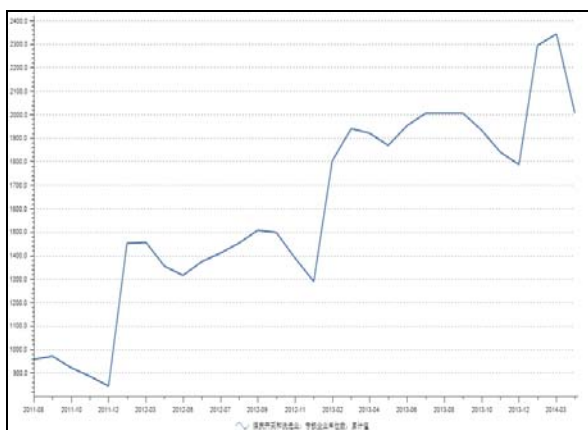
随着煤炭行业景气持续下滑，业内企业普遍出现资产负债率持续上升、毛利率持续下降，利润总额同比持续下滑情况。自 2012 年二季度起，全行业利润总额受此出现负增长，行业亏损面快速扩大，截至 2014 年 3 月，行业亏损企业累计达 2344 家，呈现全行业亏损态势，行业周期性风险突出。

图3 全行业资产负债率、毛利率、利润总额变动情况



资料来源：国家统计局，联合资信整理

图4 全行业亏损企业单位数累计值



资料来源：国家统计局，联合资信整理

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将加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

2013年以来，煤炭行业景气趋势性下滑，出现全行业性亏损，行业周期性风险有所暴露。在盈利能力及经营性现金流恶化的背景下，业内企业普遍通过债务融资维持日常经营周转，但行业风险的上升也导致业内企业外部融资渠道趋紧，经营流动性风险上升，外部支持及外部融资渠道将成为判断煤炭企业风险的重要参考因素。

五、基础素质分析

1. 产权状况

华电集团持有公司 42.65%股份，是公司的控股股东和实际控制人，跟踪期内，公司股权结构未发生变化。

2. 企业规模

公司是华电集团为实施“以发电为主体，煤炭、金融为两翼”发展战略，整合华电集团系统煤炭开发和运营资源，重组华电燃料有限公司和华电开发投资公司而成立的。公司在煤炭资源丰富地区控股开发煤矿，建立重要战略能源基地；在资源紧缺地区，围绕华电集团电厂积极参股煤矿，形成战略联盟；在区位优势明显地区建立煤电一体化基地。公司从 2006 年开始煤炭投资，并在主要煤炭资源生产地区建设煤炭生产基地，同时兼并优质资源企业。

六、管理分析

跟踪期内，公司总经理由丁焕德先生变更为管春峰先生。

丁焕德先生，1962 年生，中共党员，研究生学历，高级工程师；历任青岛发电厂生产副厂长，临沂发电有限公司代总经理，山东国际电源开发有限公司副总经理，华电燃料有限公司副总经理、常务副总经理，华电煤业集团有限公司常务副总经理、总经理。现任公司董事长。

管春峰先生，1960 年 7 月出生，中共党员，研究生学历，历任山西大同矿务局同家梁煤矿综采一队组长、班长，采煤一区团总支书记，矿团委书记，中国人民解放军总后勤部中国新兴集团矿化部副矿长、矿长，山西能源产业集团朔州公司总经理，大同公司总经理、党委书记，山西能源产业集团副总经理、董事、党委委员，内蒙古蒙泰不连沟煤业有限公司党委副书记、总经理，党委书记、董事长，现任华电

煤业集团有限公司总经理、党组成员。

跟踪期内，公司管理体制、制度及股权结构无变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2013 年，公司实现营业收入 219.49 亿元，同比增长 33.63%，增长主要来源于公司煤炭贸易的大幅增长，同比增加 44.23%。毛利率方面，2013 年，公司毛利率下降较快，同比下降 9.00

个百分点，为 9.32%，其主要原因是低毛利率板块煤炭贸易占比高，导致整体毛利率有所下降。

2014 年第一季度，由于低毛利率的煤炭贸易板块占比下降带动公司整体毛利率较 2013 年有所上升。

总体来看，跟踪期内公司煤炭生产和贸易板块收入规模持续上升，受制于行业景气度的下滑，公司整体毛利率下降明显。

表 1 公司近年分板块营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭生产	23.22	20.86	42.24	25.72	48.52	22.11	16.71	33.89
煤炭贸易	80.71	72.51	100.87	61.41	145.48	66.28	27.44	55.66
代理采购	0.48	0.38	0.85	0.52	--	--	--	--
化工	--	--	12.15	7.40	11.08	5.05	2.30	4.67
其他	6.96	6.25	8.14	4.95	14.41	6.57	2.85	5.78
合计	111.37	100.00	164.25	100.00	219.49	100.00	49.30	100.00
	毛利率		毛利率		毛利率		毛利率	
煤炭生产	47.59		58.17		33.31		31.96	
煤炭贸易	2.71		1.03		0.69		0.91	
代理采购	100.00		100.00		--		--	
化工	--		15.21		17.60		18.26	
其他	18.10		21.32		9.37		15.79	
合计	13.40		18.32		9.32		13.10	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 自产煤炭业务

在资源储备方面，截至 2014 年 3 月底，公司控制煤炭地质储量 211.41 亿吨，公司目前在产矿井合计 4 座，分别为不连沟煤矿、隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿，合计设计产能为 5770 万吨/年（包括部分在建煤矿）。2013 年，公司合计生产煤炭 1800.48 万吨，同比增长 14.46%，由于小纪汗煤矿和肖家洼煤矿目前处在试生产阶段，产能利用率较低，公司总体产能利用率为 45.70%。

公司煤矿均为近年新建矿井，装备水平高，

综合、采煤、掘进机械化率达到 100%，安全生产水平高，开采生产以来未发生安全死亡事故。

煤炭运输方面，2013 年以来，公司隆德煤矿目前商品煤基本采用客户坑口自提方式交运；不连沟煤矿目前商品煤基本上也由客户坑口自提，客户自提后可选择通过汽运或通过矿区自有铁路连接线运至主干铁路后于环渤海港区连接海运。

总体上，公司矿区周边煤炭需求较为充足，短距汽运是公司煤炭坑口销售后客户选择的主要外运方式，铁水联运线路的开通有助于公司

产能的充分释放。

产品销售方面，公司的产品销售主要是对电厂的电煤销售。售煤价格实行市场化定价，并对电厂核定一般帐期，到期后，各电厂通过华电集团财务公司或结算银行向公司支付货款。

2013年公司销售商品煤合计2189.18万吨，同比增长14.32%。销售价格受行业景气下行影响，2013年销售均价为222.71元/吨，同比下降17.68%。

公司在煤炭采购渠道方面结合供煤电厂区域布局特点，综合考虑电煤价格、运输条件等因素，形成了多渠道、市场化采购的特点，与一些大型煤炭企业保持了长期合作关系。

总体看，公司矿井生产技术水平高，规划产能大，原煤产量逐年增长。

3. 煤炭交易业务

公司下设煤炭运销公司，从事煤炭交易业务（即煤炭贸易），主要客户包括福建可门电厂、扬州电厂、望亭电厂、戚墅堰电厂和半山电厂等。

2013年，公司煤炭购销贸易规模呈上升趋势，贸易收入为145.48亿元，同比增长44.23%，贸易收入规模快速增长。毛利率方面，由于2013年行业的不景气导致煤炭贸易板块毛利率有所降低，2013年为0.69%，同比下降33.01%。

2014年第一季度，公司煤炭贸易板块毛利率较2013年底有所回升，为0.91%。

公司在煤炭采购渠道方面结合供煤电厂区域布局特点，综合考虑电煤价格、运输条件等因素，形成了多渠道、市场化采购的特点，与一些大型煤炭企业保持了长期合作关系。目前，公司原煤采购来源主要集中于黑龙江、山东、四川、内蒙古等地。为在煤炭采购地区相对集中的情况下，尽可能分散采购风险，公司原煤供应商集中度相对较低。电煤价格方面，公司根据实际需要进行市场采购，按浮动价格每季度或每月度签订煤炭购销合同。

总体看，跟踪期内，公司煤炭贸易业务收入规模大且增长快，但对公司利润贡献小。未来随着华电集团燃煤供应体制转型，公司煤炭贸易业务收入将进一步扩大。

4. 代理采购业务

跟踪期内，由于公司进行燃煤体制改革，原负责承担代理采购板块职能的公司燃料供应部与公司全资子公司华电煤业集团运销有限公司整合，燃料供应部将主要负责管理调度，煤炭代理采购将通过运销公司以市场手段运作，因此未来代理采购板块将不再有代理费收入，相关收入将体现在煤炭交易板块收入中，2013年起，公司无代理采购收入。

5. 化工及其他产业

化工板块方面，公司依托下属子公司榆林天然气化工有限责任公司（以下简称“榆天化”），主要从事以天然气为原料生产甲醇、醋酸等基础有机化工原料的生产。截至2013年底，公司化工板块收入为11.08亿元，同比下降了8.81%，毛利率为17.60%，同比上升了15.71%。

2014年第一季度，化工板块实现营业收入2.30亿元，毛利率较2013年底进一步提升，为18.26%。

公司的其他业务主要包括电力业务和物流运输业务。2013年，实现营业收入14.41亿元，同比增长77.03%，毛利率为9.37%，同比大幅下降。

2014年第一季度，公司其他板块业务收入2.85亿元，毛利率较2013年底有所回升，为15.79%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务煤炭生产板块收入持续上升，同时煤炭贸易收入的快速上升也对公司的主营业务进行了有效的补充。

6. 在建项目及未来发展

公司致力于打造煤为核心、物流通畅、运销高效的产、运、销一体化产业链。在区域布局上，公司围绕华电集团的电源点布局拓展项目，把发展的重点区域放在资源富集省份和华电集团电源点相对集中的省份，满足发电企业的电煤需求。

煤炭运销将逐步增强供煤能力，强化跨区域调运，加快大型煤炭项目开发，尽快提升煤

炭自给率，使已投产的煤矿达到设计产能，其他在建的煤炭项目建成投产，依靠公司自有煤炭销往华电集团所属发电企业，减小对市场采购煤炭的依赖程度。在集中精力开发煤炭项目的同时，做好与煤矿配套的铁路专用线、选煤厂等项目的建设，确保与煤矿主体工程同步建设、同步投运，为煤炭的产、用有效衔接奠定基础。

表 2 截至 2013 年底公司在建工程情况表

项目名称	建设规模 (万吨/年)	投资总额 (亿元)	股权占比 (%)	已完成投资 (亿元)	预计投入 (亿元)		
					2014 年	2015 年	2016 年
小纪汗煤矿	1000.00	73.73	66.90	50.01	17.10	--	--
隆德煤矿	500.00	27.99	51.00	17.69	2.36	--	--
肖家洼煤矿	1000.00	50.49	51.00	35.89	14.40	--	--
西黑山露天煤矿	600.00	11.88	88.00	4.10	0.50	--	--
哈密煤矿	300.00	11.48	72.00	2.37	0.50	--	--
甜水堡一矿	30.00	2.99	60.00	2.15	--	--	--
甜水堡二矿	400.00	14.41	60.00	4.29	8.22	--	--
东高家梁煤矿	600.00	33.04	51.00	0.93	2.00	--	--
收购煤矿	1000.00	50.00	51.00	--	15.00	15.00	--
蒙西基地（物流园）	1000.00	3.00	51.00	3.00	--	--	20.00
凯越煤化工	60.00	47.90	100.00	43.82	--	--	--
电力产业	--	78.80	--	37.00	14.00	--	--
物流产业	--	130.28	--	24.25	1.46	19.54	9.00
合计	--	517.13	--	176.48	84.26	100.82	40.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要项目均处于建设期或试生产期，收入规模较小，为满足在建工程持续性支出，短期内公司仍将保持一定程度的对外融资需求。

八、财务分析

公司提供的 2011 年审计报告经大信会计师事务所有限公司审计，2012~2013 年审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，各年度审计报告均为标准无保留审计意见。

2014 年一季度财务数据未经审计。2013 年公司存在会计差错变更，对会计影响不大，财务分析中 2012 年数据为 2012 年审计报告期末数或本期数。

2013 年报表新纳入合并范围的子公司 1 家，为湖北燃料有限公司，由于纳入合并公司资产相对较小，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

1. 盈利能力

2013 年，受公司煤炭生产板块和煤炭贸易

板块收入的持续增长，公司实现营业收入 219.49 亿元，同比增长 33.63%；同期，受煤炭行业景气度持续下降的影响，公司煤炭板块营业成本大幅上升，毛利率大幅下降，公司营业成本同比增长 48.43%，营业利润率下降至 8.86%。

从期间费用看，跟踪期内公司期间费用有所上升，截至 2013 年底为 19.00 亿元，同比上升 17.07%。跟踪期内，公司期间费用率有所下降，由 2012 年的 9.88% 下降到 2013 年的 8.65%，公司对期间费用控制一般。

2013 年，公司投资收益 3.48 亿元，占营业利润 97.48%，主要是长期股权投资取得的收益；营业外收入 0.12 亿元，以政府补助为主。2013 年，非经常性损益对公司利润总额影响较大。

2013 年，公司实现利润总额 3.61 亿元，同比减少 82.20%。

从盈利指标看，跟踪期内，受制于盈利规模的下降，2013 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 8.86%、7.34% 和 2.06%，同比均有所下降。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.30 亿元，实现利润总额 1.35 亿元，同期公司实现营业利润率为 12.63%，盈利能力较 2013 年有所回升。

总体看，2013 年，受行业景气度的影响，公司整体盈利能力有所下降，同时，投资收益对利润总额影响较大。2014 年一季度，受煤炭贸易板块收入占比下降影响，公司盈利能有所回升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年，公司经营活动现金流入量为 229.73 亿元，同比增加 33.89%，主要为销售商品提供劳务所收到的现金有所增加，现金收入比稳定为 103.30%。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净流入量下降迅速，2013 年为 1.47 亿元，同比下降 89.05%，

煤炭回款下降，收入结构发生改变。

从投资活动来看，2013 年，公司投资活动现金流入量为 10.28 亿元，主要为收回投资收到的现金与取得投资收益收到的现金 2013 年公司投资活动现金流出量为 60.42 亿元，主要为构建固定资产、无形资产所支付的现金。跟踪期内，公司投资活动较 2012 年有所增加，2013 年公司投资活动净流出 50.14 亿元。

盈利能力的下降使得公司对外筹资有所增加。2013 年公司筹资活动现金流入 207.63 亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动产生的现金流量净额表现为净流入，为 39.24 亿元，同比增加 114%。

2014 年 1~3 月，公司经营性现金流入 55.43 亿元，现金收入比上升至 110.45%。经营现金净流入 3.98 亿元，较 2013 年底有所增长；公司投资净流出 11.65 亿元，公司筹资活动现金净流入 9.54 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模大，公司经营性净现金流下降较快；2013 年公司投资规模有所增加，公司的外部融资压力有所加重。根据公司未来的投资计划，公司未来外部融资规模将有所增加。

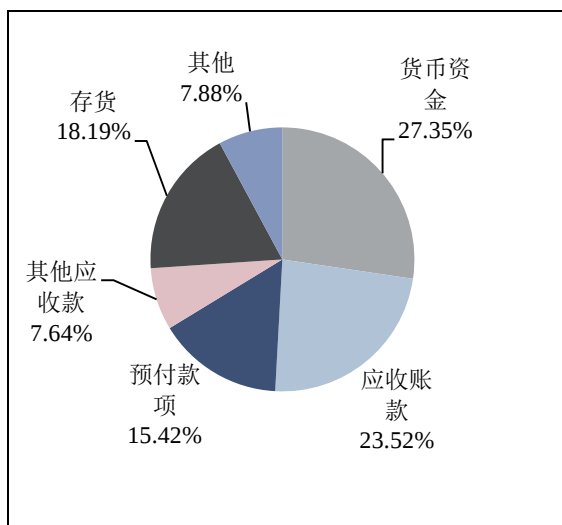
3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额达到 501.04 亿元，同比增长 18.71%；资产结构中流动资产占 15.44%，比上年略有下降。资产构成以非流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产 77.34 亿元，其中主要为货币资金、应收账款、预付账款和存货构成，流动资产规模有所增长，结构保持基本稳定。

截至 2013 年底，公司货币资金为 21.15 亿元，同比下降 29.85%，其中银行存款 20.38 亿元，货币资金中，0.76 亿元为受限货币资金，占比较小。截至 2013 年底，公司应收票据有所增加，为 4.75 亿元，主要为银行承兑汇票。

图5 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2013年，公司应收账款为18.19亿元，同比增长72.32%，公司未计提按组合计提坏账准备的应收账款，其中账龄全部在6个月以内。公司对单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款全额计提坏账准备。

截至2013年底，公司存货账面余额以库存商品（占74.63%）和原材料（占24.32%）为主。公司期末存货余额较年初大幅度上升，主要系子公司山西锦兴能源有限公司、榆横煤电有限责任公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限公司等公司产量增加及备品备件增加所致。

截至2013年底，公司非流动资产达到423.71亿元，同比增长18.87%，主要为长期股权投资（占10.61%）、固定资产（占32.72%）、在建工程（占25.13%）和无形资产（占25.62%）构成。

截至2013年，公司固定资产净额为138.64，同比增长70.05%，主要系在建工程转入固定资产和其他设备增长所致。

截至2013年底，公司无形资产为108.54亿元，同比增长30.38%，主要系煤矿的特许使用权增加所致。

截至2014年3月底，公司资产总额515.38亿元，较2013年底增长2.86%；资产构成较2013年底保持相对稳定。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构相对稳定，资产流动性一般。

所有者权益方面，截至2013年底，公司所有者权益合计164.62亿元，同比增长1.76%，其增长主要来自少数股东权益和资本公积的增长。截至2013年底，公司所有者权益中归属母公司所有者权益为108.84亿元，主要为实收资本（占比33.60%）、资本公积（占比46.30%）和未分配利润（占比15.97%）构成。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计167.09亿元，较2013年底增长1.50%，整体看，公司所有者权益稳定性尚可。

随着经营规模扩大及项目支出增长，截至2013年底，公司负债总额为336.43亿元，同比增长29.25%；债务结构中流动负债占比有所上升，为56.07%。截至2013年底，公司流动负债188.63亿元，同比增长48.59%；非流动负债增加10.84%。

截至2013年，公司流动负债为188.63亿元，同比增长48.58%，主要系短期借款、应付账款上升所致。

截至2013年底，公司短期借款118.75亿元，同比增长97.06%，主要为信用借款和保证借款。

截至2013年底，公司应付账款为41.01亿元，同比增长115.33%，主要系煤矿工程建设质保金及工程款。

截至2013年，公司非流动负债为147.80亿元，同比增长10.84%，主要为长期借款组成。

截至2013年底，公司长期应付款为9.54亿元，同比下降41.17%，主要系融资租赁款的下降所致。

截至2014年3月底，公司负债总额进一步升至348.29亿元，债务结构基本保持稳定。

从负债指标看，截至2013年底，公司资产负债率67.15%，同比有所上升；全部债务资本化比率较2012年有所上升，为59.55%；长期债务资本化比率升至42.69%；截至2014年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为67.58%、60.38%

和 43.03%,较 2013 年底均有小幅上升。

总体看,跟踪期内,公司债务规模持续较快上升,债务负担呈加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至 2013 年底,公司流动比率和速动比率分别为 41.00%和 33.54%;截至 2014 年 3 月底,两项指标分别为 41.99%和 31.72%,短期偿债指标偏弱。截至 2013 年底,公司经营现金流动负债比为 0.78%,同比有大幅下降。总体看,跟踪期内,公司短期偿债能力仍偏弱,存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,跟踪期内,因盈利规模有所下降,2013 年公司 EBITDA 为 17.42 亿元,同比下降 48.51%;EBITDA 利息倍数降至 0.66 倍,EBITDA 对利息保障能力有所下降;全部债务/EBITDA 倍数上升至 13.91 倍,EBITDA 对全部债务保护能力有所减弱。总体看,跟踪期内,公司对全部债务保障能力有所下降,整体偿债能力一般。

截至 2013 年底,公司对外提供担保 1.11 亿元,主要为对陕西黄陵建庄矿业有限公司提供担保,担保比率 0.67%。总体看,公司对外担保比率低。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系,截至 2013 年底,公司本部共获得各银行授信额度共计人民币 199.50 亿元,已使用额度 50.50 亿元,尚有 149.00 亿元额度未使用。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》,截至 2014 年 3 月底,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录;近三年债务融资工具均已按时付息。总体看,公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司具有较丰富的资源储备和良好的资源禀赋,依托母公司华电集团的有力支持,公司在资源获取、政策支持等方面具备相对竞争优势。

综合来看,公司抗风险能力很强。

九、待偿还债券偿债能力

目前公司待偿还债券为“14 华电煤业 CP001”、“14 华电煤 MTN001”,其中“14 华电煤业 CP001”于 2015 年偿还,“14 华电煤 MTN001”于 2019 年偿还。

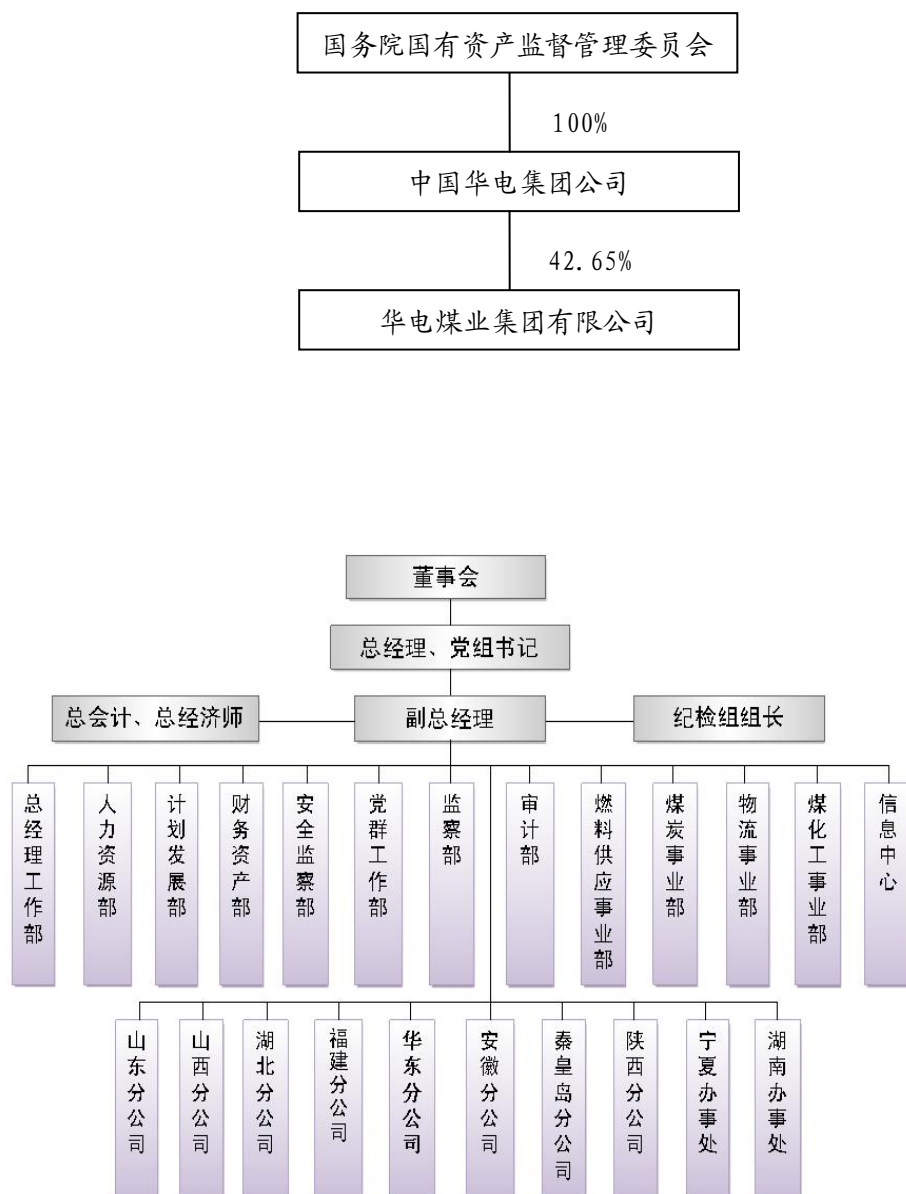
截至 2013 年底,公司现金类资产余额 25.90 亿元,扣除受限资金 0.76 亿元后余额为 25.14 亿元,是公司一年以内到期待偿还债券的 1.57 倍,截至 2014 年 3 月底,公司现金类资产扣除受限货币资金后,是公司一年以内到期待偿还债券的 1.53 倍,公司现金类资产对公司一年以内待偿还债券的保障能力较好。

2013 年,公司经营性现金流入量为 229.73 亿元,为“14 华电煤业 CP001”、“14 华电煤 MTN001”总额的 6.38 倍。其中,一年内到期的债券和一年以上到期的债券额度分别为 16 亿元和 20 亿元,公司经营性现金流入量对其保障程度分别为 14.36 倍和 11.49 倍,公司 2013 年 EBITDA 为一年以上待偿还债券的 0.87 倍,2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.47 亿元,为一年以上待偿还债券的 0.07 倍。总体看,公司经营现金流入量对待偿还债券保障程度较高。

十、结论

综合考虑,联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持其“14 华电煤业 CP001” A-1 的信用等级,维持其“14 华电煤 MTN001” AAA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.82	32.64	25.90	25.28
资产总额(亿元)	295.84	422.07	501.04	515.38
所有者权益(亿元)	144.92	161.77	164.62	167.09
短期债务(亿元)	30.75	69.91	119.74	128.42
长期债务(亿元)	64.65	101.23	122.65	126.19
全部债务(亿元)	95.39	171.14	242.39	254.62
营业收入(亿元)	111.37	164.25	219.49	49.30
利润总额(亿元)	14.26	20.29	3.61	1.35
EBITDA(亿元)	22.21	33.03	17.42	--
经营性净现金流(亿元)	2.61	13.43	1.47	3.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.56	12.59	9.57	17.56
存货周转次数(次)	28.45	21.68	14.15	28.45
总资产周转次数(次)	0.38	0.39	0.44	0.38
现金收入比(%)	113.57	103.10	103.30	113.57
营业利润率(%)	12.77	17.65	8.86	12.63
总资本收益率(%)	8.96	11.01	7.34	--
净资产收益率(%)	8.12	9.84	2.06	--
长期债务资本化比率(%)	30.85	38.49	42.69	43.03
全部债务资本化比率(%)	39.70	51.41	59.55	60.38
资产负债率(%)	51.01	61.67	67.15	67.58
流动比率(%)	56.45	51.69	41.00	41.99
速动比率(%)	50.71	46.82	33.54	31.72
经营现金流动负债比(%)	4.42	10.58	0.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	1.59	0.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	5.18	13.91	--

注：1. 2014 年一季度财务数据未经审计。

2. 长期应付款中的有息债务已计入长期债务。

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/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
 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

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信用等级。

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