

信用等级公告

联合[2014] 039 号

联合资信评估有限公司通过对华电煤业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

华电煤业集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年一月八日



华电煤业集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 1 月 8 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	164.63	295.84	422.07	560.85
所有者权益合计(亿元)	61.19	144.92	161.77	177.39
长期债务(亿元)	53.40	64.65	101.23	114.56
全部债务(亿元)	82.69	95.39	195.14	241.54
营业收入(亿元)	82.47	111.37	164.25	138.51
利润总额(亿元)	6.35	14.26	20.29	2.34
EBITDA(亿元)	9.32	22.75	33.17	--
营业利润率(%)	6.33	12.77	17.65	6.44
净资产收益率(%)	9.36	8.12	9.84	--
资产负债率(%)	62.83	51.01	61.67	68.37
全部债务资本化比率(%)	57.47	39.70	54.68	57.66
流动比率(%)	85.07	56.45	51.69	41.54
全部债务/EBITDA(倍)	8.87	4.19	5.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	2.93	3.31	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

钟 睿 郭 畅 刘新泉

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对华电煤业集团有限公司(以下简称“华电煤业”或“公司”)的评级体现了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。联合资信同时关注到,煤炭行业景气度阶段下行、公司经营对股东依赖程度高和关联交易规模大等因素对公司信用水平的负面影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 公司原煤储量大,原煤产量快速增长,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. 华电集团电力装机容量大,为公司动力煤产品提供了充足稳定的下游需求,有效保障了公司未来原煤产能的充分释放。

关注

1. 2012 年以来煤炭行业景气度下行,对公司盈利能力造成一定冲击。
2. 2011 年来,随着在建工程推进,公司债务规模快速上升,债务负担趋重。
3. 公司关联交易规模较大,对公司盈利能力影响较大。

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、华电煤业集团有限公司主体长期信用等级自 2014 年 1 月 8 日至 2015 年 1 月 7 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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 2013 年 9 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 2013 年 9 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 8 个分公司、2 个全资子公司和 18 个控股子公司。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额合计 422.07 亿元，所有者权益合计 161.77 亿元（含少数股东权益 50.02 亿元）。2012 年公司实现营业收入 164.25 亿元，利润总额 20.29 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额合计 560.85 亿元，所有者权益 177.39 亿元（含少数股东权益 71.25 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 138.51 亿元，利润总

额 2.34 亿元。

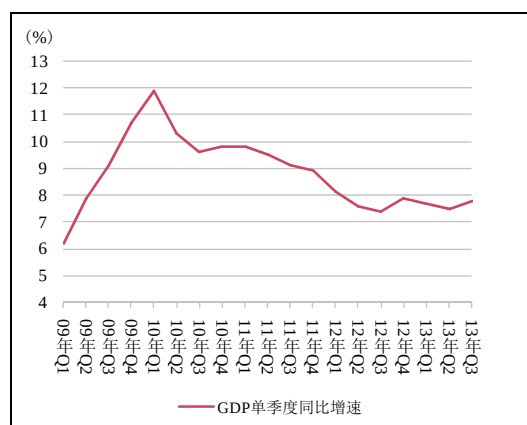
公司注册地址：北京市昌平区城区镇白浮泉路 17 号综合楼 401 室；法定代表人：丁焕德。

二、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 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；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 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

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：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额

为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

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 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，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 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；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。

三、行业及区域经济环境

1. 行业及区域经济概况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到69%，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的94.4%，探明储量的80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东

以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

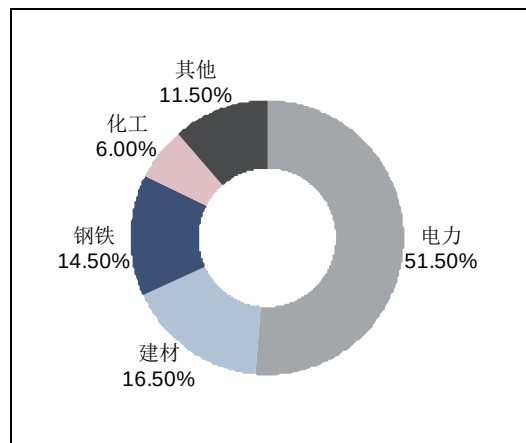
2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改

善安全生产环境。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进相关工作。

行业需求与供给

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

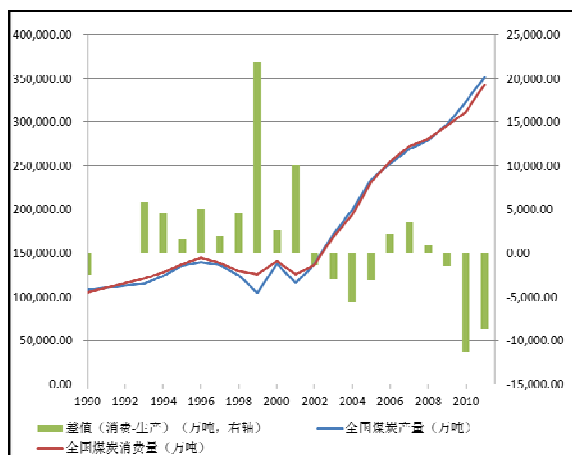
图 2 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从2003年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至2013~2015年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了2003~2008年的快速增长期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

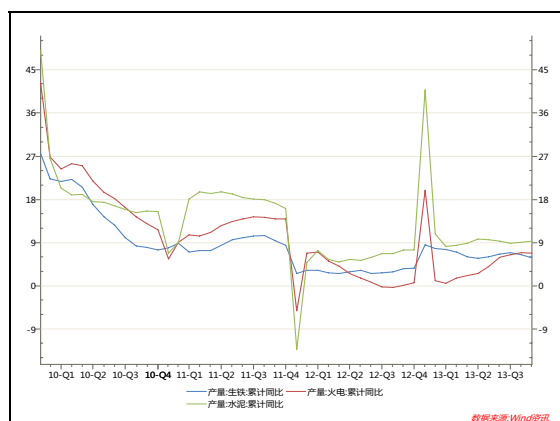
图3 近年中国煤炭生产消费总量



资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

图4 2010年以来煤炭下游主要行业产量增速



资料来源：国家统计局，联合资信整理

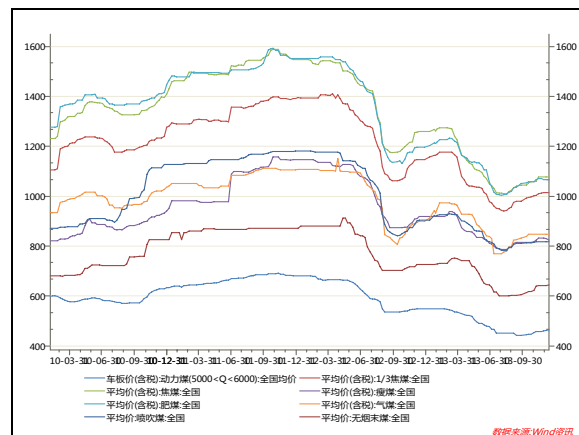
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤、冶金煤和喷吹煤，各类

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。

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。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。截至2013年12月6日，全国焦煤平均价1078元/吨，同比下降14.31%，较2011年同期下降31.34%。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。

图5 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，

2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年,行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划,2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年,远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性,现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期,部分煤企存在违规超采的冲动,存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题,结构性过剩与区域阶段性偏紧共存,部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低,生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大,东部煤炭资源日渐枯竭,产量萎缩;中部受资源与环境约束的矛盾加剧,煤炭净调入省份增加;资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡,运输成本成为影响煤炭价格的重要因素,不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析,未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布,受运输瓶颈限制,在煤炭消费旺季,东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移,煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地,给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看,“十二五”期间铁路未来投资低于预期,铁路建设速度有所放缓,煤炭铁路运力增量将延迟释放,运输能力

短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动,在煤炭消费旺季,运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面,煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善,随着西部地区煤炭产能的逐渐释放,在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中,经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响,产量规模难以增加。截至2011年底,全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大,中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米,煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨,高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内,占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造,占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰,重特重大事故尚未得到有效遏制,行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布,华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地,始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港,然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限,主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一,连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动,国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响,同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

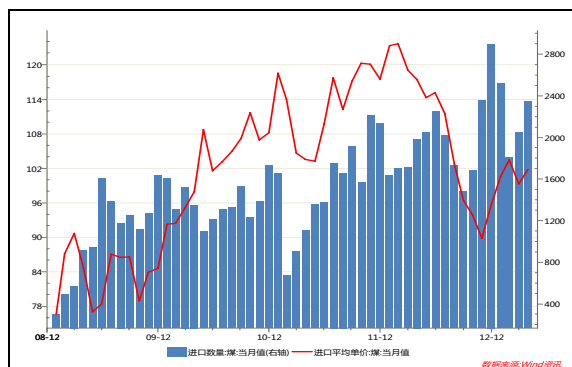
行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国历史上曾长期作为世界主要的煤炭出口国，随着国内能源需求上升及煤炭出口关税政策的调整，自2004年以来，中国煤炭出口量逐年下降，并于2009年成为煤炭净进口国。

图6 近年中国煤炭进口量及进口均价



资料来源：海关总署，联合资信整理

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，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

3. 行业政策

总体规划

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

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。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配

等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

4. 行业发展

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2012年下半年以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向

下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，煤炭行业受2009年4万亿规模的投资负面影响较大，产能过剩明显，2012年下半年以来，煤炭需求下滑严重，行业整体景气度恶化，煤炭价格由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。考虑到煤炭行业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看好。预计“十二五”期间，随着宏观经济结构调整逐步完成，煤炭行业作为基础行业的优势将充分体现。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司的前身为华电煤业有限公司，成立于2005年9月8日，是由华电集团出资组建的国有独资有限责任公司，后经注资与股权出售，截至2013年9月底，公司注册资本为36.57亿元，华电集团直接持有公司42.65%股份，华

电集团下属其他企业持有公司 27.35% 的股份，华电集团是公司的控股股东和实际控制人。

华电集团是在国家电力体制改革过程中，根据《国家计委关于国家电力公司发电资产重组划分方案的批复》（计基础[2002]2704 号文）和《国务院关于组建中国华电集团公司有关问题的批复》（国函[2003]19 号文），在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，是国务院同意进行授权的机构和国家控股公司的试点，为五家大型国有独资发电企业集团之一。公司实际最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

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。公司是华电集团下属煤炭资源整合开发平台，负责煤矿、煤电一体化、煤炭深加工和煤炭储运等项目的投资和经营，确立了煤炭、物流、煤化工(发电)、运销四大产业板块。

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。截至 2013 年 9 月底，公司控制煤炭地质储量 219.41 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 5930 万吨/年（包括部分在建煤矿）。

另外，公司根据华电集团电源点布局和燃料供应具体情况，在运力紧张线路参股铁路建设，在运输繁忙航线组建船运公司，在煤炭消费集中地区建设港口和储运中心。在铁路运输方面，公司参股了石太铁路客运专线 7.6% 的股份，每年可获得铁路运力 1000~1500 万吨，对保障集团重点电厂的电煤需求起到重要作用。

公司还以 2.85 亿元现金出资参股了乌准铁路 12.5% 的股权，以 5 亿元参股了蒙冀铁路 1.67% 的股权。此外，公司收购了呼准铁路 21.33% 的股权，为煤矿提升外运能力、增强盈利能力创造了条件。公司参股 1% 的晋豫鲁铁路通道全长 1260 公里，预计 2014 年底全线通车。在船运方面，公司于 2006 年出资组建了华远星海运有限公司，目前公司控股的华远星海运有限公司共拥有七艘船舶，自有运力 41.2 万吨/年，并取得了国际船舶运营资质。

整体来看，公司产、运、供、销的产业链基本形成，业务规模稳步增长。

3. 人员素质

公司近年业务范围较为稳定，高级管理人才和技术骨干专业能力较强，人员构成较为合理。

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、总经理。

梁璟洲先生，1962 年生，中共党员，研究生学历，会计师；历任青岛发电厂团委干事、财务科干事、财务科副主任、经营部副主任，青岛发电厂计财部副主任、主任，青岛发电厂财务部主任、副总经理兼财务部主任，华电青岛发电有限公司总会计师兼实业公司总经理，副总经理、总会计师兼实业公司总经理，华电国际电力股份有限公司燃料部总经理，华电国际电力股份有限公司市场管理部主任，华电煤业集团有限公司监事，现任华电煤业集团有限公司总会计师。

截至 2012 年底，公司在职员工为 9908 人，其中，管理员工 1746 人，生产员工 8004 人，销售员工 158 人。以员工素质来看，高中学历员工占 49.4%，大专学历员工占 30.6%，本科

及研究生学历员工占比 21%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的背景和管理经验，公司员工文化程度复合行业发展需求。

4. 技术水平

公司技术研发工作重点围绕煤炭产业展开。公司目前的生产煤矿和在建煤矿都以机械化生产建设为主，煤炭生产的机械化率基本上达到 100%，并且生产设备达到国际先进水平。

公司开发了具有自主知识产权的国际领先水平的流化床甲醇制芳烃工业技术，该技术针对甲醇芳构化过程强放热、催化剂结焦失活、水热失活的特征，提出了催化剂、工艺与工程研发并重的一体化研究思路。公司研发人员首次制得以微、纳米 ZSM-5 分子筛混合体为基础的、流化床用甲醇制芳烃的催化剂，可同时实现甲醇芳构化、轻烃芳构化和苯/甲苯甲醇烷基化功能，且同时抗金属烧结、积碳与水热三重失活。在国际上率先完成了该催化剂的 50 吨级工业放大制备。在以自主研发的催化剂基础上，公司研发团队首次开发了流化床甲醇制芳烃（FMTA）成套工业技术，包括甲醇芳构化、轻烃芳构化的反应-再生系统、中低温冷却及变压吸附—轻烃回炼、芳烃分离—苯/甲苯回炼等过程，应用该技术建成的工业试验装置安全、平稳运行 443 小时，是世界上首套成功运行的万吨级甲醇制芳烃工业试验装置。

综合来看，公司煤矿建设的起点高，生产装备先进，生产效率较高；同时，公司在煤化工领域具备一定的技术储备，有助于公司完善业务结构，增强综合抗风险能力。

5. 环境保护

公司高度重视低碳生产与环保节能工作，推行清洁生产，建立矿区全方位，生产全过程，工艺全工序的号井污染综合防治体系，较好地解决了瓦斯、煤矸石、矿井水等资源综合利用和提高资源回收率等问题，在行业中起到了积

极的示范带头作用。公司矿井采区资源回收率达到 90%，远高于行业平均水平。

公司制订了《华电煤业集团有限公司环境保护管理办法》和《华电煤业集团有限公司节能管理办法》，为实现公司的可持续发展，提高能源利用效率，加快建设环境友好型、资源节约型企业奠定基础。制度规定：环境保护管理实行全过程归口管理，各对口部门分工负责，所属公司负责各自单位环境保护管理的体制；公司计划发展部是公司节能工作的归口管理部门，各相关事业部是公司日常生产节能工作的管理部门。

6. 股东支持

公司作为华电集团“一体两翼”战略规划中煤炭翼的运营实体，自成立以来已得到、并将持续得到华电集团在业务、资金等方面的有力支持，2005 年 8 月，华电集团将华电燃料有限公司和华电开发投资公司合并成立华电煤业集团有限公司，并在 3.63 亿元净资产基础上增资至 5 亿元，授权其进行系统内电厂电煤的独家采购。2006 年 4 月，华电集团联合集团内部其他企业对华电煤业现金增资 10.60 亿元，使公司注册资本达到 15.60 亿元。2009 年 5 月，公司股东会通过增资 10 亿元的决议，华电集团将再次联合集团内部其他企业对华电煤业进行现金增资，公司注册资本变更为 25.60 亿元。截至 2009 年底，公司实收资本 19.97 亿元。2010 年 12 月，10 亿的增资款全部到位，注册资本变更为 25.6 亿元。2010 年 12 月 26 日公司召开 2010 年第七次临时股东会，审议通过了《关于以增资扩股方式引入外部战略投资者的补充议案》和《关于增加注册资本金的议案》，根据股东会决议，公司引入世富一号（天津）能源股权投资基金有限公司、无锡世富新能源创业投资有限公司和上海世富海华股权投资有限公司三家股东单位，增加注册资本 10.97 亿元，截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本为 36.57 亿元，实收资本 36.57 亿元。

在业务方面,2013 年之前公司代理华电集团全部控股电厂及大部分参股电厂每年所需电煤的采购,代理费按 2-3 元/吨标准收取,不受电煤价格波动影响,在集团内部具有极强的战略地位。公司煤炭购销收入中约一半来自于华电集团内成员企业。同时,华电集团装机容量的不断增长也为公司煤炭主业提供了充足稳定的下游需求。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他相关的法律法规和《公司章程》设立了公司股东会、董事会、监事会、董事长和总经理,股东会是公司的最高权力机构。

公司董事会对股东会负责,成员为 9 人,其中,华电集团推荐 4 名董事,华电国际电力股份有限公司推荐 1 名董事,贵州乌江水电开发有限责任公司推荐 1 名董事,华电福新能源有限公司推荐 1 名董事,世富一号(天津)能源股权投资基金有限公司推荐 1 名董事,上海世富海华股权投资有限公司推荐 1 名董事。董事长由华电集团推荐,同时为公司的法定代表人。监事会成员为 5 人。监事会中股东代表监事由股东会选举产生,职工代表监事由公司职工民主选举产生。其中,华电集团推荐 1 名监事,华电能源股份有限公司推荐 1 名监事,辽宁华电铁岭发电有限公司推荐 1 名监事,无锡世富新能源创业投资有限公司推荐 1 名监事。监事会主席由中国华电集团公司推荐。监事任期每届三年,监事任期届满,可连选连任。公司设立总经理 1 人,由董事会聘任或者解聘,总经理对董事会负责,并向董事会报告工作。

总体看,公司法人治理结构较为规范。

2. 管理水平

截至 2013 年 9 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 8 个分公司、2 个全资子公司和 18 个控股子公司。

公司按照《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国会计法》等法律、法规、规章的规定要求,不断加强公司内部控制建设,规范公司经营和运作,防范和化解公司各类风险,形成了以财务管理制度、资金管理制度、投融资管理制度、担保管理制度等为主要内容的较为完善的内部控制体系。

为了提高会计工作水平,公司制订了《华电煤业集团有限公司会计基础工作规范》、《华电煤业集团有限公司会计档案管理办法》、《华电煤业集团有限公司财务预算管理办法》、《华电煤业集团有限公司财务稽核管理办法》、《华电煤业集团有限公司基建财务管理办法》等规章制度,规范公司财务管理。制度建立了规范的会计工作秩序;统一了会计档案管理制度,并制定专门力量,包括外部中介机构对会计基础工作进行检查;在财务预算方面综合考虑战略规划、自身和行业水平、华电集团集体效益和社会效益,优化财务预算,提高资产质量,确保国有资产保值增值;公司对所属企业定期进行财务稽核,发挥财务的监督、管理、控制职能;积极组织项目资金,保证基建活动的正常进行,加强经济效益管理,加强财务管理监督,维护国家的财务制度和财经纪律。

公司制订了《华电煤业集团有限公司资金管理办法(修订稿)》,对资金管理的原则及组织、资金筹集、资金使用、存量资金和收益类资金的使用进行了严格规范。在《华电煤业集团有限公司资金管理办法(修订稿)》中明确规定:公司对资金进行分级管理,对各分公司、项目组实行“收支两条线”管理;对控股子公司资金实行授权经营管理。各控股子公司的年

度资金预算和投融资方案在取得公司批准、财务资产部通知的基础上，履行各自公司董事会、股东会审议程序。审计部门对资金的筹集、使用和保管实行全过程监督。

公司制订了《华电煤业集团有限公司投资计划管理办法》、《华电煤业集团有限公司融资管理办法（修订稿）》、《华电煤业集团有限公司投资管理办法》等规章制度，提高投融资工作效率，建立有效约束机制，提高投资效益。制度规定：投融资项目应符合国家产业政策导向和公司发展规划，并遵循以优良资源为基础，以市场为导向，以效益为核心的原则；项目前期工作应合理规划，科学决策，计划管理，责任到位；投融资计划应按月平衡，确保公司发展资金需要，提高资金使用效率，控制投资风险；对投资项目进行分级管理；投资管理坚持“谁投资、谁负责”的原则，投资决策坚持“科学决策、民主决策、依法决策”的原则；投资计划和融资计划应相互平衡，在合理的资金供需平衡下，保持合理的投资速度及负债比率。

公司制订了《华电煤业集团有限公司担保管理办法实施细则》等规章制度，规范担保行为，加强担保管理，防范经营风险。制度规定：担保应当符合公司总体发展战略，有利于优化资源配置和资金投向，办理担保业务时应该坚持依法、公平和审慎的原则；不得为华电集团系统外的非被投资企业或个人提供担保；对外担保总额，不得超过公司董事会授权担保的限额，并不得超过公司净资产的 50%；原则上不得为经营亏损的企业提供担保；未经华电集团批准，不得提供外汇担保；根据担保期限、金额和风险，制定担保费标准；加强担保管理，建立担保业务台账，定期对担保业务进行统计分析等。

公司制订了《华电煤业集团有限公司煤矿安全管理办法（试行）》、《华电煤业集团有限公司安全生产目标责任制考核办法（试行）》、《华电煤业集团有限公司安全生产目标责任

制考核办法（试行）》等规章制度，按照“确定目标、落实责任、层层分解、奖惩分明”的基本原则，确保实现公司年度安全生产目标。通过对公司基建施工全过程的安全管理、所属全资、控股煤矿企业生产，落实以各级主要负责人为安全第一责任人的各级安全生产责任制，保证煤矿基本建设、生产经营正常有序进行，保护国有资产和投资者的权益免遭重大损失，建立健全按系统、分层管理的安全生产保证体系和安全生产监督体系。

综合来看，公司制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实现。

六、经营分析

1. 经营概况

公司于 2005 年由华电集团通过重组华电燃料有限公司和华电开发投资公司创立，主要负责华电集团系统的电煤（即电厂燃煤）供应，同时进行煤矿、煤电一体化、煤炭深加工和煤炭储运等项目的投资。

2010~2012 年，公司营业收入持续上升，年均增长 41.13%，2012 年，公司营业收入达到 164.25 亿元，同比增长 47.48%，其中，煤炭生产板块收入快速增长，达到 42.24 亿元，营业收入占比由 2010 年 4.60% 上升至 25.72%；煤炭贸易板块收入规模呈上升趋势，2012 年达到 100.87 亿元，营业收入占比有所下降，为 61.41%；2012 年，公司新增化工板块收入，为 12.15 亿元，营业收入占比 7.40%；公司其他收入板块主要是燃料管理和调运服务所形成的收入，达到 8.14 亿元，占比 4.95%。煤炭生产和煤炭贸易对公司营业收入贡献大。

从营业毛利率方面来看，近三年，公司整体毛利率持续上升，2012 年达到 18.32%，同比上升 4.92 个百分点，主要是毛利率较高的煤炭生产板块收入所占比例持续上升所致；其中，煤炭生产毛利率达到 58.17%；2012 年公司煤炭贸易毛利率下降明显，为 1.03%，同比

下降 1.68 个百分点，公司代理采购业务主要收入来自服务费，毛利率为 100%；2012 年公司新增化工板块，毛利率为 15.21%；公司其他收入板块毛利率同比上升 3.22 个百分点。

2013 年 1~9 月，公司营业收入为 138.51 亿元。其中，煤炭生产板块收入 19.65 亿元，其占比下降较大，由 2012 年的占比 25.72%下降至 14.18%；煤炭贸易板块规模和占比均较上年同期有所增长。2013 年 1~9 月份，公司整体毛利率为 6.86%，较 2012 年大幅下降，下降了

11.46 个百分点，其中煤炭生产板块毛利率由 2012 年的 58.17%大幅下降至 36.24%，煤炭交易板块毛利率持续下滑至 0.65%。煤炭生产和贸易板块毛利率大幅下降是由于煤炭价格整体下降幅度较大。

总体来看，近三年公司煤炭生产和贸易板块收入规模持续上升，受益于高盈利性煤炭生产板块收入比例的持续上升，公司整体毛利率呈上升趋势；2013 年受困于煤炭行业整体下滑的影响，公司的毛利率下滑明显。

表 2 公司近年分板块营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭生产	3.79	4.60	23.22	20.86	42.24	25.72	19.65	14.18
煤炭交易	73.35	89.02	80.71	72.51	100.87	61.41	101.27	73.11
代理采购	1.23	1.49	0.48	0.38	0.85	0.52	0.00	0.00
化工	--	--	--	--	12.15	7.40	7.64	5.51
其他	4.10	4.89	6.96	6.25	8.14	4.95	9.96	7.19
合计	82.47	100.00	111.37	100.00	164.25	100.00	138.51	100.00
	毛利率		毛利率		毛利率		毛利率	
煤炭生产	46.17		47.59		58.17		36.24	
煤炭交易	2.60		2.71		1.03		0.65	
代理采购	100.00		100.00		100.00		--	
化工	--		--		15.21		12.77	
其他	13.40		18.10		21.32		7.48	
合计	6.59		13.40		18.32		6.86	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 自产煤炭业务

资源储备

公司从 2006 年开始涉足煤炭投资，并逐步提高对煤炭资源的控制能力和自供煤的能

力。截至 2013 年 9 月底，公司控制煤炭地质储量 219.41 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 5930 万吨/年（包括部分在建煤矿）。

表 3 截至 2013 年 9 月底公司控制煤炭资源明细表

	项目	规模 (万吨/年)	现状	剩余可采年限	煤炭地质储量（亿吨）	总投资(亿元)
蒙西基地	不连沟煤矿	1500	正常生产	55	11.45	36.83
	高家梁煤矿	600	在建		9.00	36.75
榆林基地	小纪汗煤矿	1000	在建	125	31.70	48.00
	隆德煤矿	500	在建、试产	39	4.67	30.00
山西基地	肖家洼煤矿	1000	在建、试产	66	11.82	45.00
新疆基地	西黑山煤矿	600	在建	205	136	13.00
	哈密煤矿	300	在建	77.5	11.43	11.48
甘肃基地	万胜矿业	430	在建	59.6	3.34	3.00

小计	5930			219.41	224.06
----	------	--	--	--------	--------

资料来源：公司提供

原煤生产

2010~2012 年，公司原煤产量分别为 505 万吨、1037 万吨和 1929 万吨，2013 年 1~9 月完成原煤产量 1523 万吨。

公司目前在产矿井合计 4 座，不连沟煤矿于 2010 年试产，2011 年正式建成投产，2012 年达产情况良好；2012 年隆德煤矿进入试生产，2013 年开始正式投产前的手续报批工作，同时煤矿进行技术改进，2013 年 7 月恢复生产；2013 年初肖家洼煤矿设备调试完毕并进入试生产；小纪汗煤矿于 2013 年 7 月建成并投入试生产；西黑山煤矿前期工作稳步推进。未来随着隆德煤矿和肖家洼煤矿的稳定达产，公司煤炭产量有望稳步上升，预计 2014 年公司原煤产能将有望达到 4430 万吨。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。

煤炭外运

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后续投产产能的充分释放。

商品煤销售

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。

总体看，公司矿井生产技术水平高，规划产能大，原煤产量逐年快速增长，并保持较好的毛利率水平。

表 4 公司近年煤炭生产情况（万吨/年、万吨）

矿井名称	设计产能	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
不连沟煤矿	1500	505	1037	1469	1177
隆德煤矿	500	-	-	460	124
肖家洼煤矿	1000	-	-	-	147
小纪汗煤矿	1000	-	-	-	75
合计	4000	505	1037	1929	1523

资料来源：公司提供

表 5 近年公司煤炭销售情况（不含税价）

产品	销量（万吨）				平均价格（元/吨）			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
不连沟煤矿	457.71	824.88	1113.75	830.00	262.00	274.65	224.10	210.90
隆德煤矿	--	--	445.54	112.00	--	--	317.70	--*
肖家洼				122.60				173.88
合计	457.71	824.88	1559.29	1064.60	262.00	262.00	250.84	206.13

注：*由于隆德煤矿 2013 年上半年停产技改，7 月份复产后仅生产工程煤，销售收入与技改投资相抵消。

由于小纪汗煤矿仍处于设备调试阶段，试生产后仅生产工程煤，销售收入与在建工程相抵消。

资料来源：公司提供

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。

2010~2012 年，公司煤炭购销贸易规模呈上升趋势，三年贸易收入分别为 73.35 亿元、80.71 亿元和 100.87 亿元，贸易收入规模快速增长。

公司在煤炭采购渠道方面结合供电厂区域布局特点，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，公司煤炭交易业务属于贸易类业务，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呈快速扩大趋势。

4. 代理采购业务

公司在全国重点产煤省份和用电量较大的地区设立了 8 家分公司、2 家办事处，代理华电集团全部控股电厂及大部分参股电厂每年所需电煤的采购，在采购过程中，公司负责合同谈判、安排调运、厂内燃料管理，在出现煤质、煤量等纠纷后与煤炭企业协调，并向电厂收取代理服务费，电煤合同仍由各电厂与煤炭企业签订，电煤调运过程中发生的运杂费等均由各电厂承担，资金结算也由华电集团财务公司在月末根据各厂电煤结算情况直接从电厂账户划拨给煤炭企业，同时将各厂按吨结算的代理采购费划拨给公司，因此公司不承担电煤价格波动的风险，代理服务费的及时足额到位也较有保障。目前，公司对华电集团内绝大部分全资和控股电厂均执行约 2 元/吨的服务费标准，2010 年至 2012 年分别实现代理服务

费收入 1.23 亿元、0.48 亿元和 0.85 亿元，占主营收入的比重分别为 1.49%、0.38% 和 0.52%。

根据华电集团燃煤体制改革要求，2013 年公司除秦皇岛下水煤采购供应服务业务继续保留外，其他电煤供应业务均下放至各华电集团区域公司管理。公司为此进行了机构调整，将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。公司山西分公司、陕西分公司转型开展煤炭贸易业务，重点是公司自产煤销售和市场煤贸易，目前正处转型初期筹备中，煤炭贸易业务尚未开展；公司湖北分公司与华电集团湖北区域公司重组成立子公司，公司控股 51%、华电集团湖北区域公司参股 49%，目前正在筹备中，煤炭贸易业务尚未开展；公司华东分公司与华电集团江苏区域公司重组成立子公司，公司参股 49%、华电集团江苏区域公司控股 51%，目前正在筹备中，煤炭贸易业务尚未开展。公司山东分公司、安徽分公司、宁夏办事处、湖南办事处、福建分公司已成建制分别划转至华电集团山东区域公司、安徽区域公司、宁夏区域公司、湖南区域公司、福建区域公司管理。

总体看，华电集团燃煤体制改革对公司煤炭代理采购业务的收入规模将产生较大影响，但考虑到该板块业务在公司主营业务中占比较小，对主营业务的整体影响较小。

5. 化工及其他产业

化工业务方面，2012 年，公司正式完成了对榆林天然气化工有限责任公司的并购和整合，将其纳入合并报表范围，为公司增添了新的业务板块。榆林天然气化工有限责任公司（以下简称“榆天化”）前身是榆林天然气化

工厂，始建于 1992 年，是一家以天然气为原料生产甲醇、醋酸等基础有机化工原料的能源化工企业，1996 年改制为陕西榆林天然气化工有限责任公司。2011 年被公司并购，经公司重组后成为公司的全资子公司。截至目前，榆天化已形成 51 万吨/年天然气制甲醇，15 万吨/年醋酸产能。2012 年度，榆天化实现甲醇产量 50.90 万吨，产销率近 100%，当年实现营业收入 12.15 亿元，在公司主营业务收入占比约 7.40%，逐渐成为公司后续发展的一个较为重要的板块。

煤电一体化项目方面，公司规划所有煤矿基地均有电厂配套，充分发挥煤电一体化带来的成本优势，目前已经组建了新疆昌吉英格玛煤电投资华电煤业有限责任公司、新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司、陕西华电榆横煤电有限责任公司等煤电一体化控股项目公司，目前公司在建和规划建设电厂装机容量为 192 万千瓦。其中，榆横电厂（一期 2×66 万千瓦）于 2012 年 8 月获得核准，煤源主要为公司投资建设的小纪汗矿井；2009 年公司按照华电集团要求对不连沟大路煤矸石电厂（一期 2×30 万千瓦）进行了设计优化，该电厂为公司不连沟煤矿的配套项目，目前该电厂核准报告已报国家发改委；昌吉英格玛及哈密英格玛电厂核准报告已报国家发改委，并于 2009 年 11 月成功移交新疆公司。

除电力业务外，公司的其他业务收入主要来自于物流板块，业务主要为参股铁路建设、船运、自营港口，该类业务成为公司煤炭外运和煤炭贸易业务的有效补充。

在铁路运输方面，公司于 2005 年参股了石太铁路客运专线 7.6%的股份，该工程已于 2008 年底投入运行，公司每年可获得铁路运力 1000~1500 万吨。公司还以 2.85 亿元现金出资参股了乌准铁路 12.5%的股权，以 5 亿元参股了蒙冀铁路 1.67%的股权，目前公司参股的路段已经通车，其他路段仍然在建，预计将于

2013 年 9 月实现全面通车。此外，公司收购了呼准铁路 21.33%的股权，为不连沟煤矿提升外运能力、增强盈利能力创造了条件。公司参股 1%的晋豫鲁铁路通道全长 1260 公里，预计 2014 年底全线通车。

在船运方面，公司于 2006 年出资组建了华远星海运有限公司，共拥有七艘船舶，自有运力 41.2 万吨，并取得了国际船舶运营资质。2012 年完成货运量 1492 万吨。

在港口方面，公司投资的可门储运中心已于 2009 年 4 月 1 日正式投入运行，可门港 10 号、11 号泊位建成投产，其中 10 号泊位已建成福建省最大的 15 万吨级散货卸船码头，11 号泊位建成了 5 万吨级的散货装船码头，两个码头的年设计吞吐能力将达到 1800 万吨；与之配套的公司参股组建的可门铁路支线还可作为可门储运向内陆延伸创造条件。

总体看，公司化工业务板块和电力业务等煤炭相关行业的发展能够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。

6. 经营效率

2010~2012 年，公司营业收入和利润总额的复合增长率分别达到 41.13% 和 78.71%。

随着公司自营煤炭业务收入规模上升，贸易物流类业务收入占比相应下滑，经营效率指标有所弱化，2012 年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 19.38 次、28.01 次和 0.46 次，分别低于近三年均值 22.58 次、42.78 次和 0.50 次。

总体看，受益于公司商品煤产品稳定的下游需求和华电集团对公司的持续支持，公司在应收款项回收、存货规模控制等方面能力较强，整体经营效率较好，随着在建煤矿的陆续投产，公司收入规模有望持续上升，进而增强总资产周转效率。

7. 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 6 截至 2012 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)			建设周期 (年)
					2013	2014	2015	
小纪汗煤矿	1000	48	50	35	24	13	-	33
隆德煤矿	500	30	51	16	2	5	-	18
肖家洼煤矿	1000	45	51	23	17	3	-	45
西黑山露天煤矿	600	13	88	4	待定	待定	待定	31
哈密煤矿	300	11.48	72	2	待定	待定	待定	36
甜水堡一矿	60	1.2	60	2	1	-	-	44
甜水堡二矿	240	21	60	2	12	10	-	49
东高家梁煤矿	800	37	51	0.3	9	21	6	29
兴远煤矿	45	4.2	64	0.57	待定	待定	待定	24
海峰煤矿	30	1.6	64	0.08	待定	待定	待定	24
收购煤矿	1000	50	51					
蒙西基地(物流园)	1000	7	51	3				8
榆林基地(外来煤)	500	0.5	73					
电力产业		78.8		37	14	待定	待定	
物流产业		130.28		13	9	12	9	
合计		470.38		180.3	88	64	15	

资料来源：公司提供

综合分析，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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2010~2011 年财务数据经大信会计师事务所有限公司审计，2012 年财务数据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。公司财务报表按照《企业会计准则（2006）》编制。2013

年三季度财务数据未经审计。本报告财务分析以 2010~2012 年度财务报表为主。

公司 2012 年合并报表范围新增 2 家子公司，减少 1 家子公司，上述变动导致公司资产、负债及收入规模有一定程度上升。总体上，公司合并范围变动对财务数据可比性有一定影响。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额合计 422.07 亿元，所有者权益合计 161.77 亿元（含少数股东权益 50.02 亿元）。2012 年公司实现营业收入 164.25 亿元，利润总额 20.29 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产

总额合计 560.85 亿元，所有者权益 177.39 亿元（含少数股东权益 71.25 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 138.51 亿元，利润总额 2.34 亿元。

2. 资产质量

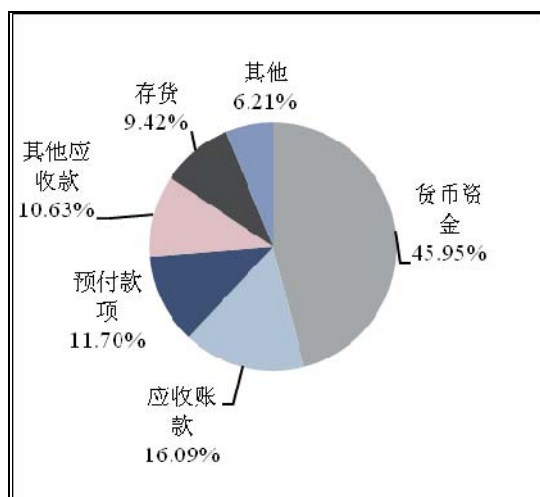
2010~2012 年，公司通过母公司资产划转、对外收购等形式快速扩张经营规模，资产总额快速增长，年均复合增长率为 60.12%。截至 2012 年底，公司资产总额 422.07 亿元，其中流动资产占 15.55%，非流动资产占 84.45%。

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产年均复合波动增长 24.40%，截至 2012 年底合计 65.62 亿元，以货币资金、应收账款、预付款项、应收票据、其它应收款和存货为主。

2010~2012 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长率 5.95%。截至 2012 年底，公司货币资金合计 30.15 亿元，较 2011 年底大幅增长 275.47%，主要是公司 2012 年对外借款较大所致。其中，存放于华电集团财务公司存款合计 21.20 亿元，占货币资金余额的 70.32%；其他货币资金为银行信用证保证金及股权投资保证金共 1.33 亿元，占货币资金余额的 4.41%。

图 7 2012 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司应收票据持续增长，年均复合增长率 288.65%。截至 2012 年底，公

司应收票据合计 2.49 亿元，较 2011 年底增长 39.11%，公司应收票据持续上升主要是 2012 年自产煤炭销量上升，票据结算模式增加造成。

2010~2012 年，公司应收账款年均复合增长率 123.74%，截至 2012 年底合计 10.56 亿元，主要是与华电集团系统内部公司的销售欠款，占 71.67%。账龄组合方面，1 年内款项合计占比 98.24%，1~2 年款项合计占比 1.48%。公司计提坏账准备合计 0.04 亿元，公司 1 年内账款占比较高，同时账龄 6 个月以上的应收账款主要为华电集团内部成员公司，账款回收保障程度高，公司计提比例较低。

2010~2012 年，公司预付款项年均复合增长 25.48%。截至 2012 年底，公司预付款项合计 7.68 亿元，较 2011 年无较大变化，主要是预付供应商煤款及工程款。账龄组合方面，全部为 1 年以内，未计提坏账准备。

2010~2012 年，公司其他应收款年均复合增长率 2.19%。截至 2012 年底，公司其他应收款合计 6.97 亿元，主要是往来款项，其中，控股股东华电集团占款 1.67 亿元，占全部账款 23.89%。账龄组合方面，1 年内账款占 99.99%。公司无单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款。综合来看，坏账风险小。

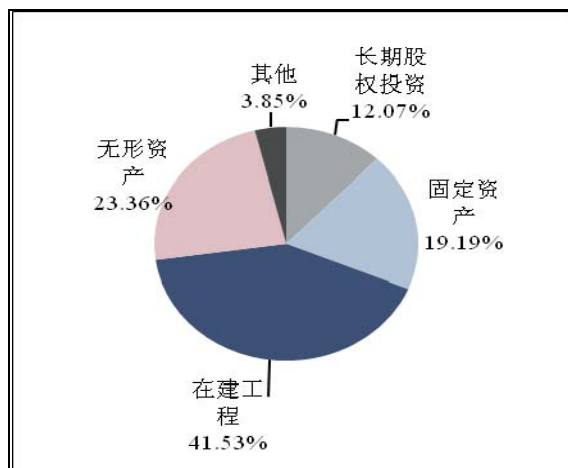
2010~2012 年，公司存货快速增长，存货账面余额年均复合增长率 89.81%，2012 年，不连沟煤矿逐步达产、隆德煤矿开始试运转，公司煤炭产量快速上升，相应提升了存货规模。截至 2012 年底公司存货合计 6.18 亿元，主要为原材料（占 44.88%）和库存商品（占 47.94%）。公司期末对存货进行了减值测试，未计提存货跌价准备，考虑到目前煤炭及煤化工产品价格阶段性下行趋势明显，公司存货存在一定减值风险。

非流动资产

2010~2012 年，公司非流动资产逐年增长，年均增幅 70.77%，主要来自固定资产、在建工程和无形资产的增长。截至 2012 年底公司非

流动资产合计 356.44 亿元，主要由在建工程、固定资产和无形资产构成。

图 8 2012 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司固定资产净额年均增幅达 24.73%，2012 年底合计 68.42 亿元，主要由机械设备（占比 43.41%）、房屋建筑物（占比 32.83%）和运输工具（占比 21.97%）构成，综合成新率为 78.38%，综合成新率较高。

2010~2012 年，公司在建工程年均增长 124.64%，截至 2012 年底合计 148.04 亿元。公司近年维持大规模投资支出，在建工程快速增长。当前总投资规模超过 20 亿的工程有小纪汗煤矿、榆横发电厂、山西绵兴煤电一体化项目和凯越煤化工项目。

近三年来，公司长期待摊费用大幅增长，主要是因为 2012 年其子公司内蒙古太不连沟煤业有限责任公司上缴的征地塌陷补偿费 1.98 亿元，以及该子公司获得的 25 年用水权摊销 0.33 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额合计 560.85 亿元，预付款项、存货、应收股利、固定资产、在建工程、无形资产及商誉均有一定程度增长。公司流动资产占资产总额比例上升至 16.44%，其中，现金类资产合计 33.60 亿元，占当期流动资产比例为 36.44%，公司资产流动性有所改善。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点，流动资产中现金类资产占

比较高，资产流动性适宜，但与关联方的大额交易导致存在一定关联方占款现象，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2010~2012 年，利润积累及股东增资推动公司所有者权益持续增长，年均增幅 62.59%，2012 年底合计 161.77 亿元。2010 年公司股东会通过增加注册资本 10.97 亿元的决议，增资款在 2011 年全部到位。截至 2012 年底，公司实收资本合计 36.57 亿元。

截至 2012 年底，公司归属母公司所有者权益合计 111.75 亿元，其中实收资本占 32.73%，资本公积占 42.53%，盈余公积占 2.03%，未分配利润占 22.51%。

截至 2013 年 9 月底，所有者权益合计 177.39 亿元。其中，因利润分红导致未分配利润下降至 15.45 亿元。

总体看，公司权益中实收资本和资本公积占比大，但考虑到公司的分红政策，权益稳定性一般。

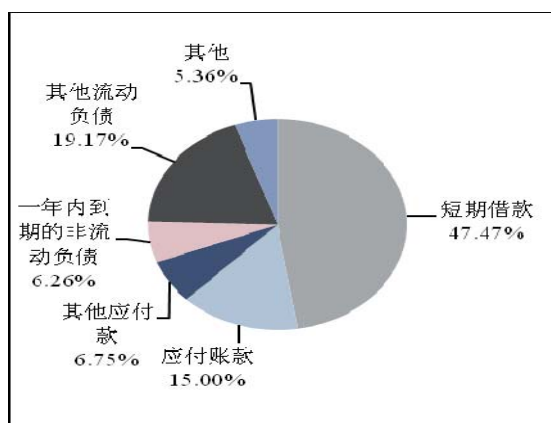
负债

2010~2012 年，为满足在建项目资金需求，公司长短期借款及长期应付款（主要为股权转让款）均有明显增长，负债总额年均增长 58.63%，截至 2012 年底合计 260.30 亿元。近三年，公司负债结构中，流动负债占比波动小幅上涨，截至 2012 年底占比 48.77%。

2010~2012 年，受短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债大幅增长影响，公司流动负债年均增长 59.58%，截至 2012 年底合计 126.95 亿元。

2010~2012 年，公司应付账款年均增幅 38.17%，2012 年底合计 19.04 亿元，其中账龄超过 1 年的款项合计 1.20 亿元，主要为应付给煤矿及煤炭经销商的款项。

图 9 截至 2012 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

近三年来，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 69.92%。截至到 2012 年底，其他应付款为 8.57 亿元，主要为与华电集团其他子公司往来款。

近三年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均复合增长 200.43%。截至 2012 年底，一年内到期的非流动负债合计 7.94 亿元。其中，一年内到期的信用借款合计 3.25 亿元，一年内到期的保证借款为 3.87 亿元。

近三年，公司其他流动负债快速增长，截至 2012 年底，公司其他流动负债合计 24.33 亿元，同比增长幅度较大，主要是公司发行的 24 亿元短期融资券（“12 华电煤 CP001”）。

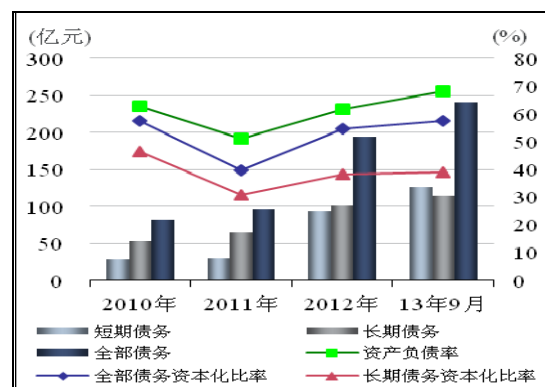
截至 2012 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 75.14%）、长期应付款（占 12.16%）及递延所得税负债（占 12.70%）构成。2010~2012 年，公司非流动负债年均增幅 57.75%，2012 年底合计 133.35 亿元。公司长期应付款中，股权转让款合计 13.80 亿元，融资租赁款合计 1.03 亿元，采矿权价款 1.19 亿元。股权转让款为尚未支付的投资对价款，项目包括山西绵兴能源公司、神木县隆德矿业有限责任公司和华电榆林天然气化工有限公司。采矿权价款为子公司神木县隆德矿业有限责任公司尚未结清的采矿权价款。

有息债务方面，2010~2012 年，长短期借款及融资租赁等款项的快速增长推动公司全部债务规模快速上升，年均增幅 53.62%，2012

年底合计 195.14 亿元，其中短期债务占 48.12%，考虑到公司大规模的在建工程，整体债务期限结构有待进一步优化。

债务指标方面，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2012 年底分别为 61.67%、54.68% 和 39.49%，分别较 2011 年底上升 10.66、14.98 和 7.64 个百分点。

图 10 近年公司负债水平和债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 9 月底，公司负债总额较 2012 年底增长 47.31%，合计 383.46 亿元，增长主要来自短期借款、应付账款、应付股利和其他应付款等流动负债及递延所得税负债。同期，公司有息债务合计 241.54 亿元，较 2012 年底增长 23.78%，其中，短期债务占全部债务比例上升至 52.57%，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较 2012 年底分别上升至 68.37%、39.24% 和 57.66%。

总体看，近年公司盈利良好，权益规模实现较快增长，且利润分配导致权益稳定性一般，同期，公司为实现业务规模扩张导致债务融资持续大幅增加，公司整体债务负担呈上升趋势，目前债务负担趋重。

4. 盈利能力

2010~2012 年，受益于产销规模的提升，公司营业收入年均增长 41.13%，2012 年实现营业收入 164.25 亿元。

2010~2012 年，公司营业利润率逐年上升，2012 年为 17.65%，公司整体盈利能力较

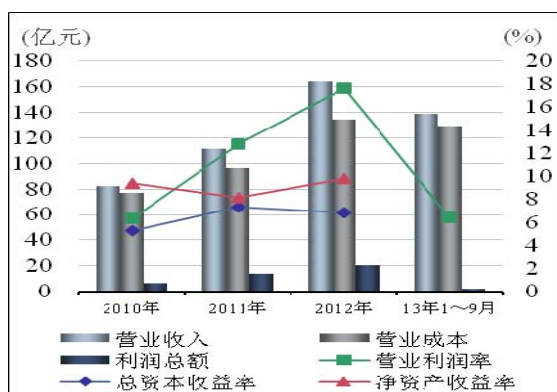
强。

2010~2012年,随着经营规模的扩张,公司期间费用快速增长,三年期间费用率分别为4.88%、6.88%和9.88%,公司期间费用控制能力有所下降。

非经常性损益方面,2010~2012年,公司投资收益波动增长,分别为5.00亿元、7.57亿元和7.37亿元,对公司营业利润贡献较大,营业外净收益波动下降,但总量规模较小,对公司利润总额影响很小。

盈利指标方面,近三年营业利润率、总资产收益率和净资产收益率加权均值分别为13.92%、6.66%和9.23%,2012年分别为17.65%、6.81%和9.84%。收入规模的提升,推动公司总资产收益率和净资产收益率波动上升。

图 11 近年公司盈利能力情况



资料来源:公司审计报告

2013年1~9月,公司实现营业收入138.51亿元,利润总额2.34亿元,受近期煤炭及煤炭贸易行业景气下行影响,公司相关产品价格降幅明显,同时,隆德煤矿2013年上半年停产、7月份复产导致煤炭板块收入显著下滑,利润空间收窄。

总体看,随着在建矿井逐步达产,公司收入及利润规模持续上升,营业利润率呈上升趋势。

势;2013年1~9月以来受煤炭行业整体下行以及煤矿停产影响,公司盈利指标下滑明显,盈利能力有所下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近年受债务规模持续增长影响,短期偿债指标逐年下降,截至2012年底流动比率和速动比率分别为51.69%和46.82%;2013年9月底上述指标分别进一步下降至41.54%和35.60%。2010~2012年公司经营现金流动负债比分别为4.26%、4.42%和10.58%,对流动负债的保障程度一般。总体看,受债务期限结构与资产结构匹配程度较差影响,公司短期债务规模大,存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2010~2012年,公司EBITDA规模随利润规模逐年增长,EBITDA利息倍数逐年增长,但债务规模的同步增长导致公司全部债务/EBITDA倍数保持较高水平。截至2012年底,EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为3.31倍和5.88倍。总体看,公司整体偿债能力适宜。

总体看,近年公司通过债务融资满足在建工程建设资金需求,债务规模大幅扩张,公司偿债指标表现一般,目前公司多项重点在建工程仍处于建设期,尚未形成收入及利润,一定程度影响了公司当期的综合偿债能力。未来随着在建工程的逐步投产,公司收入和利润将迎来快速增长期,综合偿债能力有望增强。

截至2012年底,公司对外担保2.01亿元,分别是对陕西皇陵建庄矿业有限公司1.80亿元及对内蒙古胡准铁路有限公司的2133万元,公司担保比率为1.24%,或有负债风险小。

截至2013年9月底,公司共获银行授信额度189.50亿元,其中,已使用额度52.20亿元,尚未使用额度137.30亿元。公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版），截至 2014 年 1 月 8 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 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。

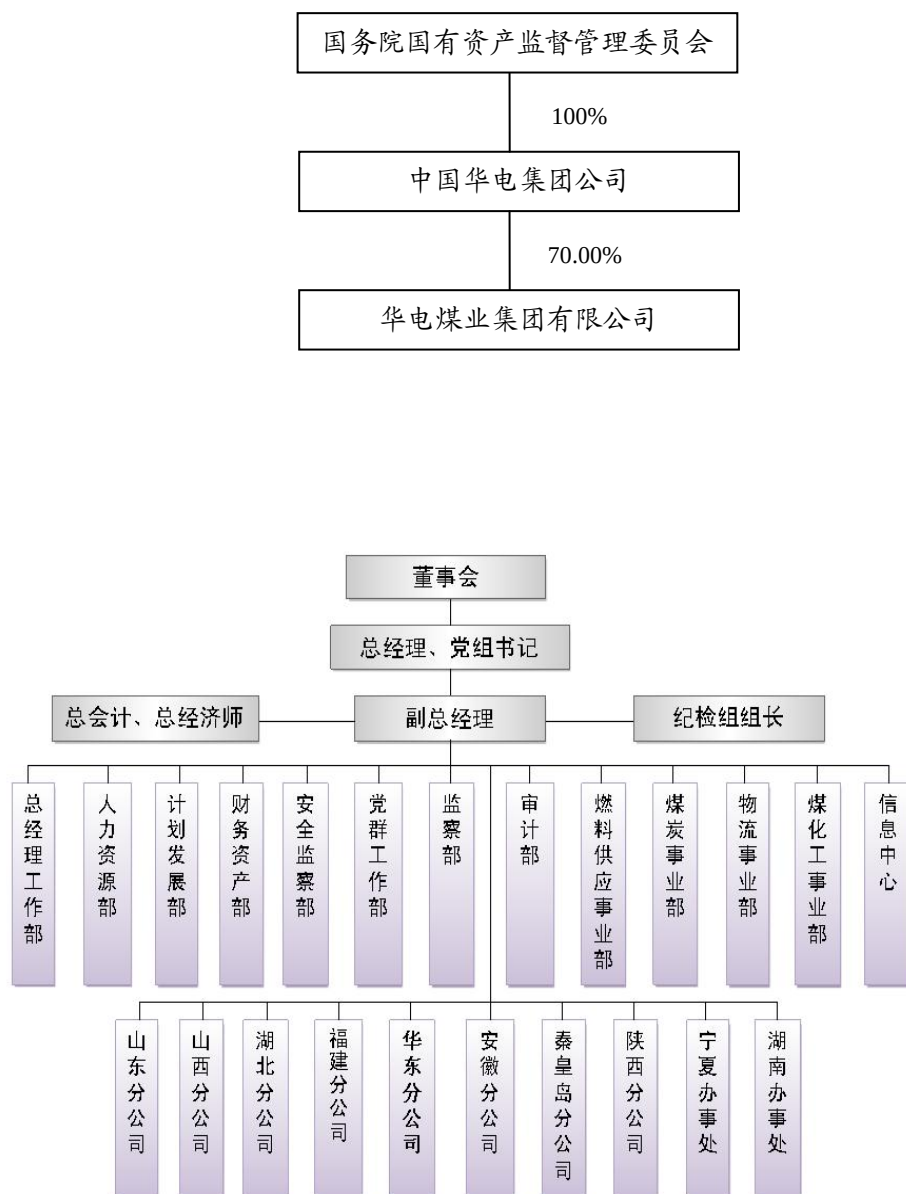
八、结论

煤炭行业作为国民经济中的基础性能源行业，长期发展趋势向好。2012 年以来随着宏观经济增速放缓，国内煤炭价格波动下行，行业景气度恶化，对业内企业造成较大冲击。

公司是华电集团下属煤炭资源开发业务运营主体，近年煤炭产能快速提升，在华电集团火电装机支持下，公司煤炭产能释放情况良好，下游需求稳定，具备相对突出的抗风险能力。同时公司关联交易规模较大、债务负担趋重、未来投资规模较大等因素也对公司信用基本水平形成负面影响。未来随着公司在建矿井的逐步投产，公司收入及利润规模有望持续快速提升。

综合考虑，经联合资信评定，公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	268622.55	80314.82	301512.02	5.95	277658.42
交易性金融资产					
应收票据	1649.00	17904.54	24908.40	288.65	58370.02
应收账款	21090.75	45527.99	105576.65	123.74	152702.44
预付款项	48762.65	78535.17	76782.42	25.48	196556.12
应收利息			4520.79		2225.42
应收股利			5571.61		28069.90
其他应收款	66782.94	77228.25	69744.94	2.19	72163.80
存货	17165.71	33910.06	61843.50	89.81	131833.13
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			5761.17		2438.91
流动资产合计	424073.60	333420.82	656221.51	24.40	922018.15
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	30081.89	68882.20	28013.69	-3.50	9239.84
长期应收款			3889.89		3961.16
长期股权投资	288579.40	426883.62	430174.90	22.09	452805.45
投资性房地产					
固定资产	439779.19	479460.04	684155.55	24.73	781898.27
在建工程	293374.25	786560.65	1480398.87	124.64	1706488.73
工程物资	70773.54	134258.36	4362.78	-75.17	41532.42
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	98894.14	664020.26	832524.43	190.14	1504452.07
开发支出					
商誉		55096.66	71448.36		144391.04
合并价差					
长期待摊费用	140.00	1290.67	25800.01	1257.52	38066.50
递延所得税资产	594.85	8565.94	3674.31	148.53	3694.67
其他非流动资产					-0.11
非流动资产合计	1222217.27	2625018.40	3564442.80	70.77	4686530.05
资产总计	1646290.86	2958439.22	4220664.31	60.12	5608548.20

注：公司2013年三季度财务数据未经审计

附件2-2 合并资产负债表（所有者权益与负债）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	274100.00	288000.00	602600.00	48.27	1260950.00
交易性金融负债					
应付票据	10000.00		17069.01	30.65	2729.99
应付账款	99751.34	133656.26	190442.96	38.17	368379.06
预收款项	82202.78	77399.11	33704.68	-35.97	114337.53
应付职工薪酬	4348.72	3361.78	7160.14	28.32	16875.78
应交税费	-11518.73	3531.53	-5573.99	-30.44	-30220.89
应付利息	1012.57	14325.36	15678.22	293.49	6654.93
应付股利					102560.99
其他应付款	29668.48	50843.70	85661.95	69.92	361668.90
预计负债					
一年内到期的非流动负债	8800.00	19475.50	79428.07	200.43	6100.00
其他流动负债	145.66	66.15	243333.04	3987.28	9432.76
流动负债合计	498510.81	590659.39	1269504.08	59.58	2219469.05
非流动负债：					
长期借款	533953.07	637307.71	1001983.94	36.99	1135252.93
应付债券					
长期应付款	1890.00	140885.17	162174.77	826.32	160454.39
专项应付款	6.83	6.83	6.83		6.83
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债		140342.72	169320.91		319462.91
其他非流动负债	13.00	9.00	5.00	-37.98	2.00
非流动负债合计	535862.90	918551.42	1333491.45	57.75	1615179.06
负债合计	1034373.71	1509210.82	2602995.53	58.63	3834648.10
所有者权益：					
实收资本(或股本)	281106.29	365714.29	365714.29	14.06	365714.29
资本公积	121093.65	489905.71	475239.94	98.11	500981.79
减：库存股					
一般风险准备/专项储备	1865.70	8049.31	6377.97	84.89	17523.26
盈余公积	12537.76	17535.57	22693.98	34.54	22693.98
未分配利润	84978.40	166563.18	247477.21	70.65	154495.01
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	501581.80	1047768.05	1117503.39	49.26	1061408.33
少数股东权益	110335.36	401460.35	500165.39	112.91	712491.77
所有者权益合计	611917.16	1449228.40	1617668.78	62.59	1773900.10
负债和所有者权益总计	1646290.86	2958439.22	4220664.31	60.12	5608548.20

注：公司2013年三季度财务数据未经审计

附件3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	824654.81	1113727.00	1642533.19	41.13	1385112.91
减: 营业成本	770239.99	964672.93	1340948.88	31.95	1290090.87
营业税金及附加	2223.96	6810.81	11739.15	129.75	5868.73
销售费用	5328.43	12789.95	42878.51	183.67	37643.67
管理费用	19214.28	22480.74	51712.38	64.05	25608.58
财务费用	15726.54	41370.21	67650.86	107.41	54816.87
资产减值损失		1927.70	177.49		
加: 公允价值变动收益					
投资收益	50023.34	75738.02	73747.30	21.42	53100.83
其中: 对合营企业投资收益			30050.00		
汇兑收益					
二、营业利润	61944.94	139412.67	201173.21	80.21	24185.02
加: 营业外收入	2426.63	3282.63	1860.02	-12.45	225.97
减: 营业外支出	836.58	65.08	109.97	-63.74	1046.06
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	63534.99	142630.21	202923.26	78.71	23364.93
减: 所得税费用	6234.05	24931.48	43714.72	164.81	5271.17
四、净利润	57300.94	117698.73	159208.55	66.69	18093.76
其中: 归属于母公司的净利润	53864.99	86582.58	99716.87	36.06	13672.15
少数股东损益	3435.95	31116.15	59491.67	316.11	4421.61
被合并方合并前的净利润					

注: 公司2013年三季度财务数据未经审计

附件4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 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	928348.49	1264808.87	1693448.07	35.06	1510304.15
收到的税费返还	179.55	449.70	848.16	117.34	653.77
收到其他与经营活动有关的现金	57066.16	25662.39	38164.07	-18.22	360259.82
经营活动现金流入小计	985594.20	1290920.96	1732460.29	32.58	1871217.74
购买商品、接受劳务支付的现金	862775.64	1081710.20	1359034.66	25.51	1433548.31
支付给职工以及为职工支付的现金	25695.05	29153.08	53395.59	44.15	36733.55
支付的各项税费	39711.10	106725.85	88171.00	49.01	28960.54
支付其他与经营活动有关的现金	36188.84	47218.13	97601.86	64.23	333462.92
经营活动现金流出小计	964370.62	1264807.26	1598203.12	28.73	1832705.32
经营活动产生的现金流量净额	21223.58	26113.70	134257.18	151.51	38512.42
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	40805.69	4477.88	284882.39	164.22	35059.78
取得投资收益收到的现金	14003.50	26026.20	73772.71	129.52	30770.98
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			16412.92		
收到其他与投资活动有关的现金	546.96	3784.40	12248.27	373.21	699595.96
投资活动现金流入小计	55356.15	34288.47	387316.29	164.51	765426.72
购建固定资产、无形资产等支付的现金	249524.33	531191.97	411328.93	28.39	364112.98
投资支付的现金	76907.00	149793.50		-100.00	624232.78
取得子公司等支付的现金净额		165433.10	75617.87		110857.68
支付其他与投资活动有关的现金	16279.84	9311.00	47185.59	70.25	179707.84
投资活动现金流出小计	342711.17	855729.58	534132.39	24.84	1278911.29
投资活动产生的现金流量净额	-287355.02	-821441.10	-146816.10	-28.52	-513484.57
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	204622.48	522658.18	11753.95	-76.03	87600.00
取得借款收到的现金	601720.82	531245.60	1827585.40	74.28	2251338.89
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	1890.00	15938.48	14359.51	175.64	44197.99
筹资活动现金流入小计	808233.30	1069842.26	1853698.85	51.44	2383136.88
偿还债务支付的现金	395587.75	404074.40	1490934.88	94.14	1767744.08
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27373.04	44510.68	165022.88	145.53	161911.82
支付其他与筹资活动有关的现金	220.00	13233.93	14104.73	700.70	2473.49
筹资活动现金流出小计	423180.79	461819.02	1670062.50	98.66	1932129.39
筹资活动产生的现金流量净额	385052.51	608023.24	183636.36	-30.94	451007.48
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-28.58	-3.58	-5.96	-54.35	
五、现金及现金等价物净增加额	118892.48	-187307.73	171071.48	19.95	-23964.67
加: 期初现金及现金等价物余额	149730.07	268622.55	127134.74	-7.85	301623.09
六、期末现金及现金等价物余额	268622.55	81314.82	298206.22	5.36	277658.42

注: 公司2013年三季度财务数据未经审计

附件4-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	57300.94	117698.73	159208.55	66.69
加: 资产减值准备		1927.70	159.41	
固定资产折旧及其他	13245.38	28211.26	55184.34	104.12
无形资产摊销	842.27	1472.42	3253.15	96.53
长期待摊费用摊销	110.00	-295.46	-247.57	
处置固定资产、无形资产等损失	0.09			
固定资产报废损失	6.06			
公允价值变动损失				
财务费用	15436.45	50107.68	69187.97	111.71
投资损失	-50023.34	-75725.33	-88460.39	32.98
递延所得税资产减少	277.80	-7971.10		
递延所得税负债增加			3024.79	
待摊费用减少			188.45	
预提费用增加			-66.15	
存货的减少	-16667.24	-21932.22	-34570.40	
经营性应收项目的减少	-93662.62	-66226.40	-57120.37	
经营性应付项目的增加	94357.79	-774.93	24515.41	-49.03
其他		-378.67		
经营活动产生的现金流量净额	21223.58	26113.70	134257.18	151.51
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	268622.55	81314.82	298206.22	5.36
减: 现金的期初余额	149730.07	268622.55	127134.74	-7.85
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	118892.48	-187307.73	171071.48	19.95

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	25.66	25.85	19.38	22.58	--
存货周转次数(次)	87.21	37.77	28.01	42.78	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.48	0.46	0.50	--
盈利能力					
营业利润率(%)	6.33	12.77	17.65	13.92	6.44
总资本收益率(%)	5.25	7.37	6.81	6.66	--
净资产收益率(%)	9.36	8.12	9.84	9.23	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	46.60	30.85	38.49	37.82	39.24
全部债务资本化比率(%)	57.47	39.70	54.68	50.74	57.66
资产负债率(%)	62.83	51.01	61.67	58.71	68.37
偿债能力					
流动比率(%)	85.07	56.45	51.69	59.79	41.54
速动比率(%)	81.62	50.71	46.82	54.95	35.60
经营现金流动负债比(%)	4.26	4.42	10.58	7.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	2.93	3.31	3.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.87	4.19	5.88	5.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.32	-0.83	-0.01	-0.32	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-17.24	-14.35	-0.18	-7.84	--

注：公司2013年三季度财务数据未经审计

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
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(非流动) 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=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，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

联合资信评估有限公司关于 华电煤业集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在华电煤业集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华电煤业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华电煤业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华电煤业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华电煤业集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如华电煤业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如华电煤业集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华电煤业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一四年一月八日