

信用等级通知书

信评委函字[2015] 201号

安源煤业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“安源煤业集团股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。



安源煤业集团股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	安源煤业集团股份有限公司
发行规模	一次发行，发行总额不超过人民币 12 亿元
债券期限	本次债券的期限不超过 5 年期。
债券利率	本次债券为固定利率债券，采取网上与网下相结合的发行方式，票面利率由发行人与保荐机构及联席主承销商按照发行时网下询价结果共同协商确定。

概况数据

安源煤业	2012	2013	2014	2015.H1
所有者权益 (亿元)	36.91	39.37	35.21	33.9
总资产 (亿元)	86.53	92.76	92.21	95.0
总债务 (亿元)	30.91	34.34	39.81	37.4
营业总收入 (亿元)	167.7	174.3	106.5	26.5
营业毛利率 (%)	7.68	6.16	7.57	6.85
EBITDA (亿元)	9.81	8.02	5.87	-
所有者权益收益率 (%)	9.01	5.45	7.98	-7.5
资产负债率 (%)	57.34	57.56	61.82	64.2
总债务/EBITDA (X)	3.15	4.28	6.78	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.51	4.01	2.35	-

江能集团	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益 (亿元)	85.01	81.95	74.14	72.66
总资产 (亿元)	231.06	257.56	266.40	278.56
总债务 (亿元)	80.34	100.20	116.17	126.74
营业总收入 (亿元)	220.15	264.94	192.31	30.12
营业毛利率 (%)	9.20	7.25	9.17	9.48
EBITDA (亿元)	14.80	10.69	11.49	--
所有者权益收益率 (%)	7.83	4.55	5.47	--
资产负债率 (%)	63.59	68.18	72.17	73.92
总债务/EBITDA (X)	5.43	9.38	10.11	--
EBITDA 利息倍数 (X)	3.13	1.66	1.75	--

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、长期债务包含长期应付款。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定安源煤业集团股份有限公司（以下简称“安源煤业”或“公司”）2014 年公司债券信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。同时，该级别在一定程度上考虑了江西省能源集团公司（以下简称“江能集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

中诚信证评评定安源煤业主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了安源煤业偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司有力的股东支持、较强的区位优势 and 完善的煤炭物流体系等有利因素对公司信用水平提供的支撑；同时中诚信证评也关注到煤炭价格下跌导致公司盈利能力下滑以及债务增长较快，负债水平较高，面临一定的债务压力等因素对公司整体经营和信用状况的影响。

正 面

- 有力的股东支持。公司控股股东为江西省能源集团公司，实际控制方为江西省国有资产监督管理委员会。作为江西省最大的煤炭上市公司，公司在资产配置等方面获得了控股股东多方面的支持。
- 较强的区位优势。江西省及周边省份属于煤炭调入省，是全国煤炭消费重点区域，铁路、公路运输极为便利，运距短，公司在煤炭运输成本上具有明显优势。
- 较为完善的煤炭物流运输体系。公司作为江西省内最大的煤炭产销平台，承担了江西省内及周边省份部分煤炭贸易业务，在江西省内拥有较为完善的煤炭物流运输体系，煤炭贸易规模逐年增长。公司煤炭生产和煤炭贸易业务相互支撑，为其收入增长奠定基础。

关 注

- 煤炭价格下跌导致公司盈利能力下滑。2012 年以来，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放的影响，煤炭价格大幅下降。
- 债务增长较快，面临一定的债务压力。近年来，随着公司项目建设的推进，公司资本支出压力较大，其债务规模亦随之不断上升。

分 析 师

曹 辉 hzeng@ccxr.com.cn

许家能 jxun@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 9 月 9 日



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

安源煤业集团股份有限公司（以下简称“安源煤业”或“公司”）是经江西省人民政府赣股[1999]16号《批准证书》批准，由萍乡矿业集团有限责任公司、西安交通大学、江西省煤矿机械厂、江西鹰潭东方铜材有限责任公司、分宜特种电机厂和萍乡裕华大企业总公司等于 1999 年 12 月 30 日按发起设立方式组建的股份有限公司，公司成立之初股本总额为 14,000 万股。2002 年，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]40 号文件批准，公司于当年 6 月 17 日向社会公众发行了人民币普通股 8,000 万股，并于同年 7 月 2 日在上海证券交易所正式挂牌上市。2006 年 8 月 30 日，公司实施了股权分置改革，以资本公积金向全体流通股股东以每 10 股定向转增 6.154 股股份，共计转增股份 4,923.20 万股，此次转增股份完成后，公司股本总数变更为 269,232,000 股。后经过历次股本转增，截至 2015 年 3 月 31 日，公司总股本变为 989,959,882 股。公司原名为“安源实业股份有限公司”，原是以煤炭采掘销售、浮法玻璃生产、玻璃深加工及客车制造为主业的上市公司，2012 年公司通过资产置换及发行股份购买资产方式收购了控股股东控制的江西煤业全部股权，变更为煤炭采掘专业公司，同时更名为“安源煤业集团股份有限公司”。目前公司的控股股东为江西省能源集团公司，截至 2015 年 6 月末，江西省能源集团公司直接持股比例为 38.80%，公司实际控制方为江西省国有资产监督管理委员会。

公司业务涉及煤炭开采、煤炭精选加工、煤炭经营，煤层气开发利用，对外贸易经营，矿产品销售，对各类行业的投资，国内贸易及生产、加工，仓储服务，货运代理等。目前，公司的主要业务为自产煤炭销售、煤炭贸易以及物资贸易。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 92.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 35.21 亿元，资产负债率及总资本化率分别为 61.82%与 53.07%；2014 年，公司全年实现营业收入 106.52 亿元、净利润 0.70 亿元，产生经营活动净现金流 5.29 亿元。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司总资产为 95.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 33.97 亿元，资产负债率及总资本化率分别为 64.25%与 52.46%；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 26.50 亿元、净利润-1.29 亿元，产生经营活动净现金流 0.07 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	安源煤业集团股份有限公司 2014 年公司债券
发行规模	不超过人民币 12 亿元
债券品种和期限	本次债券期限不超过 5 年
债券利率	本次债券为固定利率债券，采取网上与网下相结合的发行方式，票面利率由发行人与保荐机构及联席主承销商按照发行时网下询价结果共同协商确定
偿还方式	本次债券每年付息一次，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金及改善债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

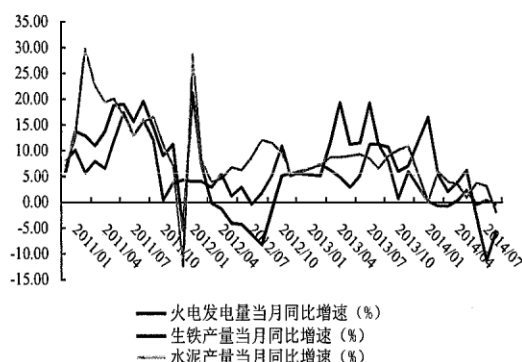
煤炭行业概况

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70%左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、煤炭资源整合、运输通道建设、行业政策等因素的影响。

在需求方面，中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、化工和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80%左右。2010 年以来，宏观经济保持了良好的增长势头，主要耗煤行业产品产量保持了较快的增长，煤炭需求旺盛。但是 2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，加之受进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放等因素影响，煤炭价格大幅下跌，煤炭行业

景气度下滑。

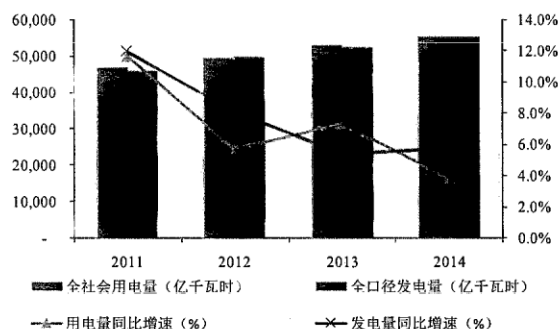
图 1：2010 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2012 年以来，随着宏观经济增长逐步放缓，全社会用电量增速随之下降，2012-2014 年全国全社会用电量分别为 4.96 万亿千瓦时、5.32 万亿千瓦时和 5.52 万亿千瓦时；同期全口径发电量分别为 4.98 万亿千瓦时、5.24 万亿千瓦时和 5.54 万亿千瓦时，2014 年全国发电量同比增长 4%，但其中火电发电量同比下降了 0.3%。在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，从 2001 年至今火电机组装机容量占电力装机总容量的比重一直保持 70% 左右。另一方面，近年来随着并网风电、太阳能以及核能的规模逐步扩大，新能源在电力供应中的占比有所提升；2014 年并网风电占总装机容量的 7.05%，并网太阳能占比 1.95%，核能占比 1.46%，当年合计占比已突破 10%，预计未来该比例仍将保持增长。电厂库存方面，受火电发电量低迷以及冬季储煤影响，截至 2014 年 12 月 31 日，全国重点电厂的电煤库存为 9,464 万吨，可用天数为 24 天，虽逐步回落但处于较高水平。

图 2：近年来我国电力消费与发电量增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。近几年，随着固定资产投资的增长，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了年 10% 以上的快速增长。2011 年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011~2013 年我国粗钢产量分别为 6.82 亿吨、7.17 亿吨和 7.79 亿吨，同比分别增长 8.89%、4.70% 和 7.60%。2013 年钢铁行业终端需求增速依然较低，钢铁行业依旧处于“寒冬”期，同期我国粗钢产量同比增长 7.60%，增幅同比提高 2.90 个百分点，虽产量增速较上年有所恢复，但考虑到企业和社会库存均保持在较高水平，实际消费量增速远低于此水平。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业进入下行调整期，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.2 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下降 6.7 个百分点。短期内钢铁市场仍将维持弱势运行，进而传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力；长期来看，随着国家对环保政策要求的日益趋严，环保手段或将成为逐步淘汰过剩落后钢铁产能的有效手段，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增速也将有所放缓。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为 13% 左右。受益于近十年中国主要依靠基础设施建设和房地产拉动的经济增长模式，水泥产量年同比增幅均保持了 10% 以上的增速。2011 年四季度开始房地产调控政策和信贷紧缩政策对水泥行业的影响已经显现，水泥下游需求减少，价格出现下降。2012 年水泥产量达到 22.1 亿吨，同比增长 5.3%，增幅同比下降了 10.8 个百分点。2013 年房地产和基础设施建设保持较高增速，全国水泥产量实现 24.2 亿吨，同比增长 9.3%，增幅同比增长 4 个百分点。2014 年以来，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，全年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速快速下滑。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信证评认为，煤炭主

要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 2：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤
2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.3	李克强总理在第十二届全国人大二次会议上的政府工作报告	政府要“出重拳强化污染防治”和“推动能源生产和消费方式变革”
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg
2014.9	《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014—2020 年）》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时；优化区域煤电布局，低热值煤电项目原则立足本地消纳；2020 年前力争淘汰落后火电机组 1000 万千瓦以上

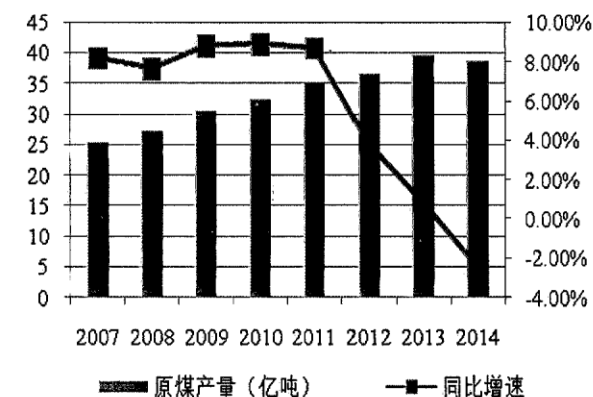
资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，近年来宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭行业景气度明显下滑；特别是进入 2014 年以来，在固定资产投资，特别是房地产投资增速双下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，目前政府治理大气污染决心较大，政府或以治理雾霾加快倒逼能源结构变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量势将进一步承压。

供给方面，2002 年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，煤炭行业固定资产投资额从 2002 年的 111.91 亿元快速上升到 2011 年的 4,907.3 亿元，

年均复合增长率为 52.21%。在此带动下，全国原煤产量从 2002 年的 13.80 亿吨上升到 2011 年的 35.20 亿吨，年均复合增长率为 10.96%。但 2011 年四季度以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业经营压力加大，生产积极性有所下降，并且在国家严格治理违法违规煤矿生产建设和限制劣质煤生产与消费等的措施下，煤炭产量盲目增长的势头也得到一定遏制，2012 年以来原煤产量增速持续下滑。根据国家统计局数据，2014 年全国原煤产量为 38.7 亿吨，较上年同期下降 2.5%，系 1998 年以来首次出现负增长。

图 3：2007 年以来全国原煤产量



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

另外，进口煤炭也是供给的重要补充，2009 年以来，中国煤炭进口量一直保持较高的水平，根据中国海关总署的数据，2012 年中国煤及褐煤进口量为 2.88 亿吨，同比增长 29.8%；2013 年煤及褐煤进口量为 3.27 亿吨，同比增长 13.40%。煤炭进口量的不断上升对国内煤炭市场造成了一定冲击，尤其对沿海煤炭价格产生的影响较大，不过受国内煤炭市场不景气以及国家提升进口煤关税的影响，2014 年进口煤炭量有所回落，当年煤及褐煤进口量为 2.91 亿吨，同比下降了 10.95%。

从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2011 年四季度开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，用电量增速下滑，动力煤价格开始进入震荡下降通道。2013 年以来，动力煤价格总体维持下滑态势，尽管受到火电发电增速回升和年底电煤合同谈判中煤炭大型集团提价等因素的影响，四季度动力煤价格经历了一轮回升行情，但由于缺乏下游需求有利支撑，2014 年一季度末的价格跌回上年三季度末水平，从指数的价格走势上看，全年煤炭价

格不断刷新历史新低，截至 2014 年 12 月 24 日，环渤海动力煤价格指数 5500K 价格报收 525 元/吨，与年初 610 元/吨下跌 85 元/吨。2015 年煤炭行业依旧产能过剩，国内煤炭市场仍将处于供大于求的局面，截止到 3 月 18 日，环渤海指数开年来“十连跌”，累计下跌了 43 元/吨，神华、中煤、同煤、伊泰等大煤企降价促销，预计全年的煤价将维持低位运行。

总体来看，2011 年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在 2012 年和 2013 年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。

2014 年以来政府陆续发布限制煤炭供给量的相关政策，其中行业限产政策的落实有助于控制煤炭产能的增长，煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口，缓解进口煤对国内市场的冲击

为了缓解煤炭产能过剩，2014 年 8 月，国家发改委发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》（发改电[2014]226 号，以下简称‘通知’），对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。据中国煤炭工业协会统计，2014 年全国煤炭产业已达成在下半年减产 10% 的共识，各地的减产潮将逐步拉开。

另外，根据国家能源局煤炭司的数据，截至 2014 年 11 月末，全国现有生产煤矿 6,816 处、产能 31.26 亿吨/年；其中 120 万吨/年及以上大型煤矿 722 处、产能 20.81 亿吨/年，占全国煤矿数量的 10.6%、总产能的 2/3；30 万吨/年至 120 万吨/年的

中型煤矿 1,219 处、产能 6.62 亿吨/年，占全国总数的 17.9%、产能的 21.2%；而 30 万吨/年及以下小型煤矿 4,875 处、产能 3.82 亿吨/年，分别占全国总数的 71.5%、产能的 12.2%。2014 年全国共关闭小煤矿 1,509 处。2015 年国家安监总局和国家煤监局将继续加大落后小煤矿的关闭力度，力争再关闭 1,000 处以上，到 2015 年底全国煤矿控制在 1 万处以内。

进口煤的政策方面，2014 年 8 月和 10 月中国海关总署分别宣布取消褐煤和其他煤种的零关税，恢复最惠国关税，其中褐煤、无烟煤和炼焦煤的最惠国关税均为 3%，进口关税的提升有助于缩小国内和进口煤价的差异，从而一定程度上抑制煤炭进口。

总体看，2014 年以来政府从限制国内产量、淘汰落后小煤矿和提升进口煤关税等方面对供给侧进行抑制，有助于一定程度上缓解国内煤炭供给过剩的局面。

煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革，煤炭企业税费负担尚取决于各省清理涉煤收费的落实程度和具体的税率水平

2014 年 10 月 10 日，财政部、国家发改委联合发布《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理；10 月 11 日，财政部发布《关于实施煤炭资源税改革的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，税率幅度为 2%~10%。以上政策的出台意味着煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革。

在此之前，我国资源税采取“从量计征”方式，根据 2011 年 9 月国务院常务会议对《中华人民共和国资源税暂行条例》的修改，焦煤资源税征收标准规定为每吨 8~20 元，其他煤炭为每吨 0.3~5 元。而从量计征的方案缺乏税收弹性，并且在煤炭价格攀高的形势下对资源的过度开发失去调节作

用；此外，煤炭行业普遍存在着费重税轻、税费结构不合理、重复征收等问题，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且清理其他税费，有助于以上问题的解决。另一方面，政策出台的时间窗口正值煤炭市场价格处于历史低位，“从价计征”的实施将有利于使煤炭企业的税收负担控制在相对较低水平。

从本次“清费立税”对煤炭企业的税负的影响来看，煤炭资源税方面，从价计征的资源税将使得煤炭企业税收负担较以前有所增加；但另一方面，从其他涉煤收费来看，在部分煤炭生产大省，如山西、陕西和内蒙等省，煤炭企业承担的涉煤收费较为繁重，清理这些收费有望大幅降低煤炭企业的负担。总体来看，煤炭企业最终税费负担的变化取决于各地区制定的实际适用资源税率水平以及清理涉煤收费的执行情况。在目前煤炭企业普遍面临经营困境、国家救市政策频出的情况下，通过清理涉煤收费使煤炭企业负担总体可控将成为此次“清费立税”改革的重点。中诚信证评将对各省清理涉煤收费的执行情况以及最终确定的资源税率水平保持关注。

煤炭运输瓶颈制约行业发展，“十二五”期间国家将加大煤炭运输通道建设，运输压力将有所缓解

中国煤炭资源生产地和消费地逆向分布的特点决定了北煤南运、西煤东运的格局。我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占中国煤炭总运量的比重一直在 50% 以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

铁路建设方面，近年我国主要运煤铁路逐年扩容，“十二五”期间，煤炭运输通道建设将是我国综合交通运输体系发展规划的重点内容之一，我国煤炭铁路运输以晋、陕、蒙（西）、宁、甘地区煤炭外运为主，由大秦线、朔黄线、石太线、侯月线、蒙冀线、陇海线、宁西线和山西中南部通道等组成横向通道，由京沪线、京九线、京广线、焦柳线以及规划建设的蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤

运铁路等组成纵向通道。张唐线预计到 2015 年上半年建成投运，煤炭运输能力可达 2 亿吨；晋豫鲁铁路（或“山西中南部铁路通道”）横跨晋豫鲁三省，是我国东西向重要路网干线铁路的一条大能力重载铁路，线路西起山西吕梁山地区的兴县瓦塘镇，东至山东日照港口，年货运能力 2 亿吨，在 2014 年底竣工通车；2014 年 10 月底，国家发展改革委正式批准了新建蒙西至华中地区铁路煤运通道工程项目，项目投资估算总额为 1,930.4 亿元。该通道北起内蒙古自治区鄂尔多斯境内浩勒报吉南站，终点到达京九铁路吉安站，线路全长 1,806.5 公里，通道规划设计输送能力为 2 亿吨，是我国“北煤南运”新的国家战略运输通道。

表 3：“十二五”期间中国部分煤炭运输通道建设情况

铁路	目标	预计完工时间
朔黄铁路	3.5 亿吨，扩能	已完工
集通线	5,000 万吨，扩能	2015
张唐线	2 亿吨，新建	2015
侯月线	1.5 亿吨，扩能	已完工
晋豫鲁线	2 亿吨，新建	已完工
蒙西-华中煤运通道	2 亿吨，新建	2017

资料来源：中诚信证评整理

此外，新疆首条特高压输电工程哈密-郑州 800 千伏特高压输电工程已于 2014 年初投运，预计将就地转化煤炭 2,300 万吨，将对新疆地区煤炭行业的发展起到一定的促进作用。

根据《煤炭工业发展“十二五”规划》，预计到 2015 年全国煤炭铁路运输需求 26 亿吨，规划煤炭运力 30 亿吨；其中晋、陕、蒙（西）、宁、甘地区调出量 14.3 亿吨，铁路规划煤炭外运能力约 20 亿吨；兰新铁路电气化改造和兰渝铁路建成投运后，可基本满足新疆煤炭外运需求。总体来看，随着铁路、港口煤炭运输通道建设的逐步实施，“十二五”末期煤炭运输压力有望得以大幅缓解，届时我国煤炭生产格局将进一步西移，有助于煤炭国内有效供给的增加。

总体来看，中国煤炭行业进入下行周期，诸多企业出现亏损，政府出台一系列扶持煤炭行业的政策。长期来看，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放等因素影响，煤炭价格大幅下降，预计未来煤炭市场整体仍将维持

供大于求的态势，煤炭价格或将持续低迷。

竞争实力

区位优势

公司煤矿矿区主要位于江西省的萍乡、丰城、新余和景德镇地区，江西省东邻浙江省、福建省、南连广东省，其所在的华东地区东部地区属于煤炭调入区、全国煤炭消费重点区域，铁路、公路运输极为便利，公司在煤炭运输成本上具有明显优势。

受地质条件的影响及历史原因，江西省缺乏大型煤矿，主要的煤炭产量由分布在全省各地的、数量庞大的小型煤矿提供，无法与公司形成有效竞争。近年来公司产量占江西省煤炭总产量的三分之一左右，根据江西省煤炭行业管理办公室的统计，江西省内所有在产煤矿中，年产 20 万吨以上的煤矿均为公司所有。江西省内煤炭需求旺盛，供需缺口持续扩大。根据《江西省“十二五”煤炭发展规划》，预计 2015 年全省煤炭消费量 9,655 万吨原煤，占一次能源消费比重 69.7%。全省煤炭产量 3,000 万吨，净调入煤炭 6,655 万吨。公司的煤炭产品销售市场相对稳定并有极大的拓展空间；外省煤炭进赣线路紧张，加之铁路运输价格的提高，难以缓解江西省煤炭供需紧张的状况。

除此以外，江西省本地的煤炭生产及经营企业规模较小，无法与公司形成有效竞争。公司作为江西省最大的煤炭上市公司，在江西省煤炭供需格局中拥有突出的地位。

股东支持优势

公司控股股东为江西省能源集团公司，实际控制方为江西省国有资产监督管理委员会。公司作为江西省唯一的大型煤炭集团下属的 A 股上市公司，江西省能源集团在资产配置等方面给予了大力的支持。

公司控股股东江西省能源集团拥有和控制江西省内外煤炭可采储量 4 亿吨，其将会按照消除同业竞争承诺将集团内部成熟的矿产资源陆续注入上市公司；同时，江西省煤炭兼并重组确定的资源配置向大型优势煤炭企业倾斜政策，也有利于公司在江西省内的煤矿并购整合以及未来煤炭新资源

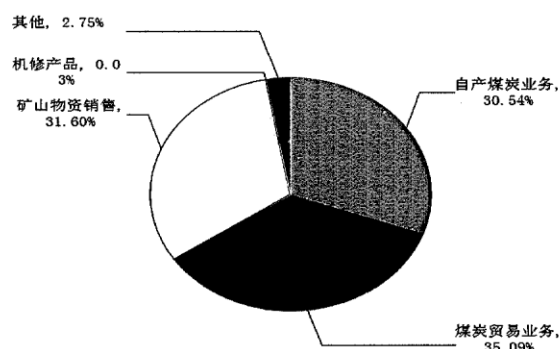
的获取。通过整合省内外优质煤炭资源，公司的资源优势将在未来逐步显现。

总体来看，公司在区域位置、运输条件、股东支持以及资源整合方面具备一定的竞争及抗风险优势。

业务运营

公司主要业务包括自产煤炭销售、煤炭贸易，以及机修产品、矿山物资贸易，其中煤炭业务是公司收入和利润的主要来源。2014 年公司实现营业总收入 106.52 亿元，其中自产煤炭业务实现营业收入 32.53 亿元，占营业收入的 30.54%；煤炭贸易业务实现营业收入 37.37 亿元，占营业收入的 35.09%；矿山物资销售实现营业收入 33.65 亿元，占营业收入的 31.60%；机修产品实现营业收入 0.03 亿元，其他业务营业收入为 0.15 亿元。

图 4：2014 年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭业务

煤炭业务是公司的核心业务之一，系公司的主要利润来源。2014 年，公司自产煤炭销售和煤炭贸易业务合计收入为 69.90 亿元。

煤炭资源

资源储量方面，截至 2014 年末，公司拥有 21 个生产煤矿，拥有煤炭可采储量 1.44 亿吨。公司主要煤炭生产基地位于江西省萍乡、丰城、新余和景德镇等地市，4 个矿区总面积 148.56 平方千米，包括萍乡矿区 48.08 平方千米、丰城矿区 84.59 平方千米、新余矿区 9.33 平方千米、景德镇矿区 11.80 平方千米。其中，江西煤业萍乡分公司管理高坑煤矿、安源煤矿、青山煤矿、杨桥煤矿、白源煤矿、黄冲煤矿、巨源煤业 7 对矿井。江西煤业丰城分公

司管理曲江公司（委托）、建新煤矿、坪湖煤矿、尚庄煤矿、山西煤矿、流舍煤矿（山西煤矿、流舍煤矿由新洛煤矿管理）6 个矿井。江西煤业景德镇分公司管理沿沟煤矿、涌山煤矿、东方红煤矿、仙槎煤业 4 个矿井。江西煤业新余分公司管理天河煤矿、东村煤矿、桥二煤矿、伍家煤矿（桥二煤矿、东村煤矿、伍家煤矿由英岗岭煤矿管理）4 个矿井。公司煤种主要为主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、瘦煤、贫瘦煤，煤炭品种主要为洗精煤、动力煤，主要用户为江西省冶金焦化、电厂等企业。

表 4：截至 2014 年末公司自有矿井情况

名称	生产矿井 (个)	核定产能 (万吨/年)	可采储量 (万吨)
萍乡矿区	7	232	2,549.90
丰城矿区	6	321	9,011.04
新余矿区	4	81	425.99
景德镇矿区	4	110	2,385.34
合计	21	744	14,372.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能建设方面，截至 2014 年末，公司拥有江西萍乡、丰城、新余和景德镇在产矿井 21 对，煤

炭生产能力达到 744 万吨/年。其中江西萍乡具有 7 对生产矿井，核定产能为 232 万吨/年；丰城矿区具有 6 对生产矿井，核定产能为 321 万吨/年；新余矿区具有 4 对生产矿井，核定产能为 81 万吨/年；景德镇矿区具有 4 对生产矿井，核定产能为 110 万吨/年。

总体来看，公司目前自有煤炭资源储量较丰富，未来随着公司在建项目的扩展，以及控股股东煤炭资源陆续注入，公司煤炭产储量及产能将不断增加。

煤炭生产

煤炭生产方面，2012~2014 年公司原煤产量分别为 704.15 万吨、693.44 万吨和 665.39 万吨，产能利用率分别为 94.77%、93.20%和 89.43%，产量下降主要是因为煤层储存条件以及开采条件变化影响。公司近年一直专注于提高机械化水平和生产集约化程度，具有较强的研发能力和先进的开采技术。目前，公司煤炭采掘已经 35.97%实现综采，机械化水平达到 50.11%，机械化程度有待提高。

表 5：截至 2014 年末公司煤矿资源储量、产量情况

煤矿名称	井田面积 (平方公里)	资源储量 (万吨)	2014 年末可开 采量 (万吨)	设计产能 (万吨/年)	2011 年 产量	2012 年 产量	2013 年 产量	2014 年 产量
高坑煤矿	11.81	1,696.92	205.80	30	30.00	27.24	30.00	29.89
安源煤矿	12.82	2,036.08	502.32	78	77.93	78.09	78.00	77.39
青山煤矿	3.33	869.23	559.80	39	39.02	39.00	38.58	38.84
杨桥煤矿	5.41	744.10	164.50	25	24.84	24.99	22.59	21.57
白源煤矿	7.37	661.72	135.17	33	33.04	32.92	33.00	32.39
黄冲煤矿	0.78	244.99	135.44	6	5.94	5.80	5.99	5.78
萍乡巨源煤业有限公司	5.57	3,435.04	846.87	21	20.65	19.39	14.97	4.27
建新煤矿	10.91	1,053.46	348.58	81	81.09	61.02	77.68	76.09
坪湖煤矿	8.94	1,182.96	342.72	51	50.87	50.99	37.89	41.00
尚庄煤矿	12.94	1,701.96	1,375.30	45	44.95	44.60	44.48	43.54
新洛煤矿	9.85	2,846.49	1,359.94	63	56.40	60.00	62.82	56.21
英岗岭煤矿	6.28	374.65	142.49	36	33.60	33.84	27.47	30.37
天河煤矿	3.05	551.06	283.50	45	45.02	44.38	45.21	42.19
沿沟煤矿	2.56	2,967.65	1,394.70	60	51.24	52.04	52.17	55.43
涌山煤矿	2.17	2,362.83	769.44	20	20.00	19.17	19.59	19.97
东方红煤矿	1.88	64.60	30.17	9	8.87	8.99	9.00	8.86
江西仙槎煤业有限责任公司	3.30	338.49	191.03	21	19.95	20.82	18.62	16.43
丰城曲江煤炭开发有限责任公司	39.60	7,909.64	5,584.50	81	80.87	80.89	75.39	65.17
合计	148.56	31,041.87	14,372.27	744	724.29	704.15	693.44	665.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

洗选能力方面，公司积极建设配套洗选加工能力，经过对所采原煤进行洗选，大大提高了煤炭产品附加值，目前公司有块煤、精煤、混煤、半硬焦煤、喷吹煤等多种煤炭产品，丰富的产品结构有利于增强公司盈利能力。截至 2014 年末，公司共有 8 个洗煤厂，设计年洗选能力合计为 555 万吨，年洗选量约在 360 万吨左右。在建项目方面，公司在建洗煤厂 2 个，分别为青山煤矿洗煤厂和景德镇分公司洗煤厂，年洗选能力分别为 60 万吨和 90 万吨，青山煤矿洗煤厂技术改造已完成并投入运营，成效显著；景德镇分公司洗煤厂项目 2015 年 6 月已进入调试阶段，届时公司煤炭洗选能力将达到 705 万吨，自产煤炭入洗比重将明显提高。

安全生产方面，煤炭开采过程中存在顶板、瓦斯、矿井水、发火、煤尘五大自然灾害等不安全因素，在煤化工业务方面亦存在高温、高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，公司建立了一系列安全生产管理规定和制度。但近年来，公司发生两起重大煤炭安全事故，安全生产管理能力有待进一步加强。2012 年 9 月 2 日，公司全资子公司江西煤业所属高坑煤矿采二区 408 盘区 3467 工作面发生瓦斯爆炸事故，造成 15 人死亡。2013 年 9 月 30

日，公司控股子公司丰城曲江煤炭开发有限责任公司（以下简称“曲江公司”）发生一起煤与瓦斯突发事故，造成 11 人死亡。国家煤炭安全监察局认定上述 2 个煤矿事故为责任事故并对事故有关责任人、责任单位做出了相应处理意见。

煤炭销售

销售方面，公司组建了江西煤炭销售运输有限责任公司，对权属煤矿企业的煤炭实行“五统一”管理，即统一订货、统一定价、统一运输、统一结算、统一商务纠纷处理。目前公司销售模式以直销终端用户为主，代销为辅。公司直接与省内外重点电厂、钢厂、焦化厂建立了中长期贸易关系，同时公司考虑到部分自产煤炭的高硫低热值的特点，也与部分有实力的煤炭供应商建立了长期稳固代销关系。近年来，公司已在九江建设煤炭储备中转港口，以及在国内主要沿江沿海区域建立煤炭中转站（如扬子江、天津等港口），组织人员将北方优质煤炭通过海运、海进江发送到江西及周边区域，做强公司煤炭贸易业务，稳定和提高公司江西省内市场份额。

表 6：2012~2014 年公司煤炭销售情况

名称	2012		2013		2014	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
洗精煤	177.63	1,220.47	191.20	960.05	194.02	793.18
动力煤	165.90	454.65	145.98	379.30	155.77	324.66
市场煤	322.18	406.97	380.32	354.67	345.19	350.04
合计	665.72	635.92	717.50	521.00	694.99	468.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，近年来受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放的影响，煤炭价格大幅下降，2012~2014 年公司商品煤平均销售价格分别为 635.92 元/吨、521.00 元/吨和 468.06 元/吨。

销售方式方面，公司主要是通过铁路运输直达发送到各电厂、钢厂、焦化厂，部分通过汽车发运。统销煤 60% 以上是直供电厂、钢厂、焦化厂等终端用户，40% 是销售给中间商，大部分交易都是采用长期合作销售，定价都采取随行就市，市场变化时，

以补充协议商定价格。

销售客户方面，公司目前主要客户是新钢、萍钢、景焦、涟钢、赣能、国电丰城发电、江西大唐新余发电等重点钢厂、电厂、焦化厂，所占煤炭销售收入 60%。在当前煤炭市场形势下，各重点用户行业内部都实行了煤炭采购对标管理，充分考虑质量、性价比因素，以到厂价对标管理，严格控制采购成本。因此，公司的煤炭产品销售网络主要布局在省内市场，重点采取直供方式，减少中间环节，缩小铁路运输距离。

运输方面，煤炭运输方面，公司产品主要通过铁路运输，铁路可以直达各重点电厂、钢厂、焦化厂、水泥厂，大部分权属煤矿都在建设矿井时就配套建设了铁路专用线直达矿井的煤仓，可以由煤矿直接装车发运，不存在运输瓶颈，目前的运力较充裕，铁路运输半径在 600 公里以内。

总体来看，尽管受煤炭行业整体低迷影响，公司依托于明显的区位优势和市场优势，以及稳定的客户关系，近年来产品实现了稳定的销售。

煤炭贸易业务

公司煤炭及物资流通业务主要包括煤炭贸易及矿山物资贸易。前期公司从事煤炭贸易业务主要通过江西煤业销售公司、江西煤炭储备中心、赣中煤炭储运公司来运营，自 2012 年 8 月份起，公司煤炭贸易业务均由江西煤业销售公司统一管理。

公司煤炭贸易主要产品为动力煤、精煤，其中又以动力煤销售为主，辅以精煤销售。公司煤炭贸易现在处于发展初期，以迅速扩大规模占取江西省内煤炭用户市场份额为主要发展目标。2012~2014 年销售规模分别为 84.89 亿元、64.27 亿元和 37.37 亿元，规模较大，并可以根据市场行情进行灵活调整。2013 年公司调整煤炭贸易结构，加快完成煤炭物流体系建设及推进煤炭加工储备基地布点建设，打造新的煤炭供应链模式，逐步向加工型煤炭贸易转型。

公司作为江西省内最大的煤炭产销平台，承担了江西省内及周边省份部分煤炭贸易业务。公司近年来在推进煤炭物流体系建设的同时加大煤炭物流贸易业务力度。2012 年公司收购了赣中煤炭储运公司，完成赣中地区储运配煤中心建设。公司与煤炭生产企业和用煤企业建立稳定的战略合作关系和代理关系。目前公司在江西省内拥有较为完善的煤炭物流运输体系，煤炭贸易保持较大规模。2012~2014 年，公司煤炭贸易销量分别为 1,173.69 万吨、1,249.34 万吨和 816.42 万吨，煤炭贸易购销差价分别为 11.12 元/吨、7.40 元/吨和 8.11 元/吨，实现煤炭贸易销售毛利分别为 1.22 亿元、0.92 亿元和 0.40 亿元。2014 年煤炭收入下降主要是受煤炭市场变化及煤炭价格下行等影响。

表 7：2012~2014 年公司煤炭销售情况

单位：万吨、元/吨				
时间	采购量	采购均价	销售量	销售均价
2012	1,173.69	646.51	1,173.69	657.63
2013	1,249.34	507.00	1,249.34	514.40
2014	816.42	474.79	816.42	482.90

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，公司未来三年拟建以及在建项目包括江西煤炭储备中心码头工程 3 个 5000DWT、江西煤炭储备中心储煤场工程静态储 80 万吨、江西煤炭储备中心铁路线工程 2.87KM。截至 2014 年 12 月末，公司分别对其投入 4.58 亿元、2.54 亿元、0.91 亿元，码头工程已完成过半的工程量，原料煤储煤工程、铁路专用线工程已建设过半，力争 2015 年底建成竣工。上述项目的建成将有助于公司煤炭加工贸易业务规模的不断增加。

物资流通业务

矿山物资业务

矿山物资销售方面，公司矿山物资销售业务平台为江西物资供应公司，主要目的为确保公司所属煤矿生产正常的物资供应，通过大宗物资集中采购有效降低物资采购成本。为充分利用公司物流体系优势、增强盈利能力，公司还利用市场资源适当开展矿山物资贸易业务。

目前，公司矿山物资贸易品种主要包括钢材、燃料油和其他物资，其中以钢材销售规模最大，近年来受宏观环境影响，钢材价格波动较大，公司矿山物资销售业务毛利率水平较低。2012~2014 年，公司矿山物资销售收入分别为 36.74 亿元、68.93 亿元和 33.65 亿元。随着新拓展业务经营模式的不断完善，矿山物资贸易业务占公司主营业务收入的比例逐年增加，该业务是公司贸易业务的有效补充。

总体看来，公司积极应对宏观经济和煤炭市场波动带来的不利影响，充分发挥煤炭贸易和矿山物资业务的规模优势，逐渐成为公司的收入和利润的有益补充。

管 理

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和境内外上市地有关监管规定，

不断完善公司法人治理结构、规范运作，加强制度建设。公司建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经理层之间权责分明、运作规范的相互协调和相互制衡机制。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人。同时，为维护股东的合法权益，完善公司的监督机制，公司设立了监事会，由 5 名监事组成。公司设总经理 1 名，主持公司的日常生产经营管理工作，对董事会负责，向董事会报告工作。公司设副总经理若干名，财务总监 1 名，协助总经理工作，对总经理负责。

安源煤业按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，遵循全面性、重要性、制衡性、适应性、成本效益原则，充分考虑内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、检查监督等因素，结合公司实际，对现有内部控制体系加以梳理并进一步完善，逐步建立健全了一套完整的内部控制运行体系。

目前，公司已编制了内部控制管理基本规定、管理制度、管理手册和评价制度等一系列内控制度，涵盖了公司及子公司生产经营、安全监察、财务管理、关联交易、对外担保、募集资金使用、重大投资等生产经营过程。内部控制制度完善，保障了公司生产经营活动的安全有效进行。

整体来看，公司治理较为规范，内部控制制度较为全面，各项管理制度比较完善，能够确保公司的运行符合法律、法规及上市地监管规定，并不断提升公司治理水平。

战略规划

根据目前国家经济形势以及煤炭行业处境，公司发展战略由“强基固本搞好煤炭生产，强攻煤炭现代物流，形成煤炭生产经营、现代煤炭物流多元发展的现代产业体系”调整为“以安全生产为前提，以稳健经营为基础，以创新商业模式，转变发展方式为主线，全力推进从煤炭生产为主到煤炭服务为主、从规模扩张到创新驱动发展，以江西煤炭交易中心为平台，渗透金融领域，发展现代物流服务，推进产业结构优化升级”，力争用 3 年时间完

成产业转型升级，实现可持续发展。

公司全力推进产业结构优化升级，实现产融贸一体化经营格局。一方面，公司从生产向服务转型，推进产业协同和优化升级。一是加快建设以江西煤炭交易中心平台，发展现代物流服务。2014 年江西煤炭交易中心引进天津泛亚电子商务技术服务有限公司为战略合作伙伴，力争在 2015 年内全力打造立足“两湖一江”地区的区域性煤炭交易中心。“十三·五”期间内，交易中心将更多运用市场手段推进全国煤炭交易市场体系建设，进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，把江西省煤炭交易中心建设为国家级（消费地）煤炭交易中心。江西省煤炭交易中心在投资端通过互联网平台和煤炭行业专业化风控为中小企业提供供应链金融服务。融资端除银行授信外，借助互联网金融上线 P2P 平台快速灵活扩大融资规模，支撑供应链金融需求。依托互联网高效的运营模式和公司自身在煤炭领域的专业经验，降低交易成本，从中赚取利润，吸引流量，从“两湖一江”起步，远期通过大数据积累解决煤炭电商的两大硬伤——非标准化和运输壁垒，最终实现煤炭的“互联网+”。通过交易中心平台将单一煤炭生产经营与现代煤炭物流紧密结合起来，将煤炭生产与金融服务紧密结合起来，实现产业转型升级。二是集中统一资金管理，提高资金运作效率，降低融资成本；三是拟申请设立财务公司，发展现代金融服务，实现产融结合，助力转型发展。另外一方面，公司从煤炭向能源转型，推进产业清洁发展。一是加大原煤洗选、加工和转化投入，以赣中储运、扬长洁净煤公司为平台，加大煤炭洗配加工业务，形成新的利润增长点；二是延伸产业链、价值链，以产权为纽带，与电力企业推进战略合作；三是发展煤层气发电、煤矸石发电等。

公司将加快推进项目建设、项目收购，发力助推产业转型，公司的九江储备中心基地已列入国家煤炭物流规划。公司将抢抓机遇，对接政策，加快江西煤炭交易中心和九江储配基地建设，争取项目提前建成投入运营。利用政府兼并重组支持政策，以低成本收购煤炭资源、煤矿及相关产业资产，助力产业转型升级。

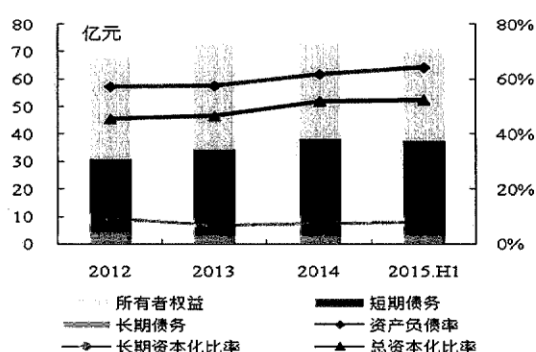
财务分析

以下财务分析基于公司提供的众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年合并财务报告，以及未经审计的 2015 年的半年报。

资本结构

近年来，在公司自产煤炭和煤炭贸易产业链不断延伸的带动下，资产规模呈现总体增长。2012~2015 年 6 月末，公司资产规模分别为 86.53 亿元、92.76 亿元、92.21 亿元和 95.01 亿元。同期，公司负债规模分别为 49.62 亿元、53.39 亿元、57.01 亿元和 61.04 亿元。所有者权益方面，近三年又一期呈现一定波动趋势，主要是受公司通过资产置换及发行股份购买资产方式收购了公司控制的江西煤业全部股权的影响，2012~2015 年 6 月末公司所有者权益分别为 36.91 亿元、39.37 亿元、35.21 亿元和 33.97 亿元。

图 5：2012~2015 年 6 月末公司资本结构分析



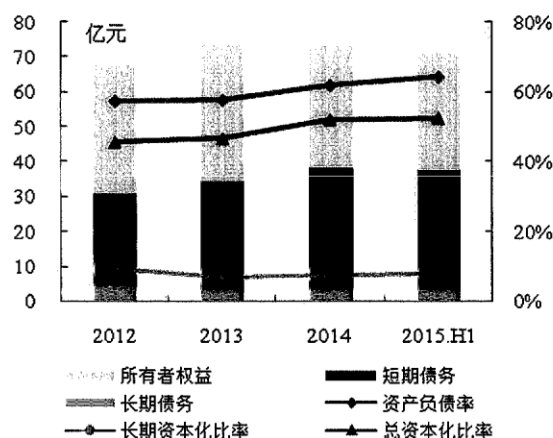
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，由于公司系煤炭生产企业，其资产以非流动资产为主，其中固定资产和在建工程占比较大。截至 2014 年末，公司非流动资产规模为 51.57 亿元，其中固定资产和在建工程合计为 41.88 亿元，占公司非流动资产的 81.21%，以非流动资产为主的资产结构符合其生产经营特性。

负债结构方面，随着公司近年来项目投资的增加，其负债规模逐年增长，其中付息性债务为公司负债的主要构成。2012~2015 年 6 月末，公司总债务分别为 30.91 亿元、34.34 亿元、39.81 亿元和 37.49 亿元。债务期限结构方面，2012~2015 年 6 月末公司长短期债务比分别为 7.24、10.65、7.62 和 11.72，以短期债务为主的债务期限结构使得公司面临一

定的短期偿债压力。

图 6：2012~2015 年 6 月末长短期债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，近年来公司负债水平呈逐年上升趋势，2012~2015 年 6 月末，公司资产负债率分别为 57.34%、57.56%、61.82%和 64.25%，总资本化率分别为 45.58%、46.59%、53.07%和 52.46%。同时中诚信证评注意到公司未来仍存在较大的资本支出可能，随着公司资本性支出的增长，其负债水平存在进一步上升压力。

总体看来，公司近年来资产和负债规模均保持增长，财务杠杆水平亦逐年提升。考虑到公司未来的较大规模资本支出的可能，其财务结构稳健型可能受到进一步影响。

盈利能力

公司主要业务包括自产煤炭、煤炭贸易、机修产品和矿山物资销售。近年来随着公司煤矿物资贸易业务的大幅增加，公司近三年收入规模保持增长。2012~2015 年 6 月末，公司分别实现营业收入 167.76 亿元、174.35 亿元、106.52 亿元和 26.50 亿元。

营业毛利率方面，2012~2015 年 6 月末公司营业毛利率分别为 7.68%、6.16%、7.57%和 6.85%，整体呈现逐年波动态势，2013 年毛利率下降主要因为近年来煤炭市场不景气、煤炭价格下行所致，2014 年由于收入结构的变化，高毛利率的自产煤炭收入占比提高，导致整体毛利率上升。

表 8：2012~2015 年 6 月末公司期间费用分析

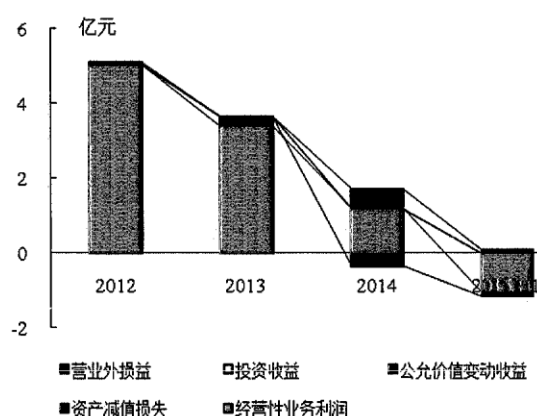
	单位：亿元			
	2012	2013	2014	2015.H1
销售费用	1.50	1.47	1.16	0.57
管理费用	4.01	3.59	3.15	1.07
财务费用	1.62	1.66	2.03	0.96
三费合计	7.13	6.73	6.34	2.60
营业总收入	167.76	174.35	106.52	26.50
三费收入占比	4.25%	3.86%	5.95%	9.81%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2015 年 6 月末，公司期间费用呈现一定下降趋势，分别为 7.13 亿元、6.73 亿元、6.34 亿元和 2.60 亿元。占比方面，2012~2015 年 6 月末公司期间费用收入占比分别为 4.25%、3.86%、5.95%和 9.81%。2013 年期间费用占比大幅下降主要是因为公司营业总收入的增加以及开展增收节支活动大幅降低费用支出。

利润总额方面，2012~2015 年 6 月末，公司利润总额分别为 5.11 亿元、3.88 亿元、1.40 亿元和 -1.04 亿元。经营性业务利润为公司主要利润来源，2012~2015 年 6 月末公司经营性业务利润分别为 5.03 亿元、3.39 亿元、1.19 亿元和 -1.04 亿元，受煤炭市场行情不景气的影响，公司经营性业务利润近三年又一期逐年降低，使得公司利润总额逐年降低。

图 7：2012~2015 年 6 月末公司利润总额构成情况



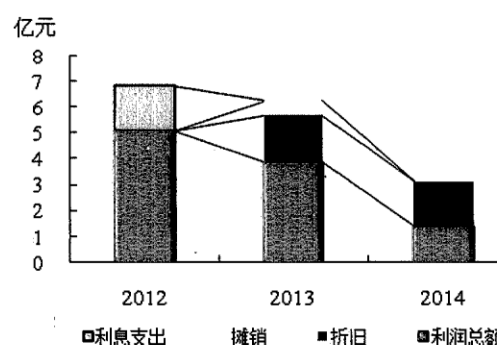
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看来，由于近年来受煤炭市场低迷的环境影响，公司商品煤毛利率下降，另外由于煤炭贸易收入占比较高的影响，公司营业整体毛利率水平较低，公司整体盈利能力逐年下滑。

偿债能力

经营活动现金流方面，2012~2015 年 6 月末公司经营活动净现金流分别为 6.54 亿元、0.49 亿元、5.29 亿元和 0.67 亿元。从 EBITDA 构成来看，2012~2014 年利润总额系 EBITDA 主要构成，受煤炭行业不景气影响，公司利润总额减少使得 EBITDA 规模持续下降，2012~2014 年分别为 9.81 亿元、8.02 亿元和 5.87 亿元。

图 8：2012~2014 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，随着总债务的持续快速上升和利息支出的增加，2012~2014 年总债务/EBITDA 分别为 3.15 倍、4.28 倍和 6.78 倍；EBITDA 利息倍数分别为 5.51 倍、4.01 倍和 2.35 倍；总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均出现了一定程度的弱化。此外，2012~2014 年，经营净现金流/总债务分别为 0.21 倍、0.01 倍和 0.13 倍；经营净现金流/利息支出分别为 3.27 倍、0.25 倍和 2.12 倍，公司经营净现金流持续净流入能对债务本息偿还形成一定保障。

表 9：2012~2015 年 6 月末公司偿债能力分析

	2012	2013	2014	2015.6
EBITDA(亿元)	9.81	8.02	5.87	-
经营活动净现金流(亿元)	6.54	0.49	5.29	0.67
短期债务(亿元)	27.16	31.39	35.19	34.54
长期债务(亿元)	3.75	2.95	4.62	2.95
总债务(亿元)	30.91	34.34	39.81	37.49
经营净现金流/总债务(X)	0.21	0.01	0.13	0.07
经营净现金流/利息支出(X)	3.27	0.25	2.12	-
总债务/EBITDA(X)	3.15	4.28	6.78	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.51	4.01	2.35	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在或有负债方面，截至 2015 年 6 月末，发行人对外担保余额为全部为对子公司担保，无逾期对外担保情况。

融资渠道方面，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通；间接融资方面，截至 2015 年 6 月末，公司拥有 61.25 亿元的贷款授信总额度，其中已使用额度 34.14 亿元，尚未使用授信额度为 27.11 亿元，公司具备较强的财务弹性。

整体而言，随着公司项目投资的不断加大，公司近年来资产规模逐年提升，资产负债率逐年上升。同时，受煤炭行业景气度下降影响，公司近年来盈利能力出现下滑，经营获现能力不断减弱，多项偿债能力指标有所弱化。中诚信证评认为，尽管近年来公司盈利能力有所减弱，但目前仍保持了一定的经营获现能力，能对债务的利息偿付形成相应保障。

担保实力

本次债券由公司控股股东江西省能源集团公司（以下简称“江能集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

江能集团成立于 2000 年 6 月，是由原江西省煤炭厅转制组建的煤炭开采业企业集团，经营江西省国有煤炭资产。江能集团为国有独资企业，性质为江西省国资委出资监管企业，截至 2015 年 3 月底，江能集团注册资本 16.15 亿元。江能集团控股股东为江西省国有资产监督管理委员会，实际控制人为江西省人民政府。

江能集团主营业务以经营煤炭开采、洗选加工为主，同时经营煤焦化和工程施工、玻璃建材、客车制造、电力、管道、房地产、商贸、旅游、医疗等非煤产业。

截至 2014 年底，江能集团总资产 266.40 亿元，所有者权益 74.14 亿元，资产负债率 72.17%；2014 年江能集团实现营业总收入 192.31 亿元，净利润 0.04 亿元，经营活动净现金流 0.79 亿元。

截至 2015 年 3 月底，江能集团总资产 278.56 亿元，所有者权益 72.66 亿元，资产负债率 73.92%；2015 年 1~3 月，江能集团实现营业总收入 30.12 亿

元，净利润-1.45 亿元，经营活动净现金流-1.06 亿元。

业务运营

江能集团煤炭品种主要以无烟煤和焦煤为主，此外还包括瘦煤、肥煤等煤种。煤炭资源方面，江能集团积极向省外和国外进行资源收购整合，截至 2015 年 3 月底，江能集团煤炭资源可采储量为 33,900 万吨，其中生产矿井煤炭资源可采储量为 23,572 万吨，在建煤矿可采储量 10,328 万吨。

产能方面，截至 2015 年 3 月底，江能集团在产原煤产能为 1,120 万吨/年。在建煤矿中，除赣兴煤矿因国家政策因素已全面停止施工外，其他在建煤矿进展顺利。海外产能方面，江能集团在马来西亚和印尼分别拥有年产能 18 万吨的阿勃克煤矿和年产能 150 万吨的朋古鲁煤矿一、二期等三个在产矿井。截至 2015 年 3 月底，江能集团在建煤炭产能合计 255 万吨/年。未来随着在建产能建成投产，江能集团煤炭产能将进一步增加。此外，江能集团将继续以控股的方式扩大其在马来西亚、印尼等地的海外资源占有量。

表 10：截至 2015 年 3 月底江能集团在建产能情况

单位：万吨/年、万吨、年			
煤矿名称	产能	可采储量	可采年限
丰龙煤矿	90	4,002	32
贵新煤矿	45	1,222	20
群力煤矿（赣兴煤矿）	45	2,968	35
鸣西煤矿	30	1,123	27
赣林煤矿	45	1,013	25
合计	255	10,328	--

资料来源：江能集团提供

产量方面，2012~2014 年江能集团商品煤产量分别为 757.05 万吨、756.45 万吨和 726.74 万吨，基本保持稳定。2015 年 1~3 月，江能集团实现商品煤生产 158.02 万吨，同比减少 8.32 万吨，主要受部分煤矿停业整顿影响。生产效率方面，江能集团煤矿地质条件复杂、煤层赋存差，不具备大规模机械化开采条件，2014 年，江能集团综采机械化率和掘进装载机械化率分别为 30.0%和 46.5%。

表 11：近年来江能集团煤炭生产情况

	单位：万吨			
	2012	2013	2014	2015.1~3
原煤	370.78	341.33	345.03	74.60
选煤	67.51	58.59	39.55	6.49
洗煤	318.76	356.53	342.16	76.93
商品煤合计	757.05	756.45	726.74	158.02

资料来源：江能集团提供

安全生产方面，2015 年 2 月 28 日，乐平矿务局涌山煤矿 32506 采面收尾拆架平巷施工过程中发生煤与瓦斯突出事故，造成 4 人遇难。江能集团责令涌山煤矿停产整改，经 3 月 5 日安源煤业、3 月 15 日江西煤监局两次验收，直至 4 月 3 日由江能集团验收合格后，方恢复正常生产。2012 年至今，江能集团共发生两次煤炭重大安全事故，一次较大安全事故，安全管理能力有待进一步加强。

煤炭销售方面，江能集团煤炭产品实行统一销售管理，由子公司江西煤业销售运输有限责任公司负责煤炭产品对外销售，实行五统一，即统一对外销售、统一订货（合同）、统一运输、统一结算、统一处理商务纠纷。此外，为实现煤炭销售集约化经营，提高煤炭产品销售的规模效益，江西能源正在建设大型的煤炭储备、配煤中心，负责煤炭采购、存储、加工及配送的销售业务，以巩固省内市场，并逐步建立起周边缺煤省份的煤炭销售物流网络。

近年来，江能集团不断改进生产管理，加强成本控制，原煤生产成本不断下降，2014 年，江能集团原煤生产平均成本为 297.80 元/吨，同比下降 11.21%。销售价格方面，受煤炭行业景气度持续下滑的影响，江能集团煤炭销售价格呈逐年下降趋势，2012~2014 年江能集团销售价格分别为 618.02 元/吨、531.87 元/吨和 474.92 元/吨。同期江能集团分别完成煤炭销售 757.49 万吨、749.34 万吨和 705.27 万吨，江能集团煤炭产销率保持较好水平。2015 年 1~3 月，江能集团煤炭销量 150.54 万吨，销售均价进一步下降至 434.60 元/吨。

表 12：近年来江能集团煤炭销售情况

	单位：万吨、元/吨			
	2012	2013	2014	2015.1~3
销量	757.49	749.34	705.27	150.54
销售均价	618.02	531.87	474.92	434.60

资料来源：江能集团提供

从销售区域来看，江能集团煤炭主要销往江西省内及福建、湖南、广东、浙江、安徽、广西等省份。在运输方式上，则主要以铁路和公路为主。

整体看，未来随着省内外煤炭资源的进一步扩张和开发，江能集团煤炭资源量与可采储量将有望不断增加。近期受煤炭行业景气度下滑的影响，江能集团煤炭产品销售价格持续下滑；此外，受江西省煤炭资源匮乏以及煤矿地质条件复杂影响，江能集团目前机械化程度较低、安全生产压力较大，对江能集团煤炭生产的稳定性有不利影响。

煤炭延伸产品

焦炭方面，江能集团的焦炭由下属的萍乡焦化有限责任公司和丰城新高焦化有限公司负责运营。其中，截至 2015 年 3 月底，萍乡焦化有限责任公司具有焦化 70 万吨/年、外供煤气 1 亿立方米/年、焦油 3 万吨/年、硫酸铵 1 万吨/年、粗苯 0.7 万吨/年的生产能力。另外，丰城新高焦化有限公司焦化项目目前正处于试生产阶段。2014 年，受焦炭市场需求下滑影响，江能集团生产焦炭 50.33 万吨，同比减少 23.22%。2015 年一季度，江能集团生产焦炭 13.58 万吨。

电力方面，江能集团电力生产由丰城矿务局和萍乡矿业下属的煤矸石电厂与煤层气电厂经营，主要利用煤矸石和煤层气（瓦斯）发电。近年来，江能集团煤矸石和煤层气发电量均稳步增长；2012~2014 年煤矸石发电量分别为 28,609.65 万千瓦时、28,906.60 万千瓦时和 27,983.54 万千瓦时。同期，煤层气发电量分别为 4,001.29 万千瓦时、4,457.63 万千瓦时和 4,055.35 万千瓦时。其中 2014 年煤矸石发电量下滑主要是受当年江能集团煤炭产量略有下降，煤矸石产量减少影响。2015 年 1~3 月，江能集团煤矸石和煤层气发电量分别为 5,822.02 万千瓦时和 2,913.34 万千瓦时。江能集团电力主要为满足各子公司的生产经营需要，剩余部分向江西省电力公司销售。

表 13：近年来焦炭等煤炭延伸产品生产情况

单位：万吨、万千瓦时

	2012	2013	2014	2015.1~3
焦炭	39.76	65.55	50.33	13.58
煤矸石发电量	28,609.65	28,906.60	27,983.54	5,822.02
煤层气发电量	4,001.29	4,457.63	4,055.35	2,913.34

资料来源：江能集团提供

总体来看，江能集团煤基产业链稳步发展，产业链的延伸将有利于增强其整体抗风险能力。

财务分析

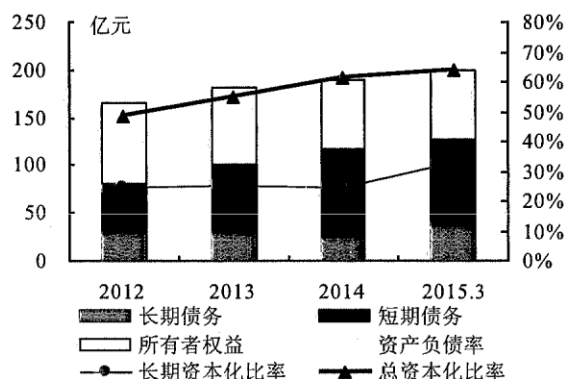
以下分析基于江能集团提供的经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审财务报告、经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告以及未经审计的 2015 年一季度财务报表，江能集团各期财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着加大煤炭资源开发和非煤产业发展，江能集团总资产规模平稳增长，2012~2014 年末分别为 231.06 亿元、257.56 亿元和 266.40 亿元。随着江能集团投资规模的扩大，负债总额也不断上升，由 2012 年末的 146.04 亿元增长至 2014 年末的 192.26 亿元。负债规模的增加使得江能集团资产负债率持续上升，由 2012 年末的 63.21% 上升至 2014 年末的 72.17%。截至 2015 年 3 月末，江能集团总资产为 278.56 亿元，负债合计为 205.90 亿元，资产负债率进一步上升至 73.92%。

所有者权益方面，近年来江能集团所有者权益受到兼并重组以及利润亏损等影响有所波动。其中，2012 年江能集团进行了大量兼并重组，少数股东权益增加了 3.10 亿元，导致期末所有者权益同比增加了 5.56% 至 85.01 亿元。2013 年由于江能集团净利润亏损 2.40 亿元，使期末所有者权益同比减少 3.60% 至 81.95 亿元。2014 年，受从资本公积中计提职工安置经济补偿金等导致资本公积减少 4.16 亿元影响，归属于母公司的所有者权益减少较多，同时由于经营性业务亏损，截至 2014 年底，江能集团所有者权益余额下降 9.54% 至 74.14 亿元。截至 2015 年 3 月底，受一季度亏损 1.45 亿元影响，江能集团所有者权益降至 72.66 亿元。

图 9：2012~2015.Q3 江能集团资本结构

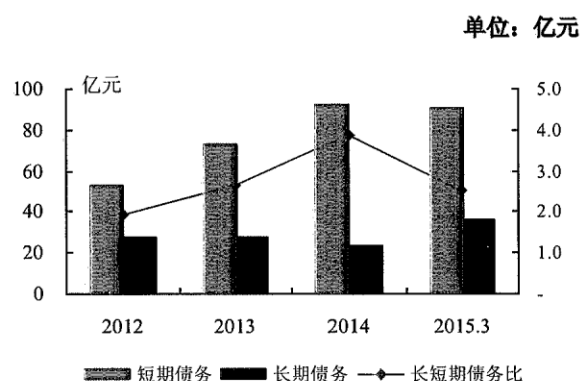


资料来源：江能集团定期报告，中诚信证评整理

债务方面，近年来由于江能集团收购资源和煤矿技改支出较大，总债务规模快速增长，2012~2014 年末及 2015 年 3 月末分别为 80.34 亿元、100.20 亿元、116.17 亿元和 126.74 亿元。随着债务规模的扩大，江能集团总资本化比率逐年上升，由 2012 年末的 48.37% 上升至 2015 年 3 月末的 63.56%。

从债务结构来看，江能集团以短期债务为主且占总债务比例不断上升，短期债务/长期债务由 2012 年末的 1.94 增长至 2014 年末的 3.87；2015 年 3 月末，江能集团短期债务/长期债务小幅下降至 2.52。从资产和债务匹配状况来看，江能集团以短期债务为主，但在建项目周期较长，江能集团将面临一定的流动性及短期债务压力。

图 10：2012~2015.Q1 江能集团债务结构



资料来源：江能集团定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来江能集团不断收购资源同时增加项目投资，使得总资产规模不断增长。但同时，债务规模增长幅度较大，负债率水平不断上升，债务结构与项目建设周期匹配度较低。

盈利能力

近年来，随着江能集团物流业务和建筑业务规模的扩大，营业总收入不断增长，2012~2014 年分别为 220.15 亿元、264.94 亿元和 192.31 亿元。分板块来看，2014 年江能集团实现营业总收入同比下降 27.41%，其中，江能集团物流板块收入为 84.36 亿元，同比大幅下降，主要受江能集团管控物流贸易风险，削减物流贸易规模影响；同期，受行业景气度继续下滑以及煤炭价格下降影响，江能集团煤炭板块实现收入 33.49 亿元，同比减少 15.98%。其他板块中，建筑板块营业收入同比增长 21.90%，而火工、建材及机械板块本期营业收入均出现不同程度的下降。2015 年一季度，江能集团实现营业总收入 30.12 亿元，较上年同期下降 44.71%。总体来看，2014 年以来江能集团营业收入下降趋势明显，盈利能力有所弱化。

表 14：2012~2015.Q1 江能集团主要业务收入情况

	单位：亿元			
	2012	2013	2014	2015.1~3
煤炭	45.32	39.86	33.49	6.54
焦炭	6.83	7.81	6.57	1.57
建筑	24.72	40.73	49.65	8.70
火工	2.38	3.76	3.20	0.63
建材	4.32	4.82	3.34	0.48
机械	1.69	1.55	0.42	0.20
物流贸易	117.83	150.43	84.36	8.58
其他	17.07	15.98	11.28	3.42
合计	220.15	264.94	192.31	30.12

资料来源：江能集团定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，近年来由于煤炭板块毛利率下滑同时毛利较低的流通业务规模大幅增长，导致江能集团营业毛利率逐年下滑，2012~2014 年分别为 9.20%、7.25%和 9.17%。分板块来看，2014 年毛利率同比增加 1.92 个百分点，其中，受下游需求疲弱以及江能集团煤炭销售价格不断下跌影响，煤炭板块毛利率为 20.01%，同比略有下降；而建筑、火工及物流贸易板块的毛利率均有小幅提升。2015 年 1~3 月，江能集团营业毛利率为 9.48%。

表 15：2012~2015.Q1 江能集团主要业务毛利率情况

	单位：%			
	2012	2013	2014	2015.1~3
煤炭	26.11	20.65	20.01	19.31
焦炭	-4.72	-0.04	1.27	-1.89
建筑	11.50	8.91	8.94	8.25
火工	29.17	40.55	43.87	36.02
建材	-5.57	11.54	2.59	-7.12
机械	11.54	29.75	17.21	13.75
物流贸易	1.65	1.19	2.70	2.68
其他	19.45	18.92	26.49	13.28
合计	9.20	7.25	9.17	9.48

资料来源：江能集团定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2014 年三费收入比分别为 7.50%、6.11%和 8.13%。其中，2014 年江能集团期间费用合计 15.64 亿元，其中销售费用和管理费用分别为 2.06 亿元和 9.09 亿元，同比分别减少 18.42%和 9.84%，主要受江能集团加强销售和管理成本控制影响；江能集团财务费用主要由利息支出构成，近年来随着江能集团债务规模的扩大，利息支出不断增长，2014 年江能集团财务费用为 4.49 亿元，同比增长 25.40%。而同期营业收入同比略有下降，在上述因素的共同作用下，江能集团三费收入占比增至 8.13%。2015 年 1~3 月，江能集团三费合计 3.33 亿元，同比增长 8.26%，三费收入占比 11.06%。

表 16：2012~2015.Q1 江能集团期间费用情况

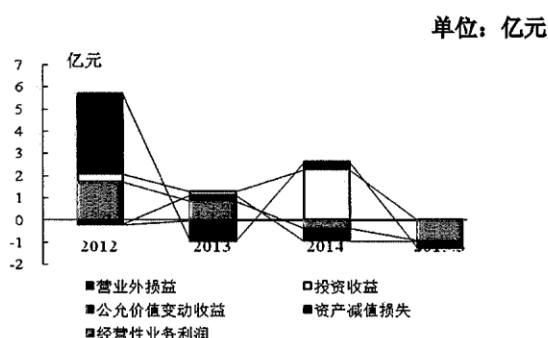
	单位：亿元、%			
	2012	2013	2014	2015.1~3
销售费用	2.74	2.53	2.06	0.47
管理费用	11.07	10.08	9.09	1.81
财务费用	2.69	3.58	4.49	1.05
三费合计	16.50	16.19	15.64	3.33
营业总收入	220.15	264.94	192.31	30.12
三费收入占比	7.50	6.11	8.13	11.06

资料来源：江能集团定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，近年来江能集团利润总额下滑幅度较大，2012~2014 年分别为 5.48 亿元、0.33 亿元和 1.72 亿元。其中，2013 年江能集团利润总额同比大幅下滑 94.00%，其中受到煤炭价格和销量下滑的影响，经营性利润同比下降 51.42%至 0.84 亿元。因当年计提坏账准备比例变更，资产减值损失转增收益 0.30 亿元；2014 年，受煤炭产品价格继

续下跌、期间费用增加以及物流贸易收入减少较多等因素影响,江能集团经营性业务利润亏损 0.39 亿元,但受江能集团当期转让所持南昌银行股份有限公司投资收益 1.30 亿元以及处置长期股权投资获得收益影响,江能集团实现投资收益 2.28 亿元。在上述因素的综合作用下,2014 年江能集团实现利润总额 1.72 亿元,同比增长 424.0%。2015 年 1~3 月,受产品价格下跌、收入规模下降以及生产成本较高影响,江能集团经营性业务亏损 0.94 亿元,利润总额降至-1.27 亿元。

图 11: 2012~2015.Q1 江能集团利润构成结构



资料来源: 江能集团定期报告, 中诚信证评整理

总体来看,江能集团的主要利润来源是传统煤炭业务,但近年来受到煤炭价格大幅下滑影响,该板块盈利能力有所下滑。此外,其他非煤板块盈利能力偏弱和江能集团过重的历史负担,都对整体盈利水平造成一定的负面影响。

偿债能力

近年来,随着江能集团在资源整合和煤矿技改方面投资增加,债务规模大幅上升。EBITDA 方面,2012~2014 年分别为 14.66 亿元、9.88 亿元和 11.49 亿元。

偿债能力指标方面,2014 年,江能集团 EBITDA 同比增长 7.55%至 11.49 亿元,但受短期债务同比增长 26.83%至 92.31 亿元影响,江能集团 EBITDA 对短期债务本息的保障能力弱化,当期总债务/EBITDA、EBITDA/短期债务和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.11 倍、0.12 倍和 1.75 倍。此外,当期江能集团经营活动净现金流对债务本息的保障仍维持在较低水平,经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.01 倍、0.01 倍和 0.12 倍。整

体来看,以短期债务为主的债务结构使江能集团面临较大的短期偿债压力,江能集团 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力较弱。

表 17: 2012~2015.Q1 江能集团偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.3
货币资金(亿元)	40.78	39.51	37.70	44.84
短期债务(亿元)	52.97	72.78	92.31	90.70
长期债务(亿元)	27.37	27.42	23.86	36.04
总债务(亿元)	80.34	100.20	116.17	126.74
经营活动净现金流(亿元)	3.25	0.22	0.79	-1.06
EBITDA(亿元)	14.66	9.88	11.49	--
资产负债率(%)	63.21	68.18	72.17	73.92
经营活动净现金流量/短期债务(X)	0.06	0.00	0.01	-0.05*
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.14	0.12	--
总债务/EBITDA(X)	5.48	10.14	10.11	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.00	0.01	-0.03*
EBITDA 利息倍数(X)	3.17	1.75	1.75	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.70	0.04	0.12	--

资料来源: 江能集团定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面,截至 2015 年 3 月底江能集团对外担保余额为 27.69 亿元,占江能集团当期净资产的 38.10%,其中对萍乡市城市建设投资发展公司担保 20 亿元。目前被担保企业均正常经营,但江能集团仍可能面临一定代偿风险。

表 18: 截至 2015 年 3 月末江能集团对外担保情况

单位: 万元

被担保企业名称	担保金额	截止期限
丰城黑豹炭黑有限公司	2,000	2015.11
江西萍钢实业股份有限公司	14,850	2015.5
江西萍钢实业股份有限公司	30,000	2015.6
江西萍钢实业股份有限公司	30,000	2015.12
萍乡市城市建设投资发展公司	80,000	2016.6
萍乡市城市建设投资发展公司	120,000	2019.12
合计	276,850	--

资料来源: 江能集团定期报告, 中诚信证评整理

截至 2015 年 3 月末,江能集团获得多家金融机构综合授信额度 167.49 亿元,其中尚未使用额度为 61.06 亿元。截至 2015 年 6 月末,江能集团持有下属 A 股上市公司安源煤业 38.80%的股权,直接融资渠道较为通畅。

结 论

综上，中诚信证评评定安源煤业主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；评定“安源煤业集团股份有限公司 2014 年公司债券”债项信用等级为 **AA**。

关于2015年安源煤业集团股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

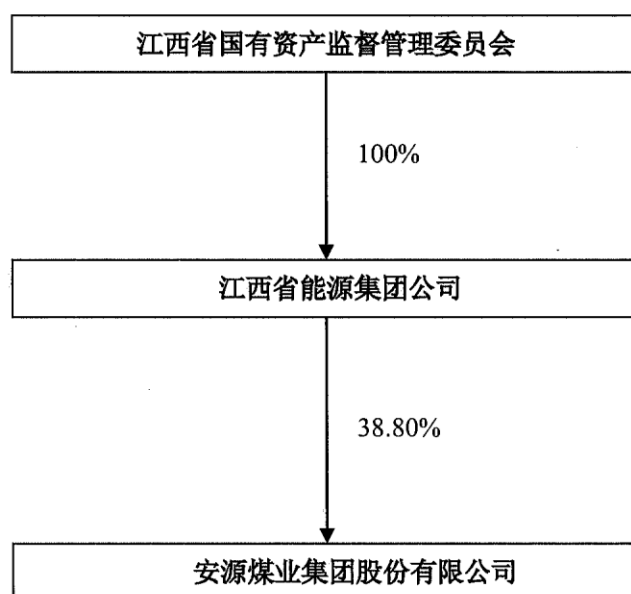
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

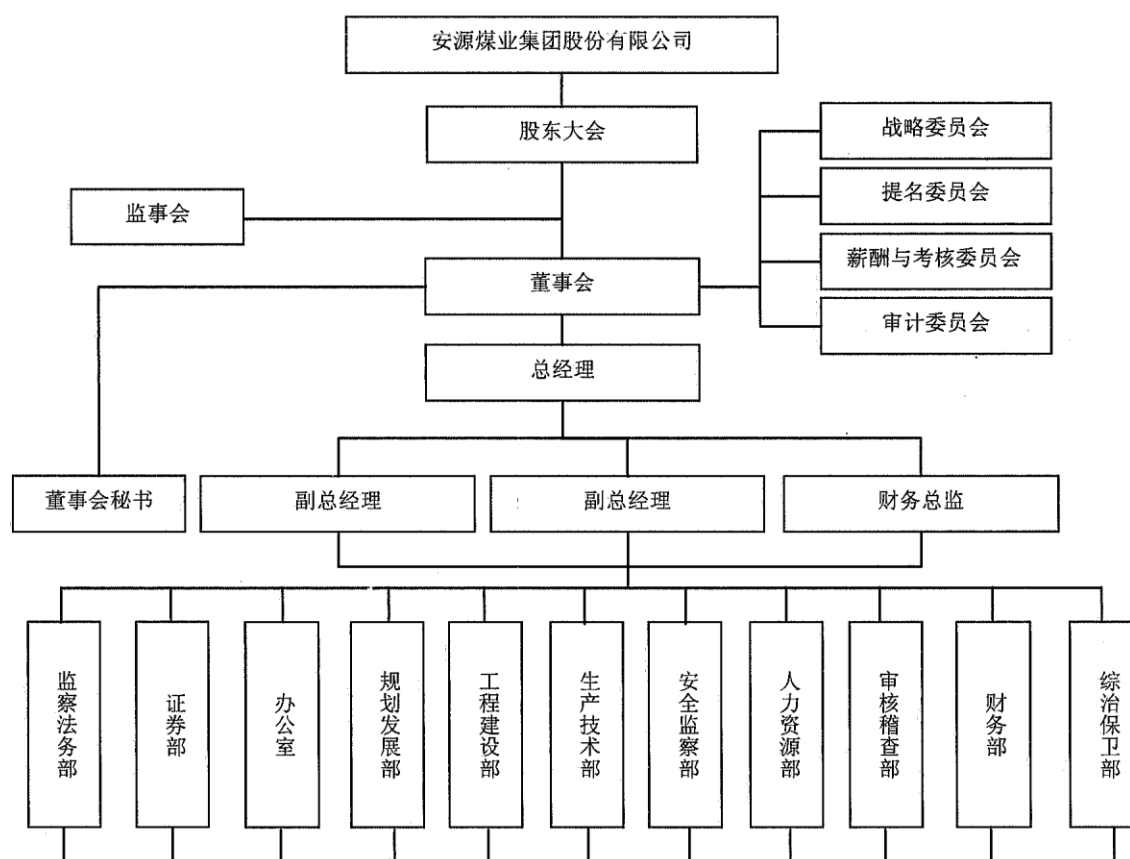
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：安源煤业集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附二：安源煤业集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附三：安源煤业集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	140,630.61	126,069.98	130,236.12	124,890.65
应收账款净额	123,908.15	110,485.72	111,155.09	138,770.00
存货净额	27,399.17	20,009.97	26,211.33	29,564.14
流动资产	475,003.61	462,159.25	406,430.36	428,352.52
长期投资	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
固定资产合计	296,531.09	366,511.27	419,056.39	428,976.73
总资产	865,304.54	927,568.04	922,149.04	950,083.41
短期债务	271,575.57	313,927.50	351,894.59	345,388.63
长期债务	37,524.00	29,481.50	46,210.00	29,481.50
总债务（短期债务+长期债务）	309,099.57	343,409.00	398,104.59	374,870.13
总负债	496,206.47	533,898.02	570,059.03	610,407.51
所有者权益（含少数股东权益）	369,098.07	393,670.02	352,090.01	339,675.90
营业总收入	1,677,585.50	1,743,547.66	1,065,164.40	264,997.26
三费前利润	121,589.54	101,121.48	75,360.79	15,538.24
投资收益	61.32	0.00	0.00	0.00
净利润	33,260.50	21,436.99	7,021.81	-12,898.04
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	98,098.30	80,247.10	58,747.50	0.00
经营活动产生现金净流量	65,404.40	4,949.18	52,902.09	6,728.90
投资活动产生现金净流量	-39,928.18	-43,877.17	-32,885.32	-8,243.59
筹资活动产生现金净流量	14,343.30	20,964.11	-27,625.43	-924.38
现金及现金等价物净增加额	39,819.52	-17,963.88	-7,608.67	-2,439.07
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率（%）	7.68	6.16	7.57	6.85
所有者权益收益率（%）	9.01	5.45	7.98	-7.59
EBITDA/营业总收入（%）	5.85	4.60	5.51	0.00
速动比率（X）	0.99	0.91	0.75	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.01	0.13	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	0.02	0.15	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	3.27	0.25	2.12	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.51	4.01	2.35	-
总债务/EBITDA（X）	3.15	4.28	6.78	-
资产负债率（%）	57.34	57.56	61.82	64.25
总资本化比率（%）	45.58	46.59	53.07	52.46
长期资本化比率（%）	9.23	6.97	11.60	7.99

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：江西省能源集团公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	407,770.11	395,102.44	376,951.64	448,424.61
应收账款净额	181,980.82	171,715.26	189,507.32	206,672.30
存货净额	141,537.90	208,332.55	224,489.83	227,746.21
流动资产	1,057,584.11	1,131,653.29	1,148,662.82	1,255,906.27
长期投资	28,801.97	47,138.90	28,172.08	30,576.08
固定资产合计	999,854.56	1,162,209.88	1,255,831.84	1,270,999.46
总资产	2,310,574.29	2,575,625.35	2,663,986.52	2,785,580.50
短期债务	529,725.57	727,790.00	923,072.18	907,014.92
长期债务	273,656.33	274,246.33	238,630.13	360,373.97
总债务（短期债务+长期债务）	803,381.91	1,002,036.33	1,161,702.31	1,267,388.89
净债务	395,611.80	606,933.90	784,750.67	818,964.28
所有者权益（含少数股东权益）	850,143.72	819,520.47	741,374.96	726,591.73
营业总收入	2,201,455.67	2,649,383.95	1,923,072.58	301,238.21
三费前利润	182,334.25	170,293.89	152,522.64	23,957.71
投资收益	3,369.90	1,463.98	22,830.97	18.78
净利润	85,408.09	42,413.71	59,192.70	-14490.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	146,576.81	98,788.67	114,945.70	--
经营活动产生现金净流量	32,518.97	2,183.56	7,859.98	-10,617.00
投资活动产生现金净流量	-207,196.42	-167,646.75	-74,365.53	-14,928.40
筹资活动产生现金净流量	211,745.25	148,178.52	21,758.45	104,851.35
现金及现金等价物净增加额	36,198.34	-18,064.04	-44,830.59	79,617.97
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率（%）	9.20	7.25	9.17	9.48
所有者权益收益率（%）	7.83	4.55	5.47	--
EBITDA/营业总收入（%）	6.66	3.73	5.98	--
速动比率（X）	0.88	0.71	0.60	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.00	0.01	-0.03*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.00	0.01	-0.05*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.70	0.04	0.12	--
EBITDA 利息倍数（X）	3.17	1.75	1.75	--
总债务/EBITDA（X）	5.48	10.14	10.11	--
资产负债率（%）	63.21	68.18	72.17	73.92
总资本化比率（%）	48.59	55.01	61.04	63.56
长期资本化比率（%）	24.35	25.07	24.35	33.15

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、公司财务报表均按新会计准则编制；2015年一季度财务报表未经审计；加“*”数据已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

（本页无正文，为《安源煤业集团股份有限公司2014年公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：

曾 辉

曾 辉

许家能

许家能





营业执照

注册号 310229000312932
证照编号 29000000201405140429

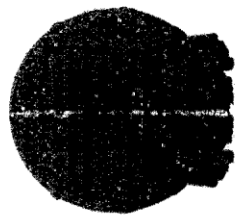
名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司（法人独资）
住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人 关敬如
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997 年 8 月 20 日
营业期限 1997 年 8 月 20 日至 2017 年 8 月 19 日
经营范围 证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。
【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2014





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 关明煜
注册地址: 上海市浦东新区新业路39号1幢968室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 1 月 20 日