

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0680号

内蒙古满世煤炭集团股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“13满世煤MTN1”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持中期票据AA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年七月二十八日

内蒙古满世煤炭集团股份有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发 行 主 体 内蒙古满世煤炭集团股份有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

存续中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
13 满世煤 MTN1	10	3	AA	AA

概况数据

满世股份	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	75.25	61.43	76.16	74.91
所有者权益(亿元)	27.79	28.57	29.15	30.02
总负债(亿元)	47.45	32.86	47.02	44.89
总债务(亿元)	33.02	20.14	32.73	31.84
营业总收入(亿元)	67.35	59.78	49.51	8.32
EBIT(亿元)	13.17	9.45	7.03	--
EBITDA(亿元)	17.68	14.50	11.92	--
经营活动净现金流(亿元)	25.09	10.42	10.78	-0.72
营业毛利率(%)	36.64	36.45	34.62	34.27
EBITDA/营业总收入(%)	26.25	24.25	24.07	--
总资产收益率(%)	16.14	13.88	10.07	--
资产负债率(%)	63.06	53.50	61.73	59.93
总资本化比率(%)	54.30	41.35	52.89	51.47
总债务/EBITDA(X)	1.87	1.39	2.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.23	10.59	6.79	--

注：所有财务报告均按新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益；未取得公司历年资本化利息支出数据；公司将融资租赁款计入长期应付款，中诚信国际在分析时将其调入长期借款；2015 年一季报未经审计。

分析师

项目负责人：杨 飞 fyang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 翔 xli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 7 月 28 日

基本观点

中诚信国际维持内蒙古满世煤炭集团股份有限公司（以下简称“满世股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“13 满世煤 MTN1”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了公司煤炭储量丰富、生产规模较大、开采成本低等方面的优势。同时中诚信国际也关注到，2014 年以来，煤炭下游需求持续低迷导致公司煤炭产销量下降、售价下跌以及对外担保金额较大、债务增长迅速、持续分红等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- 公司煤炭储量较丰富，产能较大，规模优势明显。截至 2015 年 3 月底，公司煤炭可采储量为 5.59 亿吨，核定产能为 1,840 万吨/年。2014 年生产煤炭 1,445.62 万吨，具有一定规模优势。
- 煤炭生产成本低。公司下属的 8 座生产矿井中，罐子沟煤矿、永智煤矿和四道柳煤矿这 3 座煤矿为井工矿井，其余的 5 座煤矿为露采矿井，公司煤炭生产成本较低，2014 年公司吨煤生产成本仅为 77.94 元，同比下降 23.38%。

关注

- 煤炭下游需求不振，煤价持续下跌，公司煤炭产销量同比下降，收入和利润大幅减少。跟踪期内，受宏观经济增速下滑影响，煤炭下游行业均受到较大冲击，煤炭需求不振，价格持续下跌。2014 年公司原煤产量为 1,445.62 万吨，同比下降 16.57%，销量为 1,792.22 万吨，同比减少 8.49%；公司营业收入实现 49.51 亿元，同比减少 17.18%；实现利润总额 5.27 亿元，同比下降 34.77%，降幅较大。
- 对外担保金额较大，存在一定代偿风险。截至 2015 年 3 月底，公司对外担保为 3.57 亿元，占同期净资产比例为 11.90%，主要是对鄂尔多斯市城市建设投资集团有限公司和准格尔旗城市基础设施建设投资有限公司担保，公司存在一定代偿风险。
- 债务增长迅速，偿债压力上升。跟踪期内公司加大了融资力度，短期债务和长期债务均同比增长。2014 年末公司总债务为 32.73 亿元，同比增长 62.52%；资产负债率和总资本化比率分别为 61.73%和 52.89%，同比均大幅上升。
- 规划投资资本支出较大，项目预期盈利具有一定不确定性，目前均已暂停建设。2014 年公司母公司内蒙古满世投资集团有限公司将劣质煤综合利用项目并入公司，该项目使用劣质煤生产尿素，目前国内生产技术不成熟，加之国内尿素产能过剩严重，公司将面临一定的技术和市场风险。此外，该项目投资金额高达 105.98 亿元，未来公司或将面临较大的资金压力。目前该项目已暂停建设。
- 近年来持续分红，净资产增长较少。2012~2014 年，公司对股东分红额分别为 15.05 亿元、5.2 亿元和 3 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司未分配利润为 14.14 亿元，占当期净资产比例达 48.51%，若分红持续进行，将不利于公司资本实力的增强。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

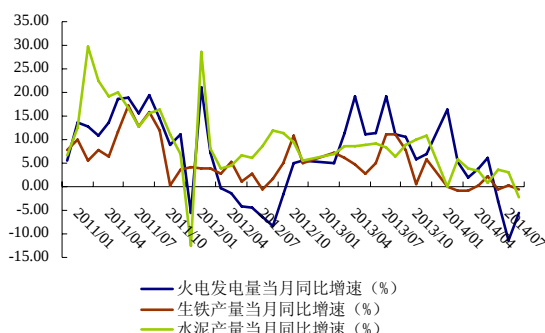
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在中期票据的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

近期关注

煤炭主要下游行业受经济周期和环保政策影响，增速持续放缓；总体看煤炭市场供大于求的形势短期内难以改变，煤炭市场价格或维持低迷态势

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。从 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，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度持续下滑。

图 1：2011 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。进入 2014 年以来，受到经济发展趋缓以及气温偏低影响，全国发电量增速同比进一步放缓，2014 年，全国发电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速同比降低 3.9 个百分点；而 2014 年三季度来水较好，水电发电量出现高速增长，使得全年火电发电量仅为 4.17 万亿千瓦时，同比下降 0.7%，增幅同比大幅回落 7.7 个百分点。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 年底，全国重点电厂的电煤库存为 9,455 万吨，可用天数为 24 天。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。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，2014 年房地产开发投资

同比增长 10.5%，增速同比下降 9.3 个百分点，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.23 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下滑。中诚信国际认为，短期看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，房地产行业景气度下行压力增大，钢铁行业需求承压，此外，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。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，2014 年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速为 1.80%，为 24 年来最低。

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。中诚信国际认为，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。

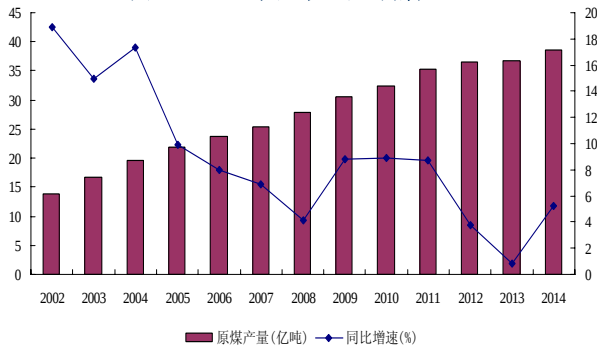
表 1：煤炭行业主要环保政策

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（约为 3,942 大卡/千克）。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

供给方面,根据国家统计局统计数据,2014 年全国原煤产量为 38.7 亿吨,同比增加 5.2%。2015 年一季度,全国原煤产量为 8.47 亿吨,同比减少 6.36%。

图 2: 2002 年以来全国原煤产量



资料来源: 中国煤炭资源网, 中诚信国际整理

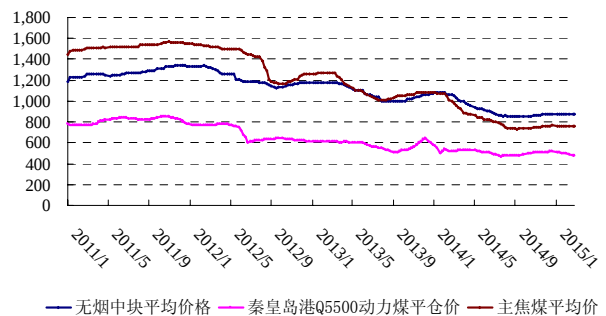
另外,进口煤炭也是供给的重要补充。2014 年全国煤炭进口量为 2.91 亿吨,同比下降 10.9%。在煤炭需求增速放缓以及国家限制进口煤的政策,2014 年遏制了煤炭进口量的增长势头。2015 年一季度,全国煤炭进口量为 0.49 亿吨,同比减少 41.60%。

从煤炭价格走势来看,动力煤方面,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,截至 2014 年底,秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 520 元/吨。2015 年以来动力煤价格继续下探,截至 2015 年 5 月 18 日,秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 400 元/吨,较年初下降 23.08%。

炼焦煤方面,中国炼焦煤属于稀缺资源,因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。但是由于钢铁行业为焦煤主要下游,钢铁行业需求变化使得焦煤价格波动性较大。2014 年以来,下游企业经过前期的集中补库,采购进程有所放缓,加之钢材市场弱势运行,焦煤价格再次进入加速下行通道,截至 2014 年 12 月底,主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别为 765 元/吨、761 元/吨和 754 元/吨。截至 2015 年 5 月 15 日,主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别进一步下探至 686 元/吨、672 元/吨和 701 元/吨,下降幅度为 10%左右。

无烟煤方面,无烟煤也属于稀缺资源,同时国内优质无烟煤资源集中于少数大型企业手中,煤炭企业议价能力较强,但 2013 年以来,在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下,国内化肥价格持续大幅下滑,带动无烟煤价格持续下行。特别是进入 2014 年以来,受无烟煤价格下滑速度加快,2014 年底无烟煤全国平均价为 875 元/吨,相比 2011 年 10 月下旬最高价格降低 515 元/吨,降幅为 37.05%。截至 2015 年 5 月 15 日,无烟煤全国平均价为 855 元/吨,较其它煤种降幅较小。

图 3: 2011 年以来煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭资源网, 中诚信国际整理

总体来看,进入 2014 年以来,在固定资产投资,特别是房地产投资增速下滑的影响下,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。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，截至 2014 年 9 月末，全国煤炭产业已达成下半年减产 10% 的共识，各地的减产潮将逐步拉开。

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和提升进口煤关税两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，从政策出台的时间窗口来看，目前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。中诚信国际认为，综合来讲，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费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。中诚信国际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税率水平保持关注。

跟踪期内公司吨煤生产成本同比大幅下降，但受煤炭行业持续低迷影响，公司煤炭产量同比减少

截至 2015 年 3 月底，公司拥有煤矿 8 座，其中井工煤矿 3 座，露天煤矿 5 座，均位于内蒙古鄂尔多斯市周边的准格尔旗、达拉特旗和东胜区等矿区，开采条件良好。煤种以不粘煤和长焰煤为主，煤种较为优质。截至 2015 年 3 月底，公司煤炭可采储量为 5.59 亿吨。其中，罐子沟煤矿为公司主力矿井，可采储量为 2.96 亿吨，占公司总可采储量的 50.71%。

表 2：截至 2015 年 3 月底公司矿井储量情况
(万吨、年、%)

矿井	可采储量	剩余可采年限	持股比例
罐子沟煤矿	28,147	52	100
永智煤矿	5,705	20	45
四道柳煤矿	2,992	14	100
昶旭煤矿	3,620	20	100
金阳煤矿	3,890	16	100
点石沟煤矿	9,700	56	100
川发煤矿	771	6	100
西梁煤矿	1,070	9	100
合计	55,895	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2015 年 3 月底，公司核定产能为 1,840 万吨/年，保持稳定。跟踪期内受煤炭市场需求不振及销售价格低迷影响，公司根据实际情况降低了煤炭产量，2014 年公司原煤产量为 1,445.62 万吨，同比下降 16.57%；2015 年一季度公司原煤产量为 291.94 万吨。

表 3：公司在产矿井生产情况 (万吨/年、万吨)

煤矿	核定产能	产量			
		2012	2013	2014	2015.1~3
永智煤矿	180	200.90	204.39	154.17	15.54
四道柳煤矿	150	124.60	122.74	42.09	11.88
金阳煤矿	240	420.30	231.17	87.24	47.77
昶旭煤矿	400	137.30	583.87	450.39	49.77
罐子沟煤矿	450	715.40	519.81	699.51	164.50
点石沟煤矿	240	68.40	7.83	12.22	2.48
川发煤矿	90	--	3.42	--	--
西梁煤矿	90	125.70	59.49	--	--
合计	1,840	1,792.60	1,732.72	1,445.62	291.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产效率方面，截至 2014 年底，公司综采机械化程度和综掘机械化程度均达到了 100%。

生产成本方面，公司下属的 8 座生产矿井中，罐子沟煤矿、永智煤矿和四道柳煤矿等 3 座煤矿为井工矿井，其余的 5 座煤矿为露采矿井，所以公司煤炭生产成本较低。2014 年公司加大了成本费用控制力度，吨煤生产成本降为 77.94 元，同比下降 23.38%。

表 4：公司煤炭生产成本构成情况 (元/吨)

	2012	2013	2014	2015.1~3
制造成本	71.75	101.67	77.94	63.03
1.材料	3.92	16.09	12.94	7.13
2.人工	5.57	6.64	4.58	3.66
3.折旧	8.18	3.66	6.16	7.85

4.安全费	14.55	10.47	11.57	11.55
5.维简及井巷费	17.17	31.42	22.24	21.32
6.洗煤厂运营成本	5.55	4.93	4.12	2.89
7.其他	16.81	28.46	16.34	8.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭洗选方面，截至 2015 年 3 月底，公司共有罐子沟煤矿、昶旭煤矿、点石沟煤矿 3 座煤矿建有配套选煤厂，洗选产能合计为 1,300 万吨/年。由于洗精煤附加值高且市场需求量大，2014 年公司加大了洗精煤的生产，全年共产出 739.61 万吨，同比增加 42.40%。此外，四道柳煤矿亦已建成；永智煤矿于 2015 年 3 月底开始新建洗煤厂，洗煤能力为 150 万吨/年，预计总投资为 4,300 万元，于今年 9 月投产。未来，公司的煤炭洗选能力将大幅提高。

表 5：公司煤炭洗选情况表 (万吨/年、万吨)

	2013	2014	2015.1~3
洗选能力	1,300	1,300	1,300
入洗量	738.31	914.9	176.38
洗精煤产量	519.42	739.61	134.68

表 6：公司安全投入和百万吨死亡率情况 (亿元)

	2013	2014	2015.1~3
安全投入	1.84	1.87	0.12
公司百万吨死亡率	0	0	0

资料来源：公司提供

总体来看，2014 年公司原煤产量大幅下降，但公司煤矿储量较丰富，同时在生产效率和生产成本方面具有一定竞争力，使得公司具有一定的抗风险能力。此外，中诚信国际也注意到，公司部分矿井剩余开采年限较短影响后续产能规模扩大。

2014 年公司煤炭销量同比减少，销售均价持续下跌，对公司盈利造成较大不利影响

2014 年公司煤炭销售量为 1,792.22 万吨，同比减少 8.49%。近年来受煤炭行业持续低迷影响，公司商品煤平均销售价格呈下跌趋势，2014 年公司商品煤平均销售价格为 272.78 元/吨，同比下降 8.18%。2015 年一季度公司煤炭销售量为 337.15 万吨，平均销售价格进一步降至 245.06 元/吨。

表 7：公司煤炭销售情况 (万吨、元/吨)

	2012	2013	2014	2015.1~3
原煤生产量	1,792.60	1,732.72	1,445.62	291.94
外购煤	134.67	206.00	299.73	68.59

商品煤销量	1,862.10	1,958.56	1,792.22	337.15
外购煤价格	277.40	258.67	232.61	129.71
商品煤销售价格	351.53	297.09	272.78	245.06

注：1、公司拥有自己的运销队伍，根据市场情况开展一部分煤炭贸易业务；2、公司平均销售价格包括运输费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域看，公司煤炭以省内销售为主，部分销往华东和华南地区。2014 年公司在自治区内和华东、华南地区分别销售煤炭 1,089.72 万吨和 702.50 万吨，区域占比同比基本持平。

表 8：公司煤炭销售情况（万吨）

销售区域	2012	2013	2014	2015.1~3
区内销售	1,100.71	1,197.42	1,089.72	222.82
华东、华南地区	761.39	761.14	702.50	114.33
合计	1,862.1	1,958.56	1,792.22	337.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司在锦州、秦皇岛、唐山、曹妃甸、天津、张家港等港口设立了办事处，同时与华东、华南重点电厂客户建立长期稳定的战略合作关系，为公司在华东、华南等国内主要电煤输入区域的销售提供了重要保障。目前公司铁路外运与汽运所占比例约分别为 40%和 60%。

表 9：近两年公司主要客户情况（亿元、%）

2013 年	销售额	占比
上海振众燃料有限公司	4.55	7.61
江苏常熟发电有限公司	3.87	6.48
张家港沙洲电力有限公司	2.89	4.83
国电电力大同发电有限责任公司	2.21	3.70
广州珠江电力燃料有限公司	1.76	2.94
合计	15.27	25.56
2014 年	销售额	占比
江苏常熟发电有限公司	5.38	10.87
上海振众燃料有限公司	4.59	9.27
张家港沙洲电力有限公司	2.77	5.59
国电电力大同发电有限责任公司	2.09	4.22
江阴利泰能源材料有限公司	1.6	3.23
合计	16.43	33.19

资料来源：公司提供

总体来看，公司运输和销售网络完善，下游客户稳定，同时，公司的运输能力在区域内具有一定优势，为公司煤炭业务的进一步发展奠定了基础。但近年来受行业影响，公司煤炭销售价格总体持续下跌，对公司盈利产生较大不利影响。中诚信国际将继续关注煤价下跌对公司盈利能力的影响。

跟踪期内母公司将劣质煤综合利用项目转移至公司，使得公司面临较大资本支出压力。公司根据市场行情和自身实际情况，现已暂停所有重大项目的投资

公司目前已形成了完整的煤炭“产—运—销”一体化产业链，企业整体实力雄厚。未来，公司计划以煤炭产运销为主体，形成以煤炭生产、煤炭物流、煤化工、坑口发电四大产业为支柱的产业格局。

煤炭产业方面，公司参股 10%的中天合创能源有限责任公司（以下简称“中天合创”）正在建设规模为 2,500 万吨/年的大型煤矿，预计于 2015 年底可建成。中天合创其余三家股东为中国中煤能源股份有限公司（占股比 38.75%）、中国石油化工股份有限公司（占股比 38.75%）和上海申能股份有限公司（占股比 12.5%）。目前公司已累计投资 12.93 亿元，预计未来可获得较为稳定的投资收益。

煤化工方面，2014 年 5 月公司母公司内蒙古满世投资集团有限公司将劣质煤综合利用项目转移至公司进行建设，该项目是新建的大型煤化工项目，项目于 2012 年 12 月取得内蒙古自治区发改委的备案。项目以鄂尔多斯地区的劣质煤（低热值）为原料，通过碎煤加压气化技术生产合成氨和尿素。项目总投资 212 亿元建设成年产 200 万吨合成氨、350 万吨尿素、副产品为焦油、中油、粗粉、石脑油、LNG 等的项目。项目分两期实施，两期各建设 2 套年产 50 万吨合成氨、80 万吨尿素装置。该项目一期工程总投资约为 105.98 亿元。虽然该项目有利于公司延伸煤基产业链，但项目投资额巨大，加之国内尿素产能过剩，未来将面临一定的技术风险及市场风险。综合考虑上述因素，公司于 2014 年 5 月起，暂停该项目投资。

煤炭物流方面，为了进一步提升公司煤炭发运能力，公司计划投资 13.98 亿元建设塔拉壕集装站，该项目一期与东铜铁路接轨，二期接呼准东铁路。由于煤炭市场持续低迷，周边煤炭发运量大幅下降，公司根据实际情况，决定暂缓该项目的建设。

电力业务方面，公司目前正积极争取内蒙古自治区外送电——蒙西至天津南通道中的配套火电建设项目。公司拟在罐子沟煤矿井田内建设 2×

660MW 高效超超临界空冷机组，进行煤电一体化经营。若项目申请获批，总投资约 52.10 亿元，其中公司拟自筹 20%，向银行申请项目贷款 80%。按每年 6,000 小时计算，每年可向电网输送约 75.87 亿度，按含税平均上网电价为 0.23 元/千瓦时测算，

每年可实现销售收入 14.74 亿元，净利润约 5 亿元左右。目前，该项目正在等待国家改革委批复。

未来投资支出方面，目前公司在建项目资本支出合计达 123.16 亿元，目前均已暂停建设，资本支出压力较小。

表 10：截至 2015 年 3 月底公司主要在建拟建项目情况（亿元，%）

项目名称	投资总额	股权占比	已完成投资	项目进度
劣质煤综合利用项目（一期项目）	105.98	100.00	3.56	暂停建设
塔拉壕集装站	13.98	100.00	0.59	暂停建设
本部办公楼	3.20	100.00	1.22	暂停建设
合计	123.16	--	5.37	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看，公司在建项目有利于形成以煤炭生产、煤炭物流、煤化工三大产业为支柱的产业格局。但公司在建项目投资金额较大，未来将面临较大的资本支出压力，目前公司已暂停主要重大项目的建设。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年审计报告以及未经审计的 2015 年一季度财务报告，所有财务报告均按照新会计准则编制。

2014 年受煤炭销量减少、价格下跌影响，公司收入规模有所下滑，公司盈利能力进一步弱化

2014 年受煤炭销量减少和价格下跌影响，公司营业收入实现 49.51 亿元，同比下滑 17.18%。毛利率方面，由于公司加强了成本费用控制力度，2014 年公司营业毛利率实现 34.62%，较 2013 年下降 1.83 个百分点，降幅不大。2015 年一季度，公司营业毛利率为 34.42%，较为稳定。

表 11：公司盈利能力分析（亿元，%）

	2013		2014		2015.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	58.19	37.13	48.89	34.93	8.31	34.42
非煤	1.59	11.56	0.62	10.17	--	--
合计	59.78	36.45	49.51	34.62	8.31	34.42

资料来源：根据公司财务报表整理

期间费用方面，2014 年公司三费合计为 9.04

亿元，同比减少 10.40%。从结构方面看，公司管理费用和销售费用下降明显，而财务费用同比增长。2014 年公司为储备日常经营所需的流动资金，银行贷款规模上升，财务费用同比增长 30.60%。2014 年受收入下降的影响，公司三费收入占比同比上升 1.37 个百分点至 18.25%。2015 年一季度，公司三费收入占比继续大幅上升至 23.54%。未来公司潜在的资本支出较大，债务及利息支出仍可能进一步上升；加之预计未来一段时间煤炭行业景气度仍将低迷，公司营业收入存在继续下滑的可能，这将使得公司三费收入占比继续上升，利润空间或将收窄，费用控制压力加大。

表 12：近年来公司期间费用分析（亿元，%）

	2012	2013	2014	2015.3
销售费用	3.76	4.47	3.61	0.82
管理费用	3.97	4.29	3.68	0.69
财务费用	2.34	1.34	1.75	0.45
三费合计	10.08	10.09	9.04	1.96
营业总收入	67.35	59.78	49.51	8.32
三费收入占比	14.96	16.88	18.25	23.54

资料来源：公司财务报表

利润总额构成方面，2014 年，受煤炭销量下降和销售价格下跌的影响，公司经营性业务利润实现 5.17 亿元，同比大幅下降 35.37%；当年公司实现利润总额为 5.27 亿元，同比下降了 34.77%。2015 年 1~3 月，公司实现利润总额为 0.57 亿元。未来随着煤炭市场持续低迷，煤炭价格低位运行，公司盈利能力或将进一步下降。

现金流方面，2014 年公司经营活动净现金流为 10.78 亿元，同比基本持平，保持了较强的获现能

力；同年公司投资活动现金流入和流出均较大，主要因公司滚动购买短期理财产品所致，当年公司投资活动净现金流为-13.76 亿元；2014 年公司因项目建设需要增加了部分短期借款，筹资活动净现金流为 6.69 亿元。

表 13：公司现金流量情况（亿元）

	2012	2013	2014	2015.1~3
经营活动现金流入	95.56	71.65	55.72	9.82
经营活动现金流出	70.47	61.23	44.93	10.53
经营活动净现金流	25.09	10.42	10.78	-0.72
投资活动现金流入	92.72	55.05	43.46	16.26
投资活动现金流出	101.11	59.90	57.22	13.43
投资活动净现金流	-8.39	-4.85	-13.76	2.83
筹资活动现金流入	44.32	19.92	26.55	2.02
其中：吸收投资	--	0.53	--	--
借款所收到的现金	44.32	4.50	26.55	2.02
筹资活动现金流出	65.08	39.19	19.86	3.19
其中：偿还债务	46.32	30.01	14.66	3.01
筹资活动净现金流	-20.76	-19.27	6.69	-1.16
现金及等价物净增加额	-4.07	-13.69	3.71	0.95

资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，跟踪期内，受煤炭市场持续低迷影响，公司收入大幅下滑，导致公司盈利能力减弱，但经营获现能力保持较好水平，对外融资增加。中诚信国际关注到未来煤炭行业或将持续低迷，公司盈利能力和获现能力仍将面临考验。

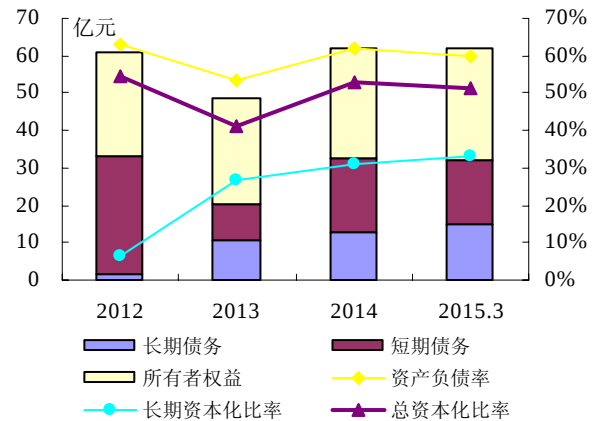
2014 年公司债务增加，资产负债率上升，债务压力增大；公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力进一步弱化

2014 年公司加大了融资力度，债务上升，导致年末公司总资产为 76.16 亿元，同比上升 23.99%。2014 年公司实现净利润 3.96 亿元，但所有者权益仅小幅增至 29.15 亿元，主要是因当年公司分配现金股利 3.00 亿元所致。2014 年末公司总债务规模较上年末增长 12.58 亿元至 32.73 亿元，增长迅速。其中，短期债务增加 10.08 亿元，长期债务增加 2.50 亿元。

从资本结构来看，2014 年末公司资产负债率同比上升 8.23 个百分点至 61.73%，公司总资本化比率同比上升 11.54 个百分点至 52.89%，债务水平上升明显。2015 年 3 月底，因偿还部分有息债务，公

司总资产和总负债分别小幅降至 74.91 亿元和 44.89 亿元，资产负债率和总资本化比率分别小幅降至 59.93%和 51.47%。

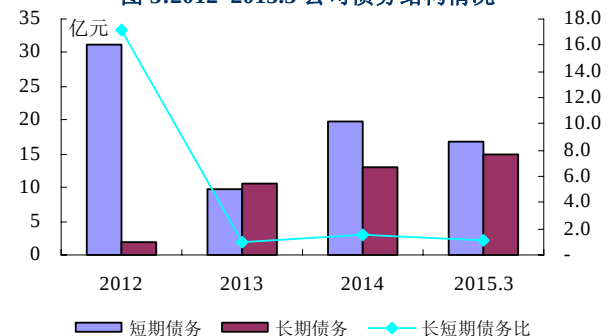
图 4：2012~2015.3 公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务结构方面，2014~2015 年 3 月末，公司短期债务分别为 19.73 亿元和 16.81 亿元，较 2013 年增长迅速；同期短期债务/长期债务分别为 1.52 和 1.12，公司面临一定短期偿债压力。

图 5：2012~2015.3 公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力方面，2014 年公司经营活动净现金流同比保持稳定，但受债务增长影响，其对公司债务本息的覆盖能力有所减弱，2014 年公司经营活动净现金流/利息支出由 2013 年的 7.61 倍下降至 6.14 倍，经营活动净现金流/总债务由 2013 年的 0.52 倍下降至 0.33 倍。2014 年，公司 EBITDA 盈利指标同比减少，其对债务本息的覆盖能力同比明显弱化，总债务/EBITDA 指标由 2013 年的 1.39 倍上升至 2.75 倍，EBITDA 利息倍数由 2013 年的 10.59 倍降至 6.79 倍。

表 14：近年来公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014	2015.3
货币资金(亿元)	17.76	4.09	8.51	9.46
短期债务(亿元)	31.20	9.64	19.73	16.81

长期债务(亿元)	1.82	10.50	13.00	15.03
总债务(亿元)	33.02	20.14	32.73	31.84
经营净现金流(亿元)	25.09	10.42	40.78	-0.72
EBITDA(亿元)	17.68	14.50	11.92	--
经营净现金流/总债务(X)	0.76	0.52	0.33	-0.09*
经营净现金流/利息支出(X)	10.27	7.61	6.14	--
总债务/EBITDA(X)	1.87	1.39	2.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.23	10.59	6.79	--

注：加“*”号为经过年化数据。

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2015 年 3 月底，公司将评估价值为 15.09 亿元的昶旭采矿权进行了抵押，抵押时间至 2017 年 1 月 15 日止。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额为 3.57 亿元，占净资产比例为 11.90%，公司对外担保存在一定的代偿风险。

表 15：截至 2015 年 3 月底公司担保情况（万元）

被担保方	性质	担保方式	担保余额	担保时间	到期时间
准格尔旗城市基础设施建设投资有限公司	固定资产贷款	连带责任保证	9,131	2009-7-16	2019-7-15
准格尔旗城市基础设施建设投资有限公司	固定资产贷款	连带责任保证	1,555	2009-7-16	2019-7-15
准格尔旗城市基础设施建设投资有限公司	固定资产贷款	连带责任保证	2,531	2009-7-16	2019-7-15
鄂尔多斯市城市建设投资集团有限公司	固定资产贷款	连带责任保证	22,500	2009-5-28	2019-5-24
合计	--	--	35,717		

资料来源：公司提供

此外，间接融资方面，截至 2015 年 3 月底，公司获得银行 110.52 亿元授信额度，其中尚未使用授信额度为 89.61 亿元，具有一定的财务弹性。

过往债务履约情况

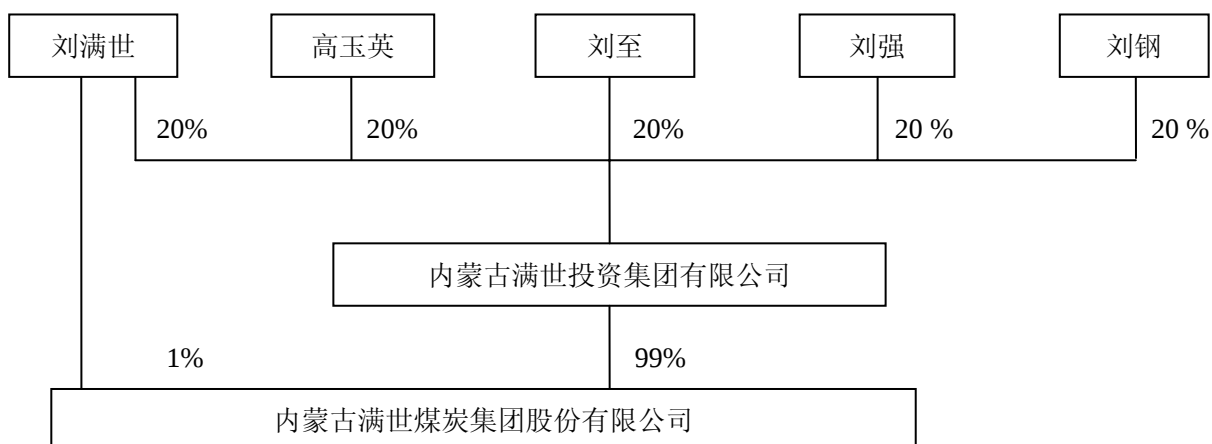
根据公司提供资料显示，公司近三年遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息，无债务违约记录。

债务融资工具方面，公司于 2013 年 4 月分别发行了一期短期融资券和一期中期票据，目前短期融资券已完成兑付；截至目前中期票据尚在存续期，无不良信用记录。

结论

综上所述，中诚信国际维持内蒙古满世煤炭集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“13 满世煤 MTN1”的债项信用等级为 **AA**。

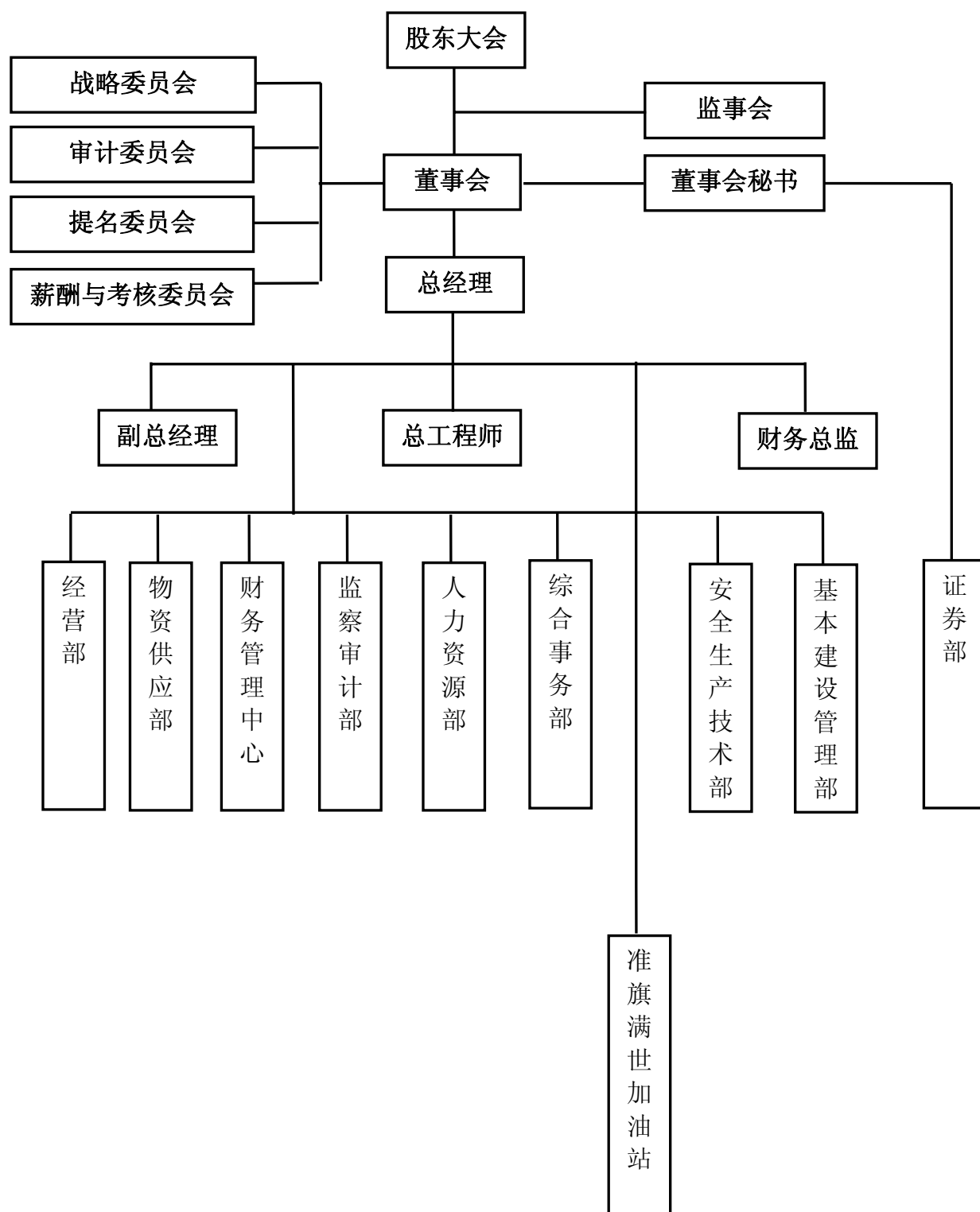
附一：内蒙古满世煤炭集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月底）



序号	下属子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	内蒙古满世煤炭集团罐子沟煤炭有限责任公司	17,000	100
2	内蒙古满世煤炭集团点石沟煤炭有限责任公司	7,000	60
3	内蒙古满世煤炭集团四道柳煤炭有限责任公司	5,000	100
4	鄂尔多斯市金阳煤炭有限责任公司	5,000	100
5	准格尔旗昶旭煤炭有限责任公司	6,000	100
6	准格尔旗永智煤炭有限公司	2,000	45
7	鄂尔多斯市荣鑫煤炭运销有限责任公司	1,000	100
8	内蒙古鑫亚煤炭交易市场有限责任公司	1,000	100
9	鄂尔多斯市满世煤炭储运有限责任公司	1,000	100
10	内蒙古满世联合运输有限责任公司	5,000	100
11	内蒙古富鑫煤炭运销有限责任公司	2,000	51
12	准格尔旗天和煤炭储运有限责任公司	821	45
13	天津市满世国际贸易有限公司	10,000	100
14	内蒙古满世能源化工有限责任公司	48,764	100
15	江苏满世煤炭有限公司	3,000	100
16	准格尔旗西梁煤炭有限责任公司	6,500	100
17	准格尔旗川发煤炭有限责任公司	6,200	100
18	满世集团国际投资有限公司	5 万美元	100

资料来源：公司提供

附二：内蒙古满世煤炭集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：内蒙古满世煤炭集团股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	177,584.22	40,877.25	85,080.49	94,624.91
交易性金融资产	337.91	218.91	255.74	256.94
应收账款净额	27,839.34	40,837.34	46,544.29	29,295.63
存货净额	40,492.10	39,835.84	26,511.96	29,811.13
其他应收款	41,896.14	18,803.06	17,901.41	32,525.81
长期投资	119,383.61	143,185.75	173,528.08	173,501.90
固定资产(合计)	145,804.23	150,884.89	163,674.63	159,795.85
总资产	752,459.13	614,268.35	761,639.51	749,140.44
其他应付款	47,483.28	42,300.43	30,392.83	30,241.76
短期债务	311,998.83	96,435.00	197,257.00	168,093.01
长期债务	18,231.32	105,000.00	130,000.00	150,269.26
总债务	330,230.15	201,435.00	327,257.00	318,362.27
净债务	152,645.93	160,557.75	242,176.51	223,737.37
总负债	474,520.95	328,605.29	470,162.23	448,939.99
财务性利息支出	24,435.54	13,692.11	17,544.90	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益(含少数股东权益)	277,938.18	285,663.06	291,477.29	300,200.45
营业总收入	673,471.71	597,754.86	495,120.70	83,166.99
三费前利润	208,898.02	180,953.36	142,089.56	24,357.33
投资收益	5,931.20	2,796.02	3,209.05	839.40
EBIT	131,683.08	94,531.94	70,279.83	--
EBITDA	176,770.92	144,962.07	119,198.62	--
经营活动产生现金净流量	250,857.07	104,188.27	107,807.63	-7,160.85
投资活动产生现金净流量	-83,885.31	-48,476.13	-137,632.25	28,311.33
筹资活动产生现金净流量	-207,633.19	-192,651.90	66,886.88	-11,634.20
现金及现金等价物净增加额	-40,661.42	-136,939.76	37,052.26	9,542.49
资本支出	44,428.13	63,751.49	36,250.17	1,595.23
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	36.64	36.45	34.62	34.27
三费收入比(%)	14.96	16.88	18.25	23.54
EBITDA/营业总收入(%)	26.25	24.25	24.07	--
总资产收益率(%)	16.14	13.88	10.07	--
流动比率(X)	0.81	0.93	0.94	1.04
速动比率(X)	0.72	0.75	0.86	0.94
存货周转率(X)	7.08	9.46	9.76	7.76*
应收账款周转率(X)	17.24	17.41	11.33	8.77*
资产负债率(%)	63.06	53.50	61.73	59.93
总资本化比率(%)	54.30	41.35	52.89	51.47
短期债务/总债务(%)	94.48	47.87	60.28	52.80
经营活动净现金/总债务(X)	0.76	0.52	0.33	-0.09*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.80	1.08	0.55	-0.17*
经营活动净现金/利息支出(X)	10.27	7.61	6.14	--
总债务/EBITDA(X)	1.87	1.39	2.75	--
EBITDA/短期债务(X)	0.57	1.50	0.60	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.23	10.59	6.79	--

注：所有财务报告均按新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益；未取得公司历年资本化利息支出数据；公司将融资租赁款计入长期应付款，中诚信国际在分析时将其调入长期借款；2015 年一季报未经审计；加“*”数据已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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=营业成本/存货平均净额

应收账款周转率=营业总收入净额/应收账款平均净额

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））

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

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。