

绿地能源集团有限公司

主体信用评级报告

主体信用等级： AA<sup>-</sup> 级

评级时间： 2012 年 12 月 26 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪企评 [2012] 020077】

评级对象: 绿地能源集团有限公司

信用等级: AA-

评级展望: 稳定

评级时间: 2012年12月26日

## 主要财务数据及指标

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	2.46	4.87	6.45	7.72
刚性债务	12.97	18.69	36.38	57.76
所有者权益	4.41	8.79	17.35	17.51
经营性现金净流入量	-6.12	-1.93	-21.53	-11.43
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	32.43	70.14	91.77	154.75
总负债	25.29	54.30	64.07	127.15
刚性债务	18.38	29.84	54.81	78.79
所有者权益	7.14	15.84	27.70	27.60
营业收入	118.35	262.58	387.28	356.46
净利润	1.19	3.09	3.97	0.35
经营性现金净流入量	-4.94	-4.85	-9.89	-12.14
EBITDA	2.08	5.79	9.91	-
资产负债率[%]	77.98	77.42	69.81	82.16
权益资本与刚性债务 比率[%]	38.85	53.09	50.54	35.04
流动比率[%]	99.02	107.77	109.63	103.22
现金比率[%]	18.53	18.25	21.46	-
利息保障倍数[倍]	3.43	3.26	2.70	-
净资产收益率[%]	19.44	26.91	18.25	-
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-25.78	-12.18	-16.70	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-31.54	-39.23	-38.27	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.63	3.43	3.06	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.24	0.23	-

注: 根据绿地能源集团经审计的 2009~2011 年及未经审计的 2012 年前三季度财务数据整理、计算。

## 分析师

王明君  
Tel: (021) 63501349-823  
E-mail: wmj@shxsj.com

余海徽  
Tel: (021) 63501349-910  
E-mail: yhw@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对绿地能源集团有限公司(简称“绿地能源集团”、“该公司”或“公司”)的评级反映了绿地能源集团在规模优势、产业链及资金周转等方面所具有的优势,同时也反映了公司在财务杠杆偏高、盈利下滑及关联款项回收等方面所面临的压力与风险。

### 主要优势/机遇:

- **较突出的规模优势。**绿地能源集团近年来凭借区位优势、股东支持以及外部资金支持获得快速发展,在当地市场建立了一定的规模优势。
- **趋于完整的产业链。**绿地能源集团主业产业链逐步完善,有利于增强抗风险能力,近期煤矿的投产对公司盈利构成一定补充。
- **较强的资金周转能力。**绿地能源集团自有资本实力较强,现金流量伴随经营规模的扩大而表现为大额流入和大额流出,具有较强的资金周转能力。

### 主要劣势/风险:

- **资金压力增加。**绿地能源集团业务转型阶段面临大规模资本性支出,营运资金缺口也逐年扩大,目前资产负债率已偏高,且集中于短期债务的期限结构造成公司流动性压力逐年增加。
- **盈利下滑风险。**2012年以来,绿地能源集团受制于宏观经济环境以及自身煤矿开采不足,盈利能力出现较明显下滑,对下游的赊销回款速度也有一定放缓。
- **关联款项回收风险。**绿地能源集团与股东及其他关联方之间存在一定金额资金往来现象,对公司资产变现能力和经营环节现金流均构成一定影响。

### 未来展望

通过对绿地能源集团主要信用风险要素的分析,新世纪公司认为公司具有较强的债务偿付能力,违约风险较低,并给子公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 声明

本评级机构对绿地能源集团有限公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至绿地能源集团有限公司 2013 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 绿地能源集团有限公司

## 主体信用评级报告

该公司原名上海绿地能源有限公司，成立于 2005 年 10 月，系绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）在整合下属部分能源类子公司基础上组建的产业集团。公司初始注册资本为人民币 2 亿元，其中绿地集团出资 1.80 亿元，持股 90%；上海绿地投资经营有限公司（简称“绿地投资”）出资 0.20 亿元，持股 10%。2006 年 3 月，股东等比例增资 0.18 亿元至 2.18 亿元，同年 7 月绿地投资将其持有的公司 10% 股权原价转让给了上海绿地商业(集团)有限公司(简称“绿地商业集团”)。之后，股东连续多次对公司增资，至 2011 年末公司注册资本增至 16.36 亿元，其中绿地集团直接持股 90%。2012 年 7 月，公司名称由上海绿地能源(集团)有限公司更名为现名。公司目前主要从事油品贸易和煤炭贸易业务（主业涉及的经营主体及其概况详见附录三），已在上海地区能源市场确立了一定的规模优势。

### 一、宏观经济和政策环境

**受累于逐步放缓的宏观经济增速，该公司从事的煤炭和油品商品的下游需求减少，公司经营和财务压力增加。**

近期，中国经济增长的外部环境继续弱化，欧债危机进一步深化，美国弱势的经济增长变得脆弱，日本经济增长也无起色；金砖国家中，印度和南非经济增长的放缓，仅俄罗斯与巴西保持了稳定经济增长。在国际环境继续弱化的同时，中国的出口、投资增速下降，中国的经济增长也逐步回落。因此，从短期看，中国的预期通货膨胀将会得到有效管理，经济的短期增长更依赖于积极的财政政策和稳健中相对宽松的货币政策，以及由此而形成的较大基础建设投资。

从中长期看，为了对冲出口、投资对经济增长贡献下降的影响，通过分配制度改革、社会保障体系的进一步完善、提高居民的消费能力，成为拉动经济增长的重要举措。为了保障中国经济将较高的增长速度，区域经济结构调整、产业结构转移和升级将是拉动经济增长的主要力量。但是，中国经济增长和发展将伴随着结构性的风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险等。

该公司经营的煤炭、油品等商品的下游客户主要为电力、冶金、化工和建材等行业，与宏观经济波动的关联性高。2011年以来，主要下游行业受累于宏观经济形势而减少了需求量，煤炭和油品价格也出现下滑，增加了公司经营和财务压力。

## 二、公司所处行业及区域经济环境

### 1. 煤炭行业

**煤炭资源的战略地位决定了煤炭行业政策短期影响行业发展，但其长期核心要素仍为市场供需形势，直接关系煤炭企业成本转嫁能力和抗风险能力。**

我国富煤、贫油、少气的资源特点，决定了煤炭是我国能源生产和消费中最主要的资源。短期内，煤炭行业景气度易受经济周期波动、供需关系、运输和行业政策的直接影响而呈现顺经济周期波动的特点。

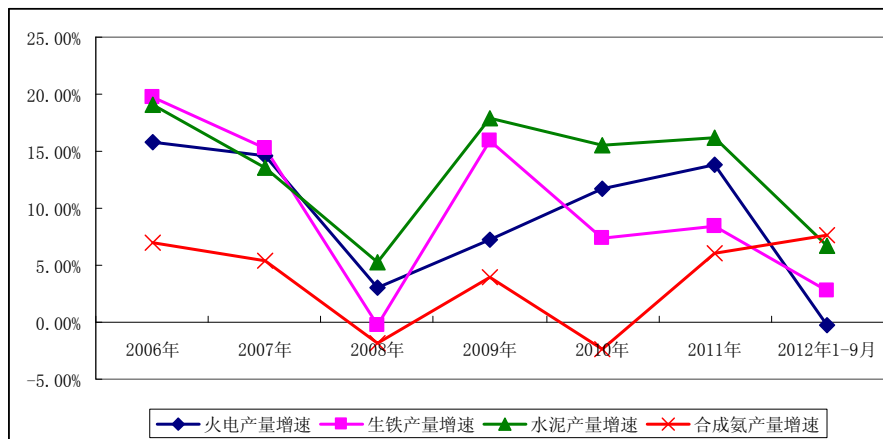
近年来，资源税改革一直被提到深化经济体制改革重点工作的日程中，2010年在新疆先行试点了原油和天然气资源税改革。2011年9月国务院常务会议又对《中华人民共和国资源税暂行条例》做出修改，在现有资源税从量定额计征基础上增加从价定率的计征办法，同时调整原油、天然气等品目资源税税率，其中焦煤税率调整至8~20元/吨、其他煤炭0.3~5元/吨。若资源税改革实施范围继续扩大，并由从量计征改为从价计征，将进一步提高煤炭企业生产成本，对煤炭企业盈利能力产生负面影响。但从长期看，资源税改革方案不会根本改变煤炭行业的运行趋势，煤炭行业的核心影响因素还是供需形势，供需形势决定煤炭企业成本转嫁能力和整体抗风险能力。

**电力、冶金、化工和建材等主要耗煤行业在经济刺激政策作用下对煤炭企业发展形成较好支撑，但2011年以来受累于宏观经济形势，预计下游需求行业产量增速放缓将使煤炭行业面临需求下滑风险。**

我国煤炭需求主要集中于电力、冶金、化工和建材行业，2006年以来四大行业耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重一直维持在85%以上。在2009年国家一系列经济刺激政策作用下，经济增速从二季度开始企稳回升，主要耗煤行业均出现了良好的增长态势，这种向好的增长态势一直持续至2011年上半年。2011年下半年以来，受累于国内外宏观经济走势，下游行业产量增速略有回落，煤炭需求较上半年环比下降。短期内，国内房地产调控难言放松，社会固定资产投资和房地产开发投资

均面临下行风险，预计高耗能行业产量下降将使煤炭行业需求面临下滑风险。

图表 1. 2006 年以来主要耗煤行业产量增速



资料来源：Wind 资讯

电力行业方面，自 2009 年 6 月发电量同比增速转正以来，火电发电量同比、环比均表现出较好的增长态势，2009~2011 年年复合增长率为 13.10%。2011 年以来，由于核电恐慌、华中和西南地区水电出力不足以及风电产业转型，当年火电发电量达到 3.81 万亿千瓦时，同比增长 13.88%。

钢铁行业方面，2009 年在国家经济政策刺激作用下，我国钢铁业产销增长势头有所恢复，当年粗钢表观消费量为 5.65 亿吨，同比增长 24.65%。但 2010 年以来，由于国内房地产行业调控升级以及经济增速放缓，钢铁需求下滑，2010 年和 2011 年钢铁表观消费量同比增速分别仅为 6.14% 和 8.18%，带动产量增速分别为 9.26% 和 8.89%。不过我国人口基数大且仍处于工业化和城镇化互动阶段，预计短期内国内钢材表观消费量仍将继续保持增长，但增速将放缓。

水泥行业方面，受基础建设投资增速放缓以及房地产调控政策影响，水泥行业增速下滑，2010 年水泥产销量增速分别下滑 2.66 个百分点和 3.22 个百分点。2011 年保障房建设和建材下乡策略略微缓解了水泥需求下滑，当年水泥产量增速小幅上升至 16.12%。

化工行业方面，限于下游汽车、纺织、塑料等行业增速明显放缓、行业节能减排压力加大以及资金成本抬高等因素，化工行业发展增速减慢，并出现较大波动。

国内煤炭产量保持增长，但兼并重组、淘汰落后产能的整合行为缓解了新增产能释放带来的产能过剩压力，2011 年起煤炭产量增速有所

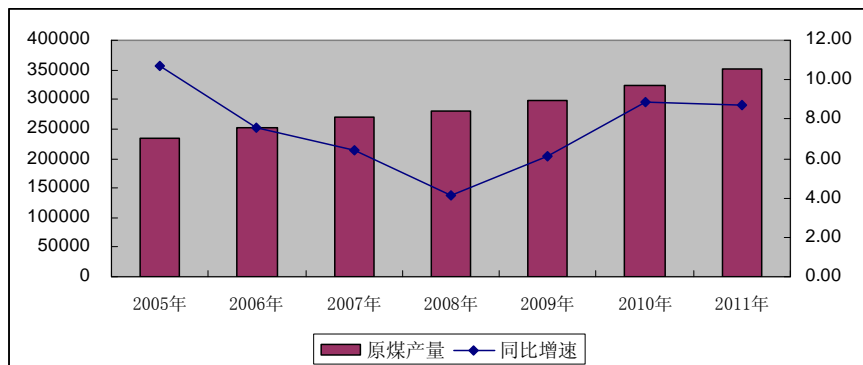
回落。

2009 年以来，在大型煤炭企业扩大产能以及行业整合带动下，煤炭开采和洗选业固定资产投资额保持高速增长，近三年年复合增长率为 26.57%。固定资产投资的快速增长带来了大量新增产能，至 2010 年末全国煤炭总产能超过 38 亿吨。2011 年，煤炭开采和洗选业完成固定资产投资 4896.86 亿元，同比增长 25.90%，产能将继续扩大。

在行业产能建设较快增长的同时，煤炭大省资源整合和淘汰落后产能的步伐也在加快。截至 2010 年末，山西省煤炭资源整合成效显著，矿井数量由整合前的 2600 余个减少至 1000 个，单矿平均产量由 30 万吨提高至 90 万吨，产业集中度和产业水平提升。

在下游旺盛需求带动下，全国煤炭产量保持了较快增长。2005~2011 年我国原煤产量年复合增长率为 6.97%，2011 年为 35.20 亿吨，同比增长 8.70%。伴随主要产煤大省煤炭行业整合的初步完成，预计 2012 年全行业产量将继续增长。

图表 2. 2005 年以来我国原煤产量趋势图 (单位: 万吨)

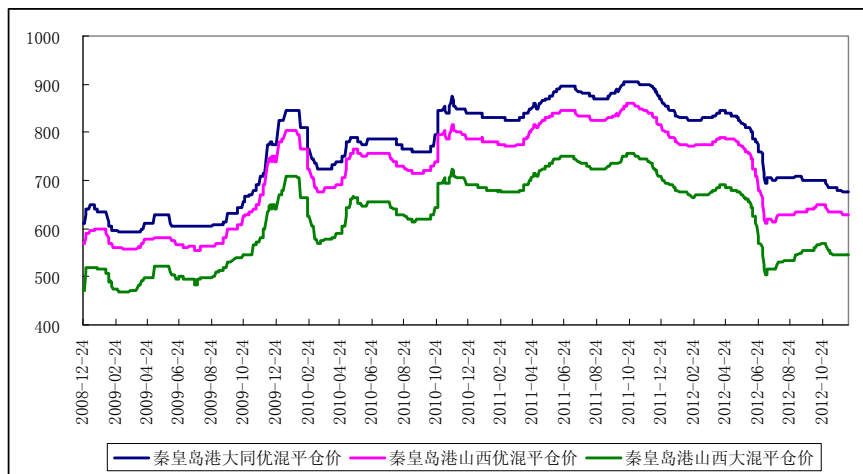


资料来源: Wind 资讯

煤炭行业供需走势变化引起价格在波动中呈现上升趋势，但 2011 年第四季度以来，下游需求增速放缓，煤炭价格快速回落，对煤炭企业造成重大影响。

煤炭需求的复苏、资源整合带来的产量控制使得煤炭行业供需形势发生积极变化，2008 年下半年以来煤炭价格在波动中呈现上升趋势(如图表 3 所示)。但进入 2011 年四季度后，煤炭行业下游需求增速下滑，煤炭价格快速回落，对煤炭企业盈利造成重大影响。

图表 3. 2008 年以来我国主要煤炭秦皇岛港平仓价走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

**我国煤炭生产和消费区域分布不均衡造成煤炭的长途输送, 限于煤炭运力不足, 煤炭供给得到制约, 部分地区出现煤炭供应紧张。**

我国煤炭产区与煤炭消费区呈逆向分布特点, 煤炭运输瓶颈的存在使得资源地产量得不到有效释放, 而消费地则出现煤炭局部紧张的状态, 煤炭铁路运量复合增速远低于煤炭产量增速。

“十二五”期间, 根据国家规划多条新建煤炭运输通道将开工建设。预计 2014 年以后, 随着部分重点线路的竣工, 煤炭运输瓶颈将会有所缓解。不过在此之前, 运力短缺的局面仍然难以得到根本性的改变, 部分影响生产地区产能的释放。

## 2. 油品贸易行业

国内成品油需求受经济增长和下游产业运行情况影响呈现稳中趋缓状态, 而其价格在国家价格调整和国际原油价格波动影响下表现出阶梯式增长态势。中石油和中石化在国内石油贸易市场占据主导地位, 控制力增强, 该公司油品贸易市场竞争压力大。

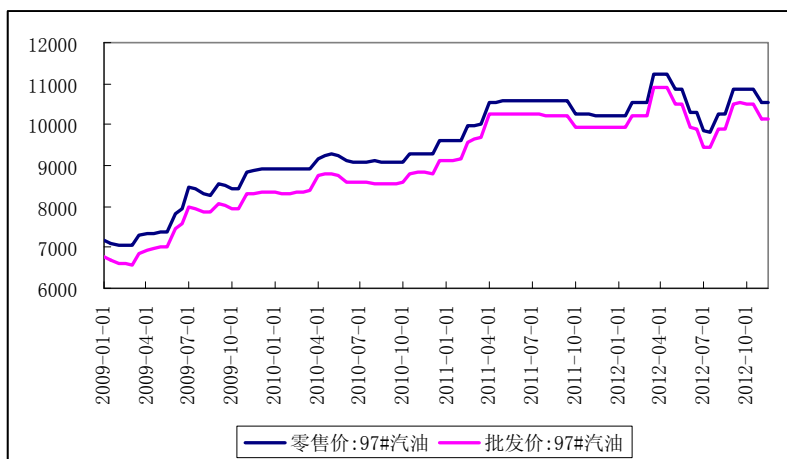
国内经济的高速增长依然需要以石油资源的大量消耗为依托, 近几年来我国汽柴油消费量不断上升, 但自 2011 年以来, 我国三大成品油 (汽油、柴油、煤油) 消费增速稳中趋缓, 这既与国内经济增速下滑、部分刺激政策退出以及货币政策收紧有关, 也与主要用油行业运行特点密切相关。据国家统计局初步估计, 2011 年原油消费量增速仅为 2.7%, 与 2010 年相比回落 10 余个百分点。

2011 年上半年, 国际原油价格大幅上涨, 普氏全球布伦特原油现货均价为 111.16 美元/桶, 同比上涨 43.9%。国内原油价格与国际市场原



油价格走势基本一致。国家综合考虑多种因素，有控制地上调了两次成品油价格。但 8 月初以来，美债和欧洲债务危机打击了投资者信心，市场对欧美经济二次探底担忧加剧，国际市场油价震荡回落，尤其是 9 月下旬以来加速下跌，至 12 月末油价才逐步回调。因政府对最高零售限价进行了 2 次上调和 1 次下调以及国际油价波动，2011 年国内成品油价格整体呈现阶梯式先涨后跌的态势。2012 年，国家发改委再次调整成品油价格，成品油价格可能出现继续上升趋势。

图表 4. 国内成品油价格波动走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

原油供需缺口的持续使成品油终端销售难度较低，成品油经营的核心竞争集中于采购渠道的稳定性和销售网点的广泛性。原油作为战略性物资，其开采和炼化具有很强的垄断性，决定了国内成品油市场行业集中度高。目前中石化和中石油凭借供产销一体化和广泛的零售网点布局，对成品油市场具有很强的掌控力，2011 年以来中石化和中石油对市场垄断、外采限制力度加强，对油品经营造成较大不利影响。

### 三、公司自身素质

#### (一) 公司产权状况

该公司系在绿地集团能源类业务基础上组建而成，其在绿地集团多元经营布局中重要性渐趋显著，在资金及融资担保等方面能够得到必要的支持。

绿地集团直接持有该公司 90% 股权，并通过全资子公司绿地商业集团间接持有公司 10% 股权。绿地集团原为国有企业，后经增资改制为集

团职工持股会控股企业，2010年国有股以配股方式增加持股比例，合计占比超过50%，集团性质变更为国有控股公司。截至2012年11月末，上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）通过控股子公司上海地产（集团）有限公司和全资子公司上海市城市建设投资开发总公司合计持有公司60.68%股权，故公司实际控制人相应变更为上海国资委（见附录一）。

绿地集团具有房地产开发一级资质，以房地产开发为支撑点实施多元化发展战略，以新建或收购重组等方式涉足能源、汽车服务和建筑等业务，实现经营规模的快速扩张。绿地集团资产总额由2007年末的347.81亿元增至2011年末的1881.61亿元；营业收入总额由2007年的226.17亿元增至2011年的1478.74亿元，年复合增长率分别为52.51%和59.91%。房地产行业经济周期性较强，且易受国家宏观调控政策影响，而能源业务能够在一定程度上缓解绿地集团单一业务风险，相对成熟的贸易渠道能够提供较稳定的现金流，因此能源业务近年来成为绿地集团重点发展的业务板块，并自2008年起上升为绿地集团第二支柱业务。该公司作为绿地集团能源业务的核心运载主体，在绿地集团中的地位得到一定提升。

## （二）公司法人治理结构

**该公司具有独立完整的业务及自主经营能力，但与股东绿地集团之间存在一定的资金往来和关联担保。**

该公司与控股股东在业务、人员、资产、机构和财务上实行“五分开”，做到业务分开、人员分开、资产完整、机构独立和财务独立。公司具有独立完整的业务及自主经营能力，不存在股东违规占用公司资金、资产及其他资源而损害公司利益的情况。

该公司与关联方之间存在一定资金往来，主要挂账于其他应收款和其他应付款，尤其是与控股股东绿地集团之间的资金往来金额较大（如图表5所示）。2010年公司煤矿投资需求量大，形成关联资金净流入7.18亿元，当年末占用绿地集团资金达6.85亿元。公司能源业务自绿地集团分离出来，多年来为加强和行业龙头企业的合作和充分利用股东的品牌优势，公司部分重大合作项目前期由股东负责落实，经营责任由公司承接，由此形成与能源业务相关的往来，2011年末关联净流出4.08亿元。绿地集团通过担保方式提高公司的融资能力，2011年末在保余额为22.48亿元。

图表 5. 公司 2010-2011 年末关联资金往来情况 (单位: 万元)

关联方名称	与公司关系	2010 年末		2011 年末	
		公司向关联方提供资金	关联方向公司提供资金	公司向关联方提供资金	关联方向公司提供资金
绿地集团	控股股东	—	68535.57	40320.43	—
上海绿之海仓储有限公司	同一最终控制人	—	4552.49	487.51	—
上海绿安物业管理发展有限公司	同一最终控制人	—	2000	—	2000
绿地商业集团	参股股东	1000	—	1000	—
上海绿地杨浦置业有限公司	同一最终控制人	15.2	—	18.99	—
上海绿地国际贸易有限公司	同一最终控制人	2278	—	2278	—
上海绿地汽车服务(集团)有限公司	同一最终控制人	—	—	—	1270.2
<b>合计</b>		<b>3293.2</b>	<b>75088.06</b>	<b>44104.93</b>	<b>3270.2</b>

注: 根据绿地能源集团 2010 年和 2011 年审计报告绘制。

### (三) 公司管理水平

该公司内部组织机构设置较为合理, 对各项业务实施制度化管理, 并在经营业务范围扩大过程中逐步建立和完善各项管理制度, 为主业发展提供必要的组织和制度保障。

该公司系在整合绿地集团旗下多家能源类企业基础上组建的产业集团, 自身主要承担投资、统一管控职能, 并经营部分大宗成品油贸易业务。根据业务需要, 公司下设 10 个职能部门, 包括煤炭部、业务一部、业务二部、财务部等, 其中煤炭部主要负责煤矿收购和运营工作, 业务一部主要负责煤炭和油品市场拓展工作, 业务二部主要负责油品和化工品市场拓展工作, 能够满足公司日常经营管理需要。

该公司制定有较完善的内部控制制度, 可为公司及其下属子公司投融资、对外担保以及日常经营等活动提供了必要的制度保障。随着经营规模的扩大, 公司制度建设处于不断完善过程中。

在资金管理方面, 该公司制定了资金管理办法, 实行资金预算管理制度, 投资资金由公司本部按照年度投资预算和月度资金预算拨付、经营性资金由本部及子公司按照预算进度合理安排。遇追加预算资金的,

则需将追加计划上报公司财务部审核，经财务部综合平衡以及资金回报率测算后提出拟办意见，报总经理室批准后实施。

在购销管理方面，该公司建立了进、销合同会签流程，以及相应的预付货款和支付定金授权批准制度，并于 2010 年末起试运行 ERP 系统。为进一步加强资金风险管理，公司于 2011 年开始推行客户信用额度管理模式，对客户资质和历史往来情况进行相应审核。目前公司油品贸易购销管理制度已相对成熟，但煤炭业务经营时间尚短，相应的业务管理制度尚处于逐步制定和完善过程中。

在投资管理方面，该公司制定了对外投资管理制度，规定任何一项投资在决策前均需进行可行性研究，涉及实物资产或无形资产投资，还需对投出资产进行资产评估。公司重大项目投资在经过内部审批后再上报绿地集团审批同意，并上报上海市国资委审批或备案。

在融资管理方面，该公司实行“统一安排、统一管理”制度，每年根据预算和经营需要确定整体的融资结构和规模，由公司财务部负责制定融资方案后报总经理室或董事会批准。公司本部所需中长期项目借款和生产经营所需流动资金贷款，由公司统借统还；下属子公司借款可由公司统一筹集后再分解至子公司，也可由子公司自行筹资。公司内部借款，按照“谁申请使用，谁承担利息”原则，计息标准由公司财务部根据商业银行实际贷款利率确定。

在内部审计方面，该公司下设审计部，由总经理室直接领导，主要对招投标、股权投资、对外委托等活动进行项目审计和监督，同时还对离任企业负责人进行经济责任审计。公司内部审计安排侧重于监督各项内控制度的落实情况。

在对外担保方面，该公司规定担保事项一律由本部集中管理和审批，下属子公司不得对外提供担保。公司本部为所属非全资子公司提供担保的，以公司所持该子公司股权比例为上限承担担保责任，超过股权比例部分要求合作方提供反担保；为非关联方提供担保时，一般要求被担保人提供反担保。公司担保决策和审批机构为总经理室，相应的担保文件均需委托法律顾问进行相应审阅并出具法律意见书。

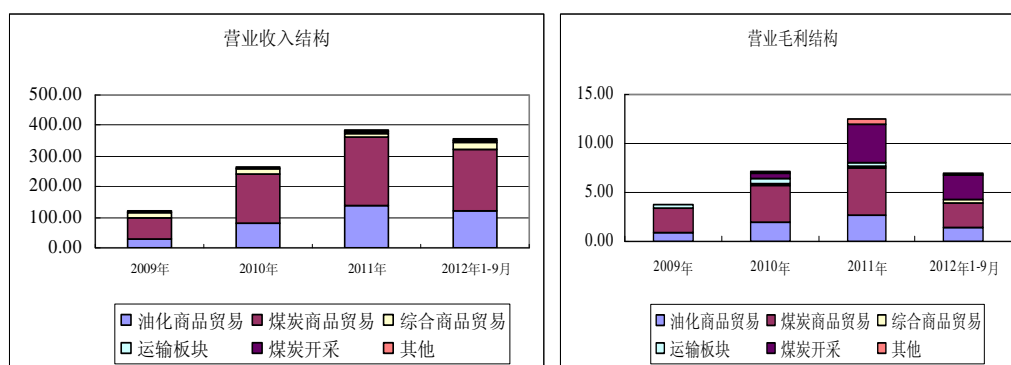
在子公司管理方面，该公司在保持各子公司经营和人事相对独立基础上，通过委派主要财务管理人员、及时汇总财务和经营数据以及内部审计等手段，加强对子公司的监管和协调，增强公司业务发展的整体性。

#### （四）公司经营状况

该公司主营煤炭和油品等大宗能源贸易，依托良好的区位优势 and 不断成熟的供销网络建设，已具备一定规模优势，营业收入规模逐年扩大。公司业务转型逐步实现效益，煤炭开采规模不大，但毛利空间大，对公司盈利形成有效补充，但需持续关注 2012 年以来宏观经济增速放缓对公司盈利能力的削弱、煤矿投资支出和投产效益情况，以及上下游结算对公司资金运作能力的考验。

近年来，该公司积极落实业务转型升级，由煤炭、油品和综合商品贸易向以生产带动贸易、以配送带动流转、以加工基地建设带动新业务拓展的综合型业务结构延伸。目前煤炭和油品贸易仍是公司主要收入来源，2011 年占收入比重为 92.94%，但限于低利润空间，其毛利占比为 60.17%；煤矿开采业务对利润的贡献自 2011 年起开始显现，虽规模不大，但盈利能力强，2011 年以 1.91% 的收入占比贡献了 31.65% 的毛利，2012 年前三季度以 2.26% 的收入占比贡献了 36.50% 的毛利。未来，能源贸易仍为公司主要收入来源，但煤矿开采以及煤炭加工业务对利润的贡献度将逐步上升，能够对公司盈利形成一定补充。

图表 6. 公司 2009 年以来营业收入和毛利结构及变化趋势（单位：亿元）

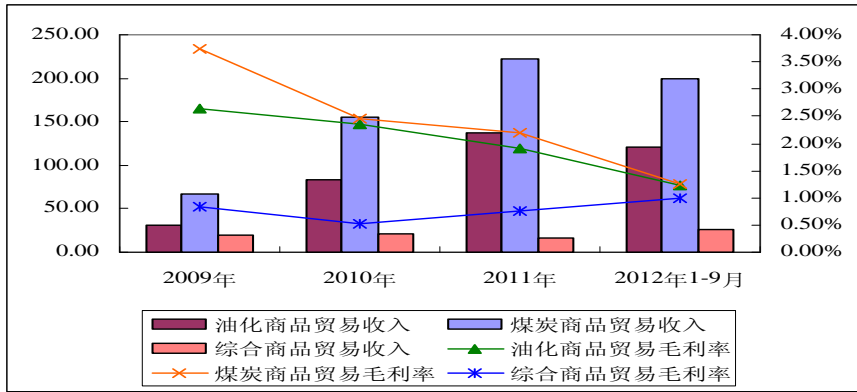


注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

#### 1. 贸易业务

煤炭、油品以及化工产品贸易是该公司最主要的收入来源，采用批发为主的自营贸易模式，通过采购与销售价差赚取利润，处于微利状态。2009~2012 年前三季度，公司煤炭和油品贸易的毛利率逐年下滑，盈利空间进一步收缩。在自营贸易中，公司需向上游客户预付 10%~100% 不等的采购款，与下游客户多采取“款到发货”结算方式。但 2011 年以来市场资金收紧，公司票据结算比重上升，采购和销售环节结算不平衡占用了大量流动资金。

图表 7. 公司 2009 年以来贸易业务构成及毛利率变化趋势 (单位: 亿元)



注: 根据绿地能源集团提供的数据绘制。

### (1) 煤炭贸易业务

近年来, 该公司煤炭贸易量逐年扩大, 销量由 2008 年的 518.10 万吨上升至 2011 年的 3533.91 万吨, 年复合增长率为 89.65%, 其中 2011 年同比增长 29.03%; 销售收入由 2008 年的 38.91 亿元上升至 2011 年的 222.42 亿元, 其中 2011 年同比增长 43.03%, 主要得益于市场开拓后客户量增加, 煤炭销量上升。2012 年前三季度, 公司煤炭销量为 3029.58 万吨, 实现收入 199.24 亿元, 平均单价在经历年初的高位后逐步回落。但从全国范围看, 公司煤炭贸易规模目前仍较小, 全国市场占有率不足 1%。

图表 8. 公司煤炭贸易销售情况

	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年前三季度
煤炭销量 (万吨)	1220.19	2738.89	3533.91	3029.58
煤炭贸易收入 (亿元)	66.21	155.50	222.42	199.24
平均单价 (元/吨)	542.62	567.75	629.39	657.88

注: 根据绿地能源集团提供的数据绘制。

该公司煤炭产品以 5000 大卡以上电煤为主, 主要向中能源电力燃料有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司、江苏长三角煤炭有限公司等大型煤矿企业采购, 还与中国中煤能源股份有限公司签订了 2010~2014 年合计采购 6800 万吨煤炭的协议 (2012~2014 年采购量为 5500 万吨), 供应渠道较为稳定。

该公司终端客户集中于电力公司及其经销商, 主要客户稳定性较强, 年采购规模基本与上年持平或略有增长。随着客户资源增多, 公司前五大客户占煤炭销售比重在 2011 年降低至 62.35%, 2012 年前三季度进一步降至 41.05%。2011 年以来票据支付比例的上升和账款期限的延长对公司资金回笼产生一定影响。

该公司加快建设包括湖北、河南、山西、丹东等地的煤炭配送网络,

现已初步建立了义马、渑池、禹州、汝州、翼城等在内的煤炭配送网络，并与武汉铁路局和郑州铁路局签订了战略合作协议，2011 年累计发运超过 200 万吨，为煤炭运营提供了有力的支持。

## (2) 油品贸易业务

限于中石油与中石化对市场垄断的增强，该公司油品贸易规模在经历 2009~2010 年度快速扩张后步入缓慢增长期，2011 年油品贸易量同比增长 13.94% 至 185.85 万吨，但因单价上升，销售收入同比增长 65.47%，不过毛利增幅仅为 19.16%。2012 年前三季度公司油品贸易量为 181.67 万吨。公司油化商品贸易采用批发为主、零售为辅的贸易模式，其中下属 3 个加油站开展的零售业务占比不足油品贸易量的 1%。公司油品主要销往上海、广东、福建等沿海地区的化工企业和经销商，主要服务于中石油和中石化外采计划。近期中石化和中石油减少外采量将对公司产生一定负面影响，预计短期内公司油化商品贸易将维持在现有规模。公司未来将通过收购或新建方式获得码头和仓储基地，以增强贸易竞争力。

图表 9. 公司油化贸易销售情况

	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年前三季度
油品销量 (万吨)	80.20	163.11	185.85	181.67
油化商品贸易收入 (亿元)	31.51	83.11	137.52	120.92

资料来源：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

除汽油、柴油和燃料油外，该公司还经销各类化工产品，包括混合芳烃、聚乙烯、丁二烯、甲基叔丁基醚等，2011 年实现收入 59.44 亿元（包含在油品贸易收入中）。

为解决仓储问题，该公司 2011 年通过收购浙江纳海石油化工有限公司 60% 股权而实际控制了舟山纳海油污水处理有限公司（以下简称“舟山纳海”）。舟山纳海在舟山海洋化工区建有污水集中处理基地，现已建成 47 个储油罐（33 万立方米容积），基本建成 1 个 3000 吨级码头和 2 个 3 万吨级码头。目前舟山纳海基地储油罐区已进行了专项改造，具备汽柴油、燃料油和化工品仓储能力，在 2012 年将投产运营。

## (3) 综合商品贸易业务

除煤炭和油品贸易外，该公司还参与了诸如钢材、水泥、沙石等建筑材料商品贸易，但规模相对较小，且因市场因素而出现较大波动，2009~2011 年综合商品贸易收入分别为 19.79 亿元、21.07 亿元和 15.88 亿元。

该公司综合商品贸易客户集中度高，前五大客户占比超过 85%，且

行业特点决定了其毛利率始终在 1% 以下。公司综合商品贸易上下游结算基本采用货到付款方式。

## 2. 煤炭生产与加工业务

该公司自 2009 年起积极向煤炭开采环节拓展，2010 年收购了内蒙古准格尔旗食联煤炭有限责任公司（主营食联煤矿开采）和准格尔旗聚鑫煤焦有限责任公司（主营高西沟煤矿开采），并于 2011 年陆续投产。2011 年公司又以 3.25 亿元收购了阿拉善盟丰源煤炭有限责任公司（主营丰源煤矿），至今已首期支付 70% 股权转让款。截至 2011 年末，公司自有煤矿的地质原煤储量合计为 8729 万吨。尽管 2011 年上半年春节因素以及内蒙古露天矿停产整顿对公司煤矿开采产生影响，但下半年已基本恢复投产，全年煤炭开采量为 294.02 万吨。随着煤矿开采量的增加，公司煤矿开采业务收入和利润快速增长，2010 年和 2011 年分别实现收入 0.99 亿元和 7.41 亿元，毛利率高达 50% 以上。2012 年前三季度，因煤炭需求减少和煤炭价格下跌，公司煤矿开采不足，开采量仅为 155.12 万吨，且煤矿开采的毛利率水平也出现较大回落，对公司总体盈利造成一定削弱。

图表 10. 公司已投产煤矿开采量

煤矿名称	地质原煤储量 (万吨)	年开采能力 (万吨)	开采量 (万吨)		
			2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
食联煤矿	3671	120	41.48	117.46	31.93
高西沟煤矿	3794	120	—	176.60	119.80
丰源煤矿	1264	30	—	—	3.39
<b>合计</b>	<b>8729</b>	<b>270</b>	<b>41.48</b>	<b>294.06</b>	<b>155.12</b>

注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

图表 11. 公司已投产煤矿收入和盈利情况

煤矿名称	收入 (万元)		利润总额 (万元)	
	2011 年	2012 年 1~9 月	2011 年	2012 年 1~9 月
食联煤矿	33873.06	9724.13	17933.60	2532.91
高西沟煤矿	40187.57	25414.17	14892.89	4986.82
丰源煤矿	—	746.04	—	-108.25
<b>合计</b>	<b>74060.63</b>	<b>35884.34</b>	<b>32826.49</b>	<b>7411.48</b>

注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

继煤炭开采提高盈利能力外，2011 年该公司还积极发展煤炭深加工业务，于 11 月收购了丹东海珠煤业科技发展有限公司（以下简称“丹东海珠煤业”）100% 股权，并通过丹东海珠煤业收购了临沂申海科技发展有限公司和东港市辽东实业集团有限公司 100% 股权，业务范围拓宽至型煤、洗煤和干馏煤加工。截至 2011 年末，公司拥有 2 个型煤加工厂、1



个洗煤加工厂和 4 条干馏煤生产线，型煤、洗煤和干馏煤生产线产能分别为 30 万吨、30 万吨和 100 万吨。

2012 年起，该丹东加工基地开始投入运营，产销状况较好，仅 1 月份型煤和洗煤销量就分别达到 2 万吨和 1 万吨。鉴于现有部分生产设备陈旧以及新增产能需要，该公司计划未来新增 4 条型煤生产线、一座年产 50 万吨的洗煤厂，通过提高产销量增加公司加工业务收入和利润。

### 3. 运输业务

该公司累计投资 5.36 亿元购置了 4 艘散装煤炭船和 3 艘散装油轮，分别于 2004~2011 年投入运营。公司运输业务主要为能源贸易业务提供配套服务，对公司收入和利润贡献度低，2011 年占主营业务收入和利润的比重分别仅为 0.92% 和 3.70%。2011 年，公司自有轮船运送煤炭 207.92 万吨、油品运送 74.88 万吨、铁矿石 144 万吨。

未来，该公司将继续以“重生产、拓网络、建基地”为中心，加大固定资产投资，继续推进在内蒙古、山西和新疆等地的煤矿资源收购和整合，新开辟山东、广东、福建等地区发运点建设，加速发挥丹东煤炭加工基地和仓储基地效益；坚持“主渠道、大客户”的经营策略和“资源控制和终端用户”的经营模式，扩大贸易规模，提升盈利能力，计划至 2015 年收入规模超千亿元，利润达到 25 亿元，其中煤炭开采、加工和贸易对利润的贡献度可能提高至 80% 左右。

未来五年，该公司新增 2~4 个煤矿，加快建设煤炭深加工基地以及沿海销售网络布局，建立 6~7 个发煤站和煤炭分销基地；预计投资规模可能超过 25 亿元。同时，公司在未来三年还拟投资 6~7 亿元用于仓储基地建设、3 亿元用于购置运输船舶等，总投资规模较大。公司计划通过股东增资、经营留利、关联方资金支持、银行并购贷款和债券市场融资等多种渠道解决资金缺口。

### （五）公司财务质量

国富浩华会计师事务所有限公司对该公司的 2009 年和 2010 年财务报表进行了审计，上海上会会计师事务所对公司的 2011 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2011 年执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2011 年 12 月 31 日，该公司经审计的合并口径资产总额为 91.77 亿元，股东权益为 27.70 亿元（其中归属于母公司所有者权益 23.46 亿元）；2011 年度公司实现营业收入 387.28 亿元，净利润 3.97 亿元（其中

归属于母公司所有者的净利润为 3.33 亿元)。截至 2012 年 9 月末,公司未经审计的合并口径资产总额为 154.75 亿元,股东权益为 27.60 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 23.72 亿元);2012 年前三季度实现营业收入 356.46 亿元,净利润 0.35 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 0.26 亿元)。

2011 年,因收购股权,该公司将准格尔旗聚鑫煤焦有限责任公司高西沟煤矿纳入合并范围;因出售股权,公司不再合并厦门绿地能源有限公司。截至 2011 年末,公司共拥有 14 家合并范围内子公司,包括 5 家煤炭业务子公司、5 家油品销售公司、2 家运输子公司和 2 家综合产品销售子公司。

为弥补资本性支出和营运资金缺口,该公司债务规模逐年扩大,资产负债率已处于偏高水平,且负债集中于短期刚性债务,即期偿债压力逐年加大。公司资产质量一般,现金流状况欠佳,但经营环节现金流规模大,有助于增强公司资金周转能力,对到期债务偿付提供缓冲。

#### (六) 公司抗风险能力

依托区位和股东资金支持等,该公司经营规模逐年扩大,经营性现金流量呈现大额流入、大额流出状态,能够为公司到期债务偿付提供缓冲,而业务转型的逐步实现也有利于拓宽公司盈利来源,提高公司抗风险能力。

##### (1) 规模优势

依托便利的交通区位优势、股东和外部资金支持,该公司经营规模较快扩张,2009~2011 年营业收入年复合增长率为 80.90%,2012 年前三季度为 356.46 亿元,已具备了一定的规模优势,经营性现金流量规模较大,有助于公司合理规划偿债计划,提高了资金缓冲能力。

##### (2) 业务转型优势

针对能源市场煤炭、油品价格波动较大的特点,该公司近年来逐步实现业务转型,在现有贸易基础上加大对产业链上游的投入,包括收购煤矿、建立石化仓储基地和煤炭加工基地,抗风险能力和经营灵活性得到一定增强。2011 年煤矿的投产大幅增强了公司盈利能力。

##### (3) 股东支持

该公司股东绿地集团综合实力较强,随着能源业务在绿地集团体系

内的地位逐步提高，公司获得的股东支持力度得到增强。2009 年至今，股东连续五次对公司增资合计 14.18 亿元，并为公司融资提供了较大数额的担保支持。

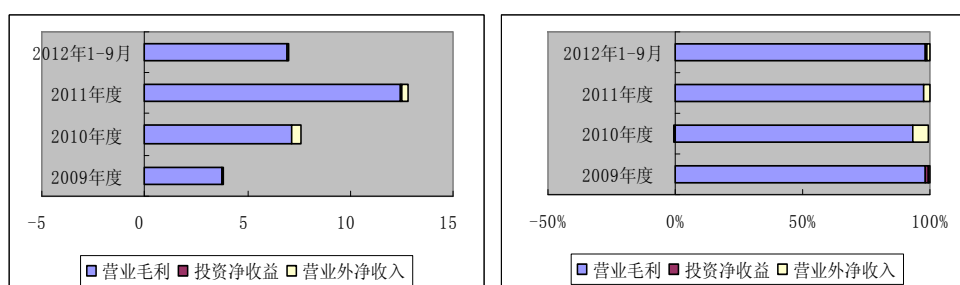
## 四、公司盈利能力及偿债能力

### （一）公司盈利能力

该公司主业清晰，2009~2011 年得益于贸易规模扩大和煤矿投产，利润规模维持稳定增长。但 2012 年以来下游需求减少和主要产品价格下跌，导致公司盈利能力出现下滑，需关注宏观经济波动对公司盈利的影响。

该公司主业清晰，坚持煤炭、油品销售业务，营业毛利构成了公司主要盈利来源，投资收益和营业外净收入贡献小。近年来随着贸易量的扩大，公司营业收入呈快速增长趋势，2009~2011 年分别为 118.35 亿元、262.58 亿元和 387.28 亿元，2012 年前三季度为 356.46 亿元。但限于大宗能源贸易性质和竞争压力，公司向下游转嫁成本能力弱，油品和煤炭商品贸易毛利率逐年下降。2011 年煤矿开采效益的发挥弥补了纯贸易盈利的下滑，综合毛利率在经历 2010 年下滑后回升至 2011 年的 3.22%，营业毛利三年复合增长率为 81.28%，与营业收入增速基本持平。但 2012 年以来，煤炭下游行业不景气，对煤炭的总体需求减少，煤炭价格出现大幅下滑，公司为保持贸易规模又进一步下调了销售价格，造成公司煤炭贸易的毛利率在 2012 年前三季度降至 1.25%（2011 年全年毛利率为 2.19%）；同时煤炭开采毛利率也大幅下降，2012 年前三季度为 31.37%（2011 年煤炭开采毛利率为 53.24%）；同期油化商品贸易毛利率也较上年下降 0.67 个百分点至 1.24%，共同导致 2012 年前三季度综合毛利率降至 1.94%。

图表 12. 公司 2009 年以来盈利贡献构成及变化情况（单位：亿元）

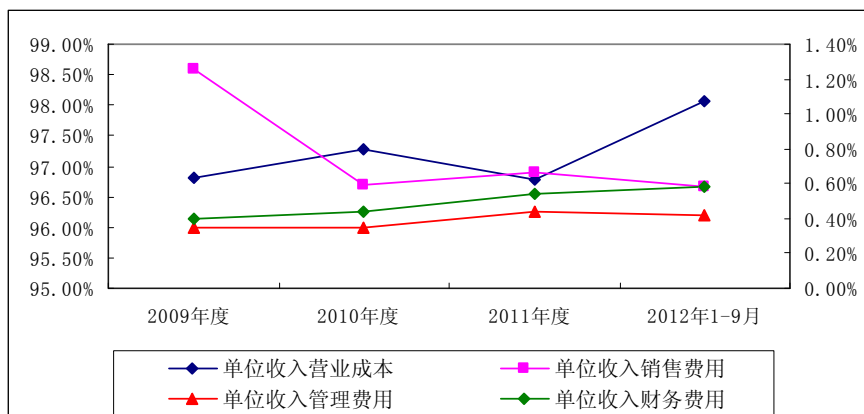


注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

该公司期间费用控制能力较强，尽管公司管理费用和财务费用分别

因运输设备折旧增加以及债务规模扩大而有所增加，但单位收入期间费用仍控制在 2% 以内。

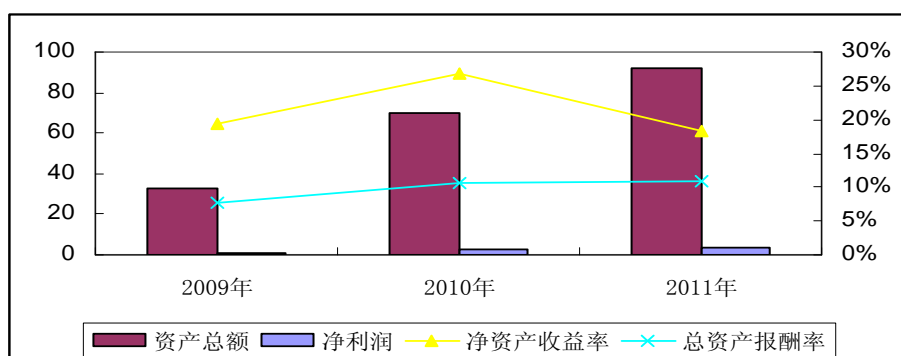
图表 13. 公司 2009 年以来单位营业收入主要成本变化趋势 (%)



注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

得益于营业收入规模的快速增长以及高毛利率煤矿开采的投产，该公司近年来净利润保持相应增长，由 2009 年的 1.19 亿元上升至 2011 年的 3.97 亿元，使得其资产获利能力维持在较好水平，2011 年总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.79% 和 18.25%。但 2012 年以来，贸易业务的毛利率大幅下滑，煤矿开采业务利润也因开采量不足和毛利空间收缩而减少，造成公司总体盈利能力减弱，前三季度仅实现净利润 0.35 亿元，较上年同期减少 86.27%。

图表 14. 公司 2009~2011 年资产收益率指标变化趋势 (单位: 亿元)



注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

## (二) 公司偿债能力

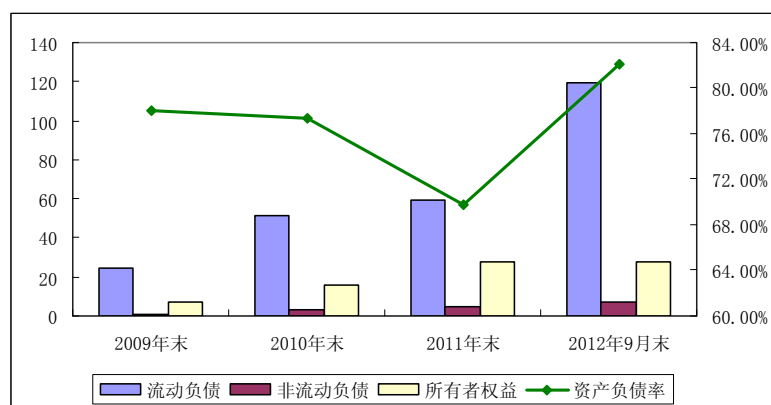
得益于股东的连续增资，该公司自有资本实力逐年增强，但仍难以满足快速扩张形成的资金缺口，公司负债规模快速增加，资产负债率已偏高，且债务主要集中于短期刚性债务，财务结构尚待改善。公司经营性现金流持续净流出，而煤矿收购和仓储、加工基地建设投资的增加进

一步弱化了现金流，公司融资压力较重。公司存货变现能力较强，但需持续关注应收账款和其他应收款回收状况及其对公司即期偿债能力的支撑。

### 1. 债务分析

该公司贸易规模扩大引起流动资金需求上升，煤矿收购和加工基地建设引起投资资金需求增加，导致近三年公司负债经营程度处于较高水平，但得益于2011年大额增资，公司当年资产负债率有所下降。2009~2011年末，公司资产负债率分别为77.98%、77.42%和69.81%。2012年以来，公司采购环节资金占用量增加的同时，销售资金回笼出现一定放缓，资金缺口扩大，导致资产负债率上升，9月末达到82.16%。

图表 15. 公司 2009 年以来资金来源结构及变化趋势 (单位: 亿元)



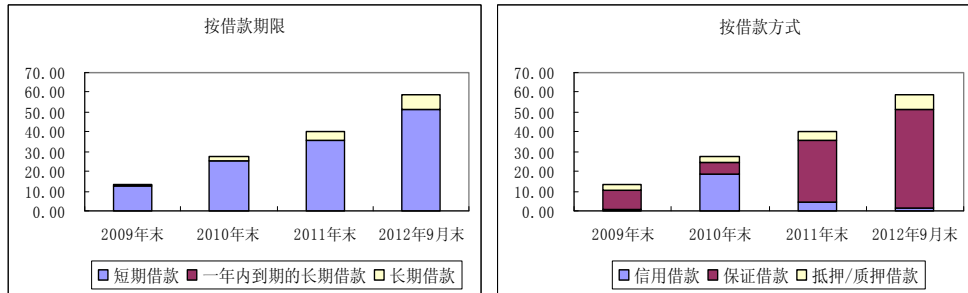
注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

2009~2011 年末，该公司负债总额分别为 25.29 亿元、54.30 亿元和 64.07 亿元，其中 2010 年末关联方资金支持使得当年刚性债务比重由 2009 年末的 72.67% 降至 54.95%；2011 年新增融资源自银行借款、短期融资券和应付票据等刚性债务，导致刚性债务比重上升，达到 85.55%，尤其是短期刚性债务上升速度快，2011 年末达到 50.15 亿元（占比 78.28%）。2012 年 9 月末，公司短期借款、应付账款、其他应付款和预收款项增长较为迅速，负债总额上升至 127.15 亿元，其中短期刚性债务规模达到 71.31 亿元。整体看，公司负债规模大，且集中于短期刚性债务，其债务构成及期限结构尚待进一步改善。

银行借款是该公司主要融资渠道，在负债中的比重保持在 50% 以上。2011 年末和 2012 年 9 月末，公司银行借款以保证借款为主，主要担保方为绿地集团和公司本部。公司借款集中于短期借款，但煤矿投资回收期较长，公司长期借款规模略有增加。公司借款主要集中于公司本部，占借款比重超过 60%，其余借款主要分布在煤炭销售公司和矿业公司。2011

年 10 月和 2012 年 11 月，公司发行了额度均为 4 亿元的短期融资券，一定程度上拓展了融资渠道，降低了融资成本。

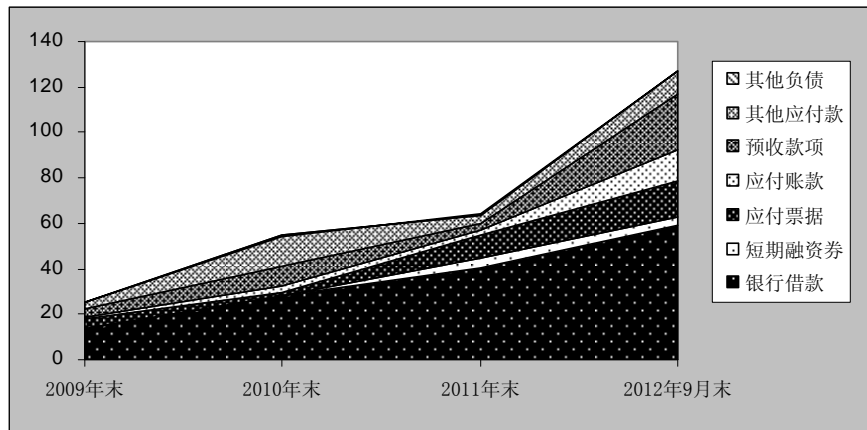
图表 16. 公司 2009 年以来信贷资金来源构成及变化趋势 (单位: 亿元)



注: 根据绿地能源集团提供的数据绘制。

2011 年末，除 40.51 亿元银行借款和 4 亿元短期融资券外，该公司负债还主要分布在应付票据、预收款项和其他应付款等方面，当年末分别占负债总额的 16.07%、5.40%和 4.75%。2011 年度国内企业资金普遍紧张，公司上下游结算方式有所调整，票据和赊销比重提高，导致公司对上游的应付票据同比增长 4.31 倍至 10.30 亿元，而对下游的预收款项金额同比下降 62.10%至 3.46 亿元。公司其他应付款主要为关联方往来款，2011 年末余额为 3.04 亿元。

图表 17. 公司 2009 年以来债务资金来源结构及变化趋势 (单位: 亿元)



注: 根据绿地能源集团提供的数据绘制。

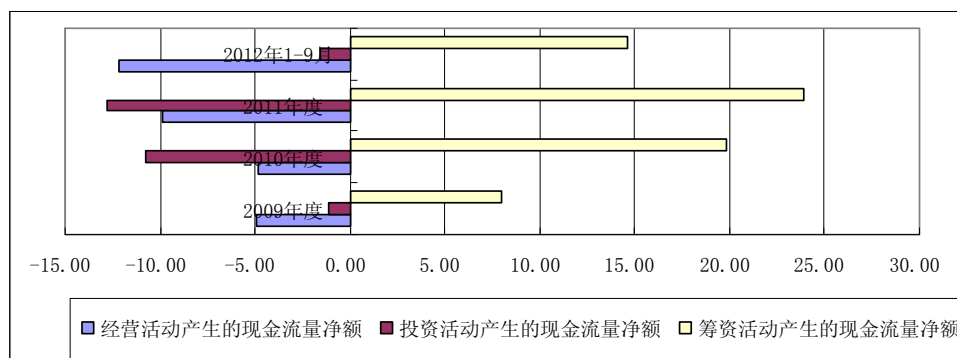
截至 2011 年末，该公司未对外提供担保，也不存在未决诉讼或仲裁等，或有损失风险小。

整体看，该公司以大宗能源商品为主的贸易业务性质决定了其以流动负债为主的债务结构，以银行借款为主的融资方式和扩大的银行票据结算导致公司即期刚性偿债压力明显加重。

## 2. 现金流分析

长期积累的稳定客户群以及较有利的销售结算模式，保证了该公司贸易贷款的及时回笼，其营业收入现金率保持在 110% 以上。2011 年以来票据结算规模的扩大以及赊销账期的适度延长，使得公司 2011 年和 2012 年前三季度营业收入现金率分别为 111.24% 和 111.67%。

图表 18. 公司 2009 年以来现金流量总体状况 (单位: 亿元)



注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

该公司经营性现金流一直呈净流出状态，缺口逐年扩大，2009~2011 年经营性现金流量净额分别为 -4.94 亿元、-4.85 亿元和 -9.89 亿元，2012 年 1~9 月为 -12.14 亿元，其中 2009~2010 年净流出主要与采购预付和销售回款之间存在的时滞以及商品库存量较大相关；2011 年以来购销环节现金流基本相抵，但当期银票贴现及关联款项流出形成了大额“支付其他与经营活动有关的现金流”。整体看，贸易行业资金周转特点决定了公司在业务快速扩张的过程中经营性现金净流出状况短期内难以明显改善，运营资金缺口以及不确定的关联方往来款的现金流量加大了公司短期融资需求。

为实现产业链延伸，该公司 2010 年以来开始涉足煤矿收购、仓储基地建设、煤炭加工基地建设等投资，2010~2011 年合计支付投资性现金 30.53 亿元，导致公司投资活动产生的现金净流出额逐年扩大，2011 年达到 12.76 亿元。2012 年前三季度，公司购买了近 10 亿元短期理财产品，并已于当期到期收回；对外固定资产投资速度放缓，投资活动产生的现金流量净额为 -1.58 亿元。未来公司仍将有煤矿收购及储运基地建设资金需求，但投资速度将视宏观环境和公司资金情况而定。

整体看，该公司经营环节现金流状况一直欠佳，加上持续增长的投资性支出，其现金流难以对债务形成有效保障。随着公司业务规模持续扩大以及业务转型的推进，公司资金缺口可能继续扩大。

图表 19. 公司 2009 年以来现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2009 年	2010 年	2011 年
EBITDA/利息支出(倍)	3.63	3.43	3.06
EBITDA/净债务(倍)	0.16	0.24	0.23
经营性现金流净额(亿元)	-4.94	-4.85	-9.89
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-26.26	-12.74	-17.83
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-25.78	-12.18	-16.70

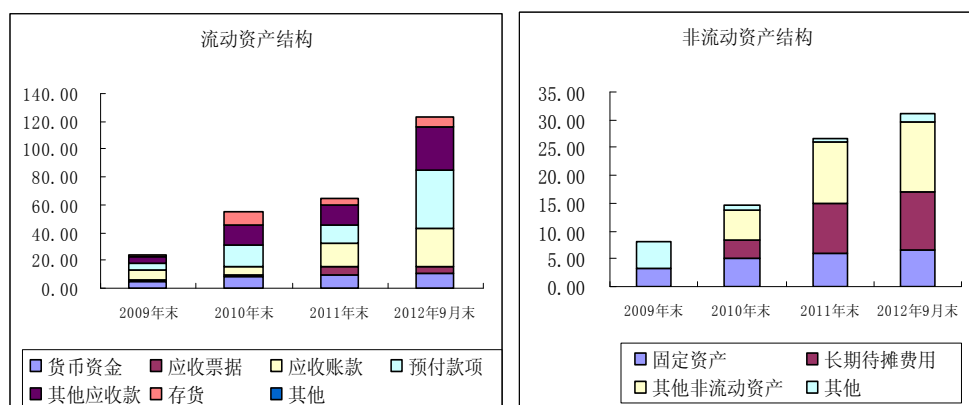
注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

### 3. 资产质量分析

2009 年至今，股东连续多次对该公司增资，加上经营业绩改善带来的经营积累的增加，公司自有资本实力逐年增强，所有者权益由 2009 年末的 7.14 亿元增至 2011 年末的 27.70 亿元。2012 年以来，公司经营效益较弱，而少数股东权益也出现小幅减少，导致 9 月末公司所有者权益略降至 27.60 亿元。

2009~2011 年末，该公司资产总额分别为 32.43 亿元、70.14 亿元和 91.77 亿元，其中 2010 年增量主要来自贸易规模扩大引起的预付款项和存货增加以及关联方往来款增多；2011 年增量主要来自贸易结算方式变化引起的应收账款增加以及煤矿收购引起的公允价值差额和土方剥离费摊销，而后者也是公司流动资产在资产中的比重降至 70.97%的主要原因。2012 年 9 月末，由于应收账款、预付款项和其他应收款的大幅增加，公司资产总额进一步增长至 154.75 亿元。

图表 20. 公司 2009 年以来资产结构及变动情况 (单位：亿元)



注：根据绿地能源集团提供的数据绘制。

该公司资产以流动资产为主，主要分布在货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货等（如图表 20 所示）。其中：应收票据和应收账款主要为贸易赊销款，随市场资金情况及公司结算政策



变化而发生较大变动，尤其是账期延长和票据结算范围扩大使得赊销额在 2011 年末和 2012 年 9 月末分别达到 22.70 亿元和 32.83 亿元，导致应收账款周转速度减慢。但公司客户主要为电厂、中石油和中石化外采分支机构，其坏账损失较为可控。预付款项主要为油品和煤炭采购预付款，在年末因减少库存仓储和货款结算而减少；2012 年 9 月末，伴随贸易规模的继续扩大，公司为确保货物充足而预先支付了部分货款，预付款项达到 41.53 亿元。公司其他应收款主要为关联方往来款和部分预付的煤矿收购款，2012 年 9 月末余额为 31.07 亿元，其中 18.24 亿元为公司与绿地集团之间的往来款，变现能力较弱。

近年来，该公司在船舶购置、煤矿收购等方面的资本性支出规模逐步增加，主要体现为长期待摊费用和其他非流动资产的快速上升。公司长期待摊费用主要为高西沟煤矿和食联煤矿的土方剥离费、其他非流动资产主要为高西沟煤矿和食联煤矿收购公允价值差额，其中 2011 年增量主要来自高西沟煤矿的并表。

整体看，随着业务转型，该公司资产固化倾向有所提高。尽管公司存货变现能力较强，应收账款坏账风险不高，但相比短期刚性债务，公司实际可动用的货币资金存量有限，公司即期压力较大。

### （三）外部支持

截至 2012 年 9 月末，该公司已获得各商业银行的授信总额为 63.68 亿元，其中 10.81 亿元尚未使用。公司历年来银行借款偿付记录良好，与多家商业银行保持了良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强，尚具有一定的外部融资空间。

## 五、公司过往债务履约情况

根据该公司 2012 年 12 月《企业基本信用信息报告》，公司目前无违约情况发生。

## 六、结论

该公司系在绿地集团能源类业务基础上组建而成，其在绿地集团多元经营布局中重要性渐趋显著，在资金及融资担保等方面能够得到必要的支持。公司具有独立完整的业务及自主经营能力，内部组织机构设置较为合理，对各项业务实施制度化管理，并在经营业务范围扩大过程中

逐步建立和完善各项管理制度，为主业发展提供必要的组织和制度保障。但需关注公司与股东绿地集团之间资金往来和关联担保对公司信用质量的影响。

该公司主营煤炭和油品等大宗能源贸易，依托良好的区位优势 and 不断成熟的供销网络建设，已具备一定规模优势，营业收入规模逐年扩大。公司业务转型逐步实现效益，煤炭开采规模不大，但毛利空间大，对公司盈利形成有效补充，但需持续关注 2012 年以来宏观经济增速放缓对公司盈利能力的削弱、煤矿投资支出和投产效益情况，以及上下游结算对公司资金运作能力的考验。得益于贸易规模扩大和煤矿投产，公司 2009~2011 年利润规模维持稳定增长，但 2012 年以来下游需求减少和主要产品价格下跌，导致公司盈利能力出现下滑，需关注宏观经济波动对公司盈利的影响。

得益于股东的连续增资，该公司自有资本实力逐年增强，但仍难以满足快速扩张形成的资金缺口，公司负债规模快速增加，资产负债率已偏高，且债务主要集中于短期刚性债务，财务结构尚待改善。公司经营现金流持续净流出，而煤矿收购和仓储、加工基地建设投资的增加进一步弱化了现金流，公司融资压力较重。公司存货变现能力较强，但需持续关注应收账款和其他应收款回收状况及其对公司即期偿债能力的支撑。

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至绿地能源集团 2013 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映发行人的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对发行人跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与发行人有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向发行人发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向发行人发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向发行人发送“重大事项跟踪评级告知书”。

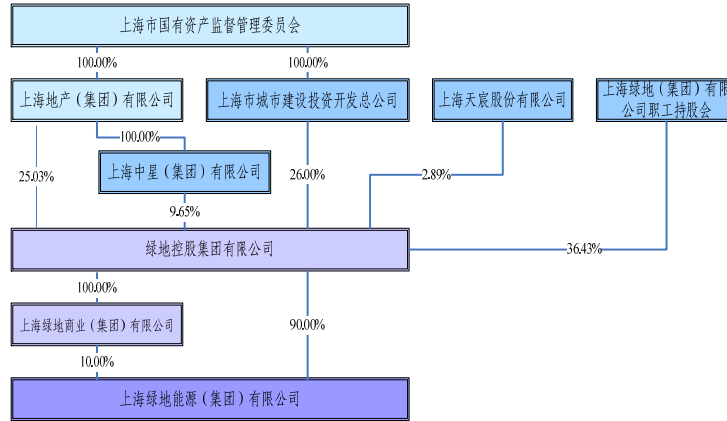
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，发行人和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

附录一：

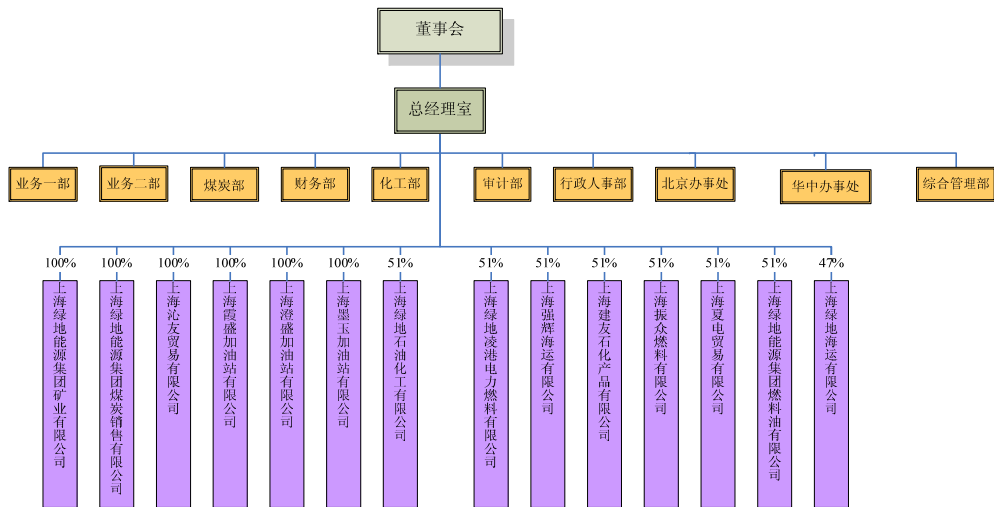
## 公司与实际控制人关系图



注：根据绿地能源集团提供的资料绘制（截至 2012 年 11 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据绿地能源集团提供的资料绘制（截至 2012 年 9 月末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司持 股比例 (%)	主 营 业 务	2011 年度 营业收入 (亿元)
全 称	简 称			
绿地能源集团有限公司	公司本部	—	大宗成品油销售	147.61
上海绿地能源(集团)矿业有限公司	矿业公司	100	矿业投资(下辖食 联煤矿和高西沟 煤矿)	10.68
上海绿地能源(集团)煤炭销售有限公司	煤炭销售 公司	100	煤炭批发经营	66.36
上海振众燃料有限公司	振众燃料	51	煤炭、钢材、化工 原料销售	48.55
上海夏电贸易有限公司	夏电贸易	51	煤炭、焦炭等销售	32.81
上海绿地石油化工有限公司	绿地石化	51	石油制品、化工产 品及原料销售	13.32
上海建友石化产品有限公司	建友石化	51	成品油和化工产品 销售	23.81
上海绿地凌港电力燃料有限公司	凌港电力	51	煤炭、钢材、建材 等产品销售	38.30
上海强辉海运有限公司	强辉海运	51	成品油轮运输等	3.07
上海绿地海运有限公司	绿地海运	47	成品油轮运输等	0.50

注：根据绿地能源集团 2011 年度审计报告附注整理

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2009年	2010年	2011年	2012年 前三季度
资产总额 [亿元]	32.43	70.14	91.77	154.75
货币资金 [亿元]	4.27	8.50	9.74	10.64
刚性债务[亿元]	18.38	29.84	54.81	78.79
所有者权益 [亿元]	7.14	15.84	27.70	27.60
营业收入[亿元]	118.35	262.58	387.28	356.46
净利润 [亿元]	1.19	3.09	3.97	0.35
EBITDA[亿元]	2.08	5.79	9.91	-
经营性现金净流入量[亿元]	-4.94	-4.85	-9.89	-12.14
投资性现金净流入量[亿元]	-1.10	-10.76	-12.76	-1.58
资产负债率[%]	77.98	77.42	69.81	82.16
长期资本固定化比率[%]	103.06	78.61	82.33	89.03
权益资本与刚性债务比率[%]	38.85	53.09	50.54	35.04
流动比率[%]	99.02	107.77	109.63	103.22
速动比率 [%]	68.73	59.52	78.08	62.29
现金比率[%]	18.53	18.25	21.46	-
利息保障倍数[倍]	3.43	3.26	2.70	-
有形净值债务率[%]	374.04	446.81	347.23	761.40
营运资金与非流动负债比率[%]	-34.27	140.62	122.78	51.46
担保比率[%]	-	-	-	-
应收账款周转速度[次]	24.04	44.78	34.52	-
存货周转速度[次]	48.37	45.28	49.39	-
固定资产周转速度[次]	47.13	63.44	70.43	-
总资产周转速度[次]	4.68	5.12	4.78	-
毛利率[%]	3.20	2.72	3.22	1.94
营业利润率[%]	1.16	1.27	1.34	0.21
总资产报酬率[%]	7.77	10.73	10.79	-
净资产收益率[%]	19.44	26.91	18.25	-
净资产收益率*[%]	18.87	29.22	18.83	-
营业收入现金率[%]	113.87	117.19	111.24	111.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-26.26	-12.74	-17.83	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.78	-12.18	-16.70	-
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-32.12	-41.05	-40.86	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.54	-39.23	-38.27	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.63	3.43	3.06	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.24	0.23	-

注：表中数据依据绿地能源集团经审计的2009~2011年度及未经审计的2012年前三季度财务数据，整理计算。

附录五:

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2 ]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA / (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA / ( (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2 )

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	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级	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级	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级	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
投机级	BB级	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级	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级	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级	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级	不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。