

信用等级通知书

信评委函字[2012] 862 号

山东王晁煤电集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

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

二零一二年八月二十七日

2013 年度山东王晁煤电集团有限公司信用评级报告

发行主体	山东王晁煤电集团有限公司
发行主体信用等级	AA ⁻
评级展望	稳定

概况数据

王晁煤电	2009	2010	2011	2012.3
总资产(亿元)	19.34	23.65	26.71	27.12
所有者权益(亿元)	14.24	17.51	20.34	21.01
总负债(亿元)	5.10	6.14	6.38	6.11
总债务(亿元)	0.66	0.20	0.27	0.43
营业总收入(亿元)	9.08	10.85	11.39	2.83
EBIT(亿元)	3.70	5.01	4.34	-
EBITDA(亿元)	4.21	5.46	4.78	-
经营活动净现金流(亿元)	2.10	2.94	2.55	0.85
营业毛利率(%)	54.31	58.40	53.26	50.08
EBITDA/营业总收入(%)	46.33	50.28	42.00	-
总资产收益率(%)	19.12	23.29	17.24	-
资产负债率(%)	26.37	25.96	23.88	22.52
总资本化比率(%)	4.43	1.13	1.32	2.01
总债务/EBITDA(X)	0.16	0.04	0.06	-
EBITDA 利息倍数(X)	83.13	241.78	365.05	-

注：公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2012 年一季度报表未经审计。

分析师

项目负责人：张 汀 tzhang@ccxi.com.cn
项目组成员：张凯轲 kkzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2012 年 8 月 27 日

基本观点

中诚信国际评定山东王晁煤电集团有限公司（以下简称“王晁煤电”或“公司”）主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司具有明显的区位优势、良好的盈利能力以及较低的负债水平；同时中诚信国际也关注到 2011 年四季度以来煤炭行业景气度下行、公司煤炭储量及生产规模较小以及公司治理有待进一步加强等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **公司区位优势明显。**公司位于山东省枣庄市。从煤炭供需形势来看，山东省为煤炭调入省，省内钢铁、石油化工、装备制造等大型工业企业对能源需求旺盛；此外，公司地处山东省西南部，铁路、公路和水路交通均十分发达。
- **公司负债水平很低。**近年来公司经营策略较为稳健，主要依靠利润的积累和股东增资来扩大经营规模，较少采用财务杠杆的方式，因此公司总债务规模很小，负债水平较低。截至 2012 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 22.52% 和 2.01%。
- **近年来公司盈利及获现能力较为稳定，偿债能力较强。**公司近年来 EBITDA 和经营活动净现金流较为稳定，体现出对债务本息较强的覆盖能力。2011 年公司经营净现金流/总债务和总债务/EBITDA 分别为 9.41 倍和 0.06 倍；同期经营净现金流/利息支出和 EBITDA 利息倍数分别为 194.81 倍和 365.05 倍。

关注

- **公司煤炭储量及生产规模相对较小。**截至 2012 年 3 月末，公司煤炭资源地质储量和可采储量分别为 1.84 亿吨和 1.1 亿吨。2009~2011 年公司煤炭产量分别为 132.25 万吨、133.90 万吨和 140.10 万吨，生产规模相对较小。
- **宏观经济增速放缓导致煤炭下游需求不振，价格不断下滑。**2011 年四季度以来，受宏观经济增速放缓影响，电力、钢铁、建材等下游行业需求不振，煤炭销售价格不断下降，煤炭企业面临一定经营压力。
- **公司治理有待进一步加强。**截至 2011 年末，公司其他应收款余额 2.84 亿元，其中 2.24 亿元为控股股东台儿庄经信局借款，主要用于枣庄市古城建设等市政项目，并且未有明确归还期限和利率定价。此外，该笔资金所投资项目回报期较长，其自身盈利能力具有一定的不确定性，中诚信国际将对公司该笔股东借款的偿还情况以及后续其他相关资金往来保持密切关注。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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。

公司概况

山东王晁煤电集团有限公司成立于 1997 年，由枣庄市台儿庄区经济贸易委员会（现更名为“枣庄市台儿庄区经济和信息化局”，以下简称“台儿庄经信局”）与公司工会出资组建，注册资本 6,198 万元。2011 年 12 月 31 日，股东对公司增资 23,802 万元，增资后注册资本变更为 30,000 万元，其中台儿庄经信局出资 27,000 万元，占比为 90%；山东王晁煤电集团有限公司工会出资 3,000 万元，占比为 10%。

公司经营范围包括煤炭加工、销售；煤灰砖制造，纺织品、服装加工销售；煤炭开采。2011 年公司煤炭产能达到 120 万吨/年，产量 140.10 万吨。

截至 2011 年底，王晁煤电总资产为 26.71 亿元，所有者权益为 20.34 亿元，资产负债率 23.88%；2011 年公司实现营业总收入 11.39 亿元，净利润 3.33 亿元，经营活动净现金流 2.55 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司总资产 27.12 亿元，所有者权益 21.01 亿元，资产负债率 22.52%；2012 年 1~3 月公司实现营业总收入 2.83 亿元，净利润 0.70 亿元，经营活动净现金流 0.85 亿元。

宏观经济与政策环境

2012 年上半年，世界经济仍未走出衰退的阴霾，欧债危机日趋恶化，美国经济复苏陷于停滞，中国经济增速趋缓加剧。上半年中国国内生产总值为 227,098 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.8%，创 2009 年以来同期增速的新低。尽管增速跌破“8”，但中国经济仍在较快的运行区间，短期内经济增速下滑并未超出预期，长远来看，如何顺利实现经济成功转型仍是关键。

2012 年上半年，货币政策由偏紧转为相对宽松，随着 CPI 走弱和通胀大幅回落，经济下行的压力凸显，政策由控通胀逐渐转向稳增长。央行先后三次下调存款准备金率，两次降息。受此影响，货币市场利率也呈现出总体稳中有降的趋势。

近来，随着经济下行压力加大和风险加剧，管理层对经济减缓的关注超过了已经弱化的通胀形

势。国务院总理温家宝在多地调研经济形势，并强调要进一步加大货币政策预调微调的力度，同时坚持实施积极的财政政策。

下半年，中国经济将会面临更加复杂和严峻的形势。管理层将会面临若干政策目标的冲突，因此政策既有灵活性也有不确定性。中诚信国际预计，三季度经济增速有望继续小幅回落，四季度略有回升但不会太明显。下半年，央行或再次下调存准率一到两次，而降息的必要性有所降低。三季度 GDP 能否回升，基建投资是关键。预计财政政策将继续促进基建投资的较快增长，但直接的财政投入将不会太大。

行业及区域经济环境

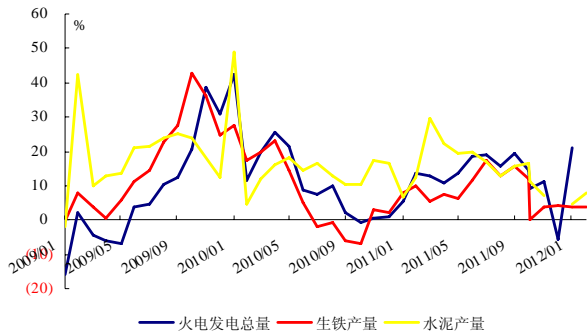
煤炭行业

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，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。因此长期看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。

2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓导致煤炭下游需求承压，煤炭价格下降，行业景气度下滑

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。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，宏观经济增速放缓和紧缩信贷政策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，煤炭行业景气度下滑。

图 1：2009 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：中国煤炭市场网，聚源数据，中诚信国际整理

电力行业方面，2011 年前三季度，火电发电量为 28,532 亿千瓦时，同比增长 14.40%。2011 年四季度受宏观经济增速趋缓的影响，电力下游行业受到一定冲击，工业用电增速有所放缓，2011 四季度火电发电量为 9,478 亿千瓦时，同比增速为 12.93%；2012 年一季度，火电发电量为 9,533 亿千瓦时，同比增速为 6.28%，2012 年 4 月份火电发电量 3,049.2 亿千瓦时，同比增速为-0.4%；5 月份火电发电量为 3,015 亿千瓦时，同比下降了 2.34%，增速持续下滑。总体来看，受宏观经济增速放缓的影响，全社会用电量增速持续放缓，同时由于上半年南方雨水丰沛，水电出力充足，使得火电企业开工不足，电厂存煤不断增加，对煤炭需求形成了较大压力。

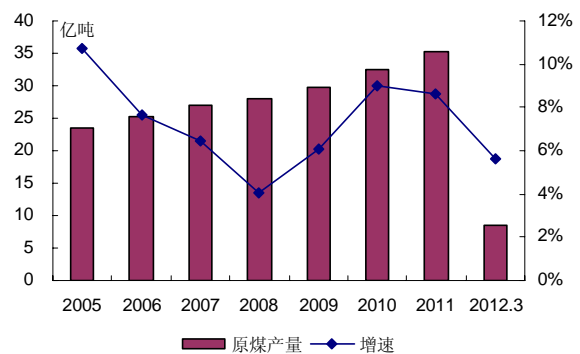
钢铁行业方面，随着固定资产投资的增长，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了 10% 以上的快速增长。2011 年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011 年生铁产量为 6.3 亿吨，同比增长 8.4%；2012 年一季度，生铁产量为 1.65 亿吨，同比增速为 4.93%。据中钢协数据，6 月上旬全国粗钢日均产量 199.9 万吨，旬环比上升 4.5%。6 月中旬，受高库存的影响，全国粗钢日均产量为 197.05 万吨，旬环比下降 1.4%。价格方面，6 月份钢价略有回升，但仍处于较低水平。由于目前钢铁行业处于消费淡季，预计未来一段时间国内外主要钢厂价格政策也主要以下调为主，炼焦煤需求量将会下降。短期看钢铁下游需求疲软的态势难以改观，对焦煤需求和价格形成一定

压力。

水泥行业方面，2010 年以来水泥行业保持较高景气度，2010 年水泥产量为 18.64 亿吨，同比增长 13.84%。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。2011 年水泥产量为 20.85 亿吨，同比增长 11.7%。根据国家发改委数据，2012 年一季度，水泥产量为 3.98 亿吨，同比增速为 7.3%；2012 年 5 月份，国内水泥产量为 2.05 亿吨，同比增长 4.3%，增速同比减缓 14.9 个百分点，此外当月重点建材企业水泥平均出厂价每吨为 360.5 元，比上月下降 2.5 元/吨，同比下降 26.5 元/吨。目前来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业疲弱态势短期内不会改变。但长期看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目将为水泥需求提供一定支撑。

2001 年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，2011 年达到 4,896.86 亿元，2005~2011 年复合增长率为 27.43%。行业固定资产投资的快速增长带来了产能的逐年提高，煤炭产量也保持了较快的增长速度。2011 年中国原煤产量为 35.2 亿吨，同比增加 8.64%，根据煤炭运销协会数据，2012 年一季度全国原煤产量为 8.61 亿吨，同比增加了 5.6%。

图 2：2005 年以来全国原煤产量



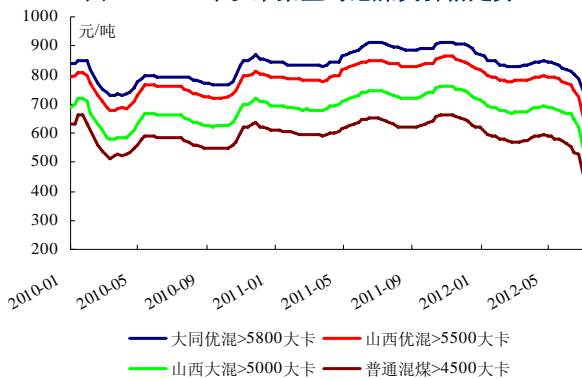
资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

此外，煤炭进口也是煤炭供给的重要补充，但进口量存在一定波动性。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，2011 年中国煤及褐煤进口量为 2.22 亿吨，同比增加了 20.46%，2012 年一季度中国煤炭（含褐煤）进口量为 6,173 万吨，同比增加了 63%。

从煤炭价格走势和库存情况来看，2009 年下半

年开始，随着宏观经济的企稳回升，煤炭价格整体呈现波动上行的趋势。2011年11月份开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格有所下降，煤炭库存增加。2012年3月份，受电厂补库存及大秦线检修等因素影响，主要港口煤炭库存下降，煤炭价格止跌回升；但到5月份，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌。2012年7月3日，秦皇岛山西优混（5500大卡）煤炭价格为655元/吨，每吨较上周下降了70元；秦皇岛煤炭库存为887.2万吨，库存高企。

图3：2010年以来秦皇岛港煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

动力煤方面，2011年四季度开始，受用电量增速下滑的影响，动力煤价格开始下降。2012年3月份，受电厂补库存和大秦线检修的影响，动力煤价格企稳回升。但5月份以来，经济增速放缓使得火电开工不足，电厂煤炭库存增加，动力煤价格再次出现下降。2011年11月30日，国家发改委发布了《关于加强发电用煤价格调控的通知》，决定对电煤在全国范围内实施临时价格干预措施，对合同电煤适当控制价格涨幅、市场电煤实行最高限价的政策。合同电煤方面，规定2012年合同价格较2011年初上涨幅度不超过5%；市场煤方面，规定2012年1月1日起，秦皇岛等港口5500大卡的电煤平仓价最高不得超过800元/吨。从临时价格干预政策的效果来看，限价政策在出台之后一段时间内对煤炭价格影响较大，使得耗煤企业对煤炭价格下降的预期增强，对市场动力煤价格下滑起到了一定的推动作用，未来其对煤炭价格的上涨也将起到一定的

限制作用。

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。2011年四季度开始，房地产和汽车行业持续疲软，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大跌，使得焦煤价格下降。2012年7月3日邢台焦精煤出厂含税价为1,570元/吨，较上周下降了60元/吨。

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。但近期化肥、甲醇等下游需求放缓，无烟煤价格下跌。2012年7月3日晋城中央6800含税车板价为1,200元/吨，较5月初每吨下降了150元。

煤炭资源整合持续推进，煤炭行业集中度不断提高，煤炭产能释放加速

在行业产能建设保持较快增长的同时，煤炭大省的资源整合和落后产能的淘汰步伐也在加速。

2008年9月2日，《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》（晋政发【2008】23号）的出台，率先拉开了煤炭资源整合和煤矿企业兼并重组的序幕。截至2010年底，山西省的煤炭资源整合成效显著，矿井数由整合前的2,598处减少到1,053处，单矿平均产能由30万吨/年提高到90万吨/年，煤矿百万吨死亡率也由2005年的0.905下降到0.187，产业集中度和产业水平显著提升，安全生产水平得到改善。继山西之后，河南、陕西、山东、内蒙古等地陆续启动本省范围内的煤炭资源整合。截至2010年底形成了神华集团有限责任公司等亿吨级特大型煤炭生产企业5家，河南煤业化工集团有限责任公司等5,000万吨~1亿吨级煤炭企业10家，1,000万吨~5,000万吨级煤炭企业超过30家，2010年千万吨级以上企业产量合计达到21.12亿吨，占全国煤炭原煤产量的65%以上，煤炭行业集中度显著提升。“十二五”期间，我国煤炭资源集中度将进一步提高，西部大基地、大企业成为国家煤炭供应的主要来源。同时，我国将加快14个大型煤炭生产基

地建设，到“十二五”末，基地内煤炭产量占全国煤炭产量的比例将提高到90%以上；形成10个亿吨级、10个5,000万吨级的特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。

综合来看，煤炭资源整合使得煤炭行业集中度得以提升，大企业、大集团资源储备显著增加，竞争力增强。未来随着资源整合的完成和整合煤矿投产，煤炭产能释放将加快，煤炭产量将稳定增加。

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。

表 1：“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	2013
集通线	5,000 万吨，扩能	2015
张唐线	2 亿吨，新建	2015
邯长线	1.3 亿吨，扩能	2013
和邯（邢）黄线	3,000 万吨，新建	2013
侯月线	1.5 亿吨，扩能	2012
晋豫鲁线	2 亿吨，新建	2014
蒙西-华中煤运通道	2 亿吨，新建	2017

资料来源：中诚信国际整理

铁路建设方面，近几年中国主要运煤铁路逐年扩容。2009 年石太线客运专线的投入运营释放了 0.4 亿吨的运煤能力，大秦铁路增加 0.4 亿吨运力，神木—朔州—黄骅铁路增加 0.1 亿吨运力，三条主要煤炭运输干线的运力扩容合计 0.9 亿吨。“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，朔黄铁路于 2009 年 9 月启动 3.5 亿吨的扩能改造工程，预计 2013 年完工；张唐线预计到 2015 年建成投运，煤炭运输能力可

达 2 亿吨；晋豫鲁铁路横跨晋豫鲁三省，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，预计 2014 年竣工通车；2012 年 1 月，国家发展改革委批准了新建蒙西至华中地区铁路煤运通道工程项目建议书，该通道北起东乌铁路浩勒报吉站，终点到达江西省吉安，线路全长 1,837 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，该线路预计 2017 年建成。

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将于 2012 年 5 月开工，计划 2014 年上半年投运，预计将就地转化煤炭 1,800 万吨，将对新疆地区煤炭行业的发展起到一定的促进作用。

运价方面，为弥补运输成本，经国务院批准，国家发展改革委、铁道部下发《关于调整铁路货物运输价格的通知》，自 2012 年 5 月 20 日起，调整铁路货运价格。对全路实行统一运价的营业线货物运价进行调整，货物平均运价水平每吨公里提高 1 分；煤炭运价基价 1 由 10.80 元/吨上调至 12.20 元/吨，基价 2 由 0.0553 元/吨上调至 0.0629 元/吨；大秦、丰沙大、京原、京秦四线煤炭专用线现行运价不变。整体来看，本次运价上调对煤炭行业的影响不大。

未来随着主要煤运通道的建成投运以及特高压输电线路的建设，煤炭运输压力将有所缓解。但是，受信贷紧缩政策的影响，在建和规划的煤运通道是否能如期完工投运存在不确定性。

煤炭价格调节基金征收额的提高以及资源税改革将对煤炭行业盈利能力产生一定负面影响

近年，为了完善煤炭资源价格补偿机制、提高对煤炭市场价格的调控能力，中央和各主要产煤省区先后出台了一系列与煤炭行业相关的政策，特别是煤炭价格调节基金和资源税改革，煤炭企业生产成本逐步走高。

2009 年 7 月，内蒙古自治区率先依据不同煤种征收 8~20 元/吨的煤炭调节基金。截至 2011 年 10

月，山西、陕西、四川、湖南、宁夏、安徽、河南、贵州等地均开征了煤炭价格调节基金或者调高了煤炭价格调节基金征收标准。而价格调节基金征收方式也由“从量计征”向“从价计征”转变，2011年1月，重庆率先启动“量价结合”的调节基金征收办法，征收标准不低于煤炭价格的6%；贵州省于2011年10月1日起对煤炭生产企业按照煤炭销售价格的10%征收煤炭价格调节基金，将显著增加当地煤炭企业的生产成本。

表 2：近年部分地方省份出台的煤炭价格调节基金政策

省份	2009 年征收额	2011 年征收额
河南	10 元/吨	原煤 20 元/吨, 洗选煤 30 元/吨, 焦煤 35 元/吨
内蒙古	8~20 元/吨	8~20 元/吨
陕西	15~25 元/吨	15~25 元/吨
贵州	30~50 元/吨	按销售额 10% 从价计征
四川	40 元/吨	40~60 元/吨
安徽	0 元/吨	出省征收 20 元/吨
重庆	40~70 元/吨	20~105 元/吨 (不低于出厂价的 6%)

资料来源：中诚信国际整理

2011年11月30日，国家发改委发布的《关于加强发电用煤价格调控的通知》要求取消违规设立的涉煤基金和收费项目，并规范省级政府随煤炭征收基金的标准，“省级人民政府对煤炭征收的价格调节基金和其他基金、收费项目，征收标准合计不得高于国务院批准的山西省煤炭可持续发展基金每吨 23 元的征收标准，不得对省内外用煤实行不同标准”。这一政策的推出将有效控制煤炭价格调节基金的上涨，抑制煤炭生产成本的上升。

此外，资源税改革不断推进。2011年11月1日，新修订的《中华人民共和国资源税暂行条例》正式施行，在现有资源税从量定额计征基础上增加了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，税率为销售额的5%~10%。同时将焦煤资源税征收标准提高到每吨8~20元，其他煤炭仍为每吨0.3~5元，目前来看本次资源税暂行条例的修订对煤炭行业的影响较小。但是中诚信国际认为，资源税改革扩大到煤炭行业的趋势较为明

显，如果资源税改革进一步扩大到煤炭行业，将提高煤炭企业的生产成本，对煤炭企业盈利能力产生一定的负面影响。但从长期来看，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，供需形势决定着煤炭企业的成本转嫁能力和整体抗风险能力。

竞争及抗风险能力

中国煤炭行业集中度较低，各煤炭企业市场份额相对分散，加之煤炭行业生产与消费逆向分布、以及铁路运输瓶颈的存在，中国煤炭企业间的竞争格局与竞争激烈程度在不同地区显现不同态势。在煤炭自给区，区域内煤炭产量基本能满足区域内煤炭需求，因此竞争主体主要为区内企业，且竞争激烈程度较低；在煤炭调入区，煤炭需求旺盛，但区域内煤炭产量难以满足需求，需从区外调入。同时由于存在运输瓶颈，省外煤炭调入量存在一定不确定性，因此区域内煤炭生产企业之间竞争激烈程度相对较低。而且与区域外煤炭企业比，离消费市场近，运输成本低，区位优势明显，但未来随着煤炭运输瓶颈问题的缓解，竞争激烈程度将不断增强。

表 3：中国目前煤炭工业竞争格局

功能区	地区	当地企业竞争格局及程度
煤炭调入区	东北	区域内煤炭需求旺盛，但供给不足，需要从其他地区调入，区域内煤炭企业竞争激烈程度相对较低。
	京津冀	与区外煤炭企业比，离消费市场近，运输成本低，区位优势明显。
	华东	随着煤炭运输瓶颈的缓解，竞争激烈程度将不断增强。
	中南	
煤炭调出区	晋陕蒙宁	区内煤炭资源丰富，煤炭企业众多，加之存在运输瓶颈，竞争比较激烈；与调入区煤炭企业比，离消费市场远，运输成本高。
煤炭自给区	西南 新甘青藏	竞争集中于当地企业，竞争激烈程度较低。

资料来源：中诚信国际整理

从山东省煤炭供需形势来看，山东省人口稠密，经济发达，特别是钢铁、石油化工、装备制造等行业规模较大，能源需求旺盛。2011年山东省煤

炭消费量 3 亿吨左右，而近几年山东省煤炭产量保持在 1.5 亿吨左右，供应缺口主要通过省外调入补足。预计 2012 年山东省煤炭消费量将保持稳定增长，煤炭净调入量将在 2 亿吨左右，旺盛的煤炭需求为公司煤炭业务发展创造了良好的市场环境。

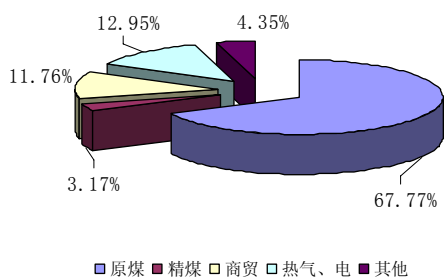
公司地处山东省西南部，铁路、公路和水路交通都十分发达。京沪铁路、京福高速和京沪高铁纵贯南北，京杭大运河穿过枣庄市南部。此外公司距日照港、日照岚山港、青岛港、连云港四大港口也较近，交通运输十分便利。

公司下属煤矿赋存条件较好，煤层厚度均匀、坡度平缓，矿井采煤机械化程度较高。2011 年，公司吨煤生产成本仅为 151.35 元。同时公司煤炭资源主要为气肥煤和 1/3 焦煤，低灰、低硫、高发热量，是优质的炼焦及动力用煤。公司位于山东省枣庄市，枣庄市作为山东省重要的能源、建材以及煤化工生产基地，煤炭需求旺盛。公司煤炭销售情况良好，销售价格处于较高水平。2011 年公司营业毛利率高达 51.54%，体现出明显的成本优势和很强的盈利能力。

业务运营

公司业务主要为煤炭的开采与销售，非煤业务方面公司主要涉及商贸物流以及电、热气的生产供应等。2011 年，公司实现营业总收入 11.39 亿元，其中煤炭业务收入 8.08 亿元，在公司营业总收入中的占比为 70.94%；商贸物流收入 1.34 亿元，占比 11.76%；电及热气收入 1.47 亿元，占比 12.95%。煤炭业务是公司收入及利润的主要来源。

图 4：2011 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供

煤炭生产

截至 2012 年 3 月末，公司煤炭资源地质储量合计达 18,359.3 万吨，可采储量达 11,048.2 万吨。目前公司拥有王晁煤矿、新宏煤矿、夫康煤矿三座在产矿井，核定生产能力为 120 万吨/年。

2009~2011 年，公司原煤产量分别为 132.25 万吨、133.90 万吨和 140.10 万吨，产量基本保持稳定。此外，公司于 2009 年收购了位于贵州省纳雍县的夫康煤矿，该矿面积 2.3 平方公里，煤炭地质储量 2,000 万吨，可采储量 1,400 万吨，核定产能为 30 万吨/年。2011 年 8 月开始试生产，当年产量达 10 万吨；2012 年正式投产，1~3 月产量达 9 万吨。随着夫康煤矿的达产，公司煤炭产量将明显提升。预计 2012 年全年公司煤炭产量将超过 200 万吨。

公司煤炭资源储量和目前产能规模均相对较小。在资源获取方面，近年公司的投资方向主要为省内以及贵州省的小规模矿井。除于 2009 年收购贵州夫康煤矿外，公司还先后收购整合了洱海煤矿和菏泽煤矿。洱海煤矿位于贵州省黔西县，矿区面积 6.1 平方公里，煤炭地质储量 4,392 万吨，可采储量 2,800 万吨，煤种为优质无烟煤，矿井设计生产能力 60 万吨/年，预计将于 2012 年 7 月开工建设，2014 年末正式投产。菏泽煤矿位于山东省菏泽县，煤炭地质储量 4,800 万吨，可采储量 3,360 万吨，煤种为肥煤，公司矿井设计生产能力 90 万吨/年。未来随着新建矿井的逐步投产，公司煤炭产量将稳定增长，从而带动产销规模、收入以及利润规模的不断提高，公司整体的抗风险能力也将进一步增强。中诚信国际也关注到，相比同行业其他企业，公司总体经营策略稳健，投资决策较为谨慎，在资源扩张和产能建设方面进度相对保守。

表 4：截至 2012 年 3 月末公司各矿井储量、产能、产量情况

煤矿名称	主要煤种	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	剩余开采年 限(年)	核定产能 (万吨/年)	产量(万吨)			
						2009	2010	2011	2012.1~3
王晁煤矿	气肥煤	6,212.0	3,100.9	51	60	92.50	93.00	96.20	31.00
新宏煤矿	1/3 焦煤	947.3	387.3	9	30	39.75	40.90	33.90	11.05
夫康煤矿	无烟煤	2,000.0	1,400.0	46	30	-	-	10.00	9.00
洱海煤矿	无烟煤	4,400.0	2,800.0						
菏泽煤矿	肥煤	4,800.0	3,360.0						
合计		18,359.3	11,048.2	-	120	132.25	133.90	140.10	51.05

资料来源：公司提供

公司通过增加设备投资，加强矿井开采设备改造，各煤炭生产效率指标显著提升。截至 2011 年底，公司煤炭回采率达 85%，综采机械化率达 90%。生产环境以及开采设备的改善使公司煤炭生产效率大幅提升。

表 5：2009~2011 年公司煤矿生产效率指标

	2009	2010	2011
回采率	85	85	85
综采机械化率	35	66	90
综掘机械化率	42	60	80
生产工效(吨/工)	1.45	1.76	2.18

资料来源：公司提供

目前公司未建立洗煤厂，原煤主要销售给周边配煤厂和煤炭贸易公司，未来公司计划逐步开展洗煤厂建设，加强煤炭洗选能力。

从煤炭生产成本来看，2009~2011 年公司的吨煤生产成本分别为 148.68 元、152.13 元和 151.35 元。近年来虽然受到人工成本上涨的影响，但公司通过控制其他生产成本，整体吨煤成本基本保持稳定。但 2012 年以来受人工成本进一步上涨以及安全费用提升的影响，公司吨煤生产成本显著提高。2012 年 1~3 月，公司吨煤生产成本达 171.16 元，较 2011 年提高 13.09%。然而总体来看，公司煤矿赋存条件较好，综采机械化程度较高，吨煤制造成本在行业内处于较低水平。

表 6：2009~2012 年 3 月公司煤炭生产成本

单位：元/吨	2009	2010	2011	2012.1~3
制造成本	148.68	152.13	151.35	171.16
1.材料	40.84	40.71	39.14	37.07

2.工资	54.72	59.18	63.39	69.99
3.电力	8.63	10.10	10.36	11.09
4.折旧费	2.11	2.00	1.97	2.44
5.安全费用	8.00	8.00	5.00	15.00
6.维简及井巷费	8.50	8.50	8.50	8.50
7.修理费	5.13	6.63	6.99	7.33
8.塌陷补偿	17.72	14.98	13.93	18.04
9.其他支出	3.03	2.03	2.07	1.70

资料来源：公司提供

煤炭销售

公司煤炭品种主要为气肥煤、1/3 炼焦煤以及少量无烟煤，煤炭品质优良，可广泛应用于钢铁、化工、电力等多个行业。同时公司所处的山东省枣庄市是重要的能源、化工基地，煤炭需求旺盛。2009~2011 年，公司煤炭销量分别为 130.00 万吨、125.92 万吨和 129.13 万吨，销量基本保持稳定。

销售价格方面，2009 年受国际金融危机影响，煤炭行业景气度下滑，煤炭市场价格相对较低。2009 年公司煤炭销售价格为 445.86 元/吨。2009 年下半年以来，受益于我国宏观经济平稳快速发展，煤炭行业逐步回暖，煤炭市场价格也随之企稳回升，2010 年公司煤炭平均销售价格大幅上升至 576.35 元/吨。2011 年国内煤炭价格进一步上涨，但由于 2011 年下半年公司转换采煤工作面，煤质有所下降，造成当年公司原煤销售平均价格回落至 559.26 元/吨。2012 年一季度以来，国内宏观经济增速持续放缓，电力、钢铁等煤炭下游行业需求疲弱导致动力煤、炼焦煤价格下跌幅度较大，公司煤炭平均销售价格进一步下滑至 501.16 元/吨。

表 7: 2009~2012 年 3 月公司煤炭销售情况

	2009	2010	2011	2012.3
原煤销量(万吨)	130.00	125.92	129.13	44.99
原煤销售均价(元/吨)	445.86	576.35	559.26	501.16

资料来源: 公司提供

由于公司并不具有煤炭洗选能力, 原煤主要销售给周边的煤炭贸易企业。公司与下游客户签订的协议期限通常为一年, 定价方式为随行就市。同时公司销售客户较为分散, 单个客户的销售收入占比较小。2009~2011 年公司前五名客户变化较大, 其销售收入占比合计分别为 15.72%、20.91% 和 17%, 较为分散的销售模式, 有利于降低公司对单一客户的依赖程度, 但也显示出企业销售渠道稳定性有待加强。

表 8: 2011 年公司的客户集中度情况

序号	客户名称	销售收入占比
1	山东润淮煤业有限公司	5%
2	枣庄盛世矿业有限公司	4%
3	滕州市浩宇工贸有限公司	3%
4	滕州市兴宇商贸有限公司	3%
5	山东洪英工贸有限公司	2%
合计		17%

资料来源: 公司提供

总体上看, 公司煤炭品质优良, 矿井赋存条件好, 开采效率高, 整体生产成本较低, 同时公司客户多为周边煤炭贸易企业, 不存在运输问题。但同时中诚信国际也关注到公司煤炭资源储量有限, 生产规模较小, 虽然近期公司加强了煤炭资源的获取力度, 但其整体的市场竞争力以及抗风险能力依然有限。

非煤业务

公司非煤业务主要包括贸易和热电, 2011 年这两个业务板块收入在营业总收入中占比分别为 12.90% 和 12.33%。

热电业务方面, 截至 2012 年 3 月底, 公司共有 1 家煤矸石热电厂, 总装机容量为 3 万千瓦。2011 年, 公司实现发电量 2.31 亿度, 其中对外销售 1.93 亿度, 自用 0.38 亿度。2012 年 1~3 月, 公司发电

0.59 亿度, 其中对外销售电量 0.47 亿度, 自用 0.12 亿度。2009~2011 年, 公司电力产业营业收入分别为 1.12 亿元、1.27 亿元和 1.47 亿元, 保持了稳定增长态势。

贸易业务方面, 公司自 2010 年起开始从事商品贸易业务, 内容涉及五金设备配件、煤炭、炭黑、生铁和钢材等产品, 2010 年和 2011 年公司商贸板块分别实现收入 0.70 亿元和 1.54 亿元, 2011 年同比增幅为 121.6%。

表 9: 公司商贸产品收入及各产品收入占比

	2010	2011	2012 (1~3)
五金设备配件	54.98%	42.64%	43.00%
煤炭	26.69%	19.17%	0.00%
炭黑	0.00%	13.49%	24.44%
生铁	0.00%	9.46%	14.65%
钢材	14.94%	11.06%	17.46%
其他	3.39%	4.17%	0.45%
合计	100%	100%	100%
商贸收入(万元)	6,966	15,437	2,451

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司非煤业务的发展有利于分散单一经营的风险, 但中诚信国际也关注到, 公司非煤业务毛利率偏低, 且 2011 年四季度以来, 煤炭、钢材等价格变动较大, 公司商品贸易盈利能力容易受到市场波动的不利影响。

管理

产权结构

截至 2012 年 3 月末, 公司注册资本为 30,000 万元, 其中台儿庄经信局出资 27,000 万元, 占比为 90%; 山东王晁煤电集团有限公司工会出资 3,000 万元, 占比为 10%。

截至 2012 年 3 月末, 公司拥有全资子公司 1 家、控股子公司 10 家, 参股公司 5 家。

公司治理

公司作为国有控股企业, 按照《公司法》和《国有企业财产监督管理条例》的规定设立了董事会、监事会, 并制定《公司章程》, 进一步完善和规范了企业管理制度。

管理水平

财务管理方面，公司实施全面的预算管理制度，已形成了较为规范的体系、制度和业务流程。公司按月进行财务计划及预算，并落实、监控财务预算的执行情况，使预算的准确率和执行力度不断提高。此外，公司制定通过了《山东王晁煤电集团有限公司财务管理制度》，严格规范了公司的货币资金管理制度，并对下属各子公司的收入、支出款项严格控制，实时、动态监控各子公司的账务信息。成本管理方面，公司不断加大后勤服务市场化、经费开支定额化管理力度，压缩办公费、招待费和差旅费，以降低费用开支。

安全管理方面，公司根据国家对煤矿安全生产的有关政策法规制订了严格的规章制度和操作规程，并通过加强现场管理、强化职工培训以及加大安全方面的资金投入等方式严防重大事故的发生。公司根据自身的生产特点，制订了岗位责任制、安全监督、安全考核、设立专项基金等一系列安全管理规章和制度，并在生产经营中严格贯彻执行。此外，公司十分注重安全投入，不断提高安全技术水平，全面落实各项防控技术措施。2009~2011 年公司分别投入 542 万元、990 万元和 1,150 万元，2012 年公司继续加强安全投入，一季度公司安全投入达 251 万元。近年来公司无任何重大安全事故，百万吨死亡率均为 0。

总体看，公司建立了较为完善的管理体制和管理模式，各项规章制度为其业务运营起到了良好的支撑和风险防范作用，良好的生产管理和安全管控机制为公司未来的稳步发展提供了有力保障。

战略规划

根据规划，在“十二五”期间公司将继续加大煤炭业务的发展，同时大力拓展非煤产业，实施大集团化战略。

煤炭业务方面，公司一方面逐步扩大现有矿井产能，提升企业盈利能力和整体抗风险能力，另一方面通过兼并、收购等多种形式整合地方煤矿，增加煤炭资源储备。到“十二五”末，力争实现煤炭储量 3 亿吨，年产量超过 300 万吨。

电及热气业务方面，公司将通过参股方式参与建设 15MW 污泥发电和 15MW 生物质能发电项目，公司参股比例约在 20% 左右。目前项目正在审批过程中，预计未来公司投资额约为 0.74 亿元。此外，公司还将积极开展锅炉技术改造工程。到“十二五”末，力争实现年发电量 5 亿 kwh，供热 260 万 GJ。

其他产业方面，公司将实施炭黑项目扩建工作，“十二五”末规划产能达 20 万吨/年。公司还将加强橡胶业务的生产能力，通过配备新生产线使公司橡胶带产能达到 1,000 万平方米/年。生物科技方面，公司将继续做优年产 5 万吨高档营养食品项目，逐步形成醛酮树脂系列产品、绿色健康食品、谷朊粉、膳食纤维、小麦胚芽油等产品组合，创建绿色保健食品生产基地。此外，公司将进一步拓展高端纺织业务。公司于 2011 年 7 月开工建设 10 万纱锭高端纺织项目，投资总额约 3.50 亿元，已完成投资 2.70 亿元，预计将于 2012 年 10 月投产。

为加快资源获取和业务规模扩张的进度，公司计划 2012~2014 年分别投入 2.25 亿元、1.50 亿元和 1.74 亿元，公司未来投资规模相对较小，资金压力不大。

表 10：公司 2012 年~2014 年投资计划

项目名称	建设规模 (万吨/年)	项目投资总 额 (亿元)	公司未完成 投资 (亿元)	股权占比 (%)	预计投入 (亿元)			建设周期
					2012	2013	2014	
山东荣华纸业	20	0.45	0.45	30	0.45	-	-	1.2 年
洱海煤矿	60	3.50	3.50	53	1.00	1.50	1.00	2.6 年
高端纺织业	10 万纱锭	3.50	0.80	90	0.8	-	-	1 年
15MW 污泥发电	-	1.50	0.30	20	-	-	0.30	1.5 年
15MW 生物质能发电	-	2.20	0.44	20	-	-	0.44	1.5 年

合计	-	7.45	5.49	-	2.25	1.50	1.74	-
----	---	------	------	---	------	------	------	---

注：菏泽煤矿暂时无开工建设计划
资料来源：公司提供

总体看，公司将以煤炭产业为基础和主业，同时大力发展热气、电、商贸物流等多个产业，逐步确立主业突出、结构合理、集团化经营的发展模式，从而增强公司整体的竞争实力和抗风险能力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年度三年连审的财务报告以及未经审计的 2012 年一季度财务报告。公司各期财务报表均根据新会计准则编制。

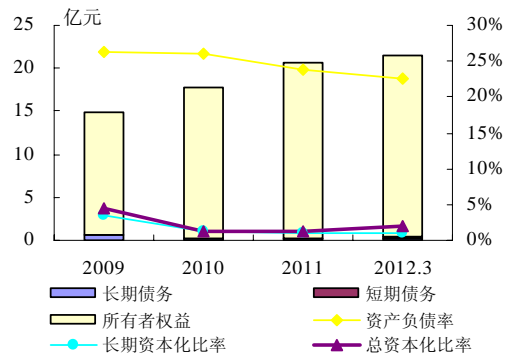
资本结构

2009~2011 年公司总资产分别为 19.34 亿元、23.65 亿元和 26.71 亿元，年均复合增长率为 17.53%；同期所有者权益分别为 14.24 亿元、7.51 亿元和 20.34 亿元，年均复合增长率为 19.50%。2011 年股东以未分配利润转增实收资本形式向公司增资 2.38 亿元，已于 2011 年 12 月 31 日完成验资并且办理完毕工商变更登记。截至 2012 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别为 27.12 亿元和 21.01 亿元。

近年公司经营策略较为保守，主要依靠利润的积累和股东增资来扩大经营规模，很少采用财务杠杆的方式，因此总债务规模很小，2009~2011 年公司总债务分别为 0.66 亿元、0.20 亿元和 0.27 亿元。2012 年一季度公司应付票据规模相比 2011 年末略有增长，因此截至 2012 年 3 月末，公司总债务规模略有上升至 0.43 亿元。

近年公司负债水平很低，并且基本维持稳定：2009~2011 年公司资产负债率分别为 26.37%、25.96% 和 23.88%；总资本化比率分别为 4.43%、1.13% 和 1.32%；截至 2012 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 22.52% 和 2.01%。

图 5：公司资本结构分析



资料来源：公司年报及季报，中诚信国际整理

总体来看，公司近年经营策略较为稳健，负债水平很低，截至 2012 年 3 月末，公司债务结构以短期债务为主，其中短期债务全部为应付票据。预计随着本期短期融资券的发行，公司负债水平将明显上升。

中诚信国际关注到，截至 2011 年末，公司其他应收款余额中 78.75% 为控股股东台儿庄经信局所占用，金额达到 2.24 亿元，在同期总资产中占比为 8.37%，主要用于枣庄市古城建设等市政项目，并且未有明确归还期限和利率定价。同时该笔资金所投项目回报期较长，其自身盈利能力具有一定的不确定性，中诚信国际也将对公司该笔股东占款的偿还情况以及后续其他相关往来保持密切关注。

盈利能力

2009~2011 年公司营业总收入平稳增长，期间分别为 9.08 亿元、10.85 亿元和 11.39 亿元，年均复合增长率为 11.99%；2012 年 1~3 月，公司营业总收入为 2.83 亿元。煤炭业务是公司最重要的收入来源，近年在营业总收入中占比均在 65% 以上。2010 年公司煤炭产销量同比变化不大，但随着市场回暖，公司煤炭平均销售价格同比增长了 29.27%，因此当年原煤和精煤的销售收入合计同比增长了 19.5%；此外，2010 年公司开始发展商贸服务业，当年实现 0.51 亿元收入。2011 年公司煤炭收入同比基本持平，2011 年商贸服务业收入增速较快，同

比增长 161.59%，已经成为公司收入占比第二大业务板块。

表 11：公司各业务板块收入情况（亿元）

	2009	2010	2011
原煤	6.43	7.67	7.72
精煤	0.69	0.73	0.36
商贸	0.00	0.51	1.34
热气、电	1.12	1.27	1.47
其他	0.83	0.67	0.50
合计	9.08	10.85	11.39

资料来源：公司年度财务报告，中诚信国际整理

毛利率方面，2009~2011 年公司毛利率分别为 54.31%、58.40% 和 53.26%，在行业内处于较高水平。

表 12：公司主要业务板块收入占比及毛利率（%）

	2009		2010		2011	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
原煤	70.82	72.71	70.71	78.35	67.77	74.11
精煤	7.65	-6.46	6.71	1.37	3.17	1.86
商贸	0.00	0.00	4.72	11.77	11.76	7.24
热气、电	12.37	7.65	11.73	4.79	12.95	2.93
其他	9.16	25.77	6.13	29.07	4.35	40.11
合计	100.00	54.31	100.00	58.40	100.00	53.26

资料来源：公司年度财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2009~2011 年公司三费合计分别为 1.09 亿元、1.32 亿元和 1.51 亿元，占营业总收入的比例分别为 11.99%、12.21% 和 13.23%，近年公司三费收入占比稳定，在行业内处于合理水平。具体来看，由于公司原煤主要销售给周边洗煤厂和煤炭贸易公司，渠道比较固定，故公司销售费用占比很低；财务费用方面，由于近年公司有息债务规模很小，财务费用常年处于极低水平，2011 年和 2012 年一季度公司财务费用低于存款收入；近年公司管理费用在期间费用中占比均在 90% 以上，为期间费用的主要构成。随着未来 2012 年短期融资券的发行，公司财务费用将明显上升，期间费用占比也将有所增长。

表 13：公司期间费用分析

	2009	2010	2011	2012.1~3
销售费用（亿元）	0.04	0.04	0.02	0.00
管理费用（亿元）	1.02	1.28	1.54	0.37
财务费用（亿元）	0.03	0.00	-0.05	-0.01
三费合计（亿元）	1.09	1.32	1.51	0.36
三费收入占比（%）	11.99	12.21	13.23	12.76

资料来源：公司年报及季报，中诚信国际整理

2009~2011 年，公司利润总额分别为 3.65 亿元、4.98 亿元和 4.33 亿元，其中 97% 以上都来自经营性业务利润；2011 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.94 亿元。

总体来看，近年公司煤炭业务盈利能力较强，三费收入占比合理，利润水平较为稳定。中诚信国际也关注到，公司盈利规模总体较小，且管理费用在营业总收入中占比较高；此外，目前其原煤主要销往当地洗煤厂，公司对下游客户控制力度有限，近期煤炭市场景气度显著下降或将对公司盈利能力产生一定不利影响。

现金流

2009~2011 年，公司 EBITDA 分别为 4.21 亿元、5.46 亿元和 4.78 亿元；同期公司经营活动净现金流分别为 2.10 亿元、2.94 亿元和 2.55 亿元，基本保持稳定。2011 年末公司应收账款和应收票据合计同比增长了 25.34%，高于当年 4.95% 的收入增幅，收现比由 2010 年的 1.06 倍下降至 0.95 倍；2011 年末应付账款和应付票据同比增长也较快，公司付现比也有所下降至 0.76 倍，因此 2011 年经营活动净现金流未出现显著波动。2012 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 0.85 亿元。

表 14：公司获现能力指标

	2009	2010	2011	2012.1~3
收现比（X）	1.13	1.06	0.95	1.11
付现比（X）	0.86	0.90	0.76	0.69

资料来源：公司年报及季报，中诚信国际整理

投资活动现金流方面，2009~2011 年公司投资收购贵州夫康煤矿、洱海煤矿和菏泽煤矿，期间投资活动净现金流分别为 -0.79 亿元、0.26 亿元和 -1.32 亿元，2010 年公司处置其子公司山东百斯特橡胶有

限公司部分机器设备及房屋建筑物，导致当年投资活动现金流入较多；2012年1~3月公司投资活动净现金流出为-1.07亿元，其中主要为建设公司厂房和办公楼。

筹资活动现金流方面，近年公司债务性筹资活动较少，2009~2011年筹资活动净现金流保持净流出状态，期间分别为：-0.63亿元、-0.94亿元和-0.71亿元。2011年公司增资主要通过未分配利润转增实现，因此未在当年的投资活动现金流入中体现。

表 15：公司现金流分析（亿元）

	2009	2010	2011	2012.3
经营活动产生现金流入	10.36	11.82	11.03	3.28
经营活动产生现金流出	8.26	8.88	8.48	2.44
经营活动净现金流	2.10	2.94	2.55	0.85
投资活动产生现金流入	0.02	1.61	0.05	0.00
投资活动产生现金流出	0.81	1.34	1.37	1.07
投资活动净现金流	-0.79	0.26	-1.32	-1.07
筹资活动产生现金流入	--	0.20	--	--
其中：吸收投资	--	--	--	--
借款所收到的现金	--	0.20	--	--
筹资活动产生现金流出	0.63	1.14	0.71	0.02
其中：偿还债务	--	0.52	--	--
筹资活动净现金流	-0.63	-0.94	-0.71	-0.02
现金及等价物净增加额	0.68	2.26	0.52	-0.25

资料来源：公司年报及季报，中诚信国际整理

总体来看，公司近年资金较为充裕，投资活动资本支出完全依赖自身经营所产生的现金，根据公司现有的资本支出计划，未来三年公司每年的投资支出在1~1.5亿元左右，公司资金压力不大。

偿债能力

公司近年债务负担很轻，同时 EBITDA 和经营活动净现金流表现持续稳定，对债务和利息的覆盖能力都很强。总债务保障能力方面，2009~2011年公司经营净现金流/总债务分别为 3.19 倍、14.70 倍和 9.41 倍；同期总债务/EBITDA 分别为 0.16 倍、0.04 倍和 0.06 倍；利息保障能力方面，2009~2011年经营净现金流/利息支出分别为 41.55 倍、130.28 倍和 194.81 倍；EBITDA 利息倍数分别为 83.13 倍、241.78 倍和 365.05 倍，公司偿债能力很强。

表 16：公司偿债能力指标

项目	2009	2010	2011	2012.3
长期债务(亿元)	0.52	0.20	0.20	0.20
总债务(亿元)	0.66	0.20	0.27	0.43
资产负债率(%)	26.37	25.96	23.88	22.52
总资本化比率(%)	4.43	1.13	1.32	2.01
长期资本化比率(%)	3.52	1.13	0.97	0.94
经营净现金流/利息支出(X)	41.55	130.28	194.81	--
EBITDA 利息倍数(X)	83.13	241.78	365.05	--
总债务/EBITDA(X)	0.16	0.04	0.06	--
经营净现金流/总债务(X)	3.19	14.70	9.41	7.90*

注：加“*”数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性方面，截至 2012 年 3 月底，公司拥有的综合授信额度为 4.3 亿元，其中未使用额度尚有 4.1 亿元，公司财务弹性较好。

对外担保方面，截至2012年3月底，公司对外担保金额为0.41亿元，占公司净资产的1.95%。公司对外担保企业经营正常，代偿风险较小。

表 17：截至 2012 年 3 月底公司对外担保情况 (万元)

被担保企业	担保金额	期限
枣庄海洋王晁纺织有限公司	800	2011.11.01-2012.11.01
枣庄海洋王晁纺织有限公司	400	2012.1.09-2012.7.09
山东圣马生物科技有限公司	300	2012.3.16-2013.3.16
山东百斯达化工有限公司	1,000	2011.7.19-2012.7.19
山东百斯达化工有限公司	1,000	2011.7.12-2012.7.12
山东百斯特机械制造有限公司	600	2012.1.11-2013.1.11
合计	4,100	--

资料来源：公司提供

过往债务履约情况

公司与银行等金融机构建立了长期友好的合作关系，严格遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息。通过查询人民银行征信系统，公司近 3 年的贷款偿还率和利息偿付率均未 100%，不存在逾期而未偿还的债务。

截至 2012 年 3 月末，公司尚无公开发行的债务融资工具。

评级展望

公司位于山东省南部的枣庄市，拥有优越的区位优势环境。山东省内能源需求旺盛，常年为煤炭调入省，同时从公司矿区到东南江苏、浙江等用煤大省交通运输十分便利。财务方面，公司近年来负债规模维持在较低水平，盈利及获现能力均较为稳定，显示很强的偿债能力。但中诚信国际也关注到，公司目前煤炭资源储量和生产规模均相对较小，同时公司经营策略较为稳健，近年来资源及产能扩张速度相对缓慢。此外，2011年四季度以来煤炭行业下游需求增速放缓，煤炭价格持续下滑，预计未来短期内行业景气度难以恢复，这在一定程度上对企业盈利能力产生不利影响。

结论

综合考虑，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平为稳定。

中诚信国际关于王晁煤电集团有限公司 2013 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

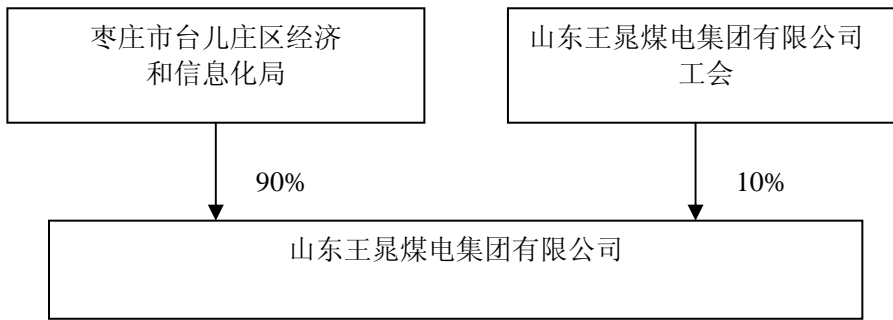
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期融资券的存续期内对本期融资券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在融资券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2012 年 8 月 27 日

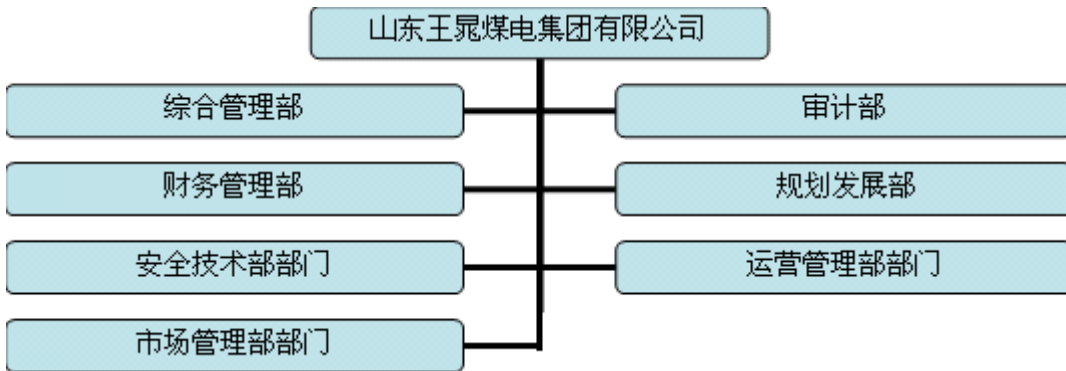
附一：山东王晁煤电集团有限公司股权结构图（截至 2012 年 3 月底）



	被投资人名称	出资额	股权比例
1	枣庄市王晁煤矿运输公司	500,000.00	100.00%
2	山东王晁煤电集团选煤有限公司	9,500,000.00	95.00%
3	贵州贵鲁矿业投资有限公司	95,000,000.00	95.00%
4	山东联润新材料有限公司	54,000,000.00	90.00%
5	山东王晁煤电集团新宏煤业有限公司	25,500,000.00	85.00%
6	山东王晁煤电集团绿源置业有限公司	24,000,000.00	80.00%
7	山东王晁天润机械制造有限公司	7,300,000.00	73.00%
8	山东王晁煤电集团热电有限公司	19,600,000.00	70.00%
9	江苏金晁煤业有限公司	42,000,000.00	70.00%
10	山东王晁煤电集团煤矿物资贸易有限公司	12,000,000.00	60.00%
11	枣庄王晁煤矿有限责任公司	17,880,000.00	59.60%
12	枣庄百斯特橡胶有限公司	6,000,000.00	30.00%
13	枣庄市台庄区运河古城开发有限公司	100,000,000.00	25.00%
14	枣庄百斯达化工有限公司	4,200,000.00	21.00%
15	山东圣马科技有限公司	3,000,000.00	20.00%
16	森佩理特百斯特橡胶有限公司	40,136,618.06	20.00%

资料来源：公司提供

附二：山东王晁煤电集团有限公司组织结构图（截至 2012 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：山东王晁煤电集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.3
货币资金	30,199.38	52,819.21	58,045.93	55,580.23
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	3,830.87	4,187.16	6,257.95	6,506.73
存货净额	5,426.75	6,154.98	6,246.28	4,030.67
其他应收款	21,069.36	25,593.07	28,382.21	27,909.13
长期投资	10,925.00	14,966.01	14,653.84	15,825.80
固定资产(合计)	72,092.17	67,686.42	71,608.54	83,843.29
总资产	193,406.39	236,486.31	267,146.25	271,159.86
其他应付款	17,250.87	9,960.79	8,772.59	8,340.19
短期债务	1,400.00	0.00	713.00	2,300.00
长期债务	5,200.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
总债务	6,600.00	2,000.00	2,713.00	4,300.00
净债务	-23,599.38	-50,819.21	-55,332.93	-51,280.23
总负债	50,996.79	61,395.21	63,790.32	61,062.03
财务性利息支出	506.12	225.69	131.03	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益(含少数股东权益)	142,409.60	175,091.10	203,355.93	210,097.83
主营业务收入(营业总收入)	90,813.51	108,526.48	113,895.92	28,348.07
主营业务利润(三费前利润)	47,837.42	61,640.93	58,644.67	13,363.88
投资收益	0.00	-44.65	-112.17	-28.04
EBIT	36,980.24	50,058.39	43,407.15	9,299.01
EBITDA	42,073.58	54,568.29	47,833.13	9,299.01
经营活动产生现金净流量	21,027.78	29,403.82	25,525.58	8,494.00
投资活动产生现金净流量	-7,923.43	2,646.80	-13,207.77	-10,722.50
筹资活动产生现金净流量	-6,300.12	-9,430.79	-7,091.10	-237.20
现金及现金等价物净增加额	6,804.23	22,619.83	5,226.72	-2,465.69
资本支出	8,145.29	13,181.50	13,699.75	9,534.80
财务指标	2009	2010	2011	2012.3
营业毛利率(%)	54.31	58.40	53.26	50.08
三费收入比(%)	11.99	12.21	13.23	12.76
EBITDA/营业总收入(%)	46.33	50.28	42.00	-
总资产收益率(%)	19.12	23.29	17.24	-
流动比率(X)	1.96	2.69	3.10	3.09
速动比率(X)	1.83	2.55	2.97	3.00
存货周转率(X)	7.65	7.80	8.58	11.02*
应收账款周转率(X)	23.71	27.07	21.81	17.77*
资产负债率(%)	26.37	25.96	23.88	22.52
总资本化比率(%)	4.43	1.13	1.32	2.01
短期债务/总债务(%)	21.21	0.00	26.28	53.49
经营活动净现金/总债务(X)	3.19	14.70	9.41	7.90*
经营活动净现金/短期债务(X)	15.02	--	35.80	14.77*
经营活动净现金/利息支出(X)	41.55	130.28	194.81	-
总债务/EBITDA(X)	0.16	0.04	0.06	-
EBITDA/短期债务(X)	30.05	--	67.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	83.13	241.78	365.05	-

注：公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2012年一季报未经审计；加“*”数据已经过年化。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资（新）=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（新）=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（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=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(新)=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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（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=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））

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

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

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。