信用等级公告

联合[2018] 1934 号

联合资信评估有限公司通过对华电煤业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华电煤业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“14 华电煤 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

华电煤业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 华电煤 MTN001	20 亿元	2019/05/08	AAA	AAA

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.13	36.48	53.49	54.73
资产总额(亿元)	597.33	574.43	584.26	586.65
所有者权益合计(亿元)	150.38	139.61	164.21	175.74
短期债务(亿元)	113.02	134.10	117.94	103.43
长期债务(亿元)	222.38	199.61	201.02	211.98
全部债务(亿元)	335.40	333.71	318.96	315.41
营业收入(亿元)	172.29	197.87	204.68	51.32
利润总额(亿元)	-16.33	2.99	42.72	11.80
EBITDA(亿元)	15.77	36.54	83.68	--
经营性净现金流(亿元)	29.62	29.69	61.03	12.13
营业利润率(%)	8.53	14.38	32.36	34.81
净资产收益率(%)	-11.60	-0.68	20.60	--
资产负债率(%)	74.82	75.70	71.89	70.04
全部债务资本化比率(%)	69.04	70.50	66.01	64.22
流动比率(%)	45.36	40.96	48.60	57.45
经营现金流动负债比(%)	15.72	14.09	31.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.27	9.13	3.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	2.27	5.26	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 2016 年年末财务数据采用 2017 年期初数；3. 将其他流动负债中的短期融资券以及长期应付款中的融资租赁款计入全部债务核算。

分析师

潘云峰　刘艳婷　李博文

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对华电煤业集团有限公司（以下简称“华电煤业”或“公司”）的评级反映了公司作为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）下属煤炭业务运营实体，在煤炭储量、股东支持、经营规模和购销渠道等方面具备综合优势。跟踪期内，公司营业收入有所增长，整体盈利能力大幅提升，负债水平有所下降。同时联合资信关注到，公司债务规模较大、经营对股东依赖程度高和关联交易规模大等因素对公司信用水平的负面影响。

跟踪期内，公司将化工业务整体挂牌出售，考虑到近年来公司化工业务持续处于亏损状态，该板块业务的出售将在一定程度上缓解公司经营压力，有利于公司整体盈利能力的提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对“14 华电煤 MTN001”本金的保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持华电煤业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“14 华电煤 MTN001”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为华电集团下属煤炭业务运营实体，与控股股东产业链协同效应突出。借助华电集团业务优势，公司在资源获取和产品销售方面具备相对竞争优势。
2. 跟踪期内，公司煤炭生产业务收入占比提高，贸易业务收入占比下降，煤炭主业地位加强，盈利水平大幅提升。
3. 公司经营活动现金流入量对“14 华电煤 MTN001”本金的保障能力强。

关注

1. 公司所有者权益中，少数股东权益占比高，权益结构稳定性一般。
2. 随着在建工程推进，公司仍具有一定对外融资需求。
3. 公司债务规模维持在较高水平，面临一定的短期偿债压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由华电煤业集团有限公司(以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华电煤业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于华电煤业集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华电煤业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为华电煤业有限公司，成立于 2005 年 9 月 8 日，是由中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）出资组建的国有独资有限责任公司，注册资本 13657.31 万元。

公司成立后，经华电集团多次内部重组及引入外部投资者，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本合计 36.57 亿元，其中，华电集团直接持有公司 60.04%股份，华电集团下属其他控股企业持有公司 29.96%的股份，华电集团为公司实际控制人和控股股东。

公司是华电集团下属煤炭开发业务运营实体。截至 2018 年 3 月底，公司下设办公室（法律事务部）、规划发展部、人力资源部、财务管理部、安全监察局、工程管理部、企业管理部（信息中心）、证券资产部、销售管理部、政治工作部（工会办公室）、监察部（纪检办公室）、物流管理部、审计部和电力管理部等 19 个职能部门。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 21 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 584.26 亿元，所有者权益合计 164.21 亿元（其中少数股东权益 75.69 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，利润总额 42.72 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 586.65 亿元，所有者权益合计 175.74 亿元（其中少数股东权益 81.67 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.32 亿元，利润总额 11.80 亿元。

公司注册地址：北京市昌平区科技园区中兴路 10 号 A303 室；法定代表人：王旺旺。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2014 年发行了“14 华电煤 MTN001”，发行金额 20 亿元，期限 5 年，用于置换银行借款，将于 2019 年 5 月 8 日到期兑付；截至 2018 年 3 月底，募集资金均已按规定用途使用完毕；跟踪期内，公司已按时支付债券利息。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续

向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保

护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重大幅高于世界平均水平，2017 年上述指标约为60.4%，同比下降 1.6 个百分点。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。

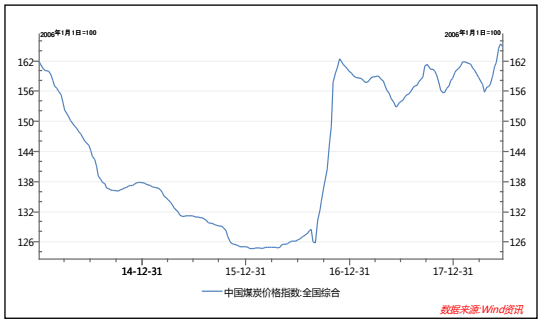
随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。2016 年及 2017 年随着国家去产能政策的逐步推进，中国已退出落后煤炭产能超过 5 亿吨。总体上煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格出现深度调整。

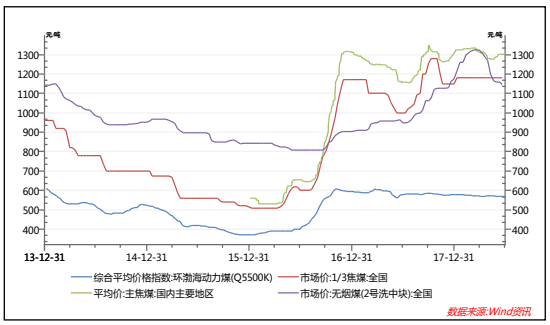
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。2017上半年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降。

图 2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind

但进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨。均较2017年6月份的价格有所上涨。

进入2018年3月以来，随着煤炭产能释

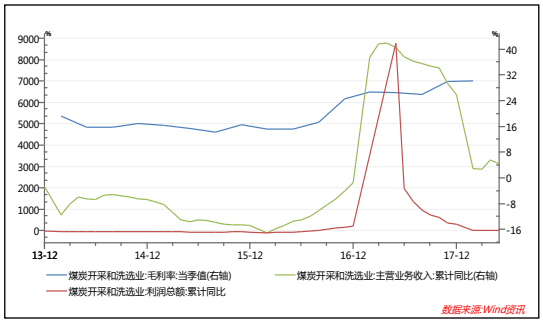
放、煤炭运力保障的提升及煤炭消费传统淡季的到来，同时叠加国家对煤炭价格的进一步管控，煤炭产品价格有所波动，部分煤炭产品价格有所下降。截至2018年7月2日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是570元/吨、1180元/吨、1300元/吨和1145.50元/吨。

短期来看，随着煤炭已进入传统消费旺季，但受国家政策调控、耗煤需求有所放缓、煤炭供给及运力保障能力有所提升、水电及新能源发电量稳步增长等因素影响，煤炭价格走高可能性较小，煤炭价格有望保持相对稳定。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年4月30日，从联合资信样本煤炭企业财务数据来看（部分延迟披露或未披露年报数据企业除外），只有4家煤炭企业利润总额为负，行业整体利润水平大幅增长。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

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

运输瓶颈长期制约产能释放

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

释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

2018 年 4 月 9 日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出 2018 年煤炭方面，力争化解过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，自 2016 年开始，中国已退出落后煤炭产能超过 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

在煤炭行业低谷期，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。但随着煤炭行业整体复苏，煤炭企业兼并重组或面临一定阻力。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行

业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

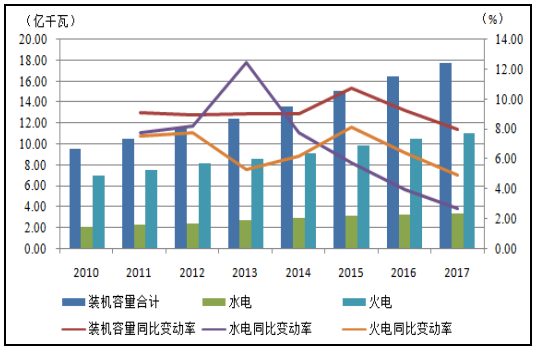
（二）电力行业

1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图 4　近年中国发电装机容量变动情况

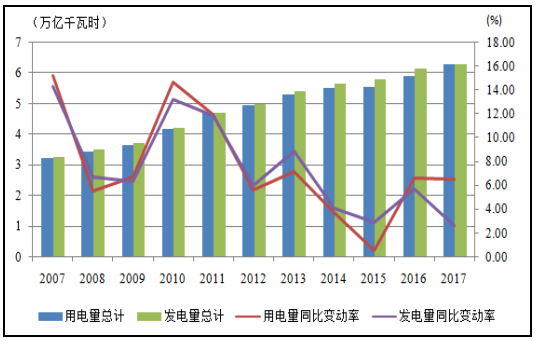


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比

增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图 5　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2.　行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家发电集团联名向国家发改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合

同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至 2017 年底，可再生能源补贴缺口已达到 1000 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度有望于 2018 年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未

完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并

购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。2017年8月28日，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革[2017]146号），同意国电集团与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）合并重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能投集团”），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登记（备案），国电集团和国家能投集团于2018年2月5日签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。本次合并的实施尚需履行必要的程序及获得其他有权机构必要的批准、核准及同意。但其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

六、基础素质分析

公司的前身为华电煤业有限公司，成立于 2005 年 9 月 8 日，是由华电集团出资组建的国有独资有限责任公司，后经注资与股权出售，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 36.57 亿元。2016 年 4 月，公司 2016 年第一次临时股东大会审议通过了《华电煤业集团有限公司关于股东股权转让的议案》，同意无锡世富新能源创业投资有限公司出让所持有公司 7.50%股权，由华电集团全额收购。至此，华电集团直接持有公司 60.04%股份，华电集团下属其他控股企业持有公司 29.96%的股份，华电集团为公司实际控制人和控股股东。

公司是华电集团为实施“以发电为主体，煤炭、金融为两翼”发展战略，整合华电集团系统煤炭开发和运营资源，重组华电燃料有限公司和华电开发投资公司而成立的。公司是华电集团下属煤炭资源整合开发平台，负责煤矿、煤电一体化、煤炭深加工和煤炭储运等项目的投资和经营，确立了煤炭生产、煤炭贸易、化工及发电四大产业板块。跟踪期内，公司化工业务整体挂牌出售，公司业务板块将以煤炭生产、煤炭贸易及发电三大板块为主。

公司在煤炭资源丰富地区控股开发煤矿，建立重要战略能源基地；在资源紧缺地区，围绕华电集团电厂积极参股煤矿，形成战略联盟；在区位优势明显地区建立煤电一体化基地。公司从 2006 年开始煤炭投资，并在主要煤炭资源生产地区建设煤炭生产基地，同时兼并优质资源企业。截至 2018 年 3 月底，公司控制煤炭地质储量 144 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 7070 万吨/年（包括前期和在建煤矿）。

七、管理分析

2017 年 8 月，公司原董事长丁焕德先生不再担任公司董事、董事长职务，王旺旺先生任公司董事、董事长职务（暨法人代表）。

王旺旺，男，汉族，1962 年 3 月生，全日制大学、工学学士，高级工程师，1984 年 8 月参加工作，1987 年 8 月加入中国共产党。历任内蒙古煤矿设计院技术员、工程师，内蒙古煤炭工业厅团委书记，内蒙古煤炭工业厅团委书记兼内蒙古煤矿设计院团总支书记，内蒙古煤炭工业管理局机关团委书记兼机关工会主席，内蒙古煤炭工业管理局安全监察局副局长，内蒙古煤炭工业局行业管理处处长，内蒙古自治区煤炭工业局副局长，内蒙古自治区政府工业办公室能源处处长，内蒙古自治区政府工业办公室（自治区安全

生产监督管理局）副主任、党组成员兼自治区煤炭工业局局长，内蒙古自治区经济和信息化委员会副主任、党组成员兼自治区煤炭工业局局长，内蒙古自治区经济和信息化委员会副主任、党组成员煤炭工业局局长，中国华电集团公司煤炭产业部主任，中国华电集团公司煤炭专业总工程师，中国华电集团公司煤炭专业总工程师兼华电煤业集团有限公司董事长，现任中国华电集团公司煤炭专业总工程师兼华电煤业集团有限公司党委书记、董事长。

跟踪期内，公司在管理体制及管理制度等其他方面均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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

2015~2017 年，公司营业收入波动中有所增长。2016 年，公司实现营业收入 197.87 亿元，同比增长 14.85%，主要系受益于去产能政策的持续推进，煤炭价格有所回升，导致公司煤炭板块收入大幅增长所致。2017 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，同比增长 3.44%。

从收入构成看，煤炭生产和煤炭贸易是公司营业收入的主要来源，二者合计占 75%以上。近三年，公司煤炭生产收入占比逐年提升，2017 年达到 62.72%，受煤炭价格上涨导致煤炭销售收入增长以及公司主动压缩贸易规模所致，公司煤炭贸易收入占比逐年下降，2017 年下降至 12.40%。近三年公司发电业务收入占比波动增长，2017 年达到 8.78%。近三年公司化工业务收入持续增长，2017 年收入占比为 6.08%，但公司已于 2018 年挂牌出售化工业务。公司其他收入板块主要是物流、港口、煤炭运输等形成的收入，2017 年收入占比为 10.01%。

从毛利率看，2015~2017 年，公司毛利率持续增长，近三年分别为 10.54%、17.69%和 37.32%。2017 年，公司毛利率较 2016 年提升 19.63 个百分点，主要系煤炭价格上涨导致煤炭生产板块毛利率提升所致。分板块来看，2017 年，公司煤炭生产板块毛利率为 56.34%，较 2016 年提升 22.11 个百分点，主要系受益于去产能政策的持续推进，煤炭行业景气度回升，煤炭价格大幅上涨；2017 年，公司发电业务毛利率为 13.65%，较 2016 年减少 11.84 个百分点，系燃料价格上涨所致；2017 年，公司煤炭贸易板块毛利率为 1.62%，较 2016 年有所提升，仍处于较低水平；2017 年，公司化工板块毛利率为-7.65%，仍处于亏损状态，且亏损有所加剧。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 48.68 亿元，同比有所下降，从收入构成看，发电业务收入及化工业务收入占比均较 2017 年有所下降，煤炭生产板块收入及煤炭贸易收入占比有所提升。毛利率方面，2018 年 1~3 月，公司总体毛利率 40.34%，较 2017 年全年提升 3.02 个百分点，分板块看，煤炭生产毛利率进一步增长，为 59.26%，发电业务及化工业务毛利率均下降。

总体看，跟踪期内，受益于去产能政策的持续推进，煤炭行业景气度回升，煤炭价格大幅上涨，公司煤炭生产板块收入及盈利水平大幅提升，带动公司整体盈利能力大幅提升。

表 1　公司近年分板块营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电	13.81	8.02	44.75	12.31	6.22	25.49	17.98	8.78	13.65	3.27	6.72	0.15
煤炭生产	72.77	42.24	14.28	94.83	47.93	34.23	128.38	62.72	56.34	34.02	69.88	59.26
煤炭贸易	71.09	41.26	1.17	63.06	31.87	0.90	25.39	12.40	1.62	8.43	17.32	1.43
化工	5.86	3.40	-8.73	10.90	5.51	-4.09	12.44	6.08	-7.65	2.43	4.99	-13.34
其他	8.76	5.08	14.48	16.73	8.46	7.78	20.49	10.01	10.43	0.53	1.09	15.24
合计	**172.29**	**100.00**	**10.54**	**197.87**	**100.00**	**17.69**	**204.68**	**100.00**	**37.32**	**48.68**	**100.00**	**40.34**

资料来源：公司提供

注：2018 年一季度收入为主营业务收入；尾差由于四舍五入产生。

2．煤炭生产

资源储备

公司从 2006 年开始涉足煤炭投资，并逐步提高对煤炭资源的控制能力和自供煤的能力。截至 2018 年 3 月底，公司控制煤炭地质储量 144 亿吨，控股在产煤矿合计设计产能为 4100 万吨/年（包括前期和在建煤矿后产能为 7070 万吨/年），煤种主要是动力煤。

表 2　截至 2018 年 3 月底公司控制煤炭资源明细表（亿吨、万吨/年、年、亿元）

分类	项目	煤炭地质储量	煤炭可采储量	煤种	设计产能	剩余可采年限	2017 年产量	现状	总投资	股比
控股项目	不连沟煤矿	10.53	6.77	不粘煤	1500	34.7	1080	在产	36.47	51.00%
	隆德煤矿	1.21	0.58	不粘煤、长焰煤	800	32	970	在产	43.42	51.00%
	小纪汗煤矿	31.16	17.01	长焰煤、不粘煤	1000	121.5	971	在产	79.45	67.00%
	肖家洼煤矿	11.53	6.93	气煤、焦煤	800	64	984	在产	58.30	51.00%
	在产产能合计	**54.43**	**31.29**	--	**4100**	--	**4005**	--	**217.64**	--
	高家梁煤矿	9.00	6.01	--	800	--	--	前期	36.75	51.00%
	哈密煤矿	11.55	一号井 3.30	--	300	78	--	前期	11.48	72.00%
	西黑山煤矿	136.00	一期 45.80	--	600	205	--	前期	13.00	88.00%
	万胜矿业	3.34	2.22	--	270	60	--	在建	20.11	60.00%
	可可盖煤矿	25.30	12.49	--	1000	102	--	前期	96.39	100.00%
	在建产能合计	**185.19**	**69.82**	--	**2970**	--	--	--	**395.37**	-
参股项目	中能煤田	16.46	--	--	500	79.6	--	在建	55.54	33.50%
	黄陵煤矿	3.00	--	--	240	60	--	经营	12.01	30.00%
	云南东源镇雄	3.85	--	--	240	60	--	经营	17.78	36.00%
	参股项目合计	**23.31**	--	--	**980**	--	--	--	**85.33**	-

资料来源：公司提供

原煤生产

2015~2017 年，公司原煤产量分别为 3721 万吨、4209 万吨和 4005 万吨，2016 年公司原煤产量超过产能，主要系公司矿井建设较早，核定产能尚未完成重新核定。其中隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿产量增长较快，主要是新矿井逐步达产之后产能充分释放所致。2017 年，公司原煤产量 4005 万吨，同比下降 4.85%，系不连沟和隆德煤矿产量下降所致。2018 年 1~3 月，公司原煤产量 969 万吨，为 2017 年全年的 25.14%。

公司目前在产矿井合计 4 座，其中，不连

沟煤矿位于内蒙古准格尔煤田北部，煤矿井田面积 33km^2，于 2010 年试产，2011 年正式建成投产，2012 年达产情况良好；隆德煤矿位于陕西省榆林市神木县西南约 33 公里，煤矿井田面积 20.46km^2，于 2012 年进入试生产，2013 年开始正式投产前的手续报批工作，同时煤矿进行技术改进停产，2013 年 7 月恢复生产；肖家洼煤矿位于山西省吕梁市兴县蔚汾镇肖家洼村南，井田面积 60.34km^2，2012 年 12 月 30 日肖家洼煤矿设备调试完毕并进入试生产；小纪汗煤矿位于国家批准的十三个大型矿区之一的榆横北矿区，井田面积 251.75km^2，于 2013 年 7 月建成并投入试生产。公司在建矿井新疆西黑山露天矿属国家大型煤炭基地准东煤田西黑山矿区的规划矿田之一，井田总面积为 201km^2，一期露天矿井田面积 97.1km，目前西黑山煤矿前期工作稳步推进。随着隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿的稳定达产，近三年，公司煤炭产量逐年波动上升。公司煤矿均为近年新建矿井，装备水平高，综合、采煤、掘进机械化率达到 100%，安全生产水平高，开采生产以来未发生安全死亡事故。

表 3　公司近年煤炭生产情况（万吨/年、万吨）

矿井名称	设计产能	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
不连沟煤矿	1500	1407	1250	1080	298
隆德煤矿	800	798	1017	970	226
肖家洼煤矿	800	794	957	971	194
小纪汗煤矿	1000	722	985	984	251
合计	**4100**	**3721**	**4209**	**4005**	**969**

注：不连沟煤矿为剔除矸石后产量
资料来源：公司提供

煤炭外运

公司隆德煤矿目前商品煤基本采用客户坑口自提方式交运；不连沟煤矿目前商品煤基本上也由客户坑口自提，客户自提后可选择通过汽运或通过矿区自有铁路连接线运至主干铁路后于环渤海港区连接海运。肖家洼煤矿配套建设有铁路专用线。陕西省发改委已对小纪汗煤矿铁路专用线项目给予核准。

总体上，公司矿区周边煤炭需求较为充足，短距汽运是公司煤炭坑口销售后客户选择的主要外运方式，铁水联运线路的开通和铁路专用线的建设有助于公司后续投产产能的充分释放。

商品煤销售

公司的产品销售主要是对电厂的电煤销售。售煤价格实行市场化定价，并对电厂核定账期，到期后，华电煤业下属电厂通过华电集团财务公司或结算银行向公司支付货款，集团外电厂通过银行结算货款。

销量方面，近年来，公司煤炭销量波动增长，2017 年煤炭销量为 3897.83 万吨，同比下降 7.91%，系公司煤炭产量下降所致。2017 年公司销量中，不连沟煤矿、隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿销量分别为 1104.65 万吨、973.54 万吨、827.35 万吨和 992.29 万吨。

销售价格方面，受煤炭市场波动影响，近年来，公司煤炭销售价格不断增长，2017 年，公司煤炭销售价格增长至 332.99 元/吨。

公司在煤炭销售方面存在较大规模的关联交易，主要是煤炭销售和煤炭调运服务，2015~2017 年分别为 67.50 亿元、58.28 亿元和 33.15 亿元，占同类收入的比重分别为 35.02%、36.00%和 21.57%。关联交易定价方式均为市场定价。

总体看，公司矿井规划产能大，随着矿井的建成投产并逐步达产，公司煤炭产销量逐年快速增长。公司煤炭销售中关联交易占比较大。

表 4　近年公司煤炭销售情况（坑口不含税价）

产品	销量（万吨）				平均价格（元/吨）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
不连沟煤矿	1404.72	1255.75	1104.65	287.94	115.71	168.88	261.59	336.92
隆德煤矿	734.96	1021.47	973.54	228.64	164.32	211.56	353.69	376.91
肖家洼	608.23	950.09	827.35	183.69	138.81	227.95	392.84	477.25
小纪汗煤矿	621.91	1005.40	992.29	251.33	140.65	197.78	342.27	353.09
合计	**3369.82**	**4232.71**	**3897.83**	**951.60**	**137.14**	**198.71**	**332.99**	**377.89**

资料来源：公司提供

3．煤炭贸易业务

公司下设华电煤业集团煤炭运销公司，从事煤炭交易业务（即煤炭贸易）。业务模式方面，公司主要采取“点对点”的销售模式，即先与下游客户确定煤种、煤炭供应量、价格和结算方式后再参照上述条件向上游煤炭生产厂商下单采购煤炭，尽量减少因大量存煤和煤炭价格波动造成的煤炭存货减值风险。

公司主要客户包括陕西林泰实业有限公司、安徽海螺物资贸易有限责任公司、江苏华电煤炭物流有限公司、华电峰源（北京）贸易有限公司和秦皇岛方维贸易集团有限公司、神华销售集团等。结算主要采取现汇，也部分采取银行承兑汇票的方式进行结算。

公司在煤炭采购渠道方面结合供煤电厂区域布局特点，综合考虑电煤价格、运输条件等因素，形成了多渠道、市场化采购的特点，与一些大型煤炭企业保持了长期合作关系。目前，公司原煤采购来源主要集中于黑龙江、山东、四川、内蒙古等地。为在煤炭采购地区相对集中的情况下，尽可能分散采购风险，公司原煤供应商集中度相对较低。电煤价格方面，公司根据实际需要进行市场采购，按浮动价格每季度或每月度签订煤炭购销合同。

2015~2017 年，公司煤炭购销贸易规模呈波动下降趋势，近三年贸易收入分别为 71.09 亿元、63.06 亿元和 25.39 亿元，煤炭贸易板块收入持续下降，且 2017 年下降幅度较大，主要系公司主动压缩盈利能力较弱的贸易业务规模所致。

总体看，受公司压缩煤炭贸易板块业务影响，近年来公司贸易业务收入波动下降，且煤炭贸易业务对公司利润贡献小。

4．发电业务

发电业务作为公司煤电一体化项目的重要组成部分，公司规划所有煤矿基地均有电厂配套，充分发挥煤电一体化带来的成本优势，目前已经组建了新疆昌吉英格玛煤电投资华电煤业有限责任公司、新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司、陕西华电榆横煤电有限责任公司等煤电一体化控股项目公司。

公司在运发电机组为华电榆横煤电有限责任公司下属榆横电厂一期，装机规模为 2×66 万千瓦，于 2014 年建成投产，煤源主要为公司投资建设的小纪汗矿井。2017 年，榆横电厂一期发电量 57.76 亿千瓦时，发电设备平均利用小时数 4375 小时，单位煤耗 307.11 克/千瓦时。

此外，2009 年公司按照华电集团要求对不连沟大路煤矸石电厂（一期 2×30 万千瓦）进行了设计优化，该电厂为公司不连沟煤矿的配套项目，于 2016 年投产。2017 年，不连沟大路电厂发电量 23.18 亿千瓦时，发电设备平均利用小时数 3863 小时，单位煤耗 338.14 克/千瓦时。根据公司规划，2020 年，公司将建成发电装机规模 1000 万千瓦。

2017 年，公司发电业务营业收入 17.98 亿元，同比增长 46.06%，系不连沟大路电厂发电设备利用小时数随着电厂稳定运行大幅提升所致；2017 年，公司发电业务毛利率 13.65%，较 2016 年减少 11.84 个百分点，系煤炭价格上涨导致发电燃料采购成本上涨所致。2018 年

1~3 月，公司发电业务营业收入 3.27 亿元，占营业收入比重为 6.72%，毛利率进一步下降至 0.15%。

总体看，公司下属电厂均为煤电一体化项目，有利于提高公司总体盈利水平，但 2016 年以来，受煤炭价格上涨影响，公司发电业务毛利率大幅下滑。公司规划装机规模较大，建设进度易受宏观环境和政策影响。

5. 化工及其他产业

公司化工业务已整体挂牌出售。2017 年，公司化工业务实现营业收入 12.44 亿元，在公司主营业务收入占比约 6.08%，毛利率-7.65%，毛利率为负主要由于甲醇价格下降所致。

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

在铁路运输方面，公司于 2005 年参股了石太铁路客运专线 7.60%的股份，该工程已于 2008 年底投入运行，公司每年可获得铁路运力 1000~1500 万吨。公司还以 2.85 亿元现金出资参股了乌准铁路 12.50%的股权，以 5 亿元参股了蒙冀铁路 1.67%的股权，目前公司参股的路段已经通车。此外，公司收购了呼准铁路 21.33%的股权，为不连沟煤矿提升外运能力、增强盈利能力创造了条件。公司参股 1.00%的晋豫鲁铁路通道全长 1260 公里，已于 2014 年底全线通车。

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

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

总体看，公司化工业务已整体出售，近年来，公司化工业务持续处于亏损状态，该业务板块的出售可在一定程度上缓解公司经营压力。公司规划项目尚处于立项阶段，后续进展待观察。物流板块为公司煤炭外运和煤炭贸易业务提供有效补充。

6. 经营效率

受2015年以来公司营业收入增长的影响，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所增长，2017年分别增长至5.83次和0.35次。受2017年营业成本下降的影响，公司存货周转次数降至27.16次。

总体看，跟踪期内，公司经营效率有所提升，但仍处于一般水平。

7. 未来发展

公司致力于打造煤为核心、物流通畅、运销高效的产、运、销一体化产业链。

公司未来投资围绕煤炭生产及发电业务展开，随着在建项目推进，公司生产和盈利能力有望进一步提高。同时根据能源行业形势，公司将适时发展清洁绿色能源及电力建设，到 2020 年装机规模达 1000 万千瓦。

截至 2017 年底，公司主要在建项目投资总额 474.15 亿元，截至 2017 底已完成投资 345.52 亿元，2018~2020 年，公司预计投资分别为 13.32 亿元、15.30 亿元和 12.00 亿元。

综合分析，公司在建项目主要集中在煤炭和电力领域，为满足在建工程持续性支出，但近期内对外融资需求不大。

表 5　截至 2017 年底公司在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	建设规模（万吨/年）	投资总额（亿元）	股权占比（%）	已完成投资（亿元）	预计投入（亿元）		
					2018 年	2019 年	2020 年
小纪汗煤矿	1000	79.45	67	67.47	1.52	--	--
隆德煤矿	800	43.42	51	29.95	完工	--	--
肖家洼煤矿	1000	58.30	51	55.87	1.00	1.50	--
西黑山露天煤矿	600	13.00	88	5.04	0.26	3.00	3.00
哈密煤矿	300	11.48	72	3.01	0.17	0.40	3.00
万胜甜水堡一矿	30	2.90	60	2.80	去产能	--	--
万胜甜水堡二矿	240	20.11	60	14.58	2.00	3.00	1.00
东高家梁煤矿	800	36.75	51	1.41	0.10	0.40	3.00
蒙西基地（物流园）	1000	3.84	51	3.84	完工	--	--
凯越煤化工	60	47.90	100	47.90	完工	--	--
电力产业	--	81.76	--	79.90	1.01	--	--
物流产业	--	75.24	--	33.75	7.26	7.00	2.00
合计	**--**	**474.15**	**--**	**345.52**	**13.32**	**15.30**	**12.00**

资料来源：公司提供。

九、财务分析

公司提供了 2015~2017 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年，公司因前期会计差错，对 2017 年期初数（2016 年年末数）进行了调整，因涉及科目较多，本文的分析中 2016 年年底财务数据采用 2017 年期初数。

2016 年，公司合并范围减少了上海华鲲航运有限公司，为其子公司华远星海运有限公司的全资子公司；合并范围无新增子公司情况；2017 年，公司合并范围新增 1 家三级子公司，华电榆林煤炭工程技术有限公司，合并范围减少一家子公司山西华晟能源有限公司。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 584.26 亿元，所有者权益合计 164.21 亿元（其中少数股东权益 75.69 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，利润总额 42.72 亿元。

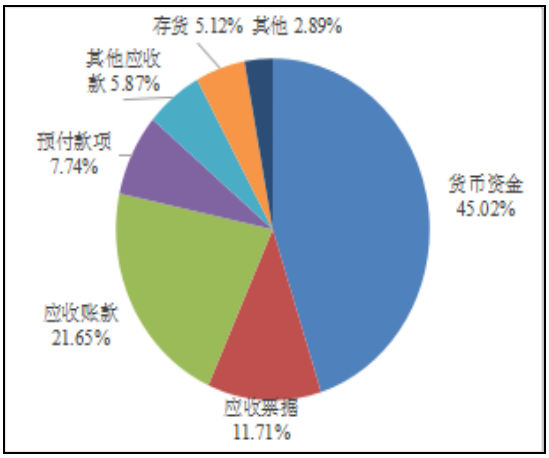
截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 586.65 亿元，所有者权益合计 175.74 亿元（其中少数股东权益 81.67 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.32 亿元，利润总额 11.80 亿元。

1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额有所波动，年均复合下降 1.10%。截至 2017 年底，公司资产总额 584.26 亿元，同比增长 1.71%。从资产构成看，流动资产占比 16.14%，非流动资产占比 83.86%，公司资产以非流动资产为主，符合公司经营特征。

2015~2017 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 5.02%，主要系货币资金的增长。截至 2017 年底，公司流动资产 94.28 亿元，同比增长 9.26%。公司流动资产主要由货币资金（占 45.02%）、应收票据（占 11.71%）、应收账款（占 21.65%）、预付款项（占 7.74%）、其他应收款（占 5.87%）和存货（占 5.12%）等构成。

图 6　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 20.63%。截至 2017 年底，公司货币资金为 42.45 亿元，同比增长 47.09%，主要系煤炭价格上涨，公司经营活动现金净流入增长较多。公司货币资金主要包括银行存款 40.81 亿元（占 96.14%）。其中，受限资金 1.22 亿元，占货币资金总额的 2.87%，总体看，公司受限资金规模不大。

2015~2017 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 49.25%，截至 2017 年底，公司应收票据 11.04 亿元，同比增长 44.95%，系票据结算增加所致。公司应收票据均为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 19.28%。截至 2017 年底，公司应收账款为 20.41 亿元，同比下降 34.55%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 21.10 亿元，计提坏账准备 1.23 亿元，从账龄结构看，6 个月以内（含 6 个月）的占比 93.33%，其余为 2 年以上，公司应收账款账龄结构短。公司应收账款已累计计提坏账准备 1.69 亿元，计提比例 7.65%。从应收账款集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名合计 8.17 亿元，占比 36.96%，公司应收账款集中度尚可。考虑到公司应收账款账龄结构短，公司应收账款回收风险小。

2015~2017 年，公司预付款项年均复合增长 0.32%。截至 2017 年底，公司预付款项 7.30 亿元，同比增长 33.99%，公司预付账款主要为预付煤炭供应商的购煤款项和工程款。从预付款账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 70.70%、1~3 年的占比 0.25%、3 年以上占比 29.05%。

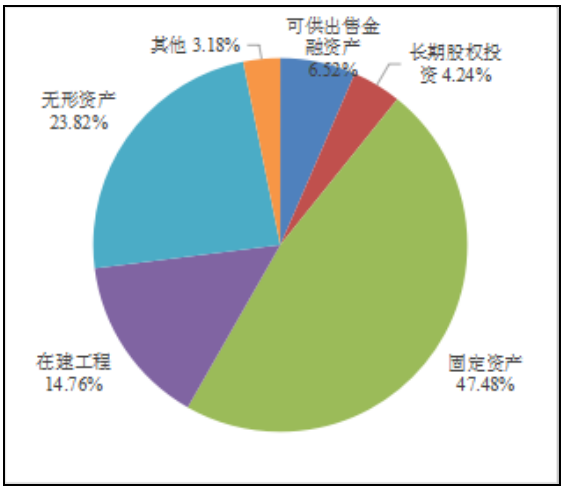
2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 20.67%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 5.53 亿元，同比增长 1.22%，公司其他应收款主要为融资租赁预付保证金和集团内部购销往来款。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 8.79 亿元，计提坏账准备 4.46 亿元，账龄在 1 年以内的占 48.87%、账龄在 1~5 年的占比 0.81、账龄在 5 年以上的占比 50.32%，整体账龄较长。公司子公司榆天化下属卓越能源公司破产清算，导致榆天化对卓越能源公司的往来款 4.27 亿元无法收回，公司对其全额计提坏账准备。

2015~2017 年，公司存货有所增长，年均复合增长 8.80%。截至 2017 年底，公司存货 4.83 亿元，同比增长 4.61%，公司存货主要由原材料（占 74.74%）和库存商品（占 25.26%）构成。截至 2017 年底，公司对存货计提跌价准备 0.10 亿元，计提比例 2.03%，考虑到公司存货规模不大，存货跌价对公司影响较小。

公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税。2015~2017 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 15.20%。截至 2017 年底，公司其他流动资产 2.53 亿元，其中待抵扣增值税进项税 2.26 亿元、预缴税金 0.27 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产有所波动，年均复合下降 2.16%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 489.98 亿元，同比增长 0.38%，主要由可供出售金融资产（占 6.52%）、长期股权投资（4.24%）、固定资产（47.48%）、在建工程（14.76%）和无形资产（23.82%）等构成。

图 7　截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产保持相对稳定，年均复合增长 2.44%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 31.95 亿元，同比增长 4.44%，全部为按成本计量的可供出售权益工具。

2015~2017 年，公司长期股权投资保持相对稳定，截至 2017 年底，公司长期股权投资 20.78 亿元，同比下降 1.38%，全部为对联营企业的投资，主要包括对内蒙古伊泰呼准铁路有限公司、陕西中能煤田有限公司和陕西煤业黄陵建庄矿业公司等的股权投资。

2015~2017 年，公司固定资产有所增长，年均复合增长 8.09%。截至 2017 年底，公司固定资产 232.65 元，同比增长 0.96%。2017 年底公司固定资产主要由房屋建筑物（占 44.46%）、机器设备（占 33.17%）、运输工具（占 5.64%）等构成，公司固定资产已累计计提折旧 74.71 亿元，累计计提减值 4.25 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程不断下降，年均复合下降 14.93%。截至 2017 年底，公司在建工程为 72.32 亿元，同比下降 0.81%，主要包括曹妃甸码头三期 27.59 亿元、隆德 800 万吨技改项目 6.24 亿元、西黑山露天煤矿一期项目 5.05 亿元、甜水堡二矿 10.80 亿元和小纪汗煤矿 2.91 亿元等。

2015~2017 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 9.71%。截至 2017 年底，公司无形资产 116.70 亿元，同比下降 1.46%，主要包括采矿权（占 91.86%）、土地使用权（占 5.41%）。公司对采矿权共计提减值准备 2.63 亿元。

2015~2017 年，公司商誉有所下降，年均复合下降 8.91%。截至 2017 年底，公司商誉 4.69 亿元，与 2016 年底相比无变化。公司商誉主要为合并神木县隆德矿业有限公司、陕西榆林天然气化工有限公司、山西锦兴能源有限公司和甘肃万胜矿业有限公司等形成。

截至2018年3月底，公司资产总额586.65亿元，与2017年底相比变动不大，其中，流动资产占比17.09%，非流动资产占比82.91%，流动资产占比略有上升，资产构成仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。公司在建矿井项目多，在建工程维持在较大规模。公司总体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所波动，年均复合增长 4.50%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计为 164.21 亿元，同比增长 17.62%，主要系公司实现盈利和少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 53.91%，少数股东权益占 46.09%；归属于公司所有者权益中，股本占 41.31%、资本公积占 56.89%、专项储备占 8.17%、盈余公积占 3.69%、未分配利润占-10.06%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 175.74 亿元，较 2017 年底增长 7.02%，主要系公司实现盈利及少数股东权益增长所致。

总体看，跟踪期内，由于公司实现盈利和少数股东权益的增长，公司所有者权益有所增

长，公司所有者权益中少数股东权益占比高，公司权益稳定性一般。

负债

2015~2017年，公司负债总额有所下降，年均复合下降3.06%，截至2017年底，公司负债合计420.04亿元，同比下降3.40%，其中，流动负债占比46.18%，非流动负债占比53.82%。

2015~2017年，公司流动负债有所波动，年均复合增长1.46%。截至2017年底，公司流动负债为193.99亿元，同比下降7.92%，系短期借款和应付账款下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占46.60%）、应付账款（占20.51%）、其他应付款（占7.64%）和一年内到期的非流动负债（占13.71%）等构成。

2015~2017年，公司短期借款年均复合增长1.24%。截至2017年底，公司短期借款90.39亿元，同比下降13.08%，2017年底公司短期借款中，信用借款76.62亿元（占84.77%）、保证借款13.40亿元（占14.82%）。

2015~2017年，公司应付账款不断下降，年均复合下降12.20%。截至2017年底，公司应付账款39.80亿元，同比下降12.99%，其中账龄在1年以内的占比81.41%、1~2年的占比11.98%、2年以上的占比6.61%。

2015~2017年，公司其他应付款有所波动，年均复合增长1.98%。截至2017年底，公司其他应付款14.82亿元，同比下降2.14%，主要包括工程质量保证金6.21亿元（占41.90%）、工资社保类（占15.32%）、无息借款类（占17.21%）等。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债规模快速增长，截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债26.61亿元，主要为一年内到期的长期借款19.04亿元和一年内到期的长期应付款7.56亿元。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降6.48%。截至2017年底，公司非流动负债226.05亿元，同比小幅增长0.85%，主要由长期借款（占52.35%）、应付债券（占15.66%）和长期应付款（占27.11%）等构成。

2015~2017年，公司长期借款有所下降，年均复合下降9.48%。截至2017年底，公司长期借款118.34亿元，同比下降6.94%，其中，质押借款21.66亿元、抵押借款12.87亿元、保证借款2.30亿元和信用借款81.51亿元。

截至2017年底，公司应付债券35.41亿元，系公司发行的中期票据“14华电煤MTN001”20.00亿元和企业债券-太平洋资产15.41亿元。

2015~2017年，公司长期应付款不断下降，年均复合下降14.19%。截至2017年底，公司长期应付款61.28亿元，同比下降7.96%，主要包括应付融资租赁款47.27亿元（占77.14%）、应付股权转让款13.54亿元（占22.10%）等。已将融资租赁款计入有息债务核算。

有息债务方面，考虑长期应付款中的融资租赁款，2017年底，公司全部债务为318.97亿元，同比下降4.42%，其中，短期债务占比36.98%，长期债务占63.02%，长期债务占比较2016年底有所上升。

从债务指标看，2017年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2016年底有所下降，上述三项指标2017年底分别为71.89%、66.01%和55.04%。

截至2018年3月底，公司负债总额410.91亿元，较2017年底小幅下降2.17%，其中流动负债占比42.48%，非流动负债占比57.52%。同期，考虑长期应付款中的融资租赁款，公司全部债务315.41亿元，其中，短期债务占比32.79%，长期债务占比67.21%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2017年底略有下降，分别为70.04%、64.22%和54.67%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务指标有所改善，但整体债务负担仍较重。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入有所增长，

年均复合增长 9.00%。2017 年，公司实现营业收入 204.68 亿元，同比增长 3.44%。2015~2017 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 8.76%，2017 年，公司营业成本 128.30 亿元，同比下降 21.34%，受益于营业成本的下降，2017 年公司营业利润率较 2016 年提升 17.98 个百分点至 32.36%。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用年均复合增长 0.23%。2017 年，公司期间费用合计 24.83 亿元，同比增长 15.16%，主要系财务费用增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 12.81%、28.20%和 58.99%，期间费用以财务费用为主。2017 年公司期间费用占营业收入的比重为 12.13%，较 2016 年的 10.90%增加 1.23 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

非经营性损益方面，2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 8.52 亿元、4.27 亿元和 0.82 亿元。2017 年，公司计提资产减值损失 0.82 亿元，主要包括坏账损失 0.57 亿元和在建工程减值准备 0.25 亿元。2015~2017 年，公司分别实现投资收益 2.19 亿元、0.81 亿元和 1.86 亿元。2017 年，公司投资收益主要为长期股权投资收益 0.93 亿元和可供出售金融资产投资收益 0.95 亿元。2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.23 亿元、0.59 亿元和 0.40 亿元，2017 年公司营业外收入主要为政府补助 0.18 亿元。

跟踪期内，公司营业利润由 2016 年的 3.44 亿元大幅增加至 2017 年的 42.73 亿元，利润总额由 2016 年的 2.99 亿元大幅增加至 2017 年的 42.72 亿元。公司非经营性损益金额不大，整体对公司盈利能力影响较小。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率分别为-0.69%、2.49%和 9.92%，净资产收益率分别为-11.60%、-0.68%和 20.60%。2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率大幅增长，主要系受益于煤炭价格持续回升，公司煤炭板块盈利能力大幅提升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.32 亿元，同比下降 6.50%，营业利润率为 34.81%，较 2017 年全年增加 2.45 个百分点；利润总额为 11.80 亿元，较 2016 年同期的 10.58 亿元增长 11.53%，公司盈利能力回升较快。

总体看，自 2016 年三季度以来，在去产能政策的持续推进下，煤炭价格回升幅度较大，跟踪期内，公司盈利能力提升较快，整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量快速增长，三年分别为 190.41 亿元、238.81 亿元和 266.61 亿元，2017 年，公司经营活动现金流入量同比增长 11.64%，系煤炭板块收入增长，现金流入增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 262.36 亿元（占 98.41%），同比增长 18.56%；2015~2017 年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长 13.07%，2017 年，公司经营活动现金流出量 205.58 亿元，同比下降 1.69%，系煤炭板块营业成本下降所致，其中购买商品、接受劳务支付的现金 144.97 亿元（占 70.52%），同比下降 8.58%。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 29.62 亿元、29.69 亿元和 61.03 亿元。从收入实现质量看，2017 年公司现金收入比为 128.18%，较 2016 年的 111.83%提升 16.35 个百分点，公司收入实现质量有所提升。

从投资活动来看，公司投资活动规模相对较小，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 5.93 亿元、2.99 亿元和 1.51 亿元，2017 年，公司投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金 1.39 亿元；2015~2017 年，公司投资活动现金流出快速下降，年均复合下降 33.80%，2017 年，公司投资活动现金流出 12.26 亿元，同比下降 24.69%，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金 11.65 亿元。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为

-22.04 亿元、-13.29 亿元和-10.75 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为 7.57 亿元、16.40 亿元和 50.28 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 10.40%，2017 年，公司筹资活动现金流入 204.12 亿元，同比增长 40.06%，系借款增加所致，其中取得借款收到的现金 202.78 亿元（占 99.34%）；2015~2017 年，公司筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 12.90%，2017 年，公司筹资活动现金流出 240.47 亿元，同比增长 47.97%，其中，偿还债务支付的现金 213.26 亿元（占 88.68%）。2017 年，公司筹资活动现金流量净额-36.35 亿元，公司外部融资需求有所减弱。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 12.13 亿元，其中，经营活动现金流入 74.88 亿元，经营活动现金流出 62.75 元；投资活动现金流净额-2.22 亿元；筹资活动现金流量净额-7.18 亿元。

总体看，跟踪期内，随着收入规模的增长，公司经营活动现金流入规模快速增长，收入实现质量有所改善，经营现金净流入规模保持增长趋势。随着在建项目逐步投产，公司投资活动现金净流出规模持续下降，公司融资需求有所减弱。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率加权平均值分别为 45.66%和 43.33%，2017 年底，公司上述指标分别为 48.60%和 46.11%，均较 2016 年有所增长，但指标较弱。2017 年，公司经营现金流动负债比较 2016 年增加 17.37 个百分点至 31.46%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 57.45%和 53.76%，分别较 2017 年底增加 8.85 个百分点和 7.65 个百分点。2015~2017 年，公司现金类资产持续增长，分别为 34.13 亿元、36.48 亿元和 53.49 亿元。总体看，公司现金类资产和经营现金净流量规模较大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，近三年，公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长 130.36%，2017 年，公司 EBITDA 为 83.68 亿元，较 2016 年增加 47.14 亿元；EBITDA 利息倍数为 5.26 倍，全部债务/EBITDA 为 3.81 倍，2016 年为 9.13 倍，EBITDA 对全部债务保障能力显著增强。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2017年底，公司获得银行授信额度293.00亿元，已使用额度为245.00亿元，未使用额度48.00亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 3 月底，公司子公司内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司为内蒙古伊泰呼准铁路有限责任公司提供了 4.02 亿元的担保，担保比率为 2.29%。目前，被担保企业经营正常，公司或有负债风险较低。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1011011403939830G），截至2018年7月16日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；近三年债务融资工具均已按时付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司具有较丰富的资源储备和良好的资源禀赋，依托母公司华电集团的有力支持，公司在资源获取、产品销售等方面具备一定的优势。综合来看，公司抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

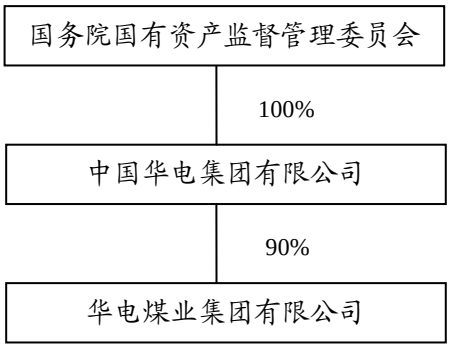
“14华电煤MTN001”发行额度为20亿元，近三年，公司EBITDA分别为15.77亿元、36.54亿元和83.68亿元，分别为“14华电煤MTN001”本金的0.79倍、1.83倍和4.18倍；近三年，公司

经营活动现金流入量分别为190.41亿元、238.81亿元和266.61亿元，分别为“14华电煤MTN001”本金的9.52倍、11.94倍和13.33倍；近三年，公司经营活动现金流量净额分别为29.62亿元、29.69亿元和61.03亿元，分别为“14华电煤MTN001”本金的1.48倍、1.48倍和3.05倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对“14华电煤MTN001”本金的保障能力较强。

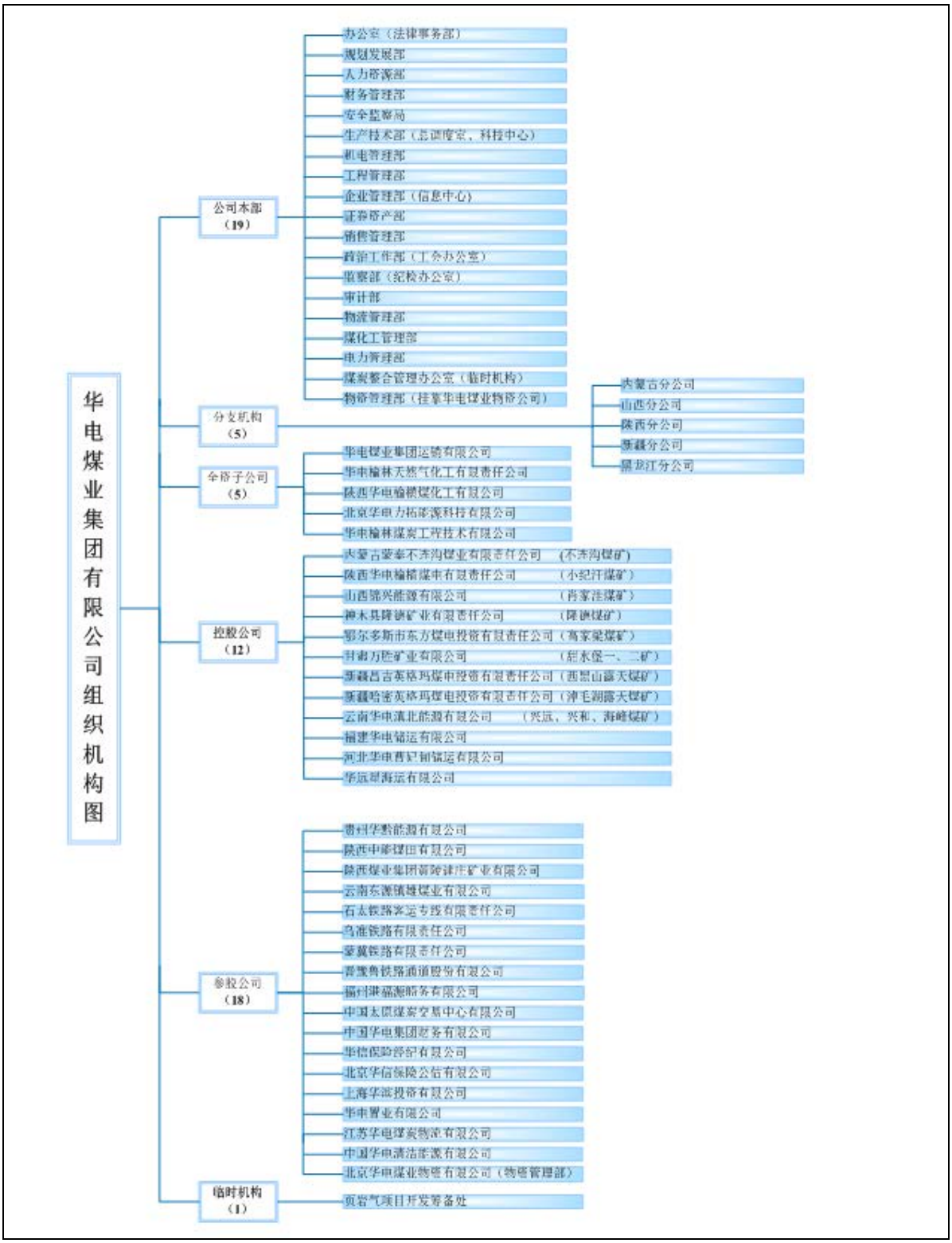
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持华电煤业集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“14华电煤MTN001”信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.13	36.48	53.49	54.73
资产总额(亿元)	597.33	574.43	584.26	586.65
所有者权益合计(亿元)	150.38	139.61	164.21	175.74
短期债务(亿元)	113.02	134.10	117.94	103.43
长期债务(亿元)	222.38	199.61	201.02	211.98
全部债务(亿元)	335.40	333.71	318.96	315.41
营业收入(亿元)	172.29	197.87	204.68	51.32
利润总额(亿元)	-16.33	2.99	42.72	11.80
EBITDA(亿元)	15.77	36.54	83.68	--
经营性净现金流(亿元)	29.62	29.69	61.03	12.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.31	5.27	5.83	--
存货周转次数(次)	19.74	37.51	27.16	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.34	0.35	--
现金收入比(%)	103.61	111.83	128.18	144.03
营业利润率(%)	8.53	14.38	32.36	34.81
总资本收益率(%)	-0.69	2.49	9.92	--
净资产收益率(%)	-11.60	-0.68	20.60	--
长期债务资本化比率(%)	59.66	58.84	55.04	54.67
全部债务资本化比率(%)	69.04	70.50	66.01	64.22
资产负债率(%)	74.82	75.70	71.89	70.04
流动比率(%)	45.36	40.96	48.60	57.45
速动比率(%)	43.20	38.77	46.11	53.76
经营现金流动负债比(%)	15.72	14.09	31.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	2.27	5.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.27	9.13	3.81	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 2016 年年末财务数据采用 2017 年期初数；3. 将其他流动负债中的短期融资券以及长期应付款中的融资租赁款计入全部债务核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。