信用等级公告

联合[2019] 417 号

联合资信评估有限公司通过对淮南矿业（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持淮南矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 淮南矿 CP001”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年二月二十五日

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

淮南矿业（集团）有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债项简称	额度	到期兑付日	上次评级结果	跟踪评级结果
18 淮南矿 CP001	20 亿元	2019/08/30	A-1	A-1

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 2 月 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	179.73	174.09	266.00	169.03
资产总额(亿元)	1529.60	1524.82	1561.81	1336.38
所有者权益合计(亿元)	260.36	307.24	350.15	275.17
短期债务(亿元)	262.43	361.61	360.02	243.00
长期债务(亿元)	416.31	387.73	389.79	465.37
全部债务(亿元)	678.75	749.34	749.81	708.37
营业收入亿元)	431.97	596.34	761.84	336.60
利润总额(亿元)	-19.56	10.24	18.26	17.03
EBITDA(亿元)	68.61	95.54	111.17	--
经营性净现金流(亿元)	44.45	129.24	153.28	85.30
营业利润率(%)	5.42	15.05	22.44	31.10
净资产收益率(%)	-7.89	2.90	3.82	--
资产负债率(%)	82.98	79.85	77.58	79.41
全部债务资本化比率(%)	72.28	70.92	68.17	72.02
流动比率(%)	64.71	59.11	71.11	52.59
经营现金流动负债比(%)	6.33	17.49	20.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.89	7.84	6.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.78	2.26	--

注：1、公司提供了 2015~2017 年三年连审财务报告；2、2018 年前三季度财务数据未经审计；3、2015~2018 年前三季度公司所有者权益中分别含有 20 亿元、35 亿元、45 亿元和 25 亿元的永续债。

分析师

李博文　尹金泽

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

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）主要以煤炭采掘销售和电力生产销售为主业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为全国14个大型煤炭基地及6个大型煤电基地之一，在煤炭储量、区位优势和煤电一体化联营等方面的综合优势。跟踪期内，受公司剥离地产业务和缩减贸易规模影响，公司整体营业收入同比有所下降；综合毛利率延续上升态势，盈利能力有所增强；公司债务负担仍偏重，存在一定外部融资压力。联合资信关注到公司子公司淮矿现代物流有限责任公司（以下简称“淮矿物流”）2014年因偿债违约导致公司对其资产剥离，资产减值损失对公司当期利润影响较大，随着淮矿物流重整计划草案的逐步推进，公司存在一定代偿风险。

随着国家在煤炭行业去产能政策的不断完善、去产能力度的不断增强，煤炭市场行情处于高位震荡，公司煤炭板块经营前景良好；同期公司电力装机规模持续扩大，煤电联营产业链的完善将会有效提升公司抗风险能力。综上所述，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 淮南矿 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司煤炭储量丰富，煤质优良，是华东地区主要的动力煤供应商，具备较强的区域定价权；随着煤炭价格的回升，近年来公司整体盈利能力持续好转。
2. 公司建立了较为完善的煤电联营产业链，综合抗风险能力较强。
3. 公司经营活动现金流对本期短期融资券的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，随着公司剥离地产业务和缩减贸易规模，公司整体营业收入同比有所下降。
2. 2016年四季度以来，受煤炭价格大幅上涨影响，公司电力板块盈利水平有所下降，对公司盈利能力造成较大冲击。
3. 公司资产负债率较高，债务负担较重；未来投资规模较大，存在一定外部融资压力。
4. 公司正在进行整体改制上市工作，2017~2018年，公司已完成剥离淮矿地产有限责任公司、向中国信达资产管理股份有限公司定向减资，以及中国信达资产管理股份有限公司和国华能源投资有限公司的债转股工作，联合资信将持续关注公司股权变更及整体上市事项进展情况。
5. 随着淮矿物流重整计划草案的逐步推进，公司存在一定代偿风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由淮南矿业（集团）有限责任公司（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”）对这些材料的真实性、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、建议等。

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。

淮南矿业（集团）有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于淮南矿业（集团）有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“淮南矿业”）前身为淮南矿务局，1909 年建立第一座矿井，1930 年成立机构，1985 年上划为中央企业，隶属煤炭部管理，1998 年 5 月由原淮南矿务局改制为国有独资公司，1998 年 7 月由中央直属下放安徽省管理，主管部门为安徽省人民政府省属企业国有资产管理办公室，公司实际控制人变为安徽省国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）；2018 年 10 月，为配合公司整体改制后上市需求，安徽省国资委将公司股权划转给淮河能源控股集团有限责任公司（以下简称“淮河能源”），淮河能源为安徽省国资委全资持股的子公司，后又历经中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）和国华能源投资有限公司（以下简称“国华投资”）的债转股，截至本报告出具日，公司股权结构为淮河能源持股 89.25%、中国信达持股 8.96%、国华投资持股 1.79%。公司实际控制人为安徽省国资委。

公司本部设集团办公室、生产部、安全生产研究总院、安全监察局、人力资源部、企业文化部、财务部、市场营销部、物资供应管理部、资源环境部、选煤管理部等 12 个职能部门，下设 16 个二级子公司（含 1 家上市子公司）。公司主营业务为煤炭采掘销售和电力生产销售。

截至 2017 年底，公司资产总额合计 1561.81 亿元，所有者权益合计 350.15 亿元（含少数股东权益 151.23 亿元）；2017 年公司实现营业收入 761.84 亿元，利润总额 18.26 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额为 1336.38 亿元，所有者权益合计 275.17 亿元（含少数股东权益 151.81 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 336.60 亿元，利润总额 17.03 亿元。

公司地址：安徽省淮南市洞山中路 1 号；法定代表人：孔祥喜。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

本评级报告跟踪评级债券为“18 淮南矿 CP001”，详见下表。

表 1　跟踪评级债券概况

名称	额度（亿元）	存续期	募集资金用途	跟踪期付息日
18 淮南矿 CP001	20 亿元	2018/08/30-2019/08/30	偿还到期债务和补充流动资金	--

资料来源：Wind，联合资信整理

截至目前，上述募集资金已按计划全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长

的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，

这将对中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

五、行业分析

（一）煤炭采选业

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达到 66%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“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。而根据国家统计局公布的 2015

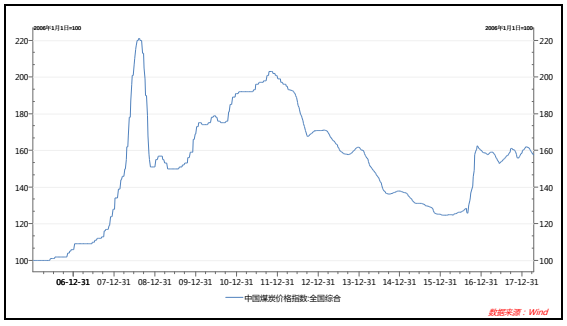
年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

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，煤炭价格步入深度调整阶段。

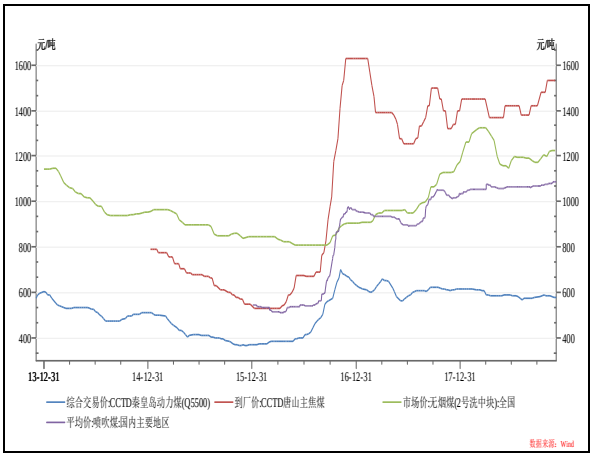
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭价格持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年~2018年采暖季，由于环保和安全

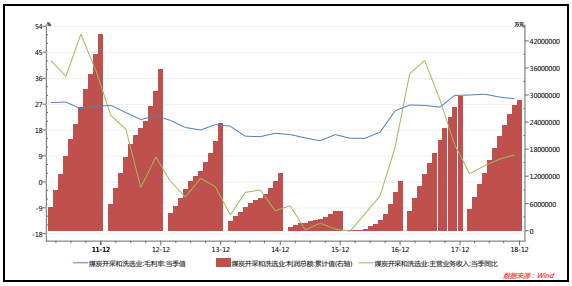
等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

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~2018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。

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 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 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“十三五”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。2016~2017 年，中国共退出落后产能 5.4 亿吨。据国家应急管理部 2019 年 1 月召开的新闻发布会公布的数据，2018 年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿 832 处、产能 1.5 亿吨。据此推算，8 亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩 1 亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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

2012~2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，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。

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。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。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭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。

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，2016 年下半年以来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。

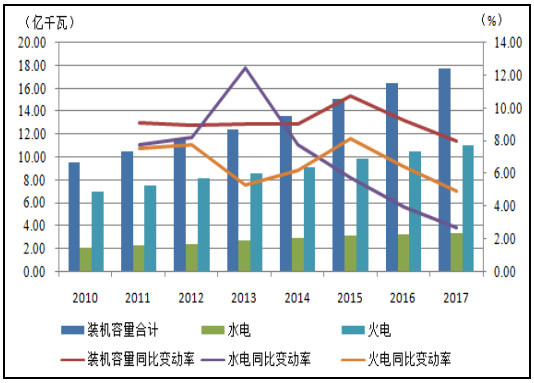
（二）电力行业

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。2018年1~9月，中国电源工程投资完成1696亿元，同比下降1.8%，其中火电工程投资完成526亿元，同比增长6.2%；水电工程投资完成404亿元，同比增长19.0%；核电工程投资完成310亿元，同比增长4.8%。同期，电网工程完成3373亿元投资，同比下降9.6%。

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。2018年1~9月，中国新增发电装机容量8114万千瓦，其中火电新增装机2379万千瓦，水电新增装机666万千瓦。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

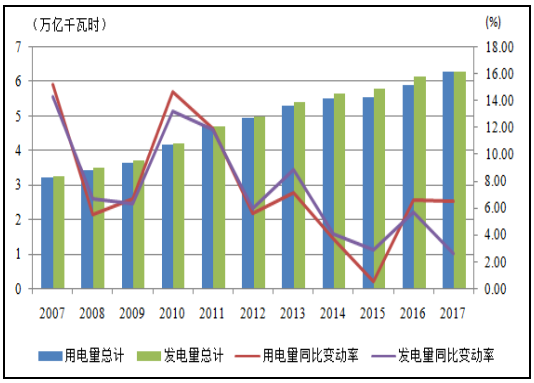


资料来源：国家能源局，中电联，联合资信整理

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。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。2018年1~9月，全国发电量50362亿千瓦时，同比增长7.4%；同期，全国发电设备累计平均利用小时数2905小时，同比增长94小时；其中水电、火电、核电和风电利用小时数分别为2716小时、3276小时、5447小时和1565小时；同比分别增加42小时、158小时、68小时和178小时。在各级政府和电力企业等多方共同努力下，弃风弃光弃水问题继续得到改善，2018年国家电网公司和南方电网公司分别制定了促进清洁能源消纳的22项和24项工作措施，在加快电网建设、合理安排调度、加大市场交易、加强全网消纳、推动技术创新等多方面推进清洁能源消纳，效果明显。华北、东北、西北地区风电设备利用小时同比分别提高195小时、190小时和200小时，西北地区太阳能发电设备利用小时同比提高88小时；四川和云南弃水电量同比明显减少。2018年前三季度，全国平均弃风率7.7%，平均弃光率2.9%，均较2017年明显下降。

图 5　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，中电联，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%。2018年1~9月，全国全社会用电量51061亿千瓦时，同比增长8.9%；其中，第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量分别为555亿千瓦时、34714亿千瓦时、8259亿千瓦时及7534亿千瓦时。2018年前三季度，全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，对全社会用电量增长的贡献率达到56.6%，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头，第三产业用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为23.6%。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时

间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长，城乡居民生活用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为18.7%。

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，限电率明显下降。

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。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2018 年 11 月 1 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 645 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近50%，一般省份也接近40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

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配额制，目前已形成《关于实行可再生能源电力配额制的通知》（征求意见稿），拟于 2019 年 1 月 1 日起正式进行配额考核，主要内容包括对电力消费设定可再生能源配额，按省级行政区域确定配额指标，各省级人民政府承担配额落实责任，售电企业和电力用户协同承担配额义务，电网企业承担经营区配额实施责任，做好配额实施与电力交易衔接等。一方面有利于推进可再生能源电力消纳，另一方面有利于缓解电价补贴缺口持续扩大问题。

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。2018年前三季度，全国弃风率、弃光率分别下降到7.7%、2.9%。其中，弃风率超过5%的有内蒙古、吉林、甘肃、和新疆四省区；弃光率超过5%的只有甘肃、新疆、陕西三个省区。整体看，2017年以来全国发电机组限电率明显下降。

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。2018年上半年，电力现货交易和中长期交易加快推进，全社会市场化交易电量7912亿千瓦时，占售电量比重达到30.4%。

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，国家能源集团与国电集团签署《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》。2018 年 8 月 27 日，国家能源集团和国电集团收到国家市场监督管理总局反垄断局出具的经营者集中反垄断审查不予禁止决定书。至此，合并协议约定的合并交割条件全部满足。两家合并后成立的国家能投集团为中国第一大一次能源生产公司和二次能源生产公司，煤和电的产量都占全国总产量15%左右，其总资产将超过1.8万亿元。神华集团与国电集团强强联合是近年来煤炭电力行业规模最大的重组案例，其产业链上下游的联合重组，对于推进煤电一体化、稳定煤炭市场、促进行业可持续发展和企业转型升级均具有重要意义。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司股权结构为淮河能源持股 89.25%、中国信达持股 8.96%、国华投资持股 1.79%。安徽省国资委持有淮河能源100%股权，系公司实际控制人。

2. 企业规模

截至 2018 年 9 月底，公司本部拥有 9 对生产矿井，原煤核定产能 5610 万吨/年。据中国煤炭工业协会统计，公司在 2018 年中国煤炭企业收入百强中名列第 17 位。此外，截至 2018 年 9 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规模 1244.90 万千瓦，煤电联营的经营方式可有效增强公司的抗风险能力。

公司煤炭储量丰富，矿区横跨淮南和阜阳两市，东西长约 100km，南北倾斜宽约 30km，面积约 3000km^2，-1000m 以上已探明保有储量 200 亿吨，-1200m 以上约 300 亿吨，-1500m 以上约 500 亿吨。公司煤矿总储量占安徽省的 74%，华东地区的 50%。国家批准公司开发规划内矿区获得的资源量 295 亿吨，可供公司开采百年以上。经国务院发展研究中心和中国煤炭工业发展咨询研究中心专家认定，淮南矿区煤炭资源是中国东部和南部地区资源最好、储量最大的一块整装煤田，资源优势明显。

公司煤田煤层瓦斯气资源丰富，煤层气资源面积达 2241.9km^2，瓦斯气赋存量高达 5928 亿 m^3，单位时间瓦斯绝对涌出量与相对涌出量位居全国煤炭企业第一，具有很高的开采和利用价值，但同时增加了煤炭开采难度与安全隐患。公司将矿区瓦斯利用到民用燃气、工业用气和瓦斯发电上，变废为宝，具有良好的节能效果、环境效益、经济效益和社会效益。公司现已完成 6 座储气罐、总储气量 16 万 m^3 的建设，同时已经铺设中压管网 25km，低压及庭院入户管网 200km，能满足 10 万户居民同时用气。公司已被列为全国首批循环经济试点企业之一。

淮南矿区内煤种齐全，属 1/3 焦煤为主的多种优质炼焦煤和动力煤，深部拥有肥煤、焦煤和瘦煤等，并拥有丰富的煤层气、高岭土等煤炭伴生资源；煤质优良，具有特低硫、特低磷、高灰熔点、粘结性强、结焦性好等优点，被誉为“环保产品”和“绿色能源”。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 淮矿物流重组事宜

2014 年 9 月 10 日，公司发布公告称公司控股上市公司皖江物流 9 月 9 日晚间公告，其全资子公司淮矿物流于 2014 年 9 月 5 日因无足额资金支付到期债务，作为第一被告被中国民生银行上海分行起诉。截至 2014 年 9 月 5 日，淮矿物流在银行等金融机构的 20 多个账户已经全部冻结，冻结金额共计 1.5 亿元。此外，公司同时公告称皖江物流于 2014 年 4 月进行换届选举，皖江物流原董事、常务副总经

理，淮矿物流董事长汪晓秀离职，皖江物流在对其进行离任审计过程中，发现淮矿物流的应收款项存在重大坏账风险，淮矿物流预计将出现重大亏损。

2014 年 9 月 24 日，皖江物流发布公告称淮矿物流债权总额 161.57 亿元（按债权净额反映），其中已到期债权 109.7 亿元，未到期债权 51.87 亿元。部分债权设定了担保，担保种类主要有一般保证、股权质押、生产设备抵押、个人家庭财产担保等。由于担保物的实际价值存在不确定性、法律认定上有无瑕疵也需进一步查证，故暂不能确定上述担保物是否能够实现对上述已设定担保债权的全覆盖。同时，淮矿物流债务总额 167.49 亿元，其中已到期债务 20.69 亿元，未到期债务 146.8 亿元。根据债权人性质将债务划分为金融类债务和非金融类债务，金融类债务总额 127.18 亿元，涉及 19 家银行，其中已到期债务 9.98 亿元，未到期债务 117.2 亿元。非金融类债务 40.31 亿元，其中已到期债务 10.71 亿元，未到期债务 29.6 亿元。

2014 年 10 月 28 日，皖江物流发布公告称安徽省淮南市中级人民法院正式受理淮矿物流重整申请。

淮矿物流重整导致公司失去对其的实际控制权，不再将其纳入公司合并报表范围。同时，公司就公司本部及子公司对淮矿物流的长期股权投资、应收债权、担保及其他资产计提了相关减值。2014 年，公司共计提坏账损失 94.18 亿元，因淮矿物流有限公司巨额亏损，公司长期股权投资已减记为零，年末淮矿物流有限公司财务报表不再合纳入合并范围，超额亏损部分转至投资收益，2014 年公司超额亏损转回 66.92 亿元。

2015 年 11 月 26 日，淮南市中级人民法院做出了终审裁定，批准了淮矿物流公司《重整计划草案》，淮矿物流重整完成。2016 年 3 月 25 日，皖江物流重组方案获得中国证监会批复，皖江物流资产重组工作已于 2016 年上半年完成。

重整计划草案提出：自本重整计划草案经人民法院批准之日起第 4 年至第 8 年，淮矿物流应于当年（以人民法院裁定批准重整计划草案之日为当年第一日）最后一个月的 21 日向债权人按比例清偿留债本金，具体比例为第 4 年清偿留债本金总金额的 10%；第 5 年清偿留债本金总金额的 15%；第 6 年清偿留债本金总金额的 20%；第 7 年清偿留债本金总金额的 20%；第 8 年清偿留债本金总金额的 35%；对于留债部分本息，由淮南矿业（集团）有限责任公司提供连带责任保证担保。

随着淮矿物流重整计划草案的实施，公司未来可能存在一定代偿风险。

2. 关于淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制有关事项

2018 年 1 月 16 日，淮南矿业已经对整体改制有关进展情况进行公告。公司称，2018 年 1 月 15 日，公司召开 2018 年第一次临时股东会，审议通过以下事项：1.《淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制方案》。2.由淮南矿业与安徽省国资委、中国信达签订《安徽省国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司与淮南矿业（集团）有限责任公司三方战略合作协议》。3.审议通过了由淮南矿业依法合规签订向中国信达转让淮矿地产 60%股权的相关协议；由淮南矿业依法合规签订向信达地产转让淮矿地产 40%股权的相关协议。

其中《安徽省国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司与淮南矿业（集团）有限责任公司三方战略合作协议》的主要内容为：（1）中国信达阶段性退出在淮南矿业的全部股权，并在淮南矿业完成土地作价出资后增资淮南矿业。（2）各方一致同意，根据淮南矿业的整体改制方案，中国信达退出持有的淮南矿业股权置换（支付）对价，实质上为淮南矿业持有的淮矿地产 60%的股权及部

分现金，具体对价依据经评估并经有权机构（单位）核准/备案金额为准。（3）中国信达退出在淮南矿业持有的股权工商变更手续完成后，淮南矿业成为国有独资公司，省国资委以国有划拨土地作价出资，该等土地增值部分的权益由省国资委单独享有。（4）土地增资完成后，中国信达与淮南矿业签署增资协议，中国信达承诺将以债转股、现金或其他各方一致同意的方式重新对淮南矿业增资，增资金额为30亿元。（5）各方一致同意，以上条款相互关联，任一条款不可撤销。中国信达阶段性退出、中国信达增资、土地增资所涉及到的财务审计及资产评估基准日相同。（6）信达地产向中国信达及淮南矿业发行股份购买其分别持有的淮矿地产的全部股权，实现淮矿地产全部股权的资产证券化。（7）本协议签署后，除不可抗力外，任何一方不履行或不及时、不适当履行本协议项下其应履行的任何义务，或违反其在本协议项下作出的任何陈述、保证或承诺，均构成其违约，应按照法律规定和本协议的约定承担违约责任，赔偿守约方因其违约行为而遭受的全部损失（包括为避免或减少损失而支付的合理费用）。（8）违约方应当根据守约方的要求继续履行义务、采取补救措施并向守约方支付全面和足额的赔偿金，上述赔偿金包括全部直接损失和间接损失的赔偿。

淮矿地产股权转让

2018年2月26日，淮矿地产60%股权转让于中国信达，已完成产权过户登记和工商变更登记。2018年7月10日，信达地产股份有限公司（以下简称“信达地产”，为中国信达下属A股上市子公司）与中国信达、淮矿集团签署关于淮矿地产有限责任公司之《股权转让协议》，中国信达、淮矿地产同意将其分别持有的淮矿地产 60%和 40%股权转让给信达地产。截至本报告出具日，中国信达和淮矿集团持有的淮矿地产 100%股权已过户至信达地产名下并完成工商变更登记。

淮南矿业股权变更

根据公司2017年6月22日公告显示，基于淮南矿业及两位股东安徽省国资委、中国信达的长期战略合作，经股东双方协商一致同意，淮南矿业先期定向减资回购中国信达所持部分淮南矿业股权，回购股权对价金额6亿元人民币。

淮南矿业于2017年6月21日召开临时股东会，经会议审议通过了《关于集团公司减资回购股东中国信达所持部分股权的议案》，开始启动中国信达定向减资的具体工作。

截至2018年1月16日，上述注册资本5.66亿元的减资工作已完成，相关产权变更登记和工商变更登记已完成。公司注册资本为189.56亿元，安徽省国资委与中国信达分别持有77.40%和22.60%股权。

而根据淮南矿业的整体改制方案，中国信达阶段性退出在淮南矿业的全部股权，并在淮南矿业完成土地作价出资后增资淮南矿业。各方一致同意，中国信达退出持有的淮南矿业股权置换（支付）对价实质上为淮南矿业持有的淮矿地产60%的股权及部分现金，具体对价依据经评估并经有权机构（单位）核准/备案金额为准。在上述整体方案不变的情况下，公司对具体减资方案进行了调整，进展情况如下：2018年1月15日，淮南矿业召开三届三十四次董事会，审议通过了《<关于淮南矿业（集团）有限责任公司向中国信达资产管理股份有限公司定向减资事宜的协议>之解除协议》。上述协议的主要内容为：解除《关于淮南矿业（集团）有限责任公司向中国信达资产管理股份有限公司定向减资事宜的协议》，原协议中约定的权利义务全部终止，已履行部分双方无争议，双方不得就原协议任何内容主张任何权利，且互不承担违约责任；未履行的部分不再履行。根据淮南矿业整体上市工作安排，就中国信达退出持有的淮南矿业股权事宜相关方将择机重新签订中国信达定向减资相关协议，并报公司董事会、股东会批准。

2018 年 8 月 14 日，公司第三届第四十二次董事会和 2018 年第三次临时股东会，审议通过了《关于淮南矿业（集团）有限责任公司减资回购中国信达资产管理股份有限公司 22.60%股权事宜的议案》。决议主要事项如下：

1.同意集团公司注册资本由 1895568.7318 万元减少至 1467156.49 万元，本次股东中国信达资产管理股份有限公司减少出资 428412.2418 万元。减资完成后，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会出资 1467156.49 万元，股权比例为 100%。

2.根据集团公司资产评估结果，中国信达资产管理股份有限公司减少出资 428412.2418 万元，对应价款为人民币 824565.4861 万元。

本次定向减资是公司整体改制上市工作的一部分，公司已于 2018 年 1 月 17 日将上述减资事项进行公告，并按照要求于 2018 年 2 月 8 日召开债券持有人会议并就上述减资事项相关议案进行审议，公司关于持有人会议决议的答复已于 2018 年 2 月 23 日进行披露。本次减资与 2018 年 2 月 8 日召开的债券持有人会议审议的《淮南矿业（集团）有限责任公司关于拟回购部分股权并减少部分注册资本的议案》内容一致。根据协议约定，公司已支付全部减资回购价款，并于 2018 年 8 月 28 日完成工商变更登记。公司成为安徽省国资委的国有独资公司，随后公司以现有国有划拨土地作价作为安徽省国资委对公司的增资。2018 年 9 月 28 日，公司增资已完成工商变更登记，安徽省国资委以土地使用权作价对公司增资 33509.55 万元，公司注册资本由 1467156.49 万元变更为 1500666.04 万元，安徽省国资委为公司唯一股东，持股比例为 100%。

2018 年 10 月 18 日，安徽省国资委作出《省国资委关于淮南矿业（集团）有限责任公司股权划转有关事项的批复》（皖国资产权函[2018]655 号），同意将淮南矿业整体划转至淮河能源，划转完成后，淮河能源持有淮南矿业 100%股权。公司相关工商信息已于 2018 年 11 月 14 日进行变更，由安徽省国资委 100%控股变更为淮河能源 100%控股。

安徽省国资委完成土地增资完成后，中国信达以债转股的形式重新对淮南矿业增资，增资金额为 30 亿元。2018 年 11 月 26 日，公司增资已完成工商变更登记，注册资本由 1500666.04 万元变更为 1651268.4496 万元，股权由淮河能源 100%控股变更为淮河能源持股 90.8796%，中国信达持股 9.1204%。

2018 年 12 月国华投资以其对公司依法享有的债权（该债权原系国家煤代油办公室 1985 年 4 月至 1990 年 12 月委托中国建设银行淮南洞山支行向原淮南矿务局发放煤代油贷款所形成，贷款主要用于谢桥矿基本建设工程），对公司进行增资 60000.00 万元，截至本报告出具日，增资事项已完成，营业执照于 2018 年 12 月 5 日完成变更，公司注册资本由 1651268.4496 万元变更为 1681388.9315 万元，股权变更为淮河能源持股 89.2516%、中国信达持股 8.957%、国华投资持股 1.7914%。公司注册资本变动符合《公司法》及其他相关法律法规的规定。

九、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务涉及煤炭开采、电力、物流、贸易、房地产及其他副业。2017 年，受益于煤炭行业景气度向好，公司煤炭产品售价持续回升，同时随着公司贸易规模的进一步恢复，公司实现主营业务收入 750.05 亿元，同比增长 27.14%，其中煤炭业务收入 298.32 亿元，同比增长 56.34%；物流贸易收入 319.73 亿元，同比增长 14.92%；2017 年受益于电价的上涨，公司电力板块收入增长至 66.88 亿元。

毛利率方面，受 2016 年下半年煤炭行业景气度逐步复苏，煤炭价格大幅回升，公司煤炭成本有效控制的影响，公司主营业务综合毛

利率大幅回升，2017 年为 23.82%，同比增长 7.08 个百分点。其中，煤炭业务毛利率为 53.77%，同比增长 21.31 个百分点；物流贸易毛利率为 0.15%，同比下降 1.66 个百分点；电力业务毛利率为 8.29%，同比下降 27.60 个百分点，主要系公司电力板块原料成本价格大幅上升所致；同期运输板块毛利率下降至 29.10%，主要系公司大型运输设备检修，运输成本增加所致。

2018 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 334.25 亿元，同比下降 36.23%，主要系市场波动影响下，公司缩减贸易业务规模和地产业务剥离所致；公司综合毛利率为 33.20%，较 2017 年上升 9.48 个百分点，主要系贸易业务和电力业务毛利率上升所致。2018 年 1~9 月，公司煤炭业务毛利率较 2017 年有所下降，主要系公司煤炭生产成本上升和长协销售价格有所下降所致。

表 2　公司分板块主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 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
煤炭	164.89	38.65	-0.78	190.81	32.34	32.46	298.32	39.77	53.77	192.45	57.58	50.96
物流贸易	151.55	35.52	2.62	278.22	47.16	1.81	319.73	42.63	0.15	67.17	20.10	1.55
电力	70.07	16.42	28.00	60.79	10.30	35.89	66.88	8.92	8.29	59.72	17.87	16.01
运输	4.34	1.02	15.45	4.98	0.84	44.91	4.93	0.66	29.10	4.20	1.26	27.14
房地产	35.07	8.22	19.55	53.75	9.11	15.62	58.45	7.79	18.34	3.54	1.06	34.46
其他	0.72	0.17	53.51	1.41	0.24	3.55	1.74	0.23	4.63	7.17	2.15	3.63
主营业务小计	**426.64**	**100.00**	**7.08**	**589.96**	**100.00**	**16.74**	**750.05**	**100.00**	**23.82**	**334.25**	**100**	**33.30**

资料来源：根据公司提供资料整理。

1．煤炭业务

煤炭生产

截至 2018 年 9 月底，公司本部拥有生产矿井 9 对，原煤核定产能 5610 万吨/年。2015～2017 年原煤产量波动增长，分别为 6339 万吨、6152 万吨和 5722.30 万吨。2018 年 1~9 月，公司煤炭产量 4004.36 万吨，为 2017 年全年产量 69.98%。

表 3　公司生产矿井简况（单位：万吨/年）

名称	煤种	剩余可采年限（年）	产能	2016 年产量	2017 年产量	2018 年 1~9 月产量
新庄孜矿	QM、1/3JM、JM	--	400	278	124.55	--
谢一矿	1/3JM、JM、SM	40.80	330	120	--	--
潘一矿	QM、1/3JM	1.5	600	559	519.25	296.88
潘三矿	QM、1/3JM	54.70	500	471	426.67	309.97
谢桥矿	QM、1/3JM	24	960	894	884.67	604.47
张集矿	QM、1/3JM	47.20	1230	1189	1221.07	917.09
李嘴孜矿	1/3JM	--	90	--	--	--
潘二矿	QM	33.50	380	292	133.99	89.26
顾桥矿井	QM、1/3JM	65.80	900	871	884.67	678.47
顾北矿	QM、1/3JM	49.50	400	379	395.17	301.86
丁集矿井	QM、1/3JM	74.60	600	581	588.17	445.05
朱集矿	QM、1/3JM	83.80	400	365	395.84	288.42
潘北矿	QM、1/3JM	25	240	153	133.61	72.89

合计	--	--	**7030**	**6152**	**5722.30**	**4004.36**

资料来源：公司提供

注:1.QM 指气煤，1/3JM 指 1/3 焦煤，SM 指瘦煤；2.公司下属潘一矿、谢桥矿、潘二矿、顾北矿、丁集矿都通过技改扩大了产能；3、公司下属潘北矿拿到探矿权后被批准重新纳入公司其生产矿井；4、李嘴孜矿、谢一矿已于 2016 年闭井，新庄孜矿 2017 年闭井，潘一矿 2018 年截至目前已闭井；5、公司潘二矿和潘北矿均属于潘二矿统一管理，对外口径为潘二矿。

近几年，随着矿区由老区向新区转移、由浅部开采向深部开采，公司结合矿区瓦斯大、地质条件复杂、水大、地压大以及成本高等诸多不利因素，以“一通三防”为重点，开展瓦斯综合治理，改革采煤方法和巷道支护技术，采用综采、综放、轻放、简放、高档普采等多种新工艺与技术，矿区的安全条件与生产技术有了很大提高，采煤机械化程度、掘进机械化程度、原煤全员效率等指标均有较大提升，虽然 2017 年百万吨死亡率略有上升，但公司未出现重大安全事故。目前公司的各项指标达到了国内煤炭行业的先进水平。

表 4　公司煤炭生产指标概况

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
采煤机械化程度（%）	99.64	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度（%）	96.37	95.42	96.58	97.10
全员效率（吨/工）	4.539	5.035	5.378	4.984
死亡率（人/百万吨）	0.047	0.032	0.069	0.075

资料来源：公司提供

近年来，随着开采成本较高的落后矿井的退出和公司加强成本管控，公司吨煤生产成本不断下降，2015~2017 年，公司吨煤生产成本分别为 363.95 元、330.96 元和 320.25 元，2018 年 1~9 月，公司吨煤生产成本进一步下降至 319.68 元。

表 5　公司近年吨煤成本情况（单位：元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
材料成本	35.68	21.43	22.84	25.81
人工成本	145.86	126.96	136.67	126.46
电力成本	13.15	11.33	9.83	10.16
折旧费	33.12	35.57	37.25	36.51
安全生产费	35.59	49.85	34.36	37.78
其他	100.55	85.82	79.3	82.96
吨煤成本	**363.95**	**330.96**	**320.25**	**319.68**

资料来源：公司提供

煤炭销售

公司的煤炭产品以动力混煤为主，主要供应电力企业，由煤炭销售分公司集中统一销售。根据公司的原煤开采能力，每年可洗选商品煤约 5800 万吨，其中，公司自有电厂可消耗约 400 万吨，联营均股电力企业可消耗约 1000 万吨，剩余商品煤对外销售。

公司产品销售方式分为重点合同煤和水运地销煤两类。重点合同煤采取大客户直销方式销售，已与中石化、浙江能源、中电投、大唐电力、华能电力、国电电力、华润集团、杭钢、马钢、新钢、安徽海螺集团等 19 家大客户建立了长期战略伙伴合作关系，合同煤销量占总销量比例稳定在 80%以上。较高的合同煤销售比例有助于公司保持较高的产销率水平。

在销售区域方面，公司地处华东腹地，除供应安徽省内市场外，主要供给华东六省一市，安徽省是公司的主要销售区域。

表 6　公司煤炭销售区域概况（单位：%）

区域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
本省	64.20	71.40	78.79	64.20
外省	35.80	28.60	21.21	35.80

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司重点合同煤采用年初预收部分煤款并确定全年销量，月度滚动结算，年底统一定价调差结算的方式。水运地销煤销售价格随行就市。由于公司与主要合同煤销售客户均为长期合作关系，且公司作为华东地区主要的动力煤供应商，具备较强的区域定价权，但公司主要销售市场为华东区域，将直接面对进口煤的竞争，产品售价受国际煤价影响较大。受煤炭市场 2016 年下半年大幅复苏影响，公司煤炭销售均价持续上升，2017 年公司煤炭产品均价为 539.54 元/吨，同比增长

39.94%。2018 年 1~9 月，公司煤炭价格有所波动，为 505.94 元/吨，较 2017 年下降 6.23%。

总体看，跟踪期内，随着地产业务剥离和贸易业务规模缩减，公司营业收入规模有所下降，但综合毛利率较 2017 年有所上升，盈利能力有所增强。

表 7　公司煤炭分品种销售情况

煤种	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	销量（万吨）	价格（元/吨）	销量（万吨）	价格（元/吨）	销量（万吨）	价格（元/吨）	销量（万吨）	价格（元/吨）
混煤	3713.64	300.12	3810.73	353.44	3526.88	472.08	2241.05	456.30
块煤	8.18	355.43	5.83	419.37	1.74	545.86	1.09	486.17
精煤	630.76	525.95	605.82	646.06	605.22	1016.99	256.63	1011.79
洗混	192.09	331.98	176.20	408.36	87.35	512.73	250.91	509.04
筛末煤	0.03	280.65	0.00	--	--	--	--	--
煤泥	250.20	82.80	168.11	120.98	131.48	168.90	107.63	138.81
合计	**4794.91**	**319.86**	**4766.70**	**385.54**	**4352.67**	**539.54**	**2857.31**	**505.94**

资料来源：公司提供

注：商品煤销量不含公司控（均）股电厂内部消耗量。

煤炭运输

煤炭运输方式上，2017 年公司铁路直达、铁水联运及铁路专用线、内河水运和公路运输等运输方式占比分别为：内河水运占 6.20%、铁路直达、铁水联运及铁路专用线运输占 84.95%，公路运输占 8.85%。

铁路运输成本低于公路，较大比例的铁路运输销售有助于公司降低成本，增强产品竞争力。目前，铁道部和上海铁路局已把公司作为战略基地，制定了亿吨煤战略基地煤炭外运和提高二通道运能的方案，为公司今后的煤炭外运奠定了基础。

2．电力、物流及其他业务板块

电力板块

公司电力板块运营实体为淮南矿业集团电力有限公司，下辖 300MW 新庄孜电厂、270MW 潘三电厂及 2×330MW 顾桥电厂。

除控股电厂外，公司通过煤电联营的方式分别以丁集煤矿作为出资与中电投上海电力股份有限公司合资组建淮沪煤电有限责任公司（下辖 2×630MW 田集电厂）、以顾北煤矿作为出资与浙江能源集团公司合资组建淮浙煤电有限责任公司（下辖 2×630MW 凤台电厂），公司持有上述 2 家企业股权均为 50%。

此外，公司参股 14 家电力企业。截至 2018 年 9 月底，公司下属各电厂电力权益装机总规模 1244.90 万千瓦（详见表 6）。2017 年，公司参股的电厂实现投资收益-0.62 亿元。

表 8　公司控股、均股及参股电力公司情况

单位	股权比率(%)	装机容量（万千瓦）	权益容量（万千瓦）	发电量(亿度)		营业收入(万元)		利润总额(万元)	
				2017 年	2018 年 1~9 月	2017 年	2018 年 1~9 月	2017 年	2018 年 1~9 月
一、全资电厂	**100**	**123**	**123**	**49.82**	**40.73**	**153003.20**	**127373.83**	**-23213.56**	**-8720.19**
1、新庄孜厂	100	30	30	9.88	7.69	32430.24	25121.58	-8686.73	-7330.04
2、潘三厂	100	27	27	13.29	11.33	41915.16	36645.51	-2564.91	632.40

3、顾桥厂		100	66	66	26.65	21.71	78657.81	65606.74	-11961.92	-2022.55
二、均股电厂		**--**	**524**	**261.14**	**238.30**	**203.21**	**744934.23**	**648780.48**	**24286.00**	**75107.34**
1、凤台电厂		50	258	129	124.38	106.59	387360.00	336125.37	22616.00	35548.83
2	田集电厂一期	50.43	2×63	63.54	45.38	42.59	139396.88	137889.23	-31692.66	5375.54
	田集电厂二期	49.00	2×70	68.60	68.54	54.03	218177.35	174765.88	33362.66	34182.97
三、参股电厂		**--**	**1919**	**860.76**	**899.28**	**760.14**	**2819388.00**	**2470081.30**	**-22940.30**	**80174.95**
1、国电黄金埠		49	2×65	63.70	65.35	53.08	215625.77	182953.93	5454.54	9327.65
2、国电九江		49	2×35+66 +1×66	98.98	65.13	54.20	219459.63	188586.29	-24350.62	-2122.63
3、国电蚌埠		20	2×63+2×66	51.60	55.50	71.46	164769.37	216469.69	-5771.55	3313.68
4、国电铜陵		24	2×63	30.24	57.87	47.83	173703.75	147202.90	-12515.73	-3456.82
5、华能巢湖		30	2×63	37.80	57.23	42.48	176661.66	134081.31	798.19	-1866.21
6、华电芜湖		35	2×66	46.20	66.49	51.42	207193.68	167258.93	2006.35	10472.13
7、皖能合肥		49	2×63	61.74	56.59	41.46	179617.67	136397.89	-9383.61	-4346.36
8、皖能铜陵		49	2×32+105 +1×105	134.26	110.21	91.19	333069.79	294061.04	11139.47	15307.68
9、湖北鄂州		30	196	58.80	67.64	59.41	228008.19	208764.27	3529.69	11243.76
10、皖能马鞍山		49	2×66	64.68	60.24	45.39	186422.07	143501.23	-3989.06	-2514.69
11、中电国际平圩二期		25	2×64	32	51.59	49.39	160091.57	153164.27	-945.80	11577.07
12、中电国际平圩三期		40	200	80.00	106.23	85.58	315212.31	273611.07	26878.67	41569.44
13、中电国际大别山		42	2×64	53.76	52.16	43.94	171022.07	146254.07	5062.49	3059.83
14、大唐田家庵电厂		50	2×32 +1×30	47	27.05	23.34	88530.57	77774.41	-20853.30	-11389.58
合　计		**--**	**2698**	**1244.90**	**1187.40**	**1004.08**	**3717325.43**	**3246235.61**	**-21867.86**	**146562.10**

资料来源：公司提供

注：2017 年起全资电厂和田集电厂划转至皖江物流公司；田集电厂分为一期和二期，两期股权占比分别为 50.43%和 49.00%，仅一期纳入合并范围；公司仅将控股电厂和均股电厂收入计入主营业务收入，电厂收入与电力收入统计口径略有区别。

2016 年，受电力价格下降影响，公司电力板块收入规模有所下降，为 60.79 亿元，相比 2015 年，下降 13.24%；板块毛利率 35.89%，同比增长 7.89 个百分点。2017 年，受电价有所上调影响，公司电力板块共实现营业收入 66.88 亿元，但受煤炭价格持续高位影响，电力板块毛利率下滑至 8.29%。2018 年前三季度，公司共实现电力收入 59.72 亿元，毛利率为 16.01%，较 2017 年增长 7.72 个百分点，主要系原料煤采购价格下降所致。

整体上，公司参股电厂盈利能力低于控（均）股电厂，主要是由于控（均）股电厂均为煤矿坑口配套电厂，有效节约了原料电煤的运输成本。中长期看，公司煤电一体化业务模

式有助于规避单一煤炭价格波动风险，提高综合抗风险能力；大量参股电力企业有助于稳定公司下游客户群，保障公司的稳健运营。未来公司计划对部分参股电厂实行增资控股，继续扩大煤电联营规模。

物流贸易板块

在煤电主业之外，公司根据自身靠近长江内河航道的区位优势和煤炭生产需要，积极开展物流业务。公司物流业务将向产业链物流、钢材、煤机采购等供应链物流方向发展，沿长江航道构建完整物流运输体系。

2010 年，公司以淮矿现代物流公司及铁路运输公司股权对上市公司芜湖港储运股份有限公司（600575.SH，以下简称“芜湖港”）出资，进而成为芜湖港第一大股东，经过重组整合后，公司物流运输板块资产及收入规模快速提升。

港口装卸方面，芜湖港地处中国东部沿海经济发达地区和西部内陆地区的结合部，是长江煤炭能源输出第一大港和安徽省最大的货运、外贸、集装箱中转港，国家一类口岸，年通过能力 5000 万吨；现有码头 55 座，库场面积 60 多万平方米，拥有各类装卸设备 115 台（套）。铁路运输方面，公司拥有自营铁路 216.23 公里，车站 18 座，内燃机车 16 台，大型捣固机一台，年运输能力达到 7000 万吨，成为淮南潘一、潘二、潘三及谢桥矿区煤炭外运的重要通道。

随着 2016 年下半年煤炭行业景气度回暖，公司煤炭物流业务规模有所恢复，物流贸易收入 278.22 亿元，同比增长 83.58%，毛利率为 1.81%，同比下降 0.81%；2017 年物流贸易板块业务持续回暖，共实现物流贸易收入 319.73 亿元，毛利率仅为 0.15%，毛利率大幅下降主要系毛利率低的贸易业务占比大幅上升所致。

总体看，公司依托有利的区位地理优势，通过收购整合皖江物流，实现了物流贸易业务的快速发展，极大地提升了公司的整体收入规模，但贸易行业竞争激烈，毛利率低，该板块对公司利润规模贡献有限。联合资信同时关注到，贸易物流行业交易规模大、频次高，近年物流业务形成大额应收应付类款项，在一定程度上加大了公司面临的风险敞口。

其他业务

公司其他业务主要包括房地产、运输、工程施工及其他类。其中，公司房地产业务已被剥离。公司房地产业务由原子公司淮矿地产有限责任公司（以下简称“淮矿地产”）承担，2018 年 2 月，淮矿地产已被公司剥离出合并范围，淮矿地产主要承担矿区的棚户区改造、生态环境修复、公司自用办公楼及职工用房建设等三大任务。2017 年，公司已开工面积 75.57 万平方米，累计完成投资 49.33 亿元，全年房地产业务实现营业收入 58.45 亿元，毛利率为 18.34%；公司 2018 年 1~9 月房地产业务确认收入 3.54 亿元，毛利率为 34.46%。

除主营业务收入外，公司其他业务收入主要为材料销售、专供水电、废旧物资处置、出租固定资产等辅业，收入及利润规模均较小。

3. 在建工程和未来发展

截至 2018 年底，公司主要在建项目 8 个，其中，煤矿建设（扩建）项目 7 个，主要是潘集选煤厂项目、内蒙古矿井建设和其他各大矿井安全改造项目；铁路运输项目 1 个；在建项目合计总投资 239.52 亿元，截至 2018 年底已完成投资 234.24 亿元，2019 年预计投资 19.56 亿元。在建项目中泊江海子矿、唐家会矿和色连二矿已于 2017 年逐步开始试投产。

表 9　截至 2018 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目	项目概况	资金来源	总投资额	累计投资	2019 年预期投资额
1	潘集选煤厂	主要用于洗、选煤，年入选原煤 1200 万元。	企业自有资金、银行贷款	13.04	8.56	1.60
2	潘谢矿区铁路田集站中转场及联络线工程	新建田集站中转场及联络线，改造接轨站田集站，建设与铁路相关的配套工程。	贷款	2.28	1.69	0.35
3	潘三安全改建及二水平延深	矿井主井采用暗斜井延深方式，新增深部进风井和新西风井，中央风井延深至-960m 水平，对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	17.73	10.71	1.46
4	张集安全改建及二水平延深	矿井主井采用暗斜井延深方式，新增第二副井至二水平，中央回风井在-600m 井底车场内异地延深至-820m 水平，井田东部增加东区进、回风井各一个。对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	20.34	14.44	1.10
5	顾桥安全改建及二水平延深	矿井主井采用暗主斜井延深方式，副井采用新增深部进风井与暗斜井延深方式，回风井采用新增东回风井、北回风井及暗回风斜井延深方式。南区副井采用进风井直接延深方式，主运输及回风利用采区上山与一水平主运输及回风系统联系。对供电、提升、通风、运输、排水、瓦斯抽采和监控系统等进行改造，矿井生产能力不变。	自有	19.32	12.75	2.60
6	泊江海孜矿	井田位于内蒙古鄂尔多斯市杭锦旗塔然高勒矿区，井田面积 59.6km^2，资源量 6.76 亿吨	企业自有资金、银行贷款	63.50	75.24	4.58
7	唐家会矿	井田位于鄂尔多斯市准格尔旗薛家湾镇西北约 4km 处，资源量 9.7 亿吨.	企业自有资金、银行贷款	51.70	56.60	4.31
8	色连二矿	井田位于鄂尔多斯市东胜区罕台庙镇，距东胜区 13km，总体规划面积 105km^2，资源量 10.3 亿吨。	企业自有资金、银行贷款	51.61	54.25	3.56
合计		--	--	**239.52**	**234.24**	**19.56**

资料来源：公司提供

技术研发及技术服务方面，公司拟投资 11.91 亿元建设国家煤炭工程技术研究院，进一步提升公司在瓦斯安全治理等方面的综合技术实力。

整体看，公司未来投资主要围绕煤电主业进行投资，随着在建矿井及电厂的逐步投产，

公司产业链将进一步完善，综合竞争力有望进一步增强，但投资项目未来可能面临一定的资金需求，公司债务负担或将进一步上升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017 年三年连审财务报告，以及未经审计的 2018 年 1~9 月财务报表。截至 2017 年底，公司纳入合并范围子公司共计 67 家，其中二级子公司 17 家。公司 2017 年新纳入合并范围的主体 9 家，分别是淮矿地产（嘉兴）有限公司、芜湖嘉合置业有限公司、鄂尔多斯市中北物流集运有限公司、淮南淮矿基金管理有限公司、淮南淮矿投资发展一号基金（有限合伙）、淮矿健康养老服务有限责任公司安徽淮矿医药销售有限责任公司、安徽淮矿国际旅行社有限责任公司、皖江售电江苏有限责任公司和合肥皖江物流港务有限责任公司；同时不再纳入合并范围的主体 1 家，为中安信电子商务有限公司；非同一控制下企业合并 1 家，为比塞洛斯（淮南）机械有限公司。2018 年 1~9 月，因股权转让，淮矿地产及其子公司不再纳入公司合并范围，同时新设三家子公司淮矿设备租赁有限责任公司、淮南矿业集团煤层气开发利用有限责任公司和淮河能源（该公司因整体改制需要已于 2018 年 9 月划转给安徽省国资委）。截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围的二级子公司共 18 家。总体看，近期公司合并报表范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额合计 1561.81 亿元，所有者权益合计 350.15 亿元（含少数股东权益 151.23 亿元）；2017 年公司实现营业收入 761.84 亿元，利润总额 18.26 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额为 1336.38 亿元，所有者权益合计 275.17 亿元（含少数股东权益 151.81 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 336.60 亿元，利润总额 17.03 亿元。

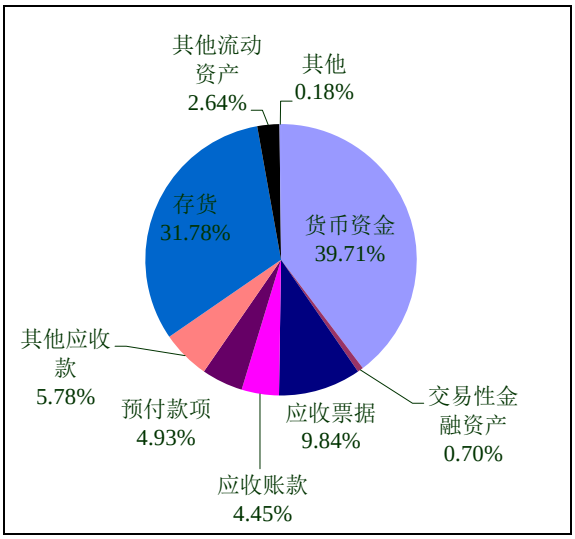
2. 资产质量

2015~2017 年，公司总资产规模保持相对稳定，年均增幅为 1.05%。截至 2017 年底，公司资产总额合计 1561.81 亿元，较上年底增长 2.43%；其中流动资产合计占 33.90%，非流动资产合计占 66.10%，公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业重资产特点。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 7.92%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 529.44 亿元，主要由货币资金（占 39.71%）、应收票据（占 9.84%）、应收账款（占 4.45%）、预付款项（占 4.93%）、其他应收款（占 5.78%）和存货（占 31.78%）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 22.48%。截至 2017 年底，公司货币资金合计 210.21 亿元，较上年底增长 72.52%，主要系公司盈利增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主，为 202.66 亿元。公司货币资金中受限部分合计 22.44 亿元，占比 10.68%，主要为计入银行存款中的法定存款准备金和计入其他货币资金中的各类保证金等。

2015~2017 年，公司应收票据快速增长，

年均复合增长 20.60%。截至 2017 年底，公司应收票据为 52.10 亿元，较 2016 年底增长 7.58%，公司应收票据主要为银行承兑汇票，年末余额为 49.12 亿元。截至 2017 年底，公司已质押的应收票据金额为 25.10 亿元，占比 48.18%。

2015~2017 年，公司应收账款保持相对稳定，年均复合下降 1.66%。截至 2017 年底，公司应收账款为 23.56 亿元，同比下降 1.65%。公司采用个别认定法计提坏账准备的应收账款账面余额为 13.45 亿元，主要是与华东电网公司、国网安徽省电力公司等电网企业之间的未结算电费；公司采用组合测试（账龄分析）法计提坏账准备的应收账款账面余额为 11.89 亿元，其中账龄 1 年以内占 80.74%；公司共计提 1.77 亿元的坏账准备，计提比例为 7.00%，计提比例基本合理。公司按欠款方归集的应收账款前五名合计 11.26 亿元，占比 44.44%，公司应收账款集中度偏高。

2015~2017 年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长 4.56%。截至 2017 年底，公司预付款项合计 26.11 亿元，较上年底增长 17.16%，其中一年内款项占 95.61%；预付款项计共提坏账准备 255.67 万元，计提比例 0.11%，计提比例偏低；公司预付款项前 5 名合计 18.20 亿元，占比 69.66%，集中度较高；预付款项金额排名第一的债务人为上海（华信）香港有限公司，金额为 9.76 亿元，尚未计提坏账准备，需关注后续履约风险。

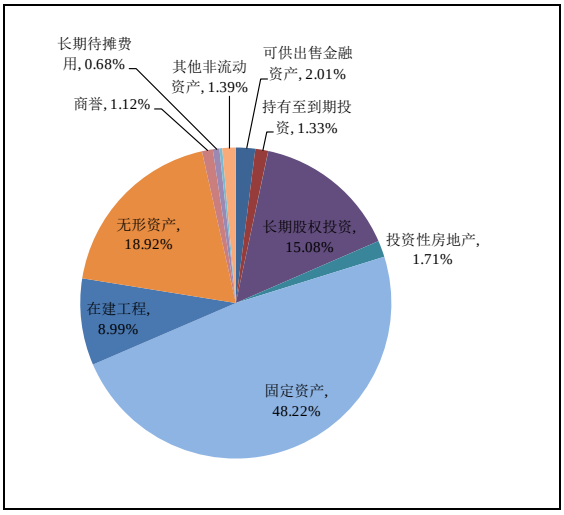
2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 20.62%。截至 2017 年底，公司其它应收款余额为 30.60 亿元，较上年末增长 20.85%。公司采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 24.84 亿元，主要包括应收杭州市国土资源局 8.40 亿元、应收合肥市国土资源局 4.40 亿元和安徽省国资委 2.64 亿元。公司采用组合测试（账龄分析）法计提坏账准备的应收账款账面余额为 8.35 亿元，其中账龄 1 年以内占 32.20%，1 至 2 年占 26.15%，2 至 3 年占 28.54%；公司共计提 2.59 亿元的坏账准备，计提比例为 7.81%，计提比例基本合理。

2015~2017 年，公司存货规模保持了相对稳定。截至 2017 年底，公司存货合计 168.26 亿元，较上年底下降 2.08%，主要系公司房地产项目结转成本较多所致，另外公司物流贸易规模扩大导致库存商品有所上升。公司存货主要由库存商品（占 18.50%）和开发成本（占 75.92%）构成，其中库存商品计提跌价准备 172.98 万元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产保持相对稳定。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1032.37 亿元，较上年底下降 5.12%，以固定资产（占 48.22%）、在建工程（占 8.99%）、无形资产（占 18.92%）和长期股权投资（占 15.08%）为主。

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波动下降，年均复合下降 16.51%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 20.71 亿元，同比下降 49.28%，系公司向参股的蒙西华中铁路股份有限公司增资 10 亿元后将该项股权投资重分类至长期股权投资所致。

2015~2017 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 15.54%，截至 2017 年底，

公司长期股权投资为 155.71 亿元，同比增长 27.81%，由对合营和联营企业的股权投资构成。

2015~2017 年，公司固定资产有所波动，年均复合增长 0.92%。截至 2017 年底，公司固定资产原值 980.03 亿元，累计折旧 429.74 亿元，账面净值 550.29 亿元，固定资产成新率为 56.15%，成新率一般；公司固定资产本年计提减值准备 39.55 亿元，累计计提减值准备 52.50 亿元，固定资产账面价值为 497.78 亿元，同比增长 8.20%；固定资产以房屋建筑和机器设备为主，分别占比 58.64%和 39.64%，资产质量尚可。

2015~2017 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 29.39%。截至 2017 年底，公司在建工程合计 92.84 亿元，较上年底下降 54.46%，主要系在建工程转固所致。

2015~2017 年，公司无形资产规模保持了相对稳定。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 195.29 亿元，较上年底下降 2.22%，主要由采矿权（153.72 亿元）和土地使用权（41.34 亿元）构成。

2017 年公司下属新庄孜煤矿、潘集第一煤矿、设备租赁分公司、选煤厂（潘一选煤厂；望峰岗选煤厂；新庄孜选煤厂）、谢一矿、顾桥矿一矿过剩产能退出，关闭停产并对固定资产、无形资产进行减值测试，计提固定资产减值准备 39.55 亿元，无形资产-采矿权减值准备 1.67 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额为 1336.38 亿元，较 2017 年底下降 14.43%，主要系淮矿地产股权转让后不再纳入合并范围所致；流动资产占 19.23%，非流动资产占 80.77%，非流动资产占比较 2017 年底上升 14.67 个百分点。截至 2018 年 9 月底，公司货币资金、存货和其他流动资产均较 2017 年底大幅下降，主要系淮矿地产剥离所致；其他应收款 11.74 亿元，较 2017 年底下降 61.63%，主要系应收的押金和保证金下降所致。

整体看，跟踪期内，受淮矿地产股权剥离影响，公司资产规模有所下降；公司流动资产中，剔除存货等变现能力较差资产后的速动资产占比较高，尤其是货币资金、应收票据等现金类资产占比大，且整体受限程度较低，公司资产流动性较好；公司非流动资产以固定资产、无形资产和在建工程为主，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.97%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 350.15 亿元，同比增长 13.97%，其中归属于母公司的所有者权益为 198.92 亿元，占比 56.81%，主要由股本（占 95.29%）、其他权益工具（占 22.34%）、未分配利润（占 -23.73%）和专项储备（占 16.51%）构成；其他权益工具为公司发行的永续中期票据，同比增长 28.70%，原因是 2017 年新发行永续中期票据“17 淮南矿 MTN001”。

截至 2017 年底，公司实收资本为 189.56 亿元，同比下降 3.39%，原因是信达资产和国开基金对公司分别减少资本投入 5.66 亿元和 1.00 亿元；专项储备 32.86 亿元，较 2016 年底减少 2.11 亿元，其中 2017 年计提 22.43 亿元，使用 24.54 亿元；少数股东权益为 151.23 亿元，同比增长 28.70%，原因是中国建设银行债转股资金的到位，计入少数股东权益。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益为 275.17 亿元，较 2017 年底下降 21.41%，其中实收资本为 150.07 亿元，较 2017 年底下降 20.83%，系受中国信达减资导致实收资本下降 42.84 亿元，同时安徽省国资委以划拨土地增资 3.35 亿元综合影响所致；其他权益工具为 24.62 亿元，较 2017 年底下降 44.60%，系公司赎回了其他权益工具中的“15 淮南矿 MTN001”（发行金额 20 亿元）所致；未分配利润-100.28 亿元，较 2017 年底亏损增长 20.68%，主要系受中国信达减资影响所致。

整体看，近年来公司所有者权益持续增长；

受前期亏损累积影响，未分配利润为负值，随着公司扭亏为盈，2016 年以来未分配利润开始有所增长；跟踪期内，受公司整体改制的资本运作影响，2018 年前三季度累积亏损金额较 2017 年底有所扩大；所有者权益构成中实收资本占比高，总体稳定性尚可。

负债

2015~2017 年，公司负债规模有所波动，年均复合下降 2.30%。截至 2017 年底，公司负债总额合计 1211.66 亿元，较上年年底下降 0.49%。其中，流动负债占比 61.45%，非流动负债占比 38.55%，流动负债占比较上年底有所上升。

2015~2017 年，公司流动负债有所波动，年均复合增长 2.95%；截至 2017 年底，公司流动负债合计 744.51 亿元，同比增长 0.76%。公司流动负债主要包括短期借款（占 14.98%）、应付账款（占 10.11%）、预收款项（占 11.11%）、其它应付款（占 7.96%）、一年内到期的非流动负债（占 29.32%）和其他流动负债（占 15.85%）。

2015~2017 年，公司短期借款波动上升，年均复合增长 2.26%。截至 2017 年底，公司短期借款合计 111.55 亿元，同比下降 36.76%，主要系信用借款大幅下降所致。同期，公司信用借款余额 164.10 亿元，占比 83.98%。

2015~2017 年，公司应付账款有所下降，年均复合下降 7.01%。截至 2017 年底，公司应付账款 75.30 亿元，同比下降 2.35%，公司应付账款主要为购买大型设备的应付款和未结算的工程款，其中，一年以内占比 82.76%。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 24.39%，主要系公司房地产业务销售面积扩大、预售房款增长所致。截至 2017 年底，公司预收款项 82.73 亿元，同比下降 4.39%，公司预收款项账龄以一年以内为主，占比 81.23%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 5.94%。截至 2017 年底，公司其它应付款为 59.28 亿元，同比下降 15.39%，主要为未结算棚户区改造工程所欠费用、应付暂收款和押金保证金。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 41.25%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 218.31 亿元，同比增长 47.26%，其中一年内到期的长期借款 80.57 亿元、一年内到期的应付债券 102.82 亿元、一年内到期的长期应付款 34.93 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 23.95%。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 118.00 亿元，同比增长 10.31%，为公司发行的短期融资券、超短期融资券和非公开定向票据。

2015~2017 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 9.21%。截至 2017 年底，非流动负债总额为 467.15 亿元，同比下降 2.41%，主要由长期借款（67.88%）、应付债券（占 15.56%）和长期应付款（占 11.28%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 17.38%。截至 2017 年底，公司长期借款余额为 317.08 亿元，较上年年底增长 12.35%，其中质押借款为 115.32 亿元、抵押借款为 36.34 亿元、保证借款 65.66 亿元、信用借款 99.76 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 37.51%。截至 2017 年底，公司应付债券余额为 72.71 亿元，同比下降 31.09%，公司应付债券主要为公司 2011 年以来发行的公司债券、中期票据和非公开定向票据。

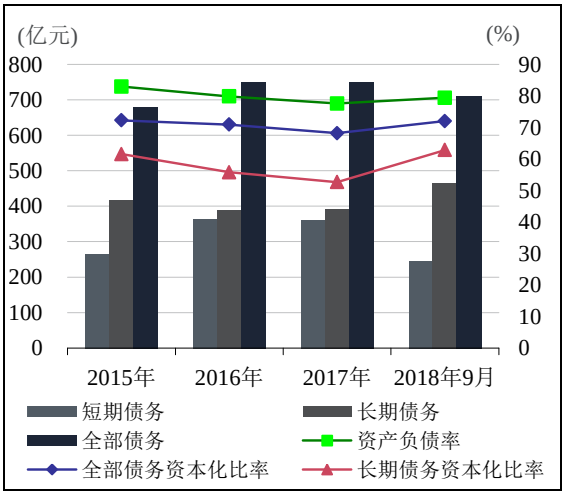
2015~2017 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 35.23%。截至 2017 年底，公司长期应付款为 52.69 亿元，同比下降 21.02%，公司长期应付款主要是为满足业务快速扩张及新建项目需要而使用的项目借款以及通过融资租赁方式租入机器设备形成的应付融资租赁款，其中有息债务为 49.18 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 1061.21

亿元，较 2017 年底下降 12.42%，其中流动负债占 46.05%，非流动负债占 53.95%，流动负债占比较 2017 年底有所下降。

截至 2018 年 9 月底，公司预收款项 18.93 亿元，较 2017 年底下降 77.11%，主要系淮矿地产被剥离所致；应付债券 172.04 亿元，较 2017 年底增长 136.61%，主要系公司债券发行增加所致；递延收益 7.50 亿元，较 2017 年底增长 107.04%，主要系收到煤矿安全改造项目政府补助资金所致；专项应付款 26.34 亿元，较 2017 年底增长 94.67%，主要系潘一矿收到去产能奖补资金所致。

图 8　公司近年债务负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务有所增长，年均复合增长5.10%。截至2017年底，公司全部债务为749.81亿元，同比增长0.06%，其中短期债务占48.01%，长期债务占51.99%。若将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，2015~2017年，公司有息债务规模则有所下降，年均复合下降3.96%，截至2017年底，公司调整后全部债务为916.99亿元，较上年底下降0.17%，经调整后的公司短期债务占52.13%，长期债务占47.87%。

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率逐年下降，分别为82.98%、79.85%和77.58%；长期债务资本化比率逐年下降，分别为61.52%、55.79%和52.68%；全部债务资本化比率逐年下降，分别为72.28%、70.92%和68.17%。从调整后的债务指标看，2015~2017年，公司长期债务资本化比率分别为66.97%、59.42%和55.63%；全部债务资本化比率分别为74.93%和72.37%；债务负担较调整前有所上升，但总体仍呈逐年下降趋势。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的永续债实为债务，将其调出所有者权益并计入为长期债务后，2015~2017年，公司长期债务资本化比率分别为69.48%、63.98%和61.26%；全部债务资本化比率分别为80.83%、77.75%和75.87%；债务负担进一步上升，但总体仍呈逐年下降趋势。

截至2018年9月底，公司全部债务为708.37亿元，较2017年底下降5.53%，其中短期债务占34.30%，长期债务占65.70%，长期债务占比较2017年底有所上升。若将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，截至2018年9月底，公司调整后全部债务为846.78亿元，其中调整后的短期债务占38.40%，长期债务占61.60%。

债务指标方面，截至2018年9月底，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分别为79.41%、72.02%和62.84%，均较2017年底有所上升。从调整后的债务指标看，同期公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为75.47%和65.47%。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的永续债实为债务，将其调整为债务后，公司2018年9月底全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.67%和68.55%。

整体看，2015~2017年，公司债务负担逐年下降；跟踪期内，随着公司整体改制的推进，公司所有者权益出现下降，导致截至2018年9月底公司债务负担较2017年底有所上升；公司目前整体负债率较高，债务负担偏重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 32.80%；营业成本快速增长，年均复合增长 19.94%。2017 年公司实现营业收入 761.84 亿元，较上年增长 27.75%，同期，公司营业成本为 575.33 亿元，同比增长 16.34%，增幅低于营业收入增幅，主要系公司采取降本增效措施所致，受此影响，公司营业利润率较 2016 年上升 7.39 个百分点，至 22.44%。

2015~2017 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 15.54%。2017 年，公司期间费用为 116.29 亿元，同比增长 33.16%，主要系销售和管理费用大幅增长所致；2017 年，公司期间费用中销售费用占 14.70%、管理费用占 47.59%、财务费用占 37.71%。2015~2017 年，公司期间费用率分别为 20.17%、14.64%和 15.26%，总体呈波动下降趋势。

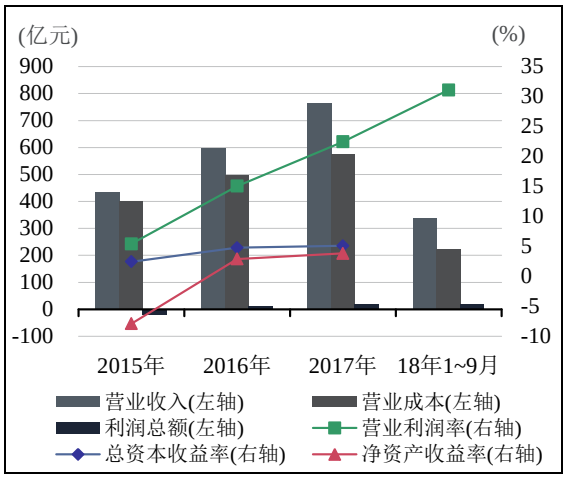
非经常性损益方面，公司非经常性损益主要为资产减值损失、投资收益和营业外收支中与经营活动无关或非经常发生的部分。

2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 0.82 亿元、14.44 亿元和 41.98 亿元，其中 2016 和 2017 年资产减值损失规模较大主要系公司矿井退出后对相应的固定资产和无形资产计提减值所致。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 24.74 亿元、10.79 亿元和 1.86 亿元。2015 年公司投资收益为 24.74 亿元，构成主要是权益法核算的长期股权投资收益，属于经常性损益部分；公司长期股权投资主要集中于参股的电力企业，参股电厂 2015 年经营状况较好，公司按权益法核算确认的投资收益快速上升。2016 年和 2017 年公司投资收益持续大幅下滑，主要系当期参股电厂受煤价上涨影响盈利水平大幅下滑，公司按权益法核算的股权投资收益下降所致。

营业外损益方面，2015~2017 年，公司营业外损益波动较大。2016 年，公司实现营业外收入 12.72 亿元，同比大幅下降 37.35%，主要系 2016 年公司未收到矿业权返还款，导致收到的政府补助下降所致；另外，公司当期因关停两对矿井获得专项奖补资金 5.67 亿元。2017 年，公司营业外收入为 1.35 亿元，较 2016 年下降幅度较大，主要系会计准则变动后原计入营业外收入中的部分政府补助计入其他收益科目所致，2017 年，公司其他收益为 8.29 亿元。2017 年，公司营业外支出为 5.87 亿元，金额较大，主要系公司矿井潘二矿渗水事故发生后导致停工，公司将停工期间发生的各项支出 4.41 亿元计入营业外支出所致。

图 9　公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 5.42%、15.05%和 22.44%；总资本收益率分别为 2.43%、4.77%和 5.09%；净资产收益率分别为-7.89%、2.90%和 3.82%。上述三项指标均呈逐年上升趋势，公司盈利能力有所增强。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 761.84 亿元，同比下降 36.06%，主要系公司港口物流贸易收入下降所致；同期，公司实现利润总额 14.06 元，同比增长 21.13%；营业利润率为 31.10%，较 2017 年上升 8.66 个百分点。

整体看，随着 2016 年以来煤炭市场行情的好转及公司采取降本增效措施影响，公司煤炭业务收入规模有所上升，盈利状况明显好转，是公司实现扭亏的主要原因；非经常性损益方面则波动较大，2016 和 2017 年受退出产能计

提减值准备影响，公司资产减值损失较多，同时公司收到相应奖补资金等营业外收入，非经常性损益对公司当期利润有一定影响。跟踪期内，受公司港口物流贸易收入下降影响，公司营业收入规模有所下降，但营业利润率保持上升态势，盈利能力有所增强。

5. 现金流水平

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，年均复合增长 21.99%，2017 年为 884.10 亿元，同比增长 28.53%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。2015~2017 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 15.31%，2017 年为 730.82 亿元，同比增长 30.83%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 505.39 亿元、支付给职工以及为职工支付的现金为 114.29 亿元。2015~2017 年，随着煤炭市场行情好转带动煤炭业务收入增长及房地产业务销售回款增加，公司经营活动净现金流快速增长，年均复合增长 85.69%，分别为 44.45 亿元、129.24 亿元和 153.28 亿元。同期，公司现金收入比持续下降，三年分别为 131.95%、113.46%和 111.97%，仍处于较好水平。整体来看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力强。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长 8.29%，2017 年为 24.21 亿元，同比下降 31.90%，主要是取得投资收益收到的现金下降所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长 10.78%，2017 年为 120.45 亿元，同比增长 44.44%，系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金增长所致。2015~2017 年，公司投资活动净现金流均为净流出，分别为-77.50 亿元、-47.84 亿元和-96.24 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-33.04 亿元、81.40 亿元和 57.04 亿元。2016 年和 2017 年公司经营活动产生的现金可以覆盖公司投资需求，公司外部融资压力减轻。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动主要集中于借款及偿还债务。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 73.36 亿元、-99.24 亿元和 24.43 亿元，受 2016 年公司经营获现增长所致，公司外部融资需求降低并集中进行了债务偿付，2017 年公司融资规模较 2016 年出现大幅上升。

2018 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 85.30 亿元、21.64 亿元和-180.14 亿元，其中筹资活动净现金流同比流出规模扩大，主要系公司上半年集中偿还到期债务和支付中国信达减资款所致。

总体看，2016 年以来，随着煤炭市场行情的快速回升及 2015~2017 年公司房地产业务规模的扩大，公司收入和经营获现规模均实现快速增长，现金流压力得到缓解；同期，公司加大了债务偿还力度，筹资活动现金净流入规模大幅下降。

6. 母公司财务报表分析

截至2018年9月底，公司本部资产总额为1027.41亿元，较2017年底下降7.38%，主要系地产业务剥离所致；其中流动资产占19.48%，非流动资产占80.52%，公司资产构成仍以非流动资产为主，其中货币资金、应收票据及账款、存货受地产业务剥离而出现较大幅度下降。

截至2018年9月底，公司本部负债总额为874.58亿元，较2017年底变化不大，其中流动负债占49.49%，非流动负债占50.51%，非流动负债占比较2017年底上升12.40个百分点，主要系应付债券增幅较大所致。

截至 2018 年 9 月底，公司本部所有者权益为 152.82 亿元，较 2017 年底下降 35.41%，，其中实收资本为 150.07 亿元，较 2017 年底下降 20.83%，系受中国信达减资导致实收资本下降

42.84 亿元，同时安徽省国资委以划拨土地增资 3.35 亿元综合影响所致；其他权益工具为 24.62 亿元，较 2017 年底下降 44.60%，系公司赎回了其他权益工具中的“15 淮南矿 MTN001”（发行金额 20 亿元）所致；未分配利润-91.97 亿元，较 2017 年底亏损增长 36.47%，主要系受中国信达减资影响所致。受上述因素影响，截至 2018 年 9 月底，公司本部资产负债率为 85.12%，较 2017 年底上升 6.45 个百分点。

2018 年 1~9 月，公司本部实现营业收入 159.28 亿元，同比下降 20.49%，主要系受缩减贸易规模影响；实现利润总额 2.32 亿元，同比下降幅度较大，主要系营业外支出和管理费用增幅较大所致。2018 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 71.58 亿元、39.88 亿元和-142.33 亿元，经营获现能力保持良好。

总体看，公司本部承担着本部矿井的开采业务，拥有较大的资产规模和负债规模，经营获现能力良好，自身债务偿还能力与合并层面偿还能力基本接近。

7. 偿债能力

短期偿债能力方面，2015~2017年，公司流动比率波动上升，分别为64.71%、59.11%和71.11%；速动比率波动上升，分别为39.79%、35.86%和48.51%。同期，公司经营现金流动负债比持续上升，分别为6.33%、17.49%和20.59%。总体看，公司短期偿债指标偏弱，存在一定的短期支付压力。

长期偿债能力方面，2015~2017年，公司EBITDA规模快速增长，分别为68.61亿元、95.54亿元和111.17亿元；EBITDA利息保障倍数持续增长，分别为1.37倍、1.78倍和2.26倍，公司EBITDA对利息的保障能力有所提高；2015~2017年，随着公司EBITDA的快速增长，公司全部债务/EBITDA逐年下降，分别为9.89倍、7.84倍和6.74倍。整体看，公司长期偿债指标较弱但持续向好，整体偿债能力一般。

截至2018年9月底，公司对外担保总额71.00亿元，其中对淮矿物流公司留债本息提供连带责任保证担保金额为61.00亿元；对安徽省皖北煤电集团有限责任公司提供担保10.00亿元，担保比率为47.31%，公司存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 9 月底，公司本部共获得银行授信总额 802.49 亿元，已使用授信额度 171.46 亿元，尚未使用额度 631.03 亿元，公司间接融资渠道较畅通；同时公司下属子公司皖江物流（股票代码：600575.SH）已在上海证券交易所流通上市，公司具备直接融资通道。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（编号：G1034040300009100N），截至2019年2月20日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有2笔不良类贷款，181笔关注类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司财务及经营风险的识别，以及公司在资源储量、市场地位、地理区位、产业链协同等方面素质的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

本评级报告跟踪评级债券为“18 淮南矿 CP001”，发行金额 20 亿元，兑付日期为 2019 年 8 月 30 日，考虑到公司于 2019 年到期的其他债券（详见表 10），现以公司 2019 年到期债券的合计金额 98 亿元来测算本期短期融资券的偿付能力。

表 10　截至评级报告日公司存续债券明细

证券名称	到期日期	当前余额(亿元)
18 淮南矿 SCP001	2019-04-19	20

18 淮南矿 SCP002	2019-07-19	20
18 淮南矿 SCP003	2019-08-13	20
18 淮南矿 CP001	2019-08-30	20
16 淮南矿 MTN001	2019-12-27	15
14 淮南矿 MTN001	2019-12-29	3
合计	--	**98**

资料来源：Wind

2015~2017 年及 2018 年 9 月底，公司现金类资产分别为 179.73 亿元、174.09 亿元、266.00 亿元和 169.03 亿元，分别是 2019 年待兑付债券合计金额 98 亿元的 1.83 倍、1.78 倍、2.71 倍和 1.72 倍。

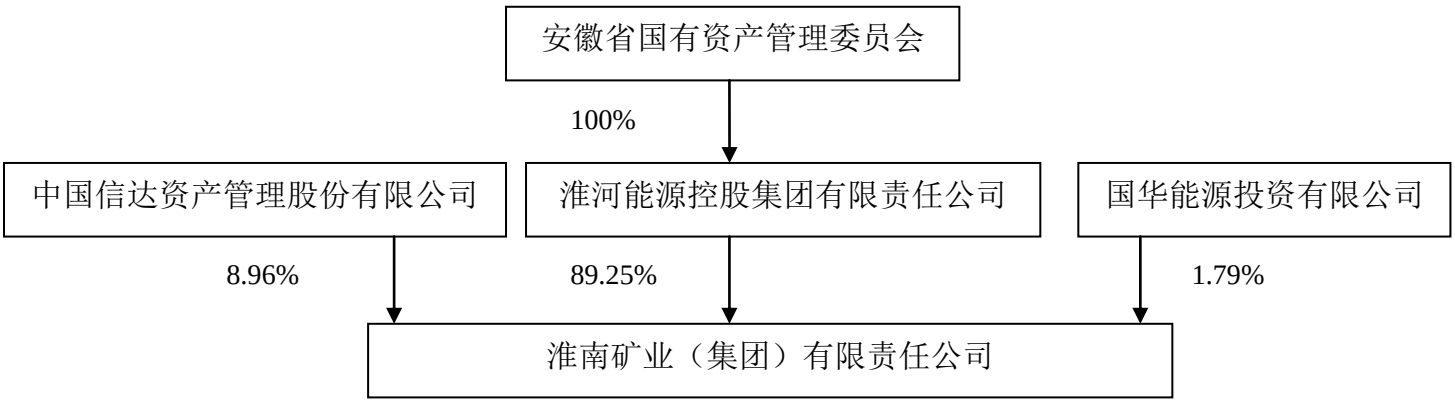
2015~2017 年，公司经营性净现金流分别为 44.45 亿元、129.24 亿元和 153.28 亿元，分别是 2019 年待兑付债券合计金额 98 亿元的 0.45 倍、1.32 倍和 1.56 倍；经营现金流入量分别为 594.08 亿元、687.86 亿元和 884.10 亿元，分别是 2019 年待兑付债券合计金额 98 亿元的 6.06 倍、7.02 倍和 9.02 倍。

总体看，公司经营活动现金流对本期短期融资券的保障能力强。

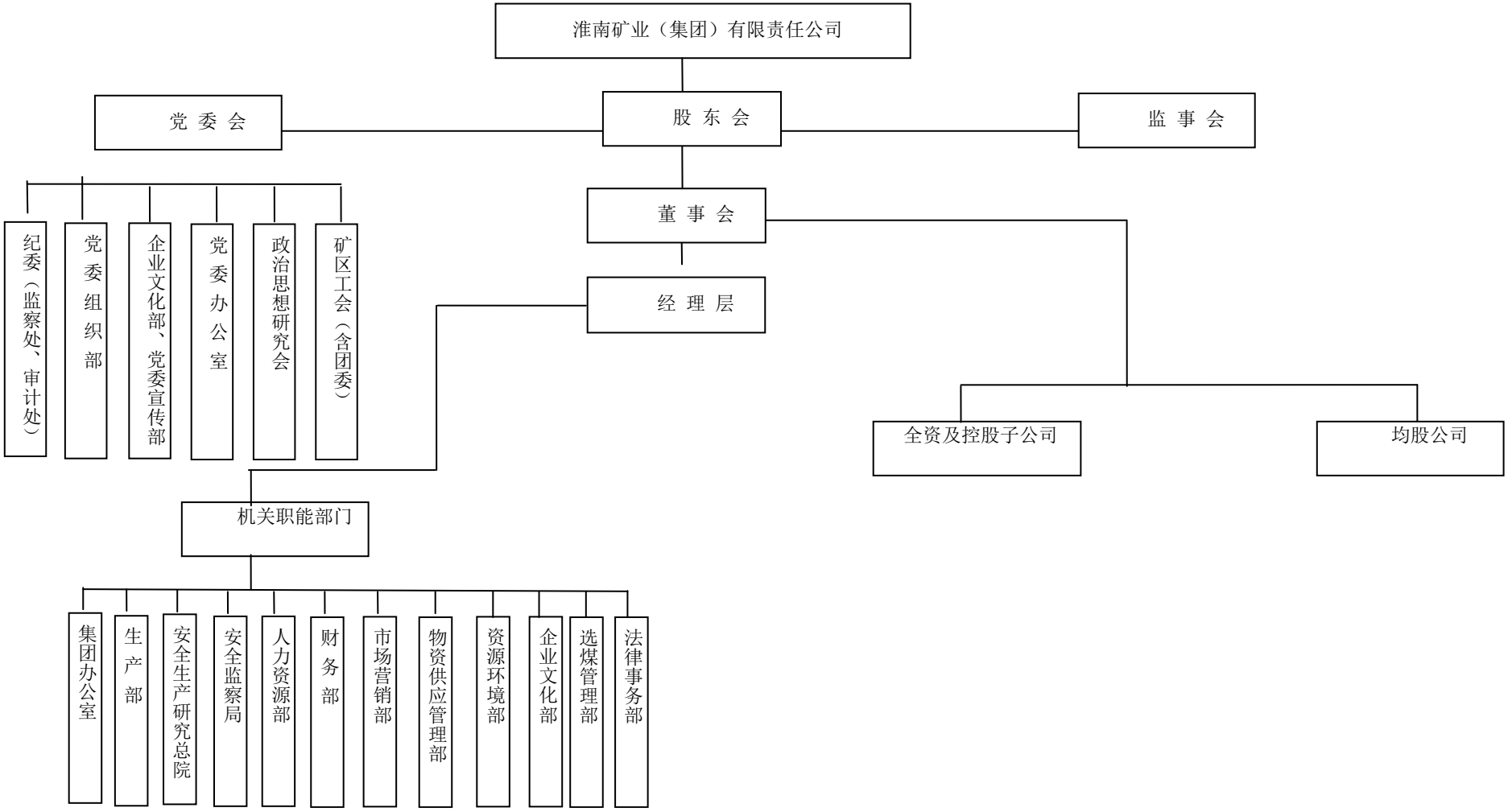
十一、结论

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 淮南矿 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1　截至报告出具日公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至报告出具日公司组织机构图



附件 1-3　截至 2018 年 9 月底纳入公司合并范围的二级子公司

序号	名称	经营地	业务性质	持股比例（%）	
				直接	间接
1	淮南矿业集团电力有限责任公司	淮南市	电力	100.00	0.00
2	淮南煤矿勘察设计院	淮南市	煤炭开采服务	100.00	0.00
3	淮南矿业集团商品检测检验有限公司	淮南市	服务	100.00	0.00
4	平安煤矿瓦斯治理国家工程中心	淮南市	煤炭开采服务	90.91	0.00
5	上海东方蓝海置业有限公司	上海市	房地产业	100.00	0.00
6	淮南矿业集团财务有限公司	淮南市	金融业	100.00	0.00
7	上海淮矿资产有限公司	上海市	服务业	100.00	0.00
8	安徽皖江物流（集团）股份有限公司	芜湖市	贸易物流	56.61	2.52
9	淮矿西部煤矿投资管理有限公司	鄂尔多斯市	煤炭开采	100.00	0.00
10	淮矿经济技术咨询服务有限公司	淮南市	服务	100.00	0.00
11	淮矿生态农业有限责任公司	怀远县	农业	100.00	0.00
12	平安煤炭开采工程技术研究院有限责任公司	淮南市	煤炭开采服务	100.00	0.00
13	淮矿健康养老服务有限责任公司	淮南市	养老服务	100.00	0.00
14	淮南矿业集团清洁能源有限责任公司	淮南市	清洁能源	100.00	0.00
15	淮南矿业集团选煤有限责任公司	淮南市	煤炭开采和洗选业	100.00	0.00
16	淮矿设备租赁有限责任公司	淮南市	专用设备制造业	100.00	0.00
17	淮南矿业集团煤层气开发利用有限责任公司	淮南市	燃气生产和供应业	100.00	0.00
18	淮河能源控股集团有限责任公司	淮南市	商务服务业	100.00	0.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	179.73	174.09	266.00	169.03
资产总额(亿元)	1529.60	1524.82	1561.81	1336.38
所有者权益合计(亿元)	260.36	307.24	350.15	275.17
短期债务(亿元)	262.43	361.61	360.02	243.00
长期债务(亿元)	416.31	387.73	389.79	465.37
全部债务(亿元)	678.75	749.34	749.81	708.37
营业收入(亿元)	431.97	596.34	761.84	336.60
利润总额(亿元)	-19.56	10.24	18.26	17.03
EBITDA(亿元)	68.61	95.54	111.17	--
经营性净现金流(亿元)	44.45	129.24	153.28	85.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.67	9.00	10.29	--
存货周转次数(次)	2.30	2.85	3.38	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.39	0.49	--
现金收入比(%)	131.95	113.46	111.97	111.31
营业利润率(%)	5.42	15.05	22.44	31.10
总资本收益率(%)	2.43	4.77	5.09	--
净资产收益率(%)	-7.89	2.90	3.82	--
长期债务资本化比率(%)	61.52	55.79	52.68	62.84
全部债务资本化比率(%)	72.28	70.92	68.17	72.02
资产负债率(%)	82.98	79.85	77.58	79.41
流动比率(%)	64.71	59.11	71.11	52.59
速动比率(%)	39.79	35.86	48.51	47.58
经营现金流动负债比(%)	6.33	17.49	20.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.78	2.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.89	7.84	6.74	--

注：1、公司提供了 2015~2017 年三年连审财务报告；2、2018 年前三季度财务数据未经审计；3、2015~2018 年前三季度公司所有者权益中分别含有 20 亿元、35 亿元、45 亿元和 25 亿元的永续债。

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

注：　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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息