

信用评级公告

联合〔2021〕1874号

联合资信评估股份有限公司通过对淮南矿业（集团）有限责任公司及其拟发行的淮南矿业（集团）有限责任公司 2021 年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定淮南矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，淮南矿业（集团）有限责任公司 2021 年度第四期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月二十二日



淮南矿业（集团）有限责任公司

2021 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况

本期中期票据发行规模：15 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司本部有息负债及补充本部煤炭板块流动资金

评级时间：2021 年 3 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮南矿业”或“公司”）作为中国 13 个大型煤炭基地及 6 个大型煤电基地之一，在资源储量、产能规模、煤种煤质和区位等方面具备较大的竞争优势。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司资产流动性较弱、债务负担重、整体改制的不确定性等因素给其信用基本面带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

随着去产能政策的实施，煤炭行业集中度不断提升，行业竞争格局趋于稳定。同时，政府支持提高了公司的综合抗风险能力。公司煤炭资源储量丰富，原煤产量未来有望保持稳定，煤电一体化的经营方式亦可提高公司的抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 政府支持力度大。公司是中国 13 个大型煤炭基地及 6 个大型煤电基地之一，所获国家政策支持力度强。同时，公司是安徽省国有企业，实际控制人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会，可获得较强的政府支持。
2. 公司在资源储量、产能规模、煤种煤质和区位等方面具备较大的竞争优势。截至 2020 年 9 月底，公司原煤生产能力 7610 万吨/年，可采储量 50.29 亿吨。公司煤矿煤质优良，本部煤矿属 1/3 焦煤为主的炼焦煤和动力煤。公司本部矿区地处华东经济区，煤炭产品及电力至消费市场的运输及输送距离近。
3. 煤电一体化的经营方式有效提高了公司的抗风险能力。截至 2020 年 9 月底，公司权益电力装机容量为 1534.32 万千瓦，是安徽省权益装机规模最大的电力企业。

分析师：尹金泽
张 峰

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

4. **公司主营业务经营状况良好，盈利水平高。**2019年，公司营业总收入为444.48亿元，利润总额为43.45亿元；总资本收益率和净资产收益率分别为7.59%和13.29%。
5. **公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。**2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度的 40.59 倍、5.74 倍和 9.04 倍。

关注

1. **公司流动资产规模持续下降，资产流动性较弱。**截至2020年9月底，公司流动资产159.00亿元，持续下降；公司流动资产占资产总额的12.76%，流动比率为27.98%。
2. **公司债务规模大，债务负担重。**如将永续债调入长期债务，截至2020年9月底，公司全部债务780.18亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.44%和72.66%。
3. **整体改制的不确定风险。**公司整体改制上市工作目前处于拟终止状态。联合资信将持续关注该事项的进展情况及其对公司信用水平的影响情况。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	266.00	178.13	126.37	95.05
资产总额(亿元)	1518.47	1335.33	1232.68	1245.88
所有者权益合计(亿元)	304.76	283.15	318.37	343.29
短期债务(亿元)	478.02	360.20	367.20	426.23
长期债务(亿元)	438.97	472.10	362.05	304.25
全部债务(亿元)	916.99	832.30	729.25	730.48
营业总收入(亿元)	761.84	443.97	444.48	288.63
利润总额(亿元)	21.69	26.45	43.45	31.76
EBITDA(亿元)	113.97	111.59	135.66	--
经营性净现金流(亿元)	153.28	121.05	86.08	49.53
营业利润率(%)	22.85	28.35	28.28	28.95
净资产收益率(%)	8.89	11.17	13.29	--
资产负债率(%)	79.93	78.80	74.17	72.45
全部债务资本化比率(%)	75.06	74.62	69.61	68.03
流动比率(%)	70.59	49.51	34.52	27.98
经营现金流动负债比(%)	20.44	22.08	16.71	--
现金类资产/短期债务(倍)	0.56	0.49	0.34	0.22
全部债务/EBITDA(倍)	8.05	7.46	5.38	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.32	2.75	3.60	--
公司本部(母公司)口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	1123.21	1083.12	1019.28	1031.33
所有者权益(亿元)	248.47	227.42	291.53	310.60
全部债务(亿元)	555.00	542.33	540.94	507.31
营业总收入(亿元)	268.76	230.54	247.12	160.94
利润总额(亿元)	20.72	15.61	39.39	21.57
资产负债率(%)	77.88	79.00	71.40	69.88
全部债务资本化比率(%)	69.08	70.46	64.98	62.03
流动比率(%)	46.72	48.87	34.95	28.60
经营现金流动负债比(%)	21.53	23.72	10.56	--

注: 1.公司2020年前三季度财务数据未经审计; 2.其他应付款、其他流动负债、长期应付款及长期流动负债中的有息负债计入全部债务核算; 3.公司所有者权益中包含永续中期票据; 4.集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/01/08	尹金泽、张峥	煤炭企业信用评级方法 V3.0.201907 煤炭企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2016/06/27	潘云峰、王冰	--	阅读全文
AAA	负面	2015/01/23	郭畅、周潇	--	阅读全文
AAA	列入信用评级观察名单	2014/12/18	郭畅、周潇	--	阅读全文
AAA	稳定	2011/04/03	王健、钟睿	--	阅读全文
AA+	正面	2009/11/05	吕晗、黄竞	--	阅读全文
AA+	稳定	2008/08/28	黄竞、张晓斌	--	阅读全文
AA	--	2006/08/31	王艳玲、张学群	--	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2021 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮南矿业”或“公司”）前身为淮南矿务局，1909 年建立第一座矿井，1985 年被划为中央企业，隶属原煤炭工业部管理，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；2018 年 10 月，为配合公司整体改制后上市需求，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）将公司股权划转至淮河能源控股集团有限责任公司（以下简称“淮河控股”）。淮河控股为安徽省国资委全资持股的子公司。截至 2020 年 9 月底，公司实收资本 181.03 亿元。淮河控股持有公司 82.90% 股权。公司实际控制人为安徽省国资委。

图 1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，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、财务部、市场营销部等职能部门（详见附件 1-1），公司主营业务为煤炭采掘销售和电力生产销售。

截至 2019 年底，公司资产总额 1232.68 亿元，所有者权益 318.37 亿元（含少数股东权益 116.20 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 444.48 亿元，利润总额 43.45 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 1245.88 亿元，所有者权益 343.29 亿元（含少数股东权益 118.80 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 288.63 亿元，利润总额 31.76 亿元。

公司地址：安徽省淮南市田家庵区洞山；法定代表人：孔祥喜。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册额度为 30 亿元的中期票据，本期拟发行 2021 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 15 亿元，发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。资金用途方面，募集资金将用于偿还公司本部有息负债及补充本部煤炭板块流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降

6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016-2020 年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020

年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分

季看,各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至 2020 年底, M2 余额 218.68 万亿元,同比增长 10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元,同比增长 8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年,全国一般公共预算收入 18.29 万亿元,同比下降 3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元,同比下降 2.30%;非税收入 2.86 万亿元,同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元,同比增长 2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元,同比增长 10.90%;卫生健康支出 1.92 万亿元,同比增长 15.20%;债务付息 0.98 万亿元,同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元,上年缺口为 4.85 万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元,同比增长 10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出 11.80 万亿元,同比增长 28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020 年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020 年我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元,实际同比增长 1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目和刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降,2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的

增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

1. 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。我国煤炭资源分布不均衡,煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016年以来,随着去产能政策的推行,煤炭行业自2012年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解,行业竞争格局有所优化,煤炭价格回升明显,行业经济效益显著提升。

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58%,大幅高于27%的世界平均水平¹。“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,煤炭行业的下游需求主要集中在火电(约占54%)、钢铁(约占18%)、建材行业(约占12%)、化工行业(约占7%)。

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。2002—2008年,国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015年,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,叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓,2012年以来国内煤炭供给过剩快速扩大,煤炭价格持续快速下降,导致煤炭行业出现普遍性亏损,煤炭企业生存出现困难。2016年以来,国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策,2016—2018年,煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨,行业供求失衡矛盾得到缓解,煤炭价格触底回升,煤炭行业逐步走出前期低谷,进入平稳发展阶段。

煤炭价格

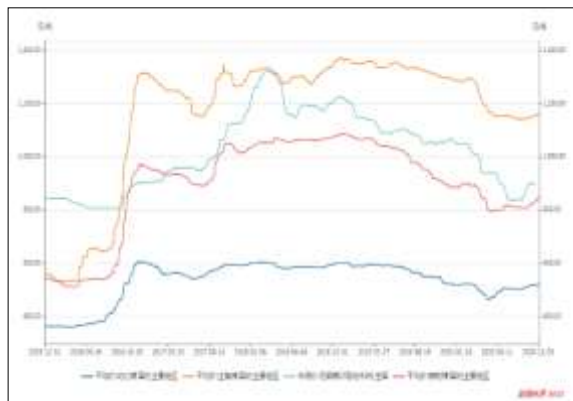
从商品煤下游用途来看,商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤,各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异,但煤炭下游需求行业均为强周期行业,行业景气度与宏观经济保持高度联动,各类商品煤价格走势也趋于一致。

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2002-2011年行业的“黄金十年”,并于2011年四季度达到历史高点。随

¹数据引用自《BP世界能源统计年鉴》第68版中文版,为2018年数据。

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,2012—2015年,煤炭价格步入深度调整阶段。截至2015年底,动力煤(国内主要地区)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源: Wind

2016年以来,受益于煤炭行业去产能政策推进,煤炭行情大幅复苏,截至2016年底,动力煤(国内主要地区)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨,分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年,煤炭行业仍处在去产能阶段,行业先进产能释放有限,叠加下游需求回暖,煤炭供需整体处于紧平衡状态,煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中,受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响,无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

2019年,随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放,全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势,截至2019年底动力煤(国内主要地区均价)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨,较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来,受疫情影响,煤炭下游需求

受到抑制,煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日,动力煤(国内主要地区)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨,较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。

进入5月,随着国内疫情受控以及用电高峰的到来,电厂日均耗煤水平逐步恢复至去年同期水平,动力煤价格率先反弹,截至2020年8月底,动力煤(国内主要地区)的价格为503元/吨,较4月底上涨4.14%;同期,受下游需求恢复相对缓慢,主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降,截至2020年8月底,主焦煤价格(国内主要地区)和喷吹煤价格(国内主要地区)分别为1142元/吨和810元/吨,较4月底分别下降4.36%和3.91%;而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力,无烟煤价格下降幅度较大,截至2020年8月底,无烟煤(2号洗中块)的价格为810元/吨,较4月底下降13.83%。

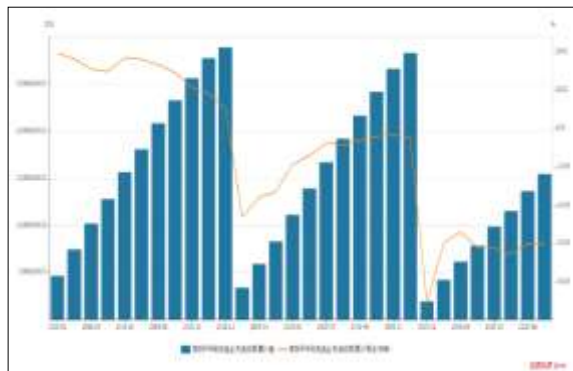
2020年9月至今,随着宏观经济增速的提升,煤炭行业下游需求不断回暖,叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严,煤炭价格开始持续回升。截至2020年11月12日,动力煤(国内主要地区均价)、主焦煤(国内主要地区)、喷吹煤(国内主要地区)、无烟煤(2号洗中块)的价格分别为524元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨,较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%,但与去年同期比仍有所下滑。

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,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。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,中国煤炭价格快速下降,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,2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损(微利)状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升,煤炭企业的盈利

水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业(规模以上企业)实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业(规模以上企业)实现利润总额1544.00亿元，同比下降30.10%。

(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。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，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

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，用煤旺季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。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业经营时间普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，往往存在一定非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁

能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤压。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%，同比增长1.54个百分点。

(3) 行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

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，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

2. 电力行业

(1) 行业概况

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，前三季度全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据²，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019

年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年1—9月，中国主要发电企业电源工程建设完成投资3082亿元，同比增长51.6%，其中清洁能源完成投资占电源完成投资的92.2%。受补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”影响，风电工程完成投资1619亿元，同比大幅增长138.4%；同期，电网基本建设工程投资完成2899亿元，同比降幅较一季度的27.4%回落至1.8%。

图4 近年中国电源及电网投资情况(单位:亿元、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年1—9月，中国发电新增装机容量7224万千瓦，增量同比增加769万千瓦。受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中

² 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

火电占比较高，约为44.06%。

图5 近年中国发电装机容量变动情况(单位:万千瓦、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点；4月以来，全社会用电量同比增幅由负转正。2020年1-9月，中国全社会用电量54134亿千瓦时，同比增长1.3%。

图6 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位:亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年1-9月，全国发电设备累计平均利用小时同比下降98小时，全国规模以上电厂发电量54086亿千瓦时，同比小幅增长0.9%，但增速回落2.1个百分点。其中，火电累计平均利用小时同比下降127小时，规模以上火电发电量同比下降0.3%；同期，主要清洁能源发电量均同比提升。

(2) 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

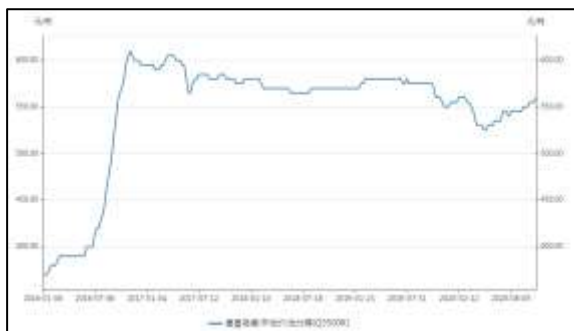
煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017-2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。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有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤

炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020 年下半年，伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，煤炭价格呈现回升趋势。

图 7 秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上线，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退

坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于 2019 年 5 月 21 日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），并于 2019 年 7 月 1 日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019 年 I~IV 类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元和 0.52 元；2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018 年之前核准，但 2020 年底前仍未完成并网的项目以及 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准，但 2021 年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年将调整为每千瓦时 0.75 元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对 2018 年底以前核准，且在 2021 年底以前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过

15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

可再生能源前期补贴连续性及补贴退坡

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，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制，并提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。2020年10月，三部委对该意见进行了补充通知，首次以文件形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度；并说明补贴到期退出后，绿证将成为增加项目收益的重要途径。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平

价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。根据《国家发展改革委办公厅国家能源局综合司关于公布2020年风电、光伏发电平价上网项目的通知》，2020年，风电平价上网项目装机规模1139.67万千瓦，光伏发电平价上网项目装机规模3305.06万千瓦；除并网消纳受限原因以外，风电项目须于2022年底前并网，光伏发电项目须于2021年底前完成并网。2020年10月，国家能源局综合司下发《关于公布光伏竞价转平价上网项目的通知》，共有1229个光伏竞价项目转平价，总装机规模799.89万千瓦，除并网消纳受限原因以外，这些项目须于2021年底前完成并网。

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。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率

96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

(3) . 行业展望

面对新冠肺炎疫情的冲击和复杂严峻的国内外环境，全国上下科学统筹疫情防控和经济社会发展，有力有效推动生产生活秩序恢复，2020年前三季度，国民经济和能源消费增速均由负转正，国民生产总值同比增长0.7%，能源消费总量同比增长0.9%。同期，电力行业为社会疫情防控和复工复产、复商复市提供电力保障，并落实阶段性降低用电成本政策，全力支持实体经济发展，2020年前三季度电力消费增速由负转正，三季度实现中速增长，经济社会发展对电力的消费需求已恢复常态。

根据中电联发布的《2020年前三季度全国电力供需形势分析预测报告》，2020年前三季度，全国电力供需总体平衡，预计四季度全社会用电量同比增长约6%，非化石能源发电装机比重将继续提高。未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开：

加强电煤供需协调，切实保障迎峰度冬期间电力热力供应。具体措施包括切实落实东北地区采暖季用煤保障，化解东北时段性电煤供应紧张问题，并加大对东北、西北、西南等地区部分火电企业的亏损治理、处僵治困；做好用电高峰时

的有序用电预案；提高可再生能源预测准确度，并加快发放新能源补贴，缓解新能源发电企业运营压力等，提高电力供应保障。

完善电力市场交易机制，推进电力中长期合约签订及现货市场建设。具体措施包括统筹中长期交易与现货交易的衔接；加快健全市场信息披露制度；妥善处理新能源进入市场的方式，完善可再生能源配额制机制建设，保障可再生能源的全额消纳；建立容量成本补偿等辅助服务机制，促进火电企业有序转型等。

加强电力规划引领，进一步加快推动清洁低碳电力结构转型。具体措施包括综合考虑各类资源条件、发电经济性、系统调节能力等因素，推动非化石能源快速有序发展；加快建设多元高弹性智能电网，推动储能技术研究，提升可再生能源的介入裕度等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为地方国有控股有限责任公司，截至2020年9月底，淮河控股持有公司82.90%股权，为公司控股股东。公司实际控制人为安徽省国资委。

2. 企业规模

公司作为中国13个大型煤炭基地及6个大型煤电基地之一，在资源储量、产能规模及煤种煤质等方面具备较大的竞争优势。煤电一体化的经营方式可有效提高公司的抗风险能力。

截至2020年9月底，公司本部拥有9座在产矿井，生产能力5610万吨/年，可采储量40.20亿吨；公司在蒙西鄂尔多斯拥有3座在产矿井，生产能力2000万吨/年，可采储量10.09亿吨。

公司本部煤矿矿区东西长约100公里，南北倾斜宽约30公里，面积约3000平方公里，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。公司煤炭总储量占华东地区煤炭储量的50%，安徽省的74%。公司-1000m以上已探明煤炭保有储量200亿吨，煤种齐全，属1/3焦煤

为主的炼焦煤和动力煤，深部出现肥煤、焦煤和瘦煤等，并有丰富的煤层气、高岭土等煤炭伴生资源。公司本部煤矿煤质优良，具有特低硫、特低磷、高发热量、高灰熔点、粘结性强、结焦性好等优点。

煤电一体化方面，截至 2020 年 9 月底，公司权益装机容量为 1534.32 万千瓦，是安徽省权益装机规模最大的电力企业。其中，合并范围内电厂权益装机容量为 315.54 万千瓦，参股电厂电力权益装机总规模 1218.78 万千瓦。煤电一体化的经营方式可提高公司的抗风险能力。

3. 人员素质

公司领导层行业经验丰富，员工构成符合行业劳动密集型特点，能够满足其日常生产经营需要。

公司现有董事、监事及高级管理人员均具有本科及以上学历，多数在各自的专业领域工作 20 年以上，从业经验丰富，整体素质较高。

公司董事长孔祥喜，1962 年生，研究生学历，高级工程师，1983 年 7 月至 1993 年 8 月先后任淮南矿务局潘一矿科研科助工、高普一区助工、工程师、高普一区副区长，1993 年 8 月至 1998 年 1 月任谢一矿副矿长、谢一矿矿长，1998 年 1 月任淮南矿务局副局长、淮南矿业副总经理，2002 年 7 月任公司董事、总经理、党委常委，2004 年 12 月起任公司副董事长、总经理、党委常委、董事，2014 年 3 月起担任公司董事长、党委书记。

公司总经理王世森，1965 年 8 月出生，研究生学历，高级工程师，1989 年 7 月参加工作；历任淮北矿务局朔里矿采煤一区技术员、淮北矿务局朔里矿团委书记、淮北矿务局朔里矿残采一区副区长、淮北矿务局朔里矿高普区区长、淮北矿务局朔里矿采煤副总工程师；淮北矿务局、淮北矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮北矿业集团”）朔里矿副矿长、矿长；淮北矿业集团副总经理、临涣中利发电有限公司董事长、党支部书记；2009 年 12 月起担任淮北矿业集团

党委常委、副总经理；2010 年 2 月起兼任淮北矿业股份有限公司（以下简称“淮北矿业”）副总经理；2011 年 3 月起担任淮北矿业集团党委常委，淮北矿业副总经理；2014 年 4 月起担任公司董事、党委副书记、总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司在册在岗职工 61337 人。按教育程度分类，大专及以上学历人员占 29.86%，高中学历人员占 34.79%，初中及以下学历人员占 35.35%；按岗位性质分类，井下、地面生产人员占 41.54%，地面销售人员占 0.77%，其他人员占 57.70%。

4. 外部环境与支持

公司本部矿区在地理位置上具有较明显的区位优势 and 较强的市场竞争力。公司获得了国家重点支持，总体开发规划纳入了国家能源战略。

公司本部矿区地处华东经济区，紧邻经济发达的江苏、浙江、上海等地。公司本部矿区周边地区交通发达，距离电力负荷中心的运输及输送距离近，运费及输送成本低。阜（阳）淮（南）铁路从矿区内穿过，可连接京沪、京九和皖赣等国铁干线；矿区内公路四通八达，可通往合肥、蚌埠、阜阳等地；淮河从矿区中部穿过，可常年通航。公司本部煤炭产品及电力至消费市场的运输及输送距离近，在地理位置上具有较明显的区位优势 and 较强的市场竞争力。

公司作为中国 13 个大型煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一，是第一家通过国家发展改革委员会审批《中长期发展规划》的单位，是安徽“861”计划和“皖电东送”规划的重要组成部分，列入国家能源战略。此外，公司获得了安徽省财政增值税补贴、施工企业困难补助、煤矸石发电增值税返还、复合水泥退税、高新企业退税等多项政府补助。

5. 过往债务履约情况

公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：

91340400150230004B), 截至2021年2月7日, 公司本部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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规, 公司设立了股东会、董事会和监事会, 建立了相对完善的法人治理结构, 能够较好地规范重大经营决策程序。

股东会是公司的最高决策机构, 由全体股东组成, 股东按照出资比例在股东会行使表决权, 是公司的权力机构。

董事会是公司的执行机构, 对股东会负责, 董事会由7名董事组成。其中, 淮河控股推荐4名, 中国信达资产管理股份有限公司(以下简称“中国信达”)推荐1名, 建信金融资产投资有限公司(以下简称“建信投资”)推荐1名, 职工董事1名。董事会设董事长一人。

监事会是监督评价的核心机构。公司监事会由7名监事组成。其中, 淮河控股推荐1名, 中国信达推荐1名, 国华能源投资有限公司推荐1名, 中银资产管理有限公司(以下简称“中银投资”)推荐1名, 公司职工代表监事3名。监事会设主席1名。监事的任期每届三年, 连选可以连任。

经理层是决策的执行人。公司设总经理1名, 由董事会聘任或解聘, 主持公司的日常经营管理工作, 实施董事会决议。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度, 内部控制制度健全, 管理风险较低。

公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定, 建立了比较完善的内控制度, 形成了比较完善的制度体系和业务流程, 并涵盖对子公司控制、财务管理、安全生产、环境保护、对外担保等方面。

子公司管控方面: 作为一个集团性公司, 公

司在母子公司管理模式上, 采取统分结合的管理模式, 主要特征是在发挥子公司积极性的基础上, 强化母公司对子公司的管理控制, 从业绩、权限、财务、人事、信息等多个方面建立起各种行之有效的管理制度。具体实施中采取由公司统一核算, 所属单位分级管理的管理形式, 公司对整个企业的盈亏负全责; 在经营管理职能方面, 公司与子公司各有分工。供、产、销和人、财、物的重要经营管理权力集中在公司, 而生产等具体业务下放给子公司, 子公司拥有一定相对独立的权力。

财务管理方面: 公司制定了《全面预算管理暂行办法》《资金结算管理办法》等完善的财务控制监督制度。公司从申报、汇总、复核、审批、支付等方面规范管理; 控制预算总量, 从“量、时、构”三方面综合考虑, 保证收支平衡, 使资金管理流程清晰通畅、易于操作。

安全生产方面: 公司制定了《关于安全生产的规定》《关于瓦斯综合治理工作的决定》《关于加强化学封闭材料安全使用的通知》和《对应发生安全事故造成重大经济损失进行责任追究的决定》等制度规范。公司要求严格执行瓦斯超限就是事故的规定, 严格矿井安全监测监控系统管理, 严格防尘管理, 严格执行重大隐患排查、整改和报告制度, 严格执行“一矿一制”。凡在矿井施工作业单位和人员, 严格执行所在矿、矿建项目部的安全管理规定等。通过完善安全工作制度, 进一步完善了各级领导干部的安全生产责任制、岗位责任制、安全例会制等, 使得安全生产有章可循, 有法可依。

环境保护方面: 公司重视环境保护工作, 制定了《环境保护监督管理办法》《环境保护设施监督管理办法》《危险废物管理暂行规定》《环境保护目标管理考核办法》等环保制度。公司被列入国家循环经济试点示范单位、中华环境友好型企业 and 国家级创新型试点企业。

担保方面: 根据《淮南矿业(集团)有限责任公司担保管理办法》的规定, 对内、对外担保事项由公司统一管理, 未经公司批准(备案), 不得提供担保。上述办法对担保的范围、符合担保的条件、累计提供的担保余额及担保的形式作

出了规定，对担保权限和职责、担保的程序和管理、责任追究的均设立了条款和制度，确保了公司对内、对外担保流程的合规性。

七、重大事项

公司整体改制上市工作处于拟终止状态，联合资信将持续关注该事项的进展情况及其对公司信用水平的影响情况。

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〕626号），同意将公司整体划转至淮河控股，划转完成后，淮河控股持有公司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%控股变更为淮河控股100%控股。

安徽省国资委完成土地增资后，中国信达以债转股的形式重新对公司增资，增资金额为30亿元。2018年11月26日，上述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，股权由淮河控股100%控股变更为淮河控股持股90.8796%，中国信达持股9.1204%。

2018年12月国华能源投资有限公司（以下简称“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6.00亿元，公司注册资本由1651268.4496万元变更为1681388.9315万元，股权变更为淮河控股持股89.2516%、中国信达持股8.957%、国华投资持股1.7914%。

2019年8月，公司通过增资扩股，引入建信投资、中银投资、冀凯企业管理集团有限公司（以下简称“冀凯集团”）、上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”）、中电国瑞物流有限公司（以下简称“中电国瑞”）、淮北矿业

等6家股东，注册资本由1681388.9315万元增加至1810254.9111万元。本次增资扩股后，公司的控股股东、实际控制人未发生变化，控股股东淮河控股持股82.90%，中国信达持股8.32%，国华投资持股1.66%，建信投资持股2.85%，中银资产持股1.42%，冀凯集团持股1.14%，上海电力持股0.57%，中电国瑞持股0.57%，淮北矿业持股0.57%。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。

2019年10月7日，公司通知控股子公司淮河能源（集团）股份有限公司（以下简称“淮河能源”，证券代码：600575.SH，原芜湖港储运股份有限公司），拟通过淮河能源向公司全体股东以非公开发行股份的方式，对公司进行吸收合并，吸收合并后公司将注销法人资格，淮河能源作为存续主体。本次重组后，公司控股股东仍为淮河控股，实际控制人仍为安徽省国资委。

2020年6月1日，公司发布《关于淮南矿业（集团）有限责任公司重大资产重组事项拟终止的公告》，公告指出，2020年5月30日，淮河能源收到淮河控股发出的拟终止重大资产重组事项的函，提出鉴于公司下属企业部分生产经营性资产涉及的土地、房屋等相关权属证明文件未能如期取得，且预计在短期内难以解决，为切实保护上市公司和中小股东的利益，拟终止本次重大资产重组事项。公司称本次重大资产重组拟终止事项对公司股权结构、生产经营和偿债能力等无实质性影响。本次重大资产重组事项处于拟终止状态，联合资信将持续关注该事项的进展情况及其对公司信用水平的影响情况。

八、经营分析

1. 经营现状

近年来，公司持续剥离地产业务，减小物流贸易规模，公司主营业务收入波动下降。受煤炭价格整体处于绿色区间运行影响，公司煤炭主业毛利率持续维持较高水平。公司非煤业务中电力及物流贸易业务规模大。

公司按照“煤电一体化”的战略思路，依托强大的煤炭资源优势，做大电力产业，做实贸易业务，主营业务包括煤炭、电力、物流贸易和其他等业务板块。煤炭业务是公司的传统核心业务。

收入规模及构成方面，2017—2019年，公司主营业务收入波动下降，主要系物流贸易收入下降所致。2017—2019年，公司煤炭业务收入有所下降，2019年实现收入254.93亿元，较2018年下降2.93%；煤炭业务收入占主营业务收入比重为58.99%。公司非煤产业主要包括电力、物流贸易等，2019年完成收入177.24亿元，较2018年增长4.97%，占主营业务收入比重为41.01%，对公司收入贡献较大。其中，电力板块实现收入79.04亿元，较2018年增长0.50%；物流贸易业务实现收入91.17亿元，较2018年增长14.71%，收入占比提升至21.09%，主要系铁路运输业务收入增加所致。近年来，公司持续剥离房地产业务，公司房地产业务收入持续下降。2019年，除煤

炭、物流贸易及电力业务外，公司其他业务收入占比较小。

毛利率方面，2017—2019年，公司主营业务毛利率不断增长，2019年为30.62%，较2018年小幅提升0.04个百分点。其中，煤炭业务是公司的主要利润来源。2017—2019年，公司煤炭业务毛利率波动中有所下降，2019年为45.88%，较2018年提升3.65个百分点，主要系价格较高的精煤销量增加所致。2017—2019年，公司电力板块受燃料成本波动影响，毛利率波动中有所增长，与煤炭业务盈利水平形成一定对冲。2019年，受物流贸易收入中铁路运输收入占比提高影响，公司物流贸易业务毛利率提升至5.98%。

2020年1—9月，公司实现主营业务收入287.60亿元，受新冠疫情影响较2019年同期下降12.59%。同期，公司主营业务毛利率同比有所下降，为28.24%。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块分类	2017年			2018年			2019年			2020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	298.32	39.77	54.75	262.64	60.87	42.22	254.93	58.99	45.88	186.32	64.78	42.36
物流贸易	319.73	42.63	0.15	79.48	18.42	1.09	91.17	21.09	5.98	39.00	13.56	0.81
电力	66.88	8.92	8.29	78.64	18.23	23.39	79.04	18.29	9.37	52.24	18.16	3.27
房地产	58.45	7.79	18.34	3.03	0.70	25.50	0.08	0.02	69.87	--	--	--
其他	6.67	0.89	4.63	7.70	1.78	6.32	6.95	1.61	58.83	10.04	3.49	2.73
合计	750.05	100.00	24.21	431.48	100.00	30.58	432.17	100.00	30.62	287.60	100.00	28.24

注：尾差系四舍五入原因造成
资料来源：公司提供

2. 煤炭板块

(1) 煤炭生产

公司煤炭资源储量丰富，煤炭产量规模较大，公司采煤机械化程度很高。近年来，公司下属矿井有安全事故发生，公司面临一定的安全生产压力。

公司矿井产煤以气煤、焦煤和瘦煤为主。截至2020年9月底，公司可采储量合计50.29亿吨。其中，公司本部可采储量合计40.20亿吨；蒙西鄂尔多斯可采储量合计10.09亿吨。受去产

能政策影响，公司近年来关闭了部分矿井，在产产能有所下降。截至2020年9月底，公司拥有生产矿井12座，核定产能7610万吨/年。其中，公司本部矿井9座，核定产能5610万吨/年；蒙西鄂尔多斯矿井3座，核定产能2000万吨/年。

公司本部落实去产能政策，截至2019年底，公司本部累计退出4对矿井，退出产能合计1420万吨/年。2017—2019年，公司本部原煤产量有所下降，2019年为5009.27万吨，较2018年下降4.46%。

表3 公司本部煤炭矿井生产情况(单位:万吨、万吨/年、年)

名称	生产经营情况	煤种	可采储量	剩余可采年限	在产产能	2017年产量	2018年产量	2019年产量	2020年1—9月产量
潘三矿	正常在产	QM、1/3JM	38188.10	54.6	500	133.61	105.88	352.17	295.01

谢桥矿	正常在产	QM、1/3JM	31912.50	23.7	960	133.99	156.01	806.99	678.46
张集矿	正常在产	QM、1/3JM	81739.30	47.5	1230	426.67	407.07	1222.67	906.83
潘二矿	正常在产	1/3JM	17933.20	33.7	380	884.67	771.61	254.24	198.74
顾桥矿井	正常在产	QM	82163.30	65.2	900	1221.07	1229.97	893.97	678.50
顾北矿	正常在产	QM、1/3JM	27585.30	49.3	400	899.33	899.9	399.96	285.37
丁集矿井	正常在产	QM、1/3JM	62489.30	74.4	600	395.17	399.97	547.66	440.20
朱集东	正常在产	QM、1/3JM	46430.30	82.9	400	588.17	575.67	392.19	290.45
潘北矿	正常在产	QM、1/3JM	13519.30	40.2	240	395.84	390.67	139.42	94.40
新庄孜矿	已关停	QM、1/3JM、JM	--	--	--	124.55	--	--	--
潘一矿	已关停	QM、1/3JM	--	--	--	519.25	306.17	--	--
谢一矿	已关停	1/3JM、JM、SM	--	--	--	--	--	--	--
李嘴孜矿	已关停	1/3JM	--	--	--	--	--	--	--
合计	--	--	401960.60	--	5610	5722.32	5242.92	5009.27	3867.95

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生产矿井;4.李嘴孜矿、谢一矿已于2016年闭井,新庄孜矿于2017年闭井,潘一矿2018年已闭井;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;6.可采储量和核定产能的合计数已剔除退出矿井

资料来源:公司提供

公司本部煤田煤层瓦斯气资源丰富且目前开采深度在-600米至-1000米左右,导致煤炭开采具有较高的难度和安全隐患,公司本部面临较大的安全生产压力。近年来,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。公司本部采煤机械化程度及掘进机械化程度均达100%,机械化水平很高。

安全生产方面,2017年,公司本部发生死亡事故5起死亡5人,百万吨死亡率为0.069人/百万吨;2018年,公司本部发生死亡事故4起死亡4人,百万吨死亡率为0.070人/百万吨;2019年,公司本部发生死亡事故1起死亡1人,百万吨死亡率为0.020人/百万吨;2020年1-9月,公司本部发生死亡事故1起死亡2人,百万吨死亡率为0.052人/百万吨。2017-2019年,公司本部未出现重大安全事故,2019年,公司本部百万吨死亡率大幅下降。

表4 公司本部近年生产指标表

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	96.58	96.80	100.00	97.42
全员效率(吨/工)	5.378	4.949	4.854	5.410
死亡率(人/百万吨)	0.069	0.070	0.020	0.052

资料来源:公司提供

2017-2019年,随着职工薪酬、维检费、地面塌陷费以及其他等支出不断增长,公司本部吨煤生产成本不断上升,2019年为479.33元/吨。

表5 公司本部吨煤成本情况(单位:元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年
材料	24.83	33.28	32.57
职工薪酬	171.22	185.90	192.89
电力	10.67	12.90	13.83
折旧	38.55	39.25	31.79
维简费	0.00	13.92	15.00
安全生产费	35.61	32.31	33.00
修理费	4.35	4.73	7.45
地面塌陷补偿费	10.63	10.87	23.41
其他支出	105.1	114.5	129.39
合计	400.96	447.66	479.33

资料来源:公司提供

淮河能源西部煤电集团有限责任公司是公司在内蒙古自治区的全资子公司,负责公司在西部区域的煤矿电力投资、项目建设和生产经营管理工作。目前,公司在蒙西鄂尔多斯共拥有3座矿井,分别是内蒙古银宏能源开发有限公司泊江海子矿、鄂尔多斯市中北煤化工有限公司色连二矿和鄂尔多斯市华兴能源有限责任公司唐家协会矿,已全部投产,核定产能共2000万吨/年。

表6 公司西部区域煤炭矿井原煤生产情况

(单位:万吨、万吨/年、年)

名称	生产经营情况	煤种	可采储量	剩余可采年限	在产产能
色连二矿	正常在产	褐煤	34557.50	28.9	800

唐家会矿	正常在产	褐煤	40132.00	31.8	900
泊江海子矿	正常在产	褐煤	26245.00	65.3	300
合计	--	--	100934.50	--	2000

资料来源：公司提供

公司西部矿井煤矿储量丰富，地质水文条件简单，煤层瓦斯含量低，易于开采及组织生产。得益于矿层开采条件好，西部矿井吨煤煤矿成本较低。

表7 公司西部矿井生产情况（单位：元/吨、万吨）

矿井	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
色连二矿	吨煤成本	150.41	155.22	152.01	163.91
	商品煤产量	517.92	823.49	867.08	619.92
唐家会矿	吨煤成本	149.24	141.92	170.48	161.08
	商品煤产量	517.92	863.66	986.86	679.24
泊江海子矿	吨煤成本	--	--	205.98	243.97
	商品煤产量	--	--	519.65	341.75
商品煤产量合计		1035.84	1687.15	2373.59	1640.91

资料来源：公司提供

（2）煤炭销售

公司煤炭销量规模较大，同时合同煤销售占比高，产品销路稳定，运输能力有保障，煤炭业务规模优势突出。2019年，随着精煤销量占比提高，公司煤炭销售均价有所提高。

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200

万吨，联营均股电力企业可消耗约600万吨，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，已与中国石油化工集团有限公司、浙江省能源集团有限公司、国家电力投资集团有限公司、中国大唐集团有限公司、中国华能集团有限公司、中国国电集团有限公司、华润（集团）有限公司、杭州钢铁集团有限公司、马钢（集团）控股有限公司、新余钢铁集团有限公司、安徽海螺集团有限责任公司等大客户建立了长期战略合作伙伴关系，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。

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，年底统一调价调差结算的方式。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，且公司本部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，但公司本部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。2017-2019年，公司本部煤炭价格波动增长，2019年为552.19元/吨，较2018年增长6.29%，主要系价格较高的精煤销量占比增加所致。

表8 公司本部煤炭分品种销售情况（单位：万吨、元/吨）

煤种	2017年		2018年		2019年		2020年1-9月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
混煤	3526.88	472.08	2957.04	467.23	3511.53	469.50	2008.12	449.45
块煤	1.74	545.86	1.09	486.17	--	--	--	--
精煤	605.22	1016.99	406.67	1047.53	658.53	1118.76	510.56	975.94
洗混	87.35	512.73	296.67	504.28	--	--	--	--
煤泥	131.48	168.90	144.32	134.55	188.14	112.43	126.06	97.17
合计	4352.67	539.54	3805.80	519.52	4358.20	552.19	2644.74	534.30

注：商品煤销量不含公司控（均）股电厂内部消耗量

资料来源：公司提供

在销售区域方面，公司本部地处华东腹地，除供应安徽省内市场外，主要供给华东六省一市，安徽省是公司本部的主要销售区域。2017-2019年，公司本部煤炭销售区域中安徽省占比均在80%左右。

表9 公司本部煤炭销售区域占比概况（单位：%）

区域	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
安徽省	78.79	86.28	81.83	81.07
安徽省外	21.21	13.72	18.17	18.93

资料来源：公司提供

煤炭运输方式上，公司本部采取铁路直达、铁水联运、内河水运、铁路专用线运输和公路运输等运输形式。铁路运输成本低于公路，公司本部较大比例的铁路运输销售有助于降低成本，增强产品竞争力。

表 10 2019 年公司本部煤炭运输情况
(单位: %、元/吨)

运输方式	运量占比	平均运费
铁路直达	42.80	42.69
铁水联运	3.80	84.78
内河水运	2.17	70.00
铁路专用线	39.91	--
公路运输	11.32	--
合计	100.00	--

注：铁路专用线运输方式中专线为中电国际平圩发电公司（平圩电厂）与公司共同出资修建，运费由电厂承担并直接交给铁路运输公司；公路运输方式中公司只负责发货过称，运费由买方承担。因此，这两部分运费未计入成本

资料来源：公司提供

公司西部矿井煤炭销售中，长协定价体系参照 CCI、神华价格、CCTD 等指数，市场销售价格参照当期 CCI 价格；主要运输方式分为出区销售火车运输，区域内销售铁路与公路运输。

表 11 公司西部矿井销售情况（单位：元/吨、万吨）

矿井	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
色连二矿	销售价格	175.89	189.80	190.74	180.87
	商品煤销量	476.68	856.13	864.90	584.85
唐家会矿	销售价格	178.21	176.83	191.31	188.54
	商品煤销量	476.68	877.50	1004.14	617.35
泊江海子矿	销售价格	--	--	203.21	213.05
	商品煤销量	--	--	511.72	339.04
商品煤销量合计		953.36	1733.63	2380.76	1541.24

资料来源：公司提供

3. 电力板块

公司权益电力装机容量规模较大，均股及参股电厂的经营效益较好，对公司利润贡献较大。

公司控股电厂经营主体为淮南矿业集团电力有限责任公司，控股电厂包括 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 田集电厂一期，股权占比为 50.43%）、以顾北煤矿作为出资与浙江省能源集团有限公司合资组建淮浙煤电有限责任公司（下辖 2×630MW 及 2×660MW 凤台电厂，股权占比为 50%）。

表 12 公司合并口径电厂情况

单位	股权比例	权益装机容量(万千瓦)	上网电量(亿千瓦时)			发电利用小时数(小时)			上网电价(元/度)		
			2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
新庄孜电厂	100%	30	9.17	9.74	7.67	3295.19	3506.71	2797.13	7月1日前0.3156元/度 7月1日后0.3285元/度	0.3315	0.3464
潘三电厂	100%	27	12.37	12.92	12.72	4922.30	5136.43	5038.51	7月1日前0.3156元/度 7月1日后0.3285元/度	0.3305	0.3465
顾桥电厂	100%	66	25.07	26.44	26.33	4037.83	4261.26	4257.73	7月1日前0.3156元/度 7月1日后0.3285元/度	0.3254	0.3296
凤台电厂	50%	129	119.16	132.81	131.33	4820.92	5377.81	5318.29	7月1日前0.3156元/度 7月1日后0.3285元/度	0.3830	0.3844
田集电厂一期	50.43%	63.54	43.01	55.62	56.53	2601.49	4640.12	4716.79	7月1日前0.3156元/度 7月1日后0.3285元/度	0.3835	0.3819
合计	--	315.54	208.78	237.53	234.58	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

受机组利用小时数较低和配套煤矿（新庄孜矿）退出后外采煤价格较高等因素影响，公司控股电厂均处于亏损阶段，2019 年利润总额合计 -1.52 亿元，面临较大经营压力；均股电厂总体经营效益相对较好，2019 年实现利润总额 4.35 亿元，同比下降 47.61%，主要系 2019 年皖东东送机组超低排放补贴取消所致。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。

此外，公司参股了多家大型电力集团的 15 家电力公司。其中，100 万级机组 3 台、60 万级

机组 25 台、30 万级机组 8 台。截至 2019 年底，公司参股电厂电力权益装机总规模 1218.78 万千瓦。2019 年，公司参股电厂实现收入 422.99 亿元，实现营业利润 37.29 亿元。2019 年，公司参股电厂实现投资收益合计 8.85 亿元，对公司利润总额贡献较大。

4. 物流贸易板块

公司压减贸易收入规模，2018 年，物流贸易业务收入规模大幅下降，收入占比较低，且业务盈利水平低，物流贸易业务对公司整体盈利规模的贡献不大。

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 and 煤炭生产需要开展物流贸易业务。

公司物流贸易业务由上市子公司淮河能源承担。淮河能源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。经过重组整合后，淮河能源取得了铁运公司和物流公司完整的铁路运输业务和物流贸易业务。通过对原有的港口装卸中转业务整合，形成了集港口装卸、仓储、运输、贸易为一体的现代物流业务体系。

2017—2019 年，公司物流贸易业务收入波动下降，主要系公司主动缩减贸易量所致；2019 年为 91.17 亿元，较上年增长 14.71%。从毛利率来看，公司物流贸易毛利率不断提高，2019 年为 5.98%，较上年提高 4.88 个百分点，主要系物流贸易收入中铁路运输收入占比提高所致。

5. 经营效率

公司经营效率一般。

2017—2019 年，受贸易业务下降影响，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所下降，2019 年分别为 9.32 次和 0.35 次；受 2018 年以来存货规模大幅下降影响，公司存货周转次数有所提高，2019 年为 13.93 次。

表 13 2019 年同行业公司经营效率情况对比(单位:次)

公司名称	销售债权 周转次数	存货周 转次数	总资产周 转次数
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	11.30	10.43	0.73
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	15.55	11.94	0.62
华电煤业集团有限公司	9.83	21.95	0.35
淮北矿业(集团)有限责任公司	11.24	13.66	0.70
公司	9.32	13.93	0.35

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在建工程 and 未来发展

公司在建及拟建项目以煤电主业项目为主，未来投资规模较大，有一定资金压力。公司发展战略目标明确，符合公司现有业务发展情况，能够满足未来发展需求。

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建及拟建项目 6 个。其中，煤矿建设项目 4 个，电厂项目 1 个，LNG 接收站项目 1 个。截至 2020 年 9 月底，项目已完成投资 54.00 亿元，尚需投资金额 108.05 亿元。其中，潘集电厂一期、芜湖 LNG 接收站及配套工程项目投资额较大，目前尚处于拟建状态。公司未来投资规模较大。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司主要在建及拟建项目
(单位:亿元)

项目名称	总投资额	累计投资	2020 年 10—12 月计划投资
潘三矿安全改建及二水平延深	15.73	13.27	0.25
张集矿安全改建及二水平延深	20.34	16.78	0.96
顾桥矿安全改建及二水平延深	19.32	16.82	0.55
潘集电厂一期	56.84	3.63	2.11
芜湖 LNG 接收站及配套工程	33.86	1.33	1.2
丁集矿安全改建及二水平延深	15.96	2.17	1.06
合计	162.05	54.00	6.13

资料来源：公司提供

未来，公司将以能源为主轴，服务和金融为两翼，推进淮南、蒙西、皖江地区三大基地协同发展的格局。公司煤炭产量将持续稳定在 7000 万吨左右，坚持推进煤电一体化发展战略，并拓展天然气业务。公司将持续推进扭亏脱困和转型发展，建成具有区域影响力的新型综合能源服务企业，产融结合治理科学的公众公司，全国煤电安全高效清洁利用示范基地。

九、财务分析

公司提供了 2017—2019 年三年联审财务报告，中审亚太会计师事务所（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 2020 年三季度财务报表未经审计。

公司 2018 年报表合并范围新纳入 4 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 2 家。2018 年，因股权转让，地产业务板块的子公司不再纳入公司合并范围。2019 年报表合并范围新纳入 1 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 14 家。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司 42 家。2020 年三季度，公司合并范围无变化。2018 年开始公司剥离房地产业务，对公司财务数据的连续性和可比性存在一定影响。

2018 年公司财务报告披露了重要前期差错更正，并对 2017 年财务报表进行了重述。考虑到可比性问题，本评级报告财务分析采用调整后财务数据。

截至 2019 年底，公司资产总额 1232.68 亿元，所有者权益 318.37 亿元（含少数股东权益 116.20 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 444.48 亿元，利润总额 43.45 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 1245.88 亿元，所有者权益 343.29 亿元（含少数股东权益 118.80 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 288.63 亿元，利润总额 31.76 亿元。

1. 资产质量

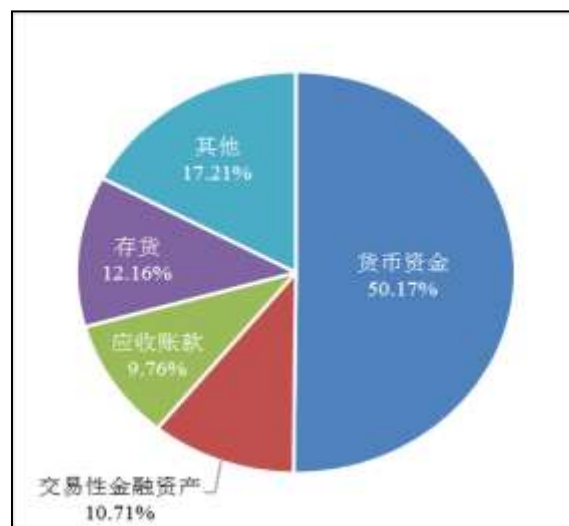
受公司剥离房地产业务影响，公司流动资产规模不断下降，公司资产流动性较弱。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产及无形资产构成。按照国家去产能政策要求，公司已经关停煤炭落后产能，未来减值风险较小。

2017—2019 年底，公司资产规模连续下降，年均复合下降 9.90%。截至 2019 年底，公司资产总额 1232.68 亿元，较上年底下降 7.69%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产占 14.43%，非流动资产占 85.57%。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比下降较快。

(1) 流动资产

2017—2019 年底，公司流动资产规模连续下降，年均复合下降 42.04%。截至 2019 年底，公司流动资产 177.87 亿元，较上年底下降 34.49%，主要系货币资金下降所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款及存货构成。

图 8 公司 2019 年底流动资产构成



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年底，公司货币资金连续下降，年均复合下降 34.85%。截至 2019 年底，公司货币资金 89.23 亿元，较上年底下降 35.17%，主要系偿还债务所致。货币资金中有 15.15 亿元受限资金，受限比例为 16.98%，主要为法定存款准备金及银行承兑汇票保证金，受限比例一般。

2017—2019 年底，公司交易性金融资产连续增长，年均复合增长 127.36%。截至 2019 年底，公司交易性金融资产 19.04 亿元，较上年底增长 344.34%，主要系部分可供出售权益类金融资产重分类至交易性金融资产所致。

2017—2019 年底，公司应收账款波动下降，年均复合下降 14.18%。截至 2019 年底，公司应收账款 17.36 亿元，较上年底下降 26.98%，主要系加大应收账款回收力度所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 1.82 亿元；应收账款前五大欠款方合计账面余额为 11.66 亿元，占比为 60.81%，集中度较高。

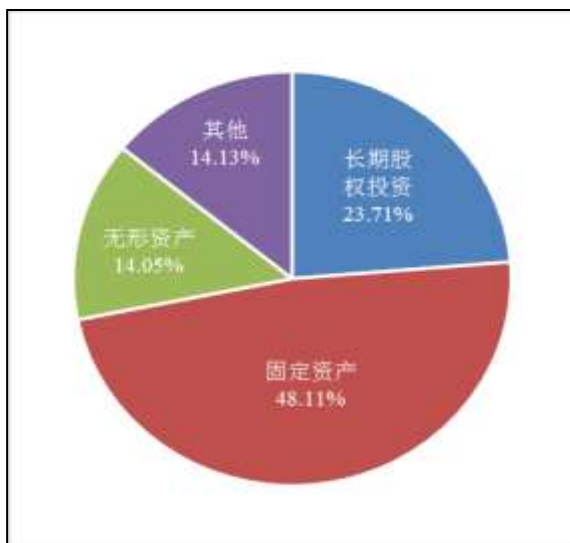
2017—2019 年底，公司存货连续下降，年均复合下降 64.15%，主要系公司 2018 年剥离地产业

务所致。截至2019年底，公司存货21.62亿元，较上年底下降2.71%，较上年底变化不大。存货主要由库存商品和原材料构成，累计计提跌价准备0.01亿元，计提比例很低。

(2) 非流动资产

2017—2019年底，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长3.27%。截至2019年底，公司非流动资产1054.81亿元，较上年底下降0.85%，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。

图9 公司2019年底非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长26.96%。截至2019年底，公司长期股权投资250.12亿元，较上年底增长21.70%，主要系出售联营企业安徽省港口运营集团有限公司（以下简称“安徽港口”）股权导致重分类至长期股权投资所致。公司受限长期股权投资10.16亿元，主要为淮南矿业集团电力有限公司向平安银行股份有限公司贷款提供的股权质押。公司投资企业大多为发电企业，2019年权益法确认的投资收益16.23亿元，减值风险小。

2017—2019年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长0.96%。截至2019年底，公司固定资产507.42亿元，较上年底增长4.54%。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备构成，累计计提折旧425.10亿元；固定资产成新率51.38%，成新率较低。公司本期固定资产减值损失0.04亿元。

公司按照国家去产能政策要求，已经关停煤炭落后产能，未来固定资产计提大额减值风险较小。

2017—2019年底，公司无形资产连续增长，年均复合增长3.43%。截至2019年底，公司无形资产148.25亿元，较上年底增长1.77%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由采矿权及土地使用权构成，累计摊销56.73亿元，计提减值准备57.38亿元。公司本期无形资产减值损失2.11亿元，主要系对部分采矿权计提减值准备所致。

截至2019年底，公司受限资产总额46.29亿元，受限资产规模一般。公司受限应收票据用于票据质押，受限投资性房地产用于贷款抵押。

表15 截至2019年底公司资产受限情况(单位:亿元、%)

资产科目	账面价值	抵押/受限金额	抵押/受限比例
货币资金	89.23	15.15	16.98
应收票据	11.98	5.29	44.19
应收账款	17.36	1.30	7.49
长期应收款	2.22	1.03	48.94
长期股权投资	250.12	10.16	4.06
固定资产	507.42	4.93	0.97
投资性房地产	12.01	8.42	70.50
合计	--	46.29	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司资产总额1245.88亿元，较上年底增长1.07%，较上年底变化不大。其中，公司货币资金68.46亿元，较2019年底下降23.28%，主要系公司筹资活动现金流出增加所致；债权投资为15.90亿元，较2019年底大幅增长，主要系公司购买理财产品所致。公司资产结构中流动资产占12.76%，非流动资产占87.24%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2. 权益及负债

(1) 所有者权益

公司未分配利润为负，但亏损规模持续缩小。公司所有者权益中永续债及少数股东权益规模较大，所有者权益稳定性较弱。

2017—2019年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长2.21%。截至2019年底，公司所有者权益合计318.37亿元，较上年底增长12.44%，主要系获得25亿元战略投资者增资及

未弥补亏损减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 63.50%，少数股东权益占比为 36.50%。归属于母公司所有者权益 202.16 亿元，实收资本、永续债和未分配利润分别占 89.54%、29.49%和-26.99%。公司所有者权益中，永续债规模较大。公司未分配利润为负，但呈持续缩小趋势。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 343.29 亿元，较上年底增长 7.83%，主要系未弥补亏损减少所致。

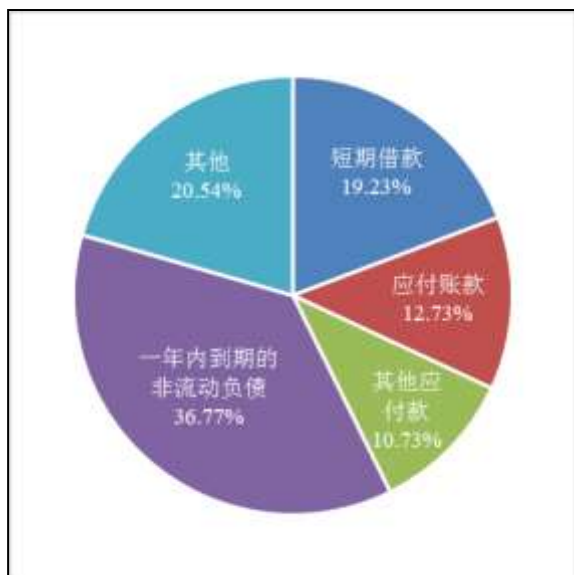
(2) 负债

公司债务规模有所下降，但债务负担仍重。公司短期债务规模有所提升，存在一定的短期偿债压力。

2017—2019年底，公司负债规模连续下降，年均复合下降13.21%。截至2019年底，公司负债总额914.31亿元，较上年底下降13.10%，主要系非流动负债下降所致。其中，流动负债占56.36%，非流动负债占43.64%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019年底，公司流动负债连续下降，年均复合下降17.11%。截至2019年底，公司流动负债515.30亿元，较上年底下降6.03%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 10 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降5.75%。截至2019年底，公司短期借款99.09亿元，较上年底下降33.17%。公司短期借款以信用借款为主，占比98.60%。

2017—2019年底，公司应付账款连续下降，年均复合下降6.67%。截至2019年底，公司应付账款65.59亿元，较上年底下降5.28%。

2017—2019年底，公司其他应付款连续下降，年均复合下降7.60%。截至2019年底，公司其他应付款55.28亿元，较上年底下降7.55%，主要系职工借款减少所致。

2017—2019年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降6.84%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债189.48亿元，较上年底增长129.19%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增加所致。

2017—2019年底，公司非流动负债波动下降，年均复合下降7.24%。截至2019年底，公司非流动负债399.02亿元，较上年底下降20.80%。公司非流动负债主要由长期借款（占56.58%）和应付债券（占29.98%）构成。截至2019年底，公司长期借款225.78亿元，较上年底下降11.83%；长期借款中，信用借款87.20亿元、保证借款63.10亿元、质押借款47.61亿元、委托贷款24.00亿元。截至2019年底，公司应付债券119.64亿元，较上年底下降29.28%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年9月底，公司负债总额902.60亿元，较上年底下降1.28%，较上年底变化不大。其中，流动负债占62.96%，非流动负债占37.04%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

有息债务方面，考虑长期应付款中的有息负债，2017—2019年底，公司全部债务连续下降，年均复合下降10.82%。截至2019年底，公司全部债务729.25亿元，较上年底下降12.38%。其中，短期债务占50.35%，长期债务占49.65%。同期，短期债务367.20亿元，较上年底增长1.95%；长期债务362.05亿元，较上年底下降23.31%。2017—2019年底，公司资产负债率分别为79.93%、78.80%和74.17%，连续下降；全部债务资本化

比率分别为75.06%、74.62%和69.61%，连续下降；长期债务资本化比率分别为59.02%、62.51%和53.21%，波动下降。截至2020年9月底，公司全部债务730.48亿元，较上年底增长0.17%；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72.45%、68.03%和46.99%。

如将永续债调入长期债务，2017—2019年底，公司全部债务分别为961.43亿元、876.79亿元和788.86亿元，年均复合增长下降9.42%。同期，公司资产负债率分别为82.86%、82.13%和79.01%，全部债务资本化比率分别为78.69%、78.60%和75.30%，长期债务资本化比率分别为65.00%、68.40%和61.97%。如将永续债调入长期债务，截至2020年9月底，公司全部债务增至780.18亿元；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76.44%、72.66%和54.66%。

公司资产负债率在同行业中处于较高水平，债务负担重。

图 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据公司财务报告整理

表 16 截至 2019 年底公司债务还款期限统计
（单位：亿元、%）

项目	到期时间			合计
	2020 年	2021 年	2022 年及以后	
短期借款	99.09	0.00	0.00	99.09
应付票据	26.50	0.00	0.00	26.50
其他应付款中有息部分	0.41	0.00	0.00	0.41

一年内到期的非流动负债	189.48	0.00	0.00	189.48
其他流动负债中有息部分	40.00	0.00	0.00	40.00
吸收存款及同业存放	11.72	0.00	0.00	11.72
长期借款	0.00	61.02	164.75	225.78
应付债券	0.00	99.69	19.94	119.64
长期应付款中有息部分	0.00	8.14	4.01	12.15
长期非流动负债中有息部分	0.00	0.00	4.48	4.48
合计	367.20	168.86	193.19	729.25
占比	50.35	23.15	26.49	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报告整理

表 17 截至 2019 年底同行业公司资产负债率对比
（单位：%）

公司名称	资产负债率
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	76.66
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	75.80
华电煤业集团有限公司	64.22
淮北矿业（集团）有限责任公司	65.71
公司	74.17

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 盈利能力

随着公司压缩物流贸易业务，公司收入规模波动下降，营业利润率维持较高水平。公司费用控制能力较弱，期间费用对营业利润侵蚀较大。公司联营发电公司权益法核算的投资收益规模较大，对公司利润形成较大的支持。公司盈利水平极高。

2017—2019年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降23.62%。2019年，公司实现营业总收入444.48亿元，同比增长0.11%，同比变化不大。2017—2019年，公司营业成本波动下降，年均复合下降26.96%。2019年，公司营业成本305.29亿元，同比增长0.11%，同比变化不大。2017—2019年，公司营业利润率分别为22.85%、28.35%和28.28%，三年加权平均值为27.22%，波动增长。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额连续下降，年均复合下降4.07%。2019年，公司期间费用总额为106.41亿元，同比下降5.12%，主要系管理费用及财务费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为26.38%、36.59%、1.38%和35.65%。其中，销售费用为28.07亿元，同比增长16.97%，主要系运输费增长所致；管理费用为38.93亿元，

同比下降14.12%，主要系职工薪酬下降所致；财务费用为37.93亿元，同比下降7.15%，主要系债务规模下降所致。2017—2019年，公司期间费用占收入比例分别为15.18%、25.26%和23.94%，公司费用控制能力较弱。

非经常性损益方面，2019年，公司资产减值损失为2.25亿元，主要为无形资产减值损失。2019年，公司实现投资收益20.19亿元，同比增长22.03%，主要系联营发电公司权益法核算的投资收益增长所致；投资收益占营业利润比重为47.28%，对营业利润影响较大。2019年，公司实现其他收益5.18亿元，同比下降62.63%，主要系2018年化解过剩产能矿井补贴较大所致；其他收益占营业利润比重为12.14%，对营业利润影响不大。

表 18 公司非经常性损益情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产减值损失	41.98	7.22	2.25	0.01
投资收益	1.32	16.55	20.19	14.49
其他	3.92	3.41	6.23	5.08
合计	-36.74	12.74	24.17	19.57

资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019年，公司利润总额分别为21.69亿元、26.45亿元、43.45亿元，连续增长，年均复合增长41.53%。

图 12 公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2017—2019年，公司总资产收益率分别为5.71%、6.35%和7.59%，三年加

权平均值分别为6.84%，连续增长；公司净资产收益率分别为8.89%、11.17%和13.29%，三年加权平均值为11.77%，连续增长。公司各盈利指标有所提高。公司盈利处于行业高水平。

表 19 2019年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	利润总额	净资产收益率
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	1801.56	35.21	3.14
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1753.75	40.41	2.11
华电煤业集团有限公司	202.64	41.67	3.23
淮北矿业（集团）有限责任公司	644.92	31.34	6.90
公司	444.48	43.45	13.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020年1—9月，公司实现营业总收入288.63亿元，同比下降12.66%，主要系受疫情影响导致产量等同比减少所致；营业利润率为28.95%，同比下降2.81个百分点；同期，公司期间费用率为24.72%，较上年回升0.78个百分点。2020年1—9月，公司实现利润总额31.76亿元，同比下降22.79%。

4. 现金流

公司经营活动现金流入规模较大，获现能力强，但较大的投资规模及存续债务周转接续使公司对外部筹资依赖程度高。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
经营活动现金流入量	884.10	613.26	608.80	381.81
经营活动现金流出量	730.82	492.21	522.71	332.28
经营活动现金流量净额	153.28	121.05	86.08	49.53
投资活动现金流入量	24.21	50.87	100.70	60.70
投资活动现金流出量	120.45	94.69	85.77	71.63
投资活动现金流量净额	-96.24	-43.82	14.93	-10.93
筹资活动前现金流量净额	57.04	77.24	101.01	38.61
筹资活动现金流入量	722.49	475.98	302.90	252.90
筹资活动现金流出量	698.06	620.37	450.35	312.28
筹资活动现金流量净额	24.43	-144.39	-147.45	-59.38
现金收入比	111.97	130.71	133.96	108.12

资料来源：根据公司财务报告整理

从经营活动来看，从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入连续下降，年均复合下降17.02%。2017—2019年，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降15.43%。2017—2019年，公司经营活动现金净额连续下降，

年均复合下降25.06%。2017—2019年，公司现金收入比分别为111.97%、130.71%和133.96%，持续增长，收入实现质量高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入连续增长，年均复合增长103.95%。2019年，公司投资活动现金流入100.70亿元，同比增长97.95%，主要系公司出售部分安徽港口股权所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出连续下降，年均复合下降15.62%。2019年，投资活动现金流出85.77亿元，同比下降9.42%，主要系公司压缩投资规模所致。2019年，公司投资活动现金净流入14.93亿元，同比由净流出转为净流入。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流呈净流入状态。公司经营活动现金流可以满足投资需求。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入连续下降，年均复合下降35.25%。2017—2019年，公司筹资活动现金流出连续下降，年均复合下降19.68%。2019年，公司筹资活动现金流入及流出规模均大幅下降。2019年，公司筹资活动主要包括吸收投资、债务借偿和利息支出。其中，吸收投资收到的现金54.99亿元，主要包括公司引入战略投资者以及发行永续中期票据。公司筹资活动现金整体呈净流出状态。

2020年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为49.53亿元、-10.93亿元和-59.38亿元。继公司受疫情影响一季度经营活动现金小幅净流出后，二季度及三季度经营现金流恢复至良好状况。公司筹资活动现金持续净流出。

5. 偿债能力

公司短期偿债指标有所弱化，长期偿债指标有所提升。考虑到股东优势、规模优势及市场地位，公司实际偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年底，公司流动比率分别为70.59%、49.51%和34.52%，三年加权平均值为46.23%，连续下降。2017—

2019年底，公司速动比率分别为48.16%、45.46%和30.32%，三年加权平均值为38.43%，连续下降。公司流动资产对流动负债的保障程度低。2017—2019年底，公司经营现金流动负债比率分别为20.44%、22.08%和16.71%，三年加权平均值为42.88%，波动下降。2017—2019年底，公司现金短期债务比分别为0.56倍、0.49倍和0.34倍，连续下降，截至2020年9月底为0.22倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年底，公司EBITDA分别为113.97亿元、111.59亿元和135.66亿元，波动增长。2017—2019年底，公司EBITDA利息倍数分别为2.32倍、2.75倍和3.60倍，连续增长，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2017—2019年底，公司全部债务/EBITDA分别为8.05倍、7.46倍和5.38倍，连续下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。

考虑到公司股东优势、规模优势及市场地位，公司实际偿债能力极强。

公司的存续债券规模较大，假设公司在发行的永续中期票据首次赎回权行权日行权，截至2020年2月底，公司1年以内到期的债券余额合计130.00亿元、1~2年内到期的债券余额合计50.00亿元、2~3年内到期的债券余额合计70亿元。以公司1年以内到期的债券余额（以下简称“测算额度”）测算，2017—2019年，公司EBITDA分别为测算额度的0.88倍、0.86倍和1.04倍；公司经营活动现金流入量分别为测算额度的6.80倍、4.72倍和4.68倍；公司经营活动现金净流量分别为测算额度的1.18倍、0.93倍和0.66倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力较强，经营活动现金净流量及EBITDA对存续期内债券的保障能力一般。

表 21 截至 2020 年 2 月底公司存续债券情况
(单位: 亿元)

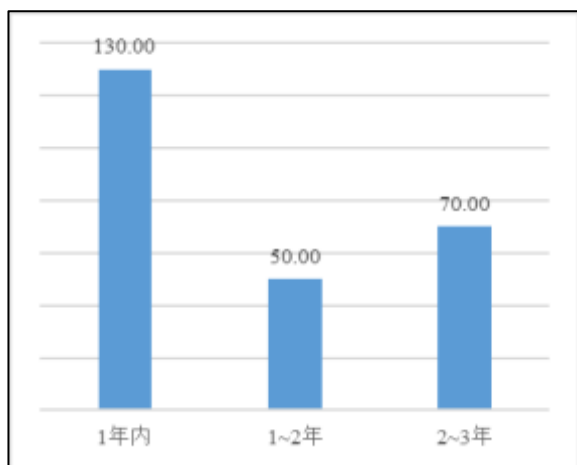
债券名称	当前余额	到期日期
18淮矿01	20.00	2021/04/03
18淮南矿MTN001	20.00	2021/04/27
20淮南矿SCP007	10.00	2021/06/07
18淮南矿MTN002	20.00	2021/07/30
20淮南矿SCP006	10.00	2021/08/27
20淮南矿SCP008	10.00	2021/09/24

18淮南矿MTN004	20.00	2021/09/25
*18淮南矿MTN005	20.00	2021/12/28
*19淮南矿MTN001	15.00	2022/03/13
*19淮南矿MTN002	15.00	2022/03/29
19淮南矿PPN001	20.00	2022/12/06
20淮南矿PPN001	20.00	2023/03/18
18淮南矿MTN003	20.00	2023/08/24
21淮南矿MTN001	15.00	2024/01/19
21淮南矿MTN002	15.00	2024/01/27
合计	250.00	--

注：18淮南矿MTN005、19淮南矿MTN001及19淮南矿MTN002为永续债券，到期日期为最近一次的行权日

资料来源：Wind

图 13 截至 2020 年 2 月底公司债券到期分布情况
(单位：亿元)



资料来源：Wind

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年底，公司合并口径获得主要合作银行人民币授信总额约为 828.28 亿元。其中，未使用额度为 519.09 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司淮河能源（股票代码：600575.SH）为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。截至目前，公司无质押淮河能源股权情况。

6. 公司本部财务分析

公司债务中以公司本部为融资主体的债务规模很大，公司本部口径债务负担重。公司本部作为公司的利润中心及投资中心，盈利水平较高。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 1019.28 亿元，所有者权益 291.53 亿元。其中，永续债为 59.61 亿元，永续债规模较大；未分配利润为 11.75 亿元，未分配利润由负转正。截至 2019

年底，公司本部负债合计 727.75 亿元，资产负债率为 71.40%。公司主要以本部为融资主体，且永续债规模较大，公司本部债务负担重。

2019 年，公司本部实现营业总收入 247.12 亿元，营业利润率为 26.26%。另外，2019 年，公司本部实现投资收益 19.87 亿元。2019 年，公司本部利润总额 39.39 亿元。公司本部盈利水平较高。

7. 抗风险能力

基于对煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在资源储备、政府支持、经营规模、技术水平等方面因素的综合分析，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小。

如将永续债调入长期债务，公司本期中期票据发行金额为 15 亿元，分别占 2020 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 4.24% 和 1.92%。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 76.44% 和 72.66%。以该期财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率及全部债务资本化比率将分别上升至 76.72% 和 73.03%，本期中期票据的发行将使公司债务负担小幅上升。考虑到本期中期票据部分所募集资金将用于偿还公司有息负债，公司实际债务指标或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 58.94 倍、40.88 倍和 40.59 倍；经营活动现金流量净额分别为本

期中期票据拟发行额度的10.22倍、8.07倍和5.74倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行额度的7.60倍、7.44倍和9.04倍。

十一、 结论

公司作为中国 13 个大型煤炭基地及 6 个大型煤电基地之一，在资源储量、产能规模、煤种煤质和区位等方面具备较大的竞争优势。联合资信同时关注到公司资产流动性较弱、债务负担重、整体改制的不确定性等因素给其信用基本面带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

随着去产能政策的实施，煤炭行业集中度不断提升，行业竞争格局趋于稳定。同时，政府支持强化了公司的综合抗风险能力。公司煤炭资源丰富，原煤产量未来有望保持稳定，煤电一体化的经营方式亦可有效提高公司的抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	266.00	178.13	126.37	95.05
资产总额（亿元）	1518.47	1335.33	1232.68	1245.88
所有者权益合计（亿元）	304.76	283.15	318.37	343.29
短期债务（亿元）	478.02	360.20	367.20	426.23
长期债务（亿元）	438.97	472.10	362.05	304.25
全部债务（亿元）	916.99	832.30	729.25	730.48
营业总收入（亿元）	761.84	443.97	444.48	288.63
利润总额（亿元）	21.69	26.45	43.45	31.76
EBITDA（亿元）	113.97	111.59	135.66	--
经营性净现金流（亿元）	153.28	121.05	86.08	49.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.29	6.55	9.32	--
存货周转次数（次）	3.37	3.20	13.93	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.31	0.35	--
现金收入比（%）	111.97	130.71	133.96	108.12
营业利润率（%）	22.85	28.35	28.28	28.95
总资本收益率（%）	5.71	6.35	7.59	--
净资产收益率（%）	8.89	11.17	13.29	--
长期债务资本化比率（%）	59.02	62.51	53.21	46.99
全部债务资本化比率（%）	75.06	74.62	69.61	68.03
资产负债率（%）	79.93	78.80	74.17	72.45
流动比率（%）	70.59	49.51	34.52	27.98
速动比率（%）	48.16	45.46	30.32	23.66
经营现金流流动负债比（%）	20.44	22.08	16.71	--
现金类资产/短期债务（倍）	0.56	0.49	0.34	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	2.32	2.75	3.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.05	7.46	5.38	--

注：1.公司 2020 年三季度财务数据未经审计；2.其他应付款、其他流动负债、长期应付款及长期流动负债中的有息负债计入全部债务核算；3.公司所有者权益中包含永续中期票据

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	164.43	170.34	109.93	94.74
资产总额（亿元）	1123.21	1083.12	1019.28	1031.33
所有者权益（亿元）	248.47	227.42	291.53	310.60
短期债务（亿元）	290.91	214.13	286.76	304.44
长期债务（亿元）	264.08	328.20	254.18	202.87
全部债务（亿元）	555.00	542.33	540.94	507.31
营业总收入（亿元）	268.76	230.54	247.12	160.94
利润总额（亿元）	20.72	15.61	39.39	21.57
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	117.45	107.57	46.27	24.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.59	12.91	9.73	--
存货周转次数（次）	8.30	13.67	19.07	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.21	0.24	--
现金收入比（%）	129.18	136.45	124.13	146.92
营业利润率（%）	47.75	30.05	26.26	24.99
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	12.62	11.09	13.93	--
长期债务资本化比率（%）	51.52	59.07	46.58	39.51
全部债务资本化比率（%）	69.08	70.46	64.98	62.03
资产负债率（%）	77.88	79.00	71.40	69.88
流动比率（%）	46.72	48.87	34.95	28.60
速动比率（%）	44.23	46.89	32.80	26.81
经营现金流动负债比（%）	21.53	23.72	10.56	--
现金类资产/短期债务（倍）	0.57	0.80	0.38	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年三季度财务数据未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 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+平均应收款项融资)
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-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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

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

附件 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 淮南矿业（集团）有限责任公司 2021 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

淮南矿业（集团）有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

淮南矿业（集团）有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对淮南矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，淮南矿业（集团）有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注淮南矿业（集团）有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现淮南矿业（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对淮南矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如淮南矿业（集团）有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对淮南矿业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与淮南矿业（集团）有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。