信用等级公告

联合〔2019〕2291 号

联合资信评估有限公司通过对中国中煤能源集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国中煤能源集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中煤能源 MTN001”和“18 中煤集团 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十九日

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

中国中煤能源集团有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 中煤能源 MTN001	15 亿元	2021/10/15	AAA	AAA
18 中煤集团 MTN002	15 亿元	2021/11/07	AAA	AAA

注：上述两期中票均为永续中票，期限均为 3+N 年，所列到期日为首次行权日期

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	282.48	362.03	327.75	392.27
资产总额(亿元)	3170.20	3591.25	3868.23	3917.49
所有者权益(亿元)	1113.19	1249.91	1333.05	1356.84
短期债务(亿元)	472.67	562.50	618.07	593.23
长期债务(亿元)	956.95	1052.08	1113.50	1183.62
全部债务(亿元)	1429.62	1614.58	1731.57	1776.86
营业收入 (亿元)	777.38	1168.12	1500.19	402.34
利润总额 (亿元)	15.76	61.78	84.76	32.33
EBITDA(亿元)	153.92	229.74	273.04	--
经营性净现金流(亿元)	126.73	190.26	232.20	74.74
营业利润率(%)	27.37	26.84	26.49	25.20
净资产收益率(%)	0.98	2.85	3.25	--
资产负债率(%)	64.89	65.20	65.54	65.36
全部债务资本化比率(%)	56.22	56.37	56.50	56.70
流动比率(%)	72.77	73.26	72.14	81.39
全部债务/EBITDA(倍)	9.29	7.03	6.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	2.77	3.06	--
经营现金流动负债比(%)	13.41	17.39	19.59	--

注:2019 年一季度财务数据未经审计

评级观点

中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”或“公司”）作为国务院国有资产监督管理委员会下属大型煤炭中央企业，产业链涵盖了煤炭开采、煤化工、煤机制造和煤矿建设。公司在资源储备、经营规模、技术水平及政策支持等方面具备明显竞争优势。跟踪期内，受益于煤炭价格保持高位运行，经营规模扩大和煤化工产品良好的成本控制能力，公司营业收入和利润规模持续提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到煤炭和煤化工业务受行业政策和景气度影响较大、公司少数股东权益占比高且归属于母公司净利润低等因素对其信用水平产生的不利影响。

跟踪期内，作为央企煤炭板块整合平台，公司持续获得了来自国投煤炭有限公司下属煤炭和电力资产的无偿注入；随着在建煤炭、煤化工和电力项目的完工投产，公司经营规模和综合竞争力将进一步增强进。

公司EBITDA及经营活动现金流对存续期债券的保障能力强。综合考虑到公司良好的获现能力、较强的规模优势及畅通的融资渠道，公司对存续债券保障能力极强。

综合评估，联合资信确定维持中国中煤能源集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“18中煤能源MTN001”和“18中煤集团MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

分析师： 唐 岩　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

优势

1. 公司作为大型煤炭央企，在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势，在煤炭资源储量、产量和开采技术等方面居全国领先水平，规模优势突出。
2. 公司近年来优化产业结构调整，煤化工产业装置运行水平、主要经济技术指标保持国际领先水平，与煤炭产业协同作用明显，抵抗市场风险能力增强。
3. 跟踪期内，受益于煤炭价格保持高位运行，经营规模扩大和煤化工产品良好的成本控制能力，公司营业收入和利润规模持续提升。
4. 跟踪期内，公司作为央企煤炭板块整合平台，持续获得了来自国投煤炭有限公司下属煤炭和电力资产的无偿划转。
5. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期债券的保障能力强。

关注

1. 公司以煤炭和煤化工业务为主业，受行业政策和景气度影响较大。
2. 公司所有者权益中，少数股东权益占比高，归属于母公司净利润规模小。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国中煤能源集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、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。

中国中煤能源集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中煤能源集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”或“公司”）前身是 1982 年 7 月经国务院批准成立的中国煤炭进出口总公司；1997 年至 2003 年，中国煤炭进出口总公司先后接收平朔煤炭工业公司（后更名为平朔工业集团有限责任公司，以下简称“平朔公司”）、中国煤矿工程机械装备集团公司、大屯煤电（集团）有限责任公司（以下简称“大屯公司”）、太原煤气化（集团）有限责任公司、中煤建设集团公司（后更名为中煤建设集团有限公司，以下简称“中煤建公司”）等企业，重组后更名为中国中煤能源集团公司。2006 年 12 月，公司重组主营业务资产，独家发起设立中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”）并在香港联交所上市，于 2008 年 2 月在上海证券交易所上市。2009 年 4 月，经国务院国资委批准公司改制为国有独资公司，更名为现名。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 155.71 亿元，国务院国资委持有公司 100%的股份，为公司实际控制人。

公司主营业务涵盖煤炭开采、煤化工、煤矿装备和矿建施工设计等，下属主要业务部门包括生产运营指挥中心、技术管理中心、煤化工管理部（煤化工安全监察局、煤化工研究院）、基本建设管理部、电力管理部、科技环保部和去产能工作办公室等。截至 2018 年底，公司下属二级子公司共 20 家。其中，中煤能源为 A+H 股上市公司；中煤新集能源股份有限公司（以下简称“中煤新集”）为 A 股上市公司。此外公司三级子公司上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源”）为 A 股上市公司。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 3868.23 亿元，所有者权益合计 1333.05 亿元（含少数股东权益 696.55 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1500.19 亿元，利润总额 84.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3917.49 亿元，所有者权益合计 1356.84 亿元（含少数股东权益 711.86 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 402.34 亿元，利润总额 32.33 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区黄寺大街1号；法定代表人：李延江。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的存续债券如表 1 所示：

表 1　存续债券概况

债项简称	余 额	存续期	募集资金用途
18 中煤能源 MNT001	15 亿元	2018/10/15-2021/10/15	偿还金融机构借款，补充流动资金
18 中煤集团 MTN002	15 亿元	2018/11/07-2021/11/07	偿还金融机构借款，补充流动资金

注：上述两期中票均为永续中票，期限均为 3+N 年，所列到期日为首次行权日期
资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

截至目前，上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕，跟踪期内各期债券均按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有

所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因

素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，

但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

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。

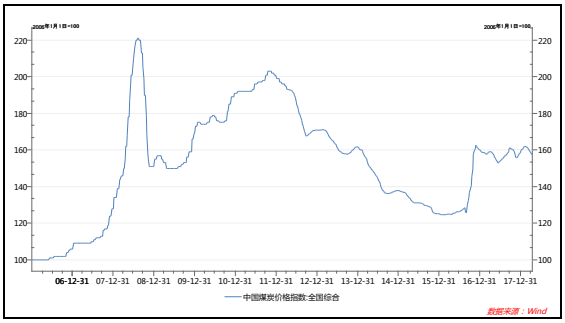
煤炭价格

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 2002-2011 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。

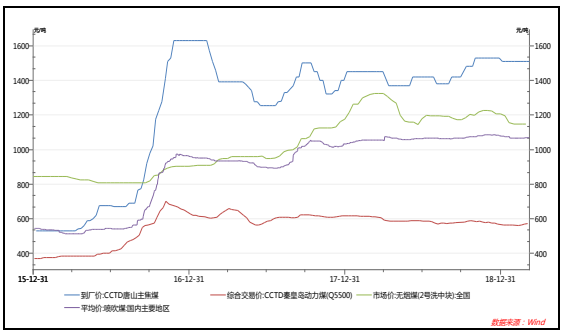
图 1 煤炭价格指数



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—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

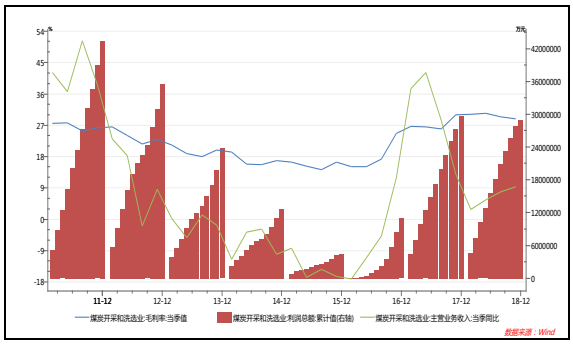
价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨—570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086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

2019年至今，煤炭价格稳中略有下降，截至2019年3月1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571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069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

2016 年 2 月国务院发布《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），自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段，该意见提出用 3-5 年时间退出 5 亿吨煤炭产能，压减重组产能 5 亿吨，合计计划退出产能 10 亿吨，同时 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。2017 年 1 月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的 10 亿吨调整为 8 亿吨。

受益于国家对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—2018 年，中国煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，提前完成了“十三五”去产能目标任务。

根据最新发布的《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，未来，煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置，稳固去产能成果，提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设，持续提升供给体系质量，增强能源保障能力。

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、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。目前，中煤能源主要涉及的煤化工领域为煤制烯烃、甲醇和尿素。

煤制烯烃

烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

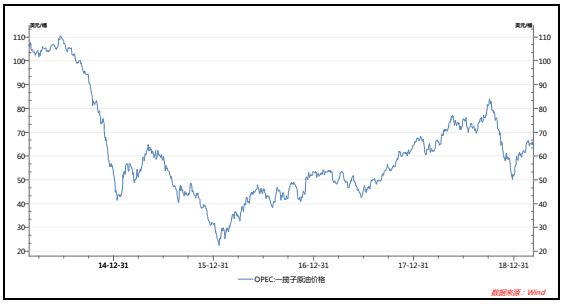
传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015 年 5 月国家发改

委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2015]1047 号），提出在煤制烯烃 7 大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来我国煤制烯烃行业发展迅速，2010年我国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能达630万吨，2015年产能达779万吨。2016年至今，煤制烯烃产能延续增长趋势，规划形成了鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区。据亚化咨询统计，截至2018年9月中旬，中国已投入运行和试车成功的煤（甲醇）制烯烃装置共29套，合计烯烃产能1300万吨/年（不含未投入运行的MTP装置产能）。预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃产能将会持续增长，2020年煤制烯烃的产能规模或将达到2500万吨/年。

由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。同时，煤制烯烃面临着油制烯烃的竞争，油价的波动对烯烃价格的走势有着重要影响。

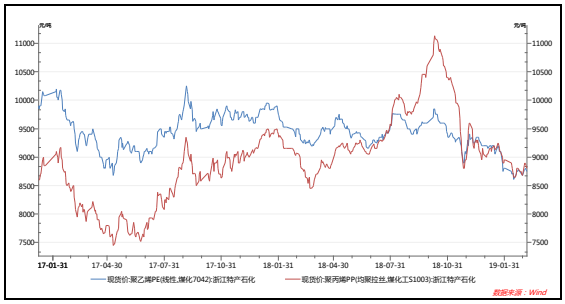
图 4　近年石油价格走势



资料来源：Wind

2015—2018 年前三季度国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。2018年三季度以来，石油价格开始低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格 2018 年四季度以来出现持续快速下降，目前已降至 2018 年初水平。

图 5　近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，2015—2018 年前三季度石油价格震荡上行，对烯烃价格形成支撑，缓解了原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力；但 2018 年四季度以来受国际油价波动和新建产能释放压力的影响，烯烃价格快速下行，预计煤制烯烃企业的盈利能力在原料煤价格高企和产品价格下滑的背景下未来或面临一定盈利压力。

甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

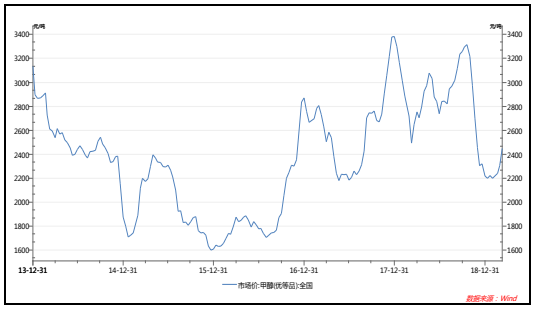
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料

生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

2017 年全国甲醇产能继续增加，但增速明显放缓，国内总产能达 8520 万吨/年，年内新增产能在 420 万吨/年，增速不足 5%。据生意社统计，截至 2017 年 12 月中旬，甲醇装置开工率均值 66.03%、环比上升 4.38%，甲醇行业利润增加、行业利润率暂处高位，同时进口数量不及市场预期，为满足国内下游需求，甲醇装置开工率重心明显上移。产量方面，根据国家统计局数据，2017 年全年全国精甲醇总产量 4528.79 万吨，同比增长 4.99%，产能产量增速稳定增长。2018 年我国共投产 8 套合计 550 万吨甲醇装置。从新建甲醇装置的投产进程来看，2018 年新增甲醇装置产能 460 万吨、实际新增甲醇装置产能 292 万吨。截至 2018 年 12 月 20 日，我国甲醇总产能在 8759 万吨左右，其中西北地区在 4290 万吨左右，而规模在 10 万吨/年及以上的产能在 8402 万吨左右。2018 年全国甲醇装置开工率月度均值 68.32%。2018 年 1—11 月，全国精甲醇产量为 4314.57 万吨，同比增长 3.25%。

图6　甲醇价格走势



资料来源：Wind

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，2016年甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平。2017年受煤炭价格上涨、进口数量不及预期、下游煤制烯烃进一步扩产以及天然气、石油等燃料产品价格普涨等因素影响，2017年全国甲醇价格普遍同比上涨。2018年前三季度，国内甲醇价格总体呈高位震荡走势，但进入四季度，甲醇价格受下游烯烃价格下滑、醇基燃料需求不及预期等因素影响，甲醇价格快速下降，截至2018年底，甲醇（优等品）市场价降至2219.20元/吨的年内低点。2019年以来，甲醇价格开始回升，截至2019年3月10日，甲醇（优等品）市场价为2448.30元/吨。

总体看，甲醇为周期性波动行业，近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游煤制烯烃产能的不断增长对甲醇需求增长形成支撑。2018 年全年甲醇价格波动较大，近期甲醇价格有所反弹，后期反弹幅度取决于下游行业需求的恢复程度和烯烃价格走势。

尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原

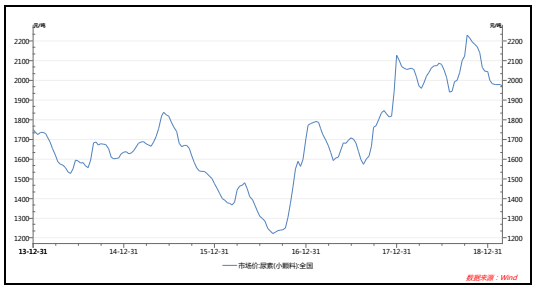
料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016 年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015—2017 年以来，中国尿素产量连续下滑。2017 年全年总产量 5758 万吨，较 2016 年同比下滑近 20%。截至 2017 年底，全国尿素总产能约 7489 万吨，扣除停车 9 个月以上可认为复产无望退出市场的产能，中国尿素有效产能约为 7241 万吨，其中煤头尿素 5446 万吨，气头尿素 1795 万吨。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016—2018年，尿素出口量分别为885.97万吨、465.00万吨和244.30万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图 7　尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015年下半年，主要受开工率提升影响，尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬—8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，尿素价格较2018年底价格高点有所回落；2019年初以来，尿素价格总体呈延续回落趋势，截至2019年2月28日，尿素（小颗粒）价格为1969.90元/吨。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业

因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，国务院国资委持有公司 100%的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是以煤炭生产为主的大型能源企业，是国内唯一具有煤矿设计、煤矿建设、煤矿装备制造、煤炭开采及煤炭洗选加工、煤化工、煤矿坑口发电、煤炭及化工产品贸易等全产业链的企业。

公司现有煤炭产能近 3 亿吨/年（包含了生产矿井、在建矿井、暂时停产矿井、手续办理中矿井、设计规划中矿井，拟去产能关闭的矿井等），生产及在建矿井 70 余座，煤炭资源储量 680 多亿吨，生产矿区主要分布在山西、陕西、内蒙古、新疆、江苏、安徽和黑龙江等省、自治区；拥有洗煤厂 38 座，洗选能力 3.07 亿吨。拥有完善的煤炭、焦炭物流配送中心和分销网。

公司煤化工产品权益产能接近 1000 万吨，产品主要包括烯烃、甲醇、尿素、硝铵、焦炭等，其中图克大颗粒尿素项目单厂规模全国最大；已投运及在建电厂 34 座，控股装机规模 1000 万千瓦；煤机制造企业位列煤机行业第一位，技术水平和市场占有率国内第一；煤矿建设设计企业业务涵盖勘察设计、矿山建设、煤矿生产、矿山运营、项目监理等矿山全过程，代表行业最高水平。

3. 技术水平

公司大力推进创新发展，以科技创新带动煤炭生产降本提效。推广应用采煤新技术、新装备，不断提高矿井单产单进水平。通过技术优化及工艺改进，降低工作面能耗，减少工作面数量，不断提高资源回收率。公司采煤机械化水平保持在 100%左右。

公司高度重视煤化工技术创新和新产品研发工作，结合市场需求增加聚烯烃牌号，开发尿素新产品，煤化工产品结构不断优化。深化副产品加工利用，综合创效能力稳步提升。公司持续开展对标达标管理，着力提升成本管控水平，主要煤化工产品成本处于行业领先水平。

4. 安全环保

煤炭生产方面，近年来，公司坚持走安全、高效、绿色、现代化的煤炭生产之路，大力推进安全高效矿井建设，持续优化生产布局，简化生产系统，完善设备设施，大力减人减面，原煤工效、单产、单进各项技术指标逐年提高，达到了国内先进水平。现有矿井平均生产能力 421.3 万吨/年，千万吨及以上矿井 13 处，远高于全国平均水平，部分矿井技术装备水平达到国际领先，建成了 11 个特级、16 个一级安全高效矿井，实现了规模化、集约化发展。同时加强先进生产装备的研发和投入，着力提高煤炭生产机械化水平高，采煤掘进实现全部机械化作业，达到了行业先进水平。狠抓瓦斯、水害、火灾、冲击地压等灾害防治技术管理，建立煤矿重大安全技术业务会商机制，有效控制安全风险，煤矿安全生产水平居行业前列。大力推进矿区生态优化和绿色开采、复杂条件下的快速掘进、超长距离单巷掘进、切顶自动成巷无煤柱开采、智能化无人化开采等技术与装备的研究与应用，引领煤炭行业技术发展方向。

煤化工生产方面，公司高度重视煤化工技术创新和新产品研发工作，结合市场需求增加烯烃牌号并实现灵活切换，扎实推进尿素新产品开发，煤化工产品结构不断优化，

综合创效能力稳步提升。公司持续开展对标达标管理，着力提升成本精细化管控水平，主要煤化工产品成本处于行业领先水平。

煤机制造方面，中国煤矿机械装备有限责任公司是公司旗下专业从事煤矿工程机械装备“成套化”研制、供给、维修、租赁、服务五位一体的企业，资产总额近 200 亿元，员工总数 1 万余人，拥有下属企业 16 家，是我国目前规模最大、技术装备水平最高、产品成套服务最全、综合竞争实力最强的井工煤矿工作面综采成套设备制造企业，在国内第一家具备了用国产设备装备千万吨煤炭生产工作面的能力，主要经营业务涵盖 20 余个品种、82 个系列、1300 多个规格的产品及服务，收购了世界品牌英国帕森斯矿用链条公司，产品远销美国、俄罗斯、澳大利亚、印度等几十个国家和地区。不断完善科技创新体系，构建了世界一流水平的煤矿采掘机械装备研发试验平台，核心由 1 个国家能源研发（实验）中心、2 个国家级技术中心、2 个国家能源技术装备评定中心、2 个国家认可实验室、4 个博士后科研工作站、2 个省市级技术中心、2 个省级工程研究中心、6 个企业技术中心、1 个双创基地和 86 个各类专业研发机构为主体组成的，从事研发人员约 2600 余人。

矿建施工方面，中煤建设集团有限公司是公司的全资子公司，目前是集建筑工程勘察、设计、施工、监理、咨询、煤炭生产及煤矿运营于一体大型建筑企业集团，是我国煤炭建设行业领军企业，在国际矿建市场享有较好的声誉，拥有国家级工法 19 项，行业级工法 127 项；申请受理专利 603 项，其中：发明专利 161 项；获得专利授权 358 项；主编和参编 37 部国家标准，获得国家建筑行业最高奖--鲁班金像奖 10 项；国家级设计金奖 5 项，国家级、省部级以上优秀设计奖近 254 项。承建的孟加拉国巴拉普库利亚煤矿获得第一个境外工程“鲁班奖”，中煤建具有先进的生产力资源，核心竞争力突出，代表了国内一流、国际领先矿建企业水平。

总体看，公司在煤化工生产、煤机制造和矿建施工方面的技术水平处于行业前列且研发水平较高，多项科技成果处于行业领先水平，有效提高了公司核心竞争力。

5. 竞争优势

公司是中国第二大煤炭生产商和供应商，拥有数量丰富、品种多样的煤炭资源，质量优良的煤炭产品，以及现代化的煤炭开采、洗选和混配的生产技术和工艺。公司为主体开发的山西平朔、内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的动力煤基地，山西乡宁矿区的焦煤资源是低硫、特低磷的优质炼焦煤。公司主要煤炭生产基地均有通畅的运煤通道，并与煤炭港口连接，为公司实现持续发展提供了有利条件。

公司也是中国大型煤炭贸易服务商之一。公司在中国主要煤炭消费地区和转运港口以及主要煤炭进口地区均设有分支机构；依靠已建立的中国最具实力的煤炭营销和物流配送网络、完善的港口服务设施和一流的专业队伍，公司具有很强的分销和市场开发能力。

在强化煤炭核心业务为领先地位的同时，公司坚持优化产业结构，积极开发煤化工、煤矿装备制造、发电等相关产业，是中国最大的煤矿装备制造企业。公司未来将重点围绕煤电和煤化等相关业务，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。

公司完整的煤炭产业链可以有效地拓宽公司所提供产品和服务的范围，提高公司的煤炭生产和销售能力，增强了公司的抗风险能力和核心竞争力。

6. 外部环境

公司作为中国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是国家指定的全

国 14 个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心煤炭生产企业。作为大型煤炭央企，在“供给侧改革”的大背景下，公司在政策优惠、资源获取等方面面临良好的发展机遇和外部环境近年来陆续整合接收了国资委下属部分央企的煤炭资产。

2016—2017 年，公司陆续无偿接收了国家开发投资公司所持国投新集能源股份有限公司（2017 年 2 月 23 日更名为中煤新集能源股份有限公司）30.31%的股权；国投煤炭有限公司所持国投昔阳能源有限责任公司（2017 年 8 月 15 日更名为中煤昔阳能源有限责任公司）60%的股权、国投晋城能源投资有限公司的 100%的股权和国投京闽（福建）工贸有限公司 56%的股权；中国保利集团公司和保利国际控股有限公司所持保利能源控股有限公司（2017 年 11 月 8 日更名为中煤华利能源控股有限公司）65%股权。

2018 年，中煤集团发生的主要并购事项共 3 项，分别为国投煤炭有限公司将所持国投哈密能源开发有限责任公司和国投哈密发电有限公司的 100%股权无偿划转至中煤集团；国投煤炭有限公司将所持国投煤炭郑州能源开发有限公司 60%股权无偿划转至中煤资源发展集团公司。

总体看，公司作为央企里唯一以煤炭为主业的公司，在煤炭资源整合获取方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，公司继续推进资源整合，获取国投煤炭有限公司下属三级子公司的所有权，进一步增强了公司的规模优势和综合竞争力。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员以及管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主，同时积极发展煤化工业务，以煤—煤化工产业链为核心进行全面的产业布局。

2018 年公司实现主营业务收入 1474.45 亿元，同比增长 28.83%；综合毛利率为 30.30%，较 2017 年下降 0.44 个百分点，主要系煤化工生产成本增长所致。

从公司主营业务收入构成看，煤炭板块是公司的主要收入来源。2018 年煤炭业务收入为 1075.55 亿元，同比增长 27.68%，占主营业务收入的比重为 72.95%；其次为煤化工板块，2018 年实现收入 220.20 亿元，同比增长 50.46%，占营业收入比重为 14.93%，2018 年增幅较大主要系蒙大工程塑料项目投入生产和中煤陕西榆林能源化工有限公司上年同期进行了系统检修使当年聚烯烃产销量较少，以及主要煤化工产品销售价格同比提高等综合影响所致。2018 年公司煤矿装备销售收入 66.95 亿元，同比增长 23.52%，占比 4.54%；施工设计业务实现收入 95.50 亿元，同比略有增长。

表 2　公司主营收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭业务（含电力）	499.31	65.87	38.00	842.41	73.61	35.12	1075.55	72.95	35.32	295.97	73.56	36.06
煤化工业务	114.42	15.09	25.00	146.35	12.79	23.71	220.20	14.93	20.38	55.65	13.83	24.11
煤矿装备业务	39.64	5.23	20.00	54.20	4.74	14.66	66.95	4.54	15.19	22.25	5.53	13.96
施工设计业务	102.51	13.52	10.00	92.47	8.08	10.56	95.50	6.48	6.32	26.08	6.48	11.43
其他业务	2.13	0.29	17.00	9.03	0.78	39.60	16.25	1.10	35.66	2.39	0.59	29.72
主营业务收入合计	758.00	100.00	31.00	1144.46	100.00	30.74	1474.45	100.00	30.30	402.34	100.00	28.52

注：公司电力业务营收规模小，未单独拆分列示。
资料来源：公司提供

从毛利率看，煤炭及煤化工板块为公司主要利润来源，煤炭板块毛利率近年来有所波动主要是受贸易煤占比波动和新纳入合并范围子公司毛利率不同影响所致，煤化工板块毛利率近三年持续下降，主要系原料煤价格上涨影响所致，2018 年上述板块的毛利率分别为 35.32%和 20.38%；2018 年煤矿装备板块和施工设计业务的毛利率为 15.19%和 6.32%，其中煤矿装备板块毛利率同比略有上升，施工设计业务毛利率较 2017 年下降 4.24 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司主营业务收入为 402.34 亿元，同比增长 13.90%，主要系煤炭产品销量增长所致；综合毛利率水平为 28.52%，较 2018 年下降 1.78 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司煤炭和煤化工业务产销规模持续扩大。其中，煤炭业务毛利率水平基本保持稳定，仍为公司的主要收入和利润来源；煤化工业务收入规模增长明显，公司煤—煤化工产业链协同效应进一步完善，但受原料煤价格上升影响，煤化工业务毛利率水平有所波动；公司主营业务收入和利润规模同比保持增长趋势，总体经营情况良好。

煤炭业务

（1）煤炭生产

公司作为全国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是全国 14 个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心煤炭生产企业。公司煤炭产品品种齐全，主要煤种包括长焰煤、1/3 焦煤、瘦煤、气煤、不粘煤和弱粘煤。所经营的选煤厂可依据电力、冶金、建筑和化工等行业的规格对公司自产的煤炭与向其他煤炭生产企业购入的煤炭进行洗选和混配。

2018 年，中煤集团持续推进去产能，提前完成杨村煤矿、依兰露天矿 2 座矿井去产能任务、退出产能 760 万吨/年，并顺利通过国务院国资委现场验收。此外，主动核减 3 座生产矿井产能 270 万吨/年，2018 年共计化解过剩产能 1030 万吨/年。截至 2018 年底，累计已完成 10 座矿井去产能任务，退出产能 2300 万吨/年，累计主动核减 5 座生产矿井产能 2270 万吨/年；近三年合计化解煤炭过剩产能 4570 万吨/年。

公司现有可控煤炭产能近 3 亿吨/年（包含了生产矿井、在建矿井、暂时停产矿井、手续办理中矿井、设计规划中矿井，拟去产能关闭的矿井等），生产及在建矿井 70 余座，可控煤炭资源储量 680 多亿吨。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并口径）现拥有 35 对生产矿井，核定产能 15038 万吨；2016—2018 年公司商品煤产量（合并口径）波动上升，分别为 10849 万吨、10508 万吨和 12602 万吨。

平朔公司、上海能源公司和中煤新集公司是公司煤炭生产板块的重要子公司，上述公司近三年商品煤合计产量分别为 7410 万吨、7478 万吨和 7687 万吨，占公司全部商品煤产量比例较高。

表 3 公司主要子公司煤炭产量情况（单位：万吨）

煤炭产量	2016 年	2017 年	2018 年
平朔公司	5238	5584	5411
上海能源公司	787	560	756
中煤新集公司	1385	1334	1520
合计	**7410**	**7478**	**7687**

资料来源：公司提供

生产指标方面，2018 年公司生产机械化程度继续保持高水平；百万吨死亡率进一步降低，安全形势稳定，安全保障程度高。受新并入企业的全员效率不同影响，导致原煤生产工效有所波动，2018 年为 16.49 吨/工，同比有所下降。

表 4 公司近年煤炭生产指标比较

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进装载机械化程度(%)	100.00	99.60	99.83	99.83

原煤生产工效(吨/工)	28.85	18.04	16.49	18.71
死亡率(人/百万吨)	0.01	0.084	0.012	0.000

资料来源：公司提供

（2）煤炭销售

公司煤炭销售主要分为自产商品煤销售和买断贸易煤销售，其次为进出口及国内代理。2018 年，公司充分发挥资金、营销渠道和资源优势，在蒙陕基地先进产能充分释放前，提前抢占市场和运力，同时充分发挥现有渠道和资源效率和效益，当年自产商品煤和买断贸易煤的销量均同比有所增长，分别为 11751.18 万吨和 8151.84 万吨；受市场行情影响，销售均价分别为 500.41 元/吨和 521.16 元/吨，均较 2017 年有所增长。

表 5　公司主要产品近年销售情况（单位：万吨、元/吨）

		2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
		销量	销价	销量	销价	销量	销价	销量	销价
一、自产商品煤内销	**合计**	**9589.70**	**333.70**	**9902.30**	**489.29**	**11751.18**	**500.41**	**3307.69**	**503.42**
	（一）动力煤	8617.60	314.74	8669.80	443.25	10540.09	452.50	2923.06	439.33
	（二）焦煤	972.00	501.80	1232.50	813.14	1211.08	917.32	384.63	931.81
二、自产商品煤自营出口	动力煤	40.90	421.66	9.20	580.57	6.39	773.70	4.93	770.27
三、买断贸易煤	--	4016.50	373.51	6017.90	522.09	8151.84	521.16	2427.41	459.04
四、代理出口	--	263.10	6.48	250.80	11.49	231.41	11.77	48.40	13.19
五、代理进口及代理国内销售	--	85.60	5.49	506.00	1.60	419.72	3.05	163.27	2.54
合计	--	**13995.80**	--	**16686.20**	--	**20560.54**	--	**5951.70**	--

注：公司进出口及国内代理业务中的销价为代理服务费；2018 年自产煤煤炭销量含内部交易。
资料来源：公司财务报告

①自产煤销售

公司自产煤销售以内销为主，销售区域以华北和华东为主。公司主要通过位于北京、华北地区、华东地区及主要煤炭销售港口的销售团队进行集中销售，公司在大屯矿区生产的少量煤炭产品通过上海能源的销售团队销售。

表 6　公司近年自产煤内销情况（单位：万吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
自产煤内销合计		**9589.7**	**9902.3**	**11751.2**
按区域	华北	3412.7	3155.5	2972.4
	华东	4730.8	4783.4	5863.5
	华南	655.0	921.1	1114.9
	其他	791.2	1042.4	1800.4

资料来源：公司提供

公司的海外客户主要是位于亚太区的国家和地区，包括日本、韩国和台湾等。2017—2018 年，公司自产煤出口量分别为 9.20 万吨和 6.39 万吨，全部出口到台湾地区，煤种均为动力煤。

②买断贸易

为满足客户多样化需求和抓住煤炭市场回暖的契机，近年来公司加大买断贸易煤开发力度，在扩大市场占有率的同时，与自产煤炭进行混配，优化了产品结构，提高了产品盈利能力。2018 年公司买断贸易煤销量 8151.84 万吨，同比增长 35.46%。

③进出口代理

中国煤炭出口采取煤炭出口专营权形式，并且煤炭出口专营权仅授予国有企业，因此公司下属子公司的煤炭出口均通过委托中煤集团代理的方式进行，中煤集团的集中销售团队管理所有向海外客户进行的煤炭产品销售并收取

煤炭出口代理费。

煤化工

公司煤化工业务的运营主体包括中煤陕西榆林能源化工有限公司（以下简称“陕西公司”经营烯烃项目，即陕西榆林甲醇醋酸系列深加工及综合利用项目）、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司（以下简称“鄂能化公司”，经营大颗粒尿素项目，即鄂尔多斯图克大化肥项目一期工程）、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司（以下简称“中煤远兴”，经营煤制甲醇项目，即鄂尔多斯蒙大煤制甲醇项目）、内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司（以下简称“中煤蒙大”，经营烯烃项目，即鄂尔多斯工程塑料项目该项目2017年8月投产）和灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司（经营焦炭业务）。

近年来公司加快产业结构调整，稳步推进煤化工项目建设和生产，同时持续加强煤化工生产管理，消除系统缺陷，保障“安稳长满优”运行，装置水平、主要经济技术指标保持国际领先水平。

公司煤化工的主导产品为聚烯烃、甲醇和焦炭。2018 年，公司聚烯烃产量为 146 万吨，同比增长 49.59%，主要系蒙大工程塑料项目达产所致；尿素产量为 185.6 万吨，同比下降 7%，主要系装置检修使产销量减少所致；甲醇产量 61.80 万吨，同比下降 2.83%；焦炭产量 185.30 万吨，同比略有下降。2018 年，公司煤化工产品产能利用率均维持在 100%左右；同期，煤化工产品产销量均维持在 100%左右，产品销售价格均较 2017 年有所上升。

2019 年 1—3 月，受产品供需变化影响，公司聚烯烃和甲醇销售价格较 2018 年出现明显下降；但受益于公司良好的成本控制能力，聚烯烃单位销售成本下降幅度相对更大，2019 年一季度，公司煤化工板块毛利率为 24.52%，较 2018 年略有上升。

表 7　2018 年公司煤化工产品生产情况（单位：万吨/年、万吨）

板块	生产能力（控股产能）	2018 年产量	2018 年销量	主要经营主体
聚烯烃	120	146.00	146.70	中煤陕西榆林能源化工有限公司 内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司
尿素	200	210.20	193.00	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司
甲醇	60	61.80	61.60	内蒙古中煤远兴能源化工有限公司
焦炭	192	185.30	184.70	灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司

注：2018 年甲醇产量未包含陕西公司中间产品余量 10.4 万吨；外销 6.58 万吨，其余为内销；中煤龙化关停导致公司甲醇产能有所下降
资料来源：公司提供

表 8　公司煤化工产品销售情况（单位：万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

煤化工产品	2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
	销量	销价	销量	销价	销量	销价	销量	销价
精甲醇	39.97	1495.69	13.34	2148.37	6.58	2672.22	5.19	1692.89
尿素	226.67	1134.43	249.42	1440.92	193.00	1819.29	80.52	1813.39
聚乙烯	35.83	7640.86	50.02	8071.48	74.41	8181.15	17.35	7621.12
聚丙烯	35.28	6327.19	47.73	7264.12	72.27	7988.45	14.69	7668.78
焦炭	269.53	938.85	192.69	1534.23	184.7	1792.98	50.36	1678.75
液化天然气	8.18	2123.94	10.98	3050.79	12.72	3767.21	4.73	3872.31
煤基天然气	9646.77	2.24	3430.10	2.20	197.00	3.20	--	--

注：尿素生产、销售统计包含鄂能化公司、晋中能化所属灵石化工；煤基天热气主要生产单位是中煤黑龙江煤炭化工（集团）有限公司，2017 年下半年该公司停产天然气。
资料来源：公司提供

煤矿装备和其他业务

公司是国内最大的煤矿机械装备制造企业，所属中国煤矿机械装备有限责任公司在中国煤机行业排名领先，主要生产包括刮板运输机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机及矿用电器等产品，并为国内外井工矿提

供与开采设备相关的设计、制造、安装及调试服务等全面开采服务。

煤矿装备销售方面，公司的工作面成套设备销售由中国煤矿机械装备有限责任公司的成套装备部负责，单机设备销售由中国煤矿机械装备有限责任公司下属的各生产企业负责。煤矿装备的销售合同一般采用双方协商、招投标和议标等方式进行，销售价格相应的由双方协商或投标确定。

2015—2016 年，在煤机市场低迷，无序竞争加剧的不利情况下，公司加大降本增效和成本管控力度，积极拓展配件服务、非煤及海外市场。2017 年以来，煤机市场逐步回暖。2018 年公司完成煤矿装备产值 66.95 亿元，同比增长 23.52%。

2. 经营效率

2018 年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数分别为 0.40 次、6.28 次和 7.25 次，均较 2017 年有所上升。

整体看，公司经营效率尚可。

3. 在建工程

截至 2018 年底，公司在建项目分为煤炭、煤化工和电力三个板块，详见下表 9。

表 9 截至 2018 年底公司主要在建项目情况

序号	项目名称	建设规模	预计总投资额（单位：亿元）	截至 2018 年已投资额（单位：亿元）	项目审批情况
煤炭板块					
1	山西小回沟煤矿及选煤厂项目	300 万吨/年	36.98	26.07	发改能源[2011]3249 号
2	陕西榆林大海则煤矿及选煤厂项目	1500 万吨/年	129.79	36.55	国能煤炭函[2012]34 号 发改能源[2018]1581 号
3	里必煤矿及选煤厂项目	400 万吨/年	57.46	7.53	发改能源[2013]1431 号
4	中煤新集公司板集煤矿	300 万吨/年	59.89	46.33	发改能源[2006]1799
5	中煤龙化公司依兰第三煤矿	240 万吨/年	24.84	11.82	发改煤炭函[2014]233 号
6	纳林河二号矿井及选煤厂项目	800 万吨/年	71.98	52.77	发改能源[2017]1797 号
合计			380.94	181.07	--
煤化工板块					
1	内蒙鄂能化合成气制 100 万吨甲醇技术改造项目	100 万吨甲醇/年	50.13	5.43	乌发改发〔2017〕84 号
合计			50.13	5.43	--
电力板块					
1	山西平朔低热值煤发电项目	2×660MW	67.73	36.85	晋发改能源发[2015]412 号
2	新疆煤电化准东五彩湾北二电厂项目	2×660MW	47.25	41.62	新政函[2015]18 号
3	大屯 2×350MW 煤矸石“上大压小”热电项目	2×350MW	33.77	27.81	苏发改能源发[2015]114 号
	合计	-	148.75	106.28	--

资料来源：公司提供

煤矿项目

截至 2018 年底，公司重大在建煤矿项目 6 项，分别为山西小回沟煤矿项目、大海则煤矿及配套选煤厂项目和里必煤矿及选煤厂项目。山西小回沟煤矿项目总投资 36.98 亿元，建设规模为 300 万吨/年，2018 年完成投资 5.25 亿

元，累计完成投资 26.07 亿元，项目已核准并取得采矿许可证，目前项目建设进展顺利，有望于 2019 年内竣工验收。大海则煤矿及配套选煤厂项目总投资 129.79 亿元，建设规模为 1500 万吨/年，2018 年完成投资 2.12 亿元，累计完成投资 36.55 亿元，项目已核准并取得采矿许可证。里必煤矿及选煤厂项目总投资 57.46 亿元，建设规模为 400 万吨/年，2018 年完成投资 3.51 亿元，累计完成投资 7.53 亿元，项目已核准并取得采矿许可证。中煤新集板集煤矿总投资 59.89 亿元，截至 2018 年底已投资 46.33 亿元，建设规模为 300 万吨/年。纳林河二号矿井及选煤厂项目，建设规模 800 万吨/年，预计总投资 71.98 亿元，截至 2018 年底累计投资 52.77 亿元，目前该煤矿已投产运行。

煤化工项目

截至 2018 年底，公司重大在建煤化工项目 1 项，为鄂能化公司合成气制 100 万吨/年甲醇技术改造项目，该项目总投资 50.13 亿元，建设规模为 100 万吨/年甲醇，2018 年完成投资 5.41 亿元，累计完成投资 5.43 亿元。项目已备案，已于 2018 年 10 月正式开工建设。

火力发电项目

截至 2018 年底，公司重大在建火力发电项目 3 项，分别为中煤平朔集团有限公司 2×660MW 低热值煤发电新建项目（以下简称“平朔公司”）、新疆准东五彩湾北二电厂项目和上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源公司”）2×350MW 热电项目。平朔公司 2×660MW 低热值煤发电新建项目总投资 67.73 亿元，建设规模 2×660MW，2018 年完成投资 11.78 亿元，累计完成投资 36.85 亿元，项目已核准，目前项目建设进展顺利，两台机组有望于 2019 年内投入试运转。新疆准东五彩湾北二电厂项目总投资 47.25 亿元，建设规模为 2×660MW，2018 年完成投资 17.29 亿元，累计完成投资 41.62 亿元，项目已核准，目前项目建设进展顺利，两台机组有望于 2019 年内投入试运转。上海能源公司 2×350MW 热电项目总投资 33.77 亿元，建设规模 2×350MW，2018 年完成投资 11.19 亿元，累计完成投资 27.81 亿元，项目已核准，目前项目建设进展顺利，1 号机组已成功投运，2 号机组有望于 2019 年上半年投入试运转。

截至 2018 年底，公司主要在建项目预计总投资 579.82 亿元，已投资 292.76 亿元，尚需投资 287.06 亿元，2019 年及以后年度公司仍存在一定的资本支出压力。公司在建的煤矿项目大部分为资源赋存条件好的矿井，投产后有望使公司整体煤炭开采效率提升。

综合来看，公司未来投资主要集中于煤炭、电力和煤化工领域，投资规模适中，随着项目的建成投产，公司主业产能规模将进一步上升。

4. 未来发展

2018 年以来，中煤集团为围绕“两商”发展战略，以煤炭绿色开采、清洁利用、高效转化、服务增值、国际运营为基本特征，以提升煤电化产业链协同效益、拓展能源综合服务增值空间、培育新能源等战略新兴产业为主体方向，实施成本领先和差异化战略，着力打造以煤为基的煤炭、煤化工、电力等循环经济新业态，着力打造工程建设、装备制造、设计研发、资产运营管理、能源综合开发等高端服务业新业态，重点建设山西、内蒙、陕西、新疆、安徽、江苏等区域，加快构筑“功能齐全、特色各异、优势互补”的区域协调发展新格局。通过“十三五”“十四五”两阶段努力奋斗，到 2025 年建成具有较强国际竞争力的清洁能源供应商和能源综合服务商，为建设具有全球竞争力的世界一流清洁能源供应商和能源综合服务商夯实基础。

具体至 2021 年规划的战略目标是实现“两商”产业结构和区域布局更加合理，低成本和差异化竞争优势更加突出，市场竞争能力、业务协同能力、科技创新能力、资本运作能力显著增强，企业治理、安全生产、节能环保、员工发展、党的建设等重要工作进一步夯实，企业发展质量、行业影响力和市场话语权稳步提升，打造成为央企唯一从事煤炭全产业链业务

的行业领先综合性能源产业集团，跻身世界企业 500 强，为建设具有较强国际竞争力的清洁能源供应商和能源综合服务商奠定基础。主要指标是：营业收入超过 1900 亿元，利润总额力争达 130 亿，在央企排名中稳中有升；资产负债率控制在 63%以内，资产收益率保持在合理水平；能源综合服务业占全集团营业收入比达到 20%左右；在岗职工控制在 10 万人左右，薪酬收入达到央企平均水平。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2018 年新纳入合并范围的子公司 11 家，其中新纳入的中煤集团山西华昱能源有限责任公司及其子公司资产规模较大；因吸收合并等原因不再纳入合并范围子公司 20 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围二级子公司共 20 家。总体来看，近年来公司财务报表合并范围变化较大，对财务报表可比性有一定影响。因同一控制下合并，公司 2018 年财务报告对 2017 年财务报表进行了重述。因该重述影响较小，本评级报告财务分析仍采用原 2017 年财务报告数据进行对比分析。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 3868.23 亿元，所有者权益合计 1333.05 亿元（含少数股东权益 696.55 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1500.19 亿元，利润总额 84.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3917.49 亿元，所有者权益合计 1356.84 亿元（含少数股东权益 711.86 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 402.34 亿元，利润总额 32.33 亿元。

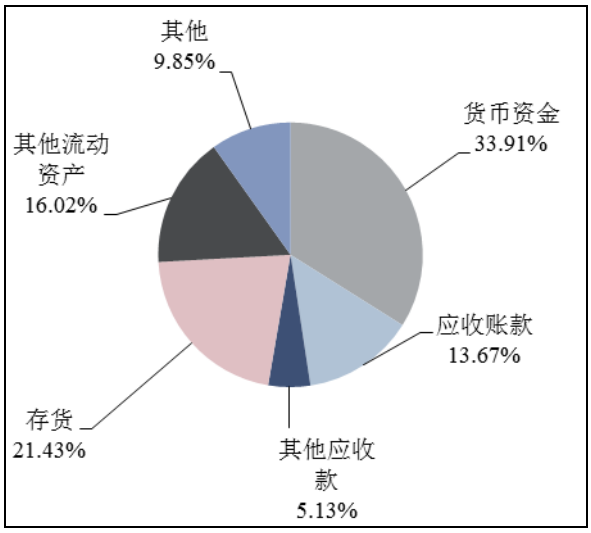
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 2899.74 亿元，同比增长 7.71%，其中流动资产合计占 22.10%，非流动资产合计占 77.90%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 855.06 亿元，同比增长 6.71%，主要由货币资金（占 33.91%）、应收账款（占 13.67%）、存货（占 21.43%）和其他流动资产（占 16.02%）组成。

图 8　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 238.61 亿元，同比增长 19.83%，主要为银行存款。其中受限制的货币资金总额为 50.88 亿元，主要包括承兑汇票保证金、专设银行账户存储的矿山环境恢复治理保证金及煤矿转产发展资金、复垦基金及保函证保证金等；受限资金占 21.32%，货币资金受限比例一般。

截至 2018 年底，公司应收账款净额 137.62 亿元，同比下降 16.66%，主要系部分煤矿装备应收账款按新会计准则重分类至合同资产和公司加强资金管理所致。应收账款共计提坏账准备 22.26 亿元，计提比例 16.00%。其中，58.20%的应收账款采用账龄法计提坏账准备，该部分应收账款账龄主要分布在一年以内和 1-2 年，分别占 53.03%和 22.50%，共计提信用损失准备 10.18 亿元，计提比例 10.44%；30.48%的应收账款按预期信用组合计提坏账准备，共计提 5.55 亿元，计提比例 13.09%；其余应收账款采取单项计提法计提坏账准备，计提比例接近

100%。截至 2018 年底，公司应收账款余额前 5 名占应收账款余额的 10.44%，集中度不高。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 186.07 亿元，同比增长 20.59%，共计提跌价准备 9.31 亿元；存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品和工程施工构成。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 116.30 亿元（含以公允价值计量的应收票据 99.89 亿元），同比增长 143.15%，主要系因会计科目调整，应收票据计入其他流动资产所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 3013.18 亿元，同比增长 8.00%，主要包括固定资产（占 49.52%）、在建工程（占 11.45%）和无形资产（占 21.76%）。

截至 2018 年底，公司固定资产 1492.24 亿元，同比增长 18.50%，主要是在建工程转入和合并范围扩大所致；固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和井巷工程构成，固定资产成新率 62.70%，整体质量尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程为 394.66 亿元，同比下降 30.26%，主要为系部分在建工程转入固定资产和无形资产所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 653.12 亿元，同比增长 14.06%；无形资产主要为探矿权、采矿权和土地使用权。

截至 2018 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计 156.65 亿元，受限比例 4.05%，受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 3917.49 亿元，较 2018 年底增长 1.27%，其中流动资产占 23.69%，非流动资产占 76.31%，非流动资产占比较 2018 年底略有下降；资产构成较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司资产以非流动资产为主，符合行业经营特点，资产质量良好；流动资产中现金类资产占比较高，资产流动性较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1333.05 亿元，同比增长 12.28%，主要系发行永续债和未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益占 47.75%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24.46%、资本公积占 41.88%，盈余公积占 2.61%，未分配利润占 21.37%；所有者权益构成较 2017 年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1356.84 亿元，较 2018 年底增长 1.78%，所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

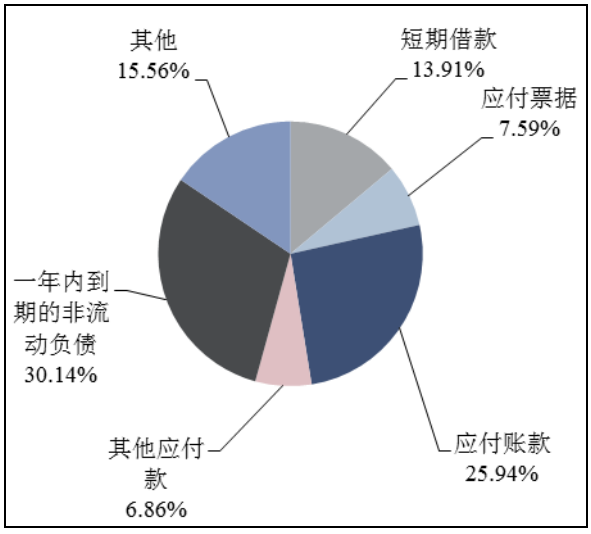
整体上，跟踪期内，公司所有者权益延续了稳步增长趋势；所有者权益中少数股东权益占比高；归属于母公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，权益稳定性好。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 2535.18 亿元，同比增长 8.28%，其中流动负债占 46.76%，非流动负债占 53.24%，负债结构较 2017 年底变化不大。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债合计 1185.32 亿元，同比增长 8.37%，构成以短期借款（占 13.91%）、应付账款（占 25.94%）和一年内到期的非流动负债（占 30.14%）为主。

图 9　截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款为 164.83 亿元，同比下降 12.74%。公司短期借款以信用借款为主。

截至 2018 年底，公司应付账款为 307.48 亿元，同比增长 4.70%，主要为应付原材料采购款、应付工程款及工程材料款和应付设备采购款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 357.25 亿元，同比增长 16.01%，主要是到期的信用借款、保证借款和抵押借款。

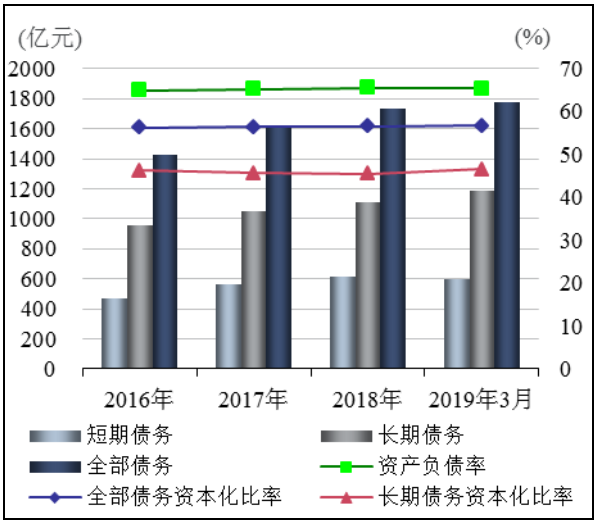
截至 2018 年底，公司其他应付款为 81.36 亿元（不含应付利息和股利），同比下降 2.10%，主要由应付采矿权款、暂收代付款、应付投资款、应付押金及保证金等构成。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债为 1349.86 亿元，同比增长 8.20%，主要由长期借款（占 60.07%）和应付债券（占 21.42%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 810.88 亿元，同比增长 5.94%，主要为信用借款。

截至 2018 年底，公司应付债券余额为 289.11 亿元，同比增长 7.61%，由中煤能源和中煤新集 2013—2018 年间发行的未到期的中期票据和公司债券构成。

图 10　公司债务结构及负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务合计 1731.57 亿元，同比增长 7.25%，其中短期债务占 35.69%，长期债务占 64.31%，债务结构同比变化不大；债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.54%、56.50%和 45.51%，除长期债务资本化比率同比略有下降外，其余两个指标同比略有上升。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 2560.65 亿元，较 2018 年底增长 1.00%，其中流动负债占 44.53%，非流动负债占 55.47%，非流动负债占比较 2018 年底有所上升；资产负债率为 65.36%，较 2018 年底略有下降。长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 46.59%和 56.70%，较 2018 年底略有上；有息债务负担较 2018 年略有上升。

整体看，跟踪期内，公司负债结构变化不大，债务负担基本保持稳定，与同行业比较，整体债务负担仍保持在适宜水平。

4. 盈利能力

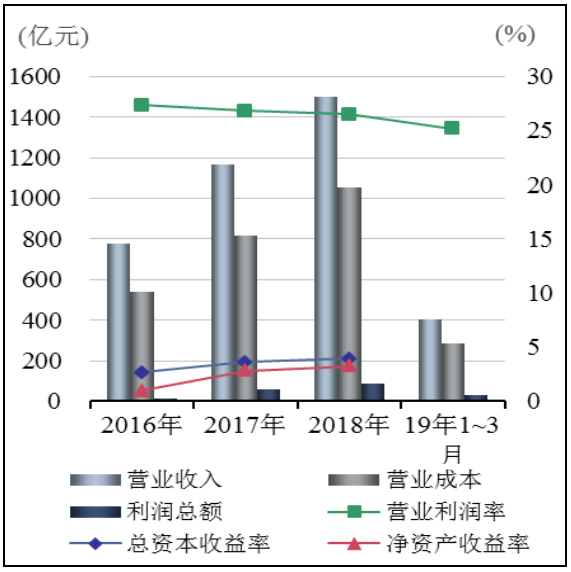
2018 年公司实现营业收入 1500.19 亿元，同比增长 28.43%。同期，营业成本为 1052.92 亿元，同比增长 29.06%。

期间费用方面，2018 年公司期间费用为 289.97 亿元，同比增长 18.52%，主要系运输费增长导致销售费用增幅较大所致；2018 年公司期间费用率为 19.33%，较 2017 年下降 1.62 个百分点。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失（含信用减值损失）和投资收益。2018 年公司资产减值损失为 45.16 亿元，同比增长 47.29%，主要是固定资产减值损失、在建工程和其他减值损失。2018 年公司取得投资收益 23.27 亿元，同比增长 23.36%，公司投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益。

2018 年，公司营业利润和利润总额分别为 87.19 亿元和 84.76 亿元，同比分别增长 46.61%和 37.18%；净利润为 43.38 亿元，同比增长 21.85%，其中归属于母公司净利润为-10.81 亿元。公司归属于母公司的净利润规模小。

图 11　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 26.49%、3.96%和 3.25%，其中营业利润率同比略有下降，总资本收益率和净资产收益率同比略有上升。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 402.34 亿元，同比增长 13.62，利润总额 32.33 亿元，同比增长 46.29%；营业利润率 25.20%，较 2018 年下降 1.29 个百分点。

总体看，跟踪期内，随着煤炭行业去产能的推进，煤炭行业供需格局处于紧平衡状态，公司营业收入和利润规模持续增长，盈利能力有所增强，但盈利水平一般。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入量为 1654.28 亿元，同比增长 25.84%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量为 1422.08 亿元，同比增长 26.48%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2018 年，公司经营活动净现金流为 232.20 亿元，同比增长 22.04%。2018 年，公司现金收入比为 108.12%，较 2017 年变化不大，总体看，公司收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流入量为 23.64 亿元，同比下降 53.88%，主要是政府补助减少导致收到的其他与投资活动有关的现金下降所致。2018 年，公司投资活动现金流出量为 190.81 亿元，同比增长 36.73%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2018 年，公司投资活动净现金流为 -167.17 亿元，净流出金额同比增长 89.30%。

2018 年，公司筹资活动前净现金流为 65.03 亿元。

筹资活动现金流方面，2018 年，公司筹资活动现金流入量为 668.45 亿元，同比增长 28.33%，主要是取得借款收到的现金增长所致。2018 年，公司筹资活动现金流出量为 765.13 亿元，同比增长 24.22%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2018 年，公司筹资活动净现金流为-96.68 亿元，同比变化不大。

2019 年 1—3 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 74.74 亿元、-40.20 亿元和 19.94 亿元。2019 年 1—3 月，公司现金收入比为 109.35%，收入实现质量良好。

总体看，跟踪期内，公司保持良好的经营获现能力，经营活动现金流保持增长趋势，基本能够覆盖投资活动支出和债务利息支出，公司总体现金流情况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底及 2019 年 3 月底，公司流动比率分别为 72.14%和 81.39%；速动比率分别为 56.68%和 65.08%；2018 年，公司经营现金流动负债比为 19.59%，同比上升 2.20 个百分点。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.06 倍和 6.34 倍，均同比有所改善。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力指标维持向好趋势，总体偿债能力持续增强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额合计 154.97 亿元，担保比率 11.63%，对外担保比率

一般，公司对外担保对象主要是陕西延长中煤榆林能源化工有限公司和中天合创能源有限责任公司。

表10　截至2018年底公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位	担保对象名称	2018 年末实际担保额	备注
中国中煤能源股份有限公司	中天合创能源有限责任公司	1216788.75	满足担保协议约定的条件
中国中煤能源股份有限公司	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	175922.31	最后一笔贷款至 2035 年到期
中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	30606.60	最后一笔贷款至 2027 年到期
上海大屯能源股份有限公司	丰沛铁路股份有限公司	1347.78	最后一笔贷款至 2024 年到期
中煤陕西榆林能源化工有限公司	延安市禾草沟煤业有限公司	29850.00	最后一笔贷款至 2025 年到期
中煤陕西榆林能源化工有限公司	陕西靖神铁路有限责任公司	18280.00	最后一笔贷款至 2045 年到期
中煤集团山西华昱能源能源有限公司	山西昱光发电有限责任公司	16912.00	最后一笔贷款至 2025 年到期
中煤集团山西华昱能源能源有限公司	山西奕光发电有限公司	53600.00	最后一笔贷款至 2033 年到期
中煤建设集团有限公司	中煤第三建筑公司	2750.00	煤炭部时期遗留，尚待解决
中煤建设集团有限公司	中煤国际经济合作公司	400.00	煤炭部时期遗留，尚待解决
中煤建设集团有限公司	中煤特殊工程公司	200.00	煤炭部时期遗留，尚待解决
中煤建设集团有限公司	云南基建公司	170.00	煤炭部时期遗留，尚待解决
中煤建设集团有限公司	中煤特殊工程公司	100.00	煤炭部时期遗留，尚待解决
北京华煤工贸有限公司	北京百马行贸易有限公司	800.00	对方涉及刑事案件 中止执行
中煤多种经营工贸总公司	北京百马行贸易有限公司	2000.00	对方涉及刑事案件 中止执行
合　计		**1549727.44**	

资料来源：公司提供

陕西延长中煤榆林能源化工有限公司为公司联营企业，注册资本 70 亿元，截至 2018 年底，公司持股比例为 30%，注册地为陕西省榆林市靖边县张家畔镇河东榆林炼油厂。该公司主要经营煤化工业务，2018 年实现营业收入 123.92 亿元，净利润 11.61 亿元。

中天合创能源有限责任公司由公司与中国石油化工股份有限公司等其他 3 家公司共同出资设立，注册资本 160 亿元，截至 2018 年底公司持股比例为 38.75%，注册地在内蒙古鄂尔多斯市。该公司主要经营煤化工业务。2018 年实现营业收入 122.35 亿元，实现净利润 11.33 亿元。

总体看，公司对外担保比率一般，主要被担保企业为公司联营企业。目前被担保企业生产经营情况正常。

截至 2019 年 3 月底，公司共获银行授信额度 3715.40 亿元，尚未使用额度为 2447.90 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10110105014302702），截至 2019 年 7 月 19 日，公司无已结清和未结清的不良贷款。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务报表分析

截至 2018 底，公司本部资产总额 616.38 亿元，为合并口径资产总额的 15.93%，其中流动资产占 17.92%，非流动资产占 82.08%；非流动资产中长期股权投资和其他非流动资产占比高，截至 2018 年底分别为 422.16 亿元和 55.25 亿元。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 321.34 亿元，为合并口径的 12.68%，其中流动负债占 28.86%，非流动负债占 71.14%；有息债务（短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券）金额 261.41 亿元，其中长期债务 179.75 亿元。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 295.03 亿元，其中实收资本 155.71 亿元，资本公积 72.55 亿元，永续债 29.96 亿元；所有者权益稳定性好。

2018 年，公司本部实现营业收入 0.65 亿元，利润总额 4.20 亿元，主要来自投资收益；经营

活动净现金流为 14.13 亿元。

截至 2018 年底，公司本部资产负债率为 52.13%，全部债务资本化比率为 46.98%，本部债务负担继续维持在适宜水平。

总体看，公司本部不承担经营业务，以管理职能为主；资产构成以长期股权投资和其他流动资产为主，债务负担适宜。

9. 抗风险能力

基于对公司股东背景、行业地位和经营状况的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司存续期内的长期债券为“18 中煤能源 MTN001”和“18 中煤集团 MTN002”，期限均为 3+N 年，发行金额均为 15 亿元，首次行权年度均为 2021 年。现以上述两期中票合计金额 30 亿元为测算金额测算公司对存续债券的保障能力。

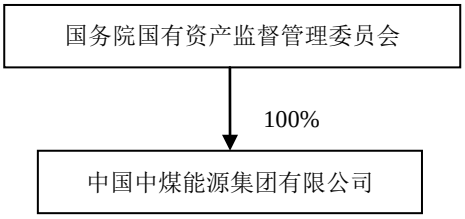
2016—2018 年公司 EBITDA 分别为 153.92 亿元、229.74 亿元和 273.04 亿元，分别是测算金额的 5.13 倍、7.66 倍和 9.10 倍；经营活动现金流入量分别为 890.55 亿元、1314.63 亿元和 1654.28 亿元，分别是测算金额的 29.69 倍、43.82 倍和 55.14 倍；经营活动净现金流分别为 126.73 亿元、190.26 亿元和 232.20 亿元，分别是测算金额的 4.22 倍、6.34 倍和 7.74 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流对长期债券保障能力强。

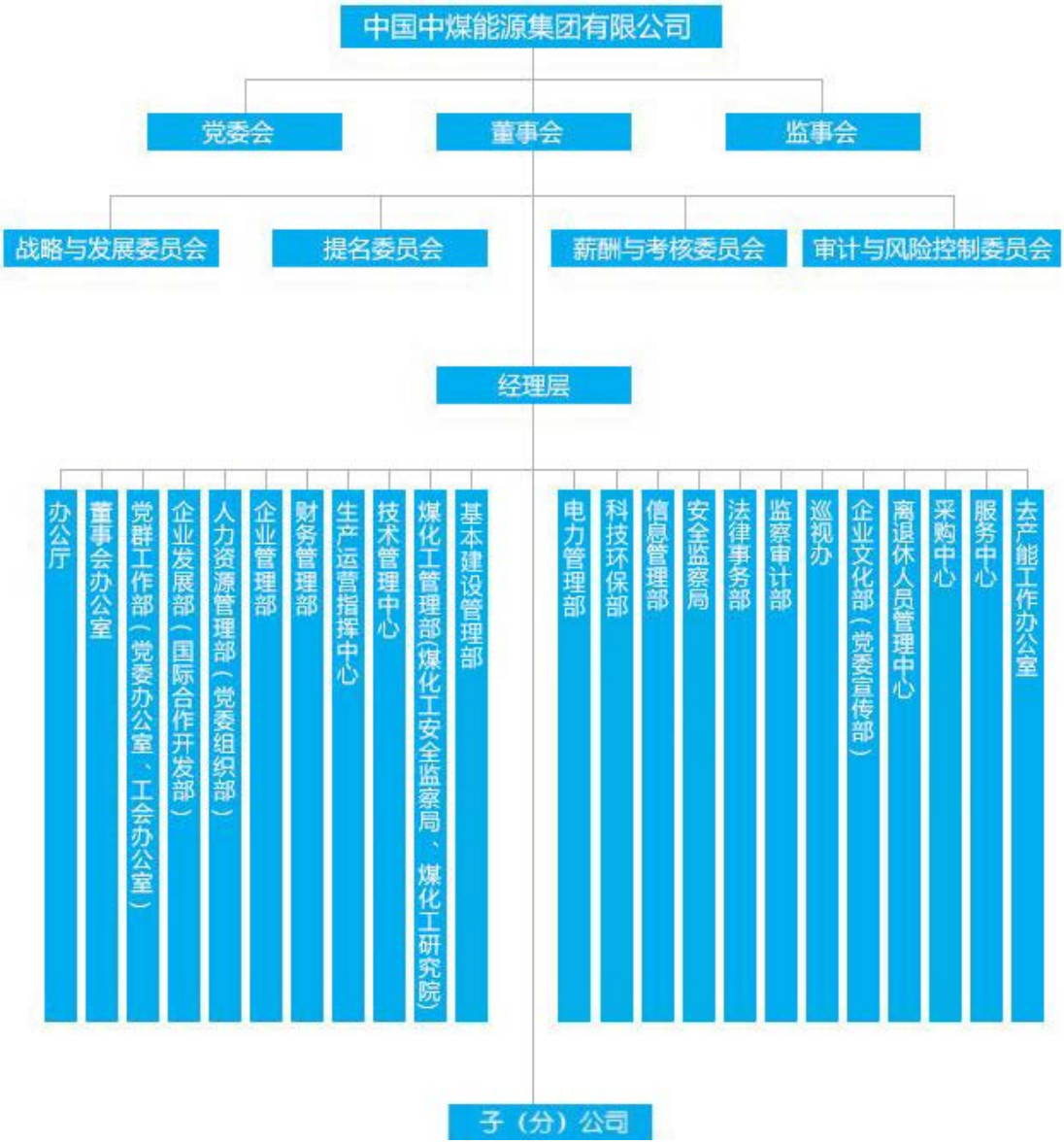
总体看，公司 EBITDA 及经营活动现金流对公司存续债券的保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持中国中煤能源集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“18中煤能源MTN001”和“18中煤集团MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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 2018 年底，纳入公司合并范围的子公司

序号	公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例	表决权比例
1	中国中煤能源股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	1325866	58.36	58.36
2	大屯煤电(集团)有限责任公司	其他煤炭采选	59833	100.00	100.00
3	中煤新集能源股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	259054	30.31	30.31
4	中煤华利能源控股有限公司	投资与资产管理	375000	65.00	65.00
5	中煤资源发展集团有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	352716	100.00	100.00
6	中煤集团山西华昱能源有限公司	褐煤开采洗选	200000	60.00	60.00
7	中煤建设集团有限公司	工矿工程建筑	555221	100.00	100.00
8	中煤能源研究院有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	5690	100.00	100.00
9	北京中煤机械装备公司	矿山机械制造	8107	100.00	100.00
10	中煤京闽（福建）工贸有限公司	煤炭及制品批发	10000	56.00	56.00
11	中煤晋中能源化工有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	20000	100.00	100.00
12	中煤昔阳能源有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100600	60.00	60.00
13	中煤黑龙江煤炭化工（集团）有限公司	天然气生产和供应业	325973	100.00	100.00
14	平朔工业集团有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	541563	87.92	87.92
15	中国煤炭资产管理集团有限公司	投资与资产管理	70198	100.00	100.00
16	中煤能源香港有限公司	煤炭及制品批发	883	100.00	100.00
17	国投哈密能源开发有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	96195	100.00	100.00
18	国投哈密发电有限公司	火力发电	88210	100.00	100.00
19	中煤深圳公司	煤炭及制品批发	12796	100.00	100.00
20	山西中煤平朔东日升煤业有限公司	煤炭的开采洗选	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	282.48	362.03	327.75	392.27
资产总额(亿元)	3170.20	3591.25	3868.23	3917.49
所有者权益(亿元)	1113.19	1249.91	1333.05	1356.84
短期债务(亿元)	472.67	562.50	618.07	593.23
长期债务(亿元)	956.95	1052.08	1113.50	1183.62
全部债务(亿元)	1429.62	1614.58	1731.57	1776.86
营业收入(亿元)	777.38	1168.12	1500.19	402.34
利润总额(亿元)	15.76	61.78	84.76	32.33
EBITDA(亿元)	153.92	229.74	273.04	--
经营性净现金流(亿元)	126.73	190.26	232.20	74.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.63	4.76	7.25	--
存货周转次数(次)	4.13	5.69	6.28	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.35	0.40	--
现金收入比(%)	108.18	108.02	108.12	109.35
营业利润率(%)	27.37	26.84	26.49	25.20
总资本收益率(%)	2.69	3.65	3.96	--
净资产收益率(%)	0.98	2.85	3.25	--
长期债务资本化比率(%)	46.23	45.70	45.51	46.59
全部债务资本化比率(%)	56.22	56.37	56.50	56.70
资产负债率(%)	64.89	65.20	65.54	65.36
流动比率(%)	72.77	73.26	72.14	81.39
速动比率(%)	58.50	59.37	56.68	65.08
经营现金流动负债比(%)	13.41	17.39	19.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	2.77	3.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.29	7.03	6.34	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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 4-3　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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