跟踪评级公告

联合[2015]1101号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持大同煤矿集团有限责任公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14同煤CP001”、“14同煤CP002”、“15同煤CP001”和“15同煤CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月三十日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

大同煤矿集团有限责任公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 同煤 CP001	10 亿元	2014/10/22-2015/10/22	A-1	A-1
14 同煤 CP002	25 亿元	2014/10/29-2015/10/29	A-1	A-1
15 同煤 CP001	10 亿元	2015/1/21-2016/1/21	A-1	A-1
15 同煤 CP002	25 亿元	2015/1/21-2016/1/21	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	217.01	314.83	301.37	262.35
资产总额(亿元)	1439.88	1913.73	2210.01	2298.08
所有者权益(亿元)	389.58	390.84	383.23	377.77
短期债务(亿元)	197.31	278.78	372.31	378.90
全部债务(亿元)	686.03	1169.53	1439.36	1513.68
营业收入(亿元)	1702.24	1995.66	2138.29	491.25
利润总额(亿元)	12.27	5.51	5.79	0.80
EBITDA(亿元)	85.98	85.23	91.97	--
经营性净现金流(亿元)	-23.09	286.11	311.71	-48.00
营业利润率(%)	9.84	8.31	8.50	10.07
净资产收益率(%)	-0.23	-2.49	-3.04	--
资产负债率(%)	72.94	79.58	82.66	83.56
全部债务资本化比率(%)	63.78	74.95	78.97	80.03
流动比率(%)	128.33	138.22	126.92	136.27
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	13.72	15.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.32	1.83	1.75	--
经营现金流动负债比(%)	-4.31	46.35	42.85	--

注：1、2015 年一季度财务数据未经审计；
2、其他流动负债中的短期融资券、长期应付款中的融资租赁款计入有息债务核算。

分析师

钟 睿　李 嘉

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）

Http://www.lhratings.com

评级观点

大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“公司”）是国内特大型煤炭生产企业。跟踪期内，公司原煤产量保持增长，行业地位稳固，电力业务盈利能力突出，但受煤炭价格持续下行影响，公司经营性亏损仍未有效扭转，目前公司债务负担重，经营压力加大，对外部支持的依赖程度上升。

公司在建矿井规划产能大，未来原煤产量有望持续稳步提升，有助于巩固和强化公司的行业领先地位。2014 年公司获取大额财政补贴，对公司整体利润规模有较大贡献，有力的政府支持强化了公司的综合抗风险能力。

公司经营活动现金流入量及现金类资产对存续短期融资券的保障能力很强。综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；维持“14 同煤 CP001”、“14 同煤 CP002”、“15 同煤 CP001”和“15 同煤 CP002”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内，公司原煤产量保持增长，规模优势和行业领先地位稳固。
2. 公司合同煤销售占比高，产品销路稳定，保持较高的产销率水平。
3. 公司受政府支持力度强，2014 年获取大额财政补贴，综合盈利指标得以一定程度修复。
4. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对存续短期融资券的保障能力很强。

关注

1. 煤炭行业景气度趋势性下行，公司煤炭主业经营压力较大。
2. 公司社会负担较重，期间费用对公司利润侵蚀较大。
3. 公司未来投资规模维持高位，外部融资需

求大，债务负担重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与大同煤矿集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与大同煤矿集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因大同煤矿集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由大同煤矿集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于大同煤矿集团有限责任公司主体长期信用及存续期内“14 同煤 CP001”、“14 同煤 CP002”、“15 同煤 CP001”和“15 同煤 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”或“公司”）的前身大同矿务局成立于 1949 年 8 月 30 日，2000 年 7 月改制为大同煤矿集团有限责任公司。2003 年 12 月，按照现代企业制度重组成立了新的同煤集团。2005 年 12 月实施债转股后，成为七家股东共同出资的公司。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 170.35 亿元，其中控股股东山西省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 65.17%股份。

公司营业范围仍主要包括煤炭生产、加工及销售；发电；机械制造；工程建筑施工；生铁冶炼；建材生产等。

公司现有秘书处、总经理办公室、财务部、经营管理部、生产技术部、发展战略研究院、通风处、审计部、安全管理监察局、法律事务部、人事部、非煤产业部、劳资部、企划部等 14 个职能部室。截至 2014 年底，合并范围内二级子公司合计 50 家。

截至2014年底，公司合并资产总额2210.01亿元，所有者权益 383.23 亿元（含少数股东权益 168.79 亿元）；2013 年公司实现营业总收入 2138.29 亿元，利润总额 5.79 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 2298.08 亿元，所有者权益 377.77 亿元（含少数股东权益 169.95 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业总收入 491.25 亿元，利润总额 0.80 亿元。

公司地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：张有喜。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，

比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

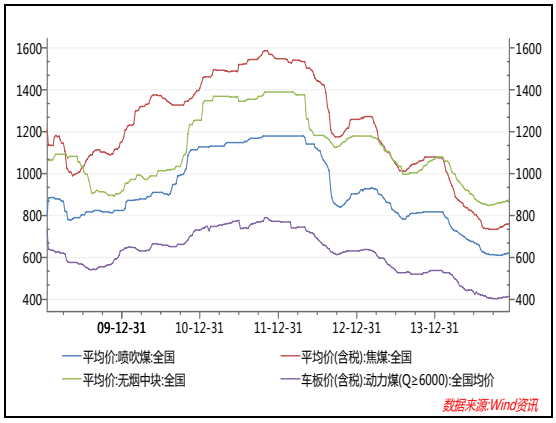
行业供需

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，2013 年度煤炭总供给过剩量达 3.32 亿吨。

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。

图 1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：wind 资讯

近年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，煤炭价格在近三年出现深度调整。

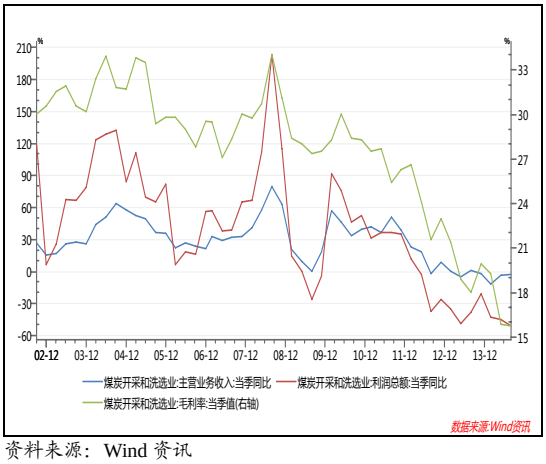
据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年周期价格高点分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。

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2013年和2014年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图 2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind 资讯

2. 行业关注

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

五、基础素质分析

公司是山西省最大的动力煤生产企业，是山西省指定的七大煤炭资源整合主体之一，是国家规划的 14 个大型煤炭基地之一——晋北基地的支柱企业。公司经营历史悠久，在科技、工艺、装备、管理等多方面累计创造了 100 多项行业全国第一。目前已形成煤炭为主，电力、化工、钢铁生产、机械制造等多产业协同发展的多元化产业格局，在规模及资源储量、地理区位、技术研发和产品品牌等方面具备较大的竞争优势。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有 77 座矿井，其中，集团本部及参组矿井 35 座，年生产能力 9356 万吨；资源整合矿井 33 座，年生产能力 2650 万吨；新建及筹建矿井 9 座，年生产能力 6700 万吨，资源储量合计 316.9 亿吨，2014 年实际生产原煤 16754 万吨，是中国仅有的 7 家煤炭产量过亿吨企业之一，规模优势突出。

公司现有国家级煤炭技术中心、博士后科研工作站、山西省煤矿工程研究生教育创新中心等研发机构。研发团队中享受政府特殊津贴专家、省级优秀专家 60 余人。

公司开采技术先进，创造了不同地质条件下煤炭开采的技术和装备等全国“十一个第一”，在采煤方法、采掘机械、通风安全、矿山电气等领域取得了众多科技成果，其中，“两硬”条件综放技术、大采高综采关键技术、锚杆支护技术、高产高效矿井开采技术等一批重大科技成果达到国际、国内领先水平。

公司所处的晋煤地区被列为国家规划的 14 个大型煤炭基地之一，是《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展规划》、《煤炭产业政策》和《煤炭工业“十二五”发展规划》的重点支持地区。大型煤炭基地的建设享受国债资金的重点支持，国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。公司作为晋北基地的支柱企业，是国家重点规划的 14 个亿吨级生产基地之一，政策支持力度强，外部环境良好。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变动。

七、经营分析

1．经营现状

公司主营煤炭生产及加工，同时开展贸易、电力、冶金、煤化工、工程建筑施工、设备安装、机械制造、建材生产、煤矿工程设计及技术咨询等非煤业务。煤炭业务是公司的传统核心业务。

收入规模及构成方面，2014 年公司实现营业总收入 2135.38 亿元，同比增长 7.15%，贸易业务收入增长较快。受煤炭价格下行影响，煤炭业务实现收入 444.03 亿元，同比下降 10.32%，煤炭主业收入占营业总收入比重进一步下降至 20.79%。

盈利能力方面，2014 年公司整体毛利率 8.93%，与 2013 年基本持平。煤炭业务是公司的主要利润来源，2012~2014 年，煤炭业务毛利率呈上升趋势，主要受益于公司近年持续推进降本增效措施，同时，2014 年起，山西省财政厅暂停征收煤矿转产发展资金和矿山环境恢复治理保证金等地方税费，公司成本压力得到缓解，在煤炭价格及煤炭业务收入下降的同时，毛利率有所恢复。公司电力板块受益于近年煤炭价格下行，毛利率持续提升。贸易业务整体盈利能力低，其收入占比持续上升对公司整体毛利率形成负面影响。

2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 491.14 亿元，煤炭主业受益于涉煤规费及资源税改革，毛利率进一步回升至 37.51%，整体毛利率水平较 2014 年全年小幅上升。

总体看，近年受煤炭价格下行影响，公司煤炭主业收入规模持续萎缩，面临较大的经营压力，内部成本控制及外部税费改革措施有效降低了运营成本，保障了公司煤炭主业的盈利空间，但公司整体利润规模仍处于近年较低水平。

表 1 近年公司各业务板块情况（单位：亿元，%）

板块分类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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
主营业务	1444.35	84.85	*12.21*	1958.47	98.28	*9.03*	2104.68	98.56	*8.88*	483.61	98.47	*11.07*
煤炭	799.39	46.96	*20.33*	495.12	24.85	*30.42*	444.03	20.79	*34.76*	122.06	24.85	*37.51*
电力	53.70	3.15	*15.22*	82.29	4.13	*21.29*	87.53	4.10	*23.15*	19.15	3.90	*20.48*
建材	7.23	0.43	*17.34*	4.35	0.22	*27.91*	4.77	0.22	*28.81*	2.15	0.44	*12.56*
贸易	518.03	30.43	*0.07*	1305.94	65.53	*0.22*	1483.96	69.49	*0.37*	336.00	68.41	*1.15*
其他	66.01	3.88	*6.24*	70.78	3.55	*6.50*	84.39	3.95	*6.42*	4.25	0.86	*-7.57*
其他业务	257.89	15.15	*1.17*	34.34	1.72	*-9.53*	30.70	1.44	*12.38*	7.54	1.53	*3.61*
合计	1702.24	100.00	*10.54*	1992.81	100.00	*8.71*	2135.38	100.00	*8.93*	491.14	100.00	*10.96*

资料来源：公司提供

2. 煤炭采选业

截至 2015 年 3 月底，公司拥有 77 座矿井，原煤产能 18706 万吨/年，资源储量合计 316.9 亿吨，资源品种包含弱粘煤、长焰煤、1/3 焦煤、肥焦煤等，其中，以弱粘煤为主，是优质的动力用煤，在储量、品质方面均在国内占有突出地位。

2014 年公司原煤产量 16754 万吨，同比增长 7.09%。2015 年 1~3 月，公司实际生产原煤 4021 万吨，产量保持稳定。

公司现有选煤厂 31 座，总设计洗选能力 16800 万吨/年；在建选煤厂 4 座，设计洗选能力 3000 万吨/年。2014 年原煤入洗量为 8428.34 万吨，同比增长 12.81%，洗出量合计 5851.43 万吨，同比增长 10.25%。

安全生产方面，公司2014年底矿井采掘机械化程度达98.53%，较高的机械化水平和综采率提升了采煤效率，减少了矿井人员伤亡。2014

年百万吨死亡率为0.0239人/百万吨，较2012年0.055人/百万吨有所下降，安全生产水平处于行业优秀水平。

联合资信同时关注到，2015年4月19日，公司下属姜家湾煤矿发生透水事故，造成21人遇难，目前事故调查仍在进行中。

产品销售方面，2014 年公司销售商品煤合计 15893 万吨，同比增长 5.77%，产销率保持良好水平。商品煤销售价格受行业景气下行影响，2014 年销售均价为 320.33 元/吨，同比下降 15.79%，价格跌幅较 2013 年有所收窄（跌幅 20.07%）。2015 年 1~3 月，公司商品煤销售均价为 280.18 元/吨，较 2014 年全年下降 12.53%。

公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，合同煤占比约 90%，其中重点合同煤占比 75%左右，对公司产销率保障程度较好。

总体看，公司煤炭储量丰富，煤质品种优良，原煤产量大，合同煤占比高，产品销路稳定，外运能力有保障，煤炭业务规模优势突出。联合资信同时关注到，煤炭行业景气下行对公司商品煤售价形成较大负面影响。

针对煤炭价格持续下行，公司在保障生产及销量的基础上，主要通过压缩生产成本保障盈利空间。2013 年起，公司通过降低人员工资、清理冗余费用等方式控制内部成本，同时，降低煤炭安全生产费及维简费计提也在一定程度上减轻了公司的成本压力。山西省自 2014 年起逐步清理各类涉煤规费，有效降低了公司的外部成本压力，同时，公司积极配合煤炭资源税改革，提升原煤入洗水平，有效降低了吨煤税负。上述因素导致公司近年煤炭主业毛利率呈小幅上升趋势。

3. 电力板块

近年来公司电力板块快速发展，现已拥有较大规模的、与煤炭业务具有良好协同效应的电力、热力生产和供应业务。2013 年公司将山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“漳泽电力”）收购后，电力业务规模有一定程度提升，同时受益于煤炭行业整体下行，公司电力板块盈利能力明显提升，但由于电力下游需求减缓，公司 2014 年发电量下降明显，收入规模有所下降。

截至目前，公司电厂总装机容量为 912 万千瓦， 2014 年，平均利用 4821 小时，同比下降 2.40%，供电煤耗为 332.28 克/千瓦时，同比下降 1.80%。2015 年 1~3 月，平均利用 974 小时，供电煤耗为 297.24 克/千瓦时。

作为公司“十二五”期间重点发展的板块之一，2014 年公司四个项目建成投产，即热电二期、侯马热电、塔山光伏、新疆鄯善光伏，装机容量新增 130 万千瓦。公司 2015 年下半年预计两个项目投产，包括右玉光伏、织女泉风电三期项目。此外，阳高热电、同华二期、塔山园区光伏以及东金潘园区光伏四个项目取得“路条”，预计公司电力板块装机容量和经济效益将进一步大幅提升。公司成为山西省首家且唯一一家入围大用户直供电电力用户名单的煤炭企业，享受大用户直供电电力用户的低电价政策，公司每年可节约电费 3000 万元。

受益于煤炭价格下行，公司电力业务毛利率近年小幅提升，成为公司重要的利润增长点，联合资信同时关注到，受山西省宏观经济增速放缓影响，公司下属电力机组利用效率有所下降。

4. 贸易板块

在贸易方面，公司构建了四大贸易业务板块，分别为金属贸易板块、矿石贸易板块、焦炭贸易板块、生产生活物资贸易板块。2014 年，公司贸易业务营业收入 1483.96 亿元，同比增长 13.63%，板块毛利率为 0.37%，同比小幅上升。2015 年 1~3 月，实现营业收入合计 336.00 亿元，板块毛利率 1.15%。

公司近年来大力发展贸易，有效的提升了公司的收入规模，但目前对公司利润贡献小。

5. 其他非煤产业

除电力与贸易产业外，公司非煤产业主要包括：冶金、氧化铝、建筑建材、煤化工、机械制造、通讯、旅游和财务公司等。非煤产业占公司营业收入和利润的比重不断增长，但非煤业务受金融危机冲击较大，下游需求恢复相对缓慢，公司非煤产业盈利能力普遍偏弱，近年处于持续亏损状态。

6. 在建项目及未来发展

从在建及拟建项目情况看，公司未来投资主要集中在煤炭产业和电力产业，同时兼顾煤化工产业。目前各矿井正在建设中，公司煤炭主业的不断壮大有助于巩固公司的规模优势和竞争实力。同时，公司依托煤炭主业，不断加大对电力、煤化工等煤炭下游产业的投入，有助于完善公司整体产业链条，提高整体抗风险能力。

表 2 截至 2014 年底公司主要在建项目概况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	2015 年投资计划
同发东周窑矿井工程	42.90	46.20	0.38
同华电厂机组工程	53.49	13.01	0.70
阳高电厂	33.00	2.79	4.62
金庄煤业	74.02	58.44	3.66
北辛窑煤业	60.13	18.12	18.75
塔山电厂二期	50.57	10.26	15.93
永济热电	29.78	19.08	6.72
风电三期	3.96	2.82	0.74
塔山光伏电站	2.48	1.77	0.46
煤基活性炭	11.99	11.36	0.40
合　计	362.34	183.84	52.35

资料来源：公司提供

2013 年以来，随着煤炭行业景气下滑，公司主动缩减投资规模，目前投资以推进在建项目为主，新建项目较为谨慎。目前公司将在建项目按照重要程度分类，优先保障重点工程建设，整体投资规模已逐步缩减，2015 年计划总投资约 200 亿元，其中，重点项目投资 52.35 亿元，但考虑到公司盈利能力近年持续处于低位，仍需要依靠外部融资渠道筹集资金。

八、财务分析

公司提供的 2012~2014 年各年度审计报告经瑞华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1~3 月财务报表未经审计。

公司 2014 年报表新纳入合并范围二级子公司合计 7 家，均为公司投资设立，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业总收入2138.29亿元，同比增长7.15%，收入规模保持上升趋势，贸易业务收入的持续快速扩张有效弥补了煤炭业务收入下滑对公司营业总收入的影响。

期间费用方面，2014年公司主动对员工薪酬进行压缩，管理费用合计69.12亿元，同比下降15.76%，但财务费用和销售费用均同比上升，期间费用同比上升1.48%，期间费用率为9.15%，略低于2013年水平。

非经常性损益方面，2014年公司实现公允价值变动收益1.83亿元、投资收益2.70亿元、政府补助15.21亿元，政府补助较2013年34.29亿元有较大程度下降，但仍是公司实现整体盈亏平衡的重要支撑。

2014年，公司利润总额和净利润分别为5.79亿元和-11.65亿元，利润总额同比略有上升，净利润进一步恶化。

从盈利指标看，2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为8.50%、2.34%和-3.04%，均低于近三年加权均值。

2015年1~3月，公司实现营业总收入491.25亿元，利润总额0.80亿元，营业利润率回升至10.07%。

总体来看，跟踪期内，煤炭价格下行对公司煤炭主业收入规模形成显著的负面影响，公司通过内部控制及外部支持有效缓解了成本压

力，营业利润率略有回升。同时，销售费用及财务费用的提升，导致公司期间费用维持高位，公司经营亏损有所收窄。受此影响，公司获取财政补贴相应减少，但仍能维持公司整体盈亏平衡。联合资信关注到，公司净资产收益率持续为负，净利润亏损对公司所有者权益的侵蚀作用日益体现，公司对政府补贴的依赖程度仍然较高。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计2501.71亿元，同比增长5.19%，同期，实现现金收入比117.00%，收入实现质量良好。2014年公司实现经营活动现金净流量311.71亿元，同比增长8.95%。

从投资活动看，2014年公司收回投资收到现金合计72.75亿元，投资活动现金流入合计78.01亿元，同比增长266.86%。公司持续推进重点在建工程投资，投资活动支出维持较高水平，投资活动现金流出量合计597.77亿元。投资活动现金净流出合计519.76亿元。2014年公司筹资活动前现金流量净额为-208.05亿元，对外筹资压力大幅上升。

从筹资活动看，2014年，公司筹资活动现金流入量合计670.02亿元，同比增长24.77%，偿还债务支付现金为388.97亿元，筹资活动现金净流入量为176.68亿元，同比增长313.59%。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入量合计550.93亿元，现金收入比113.27%，经营活动现金净流量合计-48.00亿元。投资活动现金净流出30.49亿元，筹资活动现金净流入56.52亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，获现能力极强，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渠道依赖程度很高。

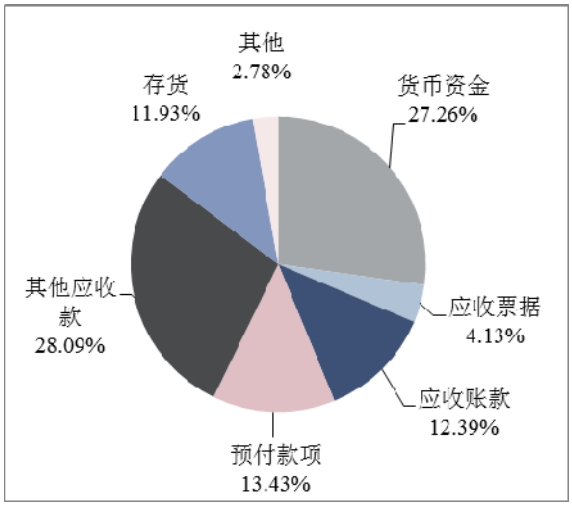
3. 资本及债务结构

资产

2012~2014年，公司资产总额年均增长23.89%，其中流动资产年均增长15.91%，非流动资产年均增长30.75%。截至2014年底，公司资产总额合计2210.01亿元，其中流动资产占41.77%，非流动资产占58.23%。

截至2014年底，公司流动资产合计923.16亿元，主要由货币资金、其他应收款、预付款项、应收账款和存货等构成，其他科目占比相对较低。

图3 公司2014年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金合计251.66亿元，同比下降10.38%，交易性金融资产合计11.58亿元，应收票据合计38.13亿元，现金类资产合计占流动资产比例为32.65%，整体资产流动性良好。

2012~2014年，公司应收账款规模基本保持稳定，截至2014年底合计114.35亿元，同比增长12.37%。公司应收账款中采用组合计提坏账准备的款项占96.63%，该部分款项中，账龄在1年以内的占76.25%，1~2年的占15.23%，2~3年的占1.52%，3年以上的占7.00%，综合账龄较2013年底小幅上升，该部分应收账款共计提坏账准备4.08亿元，同时，公司对4.03亿元单项计提坏账准备的款项计提1.73亿元，计提比例43.01%。总体上，公司应收账款计提比例合理。

2012~2014年，公司预付款项规模基本稳定，截至2014年底合计124.02亿元，同比增长5.64%，主要是部分销售由于发票未开尚未结算

所致。其中，1年以内预付款项占69.12%，1~2年的占19.50%，2~3年的占6.66%，3年以上的占4.72%。

2012~2014年，公司其他应收款年均增幅24.63%。截至2014年底，公司其他应收款为259.28亿元，较上年底增长14.94%，主要是公司重点建设项目所需资金的先期垫付及被重组兼并公司的借款和外部企业往来款等。其中，按组合计提坏账准备的其他应收款款项占96.30%，该部分款项中，账龄在1年以内的占比63.20%，1~2年的占13.62%，2~3年的占12.14%，3年以上的占比11.04%，共计提坏账准备4.33亿元，同时，公司对单项计提坏账准备的10.12亿元款项计提坏账准备9.43亿元。总体上，公司其他应收款计提比例合理。

2012~2014年，公司存货年均增长率为33.07%。截至2014年底，公司存货达到110.09亿元，其中主要是原材料、库存商品和自制半成品及在产品。公司计提存货跌价准备1.38亿元，计提比例1.24%。考虑到煤炭价格2015年来仍保持下行趋势，公司存货跌价准备计提比例偏低。

截至2014年底，公司非流动资产合计1286.85亿元，较上年增长21.33%。非流动资产构成中，主要为固定资产（占40.45%）、在建工程（占39.72%）和无形资产（占14.22%）。公司2014年投资回国高于2013年，导致固定资产、在建工程及无形资产均大幅上升。

截至2015年3月底，公司资产总额合计2298.08亿元，较2014年底增长1.15%，现金类资产占流动资产比例下降至26.03%。截至2015年3月底，公司其他应收款合计320.34亿元，较2014年底增长23.55%，原因是转入长期股权投资和在建工程。

整体上看，公司流动资产中货币资金充裕，流动性良好。跟踪期内，公司整体资产规模保持增长，资产构成保持稳定，受煤炭行业景气低迷影响，公司存货持续快速增长，同时，随着资源整合及在建项目建设推进，公司其他应收款、固定资产、在建工程及无形资产的稳步增长。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计383.23亿元，同比下降1.95%，其中，少数股东权益168.79亿元，同比增长15.80%，归属于母公司所有者权益214.44亿元，同比减少12.50%。归属母公司所有者权益中，实收资本占79.44%，资本公积占22.03%，盈余公积占1.23%，未分配利润占-21.06%，专项储备占17.69%。

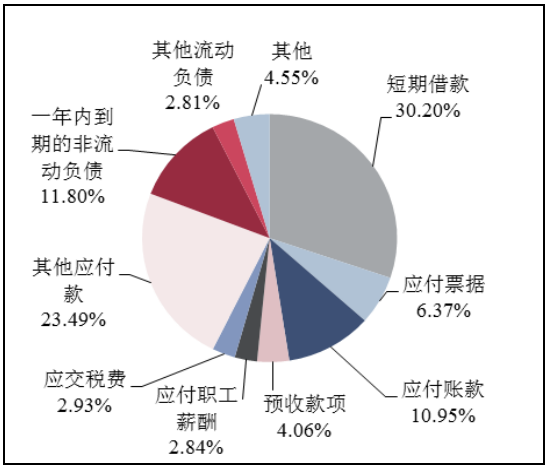
截至2015年3月底，公司所有者权益合计为377.77亿元，其中归属母公司权益为207.83亿元。

总体来看，近年受公司净利润持续亏损影响，公司未分配利润大幅下降，2014年所有者权益规模下降，所有者权益稳定性一般。

负债

2012~2014年，公司负债合计年均增长31.88%，其中，流动负债年均增长16.55%，非流动负债年均增长46.13%。截至2014年底，公司负债合计1826.74亿元，其中，流动负债占39.82%，非流动负债占60.18%。

图4 公司2014年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司流动负债合计727.36亿元，其中短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债占比较大。

截止2014年底，公司应付账款合计79.61亿元，同比下降38.52%，主要是应付的材料和设备款。同期，公司其他应付款大幅上升至170.86亿元，同比增长44.76%，主要是应付的材料、设备和工程款及与其他单位的往来款。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款和融资租赁款，2014年底合计85.83亿元。

截至2014年底，公司非流动负债合计1099.38亿元，主要是长期借款（占52.57%）、应付债券（占39.76%）和长期应付款（占5.74%）。

截止2014年底，公司长期应付款合计63.16亿元，同比增长56.13%，增量主要来源于融资租入固定资产，融资租赁余额为51.94亿元。

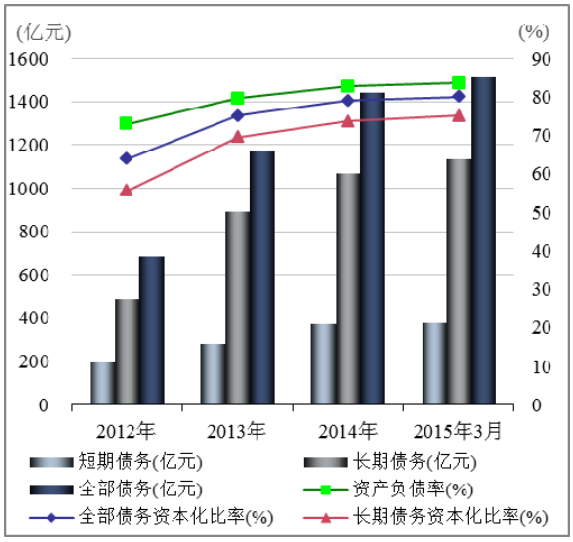
截至2015年3月底，公司负债总额合计1920.29亿元，较2014年底增长5.12%，增量主要来自长期借款和应付债券。

有息债务方面，2012~2014年，公司债务总额年均增长44.85%，2014年底合计1439.36亿元，同比增长23.07%，其中，短期债务372.31亿元，长期债务1067.05亿元。

债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均随债务规模扩张逐年上升；各项指标三年平均值分别为79.79%、74.73%和68.77%，2014年底分别为82.66%、78.97%和73.58%。

截至2015年3月底，公司全部债务合计1513.68亿元，较2014年底增长5.16%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别上升至83.56%、80.03%和75.02%。

图5 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司近年保持较大规模投资支出，受制于经营亏损，公司主要通过债务融资扩张经营规模，债务负担呈持续上升趋势，整体债务负担很重，目前公司各项债务指标均处于高位，进一步提升财务杠杆的空间可能受到一定制约。另一方面，公司目前有息债务以长期债务为主，有助于缓解短期流动性压力，考虑到公司盈利能力短期内难以有效恢复，未来随着长期债务的逐步到期，公司的流动性压力可能呈上升趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为130.59%和116.37%，2014年底分别为126.92%和111.78%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为136.27%和120.13%。整体上，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为85.98亿元、85.23亿元和91.97亿元。2012~2014年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA倍数加权均值分别为2.09倍和13.54倍，2014年底EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为1.75倍和15.65倍。总体看，受盈利能力下滑及债务融资规模扩张影响，公司长期偿债指标持续弱化。

考虑到公司突出的行业地位和规模优势、较好的经营活动获现能力、畅通的外部融资渠道，以及来自政府部门的外部支持，公司整体偿债能力正常。

截至 2014 年底，公司对外担保合计 5.12 亿元，担保比率 1.36%，担保对象为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，系山西省大型煤炭生产企业，目前经营稳定。公司担保比率很低，或有负债风险小。

截至 2014 年底，公司合并口径主要合作银行人民币授信总额约为 1692.83 亿元，其中未使用额度为 789.21 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司大同煤业股份有限公司（SH.601001）为上海证券交易所上市公司，山西漳泽电力股份有限公司（SZ.000767）为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

5. 存续债券偿还能力

公司分别于 2014 年 10 月 22 日发行“14 同煤 CP001”、2014 年 10 月 29 日发行“14 同煤 CP002”、2015 年 1 月 21 日发行“15 同煤 CP001”及“15 同煤 CP002”，上述短期融资券合计 70 亿元。

2014 年公司经营活动现金流入量及净流量分别为 2526.52 亿元和 311.71 亿元，分别为“14 同煤 CP001”及“14 同煤 CP002”本金 35 亿元的 72.19 倍和 8.91 倍，分别为“15 同煤 CP001”及“15 同煤 CP002”本金 35 亿元的 72.19 倍和 8.91 倍。

截至 2015 年 3 月底，公司非受限现金类资产合计 245.09 亿元，是“14 同煤 CP001”及“14 同煤 CP002”本金 35 亿元的 7.50 倍，是“15 同煤 CP001”及“15 同煤 CP002”本金 35 亿元的 7.50 倍。

公司经营活动现金流及现金类资产对存续期内各期短期融资券的保障能力很强。

6. 过往债务履约情况

根据公司在公开市场发行债务融资工具的过往偿付情况，公司债务履约情况良好。

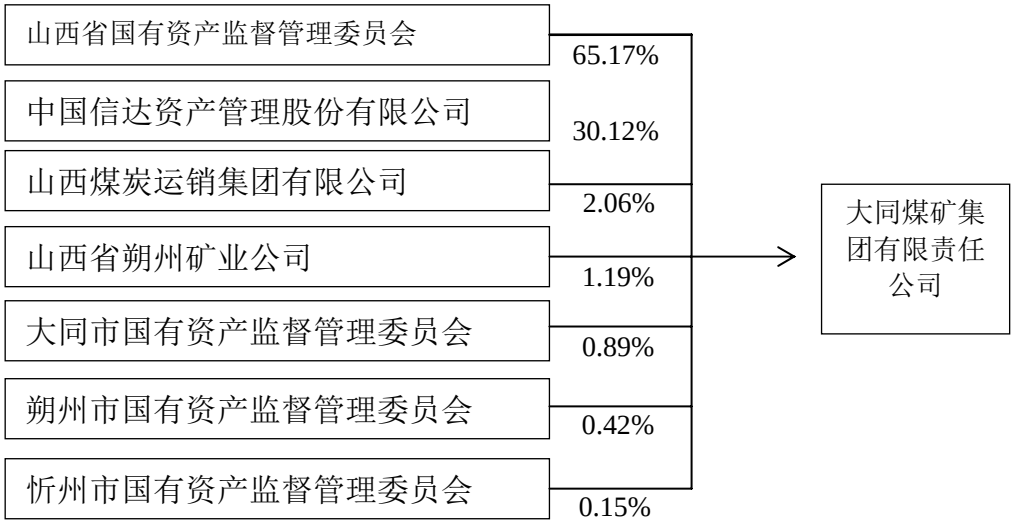
7. 抗风险能力

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、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很强。

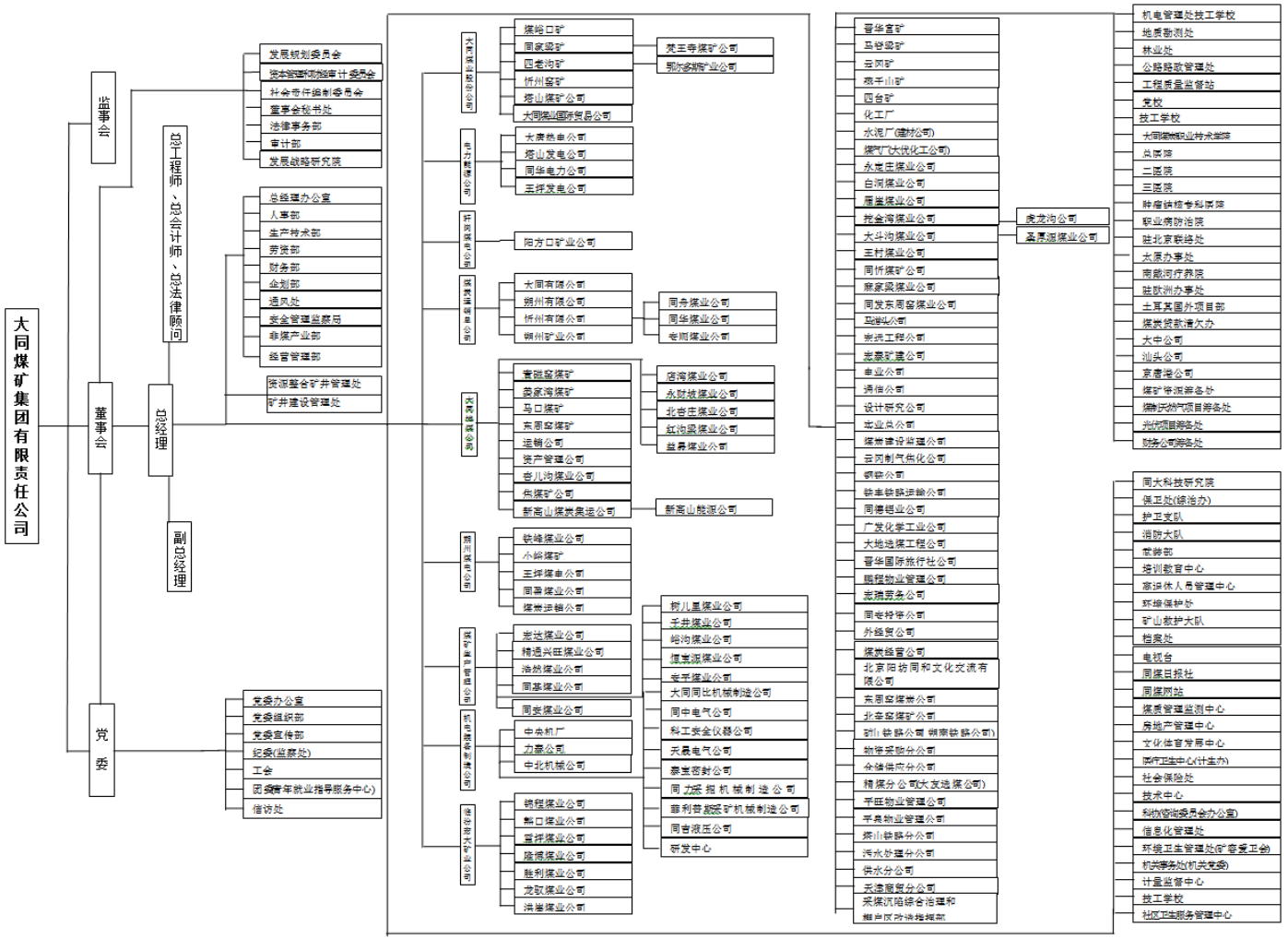
九、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；维持“14同煤CP001”、“14同煤CP002”、“15同煤CP001”和“15同煤CP002”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	217.01	314.83	301.37	262.35
资产总额(亿元)	1439.88	1913.73	2210.01	2298.08
所有者权益(亿元)	389.58	390.84	383.23	377.77
短期债务(亿元)	197.31	278.78	372.31	378.90
长期债务(亿元)	488.72	890.75	1067.05	1134.78
全部债务(亿元)	686.03	1169.53	1439.36	1513.68
营业收入(亿元)	1702.24	1995.66	2138.29	491.25
利润总额(亿元)	12.27	5.51	5.79	0.80
EBITDA(亿元)	85.98	85.23	91.97	--
经营性净现金流(亿元)	-23.09	286.11	311.71	-48.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.39	14.17	14.84	--
存货周转次数(次)	26.31	24.06	19.53	--
总资产周转次数(次)	1.30	1.19	1.04	--
现金收入比(%)	113.16	119.17	117.00	113.27
营业利润率(%)	9.84	8.31	8.50	10.07
总资本收益率(%)	2.33	2.36	2.24	--
净资产收益率(%)	-0.23	-2.49	-3.04	--
长期债务资本化比率(%)	55.64	69.50	73.58	75.02
全部债务资本化比率(%)	63.78	74.95	78.97	80.03
资产负债率(%)	72.94	79.58	82.66	83.56
流动比率(%)	128.33	138.22	126.92	136.27
速动比率(%)	116.72	123.79	111.78	120.13
经营现金流动负债比(%)	-4.31	46.35	42.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.32	1.83	1.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	13.72	15.65	--

注：1、公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

2、其他流动负债中的短期融资券、长期应付款中的融资租赁款计入有息债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

中长期债券信用等级含义同主体长期信用等级含义。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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