信用等级公告

联合〔2019〕3611 号

联合资信评估有限公司通过对大同煤矿集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持大同煤矿集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 大同煤矿 CP002”和“19 大同煤矿 CP004”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年十二月二十三日

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

大同煤矿集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
大同煤矿集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 大同煤矿 CP002	25 亿元	25 亿元	2020-06-27
19 大同煤矿 CP004	25 亿元	25 亿元	2020-09-25

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2019 年 12 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型	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	aa		评级结果	AAA
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司是山西省国有大型煤炭企业，地位重要，为政府重点支持企业，山西省国资委对公司支持力度大				+2

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：

跟踪期内，大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“公司”或“同煤集团”）主营业务经营状况良好，煤炭、电力板块营业收入有所增长，受原煤产销量增加影响，公司盈利能力有所提高。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到公司经营压力较大、非煤业务盈利能力较弱、债务负担很重、对外部支持的依赖程度较高等因素给其信用基本面带来的负面影响。

公司作为中国重要的动力煤生产基地，在行业地位、资源禀赋、销售渠道等方面具有综合优势。公司煤炭业务的毛利率不断提升，对公司利润贡献较大，政府支持强化了公司的综合抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 大同煤矿 CP002”和“19 大同煤矿 CP004”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 煤炭行业是国民经济重要的基础能源行业，在能源消费中占绝对比重。
2. 公司是中国重要的动力煤生产基地，煤炭储量丰富，煤质品种优良，资源优势突出。
3. 跟踪期内，公司主营业务经营状况良好，煤炭、电力板块营业收入均有所增长，受益于煤炭价格的高位运行，公司盈利状况好转，经营活动获现能力较强。
4. 公司经营活动现金流入量对经联合资信评定的存续期短期融资券保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，公司非煤业务盈利能力仍较弱。
2. 公司社会负担重，期间费用较高，对利润形成较大侵蚀。
3. 跟踪期内，公司债务规模仍很大，债务负担很重，未来一年为债务到期高峰年，公司存在较大的集中偿付压力。

分析师： 刘艳婷　张 峥
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. 公司对无形资产价值重估并大幅增值，并每年进行摊销，将对公司盈利能力造成一定影响。
5. 公司其他应收款规模较大，存在一定的回款风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	203.20	185.28	134.28	133.68
资产总额（亿元）	2780.64	3325.40	3425.86	3607.00
所有者权益（亿元）	430.07	682.98	730.69	810.07
短期债务（亿元）	826.82	1152.47	1097.99	928.49
长期债务（亿元）	1176.36	1179.15	1227.03	1456.23
全部债务（亿元）	2003.18	2331.62	2325.02	2384.72
营业收入（亿元）	1702.69	1601.62	1765.97	1443.53
利润总额（亿元）	2.00	8.30	19.08	17.23
EBITDA（亿元）	99.61	112.70	138.00	--
经营性净现金流（亿元）	41.64	152.57	139.70	112.78
营业利润率（%）	11.55	15.32	15.68	15.13
净资产收益率（%）	-2.31	0.06	0.48	--
资产负债率（%）	84.53	79.46	78.67	77.54
全部债务资本化比率（%）	82.33	77.34	77.82	77.41
流动比率（%）	103.70	88.07	92.46	103.41
经营现金流动负债比（%）	3.63	10.39	10.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.32	1.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.11	20.69	16.85	--

公司本部（母公司）口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1711.07	2122.87	2437.32	2648.12
所有者权益（亿元）	154.53	338.37	326.39	352.27
全部债务（亿元）	1251.68	1448.08	1607.50	1763.62
营业收入（亿元）	374.37	513.76	539.63	415.11
利润总额（亿元）	-9.86	-2.43	-19.86	-20.31
资产负债率（%）	90.97	84.06	86.61	86.70
全部债务资本化比率（%）	89.01	81.06	86.34	88.27
流动比率（%）	132.00	108.93	127.46	142.66
经营现金流动负债比（%）	1.72	-5.18	5.22	--

注：1. 公司合并口径 2019 年三季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中期票据计入全部债务核算；3.现金类资产计算扣除公司受限资金；4.公司所有者权益中包含永续中期票据；5.母公司 2019 年三季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 大同煤矿 CP004	A-1	AAA	稳定	2019/9/4	刘艳婷、张峥	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
09 同煤 MTN1	AAA	AAA	稳定	2009/11/17	吕晗 王健	--	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

联合资信评估有限公司

二〇一九年十二月二十三日

声　明

一、本报告引用的资料主要由大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、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。

大同煤矿集团有限责任公司跟踪评级报告

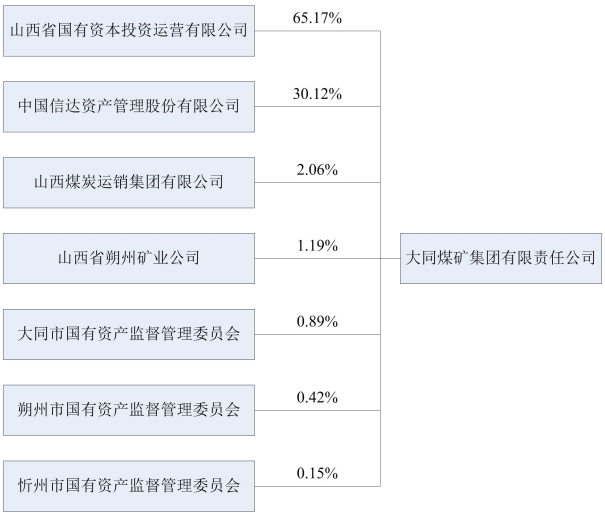
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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，按照现代企业制度对同煤集团进行了重组。2005年12月实施债转股后，成为七家股东共同出资的公司。2017年7月，根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）出具的《关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国发〔2017〕35号），山西省国资委将其持有的公司65.17%股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），相关工商变更已于2017年8月21日完成，本次工商变更完成后，公司的控股股东由山西省国资委变更为山西国投。截至2019年9月底，公司注册资本170.35亿元，控股股东山西国投持有公司65.17%股份。公司实际控制人为山西省国资委。

图1　截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司内设总经理办公室、人事部、劳资部、财务部、经营管理部、企划部、资本运营部、非煤产业部、生产技术处、总调度室、安全管理监察局、通风处、发展战略研究院、董事会秘书处、法律事务部、审计部、矿井辅助运输管理处等共24个职能部室。截至2019年9月底，公司下属一级子公司55家。

截至2018年底，公司合并资产总额3425.86亿元，所有者权益合计730.69亿元（含少数股东权益291.71亿元）；2018年，公司实现营业总收入1765.97亿元，利润总额19.08亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额3607.00亿元，所有者权益合计810.07亿元（含少数股东权益293.97亿元）；2019年1—9月，公司实现营业总收入1443.53亿元，利润总额17.23亿元。

公司地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：郭金刚。

三、本次进行跟踪评级的短期融资券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，本次进行跟踪评级的公开发行的尚需偿还短期融资券本金合计50亿元（详见表1）。跟踪期内，公司存续短期融资券所募集资金已经全部按计划用途用于偿还有息债务。

表1　公司存续短期融资券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19大同煤矿CP002	25.00	25.00	2019-06-27	2020-06-27
19大同煤矿CP004	25.00	25.00	2019-09-25	2020-09-25
合计	**50.00**	**50.00**	--	--

资料来源：Wind

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。

表 2　2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况
2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价
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.固定资产投资增速为不含农户投资增速
5.城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1－6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1－6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1－6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1－6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1－6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1－6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1－3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1－6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1－3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1－3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1－3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。

此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1－6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1－3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

五、行业分析

公司主营收入来自煤炭采选板块，煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。同时公司也涉及火力发电业务，电力板块对公司的经营状况也有一定影响。

（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

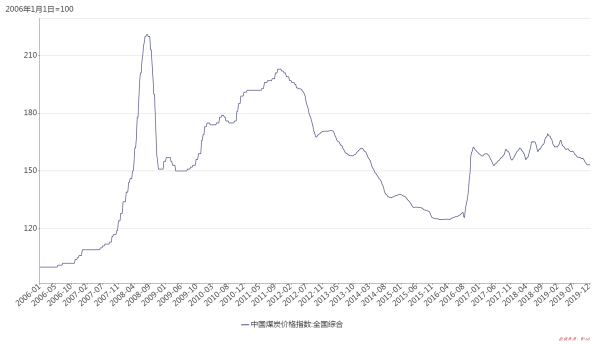
从行业供需格局角度看，中国煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002—2008 年，中国煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，中国煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，中国煤炭供给过剩快速扩大。截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨。其中，有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 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。随着中国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。

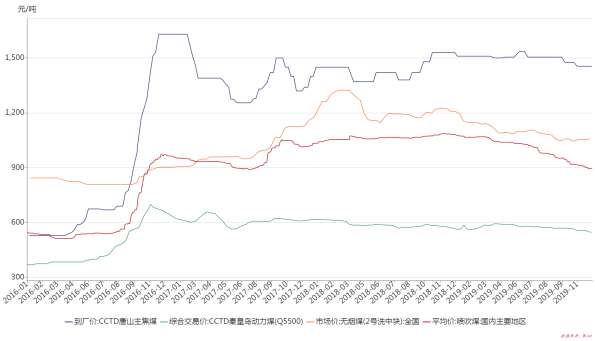
图 2　煤炭价格指数



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（中国主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图 3　近年中国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（中国主要地区）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%。

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

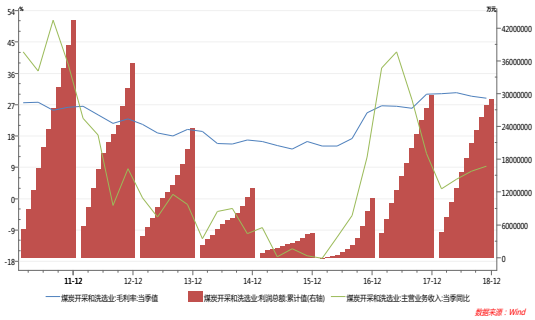
煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨—570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（中国主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

2019年至今，煤炭价格有所下降，截至2019年12月13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（中国主要地区）的价格分别为548元/吨、1455元/吨、1058.80元/吨和895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—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4　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—2017 年，中国共退出落后产能 5.4 亿吨。据国家应急管理部 2019 年 1 月召开的新闻发布会公布的数据，2018 年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿 832 处、产能 1.5 亿吨。据此推算，8 亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩 1 亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，中国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中国市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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

回归至理性水平。

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

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

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

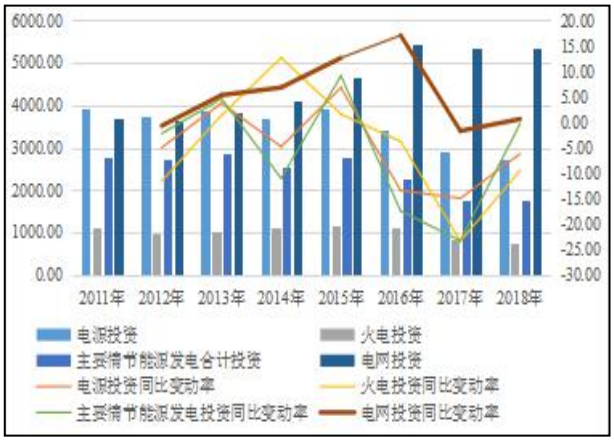
总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016 年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）电力行业

1. 行业概况

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。2019年1－9月，中国电源和电网建设投资趋势有所回转。电源基本建设投资同比增长6.0%至1797亿元，其中水电和风电投资同比增幅较大，火电和核电投资仍同比下降；同期，电网基本建设投资合计完成2953亿元，同比下降12.5%。

图 5　近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）

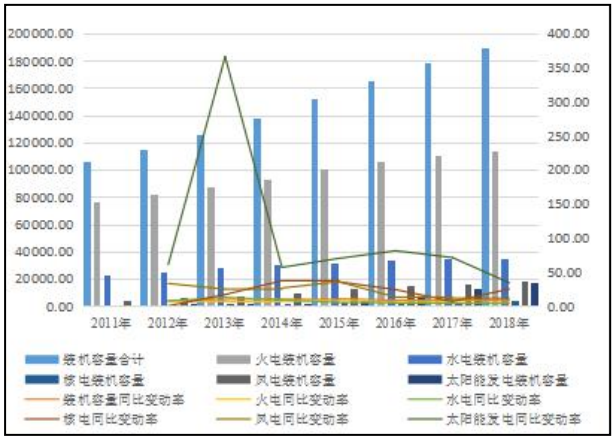


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。截至2019年9月底，中国6000千瓦及以上电厂发电设备装机容量合计18.63亿千瓦，其中清洁能源发电装机约占37.19%。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

[1] 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。

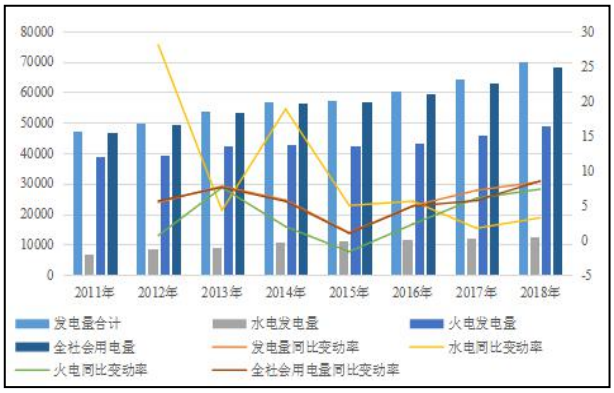
图 6　近年中国发电装机容量变动情况（单位：万千瓦、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。2019年1－9月，中国全口径发电设备发电量52967亿千瓦时，同比增长3.0%，仍主要由火电（占71.78%）和水电（占16.87%）构成，核电发电量虽占比偏小，但增幅较高，为21.1%；同期，中国全口径发电设备累计平均利用小时数为2857小时，同比下降48小时。

图7　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

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。2019年1－9月，中国全社会用电量53442亿千瓦时，同比增长

4.4%。

整体看，2018 年以来，伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

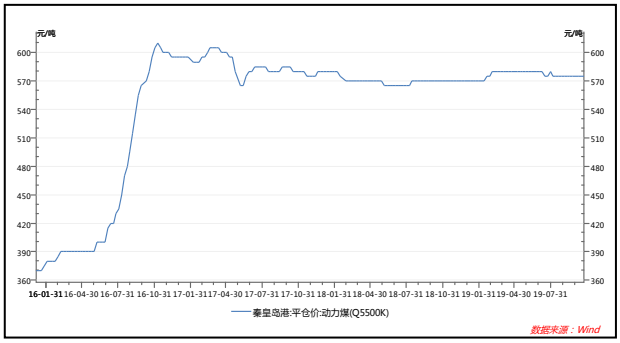
2. 行业关注及政策调整

(1) 煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏，截至 2016 年 11 月 7 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点 700 元/吨。2017 年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在 550 元/吨至 700 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7－8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2017 年以来动力煤价格保持高位震荡，截至 2019 年 10 月 23 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 575 元/吨。

图8 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

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

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

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

2019年4月30日，国家发改委发布的《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，持续多年的地面光伏电站标杆上网电价成为历史，取而代之的是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限，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

为落实国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014－2020）》关于风电2020年实现与煤电平价上网的目标要求，科学合理引导新能源投资，实现资源高效利用，推动风电产业健康可持续发展，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年底前已核准，且在2021年底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

2004年以来，燃煤发电标杆上网电价及煤电价格联动机制逐步建立，并成为上网侧电价形成的重要基准。近年来，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，现行燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，突出表现为不能有效反映电力市场供求变化、电力企业成本变化，不利于电力上下游产业协调可持续发展，不利于市场在电力资源配置中发挥决定性作用等。为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》精神，加快推进电力价格市场化改革，有序放开竞争性环节电力价格，提升电力市场化交易程度，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》提出将现行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，基准价按当地现行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》将于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，现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将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，煤炭成本持续高位盘整，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

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。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。中国光伏行业协会统计数据显

示，2018 年中国可再生能源补贴缺口已超过 1400 亿元。2019 年 5 月 24 日，财政部发布《关于下达可再生能源电价附加补助资金预算的通知》（财建〔2019〕275 号），根据其所附的《可再生能源电价附加补助资金预算汇总表》统计，风电、光伏项目补贴约为 42 亿元以及 30.8 亿元。其中，光伏扶贫、自然人分布式和光伏电站及工商业分布式分别为 0.37 亿元、0.48 亿元和 29.97 亿元。内蒙古各类可爱生能源补贴合计 71 亿元，占比约 88%。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019 年 1 月，国家发展改革委和能源局发布《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》，指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区，已基本具备与燃煤标杆上网电价平价（不需要国家补贴）的条件。为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，该通知中明确提出了推进风电、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。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月和2018年12月，国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018－2020年）》，积极采取措施加大力度消纳可再生能源，特别是国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、内蒙古电力（集团）有限责任公司等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，使可再生能源利用率显著提升，弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年，全国全年弃水电量约691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转，其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点，内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点；弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古，弃风率分别为23%、19%和10%。2018年，全国全年弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点；弃光主要集中在新疆和甘肃，弃光率分别为16%和10%，同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看，2018年全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

根据中电联发布《2018－2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

（1）坚持落实发展战略规划，深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标，积极开展电力发展战略规划专项研究，统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标，做好各战略目标与规划目标衔接；深化中长期电网网架规划研究，推动电网与互联网深度融合，着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

（2）坚持深化供给侧结构性改革，提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标，统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制，打破省间壁垒，推进跨省区发电权置换交易；着力提升电网调节能力，完善调峰辅助服务补偿机制，提高机组改造积极性，全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018－2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

（3）坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改革试点项目落地；推动建立市场化的电价传导机制，鼓励电力用户和发电企业自主协商，推行“基准电价+浮动机制”，签订电力市场化交易合同，形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制；加大电能替代力度，完善峰谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。2019年1－9月，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为15010.4亿千瓦时，占全社会用电量比重为28.1%。其中，省内电力直接交易电量合计为13930.9亿千瓦时，省间电力直接交易（外受）电量合计为1079.6亿千瓦时，分别占全国电力市场中长期电力直接交易电量的92.8%和7.2%。

（4）坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

（5）牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

六、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2019年9月底，山西国投持有公司65.17%股权，为公司最大股东。公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

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、煤化工、冶金、煤机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。

规模及资源优势

截至2019年9月底，公司拥有64座矿井，井田面积合计1790.36平方公里，年生产能力1.61亿吨，资源储量合计310.10亿吨。其中，生产矿井51座，煤炭资源储量209.61亿吨，年生产能力1.36亿吨；资源整合矿井28座（20座在产，8座技改），煤炭资源储量19.21亿吨，年生产能力0.21亿吨；在建及筹建矿井14座，煤炭资源储量120.12亿吨，年生产能力0.53亿吨；山西省政府给予公司配置矿井6座，资源储量26.5亿吨。

公司下属煤田以侏罗纪和石炭二叠纪煤田为主。公司现开采的侏罗纪煤层煤质稳定，具有低灰、低硫、高发热量、挥发性适中的特点，是中国少有的多用途烟煤，不仅适用于火力发电、工业锅炉、造气，也是优良的炼焦配煤和高炉喷吹煤；公司现有部分矿龄较长的煤矿，煤炭品种由原来的侏罗纪系煤炭资源转变为石炭系煤炭资源，热值相对较

低，需经洗选后对外销售。

品牌优势

公司经营历史悠久，生产的动力煤具有高发热量、低灰、低硫等品质，产品销往全国各地及日本、韩国、美国、法国、意大利等欧亚国家，在火电、建材、玻璃、冶金等行业优势明显，被列为“中国十大世界影响力品牌”“国家免检产品”，已形成“大友”“大沫”“口泉”和“大有”四大知名品牌。

3．技术水平

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。

公司建立了《安全工作问责制度》和《安全工作责任约谈制度》，对责任单位和责任人进行双重问责。近年来，公司加大安全投入力度，不断提高矿井安全保障水平。截至 2019 年 9 月底，公司已有 2 座矿井为煤炭工业特级安全高效矿井，13 座矿井为煤炭工业行业级安全高效矿井，21 座矿井为国家安全质量标准化一级矿井。公司已建立安全生产联席会议和月度安全生产例会制度，实施公司领导和职能部门安全生产联点承包制，强化安全生产全程管理和责任落实。

4．外部环境

公司地处大同市西南 12 公里，交通便利，京包、同蒲铁路交汇于此，为晋煤外运配套的双线电气化铁路——大秦铁路专用线直达全国最大的现代化煤炭码头秦皇岛港，公司地处大秦线起点，煤炭运输便捷，外运能力有保障。相对于山西省内及中部地区其他大型煤炭企业，公司运输成本相对低廉，竞争优势明显。

公司所在的山西地区是中国煤炭主产区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，占全国的 26%。煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到当地各级政府的高度重视。

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 10 个亿吨级生产基地之一，政策支持力度强，外部环境良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1．经营现状

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，并积极布局其他产业，逐步进入机械制造、煤化工、冶金、水泥、建材、金融和文化旅游等领域，主营业务形成煤炭、电力、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，2018 年，公司营业收入为 1765.14 亿元，同比增长 10.28%，主要系公司煤炭、电力及贸易业务均有所增长所致。2018 年，公司煤炭业务收入 780.58 亿元，同比增长 13.29%，煤炭业务收入占营业收入比重上升至 44.22%。公司非煤产业主要包括电力、贸易及其他等，2018 年完成营业收入 937.72 亿元，同比增长 6.61%，占营业收入比重下降至 53.12%，对公司收入贡献仍较大，其中，电力板块营业收入同比增长 15.51%。公司其他业务主要是公司围绕煤炭主营业务开展的机械制造、金融、煤化工、冶金、水泥、煤机制造、建材等业务，占营业收入的比重较小。

毛利率方面，2018 年，公司营业收入毛利率为 17.74%，同比增长 0.57 个百分点。煤炭业务是公司的主要利润来源，2018 年，煤炭业务毛利率为 35.33%，受煤价影响略有下降。2018 年，公司

严控发电煤耗同时提高售电量，公司电力板块盈利水平有所回升。贸易业务整体盈利能力低，且其收入占比较高，对公司整体毛利率有一定负面影响。

2019年1—9月，公司实现营业收入1443.22亿元，同比增长11.42%，主要系贸易业务增长所致。同期，公司综合毛利率略有下降，为16.98%。其中，公司煤炭毛利率水平为35.29%，较2018年变化不大；受益于公司降耗节支、标准煤耗下降及部分电价市场化结算的影响，公司电力业务的毛利率有所回升，为17.94%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务经营状况良好，煤炭、电力板块营业收入均有所增长。公司利润主要来自煤炭业务，公司非煤业务盈利能力较弱，未来公司盈利能力能否持续改善依赖于煤炭市场的供需状况。

表 3　公司各业务板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块分类	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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
主营业务	**1665.69**	**97.90**	**12.28**	**1568.54**	**98.00**	**16.74**	**1718.30**	**97.35**	**17.19**	**1402.53**	**97.18**	**16.33**
煤炭	591.89	34.79	30.79	689.00	43.05	36.97	780.58	44.22	35.33	586.21	40.62	35.29
电力	85.76	5.04	16.29	104.07	6.50	-3.65	120.21	6.81	7.99	95.61	6.62	17.94
贸易	937.75	55.12	0.27	717.48	44.83	0.64	766.08	43.40	0.59	684.29	47.41	0.40
其他	50.29	2.96	11.65	57.99	3.62	12.24	51.43	2.91	10.77	36.42	2.52	6.10
其他业务	**35.73**	**2.10**	**34.96**	**32.05**	**2.00**	**38.19**	**46.84**	**2.65**	**37.64**	**40.69**	**2.82**	**39.69**
合计	**1701.42**	**100.00**	**12.76**	**1600.59**	**100.00**	**17.17**	**1765.14**	**100.00**	**17.74**	**1443.22**	**100.00**	**16.98**

注：本表中营业收入口径未包含利息收入及手续费及佣金收入
资料来源：公司提供

2. 煤炭板块

煤炭生产

作为中国重要的动力煤生产基地，公司近年来通过新建、重组、技术改造等多种方式，使得煤炭产能逐年增加。2018 年，公司原煤产量持续增长，为 13721.66 万吨。2019 年 1—9 月，公司实际生产原煤 12319.61 万吨，同比增长 19.03%。

公司近三年原煤实际产量大于核定产能，一方面是因为包括了资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿产能；另一方面由于公司的部分煤矿开采时间较长，开采难度加大，为完成年度生产计划，近年来公司加大了对开采成本较低煤矿的资金和技术投入，持续加大了对塔山矿、忻州窑矿等的升级改造，使得矿井实际产能和产量增加超过证载核定产能。因此，公司存在实际产量超过核定产能的情况。

公司上市子公司大同煤业股份有限公司（以下简称“大同煤业”，股票代码“601001.SH”）拥有 3 座矿井，分别为忻州窑矿、塔山煤矿及色连矿，合计地质储量为 553027.10 万吨，可采储量 300621.10 万吨，全部为优质动力煤。其中，色连矿为在建矿井，位于鄂尔多斯；其余 2 座矿井均为在产矿井，均处于大同地区。公司子公司轩岗煤电煤炭主产业生产单位 6 个，分别为梨园河矿、焦家寨矿、刘家梁矿、阳方口矿业公司、华晟矿业公司、金海煤业公司，主要分布在忻州市的原平、宁武，运城市河津市境内，轩岗煤电现有 10 座矿井，11 套综采设备，采煤机械化程度达 100%，主要煤种为气煤、贫瘦煤。公司子公司大同煤矿集团大同地方煤炭有限责任公司（以下简称“地煤公司”）下属 11 座矿井。其中，地煤公司直管 4 座，分别为青瓷窑煤矿、姜家湾煤矿、东周窑煤矿、马口煤矿；新整合 5 座，分别为同地北杏庄煤业公司、同地店湾煤业公司、同地红沟梁煤业公司、同地益晟煤业公司、同地永财坡煤业公司；代管 2 座，分别为杏儿沟煤业公司、焦煤矿煤业公司，核定产能为 855 万吨/年，井田面积 110 平方公里，煤炭资源储量 9.92 亿吨，年产运能力 800 多万吨。地煤公司所属的 11 座矿井主要分布在大同市矿区及左云县境内，主要产品为弱粘煤、1/3 焦煤、气煤，生产核心工艺为综采，预计完成矿井技改后年总产量可以达到 1000 万吨。公司子公司大同煤矿集团朔州煤电有限责任公司（以下简称“朔州煤电”）下辖五个煤矿分别是王坪煤电公司、小峪煤矿、铁峰煤业

公司、新裕煤矿和资源整合的同朔同盈煤业有限公司，核定产能为651万吨/年，煤炭资源储量9.76亿吨。

“十三五”期间，大同煤矿集团拟关闭退出13座矿井，化解产能1225万吨/年。其中，2018年关闭3座矿井，化解产能311万吨/年；2019年拟关闭3座矿井，化解产能150万吨/年，截至2019年9月底，上述三座矿井已停产，在办理相关验收手续后将完成产能的正式退出。

表4 公司煤炭生产情况（单位：千卡/千克、万吨、年）

矿区	煤种	发热量	资源储量	设计产能	投产年份	可采年限	产量			
							2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
本部							6783.29	6537.52	6539.50	5453.58
煤峪口	--	--	--	--	--	--	231.95	159.06	105.80	55.00
永定庄	不黏煤、气煤	5257.00	920.10	200.00	1954	0.20	219.22	200.00	280.07	166.72
同家梁	弱黏煤	5544.00	12463.90	300.00	1949	已关闭	114.55	--	--	--
四老沟	不黏煤	5145.00	12648.20	320.00	1958	15.30	253.51	205.56	85.11	159.00
白洞	气煤	5034.00	--	90.00	1958	已注销	104.13	153.00	164.00	128.59
雁崖	不黏煤	5860.00	1660.20	150.00	1962	已关闭	111.62	32.50	--	--
挖金湾	不黏煤	5607.00	2351.40	70.00	1962	3.60	63.83	120.43	163.37	205.67
晋华宫	不黏煤	5759.00	35014.90	450.00	1956	20.30	365.19	423.87	285.69	256.40
马脊梁	不黏煤、气煤	5651.00	13034.90	380.00	1952	10.80	427.36	457.22	640.00	534.86
大斗沟	弱黏煤	5063.00	3152.10	180.00	1960	已关闭	140.87	55.36	--	--
王村	不黏煤	4021.00	4871.40	100.00	2011	3.90	123.03	177.80	185.22	182.42
云冈	弱黏煤	6232.00	35212.40	480.00	1973	27.30	422.96	205.93	85.05	63.96
燕子山	不黏煤、气煤	4904.00	26148.20	480.00	1988	21.60	461.51	349.10	370.20	406.68
四台	不黏煤	5832.00	42185.00	500.00	1991	33.40	478.99	280.16	165.63	95.63
同忻	气煤、1/3焦煤	5433.00	127067.80	1000.00	2013	55.40	1194.35	1376.20	1534.20	1212.07
大同煤业										
忻州窑	不黏煤	5680.00	9822.10	230.00	1925	14.90	225.16	155.22	100.16	51.11
塔山	气煤	5442.00	459742.20	1500.00	2008	120.90	1845.06	2186.11	2375.00	1935.47
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	--	92480.40	750.00	--	--	948.57	1290.80	1227.40	1203.92
地煤公司	弱粘煤、1/3焦煤、气煤	--	85783.90	855.00	--	--	657.36	470.50	703.90	564.44
朔州煤电	不黏煤、气煤	--	97593.40	651.00	--	--	1194.81	1270.91	1426.99	1186.59
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3焦煤	--	195435.30	2670.00	--	--	415.65	550.27	537.98	362.93
同发东周窑	长焰煤	--	153296.60	1000.00	--	76.50	737.16	684.10	901.28	678.81
其他	不黏煤、气煤	--	--	3700.00	--	--	1049.30	1896.00	2384.61	2869.34
合计	--	--	**1410884.40**	**16056.00**	--	--	**11786.11**	**12700.10**	**13721.66**	**12319.61**

注：其他为麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类
资料来源：公司提供

近年来公司加快选煤厂的建设，现有选煤厂28座，总设计洗选能力12285万吨/年；在建选煤厂4座，设计洗选能力4000万吨/年。

公司矿井采掘机械化程度达100%，机械化水平很高。2018年及2019年1—9月，公司吨煤成本分别为145.97元/吨及142.98元/吨。2019年前三季度，公司吨煤成本略有下降。

表5 公司近年吨煤成本情况（单位：元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
材料成本	12.79	17.09	20.05	15.68
人工成本	46.00	50.30	50.69	54.63
电力成本	7.98	8.53	8.46	8.96
折旧费	8.12	9.97	10.99	11.61
提取费	21.92	21.43	23.35	16.07
其他	23.00	38.69	32.43	36.03
吨煤成本	**119.81**	**146.01**	**145.97**	**142.98**

注：上述吨煤成本为原煤开采成本，不含洗耗、加工成本
资料来源：公司提供

近年来，公司资源整合矿井取得较大进展，但同时受被整合矿井技术水平不一、地质条件复杂影响，公司安全生产管理压力加大，公司加大安全生产建设投入。公司下属矿井有安全事故发生，2018年及2019年1—9月，公司百万吨死亡率分别为

0.007人/百万吨和0.016人/百万吨。联合资信同时关注到，2018年8月15日，同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司5号煤层81505综放工作面21505皮带顺槽发生一起机电事故，造成1人死亡，同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司是同煤全资子公司，按照《关于大同煤矿集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司“8.15”机电事故调查处理意见的批复》，责令同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司停产整顿，整顿结束后履行复产验收程序，验收合格后方可恢复生产。2019年7月7日，公司下属永定庄煤业发生一起综采工作面上覆采空区气体下泄事故，造成2人死亡。

表6 公司近年生产指标表（单位：%、人/百万吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
采煤机械化程度	100.00	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率	0.1782	0.024	0.007	0.016

资料来源：公司提供

综合看，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高，整体技术和产能规模在行业内处于领先地位。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。

煤炭销售

公司生产的动力煤煤质优良，主要用于火力发电、工业锅炉、造气发生炉等工业用途，以及炼焦配煤、高炉喷吹、煤变油等煤炭综合深加工利用方面，目标市场集中在电力、冶金、有色、建材和化工等行业。公司煤炭中国销售占比九成以上，主要销往华北、华东、华南、华中、东北等区域。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业占比最大，公司与中国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。2018年，公司商品煤销量为16869.00万吨，商品煤销售平均价格为376.96元/吨，2019年1—9月，随着公司原煤产量增长及下属煤运公司外购煤销量增加，公司商品煤销量同比增长25.60%至1.59亿吨。同期，公司商品煤销售均价小幅下降至360.84元/吨。

表7 公司商品煤销售情况（万吨、元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
商品煤销量	14647.72	15180.60	16869.00	15898.57
销售均价	292.33	382.47	376.96	360.84

注：2016年起，煤炭市场好转，公司采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计

资料来源：公司提供

销售管理方面，公司通过下属煤炭运销公司实行集中统一销售，全面实现“五统一”管理，即统一计划、统一合同、统一结算、统一定价、统一调运。煤炭运输上，公司省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，目前公司在秦皇岛港煤炭调入量仅次于中煤能源，运力有一定保障。长期用户采取到货后结算或部分预付款结算方式销售，同等质量煤炭商品优先销售给诚信好、结算周期短、货款不拖欠的用户，一般结算周期在一个月。

表8 公司近年煤炭运输方式占比情况（单位：%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
直达（铁路）	9.88	6.67	5.97	6.65
下水（航运）	84.24	90.80	90.61	90.20
地销（公路）	5.88	2.53	3.42	3.15

资料来源：公司提供

公司煤炭运输成本跟交货方式有关，对于现场交货的煤炭，销售价格采取坑口价格，基本无运输成本；对于直达煤采取车板交货方式的，为煤炭港口价，煤炭销售价格已经包含运输成本。根据合同规定，对于到场交货方式的（主要为电煤），按煤炭发到客户并经供销双方验收确定数量和质量指标后确认收入；对于直达煤采用车板交货方式的，按装运煤炭的火车到达国家铁路的起点站后确认收入的实现；对于下水煤采用离岸交货方式的，按煤炭装上轮船后确认收入的实现；对于港口煤场交货方式，按双方验收后确认收入的实现。

从客户集中度来看，2018年，公司煤炭销售前五名客户的收入占比合计17.80%，客户集中度一般。

表9 公司2018年公司本部煤炭前五名客户销售情况

（单位：亿元、%）

客户	销售收入	收入占比
A	44.85	5.78
B	31.24	4.03
C	26.86	3.46

D	17.66	2.28
E	17.44	2.25
合计	**138.05**	**17.80**

注：表中数据统计口径为公司本部矿井
资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭储量丰富，煤质品种优良，原煤产量大，合同煤销售占比高，产品销路稳定，外运能力有保障，煤炭业务规模优势突出。2018年以来，公司原煤产销量持续增长，公司煤炭板块盈利水平有所提高。联合资信同时关注到，煤炭行业景气度对公司商品煤售价有较大影响，随着下游需求增速放缓，公司煤炭销售价格有所下降。

3. 电力板块

公司电力业务生产单位主要包括：山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“漳泽电力”，股票代码“000767.SH”）、山西临汾热电有限公司（一期）、同煤热电有限公司、山西漳电大唐塔山发电有限责任公司、山西漳电同华发电有限公司、山西漳电国电王坪发电有限责任公司和大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司。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。作为公司重点发展的板块之一，公司不断优化电厂布局，快速推进新项目，为电力产业做大提供了新保障。

公司电力生产所需原料煤大部分来自于公司内部煤炭业务自产煤，主要供应商为山西漳泽电力燃料有限公司（约30.56%）、山西彰电大唐塔山煤矿有限公司（约23.53%）、大同煤矿集团有限公司煤炭运销总公司（约9.47%）、山西轩岗六亩地煤炭经销有限公司（约8.98%）、大同煤矿集团朔州煤电有限公司（约4%）及其他煤炭生产子公司供应约8%。煤炭采购价格参照市场价格双方协议制定。

截至2019年9月底，公司已运行及在建电力装机容量为1718.35万千瓦。其中，火电装机容量、风电装机容量及光伏装机容量分别为1546.00万千瓦、39.85万千瓦和132.50万千瓦。截至2019年9月底，公司已运行装机容量为1316.35万千瓦。其中，火电运行装机容量、风电运行装机容量及光伏运行装机容量分别为1144.00万千瓦、39.85万千瓦和132.50万千瓦。公司在建装机容量为402.00万千瓦，全部为火电机组。

2018年，受益于在建机组的投运和下游需求的增加，公司发电量和上网电量均有所增长，2018年分别为394亿千瓦时和359亿千瓦时。2019年1—9月，公司发电量和上网电量分别为326亿千瓦时和297亿千瓦时。2018年及2019年1—9月，公司发电平均上网电价分别为0.2750元/千瓦时和0.2799元/千瓦时。2018年以来，由于公司采取节支降耗措施，当期标准煤耗有所下降，公司电力业务盈利能力有所好转。

表10 公司电力业务经营情况

（单位：亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
发电量	262	345	394	326
上网电量	237	311	359	297
发电利用小时数	3445	3478	3925	3776
平均上网电价	0.2612	0.2750	0.2750	0.2799

资料来源：公司提供

总体看，公司电力装机容量规模较大，但受煤炭价格回升的影响，公司电力业务盈利水平较低。2018年以来，受益于已运行装机规模增长、成本管控的提升和低效资产的处置，公司电力业务盈利水平有所提高。

4. 贸易板块

公司煤炭贸易业务运营主体有大同煤业国际贸易有限责任公司和大同煤矿集团煤炭运销总公司。煤炭贸易业务盈利模式：在下游客户的确定需求并锁定公司利润空间后，对接上游客户，赚取利润。主要结算模式是上游货到、票到后先部分付款，待下游确认验收合格后方办理购货货款全额结算。公司煤炭贸易上游煤炭供应以集团外采购为主，外购煤炭比例占煤炭贸易总量的80%以上。公司煤炭贸易业务的合作单位全部集中于大型国有企业。

大同煤业国际贸易有限责任公司借助和同煤秦发（珠海）控股有限公司从事电煤物流贸易平台，按照煤炭市场化定价方式，统一向省内外各大矿采购电煤。充分利用铁路、公路、场地的优势，提升仓库现代化装备，建成面向所有采掘工业用户的工业物资储备基地。大同煤业国际贸易有限公司通过完善各类经营资质，通过与秦发集团的码头合作，

扩大港口贸易量，搞好煤炭进口及销售业务。

大同煤矿集团煤炭运销总公司是同煤集团负责煤炭运销的下属单位，是按照山西省委、省政府关于做大做强同煤集团，提高煤炭产业和煤炭销售集中度，发挥集团公司规模优势的精神，于2004年3月与原山西煤炭运销总公司所属北部铁路运销系统重组后成立。煤炭运销总公司下设十三部室和四个有限公司、六个区域销售分公司、三个港口公司及一个铁路调运分公司，负责大同煤矿集团公司和大同煤业股份公司所生产的煤炭及山西省北部大同、朔州、忻州三个地市煤炭的铁路运输、煤炭销售和煤炭出口工作。煤炭运销总公司销售覆盖全国25个省、市、自治区，并远销日本等国家。

公司贸易板块主要分为煤炭贸易业务和非煤贸易业务，非煤贸易业务包括有色金属贸易、矿石贸易和焦炭贸易等。2018年，公司贸易业务收入为766.08亿元，毛利率为6.77%；2019年1—9月，贸易业务收入684.29亿元，同比增长25.72%，毛利率为0.40%，同比上升0.04个百分点。负责运营贸易业务的主体主要是大同煤矿集团外经贸有限责任公司。贸易业务毛利率较低，对公司整体利润贡献较小。

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煤机制造、煤化工、氧化铝、建筑、通讯和建材产业等。近年来，非煤产业占公司营业收入和利润的比重不断增长，随着下游需求逐步恢复，公司非煤产业盈利能力有所提高，为公司利润提供一定的支撑。

6. 经营效率

2018年，公司总资产周转次数保持相对稳定，为0.52次；存货周转次数及销售债权周转次数均有所上升，分别为11.49次和15.81次。总体看，公司经营效率一般。

7. 在建工程和未来发展

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，有助于完善公司产业链条，提高整体抗风险能力。

表11 截至2018年底公司分板块主要在建项目概况

（单位：亿元）

项目名称	开工时间	总投资	已投资
马道头煤矿	2010年	62.17	60.19
北辛窑煤矿	2011年	53.30	29.49
广发化工甲醇项目工程	2009年	35.57	37.13
阳高电厂	2014年	33.90	29.39
色连煤矿项目	2009年	39.35	31.62
漳泽百万项目	2016年	78.00	23.41
煤基活性炭	2012年	11.99	12.31
朔州热电	2015年	35.12	25.98
合计	--	349.39	249.52

资料来源：公司提供

马道头煤业项目已于2017年投产，新增产能1000万吨；北辛窑煤矿项目于2011年开工，矿井设计能力为400万吨/年，服务年限74.4年；广发化工甲醇项目于2010年开始建设，甲醇生产能力为60万吨/年，目前已经建成，处于试生产调试阶段，但项目尚未完成竣工决算，所以没有转为固定资产；色连矿井项目设计产能500万吨/年，并配套一座洗选能力500万吨/年的选煤厂，目前正在进行单项验收；煤基活性炭项目设计产能10万吨/年，于2012年开工，已经基本建成，但尚未完成消防验收，所以未转为固定资产；朔州热电项目目前被列入停缓建项目，尚未转固。

截至2018年底，公司报表在建工程账面价值中有336.27亿元的其他项目，项目数量较多，主要是安全建设项目、矿山环境治理项目、技术改造项目等。

近年来，随着国家去产能政策的推进，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，计划总投资约349.39亿元，截至2018年底已完成投资249.52亿元，预计2019年投资11.25亿元，公司未来投资规模一般。

未来，公司将重点落实“1236”思路，“1”是突出“转型升级”主线；“2”是培育壮大改革创新

和技术创新两大动能；“3”是着力构建煤电为主的综合性产业体系、安全有保障的生产体系和面向国际国内两个市场的经营体系；“6”是实施转型升级战略、深化改革战略、创新驱动战略、合作共赢战略、安全高效战略、企业小康战略。

公司“十三五”产业发展布局概括为“3655”：“3”是区域布局，建设国家晋北煤炭绿色开采基地、国家晋北清洁能源基地、山西晋北现代煤化工基地；“6”是产业布局，重点打造煤炭、电力、煤化工、铝、金融、物流贸易 6 大产业板块；“5”是通道布局，推进铁路路网、电网、天然气管网、物贸网以及港口航运“四网一港”5 大通道建设；“5”是园区布局，重点建设好塔山、东金潘、白家沟、朔州（王坪-小峪、朔南）和大同装备制造 5 大循环经济园区。

九、财务分析

公司提供了 2016—2018 年财务报告，北京兴华会计师事务所（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 2019 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 6 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 1 家。由于上述子公司规模占比较小，且公司主营业务未发生变动，公司财务数据的连续性和可比性较强。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司 55 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3425.86 亿元，所有者权益合计 730.69 亿元（含少数股东权益 291.71 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 1765.97 亿元，利润总额 19.08 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 3607.00 亿元，所有者权益合计 810.07 亿元（含少数股东权益 317.73 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 1443.53 亿元，利润总额 17.23 亿元。

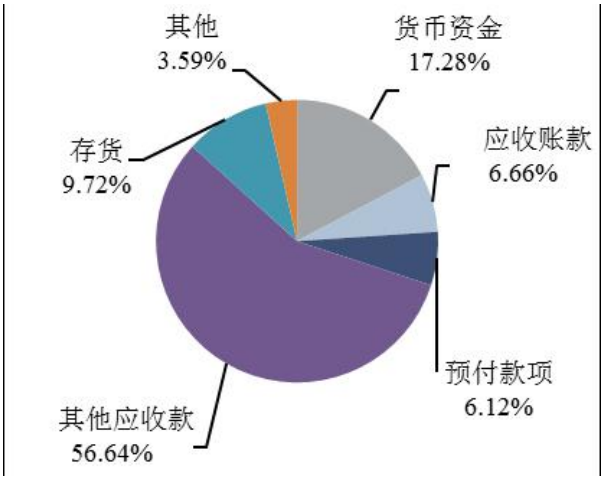
1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额合计3425.86亿元。其中，流动资产占37.26%，非流动资产占62.74%，公司资产构成中非流动资产占比高。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计1276.46亿元，较2017年底下降1.34%，主要由货币资金（占17.28%）、应收账款（占6.66%）、预付款项（占6.12%）、其他应收款（占56.64%）和存货（占9.72%）等构成。

图9　公司2018年底流动资产构成



注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金合计 220.55 亿元，较 2017 年底下降 4.93%。其中，银行存款占 56.19%，其他货币资金占 43.80%，库存现金占 0.01%。公司货币资金中受限部分为 105.93 亿元，受限比例为 48.03%，主要为银行承兑汇票保证金、信用保证金和其他。

截至2018年底，公司应收账款合计 85.01 亿元，较 2017 年底下降 20.34%。公司应收账款主要为煤炭销售款和电费结算、对外贸易结算中因存在结算周期而产生的应收款项。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 94.87 亿元。其中，采用组合计提坏账准备的账面余额占 98.64%，该部分款项共计提坏账准备 8.31 亿元。其中，账龄在 1 年以内的占 72.52%，1~2 年的占 11.20%，2~3 年的占 4.56%，3 年以上的占 11.72%，公司应收账款账龄较短，回收风险较小；单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 1.50 亿元，该部分中长期未收回的应收账款已全额计提坏账准备。截至 2018 年底，公司应收账款余额前五名占 20.62%，集中度较低。

表 12　截至 2018 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

名称	金额	占比
国网山西省电力公司	10.28	10.84
国网冀北电力有限公司	2.59	2.74
国网山西电力公司	2.53	2.67
国网新疆电力公司塔城供电公司	1.67	1.76
怀仁市热源厂	2.48	2.61
合计	**19.55**	**20.62**

资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司预付账款78.07亿元，较2017年底下降36.99%。公司预付款项主要为在建工程尚未完工结算和部分销售尚未开票结算所致。截至2018年底，公司预付款项账面余额为78.78亿元。其中，账龄在1年以内的占81.62%，1~2年的占4.56%，2~3年的占4.84%，3年以上的占8.98%，公司预付账款账龄较短。

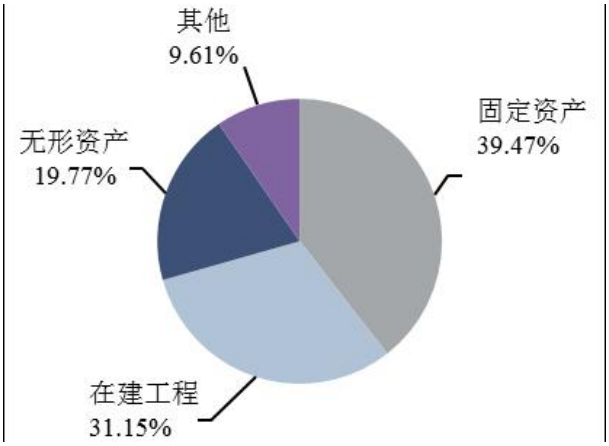
截至2018年底，公司其他应收款为722.96亿元，较2017年底增长15.17%，公司其他应收款构成主要包括应收企业办社会、历史矿井和产能退出矿井的其他应收款。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为731.22亿元。其中，1年以内的占89.63%、1~2年的占3.64%、2~3年的占2.99%、3年以上的占3.74%。公司其他应收款账龄较短。截至2018年底，公司其他应收款共计提坏账准备19.12亿元，计提比例较低。山西省人民政府对厂办大集体采取改制、分类分步向地方政府移交等措施逐步实施剥离，但仍存在一定的风险。历史矿井和产能退出矿井产生的其他应收款主要是公司根据国家政策对退出矿井的支出，须政策进一步明确后回收。公司其他应收款规模较大，存在一定的回款风险。

截至2018年底，公司存货为124.02亿元，较2017年底下降3.72%，其中主要是原材料（占35.58%）、库存商品（占43.07%）和自制半成品及在产品（占21.14%）。公司共计提存货跌价准备0.71亿元，计提比例0.58%。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计2149.40亿元，较2017年底增长5.80%。非流动资产构成方面，主要为固定资产（占39.47%）、在建工程（占31.15%）和无形资产（占19.77%）。

图10　公司2018年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司可供出售金融资产为87.84亿元，较2017年底增长5.97%。其中，可供出售债务工具37.49亿元，可供出售权益工具50.35亿元，公司对可供出售权益工具共计提减值准备0.20亿元，公司可供出售金融资产具备一定的变现能力，必要时，可通过出售的方式获得现金。

截至2018年底，公司固定资产为848.34亿元，较2017年底增长9.16%，增长主要来源于机器设备。固定资产构成方面，截至2018年底，公司固定资产账面价值中，机器设备占57.16%、房屋及建筑物占38.68%。公司对固定资产累计计提折旧547.49亿元，计提比例为64.54%，计提固定资产减值准备1.12亿元。截至2018年底，公司固定资产受限金额88.38亿元，受限比例为10.42%，主要系银行贷款抵押及融资租入固定资产所致。

截至2018年底，公司在建工程669.47亿元，较2017年底增长2.35%。近年来，煤炭行业景气度有所波动，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。截至2018年底，余额较大的在建工程包括马道头矿井建设项目、广发60万吨甲醇项目、漳泽百万项目、阳高2*350MW热电厂项目、朔州热电2*350WM电厂项目、采煤沉陷和棚户区改造项目等工程。

截至2018年底，公司无形资产账面余额为486.83亿元，累计摊销额58.93亿元，无形资产减值准备共2.88亿元，无形资产账面价值425.02亿元。其中，采矿权343.27亿元，土地使用权79.93亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额合计3607.00亿元，较2018年底增长5.29%，主要系货币资金、

其他应收款和在建工程的增长所致；其中，流动资产占比为38.78%，非流动资产占比为61.22%，与2018年底相比变化不大。截至2019年9月底，公司货币资金288.44亿元，较2018年底增长30.78%。

整体看，公司资产构成中，非流动资产占比相对较高。公司流动资产中其他应收款、预收账款、应收账款及存货占比偏高，部分货币资金使用权受限，其他应收款规模较大，存在一定的回款风险，公司资产流动性一般。公司固定资产以机器设备及房屋建筑物为主，无形资产评估增值幅度大，公司资产质量一般。

2. 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为730.69亿元，较2017年底增长6.99%。公司所有者权益中，少数股东权益291.71亿元，归属于母公司所有者权益为438.99亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占38.80%、资本公积占70.55%、盈余公积占0.61%、未分配利润占-31.09%、其他权益工具占15.51%。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计810.07亿元，较2018年底增长10.86%。其中，少数股东权益317.73亿元，归属于母公司所有者权益492.34亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占34.60%、资本公积占63.32%、盈余公积占0.54%、未分配利润占-28.81%、其他权益工具占23.15%。

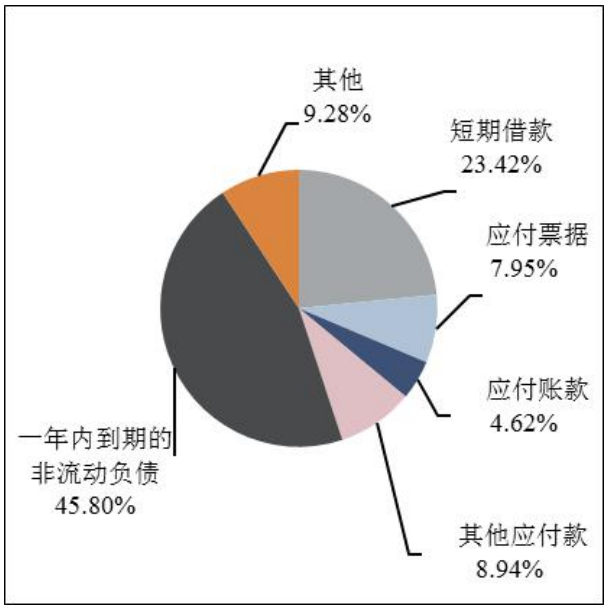
总体来看，受所得税费用较大及归属于母公司的净利润为负的影响，公司未分配利润为负且规模持续扩大，公司所有者权益中包含114.00亿元永续债，公司所有者权益质量及稳定性一般。

负债

截至2018年底，公司负债合计2695.17亿元，较2017年底增长2.00%。其中，流动负债占51.22%，非流动负债占48.78%。

截至2018年底，公司流动负债合计1380.59亿元，较2017年底下降6.02%，主要由短期借款（占23.42%）、应付票据（占7.95%）、应付账款（占4.62%）、其他应付款（占8.94%）和一年内到期的非流动负债（占45.80%）构成。

图11　截至2018年底公司流动负债构成



注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司短期借款合计323.30亿元，较2017年底下降2.77%。其中，抵质押借款占0.13%、信用借款约占76.23%、保证借款占23.42%。

截至2018年底，公司应付票据为109.74亿元，较2017年底增长7.03%。公司从2017年开始，应付票据大幅增长，主要系公司加强现金管理，通过开具银行承兑汇票支付部分材料、配件、电费款等。公司应付票据中，银行承兑汇票占90.98%，商业承兑汇票占9.02%。

截至2018年底，公司应付账款为63.76亿元，较2017年底下降22.70%，主要系公司清理历史欠账所致。其中，账龄在1年以内的占68.92%，1~2年的占13.31%、2~3年的占5.54%、3年以上的占12.23%。

截至2018年底，公司其他应付款为123.39亿元，较2017年底下降12.32%，主要为应付资源价款、子公司其他股东借款、质保金以及房屋、设备租金等。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为632.33亿元，较2017年底下降2.09%。其中，一年内到期的长期借款占29.75%、一年内到期的应付债券占62.47%、一年内到期的长期应付款占7.78%。

截至2018年底，公司非流动负债1314.58亿元，

较2017年底增长12.03%，主要由长期借款（占48.47%）、应付债券（占35.82%）、长期应付款（占10.34%）等构成。

截至2018年底，公司长期借款为459.29亿元，较2017年底下降19.24%。其中，质押借款占1.63%、抵押借款占4.42%、保证借款占30.15%，信用借款占63.80%。

截至2018年底，公司应付债券为674.96亿元，较2017年底增长60.59%。其中，2017年，公司发行超短期融资券、中期票据、定向债务融资工具、私募债等合计420.00亿元，公司偿还企业债、定向债务融资工具、短期融资券、超短期融资券等共计225.00亿元；2018年，公司发行超短期融资券、中期票据、定向债务融资工具、私募债等合计710.1亿元，公司偿还企业债、定向债务融资工具、短期融资券、超短期融资券等共计505.00亿元。

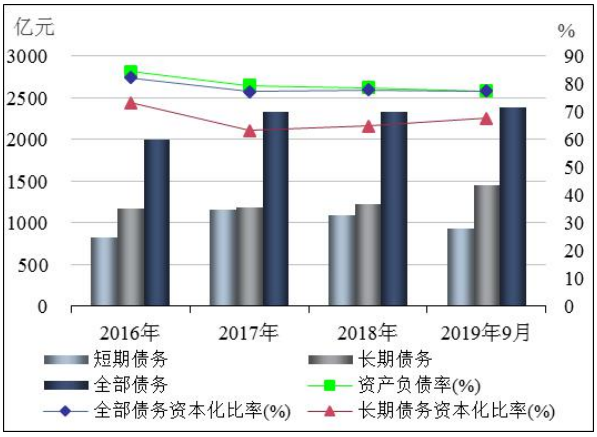
截至2018年底，公司长期应付款为107.49亿元，主要为融资租赁设备款。

公司的专项应付款主要为因城镇整体规划、库区建设、棚户区改造、沉陷区治理等公共利益进行搬迁，收到政府从财政预算直接拨付的搬迁补偿款。截至2018年底，公司专项应付款为64.66亿元。

截至2019年9月底，公司负债总额合计2796.93亿元，较2018年底增长3.78%。公司流动负债占比下降2.87个百分点至48.36%，非流动负债占比相应上升至51.64%，流动负债占比略有下降。

有息债务方面，考虑计入其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中期票据，截至2018年底，公司有息债务合计2325.02亿元，较2017年底下降0.28%。其中，短期债务1097.99亿元，长期债务1227.03亿元。

图12　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，截至2018年底，公司资产负债率为78.67%，较2017年底下降0.79个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.82%和64.94%，较2017年底分别上升0.48个百分点和1.61个百分点，公司债务负担较2017年底略有上升。

截至2019年9月底，考虑计入其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款以及其他权益工具中的永续中期票据，公司全部债务合计2384.72亿元，较2018年底变化增长2.57%。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为77.54%、77.41%和67.66%，公司整体债务负担基本保持稳定，短期债务占比有所下降。

总体来看，跟踪期内，公司负债规模有所扩大。有息债务方面，公司有息债务中长期债务占比较高，债务结构合理，但债务规模很大，债务负担很重。考虑到公司盈利能力弱，短期内难以有效恢复，未来随着长期债务的逐步到期，公司的流动性压力或将有所上升。

3．盈利能力

2018年，公司实现营业总收入1765.97亿元，同比增长10.26%；三年来公司营业成本有所波动，年均复合变动率为-1.09%，2018年为1452.07亿元，同比增长9.53%。受益于营业总收入增幅高于营业总成本增幅，2018年，公司营业利润率同比增长了0.35个百分点，为15.68%。

从期间费用来看，2018年，公司期间费用为

266.97亿元，同比增长10.13%，主要系管理费用及财务费用同比增长所致。公司销售费用主要由运输费、装卸费和职工薪酬构成，2018年，公司销售费用有所增长，为103.62亿元。公司管理费用主要由职工薪酬、折旧费、修理费、无形资产摊销等项目构成，2018年，公司管理费用大幅增长，为96.50亿元，主要系公司无形资产摊销增长所致。2018年，公司财务费用有所增长，为65.48亿元。2018年，期间费用率有所下降，为15.12%。

非经常性损益方面，2018年，公司资产减值损失为2.79亿元，主要为坏账损失；公司金融类利息支出为2.24亿元；公司投资收益为4.81亿元，投资收益主要为可供出售金融资产取得的收益。2018年，公司实现营业外收入12.06亿元，主要是公司下属上市子公司漳泽电力剥离资不抵债的资产，对蒲州发电分公司进行出售所产生的利得；同期，公司营业外支出为3.60亿元。

受益于煤炭价格的持续高位震荡运行和出售资产影响，2018年，公司利润总额为19.08亿元，同比增长129.75%。

图13　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率为2.22%，同比上升0.08个百分点；净资产收益率为0.48%。

2019年1—9月，公司实现营业总收入1443.53亿元，同期公司营业成本为1198.09亿元，同比分别增长11.41%和11.93%，公司营业利润率为15.13%。2019年1—9月，公司期间费用为200.34亿元，占营业总收入的比重为13.88%，较2018年全年下降1.24个百分点。其中，公司管理费用为60.90亿元，同比下降1.72%；公司销售费用为76.42亿元，同比增长1.21%。2019年1—9月，公司营业外收入和营业外支出分别为3.13亿元和5.41亿元。在上述因素共同影响下，2019年1—9月，公司实现利润总额17.23亿元，同比增长41.33%。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入规模有所增长，但营业利润率仍较低。期间费用对营业利润侵蚀较大，公司期间费用管控能力有待提升。近年来，公司营业外收入整体规模较大，对利润总额形成一定支撑。跟踪期内，公司盈利能力有所提高，但整体盈利能力仍很弱。

4．现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量为2123.14亿元，同比增长6.41%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金2110.70亿元。2018年，公司经营活动现金流出量为1983.44亿元，同比增长7.64%。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金1626.55亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降8.43至139.70亿元。2018年，现金收入比为119.58%，持续保持较高水平。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入量为139.42亿元，同比下降64.47%，主要系大友投资公司投资活动减少所致。其中，公司收回投资收到的现金为130.65亿元。2018年，公司投资活动现金流出量为361.40亿元，同比下降43.61%。其中，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为190.15亿元、投资支付的现金为134.31亿元。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额仍表现为净流出，为-221.98亿元，主要系2016年煤炭行业景气度回升，公司推进各项目建设的投入有所增加所致。

2018年，公司筹资活动前现金流量净额为-82.28亿元，公司有较大的对外融资需求。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入量为1351.66亿元，同比增长16.77%。其中，公司取得借款收到的现金为1267.93亿元。2018年，公司筹资活动现金流出量为1315.03亿元，同比增长21.71%。其中，公司偿还债务支付的现金为1131.23亿元。2018年，公司筹资活动现金流量净

额为36.63亿元。

2019年1—9月，公司经营活动现金流入量为1580.68亿元，同比增长0.73%。其中，当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为1575.76亿元；公司经营活动现金流出量为1467.90亿元，同比下降0.54%。其中，当期公司购买商品、接受劳务支付的现金为1152.82亿元；同期公司现金收入比为109.18%，经营活动产生的现金流量净额为112.78亿元。2019年1—9月，公司投资活动现金流入量为95.07亿元，同比下降20.83%，主要系收回投资收到的现金同比下降所致；同期公司投资活动现金流出量为97.74亿元，同比下降51.94%，主要系投资支付的现金大幅下降所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.67亿元。2019年1—9月，公司筹资活动现金流入量为1038.94亿元，同比增长2.28%，当期公司取得借款收到的现金971.67亿元；公司筹资活动现金流出量为1033.35亿元，同比增长2.23%，当期公司偿还债务支付的现金为899.06亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为5.59亿元。

总体看，跟踪期内，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渠道依赖程度高。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为92.46%和83.47%。截至2019年9月底，上述两项指标分别进一步回升至103.41%和92.81%，公司流动比率及速动比率水平适宜。2018年，公司经营现金流动负债比下降0.27个百分点至10.12%，公司经营性净现金流对流动负债覆盖水平仍很低。截至2019年9月底，公司现金类资产为133.68亿元，短期债务928.49亿元，公司现金类资产对短期债务的保障能力很弱。从指标看，公司短期偿债能力很弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为138.00亿元。2018年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA倍数分别为1.44倍和16.85倍。从指标看，随着公司盈利能力有所提升，公司长期偿债能力有所好转，但仍很弱。

综合看，公司盈利能力及整体偿债能力指标很弱，但考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司整体偿债能力高于指标值。

公司的存续债券及拟发行债券规模较大，假设公司发行的债券持有人行使回售权、公司在发行的永续中期票据首次赎回权行权日行权，截至2019年12月9日，公司1年以内到期的债券余额合计770.80亿元、1~3年内到期的债券余额合计361.30亿元、3~5年内到期的债券余额合计101.10亿元，未来1年为公司债务到期高峰年，公司存在较大的集中偿付压力。

表13　截至2019年12月9日公司将于未来1年到期的存续债券（单位：亿元）

证券名称	当前余额	到期日期
19大同煤矿SCP005	20.00	2019/12/10
18大同煤矿CP007	15.00	2019/12/20
19大同煤矿SCP007	15.00	2019/12/24
19大同煤矿CP001	10.00	2020/1/18
19大同煤矿SCP009	25.00	2020/1/24
19大同煤矿PPN001	15.00	2020/1/31
19大同煤矿SCP010	12.00	2020/2/2
18大同煤矿PPN002	15.00	2020/2/2
18大同煤矿PPN003	15.00	2020/2/12
19大同煤矿SCP011	20.00	2020/2/23
19同煤01	20.00	2020/2/26
19大同煤矿SCP012	15.00	2020/3/2
19大同煤矿PPN002	15.00	2020/3/7
19大同煤矿SCP013	13.00	2020/3/8
19大同煤矿SCP014	10.00	2020/3/14
18同煤01	30.00	2020/3/19
15大同煤矿PPN005	10.00	2020/3/30
15大同煤矿PPN004	20.00	2020/3/30
15大同煤矿PPN006	40.00	2020/3/31
19大同煤矿SCP015	15.00	2020/4/3
19大同煤矿SCP017	15.00	2020/4/4
19大同煤矿SCP016	10.00	2020/5/2
19大同煤矿SCP018	20.00	2020/5/15
18同煤03	20.00	2020/5/31
19同煤02	17.00	2020/6/25
19大同煤矿CP002	25.00	2020/6/27
19大同煤矿PPN006	10.00	2020/6/27
19大同煤矿PPN007	10.00	2020/7/15
19大同煤矿SCP019	5.00	2020/7/21
19大同煤矿SCP020	15.00	2020/7/28
19大同煤矿CP003	15.00	2020/7/29
17大同煤矿PPN001	15.00	2020/8/8
19同煤04	17.00	2020/8/8
19大同煤矿SCP021	10.00	2020/8/14
19大同煤矿PPN010	15.00	2020/8/14

19 大同煤矿 SCP022	15.00	2020/8/21
19 大同煤矿 CP005	10.00	2020/9/4
19 同煤 05	19.00	2020/9/4
19 大同煤矿 PPN009	10.00	2020/9/12
同煤 Y2	10.00	2020/9/24
15 大同煤矿 PPN007	20.00	2020/9/25
19 大同煤矿 CP004	25.00	2020/9/25
19 大同煤矿 CP006	11.00	2020/10/16
同煤 Y4	10.00	2020/10/24
18 同煤 06	35.95	2020/10/26
18 大同煤矿 PPN006	13.80	2020/10/29
16 同煤 01	12.05	2020/11/21
17 大同煤矿 PPN002	10.00	2020/12/1
合计	**770.80**	--

资料来源：wind

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司合并口径主要合作银行人民币授信总额约为 1747.28 亿元。其中，未使用额度为 571.03 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司大同煤业（601001.SH）为上海证券交易所上市公司，漳泽电力（000767.SZ）为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10140203000000050Z），截至2019年12月9日，已结清信贷信息概要关注类中包含10笔贷款和6笔票据贴现，主要系公司下属子公司财务指标超过银行预警线，银行系统自动将相关子公司信贷记录划分为“关注类”所致。公司无未结清的不良和关注类贷款信息。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司所有者权益 326.39 亿元，截至 2019 年 9 月底，母公司所有者权益 352.27 亿元，母公司所有者权益规模较小，母公司对山西漳泽电力股份有限公司等部分子公司持股比例较低。2018 年，母公司实现营业收入 539.63 亿元，利润总额-19.86 亿元，母公司处于亏损状态；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 415.11 亿元，利润总额-20.31 亿元，主要系母公司本部矿井开采年限长、地质条件差、且本部人员负担重、办社会职能主要集中于母公司所致。截至 2018 年底，母公司负债合计 2110.93 亿元，资产负债率为 86.61%；截至 2019 年 9 月底，母公司负债合计 2295.85 亿元，资产负债率为 86.70%。考虑到公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模很大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，母公司口径实际债务负担很重，母公司偿债能力依赖其对子公司的控制能力。

8. 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、存续债券偿还能力分析

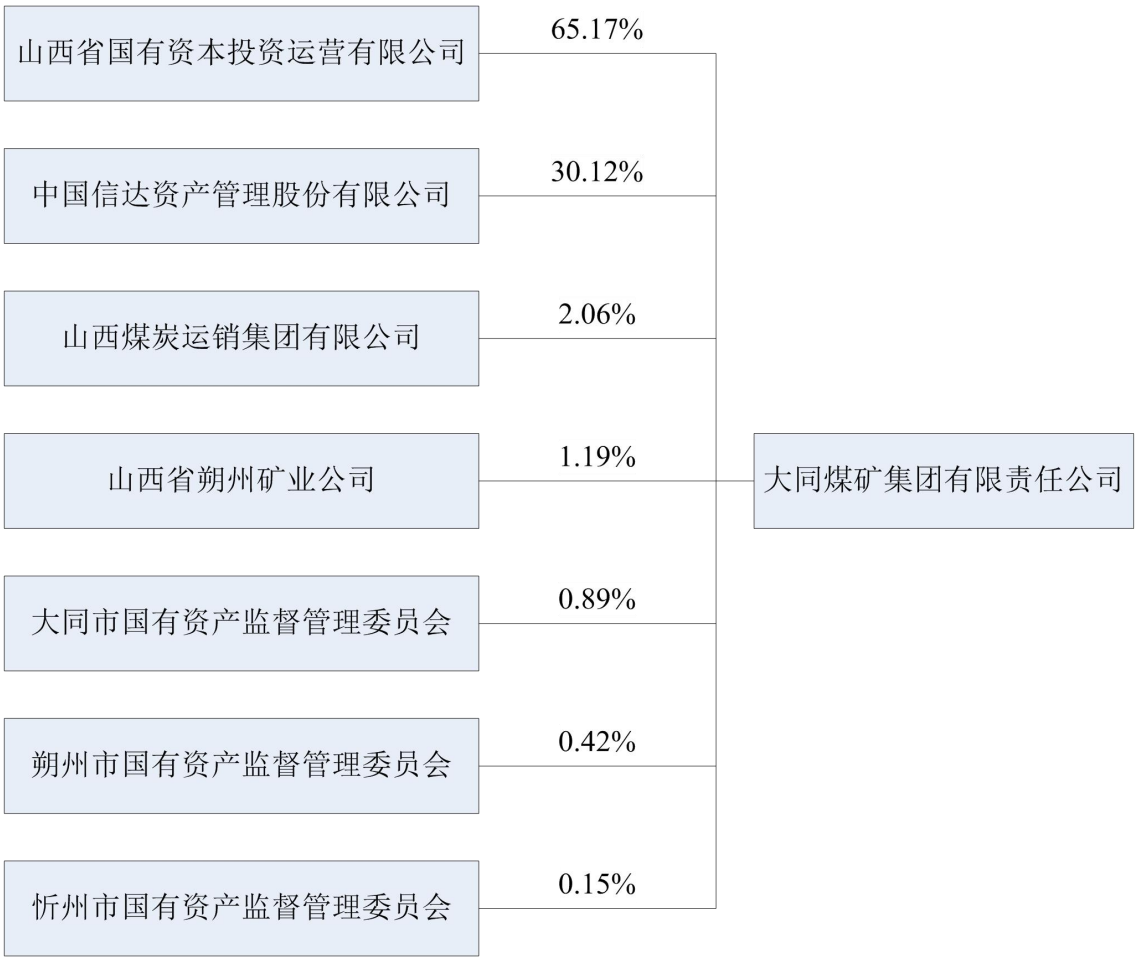
截至本报告出具日，本次进行跟踪的短期融资券为“19大同煤矿CP002”和“19大同煤矿CP004”，余额为50亿元（以下简称“合计额度”）。截至2019年9月底，公司现金类资产为133.68亿元，为合计额度的2.67倍，公司现金类资产对上述短期融资券保障程度较高。2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为合计额度的42.46倍和2.79倍，公司经营活动现金流入量对上述短期融资券保障能力强。

截至2019年12月9日，公司于一年内到期的存续债券合计770.80亿元。截至2019年9月底，公司现金类资产为133.68亿元，为一年内到期的存续债券余额的0.17倍。2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为上述一年内到期存续债券的2.75倍和0.18倍。未来1年为公司债务到期高峰年，公司存在较大的集中偿付压力。

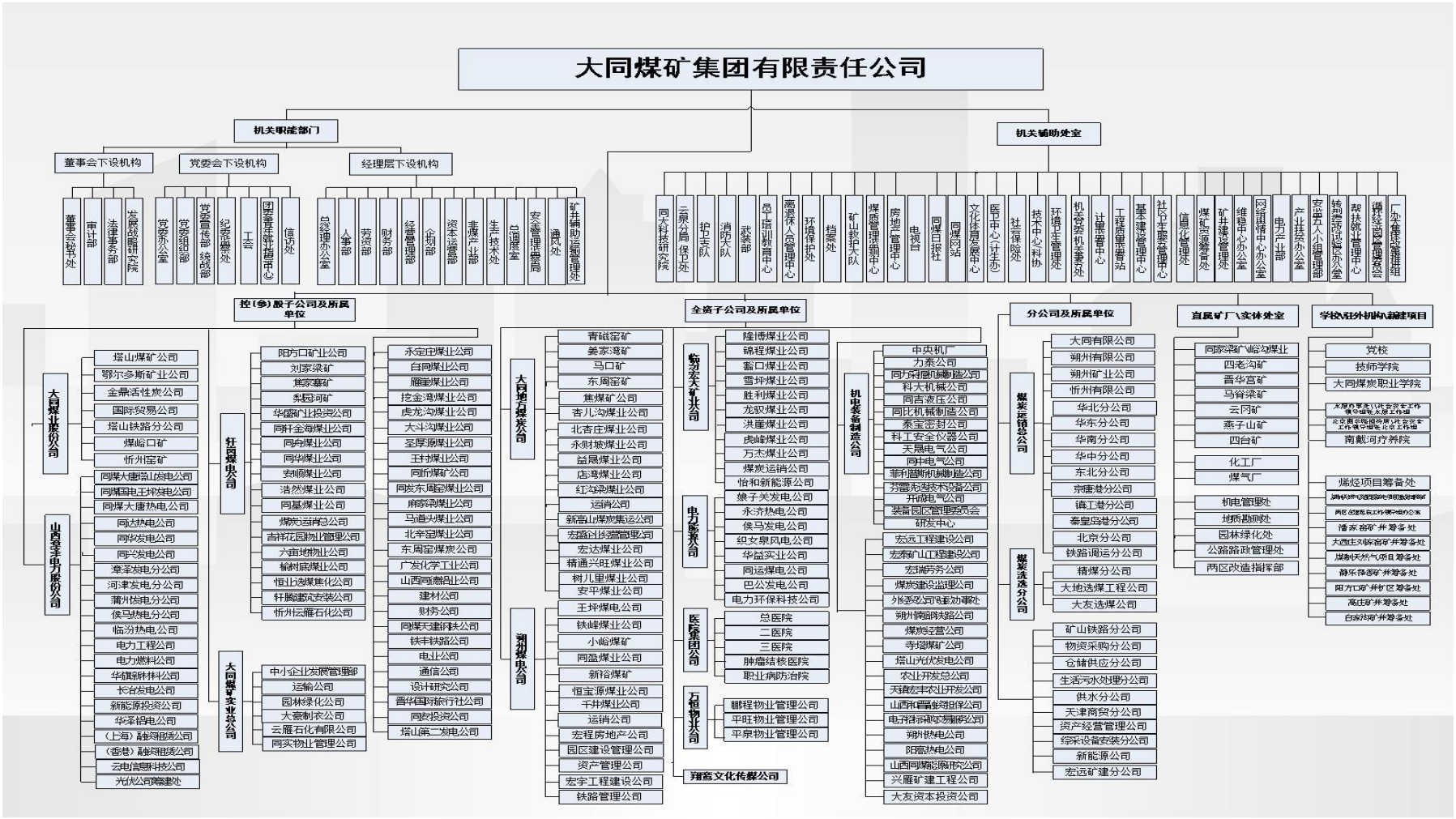
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 大同煤矿 CP002”和“19 大同煤矿 CP004”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 9 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册地	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	大同煤业股份有限公司	山西省大同市	167370.00	57.46
2	同煤集团宏远工程建设有限责任公司	山西省大同市	36000.00	100
3	同煤集团轩岗煤电有限责任公司	山西省原平市	182000.00	88.22
4	大同煤矿集团地煤有限责任公司	山西省大同市	9599.82	79.58
5	大同煤矿集团朔州煤电有限责任公司	山西省朔州市	178980.00	100
6	大同煤矿集团临汾宏大矿业有限责任公司	山西省临汾市	201000.00	100
7	大同煤矿集团同生煤矿生产管理有限公司	山西省大同市	197054.00	100
8	大同煤矿集团机电装备制造有限公司	山西省大同市	58838.68	100
9	大同煤矿集团通信有限责任公司	山西省大同市	18435.14	100
10	大同煤矿集团电业有限责任公司	山西省大同市	3148.09	75
11	大同煤矿集团设计研究有限责任公司	山西省大同市	300.75	55
12	大同煤矿百邦众创空间服务有限责任公司	山西省大同市	5.00	100
13	大同煤矿集团地煤东周窑公司	山西省大同市	4176.62	100
14	大同煤矿集团新高山煤炭集运公司	山西省大同市	2547.07	100
15	大同煤矿集团朔州王坪煤电有限责任公司	山西省朔州市	6190.88	93.68
16	大同煤矿集团朔州小峪煤矿	山西省朔州市	1390.82	100
17	宏泰矿山工程建设有限责任公司	山西省大同市	6000.00	100
18	大同煤矿集团大斗沟矿业有限责任公司	山西省大同市	1000.00	100
19	晋华国际旅行社有限责任公司	山西省大同市	500.00	88
20	大同煤矿集团同家梁矿业有限责任公司	山西省大同市	1000.00	100
21	大地选煤工程有限责任公司	山西省大同市	1000.00	51
22	同煤国电同忻煤矿有限公司	山西省大同市	101850.00	72
23	同煤广发化工有限公司	山西省大同市	95974.43	70
24	大同煤矿集团阳方口矿业有限责任公司	山西省忻州市	1925.92	100
25	大同宏信建设工程质量检测有限公司	山西省大同市	200.00	100
26	大同煤矿集团宏瑞劳务有限责任公司	山西省大同市	2742.00	100
27	同煤浙能麻家梁煤业有限责任公司	山西省朔州市	181844.00	60
28	大同煤矿集团建材有限责任公司	山西省大同市	22410.36	100
29	大同煤矿集团外经贸有限责任公司	山西省大同市	20000.00	100
30	大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司	山西省大同市	158211.00	62.75
31	大同煤矿集团同拓设备安装有限责任公司	山西省大同市	500.00	100
32	大同煤炭建设监理有限责任公司	山西省大同市	410.00	100
33	大同煤矿集团东周窑煤炭有限责任公司	山西省大同市	6000.00	99.82
34	大同煤矿集团朔州南部铁路公司	山西省朔州市	1000.00	100
35	大同煤矿集团电力能源有限公司	山西省大同市	23495.00	100
36	大同煤矿集团大友选煤有限责任公司	山西省大同市	300.00	100
37	大同煤矿集团云州嘉美会展商务有限公司	山西省大同市	300.00	100
38	山西漳泽电力股份有限公司	山西省太原市	307694.22	28.87
39	大同煤矿集团财务有限责任公司	山西省大同市	300000.00	80
40	大同煤矿集团经营有限公司	山西省大同市	11000.00	100
41	大同市矿区同煤职业卫生技术服务有限公司	山西省大同市	1000.00	100

42	大同煤矿集团塔山光伏发电有限责任公司	山西省大同市	22276.60	100
43	大同煤矿集团寺塔煤矿有限责任公司	山西省运城市	3000.00	100
44	大同煤矿集团北辛窑煤业有限公司	山西省朔州市	5000.00	85
45	山西和晋融资担保有限公司	山西省大同市	100000.00	60
46	大同煤矿集团香港融资租赁有限公司	中国香港	50000.00	100
47	大同煤矿集团朔州热电有限公司	山西省朔州市	70234.80	100
48	大同煤矿集团电子招标采购服务有限公司	山西省大同市	1200.00	100
49	大同煤矿集团阳高热电有限公司	山西省大同市	59000.00	100
50	同煤大唐塔山第二发电有限责任公司	山西省大同市	90000.00	60
51	同煤大友资本投资有限公司	山西省太原市	50000.00	60
52	大同煤矿集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司	山西省大同市	5000.00	100
53	大同煤矿集团兴雁矿建工程有限公司	山西省大同市	1000.00	100
54	山西同煤能源研究院有限责任公司	山西省晋中市	5000.00	100
55	山西同煤铁丰铁路运输有限责任公司	山西省朔州市	19000.00	100

资料来源：公司财务报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	203.20	185.28	134.28	133.68
资产总额（亿元）	2780.64	3325.40	3425.86	3607.00
所有者权益（亿元）	430.07	682.98	730.69	810.07
短期债务（亿元）	826.82	1152.47	1097.99	928.49
长期债务（亿元）	1176.36	1179.15	1227.03	1456.23
全部债务（亿元）	2003.18	2331.62	2325.02	2384.72
营业收入（亿元）	1702.69	1601.62	1765.97	1443.53
利润总额（亿元）	2.00	8.30	19.08	17.23
EBITDA（亿元）	99.61	112.70	138.00	--
经营性净现金流（亿元）	41.64	152.57	139.70	112.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.42	11.53	15.81	--
存货周转次数（次）	12.48	10.79	11.49	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.52	0.52	--
现金收入比（%）	122.02	121.76	119.58	109.18
营业利润率（%）	11.55	15.32	15.68	15.13
总资本收益率（%）	2.18	2.14	2.22	--
净资产收益率（%）	-2.31	0.06	0.48	--
长期债务资本化比率（%）	73.23	63.32	64.94	67.66
全部债务资本化比率（%）	82.33	77.34	77.82	77.41
资产负债率（%）	84.53	79.46	78.67	77.54
流动比率（%）	103.70	88.07	92.46	103.41
速动比率（%）	93.51	79.30	83.47	92.81
经营现金流动负债比（%）	3.63	10.39	10.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.32	1.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.11	20.69	16.85	--

注：1. 公司合并口径 2019 年三季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息负债、长期应付款中的融资租赁款及其他权益工具中的永续中期票据计入全部债务核算；3.现金类资产计算扣除公司受限资金；4.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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	1711.07	2122.87	2437.32	2648.12
所有者权益（亿元）	154.53	338.37	326.39	352.27
短期债务（亿元）	541.24	833.00	730.55	697.84
长期债务（亿元）	710.44	615.09	876.96	1065.79
全部债务（亿元）	1251.68	1448.08	1607.50	1763.62
营业收入（亿元）	374.37	513.76	539.63	415.11
利润总额（亿元）	-9.86	-2.43	-19.86	-20.31
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	14.99	-60.40	64.02	95.48
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.30	9.63	11.63	--
存货周转次数（次）	13.56	16.44	16.41	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.27	0.24	--
现金收入比（%）	122.67	118.16	116.46	97.00
营业利润率（%）	19.08	19.44	18.45	17.04
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	-6.72	0.46	-6.82	--
长期债务资本化比率（%）	82.13	64.51	77.52	81.98
全部债务资本化比率（%）	89.01	81.06	86.34	88.27
资产负债率（%）	90.97	84.06	86.61	86.70
流动比率（%）	132.00	108.93	127.46	142.66
速动比率（%）	129.28	106.74	125.28	140.21
经营现金流动负债比（%）	1.72	-5.18	5.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2019 年三季度财务数据未经审计

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）
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+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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　短期债券信用等级设置及其含义

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

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

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