

信用等级公告

联合〔2020〕783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长期信用状况及其拟发行的大同煤矿集团有限责任公司2020年度第五期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定大同煤矿集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA,大同煤矿集团有限责任公司2020年度第五期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告



大同煤矿集团有限责任公司

2020 年度第五期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：15 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息负债

评级时间：2020 年 4 月 7 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		AAA	
	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
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：

大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”或“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、销售渠道等方面具备综合优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时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不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。

近年来，公司煤炭资源整合顺利进行，在建矿井规划产能较大，未来原煤产量有望在行业内保持领先地位，有助于巩固和强化公司的行业地位。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。

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

优势：

- 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。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。
- 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。截至 2019 年 9 月底，公司拥有 64 座矿井，年生产能力 1.61 亿吨，资源储量合计 310.10 亿吨。公司生产的动力煤具有高发热量、低灰、低硫等品质，在火电、建材、玻璃、冶金等行业优势明显。
- 公司合同煤销售占比高，主产区位于大秦线起点，产品销路和外运能力保障程度高。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%。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。
- 公司主营业务经营状况良好。煤炭、电力板块营业收入

分析师：刘艳婷 张 崢

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

持续增长，2018 年分别实现营业收入 780.58 亿元和 120.21 亿元，毛利率分别为 35.33%和 7.99%。

5. **公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。**2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 138.90 倍、133.01 倍和 141.54 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的 2.78 倍、10.17 倍和 9.31 倍。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别是本期中期票据拟发行额度的 6.64 倍、7.51 倍和 9.20 倍。

关注：

1. **公司社会负担重，期间费用较高，对利润形成较大侵蚀，同时，公司非煤业务盈利能力较弱。**2016—2018 年，公司期间费用率有所攀升，分别为 12.23%、15.14%和 15.12%。公司非煤业务主要包括电力和贸易，整体毛利率水平均较低。
2. **公司部分矿井开采年份较长，煤质有所下降。**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。
3. **公司债务规模很大，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。**截至 2019 年 9 月底，公司短期债务和全部债务分别为 928.49 亿元和 2384.72 亿元，全部债务资本化比率为 77.41%。
4. **公司无形资产价值重估后的大幅增值将每年进行摊销，或对公司盈利能力造成一定影响。**2017 年，公司对无形资产评估增值 268.21 亿元，大幅增加公司无形资产的账面价值，将在未来进行摊销，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。**截至 2018 年底，公司其他应收款为 722.96 亿元，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。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。

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
所有者权益合计 (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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/12/23	刘艳婷、张峥	煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	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

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

大同煤矿集团有限责任公司

2020 年度第五期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册额度为 30 亿元的中期票据，本期拟发行 2020 年度第五期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 15 亿元，发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。资金用途方面，募集资金将用于偿还公司有息负债。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长

6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
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	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

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，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重

分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PIRM) 同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求

的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中1月和9月全面下调金融机构存款准备金率共1.5个百分点，释放长期流动性约2.3万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下调11个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长。在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力

进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债券限额8480亿元（其中一般债券限额5580亿元、专项债券限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协

会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、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。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。随着国内煤炭产量及进口煤炭的持续增长，下游社会库存逐步饱和，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。

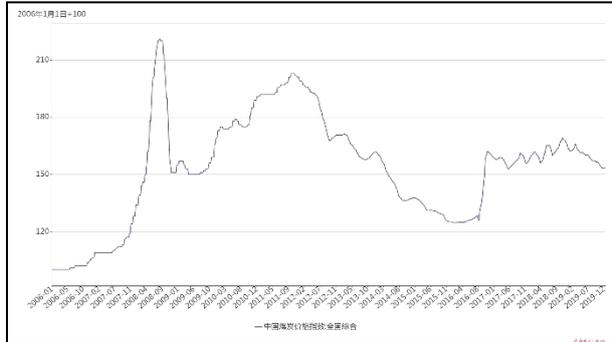
煤炭价格

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。

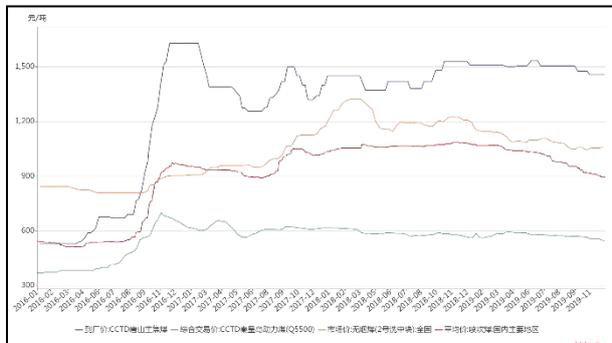
图2 煤炭价格指数



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。

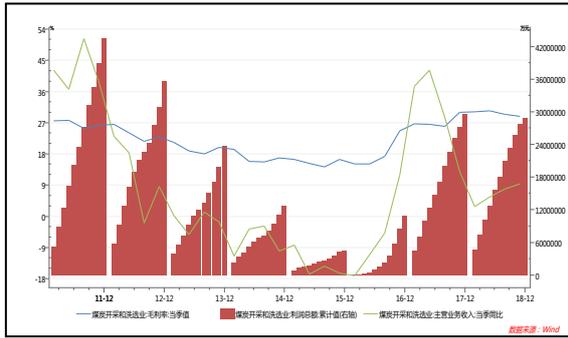
2019年至今，煤炭价格有所下降，截至2019年12月13日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（中国主要地区）的价格分别为548元/吨、1455元/吨、1058.80元/吨和895元/吨。

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，国家发改委、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》（以下简称“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，计划淘汰落后产能8亿吨，新增先进产能5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

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，在一国完成重工业化产业升级后，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，部分生产成本低、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

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续

增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联统计数据¹，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。

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

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

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

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。

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

发电机组运行方面，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长

10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。

2. 行业关注及政策调整

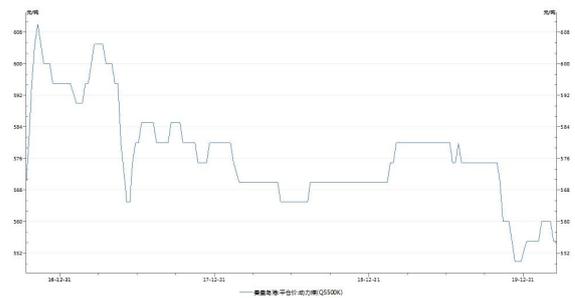
煤炭价格持续高位盘整加剧火电企业经营压力；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在560元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图8 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，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

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

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

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来沉重负担，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》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元。其中，5 亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按 10 亿元补贴总额组织项目建设。2020 年 3 月 12 日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及 2019 年 12 月底完成全部机组并网的风电项目、2017 年 7 月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和 2019 年光伏竞价项

目并网时间可延长至 2019 年 12 月底) 以及 2018 年 1 月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录, 补贴清单审核发布周期有望加快, 补贴清单公布后, 可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

(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。电网公司也采取多种技术和运行管理措施, 不断提升系统调节能力, 优化调度运行。2019年, 全国全年弃风电量169亿千瓦时, 同比减少108亿千瓦时; 平均弃风率4.0%, 同比下降3个百分点; 弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古, 弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%, 同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年, 全国全年弃光电量46亿千瓦时, 同比减少8.9亿千瓦时; 平均弃光率2.0%, 同比下降1个百分点; 弃光主要集中在西藏、新疆和青海, 弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%, 同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点, 其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响, 弃光率有所提高。

3. 行业展望

根据中电联发布《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》, 未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开:

(1) **多措并举, 提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用, 更多以市场方式降低社会总体用能成本; 利用国内国际两个市场稳定电煤供应, 平抑电煤价格, 逐步由单一电价向两部制电价过渡, 推动煤电板块稳步转型; 控制补贴退坡的节奏和速度, 确保风电、光伏等产业链平稳运行发展, 合理引导新能源产业健康发展。

(2) **协调发展, 提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式, 充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用, 通过智能化电力设备及调节手

段实现“源、网、荷、储”的整体优化, 进一步提高能源资源的配置能力; 提高电力系统调节能力, 破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题, 保障新能源消纳。

(3) **政策引导, 促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代, 不断创新替代方式和内容, 进一步扩大电能替代范围和实施规模, 扩大电力消费市场; 加强电力需求侧管理, 实施需求响应和精益化的有序用电, 不断提高电力占终端能源消费比重, 全力推进电气化进程; 加大转供电环节的清理整顿, 在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下, 引导和帮助电力用户更好享受政策红利, 提升用电效率。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为地方国有控股有限责任公司, 截至 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. 人员素质

公司领导层行业经验丰富，员工构成符合行业劳动密集型特点。公司人员构成能够满足其日常生产经营需要，但随着去产能政策的实施，公司整体人员负担较重。

公司现有董事、总经理、副总经理等高层管理人员 21 人，均具有大专及以上学历，多数在各自的专业领域工作 20 年以上，从业经验丰富，管理能力优秀，整体素质较高。

公司董事长郭金刚先生，博士研究生学历，高级工程师，中国国籍，无境外居留权；曾任潞安矿业（集团）公司副总经理，潞安煤基合成油有限公司董事长、潞安新疆煤化工（集团）公司董事长，潞安矿业集团董事、党委常委、总经理；现任同煤集团党委常委、董事长。

公司总经理崔建军先生，研究生学历，高级工程师，中国国籍，无境外居留权；曾任阳泉煤业（集团）有限责任公司副总经理，阳泉煤业（集团）有限责任公司董事、副总经理；现任同煤集团党委副书记、副董事长、总经理。

公司总会计师李景中先生，山西大同人，中共党员，大专学历；历任大同矿务局马脊梁矿财

务科科长、马脊梁矿财务科副科长、马脊梁矿财务科科长、马脊梁矿副总会计师、大同矿务局财务处副处长、煤炭运销公司副经理、煤业股份公司总会计师、同煤集团公司财务部部长、同煤集团公司副总会计师兼经营管理部部长；现任同煤集团代理总会计师。

公司总工程师于斌先生，大学学历，高级工程师；曾任同煤集团通风处处长，同煤集团副总工程师；现任同煤集团总工程师。

截至 2018 年底，公司员工总数 156268 人。其中，管理人员占 30.96%，生产人员占 68.62%，销售人员占 0.30%，研发人员占 0.12%；从学历构成看，具有大专及大专以上学历者占 31.69%，具有中等（含中专、高中、技校）学历者占 38.63%，初中及以下学历者占 29.68%。从年龄构成来看，30 岁以下的占 19.51%，31—50 岁的占 65.53%，51 岁以上占 14.96%。

4. 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。公司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。

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。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。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。2018 年公司生产百万吨死亡率为 0.007 人/百万吨，较 2017 年 0.024 人/百万吨有所下降。

5. 外部环境

公司运输成本相对低廉，竞争优势明显。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。

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%。

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。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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

董事会是公司的执行机构，对股东会负责，目前由 11 名董事组成。其中，中国信达资产管理股份有限公司推荐 5 名，山西省国资委等 6 家股东共同推荐 5 名，由公司股东会选举产生；公司职工代表一名，由公司职工依法民主选举产生。董事会设董事长一人，副董事长三人，每届董事任期三年，连选可以连任。董事长负责召集股东会、董事会，是公司的法定代表人，公司董事由

股东会选举或罢免。

监事会是监督评价的核心机构。公司监事会由 5 名监事组成。其中，中国信达资产管理股份有限公司推荐 2 名，山西省国资委推荐 2 名，公司职工代表 1 名，由公司职工民主选举产生。监事会设主席 1 名，由中国信达资产管理股份有限公司推荐人员担任。监事的任期每届三年，连选可以连任。

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

2. 管理水平

公司建立了规范的法人治理结构，内部控制制度健全，管理风险较低。

公司设总经理办公室、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 个职能部门。部门设计合理，内部分工明确。

公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系和业务流程，并涵盖对子公司控制、财务管理、安全生产、环境保护、对外担保、人事管理共六个方面。

子公司管控方面：公司制定了母子公司配套管理办法，形成了母子公司制度体系，明确划分了母子公司的权、责、利。公司对控股子公司实施严格统一的财务监督管理和审计监察管理，有效形成对重大业务与风险的监管。

财务管理方面：公司制定了《大同煤矿集团有限责任公司财务管理办法》《大同煤矿集团公司会计基础工作规范》《大同煤矿集团公司所属子公司财务管理办法》《大同煤矿集团公司货币资金控制规范》等完善的财务控制监督制度。公司对下属子公司财务控制力度较强，通过业务预算、资本预算、筹资预算等实现对公司内部各部门、各单位、各种资源的分配、控制、考核，公司内部实行财务和资金统一管理。

安全生产方面：公司建立了“职责明确、衔

接有序、运作有效、保障有力”的三级安全管理模式，制定了安全管理制度、安全生产责任制度、安全目标管理制度、安全办公会议制度、安全工作问责制度等一系列管理制度，并在安全技术创新、安全教育培训、安全监督检查、安全资金投入等方面制定了强有力的保障措施。

环境保护方面：公司认真贯彻落实国家的环保方针政策，严格执行《环境保护法》《水污染防治法》《大气污染防治法》等环保法律法规，深入开展环保宣传教育，努力实施环境综合整治，严格环境管理，强化环保考核，大力推进清洁生产 and 可持续发展战略的实施，加快环保设施建设，加大工业污染防治力度，环保各项工作取得了较大的进展。

对外担保方面：公司章程规定公司不得为自然人或非法人单位提供担保，不得为与公司无产权关系的法人提供担保。公司在公司章程中严格规定了公司股东会、董事会审议批准对外担保事项的权限。公司制定了《关于进一步完善各子公司银行借款及提供担保的有关规定》和《关于严格加强对外担保管理的通知》，用以规范同煤集团及其各二级子公司银行借款和担保的管理。

人事管理方面：公司建立了公开、平等、竞争、择优的领导人员选拔任用新机制，先后制定出台了《大同煤矿集团有限责任公司领导人员选拔任用办法》和《大同煤矿集团有限责任公司关于对领导人员试行任前公示制的暂行规定》。

七、经营分析

1. 经营现状

受煤炭价格上涨影响，公司煤炭主业经营压力有所缓解，2016年三季度以来，煤炭价格随着去产能政策的推进有所回升对公司盈利水平带来了一定程度的积极影响，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。

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，2016—2018年，公司主营业务收入有所波动，主要系公司近年来聚焦煤炭和电力业务、同时低盈利能力的贸易业务收入波动下降所致。2016—2018年，公司煤炭业务收入不断增长，年均复合增长率为14.84%。2018年，公司煤炭业务实现收入780.58亿元，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%，但对公司收入贡献仍较大。其中，电力板块实现营业收入120.21亿元，同比增长15.51%，主要系公司上网电量、上网电价有所增加所致。公司其他业务主要是公司围绕煤炭主业开展的机械制造、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，2016—2018年，公司综合毛利率快速增长，2018年为17.74%，较2017年提升0.57个百分点。其中，煤炭业务是公司的主要利润来源。2016—2018年，公司煤炭业务毛利率不断增长，主要系2016年三季度以来煤价上涨并持续维持高位震荡所致。2016—2018年，公司电力板块受煤炭价格上涨及发电设备利用小时数较低的影响，毛利率有所下降。其中，2017年，公司电力板块毛利率为负，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，但其收入占比较高，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%。

表 2 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	收入	收入	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	97.93	16.74	1718.30	97.35	17.19	1402.53	97.18	16.33
煤炭	591.89	34.79	30.79	689.00	43.02	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	44.80	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

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。

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。2016 年, 由于去产能政策的实施以及执行“276 工作日”制度, 公司原煤产量大幅下降, 为 11786.11 万吨; 2017—2018 年, 煤炭行业不再实施“276 工作日”制度, 公司原煤产量不断增长, 分别为 12700.10 万吨和 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, 2016 年已关闭 3 座矿井, 化解产能 375 万吨/年; 2017 年已关闭 3 座矿井, 化解产能 370 万吨/年; 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3 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	弱黏煤、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。2016年、2017年、2018年及2019年1—9月,公司吨煤成本分别为119.81元/吨、146.01元/吨、145.97元/吨及142.98元/吨。2017年,公司吨煤成本较2016年上升26.20元/吨,主要是由于煤炭市场行情较好,公司提高井下工人待遇,继续加大安全成本的投入,使得人工成本和其他成本上升较快,此外,电力成本和折旧费亦有所提高。2018年,公司吨煤成本较2017年保持相对稳定。

表4 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

表5 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

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，近三年，公司百万吨死亡率不断下降，分别为0.1782人/百万吨、0.024人/百万吨和0.007人/百万吨。联合资信同时关注到，2016年3月23日22时10分，同煤集团同生安平煤业公司5#层8117综采工作面发生井下安全事故，当班下井矿工130人，安全升井110人，20名矿工不幸遇难，按照山西煤矿安全监察局出具的《关于大同煤矿集团同生安平煤业有限公司“3.23”重大安全事故情况的说明》的文件内容，同生安平煤业公司是同煤集团所属子公司同生煤矿管理公司持股51%的煤矿企业，其安全生产由同生煤矿管理公司直接管理和负责，因此同生煤矿管理公司对该起事故负主体责任。2017年4月15日18时05分，中国能源建设集团山西电力建设有限公司同煤朔州热电建设项目发生一期高空坠落事故，2人遇难，按照山西省煤矿安全监察局出具的《关于同煤朔州热电建设项目“4.15”一般生产安全事故情况说明》的文件内容，朔州热电公司隶属于同煤集团，为项目建设单位，发生事故工程项目由中国能源建设集团山西省电力建设有限公司承包，事故发生点空冷岛挡风墙工程由山西省电力建设有限公司分包给山西泰肥建设集团有限公司施工，山西省电力建设有限公司、山西泰肥建设集团有限公司是该起事故的直接责任单位，同煤集团不是该起事故的直接责任单位。2017年10月26日12时29分，大同煤矿集团同生同基煤业有限公司（以下简称“同基煤业”）5#层5201回风巷实施启封排瓦斯过程中发生一起较大窒息事故，3人遇难，按照山西省煤矿安全监察局出具了《关于大同煤矿集团同生同基煤业有限公司“10.26”较大安全事故情况说明》的文件内容，同基煤业是同煤集团所属子公司轩岗煤电公司直管矿井，同生公司持股51%，其安全生产由轩岗煤电公司直接监管。同基煤业对该起事故负主体责任，轩岗煤电公司负子公司安全管理责任。2018年8月15日13时35分，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。2019年12月29日，同煤集团地煤公司焦煤矿305煤眼发生一起流煤眼歙煤事故，事发当时被困6人，目前1人送医后生命体征平稳，5人经抢救无效死亡。

煤炭销售

公司合同煤销售占比高，产品销路稳定，外运能力有保障，煤炭业务规模优势突出。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，2016年去产能政策实施以来，煤炭价格触底反弹，但近两年随着下游需求增速放缓，公司煤炭销售价格有所下降。

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。2016—2018年，公司商品煤销量分别为14647.72万吨、15180.60万吨和16869.00万吨。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，使得煤炭产销率大于100%。销售价格方面，2016—2018年，公司商品煤销售平均价格分别为292.33元/吨、382.47元/吨和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 6 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售量统计
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 7 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 8 公司 2018 年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

3. 电力板块

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。

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9 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

4. 贸易板块

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。贸易业务毛利率较低,对公司整体利润贡献较小。

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。

2016—2018年,公司贸易业务营业收入波动下降,分别为937.75亿元、717.48亿元和766.08亿元,主要系公司开始优化现有贸易结构,防范贸易风险;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。

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

公司经营效率一般。2016—2018年,公司规模不断增长,年均复合增长11.00%;而收入规模有所波动,年均复合增长率为1.84%。公司总资产周转次数和存货周转次数均有所下降,近三年加权均值分别为0.55次和11.48次;2018年分别为0.52次和11.49次。2018年公司销售债权

周转次数为 15.81 次，较 2017 年有所提升。

表 10 煤炭企业经营效率对比（单位：次）

企业名称	销售债权 周转次数	存货周转 次数	总资产周 转次数
大同煤矿集团有限责任公司	15.82	11.49	0.52
陕西煤业化工集团有限责任公司	9.51	14.87	0.58
兖矿集团有限公司	19.58	8.17	0.86
阳泉煤业(集团)有限责任公司	15.40	9.13	0.76
山西晋城无烟煤矿业集团有限 责任公司	11.05	10.89	0.65

资料来源：Wind

7. 在建工程和未来发展

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。

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。

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、物联网以及港口航运“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。

八、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 2017 年报表合并范围新纳入 1 家子公司。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。

会计政策方面，公司根据财政部于 2018 年 6 月 15 日发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）的规定，将原列报于原“应收票据”和“应收账款”项目合并计入新增的“应收票据及应收账款”项目；原“应收利息”、“应收股利”和“其他应收款”项目合并计入“其他应收款”项目；原“固定资产清理”和“固定资产”项目合并计入“固定资产”项目；原“工程物资”和“在建工程”项目合并计入“在建工程”项目；原“应付票据”和“应付账款”项目合并计入新增的“应付票据及应付账款”项目；原“应付利息”、“应付股利”和“其他应付款”项目合并计入“其他应付款”项目；原“专项应付款”和“长期应付款”项目合并计入“长期应付款”项目；新增“研发费用”项目，原计入“管理费用”项目的研发费用单独列示为“研发费用”项目；在“财务费用”项目下列示“利息费用”和“利息收入”明细项目。2019 年第一季度，公司执行财政部于 2017 年颁布的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》《企业会计准则第 24 号—套期会计》《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》，根据金融资产的“业务模式”和“金融资产合同现金流量特征”作为金融资产分类的判断依据，将金融资产划分为“以摊余成本计量的金融资产”“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”三类，将金融资产减值准备会计处理由“已发生损失法”修改为“预期损失法”，且不涉及对公司以前年度财务报表的追溯调整。公司无其他重要会计政策和会计估计变更。整体看，会计政策变更对公司财务报表可比性、连续性影响较小。

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

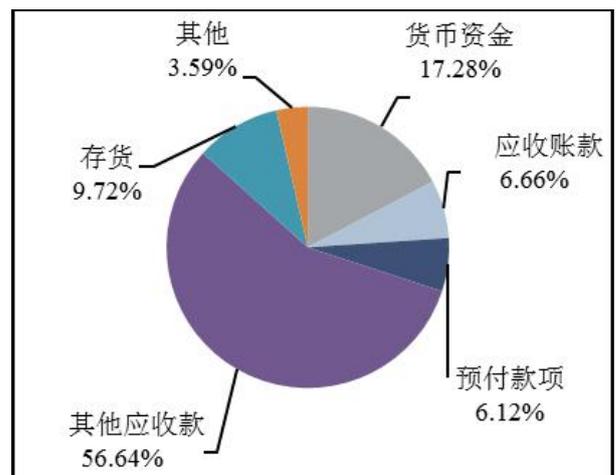
公司资产构成中，非流动资产占比相对较高。公司流动资产中其他应收款、预收账款、应收账款及存货占比偏高，部分货币资金使用权受限，其他应收款规模较大，存在一定的回款风险，公司资产流动性一般。公司固定资产以机器设备及房屋建筑物为主，无形资产评估增值幅度大，公司资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 11.00%。其中，流动资产年均复合增长 3.61%，非流动资产年均复合增长 16.21%。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，较上年底下降 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

2016—2018 年，公司货币资金有所波动，年均复合变动率为 -0.94%。截至 2018 年底，公司货

币资金合计220.55亿元，较上年底下降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。

2016—2018年，公司应收账款快速下降，年均复合变动率为-19.99%。截至2018年底，公司应收账款合计85.01亿元，较上年底下降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

2016—2018年，公司预付款项波动下降，年均复合变动率为-18.57%。截至2018年底，公司预付账款78.07亿元，较上年底下降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。

2016—2018年，公司其他应收款不断增长，年均复合增长率为14.68%。截至2018年底，公司其他应收款为722.96亿元，较上年底增长15.17%，

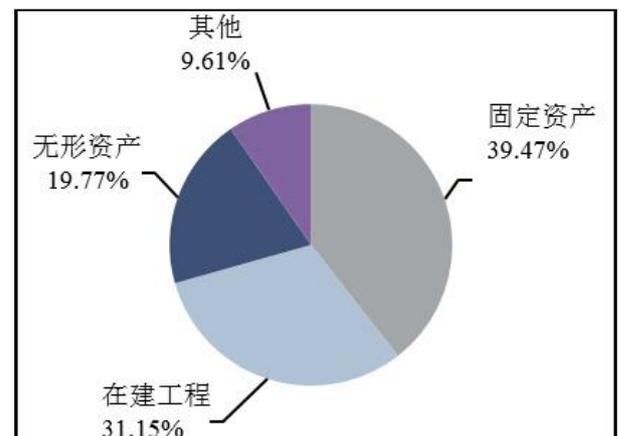
公司其他应收款构成主要包括应收企业办社会、历史矿井和产能退出矿井的其他应收款。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为731.22亿元。其中，1年以内的占89.63%、1~2年的占3.64%、2~3年的占2.99%、3年以上的占3.74%。公司其他应收款账龄较短。截至2018年底，公司其他应收款共计提坏账准备19.12亿元，计提比例较低。山西省人民政府对厂办大集体采取改制、分类分步向地方政府移交等措施逐步实施剥离，但仍存在一定的风险。历史矿井和产能退出矿井产生的其他应收款主要是公司根据国家政策对退出矿井的支出，须政策进一步明确后回收。公司其他应收款规模较大，存在一定的回款风险。

2016—2018年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长率为3.01%。截至2018年底，公司存货为124.02亿元，较上年底下降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，较上年底增长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

2016—2018年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长24.90%。截至2018年底，公司可供出售金融资产为87.84亿元，较上年底增长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。

2016—2018年，公司固定资产快速增长，年均复合增长16.67%。截至2018年底，公司固定资产为848.34亿元，较上年底增长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。

2016—2018年，公司在建工程有所增长，年均复合增长7.09%。截至2018年底，公司在建工程669.47亿元，较上年底增长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电厂项目、朔州热电2*350MW电厂项目、采煤沉陷和棚户区改造项目等工程。

2016—2018年，公司无形资产波动增长，年均复合增长62.29%。其中，2017年，公司无形资产大幅增长，主要系公司根据《山西省财政厅山西省国资委山西省国土厅关于在国有煤炭等省属企业开展采矿权、土地等国有资产价值重估的工作方案》（晋财资〔2016〕101号）、《山西省财政厅山西省国资委山西省国土厅关于同意大同煤矿集团有限责任公司开展国有资产价值重估工作的函》（晋财资函〔2017〕15号）和《山西省财政厅山西省国资委关于同意大同煤矿集团有限责任公司开展国有资产价值重估结果的函》（晋财资函〔2017〕51号），按照国家有关法律法规及规章制度规定和山西综改试验区“先行先试”政策，同时按照市场化原则，统一安排对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，并增值268.21亿元所致。

本次增值大幅增加公司无形资产的账面价值，将在未来进行摊销，将对公司盈利能力造成一定影响。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%。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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永续债规模较大，公司所有者权益质量及稳定性一般。

2016—2018年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长30.35%，主要系公司2017年对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，相应增值额268.21亿元计入资本公积所致。截至2018年底，公司所有者权益合计为730.69亿元，较上年底增长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%。

负债

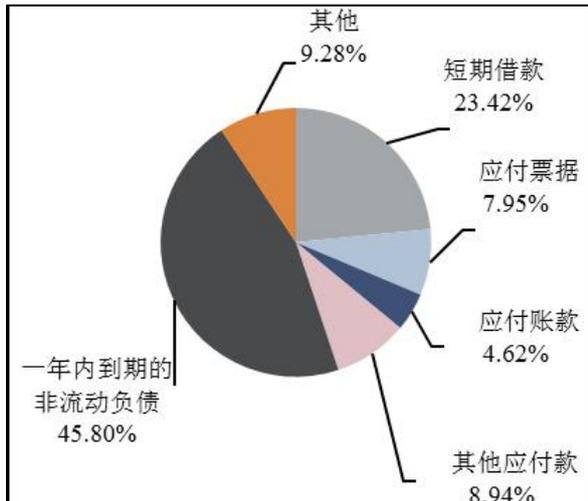
近年来公司负债规模有所扩大。有息债务方面，公司有息债务中长期债务占比较高，债务结构合理，但债务规模很大，债务负担很重。考虑

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。

2016—2018年，公司负债总额有所增长，年均复合增长7.08%。其中，流动负债年均增长9.73%，非流动负债波动中有所增长，年均复合增长4.50%。截至2018年底，公司负债合计2695.17亿元，较上年底增长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，较上年底下降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

2016—2018年，公司短期借款有所下降，年均复合变动率为-5.20%。截至2018年底，公司短期借款合计323.30亿元，较上年底下降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%。

2016—2018年，公司应付票据快速增长，年均复合增长22.49%。截至2018年底，公司应付票据为109.74亿元，较上年底增长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%。

2016—2018年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合变动率为-11.23%。截至2018年底，公司应付账款为63.76亿元，较上年底下降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%。

2016—2018年，公司其他应付款不断下降，年均复合变动率-11.95%。截至2018年底，公司其他应付款为123.39亿元，较上年底下降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、设备等租金等。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长34.11%，主要系即将到期的长期借款及应付债券转入本科目核算所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为632.33亿元，较上年底下降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%。

2016—2018年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长4.50%。截至2018年底，公司非流动负债1314.58亿元，较上年底增长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。

2016—2018年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长6.91%。截至2018年底，公司长期借款为459.29亿元，较上年底下降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%。

2016—2018年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长14.67%。截至2018年底，公司应付债券为674.96亿元，较上年底增长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。

2016—2018年，公司长期应付款有所下降，

年均复合变动率为-9.77%。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。

2016—2018年，公司专项应付款波动中有所增长，年均复合增长8.65%，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，2016—2018年，公司资产负债率有所下降，三年加权均值为80.08%，2018年底为78.67%；2018年底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%，两项指标三年平均值分别为78.78%和66.59%。公司债务指标下降，主要系公司对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，并增值268.21亿元所致。

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。

3. 盈利能力

公司营业收入规模大，但营业利润率较低。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。总体看，公司盈利能力有所提高，但整体盈利能力仍很弱。

2016—2018年，公司营业总收入有所波动，年均复合变动率为1.84%。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，2016—2018年，公司期间费用快速增长，年均复合增长13.26%。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，2016—2018年，公司销售费用有所增长，分别为92.18亿元、100.37亿元和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，2016—2018年，公司管理费用快速增长，分别为58.61亿元、82.98亿元和96.50亿元。其中，2017年，公司管理费用大幅上涨，主要系公司为补缴社保等费用增长所致；2018年，公司管理费用持续上涨，主要系公司无形资产摊销增长所致。2016—2018年，公司财务费用不断增长，分别为57.33亿元、59.06亿元和65.48亿元。受期间费用增长及营业总收入下降的影响，2016—2018年，期间费用率有所攀升，分别为12.23%、15.14%和15.12%。

非经常性损益方面，2016—2018年，公司资产减值损失分别为0.15亿元、7.66亿元和2.79亿元。其中，2017及2018年计提金额较大，主要为坏账损失；公司金融类利息支出分别为0.67亿元、0.21

亿元和2.24亿元；公司投资收益分别为2.77亿元、2.62亿元和4.81亿元，投资收益主要为可供出售金融资产取得的收益。2016—2018年，公司分别实现营业外收入13.19亿元、5.15亿元和12.06亿元，2018年公司营业外收入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。三年来公司营业外支出分别为1.14亿元、2.00亿元和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，2016—2018年，公司利润总额快速增长，分别为2.00亿元、8.30亿元和19.08亿元。

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，2016—2018年，公司总资产收益率波动上升，净资产收益率指标逐渐好转，两项指标三年加权平均值分别为2.19%和-0.21%，2018年分别为2.22%和0.48%，公司盈利能力弱。

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%。

4. 现金流

公司经营活动现金流入规模较大，获现能力

强，但较大的投资规模及存续债务周转接续使公司对外部筹资渠道依赖程度高。

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量有所波动，年均复合增长率为0.95%。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。2016—2018年，公司经营活动现金流出量有所波动，年均复合变动率为-1.44%。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、接收劳务支付的现金1626.55亿元。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，三年来分别为41.64亿元、152.57亿元和139.70亿元，主要系2016年以来煤炭行业复苏，煤炭销售价格上涨，公司毛利率增加，导致销售商品产生的现金流净额增加所致。近三年，现金收入比波动攀升，分别是122.02%、121.76%和119.58%，公司收入实现质量整体处于较高水平。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长8.04%。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。2016—2018年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长27.04%。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。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，净流出量波动增加，三年来净流出量分别为104.49亿元、248.44亿元和221.98亿元，主要系2016年煤炭行业景气度回升，公司推进各项建设的投入有所增加所致。2016—2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-62.85亿元、-95.87亿元和-82.28亿元，公司有较大的对外融资需求。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量有所增长，年均复合增长16.86%。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。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长16.15%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。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。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额波动增长，三年来分别为15.14亿元、77.10亿元和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。

5. 偿债能力

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。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。

从短期偿债能力指标来看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年加权均值分别为93.39%和84.23%，2018年底分别为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，2016—2018年，公司EBITDA分别为99.61亿元、112.70亿元和138.00亿元。2016—2018年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA倍数三年加权均值分别为1.70倍和18.76倍，2018年分别为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。

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2020年3月24日，公司1年以内到期的债券余额合计849.30亿元、1~3年内到期的债券余额合计363.30亿元、3~5年内到期的债券余额合计101.10亿元。

表 13 截至 2020 年 3 月 24 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
15 大同煤矿 PPN004	20.00	2020/3/30
15 大同煤矿 PPN005	10.00	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
20 大同煤矿 SCP004	20.00	2020/4/21
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
20 大同煤矿 SCP002	25.00	2020/6/11
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
20 大同煤矿 SCP001	20.00	2020/7/6
19 大同煤矿 SCP023	10.00	2020/7/9
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
19 同煤 04	17.00	2020/8/8
17 大同煤矿 PPN001	15.00	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 同煤 05	19.00	2020/9/4

19 大同煤矿 CP005	10.00	2020/9/4
19 大同煤矿 PPN009	10.00	2020/9/12
同煤 Y2	10.00	2020/9/24
19 大同煤矿 CP004	25.00	2020/9/25
15 大同煤矿 PPN007	20.00	2020/9/25
20 大同煤矿 SCP003	15.00	2020/10/16
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
20 大同煤矿 SCP006	20.00	2020/10/30
20 大同煤矿 SCP005	20.00	2020/11/13
16 同煤 01	12.05	2020/11/21
17 大同煤矿 PPN002	10.00	2020/12/1
20 大同煤矿 SCP007	15.00	2020/12/6
19 大同煤矿 CP007	25.00	2020/12/9
20 大同煤矿 CP001	15.00	2021/1/17
17 同煤 01	19.25	2021/1/19
19 大同煤矿 PPN001	15.00	2021/1/31
18 大同煤矿 PPN002	15.00	2021/2/2
18 大同煤矿 PPN003	15.00	2021/2/12
20 大同煤矿 CP002	10.00	2021/2/21
19 同煤 01	8.50	2021/2/26
17 同煤 02	20.75	2021/3/1
16 大同煤矿 MTN001	15.00	2021/3/3
16 大同煤矿 MTN002	20.00	2021/3/17
18 大同煤矿 MTN001	20.00	2021/3/21
合计	849.30	--

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: G1014020300000050Z), 截至2020年3月18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

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。

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%。

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。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响很小。

公司本期中期票据发行金额为 15 亿元, 分别占 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.03%和 0.63%。

截至 2019 年 9 月底, 公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 77.54%和 77.41%。以该期财务数据为基础, 不考虑其他因素, 本期中期票据发行后, 公司资产负债率及全部债务资本化比率将分别上升至 77.63%和 77.52%, 本期中期票据的发行将使公司债务负担小幅上升。考虑到本期中期票据所募集资金将用于偿还公司有息负债, 公司实际债务指标或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行后，对公司现有债务水平影响很小，公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据到期日不能偿还的风险极低。

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的138.90倍、133.01倍和141.54倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的2.78倍、10.17倍和9.31倍。2016—2018年，公司EBITDA分别是本期中期票据拟发行额度的6.64倍、7.51倍和9.20倍。

十、结论

煤炭行业作为中国重要的基础能源产业，长期发展趋势向好，行业内大型企业具备突出的综合竞争优势。

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、销售渠道等方面具备优势。联合资信同时关注到公司经营压力较大，非煤业务盈利能力较弱，债务规模居高不下，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。

近三年，受煤炭价格上涨影响，公司煤炭主业经营压力有所缓解，2016年三季度以来，煤炭价格随着去产能政策的推进有所回升对公司盈利水平带来了一定程度的积极影响，但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。

公司债务规模很大，债务负担很重。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，公司存在较大的集中偿付压力。

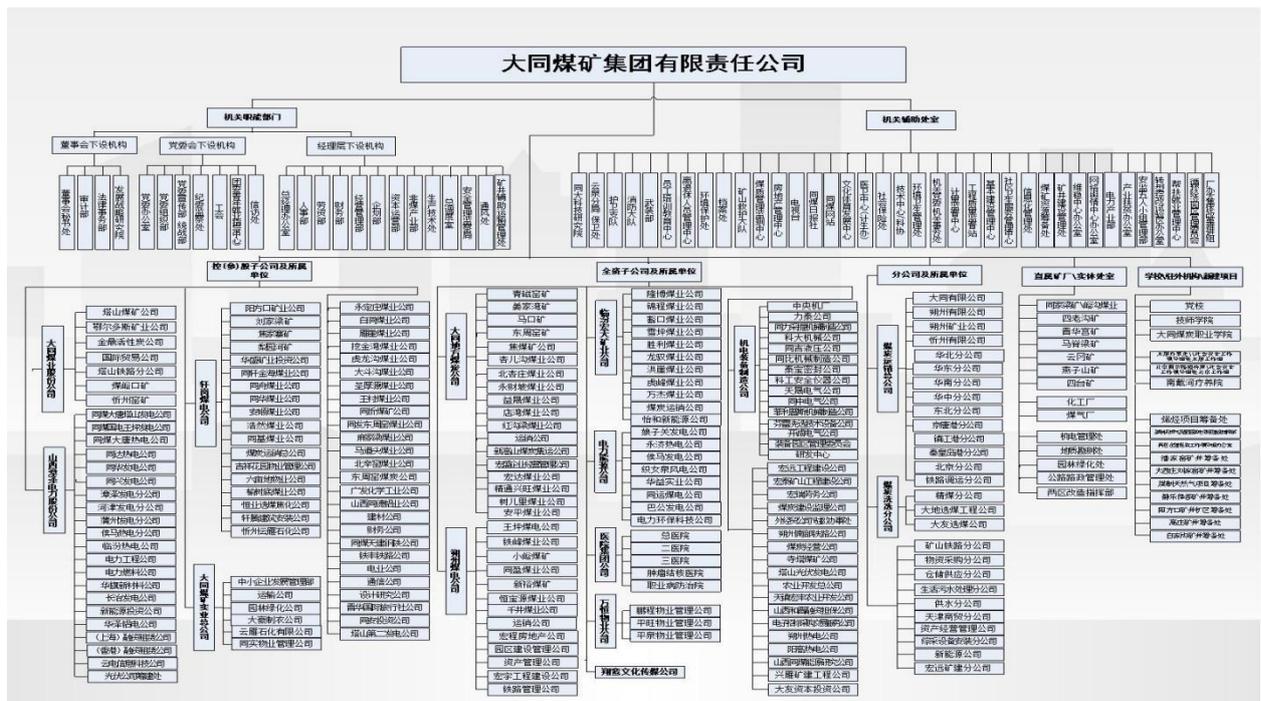
公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。

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

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



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
所有者权益合计（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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 大同煤矿集团有限责任公司 2020 年度第五期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

如大同煤矿集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对大同煤矿集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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