信用等级公告

联合[2018] 1773 号

联合资信评估有限公司通过对安徽省皖北煤电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，确定维持安徽省皖北煤电集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，“14 皖北 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

安徽省皖北煤电集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 皖北 MTN001	8 亿元	2019/2/26	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	50.18	60.08	88.95	90.26
资产总额(亿元)	528.69	526.65	559.87	577.98
所有者权益合计(亿元)	144.90	140.12	155.30	157.57
短期债务(亿元)	104.74	155.09	150.65	156.53
长期债务(亿元)	120.22	88.44	107.71	116.12
全部债务(亿元)	224.96	243.53	258.36	272.65
调整后全部债务(亿元)	289.59	281.62	299.36	314.20
营业总收入(亿元)	268.73	296.19	342.39	94.06
利润总额(亿元)	-16.94	1.49	2.67	1.74
EBITDA(亿元)	12.64	25.00	29.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.61	40.74	26.75	4.56
营业利润率(%)	0.97	8.29	10.79	9.54
净资产收益率(%)	-12.11	0.07	0.33	--
资产负债率(%)	72.59	73.39	72.26	72.74
全部债务资本化比率(%)	60.82	63.48	62.46	63.37
调整后全部债务资本化比率(%)	66.65	66.77	65.84	66.60
流动比率(%)	77.40	66.06	79.17	80.61
经营现金流动负债比(%)	0.80	16.76	11.23	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.91	11.26	10.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	1.65	1.89	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了计入其他流动负债中的短期融资券以及计入长期应付款中的融资租赁款；3、现金类资产已剔除使用受限资金。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对安徽省皖北煤电集团有限责任公司（以下简称“皖北煤电”或“公司”）的评级反映了公司作为安徽省属国有大型煤炭企业，在煤炭资源、区域位置等方面的优势。跟踪期内，随着煤炭价格的回升，公司营业收入快速增长。公司压缩人工成本、清理冗余费用，有效控制了吨煤成本，公司煤炭主业盈利情况好转。同时联合资信也关注到近年公司债务规模增长、债务负担较重、所有者权益稳定性弱、营业收入中贸易业务占比高、盈利水平仍较低等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着中安煤化工项目建成投产，公司煤化工业务规模将进一步扩大，公司招贤煤矿和麻地梁煤矿产能规模较大，有望进一步扩大煤炭产能，进而增强公司的综合竞争力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14皖北MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 公司所在皖北矿区紧邻长三角经济发达地区，交通运输便利，能源需求缺口大，区域优势明显。
2. 2016 年以来，随着煤炭价格的回升及公司降本增效，公司经营状况明显好转。
3. 中安煤化工项目建成后，公司煤化工板块业务规模将进一步扩大。
4. 随着招贤煤矿产能的充分释放以及麻地梁煤矿的投产，公司煤炭板块经营规模将进一步扩大。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续期中期票据的保障能力强。

分析师

刘珺轩　刘艳婷　付骁林

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

关注

1. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。
2. 公司物资贸易业务收入占比高，盈利能力弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担仍较重。
4. 跟踪期内，公司有安全事故发生，存在一定的安全生产压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由安徽省皖北煤电集团有限责任公司（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。

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。

安徽省皖北煤电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安徽省皖北煤电集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

安徽省皖北煤电集团有限责任公司（以下简称“公司”或“皖北煤电”）前身为1984年成立的安徽皖北煤炭工业公司，1986年更名为皖北矿务局，后经安徽省现代企业制度试点工作领导小组皖现企组[1997]19号及安徽省人民政府皖政秘[1998]75号文件批准，改制为安徽省皖北煤电有限责任公司，2000年5月变更为现名。截至2018年3月底，公司注册资本30.31亿元，系国有独资公司，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会持有其100%股权。

公司是以采掘业为基础，以煤炭、煤化工、煤炭物流、非金属材料开发等为支撑的省属国有大型煤炭企业。

公司本部设办公室、组织部、纪委、宣传部、群团部、武装保卫部、机关党委、通防地测部、机运部、征迁环保部、安全监察部、技术中心、财务部、规划发展部、经管部、劳资部、法务部、化工部及生产技术部19个职能部室。公司控股子公司安徽恒源煤电股份有限公司，为中国A股上市公司（股票代码600971.SH，以下简称“恒源煤电”；截至2018年3月底，公司持股54.96%）。

截至2017年底，公司合并资产总额559.87亿元，所有者权益合计155.30亿元（其中少数股东权益128.61亿元）；2017年，公司实现营业总收入342.39亿元，利润总额2.67亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额577.98亿元，所有者权益合计157.57亿元（其中少数股东权益130.64亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入94.06亿元，利润总额1.74亿元。

公司注册地址：安徽省宿州市西昌路157号；法定代表人：龚乃勤。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

公司于2014年2月发行了中期票据“14皖北MTN001”，期限5年，募集金额为8亿元人民币，全部用于偿还银行贷款；截至2018年3月底，募集资金已按规定用途使用完毕；跟踪期内，公司已按时支付债券利息。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相

关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，全国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占全国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政

政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

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。

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大幅高于世界平均水平，2017 年上述指标约为 60.4%，同比下降 1.6 个百分点。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

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

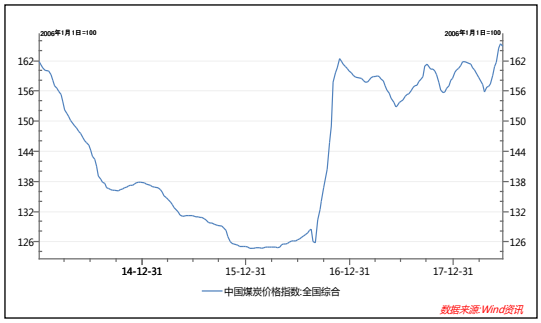
未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。2016 年及 2017 年随着国家去产能政策的逐步推进，中国已退出落后煤炭产能超过 5 亿吨。总体上煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

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 年-2011 年行业的“黄金十年”， 并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格出现深度调整。

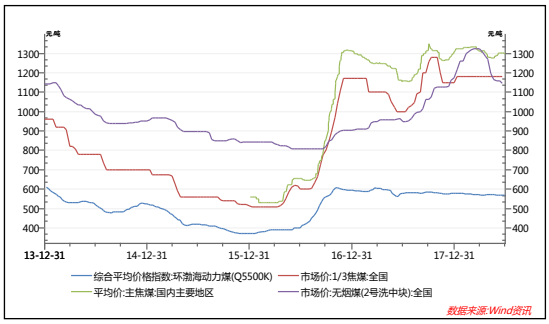
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind资讯

自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。2017上半年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降。

图 2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

但进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨。均较2017年6月份的价格有所上涨。

进入2018年3月以来，随着煤炭产能释放、煤炭运力保障的提升及煤炭消费传统淡季的到来，同时叠加国家对煤炭价格的进一步管控，煤炭产品价格有所波动，部分煤炭产品价格有所下降。截至2018年7月2日，全国环渤海动力

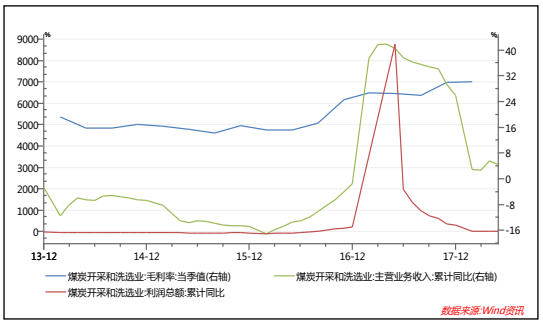
煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是570元/吨、1180元/吨、1300元/吨和1145.50元/吨。

短期来看，随着煤炭已进入传统消费旺季，但受国家政策调控、耗煤需求有所放缓、煤炭供给及运力保障能力有所提升、水电及新能源发电量稳步增长等因素影响，煤炭价格走高可能性较小，煤炭价格有望保持相对稳定。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，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，根据Wind数据显示，截至2018年4月30日，从联合资信样本煤炭企业财务数据来看（部分延迟披露或未披露年报数据企业除外），只有4家煤炭企业绩利润总额为负，行业整体利润水平大幅增长。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

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

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产

能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《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），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

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。

2018 年 4 月 9 日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出 2018 年煤炭方面，力争化解过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

受益于国家对于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。根据国家统计局初步数据，自 2016 年开始，中国已退出落后煤炭产能超过 5 亿吨。

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

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，具有资金、技术、规模、产业链优势的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。

在煤炭行业低谷期，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，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，有助于行业供给将加速集中。但随着煤炭行业整体复苏，煤炭企业兼并重组或面临一定阻力。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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

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

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步

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

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

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，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。

4. 区域经济环境

安徽省地处中国华东地区，地处长江、淮河中下游，长江三角洲腹地，东连江苏、浙江，西接湖北、河南，南邻江西，北靠山东。

根据《2017年安徽省国民经济和社会发展统计公报》，2017年，安徽省生产总值（GDP）27518.7亿元，按可比价格计算，比上年增长8.5%。分产业看，第一产业增加值2611.7亿元，增长4.0%；第二产业增加值13486.6亿元，增长8.6%；第三产业增加值11420.4亿元，增长9.7%。三次产业结构由上年的10.5:48.4:41调整为9.5:49:41.5，其中工业增加值占GDP比重为41.8%。

总体看，安徽省优越的地理位置有利于公司降低煤炭运输成本，国民经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部条件。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 30.31 亿元，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 100%股权。

2. 企业规模与竞争力

公司是以采掘业为基础，以煤炭、煤化工、煤炭物流、非金属材料开发等为支撑的省属国有大型煤炭企业。截至 2017 年底，公司并表子公司 23 家，主要下属企业包括上市公司恒源煤电、全国化工百强企业安徽淮化集团有限公司（以下简称“淮化集团”）、2 家煤炭物流公司安徽省皖煤运销有限责任公司（以下简称“皖煤运销”）和安徽长江能源发展有限责任公司（以下简称“长江能源”）等。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径共拥有员工 24558 人，其中管理人员占 5.51%，生产人员占 86.99%，销售人员占 2.10%，研发人员占 4.55%，财务人员占 0.85%；从学历分布来看，本科及以上学历占 9.65%，专科学历占 13.64%，高中及以下学历占 76.71%；从职称分布看，高级职称占 1.33%，中级职称占 7.00%，初级职称占 8.62%；从年龄分布看，50 岁以上人员 6.75%，30~50 岁占 78.18%，30 岁以下占 15.07%，27.71%为已办理内部退养员工。

截至 2018 年 3 月底，公司共有煤炭资源保有储量约 34.16 亿吨，原煤年生产能力 2685 万吨。主要煤种有贫瘦煤、1/3 焦煤、气煤、无烟煤、主焦煤等，其中 1/3 焦煤、无烟煤是华东地区稀缺煤种。公司煤炭业务板块下辖 12 对矿井（其中 1 对在建）。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长及总经理发生变更，2017 年 3 月，根据中国安徽省委员会印发的皖【2017】47 号文件，任命龚乃勤同志为安徽省

皖北煤电集团有限责任公司党委书记；根据安徽省人民政府印发的皖政人字【2017】5 号文件，任命龚乃勤同志为安徽省皖北煤电集团有限责任公司董事长、任命袁兆杰同志为安徽省皖北煤电集团有限责任公司总经理、董事，此次高管变动涉及的工商登记变更手续已完成。

公司董事长、党委书记龚乃勤先生，男，汉族，江西奉新人，1962 年 4 月出生，中国国籍，无海外永久居留权，1983 年 7 月参加工作，中共党员，硕士文化程度，正高级工程师职称，现任集团公司党委书记、董事长。历任：前岭煤矿助理工程师，皖北矿务局生产技术处助理工程师、科技科副科长、副主任工程师；刘桥二矿副总工程师，总工程师；皖北矿务局副总工程师兼生产技术处处长；皖北煤电集团有限责任公司总工程师，董事、党委委员、副总经理等职务。2009 年 9 月兼任恒源煤电股份有限公司董事长、党委书记，不再担任集团公司副总经理职务。2013 年 9 月担任集团公司总经理、党委副书记；2017 年 3 月起，任集团公司党委书记、董事长。

公司总经理、董事袁兆杰先生，男，汉族，安徽灵璧人，1965 年 10 月出生，中国国籍，无海外永久居留权，1987 年 7 月参加工作，中共党员，大学本科文化程度，高级经济师职称，现任集团公司党委副书记、总经理、董事。历任：淮北矿务局干校教师、学生党支部书记，团委宣传部干事，组织部办公室干事、信息调研科副科长、综合科科长；淮北矿业（集团）有限责任公司组织人事部组织科科长、副处级组织员、副部长、部长、新区党委书记，党委副书记、纪委书记，淮北矿业集团公司党校校长、关工委主任等职务。2017 年 3 月起，任集团公司党委副书记，总经理、董事。

跟踪期内，公司管理制度与管理体制等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务可分为煤炭、煤化工、物资贸易和其他业务四大板块，其中煤炭和物资贸易板块收入占比较高。

表 1　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	营业收入				毛利率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
煤炭	56.17	57.63	77.68	18.98	-0.67	41.62	48.41	44.73
煤化工	13.26	11.17	16.45	5.59	13.47	1.44	4.74	14.13
物资贸易	174.25	215.35	229.51	63.33	0.91	0.49	0.49	0.60
其他	24.65	12.04	18.56	6.15	4.98	20.46	6.99	6.02
合计	**268.32**	**296.19**	**342.20**	**94.05**	**1.57**	**9.33**	**11.93**	**10.66**

资料来源：公司提供
注：合计数与各分项之和的尾差系四舍五入产生。

2017 年，公司主营业务收入同比增长 15.53%，为 342.20 亿元。其中，2017 年，煤炭板块实现营业收入 77.68 亿元（占比 22.70%），同比增长 34.79%，主要系煤炭价格增长导致煤炭板块收入增长；煤化工板块实现营业收入 16.45 亿元，同比增长 47.27%，主要系公司主要化工产品销售价格均有所增长导致该板块收入增加；物资贸易板块实现营业收入 229.51 亿元，同比增长 6.58%，主要系煤炭、钢材等大宗商品价格上涨所致。

从毛利率看，2017 年，公司主营业务毛利率为 11.93%，较 2016 年的 9.33%增加 2.60 个百分点，主要系煤炭板块毛利率的增长。分板块来看，2017 年，煤炭板块毛利率为 48.41%，

同比增加 6.79 个百分点；煤化工板块毛利率水平亦有所增长，2017 年为 4.74%，较 2016 年增加 3.30 个百分点，主要系 2017 年煤化工产品价格在煤炭价格上升的影响下价格有所回升；物资贸易板块毛利率与 2016 年相比无变化，仍为 0.49%，盈利能力仍较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 94.05 亿元，同比小幅下滑 5.19%。毛利率方面，2018 年 1~3 月，公司主营业务毛利率为 10.66%，较 2017 年底小幅下降。

2. 煤炭板块

煤炭生产

煤炭主业方面，截至 2018 年 3 月底，公司拥有 12 对主要矿井，其中 11 对生产矿井、1 对在建矿井（麻地梁煤矿），核定生产能力共计 2685 万吨/年。2016 年 11 月，公司百善矿井已退出，公司另于 2017 年底关停刘桥一矿。公司矿井产能均较低，在产矿井除任楼矿（产能 240 万吨/年）及钱营孜矿（产能 385 万吨/年）产能超过 200 万吨/年，公司其他矿井产能均在 100~200 万吨/年之间，其中卧龙湖矿、五沟矿及昌恒煤矿，产能均为 90 万吨/年。

2017 年，公司煤炭产量合计 1611.23 万吨，同比下降 7.48%。2018 年 1~3 月，公司煤炭产量合计 434.22 万吨，为 2017 年全年的 26.95%。

表 2 公司下属矿井概况（单位：年、%、万吨、万吨/年）

名称	煤种	投产时间	股比	资源储量	可采储量	产能	产量			
							2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
刘桥一矿	贫瘦煤	1981	100	--	--	--	140	100.56	88.11	--
刘桥二矿	贫煤、无烟煤	1993	100	8113.40	3412.60	200	200	182.78	193.66	45.46
任楼矿	气煤、炼焦配煤	1998	100	20260.90	8180.40	240	248.54	233.22	222.28	51.09
祁东矿	1/3 焦煤、炼焦配煤	2002	100	29743.80	13734.20	180	237.1	198.04	165.99	42.15
卧龙湖矿	无烟煤、贫煤	2008	100	11207.00	3397.10	90	90	81.12	77.23	20.52
五沟矿	肥梅、1/3 焦煤、炼焦煤	2008	100	12537.80	6030	90	150	122.51	87.90	21.32
钱营孜矿	1/3 焦煤、气煤	2010	100	54371.40	19355.20	385	364.01	357.73	364.20	90.95
百善矿	Ⅲ号无烟煤	1977	100	--	--	--	149.86	71.88	--	--
恒晋	1/3 焦煤	2009（技改）	70	4841.00	2493	120	119.86	110.4	119.57	23.35
恒昇	1/3 焦煤	2010（技改）	70	4425.00	2360	150	149.85	138	145.45	22.80
昌恒煤矿	气煤	2011（技改）	51	5025.30	2010.20	90	89.78	82.5	89.85	22.40
麻地梁矿	长焰煤、动力煤	在建	53.79	67895.00	44245.00	500	--	--	--	--

招贤煤矿	长焰煤、气煤、动力煤	2017 年试生产	40	37644.00	19179.40	240	--	--	8.97	55.19
朱集西矿	气煤、1/3 焦煤、动力煤及炼焦用煤	2016 年试生产	50	85578.00	39863.40	400	--	62.69	48.02	38.99
合计	--	--	--	**341642.60**	**164260.50**	**2685**	**1939.00**	**1741.43**	**1611.23**	**434.22**

资料来源：公司提供

注：刘桥一矿和百善矿井已关闭。

公司在产矿井均配备有选煤厂，洗选能力可以满足公司矿井煤炭洗选需求。截至 2018 年 3 月底，公司共有选煤厂 7 座，在建选煤厂 1 座、拟建选煤厂 1 座，设计总洗选能力 1500 万吨/年。2017 年公司原煤入洗量 1028.50 万吨，同比变动不大，洗出量合计 794.80 万吨，洗耗率由 2016 年的 18.11%增长至 22.72%。2018 年 1~3 月，公司原煤入洗量为 237.60 万吨，洗出量为 191.10 万吨，洗耗率为 19.57%。公司煤炭洗耗率有所波动，主要系煤炭洗耗率受开采工作面的影响，工作面条件好的，洗耗率较低，工作面条件差的，洗耗率较高。

表 3　公司近年煤炭洗选情况（单位：万吨、%）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
入洗量	1311.72	1032.15	1028.50	237.60
洗出量	1062.66	845.18	794.80	191.10
洗耗率	18.99	18.11	22.72	19.57

资料来源：公司提供

近年来公司不断提升井巷建设、机械化水平和管理水平，材料成本和电力成本波动下降。2015~2017 年，公司吨煤成本波动增长，三年来分别为 288.03 元/吨、255.85 元/吨和 358.54 元/吨，2016 年，公司通过减少生产人员及降低人员工资、清理冗余费用等方式控制内部成本，吨煤成本较低，在一定程度上减轻了公司的成本压力；2017 年吨煤成本的大幅增长主要系公司经营好转增加人员工资及财务费用和管理费用增长所致。

2018年1~3月，公司吨煤成本为374.69元/吨，较2017年增长4.50%，主要系2018以来公司提高人员工资导致人力成本增长所致。

表 4　公司近年吨煤完全成本情况（单位：元/吨）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
材料成本	18.20	7.68	9.59	14.28
人工成本	116.68	81.05	100.52	123.53
电力成本	9.29	6.88	7.37	8.10
折旧费	29.25	32.86	33.22	35.26
提取费	40.01	36.78	51.91	52.23
其他	93.51	90.60	155.93	141.29
吨煤成本	**288.03**	**255.85**	**358.54**	**374.69**

资料来源：公司提供

注：其他费用中主要包含管理费用、财务费用、销售费用、修理费以及土地塌陷补偿费。

开采技术及安全生产方面，公司 2017 年底矿井采掘机械化程度达 98.56%，较高的机械化水平和综采率提升了采煤效率，减少了矿井人员伤亡。但在生产过程中，仍有人员伤亡事故，2017 年，共发生事故两起，死亡人数 2 人，直接经济损失 212.65 万元，分别系 2017 年 8 月 16 日卧龙湖煤矿 8104 接架切眼掘进工作面发生一起顶板事故，造成 1 人死亡；2017 年 6 月 20 日招贤煤矿北翼辅助运输大巷斜巷发生一起罐车脱轨掉道事故，造成 1 人死亡。2018 年 3 月 22 日，祁东在三采区上部变电所进行修护作业，在拆除变电所前门墙过程中，造成门墙顶部倒塌，致使 1 人死亡，直接经济损失 122 万元。

以上事故导致2017年及2018年1~3月，公司百万吨死亡率分别为0.12人/百万吨和0.23人/百万吨，公司存在一定的安全生产压力。

表 5　公司近年生产指标表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
采煤机械化程度（%）	97.00	97.10	98.56	99.01

全员效率（吨/工）	3.95	5.50	5.55	5.53
百万吨死亡率（人/百万吨）	0.00	0.11	0.12	0.23

资料来源：公司提供

煤炭销售

煤炭销售方面，公司煤炭产品由销售公司统一对外销售，包括销售合同签订、煤炭发运、资金回笼等业务。2017 年与 2018 年 1~3 月，公司商品煤销量分别为 1463.44 万吨和 342.21 万吨，2017 年煤炭销量较 2016 年有所下降，主要系产量略有下降所致。销售价格方面，受益于去产能政策的持续推进，煤炭价格逐步回升，2017 年，公司煤炭销售均价 530.79 元/吨，较 2016 年大幅增长 43.48%，2018 年 1~3 月，公司自产煤炭销售均价为 544.77 元/吨，与 2017 年相比小幅增长 2.63%。在各煤炭产品中，洗精煤、洗块煤价格较高，2017 年销售均价分别为 1053.73 元/吨和 807.16 元/吨，2018 年一季度销售均价分别为 1193.92 元/吨和 984.07 元/吨，均较 2017 年有所增长。

表 6　公司自产煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨）

煤种	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
原煤	658.75	176.89	653.37	303.72	658.56	392.97	158.61	398.86
洗精煤	358.51	515.83	324.75	622.71	301.72	1053.73	62.79	1193.92
洗块煤	25.98	567.82	19.59	588.23	10.57	807.16	2.39	984.07
煤泥	150.69	105.14	123.85	107.45	108.83	148.59	20.83	124.14
洗混煤	438.88	283.59	436.26	345.62	383.76	455.31	97.60	478.35
合计	**1632.81**	**279.59**	**1557.82**	**369.93**	**1463.44**	**530.39**	**342.21**	**544.77**

资料来源：公司提供

注：2015年煤炭销售量中包含部分煤炭贸易量。

公司煤炭客户主要集中在安徽省内，结算方式上，对小客户实行预收款方式，对重点大客户实行货到付款形式，回款周期为 1~3 个月；从客户集中度来看，2017 年，公司煤炭销售前五名客户的收入占比合计 32.37%，下游客户集中度有所提升，集中度尚可。前五名销售客户分别为新余钢铁股份有限公司、江苏能源物资有限公司、中信泰富特钢有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司和大唐淮北发电厂。公司煤炭运输方式以铁路运输为主（约占 70%），汽车运输（约占 30%）为辅。

表 7　2017 年及 2018 年 1~3 月公司煤炭前五名客户销售情况（单位：亿元、%）

2017 年		
客户	销售收入	占比
新余钢铁股份有限公司	74846.58	9.73
江苏能源物资有限公司	56006.32	7.28
中信泰富特钢有限公司	50737.52	6.59
马鞍山钢铁股份有限公司	37216.19	4.84
大唐淮北发电厂	30334.64	3.94
合计	**249141.25**	**32.37**
2018 年 1~3 月		
客户	**销售收入**	**占比**
新余钢铁股份有限公司	18595.25	9.79
中信泰富特钢有限公司	16159.13	8.51
江苏能源物资有限公司	14136.86	7.45
马鞍山钢铁股份有限公司	10718.09	5.65
国电宿州第二热电有限公司	9070.89	4.78
合计	**68680.22**	**36.18**

资料来源：公司提供

3. 煤化工板块

公司的煤化工业务主要由其子公司淮化集团承担，公司依据“整合上下游资源，延伸煤炭产业链”的发展思路，推进安徽煤化工（淮

南）基地建设。现有产品主要有硝酸铵、尿素、硝酸和二甲基甲酰胺等。目前淮化集团主要化工产品年产能情况为：合成氨 50 万吨、尿素 45 万吨、浓硝酸 60 万吨、硝酸铵 35 万吨、UAN 水溶肥 60 万吨、双氧水 4 万吨以及液体二氧化碳 13 万吨等。其中，尿素产品获国家“质量免检产品”称号，浓硝酸产品产销量居亚洲首位。截至 2017 年底，淮化集团资产总额 47.39 亿元，所有者权益合计 12.23 亿元，2017 年，淮化集团实现营业收入 15.31 亿元，净利润-5.34 亿元，仍处于亏损状态。

表 8　公司自产煤化工产品的销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
硝酸铵	产量	7.78	15.14	20.45	2.16
	销量	7.78	10.01	18.68	2.13
	价格	1104.1	1094.53	1336.56	1692.05
尿素	产量	27.96	31.12	20.21	7.31
	销量	27.33	27.47	18.85	7.03
	价格	1556.43	1246.46	1569.55	1831.96
硝酸	产量	20.21	16.51	18.60	3.18
	销量	19.12	17.55	19.32	3.01
	价格	956.09	879.81	1323.49	1549.75
液氨	产量	41.67	10.22	6.52	3.38
	销量	11.64	10.22	6.52	3.38
	价格	2055.65	1819.34	2385.54	2621.60
尿素、硝铵溶液（UAN）	产量	18.97	11.52	5.80	0.43
	销量	17.06	11.02	5.58	0.20
	价格	1193.08	905.95	1096.36	1464.34
四氧化二氮	产量	0.34	0.32	0.32	0.11
	销量	0.34	0.32	0.32	0.11
	价格	17559.00	17491.40	17731.87	18064.16
甲醇	产量	--	--	25.41	7.07
	销量	--	--	24.77	6.32
	价格	--	--	1909.53	2096.02

资料来源：公司提供

2017 年，公司化工板块采取强化开拓、细致划分策略，依托现有产品结构，合理市场细分。具体品种看，2017 年，从销售均价看，公司各品种化工产品销售均价均呈现不同幅度的上涨。

2017 年，公司煤化工板块实现营业收入 16.45 亿元，同比增长 47.27%；毛利率方面，2017 年，公司煤化工板块毛利率为 4.74%，较 2016 年提升 3.30 个百分点，主要系 2017 年化工产品价格回升所致。2018 年 1~3 月，公司煤化工板块毛利率为 14.13%，较 2017 年增长较多，主要系 2017 年以来，煤炭价格上涨带动化工产品价格继续增长，且需求亦有所回暖，带动毛利率大幅增长。

4. 物资贸易板块

公司物资贸易板块系2015年统计口径变动后独立划出的新业务板块，主要由安徽皖煤物

资贸易有限公司、上海同粲国际贸易有限公司、安徽省皖煤运销有限责任公司、安徽长江能源发展有限责任公司。

截至2017年底，安徽皖煤物资贸易有限公司资产总额12.20亿元，所有者权益合计1.24亿元；2017年，该公司实现营业收入55.51亿元，利润总额0.09亿元。

截至2017年底，上海同粲国际贸易有限公司资产总额3.31亿元，所有者权益合计1.19亿元；2017年，该公司实现营业收入41.05亿元，利润总额-0.16亿元。

截至2017年底，安徽省皖煤运销有限公司资产总额5.64亿元，所有者权益合计1.79亿元；2017年，该公司实现营业收入65.48亿元，利润总额0.23亿元。

截至2017年底，安徽长江能源发展有限责任公司资产总额3.39亿元，所有者权益合计0.48亿元；2017年，该公司实现营业收入19.93亿元，利润总额0.13亿元。

公司物资贸易业务主要分为煤炭物流业务、钢材贸易等。营运模式主要是先锁定上下游企业，从购销两端进行交易，周转效率较高；结算方面主要为现金或是票据结算。2017年，该板块实现营业收入229.51亿元，同比增长6.58%，板块毛利率为0.49%，与2016年相比无变化；2018年1~3月，该板块实现营业收入63.33亿元，板块毛利率为0.60%，与2017年相比小幅增长。

煤炭物流业务

煤炭物流方面，公司以完善“煤、路、港、航”一体化的立体营销网络为出发点，积极建设港口、码头，构建煤炭物流基地。公司煤炭物流的经营模式是以销定采，运费随行就市，通过赚取差价获利。采购前与下游客户定价，购销周期一般在7天左右，周转较快，能够一定程度减少价格波动风险。

2017 年煤炭物流板块完成商品煤销售 1160.87 万吨，同比下降 41.98%，销售均价为 653.57 元/吨，同期采购均价为 646.15 元/吨，实现销售收入 75.87 亿元。2018 年 1~3 月，煤炭物流板块完成商品煤销售 468.01 万吨，销售均价为 1123.31 元/吨，采购均价为 1116.39 元/吨，实现销售收入 52.57 亿元。

公司煤炭物流业务购销价差较小，盈利空间有限。

表 9　公司煤炭物流业务煤炭购销情况（单位：万吨、元/吨）

煤炭品种	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	销量	销售均价	采购均价	销量	销售均价	采购均价	销量	销售均价	采购均价
原煤	1918.7	356.19	354.69	1060.83	626.22	619.98	129.90	639.61	627.81
洗精煤	74.09	648.37	629.91	90.84	1006.34	984.93	336.07	1315.23	1310.17
煤泥	8.18	219.87	216.70	9.20	324.06	319.24	2.03	304.67	300.08
合计	**2000.97**	**366.45**	**364.17**	**1160.87**	**653.57**	**646.15**	**468.01**	**1123.31**	**1116.39**

资料来源：公司提供

钢材及矿用物资贸易

2017年，钢材及矿用物资贸易实现销售收入153.64亿元；2018年1~3月，钢材及矿用物资贸易板块实现销售收入10.76亿元。2017年钢材贸易量大幅增长，主要系钢材价格持续上涨，下游客户对钢材的需求量增加所致。

2017年，公司钢材及矿用物资贸易前五名供应商供货金额合计39.79亿元，占总采购额的25.94%；2018年1~3月，钢材及矿用物资贸易前五名供货商供货金额合计4.90亿元，占总采购额的45.79%。

表 10　2017 年及 2018 年 1~3 月公司钢材及矿用物资贸易业务主要供应商情况

供应商	供货金额（亿元）	供货品种
2017年		
淄博矿业集团物资供应有限公司	10.17	钢材、矿用物资等
阳泉煤业集团物资经销有限责任公司	8.48	钢材、矿用物资等
河南龙宇国际贸易有限公司	6.49	钢材、矿用物资等
永城煤电集团聚龙物流贸易有限公司	5.36	钢材等
山西晋煤集团国际贸易有限责任公司	9.29	钢材、矿用物资等
合计	**39.79**	--
2018 年 1~3 月		
滁州华塑物流有限公司	3.38	钢材等
开封空分集团有限公司	1.30	钢材等
淮北矿业集团大榭煤炭运销有限公司	0.10	矿用物资等
合肥强林商贸有限责任公司	0.07	钢材、矿用物资等
徐州中装矿用物资贸易有限公司	0.05	钢材、矿用物资等
合计	**4.90**	--

资料来源：公司提供

2017年，公司钢材及矿用物资贸易下游客户前五名销售金额合计37.65亿元，占2017年钢材及矿用物资贸易板块销售收入的24.51%；2018年1~3月，公司钢材及矿用物资贸易下游客户前五名销售金额合计4.84亿元，占2018年1~3月钢材及矿用物资贸易板块销售收入的44.98%。

表 11　2017 年及 2018 年 1~3 月公司钢材及矿用物资贸易业务下游客户情况

客户	销售金额（亿元）	售货品种
2017年		
新兴铸管集团资源投资发展有限公司	11.83	矿用物资等
山西阳煤化工国际商务有限责任公司	10.17	钢材、矿用物资等
芜湖新兴铸管有限责任公司	9.11	矿用物资等
徐州中晟昌贸易有限公司	4.34	钢材、矿用物资等
沁阳市晋煤宏圣煤炭物流贸易有限公司	2.20	钢材、矿用物资等
合计	**37.65**	--
2018 年 1~3 月		
山西潞安矿业（集团）张家港国际贸易有限公司	3.38	钢材、矿用物资等
永城煤电聚龙物流贸易有限公司	0.99	矿用物资等
淮北迅腾贸易有限公司	0.31	钢材、矿用物资等
淮北矿业信盛国际贸易有限责任公司	0.10	钢材等
徐州天能矿山机械有限责任公司	0.06	钢材等
合计	**4.84**	--

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司其他业务包括电力、房地产开发、运输收入、劳务收入、非金属材料、机械加工、材料设备销售等，近年收入基本呈增长趋势。其他收入占比逐年提高主要是公司针对煤炭行业不景气、煤炭价格大幅下跌所带来的不利影响，对非煤产业适度调整，适度发展。

2017年其他业务收入18.50亿元，其中：电力销售收入为1.03亿元、房地产开发收入为0.55亿元、运输收入为3.35亿元、劳务收入为1.81亿元等。

总体看，公司煤炭产销量均有所下降，但受2016年三季度以来煤炭价格快速增长影响，煤炭板块收入大幅增长，毛利率亦大幅提升，整体盈利状况有所改善。

6. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建工程集中在煤矿、煤电和煤化工领域，截至 2018 年 3 月底，主要在建项目总投资 277.26 亿元，已累计投入 117.91 亿元，2018 年 4~12 月预计需投资 55.50 亿元，2019 年预计投资 76.60 亿元。中安煤化工项目资金方面，经安徽省政府与中国石油化工股份有限公司协商，由中国石油化工股份有限公司负责该项目建设资金，不考虑中安煤化工项目，公司未来资本支出压力不大。

表 12　截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程情况 （单位：亿元）

序号	项目名称	项目内容	预计总投资	起始时间	预计完成时间	至2018年3月底完成投资	2018 年 4~12 月计划投资	2019 年计划投资
1	中安煤化工	170 万吨甲醇/年	202.00	2011 年	2019 年	74.64	39.95	67.41
2	招贤煤矿	240 万吨/年	24.76	2012 年	2018 年	14.70	2.81	--
3	麻地梁煤矿	500 万吨/年	19.73	2008 年	2019 年	5.26	7.60	6.87
4	钱营孜低热值电厂	2*350MW	30.77	2015 年	2018 年	23.31	5.14	2.32
合　计			**277.26**	--	--	**117.91**	**55.50**	**76.60**

资料来源：公司提供

注：1、中安煤化工项目经双方股东协商，控制投资规模，力争投资总额控制在 182 亿元以内，该项目后续资金已与中国银行、工商银行、交通银行、兴业银行和中石化财务公司签订银团贷款协议；2、对在建的煤矿，按照先生产设施，后附属设施，对能不建或缓解的附属设施进行压缩建设，降低投资规模，招贤煤矿已基本建成，矿井已达到生产条件并转资，正在试生产阶段，目前正在建设配套选煤厂；麻地梁矿计划于 2018 年底达到出煤条件；3、钱营孜电厂 1#机组于 2018 年 4 月已并网发电，2 号机组计划于 7 月份并网发电。

中安煤化工

中安煤化工“170 万吨甲醇”项目已取得安徽省发改委“发改工业函[2005]606 号”备案，项目一直没有实际开工建设，前期曾支付淮南市化工新区土地使用费 8274.2 万元。2010 年 12 月，公司与中国石油化工股份有限公司各按 50%股权比例出资成立了中安联合煤业化工有限公司（以下简称“中安煤化”），实际接管了“170 万吨甲醇”项目。截至 2018 年 3 月底，中安煤化注册资本 74.38 亿元。

中安煤化主要从事煤矿和煤化工生产经营，下设煤化工、煤矿两个分公司。截至 2018 年 3 月底，项目累计完成投资 74.64 亿元，完成总投资的 36.95%，后期资金将由该项目的合作方中国石油化工股份有限公司提供项目推进所需的所有资金。按照规划，该项目于 2019 年投产。

招贤煤矿

陕西金源招贤矿业有限公司成立于 2010 年，注册资本 70000 万元，于 2012 年 6 月由安徽省皖北煤电集团有限责任公司、陕西金源房地产开发集团有限公司和圣地投资管理有限公司合资成立，公司控股 40%，为最大控股股东。

招贤矿业规划建设规模 240 万吨/年，已与国电宝鸡第二发电有限责任公司签订了协议，招贤煤矿投产后每年供应不少于 200 万吨的煤炭，能够保证其投产后产能得到很好的发挥。

截至 2018 年 3 月底，该矿累计投资 14.70 亿元，完成总投资的 59.37%，目前已达到生产条件，正在进行试生产。

麻地梁煤矿

内蒙古智能煤炭有限责任公司（麻地梁煤矿）成立于 2008 年 3 月，注册资本 43800 万元，安徽省皖北煤电集团有限责任公司持股 53.79%，其他自然人股东持股 46.21%。该公司拥有在建矿井一对，配套建设选煤厂一座。该公司主要从事煤炭采选、销售。

麻地梁煤矿是由内蒙古智能煤炭有限责任公司投资开发建设的一个拥有设计年生产和洗选能力达 500 万吨的综合性现代化矿井，投产后年实际生产能力可达 1000 万吨。矿井由煤炭工业合肥设计研究院设计，采用斜井开拓，分组布置方式，共设计四条井筒服务于全矿井（一条主井、一条风井、两条副井），生产布局为两翼开采，开采方式较为简洁。

截至 2018 年 3 月底，该项目完成投资 5.26 亿元，完成总投资额的 26.66%。

钱营孜低热值电厂

钱营孜低热值电厂是由公司子公司安徽恒

源煤电股份有限公司、安徽省皖能股份有限公司和安徽电力燃料有限责任公司共同出资建设的低热值煤发电工程项目，出资比例分别为50%、48%和2%。项目位于公司下属钱营煤矿工业广场北侧，利用公司钱营孜煤矿和周边的五沟矿、祁东矿选煤厂洗选出的低热值煤发电，建设规模为2*350MW国产超临界低热值煤发电机组，配循环硫化床锅炉，同步建设烟气脱硫、脱硫脱硝。

2013年8月成立了安徽钱营孜发电有限公司，2014年12月，国家能源局将该项目纳入安徽省2014年火电建设规划。2015年12月28日项目正式开工建设。截至2018年3月底，项目已完成投资23.31亿元，其中第一台机组已于2018年4月份并网发电，第二台机组计划于2018年7月份并网发电。

整体看，公司在建项目集中在煤电、煤矿与煤化工领域，在稳定煤炭主业的同时，未来煤电、煤化工项目的建设有助于推动公司实现产业转型升级，煤矿建设有助于公司增加资源储备，缓解部分煤矿资源枯竭对公司带来的影响；但煤化工板块尚需投资规模较大，但资金主要由中国石油化工股份有限公司负责筹集，总体看，公司未来资本支出压力不大。

九、财务分析

公司提供了2015~2017年财务报告，上述财务报告均经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

2016年，公司合并范围新纳入安徽省恒锦置业有限责任公司，无移出合并范围的情况；2017年，公司合并范围无变化；2018年1~3月，公司将原一级子公司安徽省皖煤物资贸易有限责任公司、安徽省皖北物流有限责任公司、上海同粲国际贸易有限公司和四川皖煤江安港储运有限公司整合到安徽省皖煤国贸有限责任公司名下，合并报表范围一级子公司变更为19家，合并范围无变化。

截至2017年底，公司合并资产总额559.87亿元，所有者权益合计155.30亿元（其中少数股东权益128.61亿元）；2017年，公司实现营业总收入342.39亿元，利润总额2.67亿元。

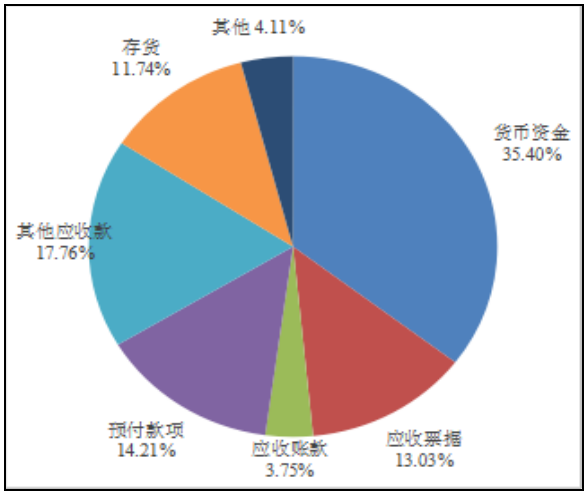
截至2018年3月底，公司合并资产总额577.98亿元，所有者权益合计157.57亿元（其中少数股东权益130.64亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入94.06亿元，利润总额1.74亿元。

1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额保持相对稳定，年均复合增长2.91%。截至2017年底，公司资产总额为559.87亿元，同比增长6.31%。从资产构成看，流动资产占比33.68%，非流动资产占比66.32%，公司资产仍以非流动资产为主，流动资产占比较2016年有所上升。

2015~2017年，公司流动资产有所增长，年均复合增长9.97%。截至2017年底，公司流动资产为188.54亿元，同比增长17.41%，主要系货币资金和应收票据的增长。公司流动资产主要由货币资金（占35.40%）、应收票据（占13.03%）、应收账款（占3.75%）、预付款项（占14.21%）、其他应收款（占17.76%）和存货（占11.74%）等构成。

图4 公司2017年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 43.76%。截至 2017 年底，公司货币资金为 66.75 亿元，同比增长 55.83%。公司货币资金中受限资金为 2.56 亿元，占比 3.84%，整体看受限资金规模较小。

2015~2017 年，公司应收票据不断增长，年均复合增长 11.59%。截至 2017 年底，公司应收票据为 24.57 亿元，同比增长 20.94%。应收票据中，银行承兑汇票占比 99.92%。截至 2017 年底，公司应收票据已质押金额为 13.26 亿元，占比 53.97%，质押比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 37.09%。截至 2017 年底，公司应收账款为 7.07 亿元，同比下降 38.23%，主要系公司加强资金催收力度，应收账款回收增加所致。公司应收账款中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 1.55 亿元；按信用风险特征组合（全部为账龄分析法）计提坏账准备的应收账款账面余额 8.31 亿元，其中，账龄在 1 年以内的占比 24.19%，1~2 年的占比 50.66%，2~3 年的占比 4.45%，3 年以上的占比 20.70%，公司应收账款账龄结构较长。从集中度看，应收账款前五名占比 20.17%，集中度较低。公司应收账款已计提坏账准备 2.81 亿元，计提比例为 28.44%。

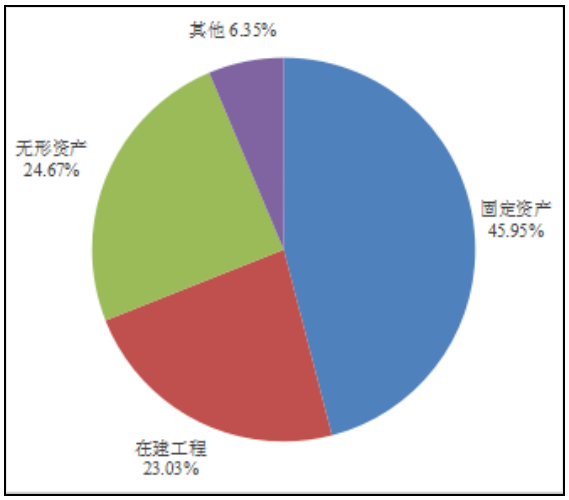
2015~2017 年，公司预付款项有所增长，年均复合增长 6.18%。截至 2017 年底，公司预付款项为 26.78 亿元，同比增长 9.28%，主要是预付材料、设备款以及工程进度款。从账龄来看，公司预付款项主要为预付一年以内的款项，金额占比为 73.04%。

2015~2017 年，公司其他应收款有所波动，年均复合增长 0.48%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 33.49 亿元，同比下降 3.11%，其中，预付内蒙古保和能源开发有限公司（以下简称“内蒙保和”）投资款账面余额 11.52 亿元，沈阳同联集团有限公司（以下简称“沈阳同联”）和上海泰帝投资有限公司（以下简称“上海泰帝”）为内蒙保和的股东，分别拥有内蒙保和 5%和 95%的股权。2011 年 7 月，上海泰帝将其持有的内蒙保和 51%的股权转让给公司，2011 年 8 月，公司与沈阳同联、上海泰帝签订了《合作开发嵯北矿区煤炭资源协议书》，该矿区位于内蒙古自治区，其探矿权所有人为内蒙保和。协议约定，待矿区总体规划批复后，三方共同委托有资质的煤炭设计部门，根据有资质煤炭部门的矿井初步设计的可采储量，作为股权转让价量的计算基础。截至报告日，内蒙保和尚未获得国家对该矿区配置资源的批复文件，无法对资源总量进行评估确认，从而影响股权转让价款总额的确定。故作为预付的投资款挂在其他应收款科目下，其余主要为往来款。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 24.76 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 24.23%、1~2 年的占比 63.29%、2 年以上的占比 12.48%。截至 2017 年底，公司其他应收款已计提坏账准备 4.35 亿元，计提比例 11.49%。

2015~2017 年，公司存货有所波动，年均复合增长 2.59%。截至 2017 年底，公司存货为 22.13 亿元，同比增长 12.46%。公司存货主要为库存商品及半成品（账面价值 19.00 亿元），公司已计提存货跌价准备 0.14 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合下降 0.20%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 371.33 亿元，同比增长 1.44%，主要由固定资产（占 45.95%）、在建工程（占 23.03%）和无形资产（占 24.67%）构成。

图 5　公司 2017 年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：其他主要包括长期股权投资、可供出售金融资产、投资性房地产、递延所得税资产以及其他流动资产等。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 23.24%。截至 2017 年底，公司固定资产为 170.61 亿元，同比增长 65.06%，系部分在建工程完工转固；截至 2017 年底，公司固定资产已计提折旧 98.66 亿元，成新率 39.63%，计提减值准备 7.54 亿元，主要为根据国务院《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）、《工信部、国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局关于印发钢铁煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案的通知》等有关文件精神，公司定于 2018 年底前关闭退出百善矿、刘桥一矿、卧龙湖矿，对此计提资产减值准备。

2015~2017 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 24.60%。截至 2017 年底，公司在建工程为 85.53 亿元，同比下降 45.17%，主要系朱集西煤矿转入固定资产 63.14 亿元所致。公司在建工程主要为 170 万吨/年煤制甲醇及转化烯烃、朱集西煤矿项目、恒源煤矿改建工程及麻地梁煤矿 500 万吨矿建项目。

2015~2017 年，公司无形资产有所波动，年均复合增长 0.84%。截至 2017 年底，公司无形资产为 91.61 亿元，同比增长 5.11%，其中，采矿权 80.62 亿元，土地使用权 11.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 577.98 亿元，较 2017 年底增长 3.23%，整体构成较 2017 年底变动不大。其中，流动资产占比 33.99%，非流动资产占比 66.01%。

截至 2018 年 3 月底，公司受限资产总额 20.72 亿元，资产受限比例 3.58%，资产受限比例不高。

总体看，公司资产以非流动资产为主，跟踪期内，公司现金类资产快速增长，应收账款有所下降，资产流动性有所增强；非流动资产以固定资产、在建工程及无形资产为主，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.53%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计为 155.30 亿元，同比增长 10.83%。其中，归属于母公司所有者权益占 17.19%，少数股东权益占 82.81%；归属于母公司所有者权益中，股本占 113.56%、资本公积占 46.72%、盈余公积占 4.95%、未分配利润占-78.19%，专项储备占 12.70%。由于煤炭行业景气度波动，公司前期亏损导致未分配利润持续为负。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 157.57 亿元，较 2017 年底增长 1.47%，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司经营扭亏为盈，所有者权益有所增长，但少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。

负债

2015~2017 年，公司负债总额保持相对稳定，年均复合增长 2.67%。截至 2017 年底，公司负债总额为 404.58 亿元，同比增长 4.67%，其中，流动负债占比 58.87%，非流动负债占比 41.13%，流动负债占比较 2016 年有所下降。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 8.74%。截至 2017 年底，公司流动负债为 238.16 亿元，同比下降 2.02%，主要由短期借款（占 55.35%）、应付票据（占 3.09%）、

应付账款（12.25%）、预收款项（占 4.30%）、其他应付款（占 13.39%）和一年内到期的非流动负债（占 4.64%）等构成。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 23.92%。截至 2017 年底，公司短期借款为 131.83 亿元，同比增长 5.72%，其中质押借款 26.88 亿元、保证借款 22.17 亿元、信用借款 82.78 亿元。

2015~2017 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 12.55%。截至 2017 年底，公司应付票据 7.36 亿元，其中商业承兑汇票 0.67 亿元、银行承兑汇票 6.69 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款有所下降，年均复合下降 6.31%。截至 2017 年底，公司应付账款为 29.18 亿元，同比下降 12.13%，主要是应付工程款。

2015~2017 年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长 4.98%。截至 2017 年底，公司其他应付款 31.90 亿元，同比增长 4.13%，主要为暂收及应付工程材料款 10.25 亿元、土地费 10.79 亿元等。

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 4.48%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 166.42 亿元，同比增长 16.01%，主要系长期借款的增长。公司非流动负债主要由长期借款（占 59.93%）、应付债券（占 4.79%）、长期应付款（占 24.25%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 15.09%。截至 2017 年底，公司长期借款为 99.74 亿元，同比增长 62.21%，主要为信用借款 67.52 亿元和保证借款 32.22 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 57.87%，系公司 2012 年发行的中期票据 19 亿元于 2017 年到期兑付所致。截至 2017 年底，公司应付债券为 7.98 亿元，为“14 皖北 MTN001”，将于 2019 年 3 月到期。

2015~2017 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 6.92%。截至 2017 年底，公司长期应付款 40.35 亿元，同比增长 4.12%，其中，应付融资租赁款 40.00 亿元，本文的分析中已将其计入调整后的长期债务和全部债务核算。

有息债务方面，考虑计入其他流动负债中的有息部分和计入长期应付款中的融资租赁款，2015~2017 年，公司调整后全部债务年均复合增长 1.67%。截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 299.36 亿元，同比增长 6.30%。其中，调整后短期债务占比 50.66%，调整后长期债务占比 49.34%，短期债务占比有所下降。从债务指标看，截至 2017 年底，公司资产负债率从 2016 年底的 73.39%下降至 72.26%，调整后全部债务资本化比率从 2016 年底的 66.77%下降至 65.84%，调整后长期债务资本化比率从 2016 年底的 47.45%升至 48.75%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 420.41 亿元，较 2017 年底增长 3.91%。同期，考虑计入其他流动负债中的有息部分和长期应付款中的融资租赁款，公司调整后全部债务 314.20 亿元，其中，调整后短期债务占比 50.30%，调整后长期债务占比 49.70%；资产负债率为 72.74%，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别小幅增长至 66.60%和 49.78%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担保持稳定，整体债务负担较重，短期债务占比有所下降但整体仍处于较高水平。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入不断增长，年均复合增长 12.88%。2017 年，公司实现营业总收入 342.39 亿元，同比增长 15.60%，主要由于 2017 年煤炭、煤化工及物资贸易收入增长所致。营业成本方面，2017 年为 301.38 亿元（不包含金融类成本项目），同比增长 12.27%，2017 年公司营业利润率同比增加 2.50 个百分点至 10.79%。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 5.72%。2017 年，

公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为30.82亿元，同比增长38.57%，系管理费用中职工薪酬增长较多所致；期间费用占营业收入的比例为9.00%，同比上升1.49个百分点。公司期间费用控制能力尚可。

2017年，公司共计提资产减值损失4.25亿元，包括固定资产减值损失1.84亿元、坏账损失2.37亿元、存货跌价损失0.05亿元。固定资产减值准备为根据国务院《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）、《工信部、国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局关于印发钢铁煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案的通知》等有关文件精神，公司定于2018年底前关闭退出百善矿、刘桥一矿、卧龙湖矿，对此计提资产减值准备。

2017年，公司实现营业外收入0.47亿元，同比大幅增下降93.99%，一方面系2016年营业外收入中包含专项储备中转入的4.15亿元[1]，基数较高，另一方面系企业执行新会计准则后，将与企业日常经营活动相关的政府补助计入其他收益科目，2017年底，其他收益科目1.15亿元。2017年，公司利润总额由2016年的1.49亿元增长至2.67亿元。从盈利指标看，2015~2017年，公司总资本收益率分别为-0.87%、2.70%和2.98%，净资产收益率分别为-12.11%、0.07%和0.33%。

2018年1~3月，公司营业总收入同比下降5.49%至94.06亿元，期间费用率7.66%，较2017年的9.00%减少1.34个百分点；营业利润率为9.54%，较2017年略有下滑；利润总额为1.74亿元，同比下降22.32%，净利润为0.74亿元，同比下降66.21%，盈利能力同比有所下滑，系成本增长及财务费用、管理费用均有所增长所致。

总体看，2017年，随着煤炭价格回升，公司营业总收入规模有所增长，盈利能力有所提升，但整体盈利能力仍很弱。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长17.34%，2017年，公司经营活动现金流入431.22亿元，同比增长12.45%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为418.26亿元，同比增长12.78%，公司现金收入比从2016年的125.22%小幅下滑至122.16%。2015~2017年，公司经营活动现金流出量不断增长，年均复合增长13.94%。2017年，公司经营活动现金流出404.47亿元，同比增长18.02%。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额由2016年的40.74亿元下滑至26.75亿元。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量波动幅度较大，年均复合增长93.39%。2017年，公司投资活动现金流入37.35亿元，同比增加33.21亿元，其中，收回投资收到现金19.63亿元，同比增加18.29亿元，主要系购买的银行理财产品到期收回，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金15.14亿元，同比增加14.65亿元，主要系中安煤化工以资产进行售后回租；投资活动现金流出46.18亿元，较2016年的10.17亿元增加36.01亿元，主要系购建固定资产、无形资产支付的现金增长所致；2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.84亿元，公司投资活动现金流持续呈净流出状态。

从筹资活动前现金流量净额来看，2015~2017年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-28.56亿元、34.71亿元和17.91亿元，经营活动现金净流量基本能满足投资资金需求。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长

[1] 专项储备转入营业外收入4.15亿元，系公司下属生产矿井以前年度提取结余的安全费用、矿山维检费形成的，现相关矿井已全部关闭，根据《企业安全生产费用提取和使用管理办法》（财企【2012】16号）第二十九条“企业调整业务、终止经营或依法清算，其结余的安全费用应当结转当期收益或清算收益”规定，和公司董事会决议，将4.15亿元的专项储备转入营业外收入。

27.08%。2017 年，公司筹资活动现金流入量为 255.35 亿元，同比增长 83.68%，主要为取得借款收到的现金 186.90 亿元；2015~2017 年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 33.55%，2017 年公司筹资活动现金流出量为 248.60 亿元，同比增长 51.78%，其中，偿还债务支付的现金 199.02 亿元，同比增长 41.71%，主要由于债务到期规模较大所致。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 6.75 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 4.56 亿元，其中，经营活动现金流入 96.56 亿元，经营活动现金流出 92.00 亿元；2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 94.53%，收入实现质量有所下降；2018 年 1~3 月，公司投资活动现金流量净额-11.93 亿元；筹资活动现金流量净额 10.60 亿元。

总体看，跟踪期内，公司投资规模有所增长，投资活动现金流出大幅增长，经营活动现金流净额能够覆盖投资活动现金净流出；公司债务到期规模较大，筹资活动现金流出大幅增长，融资压力不大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均值分别为 74.88%和 65.72%。截至 2017 年底，公司流动比率为 79.17%，较 2016 年底增加 13.11 个百分点；公司速动比率为 69.88%，较 2016 年底增加 11.91 个百分点；2015~2017 年，公司经营现金流动负债比均值为 10.80%，2017 年，公司经营现金流动负债比为 11.23%，较 2016 年减少 5.53 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 80.61%和 71.25%，与 2017 年底相比均略有增长。总体看，公司短期偿债指标较弱，考虑到公司近年债务到期规模较大，公司面临一定的短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 年均复合增长 53.03%，2017 年，公司 EBITDA 为 29.61 亿元，较 2016 年增长 18.41%；EBITDA 利息倍数由 2016 年的 1.65 倍增长至 1.89 倍，EBITDA 对利息保障能力有所增强；调整后全部债务/EBITDA 为 10.11 倍，较 2016 年的 11.26 倍有所下降，EBITDA 对全部债务保障能力有所增强但仍处于较弱水平。总体看，公司整体偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司共对外担保 2.60 亿元，担保比率为 1.65%。被担保公司为宿州市建设投资有限公司，目前被担保公司经营正常，公司或有负债风险不大。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得商业银行授信额度 222.22 亿元，未使用额度为 65.92 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司下属企业恒源煤电（600971.SH）为上市公司，拥有直接融资渠道。根据恒源煤电公告，截至 2018 年 5 月 26 日，公司持有恒源煤电股份 54961.57 万股，占恒源煤电总股本的 54.96%，累计质押的股份为 27000.00 万股，占公司持股总数的 49.13%，占恒源煤电总股本的 27.00%。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1034130100008850E），截至 2018 年 7 月 10 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息记录中有 2 笔关注类贷款、3 笔关注类票据贴现、37 笔关注类银行承兑汇票和 8 笔欠息记录；根据相关贷款行及企业提供的说明，以上关注类非公司原因形成。公司自 2006 年发行债券以来，均按期偿还本金和利息，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭、煤化工行业发展趋势，公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、资源储量、产业布局、地理区位、政策支持等方面优势的综合判断，公司整体抗风险能力强。

8. 母公司财务分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 221.96 亿元，流动资产 71.12 亿元（占 32.04%），非流动资产 150.83 亿元（占 67.96%）；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 16.03 亿元（占 22.54%）和 51.78 亿元（占 72.81%）；非流动资产主要是长期股权投资 131.93 亿元（占 87.47%）。

截至 2017 年底，母公司负债合计 185.52 亿元，流动负债 131.88 亿元（占 71.09%%），非流动负债 53.64 亿元（占 28.91%）；流动负债主要为短期借款 104.94 亿元（占 79.57%）；非流动负债主要为长期借款 41.93 亿元（占 78.17%）和应付债券 7.98 亿元（占 14.88%）。2017 年底，母公司有息负债 158.49 亿元，资产负债率为 83.58%，全部债务资本化比率为 81.31%，母公司债务负担很重。

截至 2017 年底，母公司所有者权益合计 36.44 亿元，其中实收资本 30.31 亿元（占 83.18%），资本公积 3.78 亿元（占 10.37%），盈余公积 1.32 亿元（占 3.62%）和未分配利润 1.02 亿元（占 2.80%）。母公司权益稳定性较好。

盈利能力方面，2017，母公司营业收入 7.18 亿元；营业成本 5.66 亿元，利润总额-0.47 亿元。母公司收入规模较小，2017 年为亏损状态。

总体看，母公司为公开市场融资主体，且债务负担很重，母公司偿债能力依赖其对子公司的控制能力。

十、存续债券偿还能力分析

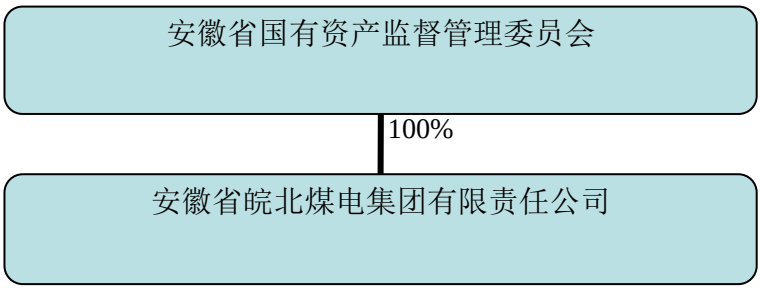
“14 皖北 MTN001”发行金额为 8 亿元，近三年公司经营活动现金流入量分别为“14 皖北 MTN001”本金的 39.15 倍、47.93 倍和 53.90 倍；近三年公司经营活动现金流量净额分别为“14 皖北 MTN001”本金的 0.20 倍、5.09 倍和 3.34 倍；近三年公司 EBITDA 分别为 12.64 亿元、25.00 亿元和 29.61 亿元，分别为“14 皖北 MTN001”本金的 1.58 倍、3.13 倍和 3.70 倍。

整体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流对“14 皖北 MTN001”的保障能力强。

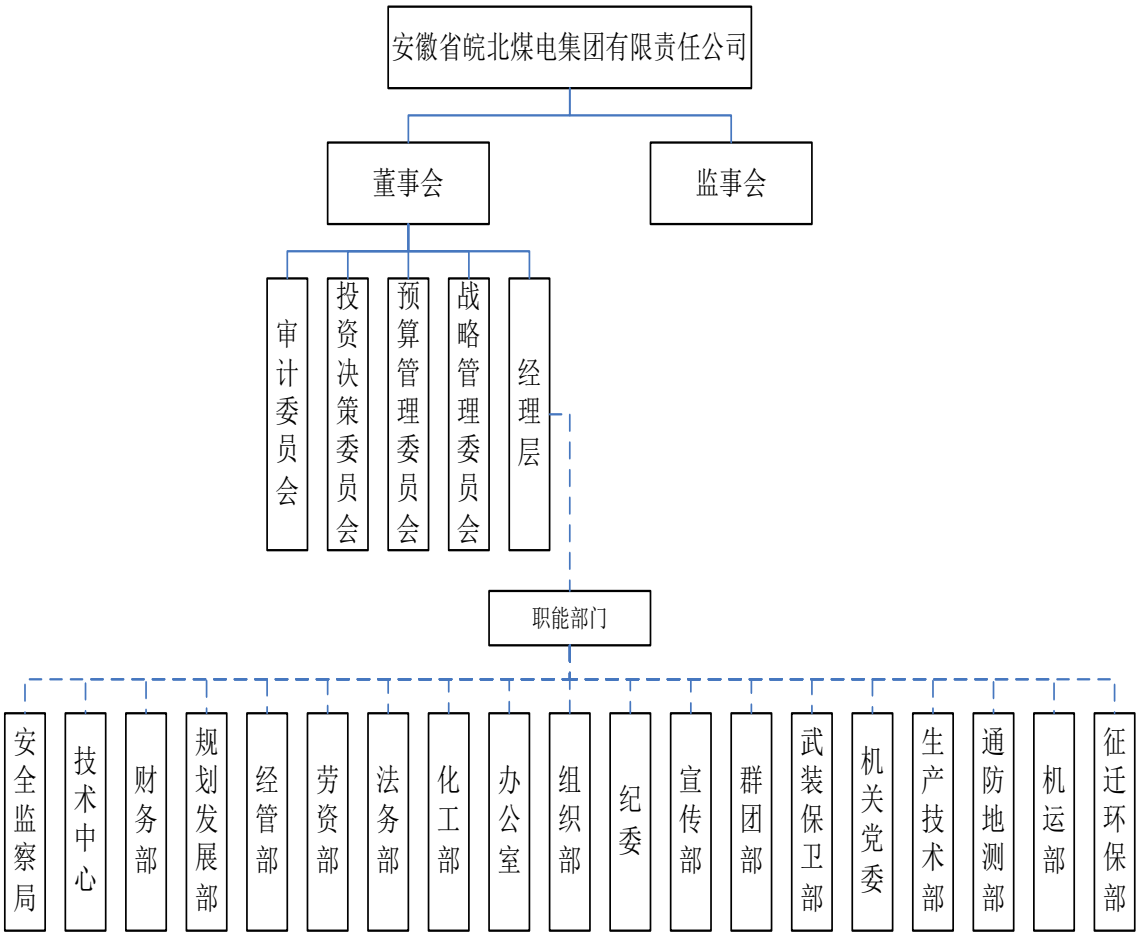
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望维持稳定，并维持“14皖北MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.18	60.08	88.95	90.26
资产总额(亿元)	528.69	526.65	559.87	577.98
所有者权益合计(亿元)	144.90	140.12	155.30	157.57
短期债务(亿元)	104.74	155.09	150.65	156.53
调整后短期债务(亿元)	121.74	155.09	151.65	158.03
长期债务(亿元)	120.22	88.44	107.71	116.12
调整后长期债务(亿元)	167.85	126.52	147.71	156.17
全部债务(亿元)	224.96	243.53	258.36	272.65
调整后全部债务(亿元)	289.59	281.62	299.36	314.20
营业总收入(亿元)	268.73	296.19	342.39	94.06
利润总额(亿元)	-16.94	1.49	2.67	1.74
EBITDA(亿元)	12.64	25.00	29.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.61	40.74	26.75	4.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.69	8.54	10.80	--
存货周转次数(次)	12.77	13.19	14.42	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.56	0.63	--
现金收入比(%)	111.23	125.22	122.16	94.53
营业利润率(%)	0.97	8.29	10.79	9.54
总资本收益率(%)	-0.87	2.70	2.98	--
净资产收益率(%)	-12.11	0.07	0.33	--
长期债务资本化比率(%)	45.35	38.69	40.95	42.43
调整后长期债务资本化比率(%)	53.67	47.45	48.75	49.78
全部债务资本化比率(%)	60.82	63.48	62.46	63.37
调整后全部债务资本化比率(%)	66.65	66.77	65.84	66.60
资产负债率(%)	72.59	73.39	72.26	72.74
流动比率(%)	77.40	66.06	79.17	80.61
速动比率(%)	66.96	57.97	69.88	71.25
经营现金流动负债比(%)	0.80	16.76	11.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	1.65	1.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.91	11.26	10.11	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务考虑了计入其他流动负债中的短期融资券、计入长期应付款中的融资租赁款；3、现金类资产已剔除使用受限资金。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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

附件 4-3　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。