

跟踪评级公告

联合[2018] 107号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国中煤能源股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17中煤CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年一月二十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国中煤能源股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

评级观点

中国中煤能源股份有限公司(以下简称“中煤能源”或“公司”)作为国务院下属大型煤炭企业,在资源储备、煤质煤种、经营规模、技术水平及政策支持等方面具备竞争优势。随着2016年下半年以来煤炭价格的回升,同时受益于公司较好的管理水平及较强的成本控制能力,公司盈利水平得到回升;此外,公司煤炭、煤化工和煤矿装备等主要产业板块基本形成,煤-电-化产业链条逐步完善,公司综合竞争力有所增强。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到受煤炭行业景气度波动影响,近年来公司盈利能力起伏较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

债项信用

名称	额度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17中煤CP001	30亿元	2018/07/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2018年1月22日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年9月
现金类资产(亿元)	317.19	357.87	220.67	274.62
资产总额(亿元)	2427.06	2569.80	2418.49	2478.85
所有者权益(亿元)	1027.05	1000.17	1019.60	1060.81
短期债务(亿元)	182.55	392.92	321.84	300.14
长期债务(亿元)	818.71	805.36	695.65	732.34
全部债务(亿元)	1001.26	1198.28	1017.49	1032.49
营业收入(亿元)	706.64	592.71	606.32	597.93
利润总额(亿元)	15.21	-25.25	33.71	58.55
EBITDA(亿元)	93.96	91.73	140.10	--
经营性净现金流(亿元)	50.84	72.85	120.68	106.40
营业利润率(%)	28.52	28.82	30.36	31.09
净资产收益率(%)	1.19	-2.06	2.88	--
资产负债率(%)	57.68	61.08	57.84	57.21
全部债务资本化比率(%)	49.36	54.51	49.95	49.32
流动比率(%)	114.00	91.68	72.52	86.48
全部债务/EBITDA(倍)	10.66	13.06	7.26	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.78	1.43	2.44	--
经营现金流/流动负债(%)	10.39	10.77	19.65	--

注:2017年三季度财务数据未经审计;其它流动负债计入短期债务,其它非流动负债计入长期债务。

分析师

潘云峰 尹金泽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券保障能力强,考虑到公司较好的获现能力、较强的规模优势及畅通的融资渠道,公司对存续债券保障能力极强。

综合考虑,联合资信确定维持公司AAA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“17中煤CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司作为大型国有煤炭企业,在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势。
2. 公司在煤炭资源储量、产量及煤质煤种等方面均居全国领先水平,规模优势突出。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流对存续债券的保护程度高;公司较强的获现能力及畅通的融资渠道对存续债券有良好的保障能力。

关注

1. 近年来,宏观经济增速趋缓,受煤炭行业景气度波动影响,公司利润总额起伏较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国中煤能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中煤能源股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中煤能源股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”或“公司”）是中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）于 2006 年 8 月 22 日根据《公司法》独家发起设立的股份制公司。

中煤集团前身是 1981 年 12 月成立的中国煤炭进出口总公司，主要从事煤炭产品的进出口业务；后经一系列兼并重组，逐渐发展成为集煤炭生产与贸易、煤化工、坑口发电、煤矿建设、煤机制造及相关工程技术服务为一体的大型能源企业；曾用名中国煤炭工业进出口总公司、中国煤炭工业进出口集团公司、中国中煤能源集团公司，2009 年更名为中国中煤能源集团有限公司。

公司由中煤集团发起设立，原始总股本 80 亿元；中煤集团将其绝大部分煤炭业务、焦化业务、煤矿机械装备制造业务及其他业务转让给公司，换取公司 68.25% 的股份；并将公司剩余 31.75% 的股份公开发售。2006 年 12 月，公司在香港 H 股上市（股票代码：1898.HK），发行后总股本增至 117.33 亿元；2008 年 2 月，公司成功回归 A 股（股票代码：601898.SH），发行后总股本增至 132.59 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司总股本 132.59 亿元；中煤集团持有公司 57.36% 的股份，为公司第一大股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司主营业务为煤炭生产和贸易、煤化

工、煤矿装备制造及相关服务以及坑口发电等。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 2418.49 亿元，所有者权益 1019.60 亿元（含少数股东权益 160.41 亿元）；2016 年公司实现营业收入 606.32 亿元，利润总额 33.71 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2478.85 亿元，所有者权益 1060.81 亿元（含少数股东权益 173.94 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 597.93 亿元，利润总额 58.55 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区黄寺大街1号；法定代表人：李延江。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

表 1 17 中煤 CP001 概况

名称	额度	利率	存续期	募集资金用途	跟踪期付息日
17 中煤 CP001	30 亿元	4.53%	2017/07/24-2018/07/24	偿还公司本部及子公司有息债务	--

资料来源：Wind，联合资信整理

截至目前，上述债券募集资金均已按募集用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为

6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，中国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应

导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，中国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%

以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。

“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

资源分布

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

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

行业供需

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

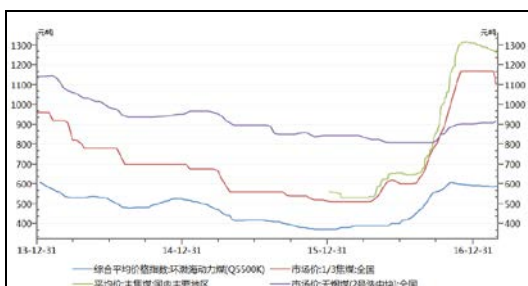
57亿吨，其中有超过8亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨。而根据国家统计局预测的2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩17.48亿吨，产能过剩明显，供求矛盾进一步扩大。2016年随着国家去产能政策的逐步推进，全年共退出煤炭产能2.9亿吨，一定程度缓解了煤炭供求矛盾。

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，煤炭价格在近三年出现深度调整。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



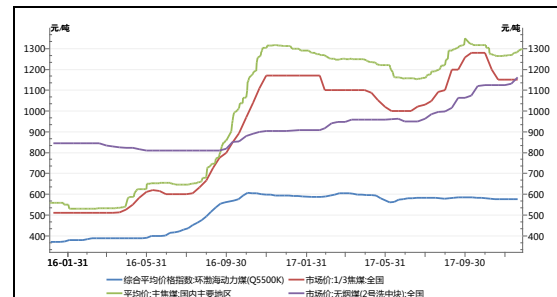
资料来源：Wind资讯

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机

后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

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。

图2 2016年以来主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

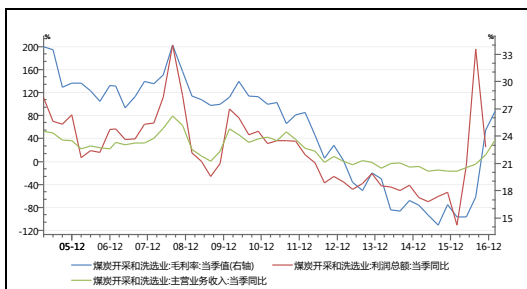
进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，煤炭价格高位震荡运行，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，上述煤炭价格分别为589元/吨、1100元/吨、1263元/吨和917元/吨。2017年一季度以来，不同煤种的价格走势出现分化，动力煤价格波动下滑，而焦煤和无烟煤价格波动上升，截至2017年12月20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577元/吨、1150元/吨、1285元/吨和1162.50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。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率和利润总额



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 12 月 30 日，国家发改委、国家能源局联合下发《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划指出到 2020 年化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。中国煤炭行业 2016 年实际退出产能 2.5 亿吨，2017 年计划退出 1.5 亿吨产能，截至 2017 年 10 月底，已完成全年计划。按照规划要求，2018~2020 年，中国煤炭行业尚需退出 3.5 亿吨煤炭产能。

总体看，2015 年以来去产能政策的持续推进一定程度上缓解了煤炭行业产能过剩的矛盾，推动了煤炭行业的长期健康发展。

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。

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。

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，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的小型煤炭企业，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。

（二）煤化工行业

1. 行业概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括烯烃、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

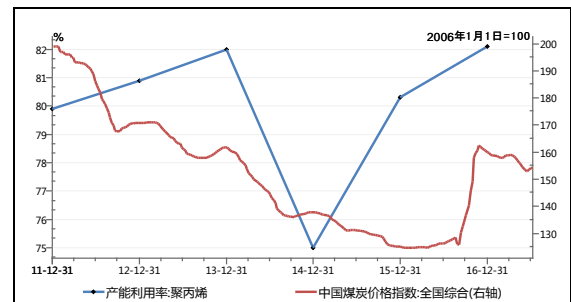
煤制烯烃

烯烃是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015年5月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2015]1047号），提出在煤制烯烃7大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来我国煤制烯烃行业发展迅速，2010年我国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能630万吨，2015年产能779万吨。截至2016年底，我国煤制烯烃总产能达1285万吨，预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃

产能将会持续增长。由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。随着近年来煤炭价格逐步下降，煤制烯烃的产能利用率有所提升。

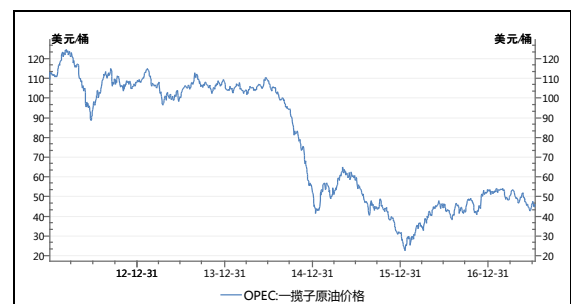
图4 煤制烯烃产能利用率和煤炭价格



资料来源: Wind资讯

煤制烯烃的产品主要包括聚乙烯和聚丙烯。聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。截至2016年底，我国煤制聚乙烯产能达到186万吨，煤化工产能占聚乙烯总产能的比例达到23%；聚丙烯方面，煤化工及其他地方企业产能占聚丙烯总产能的比例由2015年的43%上升到2016年的47%。

图5 近年石油价格走势



资料来源: Wind资讯

由于煤化工项目下游应用产品多为通用料，油化企业与煤化企业面临着较为激烈的直接竞争。近期国际油价处于低位震荡，在低油价背景下，煤制烯烃相对成本竞争优势表现不足。

图6 近年来烯烃价格走势



资料来源: Wind 资讯

受石油价格下降影响, 2014~2015 年底, 烯烃价格持续波动下降, 2016 年初开始触底回升, 并于 2016 年底达到阶段性高点。进入 2017 年, 烯烃价格自 2 月初开始持续下行。7 月初以后, 烯烃价格开始震荡回升。截至 2017 年 12 月 20 日, 聚丙烯(T30S)价格为 9442.30 元/吨, 同比下降 4.72%。

总体看, 近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加, 在当期煤炭价格上行和油价低位震荡的背景下, 煤制烯烃的成本优势相对有所下降, 未来或将面临进一步的产能过剩压力。

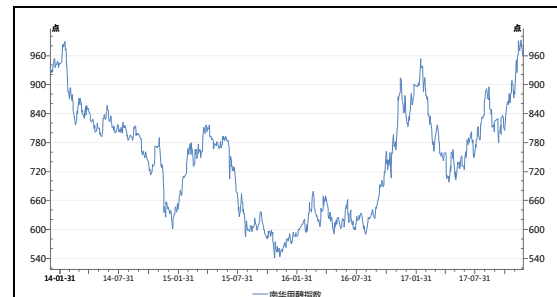
甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂, 广泛用于精细化工、染料工业、制药业等, 下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯, 在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料, 以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前, 国际能源价格普遍上涨的情况下, 甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产, 世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产, 但基于中国的能源结构, 国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面, 中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势, 将成为甲醇生产企

业最为青睐的地区; 山东、河北等传统的甲醇生产大省, 受资源总量和环境容量的制约, 产能扩张速度将有所放缓。

图7 甲醇价格走势



资料来源: Wind 资讯

受化工行业强周期性传导, 甲醇价格表现出一定的周期性波动, 2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响, 甲醇价格出现一波下跌, 但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响, 市场价格持续大幅上扬。2014年以来, 由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳, 以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳, 甲醇价格呈现下行趋势, 2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看, 上半年甲醇价格波动上升, 下半年波动下行, 2016年至2017年1月, 甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平, 随后2017年2~5月, 受国内部分厂家烯烃装置检修等综合因素影响, 甲醇价格开始持续下降。2017年6月至今, 在环保限产等因素的推动下, 甲醇价格开始震荡回升, 目前已经回升至14年初的价格。

未来发展方面, 经过数年培育和发展, 甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大, 成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例, 国内目前建成投产的甲醇制烯烃共6套, 合计烯烃产能266万吨, 按平均85%负荷率计算, 年消耗甲醇约670万吨, 国内对甲醇需求数量将继续增加。

尿素

尿素属于高浓度氮肥(含氮量46%), 是

氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，原料供应保障能力良好

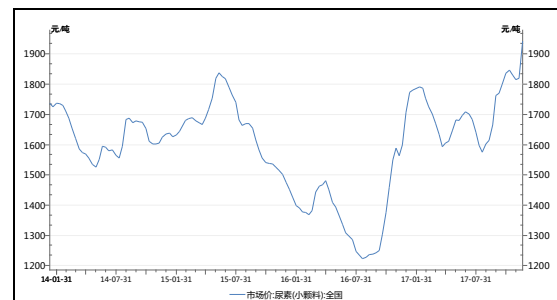
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨。虽然尿素出口量攀升，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，因而处于产能过剩的尿素行业仍面临较大压力，尿素价格持续下行压力大。

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

市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015年下半年，主要受开工率提升影响，尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬~8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。截至2017年12月20日，尿素（小颗粒）价格为1943.20元/吨，同比增长21.49%。

图 8 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind 资讯

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增加，未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出，产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

资源综合利用及循环经济集群：干熄焦、煤调湿、余能余热综合利用，为焦化行业循环经济发展提供技术支撑。

清洁型燃气能源集群：城市及工业燃气项目，为周边工业企业提供氢气、燃气资源，推动周边区域工业企业向资源节约型、低碳经济方式发展，降低对生态环境负面影响。

化工产品深加工集群：煤焦油深加工、苯类深加工、焦炉煤气制甲醇、制液化天然气、二甲醚、炭黑、蒽系列、酚系列、针状焦、石墨碳素等产品，建立焦化行业资源综合化利用新模式。

工艺、技术改造创新

煤化工行业对环境影响较大，未来气候环境的硬性指标将会对煤化工行业形成较大冲击，低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。煤化工企业对工艺、技术改造与创新需要符合绿色气候环境标准的要求，进一步提高企业经济竞争优势。

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化经营方式发展，深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的高新技术、新工艺、新流程、新材料。对现有企业生产工艺进行改造，利用新工艺降低老工艺对优质资源的依赖度，企业大力实施技术改造和产业创新，为煤化工企业转型升级提供科学技术支撑，提升煤化工行业创新能力和管理水平。

产品结构调整，扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工产品；市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象，同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

3. 行业发展

从资源储量角度看，煤是中国潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

从近期来看，钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化，而炼焦化学品如萘、蒽等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品的开发研究，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。从长期来看，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为煤化工行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，中煤集团持有公司 57.36% 的股份，为公司第一大股东；国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是国有大型煤炭企业，是集煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造、坑口发电等相关工程技术服务业务于一体的大型能源企业。公司拥有丰富的煤炭资源，截至 2016

年底，公司所属煤炭资源按基地划分，有山西基地（保有储量 75.63 亿吨）、蒙陕基地（保有储量 143.05 亿吨）、江苏基地（保有储量 7.67 亿吨）、新疆基地（保有储量 6.56 亿吨）及黑龙江基地（保有储量 3.08 亿吨），煤炭保有储量共计 235.99 亿吨；按煤种划分，有动力煤 205.81 亿吨，炼焦煤 30.18 亿吨。

根据中国煤炭工业协会统计，公司控股股东中煤集团在 2016 年全国煤炭企业产量 50 强中排名第 3 位。目前中煤集团的大部分煤炭资产集中于公司。

七、管理分析

根据公司 2017 年 8 月 23 日对外发布的《中国中煤能源股份有限公司第三届董事会 2017 年第六次会议决议公告》，公司聘任牛建华先生为公司总裁，马刚先生、倪嘉宇先生为公司副总裁，任期均为自本次董事会通过之日起至公司第四届董事会成立并聘任新一届高级管理人员止。

牛建华，55 岁，中国中煤能源股份有限公司总裁。1984 年 7 月毕业于山东矿业学院（现山东科技大学）计算数学专业，2011 年 6 月获得清华大学经管学院高级管理人员工商管理专业硕士学位，高级工程师、煤炭行业高级职业经理人。牛先生历任煤炭科学研究总院人事处干部、中国统配煤矿总公司干部局技术干部处副主任科员、主任科员，煤炭部人事司技术干部处主任科员、副处长，煤炭部办公厅秘书；中国煤炭工业进出口集团公司董事会秘书、办公室主任；中国中煤能源集团公司总经理助理、办公室主任；中国中煤能源股份有限公司副总裁、中煤集团销售公司执行董事；中国中煤能源集团有限公司副总经理等职务。

马刚，48 岁，中国中煤能源股份有限公司副总裁，中煤平朔集团有限公司执行董事、总经理。1991 年 7 月毕业于中国煤炭经济学院（现山东工商学院）会计学专业，2011 年 6 月

获得中国矿业大学项目管理工程硕士学位，2013 年 1 月获得清华大学高级工商管理专业硕士学位，高级会计师、煤炭行业高级职业经理人。历任平朔煤炭工业公司财务处兼平朔第一煤炭有限公司管理处副处长，平朔煤炭工业公司经理办公室主任、生活服务公司经理，中煤平朔煤业有限责任公司副总会计师、财务资产部主任，中煤平朔煤业有限责任公司总会计师、副总经理，中煤平朔集团有限公司总会计师、副总经理、总经理等职务。

倪嘉宇，46 岁，中国中煤能源股份有限公司副总裁，人力资源部经理。1993 年 7 月毕业于哈尔滨科学技术大学工业设计专业，2002 年 4 月获得北京邮电大学工商管理硕士学位，经济师。历任中煤建设集团公司团委书记，中国中煤能源集团公司团委书记、党委工作部副主任、人力资源总部副总经理，中国中煤能源股份有限公司人力资源部经理、办公室主任，中国中煤能源集团有限公司党群工作部主任、监察审计部主任、办公厅主任、人力资源管理部总经理等职务。

跟踪期内，公司其他主要管理人员及管理制度等方面无重大变化。

总体看，公司新聘任的高级管理人员均在煤炭行业从业多年，对煤炭行业有深入的了解，拥有丰富的经营管理经验，有助于保持公司的持续正常经营。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主。跟踪期内，受煤炭行业景气度回升影响，公司煤炭板块营业收入有所增长，2016 年公司实现营业收入 606.32 亿元，同比增长 2.3%；净利润 29.32 亿元（2015 年为 -20.64 亿元），公司盈利状况得到改善，实现扭亏为盈。

从公司营业收入构成看，煤炭板块是公

司的主要收入来源。2016 年煤炭业务收入为 446.76 亿元，同比增长 10.40%，占营业收入的比重为 73.68%，收入占比有所上升；其次为煤化工板块，2016 年实现收入 105.18 亿元，同比下降 11.72%，占营业收入比重为 17.35%，下降原因是煤化工产品销售价格同比下降；同期，受煤机市场恢复滞后，订单不足影响，

煤矿装备销售收入也出现下降，2016 年为 36.74 亿元，同比下降 18.34%，占比 6.06%；其他业务板块主要包括财务公司、火力发电等业务，2016 年实现营业收入 17.64 亿元，同比下降 26.22%，主要是转让部分子公司股权导致该板块业务收入减少。

表 2 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭业务	580.67	82.17	32.50	404.66	68.27	31.40	446.76	73.68	33.90	462.03	77.27	38.20
煤化工业务	42.85	6.06	17.40	119.15	20.10	33.40	105.18	17.35	31.70	82.60	13.81	27.20
煤矿装备业务	55.90	7.91	19.20	44.99	7.59	19.90	36.74	6.06	19.60	35.90	6.01	14.80
其他业务	27.22	3.85	11.20	23.91	4.03	11.70	17.64	2.91	12.80	17.40	2.91	5.40
合计	706.64	100.00	30.00	592.71	100.00	31.30	606.32	100.00	33.50	597.93	100.00	34.30

资料来源：公司提供

注：以上各业务分部的营业收入数据为扣除分部间交易的数据；各业务分部的毛利率为未经抵消分部间交易的数据；其他业务收入主要包括发电以及铝产品的生产及销售。

从毛利率情况看，2016 年公司综合毛利率为 33.50%，同比上升 2.20 个百分点。公司综合盈利能力较强，其中在公司营业收入占比高的煤炭业务，尤其是核心业务自产商品煤业务对公司高毛利率起到很大的支撑作用，2016 年公司煤炭业务毛利率为 33.90%，同比上升 2.50 个百分点，其中自产商品煤毛利率为 54.10%，同比上升 9.90 个百分点。同期，公司煤化工业务毛利率为 31.70%，同比下降 1.70 个百分点，主要系聚乙烯、聚丙烯、尿素价格同比下降，煤炭等原材料价格上涨以及转让部分企业综合影响所致；煤矿装备业务毛利率为 19.60%，同比下降 0.30 个百分点；其他业务板块毛利率 12.80%，同比增加 1.10 个百分点。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 597.93 亿元，其中煤炭业务实现收入 462.03 亿元，煤化工业务实现收入 82.60 亿元，煤矿装备业务实现收入 35.90 亿元。2017 年 1~9 月，煤炭价格高位震荡运行，公司煤炭业务毛利率达到 38.20%，较 2016 年上升 4.30 个百分点，但较

2017 年一季度下降 7.60 个百分点，主要是煤炭销售价格自 2017 年一季度之后有所下降所致，煤炭业务仍是公司主要的利润来源。2017 年 1~9 月，公司综合毛利率为 34.30%，较 2016 年上升 0.80 个百分点，但较 2017 年一季度下降 6.20 个百分点，主要是煤炭和煤化工产品销售价格较一季度有所下降所致。

总体看，随着煤炭行业去产能政策推进，行业供需格局得到改善，煤炭价格在 2016 年下半年以来触底回升并保持高位震荡运行，在煤炭板块复苏的带动下，公司盈利状况得到改善；公司煤炭及煤化工产品销售价格自 2017 年一季度以来有所下降，对公司盈利能力带来一定负面影响。

煤炭业务

（1）煤炭资源概况

公司作为全国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是全国 14 个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心煤炭生产企业。公司煤炭产品品种齐全，所经营的选煤厂

可依据电力、冶金、建筑和化工等行业的规格对公司自产的煤炭与向其他煤炭生产企业购入的煤炭进行洗选和混配。

目前公司所属煤炭资源主要分布在山西、蒙陕、江苏、新疆及黑龙江等地。其中，公司最大的矿区平朔矿区位于国家指定全国 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，是华北和西北煤炭生产省份的主要煤矿中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一；山西乡宁矿区的焦煤资源是国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源；公司的大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东（包括上海）煤炭消费区的矿区之一；内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一。

截至 2016 年底，公司所属煤炭资源保有储量共计 235.99 亿吨；按煤种划分，其中动力煤 205.81 亿吨，炼焦煤 30.18 亿吨。

（2）煤炭生产

2016 年，面对去产能、减量化生产带来的挑战，公司转变经营思路，坚持效益最大化，科学有序组织生产，下半年抓住政策机遇和市场契机，优化生产接续、发挥先进产能，全力稳产增产。全年完成商品煤产量 8099 万吨，其中动力煤 7127 万吨，同比下降 17.70%；炼焦煤 972 万吨，同比上升 9.70%。

2017 年 1~9 月，公司共完成商品煤产量 5796 万吨，其中动力煤 5098 万吨，同比下降 3.50%；炼焦煤产量 698 万吨，同比下降 3.40%。

生产指标方面，2016 年公司生产机械化程度和全员工作效率继续保持行业领先地位，安全形势稳定，安全保障程度高。

表 3 公司近年煤炭生产指标比较

项目	2014 年	2015 年	2016 年
综采机械化程度(%)	98.96	99.30	99.57
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00
原煤生产工效(吨/工)	40.78	35.45	34.61

死亡率(人/百万吨)	0.013	0.00	0.009
------------	-------	------	-------

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司生产成本控制能力继续保持行业内领先水平；在去产能政策的推动下，公司煤炭产量有所下降。

（3）原材料供应

除向其他煤炭生产企业采购某些用于混配的煤炭外，公司的主要原材料还包括设施配件、柴油、采矿用炸药及顶板支架等。公司已与主要原材料供货商建立了稳定的合作关系，所采购的大部分材料的供货商完全可替代；所采购的原材料来源广泛、供应充足。公司获煤炭业务供货商授予的信贷期一般为十日一个月左右。

公司煤炭生产使用的主要能源为水和电力。其中水源主要为地下水，供应充足；电力供应除部分来自于国家或地方电网外，公司在各主要矿区都建立了自备发电厂，利用矿区自身生产的部分煤炭发电以降低电力供应的成本。此外，公司在平朔等矿区建立了煤矸石发电厂，利用煤炭生产中产生的煤矸石发电，以提高资源利用率、改善环境保护。

（4）煤炭销售

2016 年，面对煤炭市场的回暖，公司加强市场研判，优化市场布局，大力拓展地销煤和铁路直达煤市场；优化客户结构，开发非电煤市场，水泥等行业市场占有率不断提高；加大炼焦煤外运规模，使炼焦煤销量同比增长 9%；大力推动配煤工作，提升产品质量，带动自产煤销量，扩大买断煤贸易规模，提升其市场占有率。2016 年全年，公司完成商品煤销量 13235 万吨，同比下降 3.90%，其中：自产煤销量 8067 万吨，相比 2015 年的 9754 万吨，下降 17.30%，主要是减量化生产和市场竞争力较弱的矿井停产等因素所致；买断贸易煤销量 4820 万吨，同比增长 33.56%；进出口代理及国内代理煤炭销量 348 万吨，同比下降 14.91%。

2016 年公司自产商品煤平均销售价格为 350 元/吨，较 2015 年上涨 56 元/吨，增幅较大；

买断贸易煤销售均价 333 元/吨，较 2015 年上涨 18 元/吨。

2017 年 1~9 月，公司共完成商品煤销量 9586 万吨，同比下降 4.50%。其中，自产商品煤销量为 5612 万吨，同比下降 7.60%，买断贸

易煤销量为 3673 万吨，同比下降 1.26%；自产商品煤和买断贸易煤销售均价分别为 495 元/吨和 501 元/吨，同比增长 65.00%和 72.20%，但较 2017 年 1~3 月，分别下降 2.94%和 1.38%。

表 4 公司主要产品近年销售情况 (单位: 万吨、元/吨)

		2014年		2015年		2016年		2017年1~9月	
		销量	销价	销量	销价	销量	销价	销量	销价
一、自产商品煤	合计	10609	367	9754	294	8067	350	5612	495
	(一) 动力煤	9991	356	8862	282	7095	330	4930	442
	1、内销	9939	355	8831	281	7054	329	4921	442
	2、出口	52	545	31	435	41	419	9	577
	(二) 焦煤	618	545	892	421	972	502	682	877
	1、内销	618	545	892	421	972	502	682	877
二、买断贸易煤	合计	4634	405	3609	315	4820	333	3673	501
	(一) 国内转销	4416	399	3417	309	4579	333	3486	500
	(二) 进口贸易	215	494	177	396	230	317	164	450
	(三) 转口贸易	--	--	--	--	--	--	4	626
	(四) 自营出口	3	1967	15.2	706	10.5	688	19	1149
三、进出口及国内代理	合计	446	4	409	3	348	5	301	8
	(一) 进口代理	66	9	10	5	13	6	39	6
	(二) 出口代理	214	5	206	4	263	4	197	7
	(三) 国内代理	166	1	193	1	72	5	65	10

资料来源：公司财务报告

注：公司进出口及国内代理业务中的销价为代理服务费率。

①自产煤内销

公司主要通过位于北京、华北地区、华东地区及主要煤炭销售港口的销售团队进行集中销售，公司在大屯矿区生产的少量煤炭产品通过上海能源的销售团队销售。

销售区域方面，近年来，公司销往华东区域的煤炭占比逐年提升，2016 年为 50.93%，同比提高 2.04 个百分点。

表 5 公司近年自产煤内销情况 (单位: 万吨)

项目	2014年	2015年	2016年
----	-------	-------	-------

自产煤内销合计		10557	9723	8026
按区域	华北	5347	3015	2496
	华东	3433	4754	4088
	华南	1553	1383	655
	其他	224	571	787
按煤种	动力煤	9939	8831	7054
	焦煤	618	892	972

资料来源：公司年报

销售模式方面，2014年以来，为应对新的市场形势，公司调整了煤炭销售定价方式，对定价不再区分长期合同和现货市场，而是以环渤海指数为基准统一浮动作价。进入2015年，受国家宏观经济增速下降、煤炭需求疲软、进口煤冲击以及水电出力增加等多种因素影响，煤炭价格大幅下跌，公司季度合同长协价格高于当期实际现货市场价格。针对此情况，参照其他大型煤炭企业的价格和实际现货市场价格，公司在季度长协合同价格的基础上，按月采取临时优惠等措施，以便顺应市场形势，实现顺势销售。

2016年，面对煤炭市场的回暖，公司加强市场研判，细分用户需求，及时调整营销策略，努力实现增销增效；优化市场布局，大力拓展地销煤和铁路直达煤市场；优化客户结构，开发非电煤市场，水泥等行业市场占有率不断提高；加大炼焦煤外运规模，使炼焦煤销量同比增长9%；大力推动配煤工作，提升产品质量，带动自产煤销量，扩大买断煤贸易规模，提升其市场占有率。

总体看，公司煤炭销售价格依据市场定价原则，参照环渤海动力煤指数，并考虑相关煤质和不同交货方式后确定；公司通过及时调整营销策略、积极开拓市场、创新营销模式、优化产品结构、提升服务质量等综合措施，拓宽销售渠道，提升市场应对能力。

②自产煤出口

中国煤炭出口采取煤炭出口专营权形式，并且煤炭出口专营权仅授予国有企业，因此公司的煤炭出口通过委托中煤集团代理的方式进行，公司需向中煤集团支付煤炭出口代理费。公司的集中销售团队管理所有向海外客户进行的煤炭产品销售。

公司的海外客户主要是位于亚太区的国家和地区，包括日本、韩国和台湾等。出口合同期限通常为1~5年，期限较长的合同一般不包括价格条款。海外客户的主要付款方式是以美元计价的信用证和电汇付款，煤炭出口价格通常按装货港离岸价销售。2016年，公司自产煤

出口量为41万吨，全部出口到台湾地区，煤种均为动力煤。

③买断贸易和进出口代理

公司还经营一些买断贸易和进出口代理，但所占比重不大。2012年以来公司加大买断贸易煤开发力度，在扩大市场占有率的同时，与自产煤炭进行混配，优化了产品结构，提高了产品盈利能力。2016年公司抓住市场回暖机遇，扩大买断煤贸易规模，实现买断贸易煤销量4820万吨，其中国内转销4579万吨、进口贸易230万吨、自营出口10.5万吨。

整体看，公司煤炭产品品质好，产品销售结构逐渐优化，煤炭业务利润率位居行业前列。

煤化工

公司以国家煤化工产业规划布局及政策导向为依据，发挥自身煤炭产业优势，高起点发展新型煤化工产业。综合考虑水资源、产品运输和市场需求，建立了煤化工技术支撑体系和人才保障体系，把煤化工产业发展成为公司的支柱产业。公司推进产业结构战略调整和优化升级，重点发展煤基烯烃和煤基天然气，优化发展焦化及延伸产业，积极发展煤化工资源综合利用产业。着力推进新型煤化工示范工程建设，促进煤化电基地建设和一体化运营。

公司煤化工业务的运营主体包括中煤陕西榆林能源化工有限公司（经营烯烃项目）、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司（经营大颗粒尿素项目）、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司（经营煤制甲醇项目）。2016年4月，经公司董事会决议，公司将灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司91%股权、灵石中煤化工有限公司100%股权转让予中国煤炭进出口有限责任公司，转让后公司煤焦化业务规模有所缩减。考虑到煤焦化业务整体占比较小，且利润贡献较低，对公司主营业务收入影响不大。此外公司煤化工经营主体还包括内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司。

近年来公司加快产业结构调整，稳步推进煤化工项目建设和生产。2016年，公司榆林烯烃项目实现超设计负荷运行，实际产能保持在

70万吨以上水平，产品质量稳定、生产量及销售均有较大幅度提升，自2014年8月投产运行以来无较大问题检修情况、项目设计产能较高，运行成本较同类项目较低，经济效益较好，创造了国内同类项目运营和管理的多项新纪录，2016年榆林聚烯烃装置月产量创历史最好水平，全年生产聚烯烃71万吨，同比增长4%；鄂尔多斯图克化肥项目是亚洲最大的单体尿素生产工厂之一，2014年12月转入正式经营，实际产能达到175~180万吨，2016年图克化肥项目生产尿素185.50万吨，同比增长7.70%；中煤蒙大聚烯烃项目试生产期间，保持高负荷稳定运行，双烯耗甲醇达到国内先进水平，系统收率和装置开车均创同类装置新纪录，全年生产聚烯烃46.50万吨，截至目前已正式投产。

2016年，公司聚乙烯产销量分别为36.10万吨和35.80万吨，同比增加2.30%和1.40%；聚丙烯产销量分别为34.90万吨和35.30万吨，同比增加5.80%和9.30%；公司尿素产销量分别为197.50万吨和198.00万吨，同比增加0.65%和12.95%；因公司蒙大甲醇项目检修停产，甲醇产销量分别为65.10万吨和40.00万吨，同比下降17.20%和49.70%，甲醇销量不包括公司内部自用量30.60万吨。

销售价格方面，2016年公司聚乙烯和聚丙烯的销售均价分别为7641元/吨和6327元/吨，同比下降1.70%和6.30%；受尿素行业产能过剩和竞争激烈影响，2016年公司尿素销售均价为1132元/吨，同比下降30.80%；2016年公司甲醇销售均价为1496元/吨，同比上升4.50%。

2016年公司煤化工板块实现对外收入105.18亿元，同比下降11.72%，占营业收入比重为17.30%，同比下降2.80个百分点，主要是煤化工产品销售价格下降以及转让部分子企业综合影响所致。具体来看2016年，公司聚乙烯对外销售收入27.38亿元，比上年27.43亿元减少0.05亿元，下降0.18%；聚丙烯对外销售收入22.32亿元，比上年21.83亿元增加0.49亿元，增长2.24%；尿素对外销售收入22.41亿元，比上年28.70亿元减少6.29亿元，下降

21.92%，主要是尿素价格同比下降以及转让子公司综合影响所致；甲醇对外销售收入5.98亿元，比上年11.39亿元减少5.41亿元，下降47.50%，主要是销售给公司其他化工企业的自用量增加。

2017年1~9月，公司聚乙烯产销量分别为30.80万吨和30.90万吨，同比分别增长14.50%和16.20%；聚丙烯产销量分别为30.20万吨和30.80万吨，同比分别增长15.70%和18.90%；尿素产销量分别为149.30万吨和162.30万吨，同比分别下降0.50%和增长3.40%；甲醇产量48.70万吨，同比增长14.30%，甲醇销量9.80万吨（不含内部自用量48.10万吨）。销售价格方面，2017年1~9月，公司聚乙烯和聚丙烯销售均价分别为8038元/吨和7088元/吨，同比分别增长4.60%和14.50%，但较2017年1~3月分别下降2.88%和5.30%；尿素销售均价为1371元/吨，同比增长17.0%，但较2017年1~3月下降0.80%；甲醇销售均价为2139元/吨，同比增长52.90%，但较2017年1~3月下降3.78%。

2017年1~9月，公司煤化工业务实现收入82.60亿元，毛利率为27.20%，较2016年下降4.50个百分点，主要是煤炭价格上升导致生产成本增加所致；较2017年1~3月下降4.90个百分点，主要是煤化工产品销售价格有所下降所致。

总体看，公司煤化工业务产销衔接顺畅，生产工艺和成本管控处于行业领先水平，在煤炭价格大幅上升的情况下，仍然实现了相对较好的经济效益，品牌影响力逐渐增强。未来随着煤化工延伸产业项目的逐步投产，将为改善公司煤化工业务提供良好条件，公司煤化工业务的盈利能力有望得到提升。

煤矿装备和其他业务

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

供与开采设备相关的设计、制造、安装及调试服务等全面开采服务。

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

近年来在煤机市场低迷，无序竞争加剧的不利情况下，公司加大降本增效和成本管控力度，积极拓展配件服务、非煤及海外市场。全年完成煤矿装备产值 36.5 亿元，同比下降 15.3%；煤机总产量 21.3 万吨，同比降低 7.4%，其中主要煤机产品 6910 台（套）。随着煤炭行业景气度的回升，2017 年 1~9 月，公司煤矿装备业务实现产值 37.80 亿元，同比增长 68.80%。

2. 经营效率

2016 年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数分别为 0.24 次、5.67 次和 4.37 次，与 2015 年相比变化不大。

整体看，公司经营效率较好。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司将努力调整优化产业结构和企业布局，持续增强综合实力、竞争能力和可持续发展能力，进一步巩固并提升行业地位，形成以煤炭、煤化工、电力、煤矿装备产业等为支柱的产业格局和以中煤山西、中煤蒙陕、中煤江苏、中煤黑龙江、中煤新疆五大煤炭及转化基地为依托的区域布局，为建设具有国际竞争力大型能源公司奠定基础。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年三季度财务报表未经

审计。

公司 2015 年合并范围新增一家二级子公司是乌审旗蒙大能源环保有限公司，另外山西中煤平朔鑫源有限责任公司、山西中煤平朔正嘉橡胶制品有限公司、山西中煤平朔新型建材有限公司和江苏大屯铝业有限公司共四家三级子公司因转让至集团存续企业被移出公司合并范围。

公司 2016 年合并范围新增一家四级子公司国润（张家口）工业技术有限责任公司，另外徐州四方铝业集团有限公司、中煤邯郸煤矿机械有限责任公司、中煤久鑫焦化有限责任公司、灵石中煤化工有限责任公司和中煤平朔东日升煤业有限公司共五家三级子公司因转让至中煤集团下属子公司而被移出公司合并范围。公司 2017 年一季度合并范围新增子公司一户，为中煤西北能源有限公司。

公司 2017 年三季度财务报表合并范围新增 2 家子公司，其中新设 1 家中煤化（天津）化工销售有限公司。该公司系为加强煤化品的销售管理，进一步降低营销成本，并充分享受天津自贸区税收优惠政策成立的全资子公司；另外 1 家为中日石炭株式会社。该公司系中煤集团为理顺驻日机构管理机制，中煤能源所属中销公司以 3871.85 万元为对价从中煤集团公司协议收购中日石炭株式会社 100% 股权，该公司为境外企业。2017 年 1~9 月，公司合并范围减少 1 家子公司朔州平木煤炭加工有限公司，该公司已在 2017 年 5 月被中煤平朔集团有限公司吸收合并。

总体看，公司合并范围变动对公司主营业务影响较小，财务报表可比性强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 2418.49 亿元，所有者权益 1019.60 亿元（含少数股东权益 160.41 亿元）；2016 年公司实现营业收入 606.32 亿元，利润总额 33.71 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2478.85 亿元，所有者权益 1060.81 亿元（含少数股东权益 173.94 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 597.93 亿元，利润总额 58.55

亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总体规模基本保持稳定。截至 2016 年底，公司资产总额 2418.49 亿元，其中流动资产合计占 18.42%，非流动资产合计占 81.58%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 10.64%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 445.41 亿元，同比下降 28.18%，主要是货币资金、应收账款和其他应收款下降所致。流动资产主要由货币资金（占 34.28%）、应收票据（占 15.26%）、应收账款（占 17.20%）、存货（占 16.59%）和其他应收款（占 8.12%）组成。

2014~2016 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 24.07%。截至 2016 年底，公司货币资金 152.68 亿元，同比下降 52.58%，主要是公司偿还到期债务所致。货币资金主要为银行存款（占 90.75%）、其他货币资金（占 9.25%）及少量库存现金；其中受限制的货币资金总额为 19.20 亿元，主要包括专设银行账户存储的矿山环境恢复治理保证金及煤矿转产发展资金、复垦基金及信用证保证金等。

2014~2016 年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合增长 13.94%。截至 2016 年底，随着公司销售收入增长，公司应收票据 67.99 亿元，同比增长 89.43%。公司应收票据主要为银行承兑汇票，其中已质押应收票据为 4.98 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款波动中有所下降，年均复合下降 3.49%。截至 2016 年底，公司应收账款净额 76.59 亿元，同比减少 20.88%，主要是公司抓住煤炭市场回暖的有力时机，加大清收力度所致。公司坏账准备共计提 5.25 亿元；从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 69.05%，1~2 年的占 17.06%，2~3 年的占 7.66%，3 年以上的约占 6.22%；截至

2016 年底，公司应收账款余额前 5 名合计 12.21 亿元，占应收账款总额的 15%。公司整体账期较上年有所上升。

2014~2016 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 5.90%。截至 2016 年底公司其他应收款为 36.16 亿元，同比减少 40.31%，主要是公司本期收回委托贷款 17.50 亿元，以及收回股权及资产转让价款所致。公司其他应收款主要有委托贷款、代垫款、资产转让款等构成。从账龄分布看，账龄一年以内占 49.09%，1~2 年的占 15.08%，2~3 年的占 22.96%，3 年以上的占 12.87%。2016 年公司其他应收款共计提坏账准备 3.50 亿元，同比增加 0.59 亿元。

2014~2016 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 7.42%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 73.91 亿元，同比增长 8.29%。其中，本期存货跌价准备余额 1.07 亿元，同比减少 1.54 亿元，主要系本期存货跌价准备转销 1.65 亿元所致。

2014~2016 年，公司其他流动资产有所波动，年均复合下降 0.83%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 23.83 亿元，同比增长 12.74%，主要系公司下属子公司中煤财务有限责任公司向中煤集团子公司提供贷款 11.88 亿元，同比增长 9.11 元所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所波动，年均复合增长 2.74%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 1973.07 亿元，同比增长 1.20%。公司非流动资产主要由固定资产（占 42.58%）、在建工程（占 21.73%）、无形资产（占 20.35%）和长期股权投资（占 7.19%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 7.83%。截至 2016 年底，公司固定资产 840.21 亿元，同比下降 3.82%，主要是计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和井巷工程构成，三者分别占比 28.46%、42.26%和 18.3%。

2014~2016 年，公司在建工程波动中有所

下降，年均复合下降 9.48%。截至 2016 年底，公司在建工程为 428.77 亿元，较上年上升 7.98%，主要为公司投资建设的煤矿及煤化工项目等，增长原因系根据年度资本计划项目建设投入增加所致。

2014~2016 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合增长 2.63%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 401.56 亿元，同比增长 2.71%，主要是下属陕西公司大海则项目取得探矿权证所致。公司无形资产主要为探矿权和采矿权和土地使用权。

2014~2016 年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长 13.61%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 141.84 亿元，同比增长 7%。主要原因系公司按照持股比例增加中天合创能源有限责任公司资本金 6.13 亿元以及按照权益法核算确认的参股公司投资收益增加。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产波动中有所增长，年均复合增长 12.79%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 53.96 亿元，主要是对铁路、港务和能源化工企业的投资，公司尚无处置这些投资的计划。公司可供出售金融资产主要采用成本法计量，截至 2016 年底，共计提减值准备 1.52 亿元，主要由本期对内蒙古博源联合化工有限公司和内蒙古苏里格天然气化工有限公司分别计提的减值准备 0.91 亿元和 0.45 亿元构成。

2014~2016 年，公司其他非流动资产有所波动，年均复合下降 1.73%。截至 2016 年底公司其他非流动资产为 68.05 亿元，主要为预付投资款和预付矿权款。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 2478.85 亿元，较 2016 年底增长 2.50%，其中流动资产占 20.32%，非流动资产占 79.68%，流动资产占比较 2016 年底有所上升。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金 192.30 亿元，较 2016 年底增长 25.94%；应收票据 82.32 亿元，较 2016 年底增长 21.08%；预付款项 23.06 亿元，较 2016 年底增长 82.41%，主要是预付材料款、设备采购款和预付运费增加所致；其他应收款 24.48

亿元，较 2016 年底下降 32.29%，主要是收回委托贷款及上年股权转让出企业的往来清算款。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中现金类资产占比较高。整体资产构成符合行业经营特点，资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益相对稳定。截至 2016 年底公司所有者权益合计 1019.60 亿元，同比增长 1.94%，其中归属于母公司所有者权益占 84.27%，少数股东权益占 15.73%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.43%、资本公积占 44.39%，盈余公积占 4.69%，未分配利润占 33.87%。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 1060.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 83.60%，少数股东权益占 16.40%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.95%、资本公积占 42.97%、盈余公积占 4.55%、未分配利润占 34.98%，所有者权益结构较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司专项储备 20.52 亿元，较 2016 年底增长 73.70%，主要是本期公司所属子公司按规定计提专项基金，同时专项基金中费用化支出减少，导致专项储备结余增加。

整体上，公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，权益稳定性良好。

负债

2014~2016 年，公司负债有所波动，年均复合下降 0.04%。截至 2016 年底公司负债合计 1398.88 亿元，较 2015 年底下降 10.88%。公司负债中流动负债占 43.90%，非流动负债占 56.10%。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 12.04%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 614.16 亿元，同比下降 9.21%。流动负债以应付账款（占 29.49%）、一年内到期的非流动负债（占 26.32%）、其他流动负债（占 10.43%）、短期借

款（占 10.70%）、其他应付款（占 8.07%）和应付票据（占 4.96%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 4.62%。截至 2016 年底，公司短期借款为 65.73 亿元，同比增长 16.17%。公司短期借款以信用借款为主。

2014~2016 年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增长 4.69%。截至 2016 年底，公司应付票据为 30.46 亿元，同比增长 87.32%，主要来自应付商业承兑汇票的增长。

2014~2016 年，公司应付账款有所下降，年均复合下降 6.32%。截至 2016 年底，公司应付账款为 181.14 亿元，同比下降 4.86%，主要为应付原材料采购款及应付工程款和工程材料款。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 53.81%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 161.62 亿元，同比下降 35.33%，主要是公司偿付到期应付债券 14.97 亿元所致。

2014~2016 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 7.45%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 49.57 亿元，同比增长 5.71%，主要包括应付投资款、暂收代付款、应付工程质保金等。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 55.77%。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 64.03 亿元，同比下降 9.21%，其中短期融资券 30 亿元，同比增长 50%；吸收存款 34.03 亿元，同比下降 32.15%。

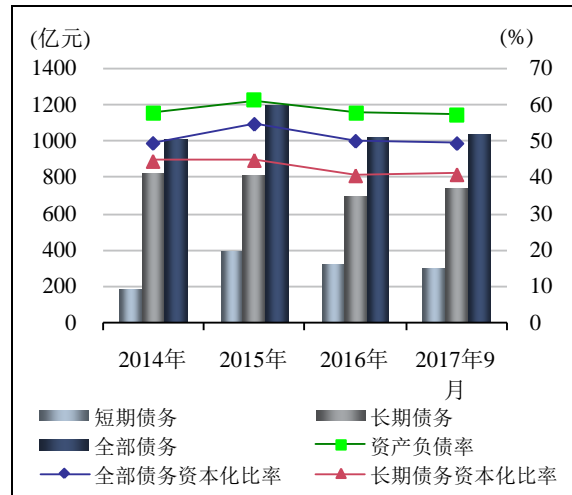
非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 7.17%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 784.73 亿元，同比下降 12.14%，主要由长期借款（占 55.43%）和应付债券（占 33.01%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降 7.66%。截至 2016 年底公司长期借款为 434.97 亿元，同比下降 20.16%，主要为信用借款（占比 87.57%）。

2014~2016 年，公司应付债券波动中有所

下降，年均复合下降 8.38%。截至 2016 年底，公司应付债券余额为 259.00 亿元，由公司 2012~2015 年间发行的未到期的中期票据构成。

图 9 公司债务结构及负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2014~2016 年，公司有息债务相对稳定，年均复合增长 0.81%。截至 2016 年底，公司全部债务合计 1017.49 亿元，同比下降 15.09%，其中短期债务占 32.79%，长期债务占 67.21%。债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和资产负债率的均值分别为 58.87%、51.27% 和 43.17%。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.84%、49.95% 和 40.56%，分别较上年下降 3.24、4.56 和 4.05 百分点。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 1418.04 亿元，较 2016 年底增长 1.37%，其中流动负债占比 41.08%，非流动负债占比 58.92%，非流动负债占比较 2016 年底有所上升；全部债务为 1032.49 亿元，较 2016 年底上升 1.47%，其中短期债务占 29.07%，长期债务占 70.93%，长期债务占比较 2016 年底有所上升；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.21%、49.32% 和 40.84%，除长期债务资本化比率外，均较 2016 年底小幅下降。

整体看，公司债务结构较为合理，债务负

担适宜。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降7.37%。2016年，公司实现营业收入606.32亿元，同比上升2.30%，主要原因是2016年三季度以来煤价上涨，公司商品煤销售价格同比增加以及公司扩大买断贸易煤规模所致。同期，营业成本为403.21亿元，同比下降0.92%。2016年公司营业利润率为30.36%，同比上升1.54个百分点。

期间费用方面，2014~2016年，公司期间费用波动中有所下降，年均复合下降7.40%，期间费用率均值为28.85%。2016年公司期间费用为160.21亿元，同比下降39.45亿元，期间费用率为26.42%，同比下降7.42个百分点。具体来看：销售费用87.61亿元，同比减少35.36亿元，主要是公司自产商品煤中下水煤销量同比减少，以及铁路运费和港杂费标准下调所致；管理费用35.17亿元，同比下降1.71亿元，主要是2016年5月1日起，房产税、土地使用税、车船使用税和印花税由本科目调整至税金及附加核算所致；财务费用37.43亿元，同比下降2.38亿元，主要是公司加强资金管理，压缩有息债务规模和优化债务结构所致。

2014~2016年，公司投资收益波动增长，年均复合增长89.60%。2016年公司取得投资收益16.43亿元，同比上升269.43%，公司投资收益主要来源于处置子公司的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益，2016年上述两项收益分别为10.18亿元和6.11亿元，同比增加9.71亿元和2.52亿元。

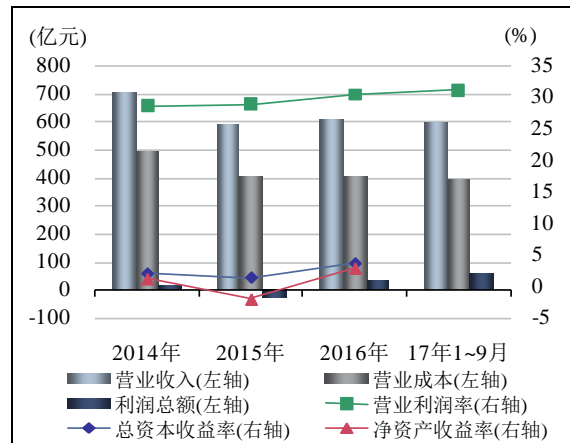
2014~2016年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降18.66%。2016年公司营业外收入为1.99亿元，同比下降44.02%，主要系计入当期损益的政府补助下降所致。

总体看，近年来，投资收益对公司利润总额贡献较大。

2014~2016年，公司营业利润波动增长，年均复合增长55.67%。2015年，由于煤炭行

业供需失衡，煤炭价格持续下降，公司当年营业利润为亏损27.62亿元。2016年公司实现扭亏为盈，营业利润为34.32亿元，较2015年增长61.95亿元。2016年公司利润总额和净利润分别为33.71亿元和29.32亿元，分别同比增长58.96亿元和49.96亿元。

图10 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2014~2016年，公司营业利润率均值为29.23%。2016年公司营业利润率为30.36%，同比上升1.54个百分点；2014~2016年，公司总资本收益率和净资产收益率的均值分别为2.28%和0.67%。2014年以来，公司财务费用对净利润侵蚀较大，导致公司净资产收益率低于总资本收益率。2016年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.68%和2.88%，分别较上年上升2.32和4.94个百分点。随着行业景气度回升，公司整体盈利能力得到改善。

2017年1~9月，公司实现营业收入597.93亿元，利润总额58.55亿元；营业利润率31.09%，较2016年底增长0.73个百分点，主要系煤炭销售均价上升所致。

总体看，随着煤炭行业去产能的有效推进，煤炭行业供需格局得到改善，公司盈利能力有所提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2014~2016年，公司经营产生的现金流量净额快速增长，年

均复合增长 54.07%。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 120.68 亿元，同比增长 65.66%，主要是公司经营业绩同比显著提升，同时加大应收账款回收、压缩营运资金占用所致。其中，经营活动现金流入 732.56 亿元，同比下降 7.33%；经营活动现金流出 611.89 亿元，同比下降 14.74%。具体来看，2016 年公司销售商品、提供劳务收到现金 714.65 亿元，同比下降 5.55%，现金收入比为 117.87%，同比下降 9.79 个百分点，主要是公司票据结算规模增长所致；公司收到其他与经营活动有关的现金由银行存款利息收入、政府补助、经营性受限的银行存款的减少和中煤财务吸收存款构成，2016 年为 17.91 亿元，同比下降 47.11%，主要是当期中煤财务吸收存款发生额为零所致；2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 470.83 亿元，同比下降 19.36%；支付给职工以及为职工支付的现金为 60.70 亿元，同比下降 4.63%；支付的各项税费为 55.66 亿元，同比下降 4.70%；支付的其他与经营活动有关的现金为 24.70 亿元，同比增长 110.05%，主要是中煤财务吸收的存款对外支取增加所致。

投资活动现金流方面，2014~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为负，且净流出规模较高。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，为 105.75 亿元，而 2015 年同期为-263.22 亿元，主要是由于 2016 年公司收到其他与投资活动有关的现金 260.02 亿元，同比大幅增长 1534.10%，而同期支付其他与投资活动有关的现金流 78.46 亿元，同比下降 46.88%所致。2016 年公司收到的其他与投资活动有关的现金的大幅增长主要源于委托贷款收回带来 83.6 亿元的现金流入，而去年同期仅为 15.91 亿元。支付的其他与投资活动有关的现金大幅下降的原因是由于委托贷款/提供贷款带来的现金流出比去年减少 69.25 亿元以及用于项目建设、长期资产购置及股权投资支出的现金流出同比减少 38.53 亿元所致。

筹资活动现金流方面，2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为正，分别为

195.85 亿元和 120.99 亿元。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-239.51 亿元，筹资活动产生的现金流量由净流入转为净流出，主要是公司在 2016 年债务偿还力度较大，偿还债务支付的现金为 339.13 亿元，同比增长 89.89%，同时筹资活动现金流入 168.47 亿元，同比下降 53.44%所致。

2017 年 1~9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 106.40 亿元、-52.13 亿元和-36.05 亿元。2017 年 1~9 月，公司现金收入比为 114.54%，收入实现质量好。

总体看，跟踪期内，随着经营状况改善，公司经营活动现金流快速增长，可以覆盖投资活动的现金流净流出，公司对外融资压力得到缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均呈持续下降趋势，三年均值分别为 92.74%和 79.49%。截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 72.52%和 60.49%，较 2015 年底下降 19.16 和 21.10 个百分点。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比呈上升趋势，三年均值为 13.60%。截至 2016 年底，经营现金流动负债比为 19.65%，同比上升 8.88 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 86.48%和 73.85%，均较 2016 年底有所上升。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数波动中有所上升，三年均值为 2.00 倍。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.44 倍；2014~2016 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，三年均值为 9.68 倍，截至 2016 年底，公司全部债务/EBITDA 为 7.26 倍。总体看，近年来公司长期偿债能力指标趋好。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额合计 171.15 亿元，担保比率 16.37%（2017 年 6 月底数据），对外担保比率较大，公司对外担保对象主要是陕西延长中煤榆林能源化工有限公

司和中天合创能源有限责任公司。

表6 截至2017年6月底公司对外担保情况

担保方	被担保方	担保金额(万元)	担保期限
中国中煤能源股份有限公司	山西平朔煤矸石发电有限责任公司	1080.00	2008.12-2020.12
中国中煤能源股份有限公司	山西平朔煤矸石发电有限责任公司	2580.00	2008.12-2020.12
中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	4375.00	2008.03-2022.12
中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	33556.60	2008.03-2023.12
中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	4532.50	2012.11-2027.11
中国中煤能源股份有限公司	太原煤气化龙泉能源发展有限公司	25180.00	2012.10-2021.01
中国中煤能源股份有限公司	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	352808.54	2012.10-2021.01
中国中煤能源股份有限公司	中天合创能源有限责任公司	1273444.97	满足担保协议约定的担保条件
上海大屯能源股份有限公司	丰沛铁路股份有限公司	1406.50	2013.11-2024.04
中煤陕西榆林能源化工有限公司	延安市禾草沟煤业有限公司	12500.00	2015.12-2025.09
合计	--	1711464.11	--

资料来源：公司提供

公司对陕西延长中煤榆林能源化工有限公司担保金额大。陕西延长中煤榆林能源化工有限公司为公司联营企业，注册资本 70 亿元，截至 2016 年底，公司持股比例为 30%，注册地为陕西省榆林市靖边县张家畔镇河东榆林炼油厂。该公司主要经营煤化工业务，2016 年实现营业收入 89.87 亿元，归属母公司股东净利润 8.45 亿元。

公司对中天合创能源有限责任公司担保金额大。中天合创能源有限责任公司由公司与中国石油化工股份有限公司以及其他 3 家公司共同出资设立，注册资本 160 亿元，截至 2016 年底公司持股比例为 38.75%，注册地在内蒙古鄂尔多斯市。该公司主要经营煤化工业务。截至 2017 年 3 月底，该公司总资产 578.41 亿元，总负责 403.25 亿元，所有者权益 175.16 亿元，截至目前该公司尚未进入运营期，未实现营业收入。

总体看，公司对外担保比率较大，主要被担保企业为公司联营企业。

截至 2017 年 6 月底，公司共获银行授信额度 2391 亿元，尚未使用额度为 1801 亿元。另外，公司是 H 股和 A 股上市公司。公司直接和间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10110105052762403），截至 2018 年 1 月 2 日，公司无已结清和未结清的不良贷款。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

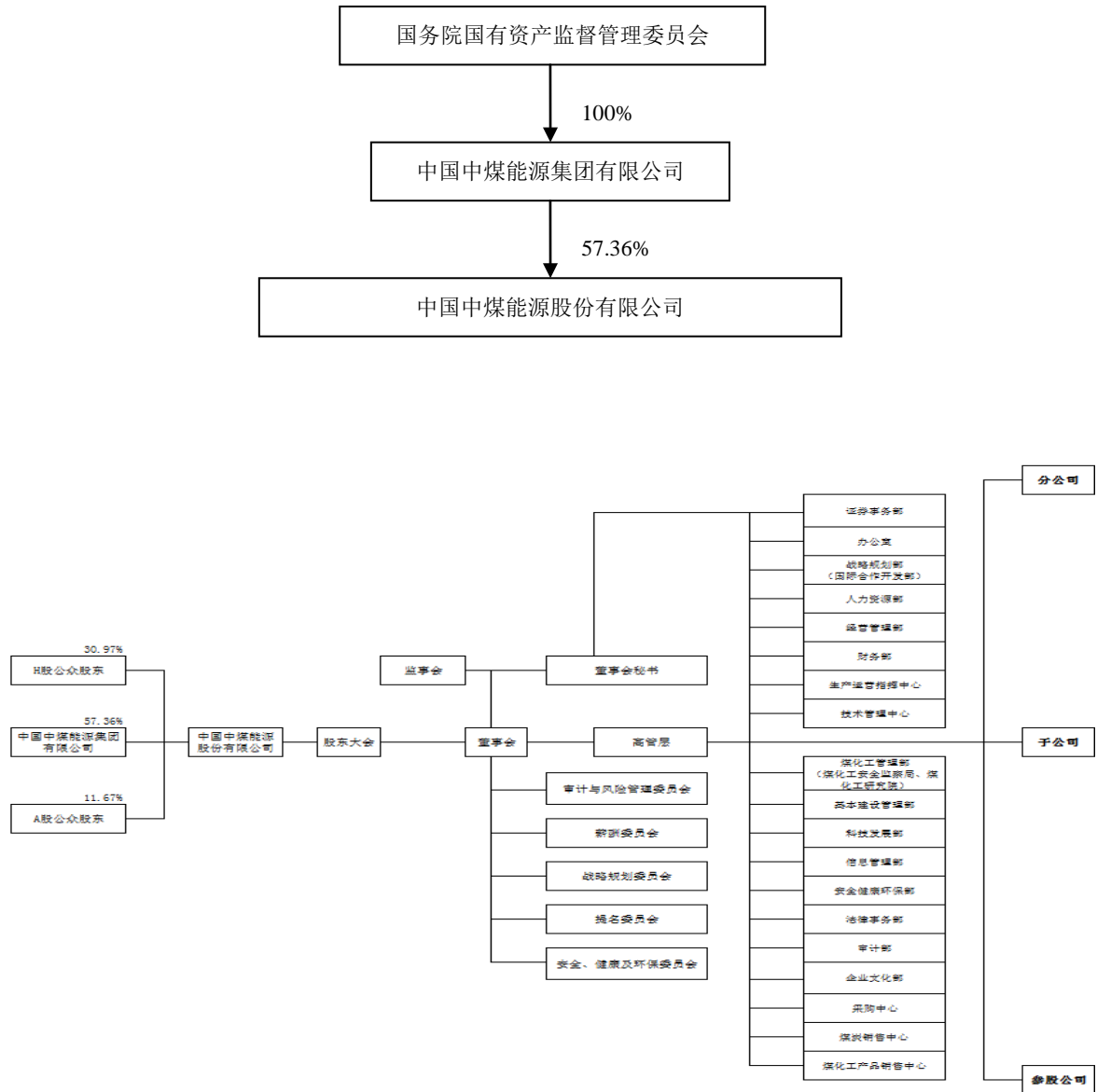
截至 2017 年 9 月底，公司存续期内的短期债务为 30 亿元“17 中煤 CP001”，截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产为 274.62 亿元，为“17 中煤 CP001”的 9.15 倍；近三年公司经营现金流入量分别是“17 中煤 CP001”的 29.87 倍、26.35 倍和 24.42 倍；近三年公司经营现金净流量分别为“17 中煤 CP001”的 1.69 倍、2.43 倍和 4.02 倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流对“17 中煤 CP001”的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17中煤CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	317.19	357.87	220.67	274.62
资产总额(亿元)	2427.06	2569.80	2418.49	2478.85
所有者权益(亿元)	1027.05	1000.17	1019.60	1060.81
短期债务(亿元)	182.55	392.92	321.84	300.14
长期债务(亿元)	818.71	805.36	695.65	732.34
全部债务(亿元)	1001.26	1198.28	1017.49	1032.49
营业收入(亿元)	706.64	592.71	606.32	597.93
利润总额(亿元)	15.21	-25.25	33.71	58.55
EBITDA(亿元)	93.96	91.73	140.10	--
经营性净现金流(亿元)	50.84	72.85	120.68	106.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.36	4.44	4.37	--
存货周转次数(次)	6.41	5.27	5.67	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.24	0.24	--
现金收入比(%)	122.94	127.66	117.87	114.54
营业利润率(%)	28.52	28.82	30.36	31.09
总资本收益率(%)	1.97	1.35	3.68	--
净资产收益率(%)	1.19	-2.06	2.88	--
长期债务资本化比率(%)	44.36	44.61	40.56	40.84
全部债务资本化比率(%)	49.36	54.51	49.95	49.32
资产负债率(%)	57.68	61.08	57.84	57.21
流动比率(%)	114.00	91.68	72.52	86.48
速动比率(%)	96.38	81.59	60.49	73.85
经营现金流流动负债比(%)	10.39	10.77	19.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.43	2.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.66	13.06	7.26	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计；其它流动负债计入短期债务，其它非流动负债计入长期债务。

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

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

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