

信用等级公告

联合[2018] 1039 号

联合资信评估有限公司通过对中国中煤能源股份有限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“12 中煤 MTN1”、“13 中煤 MTN001”、“13 中煤 MTN002”和“15 中煤 MTN001”的信用等级为 AAA；维持“17 中煤 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十五日



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

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
12 中煤 MTN1	50 亿元	2019/09/19	AAA	AAA
13 中煤 MTN001	50 亿元	2020/07/25	AAA	AAA
13 中煤 MTN002	50 亿元	2020/09/18	AAA	AAA
15 中煤 MTN001	100 亿元	2022/06/18	AAA	AAA
17 中煤 CP001	30 亿元	2018/07/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 15 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	357.87	220.67	277.24	244.85
资产总额(亿元)	2569.80	2418.49	2488.39	2494.28
所有者权益(亿元)	994.72	1024.52	1060.85	1087.15
短期债务(亿元)	392.92	321.84	319.62	270.07
长期债务(亿元)	805.36	695.65	701.88	740.22
全部债务(亿元)	1198.28	1017.49	1021.49	1010.29
营业收入(亿元)	592.71	606.32	811.23	257.65
利润总额(亿元)	-25.25	33.71	61.47	29.16
EBITDA(亿元)	91.73	140.10	165.26	--
经营性净现金流(亿元)	72.85	120.68	178.07	8.21
营业利润率(%)	28.82	30.36	29.12	25.85
净资产收益率(%)	-2.08	2.86	4.19	--
资产负债率(%)	61.08	57.84	57.37	56.41
全部债务资本化比率(%)	54.64	49.83	49.06	48.17
流动比率(%)	91.68	72.52	77.66	84.60
全部债务/EBITDA(倍)	13.06	7.26	6.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.44	3.25	--
经营现金流动负债比(%)	10.77	19.65	28.30	--

注:2018 年一季度财务数据未经审计; 其他流动负债计入短期债务, 其他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

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”)作为国务院国有资产监督管理委员会下属大型煤炭企业,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。跟踪期内,随着供给侧改革的持续推进,煤炭行业竞争格局持续得到优化,煤炭价格保持高位运行,公司营业收入和利润规模得到较大提升;此外,公司主要煤化工项目已全部投产运行,煤化工板块产能和销量得到明显提升,已经成为公司重要的收入和利润来源之一,公司综合竞争力和抗风险能力得到增强。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到受生产成本上升影响,公司煤化工板块毛利率有所下滑等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司现金类资产和经营活动现金流对存续债券保障能力较强,考虑到公司良好的获现能力、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强。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“12 中煤 MTN1”、“13 中煤 MTN001”、“13 中煤 MTN002”和“15 中煤 MTN001”的信用等级为 AAA;维持“17 中煤 CP001”的信用等级为 A-1。

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. 跟踪期内,煤炭行业供给侧改革持续推进,行业竞争格局得到持续优化,煤炭销售价格保持高位运行,公司营业收入和利润规模得到较大提升。
4. 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较强;公司良好的获现能力及畅通的融资渠道对存续债券保障能力强。

关注

1. 公司以煤炭和煤化工业务为主业，受行业政策和景气度影响较大。

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、主体概况

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。中煤集团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。2006年12月，公司在香港H股上市（股票代码：1898.HK），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。此次发行后总股本增至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2018年3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2017年底，公司（合并）资产总额2488.39亿元，所有者权益1060.85亿元（含少数股东权益170.73亿元）；2017年公司实现营业收入811.23亿元，利润总额61.47亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额2494.28亿元，所有者权益1087.15亿元（含少数股东权益179.50亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入257.65亿元，利润总额29.16亿元。

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 存续债券概况

名称	额度	存续期	募集资金用途	跟踪期付息日
12中煤MTN1	50亿元	2012/09/19-2019/09/19	补充营运资金	2017-09-19
13中煤MTN001	50亿元	2013/07/25-2020/07/25	补充营运资金	2017-07-25
13中煤MTN002	50亿元	2013/09/18-2020/09/18	补充营运资金	2017-09-18
15中煤MTN001	100亿元	2015/06/18-2022/06/18	补充营运资金	2017-06-18
17中煤CP001	30亿元	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 资讯，联合资信整理

截至目前，上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕，跟踪期内各期债券均按时付息。

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；全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，中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，一般贸易进出口占中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。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，总体上煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

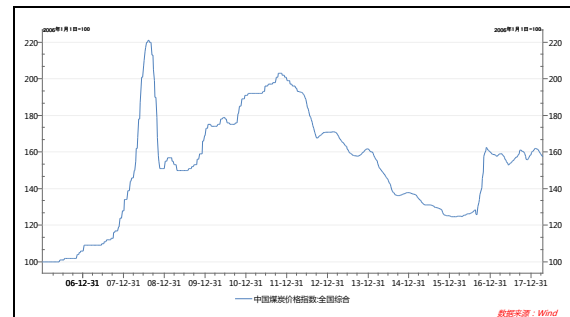
煤炭价格

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，煤炭价格在近三年出现深度调整。

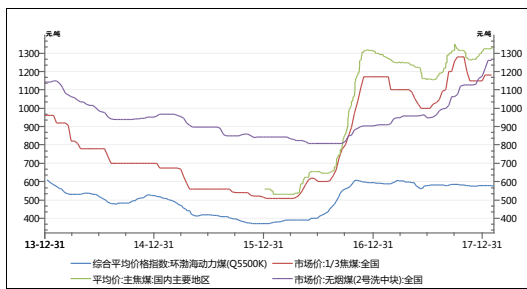
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind 资讯

煤炭价格方面，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%。进入 2017 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，截至 2017 年 6 月 15 日，上述煤炭价格分别为 564 元/吨、1000 元/吨、1163 元/吨和 960.60 元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

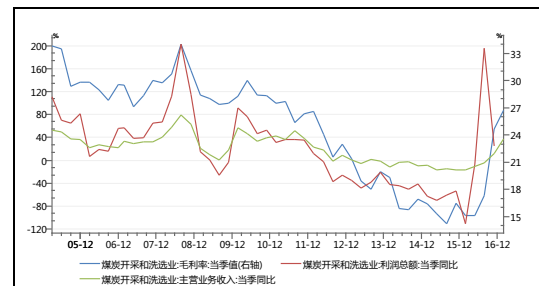
进入2017年下半年,煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响,煤炭产品价格持续高位震荡;自2017年冬季,供给侧由于环保和安全等因素,煤矿限产限量情况较多,同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响,煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势,截至2018年2月7日,全国环渤海动力煤(Q5500k)、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤(2号洗中块)煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨,均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为,短期来看,受国家2018年2月5日发布限价令影响,煤炭价格继续走高可能性较小,同时受天气的逐步转暖,气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响,煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解,煤炭价格或将有所下调。

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1月29日,已有29家煤企发布2017业绩预告,其中超过8成企业业绩预喜,利润大幅增长。

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。

2017 年 12 月 19 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 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，强调推进中央专业煤炭企业重组其他涉煤中央企业的所属煤矿，实现专业煤炭企业做强做优做大。

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，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 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。

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。

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，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）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。

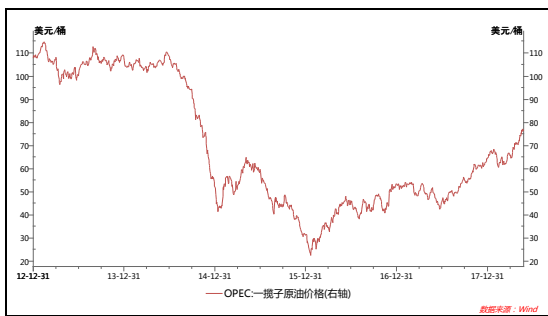
煤制烯烃

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。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。

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。2016年产能达1285万吨，截至2017年底，煤制烯烃产能1330.3万吨。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。2015~2017年，煤制烯烃的产能利用率分别为81.80%、88.80%和87.40%，产能利用率保持在较好水平。

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。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。

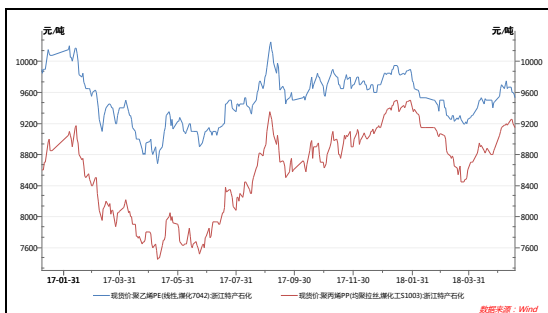
图4 近年石油价格走势



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。近期国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。

图5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，产能利用率维持在较好水平；近期石油价格震荡上行，对烯烃未来价格走势形成利好，有利于缓解原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力。

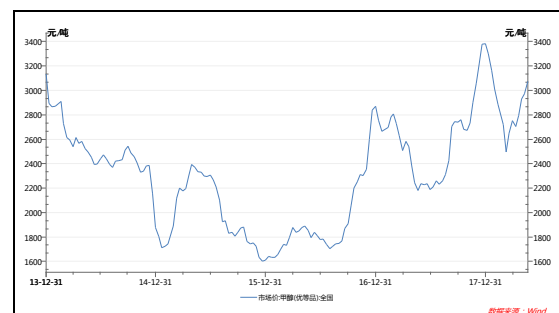
甲醇

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6 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，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

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

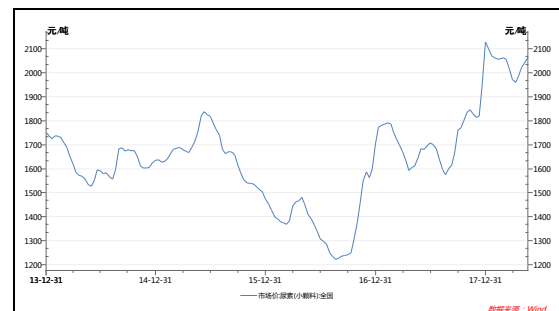
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企

业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016~2017年，尿素出口量分别为885.97万吨和465.00万吨。

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2018年5月20日，尿素（小颗粒）价格为2064.90/吨，同比增长25.45%。

图7 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 2018 年 3 月底，中煤集团持有公司 57.36% 的股份，为公司控股股东；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。

煤炭业务方面，公司拥有丰富的煤炭资源，截至 2017 年底，公司所属煤炭资源按基地划分，有山西基地（保有储量 75.13 亿吨，可采储量 41.25 亿吨）、蒙陕基地（保有储量 142.09 亿吨，可采储量 89.62 亿吨）、江苏基地（保有储量 7.54 亿吨，可采储量 2.75 亿吨）、新疆基地（保有储量 6.56 亿吨，可采储量 3.67 亿吨）及黑龙江基地（保有储量 3.08 亿吨，可采储量 1.36 亿吨），煤炭保有储量共计 234.40 亿吨，可采储量 138.65 亿吨；按煤种划分，保有储量中动力煤 204.42 亿吨，炼焦煤 29.98 亿吨，可采储量分别为 126.72 亿吨和 11.93 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 2017 年全国煤炭企业产量 50 强中排名第 2 位。目前中煤集团的大部分煤炭资产集中于公司。

煤化工业务方面，近年来，公司全力推进结构转型升级，煤化工业务规模逐步扩大。截至 2017 年底，公司聚烯烃产能为 120 万吨/年，尿素产能为 175 万吨/年，甲醇产能为 85 万吨/年。

3. 技术水平

公司大力推进创新发展，以科技创新带动煤炭生产降本提效。推广应用采煤新技术、新装备，不断提高矿井单产单进水平。通过技术优化及工艺改进，降低工作面能耗，减少工作面数量，不断提高资源回收率。2017

年，公司原煤工效 36.23 吨/工，在煤炭行业保持领先水平（据煤炭工业协会统计数据，2016 年全行业原煤工效 8.092 吨/工）。

公司高度重视煤化工技术创新和新产品研发工作，结合市场需求增加聚烯烃牌号，开发尿素新产品，煤化工产品结构不断优化。深化副产品加工利用，综合创效能力稳步提升。公司持续开展对标达标管理，着力提升成本管控水平，主要煤化工产品成本处于行业领先水平。

2017 年公司共获得煤炭行业和省级科技进步奖 20 项，新申请专利 206 项，其中发明专利 58 项，获得专利授权 143 项，其中发明专利 46 项。

4. 安全环保

安全生产方面，公司不断完善安全管理和风险预控体系，大力推进安全高效矿井建设，提升自动化生产水平。注重提升系统保障能力，定期开展重大灾害专项治理工作，努力保证各生产环节安全运行。建立煤矿重大安全技术业务会商机制，推动业务保安责任落实，有力管控了重大风险。大力推动煤矿标准化建设，全面开展企业对标提升。王家岭煤矿、姚桥煤矿等 6 处煤矿被评为国家一级安全生产标准化煤矿，还有 6 处煤矿已通过国家一级初验。强化煤化工企业“二重点一重大”管控，实现重大危险源监控率、重点监管危险化工工艺自动化控制率及新型煤化工企业 SIS 系统投用率三个 100%。

环境保护方面，公司严格执行国家节能减排的各项政策规定，持续推进“绿色中煤”建设，不断加大科技和环保投入，坚持煤炭开发与环境保护协调发展。公司积极承担社会责任，扎实推动采区塌陷治理和复垦工作，发展矿区循环经济，努力建设资源节约型、环境友好型企业。推广应用清洁生产技术，对生产过程中产生的废水、废气、废渣和余热等进行梯级循环利用，最大程度减少了对

环境的污染，实现绿色低碳运行。

5. 外部支持

公司作为中国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是国家指定的全国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；公司控股股东中煤集团是国务院国资委直属的大型煤炭生产企业之一。公司可充分利用有利的法规和市场条件，通过联合、改造地方小型煤矿迅速扩大公司的煤炭生产能力。

公司按照《证券法》、《公司法》以及证监会相关规定的要求，严格执行与中煤集团签订的《不竞争协议》和甲醇业务的《避免同业竞争承诺函》等协议的规定，采取多种措施控制和防范与关联方同业竞争行为，逐步减少同业竞争行为。

公司下属子公司中煤陕西榆林能源化工有限公司、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司、陕西南梁矿业有限公司、中煤张家口煤矿机械装备有限责任公司、中煤北京煤矿机械装备有限责任公司、石家庄煤矿机械装备有限责任公司、西安煤矿机械有限公司等均按地方政策享受不同程度的税收优惠。

公司作为国有大型煤炭生产企业，在政策优惠、资源获取等方面均面临良好的发展机遇和外部环境，公司大股东中煤集团在资产注入和避免同业竞争等方面给予了公司有利的支持。特别是在国家深入推进煤炭供给侧结构性改革的形势下，公司大股东中煤集团作为中央专业化煤炭企业，积极参与中央煤炭资源整合，进一步做强做优做大，推进了煤炭一体化协调发展和区域布局优化，给公司提供了改革发展的历史机遇，公司将加快业务调整和转型升级，努力构建具有国际竞争力的清洁能源供应商。

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。

牛建华先生，现年55岁，现任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。

马刚先生，现年48岁，现任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。

倪嘉宇先生，现年46岁，现任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的方面无重大变化。

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，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，受煤炭销售价格上升和煤化工产品销量

及价格上升影响，2017年公司实现营业收入811.23亿元，同比增长33.80%；综合毛利率为32.40%，较2016年下降1.10个百分点，主要系煤化工生产成本增长和煤炭生产当期计提专项储备增加而同期使用较少综合影响所致。

从公司营业收入构成看，煤炭板块是公司的主要收入来源。2017年煤炭业务收入为615.61亿元，同比增长37.79%，占营业收入的比重为75.89%；其次为煤化工板块，2017年实现收入127.34亿元，同比增长21.07%，占营业收入比重为15.69%。同期，受煤机市场回暖影响，2017年公司煤矿装备销售收入51.09亿元，同比增长39.06%，占比6.30%。公司其他业务板块主要包括财务公司、火力发电等业务，2017年实现营业收入17.19亿元，同比略有下降。

表2 公司营业收入构成情况(单位:亿元、%)

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭业务	404.66	68.27	31.40	446.76	73.68	33.90	615.61	75.89	34.10	195.55	75.90	31.40
煤化工业务	119.15	20.10	33.40	105.18	17.35	31.70	127.34	15.69	27.60	41.73	16.20	25.00
煤矿装备业务	44.99	7.59	19.90	36.74	6.06	19.60	51.09	6.30	14.50	15.83	6.14	14.30
其他业务	23.91	4.03	11.70	17.64	2.91	12.80	17.19	2.12	1.70	4.54	1.76	-6.20
合计	592.71	100.00	31.30	606.32	100.00	33.50	811.23	100.00	32.40	257.65	100.00	28.60

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财务公司和火力发电等业务。

从毛利率看，2017年公司煤炭业务毛利率为34.10%，同比上升0.20个百分点，其中自产商品煤毛利率为54.50%，同比上升0.40个百分点，为公司煤炭业务主要利润来源。同期，公司煤化工业务毛利率为27.60%，同比下降4.10个百分点，主要系原料煤价格上涨影响所致；煤矿装备业务毛利率为14.50%，同比下降5.10个百分点，主要系材料成本增长影响；其他业务板块毛利率1.70%，同比下降11.10个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入257.65亿元，较上年同期增长44.20%，综合毛利率为28.60%，较2017年全年下降3.80个百分点；具体分板块看，2018年一季度公司煤炭业务毛利率较2017年有所下滑，主要是煤炭板块专项计提增长以及人工薪酬增加导致销售成本上升幅度相对较大所致；煤化工板块毛利率延续2017年的下滑趋势，主要是受原料煤价格上涨影响。

总体看,随着煤炭行业去产能政策的实施,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高位震荡运行至今,跟踪期内,公司营业收入和利润规模同比大幅增长,但受成本上升影响,毛利率有所下滑。

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 2017 年底,煤炭保有储量共计 234.40 亿吨,可采储量 138.65 亿吨;按煤种划分,保有储量中动力煤 204.42 亿吨,炼焦煤 29.98 亿吨,可采储量分别为 126.72 亿吨和 11.93 亿吨。

(2) 煤炭生产

截至 2017 年底,公司共拥有煤炭矿井 24 座、选矿厂 16 家,煤炭生产业务经营主体包括子公司中煤平朔集团有限公司、上海大屯能源股份有限公司、山西中煤华晋能源有限责任公司等多家子公司。近年来,在去产能政策的影响下,公司煤炭产量呈稳步下降趋势,2017 年公司完成商品煤产量 7554 万吨,同比下降 5.68%,其中动力煤 6690 万吨,炼焦煤 864 万吨。

2018 年 1~3 月,公司共完成商品煤产量 1781 万吨,其中动力煤 1558 万吨,同比下降 5.06%;炼焦煤产量 223 万吨,同比下降 21.75%。

生产指标方面,2017 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	2015 年	2016 年	2017 年
综采机械化程度(%)	99.30	99.57	99.82
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)	35.45	34.61	36.23
死亡率(人/百万吨)	0.00	0.009	0.026

资料来源:公司提供

总体看,近年来公司煤炭开采生产指标保持在行业内领先水平;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至一个月左右。

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

2017 年,公司完成商品煤销量 12927 万吨,同比下降 2.33%,其中:自产煤销量 7329 万吨,

同比下降 9.15%，主要是减量化生产和市场竞争力较弱的矿井停产导致产量下降所致；买断贸易煤销量 4752 万吨，同比下降 1.41%；进出口代理及国内代理煤炭销量 846 万吨，为 2016 年的 2.43 倍。

2017 年公司自产商品煤平均销售价格为 501 元/吨，同比增长 43.14%；买断贸易煤销售均价 513 元/吨，同比增长 54.05%。2017 年公

司自产煤销售成本为 224.50 元/吨，同比增长 38.63%，主要是材料成本和其他成本增加所致。

2018 年 1~3 月，公司共完成商品煤销量 3594 万吨，同比增长 28.96%，主要是买断贸易煤规模同比增长 130.28%所致；自产商品煤和买断贸易煤销售均价分别为 546 元/吨和 564 元/吨，同比增长 7.06%和 11.02%。

表 4 公司主要产品近年销售情况（单位：万吨、元/吨）

		2015年		2016年		2017年		2018年1~3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	9754	294	8067	350	7329	501	1631	546
	（一）动力煤	8862	282	7095	330	6469	448	1415	476
	1、内销	8831	281	7054	329	6460	447	1415	476
	2、出口	31	435	41	419	9	577	--	--
	（二）焦煤	892	421	972	502	860	905	216	1009
	1、内销	892	421	972	502	860	905	216	1009
二、买断贸易煤	合计	3609	315	4820	333	4752	513	1886	564
	（一）国内转销	3417	309	4579	333	4605	514	1870	561
	（二）进口贸易	177	396	230	317	124	364	9	340
	（三）转口贸易	--	--	--	--	4	626	--	--
	（四）自营出口	15.2	706	10.5	688	19	1242	7	1556
三、进出口及国内代理	合计	409	3	348	5	846	4	77	8
	（一）进口代理	10	5	13	6	115	3	11	6
	（二）出口代理	206	4	263	4	251	7	66	8
	（三）国内代理	193	1	72	5	480	3	--	--

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用。

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，公司主要煤炭销售区域为华北和华东地区，2017 年上述区域销量分别占

27.88%和 47.64%。

表 5 公司近年自产煤内销情况（单位：万吨）

项目	2015年	2016年	2017年
自产煤内销合计	9723	8026	7320
按区域			
华北	3015	2496	2041

	华东	4754	4088	3487
	华南	1383	655	918
	其他	571	787	874
按煤种	动力煤	8831	7054	6460
	焦煤	892	972	860

资料来源：公司年报

销售模式方面，2015年以来，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。

2017年，公司深入落实电煤新长协机制，精准对接产销，加强营销监管。优化冶金煤市场开发策略，冶金行业终端用户稳步增加。

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。2017年，公司自产煤出口量为9万吨，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。2016~2017年公司抓住市场回暖机遇，扩大买断煤贸易规模，2017年实现买断贸易煤销量4752万吨，其中国内转销4605万吨、进口贸易124万吨、自营出口19万吨和转口贸易4万吨。2017年买断贸易煤销售均价为513元/吨，同比增长54.05%。

整体看，公司煤炭产品品质好，产品销售结构逐渐优化，跟踪期内煤炭业务盈利能力维持在较好水平。

煤化工

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，即陕西榆林甲醇醋酸系列深加工及综合利用项目

（陕发改油气函[2011]156号），以下简称“榆林烯烃项目”）、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司（经营大颗粒尿素项目，即鄂尔多斯图克大化肥项目一期工程（内发改工字[2009]2137号），以下简称“图克化肥项目”）、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司（经营煤制甲醇项目，即鄂尔多斯蒙大煤制甲醇项目（内发改工字[2008]1439号、内发改工字[2009]635号））和内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司（经营烯烃项目，即鄂尔多斯工程塑料项目（内发改产业字[2011]49号），以下简称“蒙大工程塑料项目”）。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。

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，同时持续加强煤化工生产管理，消除系统缺陷，保障“安稳长满优”运行，装置水平、主要经济技术指标保持国际领先水平。榆林烯烃项目自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，2016年以来实现超设计负荷运行，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。2017年榆林烯烃项目狠抓高负荷状态下安全管控，生产创出新水平，日均聚烯烃产量突破2166吨，全年完成聚烯烃产量68.4万吨。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，产品出口至美国、印度、南美洲等国家和地区。2017年图克化肥项目大力推进技术攻关，有效挖掘装置潜能，主副产品产量创历史新高，全年完成尿素产量199.6万吨，同比增加14.1万吨。2016年蒙大工程塑料项目试生产期间，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；自2017年8月投入运行以来，保持高负荷稳定运行，全年完成聚烯烃产量63.2吨。

煤化工生产方面，2017年，公司聚烯烃产量为97.60万吨，同比增长37.46%，主要系蒙大工程塑料项目正式投产影响所致；尿素产量为199.60万吨，同比基本持平；甲醇产量62.50万吨，同比减少2.60万吨，略有下降。2017年，公司除甲醇外，其他煤化工产品产能利用率均维持在100%以上。

表6 公司煤化工产品生产情况（单位：万吨、万吨/年、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
聚乙烯	30.00	35.30	117.67	30.00	36.10	120.33	60.00	49.80	117.18	60.00	18.3	--
聚丙烯	30.00	33.00	110.00	30.00	34.90	116.33	60.00	47.80	112.47	60.00	18.0	--
尿素	205.00	196.30	95.76	187.50	197.50	105.33	175.00	199.60	114.06	175.00	46.1	--
甲醇	85.00	78.60	92.47	85.00	65.10	76.59	85.00	62.50	73.53	85.00	14.2	--
焦炭	200.00	195.70	97.85	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：公司2017年聚烯烃产量未包括蒙大工程塑料项目试生产期间的产量。

表7 公司煤化工产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1-3月	
	销量	销售价格	销量	销售价格	销量	销售价格	销量	销售价格
聚乙烯	35.30	7771	35.80	7641	50.00	8071	18.90	8188
聚丙烯	32.30	6751	35.30	6327	47.70	7264	16.40	7709
尿素	175.40	1637	198.00	1132	229.00	1444	45.10	1858
甲醇	79.60	1432	40.00	1496	13.30	2148	1.80	2422

焦炭	193.20	712	--	--	--	--	--	--
----	--------	-----	----	----	----	----	----	----

资料来源：公司提供

- 注 1、甲醇销售含销售中煤集团所属龙化集团生产甲醇，2017 年 2.42 万吨，2016 年 4.64 万吨，2015 年 2.28 万吨。
2、自 2016 年 6 月-12 月，中煤九鑫公司焦炭产销数据及灵石化工公司尿素产销数据不再纳入发行人统计范围。
3、2017 年，尿素销量中含销售中煤集团所属灵石中煤化工有限责任公司生产小颗粒尿素 6.78 万吨。
4、甲醇销售中已抵销公司内部自用量，2017 年 58.60 万吨，抵销收入 10.89 亿元；2016 年 30.63 万吨，抵销收入 5.17 亿元。2018 年 1~3 月 11.65 万吨，抵销收入 2.40 亿元。
5、2015 年焦炭销售收入为自产焦炭的收入

煤化工销售方面，公司对煤化工产品销售实行统一管理，设立煤化产品销售中心负责煤化工产品销售管理及销售业务实施两项职能。2017 年公司充分发挥煤化工产品集中销售优势，结合化工装置检修计划，灵活调整销售节奏，确保产品连续供应。不断完善市场布局，优化销售策略，实行淡旺季互补。2017 年公司煤化工产品的产销率基本维持在 100%，产销衔接顺畅。受国际油价波动及原料煤等生产成本上升等因素影响，2017 年公司煤化工产品销售均价均较 2016 年有所上升，其中尿素和甲醇的销售价格涨幅较大，分别为 1444 元/吨和 2148 元/吨，同比增长 27.56% 和 43.58%。

2017 年，公司煤化工板块实现收入 127.34 亿元，同比增长 21.07%，毛利率受生产成本上升影响有所下降，为 27.60%，同比下降 4.10 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司煤化工产品销售价格均较 2017 年有所上升，但受原料煤销售价格上涨等因素影响导致销售成本增幅相对较大，毛利率较 2017 年继续下降。2018 年一季度，公司煤化工板块实现销售收入 41.73 亿元，毛利率为 25.00%，较 2017 年下降 2.60 个百分点。

截至 2017 年底，公司煤化工业务在建项目有 1 个，为平朔劣质煤综合利用项目（晋经信投资字[2013]112 号）（目前处于试车准备阶段），项目的实施主体为中煤平朔集团有限公司。公司煤化工业务准备开展的项目有 2 个，分别是中煤榆林煤炭深加工基地项目（发改办产业[2013]476 号）、图克大化肥项目（二期）（内发改工字[2009]2137 号），实施主体为中煤陕西榆林能源化工有限公司、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司。

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。跟踪期内，随着蒙大工程塑料项目的投产，公司聚烯烃产量大幅增长，同时煤化工产品销售价格有所上升，公司煤化工业务的收入同比增幅明显，但受成本上升影响，毛利率有所下滑。煤化工业务已成为公司重要的收入和利润来源。联合资信同时关注到，公司主要煤化工产品均保持高负荷生产，面临一定的安全生产风险和安全管理压力。

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。跟踪期内，随着煤机市场的回暖，公司全年完成煤矿装备产值 49.7 亿元，同比增长 54.3%；完成煤机总产量 25.9 万吨，同比增长 24.5%，其中主要煤机产品 12776 台（套）；受材料成本等上升影响，煤矿装备业务 2017 年毛利率为

14.50%，较 2016 年下降 5.10 个百分点。

2. 经营效率

2017 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 0.33 次、7.39 次和 5.41 次，均较 2016 年有所上升。

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。2018 年，公司资本开支计划 163.00 亿元，比 2017 年增加 10.85 亿元。其中，基本建设项目投资计划安排 121.08 亿元；固定资产购置、小型建筑及改造和维修投资计划安排 15.86 亿元；股权投资计划安排 22.43 亿元。分板块看，煤炭、煤化工、煤矿装备和电力的投资计划分别为 93.61 亿元、14.73 亿元、2.67 亿元和 51.39 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司主要的在建工程项目

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
蒙大新能源 50 万吨/年工程塑料项目及相关配套工程	104.22	91.78	99.00
蒙大矿业纳林河二号矿井及选煤厂	71.98	73.38	87.76
伊化矿业母杜柴登矿井建设及相关配套工程	66.64	68.41	94.00
平朔劣质煤综合利用项目	43.37	110.57	99.00
平朔 2*600MW 级 CFB 示范电厂工程	67.73	45.86	46.25
陕西榆林大海则煤矿项目	92.58	25.44	23.00

目			
小回沟矿井及选煤厂建设项目	36.18	52.42	56.29
鄂尔多斯能源巴图湾水源管线项目	15.18	77.62	77.00
黑煤化工依兰第三煤矿项目	25.00	47.28	48.00
新疆煤电化准东北二电厂 2*660VMW 电厂 3、4 号机组项目	42.75	51.04	62.71
合计	565.63	--	--

资料来源：公司年报

综合来看，公司未来投资主要集中于煤炭、煤化工和电力领域，投资规模适中，随着项目的建成投产，公司主业产能规模将进一步上升，但在建项目未来收益实现仍尚存一定的不确定性。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2016 年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；德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2016 年公司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。2017 年公司因同一控制下企业合并新增 3 家子公司，分别是中日石炭株式会社、中国煤炭工业进出口集团公司日本代表处和中国煤炭工业进出口集团公司汉城代表处；因新设立而增加两家子公司，分别是中煤西北能源有限公司和中煤化（天津）化工销售

有限公司；因处置减少 4 家子公司，分别是山西中煤平朔爆破器材有限责任公司、中煤华昱装备维修有限公司、中煤焦化控股（天津）有限责任公司和山西中煤焦化运销有限责任公司；因丧失控制权，减少 1 家子公司西安煤矿机械有限公司；因破产清算，减少 1 家子公司广州中煤华南销售有限公司。2017 年公司合并范围内共 28 家子公司。2018 年 1~3 月，公司合并范围无变化。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。因同一控制下合并，公司 2017 年年报对期初财务数据进行了追溯调整，因追溯调整的财务数据变动很小，下述财务分析中涉及的 2016 年财务数据仍采用未经追溯调整的口径。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 2488.39 亿元，所有者权益 1060.85 亿元（含少数股东权益 170.73 亿元）；2017 年公司实现营业收入 811.23 亿元，利润总额 61.47 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2494.28 亿元，所有者权益 1087.15 亿元（含少数股东权益 179.50 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 257.65 亿元，利润总额 29.16 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总体规模有所波动，年均复合下降 1.60%。截至 2017 年底，公司资产总额 2488.39 亿元，其中流动资产合计占 19.64%，非流动资产合计占 80.36%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 11.23%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 488.71 亿元，同比增长 9.72%，主要由货币资金（占 38.32%）、应收票据（占 18.41%）、应收账款（占 13.34%）和存货（占 15.24%）组成。

2015~2017 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 23.73%。截至 2017 年底，公司货币资金 187.28 亿元，同比增长 22.66%，主

要为银行存款；其中受限制的货币资金总额为 24.56 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。

2015~2017 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 58.32%。截至 2017 年底，随着公司销售收入增长，公司应收票据同比增长 32.32%，为 89.97 亿元。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 3.38 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 17.95%。截至 2017 年底，公司应收账款净额 65.17 亿元，同比减少 14.91%，从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 74.96%，1~2 年的占 8.72%，2~3 年的占 7.40%，3 年以上的约占 8.92%；坏账准备共计提 4.97 亿元，计提比例 7.09%。截至 2017 年底，公司应收账款余额前 5 名合计 8.52 亿元，占应收账款余额的 12%。

2015~2017 年，公司存货有所增长，年均复合增长 4.46%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 74.47 亿元，同比增长 0.76%，共计提跌价准备 1.36 亿元；存货构成中原材料占 39.75%、在产品占 24.88%、库存商品占 34.78%、周转材料占 0.59%，库存商品占比较 2016 年底下降 3.19 个百分点。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合增长 1.28%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1999.68 亿元，同比增长 1.35%，主要由固定资产（占 44.40%）、在建工程（占 19.27%）、无形资产（占 19.67%）和长期股权投资（占 9.58%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产有所波动，年均复合增长 0.81%。截至 2017 年底，公司固定资产 887.83 亿元，同比增长 5.67%，主要是在建工程转入所致；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 28.23%、43.06%和 18.65%；固定资产累计计提折旧 448.57 亿元，成新率为 66.62%，成

新率尚可。

2015~2017 年，公司在建工程有所波动，年均复合下降 1.49%。截至 2017 年底，公司在建工程为 385.31 亿元，同比下降 10.14%，主要为公司投资建设的煤矿、电厂及煤化工项目；2017 年，公司固定资产计提减值准备 5.48 亿元，主要来自对煤化工分布机器设备的计提。

2015~2017 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合增长 0.30%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 393.31 亿元，同比下降 2.05%，主要是部分采矿权计提减值准备所致；无形资产主要为探矿权、采矿权和土地使用权，分别占 53.58%、29.71%和 12.39%。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 20.22%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 191.58 亿元，同比增长 35.07%，主要原因系公司对平朔工业集团有限责任公司、蒙冀铁路有限责任公司和西安煤矿机械有限公司等联营企业追加投资所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 2494.28 亿元，较 2017 年底增长 0.24%，其中流动资产占 19.36%，非流动资产占 80.64%，非流动资产占比较 2017 年底略有上升。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 159.51 亿元，较 2017 年底下降 14.82%；预付款项 20.01 亿元，较 2017 年底增长 50.23%，主要是公司为扩大业务量预付煤款和运费增加，以及合同订单增加使预付材料款增加所致。

总体看，公司资产以非流动资产为主，符合行业经营特点，资产质量良好；流动资产中现金类资产占比较高，跟踪期内，公司应收票据大幅增长，同期应收账款回收情况良好，应收账款保持持续下降趋势。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 3.27%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 1060.85 亿元，同比增长 3.55%，其中归属于母公司所有者权益占 83.91%；归属

于母公司所有者权益中，实收资本占 14.90%、资本公积占 42.85%，盈余公积占 4.60%，未分配利润占 34.79%。2017 年公司专项储备使用 5.73 亿元，计提 17.32 亿元，截至 2017 年底，公司专项储备为 23.40 亿元，同比增长 98.04%，主要由维简费 6.36 亿元、安全生产费 10.38 亿元和煤矿转产发展资金 5.37 亿元构成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 1087.15 亿元，较 2017 年底增长 2.48%，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

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

2015~2017 年，公司负债波动中有所下降，年均复合下降 4.63%。截至 2017 年底，公司负债合计 1427.54 亿元，同比增长 2.05%，其中流动负债占 44.08%，非流动负债占 55.92%，负债结构较 2016 年底变化不大。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债波动中有所下降，年均复合下降 3.55%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 629.31 亿元，同比增长 2.47%，构成以短期借款（占 11.05%）、应付账款（占 31.08%）、一年内到期的非流动负债（占 21.76%）和其他流动负债（占 13.31%）。

2015~2017 年，公司短期借款不断增长，年均复合增长 10.88%。截至 2017 年底，公司短期借款为 69.56 亿元，同比增长 5.83%。公司短期借款以信用借款为主。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 1.36%。截至 2017 年底，公司应付账款为 195.60 亿元，同比增长 7.98%，主要为应付原材料采购款、应付工程款及工程材料款和应付设备采购款。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降 25.97%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 136.96 亿元，同比下降 15.26%，主要是到期的信用借款、保证借款和抵押借款。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动中

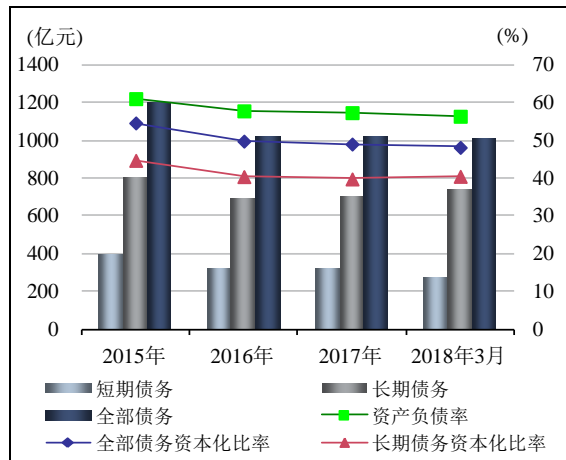
有所增长，年均复合增长 9.28%。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 83.77 亿元，同比增长 30.84%，其中短期融资券 30 亿元，同比持平；吸收存款 52.88 亿元，同比增长 55.44%。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降 5.46%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 798.23 亿元，同比增长 1.72%，主要由长期借款（占 53.97%）和应付债券（占 33.66%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款不断下降，年均复合下降 11.07%。截至 2017 年底，公司长期借款 430.84 亿元，同比下降 0.95%，主要为信用借款（占 96.03%）。

2015~2017 年，公司应付债券保持相对稳定，年均复合增长 1.86%。截至 2017 年底，公司应付债券余额为 268.66 亿元，同比增长 3.73%，由公司 2012~2017 年间发行的未到期的中期票据和公司债券构成。

图 8 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，2015~2017 年，公司有息债务波动中有所下降，年均复合下降 7.67%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 1021.49 亿元，同比增长 0.39%，其中短期债务占 31.29%，长期债务占 68.71%。债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率的均值分别为 58.25%、50.40%和 40.99%。截至 2017 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 57.37%、49.06%和 39.82%，分

别较上年下降 0.47、0.77 和 0.62 百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 1407.13 亿元，较 2017 年底下降 1.43%，其中流动负债占 40.57%，非流动负债占 59.43%，非流动负债占比较 2017 年底有所上升；全部债务为 1010.29 亿元，较 2017 年底下降 1.10%，其中短期债务占 26.73%，长期债务占 73.27%，长期债务占比较 2017 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 56.41%、48.17%和 40.51%，除长期债务资本化比率外，均较 2017 年底有所下降。

整体看，公司债务结构较为合理，跟踪期内，主要债务指标保持稳步下降趋势，整体债务负担适宜。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 16.99%。2017 年公司实现营业收入 811.23 亿元，同比增长 33.80%。同期，营业成本为 548.31 亿元，同比增长 35.99%。2017 年公司营业利润率为 29.12%，较 2016 年下降 1.24 个百分点。

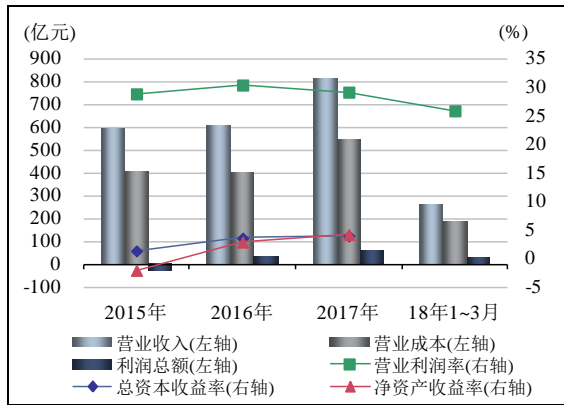
期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用波动中有所下降，年均复合下降 7.89%，2017 年为 169.40 亿元，同比增长 5.73%；2015~2017 年，公司期间费用率持续下降，2017 年期间费用率为 20.88%，较 2016 年下降 5.54 个百分点。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失和投资收益。2015~2017 年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长 146.39%，2017 年为 19.66 亿元，同比增长 227.85%，主要系 2017 年公司对无形资产（计提 7.11 亿元）、固定资产（计提 5.48 亿元）和在建工程（计提 2.53 亿元）计提的减值大幅增加所致。2015~2017 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 66.21%，2017 年公司取得投资收益 12.28 亿元，同比下降 25.22%，公司投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资

资收益。

2015~2017年，公司营业利润大幅增长。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。2017年公司营业利润为62.29亿元，同比增长81.49%。2015~2017年，公司利润总额分别为-25.25亿元、33.71亿元和61.47亿元，同期公司净利润分别为-20.64亿元、29.32亿元和44.46亿元。

图9 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率均值为29.44%。2017年公司营业利润率为29.12%，较2016年下降1.24个百分点；2015~2017年，公司总资本收益率和净资产收益率的均值分别为2.94%和1.66%。2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.95%和4.19%，分别较上年上升0.39和1.33个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入257.65亿元，同比增长44.23%，利润总额29.16亿元，同比增长21.49%；营业利润率25.85%，较2017年下降3.27个百分点。

总体看，跟踪期内，随着煤炭行业去产能的推进，煤炭行业供需格局持续得到改善，公司营业收入和利润规模持续增长，但营业利润率出现一定程度下滑。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长10.18%，2017年为959.57亿元，同

比增长30.99%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。2015~2017年，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长4.35%，2017年为781.50亿元，同比增长27.52%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2017年公司收到其他与经营活动有关现金33.20亿元，同比增长85.33%，同期公司支付其他与经营活动有关的现金11.92亿元，同比下降51.75%，主要是中煤财务公司吸收存款增加所致。2015~2017年，公司经营活动净现金流快速增长，年均复合增长56.35%，2017年为178.07亿元，同比增长47.56%。2015~2017年，公司现金收入比均值为119.89%，2017年为114.13%，较2016年有所下降，总体看，公司收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长77.84%，2017年为72.73亿元，同比下降74.41%，主要是当期收回委托贷款和存期超过3个月的定期存款的金额较2016年大幅减少导致收到的其他与投资活动有关的现金大幅下降所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合下降22.29%，2017年为172.86亿元，同比下降3.13%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2015~2017年，公司投资活动净现金流波动较大，三年分别为-263.22亿元、105.75亿元和-100.13亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降17.30%，2017年为247.44亿元，同比增长46.88%，主要是取得借款收到的现金增长所致。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长15.90%，2017年为323.49亿元，同比下降20.71%，主要是偿还债务支付的现金下降所致。2015~2017年，公司筹资活动净现金流波动较大，三年分别为120.99亿元、-239.51亿元和-76.04亿元。

2018年1~3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8.21亿

元、-20.21 亿元和-2.60 亿元。2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 106.64%，收入实现质量保持较好水平。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流快速增长，能够覆盖投资活动支出和偿还债务的资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，三年均值分别为 80.62%和 69.30%。截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 77.66%和 65.82%，较 2016 年底分别增长 5.14 和 5.33 个百分点。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比呈上升趋势，三年均值为 22.20%。截至 2017 年底，经营现金流动负债比为 28.30%，

较 2016 年底增长 8.65 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 84.60%和 71.06%，均较 2017 年底有所上升。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数持续上升，三年均值为 2.37 倍。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.25 倍；2015~2017 年，公司全部债务/EBITDA 持续下降，三年均值为 8.84 倍，截至 2017 年底，公司全部债务/EBITDA 为 6.18 倍。总体看，近年来公司长期偿债能力指标趋好。

截至 2017 年底，公司对外担保余额合计 165.22 亿元，担保比率 15.57%，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9 截至2017年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	1155.00	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	3600.00	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	21325.50	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	9981.10	2012.11-2023.12
中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	4000.00	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	14320.00	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	233966.83	2013.04-2025.04
中国中煤能源股份有限公司	中天合创能源有限责任公司	1351987.50	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	1384.75	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	10500.00	2015.12-2025.09
合计	--	1652220.68	--

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 2017 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，2017 年实现营业收入 111.64 亿元，净利润 11.52 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 2017 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 年底，中天合创能源有限责任公司总资产 599.22 亿元，总负债 421.61 亿元，所有者权益 177.61 亿元。项目于 2017 年 9 月预转固，至 2017 年底共实现营业收入 35.69 亿元，实现净利润 1.23 亿元。

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。目前被担保企业生

产经营情况正常。

截至 2017 年底，公司共获银行授信额度 2355 亿元，尚未使用额度为 1773 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 5 月 24 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

基于对公司行业地位和经营状况，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

表 10 截至目前公司存续债券概况

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿元)
17 中煤 CP001	2017-07-20	2018-07-24	30
12 中煤 MTN1	2012-09-18	2019-09-19	50
13 中煤 MTN001	2013-07-23	2020-07-25	50
13 中煤 MTN002	2013-09-16	2020-09-18	50
15 中煤 MTN001	2015-06-17	2022-06-18	100
17 中煤 01	2017-07-18	2022-07-20	10
18 中煤 01	2018-05-07	2023-05-09	11
18 中煤 03	2018-06-01	2023-06-05	17
18 中煤 02	2018-05-07	2025-05-09	4

资料来源：Wind 资讯

截至 2018 年 3 月底，公司存续期内的短期债券为 30 亿元“17 中煤 CP001”，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 244.85 亿元，为“17 中煤 CP001”的 8.16 倍；近三年公司经营活动现金流入量分别是“17 中煤 CP001”的 26.35 倍、24.42 倍和 31.99 倍；近三年公司经营活动现金净流量分别为“17 中煤 CP001”的

2.43 倍、4.02 倍和 5.94 倍。公司现金类资产和经营活动现金流对“17 中煤 CP001”的保障能力较强。

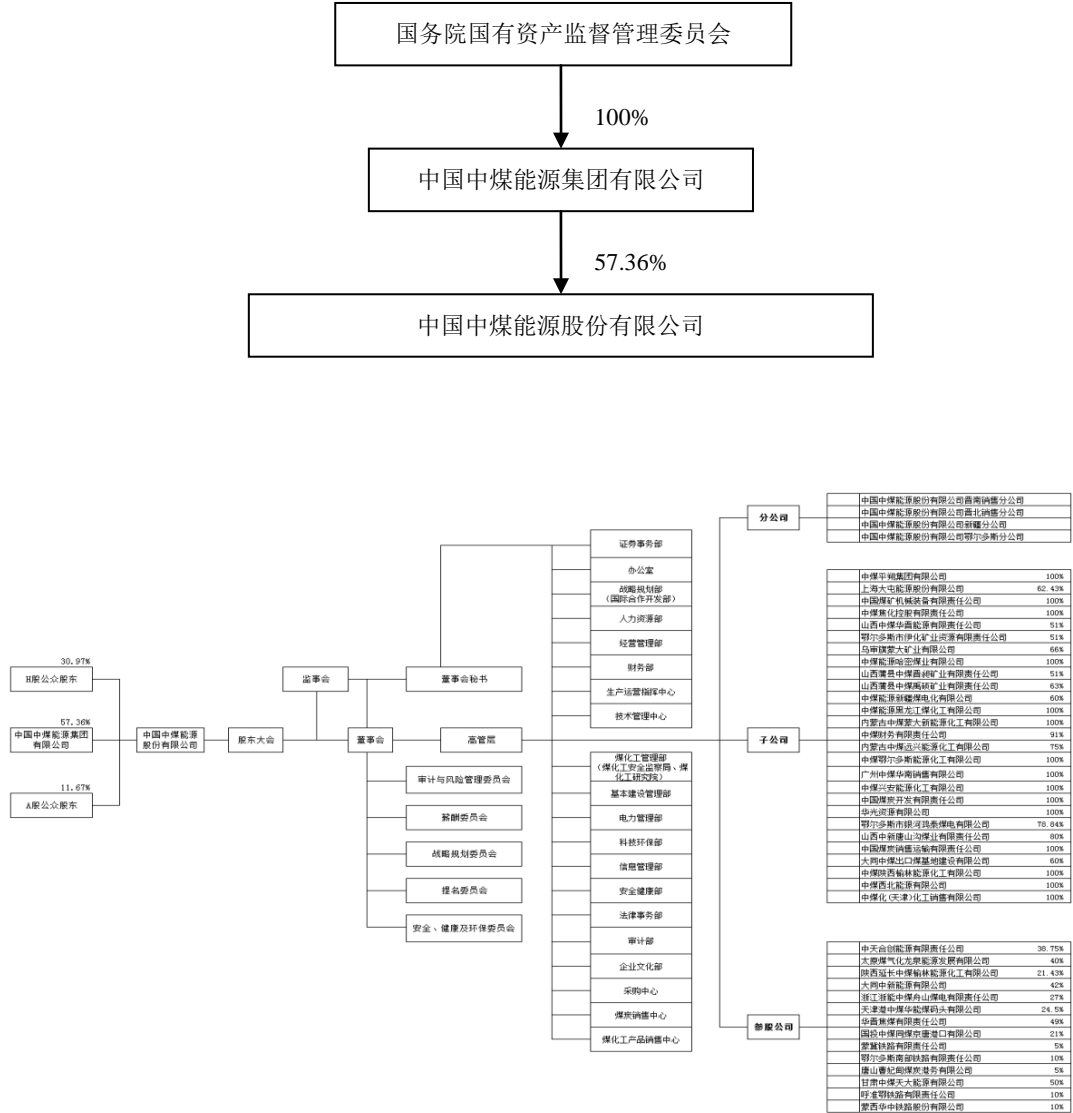
截至 2018 年 3 月底，公司存续期内的长期债券为“12 中煤 MTN1”、“13 中煤 MTN001”、“13 中煤 MTN002”、“15 中煤 MTN001”、“17 中煤 01”、“18 中煤 01”、“18 中煤 02”和“18 中煤 03”，到期年份分布在 2019 年、2020 年、2022 年、2023 年和 2025 年，当年需偿还的金额分别为 50 亿元、100 亿元、110 亿元、28 亿元和 4 亿元，现以 110 亿元为测算金额测算公司对存续长期债券的保障能力。2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 91.73 亿元、140.10 亿元和 165.26 亿元，分别是测算金额的 0.83 倍、1.27 倍和 1.50 倍；经营活动现金流入量分别为 790.51 亿元、732.56 亿元和 959.57 亿元，分别是测算金额的 7.19 倍、6.66 倍和 8.72 倍；经营活动净现金流分别为 72.85 亿元、120.68 亿元和 178.07 亿元，分别是测算金额的 0.66 倍、1.10 倍和 1.62 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流对长期债券保障能力较强。

总体看，公司经营活动现金流及现金类资产对存续期债券的保障能力较强。考虑到公司较强的获现能力、较大的经营规模以及畅通的融资渠道，公司对存续期内债券的保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“12 中煤 MTN1”、“13 中煤 MTN001”、“13 中煤 MTN002”和“15 中煤 MTN001”的信用等级为 AAA；维持“17 中煤能源 CP001”的信用等级为 A-1。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	357.87	220.67	277.24	244.85
资产总额(亿元)	2569.80	2418.49	2488.39	2494.28
所有者权益(亿元)	994.72	1024.52	1060.85	1087.15
短期债务(亿元)	392.92	321.84	319.62	270.07
长期债务(亿元)	805.36	695.65	701.88	740.22
全部债务(亿元)	1198.28	1017.49	1021.49	1010.29
营业收入(亿元)	592.71	606.32	811.23	257.65
利润总额(亿元)	-25.25	33.71	61.47	29.16
EBITDA(亿元)	91.73	140.10	165.26	--
经营性净现金流(亿元)	72.85	120.68	178.07	8.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.44	4.37	5.41	--
存货周转次数(次)	5.27	5.67	7.39	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.24	0.33	--
现金收入比(%)	127.66	117.87	114.13	106.64
营业利润率(%)	28.82	30.36	29.12	25.85
总资本收益率(%)	1.32	3.56	3.95	--
净资产收益率(%)	-2.08	2.86	4.19	--
长期债务资本化比率(%)	44.74	40.44	39.82	40.51
全部债务资本化比率(%)	54.64	49.83	49.06	48.17
资产负债率(%)	61.08	57.84	57.37	56.41
流动比率(%)	91.68	72.52	77.66	84.60
速动比率(%)	81.59	60.49	65.82	71.06
经营现金流动负债比(%)	10.77	19.65	28.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.44	3.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.06	7.26	6.18	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债计入短期债务，其他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 4-3 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。

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