跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1766 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华电煤业集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为负面，并维持“15华电煤业CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十七日

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

华电煤业集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　**评级展望：**负面

上次评级结果：AAA　**评级展望：**负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 华电煤业 CP001	16 亿元	2015/9/18-2016/9/18	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.14	45.78	31.96	23.45
资产总额(亿元)	501.04	604.91	597.33	596.56
所有者权益(亿元)	164.62	167.21	150.38	150.02
短期债务(亿元)	119.74	129.14	113.02	111.51
全部债务(亿元)	242.39	329.46	335.40	336.42
营业收入(亿元)	219.49	227.27	172.29	35.04
利润总额(亿元)	3.61	0.60	-16.33	-2.57
EBITDA(亿元)	17.53	29.43	15.77	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	12.07	29.62	-1.52
营业利润率(%)	8.86	11.38	8.53	7.50
净资产收益率(%)	2.06	0.36	-11.60	--
资产负债率(%)	67.15	72.36	74.82	74.85
全部债务资本化比率(%)	59.55	66.33	69.04	69.16
流动比率(%)	41.00	54.11	45.36	42.64
全部债务/EBITDA(倍)	13.82	11.19	21.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.94	1.59	0.53	--
经营现金流动负债比(%)	0.78	5.99	15.72	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 短期债务包含其他流动负债中的短期融资券；
3. 长期债务包含长期应付款中的融资租赁款；
4. 现金类资产已剔除使用受限货币资金。

分析师

张小平　李博文
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对华电煤业集团有限公司（以下简称“华电煤业”或“公司”）的评级反映了公司作为中国华电集团公司（下称“华电集团”）下属煤炭业务运营实体，在煤炭储量、股东支持、经营规模和购销渠道等方面具备综合优势。跟踪期内，煤炭行业景气度下行对公司盈利带来不利影响、2015 年利润总额产生较大额度的亏损、债务规模持续上升、公司经营对股东依赖程度高和关联交易规模大等因素对公司信用水平的负面影响。

近年来煤炭行业景气度持续低迷，2016 年一季度公司继续亏损，偿债能力持续弱化。另外，公司规划投资规模较大，后续投资将进一步加重公司债务负担。

综合以上，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面，并维持“15 华电煤业 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为华电集团下属煤炭业务运营实体，与控股股东产业链协同效应突出。借助华电集团业务优势，公司在资源获取和产品销售方面具备相对竞争优势。
2. 跟踪期内，随着在建矿井的逐步投产并达产，原煤产量逐年快速增长，规模优势逐步增强。
3. 华电集团电力装机容量大，为公司动力煤产品提供了充足稳定的下游需求；跟踪期内，随着公司在建电厂的投产，未来煤电一体化优势将逐步突显。
4. 公司经营活动现金流入量对“15 华电煤业 CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，近年来煤炭行业景气度下行，

煤炭价格下降，对公司盈利能力造成较大冲击，2015 年，公司营业收入规模同比大幅下降，全年利润总额亏损 16.33 亿元。

2. 跟踪期内，公司有息债务规模继续上升，财务费用逐年增长，对利润侵蚀较严重。
3. 2015 年，公司对下属三级子公司榆林卓越能源化工有限责任公司启动破产清算程序，并计提较大额度的资产减值损失，后续进展及对公司影响待观察。
4. 随着在建工程推进，公司仍具有一定对外融资需求，债务规模可能进一步上升。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华电煤业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华电煤业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因华电煤业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华电煤业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日至“15 华电煤业 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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华电煤业集团有限公司主体长期信用及“15 华电煤业 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

华电煤业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为华电煤业有限公司，成立于 2005 年 9 月 8 日，是由中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）出资组建的国有独资有限责任公司，注册资本 13657.31 万元。

公司成立后，经华电集团多次内部重组及引入外部投资者，截至 2016 年 4 月底，公司注册资本合计 36.57 亿元，其中，华电集团直接持有公司 60.04%股份，华电集团下属其他控股企业持有公司 29.96%的股份，华电集团为公司实际控制人和控股股东。

公司是华电集团下属煤炭开发业务运营实体，经营范围包括：煤炭的加工、储存；电力生产；货物装卸服务；实业投资；资产受托管理；机械电子设备租赁；房屋出租及物业管理；电力工程建设与监理；进出口业务；经济信息咨询；技术开发、转让、培训、服务；煤炭高效燃烧技术与装置、电子信息技术开发、研究和服务。

截至 2016 年 3 月底，公司下设办公室（法律事务部）、规划发展部、人力资源部、财务管理部、安全监察局、生产技术部（总调度室、科技中心）、机电管理部、工程管理部、企业管理部（信息中心）、证券资产部、销售管理部、政治工作部（工会办公室）、监察部（纪检办公室）、审计部、物流管理部、煤化工管理部、电力管理部、煤炭整合管理办公室（临时机构）和物资管理部（挂靠华电煤业物资公司）19 个职能部门，以及 4 家全资子公司和 12 家控股子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 597.33 亿元，所有者权益合计 150.38 亿元（其中少数股东权益 74.32 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 172.29 亿元，利润总额-16.33 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 596.56 亿元，所有者权益合计 150.02 亿元（其中少数股东权益 74.96 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.04 亿元，利润总额-2.57 亿元。

公司注册地址：北京市昌平区科技园区中兴路 10 号 A303 室；法定代表人：丁焕德。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品

零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、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。

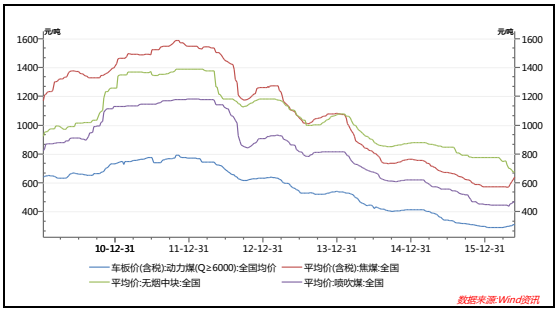
煤炭价格

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，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“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。

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。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价

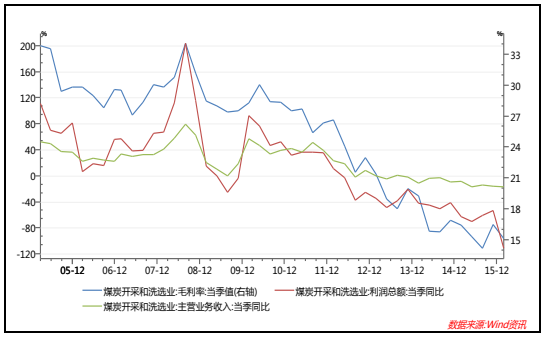


资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

行业经济效益

图2 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

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2014年和2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

2. 行业关注

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012～2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从2015年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

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。

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。

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。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

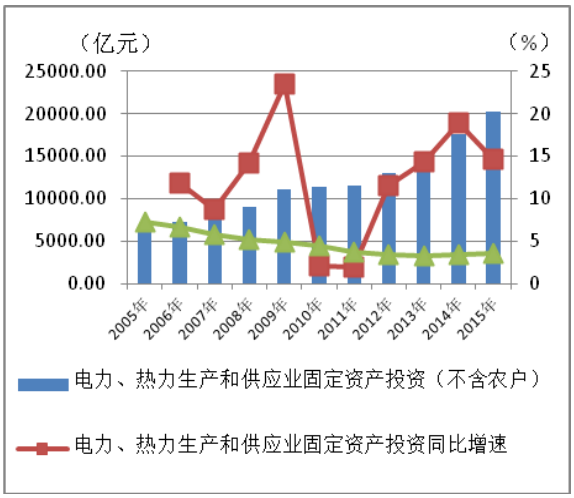
（二）火电行业

1. 行业概况

2005～2015 年电力行业投资规模不断扩

大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 3　近年电力行业累计投资占全国总投资比重

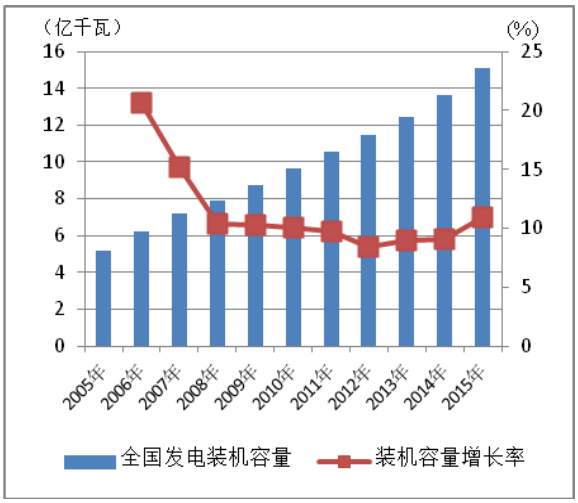


资料来源：国家统计局、Wind 资讯
注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据Wind资讯数据，2015年，全国电源基本建设完成投资4091亿元，同比上升10.98%。其中，火电完成投资1396亿元，同比上升21.96%，所占比重为34.13%；水电完成投资782亿元，同比下降16.99%，所占比重为19.13%；风电完成投资1158亿元，同比上升26.57%，所占比重为28.33%；核电完成投资560亿元，同比上升5.15%，所占比重为13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至2015年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到61.14%，与上年相比有所下降。

2005年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至2015年底，全国全口径发电装机容量达到15.08亿千瓦，同比增长10.5%。其中，火电装机容量9.90亿千瓦，同比增长7.8%；水电装机容量3.19亿千瓦，同比增长4.9%；核电装机容量0.26亿千瓦，同比增长29.9%；并网风电装机容量1.29亿千瓦，同比增长33.5%；并网太阳能发电装机容量0.43亿千瓦，同比增长73.7%。清洁能源装机占比达到了34.35%，且增幅较快。

图 4　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

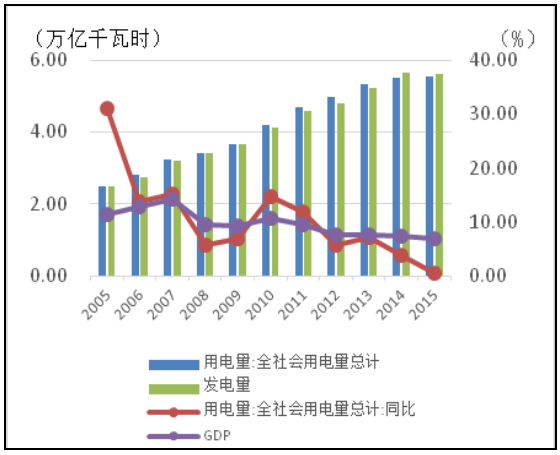
2015年，全国全口径发电量56184亿千瓦时，比上年增长1.31%。分类型看，火电发电量42102亿千瓦时，同比上升0.89%，占全国发电量的74.94%，比上年降低0.26个百分点；水电发电量9960亿千瓦时，同比下降6.58%，占全国发电量的17.73%，比上年下降1.47个百分点。

2015年，受电力消费增速放缓影响，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3969小时，同比降低349小时。其中，火电设备平均利用小时4329小时，同比降低410小时；水电设备平均利用小时3621小时，同比减少48小时；核电7350小时，同比降低437小时；风电1728小时，同比降低172小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015年，中国经济进入“新常态”，电力需

求增长远低预期，全社会用电量55500亿千瓦时，同比增长0.5%，增速比上年回落3.3个百分点，增速为1974年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降1.4%，是40年来首次负增长。

图5　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：Wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2.　行业关注

进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创

利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》;《关于推进电力市场建设的实施意见》;《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》;《关于有序放开发用电计划的实施意见》;《关于推进售电侧改革的实施意见》;《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质分析

公司的前身为华电煤业有限公司，成立于 2005 年 9 月 8 日，是由华电集团出资组建的国有独资有限责任公司，后经注资与股权出售，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 36.57 亿元。2016 年 4 月，公司 2016 年第一次临时股东大会审议通过了《华电煤业集团有限公司关于股东股权转让的议案》，同意无锡世富新能源创业投资有限公司出让所持有公司 7.5%股权，由华电集团全额收购。至此，华电集团直接持有公司 60.04%股份，华电集团下属其他控股企业持有公司 29.96%的股份，华电集团为公司实际控制人和控股股东。

公司是华电集团为实施“以发电为主体，煤炭、金融为两翼”发展战略，整合华电集团系统煤炭开发和运营资源，重组华电燃料有限公司和华电开发投资公司而成立的。公司是华电集团下属煤炭资源整合开发平台，负责煤矿、煤电一体化、煤炭深加工和煤炭储运等项目的投资和经营，确立了煤炭生产、煤炭贸易、化工及发电四大产业板块。

公司在煤炭资源丰富地区控股开发煤矿，

建立重要战略能源基地；在资源紧缺地区，围绕华电集团电厂积极参股煤矿，形成战略联盟；在区位优势明显地区建立煤电一体化基地。公司从 2006 年开始煤炭投资，并在主要煤炭资源生产地区建设煤炭生产基地，同时兼并优质资源企业。截至 2016 年 3 月底，公司控制煤炭地质储量 185.19 亿吨，可采储量 101.11 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 7070 万吨/年（包括前期和在建煤矿）。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及高管人员方面均无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司于 2005 年由华电集团通过重组华电燃料有限公司和华电开发投资公司创立，主要负责华电集团系统的电煤（即电厂燃煤）供应，同时进行煤矿、煤电一体化、煤炭深加工和煤炭储运等项目的投资。

2013~2015 年，公司营业收入波动中有所下降。2013 年，公司实现营业收入 219.49 亿元。2014 年，公司营业收入同比增长 3.55%至 227.27 亿元，尽管受煤炭价格下降影响，公司当年煤炭贸易业务快速下降，但由于新增矿井投入生产，公司煤炭生产收入快速增长，同时公司所投资电厂投运，新增发电业务收入，带动当年营业收入同比小幅增长。2015 年，公司实现营业收入 172.29 亿元，同比下降 24.19%，主要原因在于，受煤炭价格继续下跌影响，公司煤炭生产收入略有下降，同时公司煤炭贸易业务收入下降。

从收入构成看，煤炭生产和煤炭贸易是公司营业收入的主要来源，二者合计占 80%以上。近三年，随着在建矿井逐步投产，公司煤炭生产收入占比逐年提升，2015 年达到 42.24%，受煤炭价格下降以及公司主动压缩贸易规模所致，公司煤炭贸易收入占比逐年下降，2015 年下降至 41.26%。2014 年，公司新增发电业务收入，近两年收入占比有所提升，2015 年达到 8.02%。公司化工业务收入规模较小，2015 年收入占比仅为 3.40%。公司其他收入板块主要是物流、港口、煤炭运输等形成的收入，2015 年收入占比为 5.08%。

从毛利率看，2013~2015 年，公司毛利率保持相对稳定，近三年分别为 9.32%、11.99%和 10.54%。2014 年，尽管受煤炭价格下降影响，公司煤炭生产业务毛利率有所下降，但由于毛利率较低的煤炭贸易业务收入占比从 2014 年的 66.28%大幅下降至 51.84%，且新增发电业务毛利率水平较高，当年公司总体毛利率由 2013 年的 9.32%上升至 11.99%。2015 年，煤炭价格继续下跌，公司煤炭生产毛利率从 2014 年的 30.94%大幅下降至 2015 年的 14.28%，同时化工业务毛利率由正转负，带动当年总体毛利率下降至 10.54%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.04 亿元，同比增长 4.07%，从收入构成看，煤炭贸易收入占比较 2015 年下降，化工业务收入占比有所提升，其他收入构成变化不大。毛利率方面，2016 年 1~3 月，公司总体毛利率 10.38%，较 2015 年全年变化不大，分板块看，煤炭生产毛利率进一步下降，化工业务毛利率由负转正，其他板块变化不大。

总体看，受煤炭价格下降影响，公司煤炭生产和贸易业务收入规模下降较快，但在建矿井投产和电力业务的投产对收入下降起到较好缓冲作用。由于盈利能力较强的电力业务投产和煤炭生产收入占比的提高，较好地对冲了煤炭价格下降对公司盈利能力带来的不利影响，近三年，公司毛利率总体相对稳定。

表 1　公司近年分板块营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
发电	--	--	--	10.72	4.72	37.59	13.81	8.02	44.75	3.14	8.96	45.13
煤炭生产	48.52	22.10	33.33	76.69	33.74	30.94	72.77	42.24	14.28	14.94	42.64	10.28
煤炭贸易	145.48	66.28	0.69	117.81	51.84	0.80	71.09	41.26	1.17	12.34	35.22	1.02
化工	11.08	5.05	17.60	5.91	2.60	13.54	5.86	3.40	-8.73	2.54	7.25	12.92
其他	14.41	6.57	9.37	16.15	7.11	10.96	8.76	5.08	14.48	2.08	5.94	11.16
合计	**219.49**	**100.00**	**9.32**	**227.27**	**100.00**	**11.99**	**172.29**	**100.00**	**10.54**	**35.04**	**100.00**	**10.38**

资料来源：公司提供

2．煤炭生产

资源储备

公司从 2006 年开始涉足煤炭投资，并逐步提高对煤炭资源的控制能力和自供煤的能力。截至 2016 年 3 月底，公司控制煤炭地质储量 185.19 亿吨，控股在产煤矿合计设计产能为 4100 万吨/年（包括前期和在建煤矿后产能为 7070 万吨/年），煤种主要是动力煤。

表 2　截至 2016 年 3 月底公司控制煤炭资源明细表（亿吨、万吨/年、年、亿元）

分类	项目	煤炭地质储量	煤炭可采储量	煤种	设计产能	剩余可采年限	2015 年产量	现状	总投资	股比
控股项目	不连沟煤矿	10.53	6.77	不粘煤	1500	34.7	1407	在产	36.47	51%
	隆德煤矿	1.21	0.58	不粘煤、长焰煤	800	32	798	在产	43.42	51%
	小纪汗煤矿	31.16	17.01	长焰煤、不粘煤	1000	121.5	722	试生产	79.45	67%
	肖家洼煤矿	11.53	6.93	气煤、焦煤	800	64	794	试生产	56.11	51%
	在产产能	**54.43**	**31.29**	--	**4100**	--	**3721**	--	**215.45**	--
	高家梁煤矿	9	6.01	--	800	--	--	前期	36.75	51%
	哈密煤矿	11.55	一号井 3.3	--	300	78	--	前期	11.48	72%
	西黑山煤矿	136	一期 45.80	--	600	205	--	前期	13	88%
	万胜矿业	3.34	2.22	--	270	60	--	在建	17.19	60%
	可可盖煤矿	25.3	12.49	--	1000	102	--	前期	96.39	100%
在产、在建产能小计		**185.19**	**101.11**	--	--	--			**390.26**	-
参股项目	中能煤田	16.46	--	--	500	79.6	--	在建	55.54	33.50%
	黄陵煤矿	3	--	--	240	60	--	经营	12.01	30%
	云南东源镇雄	3.85	--	--	240	60	--	经营	17.78	36%
参股项目小计		**23.31**	--	--	**980**	--		--	**85.33**	-

资料来源：公司提供

原煤生产

2013~2015 年，公司原煤产量分别为 1843 万吨、3658 万吨和 3721 万吨。其中隆德煤矿、肖家洼煤矿产量增长较快，主要是新矿井逐步达产之后产能充分释放所致。2016 年 1~3 月，公司原煤产量 1177 万吨。

公司目前在产矿井合计 4 座，其中，不连沟煤矿位于内蒙古准格尔煤田北部，煤矿井田面积 33km^2，于 2010 年试产，2011 年正式建成投产，2012 年达产情况良好；隆德煤矿位于陕西省榆林市神木县西南约 33 公里，煤矿井田面积 20.46km^2，于 2012 年进入试生产，2013

年开始正式投产前的手续报批工作，同时煤矿进行技术改进停产，2013 年 7 月恢复生产；肖家洼煤矿位于山西省吕梁市兴县蔚汾镇肖家洼村南，井田面积 60.34km^2，2012 年 12 月 30 日肖家洼煤矿设备调试完毕并进入试生产；小纪汗煤矿位于国家批准的十三个大型矿区之一的榆横北矿区，井田面积 251.75km^2，于 2013 年 7 月建成并投入试生产。新疆西黑山露天矿属国家大型煤炭基地准东煤田西黑山矿区的规划矿田之一，井田总面积为 201km^2，一期露天矿井田面积 97.1km，西黑山煤矿前期工作稳步推进。随着隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿的稳定达产，近三年，公司煤炭产量逐年快速上升。公司煤矿均为近年新建矿井，装备水平高，综合、采煤、掘进机械化率达到 100%，安全生产水平高，开采生产以来未发生安全死亡事故。

表 3　公司近年煤炭生产情况（万吨/年、万吨）

矿井名称	设计产能	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
不连沟煤矿	1500	1254	1554	1407	357
隆德煤矿	800	183	603	798	249
肖家洼煤矿	800	344	680	794	280
小纪汗煤矿	1000	62	822	722	291
合计	**4100**	**1843**	**3658**	**3721**	**1177**

注：不连沟煤矿为剔除矸石后产量
资料来源：公司提供

煤炭外运

公司隆德煤矿目前商品煤基本采用客户坑口自提方式交运；不连沟煤矿目前商品煤基本上也由客户坑口自提，客户自提后可选择通过汽运或通过矿区自有铁路连接线运至主干铁路后于环渤海港区连接海运。肖家洼煤矿配套建设有铁路专用线。陕西省发改委已对小纪汗煤矿铁路专用线项目给予核准。

总体上，公司矿区周边煤炭需求较为充足，短距汽运是公司煤炭坑口销售后客户选择的主要外运方式，铁水联运线路*的*开通和铁路专用线的建设有助于公司后续投产产能的充分释放。

商品煤销售

公司的产品销售主要是对电厂的电煤销售。售煤价格实行市场化定价，并对电厂核定账期，到期后，华电煤业下属电厂通过华电集团财务公司或结算银行向公司支付货款，集团外电厂通过银行结算货款。

销量方面，近年来，公司煤炭销量持续增长，2013 年销量为 1780.18 万吨，2014 年煤炭销量 3129.28 万吨，同比增长 75.78%，2015 年达到 3369.82 万吨，同比增长 24.31%，销量逐年快速增长主要由于随着公司煤炭产能得到释放，公司煤炭产量快速增长所致。2015 年公司销量中，不连沟煤矿、隆德煤矿、肖家洼煤矿和小纪汗煤矿销量分别为 1404.72 万吨、734.96 万吨、608.23 万吨和 621.91 万吨。

销售价格方面，受煤炭市场持续低迷影响，近年来，公司煤炭销售价格持续下跌，2014 年为 192.69 元/吨，同比下降 5.59%。2015 年月，公司煤炭销售价格继续下跌至 137.14 元/吨。

公司在煤炭销售方面存在较大规模的关联交易，主要是煤炭销售和煤炭调运服务，2013~2015 年分别为 50.02 亿元、49.55 亿元和 67.50 亿元，占同类收入的比重分别为 34.93%、37.75%和 35.02%。关联交易定价方式均为市场定价。

总体看，公司矿井规划产能大，随着矿井的建成投产并逐步达产，公司煤炭产销量逐年快速增长。公司煤炭销售中关联交易占比较大。

表 4　近年公司煤炭销售情况（坑口不含税价）

产品	销量（万吨）				平均价格（元/吨）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
不连沟煤矿	1211.00	1287.55	1404.72	317.97	186.12	190.26	115.71	106.32
隆德煤矿	182.00	592.24	734.96	216.85	244.44	219.62	164.32	132.27
肖家洼	336.87	714.14	608.23	218.82	177.94	189.91	138.81	121.15
小纪汗煤矿	50.31	535.35	621.91	286.42	208.75	172.47	140.65	110.84
合计	**1780.18**	**3129.28**	**3369.82**	**1040.06**	**204.31**	**192.69**	**137.14**	**116.10**

资料来源：公司提供
注：1.由于隆德煤矿 2013 年上半年停产技改，7 月份复产后仅生产工程煤，销售收入与技改投资相抵消；
2.小纪汗煤矿和肖家洼煤矿处于试生产阶段。

3. 煤炭贸易业务

公司下设煤炭运销公司，从事煤炭交易业务（即煤炭贸易）。业务模式方面，公司主要采取“点对点”的销售模式，即先与下游客户确定煤种、煤炭供应量、价格和结算方式后再参照上述条件向上游煤炭生产厂商下单采购煤炭，尽量减少因大量存煤和煤炭价格波动造成的煤炭存货减值风险。

公司主要客户包括陕西林泰实业有限公司、安徽海螺物资贸易有限责任公司、江苏华电煤炭物流有限公司、华电峰源（北京）贸易有限公司和秦皇岛方维贸易集团有限公司等。2015 年，公司贸易业务前五大客户销售收入占比为 36.61%。结算主要采取现汇，也部分采取银行承兑汇票的方式进行结算。

公司在煤炭采购渠道方面结合供煤电厂区域布局特点，综合考虑电煤价格、运输条件等因素，形成了多渠道、市场化采购的特点，与一些大型煤炭企业保持了长期合作关系。目前，公司原煤采购来源主要集中于黑龙江、山东、四川、内蒙古等地。为在煤炭采购地区相对集中的情况下，尽可能分散采购风险，公司原煤供应商集中度相对较低。电煤价格方面，公司根据实际需要进行市场采购，按浮动价格每季度或每月度签订煤炭购销合同。

2013~2015 年，公司煤炭购销贸易规模呈逐年下降趋势，近三年贸易收入分别为 145.48 亿元和 117.81 亿元和 71.09 亿元，煤炭贸易板块收入逐年下降原因主要系受煤炭价格持续下降影响。

总体看，受公司压缩煤炭贸易板块业务影响，近年来公司贸易业务收入逐年大幅下降，且煤炭贸易业务对公司利润贡献小。

4. 发电业务

发电业务作为公司煤电一体化项目的重要组成部分，公司规划所有煤矿基地均有电厂配套，充分发挥煤电一体化带来的成本优势，目前已经组建了新疆昌吉英格玛煤电投资华电煤业有限责任公司、新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司、陕西华电榆横煤电有限责任公司等煤电一体化控股项目公司。

公司在运发电机组为华电榆横煤电有限责任公司下属榆横电厂一期，装机规模为 2×66 万千瓦，于 2014 年建成投产，煤源主要为公司投资建设的小纪汗矿井。2015 年，榆横电厂一期发电设备平均利用小时数 3600 小时，单位煤耗 309 克/千瓦时。

此外，2009 年公司按照华电集团要求对不连沟大路煤矸石电厂（一期 2×30 万千瓦）进行了设计优化，该电厂为公司不连沟煤矿的配套项目，目前处于在建状态，预计将于 2016 年 8 月底投产。肖家洼 2×35 万千瓦项目已经核准，已进入基建期，由于上网电价较低，目前建设进度有所放缓。昌吉英格玛及哈密英格玛电厂核准报告已报国家发改委，并于 2009 年 11 月成功移交给新疆公司。根据公司规划，2020 年，公司将建成发电装机规模 1000 万千瓦。

2015 年，公司发电业务营业收入 13.81 亿元，占公司营业收入的 8.02%，毛利率 44.75%。2016 年 1~3 月，公司发电业务营业收入 3.14 亿元，占营业收入比重为 8.96%，毛利率为 45.13%。

总体看，公司下属电厂均为煤电一体化项目，盈利能力较强，有利于提高公司总体盈利水平。公司规划装机规模较大，建设进度易受宏观环境和政策影响。

5．化工及其他产业

化工业务的运营主体是榆林天然气化工有限责任公司（以下简称“榆天化”），其前身是榆林天然气化工厂，始建于 1992 年，是一家以天然气为原料生产甲醇、醋酸等基础有机化工原料的能源化工企业，1996 年改制为陕西榆林天然气化工有限责任公司。2011 年被公司并购，经公司重组后成为公司的全资子公司。2012 年，公司正式完成了对榆林天然气化工有限责任公司的并购和整合。2015 年，榆天化启动对天然气制甲醇和醋酸业务的运营主体陕西榆林卓越煤化有限责任公司（以下简称“卓越煤化”）的破产清算程序，截至目前，榆天化产能主要为 60 万吨/年煤制甲醇。

公司在建煤化工项目为 140 万吨/年煤制甲醇项目。该项目由榆天化子公司陕西榆林凯越煤化有限责任公司（以下简称“凯越煤化”）负责建设和运营，其中项目一期为 60 万吨/年煤制甲醇，目前已建成投产。公司规划项目为煤制甲醇制芳烃项目，目前处于立项阶段。公司在甲醇制芳烃领域拥有自主知识产权，公司研发人员首次制得以微、纳米 ZSM-5 分子筛混合体为基础的、流化床用甲醇制芳烃的催化剂，可同时实现甲醇芳构化、轻烃芳构化和苯/甲苯甲醇烷基化功能，且同时抗金属烧结、积碳与水热三重失活。在国际上率先完成了该催化剂的 50 吨级工业放大制备。在以自主研发的催化剂基础上，公司研发团队首次开发了流化床甲醇制芳烃（FMTA）成套工业技术，包括甲醇芳构化、轻烃芳构化的反应-再生系统、中低温冷却及变压吸附—轻烃回炼、芳烃分离—苯/甲苯回炼等过程，应用该技术建成的工业试验装置安全、平稳运行 443 小时，是世界上首套成功运行的万吨级甲醇制芳烃工业试验装置。

2015 年，公司化工业务实现营业收入 5.86 亿元，在公司主营业务收入占比约 3.40%，毛利率-8.73%，毛利率为负主要由于甲醇价格一路走低所致。

公司的其他业务收入主要来自于物流板块，业务主要为参股铁路建设、船运、自营港口，该类业务成为公司煤炭外运和煤炭贸易业务的有效补充。

在铁路运输方面，公司于 2005 年参股了石太铁路客运专线 7.6%的股份，该工程已于 2008 年底投入运行，公司每年可获得铁路运力 1000~1500 万吨。公司还以 2.85 亿元现金出资参股了乌准铁路 12.5%的股权，以 5 亿元参股了蒙冀铁路 1.67%的股权，目前公司参股的路段已经通车。此外，公司收购了呼准铁路 21.33%的股权，为不连沟煤矿提升外运能力、增强盈利能力创造了条件。公司参股 1%的晋豫鲁铁路通道全长 1260 公里，已于 2014 年底全线通车。

在船运方面，公司于 2006 年出资组建了华远星海运有限公司，共拥有七艘船舶，自有运力 41.2 万吨，并取得了国际船舶运营资质。

在港口方面，公司投资的可门储运中心已于 2009 年 4 月 1 日正式投入运行，可门港 10 号、11 号泊位建成投产，其中 10 号泊位已建成福建省最大的 15 万吨级散货卸船码头，11 号泊位建成了 5 万吨级的散货装船码头，两个码头的年设计吞吐能力达到 1800 万吨；与之配套的公司参股组建的可门铁路支线还可为可门储运向内陆延伸创造条件。

总体看，公司化工板块原有业务已进入破产清算程序，后续进展及公司影响有待观察，目前在运业务为煤制甲醇业务，目前正常经

营。公司规划项目尚处于立项阶段，后续进展待观察。物流板块为公司煤炭外运和煤炭贸易业务提供有效补充。

6. 经营效率

受2015年以来公司营业收入下降的影响，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，2015年分别下降至5.31次和0.29次。近年来，为应对行业景气低迷，公司对存货库存水平进行了较好的控制，存货周转次数呈波动上升趋势，2015年达到19.74次。

总体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

公司致力于打造煤为核心、物流通畅、运销高效的产、运、销一体化产业链。

公司未来投资围绕煤炭生产、发电业务以及化工业务展开，随着在建项目推进，公司生产和盈利能力有望进一步提高。同时根据能源行业形势，公司将适时发展清洁绿色能源及电力建设，到2020年装机规模达1000万千瓦。

截至2015年底，公司主要在建项目投资总额590.92亿元，截至2015年底已完成投资333.67亿元，2016~2018年，公司预计投资分别为26.59亿元、41.01亿元和35.33亿元。2015年，公司已结转为固定资产的在建工程主要是华电榆林天然气化工有限责任公司旗下凯越60万吨煤化工项目。

综合分析，公司在建项目主要集中在煤炭和电力领域，为满足在建工程持续性支出，短期内公司仍将保持一定程度的对外融资需求。

表5 截至2015年底公司在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	建设规模（万吨/年）	投资总额（亿元）	股权占比（%）	已完成投资（亿元）	预计投入（亿元）		
					2016年	2017年	2018年
小纪汗煤矿	1000	79.45	67	62.73	5	0	0
隆德煤矿	800	43.42	51	29.75	0.4	0	0
肖家洼煤矿	1000	56.61	51	49.87	3.47	0	0
西黑山露天煤矿	600	13	88	4.58	0.03	1	2.3
哈密煤矿	300	11.48	72	2.73	0.01	0.03	0.03
万胜甜水堡一矿	30	2.9	60	2.8	0	0	0
万胜甜水堡二矿	240	14.29	60	9.67	2.44	2.18	0
东高家梁煤矿	800	36.75	51	1.2	0.1	10	5
蒙西基地（物流园）	1000	3.84	51	3.84	0	0	0
凯越煤化工	60	47.9	100	47.9	0	0	0
电力产业	--	81.76	--	72.87	4.57	5	0
物流产业	--	103.13	--	44.63	10.52	6.8	16
合计	--	**590.92**		**333.67**	**26.59**	**41.01**	**35.33**

资料来源：公司提供。

八、募集资金使用情况

截至2016年3月底，“15华电煤业CP001”所募集的资金已全部按照募集计划使用。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2016年一季度财务数据未经审计。

2014年公司新纳入合并范围的子公司2家，分别为东方煤电和上海华鲲航运有限公司；同时子公司华电煤业运销公司控股子公司二连浩特华城能源开发有限公司不再纳入公

司合并范围。2015 年，公司财务报告新纳入合并范围的子公司 2 家，为新设立企业北京华电力拓能源科技有限公司和榆林华电煤炭运销有限公司；不再纳入合并范围子公司 3 家，榆林卓越能源化工有限责任公司进入清算程序，华电湖北燃料有限公司因出售 11%股权已无控制权，呼和浩特市众志益商贸有限责任公司已注销。由于上述公司资产规模较小，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 597.33 亿元，所有者权益合计 150.38 亿元（其中少数股东权益 74.32 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 172.29 亿元，利润总额-16.33 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 596.56 亿元，所有者权益合计 150.02 亿元（其中少数股东权益 74.96 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.04 亿元，利润总额-2.57 亿元。

1. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合增长率为-11.40%，2014 年公司营业收入与 2013 年基本持平，2015 年公司实现营业收入 172.29 亿元，同比下降 24.19%，主要由于煤炭价格下降以及贸易业务压缩所致。营业成本方面，2013~2015 年，公司营业成本波动中有所下降，年均复合增长率为-12.00%，与营业收入下降幅度基本一致。2013~2015 年，公司营业利润率波动下降，2015 年为 8.53%。2015 年，公司煤炭销售物流费用不再计入销售费用而计入营业成本，对公司营业利润率产生一定影响。

从期间费用看，2013~2015 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计分别为 19.00 亿元、26.62 亿元和 24.71 亿元，分别占营业收入的 8.65%、11.71%和 14.34%，期间费用占营业收入的比重处于逐年上升状态，主要由于受债务规模的增长影响公司财务费用快速增长所致。2015 年，公司销售费用同比下降 65.39%，主要由于公司物流费用不再计入销售费用而计入营业成本所致。

2015 年，公司计提资产减值损失 8.52 亿元，主要由于榆天化下属卓越煤化破产清算、云南滇北能源下属兴和煤矿与榆横煤电在建工程计提减值损失所致，具体而言，计提坏账准备 5.33 亿元、计提在建工程减值准备 0.34 亿元、计提无形资产减值准备 2.24 亿元、计提商誉减值准备 0.60 亿元。

2013~2015 年，公司分别实现投资收益 3.48 亿元、1.52 亿元和 2.19 亿元，主要是长期股权投资实现投资收益，2014 年同比下降主要由于煤炭市场整体低迷，公司参股企业盈利下降所致，2015 年同比增长主要由于处置长期股权投资实现投资收益 1.39 亿元所致。

2013~2015 年，公司利润总额快速下降，三年分别为 3.61 亿元、0.60 亿元和-16.33 亿元，2014 年利润总额下降主要由于煤炭价格下降所致，2015 年利润总额大幅下滑并由正转负，主要由于煤炭价格持续低迷且计提资产减值损失 8.52 亿元所致。

从盈利指标看，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年下降，总资本收益率三年分别为 2.30%、2.64%和-0.69%；净资产收益率三年分别为 2.06%、0.36%和-11.60%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.04 亿元，同比增长 4.07%，营业利润率为 7.50%，较 2015 年全年略有下降；利润总额为-2.57 亿元，仍然处于亏损状态。

总体看，受煤炭价格下降影响，2015 年以来，公司营业收入规模和盈利能力指标均下降较快；债务规模扩大导致财务费用增长逐年快速增长，对利润侵蚀严重；加之 2015 年公司计提较大额度的资产减值损失，导致公司利润规模逐年萎缩，并于 2015 年发生较大额度的亏损。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营

活动现金流入量波动下降，年均复合增长率为-8.96%，三年分别为 229.73 亿元、230.13 亿元和 190.41 亿元，2015 年同比下降主要由于收入规模下降所致，2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 11.74 亿元，同比大幅增长 71.76%，主要是公司收回的销售代垫运费等。近三年，公司经营活动现金流出年均增长率为-16.07%，近三年分别为 228.26 亿元、218.07 亿元和 160.79 亿元，呈逐年下降趋势。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.47 亿元、12.07 亿元和 29.62 亿元。从收入实现质量看，公司现金收入比三年分别为 103.30%、98.02%和 103.61%，收入实现质量 2015 年有所改善。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量规模较小，近三年分别为 10.28 亿元、3.94 亿元和 5.93 亿元。近三年，公司投资活动现金流出量逐年下降，年均增长率为-31.96%，近三年分别为 60.42 亿元、34.19 亿元和 27.98 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，逐年下降主要由于在建项目逐渐建成投产，投资支出规模下降所致。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-50.14 亿元、-30.26 亿元和-22.04 亿元。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 207.63 亿元、305.68 亿元和 167.49 亿元，2015 年，公司筹资活动现金流入明显下降；公司筹资活动现金流出分别为 168.39 亿元、267.28 亿元和 188.65 亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 39.24 亿元、38.39 亿元和-21.17 亿元，2015 年，公司筹资活动现金净流量由正转负。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-1.52 亿元，其中，经营活动现金流入 54.65 亿元，经营活动现金流出 56.17 亿元；投资活动现金流入净额-7.82 亿元；筹资活动现金流量净额-0.63 亿元。

总体看，随着收入规模的下降，2015 年以来，公司经营活动现金流入规模下降，但收入实现质量改善，现金净流入规模上升。近年来，随着在建项目逐步投产，公司投资活动现金净流出规模持续下降，筹资活动净现金流 2015 年由正转负。

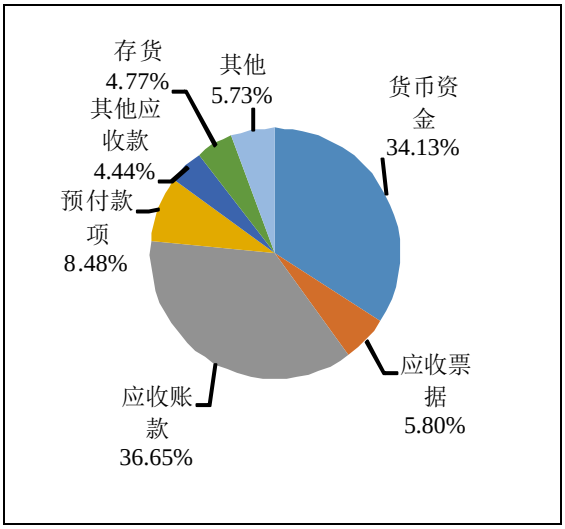
3. 资本及债务结构

资产

2013~2015 年，公司资产总额波动中有所增长，年均增长 9.19%，截至 2015 年底为 597.33 亿元，同比下降 1.25%。从资产构成看，流动资产占比 14.31%，非流动资产占比 85.69%，公司资产以非流动资产为主。

2013~2015 年，公司流动资产波动中有所增长，截至 2014 年底，公司流动资产 108.97 亿元，同比增长 40.91%，主要由于货币资金、应收账款和其他流动资产增长所致；截至 2015 年底，公司流动资产为 85.49 亿元，同比下降 21.55%，主要由于货币资金、其他应收款和存货下降所致。2015 年底公司流动资产主要由货币资金（占 34.13%）、应收票据（占 5.80%）、应收账款（占 36.65%）和预付款项（占 8.48%）等构成。

图 6　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均增长 17.45%，2014 年货币资金同比增长

主要由于债务筹资获得资金的暂时滞留；2015 年货币资金的同比下降主要由于到期债务偿还而新增债务融资减少所致。截至 2015 年底为，公司货币资金为 29.17 亿元，其中，受限资金 2.17 亿元，占货币资金总额的 7.44%，总体看，公司受限资金规模不大。

2013~2015 年，公司应收票据有所波动，年均增长 2.14%，截至 2015 年底为 4.96 亿元，同比下降 4.42%，均为银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均增长 31.23%，截至 2015 年底为 31.33 亿元，同比增长 33.87%，主要原因在于，2012 年以来，煤炭行业整体低迷，公司销售回款率逐步降低，回款周期有所延长。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 1.03 亿元，由于预计无法收回，已 100%计提坏账准备；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 18.51 亿元，坏账准备计提比例为 0.39%，从账龄结构看，1 年以内的占比 98.99%，1~2 年的占比 0.44%，2~3 年的占比 0.34%，3 年以上的占比 0.23%，公司应收账款账龄结构短；华电系统内单位应收账款账面余额 4.97 亿元，未计提坏账准备。公司应收账款已累计计提坏账准备 1.12 亿元，计提比例 3.45%。考虑到公司应收账款账龄结构短，且单项金额重大者已全部计提坏账准备，公司应收账款回收风险小。

公司预付账款主要为预付煤炭供应商的购煤款项和工程款。2013~2015 年，公司预付款项快速下降，年均下降 22.02%，主要原因在于，2014 年开始公司煤炭贸易业务加大了点对点供煤的比例，即先掌握下游客户需求后再进行上游的煤炭采购，此种业务模式中，公司减少了预付上游煤炭供应商的预付款金额。

公司其他应收款主要为融资租赁预付保证金和集团内部购销往来款。2013~2015 年，公司其他应收款波动下降，年均复合增长率为-19.83%，截至 2015 年底为 3.80 亿元，同比下降 55.17%，2015 年大幅下降主要由于子公司榆天化下属卓越能源公司破产清算，导致榆天化对卓越能源公司的往来款 4.27 亿元无法收回，计提坏账准备所致。

2013~2015 年，公司存货快速下降，年均下降 46.14%，截至 2015 年底为 4.08 亿元，同比下降 64.64%，存货快速下降主要由于公司加大了销售拓展力度，因此库存商品出现了较大幅度的下降所致。公司存货主要由原材料（占 69.59%）、库存商品（占 29.76%）构成。截至 2015 年底，公司存货未计提存货跌价准备，考虑到公司存货规模较小，存货跌价对公司影响小。

公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税，近三年波动增长，年均复合增长率为 425.17%，截至 2015 年底为 3.52 亿元。

2013~2015 年，公司非流动资产有所增长，年均增长 9.91%，主要由于固定资产和无形资产增长所致，截至 2015 年底为 511.84 亿元，同比增长 3.21%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产等构成。

2014 年和 2015 年底，公司可供出售金融资产分别为 30.27 亿元和 30.44 亿元，均为可供出售权益工具。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 21.16 亿元，主要包括对呼准铁路有限公司、陕西中能煤田有限公司、陕西煤业黄陵建庄矿业公司和福建可门港铁路支线有限责任公司等的股权投资。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均增长 19.85%，截至 2015 年底为 199.15 亿元，同比增长 21.58%，2014 年固定资产增长主要由于在建工程榆横电厂转固 15.58 亿元、小纪汗煤矿转固 9.77 亿元、肖家洼煤矿转固 6.35 亿元所致，2015 年固定资产增长主要由于在建工程大路煤矸厂电厂转固 16.93 亿元、榆林 60 万吨煤化工转固 43.08 亿元和肖家洼煤矿转固 6.42 亿元所致。2015 年底公司固定资产主要由房屋建筑物（占 25.49%）、机器设备（占

62.96%）、运输工具（占 8.01%）等构成，公司固定资产已计提折旧 45.14 亿元，计提减值准备 56.21 万元。

2013~2015 年，公司在建工程波动中有所下降，年均增长-3.13%，截至 2015 年底为 99.92 亿元，同比下降 15.84%。2014 年在建工程增长主要由于曹妃甸码头三期在建工程增加 2.33 亿元、甜水堡二矿项目在建工程增加 2.97 亿元、大路煤矸石电厂项目在建工程增加 6.73 亿元、肖家洼煤矿增加 14.86 亿元、小纪汗煤矿增加 7.43 亿元所致。2015 年在建工程下降主要由于部分项目转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司主要在建工程包括曹妃甸码头三期 12.76 亿元、大路煤矸石电厂 21.85 亿元、甜水堡二矿 8.16 亿元、小纪汗煤矿 8.65 亿元等。

2013~2015 年，公司无形资产波动中有所增长，年均增长 14.83%，2015 年底为 143.13 亿元，同比下降 1.72%，2014 年无形资产增加主要由于下属煤矿的特许经营权增加所致。2015 年底公司无形资产主要是特许使用权（占 94.69%）。

截至 2015 年底，公司商誉 5.65 亿元，主要由于合并云南滇北能源公司梅峰煤矿、搏木县隆德矿业有限公司、陕西榆林天然气化工有限公司、山西锦兴能源有限公司和甘肃万胜矿业有限公司等形成。

截至 2015 年底，公司长期待摊费用 7.47 亿元，主要是征地塌陷补偿和回采巷道。

截至2016年3月底，公司资产总额596.56亿元，较2015年底下降0.13%，其中，流动资产占比13.27%，非流动资产占比86.73%，资产构成较2015年年底变化不大。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合煤炭行业特点。公司在建矿井和电力项目多，在建工程维持在较大规模，同时，随着部分在建工程的转固，公司固定资产快速增长。受煤炭行业景气低迷影响，公司应收账款增长较快，考虑到公司应收账款账龄结构较短且欠款方主要为电力企业，公司应收账款回收风险小。公司总体资产质量一般。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益波动下降，年均复合变化率为-4.42%，截至 2014 年底，公司所有者权益为 167.21 亿元，同比下降 1.57%，主要原因是 2014 年公司进行现金股利分配导致未分配利润大幅下降所致；截至 2015 年底，公司所有者权益为 150.38 亿元，同比下降 10.06%，主要由于当年公司经营亏损导致未分配利润大幅下降所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 50.58%，少数股东权益占 49.42%；归属于公司所有者权益中，股本占 48.08%、资本公积占 66.37%、专项储备占 4.04%、盈余公积占 4.29%、未分配利润占-22.78%。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 150.02 亿元，较 2015 年底下降 0.24%，主要由于经营继续亏损所致。

总体看，受利润分配和经营亏损影响，公司未分配利润逐年下降并由正转负，导致所有者权益逐年下降。公司所有者权益稳定性较好。

负债

2013~2015年，公司负债总额快速增长，年均增长15.26%，2015年底为446.95亿元，同比增长2.11%。其中，流动负债占比42.17%，非流动负债占比57.83%。

2013~2015年，公司流动负债有所波动，年均复合变化率为-0.04%，截至2015年底为188.46亿元，同比下降6.43%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动负债等构成。2013~2015年，公司短期借款波动中有所下降，年均复合变化率-13.82%，2015年底为88.20亿元，同比增长8.75%，2015年底公司短期借款中，信用借款73.30亿元、保证借款14.90亿元。截至2015年底，公司应付票据7.15亿元，均为银行承兑汇票。2013~2015年，公司应付

账款不断增长，年均增长12.20%，截至2015年底为51.63亿元，同比增长19.23%，主要由于公司贸易业务煤炭采购量增加和煤矿、电厂确认的工程款和设备款增长所致。近三年，公司其他应付款保持相对稳定，截至2015年底为14.25亿元，主要是工程质保金及往来款。2013~2015年，公司其他流动负债分别为0.19亿元、40.00亿元和16.00亿元，2015年底其他流动负债为短期融资券“15华电煤业CP001”。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均增长32.24%，截至2015年底为258.49亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。2013~2015年，公司长期借款有所增长，年均增长8.82%，截至2015年底为144.44亿元，同比增长4.31%，其中，质押借款22.57亿元、抵押借款17.11亿元、保证借款6.16亿元、信用借款98.60亿元。2014年和2015年底，公司应付债券均为20.00亿元，系公司发行的中期票据“14华电煤MTN001”。2013~2015年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长率为195.38%，截至2015年底为83.24亿元，同比增长23.93%，2014年快速增长主要原因在于，一是子公司福建华电运储有限公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司新增融资租赁款41.18亿元，二是公司收购鄂尔多斯市东方煤电投资有限责任公司股权，产生24.41亿元股权收购款项，待东方煤电公司取得“路条”、矿井试生产和取得生产许可证后分阶段支付；2015年快速增长主要由于山西锦兴能源有限公司新增融资租赁款7.53亿元，内蒙古蒙泰不连沟煤业有限公司新增融资租赁款7.49亿元所致。

有息债务方面，近三年，公司全部债务快速增长，年均增长17.63%。截至2015年底，公司全部债务335.40亿元，同比增长1.80%。其中，短期债务占比33.70%，长期债务占比66.30%。

从债务指标看，近三年，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均呈逐年上升趋势，资产负债率近三年分别为67.15%、72.36%和74.82%，全部债务资本化比率近三年分别为59.55%、66.33%和69.04%，长期债务资本化比率近三年分别为42.69%、54.51%和59.66%。

截至2016年3月底，公司负债总额446.54亿元，较2015年底下降0.09%。同期，公司全部债务336.42亿元，其中，短期债务占比33.15%，长期债务占比66.85%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2015年底略有上升，分别为74.85%、69.16%和59.99%。

总体看，近年来，公司业务规模扩张较快，导致债务规模快速扩张，债务负担持续加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015 年，公司流动比率波动上升，三年分别为 41.00%、54.11%与 45.36%，公司速动比率波动上升，三年分别为 33.54%、48.38%与 43.20%，公司经营现金流动负债比逐年上升，三年分别为 0.78%、5.99%与 15.72%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 42.64%、39.72%，和 2015 年底相比均进一步下降。总体看，受债务期限结构与资产结构匹配程度较差影响，公司短期债务规模大，存在一定短期支付压力，但考虑到公司作为华电集团煤炭经营实体，能够得到母公司的支持，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 波动中有所下降，三年分别为 17.53 亿元、29.43 亿元和 15.77 亿元；EBITDA 利息倍数逐年下降，三年分别为 2.94 倍、1.59 倍和 0.53 倍，EBITDA 对利息保障能力弱；全部债务/EBITDA 波动上升，三年分别为 13.82 倍，11.19 倍和 21.27 倍，EBITDA 对全部债务保障能力弱。总体看，公司长期偿债能力弱。近年公司通过债务融资满足在建工程建设资金需求，债务规模大幅扩张，公司偿债指标弱，未来随着在建工程的逐步投产，综合偿债能力有望增强。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司本部（不包含下属子公司）获得银行授信额度175.00亿元，已使用额度为54.64亿元，未使用额度为161.65亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保总额 5.27 亿元，其中对内蒙古胡准铁路有限公司提供担保 4.37 亿元，对陕西黄陵建庄矿业有限公司提供担保 0.90 亿元，均为公司参股企业，担保比率为 3.51%。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

5. 存续债券偿还能力

“15华电煤业CP001”发行额度为16亿元，截至2016年3月底公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为23.45亿元、190.41亿元和29.62亿元，分别为“15华电煤业CP001”的1.47倍、11.90倍和1.85倍。公司经营活动现金流入量对“15华电煤业CP001”保障能力强。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1011011403939830G），截至2016年7月20日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；近三年债务融资工具均已按时付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

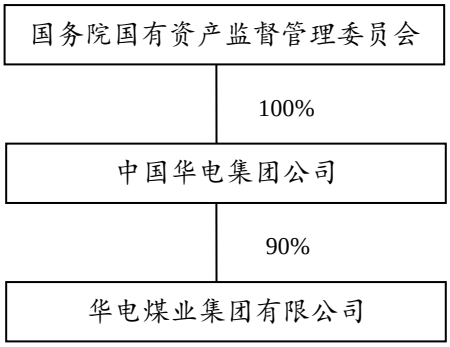
7. 抗风险能力

公司具有较丰富的资源储备和良好的资源禀赋，依托母公司华电集团的有力支持，公司在资源获取、产品销售等方面具备一定的优势。综合来看，公司抗风险能力很强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面，并维持“15华电煤业 CP001”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.14	45.78	31.96	23.45
资产总额(亿元)	501.04	604.91	597.33	596.56
所有者权益(亿元)	164.62	167.21	150.38	150.02
短期债务(亿元)	119.74	129.14	113.02	111.51
长期债务(亿元)	122.65	200.32	222.38	224.90
全部债务(亿元)	242.39	329.46	335.40	336.42
营业收入(亿元)	219.49	227.27	172.29	35.04
利润总额(亿元)	3.61	0.60	-16.33	-2.57
EBITDA(亿元)	17.53	29.43	15.77	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	12.07	29.62	-1.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.20	8.82	5.31	--
存货周转次数(次)	19.66	15.63	19.74	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.41	0.29	--
现金收入比(%)	103.30	98.02	103.61	142.00
营业利润率(%)	8.86	11.38	8.53	7.50
总资本收益率(%)	2.30	2.64	-0.69	--
净资产收益率(%)	2.06	0.36	-11.60	--
长期债务资本化比率(%)	42.69	54.51	59.66	59.99
全部债务资本化比率(%)	59.55	66.33	69.04	69.16
资产负债率(%)	67.15	72.36	74.82	74.85
流动比率(%)	41.00	54.11	45.36	42.64
速动比率(%)	33.54	48.38	43.20	39.72
经营现金流动负债比(%)	0.78	5.99	15.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.94	1.59	0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.82	11.19	21.27	--

注：1．2016 年一季度财务数据未经审计；
2．短期债务包含其他流动负债中的短期融资券；
3．长期债务包含长期应付款中的融资租赁款；
4．现金类资产已剔除使用受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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