跟踪评级公告

联合[2016] 389 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，评级展望由稳定调整为负面，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

二零一六年三月十六日

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：** 稳定

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 3 月 16 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	32.64	25.90	50.91	43.20
资产总额(亿元)	422.07	501.04	604.91	612.12
所有者权益(亿元)	161.77	164.62	167.21	169.62
短期债务(亿元)	69.91	119.74	129.14	130.21
全部债务(亿元)	171.14	242.39	329.46	366.54
营业收入(亿元)	164.25	219.49	227.27	118.15
利润总额(亿元)	20.29	3.61	0.60	-5.24
EBITDA(亿元)	33.03	17.42	29.43	--
经营性净现金流(亿元)	13.43	1.47	12.07	15.78
营业利润率(%)	17.65	8.86	11.38	9.95
净资产收益率(%)	9.84	2.06	0.36	--
资产负债率(%)	61.67	67.15	72.36	72.29
全部债务资本化比率(%)	54.68	59.55	66.33	68.36
流动比率(%)	51.69	41.00	54.11	53.25
全部债务/EBITDA(倍)	5.88	13.82	11.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	2.94	1.59	--
经营现金流动负债比(%)	10.58	0.78	5.99	--

注：1. 公司 2015 年 1~9 月财务数据未经审计；
2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

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”）的评级体现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的综合优势。联合资信同时关注到，煤炭行业景气度阶段下行、公司债务规模持续上升、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。

跟踪期内，煤炭行业景气度下滑，煤炭价格不断下降，公司经营出现亏损，偿债能力持续弱化。另外，在建工程项目的后续投资进一步加重了公司的债务负担，削弱了公司的综合抗风险能力。

综合以上，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望由稳定调整为负面，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. 公司原煤储量大，原煤产量快速增长，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，有效保障了公司未来原煤产能的充分释放。

关注

1. 近年来煤炭行业景气度下行，对公司盈利能力造成较大冲击，公司 2015 年前三季度出现亏损。
2. 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。

3. 公司低盈利性煤炭贸易板块规模下滑较快，对公司收入规模影响较大。

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 2015 年 9 月底，公司注册资本金合计 36.57 亿元，其中，华电集团直接持有公司 52.54%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 2015 年 9 月底，公司下设办公室、规划发展部、人力资源部、财务管理部、安全监察局、生产与机电部(调度室)、工程管理部、企业管理部（法律事务处、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、审计部、物流管理部和煤化工（电力）管理部 15 个职能部门，以及 3 个全资子公司和 16 个控股子公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额合计 604.91 亿元，所有者权益合计 167.21 亿元（含少数股东权益 74.58 亿元）。2014 年公司实现营业收入 227.27 亿元，利润总额 0.60 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额合计 612.12 亿元，所有者权益 169.62 亿元（含少数股东权益 77.78 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 118.15 亿元，利润总额 -5.24 亿元。

公司注册地址：北京市昌平区城区镇白浮泉路 17 号综合楼 401 室；法定代表人：丁焕德。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年

增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高的问题得到一定程度的缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，是全面深化改革的关键之年，中国经济下行压力依然较大，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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

1. 行业概况

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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能源消费结构中所占的比重达到 66%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

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%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨，占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

供需格局

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，2014年度煤炭总供给过剩量达4.04亿吨。

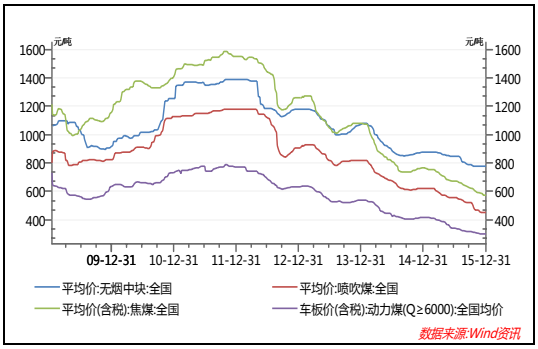
煤炭价格

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

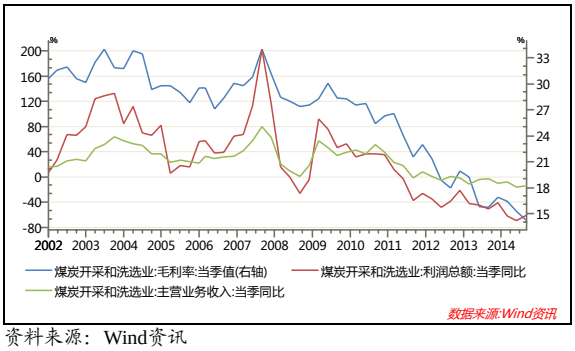
2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011

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%。

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2014年和2015年9月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

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

2. 行业关注

总量控制失效

根据《BP世界能源统计年鉴》（2013年6月），中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为32亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格的产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡的问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭

有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

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，从今年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。

3. 行业发展

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。

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。

五、基础素质分析

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、

化工及其他四大产业板块。

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 2015 年 9 月底，公司控制煤炭地质储量 241.52 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 7070 万吨/年（包括部分在建煤矿）。

另外，公司根据华电集团电源点布局和燃料供应具体情况，在运力紧张线路参股铁路建设，在运输繁忙航线组建船运公司，在煤炭消费集中地区建设港口和储运中心。在铁路运输方面，公司参股了石太铁路客运专线 7.6%的股份，每年可获得铁路运力 1000~1500 万吨，对保障集团重点电厂的电煤需求起到重要作用。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。此外，公司收购了呼准铁路 21.33%的股权，为煤矿提升外运能力、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 年底全线竣工。在船运方面，公司于 2006 年出资组建了华远星海运有限公司，目前公司控股的华远星海运有限公司共拥有七艘船舶，自有运力 41.2 万吨/年，并取得了国际船舶运营资质。

整体来看，公司产、运、供、销的产业链基本形成，业务规模稳步增长。

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。

2012~2014 年，公司营业收入持续上升，年均增长 17.63%，2014 年，公司营业收入为 227.27 亿元，同比增长 3.55%，其中，煤炭生产板块收入快速增长，为 76.69 亿元，占营业收入比重由 2013 年 22.10%上升至 33.74%；煤炭贸易板块收入规模较 2013 年呈下降趋势，2014 年为 117.81 亿元，营业收入占比快速下降，为 51.84%；2014 年，公司化工板块收入较 2013 年有所下降，为 5.91 亿元，占营业收入比重为 2.60%；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，2014 年达到 16.15 亿元，同比增长 12.07%，占比由 2013 年的 6.57%上升至 7.11%。煤炭生产和煤炭贸易板块对公司营业收入贡献大。

从营业毛利率方面来看，近三年，公司整体毛利率波动下降，2014 年为 11.99%，同比增加 2.67 个百分点，主要是高毛利率板块煤炭生产和发电板块占营业收入比重逐步升高，带动整体毛利率有所上升；其中，煤炭生产毛利率为 30.94%，较上年有小幅下降，主要系煤炭行业持续低迷所致；2014 年公司发电板块毛利率为 37.59%，为当年毛利率最高的业务板块。2014 年公司煤炭贸易毛利率为 0.80%，较 2013 年小幅上升。2014 年公司化工板块毛利率为 13.54%，较 2013 年有所下降；公司其他收入板块毛利率有所下降，为 10.96%。

2015 年 1~9 月，公司营业收入为 118.15 亿元。其中，煤炭生产板块收入 54.81 亿元，由 2014 年的占比 33.74%大幅上升至 46.39%；煤炭贸易板块占比较 2014 年有所下降。2015 年 1~9 月份，公司整体毛利率达到 12.25%，煤炭生产板块毛利率相比 2014 年的 25.69%下降至 15.18%；同期，公司化工业务毛利率大幅下降至-4.37%，发电业务毛利率由 2014 年的 37.59%上升至 46.37%；煤炭贸易业务毛利率

有所上升，相比 2014 年底上升 0.15 个百分点，仍属微利范围。

总体来看，受行业低迷影响，公司煤炭生产板块和化工板块盈利能力持续下降，公司煤炭贸易板块处于微利范围，高盈利的发电板块占公司收入比重仍较小，公司整体盈利能力偏弱。

表 1　公司近年分板块营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
发电	--	--	--	--	10.72	4.72	10.46	8.85
煤炭生产	42.24	25.72	48.52	22.10	76.69	33.74	54.81	46.39
煤炭贸易	100.87	61.41	145.48	66.28	117.81	51.84	43.33	36.68
化工	12.15	7.40	11.08	5.05	5.91	2.60	3.2	2.71
其他	9.00	5.48	14.41	6.57	16.15	7.11	6.34	5.37
合计	164.25	100.00	219.49	100.00	227.27	100.00	118.14	100.00
	毛利率		毛利率		毛利率		毛利率	
发电	--		--		37.59		46.37	
煤炭生产	58.17		33.33		25.69		15.18	
煤炭贸易	1.03		0.69		0.80		0.95	
化工	16.21		17.60		13.54		-4.37	
其他	28.78		9.37		10.96		16.40	
合计	18.36		9.32		11.99		12.25	

注：由于 2013 年起公司取消代理采购板块，2011-2012 年代理采购板块并入其他板块

资料来源：公司提供

2. 自产煤炭业务

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 2015 年 9 月底，公司控制煤炭地质储量 241.52 亿吨，控股煤矿合计设计产能为 7070 万吨/年（包括部分在建煤矿）。

表 2　截至 2015 年 9 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	设计产能	剩余可采年限	2014 年产量	现状	总投资	股比
控股项目	不连沟煤矿	11.48	7.45	1500	46	1554	在产	36.47	51%
	隆德煤矿	1.47	0.72	800	34	603	在产	43.42	51%
	小纪汗煤矿	31.56	17.34	1000	120	680	试生产	96.35	67%
	肖家洼煤矿	11.82	7.91	800	66	822	试生产	60.54	51%
	在产产能	**56.33**	**33.42**	**4100**		**3658**		**236.78**	
	高家梁煤矿	9	6.01	800			在建	36.75	51%
	哈密煤矿	11.55	3.3	300	78		在建	11.48	72%
	西黑山煤矿	136	45.80	600	205		在建	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		在建	96.39	100%
在产、在建产能小计		**241.52**	**106.33**	**7070**				**411.59**	-

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

2012~2014 年，公司原煤产量分别为 1929 万吨、1843 万吨和 3658 万吨。2015 年 1~9 月公司原煤产量 3057 万吨，其中隆德煤矿、肖家洼煤矿产量较 2014 年同期相比增长较多，公司通过提高产量来摊薄固定成本。

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。随着隆德煤矿和肖家洼煤矿的稳定达产，公司煤炭产量有望稳步上升。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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
不连沟煤矿	1500	1469	1254	1554	1047
隆德煤矿	800	460	183	603	783
肖家洼煤矿	800	-	344	680	673
小纪汗煤矿	1000	-	62	822	554
合计	**4100**	**1929**	**1843**	**3658**	**3057**

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

2014 年以来，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。

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，2014 年煤炭销量 3129.28 万吨，同比增长 75.78%，主要由于公司煤炭产能得到释放。其中不连沟煤矿、隆德煤矿销量、肖家洼煤矿和

小纪汗煤矿销量分别为 1287.55 万吨、592.24 万吨、714.14 万吨和 535.35 万吨，同比增长 6.32%、225.41%、111.99%和 964.10%。2015 年 1~9 月煤炭销量 2728.85 万吨，为 2014 年销量的 87.2%。

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 1~9 月，公司煤炭销售价格继续下跌至 125.48 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，2012~2014 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%。

总体看，公司矿井规划产能大；同时，公司近些年增加对资源富集地区的项目投资，原煤产量逐年快速增长。

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）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
不连沟煤矿	1113.00	1211.00	1287.55	887.60	224.10	186.12	190.26	101.72
隆德煤矿	447.00	182.00	592.24	721.55	270.94	244.44	219.62	144.87
肖家洼	--	336.87	714.14	654.70	--	177.94	189.91	132.05
小纪汗煤矿	--	50.31	535.35	465.00	--	208.75	172.47	122.22
合计	**1560.00**	**1780.18**	**3129.28**	**2728.85**	**247.52**	**204.31**	**192.69**	**125.48**

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），主要客户包括福建可门电厂、扬州电厂、望亭电厂、戚墅堰电厂和半山电厂等。

2012~2014 年，公司煤炭购销贸易规模呈波动上升趋势，三年贸易收入分别为 100.87 亿元、145.48 亿元和 117.81 亿元，2014 年煤炭贸易板块收入下降原因主要系公司压缩煤炭贸易板块业务，做实主业所致。2015 年 1~9 月，公司煤炭贸易板块占比进一步下降，占比为 36.68%。

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。

总体看，公司煤炭交易业务属于贸易类业务，受公司压缩煤炭贸易板块业务影响，2014 年及 2015 年 1~9 月大幅下降，且煤炭交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，目前公司在建和规划建设电厂装机容量为 192 万千瓦。其中，榆横电厂（一期 2×66 万千瓦）于 2012 年 8 月获得核准，煤源主要为公司投资建设的小纪汗矿井；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，目前该电厂核准报告已报国家发改委；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。

2014 年，公司发电业务营业收入 10.72 亿元，占公司营业收入的 4.72%，毛利率 37.59%。2015 年 1~9 月，公司发电业务营业收入 10.46 亿元，占营业收入比重为 8.85%，毛利率为 46.37%，较 2014 年进一步上升。

5．化工及其他产业

化工业务方面，榆林天然气化工有限责任公司（以下简称“榆天化”）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。2014 年榆天化实现营业收入 5.91 亿元，在公司主营业务收入占比约 2.60%，收入较 2013 年出现大幅下滑，主要系化工市场低迷导致。2015 年 1~9 月，实现营业收入 3.2 亿元，占主营业务比重 2.71%，毛利率为 -4.37%，较 2014 年进一步下降，主要是原因系甲醇价格下降导致榆林天然气化工有限责任公司的甲醇收入降低。

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，公司化工业务板块和其他业务板块等煤炭相关行业的发展能够发挥公司煤化工和煤电一体化带来的成本优势，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

2012～2014年，随着公司煤炭贸易板块的扩张，公司营业收入复合增长率达到17.63%，由于2014年受煤炭行业景气度持续下降的影响，公司煤炭板块营业成本大幅上升，利润总额三年复合下降82.83%。

2014年公司经营效率指标有所弱化，2014年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为8.82次、15.63次和0.41次，销售债权周转次数和存货周转次数较2013年有所下降。

总体看，受益于公司商品煤产品稳定的下游需求和华电集团对公司的持续支持，公司在应收款项回收、存货规模控制等方面能力较强，整体经营效率较好，随着在建煤矿的陆续投产，公司收入规模有望持续上升，进而增强总资产周转效率。

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和发电业务展开，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2017年装机规模达500万千瓦。

2015年1~9月，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煤化工项目。

综合分析，公司主要项目均处于建设期或试生产期，收入规模较小，为满足在建工程持续性支出，短期内公司仍将保持较大规模的对外融资需求。

表5 截至2015年9月底公司在建工程情况表

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）		
					2015年	2016年	2017年
小纪汗煤矿	1000.00	96.35	67	59.38	6.00	--	--
隆德煤矿	800.00	43.42	51	25.94	1.60	9.00	--
肖家洼煤矿	1000.00	60.54	51	52.75	9.00	--	--
西黑山露天煤矿	600.00	13.00	88	4.43	0.50	1.50	4.50
哈密煤矿	300.00	11.48	72	2.61	0.50	1.00	3.50
甜水堡一矿	30.00	2.90	60	2.15	--	--	--
甜水堡二矿	240.00	14.29	60	8.26	2.90	2.70	--
东高家梁煤矿	800.00	36.75	51	1.13	1.10	12.00	10.00
可可盖煤矿	1000	96.39	100	0.58	6.00	10.00	16.00
蒙西基地（物流园）	1000.00	3.84	51	3.84	--	--	--
凯越煤化工	60.00	47.90	100	43.82	--	--	--
电力产业	--	78.28	--	68.09	17.00	22.00	48.00
物流产业	--	103.13	--	36.23	11.00	20.00	23.00
合计	--	**608.27**	--	**309.21**	**55.60**	**78.20**	**105.00**

资料来源：公司提供 注：投资总额指截至2015年9月底项目已投资金额，已完成投资额指2015年投资金额。

八、募集资金使用情况

截至2015年9月底，“15华电煤业CP001”所募集的资金全部按照募集计划进行使用。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见。2015年1~9月财务数据未经审计。

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，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2014年底，公司（合并）资产总额合计604.91亿元，所有者权益合计167.21亿元（含少数股东权益74.58亿元）。2014年公司实现营业收入227.27亿元，利润总额0.60亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额合计612.12亿元，所有者权益169.62亿元（含少数股东权益77.78亿元）；2015年1～9月，公司实现营业收入118.15亿元，利润总额-5.24亿元。

1. 盈利能力

2012～2014年，受益于产销规模的提升，公司营业收入年均增长17.63%，2014年实现营业收入227.27亿元，同比增长3.55%；主要

系煤炭生产板块收入大幅增长带动营业收入增长所致。

2012~2014 年，公司营业利润率波动下降，近三年分别为 17.65%、8.86%和 11.38%，3 年平均为 11.88%，主要是受 2013 年以来煤炭行业景气度持续下降的影响，毛利率大幅下降。

2012～2014 年，在财务费用的推动下，公司期间费用增长较快，年复合增长 28.10%。近三年期间费用占营业收入比重分别为 9.88%、8.65%和 11.71%。2014 年公司期间费用 26.62 亿元，主要为财务费用 11.26 亿元，公司费用成本控制力有待提升。

非经常性损益方面，2014 年营业外收入 0.07 亿元同比下降 44.25%。主要由于政府补助下降导致。2014 年公司投资收益为 1.52 亿元，同比下降 56.46%。同期营业外支出 0.22 亿元。非经常性损益对公司利润总额影响大。

盈利指标方面，近三年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率整体呈现下降趋势，其加权均值分别为 11.88%、3.30%和 2.77%。2014 年受煤炭及煤化工产品价格不断下行的影响，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.64%和 0.36%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 118.15 亿元，利润总额-5.24 亿元，营业利润率为 9.95%。公司 2015 年前三季度亏损的主要原因系煤炭市场持续低迷、煤炭价格下跌以及财务费用企高所致。

总体看，近年来，随着公司产销规模的扩大，公司收入稳定上升，但由于煤炭行业景气度下行，2015 前三季度，公司利润总额出现亏损，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看，近三年公司经营活动现金流量净额随着盈利规模的下降整体呈下降趋势，三年年均下降率为 5.19%。2014 年公司当期经营活动现金流入为 230.13 亿元；同期经营活动现金流出也相应增长，增长幅度为 16.81%。受益于公司煤炭销售规模快速增长，2014 年公司经营活动现金流量净额同比增长 721.11%，达到 12.07 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 103.10%、103.30%和 98.02%，2014 年现金收入比较上年同期有所弱化。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流量表现为净流出，流出规模波动下降，2014 年公司投资活动现金流出量为 34.19 亿元，主要是对在建煤矿的持续投入。近年来，由于公司在煤炭生产领域的快速扩张，投资活动保持较大规模，随着经营活动获现能力弱化，公司外部融资压力上升。

从筹资活动来看，随着公司在煤炭生产领域的扩张，2012~2014 年公司经营活动产生的现金流不能满足对外投资发展需要，有较大的外部融资需求，2014 年公司投资规模有所下降，筹资前现金流净额缺口明显下降，但随着公司一体化建设以及公司债务结构调整的需求不断增强，公司对外融资需求较大。近年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款的现金。2014 年公司筹资活动现金流入量为 305.68 亿元，同比增长 47.22%，筹资活动现金流出量为 267.28 亿元，同比增长 58.73%，筹资活动现金净流量 38.39 亿元，同比下降 2.16%。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 153.61 亿元，现金收入比为 127.17%，收现能力水平有所提高；公司经营活动产生的现金流量净额为 15.78 亿元；同期，投资活动现金流出保持较高水平，投资活动现金流出量及净流出量分别合计 33.99 亿元和 15.20 亿元，对外融资压力上升；公司筹资活动产生的现金流量净额为-5.14 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，经营获现能力良好。公司作为华电集团的重要子集团，在资金融资渠道方面获得保障。近年大规模的矿井建设及对外收购活动导致公司资本支出压力较大，对外融资需求持续保持高

位。

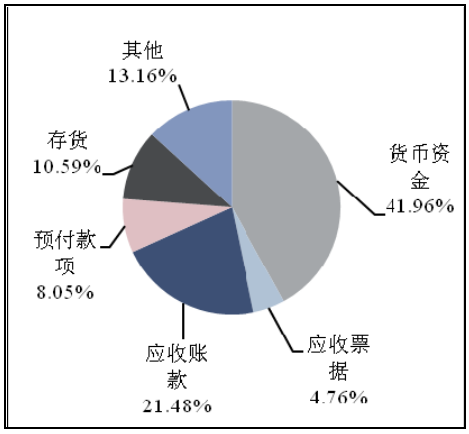
3. 资本及债务结构

（1）资本构成

跟踪期内，公司资产总额快速增长，2012~2014 年，年均复合增长率为 19.72%。截至 2014 年底，公司资产总额 604.91 亿元，其中流动资产占 18.01%，非流动资产占 81.99%。资产结构稳定，其中固定资产、在建工程、无形资产和存货占比较大，符合煤炭行业特点。

2012～2014 年，公司流动资产年均复合增长 28.87 %，截至 2014 年底，公司流动资产 108.97 亿元，主要由货币资金（占 41.96%）、应收账款（占 21.48%）、存货（占 10.59%）和预付款项（占 8.05%）构成。

图 3　2014 年底公司流动



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动上涨，年复合增长率为 23.15%。截至 2014 年底，公司货币资金 45.73 亿元，同比增长 116.21%，主要由银行借款（占 88.76%）构成。公司货币资金中受限资金 5.14 亿元，受限比率 11.24%。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年复合增长率 48.89%。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值 23.40 亿元，同比增长 28.64%。公司按组合计提坏账准备的应收账款账面余额 23.48 亿元，其中对华电系统内单位应收账款账面余额 4.97 亿元。从账龄来看，公司一年以内的应收账款占比为 99.10%，应收账款账龄较短；公司共计提坏账准备 0.07 亿元，计提比率较为合理。

2012~2014 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长率为 6.90%。截至 2014 年底，公司预付款项 8.77 亿元，同比下降 26.44%，主要由于近年煤炭行业低迷，公司生产规模增速放缓，进而预付供应商煤款及工程款减少。

2012~2014 年，公司存货波动增长，存货账面余额年复合增长率为 36.58%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 11.54 亿元，同比下降 17.99%，主要因为近年煤炭市场低迷，煤炭价格持续低位盘整，导致存货账面价值的减少。截至 2014 年底，公司存货由原材料（占 32.94%）和库存商品（占 67.06%）构成。公司期末对存货进行减值测试，未发现存货成本高于可变现净值的迹象,故未计提存货减值准备，考虑到目前煤炭及煤化工产品价格存在继续下行的趋势，公司存货存在一定减值风险。

2012~2014 年，在固定资产增长的带动下，公司非流动资产持续增长，年复合增长 17.95%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 495.93 亿元，主要由固定资产（占 33.03%）、无形资产（占 29.37%）、在建工程（占 23.94%）和长期股权投资（占 4.19%）等构成。

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中快速下降，年复合下降 30.50%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 20.78 亿元，包括合营企业投资 0.59 亿元和联营企业投资 20.19 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产持续快速增长，年复合增长 54.73%。截至 2014 年底，公司固定资产 163.80 亿元，同比增长 18.15%，主要由于机器设备的快速增加所致；公司固定资产主要由机器设备（占 44.88%）和房屋及建筑物（占 37.87%）构成，以机器设备和生产用房为主的固定资产结构符合煤炭生产类企业经营特点；公司固定资产累计计提折旧 33.99 亿元，固定资产成新率为 82.81%，成新率较高。

2012~2014年，公司在建工程波动中有所下降，年复合下降10.45%。截至2014年底，公司在建工程118.72亿元，同比上升11.49%，主要由于企业增加在建项目的投入所致。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年复合增长 32.27%。截至 2014 年底，公司无形资产 145.65 亿元，同比增长 34.18%，主要由于特许使用权价值的大幅增长所致。

截至2015年9月底，公司资产总计612.12亿元，较2014年底增长1.19%。其中，流动资产104.17亿元（占17.02%），主要由货币资金、应收账款和存货构成；非流动资产507.95亿元（占82.98%），主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点，流动资产中现金类资产占39.19%，占比不高，资产流动性一般，但公司煤炭销售存在一定的关联方占款现象，公司整体资产质量尚可。

2012～2014 年，利润积累及股东增资推动公司所有者权益稳步增长，年均增幅 1.67%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 167.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 92.63 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 39.48%，资本公积占 54.40%，盈余公积占 3.52%。公司 2014 年未分配利润-1.59 亿元，主要由于当期公司分配现金股利 17.07 亿元所致。公司实收资本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性好。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 169.62 亿元。归属于母公司所有者权益 91.83 亿元，其中，实收资本占 39.82%，资本公积占 54.93%，盈余公积占 3.95%。整体看，公司所有者权益稳定性好。

（2）债务结构

2012~2014年，公司负债总额快速增长，年复合增长29.67%。截至2014年底，公司负债合计437.70亿元，同比增长30.10%。负债结构以非流动负债为主，占比为53.99%，流动负债占比为46.01%。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年复合增长25.96%。截至2014年底，公司流动负债合计201.41亿元，同比增长6.78%，主要由短期借款（占40.27%）、应付账款（占21.50%）、其他流动负债（占19.86%）和其他应付款（占7.41%）构成。

2012～2014 年，公司短期借款波动增长，年复合增长 16.01%，截至 2014 年底，公司短期借款 81.10 亿元，同比下降 31.71%，主要由于偿还部分到期借款所致，公司短期借款全部为信用借款。。

2012～2014 年，公司应付账款快速增长，年复合增长 50.78%。截至 2014 年底，公司应付账款为 43.30 亿元，其中账龄在 1 年以内占比 93.73%，超过 1 年的部分主要为尚未结算的设备款及工程款。

2012~2014 年，公司其他流动负债波动增长，年复合增长 28.21%。截至 2014 年，公司其他流动负债 40 亿元，为当期发行的 40 亿元短期融资券。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 32.02%。截至 2014 年底，其他应付款为 14.93 亿元，其中账龄 1 年以内的其他应付款占比 63.49%，超过 1 年的部分主要为工程保证金。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年复合增长 33.12%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 236.29 亿元，主要由长期借款（占 58.60%）和长期应付款（占 28.42%）构成。

2012~2014年，公司长期借款持续增长，年复合增长17.55%，主要系质押借款和信用借款大幅增加所致。截至2014年底，公司长期借款138.46亿元，同比增长13.53%。公司长期借款由信用借款（占47.44%）、保证借款（占19.37%）、质押借款（占18.73%）和抵押借款（占14.46%）构成。

2012~2014 年，公司长期应付款快速增长，

年复合增长率为 103.50%，主要由于股权转让款和融资租赁款的大幅增长所致。截至 2014 年底，公司长期应付款为 67.16 亿元。同比大幅上升 603.99%，其中股权转让款合计 24.42 亿元，融资租赁款合计 41.86 亿元，采矿权价款 0.85 亿元。股权转让款为尚未支付的投资对价款。采矿权价款为子公司神木县隆德矿业有限责任公司尚未结清的采矿权价款。融资租赁款期末余额主要包括榆天化应付金美租赁有限公司融资租赁款 30 亿元和不连沟煤业应付兴业金融租赁有限责任公司融资租赁款 4.58 亿元。

2015 年 9 月底，公司长期应付款为 78.56 亿元，较 2014 年底上升了 11.40 亿元，主要是公司三家下属子公司福建华电储运有限公司、山西锦兴能源有限公司、内蒙古蒙泰不连沟煤业有限责任公司新增的融资租赁款项。

有息债务方面，近三年公司长短期借款及融资租赁等款项的快速增长推动公司全部债务规模持续上升，年均增幅 29.93%，截至 2014 年底，公司全部债务 329.46 亿元，其中长期债务和短期债务分别占 60.80%和 39.20%。2012~2014 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上升趋势。截至 2014 年底上述三项指标分别为 72.36%、66.33%和 54.51%，公司债务负担较重。

截至2015年9月底，公司负债总额442.50亿元，较2014年底提高1.10%，其中非流动负债占比小幅增长至55.79%，流动负债占比44.21%。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72.29%、68.36%和58.22%，债务负担较2014年底有所加重。

总体看，近年公司为实现业务规模扩张导致债务融资持续大幅增加，公司整体债务负担呈上升趋势，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受 2013 年债务规模大幅增长影响，短期偿债指标 2013 年明显下降，2014 年小幅回升。截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 54.11%和 48.38%；截至 2015 年 9 月底，上述指标均有所下降，分别为 53.25%和 46.26%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 10.58%、0.78%和 5.99%。公司经营现金流对流动负债的保障程度波动中有所下降，主要原因系经营活动产生的现金流净额明显减少，而流动负债继续保持上升趋势。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。

从长期偿债能力指标看，2012～2014 年，公司 EBITDA 规模、EBITDA 利息倍数持续下滑，债务规模的增长导致公司全部债务/EBITDA 倍数保持较高水平。2014 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.59 倍和 11.19 倍，公司长期偿债能力有待提高。

总体看，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，公司偿债指标表现一般，目前公司多项重点在建工程仍处于建设期，一定程度影响了公司当期的综合偿债能力。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2015年9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，尚未使用120.85亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 9 月底，公司对集团外提供担保总额 5.42 亿元，主要为对内蒙古胡准铁路有限公司提供担保 4.52 亿元。陕西黄陵建庄矿业有限公司提供担保 0.9 亿元。担保比率为 3.20%。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，2014年底公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为50.91亿元、230.13亿元和12.07亿元。2014年底公司现金类资产是存续债券的3.18倍；2015年9月底公司现金类资产为43.20亿元，是存续债券的2.70倍，公司现金类资产对存续债券的保护能力较强。2014年底公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续债券的保护倍数分别为14.38倍和0.75倍，公司经营性现金流对上述债券的保护能力强。

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》，截至2015年11月4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。

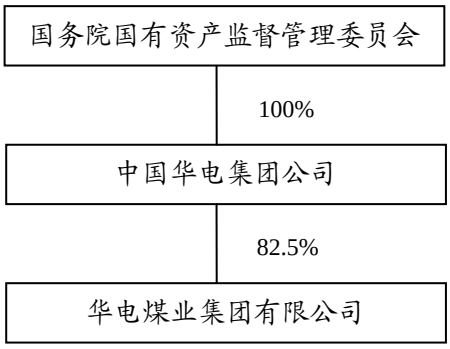
7. 抗风险能力

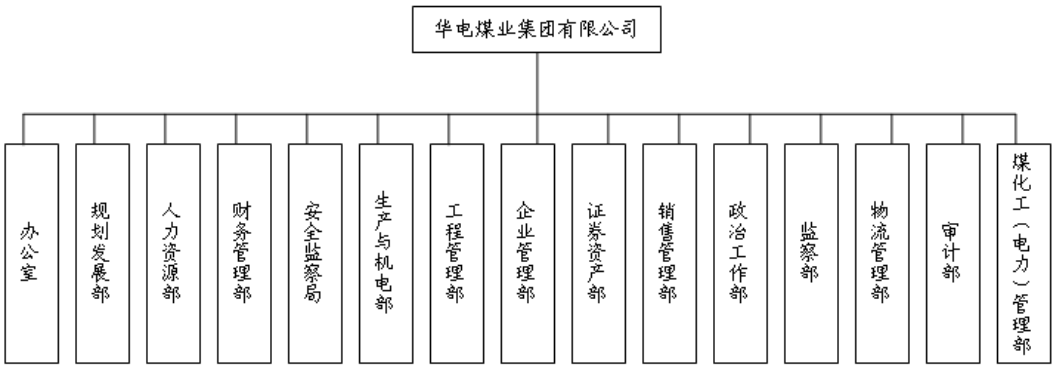
公司具有较丰富的资源储备和良好的资源禀赋，依托母公司华电集团的有力支持，公司在资源获取、产品销售等方面具备一定的优势。综合来看，公司抗风险能力很强。

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，评级展望由稳定调整为负面；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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.64	25.90	50.91	43.20
资产总额(亿元)	422.07	501.04	604.91	612.12
所有者权益(亿元)	161.77	164.62	167.21	169.62
短期债务(亿元)	69.91	119.74	129.14	130.21
长期债务(亿元)	101.23	122.65	200.32	236.33
全部债务(亿元)	171.14	242.39	329.46	366.54
营业收入(亿元)	164.25	219.49	227.27	118.15
利润总额(亿元)	20.29	3.61	0.60	-5.24
EBITDA(亿元)	33.03	17.42	29.43	--
经营性净现金流(亿元)	13.43	1.47	12.07	15.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.59	12.20	8.82	--
存货周转次数(次)	21.68	19.66	15.63	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.48	0.41	--
现金收入比(%)	103.10	103.30	98.02	127.17
营业利润率(%)	17.65	8.86	11.38	9.95
总资本收益率(%)	6.44	2.30	2.64	--
净资产收益率(%)	9.84	2.06	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	38.49	42.69	54.51	58.22
全部债务资本化比率(%)	54.68	59.55	66.33	68.36
资产负债率(%)	61.67	67.15	72.36	72.29
流动比率(%)	51.69	41.00	54.11	53.25
速动比率(%)	46.82	33.54	48.38	46.26
经营现金流动负债比(%)	10.58	0.78	5.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	2.94	1.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.88	13.82	11.19	--

注：1. 公司 2015 年 1~9 月财务数据未经审计；
2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

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