

跟踪评级公告

联合[2015] 1848 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持上海大屯能源股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14大屯能源CP001”和“15大屯能源CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十九日



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>

上海大屯能源股份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: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 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
14 大屯能源 CP001	5 亿元	2014/11/4-2015/11/4	A-1	A-1
15 大屯能源 CP001	5 亿元	2015/7/17-2016/7/17	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 19 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.12	15.99	12.49	11.73
资产总额(亿元)	112.98	131.17	140.36	143.16
所有者权益(亿元)	83.73	83.65	85.37	85.68
短期债务(亿元)	3.50	20.46	14.39	18.41
全部债务(亿元)	7.65	22.97	26.74	30.78
营业收入(亿元)	97.23	84.61	63.52	12.09
利润总额(亿元)	12.53	2.02	0.27	0.15
EBITDA(亿元)	18.82	9.05	7.64	--
经营性净现金流(亿元)	14.74	7.87	7.88	0.42
营业利润率(%)	23.15	13.35	15.85	14.64
净资产收益率(%)	11.17	1.62	0.18	--
资产负债率(%)	25.89	36.23	39.17	40.15
全部债务资本化比率(%)	8.37	21.55	23.85	26.43
流动比率(%)	111.49	63.74	59.89	61.95
全部债务/EBITDA(倍)	0.41	2.54	3.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	30.61	8.76	5.07	--
经营现金流动负债比(%)	71.87	19.20	21.30	--

注: 部分小数点后数据差异由四舍五入引起;
2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 潘云峰
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

上海大屯能源股份有限公司(以下简称“公司”)系以煤炭采选销售为核心业务,同时辅以煤电联产、铝材加工的国有企业。跟踪期内受煤炭行业景气度持续下滑及调整产品结构影响,公司收入规模大幅下滑,加之铝业务经营亏损,公司整体利润水平下降。

2014 年以来公司加强降本增效管理,煤炭板块盈利维持稳定,经营性净现金流保持一定规模,公司债务负担适宜。公司经营活动现金流入量对存续期中期票据保障能力良好。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14 大屯能源 CP001”和“15 大屯能源 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司实际控制人系国务院国资委下属企业,控股股东在煤炭行业规模优势突出,综合竞争实力强。公司作为煤炭上市公司具有多元化融资渠道。
2. 公司债务负担适宜,财务弹性良好。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对存续期短期融资券保障能力较强。

关注

1. 煤炭行业景气度下行,公司收入及利润规模下降,经营压力加大。
2. 公司铝业板块持续亏损;铝加工业务未来发展存在一定不确定性。
3. 公司规划投资规模较大,存在对外融资需求,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）与上海大屯能源股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海大屯能源股份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，未因上海大屯能源股份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上海大屯能源股份有限公司提供，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起至“15 大屯能源 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上海大屯能源股份有限公司主体长期信用及“14 大屯能源 CP001”和“15 大屯能源 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

上海大屯能源股份有限公司(以下简称“公司”)是由大屯煤电(集团)有限责任公司¹(以下简称“大屯煤电”)、中国煤炭进出口公司、宝钢集团国际经济贸易总公司、上海煤气制气物资贸易有限公司及煤炭科学研究总院于1999年12月29日共同发起设立的股份有限公司，公司初始设立总股本30151万元。经中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)“证监发行字(2001)43号”文批准，公司于2001年8月29日在上海证券交易所挂牌上市交易(股票代码：600508)，发行后总股本增至40151万元。2006年3月22日，公司通过利润分配及资本公积转增股本，总股本增至72271.80万元。

2006年8月，中国中煤能源集团有限公司(以下简称“中煤集团”)重组改制设立中国中煤能源股份有限公司(以下简称“中煤股份”)，经国务院国有资产管理监督委员会(以下简称“国务院国资委”)《关于中国中煤能源股份有限公司国有股权管理有关问题的批复》(国资产权(2006)944号)、证监会《关于同意中国中煤能源集团公司、中国中煤能源股份有限公司公告上海大屯能源股份有限公司收购报告书豁免其要约收购义务的批复》(证监公司字(2006)215号)的批准，中煤集团将其全资子公司大屯煤电所持公司60.35%股份、其全资子公司中国煤炭进出口公司所持公司2.08%股份全部无偿划转至中煤集团，并将其投入中煤股份。划拨

后中煤股份持有公司62.43%股权，为公司控股股东。

公司于2006年1月25日进行了股权分置改革。至2009年10月19日，公司的全部流通股股份均已解除限售。截至2015年3月底，公司总股本72271.80万元，控股股东为中煤股份(持股比例62.43%)，公司实际控制人系中煤集团。

公司经营范围：煤炭开采、洗选加工、煤炭销售，铁路运输(限管辖内的煤矿专用铁路)，矿山采掘设备、洗选设备、交通运输设备、普通机械、电器机械及设备的制造、维修、销售，实业投资，国内贸易(除专项审批项目)，普通货物运输，建筑工程用机械修理，技术开发与转让，货物及技术进出口业务，自有房屋出租(上述经营范围涉及许可经营的凭许可证经营)，班车客运及汽车大修、维护、小修、总成修理(限汽车运输分公司经营)，火力发电(限分支机构经营)，危险品2类1项、危险品2类2项、危险品3类、危险品8类运输(限分支机构经营)，铝及铝合金的压延加工生产、销售(限分支机构经营)；氧气充装(限分支机构经营)。

截至2014年底，公司拥有7家二级子公司；公司下设安全监察部、生产技术部、企业发展部、财务部、人力资源部、调度室、地质测量部、证券部等职能部门。

截至2014年底，公司资产总额140.36亿元，所有者权益合计85.37亿元(其中少数股东权益5.67亿元)；2014年公司实现营业收入63.52亿元，利润总额0.27亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额143.16亿元，所有者权益合计85.68亿元(其中少数股东权益5.74亿元)；2015年一季度公司实现营业收入12.09亿元，利润总额0.15亿元。

公司住所：上海浦东新区浦东南路256号；公司法定代表人：义宝厚。

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

¹ 大屯煤电于1998年划归中国中煤能源集团有限公司(原中国煤炭工业进出口集团公司)，大屯煤电系其全资子公司。

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。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 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

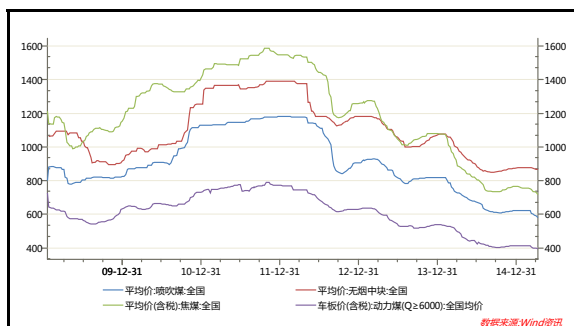
调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，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，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

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。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

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。

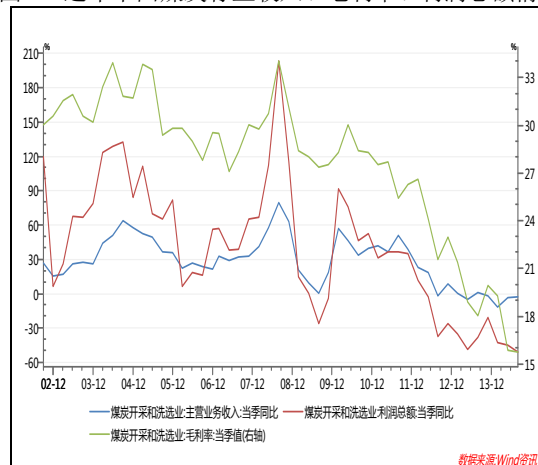
2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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2013年和2014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

1. 行业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%，新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%，到2015年形成产能41亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%，东、中、西部产量分别占12%、35%和53%），产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量

16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨，规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

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。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思路，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施，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。

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。

五、基础素质分析

公司系中煤集团下属上市公司，为国务院国资委直属企业。截至2014年底，公司大屯矿区四座在产矿井煤炭保有储量7.89亿吨，公司资源主要煤种为1/3焦煤和气煤、气肥煤，主要产品为五级、六级、九级精煤、洗混中块、混末煤和动力精煤，其产品系优质焦煤和动力煤，其中冶炼用六级、九级精煤分别获得国家优质产品银质奖和部优产品称号。公司现有4处生产矿井，3处建设矿井，在产矿井核定产能895万吨/年，公司配套4处选煤厂，选煤能力910万吨/年。2014年公司生产原煤1010.51万吨（其中工程煤86.25万吨），洗精煤产量546.39万吨。

公司现有自备坑口火力发电厂1座、矸石综合利用火力发电厂1座；公司拥有铝材加工生产能力14.5万吨/年，其中四方铝业铝板带箔产能4.5万吨/年，铝板带厂高精度铝板带产能10万吨/年。

总体看，公司煤炭储量能够保障公司日常经营，公司煤种质量较好，具有一定市场竞争优势。公司同时配有自备电厂有利于促进循环经济发展，公司拥有铝材生产能力，保障了公司多元化发展潜力。

六、管理分析

截至2014年底，公司跟踪期内高管人员无重大变化。

2014年公司发生姚桥煤矿运输事故和新疆106煤矿发生“10.13”冒顶事故。公司在事故后进一步细化分解安全工作，促进安全责任层层落实；开展系统优化改造，强化灾害防治措施落实；坚持安全超前预防，推动安全管控关口前移；推进安全内涵发展，提升安全质量标准水平；加强安全培训教育，提高员工安全素质水平；落实安全群防群治，构筑安全管控立体网络。通过以上措施，公司2014年除上述事故外，其他矿井杜绝了重伤以上事故，地面单位杜绝了轻伤以上事故。

总体看，由于公司生产经营的特殊性，公司面临一定安全生产压力。

七、经营分析

经营概况

2014年煤炭市场持续下行，煤炭企业整体经营压力持续增加。公司2014年受行业下滑煤炭价格下跌以及贸易煤销量下降影响，煤炭板块主业收入较上年大幅下降，2014年公司煤炭板块实现主业收入44.13亿元，同比下降30.85%。公司煤炭销售虽受市场冲击收入规模快速下滑，但公司应对市场变化一方面调整产品结构，另一方面加大成本控制推进降本增效开展，2014年公司该板块整体毛利率较上年略有增长，2014年该板块实现毛利率20.87%。

为应对电解铝市场低迷亏损较重的负面影响，2014年4月公司将剩余在产电解铝产能停产，2014年公司铝板块主业收入主要来自铝材

加工业务。公司铝加工设备较先进，具备较好的发展潜力，但公司目前人员、管理尚存在不足，铝业务持续亏损，2014年公司电解铝及铝产品业务毛利率为-13.73%。公司已加强铝加工业务的整合管理，并引进外部人才，伴随公司对铝材加工业务管理加强、技术的不断成熟以及产能的逐步释放，公司该业务经营有望获得改善。

公司其他业务主要为电力业务等，伴随公司电解铝产能停产释放电力用于对外销售，公司电力业务对外销售持续增长。受益于煤炭价格下跌及成本控制力度加大，公司电力业务毛利率持续增长。

表1 公司近年对外供电情况（单位：亿度，元/度）

	2012年		2013年		2014年	
	供电量	电价（含税）	供电量	电价（含税）	供电量	电价（含税）
外供电	7.06	0.428	10.19	0.433	14.78	0.482

资料来源：公司提供

表2 公司近年主业板块收入情况（单位：万元，%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015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	69.74	73.00	32.35	63.82	76.36	19.60	44.13	71.05	20.87	8.27	70.45	22.18
其中：原煤	12.47	13.05	43.19	12.28	14.69	32.18	7.47	12.02	24.92	0.46	3.90	17.15
洗煤	44.13	46.20	38.89	37.21	44.52	22.96	32.73	52.69	22.43	7.82	66.56	22.47
煤炭贸易	13.14	13.75	0.12	14.33	17.14	0.11	3.94	6.34	0.15	--	--	--
电解铝及铝产品	18.97	19.86	1.79	12.39	14.82	-13.64	8.73	14.06	-13.73	1.55	13.20	-21.59
其中：电解铝	11.77	12.32	10.53	3.50	4.18	-10.93	0.81	1.30	-33.68	--	--	--
铝加工	7.20	7.53	-12.62	8.89	10.64	-14.69	7.93	12.76	-11.70	1.55	13.20	-21.59
其他	6.83	7.15	6.07	7.38	8.83	15.97	9.25	14.89	29.09	1.92	16.34	25.79
合计	95.53	100.00	24.40	83.58	100.00	14.36	62.11	100.00	17.23	11.74	100.00	16.99

资料来源：公司提供

注：公司电力板块由于收入较小，且为非煤业务，而合并为其他业务板块；部分数据因四舍五入原因分项加总与总数有差异。

2015年一季度，公司实现主业收入11.74亿元，其中煤炭业务占70.44%。公司本期主业实现毛利率16.99%，其中煤炭板块实现毛利率22.18%。

总体看，2014年以来受煤炭市场持续下滑

影响，公司收入规模快速下滑，公司通过加强内部管控降本增效等措施维持了煤炭业务盈利水平。目前，公司铝材加工业务仍处于亏损，其经营管理有待加强。受煤炭行业影响，公司经营压力有所加重。

煤炭业务

公司目前在产煤矿主要系姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿和龙东煤矿，以上四座煤矿2014年产量基本与上年持平，合计生产原煤924.26万吨。另外公司2014年106矿工程煤产量86.25万吨原煤，公司2014年合计生产原煤1010.51万吨，较上年增长5.78%。2014年公司精煤产量546.39万吨，较上年增产82.81万吨。

表3 公司在产矿井原煤产量情况（单位：万吨）

序号	矿井名称	13年产量	14年产量	15年一季度产量
1	姚桥煤矿	444.05	444.88	106.96
2	孔庄煤矿	212.12	179.52	40.57
3	徐庄煤矿	179.25	179.87	45.20
4	龙东煤矿	119.84	119.99	24.84
合计	--	955.26	924.26	215.57

资料来源：公司提供

注：上表合计数据不含工程原煤产量。

从公司煤炭销售来看，2014年公司减少贸易煤销售。另一方面，受煤炭市场景气持续下滑影响，2014年公司煤炭销售均价较上年大幅下跌22.15%。受煤炭销售价格大跌及贸易煤销量下降影响，公司煤炭业务2014年收入规模较上年大幅下降。2015年一季度，煤炭行业持续低迷，煤炭价格较2014年进一步下滑。

表4 公司商品煤销售情况

项目	2013年	2014年	14年1-3月
商品煤销量（万吨）	878	779	154
商品煤价格（元/吨）	727	566	537

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭业务受行业景气下滑影响，经营压力加大。

未来发展

公司目前项目主要分布在煤炭及电力业务。

煤炭业务方面，为加强公司资源的接续能力及规模优势，公司加强外部资源的整合。公司目前煤炭项目主要包括苇子沟煤矿项目计划建设年产300万吨矿井；106煤矿改扩建项目一期建设计划实现120万吨/年产能，后期达到180万吨/年规模，106煤矿项目采矿证正在办理中，截至2014年底生产系统已进入联合生产调试阶段；公司于2011年开始重组山西阳泉孟县玉泉煤业有限公司（以下简称“玉泉煤业”），截至2014年底玉泉煤业复工报告已正式批复。

另外，2014年公司2×350MW超临界热电联产机组项目已收到《江苏省发展改革委关于核准中煤大屯热电“上大压小”新建项目的批复》（苏发改能源【2015】114号）。

表5 公司在建项目情况（单位：万元）

项目	建设期	项目进度	总投资	截至14年底累计投资	2015年计划投资
新疆106煤矿	32个月	生产系统具备试运转条件	93248.27	92473.19	4500
大屯选煤厂升级改造	11个月	联合试运转	13088.71	8462.36	4626
姚桥选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	8144.55	5758.14	2386
孔庄选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	5266.27	4755.01	511
新疆苇子沟煤矿改扩建	56个月	井巷工程施工	151736.28	89391.56	9000
玉泉煤业改扩建（新建）	18个月	复工报告待批	52250.73	19117.84	16936
上海能源2×350MW（新建）		项目前期	344828.00	3581.81	42133
合计			668562.81	223539.91	80092

资料来源：公司提供

总体看，公司建设项目投资规模仍较大，2015年计划投资8.01亿元，未来仍具有一定外部融资需求，未来公司债务规模可能进一步上

升。

八、财务分析

公司 2014 年度财务数据经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留已经的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2014 年公司新纳入合并范围一家企业（山西泉阳盂县玉泉煤业有限公司）。公司新合并企业资产规模相对较小，对财务可比性影响小。

截至 2014 年底，公司资产总额为 140.36 亿元，所有者权益合计 85.37 亿元（其中少数股东权益 5.67 亿元）；2014 年公司实现营业收入 63.52 亿元，利润总额 0.27 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 143.16 亿元，所有者权益合计 85.68 亿元（其中少数股东权益 5.74 亿元）；2015 年一季度公司实现营业收入 12.09 亿元，利润总额 0.15 亿元。

1. 盈利能力

2014 年受煤炭价格大幅下跌影响，公司营业收入快速下滑，2014 年公司实现营业收入 63.52 亿元，同比下降 24.93%。营业成本方面，为应对煤炭价格快速下滑的不利影响，2014 年公司加强内部管理压缩运营成本，全年营业成本为 52.48 亿元，同比下降 27.37%，略大于收入下降幅度。得益于成本控制，2014 年公司实现营业利润率 15.85%，较上年上升 2.50 个百分点。

从期间费用来看，2014 年公司期间费用为 8.82 亿元，较上年基本持平。2014 年公司期间费用率为 13.89%，受营业收入快速下降影响，公司期间费用率较上年增加 3.37 个百分点。近年煤炭行业景气度持续下行，公司面临较大期间费用控制压力。

2014 年公司实现利润总额 0.27 亿元，同比减少 1.75 亿元。2014 年公司总资本收益率及净资产收益率进一步下跌，分别为 0.70% 和 0.18%，分别较上期下降 0.57 个百分点和 1.43 个百分点。

2015 年一季度公司实现营业收入 12.09 亿

元，同比下降 24.19%。同期，公司实现利润总额 0.15 亿元，同比下降 70.11%。公司本期实现营业利润率 14.64%，较 2014 年小幅下降。

受煤炭行业景气下行，煤炭价格持续下跌影响，公司收入及利润规模快速下降，盈利能力有所弱化，公司面临较大经营及成本控制压力。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年公司经营活动现金流入量为 74.51 亿元，较上年下降 21.69%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 73.14 亿元，较上年下降 23.04%，公司 2014 年现金收入比为 115.16%，公司收入质量处于较好水平。同期公司经营活动现金流出量为 66.63 亿元，较上年下降 23.65%。2014 年公司实现经营活动现金流量净额 7.88 亿元，与上年持平。受煤炭价格下跌影响，公司经营活动现金流入量大幅下滑，跟踪期公司加大内部管控力度压缩成本，公司经营活动净现金流维持上年水平。

2014 年公司投资活动现金流入为 565.80 万元，同期投资活动现金流出 11.95 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司 2014 年投资活动产生的现金流量净额为 -11.90 亿元。

2014 年公司筹资活动产生的现金流入量为 34.50 亿元，其中公司取得借款收到的现金 19.52 亿元、发行债券收到的现金 14.85 亿元；2014 年公司筹资活动产生的现金流出为 31.94 亿元，筹资活动净现金流为 2.56 亿元。

2015 年一季度，公司经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，投资活动现金流量净额为 -2.68 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 3.14 亿元。

2014 年以来受煤炭价格持续下跌影响，公司经营活动现金流规模快速下降，但其通过加强成本控制保持经营活动净现金流规模。考虑到公司在建项目及投资计划，公司具有一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

2014 年公司资产规模有所增长,截至 2014 年底为 140.36 亿元,较上年底增长 7.00%,其中流动资产占 15.79%,非流动资产占 84.21%,公司非流动资产占比较上年底略有上升。

截至 2014 年底,公司流动资产为 22.16 亿元,较上年底下降 15.20%,主要由货币资金下降引起。公司流动资产主要由货币资金(占 7.70%)、应收票据(占 48.65%)、应收账款(占 20.80%)和存货(占 18.84%)构成。

截至 2014 年底,公司货币资金为 1.71 亿元,较上年底下降 61.01%,公司货币资金主要由银行存款(占 94.14%)构成。

截至 2014 年底,公司应收票据为 10.78 亿元,同比下降 7.18%。公司应收票据全部为银行承兑汇票(其中质押占 25.95%)。

截至 2014 年底,公司应收账款为 4.61 亿元,同比增长 55.53%。其中账期在 1 年以内占 84.91%,账龄在 1-2 年占 14.45%。公司应收账款累计计提坏账准备 0.12 亿元,计提比例为 2.47%。

截至 2014 年底,公司存货为 4.17 亿元,较上年底下降 29.01%。公司存货账面余额为 4.96 亿元,计提跌价准备 0.78 亿元,受煤炭行业持续低迷影响,公司存货存在一定跌价风险。

截至 2014 年底,公司非流动资产为 118.20 亿元,同比增长 12.52%。公司本期增长主要由于在建工程、无形资产增长所致。

截至 2014 年底,公司可供出售金融资产为 0.57 亿元,公司本期可供出售金融资产系根据新会计准则将其从长期股权投资科目调整至可供出售金融资产科目。系公司持有丰沛铁路股份有限公司股权,根据审计报告披露,公司尚无处置计划。

截至 2014 年底,公司固定资产为 72.91 亿元,同比小幅下降 3.18%。

截至 2014 年底,公司在建工程为 27.65 亿元,同比增长 47.85%。增长主要来自矿井建设

及矿区迁村款。

截至 2014 年底,公司无形资产同比大幅增长 174.24%,为 12.05 亿元。增长由于合并玉泉煤业,采矿权增长。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额为 143.16 亿元,其中流动资产占 17.08%,非流动资产占 82.92%,公司资产结构较 2014 年底变化不大。

总体看,公司资产以非流动资产为主,公司货币资金快速下降,应收账款快速上升,资产流动性有所弱化,新增加采矿权有助于支撑公司持续发展。

所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益合计为 85.37 亿元(其中少数股东权益 5.67 亿元),同比增长 2.06%。公司 2014 年公司归属于母公司所有者权益结构较上年变化不大,仍以未分配利润为主(约占 72.89%)。截至 2015 年 3 月底,公司所有者权益合计 85.68 亿元,其结构及规模较 2014 年底变化不大。

总体看,公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底,公司负债合计 54.98 亿元,同比增长 15.70%。截至 2014 年底,公司流动负债占 67.27%,非流动负债占 32.73%,公司债务结构较 2013 年有所改善。

截至 2014 年底,公司流动负债为 36.99 亿元,同比下降 9.76%。截至 2014 年底,公司短期借款为 7.00 亿元,同比下降 61.54%,下降部分由于公司本期发行 5 亿元短期融资券所致(计入其他流动负债科目);截至 2014 年底,公司应付账款为 11.75 亿元,同比下降 9.81%,公司应付账款账期主要集中在 1 年以内(约占 82.71%);截至 2014 年底,公司其他应付款为 7.36 亿元,同比增长 77.68%,公司其他应付款主要包括应付投资款、应付可持续发展准备金和应付采矿权款等。

截至 2014 年底,公司非流动负债为 17.99 亿元,同比增长 175.46%,主要系发行 10 亿元

中期票据所致(计入应付债券科目);截至2014年底,公司预计负债为3.67亿元,同比增长9.13%,公司预计负债主要系由复垦、弃置及环境清理义务产生的预计负债。

截至2015年3月底,公司负债合计57.48亿元,较2014年底小幅增长4.54%,公司负债合计中流动负债占68.68%,非流动负债合计占31.32%,流动负债比重小幅上升。

从有息债务来看,跟踪期公司债务规模有所增长,债务结构获得改善。截至2014年底,公司全部债务26.74亿元,同比增长16.41%,公司全部债务中短期债务占53.80%,债务仍以短期债务为主。从债务指标来看,截至2014年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为39.17%、23.85%和12.64%,分别较上年底增加2.95个百分点、2.31个百分点、9.73个百分点。截至2015年3月底,公司全部债务30.78亿元,较2014年底增长15.08%,增长主要来自短期债务。截至2015年3月底,公司全部债务中短期债务占59.83%,较上年增加6.03个百分点。截至2015年3月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为40.15%、26.43%和12.61%。

整体看,跟踪期公司债务规模有所上升,公司债务负担适宜,但债务结构仍待改善。

4. 偿债能力

截至2014年底,公司流动比率、速动比率较上年底略有下降,分别为59.89%和48.61%,截至2015年3月底流动比率及速动比率分别为61.95%和48.87%。2014年公司现金流动负债比为21.30%,较上年下降2.10个百分点。考虑到公司较好的获现能力,公司短期偿付能力尚可。

2014年公司EBITDA为7.64亿元,公司EBITDA较上年下降15.56%。2014年公司EBITDA利息倍数为5.07倍,全部债务/EBITDA为3.50倍,公司长期偿债指标较上期有所弱化。受煤炭行业景气下滑影响,跟踪期

公司整体偿债能力有所弱化,考虑到公司通过加强成本控制仍能维持一定经营净现金流规模及多元化的融资渠道,公司整体偿债能力较好。

根据公司提供最新统计数据,截至2015年3月底,公司对外担保余额为人民币724.20万元,或有负债对公司影响很小。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。根据公司提供最新统计数据,截至2015年3月底,公司共获得银行的授信总额44.85亿元,其中未使用36.35亿元,公司间接融资渠道畅通;同时,公司系上市公司,具备直接融资渠道。

公司已于2014年注册20亿元短期融资券,并于2014年11月发行5亿元的“14大屯能源CP001”,于2015年7月发行5亿元的“15大屯能源CP001”,以下简称“存续期短期融资券”。2012~2014年,公司剔除受限资金后的现金类资产波动下降,三年均值为8.90亿元,2014年为9.44亿元,分别为存续期短期融资券的0.89倍和0.94倍。截至2015年3月底,公司剔除受限资金的现金类资产为10.64亿元,为存续期短期融资券的1.07倍,公司现金类资产对存续期短期融资券保障能力较强。近三年公司经营活动现金流入量持续下降,三年均值为存续期短期融资券8.90倍,其中2014年为存续期短期融资券的7.45倍。公司经营活动现金流量净额近三年有所下降,其三年均值对存续期短期融资券保障倍数为0.92倍,其中2014年为0.79倍。总体看,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

综合分析,公司对存续期短期融资券的保障能力良好。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码为G1031011502258000B),截至2015年8月6日,公司无不良信贷信息,过往债务履约情况良好。

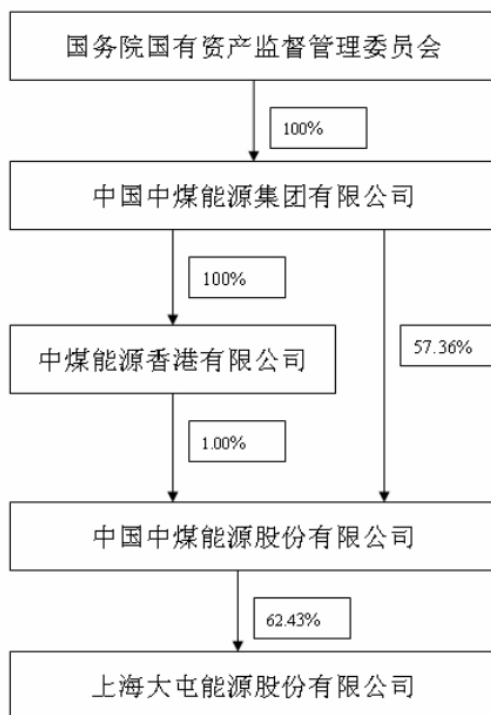
6. 抗风险能力

公司作为中煤集团旗下企业，其煤炭产品品质较好，且临近销售市场，具有一定竞争优势。公司债务负担适宜，且具备多元化的融资渠道。综合来看，公司抗风险能力强。

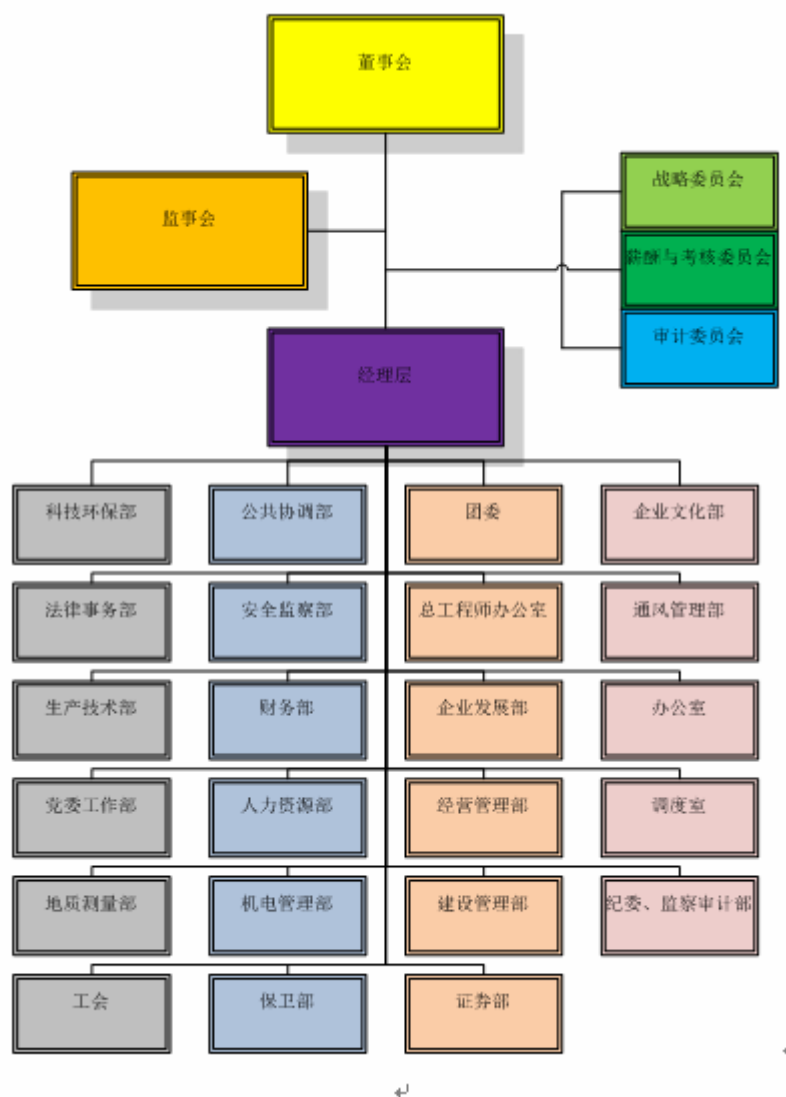
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14大屯能源CP001”和“15大屯能源CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.12	15.99	12.49	11.73
资产总额(亿元)	112.98	131.17	140.36	143.16
所有者权益(亿元)	83.73	83.65	85.37	85.68
短期债务(亿元)	3.50	20.46	14.39	18.41
长期债务(亿元)	4.16	2.51	12.36	12.36
全部债务(亿元)	7.65	22.97	26.74	30.78
营业收入(亿元)	97.23	84.61	63.52	12.09
利润总额(亿元)	12.53	2.02	0.27	0.15
EBITDA(亿元)	18.82	9.05	7.64	--
经营性净现金流(亿元)	14.74	7.87	7.88	0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.74	6.49	4.24	--
存货周转次数(次)	10.68	10.99	10.44	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.69	0.47	--
现金收入比(%)	131.81	112.33	115.16	119.09
营业利润率(%)	23.15	13.35	15.85	14.64
总资本收益率(%)	10.7	1.88	0.70	--
净资产收益率(%)	11.17	1.62	0.18	--
长期债务资本化比率(%)	4.73	2.92	12.64	12.61
全部债务资本化比率(%)	8.37	21.55	23.85	26.43
资产负债率(%)	25.89	36.23	39.17	40.15
流动比率(%)	111.49	63.74	59.89	61.95
速动比率(%)	76.05	49.39	48.61	48.87
经营现金流动负债比(%)	71.87	19.20	21.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	30.61	8.76	5.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.41	2.54	3.50	--

注：部分小数点后数据差异由四舍五入引起；2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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 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