

信用等级公告

联合[2015] 1849 号

联合资信评估有限公司通过对上海大屯能源股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

上海大屯能源股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十九日



上海大屯能源股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

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
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
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	--
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	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；末位差异主要由四舍五入引起。

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对上海大屯能源股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为中煤集团下属煤炭生产企业，持续经营能力较强、煤炭品质及财务弹性较好、地理区位贴近市场等方面具备的优势；联合资信同时关注到，煤炭行业景气下行对公司煤炭业务盈利能力带来的冲击以及铝生产加工业务亏损、安全生产压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司债务负担适宜，财务弹性良好，其停产电解铝业务将减少铝业务对利润的侵蚀，同时释放的电力业务将贡献一定利润。未来伴随公司在建、改扩建矿井达产，公司生产经营规模有望进一步扩大，综合竞争能力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

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，具备多元化融资渠道。
2. 公司煤炭储量能够保障其持续经营能力，煤炭品质较好且在产矿井具有一定区域优势。
3. 公司债务负担适宜，财务弹性良好。

关注

1. 煤炭行业景气下行，公司收入及利润规模受到行业冲击有所下降。
2. 受铝行业低迷影响，公司铝业务板块持续亏损；其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，具有一定对外融资需求；公司目前债务结构有待改善。

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、上海大屯能源股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 8 月 19 日至 2016 年 8 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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。

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。

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2015年3月底，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1~3月，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。

二、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,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。

三、行业及区域经济环境

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%。

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。

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，2013年度煤炭总供给表现过剩量达3.32亿吨。

煤炭价格

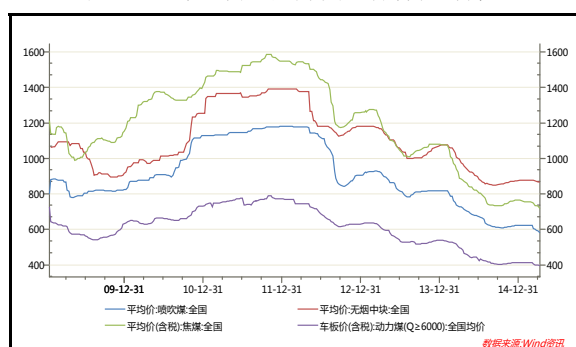
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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%。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2014年和2015年3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，资源支撑形势严峻

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33亿吨，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。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。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。

盾。未来不排除中央政府出台更严格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

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

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。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭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。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。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。

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。

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。

进口冲击

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. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，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。

2011年四季度以来，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，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。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，中煤股份持有公司62.43%股权，系公司控股股东，中煤股份控股股东系中煤集团，公司实际控制人系中煤集团。

2. 企业规模

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2015年3月底，公司4座在产矿井煤炭地质储量7.86亿吨，可采储量

2.92亿吨，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（其中本部生产矿井原煤产量924.26万吨，新疆106煤矿试生产原煤量86.25万吨），生产精煤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；公司拥有电解铝生产能力10万吨/年²；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。

3. 人员素质

公司董事长义宝厚先生，1963年9月出生，汉族，在职硕士研究生学历，中共党员，高级工程师，先后历任西安设计研究院团委书记、党委副书记、纪委书记；邯郸设计研究院党委书记、院长；中煤装备集团公司党委书记、纪委书记；中国中煤能源集团公司监察审计部主任、纪委副书记；大屯煤电（集团）有限责任公司党委书记、副董事长、总经理；公司副董事长等职，2013年3月至今，任公司董事长。

公司总经理姜华先生，1960年9月出生，汉族，硕士研究生学历，中共党员，教授级高级工程师。先后历任大屯煤电公司机电处电气组副组长、机电处井下机电科副科长、机电处

副处长、处长；大屯煤电集团公司副总工程师兼机电处处长、副总工程师兼发电厂厂长；大屯煤电集团公司安监局长、董事；公司安监局长、董事、副总经理等职。2013年3月起至今任公司党委副书记、总经理。姜华先生于2002年度获得国务院政府专家津贴。

截至2014年底，公司在职人员共计20424人。从年龄结构看，51岁以上占21.77%，41~50岁占37.88%，31~40岁占20.35%，30岁以下占20.00%；从教育程度分布来看，本科及以上学历占12.61%，大专学历占14.15%，中专学历占3.19%，其他占70.05%；从专业构成来看，生产人员占80.29%，销售人员占0.25%，技术人员占8.49%，财务人员占0.98%，行政人员占9.99%。

总体看，公司高管具备较丰富管理经营，公司人员构成符合行业特点，能够满足公司正常生产经营需求。

4. 技术水平

公司技术中心是全国煤炭行业第四家、中煤集团公司第一家通过认定的国家级企业技术中心，享受税收、立项、补贴等优惠政策。技术中心研究开发管理机构设四科、一部、十三所、一基地，并且拥有江苏省级煤炭资源综合利用工程技术研究中心和中煤集团煤炭资源综合利用研究院，共有专职研究开发、管理人员314人，服务于中心属各管理、专业研究所、共建研究机构、技术委员会等机构。拥有教授级高级工程师17人，高级工程师170人。技术中心拥有国家、省（部）、行业级的技术带头人及核心研发人员26人，形成了煤炭、电力、铝加工、机械制造、信息化等研发能力较强的技术创新团队。

2014年公司荣获省部级科技成果5项，其中国际安全生产科技成果奖2项、中国煤炭工业协会科技进步奖2项、中国职业健康科技进步奖3项，江苏省安全生产成果11项，徐州市科技奖2项。申请国家专利38项，包括发明

² 由于电解铝行业持续景气下行，公司原铝生产处于亏损状态，2013年公司停产5万吨产能，2014年3月全部电解铝生产线停产。

专利6项，获国家授权专利28项，其中发明专利1项。

总体看，公司技术力量较好，为公司安全生产经营及增强效益提供了有力保障。

5. 环境保护

污水处理方面，公司所有污水处理系统运行正常，生活污水全部经二级生化处理，洗煤水全部闭路循环；大气治理方面，公司各单位所有在用的工业锅炉均配置高效水膜除尘器或多管旋风除尘器，且运行正常，发电锅炉配置三电场或四电场静电除尘器和配置脱硫设施，目前正在实施锅炉烟气脱硫、脱硝、除尘改造；固废管理方面，固体废弃物严格按《固体废弃物管理标准》要求执行，四矿煤矸石、电厂粉煤灰、炉渣，用于采空区的填充、井下注浆以及修路等；大屯选煤厂的煤泥和煤矸石用于中心区煤矸石热电厂作燃料。

截至2015年3月底，公司未发生重大环保事件，未因外部环境问题给公司的生产经营造成影响。

五、管理分析

1. 法人治理结构

股东大会是公司的权力机构。公司设董事会，对股东大会负责，公司董事会由9名董事组成，设董事长1人，副董事长1人，公司董事由股东大会选举或更换，任期3年，可连选连任。公司董事可由总经理或其他高管兼任，但兼任总经理或其他高管人员的董事总计不得超过公司董事1/2。公司现有3名独立董事。

公司设董事会审计委员会，代表公司董事会对管理层的经营情况、内部制度的制定和执行情况监督检查。审计委员会成员由三至七名董事组成，独立董事占多数，委员中至少有一名独立董事为专业会计人士，设主任委员（召集人）一名，由独立董事委员担任，负责主持召集委员会会议。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理、安监局长，由总经理提名，董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、安监局长、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。

公司设监事会，由5名监事组成，设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。

2. 管理水平

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法规不断完善公司治理结构。

资金管理方面，公司采取资金统一管理，实现内部银行机制并设财务结算中心，对外业务统一集中于结算中心，严格收支两条线管理，企业内部资金有偿使用。公司统一管理具体表现为统一银行账号管理，统一信贷管理，统一财务收入管理，统一资产管理，统一票据管理，统一物资采购管理。

对外投资管理方面，公司对外投资实行统一决策、分类分项管理，即公司范围内的投资决策权集中于公司董事会，各分公司、子公司具有投资项目建议权。公司根据投资项目不同，采取自行或授权分公司、子公司等方式进行管理。未经公司批准，不得从事对外投资。公司对外投资项目严格按照《投资业务规程》执行。

安全生产方面，公司完善安全“四大体系”建设，梳理安全工作流程，调整安全委员会成员，安全主体责任逐级落实；加大安全教育力度，广泛开展了“平安一季度”、“警示三月行”、“吸取教训、规范行为”、“双七条”宣贯等活动，进一步提高职工安全意识；创新安全管理制度，坚持关口前移，制定了《安全闭环管理办法》、《安全生产事前过程控制责任追究办法》等管理办法。加大系统优化改造力度，推广应用新技术、新工艺，修编了安全生产状态报告，

提高了系统防灾、抗灾能力。突出抓好现场管理，隐患排查治理做到常态化、专业化、全员化，整改率达99.6%。深化安全质量标准化、精细化、无尘化建设，徐庄、龙东、姚桥煤矿获得国家级质量标准化矿井荣誉称号，并分别连续实现安全生产10周年、5周年、2周年以上。

根据公司2012年4月21日公告，2012年4月10日下午17点36分，公司所属孔庄煤矿综掘队7432材料道迎头发生一起透水事故，7名工人被困井下，其中3名工人获救，4名工人遇难。此次透水事故为孔庄矿三期改扩建工程首采区基本建设期间事故。

根据公司2014年10月发布的公告，2014年10月13日，公司所属中煤能源新疆天山煤电有限责任公司在建106煤矿，在建设施工过程中发生一起冒顶事故；截至10月16日，该事故造成的井下被困人员已全部找到，其中1人获救，9人死亡。由于106煤矿尚处于建设过程中，上述事故不会对公司的生产经营产生重大不利影响。

总体看，公司已经按照《公司法》、《证券法》等相关法规规范完善自身管理制度及架构，考虑到公司部分煤炭煤层整体埋藏较深、

地质条件较复杂，公司面临一定安全生产管理压力。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事煤炭的采选、销售、发电和铝制品生产销售业务。

煤炭业务系公司核心业务，其煤炭收入对公司贡献在70%以上，近年受煤炭行业价格下跌影响，公司煤炭板块收入持续下降；2014年公司煤炭业务实现收入44.13亿元，较上年下降30.85%，主要是贸易煤和原煤下降较快所致，分别下降72.53%和39.19%。电解铝及铝制品业务方面，受铝行业持续低迷影响，公司电解铝业务已于2014年3月底停产剩余5万吨电解铝产能，电解铝及铝制品业务收入持续下降，2014年为8.73亿元，同比下降29.48%。公司电力业务近年收入持续上升，但受限于公司电厂属自备电厂，其装机容量相对较小，收入对公司贡献有限，但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，公司电力业务2014年实现收入5.28亿元。

表1 公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

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。

从毛利率来看，煤炭业务方面，公司煤炭销售虽受市场冲击收入规模快速下滑，但公司加大成本控制推进降本增效开展，另一方面毛利率较低的贸易煤占比下降，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%，比上年提升1.27个百分点。铝板块受行业产能过剩、成本上升影响，电解铝市场低迷，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%。公司其他业务主要为电力业务，受益于煤炭价格下跌及成本控制力度加大，公司其他业务毛利率持续增长，2014年达到29.09%。

2015年一季度，公司实现主营业务收入11.74亿元，其中煤炭业务实现收入8.27亿元，公司停止盈利能力弱的煤炭贸易业务，使得公司煤炭实现毛利率有所上升达到22.18%；铝业务规模进一步缩减，2015年一季度仅实现收入1.55亿元，毛利率进一步下滑至-21.59%。

总体看，受煤炭景气下行影响，公司煤炭业务盈利出现下滑，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。公司电解铝及铝加工业务出现亏损，公司已停产全

部电解铝产能有利于减少对公司利润的侵蚀；但公司铝材加工业务仍处于亏损，其经营管理有待加强。受煤炭市场持续低迷影响，公司面临一定经营压力。

2. 煤炭业务

公司煤炭业务主要包括原煤及洗精煤的销售，公司煤炭销售以洗煤为主。

资源保障

公司目前拥有4座在产矿井，全部位于江苏省内本部拥有四座，位于苏鲁交界的江苏省沛县境内大屯矿区，分别为姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿和龙东煤矿，主要系1/3焦煤、气煤和气肥煤。

公司拥有3座在建矿井，包括新疆106煤矿，煤种为不粘煤；新疆苇子沟煤矿煤层埋藏深度0~1100米，总资源量4.36亿吨，可采储量2.46亿吨；山西孟县矿区位于山西省孟县，煤种为贫煤和少量无烟煤，煤层深度约60~300米，煤炭资源量0.52亿吨，可采储量0.18亿吨。

截至2015年3月末，公司下属煤矿探明地质储量14.96亿吨，可采储量6.84亿吨。

表2 公司拥有煤矿及生产情况（单位：万吨、万吨/年）

序号	矿井名称	主要煤种	地质储量	可采储量	核定生产能力	2012年产量	2013年产量	2014年产量	15年1~3月产量
1	姚桥煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	33586	15955	445	445	444	445	107
2	孔庄煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	16351	6922	150	180	212	180	41
3	徐庄煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	24324	5835	180	180	179	180	45
4	龙东煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	4340	504	120	120	120	120	25
5	新疆106矿	不粘煤	22132	12808	180	--	--	86	--
6	苇子沟煤矿	不粘煤	43626	24550	300	--	--	--	--
7	玉泉煤业	贫煤	5237	1800	120	--	--	--	--
合计			149596	68374	1495	925	955	1011	218

资料来源：公司提供

煤炭生产

公司目前有4座生产矿井，分别为姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿、龙东煤矿，以上4个矿井核定产能分别为445万吨/年、150万吨/年、180万吨/年和120万吨/年。公司原已开采的4个在产矿井开采煤层埋藏较深，全部采用立井，最深工作面超过1000米深度，较浅处在400米以上。公司在产煤矿中除孔庄煤矿外其

他三座均属于无瓦斯矿，孔庄煤矿均属于低瓦斯矿；公司开采煤层地质埋藏较深，地质条件较复杂，公司面临较大安全生产压力。

公司整体机械化程度较高，其中采煤、掘进机械化程度均达到100%。2012年~2014年及2015年一季度年公司原煤合计产量分别为925万吨、955万吨、1011万吨和218万吨。

表 3 公司煤炭生产指标

项目	2012	2013	2014	15 年 1~3 月
原煤产量(万吨)	925	955	1011	218
采煤机械化程度(%)	100	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100	100
洗选比例(%)	72.27	71.85	76.76	92.20
吨煤完全成本(元)	329.74	347.7	291.85	280.01

资料来源:公司提供

公司配有4座选煤厂，合计选煤生产能力910万吨/年。其中大屯选煤厂选煤生产能力320万吨/年，姚桥选煤厂选煤生产能力300万吨/年，孔庄选煤厂选煤生产能力200万吨/年，龙东选煤厂选煤能力90万吨/年。为提高煤炭产品附加值，近年公司不断加大煤炭洗选入洗量，2014年及2015年一季度洗选比例分别达到76.76%和92.20%。目前，公司洗煤所需原煤全部自给，洗煤大部分外销，其他供自备电厂。2014年公司洗煤产量551万吨，较上年有所提升，2015年一季度洗煤产量为154万吨。

煤炭销售

公司煤炭销售实行统一管理，并接受母公司监督。公司煤炭销售客户主要包括钢厂、焦化厂、洗煤厂等，销售区域主要集中于华东及河南，其中以江苏为主（约占销售份额的57.4%）。公司在产煤矿贴近市场，运输较便利。公司煤炭运输全部采取铁路外运，除个别大型战略客户，外运费均由买方承担。对个别大型客户，公司运费在售价中体现。公司煤炭定价主要采取随行就市。从结算方式来看，为应对煤炭行业低迷形势，公司在对零散、小型客户仍采取款到发货结算的同时，对大型、战略客户采取赊销方式，赊销账期一般控制在1个月以内。

公司自营一条铁路—徐沛铁路线，徐沛铁路线横穿三县（江苏铜山县、沛县和山东微山县），徐沛铁路与陇海线沙塘站（K241+651）处接轨，向北延伸贯穿江苏省铜山县、沛县和山东省微山县。线路铺轨全长181.875公里，其中正线72.46公里。公司自营铁路对其煤炭运输具有积极作用。

表 4 公司煤炭销售情况

项目	2012年	2013年	2014年	15年 1-3月
商品煤销量(万吨)	815	878	779	154
商品煤价格(元/吨)	856	727	566	537

资料来源: 公司提供

从售价来看，2012年以来，煤炭行业景气下行，公司煤炭价格持续下滑，2014年公司商品煤价格降至566元/吨。公司收入及利润受煤炭价格下跌影响下滑较快。2015年一季度公司煤炭销售价格进一步下跌。

总体看，面对煤炭行业景气下行局面，公司调整销售策略，保障煤炭销售，另外公司矿井紧邻销售市场，在运输、应对市场变化及保障开工率等方面具有一定优势。

煤炭贸易

公司为充分利用现有营销网络，近年来努力发展煤炭贸易业务。公司的煤炭贸易业务主要通过大屯煤炭贸易公司进行经营，赚取煤炭价差。采购方面，公司不承担运输费用，与供应商一票结算，运输方式主要为水路运输；销售方面，公司不承担煤炭运输费用，煤炭销售运输方式为水路运输，客户直接出船将煤炭从生产矿井运输至所需地区，公司不负责运输成本，一票结算。销售模式上，公司主要采取大客户直销方式销售，销售渠道较为畅通，产品销售情况较好，2012~2013年，公司煤炭贸易板块收入保持较高水平，分别实现收入13.14亿元和14.33亿元；随着煤炭价格持续下滑，业务盈利较弱，公司煤炭贸易收入大幅缩减；2014年实现收入仅为3.94亿元，为2013年度的27.50%；2015年一季度该板块未实现收入。

3. 非煤业务

公司非煤业务板块主要包括电力及电解铝及铝加工业务。

(1) 电力业务

公司电力生产能力主要包括自备坑口火力发电厂1座，矸石综合利用火力发电厂1座，共有8台机组，总装机容量为444兆瓦。公司近

年电力生产较平稳，主要用于煤炭生产和电解铝生产供电。公司电力生产燃料主要系洗煤厂洗选剩余发热量较低的泥煤、中煤，公司电厂参考市场价格结算。

表5 公司电力生产情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
装机容量 (兆瓦)	444	444	444	444
发电量 (亿度)	26.87	23.22	22.38	5.67

资料来源：公司提供

电解铝系高能耗行业，电力成本为电解铝生产成本的重要组成部分，公司10万吨电解铝生产每年消耗电力约15-16亿度，其中2012年公司电解铝业务用电15.64亿度，2013年用电8.01亿度（下降主要系2013年公司关停5万吨产能所致）。2014年4月开始公司电解铝已全部停产，由此释放电力将全部上网，得益于此，公司2014年供电量为19.41亿度，同比增长9.22%。公司关停电解铝并将释放电力上网有利于其改善盈利水平。

表6 公司近年电力销售情况（单位：亿度、元/度）

	2012年		2013年		2014年		2015年1~3月	
	供电量	电价 (含税)	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	3.88	0.489

资料来源：公司提供

（2） 电解铝及铝加工

电解铝

公司拥有电解铝设计产能10万吨/年，2012年产能满负荷运转，2013年鉴于市场行情波动，受公司电解铝生产成本具有一定刚性限制出现亏损，公司关停5万吨产能，2014年市场持续低迷，公司已关停全部产能。公司电解铝收入呈下降趋势，毛利率波动下降，其中2013年电解铝销售收入3.50亿元，较前两年大幅下降，主要系公司关停5万吨产能以及电解铝市场价格持续下滑所致，本期公司电解铝业务出现亏损，2013年公司电解铝毛利率为

-10.93%。

表7 公司电解铝及铝加工生产情况（单位：万吨）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
电解铝	产能	10	10	10
	产量	11.25	5.71	1.22
铝加工	产能	14.5	14.5	14.5
	产量	4.99	6.09	6.09

资料来源：公司提供

公司电解铝生产所需氧化铝全部外购，电力主要由自备电厂提供，公司配套6.4万吨阳极生产能力。电解铝产能停产后其配套6.4万吨阳极产能将全部外销，目前公司阳极产能生产正常。另外，公司关停电解铝释放的电力将上网销售。

公司关停电解铝产能有助于减少该业务亏损对公司利润的侵蚀，同时公司外销电力有望对公司利润形成一定贡献。

铝加工

公司拥有铝材加工生产能力为14.5万吨/年，其中子公司徐州四方铝业集团有限公司（以下简称“四方铝业”）拥有4.5万吨/年铝板带箔加工能力，铝板带厂拥有10万吨/年加工能力。

四方铝业拥有铝带3.5万吨/年及高精铝箔1万吨/年产能，其拥有50多年的铝冶炼及加工生产经营，行业经验较丰富，技术团队包括11名高级工程师及36名工程师。四方铝业拥有4条铸轧生产线、2条冷轧生产线、1条箔轧生产线和在建1条1850生产线（设计产能4万吨/年）

铝板带厂设计产能10万吨/年，主要生产设备包括德国西马克2300mm6辊CVC冷轧机、德国佛洛林公司高速重卷切边机组、德国赫克力斯公司数控轧辊修磨机、美国奥尔·迈克斯公司全自动铸造机等，设备处于业内领先水平。2014年及2015年1~3月分别生产2.27万吨和0.41万吨（尚未达产）。

公司铝加工产能利用率较低，导致公司铝加工业务持续亏损。公司计划通过提升管理、

生产团队水平及产品技术含量、改善产品结构改善铝加工业务亏损局面。

总体看，公司铝相关业务受市场低迷影响整体处于亏损状态，公司本期关停电解铝有利于缓解亏损对利润侵蚀，同时释放的电力能够为公司贡献一定利润。公司铝业务未来发展面临一定管理及经营压力。

4. 经营效率

2012~2014年公司销售债权周转次数波动下降，三年均值为5.62次，2014年为4.24次；近三年公司存货周转次数较平稳，三年均值为

10.65次，2014年为10.44次；同期公司总资产周转次数持续下降，三年均值为0.62次，2014年为0.47次。整体看，公司经营效率尚可。

5. 在建项目

公司目前在建项目主要系矿井及新建2*350MW机组项目。公司在建项目有利于进一步提升煤炭产能，扩大其收入规模，公司建设项目计划总投资66.86亿元，截至2014年底已投资22.78亿元，2015年计划投资8.01亿元，2016年计划投资13.48亿元。公司规划投资规模较大，具有一定对外融资需求。

表8 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	2016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	90906	4500	3299
大屯选煤厂升级改造	11个月	联合试运转	13088.71	7701	4626	--
姚桥选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	8144.55	4834	2386	--
孔庄选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	5266.27	4033	511	--
新疆苇子沟煤矿改扩建	56个月	井巷工程施工	151736.28	91477	9000	6150
玉泉煤业改扩建（新建）	18个月	复工报告待批	52250.73	25300	16936	5317
上海能源2*350MW（新建）		项目前期	344828.00	3529	42133	120000
合计	--	--	668562.81	227780	80092	134766

资料来源：公司提供

注：部分项目实际投资额可能会超过原计划总投资额。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年财务报告经普华永道中天会计师事务所有限公司审计、2013~2014年财务报告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意见的审计结论。2015年一季度财务报表未经审计。2014年公司新纳入合并范围一家企业（山西泉阳孟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

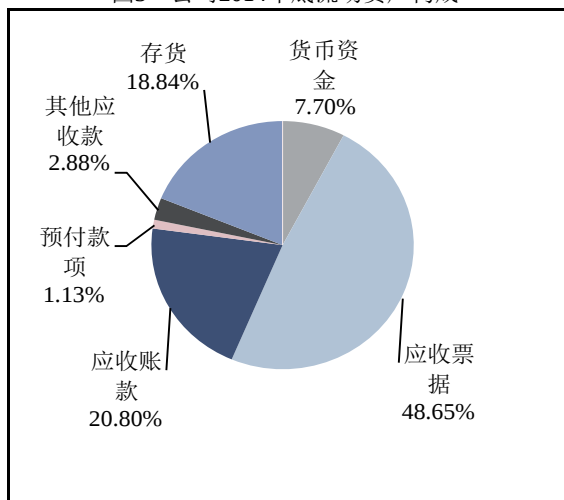
亿元，所有者权益合计85.68亿元（其中少数股东权益5.74亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入12.09亿元，利润总额0.15亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额年均增长11.46%，其中流动资产年均下降1.55%，非流动资产年均增长14.52%。截至2014年底，公司资产总额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。

图3 公司2014年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金年均下降19.56%。截至2014年底，公司货币资金为1.71亿元，较上年下降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%）。

2012~2014年，公司应收账款年均增长率为23.76%，截至2014年底，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%。

2012~2014年，公司预付款项有所下降，年均复合下降52.98%。截至2014年底，公司预付账款合计0.25亿元，较上年下降75.64%；其中1年以内预付款项占98.94%。

2012~2014年，公司存货持续下降，年均减少24.21%；截至2014年底，公司存货为4.17亿元，较上年下降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%。非流动资产主要为固定资产（占61.69%）、在建工程（占23.39%）和无形资产（占10.20%）。

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。

2012~2014年，公司长期应收款持续增长，年均增长13.58%；截至2014年底为0.46亿元，长期应收款主要为2014年及以前年度公司上缴江苏省国土资源厅的矿山环境治理保证金。

2012~2014年，公司固定资产净值年均增长5.93%。截至2014年底，公司固定资产原值72.91亿元，较上年下降3.18%，主要为房屋建筑物、井巷工程及机器设备。公司对固定资产累计计提折旧55.75亿元，公司未计提固定资产减值准备，2014年底固定资产净值为72.91亿元。

2012~2014年，公司在建工程持续增长，年均增长29.96%。截至2014年底，公司在建工程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。

2012~2014年，公司无形资产净值年均复合增长65.28%。截至2014年底，公司无形资产原值为12.05亿元，同比大幅增长174.24%，增长由于合并玉泉煤业采矿权增加所致。

截至2014年底，公司其他非流动资产为1.65亿元，主要系预付矿权款和预付投资款。

截至2015年3月底，公司资产总额合计143.16亿元，较2014年底增长1.99%，增长主要系货币资金、应收账款和在建工程增长所致，非流动资产占资产总额比例为82.92%。

截至2015年3月底，公司在建工程29.56亿元，比上年末增加1.91亿元，主要是106煤矿投入1.77亿元。

整体上看，公司资产以非流动资产为主，非流动资产中固定资产、在建工程、无形资产所占份额较大。整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益保持稳定，年均增长0.97%；截至2014年底，公司所有者权益85.37亿元（其中少数股东权益5.67亿元），同比增长2.06%，主要是少数股东权益增加所致。截至2014年底，公司资本公积为8.90亿元，主要系政府作为资本金投入的专项补贴款。2014年归属于母公司权益中实收资本占9.07%，资本公积占11.17%，盈余公积占4.53%，未分配利润占72.89%。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计为85.68亿元，其中归属母公司权益为79.93亿元，权益结构保持稳定。

总体来看，公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2012~2014年，公司负债合计年均增长37.12%，负债总额快速增长，其中流动负债年均增长34.31%，非流动负债年均减少43.47%。截至2014年底，公司负债合计54.98亿元，同比增长15.70%，其中流动负债占67.27%、非流动负债占32.73%。公司负债以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债36.99亿元，主要由短期借款（占18.92%）、应付票据（占6.43%）、应付账款（占31.78%）和其他应付款（占19.90%）构成。

2012~2014年，公司短期借款有所波动，2014年底合计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）。

2012~2014年，公司应付账款年均增长9.86%，2014年底合计11.75亿元，同比下降9.81%，主要是应付的材料款、工程款和设备款；公司应付账款账期主要集中在1以内（约占82.71%）。

2012~2014年，公司其他应付款年均增长44.47%，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17.99亿元，主要是长期借款（占13.89%）、应付债券（占54.77%）和预计负债（占20.41%）。

截至2014年底，公司长期借款为2.50亿元，全部为信用借款，系从中煤能源取得国家开发银行的转贷款，用于煤矿矿井建设。

截至2014年底，公司应付债券9.86亿元，主要系发行10亿元中期票据。

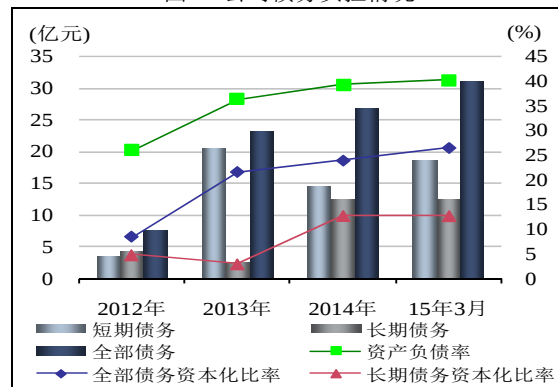
截至2014年底，预计负债为3.67亿元，同比增长9.13%，公司预计负债主要系由复垦、弃置及环境清理义务产生的预计负债。

截至2015年3月底，公司负债总额合计57.48亿元，主要是短期借款大幅增加所致；截至2015年3月底，公司短期借款10.38亿元，比上年末增加48.24%。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部债务年均增长68.56%，2014年底合计26.74亿元，其中短期债务占43.18%、长期债务占56.82%，公司债务结构仍有待改善。

债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率呈增长趋势，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率随债务规模扩张快速上升，三项指标近三年平均值分别为35.63%、20.07%和8.14%，2014年底分别为39.17%、23.85%和12.64%。

图4 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年3月底，公司全部债务合计30.78亿元，债务规模和结构保持稳定。同期，

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40.15%、26.43%、12.61%。

总体来看，公司近年债务规模持续上升，公司债务结构有待改善，公司债务负担适宜，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入持续下降，年均下降19.18%，2014年为63.52亿元，较上年下降24.93%；营业成本三年年均下降15.52%，2014年为52.48亿元，较上年减少27.37%。2012~2014年，公司营业利润率分别为23.15%、13.35%和15.85%。

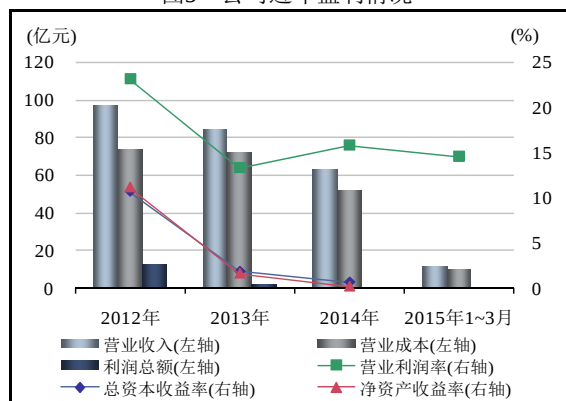
从期间费用看，2012~2014年，公司期间费用占营业收入的比重分别为9.87%、10.52%和13.89%，受公司营业收入不断下降的影响，公司期间费用率呈上升趋势，对利润具有较大侵蚀。

2012~2014年，公司利润总额分别为12.53亿元、2.02亿元和0.27亿元，主要由于煤炭价格持续下降导致利润减少；同期，公司净利润分别为9.35亿元、1.35亿元和0.16亿元。

从盈利指标看，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率三年平均值分别为3.05%和2.81%，2014年分别为0.70%和0.18%。

2015年1~3月，公司实现营业收入12.09亿元，利润总额0.15亿元，分别同比下降24.19%和70.11%。

图5 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报表

总体来看，公司铝业务亏损及近期煤炭价格持续下行对公司盈利能力侵蚀较大，公司盈利能力快速下降，公司面临较大经营及成本控制压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，三年平均值分别为71.37%和54.33%，2014年分别为59.89%和48.61%。2012~2014年，受经营性净现金流大幅下降影响，公司经营现金流动负债比分别为71.87%、19.20%和21.30%。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，受煤炭行业景气下行及铝业务持续亏损影响，公司EBITDA持续下降，三年均值为10.30亿元，2014年为7.64亿元。2012~2014年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA加权均值分别为11.29倍和2.59倍，2014年以上两指标分别为5.07倍和3.50倍。同时考虑到公司较好的获现能力及融资渠道，公司整体偿债能力较好。

截至2015年3月底，公司对外担保共计0.072亿元，担保比率为0.08%，公司或有负债风险低。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。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。

6. 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。

7. 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，财务弹性良好，且具备多元化的融资渠道。综合来看，公司抗风险能力强。

八、结论

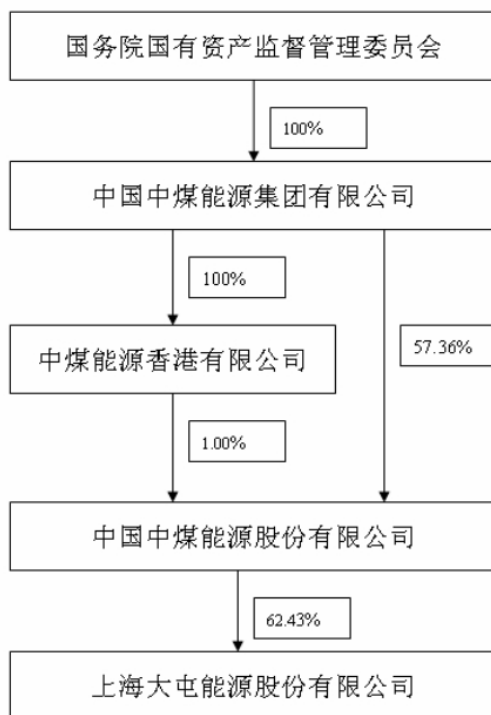
煤炭行业景气度持续下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。行业内企业流动性风险上升，大型国有煤炭企业在外部支持、融资渠道等方面具备相对优势，抗风险能力相对突出。

公司作为中煤集团旗下煤炭生产企业，其煤炭品质较好且贴近市场，具有一定竞争优势。公司债务负担适宜，财务弹性较好。受煤炭行业景气下行影响，公司收入及利润有所下降，铝业务持续亏损。

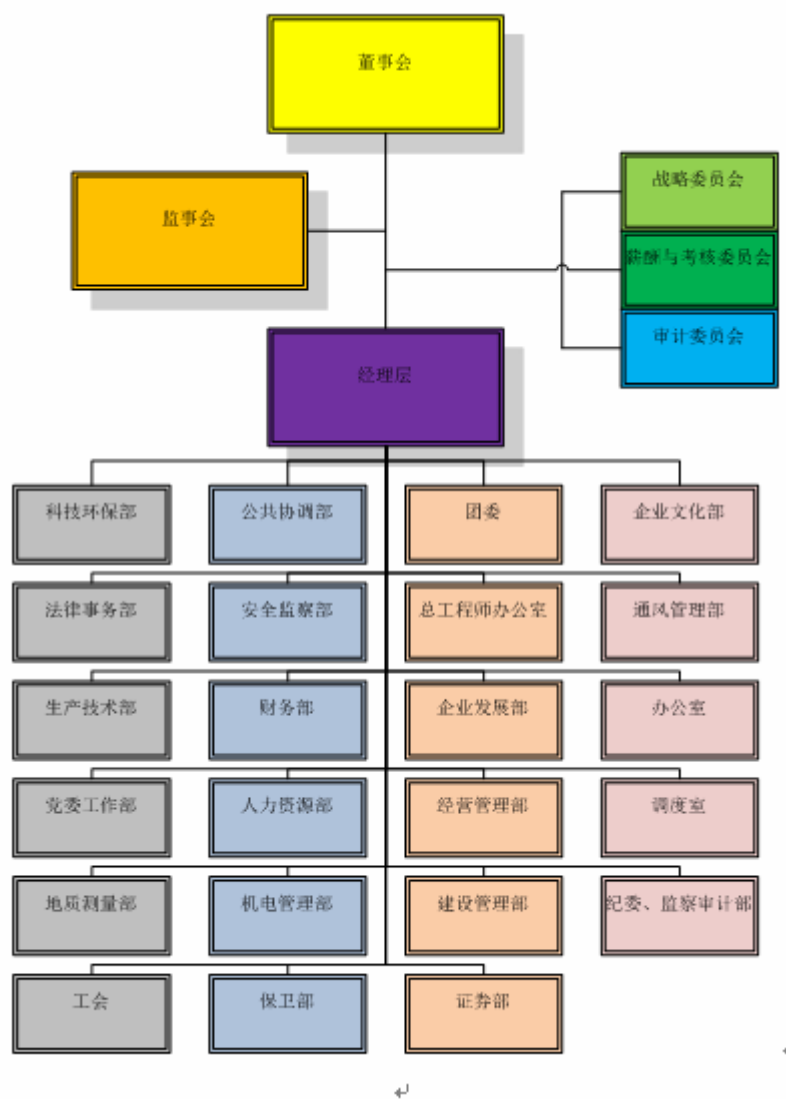
公司关停电解铝业务有利于减少亏损对利润侵蚀，同时释放电力对公司利润具有一定贡献。未来伴随公司在建产能的逐步投产，公司经营规模有望进一步上升，进而支撑公司综合抗风险能力。

综合考虑，公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

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(%)	118.67	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(%)	10.70	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：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；末位差异主要由四舍五入引起。

附件 3 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

联合资信评估有限公司关于 上海大屯能源股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在上海大屯能源股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

上海大屯能源股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。上海大屯能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海大屯能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现上海大屯能源股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如上海大屯能源股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如上海大屯能源股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送上海大屯能源股份有限公司、主管部门、交易机构等。

