

信用等级公告

联合[2014] 731 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及其拟发行的 2014 年度第一期中期票据的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⁺

上海大屯能源股份有限公司

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年六月五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

上海大屯能源股份有限公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款, 补充营运资金

评级时间: 2014 年 6 月 5 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	104.51	112.98	131.17	134.77
所有者权益(亿元)	75.92	83.73	83.65	84.09
长期债务(亿元)	6.18	4.16	2.51	2.51
全部债务(亿元)	6.21	7.65	22.97	25.14
营业收入(亿元)	100.81	97.23	84.61	15.94
利润总额(亿元)	18.87	12.53	2.02	0.51
EBITDA(亿元)	24.24	18.82	9.05	--
经营性净现金流(亿元)	14.69	14.74	7.87	2.19
营业利润率(%)	28.12	23.15	13.35	15.01
净资产收益率(%)	18.87	11.17	1.62	--
资产负债率(%)	27.36	25.89	36.23	37.61
全部债务资本化比率(%)	7.56	8.37	21.55	23.02
流动比率(%)	165.69	111.49	63.74	66.31
全部债务/EBITDA(倍)	0.26	0.41	2.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	42.00	30.61	8.76	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.42	1.88	0.91	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖 宇 孙晨歌

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。

公司债务负担较轻,财务弹性好,其停产电解铝业务将减少铝业务对利润侵蚀,同时释放的电力将对公司利润具有一定贡献。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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

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靠近市场。
3. 公司债务负担较轻,财务弹性好。
4. 公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

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；公司目前债务结构不尽合理。

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 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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2013年底，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2013年底，公司拥有6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2013年底，公司资产总额131.17亿元，所有者权益合计83.65亿元（其中少数股东权益4.09亿元）；2013年公司实现营业收入84.61亿元，利润总额2.02亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额134.77亿元，所有者权益合计84.09亿元（其中少数股东权益4.03亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入15.94亿元，利润总额0.51亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划于2014年注册中期票据额度10亿元，其中2014年第一期中期票据拟发行10亿元，期限5年，本期中期票据计划6亿元用于置换银行借款，4亿元用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输

业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转

型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场

发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业及区域经济概况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

资源分布

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一次能源消费结构中所占的比重达到69%，“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。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77

新甘宁	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 77.71% 分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新疆、甘肃、宁夏、青海地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

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。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭

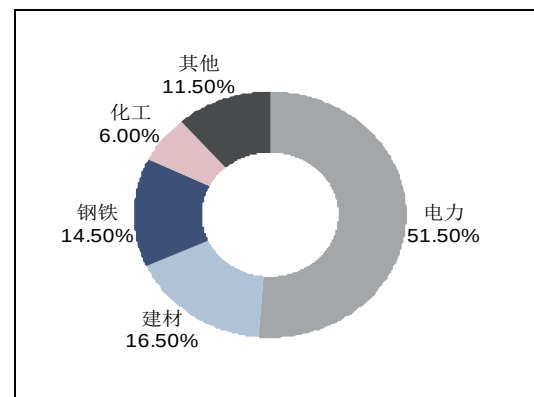
工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

2008~2009 年，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。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。2012 年四季度以来，煤炭行业出现较为明显的下行趋势，在进口煤的持续冲击下，国内煤炭企业经营环境恶化，部分高成本煤矿逐步退出市场，行业整体集中度有所提升，行业龙头的市场地位持续增强。

行业需求与供给

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80% 均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

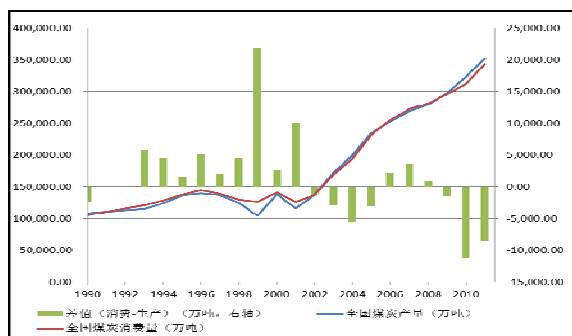
图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从2003年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至2013~2015年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了2003~2008年的快速增长期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

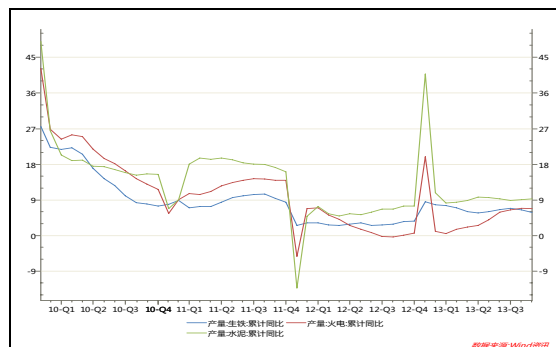
图2 近年中国煤炭生产消费总量



资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

图3 2010年以来煤炭下游主要行业产量增速



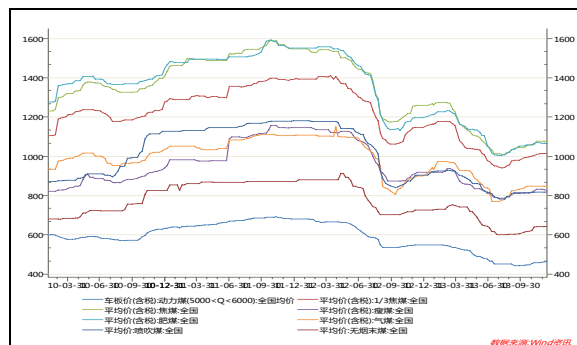
资料来源：国家统计局，联合资信整理

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、冶金煤和喷吹煤，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。

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。截至2013年12月6日，全国焦煤均价1078元/吨，同比下降14.31%，较2011年同期下降31.34%。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4 国内主要煤炭交易品种含税均价



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

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，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。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。

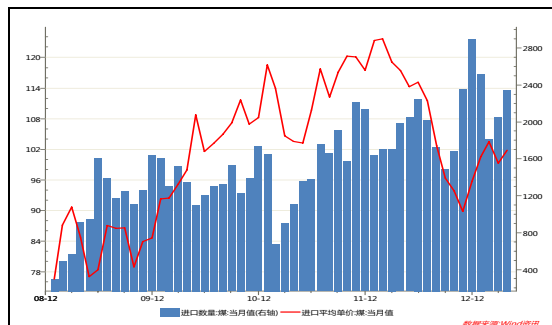
行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

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

中国历史上曾长期作为世界主要的煤炭出口国，随着国内能源需求上升及煤炭出口关税政策的调整，自2004年以来，中国煤炭出口量逐年下降，并于2009年成为煤炭净进口国。

图5 近年中国煤炭进口量及进口均价



资料来源：海关总署，联合资信整理

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的

深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年至今国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

3. 行业政策

总体规划

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升

趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

4. 行业发展

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。

2012年下半年以来，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，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国

新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，煤炭行业受2009年4万亿规模的投资负面影响较大，产能过剩明显，2012年下半年以来，煤炭需求下滑严重，行业整体景气度恶化，煤炭价格由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。考虑到煤炭行业作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。预计“十二五”期间，随着宏观经济结构调整逐步完成，煤炭行业作为基础行业的优势将充分体现。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤

炭企业，具备明显的竞争优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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。截至2014年3月底，公司在产矿井煤炭保有储量7.97亿吨，可采储量3.00亿吨，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。2013年公司生产原煤955.26万吨，生产精煤456.17万吨。

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2013年底，公司在职人员共计21381人。从教育程度分布来看，研究生及以上学历占0.33%，大学学历占11.36%，大专学历占13.00%，技校占22.87%，高中占14.09%，初中及以下占35.02%；从专业构成来看，生产人员占80.61%，销售人员占0.29%，技术人员占8.32%，财务人员占1.03%，行政人员占9.75%。

总体看，公司高管具备较丰富管理经验，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316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32人，高级工程师160人，

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月底公司将全部电解铝生产线停产。

博士9人。享受国务院政府津贴11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25人，形成了煤炭、电力、铝业、机械制造、信息化等研发能力较强的技术创新团队。

近年来公司共获得省部级以上科技成果17项，其中国家能源科技进步奖2项、中国职业健康科技进步奖2项、中国煤炭工业协会科技进步奖8项、国家安全生产科技成果奖5项。申请国家专利112项，包括发明专利24项，获国家授权专利91项，其中发明专利4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2013年底，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。

六、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11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4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。

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，公司管理水平良好，考虑到公司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。

七、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，整体营业收入规模受其影响较大。2013年公司煤炭业务实现收入63.82亿元，较上年下降8.49%，其中洗煤板块收入较上年下降15.68%，煤炭贸易板块略有提升，为14.33亿元，较上年增长9.06%；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，公司电力业务2013年实现收入3.95亿元，公司电解铝业务已于2014年3月底停产5万吨电解铝所释放电力计划全部上网销售，公司电力业务收入有望增长；电解铝及铝制品业务方面，受铝行业持续低迷影响，公司电解铝及铝制品业务收入持续下降，其中2013年为12.39亿元，同比下降34.69%，公司2013年该板块收入下降部分由于本期公司关停5万吨电解铝产能所致。

表2 公司主营业务收入情况（亿元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	70.50	71.31	39.63	69.74	73.00	32.35	63.82	76.36	19.60	11.72	74.51	23.21
其中：原煤	15.59	15.77	50.15	12.47	13.05	43.19	12.28	14.69	32.18	3.16	20.08	39.85
洗煤	45.15	45.67	44.52	44.13	46.20	38.89	37.21	44.52	22.96	6.08	38.65	23.97
煤炭贸易	9.75	9.87	0.14	13.14	13.75	0.12	14.33	17.14	0.11	2.48	15.75	0.10
电解铝及铝产品	21.27	21.52	5.27	18.97	19.86	1.79	12.39	14.82	-13.64	2.07	13.16	-25.12
其中：电解铝	13.60	13.76	8.85	11.77	12.32	10.53	3.50	4.18	-10.93	0.23	1.47	-62.55
铝加工	7.67	7.76	-1.03	7.20	7.53	-12.62	8.89	10.64	-14.69	1.83	11.66	-20.72
其他	7.09	7.18	-3.48	6.83	7.15	6.07	7.38	8.83	15.97	1.95	12.39	20.21
合计	98.86	100.00	29.14	95.53	100.00	24.40	83.58	100.00	14.36	15.73	100.00	16.40

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
资料来源：公司提供

从毛利率来看，公司2013年煤炭板块实现毛利率19.60%，较上年下降12.75个百分点，公司煤炭业务盈利较上年快速下滑，主要系价格下跌所致，其中原煤板块和洗煤板块毛利率较上年均有下降，煤炭贸易板块毛利率较上年保持稳定；2011~2013年，公司电力业务毛利率快速上升，主要系煤炭价格下跌带动电力成本下降以及公司上网电价上升所致；近三年公司电解铝及铝制品受行业整体下滑和成本上升影响，整体盈利快速下滑，2013年该板块毛利率为-13.64%。

2014年一季度，公司实现主营业务收入15.73亿元，其中煤炭业务实现收入11.72亿元，公司煤炭实现毛利率23.21%，较上年有所回升，主要系公司成本有所下降。

总体看，受煤炭景气下行影响，公司煤炭业务盈利出现下滑，公司电解铝及铝加工业务出现亏损，公司目前已停产全部电解铝产能，其有利于减少对公司利润的侵蚀。关停电解铝释放的电力将对公司利润具有一定贡献。

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

公司目前拥有四座在产矿井，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。公司在产矿井主要系1/3焦煤、气煤和气肥煤，截至2014年3月底其合计可控储量7.97亿吨，合计可采储量3.00亿吨。公司以上四座矿井合计核定产能895万吨/年。

公司在立足本部煤炭开采的同时，注重资源的储备接续工作，公司目前已在山西获得一定资源储量。

新疆基地位于淮南煤田白杨河矿区，包括106煤矿和苇子沟煤矿。煤种为不粘煤。其中106煤矿煤层埋藏深度0-600米，井田总资源量2.21亿吨，可采储量1.28亿吨；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。

表3 公司在产煤炭资源情况（万吨）

序号	矿井名称	主要煤种	可控储量	可采储量	核定生产能力	2011年产量	2012年产量	2013年产量	14年一季度产量
1	姚桥煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	34100.42	16298.40	445	444.64	444.59	444.05	117.55
2	孔庄煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	16579.56	7080.98	150	149.67	179.98	212.12	50.15
3	徐庄煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	24590.75	5984.37	180	179.29	179.99	179.25	46.15
4	龙东煤矿	1/3焦煤、气煤、气肥煤	4478.61	600.45	120	119.55	119.98	119.84	33.04
合计			79749.34	29964.20	895	893.15	924.54	955.26	246.89

资料来源：公司提供

注：2012年及2013年孔庄煤矿产量中包含孔庄3期（产能未列入上表核定产能）改扩建项目新增产量。

煤炭生产

公司目前有四座生产矿井，分别为姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿和龙东煤矿，以上四矿核定产能分别为445万吨/年、150万吨/年、180万吨/年和120万吨/年。公司在产矿井开采煤层埋藏较深，全部采用立井，目前公司最深工作面超过1000米深度，较浅处在400米以上。公司四座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%。近三年公司原煤合计产量分别为893.15万吨、924.54万吨和955.26万吨。

表4 公司煤炭生产指标

项目	2011	2012	2013	14年一季度
原煤产量(万吨)	893.15	924.54	955.26	246.89
采煤机械化程度(%)	100	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100	100

全员效率(吨/工)	6.756	7.194	7.345	7.247
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源:公司提供

注: 2014 年一季度原煤产量与表 3 差异主要系本部分未统计工程煤。

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。目前, 公司洗煤所需原煤全部自给, 精煤外销, 其他供自备电厂。2013年公司精煤产量456.17万吨, 较上年基本持平, 2014年一季度精煤产量为100.58万吨。

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。

公司自营一条铁路线—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。2012年徐沛线运量达到1506万吨。公司自营铁路对其煤炭运输具有积极作用。

表 5 公司煤炭销售情况

项目	2011年	2012年	2013年	14年1-3月
商品煤销量(万吨)	725	815	878	180
商品煤价格(元/吨)	972	856	727	651

资料来源: 公司提供

从售价来看, 2013年煤炭行业景气下行, 公司煤炭价格较上年大幅下降, 同比下降15.07%。公司收入及利润受煤炭价格下跌影响下滑较快。2014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, 销售渠道畅通, 产品销售情况较好, 2014年, 公司煤炭贸易板块收入为14.33亿元, 较上年略有提升。

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, 研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 6 公司电力生产情况

项目	2011年	2012年	2013年	14年一季度
装机容量(兆瓦)	444	444	444	444
发电量(亿度)	26.33	26.87	23.22	5.54

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月份开始公司电解铝已全部停产，由此释放电力将全部上网。2014年公司预计电解铝释放电力上网6亿度，电价0.414元/度，2014年一季度释放电力上网1.19亿度。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7 公司近年电力销售情况（亿度、元/度）

	2011年		2012年		2013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	7.20	0.411	7.06	0.428	10.19	0.433

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，2011~2012年10万吨产能满负荷运转，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8 公司电解铝及铝加工生产情况（万吨）

项目	2011年	2012年	2013年
电解铝	产能	10	10
	产量	11	11.25
铝加工	产能	4.5	14.5
	产量	4.88	4.99

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，2013年生产2.2万吨，尚未达产。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。

铝加工业务与市场关联度高，受经济增速放缓影响，公司铝加工产能释放受到制约，导致公司铝加工业务持续亏损。公司计划通过提升产品技术含量、改善产品结构应对市场不利因素。

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。但受限于行业下行压力，公司铝业务未来发展仍面临一定经营压力。

4. 经营效率

2011~2013年公司销售债权周转次数波动下降，三年均值为7.05次，2013年为6.49次；近三年公司存货周转次数较平稳，三年均值为10.90次，2013年为10.99次；同期公司总资产

周转次数持续下降，三年均值为0.81次，2013年为0.69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建设，并计划新建2*350MW装机容量。

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3月底已投资18.51亿元，2014年计划投资7.22亿元，2015年计划投资15.30亿元。公司规划投资规模较大，具有一定对外融资需求。

表9 公司在建项目情况（万元）

项目	建设期	项目进度	总投资	截至14年3月底累计投资	2014年计划投资	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	83948.77	3000	3000
大屯选煤厂升级改造	11个月	联合试运转	13088.71	7407.91	5680.80	
姚桥选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	8144.55	4093.63	4050.92	
孔庄选煤厂升级改造	8个月	联合试运转	5266.27	3541.67	1724.60	
新疆苇子沟煤矿改扩建	56个月	井巷工程施工	151736.28	84086.17	11500	50000
玉泉煤业改扩建（新建）	18个月	复工报告待批	52250.73	933.93	26000	20000
上海能源2*350MW（新建）		项目前期	344828.00	1127.28	20277	80000
合计			668562.81	185139.36	72233.32	153000

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2012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。2014年一季度财务报表未经审计。公司2013年合并范围内的子公司未发生变化。

截至2013年底，公司合并资产总额131.17亿元，所有者权益83.65亿元（其中少数股东权益4.09亿元）；2013年公司实现营业收入84.61亿元，利润总额2.02亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额134.77亿元，所有者权益84.09亿元（其中少数股东权益4.03亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入15.94亿元，利润总额0.51亿元。

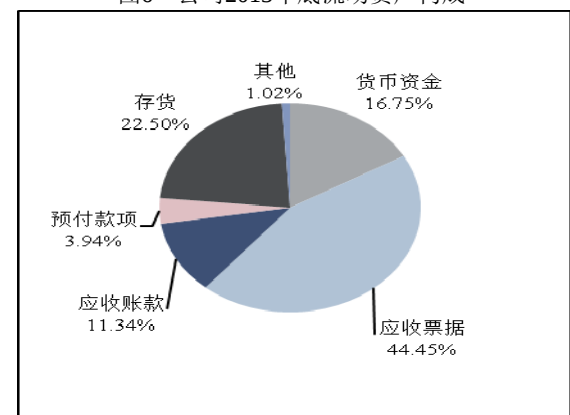
2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额年均增长12.03%，其中流动资产年均下降4.57%，非流动资产年均增长17.70%。截至2013年底，公司资产总额131.17亿元，其中流动资产占

19.92%，非流动资产占80.08%。

截至2013年底，公司流动资产26.13亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、预付款项和存货等构成。

图6 公司2013年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金年均下降20.80%。截至2013年底，公司货币资金为4.38亿元，其中银行存款4.13亿元。截至2013年底公司应收票据合计11.61亿元，现金类资产合计15.99亿元，占流动资产比例为61.20%。

2011~2013年，公司应收账款年均增长率为49.10%，截至2013年底，为2.96亿元，较上年下降1.53%。公司应收账款中采用组合计提坏账准备的款项占100%，该部分款项中，账

龄在1年以内的占97.63%，1~2年的占0.19%，2~3年的占1.56%，3年以上的占0.62%，共计计提坏账准备0.07亿元，计提比例2.33%。总体上，公司应收账款计提比例较合理。

2011~2013年，公司预付款项有所下降，年均复合下降14.57%。截至2013年底，公司预付账款合计1.03亿元，较上年下降9.24%。其中，1年以内预付款项占99.93%，1~2年的占0.03%，2~3年的占0.04%。

2011~2013年，公司其他应收款有所波动。截至2013年底，公司其他应收款为0.27亿元，较上年下降20.34%，主要是公司建设项目所需资金的先期垫付及保证金和抵押金等。其中，采用组合法计提坏账准备的款项占88.02%，账龄在1年以内的占22.12%，1~2年的占4.76%，2~3年的占0.50%，3年以上的占72.62%，共计提坏账准备0.02亿元。总体上，公司其他应收款计提比例适宜。

2011~2013年，公司存货有一定波动。截至2013年底，公司存货为5.88亿元，其中主要是原材料、在产品和库存商品。公司计提存货跌价准备0.51亿元，计提比例7.97%。

截至2013年底，公司非流动资产105.05亿元，较上年增长16.57%。非流动资产主要为长期应收款（占0.38%）、长期股权投资（占0.54%）、固定资产（占71.69%）、在建工程（占17.80%）、无形资产（占4.18%）、其他非流动资产（占2.91%）。

公司长期股权投资主要投资于丰沛铁路股份有限公司、江苏省铁路发展股份有限公司、江苏银行股份有限公司。截至2013年底，长期股权投资总计0.57亿元。

2011~2013年，公司固定资产净值年均增长14.63%。截至2013年底，公司固定资产原值125.21亿元，较上年增长14.14%，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49.90亿元，公司未计提固定资产减值准备，2013年底固定资产净值为75.31亿元。

2011~2013年，公司在建工程持续增长，

年均增长23.26%。截至2013年底，公司在建工程18.70亿元，主要是106煤矿改扩建、鸿新煤业苇子沟煤矿等建设项目。

2011~2013年，公司无形资产净值年均复合增长2.64%。截至2013年底，公司无形资产原值为4.79亿元，累计摊销额0.40亿元，无形资产净值4.40亿元，其中探矿权2.40亿元，土地使用权1.02亿元，采矿权0.94亿元，软件0.03亿元。

截至2013年底，公司其他非流动资产为3.06亿元，主要系预付矿权款和预付投资款。

截至2014年3月底，公司资产总额合计134.77亿元，较2013年底增长2.74%，增长主要来自货币资金、应收账款、其他应收款、存货，流动资产占资产总额比例上升至21.72%。

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

截至2013年底，公司所有者权益83.65亿元，其中少数股东权益4.09亿元，归属于母公司所有者权益79.56亿元。截至2013年底，公司资本公积为8.90亿元，同比增长7.18%，主要系政府作为资本金投入的专项补贴款。2013年归属于母公司权益中实收资本占9.08%，资本公积占11.19%，盈余公积占4.54%，未分配利润占72.41%。截至2014年3月底，公司所有者权益合计为84.09亿元，其中归属母公司权益为80.06亿元，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

2011~2013年，公司负债合计年均增长28.92%，负债总额快速增长，其中流动负债年均增长53.87%，非流动负债年均减少23.90%。截至2013年底，公司负债合计47.52亿元，其中流动负债占86.25%，非流动负债占13.75%。公司负债以流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债40.99亿元，主要由短期借款（占44.41%）、应付票据（占5.45%）、应付账款（占31.79%）和其他应付款（占10.11%）构成。

2011~2013年，公司短期借款持续上升，2013年底合计18.20亿元，其中信用借款约占68.40%。

2011~2013年，公司应付账款持续上升，2013年底合计13.03亿元，主要是应付的材料款、工程款和设备款。

2011~2013年，公司其他应付款持续上升，截至2013年底，公司其他应付款为4.14亿，主要是应付可持续发展准备基金和应付土地塌陷赔偿。

截至2013年底，公司非流动负债6.53亿元，主要是长期借款（占38.46%）、长期应付款（占9.89%）和预计负债（占51.52%）。

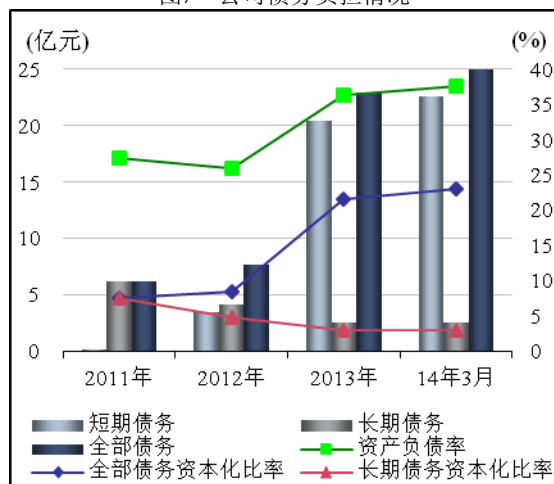
截至2013年底，公司长期借款为2.51亿元，全部为信用借款，其中长期借款2.50亿元是从中煤能源取得国家开发银行的转贷款，用于煤矿矿井建设；预计负债为3.37亿元，主要系复垦、弃置及环境清理义务产生的预计负债；长期应付款0.65亿元，较上年底有所下降，公司长期应付款为辞退福利一年以上部分，2013年下降系支付期限下降至一年以内转入应付职工薪酬所致。

截至2014年3月底，公司负债总额合计50.68亿元，受短期借款、应付票据及其他应付款增长影响，公司负债总额较2013年底增长6.65%。

有息债务方面，2011~2013年，公司债务总额年均增长92.41%，2013年底合计22.97亿元，其中短期债务占89.07%，公司债务以短期债务为主，债务结构不尽合理。

债务指标方面，2011~2013年，公司资产负债率呈增长趋势，全部债务资本化比率随债务规模扩张快速上升，而长期债务资本化比率逐年减少；各项指标三年平均值分别为31.35%、14.80%和4.38%，2013年底分别为36.23%、21.55%和2.92%。

图7 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

截至2014年3月底，公司全部债务合计25.14亿元，短期债务有所增加，占全部债务的90.01%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别上升至37.61%、23.02%，长期债务资本化比率下降至2.90%。

总体来看，公司近年债务规模持续上升，其中以短期债务为主，公司债务结构有待改善，公司债务负担较轻，财务弹性好。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入有所下降，年均下降8.38%，2013年为84.61亿元，较上年下降12.98%；营业成本三年年均增长0.68%，2013年为72.26亿元，较上年减少1.73%。2013年，公司营业利润率下降至13.35%。

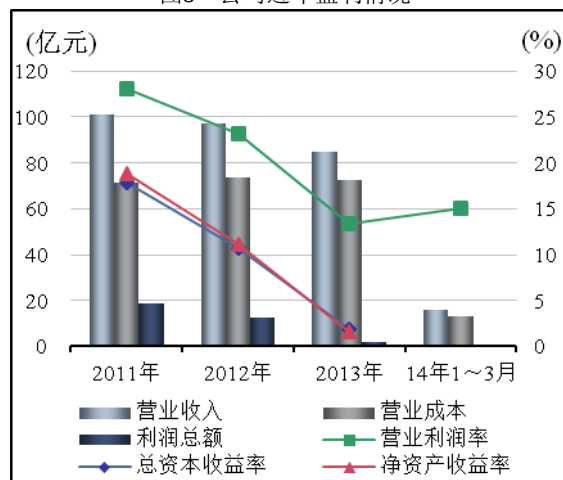
从期间费用看，2011~2013年，公司期间费用占营业收入的比重分别为9.64%、9.87%和10.52%，受公司营业收入不断下降的影响，公司期间费用率呈上升趋势，对利润具有较大侵蚀。

2013年，公司利润总额和净利润分别为2.02亿元和1.35亿元，较2012年均有明显下降，主要是由于公司煤炭产业利润下降明显，铝业务持续亏损影响。

从盈利指标看，2011~2013年，公司总资产收益率和净资产收益率三年平均值分别为7.73%和7.93%，2013年分别为1.88%和1.62%。

2014年1~3月，公司实现营业收入15.94亿元，同比，利润总额0.51亿元，分别同比下降25.55%和74.84%。

图8 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报表

总体来看，公司铝业务持续亏损及近期煤炭行业景气下行对公司盈利能力侵蚀较大，公司盈利能力快速下降。公司已将电解铝业务停产，并计划将释放电力产能全部上网销售，其有利于公司改善自身盈利能力。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013年，公司经营活动现金流入分别为131.92亿元、128.41亿元和95.15亿元，分别由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金组成。公司经营活动现金流出分别为117.23亿元、113.67亿元和87.28亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金年均下降14.96%；从现金收入比看，三年分别为130.38%、131.81%和112.33%，公司收入实现质量有所下降，仍处于较好水平。2011~2013年，受煤炭价格下跌影响，公司经营活动净现金流波动下降，三年分别为14.69亿元、14.74亿元和7.87亿元。

从投资活动看，2011~2013年，公司投资活动现金流入分别为0.24亿元、0.16亿元和0.15亿元，主要是由取得投资收益收到的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额所组成。2011~2013年，公司投资活动现

金流出持续上升，分别为11.45亿元、17.00亿元和18.63亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金组成；公司投资活动产生的现金流量净额均为净流出，三年分别为-11.20亿元、-16.84亿元和-18.48亿元。

从筹资活动看，2011~2013年，公司筹资活动现金流入上升速度较快，分别为0.15亿元、0.50亿元和26.30亿元，主要由取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金组成，2011~2013年筹资活动现金流出波动较大，分别为2.69亿元、2.59亿元和15.33亿元，主要由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金组成；筹资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-2.54亿元、-2.09亿元和10.96亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金流入量合计19.79亿元，现金收入比124.03%，经营活动现金净流量合计2.19亿元，同期，公司投资活动现金支出规模下降较快，投资活动现金流量净额合计-2.96亿元，筹资活动现金净流入合计0.75亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量有所下降，但获现能力较强；近年来公司矿山技改等导致公司资本性支出维持一定规模，公司经营性现金流弱化导致2013年外部筹资需求上升，且以短期融资为主，公司存在一定债务周转需求。随着建设项目的进一步开展、推进，未来仍存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率和速动比率下降明显，三年平均值分别为98.45%和73.14%，2013年分别为63.74%和49.39%。2011~2013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84.87%、71.87%和19.20%。考虑到公司较完善的融资渠道及较好的经营获现能力，公司短期偿付能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2011~2013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15.02亿元，2013年为9.05亿元。2011~2013年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA加权均值分别为21.96倍和1.44倍，2013年以上两指标分别为8.76倍和2.54倍。公司整体偿债能力良好。

截至2014年3月底，公司对外担保共计0.025亿元，担保比率为0.03%，公司或有负债风险低。

截至2014年3月底，公司合并口径银行授信额度为20.85亿元，其中未使用额度为5.85亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（G1031011502258000B），截至2014年4月22日，公司无已结清和未结清信贷信息中无不良或关注类项目，公司过往履约情况良好。

8. 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，财务弹性较好，且具备多元化的融资渠道。综合来看，公司抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟注册中期票据额度10亿元，其中本期中期票据计划发行10亿元，期限5年。截至2014年3月底，本期中期票据额度占全部债务的39.77%，对现有债务影响大。截至2014年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为37.61%、23.02%和2.90%，本期中期票据发行后，上述指标分别上升至41.92%、29.47%和12.95%。考虑到公司计划将本期中期票据部分用于置换银行借款，不考虑其他因素，本期中期票据发行后上述债务指标可能低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年公司经营活动现金流入量呈下降趋势，三年均值为112.48亿元，为本期中期票据的11.25倍，其中2013年为9.51倍，近三年公司经营活动现金净流量波动下降，三年均值为11.30亿元，为本期中期票据的1.13倍，其中2013年为0.79倍。公司近三年EBITDA持续下降，三年均值为本期中期票据的1.50倍，2013年为0.91倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度好。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好，考虑到公司多元化的融资渠道，及持续的经营能力，公司对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

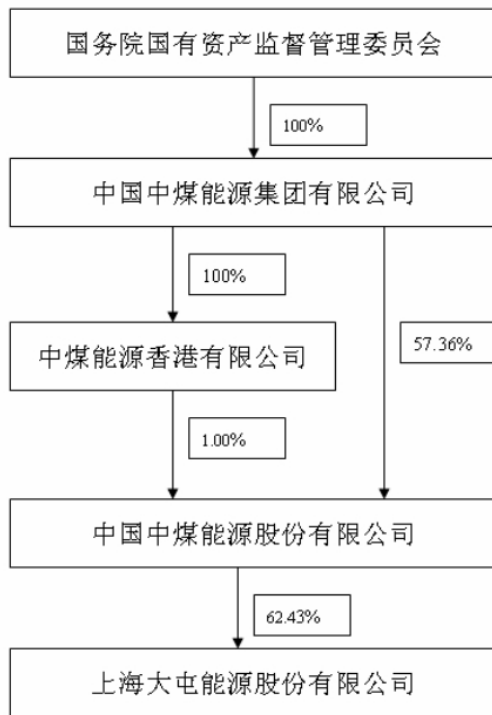
总体看，煤炭行业由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。考虑到煤炭行业作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。

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。公司财务负担适宜，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，综合竞争力有望获得提升。

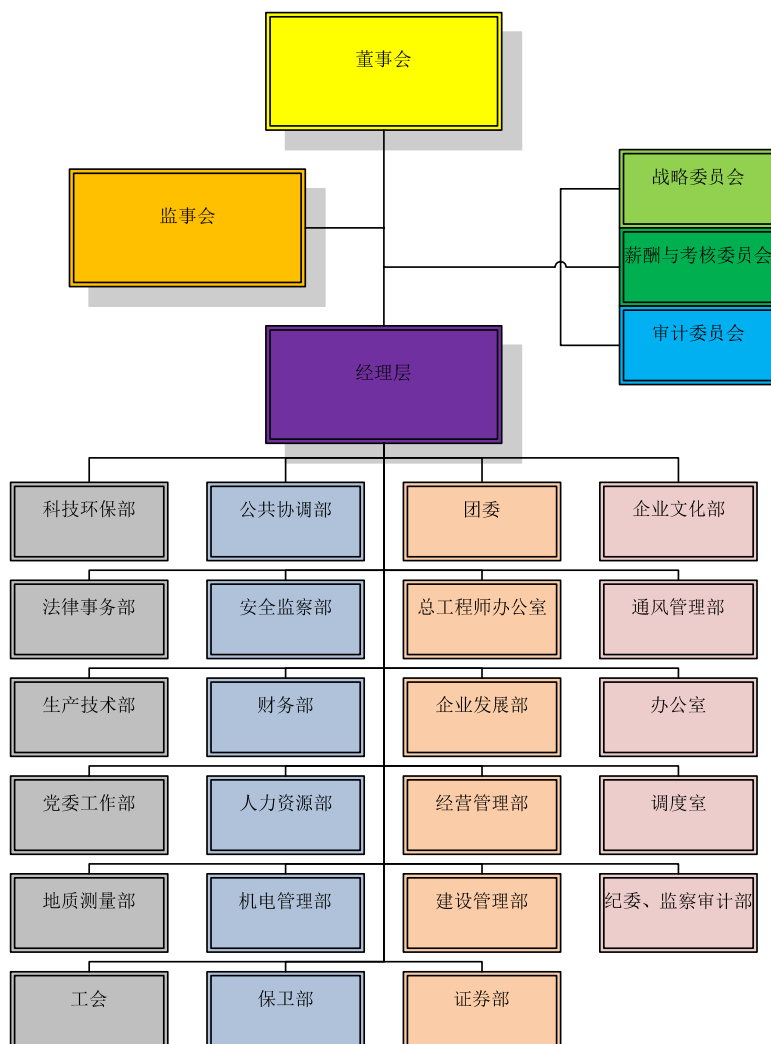
公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好，其多元化的融资渠道有利于保障公司对本期中期票据本息的偿付。

综合考虑，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.28	11.12	15.99	15.22
资产总额(亿元)	104.51	112.98	131.17	134.77
所有者权益(亿元)	75.92	83.73	83.65	84.09
短期债务(亿元)	0.02	3.50	20.46	22.63
长期债务(亿元)	6.18	4.16	2.51	2.51
全部债务(亿元)	6.21	7.65	22.97	25.14
营业收入(亿元)	100.81	97.23	84.61	15.94
利润总额(亿元)	18.87	12.53	2.02	0.51
EBITDA(亿元)	24.24	18.82	9.05	--
经营性净现金流(亿元)	14.69	14.74	7.87	2.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.40	7.74	6.49	--
存货周转次数(次)	10.97	10.68	10.99	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.89	0.69	--
现金收入比(%)	130.38	131.81	112.33	124.03
营业利润率(%)	28.12	23.15	13.35	15.01
总资本收益率(%)	17.90	10.70	1.88	--
净资产收益率(%)	18.87	11.17	1.62	--
长期债务资本化比率(%)	7.53	4.73	2.92	2.90
全部债务资本化比率(%)	7.56	8.37	21.55	23.02
资产负债率(%)	27.36	25.89	36.23	37.61
流动比率(%)	165.69	111.49	63.74	66.31
速动比率(%)	128.15	76.05	49.39	47.90
经营现金流动负债比(%)	84.87	71.87	19.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	42.00	30.61	8.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.26	0.41	2.54	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.19	12.84	9.51	
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.47	1.47	0.79	
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.42	1.88	0.91	

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；末位数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（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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 上海大屯能源股份有限公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，上海大屯能源股份有限公司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，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

