信用等级公告

联合[2018] 996 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“14 大屯能源 MTN001”债券信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月十五日

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	金　额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 大屯能源 MTN001	10 亿元	2019/10/23	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.46	17.81	24.66	28.50
资产总额(亿元)	136.70	139.89	142.77	149.15
所有者权益(亿元)	84.60	89.42	91.86	95.73
短期债务(亿元)	18.88	8.52	6.13	6.42
长期债务(亿元)	9.98	10.84	10.61	10.72
全部债务(亿元)	28.86	19.36	16.75	17.14
营业收入(亿元)	49.60	51.80	63.34	17.52
利润总额 (亿元)	0.61	4.77	5.03	4.49
EBITDA(亿元)	7.76	11.77	11.56	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	13.56	7.32	6.92
营业利润率(%)	15.49	21.07	32.08	36.61
净资产收益率(%)	-0.35	4.62	3.43	--
资产负债率(%)	38.11	36.08	35.66	35.81
全部债务资本化比率(%)	25.44	17.80	15.42	15.19
流动比率(%)	60.50	83.03	86.07	95.27
全部债务/EBITDA(倍)	3.72	1.64	1.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.77	7.37	11.19	--
经营现金流动负债比(%)	17.88	41.53	21.02	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；公司其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已分别计入短期及长期债务核算。

分析师

牛文婧　蒋智超

邮件：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）

网址：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，由于煤炭行业景气度回升，公司煤炭板块盈利增长较快；公司债务负担适宜，经营活动现金流入量对存续中期票据保障能力良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司计提大额资产减值准备对公司利润水平的影响较大以及铝加工、电力业务亏损等不利因素可能给公司经营发展带来的负面影响。

未来，公司将继续做强煤炭采选销售主业，降低铝加工板块亏损。随着在建矿井及热电联供机组的投产，公司煤炭及电力产能有望扩张。公司剥离“三供一业”资产有利于减轻负担，集中精力发展主营业务。公司盈利能力有望保持稳健提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信确定维持公司的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 MTN001” AA^+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。
2. 煤炭行业景气度提升，公司煤炭板块盈利较快增长。
3. 跟踪期内，公司债务负担减轻，财务弹性良好。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续中期票据保障能力良好。

关注

1. 公司计提大额资产减值准备对利润水平影响大。
2. 公司铝加工业务板块和电力板块亏损，对整体盈利造成一定的负面影响。

3. 公司开采煤层地质埋藏较深，地质条件较复杂，面临一定的安全生产压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由上海大屯能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

上海大屯能源股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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（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.SH）。

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2018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%），公司实际控制人系国务院国资委。

公司主要从事煤炭开采、洗选加工、煤炭销售等业务。

截至2018年3月底，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2017年底，公司资产总额142.77亿元，所有者权益合计91.86亿元（其中少数股东权益2.36亿元）；2017年公司实现营业收入63.34亿元，利润总额5.03亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额149.15亿元，所有者权益合计95.73亿元（其中少数股东权益2.26亿元）；2018年一季度公司实现营业收入17.52亿元，利润总额4.49亿元。

公司住所：上海市浦东新区浦东南路256号；法定代表人：包正明。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2014年10月发行5年期中期票据“14大屯能源MTN001”，募集资金10亿元，用于偿还银行借款，补充营运资金。目前募集资金已全部使用完毕。公司已分别于2015年10月、2016年10月和2017年10月按照5.28%的年利率正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017

年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进

口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到62%，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%。

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。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计5亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿-13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3-4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

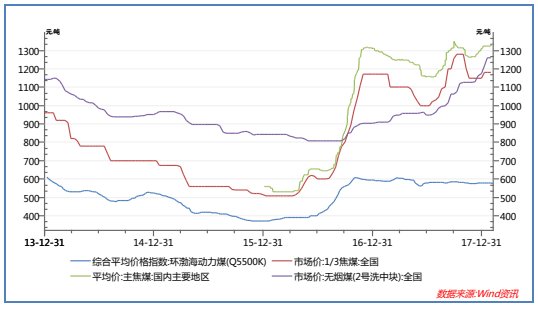
煤炭价格

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，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价



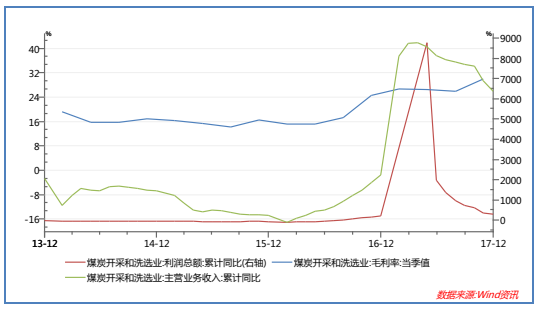
资料来源：Wind资讯

进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

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

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。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国

家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭

基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，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。

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，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳

定。

六、基础素质分析

公司系中煤股份下属上市公司，中煤集团为国务院国资委直属企业。截至 2017 年底，公司大屯矿区三座在产矿井煤炭保有储量 14.27 亿吨，可采储量 6.60 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 3 处生产矿井，3 处建设矿井，在产矿井核定产能 805 万吨/年，公司配套 3 处选煤厂，选煤能力 820 万吨/年。2017 年，公司生产原煤 786 万吨，洗煤产量 542 万吨。2018 年 1~3 月，公司生产原煤 203 万吨，生产洗煤 174.78 万吨。

截至 2018 年 3 月底，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，共有 8 台机组，总装机容量为 444 兆瓦，设备平均利用小时数为 5201 小时；公司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。

七、管理分析

2017年9月20日，公司董事会审议并通过了《关于选举包正明先生为公司第六届董事会董事长的议案》，任命包正明为公司董事长。原董事长义宝厚因工作变动辞去公司董事长职务。

2018年3月19日，公司董事会审议并通过了《关于聘任毛中华先生为公司总经理的议案》，任命毛中华为公司总经理。原总经理包正明因工作原因辞去公司总经理职务。

包正明，汉族，1963 年 8 月出生，中国共产党党员，矿业工程硕士，教授级高级工程师。1993.07-2001.02，淮南市煤电总公司新集二矿（花家湖矿）地测科主管工程师、副科长、科长；2001.02-2003.08，国投新集能源股份有限公司二矿综采一队党支部书记、副总工程师、党委副书记、矿长；2003.08-2011.01，国投新集能源股份有限公司基建部副部长兼主任工程师，杨村煤矿矿长，刘庄煤矿矿长、党委副书记，生产部部长；2011.01-2011.11，国投新集能源股份有限公司副总经理；2011.11-2014.01，国投新集能源股份有限公司党委副书记、副总经理；2014.01-2014.10，国投新集能源股份有限公司党委副书记、副总经理（主持工作）；2014.10-2017.02，国投新集能源股份有限公司党委副书记、总经理；2017.02 至今，大屯煤电（集团）有限责任公司副董事长、董事、党委副书记；2017.03-至今，上海大屯能源股份有限公司总经理；2017.04-2017.09，上海大屯能源股份有限公司副董事长；2017.09-至今，上海大屯能源股份有限公司董事长。

毛中华，汉族，1966 年 10 月出生，中国共产党党员，工程硕士，高级经济师。1988.07~1991.04，大屯煤电公司孔庄煤矿地测科监控员；1991.04~2000.12，大屯煤电公司办公室副科长、科长、副主任；2000.12~2007.01，大屯煤电公司办公室主任、徐州办事处主任；2007.01~2011.04，上海能源姚桥煤矿党委书记、副矿长；2011.04~2013.01，上海能源龙东煤矿矿长、党委副书记；2013.01~2014.02，上海能源副总工程师兼龙东煤矿矿长、党委副书记；2014.02~2015.04，上海能源副总工程师兼姚桥煤矿矿长、党委副书记；2015.04~2016.11，中煤平朔集团有限公司党委副书记、纪委书记、监事；2016.11~2018.02，中煤龙化公司党委书记、副总经理；2018.02 至今，大屯煤电集团有限责任公司董事。

总体看，新任董事长、总经理在公司工作多年，行业管理经验丰富，此次高管变更事项

对公司的管理运营无重大影响。公司在管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事煤炭的采选、销售和铝制品生产销售业务。

煤炭业务系公司核心业务，2017年公司煤炭业务实现收入49.90亿元，较上年增长32.29%，主要源于煤炭价格的回升，2017年公司该板块整体毛利率较上年上升16.55个百分点，2017年该板块实现毛利率44.98%。

2017年公司铝板块收入来自铝材加工业务，公司铝板带厂高精度铝板带产能10万吨/年。但目前公司铝加工业务存在产能释放不足的状况，且煤价和电解铝价格均处于高位，公司铝加工持续亏损。2017年公司铝加工业务毛利率为-11.88%。公司其他业务主要为电力业务等，公司江苏徐州生产基地的坑口发电厂总装机容量为 444MW，其发电所需燃料绝大部分为公司选煤中心选煤厂、煤矿生产的低热值煤炭。2017年除内部自用外，公司发电实现销售收5.97亿元。公司其他业务2017年实现收入7.10亿元，同比略有下降，毛利率为-3.47%，主要系煤炭价格走高压缩电力业务的毛利空间。

2018年1~3月，公司主营业务收入17.05亿元，同比增长24.83%。其中，煤炭板块实现营业收入14.41亿元，同比增长30.29%。公司2018年一季度整体毛利率为41.85%，较2017年上升6.08个百分点。

总体看，跟踪期内受煤炭市场回暖影响，公司收入规模有所增长。受益于煤炭价格回升和内部管控降本增效等措施，公司煤炭业务盈利水平有所提升；受煤炭价格回升影响，公司电力业务出现亏损；公司铝加工业务仍处于亏损状态，亏损幅度有所收窄。

表 1　公司近年主业板块收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	32.59	68.01	21.69	37.72	75.48	28.43	49.90	82.09	44.98	14.41	84.52	52.62
其中：原煤	3.41	7.12	27.71	3.32	6.64	31.80	0.08	0.13	33.63	--	--	--
洗煤	29.18	60.89	20.99	34.41	68.84	28.11	49.82	81.96	44.99	14.41	84.52	52.62
铝板块	6.83	14.25	-17.62	5.01	10.03	-16.39	3.79	6.23	-11.88	1.06	6.22	-26.60
铝加工	6.83	14.25	-17.62	5.01	10.03	-16.39	3.79	6.23	-11.88	1.06	6.22	-26.60
其他	8.50	17.74	31.48	7.24	14.50	28.15	7.10	11.68	-3.47	1.58	9.27	-10.71
合计	**47.92**	**100.00**	**17.82**	**49.98**	**100.00**	**23.90**	**60.78**	**100**	**35.77**	**17.05**	**100**	**41.85**

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。

2. 煤炭业务

公司煤炭业务主要包括原煤及洗精煤的生产销售，公司煤炭销售以洗煤为主。

资源保障

公司目前拥有3座在产矿井，全部位于苏鲁交界的江苏省沛县境内大屯矿区，主要有姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿，煤种主要为1/3焦煤、气煤和气肥煤。

公司拥有3座在建矿井，其中新疆106煤矿，煤种为不粘煤，总资源量2.21亿吨，可采储量1.28亿吨，核定产能；新疆苇子沟煤矿煤层埋

藏深度0~1100米，总资源量4.35亿吨，可采储量2.38亿吨；山西盂县矿区玉泉煤业位于山西省盂县，煤种为贫煤和少量无烟煤，煤层深度约60~300米，煤炭资源量0.36亿吨，可采储量954万吨。

截至2018年3月底，公司下属煤矿探明地质储量14.27亿吨，可采储量6.60亿吨。

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	2015 年产量	2016 年产量	2017 年产量	2018 年 1~3 月产量
1	姚桥煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	32759	15650	445	443	416	441	110
2	孔庄煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	16351	6922	180	171	164	166	47
3	徐庄煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	24324	5835	180	177	152	178	46
4	新疆 106 矿	不粘煤	22133	12808	180	--	--	--	--
5	苇子沟煤矿	不粘煤	43507	23843	300	--	--	--	--
6	玉泉煤业	贫煤	3577	954	120	--	--	--	--
7	龙东煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	4340	504	120	110	106.3		
合计			**142651**	**66012**	**1405**	**901**	**839**	**786**	**203**

资料来源：公司提供
注：龙东煤矿自 2017 年 1 月 1 日起不在纳入合并范围，故地质储量、可采储量和核定生产能力数值均剔除龙东煤矿。

表 3　公司煤炭生产指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
原煤产量(万吨)□	901	839	786	203
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(%)□	82.13	85.29	98.76	99.14
吨煤完全成本（元）	235.38	254.44	289.51	287.90

资料来源：公司提供
注：吨煤完全成本（元）即原煤账面生产成本。

煤炭生产

公司目前有3座生产矿井，分别为姚桥煤矿、孔庄煤矿、徐庄煤矿，以上3个矿井核定产能分别为445万吨/年、180万吨/年和180万吨/年。公司原已开采的3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两座均属于无瓦斯矿，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，公司面一定的安全生产压力。

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%。近三年一期原煤合计产量分别为901万吨、839万吨、786万吨和203万吨。近三年公司原煤产量下降主要系龙东煤矿的转出所致。

公司配有3座选煤厂，合计选煤生产能力820万吨/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。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，2017年和2018年一季度洗选比例分别达到了98.76%和99.14%，洗选比例有所提升主要系精煤市场需求量大所致。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（自用约100万吨标准煤）。近三年公司吨煤完全成本分别为235.38元、254.44元和289.51元，成本有所上升主要系人工成本低的增长以及迁村费摊销所致。2017年公司洗煤产量

542.62万吨。2018年1~3月，公司生产洗煤174.78万吨，占2017年全年的32.21%。

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，其中以江苏和上海为主。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。公司煤炭定价随行就市。从结算方式来看，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。

从公司煤炭销售来看，2017年公司商品煤销售546万吨，其中原煤销售1万吨，洗煤销售545万吨。受煤炭市场景气度回升影响，2017年公司煤炭销售均价大幅上涨至913元/吨。进入2018年，煤炭价格继续上升，2018年1~3月平均售价982元/吨。

表 4　公司商品煤销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
商品煤销量（万吨）	735	679	546	148
商品煤价格（元/吨）	444	555	913	982

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，虽受龙东煤矿转出的影响，公司原煤产量有所下降，但受益于煤炭行业景气度回升，煤炭价格和需求较大幅增长，公司原煤洗选比例有所提高，商品煤销售价格大幅增长，煤炭板块经营有明显改善。

3. 铝板块业务

表 5 公司铝加工生产情况（单位：万吨）

项目		2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
电解铝	产能	10	--	--	--
	产量	1.22	--	--	--
铝加工	产能	14.50	10	10	10
	产量	6.09	3.36	2.41	1.74

资料来源：公司提供

注：2016年公司铝加工产能快速下降由于四方铝业的转出。

公司现有铝材加工生产能力10万吨/年，公司铝板带厂拥有10万吨/年高精度铝板带加工能力。铝板带厂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。

公司铝加工业务产能释放不足且煤价和电解铝价格均处于高位，导致铝加工业务持续亏损，2017年铝加工产量2.41万吨，收入3.79亿元。2018年一季度公司铝加工量1.74万吨，占2017年全年的72.20%。

总体看，跟踪期内，公司铝加工业务产能利用率较低且电解铝和煤价均处于高位，公司铝加工业务处于亏损状态。

4. 电力板块业务

公司拥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，共有8台机组，总装机容量为444兆瓦，设备平均利用小时数为5201小时。2017年，公司对外供电16.85亿度，基本与上年持平，实现收入5.97亿元。2017年公司售电平均电价0.354元/度，较上年底有所上涨，主要系公司售电结构有所调整，2017年转供地方电量增加，地方电价高于上网电价所致。2018年1~3月，公司对外供电3.34亿度，实现收入1.25亿元。

表 6　公司近年对外供电情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
对外供电量（亿度）	16.20	16.26	16.85	3.34
平均电价（元/度）	0.353	0.341	0.354	0.374
售电收入（亿元）	5.72	5.55	5.97	1.25

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2015～2017年公司销售债权周转次数波动下降，三年加权均值为3.59次，2017年为3.69次；近三年公司存货周转次数不断增长，三年加权均值为14.29次，2017年为16.02次；同期公司总资产周转次数波动下降，三年加权均值为0.41次，2017年为0.45次。整体看，公司经营效率尚可。

6. 在建项目及未来发展

公司目前在建项目主要系矿井及新建2*350MW机组项目。截至2018年3月底，新疆苇子沟煤矿改扩建项目已进入井巷工程施工阶段，新疆106煤矿生产系统具备试运转条件。玉泉煤业改扩建项目复工报告待批，2017年在玉泉煤业改扩建项目建设过程中，受新探明陷落柱等地质构造及采空区影响，煤炭采出量大幅减少，公司对玉泉煤业计提采矿权减值准备5.2亿元。

2*350MW机组项目总投资34.52亿元，其中项目资本金6.9亿元。2017年公司加快项目推进，按期完成了主厂房建设、烟囱封顶、锅炉系统安装、输煤系统建设等节点的任务。截至2018年3月底，该项目已投资13.59亿元。公司建设项目计划总投资69.64亿元，截至2018年3月底已投资34.50亿元，尚需投资35.14亿元。公司规划投资规模较大，具有一定对外融资需求。

2017年，公司新设立江苏大屯电热有限公司（以下简称“电热公司”），电热公司相关证照正在办理中，随着公司未来 2×350MW 热电联供机组的投产，电热公司的设立将有助于公司拓展售电业务。此外，根据国家对国有企业办市政、社区管理职能分离移交的要求，及国有企业家属区“三供一业”分离移交工作的要求。2018年，公司拟出售所属市政社区设施资产及“三供一业”资产，转让价1.6亿元。根据协议，预计资产转让将于2018年10月31日前完成，此次转让旨在剥离公司承担的、与主业发展方向不符的“三供一业”、市政社区设施等资产。

总体看，公司在建工程正常推进，随着在建矿井及热电联供机组的投产，公司煤炭及电力产能有望扩张，淘汰落后产能有利于日后持续发展。公司剥离“三供一业”资产有利于减轻负担，集中精力发展主营业务。

表 7　公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	建设期	项目进度	计划总投资	截至2018年3月底累计投资
新疆106煤矿	32个月	生产系统具备试运转条件	101163	104882
新疆苇子沟煤矿改扩建	56个月	井巷工程施工	197738	69457
玉泉煤业改扩建	18个月	复工报告待批	52251	34826
上海能源2*350MW	26个月	主要建设节点完工	345200	135876
合计	--	--	**696352**	**345041**

资料来源：公司提供
注：部分项目实际投资额可能会超过计划总投资额。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2017 年度财务数据经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。2017 年公司通过新设方式增加子公司 1 家。

截至2017年底，公司资产总额142.77亿元，所有者权益合计91.86亿元（其中少数股东权益2.36亿元）；2017年公司实现营业收入63.34亿元，利润总额5.03亿元。

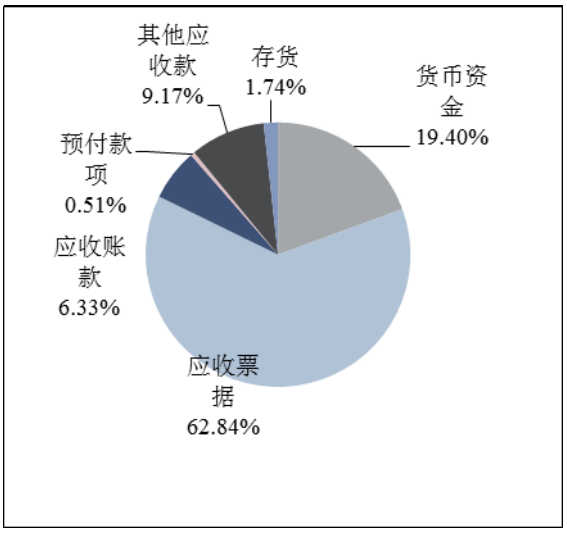
截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 149.15 亿元，所有者权益合计 95.73 亿元（其中少数股东权益 2.26 亿元）；2018 年一季度公司实现营业收入 17.52 亿元，利润总额 4.49 亿元。

2. 资产质量

2017 年公司资产规模有所增长，截至 2017 年底为 142.77 亿元，较上年底增长 2.06%，其中流动资产占 21.00%，非流动资产占 79.00%，流动资产占比较上年底略有上升。

截至 2017 年底，公司流动资产为 29.99 亿元，较上年底增长 10.61%，增长主要来自应收票据。公司流动资产主要由货币资金（占 19.40%）、应收票据（占 62.84%）、应收账款（占 6.33%）和存货（占 9.17%）构成。

图 3　2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

截至 2017 年底，公司货币资金为 5.82 亿元，较上年底下降 13.99%。公司货币资金中受限额度为 1.03 亿元，主要为应付票据保证金。公司货币资金主要由银行存款（占 99.35%）构成。

截至 2017 年底，公司应收票据为 18.85 亿元，同比增长 70.59%，主要是本期销售收入以银行承兑汇票结算增加所致。公司应收票据主要由银行承兑汇票（占 99.31%）构成。

截至 2017 年底，公司应收账款为 1.90 亿元，同比下降 25.63%，主要收回原子公司大屯铝业欠款以及煤炭业务应收款项减少所致。公司的应收账款中有 0.44 亿元已逾期但未减值，公司基于对客户财务状况及信用记录的分析认为这部分款项可以收回。从应收账款账龄来看，1 年以内的占 93.92%。从欠款单位集中度来看，公司应收账款前五名单位合计欠款 1.14 亿元，占应收账款总额的 55.51%，集中度较高。公司应收账款计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 7.68%。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 0.13 亿元，同比下降 96.64%，主要系本期收回原子公司四方铝业款项所致。

截至 2017 年底，公司存货为 2.75 亿元，较上年增长 13.55%，其中，原材料占 41.86%，库存商品占 39.87%。公司存货账面余额为 2.97 亿元，计提跌价准备 0.22 亿元，账面价值 2.75 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 112.78 亿元，基本与上年底持平。公司非流动资产主要由固定资产（占 49.11%）、在建工程（占 41.16%）和无形资产（占 6.03%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 113.95 亿元，较上年下降 0.82%，公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备及运输工具。公司对固定资产累计计提折旧 57.07 亿元，计提固定资产减值准备 1.49 亿元，2017 年底固定资产账面价值为 55.39 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程为 46.42 亿元，同比增长 16.56%，增长主要来自大屯 2×350MW 热电联供机组项目。

公司无形资产主要包括土地使用权、采矿权和探矿权等。截至 2017 年底，公司无形资产为 6.80 亿元，同比下降 43.56%，主要系本期玉泉煤业计提采矿权减值准备所致。在玉泉煤业改扩建项目建设过程中，受新探明陷落柱等地质构造及采空区影响，煤炭采出量大幅减少；计提采矿权减值准备主要系资源量变化所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 149.15 亿元，较上年底增长 4.47%。资产结构变化不大，仍以非流动资产为主。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成仍以非流动资产为主，现金类资产快速增长，资产流动性有所强化。

3.负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计为 91.86 亿元（其中少数股东权益 2.36 亿元），同比增长 2.73%。公司 2017 年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（占 75.07%）。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 95.73 亿元，较上年底增长 4.22%，结构较 2017 年底基本保持不变。

总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 50.91 亿元，同比增长 0.86%。截至 2017 年底，公司流动负债占 68.44%，非流动负债占 31.56%，流动负债占比较上年底上升 3.95 个百分点，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 34.84 亿元，同比增长 6.71%，主要由短期借款（占 11.48%）、应付票据（占 5.02%）、应付账款（占 45.96%）、应交税费（占 13.33%）、应付职工薪酬（占 5.23%）其他应付款（占 13.94%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 4.00 亿元，同比下降 46.67%，全部为信用借款。

截至 2017 年底，公司应付账款为 16.01 亿元，同比下降 0.46%，主要是应付材料款、工程款和设备款。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 4.86 亿元，同比增长 33.69%，公司其他应付款主要包括应付投资款和应付采矿权款等。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 16.07 亿元，同比下降 9.84%，主要由应付债券（占 61.87%）和预计负债（占 21.72%）构成。截至 2017 年底，公司应付债券 9.94 亿元，主要系公司于 2014 年发行的 10 亿元中期票据；截至 2017 年底，公司预计负债 3.49 亿元，同比下降 10.28%，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 2018 年 3 月底，公司负债合计 53.42 亿元，较上年底增长 4.92%。负债构成变动不大，仍然以流动负债为主。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 16.75 亿元，同比下降 13.49%，其中短期债务占 36.63%、长期债务占 63.37%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 17.14 亿元，其中短期债务占 37.47%，占比较 2017 年底略有上升。

债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率为 35.66%，较上年底下降 0.42 个百分点；全部债务资本化比率为 15.42%，较上年底下降 2.38 个百分点；长期债务资本化比率为 10.36%，较上年底下降 0.45 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 35.81%，较上年底上升 0.15 个百分点，基本与上年底持平。公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 15.19%和 10.07%，分别较上年底下降 0.23 个百分点和 0.29 个百分点。

整体看，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2017 年由于煤炭价格上涨，公司营业收入有所增长，2017 年公司实现营业收入 63.34 亿元，同比增长 22.29%。营业成本方面，2017 年营业成本为 41.43 亿元，同比增长 4.77%。2017 年公司营业利润率为 32.08%，较上年上升 11.01 个百分点。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用为 7.67 亿元，较上年下降 0.38%。2017 年公司期间费用率为 12.10%，较上年下降 2.76 个百分点。

2017 年公司资产减值损失 7.68 亿元，同比增长 344.15%，主要系本期对玉泉煤业采矿权计提无形资产减值准备 5.18 亿元。

2017 年公司实现利润总额 5.03 亿元，同比增长 5.48%。2017 年公司总资本收益率及净资产收益率均有所下降，2017 年分别为 3.82%和 3.43%，分别较上期下降 0.80 个百分点和 1.19 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.52

亿元，同比增长 24.52%。同期，公司实现利润总额 4.49 亿元。公司本期营业利润率为 36.61%，较 2017 年有所提升。

跟踪期内，受益于煤炭价格上涨影响，公司收入和利润总额均呈增长态势，计提资产减值损失对公司收入和利润水平产生较大影响，实际盈利能力尚可。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入量为 65.80 亿元，同比增长 6.65%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 65.17 亿元，较上年增长 6.13%，受公司本期以银行承兑汇票结算增长影响，公司 2017 年现金收入比为 102.09%，收入质量有所下降。同期公司经营活动现金流出量为 58.48 亿元，较上年增长 21.48%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 28.20 亿元，同比增长 30.70%。2017 年公司实现经营活动现金流量净额 7.32 亿元，同比下降 46.00%，主要系本期以银行承兑汇票结算增长所致。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入量为 4.49 亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金 4.47 亿元。主要为收到的四方铝业处置款 3.67 亿元。同期投资活动现金流出量为 8.76 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司 2017 年投资活动产生的现金流量净额为-4.27 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动产生的现金流入量为 4.11 亿元，其中公司取得借款收到的现金 4.00 亿元；2017 年公司筹资活动产生的现金流出量为 9.05 亿元，其中偿还债务支付的现金 7.50 亿元。筹资活动净现金流为-4.94 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 6.92 亿元，较上年同期增长 5.52 亿元，主要系本期销售回款增长所致；现金收入比为 113.51%，较 2017 年有所下降。投资活动现金流量净额为-3.10 亿元，较上年同期减少 5.15 亿元，主要系上年同期收到资产处置金较多所致；筹资活动现金流量净额为-0.19 亿元，较上年同期增加 3.53 亿元，主要系上期偿还银行借款所致。

公司经营活动现金流量相对稳定并维持较大规模，但经营活动净现金流波动较大。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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率、速动比率较上年底有大幅上升，分别为 86.07%和 78.17%。截至 2018 年 3 月底，这两项指标分别为 95.27%和 85.51%。2017 年公司经营现金流动负债比为 21.02%，较上年下降 20.51 个百分点，公司短期偿付能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 11.56 亿元，较上年下降 1.85%。2017 年公司 EBITDA 利息倍数为 11.19 倍，全部债务/EBITDA 为 1.45 倍，公司整体偿债能力强。

截至 2017 年底，公司为丰沛铁路提供的担保余额为 1384.75 万元，担保比率为 0.15%，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。截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 49.30 亿元，其中未使用 44.70 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。

7. 存续期内债券偿还能力

目前公司待偿还的中期票据“14 大屯能源 MTN001”额度为 10 亿元，债券将于 2019 年 10 月 23 日到期。

截至 2017 年底，公司 EBITDA 为 11.56 亿元，对“14 大屯能源 MTN001”的覆盖倍数为 1.16 倍，公司 EBITDA 对其保障程度一般；2017 年，公司经营活动产生的现金流入量为 65.80 亿元，为“14 大屯能源 MTN001”的 6.58 倍，

经营活动产生的现金流入量对其保障程度较高。整体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券具备较强的保障能力。

8. 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2018年6月4日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

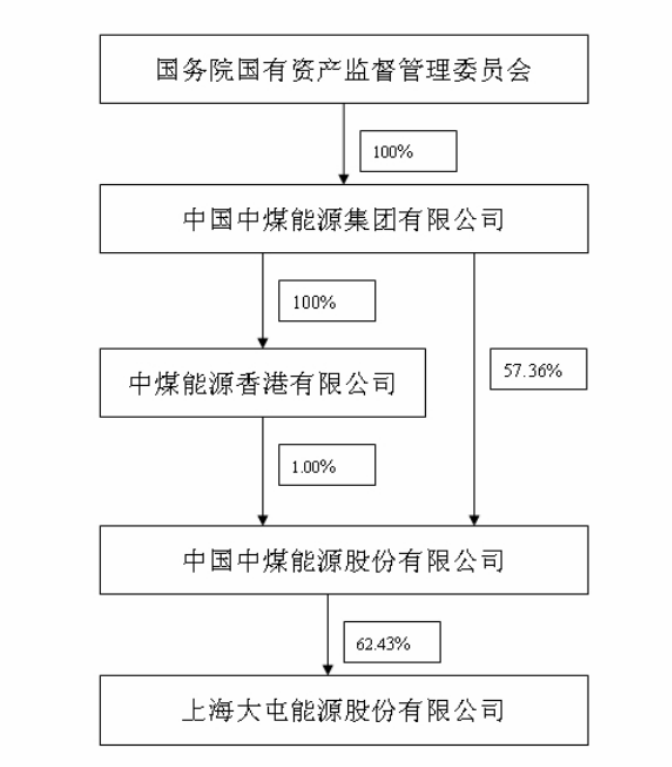
9. 抗风险能力

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。

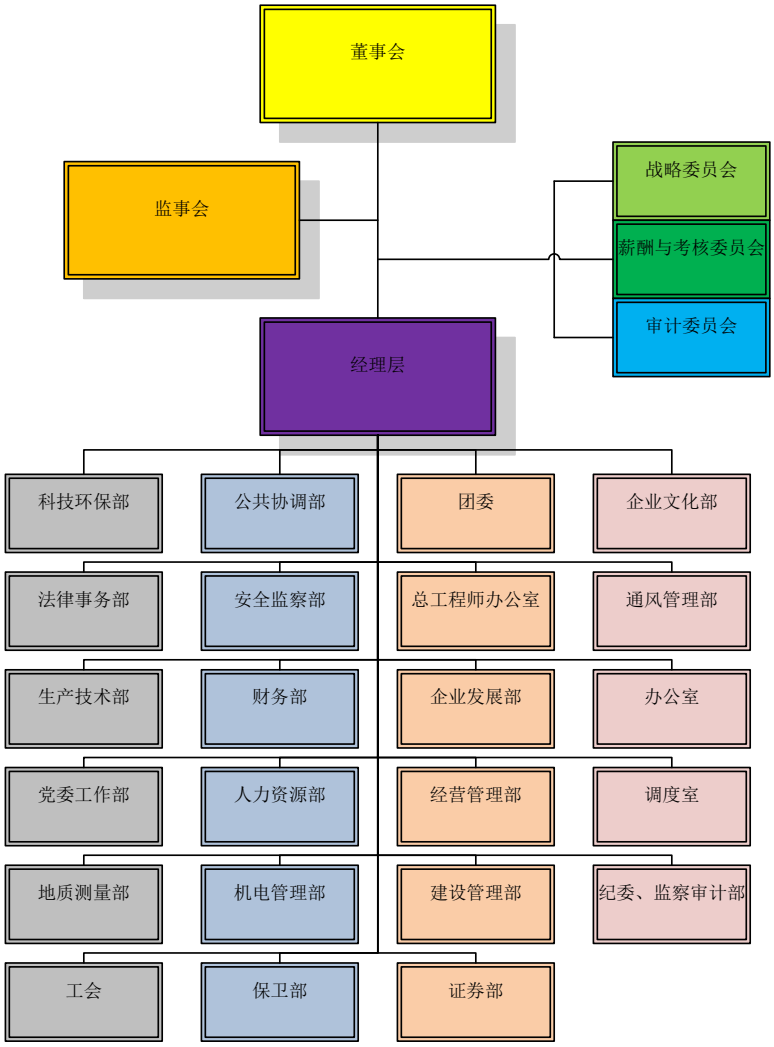
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的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MTN001” AA^+的信用等级。

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　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.46	17.81	24.66	28.50
资产总额(亿元)	136.70	139.89	142.77	149.15
所有者权益(亿元)	84.60	89.42	91.86	95.73
短期债务(亿元)	18.88	8.52	6.13	6.42
长期债务(亿元)	9.98	10.84	10.61	10.72
全部债务(亿元)	28.86	19.36	16.75	17.14
营业收入(亿元)	49.60	51.80	63.34	17.52
利润总额(亿元)	0.61	4.77	5.03	4.49
EBITDA(亿元)	7.76	11.77	11.56	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	13.56	7.32	6.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.28	3.64	3.69	--
存货周转次数(次)	10.87	13.69	16.02	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.37	0.45	--
现金收入比(%)	124.27	118.56	102.90	113.51
营业利润率(%)	15.49	21.07	32.08	36.61
总资本收益率(%)	0.18	4.62	3.82	--
净资产收益率(%)	-0.35	4.62	3.43	--
长期债务资本化比率(%)	10.55	10.81	10.36	10.07
全部债务资本化比率(%)	25.44	17.80	15.42	15.19
资产负债率(%)	38.11	36.08	35.66	35.81
流动比率(%)	60.50	83.03	86.07	95.27
速动比率(%)	51.23	75.61	78.17	85.51
经营现金流动负债比(%)	17.88	41.53	21.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.77	7.37	11.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.72	1.64	1.45	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计；公司其他流动负债及长期应付款中有息债务部分已分别计入短期及长期债务核算。

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件4-3　债项信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。