信用等级公告

联合〔2019〕1373 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^+，并维持“14 大屯能源 MNT001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十三日

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
http://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：2019 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.81	24.66	1.79	11.80
资产总额(亿元)	139.89	142.77	148.72	157.12
所有者权益(亿元)	89.42	91.86	96.68	98.71
短期债务(亿元)	8.52	6.13	14.64	13.98
长期债务(亿元)	10.84	10.61	0.20	3.05
全部债务(亿元)	19.36	16.75	14.84	17.03
营业收入(亿元)	51.80	63.34	68.49	18.63
利润总额 (亿元)	4.77	5.03	6.26	3.19
EBITDA(亿元)	11.77	11.56	12.89	--
经营性净现金流(亿元)	13.56	7.32	10.11	9.05
营业利润率(%)	21.07	32.08	28.55	28.07
净资产收益率(%)	4.62	3.43	6.02	--
资产负债率(%)	36.08	35.66	35.00	37.18
全部债务资本化比率(%)	17.80	15.42	13.31	14.72
流动比率(%)	83.03	86.07	61.17	70.24
全部债务/EBITDA(倍)	1.64	1.46	1.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.37	7.17	12.49	--
经营现金流动负债比(%)	41.53	21.02	21.96	--

注：2019 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　尹金泽

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，受煤炭销量和成本波动以及电力和铝加工板块亏损影响，公司盈利水平有所波动但总体保持在良好水平；公司债务负担轻，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对山西阳泉盂县玉泉煤业有限公司（以下简称“玉泉煤业”）继续计提资产减值准备、铝加工业务和电力业务延续亏损状态等不利因素可能给公司经营发展带来的负面影响。

未来随着在建矿井及热电联供机组的投产，公司煤炭及电力装机规模有望扩张。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信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+，并维持“14 大屯能源 MNT001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司煤炭品种属于稀缺性炼焦配煤，具有较强市场竞争优势。
2. 公司债务负担轻，财务弹性良好。
3. 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. 跟踪期内，公司资产减值损失金额大，对公司利润总额造成较大影响。
2. 跟踪期内，公司铝加工业务和电力业务持续亏损，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2019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%），公司实际控制人为国务院国资委。

公司主要从事煤炭开采、洗选加工、煤炭销售等业务。

截至2019年3月底，公司拥有5家二级子公司；公司内设安全监察部、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2018年底，公司资产总额148.72亿元，所有者权益合计96.68亿元（其中少数股东权益1.56亿元）；2018年公司实现营业收入68.49亿元，利润总额6.26亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 157.12 亿元，所有者权益合计 98.71 亿元（其中少数股东权益 1.39 亿元）；2019 年一季度公司实现营业收入 18.63 亿元，利润总额 3.19 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，跟踪期内付息正常。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济

增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，

汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速

以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

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%。

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。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局公布的 2015 年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

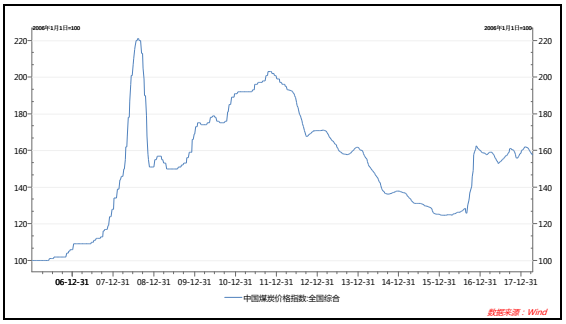
煤炭价格

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 2002 年-2011 年行业的“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，煤炭价格步入深度调整阶段。

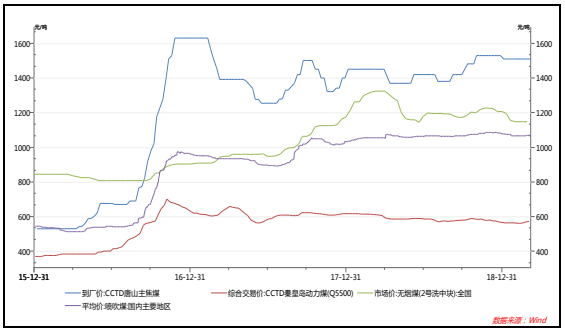
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭价格持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年—2018年采暖季，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等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨—570元/吨）上

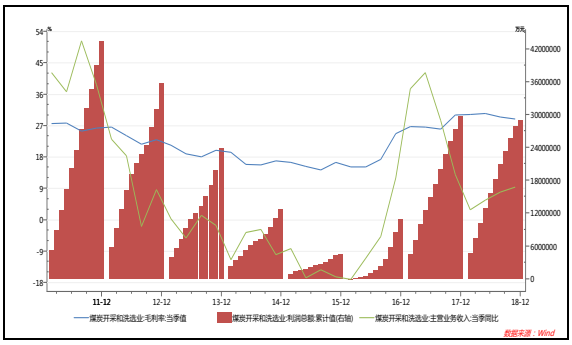
边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

2019年至今，煤炭价格稳中略有下降，截至2019年3月1日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069元/吨。

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—2018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。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

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

2016 年 2 月国务院发布《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），自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段，该意见提出用 3-5 年时间退出 5 亿吨煤炭产能，压减重组产能 5 亿吨，合计计划退出产能 10 亿吨，同时 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。2017 年 1 月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的 10 亿吨调整为 8 亿吨。

受益于国家对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，2016—2018 年，中国煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，提前完成了“十三五”去产能目标任务。

根据最新发布的《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，未来，煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置，稳固去产能成果，提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设，持续提升供给体系质量，增强能源保障能力。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，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。

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。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。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭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。

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，既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，2016 年下半年以来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、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，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 2018 年底，公司大屯矿区三座在产矿井煤炭保有储量 7.34 亿吨，可采储量 2.84 亿吨，大屯矿区资源主要煤种为 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。此外，公司在新疆拥有两座在建矿井，分别是新疆 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；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

截至 2018 年底，公司 3 座生产矿井核定产能 805 万吨/年，配套 3 处选煤厂，选煤能力 820 万吨/年；此外，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；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持续经营，煤种属于稀缺性炼焦配煤，具有较强市场竞争优势。公司同时配有自备电厂，有利于促进煤电一体化循环经济发展。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理由包正明变更为毛中华，包正明经选举继续担任公司董事长。

毛中华，男，汉族，1966 年 10 月出生，中国共产党党员，工程硕士，高级经济师。任

职经历如下：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、副董事长；2018.03 至今，上海大屯能源股份有限公司总经理、副董事长；2018.04 至今，上海大屯能源股份有限公司董事。2018.02-至今，上海大屯能源股份有限公司临时委员会副书记。

总体看，新任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、电力和铝产品的生产和销售业务。

煤炭业务系公司核心业务，为公司主要收入和利润来源。2018年公司煤炭业务实现收入52.39亿元，较上年增长4.99%，主要源于煤炭销售价格的上升，2018年公司该板块整体毛利率较上年上升1.52个百分点至46.50%。

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，且电解铝价格均处于高位，公司铝加工持续亏损。2018年公司铝加工业务毛利率为-8.02%。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。2018年除内部自用外，公司发电实现销售收5.68亿元，同比变化不大，但毛利率为-32.08%，亏损幅度有所扩大。公司其他业务2018年实现收入1.27亿元，同比略有下降，毛利率为-7.54%，主要来自铁路运输、汽运、机械加工等。

2019年1—3月，公司主营业务收入18.12亿元，同比增长6.28%。其中，煤炭板块实现营业收入13.57亿元，同比下降5.83%，主要系产销量下降所致。公司2019年一季度整体毛利率为31.35%，较2018年下降1.59个百分点，主要系煤炭销售成本上升所致。

总体看，跟踪期内受销售成本上升影响，公司煤炭板块盈利能力有所波动，但总体仍高于2017年平均水平，煤炭板块总体仍处于较好盈利水平，为公司核心利润来源；公司电力业务受原料煤上涨影响，亏损幅度加大；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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	**37.72**	**75.48**	**28.43**	**49.90**	**82.09**	**44.98**	**52.39**	**78.88**	**46.50**	**13.57**	**74.89**	**46.00**
其中：原煤	3.32	6.64	31.80	0.08	0.13	33.63	0.70	1.05	36.36	--	--	--
洗煤	34.41	68.84	28.11	49.82	81.96	44.99	51.69	77.82	46.64	13.57	74.89	46.00
铝加工	5.01	10.03	-16.39	3.79	6.23	-11.88	7.08	10.66	-8.02	2.57	14.18	-5.47
电力	5.55	11.10	24.29	5.97	9.82	-3.83	5.68	8.55	-32.08	1.68	9.27	-17.98
其他	1.70	3.40	40.78	1.13	1.86	-1.61	1.27	1.91	-7.54	0.30	1.66	-40.05

合计	49.98	100.00%	23.90	60.78	100.00	35.77	66.42	100.00	32.94	18.12	100.00	31.35

资料来源：公司提供

注：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，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；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，目前公司已决定将持有的玉泉煤业70%股权及相关债权已经挂牌转让，截至目前尚未征集到合适受让方。截至2018年底，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	2016 年产量	2017 年产量	2018 年产量	2019 年 1—3 月产量
1	姚桥煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	32759	15650	445	416	441	429	105
2	孔庄煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	16351	6922	180	164	166	175	42
3	徐庄煤矿	1/3 焦煤、气煤、气肥煤	24324	5835	180	152	178	174	47
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	106			
合计			**142651**	**66012**	**1405**	**839**	**786**	**778**	**194**

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
原煤产量(万吨)	839	786	778	194
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(%)	85.29	98.76	97.94	99.08
吨煤成本（元）	254.44	289.51	310.65	352.72

资料来源：公司提供

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%。2016—2018年，公司原煤合计产量分别为839万吨、786万吨和778万吨。2019年1—3月，公司原煤产量为194万吨，同比减少9万吨。近三年公司原煤产量下降主要系矿井向深部开采，地质条件变差，开采难度加大所致。

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，2018年和2019年一季度洗选比例分别达到了97.94%和99.08%。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）。近三年公司吨煤成本分别为254.44元、289.51元和310.65元，成本有所上升主要系人工成本增长以及迁村费摊销所致。

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，2018年公司商品煤销售536万吨，其中原煤销售13万吨，洗煤销售523万吨。2018年公司煤炭销售均价上涨至978元/吨。进入2019年，煤炭价格继续上升，2019年1—3月平均售价1039元/吨。

表 4　公司商品煤销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
商品煤销量（万吨）	679	546	536	131
商品煤价格（元/吨）	555	913	978	1039

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司原煤产量有所下降，但受益于煤炭价格增长，煤炭板块盈利保持在较好水平。

3. 铝板块业务

表 5 公司铝加工生产情况（单位：万吨）

项目		2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
铝加工	年产能	10	10	10	10
	年产量	3.36	2.41	7.70	1.84

资料来源：公司提供

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，2018年铝加工板块产能利用率同比明显提升，当年铝加工产量7.70万吨，实现收入7.08亿元，亏损毛利率较上年收窄。

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。2018年，公司对外供电15.41亿度，基本与上年持平，实现收入5.68亿元。2018年公司售电平均电价0.369元/度，较上年底有所上涨。2019年1—3月，公司对外供电4.47亿度，实现收入1.68亿元。

表 6　公司近年对外供电情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
对外供电量(亿度)	16.26	16.85	15.41	4.47
平均电价（元/度）	0.341	0.354	0.369	0.376
售电收入（亿元）	5.55	5.97	5.68	1.68

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为3.23次、16.03次和0.47次，均较上年变化不大。公司整体经营效率尚可。

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热电联供机组项目。截至2019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。

为进一步调整公司发展地域布局，优化公司资产结构，盘活存量资产，公司决定在北京产权交易所对玉泉煤业70%股权及相关债权挂牌转让，截至目前尚未征集到受让方。受新探明陷落柱等地质构造及采空区影响，玉泉煤业煤炭采出量大幅减少，2017—2018年，公司分别对玉泉煤业采矿权计提减值准备5.2亿元和0.99亿元。

未来发展方面，未来公司将以煤炭绿色开采、清洁高效利用、综合服务增值、高质量发展为基本特征，以做大做强煤炭产业、做精“发-供-售”电力产业、搞活铝加工产业、壮大综合服务产业培育战略新兴产业为主体方向，实施成本领先和差异化市场竞争战略，构筑“梯式布局、功能差异、协同发展”的“四位一体”区域协调发展新格局，建成行业“清洁能源供应商、能源综合服务商”典范企业，实现企业、员工和社会利益最大化。

总体看，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；在建玉泉煤业计提资产减值损失金额大，需关注未来玉泉煤业在建工程新增减值损失的可能。

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2019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	105479
新疆苇子沟煤矿改扩建	56个月	井巷工程施工	197738	72231
玉泉煤业改扩建	18个月	复工报告待批	52251	36370
上海能源2*350MW	26个月	主要建设节点完工	345200	202172
合计	--	--	**696352**	**416252**

资料来源：公司提供
注：部分项目实际投资额已经超过计划总投资额。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。2018 年公司合并范围无变化。

截至2018年底，公司资产总额148.72亿元，所有者权益合计96.68亿元（其中少数股东权益1.56亿元）；2018年公司实现营业收入68.49亿元，利润总额6.26亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 157.12 亿元，所有者权益合计 98.71 亿元（其中少数股东权益 1.39 亿元）；2019 年一季度公司实现营业收入 18.63 亿元，利润总额 3.19 亿元。

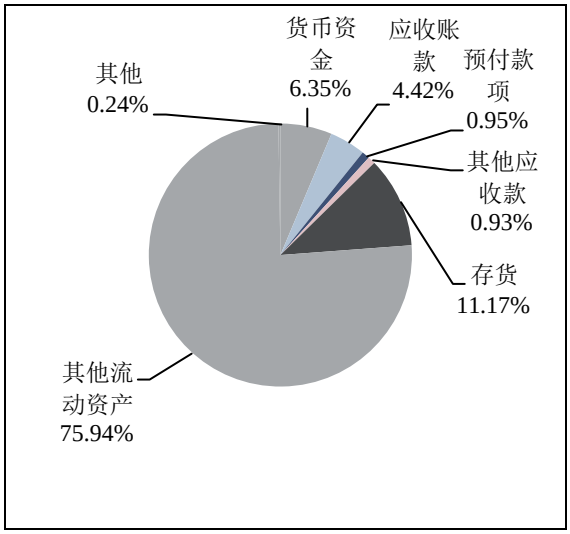
2. 资产质量

2018 年公司资产规模有所增长，截至 2018

年底为 148.72 亿元，较上年底增长 4.17%，其中流动资产占 18.94%，非流动资产占 81.06%，非流动资产占比较上年底略有上升。

截至 2018 年底，公司流动资产为 28.16 亿元，较上年底下降 6.09%。公司流动资产中货币资金（占 6.35%）、应收账款（占 4.42%）、存货（占 11.17%）和其他流动资产（占 75.94%）构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成情况

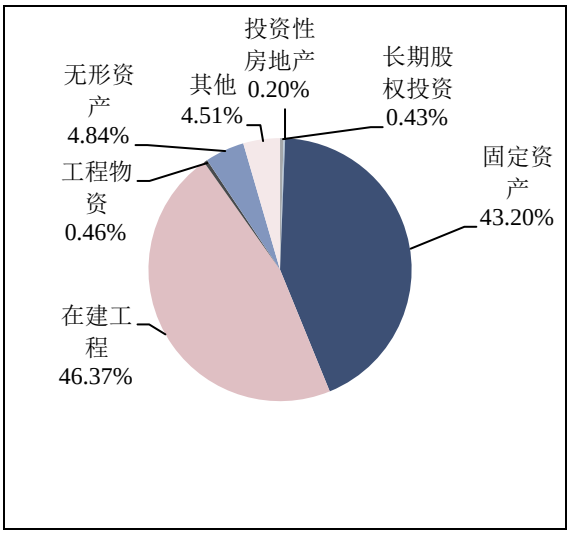


资料来源：公司财务报告

2018 年，公司销售结算方式中票据结算占比有所提升，截至 2018 年底，公司应收票据 20.38 亿元（本期按照新会计准则，以公允价值计量并列入“其他流动资产”会计科目），较 2017 年到底增长 8.12%，其中受限部分为 0.61 亿元，主要用作开具银行承兑汇票的抵押物；货币资金 1.78 亿元，同比下降 69.28%，其中受限部分为 0.60 亿元，主要是票据保证金；应收账款 1.25 亿元，同比下降 34.33%，账龄主要分布在 6 个月以内，共计提信用减值损失 0.13 亿元，计提比例（10.40%）尚可；存货 3.15 亿元，同比增长 14.32%，主要是库存商品和原材料，共计提跌价准备 0.17 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 120.56 亿元，同比增长 6.89%。公司非流动资产主要由固定资产（占 43.20%）、在建工程（占 46.37%）和无形资产（占 4.84%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司固定资产为 52.09 亿元，同比下降 5.96%，主要为房屋建筑物、机器设备及运输工具，固定资产成新率为 45.71%，总体质量一般；当期固定资产共计提减值准备 3.74 亿元，来自对公司 4—9 号电力机组和铝板带相关资产的计提。

截至 2018 年底，公司在建工程为 55.90 亿元，同比增长 20.42%，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 2018 年底，公司无形资产为 5.83 亿元，同比下降 14.21%，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 2019 年 3 月底，公司资产总额 157.12 亿元，较上年底增长 5.65%。资产结构变化不大，仍以非流动资产为主；货币资金 11.80 亿元，较 2018 年底增长 560.01%，主要系应收票据到期兑付所致。

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，随着在建工程投入的增长，非流动总资产占比进一步

提升；电力资产、铝板带资产和玉泉煤业改扩建项目当期计提减值金额较多；公司总体资产质量一般。

3.负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 96.68 亿元（其中少数股东权益 1.56 亿元），同比增长 5.24%。公司 2018 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 75.92%）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 98.71 亿元，较上年底增长 2.10%，结构较 2018 年底基本保持不变。

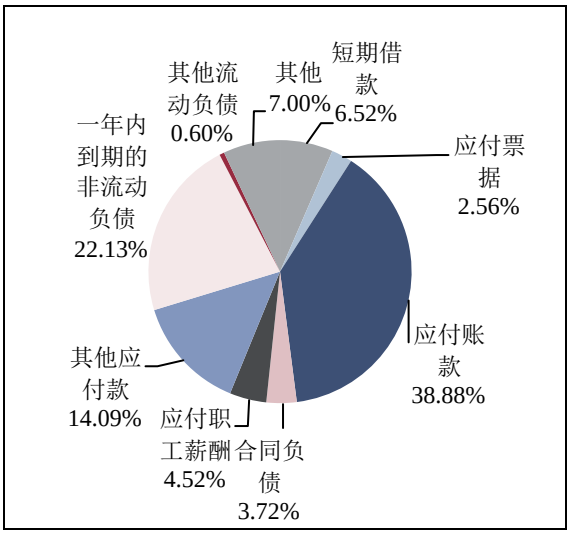
总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，所有者权益以未分配利润为主，稳定性弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 52.05 亿元，同比增长 2.23%。截至 2018 年底，公司流动负债占 88.46%，非流动负债占 11.54%，流动负债占比较上年底上升 20.02 个百分点，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 46.04 亿元，同比增长 32.14%，主要系一年内到期的非流动负债增加（“14 大屯能源 MTN001”2019 年 10 月到期）所致；其余流动负债主要是短期借款（占 6.52%）、应付账款（占 38.88%，主要是应付材料款、工程款和设备款）、其他应付款（占 14.09%，主要包括应付投资款和应付采矿权款等）。

图 6　截至 2018 年底公司流动负债构成情况



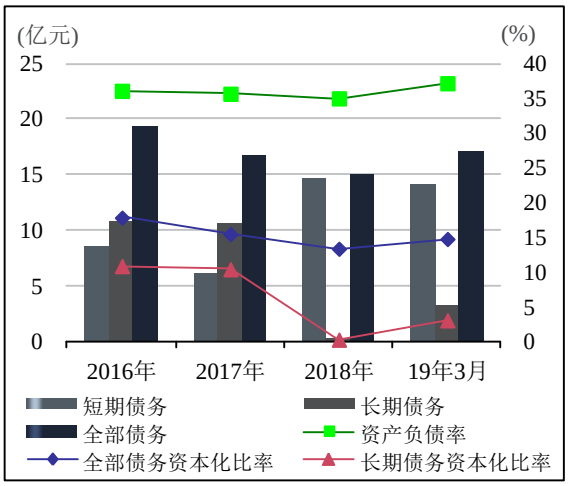
资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司非流动负债为 6.01 亿元，主要由预计负债（占 64.96%）和长期应付职工薪酬（占 15.97%）构成。

截至 2018 年底，公司预计负债 3.90 亿元，同比增长 11.81%，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 2019 年 3 月底，公司负债合计 58.41 亿元，较上年底增长 12.22%，其中流动负债占 76.90%，非流动负债占 23.10%，非流动负债占比上升主要系新增加长期借款和根据新会计准则新增确认租赁负债所致。

图 7　公司负债结构变化情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 14.85 亿元，同比下降 11.34%，其中短期债务占 98.63%、长期债务占 1.37%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 21.67 亿元，其中短期债务占 64.53%，长期债务占 35.47%。

债务指标方面，截至 2018 年底，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 35.00%、13.31%和 0.21%；截至 2019 年 3 月底，上述指标有所上升，分别为 37.18%、14.72%和 3.00%。

总体看，跟踪期，随着应付债券的到期，公司债务结构转为以短期债务为主；债务负担波动中有所上升，但总体仍偏轻。

4. 盈利能力

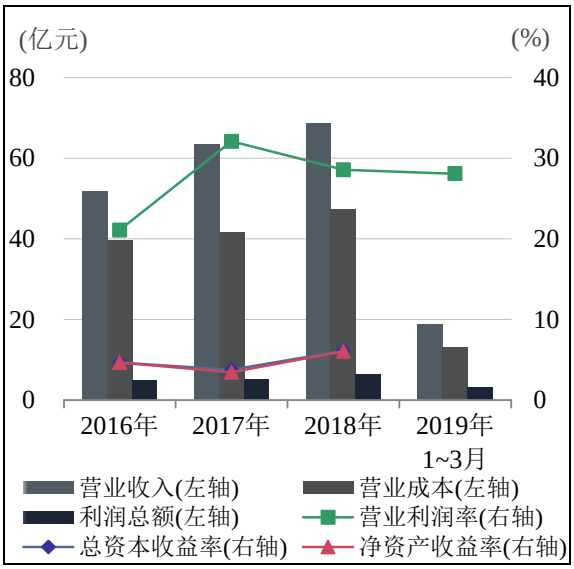
2018 年由于煤炭价格上涨，公司营业收入有所增长，2018 年公司实现营业收入 68.49 亿元，同比增长 8.13%。营业成本方面，2018 年营业成本为 47.25 亿元，同比增长 14.03%。2018 年公司营业利润率为 28.55%，较上年下降 3.53 个百分点。

从期间费用来看，2018 年公司期间费用为 9.49 亿元，较上年增长 23.78%，主要系职工薪酬增长导致管理费用增加所致。2018 年公司期间费用率为 13.85%，较上年增长 1.75 个百分点。

2018 年公司资产减值损失 4.88 亿元，同比下降 36.50%，主要由固定资产和无形资产的减值损失构成。

2018 年公司实现利润总额 6.26 亿元，同比增长 24.49%。2018 年公司总资本收益率及净资产收益率均同比明显上升，2018 年分别为 6.11%和 6.02%，分别较上期上升 2.38 个百分点和 2.58 个百分点。

图 8　公司盈利指标变动情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，受铝加工等其他业务收入增长影响，公司实现营业收入 18.63 亿元，同比增长 6.34%。同期，受煤炭销售收入下降和销售成本上升的综合影响，公司实现利润总额 3.19 亿元，同比下降 28.95%；营业利润率为 28.07%，较 2018 年略有下降。

跟踪期内，受煤炭销量和成本波动以及电力和铝加工板块亏损影响，公司盈利水平有所波动但总体保持在良好水平；资产减值损失对公司利润总额影响较大。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，2018 年公司经营活动现金流入量为 70.55 亿元，同比增长 7.22%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 68.51 亿元，较上年增长 5.11%。同期公司经营活动现金流出量为 60.44 亿元，较上年增长 3.36%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 27.31 亿元，同比下降 3.15%。2018 年公司实现经营活动现金流量净额 10.11 亿元，同比增长 38.05%；现金收入比为 100.02%，同比有所下降，但仍保持在良好水平。

从投资活动来看，2018 年公司投资活动现金流入量为 0.48 亿元。同期投资活动现金流出

量为 10.59 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司 2018 年投资活动产生的现金流量净额为-10.11 亿元。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动产生的现金流入量为 3.10 亿元，其中公司取得借款收到的现金 3.00 亿元；2018 年公司筹资活动产生的现金流出量为 6.70 亿元，其中偿还债务支付的现金 4.38 亿元。筹资活动净现金流为-3.60 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 9.05 亿元、-1.92 亿元和 2.65 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量良好，经营活动净现金流有所增长，基本可以覆盖同步增长的投资活动现金净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，受流动负债规模上升影响，公司流动比率和速动比率均较 2017 年出现明显下降，截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 70.74%和 63.42%；2018 年公司经营现金流动负债比为 21.96%，较 2017 年有所上升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 利息倍数为 12.49 倍，全部债务/EBITDA 为 1.15 倍，两项指标表现均较 2018 年有所提升。

综合看，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年底，公司对外担保金额很低，为对丰沛铁路股份有限公司（联营公司）提供的担保余额 1347.78 万元。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 44.48 亿元，其中未使用 39.82 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. 母公司财务报表分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 128.99 亿元，占合并口径资产总额的 86.73%，同比增长 1.24%，其中流动资产占 12.24%，非流动资产占 87.76%，非流动资产以固定资产和在建工程为主。

截至 2018 年底，公司本部负债总额 41.29 亿元，同比增长 0.90%，其中流动负债占 86.90%；有息债务主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，合计金额 13.19 亿元。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益 87.70 亿元，同比增长 1.40%，主要由实收资本 7.23 亿元、资本公积 8.25 亿元和未分配利润 65.63 亿元构成；所有者权益稳定性弱。

2018 年公司本部实现营业收入 61.26 亿元，利润总额 1.00 亿元；同期公司本部经营活动现金净流入 10.74 亿元，为 2018 年底有息债务的 81.43%。

截至 2018 年底，公司本部资产负债率为 32.01%，全部债务资本化比率为 13.07%。

总体看，公司本部债务负担轻，经营活动净现金流对有息债务保障能力强。

8. 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 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 11.80 亿元，对“14 大屯能源 MTN001”待偿本金的覆盖倍数为 1.18 倍；2018 年，公司经营活动产生的现金流入量为 70.55 亿元，为“14 大屯能源 MTN001”待偿本金的 7.06 倍，经营活动产生的现金流入量对其保障程度较高；经营活动净现金流为 10.11 亿元，为“14 大屯能源 MTN001”待偿本金的 1.01 倍。

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。

9. 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 2019 年 5 月 17 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

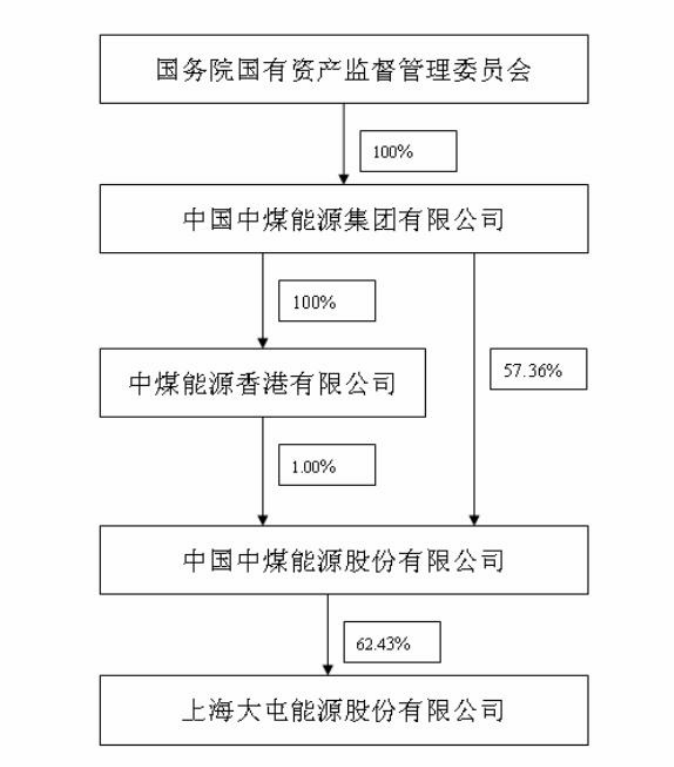
10. 抗风险能力

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。

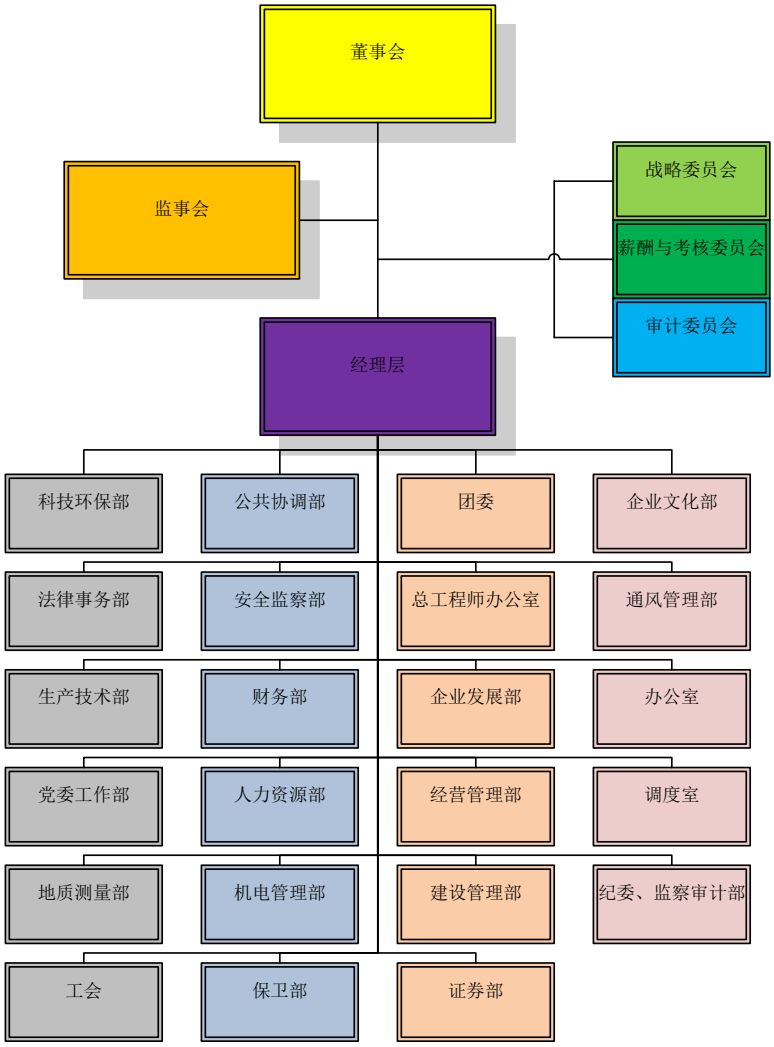
十、结论

综合评估，联合资信确定维持上海大屯能源股份有限公司主体长期信用等级为AA+，并维持“14大屯能源MNT001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司

序号	公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例	表决权比例
1	江苏大屯煤炭贸易有限公司	煤炭贸易	1000.00	100%	100%
2	中煤能源新疆鸿新煤业有限公司	煤炭生产	50000.00	80%	80%
3	中煤能源新疆天山煤电有限责任公司	煤炭生产	24000.00	51%	51%
4	山西中煤煜隆能源有限公司	煤炭生产	7500.00	80%	80%
5	山西阳泉盂县玉泉煤业有限公司	煤炭生产	20000.00	70%	70%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.81	24.66	1.79	11.80
资产总额(亿元)	139.89	142.77	148.72	157.12
所有者权益(亿元)	89.42	91.86	96.68	98.71
短期债务(亿元)	8.52	6.13	14.64	13.98
长期债务(亿元)	10.84	10.61	0.20	3.05
全部债务(亿元)	19.36	16.75	14.84	17.03
营业收入(亿元)	51.80	63.34	68.49	18.63
利润总额(亿元)	4.77	5.03	6.26	3.19
EBITDA(亿元)	11.77	11.56	12.89	--
经营性净现金流(亿元)	13.56	7.32	10.11	9.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.64	3.69	3.23	--
存货周转次数(次)	13.69	16.02	16.03	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.45	0.47	--
现金收入比(%)	118.56	102.90	100.02	120.30
营业利润率(%)	21.07	32.08	28.55	28.07
总资本收益率(%)	4.62	3.73	6.11	--
净资产收益率(%)	4.62	3.43	6.02	--
长期债务资本化比率(%)	10.81	10.36	0.21	3.00
全部债务资本化比率(%)	17.80	15.42	13.31	14.72
资产负债率(%)	36.08	35.66	35.00	37.18
流动比率(%)	83.03	86.07	61.17	70.74
速动比率(%)	75.61	78.17	54.34	63.42
经营现金流动负债比(%)	41.53	21.02	21.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.37	7.17	12.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.64	1.46	1.15	--

注：公司 2019 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　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。

附件 4-3　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