

信用等级公告

联合[2018] 983 号

联合资信评估有限公司通过对大同煤矿集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持大同煤矿集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“13 同煤债/同煤暂停”、“16 大同煤矿 MTN001”、“16 大同煤矿 MTN002”、“16 大同煤矿 MTN003”、“16 大同煤矿 MTN004”、“18 大同煤矿 MTN001”、“18 大同煤矿 MTN002”、“18 大同煤矿 MTN003” AAA 的信用等级和“18 大同煤矿 CP001”、“18 大同煤矿 CP002” A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十二日



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

大同煤矿集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
13 同煤债/同煤暂停	54 亿元	2028/4/24	AAA	AAA
16 大同煤矿 MTN001	15 亿元	2021/03/03	AAA	AAA
*16 大同煤矿 MTN002	20 亿元	2021/03/17	AAA	AAA
*16 大同煤矿 MTN003	20 亿元	2021/08/08	AAA	AAA
*16 大同煤矿 MTN004	10 亿元	2021/11/08	AAA	AAA
18 大同煤矿 MTN001	20 亿元	2021-03-21	AAA	AAA
18 大同煤矿 CP001	25 亿元	2019-03-26	A-1	A-1
18 大同煤矿 MTN002	20 亿元	2021-04-18	AAA	AAA
18 大同煤矿 CP002	25 亿元	2019-06-14	A-1	A-1
18 大同煤矿 MTN003	20 亿元	2023-06-21	AAA	AAA

注: 存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据, 所列兑付日为首次赎回权行权日。

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	313.49	203.20	185.28	271.70
资产总额(亿元)	2580.44	2780.64	3325.40	3394.32
所有者权益合计(亿元)	388.36	430.07	682.98	698.28
短期债务(亿元)	591.09	826.82	1152.47	959.54
长期债务(亿元)	1253.56	1135.28	1110.29	1345.56
全部债务(亿元)	1844.65	1962.10	2262.75	2305.10
营业总收入(亿元)	2008.38	1702.69	1601.62	412.56
利润总额(亿元)	0.32	2.00	8.30	3.03
EBITDA(亿元)	80.04	99.61	112.70	--
经营性净现金流(亿元)	26.13	41.64	152.57	23.91
营业利润率(%)	7.82	11.63	15.39	17.24
净资产收益率(%)	-2.79	-2.31	0.06	--
资产负债率(%)	84.95	84.53	79.46	79.43
全部债务资本化比率(%)	82.61	82.02	76.81	76.75
流动比率(%)	119.33	103.70	88.07	105.67
经营现金流动负债比(%)	2.86	3.63	10.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.05	19.70	20.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.33	1.15	1.32	--

注: 1、2018 年一季度财务数据未经审计; 2、其他流动负债中的短期融资券、长期应付款中的融资租赁款计入全部债务核算; 3、现金类资产计算扣除公司受限资金; 4、公司 2016 年、2017 年及 2018 年一季度所有者权益中包含 46.00 亿元的永续中期票据。

评级观点

跟踪期内, 受煤炭行业景气度回升影响, 大同煤矿集团有限责任公司(以下简称“公司”或“同煤集团”)营业利润实现扭亏, 盈利能力有所提高但仍然较弱。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到公司经营压力较大, 债务规模居高不下, 对外部支持的依赖程度较高等因素给其信用基本面带来的负面影响。

公司作为国内重要的动力煤生产基地, 在行业地位、资源禀赋、销售渠道等方面具备综合优势。公司按照山西综改试验区“先行先试”政策以及市场化原则, 统一安排对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估, 大幅增加公司无形资产的账面价值, 降低了公司的债务指标, 将在未来进行摊销, 目前尚未出具具体摊销方法。随着去产能政策的持续推进, 煤炭价格持续回升, 行业整体盈利有所好转, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 维持“13 同煤债/同煤暂停”、“16 大同煤矿 MTN001”、“16 大同煤矿 MTN002”、“16 大同煤矿 MTN003”、“16 大同煤矿 MTN004”、“18 大同煤矿 MTN001”、“18 大同煤矿 MTN002”、“18 大同煤矿 MTN003” AAA 的信用等级和“18 大同煤矿 CP001”、“18 大同煤矿 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 煤炭行业是国民经济重要的基础能源行业, 在能源消费中占绝对比重。
2. 公司是中国重要的动力煤生产基地, 煤炭储量丰富, 煤质品种优良, 资源优势突出。
3. 跟踪期内, 公司主营业务经营状况良好, 煤炭、电力板块营业收入持续增长, 受益于煤炭价格的高位运行, 公司盈利状况好转, 经营活动获现能力较强。

分析师

潘云峰 张 峥

邮箱: 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

4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的存续债券保障程度高。

关注

1. 跟踪期内, 由于公司缩减贸易业务规模, 营业收入有所下降, 公司非煤业务盈利能力弱。
2. 公司社会负担重, 期间费用较高, 对利润形成较大侵蚀。
3. 跟踪期内, 公司债务规模有所增长, 债务负担重。
4. 近期, 国家对煤炭的限价政策, 或将对公司盈利能力有一定负面影响。
5. 跟踪期内, 公司对无形资产价值重估并大幅增值, 并将在未来进行摊销, 目前尚未出具具体摊销方法。

声 明

一、本报告引用的资料主要由大同煤矿集团有限责任公司（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。

大同煤矿集团有限责任公司跟踪评级报告

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大同煤矿集团有限责任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

大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”或“公司”）的前身大同矿务局成立于1949年8月30日，2000年7月改制为大同煤矿集团有限责任公司。2003年12月，按照现代企业制度对同煤集团进行了重组。2005年12月实施债转股后，成为七家股东共同出资的公司。2017年7月，根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）出具的《关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国发[2017]35号），山西省国资委拟将其持有的公司65.17%股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司，相关工商变更已于2017年8月21日完成，本次工商变更完成后，公司的控股股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），公司实际控制人仍为山西省国资委。

截至2018年3月底，公司注册资本170.35亿元，控股股东山西国投持有公司65.17%股份。

公司营业范围主要包括煤炭生产及加工，同时开展贸易、电力、冶金、煤化工、工程施工、设备安装、机械制造、建材生产、煤矿工程设计及技术咨询等非煤业务。

公司下设总经理办公室、人事部、劳资部、财务部、经营管理部、企划部、资本运营部、非煤产业部、生产技术处、总调度室、安全管理监察局、通风处、发展战略研究院、董事会

秘书处、法律事务部、审计部、矿井辅助运输管理处等共24个职能部门。截至2018年3月底，公司下属一级子公司52家。

截至2017年底，公司合并资产总额3325.40亿元，所有者权益合计682.98亿元（含少数股东权益227.06亿元）；2017年公司实现营业收入1601.62亿元，利润总额8.30亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额3394.32亿元，所有者权益合计698.28亿元（其中少数股东权益239.69亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入412.56亿元，利润总额3.03亿元。

公司地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：张有喜。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，联合资信评定的公开发行的尚需偿还债券本金合计229亿元（详见表1）（未包括其他债券及定向工具）。跟踪期内，公司存续债券募集资金均已使用完毕，已到付息期债券均已按期支付存续债券利息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13 同煤债/同煤暂停	54	54	2013-04-24	2028-04-24
16 大同煤矿 MTN001	15	15	2016-03-03	2021-03-03
*16 大同煤矿 MTN002	20	20	2016-03-17	2021-03-17
*16 大同煤矿 MTN003	20	20	2016-08-08	2021-08-08
*16 大同煤矿 MTN004	10	10	2016-11-08	2021-11-08
18 大同煤矿 MTN001	20	20	2018-03-21	2021-03-21
18 大同煤矿 CP001	25	25	2018-03-26	2019-03-26
18 大同煤矿 MTN002	20	20	2018-04-18	2021-04-18
18 大同煤矿 CP002	25	25	2018-06-14	2019-06-14
18 大同煤矿 MTN003	20	20	2018-06-21	2023-06-21

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

资料来源：Wind

公司存续期债券中，“16 大同煤矿

MTN002”、“16 大同煤矿 MTN003”和“16 大同煤矿 MTN004”（以下简称“上述永续中票”）于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述永续中票条款，可得出以下结论：

（1）上述永续中票的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述永续中票与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）上述永续中票如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在上述永续中票赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）上述永续中票在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

截至2017年底，公司控股上市子公司大同煤业股份有限公司（以下简称“大同煤业”）资产总额为269.44亿元，所有者权益合计114.24亿元；同期，大同煤业实现营业收入91.63亿元，利润总额20.15亿元。

根据大同煤业披露的财务报告，2010~2017年，大同煤业每年根据自身情况进行分红，具体分红情况如下表。近几年，由于公司经营及财务压力较大，公司未进行利润分配，但从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，随着煤炭行业景气度回升，公司经营及盈利情况好转，未来公司存在利润分配的可能性，上述永续中票未来递延支付利息的可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

表 2 2010~2017 年大同煤业分红情况（单位：元）

年度	每 10 股送红股数（股）	每 10 股派息数（元）（含税）	每 10 股转增数（股）	现金分红数额（含税）
2017	0	0	0	0
2016	0	0	0	0
2015	0	0	0	0

2014	0	0.27	0	45189900
2013	0	0	0	0
2012	0	0.12	0	20084400
2011	0	1.9	0	318003000
2010	0	2.08	0	348129600

资料来源：上市公司财务报告

综合以上分析，上述永续中票具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述永续中票在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方式均与其他普通债券相关特征接近。

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，为中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 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（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

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，中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，中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，中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，一般贸易进出口占中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，中国对美国、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，中国对哈萨克斯坦、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，这将对中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中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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年中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

公司主营收入来自煤炭采选板块,煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。同时公司也涉及火力发电业务,电力板块对公司的经营状况也有一定影响。

(一) 煤炭采选

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。

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

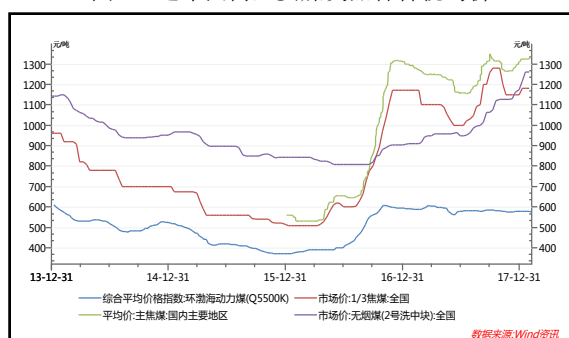
从商品煤下游用途来看,商品煤大致可分为动力煤、化工煤(以无烟煤为代表)、冶金煤(以焦煤为代表)和喷吹煤,各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异,但煤炭下游需求行业均为强周期行业,行业景气度与宏观经济保持高度联动,各类商品煤价格走势也趋于一致,同时煤炭的供需关系也直

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

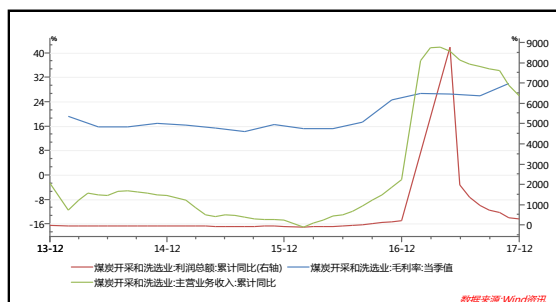
进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解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

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

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。

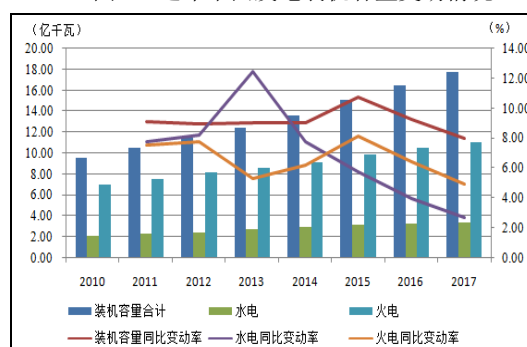
（二）电力行业

1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

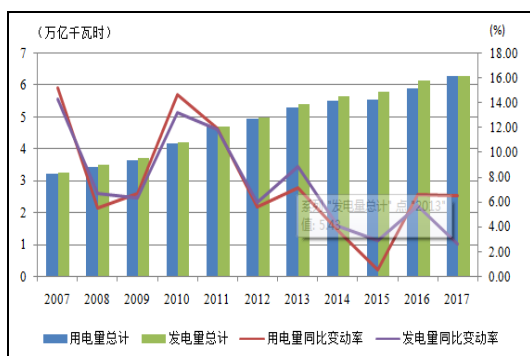


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093

亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

受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年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严

重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，提出2018年1月1日之后投运于三类资源区的光伏电站，标杆电价分别降低至每千瓦时0.55元、0.65元和0.75元；2018年1月1日之后投运的分布式光伏发电，对“自发自用、余电上网”模式，全电量补贴标准降低为每千瓦时0.37元；同时政策中明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在

2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度将于2018年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分

点,弃光主要集中在新疆和甘肃,其中新疆(不含兵团)弃光电量28.2亿千瓦时,弃光率22%,同比下降9.3个百分点;甘肃弃光电量18.5亿千瓦时,弃光率20%,同比下降9.8个百分点。整体看,2017年全国发电机组限电率有所下降,但部分地区整体限电量依旧偏高。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件,内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网,重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则,明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面:预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时,年均增长3.6%~4.8%,全国发电装机容量20亿千瓦,年均增长5.5%,人均装机突破1.4千瓦,人均用电量5000千瓦时左右,接近中等发达国家水平,电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面:按照非化石能源消费比重达到15%的要求,到2020年,非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右,比2015年增加2.5亿千瓦左右,占比约39%,提高4个百分点,发电量占比提高到31%;气电装机增加5000万千瓦,达到1.1亿千瓦以上,占比超过5%;煤电装机力争控制在11亿千瓦以内,占比降至约55%。

电网发展方面:合理布局能源富集地区外送,建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道,新增规模1.3亿千瓦,达到2.7亿千瓦左右;电网主网架进一步优化,省间联络线进一步加强,形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里,变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据,国家电网计划电网投资4989亿元,开工110(66)千伏及以上线路6.1万千米,变电(交流)容量3.8亿千伏安(亿千瓦);投产110(66)千伏及以上线路5.2万千米,变电(交流)容量3亿千瓦

安(亿千瓦)。

节能减排方面:力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面:2016年10月,国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知,标志着电力体制改革进入新层次,给售电公司进入电力交易市场给予明确规则,更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年,中国电力市场建设初具规模,交易电量累计1.63万亿千瓦时,同比增长45%,占全社会用电量比重达26%左右,同比提高7个百分点,为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面:2016年7月26日,国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》),规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股,同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初,国资委提出将通过深度整合重组,采取纵向整合、横向整合,加快推进钢铁、煤炭、电力合并,集中资源形成合力,更好发挥协同效应。截至目前,中国国电集团公司与神华集团有限责任公司已完成合并重组,成立国家能源投资集团有限责任公司,其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式,开创煤电央企重组先河,对火电行业的整合提供了可供复制的案例,示范效应凸显。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为地方国有控股有限责任公司,截至2018年3月底,公司股东包括山西省国有资本投资运营有限公司(持股65.17%)、中国信达资产管理股份有限公司(持股30.12%)、山西煤炭运销集团有限公司(持股2.06%)、山西省朔州矿业公司(持股1.19%)、大同市国有资产监督管理委员会(持股0.89%)、朔州市国有资

产监督管理委员会（持股 0.42%）和忻州市国有资产监督管理委员会（持股 0.15%），山西省国有资本投资运营有限公司为公司最大股东，山西省国资委系公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是山西省最大的动力煤生产企业，是山西省指定的七大煤炭资源整合主体之一，是国家规划的 14 个大型煤炭基地之一——晋北基地的支柱企业。公司经营历史悠久，在科技、工艺、装备、管理等多方面累计创造了 100 多项行业全国第一。目前已形成煤炭为主，电力、煤化工、冶金、煤机制造等多产业协同发展的多元化产业格局，在规模及资源储量、地理区位、技术研发和产品品牌等方面具备较大的竞争优势。

规模及资源优势

截至 2017 年底，公司拥有 67 座矿井，井田面积合计 2015.57 平方公里，年生产能力 1.56 亿吨，资源储量合计 310.10 亿吨，其中：生产矿井 53 座，煤炭资源储量 143.86 亿吨，年生产能力 11081 万吨；资源整合矿井 28 座（20 座在产，8 座技改），煤炭资源储量 19.21 亿吨，年生产能力 2085 万吨；在建及筹建矿井 15 座，煤炭资源储量 120.34 亿吨，年生产能力 5370 万吨；山西省政府给予公司配置矿井 6 座，资源储量 26.5 亿吨。

公司下属煤田以侏罗纪和石炭二叠纪煤田为主，现开采的侏罗纪煤层煤质稳定，具有低灰、低硫、高发热量、挥发性适中的特点，是国内少有的多用途烟煤，不仅适用于火力发电、工业锅炉、造气，也是优良的炼焦配煤和高炉喷吹煤。

品牌优势

公司经营历史悠久，在煤炭市场上具有良好声誉，生产的优质动力煤被称为“工业精粉”，其高发热量、低灰、低硫等品质倍受好评，产品行销全国各地，远销日本、韩国、美国、法国、意大利等欧亚国家，在火电、建材、玻璃、

冶金等行业优势明显，被列为“中国十大世界影响力品牌”、“国家免检产品”，已形成“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”四大知名品牌。

3. 技术水平

公司现有国家级煤炭技术中心、博士后科研工作站、山西省煤矿工程研究生教育创新中心等研发机构。研发团队中享受政府特殊津贴专家、省级优秀专家 60 余人。

公司开采技术先进，创造了不同地质条件下煤炭开采的技术和装备等全国“十一个第一”，在采煤方法、采掘机械、通风安全、矿山电气等领域取得了众多科技成果，其中，“两硬”条件综放技术、大采高综采关键技术、锚杆支护技术、高产高效矿井开采技术等一批重大科技成果达到国际、国内领先水平。

公司建立了《安全工作问责制度》和《安全工作责任约谈制度》，对责任单位和责任人进行双重问责。近年来，公司加大安全投入力度，不断提高矿井安全保障水平。截至目前，公司已有 2 座矿井为煤炭工业特级安全高效矿井，13 座矿井为煤炭工业行业级安全高效矿井，21 座矿井为国家安全质量标准化一级矿井。公司已建立安全生产联席会议和月度安全生产例会制度，实施公司领导和职能部门安全生产联点承包制，强化安全生产全程管理和责任落实。2017 年公司生产百万吨死亡率为 0.024 人/百万吨，较 2016 年 0.1782 人/百万吨有所下降。

4. 外部环境

公司地处大同市西南 12 公里，交通便利，京包、同蒲铁路交汇于此，为晋煤外运配套的双线电气化铁路——大秦铁路专用线直达全国最大的现代化煤炭码头秦皇岛港，公司地处大秦线起点，煤炭运输便捷，外运能力有保障。相对于山西省内及中部地区其他大型煤炭企业，公司运输成本相对低廉，竞争优势明显。

公司所在的山西地区是中国煤炭主产区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，占全国的 26%。

煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到各级政府的高度重视。

公司所处的晋煤地区被列为国家规划的 14 个大型煤炭基地之一，是《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展规划》、《煤炭产业政策》和《煤炭工业“十二五”发展规划》的重点支持地区。大型煤炭基地的建设享受国债资金的重点支持，国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。公司作为晋北基地的支柱企业，是国家重点规划的 10 个亿吨级生产基地之一，政策支持力度强，外部环境良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司按照“煤电一体化”的战略思路，依托强大的煤炭资源优势，做大电力产业，做实贸易业务，并积极布局其他产业，逐步进入机械制造、煤化工、冶金、水泥、建材、金融和文化旅游等领域，主营业务形成煤炭、电力、贸易和其他等业务板块。煤炭业务是公司的传统核心业务。

收入规模及构成方面，2017 年，公司主营业务收入为 1600.59 亿元，同比下降 5.93%，主要系公司不断减少低盈利能力的贸易业务所致。2017 年，公司煤炭业务收入 689.00 亿元，

同比增长 16.41%，煤炭业务收入占营业收入比重上升至 43.02%。公司非煤产业主要包括电力、贸易及其他等，2017 年完成营业收入 879.54 亿元，同比下降 18.09%，占营业收入比重下降至 54.95%，但对公司收入贡献仍较大，其中，电力板块营业收入同比增长 21.35%。公司其他业务主要是公司围绕煤炭主营业务开展的机械制造、金融、煤化工、冶金、水泥、煤机制造、建材等业务，占营业收入的比重较小。

毛利率方面，2017 年，公司营业收入毛利率为 17.17%，较 2016 年增长 4.41 个百分点。煤炭业务是公司的主要利润来源，2017 年，煤炭业务毛利率快速增长，主要系 2017 年维持高位震荡所致。2017 年，公司电力板块受煤炭价格上涨及发电设备利用小时数减少的影响，毛利率为负。贸易业务整体盈利能力低，且其收入占比较高，对公司整体毛利率有一定负面影响。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 400.02 亿元，占 2017 年全年主营业务收入的 25.50%，主营业务毛利率上升至 19.18%。其中，公司煤炭毛利率水平上升至 39.83%，主要系随着去产能政策的推进，公司煤炭销售价格回升所致；受益于公司降耗节支、标准煤耗下降及部分电价市场化结算的影响，公司电力业务的毛利率有所回升。

总体看，近三年，受煤炭价格上涨影响，公司煤炭主业经营压力有所缓解，2016 年三季度以来，煤炭价格随着去产能政策的推进有所回升对公司盈利水平带来了一定程度的积极影响，未来公司盈利能力能否持续好转依赖于煤炭市场的供需状况。

表 3 公司各业务板块情况（单位：亿元、%）

板块分类	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
主营业务	1977.22	98.53	8.47	1665.69	97.90	12.28	1568.54	97.93	16.74	400.02	97.01	19.18
煤炭	472.42	23.54	28.29	591.89	34.79	30.79	689.00	43.02	36.97	187.30	45.42	39.83
电力	86.62	4.32	25.98	85.76	5.04	16.29	104.07	6.50	-3.65	28.03	6.80	1.78
贸易	1369.27	68.23	0.59	937.75	55.12	0.27	717.48	44.80	0.64	173.48	42.07	0.45

其他	48.92	2.44	6.47	50.29	2.96	11.65	57.99	3.62	12.24	11.21	2.72	7.49
其他业务	29.55	1.47	16.24	35.73	2.10	34.96	32.05	2.00	38.19	12.34	2.99	23.99
合计	2006.77	100.00	8.58	1701.42	100.00	12.76	1600.59	100.00	17.17	412.36	100.00	19.32

注：本表中营业收入口径未包含利息收入及手续费及佣金收入

资料来源：公司提供

2. 煤炭板块

煤炭生产

作为国内重要的动力煤生产基地，公司近年来通过新建、重组、技术改造等多种方式，煤炭产能逐年增加。2017 年，煤炭行业不再实施“276 工作日”制度，公司原煤产量同比增长 7.75%，为 12700.10 万吨。2018 年 1~3 月，公司实际生产原煤 3441.01 万吨。

公司近三年原煤实际产量大于核定产能，一方面是因为包括了资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿产能，另一方面由于公司的部分煤矿开采时间较长，开采难度加大，为完成年度生产计划，近年来公司加大了对开采成本较低煤矿的资金和技术投入，持续加大了对塔山矿、煤峪口矿、忻州窑矿等的升级改造，使得矿井实际产能和产量增加超过证载核定产能。因此，公司存在实际产量超过核定产能的情况。

公司上市子公司大同煤业拥有 3 座矿井，分别为忻州窑矿、塔山煤矿及色连矿，合计地质储量为 553027.10 万吨，全部为优质动力煤。其中，色连矿为在建矿井，位于鄂尔多斯；其余 2 座矿井均为在产矿井，均处于大同地区。公司子公司轩岗煤电煤炭主产业生产单位 6 个，分别为梨园河矿、焦家寨矿、刘家梁矿、阳方口矿业公司、华晟矿业公司、金海煤业公司，主要分布在忻州市的原平、宁武，运城市河津市境内，轩岗煤电现有 10 座矿井，11 套综采设备，采煤机械化程度达 100%，主要煤种为气煤、贫瘦煤。公司子公司大同煤矿集团大

同地方煤炭有限责任公司（以下简称“地煤公司”）下属 11 座矿井，其中直管 4 座，分别为青瓷窑煤矿、姜家湾煤矿、东周窑煤矿、马口煤矿，新整合 5 座，分别为同地北杏庄煤业公司、同地店湾煤业公司、同地红沟梁煤业公司、同地益晟煤业公司、同地永财坡煤业公司，代管 2 座，分别为杏儿沟煤业公司、焦煤矿煤业公司，核定产能为 855 万吨/年，井田面积 110 平方公里，煤炭资源储量 9.92 亿吨，年产运能力 800 多万吨，地煤公司所属的 11 座矿井主要分布在大同市矿区及左云县境内，主要产品为弱粘煤、1/3 焦煤、气煤，生产核心工艺为综采，预计完成矿井技改后年总产量可以达到 1000 万吨。公司子公司大同煤矿集团朔州煤电有限责任公司（以下简称“朔州煤电”）下辖五个煤矿分别是王坪煤电公司、小峪煤矿、铁峰煤业公司、新裕煤矿和资源整合的同朔同盈煤业有限公司，核定产能为 651 万吨/年，煤炭资源储量 11.18 亿吨。

2017 年公司关闭了 3 座矿井，分别为东周窑煤矿、雁崖煤业、同轩金海煤业，共化解产能 370 万吨。“十三五”期间，大同煤矿集团拟关闭退出 13 座矿井，化解产能 1225 万吨。其中 2016 年已关闭 3 座矿井，化解产能 375 万吨；2017 年已关闭 3 座矿井，化解产能 370 万吨/年；2018 年拟关闭 3 座矿井，化解产能 311 万吨/年，截至 2018 年 3 月，3 座矿井已全部停产，正在办理关停手续；2019 年拟关闭 2 座矿井，化解产能 150 万吨/年。

表 4 公司煤炭生产情况（单位：千卡/千克、万吨、年）

矿区	煤种	发热量	资源储量	设计产能	投产年份	产量			
						2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
本部						9201.58	6783.29	6537.52	1635.93

煤峪口	--	--		--	--	220.19	231.95	159.06	29.40
永定庄	不黏煤、气煤	5257	6285	200	1954	321.37	219.22	200.00	81.41
同家梁	弱黏煤	5544	12674	300	1949	184.69	114.55	-	-
四老沟	不黏煤	5145	12266	320	1958	223.50	253.51	205.56	8.06
忻州窑	不黏煤	5680	10403	230	1925	243.11	225.16	155.22	29.63
白洞	气煤	5034	3011	90	1958	172.52	104.13	153.00	40.94
雁崖	不黏煤	5860	1470	150	1962	149.13	111.62	32.50	-
挖金湾	不黏煤	5607	1936	70	1962	68.50	63.83	120.43	40.46
晋华宫	不黏煤	5759	31564	450	1956	556.67	365.19	423.87	82.15
马脊梁	不黏煤、气煤	5651	17379	380	1952	585.80	427.36	457.22	152.99
大斗沟	弱黏煤	5063	3352	180	1960	177.66	140.87	55.36	-
王村	不黏煤	4021	4311	100	2011	120.04	123.03	177.80	40.62
云冈	弱黏煤	6232	38084	480	1973	480.16	422.96	205.93	22.65
燕子山	不黏煤、气煤	4904	32291	480	1988	476.30	461.51	349.10	94.59
四台	不黏煤	5832	50621	500	1991	606.06	478.99	280.16	44.09
塔山	气煤	5442	466238	1500	2008	2760.68	1845.06	2186.11	589.00
同忻	气煤、1/3 焦煤	5433	139451	1000	2013	1855.20	1194.35	1,376.2	379.94
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	--	97270	750	--	1691.34	948.57	1290.80	271.64
地煤公司	弱黏煤、1/3 焦煤、气煤	--	99231	855	--	729.78	657.36	470.50	191.00
朔州煤电	--	--	111846	651	--	1660.59	1194.81	1270.91	357.15
整合矿井	--	--	209355	2670	--	922.00	415.65	550.27	183.26
同发东周密	--	--	177062	1000	--	865.00	737.16	684.10	196.33
其他	--	--	--	3700	--	2281.16	1049.30	1896.00	605.70
合计	--	--	1517252	16021	--	17351.45	11786.11	12700.1	3441.01

注：其他为麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类

资料来源：公司提供

近年来公司加快选煤厂的建设，现有选煤厂 28 座，总设计洗选能力 12285 万吨/年；在建选煤厂 4 座，设计洗选能力 4000 万吨/年。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司吨煤成本分别为 146.01 元及 143.43 元。2017 年，公司吨煤成本较 2016 年上升 26.20 元，主要是由于煤炭市场行情较好，公司提高了井下工人的待遇，继续加大安全成本的投入，使得人工成本和其他成本上升较快，此外，电力成本和折旧费亦有所提高。

表 5 公司近年吨煤成本情况（单位：元/吨）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
材料成本	10.58	12.79	17.09	17.06
人工成本	44.66	46.00	50.30	48.37
电力成本	6.44	7.98	8.53	9.83
折旧费	11.72	8.12	9.97	10.37
提取费	20.15	21.92	21.43	23.68
其他	18.59	23.00	38.69	34.12
吨煤成本	112.13	119.81	146.01	143.43

注：上述吨煤成本为原煤开采成本，不含洗耗、加工成本

资料来源：公司提供

开采技术及安全生产方面，公司 2017 年年底矿井采掘机械化程度达 100.00%，较高的机械化水平和综采率提升了采煤效率，减少了矿井人员伤亡。近年来，公司开展了以特厚煤层放顶煤开采瓦斯治理和顶板管理为重点的技术攻关，采取顶巷和大流量瓦斯抽放泵等综合治理技术，探索放顶煤开采瓦斯治理的方法；承办了“十一五”国家科技重大项目“特厚煤层大采高综放开采成套设备技术与装备研发”，重点进行综放工作面安全保障关键技术的研究与应用。

近年来，公司资源整合矿井取得较大进展，但同时受被整合矿井技术水平不一、地质条件复杂影响，公司安全生产管理压力加大，公司加大安全生产建设投入，百万吨死亡率 2017 年为 0.024 人/百万吨，较 2016 年 0.1782 人/百万吨有所下降。

联合资信同时关注到，2017 年 4 月 15 日 18 时 05 分，中国能源建设集团山西电力建设有限公司同煤朔州热电建设项目发生一期高空

坠落事故，2人遇难，按照山西省煤矿安全监察局出具的《关于同煤朔州热电建设项目“4.15”一般生产安全事故情况说明》的文件内容，朔州热电公司隶属于同煤集团，为项目建设单位，发生事故工程项目由中国能源建设集团山西省电力建设有限公司承包，事故发生点空冷岛挡风墙工程由山西省电力建设有限公司分包给山西泰肥建设集团有限公司施工，山西省电力建设有限公司、山西泰肥建设集团有限公司是该起事故的直接责任单位，同煤集团不是该起事故的直接责任单位。2017年10月26日12时29分，大同煤矿集团同生同基煤业有限公司5#层5201回风巷实施启封排瓦斯过程中发生一起较大窒息事故，3人遇难，按照山西省煤矿安全监察局出具了《关于大同煤矿集团同生同基煤业有限公司“10.26”较大安全事故情况说明》的文件内容，大同煤矿集团同生同基煤业有限公司（以下简称“同基煤业”）是大同煤矿集团有限责任公司所属子公司轩岗煤电公司直管矿井，同生公司持股51%，其安全生产由轩岗煤电公司直监管。同基煤业对该起事故负主体责任，轩岗煤电公司负子公司安全管理责任。

表6 公司近年生产指标表
(单位：%、吨/工、人/百万吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
采煤机械化程度	100.00	100.00	100.00	100.00
全员效率	8.738	6.449	6.494	6.382
百万吨死亡率	0.167	0.1782	0.024	0.00

资料来源：公司提供

综合看，公司煤炭资源储量丰富，煤炭产量规模较大，公司矿井采掘机械化程度高，整体技术和产能规模在行业内处于领先地位。近年来，公司下属矿井有安全事故发生，公司面临一定的安全生产压力。

煤炭销售

公司生产的动力煤煤质优良，主要用于火力发电、工业锅炉、造气发生炉等工业用途，以及炼焦配煤、高炉喷吹、煤变油等煤炭综合

深加工利用方面，目标市场集中在电力、冶金、有色、建材和化工等行业。公司煤炭国内销售占比九成以上，主要销往华北、华东、华南、华中、东北等区域。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业占比最大，公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，合同煤占比约90%，其中重点合同煤占比75%左右，对公司产销率保障程度较好。2017年，公司商品煤销量分别为15180.60万吨。2016年起，煤炭市场好转，公司采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计，使得煤炭产销率大于100%。销售价格方面，2017年，公司商品煤销售平均价格分别为382.47元/吨，2018年1~3月公司商品煤销售平均价格为405.13元/吨，公司商品煤销售均价逐年上涨，主要系煤炭价格在去产能政策的推进下持续回升。

表7 公司商品煤销售情况（万吨、元/吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
商品煤销量	15615.49	14647.72	15180.60	3942.75
销售均价	241.64	292.33	382.47	405.13

注：2016年起，煤炭市场好转，公司采购原煤进行洗选后的煤炭销售量计入商品煤销量统计

资料来源：公司提供

销售管理方面，公司通过下属煤炭运销公司实行集中统一销售，全面实现“五统一”管理，即统一计划、统一合同、统一结算、统一定价、统一调运。煤炭运输上，公司省外煤炭销售主要通过大秦铁路发往秦皇岛港，目前公司在秦皇岛港煤炭调入量仅次于中煤能源，运力有一定保障。长期用户采取到货后结算或部分预付款结算方式销售，同等质量煤炭商品优先销售给诚信好、结算周期短、货款不拖欠的用户，一般结算周期在一个月。

表8 公司近年煤炭运输方式占比情况（单位：%）

	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
直达（铁路）	7.31	9.88	6.67	6.86
下水（航运）	86.44	84.24	90.80	89.87

地销（公路）	6.25	5.88	2.53	3.27
--------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

公司煤炭运输成本跟交货方式有关，对于现场交货的煤炭，销售价格采取坑口价格，基本无运输成本；对于直达煤采取车板交货方式的，为煤炭港口价，煤炭销售价格已经包含运输成本。根据合同规定，对于到场交货方式的（主要为电煤），按煤炭发到客户并经供销双方验收确定数量和质量指标后确认收入；对于直达煤采用车板交货方式的，按装运煤炭的火车到达国家铁路的起点站后确认收入的实现；对于下水煤采用离岸交货方式的，按煤炭装上轮船后确认收入的实现；对于港口煤场交货方式，按双方验收后确认收入的实现。

从客户集中度来看，2017 年，公司煤炭销售前五名客户的收入占比合计 19.90%，客户集中度一般。

表 9 2017 年公司本部煤炭前五名客户销售情况
(单位：亿元、%)

客户	销售收入	收入占比
A	38.75	5.62
B	34.03	4.94
C	31.75	4.61
D	18.26	2.65
E	14.35	2.08
合计	137.13	19.90

资料来源：公司提供

注：表中数据统计口径为公司本部矿井。

总体看，公司煤炭储量丰富，煤质品种优良，原煤产量大，合同煤占比高，产品销路稳定，外运能力有保障，煤炭业务规模优势突出。联合资信同时关注到，煤炭行业景气度对公司商品煤售价有较大影响，随着煤炭行业景气度回升，公司商品煤售价逐年上涨。

3. 电力板块

公司电力业务生产单位主要包括：山西漳泽电力股份有限公司、山西临汾热电有限公司

（一期）、同煤热电有限公司、山西漳电大唐塔山发电有限责任公司、山西漳电同华发电有限公司、山西漳电国电王坪发电有限责任公司和大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司。近年来公司电力板块快速发展，现已拥有较大规模的、与煤炭业务具有良好协同效应的电力、热力生产和供应业务。作为公司重点发展的板块之一，公司不断优化电厂布局，快速推进新项目，为电力产业做大做强提供了新保障。2017 年 17 个项目投产发电。织女泉风电四期（10 万千瓦）、吴马营风电（10 万千瓦）于 2017 年 6 月取得项目核准批复。

公司电力生产所需原料煤大部分来自于公司内部煤炭业务自产煤，主要供应商为山西漳泽电力燃料有限公司（约 30.56%）、山西彰电大唐塔山煤矿有限公司（约 23.53%）、大同煤矿集团有限公司煤炭运销总公司（约 9.47%）、山西轩岗六亩地煤炭经销有限公司（约 8.98%）、大同煤矿集团朔州煤电有限公司（约 4%）其他煤炭生产子公司供应约 8%。煤炭采购价格参照市场价格双方协议制定。

截至 2018 年 3 月底，公司电力装机容量总计 1700.30 万千瓦，其中火电装机容量 1546.00 万千瓦、风电装机容量 30.00 万千瓦、光伏装机容量 124.30 万千瓦。其中已运行装机容量 1228.30 万千瓦，火电运行装机容量 1074.00 万千瓦、风电运行装机容量 30.00 万千瓦、光伏运行装机容量 124.30 万千瓦；在建装机容量 472.00 万千瓦。

2017 年公司发电量为 221.81 亿千瓦时，2016 年下半年以来，随着煤炭价格上涨，电力业务盈利空间一定程度上受到挤压，公司适当降低了发电量。

总体看，公司电力装机容量规模有所增长，但受煤炭价格回升以及设备利用小时数下降的影响，公司电力业务毛利率近年快速下降，2017 年呈亏损状态。

表 10 公司主要控股电力企业运营情况（单位：亿千瓦时，亿元）

电厂名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	发电量	收入	利润	发电量	收入	利润	发电量	收入	利润	发电量	收入	利润
山西漳泽电力股份有限公司漳泽发电分公司	26.06	7.94	0.12	24.25	6.68	0.29	22.95	6.55	-1.47	5.68	1.90	-0.36
山西漳泽电力股份有限公司河津发电分公司	38.08	15.74	1.81	29.24	12.26	0.68	29.92	14.01	-1.97	5.46	3.34	-0.27
山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电分公司	28.75	7.76	0.31	18.03	4.65	-1.27	14.91	3.71	-2.52	0.00	0.01	-0.61
山西临汾热电有限公司（一期）	29.15	8.28	0.28	20.68	5.88	-0.69	24.05	6.81	-2.73	6.62	2.33	-0.46
山西漳电国电王坪发电有限公司	14.82	4.04	0.02	13.67	3.42	-1.00	12.00	3.65	-1.93	5.50	1.98	-0.27
山西漳电同华发电有限公司	68.95	18.86	3.30	58.79	13.27	1.64	62.20	15.18	-2.37	10.06	2.60	-0.69
山西漳电大唐塔山发电有限责任公司	59.13	15.29	4.32	55.08	13.03	1.80	44.88	11.16	-2.50	11.21	2.56	-0.40
同煤热电有限公司	10.78	3.78	0.36	8.15	2.89	0.06	7.40	2.77	-0.70	3.55	1.46	-0.06
大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司	2.05	1.06	0.00	2.96	1.54	0.69	3.50	1.81	0.74	1.33	0.69	0.30
合计	277.77	82.75	10.52	230.85	63.62	2.20	221.81	65.65	-15.45	49.41	16.87	-2.82

资料来源：公司提供

4. 贸易板块

公司煤炭贸易主体有大同煤业国际贸易有限责任公司和大同煤矿集团煤炭运销总公司。煤炭贸易业务盈利模式：在下游客户的确定需求并锁定公司利润空间后，对接上游客户，赚取利润。主要结算模式是上游货到、票到后先部分付款，待下游确认验收合格后方办理购货货款全额结算。目前公司合作单位全是大型国有企业。

大同煤业国际贸易有限责任公司借助和同煤秦发（珠海）控股有限公司从事电煤物流贸易平台，按照煤炭市场化定价方式，统一向省内外各大矿采购电煤。充分利用铁路、公路、场地的优势，提升仓库现代化装备，建成面向所有采掘工业用户的工业物资储备基地。大同煤业国际贸易有限公司通过完善各类经营资质，通过与秦发集团的码头合作，扩大港口贸易量，搞好煤炭进口及销售业务。

大同煤矿集团煤炭运销总公司是同煤集团负责煤炭运销的下属单位，是按照山西省委、省政府关于做大做强同煤集团，提高煤炭产业和煤炭销售集中度，发挥集团公司规模优势的精神，于 2004 年 3 月与原山西煤炭运销总公司所属北部铁路运销系统重组后成立。煤炭运销总公司下设十三部室和四个有限公司、六个区域销售分公司、三个港口公司及一个铁路调运分公司，负责大同煤矿集团公司和大同煤业股份公司所生产的煤炭及山西省北部大同、朔州、忻州三个地市煤炭的铁路运输、煤炭销售和煤炭出口工作。煤炭运销总公司销售覆盖全国 25 个省、市、自治区，并远销日本等国家。

公司贸易板块主要分为煤炭贸易业务和非煤贸易业务，非煤贸易业务包括有色金属贸易、矿石贸易和焦炭贸易等。2017 年，公司贸易业务营业收入快速下降，为 717.48 亿元，主要系公司开始优化现有贸易结构，防范贸易风险；

2018年1~3月,贸易业务营业收入173.48亿元,占2017年全年的24.18%。负责运营贸易业务的主体主要是大同煤矿集团外经贸有限责任公司。贸易业务毛利率较低,对公司整体利润贡献较小,公司近年来不断缩减贸易业务规模,有效的提升了公司的毛利率水平。

5. 其他非煤产业

除电力与贸易产业外,公司非煤产业主要包括:煤机制造、煤化工、氧化铝、建筑、通讯和建材产业等。非煤产业占公司营业收入和利润的比重不断增长,随着下游需求逐步恢复,公司非煤产业盈利能力有所提高,为公司利润提供一定的支撑。

煤机制造产业

同煤集团煤机制造产业是公司规划重点发展的产业之一。该产业主要生产公司包括大同同力采掘机械制造有限公司、力泰有限责任根据业务规划,公司快速推进煤化工产业,主要项目有广发甲醇、烯烃和煤制天然气。公司规划的煤化工产业包括:煤基甲醇产能为240万吨/年,聚甲醛产能24万吨/年,烯烃产能60万吨/年,煤制天然气40亿立方米/年。目前,公司根据煤化工行业的市场形势,逐步收缩煤化工行业的规划投资,停建、缓建部分项目,减少资本性投入。

氧化铝

氧化铝产业主要生产公司为山西同德铝业有限公司。山西同德铝业有限公司位于忻州市保德县境内,拥有丰富的铝土矿、石灰石、水、煤资源,是生产氧化铝的主要原辅材料,产品主要销往周边省份用于生产电解铝。

其他产业

公司其他产业包括通信、国际贸易、建筑

安装、水泥生产、旅游等,以上产业丰富了公司的产业结构,有利于充分利用企业资源,优化资源配置,有力地支撑了煤炭等主要产业的发展。

2013年2月21日,公司新成立了大同煤矿集团财务有限责任公司(以下简称:财务公司),注册资本10亿元,其主营业务为:对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务;协助成员单位实现交易款项的收付;经批准的保险代理业务;对成员单位提供担保;办理成员单位之间的委托贷款及委托投资;对成员单位办理票据承兑与贴现;办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计;吸收成员单位的存款;对成员单位办理贷款及融资租赁;从事同业拆借等业务。

6. 经营效率

2017年,公司资产规模同比增长19.59%;而收入规模则同比下降5.94%。公司总资产周转次数和存货周转次数均有所下降,2017年分别为0.52次和10.79次。2017年公司销售债权周转次数为11.53次,较2016年有所提升。总体看,公司经营效率有所下降。

7. 在建工程 and 未来发展

从在建及拟建项目情况看,公司未来投资主要集中在煤炭产业和电力产业,同时兼顾煤化工产业。目前各矿井正在建设中,公司煤炭主业的不断壮大有助于巩固公司的规模优势和竞争实力。同时,公司依托煤炭主业,不断加大对电力、煤化工等煤炭下游产业的投入,有助于完善公司产业链条,提高整体抗风险能力。

表 11 截至 2017 年底公司分板块主要在建项目概况 (单位: 年、万元)

项目名称	开工时间	预计完工或已完工时间	总投资	已投资	2018 年投资计划
马道头煤业	2010	2017 年已经完工,尚未验收	580000.00	601869.79	9834.11
两区改造工程	2004	2014 年已完工	1650000.00	1607866.00	--
广发化工甲醇项目工程	2009	2014 年建成,尚未验收	355689.00	371316.00	1446.00

阳高电厂	2014	2018 年	338960.00	290100.00	4533.68
色连矿井项目	2009	2014 年已完工, 尚未验收	393473.00	316169.00	24511.00
漳泽百万项目	2016	2018 年	780000.00	209000.37	174443.25
煤基活性炭	2012	2015 年已完工, 尚未验收	119946.00	123081.00	--
朔州热电	2015	2018 年	351174.00	259800.00	28700.00
合计	--	--	4569242.00	3779202.16	243468.04

资料来源: 公司提供

两区改造工程于 2006 年 4 月启动, 由政府、企业、个人共同投资, 目前已经完工, 但由于投资方较多, 归属权有不确定性, 故没有从在建工程转为固定资产; 广发化工甲醇项目于 2010 年开始建设, 目前已经建成, 处于试生产调试阶段, 但项目一直没有完成竣工决算, 所以没有转成固定资产; 色连矿井项目设计产能 500 万吨/年, 并配套一座洗选能力 500 万吨/年的选煤厂, 正在进行单项验收; 煤基活性炭项目设计产能 10 万吨/年, 于 2012 年开工, 已经基本建成, 但尚未完成消防验收, 所以没有转成固定资产。

截至 2017 年底, 公司报表在建工程账面价值中有 396.21 亿元的其他项目, 项目数量较多, 主要是安全建设项目、矿山环境治理项目、技术改造项目等。

近年来, 随着煤炭行业景气度下滑, 公司主动缩减投资规模, 目前投资以推进在建项目为主, 新建项目较为谨慎。目前公司将在建项目按照重要程度分类, 优先保障重点工程建设, 整体投资规模已逐步缩减, 计划总投资约 456.92 亿元, 截至 2017 年底已完成投资 377.92 亿元, 预计 2018 年投资 24.35 亿元, 公司未来投资规模一般。

未来, 公司将重点落实“1236”思路, “1”是突出“转型升级”主线; “2”是培育壮大改革创新和技术创新两大动能; “3”是着力构建煤电为主的综合性产业体系、安全有保障的生产体系和面向国际国内两个市场的经营体系; “6”是实施转型升级战略、深化改革战略、创新驱动战略、合作共赢战略、安全高效战略、企业小康战略。

公司“十三五”产业发展布局概括为

“3655”: “3”是区域布局, 建设国家晋北煤炭绿色开采基地、国家晋北清洁能源基地、山西晋北现代煤化工基地; “6”是产业布局, 重点打造煤炭、电力、煤化工、铝、金融、物流贸易 6 大产业板块; “5”是通道布局, 推进铁路路网、电网、天然气管网、物贸网以及港口航运“四网一港”5 大通道建设; “5”是园区布局, 重点建设好塔山、东金潘、白家沟、朔州(王坪-小峪-朔南)和大同装备制造 5 大循环经济园区。

九、财务分析

公司提供的 2015~2017 年财务报告经北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论, 公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

公司 2017 年报表合并范围新纳入一家子公司, 为大同煤矿集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司。由于新纳入合并范围的子公司规模占比较小, 且公司主营业务未发生变动, 公司财务数据的连续性和可比性较强。

截至 2017 年底, 公司合并资产总额 3325.40 亿元, 所有者权益合计 682.98 亿元(含少数股东权益 227.06 亿元); 2017 年公司实现营业总收入 1601.62 亿元, 利润总额 8.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底, 公司合并资产总额 3394.32 亿元, 所有者权益合计 698.28 亿元(其中少数股东权益 239.69 亿元); 2018 年 1~3 月公司实现营业总收入 412.56 亿元, 利润总额 3.03 亿元。

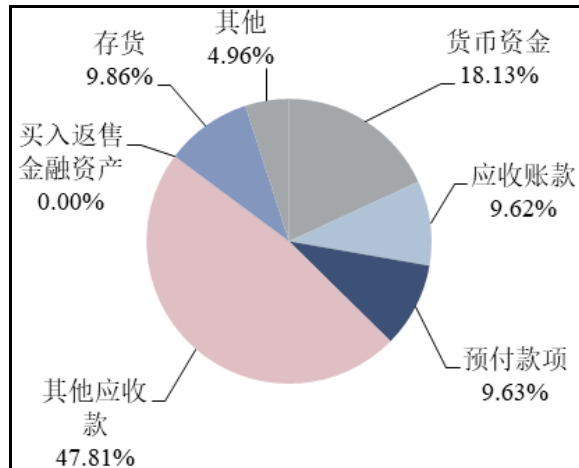
1. 资产质量

2017年，公司资产总额为3325.40亿元，同比增长19.59%，其中流动资产同比增长8.80%，非流动资产同比增长27.66%。截至2017年底，公司资产总额中流动资产占38.90%，非流动资产占61.10%。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计1293.74亿元，主要由货币资金（占17.93%）、其他应收款（占48.52%）、存货（占9.96%）、预付款项（占9.58%）和应收账款（占8.25%）等构成，其他科目占比相对较低。

图5 公司2017年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告及报表

截至2017年底，公司货币资金合计231.98亿元，同比下降3.22%，其中银行存款占76.13%，其他货币资金占23.86%，库存现金占0.01%。公司货币资金中受限部分为71.69亿元，受限比例为30.90%，主要为银行承兑汇票保证金、信用保证金和其他。

截至2017年底，公司应收账款合计106.71亿元，同比下降19.64%。公司应收账款主要为煤炭销售款和电费结算、对外贸易结算中因存在结算周期而产生的应收款项。截至2017年底，公司应收账款账面余额为115.33亿元，其中采用组合计提坏账准备的账面余额占98.66%，该部分款项共计提坏账准备8.62亿元，其中账龄在1年以内的占72.96%，1~2年的占10.52%，2~3年的占7.74%，3年以上的占8.78%；单项金额重

大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额1.50亿元，该部分中长期未收回的应收账款已全额计提坏账准备，对方停止经营的应收账款按50%比例计提坏账准备。截至2017年底，公司应收账款余额前五名占比10.76%，集中度较低。

表 12 公司 2017 年底应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

名称	金额	占比
秦皇岛满源贸易有限公司	4.16	3.61
秦皇岛开发区秦发贸易有限公司	4.12	3.57
临汾海姿供气供热有限公司	1.55	1.34
中铝山西新材料有限公司	1.30	1.13
国网新疆电力公司疆南供电公司	1.27	1.10
合计	12.41	10.76

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司预付账款合计123.90亿元，同比增长5.24%。公司预付款项主要为在建工程尚未完工结算和部分销售尚未开票结算所致。截至2017年底，公司预付款项账面余额为124.65亿元，其中，账龄在1年以内的占72.06%，1~2年的占13.23%，2~3年的占8.00%，3年以上的占6.71%。

截至2017年底，公司其他应收款为627.73亿元，同比增长14.18%，公司其他应收款构成主要包括应收企业办社会、剥离社会职能退出单位、历史矿井和产能退出矿井的其他应收款。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为635.10亿元，其中1年以内的占85.83%、1至2年的占8.22%、2至3年的占1.97%、3年以上的占3.98%。公司其他应收款账龄较短。截至2017年底，公司其他应收款共计提坏账准备7.41亿元。

截至2017年底，公司存货为128.82亿元，同比增长10.22%，其中主要是原材料（占30.78%）、库存商品（占48.82%）和自制半成品及在产品（占20.30%）。公司共计提存货跌价准备0.50亿元，计提比例0.38%。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计

2031.66亿元，较上年底增长27.66%。非流动资产构成方面，主要为固定资产（占38.25%）、在建工程（占32.19%）和无形资产（占21.45%）。

截至2017年底，公司可供出售金融资产为82.89亿元，同比增长47.21%，其中可供出售债务工具25.71亿元，可供出售权益工具49.15亿元，公司对可供出售权益工具共计提减值准备0.20亿元，公司可供出售金融资产具备一定的变现能力，必要时，可通过出售的方式获得现金。

截至2017年底，公司固定资产为777.13亿元，较上年底增长9.39%，增长主要来源于房屋建筑物和机器设备。固定资产构成方面，截至2017年底，公司固定资产账面价值中，机器设备占57.38%、房屋及建筑物占37.54%。公司对固定资产累计计提折旧503.46亿元，计提固定资产减值准备1.12亿元。

截至2017年底，公司在建工程654.07亿元，同比增长9.42%。近年来，随着煤炭行业景气下滑，公司主动缩减投资规模，目前投资以推进在建项目为主，新建项目较为谨慎。2016年度，受在建工程转固的影响，在建工程余额有所下降。截至2017年底，余额较大的在建工程包括金庄煤业新建建设矿井项目、两区（棚户区、采煤沉陷区）改造工程、煤业股份色连一号井建设、甲醇建设项目等工程。

截至2017年底，公司无形资产合计435.88亿元，公司无形资产大幅增长，主要系公司根据《山西省财政厅山西省国资委山西省国土厅关于在国有煤炭等省属企业开展采矿权、土地等国有资产价值重估的工作方案》（晋财资[2016]101号）、《山西省财政厅山西省国资委山西省国土厅关于同意大同煤矿集团有限责任公司开展国有资产价值重估工作的函》（晋财资函[2017]15号）和《山西省财政厅山西省国资委关于同意大同煤矿集团有限责任公司开展国有资产价值重估结果的函》（晋财资函[2017]51号），按照国家有关法律法规及规章制度规定和山西综改试验区“先行先试”政策，同时按照市场

化原则，统一安排对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，并增值268.21亿元所致。本次增值大幅增加公司无形资产的账面价值，将在未来进行摊销，目前尚未出具具体摊销方法。截至2017年底，公司无形资产账面余额为484.93亿元，累计摊销额46.17亿元，无形资产减值准备共2.88亿元，无形资产账面价值435.88亿元，其中采矿权353.77亿元，土地使用权80.29亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额合计3394.32亿元，较2017年底增长2.07%，主要系应收账款、在建工程和其他应收款的增长；截至2018年3月底，公司应收账款129.26亿元。较2017年底增长21.13%；其他科目较2017年底变动不大。其中，流动资产占比为39.60%，非流动资产占比为60.40%。

整体看，公司资产构成中，非流动资产占比相对较高，流动资产中其他应收款、预收账款、应收账款及存货占比偏高，部分货币资金使用权受限，其他应收款存在一定的回收风险，公司资产流动性一般，固定资产以机器设备及房屋建筑物为主，无形资产评估增值较多，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为682.98亿元，同比增长58.81%，主要系公司2017年对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，相应增值额268.21亿计入资本公积所致。公司所有者权益中，少数股东权益227.06亿元，归属于母公司所有者权益为455.93亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占37.36%、资本公积占67.97%、盈余公积占0.59%、未分配利润占-21.75%、其他权益工具占10.09%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计698.28亿元，较2017年底增长2.07%，其中少数股东权益239.69亿元，归属于母公司所有者

权 458.59 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 37.15%、资本公积占 67.57%、盈余公积占 0.58%、未分配利润占 -21.88%、其他权益工具占 10.03%。

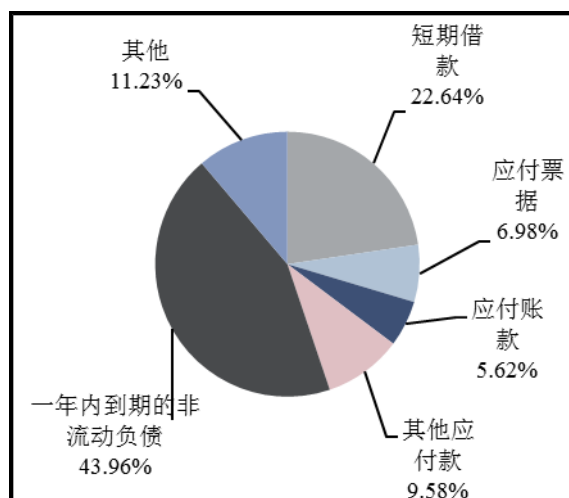
总体来看，受公司持续亏损影响，公司未分配利润为负且规模持续扩大，公司所有者权益中包含 46.00 亿元永续债，且少数股东权益占比高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2017年底，公司负债合计2642.41亿元，同比增长12.42%，其中，流动负债占55.59%，非流动负债占44.41%。

截至2017年底，公司流动负债合计1469.02亿元，同比增长28.11%，主要由短期借款（占22.64%）、应付票据（占6.98%）、应付账款（占5.62%）、其他应付款（占9.58%）和一年内到期的非流动负债（占43.96%）构成。

图6 公司2017年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告及报表

截至2017年底，公司短期借款合计332.53亿元，同比下降7.56%，其中质押借款占2.23%、抵押借款占0.02%、信用借款约占70.71%、保证借款占27.04%。

截至2017年底，公司应付票据为102.53亿元，公司2017年应付票据大幅增长，主要系公司加强现金管理，通过开具银行承兑汇票支付部分材料、配件、电费款等。公司应付票据中，

银行承兑汇票占91.94%，商业承兑汇票占8.06%。

截至2017年底，公司应付账款合计82.49亿元，同比增长1.94%，主要系公司结清部分业务产生的欠款所致；2016年底、2017年底，公司应付账款保持相对稳定。截至2017年底，公司应付账款中账龄在1年以内的占67.36%，1~2年的占13.91%、2~3年的占10.85%、3年以上的占7.89%。

截至2017年底，公司其他应付款为140.73亿元，同比下降11.57%，主要为应付资源价款、子公司其他股东借款、质保金以及房屋、设备等租金等。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为645.82亿元，同比增长83.68%，主要系即将到期的长期借款及应付债券转入本科目核算所致。其中一年内到期的长期借款占15.10%、一年内到期的应付债券占74.79%、一年内到期的长期应付款占10.07%。

截至2017年底，公司非流动负债1173.40亿元，同比下降2.53%，主要由长期借款（占48.47%）、应付债券（占35.82%）、长期应付款（占10.34%）构成。

截至2017年底，公司长期借款为568.72亿元，同比增长14.89%，其中，质押借款占5.95%、抵押借款占4.30%、保证借款占30.83%，信用借款占58.92%。

截至2017年底，公司应付债券为420.30亿元，同比下降18.12%，主要系公司的部分银行间市场债务融资工具到期兑付以及将应付债券中一年内到期部分转入一年内到期的非流动负债中核算所致。2017年，公司发行超短融、中期票据、定向债务融资工具、私募债等合计420.00亿元，公司偿还企业债、定向债务融资工具、短期融资券、超短融等共计225.00亿元。

截至2017年底，公司长期应付款为121.35亿元，同比下降8.09%，主要为融资租赁设备款。

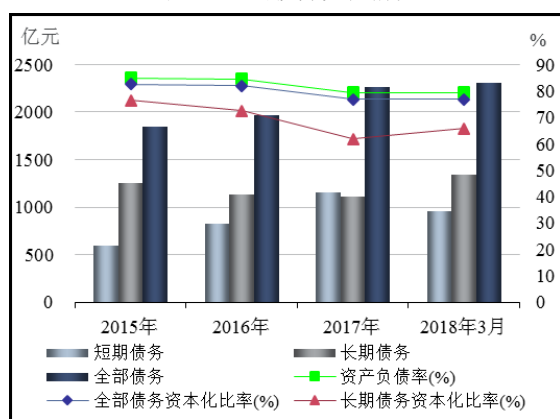
截至2017年底，公司专项应付款为54.24亿元，同比下降0.98%。公司的专项应付款主要为

因城镇整体规划、库区建设、棚户区改造、沉陷区治理等公共利益进行搬迁，收到政府从财政预算直接拨付的搬迁补偿款。

截至2018年3月底，公司负债总额合计2696.04亿元，较2017年底增长2.03%。公司流动负债占比下降8.41个百分点至47.18%，非流动负债占比相应上升至52.82%。

有息债务方面，考虑计入其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款，2017年底公司全部债务合计226.28亿元，同比增长15.32%，其中，短期债务1152.47亿元，长期债务1110.29亿元。

图7 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

债务指标方面，2017年底，公司资产负债率为79.46%；2017年底全部债务资本化比率76.81%和长期债务资本化比率分别为61.91%，两项指标三年平均值分别为79.54%和67.98%。2017年，公司债务指标有所下降，主要系公司对采矿权和原授权经营土地使用权价值重估，并增值268.21亿元所致。

截至2018年3月底，考虑计入其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款，公司全部债务合计2305.10亿元，较2017年底增长1.87%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为79.43%、76.75%和65.83%，公司整体债务负担基本保持较高水平，短期债务占比有所下降。

总体来看，公司负债规模有所扩大，负债结构有所波动，非流动负债仍略高于流动负债。

有息债务方面，公司有息债务以长期债务为主，债务结构正常，但债务规模大，债务负担很重。考虑到公司盈利能力短期内难以有效回复，未来随着长期债务的逐步到期，公司的流动性压力可能呈上升趋势。

3. 盈利能力

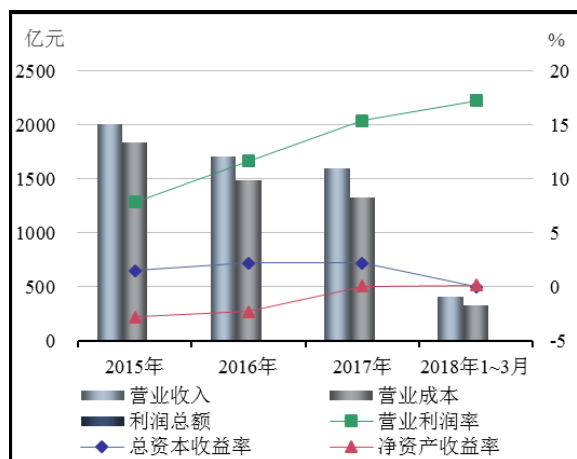
2017年，公司实现营业总收入1601.62亿元，同比下降5.94%；2017年，公司营业成本为1325.78亿元，同比下降10.68%。受益于营业成本降幅高于营业总收入降幅，2017年，公司营业利润率同比增长了3.77个百分点，为15.32%。

从期间费用来看，2017年，公司期间费用为242.40亿元，同比增长16.48%，主要系管理费用及财务费用同比增长所致。公司销售费用主要由运输费、装卸费和职工薪酬构成，2017年，公司销售费用为100.37亿元。公司管理费用主要由职工薪酬、折旧费、修理费、无形资产摊销等项目构成。2017年，公司管理费用为82.98亿元，2017年，公司管理费用继续上涨，主要系公司为补缴社保等费用增长所致。2017年，公司财务费用不断增长，为5.91亿元。受期间费用增长及营业总收入下降的影响，2017年，期间费用率有所攀升，为15.13%。

非经常性损益方面，2017年，公司公允价值变动损益为1.64亿元，投资收益为2.62亿元，资产减值损失为7.66亿元，其中2017年计提金额较大，主要为坏账损失。2017年，公司投资收益为2.62亿元，投资收益主要为长期股权投资收益。2017年，公司资产处置收益为4.04亿元，主要为固定资产处置利得。2017年，公司实现营业外收入5.15亿元，营业外收入主要来自政府补助以及非流动资产处置利得，公司营业外支出为2.00亿元。

受益于煤炭价格的上涨，2017年，公司利润总额大幅增长，为8.30亿元。

图8 公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标来看，2015~2017年，公司总资产收益率波动上升，净资产收益率指标逐渐好转，两项指标三年加权平均值分别为2.07%和-1.22%，2017年分别为2.19%和0.06%，公司盈利能力弱。

2018年1~3月，公司实现营业总收入412.56亿元，同期公司营业成本为332.68亿元，同比分别增长9.14%和7.50%，公司营业利润率为17.24%。2018年1~3月，公司期间费用为67.62亿元，占营业总收入的比重为16.39%，较2017年全年上升了1.26个百分点。非经常损益方面，2018年1~3月，公司实现投资收益0.87亿元，计提资产减值损失0.46亿元。2018年1~3月，公司营业外收入和营业外支出分别为0.29亿元和0.88亿元。在上述因素共同影响下，2018年1~3月，公司实现利润总额3.03亿元。

总体来看，公司营业收入及营业成本均呈下降趋势，但营业利润率有所回升。期间费用对营业利润侵蚀较大，公司期间费用管控能力有待提升。近年来，公司营业外收入不断下降，但整体规模较大，盈利水平对营业外收入依赖度较高，公司盈利能力有所提高，整体盈利能力仍很弱。

4. 现金流

经营活动方面，2017年，公司经营活动现金流入量为1995.22亿元，同比下降4.24%，其

中公司销售商品、提供劳务收到的现金1948.94亿元。2017年，公司经营活动现金流出量为1842.65亿元，同比下降9.76%，其中公司购买商品、接收劳务支付的现金1502.36亿元。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长，为152.57亿元，主要系2016年以来煤炭行业复苏，煤炭销售价格回调上涨，公司毛利率增加，导致销售商品产生的现金流净额较去年同期有所增加。2017年，公司现金收入比是121.76%，与2016年基本保持稳定，公司收入实现质量整体处于较高水平。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入量为392.44亿元，同比增长228.58%，其中公司收回投资收到的现金为374.40亿元。2017年，公司投资活动现金流出量为640.87亿元，同比增长186.20%，其中公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为206.21亿元、投资支付的现金为410.03亿元。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，净流出量大幅增加，为248.44亿元，主要系2017年煤炭行业恢复，公司推进各项目建设的投入有所增加所致。2017年，公司筹资活动前现金流量净额为-95.87亿元，公司有一定对外融资需求。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入量为1157.51亿元，同比增长16.94%，其中公司取得借款收到的现金为1056.34亿元。2017年，公司筹资活动现金流出量为1080.42亿元，同比增长10.85%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。2017年，公司偿还债务支付的现金为880.61亿元。2017年，公司筹资活动现金流量净额有所增长，为77.10亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入量为469.35亿元，同比增长3.60%，其中当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为469.59亿元；公司经营活动现金流出量为445.44亿元，同比下降3.45%，其中当期公司购买商品、接受劳务支付的现金为359.14亿元；同期公司现金收入比为113.88%，经营活动产生的现金流量净额为23.91亿元。2018年1~3月，公司投资活动现金

流入量为71.08亿元，同比下降46.71%，主要系收回投资收到的现金同比下降所致；同期公司投资活动现金流出量为77.72亿元，同比大幅下降48.75%，主要系投资支付的现金大幅增长所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-6.64亿元。2018年1~3月，公司筹资活动现金流入量为363.43亿元，同比增长20.02%，当期公司取得借款收到的现金346.92亿元；公司筹资活动现金流出量为326.54亿元，同比增长53.79%，当期公司偿还债务支付的现金为280.73亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为36.89亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现能力强，但较大的投资规模及存续债务周转接续使公司对外部筹资渠道依赖程度高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，由于流动负债快速增长，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均持续下降，三年加权均值分别为99.01%和88.92%，2017年底分别为88.07%和79.30%。截至2018年3月底，上述两项指标分别回升至105.67%和95.25%，公司流动比率及速动比率水平适宜。2015~2017年，公司经营现金流对流动负债比快速提升，三年分别为2.86%、3.63%和10.39%，但公司经营净现金流对流动负债覆盖水平仍较低，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为80.04亿元、99.61亿元和112.70亿元。2015~2017年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA倍数三年加权均值分别为1.27倍和20.56倍，2017年分别为1.32倍和20.08倍。总体看，受盈利能力提高影响，公司长期偿债能力有所好转，但仍很弱。

综合看，公司盈利能力及偿债能力很弱，但考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司实际偿债风险低。

截至2017年底，公司对外担保余额合计1.13亿元，担保比率0.17%，被担保对象为山

西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，公司或有负债风险低。

截至2018年3月底，公司合并口径主要合作银行人民币授信总额约为1668.09亿元，其中未使用额度为509.14亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司大同煤业股份有限公司（601001.SH）为上海证券交易所上市公司，山西漳泽电力股份有限公司（000767.SZ）为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014020300000050Z），截至2018年6月6日，已结清信贷信息概要关注类中包含10笔贷款和6笔票据贴现，公司无未结清的不良和关注类贷款信息。

7. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司所有者权益338.37亿元，截至2018年3月底，母公司所有者权益329.28元，母公司所有者权益规模较小，公司对山西漳泽电力股份有限公司等部分子公司持股比例较低。2017年，母公司实现营业收入513.76亿元，利润总额-2.43亿元，母公司处于亏损状况；2018年1~3月，母公司实现营业收入134.00亿元，利润总额-12.50亿元。截至2017年底，母公司负债合计1784.50亿元，资产负债率为84.06%；截至2018年3月底，母公司负债合计1901.12亿元，资产负债率为85.24%。考虑到公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，母公司口径实际债务负担很重，母公司偿债能力依赖其对子公司的控制能力。

8. 抗风险能力

基于对煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在资源储备、政府支持、经营规模、技术水平等方面因素的

综合分析，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，联合资信评定的存续期内中期票据分别为“16大同煤矿MTN001”、“16大同煤矿MTN002”、“16大同煤矿MTN003”、“16大同煤矿MTN004”、“18大同煤矿MTN001”、“18大同煤矿MTN002”及“18大同煤矿MTN003”，存续期内企业债为“13同煤债/同煤暂停”，存续期内短期融资券分别为“18大同煤矿CP001”及“18大同煤矿CP002”。假设公司的债券持有人不行使回售权，公司存续期债券单独年份最高偿还额度合计105亿元（以下简称“测算额度”），为2021年到期的“16大同煤矿MTN001”、“16大同煤矿MTN002”、“16大同煤矿MTN003”、“16大同煤矿MTN004”、“18大同煤矿MTN001”及“18大同煤矿MTN002”。2015~2017年，公司EBITDA分别为80.04亿元、99.61亿元和112.70亿元，分别为测算额度的0.76倍、0.95倍和1.07倍，公司EBITDA对存续期内债券的保障能力一般；公司经营活动现金流入量分别为2319.07亿元、2083.50亿元和1995.22亿元，分别为测算额度的22.09倍、19.84倍和19.00倍，公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强；公司经营活动现金净流量分别为26.13亿元、41.64亿元和152.57亿元，分别为测算额度的0.25倍、0.40倍和1.45倍，公司经营活动现金净流量对存续期内债券的保障能力较弱。公司的存续债券主要集中在2021年兑付，公司面临一定的集中兑付压力。

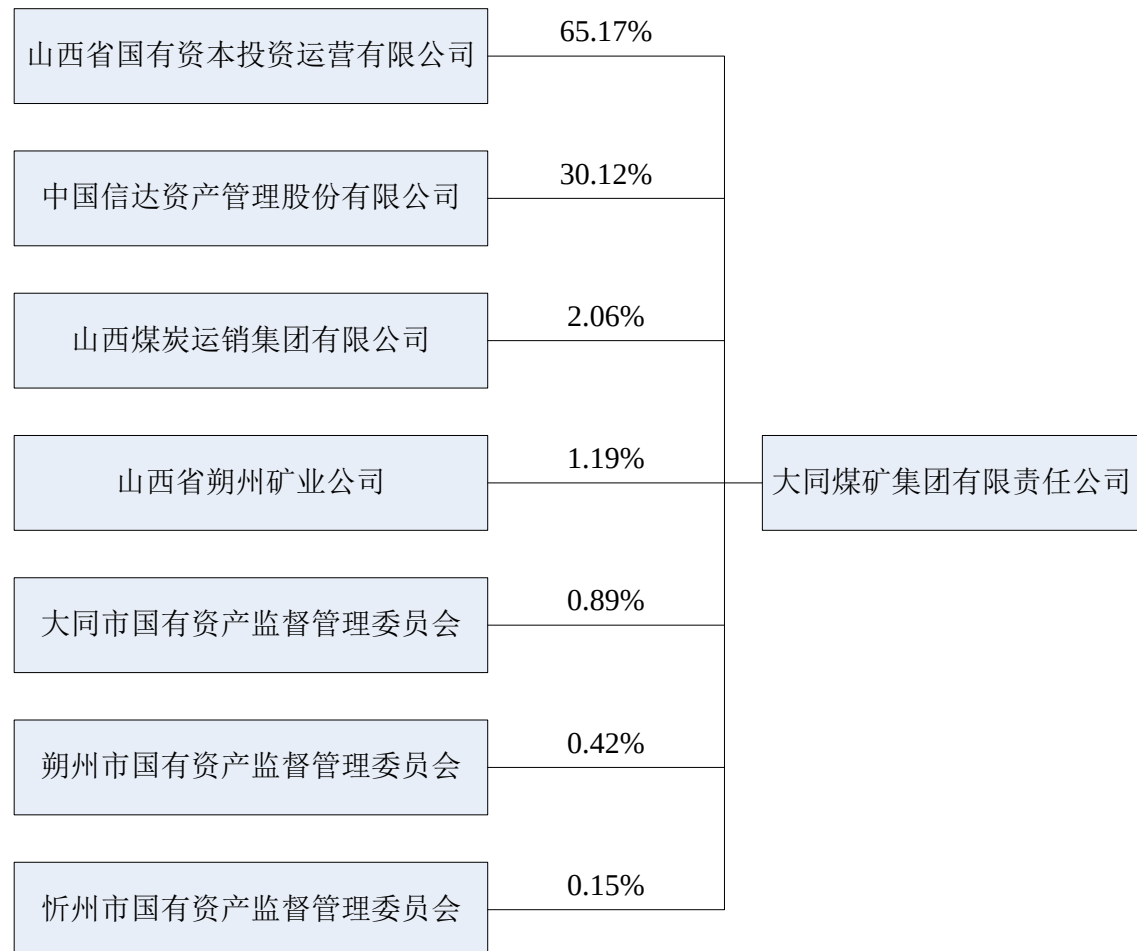
截至本报告出具日，公司将于一年内到期的存续债券为“18大同煤矿CP001”及“18大同煤矿CP002”，余额为50亿元。截至2018年3月底，公司现金类资产为271.70亿元，为上述一年内到期的存续债券余额的5.43倍，公司现金类资产对一年内到期的存续债券保障程度高。2017年，公司经营活动现金流入量和经营

活动现金流量净额分别为一年内到期存续债券的39.90倍和3.05倍，公司经营活动现金流入量对一年内到期的存续债券保护能力强。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的存续债券保障程度高。

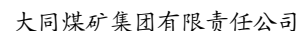
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“13同煤债/同煤暂停”、“16大同煤矿MTN001”、“16大同煤矿MTN002”、“16大同煤矿MTN003”、“16大同煤矿MTN004”、“18大同煤矿MTN001”、“18大同煤矿MTN002”信用等级为AAA，维持“18大同煤矿CP001”、“18大同煤矿CP002”信用等级为A-1。

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)	313.49	203.20	185.28	271.70
资产总额(亿元)	2580.44	2780.64	3325.40	3394.32
所有者权益合计(亿元)	388.36	430.07	682.98	698.28
短期债务(亿元)	591.09	826.82	1152.47	959.54
长期债务(亿元)	1253.56	1135.28	1110.29	1345.56
全部债务(亿元)	1844.65	1962.10	2262.75	2305.10
营业总收入(亿元)	2008.38	1702.69	1601.62	412.56
利润总额(亿元)	0.32	2.00	8.30	3.03
EBITDA(亿元)	80.04	99.61	112.70	--
经营性净现金流(亿元)	26.13	41.64	152.57	23.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.12	9.42	11.53	--
存货周转次数(次)	15.87	12.48	10.79	--
总资产周转次数(次)	0.84	0.63	0.52	--
现金收入比(%)	114.65	122.02	121.76	113.88
营业利润率(%)	7.82	11.63	15.39	17.24
总资本收益率(%)	1.52	2.22	2.19	--
净资产收益率(%)	-2.79	-2.31	0.06	--
长期债务资本化比率(%)	76.35	72.53	61.91	65.83
全部债务资本化比率(%)	82.61	82.02	76.81	76.75
资产负债率(%)	84.95	84.53	79.46	79.43
流动比率(%)	119.33	103.70	88.07	105.67
速动比率(%)	106.09	93.51	79.30	95.25
经营现金流动负债比(%)	2.86	3.63	10.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.33	1.15	1.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.05	19.70	20.08	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、其他流动负债中的短期融资券、长期应付款中的融资租赁款计入全部债务核算；3、现金类资产计算扣除公司受限资金；4、公司 2016 年、2017 年及 2018 年一季度所有者权益中包含 46.00 亿元的永续中期票据。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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 中长期债券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 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息