

信用等级公告

联合[2019] 820 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长期信用状况及拟发行的 2019 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定大同煤矿集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，大同煤矿集团有限责任公司 2019 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年四月十八日



大同煤矿集团有限责任公司

2019 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据基础发行额度: 15 亿元

本期中期票据发行金额上限: 25 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个付息日和其后每满 5 年的对应日, 公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据

发行目的: 偿还公司有息债务

评级时间: 2019 年 4 月 18 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	313.49	203.20	185.28	107.69
资产总额(亿元)	2580.44	2780.64	3325.40	3409.87
所有者权益合计(亿元)	388.36	430.07	682.98	744.79
短期债务(亿元)	591.09	826.82	1152.47	1011.53
长期债务(亿元)	1253.56	1135.28	1110.29	1241.78
全部债务(亿元)	1844.65	1962.10	2262.75	2253.31
营业总收入(亿元)	2008.38	1702.69	1601.62	1295.73
利润总额(亿元)	0.32	2.00	8.30	12.19
EBITDA(亿元)	80.04	99.61	112.70	--
经营性净现金流(亿元)	26.13	41.64	152.57	93.38
营业利润率(%)	7.82	11.63	15.39	15.29
净资产收益率(%)	-2.79	-2.31	0.06	--
资产负债率(%)	84.95	84.53	79.46	78.16
全部债务资本化比率(%)	82.61	82.02	76.81	75.16
流动比率(%)	119.33	103.70	88.07	98.50
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 年三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 年三季度所有者权益中包含永续中期票据

分析师

郭昊 张峰

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对大同煤矿集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了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、销售渠道等方面的综合优势。联合资信同时关注到公司经营压力较大,非煤业务盈利能力较弱,债务负担很重,对外部支持的依赖程度较高因素给其信用基本面带来的负面影响。

近年来,公司煤炭资源整合顺利进行,在建矿井规划产能较大,未来原煤产量有望在行业内保持领先地位,有助于巩固和强化公司的行业地位。公司煤炭业务的毛利率不断提升,对公司利润有较大贡献,政府支持强化了公司的综合抗风险能力。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。

本期中期票据具有公司可赎回权、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,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低,安全性极高。

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. 近年公司通过山西省内煤炭资源的整合及

- 省外资源的开拓，煤炭资源储量大幅提升。
4. 公司合同煤销售占比高，主产区位于大秦线起点，产品销路和外运能力保障程度高。
 5. 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。

关注

1. 近年来，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较弱。
2. 公司社会负担重，期间费用较高，对利润形成较大侵蚀。
3. 公司部分矿井开采年份较长，开采难度有所加大。
4. 公司债务规模大，债务负担很重，未来一年为公司债务到期高峰年，公司存在较大的集中偿付压力。
5. 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，将对公司盈利能力造成一定影响。
6. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。若发生递延，累计的利息支出压力大于普通债券分期支付压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

大同煤矿集团有限责任公司

2019 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 9 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 个职能部室。截至 2018 年 9 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 9 月底，公司合并资产总额 3409.87 亿元，所有者权益合计 744.79 亿元（其中少数股东权益 258.36 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 1295.73 亿元，利润总额 12.19 亿元。

公司地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：郭金刚。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册额度为 60 亿元的中期票据，本期拟发行 2019 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度 15 亿元，发行金额上限 25 亿元，募集资金拟用于偿还公司有息债务。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据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。在本期中期票据第 5 个付息日和其后每满 5 年的对应日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，须于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加

上初始利差¹，如公司选择不赎回本期永续票据，从第 6 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 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。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据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。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由银行间市场清算所股份有限公司代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至今已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据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，本期中期票据与其他一般债务清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年度开始每 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，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）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，大同煤业分别实现营业收入 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 1。2016 年以来，大同煤业经营及盈利情况好转，但由于累计未分配利润为负，2017 年公司未进行分红，未来大同煤业存在利润分配的可能性，公司本期中期票据未来递延支付利息的可能性较小。

表 1 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：大同煤业财务报告

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置及利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司 2018 年发行的债券情况如下。

表 2 公司 2019 年度发行债券情况（单位：年、亿元）

债券名称	发行日期	期限	余额
19 大同煤矿 SCP001	2019-01-07	0.74	20
19 大同煤矿 SCP002	2019-01-14	0.74	20
19 大同煤矿 CP001	2019-01-16	1	10
19 大同煤矿 SCP003	2019-01-23	0.49	15
19 大同煤矿 PPN001	2019-01-29	1+2	15
19 大同煤矿 MTN001	2019-02-18	3	10
19 大同煤矿 SCP004	2019-02-21	0.74	15
19 同煤 01	2019-02-22	1+2	20
19 大同煤矿 PPN002	2019-03-05	1	15
19 大同煤矿 SCP005	2019-03-13	0.74	20
19 大同煤矿 SCP006	2019-03-19	0.66	15
19 大同煤矿 SCP008	2019-03-25	0.66	10
19 大同煤矿 SCP007	2019-03-27	0.74	15
19 大同煤矿 MTN002	2019-04-10	3+3+N	8

资料来源：Wind

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。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；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持

平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、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。

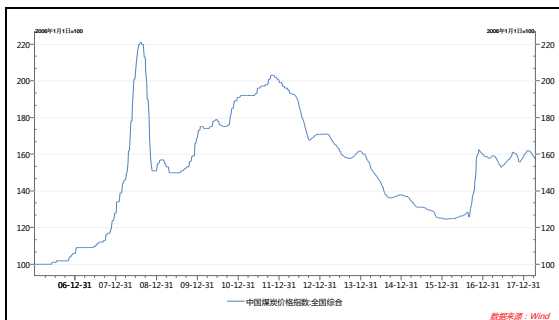
煤炭价格

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。

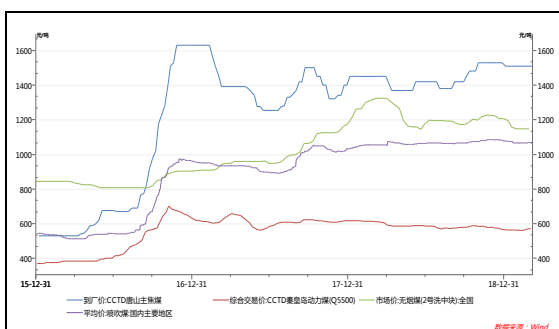
图1 煤炭价格指数



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

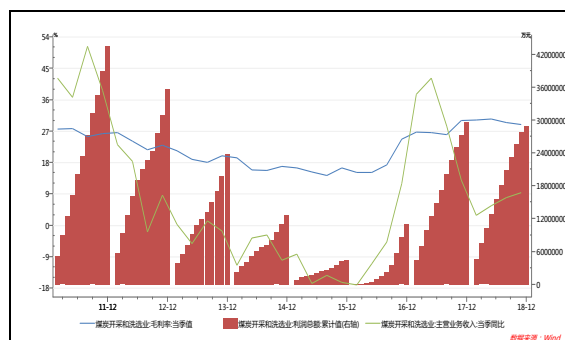
供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

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年~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 and 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。2016~2017年，中国共退出落后产能5.4亿吨。据国家应急管理部2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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

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，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、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。

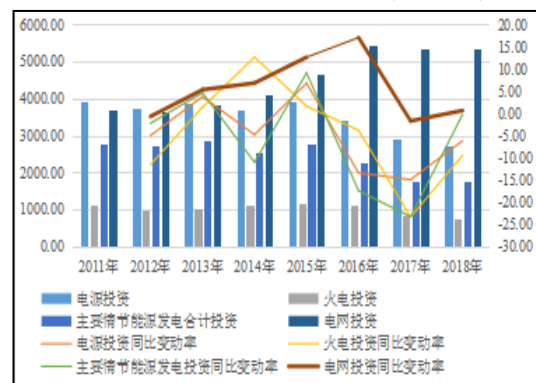
（二）电力行业

1. 行业概况

根据中电联统计数据²，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

图4 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

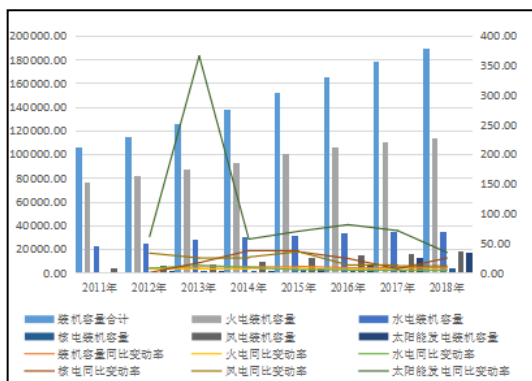
截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电

² 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图5 近年中国发电装机容量变动情况

(单位: 万千瓦、%)



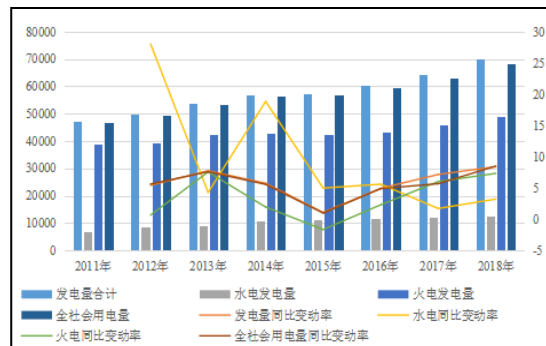
资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018

年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图6 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，

为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

整体看，2018年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

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 年至今，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 700 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。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2019 年 4 月 8 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 623 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近 50%，一般省份也接近 40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

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。

光伏电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

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》，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”。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低 0.05 元，即 I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.50 元、0.60 元、0.70 元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余

电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴退坡

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，目前已超过1100亿元。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。2018年6月15日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区，已基本具备与燃煤标杆上网电价平价（不需要国家补贴）的条件。为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

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不完善，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月和2018年12月，国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018~2020年）》，积极采取措施加大力度消纳可再生能源，特别是国家电网公司、南方电网公司、内蒙古电力公司等采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率显著提升，弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年，全国全年弃水电量约691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转，其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点，内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点；弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古，弃风率分别为23%、19%和10%。2018年，全国全年弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点；弃光主要集中在新疆和甘肃，弃光率分别为16%和10%，同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看，2018年全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

根据中电联发布《2018~2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提

高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

(1) 坚持落实发展战略规划，深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标，积极开展电力发展战略规划专项研究，统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标，做好各战略目标与规划目标衔接；深化中长期电网网架规划研究，推动电网与互联网深度融合，着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

(2) 坚持深化供给侧结构性改革，提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标，统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制，打破省间壁垒，推进跨省区发电权置换交易；着力提升电网调节能力，完善调峰辅助服务补偿机制，提高机组改造积极性，全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018~2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

(3) 坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电网业务改革试点项目落地；推动建立市场化的电价传导机制，鼓励电力用户和发电企业自主协商，推行“基准电价+浮动机制”，签订电力市场化交易合同，形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制；加大电能替代力度，完善

峰谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。

(4) 坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

(5) 牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

五、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9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 2018 年 9 月底，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. 人员素质

公司现有董事、总经理、副总经理等高层管理人员 21 人，均具有大专及以上学历，多数在各自的专业领域工作 20 年以上，从业经验丰富，管理能力优秀，整体素质较高。

公司董事长郭金刚先生，博士研究生学历，高级工程师，中国国籍，无境外居留权。曾任潞安矿业（集团）公司副总经理，潞安煤基合成油有限公司董事长、潞安新疆煤化工（集团）公司董事长，潞安矿业集团董事、党委常委、总经理。现任大同煤矿集团有限责任公司党委常委、副董事长、总经理。

公司总经理崔建军先生，研究生学历，高级工程师，中国国籍，无境外居留权。曾任阳泉煤业（集团）有限公司副总经理，阳泉煤业（集团）有限责任公司董事、副总经理。现任大同煤矿集团有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理。

公司总会计师李景中先生，山西大同人，中共党员，大专学历。历任大同矿务局马脊梁矿财务科科长、马脊矿财务科副科长、马脊梁矿财务科科长、马脊梁矿副总会计师、大同矿务局财务处副处长、煤炭运销公司副经理、煤业股份公司总会计师、同煤集团公司财务部部长、同煤集团公司副总会计师兼经营管理部部长。现任同煤集团代理总会计师。

公司总工程师于斌先生，大学学历，高级工程师。曾任大同煤矿集团有限责任公司通风处处长，大同煤矿集团有限责任公司副总工程师。现任大同煤矿集团有限责任公司总工程师。

截至 2017 年底，公司员工总数 160836 人，其中，管理人员占 29.63%，生产人员占

69.97%，销售人员占 0.28%，研发人员占 0.12%；从学历构成看，具有大专及以上学历者占 30.79%，具有中等（含中专、高中、技校）学历者占 37.53%，初中及以下学历者占 31.68%。从年龄构成来看，30 岁以下的占 18.95%，31~50 岁的占 63.67%，51 岁以上占 17.37%。

总体看，公司领导层行业经验丰富，员工构成符合行业劳动密集型特点。公司人员构成能够满足其日常生产经营需要，但随着去产能政策的实施，公司整体人员负担较重。

4. 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。

5. 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。

股东会是公司的最高决策机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东会行使表决权，是公司的权利机构。

董事会是公司的执行机构，对股东会负责，目前由 11 名董事组成，其中，中国信达资产管理股份有限公司推荐 5 名，山西省国资委等 6 家股东共同推荐 5 名，由公司股东会选举产生；公司职工代表一名，由公司职工依法民主选举产生。董事会设董事长一人，副董事长三人，每届董事任期三年，连选可以连任。

董事长负责召集股东会、董事会，是公司的法定代表人，公司董事由股东会选举或罢免。

监事会是监督评价的核心机构。公司监事会由 5 名监事组成，其中中国信达资产管理股份有限公司推荐 2 名，山西省国资委推荐 2 名；公司职工代表 1 名，由公司职工民主选举产生。监事会设主席 1 名，由中国信达资产管理股份有限公司推荐人员担任。监事的任期每届三年，连选可以连任。

经理层是决策的执行者。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，主持公司的日常经营管理工作，实施董事会决议。

总体上，公司依照《中华人民共和国公司法》及公司章程制定股东会议事规则，能够较好的规范重大经营决策制定程序。

2. 管理水平

公司设总经理办公室、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 个职能部室。部门设计合理，内部分工明确。

公司依据《公司法》、《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系和业务流程，并涵盖对子公司控制、财务管理、安全生产、环境保护、对外担保、人事管理共六个方面。

子公司管控方面：公司制定了母子公司配套管理办法，形成了母子公司制度体系，明确划分了母子公司的权、责、利。公司对控股子公司实施严格统一的财务监督管理和审计监察管理，有效形成对重大业务与风险的监管。

财务管理方面：公司制定了《大同煤矿集团有限责任公司财务管理办法》、《大同煤矿集团公司会计基础工作规范》、《大同煤矿集团公司所属子公司财务管理办法》、《大同煤矿集团公司货币资金控制规范》等完善的财务控制监

督制度。公司对下属子公司财务控制力度较强，通过业务预算、资本预算、筹资预算等实现对公司内部各部门、各单位、各种资源的分配、控制、考核，公司内部实行财务和资金统一管理。

安全生产方面：公司建立了“职责明确、衔接有序、运作有效、保障有力”的三级安全管理模式，制定了安全管理制度、安全生产责任制度、安全目标管理制度、安全办公会议制度、安全工作问责制度等一系列管理制度，并在安全技术创新、安全教育培训、安全监督检查、安全资金投入等方面制定了强有力的保障措施。

环境保护方面：公司认真贯彻落实国家的环保方针政策，严格执行《环境保护法》、《水污染防治法》、《大气污染防治法》等环保法律法规，深入开展环保宣传教育，努力实施环境综合整治，严格环境管理，强化环保考核，大力推进清洁生产和可持续发展战略的实施，加快环保设施建设，加大工业污染防治力度，环保各项工作取得了较大的进展。

对外担保方面：公司章程规定公司不得为自然人或非法人单位提供担保，不得为与公司无产权关系的法人提供担保。公司在公司章程中严格规定了公司股东会、董事会审议批准对外担保事项的权限。公司制定了《关于进一步完善各子公司银行借款及提供担保的有关规定》和《关于严格加强对外担保管理的通知》，用以规范同煤集团及其各二级子公司银行借款和担保的管理。

人事管理方面：公司建立了公开、平等、竞争、择优的领导人员选拔任用新机制，先后制定出台了《大同煤矿集团有限责任公司领导人员选拔任用办法》和《大同煤矿集团有限责任公司关于对领导人员试行任前公示制的暂行规定》。

总体看，公司建立了规范的法人治理结构，内部控制制度健全，管理风险较低。

七、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，2015~2017年，公司主营业务收入不断下降，年均复合变动率为-10.93%，主要系公司近年来不断减少低盈利能力的贸易业务所致。2015~2017年，公司煤炭业务收入快速增长，年均复合增长率为20.77%，2017年，公司煤炭业务实现收入689.00亿元，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，2015~2017年，公司营业收

入毛利率快速增长，2017年为17.17%，较2016年提升4.41个百分点。煤炭业务是公司的主要利润来源，2015~2017年，煤炭业务毛利率不断增长，主要系2016年三季度以来煤价上涨、2017年维持高位震荡所致。2015~2017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，毛利率快速下降，2017年，公司电力板块毛利率为负。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1~9月，公司实现主营业务收入1260.03亿元，占2017年全年主营业务收入的80.33%，主营业务毛利率略有上升，为16.79%。其中，公司煤炭毛利率水平为33.95%，较2017年下降3.02个百分点，主要系2018年前三季度煤炭综合售价有所下降所致；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，为6.00%。

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，公司非煤业务盈利能力较弱，未来公司盈利能力能否持续改善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1~9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	1260.03	97.28	16.79
煤炭	472.42	23.54	28.29	591.89	34.79	30.79	689.00	43.02	36.97	591.29	45.65	33.95
电力	86.62	4.32	25.98	85.76	5.04	16.29	104.07	6.50	-3.65	86.47	6.68	6.00
贸易	1369.27	68.23	0.59	937.75	55.12	0.27	717.48	44.80	0.64	544.29	42.02	0.36
其他	48.92	2.44	6.47	50.29	2.96	11.65	57.99	3.62	12.24	37.98	2.93	9.82
其他业务	29.55	1.47	16.24	35.73	2.10	34.96	32.05	2.00	38.19	35.25	2.72	37.65
合计	2006.77	100.00	8.58	1701.42	100.00	12.76	1600.59	100.00	17.17	1295.28	100.00	17.36

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。2016年，由于去产能政策的实施以及执行“276工作日”制度，公司原

煤产量大幅下降，为 11786.11 万吨；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 1~9 月，公司实际生产原煤 10349.72 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。

2016 年公司关闭了 3 座矿井，分别为同家梁、北杏庄、宏达煤矿，共化解产能 375 万吨/年。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/年。“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/年。其中 2016 年已关闭 3 座矿井，化解产能 375 万吨/年；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 9 月底，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 1~9 月
本部						9201.58	6783.29	6537.52	4897.02
煤峪口	--	--		--	--	220.19	231.95	159.06	81.3
永定庄	不粘煤、气煤	5257	6285	200	1954	321.37	219.22	200.00	227.67
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	57.11
忻州窑	不黏煤	5680	10403	230	1925	243.11	225.16	155.22	75.78
白洞	气煤	5034	3011	90	1958	172.52	104.13	153.00	121.44
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	117.06

晋华宫	不黏煤	5759	31564	450	1956	556.67	365.19	423.87	207.62
马脊梁	不黏煤、气煤	5651	17379	380	1952	585.80	427.36	457.22	471.13
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	139.72
云冈	弱黏煤	6232	38084	480	1973	480.16	422.96	205.93	66.49
燕子山	不黏煤、气煤	4904	32291	480	1988	476.30	461.51	349.10	285.34
四台	不黏煤	5832	50621	500	1991	606.06	478.99	280.16	127.12
塔山	气煤	5442	466238	1500	2008	2760.68	1845.06	2186.11	1750
同忻	气煤、1/3 焦煤	5433	139451	1000	2013	1855.20	1194.35	1,376.2	1169.24
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	--	97270	750	--	1691.34	948.57	1290.80	867.09
地煤公司	弱黏煤、1/3 焦煤、气煤	--	99231	855	--	729.78	657.36	470.50	560
朔州煤电	--	--	111846	651	--	1660.59	1194.81	1270.91	1081.28
整合矿井	--	--	209355	2670	--	922.00	415.65	550.27	420.54
同发东周密	--	--	177062	1000	--	865.00	737.16	684.10	671.79
其他	--	--	--	3700	--	2281.16	1049.30	1896.00	1852
合计	--	--	1517252	16021	--	17351.45	11786.11	12700.10	10349.72

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。

2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年 1~9 月，公司吨煤成本分别为 112.13 元/吨、119.81 元/吨、146.01 元/吨及 148.43 元/吨。2016 年，公司加大了煤炭生产环节的安全设施投入，吨煤成本较 2015 年小幅上升 7.67 元/吨；2017 年，公司吨煤成本较 2016 年上升 26.20 元/吨，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）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
材料成本	10.58	12.79	17.09	18.86
人工成本	44.66	46.00	50.30	52.87
电力成本	6.44	7.98	8.53	8.33
折旧费	11.72	8.12	9.97	10.52
提取费	20.15	21.92	21.43	23.03
其他	18.59	23.00	38.69	34.82
吨煤成本	112.13	119.81	146.01	148.43

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，2015 年 4 月 19 日，公司下属姜家湾煤矿发生透水事故，造成 21 人遇难。2016 年 3 月 23 日 22 时 10 分，同煤集团同生安平煤业公司 5#层 8117 综采工作面发生井下安全事故，当班下井矿工 130 人，安全升井 110 人，20 名矿工不幸遇难，按照山西煤矿安全监察局出具的《关于大同煤矿集团同生安平煤业有限公司“3.23”重大安全事故情况的说明》的文件内容，同生安平煤业公司是同煤集团所属子公司同生煤矿管理公司持股

51%的煤矿企业，其安全生产由同生煤矿管理公司直接管理和负责，因此同生煤矿管理公司对该起事故负主体责任。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接监管。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。2018年8月15日13时35分，同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司5号煤层81505综放工作面21505皮带顺槽发生一起机电事故，造成1人死亡，同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司是同煤全资子公司，按照《关于大同煤矿集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司“8.15”机电事故调查处理意见的批复》，责令同煤集团挖金湾虎龙沟煤业有限公司停产整顿，整顿结束后履行复产验收程序，验收合格后方可恢复生产。

表6 公司近年生产指标表
(单位: %、吨/工、人/百万吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9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	6.551
百万吨死亡率	0.167	0.1782	0.024	0.01

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。2015~2017年，公司商品煤销量分别为15615.49万吨、14647.72万吨和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，2015~2017年，公司商品煤销售平均价格分别为241.64元/吨、292.33元/吨和382.47元/吨，2018年1~9月，公司商品煤销售平均价格为373.13元/吨，公司商品煤销售均价略有下降。

表7 公司商品煤销售情况(万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
商品煤销量	15615.49	14647.72	15180.60	12658.61
销售均价	241.64	292.33	382.47	373.13

资料来源: 公司提供

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

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 1-9 月
直达（铁路）	7.31	9.88	6.67	6.34
下水（航运）	86.44	84.24	90.80	90.13
地销（公路）	6.25	5.88	2.53	3.53

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，合同煤销售占比高，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，为电力产业做大提供了新保障。2013 年公司完成了对山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“漳泽电力”，股票代码“000767”）的吸收合并，带动公司电力板块收入规模提升。火电方面，2015 年，公司四个项目（永济热电、织女泉风电三期、新疆鄯善光伏、阿克陶光伏）建成投产发电；2016 年塔电二期建成投产发电；2017 年，阳高热电两台机组具备了整套试运行条件，朔州热电完成了锅炉水压试验、锅炉烘炉等工作，漳泽百万锅炉钢架到顶、受热面开始安装。新能源方面，2016 年 7 个项目投产发电；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%）及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 9 月底，公司电力装机容量总计 1708.5 万千瓦，其中火电装机容量 1546 万千瓦、风电装机容量 30 万千瓦、光伏装机容量 132.5 万千瓦。其中已运行装机容量 1236.5 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 132.5 万千瓦；在建装机容量 472 万千瓦。

2015~2017 年公司主要控股电力企业发电量分别为 277.77 亿千瓦时、230.85 亿千瓦时、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 1-9 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	16.36	4.70	-1.17
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	21.83	11.60	-0.49
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	1.71	0.45	-0.92
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	18.77	5.51	-1.82
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	14.11	4.10	-1.13
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	46.08	11.75	-0.40
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	48.68	11.98	0.35
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	4.33	1.72	-0.63
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	2.97	1.54	0.62
合计	277.77	82.75	10.52	230.85	63.62	2.20	221.81	65.65	-15.45	174.84	53.35	-5.59

资料来源：公司提供

4. 贸易板块

公司煤炭贸易业务运营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。2015~2017 年，公司贸易业务营业收入快速下降，分别为 1369.27 亿元、937.75 亿元和 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 1~9 月，贸易业务营业收入 544.29 亿元，占 2017 年全年的 75.86%。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、力泰有限责任公司。根据业务规划，公司装备制造进展顺利：中北机械、科工安仪、同中电气、天晟电气、泰宝密封等六个项目，2012 年开工，已完成车间主体工程，工程进入设备安装、调试等，目前已进入生产阶段。

煤化工

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

公司其他产业包括建筑、通讯、建材产业等，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

2015~2017年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 13.52%；而收入规模则不断下降，年均复合变动率为-10.70%。公司总资产周转次数和存货周转次数均逐年下降，近三年均值分别为 0.62 次和 12.31 次；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，公司经营效率一般。

7. 在建工程和未来发展

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：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
马道头煤业	2010	2017 年已经完工，尚未验收	580000.00	601869.79
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
阳高电厂	2014	2018 年	338960.00	290100.00
色连矿井项目	2009	2014 年已完工，尚未验收	393473.00	316169.00
漳泽百万项目	2016	2018 年	780000.00	209000.37
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
合计	--	--	4569242.00	3779202.16

资料来源：公司提供

马道头煤业项目已于 2017 年投产，新增产能 1000 万吨；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，目前正在进行单项验收；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。

八、财务分析

公司提供了2015~2017年财务报告，经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司2018年三季度财务报表未经审计。

公司2016年报表合并范围新纳入一家子公司，为同煤大友资本投资有限公司。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9月底，公司合并资产总额3409.87亿元，所有者权益合计744.79亿元（其中少数股东权益258.36亿元）；2018年1~9月，公司实现营业总收入1295.73亿元，利润总额12.19亿元。

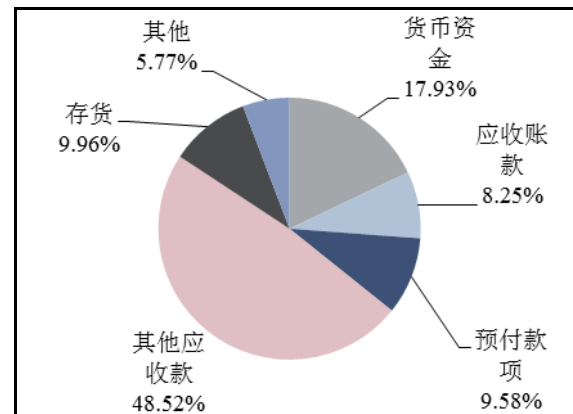
1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长13.52%，其中流动资产年均复合增长8.89%，非流动资产年均复合增长16.79%。截至2017年底，公司资产总额合计3325.40亿元，其中流动资产占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，同比增长8.80%，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。

图7 公司2017年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：尾差系四舍五入所致

2015~2017年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合变动率为-4.65%。截至2017年底，公司货币资金合计231.98亿元，同比增长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。

2015~2017年，公司应收账款不断下降，年均复合变动率为-13.92%，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

2015~2017年，公司预付款项有所波动，年均复合变动率为-0.02%，截至2017年底，公司预付账款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%。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为33.28%，主要系近年来融资业务的保证金，代垫运费、服务费等费用有所增长，以及燕子山矿（石炭系）的投资款、剥离社会职能退出单位、退产能矿井的其他应收款等；此外，公司承担较多企业办社会职能尚未移交地方政府，2016年度对棚户区改造、采煤沉陷区改造、厂办大集体等职能企业的投入亦有所增长所致。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计提坏账准备7.41亿元。

2015~2017年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长率为3.15%。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%）。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长50.92%。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。

2015~2017年，公司固定资产快速增长，年均复合增长16.67%。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。

2015~2017年，公司在建工程有所波动，年均复合增长0.66%。截至2017年底，公司在建工程654.07亿元，同比增长9.42%。近年来，煤炭行业景气度有所波动，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。

2015~2017年，公司无形资产波动增长，年均复合增长58.83%，其中，2017年，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，目前尚未确定具体摊销方法。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9月底，公司资产总额合计3409.87亿元，较2017年底增长2.54%，主要系在建工程和其他应收款的增长；截至2018年9月底，公司其他应收款717.28亿元，较2017年底增长14.27%；其他科目较2017年底变动不大。其中，流动资产占比为39.32%，非流动资产占比为60.68%。

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，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，无形资产评估增值幅度大，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长32.61%。截至2017年底，公司所有者权益合计为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9月底，公司所有者权益合计744.79亿元，较2017年底增长9.05%，其中少数股东权益258.36亿元，归属于母公司所有者权益486.43亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占35.02%、资本公积占63.55%、盈余公积占0.55%、未分配利润占-20.38%、其他权益工具占14.00%。

总体来看，受公司前期亏损影响，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，公司所有者权益质量及稳定性一般。

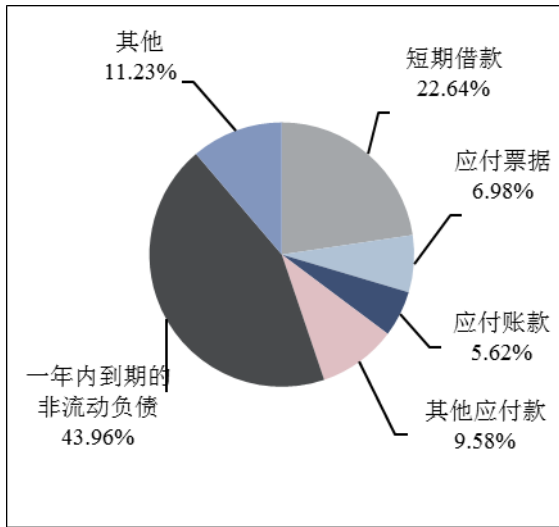
负债

2015~2017年，公司负债总额有所增长，年均复合增长9.79%，其中流动负债年均增长26.75%，非流动负债有所下降，年均复合变动率为-4.17%。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8 公司2017年底流动负债构成



资料来源：公司财务报告
注：尾差系四舍五入所致

2015~2017年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长12.78%。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%。

2015~2017年，公司应付票据波动增长，年均复合增长16.83%。截至2017年底，公司应付票据为102.53亿元，同比增长40.18%，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%。

2015~2017年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合变动率为-14.37%，其中2016年，公司应付账款大幅下降，主要系公司结清部分业务产生的欠款所致。截至2017年底，公司应付账款为82.49亿元，同比增长1.94%，其中账龄在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%。

2015~2017年，公司其他应付款有所波动，年均复合变动率-2.73%。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。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长72.25%，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。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%，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%）等构成。

2015~2017年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长6.91%。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%。

2015~2017年，公司应付债券快速下降，年均复合变动率为-18.58%，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。截至2017年底，公司应付债券为420.30亿元，同比下降18.12%，其中，2017年，公司发行超短期融资券、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、超短期融资券等共计225.00亿元。

2015~2017年，公司长期应付款有所波动，年均复合变动率为-0.97%。截至2017年底，公司长期应付款为121.35亿元，主要为融资租赁设备款。

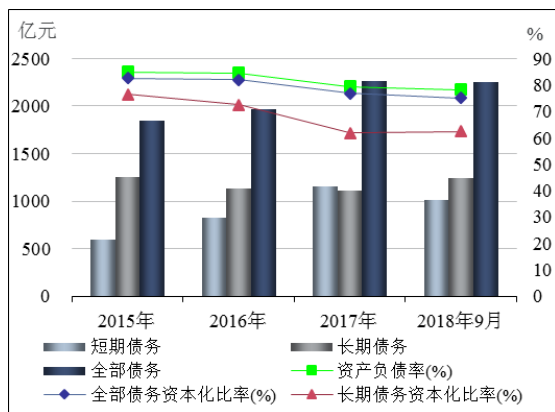
2015~2017年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长85.57%，公司的专项应付款主要为因城镇整体规划、库区建设、棚户区改造、沉陷区治理等公共利益进行搬迁，收到政府从财政预算直接拨付的搬迁补偿款。截至2017年

底，公司专项应付款为54.24亿元。

截至2018年9月底，公司负债总额合计2665.07亿元，较2017年底增长0.86%。公司流动负债占比下降4.52个百分点至51.07%，非流动负债占比相应上升至48.93%，主要系公司偿还一年内到期的非流动负债、公司年中部分一年内到期的应付债券于应付债券核算以及公司发行长期债券所致。

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，2015~2017年，公司全部债务年均复合增长10.75%，2017年底合计2262.75亿元，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9 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率有所下降，三年加权均值为82.08%，2017年底为79.46%；2017年底全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.81%和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9月底，考虑计入长期应付款中的融资租赁款，公司全部债务合计2253.31亿元，较2017年底下降0.42%。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78.16%、75.16%和62.51%，公司整体债务负担基本保持稳定，短期债务占比

有所下降。

总体来看，公司负债规模有所扩大，负债结构波动较大。有息债务方面，公司有息债务以长期债务为主，债务结构合理，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恢复，未来随着长期债务的逐步到期，公司的流动性压力或将有所上升。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业总收入不断下降，年均复合变动率为-10.70%，2017年，公司实现营业总收入1601.62亿元，同比下降5.94%；三年来公司营业成本不断下降，年均复合变动率为-11.20%，2017年为1325.78亿元，同比下降10.68%。受益于营业总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15.39%。

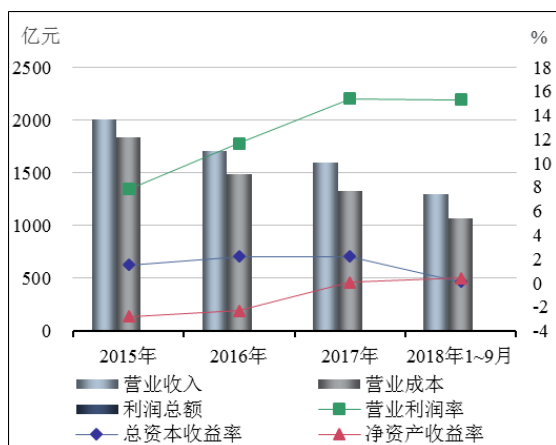
从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长15.99%。2017年，公司期间费用为242.40亿元，同比增长16.48%，主要系管理费用及财务费用同比增长所致。公司销售费用主要由运输费、装卸费和职工薪酬构成，2015~2017年，公司销售费用有所波动，分别为101.01亿元、92.18亿元和100.37亿元。公司管理费用主要由职工薪酬、折旧费、修理费、无形资产摊销等项目构成，2015~2017年，公司管理费用快速增长，分别为39.80亿元、58.61亿元和82.98亿元，其中，2016年，公司管理费用大幅上涨，主要系煤炭去产能等一系列政策以及公司逐步剥离社会职能等，使人员安置成本增加所致；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。2015~2017年，公司财务费用不断增长，分别为39.37亿元、57.33亿元和59.06亿元。受期间费用增长及营业总收入下降的影响，2015~2017年，期间费用率不断攀升，分别为8.97%、12.22%和15.13%。

非经常性损益方面，2015~2017年，公司公允价值变动损益分别为-1.32亿元、-1.68亿元

和1.64亿元；公司投资收益分别为1.07亿元、2.77亿元和2.62亿元，投资收益主要为长期股权投资收益。2015~2017年，公司资产减值损失分别为4.32亿元、0.15亿元和7.66亿元，其中2015及2017年计提金额较大，主要为坏账损失。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。2015~2017年，公司分别实现营业外收入29.73亿元、13.19亿元和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。三年来公司营业外支出分别为1.31亿元、1.14亿元和2.00亿元。

受益于煤炭价格的上涨，2015~2017年，公司利润总额快速增长，分别为0.32亿元、2.00亿元和8.30亿元。

图10 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标来看，2015~2017年，公司总资本收益率波动上升，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1~9月，公司实现营业总收入1295.73亿元，同期公司营业成本为1070.39亿元，同比分别增长13.40%和13.60%，公司营业利润率为15.29%。2018年1~9月，公司期间费用为194.81亿元，占营业总收入的比重为15.03%，较2017年全年下降0.10个百分点，其中，公司管理费用为61.97亿元，同比增长35.40%，主要系公司自2018年开始按无形资产

评估增值后的余额进行摊销所致；公司财务费用为57.34亿元，同比增长11.77%，主要系债务规模有所增长所致。2018年1~9月，公司营业外收入和营业外支出分别为10.47亿元和2.25亿元，公司营业外收入主要是公司下属上市公司漳泽电力剥离资不抵债的资产，对蒲州发电分公司进行出售所产生的利得。在上述因素共同影响下，2018年1~9月，公司实现利润总额12.19亿元。

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。总体看，公司盈利能力有所提高，但整体盈利能力仍很弱。

4. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量有所下降，年均复合变动率为-7.24%。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。2015~2017年，公司经营活动现金流出量不断下降，年均复合变动率为-10.36%。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。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，三年来分别为26.13亿元、41.64亿元和152.57亿元，主要系2016年以来煤炭行业复苏，煤炭销售价格上涨，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。近三年，现金收入比波动攀升，分别是114.65%、122.02%和121.76%，公司收入实现质量有所提高，整体处于较高水平。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长61.35%。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。2015~2017年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长29.69%。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。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，净流出量波动增加，三年来净流出量分别为230.27亿元、104.49亿元和248.44亿元，主要系2017年煤炭行业景气度回升，公司推进各项建设的投入有所增加所致。2015~2017年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-204.14亿元、-62.85亿元和-95.87亿元，公司有一定对外融资需求。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量有所增长，年均复合增长8.35%。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。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长16.94%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。2017年，公司筹资活动现金流出量为1080.42亿元，同比增长10.85%，其中公司偿还债务支付的现金为880.61亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额波动下降，三年来分别为195.83亿元、15.14亿元和77.10亿元。

2018年1~9月，公司经营活动现金流入量为1569.19亿元，同比增长12.11%，其中当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为1551.48亿元；公司经营活动现金流出量为1475.81亿元，同比增长8.50%，其中当期公司购买商品、接受劳务支付的现金为1201.60亿元；同期公司现金收入比为119.78%，经营活动产生的现金流量净额为93.38亿元。2018年1~9月，公司投资活动现金流入量为120.08亿元，同比下降60.77%，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203.36

亿元，同比大幅下降49.10%，主要系投资支付的现金大幅下降所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-83.28亿元。2018年1~9月，公司筹资活动现金流入量为1015.78亿元，同比下降1.46%，当期公司取得借款收到的现金936.90亿元；公司筹资活动现金流出量为1010.82亿元，同比增长0.34%，当期公司偿还债务支付的现金为877.47亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为4.96亿元。

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9月底，上述两项指标分别回升至98.50%和89.00%，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%，但公司经营性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，随着公司盈利能力有所提升，公司长期偿债能力有所好转，但仍很弱。

综合看，公司盈利能力及整体偿债能力指标很弱，但考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司整体偿债能力高于指标值。

公司的存续债券及拟发行债券规模较大，假设公司发行的债券持有人行使回售权、公司在发行的永续中期票据首次赎回权行权日行权，截至2019年4月19日，公司1年以内到期的

债券余额合计688.00亿元、1~3年内到期的债券余额合计341.35亿元、3~5年内到期的债券余额

合计76.10亿元，未来1年为公司债务到期高峰年，公司存在较大的集中偿付压力。

表 13 公司将于未来 1 年到期的存续债券（单位：亿元）

债券名称	金额	到期日期
18 大同煤矿 SCP009	10.00	2019/5/3
18 大同煤矿 SCP010	20.00	2019/5/10
18 大同煤矿 SCP011	13.00	2019/5/27
18 大同煤矿 SCP012	15.00	2019/6/10
18 大同煤矿 CP002	25.00	2019/6/14
18 大同煤矿 PPN004	20.00	2019/6/20
18 大同煤矿 SCP014	10.00	2019/6/24
18 大同煤矿 PPN005	15.00	2019/6/27
18 大同煤矿 CP003	15.00	2019/7/12
18 大同煤矿 SCP015	20.00	2019/7/13
19 大同煤矿 SCP003	15.00	2019/7/24
18 大同煤矿 CP004	25.00	2019/8/17
18 大同煤矿 SCP016	20.00	2019/8/18
18 大同煤矿 CP005	10.00	2019/9/12
17 同煤 03	40.00	2019/9/19
17 同煤 04	10.00	2019/9/21
19 大同煤矿 SCP001	20.00	2019/10/6
19 大同煤矿 SCP002	20.00	2019/10/13
18 同煤 06	40.00	2019/10/26
18 大同煤矿 PPN006	20.00	2019/10/29
18 大同煤矿 CP006	25.00	2019/10/31
19 大同煤矿 SCP006	15.00	2019/11/16
19 大同煤矿 SCP004	15.00	2019/11/22
19 大同煤矿 SCP008	10.00	2019/11/22
19 大同煤矿 SCP005	20.00	2019/12/10
18 大同煤矿 CP007	15.00	2019/12/20
19 大同煤矿 SCP007	15.00	2019/12/24
19 大同煤矿 CP001	10.00	2020/1/18
19 大同煤矿 PPN001	15.00	2020/1/31
18 大同煤矿 PPN002	15.00	2020/2/2
18 大同煤矿 PPN003	15.00	2020/2/12
19 同煤 01	20.00	2020/2/26
19 大同煤矿 PPN002	15.00	2020/3/7
18 同煤 01	30.00	2020/3/19
15 大同煤矿 PPN005	10.00	2020/3/30
15 大同煤矿 PPN004	20.00	2020/3/30
15 大同煤矿 PPN006	40.00	2020/3/31
合计	688.00	--

资料来源：Wind

注：附投资者回售权的债券按投资者全部行使回售权的到期日进行测算

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 9 月底，公司合并口径主要合作银行人民币授信总额约为 1760.80 亿元，其中未使用额度为 613.91 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2019年4月12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，主要系公司下属子公司财务指标超过银行预警线，银行系统自动将相关子公司信贷记录划分为“关注类”所致。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9月底，母公司所有者权益318.22亿元，母公司所有者权益规模较小，母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，母公司处于亏损状态；2018年1~9月，母公司实现营业收入370.49亿元，利润总额-39.40亿元，主要系母公司本部矿井开采年限长、地质条件差、且公司本部人员负担重、办社会只能主要集中于母公司所致。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9月底，母公司负债合计2046.88亿元，资产负债率为86.55%。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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度为15亿元，发行金额上限为25亿元，以发行金额上限进行测算（以下均按发行金额上限进行测算），分别占2018年9月底公司长期债务和全部债务的2.01%和1.11%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响很小。

截至2018年9月底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为78.16%和75.16%。以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率及全部债务资本化比率将分别上升至78.32%和75.36%，本期中期票据的发行将使公司债务负担小幅上升。考虑公司于2018年9月底后已发行及拟发行的债券金额合计406亿元，以及公司在此期间偿还的债券金额合计217亿元，公司新增债务189亿元，公司资产负债率及全部债务资本化比率将分别上升至79.30%和76.63%，但考虑到上述债务融资工具所募集资金部分将用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标或将低于上述预测值。

表14 2018年9月底后公司发行及偿还债券情况
(单位: 亿元)

发行及拟发行债券情况	
债券名称	金额
18大同煤矿 SCP015	20
18大同煤矿 PPN006	20
18同煤 06	40
18大同煤矿 CP006	25
18大同煤矿 MTN008	10
18大同煤矿 MTN007	10
18大同煤矿 SCP016	20
18大同煤矿 MTN009	13
18大同煤矿 CP007	15
19大同煤矿 SCP001	20
19大同煤矿 SCP002	20
19大同煤矿 CP001	10
19大同煤矿 SCP003	15
19大同煤矿 PPN001	15
19大同煤矿 MTN001	10
19大同煤矿 SCP004	15
19同煤 01	20
19大同煤矿 PPN002	15
19大同煤矿 SCP005	20
19大同煤矿 SCP006	15
19大同煤矿 SCP008	10
19大同煤矿 SCP007	15
19大同煤矿 MTN002	8
2019年度第三期中期票据	25
合计金额	406
偿还债券情况	
债券名称	金额
15大同煤矿 PPN008	20

13 大同煤矿 PPN004	30
15 大同煤矿 PPN009	20
18 大同煤矿 SCP002	20
18 大同煤矿 SCP003	20
18 大同煤矿 PPN001	10
16 大同煤矿 PPN001	20
18 大同煤矿 SCP006	15
18 大同煤矿 CP001	25
18 大同煤矿 SCP007	10
18 大同煤矿 SCP008	15
18 大同煤矿 SCP013	12
合计金额	217

资料来源：wind

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的92.76倍、83.34倍和79.81倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的1.05倍、1.67倍和6.10倍。2015~2017年，公司EBITDA分别是本期中期票据拟发行额度的3.20倍、3.98倍和4.51倍。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现有债务水平影响很小，公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低。

十、结论

煤炭行业作为中国重要的基础能源产业，长期发展趋势向好，行业内大型企业具备突出的综合竞争优势。

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优势。联合资信同时关注到公司经营压力较大，非煤业务盈利能力较弱，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。

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，公司非煤业务盈利能力较弱，未来公司盈利能力

能否持续改善依赖于煤炭市场的供需状况。

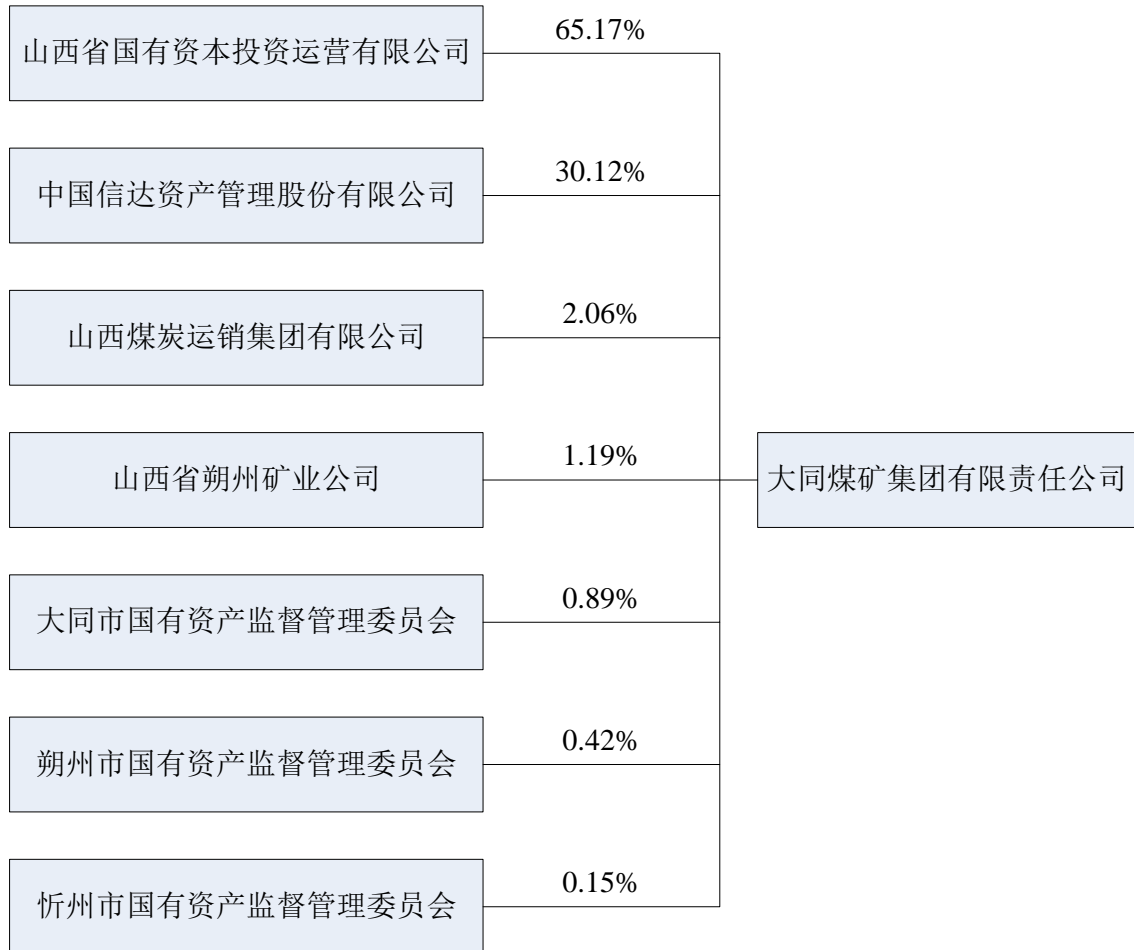
公司债务规模大，债务负担很重。考虑到公司盈利能力短期内难以有效恢复，未来随着长期债务的逐步到期，公司存在较大的集中偿付压力。

本期中期票据具有公司可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	313.49	203.20	185.28	107.69
资产总额(亿元)	2580.44	2780.64	3325.40	3409.87
所有者权益合计(亿元)	388.36	430.07	682.98	744.79
短期债务(亿元)	591.09	826.82	1152.47	1011.53
长期债务(亿元)	1253.56	1135.28	1110.29	1241.78
全部债务(亿元)	1844.65	1962.10	2262.75	2253.31
营业总收入(亿元)	2008.38	1702.69	1601.62	1295.73
利润总额(亿元)	0.32	2.00	8.30	12.19
EBITDA(亿元)	80.04	99.61	112.70	--
经营性净现金流(亿元)	26.13	41.64	152.57	93.38
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	119.78
营业利润率(%)	7.82	11.63	15.39	15.29
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	62.51
全部债务资本化比率(%)	82.61	82.02	76.81	75.16
资产负债率(%)	84.95	84.53	79.46	78.16
流动比率(%)	119.33	103.70	88.07	98.50
速动比率(%)	106.09	93.51	79.30	89.00
经营现金流流动负债比(%)	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年三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年三季度所有者权益中包含永续中期票据。

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。

联合资信评估有限公司关于 大同煤矿集团有限责任公司 2019 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

大同煤矿集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

大同煤矿集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对大同煤矿集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，大同煤矿集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注大同煤矿有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现大同煤矿集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对大同煤矿集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如大同煤矿集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对大同煤矿集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与大同煤矿集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。