

神东天隆集团有限责任公司

2013 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

13 天隆集 MTN1 信用等级： AA 级

评级时间： 2016 年 7 月 29 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪 [2016]100886】

跟踪对象:神东天隆集团有限责任公司 2013 年度第一期中期票据(简称“本期中票”)

本次		前次	
主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
13 天隆集 MTN1	AA/稳定/AA	AA/稳定/AA	2015 年 7 月

主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	5.34	6.50	3.91	4.83
刚性债务	14.02	15.46	18.82	19.77
所有者权益	54.19	53.66	54.23	54.70
经营性现金净流入量	3.42	5.19	-0.96	0.72
合并数据及指标:				
总资产	90.85	95.58	96.84	99.23
总负债	25.07	31.68	34.93	35.89
刚性债务	13.34	15.46	18.82	19.77
所有者权益	65.78	63.90	61.91	63.34
营业收入	47.17	48.66	50.69	10.46
净利润	4.71	2.01	0.28	0.24
经营性现金净流入量	4.52	0.91	-1.84	0.68
EBITDA	9.29	8.52	4.72	—
资产负债率[%]	27.60	33.14	36.07	36.17
权益资本与刚性债务比率[%]	493.23	413.33	328.98	320.38
流动比率[%]	268.79	202.54	167.74	181.37
现金比率[%]	86.62	69.91	44.10	28.24
利息保障倍数[倍]	6.94	4.22	1.55	—
净资产收益率[%]	7.15	3.10	0.45	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.77	3.20	-5.53	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.89	7.99	-14.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.19	8.16	4.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.05	0.59	0.28	—

注:根据神东天隆经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

莫燕华
Tel: (021) 63501349-914
E-mail: myh@shxsj.com

单玉柱
Tel: (021) 63501349-876
E-mail: shanyuzhu@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对神东天隆集团有限责任公司(简称“神东天隆”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级反映了 2015 年以来神东天隆在开采条件、区域竞争优势及财务结构等方面所保持的优势,同时也反映了公司在行业景气度下滑、盈利能力、刚性偿付、资金回笼及占款回收等方面所面临的压力与风险。

主要优势/机遇:

- **煤炭开采条件较好。**神东天隆下属煤田赋存条件较好,煤层瓦斯含量少,涌水量小,开采较方便。公司煤炭一般不经洗选即可作为精煤直接销售,具有较强的成本优势。
- **区域竞争优势。**神东天隆煤炭下游客户仍保持稳定,煤炭主业在区域内具有一定的竞争优势。此外,依托神华集团的煤炭运输专线,公司可以有效避免内蒙古地区煤炭运力不足给其经营带来的不确定性。
- **财务结构稳健。**截至 2016 年 3 月末神东天隆资产负债率为 36.17%,仍处于较低水平,整体财务结构稳健。

主要劣势/风险:

- **煤炭行业景气度持续下行。**2015 年以来煤炭下游需求持续低迷甚至出现负增长,产能过剩问题依然严峻,国内煤炭价格持续下跌,行业景气度持续下行,煤炭企业经营压力持续加大。
- **盈利能力大幅下滑。**受煤炭行业景气度持续下滑影响,神东天隆盈利能力大幅下滑。
- **刚性偿付压力加大。**随着在建矿井项目的持续投入,神东天隆刚性债务规模进一步增加,刚性偿付压力加大。
- **主业资金回笼能力弱化。**跟踪期内,神东天隆主业回款能力明显弱化,2015 年营业收入现金率仅 83.46%,经营性现金流呈现净流出状态,

对债务的保障能力下滑。

- **占款回收风险。**神东天隆存在一定规模的往来占款，且东神煤炭应付公司代偿款项已超过承诺支付期限多年仍未支付，占款回收风险大。

➤ 未来展望

通过对神东天隆及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性高，并维持本期中票AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对神东天隆集团有限责任公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

神东天隆集团有限责任公司

2013 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照神东天隆集团有限责任公司(以下简称“神东天隆”、“该公司”或“公司”)2013 年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据神东天隆提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季度财务报表及相关经营数据,对神东天隆的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2016 年以来,我国宏观经济发展仍面临较为复杂的国际与国内环境,下行压力依然较大。

2016 年第一季度,中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势,但经济增速略微放缓,且不确定性有所增加,导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下,欧洲经济温和复苏,并且主权信用风险有所缓解,有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降,而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度,国际石油价格保持低迷,石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升,全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中,印度维持了中高速的增长态势,俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下,经济尚未出现实质性转折;巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下,美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守;欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机,继续维持量化宽松的货币政策;日本将继续推行量化宽松和低利

率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形

势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司所处的煤炭行业属典型的周期性行业，近年来，受国内宏观经济增速放缓等因素影响，煤炭需求疲弱，煤炭价格持续下跌，公司面临的经营压力持续加大。

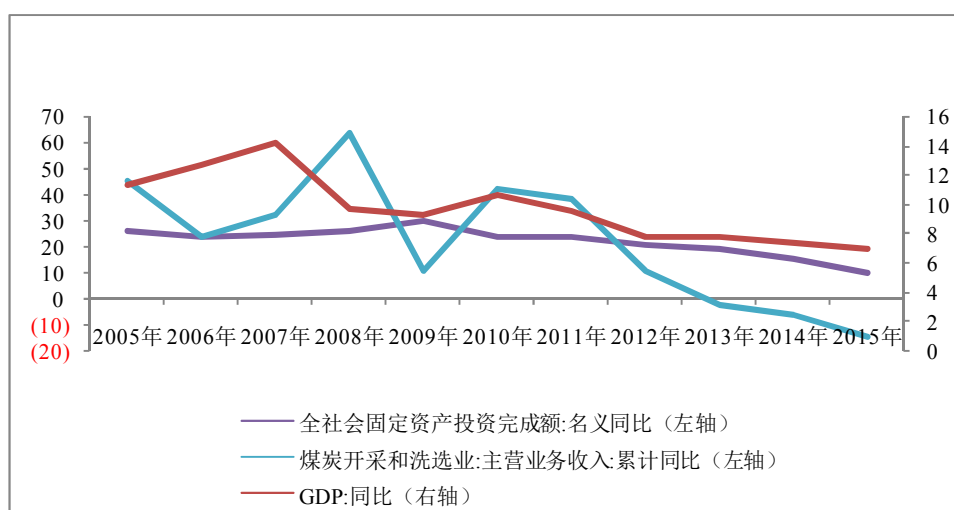
三、公司所处行业及区域经济环境

煤炭行业属于周期性行业，近年来受宏观经济增速放缓影响，煤炭下游需求疲弱。同时，前期建设产能持续释放，导致煤炭行业供给过剩，加之进口煤炭的冲击，国内煤炭价格持续下跌，行业盈利能力大幅下滑，亏损面扩大，煤炭企业经营压力持续增大。

煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。我国“富煤、贫油、少气”的能源禀赋特点决定了煤炭是我国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费占比达 2/3 左右。我国电力燃料的 75%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均来自煤炭。我国“以煤为主”的能源消费结构中长期内不会改变。

我国煤炭下游行业主要为电力、钢铁、建材、化工四大行业，上述四大行业的煤炭消费量占煤炭总消费量的 80%以上。主要煤炭下游行业均属于强周期以及投资拉动型行业，因此煤炭开采行业景气度也与宏观经济周期以及固定资产投资保持着高度正相关性。本世纪初以来，受益于宏观经济的快速增长和投资的拉动，煤炭行业保持了近十年的高速增长。但 2011 年下半年以来，在宏观经济增速放缓、固定资产投资增速下降等因素的影响下，电力、钢铁等强周期性行业的景气度受到影响，煤炭行业景气度持续下滑。2014 年我国煤炭消费量约 35.1 亿吨，同比下降 2.9%，系 2000 年以来首次下降。2015 年我国煤炭消费量约 33.8 亿吨，同比下降 3.7%，煤炭消费量继续下降。随着经济结构的转型升级和环保政策的趋严，电力、钢铁、建材、化工等产量和耗煤量将受到限制，预计煤炭行业需求增速将持续放缓。

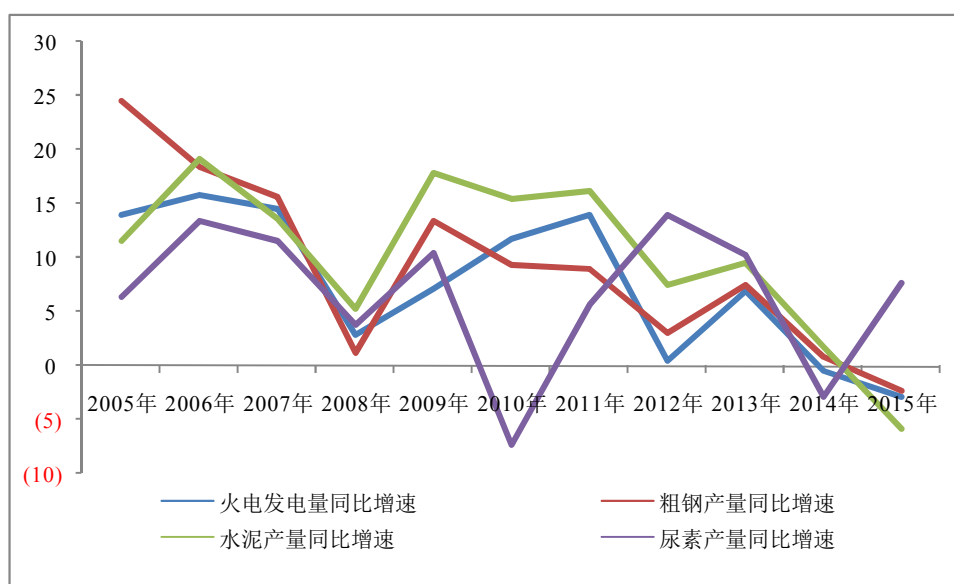
图表 1. 煤炭开采行业与 GDP、固定资产投资增速的相关性



数据来源: Wind 资讯

从下游细分行业需求来看,火电行业对煤炭的需求量约占煤炭总消费量的 50%,对煤炭行业需求影响较大。近年来,受用电需求增速放缓以及节能减排的影响,火电发电量增速放缓,2013-2015 年火电发电量增速分别为 6.89%、-0.40%和-2.80%,已经连续两年出现负增长。钢铁行业煤炭消费量约占煤炭总消费量的 17%。受宏观经济增速放缓以及房地产投资增速的回落,我国钢铁需求持续承压,钢铁产量增速下滑。2013-2015 年我国粗钢产量增速分别为 7.54%、0.90%和-2.35%,2015 年粗钢产量首次出现负增长。同期水泥产量增速分别为 9.57%、1.80%和-5.78%,产量增速亦呈下滑态势。综合来看,在宏观经济增速放缓、经济增长转型升级和国内能源结构调整的背景下,火电、钢铁、水泥等主要耗煤行业产量增速明显放缓,2015 年甚至出现负增长,煤炭下游需求持续低迷,中短期内煤炭行业需求将继续承压。

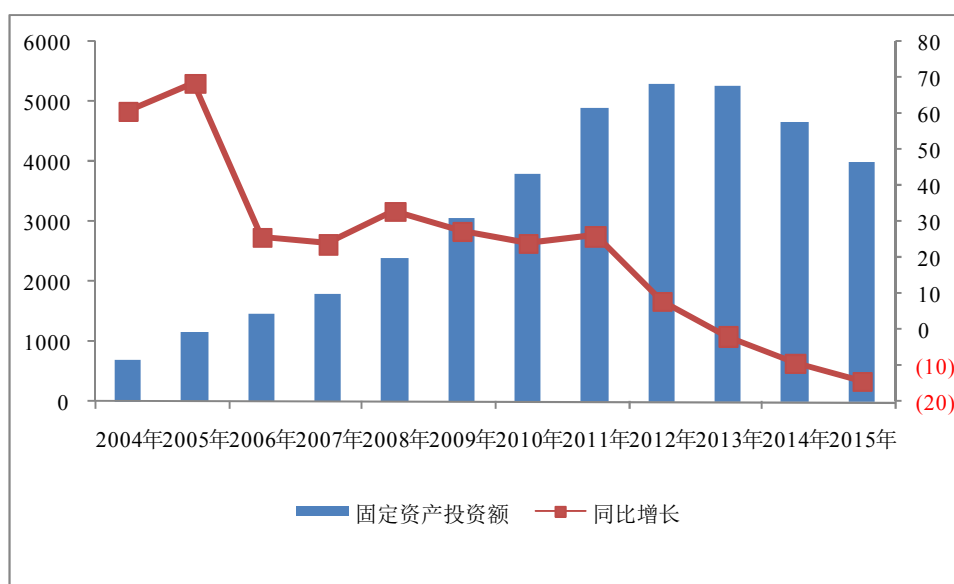
图表 2. 煤炭下游主要行业产量增速情况 (%)



资料来源：Wind 资讯

行业供给方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，煤炭开采行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加。2004-2011 年我国煤炭开采行业固定资产投资增速均在 20%以上，最高达到了 68.40%；新增产能由 2004 年的 1.54 亿吨上升到 2011 年的 4.13 亿吨。但自 2012 年起，由于煤炭下游需求放缓以及煤价的下跌，煤炭开采行业投资积极性明显下降，固定资产增速大幅下滑。2013-2015 年全国煤炭开采行业固定资产投资分别为 5262.76 亿元、4682.06 亿元和 4007.78 亿元，同比分别下降 2%、9.5%和 14.40%，降幅不断扩大。据中国煤炭工业协会相关统计，截至 2015 年底全国煤矿产能总规模约为 57 亿吨，其中，正常生产及改造的煤矿产能 39 亿吨，停产煤矿产能 3.08 亿吨，新建改扩建煤矿产能 14.96 亿吨，产能过剩较为严重。随着前期建设产能的集中释放，中短期内煤炭行业供大于求态势仍将延续。

图表 3. 我国煤炭开采行业固定资产投资及增长情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

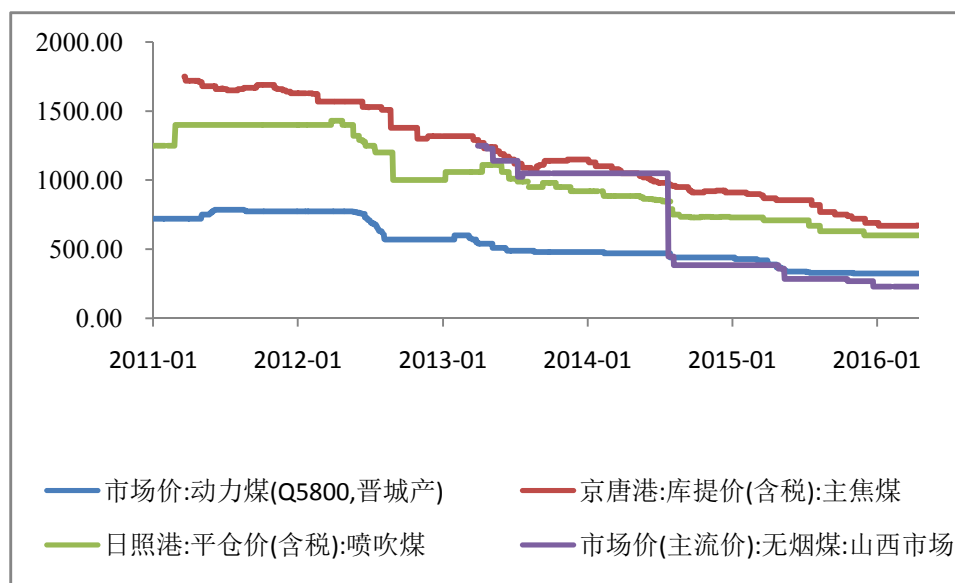
煤炭产量方面，近年来在国家淘汰落后产能、限产等政策以及煤炭企业自主减产的情况下，我国原煤产量增速明显放缓。2014-2015 年我国煤炭产量分别为 38.70 亿吨和 36.85 亿吨，同比分别下降了 3.70%和 4.88%。在煤炭需求增速放缓和新增产能持续投放的双重影响下，煤炭开采行业产能利用率维持低位。

另外，进口煤也是煤炭供给的重要补充。进口煤的价格优势和海运价格的低位运行，推动我国煤炭进口量快速增加。自 2009 年起，我国由煤炭净出口国转变成煤炭净进口国，煤炭进口量从 2009 年的 1.27 亿吨持续攀升至 2013 年的 3.27 亿吨。2014 年以来，尽管受国内煤炭市场价格低迷、煤炭进口关税上调及总量限制等因素影响，我国煤炭进口量下降，但仍达到了 2.27 亿吨的较大规模。2015 年我国煤炭进口 1.56 亿吨，降幅高达 31.52%，为 2011 年以来的最低水平。尽管煤炭进口量下滑明显，但绝对值依然较大，加剧了国内煤炭供给过剩的局面。

煤炭价格方面，本世纪初在我国经济持续增长及下游需求拉动下，国内煤炭价格总体呈现上涨趋势，并处于高位运行状态。但自 2011 年下半年起，在煤炭下游需求疲弱、新增产能持续释放、进口煤冲击以及煤炭库存高企等多因素影响下，煤炭价格开始高位滑落，步入下行通道。从 2014 年煤炭价格整体走势来看，煤炭价格在年初大幅下滑，尽管第四季度由于季节性因素呈现小幅回升，但全年煤价呈现弱势走低态势。2015 年以来，煤炭价格继续大幅下滑，目前已跌回 2004 年末水平。以动力煤为例，截至 2015 年 12 月 30 日，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价为 370 元/吨，比年初(520 元/吨)下降了 150 元/吨，跌幅达到了 28.85%，

相比 2011 年的高点（860 元/吨）下降了 56.98%。2015 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓均价为 425 元/吨，较 2014 年（520 元/吨）下降了 18.27%。2016 年以来，动力煤价格较 2015 年底有所回升，截至 2016 年 7 月 6 日，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价升至 406 元/吨。

图表 4. 近年来我国主要煤炭价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

在新增产能增速放缓以及进口煤冲击减弱的情况下，国内煤炭供给过剩的局面得到一定缓解，但煤炭行业中短期内仍将延续供过于求的态势，煤炭价格或将继续低位震荡。由于煤炭行业固定成本占比高，生产成本调节空间较为有限，因此煤炭价格是影响盈利的重要因素。煤炭价格的进一步下跌导致行业内企业收入和盈利水平的大幅下滑，行业亏损面不断加大。2015 年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入和利润总额分别为 24994.90 亿元和 440.80 亿元，同比分别下降 14.80%和 65.00%，降幅分别较上年扩大 8.11 个百分点和 18.80 个百分点。据中国煤炭工业协会数据统计，截至 2015 年末煤炭开采行业亏损面已超过 80%。

近年来国家陆续出台相关政策推进煤炭企业的兼并重组、淘汰落后产能，加速了煤炭行业的整合和出清，有助于煤炭行业的长远健康发展。随着行业景气度的下行，煤炭企业竞争加剧，煤炭行业集中度有所提升。

近年来国家不断推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和做大做强国有大型煤炭企业的方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2014 年以来国家从淘汰落后产能、遏制超产、清费立税、关税调整等方面出台了一系列政策在煤炭供给端方面进行抑制，引导煤炭行业健康发展，一定程度上有利于缓解国内煤炭供给过剩的局

面。2016年2月5日，国务院公布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出从2016年起，用3~5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；3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，确实需新建煤矿的，一律实行减量置换。整体来看，《意见》体现了政府去产能的决心，也加速煤炭行业整合及出清。

图表 5. 2014 年以来国家出台的煤炭相关政策

文件名称	方向	发布时间	主要内容
《2014 年能源工作指导意见》	淘汰落后产能	2014/1	着力降低煤炭消费比重，提高天然气和非化石能源比重。2014 年，京津冀鲁分别削减原煤消费 300 万吨、200 万吨、800 万吨和 400 万吨，合计 1700 万吨；全国淘汰煤炭落后产能 3000 万吨
《关于做好 2014 年煤炭开采行业淘汰落后产能工作的通知》	淘汰落后产能	2014/3	2014 年我国将淘汰煤矿 1725 处，淘汰落后产能 1.17 亿吨。其中，关闭退出煤矿 800 处，涉及产能 4070 万吨；改造升级煤矿 402 处，涉及产能 1766 万吨；兼并重组煤矿 523 处，涉及产能 5912 万吨。
《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	限制产能	2014/8	所有煤矿要按登记公布的生产能力和承诺事项组织生产，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力；所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产
《关于调控煤炭总量优化产业布局的指导意见》	限产	2014/9	东部地区原则上不再新建煤矿项目；中部地区（含东北）保持合理开发强度，按照“退一建一”模式，适度建设资源枯竭煤矿生产接续项目；西部地区加大资源开发与生态环境保护统筹协调力度，重点围绕以电力外送为主的千万级大型煤电基地和现代煤化工项目用煤需要，在充分利用现有煤矿生产能力的情况下，新建配套煤矿项目
《关于实施煤炭资源税改革的通知》	立税清费	2014/10	从 2014 年 12 月 1 日起，全国煤炭资源税从量计征改为从价计征；同期停止征收煤炭价格调节基金，取消矿产资源补偿费
《关于调整煤炭进口关税的通知》	限制进口	2014/10	从 10 月 15 日起取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤等燃料的零进口暂定税率，恢复实施最惠国税率
《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》	税费清理	2014/10	自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，取消煤炭可持续发展基金（山西省）、原生矿产品生态补偿费（青海省）、煤炭资源地方经济发展费（新疆维吾尔自治区）
关于促进煤炭工业科学发展的指导意见	规范生产	2015/2	严格新建煤矿准入，严禁核准新建 30 万吨/年以下煤矿、90 万吨/年以下煤与瓦斯突出矿井。完善煤炭落后产能标准，加大淘汰落后产能力度，继续淘汰 9 万吨/年及以下煤矿，支持具备条件的地区淘汰 30 万吨/年以下煤矿，加快关闭煤与瓦斯突出等灾害隐患严重的煤矿。支持资源枯竭煤矿依法有序退出。
关于做好 2015 年煤炭开采行业淘汰落后产能	淘汰落后产能	2015/3	2015 年计划淘汰落后产能 7779 万吨/年,淘汰煤矿数量 1254 座

后产能工作的通知			
煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）	煤炭清洁利用	2015/4	到 2017 年，全国原煤入选率达到 70%以上。到 2020 年，原煤入选率达到 80%以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到 60%以上
《煤炭资源税征收管理办法（试行）》	税收监管	2015/7	对煤炭资源税的征收做出了具体规定
《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	去产能	2016/2	从 2016 年起，用 3~5 年的时间再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

长期以来，煤炭行业高度分散，行业集中度较低。近年来，随着煤炭企业的兼并重组、国家淘汰落后产能力度的加大以及低煤价推动部分产能的退出，我国煤炭行业集中度提升。2015 年神华、同煤、山东能源、陕煤化前 4 家煤炭企业产量 8.68 亿吨，占全国的 23.6%，比 2010 年提高 1.6 个百分点；前 8 家煤炭企业产量 13.1 亿吨，占全国 35.5%，较 2010 年提高了 5.4 个百分点。神华、同煤、山东能源、陕煤化、中煤、兖矿、山西焦煤、冀中能源、河南能源等 9 家企业产量超亿吨，比 2010 年增加 4 家，前 9 大煤炭企业产量 14.1 亿吨，占全国的 38.2%，较 2010 年提高了 13 个百分点。神华、同煤、中煤等特大型煤炭企业煤炭产销量、市场份额及对煤价的影响力正在提升。随着煤炭行业景气度的下行，煤炭行业亏损面扩大，部分开采成本高、人员负担重、资金实力弱、外部融资困难的中小型煤炭企业将面临经营困境甚至淘汰出局，而资源禀赋较好、人员负担较轻、成本控制能力较强、资金实力雄厚的大型煤炭企业将在低迷的市场环境下维持相对有利的竞争地位，并通过兼并重组推动煤炭行业集中度提升。行业低谷期将加剧煤炭企业的竞争和洗牌。

内蒙古自治区是我国煤炭资源储量第二大省，也是主要的煤炭输出省。良好的开采条件及优良的煤种为该公司煤炭主业提供较好的发展基础。作为内蒙古自治区收入超百亿的重点培育对象之一，公司能在未来行业资源整合中获取更多竞争优势。

内蒙古自治区煤炭资源丰富，是我国煤炭资源储量第二大省，同时也是主要的煤炭输出大省之一。该公司所属煤田煤层产状平缓、埋藏较浅、煤层较厚、煤层稳定，几乎没有受到地质构造的破坏，加之矿井顶板条件较好、瓦斯含量少、涌水量小，这使得井下作业简便、安全性较好、开采较方便。良好的煤炭资源赋存条件为大规模、高安全、低成本开采煤炭提供了较好的基础条件。

近年来，在国内产量过剩和需求疲软的双重压力下，内蒙古地区许多中小煤矿被迫减产甚至停产以应对煤价下跌导致的亏损，加上国内经

济放缓，下游需求动力不足，内蒙古自治区的煤炭产量自 2012 年创历史新高约 10.8 亿吨后开始逐年下降。2015 年内蒙古原煤产量为 9.10 亿吨，比上年下降 8.5%，但内蒙古仍是我国煤炭产量的主要来源地。

在煤炭生产开布局上，国家采取“控制东部、稳定中部、发展西部”的发展方针，国家能源供应格局在逐步西移至内蒙古、新疆等地区。同时，《国务院关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》的出台，将推动内蒙古自治区煤炭外运通道等项目建设。该公司主要生产基地位于内蒙古自治区鄂尔多斯市。煤炭工业作为鄂尔多斯市工业经济的支柱产业，其经济总量占全市规模以上工业的三分之二，其发展速度和质量直接影响到全市工业发展的速度和质量。公司作为内蒙古自治区政府确定的营业收入预期目标超百亿元大型骨干企业和鄂尔多斯市第二批五个“百亿企业”的重点培育对象之一，未来将受益于煤炭运输通道的建设和当地的政策扶持。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构和管理水平

跟踪期间，该公司产权、治理及管理水平等方面无明显变化。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，其中员工持股比例为 79.61%，神华神府东胜煤炭有限责任公司（以下简称“神东煤炭”）持股比例为 20.39%。公司产权状况详见附录二。

2015 年以来，该公司法人治理结构和管理制度保持稳定，组织架构和管理制度未有重大调整，职能部门分工尚明确，能够满足公司日常经营管理需要。由于公司原总经理张飞云同志退休，根据《神东天隆董【2016】1 号》文件及《神东天隆集团公司中层及以上管理干部提前离岗管理办法》的规定，公司解聘张飞云同志神东天隆集团公司总经理职务，由公司董事长柳海林同志兼任新总经理。2016 年 2 月，原副总经济师胡贵元提拔为总经济师。

（二）公司经营状况

该公司形成了以煤炭为基础，以工业产品销售、矿井机械维修及矿井工程安装和商贸物流等非煤业务为辅的产业结构。2015 年受煤炭价格下跌及煤炭需求下降影响，公司煤炭业务收入持续下滑，但得益于非煤

业务收入的增长，公司整体收入规模有所增长。

该公司是响应国家国有企业主辅分离、辅业改制的政策，在原神东多种经营的基础上改制成立的。经过几年的发展，公司目前形成了以煤炭为基础，工业产品销售、矿井机械维修及矿井工程安装和商贸物流等非煤业务为辅的产业结构。2015 年公司实现营业收入 50.69 亿元，同比增长 4.17%。煤炭产业作为传统主业，占当年营业收入的 62.84%，仍是公司主要收入来源；建筑安装、工业产品和商贸物流业务分别占当年度营业收入的 14.31%、11.74%和 10.09%。受煤炭价格持续下跌影响，公司 2015 年综合毛利率由上年的 23.24%降至 13.18%。2016 年第一季度，公司实现营业收入 10.46 亿元，较上年同期增长 29.58%，综合毛利率为 16.34%，较上年同期上升 3.85 个百分点。

1. 煤炭生产

煤炭生产经营是该公司的核心业务，主要煤种包括长焰煤和弱粘煤，是优质的动力煤，具有较强的市场竞争力。截至 2015 年末，公司拥有全资及控股煤矿 5 座，相对控股煤矿 1 座，参股煤矿 2 座。公司保有煤炭资源权益储量 25.93 亿吨，可采储量为 17.86 亿吨，其中全资及控股煤矿面积 141.43 平方公里，设计生产能力为 1910 万吨/年。除位于陕西省神木县的大海则煤矿和位于新疆自治区准东矿区五彩湾煤矿外，其余煤矿均在内蒙古自治区鄂尔多斯市地区。目前公司全资及控股的武家塔露天煤矿、霍洛湾煤矿、大海则煤矿、昊达煤矿和淖尔壕煤矿均在正式生产；五彩湾煤矿已完成建设审批手续；参股的尔林兔煤矿目前处于达产阶段，蒙格沁煤矿尚在办理采矿证及矿井建设的审批手续，在煤炭行业景气度下滑以及国家“去产能”政策背景下，相关审批及建设进展明显放缓。

图表 6. 截至 2015 年末公司下属矿产资源情况

矿井名称	持股比例	煤种	井田面积 (km ²)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	设计产能 ¹ (万吨/年)	开采技术	剩余服务期限 (年)
其中：全资及控股煤矿								
武家塔煤矿	100%	不粘煤 长焰煤	9.18	4204	3237	300	综采 /露采	10
霍洛湾煤矿	100%	不粘煤	13.20	10367	5795	300	综采 /井工	15
大海则煤矿	100%	长焰煤	37.50	30358	29193	100	综采 /井工	128

¹参股煤矿已经按照该公司股权比例折算为权益产能。

昊达煤矿	53%	长焰煤	5.61	645	389	90	综采 /井工	7
五彩湾煤矿	70%	不粘煤	50.77	180730.78	119036	1000	综采 /露采	108
淖尔濠煤矿	51%	不粘煤	25.17	6425	4495	120	综采 /井工	58
小计	--	--	141.43	232729.78	162145	1910	--	--

其中：参股煤矿

尔林兔煤矿	9.45%	不粘煤	71.68	13176	8297	800	综采 /井工	74
蒙格沁煤矿	7%	不粘煤	120.19	13345	8175	1000	综采 /井工	61
小计	--	--	191.87	26521	16472	1800	--	--
合计	--	--	333.3	259250.78	178617	3710	--	--

资料来源：神东天隆

图表 7. 公司在建煤矿的投资情况（单位：亿元）

煤矿名称	规划投资	预计工期	投产后产能 (万吨)	截至 2016 年 3 月 末累计投资
五彩湾煤矿	5.72	2006.12-2016.12	1000	4.29
蒙格沁煤矿	2.79	2008.6-2017.5	1000	5.13

资料来源：神东天隆

因原有矿井的改造、扩建工程以及新建矿井尚未全面投产，该公司煤炭产销量呈现一定波动。2015 年公司原煤产量为 1299.41 万吨，同比下降 4.64%；煤炭销量为 1499.36 万吨，较上年略有下降。受煤炭价格下跌影响，公司煤炭业务收入由上年的 32.22 亿元降至 31.85 亿元。2016 年第一季度，公司实现煤炭收入 7.24 亿元，同比增长了 21.84%，主要系煤炭销量有所增加以及更多煤炭产品运往秦皇岛港、曹妃甸港、黄骅港、天津港等港口进行销售，售价中增加的相关运费收入所致。公司煤炭赋存条件较好，所生产的煤品质优良，矸石含量少，开采的煤炭一般不经洗选即可作为精煤直接销售，因此具有一定的成本优势。在煤炭行业景气度下滑背景下，公司加强了成本控制，2015 年及 2016 年第一季度公司煤炭生产成本分别降至 125.44 元/吨和 108.87 元/吨。

图表 8. 公司最近三年一期煤炭产销情况

时间	产量 (万吨)	销量 (万吨) ²	生产成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)
2013 年	1061.42	1287.53	135.49	257.74
2014 年	1362.62	1499.73	149.60	193.85
2015 年	1299.41	1499.36	125.44	159.32

²销量为自产煤炭销售、少量外购及中转煤销售的合计数。

时间	产量 (万吨)	销量 (万吨) ²	生产成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)
2016 年第一季度	233.87	277.08	108.87	157.62

资料来源：神东天隆

为了提高煤炭核心产业的盈利能力，该公司从 2005 年开始对所属煤矿进行技改，并引进国内先进的生产设备，逐步将原有的炮采转变为机械化开采。目前公司综采机械化程度已达到 100%。对于技改后的煤矿和新建煤矿，公司全部采用先进的综采工艺，回采率达到 85%以上，保证了其在同类煤炭生产企业中的技术领先地位。公司所属矿井已配套四套综采和一套连采设备，下属武家塔露天煤矿已建成“全国特级高产高效矿井”。

图表 9. 公司下属矿井主要生产指标 (单位：%)

生产指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年第一季度
综采机械化程度	99	100	100	100
掘进机械化程度	98	98	98	97
回采率	85	87	87	87
百万吨死亡率	0	0	0	0

资料来源：神东天隆

此外，为提高煤炭销售价格，该公司新购置了煤块筛选装置对煤炭进行筛选分类，可将筛选出的中块煤、小块煤、渣煤等不同规格煤种进行分类出售，一定程度上提高了售价（差价约 50 元/吨）。煤块筛选装置在设备及场地投入资金规模很小（仅约 300 万元/套），但效益较为明显。

在安全生产方面，该公司在煤炭生产中通过加大对现有煤矿的投入，努力推进矿井机械化、现代化建设，在建矿井按高产高效要求补充完善设计方案，生产矿井强化了机械化的装备和系统配套，改革采煤方法和巷道支护。此外，公司下属煤炭分公司设立了安全监测处，负责煤矿的生产安全，各煤矿设立安监站和通风管理机构。公司采用了先进的监测监控技术对采坑、井下重要部位和作业现场实施电子监控。2009 年至今公司煤炭生产百万吨死亡率为零。

在销售方面，该公司 2015 年煤炭产品大部分以坑口价在内蒙古自治区当地销售，占比约为 65%；其余 35%主要运往秦皇岛港、曹妃甸港、黄骅港、天津港等进行销售。受外部环境影响，2015 年公司煤炭销售均价同比下降 17.81%至 159.32 元/吨。

从内蒙古自治区当地销售情况来看，股东神东煤炭是该公司的主要客户之一，因煤炭市场需求下滑和新增客户的分流，公司向神东煤炭销

销售量减少,对其的销售收入占公司 2015 年营业收入的比重为 30%(2014 年为 40%);公司其他当地客户还包括伊旗圣圆煤炭、内蒙古蒙发煤炭运销有限公司、鄂尔多斯市伊兴煤炭有限责任公司等。从结算方式来看,公司与神东煤炭约定采用发货后 30~45 天后付款方式结算。对于其他客户,公司则采用较为灵活的结算方式,一般预收款 30%,剩余款项给予 10~30 天左右的账期。受整体经济环境及煤炭市场行业等因素影响,公司部分销售货款回收滞后,加之采用银行承兑汇票结算的比例较高(2015 年为 60%左右),对公司现金流造成了一定影响。

从港口销售情况来看,该公司在曹妃甸港设有 2 个堆场,在秦皇岛港设有 1 个堆场,为港口销售提供了条件。此外,公司 5500 千卡/千克的发热煤作为配煤的优质产品,产品较为畅销。从客户情况来看,港口销售客户多为周边电力发电厂及地方化工企业,销售价格多为平船价。从结算方式来看,公司与国有企业的结算方式根据其要求签订协议,根据协议付款;而与地方其他企业则一般要求款到后提货。2015 年公司新增了天津国电海运有限公司、常州国电常发能源有限公司、中国华能集团燃料销售有限公司等主要客户。

在煤炭运输方面,尽管内蒙古煤炭储量丰富,但煤炭的运输渠道却较为稀缺。该公司主要矿区分布在鄂尔多斯市及周边,靠近神华集团的运输专线,煤炭销售受益于神华集团的铁路运输网络。此外,公司为了满足自身煤炭运输需求,投资了乌兰木伦运输专线及配套工程,目前已正式通车,拥有站台 200 万吨、装车仓 400 万吨的运输能力,公司自产煤可通过乌兰木伦运输专线直接运往港口进行销售,节省了站台费用约为 15 元/吨,从而降低运输成本。而且公司可经营外来煤炭的装车业务,每年对外装车约 250 万吨。

2. 非煤产业

该公司系原神华集团三产改制而来,除煤炭主业外涉及的非煤产业范围较广。公司依托煤炭资源延伸其产业链,扩大工业产品、建筑安装和商贸物流服务等非煤产业规模。2015 年公司非煤业务收入为 18.84 亿元,同比增长 14.59%,主要来源于建筑安装及商贸物流收入增长。

(1) 工业产品

该公司的工业产品主要为水泥、矿用支护产品和截齿,运营主体分布在下属多家分、子公司中。公司目前拥有两条旋转窑生产线,熟料年生产能力为 30 万吨,水泥年生产能力为 60 万吨。受鄂尔多斯市土建过

剩影响，公司水泥销量不足，导致生产受到影响。且由于熟料产能不足，导致成本过高，且达不到环保要求，影响了水泥的生产成本，因此公司自 2014 年起不再生产熟料，而是通过外购熟料以降低水泥成本。此外，持续的技改投入和较沉重的人员负担，使得公司水泥产品已出现亏损，年亏损约 500 万吨。考虑到水泥产品的需求不足，且已出现亏损，公司计划出售或转让水泥生产的相关子公司。

该公司矿用支护产品包括金属锚杆、玻璃钢锚杆、树脂锚固剂等，主要服务股东神东煤炭以及下属公司。2015 年以来，公司与主要客户神东公司将计件产品供货方式转换为专业化服务方式，提升了利润空间，全年生产锚杆 537 万套，销售 655 万套，毛利水平有所提升。未来公司计划投入 630 万元建造锚杆自动化生产车间，预计将于 2017 年投产。不过公司矿用支护产品受煤炭市场营销较大，在当前煤炭市场行情下其未来市场空间或受到一定影响。

2015 年以来，随着神东煤炭截齿专业化总承包（80%市场份额）三年期合同的实施，该公司截齿业务收入增加。目前客户主要有神东煤炭、宁煤、中煤、伊泰等大型煤炭企业，具有一定的竞争力。

总体来看，受产能过剩、产品价格下跌影响，该公司水泥产品业务规模下滑，而矿用支护、截齿等产品主要服务于煤炭矿井，受煤炭行业景气度下降影响，业务出现一定萎缩。2015 年公司工业产品板块实现收入 5.95 亿元，同比下降 4.59%；但由于公司矿用支护产品向主要客户神东煤炭销售模式改为专业化服务方式提升了盈利空间，因此毛利率由上年的 14.88% 升至 22.35%。

(2) 建筑安装

该公司的建筑安装业务是依托煤炭主业发展形成的，主要涉及矿井设备维修和矿山工程施工等业务。公司建筑安装业务主要服务对象为神华集团下属的各个煤矿、鄂尔多斯市、陕西和周边地区各煤矿等。2015 年公司实现建筑安装业务收入为 7.26 亿元，同比增长 6.28%。

该公司的煤机维修和矿井施工业务技术水平较高，具有较好的区域市场竞争力。但鄂尔多斯当地多个煤炭集团已开始组建自己的建筑安装团队，公司面临的竞争压力增大。

(3) 商贸物流

该公司商贸物流服务板块包括对外贸易、物流配送和物业服务等，主要是围绕煤炭生产开展商贸物流物业配套服务。2015 年商贸物流服务

板块实现营业收入 5.11 亿元，同比增长 51.66%，主要来源于物流服务收入增长。但因成本中包括公司员工通勤车成本，因此毛利水平不高，2015 年商贸物流毛利率仅为 1.16%。

总体来看，该公司非煤业务现处于成长阶段，规模尚小，总体竞争力不足。公司矿用产品、矿井维修等非煤业务量与煤炭业务有一定相关性，在煤炭行业不景气的情况下，公司非煤业务量将受到一定影响。但非煤业务经营仍可为公司提供一定的收入补充。

（三）公司财务质量

大华会计师事务所对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 96.84 亿元，所有者权益为 61.91 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 50.55 亿元）；当年度实现营业收入 50.69 亿元，净利润 0.28 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.46 亿元）。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 99.23 亿元，所有者权益为 63.34 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 51.91 亿元）；当期实现营业收入 10.46 亿元，净利润 0.24 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.19 亿元）。

（四）公司抗风险能力

该公司煤田资源禀赋良好，为公司大规模、高安全、低成本开采煤炭提供了很好条件；凭借优良资源禀赋和稳定的客户关系，公司煤炭主业的市场地位稳固。公司非煤业务在区域内有一定知名度，较好的品牌效应为公司非煤业务的长期发展提供了基础。

1. 煤炭资源禀赋优势

该公司所在的内蒙古地区煤炭资源丰富。公司所属煤田煤层产状平缓，埋藏较浅，煤层较厚，煤层稳定，加之其顶板条件较好，瓦斯含量少，涌水量小，使井下作业简便，安全性好，开采较方便。公司主要煤种是长焰煤、弱粘煤，具有特低灰、特低硫、中发热量的特性。另外，公司煤田由于质优，矸石含量少，煤炭一般不经洗选即可作为精煤直接销售。良好的煤炭资源赋存条件为公司大规模、高安全、低成本开采煤

炭提供了很好条件。

2. 非煤业务技术优势

该公司的大型煤机维修项目采用了国内外先进技术，填补了鄂尔多斯市煤机维修的空白；下属机械维修加工中心被国家煤炭工业协会评为“机电产品放心定点使用单位”，并被国家和内蒙古自治区分别审定为国家级和自治区级高新技术企业；神东天隆支护材料曾获得“中国企业诚信经营示范单位”、“全国质量信誉保障企业”、“全国消费者信得过产品”、“陕西省十佳创新型企业”、“全国锚杆十佳名优品牌”等荣誉。较好的品牌效应为公司非煤业务的长期发展提供了基础。

3. 区域竞争优势

凭借优良资源禀赋和稳定的客户关系，该公司煤炭主业的区域市场地位稳固。此外，依托神华集团的煤炭运输专线，可以有效避免内蒙古地区煤炭运力不足给公司经营带来的不确定性。

五、公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

跟踪期内，受煤炭价格下跌影响，该公司盈利能力下滑明显，但得益于下属煤田较好的煤炭资源禀赋，公司在煤炭行业不景气的情况下仍能维持微利。

该公司收入和利润主要来源于煤炭开采业务。2015 年公司煤炭产销规模基本稳定，但受煤炭价格下跌影响，煤炭主业收入继续下滑。不过受益于非煤业务收入的增长，公司 2015 年营业收入同比增长 4.17%至 50.69 亿元。受煤炭价格持续下跌影响，公司煤炭销售毛利率持续下降；非煤业务尚未实现规模效应，且受行业特性限制，毛利率水平整体偏低。2015 年公司综合毛利率为 13.18%，同比下降 10.06 个百分点，盈利水平下滑较明显。

期间费用方面，2015 年该公司期间费用为 6.08 亿元，期间费用率为 11.99%，较上年下降 0.49 个百分点，总体费用控制能力尚可。具体来看，得益于销售渠道的稳定，公司销售费用呈小幅下降趋势；管理费用整体波动不大，2015 年略有下降；此外，因刚性债务的增长，公司财务费用持续增长，2015 年同比增长 20.66%。因公司 2015 年 6 月会计软

件系统新增应收账款及其他应收款账龄分析功能，采用账龄分析法计提坏账，并对以前年度数据进行追溯，使得 2015 年冲回资产减值损失 0.24 亿元。

从利润构成来看，该公司利润主要来源于营业毛利。2015 年公司收到伊旗昊达煤炭公司、天隆风筒公司等参股公司的分红，获得投资收益 0.35 亿元，对利润形成一定补充。此外，公司营业外收入主要是政府的各种财政补贴及税费返还，但相对于营业获利而言规模很小。受煤炭主业毛利率下降影响，公司营业利润下滑明显，2015 年为 0.36 亿元，同比下降 89.11%。同年实现净利润 0.28 亿元，同比下降了 85.94%。

2016 年第一季度，该公司实现营业收入 10.46 亿元，得益于煤炭收入的增长，收入规模较上年同期增长 29.58%；综合毛利率为 16.34%，较上年同期上升 3.85 个百分点；实现净利润 0.24 亿元。

（二）公司偿债能力

随着在建矿井的持续投入，该公司负债规模进一步扩大，刚性偿付压力加大，但财务结构仍保持稳健。2015 年公司主业回款能力明显弱化，经营性现金流呈现净流出状态。

由于在建矿井陆续投入以及淖尔濠矿井建设完工释放产能增加了对营运资金的需求，该公司债务规模进一步上升。2015 年末公司负债总额为 34.93 亿元，较上年末增长 10.26%，资产负债率为 36.07%，较上年末上升 2.93 个百分点，但仍处于行业较低水平，财务结构稳健。

从负债构成来看，2015 年末该公司负债主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成。年末公司刚性债务为 18.82 亿元，较上年末增长 21.73%，占负债总额的 53.88%。其中，短期刚性债务为 7.14 亿元，较上年末增加 3.50 亿元（短期借款年利率为 5.10-5.35%）。长期刚性债务包括长期借款 1.68 亿元和应付债券 10 亿元；同期末公司其他应付款为 1.11 亿元，主要系与参股公司的往来款，较上年末下降了 55.18%；应付账款年末余额 8.32 亿元，主要为在建矿井的应付设备款和工程款。

2016 年 3 月末，该公司负债总额进一步升至 35.89 亿元，资产负债率略升至 36.17%。其中刚性债务增至 19.77 亿元，刚性债务压力增大。由于往来款增加，期末公司其他应付款增至 4.82 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司为鄂尔多斯市神东圣圆实业有限责任公司（简称“圣圆实业”）提供贷款担保金额 0.50 亿元。圣圆实业由神华集团控股，公司参股 20%，其主要负责运营铁路专用线及煤炭集运站，

目前经营尚正常。

2015 年以来，该公司主业回款能力明显弱化，当年度营业收入现金率仅 83.46%，经营性现金流量净额为-1.84 亿元，呈净流出状态。同期，公司继续对五彩湾等在建煤矿投资建设，形成投资性现金净流出 3.07 亿元。公司主要通过银行借款弥补资金缺口，2015 年筹资性现金净流量为 0.52 亿元。

2015 年末，该公司资产总额为 96.84 亿元，较上年末增长 1.32%，流动资产和非流动资产占比分别为 40.27%和 59.73%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和其他应收款构成。其中，2015 年末公司应收账款为 9.13 亿元，账龄在一年以内的占比 66.13%，一年以上的占比 33.87%，部分账款账龄较长，或存在一定的回收风险。其他应收款年末余额 7.42 亿元，主要包括应收伊金霍洛旗人民政府的项目转让款 3.50 亿元、债务重组款 1.43 亿元和暂借给合营公司新大地置业公司、呼能煤炭有限责任公司的款项。其中，公司应收伊金霍洛旗人民政府的款系公司与其合作开发“天隆文体休闲植物园”项目时支付的款项，但因多种原因公司退出该项目，公司已投入成本经评估后由伊金霍洛旗人民政府承担，伊金霍洛旗人民政府因资金不足已拖欠该款项多年，后续拟通过土地转让或其他方式偿付，但短期来看较难收回；债务重组款系公司在对关联企业神冶兰炭公司的银行欠款代偿后，对相关债务进行重组后与东神煤炭有限责任公司（简称“东神煤炭”）达成新的债务重组协议而形成。东神煤炭承诺于 2012 年 6 月末前还清，至 2016 年 3 月末公司仍未收到东神煤炭的相关偿付款项，期限已超过 3 年，存在一定的账款回收风险。但该部分款项由乌审旗蒙格沁能源开发有限责任公司（简称“蒙格沁公司”）7%股权质押，蒙格沁公司目前煤矿在办理采矿证阶段，预计其采矿证办理完成后，公司可获得质押股权。此外，公司货币资金年末余额为 5.51 亿元（无受限资金），可为即期债务的偿还提供一定缓冲。

该公司 2015 年末非流动资产主要由 8.58 亿元可供出售金融资产、20.23 亿元固定资产、15.84 亿元无形资产和 10.10 亿元长期待摊费用构成。公司大额长期待摊费用主要系露天矿土层剥离支出，按照工作量法摊销计入成本。2016 年 3 月末，公司资产总额为 99.23 亿元，其中其他应收款增幅较大主要系由于财务系统操作失误，合并报表时一笔内部单位关联方往来款未抵消所致。

（三）外部支持

该公司与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2016 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 22 亿元，其中尚未使用的授信余额为 7.50 亿元，仍有一定的融资空间。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 6 月 3 日，公司无信贷违约情况发生。此外，截至 2016 年 3 月末，公司发行债券本金余额为 10 亿元，为公司于 2013 年 3 月发行的 2013 年度第一期中期票据，目前尚未到期。

图表 10. 截至 2016 年 3 月末公司发行债券情况（单位：亿元）

项目	起息日	兑付日	发行金额	待偿还余额
神东天隆 2013 年度第一期中期票据	2013.03.27	2018.03.27	10.00	尚未到期

资料来源：中国债券信息网

七、结论

该公司形成了以煤炭为基础，以工业产品销售、矿井机械维修及矿井工程安装和商贸物流等非煤业务为辅的产业结构。2015 年受煤炭价格下跌及煤炭需求下降影响，公司煤炭业务收入持续下滑，但得益于非煤业务收入的增长，公司整体收入规模有所增长。受煤炭价格下跌影响，公司盈利能力下滑明显，但得益于下属煤田较好的煤炭资源禀赋，公司在煤炭行业不景气的情况下仍能维持微利。随着在建矿井的持续投入，公司负债规模进一步扩大，刚性偿付压力加大，但财务结构仍保持稳健。2015 年公司主业回款能力明显弱化，经营性现金流呈现净流出状态。

同时，本评级机构仍将持续关注（1）煤炭行业景气度持续下滑对该公司主业经营稳定性的影响；（2）公司债务规模的扩张及集中偿付压力；（3）公司主业资金回笼情况；（4）在建矿井的建设进展、后续投融资压力及产能释放压力；（5）占款的回收情况以及对公司资产质量的影响。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 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 级 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 级 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 级 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
投机级	BB 级 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 级 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 级 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 级 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 级 不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

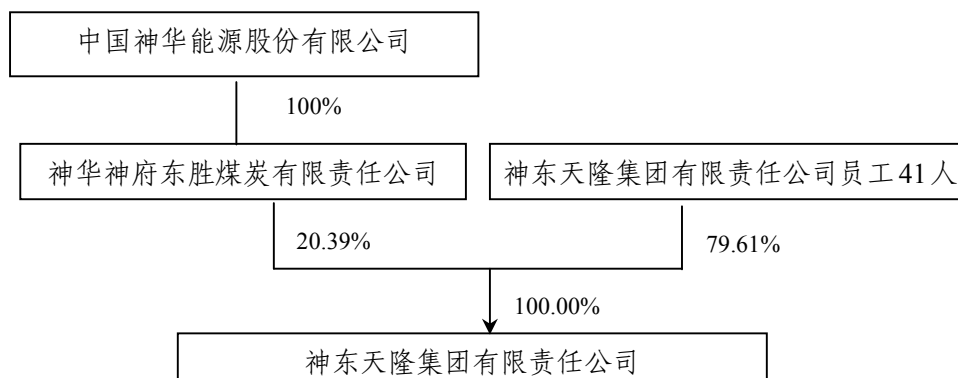
本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 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 级 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 级 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 级 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
投机级	BB 级 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 级 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 级 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 级 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 级 不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录二：

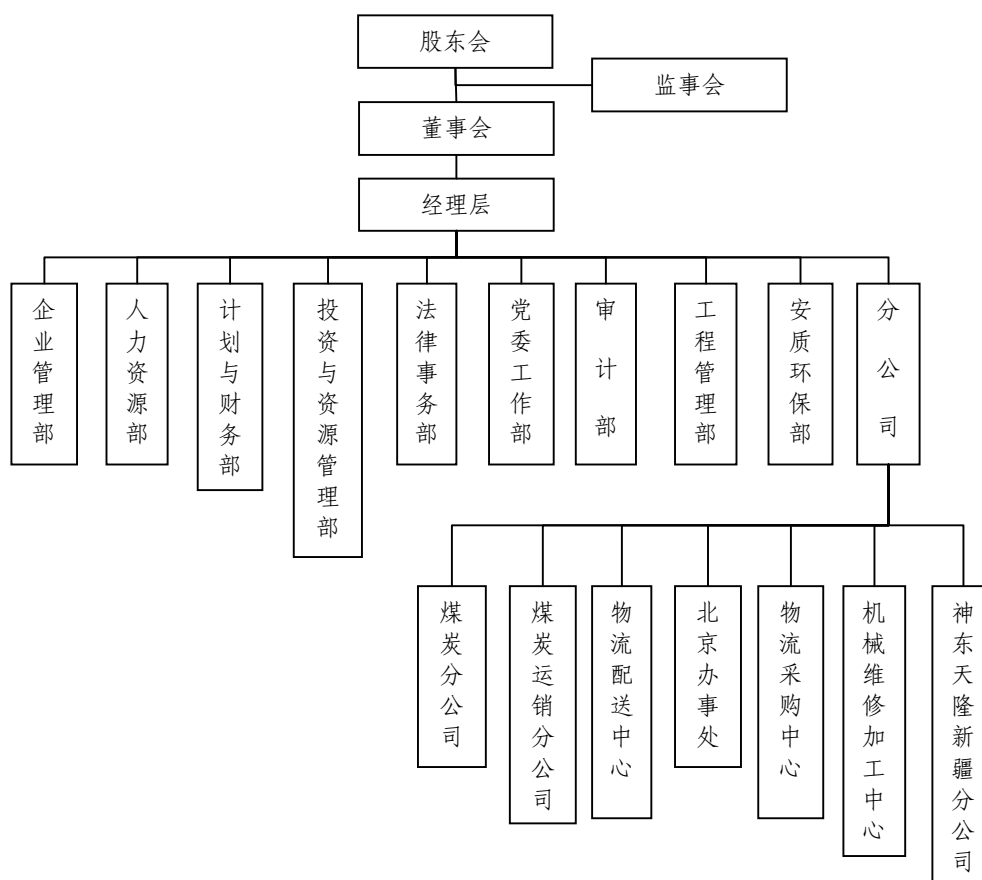
公司与实际控制人关系图



注：根据神东天隆提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录三：

公司组织结构图



注：根据神东天隆提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录四：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	备注
全称	简称			
神东天隆集团煤炭有限责任公司本部	神东天隆煤炭	--	煤炭销售	
神东天隆集团新疆五彩湾煤炭有限公司	神东天隆五彩湾	70.00	矿山机械、日用百货的销售	
伊金霍洛旗吴达煤炭有限责任公司	吴达煤炭	53.00	煤炭开采及销售	
伊金霍洛旗呼氏煤炭有限公司	呼氏煤炭	51.00	煤炭开采及销售	
神东天隆集团有限责任公司煤炭分公司	神东天隆煤炭分公司	--	煤炭生产	分公司
神东天隆集团有限责任公司武家塔露天煤矿	武家塔煤矿	--	煤炭生产	分公司
神华集团神华神东煤炭集团有限责任公司霍洛湾煤矿	霍洛湾煤矿	--	煤炭生产	分公司
神东天隆集团有限责任公司大海则煤矿	大海则煤矿	--	煤炭生产	分公司
神东天隆集团有限责任公司煤炭运销分公司	煤炭运销分公司	--	煤炭经销	分公司

注：根据神东天隆 2015 年度审计报告附注整理

附录五：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	90.85	95.58	96.84	99.23
货币资金 [亿元]	10.11	9.90	5.51	6.38
刚性债务[亿元]	13.34	15.46	18.82	19.77
所有者权益 [亿元]	65.78	63.90	61.91	63.34
营业收入[亿元]	47.17	48.66	50.69	10.46
净利润 [亿元]	4.71	2.01	0.28	0.24
EBITDA[亿元]	9.29	8.52	4.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.52	0.91	-1.84	0.68
投资性现金净流入量[亿元]	-4.32	1.36	-3.07	-0.03
资产负债率[%]	27.60	33.14	36.07	36.17
长期资本固定化比率[%]	67.02	73.15	78.60	75.94
权益资本与刚性债务比率[%]	493.23	413.33	328.98	320.38
流动比率[%]	268.79	202.54	167.74	181.37
速动比率 [%]	186.81	152.45	115.29	128.28
现金比率[%]	86.62	69.91	44.10	28.24
利息保障倍数[倍]	6.94	4.22	1.55	—
有形净值债务率[%]	58.31	79.57	99.87	100.20
营运资金与非流动负债比率[%]	245.22	171.69	134.83	139.06
担保比率[%]	0.30	—	0.81	0.79
应收账款周转速度[次]	5.63	5.74	5.63	—
存货周转速度[次]	5.45	9.00	13.00	—
固定资产周转速度[次]	4.10	3.03	2.52	—
总资产周转速度[次]	0.53	0.52	0.53	—
毛利率[%]	29.85	23.24	13.18	16.34
营业利润率[%]	14.59	6.81	0.71	2.74
总资产报酬率[%]	8.88	4.72	1.53	—
净资产收益率[%]	7.15	3.10	0.45	—
净资产收益率*[%]	7.44	2.73	0.89	—
营业收入现金率[%]	102.76	119.73	83.46	95.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.87	5.24	-8.55	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.77	3.20	-5.53	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.20	13.07	-22.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.89	7.99	-14.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.19	8.16	4.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.05	0.59	0.28	—

注：表中数据依据神东天隆经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他刚性债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销