

2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司 公司债券信用评级报告

项目负责人：刘 旷 kliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 03 月 05 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]0457D 号

陕西煤业化工集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月五日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
陕西煤业化工集团有限责任公司	40 亿元	15 年，在债券存续期的第 7 个、第 12 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权	每年付息一次，到期一次还本付息	20 亿元用于陕煤集团榆林化学有限责任公司煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程，20 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了丰富的煤炭资源储量、突出的生产规模优势、有力的政府支持、很强的盈利及获现能力以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、化工业务存在一定经营压力以及债务规模大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

陕煤集团（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	4,458.20	4,640.60	5,009.63	5,129.27
所有者权益合计（亿元）	902.79	1,320.12	1,356.42	1,418.36
总负债（亿元）	3,555.41	3,320.48	3,653.21	3,710.92
总债务（亿元）	2,739.98	2,426.79	2,717.83	2,882.82
营业总收入（亿元）	2,120.95	2,600.89	2,805.87	2,206.53
净利润（亿元）	17.34	80.17	101.24	79.29
EBIT（亿元）	128.99	214.80	244.66	--
EBITDA（亿元）	233.00	329.99	386.10	--
经营活动净现金流（亿元）	127.43	432.99	366.68	323.79
营业毛利率(%)	12.29	18.83	19.54	17.83
总资产收益率(%)	2.91	4.72	5.07	--
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.35
总资本化比率(%)	75.22	64.77	66.71	67.02
总债务/EBITDA(X)	11.76	7.35	7.04	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.10	2.78	3.25	--

注：中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **储备丰富的煤炭资源，突出的规模优势。**公司下属神东、陕北和黄陇 3 个基地是国家规划发展的重点能源生产供应基地，煤炭资源丰富，煤质优良，资源优势显著。截至 2019 年 3 月末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，核定产能 16,022 万吨/年，规模优势突出。

■ **有力的政府支持。**作为陕西省内的大型省级煤炭企业集团，公司在陕西地方经济发展中占有重要地位，政府的大力扶持为公司持续稳定发展提供了支撑。

■ **盈利和获现能力很强。**近年来，受益于主要产品价格高位运行，公司保持了很强的盈利及获现能力。

同行业比较

部分煤炭企业主要指标对比表

公司简称	2018 年 原煤产量（万吨）	2019 年 9 月末 资产总额（亿元）	2019 年 9 月末 资产负债率(%)	2019 年 9 月末 总资本化比率(%)	2018 年 营业总收入（亿元）	2018 年 净利润（亿元）
国家能源集团	50,816	17,625.61	59.79	51.79	5,422.57	509.11
中煤集团	19,221	3,963.93	63.50	--	1,500.19	84.76
兖矿集团	16,148	3,109.18	69.86	--	2,572.28	51.77
山东能源	14,537	3,101.07	64.76	54.42	3,389.74	69.48
同煤集团	13,721	3,607.00	77.54	75.08	1,765.97	3.64
山西焦煤	10,011	3,418.45	72.68	60.97	1,765.65	27.59
陕煤集团	16,023	5,129.27	72.35	67.02	2,805.87	101.24

注：“国家能源集团”为“国家能源投资集团有限责任公司”简称；“中煤集团”为“中国中煤能源集团有限公司”简称；“兖矿集团”为“兖矿集团有限公司”简称；“山东能源”为“山东能源集团有限公司”简称；“同煤集团”为“大同煤矿集团有限责任公司”简称；“山西焦煤”为“山西焦煤集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **融资渠道畅通。**公司与陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”）和中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）等机构签订了合计 845 亿元的市场化债转股合作框架协议，其中已到位 454 亿元，未来公司将持续推进债转股资金落地，资本实力或将进一步上升。此外，公司下属子公司陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕西煤业”，股票代码：601225）为 A 股上市公司，具备直接融资渠道；且截至 2019 年 6 月末，公司未使用授信余额为 1,648.22 亿元，备用流动性充裕。

关 注

■ **煤炭价格波动。**2019 年以来，受电力行业用煤需求增速大幅下降及煤炭进口增加影响，我国煤炭价格有所下滑。未来，随着先进产能的不断释放，我国煤炭供应将趋于宽松，同时经济、能源结构的调整以及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平，煤炭价格仍面临一定的下行压力。

■ **化工业务存在一定的经营压力。**尿素、甲醇等化工产品产能过剩较为严重，而公司在化工领域存在较大规模的投资支出，新投产项目面临一定市场及技术风险，给公司的化工业务带来一定的经营压力。

■ **债务规模大。**截至 2019 年 9 月末，公司债务规模大，财务杠杆水平较高；同时，公司所有者权益中含有部分永续债务工具，若将其调至债务，财务杠杆水平将被进一步推高。此外，公司在建及拟建项目投资规模较大，未来债务规模或将进一步上升。

评级展望

中诚信国际认为，陕西煤业化工集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭、化工或钢铁产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；财务杠杆水平大幅上升，偿债能力大幅弱化。

发行主体概况

陕西煤业化工集团有限责任公司前身为陕西煤业集团有限责任公司，是 2006 年 6 月经陕西省人民政府批准，由原陕西煤业集团有限责任公司、陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司等四家国有企业合并组建而成的国有独资公司。截至 2019 年 9 月末，公司实收资本为 100 亿元，陕西省国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）持有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人。公司下属陕西煤业于 2008 年成立，于 2014 年于上海证券交易所公开发行股份，截至 2019 年 9 月末，公司持有陕西煤业 63.14% 的股权，为陕西煤业控股股东。目前公司为陕西省内最大的煤炭企业集团，在中国煤炭协会公布的“2018 年中国煤炭企业 50 强”中名列第 3 位；“2019 年世界 500 强企业”中名列第 281 位。

公司主业是煤炭、钢材及化工产品的生产和销售，其他业务涉及物流贸易、电力和机械加工等。截至 2018 年末，公司纳入合并报表的二级子公司共计 56 家。截至 2019 年 3 月末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，资源优势十分明显。

截至 2018 年末，公司总资产 5,009.63 亿元，所有者权益 1,356.42 亿元，资产负债率为 72.92%。2018 年，公司实现营业总收入 2,805.87 亿元，净利润 101.24 亿元，经营活动净现金流 366.68 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 5,129.27 亿元，所有者权益 1,418.36 亿元，资产负债率为 72.35%。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 2,206.53 亿元，净利润 79.29 亿元，经营活动净现金流 323.79 亿元。

本期债券概况

陕西煤业化工集团有限责任公司拟发行“2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券”，发行规模不超过人民币 40 亿元。本期债券期

限为 15 年，在债券存续期的第 7 个、第 12 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

还本付息方式方面，本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途方面，本期债券募集资金不超过 40 亿元，其中所筹资金 20 亿元用于陕煤集团榆林化学有限责任公司煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程，20 亿元用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2019 年前三季度，在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下，GDP 累计同比增长 6.2%，三季度单季同比增长 6.0%，经济增速逐季放缓，但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

供需两弱格局持续。全球经济走弱、中美贸易冲突压力下，出口步入负增长区间；高债务压力下扩大内需效果有限，受汽车消费回落拖累，消费整体较为低迷；房地产投资平缓回落，稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下，工业与制造业生产缓中趋稳。

经济内部结构恶化态势值得关注。投资与最终需求对经济增长贡献率同比回落，经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看，高新技术产业增长放缓，传统行业增速再度加快，工业与服务业走势分化，金融业增速逆势回升。

CPI 与 PPI 走势分化，结构性通胀加剧。三季度虽然鲜果价格涨势消退，但猪肉价格快速上涨继续带动 CPI 当月同比攀升，至季末已达 3%，结构性通胀加剧。三季度 PPI 当月同比已跌入负增长区间，但 PPI 大幅下降可能性仍较小，通缩风险可控。

金融数据继续改善。宽货币、宽信用基调下 M2 与社融增速稳中有升，金融条件有所改善；随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段

性进展，人民币贬值压力缓解。

宏观政策：今年以来，为了应对经济下行压力，宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度，同时财政支出前置加大对基建的支持。在地方政府财政平衡压力较大的情况下，专项债稳基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

宏观风险：当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

宏观展望：虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资

虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

中诚信国际认为，短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济腾挪的空间，改革开放持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

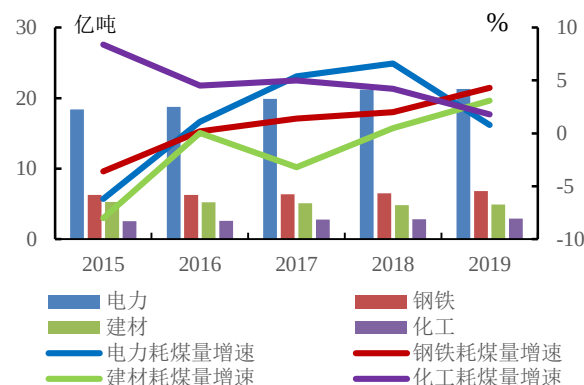
行业及区域经济环境

煤炭行业

2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将持续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。

图 1：图煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，

全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019 年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

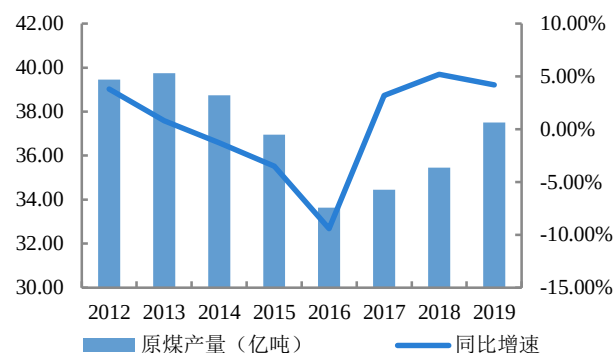
目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发

生一定改变。

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路¹（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响²，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2%至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区³（三西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭

¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

² 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

³ 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

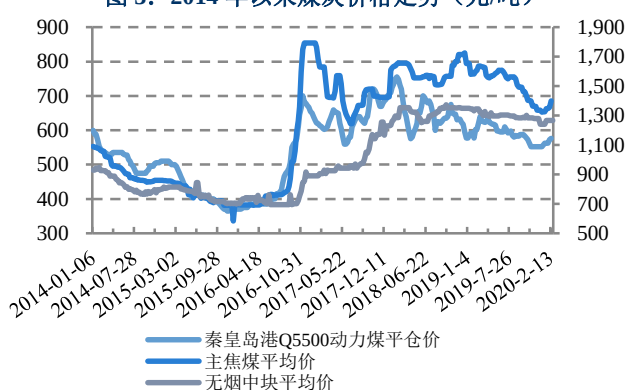
产量增长和产业结构的优化升级。

2019 年以来,在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下,我国煤炭价格整体有所下行,但较为稳定的年度长协价格对煤价形成一定支撑

近年来,受益于供给侧改革的严格执行,我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中,2017 年以来,原神华集团⁴开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制,并按要求制定了较明确的长协价定价机制,即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来,以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来,我国煤炭产量保持增长,而需求增速出现明显下滑;同时,国际煤价持续下降,国内外价差明显增加,2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响,我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨,较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。

图 3: 2014 年以来煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源:中国煤炭市场网,中诚信国际整理

2020 年初,自新型冠状病毒疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响,短期内局部地区煤炭供应出现短缺,煤炭价格整体有所回升。但长

远来看随着疫情管控的结束及影响的逐步消除,煤炭价格将逐渐回归市场调节。中诚信国际认为,未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响,我国煤炭消费增长空间受限,且随着先进产能不断释放和运输条件的提高,我国煤炭整体供应将趋于宽松,煤炭价格将面临继续下行的压力。

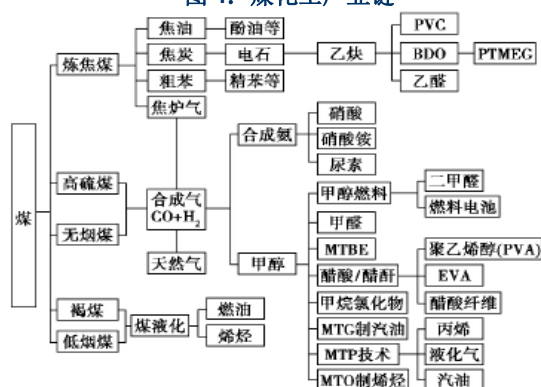
煤化工行业

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体,以煤为主的资源禀赋为我国煤化工的发展提供了坚实基础。我国原油、天然气、乙烯及乙二醇对外依存度较高,而我国煤炭资源相对丰富,适度发展现代煤化工产业,对于保障石化产业安全、促进石化原料多元化具有重要作用,同时国家能源消费结构的调整也将进一步促进现代煤化工的发展。近年来,随着中国经济迅速增长,煤化工行业得到迅速发展。随着中国煤炭产量和消耗量的增加,煤化工行业存在着巨大的发展潜力。

煤化工是以煤为原料,经过化学深加工使煤转化为气体、液体、固体并生产出各种化工产品的过程。煤化工产业大体可分为两大部分:传统领域以煤焦化、煤制合成氨、煤制甲醇、煤制二甲醚等为主,目前我国传统的煤化工以煤焦化、煤气化—合成氨—化肥为主体。但目前传统煤化工行业存在产能过剩、整体布局较为分散、企业规模普遍偏小及技术水平较低等问题。新兴领域以煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇和煤制天然气等为方向,产品多属能源替代品,市场前景广阔,近年煤化工产业结构调整步伐加快,新型煤化工是未来煤化工发展主要方向。但目前新型煤化工仍面临着核心技术有待进一步突破以及物耗、水耗等较多问题。

⁴ 2018 年,原神华集团有限责任公司(以下简称“原神华集团”)与原中国国电集团有限公司(以下简称“原国电集团”)完成联合重组,原神华集团更名为国家能源集团,并作为母公司吸收合并原国电集团。

图 4：煤化工产业链



资料来源：中诚信国际整理

尿素

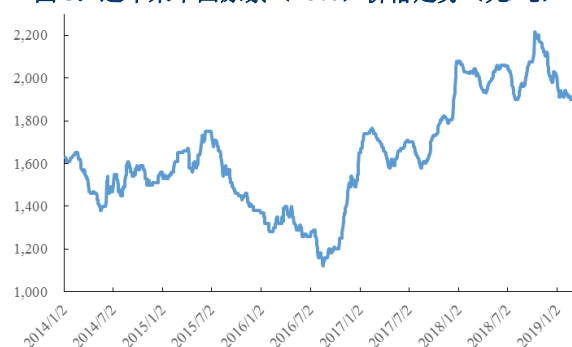
据中国氮肥协会统计，2018 年末，我国尿素产能为 6,954 万吨/年，全年产量为 5,200 万吨，同比分别下降 322 万吨/年和 516 万吨。当年受供给侧改革、安全环保趋严、原材料价格上涨、下游需求波动等因素影响，尿素行业开工率维持在 61% 左右。

从需求来看，尿素主要用途包括农业（氮肥及复合肥）、工业（人造板及三聚氰胺等）和饲料（反刍动物饲料的非蛋白添加剂）等。其中，农业生产占据约 67% 的尿素消费，工业生产占据约 24% 的尿素消费。受化肥使用结构变化、农作物种植结构改变及单位作物施肥量下降等因素影响，近年来我国尿素消费量呈下滑态势。据化工在线统计，2018 年尿素表观消费量为 4,972 万吨，同比下降 5.51%。农用尿素需求方面，随着我国化肥生产技术的提升，以缓控释肥、功能性微生物肥等为代表的增值肥料不断发展，传统氮肥尿素市场逐步被挤占。工业尿素需求主要包括三聚氰胺、胶合板等，较为平稳，而如火力发电厂脱硝、车用尿素等的快速发展已成为尿素市场的新增长点。不过，工业用肥整体体量仍较小，在当前以农用为主的消费结构下，国内尿素整体消费量或仍将呈现下降态势。

价格方面，2018 年以来，环保及安全生产检查持续高压、部分企业检修停产，使得尿素行业整体处于紧平衡状态，价格亦保持在高位震荡，2019 年 4 月 29 日价格为 2,090 元/吨，较上年同期增长 5.29%。未来尿素价格的走势将更多取决于我国尿

素供给侧改革的成效以及供需关系的变化。

图 5：近年来中国尿素（46%）价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

总体看，我国尿素过剩产能加速出清，供需矛盾逐步缓解；2018 年尿素供给处于紧平衡状态，市场价格高位震荡。

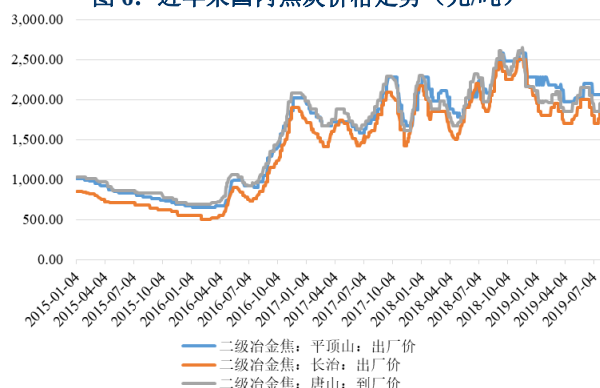
焦炭

我国焦炭消费主要集中在冶金和化工行业，占全部焦炭消费总量的 90% 左右。而冶金行业中，高炉炼铁的焦炭需求占全行业焦炭总需求的 85% 左右，是中国焦炭消费最重要的领域，因此焦炭行业有明显周期性。2017 年，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，“地条钢”得以全面取缔，统计内合规产能开始快速释放，2017 年我国粗钢产量 8.32 亿吨，维持增长趋势，钢铁行业耗煤量随之有所上升。2018 年，房地产及基础设施建设仍保持了一定的投资增长速度，全年全社会固定资产投资完成 64.57 万亿元，同比增长 5.90%，增速较上年有所下滑，主要系基础设施建设投资增长仅为 3.8%，增幅同比下降所致；全年房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.5%，带动钢铁下游需求平稳释放。长期来看，钢铁行业与宏观经济形势关联度高，且未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对焦炭需求也将产生负面影响。

价格方面，2018 年一季度，随着冬季环保政策的趋严，前期高炉开工率修复不及预期，焦炭库存规模有所增加，焦炭价格有所降低；二季度及三季度，随着高炉开工率的提升，加之焦化行业环保限产压力较大，焦炭价格有所回升；四季度以来，受焦炭行业环保限产政策执行不及预期，产能供给偏

松，焦炭价格出现大幅回调，截至 2018 年 12 月末，山西长治二级冶金焦价格较年初下降 125 元/吨至 2,050 元/吨。2019 年以来，焦炭行业景气度小幅回落，焦炭价格较上年末有所降低，且呈波动态势。截至 2019 年 7 月 26 日山西长治二级冶金焦价格为 1,860 元/吨，较年初下降 40 元/吨。

图 6：近年来国内焦炭价格走势（元/吨）



资料来源：Choice 数据，中诚信国际整理

总体来看，焦化行业对钢铁的依赖度较高，随着下游钢铁行业景气度的回暖以及焦炭行业供需关系的改善，2017~2018 年焦炭价格上升幅度较大，焦化企业盈利状况得到显著改善。但焦化企业利润空间仍受原材料价格、钢铁行业景气度以及环保政策变化的负面影响，获得上游煤炭资源的企业未来或将保持一定的盈利能力。

甲醇

截至 2018 年末，我国煤制油产能为 878 万吨/年、煤制气产能为 51.05 亿 m³/年、煤制甲醇产能为 5,400 万吨/年、煤制烯烃产能为 779 万吨/年、煤制乙二醇产能为 310 万吨/年，当前我国煤制油、煤制天然气、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇基本实现产业化，煤制芳烃工业试验取得进展，但是产业整体仍处于升级示范阶段。

甲醇需求方面，近年来传统下游甲醛、二甲醚、醋酸等行业持续萎缩，甲醇制烯烃（MTO）成为了我国甲醇的第一大下游，2018 年我国甲醇表观消费量为 6,009 万吨，同比增长 11.36%，其中 MTO 消耗量占甲醇总消耗量的 46%。截至 2018 年 10 月末，我国已投产 MTO 产能 1,259 万吨/年，预计到 2020

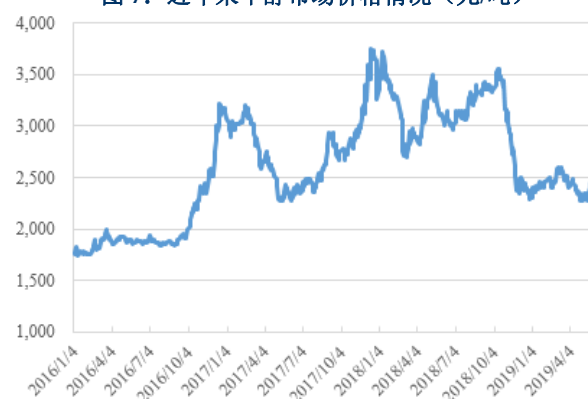
年，我国规划和批准的 MTO 产能会达到 2,000 万吨/年。随着未来国内 MTO 项目的陆续投产，将对国内甲醇需求产生一定促进作用。

甲醇供给方面，近年来受益于以 MTO 为首的新兴下游需求增加，甲醇产能开始恢复性增长。2018 年我国甲醇总产能约为 8,470 万吨/年，其中新投产甲醇装置产能 575 万吨/年，主要投产地点分布在西北、山东、安徽等地。受甲醇高价运行刺激，2018 年我国甲醇开工率同比增长 3 个百分点至 69%，产量为 5,275 万吨，同比增长 18.73%。受制于我国“富煤、贫油、少气”的国情，国内煤制甲醇产能占甲醇总产能的比例持续提升，目前已经占近 70%。区域方面，与我国煤炭的地域分布相同，西北地区成为煤制甲醇企业的主产区，内蒙、陕西、山西、宁夏、新疆、山东、河南等煤炭产地均有煤制甲醇装置的分布。

价格方面，2018 年以来，甲醇价格在年初因煤价下跌震荡下行；4 月份以来，国内甲醇装置接连检修，库存下跌，市场价格大幅上行，最高曾达 3,550 元/吨；10 月中旬至年末，由于乙烯价格下跌，下游需求大幅减少带动甲醇价格快速下跌至 2,310 元/吨。2019 年以来由于下游需求持续低迷，甲醇价格保持低位震荡，2019 年 6 月 6 日为 2,210 元/吨。

总体上，受益于下游需求增加，2018 年甲醇产能开始恢复性增长。受下游产品的价格波动及装置检修等因素影响，近期甲醇价格大幅波动，其中 10 月末以来，受乙烯价格大幅下跌等影响，甲醇价格快速下跌。

图 7：近年来甲醇市场价格情况（元/吨）



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式；淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

钢铁行业概况

2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩

2018年，钢铁行业供给侧改革持续推进，包括去产能和防范“地条钢”死灰复燃、严防已化解的过剩产能复产以及取暖季限产不搞“一刀切”的限产政策等，当年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.71亿吨、9.28亿吨和11.06亿吨，同比分别增加3.0%、6.6%和8.5%；在行业高利润的刺激下，企业通过提高废钢添加比例等手段提高钢材产量，导致钢铁行业在生铁产量小幅增加的情况下，粗钢及钢材产量涨幅较大，且达到历史新高。受益于此，全行业经济效益创历史最好水平，全年我国重点大中型钢铁企业主营业务收入4.13万亿元，同比增长13.8%；实现利润2,863亿元，同比增长41.1%，利润率达到6.93%。同时，钢铁企业降杠杆工作成效显著，根据工信部统计，截至2018年末重点大中型钢铁企业资产负债率为65.02%，同比下降2.6个百分点。

但随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019年前三季度，全国生铁产量为6.12亿吨，同比增长6.3%；粗钢产量为7.48亿吨，同比增长8.4%；钢材产量为9.09亿吨，同比增长10.6%，预计全年供给或将超过10亿吨。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量

或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，短期内或将出现供给过剩的局面。

需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建领域投资所需的融资畅通，2019年下半年以来固定资产投资完成额和增速均较上年同期明显提升，前三季度实现基础设施建设（不含电力）4.50%的投资增速；而房地产方面，开发商加速房屋的新开工并进行预售以回笼资金，城镇房屋新开工面积同比增加9.1%，尽管略有回落但仍维持了较高的增速，但随着政府加大对房地产企业融资的限制，房地产需求或将有所下降。一般而言，工程机械换代需求一般将维持3~5年，预计短期内工程机械需求仍有望保持，工程机械维持了较高的景气度，汽车起重机、挖掘机及装载机销量分别同比增长32.45%、14.69%和7.18%。交通运输方面，铁路建设亦保持了较为稳定的增长，2019年前三季度全国铁路固定资产投资完成5,255亿元，同比减少3.90%；汽车行业受前期透支需求影响，销量出现下滑，前三季度汽车销量1,808.70万辆，同比下降12.00%。钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019年钢材出口仍处于较为疲软的态势，前三季度累计出口钢材5,031万吨，同比减少5.00%；累计出口金额373.39亿美元，同比减少9.40%，我国钢材出口压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于2018年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，钢材价格出现回落，前三季度钢材综合价格指数平均为108.9点，同比下降6.6%。其中长材、板材价格指数均值分别为115.0点、105.0点，同比分别下跌5.4%、8.9%，长材跌幅小于板材。但整体来看，钢材价格仍维持在3,700元/吨以上，高于2016年水平，行业仍然维持一定利润。

图 8：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

原燃料供给方面，虽然对外依存度较高，但目前国际铁矿石买方市场特征初显。2019年以来，受巴西淡水河谷发生溃坝、天气及运输条件变化等突发事件影响，约有9,280万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。2019年1~10月，中国铁矿石产量7.12亿吨，同比增长10.87%，弥补了国际铁矿石的供给减少问题，但由于国内铁矿石品位偏低加之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，带动上半年铁矿石价格急剧上升，6月28日进口铁矿石62%品位干基粉矿到岸价格为110.79美元/吨，同比上涨71.1%，较年初上涨41.6美元/吨，涨幅60.0%。6月以来，随着海外矿山恢复供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至90美元/吨左右，预计随着国际铁矿石产能的回复，铁矿石价格将保持稳定。

图 9：近年来国内外铁精粉价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。根据中钢

协数据，2019年1~8月，我国钢铁工业盈亏相抵后，实现利润2,259.9亿元，同比下降24.7%，主要受铁矿石价格上升以及钢材价格下降影响。随着8月份以来铁矿石价格回落，钢企成本压力有所缓解，预计三四季度利润水平将略有好转。

中诚信国际认为，营业成本的上升迫使钢铁企业利润空间缩窄，具备良好成本控制能力的企业，其盈利情况有望维持。

随着超低排放标准的出台，部分企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力

2019年4月29日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部门联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（以下简称“《意见》”），在环保方面对钢铁企业提出了更高要求。

中诚信国际认为，环保标准的提升将倒逼企业环保升级或退出，前期环保投资较小，环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力或退市风险；且随着环保排放标准的提升，钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本，利润空间或将有所压缩，而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。

竞争及抗风险能力

陕西煤炭资源丰富，是国家规划发展的重点能源生产供应基地。在国家规划建设的大中型煤炭基地中，陕西有神东、陕北和陇东3个。陕西省累计探明煤炭储量约为1,700亿吨，居全国第三位。此外，对比国内其他煤炭产量丰富地区，陕西煤炭资源以往开发力度较小，资源保护良好，未来发展空间巨大。除资源储量丰富外，陕西省内煤质优良，其中灰份小于10%、硫小于1%的优质动力煤储量811亿吨，占全国储量的47%，居全国之首。

在政府支持方面，陕西省政府一贯重视煤炭产业的发展，陕煤集团正是省政府为发挥陕西煤炭资源优势、品牌优势和规模优势，改变陕西煤炭企业分散、规模较小、竞争力不强的局面，在整合全省煤炭资源的基础上设立的大型煤炭企业集团。作为

陕西省内唯一的大型省级煤炭企业集团，公司在当地拥有其他煤炭企业无法比拟的政府支持优势。陕西省政府明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量将达到 300~400 亿吨，随着未来神府南区的勘探和开发，公司的资源储备将进一步增加。此外，公司代陕西省政府交纳小壕兔、尔林兔和曹家滩矿权价款 118 亿元，此三处矿权合计储量达到 179 亿吨，公司对以上资源具有优先开发权，目前尔林兔和曹家滩项目均通过国家发改委核准，曹家滩已于 2018 年底进入联合试运转阶段。此外，在省政府的协调下，各大金融机构给予公司强有力的金融支持，2016 年 12 月 28 日，陕煤集团与陕西金资签署《400 亿元债转股合作框架协议》；2017 年 1 月 5 日，在陕西省政府牵头下，建行与包括陕煤集团在内的三家大型国有企业签订了总额累计 500 亿元的市场化债转股框架协议。公司已签订合计 845 亿元的市场化债转股合作框架协议，截至 2019 年 3 月末，已到位 454 亿元，上述措施有效地缓解了公司债务压力。

截至 2019 年 3 月末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，核定产能 16,022 万吨/年，资源优势十分明显，可持续发展能力很强。公司煤种主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主，煤种优良，市场认可度高，2018 年公司煤炭产量为 16,022.90 万吨，生产规模优势明显，在中国煤炭协会公布的“2018 年中国煤炭企业 50 强”中名列第三位。

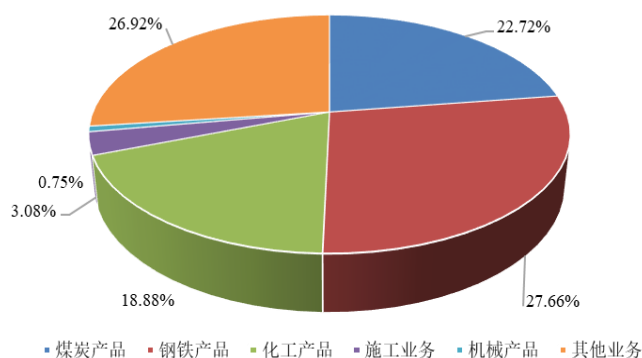
总体来看，公司作为陕西省内唯一的大型省级煤炭企业集团，资源优势明显，煤种优良，生产规模位于行业前列，实力雄厚，可获得省政府及当地金融机构的大力支持，具有很高的行业地位，抗风险能力极强。

业务运营

公司业务以煤炭开采加工、钢铁和化工业务为主，其他业务涉及电力、机械、施工、运输业务及贸易物流等。2018 年公司营业总收入为 2,805.87 亿

元，其中煤炭、钢铁、化工业务占营业总收入比例分别为 22.72%、27.66%和 18.88%；其他业务主要包括电力、建材、运输业务及贸易物流等。

图 10：2018 年公司收入结构情况



注：其他业务包括电力、建材产品、运输业务及贸易物流等。
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

煤炭业务

煤炭是公司的主体产业，目前公司主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，下设铜川矿务局、蒲白矿务局、澄合矿业公司、韩城矿务局、黄陵矿业公司、陕北矿业公司、神南矿业公司、彬长矿业集团及榆北煤业等 9 家主要煤炭生产企业。截至 2019 年 3 月末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，核定产能 16,022 万吨/年。

产量方面，近年来公司加大技术环节投入，实现开采技术升级，所属矿井均属于高产高效先进产能。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司煤炭产量分别为 12,593.36 万吨、14,010.00 万吨、16,022.90 万吨和 3,608.60 万吨⁵，呈逐年上升趋势。其中，2017 年，受限产政策的放开以及发改委要求保障动力煤供应政策影响，公司煤炭产量同比增加 11.25%。2018 年，受益于公司曹家滩、孟村、小庄煤矿等新建矿井进入联合试运转阶段，产量纳入核算范围，且发改委要求保障动力煤供应，公司煤炭产量同比增加 14.37%，产量位居国内煤炭行业第四位⁶。2019

⁵ 2019 年 1 月 12 日，神木地区民营企业陕西榆林神木市百吉矿业李家沟煤矿发生矿难（以下简称“百吉矿难”），造成 21 人死亡。受此影响，榆林市政府对其管辖区内的地方煤矿加大了安全生产监管力度。公司部分矿井位于榆林市地区，煤炭生产受到一定影响，但受益于公司其他新建矿井产能释放，2019 年 1~3 月公司整体煤炭产量同比并未下降。

⁶ 根据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，2018 年大型煤炭企业原煤

年全年，公司实现原煤产量 1.76 亿吨。

表 1：近年来公司下属各矿业公司煤炭生产情况（万吨）

	2016	2017	2018	2019.1~3
铜川矿务局	930.72	864.20	1,046.00	209.40
蒲白矿务局	1,026.18	1,036.80	1,301.80	241.20
澄合矿业公司	304.19	361.50	574.00	148.40
韩城矿务局	851.76	853.70	748.90	175.40
黄陵矿业公司	1,639.79	1,808.00	1,836.30	421.40
陕北矿业公司	986.43	1,002.50	7,100.80	1,214.50
神南矿业公司	5,408.29	6,031.90	--	--
彬长矿业集团	1,446.00	1,891.30	2,448.70	594.50
榆北煤业	--	--	966.40	603.80
合计	12,593.36	14,010.00	16,022.90	3,608.60

注：2017 年合计产量含部分工程煤；2018 年以来，公司将神南矿业公司产量纳入陕北矿业公司产量中核算；榆北煤业下属煤矿主要为小保当一号、小保当二号及曹家滩煤矿，其中小保当二号还未建成投产，小保当一号及曹家滩煤矿于 2018 年进入联合试运转阶段，产量纳入核算范围；彬长矿业集团下属煤矿主要包括大佛寺矿、胡家河矿、小庄矿、文家坡矿及孟村矿等，2018 年公司小庄及孟村矿进入联合试运转阶段，产量纳入核算范围。

资料来源：公司提供

从煤炭生产成本来看，由于公司煤矿赋存条件好、易开采，同时综采率与机械化程度均较高，安全管理难度不大，故吨煤制造成本总体较低。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司吨煤完全成本分别为 155.27 元/吨、192.26 元/吨、216.09 元/吨和 229.44 元/吨，随着职工薪酬的增长，呈逐年上升趋势，但仍保持较低水平。

去产能方面，2016 年公司按计划关停矿井 18 对，其中提前关闭 5 对资源枯竭矿井，共涉及产能 1,815 万吨，涉及人员 2 万人左右，人员安置工作有序开展，去产能相关补助 10.97 亿元已于 2016 年到位。2017 年及 2018 年，由于公司矿井均属于先进产能，按照“十三五”期间去产能规划，公司无需要关停矿井。2019~2020 年，公司计划关停 4 对盈利状况不佳的矿井。

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤和气煤为主，目前已形成了以省内外电力、冶金、化工等重点大型企业为主的稳定客户

产量完成 26.10 亿吨，同比增加 8,877 万吨，其中过亿吨企业 7 家，分别为：国家能源集团 50,816 万吨，中煤集团 19,221 万吨，兖矿集团 16,148 万吨，陕煤集团 16,023 万吨，山东能源集团 14,536 万吨，同煤集团 13,721 万吨，山西焦煤集团 10,011 万吨。

群体。2016~2018 年公司商品煤销量分别为 12,460.10 万吨、13,650.40 万吨和 15,329.20 万吨，得益于煤炭市场的回暖及新建产能的逐步释放，公司商品煤销量随产量增加呈逐年上升趋势。2019 年 1~3 月，公司商品煤销量为 3,563.70 万吨，同比增长 5.81%。

煤炭销售价格方面，目前公司煤炭省内销售价格执行省政府协调价格，省外价格基本上是由供需双方根据市场状况协商决定，其中 2018 年以来，电煤销售中 75%为长期协议，价格参照环渤海指数协定。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司商品煤平均销售价格分别为 222.01 元/吨、358.98 元/吨、364.82 元/吨和 378.01 元/吨，维持较高水平，公司煤炭业务盈利能力很强。

表 2：近年来公司煤炭销售情况（万吨、元/吨）

	2016	2017	2018	2019.1~3
商品煤销量	12,460.10	13,650.40	15,329.20	3,563.70
商品煤平均售价	222.01	358.98	364.82	378.01

注：价格不含税。

资料来源：公司提供

煤炭运输方面，由于公司地处西北，受地理位置所限，铁路运输一直是制约公司发展的重要瓶颈。目前，公司商品煤销售主要通过公路运输，2018 年，公司公路运量占销售总运量的 60%左右。铁路方面，省内铁路运输主要依靠西延线、西平线、梅七线、陇海线；省外铁路运输主要依靠侯月线、陇海线、西合线、西康线。西延线是省内北煤南运的唯一通道，但受运力所限，年运煤量不足 500 万吨。陕北煤炭向东的唯一通道为神华集团的专用线（神朔线）。为解决煤炭外销的运输瓶颈问题，陕西省以资源换运量的方式与国家能源集团达成相关协议，国家能源集团将利用自有铁路每年为陕煤集团提供 1,500~2,000 万吨的运力。另一方面，公司按照控股建设矿区铁路专用线、参股建设重要国铁干线的思路，积极投资建设榆横铁路以及靖神铁路等，并成立了专门运营公司进行管控。公司现有全资和控股铁路线 4,859 公里，正在建设的参股铁路线 2,019.6 公里，在一定程度上提高了运输保障能力。另外正在建设的蒙西至华中铁路煤运通道-浩吉

铁路预计已于 2019 年 10 月投运，该通道设计运输能力 2 亿吨/年，投运后将有效缓解公司煤炭运输压力。近年来公司商品煤省外销售量占比有所波动，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月分别为 40.50%、40.47%、36.69%和 39.85%。

总体看来，公司煤炭储量丰富，煤质优良，为公司未来发展提供了有力保障。近年来随着市场回暖，公司商品煤销售量价齐升，煤炭业务盈利能力很强，行业地位稳固。

化工业务

化工业务是公司依托丰富煤炭资源及地下卤

水资源延伸产业链、提高资源开发价值的重要产业，公司化工业务的区域布局基本与煤炭业务一致，分为渭北、彬黄和陕北三大区域，目前已呈现出化肥产业、煤制甲醇制烯烃产业、煤干馏制油产业、焦化产业和盐化工产业 5 个领域全面发展的局面。煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，成为公司收入的重要组成部分。截至 2019 年 3 月末，公司主要化工产品的产能为尿素 147 万吨/年、甲醇 110 万吨/年、焦炭 450 万吨/年、聚氯乙烯 110 万吨/年、烧碱 80 万吨/年、磷铵 20 万吨/年、兰炭 575 万吨/年和油品 153 万吨/年。

表 3：近年来公司化工产品产能及产量情况（万吨）

产品	截至 2019 年 3 月末 产能（万吨/年）	2016		2017		2018		2019.1~3	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	147	170.24	174.81	165.10	164.10	169.23	168.25	46.51	51.16
甲醇	110	84.35	65.53	94.60	105.10	79.84	94.35	23.48	26.96
焦炭	450	331.27	360.54	394.20	405.90	295.43	297.76	102.25	102.83
聚氯乙烯	110	113.65	113.91	115.00	113.50	114.50	114.32	29.11	28.43
烧碱	80	77.58	75.88	78.10	73.20	78.95	86.04	20.65	21.04
磷铵	20	16.72	18.43	19.60	19.60	12.83	11.63	4.86	5.26
兰炭	575	337.55	326.34	464.20	428.20	506.67	483.17	118.77	109.04
油品	153	73.45	73.19	95.30	93.00	109.41	107.10	24.31	25.85

资料来源：公司提供

产量方面，2018 年公司主要化工产品产量分别为尿素 169.23 万吨、甲醇 79.84 万吨、焦炭 295.43 万吨、聚氯乙烯 114.50 万吨、烧碱 78.95 万吨、磷铵 12.83 万吨、兰炭 506.67 万吨和油品 109.41 万吨。其中，随着东鑫垣煤制油项目生产逐步稳定，公司油品产量同比增加 14.81%，兰炭产量同比增加 9.15%；受公司下属子公司陕西黄陵煤化工有限责任公司（以下简称“黄陵煤化工”）受到环保处罚⁷并停产影响，公司甲醇产量同比减少 15.60%，焦炭产量同比大幅下降 25.06%；同期公司磷铵产量同比大幅下降 34.54%，主要系环保限产及系统停车所致；其余产品产量同比较为稳定。2019 年 1~3 月，公司主要化工产品产量分别为尿素 46.51 万吨、甲醇

23.48 万吨、焦炭 102.25 万吨、聚氯乙烯 29.11 万吨、烧碱 20.65 万吨、磷铵 4.86 万吨、兰炭 118.77 万吨和油品 24.31 万吨，其中焦炭产量同比增长 20.18%，主要系黄陵煤化工恢复生产所致；受百吉矿难事故影响，公司兰炭产量同比下降 4.23%；其余产品产量同比较为稳定。

销售方面，公司各主要化工产品产销率保持较高水平。产品价格方面，2018 年，随着化工行业景气度上升及原材料价格上升，公司主要化工产品价格均有所增长，尿素、甲醇、焦炭、聚氯乙烯、烧碱、磷铵、兰炭和油品价格分别升至 1,802.29 元/吨、2,268.18 元/吨、1,737.50 元/吨、5,763.64 元/吨、3,035.15 元/吨、2,300.54 元/吨、596.52 元/吨和 4,370.04 元/吨。2019 年 1~3 月，受化工行业整体景气度有所回落影响，除磷铵及兰炭价格小幅增长外，公司其他化工产品价格较上年末均有所下降。

⁷ 2018 年 8 月 14 日，中华人民共和国生态环境部发布《生态环境部通报陕西黄陵煤化工有限责任公司环境问题的查处情况》的新闻，经查，黄陵煤化工存在大量环境违法行为。陕西省环保厅责令黄陵煤化工停产整治，延安市、黄陵县纪委和公司共对 40 名相关责任人进行了责任追究。

表 4：近年来公司化工产品销售价格（元/吨）

产品	2016	2017	2018	2019.1~3
尿素	1,070.76	1,440.43	1,802.29	1,736.15
甲醇	1,457.73	1,966.77	2,268.18	1,779.68
焦炭	787.12	1,489.15	1,737.50	1,701.92
聚氯乙烯	4,933.97	5,487.31	5,763.64	5,591.52
烧碱	1,821.89	2,934.37	3,035.15	2,771.30
磷铵	1,700.32	1,987.71	2,300.54	2,382.88
兰炭	338.25	591.71	596.52	633.57
油品	3,353.78	4,002.10	4,370.04	3,961.63

注：价格不含税。

资料来源：公司提供

煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，是未来公司主要的发展方向和投资领域。目前公司主要在建及拟建项目包括 30 万吨/年煤制乙二醇项目、榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目、神木富油 50 万吨/年煤焦油全馏分加氢制环烷基油项目及天元公司 660 万吨/年粉煤分质利用示范项目⁸等。其中，榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目包括 1,500 万吨/年煤炭中低温热解、560 万吨/年甲醇、180 万吨/年乙二醇、200 万吨/年 MTO 以及以此为中间原料的下游精细化工装置。该项目总投资规模很大，公司计划分步建设。目前，公司正在建设其中 120 万吨/年粉煤快速热解项目（该项目为 1,500 万吨/年煤炭中低温热解的重要组成部分，投资约为 32 亿元），同时拟建设 180 万吨/年乙二醇项目。

总体上看，依托公司丰富的煤炭资源及地下卤水资源，公司的煤化工业务快速发展，同时得益于化工市场回暖，公司主要产品价格整体有所增长，盈利能力随之增强。但中诚信国际关注到，公司在化工领域存在较大规模的投资支出，新投产项目面临一定技术风险；此外目前国内大型煤企投资在建的煤化工项目较多，部分产品产能过剩问题突出，节能环保压力较大，未来将给公司的化工业务带来一定的经营压力。

⁸ 神木富油项目以煤焦油为原料，总投资 25.11 亿元，是“十三五”规划的示范项目，预计于 2020 年内投产；天元公司 660 万吨/年粉煤分质利用示范项目分两期建设，一期建设单套 60 万吨/年的生产装置，总投资为 4.30 亿元，已投产，二期建设 600 万吨/年（单套 100 万吨）生产装置。

钢铁业务

钢铁业务作为公司“煤-焦-铁”产业链的最终一环，是公司业务的重要组成部分，主要由公司下属子公司陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”）运营。陕钢集团下属陕西龙门钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“龙钢集团”）子公司陕西龙门钢铁有限责任公司（以下简称“龙钢公司”，2017 年纳入公司合并范围），和陕钢集团汉中钢铁有限责任公司（以下简称“汉钢公司”）是公司钢铁产品生产主体。截至 2019 年 3 月末，陕钢集团拥有生铁产能 996 万吨/年，粗钢产能 1,100 万吨/年，钢材产能 1,290 万吨/年。2018 年，陕钢集团实现净利润 26.08 亿元，同比增加 61.39%；2019 年 1~3 月，陕钢集团净利润为 2.37 亿元，同比有所下降，主要系钢材价格下跌所致。

产量方面，2018 年受益于下游需求上升，公司生铁产量同比增加 4.25%至 1,029.00 万吨，粗钢和钢材产量分别为 1,138.00 万吨和 1,003.00 万吨，同比分别增长 11.15%和 9.86%。2019 年 1~3 月，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为 255.95 万吨、283.69 万吨和 266.58 万吨，同比均小幅上升。

生产效率方面，陕钢集团近年来不断加大对指标管理工作的推进力度，通过优化炉料结构、技术攻关等措施，主要技术指标保持较高水平。2018 年，公司烧结固体燃料消耗为 49.73 千克/吨，同比小幅下降 2.07%，炼铁综合焦比同比下降 3.24%至 506.45 千克/吨，炼钢钢铁料消耗为 1,057.56 千克/吨，同比小幅增长 0.41%。2019 年 1~3 月，上述 3 项指标分别为 52.23 千克/吨、530.94 千克/吨和 1,055.81 千克/吨。

生产成本方面，受原材料价格上升影响，2018 年，龙钢公司粗钢成本同比增长 9.56%至 2,828.09 元/吨，汉钢公司粗钢成本同比增长 8.91%至 3,018.29 元/吨，带动公司整体粗钢成本同比有所上升；同期，龙钢公司钢材成本为 2,885.53 元/吨，同比增长 8.76%，汉钢公司钢材成本亦同比增加 3.29%至 3,050.68 元/吨，使得公司整体钢材成本同比有所

增长。2019 年 1~3 月，公司粗钢成本及钢材成本进一步增长。

表 5：近年来公司钢材生产情况（千克/吨、元/吨）

	2016	2017	2018	2019.1~3
烧结固体燃料消耗：	47.54	50.78	49.73	52.23
龙钢公司	49.40	55.73	54.12	55.28
汉钢公司	42.99	40.33	41.35	44.23
炼钢钢铁料消耗：	1,040.57	1,053.20	1,057.56	1,055.81
龙钢公司	1,039.85	1,056.66	1,062.67	1,057.93
汉钢公司	1,042.17	1,045.23	1,044.45	1,051.23
炼铁综合焦比：	510.92	523.39	506.45	530.94
龙钢公司	506.41	519.21	502.49	535.30
汉钢公司	521.40	533.27	516.81	521.37
钢材成本：				
龙钢公司	1,950.81	2,653.14	2,885.53	2,948.30
汉钢公司	2,210.18	2,953.60	3,050.68	3,175.90
粗钢成本：				
龙钢公司	1,875.72	2,581.36	2,828.09	2,837.67
汉钢公司	2,033.00	2,771.27	3,018.29	2,886.43

生铁成本：

龙钢公司	1,507.61	2,140.09	2,227.11	2,301.42
汉钢公司	1,662.91	2,413.26	2,459.51	2,540.78

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年随着下游需求回暖，钢材价格进一步上升，公司粗钢和钢材平均销售价格分别同比增加 9.91% 和 8.01% 至 3,432.85 元/吨和 3,659.33 元/吨；同期，公司自用部分粗钢产品，粗钢销量仅为 145.73 万吨；随着产量的上升，公司钢材销量同比增加 19.45% 至 1,078.48 万吨。2019 年 1~3 月，公司粗钢销量为 35.58 万吨，平均销售价格小幅升至 3,480.80 元/吨，粗钢销量为 278.67 万吨，平均销售价格小幅降至 3,418.74 元/吨。

表 6：近年来公司主要产品销售情况（万吨、元/吨）

	2016			2017			2018			2019.1~3		
	产量	销量	平均销售价格	产量	销量	平均销售价格	产量	销量	平均销售价格	产量	销量	平均销售价格
粗钢	629.73	119.10	1,914.17	1,023.80	114.76	3,123.39	1,138.00	145.73	3,432.85	283.69	35.58	3,480.80
钢材	730.27	601.19	2,135.89	913.01	902.87	3,388.00	1,003.00	1,078.48	3,659.33	266.58	278.67	3,418.74

注：价格不含税。

资料来源：公司提供

整体上看，虽然近年来钢材价格有所回升，但中诚信国际关注到，各地房地产调控政策效果的逐步凸显，对钢铁行业下游需求造成一定影响。中诚信国际将对钢材行业景气度变化及钢材价格的波动保持关注。

其他业务

在其他非煤业务方面，公司主要涉及电力、机械制造、施工、铁路等。

电力业务方面，公司主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，通过建设矿区配套煤矸石综合利用电厂和瓦斯发电项目及与大型发电集团建立战略合作关系，以加大煤炭就地转化力度，全面提高资源综合利用效益。公司与华电、大唐、华能等电力集团合作，重组整合了 11 个在役燃煤电厂，且

2018 年公司下属府谷能源开发有限公司 600 兆瓦机组投产，截至 2018 年末，公司权益装机容量达 5,195.1 兆瓦。公司通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，支持煤炭主业的长期发展。2018 年，公司实现发电量 288.50 亿千瓦时，售电量 267.90 亿千瓦时，同比分别增加 18.22% 和 18.75%，主要系下游用户需求的上升及新机组投产所致；同期平均售电价格为 0.339 元/千瓦时，同比有所下降。2019 年 1~3 月，公司实现发电量 69.93 亿千瓦时，售电量 65.01 亿千瓦时，同比均小幅增长，平均售电价格为 0.354 元/千瓦时。2018 年，随着公司发电量的增加，电力业务盈利能力小幅好转，但仍面临一定的经营压力。

表 7：近年来公司电力业务运营情况（MW、亿千瓦时）

电厂名称	可控装机容量	权益装机容量	2017		2018		2019.1~3	
			发电量	售电量	发电量	售电量	发电量	售电量
大唐信阳华豫发电有限责任公司	960	489.6	32.59	30.65	29.33	27.61	9.03	8.51

大唐洛阳热电有限责任公司	640	320.0	22.69	20.91	29.99	27.48	7.30	6.65
洛阳双源热电有限责任公司	405	202.5	15.04	13.18	14.81	12.98	4.15	3.66
山西大唐国际运城发电有限责任公司	1,200	612.0	46.05	42.58	35.89	33.14	3.72	3.44
大唐略阳发电有限责任公司	660	370.6	30.50	28.51	30.94	28.81	6.18	5.78
大唐石门发电有限责任公司	660	336.6	19.72	18.28	24.74	22.99	6.77	6.30
长安石门发电有限公司	660	354.6	14.79	12.37	20.83	19.37	6.02	5.58
长安益阳发电有限公司	1,960	1,909.2	62.66	59.12	78.90	74.42	21.36	20.19
府谷能源开发有限公司	600	600	--	--	23.07	21.10	5.41	4.90
合计	7,745	5,195.1	244.03	225.60	288.50	267.90	69.93	65.01

注：表中数据合计数与分项加总不一致，系四舍五入及部分发电量自用所致。

资料来源：公司提供

公司下属机械制造板块主要由西安煤矿机械有限公司和陕西建设机械公司负责运营，另外公司下属矿务局均有规模不等的机械厂，产品包括煤矿机械、工程机械、民用机械三大类几十种。2018年，受益于下游需求的回升及行业回暖，公司实现机械制造业务收入 21.06 亿元，同比上升 57.16%。2019 年 1~3 月，公司机械制造业务收入为 11.23 亿元。

公司施工业务主要由陕西煤业化工建设（集团）有限公司负责运营，2018 年以来公司施工业务项目承接量有所增加，2018 年及 2019 年 1~3 月该板块分别实现收入 86.33 亿元和 14.11 亿元，同比均大幅增长。

物流方面，陕西煤业化工物资集团有限公司（以下简称“物资集团”）是公司全资子公司，同时也是公司物流板块的核心企业。2018 年及 2019 年 1~3 月物资集团实现收入（未合并抵消）分别为 685.74 亿元和 115.12 亿元。物资集团对外销售的产品主要是公司下属企业生产的化工产品、化肥、钢材、煤炭等产品，主要是批发形式销售给相关的贸易公司，包括天津物产进出口贸易有限公司、天津绥津国际贸易有限公司、天津浩安矿产有限公司、陕西地矿物资供销有限公司和天津物产集团有限公司等，2019 年 1~3 月，公司前五大下游客户销售额为 36.75 亿元，占比为 31.92%，客户集中度较高。结算方面，公司对小型企业按照先款后货模式结算，结算方式为电汇、转账或银承；对大型长期合作下游客户给予三个月账期。

表 8：2019 年 1~3 月公司物流业务前五大下游客户
(亿元、%)

客户名称	金额	占比
天津物产进出口贸易有限公司	12.27	10.66

天津绥津国际贸易有限公司	13.76	11.95
天津浩安矿产有限公司	5.08	4.41
陕西地矿物资供销有限公司	2.94	2.55
天津物产集团有限公司	2.71	2.35
合计	36.75	31.92

注：表中数据合计数与分项加总不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

铁路方面，根据陕西省人民政府 2016 年 7 月 27 日第 36 次专项问题会议纪要《关于加快我省铁路建设有关问题的会议纪要》，公司以陕西省铁路投资集团有限公司（以下简称“铁路投资集团”）2011 年以来净资产增加部分和已承诺项目后续投入入股。原由公司承担的“十二五”结转到“十三五”的 5 个铁路项目配套资金约 60 亿元继续由公司承担，并作为公司出资股份；铁路投资集团移交其之前的净资产，省发展改革委、省财政厅投入形成的权益均作为省政府投资，由国资委履行出资人权利义务。2017 年 3 月 6 日，公司与陕西省铁路集团有限公司⁹（以下简称“陕西铁路集团”）签订《陕钢投公司资产划转移交协议》，划转公司持有的铁路投资集团股权，宝麟铁路和麻园子铁路项目已被剥离。目前公司控股铁路为榆横铁路、靖神铁路及红柠铁路等，同时还参股浩吉铁路，将对公司铁路运力形成一定的保障。

总体来看，其他非煤业务共同构建了公司多元化经营的格局，一定程度上提升了公司的抗风险能力。公司机械及施工业务规模较小，对利润影响不大；其他业务规模较大，主要为贸易及电力业务，

⁹ 陕西铁路集团的股东包括陕西省交通投资集团有限公司、陕西铁路物流集团有限公司（股东为公司）、陕西省国资委、陕西省高速公路建设集团公司及陕西省地方电力（集团）有限公司，截至 2019 年 3 月末持股比例分别为 31.91%、30.95%、26.47%、5.32%和 5.32%。

其中贸易业务盈利能力处于较低水平，利润贡献较低，电力业务受煤炭价格回升影响，面临一定的经营压力。

管 理

产权结构

陕西煤业化工集团有限责任公司组建成立于2006年6月，是由陕西省国资委组建的国有独资有限责任公司。截至2018年末，公司注册资本为100亿元人民币，实际控制人为陕西省国资委，同期末，公司纳入合并报表的企业共计56家。

公司治理

在公司治理方面，公司建立了较为完善的法人治理结构。根据公司章程，本公司不设立股东会，只设立董事会，董事会是公司的权力机构，依据《中华人民共和国公司法》行使相关职权。董事每届任期三年，任期届满，委派董事经出资人继续委派可以连任。公司设董事长1名，董事若干，董事长为公司的法定代表人。公司设立监事会。监事会成员由5人组成，监事会成员有出资人委派的监事和职工代表组成，其中陕西省国资委委派3名、由公司职工代表大会选举产生2名。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。监事每届任期为3年，监事任期届满，委派监事经出资人继续委派或职工代表经职工代表大会选举可以连任。公司设总经理1名，可以设副总经理若干名，总经理对董事会负责。董事会成员经出资人批准可以兼任总经理、副总经理。

管理制度

财务管理方面，公司主要履行宏观财务管理职能，对所属单位代行出资人职责，负责全集团及所属单位的资产保值增值责任；对省国资委签订经营目标责任状；完成国资委赋予的其他工作任务。公司所属子公司为独立经济核算单位，依法自主经营，自负盈亏，对公司承担资产保值增值责任；与公司签订经营目标责任状；公司向所属企业派出财

务总监履行监督职能。公司通过制定《投资、筹资、资金管理办法》，规范了投资、融资及资金管理行为；通过制定了《会计核算办法》，规范了会计核算，公司还颁布了《陕西煤业化工集团公司关于加强成本管理工作十条意见》加大了应收账款的回款力度和存货的管理和控制。

筹资管理方面，公司制订了《融资和担保管理办法》，以及后续修订的《资金管理办法》、《内部结算管理办法》和《票据集中管理办法》规定，所属各子公司需在同一组织和领导下进行资金筹集；公司对筹措的资金实行集中管理、统一调配；所属单位筹集的资金，应纳入公司的资金预算与使用计划；公司筹集的资金，根据发展需要，拨付所属单位使用；公司及所属单位对外筹集资金，应根据自身的资本结构合理举债，并保持合理的资产负债水平。

资金管理方面，由公司财务资产部统一管理公司本部及所属子公司的银行账户，对经营和投资资金实行集中预算管理。公司已完成资金结算中心收支两条线管理向财务公司扁平化管理的转化，集团财务资产部为资金管理部门，财务公司为结算业务操作部门。各下属子公司在财务公司集中开立结算账户，各子公司按照以收定支与资金定额孰低原则进行资金管理。

总体看，公司通过内部控制体系、监督体系的执行，进一步完善了企业制度，健全了各项管理机制，建立了完善的治理架构和管理体系，形成了完善的内部控制和管理制度，并在此基础上实施规范运作和有效监督。

煤炭安全生产管理

公司目前主要开发的渭北老区煤矿开发时间较长，瓦斯含量较高，对煤炭安全管理提出较高要求。近年，公司已明显加大了安全管理力度，并加大了安全年薪在考核中所占的比例。目前公司对现有煤矿以不低于15元/吨的方法计提安全管理费，最高提取20元/吨，高于全国10元/吨的标准。随着渭北老区资源的逐渐枯竭，安全生产困难有所加

大，但考虑到公司生产重心逐渐由渭北老区向自然灾害较少、生产条件较好的陕北、彬黄矿区转移，预计公司安全事故将呈减少趋势。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司百万吨死亡率分别为 0.024、0.057、0.031 和 0，均低于全国平均水平。其中 2017 年，公司发生死亡事故 3 起，死亡 5 人，百万吨死亡率同比有所增长。

表 9：近年来公司煤炭百万吨死亡率情况

	2016	2017	2018	2019.1~3
百万吨死亡率	0.024	0.057	0.031	0.00
全国百万吨死亡率	0.156	0.106	0.093	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司煤炭百万吨死亡率处于较低水平，但由于煤炭生产建设的高危性，公司安全事故风险依然不能完全消除。

战略规划

根据公司产品规划，随着渭北老区资源的逐步减少，公司未来将逐渐把生产重心向开发条件较好的彬黄西区和陕北新区转移，重点发展彬长、黄陵、神府、榆神和榆横矿区。在大力发展彬黄西区和陕北新区的同时，公司还将对渭北矿区的部分矿井进行改扩建，随着彬黄和陕北矿区产能的不断释放和

老矿井改扩建后的产能增加，公司的煤炭产能将保持快速增长的趋势，同时将带动产、销规模、收入以及利润规模的明显提高，公司整体的抗风险能力也将进一步增强。

公司在“十三五”期间将充分利用好国内外两个市场、两种资源，以大项目、大园区建设为主体，以科技、金融、物流三大服务体系为支撑，围绕煤、配套煤、发展煤、延伸煤，实现煤炭高效绿色开采，综合利用、清洁转化，加快实施“煤化电路”一体化战略，推动公司安全高效、绿色低碳、可持续发展。从区域上来看，公司将构建“渭北、彬黄、陕北”三大战略区域的空间布局，通过实施“稳定渭北老区、壮大彬黄西区、做强陕北新区”，形成以渭北老区为基础，以彬黄西区为增长点，以陕北新区为发展重点的产业格局。渭北老区主要是深化挖潜，构建煤基精细化工园区和相关产业培育基地；彬黄西区主要是加大彬长、黄陵矿区开发力度，依托彬长煤化工业园区，实施煤电化一体化项目建设；陕北新区主要是重点建设神府、榆神、榆横矿区，抓住榆横煤化工业园区的发展机遇，建设大型煤化化工示范园区。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设规模	建设年限	总投资	2019 年 3 月末已投资	2019 年计划投资
小保当一号矿井及选煤厂项目	1,500 万吨/年	2013~2019	65.65	49.64	8.14
小保当二号矿井及选煤厂项目	1,300 万吨/年	2013~2019	68.33	27.55	10.19
曹家滩矿井及选煤厂项目	1,500 万吨/年	2013~2019	65.06	59.79	11.53
孟村煤矿项目	600 万吨/年	2013~2019	39.32	38.11	8.06
小庄煤矿项目	600 万吨/年	2013~2019	52.08	52.00	--
30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年	2015~2019	54.95	25.23	18.10
靖边至神木集运铁路项目	线路全长 232.68 公里， 发运量 1 亿吨/年	2017~2020	153.95	127.18	40.00
合计	--	--	499.34	379.50	96.02

资料来源：公司提供

表 11：截至 2019 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设地点	建设规模	总投资	2019 年
榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目	榆林市榆阳区	180 万吨/年乙二醇工程	219.00	80.00
新建神瓦铁路神木北（红柳林）至冯家川段	神木、府谷、山西宝德	线路全长 84.35 公里，发运量 5,000 万吨/年	87.50	35.00
合计	--	--	306.50	115.00

注：榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目计划总投资约 1,022 亿元，年处理原煤 2,014 万吨，共包括 27 个工艺装置及配套的公用工程，主要包括 1,500 万吨煤炭中低温热解、560 万吨甲醇、180 万吨乙二醇、200 万吨 MTO 以及以此为中间原料的下游精细化工装置，其中 180 万吨/年乙二醇工程仅为榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目的子项目。公司建设项目的原则是“成熟一个、落地一个”，故建设规模及总投资未包含未落地项目。

资料来源：公司提供

为进一步提高公司的整体市场竞争力，实现公司的“十三五”规划目标，未来公司计划在煤炭、煤化工和运输等领域进行较大规模的投资。根据公司规划，截至2019年3月末，公司在建项目总投资499.34亿元，其中已完成投资379.50亿元；拟建项目总投资306.50亿元。

整体来看，公司在建、拟建项目集中在煤炭、煤化工及铁路等领域，未来仍将有一定的投资规模。中诚信国际将持续关注公司在建及拟建项目建设进度及资金平衡情况。

财务分析

以下分析基于经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告和公司提供的未经审计的2019年三季报。各期财务数据均为报表期末数。中诚信国际将公司“其他流动负债”中的信托融资款及短期收益凭证调整到短期债务，将公司“其他非流动负债”中的信托融资款及“长期应付款”中的融资租赁款调整到长期债务中计算有息债务。

2017年，公司将龙钢公司纳入合并报表范围。

资本结构

近年来随着业务规模的扩大和在建项目的推进，公司资产规模逐年递增，2016~2018年末及2019年9月末分别为4,458.20亿元、4,640.60亿元、5,009.63亿元和5,129.27亿元。

从资产的构成来看，公司以非流动资产为主，2018年末非流动资产占总资产比例为75.06%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产以及在建工程构成，2018年末上述3项占非流动资产比例分别为44.81%、20.84%和11.51%。固定资产方面，近年来随着公司在建项目的陆续转固，固定资产规模不断上升，2016~2018年末分别为1,342.56亿元、1,487.03亿元和1,685.13亿元。截至2019年9月末，受折旧影响，公司固定资产小幅下降至1,627.40亿元。无形资产方面，作为煤炭生产企业，公司无形资产以矿权和土地使用权为主，2016~2018年末无

形资产分别为599.82亿元、641.00亿元和783.65亿元，逐年增长。其中2017年，得益于曹家滩及小保当矿井采矿权的核准，无形资产同比增加6.87%。2018年，由于小壕兔井田探矿权证办理完毕，公司将以前年度垫付探矿权价款由其他应收款转增无形资产，期末无形资产同比大幅增加22.26%。截至2019年9月末，受摊销影响，公司无形资产小幅降至778.17亿元。在建工程方面，2016~2018年末公司在建工程分别为610.15亿元、497.52亿元和432.72亿元，随着在建项目的推进及逐步转固，呈逐年下降趋势。截至2019年9月末，公司持续推进在建项目的建设使得在建工程增至556.88亿元。长期股权投资方面，2016~2018年公司长期股权投资分别为178.78亿元、317.67亿元和405.64亿元，逐年增长。其中2017年，公司不再将铁路投资集团纳入合并报表范围，长期股权投资同比大幅增长77.69%¹⁰。2018年，公司新增对隆基绿能科技股份有限公司40.41亿元投资，并对陕西铁路集团追加投资24.74亿元，使得期末长期股权投资同比增长27.69%。截至2019年9月末，公司长期股权投资进一步增至451.40亿元，主要为陕西煤业新增对江苏恒神股份有限公司投资、追加对隆基绿能科技股份有限公司的投资所致。此外，2017年末，由于龙钢公司纳入公司合并报表范围，公司商誉由2016年末的37.72亿元大幅升至73.41亿元；2018年末及2019年9月末公司商誉分别为70.39亿元和70.18亿元。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、存货及预付账款构成，2018年末占流动资产比例分别为30.14%、15.42%、12.60%和11.17%。货币资金方面，公司近年来保持较大规模的货币资金，2016~2018年末分别为322.21亿元、329.63亿元和376.47亿元，其中2018年末受限的货币资金为52.44亿元，主要为承兑汇票保证金等。2019年以来，公司继续保持了很强的获现水平，9

¹⁰ 2016年，公司合并报表范围包含铁路投资集团，投资资金计入其他非流动资产。

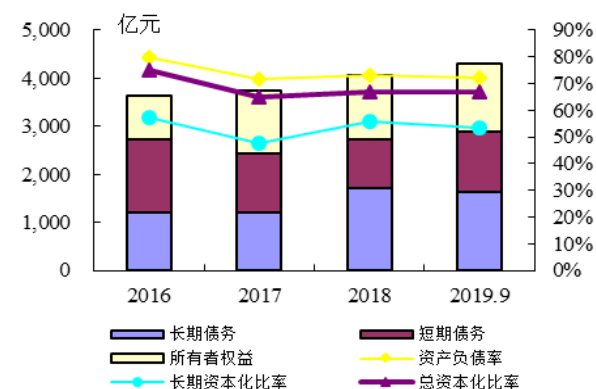
月末公司货币资金增至 380.71 亿元。2016~2018 年末，公司应收票据分别为 113.71 亿元、179.78 亿元和 192.68 亿元，逐年增长，主要系公司业务规模扩大所致。截至 2019 年 9 月末，随着应收票据到期兑付、贴现，公司应收票据降至 119.09 亿元。存货方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司存货分别为 137.80 亿元、144.56 亿元、157.37 亿元和 169.43 亿元，逐年增长，系主要商品价格上涨以及生产经营规模扩大所致。预付账款方面，2016~2018 年末公司预付账款分别为 138.19 亿元、120.96 亿元和 139.57 亿元，随公司采购设备及材料金额的波动，呈波动趋势。截至 2019 年 9 月末，公司预付采购款有所增加，带动预付账款小幅增至 143.20 亿元。此外，其他应收款¹¹方面，2016~2018 年末及公司其他应收款分别为 244.78 亿元、168.29 亿元和 64.83 亿元，呈逐年快速减少趋势。其中 2017 年，由于龙钢公司被纳入合并报表范围，期末其他应收款同比大幅下降 31.75%。2018 年，公司将以前年度垫付探矿权价款由其他应收款转增无形资产，使得期末其他应收款同比大幅下降 63.12%。截至 2019 年 9 月末，公司其他应收款小幅增至 67.09 亿元。

所有者权益方面，近年来公司所有者权益逐年递增，2016~2018 年末分别为 902.79 亿元、1,320.12 亿元和 1,356.42 亿元。2017 年，受公司划转铁路投资集团影响，资本公积减少 47.53 亿元至 236.07 亿元，但受益于盈利水平上升带来的利润积累、债转股资金的到位及发行 20 亿元永续期公司债券，公司所有者权益同比大幅增加 46.23%。2018 年，公司实现净利润 101.24 亿元，同时发行 2 期永续中期票据使得其他权益工具同比增长 30.00 亿元至 115.00 亿元；但由于当期公司分配现金股利，且下属单位移交“三供一业”及其他社会职能，同时下属四局一公司改制，使得公司未分配利润同比减少 37.35 亿元至 -99.44 亿元，受上述因素综合影响，2018 年末公司所有者权益同比仅增长 2.75%。截至 2019 年 9 月末，受益于利润的积累，公司所有者权

益进一步增至 1,418.36 亿元。此外，2019 年 7 月 11 日，公司下属上市公司陕西煤业向股东分派 2018 年度现金股利 31.99 亿元。

负债方面，2016~2018 年末，公司总负债分别为 3,555.41 亿元、3,320.48 亿元和 3,653.21 亿元，呈波动增长趋势；同期末，公司资产负债率分别为 79.75%、71.55%和 72.92%。公司总负债主要由有息债务及应付账款构成。应付账款方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司应付账款分别为 317.49 亿元、354.93 亿元、300.39 亿元和 261.44 亿元，整体有所下降。其中 2017 年，由于部分工程款未结算，公司应付账款同比增长 11.79%。2018 年以来，随着工程款等应付款项的陆续支付，公司应付账款有所下降。截至 2019 年 9 月末，受有息债务增加带动，公司负债总额升至 3,710.92 亿元，但受益于所有者权益的大幅增加，公司资产负债率小幅降至 72.35%。中诚信国际关注到，公司所有者权益中包含部分永续债务工具，若将其调至债务，2019 年 9 月末资产负债率将上升至 74.59%。

图 11：近年来公司资本结构情况



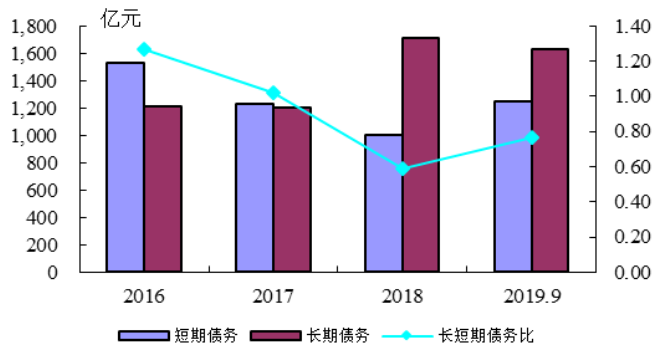
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

有息债务方面，2016~2018 年末，公司总债务分别为 2,739.98 亿元、2,426.79 亿元和 2,717.83 亿元；同期末，公司总资本化比率分别为 75.22%、64.77%和 66.71%，均呈波动下降趋势。其中 2017 年，公司债务到期规模较大，期末总债务同比下降 11.43%，带动总资本化比率降低 10.45 个百分点。2018 年，公司持续推进在建项目，使得总债务同比增长 11.99%，总资本化比率同比增加 1.94 个百分点。截至 2019 年 9 月末，随着在建项目的推进，

¹¹ 2016~2018 年公司其他应收款包含应收利息及应收股利。

公司总债务进一步升至 2,882.82 亿元，总资本化比率小幅升至 67.02%。若将永续债调至债务，2019 年 9 月末，公司总资本化比率将上升至 69.70%。

图 12：近年来公司债务结构



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务结构来看，2016~2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.27、1.02 和 0.59，公司债务结构逐步变为以长期债务为主，债务结构合理。其中 2018 年，受益于公司将部分短期债务置换为长期债务，加之长期借款及应付债券有所增加，期末长短期债务比同比大幅下降。截

至 2019 年 9 月末，受部分长期债务转入一年内到期的非流动负债影响，公司长短期债务比增至 0.76，但债务结构仍处于合理水平。

总体看，近年来受益于利润的积累及债转股资金的到位，公司所有者权益持续上升；但 2018 年公司推进在建工程建设，使得债务规模有所增长，财务杠杆已处于较高水平。

盈利能力

近年来随着业务规模的扩大和主营产品价格的上升，公司营业总收入呈逐年上升趋势，2016~2018 年分别为 2,120.95 亿元、2,600.89 亿元和 2,805.87 亿元。毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 12.29%、18.83%和 19.54%，随着煤炭、化工产品和钢铁价格的回升，呈逐年上升趋势。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 2,206.53 亿元，同比增长 9.00%，营业毛利率小幅降至 17.83%。

表 12：近年来公司各业务收入和毛利率情况（亿元、%）

项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭产品	509.07	37.16	495.97	62.33	637.41	51.84
钢铁产品	516.10	0.51	667.38	6.77	776.18	9.35
化工产品	329.25	12.76	637.26	10.03	529.67	17.99
施工业务	26.55	15.33	42.00	12.75	86.33	18.85
机械产品	12.42	16.34	13.40	15.75	21.06	20.21
其他业务	727.56	--	744.88	--	755.22	--
营业总收入/营业毛利率	2,120.95	12.29	2,600.89	18.83	2,805.87	19.54

注：其他业务包括电力、火工产品、建材产品、运输业务及贸易物流等；公司对 2017 年及 2018 年分板块收入进行了调整，中诚信国际根据公司提供数据修改分板块收入；公司化工板块收入除上述业务中列示产品收入还包含其他产品收入及贸易收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分板块来看，公司煤炭板块收入包含部分贸易收入，2016~2018 年公司煤炭板块收入分别为 509.07 亿元、495.97 亿元和 637.41 亿元；同期毛利率分别为 37.16%、62.33%和 51.84%，均有所波动。其中 2017 年，由于公司剔除煤炭贸易收入，煤炭业务收入同比下降 2.57%；受益于煤炭价格增幅较大，毛利率同比大幅增长 25.17 个百分点。2018 年，受益于公司煤炭销售量价齐升，煤炭业务收入同比增加 28.52%；但吨煤成本的上升使得毛利率同比下降 10.49 个百分点。

化工业务方面，2016~2018 年公司化工业务收入分别为 329.25 亿元、637.26 亿元和 529.67 亿元，呈波动态势；同期毛利率分别为 12.76%、10.03%和 17.99%。其中 2017 年，受益于化工产品销售价格的上升、部分产品销量的增长及贸易收入增加，公司化工业务收入同比大幅增长 93.55%；但由于原材料价格的上涨及贸易规模的扩大，毛利率同比下降 2.73 个百分点。2018 年，公司化工业务收入同比减少 16.88%，主要系部分化工产品产量下降及贸易规模缩减所致；但受益于销售价格的上升，化工

产品毛利率同比增加 7.96 个百分点。

钢铁板块方面，公司钢材业务包含钢材贸易。2016 年，由于下游需求回暖以及供给侧改革的有序推进，钢材价格持续反弹，当期公司钢铁产品实现营业收入 516.10 亿元，毛利率为 0.51%。2017 年，得益于钢材价格维持高位，公司钢铁业务收入同比增加 29.31% 至 667.38 亿元，毛利率升至 6.77%。2018 年，得益于钢材价格进一步上升，公司钢铁业务收入同比增加 16.30% 至 776.18 亿元，毛利率升至 9.35%。

期间费用方面，2016~2018 年公司期间费用合计分别为 253.25 亿元、298.02 亿元和 320.72 亿元，逐年增长，其中管理费用占比最大；同期，公司期间费用率分别为 11.94%、11.46% 和 11.43%，随着营业总收入的增长，呈逐年小幅下降趋势。2016~2018 年公司管理费用（含研发费用）分别为 97.29 亿元、118.68 亿元和 149.58 亿元，随着职工薪酬和修理费等的增长，呈逐年增长趋势。财务费用方面，2016~2018 年公司财务费用分别为 93.36 亿元、108.63 亿元和 110.76 亿元，逐年增加。其中 2017 年，由于融资成本的上升，公司财务费用同比增长 16.35%；2018 年受益于融资成本的下降，公司利息费用同比有所减少，但当期公司新增汇兑损失 7.60 亿元，使得财务费用同比小幅增长 1.97%。销售费用方面，公司销售费用主要为运输费等，2016~2018 年分别为 62.61 亿元、70.72 亿元和 60.38 亿元，有所波动。其中 2017 年，公司发运量上升，带动运输费增加，致使销售费用同比增加 12.96%；2018 年公司销售费用同比降低 14.62%，主要系运输费用有所下降所致。2019 年 1~9 月，主要受债务规模上升影响，公司财务费用同比增加 2.21% 至 100.51 亿元，带动期间费用同比增加 11.27% 至 256.11 亿元，期间费用率小幅增至 11.61%，公司费用控制能力有待加强。

表 13：近年来公司期间费用情况（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	62.61	70.72	60.38	48.73
管理费用	97.29	118.68	149.58	106.87

财务费用	93.36	108.63	110.76	100.51
期间费用合计	253.25	298.02	320.72	256.11
营业总收入	2,120.95	2,600.89	2,805.87	2,206.53
期间费用率	11.94	11.46	11.43	11.61

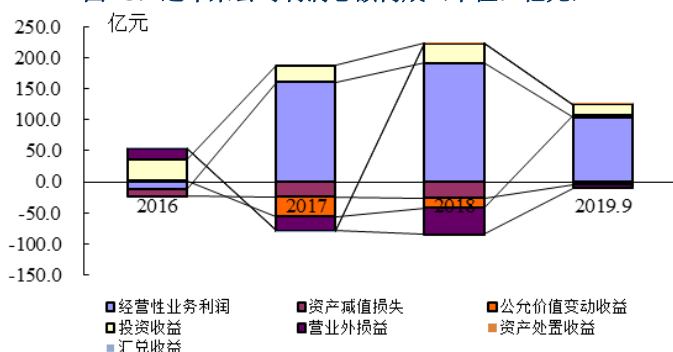
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016~2018 年，公司利润总额分别为 30.03 亿元、109.15 亿元和 138.82 亿元，其中经营性业务利润分别为 -11.39 亿元、160.30 亿元和 191.56 亿元，均呈逐年快速上升趋势，且经营性业务利润成为公司利润主要构成部分。投资收益方面，2016~2018 年公司获得投资收益分别为 35.60 亿元、27.40 亿元和 31.76 亿元，对利润形成一定补充。其中 2016 年，公司投资收益主要为剥离铜川矿物局和澄合矿业公司三供一业等相关资产实现的投资收益；2017 年及 2018 年，公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资。公允价值变动收益方面，2016~2018 年公司公允价值变动收益分别为 1.22 亿元、-31.54 亿元和 -16.40 亿元，有所波动，主要为公司持有的上市公司陕西省国际信托股份有限公司的股权投资公允价值变动所致。2016~2018 年，公司营业外损益分别为 16.57 亿元、-22.85 亿元和 -42.57 亿元，其中 2016 年主要为收到去产能相关奖补资金等政府补助；2017 年主要为非流动资产处置损失；2018 年主要为公司新增营业外支出中关闭矿井费用。资产减值损失方面，2016~2018 年公司分别计提资产减值损失 11.97 亿元、23.87 亿元和 25.72 亿元，计提规模逐年扩大，主要为计提的应收账款坏账损失、在建工程减值损失¹²及商誉减值损失¹³等。2019 年 1~9 月，受产品成本上升影响，公司经营性业务利润同比下降 9.83% 至 103.79 亿元，但由于非经常性损失规模大幅下降，公司利润总额同比增长 11.85% 至 114.69 亿元，整体仍维持很强的盈利能力。

¹² 2017 年，公司对神木煤化工 12 万吨/年中低温煤焦油综合利用工程（热解）计提在建工程减值损失 6.15 亿元。

¹³ 2018 年，公司下属中亚能源有限责任公司并购中大中国石油公司产生商誉 6.21 亿元，公司对此全额计提减值。

图 13：近年来公司利润总额构成（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来得益于主要产品价格维持高位，公司保持了很强的盈利能力；但较高的期间费用及较大规模的资产减值损失及营业外损失对公司利润产生一定的不利影响。

现金流

经营活动现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 127.43 亿元、432.99 亿元和 366.68 亿元，有所波动。其中 2017 年，得益于公司盈利能力的提升，公司经营活动净现金流快速上升。2018 年，受公司支付的各项税费及支付给职工以及为职工支付的现金同比增加影响，公司经营活动净现金流同比减少 15.32%。2019 年 1~9 月，公司经营活动净现金流同比小幅增加 1.50%至 323.79 亿元，保持了很强的获现能力。

投资活动方面，2016~2018 年，公司投资活动净现金流分别为-97.50 亿元、-427.42 亿元和-344.92 亿元。其中 2017 年，随着在建工程的推进及债转股资金的下放，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金均大幅上升，使得投资活动现金流出规模增幅较大。2018 年，随着在建工程的推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比进一步大幅上升 38.18%至 220.71 亿元，但投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金同比均有所下降，使得公司投资活动净现金流为-344.92 亿元，流出规模同比下降 19.30%。2019 年 1~9 月，公司持续推进在建工程的建设，投资活动净现金流为-179.47 亿元。

筹资活动方面，2016~2018 年公司筹资活动净现金流分别为-26.26 亿元、7.48 亿元和 15.77 亿元。其中 2017 年，公司偿还债务规模同比有所增加，但得益于公司收到债转股资金，同期筹资活动现金流呈现净流入状态。2018 年，公司债务规模有所上升，当期筹资活动现金净流入规模同比有所增长。2019 年 1~9 月，公司筹资活动净现金流为-121.91 亿元，较上年变化较大，主要为支付其他与筹资活动有关的现金¹⁴规模增加所致。

表 14：近年来公司现金流量情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
经营活动产生现金流入	1,938.67	2,529.11	2,691.47	2,201.14
经营活动产生现金流出	1,811.25	2,096.12	2,324.79	1,877.34
经营活动净现金流	127.43	432.99	366.68	323.79
投资活动产生现金流入	109.10	86.97	105.42	94.22
投资活动产生现金流出	206.60	514.38	450.35	273.69
投资活动净现金流	-97.50	-427.42	-344.92	-179.47
筹资活动产生现金流入	1,729.92	2,003.66	1,792.27	1,314.08
其中：吸收投资收到的现金	59.03	414.75	7.99	16.45
借款收到的现金	1,496.93	1,466.75	1,634.09	1,098.58
筹资活动产生现金流出	1,756.18	1,996.18	1,776.50	1,435.99
其中：偿还债务所支付的现金	1,452.68	1,626.13	1,380.85	952.72
筹资活动净现金流	-26.26	7.48	15.77	-121.91
现金及现金等价物净增加额	4.30	12.75	37.71	22.58

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来随着煤炭等市场的回暖，公司经营活动获现能力有所增强；但公司投资活动净现金流流出规模较大，且公司未来仍有较大规模的资本支出计划，对外融资规模或将进一步上升。

偿债能力

从偿债指标来看，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 233.00 亿元、329.99 亿元和 386.10 亿元，随着盈利能力的提升呈逐年增加趋势；同期总债务/EBITDA 分别为 11.76 倍、7.35 倍和 7.04 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.10 倍、2.78 倍和 3.25 倍，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力逐年上升。经营活动净现金流方面，2016~2018 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.18 倍和 0.13

¹⁴ 公司支付其他与筹资活动有关的现金主要为票据贴现到期支付的本息及融资租赁款到期支付的本息。

倍；同期经营活动净现金流/利息支出分别为 1.15 倍、3.65 倍和 3.08 倍，随公司经营活动净现金流的波动，均呈波动趋势。2019 年 1~9 月，受益于获现水平的增强，当期经年化处理的经营活动净现金流/总债务上升至 0.15 倍。

表 15：近年来公司长期偿债能力指标情况

	2016	2017	2018	2019.1~9
长期债务（亿元）	1,209.53	1,200.77	1,712.30	1,633.36
总债务（亿元）	2,739.98	2,426.79	2,717.83	2,882.82
EBITDA（亿元）	233.00	329.99	386.10	--
经营活动净现金流（亿元）	127.43	432.99	366.68	323.79
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.35
总资本化比率(%)	75.22	64.77	66.71	67.02
EBITDA 利息倍数(X)	2.10	2.78	3.25	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.15	3.65	3.08	--
总债务/EBITDA(X)	11.76	7.35	7.04	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.18	0.13	0.15*

注：加“*”数据已经过年化处理；由于缺乏数据，2019 年 1~9 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

融资渠道方面，公司的融资渠道较为广泛。公司下属子公司陕西煤业为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。间接融资方面，截至 2019 年 6 月末，公司共获得综合授信额度 3,967.79 亿元，其中未使用授信余额 1,648.22 亿元，具有充足的备用流动性。此外，公司与陕西金资和建行等机构签订了合计 845 亿元的市场化债转股合作框架协议，其中 454 亿元债转股资金已于 2017 年~2018 年 3 月陆续到位，未来公司将持续推进债转股资金落地。

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司所有权受限资产账面价值共计 67.43 亿元，占总资产的比例为 1.31%。

表 16：截至 2019 年 6 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	33.07	保证金、法院冻结存款等
应收票据及应收账款	17.76	票据质押等
固定资产	3.00	抵押借款、融资租赁固定资产
其他	13.59	收费权质押
合计	67.43	--

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2019 年 6 月末，公司不存在对外担保事项。

重大未决诉讼及仲裁事项方面，截至 2018 年末，公司子公司融和能源投资有限公司下属亚太联合矿业有限公司（以下简称“亚太公司”）的子公司 Samgris Resources Pty Ltd（以下简称“Samgris”）的另外两个少数股东 Allways 资源控股有限公司和 McKay Brooke 资源有限公司于 2014 年 12 月 4 日向当地法院提请对 Samgris 停业清算的申请。原因是根据 Samgris 投资协议，亚太公司需向 Samgris 进一步投入 3,300 万澳元作为已购买 Samgris 股票的对价。对此，两个分别持有 Samgris 20%股份的少数股东与亚太公司存在争议。此事项已于 2014 年 12 月 19 日通过澳大利亚昆士兰州最高法院进行审理，但尚未取得和解和判决。由于此项争议及诉讼，亚太公司对 Samgris 3.18 亿元投资的可回收性存在重大不确定性。中诚信国际将对上述事项进展保持持续关注。

过往债务履约情况

公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款以及发行债务融资工具等。根据公司提供信息，截至 2019 年 9 月末，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

综上所述，公司作为陕西省内的大型省级煤炭企业集团，资源优势显著，公司下属神东、陕北和黄陇 3 个基地是国家规划发展的重点能源生产供应基地，资源保护良好，未来发展空间巨大。陕西省政府一贯重视煤炭行业的发展，公司在当地拥有其他煤炭企业无法比拟的优势，且在陕西地方经济发展中占有重要地位，政府的大力扶持为公司持续稳定发展提供了支撑。近年来随着煤炭市场回暖，公司保持了很强的盈利及获现能力。此外，公司融资渠道畅通，备用流动性充裕，且近期随着债转股资金的陆续到位，公司资本实力得到进一步增强。中诚信国际也关注到，煤炭价格波动、化工业务面临一定经营压力以及债务规模大等因素对公司整体经营和信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为未来 12~18 个月陕煤集团的信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际评定陕西煤业化工集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券的跟踪评级安排

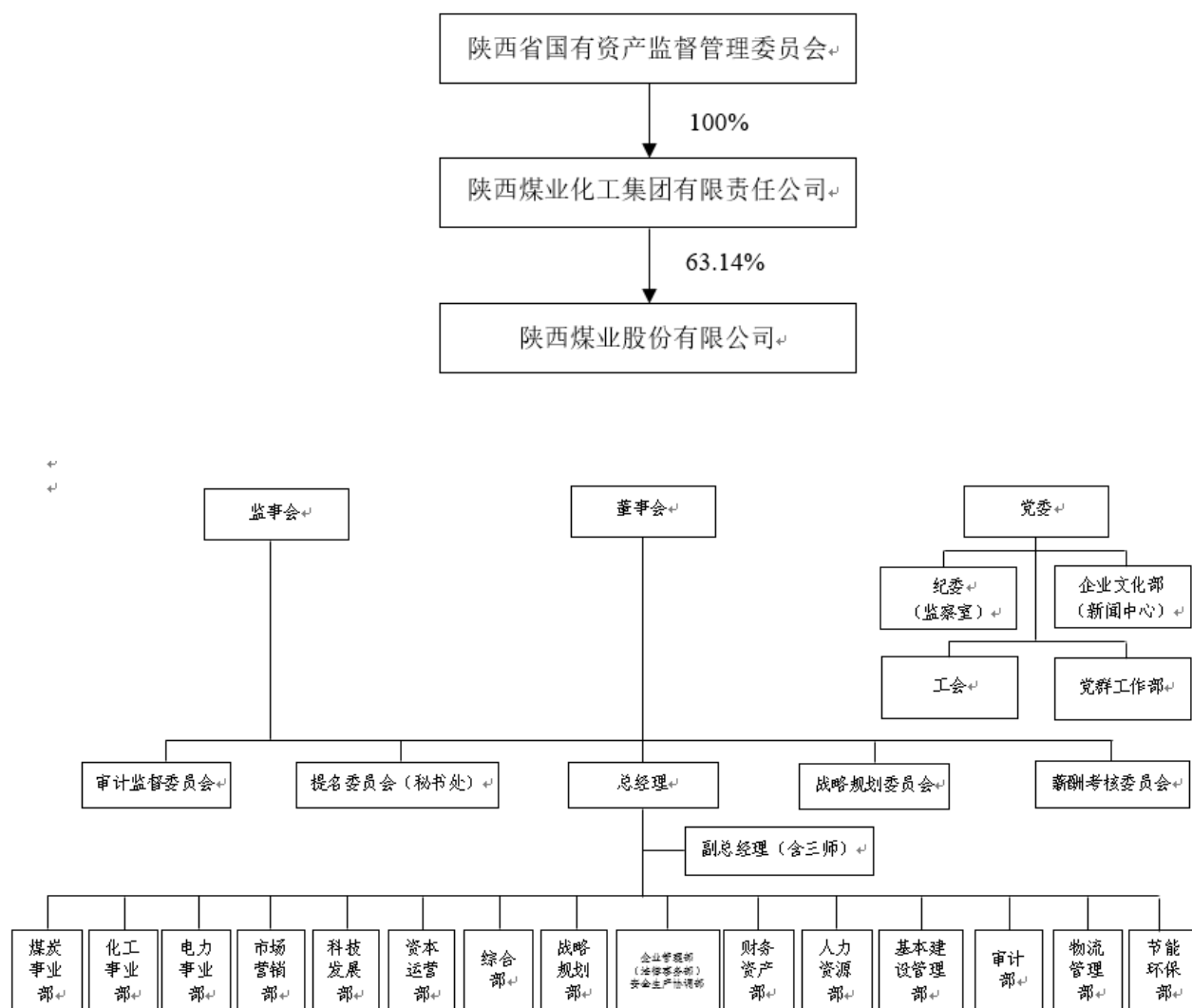
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 03 月 05 日

附一：陕西煤业化工集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：陕西煤业化工集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	3,222,140.04	3,296,302.83	3,764,725.27	3,807,138.04
应收账款净额	1,439,624.11	1,313,952.73	861,760.27	1,158,606.69
其他应收款	2,447,753.48	1,682,906.15	649,274.23	670,945.53
存货净额	1,378,008.40	1,445,555.92	1,573,655.82	1,694,301.58
长期投资	3,322,132.67	5,261,543.06	6,700,502.18	7,389,189.26
固定资产	13,425,608.86	14,870,313.74	16,851,327.14	16,274,032.96
在建工程	6,101,526.77	4,975,233.81	4,327,222.65	5,568,765.97
无形资产	5,998,157.32	6,409,982.66	7,836,538.28	7,781,744.68
总资产	44,582,030.39	46,406,012.70	50,096,292.13	51,292,739.50
其他应付款	1,716,574.37	1,386,593.47	1,368,454.70	1,391,456.85
短期债务	15,304,434.71	12,260,228.51	10,055,275.54	12,494,623.31
长期债务	12,095,339.88	12,007,664.25	17,123,016.36	16,333,566.96
总债务	27,399,774.60	24,267,892.77	27,178,291.90	28,828,190.26
净债务	24,177,634.56	20,971,589.94	23,413,566.63	25,021,052.22
总负债	35,554,114.96	33,204,817.00	36,532,124.39	37,109,184.41
费用化利息支出	989,534.27	1,056,493.88	1,058,315.51	--
资本化利息支出	122,420.61	130,490.88	130,693.55	--
所有者权益合计	9,027,915.42	13,201,195.69	13,564,167.75	14,183,555.08
营业总收入	21,209,513.46	26,008,889.58	28,058,689.03	22,065,310.98
经营性业务利润	-113,869.27	1,602,981.34	1,915,610.84	1,037,887.87
投资收益	356,011.79	274,015.58	317,572.23	180,969.73
净利润	173,419.99	801,718.79	1,012,447.60	792,891.94
EBIT	1,289,863.24	2,147,959.95	2,446,553.66	--
EBITDA	2,329,961.69	3,299,904.38	3,860,985.67	--
经营活动产生现金净流量	1,274,282.05	4,329,948.27	3,666,809.25	3,237,948.43
投资活动产生现金净流量	-975,013.00	-4,274,161.62	-3,449,237.13	-1,794,735.47
筹资活动产生现金净流量	-262,634.08	74,839.55	157,742.72	-1,219,116.34
资本支出	736,880.58	1,597,240.21	2,207,101.62	1,504,203.88
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	12.29	18.83	19.54	17.83
期间费用率(%)	11.94	11.46	11.43	11.61
EBITDA 利润率(%)	10.99	12.69	13.76	--
总资产收益率(%)	2.91	4.72	5.07	--
净资产收益率(%)	1.93	7.21	7.57	7.62*
流动比率(X)	0.59	0.66	0.71	0.64
速动比率(X)	0.53	0.59	0.62	0.55
存货周转率(X)	14.45	14.90	14.90	14.72*
应收账款周转率(X)	11.45	18.89	25.79	29.12*
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.35
总资本化比率(%)	75.22	64.77	66.71	67.02
短期债务/总债务(%)	55.86	50.52	37.00	43.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.18	0.13	0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	0.35	0.36	0.35*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.15	3.65	3.08	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.62	11.74	7.67	8.49*
总债务/EBITDA(X)	11.76	7.35	7.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.27	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.10	2.78	3.25	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.16	1.81	2.06	--

注：以上财务报告均根据新会计准则编制；公司 2019 年三季度报未经审计；各期财务数据均为报表期末数；根据公司提供数据，中诚信国际将公司“其他流动负债”中的信托融资款及短期收益凭证调整到“短期借款”，将公司“其他非流动负债”中的信托融资款及“长期应付款”中的融资租赁款调整到“长期借款”中计算有息债务；由于缺乏数据，2019 年 1~9 月部分指标无法计算；加“*”数据经年化处理；公司其他应付款含应付股利及应付利息。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务=长期债务+短期债务
	净债务=总债务-货币资金
	资产负债率=负债总额/资产总额
	总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率=流动资产/流动负债
	速动比率=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

中诚信国际信用评级有限责任公司

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.

中诚信国际关于 2020 年第一期陕西煤业化工集团 有限责任公司公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在 2020 年第一期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券的存续期内对本期债券每年进行定期或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注陕西煤业化工集团有限责任公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如陕西煤业化工集团有限责任公司发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 5 日

