

2020 年第二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：刘翌晨 [ychliu@ccxi.com.cn](mailto:yqliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 1 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。

■ 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评级结果维持、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]1303D 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 年第二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

二零二零年六月一日

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 亿元用于澄合矿区西卓煤矿项目，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 年第二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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	4,640.60	5,009.63	5,485.95	5,583.28
所有者权益合计（亿元）	1,320.12	1,356.42	1,657.61	1,702.48
总负债（亿元）	3,320.48	3,653.21	3,828.34	3,880.80
总债务（亿元）	2,426.79	2,717.83	2,910.98	2,923.43
营业总收入（亿元）	2,600.89	2,805.87	3,025.75	575.96
净利润（亿元）	80.17	101.24	117.08	10.29
EBITDA（亿元）	329.99	386.10	453.50	--
经营活动净现金流（亿元）	432.99	366.68	328.16	33.61
资产负债率(%)	71.55	72.92	69.78	69.51
陕煤集团（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,192.94	2,389.32	2,727.10	2,707.10
所有者权益合计（亿元）	239.79	218.85	328.84	341.75
总负债（亿元）	1,953.15	2,170.47	2,398.31	2,365.47
总债务（亿元）	1,330.53	1,603.09	1,737.51	1,729.43
营业总收入（亿元）	17.44	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	-44.57	-16.34	-12.03	-15.79
经营活动净现金流（亿元）	315.09	-56.30	15.31	-14.20
资产负债率(%)	89.07	90.84	87.94	87.38

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一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、陕北和黄龙 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 2020 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 16,890 万吨/年，规模优势十分突出。

■ **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

同行业比较

部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2019 年 原煤产量（万吨）	2019 年末 资产总额（亿元）	2019 年末 资产负债率(%)	2019 年 营业总收入（亿元）	2019 年 净利润（亿元）
国家能源集团	50,816*	17,502.85	58.97	5,561.16	556.36
中煤集团	19,221*	3,959.35	63.24	1,785.59	88.62
兖矿集团	16,148*	3,185.48	68.38	2,854.80	89.45
同煤集团	16,450	3,693.89	77.16	1,903.73	4.53
山东能源	14,537*	3,103.33	64.93	3,584.97	79.20
山西焦煤	10,481	3,395.39	73.60	1,808.55	34.50
陕煤集团	17,823	5,485.95	69.78	3,025.75	117.08

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；加“*”指标为 2018 年年度数据。

资料来源：中诚信国际整理

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。

■ **融资渠道畅通。**公司与金融机构签订了合计 845 亿元的市场化债转股合作框架协议，截至 2020 年 3 月末已到位 514.22 亿元，资本实力大幅增强。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 2020 年 3 月末，公司未使用授信余额为 1,618.88 亿元，备用流动性充裕。

关 注

■ **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **化工业务存在一定经营压力。**尿素、甲醇等化工产品产能过剩较为严重且价格波动幅度较大，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。**近年来公司及母公司总债务整体呈增长趋势，规模较大，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，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 2020 年 3 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。截至 2019 年末，公司纳入合并报表的二级子公司共计 56 家，其中下属陕西煤业为上市公司。

公司主业为煤炭、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。公司为陕西省内最大的煤炭企业，在中国煤炭协会公布的“2019 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。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
陕西煤业股份有限公司	陕西煤业
陕煤集团铜川矿务局有限公司	铜川矿务局
陕西陕煤韩城矿业有限公司	韩城矿业公司
陕西彬长矿业集团有限公司	彬长矿业公司
陕西陕北矿业有限责任公司	陕北矿业公司
陕西陕煤澄合矿业有限公司	澄合矿业公司
陕西陕煤蒲白矿业有限公司	蒲白矿业公司
黄陵矿业集团有限责任公司	黄陵矿业公司
陕西陕煤榆北煤业有限公司	榆北煤业
陕西钢铁集团有限公司	陕钢集团
陕西化工集团有限公司	化工集团
陕西煤业化工集团财务有限公司	陕煤财务公司
陕西煤业化工物资集团有限公司	物资集团
陕西铁路物流集团有限公司	铁路物流集团

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

陕西煤业化工集团有限责任公司拟发行“2020 年第二期陕西煤业化工集团有限责任公司公司债券”，发行规模为 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 40 亿元，其中所筹资金 20 亿元用于澄合矿区西卓煤矿项目，20 亿元用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力

仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫

情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

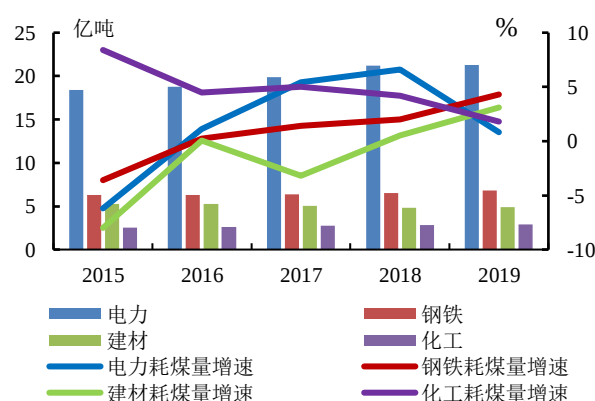
行业及区域经济环境

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：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。

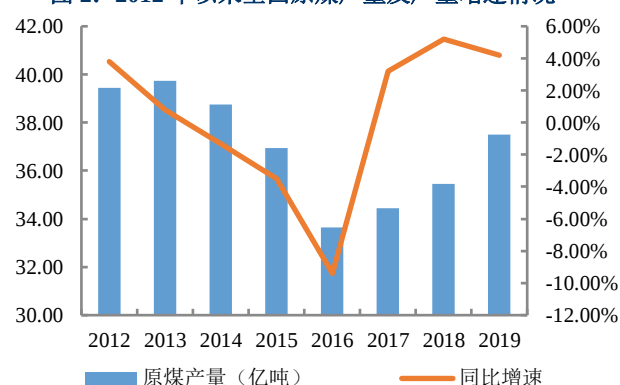
目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化

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产

¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西京九铁路吉安站；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。

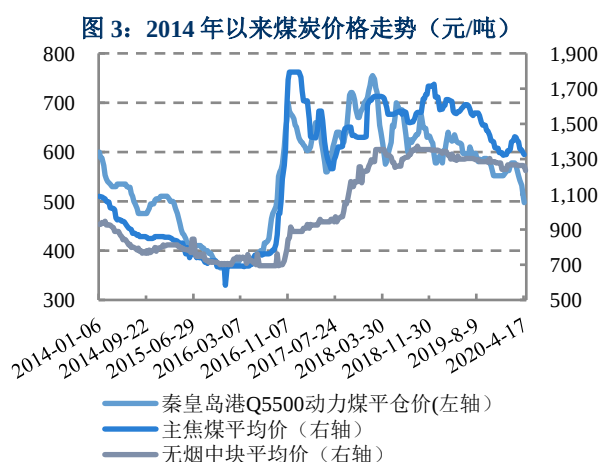
³ 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

量增长和产业结构的优化升级。

2019 年，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降；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，动力煤价格呈明显下降态势

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%。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

2020 年初，自新冠肺炎疫情爆发以来，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，1~2 月局部地区煤炭供应出现短缺，煤炭价格整体有所回升。2020 年 3 月以来，随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏，我国煤炭供应明显增加，但煤炭下游主要行业开工率不足，库存不断增加，动力煤价格呈明显下降态势。截至 2020 年 4 月 17 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国均价及无烟煤中块均价分别为 497.5 元/吨、1,325.59 元/吨和 1,233.13 元/吨，较年初分别下降 10.76%、0.01%和 0.55%。

中诚信国际认为，短期内随着我国复工复产工作的继续推进，煤炭下游行业需求有望回暖，但考虑到随着丰水期的到来，水力发电的增加将对电煤需求形成挤压，煤炭需求回升仍具有一定的不确定性，煤炭价格或将呈波动态势。但长期来看，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，我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

化工行业

2019 年以来，化工⁵产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能

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投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

⁵ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化

工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 2：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、

建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于 2020 年 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶。低油价将严重削弱石油开

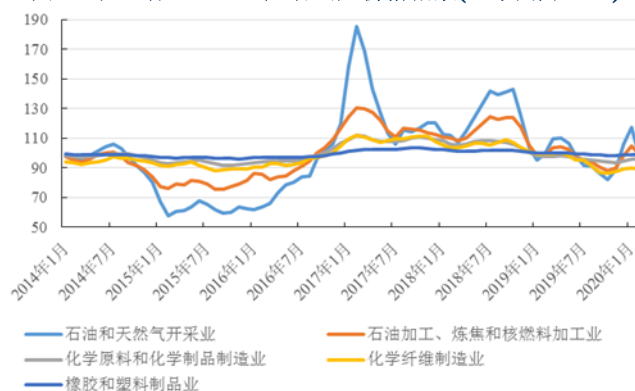
采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。2020 年 3 月以来，受原油

价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图 4：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6%和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020 年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 3：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

钢铁行业

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;2020 年一季度,受新冠疫情影响,钢铁企业利润普遍下行

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 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨,同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%,粗钢产量再创历史新高。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,或将出现供给过剩的局面。

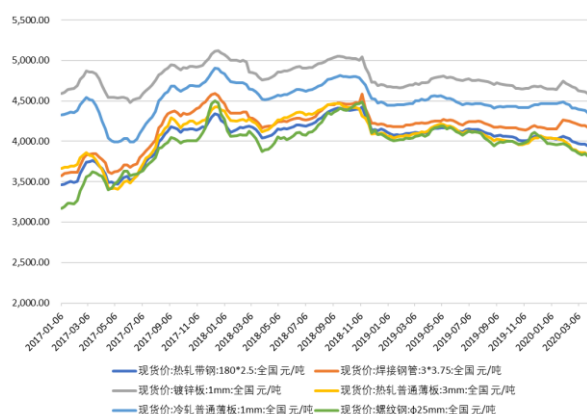
需求方面,国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通,2019 年钢铁行业市场需求较好,基建、房地产等下游行业运行稳定,国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨,同比增长 8%。同时,中诚信国际也关注到,汽车行业受前期透支需求影响,2019 年汽车销量下滑 8.2%,预计 2020 年或将保持下行趋势。

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,2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨,同比下降 7.3%;累计出口金额 537.6 亿美元,同比减少 11.3%,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,2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势,其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点,10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点,同比下降 6.77 点,降幅为 5.9%。但整体来看,钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上,高于 2017 年水平,行业仍然维持一定

利润。2020 年 1~4 月,中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势,4 月底降至 97.0 点,同比降幅为 13.91%,钢铁企业利润空间进一步压缩。

图 5: 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。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,随着海外矿山恢复生产并加大供应,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。整体来看,2019 年全国铁矿石产量为 84,435.6 万吨,同比增长 4.9%,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。同期我国进口铁矿石 10.7 亿吨,同比增长 0.5%,全年进口铁矿石平均价格为 94.8 美元/吨,同比增加 34.3%,进口总量保持稳定的同时,进口价格大幅上涨,对下游钢铁制造业利润影响较大。2020 年 1~4 月,进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡,仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

图 6：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

由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019 年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入 4.27 万亿元，同比增长 10.1%；实现利润 1,889.94 亿元，同比下降 30.9%；累计销售利润率 4.43%，同比下降 2.63 个百分点。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。

中诚信国际也注意到，2020 年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力

环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。

2019 年 4 月 29 日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（以下简称“《意见》”），钢铁企

业超低排放是指对所有生产环节(含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等，以及大宗物料产品运输)实施升级改造。同时，《意见》也对大气污染物有组织排放、无组织排放以及运输过程均提出了明确要求，且达到超低排放的钢铁企业每月至少 95%以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。此外，《意见》安排了具体推进时间，到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造须取得明显进展，力争 60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80%以上产能完成改造。

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关停风险。此外，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。

陕西省地方区域经济概况

陕西省东邻山西、河南，西连宁夏、甘肃，南抵四川、重庆、湖北，北接内蒙，居于连接中国东、中部地区和西北、西南的重要位置。陕西省已查明资源储量矿产 94 种，61 种矿产保有储量居全国前十。陕西省是我国重要的产煤省份，煤炭资源保有储量排全国第四，主要分布于陕北、渭北、彬长及黄陵等地区。在国家规划建设的 14 个大型煤炭基地中，陕西拥有神东、陕北和黄陵 3 个基地。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。

近年来，陕西省经济规模处于全国较高水平。2019 年，陕西省实现地区生产总值 2.58 万亿元，规模较大，同比增长 6.0%，增速稳中趋缓，其中第二产业增加值为 1.29 万亿元，增长 5.7%。陕西省支柱产业主要为能源化工、装备制造和有色冶金等，

受益于良好的资源禀赋，省内资源型企业竞争实力较强。

业务运营

公司业务以煤炭开采加工、钢铁和化工为主。近年来煤炭及钢铁行业景气度较高，公司煤炭和钢铁板块收入呈逐年增长态势；化工业务收入呈先降后增趋势⁶。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭产品	495.97	637.41	758.90	158.95
钢铁产品	667.38	776.18	802.00	87.76
化工产品	637.26	529.67	603.57	127.29
施工业务	42.00	86.33	56.68	11.01
机械产品	13.40	21.06	49.67	9.26
其他业务	744.88	755.22	754.93	181.69
合计	2,600.89	2,805.87	3,025.75	575.96
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭产品	19.07%	22.72%	25.08%	27.60%
钢铁产品	25.66%	27.66%	26.51%	15.24%
化工产品	24.50%	18.88%	19.95%	22.10%
施工业务	1.61%	3.08%	1.87%	1.91%
机械产品	0.52%	0.75%	1.64%	1.61%
其他业务	28.64%	26.92%	24.95%	31.55%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

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。公司化工板块收入除业务中列示产品收入还包含其他产品收入及贸易收入；钢铁及煤炭板块含贸易收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司为陕西省内最大的煤炭企业，煤炭资源储量非常丰富、煤质优良，可持续发展能力很强

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，其中渭北矿区开采时间较长、资源禀赋较差，产量逐年下降；陕北矿区多为新建矿井，单矿产能大、生产效率高，产量逐年增长。公司下设铜川矿务局、蒲白矿业公司、澄合矿业公司、韩城矿业公司、黄陵矿业公司、陕北矿业公司、神南矿业公司、彬长矿业公司及榆北煤业等 9 家主要煤炭生产企业。

公司主要生产优质动力煤，煤种主要以贫瘦

煤、不粘结煤、气煤为主，煤质优良，市场认可度高。

截至 2020 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，可持续发展能力很强。另外，陕西省政府已明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘探，神府南区拥有的煤炭资源储量达 300 亿吨~400 亿吨。中诚信国际认为，未来随着公司对神府南区的进一步勘探和开采，公司资源储备优势将进一步巩固。

公司是我国 7 家原煤产量过亿吨企业之一，规模优势突出、行业地位显著；近年来公司原煤产量逐年增长，吨煤成本处于较低水平；未来随着在建矿井逐步投产，公司产业规模优势将得到进一步巩固

截至 2020 年 3 月末，公司核定产能 16,890 万吨/年。由于公司矿井均属于先进产能，2017~2019 年，公司无去产能情况。

在建矿井方面，截至 2020 年 3 月末公司拥有在建矿井 8 对，设计能力 6,300 万吨/年，均为单矿产能大、生产效率高的矿井，主要位于陕北及关中先进产能地区。2020~2021 年内，公司预计有 7 对矿井投产，共涉及产能 6,000 万吨/年。中诚信国际认为，未来随着在建矿井产能的逐步释放，公司产能规模将进一步扩张，竞争实力得以进一步增强。

表 5：公司主要在建及改扩建矿井情况（万吨/年）

矿井	区域	建设主体	设计产能	是否获得核准	预计投产时间
小保当一号	陕北	陕西煤业	1,500	是	2020
小保当二号	陕北	陕西煤业	1,300	是	2021
孟村煤矿	彬长	公司	600	是	2020
曹家滩煤矿	陕北	公司	1,500	是	2020
袁大滩煤矿	陕北	陕西煤业	500	是	2020
西卓煤矿	关中	公司	300	是	2021
王峰煤矿	关中	公司	300	是	2022
澄合山阳煤矿	关中	公司	300	是	2020
合计	--	--	6,300	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

及收购江苏恒神股份有限公司，公司化工板块收入同比增长 13.95%。

⁶ 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；2019 年，受益于部分化工产品销量增长

近年来，受益于发改委要求保障动力煤供应政策及公司新投产矿井进入联合试运转⁷，公司煤炭产量逐年递增，规模优势明显，其中 2018 年煤炭产量位居国内煤炭行业第四位⁸。

表 6：近年来公司下属各矿业公司煤炭生产情况（万吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
铜川矿务局	864.20	1,046.00	1,004.90	246.10
蒲白矿业公司	1,036.80	1,301.80	1,320.60	272.30
澄合矿业公司	361.50	574.00	695.10	148.30
韩城矿业公司	853.70	748.90	779.30	150.60
黄陵矿业公司	1,808.00	1,836.30	2,011.60	454.10
陕北矿业公司	1,002.50	7,100.80	6,658.70	1,477.20
神南矿业公司	6,031.90	--	--	--
彬长矿业公司	1,891.30	2,448.70	2,349.00	517.90
榆北煤业	--	966.40	3,003.60	848.90
合计	14,010.00	16,022.90	17,822.80	4,115.40

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；彬长矿业公司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，中诚信国际整理

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。近年来，随着职工薪酬及环保安全支出的增长，公司吨煤完全成本呈逐年上升趋势，但仍保持在行业内较低水平。中诚信国际认为，公司在建矿井主要集中在陕北矿区，且均为大型现代化矿井，陕北矿区煤矿具有煤层厚、埋藏浅的特点，生产成本较低；未来在建矿井逐步投产后，公司吨煤生产成本或将有所下降。

表 7：近年来公司吨煤完全成本情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
吨煤完全成本	192.26	216.09	226.44	219.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于优质的资源禀赋及较高的机械化水平，近年来公司百万吨死亡率均低于全国平均水平，但公司仍面临一定的安全生产压力。

⁷ 2018 年，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。

⁸ 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

表 8：近年来公司安全生产指标

	2017	2018	2019
公司百万吨死亡率	0.057	0.031	0.045
全国平均百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083
安全投入（亿元）	21.32	29.42	26.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司商品煤销量逐年增长，销售均价维持高位，煤炭业务盈利能力很强；随着浩吉铁路的开通，公司煤炭销售半径将有所扩大，区位优势或将提升

煤炭销售方面，近年来公司商品煤销量随产量的增加呈逐年上升趋势。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。近年来公司商品煤平均售价维持较高水平，煤炭业务盈利能力很强。

目前公司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群体，近年来商品煤省外销量占比呈波动上升趋势。2019 年，公司电煤销售中 64.54% 为长协销售，占比较高，价格参照环渤海指数协定。

表 9：近年来公司煤炭销售情况（万吨、%、元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
商品煤销量	13,650.40	15,329.20	17,420.30	4,020.10
其中：省内占比	59.53%	63.31%	47.25%	46.90%
省外占比	40.47%	36.69%	52.75%	53.10%
商品煤平均售价	358.98	383.30	373.82	348.99

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。公司商品煤销售主要通过公路运输，2019 年公路运量占销售总运量的 57.85%。

铁路方面，陕西省内铁路运输主要依靠包西线、西韩线、下桑线及西平线等；省外铁路运输主要依靠蒙冀线、侯月线、陇海线、西康线及浩吉线等。陕北煤炭向东的唯一通道为国家能源集团的专用线（神朔线）。为解决煤炭外销的运输瓶颈问题，

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。

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。同时，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及靖神铁路等，并由下属子公司铁路物流集团进行管理。公司现有全资和控股铁路线 418.38 公里，正在建设的参股铁路线 241.45 公里，在一定程度上提高了运输保障能力。

2019 年 10 月，蒙西至华中铁路煤运通道-浩吉铁路正式投运，该通道设计运输能力 2 亿吨/年。浩吉铁路终点“两湖一江”区域为煤炭调入地区，煤炭需求旺盛、销售价格较高，随着浩吉铁路运力的逐步释放，公司运输压力有望得到缓解，在华中地区的销量有望逐步增加。

中诚信国际认为，近年来受益于行业供需格局

的改善，公司煤炭业务保持了很强的盈利能力，且随着浩吉铁路的开通，公司销售半径或将有所扩大，区位优势有望提升。但 2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

公司化工产品丰富，产业链较完整；但盈利能力受行业周期性波动影响较大

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，主要运营主体为化工集团。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 个领域全面发展的格局。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。

表 10：近年来公司化工产品最新产能及产销量情况（万吨）

产品	最新产能 (万吨/年)	2017		2018		2019		2020.1~3	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	147	165.10	164.10	169.23	168.25	179.77	186.70	47.31	45.91
甲醇 ⁹	110	94.60	105.10	79.84	94.35	93.91	81.87	22.82	18.06
焦炭	450	394.20	405.90	295.43	297.76	413.73	398.42	96.20	102.46
聚氯乙烯	110	115.00	113.50	114.50	114.32	123.80	123.86	32.74	28.01
烧碱	80	78.10	73.20	78.95	86.04	83.96	84.23	21.80	20.56
磷酸 ¹⁰	20	19.60	19.60	12.83	11.63	16.89	14.78	4.54	7.91
兰炭 ¹¹	575	464.20	428.20	506.67	483.17	566.77	527.10	133.16	112.88
油品	153	95.30	93.00	109.41	107.10	99.31	91.57	23.27	21.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司各化工产品产量整体有所增长，产能利用率及产销率很高。销售价格方面，2018 年，受益于化工行业景气度的回升，公司各化工产品价格均有所增长；但 2019 年以来，国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足使得行业景气度下行，公司大部分化工产品价格均有所下滑，化工板块盈利能力随之下降。中诚信国际关注到，2019 年以来公司甲醇产品成本与价格形成倒挂，处于亏损状

态。公司化工板块盈利能力受行业景气度波动较大。

表 11：近年来公司化工产品销售价格及生产成本

		(元/吨)			
		2017	2018	2019	2020.1~3
尿素	销售价格	1,440.43	1,802.29	1,708.07	1,613.67
	生产成本	1,193.64	1,199.34	1,227.96	1,194.81
甲醇	销售价格	1,966.77	2,268.18	1,739.45	1,510.93
	生产成本	1,541.33	1,705.00	1,919.09	2,025.00
焦炭	销售价格	1,489.15	1,737.50	1,669.12	1,584.12
	生产成本	680.54	1,498.27	1,347.84	1,280.46

⁹ 2018 年，受公司下属子公司陕西黄陵煤化工有限责任公司受到环保处罚并停产影响，公司甲醇产量同比减少 15.60%，焦炭产量同比大幅下降 25.06%。

¹⁰ 2018 年公司磷酸产量同比大幅下降 34.54%，主要系环保限产及系统

停车所致。

¹¹ 2018 年，随着东鑫垣煤制油项目生产逐步稳定，公司兰炭产量同比增加 9.15%，油品产量同比增加 14.81%。

聚氯乙烯	销售价格	5,487.31	5,763.64	5,899.04	5,645.80
	生产成本	4,312.14	4,708.35	4,678.02	4,508.94
烧碱	销售价格	2,934.37	3,035.15	2,267.99	1,748.84
	生产成本	680.54	680.56	696.74	658.54
磷酸	销售价格	1,987.71	2,300.54	2,031.09	1,760.26
	生产成本	1,676.87	1,866.94	1,919.00	1,583.39
兰炭	销售价格	591.71	596.52	634.02	607.25
	生产成本	572.99	543.61	611.48	582.77
油品	销售价格	4,002.10	4,370.04	3,736.93	3,715.75
	生产成本	3,032.91	3,597.87	3,090.87	3,215.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司钢铁产能及产量均较为稳定，在区域内具有规模优势；受市场供求关系影响，钢材产品价格呈波动态势，2019 年公司钢铁业务盈利空间有所收窄

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）有限责任公司子公司陕西龙门钢铁有限责任公司（以下简称“龙钢公司”）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 2020 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/年及钢材产能 1,010 万吨/年，产业规模优势较为突出。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司钢材产能（万吨/年）

钢材产品	设计产能
棒材	650.00

表 14：近年来公司钢铁业务主要产品生产及销售情况（万吨、元/吨）

	2017			2018			2019			2020.1~3		
	产量	销量	平均售价	产量	销量	平均售价	产量	销量	平均售价	产量	销量	平均售价
粗钢	1,023.80	114.76	3,123.39	1,138.00	145.73	3,432.85	1,245.31	104.89	3,254.90	294.21	19.91	3,111.42
钢材	913.01	902.87	3,388.00	1,003.00	1,078.48	3,659.33	1,157.71	1,143.04	3,437.47	271.58	210.75	3,235.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他非煤业务构建了公司多元化经营的格局，对收入形成一定补充

公司电力业务主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，并通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，并与大型发电集团建立战略合作关系。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。截至 2019 年末，公司可控装机容量为 774.5 万千瓦。

线材	260.00
带钢	100.00
合计	1,010.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料方面，陕钢集团无矿山资源，生产所需的铁矿石和废钢等大宗原燃料需从外部采购，焦炭主要采购自陕西海燕焦化（集团）有限公司、陕西龙门煤化工有限责任公司等周边民营焦化厂。生产成本方面，受原材料价格上升等因素影响，近年来公司钢铁产品整体生产成本逐年增长。

表 13：近年来公司钢铁产品生产成本（元/吨）

		2017	2018	2019	2020.1~3
钢材成本	龙钢公司	2,653.14	2,885.53	3,022.27	2,976.93
	汉钢公司	2,953.60	3,050.68	3,230.94	3,283.47
粗钢成本	龙钢公司	2,581.36	2,828.09	2,919.16	2,871.32
	汉钢公司	2,771.27	3,018.29	3,090.67	3,134.61
生铁成本	龙钢公司	2,140.09	2,227.11	2,400.86	2,379.96
	汉钢公司	2,413.26	2,459.51	2,621.32	2,673.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，受益于国内市场需求上升，公司钢材产销逐年增长。销售价格方面，2018 年，随着下游需求回暖，钢材价格进一步上升，公司钢铁产品平均销售价格均同比增加；2019 年以来，受钢铁行业产量仍相对过剩影响，钢铁产品平均销售价格持续走低，盈利空间有所收窄。

近年来公司发电量呈先扬后抑态势，主要系新机组投产和下游用电需求波动所致。2018~2019 年及 2020 年 1~3 月公司平均售电价格分别为 0.339 元/千瓦时、0.359 元/千瓦时和 0.344 元/千瓦时，有所波动。2019 年以来随着煤炭采购价格小幅下降，公司电力业务盈利能力小幅好转，但仍面临一定的经营压力。

表 15：近年来公司电力业务运营情况（万千瓦、亿千瓦时）

电厂名称	可控装机容量	权益装机容量	2017		2018		2019		2020.1~3	
			发电量	售电量	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	96	49.0	32.59	30.65	29.33	27.61	30.17	28.27	8.86	8.33
大唐洛阳热电有限责任公司	64.0	32.0	22.69	20.91	29.99	27.48	26.72	24.46	6.36	5.78
洛阳双源热电有限责任公司	40.5	20.3	15.04	13.18	14.81	12.98	5.73	4.93	2.87	2.51
山西大唐国际运城发电有限责任公司	120.0	61.2	46.05	42.58	35.89	33.14	18.77	17.40	3.50	3.26
大唐略阳发电有限责任公司	66.0	37.1	30.50	28.51	30.94	28.81	25.18	23.50	6.30	5.85
大唐石门发电有限责任公司	66.0	33.7	19.72	18.28	24.74	22.99	25.00	23.25	3.47	3.23
湖南华电石门发电有限公司	66.0	35.5	14.79	12.37	20.83	19.37	23.97	22.30	3.40	3.17
长安益阳发电有限公司	196.0	190.9	62.66	59.12	78.90	74.42	77.81	73.35	15.21	14.40
府谷能源开发有限公司	60.0	60.0	--	--	23.07	21.10	18.77	16.91	5.58	4.98
合计	774.5	519.5	244.03	225.60	288.50	267.90	252.12	234.47	55.55	51.51

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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股份有限公司负责运营，产品包括煤矿机械、工程机械、民用机械三大类几十种。近年来受益于下游需求的回升及行业回暖，公司机械制造业务收入及毛利率逐年增长。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，受项目承接量波动影响，该板块收入有所波动，2019 年为 56.68 亿元，同比下降 34.35%。

物流方面，物资集团为公司物流板块的核心企业。近年来物资集团收入有所波动。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，下游客户主要为大型国企下属贸易子公司及贸易商，集中度不高。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 16：近年来公司物流业务收入及 2019 年前五大客户（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
物资集团收入	588.24	685.64	508.37	45.60
客户名称	金额		占比	
陕西延长石油物资集团有限责任公司	28.50		5.61	
唐山东华钢铁销售有限公司	13.10		2.58	
天津浩泰恒远国际贸易有限公司	12.66		2.49	
天津绥津国际贸易有限公司	12.17		2.39	
上海亿升能源发展有限公司	11.04		2.17	

合计	77.47	15.24
----	-------	-------

注：物资集团收入为未合并抵消收入。

资料来源：公司提供

战略规划及管理

公司在建、拟建项目集中在煤炭、煤化工及铁路等领域，未来仍将有一定规模的资本支出

未来公司将充分依托煤炭资源，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，实现煤炭高效绿色开采、综合利用及清洁转化，加快实施“煤化电路”一体化战略。煤炭方面，公司将构建“渭北、彬黄、陕北”三大战略区域，形成以渭北老区为基础、彬黄西区为增长点、陕北新区为发展重点的产业格局。其中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，建设煤电化一体化项目；陕北新区重点建设神府、榆神及榆横矿区，建设大型煤化工示范园区。同时，煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，是未来公司主要的投资领域。目前公司煤化工主要在建及拟建项目包括 30 万吨/年煤制乙二醇项目和榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目等。此外，公司正在建设神木富油 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¹²等。

中诚信国际关注到，公司未来仍将有较大的投资规模，且化工领域的新投产项目面临一定技术风

险。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、价格波动较大，且节能环保压力较大，公司在项目运营及盈利等方面面临一定挑战。

表 17：截至 2020 年 3 月末公司在建及拟建项目情况（亿元）

在建项目	建设规模	建设年限	总投资	2020 年 3 月末已投资	2020 年计划投资
小保当一号矿井及选煤厂项目	1,500 万吨/年	2013~2020	173.31	117.12	6.58
小保当二号矿井及选煤厂项目	1,300 万吨/年	2013~2021	68.33	35.08	13.11
曹家滩矿井及选煤厂项目	1,500 万吨/年	2013~2020	175.76	132.37	7.12
孟村煤矿项目	600 万吨/年	2013~2020	54.95	42.55	7.29
30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年	2015~2020	54.06	44.73	8.00
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	123.77	21.00
合计	--	--	680.36	495.62	63.10

拟建项目	建设地点	建设规模	建设年限	总投资	2020 年计划投资
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	2018~2025	32.04	3.59
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	2017~2020	87.50	35.00
合计	--	--	--	119.54	38.59

注：榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目总投资约 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 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的子项目。公司建设项目原则是“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；公司持有靖边至神木集运铁路项目股权比例为 57.00%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司法人治理结构较完善，安全生产和财务管理体系健全

公司设立董事会、监事会和党委会，董事会下设经理层，经理层下设战略规划部、资本运营部、企业管理部及财务资产部等 15 个部门。

公司制定了较完善的配套管理体制，包括投资管理制度、担保管理制度、财务制度及安全管理制度等，对公司的投资、财务和业务运营起到了良好的支撑和风险防范作用。同时，为加强资金集中管理，提高资金使用效率和效益，公司还成立了陕煤财务公司，截至 2019 年末资金归集度为 46.46%。安全管理方面，由于渭北矿区开发时间较长，近年

来公司加大对安全管理力度，制定了专门的安全生产制度和安全生产应急预案，并提高安全年薪在考核中所占的比例；同时，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及彬黄矿区。

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 2017~2018 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告¹³和公司提供的未经审计的 2020 年一季报。各期财务数据均为报表期末数。中诚信国际将公司

¹² 神木富油项目以煤焦油为原料，总投资 25.11 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 20.23 亿元，计划 2020 年 11 月投产。天元公司 660 万吨/年粉煤分质利用示范项目总投资为 62.68 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 5.10 亿元。该项目分两期建设，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。

¹³ 公司与希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）签订的 2017~2018 年度财务报表审计业务已履行完成，经陕西省国资委委派，公司聘请天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）作为公司 2019~2020 年度财务报告的审计机构。

“其他流动负债”中的信托融资款、融资租赁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。

盈利能力

近年来公司经营性业务利润有所波动，但盈利能力很强；同时较大规模的资产减值损失及期间费用对利润形成侵蚀

公司利润主要来自煤炭、化工及钢铁业务。其中煤炭方面，随着吨煤成本的逐年增长，近年来公司煤炭业务毛利率虽呈递减趋势，但仍维持很高水平。化工及钢铁业务方面，随着行业景气度的波动，公司化工及钢铁业务毛利率均呈先增后降趋势。

表 18：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

板块	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭产品	62.33	51.84	50.57	45.35
钢铁产品	6.77	9.35	6.79	5.96
化工产品	10.03	17.99	13.98	7.22
施工业务	12.75	18.85	12.78	8.20
机械产品	15.75	20.21	35.46	14.89
营业毛利率	18.83	19.54	19.10	18.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用及财务费用为主。受职工薪酬增加影响，公司管理费用逐年递增。近年来，随着债务规模的增长，公司财务费用呈逐年增加态势。总体来看，公司期间费用对利润形成较大侵蚀，费用控制能力有待增强。

公司利润主要由经营性业务利润构成，近年来受主要产品价格波动及期间费用增长影响，经营性业务利润有所波动。公司投资收益主要为参股煤矿及隆基绿能科技股份有限公司（以下简称“隆基股

份”）带来的收益，对公司利润形成较好补充。此外，近年来公司营业外损失呈波动下降趋势¹⁴；资产减值损失逐年增长且规模较大¹⁵；公允价值变动收益波动较大¹⁶。中诚信国际关注到，2020年1~3月，受疫情影响，公司净利润同比降幅较大。

表 19：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用 ¹⁷	70.72	60.38	66.28	17.69
管理费用	115.45	145.21	152.65	30.17
研发费用	3.23	4.37	7.88	1.41
财务费用	108.63	110.76	134.86	34.41
期间费用合计	298.02	320.72	361.67	83.69
期间费用率(%)	11.46	11.43	11.95	14.53
经营性业务利润	160.30	191.56	175.85	13.39
资产减值损失	23.87	25.72	68.08	0.91
公允价值变动收益	-31.54	-16.40	29.69	0.12
投资收益	27.40	31.76	31.70	6.52
营业外损益	-22.85	-42.57	-12.34	-0.41
利润总额	109.15	138.82	156.95	18.69
EBIT	214.80	244.66	290.33	--
EBITDA	329.99	386.10	453.50	--
EBITDA 利润率(%)	12.69	13.76	14.99	--
EBIT 利润率(%)	8.26	8.72	9.60	--
总资产收益率(%)	4.72	5.07	5.53	--

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

随着在建项目的推进，公司债务规模逐年提升，但随着所有者权益不断增长，杠杆水平整体呈下降态势

公司资产主要由非流动资产构成，其中固定资产、无形资产、在建工程及长期股权投资占比较大，资产结构符合煤炭行业特征。近年来，随着公司在建项目的推进及转固，加之新建矿井投产、探矿权证办理完毕带动无形资产¹⁸整体呈上升趋势，同时

¹⁴ 2018年，公司营业外损失规模较大，主要为营业外支出中关闭矿井费用。

¹⁵ 2018年，公司计提的资产减值损失主要为2016年关停的18对矿井（共涉及1,815万吨/年产能）造成的相关损失。2019年，由于山西大唐国际运城发电有限责任公司及大唐略阳发电有限责任公司等企业盈利较差，公司对其计提较大规模商誉减值；公司对中大中国石油公司进行资产清查，对下属矿务局棚户区改造项目计提坏账损失，加之下属上市公司及金融类公司计提坏账相关会计准则发生变化，导致当期公司计提坏账损失39.38亿元。

¹⁶ 2018年及2019年公司公允价值变动损益分别为-16.40亿元和29.69亿元，波动较大，主要为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。

¹⁷ 公司销售费用主要由运输费构成。

¹⁸ 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%；2019年，受摊销影响，期末公司无形资产同比小幅下降；截至2020年3月末，公司无形资产较上年末有所增长，主要系公司购买产能置换指标所致。

长期股权投资¹⁹逐年增长，非流动资产规模持续提升。近年来，受发行多期债券及保持较好的获现能力影响，公司货币资金呈增长趋势；但结算方式的变化使得公司应收账款呈波动态势²⁰，带动流动资产呈波动增长趋势。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	329.63	376.47	504.40	503.97
存货	144.56	157.37	187.80	219.89
应收账款	131.40	86.18	181.21	204.08
预付款项	120.96	139.57	149.29	168.47
流动资产合计	1,319.14	1,249.17	1,503.99	1,555.57
固定资产	1,487.03	1,685.13	1,734.99	1,807.02
无形资产	641.00	783.65	768.83	785.19
在建工程	497.52	432.72	562.45	472.69
长期股权投资	317.67	405.64	436.04	440.24
非流动资产合计	3,321.47	3,760.46	3,981.96	4,027.70
资产总额	4,640.60	5,009.63	5,485.95	5,583.28

注：应收账款含应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，随着在建项目的推进，公司总债务逐年提升且规模较大。债务期限结构方面，2018 年以来公司短期债务/长期债务比例持续处于较低水平，债务结构合理。近年来受利润积累及发行永续债等因素影响，公司所有者权益逐年增长²¹，财务杠杆整体呈下降态势²²。中诚信国际关注到，近年来公司未分配利润持续为负，且亏损呈逐年扩大态势，不利于公司资本实力的增强。

从母公司层面上来看，近年来母公司总债务逐年增长，债务负担重。

表 21：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

合并口径	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	1,226.02	1,005.53	1,182.65	1,127.92
长期债务	1,200.77	1,712.30	1,728.34	1,795.51
短期债务/长期债务	1.02	0.59	0.68	0.63
总债务	2,426.79	2,717.83	2,910.98	2,923.43

¹⁹ 2018 年，公司新增对隆基股份 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%。2019 年，公司追加对隆基绿能科技股份有限公司、陕西省铁路集团有限公司的投资，新增对天津市捷威动力工业有限公司投资，期末长期股权投资进一步增长。

²⁰ 受销售政策变化，公司结算方式有所变化，使得应收账款呈波动态势。

²¹ 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；但由于当期分配现金股利，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，

实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	236.07	236.23	241.06	241.06
未分配利润	-62.08	-99.44	-106.29	-107.75
其他权益工具	85.00	115.00	264.58	294.58
少数股东权益	951.86	987.17	1,131.35	1,142.58
所有者权益合计	1,320.12	1,356.42	1,657.61	1,702.48
总资本化比率	64.77	66.71	63.72	63.20

母公司口径	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	794.97	561.77	686.75	635.13
长期债务	535.56	1,041.32	1,050.76	1,094.30
总债务	1,330.53	1,603.09	1,737.51	1,729.43
所有者权益合计	239.79	218.85	328.84	341.75
总资本化比率	84.73	87.99	84.09	83.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营获现能力逐年小幅下降，但仍维持很高水平；各项偿债指标保持较好水平

受支付的各项税费及支付给职工以及为职工支付的现金逐年增加影响，公司经营活动净现金流呈下降趋势，但仍维持很高水平。近年来，公司持续推进在建项目的建设，投资支出保持较大规模；受此影响，筹资活动现金流持续呈净流入状态。

偿债指标方面，受经营活动净现金流逐年下降影响，现金流偿债指标有所弱化；受益于盈利能力的提升，公司 EBIT 及 EBITDA 对债务本息覆盖能力整体有所增强。

母公司偿债能力方面，公司母公司经营活动净现金流对债务覆盖能力较弱，且货币资金对短期债务的保障能力较为有限，流动性压力较大。中诚信国际关注到，公司母公司自身业务规模较小，面临一定偿债压力，对下属子公司依赖性较强。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

合并口径	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	432.99	366.68	328.16	33.61

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%。2019 年，公司实现净利润 117.08 亿元，同时发行 150 亿元永续企业债，新增债转股资金 60 亿元，加之公司及子公司合并范围变化、收购少数股东股权、股东未同比例增资等事项使得资本公积增加 6.71 亿元，期末所有者权益同比大幅增长 22.21%。2020 年 1~3 月，公司实现净利润 10.29 亿元，加之发行类永续债权计划 30 亿元，期末所有者权益进一步增长。

²² 公司所有者权益中包含其他权益工具，若将其调至债务，公司杠杆水平将有所上升。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司调整后的总资本化比率分别为 67.04%、69.53%、69.51%和 69.56%。

投资活动净现金流	-427.42	-344.92	-289.93	-77.03
筹资活动净现金流	7.48	15.77	79.30	53.38
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.13	0.11	0.05*
经营活动净现金流/利息支出	3.65	3.08	2.23	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	11.74	7.67	4.09	--
EBITDA 利息保障倍数	2.78	3.25	3.08	--
EBIT 利息保障倍数	1.81	2.06	1.97	--
总债务/EBITDA	7.35	7.04	6.42	--
母公司口径				
货币资金	75.87	109.64	171.51	124.05
经营活动净现金流	315.09	-56.30	15.31	-14.20
经营活动净现金流/总债务	0.24	-0.04	0.01	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务	0.40	-0.10	0.02	-0.09*
货币资金/短期债务	0.10	0.20	0.25	0.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性充足，受限资产规模不大，对外担保代偿风险不大

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 2020 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 4,009.13 亿元，其中未使用授信余额 1,618.88 亿元，具有充足的备用流动性。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司所有权受限资产账面价值共计 234.93 亿元，占总资产的比例为 4.28%。

表 23：截至 2019 年末公司受限资产情况（亿元）

	账面价值	受限原因
货币资金	66.03	银行承兑汇票保证金等
应收票据、应收账款及应收款项融资	59.84	票据质押及应收账款保理
固定资产	18.10	抵押贷款及融资租赁
无形资产	2.03	抵押贷款
在建工程	0.41	抵押贷款
其他	88.53	收费权质押
合计	234.93	--

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 年末，公司对外担保余额为 19.79 亿元，占净资产比例为 1.19%，除宜昌钟宜实业有限公司（以下简称“钟宜实业”）及广州誉畅华机械设备有限公司（以下简称“誉畅华机

械”）外，均为公司参股企业，公司代偿风险不大。

表 24：近年来公司对外担保情况（亿元）

担保方	被担保方	担保金额
陕西煤业新型能源股份有限公司	福建陕煤科维能源发展有限公司	0.58
龙钢集团	钟宜实业	0.28
公司	陕西中能煤田有限公司	13.92
	湖北荆州煤炭港务有限公司	5.00
	誉畅华机械	0.006
合计	--	19.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

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 2020 年 3 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。

外部支持

公司为陕西省唯一的超大型省级煤炭企业，可获得政府在资源开发、债转股资金等多方面的大力支持

陕西省政府一贯重视煤炭产业的发展，公司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。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位于榆横矿区的小壕兔、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。

债转股方面，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，公司与陕西金融资产管理股份有限公司签署《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，中国建设银行股份有限公司与包括公司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，已于 2017 年~2020 年 3 月陆续到位 514.22 亿元，上述措施有效地缓解了公司债务压力。

表 25：公司债转股资金情况（亿元）

金融机构	金额	期限
陕西金融资产管理股份有限公司	210.00	2017~2024
国家开发银行	139.60	2017~2024
中国建设银行	144.82	2017~2024
浙商银行	20.00	2017~2024
合计	514.22	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，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 年第二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 年第二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

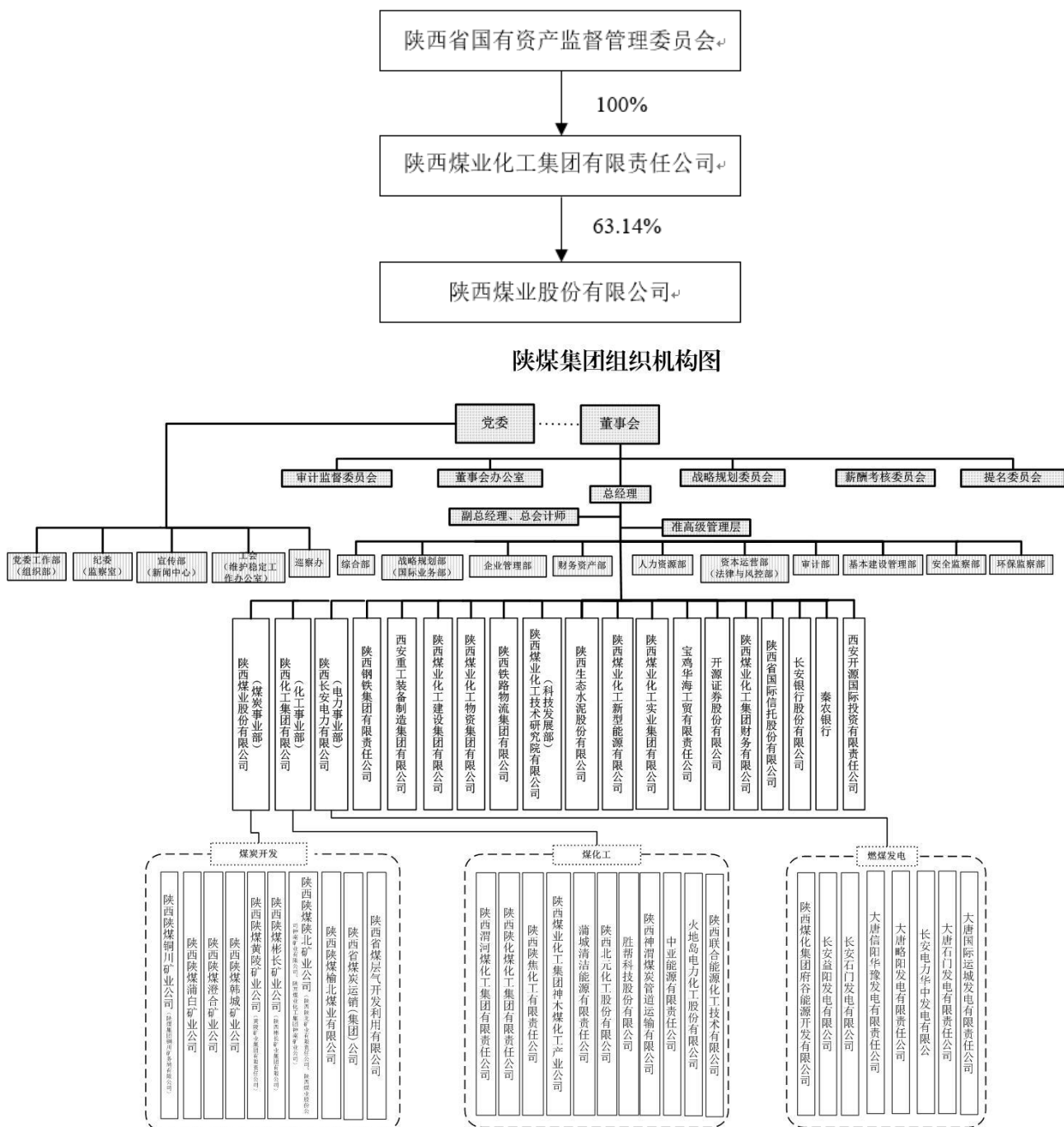
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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 6 月 1 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 2020 年 3 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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,296,302.83	3,764,725.27	5,043,991.05	5,039,736.47
应收账款净额	1,313,952.73	861,760.27	1,812,068.08	2,040,820.94
其他应收款	1,682,906.15	649,274.23	774,725.10	726,422.66
存货净额	1,445,555.92	1,573,655.82	1,877,973.82	2,198,890.01
长期投资	5,261,543.06	6,700,502.18	7,097,289.56	7,484,850.12
固定资产	14,870,313.74	16,851,327.14	17,349,939.92	18,070,210.84
在建工程	4,975,233.81	4,327,222.65	5,624,519.21	4,726,928.80
无形资产	6,409,982.66	7,836,538.28	7,688,258.25	7,851,863.57
总资产	46,406,012.70	50,096,292.13	54,859,519.62	55,832,795.82
其他应付款	1,386,593.47	1,368,454.70	1,343,316.15	1,501,217.65
短期债务	12,260,228.51	10,055,275.54	11,826,463.22	11,279,208.63
长期债务	12,007,664.25	17,123,016.36	17,283,372.52	17,955,075.84
总债务	24,267,892.77	27,178,291.90	29,109,835.73	29,234,284.47
净债务	20,971,589.94	23,413,566.63	24,065,844.68	24,194,548.00
总负债	33,204,817.00	36,532,124.39	38,283,432.10	38,807,993.86
费用化利息支出	1,056,493.88	1,058,315.51	1,333,788.15	--
资本化利息支出	130,490.88	130,693.55	137,833.34	--
所有者权益合计	13,201,195.69	13,564,167.75	16,576,087.53	17,024,801.96
营业总收入	26,008,889.58	28,058,689.03	30,257,504.33	5,759,612.02
经营性业务利润	1,602,981.34	1,915,610.84	1,758,484.44	133,879.65
投资收益	274,015.58	317,572.23	317,039.32	65,164.44
净利润	801,718.79	1,012,447.60	1,170,773.42	102,924.23
EBIT	2,147,959.95	2,446,553.66	2,903,312.24	--
EBITDA	3,299,904.38	3,860,985.67	4,534,968.67	--
经营活动产生现金净流量	4,329,948.27	3,666,809.25	3,281,588.59	336,061.00
投资活动产生现金净流量	-4,274,161.62	-3,449,237.13	-2,899,292.77	-770,274.62
筹资活动产生现金净流量	74,839.55	157,742.72	793,031.19	533,800.43
资本支出	1,597,240.21	2,207,101.62	2,273,411.37	582,577.94
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	18.83	19.54	19.10	18.32
期间费用率(%)	11.46	11.43	11.95	14.53
EBITDA 利润率(%)	12.69	13.76	14.99	--
总资产收益率(%)	4.72	5.07	5.53	--
净资产收益率(%)	7.21	7.57	7.77	2.45*
流动比率(X)	0.66	0.71	0.78	0.81
速动比率(X)	0.59	0.62	0.68	0.70
存货周转率(X)	14.87	14.87	14.08	9.15*
应收账款周转率(X)	18.78	25.65	21.80	11.86*
资产负债率(%)	71.55	72.92	69.78	69.51
总资本化比率(%)	64.77	66.71	63.72	63.20
短期债务/总债务(%)	50.52	37.00	40.63	38.58
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.13	0.11	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.35	0.36	0.28	0.12*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.65	3.08	2.23	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	11.74	7.67	4.09	--
总债务/EBITDA(X)	7.35	7.04	6.42	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.38	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.78	3.25	3.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.81	2.06	1.97	--

注：2020 年一季报未经审计；为计算有息债务，中诚信国际将公司“其他流动负债”中的信托融资款、融资租赁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；应收账款含应收款项融资；由于缺乏数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带*指标已经年化处理。

附三：陕西煤业化工集团有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	758,729.96	1,096,351.36	1,715,096.81	1,240,495.51
应收账款净额	1,512.62	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,197,765.48	247,970.62	321,703.87	372,224.73
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	11,718,026.86	13,746,585.47	14,856,481.16	14,757,210.83
固定资产	35,298.45	1,753.03	997.95	729.92
在建工程	17,881.34	26,330.11	44,909.19	53,269.10
无形资产	9,005.56	1,652.40	63.66	373.97
总资产	21,929,391.98	23,893,192.29	27,270,965.81	27,071,043.78
其他应付款	832,869.55	218,636.94	207,306.35	308,993.01
短期债务	7,949,673.50	5,617,655.60	6,867,494.91	6,351,341.00
长期债务	5,355,600.00	10,413,200.00	10,507,576.93	10,942,976.93
总债务	13,305,273.50	16,030,855.60	17,375,071.84	17,294,317.93
净债务	12,546,543.54	14,934,504.24	15,659,975.04	16,053,822.43
总负债	19,531,493.05	21,704,675.18	23,983,109.96	23,654,650.66
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	2,397,898.92	2,188,517.10	3,288,428.78	3,417,503.12
营业总收入	174,419.45	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-263,698.83	-413,519.28	-664,097.52	-161,849.81
投资收益	140,966.48	415,254.49	479,435.36	4,309.35
净利润	-445,719.41	-163,415.07	-120,255.82	-157,865.46
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	3,150,941.18	-562,983.01	153,108.75	-142,045.98
投资活动产生现金净流量	-1,084,879.16	-905,440.21	-1,163,773.50	-180,294.13
筹资活动产生现金净流量	-2,054,333.16	1,674,964.57	1,724,562.36	-152,261.19
资本支出	1,601.42	17,643.26	19,910.27	7,327.37
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	100.00	--	--	--
期间费用率(%)	250.26	--	--	--
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	-15.45	-7.13	-4.39	-18.83*
流动比率(X)	0.67	0.81	0.82	0.86
速动比率(X)	0.67	0.81	0.82	0.86
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	228.71	--	--	--
资产负债率(%)	89.07	90.84	87.94	87.38
总资本化比率(%)	84.73	87.99	84.09	83.50
短期债务/总债务(%)	59.75	35.04	39.52	36.73
经营活动净现金流/总债务(X)	0.24	-0.04	0.01	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	-0.10	0.02	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	17.09	-9.54	-5.34	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：2020 年一季报未经审计；由于缺乏数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带*指标已经年化处理。

附四：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）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

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”。

附五：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 年第二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 年第二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，及时对该事项进行分析，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 6 月 1 日