

2021 年度陕西榆林能源集团有限公司信用评级报告

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：郝晓敏 xmhao@ccxi.com.cn

杨龙翔 lxyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 10 月 15 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。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，亦不对评级对象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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2021 年 10 月 15 日至 2022 年 10 月 14 日。

■ 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3200M 号

陕西榆林能源集团有限公司：

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 **AA⁺**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2021 年 10 月 15 日至 2022 年 10 月 14 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十月十五日

评级观点：中诚信国际评定陕西榆林能源集团有限公司（以下简称“榆能集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了煤炭资源禀赋、显著的成本优势、稳健的资本结构和较为合理的债务结构以及突出的盈利和获现能力等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到未来投资规模大、管理水平有待提升、对当地国有企业形成一定规模的资金拆借和委贷以及或面临持续性代偿风险等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

榆能集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	386.96	457.68	513.99	567.29
所有者权益合计（亿元）	223.73	253.91	282.17	305.94
总负债（亿元）	163.23	203.77	231.82	261.35
总债务（亿元）	118.71	132.01	154.96	172.43
营业总收入（亿元）	142.43	167.76	184.05	134.22
净利润（亿元）	42.51	47.32	39.24	26.85
EBIT（亿元）	52.79	60.14	54.54	--
EBITDA（亿元）	61.26	70.71	64.35	--
经营活动净现金流（亿元）	46.19	49.49	35.08	42.38
营业毛利率(%)	42.01	41.50	36.85	35.00
总资产收益率(%)	15.69	14.24	11.23	--
资产负债率(%)	42.18	44.52	45.10	46.07
总资本化比率(%)	34.67	34.21	35.45	36.05
总债务/EBITDA(X)	1.94	1.87	2.41	--
EBITDA 利息倍数(X)	13.25	14.01	9.71	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年 1~6 月未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000_2019_04)

陕西榆林能源集团有限公司打分卡结果				
重要因素	指标名称	指标值	分数	
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	34.18	10	
	总资产收益率(%)*	13.72	10	
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)	35.45	10	
	EBITDA/总债务(%)*	48.90	10	
	EBIT 利息保障倍数(X)*	10.52	10	
	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	23.51	10	
规模(28%)	营业总收入(亿元)*	164.75	7	
	原煤产量	8	8	
运营实力 (24%)	资源禀赋	10	10	
	竞争实力	7	7	
	安全生产	10	10	
打分结果			aaa	
BCA			aa ⁺	
支持评级调整			-	
评级模型级别			AA ⁺	
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa ⁺)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理和特殊事件风险等因素的考量，支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。受评企业的最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。				

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **持续的资源禀赋优势。**公司所处神东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，煤种齐全、煤质优良。截至 2021 年 6 月末，公司 3 座在产矿井可采储量 14.26 亿吨，核定产能 1,800 万吨/年。此外，公司在建及拟建矿井合计可采储量 73.58 亿吨，设计产能 3,300 万吨/年，资源储备丰富。

■ **保持显著的成本优势。**公司煤矿赋存条件优良、开采难度低，且矿井均为新建矿井、人员负担轻，公司吨煤完全成本低，2020 年仅为 155.59 元/吨，在行业内仍具有很强的成本优势。

■ **稳健的资本结构和较为合理的债务结构。**公司总资本化比率较低，在行业内处于较低水平；且公司总债务以长期债务为主，截至 2021 年 6 月末短期债务占总债务的比重仅为 26.98%。

■ **盈利及获现能力突出。**受益于煤炭市场回暖以及显著的成本优势，公司盈利及获现能力突出，相关偿债指标处于较好水平。

关注

■ **未来投资规模大。**根据规划，公司未来在煤炭、电力及煤化工等领域均有较大规模投资，面临较大资金压力。同时，煤化工项目盈利情况受技术水平、煤炭和石油价格影响较大，相关项目将面临一定市场及技术风险。中诚信将对公司项目建设的进展情况及其对公司财务杠杆和盈利水平的影响保持关注。

■ **管理水平有待提升且对当地国有企业形成一定规模的资金拆借和委贷。**公司制订了多条规章制度并依次建立相应的内部控制体系，但各项制度落实有待完善，且公司对子公司的资金、投资项目管理等方面管控能力有限，管理水平尚待提升；同时，公司对当地国有企业存在一定规模的资金拆借和委贷情况，且部分资金存在一定的回收风险。

■ **或面临持续性代偿风险。**子公司陕西榆林能源集团煤炭运销有限公司（以下简称“运销公司”）为府谷煤业集团有限公司（以下简称“府谷煤业”）提供的 3.00 亿元借款担保已到期并发生违约情况，若府谷煤业无法改善其经营情况，运销公司作为担保人，或面临持续性代偿风险，中诚信国际将对此事保持持续关注。

评级展望

中诚信国际认为，陕西榆林能源集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**盈利大幅增长且具有可持续性；资本实力显著增强。

■ **可能触发评级下调因素。**后续投资项目收益严重不及预期，外部资金拆借规模持续上升，回收风险明显加大；杠杆水平持续攀升，偿债能力大幅弱化等。

评级历史关键信息

陕西榆林能源集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	--	2021/07/26	梅楚霖、刘旷	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04	阅读全文
AA+/稳定	--	2020/02/24	刘翌晨、王文洋	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04	阅读全文

同行业比较

部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2020 年 原煤产量（万吨）	2020 年末 资产总额（亿元）	2020 年末 资产负债率(%)	2020 年 营业总收入（亿元）	2020 年 净利润（亿元）
徐矿集团	1,789	489.11	58.16	329.75	7.04
淮矿股份	2,713	620.34	70.17	508.83	31.36
盘江投资	1,264	433.89	73.00	345.29	2.49
神木国资	358	310.72	30.95	52.94	26.96
榆能集团	2,046	513.99	45.10	184.05	39.24

注：“徐矿集团”为“徐州矿务集团有限公司”简称；“淮矿股份”为“淮北矿业股份有限公司”简称；“盘江投资”为“贵州盘江投资控股（集团）有限公司”简称；“神木国资”为“神木市国有资本投资运营集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

陕西榆林能源集团有限公司成立于 2012 年 8 月 3 日，是经榆林市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林市国资委”）出资组建的国有独资企业，由榆林市国资委履行出资人职责，对公司主要领导、对标考核及业绩考核等进行管理。同年，根据榆林市国资委下发的榆政国资发[2012]61 号文件，陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司（原榆林市榆神煤炭有限责任公司，以下简称“榆神煤电”）、运销公司、陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）等企业划入公司管理范围，截至 2020 年末公司纳入合并报表范围内的子公司共 14 家。2021 年 4 月 2 日，公司将未分配利润转增实收资本，受益于此公司实收资本增至 60 亿元。

公司的主营业务以煤炭生产销售为主，电力、热力、物流中转服务为辅。公司煤种主要为优质动力、化工用煤。截至 2021 年 6 月末，公司实际控制人及控股股东均为榆林市国资委，持股比例为 100%；同期公司合并口径子公司共 20 家。

表1：公司主要子公司

全称	持股比例	简称
陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司	50%	榆神煤电
陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司	50%	进出口公司
陕西榆林能源集团煤炭运销有限公司	55.38%	运销公司
陕西榆林能源集团资源开发有限公司	100%	资源开发公司
陕西榆林能源集团新能源科技有限公司	100%	新能源公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年复合增速提升至 5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房

地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现供需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速上升，与 CPI 之差不断扩大，不过，随着全球供需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续 PPI 涨幅或将持续回落。

宏观风险：虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

宏观政策：2021 年上半年宏观政策延续向常态

化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7月初全面降准落地释放长期资金1万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

宏观展望：虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济持续修复的基本态势不改，供需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

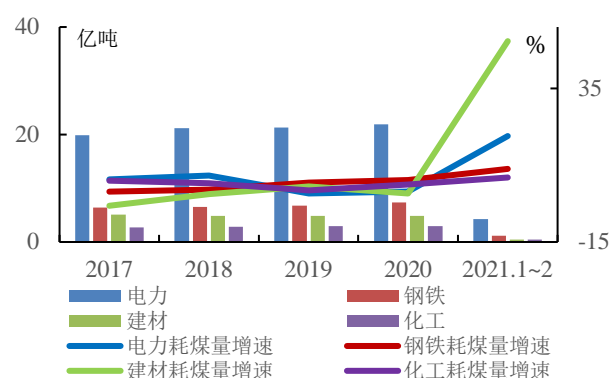
行业及区域经济环境

2020年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍呈增长态势；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

中国煤炭需求主要集中在电力、钢铁、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。受疫情以及电力行业耗煤量增速放缓影响，2020年我国煤炭消费量为40.5亿吨，同比增长1.0%，消费增速同比回升0.1个百分点。2021年1~2

月，我国煤炭消费量为7.0亿吨，同比增长15.5%。

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。2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，我国电力需求显著下降；但下半年以来，随着宏观经济的逐步复苏，工业生产逐步加快，全国用电量明显回升，且在第四季度低温寒潮的推动下，当季度用电需求大幅增长，2020年我国全社会用电量同比仍增长3.1%，增速同比下降1.4个百分点。受清洁能源装机规模上升等因素影响，2020年我国火电发电量增速同比进一步下降0.7个百分点至1.2%，但仍呈增长态势，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长1.5%，增速同比上升0.7个百分点。

2020年，我国制造业投资同比下降2.2%，受疫情影响较为严重；尽管受税收减免等因素影响，我国财政收入有所下降，但随着转移支付增加、提高地方财政资金留用比例政策的延长、抗疫特别国债的发行等多项措施的持续加码，我国基建投资（含电力）同比仍增长3.4%；加之疫情后积压的购房需求快速兑现及优质地块供应增加使得地产商仍保持了较高的投资意愿，当期地产投资同比增长7.0%，上述因素使得我国固定资产投资同比仍增长2.9%，钢铁及建材行业用煤需求同比分别增长3.8%和0.8%，增速同比下降0.5个百分点和2.3个百分点。

此外，2020年我国化肥产品产量同比有所下降，但受益于煤制油、煤质烯烃及煤制乙二醇等新

型煤化工产能的继续释放，化工行业用煤需求亦得到一定支撑，当期化工行业煤炭消费量同比增长 0.2%，增速同比下降 1.6 个百分点。

整体看，2020 年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍保持增长。但长期来看，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，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，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超额完成，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进一步优化

2016 年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。截至 2020 年底，全国累计退出煤矿 5,500 处左右、退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上，已超额完成《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）提出的化解过剩产能目标。

具体来看，2020 年全国关闭退出煤矿 600 余处，合计化解煤炭过剩产能超 1.5 亿吨/年。其中，云南、山东、贵州、山西及陕西等地区产能退出力度较大。值得注意的是，云南、贵州、四川及江西等南方地区退出矿井多以 30 万吨/年下矿井为主，该部分单体开采规模小、竞争力弱的小型矿井的退出将使得上述区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

表2：2020 年主要省份（自治区）煤炭行业去产能情况

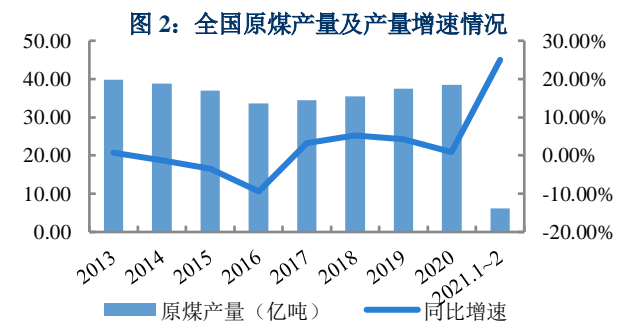
地区	关闭退出煤矿（座）	化解过剩产能（万吨/年）	平均单矿退出产能（万吨/年）
云南	145	3,204	22
山东	8	2,621	328
贵州	133	2,292	17
山西	32	2,074	65
陕西	57	1,693	30

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。

四川	74	939	13
河北	20	783	39
黑龙江	35	735（第一批）	21
河南	11	486	44
江西	46	285（前三批）	6
安徽	1	210	210
广西	4	180	45
甘肃	10	156	16
福建	8	135	17
辽宁	2	114	57
北京	1	100	100

资料来源：中诚信国际根据自各省（自治区、直辖市）政府、行业主管部门官网统计整理。

原煤产量方面，2020 年我国煤炭产量为 38.4 亿吨，同比增长 0.9%，受产能持续退出、内蒙地区倒查 20 年等因素影响，产量增速同比下降 3.3 个百分点。其中，内蒙、陕西及山西（三西地区）原煤产量为 27.9 亿吨，占全国煤炭产量的 71.5%。而目前在建矿井亦主要集中于煤炭储量大、资源禀赋好、开采成本低的三西地区，未来随着该地区在建矿井的逐步投产，我国煤炭产业机构将进一步向三西地区集中。2021 年 1~2 月，我国煤炭产量为 6.18 亿吨，受需求增长带动同比增加 25.00%。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

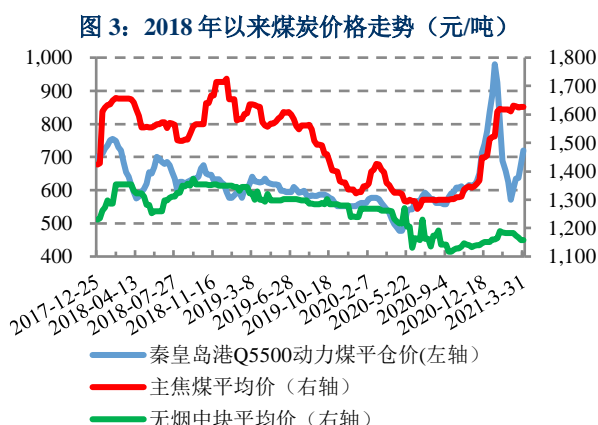
煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路¹（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应

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。但中诚信国际也关注到，2020 年受铁路专用线、储配基地和物流园等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力释放情况不及预期，未来随着相关集疏运系统建设的完成，该铁路运力将有所提升。

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量增长和产业结构的优化升级。

2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势；但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，煤炭价格大幅回升

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²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。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初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，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。截至 2020 年 12 月末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价及全国主焦煤均价分别为 778 元/吨和 1,454 元/吨，较年初分别上升 40.81% 和 9.93%；全国无烟中块均价为 1,151 元/吨，虽较前三季度有所回升，但较年初仍下降 7.21%。2021 年一季度，受煤炭供应增加、港口库存增长等因素影响，我国动力煤价格高位回落，期末秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 719 元/吨，较年初下降 13.89%，但仍处于很高水平；由于钢铁及化工等下游行业景气度较高，焦煤及无烟煤价格整体有所上升，同期末全国主焦煤及无烟中块均价分别为 1,626 元/吨和 1,157 元/吨，较年初分别上涨 7.38% 和 0.54%。

中诚信国际认为，2020 年新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。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，且随着以三西地区为主的先进产能的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，煤炭价格整体将面临一定的下行压力。

业务运营

公司主要业务包括煤炭、电力及热力及中转装卸等，其中煤炭业务收入占比较高，保持在 70% 以上，是公司收入和利润的主要来源。近年来，公司营业收入呈逐年上升趋势。其中 2020 年，横山电厂两台机组 100% 投入运营，公司电力业务收入进一步增长；受益于化工板块收入增加，公司其他业务

² 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。

收入有所提升。

2021年1~6月，由于煤炭价格高位运行，公司煤炭收入同比有所上升；同期受益于金属镁业务及化工业务收入大幅增加，公司其他业务收入大幅提升。

表3：近年来公司营业总收入构成情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~6
煤炭采掘	130.10	133.44	136.11	90.01
电力	7.56	25.20	34.90	16.02
热力	1.28	1.56	2.07	0.77
其他	3.49	7.56	10.97	27.42
营业总收入	142.43	167.76	184.05	134.22
占比	2018	2019	2020	2021.1~6
煤炭采掘	91.34	79.54	73.95	67.06
电力	5.31	15.02	18.96	11.94
热力	0.90	0.93	1.12	0.01
其他	2.45	4.51	5.96	20.43
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：公司其他业务收入主要包括化工业务收入、中转装卸业务收入、客房餐饮收入及电力设备收入等；公司营业总收入与各板块收入合计数存在略微差距，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭储量丰富，煤质优良且开发成本低，资源禀赋优异；同时，公司参股矿井资产优质，受益于原煤产量的提升，参股煤矿为公司带来稳定的投资收益

公司煤炭业务的运营主体为榆神煤电和进出口公司。公司在陕西省内拥有3座在产矿井，煤种为长焰不粘煤，热值较高，是优质环保动力、化工用煤。截至2021年6月末，公司下属3座在产矿井的可采储量为14.26亿吨，总核定产能为1,800万吨/年。

表4：截至2021年6月末公司煤炭储量与产能情况
（万吨/年、平方公里、亿吨）

	核定产能	井田面积	地质储量	可采储量
榆树湾煤矿	1,000	85.26	17.83	10.10
杨伙盘煤矿	500	26.91	3.09	2.18
银河煤矿	300	33.89	3.55	1.98
合计	1,800	146.06	24.47	14.26
	设计产能	井田面积	地质储量	可采储量
在建/拟建煤矿				
郭家滩煤矿	1,000	201.60	23.80	11.90
红石桥煤矿	500	261.94	33.30	18.50
吴堡横沟井田	300	93.00	13.80	2.12
乌苏海则煤矿	1,500	334.40	57.93	41.06
合计	3,300	890.94	128.83	73.58

注：郭家滩煤矿为公司在建矿井，已于2019年2月获得国家发改委核

准；在产矿井地质储量及可采储量均为2021年3月末数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司原煤产量变化不大，整体保持了一定的产业规模优势。公司另有1座在建及3座拟建矿井，资源储量丰富，设计产能合计3,300万吨/年，未来上述矿井的投产将有助于公司煤炭产业规模的提升。洗选方面，公司原煤煤质较好，不经洗选即可作为电厂高热值配煤直接出售。

表5：近年来公司煤炭生产情况（万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~6
榆树湾煤矿	1,005	1,206	1,098	590
杨伙盘煤矿	485	471	550	300
银河煤矿	416	346	398	173
合计	1,906	2,023	2,046	1,063

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，由于公司煤矿开采条件好，且矿井均为新建矿井，人员负担轻，公司完全吨煤成本较低。2020年，公司补交耕地占用税约1.40亿元，同时由于资源税自2020年9月1日起由9%增至10%，公司吨煤成本明显上升。2021年1~6月，受当地政策影响，公司加大人工成本投入，制造成本大幅增加，带动公司吨煤成本进一步提升。

表6：近年来公司吨煤完全成本情况（元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~6
制造成本小计	91.51	80.73	80.78	92.86
营业税金及附加	32.29	40.18	52.57	57.65
销售费用	6.28	6.09	6.69	4.10
管理费用	15.98	13.21	16.52	18.48
财务费用	-0.17	-0.59	-0.47	-1.59
合计	145.89	139.62	156.09	171.50

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

安全生产方面，公司矿井开采条件较好，安全管理难度相对较低。2018~2020年，公司保持一定规模的安全投入；2019年，银河煤矿发生一起机电事故，死亡1人；2020年，公司下属陕西精益化工有限公司非煤矿山发生一起事故，死亡3人；2021年1~6月，公司未发生安全生产事故。

表7：近年来公司安全生产指标（%、亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~6
公司百万吨死亡率	0	0.049	0	0
全国平均百万吨死亡率	0.093	0.083	0.058	--
安全投入	3.51	3.48	0.95	4.69

注：2020 年 10 月 30 日，陕西精益化工有限公司煤焦油预处理装置污水处理罐发生氮气窒息事故，不计入煤炭板块。

资料来源：公司提供

公司参股红柳林矿业及南梁矿业，同时还享有何家塔煤矿的部分收益权。上述 3 家煤矿资源赋存条件优异、生产成本低，近年来生产经营状况稳定，盈利能力很强。2020 年公司从红柳林矿业及南梁矿业参股煤矿共获得投资收益 7.98 亿元，对利润形成重要补充，有效增强了公司的盈利能力。

表8：截至 2021 年 6 月末公司主要参股煤矿情况
(万吨/年、%、万吨)

	核定 产能	持股 比例	原煤产量		
			2018	2019	2020
红柳林矿业	1,500	24.00	1,789	1,651	2,088
南梁矿业	300	26.00	316	386	508
合计	1,800	--	2,105	2,037	2,596

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司商品煤销量小幅下降，煤炭价格有所上升，公司煤炭业务保持了很强的盈利能力

煤炭销售方面，2020 年，公司商品煤销量小幅下降 1.40%。受益于下游需求增加，2020 年以来公司煤炭销售均价持续回升，该板块盈利能力明显增强。

表9：近年来公司煤炭销售情况（万吨、元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~6
商品煤销量	2,979.13	3,120.63	3,076.94	1,578.38
其中：外购煤销量	553.45	536.30	1,018.00	744.79
商品煤销售价格	436.70	427.61	442.36	488.74

注：公司商品煤销量包含部分库存煤；销售价格不含运费及税费。

资料来源：公司提供

公司榆树湾煤矿主要通过神朔铁路进行外运，销售区域包括华北、华东及东北地区，合作客户主要为大型电厂；银河煤矿主要供给公司下属银河电厂及周边电厂，地销占比较高；杨伙盘煤矿主要外运至秦皇岛港口销售。公司煤炭销售主要采用预付模式，少部分长期稳定合作的国有企业采用先发货，后付款模式³，客户集中度较高。回款方面，公

司以现金及票据结算为主，回款周期最长为 6 个月。

表10：2020 年公司煤炭前五名客户销售情况（亿元、%）

客户名称	销售 金额	占比
陕西国铁物流有限责任公司	28.79	21.15
西安西铁物流有限责任公司	16.18	11.89
湖南华菱资源贸易有限公司	7.07	5.19
中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司	6.81	5.00
陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销公司	6.17	4.53
合计	65.02	47.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运输方面，公司下属各煤矿运输方式不同，但以铁路运输为主。目前南北运煤通道-浩吉铁路已开通，且公司计划参股投资建设华中煤炭铁水联运项目，未来公司煤炭销售可辐射更大区域。截至 2021 年 6 月末，公司控股或参股 8 家集运站，年发运能力 3,350 万吨；此外公司还参股建设靖神铁路，持股比例为 20%。2020 年及 2021 年 1~6 月，公司中转装卸业务收入分别为 1.34 亿元和 1.19 亿元⁴。

表11：截至 2021 年 6 月末公司物流集运站运力情况
(万吨/年)

铁路沿线	运输线路	集装站	运力	控制情况
神朔铁路 运输线	神木大柳塔 至山西朔州 市	何家塔	400	控股55%
		燕家塔	500	参股40%
		新城川	500	控股55%
包西铁路 运输线	北起内蒙古 包头市南达 西安市	凉水井	300	参股20%
		大保当	300	控股50%
		牛家梁	200	控股60%
		鱼河	150	控股45%
		朱盖塔	1,000	控股34%
合计	-	-	3,350	-

资料来源：公司提供

近年来，受益于新机组投产及下游需求增长等因素，公司机组利用效率得以提升

公司电力业务运营主体主要为银河电厂、榆神热电及横山电厂。其中银河电厂及榆神热电均为热电联产机组；近年来，榆神热电⁵及横山电厂⁶的陆续投运推动公司可控装机容量持续增长，截至 2021 年 6 月末达 297 万千瓦。

³ 公司先销售给西安西铁物流有限责任公司（以下简称“西铁物流”），由西铁物流再销售给终端客户，因此存在部分先货后款情况。

⁴ 目前公司吨煤装卸费为 20 元/吨。

⁵ 公司榆神热电电厂于 2018 年 4 月投产。

⁶ 横山电厂为公司与横山县国有资产投资运营有限责任公司合作项目，公司持股比例为 80%，该项目为国家大气污染防治行动计划重点输电通道“榆横-潍坊 1,000 千伏特高压交流输电工程”的 3 个配套电源点之一。横山电厂 2 号机组于 2018 年 12 月投产，1 号机组于 2019 年 10 月投产。

在建及拟建电力资产方面，公司与神木市国有资本投资运营集团有限公司等企业计划建设 2×66 万千瓦杨伙盘电厂⁷，该项目已于 2020 年 3 月获得核准。此外，为供应榆林市西南新区用户用热，公司计划投资建设 2×35 万千瓦热电联产机组，截至目前尚未取得相关批复。

表12：截至 2021 年 6 月末公司装机情况（万千瓦、%）

电力资产	装机结构	持股比例	控股装机容量
银河电厂	2*13.5	100	27
榆神热电	2*35	100	70
横山电厂	2*100	80	200
合计	--	--	297

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

机组运营效率方面，2020 年，受益于横山电厂机组投产，公司机组利用效率及发电量均同比增长。上网电价方面，2020 年以来，公司各机组上网电价整体变化不大，其他电厂受用电需求影响其上网电价随之调整。

表13：近年来公司电力业务运营及各机组上网电价情况（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

	2018	2019	2020	2021.1~6
发电量	38.21	100.28	137.86	62.53
上网电量	35.26	94.09	130.22	60.22
各机组含税上网电价	2018	2019	2020	2021.1~6
银河电厂	0.3545	0.3345	0.3345	0.3345
榆神热电	0.2951	0.2951	0.3108	0.3345
横山电厂	0.2882	0.2882	0.2602	0.2887
各机组利用小时数	2018	2019	2020	2021.1~6
银河电厂	3,674	3,552	3,582	2,107
榆神热电	2,818	4,215	4,160	2,307
横山电厂	856	3,059	4,951	2,034

注：2018 年公司横山电厂上网电价为转商用后价格；银河电厂 2018 年上半年上网电价为 0.3545 元/千瓦时，下半年上网电价为 0.3345 元/千瓦时

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购方面，银河电厂所用燃煤全部来自银河煤矿，2020 年，平均采购单价为 396.05 元/吨；榆神热电所用燃煤主要来自榆树湾煤矿及银河煤矿，其余部分为外购，2020 年平均采购单价为 479.81 元/吨⁸；横山电厂所用燃煤全部为外购煤，2020 年平均采购单价为 345.23 元/吨，需关注煤价

上升对上述电厂盈利能力的影响。

供热方面，目前公司供热下游客户主要为居民用户，区域包括榆林市榆阳区东北区域，近年来受益于榆神热电的投产，公司供热面积逐年增长。未来随着西南新区热电联产机组的投产，公司在高新区的供热面积将进一步扩大，届时将占榆林市总供热面积的三分之一。近年来，受益于供热面积的增长，公司售热量整体呈增加趋势，同期公司居民售热价格及非居民售热价格基本维持稳定。

表14：近年来公司热力业务运营情况

（万吉焦、元/平方米）

	2018	2019	2020	2021.1~6
供热面积	1,680	1,850	2,100	2,231
售热量	305.26	493.54	685.26	527.32
居民售热价格	4.0	4.0	4.0	3.0
非居民售热价格	6.3	6.3	6.3	6.3

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司新能源业务运营主体为陕西榆林榆能长隆光伏有限责任公司和陕西榆林榆能惠腾光伏有限责任公司，总装机 100MW。

表15：2020 年以来公司新能源电厂发电情况

（万千瓦时、元/千瓦时）

长隆光伏项目	2020	2021.1~6
发电量	7,396.34	3,999.59
上网电量	7,345.67	3,948.56
上网电价	0.2931	0.3345
惠腾光伏项目	2020	2021.1~6
发电量	--	3,909.25
上网电量	--	3,909.24
上网电价	--	0.3845

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2020 年以来，随着光伏项目逐步投产，对公司电力业务收入形成一定的补充，该板块利润实现扭亏为盈。

战略规划及管理

公司未来投资重点项目集中在煤炭、电力和煤化工等领域，在建及拟建项目投资规模很大，或将面临较大的资金压力

⁷ 该项目是陕北-武汉特高压线路的 5 个电源点之一，公司持股比例为 75%。

⁸ 榆神热电外购燃煤主要来自周边煤矿，煤质较好，因此采购价格明显高于其他电厂。

公司围绕能源核心，积极发展“煤炭生产-煤炭运销-煤炭转化（热电和煤化工）”、“传统能源-新能源”一体化发展模式，构建“以煤炭为核心，以热电和煤化工为两翼，盐化工、物流运输、新能源等多元经营业务共同发展”的“一核两翼多元经营”产业体系。公司未来投资方向主要为煤炭、电力以及煤化工项目等。

具体来看，公司在建项目主要包括杨伙盘煤电一体化项目、榆能榆阳区 300 兆瓦光伏平价上网项目、郭家滩煤矿及煤化工项目，整体投资规模较大，公司将面临较大的资本支出压力。此外，公司下属陕西精益化工有限公司煤焦油深加工多联产项目于 2020 年 10 月投产，主要产品包括兰炭 120 万吨/年、煤焦油 60 万吨/年、芳烃 37 万吨/年、酚类 4 万吨/年。目前国内大型煤企在建的煤化工项目较多，部分煤化工产品产能过剩问题突出，节能环保压力大，且盈利情况受技术水平、煤炭和石油价格影响较大，公司煤化工项目建成后面临一定市场及技术风险，中诚信国际将对公司新投产煤化工项目的盈利情况保持关注。

拟建项目方面，公司下属拟建矿井尚未取得产能核准，建设进度存在一定不确定性。公司还计划建设郭家滩及红石桥煤矿坑口配套电厂，但相关投资依赖于煤矿产能的核准。目前，公司煤化工拟建项目包括煤制清洁燃料产业化技术升级示范基地项目、煤焦油深加工多联产综合利用项目和陕西精益化工填平补齐项目等。其中，煤制清洁燃料产业化技术升级示范基地项目拟依托公司的资源优势和中科合成油技术公司的技术及人才优势，在榆林经济技术开发区榆神工业园区建设煤制油（500 万吨/年）联产液化天然气（100 万吨/年）升级示范基地项目，该项目已纳入国家十四五规划优先布局重大示范项目中。由于相关的投资项目尚未出具可研报告，项目建设内容及投资规模尚未最终确定。根据初步规划，煤制清洁燃料产业化技术升级示范基地项目的拟投资规模很大，若未来正式启动推进，公司将面临较大投资压力。由于煤化工项目盈利情况受技术水平、煤炭和石油价格影响较大，相关项目将面临一定市场及技术风险，中诚信国际将对公司在建及拟建项目资金筹措、建设进度、投产后运营情况保持关注。

表16：截至 2021 年 6 月末公司在建及拟建项目情况（亿元）

在建项目	建设规模	项目总投资	截至 2021 年 6 月末已投资	未来三年计划投资	预计投产时间
郭家滩煤矿	1,000 万吨/年	84.62	27.19	57.43	2023.12
乙二醇联产高端化学品资源综合利用项目	40 万吨/年乙二醇	58.88	8.86	50.02	2022.12
榆能榆阳区 300 兆瓦光伏平价上网项目	300MW 光伏	16.52	3.46	13.06	2021.12
杨伙盘煤电一体化项目	2×66 万千瓦	52.33	13.18	39.15	2022.12
合计		212.35	56.69	155.66	--
拟建项目		建设规模	项目拟投资金额		
榆能榆神西南新区热电联产项目		2×35 万千瓦	32.00		
红石桥煤矿		一期 500 万吨/年	52.00		
乌苏海则煤矿		1,500 万吨/年	85.00		
吴堡横沟煤矿		300 万吨/年	80.00		
合计			249.00		

注：公司在建项目仅包括经过陕西省政府或榆林市政府核准的项目；公司郭家滩煤矿投资额不包括资源价款及产能置换指标款。煤焦油深加工多联产综合利用项目、陕西精益化工填平补齐项目。

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较健全，但各项制度落实有待完善，公司管理水

平尚待提升

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、计划经营部、生产运营部、财务资产部、采购管理部及安全环保部等。

公司制定了较完善的配套管理体制，包括投资管理制度、财务管理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一定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，公司成立资金管理中心，采取收支两条线模式，每日归集，近年来归集率稳步提升，2020年末归集率已达90%以上。安全生产管理方面，公司制定各项安全制度及规定，强化和监管公司安全生产工作，防止和减少生产安全事故，完善公司安全生产管理体系。子公司管理方面，公司为榆神煤电、运销公司及进出口公司等6个企业整合重组企业，整合初期涉及业务范围较广、资产规模较大且下属子公司历史相对较长。近年来，公司逐步建立对下属子公司资产、人员、财务的内部控制制度，对下属子公司的管理逐步加强。

中诚信国际关注到，近年来公司自身的管理水平及对下属子公司的管控力度已逐渐提升，但公司制定的各项制度落实有待完善，在财务管理、资本运作、投资管理等仍面临挑战，管理水平仍待进一步提升。

财务分析

以下财务分析基于经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年财务报告、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2019~2020年财务报告以及公司提供的未经审计的2021年半年度财务报表。公司财务报表均为合并口径数据，各期数据均为审计报告期末数。

盈利能力

2020年以来，煤炭业务收入持续提升，但吨煤成本及煤炭价格的波动导致煤炭业务及电力业务毛利率亦有所波动；受益于较强的期间费用管控能力以

及一定规模的投资收益，公司整体盈利能力保持较好水平

2020年以来，煤炭业务仍为公司业务收入的主要来源，受吨煤成本上升以及外购煤销量增加影响，公司当年煤炭业务毛利率有所下降，导致营业毛利率亦有所下滑；同期，受益于发电机组效率的提升，公司电力业务毛利率保持增长，但热力业务受政府限价以及补贴不到位影响，呈持续亏损状态。2021年1~6月，公司业务毛利率有所下滑，主要系煤炭价格上升导致电力业务成本增加所致。

表17：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.1~6
煤炭采掘	45.40	45.55	41.63	49.83
电力	3.17	20.94	24.90	-2.32
热力	-50.00	-7.39	-28.46	-30.71
营业毛利率	42.01	41.50	36.85	35.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍以管理费用、销售费用及财务费用为主，其中，销售费用的增长系煤炭销量增加，使得公司短距离转运成本增长所致；此外，受职工薪酬增长影响，管理费用亦较上年同期有所增长；同期，由于公司增大外部融资力度，财务费用同比有所上升。综合上述情况，公司期间费用保持增长。2021年1~6月，受益于营业总收入的大幅增加，公司期间费用率有所下降。

公司利润主要由经营性业务利润构成。2020年，吨煤成本上升导致经营性业务利润有所下降。此外，得益于公司对红柳林煤矿和何家塔煤矿等优质矿井的参股，获得的分红收益以及合作经营收益较为可观，可对利润形成有益补充。同期，EBITDA利润率、EBIT利润率以及总资产收益率虽较2019年末有所下滑，但均维持较高水平。2021年1~6月，公司煤炭销售量价同比均有所增加，带动收入大幅提升，使得公司利润同比有所上升。

表18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~6
销售费用	1.44	2.57	2.79	1.35
管理费用	8.44	9.99	10.70	5.52
财务费用	2.13	1.99	2.77	1.79

期间费用合计	12.01	14.54	16.27	8.66
期间费用率(%)	8.43	8.67	8.84	6.45
经营性业务利润	42.01	46.57	41.37	31.62
资产减值损失	0.20	3.68	0.29	0.00
投资收益	9.58	13.88	9.92	1.12
营业外损益	-1.27	-0.30	-1.02	-0.19
利润总额	50.16	56.54	50.06	32.53
EBITDA 利润率(%)	43.01	42.15	34.96	--
EBIT 利润率(%)	37.07	35.85	29.63	--
总资产收益率(%)	15.69	14.24	11.23	--

注：管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，公司资产及负债规模均有所增长；得益于所有者权益的持续增长，公司杠杆仍处于较低水平，且资本结构较为稳健，债务结构较为合理

公司资产主要由非流动资产构成，其中固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产等占比较大。公司向陕西靖神和榆林财富中心有限公司分别追加投资 1.20 和 1.62 亿元，使得 2020 年末长期股权投资规模有所增长。固定资产受房屋及建筑物和机器设备的累计折旧影响，规模有所下降。此外，由于对煤焦油深加工多联产综合利用项目以及郭家滩矿井及选煤厂项目等工程的持续投入，2020 年末在建工程规模增幅较大。此外，受新增对陕西能源赵石畔煤电有限公司、榆林科创新城产业发展有限责任公司和陕西榆林榆阳农村商业银行股份有限公司等企业股权投资的影响，2020 年末，可供出售金融资产规模增幅较大。截至 2021 年 6 月末，受在建工程完工后转至固定资产影响，上述科目均较 2020 年末存在较大幅度波动。受设备、土地预付款及委托贷款⁹规模增加的影响，公司其他非流动资产保持增长态势。此外，由于土地使用权及特许经营权的增加带动无形资产有所上升¹⁰。

流动资产方面，2020 年以来，货币资金保持较高水平。随着对榆林经济开发区汇通热电有限公司等企业应收账款规模增加影响，应收账款规模小幅增长，账龄仍以一年以内为主。其他应收款方面，

前期公司将所持有柠条塔 25% 股权划转至榆林市国有资本运营管理有限公司，并将柠条塔股权价款计入其他应收款，同时与横山县国有资产经营公司往来款有所增长，使得近年其他应收款规模保持增长态势；加之公司结构性存款及理财产品的增长带动其他流动资产整体有所增加，整体使得流动资产规模呈上升态势。同期，随着收到陕煤集团神木红柳林矿业有限公司的股利，期末应收股利规模大幅下降。此外，受公司接受部分信誉优良客户使用票据结算的影响，应收票据规模有所增长。截至 2021 年 6 月末，受 2021 年上半年公司煤炭销售收入增加以及新增部分银行借款的影响，货币资金规模扩大；其中，受限规模为 14.75 亿元，占比较低。由于下属公司新增预付基础设施建设项目工程款、材料款和设备款的影响，公司预付款项规模大幅增加。受公司同当地国有企业的往来款增加影响，其他应收款进一步增长，账龄以一年以内为主。此外，随着公司主营业务收入的持续增长，应收票据规模亦保持增长态势。

表19：截至 2020 年末公司其他应收款前五名情况（亿元）

单位名称	款项性质	金额	占比
陕煤集团神木柠条塔矿业有限公司	股权价款	3.57	22.09%
横山县国有资产经营公司	借款	3.36	20.82%
陕西秦兴实业有限公司	往来款	1.67	10.33%
长宏铝业有限责任公司	往来款	1.48	9.19%
陕西重型汽车有限公司	股权款	1.20	7.43%
合计		11.28	69.86%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表20：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	76.12	77.88	73.94	103.14
应收票据	33.02	21.92	25.18	28.13
应收账款	16.79	18.80	22.76	17.23
预付款项	7.76	11.62	13.35	20.33
其他应收款	5.59	18.21	14.22	17.45
其他流动资产	3.26	8.27	11.15	2.83
流动资产合计	148.88	161.93	167.93	200.17
固定资产	110.29	136.44	131.63	176.18
在建工程	54.95	61.49	86.02	45.87
无形资产	25.46	29.80	29.57	32.62

⁹ 截至 2021 年 6 月末，公司尚存两笔委托贷款，其中，对府谷县国有资产运营有限责任公司的委托贷款规模 7.26 亿元，利率为 5.23%；对横山县国有资产投资运营有限责任公司的委托贷款规模 9.80 亿元，利率为 5.20%。公司上述两笔委托贷款均有煤炭股权质押。

¹⁰ 2020 年，杨伙盘煤电项目增加土地使用权 0.97 亿元；精益化工基础设施建设项目转入经营，增加专利权 0.21 亿元；此外，公司基础设施建设项目已陆续开展土地征拆，使得无形资产规模有所增加。

其他非流动资产	11.49	27.85	39.72	50.71
长期股权投资	10.76	17.38	21.06	21.46
非流动资产合计	238.09	295.75	346.07	367.13
资产总额	386.96	457.68	513.99	567.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，受益于利润累积和少数股东权益的增加，2020年以来，公司权益规模保持增长。其中，实收资本增加主要系2021年4月2日，公司未分配利润转增实收资本所致。综合来看，公司整体杠杆水平较低，但仍需关注未分配利润及少数股东权益占比较高对权益稳定性的影响。

公司负债主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债、短期借款以及应付类款项等为主。其中，应付账款主要系与上游单位间产生的工程往来款及设备款，2020年以来，受公司采购规模增长影响，应付账款亦保持增加态势，且账龄以一年以内为主。此外，受公司工程质量保证金、设备质量保证金等项目支出减少影响，其他应付款规模降幅较大。同期，公司其他非流动负债规模保持稳定。有息债务方面，随着在建项目的持续推进，2020年以来，公司债务规模大幅增长。截至2021年6月末，总债务进一步增至172.43亿元，主要系短期借款增长所致；受此影响，公司财务杠杆水平小幅增长，但仍处于较低水平。债务结构方面，2020年以来，公司仍以长期债务为主，虽短期债务占比呈增长态势，但总体仍处于较为合理水平。

表21：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.6
短期债务	20.22	23.92	45.02	46.52
短期借款	7.07	6.67	23.92	31.54
一年内到期非流动负债	12.70	16.35	20.99	13.91
长期债务	98.49	108.09	109.94	125.91
长期借款	96.99	98.89	88.83	106.22
应付债券	1.50	1.50	16.43	16.44
短期债务/总债务	17.03	18.12	29.06	26.98
总债务	118.71	132.01	154.96	172.43
应付账款	12.40	15.41	18.35	26.92
其他应付款	14.51	22.43	15.34	17.34
其他非流动负债	0.00	19.61	19.62	19.61
总负债	163.23	203.77	231.82	261.35

¹¹ 2019年，公司分配利润支付的现金规模同比增长，使得公司筹资活动现金净流入规模同比大幅下降。

实收资本	30.00	30.00	30.00	60.00
资本公积	2.95	2.78	2.44	2.45
未分配利润	68.08	90.00	103.85	86.36
少数股东权益	120.61	127.25	140.36	151.26
所有者权益合计	223.73	253.91	282.17	305.94
资产负债率	42.18	44.52	45.10	46.07
总资本化比率	34.67	34.21	35.45	36.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年以来，公司保持很强的经营获现能力，相关偿债指标保持较好水平

现金流方面，2020年，公司应收账款、应收票据、预付款项及存货规模均有所增加，资金占用的增加使得当期经营活动净现金流有所下滑。近年来，公司持续推进在建项目的建设并加大理财产品购买规模，投资活动现金保持净流出态势。公司保持了较大规模的利润分配规模，且2020年利润分配规模进一步增加，导致当年筹资活动现金流呈净流出态势。2021年1~6月，公司继续保持了较强的获现能力，且随着债务规模的进一步增加，当期筹资活动现金呈净流入态势。

偿债指标方面，2020年，受债务规模、利息支出及分配利润支出现金规模增幅相对较大影响，公司现金流相关偿债指标均有所弱化，但仍处于较好水平，继续保持较强的偿债能力。

表22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~6
经营活动净现金流	46.19	49.49	35.08	42.38
投资活动净现金流	-49.45	-53.18	-47.86	-19.28
筹资活动净现金流 ¹¹	45.79	1.87	-0.50	6.11
其中：分配股利、利润或偿付利息所支付现金	8.51	13.26	17.49	5.09
经营活动净现金流/总债务	0.39	0.37	0.23	0.49*
经营活动净现金流/利息支出	9.99	9.81	5.29	--
经调整的经营净现金流/总债务	31.74	27.44	11.35	--
EBITDA利息保障倍数	13.25	14.01	9.71	--
EBIT利息保障倍数	11.42	11.92	8.23	--
总债务/EBITDA	1.94	1.87	2.41	--

注：加“*”数据已经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部业务收入来源单一，且规模较小，对子公司分红依赖性较强；资产及负债规模保持增长，财务杠杆水平尚可，但债务结构有待优化

公司本部收入规模较小，收入来源较为单一，每年仅有少部分劳务及服务收入，其利润主要源自对子公司分红产生的投资收益，且依赖性较强。资产方面，主要由对长期股权投资、可供出售金融资产、货币资金和应收类款项等构成，以非流动资产为主，其中，对子公司的长期股权投资占比最高，且规模持续增长。2020年，由于新增对陕西能源赵石畔煤电有限公司和陕西榆林榆阳农村商业银行股份有限公司等企业的投资，公司本部可供出售金融资产规模大幅增加。受设备款、土地预付款、委托贷款以及超过一年期的可转让存单规模增加的影响，公司其他非流动资产保持增长态势。同期，流动资产方面，公司本部货币资金规模保持稳定。其他应收款受公司同榆神煤电的煤款完成结算影响，降幅较大。2020年末，其他流动资产规模增幅较大，主要系新增结构性存款所致。截至2021年6月末，公司本部货币资金为60.38亿元，保持持续增长，其中受限部分为7.00亿元。受银行结构性存款减少6亿元影响，其他流动资产有所下降。债务方面，截至2021年6月末，公司本部总债务为61.07亿元，其中，银行借款规模最大，合计46.13亿元，占总债务规模的比重为75.53%；从债务结构来看，公司本部以短期债务为主，占总债务的比重为57.41%，债务结构有待优化。此外，公司本部总资产资本化比率为46.67%，财务杠杆水平尚可，且由于公司本部非受限货币资金较为充裕，可对总债务形成有效覆盖。

表23：近年来公司本部主要财务指标情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.6
投资收益 ¹²	5.28	16.89	7.22	5.18
利润总额	5.67	15.12	6.21	5.38
货币资金	1.92	55.27	58.80	60.38
其他应收款	11.26	27.14	16.90	16.82
其他流动资产	0.00	5.03	17.20	11.43

¹²2019年，公司投资收益规模较大，系当年公司集中收到部分参股子公司历史分红所致。

流动资产合计	14.70	88.19	92.94	89.26
长期股权投资	68.81	71.45	86.72	94.63
可供出售金融资产	4.49	1.25	14.29	16.45
其他非流动资产	2.95	3.70	12.17	14.26
非流动资产合计	83.26	77.83	114.72	125.96
总资产	97.95	166.02	207.66	215.22
短期借款	7.00	8.00	19.10	21.15
一年内到期非流动负债	10.85	8.92	11.80	13.91
其他流动负债	0.00	56.76	79.68	78.63
长期借款	20.37	23.20	9.20	11.07
应付债券	0.00	0.00	14.93	14.94
总负债	47.98	103.39	141.85	145.43
所有者权益	49.97	62.62	65.81	69.79
总债务	38.22	40.12	55.04	61.07
总资本化比率	43.34	39.05	45.54	46.67
经营活动净现金流	-3.84	56.46	22.60	9.43
投资活动净现金流	4.69	-2.44	-30.14	-1.19
筹资活动净现金流	0.70	-0.68	3.08	-6.67
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	1.86	2.58	3.89	1.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模小，备用流动性充裕，无重大未决诉讼；被担保企业发生违约事件，公司或面临持续性代偿风险

受限资产方面，截至2021年6月末，公司受限资产为14.57亿元，占公司总资产比重的2.57%，占比较低，主要为受限的货币资金。

银行授信方面，截至2021年6月末，公司获得包括建设银行、中国银行、中信银行、长安银行等多家银行授信760.58亿元，其中未使用授信614.95亿元，备用流动性充裕。

或有负债方面，截至2021年6月末，公司对外担保余额为17.20亿元，占净资产比例为5.62%。同时，中诚信国际关注到，运销公司对府谷煤业担保的3.00亿元借款已于2019年8月6日到期，由于府谷煤业未按时偿付，出现违约情况，若府谷煤业无法改善其经营情况，运销公司作为担保人，或面临代偿风险，中诚信国际将对此事保持持续关注。

表24：截至2021年6月末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	金额
------	----

榆神能源建设开发有限公司	4.00
陕西靖神铁路有限责任公司	8.69
府谷煤业集团有限公司	4.21
府谷古城集运有限公司	0.30
合计	17.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至 2021 年 6 月末，公司作为被告方涉及 3 起未决诉讼案件，涉案金额为 150 万元、50 万元和 500 万元，涉及金额较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 8 月 20 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司系榆林市市属唯一的大型煤炭集团，可在煤炭资源获取、项目建设及优质股权配置等方面获得榆林市政府的支持

公司作为榆林市市属唯一的大型煤炭集团，可获得政府一定的支持。为推进高端能源化工项目基地建设，榆林市政府将公司作为“两园一企”中的推进企业，在公司产业发展方面，制定了三年免税、三年税收减半的优惠政策。同时，为鼓励企业进入工业园区发展，政府在在建及拟建项目的用地、用水和用电等方面给予了公司不同程度的优惠支持政策。在资源储备方面，榆林市政府为榆能集团配备了郭家滩煤矿、横沟井田、乌苏海则煤矿和红石桥煤矿等煤矿，为公司未来进一步扩大生产提供了资源保证。

此外，在市政府的协调下，公司参股了红柳林矿业，持股比例为 24%，公司可获得上述股权分红的一半，另外一半上缴榆林市政府；同时，2018~2019 年公司还享受柠条塔煤矿 25% 股权分红的 50% 收益权¹³。2018~2020 年公司从上述两家煤矿获得现金分红分别为 5.97 亿元、5.02 亿元和 2.975 亿元。

¹³ 2020 年，公司不再享受柠条塔煤矿的收益权。

评级结论

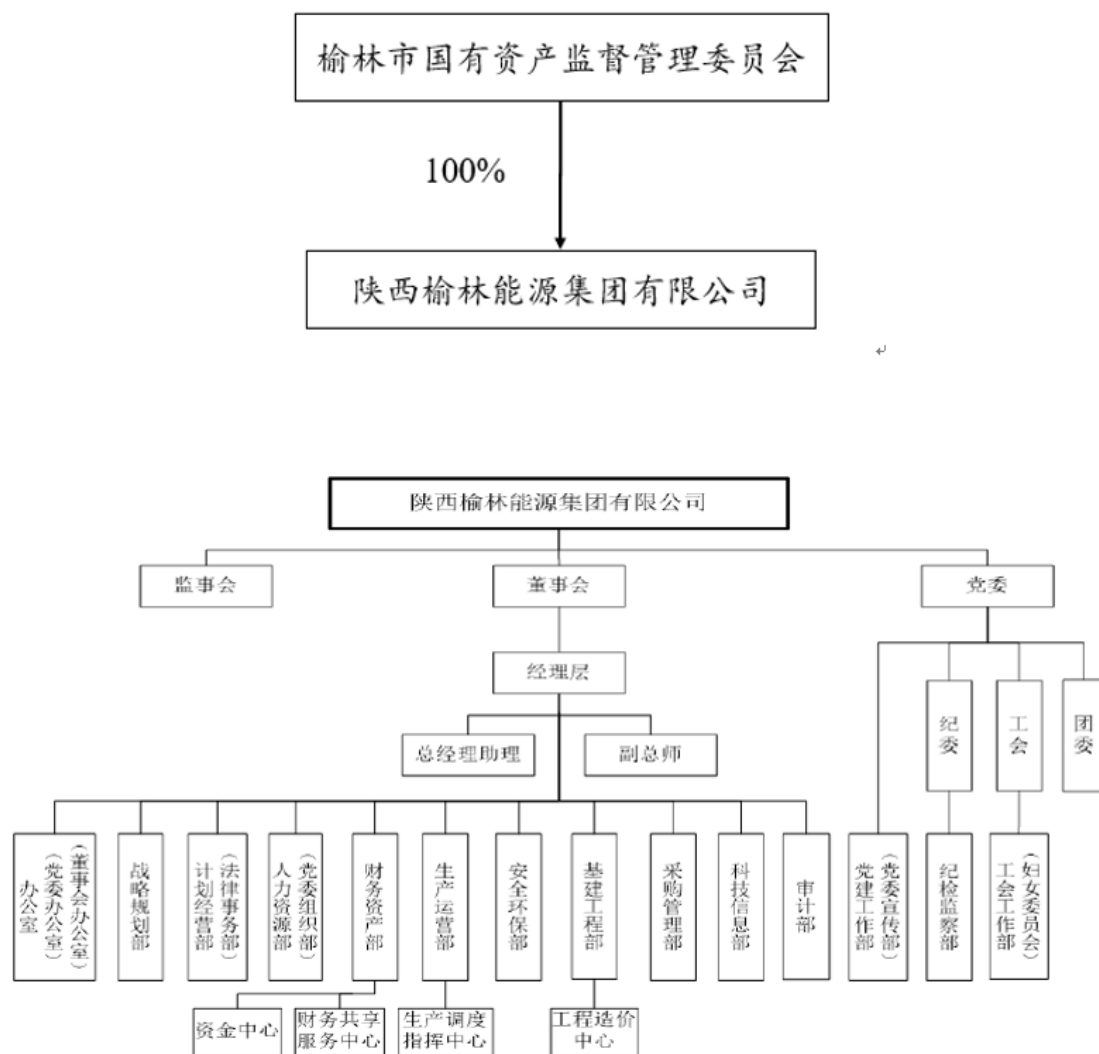
综上所述，中诚信国际评定陕西榆林能源集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于陕西榆林能源集团有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象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，并根据监管要求进行披露。

附一：陕西榆林能源集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：陕西榆林能源集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	761,180.51	778,760.18	739,374.51	1,031,420.13
应收账款净额	167,879.82	188,044.51	227,588.87	172,334.34
其他应收款	55,867.93	182,095.47	142,159.82	174,492.73
存货净额	56,720.29	52,343.49	73,397.18	110,441.85
长期投资	280,962.91	308,730.53	470,998.50	496,608.55
固定资产	1,102,888.40	1,364,448.88	1,316,281.11	1,761,807.47
在建工程	549,540.73	614,868.25	860,177.65	458,725.93
无形资产	254,646.59	298,041.77	295,721.97	326,223.47
总资产	3,869,618.91	4,576,764.66	5,139,930.72	5,672,934.94
其他应付款	145,071.14	224,307.78	153,420.19	173,438.47
短期债务	202,172.29	239,208.59	450,242.97	465,207.60
长期债务	984,942.21	1,080,912.13	1,099,362.93	1,259,130.76
总债务	1,187,114.50	1,320,120.72	1,549,605.91	1,724,338.36
净债务	425,933.99	541,360.54	810,231.39	692,918.23
总负债	1,632,311.53	2,037,709.37	2,318,237.52	2,613,513.89
费用化利息支出	26,316.05	35,979.77	44,826.76	--
资本化利息支出	19,928.00	14,480.92	21,458.94	--
所有者权益合计	2,237,307.38	2,539,055.29	2,821,693.20	3,059,421.06
营业总收入	1,424,267.72	1,677,631.65	1,840,509.02	1,342,186.65
经营性业务利润	420,084.97	465,667.38	413,666.90	316,162.34
投资收益	95,783.36	138,783.45	99,199.67	11,168.72
净利润	425,076.50	473,192.87	392,408.87	268,461.06
EBIT	527,920.43	601,426.93	545,386.49	--
EBITDA	612,561.68	707,119.47	643,472.38	--
经营活动产生现金净流量	461,880.40	494,933.48	350,831.42	423,821.26
投资活动产生现金净流量	-494,474.94	-531,807.70	-478,563.09	-192,831.72
筹资活动产生现金净流量	457,908.44	18,690.77	-4,964.65	61,056.08
资本支出	459,243.54	453,769.06	414,384.52	182,466.99
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	42.01	41.50	36.85	35.00
期间费用率(%)	8.43	8.67	8.84	6.45
EBITDA 利润率(%)	43.01	42.15	34.96	--
总资产收益率(%)	15.69	14.24	11.23	--
净资产收益率(%)	21.04	19.81	14.64	18.26*
流动比率(X)	2.39	2.25	1.77	1.88
速动比率(X)	2.30	2.18	1.69	1.77
存货周转率(X)	13.85	18.00	18.49	18.98*
应收账款周转率(X)	11.51	9.43	8.86	13.42*
资产负债率(%)	42.18	44.52	45.10	46.07
总资本化比率(%)	34.67	34.21	35.45	36.05
短期债务/总债务(%)	17.03	18.12	29.06	26.98
经营活动净现金流/总债务(X)	0.39	0.37	0.23	0.49*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.28	2.07	0.78	1.82*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.99	9.81	5.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	31.74	27.44	11.35	--
总债务/EBITDA(X)	1.94	1.87	2.41	--
EBITDA/短期债务(X)	3.03	2.96	1.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.25	14.01	9.71	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.42	11.92	8.23	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年半年度未经审计的财务报表整理；本评级报告均采用各期财务报告期末数；2、所有者权益包含少数股东权益；其他应收款包含应收股利和应收利息；3、为准确计算债务，中诚信国际将公司 2018~2020 年财务报表长期应付款科目中的带息部分纳入长期债务计算；将 2021 年半年度未经审计的财务报表长期应付款科目中的带息部分纳入长期债务计算；4、2021 年半年度财务报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；5、带“*”指标已经年化处理。

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/交易性金融资产+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+租赁负债+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	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
偿债能力	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。