

# 陕西煤业化工集团有限责任公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：侯一甲 [yjhou@ccxi.com.cn](mailto:yjhou@ccxi.com.cn)

项目组成员：肖 瀚 [hxiao@ccxi.com.cn](mailto:hxiao@ccxi.com.cn)

熊 攀 [pxiong@ccxi.com.cn](mailto:pxiong@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 20 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪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 [2022]跟踪 0764 号

## 陕西煤业化工集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“22 陕煤化 MTN006”、“22 陕煤 Y2”、“22 陕煤 Y1”、“22 陕煤化 MTN005”、“22 陕煤化 MTN004”、“22 陕煤化 MTN003”、“22 陕煤化 MTN002”、“22 陕煤化 MTN001”、“21 陕煤 Y5”、“21 陕煤化 MTN010”、“21 陕煤 Y4”、“21 陕煤化 MTN007”、“21 陕煤化 MTN006”、“21 陕煤 Y3”、“21 陕煤化 MTN005”、“21 陕煤 Y2”、“21 陕煤 Y1”、“21 陕煤化 MTN003（可持续挂钩）”、“21 陕煤化 MTN002”、“21 陕煤化 MTN001”、“20 陕煤化 MTN005”、“20 陕煤化 MTN004”、“20 陕煤化 GN001”、“20 陕煤化 MTN003”、“20 陕煤二/20 陕煤债 02”、“20 陕煤化 MTN002”、“20 陕煤一/20 陕煤债 01”、“19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02”、“19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01”、“18 陕煤化 MTN004”、“18 陕煤化 MTN003”、“18 陕煤化 MTN002”、“17 陕煤化 MTN004”和“14 陕煤化债”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

二零二二年六月二十日

**评级观点：**中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 陕煤化 MTN006”、“22 陕煤 Y2”、“22 陕煤 Y1”、“22 陕煤化 MTN005”、“22 陕煤化 MTN004”、“22 陕煤化 MTN003”、“22 陕煤化 MTN002”、“22 陕煤化 MTN001”、“21 陕煤 Y5”、“21 陕煤化 MTN010”、“21 陕煤 Y4”、“21 陕煤化 MTN007”、“21 陕煤化 MTN006”、“21 陕煤 Y3”、“21 陕煤化 MTN005”、“21 陕煤 Y2”、“21 陕煤 Y1”、“21 陕煤化 MTN003（可永续挂钩）”、“21 陕煤化 MTN002”、“21 陕煤化 MTN001”、“20 陕煤化 MTN005”、“20 陕煤化 MTN004”、“20 陕煤化 GN001”、“20 陕煤化 MTN003”、“20 陕煤二/20 陕煤债 02”、“20 陕煤化 MTN002”、“20 陕煤一/20 陕煤债 01”、“19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02”、“19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01”、“18 陕煤化 MTN004”、“18 陕煤化 MTN003”、“18 陕煤化 MTN002”、“17 陕煤化 MTN004”和“14 陕煤化债”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的有力支持。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整体信用状况的影响。

## 概况数据

| 陕煤集团（合并口径）   | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.3   |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）      | 5,485.95 | 5,960.60 | 6,616.42 | 6,812.26 |
| 所有者权益合计（亿元）  | 1,657.61 | 1,849.38 | 2,124.63 | 2,149.28 |
| 总负债（亿元）      | 3,828.34 | 4,111.22 | 4,491.78 | 4,662.98 |
| 总债务（亿元）      | 2,910.98 | 3,032.34 | 3,201.15 | 3,369.16 |
| 营业总收入（亿元）    | 3,025.75 | 3,402.70 | 3,953.99 | 1,062.39 |
| 净利润（亿元）      | 117.08   | 127.44   | 271.63   | 55.57    |
| EBITDA（亿元）   | 453.50   | 482.57   | 803.68   | 125.86   |
| 经营活动净现金流（亿元） | 328.16   | 323.40   | 681.78   | 56.59    |
| 资产负债率(%)     | 69.78    | 68.97    | 67.89    | 68.45    |
| 陕煤集团（母公司口径）  | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.3   |
| 总资产（亿元）      | 2,727.15 | 2,879.97 | 3,038.14 | 3,219.64 |
| 所有者权益合计（亿元）  | 328.84   | 338.76   | 405.55   | 461.32   |
| 总负债（亿元）      | 2,398.31 | 2,541.22 | 2,632.58 | 2,758.32 |
| 总债务（亿元）      | 1,737.51 | 1,915.56 | 2,072.81 | 2,214.48 |
| 营业总收入（亿元）    | 0.00     | 4.42     | 0.01     | 0.00     |
| 净利润（亿元）      | -12.33   | -27.52   | 10.61    | -20.27   |
| 经营活动净现金流（亿元） | 15.31    | -92.21   | -66.35   | -15.60   |
| 资产负债率(%)     | 87.94    | 88.24    | 86.65    | 85.67    |

注：本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的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 2019~2021 年审计报告和未经审计的 2022 年一季度整理所得。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000 2019\_04)

| 陕西煤业化工集团有限责任公司打分卡结果                                                                                                                                                       |                               |          |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|----------|-----|
| 重要因素                                                                                                                                                                      | 指标名称                          | 指标值      | 分数  |
| 盈利能力<br>(16%)                                                                                                                                                             | EBIT 利润率(%)*                  | 11.06    | 8   |
|                                                                                                                                                                           | 总资产收益率(%)*                    | 6.69     | 8   |
|                                                                                                                                                                           | 总资本化比率(%)                     | 60.11    | 7   |
| 财务政策与<br>偿债能力<br>(32%)                                                                                                                                                    | EBITDA/总债务(%)*                | 18.87    | 8   |
|                                                                                                                                                                           | EBIT 利息保障倍数(X)*               | 2.33     | 7   |
|                                                                                                                                                                           | 经调整的经营活动净现金流<br>(CFO)/总债务(%)* | 6.09     | 10  |
| 规模(28%)                                                                                                                                                                   | 营业总收入(亿元)*                    | 3,460.81 | 10  |
|                                                                                                                                                                           | 原煤产量                          | 10       | 10  |
| 运营实力<br>(24%)                                                                                                                                                             | 资源禀赋                          | 10       | 10  |
|                                                                                                                                                                           | 竞争实力                          | 10       | 10  |
|                                                                                                                                                                           | 安全生产                          | 10       | 10  |
| 打分结果                                                                                                                                                                      |                               |          | aaa |
| BCA                                                                                                                                                                       |                               |          | aaa |
| 支持评级调整                                                                                                                                                                    |                               |          | -   |
| 评级模型级别                                                                                                                                                                    |                               |          | AAA |
| <b>打分卡定性评估与调整说明：</b><br>受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到，其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量，支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素，最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型存在差异。 |                               |          |     |

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

## 正 面

■ **储备丰富的煤炭资源，突出的规模优势。**公司下属神东、陕北和黄陵 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 2021 年末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨；同期末公司煤炭核定产能为 19,455 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，政府的大力扶持为其持续稳定发展提供了支撑。

■ **盈利和获现能力很强。**2021 年，公司净利润同比增长 113.14% 至 271.63 亿元，实现经营活动净现金流 681.78 亿元，继续保持很强的盈利及获现能力。

■ **融资渠道畅通。**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；同时，截至 2022 年 3 月末，公司未使用授信余额为 1,828.22 亿元，备用流动性充裕。

## 关 注

■ **煤炭价格波动。**2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛等多重因素影响下，煤炭价格大幅回升，2021 年 10 月末，煤炭价格达到近年来峰值，后因煤炭保供限价促使煤炭价格显著下降。中诚信国际将对煤炭市场价格波动情况及其对煤炭企业盈利水平的影响保持关注。

■ **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，公司化工业务或将存在一定的经营压力。

■ **债务规模大。**2021 年以来公司及母公司总债务均呈增长趋势，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，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，偿债能力大幅弱化等。

**评级历史关键信息 1**

| 陕西煤业化工集团有限责任公司 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                           |                       |                                                  |                                                |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 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                                           |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN006 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/04/18 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN005 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/02/25 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN004 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/02/15 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN003 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/01/29 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN002 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/01/20 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 22 陕煤化 MTN001 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2022/01/06 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN010 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2021/12/01 | 李迪、李博伦;<br>高哲理、肖瀚、李博伦 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN007 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2021/09/14 | 李迪、李博伦;<br>李迪、李博伦     | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN006 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/09/06;<br>2021/09/06 | 李迪、李博伦;<br>李迪、李博伦     | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> ;<br><a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN005 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/07/28                | 李迪、李博伦                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN003 (可持续挂钩) (AAA)、<br>21 陕煤化 MTN002 (AAA)、<br>21 陕煤化 MTN001 (AAA)、<br>20 陕煤化 MTN005 (AAA)、<br>20 陕煤化 MTN004 (AAA)、<br>20 陕煤化 GN001 (AAA)、<br>20 陕煤化 MTN003 (AAA)、<br>20 陕煤二/20 陕煤债 02 (AAA)、<br>20 陕煤化 MTN002 (AAA)、<br>20 陕煤一/20 陕煤债 01 (AAA)、<br>19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02 (AAA)、<br>19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01 (AAA)、<br>18 陕煤化 MTN004 (AAA)、<br>18 陕煤化 MTN003 (AAA)、<br>18 陕煤化 MTN002 (AAA)、<br>17 陕煤化 MTN004 (AAA)、<br>14 陕煤化债 (AAA) | 2021/06/24                | 梅楚霖、李博伦               | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN003 (可持续挂钩) (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2021/04/28                | 李迪、刘旷、李博伦             | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN002 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/03/03                | --                    | --                                               | --                                             |
| AAA/稳定         | 21 陕煤化 MTN001 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2021/01/21                | --                    | --                                               | --                                             |
| AAA/稳定         | 20 陕煤化 MTN005 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2020/10/20                | 刘旷、王文洋                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 20 陕煤化 MTN004 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2020/09/14                | 刘旷、王文洋                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 20 陕煤化 GN001 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 2020/08/19                | 刘旷、王文洋                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 20 陕煤化 MTN003 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2020/07/21                | 刘旷、王文洋                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |
| AAA/稳定         | 20 陕煤二/20 陕煤债 02 (AAA)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 2020/06/01                | 刘翌晨、孙抒                | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a>                           |



|        |                          |            |              |                                                  |                      |
|--------|--------------------------|------------|--------------|--------------------------------------------------|----------------------|
| AAA/稳定 | 20 陕煤化 MTN002 (AAA)      | 2020/05/07 | 刘旷、王文洋       | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 20 陕煤一/20 陕煤债 01 (AAA)   | 2020/03/05 | 刘旷、王文洋       | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02 (AAA) | 2019/12/19 | 刘翌晨、王文洋      | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01 (AAA) | 2019/08/23 | 刘翌晨、王文洋      | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 18 陕煤化 MTN004 (AAA)      | 2018/08/30 | 曾格凯茜、王文洋     | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100 2017_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 18 陕煤化 MTN003 (AAA)      | 2018/06/01 | 刘翌晨、曾格凯茜、王文洋 | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100 2017_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 18 陕煤化 MTN002 (AAA)      | 2018/01/29 | 魏建、曾格凯茜      | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100 2017_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 17 陕煤化 MTN004 (AAA)      | 2017/10/09 | 魏建、曾格凯茜      | <a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020100 2017_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 14 陕煤化债 (AAA)            | 2013/05/09 | 李敏、马天翔       | <a href="#">《中国煤炭采掘业评级方法》</a>                    | <a href="#">阅读全文</a> |

注：中诚信国际原口径

## 评级历史关键信息 2

| 陕西煤业化工集团有限责任公司 |                          |            |       |                                |                      |
|----------------|--------------------------|------------|-------|--------------------------------|----------------------|
| 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                 |
| AAA/稳定         | 19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02 (AAA) | 2019/12/20 | 徐璐、胡迁 | <a href="#">《*中国煤炭采掘业评级方法》</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定         | 19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01 (AAA) | 2019/12/11 | 徐璐、胡迁 | <a href="#">《*中国煤炭采掘业评级方法》</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

注：原中诚信证券评估有限公司口径

## 同行业比较

| 2021 年（末）部分煤炭企业主要指标对比表 |             |                 |              |                 |               |
|------------------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|---------------|
| 公司简称                   | 原煤产量（亿吨）    | 资产总额（亿元）        | 资产负债率（%）     | 营业总收入（亿元）       | 净利润（亿元）       |
| 山东能源                   | 2.55        | 7,514.02        | 67.96        | 7,741.19        | 144.45        |
| 晋能煤业                   | 1.87        | 4,103.19        | 77.86        | 2,227.73        | 10.67         |
| 焦煤集团                   | 1.56        | 4,541.98        | 75.50        | 2,153.12        | 46.44         |
| <b>陕煤集团</b>            | <b>2.10</b> | <b>6,616.42</b> | <b>67.89</b> | <b>3,953.99</b> | <b>271.63</b> |

注：“山东能源”为“山东能源集团有限公司”简称，“晋能煤业”为“晋能控股煤业集团有限公司”简称，“焦煤集团”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

## 本次跟踪债项情况

| 债券简称                   | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 上次评级时间     | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期                              | 特殊条款                   |
|------------------------|----------|----------|------------|----------|----------|----------------------------------|------------------------|
| 14 陕煤化债                | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 20.00    | 20.00    | 2014/03/06~2024/03/06<br>(7+3)   | 调整票面利率选择权、回售条款         |
| 17 陕煤化 MTN004          | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 30.00    | 30.00    | 2017/12/15~2022/12/15            | --                     |
| 18 陕煤化 MTN002          | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 30.00    | 30.00    | 2018/03/29~2023/03/29            | --                     |
| 18 陕煤化 MTN003          | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 25.00    | 25.00    | 2018/09/06~2023/09/06            | --                     |
| 18 陕煤化 MTN004          | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 25.00    | 25.00    | 2018/10/23~2023/10/23            | --                     |
| 19 陕煤 Y1/<br>19 陕煤债 01 | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 80.00    | 80.00    | 2019/12/16~2022/12/16<br>(3+N)   | 调整票面利率选择权、利息递延条款、续期选择权 |
| 19 陕煤 Y2/<br>19 陕煤债 02 | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 70.00    | 70.00    | 2019/12/25~2022/12/25<br>(3+N)   | 调整票面利率选择权、利息递延条款、续期选择权 |
| 20 陕煤一/<br>20 陕煤债 01   | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 40.00    | 40.00    | 2020/03/17~2035/03/17<br>(7+5+3) | 调整票面利率选择权、回售条款         |
| 20 陕煤化 MTN002          | AAA      | AAA      | 2021/06/24 | 30.00    | 30.00    | 2020/05/14~2025/05/14            | --                     |

|                          |     |     |            |       |       |                                  |                                          |
|--------------------------|-----|-----|------------|-------|-------|----------------------------------|------------------------------------------|
| 20 陕煤二/<br>20 陕煤债 02     | AAA | AAA | 2021/06/24 | 40.00 | 40.00 | 2020/06/10~2035/06/10<br>(7+5+3) | 调整票面利率选择<br>权、回售条款                       |
| 20 陕煤化 MTN003            | AAA | AAA | 2021/06/24 | 20.00 | 20.00 | 2020/07/29~2023/07/29<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权           |
| 20 陕煤化 GN001             | AAA | AAA | 2021/06/24 | 30.00 | 30.00 | 2020/08/26~2025/08/26            | --                                       |
| 20 陕煤化 MTN004            | AAA | AAA | 2021/06/24 | 20.00 | 20.00 | 2020/09/21~2023/09/21<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权           |
| 20 陕煤化 MTN005            | AAA | AAA | 2021/06/24 | 20.00 | 20.00 | 2020/10/28~2023/10/28<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权           |
| 21 陕煤化 MTN001            | AAA | AAA | 2021/06/24 | 10.00 | 10.00 | 2021/01/28~2026/01/28            | --                                       |
| 21 陕煤化 MTN002            | AAA | AAA | 2021/06/24 | 20.00 | 20.00 | 2021/03/10~2024/03/10            | --                                       |
| 21 陕煤化 MTN003<br>(可持续挂钩) | AAA | AAA | 2021/06/24 | 10.00 | 10.00 | 2021/05/07~2026/05/07            | 调整票面利率选择<br>权、利率条款                       |
| 21 陕煤 Y1                 | AAA | AAA | 2021/05/21 | 20    | 20    | 2021/06/10~2024/06/10<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 21 陕煤 Y2                 | AAA | AAA | 2021/06/17 | 10    | 10    | 2021/06/25~2024/06/25<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 21 陕煤化 MTN005            | AAA | AAA | 2021/07/28 | 30    | 30    | 2021/08/09~2026/08/09            | --                                       |
| 21 陕煤 Y3                 | AAA | AAA | 2021/08/13 | 20    | 20    | 2021/08/27~2024/08/27<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 21 陕煤化 MTN006            | AAA | AAA | 2021/09/06 | 30    | 30    | 2021/09/13~2026/09/13            | --                                       |
| 21 陕煤化 MTN007            | AAA | AAA | 2021/09/14 | 20    | 20    | 2021/09/24~2024/09/24<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 21 陕煤 Y4                 | AAA | AAA | 2021/10/13 | 20    | 20    | 2021/11/24~2024/11/24<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 21 陕煤化 MTN010            | AAA | AAA | 2021/12/01 | 20    | 20    | 2021/12/08~2024/12/08            | --                                       |
| 21 陕煤 Y5                 | AAA | AAA | 2021/12/22 | 10    | 10    | 2021/12/30~2024/12/30<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 22 陕煤化 MTN001            | AAA | AAA | 2022/01/06 | 20    | 20    | 2022/01/13~2027/01/13            | --                                       |
| 22 陕煤化 MTN002            | AAA | AAA | 2022/01/20 | 20    | 20    | 2022/01/27~2025/01/27<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回权   |
| 22 陕煤化 MTN003            | AAA | AAA | 2022/01/29 | 20    | 20    | 2022/02/18~2027/02/18            | --                                       |
| 22 陕煤化 MTN004            | AAA | AAA | 2022/02/15 | 20    | 20    | 2022/02/23~2025/02/23<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回权   |
| 22 陕煤化 MTN005            | AAA | AAA | 2022/02/25 | 20    | 20    | 2022/03/04~2025/03/04<br>(3+N)   | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条                      |

|               |     |     |            |    |    |                                |                                          |
|---------------|-----|-----|------------|----|----|--------------------------------|------------------------------------------|
|               |     |     |            |    |    |                                | 款、续期选择权、<br>赎回权                          |
| 22 陕煤 Y1      | AAA | AAA | 2022/03/07 | 20 | 20 | 2022/03/17~2025/03/17<br>(3+N) | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 22 陕煤 Y2      | AAA | AAA | 2022/03/25 | 20 | 20 | 2022/04/14~2025/04/14<br>(3+N) | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回选择权 |
| 22 陕煤化 MTN006 | AAA | AAA | 2022/04/18 | 25 | 25 | 2022/04/22~2025/04/22<br>(3+N) | 调整票面利率选择<br>权、利息递延条<br>款、续期选择权、<br>赎回权   |



## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年末，“14 陕煤化债”、“20 陕煤一/20 陕煤债 01”、“20 陕煤二/20 陕煤债 02”、“21 陕煤 Y1”、“21 陕煤 Y2”、“21 陕煤 Y4”、“21 陕煤 Y5”所募集资金已全部按募集说明书中约定的用途使用完毕。“19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01”共募集资金 80 亿元，已按照募集说明书的约定使用 51 亿元，其中 11 亿元用于蒙华煤运通道集运系统靖边至神木集运铁路项目，40 亿元用于补充营运资金，募集资金期末余额为 29 亿元。“19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02”共募集资金 70 亿元，已按照募集说明书的约定使用 50 亿元，其中 15 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，35 亿元用于补充营运资金，募集资金期末余额为 19.80 亿元。“21 陕煤 Y3”共募集资金 20 亿元，已按照募集说明书的约定使用 3.23 亿元，均用于“18 陕集 02”回售，募集资金期末余额为 16.77 亿元。

截至 2022 年 5 月末，“22 陕煤 Y1”、“22 陕煤 Y2”所募集资金已全部按募集说明书中约定的用途使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情影响扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政

策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

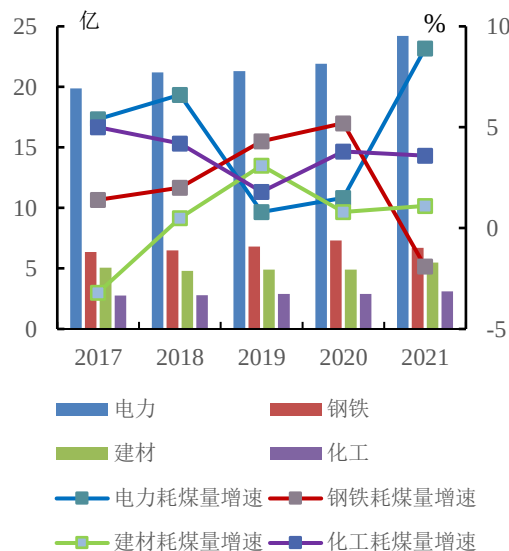
## 近期关注

### 煤炭行业

**2021年随着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**

煤炭是我国最主要的能源，2021年全国煤炭消费量占能源消费总量的56.0%，比上年下降0.9个百分点，煤炭需求主要集中在电力、钢材、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过90%。2021年，我国煤炭消耗量为42.7亿吨，同比增长5.0%。

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。2021年因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，同时面对疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张等复杂考验，叠加海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素，当期我国全社会用电量同比大幅增长，根据中国电力企业联合会数据，2021年，全社会用电量同比增长10.3%。根据煤炭市场网显示数据，2021年我国火电发电量增速同比大幅上升7.2个百分点达到8.4%，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长8.9%，增速同比上升7.4个百分点。

2021年，在国家能耗双控、京津冀地区错峰限产、行业严格限制新增产能及下半年普遍限产的背景下，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.69亿吨、10.33亿吨和13.37亿吨，其中钢材产量同比基本持

平，生铁和粗钢产量均同比下降，亦是近 6 年来首次实现粗钢产量的压降。钢铁行业用煤需求同比下降 1.9%，近 6 年来首次出现负增长。

得益于有效的疫情防控和经济修复政策的出台，2021 年以来建筑业总产值保持一定韧性，建筑业总产值和订单储备均实现一定幅度增长。具体来看，在房地产调控政策下，房地产开发投资面临较大的增长压力，而在经济稳增长目标下，积极的财政政策以及适度超前开展基础设施投资对基建投资起到一定拉动作用，新型城镇化建设带来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及医疗等基础设施补短板在一定程度上弥补房地产政策对房建业务的影响。全年建筑业固定资产投资同比增长 1.6%，建材行业用煤需求同比增长 1.1%，增速同比增长 0.3 个百分点。

2021 年随着全球范围疫情控制及恢复生产，对化工品需求增加，主要化工品价格和产量同比增长，其中，全年化肥产量同比增长 0.80%，当期化工行业煤炭消费量同比增长 3.6%，增速同比下降 0.2 个百分点。

根据中共中央、国务院先后印发的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称“双碳意见”）和《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）（以下简称“行动方案”），我国非化石能源占消费的比重到 2025 年、2030 年和 2060 年要分别达到 20%、25%和 80%左右。能源结构调整步伐加快，使得煤炭需求增长空间受到压制。

整体看，2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛、2020 年低基数等多重因素影响下，我国煤炭消费保持较快增长态势。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。

## 随着去产能目标超额完成以及能源结构调整步伐加快，煤炭产能总量增长空间有限，但煤炭资源开发布局将更加优化

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 年末，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）提出的化解过剩产目标。在双碳意见和行动方案的政策指导下，煤炭产量的增长空间有限。根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4,000 处以内，大型煤矿产量占 85%以上，大型煤炭基地产量占 97%以上。

表 1：“十四五”期间 14 个大型煤炭生产基地建设要求（亿吨）

|           | 要求                                              | 年产量 |
|-----------|-------------------------------------------------|-----|
| 内蒙古东部（东北） | 稳定规模、安全生产，区域保障                                  | 5.0 |
| 云贵        |                                                 | 2.5 |
| 冀中        | 控制规模，提升水平，基本保障                                  | 0.6 |
| 鲁西        |                                                 | 1.2 |
| 河南        |                                                 | 1.2 |
| 两淮        |                                                 | 1.3 |
| 晋北        | 控制节奏，高产高效，兜底保障。控制煤炭总产能，建设一批大型智能化煤矿，提高基地长期稳定供应能力 | 9   |
| 晋中        |                                                 |     |
| 晋东        |                                                 | 9   |
| 神东        |                                                 |     |
| 陕北        |                                                 | 6.4 |
| 黄陇        | 科学规划，把握节奏，应急保障                                  | 3   |
| 新疆        |                                                 |     |
| 宁东        | 稳定规模，就地转化，区内平衡                                  | 0.8 |

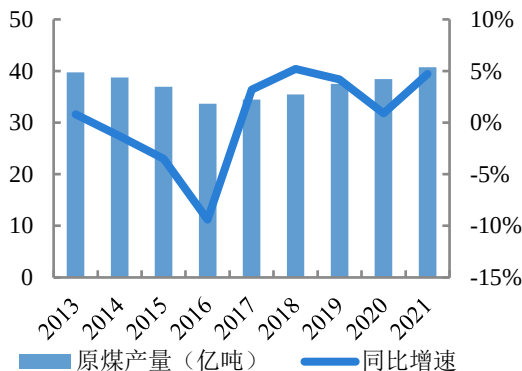
资料来源：《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，中诚信国际整理

原煤产量方面，2021 年以来，受安检及环保力度加大、超产严查等影响，煤炭供给增量相对平稳，下半年以来随着保供增产政策对产量有所拉动，但因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，煤炭供需整体呈“紧平衡”状态，上述因素带动全年煤炭产量同比



增加 4.70%，达 40.71 亿吨。

图 2：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

煤炭运输方面，我国煤炭生产与消费呈逆向分布，从而形成北煤南运、西煤东运的格局。“西煤东运+海铁联运”是我国当前主要的煤炭运输方式，煤炭一次下水量经由大秦线和朔黄线集中在以北方秦皇岛、唐山、天津、黄骅为主的环渤海港口。2021 年，环渤海港口发运煤炭约 7.43 亿吨，同比增加约 5,000 万吨。“北煤南运”通道除浩吉铁路为专用通道外，其他大多为路网干线，同时承担大量普速客运以及其他大宗物资运输任务。浩吉铁路设计年输送能力为 2 亿吨，并于 2019 年 9 月全线通车投入运营，全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，但受铁路专用线、储配基地和物流园区等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力并未完全释放，2021 年浩吉铁路完成煤炭运量首次超过 5,000 万吨。主干网煤炭运力受到限制的重要原因之一是集疏运系统建设相对有所滞后。根据交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设。到 2025 年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量 150 万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距 500 公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到 80% 左右。

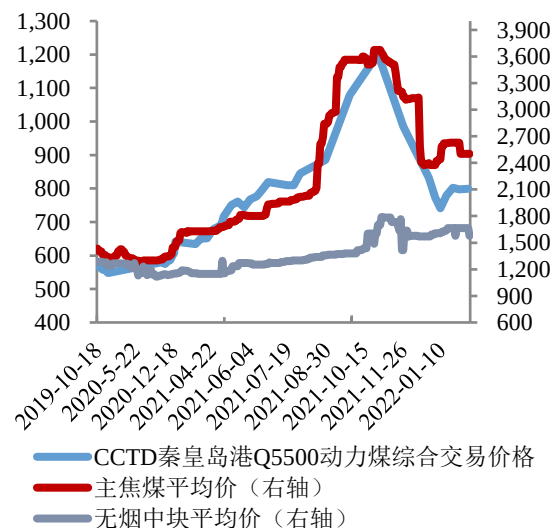
中诚信国际认为，通过产能退出及减量置换等

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，受碳达峰、碳中和政策影响，未来煤炭产量增速将明显放缓，煤炭行业将着力优化布局，转型升级，提升发展质量，另外，突破煤炭运输瓶颈，亦是释放优质产能，保障供应的关键。

**2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平。**

近年来，受新冠疫情、产能控制、市场需求激增、政策调控等因素影响，煤炭价格呈现大幅波动态势。

图 3：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

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，2020 年 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但 2020 年下半年以来，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。2021 年煤价上涨的趋势得到延续，动力煤、焦煤及无烟煤价格均大幅上涨，2021 年 10 月末，CQD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格已达到近年来峰值，为 1,202 元/吨，较上年末增长 87.23%；2021 年 10

月末，全国无烟中块均价达到 1,702 元/吨，较年初增长 47.87%。值得注意的是，受全国煤矿安全事故频发、水灾、疫情蔓延的影响，焦煤供给严重萎缩，下游行业陷入价格恐慌，焦煤价格高抬。截至 2021 年 10 月末，全国主焦煤均价 3,674 元/吨，较年初增长 142.67%，增幅显著。针对上述情况，国家相关部门、行业协会及煤炭主产地及时大力推进稳价保供，且国家相关部门发文保障后期煤炭等能源物资运输工作，全国煤炭产量取得了较为显著的增长；11 月份以来，全国煤炭日均产量已达到了 1,153 万吨，较 10 月初增加超过 80 万吨，最高日产量达到 1,193 万吨，创近年来新高，电厂和港口煤炭库存快速提升，为煤炭现货价格下行提供了有力支撑。受供需格局逐步平衡以及煤炭价格调控政策双重因素的影响下，煤炭价格迅速回落，截至 2021 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格回落至 773 元/吨，主焦煤和无烟中块均价回落至 2,375 元/吨和 1,607 元/吨。随着天气回暖，晋陕蒙煤炭主产地生产供应将趋于稳定，同时春节期间煤矿进行了安全生产隐患排查整改和检修，安全生产能力有所增强，优质煤炭产能将进一步释放，煤炭供应水平将继续提升，煤炭价格将不会出现大幅波动情况。2022 年 2 月，国家发改委发布《国家发改委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”）指出，要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。《通知》还认为，从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并给出了晋陕蒙相应煤炭出矿环节

中长期交易价格合理区间。

**中诚信国际认为**，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。随着国家煤炭调控力度加大，煤炭供应的持续增加，短期内用煤需求得到有效缓解，但煤炭价格或将继续维持高位。长期来看，随着达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源出力的增加，未来煤炭供应及价格有望回归合理水平。

## 化工行业

**2021 年化工<sup>1</sup>行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业供需不断改善，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；预计 2022 年受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制及调整等不确定性因素影响，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间**

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受低基数效应减弱、疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增

<sup>1</sup> 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。

加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将成为 2022 年需求端的主要变数。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 2：我国化工行业部分产品产量统计  
(万吨、亿立方米、万条、%)

| 产品                 | 2020     |      | 2021.1~11 |       |
|--------------------|----------|------|-----------|-------|
|                    | 产量       | 同比   | 产量        | 同比    |
| 原油                 | 19,492.0 | 1.6  | 18,248.4  | 2.5   |
| 天然气                | 1,888.5  | 9.8  | 1,860.5   | 8.9   |
| 原油加工量              | 67,440.8 | 3.0  | 64,479.5  | 4.9   |
| 硫酸（折 100%）         | 8,332.3  | -1.2 | 8,556.0   | 6.0   |
| 烧碱（折 100%）         | 3,643.2  | 5.7  | 3,495.9   | 4.2   |
| 纯碱（碳酸钠）            | 2,812.4  | -2.9 | 2,666.4   | 3.2   |
| 乙烯                 | 2,160.0  | 4.9  | 2,572.3   | 19.7  |
| 农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）    | 5,395.8  | -0.9 | 5,004.9   | -0.3  |
| 化学农药原药（折有效成分 100%） | 214.8    | -1.1 | 227.5     | -19.1 |
| 初级形态塑料             | 10,355.3 | 7.0  | 10,097.8  | 6.4   |
| 合成橡胶               | 739.8    | 0.5  | 743.2     | 0.5   |
| 化学纤维               | 6,167.9  | 3.4  | 6,139.3   | 10.3  |
| 橡胶轮胎外胎             | 81,847.7 | 1.7  | 81,904.2  | 12.0  |
| 塑料制品               | 7,603.2  | -6.4 | 7,205.3   | 5.9   |

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2021 年初在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势；3 月后期全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压；4 月以来随着中美经济数据向好，加之受美国原油库存下降及美伊核谈判的不确定性等影响，二季度原油价格总体大幅上涨；7 月后期市场担忧 OPEC 增加原油供应，加之 8 月以来德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，以及新兴市场国家经济增长数据弱于预期，引起原油价格震荡下跌；9 月受美国飓风影响等，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，而冬季来临

令石油需求有望增加，原油价格回升，10 月 26 日 WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平；但受新冠病毒新型变异毒株奥密克戎毒株的快速传播，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升 52.42%。2020~2021 年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021 年 10 月末，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格为 2,678.6 元/吨，较年初的 900 元/吨大幅上升 197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格有所回落。总体来看，2021 年化工行业主要原材料价格整体上涨，加之需求增加等推动化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上升的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

图 4：国际原油价格走势情况（美元/桶）



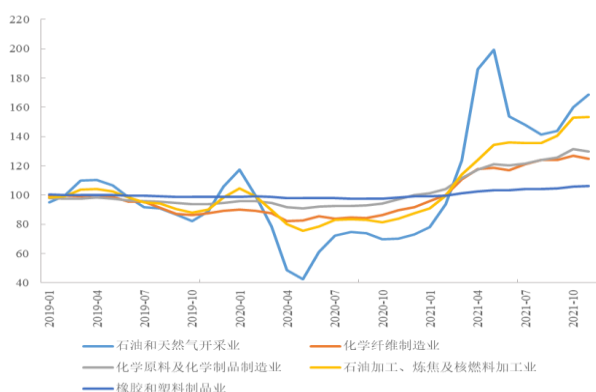
资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且市场需求修复改善，化工产品价



格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自2021年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022年，预计新能源需求在一定程度上将替代化石能源需求，且供应也有恢复预期，各化工子行业PPI预期将回落；同时靠近消费终端的产品价格变动幅度仍将小于近原料端产品和中间产品。

图5：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

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月发布的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。双碳战略的根本是希望通过将碳排放作为约束条件，以优化产品结构，加快技术革新转型，推动经济实现高质量、可持续发展。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。

短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

中诚信国际认为，2022年，国内宏观经济及海外贸易摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”、限电限产等政策的限制以及预期美联储加息对商品价格造成打压等，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间，且需持续关注海外疫情发展、贸易摩擦以及需求调整情况。

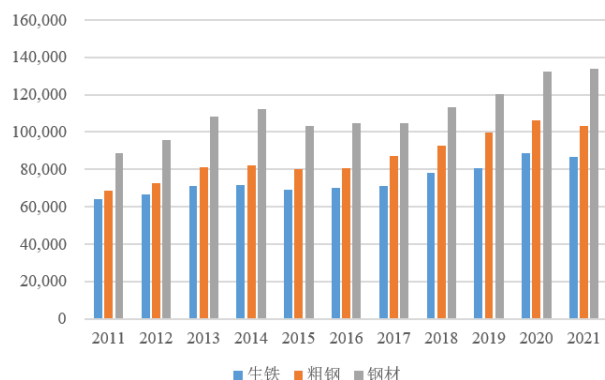
## 钢铁行业

2021年以来，钢材价格快速上涨后有所回落，但仍处高位，铁矿石价格则在下半年明显下滑，钢企吨钢利润处于较高水平；2022年以来供给端依然偏紧，同时下游保有一定需求，但铁矿石等原燃料价格的上涨仍使钢企面临成本压力

2021年以来，中国钢铁行业继续推进供给侧结构性改革，围绕双碳和绿色制造等目标，多部门要求坚决压降粗钢产量、多地亦下发限产通知。2021年4月，国家发展改革委、工业和信息化部提出组织开展全国范围的粗钢产量压减工作，在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保2021年全国粗钢产量同比下降；但由于全球经济复苏、国内外对钢材需求旺盛，2021年上半年国内粗钢产量仍呈不断增长态势；当期全国累计粗钢产量5.63亿吨，同比增长11.80%，创同期历史新高。因此，7月开始各地出台更为严格的粗钢压减政策，其中，唐山市自7月起执行30%的限产政策，要求2021年全市粗钢产量同比压减1,237万吨；山东省下发明确通知要求全年粗钢产量不超过7,650万吨，江苏、江西、湖北、山西等省份亦要求各钢企保证当年粗钢产量同比不增加。限产政策下，全年生铁、粗钢和钢材产量分别为8.69亿吨、10.33亿吨和

13.37 亿吨, 分别同比下降 4.3%、3.0% 和增长 0.6%, 近 6 年来首次实现粗钢产量的压降。**中诚信国际认为**, 2021 年内的各项压产举措较为有效地抑制了粗钢产量增长, 有助于化解行业内过剩产能以及维持钢材利润空间。2022 年 1~2 月, 国内进入钢材需求传统淡季, 叠加冬季限产、冬奥会和疫情等因素, 钢铁企业产能释放受到一定限制, 生铁、粗钢及钢材产量分别同比减少 10.8%、10.0% 及 6.0%。

图 6: 2011~2021 年我国钢铁产量情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

需求方面, 2021 年全年完成固定资产投资(不含农户) 54.45 亿元, 同比增长 4.9%, 但累计增速逐月下滑。其中, 在专项债发行进度后置、地方隐性债务风险防范化解等多因素作用下, 基础设施投资增速低于预期; 房地产行业受融资政策和渠道收紧, 以及销售回笼资金难度增加的影响, 拿地扩张速度整体降低, 房屋新开工面积持续走弱, 下行趋势明显; 在出口高增长的拉动下制造业投资增速维持高位, 支撑固定资产投资整体增速, 工程机械主要产品销量保持增长, 汽车产销量止跌回升, 当年产量同比增长 3.4%, 家用冷柜、空调和洗衣机产量同比均有不同幅度的增长。2022 年 3 月, 国务院总理在十三届全国人大五次会议政府工作报告中指出, “2022 年国内生产总值(GDP) 预期增长 5.5% 左右”, 在“稳增长”政策推动下, 预计全年地产及基建投资将迎来边际改善。

钢材出口方面, 2021 年 4 月 28 日财政部发布钢铁进出口新政, 新政指出自 2021 年 5 月 1 日起调整部分初级钢铁产品关税<sup>2</sup>, 取消部分钢材的出口退税<sup>3</sup>。上述关税调整措施主要为支持国内压降粗钢产量目标的实现, 将对钢材出口产生一定抑制作用, 并有利于降低进口成本。但 2021 年以来海外较为旺盛的需求和大宗商品价格的上涨仍刺激钢材出口, 2021 年我国累计出口钢材 6,689.5 万吨, 同比增长 24.6%, 钢材出口量在连续五年下降后再次出现回升; 钢材出口均价 1,223.91 美元/吨, 同比上涨 44.47%。**中诚信国际认为**, 对钢坯和废钢等实行零关税在一定程度上有利于缓解铁矿石价格偏高的现状, 但在目前国内外钢材价格价差较大的情况下, 新政难以刺激钢铁初级产品或钢材的进口, 国内钢材及进口铁矿石价格短期内仍将维持高位震荡; 但长期来看, 上述政策有利于减少钢铁资源外流、缓解国内钢材供应紧张的情况, 从而减少钢材价格的波动。

价格方面, 2021 年以来, 受补库存需求拉动、“碳中和”目标以及 3 月限产对市场预期造成影响, 钢价经历 1~2 月小幅下滑后迅速上升, 5 月中旬钢材价格指数已升至 174.81 点, 相关产品价格亦快速上涨。2021 年 6 月, 中国钢材价格指数及各类产品价格有所回落, 但随着基建开工旺季的到来, 加之在能耗双控政策影响下, 部分钢厂减产, 第三季度以来各品种价格均呈震荡上涨态势, 四季度以来地产行业低迷、部分工地季节性停工等影响钢材需求, 钢材价格指数再度回落, 但仍处高位, 年内钢材价格总体呈“M”形走势。受益于国家“稳增长”政策发力、市场预期增强, 叠加大宗商品价格普涨等因素, 2022 年以来钢材价格波动上升; 截至 4 月 8 日, 钢材价格综合指数由年初的 131.80 点升至 142.51 点, 与上年同期基本持平。

<sup>2</sup> 新进口政策降低对部分初级产品的关税, 对生铁、粗钢(包括钢坯等)、再生钢铁原料、铬铁(包括不锈钢、合金钢等)等产品暂定进口税率为零, 其中生铁税率从 1%降至 0, 其他产品普遍从 2%降至 0%。

<sup>3</sup> 具体包括热轧、冷轧、涂镀板等一共 146 个不同编号的钢材产品, 出口退税率从 13%降至 0%。

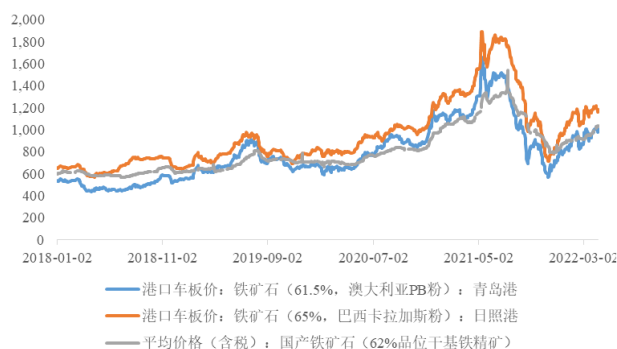
图 7：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

原燃料供给方面，2021 年以来海外疫情依然较为严峻，同时受制于天气、矿山检修等多种因素制约，澳大利亚、巴西等主要铁矿石出口国均受到不同程度影响，加之全球需求处于高位，上半年普氏指数快速上升，部分铁精粉价格一度超过 1,600.00 元/吨；但由于三季度以来钢铁企业限产影响需求，铁矿石价格大幅下滑，2022 年 1 月 4 日，62%铁品位的普氏铁矿石价格指数回落至 122.90 美元/干吨。但受资本炒作等影响，铁矿石价格再度回升，2022 年 4 月重回 154 美元/吨的历史高位；考虑到目前钢材价格亦处于历史相对高点，钢铁企业整体利润空间相对较大，但中诚信国际仍将对进口铁矿石价格的波动保持关注。受煤炭消费旺盛影响，市场供需偏紧，2021 年三季度以来炼焦煤市场价格明显上涨，9 月 30 日山西主焦煤和一级冶金焦平均价格分别同比分别上涨 191.80%和 116.01%；2021 年 10 月 27 日，国家发改委价格司召开会议专题研究对煤炭价格实施干预的具体措施，11 月以来焦煤价格快速回落。同期焦炭价格呈相似变化趋势，随着保供稳价政策落地，2021 年 11 月起焦炭价格持续开启 8 轮降价。

图 8：近年来国内外铁精粉价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

整体来看，2021 年以来，钢材价格快速上涨，同时铁矿石价格升高后回落，吨钢利润骤增；随着全国钢铁企业压产政策成效显现，全年粗钢产量压减目标达成，叠加铁矿石等原燃料价格涨势放缓，吨钢利润仍维持在较高水平。当年中国钢铁工业重点大中型钢铁企业实现销售收入 6.93 万亿元，利润总额 3,524 亿元，分别同比增长 32.7%和 59.7%，创历史新高。中诚信国际认为，控制钢铁产量依然是现阶段我国钢铁业实现“碳达峰”最主要的手段，预计 2022 年国内粗钢产量还将被严格管控，同时下游需求将维持一定水平，钢铁企业仍可保持一定利润空间；但 2022 年以来铁矿石价格高位震荡，需关注原燃料成本上升带来的影响。

**“十四五”时期环保排放要求预计将趋于严格，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力，2021 年以来部分区域限产政策亦对相关企业的产能释放造成一定影响；龙头钢企持续推进行业内兼并重组，行业集中度提升进程有望加快**

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。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》中指出，到 2025 年底，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。2021 年两会期间，我国提出碳达峰及碳中和目标，力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，2060 年前实现碳中和。钢铁



行业作为制造业碳排放大户，约占全国碳排放总量的 15%，工信部自 2020 年 12 月起多次在有关会议上针对性提出压降粗钢产量，明确钢铁行业是 2021 年降低碳排放的重点行业，并将制定相关规划，加快构建钢铁行业碳交易市场体系，并压缩冶炼能力。根据 2022 年 2 月 7 日工信部和生态环境部联合发布的《促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，钢铁行业碳达峰目标的实现时间由 2025 年延后至 2030 年，有利于在推进碳达峰的过程中维护钢铁市场平稳变化；同时提出要坚决遏制钢铁冶炼项目盲目建设，严格落实产能置换等法律法规和政策规定，不得以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能。**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，“十四五”时期钢铁行业环保政策要求及执行力度预计将进一步提升，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。

2021 年以来，以中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）和鞍钢集团有限公司（以下简称“鞍钢集团”）为代表的大型钢企持续推进行业内的兼并重组。2021 年 2 月中国宝武托管昆明钢铁控股有限公司，4 月与重庆钢铁（集团）有限责任公司签署专业化整合委托管理协议并进入实质性操作阶段，7 月正式宣布与山东省国资委筹划对山东钢铁集团有限公司的战略重组事项，规模优势不断巩固；2021 年 10 月，鞍钢集团完成对本钢集团有限公司（以下简称“本钢集团”）的重组，成为本钢集团的控股股东，在提升产业集中度的同时，通过区域内产能整合进一步增强了企业竞争实力。**中诚信国际认为**，鞍本重组以及中国宝武一系列专业化整合事项的稳步推进使得钢铁行业集中度持续提升，加之部分钢铁企业亦拥有自身矿业资源，铁矿石采购与跨境结算的话语权及抗风险能力或将提升，未来随着有关兼并重组政策的完善及推

动，行业集中度提升的进程或将有所加快。

### 跟踪期内，公司产权结构无变化，治理结构无变化

截至 2021 年末，公司实收资本为 100 亿元，陕西省人民政府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% 的股份，是公司的控股股东及实际控制人。

公司不设股东会，由陕西省国资委履行出资人职责，下设董事会、监事会和总经理，形成决策、监督和执行相分离的管理体系，经营层下设战略规划部、财务资产部、资本运营部等职能部门，法人治理结构完善。

### 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；彬黄矿区优质资源占比较高，陕北矿区多为新建矿井，单矿产能大、生产效率高，上述两个矿区产量逐年增长。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、彬长矿业公司及榆北煤业等 8 家主要煤炭生产企业。

公司主要生产优质动力、化工及冶金用煤，煤种主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主，发热量高，煤质优良，市场认可度高。

截至 2021 年末，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 300~400 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 6 家原煤产量过亿吨企业之一，规模优势突出、行业地位显著；2021 年公司原煤产量进一



## 步增长，吨煤成本继续保持较低水平

随着在建矿井不断投产，公司煤炭产能不断增长。2021 年，公司下属 6 对矿井共核增产能 1,000 万吨/年，截至 2021 年末，公司煤炭产能为 19,455 万吨/年。由于公司矿井均属于先进产能，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司无关停矿井情况。但 2020 年，根据《省安委办关于陕西省“两类”煤矿重新核定生产能力结果的通知》（陕安委办[2020]98 号），公司下属 5 对矿井共核减产能 135 万吨/年；2021 年无矿井产能核减情况。**中诚信国际认为**，公司产能规模很大，竞争实力很强。

在建矿井方面，截至 2022 年 3 月末公司拥有 2 对在建矿井，位于关中地区，合计设计产能 600 万吨/年。

**表 3：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 | 预计投产时间 |
|------|----|--------|------|--------|
| 西卓煤矿 | 关中 | 澄合矿业公司 | 300  | 2023.6 |
| 王峰煤矿 | 关中 | 韩城矿业公司 | 300  | 2024.6 |
| 合计   | -- | --     | 600  | --     |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司原煤产量呈逐年上升态势。2021 年，公司生产规模进一步扩大，原煤产量同比增长 7.69%，规模优势明显，煤炭产量位居国内煤炭行业前列。

**表 4：近年来公司煤炭生产情况（亿吨）**

|             | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|-------------|------|------|------|----------|
| 原煤产量        | 1.78 | 1.95 | 2.10 | 0.55     |
| 其中：陕西煤业煤炭产量 | 1.15 | 1.25 | 1.36 | 0.34     |

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。2021 年，随着职工薪酬、原材料及税费支出的增长，公司吨煤完全成本呈上升趋势，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 5：近年来公司吨煤完全成本情况（元/吨）**

|        | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.1~3 |
|--------|--------|--------|--------|----------|
| 吨煤完全成本 | 226.44 | 227.12 | 310.41 | 278.95   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2021 年公司商品煤售价大幅增长，煤炭业务盈利能力很强；随着浩吉铁路运力的逐步释放，公司煤炭运输压力得到有效缓解，煤炭销售半径有所扩大

煤炭销售方面，2021 年，下游需求快速回升，同时在进口煤受限、安全事故频发影响下，煤炭供应偏紧，推动公司煤炭销售均价大幅上升，公司煤炭业务盈利能力很强。目前公司省内电煤、化工煤销售价格执行年度中长协合同价格，其他用户通过网上询价或协商确定。省外签订年度中长协合同的用户执行中长协价格，其他用户按照市场变化协商确定。

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。2021 年，公司电煤销售中约 94% 为长协销售，长协占比较高，价格按合同约定机制执行。结算方式方面，公司煤炭销售结算以预付款为主，部分用户采取预结算和货到付款的方式，账期一般为一个月。2021 年，公司煤炭销售票据结算占比约为 2%。

**表 6：近年来公司煤炭销售情况（亿吨、元/吨）**

|            | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.1~3 |
|------------|--------|--------|--------|----------|
| 公司自产煤销量    | 1.74   | 1.94   | 1.87   | 0.48     |
| 陕西煤业煤炭销量   | 1.78   | 2.42   | 2.37   | 0.35     |
| 陕西煤业煤炭销售均价 | 365.23 | 332.77 | 601.01 | 624.52   |

注：因统计口径不一致，本次报告对 2019~2020 年陕西煤业煤炭销售均价数据进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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、铁路运输，2021 年公路运量约占销售总运量的 50.34%，铁路运量约占销售总运量的 49.66%。

铁路方面，陕西省内铁路运输主要依靠包西线、甘钟线、西韩线、下桑线、西平线、梅前-咸铜线等；省外铁路运输主要依靠蒙冀唐呼线、太中银

线、侯月线、陇海线、西康襄渝-宝成线、宁西线、浩吉线、瓦日线、襄渝线、宝成线等，运力仍有一定缺口。随着蒙冀线、瓦日线开通，增加了陕北煤炭东出运输通道，近年来，公司煤炭东出方式一是通过包西线、蒙冀线将陕北煤炭运输到北方曹妃甸港口销售；二是通过瓦日线将陕北煤炭运输到日照港销售。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。截至 2022 年 3 月末，公司现有全资和控股铁路线 448 公里，正在建设的参股铁路线孟红段 24.60 公里，以及待建铁路冯红专线 80.58 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，铁路物流集团持有浩吉铁路投资主体浩吉铁路股份有限公司 12.5% 的股份。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，公司煤炭运输压力得到有效缓解。

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及运力的逐步释放，公司销售半径有所扩大，区位优势有所提升。中诚信国际将对煤炭市场价格波动情况及其对煤炭企业盈利水平的影响保持关注。

**公司化工产品丰富，产业链较完整；近年来公司化工产品产销量有所波动；2021 年以来，随着行业需求及景气度逐步上行，公司主要化工产品价格上升，化工板块盈利能力随之增强**

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 7：近年来公司化工产品产能及产销量情况（万吨）

| 产品   | 截至 2021 年末产能<br>(万吨/年) | 2019   |        | 2020   |        | 2021   |        | 2022.1~3 |        |
|------|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
|      |                        | 产量     | 销量     | 产量     | 销量     | 产量     | 销量     | 产量       | 销量     |
| 尿素   | 152                    | 179.77 | 186.70 | 179.39 | 178.69 | 193.50 | 191.92 | 51.97    | 54.30  |
| 甲醇   | 91                     | 93.91  | 81.87  | 93.63  | 82.22  | 95.41  | 81.55  | 28.05    | 22.74  |
| 焦炭   | 400                    | 413.73 | 398.42 | 414.55 | 413.09 | 407.28 | 405.86 | 124.76   | 90.37  |
| 聚氯乙烯 | 115                    | 123.80 | 123.86 | 131.78 | 133.22 | 128.98 | 128.33 | 34.66    | 29.86  |
| 烧碱   | 80                     | 83.96  | 84.23  | 88.38  | 88.50  | 86.72  | 86.40  | 23.53    | 20.96  |
| 磷铵   | 22                     | 16.89  | 14.78  | 26.35  | 26.86  | 33.14  | 31.11  | 9.13     | 10.79  |
| 兰炭   | 530                    | 566.77 | 527.10 | 609.00 | 600.73 | 497.83 | 501.25 | 173.18   | 135.70 |
| 油品   | 119                    | 99.31  | 91.57  | 107.67 | 104.57 | 149.19 | 143.05 | 38.69    | 30.08  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司化工产品产量有所波动，产能利用率及产销率很高。2021 年随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求及景气度逐步上行，公司主要化工产品价格上升，化工板块盈利能力随之增强。但中诚信国际也关注到，公司化工板块盈利能力受原油价格、行业景气度等因素影响波动较大，中诚信国际将对公司化工板块盈利情况保持持续关注。

表 8：近年来公司化工产品销售价格及生产成本（元/吨）

|      |      | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
|------|------|----------|----------|----------|----------|
| 尿素   | 销售价格 | 1,708.07 | 1,568.72 | 2,187.52 | 2,434.25 |
|      | 生产成本 | 1,227.96 | 1,178.86 | 1,414.80 | 1,516.43 |
| 甲醇   | 销售价格 | 1,739.45 | 1,415.25 | 1,996.21 | 2,085.51 |
|      | 生产成本 | 1,919.09 | 1,791.30 | 2,000.15 | 1,906.83 |
| 焦炭   | 销售价格 | 1,669.12 | 1,600.77 | 2,414.50 | 2,532.11 |
|      | 生产成本 | 1,347.84 | 1,226.71 | 2,071.22 | 2,375.63 |
| 聚氯乙烯 | 销售价格 | 5,899.04 | 5,830.98 | 8,116.70 | 7,818.31 |
|      | 生产成本 | 4,678.02 | 4,553.39 | 6,879.48 | 6,470.78 |

|    |      |          |          |          |          |
|----|------|----------|----------|----------|----------|
| 烧碱 | 销售价格 | 2,267.99 | 1,446.82 | 1,898.82 | 2,552.72 |
|    | 生产成本 | 696.74   | 702.08   | 732.39   | 755.18   |
| 磷铵 | 销售价格 | 2,031.09 | 1,834.57 | 2,510.56 | 3,042.65 |
|    | 生产成本 | 1,919.00 | 1,504.90 | 2,274.62 | 2,638.47 |
| 兰炭 | 销售价格 | 634.02   | 552.50   | 1,039.88 | 1,307.10 |
|    | 生产成本 | 611.48   | 511.65   | 838.34   | 1,068.68 |
| 油品 | 销售价格 | 3,736.93 | 3,275.56 | 4,554.10 | 6,534.11 |
|    | 生产成本 | 3,090.87 | 2,593.93 | 3,648.63 | 4,410.28 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司钢材产销量在区域内具有规模优势；2021 年钢价整体走势强劲，公司钢材销售均价整体大幅回升，钢铁业务盈利能力相应提升

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 2022 年 3 月末，陕钢集团拥有生铁产能 996 万吨/年、粗钢产能 1,000 万吨/年及钢材产能 1,060 万吨/年，产业规模优势较为突出。

表 9：截至 2022 年 3 月末公司钢材产能（万吨/年）

| 钢材产品 | 设计产能 |
|------|------|
| 棒材   | 700  |

表 11：近年来公司钢铁业务主要产品生产及销售情况（万吨、元/吨）

|    | 2019     |          |          | 2020     |          |          | 2021     |          |          | 2022.1~3 |        |          |
|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|----------|
|    | 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 | 1,245.31 | 104.89   | 3,254.90 | 1,318.00 | --       | --       | 1,239.00 | --       | --       | 310.45   | --     | --       |
| 钢材 | 1,157.71 | 1,143.04 | 3,437.47 | 1,307.00 | 1,280.86 | 3,829.00 | 1,195.00 | 1,242.21 | 4,523.05 | 309.91   | 299.32 | 4,250.37 |

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，对公司利润形成一定补充

公司电力业务主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，同时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。截至 2022 年 3 月末，公司可控装机容量

表 12：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 | 2019  |       | 2020  |       | 2021  |       | 2022.1~3 |      |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|------|
|                |        |        | 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     | 49.24  | 30.17 | 28.27 | 21.42 | 20.08 | 14.04 | 13.12 | 8.81     | 8.28 |
| 大唐洛阳热电有限责任公司   | --     | --     | 26.72 | 24.46 | 23.48 | 21.43 | 18.10 | 16.50 | --       | --   |

|    |       |
|----|-------|
| 线材 | 260   |
| 带钢 | 100   |
| 合计 | 1,060 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料供给方面，陕钢集团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，2021 年公司钢铁产品生产成本整体呈快速增长态势。

表 10：近年来公司钢材生产成本（元/吨）

|      | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 龙钢公司 | 3,022.27 | 3,030.79 | 4,148.58 | 3,907.30 |
| 汉钢公司 | 3,230.94 | 3,176.10 | 4,288.01 | 4,088.04 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年随着公司加大钢材直供力度和增效品种的生产及销售，实现了钢材销量的基本平稳。销售价格方面，2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，钢价整体走弱；但 2020 年下半年至 2021 年，随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，2021 年钢价整体走势强劲，公司钢材销售均价整体大幅回升，盈利能力相应提升。

量为 770 万千瓦，同比小幅下降。

2021 年，受下游用电需求上升、新能源机组挤压火电发电空间等因素影响，公司发电量及售电量同比小幅上升。2021 年公司平均售电价格为 0.365 元/千瓦时，同比有所上升。此外，2021 年受成本上升影响，公司电力业务盈利能力有所减弱。

|                  |     |        |        |        |        |        |        |        |       |       |
|------------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 洛阳双源热电有限责任公司     | --  | --     | 5.73   | 4.93   | 3.26   | 2.73   | 0.46   | 0.32   | --    | --    |
| 山西大唐国际运城发电有限责任公司 | 120 | 61.20  | 18.77  | 17.40  | 25.87  | 23.97  | 14.15  | 13.08  | 5.69  | 5.29  |
| 大唐略阳发电有限责任公司     | 66  | 37.10  | 25.18  | 23.50  | 19.95  | 18.58  | 27.03  | 25.09  | 8.11  | 7.58  |
| 大唐石门发电有限责任公司     | 66  | 33.70  | 25.00  | 23.25  | 22.10  | 20.59  | 30.38  | 28.39  | 7.62  | 7.13  |
| 长安石门发电有限公司       | 66  | 35.50  | 23.97  | 22.30  | 21.41  | 19.94  | 29.78  | 27.74  | 7.23  | 6.73  |
| 长安益阳发电有限公司       | 196 | 190.90 | 77.81  | 73.35  | 72.74  | 68.54  | 90.00  | 84.73  | 22.88 | 21.60 |
| 府谷能源开发有限公司       | 60  | 60.00  | 18.77  | 16.91  | 23.83  | 21.33  | 29.15  | 25.95  | 9.35  | 8.37  |
| 长安电力华中发电有限公司     | 4   | 4.00   | --     | --     | 0.22   | 0.21   | 0.39   | 0.38   | --    | --    |
| 大唐信阳发电有限责任公司     | 96  | 49.13  |        |        |        |        |        |        | 10.80 | 10.10 |
| 合计               | 770 | 520.77 | 252.12 | 234.47 | 234.27 | 217.43 | 253.50 | 235.29 | 80.49 | 75.08 |

注：2022 年公司合并大唐信阳发电有限责任公司，不再合并大唐洛阳热电有限责任公司和洛阳双源热电有限责任公司；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（集团）有限责任公司负责运营，产品包括煤矿机械、工程机械、民用机械三大类几十种。近年来受下游需求及行业景气度变化影响，公司机械制造业务收入及毛利率波动较大，2021 年分别为 41.31 亿元和 22.81%，同比均有所上升。受项目承接量增加影响，2021 年公司施工业务收入同比增加 9.09%至 75.96 亿元。

贸易业务方面，公司煤炭、化工及钢铁板块子公司依托其现有资源开展贸易业务，近年来贸易规模不断上升。物流业务方面，物资集团为公司物流板块的核心企业。近年来公司持续压降物流业务经营规模，物资集团收入规模逐年下降。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 13：公司物流业务收入情况及 2021 年前五大客户  
(亿元、%)

|                  | 2019   | 2020   | 2021   |
|------------------|--------|--------|--------|
| 物资集团收入           | 508.37 | 448.16 | 109.23 |
| 客户名称             | 金额     | 占比     |        |
| 青海西钢矿冶科技有限公司     | 14.74  | 13.49  |        |
| 酒泉钢铁（集团）有限责任公司   | 6.45   | 5.91   |        |
| 上海高谦贸易有限公司       | 5.11   | 4.67   |        |
| 上海詹弈贸易有限公司       | 3.90   | 3.58   |        |
| 广州奥园集团材料设备采购有限公司 | 3.86   | 3.57   |        |
| 合计               | 34.06  | 31.22  |        |

注：物资集团收入为未合并抵消收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

“十四五”期间，公司将适应经济新常态、能源发展新格局和煤炭生产消费革命的新要求，确立“以煤炭化工为基础，清洁能源和新材料开发利用为主导，多元创新协同发展”总体战略；以大项目、大园区为载体，发展优势产业，提升关联产业，培育新兴产业，同时强化资本运营，推进资产证券化，进一步推动产业发展和转型升级。

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。

电力板块未来投资方向将以光伏和风电项目为主，但装机量均较小，投资规模不大，电力板块将呈收缩态势；钢铁板块则以维持现有规模、调整产品结构为主要方向。

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项目包括榆林煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程及 30 万吨/年煤制乙二醇项目等。



中诚信国际关注到，公司未来仍将有一定规模的资本支出，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 14：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（亿元、%）

| 在建项目                             | 建设规模       | 总投资    | 截至 2021 年末已投资 | 2022 年计划投资 | 工程进度  |
|----------------------------------|------------|--------|---------------|------------|-------|
| 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 | 180 万吨/年   | 269.29 | 252.25        | 17.04      | 95.90 |
| 小保当二号矿井及选煤厂项目                    | 1,300 万吨/年 | 151.57 | 140.52        | 7.89       | 93.00 |
| 神渭管输煤炭管道工程                       | 727.00 公里  | 117.25 | 86.23         | 27.50      | 74.00 |
| 新建神木至瓦塘铁路红柳林至冯家川段项目              | 80.58 公里   | 77.55  | 4.30          | 0.20       | 5.50  |
| 30 万吨/年煤制乙二醇项目                   | 30 万吨/年    | 54.06  | 51.47         | 0.00       | 95.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司安全生产管理水平良好，但煤矿开采属于高危行业，生产过程中存在较多自然灾害构成的安全风险，公司将长期面临安全生产压力

煤炭行业作为典型的传统能源行业，具有下游用户重污染、高排放、高能耗特点，同时煤矿开采属于高危行业，生产过程中存在瓦斯、煤尘及冲击地压等自然灾害构成的安全风险，容易发生安全事故、污染违规排放等情况，近年来公司安全投入始终保持较大规模。安全生产是制衡煤炭企业发展的重要因素之一，体现公司资源禀赋的同时亦体现了公司安全管理水平。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。

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。2021 年，公司共发生煤炭安全事故 4 起，死亡 7 人；2022 年 1~3 月，公司未发生煤炭安全事故。

表 15：近年来公司安全生产指标

|            | 2019  | 2020  | 2021  |
|------------|-------|-------|-------|
| 公司百万吨死亡率   | 0.045 | 0.005 | 0.033 |
| 全国平均百万吨死亡率 | 0.083 | 0.058 | 0.044 |
| 安全投入（亿元）   | 26.65 | 33.84 | 21.79 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下分析基于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 2019~2021 年审计报告和公司披露的未经审计的 2022 年一季报。各期财务数据均为报表期末数或当期数。中诚信国际将公司“其他流动负债”中的融资租赁款、信托融资款、供应链金融资产支持专项计划、短期收益凭证调整到短期债务，将公司“其他非流动负债”中的银行保理融资应付余额及“长期应付款”中的融资租赁款和 ABS 剩余未偿还本金调整到长期债务中计算有息债务。

### 2021 年公司经营性业务利润大幅增长，同时投资收益对利润亦形成较好补充，公司仍保持很强的盈利能力

公司营业总收入主要来自煤炭、钢铁及化工业务。2021 年受益于主要产品价格的提升以及销售规模的扩大，公司主要板块收入同比均有所增长，带动营业总收入同比增长 16.20%。

毛利率方面，2021 年，受益于煤炭平均销售价格大幅增长，公司煤炭业务毛利率同比上升 13.64 个百分点；钢铁产品价格的上升带动钢铁板块毛利率有所增长；受益于公司主要化工产品销售价格上升，公司化工业务毛利率同比有所上升；公司施工业务毛利率逐年上升，对公司利润形成一定补充；公司机械制造业务毛利率有所波动，由于该业务板

块收入占营业总收入比重不大，对公司利润影响有限。2022 年 1~3 月，公司营业毛利率为 20.91%。

表 16：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

| 收入    | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 煤炭产品  | 758.90   | 920.64   | 1,439.60 | 394.14   |
| 钢铁产品  | 802.00   | 878.21   | 900.27   | 147.53   |
| 化工产品  | 603.57   | 629.91   | 672.65   | 203.80   |
| 施工业务  | 56.68    | 69.63    | 75.96    | 20.50    |
| 机械产品  | 49.67    | 40.50    | 41.31    | 17.68    |
| 其他业务  | 754.93   | 863.81   | 824.20   | 278.74   |
| 营业总收入 | 3,025.75 | 3,402.70 | 3,953.99 | 1,062.39 |
| 毛利率   | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
| 煤炭产品  | 50.57    | 36.15    | 49.79    | 41.32    |
| 钢铁产品  | 6.79     | 4.68     | 5.19     | 5.02     |
| 化工产品  | 13.98    | 13.01    | 17.08    | 16.98    |
| 施工业务  | 12.78    | 24.53    | 24.88    | 21.32    |
| 机械产品  | 35.46    | 20.94    | 22.81    | 20.19    |
| 营业毛利率 | 19.10    | 15.16    | 23.69    | 20.91    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021 年公司总资产、总负债及所有者权益均持续上升，财务杠杆有所下降，但实际债务负担偏重

资产方面，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。2021 年，随着在建项目投产转固及新购入机器设备等，固定资产规模有所增加；随着土地使用权和采矿权等增加，无形资产亦呈波动增长态势；公司长期股权投资<sup>4</sup>同比大幅增长，主要系公司对联营企业追加投资 62.39 亿元、对联营企业确认 40.78 亿元投资收益、对陕国投的投资由以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产调至长期股权投资所致。流动资产方面，受发行多期债券及保持较好的获现能力影响，公司货币资金整体呈增长趋势。受销售规模扩大影响，公司应收账款规模持续增加；2021 年公司交易性金融资产同比有所下降，主要系公司处置交易性金融资产及对陕国投的投资调至长期股权投资所致。

<sup>4</sup>公司长期股权投资主要以联营企业为主，主要为对陕西铁路集团有限责任公司、陕西省国际信托投资股份有限公司、长安银行股份有限公司、隆基绿能科技股份有限公司、国能榆林能源有限责任公司等投资，截至 2021 年末投资余额分别为 172.37 亿元、51.85 亿元、46.47 亿元、34.90 亿元、24.74 亿元。

债务方面，2021 年以来随着在建项目的持续推进和对参股企业及金融资产投资的增加，公司总债务持续增加且规模较大，偿债压力较大，但短期债务/总债务比例逐年降低，债务期限结构较为合理。资本结构方面，近年来所有者权益的增长带动公司财务杠杆整体呈下降态势，但若将永续债计入负债，公司负债水平仍相对较高，资本结构有待优化。

所有者权益方面，由于对核心子公司陕西煤业非全资持股，且陕西煤业分红比例较高<sup>5</sup>，近年来公司归属于母公司所有者的净利润相对较低，利润积累有限。2021 年受益于公司主要产品销售价格及销量有所增长，公司未分配利润及少数股东权益均有所增长，带动公司所有者权益同比增长 14.88%。截至 2022 年 3 月末，随着利润的积累，公司所有者权益进一步增长。

表 17：近年来公司主要财务状况（%、亿元）

|          | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产      | 5,485.95 | 5,960.60 | 6,616.42 | 6,812.26 |
| 总负债      | 3,828.34 | 4,111.22 | 4,491.78 | 4,662.98 |
| 短期债务     | 1,182.65 | 1,189.90 | 1,080.91 | 1,092.23 |
| 总债务      | 2,910.98 | 3,032.34 | 3,201.15 | 3,369.16 |
| 短期债务/总债务 | 40.63    | 39.24    | 33.77    | 32.42    |
| 所有者权益    | 1,657.61 | 1,849.38 | 2,124.63 | 2,149.28 |
| 资产负债率    | 69.78    | 68.97    | 67.89    | 68.45    |
| 资本化比率    | 63.72    | 62.12    | 60.11    | 61.05    |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动净现金流同比大幅上升，保持很强的经营获现能力；受资本支出及投资规模较大影响，公司投资活动现金保持净流出态势；受公司分配股利、利润或偿付利息支付现金较大影响，公司筹资活动净现金流呈净流出状态。公司经营及筹融资资金可满足投资需求。

表 18：近年来公司主要财务状况（%、亿元）

|          | 2019    | 2020    | 2021    | 2022.1~3 |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动净现金流 | 328.16  | 323.40  | 681.78  | 56.59    |
| 投资活动净现金流 | -289.93 | -335.18 | -272.52 | -101.16  |
| 筹资活动净现金流 | 79.30   | -22.08  | -92.67  | 126.25   |

<sup>5</sup> 2019~2021 年，陕西煤业现金分红金额分别为 34.90 亿元、77.56 亿元和 130.88 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为 30%、52.12%和 61.91%。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司债务规模大，但充足的经营净现金流、很强的盈利能力、充沛的外部授信和广泛的融资渠道对公司整体偿债能力提供有力支撑

公司债务主要由银行信用借款、债券融资及应付票据组成，债务结构及期限结构相对合理。

表 19：截至 2022 年 3 月末公司主要债务结构情况（亿元）

|      | 金额       | 1 年以内到期 | 1 年以上    |
|------|----------|---------|----------|
| 银行借款 | 2,031.64 | 669.07  | 1,362.57 |
| 债券融资 | 1,031.81 | 260.00  | 771.81   |
| 应付票据 | 197.20   | 197.20  | --       |
| 非标融资 | 108.51   | 45.22   | 63.29    |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所增强，且货币资金保有量较大，亦为债务本息偿付提供较强支撑。但公司未来仍将有较大投资支出，或将进一步推升债务规模。整体来看，公司偿债风险可控。

表 20：近年来公司偿债指标情况（X）

|                | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|----------------|------|------|------|----------|
| 总债务/EBITDA     | 6.42 | 6.28 | 3.98 | --       |
| EBITDA 利息保障倍数  | 3.08 | 3.53 | 3.90 | --       |
| FFO/总债务        | 0.15 | 0.13 | 0.22 | --       |
| 经营活动净现金流/总债务   | 0.11 | 0.11 | 0.21 | 0.07*    |
| 经营活动净现金流利息保障系数 | 2.23 | 2.37 | 3.30 | --       |
| 货币资金/短期债务      | 0.43 | 0.41 | 0.79 | 0.86     |

注：由于缺少相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算；带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

融资渠道方面，公司的融资渠道较为广泛，整体融资能力很强。公司下属子公司陕西煤业为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，截至 2022 年 4 月末，公司持有陕西煤业 65.12% 股权。截至 2022 年 3 月末，公司获得综合授信额度 4,397.59 亿元，其中未使用授信余额 1,828.22 亿元，公司备用流动性充裕。

中诚信国际认为，公司可通过其很强的盈利、获现能力为债务偿还提供保障，同时依靠广泛的融资渠道、充裕的银行授信及很强的外部融资能力实

现到期债务续接。

### 2021 年母公司口径实现盈利，但因承担统借统还职能形成较大规模债务，对子公司分红、外部融资依赖度仍较大

公司母公司未直接开展经营业务，无收入来源，其利润主要来自子公司分红和处置长期股权投资产生的投资收益等。因母公司承担部分统借统还职能，其财务费用规模较大，致使 2019~2020 年母公司口径持续亏损，2021 年母公司口径实现盈利。公司母公司资产主要由给予内部单位及合营及联营企业的贷款（分布于其他流动资产、其他非流动资产及持有至到期投资）以及对子公司、合营及联营企业投资（长期股权投资）构成。2021 年以来随着下属子公司业务开展，资金需求不断上升，母公司对子公司贷款规模持续增长，并对子公司、合营及联营企业不断增加投资，母公司资产及债务规模持续上升，债务负担重，短期债务占比有所波动。同时，公司母公司经营活动净现金流及货币资金对债务覆盖能力较弱。中诚信国际认为，公司母公司债务负担重，承担集团部分统借统还职能，但自身并未开展业务，对下属子公司依赖性较强，若再融资能力受到影响，母公司将面临偿债压力。

表 21：近年来公司母公司主要财务情况（亿元、X、%）

|                    | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.1~3 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 <sup>6</sup> | 0.00     | 4.42     | 0.01     | 0.00     |
| 期间费用合计             | 66.40    | 63.14    | 66.57    | 20.08    |
| 净利润                | -12.33   | -27.52   | 10.61    | -20.27   |
| 资产总额               | 2,727.15 | 2,879.97 | 3,038.14 | 3,219.64 |
| 短期债务               | 686.75   | 825.43   | 733.51   | 779.21   |
| 总债务                | 1,737.51 | 1,915.56 | 2,072.81 | 2,214.48 |
| 短期债务/总债务           | 39.52    | 43.09    | 35.39    | 35.19    |
| 所有者权益              | 328.84   | 338.76   | 405.55   | 461.32   |
| 总资本化比率             | 84.09    | 84.97    | 83.64    | 82.76    |
| 资产负债率              | 87.94    | 88.24    | 86.65    | 85.67    |
| 经营活动净现金流           | 15.31    | -92.21   | -66.35   | -15.60   |
| 经营活动净现金流/总债务       | 0.01     | -0.05    | -0.03    | -0.03    |
| 经营活动净现金流/短期债务      | 0.02     | -0.11    | -0.09    | -0.08*   |
| 货币资金/短期债务          | 0.25     | 0.09     | 0.12     | 0.15     |

注：带“\*”指标已经年化处理。

<sup>6</sup> 2020 年，公司母公司 4.42 亿元营业收入为矿井产能置换款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司受限资产占比及对外担保规模不大，无重大未决诉讼及仲裁事项

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司所有权受限资产账面价值共计 470.22 亿元，占同期末总资产的比重为 6.90%。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

|        | 账面价值   |
|--------|--------|
| 货币资金   | 155.72 |
| 应收票据   | 2.34   |
| 应收账款   | 1.28   |
| 应收款项融资 | 15.28  |
| 存货     | 1.85   |
| 固定资产   | 207.35 |
| 无形资产   | 24.06  |
| 在建工程   | 4.96   |
| 其他     | 57.39  |
| 合计     | 470.22 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 23.73 亿元，占同期末总资产的比重为 0.35%。

重大未决诉讼及仲裁事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

**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，截至 2022 年 4 月 1 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

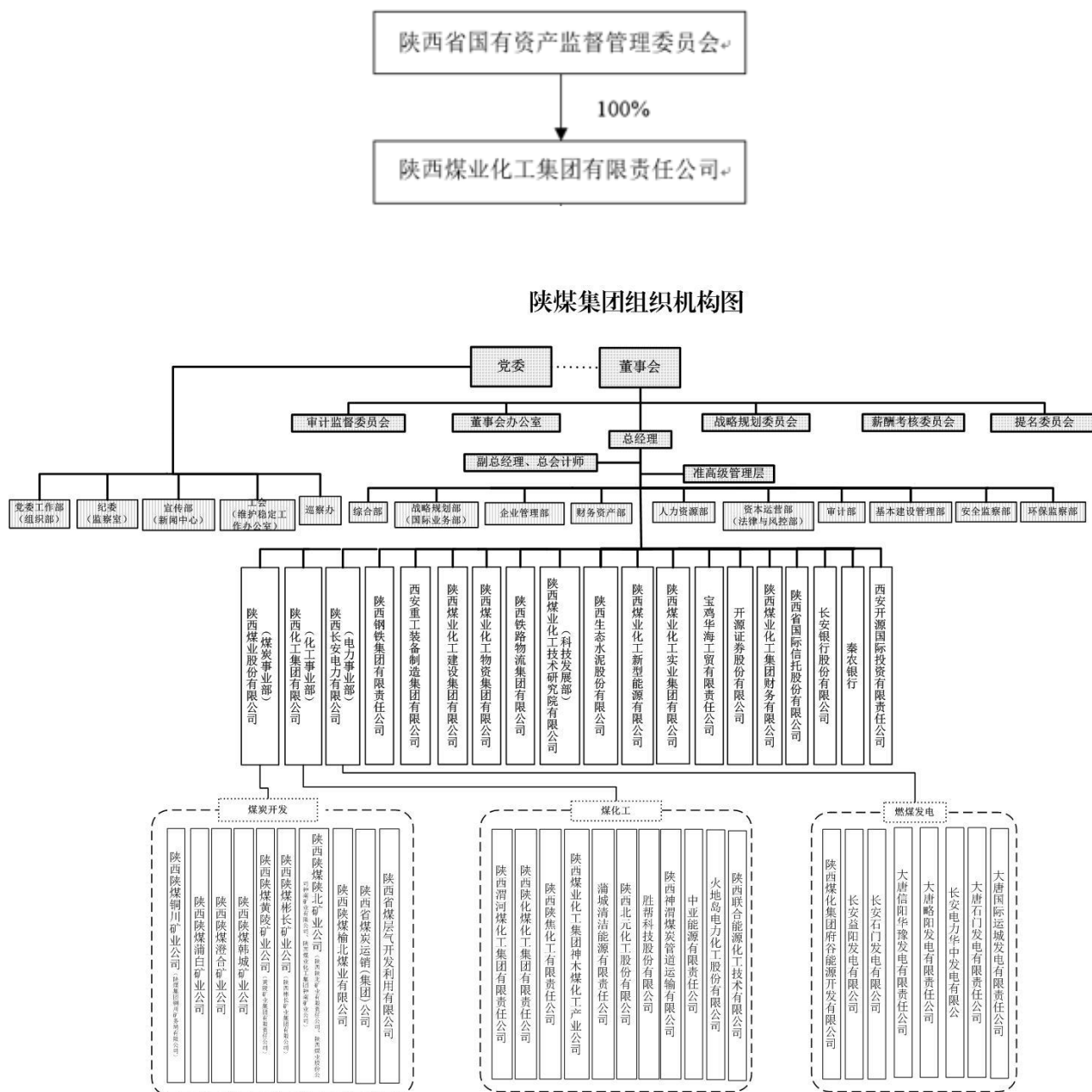
的政府支持优势。陕西省政府明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量将达到 300~400 亿吨，随着未来神府南区的勘探和开发，公司的资源储备将进一步增加。此外，公司代陕西省政府交纳位于榆横矿区的小壕兔、尔林兔和曹家滩矿权价款 118 亿元，此三处矿权合计储量达到 179 亿吨，公司对以上资源具有优先开发权，目前尔林兔和曹家滩项目均通过国家发改委核准。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“22 陕煤化 MTN006”、“22 陕煤 Y2”、“22 陕煤 Y1”、“22 陕煤化 MTN005”、“22 陕煤化 MTN004”、“22 陕煤化 MTN003”、“22 陕煤化 MTN002”、“22 陕煤化 MTN001”、“21 陕煤 Y5”、“21 陕煤化 MTN010”、“21 陕煤 Y4”、“21 陕煤化 MTN007”、“21 陕煤化 MTN006”、“21 陕煤 Y3”、“21 陕煤化 MTN005”、“21 陕煤 Y2”、“21 陕煤 Y1”、“21 陕煤化 MTN003（可持续挂钩）”、“21 陕煤化 MTN002”、“21 陕煤化 MTN001”、“20 陕煤化 MTN005”、“20 陕煤化 MTN004”、“20 陕煤化 GN001”、“20 陕煤化 MTN003”、“20 陕煤二/20 陕煤债 02”、“20 陕煤化 MTN002”、“20 陕煤一/20 陕煤债 01”、“19 陕煤 Y2/19 陕煤债 02”、“19 陕煤 Y1/19 陕煤债 01”、“18 陕煤化 MTN004”、“18 陕煤化 MTN003”、“18 陕煤化 MTN002”、“17 陕煤化 MTN004”和“14 陕煤化债”的债项信用等级为 **AAA**。



## 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 2022 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）       | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金              | 5,043,991.05  | 4,937,219.97  | 8,521,553.67  | 9,446,109.37  |
| 应收账款净额            | 1,812,068.08  | 2,050,605.70  | 2,803,783.60  | 2,937,269.27  |
| 其他应收款             | 774,725.10    | 904,744.54    | 593,004.17    | 572,745.65    |
| 存货净额              | 1,877,973.82  | 2,151,542.19  | 2,542,827.97  | 2,433,132.03  |
| 长期投资              | 7,097,289.56  | 7,935,978.06  | 9,773,268.28  | 10,478,102.79 |
| 固定资产              | 17,349,939.92 | 19,647,261.46 | 21,681,859.78 | 21,113,943.19 |
| 在建工程              | 5,624,519.21  | 5,018,963.28  | 4,482,143.89  | 4,938,009.76  |
| 无形资产              | 7,688,258.25  | 7,984,797.26  | 8,152,808.10  | 8,113,023.09  |
| 总资产               | 54,859,519.62 | 59,606,032.77 | 66,164,153.44 | 68,122,632.90 |
| 其他应付款             | 1,343,316.15  | 1,473,416.17  | 1,553,902.54  | 1,583,179.10  |
| 短期债务              | 11,826,463.22 | 11,899,035.43 | 10,809,068.74 | 10,922,267.34 |
| 长期债务              | 17,283,372.52 | 18,424,348.99 | 21,202,390.49 | 22,769,381.17 |
| 总债务               | 29,109,835.73 | 30,323,384.42 | 32,011,459.23 | 33,691,648.51 |
| 净债务               | 24,065,844.68 | 25,386,164.45 | 23,489,905.56 | 24,245,539.14 |
| 总负债               | 38,283,432.10 | 41,112,217.74 | 44,917,826.90 | 46,629,829.76 |
| 费用化利息支出           | 1,333,788.15  | 1,264,986.72  | 1,897,881.28  | --            |
| 资本化利息支出           | 137,833.34    | 100,552.47    | 165,248.16    | --            |
| 所有者权益合计           | 16,576,087.53 | 18,493,815.03 | 21,246,326.55 | 21,492,803.14 |
| 营业总收入             | 30,257,504.33 | 34,026,965.49 | 39,539,854.40 | 10,623,937.62 |
| 经营性业务利润           | 1,758,484.44  | 1,413,903.72  | 4,062,490.93  | 942,421.57    |
| 投资收益              | 317,039.32    | 856,249.42    | 791,933.83    | 130,423.32    |
| 净利润               | 1,170,773.42  | 1,274,397.31  | 2,716,321.13  | 555,705.58    |
| EBIT              | 2,903,312.24  | 3,014,881.93  | 5,826,812.73  | --            |
| EBITDA            | 4,534,968.67  | 4,825,693.11  | 8,036,840.04  | --            |
| 经营活动产生现金净流量       | 3,281,588.59  | 3,234,021.50  | 6,817,842.99  | 565,900.83    |
| 投资活动产生现金净流量       | -2,899,292.77 | -3,351,772.53 | -2,725,164.09 | -1,011,558.88 |
| 筹资活动产生现金净流量       | 793,031.19    | -220,805.03   | -926,669.79   | 1,262,545.98  |
| 资本支出              | 2,273,411.37  | 3,166,338.57  | 2,771,748.05  | 770,170.15    |
| 财务指标              | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
| 营业毛利率（%）          | 19.10         | 15.16         | 23.69         | 20.91         |
| 期间费用率（%）          | 11.95         | 9.93          | 10.62         | 8.89          |
| EBITDA 利润率（%）     | 14.99         | 14.18         | 20.33         | --            |
| 总资产收益率（%）         | 5.53          | 5.27          | 9.27          | --            |
| 净资产收益率（%）         | 7.77          | 7.27          | 13.67         | 10.40*        |
| 流动比率（X）           | 0.78          | 0.79          | 0.93          | 0.98          |
| 速动比率（X）           | 0.68          | 0.69          | 0.81          | 0.87          |
| 存货周转率(X)          | 14.08         | 14.21         | 12.76         | 13.42*        |
| 应收账款周转率（X）        | 21.80         | 17.48         | 16.17         | 14.70*        |
| 资产负债率（%）          | 69.78         | 68.97         | 67.89         | 68.45         |
| 总资本化比率（%）         | 63.72         | 62.12         | 60.11         | 61.05         |
| 短期债务/总债务（%）       | 40.63         | 39.24         | 33.77         | 32.42         |
| 经营活动净现金流/总债务（X）   | 0.11          | 0.11          | 0.21          | 0.07*         |
| 经营活动净现金流/短期债务（X）  | 0.28          | 0.27          | 0.63          | 0.21*         |
| 经营活动净现金流/利息支出（X）  | 2.23          | 2.37          | 3.30          | --            |
| 经调整的经营净现金流/总债务（%） | 4.09          | 2.57          | 11.63         | --            |
| 总债务/EBITDA（X）     | 6.42          | 6.28          | 3.98          | --            |
| EBITDA/短期债务（X）    | 0.38          | 0.41          | 0.74          | --            |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 3.08          | 3.53          | 3.90          | --            |
| EBIT 利息保障倍数（X）    | 1.97          | 2.21          | 2.82          | --            |

注：公司 2022 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”中的融资租赁款、信托融资款、供应链金融资产支持专项计划、短期收益凭证调整到短期债务，将公司“其他非流动负债”中的银行保理融资应付余额及“长期应付款”中的融资租赁款和 ABS 剩余未偿还本金调整到长期债务中计算有息债务；由于缺乏数据，2022 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）       | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金              | 1,715,096.81  | 728,601.04    | 797,031.42    | 1,207,710.99  |
| 应收账款净额            | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他应收款             | 321,703.87    | 459,049.33    | 9,847,245.92  | 9,674,066.13  |
| 存货净额              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 长期投资              | 14,856,481.16 | 16,729,837.31 | 18,387,854.66 | 20,029,656.07 |
| 固定资产              | 997.95        | 888.98        | 61,007.96     | 60,391.96     |
| 在建工程              | 44,909.19     | 74,908.11     | 6,157.52      | 8,885.02      |
| 无形资产              | 636.59        | 447.47        | 308.77        | 268.20        |
| 总资产               | 27,271,538.74 | 28,799,742.19 | 30,381,380.63 | 32,196,437.74 |
| 其他应付款             | 207,306.35    | 221,526.10    | 5,596,761.97  | 5,437,504.81  |
| 短期债务              | 6,867,494.91  | 8,254,334.21  | 7,335,114.84  | 7,792,070.38  |
| 长期债务              | 10,507,576.93 | 10,901,300.00 | 13,393,032.20 | 14,352,734.04 |
| 总债务               | 17,375,071.84 | 19,155,634.21 | 20,728,147.04 | 22,144,804.42 |
| 净债务               | 15,659,975.04 | 18,427,033.17 | 19,931,115.61 | 20,937,093.43 |
| 总负债               | 23,983,109.96 | 25,412,170.99 | 26,325,844.09 | 27,583,239.72 |
| 费用化利息支出           | --            | --            | 1,076,168.80  | --            |
| 资本化利息支出           | --            | --            | 0.00          | --            |
| 所有者权益合计           | 3,288,428.78  | 3,387,571.20  | 4,055,536.54  | 4,613,198.03  |
| 营业总收入             | 0.00          | 44,227.16     | 65.85         | 0.00          |
| 经营性业务利润           | -664,097.52   | -595,728.21   | -665,834.70   | -200,761.11   |
| 投资收益              | 479,435.36    | 490,581.62    | 717,121.85    | 731.42        |
| 净利润               | -123,324.32   | -275,247.56   | 106,055.32    | -202,737.62   |
| EBIT              | --            | --            | 1,182,224.12  | --            |
| EBITDA            | --            | --            | 1,184,874.01  | --            |
| 经营活动产生现金净流量       | 153,108.75    | -922,129.95   | -663,498.68   | -155,988.73   |
| 投资活动产生现金净流量       | -1,163,773.50 | -732,586.02   | 419,263.56    | -1,321,923.40 |
| 筹资活动产生现金净流量       | 1,724,562.36  | 654,921.93    | 342,731.11    | 1,888,591.70  |
| 资本支出              | 19,910.27     | 22,368.91     | 20,350.78     | 3,051.99      |
| 财务指标              | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
| 营业毛利率(%)          | --            | 80.76         | 100.00        | --            |
| 期间费用率(%)          | --            | 1,427.52      | 1,010,907.93  | --            |
| EBITDA 利润率(%)     | --            | --            | 1,799,298.45  | --            |
| 总资产收益率(%)         | --            | --            | 4.00          | --            |
| 净资产收益率(%)         | -4.50         | -8.25         | 2.85          | -18.71*       |
| 流动比率(X)           | 0.82          | 0.70          | 0.83          | 0.82          |
| 速动比率(X)           | 0.82          | 0.70          | 0.83          | 0.82          |
| 存货周转率(X)          | --            | --            | --            | --            |
| 应收账款周转率(X)        | --            | --            | --            | --            |
| 资产负债率(%)          | 87.94         | 88.24         | 86.65         | 85.67         |
| 总资本化比率(%)         | 84.09         | 84.97         | 83.64         | 82.76         |
| 短期债务/总债务(%)       | 39.52         | 43.09         | 35.39         | 35.19         |
| 经营活动净现金流/总债务(X)   | 0.01          | -0.05         | -0.03         | -0.03*        |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)  | 0.02          | -0.11         | -0.09         | -0.08*        |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)  | --            | --            | -0.62         | -0.51         |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -5.34         | -11.12        | -10.70        | --            |
| 总债务/EBITDA(X)     | --            | --            | 17.49         | --            |
| EBITDA/短期债务(X)    | --            | --            | 0.16          | --            |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | --            | --            | 1.10          | --            |
| EBIT 利息保障倍数(X)    | --            | --            | 1.10          | --            |

注：2022 年一季报未经审计；由于缺乏数据，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）       | =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                          |
|      | 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） |
| 偿债能力 | 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。