



陕西煤业化工集团有限责任公司 主体信用评级

主体信用等级：AAA 评级展望：稳定

评级时间：2019年11月01日

主要经营指标	2016	2017	2018	2019Q1
原煤产量(万吨)	12,593	14,010	16,023	3,609
商品煤售价(元/万吨)	222.01	358.98	364.82	378.01
主要财务指标	2016	2017	2018	2019H1
现金类资产(亿元)	518.14	564.50	631.28	636.74
资产总额(亿元)	4450.20	4640.60	5009.63	5101.35
所有者权益(亿元)	902.79	1320.12	1356.42	1419.62
短期债务(亿元)	1535.23	1247.69	1005.64	1041.17
全部债务(亿元)	2724.76	2439.16	2717.94	2745.48
营业总收入(亿元)	2120.95	2600.89	2805.87	1435.10
利润总额(亿元)	30.03	109.15	138.82	75.70
EBITDA(亿元)	233.00	340.06	386.10	—
经营净现金流(亿元)	127.43	432.99	366.68	208.42
营业毛利率(%)	12.63	19.12	19.84	18.54
EBIT 利润率(%)	6.08	8.65	8.72	—
总资产报酬率(%)	2.92	4.94	5.07	—
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.17
全部债务资本化比率(%)	75.11	64.88	66.71	65.92
流动比率(倍)	0.59	0.66	0.71	0.72
现金类资产/短期债务(倍)	0.34	0.45	0.63	0.61
全部债务/EBITDA(倍)	11.69	7.17	7.04	—
EBITDA 利息保障倍数	2.10	2.64	3.25	—

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年上半年未经审计的财务报表。

分析师

李志博 李晓静

电话：010-88090088

邮箱：lizhibo@chinaratings.com.cn

市场部

电话：010-88090123

传真：010-88090102

邮箱：cs@chinaratings.com.cn

地址：北京西城区金融大街 28 号院

盈泰中心 2 号楼 6 层 (100032)

网站：www.chinaratings.com.cn

评级观点

陕西煤业化工集团有限责任公司（简称“公司”或“陕煤集团”）控股股东和实际控制人为陕西省国资委。业务结构以煤炭、钢铁和化工为主，下辖三家 A 股上市公司。中债资信认为公司煤炭生产规模优势显著，且公司陕北、彬黄地区煤炭资源赋存条件很好，成本优势显著；浩吉铁路开通后，公司煤炭外运条件将大幅改善，预计煤炭销售竞争力将进一步提升；钢铁业务受益于行业供给侧改革，产品价格上涨，钢铁板块实现扭亏为盈；化工板块中 PVC 业务规模优势及成本优势显著，盈利能力亦较强；整体看，公司经营风险极低。财务方面，受益于煤炭价格、钢铁及大宗化工品价格自 2016 年回升并持续维持高位，公司盈利能力和经营获现能力显著改善；且 2017 年以来受益于债转股实施，公司债务负担有所减轻，长短期偿债指标表现良好，整体财务风险很低。外部支持对公司增信作用较强。综合上述因素，中债资信对公司主体信用风险评价为 AAA，信用展望为稳定。

主要优势

- 煤炭资源储量丰富，规模优势显著，且随着陕北新建产能的释放，公司规模优势将进一步提升；公司陕北、彬黄地区煤炭资源赋存条件很好，成本优势显著。
- 随着浩吉铁路的开通，公司煤炭外运条件将大幅改善，有利于提高省外销量和商品煤售价。煤炭业务整体市场竞争力很强。
- 依托于优质煤炭资源和产业链优势，公司化工业务成本优势显著。
- 公司作为陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，及国家确立的陕北大型煤炭基地的两个开发主体之一，能够在省内资源获取及并购重组、内部管理方面得到陕西省国资委的全面支持。

主要关注

- 公司所处煤炭行业、钢铁行业等面临行业景气度下滑风险。
- 未来三年公司规划投资规模较大，公司面临一定投资压力。
- 未来投资主要集中于化工业务，由于化工品生产受油品价格影响较大，且化工品市场供需关系变化较大、区域内竞争逐渐加剧，公司产品投产后面临较大的盈利不确定性。

免责声明：1、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等；2、本报告所引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；3、本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。



表 1：近年公司主营业务结构（单位：亿元）

主营业务 收入	2016	2017	2018	2019Q1
煤炭产品	509.07	755.30	637.41	160.72
钢铁产品	516.10	667.38	776.18	126.25
化工产品	329.25	377.93	529.67	157.32
施工业务	26.55	42	86.33	14.11
机械产品	12.42	13.40	21.06	11.23
其他业务	668.93	610.58	739.94	161.24
合计	2062.32	2466.59	2790.60	630.87
主营业务 毛利润	2016	2017	2018	2019Q1
煤炭产品	189.17	337.26	330.45	83.3
钢铁产品	2.63	45.2	72.54	11.22
化工产品	42	35.76	95.29	20.25
施工业务	4.07	5.35	16.27	1.46
机械产品	2.03	2.11	4.25	2.31
其他业务	12.54	19.05	26.6	2.53
合计	252.44	444.73	545.4	121.06

资料来源：公司提供资料，中债资信整理

主体概况：

公司控股股东和实际控制人均为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司前身是陕西煤业集团有限责任公司，成立于 2004 年 2 月，由原省属的铜川、蒲白、澄合、韩城四个矿务局等 10 家¹煤炭企业联合组建。2006 年 6 月陕西省人民政府将陕西煤业集团有限责任公司和陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司的国有控股合并，组建了陕煤集团。公司 2010 年开始重组陕西钢铁集团有限公司，于 2013 年 1 月 1 日起将其纳入合并报表范围。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 100 亿元，实收资本 100 亿元，陕西省国资委持有公司 100% 股权，为公司的控股股东及实际控制人。

公司目前主营煤炭、钢铁、化工业务，业务结构短期内维持稳定。在陕西省政府的主导下，公司自成立以来经过多次重组和划转，形成了目前以煤炭、钢铁、化工业务为主营业务的产业结构。从收入和利润结构看，2018 年煤炭、钢铁、化工业务实现收入在公司总收入中占比分别为 22.84%、27.81% 和 18.98%，对应实现毛利润在公司总体毛利润中占比分别为 60.59%、13.30% 和 17.47%。此外，公司还经营施工业务、机械产品及建材、电力、运输等其他业务，但利润贡献较小。公司下属三家上市企业，分别为陕西煤业（601225.SH）、陕国投 A（000563.SZ）和建设机械（600984.SH）。整体看，公司目前主营业务为煤炭、钢铁、化工业务，业务结构短期内将维持稳定。

经营风险：

煤炭业务

■ 供给侧改革以来，煤炭价格持续维持高位，行业景气度大幅回升。预计未来一段时间，行业供需格局小幅弱化，煤炭价格或小幅下行，行业景气度小幅走弱，但仍可维持较好水平。我国 2016 年来煤炭行业持续执行供给侧改革政策，2016~2018 年煤炭行业去产能逾 8 亿吨，2016 年全国煤炭企业实施“276 个工作日”制度加速煤炭行业去产能；同时，国内煤炭消费量自 2017 年恢复正增长，尤其 2018 年煤炭消费量在火电发电量超预期增长的带动下，同比上涨约 2.3%；受益于行业

¹ 10 家煤炭企业分别为铜川、蒲白、澄合、韩城四个矿务局和陕西煤炭建设公司、黄陵矿业有限公司、陕西省煤炭运销集团、陕西天地地质有限公司、陕北矿业局、陕西彬长矿区开发建设有限公司。

图 1:2016 年以来煤炭价格变动 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 中债资信整理

表 2: 2018 年中国煤炭企业前 10 名 (单位: 万吨)

企业名称	产量
国家能源投资集团有限责任公司	52413
中国中煤能源集团有限公司	19222
兖矿集团有限公司	16148
陕西煤业化工集团有限责任公司	16023
山东能源集团有限公司	14537
大同煤矿集团有限责任公司	13722
山西焦煤集团有限责任公司	10011
晋能集团有限公司	8228
冀中能源集团有限责任公司	8100
阳泉煤业(集团)有限责任公司	8013

资料来源: 中国煤炭工业协会, 中债资信整理

表 3: 原煤开采成本 (单位: 元/吨)

时间	原煤开采成本
2017 年	192.26
2018 年	215.74
2019 年 1~6 月	221.15

资料来源: 公司提供资料, 中债资信整理

供需格局的改善,煤炭价格于 2016 年下半年持续上涨,并于 2017~2018 年持续维持较高水平。尽管 2019 年以来,受新增优质产能加速释放的影响,1~8 月原煤产量累计同比增长 5.75%,加之下游需求不振,1~9 月秦皇岛港山西优混(Q5500K)平仓价均价同比下降 8.67%至 598.6 元/吨,但仍为较高水平。未来一段时间,新增优质产能将持续释放,考虑下游需求尚疲软,煤炭价格仍存在一定下行压力,行业景气度或小幅走弱,但预计仍可维持较好水平。

■ 公司煤炭资源储备丰富、规模优势显著,且随着新增产能的释放,规模优势将进一步扩大;受益于资源禀赋较好、人工效率高,公司煤炭开采成本较低;且随着浩吉铁路的开通,公司煤炭外运条件或将大幅改善,有利于提高省外销量和商品煤售价;未来,公司煤炭业务竞争力将进一步提升。

■ 资源储备方面,截至 2019 年 3 月末,公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨,可采储量 203.09 亿吨。此外,公司为陕西省政府认定的鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体,神府南区初步勘测的煤炭资源储量为 300~400 亿吨,整体看,公司资源储备丰富,发展潜力大。

■ 产能产量方面,截至 2019 年 8 月末,拥有煤炭产能 1.8 亿吨,预计 2020 年可新增产能超过 3000 万吨,则至 2020 年末,公司生产产能将超过 2 亿吨。公司生产矿井平均单井规模约 550 万吨,单井规模较大。2018 年公司原煤产量 1.6 亿吨,排名全国第四名。整体看,公司规模优势显著。

■ 资源禀赋方面,公司煤炭主要分布于陕北、彬黄和渭北矿区。陕北矿区和彬黄矿区资源埋藏浅²、煤层稳定、开采条件简单,主要生产发热量高、低硫-特低硫、低磷-特低磷、富油、高化学活性的长焰煤、不粘煤、气煤。渭北矿区由于开采较久、资源面临枯竭,开采条件较差,为 2015 年以来去产能的主要地区,截至目前,剩余产能不足 2000 万吨。整体看,公司资源禀赋较好。

■ 开采成本方面,受益于较好的资源禀赋,加之公司人员效率较高³,公司原煤开采成本较低,2018 年和 2019 年 1~6 月原煤开采成本分别为 215.74 元/吨和 221.15 元/吨,未来随着陕北矿区低成本产能逐步释放、渭北矿区高成本产能逐步退出,公司开采成本有望进一步下降。

■ 销售方面,2018 年公司销售商品煤 1.53 亿吨,2018 年和 2019 年

² 陕北矿区埋藏深度约 300~600 米,彬黄矿区埋藏深度 200~700 米

³ 截至 2019 年 6 月末,公司在册人数 11.84 万人,2018 年按原煤产量计算的人员效率为 1351.5 吨/人,远高于行业平均水平

1~6 月商品煤售价分别为 364.82 元/吨和 380.45 元/吨。公司执行现款现货、先款后货的收款方式，对长期客户提供不超过 30 天的账期。

■ **运输条件方面**，受外运条件限制，历史上，公司煤炭销售以省内销售为主，2018 年公司省内和省外销量占比为 6:4，其中陕北矿区 80% 的煤炭均为地销。但随着北煤南运通道浩吉铁路⁴（原名“蒙华铁路”）于 9 月末建成通车，以及榆横、榆神矿区的靖神铁路（近期运力 6500 万吨，远期运力为 7770 万吨）成功接入浩吉铁路，公司煤炭外运压力大幅缓解，根据公司披露的运力安排，2020 年公司可获得浩吉铁路运力至少 6000 万吨。除外运能力的提升外，浩吉铁路的开通可节约煤炭运输成本，根据测算，从陕北矿区的神府到湖北荆州，走浩吉铁路的运费较走大秦线再海进江的运费节约至少 20 元/吨，较走国铁节约 40 元/吨。浩吉铁路开通后，从陕北到湖北的煤炭运输时间可节约十余天，运输效率亦大幅提升。因此，浩吉铁路的开通将有利于提高公司煤炭的外运量及综合售价。此外，目前在建的冯红铁路开通后，可将陕北矿区煤炭连接至瓦日铁路东运至日照港，将进一步改善公司的外运条件。

整体看，公司煤炭业务竞争优势明显，未来，随着陕北矿区产能的释放及外运条件的逐步改善，其煤炭业务竞争力将进一步增强。

钢铁业务

■ **预计未来一段时间，钢铁行业供需格局有所弱化，钢材价格或小幅下行，成本端或将小幅上升。整体看钢铁行业景气度面临小幅弱化，但仍处于较好水平。**需求方面，2019 年以来，房地产投资增速有限、消费和出口增速下滑，受宏观经济增速下行影响，钢铁行业整体需求有所下滑。供给方面，由于全国范围内的去产能任务基本完成，河北、江苏、山东三个产钢大省的剩余去产能任务较为有限且预计去化进度较慢，2019 年净压减产能规模将较小，去产能工作的重点仍将为防范已去化产能（含地条钢）的复产。2018 年三季度末，生态环境部发布了《京津冀及周边地区 2018~2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，提出严禁“一刀切”，2018 年环保限产力度小幅缩减，且随着多数钢厂超低排放改造等环保设备升级工作的逐步完成，未来环保限产空间有限。整体看，行业产能仍将维持净压减态势，2019 年钢铁行业产能将微降，但环保限产对产能释放的限制力度同比将有所弱化，

⁴ 浩吉铁路北起全长 1813.5 公里，北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西七省区，终到京九铁路吉安，规划运力 2 亿吨。



供给压力同比将略有增加，供需格局略有弱化。但受益于前期去产能政策的较好执行，行业产能利用率仍处于较好水平。价格方面，预计2019年全年钢材价格中枢较2018年有所下移但仍将高于2017年平均水平。成本方面，铁矿石方面，2019年初铁矿石供应商淡水河谷发生溃坝事件导致短期内铁矿石价格有所上涨，但全年看，四大矿山仍处于产能扩张周期中，预计铁矿石全年均价或将小幅上升。整体看，行业盈利表现将小幅弱化，但仍处于较好水平。

■ **钢铁业务在陕西省内具有较强规模优势；产品结构单一，以线材为主；铁矿石全部外购，焦炭自给率2/3，存在一定成本控制压力；销售上区位优势较好；得益于行业景气度回升及精细化管理，钢铁业务盈利能力大幅好转，但仍需关注未来去杠杆情况。**钢铁板块运营主体为陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”），生产分布在龙门和汉中两个厂区。公司拥有生铁、粗钢和钢材的产能分别为981万、1000万吨和1235万吨，为陕西省最大的钢铁企业。2018年公司生产生铁1029.59万吨、粗钢1138.14万吨和钢材1016.98万吨，产能利用情况较好。其中2018年粗钢产量占陕西省粗钢产量⁵的87%，在区域内具有较强规模优势。公司产品以线材为主（约900万吨），产品结构单一。原材料供给及价格方面，铁矿石全部外采，其中2/3主要从巴西、澳大利亚等的矿山整船进口，一般运到大连港、日照港，自港口运至厂区运费约160元/吨，受累于区位优势，铁矿石运费水平较高。2019年以来因巴西矿难、澳洲飓风等突发因素铁矿石供给大幅缩减，加之国内需求增加，供需两端共同推动铁矿石价格上行，由于公司铁矿石主要依赖进口，公司铁矿石采购面临上涨，存在一定成本控制压力。公司焦炭2/3可实现自给，外采部分主要购于周边民营焦企，成本可控。2018年公司粗钢成本2917.17元/吨，预计2019年该成本将小幅上涨。销售方面，公司产品主要省内销售，省外主要销售至甘肃、四川、重庆等。由于陕西省内每年钢铁供给存在缺口约600万吨，为钢铁净调入省，公司销售上存在较好区位优势。受益于行业供给侧改革的影响，钢铁价格大幅回升，2018年公司粗钢售价3392.97元/吨，2019年上半年均价较2018年均价小幅下降3.18%，但仍为较好水平。钢铁业务为公司2013年整合至旗下，整合后，公司加强了对该板块的管理，引入职业经理人、业绩目标与领导班子改组挂钩等考核办法，并对其销售、采购、物流、资金进行统管，管理更为精细化。受益于

⁵ 2018年陕西省累计粗钢产量1306.06万吨，数据来源：wind

行业景气度改善及自身经营管理的加强，钢铁板块自 2016 年首次扭亏，并于 2018 年实现盈利 30 亿元。需要关注的是，截至 2018 年末陕钢集团资产负债率 83.47%，仍处于行业很高水平。随着未来行业景气度的小幅下滑，预计公司钢铁板块盈利将面临弱化风险，钢铁板块去杠杆进度将趋缓。

化工业务

■ 2016 年以来尿素供需关系改善，价格回升，价差扩大，行业盈利改善；预计未来一段时间内，行业供需关系可维持。2019 年 PVC 供需格局有所弱化，价格存下行压力，烧碱供需可基本维持，烧碱价格维持近年来的相对高位水平。2016 年以前，由于尿素行业进入门槛不高，且生产长期享受国家多项优惠政策，如低价采购天然气、优惠电价、铁路运费补贴等，尿素供给快速扩张，行业产能过剩严重。但 2016 年以来，化肥优惠电价及铁路运费优惠相继取消、化肥用气价格放开，国内“煤改气”导致工业用天然气供给不足，加之环保督查力度较大，行业落后产能逐步淘汰，尿素产量从 2015 年的 7500 万吨缩减至 2018 年的 5100 万吨⁶。行业供需关系改善，尿素价格持续回升，价差持续扩大，行业盈利持续改善。未来 1~2 年，需求预计无重大变化，供给因当前新增产能有限、现有高价格水平下继续退出产能较少等因素预计将维持现有水平，因此，尿素行业供需关系在未来一段时间内可维持，尿素价格将在当前水平上小幅波动。2016 年以来，受益于环保督查、停车检修及需求回暖，氯碱行业整体供需格局有所改善，产品价格震荡回升，行业景气度有所好转。预计 2019 年在环保政策依然严厉的背景下，供给端可基本维持，但在宏观经济增速放缓以及房地产销售下行压力下，PVC 需求弱化，而烧碱下游氧化铝和粘胶纤维供给增长，可对烧碱需求形成一定支撑，整体看，2019 年 PVC 供需格局有所弱化，价格存下行压力，烧碱供需可基本维持，烧碱价格维持近年来的相对高位水平。

■ 公司化工业务规模较大，整体产能利用情况较好。公司化工业务经营主体主要为陕西陕化煤化工集团有限公司、陕焦化工有限公司、渭河煤化工集团有限公司、北元化工集团有限公司、蒲城清洁能源化工有限公司、神木煤化工产业有限公司、榆林化学有限公司、中亚能源有限责任公司，形成化肥、煤焦化、盐化工、煤基甲醇深加工、煤

⁶ 数据来源：东方证券研究所



制油五大产业方向。在传统煤化工产品领域，公司产品包括化肥（尿素 147 万吨/年，磷铵 20 万吨/年）、甲醇（110 万吨/年）、焦炭（450 万吨/年）、兰炭（575 万吨/年）、聚氯乙烯（110 万吨/年）、电石（120 万吨/年）、烧碱（88 万吨/年）、聚乙烯和聚丙烯（68 万吨/年）等，在传统化工品以外，陕化煤化工集团有限公司还拥有 13 万吨 1,4-丁二醇和 4.6 万吨四氢呋喃的精细化工品产能。不同产品的产能利用率分别为尿素 115.12%、磷铵 64.00%、甲醇 72.45%、焦炭 65.56%、兰炭 88%、烧碱 88.64%、聚乙烯和聚丙烯 91.18%、聚氯乙烯 103.64%、电石 91.67%、1,4-丁二醇 66.15%、四氢呋喃 80.43%。整体来看公司化工板块产能利用情况较好。

■ 氯碱工业具有较强规模优势，原材料自给程度高，成本优势显著。氯碱化工运营主体为北元化工，位于榆林市。公司规模优势明显，拥有 110 万吨/年 PVC 产能和 88 万吨/年烧碱产能。公司原盐全部自给；电石自给约 50%，外购部分从周边采购成本较低；电力自给 80%以上，发电成本约 0.25 元/度，综合看，公司氯碱工业成本优势显著。公司 PVC 产品有 19 个品型，通过差异化销售获取更高的市场份额，主要销往华中、华南等；烧碱产品 80%销往山西氧化铝企业。受益于高行业景气度和自身成本优势，公司氯碱产品盈利能力较强，2019 年 1-7 月烧碱和聚氯乙烯的毛利分别达 1765 元/吨和 1107 元/吨。北元化工目前正在筹备上市，上市材料已报证监会，后续上市进度具有一定不确定性。

■ 化肥制造业务具有一定成本优势；煤制油业务采用煤炭分质分级利用技术，在当前油价下保持盈利。公司化肥生产为煤头装置，受益于煤炭价格低带来的成本优势，公司 2019 年 1~7 月尿素产品毛利率 29.06%，处于行业中等偏上水平。煤制油方面，公司已形成 90 万吨/年的油品产能，包括东鑫垣化工 36 万吨/年以及神木煤化工产业有限公司下属的天元化工 38 万吨/年和富油科技 16 万吨/年，相关装置开工率均在 90%以上。公司煤制油业务采用煤炭分质分级利用技术，通过中温煤焦油加氢裂化技术，提取榆林地区富油煤炭中的煤焦油后进一步加工。目前公司煤制油的原料煤中 70%是粉煤，利于控制成本和增加转化效率。2018 年公司生产油品 109.41 万吨，2018 年吨油平均毛利润达 772.17 元/吨，毛利率 17.67%，煤制油业务主体之一天元化工 2019 年 1~7 月实现利润总额 8691 万元，在当前油价下可保持盈利状态。



■ 化工板块后续规划投资规模很大，产品投产后盈利性存在较大不确定性。公司化工板块未来规划投资规模很大，主要投资主体为榆林化学有限公司，是公司煤炭分质利用制备化工新材料的建设运营平台公司，产品包括聚烯烃、聚酯、聚碳、聚苯乙烯、丙烯酸酯等，预计总投资 1022 亿元，分两期四个阶段进行投资。目前项目一期一阶段已于 2019 年启动，主要为 180 万吨/年煤制乙二醇项目、120 万吨煤热解、50 万吨煤焦油加氢项目，计划投资约 219 亿元，预计于 2021 年上半年建成投产。考虑当前乙二醇产品行业景气度较差，未来随着新增产能逐步投产，行业景气度或面临进一步弱化，加之其价格随石油价格波动较大，待公司乙二醇产能投产后，其盈利情况面临较大不确定性。此外，公司所处陕北地区新建化工产能规模较大，未来投产后区域竞争将加剧，亦对企业盈利产生不利影响。

管理与战略

■ 公司将坚持以煤为基的发展。公司十四五期间提出“16555”的发展愿景，即十万产业工人、六千亿资产、五千亿销售收入、五千亿市值和五百亿利润。公司将坚持以煤为基，以化工、钢铁、电力为主导产业，以铁路、金融为支撑产业，发展新能源、新材料等战略新兴产业。

■ 未来存在一定的资本支出压力。公司目前在拟建项目主要为煤矿、铁路和化工业务，预计未来三年投资不超过 700 亿元。煤矿建设主要为小保当一号、二号矿井、曹家滩矿井等五个煤矿，预计 2019 年全部建成投产，投资已进入收尾阶段，预计未来三年计划投资 50 亿元。铁路项目未来三年投资约 103 亿元，主要为靖神铁路和冯红铁路，其中靖神铁路已投入运营，收尾投资约 16 亿元，冯红铁路计划 2020 年全面开工，预计未来三年投资 87 亿元。化工未来三年计划投资 550 亿元，重大项目为榆林化学煤炭分质利用制备化工新材料，其他项目包括彬长 30 万吨煤制乙二醇项目及神木 50 万吨煤焦油加氢项目的收尾工作。整体看，公司未来投资规模较大，存在一定资本支出压力。此外，公司在吉尔吉斯斯坦投资 32 亿元建设 80 万吨/年炼油项目已投产但开工情况较差，未来或仍存在追加投资可能，建议关注公司海外投资风险。

财务风险：

■ 公司整体资产质量良好。近三年一期，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主。截至 2019 年 6 月末，公司流动资产主要由货币资金（30.06%）、应收票据及应收账款（22.44%）、存货（13.76%）、



预付账款（11.50%）和其他流动资产（9.03%）等组成。2016 年以来，因公司调整结算方式，更多采用票据结算导致应收账款下降、应收票据增加。其他应收款近年规模大幅下降，其中 2017 年下降主要因为合并龙钢集团纳入合并报表，2018 年下降主要为公司小壕兔井田探矿权证办理完毕后将垫付探矿权费用由其他应收款转至无形资产导致。此外，公司其他流动资产中逾 70 亿元为委托贷款，借款对象主要为非联营企业或少量参股的成员企业，资金成本较正常融资成本高约 1~2%。截至 2019 年 6 月末，公司非流动资产主要由固定资产（42.97%）、无形资产（20.36%）、在建工程（13.11%）、长期股权投资（11.27%）等组成。长期股权投资中，投资规模较大的主体有陕西省铁路集团有限公司、隆基绿能科技股份有限公司、长安银行股份有限公司、蒙西华中铁路股份有限公司等，此外公司投资多家煤炭和电力企业。在建工程中主要项目有靖神铁路、神渭管输煤炭管道工程、煤炭分质利用 180 万吨乙二醇项目等。无形资产以采探矿权为主。综合来看，公司资产整体资产质量良好。

■ 受益于煤炭、钢铁及部分化工行业景气度回暖，公司盈利能力改善，整体看，公司盈利能力和经营获现能力较强。但考虑所处主要行业景气度未来将小幅下滑，公司盈利亦存在下滑风险。受益于煤炭、钢铁及大宗化工品价格的上涨，公司经营性业务利润自 2017 年扭亏为盈，并实现大幅增长。2018 年，公司实现经营性业务利润 189.32 亿元。2018 年，公司营业外支出 45.41 亿元，主要为关闭矿井、“三供一业”改造支出和僵尸企业处置费等费用上升所致，预计后续将有所减少。2019 年 1-6 月，公司实现经营性业务利润 71.4 亿元，仍维持较高的盈利水平。整体来看，公司盈利能力较强。公司经营获现能力亦较好，2016~2018 年年均经营活动净现金为 309.03 亿元，且经营活动净现金流/EBITDA 表现较好。随着经营净现金流流入规模的增加，公司投资活动净流出相应增长。考虑公司主营业务所处的煤炭行业、钢铁行业及化工行业的行业景气度未来 1~2 年均面临下滑风险，公司未来 1~2 年盈利水平亦存在较大的下滑风险。

■ 近年公司债务结构有所改善，受益于盈利积累、债转股的推进和永续债的发行，公司资产负债率下降明显；长短期偿债指标表现良好。2018 年公司债务规模仍持续上涨，但债务结构有所改善，截至 2018 年末，短期债务/长期债务由 2017 年末的 0.51 倍下降至 0.37 倍。受益于公司盈利积累及近年债转股的持续推进和永续债的发行，公司资产



负债率明显下降。截至 2019 年 8 月末，公司共落实债转股资金 454.42 亿元，资金主要来自于陕西金融资产管理股份有限公司、国家开发银行、中国建设银行、浙商银行。截至 2019 年 6 月末，公司发行永续债 115 亿。截至 2019 年 6 月末，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.17%和 65.92%。受益于公司盈利能力和债务结构好转，公司长短期偿债指标均有所改善，截至 2019 年 6 月末公司流动和速动比率为 0.72 倍和 0.62 倍，现金类资产/短期债务为 0.61 倍。从长期偿债指标来看，截至 2018 年末，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.04 倍、3.25 倍。整体看公司长短期偿债指标表现良好。

外部支持：

■ 公司外部支持增信作用较强。公司实际控制人为陕西省国资委，作为陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤炭基地的两个开发主体之一，公司能够在省内资源获取及并购重组、内部管理等方得到陕西省国资委的全面支持，政府的外部支持对公司具有较强的增信作用。

综合评价：

■ 公司主要从事煤炭开采、钢铁、化工等业务。公司煤炭生产规模优势显著，且公司陕北、彬黄地区煤炭资源赋存条件很好，成本优势显著；浩吉铁路开通后，公司煤炭外运条件将大幅改善，预计煤炭销售竞争力将进一步提升。钢铁业务受益于行业供给侧改革，产品价格上涨，钢铁板块实现扭亏为盈。化工板块中 PVC 业务规模优势及成本优势显著，盈利能力亦较强。整体看，公司经营风险极低。财务方面，受益于煤炭价格、钢铁及大宗化工品价格自 2016 年回升并持续维持高位，公司盈利能力和经营获现能力显著改善；且 2017 年以来受益于债转股实施，公司债务负担有所减轻，长短期偿债指标表现良好，整体财务风险很低。外部支持对公司增信作用较强。



附件一：

部分子公司 2018 年财务基本情况（单位：亿元、%）

子公司	资产	负债	营业收入	利润总额	净利润	资产负债率	主营业务
陕西煤业股份有限公司	1205.3	541.41	572.24	187.48	159.3	44.92%	煤炭
陕西北元化工有限公司	114.39	45.47	96.04	20.15	17.15	39.75%	化工
陕西煤业化工集团神木煤化工产业有限公司	181.74	152.11	104	2.57	2.22	83.70%	化工
黄陵矿业集团有限责任公司	126.9	49.95	20.63	1.42	0.81	39.36%	煤炭
陕西彬长矿业集团有限公司	175.68	72.13	35	10.46	8.45	41.06%	煤炭
铜川矿务局	31.82	14.48	7.4	-17.95	-18	45.51%	煤炭
陕西煤化工建设（集团）有限公司	97.39	73.54	49.53	1.21	1.06	75.51%	建筑施工
西安重工装备制造集团有限公司	72.49	50.44	20.5	-1.08	-1.05	69.58%	机械
陕西钢铁集团有限公司	348.95	291.27	530.09	30.12	26.08	83.47%	钢铁
陕西化工集团有限公司	983.15	673.97	578.43	-0.24	23.83	68.55%	化工

资料来源：中债资信整理

附件二：

主体信用等级符号及含义

中债资信主体评级符号体系适用于公司主体评级业务，是对受评主体违约风险的评价。其等级划分为四等十级，符号表示分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D，其中 AAA 至 B 级别可用‘+’或‘-’符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各主体等级含义如下：

等级符号	等级含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	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	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B	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	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D	主体已经违约。



附件三：

公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-06-30
货币资金	322.21	329.63	376.47	382.59
应收票据	113.71	179.78	192.68	192.94
应收账款	143.96	131.40	86.18	92.75
其他应收款	244.78	168.29	64.93	62.42
存货	137.80	144.56	157.37	175.13
流动资产合计	1322.11	1319.14	1249.17	1272.83
长期股权投资	178.78	317.67	405.64	431.49
固定资产	1342.66	1487.34	1685.13	1645.14
在建工程	613.92	500.18	432.72	502.06
无形资产	599.82	641.00	783.65	779.48
资产总计	4458.20	4640.60	5009.63	5101.35
短期借款	849.19	668.69	571.72	579.34
应付票据	204.11	174.42	198.62	181.42
应付账款	317.49	354.93	300.39	283.31
其他应付款	171.66	138.66	136.85	167.24
一年内到期的非流动负债	405.83	353.41	210.38	257.72
流动负债合计	2242.86	2006.47	1757.38	1767.56
长期借款	880.57	856.11	1196.83	1196.82
应付债券	245.00	271.97	492.93	484.94
负债合计	3555.41	3320.48	3653.21	3681.73
实收资本（股本）	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	283.60	236.07	236.23	236.23
未分配利润	-52.85	-62.08	-99.44	-94.37
少数股东权益	501.86	951.86	987.17	1034.28
所有者权益合计	902.79	1320.12	1356.42	1419.62
营业总收入	2120.95	2600.89	2805.87	1435.10
营业成本	1850.06	2098.96	2245.18	1167.58
销售费用	62.61	70.72	60.38	29.86
管理费用	97.29	118.68	145.21	66.90
财务费用	93.36	108.63	110.76	67.35
投资收益	35.60	27.40	31.76	8.15
营业利润	13.47	132.00	181.40	80.22
利润总额	30.03	109.15	138.82	75.70
净利润	17.34	80.17	101.24	52.18
归属于母公司所有者的净利润	-16.90	4.98	6.01	5.07
销售商品、提供劳务收到的现金	1803.23	2295.88	2626.44	1307.92
经营活动现金流入量	1938.67	2529.11	2691.47	1447.03
购买商品、接受劳务支付的现金	1363.21	1596.83	1724.91	825.09
经营活动现金流量净额	127.43	432.99	366.68	208.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	73.69	159.72	220.71	93.79
投资活动现金流量净额	-97.50	-427.42	-344.92	-101.88
筹资活动现金流量净额	-26.26	7.48	15.77	-80.35



附件四：

公司主要财务指标（合并口径）

财务指标	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-06-30
现金类资产（亿元）	518.14	564.50	631.28	636.74
短期债务（亿元）	1535.23	1247.69	1005.64	1041.17
长期债务（亿元）	1189.53	1191.47	1712.30	1704.31
全部债务（亿元）	2724.76	2439.16	2717.94	2745.48
EBIT（亿元）	128.99	224.87	244.66	—
EBITDA（亿元）	233.00	340.06	386.10	—
应收账款周转率（次）	7.37	9.09	9.46	—
存货周转率（次）	14.45	14.90	14.90	—
流动资产周转率（次）	1.62	1.96	2.17	—
总资产周转率（次）	0.48	0.57	0.58	—
资产负债率（%）	79.75	71.55	72.92	72.17
全部债务资本化比率（%）	75.11	64.88	66.71	65.92
长期债务资本化比率（%）	56.85	47.44	55.80	54.56
营业毛利率（%）	12.63	19.12	19.84	18.54
总资产报酬率（%）	2.92	4.94	5.07	—
净资产收益率（%）	1.93	7.21	7.57	—
期间费用收入比（%）	11.94	11.46	11.43	11.55
成本费用率（%）	99.31	92.33	91.59	93.01
现金收入比（%）	85.49	88.79	94.12	91.75
盈利现金比率（%）	734.80	540.08	362.17	399.42
经营净现金/EBITDA（%）	54.69	127.33	94.97	—
流动比率（倍）	0.59	0.66	0.71	0.72
速动比率（倍）	0.53	0.59	0.62	0.62
保守速动比率（倍）	0.23	0.28	0.36	0.36
全部债务/EBITDA（倍）	11.69	7.17	7.04	—
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.10	2.64	3.25	—
经营净现金流动负债比（倍）	0.06	0.22	0.21	—
经营净现金负债比（倍）	0.04	0.13	0.10	—
经营净现金/短期债务（倍）	0.08	0.35	0.36	—
经营净现金利息保障倍数（倍）	1.15	3.36	3.08	—



附件五：

指标计算公式

公式说明：

现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债（有息）+其他短期有息负债

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息负债

全部债务=短期债务+长期债务

营业收入合计=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入+其他营业收入

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+其他营业成本

EBIT=利润总额+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

应收账款周转率（次）=营业收入/（平均应收账款+平均应收票据）

存货周转率（次）=营业成本/平均存货

流动资产周转率（次）=营业收入/平均流动资产

总资产周转率（次）=营业收入/平均资产总额

资产负债率（%）=负债总额/资产总额×100%

全部债务资本化比率（%）=全部债务/（全部债务+所有者权益（含少数股东权益））×100%

长期债务资本化比率（%）=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））×100%

营业毛利率（%）=（营业收入合计-营业成本合计）/营业收入合计×100%

总资产报酬率（%）=EBIT/平均资产总额×100%

净资产收益率（%）=净利润（含少数股东损益）/平均所有者权益（含少数股东权益）×100%

EBIT 利润率（%）=EBIT/营业收入合计×100%

EBITDA 利润率（%）=EBITDA/营业收入合计×100%

期间费用收入比（%）=（管理费用+财务费用+销售费用）/营业收入合计×100%

成本费用率（%）=（营业成本合计+期间费用）/营业收入合计×100%

现金收入比（%）=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%

盈利现金比率（%）=经营活动现金流量净额/净利润×100%

流动比率（倍）=流动资产/流动负债

速动比率（倍）=（流动资产-存货）/流动负债

保守速动比率（倍）=（货币资金+应收票据+交易性金融资产）/流动负债

EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息）

经营净现金利息保障倍数（倍）=经营活动现金流量净额/（费用化利息支出+资本化利息）

经营净现金流流动负债比（倍）=经营活动现金流量净额/流动负债

经营净现金负债比（倍）=经营活动现金流量净额/负债总额

附件六：

跟踪评级安排

中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）将在陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“受评主体”）主体信用等级有效期内，对受评主体的信用状况进行持续跟踪监测，并根据监管规定及评级协议有关约定确认是否出具跟踪评级报告。

中债资信将密切关注受评主体的信用品质及相关信息。在受评主体信用等级有效期内，如受评主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知中债资信并提供有关资料，中债资信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；如受评主体不能及时提供跟踪评级资料和信息，导致中债资信无法对其信用等级变化情况做出判断，中债资信可以终止评级。



信用评级报告声明

（一）中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

（二）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（四）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

（六）本报告中引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。