

信用等级公告

联合〔2020〕2262号

联合资信评估有限公司通过对陕西煤业化工集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，维持“15 陕煤化 MTN002”“15 陕煤化 MTN003”“16 陕煤可续债 01”“16 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN002”“17 陕煤化 MTN003”“18 陕煤化 MTN001”“18 陕煤化 MTN005”“18 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为AAA，并维持“20 陕煤化 CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告



陕西煤业化工集团有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
陕西煤业化工集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 陕煤化 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
15 陕煤化 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
16 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 陕煤可转债 01	AAA	稳定	AAA	稳定
17 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 陕煤化 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
17 陕煤化 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 陕煤化 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
18 陕煤化 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 陕煤化 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

评级观点

跟踪期内，陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕煤集团”）作为大型煤炭化工集团企业，保持在资源储备、产业链完整性、经营规模、政府支持等方面的优势，收入稳步提升，盈利能力保持稳定，经营活动获现能力强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担较重、化工板块盈利能力有所弱化、在建项目未来盈利存在一定不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

未来伴随在建项目投产，公司经营规模有望进一步扩大，煤炭产业链有望进一步完善。

综合评估，联合资信确定维持陕西煤业化工有限责任公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“15 陕煤化 MTN002”“15 陕煤化 MTN003”“16 陕煤可转债 01”“16 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN002”“17 陕煤化 MTN003”“18 陕煤化 MTN001”“18 陕煤化 MTN005”“18 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为 AAA，并维持“20 陕煤化 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 政府支持力度大。作为陕西省内唯一的大型省级煤炭集团企业，公司在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面享有区域政策上的扶植和便利。

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 陕煤化 MTN002	50 亿元	50 亿元	2020/8/19
15 陕煤化 MTN003	30 亿元	30 亿元	2020/10/23
16 陕煤化 MTN001	15 亿元	15 亿元	2021/11/24
16 陕煤可续债 01	15 亿元	15 亿元	2022/4/27
17 陕煤化 MTN001	30 亿元	30 亿元	2020/7/24
17 陕煤化 MTN002	20 亿元	20 亿元	2020/8/28
17 陕煤化 MTN003	20 亿元	20 亿元	2020/10/23
18 陕煤化 MTN001	15 亿元	15 亿元	2021/3/14
18 陕煤化 MTN005	15 亿元	15 亿元	2021/11/5
18 陕煤化 MTN006	30 亿元	30 亿元	2023/12/10
19 陕煤化 MTN001	30 亿元	30 亿元	2024/5/22
19 陕煤化 MTN002	20 亿元	20 亿元	2024/6/19
19 陕煤化 MTN003	30 亿元	30 亿元	2024/8/20
19 陕煤化 MTN004	20 亿元	20 亿元	2024/9/3
19 陕煤化 MTN005	30 亿元	30 亿元	2024/11/19
19 陕煤化 MTN006	30 亿元	30 亿元	2024/11/25
19 陕煤化 MTN007	30 亿元	30 亿元	2024/12/4
20 陕煤化 MTN001	30 亿元	30 亿元	2025/1/13
20 陕煤化 CP001	30 亿元	30 亿元	2020/11/2

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. “15 陕煤化 MTN002”“17 陕煤化 MTN003”“18 陕煤化 MTN001”“18 陕煤化 MTN005”和“16 陕煤可续债 01”为永续债，表中所列到期兑付日为下一行权日

评级时间：2020 年 7 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

2. 公司资源储备丰富，经营规模优势显著，产业链较为完整。截至 2020 年 3 月底，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨；煤炭核定产能为 16890 万吨/年；公司立足煤炭业务，并向下游煤化工、电力及钢铁延伸。
3. 公司收入稳步提升，盈利能力保持稳定，经营活动获现能力强。2019 年，公司营业总收入同比增长 7.84% 至 3025.75 亿元；综合毛利率 19.10%，同比保持稳定；经营性净现金流 328.16 亿元。
4. 存续期债券保障能力强。公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

关注

1. 公司债务规模有所增长，债务负担较重。截至 2019 年底，公司全部债务为 2969.79 亿元，较 2018 年底增长 6.89%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.78%、64.18% 和 51.13%。
2. 跟踪期内，公司化工板块盈利能力有所弱化。2019 年，化工业务受产品价格下降等因素影响，毛利率同比下降 4.01 个百分点至 13.98%；2020 年一季度，化工板块毛利率进一步下降至 7.22%。
3. 在建项目未来盈利存在一定不确定性。公司在建煤制乙二醇项目面临行业内产能过剩及产品价格波动较大等问题，未来盈利存在一定不确定性。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
—				—

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 张文选 刘莉婕

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	564.50	631.28	689.80	682.57
资产总额(亿元)	4640.60	5009.63	5485.95	5583.28
所有者权益合计(亿元)	1320.12	1356.42	1657.61	1702.48
短期债务(亿元)	1280.78	1066.13	1235.83	1199.97
长期债务(亿元)	1200.77	1712.30	1733.96	1795.51
全部债务(亿元)	2481.55	2778.43	2969.79	2995.48
营业总收入(亿元)	2600.89	2805.87	3025.75	575.96
利润总额(亿元)	109.15	138.82	156.95	18.69
EBITDA(亿元)	340.06	386.10	453.50	--
经营性净现金流(亿元)	432.99	366.68	328.16	33.61
营业利润率(%)	17.74	18.32	17.72	16.86
净资产收益率(%)	6.07	7.46	7.06	--
资产负债率(%)	71.55	72.92	69.78	69.51
全部债务资本化比率(%)	65.28	67.20	64.18	63.76
流动比率(%)	65.74	71.08	77.90	81.20
经营现金流动负债比(%)	21.58	20.87	17.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.64	3.25	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.30	7.20	6.55	--

公司本部(母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	2192.94	2389.32	2727.15	2707.22
所有者权益(亿元)	239.79	218.85	328.84	341.75
全部债务(亿元)	1330.53	1603.09	1737.51	1729.43
营业总收入(亿元)	17.44	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-44.57	-16.34	-12.33	-15.79
资产负债率(%)	89.07	90.84	87.94	87.38
全部债务资本化比率(%)	84.73	87.99	84.09	83.50
流动比率(%)	67.06	81.49	81.68	85.75
经营现金流动负债比(%)	22.39	-4.99	1.14	--

注: 1. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. 吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务; 3. 截至 2017-2019 年底及 2020 年 3 月底, 公司所有者权益中分别含永续债 85.00 亿元、115.00 亿元、264.58 亿元和 294.58 亿元; 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 陕煤化 CP001	A-1	AAA	稳定	2020/1/20	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文
20 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文
19 陕煤化 MTN007	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文
19 陕煤化 MTN006	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文
19 陕煤化 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 陕煤化 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/8/23	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型(打分表)	阅读原文
19 陕煤化 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/6/14	张文选 王宁 夏起光	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018)	阅读原文
19 陕煤化 MTN002/ 19 陕煤化 MTN001/ 18 陕煤化 MTN006/ 18 陕煤化 MTN005/ 18 陕煤化 MTN001/ 17 陕煤化 MTN003/ 17 陕煤化 MTN002/ 17 陕煤化 MTN001/ 16 陕煤化 MTN001/ 16 陕煤可续债 01/ 15 陕煤化 MTN003/ 15 陕煤化 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/28	张文选 王宁 夏起光	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018)	阅读原文
19 陕煤化 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/12	张文选 王宁 夏起光	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018)	阅读原文
19 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/5/14	张文选 王宁	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018)	阅读原文
18 陕煤化 MTN006	AAA	AAA	稳定	2018/10/9	潘云峰 王宁	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2017)	阅读原文
18 陕煤化 MTN005	AAA	AAA	稳定	2018/8/17	潘云峰 王宁	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2017)	阅读原文
18 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/2/1	常启睿 黄露	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2017)	阅读原文
17 陕煤化 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/8/10	常启睿 黄露	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
17 陕煤化 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/8/4	常启睿 黄露	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
17 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/1/10	黄露 常启睿	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
16 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/10/14	李嘉 黄露	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
16 陕煤可续债 01	AAA	AAA	稳定	2015/5/19	祖宇 李嘉	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
15 陕煤化 MTN003	AAA	AAA	稳定	2015/6/23	祖宇 李嘉	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文
15 陕煤化 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/1/23	郭畅 李嘉	煤炭行业企业信用分析要点	阅读原文

声 明

一、本报告引用的资料主要由陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合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，未因该公司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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

陕西煤业化工集团有限责任公司2020年跟踪评级报告

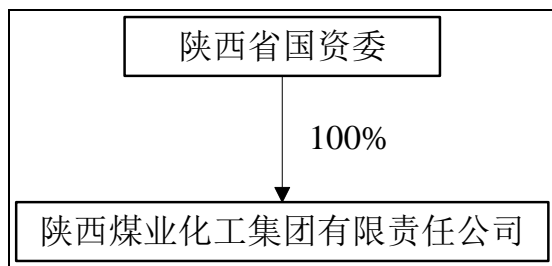
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕煤集团”）的评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

陕煤集团前身为陕西煤业集团有限责任公司。2006年6月，经陕国资改革发〔2006〕144号文批准，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股权合并，重组成立现公司，注册资本为人民币35.50亿元。根据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”）2009年12月发布的《陕国资产权发〔2009〕467号》文件，公司注册资本金由35.50亿元变更为100.00亿元。截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为人民币100.00亿元，陕西省国资委出资比例100%，为公司实际控制人。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年底以来，公司与陕西金融资产管理公司、国家开发银行、中国建设银行等金融机构签订了845亿元的债转股协议，在煤炭、化工、钢铁等板块的子公司推动债转股，截至2020年3月底，累计到位资金514.22亿元。

跟踪期内，公司主营业务及产业格局未发生明显变化。

截至2020年3月底，公司内设综合部、战略规划部、企业管理部、财务资产部、人力资源部、审计部、资本运营部等职能部门（见附件1-1）。截至2019年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共56家。

截至2019年底，公司资产总额5485.95亿元，所有者权益1657.61亿元（含少数股东权益1131.35亿元）；2019年，公司实现营业收入3025.75亿元，利润总额156.95亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额5583.28亿元，所有者权益1702.48亿元（含少数股东权益1142.58亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入575.96亿元，利润总额18.69亿元。

公司注册地址：西安市高新技术开发区锦业路1号都市之门B座；法定代表人：杨照乾。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信评定的公司存续债券募集资金均已按照募集使用用途使用，跟踪期内，公司存续债券正常付息。

表1 本次跟踪相关存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	余额	起息日期	到期日	下一行权日	特殊条款
17 陕煤化 MTN001	30	2017/7/24	2020/7/24	--	--
15 陕煤化 MTN002	50	2015/8/19	2020/8/19	2020/8/19	赎回,利息递延权,持有人救济,延期,调整票面利率
17 陕煤化 MTN002	20	2017/8/28	2020/8/28	--	--
17 陕煤化 MTN003	20	2017/10/23	2020/10/23	2020/10/23	调整票面利率,赎回,延期,利息递延权,持有人救济
15 陕煤化 MTN003	30	2015/10/23	2020/10/23	--	--
20 陕煤化 CP001	30	2020/2/6	2020/11/2	--	--

小计	180	--	--	--	--
18 陕煤化 MTN001	15	2018/3/14	2021/3/14	2021/3/14	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期
18 陕煤化 MTN005	15	2018/11/5	2021/11/5	2021/11/5	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期
16 陕煤化 MTN001	15	2016/11/24	2021/11/24	--	--
小计	45	--	--	--	--
16 陕煤可续债 01	15	2016/4/27	2022/4/27	2022/4/27	利息递延权,延期,调整票面利率
小计	15	--	--	--	--
18 陕煤化 MTN006	30	2018/12/10	2023/12/10	--	--
小计	30	--	--	--	--
19 陕煤化 MTN001	30	2019/5/22	2024/5/22	--	--
19 陕煤化 MTN002	20	2019/6/19	2024/6/19	--	--
19 陕煤化 MTN003	30	2019/8/20	2024/8/20	--	--
19 陕煤化 MTN004	20	2019/9/3	2024/9/3	--	--
19 陕煤化 MTN005	30	2019/11/19	2024/11/19	--	--
19 陕煤化 MTN006	30	2019/11/25	2024/11/25	--	--
19 陕煤化 MTN007	30	2019/12/4	2024/12/4	--	--
小计	190	--	--	--	--
20 陕煤化 MTN001	30	2020/1/13	2025/1/13	--	--
小计	30	--	--	--	--
合计	490	--	--	--	--

注: 1. “15陕煤化MTN002”“17陕煤化MTN003”“18陕煤化MTN001”和“18陕煤化MTN005”于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期; 2. “16陕煤可续债01”以每3个计息年度为一个重定价周期,在每个重定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延续3年,或选择在该重定价周期末全额兑付本期债券。公司于2019年4月27日将债券展期至2022年4月27日,票面利率下调至5.03%

资料来源: Wind, 联合资信整理

四、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋

明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中,2016-2017 年为城镇登记失业率,2018 年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营

业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，

同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。

货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进

口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

（一）煤炭采选

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自2012年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到58%，大幅高于27%的世界平均水平¹。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占54%）、钢铁（约占18%）、建材行业（约占12%）、化工行业（约占7%），其余主要为民用煤等其他行业。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

¹ 数据引用自《BP世界能源统计年鉴》第68版中文版，为2018年数据

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015 年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012 年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

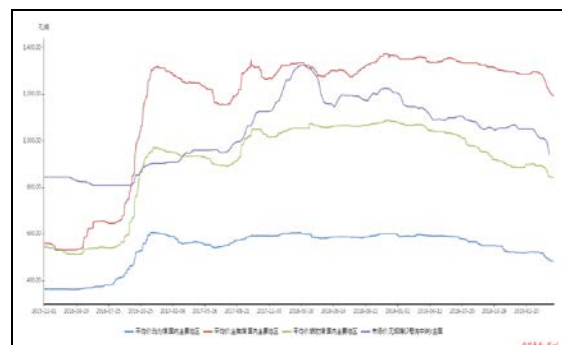
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了

2002-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，2012—2015 年，煤炭价格步入深度调整阶段。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 362 元/吨、559 元/吨、545 元/吨和 844 元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016 年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 600 元/吨、1312 元/吨、962 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底增长 65.75%、134.70%、76.51% 和 6.99%。

2017—2018 年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自 2017 年至 2018 年上半年呈现快速上涨走势。

2019 年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至 2019 年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤均价（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 523 元/吨、1296 元/吨、887 元/吨和 1068 元/吨，较年初分别下降 12.10%、4.85%、17.71%

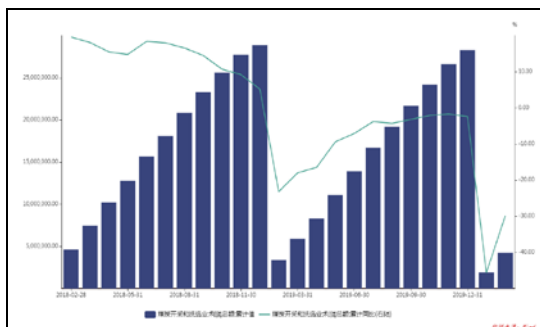
和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，用煤旺季始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，

煤炭行业累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至 2019 年底，中国全口径发电设备装机容量 20.11 亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为 40.79%，较上年底上升 1.00 个百分点。2019 年，中国实现全口径发电量 73253 亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的 31.13%，同比增长 1.54 个百分点。

3. 行业展望

历经 2002—2011 年的快速发展期和 2012—2015 年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优

势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

（二）煤化工行业

1. 行业概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

1. 煤制烯烃

近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，叠加国内大型炼化项目不断开工建设和投产，烯烃供给趋于宽松。2018 年四季度以来随着国际油价持续大幅下滑，烯烃价格重心持续下行，煤制烯烃企业或将面临长期经营压力。

烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

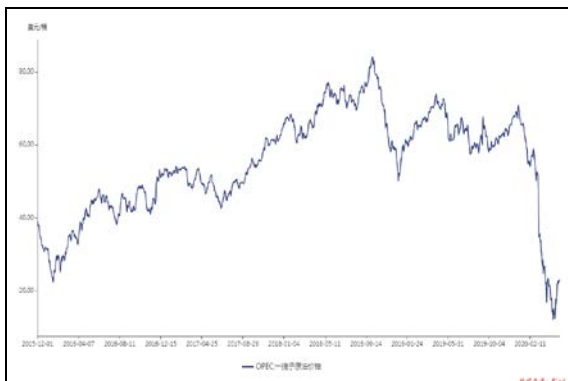
传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015 年 5 月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业〔2015〕1047 号），提出在煤制烯烃 7 大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强中国烯烃工业的国际竞争力。

2010 年以来中国煤制烯烃行业发展迅速，2010 年中国煤制烯烃产能仅 50 万吨，2011 年突破 100 万吨，2013 年突破 200 万吨，2014 年产能

达630万吨，2015年产能达779万吨。2016年至今，在鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区建设的带动下，煤制烯烃产能延续增长趋势，截至2019年底，国内煤制烯烃产能达1540万吨/年。2019年，煤制烯烃（CTO/MTO）月平均开工率为79.9%。

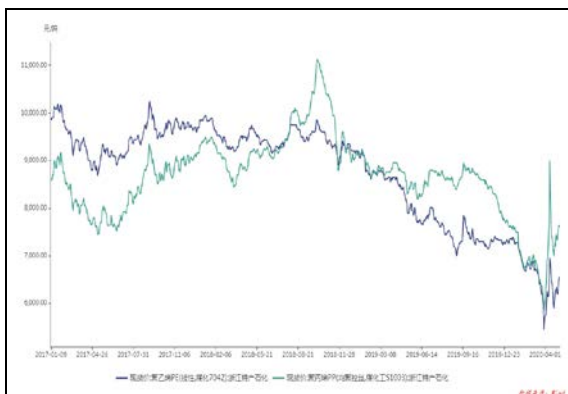
煤制烯烃的盈利能力除受原料煤价格波动影响外，更面临传统油头烯烃的竞争，油价走势对烯烃价格的走势有着决定性影响。

图4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

图5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

2015—2018年前三季度国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。2018年三季度以来，石油价格开始低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格2018年四季度以来出现持续快速下降。2020年初以来，受新冠疫情蔓延和产油国间博弈影响，国际油价大幅下挫，跌至历史性的20美元/桶附近，导致石化产品价格普遍承压，聚烯烃价格重心继续下移。

2. 甲醇

甲醇为周期性波动行业，近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游煤制烯烃产能的不断增长对甲醇需求增长形成支撑。2018年四季度以来，甲醇价格随着烯烃价格下滑而成震荡下行趋势，甲醇生产企业盈利能力面临较大考验。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。2019年，煤/甲醇制烯烃行业占比甲醇下游消费约54%。

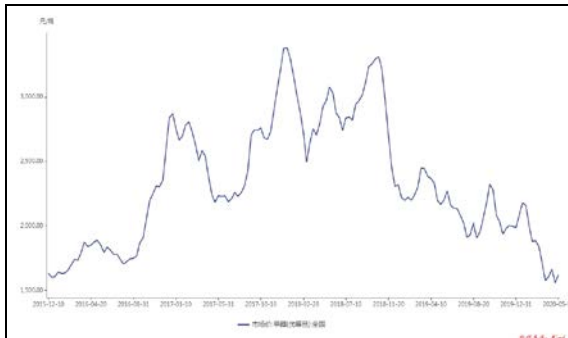
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

甲醇供给方面，2019年，我国新增甲醇产能475万吨，其中配套MTO的甲醇产能220万吨。新投产产能仍集中在西北、华北地区。截至2019年底，我国甲醇总产能预计达到8997万吨（占全球甲醇产能57%），产能增速6.41%，较2018年的产能增速略有下降。2020年，甲醇市场仍有新装置的投产计划，其中国内计划投产890万吨，国外计划投产600万吨，甲醇行业新增产能规模较大。从开工率看，2019年国内甲醇开工率69.66%，较2018年提高了1.23

个百分点。从进口量来看，2019年，我国甲醇进口量累计达1089.57万吨，同比增加46.67%，我国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次是新西兰。

图6 甲醇价格走势



资料来源：Wind

2019年，由于进口量较大、产能增长较多等因素影响，甲醇呈现供过于求的格局，整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移，2019年甲醇（优等品）全年均价为2145.69元/吨，同比下降25.49%。2020年，由于甲醇市场拟投放产能较多，而下游需求增加有限，预计甲醇供过于求的格局将持续加剧，同时国际原油价格下跌将进一步带动甲醇价格走低。

3. 尿素

受供给侧改革及环保趋严管理影响，2019年我国尿素继续淘汰落后产能，产能利用率同比提高。下游需求中农业需求占比较大，但主要农作物种植量下降，国内化肥施用量减少。2019年尿素价格重心略有下移，但仍保持中高水平。2020年，尿素供给端有望趋于宽松，产业结构有望继续优化。

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集

中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

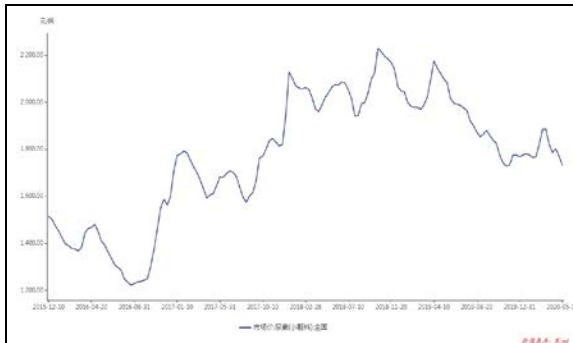
供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据卓创数据显示，2019年国内尿素产能预估约7400万吨，较2018年产能（7600万吨）下降200万吨，降幅约3%。经过近3年的供给侧改革，尿素产能利用率有所改善，2019年尿素年平均开工负荷约64%，较2018提高11个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引，尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场，产业结构有望继续优化。2020年尿素计划新增产能约992万吨，且新增产能全部为煤头装置，尿素供给端有望趋于宽松。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口。由于近几年国家对于化肥施用量的限制，根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》，国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看，据国家统计局数据显示，2019年国内小麦播种面积约22984千公顷，较2018年减少419千公顷，下降约1.8%。玉米种植面积约6.19亿亩，较2018年减少1269万亩，下降约2%。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的

议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图7 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015年下半年，主要受开工率提升影响，尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬—8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，受农用化肥减少和工业需求萎缩，以及化工行业景气度下行影响，尿素价格总体呈下滑趋势，2019年我国尿素价格重心略有下移，尿素（小颗粒）全年均价为1933.92元/吨，较2018年全年均价下降了131.96元/吨，仍保持中高水平。

（三）钢铁行业

1. 行业概况

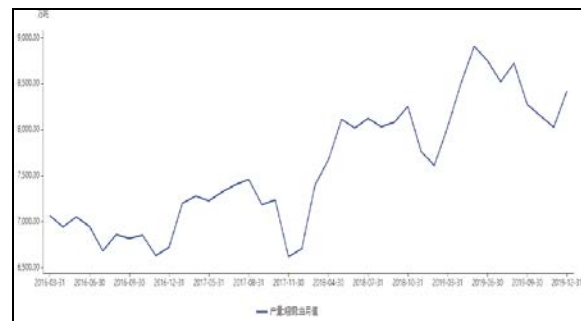
近几年，随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019年，由于产量增加、

库存高企，主要钢材品种价格小幅下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。

随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016年以来，全国累计压减粗钢产能1.5亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业700多家，取缔产能1.4亿吨/年。粗钢产能利用率由2015年的70%提升至2018年的80%以上，已基本进入合理区间。

2016—2018年，国内粗钢产量分别为8.08亿吨、8.32亿吨和9.28亿吨，年均复合增长7.16%。2018年，国内钢铁行业景气度持续高涨，同时，下游用钢需求的较快增长也推动国内粗钢产量跨越9亿吨大关。2018年，国内粗钢产量同比增长，但考虑到此前未纳入统计的“地条钢”被取缔后，市场需求由合规企业填补，粗钢产量实际增速可能低于测算指标。2019年，国内粗钢和钢材产量分别达到9.96亿吨和12.05亿吨，同比分别增长7.3%和9.8%，增速同比上升0.7个和1.3个百分点。

图8 国内粗钢产量情况



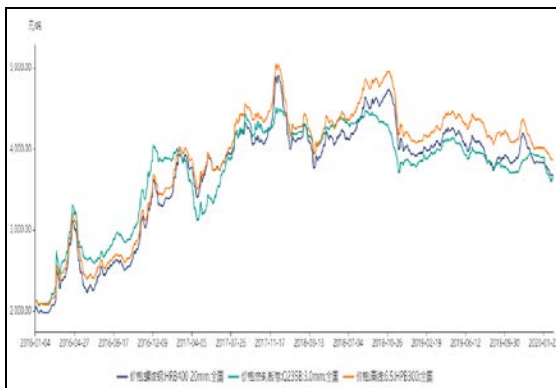
资料来源：Wind

从钢材价格来看，以Myspic综合钢价指数²为例，截至2015年底，Myspic综合钢价指数为73.03点，较上年底下跌32.81点。2016年初以来，随着钢铁行业供给侧改革的逐步实施，国内钢材价格大幅上涨；Myspic综合钢价指数从2015年12月11日的最低69.82点跃升至2018年8月21日的164.80点，涨幅达

² Myspic综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北7个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数；选择2000年7月份为100点，自此开始形成周指数

136.04%。随后钢材价格在高位震荡后快速下行，Myspic 综合钢价指数于 2018 年 11 月 28 日跌至 139.60 点。受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后呈下行趋势。截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌，已累计下跌约 20%。

图 9 国内主要钢材品种价格情况（单位：元/吨）



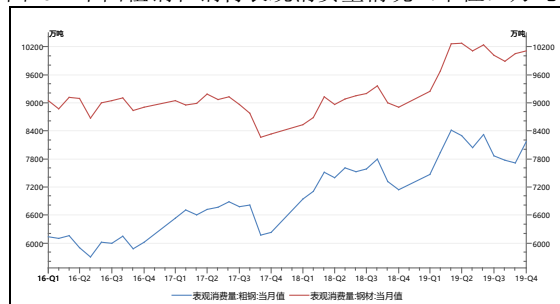
资料来源：Wind

2. 下游需求

目前国内保障房建设逐步推进以及高速铁路建设投资规模稳步增加，对上游钢铁产品过剩的局面有一定缓解作用。但近年国内经济增速连年放缓，投资高增长受到抑制，下游需求仍存在下滑风险。

（1）钢铁消费总量

图10 中国粗钢和钢材表观消费量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

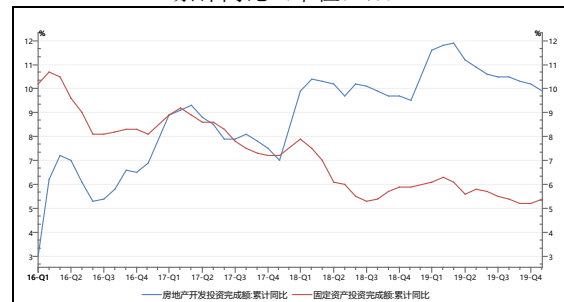
中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2016 年以来钢铁行业下游逐步回暖，2017—2019 年，中国月均粗钢表观消费量分别为 6622.42 万吨、

7392.95 万吨和 8172.07 万吨；月均钢材表观消费量分别为 8870.97 万吨、9002.63 万吨和 10112.90 万吨。

（2）下游行业需求情况

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶等行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是中国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

图11 中国固定资产投资完成额及房地产投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：Wind

从终端下游占比来看，建筑业消耗过半的钢铁，呈强周期性，为钢铁需求最主要的影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2019 年全国固定资产投资（不含农户）551478 亿元，比上年增长 5.4%。2018 年以来，全国固定资产投资增速下滑明显，在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业业务承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，未来将会直接影响建筑行业业务承揽情况。基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势。

3. 原材料供给

钢铁行业主要原材料为铁矿石和焦炭，2019 年上半年铁矿石价格大幅上升，对钢铁企

业盈利水平产生不利影响。由于煤炭行业供给侧改革的推行，焦炭和煤炭价格大幅增长，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

从原料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

(1) 铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 50%~60%，铁矿石价格的波动将直接影响钢铁的生产成本。

根据中国钢铁协会（以下简称“中钢协”）统计，2017—2019 年，中国铁矿石进口量分别为 10.75 亿吨、10.64 亿吨和 10.69 亿吨。全球 75% 的高品位铁矿石产量和贸易量集中在巴西淡水河谷公司（以下简称“淡水河谷”）、力拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group .Ltd（以下简称“FMG”）四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

从铁矿石采购价格看，2016—2018 年，国产铁矿石及进口铁矿石价格波动上涨，但总体看仍处于近年来相对低位。2019 年上半年，受到淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格持续上升。2019 年 7 月初，进口铁矿石价格指数上升至 442.47，较年初的 254 大幅上升。由于国外矿山陆续复工，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至 334.43。铁矿石价格的快速上升对钢铁企业成本控制造成较大压力，并进而对钢铁企业盈利水平产生明显不利影响。

图12 近年国产和进口铁矿石价格走势情况
(单位：元/吨)



资料来源：Wind

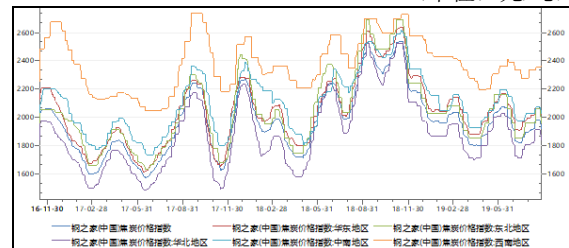
2019 年初，国内港口铁矿石库存小幅上升，主要港口铁矿石库存维持在 1.47 亿吨水平；4 月后，冬季采暖季限产结束，高炉逐步复产，生产企业铁矿石补库需求增加，叠加淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，国外矿山发货量不足、供应放缓，国内港口库存持续下降；6 月底国内港口铁矿石库存下降至 1.16 亿吨，较上年同期下降 25.77%。

(2) 焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占钢铁成本的 20%~30% 左右。

2016 年，随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施，煤炭价格自当年 9 月起大幅回升。2017 年，焦炭价格处于高位震荡，对钢铁企业成本控制带来一定压力。2018—2019 年，焦炭价格震荡下行，但整体仍维持高位。

图13 近年主要地区焦炭价格走势情况
(单位：元/吨)



资料来源：Wind

4. 行业政策

中国对钢铁行业供给侧改革以及兼并重组重视程度较高，未来政策将引导钢铁行业继续推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，提升钢铁行业集中度，实现产品结构优化升级，推动钢铁行业全面、协调和可持续健康的发展。

钢铁工业是国民经济的支柱产业，在中国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

2016 年 2 月，国务院印发的《关于钢铁行

业化解过剩产能实现脱困发展的意见》公布，中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革。在近几年淘汰落后钢铁产能的基础上，用5年时间再压减粗钢年产能1~1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产能利用率趋于合理。随后，国内逐步形成了以《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为纲领的一系列钢铁行业供给侧改革相关配套政策，有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。

依据“十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标，粗钢年产能减少1~1.3亿吨，2016年地方上报的压缩炼钢年产能已达8630万吨，超额完成了2016年化解4500万吨/年粗钢产能的目标任务。根据中国联合钢铁网的数据显示，2016年各省压减的炼钢产能中，超过七成成为长期停产的“无效产能”。2017年对钢铁行业是去产能的攻坚之年，2017年3月，政府工作报告提出，2017年压减钢铁年产能5000万吨左右。

表3 钢铁行业供给侧改革相关行业政策

国务院	2016年2月	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
	2016年4月	《贯彻实施质量发展纲要2016年行动计划》
	2016年7月	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》、《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
财政部	2016年5月	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》
人民银行等八部委	2016年2月	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》
人民银行、银监会、证监会	2016年4月	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
国土部	2016年3月	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
环保部	2016年5月	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》
国家质检总局	2016年4月	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
人社部和发改委等七部门	2016年4月	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》
国家发改委	2017年5月	《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》
国家发改委等六部门	2018年4月	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》
国家发改委等三部门	2019年5月	《2019年钢铁化解过剩产能工作要点》

资料来源：公开资料、联合资信整理

2016年7月，国务院印发的《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》以及《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》公布，上述指导意见目标包括：到2025年，中国钢铁产业60%~70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括8000万吨级的钢铁集团3~4家、4000万吨级的钢铁集团6~8家，以及一些专业化的钢铁集团。同时巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批以及清理退出一批，推动供给侧结构性改革，坚持公有制主体地位，提升中央企业发展质量和效益，推动中央企业在市场竞争中不断发展壮大。2016年6月，宝钢集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司合并组建中国宝武钢铁集团有限公司，成为

中国第一大、全球第二大钢铁企业，并带动了国内钢铁行业集中度的提高。中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定积极作用。

2017年5月，国家发改委发布了《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》通知，要求2017年6月30日前，“地条钢”产能依法彻底退出；加强钢铁行业有效供给，避免价格大起大落；2017年退出粗钢年产能5000万吨左右；企业兼并重组迈出新步伐，取得实质性进展；严格履行职工安置程序，多方开辟职工安置途径，努力做到职工转岗不下岗、转业不失业；按照市场化、

法治化原则妥善处置企业债务，明确资产处置政策；加快推进转型升级，促进产业布局进一步优化。

2018年4月，《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出，2018年退出粗钢年产能3000万吨左右，基本完成“十三五”期间压减粗钢年产能1.5亿吨的上限目标任务；由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主；落实钢铁、煤炭行业化解过剩产能国有资产处置损失有关财务处理规定等政策，依法依规加快去产能企业国有资产处置；鼓励钢铁企业围绕钢材产品目标市场定位和根据下游企业需求，加强与下游企业的协作，实现钢铁材料制造供应商向材料解决方案综合服务商转变。

2019年5月，国家发改委等三部门发布了《2019年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”）。《要点》提出积极稳妥推进企业兼并重组；按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

5. 行业关注

铁矿石采购议价能力有限以及汇率波动风险影响较大

2014年以来，国产和进口铁矿石价格倒挂导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原料，进口铁矿石采购量不断增长，中国铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力有限。同时，中国铁矿石进口量较大，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

钢铁行业去杠杆

目前钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。债转股项目的落地将完善内部治理与强化外部

约束相结合，帮助企业资产负债率尽快回归合理水平，并长期规范资产负债结构。

目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，达到去杠杆的目的。中钢协提出了通过3~5年努力，钢铁行业平均负债率要降到60%以下的目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利能力提出了一定要求。中国大型钢铁企业主要为国有企业，自身往往存在人员负担重、财务费用高等问题，期间费用对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的问题，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

钢铁企业转型升级

目前，加速钢铁企业产品结构调整、制造工艺提升、产业布局调整，是钢铁企业转型升级的主要方面。其中，产品结构调整表现为推进钢铁产品向中高端发展，改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题；制造工艺提升表现为发展智能制造，逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式，加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备，提升钢铁行业绿色发展水平，实现可持续发展；产业布局调整表现为抓好产能置换审核关，严禁以任何理由新增钢铁产能，调整中国钢铁“北重南轻”的布局；政府印发的《关于钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》《中国制造2025》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等相关文件，为钢铁企业的进一步转型发展提供了有力的政策支持。

在钢铁行业过度竞争、产品同质化较高、供需严重失衡的市场环境下，区位优势成为钢铁企业成本控制的关键因素。若钢铁企业位于沿海区域以及主要消费地，铁矿石、钢材运输成本有一定优势；反之，则对企业盈利能力产生一定不利影响。随着钢铁行业去产能的逐步实施，未来中国钢铁企业重组步伐将不断加快，行业集中度将逐步提高。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元人民币，陕西省国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及股东支持

公司是陕西省最大的煤炭企业集团，政府支持力度大；资源储备丰富，规模优势显著，具备较强的市场竞争力。

公司是陕西省大型龙头骨干企业和20个产业集群之一，是省内唯一的大型省级煤炭集团企业，在陕西地方经济发展中占有重要地位，公司在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持上都能够享有区域政策上的扶植和便利，这也为公司持续稳定发展创造了良好条件。

煤炭业务方面，截至2020年3月底，公司拥有煤炭资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨；煤炭核定产能为16890万吨/年。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，随着未来对神府南区的进一步勘探和开采，公司的资源储备将大幅增加。

非煤业务方面，跟踪期内，公司钢铁及煤

化工产能未发生明显变化；电力业务装机规模稳定。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2019年，受益于煤炭等主要产品销量增长，公司收入有所提升，盈利能力保持稳定。2020年一季度，受主要产品价格下滑影响，公司收入及盈利水平有所下降。

跟踪期内，公司业务仍以煤炭生产与销售为核心，并向下游煤化工及煤电行业延伸。2019年，公司煤炭、钢铁及化工板块收入提升带动整体营业总收入同比增长7.84%至3025.75亿元。分板块看，公司收入主要来源仍为煤炭、钢铁和化工业务，2019年公司煤炭业务收入758.90亿元，同比增长19.06%，主要系煤炭销量增长所致；钢铁业务收入802.00亿元，同比增长3.33%；化工业务收入603.57亿元，同比增长13.95%，主要系焦炭等化工产品销量增长所致。

表4 近年公司营业总收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭产品	637.41	22.72	51.84	758.90	25.08	50.57	158.95	27.60	45.35
钢铁产品	776.18	27.66	9.35	802.00	26.51	6.79	87.76	15.24	5.96
化工产品	529.67	18.88	17.99	603.57	19.95	13.98	127.29	22.10	7.22
施工业务	86.33	3.08	18.85	56.68	1.87	12.78	11.01	1.91	8.20
机械产品	21.06	0.75	20.21	49.67	1.64	35.46	9.26	1.61	14.89
其他业务	755.22	26.92	3.90	754.93	24.95	4.03	181.69	31.55	9.21
合计	2805.87	100.00	19.54	3025.75	100.00	19.10	575.96	100.00	18.32

注：1.其他业务包括建材产品、供电、运输业务、其他产品、材料销售、租赁业务及供水供电等；2.煤炭及钢铁板块收入含贸易收入；3.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019年公司整体毛利率为19.10%，较2018年保持稳定。分板块看，2019年，公司煤炭业务毛利率仍维持较高水平，为

50.57%；受铁矿石价格增长及钢材售价回落共同影响，钢铁业务毛利率同比下降2.56个百分点至6.79%；化工业务受产品价格下降等因素

影响，毛利率同比下降 4.01 个百分点至 13.98%。

2020 年 1—3 月，公司煤炭业务收入 158.95 亿元，较 2019 年同期保持稳定，毛利率受煤炭价格下跌影响小幅下降至 45.35%；受钢材价格下跌影响，钢铁业务收入下降至 87.76 亿元，毛利率小幅下降至 5.96%；化工业务收入 127.29 亿元，毛利率 7.22%，均较 2019 年同期有所下降，主要系部分化工产品价格下跌所致。同期，公司营业总收入 575.96 亿元，毛利率 18.32%，均较 2019 年同期有所下降。

2. 煤炭业务

公司煤炭主业突出，煤炭资源储量丰富、品质优良。跟踪期内，公司煤炭产销量有所增长，省外销售占比提升；随着浩吉铁路开通，公司煤炭运输压力将得到缓解。

(1) 资源储量

截至 2020 年 3 月底，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨。另外，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可能达到 300~400 亿吨。此外，公司代陕西省政府交纳小壕兔、尔林兔和曹家滩矿权价款 118 亿元，此三处矿权储量达到 179 亿吨，公司对以上资源拥有优先开发权，目前尔林兔和曹家滩项目均已通过国家发改委核准。

(2) 煤炭开采

跟踪期内，公司主要煤炭产品仍为优质动力煤，煤种以贫瘦煤、不粘结煤和气煤为主；主要开发矿区及生产企业未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司核定产能 16890 万吨/年。

2019 年，受益于新矿井产量提升，公司实现煤炭产量 17822.80 万吨，同比增长 11.23%；2020 年一季度，公司实现煤炭产量 4115.40 万吨，为 2019 年全年的 23.09%。

随着渭北老区资源的逐步减少，陕煤集团未来将逐渐把生产重心向开发条件较好的彬黄

西区和陕北新区转移，重点发展彬长、黄陵、神府、榆神和榆横矿区。

表 5 公司下属矿业公司原煤生产情况（单位：万吨）

企业名称	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
铜川矿务局	1046.00	1004.90	246.10
蒲白矿业公司	1301.80	1320.60	272.30
澄合矿业公司	574.00	695.10	148.30
韩城矿业公司	748.90	779.30	150.60
黄陵矿业公司	1836.30	2011.60	454.10
陕北矿业公司	7100.80	6658.70	1477.20
神南矿业公司			
彬长矿业集团	2448.70	2349.00	517.90
榆北煤业	966.40	3003.60	848.90
合计	16022.90	17822.80	4115.40

注：1. 2018 年以来，陕北矿业公司和神南矿业公司相关数据合并计算；2. 公司煤炭产量超过核定产能主要系下属部分矿井技改后产能提升所致

资料来源：公司提供

公司煤矿资源禀赋优良，采煤机械化程度较高，吨煤成本处于行业较低水平，2019 年公司吨煤成本为 226.44 元/吨，较 2018 年有所增长，主要系职工薪酬及环保支出上涨所致；2020 年一季度，吨煤成本回落至 219.86 元/吨。安全生产方面，2019 年公司百万吨煤死亡率低于全国平均水平，但仍面临一定安全生产压力。

表 6 公司近年百万吨煤死亡率（单位：人/百万吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
陕煤集团	0.057	0.031	0.045
全国平均	0.106	0.093	0.083

资料来源：公司提供

(3) 煤炭销售

煤炭销售方面，2019 年，公司煤炭销量 17420.30 万吨，较 2018 年增长 13.64%；2020 年一季度，公司煤炭销售 4020.10 万吨，为 2019 年全年的 23.08%。公司坚持以市场需求为导向指导煤炭生产，产销率保持较高水平。销售区域方面，2019 年以来，省外销售占比显著提升。

煤炭价格方面，目前公司煤炭省内销售价格执行省政府协调价格，省外价格基本上是由供需双方根据市场变化协商。2019 年公司商品煤平均价格同比下降至 373.82 元/吨；2020 年 1—3 月，公司商品煤销售均价为 348.99 元/吨，

较 2019 年下降 6.64%。

表 7 公司销售情况 (单位: 万吨、%、元/吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
商品煤销量	15329.20	17420.30	4020.10
其中: 省内占比	63.31	47.25	46.90
省外占比	36.69	52.75	53.10
商品煤平均销售价格	383.30	373.82	348.99

注: 煤炭销量不含外购煤部分; 商品煤平均销售价格不含税
资料来源: 公司提供

(4) 煤炭运输

煤炭运输方面, 受地理位置所限, 铁路运输一直是制约其发展的重要瓶颈。公司商品煤销售主要通过公路运输, 2019 年公路运量占销售总运量的 57.85%。铁路方面, 陕煤集团省内铁路运输主要依靠西延线、西平线、梅七线、陇海线; 省外铁路运输主要依靠侯月线、陇海线、西合线、西康线。为解决煤炭外销的运输瓶颈问题, 一方面, 陕西省以资源换运量的方式与神华集团达成相关协议, 神华集团将利用自有铁路每年为陕煤集团提供 1500~2000 万吨的运力; 另一方面, 陕煤集团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, 积极投资相关铁路建设。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。浩吉铁路终点“两湖

一江”区域为煤炭调入区域, 未来随着浩吉铁路运力逐步提升, 公司煤炭运输压力将得到缓解。

3. 煤化工业务

跟踪期内, 公司化工产品产量整体提升, 产能利用率及产销率处于较高水平, 但产品价格下滑及生产成本小幅上涨拖累盈利水平有所下降; 化工板块盈利能力受行业景气度影响较大。

煤化工产业是公司重点打造的煤炭下游产业, 也是公司支柱产业之一。

产能方面, 截至 2020 年 3 月底, 化肥方面, 公司已形成尿素 147 万吨/年、磷铵 20 万吨/年的生产能力; 焦化方面, 公司已形成焦炭 450 万吨/年、兰炭 575 万吨/年、甲醇 110 万吨/年的产能; 盐化方面, 公司已形成烧碱 80 万吨/年、聚氯乙烯 110 万吨/年产能; 油品方面, 公司已形成 153 万吨/年的油品产能。

产销量方面, 跟踪期内, 公司主要化工产品产量整体提升, 产能利用率及产销率均处于较高水平。其中, 随着化肥需求增加, 尿素销售向好, 加之对以前年度库存消化, 公司 2019 年尿素产销率提升至 103.85%。

表 8 公司主要化工产品产销情况 (单位: 万吨)

产品	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	169.23	168.25	179.77	186.70	47.31	45.91
甲醇	79.84	94.35	93.91	81.87	22.82	18.06
焦炭	295.43	297.76	413.73	398.42	96.20	102.46
聚氯乙烯	114.50	114.32	123.80	123.86	32.74	28.01
烧碱	78.95	86.04	83.96	84.23	21.80	20.56
磷铵	12.83	11.63	16.89	14.78	4.54	7.91
兰炭	506.67	483.17	566.77	527.10	133.16	112.88
油品	109.41	107.10	99.31	91.57	23.27	21.64
合计	1366.86	1362.62	1578.14	1508.53	382.84	357.43

资料来源: 公司提供

销售价格及生产成本方面, 跟踪期内, 受国内需求不振及出口承压影响, 公司主要化工产品价格有所下滑, 部分化工产品生产成本小幅上涨, 2019 年以来, 甲醇成本倒挂, 化工板

块盈利水平有所下降, 盈利能力受行业景气度影响较大。

表9 公司主要化工产品销售价格及生产成本

(单位:元/吨)

产品	科目	2018年	2019年	2020年1-3月
尿素	销售价格	1802.29	1708.07	1613.67
	生产成本	1199.34	1227.96	1194.81
甲醇	销售价格	2268.18	1739.45	1510.93
	生产成本	1705.00	1919.09	2025.00
焦炭	销售价格	1737.50	1669.12	1584.12
	生产成本	1498.27	1347.84	1280.46
聚氯乙烯	销售价格	5763.64	5899.04	5645.80
	生产成本	4708.35	4678.02	4508.94
烧碱	销售价格	3035.15	2267.99	1748.84
	生产成本	680.56	696.74	658.54
磷铵	销售价格	2300.54	2031.09	1760.26
	生产成本	1866.94	1919.00	1583.39
兰炭	销售价格	596.52	634.02	607.25
	生产成本	543.61	611.48	582.77
油品	销售价格	4370.04	3736.93	3715.75
	生产成本	3597.87	3090.87	3215.06

资料来源:公司提供

4. 钢铁业务

跟踪期内,公司钢铁产品产销率稳步提升,但受限于铁矿石等原材料价格上涨及钢材价格下跌,钢铁板块盈利能力有所弱化。

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,主要由陕西钢铁集团有限公司(以下简称“陕钢集团”)运营。截至2020年3月底,陕钢集团拥有生铁产能996万吨/年,粗钢产能1100万吨/年,钢材产能1010万吨/年,分产品看,棒材产能650万吨/年、线材产能260万吨/年、带钢产能100万吨/年。

生产方面,2019年,受铁矿石等原材料价格上涨影响,公司钢铁板块主要生产成本有所上涨。同期,公司钢材产量有所增长,产能利用率水平较高。

表10 公司主要钢铁产品生产及销售情况

(单位:万吨、元/吨)

产品	科目	2018年	2019年	2020年1-3月
粗钢	产量	1138.00	1245.31	294.21
	销量	145.73	104.89	19.91
	平均销售价格	3432.85	3254.90	3111.42
钢材	产量	1003.00	1157.71	271.58
	销量	1078.48	1143.04	210.75
	平均销售价格	3659.33	3437.47	3235.63

资料来源:公司提供

销售方面,2019年,公司粗钢销量有所下降至104.89万吨,钢材销量小幅增长至1143.04万吨;2020年一季度,受疫情影响下游企业复工延迟,公司粗钢及钢材销量均有所下降。价格方面,2019年以来,由于钢铁行业产量增长,库存高企,粗钢及钢材平均销售价格有所下降,公司钢铁板块盈利水平有所下滑。

5. 其他业务

公司其他非煤业务主要涉及物流贸易、电力、机械制造等,跟踪期内经营较为稳定,对公司营业总收入形成一定补充。

物流贸易方面,公司收入来源主要为陕钢集团第三方物流、物资集团第三方物流以及宝鸡华海工贸有限公司销售收入。跟踪期内,公司物流贸易板块对公司收入形成一定补充,但利润率较低。

电力方面,截至2020年3月底,公司可控装机容量为7745.00兆瓦,权益装机容量为5195.10兆瓦。2019年,公司发电量为252.12亿千瓦时,售电量为234.37亿千瓦时;2020年1-3月,公司发电量为55.55亿千瓦时,售电量为51.51亿千瓦时。2019年及2020年1-3月,公司平均售电价格分别为0.359元/千瓦时和0.344元/千瓦时。

表11 2018年以来公司电力业务情况(单位:兆瓦、亿千瓦时)

电厂名称	可控装机容量	权益装机容量	2018年		2019年		2020年1-3月	
			发电量	售电量	发电量	售电量	发电量	售电量
大唐信阳华豫发电有限责任公司	960.00	489.60	29.33	27.61	30.17	28.27	8.86	8.33
大唐洛阳热电有限责任公司	640.00	320.00	29.99	27.48	26.72	24.46	6.36	5.78
洛阳双源热电有限责任公司	405.00	202.50	14.81	12.98	5.73	4.93	2.87	2.51
山西大唐国际运城发电有限责任公司	1200.00	612.00	35.89	33.14	18.77	17.40	3.50	3.26
大唐洛阳发电有限责任公司	660.00	370.60	30.94	28.81	25.18	23.50	6.30	5.85
大唐石门发电有限责任公司	660.00	336.60	24.74	22.99	25.00	23.25	3.47	3.23
湖南华电石门发电有限公司	660.00	354.60	20.83	19.37	23.97	22.30	3.40	3.17
长安益阳发电有限公司	1960.00	1909.20	78.90	74.42	77.81	73.35	15.21	14.40

府谷能源开发有限公司	600.00	600.00	23.07	21.10	18.77	16.91	5.58	4.98
合计	7745.00	5195.10	288.50	267.90	252.12	234.37	55.55	51.51

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

机械制造方面，2019年，公司机械制造业业务收入为49.67亿元，2020年1—3月为9.26亿元。

公司施工业务主要由陕西煤业化工建设（集团）有限公司负责运营。2019年，公司施工业务收入为56.68亿元，同比有所下降，主要系项目承接量减少所致。

物流方面，陕西煤业化工物资集团有限公司（以下简称“物资集团”）是公司的全资子公司，同时也是公司物流板块的核心企业。物资集团2019年实现营业总收入508.37亿元，同比有所下降。

6. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率保持稳定，处于行业正常水平。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为11.42次、14.08次和0.58次，整体较2018年保持稳定，公司整体经营效率处于同行业正常水平。

表 12 公司及同行业企业 2019 年主要经营指标

（单位：次）

经营指标	公司	中煤集团	同煤集团
销售债权周转次数	11.42	10.58	19.32
存货周转次数	14.08	7.17	11.93
总资产周转次数	0.58	0.46	0.53

注：中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤集团”）、大同煤矿集团有限责任公司（简称“同煤集团”）、山西焦煤集团有限责任公司（简称“山西焦煤”）

资料来源：wind，联合资信整理

7. 在建项目及未来发展

公司整体未来发展规划清晰可行。公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，存在一定对外融资需求；煤制乙二醇项目面临行业内产能过剩及产品价格波动较大等问题，未来项目盈利存在一定不确定性。

截至2020年3月底，公司在建项目计划总投资680.36亿元，累计已投资495.62亿元，2020年剩余计划投资63.10亿元；公司拟建项目总投资119.54亿元，2020年拟投资38.59亿元。整体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，存在一定对外融资需求。其中，煤制乙二醇项目面临行业内产能过剩及产品价格波动较大等问题，未来项目盈利存在一定不确定性。

表 13 截至 2020 年 3 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	计划总投资	截至 2020 年 3 月底 累计投资	2020 年 4—12 月投 资计划
小保当一号矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	173.31	117.12	6.58
小保当二号矿井及选煤厂项目	1300 万吨/年	68.33	35.08	13.11
曹家滩矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	175.76	132.37	7.12
孟村煤矿项目	600 万吨/年	54.95	42.55	7.29
30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年	54.06	44.73	8.00
靖边至神木集运铁路项目	线路全长 232.68 公里，发运量 1 亿吨/年	153.95	123.77	21.00
合计	--	680.36	495.62	63.10

资料来源：公司提供

表 14 截至 2020 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	计划总投资	2020 年投资计划
榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目	180 万吨/年乙二醇工程发运量 5000 万吨/年	32.04	3.59
新建神瓦铁路神木北（红柳林）至冯家川段	线路全长 84.35 公里，发运量 5000 万吨/年	87.5	35
合计	--	119.54	38.59

资料来源：公司提供

未来，公司将依托煤炭资源，以大项目、大园区建设为主体，以科技、金融、物流三大服务体系为支撑，实现煤炭高效绿色开采、综合利用及清洁转化，加快实施“煤化电路”一体化战略。煤炭方面，公司将构建“渭北、彬黄、陕北”三大战略区域，形成以渭北老区为基础、彬黄西区为增长点、陕北新区为发展重点的产业格局。其中，渭北老区主要是深化挖潜，构建煤基精细化工园区和相关产业培育基地；彬黄西区主要是加大彬长、黄陵矿区开发力度，依托彬长煤化工业园区，建设煤电一体化项目；陕北新区重点建设神府、榆神及榆横矿区，建设大型煤化工示范园区。同时，煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，是未来公司主要的投资领域。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供了 2019 年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）³对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年 1—3 月财务报告未经审计。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司为 56 家，较 2018 年保持稳定，财务数据可比性强。

会计政策方面，公司根据财政部颁发的财会〔2019〕6 号《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。

截至 2019 年底，公司资产总额 5485.95 亿元，所有者权益 1657.61 亿元（含少数股东权益 1131.35 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 3025.75 亿元，利润总额 156.95 亿元。

³ 公司与希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）签订 2017—2018 年度财务报表审计业务已履行完成，经陕西省国资委委派，公司聘请天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）作为公司 2019—2020 年度财务报告的审计机构

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 5583.28 亿元，所有者权益 1702.48 亿元（含少数股东权益 1142.58 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 575.96 亿元，利润总额 18.69 亿元。

2. 资产质量

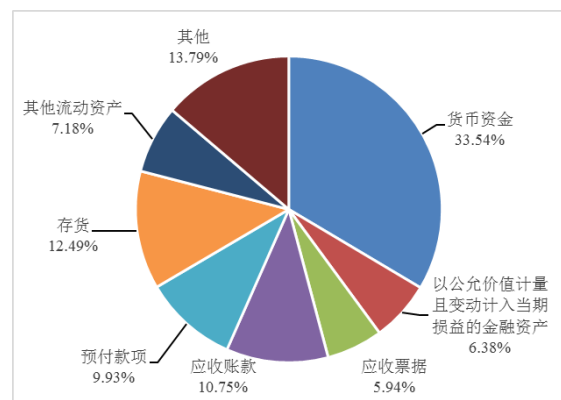
跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。公司货币资金充裕，资产流动性较好；固定资产成新率尚可。公司整体资产质量好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 5485.95 亿元，较 2018 年底增长 9.51%，主要系货币资金及在建工程增长所致。其中，流动资产占 27.42%，非流动资产占 72.58%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2018 年底变化不大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 1503.99 亿元，较 2018 年底增长 20.40%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 33.54%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 6.38%）、应收票据（占 5.94%）、应收账款（占 10.75%）、预付款项（占 9.93%）、存货（占 12.49%）和其他流动资产（占 7.18%）构成。

图 14 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 504.40 亿元，较 2018 年底增长 33.98%，主要系公司

当期收入增长及发行多期债券所致。公司货币资金主要由银行存款（占 90.63%）构成。同期，受限资金 66.03 亿元，受限比例为 11.09%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等。

截至 2019 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 96.02 亿元，较 2018 年底增长 54.54%，主要系公司持有的陕国投 A（000563.SZ）、湖北能源（000883.SZ）、兖煤澳大利亚（3668.HK）等股票增值所致。

截至 2019 年底，公司应收票据 89.38 亿元，较 2018 年底大幅下降，主要系银行承兑汇票下降所致；公司应收票据主要由银行承兑汇票（占 80.84%）和商业承兑汇票（占 19.16%）构成。

截至 2019 年底，公司应收账款为 161.72 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系煤炭业务给予客户部分账期所致。公司应收账款累计计提坏账准备 23.75 亿元，计提比例 12.81%。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额占 91.28%，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄以 1 年以内为主（占 74.95%）。从欠款方看，前五名欠款方合计欠款金额为 22.98 亿元，占应收账款比例为 12.39%，应收账款集中度一般。

表 15 2019 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	坏账准备
上海际华物流有限公司	8.38	4.52	2.02
湖南省电力有限公司	4.21	2.27	0.47
青海西易实业有限公司	3.97	2.14	--
江苏港瑞供应链管理有限公司	3.24	1.75	0.10
国网湖南省电力有限公司	3.18	1.71	0.04
合计	22.98	12.39	2.63

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司其他应收款为 68.86 亿元，较 2018 年底增长 13.93%；公司其他应收款累计计提坏账准备 50.32 亿元，计提比例 42.22%，计提比例高。其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 60.84 亿元（占 51.05%），其中 39.26 亿元为低风险组合，不计提坏账准备；其余 21.58 亿元

中，账龄在 1 年以内的占 50.03%，1~2 年的占 14.57%，2 年以上的占 35.40%。从欠款方看，前五名欠款方合计欠款金额为 37.25 亿元，占其他应收款比例为 32.34%，应收账款集中度较高。

表 16 2019 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	坏账准备	款项性质
中大中国石油公司	10.10	8.47	10.10	往来款
韩城矿务局棚户区改造项目	7.90	6.63	5.72	借款
澄合矿务局棚户区改造项目	7.10	5.96	7.10	借款
蒲白矿务局棚户区改造项目	6.25	5.24	3.51	借款
陕西陕化化肥股份有限公司	5.91	4.96	5.91	借款
合计	37.25	31.26	32.34	--

注：尾差系四舍五入所致

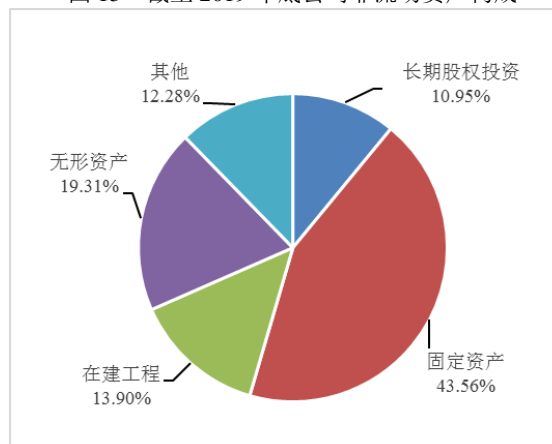
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 187.80 元，较 2018 年底增长 19.34%，累计计提跌价准备 1.62 亿元，计提水平较低。公司存货主要系原材料（占 32.53%）、自制半成品及在产品（占 31.79%）和库存商品（占 34.74%）。需关注存货跌价风险。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 3981.96 亿元，较 2018 年底增长 5.89%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 10.95%）、固定资产（占 43.56%）、在建工程（占 13.90%）和无形资产（占 19.31%）构成。

图 15 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 436.04 亿元，较 2018 年底增长 7.50%，主要系公司追加对陕西省铁路集团有限公司、隆基绿能科技股份有限公司的投资及新增对天津市捷威动力工业有限公司投资所致。

截至 2019 年底，公司固定资产原值 2628.14 亿元，累计计提折旧 888.77 亿元，计提减值准备 4.63 亿元，公司固定资产账面价值 1734.74 亿元，较 2018 年底增长 2.96%；固定资产成新率为 67.34%，成新率尚可。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 50.09%）和机器设备（占 46.00%）构成。

截至 2019 年底，公司在建工程 553.59 亿元，较 2018 年底增长 28.38%，主要系小保当矿井建设工程部分完工转固所致。公司在建项目主要包括蒙西至华中地区铁路煤运通道集疏运系统靖边至神木集运铁路建设项目、神渭管输煤炭管道工程等项目。

截至 2019 年底，公司无形资产 768.83 亿元，较 2018 年底下降 1.89%，主要由探矿权（占 53.73%）、采矿权（占 23.64%）和土地使用权（占 13.76%）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 234.94 亿元，占公司资产总额的 4.28%，受限比例低。

表 17 截至 2019 年底公司受限资产情况(单位:亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	66.03	银行承兑汇票保证金、矿山地质治理恢复与土地复垦基金
应收票据	46.23	票据质押
应收账款	7.92	应收账款保理
应收账款融资	5.69	票据质押
固定资产	18.10	抵押贷款及融资租赁
无形资产	2.03	抵押贷款
在建工程	0.41	抵押贷款
其他	88.53	收费权质押长期借款
合计	234.94	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 5583.28 亿元，较 2019 年底增长 1.15%，其中，流动资产占 27.86%，非流动资产占 72.14%，资产规模

及结构较 2019 年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司未分配利润仍为负值且规模有所扩大，少数股东权益占比高，权益稳定性弱；公司债务规模有所增长，受益于权益规模增长，债务指标有所改善，但债务负担仍然较重。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计为 1657.61 亿元，较 2018 年底增长 22.20%，主要系公司当期发行 80 亿元永续债券“19 陕煤债 01”和 70 亿元永续债券“19 陕煤债 02”及少数股东权益增长所致。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益合计 526.26 亿元，较 2018 年底增长 42.52%，其中，实收资本为 100.00 亿元、其他权益工具 264.58 亿元、资本公积为 241.06 亿元，其他综合收益-3.22 亿元、专项储备为 30.13 亿元、未分配利润为-106.29 亿元。同期，公司少数股东权益 1131.35 亿元，较 2018 年底增长 14.60%，主要系利润累积及当期新增债转股资金 60 亿元所致。公司所有者权益中未分配利润为负，且规模有所扩大，主要系当期分配股利金额高于净利润转入，少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

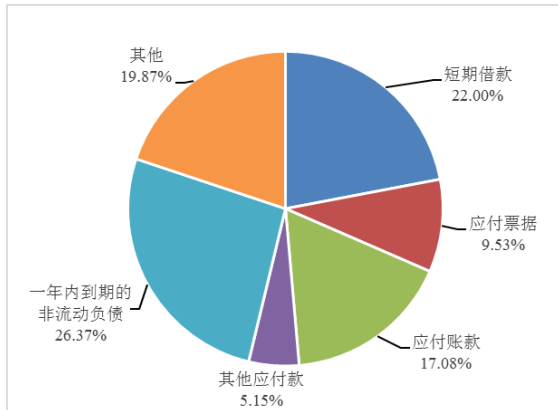
截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 1702.48 亿元，较 2019 年底增长 2.71%，所有者权益规模及结构变化不大。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额 3828.34 亿元，较 2018 年底增长 4.79%。其中，流动负债占 50.43%，非流动负债占 49.57%。公司负债结构相对均衡，负债结构较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债 1930.78 亿元，较 2018 年底增长 9.87%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 22.00%）、应付票据（占 9.53%）、应付账款（占 17.08%）、其他应付款（占 5.15%）和一年内到期的非流动负债（占 26.37%）构成。

图 16 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司短期借款 424.78 亿元，较 2018 年底下降 25.70%，主要系公司优化债务结构，降低信用借款所致，短期借款主要为信用借款（占 79.05%）；应付票据 183.96 亿元，较 2018 年底下降 7.38%，主要为银行承兑汇票（占 56.83%）；应付账款 329.80 亿元，较 2018 年底增长 9.79%，账龄以 1 年以内为主（占 76.93%）；其他应付款 99.45 亿元，较 2018 年底下降 10.66%，主要系关联方往来款下降所致，公司其他应付款主要为单位往来款项和质保金等；一年内到期的非流动负债 509.23 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系临近到期的长期借款计入此科目所致，主要为 1 年内到期的长期借款（占 68.51%）。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 1897.56 亿元，较 2018 年底保持稳定，主要由长期借款（占 54.79%）、应付债券（占 32.94%）和长期应付款（占 6.29%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 1039.76 亿元，较 2018 年底下降 13.12%，主要系临近到期长期借款计入流动负债所致，长期借款以保证借款（占 31.34%）和信用借款（占 50.57%）为主；应付债券 624.97 亿元，较 2018 年底增长 26.79%，主要系当期公司发行多期中期票据所致；长期应付款 119.39 亿元，较 2018 年底增长 2.87%。

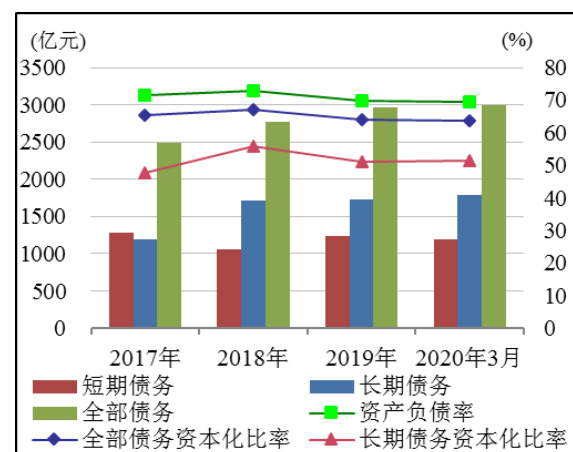
若将吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务，截至 2019 年

底，公司全部债务为 2969.79 亿元，较 2018 年底增长 6.89%。其中，短期债务占 41.61%，较 2018 年底增长 3.24 个百分点。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.78%、64.18% 和 51.13%，分别较 2018 年底下降 3.14 个百分点、3.02 个百分点和 4.67 个百分点。公司债务指标有所改善，但债务负担仍较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 3880.80 亿元，较 2019 年底增长 1.37%。其中，流动负债占 50.43%，非流动负债占 49.57%，规模及结构较 2019 年底变化不大。同期，公司全部债务⁴为 2995.48 亿元，较 2019 年底保持稳定。从债务结构来看，短期债务占 40.06%，较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.51%、63.76% 和 51.33%，均较 2019 年底保持稳定。

若将其他权益工具中的永续债调整至全部债务，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.61%、69.90% 和 58.93%；截至 2020 年 3 月底，上述债务指标分别为 74.78%、70.03% 和 59.75%。

图 17 近年来公司债务情况



注：吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务
资料来源：公司财务报告

⁴ 吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务

4. 盈利能力

2019年，公司主要产品销售增长带动营业总收入提升，盈利能力保持稳定，但资产减值损失等非经常性损益对公司利润影响较大；2020年一季度，受主要产品价格下滑及资产减值损失规模较大影响，公司营业总收入及利润水平均有所下降。

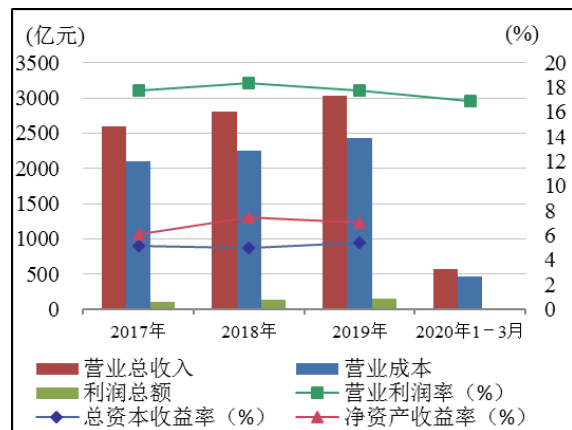
2019年，受益于煤炭等主要产品销量增长，公司营业总收入同比增长7.84%至3025.75亿元；营业成本同比增长8.26%至2430.52亿元；营业利润率为17.72%，同比保持稳定。

期间费用方面，2019年，公司期间费用合计361.67亿元，同比增长12.77%，主要系财务费用增长所致。同期，公司财务费用134.86亿元，同比增长21.76%，主要系债务规模增长，利息支出增加所致；管理费用152.65亿元，同比增长5.12%，主要系职工薪酬增长所致；销售费用66.28亿元，同比增长9.78%，主要系运费增加所致；研发费用7.88亿元，同比大幅增长。2019年，公司期间费用占营业总收入的比重为11.95%，同比增长0.52个百分点，期间费用对利润有一定侵蚀，公司期间费用控制能力有待增强。

非经常性损益方面，2019年，公司资产减值损失66.26亿元，同比大幅增长，主要系山西大唐国际运城发电有限责任公司等企业盈利不及预期，公司计提商誉减值损失，以及计提坏账所致；信用减值损失1.81亿元，主要为坏账损失；其他收益4.67亿元，同比大幅增长，主要系稳岗补贴大幅增加所致。2019年，由于所持上市公司陕西省国际信托股份有限公司的股权投资公允价值增长，公司公允价值变动收益大幅增长至29.69亿元。同期，公司营业外支出16.75亿元，同比大幅下降，主要系2018年公司关闭矿井清查损失较大所致。2019年，公司投资收益保持稳定。资产减值损失等非经常性损益对公司利润影响较大。

受上述因素综合影响，2019年，公司利润总额同比增长13.06%至156.95亿元。

图18 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2019年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为7.06%和5.41%，保持稳定。

2020年1-3月，公司实现营业总收入575.96亿元，较2019年同期下降9.52%，主要系疫情影响，下游需求不足，公司煤炭、钢铁及化工产品价格下降所致；营业利润率为16.86%，同比下降0.97个百分点。2020年一季度，公司利润总额为18.69亿元，较2019年同期下降50.15%，主要系资产减值损失规模较大所致。

5. 现金流分析

2019年，公司收入实现质量有所提升，经营活动获现能力强，能够覆盖投资支出的资金需求；2020年一季度，受限于销售回款下降，公司经营活动现金流未能覆盖投资支出。2019年以来，公司筹资活动持续呈净流入状态，随着在建项目的推进以及存量债务到期偿还，公司仍存在一定对外融资需求。

经营活动现金流方面，2019年，公司经营活动现金流入量为2969.11亿元，同比增长10.32%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为2916.49亿元；经营活动现金流出量为2640.95亿元，同比增长13.60%；经营活动现金流量净额为328.16亿元，同比下降10.51%。2019年，公司现金收入比为96.39%，收入实现质量有所提升。

投资活动现金流方面，2019年，公司投资活动现金流入106.58亿元，同比保持稳定；投资活动现金流出396.51亿元，同比下降11.95%；投资活动现金流量净额为-289.93亿元，净流出规模同比下降15.94%。

2019年，公司筹资活动前现金流为38.23亿元，经营活动现金流能够覆盖投资支出的资金需求。

筹资活动现金流方面，2019年公司筹资活动现金流入量为1791.15亿元，同比保持稳定；筹资活动现金流出量为1711.85亿元，同比下降3.64%；筹资活动产生的现金流净额为79.30亿元，净流入规模同比大幅增长。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
经营活动现金流入量	2529.11	2691.47	2969.11	559.54
经营活动现金流出量	2096.12	2324.79	2640.95	525.93
经营活动现金净流量	432.99	366.68	328.16	33.61
现金收入比	88.27	93.61	96.39	84.30
投资活动现金净流量	-427.42	-344.92	-289.93	-77.03
筹资活动现金净流量	7.48	15.77	79.30	53.38

资料来源：根据公司财务报告整理

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额33.61亿元，较2019年同期大幅下降，主要系当期公司销售回款下降所致；投资活动产生的现金流量净额为-77.03亿元，较2019年同期下降16.86%；筹资活动产生的现金流量净额为53.38亿元，较2019年同期由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模仍较大，存在一定短期支付压力。公司长期偿债指标有所改善。考虑到公司资源储备及经营规模优势显著，经营获现能力增强，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为77.90%和68.17%，分别较2018年底增长6.82个百分点和6.04个百分点；截至2020年3月底，上述两项指

标进一步提升至81.20%和69.72%。2019年，公司经营现金流动负债比为17.00%，较2018有所下降。截至2019年底及2020年3月底，公司现金短债比分别为0.56倍和0.57倍。公司短期偿债指标较弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为453.50亿元，同比增长17.46%；公司EBITDA利息倍数为3.08倍，同比小幅下降；全部债务/EBITDA指标有所改善，为6.55倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2019年底，公司对外担保合计19.79亿元，占净资产的1.19%，其中，福建陕煤科维能源发展有限公司、陕西中能煤田有限公司和湖北荆州煤炭港务有限公司为公司参股企业，或有负债风险较小。

表 19 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保余额
陕西煤业新型能源股份有限公司	福建陕煤科维能源发展有限公司	0.58
陕西龙门钢铁(集团)有限责任公司	宜昌钟宜实业有限公司	0.28
公司	陕西中能煤田有限公司	13.92
	湖北荆州煤炭港务有限公司	5.00
	广州誉畅华机械设备有限公司	0.006
合计		19.79

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司共获得综合授信总额4009.13亿元，其中未使用额度1618.88亿元，公司间接融资渠道较畅通。公司子公司陕西煤业股份有限公司于2014年1月28日在上海证券交易所上市（股票代码：601225.SH），公司具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：916100007625687785），截至2020年5月21日，公司无未结清的不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 同行业对比

从 2019 年财务指标对比来看, 公司资产规模较大, 债务规模较大, 盈利能力较强。

表 20 公司及同行业企业 2019 年主要财务指标
(单位: 亿元、%)

项目	公司	中煤集团	同煤集团
资产总额(亿元)	5485.95	3959.35	3693.89
所有者权益(亿元)	1657.61	1455.58	843.75
全部债务(亿元)	2969.79	1712.87	2558.54
资产负债率(%)	69.78	63.24	77.16
全部债务资本化比率(%)	64.18	54.06	78.42
营业收入(亿元)	3025.75	1785.59	1903.73
利润总额(亿元)	156.95	140.34	24.33
营业利润率(%)	17.72	25.10	15.07

资料来源: wind, 联合资信整理

9. 母公司财务分析

母公司主要职能为管理和融资平台, 债务负担重, 财务费用高。考虑到母公司融资渠道畅通、对子公司控制力强, 母公司偿债风险极低。

资产方面, 截至 2019 年底, 母公司资产为 2727.15 亿元, 主要为其他流动资产(占 30.44%)和长期股权投资(占 48.51%)。

负债和所有者权益方面, 截至 2019 年底, 母公司负债为 2398.31 亿元, 主要为短期借款(占 15.20%)、一年内到期的非流动负债(占 13.85%)、长期借款(占 18.59%)和应付债券(占 25.23%)。截至 2019 年底, 母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.94%、84.09%和 76.16%, 债务负担重。同期, 母公司所有者权益为 328.84 亿元, 其中, 实收资本 100.00 亿元, 其他权益工具 264.58 亿元, 资本公积 249.19 亿元、未分配利润-282.40 亿元。

盈利方面, 2019 年, 母公司无收入, 利润主要来源于公允价值变动收益及投资收益。2019 年, 母公司利润总额为-12.33 亿元, 亏损主要系利息支出规模较大所致。

现金流方面, 2019 年母公司经营活动现金流净额 15.31 亿元; 投资活动现金流净额-116.38 亿元; 筹资活动产生的现金流净额 172.46 亿元。

截至 2020 年 3 月底, 母公司资产 2707.22 亿元, 规模及结构较 2019 年底变化不大; 所有者权益 341.75 亿元。截至 2020 年 3 月底, 母公司全部债务为 1729.43 亿元, 较 2019 年底保持稳定; 资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.38%、83.50%和 76.20%。

2020 年 1—3 月, 母公司利润总额-15.79 亿元, 亏损主要系当期母公司无收入及财务费用规模较大所致。2020 年 1—3 月, 母公司经营活动净现金流-14.20 亿元, 投资活动净现金流-18.03 亿元, 筹资活动净现金流-15.23 亿元。

10. 抗风险能力

公司作为中国大型煤炭生产企业, 立足自身资源优势, 积极向下游煤电、煤化工延伸, 公司资源储备、规模优势显著。综合判断, 公司整体抗风险能力极强。

十、存续期债券偿还能力分析

公司 2020 年待偿还债券的偿还压力不大; EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力强。考虑到公司资源储备及经营规模优势显著, 融资渠道畅通, 整体偿债能力极强。

截至 2020 年 6 月底, 经联合资信评定的存续债券如表 21 所示, 假设第一个赎回行权日公司赎回相关债券, 公司截至 2020 年底尚需偿还债券本金 180 亿元, 截至 2019 年底和 2020 年 3 月底, 公司现金类资产分别为待偿还债券本金的 3.83 倍和 3.79 倍。公司 2020 年待偿还债券的偿还压力不大。

假设第一个赎回行权日公司赎回相关债券, 公司 2024 年为债券偿还高峰期。以单年最高偿还额 190 亿元进行测算, 2019 年, 公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额 190 亿元的保障倍数分别为 2.39 倍、15.63 倍和 1.73 倍, 公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

表21 本次跟踪相关存续债券概况 (单位: 亿元)

债券名称	余额	起息日期	到期日	下一行权日	特殊条款
17 陕煤化 MTN001	30	2017/7/24	2020/7/24	--	--
15 陕煤化 MTN002	50	2015/8/19	2020/8/19	2020/8/19	赎回,利息递延权,持有人救济,延期,调整票面利率
17 陕煤化 MTN002	20	2017/8/28	2020/8/28	--	--
17 陕煤化 MTN003	20	2017/10/23	2020/10/23	2020/10/23	调整票面利率,赎回,延期,利息递延权,持有人救济
15 陕煤化 MTN003	30	2015/10/23	2020/10/23	--	--
20 陕煤化 CP001	30	2020/2/6	2020/11/2	--	--
小计	180				
18 陕煤化 MTN001	15	2018/3/14	2021/3/14	2021/3/14	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期
18 陕煤化 MTN005	15	2018/11/5	2021/11/5	2021/11/5	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期
16 陕煤化 MTN001	15	2016/11/24	2021/11/24	--	--
小计	45				
16 陕煤可续债 01	15	2016/4/27	2022/4/27	2022/4/27	利息递延权,延期,调整票面利率
小计	15				
18 陕煤化 MTN006	30	2018/12/10	2023/12/10	--	--
小计	30				
19 陕煤化 MTN001	30	2019/5/22	2024/5/22	--	--
19 陕煤化 MTN002	20	2019/6/19	2024/6/19	--	--
19 陕煤化 MTN003	30	2019/8/20	2024/8/20	--	--
19 陕煤化 MTN004	20	2019/9/3	2024/9/3	--	--
19 陕煤化 MTN005	30	2019/11/19	2024/11/19	--	--
19 陕煤化 MTN006	30	2019/11/25	2024/11/25	--	--
19 陕煤化 MTN007	30	2019/12/4	2024/12/4	--	--
小计	190				
20 陕煤化 MTN001	30	2020/1/13	2025/1/13	--	--
小计	30				
合计	490				

注: 1. “15陕煤化MTN002”“17陕煤化MTN003”“18陕煤化MTN001”和“18陕煤化MTN005”于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期; 2. “16陕煤可续债01”以每3个计息年度为一个重定价周期,在每个重定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延续3年,或选择在该重定价周期末全额兑付本期债券。公司于2019年4月27日将债券展期至2022年4月27日,票面利率下调至5.03%

资料来源: Wind, 联合资信整理

截至2020年6月底,公司存续债券如表20所示,假设第一个赎回行权日公司赎回相关债券,公司2024年为债券偿还高峰期。以单年最高偿还额300亿元进行测算,2019年,公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额300亿元的保障倍数分别为1.51倍、9.90倍和1.09倍,公司EBITDA和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

表22 截至2020年6月底公司存续债券概况

(单位: 亿元)

债券名称	余额	起息日期	到期日/下一行权日
17 陕煤化 MTN001	30	2017/7/24	2020/7/24
15 陕煤化 MTN002	50	2015/8/19	2020/8/19
17 陕煤化 MTN002	20	2017/8/28	2020/8/28

17 陕煤化 MTN003	20	2017/10/23	2020/10/23
15 陕煤化 MTN003	30	2015/10/23	2020/10/23
20 陕煤化 CP001	30	2020/2/6	2020/11/2
小计	180		
18 陕煤化 MTN001	15	2018/3/14	2021/3/14
06 陕煤债	10	2006/5/19	2021/5/19
18 陕煤化 PPN002	15	2018/8/6	2021/8/6
18 陕煤化 PPN003	15	2018/8/16	2021/8/16
18 陕煤化 PPN004	30	2018/10/25	2021/10/25
18 陕煤化 MTN005	15	2018/11/5	2021/11/5
16 陕煤化 MTN001	15	2016/11/24	2021/11/24
小计	115		
16 陕煤可续债 01	15	2016/4/27	2022/4/27
17 陕煤化 MTN004	30	2017/12/15	2022/12/15
19 陕煤债 01	80	2019/12/16	2022/12/16
19 陕煤债 02	70	2019/12/25	2022/12/25
小计	195		
18 陕煤化 MTN002	30	2018/3/29	2023/3/29
18 陕煤化 PPN001	30	2018/4/24	2023/4/24
18 陕煤化 MTN003	25	2018/9/6	2023/9/6

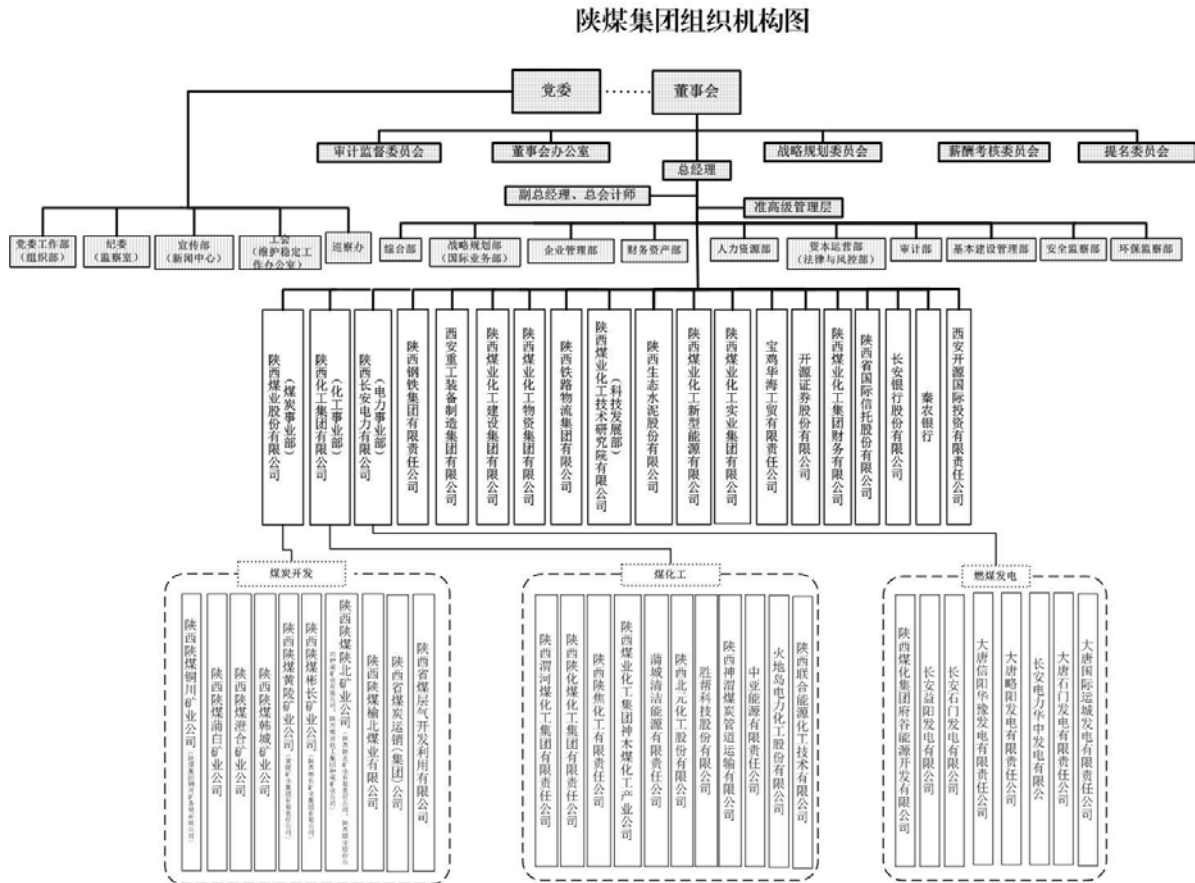
18 陕煤化 MTN004	25	2018/10/23	2023/10/23
18 陕集 01	18	2018/11/1	2023/11/1
18 陕集 02	32	2018/12/6	2023/12/6
18 陕煤化 MTN006	30	2018/12/10	2023/12/10
小计	190		
14 陕煤化债	20	2014/3/6	2024/3/6
19 陕煤化 MTN001	30	2019/5/22	2024/5/22
19 陕煤化 MTN002	20	2019/6/19	2024/6/19
19 陕煤化 MTN003	30	2019/8/20	2024/8/20
19 陕煤化 MTN004	20	2019/9/3	2024/9/3
19 陕煤 01	50	2019/10/14	2024/10/14
19 陕煤 02	40	2019/11/5	2024/11/5
19 陕煤化 MTN005	30	2019/11/19	2024/11/19
19 陕煤化 MTN006	30	2019/11/25	2024/11/25
19 陕煤化 MTN007	30	2019/12/4	2024/12/4
小计	300		
20 陕煤化 MTN001	30	2020/1/13	2025/1/13
20 陕煤债	10	2020/2/17	2025/2/17
20 陕煤化 MTN002	30	2020/5/14	2025/5/14
小计	70		
20 陕煤债 01	40	2020/3/17	2035/3/17
20 陕煤债 02	40	2020/6/10	2035/6/10
小计	80		
合计	1130		

资料来源：wind，联合资信整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 陕煤化 MTN002”“15 陕煤化 MTN003”“16 陕煤可续债 01”“16 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN001”“17 陕煤化 MTN002”“17 陕煤化 MTN003”“18 陕煤化 MTN001”“18 陕煤化 MTN005”“18 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为 AAA，并维持“20 陕煤化 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	享有表决权 (%)	实收资本 (万元)
1	陕西煤业股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	63.14	63.14	1000000.00
2	陕煤集团铜川矿务局有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100.00	117231.20
3	陕西陕煤蒲白矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100.00	77666.48
4	陕西陕煤澄合矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100.00	383692.46
5	陕西陕煤韩城矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100.00	264072.24
6	黄陵矿业集团有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	50.69	100.00	478847.22
7	陕西彬长矿业集团有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	99.53	100.00	827483.81
8	陕西陕北矿业有限责任公司	煤炭开采和洗选业	100.00	100.00	12671.33
9	陕西煤业化工集团府谷能源开发有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100.00	120000.00
10	陕西煤业化工技术研究院有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	100.00	100.00	248200.00
11	陕西煤化工技术工程中心有限公司	工程和技术研究和试验发展	55.00	55.00	12727.00
12	陕西煤业化工技术开发中心有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	64.25	64.25	4000.00
13	新兴能源科技有限公司	自然科学研究和试验发展	36.88	36.88	15996.15
14	西安开源国际投资有限公司	投资与资产管理	100.00	100.00	800000.00
15	开源证券股份有限公司	证券经纪交易服务	67.72	67.72	275466.06
16	陕西煤业化工集团财务有限公司	财务公司服务	85.60	85.60	300000.00
17	陕西煤业化工物资集团有限公司	非金属矿及制品批发	100.00	100.00	50000.00
18	西安重工装备制造集团有限公司	矿山机械制造	100.00	100.00	280000.00
19	陕西钢铁集团有限公司	钢压延加工	89.16	89.16	369117.51
20	陕西煤业化工实业集团有限公司	单位后勤管理服务	100.00	100.00	50000.00
21	陕西煤业化工建设(集团)有限公司	其他建筑安装业	100.00	100.00	180000.00
22	陕西煤业化工集团陕南投资开发有限公司	投资与资产管理	100.00	100.00	114525.00
23	陕西省煤层气开发利用有限公司	陆地天然气开采	80.34	100.00	62237.67
24	陕西生态水泥股份有限公司	水泥制造	95.00	95.00	100000.00
25	西安开米绿色科技有限公司	肥皂及洗涤剂制造	50.00	50.00	40000.00
26	宝鸡华海工贸有限公司	石油及制品批发	51.00	51.00	10204.08
27	大唐信阳华豫发电有限责任公司	火力发电	51.00	51.00	71500.00
28	大唐石门发电有限责任公司	火力发电	51.00	51.00	102827.59
29	山西大唐国际运城发电有限责任公司	火力发电	51.00	51.00	26469.39
30	大唐略阳发电有限责任公司	火力发电	56.15	56.15	79766.54
31	长安石门发电有限公司	火力发电	53.73	53.73	42755.45
32	大唐洛阳热电有限责任公司	火力发电	50.00	50.00	33533.88
33	陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	其他煤炭采选	51.50	51.50	160000.00
34	陕西西尔林滩矿业有限公司	其他煤炭采选	80.00	80.00	10000.00
35	青海陕煤投资有限责任公司	投资与资产管理	51.00	51.00	56000.00
36	海南德璟置业投资有限责任公司	房地产开发经营	100.00	100.00	20000.00
37	襄阳港务发展有限公司	装卸搬运	51.00	51.00	27643.00
38	长安益阳发电有限公司	火力发电	97.41	97.41	123389.38
39	融和能源投资有限公司	投资与资产管理	100.00	100.00	0.00
40	陕西煤业化工新型能源有限公司	热力生产和供应	73.17	73.17	41000.00
41	长安电力华中发电有限公司	其他电力生产	100.00	100.00	8000.00
42	陕西陕煤榆北煤业有限公司	投资与资产管理	51.22	100.00	195236.00
43	陕西化工集团有限公司	其他基础化学原料制造	62.44	100.00	2562500.00
44	华清国际(香港)有限公司	非金属矿及制品批发	100.00	100.00	32690.80
45	西安善美基金管理有限公司	投资与资产管理	98.00	98.00	5000.00
46	陕西煤业化工集团新疆有限责任公司	其他煤炭采选	100.00	100.00	10000.00
47	陕西长安电力有限公司	投资与资产管理	100.00	100.00	30000.00
48	陕西铁路物流集团有限公司	铁路货物运输	56.02	100.00	23346040.00
49	陕煤重庆港物流有限公司	其他综合零售	51.00	51.00	20000.00
50	陕西煤业化工集团神南矿业有限公司	其他煤炭采选	100.00	100.00	5000.00
51	陕西煤业新材料集团有限责任公司	房地产开发经营	51.00	51.00	5000.00
52	榆林合力产业扶贫开发有限责任公司	农业扶贫	97.56	97.56	20500.00
53	陕西建设机械(集团)有限责任公司	建设机械	100.00	100.00	18920.18
54	陕煤集团榆林化学有限责任公司	煤化工	100.00	100.00	352137.61
55	陕西开源融资租赁有限责任公司	融资租赁	100.00	100.00	100000.00
56	陕西煤炭交易中心有限公司	其他互联网服务	99.00	99.00	100000.00

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	564.50	631.28	689.80	682.57
资产总额(亿元)	4640.60	5009.63	5485.95	5583.28
所有者权益合计(亿元)	1320.12	1356.42	1657.61	1702.48
短期债务(亿元)	1280.78	1066.13	1235.83	1199.97
长期债务(亿元)	1200.77	1712.30	1733.96	1795.51
全部债务(亿元)	2481.55	2778.43	2969.79	2995.48
营业总收入(亿元)	2600.89	2805.87	3025.75	575.96
利润总额(亿元)	109.15	138.82	156.95	18.69
EBITDA(亿元)	340.06	386.10	453.50	--
经营性净现金流(亿元)	432.99	366.68	328.16	33.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.14	9.51	11.42	--
存货周转次数(次)	14.87	14.87	14.08	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.58	0.58	--
现金收入比(%)	88.27	93.61	96.39	84.30
营业利润率(%)	17.74	18.32	17.72	16.86
总资本收益率(%)	5.15	5.01	5.41	--
净资产收益率(%)	6.07	7.46	7.06	--
长期债务资本化比率(%)	47.63	55.80	51.13	51.33
全部债务资本化比率(%)	65.28	67.20	64.18	63.76
资产负债率(%)	71.55	72.92	69.78	69.51
流动比率(%)	65.74	71.08	77.90	81.20
速动比率(%)	58.54	62.13	68.17	69.72
经营现金流动负债比(%)	21.58	20.87	17.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.64	3.25	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.30	7.20	6.55	--

注：1. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分调整至全部债务；3. 截至 2017—2019 年底及 2020 年 3 月底，公司所有者权益中分别含永续债 85.00 亿元、115.00 亿元、264.58 亿元和 294.58 亿元

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	121.72	155.64	238.29	190.83
资产总额(亿元)	2192.94	2389.32	2727.15	2707.22
所有者权益合计(亿元)	239.79	218.85	328.84	341.75
短期债务(亿元)	794.97	561.77	686.75	635.13
长期债务(亿元)	535.56	1041.32	1050.76	1094.30
全部债务(亿元)	1330.53	1603.09	1737.51	1729.43
营业总收入(亿元)	17.44	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-44.57	-16.34	-12.33	-15.79
EBITDA(亿元)	34.32	65.70	94.99	--
经营性净现金流(亿元)	315.09	-56.30	15.31	-14.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	228.71	0.00	*	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	105.55	*	*	*
营业利润率(%)	99.07	*	*	*
总资本收益率(%)	2.16	3.58	4.59	--
净资产收益率(%)	-18.59	-7.47	-3.75	--
长期债务资本化比率(%)	69.07	82.63	76.16	76.20
全部债务资本化比率(%)	84.73	87.99	84.09	83.50
资产负债率(%)	89.07	90.84	87.94	87.38
流动比率(%)	67.06	81.49	81.68	85.75
速动比率(%)	67.06	81.49	81.68	85.75
经营现金流动负债比(%)	22.39	-4.99	1.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	38.77	24.40	18.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.44	0.80	0.89	--

注：1. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 截至 2017—2019 年底及 2020 年 3 月底，公司所有者权益中分别含永续债 85.00 亿元、115.00 亿元、264.58 亿元和 294.58 亿元；3. “*”为数据过大（分母为 0）

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	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	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变