

信用等级公告

联合[2017]011 号

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对陕西黄河矿业（集团）有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年一月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司

2017 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元），首期
不超过 5 亿元（含 5 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2017 年 1 月 4 日

主要财务数据：

项目	2013年	2014年	2015年	16年11月
资产总额（亿元）	163.25	209.10	196.11	194.13
所有者权益（亿元）	48.02	74.12	73.15	76.83
长期债务（亿元）	5.77	21.85	32.92	37.00
全部债务（亿元）	78.21	100.96	100.56	93.90
营业收入（亿元）	105.46	89.91	69.03	82.65
净利润（亿元）	2.80	3.39	-3.50	3.41
EBITDA（亿元）	8.91	12.40	4.59	--
经营性净现金流（亿元）	12.96	9.37	0.46	12.46
营业利润率（%）	10.14	11.93	3.67	11.91
净资产收益率（%）	6.02	5.55	-4.75	4.55
资产负债率（%）	70.59	64.55	62.70	60.43
全部债务资本化比率（%）	61.96	57.67	57.89	55.00
流动比率（倍）	0.78	1.06	1.11	1.13
EBITDA全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.05	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.48	2.34	0.85	--
EBITDA/本次发债额（倍）	0.89	1.24	0.46	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、2016 年 1-11 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对陕西黄河矿业（集团）有限责任公司（以下简称“黄河矿业”或“公司”）的评级反映了其作为陕西省内大型焦化生产企业之一，在焦化行业具有较强的产业优势和循环经济优势。目前，公司已经建立较为完整的循环经济生产模式，对提高资源利用效率和提升焦化业务盈利水平具有显著作用。同时，联合评级也关注到近年来焦炭行业产能过剩、产品价格走低曾导致公司经营业绩亏损、化工产品价格受国际油价影响较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来，随着公司年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目、枣庄煤矿和花草滩储运厂建成投产，公司焦化循环经济产业链将进一步完善，煤炭洗选能力和原煤自给率将得以提高，在下游市场回暖、行业落后产能逐步淘汰和焦炭价格的企稳回升的情况下，公司盈利能力有望提高。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 经过多年发展，公司已建立起煤焦化循环经济产业链，提高了公司的经济效益与经营抗风险能力，“零排放”产业链也有助于规避环境保护政策风险。

2. 公司 400 万吨/年焦化技改项目建成，现有产能大幅提升，有利于公司利用生产规模效应扩大市场份额。

3. 公司通过新丰科技“焦化转型升级改造项目”等技术改造的实施，逐步开展以化工焦为原材料生产高附加值的化工产品业务，减少

焦炭产品的直接销售，扩充毛利率较高的化工产品产能和销量，实现“减焦增化”的产业转型，提升持续盈利能力。

4. 公司的甲醇、LNG、粗苯、合成氨、煤焦油等化工产品生产成本较低，毛利率较高，未来随着项目产能逐渐释放，公司化工产品的收入与利润规模将进一步提高。

5. 公司以低价购置了枣庄煤矿，该煤矿无烟煤储量大，为公司煤炭业务的发展提供了良好的资源；花草滩主焦煤矿一期 300 万吨及配套 600 万吨洗煤项目已于 2016 年 4 月投产运行，公司煤炭业务具有一定优势。

关注

1. 受宏观经济波动、国家产业政策的影响，国内焦炭产能过剩问题依然严重，焦炭价格波动曾导致公司出现经营业绩亏损，后续价格反弹持续性对公司业绩影响较大。

2. 国际油价下跌导致化工产品价格走低，公司煤化工业务利润空间受到挤压。

3. 由于公司生产过程中存在高温高压、易燃易爆和产生有毒有害物质的危险，容易造成安全事故引发停产整改，对公司未来生产经营造成影响。

4. 公司存货以煤炭为主，受价格波动影响，存在减值风险。公司对外担保规模相对较大，且被担保企业主要集中在与煤炭相关的行业，公司面临一定或有风险。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“黄河矿业”）前身为 1997 年成立的韩城市矿业开发有限责任公司，初始注册资本为 5,537 万元，自然人股东李保平和刘花茹均以货币资金出资，分别持股 80%和 20%。2003 年 4 月，公司更名为陕西黄河矿业有限责任公司。2006 年 12 月，公司更名为现名。历经数次增资和股权转让，截至 2015 年 9 月底，公司注册资本为 130,000 万元。

2015 年 12 月，李保平以债权转股权的形式增资 50,000 万元，公司增加注册资本至 180,000 万元。截至 2016 年 11 月底，公司注册资本为 180,000 万元。其中，李保平持股 74.17%、李博等 15 名自然人持股 25.83%，李保平先生为公司的实际控制人。

表 1 截至 2016 年 11 月底公司股东及出资情况表（单位：万元、%）

股东名称	出资金额	持股比例
李保平	133,500.00	74.17
李博	9,000.00	5.00
李光平	6,500.00	3.61
刘花茹	5,000.00	2.78
郝选平	3,900.00	2.17
李建平等 11 名自然人	22,100.00	12.28
合计	180,000.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：原煤开采（仅供分支经营）、洗精煤生产、原煤、精煤、矿用物资、石油经销、摩托车及配件经销、矿井建设、农副产品收购、进出口贸易业务、场地房屋租赁。（依法须经批准的项目；经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2016 年 11 月底，公司设有物资采供部、行政事务部、生产运行部、安环部、企业管理部、监察审计部、项目开发部、原料供应部、财务管理部、保卫处和西安办事处共 11 个部门，共拥有 17 家子公司。截至 2016 年 11 月底，公司在职职工合计 6,887 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 196.11 亿元，负债合计 122.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益 32.39 亿元）73.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.76 亿元。2015 年，公司实现营业收入 69.03 亿元，净利润（含少数股东损益-3.99 亿元）-3.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.58 亿元。

截至 2016 年 11 月底，公司合并资产总额 194.13 亿元，负债合计 117.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 45.22 亿元。2016 年 1~11 月，公司实现营业收入 82.65 亿元，净利润（含少数股东损益）3.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.36 亿元。

公司住所：陕西省韩城市新城区金塔路与盘河路什字东南角；法定代表人：李保平。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“陕西黄河矿业（集团）有限责任公司 2017 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），发行期限不超过 5 年（含 5 年），每张债券面值为人民币 100 元，按面值发行。本次债券拟分期发行，首期发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募集资金将用于补充公司营运资金。

三、行业分析

目前，公司主营业务包括焦炭、煤化工产品的生产和销售以及煤炭的洗选、开采和销售，分别属于焦炭与煤化工以及煤炭采选行业。

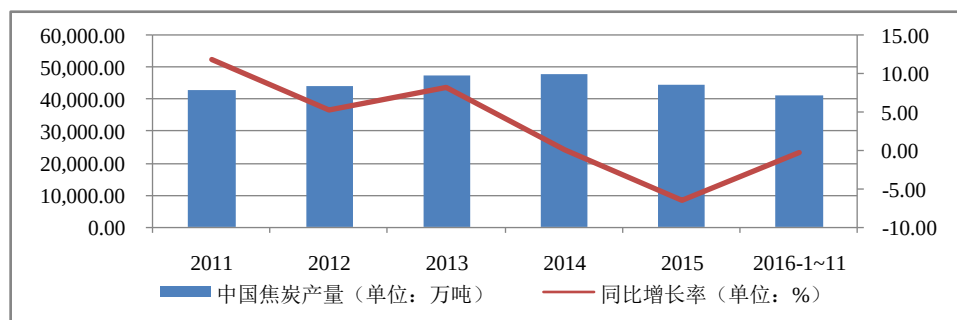
1. 焦炭与煤化工行业

（1）行业概况

煤化工是指以煤为原料通过技术和加工手段生产替代石化产品和清洁燃料的产业。根据生产工艺与产品的不同可以将煤化工行业分为四个子行业，分别为煤焦化、煤电石化工、煤气化和煤液化行业。其中，煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品市场价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品、粗苯精制等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能 10,836.5 万吨。虽然国家积极进行产业结构调整，但我国的焦炭产能过剩问题依然严重。国家统计局数据显示，2014 年，全国焦炭产量约 4.77 亿吨，与上年基本持平。钢铁产业链需求见顶，焦炭产量的拐点在 2014 年出现，并在 2015 年扩大了产量降幅。2015 年，随着焦煤、焦炭价格的持续下挫，企业主动减产的情况开始增加，全国全年焦炭产量约为 4.48 亿吨，同比下降 6.5%。进入 2016 年，全国焦炭产量继续下跌，1~11 月，全国焦炭产量约为 4.11 亿吨，同比下降 0.2%。

图 1 2011~2016 年 11 月全国焦炭产量及增速情况



资料来源：Wind 资讯

另一方面，随着焦化产业结构调整的不断深入，在焦炉投资放缓的同时，煤化工下游化工产品加工和煤气高效利用装置投资加大。据不完全统计，2013 年~2015 年 5 月，获得发改委批准的煤化工项目共计 22 个，总投资达 5,000 亿元，而各地上报发改委的煤化工项目达 104 个，总投资额高达 2 万亿元。“十三五”期间，若按照拟、在建项目计算，总投资将达到近 1.56 万亿元。

总体看，煤化工行业近年来发展迅速，其中焦炭业务面临产能过剩的问题，而化工业务发展前景较好。

（2）行业上下游

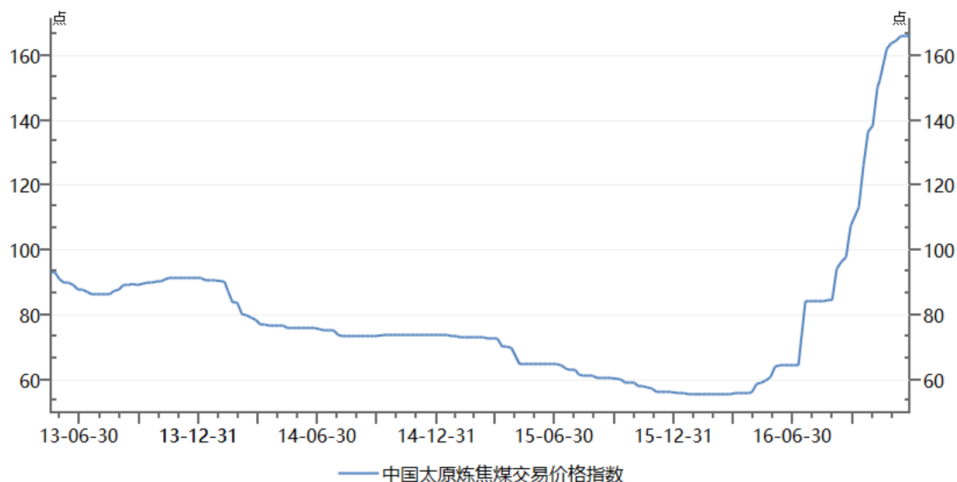
原材料

在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。我国的炼焦煤储量低，仅为 2,758 亿吨，占全国查明煤炭资源储量的 27.10%；其中，气煤占我国煤炭总资源量的 13.75%、肥煤占 3.53%，主焦煤占 5.81%，瘦煤占 4.01%。去除高灰、高硫、难洗选、不能用于炼焦的部分，优质的焦煤和肥煤的资源稀缺，占查明煤炭资源储量的比例不足 6%和 3%。

据统计，2015 年 12 月我国炼焦煤产量 4,096 万吨，同比减少 199 万吨，同比减幅 4.63%。全年累计生产炼焦煤 48,323 万吨，比上年减少 14.22%。炼焦煤从 2014 年 7、8 月开始限产、减产，而且政府政策频频发布，虽然焦煤价格还是不断下跌，但是有明显的抗跌性，所以限产还是有一定效果，只是这个效果由于其他因素表现得不是很明显。

从炼焦煤的价格来看，与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显，由于钢铁行业需求不振，焦煤价格在 2011 年后进入震荡下降通道。截止 2015 年 12 月 25 日，唐山一级冶金焦价格为 720 元/吨，较年初减少 34.35%；天津港一级冶金焦价格为 815 元/吨，较年初减少 31.22%。从太原炼焦煤交易价格指数情况来看，炼焦煤近三年价格持续下跌，并于 2016 年 1 月跌至 56 元/吨以下，其后保持低位震荡，于 2016 年 5 月开始回升，由于焦炭价格回升的带动，炼焦煤市场价格回升显著。

图 2 近期中国太原炼焦煤交易价格指数情况



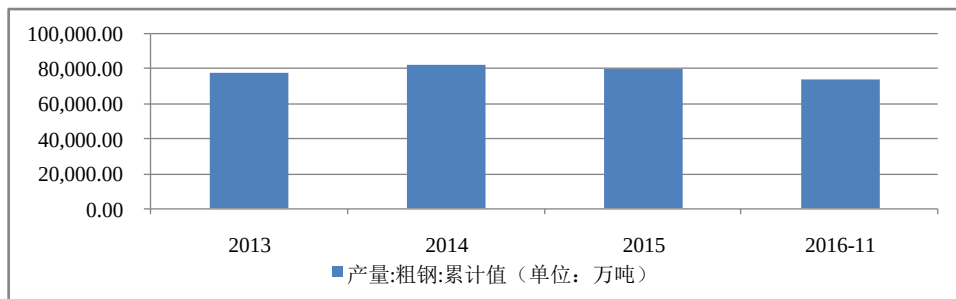
资料来源：Wind 资讯

总体看，煤化工行业主要原材料为炼焦煤，近年来，受大宗商品价格下行及下游行业需求减少的影响，炼焦煤价格有所下降，近期因焦炭带动炼焦煤价格回升显著，未来炼焦煤价格的变化仍将依赖于下游行业的需求情况。

下游消费及行业供需分析

煤化工行业中焦化工下游行业为钢铁冶炼,钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。从世界钢铁和我国钢铁的历史来看,钢铁行业的周期性很强,其发展与国民经济周期有很强的关联性。这种周期性一方面缘于其发展依赖于国民经济的发展,经济增长的周期性直接影响到市场对钢铁产品的需求和产品的销售价格,从而影响钢铁行业的盈利水平;另一方面,钢铁行业作为原材料行业,与宏观经济形势息息相关,对建筑、装备制造等下游行业的敏感度相当高。自 2008 年全球金融危机引发全球经济衰退以来,钢铁行业出现了明显的波动,粗钢产量整体仍呈上升趋势。2014 年,我国粗钢产量约为 8.23 亿吨,同比增长约 5.60%。2015 年,去产能的效果开始显现,全年粗钢产量约为 8.04 亿吨,同比下降约 2.29%,为 1981 年以来首次下滑。钢铁行业持续走弱导致焦炭需求受到影响,焦炭行业仍延续供过于求的局面,焦炭企业经营压力持续加大。进入 2016 年,粗钢产量继续保持下行,于 9 月出现累计同比回升,2016 年 1~11 月,全国粗钢产量 7.39 亿吨,同比小幅增长 1.10%。

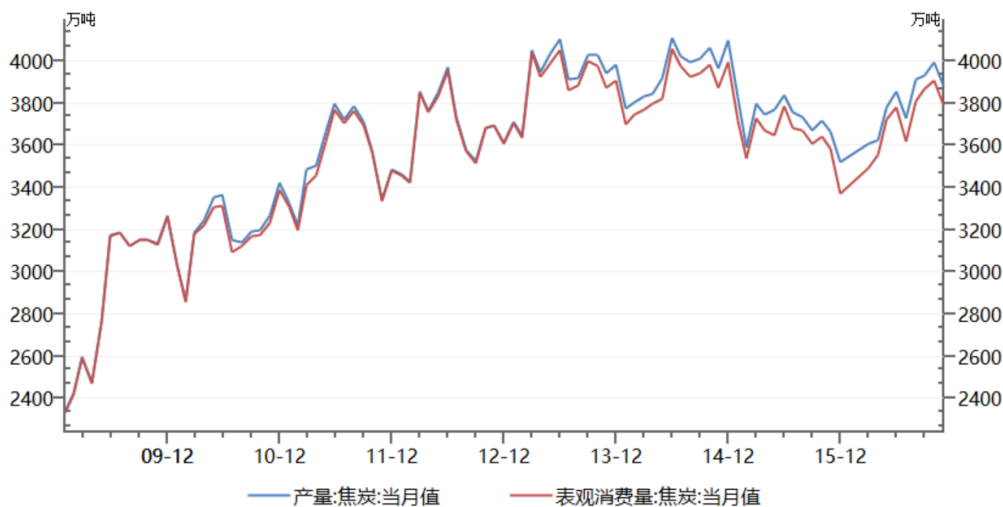
图 3 2011~2016 年 11 月全国粗钢累计产量情况



资料来源: Wind 资讯

从焦炭行业供需关系看,自 2009 年以来,焦炭供求关系呈现良好态势,产销量的差额均不到当年产量的 1%。2010 年~2014 年,我国焦炭产量保持持续增长,相应的焦炭表观消费量也随之变化。2015 年以来,我国焦炭产量和焦炭表观消费量同步下跌,月度供求差额达到 100 万吨以上,供过于求现象逐步显现,2016 年以来,此种差异情况仍在延续。

图 4 近年来全国焦炭供需情况

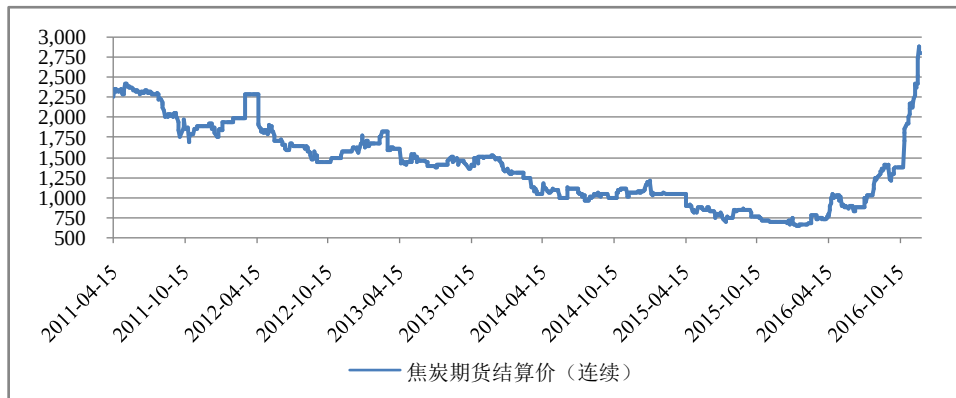


资料来源: Wind 资讯

焦炭价格方面,2010 年以来,国内经济增速放缓,焦化行业出现产能过剩,产品竞争激烈导致

利润空间大大压缩。从焦炭的价格变化来看，自 2012 年 1 月开始，全国焦炭价格整体呈现波动下行的趋势。2015 年，受钢铁行业产能压缩及产量增速大幅下降的影响，焦炭价格持续下行，全年焦炭均价下跌约 380 元/吨，跌幅高达 37.5%。受焦炭价格持续下跌影响，多数焦炭企业处于亏损或微利状态，焦炭企业开工率明显下降。2016 年以来，焦炭价格有所反弹，截至 2016 年 6 月底国内焦炭期货结算价上升至 871 元/吨，较 2015 年底上涨了 194 元/吨。焦炭期货结算价于 2016 年 10 月下旬开始出现暴涨，至 12 月初上涨至 2,800 元/吨以上。

图 5 近年来国内焦炭期货结算价格情况

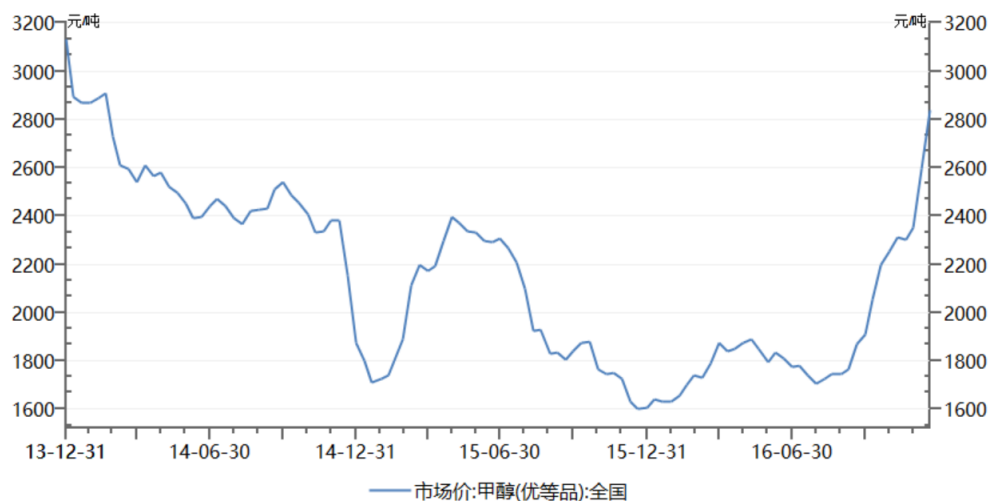


资料来源：wind 资讯

另一方面，目前我国煤化工产业链中，技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

2011 年~2014 年，国内甲醇市场价格在 2,500 元/吨至 3,400 元/吨的区间内宽幅震荡，2015 年以来，受原油价格下跌、甲醇及粗苯供应增加等因素影响，国内甲醇及粗苯等化工产品价格随之下跌，甲醇价格下探至 1,700 元/吨，跌幅显著。进入 2016 年，国内甲醇价格低位震荡，于 9 月开始大幅回升。

图 6 近年来全国甲醇（优等品）价格情况



资料来源：Wind 资讯

总体看，受国内经济增速放缓的影响，煤焦产品市场需求下降，焦炭价格整体呈现波动下行的趋势，于 2016 年中出现大幅回升，其他类煤化工产品价格也出现回升。

（3）行业竞争

我国的煤化工行业集中度较低，煤化工企业生产规模普遍较小，中小焦化企业数量在 80%以上；目前，全国现有规模以上焦化企业 700 余家，其中产能规模 100 万吨及以上的仅有 180 家左右。由于钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上，因此大型钢铁企业一般配套建设焦炭企业。对于配套焦化的钢铁企业来说，其产品以焦炭为主，并全部用于自身钢铁生产，不直接投向市场，其焦炭生产中的副产品如焦炉煤气、煤焦油等一般直接用于发电、燃料等，不进行“化产”加工，不形成化工产品。另一方面，独立焦化企业的销售对象一般为未配套建设焦炭生产企业的炼铁企业、中小型钢铁企业。同时，由于大型钢铁企业自身的焦炭产量往往无法满足其自身钢铁生产需要，为独立焦化企业创造了市场空间，因此大型钢铁企业也是独立焦化企业的主要销售对象之一。独立焦化企业除生产焦炭外，其竞争力还体现在“化产”部分，即综合利用焦炭生产过程中的副产品进行化工产品生产。由于副产品的综合利用需要一定的规模效应（例如 100 万吨焦炭仅副产约 4 万吨煤焦油），因此特别适合大型焦化企业。大型焦化企业除了凭借自身规模提供一定量的副产品进行深加工外，还可以回收小型焦化企业无法利用的副产品来进行加工，在竞争中居于有利地位。

另外，煤炭企业特别是焦煤生产企业在原有煤炭开采、洗选的基础上，开始进一步向下游业务发展，进行焦炭生产。煤炭企业下属的焦化企业的竞争优势主要在于煤炭资源的供应有保障，劣势在于其培养市场需要一定时间，在人才、技术储备等方面尚有欠缺。

随着独立焦化企业也开始向上游扩张，建立自己的煤炭储备，同时，将来独立焦化企业与煤炭企业下属焦化企业的竞争也会加剧。

总体看，我国的煤化工行业集中度低，煤化工企业生产规模普遍较小，煤化工行业存在钢铁企业下属的炼焦企业、独立焦化企业和煤炭企业相互之间及内部之间的竞争格局，行业竞争十分激烈；随着行业结构调整的不断深入，技术落后、资金薄弱、产业集中度低的中小焦炭企业将逐步退出，大型企业竞争优势将日趋明显。

（4）行业政策

我国“富煤少油缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是符合我国国情的实现能源多元化的首选。2006 年 7 月，国家发改委在《关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》（发改工业[2006]1350 号）中指出：“煤化工产业包括煤焦化、煤气化、煤液化和电石等产品，煤化工产业的发展对于缓解我国石油、天然气等优质能源供求矛盾，促进钢铁、化工、轻工和农业的发展，发挥了重要的作用。因此，加快煤化工产业发展是必要的”。就煤化工行业而言，近年来国家颁布实施了一系列行业政策，主要包括：

表 2 煤化工行业政策

公布时间	公布文件
2009年9月	国家发改委和工信部等十部委联合发布的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》
2010年2月	国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》
2011年3月	国家发改委《关于规范煤化工产业有序发展的通知》
2011年12月	国家工业和信息化部《石化和化学工业“十二五”发展规划》
2012年3月	国家发改委《煤炭工业发展“十二五”规划》
2012年6月	国家环境保护部《炼焦化学工业污染物排放标准》
2012年12月	国务院关税税则委员会发布《关于2013年关税实施方案的通知》，取消焦炭40%的出口关税

2013年9月	国家发改委《关于加大工作力度确保实现2013年节能减排目标任务的通知》，确定2013年淘汰落后焦炭产能1,405万吨
2013年10月	国家质检总局和国家标准委《焦炭单位产品能源消耗限额》
2014年3月	国家工业和信息化部《焦化行业准入条件（2014年修订）》
2015年3月	国家工业和信息化部《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》

资料来源：国家发改委和工信部等部门网站

2014年3月3日，工业和信息化部发布了《焦化行业准入条件（2014年修订）》，主要从控制焦炭总量、优化焦化结构、加强焦化节能环保和促进焦化技术进步等方面对焦化行业准入条件进行了修订，主要体现在（1）新增焦炭产能需要落实与淘汰产能的等量或减量方案；（2）常规机焦炉、热回收焦炉、半焦炉焦炭产能全部要求 ≥ 100 万吨/年；（3）环境保护方面，增加了环保装备要求，特别是固废处理和尾气治理装备要求；增加了执行环境影响评价制度、执行《炼焦化学工业污染物排放标准》（GB16171-2012）和执行危险化学品相关制度等要求。

2015年4月16日国务院印发《水污染防治行动计划》（以下简称《计划》），要求专项整治十大重点行业，焦化行业位列其中。《计划》要求，2016年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型炼焦项目。同时，制定焦化行业专项治理方案，实施清洁化改造。新建、改建、扩建项目实行主要污染物排放等量或减量置换。

2016年1月，中国炼焦行业协会印发《焦化行业“十三五”发展规划纲要》提出了“十三五”时期，焦化行业将淘汰全部落后产能，产能满足准入标准的比达70%以上；优质炼焦煤配比降低4%；炉煤气利用率达到98%以上，水循环率达到98%以上，吨焦耗新水降至1.5吨以下；化解过剩产能5,000万吨；焦化准入企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》等发展目标。

总体看，我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。

（5）行业关注

行业易受宏观经济周期性影响

近年来我国国民经济平稳快速增长，尤其是钢铁冶金、化工、有色金属、机械等行业的持续快速发展，拉动了焦炭市场需求的较快增长。以钢铁行业为例，煤化工行业与钢铁行业有很强的相关性，钢铁行业对焦炭需求占焦炭总产量的80%左右。即使在2008年全球金融危机的不利影响下，我国的钢铁行业依然保持了良好的发展态势。2011年底以来，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场持续低迷，钢厂产能利用率降低。煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力

近两年，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤化工行业的节能减排制定了更加严格和标准更高的规定。2012年6月，环境保护部颁布《炼焦化学工业污染物排放标准》，新标准规定，现有企业从2012年10月1日起实施过渡期指标，新建项目企业按新标准执行。新标准增加了多环芳烃等15项行业特征污染物指标，根据中国焦化行业协会统计，我国绝大部分焦化企业尚不能全面满足该标准的要求。2013年10月，《焦炭单位产品能源消耗限额》发布，新标准规定了焦炭单位产品能源消耗限额的限定值、准入值和先进值的技术要求、统计范围和计算方法。其中，现有焦化企业顶装焦炉单位产品能耗限定值规定为 ≤ 150 千克标煤/吨焦，比GB21342-2008标准降低5千克标煤/吨焦。严格的环保要求给煤化工企业的生产经营带增加了环保风险，同时相应的环保处理设备也进一步加大了企业的经营成本。

行业产能过剩凸显

煤化工行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩。由于焦化行业产业集中度较低，化解产能过剩问题，交织着多方面利益调整因素。全国现有 700 多家规模以上焦化企业，而产能规模 100 万吨及以上的仅有 180 家左右，从集约经营的角度看，总体上仍处于多、小、散的状况。化解产能过剩和淘汰落后产能，不可能在短期内得到解决。此外，企业管理粗放、自主创新能力不强、各类人才匮乏。在我国技改新建的大批焦化项目中，引进了部分国外先进技术和装备，虽然国内设计和制造单位参与了工艺设计或国内设备配套，但是部分工艺技术与装备的核心技术仍未完全掌握。焦化行业生存发展环境还有待改善。焦化企业作为分布式能源供应基地的地位未被认可，焦炉煤气作为城市燃气价格普遍过低，焦炉煤气发电上网、并网困难，上网价格低，焦化企业与石油化工、精细有机合成等相关行业之间的循环经济产业链建设等外部环境有待完善等。

(6) 行业发展

从全国看，近年来焦炭价格大幅下行，产能利用率持续降低，毛利率持续下滑，半数以上焦炭企业出现亏损，行业景气度下降。

下游需求方面，近年来，受宏观经济增速下降影响，钢铁产量增速大幅回落，导致焦炭消费增量随之下滑。短期看，未来钢铁行业需求低迷的现状仍将持续，加之钢铁行业固定资产投资增速出现下滑，焦炭需求面临较大压力。

上游供给方面，全国焦煤资源稀缺，主要省份焦煤资源集中度提高，对下游焦炭企业的议价能力有所增强。此外，有限的焦煤进口量对国内焦煤的市场格局影响有限，不改变行业基本走势。

上下游挤压以及焦炭行业本身诸多不利因素影响，近年来，焦炭行业资产负债率持续上升并维持高位，毛利率持续下滑，全行业盈利状况堪忧，偿债压力加大。在下游钢铁需求持续疲软，对上游焦煤议价能力减弱，以及行业产能大幅增长的背景下，未来短期内，焦炭价格出现大幅反弹的可能性不大，行业整体财务表现不会有显著改善，行业景气度仍将持续低迷。另一方面，焦炭市场的不景气促使越来越多的煤化工企业向下游深入。近年来，越来越多的煤制甲醇、煤制气等项目的投产，有利与煤化工企业优化自身产业结构，形成了新的利润增长点。

总体看，随着相关煤化工技术的更加完善成熟，拥有较长煤化工产业链的企业，将更有效利用自身资源优势，充分提高焦化产品的附加值，提高企业盈利水平，同时，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力

2. 煤炭采选行业

我国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。据统计，我国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.40%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是我国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但地处西部内陆，运输不便；华东、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

我国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2%的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总体看，我国煤

炭质量较好。

2013 年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，全年原煤产量为 39.74 亿吨，同比仅增加 0.74%。2014 年，各地环保政策出台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量达到 38.74 亿吨，同比下降 2.52%，2015 年进一步下降至 37.50 亿吨。虽然原煤产量开始下降，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

2012 年以来，全国综合煤炭价格指数震荡下降。从动力煤方面来看，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格震荡下降，尽管 2013 年底电煤合同谈判中煤炭大型集团提价带动动力煤价格回升至 660.00 元/吨，但由于缺乏下游需求有利支撑，动力煤价格下行压力依旧不减。至 2015 年 11 月 4 日~11 月 11 日这一周，秦皇岛港动力煤（Q5800K）平仓价为 420.00 元/吨。从焦煤方面来看，焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显。但由于焦煤下游钢铁行业需求不振，使焦煤价格在 2011 年后进入震荡下降通道，至 2015 年 11 月 6 日~11 月 13 日这一周，焦煤价格（全国含税平均价）已跌至 590.00 元/吨。

行业竞争方面，受成本控制能力、运输渠道、融资能力的影响，大型企业与小型企业的分化已经开始。从集中度看，煤炭行业兼并重组效果显著，2014 年 9 月，中国煤炭工业协会发布“2014 中国煤炭企业百强名单”，入围企业占全国煤炭产量的比重首次超过 80%，达到 81.66%。

2015 年以来，国家能源局、煤矿安监局和发改委先后发布《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》、《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》和《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》。2016 年 1 月，李克强总理视察山西煤矿时强调，在煤炭行业处于产能严重过剩、价格大幅下跌的困难时期，应尽快制定规范煤炭市场、降低企业成本的举措，共同努力让煤炭行业闯过严冬、打开新局面。2016 年 2 月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确了“从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”的目标。

总体看，我国煤炭资源丰富，质量较好，分布相对集中；受下游需求不振影响，煤炭价格大幅下跌，产量规模下行；政府较大力度地集中出台去产能政策，行业集中度显著提高；在落后产能相继退出，行业整合逐步实现，以及下游行业回暖的情况下，未来煤炭采掘行业景气度有望回升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是以煤为基础，集采煤、洗煤、煤焦、煤化工、煤电为链条的煤炭循环产业和以冶炼、机械加工、金融、物流、文化旅游、环保产业开发、新能源产业开发等多元产业于一体的大型能源化工企业。

公司一直遵循国家产业政策，实施“煤基多元、循环发展”的战略，构建了以精煤、焦炭、化工、电力四大产业为基础的煤焦化工循环产业链。目前公司主营产品为：煤炭（原煤、精煤）、焦炭、煤化工品（粗苯、甲醇、焦油、合成氨和 LNG 等）。截至 2016 年 11 月底，公司具备年产 840 万吨精煤洗选、111 万吨原煤开采、520 万吨焦炭、6.93 万吨粗苯、23.7 万吨焦油、31 万吨甲醇、9 万吨合成氨、25 万吨 LNG、2×12MW 机组发电厂、8,000 万块蒸压粉煤灰砖的生产能力。

公司控股子公司陕西黑猫焦化股份有限公司（以下简称“陕西黑猫”）所经营的煤、电、焦、化协同发展的循环经济产业格局初具雏形。通过洗精煤加工、煤电、煤焦和煤化工产业链的延伸，逐步形成洗精煤加工—精煤炼焦—提炼煤焦油等化工产品—富余煤气制甲醇、合成氨—甲醇弛放气、煤矸石、煤泥发电—电供应本企业厂矿—电厂煤灰渣制砖的循环产业链，把上一级生产的废料（气、水），变成下一级生产的原料，实现了废气、废水、废料的“零排放”，被陕西省树立为“循环经济示范企业”。其中甲醇联产合成氨技术以及 LNG 联产甲醇技术均属国内首创，该两项生产工艺在 2013 年被中国炼焦行业协会推荐为行业典型示范工艺。

总体看，公司拥有产业优势、循环经济产业链优势。

2. 区域环境

韩城处于渭北煤炭“黑腰带”北部，东与山西临汾主焦煤基地隔黄河相望，西接延安黄陵煤化工基地，南壤关中动力煤基地，北临陕北、内蒙煤电化能源基地，具有显著的连贯南北，承东启西的战略区位优势特征。108 国道、西（安）侯（马）铁路干线及西（安）禹（门口）高速公路横贯韩城市区，铁路、高速公路南北连接全国，交通十分便利，地理位置优越。从资源储量和开发上看，韩城煤炭储量达 103 亿吨，区域具备年产原煤 700 万吨，年产洗精煤逾 1,000 万吨的生产能力。

公司所在韩城市龙门生态工业园区为国家级生态工业示范园区，拥有煤炭、冶金、电力、焦化等企业，不同的企业、行业之间通过循环经济形成了共享资源和产业组合。对于公司所处的焦化行业，园区中拥有提供煤炭的上游企业（如陕西大前煤业有限责任公司）和消费焦炭的大型钢铁企业（如陕西龙门钢铁（集团）有限责任公司，以下简称“龙门钢铁”），为公司的规模化发展提供了充分的空间，为公司的原材料供给和产品销售提供了可靠的保证。

总体看，韩城市煤炭资源丰富、交通便利，工业示范园区内上下游企业联系紧密，为公司发展创造了良好的外部环境。

3. 人员素质

截至 2016 年 11 月底，公司拥有董事、监事及高级管理人员共 11 人，均具备多年煤炭行业从业经验，履职能力强。

公司董事长李保平先生，中国国籍，生于 1960 年 10 月。1978 年至 1981 年，在韩城林源西沟煤矿下井，先后为工人、班长、技术员；1982 年至 1996 年，任韩城林源西沟煤矿矿长；1997 年至今，任陕西黄河矿业（集团）有限责任公司董事长；2003 年 11 月至今任陕西黑猫焦化股份有限公司董事长；2004 年至今担任韩城市黄河节能电力有限责任公司执行董事；2004 年至今担任韩城市伟山机械有限责任公司执行董事；2008 年 4 月至今任新丰焦化有限责任公司董事长；2008 年至今担任韩城市添工冶金有限责任公司执行董事；2009 年 2 月至今任龙门煤化有限责任公司副董事长；2009 年至 2012 年 6 月任紫兆环保有限责任公司董事；2009 年至今担任韩城市金桥小额贷款有限责任公司董事；2010 年至今担任韩城浦发村镇银行股份有限公司董事、陕西文化产业（韩城）投资有限公司董事。李保平先生先后荣获“全国劳动模范”、“陕西省劳动模范”、“陕西省杰出民营企业家”、“陕西省十大社会责任功勋企业家”等殊荣。目前还兼任陕西省政协委员，渭南市、韩城市政协常委，陕西省工商联副主席，渭南市工商联副主席，韩城市工商联主席、总商会会长等社会职务。

公司总经理李建平先生，生于 1972 年 9 月。1989 年 7 月至 1997 年在林源乡西沟煤矿工作。1997 年至 2006 年先后担任韩城市矿业开发有限责任公司组建后运销业务部部长、副总经理，陕西黄河矿业有限责任公司总经理。2007 年至今，任公司总经理。

截至 2016 年 11 月底，公司在职职工合计 6,887 人。公司在岗员工中，生产人员占 80.88%，销售人员占 0.96%，财务人员占 0.74%，技术人员占 3.05%，行政人员占 14.37%；按教育程度分类，中专、专科及本科以上占 36.98%，高中及以下学历占 63.02%；按年龄分类，25 岁以下占 14.29%，25 至 45 岁占 72.98%，45 岁及以上占 12.73%。

总体看，公司高管人员从业经验及管理经验丰富，履职能力强。公司人员结构可满足公司生产运营所需。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及《陕西黄河矿业（集团）有限责任公司章程》的规定建立了完善的公司治理结构，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系，包括股东会、董事会、监事会及经营管理层。

股东会是公司的最高权力机构，公司股东会由全体股东组成；公司设董事会，董事会对股东会负责，董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，由出资最多的股东担任；董事会成员由股东会选举产生，董事每届任期 3 年，连选可以连任；公司设监事会，监事会负责监督董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务情况；监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事由股东会选举或更换，连选可以连任。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，主持公司的经营管理工作；由董事会聘任或解聘。

总体看，公司治理结构符合公司法的各项规定，股东会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设 11 个职能部门，分别为物资采供部、行政事务部、生产运行部、安环部、企业管理部、监察审计部、项目开发部、原料供应部、财务管理部、保卫处和西安办事处。各个部门分工明确，职责清晰。为保证经营业务活动的正常进行，公司根据自身的具体情况，制定了相关的内部控制制度，以确保公司业务合法、合理、安全、规范的运行。

采购管理方面，公司在采购、付款环节设立严格的授权批准制度，明确审批人对采购与付款业务的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施，规定经办人办理采购与付款业务的职责范围和工作要求。

销售管理方面，公司制定了合理的销售政策，明确了年度销售目标、定价原则、结算办法，建立了收入确认制度，对销售及收款做出明确规定，对签订合同、开具发票和回款等环节设置了控制程序。

财务管理方面，公司建立了财务管理的相关制度，对财务部门和岗位在财务工作中的职责和权限予以明确，在会计凭证、会计账簿、会计报表和其他会计资料的编制和管理方面制定了相关制度，确保会计信息的真实可靠。公司对应收账款和预付账款建立了严格的授权批准制度，明确赊销业务和预付款业务的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施，规定经办人的职责范围和工作要求。在此基础上，公司还建立了坏账提取准备制度，规定了坏账提取的比例和提取条件。

投融资方面，公司建立了严格的授权批准制度，明确授权批准的方式、程序和相关控制措施，规定了审批人的权限、责任以及经办人的职责范围和工作要求。对借款金额的计划、审批、借款合

同的签订以及借款费用的支付等都设置了严格的控制程序，以使公司高效地使用借款并合理的支付借款费用。对于对外投资，公司严格按照规定的权限和程序进行对外投资，同时加强对外投资可行性研究、评估与决策环节的控制，加强内部审计，确保对外投资全过程得到有效控制。

子公司的管理方面，公司建立了对子公司实施组织机构与人员管理、确立经营目标、重大经营决策和财务报告等方面重要控制节点的全面管理和控制。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括焦炭、煤化工产品生产和销售以及煤炭的洗选、开采和销售。2013~2015 年，公司营业收入持续下降，分别为 105.46 亿、89.91 亿元和 69.03 亿元，年均复合下降 19.09%，主要系占比较高的焦炭和煤炭业务收入降幅较大所致。

从营业收入构成看，焦炭业务收入是公司营业收入的主要来源，2013~2015 年，公司焦炭业务收入连续下降，分别为 61.53 亿元、49.98 亿元和 39.82 亿元，占营业收入比重分别为 58.34%、55.60% 和 57.69%。公司煤化工业务主要产品含粗苯、甲醇、煤焦油、合成氨、LNG 等属于炼焦过程中的副产品及通过焦炉煤气综合利用生产的化工产品，2013~2015 年，受产品价格下跌等因素影响，公司煤化工业务收入波动下降，分别为 11.80 亿元、16.73 亿元和 11.00 亿元，占营业收入比重分别为 11.19%、18.61%和 11.00%。公司煤炭业务收入仅次于焦炭业务，产品主要为原煤和经过洗选的精煤，受煤炭市场不景气的影响，2013~2015 年，煤炭收入持续下降，分别为 28.63 亿元、21.79 亿元和 14.55 亿元，占营业收入比重分别为 27.16%、24.24%和 21.07%。其他业务收入主要为硫铵、机砖、电力、硅铁、机械加工及维修、煤气和蒸汽等收入，在公司收入结构中占比较低。

表 3 2013~2016 年 11 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~11 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	61.53	58.34	-0.36	49.98	55.60	-2.85	39.82	57.69	-10.37	38.88	47.04	7.54
煤化工	11.80	11.19	64.54	16.73	18.61	59.51	11.00	15.93	43.36	8.05	9.74	40.91
其中：粗苯	2.95	2.80	64.00	2.82	3.13	59.59	1.58	2.29	26.47	1.44	1.75	41.77
甲醇	2.87	2.72	65.33	3.48	3.87	54.11	2.72	3.94	39.97	2.17	2.63	34.63
煤焦油	3.92	3.71	72.65	3.73	4.15	69.94	2.64	3.83	56.89	2.02	2.45	54.34
合成氨	1.41	1.34	47.48	1.17	1.30	43.97	1.10	1.60	42.35	0.11	0.13	-21.33
LNG	0.65	0.62	51.71	5.53	6.16	59.10	2.95	4.27	43.82	2.31	2.80	37.33
煤炭	28.63	27.16	8.45	21.79	24.24	7.06	14.55	21.07	8.98	34.31	41.51	7.80
其中：原煤	6.56	6.23	13.74	7.52	8.36	8.33	2.40	3.48	12.13	4.34	5.25	7.14
精煤	22.07	20.93	6.31	14.27	15.88	6.39	12.14	17.59	8.35	29.97	36.26	7.89
其他	3.49	3.31	37.03	1.40	1.55	59.28	3.66	5.31	64.58	1.41	1.71	57.67
合计	105.46	100.00	10.41	89.91	100.00	12.12	69.03	100.00	4.03	82.65	100.00	11.76

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2013~2015 年，公司综合毛利率分别为 10.41%、12.12%和 4.03%。其中，2014 年综合毛利率较 2013 年小幅上升 1.71 个百分点，主要系毛利较高的煤化工业务 2014 年收入占比上升所致；2015 年综合毛利率较 2014 年大幅下降了 8.09 个百分点，主要系化工产品产能因检修技改

未能有效释放，加之焦炭行业陷入低迷，销售价格持续走低，焦炭业务的毛利率持续下降所致。由于公司在进行成本核算时，焦炭产品承担了精煤的成本，从而导致副产品煤焦油、粗苯、甲醇、合成氨和 LNG 等毛利率较高。2013~2015 年，公司煤炭业务毛利率出现波动，分别为 8.45%、7.06% 和 8.98%。2014 年原煤毛利率较 2013 年出现下降，主要为当年国内煤炭市场价格持续走低所致。2015 年煤炭业务毛利率较 2014 年上升 1.92 个百分点，主要系采购煤炭的成本下降所致。2013~2015 年，公司煤化工业务毛利率连续下降，主要是由于公司化工产能未能有效释放，致使产能利用率低，以及石油价格下降引起以石油为原料的部分化工产品价格下降，作为该类产品替代品的煤化工产品价格随之下降所致。随着公司产能的逐步释放及石油价格的回升，公司利润有望稳步提升。

2016 年 1~11 月，公司实现营业收入 82.65 亿元，净利润 3.41 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.38 亿元，收入规模有所回升，盈利情况有明显改善。2016 年 1~11 月，受煤炭市场回暖和公司洗精煤产能大幅增长影响，公司煤炭板块实现收入 34.31 亿元，带动整体收入规模回升；期间焦炭市场价格大幅回升，公司焦炭产品毛利率大幅提高至 7.54%，带动公司综合毛利率回升。

总体看，受产能未能有效释放及焦炭行业低迷、价格持续下降的影响，公司营业收入明显下降，综毛利率有所下滑。公司煤化工业务毛利率水平较高，对公司整体盈利水平有显著的拉动作用，但由于焦煤行业景气度下降，产品价格持续走低，公司 2015 年盈利水平较低。进入 2016 年，随着产品市场价格回升，公司焦炭业务亏损明显改善，煤化工业务依旧保持较好的盈利能力，煤炭业务受产能扩张及市场景气度回升影响实现收入规模大幅增长，公司经营状况明显好转。

2. 焦化业务

采购

黄河矿业焦化业务主要采购的原料为精煤，其采购金额占焦化业务原料采购总额的 90%左右。公司采购的精煤主要来源于陕西省和山西省，合计占比达 85%以上。公司虽然拥有煤炭洗选业务，但其生产的精煤无法满足焦化业务采购的需求，故公司焦化业务所需精煤大部分为外购。公司煤化工产品主要以上游产品生产过程中产生的煤气和尾气为原料，进行循环利用，基本无需从外部采购原材料，有明显的成本优势。

采购量方面，随着龙门焦化 400 万吨焦化项目¹产能的逐步释放，2013~2015 年公司精煤采购量呈现波动增长态势。2013~2015 年，公司精煤采购量分别为 609.64 万吨、598.26 万吨和 618.15 万吨。

采购价格方面，相对于其他焦化企业，一方面由于公司采购量大，公司可以得到一定的原材料价格优惠；另一方面，受近年来下游钢铁行业和上游煤炭行业双重不景气的影响，精煤销售价格持续下降，2013~2015 年，公司的精煤采购均价分别为 810.02 元/吨、593.94 元/吨和 483.60 元/吨。

表 4 2013~2015 年公司精煤采购情况

年份	采购金额（亿元）	采购数量（万吨）	采购均价（元/吨）
2013 年	49.38	609.64	810.02
2014 年	35.53	598.26	593.94
2015 年	29.89	618.15	483.60

资料来源：公司提供

公司精煤采购货款的结算主要采用货到付款模式，货款支付主要以银行承兑汇票为主。运输方面，主要以公路运输为主，少部分精煤采购采用铁路运输，运输费用大部分由供应商承担。

¹ 公司龙门焦化 400 万吨焦化项目有 4 组合计 8 座焦炉，于 2014 年完成最后两座焦炉竣工投产，实现产能提升 100 万吨。

原材料供应方面，公司的精煤供应商主要为大中型煤矿企业，在具体合作方式上，公司与主要供应商签订了框架协议，以保持供货规模和采购价格的稳定。2013~2015 年，公司对前五名供应商的合计采购额占原材料采购总额的 62.02%、76.09%和 82.56%，集中度较高，但考虑到煤炭采购渠道丰富，公司不存在过度依赖的现象。

总体看，公司与主要供应商建立了稳定的合作关系，由于采购规模较大，公司在采购过程中具备一定的议价能力。受近年来钢铁行业和煤炭行业景气度低的影响，公司主要原材料精煤的采购价格持续下降，有利于公司对于成本的控制。

生产

公司循环经济产业链较为完善，是陕西省内规模较大的独立炼焦企业之一。公司已基本形成两套较为完整的焦炭和煤化工生产集群；其中，陕西黑猫、韩城市黑猫能源利用有限公司（以下简称“黑猫能源”）分别拥有不同规模的焦炭和煤化工产品生产能力，且生产厂区距离较近，彼此之间相互协同，基本形成了封闭的焦炭和煤化工循环经济产业链。

公司煤化工业务采用循环经济的生产模式：利用洗精煤炼焦生产焦炭，焦炉煤气回收煤焦油、粗苯等初产品净化后供应生产甲醇、合成氨，甲醇弛放气全部用于生产合成氨，合成氨解析气少部分返回甲醇分厂生产甲醇，大部分供给焦炉加热，以置换出更多的焦炉煤气用于生产甲醇和合成氨。

目前，陕西黑猫子公司陕西龙门煤化工有限责任公司（以下简称“龙门煤化”）的技改项目成功完成，公司新增利用焦炉煤气制 25 万吨 LNG 联产 20 万吨甲醇生产线。公司于 2016 年 3 月完成关停 80 万吨/年焦炭产能，用于后续氨合成气项目技术改造。公司在建技改项目利用 LNG 联产甲醇剩余氢气和高温烟道气分离出的氮气、二氧化碳制 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素生产线，进一步完善了循环经济生产体系，项目预计于 2016 年 12 月完工。

截至 2016 年 11 月底，公司焦炭及煤化工具备年产 840 万吨精煤洗选、111 万吨原煤开采、520 万吨焦炭、6.93 万吨粗苯、23.7 万吨焦油、31 万吨甲醇、9 万吨合成氨、25 万吨 LNG 的生产能力。

表 5 2013~2016 年 11 月公司主要产品的产能及产量情况

产品	指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~11 月
焦炭	产能（万吨/年）	500.00	600.00	600.00	520.00
	产量（万吨）	463.44	471.73	483.83	395.95
	产能利用率（%）	92.69	78.62	80.64	83.07
甲醇	产能（万吨/年）	11.00	31.00	31.00	31.00
	产量（万吨）	14.17	18.57	18.99	15.87
	产能利用率（%）	128.82	59.90	61.26	55.85
合成氨	产能（万吨/年）	9.00	9.00	9.00	9.00
	产量（万吨）	6.95	6.40	6.44	0.70
	产能利用率（%）	77.17	71.13	71.56	8.48
煤焦油	产能（万吨/年）	21.75	26.51	26.50	23.70
	产量（万吨）	17.44	18.45	19.14	15.55
	产能利用率（%）	80.18	69.60	72.23	71.58
粗苯	产能（万吨/年）	6.46	7.79	7.78	6.93
	产量（万吨）	4.89	5.13	5.25	4.41
	产能利用率（%）	75.70	65.85	67.48	69.42
LNG	产能（万吨/年）	--	25.00	25.00	25.00
	产量（万吨）	1.79	15.80	9.32	10.44
	产能利用率（%）	--	63.20	37.28	45.56

资料来源：公司提供

注：产能数据均为期末时点统计数据，2016 年 1~11 月产能利用率为经年化数据。

随着龙门煤化募投项目“400万吨/年焦化技改项目”的建成，公司焦炭产能由2013年的500万吨/年增长至2015年的600万吨/年，产量随之增长。2014年，公司焦炭产能利用率为78.62%，较2013年下降较大，主要是因为龙门煤化合计产能100万吨/年的两座焦炉于2014年1月投入试生产，因调试周期较长，以致当年产能未能充分释放；此外，焦炭生产下游产业链焦炉煤气制LNG联产甲醇生产线于2014年度进行了多次工艺及设备的技术性调整，也一定程度上限制了公司焦化产能的释放。2015年，公司焦炭产能利用率为80.64%，较2014年有所回升，主要系产能的逐步释放，但受联产装置技改与工艺调整影响，公司产能释放较为缓慢，公司整体产能利用率仍有上升空间。

2013~2015年，公司煤化工产品的产量波动增长。2014年煤化工产品总产量为64.38万吨，较2013年上升42.31%，主要系甲醇和LNG新建产能投入使用，产量大幅增长所致。2015年，受龙门煤化的技术改造影响，化工业务产能未能充分释放，产量下降至59.14万吨，较2014年下降8.13%。

2013~2015年甲醇产品的产能利用率由128.82%大幅下降至61.26%，主要系子公司龙门煤化的“25万吨/年LNG联产20万吨/年甲醇项目”于2013年11月建成，建成后产能无法一次性释放所致；受此影响，2015年公司LNG的产能利用率大幅下降至37.28%。2015年，合成氨、焦油和粗苯的产能利用率分别为71.56%、72.23%和67.48%，较2013年分别下降5.61、7.95和8.22个百分点，整体呈下降趋势，公司煤化工业务产能利用率有待提高，随着技术调试完成，公司产能利用率将逐步回升。

2016年1~11月，除合成氨以外，公司焦炭与煤化工业务其他产品产能利用率较上年水平变化不大，产品生产较为平稳，焦化产品产能释放效果尚不明显。

目前，公司主要实行以销定产策略，公司董事会负责在综合考虑上一年度生产情况、销售情况以及市场分析情况等相关因素后，编制年度生产计划，相关计划报股东大会批准后，由公司高管团队负责相关计划的组织和实施，并由安全生产部总调度室根据季节特点及生产现场的实际状况将年度生产计划进行细化分解，以便具体生产部门对相应计划予以落实。

产品质量方面，公司各主要产品执行国家标准和行业标准，制定了较为完善的质量管理制度和操作规程，并在生产经营中严格要求各部门遵照执行，提高产品质量。

总体看，公司产品生产能力不断扩大，但产能释放情况有待提升，整体运营稳定。

销售

公司焦化业务的主要销售产品包括焦炭、粗苯、甲醇、煤焦油和LNG等煤化工产品。其中，焦炭产品主要销往陕西省、河北省和山东省等地的大型钢铁企业，煤化工产品则主要供应给陕西省内和周边省份的化工企业。

表6 2013~2016年11月公司焦化产品的销售情况

产品类别	项目类别	2013年	2014年	2015年	2016年1~11月
焦炭	销售金额(万元)	615,300.59	499,849.70	398,213.38	389,426.92
	销售数量(万吨)	552.02	572.19	594.95	522.84
	销售均价(元/吨)	1,114.64	873.57	669.32	744.83
	产销率(%)	119.11	121.30	122.97	132.05
甲醇	销售金额(万元)	28,715.54	34,775.23	27,205.29	21,689.74
	销售数量(万吨)	14.19	18.50	19.02	15.39
	销售均价(元/吨)	2,023.65	1,879.51	1,430.49	1,409.34
	产销率(%)	100.14	99.62	100.16	96.98

合成氨	销售金额（万元）	14,075.17	11,679.22	11,017.80	1,055.11
	销售数量（万吨）	7.05	6.30	6.51	0.70
	销售均价（元/吨）	1,997.27	1,852.80	1,691.15	1,507.30
	产销率（%）	101.46	98.44	101.09	100.00
煤焦油	销售金额（万元）	39,173.73	37,324.58	26,416.74	20,206.20
	销售数量（万吨）	17.67	18.07	19.05	15.71
	销售均价（元/吨）	2,217.40	2,065.68	1,386.70	1,286.20
	产销率（%）	101.27	97.94	99.53	101.03
粗苯	销售金额（万元）	29,534.79	28,178.73	15,834.81	14,427.58
	销售数量（万吨）	4.89	5.14	5.27	4.43
	销售均价（元/吨）	6,044.00	5,480.36	3,006.91	3,256.79
	产销率（%）	100.00	99.61	100.38	100.45
LNG	销售金额（万元）	6,533.49	55,344.06	29,524.81	23,124.25
	销售数量（万吨）	1.50	15.07	10.27	10.36
	销售均价（元/吨）	4,355.66	3,673.48	2,875.78	2,232.07
	产销率（%）	83.87	95.38	110.19	99.23

资料来源：公司提供

注：2013年、2014年、2015年及2016年1~11月，公司焦炭销售量中含外采销售分别为104.55万吨、117.39万吨、107.28万吨和94.33万吨。

公司产品的销售方式多以直销为主，避免中间商环节，其中焦炭主要客户定位于大中型钢铁企业，甲醇的销售客户主要为生产甲醛、二甲醚等的厂家；合成氨的销售客户主要为生产尿素、复合肥等的厂家。陕西黑猫生产的焦炭，绝大部分由陕西黄河物资销售有限责任公司（以下简称“黄河销售”）负责销售，公司控股子公司龙门煤化生产的焦炭部分由其直接对外销售，部分由黄河销售负责销售。甲醇、LNG等副产品由各生产公司自行销售。

2013~2015年，公司焦炭销售量分别为552.02万吨、572.19万吨和594.95万吨，销售规模逐年增长；但受产品市场价格下滑的影响，近三年，公司焦炭销售均价分别为1,114.64元/吨、873.57元/吨和669.32元/吨，随市场价格大幅下跌。

2013~2015年，受化工产品市场不景气影响，公司各主要化工产品的销售价格逐年下降，粗苯、煤焦油、LNG、甲醇和合成氨的销售价格年均复合下降29.47%、20.92%、18.74%、15.92%和7.98%；上述化工产品总体销售量稳步增长，近三年合计销售量分别为45.30万吨、63.08万吨和60.12万吨，产销率维持在较高水平。

2016年1~11月，公司焦化业务各产品产销率保持较高水平；受整体市场价格变动影响，多数化工产品销售均价进一步下滑，但焦炭市场价格的持续回升带动公司销售状况好转。

产品定价方面，黄河销售业务人员根据实地考察、网络媒体等实时了解市场情况。如市场发生变化则由客户经理做出市场分析报告，报黄河销售总经理批准后执行。陕西黑猫经营部内设网络信息中心，其主要任务就是通过网络媒体的方式，收集和采集关于焦炭、甲醇、合成氨等价格的信息。每周二由网络信息中心出具本周产品的市场分析报告，陕西黑猫总经理、经营副总经理、经营部部长、副部长以及黄河销售总经理、黑猫能源、新丰焦化有限责任公司（以下简称“新丰焦化”）、龙门煤化经营部部长等组成定价小组，通过市场分析报告以及近期销售具体情况制定本周焦炭、甲醇、合成氨、煤焦油、硫铵、粗苯及LNG的销售指导价格。若近期变化较大，实际销售低于销售指导价格时，需由公司经营副总经理批准后方可执行。

结算方面，公司主要产品焦炭以先发货后收款的方式进行销售，实行当月发货，次月结算并开具发票，账期一般为2~3个月，由于业务现阶段处于买方市场，部分以银行承兑汇票支付；化工产

品的销售全部实行先款后货的销售模式，大部分为现金交易。为保证货款的回收，黄河销售业务人员经常前往各地做实地考察，并根据与客户的长期合作情况编制销售客户名单，根据各个客户的历史付款记录、客户资产质量、财务状况、资信情况等进行客户评审，选择接收优质客户订单。

运输及运费方面，公司除在陕西省内的焦炭客户因距离较近采用公路运输外，其他省外客户以铁路运输为主。另外，由于龙门煤化和龙门钢铁均位于龙门工业园区，因此销往龙门钢铁的焦炭采用皮带输送线进行运输。运费方面，从焦场到站台的公路运费及运往龙门钢铁和陕钢集团汉中钢铁有限责任公司（以下简称“汉中钢铁”）的公路运费由公司承担；大多数铁路运输客户采取两票制的结算方式，由客户自行承担运费；部分客户采取一票制的结算方式，需由公司承担运费，但相应销售单价会有所提升。近年来，由于需要公司承担运费的客户增加，导致公司运输费用上升较快。煤化工产品销售主要以客户上门自提为主，公司不负责运输。

总体看，公司产品的产、销量同步增长，销售客户稳定，但受行业整体景气度下行，焦炭与化工产品销售价格持续下降；公司逐步完善煤焦化循环经济产品线，有助于产、销规模长期保持稳定。

3. 煤炭业务

公司的煤炭业务主要为原煤的开采、洗选和销售，以煤炭洗选和精煤销售为主。该项业务由公司本部和子公司甘肃丰汇矿业有限责任公司（以下简称“丰汇矿业”）负责运营。截至 2016 年 11 月底，公司位于韩城的东岭煤矿的产能为 30 万吨/年，已取得许可 21 万吨/年，位于甘肃省张掖市山丹县的花草滩煤矿（2016 年 4 月投产）产能为 300 万吨/年，已取得采矿证 90 万吨/年。

2016 年 1 月，公司关停本部白村洗煤厂，减少洗煤产能 60 万吨/年。2016 年 4 月，公司丰汇洗煤厂（也称作“花草滩洗煤厂”）投产，洗煤产能增加 600 万吨/年。截至 2016 年 11 月底，公司拥有东王洗煤厂和丰汇洗煤厂 2 个洗煤厂；位于韩城的东王洗煤厂的洗煤量为 240 万吨/年，位于甘肃省张掖市山丹县的丰汇洗煤厂的洗煤量为 600 万吨/年，合计洗煤产能 840 万吨/年。公司煤炭洗选主要采用 72 平方米跳汰洗煤机、100 万吨中煤重介再洗设备以及浓缩池、浮选柱进行主洗、再洗和对尾煤及工业废水进行二次利用。

花草滩煤矿煤资源丰富，储量达 3.4 亿吨。公司采用全机械化开采，煤矿的开采难度适中。这两处煤矿濒临国道，交通便利，所产的煤主要通过国道运往陕西、河南地区。在建煤矿位于枣庄，主要煤种为优质无烟煤，属于稀缺煤种，有较好的投资前景，矿区总储量达 24 亿吨。矿区可采煤层平均厚度 5.30 米，厚度变化小，结构简单，煤质变化小，为稳定的全区可采煤层。公司以较低价格收购该煤矿并解决了开采的技术难题，建成投产后将有利于提升公司盈利水平。

目前公司自产的原煤主要作为洗煤的原料煤。由于公司自有煤矿的产能处于扩张阶段，煤炭洗选原料自给率较低，因而公司煤炭洗选业务的原料煤基本上全部为外购。目前公司的原煤主要从韩城和韩城周边的黄陵、乡宁等地区采购，同时公司的参股煤矿也供应部分的原煤。为了满足不同客户对洗精煤质量指标的要求，公司也从山西、青海等地区采购少量品质较高、指标符合要求的精煤，用于对洗煤后的精煤进行配煤。

公司生产的精煤主要销售客户为山西省和韩城本地的焦化企业，该部分客户与公司业务合作关系稳定。公司与陕西陕煤黄陵矿业有限公司建立了长期供货协议，原煤采购量较大，煤炭铁路运力较为充足。公司下游中小客户对于原煤也有一定需求，除精煤外，公司也对外销售一定量的原煤。

公司洗选出的产品主要是精煤，同时伴有中煤、煤泥和矸石三种洗煤副产品。精煤直接对外销售，副产品作为动力煤销售给公司下属发电企业和当地电厂。

公司精煤销售模式采用订单式的销售方式，运输方式包括客户自提和发行人送到两种方式；销

售原则是先款后货，按月结算，由于业务现阶段处于买方市场，部分以银行承兑汇票支付。

公司销售的定价原则是：根据精煤同期市场价格，并结合生产成本和期间费用，制定产品销售价格，公司精煤加工工艺仅为简单的物理加工，毛利不高，煤炭价格的下滑，对营业收入影响较大，对盈利能力影响较小。

2013~2015 年，公司精煤销售量分别为 269.63 万吨、242.72 万吨和 234.98 万吨，呈逐年下跌趋势，主要系宏观经济不景气，市场竞争加剧所致。2013~2015 年，公司精煤销售均价分别为 818.52 元/吨、588.20 元/吨和 516.76 元/吨，随市场价格下跌，受上述两方面影响，公司煤炭业务 2013~2015 年，实现收入有所下降，分别为 28.63 亿元、21.79 亿元和 14.55 亿元。考虑到公司煤炭板块以洗选业务为主，利润规模受精煤价格影响相对较小。

表 7 2013~2016 年 11 月公司精煤销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 11 月
产量（万吨）	257.21	249.18	245.01	548.26
销量（万吨）	269.63	242.72	234.98	527.94
产销率（%）	104.83	97.41	95.91	96.29
销售均价（元/吨）	818.52	588.20	516.76	532.63

资料来源：公司提供

注：2016 年 1~11 月，丰汇洗煤厂实现产量规模较小，公司精煤产量含外协产量 203.96 万吨；2013~2015 年，公司无外协精煤生产。

2016 年 1~11 月，公司完成精煤生产 548.26 万吨，完成销售 527.94 万吨；煤炭市场回暖，为公司实现收入及利润规模的回升提供了重要支撑。

总体看，公司煤炭业务与上游供应商和下游客户均保持了长期合作关系，精煤销售和原材料供应较有保障，但受煤炭市场不景气的影响，近年来公司煤炭洗选产量、销量有所下降；公司自有煤矿产能处于扩张阶段，煤炭洗选业务的原料煤大部分需要对外采购。进入 2016 年，煤炭市场回暖，为公司实现收入及利润规模的回升提供了重要支撑。

4. 安全生产与环境保护

近年来公司不断建立健全安全生产管理体系，加大安全管理力度，认真落实各项安全管理制度并提高了安全年薪在考核中所占的比例。公司先后制定了《安全目标管理制度》、《安全办公会议制度》、《安全检查制度》、《安全隐患排查制度》、《“一通三防”管理制度》，要求各下属单位每月至少组织一次全面安全大检查，集团公司对各单位进行现场抽查，并向被检单位下达《安全检查意见书》，及时进行处理整改。每年按照季度组织四次专项活动，分别为通风系统攻坚战、局部通风专项攻坚战、瓦斯攻坚战和防尘攻坚战。

公司所处的煤化工行业属污染性行业。公司遵守《中华人民共和国环境保护法》，不断加强所属企业的环保工作，减少或防止对自然生态的破坏和污染。公司是陕西省发改委确立的“循环经济试点企业”之一，实现资源综合利用，废水、废渣零排放，排放指标达到了环保部门的排放标准。但随着国家对环境保护重视程度以及节能减排要求的不断增强，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司未来为执行环境保护的新政策和标准将承担更多的成本和资本性支出，从而给公司的经营业绩和财务状况带来一定影响。

2016 年 6 月，公司控股子公司龙门煤化在检修过程中发生一起煤气泄漏事故，造成现场员工 7 人中毒或不适，紧急送医院治疗，2 人死亡，5 人住院观察（目前 5 人均已出院）。事故发生后，公

司立即启动应急预案，组织救援并处理善后工作，并按相关法律、法规的规定及相关程序向有关部门及时上报。

总体看，公司重视安全生产和环境保护，但在生产过程中安全事故及污染泄漏作为隐患难以完全杜绝，其所产生的影响可能对公司的经营产生不利的影响。

5. 在建重大项目

公司在建重大项目 4 个，包括龙门煤化年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目、花草滩洗煤生产线储运场、枣庄无烟煤矿一期项目和新丰焦化技术改造项目。

表 8 截至 2016 年 11 月底公司在建重大项目情况（单位：亿元）

项目名称	产能规模	投资总额	已完成投资	预计完工时间
枣庄无烟煤一期	300 万吨/年 原煤	18.00	16.87	2017 年 3 月
花草滩洗煤生产线储运场	--	4.56	3.12	2016 年 12 月
龙门煤化合成氨项目	28 万吨/年合成氨，48 万吨/年尿素	10.22	8.12	2016 年 12 月
新丰科技技改项目	3.24 亿立方/年氨合成气	4.00	1.37	2017 年 4 月
合计	--	36.78	29.48	--

资料来源：公司提供

龙门煤化年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目

龙门煤化年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目是由三级子公司龙门煤化实施，龙门煤化焦化循环经济产业链的重要组成部分。该项目已在韩城市发改委备案，备案号为韩发改产业（2012）898 号。该项目位于韩城市龙门国家生态工业示范园，在大唐韩城第二发电有限责任公司与陕西龙门钢铁（集团）有限责任公司之间，占地面积 155 亩，投资 10.22 亿元。该项目一方面利用了焦炉煤气生产 LNG 联产甲醇后剩余的氢气，使焦炉煤气资源得以更完全、更充分的综合利用，达到能源循环利用的目的；另一方面又对高温烟道气中二氧化碳进行分离并综合利用来生产尿素，大幅度减少了尾气中二氧化碳的排放，与同行业比较，核心优势在于没有原料、净化单元，而是利用 LNG 联产甲醇尾气中富裕氢气、二氧化碳以及烟道废气中分离的氮气和二氧化碳配比生产，由此带来投资少、生产环节少、原料成本低、动力消耗低、人员配置少等一系列优势。该项目目前已接近完工，预计 2016 年下半年将建成投产。项目的建设将有效利用资源，在减少污染同时提高焦炉气产品附加值。项目建成后，公司将新增年产 28 万吨合成氨和 48 万吨尿素的生产能力，煤化工产品的深加工能力将进一步增强，公司收入和盈利水平将有所提高。

枣庄无烟煤矿项目

枣庄无烟煤矿项目由子公司韩城市枣庄实业有限公司实施，该项目是由当地政府整合的无烟煤煤矿，煤种为优质无烟煤，矿区厚度变化小，结构简单，煤质变化小，为稳定的全区可采煤层。矿区分为宜南和韩北两个井田，资源储量达 242,681 万吨。该项目一期设计产能 300 万吨/年，预计于 2017 年 3 月建成投产，计划于 2017 年生产原煤 120 万吨。由于公司取得该煤矿的成本较低，建成投产后该项目的运营有利于提高公司盈利能力。

新丰焦化技改项目

新丰焦化技术改造项目即“焦化转型升级改造项目”由三级子公司韩城市新丰清洁能源科技有限公司实施。该项目拟投资 40,563 万元，对其现有的“80 万吨/年焦化项目”进行关停。新丰焦化技术改造项目建设以 29.36 万吨/年化工焦为原料，采用纯氧气化技术将化工焦气化造气，经脱硫、压缩、变换、脱碳等工序，制成氨合成气、水煤气等，为陕西黑猫、黑猫能源及工业园区相关企业

提供化工气体。该项目年产量为 3.24 亿立方氨合成气（主产品），0.48 亿立方水煤气（副产品），0.32 亿立方变换脱碳气（副产品），0.34 亿立方甲醇弛放气（副产品）。“焦化转型升级改造项目”通过延伸循环经济产业链，扩大了焦炭利用途径，提高了产品附加值，有利于经济效益，预计工期 18 个月。同时，随着原“80 万吨/年焦化项目”的停产，公司直接面向市场的焦炭产销量下降，在当前市场情形下，有利于公司减少亏损。

总体看，龙门煤化年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目、新丰焦化技改项目建成投产后将有望进一步完善公司焦化循环经济产业链，加强公司煤化工产品的深加工能力；枣庄无烟煤矿项目建成投产后将有助于提升公司原煤自给率。随着在建项目的建成投产，公司收入和盈利水平将有望提高，但仍需关注产品市场波动情况。

6. 经营效率

2013~2015 年，公司的应收账款周转次数分别为 15.58 次、14.13 次和 7.62 次，呈逐年下降趋势；存货周转次数分别为 5.31 次、3.98 次和 3.45 次；受应收账款和存货周转次数逐年下降影响，总资产周转次数也呈逐年下降趋势，2013~2015 年分别为 0.72 次、0.48 次和 0.34 次。公司周转指标呈下降趋势，主要系焦炭价格下跌使得营业收入降低所致，同时，下游钢铁行业资金紧张，账款回收周期延长也对相关指标的变动产生影响。

总体看，受宏观经济不景气影响，公司应收账款回收能力、存货周转率和总资产周转率有所下降，应收账款主要是焦炭款，客户十年来合作都非常稳定，未来随着经济形势的好转，应收账款回收能力、存货周转率和总资产周转率都会逐步恢复到之前的水平。

7. 经营关注

自产原煤不足风险

作为焦炭的上游原料，焦煤在焦炭生产成本中的比重在 60%~80%。焦煤行情的涨跌，时刻影响着焦炭企业的生产经营状况。公司焦化业务的主要原材料炼焦煤年需求量为 400 万吨，尽管公司各煤矿项目逐步投产，公司自身的原煤产量仍不能够完全覆盖生产需求，大部分炼焦用煤需要外购。

安全生产风险

公司在焦化业务方面存在高温、高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素。如果发生重大安全事故，将对公司的生产经营造成一定的负面影响，并有可能引起诉讼、赔偿性支出以及停产整顿等处罚。

焦炭价格波动风险

2010 年以来，随着国内经济增速放缓，焦化行业出现产能过剩，产品竞争激烈导致利润空间大大压缩。自 2012 年开始，全国焦炭价格整体呈现下行趋势，焦炭价格的持续下跌会给公司的盈利能力造成一定的不利影响。国家不断出台去产能、去库存的鼓励政策，效果初步显现，焦炭价格也随之上行，焦炭价格波动情况仍需持续关注。

替代产品价格下跌削弱煤化工产品利润

煤化工产品与石油化工产品具有较强替代性，国际油价下跌导致化工产品价格走低，公司煤化工业务利润空间受到挤压。

8. 未来发展

煤炭业务发展方面，公司计划加强对现有煤矿的资源整合，重点发展主焦煤和无烟煤。公司计

划在“十三五”末完成建设两个“1,000 万吨”煤炭生产基地，即韩城枣庄无烟煤矿和甘肃山丹花草滩主焦煤煤矿。

焦化业务和化工业务方面，为了摆脱对钢铁行业的依赖，公司对现有“80 万吨/年焦化项目”进行技术改造转型升级，建设“焦化转型升级改造项目”，实现“减焦增化”的产业结构战略转型。通过焦化转型升级改造，减少冶金焦产能 80 万吨，增加年产 3.243 亿立方氨合成气、0.48 亿立方水煤气、0.32 亿立方变换脱碳气、0.337 亿立方甲醇弛放气的化工产品。公司正在进行的“焦化转型示范项目”是陕西黑猫循环经济转型重头戏“大气化项目”的一期工程，此项目实施，公司 75%-80% 的焦炭将被消耗，增加 180 万吨甲醇、21 万吨 LNG、16 万吨碳铵的化工产品，整个“大气化项目”完成后，公司将以 360 万吨甲醇、42 万吨 LNG 产能，成为国内规模领先的清洁能源化工企业。

总体看，公司战略目标明确，工作重点清晰，通过不断强化公司的核心竞争力，为公司的未来健康发展奠定基础。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2016 年 1~11 月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照中国财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定（合称“企业会计准则”）的要求编制。此外，公司财务报表符合中国证券监督管理委员会 2014 年修订的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》的披露规定。公司对 2015 年度合并财务报表中资本公积期初数进行了调减，同时对少数股东权益期初数进行了等额调增，主要系对公司持有子公司陕西黑猫的股权比例进行了修正调整。

2014 年，公司财务报表合并范围较 2013 年末未发生变化。2015 年，公司财务报表合并范围新纳子公司 2 家，不再纳入合并范围 1 家，截至 2015 年底，公司纳入合并范围子公司共 17 家。2016 年 1~11 月，公司财务报表合并范围子公司新增 3 家，全部为投资设立。总体看，公司财务报表合并范围变动较小，会计政策连续，主营业务未发生改变，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 196.11 亿元，负债合计 122.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益 32.39 亿元）73.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.76 亿元。2015 年，公司实现营业收入 69.03 亿元，净利润（含少数股东损益-3.99 亿元）-3.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.58 亿元。

截至 2016 年 11 月底，公司合并资产总额 194.13 亿元，负债合计 117.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 45.22 亿元。2016 年 1~11 月，公司实现营业收入 82.65 亿元，净利润（含少数股东损益）3.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.36 亿元。

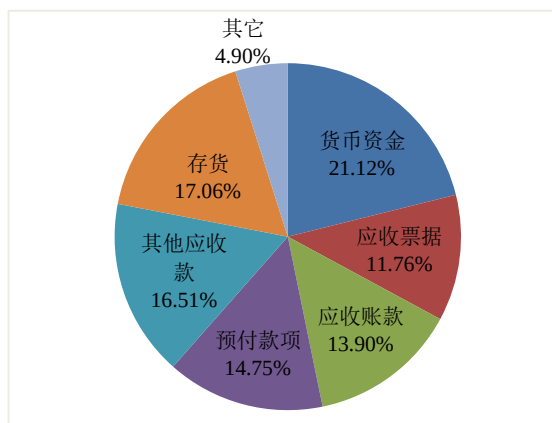
2. 资产质量

2013~2015 年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长 9.60%。截至 2015 年底，公司合并资产总额为 196.11 亿元，较年初减少 6.21%，系流动资产减少所致；其中流动资产占 50.62%，非流动资产占 49.38%，资产结构较为均衡。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 7.72%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 99.27 亿元，较年初减少 16.32%，主要系货币资金、预付款项和其他流动资产大幅减少所致；公司流动资产构成以货币资金（占 21.12%）、应收票据（占 11.76%）、应收账款（占 13.90%）、预付款项（占 14.75%）、其他应收款（占 16.51%）和存货（占 17.06%）为主（如下图所示）。

图 7 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金波动减少，年均复合减少 3.58%。截至 2014 年底，公司货币资金余额为 38.84 亿元，较年初增长 72.23%，主要系子公司陕西黑猫完成首次公开发行股票所致。截至 2015 年底，公司货币资金余额为 20.96 亿元，较年初减少 46.03%，主要系工程建设项目资金投入增加所致；其中受限货币资金为 17.69 亿元，占 84.41%，主要系银行承兑汇票保证金。

2013~2015 年，公司应收票据不断增长，年均复合增长 9.06%，主要系公司票据结算占比提高所致。截至 2015 年底，公司应收票据余额为 11.68 亿元，较年初增长 0.29%，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别占 61.57%和 38.43%。

2013~2015 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 26.88%。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值为 3.80 亿元，较年初减少 55.63%，主要系收回部分货款以及公司以票据方式结算的比例增加所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 13.80 亿元，较年初增长 262.81%，主要系焦炭行业产能过剩以及下游钢铁行业需求不振，公司加大赊销规模所致。截至 2015 年底，公司按单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占 3.33%，计提坏账准备为 0.14 亿元，计提比例为 30.00%，系欠款方资金紧张，根据其未来可收回金额计提坏账准备；公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 96.77%，计提坏账准备为 0.24 亿元，计提比例 1.76%，从账龄看，1 年以内的占比为 91.78%，账龄结构较为集中；公司前 5 名欠款方所欠应收账款合计 8.93 亿元，占 62.97%，公司与下游钢铁行业客户签订长期供货合同，欠款方集中度较高符合公司的经营特点。整体看，公司应收账款账龄结构和集中度较为合理，欠款方以大型企业为主，整体回收风险较低，但其规模增长对公司资金形成一定程度的占用。

2013~2015 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 22.66%。截至 2014 年底，公司预付款项余额为 22.00 亿元，较年初增长 126.13%，主要系公司为获得原材料采购价格的优惠，增加预付货款所致。截至 2015 年底，公司预付款项余额为 14.64 亿元，较年初减少 33.47%，主要系大宗商品价格下降导致公司采购总金额减少，以及预付工程款陆续完成结算所致。

2013~2015 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 22.86%。截至 2015 年底，公司其他应

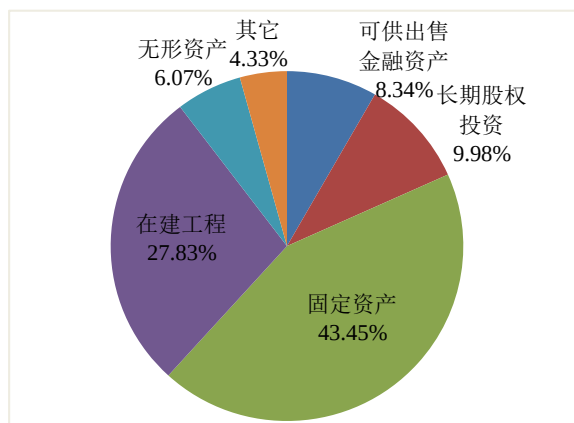
收款账面价值为 16.39 亿元，较年初增长 12.93%，主要系公司与合营企业的往来款项增加所致；欠款方前 5 名所欠金额合计占 27.00%，集中度不高；公司按信用风险特征组合对其他应收款计提坏账准备 381.88 万元，计提比例 0.26%；从账龄看，1 年以内的占比为 62.04%，公司账龄结构比较分散，对资金形成占用，考虑公司其他应收款的债务人主要是公司的合营企业及与公司长期合作企业，信誉较好，坏账准备计提规模较为尚可。

2013~2015 年，公司存货波动减少，年均复合减少 7.05%。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 16.94 亿元，较年初减少 15.12%，主要系受焦炭市场行情下行影响，公司大幅减少库存原材料，以及存货跌价准备计提大幅增长所致。截至 2015 年底，公司存货主要由原材料（占 9.62%）、库存商品（占 51.76%）、开发成本（占 20.03%）和发出商品（占 18.26%）构成；公司对存货计提跌价准备 1.43 亿元，较年初增加 1.36 亿元，主要系焦炭价格下跌，公司对原材料、库存商品和发出商品计提跌价准备增加所致，计提比例为 7.76%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 11.64%，主要系在建工程增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 96.84 亿元，较年初增长 7.06%，主要系在建工程、长期股权投资和其他非流动资产增长所致；非流动资产构成以可供出售金融资产（占 8.34%）、长期股权投资（占 9.98%）、固定资产（占 43.45%）、在建工程（占 27.83%）和无形资产（占 6.07%）构成（如下图所示）。

图 8 截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 37.34%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产余额为 8.08 亿元，全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的占 81.23%，按成本计量的占 9.77%；较年初减少 19.98%，主要系公司持有上市公司陕西煤业 1.35 亿原始股股票价格下跌所致。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 4.77%。截至 2015 年底，公司长期股权投资余额为 9.67 亿元，较年初增长 13.34%，主要系公司处置原子公司韩城市添工冶金有限责任公司（以下简称“添工冶金”）部分股权，添工冶金不再纳入公司合并范围，剩余部分股权以长期股权投资核算所致。

2013~2015 年，公司固定资产逐年小幅减少，年均复合减少 2.12%，主要系计提折旧所致，固定资产构成变化不大。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 42.08 亿元，较年初减少 3.59%；主

要由机器设备（占账面余额的 60.96%）和房屋及建筑物（占账面余额的 28.93%）构成；公司固定资产成新率为 66.22%，成新率尚可。

2013~2015 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 39.03%。截至 2015 年底，公司在建工程为 26.95 亿元，较年初增长 33.48%，主要系花草滩矿井项目和龙门煤化项目建设推进较快所致。截至 2015 年底，公司在建工程主要由花草滩矿井项目、龙门煤化合成氨联产尿素项目和丰汇洗煤厂项目等构成；添工冶金的 BDO 项目因合并范围变化，不再纳入公司在建工程。

2013~2015 年，公司无形资产波动减少，年均复合减少 1.02%。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 5.88 亿元，较年初小幅减少 2.63%；主要由土地使用权（占账面余额的 89.63%）和采矿权（占账面余额的 10.35%）构成；公司无形资产累计摊销 0.63 亿元，占账面余额的 9.67%。

截至 2016 年 11 月底，公司合并资产总额为 194.13 亿元，较年初小幅减少 1.01%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款减少所致；其中流动资产和非流动资产分别占 46.39%和 53.61%。期间公司完成债务偿还规模较大，期末货币资金较年初减少 21.27%。

总体看，由于近年来焦炭行业景气度下行较快，公司适当调整焦炭业务规模，加快花草滩煤矿和龙门煤化的建设进度，公司非流动资产规模持续上升，流动资产规模有所下降，大规模的债务偿还使得公司货币资金减少。

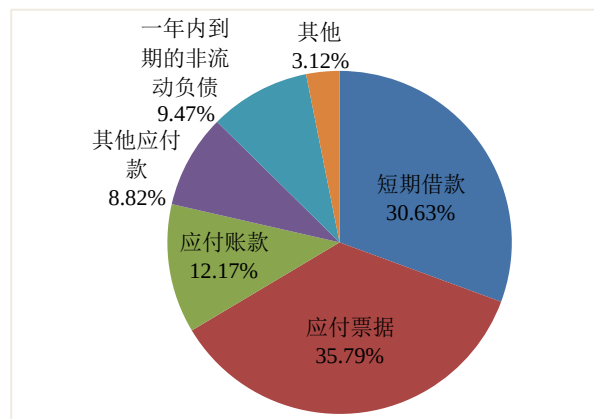
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 3.30%。截至 2015 年底，公司负债合计 122.96 亿元，较年初减少 8.90%，系流动负债减少所致；其中流动负债占 72.48%，非流动负债占 27.52%，公司负债结构仍以流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债波动减少，年均复合减少 9.75%。截至 2015 年底，公司流动负债为 89.13 亿元，较年初减少 20.19%，主要系应付票据和预收账款减少所致；流动资产构成以短期借款（占 30.63%）、应付票据（占 35.79%）、应付账款（占 12.17%）、其他应付款（占 8.82%）和一年内到期的非流动负债（占 9.47%）为主（如下图所示）。

图 9 截至 2015 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动减少，年均复合减少 3.61%。截至 2014 年底，公司短期借款余额为 23.15 亿元，较年初减少 21.20%，主要系公司长期借款增加置换部分短期借款所致。截至 2015 年底，公司短期借款余额为 27.30 亿元，较年初增长 17.92%，主要系公司发行 3 亿元短期融资券“15

黄河矿业 CP001”所致，目前该融资券于 2016 年 5 月到期，并已按时足额兑付本息。

2013~2015 年，公司应付票据波动减少，年均复合减少 3.70%。截至 2014 年底，公司应付票据余额为 49.79 亿元，较年初增长 44.73%，主要系公司扩大采购结算中的票据使用比例所致。截至 2015 年底，公司应付票据余额为 31.90 亿元，较年初减少 35.93%，主要系采购单价下降使得采购金额减少带动票据结算的减少所致。

2013~2015 年，公司应付账款逐年减少，年均复合减少 31.93%。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 10.84 亿元，较年初减少 25.92%，主要系公司扩大票据结算的比例以及采购金额减少所致。

2013~2015 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 2.08%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 7.86 亿元，较年初小幅增加 1.65%，欠款方前 5 名金额合计占比 29.21%，无集中偿付压力。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合减少 1.24%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.44 亿元，较年初增长 36.69%，主要系一年内到期的长期借款增长所致；公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 54.85%）和一年内到期的长期应付款（占 45.15%）构成。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 141.40%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 33.84 亿元，较年初增长 45.19%，主要系长期借款和应付债券增长所致；公司非流动负债以长期借款（占 70.22%）、应付债券（占 20.37%）和长期应付款（占 6.71%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 118.64%。截至 2015 年底，公司长期借款余额为 23.76 亿元，较年初增长 44.25%，主要系多个子公司新增质押、保证借款所致。公司长期借款偿还期限在 2018 年相对集中，合计金额占长期借款总额比例为 53.63%。

表 9 截至 2015 年底公司长期借款偿还期限分布（单位：万元、%）

期限	金额	占比
2017 年	54,575	22.97
2018 年	127,405	53.63
2019 年	28,425	11.96
2020 年	17,825	7.50
2021 年及以后	9,350	3.94
合计	237,580	100.00

数据来源：公司提供

2013~2014 年，公司未发行长期债券。截至 2015 年底，公司应付债券余额为 6.89 亿元，系公司发行的 7 亿元 3+3 年期“15 黄河矿业债”。

2013~2015 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 68.09%。截至 2014 年底，公司长期应付款 5.38 亿元，较年初增加 4.58 亿元，主要系公司融资租赁款增长所致。截至 2015 年底，公司长期应付款为 2.27 亿元，较年初减少 57.82%，主要系应付租赁款项减少所致。

2013~2015 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 13.39%。截至 2015 年底，公司全部债务为 100.56 亿元，较年初减少 0.40%；其中短期债务和长期债务分别占 67.26%和 32.74%，以短期债务为主的债务结构有待改善。从债务指标看，截至 2015 年底，公司资产负债率为 62.70%，较年初降低 1.85 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.89%和 31.04%，分别较年初提高 0.22 个百分点和 8.27 个百分点。整体看，公司负债水平和债务负担偏高，但处于可控水平，债务结构逐步改善。

截至 2016 年 11 月底，公司负债合计 117.31 亿元，较年初减少 4.60%，系流动负债减少所致；其中流动负债和非流动负债分别占 67.68%和 32.32%，流动负债规模有所下降，但公司负债结构仍以流动负债为主。截至 2016 年 11 月底，公司流动负债为 79.39 亿元，较年初减少 10.93%，主要系短期借款和应付票据进一步减少所致；非流动负债为 37.92 亿元，较年初增长 12.06%，主要系长期借款大幅增长所致。

截至 2016 年 11 月底，公司全部债务为 93.90 亿元，较年初减少 6.62%，主要系短期借款和应付票据减少带动短期债务规模下降所致；其中短期债务和长期债务分别占 60.60%和 39.40%，短期债务占比略有降低，债务结构仍有待改善。截至 2016 年 11 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 60.43%、55.00%和 32.51%，公司负债水平和债务负担偏高，但处于可控水平。

总体看，公司经营类负债规模有所下降，债务规模于 2016 年减少，债务结构有待进一步改善，整体负债水平和债务负担仍偏高。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 23.42%，主要系实际控制人以债权转股权形式对公司增资，以及子公司陕西黑猫成功首次发行股票所致。2015 年 12 月，公司增加注册资本至 18.00 亿元。其中，李保平先生以债权转股权的形式增资 5.00 亿元，其他股东不变。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 73.15 亿元，较年初减少 1.31%，主要系公司部分子公司经营亏损使得少数股东权益减少所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 40.76 亿元，占 55.73%；归属于母公司所有者权益中，股本占 44.16%，资本公积占 5.15%，其他综合收益占 6.25%，专项储备占 0.56%，盈余公积占 2.87%，未分配利润占 41.02%。

截至 2016 年 11 月底，公司所有者权益合计 76.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.22 亿元，占 58.86%；公司归属于母公司所有者权益中，股本占 39.81%，资本公积占 5.01%，其他综合收益占 5.63%，专项储备占 0.42%，盈余公积占 4.68%，未分配利润占 44.44%，整体较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，但归属于母公司所有者权益占比不高，以及未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 105.46 亿元、89.91 亿元和 69.03 亿元，呈逐年减少趋势，年均复合减少 19.09%，主要系下游钢铁行业需求不振，焦炭价格大幅下跌所致；公司营业成本分别为 94.48 亿元、79.01 亿元和 66.25 亿元，年均复合减少 16.26%，受库存原材料前期采购价格较高的影响，营业成本下降幅度慢于营业收入下降幅度。

2013~2015 年，公司期间费用分别为 9.11 亿元、8.44 亿元和 7.61 亿元，年均复合减少 8.56%，主要系财务费用减少所致。2015 年，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 52.13%、17.77%和 30.11%，销售费用和管理费用占比有所提高，财务费用占比较上年降低 11.82 个百分点，主要系票据贴现利息减少所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 8.63%、9.39%和 11.03%，受收入规模快速下降的影响，公司费用控制能力有所降低，但仍属较强。

2015 年，公司资产减值损失为 1.72 亿元，对营业利润影响较大，较往年大幅提升，主要系存货跌价损失增长所致。2013~2015 年，公司投资收益分别为 1.60 亿元、1.26 亿元和 2.26 亿元，对营业利润贡献较大。2013~2015 年，公司营业利润分别为 3.05 亿元、3.56 亿元和 -4.54 亿元，2015 年营业利润出现暂时亏损状态，主要系化工产能因检修未能有效释放，以及大宗商品价格下行使得毛利润

减少和资产减值损失增加所致。

2013~2015 年，公司营业外收支合计分别为 0.16 亿元、0.11 亿元和 0.42 亿元，规模较小，对公司利润总额贡献不大。2013~2015 年，公司分别实现净利润 2.80 亿元、3.39 亿元和 -3.50 亿元，公司 2015 年经营亏损主要系化工产能因检修未能有效释放所致及行业景气度下滑，导致化工产品产能利用率低，焦炭业务亏损幅度扩大所致；公司实现归属于母公司所有者的净利润分别为 2.35 亿元、2.11 亿元和 0.49 亿元，年均复合减少 54.20%。

截至 2015 年底，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.05%、-0.26%和 -4.75%，分别较上年下降 4.73 个百分点、4.28 个百分点和 10.30 个百分点，公司盈利有所下滑。

2016 年 1~11 月，公司实现营业收入 82.65 亿元，是 2015 年全年收入的 119.73%，主要系煤炭市场回暖，公司精煤等产品销售收入增长所致；实现净利润 3.41 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.38 亿元，盈利情况有显著改善。2016 年 1~11 月，公司焦炭业务毛利率回升至 7.54%，加之精煤收入增长及投资收益的延续，公司盈利水平较上年显著提高。

总体看，受焦炭价格周期性下行的影响，焦炭业务收入下滑，公司营业收入逐年减少；因化工产能未有效释放及行业景气度下滑导致 2015 年亏损；公司费用控制能力较强，整体盈利能力有所下降；进入 2016 年，公司经营业绩受焦炭销售成本降低及产品市场回暖等因素影响明显改善。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 12.96 亿元、9.37 亿元和 0.46 亿元，净流入规模逐年减少，年均复合减少 81.22%，主要系公司收入规模下降和购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2013~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 99.92 亿元、106.22 亿元和 90.56 亿元，年均复合减少 4.80%，主要系公司焦炭业务规模调整使得收入规模下降所致。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 50.57 亿元，较上年减少 15.35%，主要系焦炭及煤化工产品价格大幅降低所致。2013~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 47.75 亿元、52.16 亿元和 59.63 亿元，年均复合增长 11.74%，主要系在建项目于 2013 年陆续投入生产，原材料及辅助材料备货增加，以及应付款项完成支付规模增长所致。2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金占经营活动现金流入的 44.15%，支付其他与经营活动有关的现金占经营活动现金流出的 28.15%，主要为收、付材料采购银行承兑汇票保证金。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 66.92%、69.23%和 73.26%，考虑到公司票据结算规模较大，加之票据贴现量减少，致使现金流规模有所减少，公司现金收入实现质量一般。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -4.13 亿元、-13.02 亿元和 -5.39 亿元，投资活动保持现金净流出主要系公司各在建项目建设支出所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 2.58 亿元、1.98 亿元和 8.98 亿元，波动增长。2015 年，公司收到其他与投资活动有关的现金 7.32 亿元，较上年增长 340.76%，主要系收回银行理财产品投资和收回设备采购银行承兑汇票保证金增长所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出分别为 6.71 亿元、15.00 亿元和 14.37 亿元，主要系公司的资本性支出。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -7.90 亿元、8.57 亿元和 -1.64 亿元，波动较大。2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 37.56 亿元、69.74 亿元和 49.63 亿元，主要为取得的借款以及 2014 年子公司陕西黑猫公开发行股票筹集的资金。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 45.46 亿元、61.17 亿元和 51.27 亿元，主要系公司债务偿还支出。2015 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金 19.91 亿元，占筹资活动现金流出的 38.83%，主要为偿还租赁

公司的项目融资款。

2016 年 1~11 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 12.46 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.30 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-12.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.89 亿元；公司票据收付占比提升，现金收入比由 2015 年全年的 73.26%下降至 54.26%，现金收入质量较差。

总体看，公司 2013~2015 年销售收入规模有所缩减，但目前在建项目大部分已经建设完成，未来不会存在较大的资本性支出，“减焦增化”转型升级项目主要依靠股权融资进行，未来公司筹资压力将有所减轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 0.78 倍、1.06 倍和 1.11 倍，速动比率分别为 0.60 倍、0.88 倍和 0.92 倍，呈逐年增长趋势，主要系子公司陕西黑猫公开发行股票募集资金带动流动资产增长，以及原材料价格下降引起应付账款和应付票据减少所致，公司流动资产对流动负债的保障程度较高；公司现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.66 倍和 0.50 倍，现金类资产对短期债务的保护能力尚可；公司经营活动现金净流入持续减少，经营现金流动负债比率分别为 11.85%、8.39%、0.51%。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 8.91 亿元、12.40 亿元和 4.59 亿元，波动较大，主要系 2014 年生产规模的扩大带动折旧及计入财务费用的利息支出增加及 2015 年公司经营亏损所致。2015 年，公司 EBITDA 中利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出分别为-4.12 亿元、4.95 亿元、0.18 亿元和 3.58 亿元，由于公司亏损，EBITDA 实现质量不高。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.48 倍、2.34 倍和 0.85 倍，保障程度一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.12 倍和 0.05 倍，保障程度不高。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2016 年 11 月底，公司对外担保金额为 26.19 亿元，对外担保金额较大。公司的对外担保全部是基于长期合作和相互信任的基础上进行的，公司会被对担保单位的资质、偿还能力和经营状况进行定期调研考察，并需被担保单位提供相应的反担保措施来降低公司的担保风险，随后根据公司业绩的逐步提升，以及直接融资业务的扩展，公司的对外担保将逐年减少。但被担保企业多数为化工、煤炭以及与煤炭相关行业的企业，结合目前煤炭行业不景气的大环境以及被担保公司的经营状况，公司所担保项目具有一定的待偿风险。

截至 2016 年 11 月底，公司共获得银行授信额度 77.29 亿元，尚未使用额度 13.11 亿元，可用间接融资渠道有限；公司子公司陕西黑猫系上市公司，直接融资渠道较畅通。

根据中国人民银行出具的征信报告，截至 2016 年 12 月 23 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息；已结清业务中，公司贷款曾有 1 笔关注类，票据贴现曾有 1 笔次级类（金额为 100 万元，承兑到期日为 2003 年 1 月 29 日）、1 笔损失类（损失金额为 100 万元，承兑到期日为 2006 年 3 月 12 日）、81 笔关注类，银行承兑汇票曾有 15 笔关注类。公司 2 笔已结清不良信贷信息记录，均因承兑证明造成承兑行未能及时兑付而产生，产生原因与公司无关²。

总体看，随着子公司陕西黑猫公开发行股票募集资金到位，公司流动比率和速动比率均有所提高，短期偿债能力增强；公司 2015 年经营亏损，对长期偿债能力有所影响，随着公司在建煤矿的投产，以及化工产品产能的有效释放，现金流状况将有所改善，对长期债务的保障程度将有所提高；公司对外担保规模相对较大，公司要求被担保企业提供相应的反担保措施，尽最大限度降低公司的

² 公司提供了中国农业银行韩城市支行于 2013 年 8 月 20 日出具的该事项的情况说明。

担保风险，但被担保企业主要集中在与煤炭相关的行业，结合目前煤炭行业的不景气的大环境以及被担保公司的经营状况，公司面临一定或有风险。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债及债务的影响

截至 2016 年 11 月底，公司负债总额和全部债务分别为 117.31 亿元和 93.90 亿元，本次拟发行公司债券额度不超过 10 亿元，总发债额度相对于公司负债及债务规模一般，对公司负债结构及债务负担具有一定影响。

以 2016 年 11 月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 60.43%、55.00%和 32.51%上升至 62.36%、57.49%和 37.96%，公司的负债水平有所上升，债务负担将有所增加。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年底相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 90.56 亿元，对本次债券发行额度（10 亿元）的保护倍数为 9.06 倍，经营活动产生的现金流入量对本次债券保护程度高；经营活动现金流量净额为 0.46 亿元，对本次发行额度（10 亿元）的保护倍数为 0.05 倍，经营活动产生的现金流量净额对本次债券保护程度较低；公司 2015 年 EBITDA 为 4.59 亿元，对本次债券发行额度（10 亿元）的保护倍数为 0.46 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

公司年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目建成投产后将有望进一步完善公司焦化循环经济产业链，加强公司煤化工产品的深加工能力；枣庄煤矿建成投产后将有助于提升公司原煤自给率。随着在建项目的建成投产，公司收入和盈利水平将有望提高。综合以上分析，并考虑到公司作为陕西省内大型焦化生产企业之一，在焦化行业具有较强的产业优势、循环经济优势，优质煤炭资源较为丰富且具有明显成本优势，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的可能性很低。

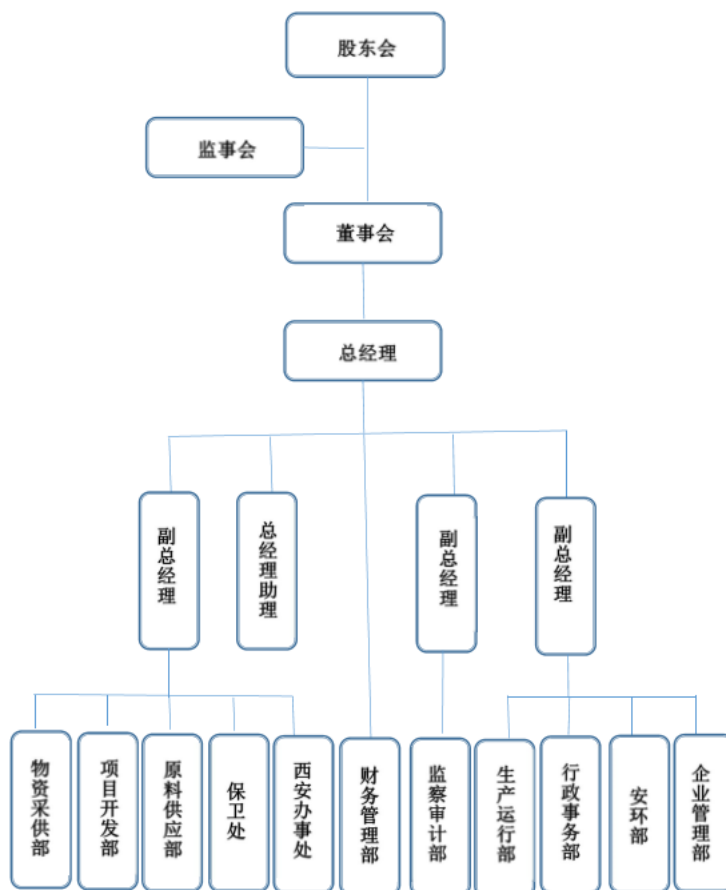
九、综合评价

公司作为陕西省内大型焦化生产企业之一，在焦化行业具有较强的产业优势、循环经济优势。目前，公司已经建立较为完整的循环经济生产模式，对提高资源利用效率和提升焦化业务盈利水平具有显著作用。同时，联合评级也关注到近年来焦炭行业产能过剩、产品价格走低曾导致公司经营业绩亏损、化工产品价格受国际油价影响较大等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

未来，随着公司年产 28 万吨合成氨联产 48 万吨尿素项目、枣庄煤矿和花草滩储运厂建成投产，公司焦化循环经济产业链将进一步完善，原煤自给率将得以提高，在下游市场回暖、行业落后产能逐步淘汰和焦炭价格的企稳回升的情况下，公司盈利能力有望提高。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 陕西黄河矿业（集团）有限责任公司 组织结构图



附件 2 陕西黄河矿业（集团）有限责任公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~11 月
资产总额（亿元）	163.25	209.10	196.11	194.13
所有者权益（亿元）	48.02	74.12	73.15	76.83
短期债务（亿元）	72.43	79.11	67.64	56.90
长期债务（亿元）	5.77	21.85	32.92	37.00
全部债务（亿元）	78.21	100.96	100.56	93.90
营业收入（亿元）	105.46	89.91	69.03	82.65
净利润（亿元）	2.80	3.39	-3.50	3.41
EBITDA（亿元）	8.91	12.40	4.59	--
经营性净现金流（亿元）	12.96	9.37	0.46	12.46
应收账款周转次数（次）	15.58	14.13	7.62	--
存货周转次数（次）	5.31	3.98	3.45	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.48	0.34	0.42
现金收入比率（%）	66.92	69.23	73.26	54.26
总资本收益率（%）	4.70	4.78	0.05	--
总资产报酬率（%）	3.99	4.02	-0.26	--
净资产收益率（%）	6.02	5.55	-4.75	4.55
营业利润率（%）	10.14	11.93	3.67	11.91
费用收入比（%）	8.63	9.39	11.03	8.32
资产负债率（%）	70.59	64.55	62.70	60.43
全部债务资本化比率（%）	61.96	57.67	57.89	55.00
长期债务资本化比率（%）	10.73	22.77	31.04	32.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	2.34	0.85	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.05	--
流动比率（倍）	0.78	1.06	1.11	1.13
速动比率（倍）	0.60	0.88	0.92	0.90
现金短期债务比（倍）	0.45	0.66	0.50	0.49
经营现金流动负债比率（%）	11.85	8.39	0.51	15.69
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.89	1.24	0.46	--

注：2016 年 1~11 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 陕西黄河矿业（集团）有限责任公司 2017 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年陕西黄河矿业（集团）有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

陕西黄河矿业（集团）有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。陕西黄河矿业（集团）有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注陕西黄河矿业（集团）有限责任公司的相关状况，如发现陕西黄河矿业（集团）有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如陕西黄河矿业（集团）有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至陕西黄河矿业（集团）有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送陕西黄河矿业（集团）有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年一月四日