

信用等级公告

联合〔2019〕1384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及拟发行的陕西煤业化工集团有限责任公司 2019 年度第三期中期票据进行综合分析和评估,确定陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA,陕西煤业化工集团有限责任公司 2019 年度第三期中期票据信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日



陕西煤业化工集团有限责任公司

2019 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行金额: 30 亿元
本期中期票据期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 偿还到期债务

评级时间: 2019 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	518.14	564.50	631.28	701.38
资产总额(亿元)	4458.20	4640.60	5009.63	5063.97
所有者权益合计(亿元)	902.79	1320.12	1356.42	1381.48
短期债务(亿元)	1570.96	1281.51	1066.13	938.26
长期债务(亿元)	1209.53	1200.77	1712.30	1769.84
全部债务(亿元)	2780.49	2482.28	2778.43	2708.09
营业总收入(亿元)	2120.95	2600.89	2805.87	636.57
利润总额(亿元)	30.03	109.15	138.82	37.49
EBITDA(亿元)	233.00	340.06	386.10	--
经营性净现金流(亿元)	127.43	432.99	366.68	89.94
营业利润率(%)	11.55	17.74	18.32	17.83
净资产收益率(%)	1.92	6.07	7.46	--
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.72
全部债务资本化比率(%)	75.49	65.28	67.20	66.22
流动比率(%)	58.95	65.74	71.08	70.08
经营现金流动负债比(%)	5.68	21.58	20.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.93	7.52	7.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.10	2.64	3.25	--

注: 1. 2019 年 1~3 月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债及长期应付款中的有息债务已相应调整至长短期债务; 3. 截至 2019 年 3 月底, 公司所有者权益中含永续债 115.00 亿元

分析师: 张文选 王宁 夏起光

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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”)的评级反映了公司作为大型煤炭化工企业集团, 在资源储备、产业布局、经营规模、政府支持等方面具备的突出优势; 同时, 联合资信也关注到公司债务负担仍然较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力很强。

公司是陕西省内唯一省属大型煤炭生产企业, 资源优势突出, 并立足煤炭业务, 向下游煤化工、电力及钢铁延伸, 伴随公司陕北优质矿产在建产能的逐步投产及铁路运煤体系的完善, 公司整体抗风险能力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 作为陕西省大型省级煤炭企业集团, 公司在地方经济发展中占有重要地位, 地方政府在资源收购、产业整合、项目审批等方面的大力扶持为公司持续稳定发展创造了有利条件。
2. 公司煤炭储备丰富, 具有较强的资源优势和规模优势。
3. 公司已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的循环经济产业链, 随着高产高效矿井的相继建成投产, 公司煤炭产能有望获得较大提升。
4. 公司市场化债转股资金累计落地超过 454 亿元, 资产负债率持续降低, 资本实力不

断增强。

5. 公司营业收入和利润总额保持良好增长态势，经营活动获现能力强，经营状况良好。
6. 公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

关注

1. 近期，国家对煤炭的限价政策，或将对公司盈利能力有一定负面影响。
2. 近三年公司债务规模波动中有所下降，但总体规模仍然较大。
3. 公司在建、拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2019 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”）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，重组组建成立现公司，注册资本人民币 35.5 亿元。

根据陕西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 35.5 亿元变更为 100 亿元。

根据陕西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 35.5 亿元变更为 100 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为人民币 100.00 亿元，全部为国有资本，由陕西省国资委以实物方式出资，出资比例 100%；陕西省国资委为公司的控股股东及实际控制人。

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、钢铁等板块的二级公司推动债转股。截至 2019 年 3 月底，累计到位资金超过 454 亿元。

公司主营业务为煤炭生产与销售，向下游煤化工及煤电行业延伸。经过多年的发展，已形成“以煤炭开发为基础，以煤化工为主导，多元发展”的产业格局。

公司已建立规范的法人治理结构，其中董事会下设 4 个委员会，即提名委员会（秘书处）、战略规划委员会、薪酬考核委员会、审计监督

委员会；经理层工作机构设综合部、战略规划部、企业管理部（法律事务部）、财务资产部、人力资源部、审计部、资本运营部、市场营销部、科技发展部等职能部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围子公司共 56 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 5009.63 亿元，所有者权益合计 1356.42 亿元（含少数股东权益 987.17 亿元）；2018 年实现营业总收入 2805.87 亿元，利润总额 138.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 5063.97 亿元，所有者权益合计 1381.48 亿元（含少数股东权益 1005.05 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 636.57 亿元，利润总额 37.49 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。

二、本期中期票据概况

公司 2019 年拟注册额度为 50 亿元的中期票据，本期拟发行 2019 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 30 亿元，期限为 5 年，募集资金将用于偿还到期债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的

货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构

性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，

汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同

比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出

口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业分析

（一）煤炭采选业

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。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 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“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，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

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%。

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，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，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首次高于年度总需求，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，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.48 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

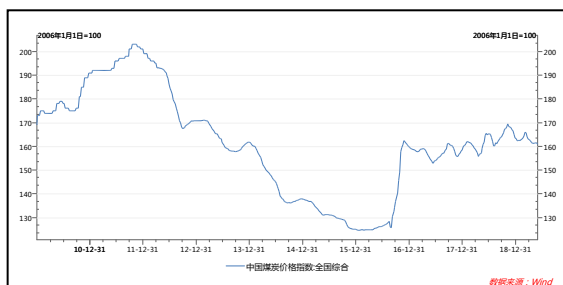
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种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 年-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，煤炭价格在随后四年里出现深度调整。

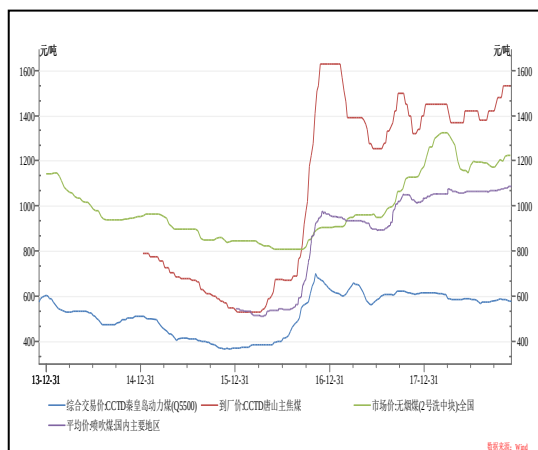
图1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、

196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年—2018年采暖季，由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

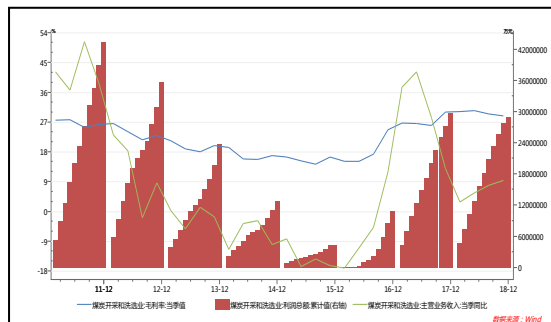
2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价

格中枢已下移至绿色区域（500元/吨-570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

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，中国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。主要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，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，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。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

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。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。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。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

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，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。

去产能政策的推进

自国家2015年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，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，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016年3月21日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自2016年起按照全年作业时间不超过276个工作日（原330日），将煤矿现有合规产能乘以0.84的系数后取整，作为新的合规产能。

2016年5月10日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为1000亿元，实行梯级奖补；专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016年7月23日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从2016年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016年7月23日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从2016年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016年11月17日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按330个工作日组织生产。

2017年3月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格

常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017年5月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《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》，意见强调：2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

2018年4月9日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出2018年煤炭方面，力争化解过剩产能1.5亿吨左右，确保8亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。据国家应急管理2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》,“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主,形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业,煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内,平均规模提高到150万吨/年以上,加快推进资源整合,加快现代煤炭市场交易体系建设,构建由市场决定的煤炭价格机制,还原煤炭商品属性,鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组,具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持,随着煤炭产能的不断集中,处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升;另外推动煤炭领域国际交流与合作,由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响,国内煤炭市场价格出现持续下跌,煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期,煤炭企业的抗风险能力受到集中考验,行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大,且融资能力弱,给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇,煤炭行业兼并重组提速,有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日,国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》,规划提出的发展目标包括:积极稳妥推进煤炭去产能,提高产业集中度;提高煤矿安全保障能力;提升煤矿企业生产效率;提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标,分别为8亿

吨和5亿吨,这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到,随着生产要素价格上升,中国经济潜在增速已经开始下降,投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续,经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求,但在经济减速以及结构调整的“新常态”下,电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低,煤炭下游需求将趋势性放缓,行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面,随着美国页岩气革命的持续深化,既有国际能源消费格局或将打破,石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响,进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看,在一国完成重化工业产业升级后,能源需求增速将趋势性减缓,在能源消费结构总体稳定的前提下,煤炭需求趋于稳定,行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮(联)动调整对冲经济周期外生性冲击,以保障行业相对稳定的盈利水平,煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后,正逐步进入行业成熟期,行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成,业内大型企业经营优势进一步固化,有助于行业供给的合理调配,强化行业宏观调控的时效性和有效性,对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期,业内企业信用基本面逐步分化,各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持,再融资渠道稳定,资金调配能力相对突出,有助于稳定生产和持续经营,管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优

势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（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。煤化工产业主要产品包括烯烃、合成氨、甲醇、尿素等。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。

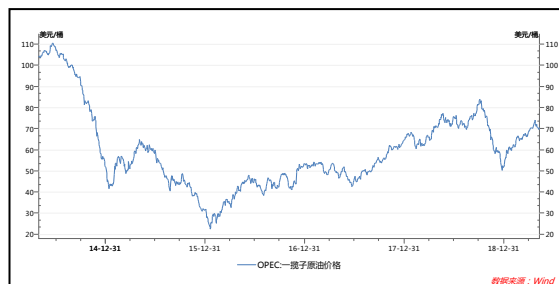
煤制烯烃

烯烃是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，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我国烯烃工业的国际竞争力。煤制烯烃的产品主要包括聚乙烯和聚丙烯。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。

2010年以来我国煤制烯烃行业发展迅速，2010年我国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能630万吨，2015年产能779万吨。截至2018年底，煤制烯烃产能1302万吨，同比增加4.8%；全年产量1085.0万吨，较上年度增加91.4万吨，增幅9.2%；产能利用率83.3%，同比增加3.3个百分点。预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃产能和产量将会持续增长。

由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。同时，煤制烯烃面临着石油脑制烯烃的竞争，油价的波动对烯烃价格的走势有着重要影响。

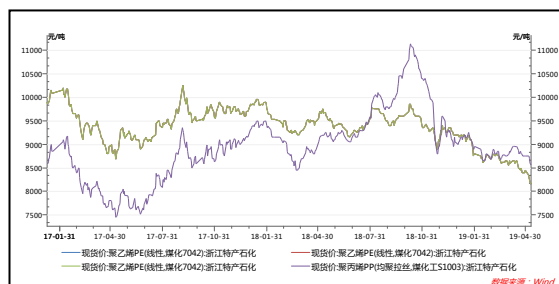
图4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

由于煤化工项目下游应用产品多为通用料，油化企业与煤化企业面临着较为激烈的直接竞争。近期国际油价处于震荡趋势，对烯烃价格形成了一定的压力。

图5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，产能利用率维持在较好水平；近期石

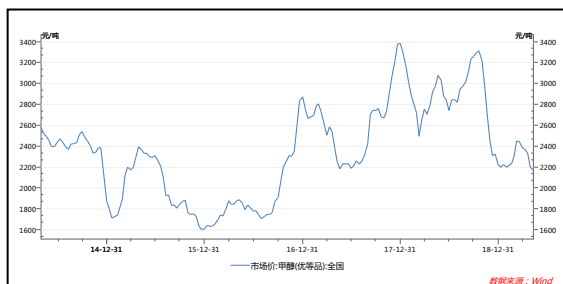
油价格震荡，对烯烃未来价格走势形成一定不确定性。

甲醇

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。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。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。

图6 甲醇价格走势



资料来源：Wind

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏

观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，2016年至2017年1月，甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平，随后2017年2-5月，受国内部分厂家烯烃装置检修等综合因素影响，甲醇价格开始持续下降。2017年6月之后，在环保限产等因素的推动下，甲醇价格开始震荡回升，到2018年10月达到高点后开始下行。

未来发展方面，经过数年培育和发展，甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

尿素

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。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

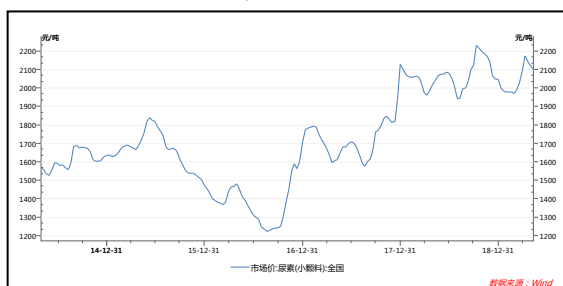
天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地要对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定

的天然优势，原料供应保障能力良好

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，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016-2017年，尿素出口量分别为885.97万吨和465.00万吨。

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。截至2018年5月20日，尿素（小颗粒）价格为2064.90/吨，同比增长25.45%。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增加，未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出，产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

资源综合利用及循环经济集群：干熄焦、煤调湿、余能余热综合利用，为焦化行业循环经济发展提供技术支撑。

清洁型燃气能源集群：城市及工业燃气项目，为周边工业企业提供氢气、燃气资源，推动周边区域工业企业向资源节约型、低碳经济方式发展，降低对生态环境负面影响。

化工产品深加工集群：煤焦油深加工、苯类深加工、焦炉煤气制甲醇、制液化天然气、二甲醚、炭黑、萘系列、酚系列、针状焦、石墨碳素等产品，建立焦化行业资源综合化利用新模式。

工艺、技术改造创新

煤化工行业对环境影响较大，未来气候环境的硬性指标将会对煤化工行业形成较大冲击，低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。煤化工企业对工艺、技术改造与创新需要符合绿色气候环境标准的要求，进一步提高企业经济竞争优势。

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化

经营方式发展，深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的新技术、新工艺、新流程、新材料。对现有企业生产工艺进行改造，利用新工艺降低老工艺对优质资源的依赖度，企业大力实施技术改造和产业创新，为煤化工企业转型升级提供科学技术支撑，提升煤化工行业创新能力和管理水平。

产品结构调整，扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工产品；市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象，同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

3. 行业发展

从资源储量角度看，煤是中国潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

从近期来看，钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化，而炼焦化学品如萘、蒽等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。从长期来看，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为煤化工行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到扩大和延伸产业链的战略发展布局。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集

约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

(三) 钢铁行业

1. 行业现状

2018 年，钢铁行业供给侧改革深入推进，钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展，有效防范了“地条钢”死灰复燃已化解的过剩产能复产及严禁违规新增产能，供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

产量方面，根据国家统计局数据，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3%、6.6%和 8.5%。

截至 2018 年底，钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1.4-1.5 亿吨的上限指标。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能。

整体来看，钢铁行业后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2019 年预计将压减钢铁产能 1000 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

2018 年 1 月 8 日，工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。置换比例方面，对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由“等量置换”调整为“减量置换”。置换范围方面，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就须实施产能置换，简言之，即“建设炉子、就须置换”。产能置换是实现严禁新增

产能和结构调整有机结合的重要手段。

钢铁行业集中度方面,《钢铁工业调整升级规划(2016—2020年)》再次明确了“十三五”期间,前10家钢铁企业产业集中度提高到60%的目标。截至2016年底,CR10为35.9%,同比增加1.7%,CR4上升为21.7%,同比增加3.1%,主要受2016年宝武合并所致。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。

从规模上看,钢铁行业具有典型的规模经济特征,规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。从所有制形式来看,国有企业规模大,产品结构丰富,技术水平高,市场占有率高,在市场竞争中处于有利地位;民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产能的压力,还要在激烈的市场环境中求生存,整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看,民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小,整体上效益比国有企业好。从产品来看,大型企业追求规模化,主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品,中小型企业更多瞄准需求不大的细分市场。

2. 下游需求

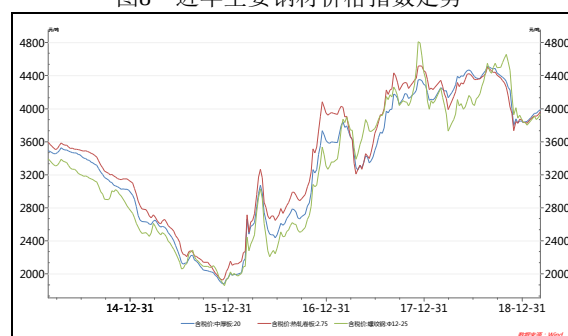
从下游需求情况看,中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业,其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

近年来,中国粗钢表观消费量总体呈上升趋势,2016年为7.09亿吨,同比增长2.0%,2016年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长,但造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少;2017年,全国粗钢表观消费量7.68亿吨,同比增长8.2%,受益于全球经济超预期复苏,国内经济下滑趋缓,主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势;2018年全国粗钢表观消费量8.70亿元,同比

增长13.3%,达到历史最高水平,其中国产自给率超过98%。

从终端下游占比来看,超过50%的钢材用于建筑业(房地产和基建),其次是近20%的钢材用于机械。建筑业消耗过半的钢铁,同时建筑行业周期性强,因此其是钢铁需求最主要影响因素。建筑业与固定资产投资密切相关,2018年全年全社会固定资产投资645675亿元,同比增长5.9%。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。目前建筑业承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面,2018年以来,房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势,楼市下行态势较大,直接影响建筑行业承揽情况。基建方面,虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹,但反弹空间有限。机械制造业方面,受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响,国内制造业企业投资意愿不足,全国制造业投资增速持续回落。

图8 近年主要钢材价格指数走势



资料来源: Wind

钢材价格方面,2017年,受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响,中国主要钢材品种价格延续了2016年以来的上升趋势,在3月价格受短期供需矛盾影响由升转降后,从4月下旬开始稳步上涨。2018年,受去产能政策、环保政策等因素影响,钢材价格有所波动,但整体仍维持了高位运行。根据Wind数

据,截至2019年2月22日,螺纹钢($\phi 12-25$)、中厚板(20)和热轧卷板(2.75)含税价分别为3869.00元/吨、3945.00元/吨和3909.00元/吨,分别较年初上涨1.02%、2.92%和2.06%。

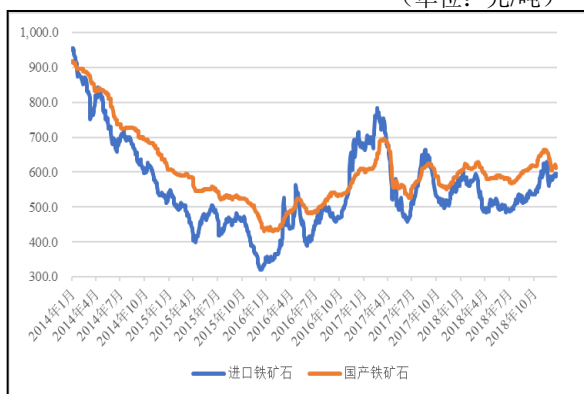
3. 原材料供给

从原材料情况看,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60%-70%,铁矿石价格的波动将直接影响钢材的生产成本。

图9 2014—2018年国产和进口铁矿石价格走势情况
(单位:元/吨)



资料来源: Wind

近几年,中国铁矿石的对外依存度处于高位,易受进口铁矿石价格影响,2016—2018年,我国铁矿石进口量分别为10.24亿吨、10.75亿吨和10.64亿吨。全球75%的高品位铁矿石产量和贸易量都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,自2014年1月以来,进口铁矿石含税价持续低于国产铁矿石,导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原材料。2016年初以来,国产铁矿石及进口铁矿石价格波动上涨。自2016年以来,铁矿石港口库存量持续上升,目前处于阶段性历史高位,显示铁矿石供给充分,且取缔“地

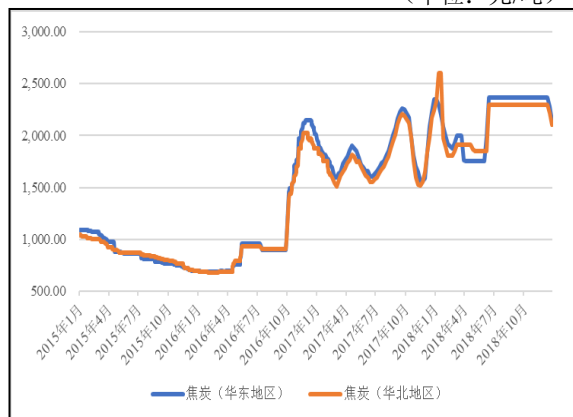
条钢”将使得废钢流向正规钢企,从而一定程度减少铁矿石需求,铁矿石需求量趋于稳定,价格仍呈震荡态势。

②焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料,占钢铁成本的15%~20%左右。

2016年开始,随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施,煤炭价格有所回升,自当年9月起大幅回升至高位。2017年以来,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。

图10 2015—2018年主要地区焦炭价格走势情况
(单位:元/吨)



资料来源: Wind

总体看,钢铁行业主要原材料为铁矿石,受钢铁行业回暖影响,铁矿石价格整体呈震荡态势。随着煤炭行业供给侧改革的逐步实施,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。

4. 行业政策

2016年2月,国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发〔2016〕6号),明确从2016年开始,用5年时间再压减粗钢产能1-1.5亿吨的工作目标。

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,上述指导意见包括的目标,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，和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11月，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》（工信部规（2016）358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。

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。在钢铁去产能方面，方案要求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年退出粗钢产能3000万吨左右，基本完成“十三五”期间压减粗钢产能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。

环保政策方面，《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的发布意味着取消统一的限产停工比

例，具体方案：第一步（2018年6月11日至2018年8月19日）对京津冀及周边地区“2+26”城市开展“回头看”，重点排查“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改等情况，全面排查发现新的涉气环境问题。第二步（2018年8月20日至2018年11月11日）对京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原11城市全面督查，重点排查汾渭平原“散乱污”企业及燃煤锅炉淘汰改造建档立卡和自查整治情况；排查39个城市工业企业环保设施运行及达标排放情况；排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、扬尘治理及秸秆焚烧等情况。第三步（2018年11月12日至2019年4月28日）对京津冀及周边地区“2+26”城市、汾渭平原11城市、长三角地区落实减排措施和重污染天气应对措施，排查清洁取暖及燃煤替代情况，排查各城市错峰生产企业限产措施落实情况，启动重污染天气预警时，排查重点区域重污染天气应急预案启动及相关措施落实情况。

5. 行业关注

钢铁行业兼并重组

针对中国钢铁行业产能过剩的局面，以往也有兼并重组的案例，但多是由政府主导和推动，而并非市场化的重组，且地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难，重组后的企业多出现整而不合的局面，未能有效发挥优势互补，达到兼并重组的目的。与以往不同的是，2016年以来的兼并重组，市场化特色明显。本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

“后去产能”时代下，钢铁行业重点任务已转变为去杠杆和兼并重组。在相关钢铁产业整合基金的助力下、以及各地区整合计划实施下，钢铁行业的领袖企业将进一步提升整

合优质产能的能力，加速推进兼并重组。2016年国务院发布的“46号文”，该《指导意见》设定的目标是，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。

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。目前钢铁行业已签订债转股框架协议共涉及十家钢铁企业，整体规模较小，而真正实施债转股的仅有中钢集团等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为去杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化去杠杆的途径有待进一步拓展。

联合资信认为，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，要达到这一目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利是有一定要求的。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，这些因素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局面，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，中国钢铁行业正处与供给侧结构性改革的“后去产能”时代，去产能任务作为“三去”任务中的主线之一，钢铁行业去产能接近尾声，后期的去产能空间已经不大。钢铁行业由于供需结构性失衡、低端产品泛滥、高端产品依赖进口等制约因素的存在，迫切需要

转型升级，才能满足中国经济稳中求进发展态势的要求。因此，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：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：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：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；同时，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，铁矿石以及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，行业集中度逐步提高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为100.00亿元，陕西省国资委以实物方式出资，出资比例100%；陕西省国资委为公司的控股股东及实际控制人。

2. 企业规模

公司是陕西省最大的煤炭企业集团，具有很强的资源优势和规模优势。

截至2019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；拥有全资和控股生产矿井33座，参股矿井5座，基建

矿井4座；近三年公司煤炭核定产能分别为11242万吨/年、11830万吨/年及16022万吨/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；2018年公司采煤机械化程度达到99.90%。

公司子公司陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕煤股份”）于2014年1月28日在上海证券交易所上市（股票代码：601225.SH），截至2019年3月底，公司持有陕煤股份63.14%股权，系陕煤股份控股股东。

综上所述，公司资源储备丰富，规模优势突出，具备较强的市场竞争力。

3. 人员素质

公司董事会由9名董事¹组成，公司设董事长一名，可以设副董事长，董事长为公司的法定代表人；监事会5人，监事会成员由出资人委派的监事和职工代表组成，其中陕西省国资委委派3名、由集团公司职工代表大会选举产生2名。监事会主席由出资人从监事会成员中指定；公司经理层由9人组成，设总经理1人，副总经理7人，总会计师1人。

公司董事长杨照乾先生，1963年3月出生，研究生学历，曾先后担任韩城局财务处副处长，韩城局副局长，陕西省煤炭运销集团公司党组成员、副总经理；公司党委委员、副总经理、陕西煤业股份有限公司总经理；2011年3月至2014年4月，任公司总经理、董事、党委副书记；2016年5月至今，任公司董事长、党委书记、陕煤股份董事长。

公司总经理严广劳先生，1961年6月出生，研究生学历，曾先后担任铜川矿务局东坡矿技术员，陕西省煤炭厅生产处工程师、副处长、基建处副处长、处长，黄陵矿业有限责任公司副经理、党委书记，陕西彬长矿区开发建设公

司执行董事、总经理、党委副书记、党委书记，公司党委委员；2006年9月，任公司党委委员；2012年7月至2014年4月，任公司副总经理；2014年4月至今，任公司总经理、董事、党委副书记。

截至2019年3月底，公司共有在职人员117861人。从年龄结构看，29岁以下占26.61%，30~39岁占31.92%，40~49岁占28.33%，50~54岁占9.11%，55岁以上占4.03%；从学历构成来看，公司研究生及以上学历占2.15%，大学本科学历占16.51%，大学专科学历占22.86%，中专和高中以下学历占58.48%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。公司员工整体文化素质偏低，但目前人力资源构成符合行业的特点，能满足公司经营的需要。

4. 技术水平

近年来，公司持续走自主创新和新型工业化道路，不断加大科技研发能力。

煤炭生产方面，黄陵矿业集团有限公司承担的国家工业示范项目《黄陵二号煤矿国产综采成套设备单面年产600万吨工业试验》取得成功，已达到国内领先水平。

煤化工方面，公司已掌握了当前最先进的煤气化工艺和技术，而且培养了一大批煤化工专业技术人才。具体来看，一是研发了DMTO技术。二是与大连物化所联合组建了煤化工工程技术中心和国家级甲醇制烯烃工程试验室，开始进行DMTO二代技术的工程建设，启动了MTP技术的工业化试验的设计和对二甲苯的工程试验，煤化工工程技术中心正在申报国家级工程中心。三是联合西北大学、西北化工研究院、华陆公司组建了陕西煤业化工技术开发中心，已完成醋酐联产醋酸工业试验，并通过省科技厅鉴定，正在申请专利。四是重组拥有了中低温煤干馏加氢制汽柴油自主知识产权。五是正在积极申请以公司为主体进行兰炭

¹根据公司章程，公司应有董事9名，实有5名，暂缺4名。

产业标准的制定，并力争成为国家兰炭标准的制定单位之一。

机械制造方面，公司研发出了MG900/2210—WD 重型超大功率电牵引采煤机，被专家认定为成功填补中国大采高、超大功率重型综采机械领域的一项空白，并达到国际先进水平。MG500/1130—WD 交流电牵引采煤机被评为陕西省科技进步一等奖，并成功出口俄罗斯。

整体上看，公司注重技术创新以及科技成果转化，技术和装备水平在同行业中处于前列。

5. 外部环境及股东支持

目前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。

陕西省政府支持贯穿整个公司发展，通过重组与划拨不断提升公司综合实力。第一次重组是省政府为发挥省内煤炭资源优势 and 行业整体优势，将原省属的4个矿务局和10个煤炭企业联合组建成立陕西煤业集团有限责任公司，于2004年2月正式挂牌。第一次划拨是2004年10月14日省政府将原属陕西省煤炭工业局的“陕西省煤炭物资供应公司”划转至陕西煤业集团有限责任公司。第二次重组是省政府从实施煤炭开发转化一体化出发，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，按照现代企业制度重组组建成立煤业化工集团，于2006年6月30日举行了成立暨揭牌仪式。二次重组后，2007年4月25日陕西省国资委将陕西建工集团总公司所属的陕西建设机械(集团)有限责任公司整体划转给公司。

以上两次重组和两次划拨均在省政府主导下进行，使公司快速整合了全省煤炭、化工两个行业的发展优势，加快了产业结构和经济结构的调整，铸就了经济规模优势和品牌优势，提升了整体发展能力和产业发展的支柱核心带动作用，使公司可以在更大范围优化配置资源，也为在发展中解决历史问题创造了条件。

此外，国家对煤炭老工业基地矿井技术改造、分离企业办社会、养老统筹、安全补欠、采煤沉陷等给予了一系列政策和资金扶持。

公司作为陕西省内的大型省级煤炭集团企业，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，外部环境对公司经营发展构成有力支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司自2006年组建以来即设立了董事会，董事长由陕西省政府任命。作为公司的最高决策机构，董事会下设提名委员会（秘书处）及战略规划、薪酬考核、审计监督等专业委员会。

公司在管理架构上分为战略决策中心、运营管理中心、生产经营中心三个层级。公司本部为战略决策中心，板块公司为运营管理中心，三级子公司为生产经营中心。

公司本部定位为战略决策中心，通过行使重大决策、选择经营者和资产收益权三项权力，实行战略管理型管理，培育协同效应，实现公司本部总体战略控制，确保公司资产保值增值；其具体核心职能包括战略规划、资本运营、风险控制、人力资源和监控协调。

板块公司作为运营管理中心，行使战略实施、运营管理、业绩管理三项核心职能，切实保障集团公司各阶段战略目标的实现，落实集团公司年度经营计划，行使业绩管理职能保障业绩目标。

三级子分公司作为生产经营中心行使安全生产、成本管理、项目实施三项职能，组织

高效安全生产，控制生产和管理成本，严控项目进度、质量、工程造价，保证优质、高效、安全、节支的完成各项工程建设项目。

2. 管理水平

公司发展过程中，通过借鉴国内外大型集团管理体制的经验，对公司的管理体系不断进行改革，逐步形成了较为完善的内控制度。

人事管理方面，公司对下属企业主要是依法推荐或任免董、监事会成员，推荐总经理等高级管理人员。所属单位的党委书记、副书记、纪委书记由公司直接任命。部分单位的助理、人力资源部主任由公司备案任命；对部分单位领导班子实行年薪制；负责高级专业技术干部的评审、专家队伍建设。

财务管理方面，集团公司主要履行宏观财务管理职能，对所属单位代行出资人职责，负责全集团及所属单位的资产保值增值责任；对省国资委签订经营目标责任状；完成国资委赋予的其他工作任务。集团公司所属子公司为独立经济核算单位，依法自主经营，自负盈亏，对集团公司承担资产保值增值责任；与集团公司签订经营目标责任状；集团公司向所属企业派出财务总监履行监督职能。集团公司通过制定集团公司《投资、筹资、资金管理办法》（陕煤司董发〔2004〕13号），规范了集团公司投资、融资及资金管理行为；通过制定集团公司《会计核算办法》，规范了集团公司的会计核算，公司还颁布了《陕西煤业化工集团公司关于加强成本管理工作十条意见》加大了应账款的回款力度和存货的管理和控制。

安全管理方面，公司目前主要开发的渭北老区煤矿开发时间较久，瓦斯含量较高，对煤炭安全管理提出较高要求。近年，公司已明显加大安全管理力度，并加大了安全年薪在考核

中所占的比例。目前公司对现有煤矿以不低于15元/吨的方法计提安全管理费，最高提取20元/吨，高于全国10元/吨的标准。未来，随着渭北老区资源的逐渐枯竭，安全生产困难将有所加大，但考虑到公司生产重心逐渐由渭北老区向自然灾害较少，生产条件较好的陕北、彬黄矿区转移，预计公司安全事故将继续呈减少趋势。

担保管理方面，公司依据《公司法》《担保法》《国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理基本规范》和《陕西煤业化工集团有限责任公司章程》制定了相关担保管理办法，规范集团公司及所属公司的担保行为。集团公司之间和对外提供的担保事项，统一由集团公司财务部提出方案，经集团公司董事会审定执行。

子公司管理方面，公司通过建立《控股企业股权管理暂行办法》《内部控制评价制度》《内部控制制度（试行）》《所属单位负责人任期经济责任审计管理暂行办法》等制度，加强对下属子公司的控制。公司对所属各控股、参股公司及基层单位采用运营型管控模式。公司作为运营管理中心，负责公司发展战略和生产经营管理，行使战略管理、运营管理和业绩管理三大核心职能。

总体看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度较健全，管理风险较低。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率有望进一步提高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以煤炭生产与销售为核心，向下游煤化工及煤电行业延伸，现已形成多元化发展格局。

表1 近年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	收入	占比	毛利率
煤炭产品	509.07	24.13	37.16	755.30	29.21	44.65	637.41	22.84	51.84	160.72	25.48	51.83

钢铁产品	516.10	24.47	0.51	667.38	25.81	6.77	776.18	27.81	9.35	126.25	20.01	8.89
化工产品	329.25	15.61	12.76	377.93	14.62	9.46	529.67	18.98	17.99	157.32	24.94	12.87
施工业务	26.55	1.26	15.33	42.00	1.62	12.76	86.33	3.09	18.85	14.11	2.24	10.35
机械产品	12.42	0.59	16.34	13.40	0.52	15.78	21.06	0.75	20.21	11.23	1.78	20.57
其他业务	716.00	33.94	2.71	729.77	28.22	8.38	739.94	26.52	3.60	161.24	25.56	1.57
合计	2109.39	100.00	12.29	2585.78	100.00	18.83	2790.60	100.00	19.54	630.87	100.00	19.19

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. 尾差系加总时四舍五入所致；

3. 公司 2018 年对业务板块收入划分进行了调整，对年度数据可比性有一定的影响

资料来源：公司提供

受 2016 年下半年以来煤炭、钢铁行业景气度有所回升影响，2016 年公司实现营业收入 2109.39 亿元，同比增长 11.06%，2017 年公司实现营业收入 2585.78 亿元，同比增长 22.58%，2018 年公司实现营业收入 2790.60 亿元，同比增长 7.92%。

收入构成方面，2018 年公司煤炭业务实现营业收入 637.41 亿元，同比下降 15.61%；钢铁业务实现营业收入 776.18 亿元，同比增长 16.30%；化工业务实现营业收入 529.67 亿元，同比增长 40.15%，上述三项业务分别占主营业务收入的 22.84%、27.81%和 18.98%，钢铁业务和化工业务在营业收入中的比重同比有所上升，煤炭业务在主营业务收入中的比重同比有所下降。另外，公司 2018 年实现其他业务收入 739.94 亿元，同比增长 1.39%，公司其他业务板块涉及业务种类较多，其中供电、材料销售等业务收入均有所增长。

从毛利率来看，受煤炭行业景气度回升的影响，2016—2018 年，公司整体毛利率水平不断回升。随着供给侧改革的逐步推行，煤炭价格于 2016 年下半年开始出现持续的恢复性上涨，再加上公司积极进行的降本增效举措，2018 年公司煤炭业务毛利率同比提升 7.19 个百分点至 51.84%。受钢铁行业景气度有所回升影响，2018 年钢铁业务毛利率同比提升 2.58 个百分点至 9.35%，盈利水平有所改善。2018 年公司化工业务受产品价格上升等因素影响，公司该板块毛利率有所增长，2018 年为 17.99%，较上年上升 8.53 个百分点。2018 年公司整体毛利率有所增长，同比上升 0.71 百分点，为 19.54%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 630.87 亿元，占 2018 年全年的 22.61%，实现毛利率 19.19%，较 2018 年变化不大。同期，煤炭业务实现收入 160.72 亿元，为 2018 年全年的 25.21%，毛利率为 51.83%；钢铁业务毛利率有所下降，为 8.89%，实现收入 126.25 亿元，为 2018 年全年的 16.27%；化工业务毛利率有所下降，为 12.87%，实现收入 157.32 亿元，占 2018 年全年的 39.89%。

总体看，受益于 2016 年下半年以来煤炭及钢铁等行业景气度的回升和公司积极进行的降本增效举措，公司主营业务收入及毛利率保持良好增长态势，盈利能力有所增强。

2. 煤炭业务

资源储量

从煤炭储量来看，截至 2019 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 至 400 亿吨，随着未来神府南区的继续勘探和开发，公司资源储备将继续增加，可持续发展能力将进一步增强，资源优势明显，发展潜力巨大。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，目前曹家滩项目已通过国家发改委核准，计划于 2019 年投产。

从煤炭品种及结构来看，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤、动力煤为主。优势主要有两点：一是优质的动力煤资源充足。随

着黄陵二号煤矿、彬长大佛寺煤矿、陕北新矿区等新建和改扩建项目陆续建成投产，优质动力煤产能有所提升；二是黄陵矿业公司的配焦煤、高炉喷吹煤市场在逐步开发扩大，并且产量潜能较大。劣势主要在于：一是贫瘦煤市场竞争能力下降。随着发电企业老机组关停改建，对贫瘦煤需求逐渐降低，同时贫瘦煤热值低，未来竞争力下降。二是韩城瘦精煤、高炉喷吹煤虽受市场欢迎，但总产量不足。

煤炭开采

从矿区和生产企业分布来看，目前公司主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，下设铜川矿务局、蒲白矿务局、澄合矿务

局、韩城矿务局、黄陵矿业公司和陕北矿业公司等 8 家主要煤炭生产企业，现有全资和控股生产矿井 33 座，参股矿井 5 座，基建矿井 4 座。

从煤炭生产来看，2016—2018 年，公司分别实现煤炭产量 12593.36 万吨、14010.00 万吨和 16022.90 万吨，公司 2018 年煤炭产量持续增长，同比增长 14.37%；

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 2 公司主要煤炭企业矿井煤炭产品产销量情况（单位：万吨）

企业名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
铜川矿务局	930.72	939.69	864.20	857.80	1046.00	1038.10
蒲白矿务局	1026.18	--	1036.80	77.20	1301.80	1263.30
澄合矿业公司	304.19	306.64	361.50	359.00	574.00	586.90
韩城矿务局	851.76	718.95	853.70	760.00	748.90	670.70
黄陵矿业公司	1639.79	2578.26	1808.00	2803.70	1836.30	1852.20
陕北矿业公司	986.43	--	1002.50	--	7100.80	--
神南矿业公司	5408.29	--	6031.90	--	--	2214.50
彬长矿业集团	1446.00	1484.57	1891.30	1938.40	2448.70	--
榆北煤业	--	--	--	--	966.40	--
其他	--	6431.99	--	6854.30	--	7703.50
合计	12593.36	12460.10	14010.00	13650.40	16022.90	15329.20

资料来源：公司提供

煤炭销售

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤、动力煤为主。2016 年公司销量为 12460.10 万吨，同比变化不大。2017 年公司煤炭销量 13650.40 万吨，同比上升 9.55%。2018 年，公司煤炭销量 15329.20 万吨，同比上升 12.30%。

公司煤炭商品主渠道是销售给煤炭直接消费企业，部分销售给采购商，少部分售给代理商。目前公司已形成了以省内外电力、冶金、化工等重点行业用户为主体的稳定的客户群体。从货款结算方式看，公司以“以款定销、

以销定产、现金为王”为指导，坚持以市场需求为导向指导煤炭生产，加大货款回收力度。长期用户正常销售，到货后结算或部分预付款结算；采购商全额预付货款。同等质量煤炭商品优先销售给诚信好、结算周期短货款不拖欠的用户。

煤炭价格

在煤炭价格方面，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。

受煤炭行业景气度回升影响，公司煤炭价格持续回升。随着 2016 年下半年供给侧改革

逐步推进，煤炭行业景气度有所回升，2016年公司商品煤平均价格明显上升至222.01元/吨，2017年公司商品煤销售均价为358.98元/吨，同比大幅上升61.70%，2018年公司商品煤销售均价为364.82元/吨，同比上升1.63%。2019年1—3月，公司商品煤平均销价378.01元/吨，较2018年上升3.62%。

表3 公司销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
煤炭产量	12593.40	14010.00	16022.90	3563.70
商品煤销量	12460.10	13650.40	16022.90	3563.70
商品煤平均销售价格	222.01	358.98	364.82	378.01

注：煤炭销量不含外购煤部分；商品煤平均销售价格为坑口价
资料来源：公司提供

煤炭运输

煤炭运输方面，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。受地理位置所限，铁路运输一直是制约其发展的重要瓶颈。西延线是省内北煤南运的唯一通道，但受运力所限，年运煤量不足500万吨。西平线是彬长矿区主要运输线路，但由于资金问题一直缓建，而陕北煤炭向东的唯一通道为神华集团的专用线（神朔线）。为解决煤炭外销的运输瓶颈问题，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化集团提供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。目前，正在筹建的蒙西至华中铁路煤运通道预计将于2019年10月投运，该通道设计运输能力2亿吨，建成后将有效缓解陕煤集团煤炭运输压力。

安全环保

近年来，随着公司规模进一步扩大，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。公司于2007年制定了《安全检查制度》，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。

近年公司百万吨煤死亡率在波动中有所下降，且每年均低于全国平均水平。但联合资信也关注到，2017年5月4日，神南柠条塔煤矿井下发生一起机电事故，造成1人死亡；2017年11月6日，陕西陕煤韩城矿业有限公司桑树坪煤矿发生施工打眼伤人事故，致1人死亡；2017年12月2日，陕西陕煤韩城矿业有限公司桑树坪煤矿发生一氧化碳泄露事故，造成3人死亡。2019年1—3月，公司未发生死亡事故，死亡0人。

表4 公司近年百万吨煤死亡率（单位：人/百万吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
陕煤集团	0.024	0.057	0.031	0
全国平均	0.156	0.106	0.093	--

资料来源：公司提供

总体看，随着煤炭行业景气度有所回升，煤炭价格自2016年下半年以来出现持续的恢复性上涨，公司煤炭业务维持突出的主业地位，煤炭资源储量丰富、品质优良，是公司煤炭业务稳步发展的重要支撑。

3. 煤化工业务

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。

煤化工产品产能上，化肥方面，截至2018年底公司已形成尿素147万吨/年、磷铵20万吨/年的生产能力；焦化产业方面，目前公司的焦化业务已形成焦炭450万吨/年、兰炭575万吨/年、甲醇110万吨/年的产能；盐化产业方面，截至2018年底已形成烧碱80万吨/年、聚氯乙烯110万吨/年产能；油品产业方面，截至2018年底已形成82.5万吨/年的油品产能。

从化工产品销售来看，2018年公司主要化工产品销量为尿素169.23万吨、甲醇79.84万

吨、焦炭295.43万吨、聚氯乙烯114.50万吨、烧碱78.95万吨，全年化工业务实现收入529.67亿元，占主营业务收入的18.98%。在行业整体处于产能过剩的态势下，公司加强煤化工板块

的管理，通过降本增效提升利润空间，公司化工板块2018年毛利率17.99%，较上年上升8.53个百分点。2019年1—3月化工板块毛利率较2018年下降5.12个百分点，为12.87%。

表 5 公司主要化工产品产销情况（单位：万吨）

产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	170.24	174.81	165.10	164.10	169.23	168.25	46.51	51.16
甲醇	84.35	65.53	94.60	105.10	79.84	94.35	23.48	26.96
焦炭	331.27	360.54	394.20	405.90	295.43	297.76	102.25	102.83
聚氯乙烯	113.65	113.91	115.00	113.50	114.50	114.32	29.11	28.43
烧碱	77.58	75.88	78.10	73.20	78.95	86.04	20.65	21.04
磷酸	16.72	18.43	19.60	19.60	12.83	11.63	4.86	5.26
兰炭	337.55	326.34	464.20	428.20	506.67	483.17	118.77	109.04
油品	73.45	73.19	95.30	93.00	109.41	107.1	24.31	25.85
合计	1387.17	1388.39	1426.10	1402.60	169.23	168.25	46.51	51.16

资料来源：公司提供

公司尿素商品主销售渠道是销售给采购商，部分销售给直接消费企业。目前公司不仅在省内市场上具有较强的竞争优势，而且在华北、华南、华东市场上占有相当大的市场份额。近三年来，公司尿素产品销售主要集中在农业和部分化工行业。客户主要包括中农调运、中化化肥、陕西农科等大型采购商。

公司甲醇产品主销售渠道是销售给采购商，部分销售给直接消费企业。目前公司客户主要集中在省内。近三年来，公司甲醇产品销售主要集中在化工行业。甲醇的主要消费客户为二甲醚、甲醛、醋酸等下游行业；二甲醚的主要消费客户属于液化气行业，对液化气行业依存度较高。客户主要包括陕西省化工总厂、武汉常青化工公司等大型采购商。

对于尿素、甲醇、二甲醚的销售，多年来，公司一直实行全额预付款制度，无任何拖欠货款现象，公司在销售过程中聚集了一大批诚信客户，使公司库存商品周转和结算周期均处于较好水平，从而有效保证了公司销售现金的回流速度。

公司焦炭产品及相关化工产品主销售渠道

是销售给大型钢铁企业及煤化工企业，部分销售给代理商。公司焦炭产品客户主要包括日照、攀钢、唐山不锈钢、安钢信阳钢铁等省外大型钢铁企业，以及宜兴市建惠、陕西聚益、陕西华宇等代理商；公司生产的PVC、烧碱等产品已经打入华东、华北、华南、东北、西北等地区的市场，规模较大的下游企业有湖州三川化工有限公司、厦门象屿股份有限公司、天津润联化工有限公司等上百家，分布在全国各地；公司生产的其他化工产品则主要直销陕西黄河煤化有限公司，咸阳有机化工供应站及陕西省中衡肥业有限公司等固定客户群体。公司坚持以市场需求为导向指导焦炭产品生产，加大货款回收力度。根据各个客户的结算回款情况，建立分析表，加强应收账款管理，加快企业销售流动资金回流速度，培养了一批资信良好，长期合作的固定客户，为企业煤炭销售奠定了较好的基础。

从销售价格来看，2016—2018年公司各主要化工产品销售价格均呈持续回升态势。2017年，公司主要化工产品价格维持了2016年下半年以来的上升趋势，尿素产品也结束了近年来

持续下跌的趋势，在主要原材料无烟煤价格回升的带动下，2017年尿素产品价格回升至1440.43元/吨，较2016年底上升34.52%。2018年，公司主要化工产品价格均持续上升，其中，尿素价格持续上升，2018年底为1802.29元/吨，较2017年底增长25.12%；2018年底甲醇价格为2268.18元/吨，同比增长15.33%，公司化工板块实现收入529.67亿元，实现毛利率17.99%；2019年1—3月，公司主要化工产品销售价格有所下降，其中尿素产品价格较2018年底下降3.67%，甲醇价格较2018年底下降21.54%，焦炭价格较2018年底下降2.05%，公司化工板块毛利率为12.87%，同比下降5.12个百分点。

表6 公司主要化工产品销售价格（单位：元/吨）

产品名称	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
尿素	1070.76	1440.43	1802.29	1736.15
甲醇	1457.73	1966.77	2268.18	1779.68
焦炭	787.12	1489.15	1737.50	1701.92
聚氯乙烯	4933.97	5487.31	5763.64	5591.52
烧碱	1821.89	2934.37	3035.15	2771.30
磷铵	1700.32	1987.71	2300.54	2382.88
兰炭	338.25	591.71	596.52	633.57
油品	3353.78	4002.10	4370.04	3961.63

资料来源：公司提供

总体上看，公司依托煤炭资源大力发展煤化工产业，延伸产业链条，产能利用率有所提高，销量也有所增长。2019年1—3月化工板块毛利率较2018年有所回升，但煤化工行业仍处于产能过剩、产能利用率低的状态，短期内市场格局难以发生根本性改变，公司面临一定行业风险。长期来看，公司以煤为基础向煤化工产业延伸的产业布局有助于其提升自身抗风险能力。

4. 钢铁业务

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，2013年公司合并陕西钢铁集团有限公司（以下

简称“陕钢集团”），陕钢集团为公司钢铁业务运行主体。截至2019年3月底，陕钢集团总资产366.80亿元，所有者权益60.11亿元；2018年实现收入530.09亿元，2019年1—3月公司实现收入126.25亿元，2018年净利润26.08亿元，2019年1—3月净利润2.37亿元。

截至2019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1290万吨/年。2019年1—3月公司累计分别生产粗钢283.69万吨、钢材266.58万吨。

表7 公司钢铁业务情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	科目	2017年	2018年	19年1—3月
生铁	产能	996.00	996.00	996.00
	产量	987.02	780.24	255.95
	产能利用率	99.10	78.34	--
粗钢	产能	1010.00	1010.00	1010.00
	产量	1023.80	856.60	283.69
	产能利用率	101.37	84.81	--
钢材	产能	1290.00	1290.00	1290.00
	产量	913.01	748.79	266.58
	产能利用率	70.78	58.05	--

资料来源：公司提供

产品成本方面，受原材料价格上涨，带动公司主要产品成本同比有所上涨，公司已通过全面开展炉料优化、工艺技术攻关、成本费用控制以及优化劳务用工等措施，降低生产工艺过程中的费用支出，控制公司钢、铁材的产品成本上涨幅度。

表8 公司钢铁销售价格（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年		2019年1—3月	
	销量	平均售价	销量	平均售价
粗钢	856.60	3432.85	35.58	3480.80
钢材	748.79	3659.33	278.67	3418.74

资料来源：公司提供

销售方面，2017年钢铁行业延续了钢材价格快速上升的趋势，公司钢材平均售价大幅上升至3388.00元/吨，同比上升58.62%；2018年

钢材平均销售价格上升至3659.33元/吨，同比上升8.01%；2019年1—3月公司钢材销售价格较2018年下降6.57%，为3418.74元/吨。

总体看，随着供给侧改革效果的逐步显现，2016年下半年以来钢铁行业景气度有所回暖，公司也不断通过加强成本管控，优化生产效率及调整销售策略等措施不断改善钢铁板块经营现状，随着钢材价格整体呈现上升趋势，盈利能力持续改善。

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。

物流贸易业务方面，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。公司物流贸易板块近年对公司收入贡献较大，但利润率较低。

电力方面，2018年公司电力业务稳中有升，截至2018年底公司权益装机容量7745.00兆瓦，可控装机容量5195.10兆瓦。公司2018年实现发电量288.50亿千瓦时，售电量267.90亿千瓦时，同比均有小幅上升。2018年公司平均上网电价为338.6元/千千瓦时。2019年1—3月，公司实现发电量69.93亿千瓦时，售电量63.52亿千瓦时，公司平均发电成本为323.50元/千千瓦时，平均售电价格（含税）分别为353.10元/千千瓦时。

表9 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1—3月	
			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	9.03	8.51
大唐洛阳热电有限责任公司	640.00	320.00	29.99	27.48	7.30	6.65
洛阳双源热电有限责任公司	405.00	202.50	14.81	12.98	4.15	3.66
山西大唐国际运城发电有限责任公司	1200.00	612.00	35.89	33.14	3.72	3.44
大唐略阳发电有限责任公司	660.00	370.60	30.94	28.81	6.18	5.78
大唐石门发电有限责任公司	660.00	336.60	24.74	22.99	6.77	6.30
湖南华电石门发电有限公司	660.00	354.60	20.83	19.37	6.02	5.58
长安益阳发电有限公司	1960.00	1909.20	78.90	74.42	21.36	20.19
府谷能源开发有限公司	600.00	600.00	23.07	21.10	5.41	4.90
合计	7745.00	5195.10	288.50	267.90	69.93	63.52

注：部分分项数加总与合计数不一致，这是由四舍五入导致的
资料来源：公司提供

机械产品方面，该板块业务主要由西安煤矿机械有限公司和陕西建设机械公司负责运营，另外公司下属四大矿务局均有规模不等的机械厂，产品包括煤矿机械、工程机械、民用机械三大类几十种。2018年公司实现机械制造业务收21.06亿元，2019年1-3月，公司实现机械制造业务收入11.23亿元。

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，截至2018年底，陕西煤业化工建设（集团）有限公司资产总计

97.39亿元，总负债73.54亿元，净资产23.85亿元，2019年1—3月实现销售收入11.54亿元，利润总额0.16亿元，净利润0.16亿元。实现小幅盈利。

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2018年度营业收入685.74亿元，营业成本679.23亿元，毛利润6.50亿元。物资集团收入增长较快的主要原因是加强了外部市场开

拓，物资销售增长较快。

总体看，公司以煤为基，积极向下游产业及其他产业延伸，现已形成以煤炭为核心的多元化产业格局。

6. 经营效率

2016—2018年，公司存货周转次数、销售债权周转次数和总资产周转次数均呈增长趋势，2018年上述指标分别为14.87次、9.51次和0.58次。

总体看，公司整体资产经营效率尚可。

7. 在建和拟建项目

从在建项目来看，截至2019年3月底，公司在建项目计划总投资合计447.26亿元，截至2018年底累计投资255.47亿元，尚需投资191.79亿元，2019年计划投资96.02亿元。从拟建项目来看，截至2019年3月底，公司拟建项目总投资规模306.05亿元，2019年拟投资115.00亿元。整体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司面临一定对外融资需求。

表 10 公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	建设年限	计划总投资	截至2018年底累计投资	2019年投资计划
小保当一号矿井及选煤厂项目	1500万吨/年	2013-2019	65.65	41.94	8.14
小保当二号矿井及选煤厂项目	1300万吨/年	2013-2019	68.33	30.72	10.19
曹家滩矿井及选煤厂项目	1500万吨/年	2013-2019	65.06	52.62	11.53
孟村煤矿项目	600万吨/年	2013-2019	39.32	22.95	8.06
30万吨/年煤制乙二醇项目	30万吨/年煤制乙二醇及配套工程	2015-2019	54.95	20.24	18.10
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	2017-2020	153.95	87.00	40.00
合计	--	--	447.26	255.47	96.02

资料来源：公司提供

表 11 公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	建设年限	计划总投资	2019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	2018-2025	219.00	80.00
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	2017-2020	87.50	35.00
合计	--	--	306.50	115.00

资料来源：公司提供

靖神铁路位于陕西省北部榆林市，沿线途径神木县、榆阳区、横山县和靖边县四个县区，北起包西铁路神木西站，穿越榆神、榆横两大矿区，连接包西、蒙华等大能力煤运通道，南与蒙华铁路靖边北站相接，正线全长 233.661 公里，同步建设小纪汗至哈达汗至红石桥正线 59 公里，在小纪汗至红石桥之间形成双单线，大保当至郭家滩支线 19.19 公里；黄蒿界站至杨桥畔站支线 11.99 公里；孟家湾至红石峡联络线 29.24 公里，巴拉素至转水庙联络线 8.153 公里。投资估算 153.95 亿元。

项目设计运输能力近期为6500万吨/年，远

期为7770万吨/年（均不含通过量）。其中：神木西至红石峡去向近、远期分别为2500万吨/年、3000万吨/年；孟家湾至靖边北去向近、远期分别为4000万吨/年、4770万吨/年，远景输送能力1亿吨/年。

榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目位于榆林市榆神工业区清水工业园，占地9.87平方公里，项目主要通过煤热解、气化等系列深加工技术的系统集成，生产包括聚烯烃、聚酯、聚碳、聚苯乙烯、丙烯酸酯等在内的各类产品590万吨/年。项目一期工程为180万吨/年煤制乙二醇，投资约219亿元。

新建神瓦铁路神木北（红柳林）至冯家川

段线路为单线电气化铁路，设2个煤炭集运站，线路全长84.35公里，总投资87.5亿元，工期为4年。项目建成后，近、远期运力为5000万吨/年，经晋中南通道，直通山东日照港。项目建成后将依托中南部铁路通道，实现西起陕北煤源地，东至黄海日照港，连接陕西、山西、河南、山东四省的煤炭运输销售路网的贯通，将为陕北地区煤炭外运开辟新的通路，通过山西中南部铁路构筑陕北煤炭东出运输格局，同时项目可增强区域路网灵活性。

整体看，靖神铁路是蒙华铁路集疏运系统的重要组成部分，是榆横、榆神矿区的公共运输通道。对于完善榆林区域路网布局、增强路网灵活性、强化榆林煤炭南运通道、保障国家能源安全、促进陕北能源化工基地建设均有重大的现实意义和长远的战略意义。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1—3月财务报告未经审计。公司2018年度纳入合并范围的二级子公司为56家，其中新增纳入合并范围二级子公司3家，减少1家，合并范围变化对公司财务报表的可比性影响不大。

截至2018年底，公司合并资产总额5009.63亿元，所有者权益合计1356.42亿元（含少数股东权益987.17亿元）；2018年实现营业总收入2805.87亿元，利润总额138.82亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额5063.97亿元，所有者权益合计1381.48亿元（含少数股东权益1005.05亿元）；2019年1—3月实现营业总收入636.57亿元，利润总额37.49亿元。

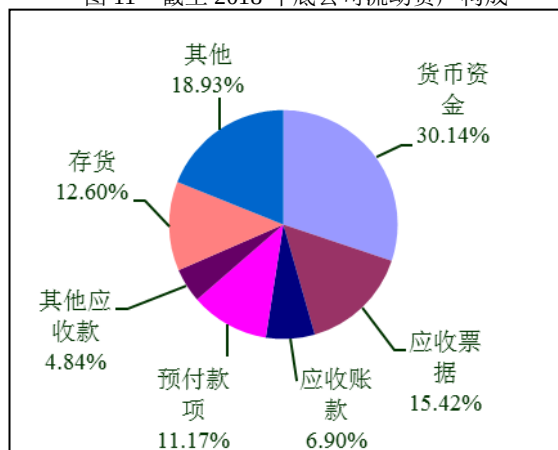
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额有所增长，年均复合增长率为6.00%，截至2018年底，公司资产总额为5009.63亿元，同比增长7.95%。截至2018年底，公司资产中流动资产占24.94%，非流动资产占75.06%，公司非流动资产比重同比有所上升。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产保持相对稳定，年均复合下降2.80%，截至2018年底，公司流动资产合计1249.17亿元，同比下降5.30个百分点。截至2018年底，公司流动资产主要由货币资金（占30.14%）、应收票据（占15.42%）、预付款项（占11.17%）和存货（占12.60%）构成。

图 11 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金有所增长，年均复合增长8.09%，截至2018年底，公司货币资金为376.47亿元，同比增长14.21%。公司货币资金主要由银行存款（占86.72%）构成，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金。公司货币资金中受限资金共52.44亿元，主要为为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等。

2016—2018年，公司应收票据快速增长，年均复合增长30.17%，截至2018年底，公司应收票据192.68亿元，同比增长7.17%，主要由银行承兑汇票（占88.10%）和商业承兑汇票（占11.90%）构成。

2016—2018 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 22.63%，截至 2018 年底，公司应收账款为 86.18 亿元，同比下降 34.41%，主要系公司调整结算方式，更多采用票据结算所致。公司应收账款累计计提坏账准备 18.65 亿元，计提比例 17.79%，较去年底增长 6.76 个百分点。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额占 95.82%，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 67.27%）。

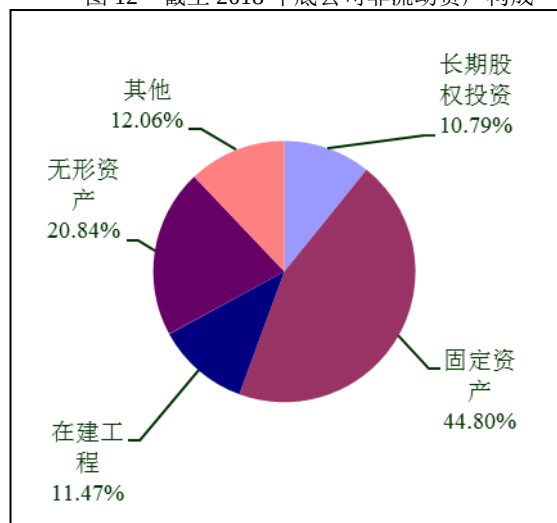
2016—2018 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 49.83%，截至 2018 年底，公司其他应收款为 60.45 亿元，同比下降 63.12%。公司其他应收款累计计提坏账准备 19.62 亿元，计提比例 24.51%，计提比例较高。其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 60.54 亿元（占 75.60%），其中 37.58 亿元为无风险组合，不计提坏账准备；其余 22.96 亿元中，账龄在 1 年以内的占 57.69%，1~2 年的占 12.14%，2 年以上的占 30.17%。

2016—2018 年，公司存货有所增长，年均复合增长 6.86%，截至 2018 年底，公司存货账面价值为 157.37 元，同比增长 6.86%。公司存货账面余额为 158.58 亿元，累计计提跌价准备 1.21 亿元，计提水平较低。公司存货主要系原材料（占 34.19%）、自制半成品及在产品（占 24.58%）、库存商品（占 33.71%）。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 9.50%，截至 2018 年底，公司非流动资产为 3760.46 亿元，同比增长 13.22%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 10.79%）、固定资产（占 44.80%）、在建工程（占 11.47%）和无形资产（占 20.84%）构成。

图 12 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 50.63%，截至 2018 年底，公司长期股权投资为 405.64 亿元，同比增长 27.69%，主要系本期对联营企业长期股权投资增加 82.93 亿元所致，其中对陕西省铁路集团有限公司的投资增加 24.74 亿元，对隆基绿能科技股份有限公司的投资增加 40.41 亿元。公司对联营企业的投资期末余额 387.45 亿元，主要包括对陕西铁路集团有限公司投资 166.11 亿元等；另 2018 年权益法下确认的投资收益为 21.74 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长 12.02%，截至 2018 年底，公司固定资产原值 2449.63 亿元，累计计提折旧 760.83 亿元，计提减值准备 3.97 亿元，公司固定资产账面价值 1684.83 亿元，固定资产成新率为 69.78%。公司固定资产主要由房屋、建筑物（占 46.52%）和机器设备（占 45.34%）构成。

2016—2018 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 15.93%，截至 2018 年底，公司在建工程 431.21 亿元，较 2017 年底下降 13.33%，主要系小保当矿井建设工程完工转固所致。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。

2016—2018 年，公司无形资产不断增长，年均复合增长 14.30%，截至 2018 年底，公司无形资产 783.65 亿元，同比增长 22.26%，主要系土地使用权和采探矿权的增加所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要由采探矿权（占 78.21%）和土地使用权（占 12.92%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 5063.97 亿元，较 2018 年底增长 1.08%，同比变化不大。其中流动资产占 24.78%，非流动资产占 75.22%，资产结构较 2018 年底变化不大。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。公司货币资金充裕，资产流动性较好；固定资产成新度尚可。公司整体资产质量良好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 22.58%，主要来自落地的债转股资金和发行永续债券。截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 1356.42 亿元，同比增长 2.75%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益合计 369.25 亿元，同比增长 0.27%；少数股东权益合计 987.17 亿元，同比增长 3.71%。截至 2018 年底，公司归属于母公司所有者权益构成中，实收资本为 100.00 亿元，资本公积为 236.23 亿元，专项储备为 23.52 亿元，其他权益工具为 115.00 亿元，未分配利润为-99.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1381.48 亿元，较 2018 年底增长 1.85%，归属于母公司所有者权益合计 376.43 亿元，其中实收资本 100.00 亿元，未分配利润为-96.91 亿元，资本公积 236.19 亿元。

总体看，公司未分配利润为负值且金额较大，少数股东权益快速增长，公司权益稳定性较弱。债转股资金到位规模较大，有利于公司降低财务杠杆比率。

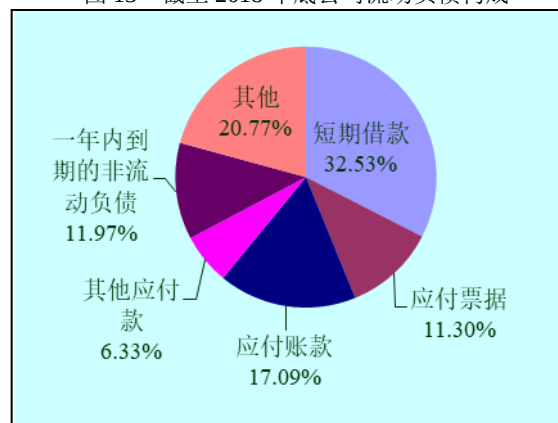
负债

2016—2018 年，公司负债规模有所波动，

年均复合增长 1.37%，截至 2018 年底，公司负债合计 3653.21 亿元，较上年底增长 10.02%。从负债结构来看，流动负债占 48.11%，非流动负债占 51.89%，流动负债比重较 2017 年底下降 12.32 个百分点。

2016—2018 年，公司流动负债不断下降，年均复合下降 11.48%，截至 2018 年底，公司流动负债合计 1757.38 亿元，同比下降 12.41%，主要由短期借款（占 32.53%）、应付票据（占 11.30%）、应付账款（占 17.09%）、其他应付款（占 6.33%）和一年内到期的非流动负债（占 11.97%）构成。

图 13 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 17.95%，截至 2018 年底，公司短期借款为 571.72 亿元，较上年底下降 14.50%，主要系保证借款和信用借款下降所致。从短期借款结构来看，短期借款以信用借款为主（占 85.77%）。

2016—2018 年，公司应付票据有所波动，年均复合下降 1.36%，截至 2018 年底，公司应付票据为 198.62 亿元，较上年底增长 13.87%，其中主要为银行承兑汇票，占 86.87%。

2016—2018 年，公司应付账款有所波动，年均复合下降 2.73%，截至 2018 年底，公司应付账款合计 300.39 亿元，同比下降 15.37%，其中 1 年以内的占 61.94%，1-2 年占 20.85%，2 年以上的占 17.21%。

2016—2018 年，公司其他应付款项波动中

有所下降，年均复合下降 11.57%，截至 2018 年底，公司其他应付款合计 111.32 亿元，同比减少 0.02%，款项性质主要为单位往来款项和质保金等。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 20.18%，主要系长期借款和应付债券增长所致，截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1895.83 亿元，同比增长 44.28%，主要由长期借款（占 63.13%）、应付债券（占 26.00%）和长期应付款（占 6.12%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 16.58%，截至 2018 年底，公司长期借款 1196.83 亿元，同比增长 39.80%，主要系信用借款增长所致；公司长期借款以保证借款（占 27.45%）和信用借款（占 57.62%）为主。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 41.84%，截至 2018 年底，公司应付债券 492.93 亿元，同比增长 81.24%，主要系私募债、中期票据和企业债增长所致。

2016—2018 年，公司长期应付款保持相对稳定，年均复合下降 0.58%，截至 2018 年底，公司长期应付款 116.068 亿元，同比增长 0.67%，其中融资租赁款 22.55 亿元，本报告已计入长期有息债务中核算。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 3682.49 亿元，较 2017 年底增长 0.80%，其中流动负债占 48.62%，非流动负债占 51.38%，较 2018 年底变化不大。

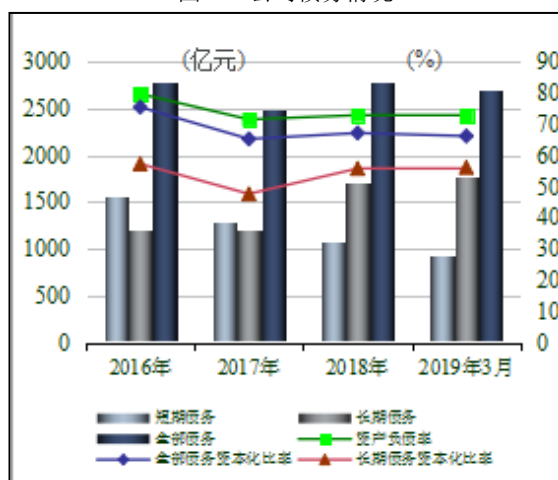
从有息债务结构看，考虑其他流动负债及长期应付款中的有息债务，2016—2018 年，公司全部债务规模波动中有所波动，年均复合下降 0.04%，截至 2018 年底公司全部债务为 2778.43 亿元，同比增长 11.93%，其中短期债务占 38.37%，长期债务占 61.63%，长期债务占比较 2017 年底增加 13.26 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 2708.09 亿元，较 2018 年底下降 2.53%，主要系短期债务下降所致。从债务结构来看，短期

债务占 34.65%，长期债务占 65.35%，长期债务占比较 2018 年底增加 3.72 个百分点。

从债务指标来看，2016—2018 年，公司资产负债率有所下降，三年分别为 79.75%、71.55%和 72.92%；2016—2018 年，公司长期债务资本化比率波动中有所下降，三年平均值为 53.64%，2018 年为 55.80%；2016—2018 年，公司全部债务资本化比率波动中有所下降，三年平均值为 68.28%，2018 年为 67.20%。截至 2019 年 3 月底，考虑到公司权益类科目中的 50.00 亿元“15 陕煤化 MTN002”、15.00 亿元的“16 陕煤可续债 01”、20.00 亿元的“17 陕煤化 MTN003”、15 亿元的“18 陕煤化 MTN001”及 15 亿元的“18 陕煤化 MTN005”实为债务，如将其调整为债务，公司 2019 年 3 月底资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为 74.99%、69.03%及 59.81%。

图14 公司债务情况²



资料来源：公司财务报告

总体看，公司债务规模波动中有所下降，长期债务占比有所增长，债务结构有所改善，但债务负担仍然较重。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 15.02%，2018 年公司实现

² 将流动负债及非流动负债中的其他有息债务分别调整至长短期债务，未将所有者权益中永续债调整至有息债务。

营业总收入 2805.87 亿元，同比增长 7.88%；2018 年公司营业成本 2245.18 亿元，同比增长 6.97%，增速小于收入增速。公司营业利润率有所提高，2018 年为 18.32%，较上年上升 0.58 个百分点。

2016—2018 年，公司期间费用规模不断增长，年均复合增长 12.53%，2018 年公司期间费用较上年有所增长，为 320.72 亿元，其中财务费用为 110.76 亿元，同比增长 1.97%。2018 年公司期间费用率为 11.43%，较上年下降了 0.03 个百分点，期间费用控制能力有所增强。

2018 年，公司资产减值损失 25.72 亿元，同比增长 7.76%。其中坏账损失 14.26 亿元，在建工程减值损失 1.51 亿元，固定资产减值损失 1.17 亿元，商誉减值损失 6.29 亿元。

2016—2018 年，公司公允价值变动收益波动幅度较大。2017 年，公司实现公允价值变动收益-31.54 亿元，同比大幅减少，主要因为 2017 年以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产中的权益工具投资的公允价值大幅下降所致。2018 年，公司实现公允价值变动收益-16.40 亿元，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产确认当期损益-17.31 亿元。

2016—2018 年，公司投资收益波动中有所下降，年均复合下降 5.55%，2016 年公司实现投资收益 35.60 亿元，同比大幅减少 46.19%，主要系 2015 年公司调整合并范围，不再合并龙钢公司和陕西陕化化工集团有限公司后按照相关会计准则分别转回以前年度超额亏损部分 24.25 亿元和 13.00 亿元，导致该年度投资收益规模较大。2017 年公司实现投资收益 27.40 亿元，同比下降 23.03%，主要为权益法核算的长期股权投资收益 17.86 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 2.54 亿元以及其他 2.92 亿元，其中其他类主要为公司处置三供一业资产取得的投资收益。2018 年公司实现投资收益 31.76 亿元，同比增长 15.90%，主要为权益法核算的长期股权投资收益 22.43 亿元、

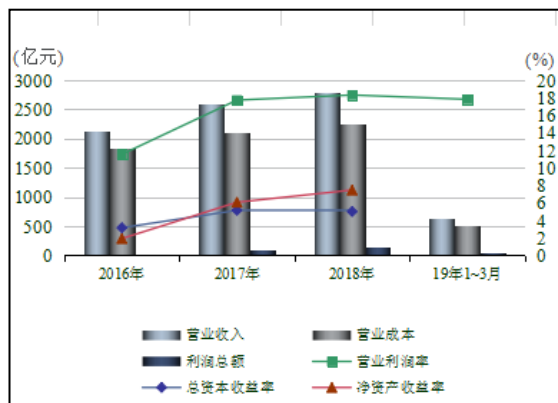
持有至到期投资在持有期间的投资收益 2.88 亿元和可供出售金融资产等取得的投资收益 4.50 亿元。

2016—2018 年，公司营业利润快速增长，年均复合增长 267.03%。2017 年，公司实现营业利润 132.00 亿元，同比大幅增加 118.53 亿元。2018 年，公司实现营业利润 181.40 亿元，同比增长 37.42%。2018 年，公司获得营业外收入 2.83 亿元，同比下降 37.25%，其中与企业日常活动无关的政府补助 0.99 亿元，赔偿金及违约金 0.78 亿元；同期，公司营业外支出 45.41 亿元，同比增长 65.92%，其中主要包括与关闭矿井相关的营业外支出 27.58 亿元。

2016—2018 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 115.00%，2018 年，公司实现利润总额 138.82 亿元，同比增长 27.19%，归属于母公司的净利润 6.01 亿元，同比增长 20.69%。从盈利指标来看，2018 年总资产收益率及净资产收益率分别为 5.01%和 7.46%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 636.57 亿元，较 2018 年同期增长 7.78%；实现营业利润 37.98 亿元，为 2018 年全年的 20.94%，实现利润总额 37.49 亿元，较 2018 年同期增长 23.97%，占 2018 年全年的 27.00%，公司 2019 年 1—3 月营业利润率 17.83%，较 2018 年下降 0.49 个百分点。2019 年 1—3 月，公司营业外支出 0.51 亿元。

图15 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，受益于煤炭及钢铁行业景气度的

回升、公司较好的管理水平及较高的成本管控手段，公司盈利能力持续提高，归属于母公司的净利润由负转正。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长17.83%，2018年公司经营活动现金流入为2691.47亿元，同比增长6.42%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为2626.44亿元；2016—2018年，公司经营活动现金流出量不断增长，年均复合增长13.29%，2018年为2324.79亿元，主要为购买商品、接受劳务收到的现金1724.91亿元。2016—2018年，公司经营活动现金流量净额波动增长，年均复合增长69.63%，2018年经营活动现金净流量366.68亿元，同比下降15.32%。2016—2018年，公司现金收入比分别为85.02%、88.27%和93.61%，收入实现质量有所提升。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动幅度较大，年均复合下降-1.70%，2018年，公司投资活动现金流入105.42亿元，同比增长21.22%；2016—2018年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长47.64%，2018年，公司投资活动现金流出450.35亿元，同比下降12.45%。2016—2018年，公司投资活动现金流量净流出规模波动增长，三年分别为-97.50亿元、-427.42亿元和-344.92亿元，公司投资保持较大规模。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量波动幅度较大，年均复合增长1.79%，2018年公司筹资活动现金流入量为1792.27亿元，同比下降10.55%，主要系吸收投资收到的现金大幅下降所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量有所波动，年均复合增长0.58%，2018年公司筹资活动现金流出量为1776.50亿元，同比下降11.01%。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-26.26亿元、7.48亿元和15.77亿元，2018年，公司筹

资活动产生现金流表现为净流入状态。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额89.94亿元，为2018年全年的24.53%；投资活动产生的现金流量净额为-92.65亿元，为2018年全年的26.86%；筹资活动产生的现金流量净额为-54.63亿元。

总体看，公司经营现金净额大幅增长，公司获现能力有所上升。受行业景气度回升的影响，固定资产投资保持了较大规模，对外投资规模快速增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率三年平均值分别为67.05%和59.19%，2018年分别为71.08%和62.13%，分别较上年增长5.34个百分点和3.59个百分点；截至2019年3月底，上述两指标分别为70.08%和61.07%，较2018年底有所下降；2016—2018年，公司经营现金流动负债比波动增长，2018年公司经营现金流动负债比为20.87%。总体看，公司短期偿债指标有所改善，但仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年公司EBITDA快速增长，2018年为386.10亿元，较上年上升13.54%。2016—2018年调整后全部债务/EBITDA持续下降，三年平均值为8.17倍，2018年为7.20倍，较上年有所下降。2016—2018年公司EBITDA利息倍数持续上升，近三年平均值为2.83倍，2018年为3.25倍。总体看，公司对全部债务保护能力持续增强，但偿债压力仍较大。

截至2018年底，公司对外担保合计1.75亿元，担保比率0.13%，或有负债风险较小。

截至2019年3月底，公司共获得各大商业银行授信总额3923.93亿元，其中未使用额度1624.87亿元，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,过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务分析

截至 2019 年 3 月底,母公司资产规模 2459.85 亿元,负债合计 2260.12 亿元,资产负债率为 91.88%,考虑到公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大,母公司口径实际债务负担很重,母公司偿债能力依赖其对子公司的控制能力。截至 2019 年 3 月底,母公司所有者权益 199.73 亿元,母公司所有者权益规模较小,主要系公司对陕西煤业股份有限公司等部分子公司持股比例较低所致。2019 年 1-3 月,母公司未实现营业收入,利润总额-16.02 亿元,主要系母公司本部为公司的管理和融资平台,基本不贡献收入且财务费用较高所致。

9. 抗风险能力

公司作为国内大型煤炭生产企业,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、技术优势突出。综合判断,公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 30 亿元,占公司 2019 年 3 月底调整后长期债务的 1.70%,全部债务 1.11%,对公司现有债务结构影响小。

截至 2019 年 3 月底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.72%、66.22%和 56.16%。以 2019 年 3 月底数据为基础,考虑到公司于 2019 年 5 月 22 日已成功发行 30 亿元中期票据,拟在发行 2019 年第二期中期票据 20 亿元,再加上本次中期票据发行后,上述指标将分别上升至 73.14%、66.87%和 57.25%。考虑到上期和

本期中期票据都用于偿还到期债务本息,公司实际债务负担可能低于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年,公司经营活动产生的现金流入量分别为 1938.67 亿元、2529.11 亿元和 2691.47 亿元,分别为本期中期票据的 64.62 倍、84.30 倍和 89.72 倍。同期,公司经营活动产生的现金流量净额分别为 127.43 亿元、432.99 亿元和 366.68 亿元,分别为本期中期票据的 4.25 倍、14.43 倍和 12.22 倍。2016—2018 年,公司 EBITDA 分别为 232.99 亿元、340.06 亿元和 386.10 亿元,分别为本期中期票据的 7.77 倍、11.34 倍和 12.87 倍,公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

截至本期报告出具日,公司一年内需偿还的债券额度共计 150 亿元(不含超短融,额度 35 亿元的短期融资券“18 陕煤化 CP001”、额度 30 亿元的短期融资券“18 陕煤化 CP002”、额度 30 亿元的“18 陕煤化 CP003”)、额度 15 亿元的“17 陕煤化 PPN001”、额度 10 亿元的“15MTN001”和额度 30 亿元的“19 陕煤化 CP001”。近三年公司现金类资产不断上升,其对一年内需偿还的债券的覆盖倍数 2018 年底为 4.21 倍,2019 年 3 月底为 4.67 倍。2018 年公司经营活动现金流入量对一年内需偿还的债券的覆盖倍数为 17.94 倍;公司经营活动现金净流量对一年内需偿还的债券的覆盖倍数为 2.44 倍。公司现金类资产及经营活动现金流入量对一年内需偿还的债券的保障能力极强。

综合以上分析,联合资信认为,公司对于本期中期票据具有很强的偿付能力。

十、结论

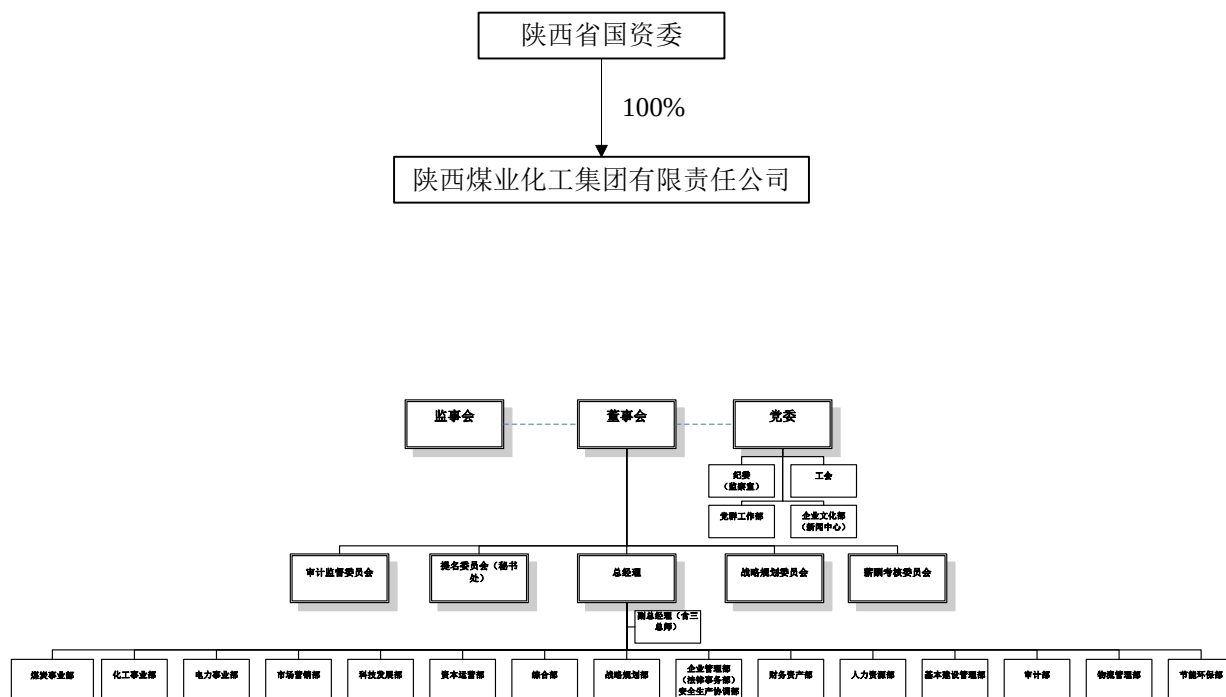
公司作为陕西省最大的煤炭生产企业,资源储备丰富,规模优势明显,技术水平突出,已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的煤炭产业循环发展格局,产业链完整。公司近年快速发展,资产和收入规模快速增长。受煤炭、

钢铁行业景气度回升影响，公司营业收入和利润总额保持良好增长态势，经营活动获现能力强，经营状况良好。公司债务规模波动中有所下降，但债务负担仍然较重，同时公司拟建项目计划投资规模较大，公司仍然面临一定的对外融资需求。伴随公司在建项目投产，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。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	518.14	564.50	631.28	701.38
资产总额(亿元)	4458.20	4640.60	5009.63	5063.97
所有者权益合计(亿元)	902.79	1320.12	1356.42	1381.48
短期债务(亿元)	1570.96	1281.51	1066.13	938.26
长期债务(亿元)	1209.53	1200.77	1712.30	1769.84
全部债务(亿元)	2780.49	2482.28	2778.43	2708.09
营业总收入(亿元)	2120.95	2600.89	2805.87	636.57
利润总额(亿元)	30.03	109.15	138.82	37.49
EBITDA(亿元)	233.00	304.06	386.10	--
经营性净现金流(亿元)	127.43	432.99	366.68	89.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.97	9.14	9.51	--
存货周转次数(次)	13.80	14.87	14.87	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.57	0.58	--
现金收入比(%)	85.02	88.27	93.61	91.44
营业利润率(%)	11.55	17.74	18.32	17.83
总资本收益率(%)	3.16	4.89	5.01	--
净资产收益率(%)	1.92	6.07	7.46	--
长期债务资本化比率(%)	57.26	47.63	55.80	56.16
全部债务资本化比率(%)	75.49	65.28	67.20	66.22
资产负债率(%)	79.75	71.55	72.92	72.72
流动比率(%)	58.95	65.74	71.08	70.08
速动比率(%)	52.80	58.54	62.13	61.07
经营现金流动负债比(%)	5.68	21.58	20.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.10	2.64	3.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.93	7.52	7.20	--

注: 1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债及长期应付款中的有息债务已相应调整至长短期债务中; 3. 截至 2019 年 3 月底, 公司所有者权益中含永续债 115.00 亿元

附件 3 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/主营业务收入 ×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额 ×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%
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/短期投资+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估有限公司关于 陕西煤业化工集团有限责任公司 2019 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西煤业化工集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

陕西煤业化工集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对陕西煤业化工集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，陕西煤业化工集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西煤业化工有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现陕西煤业化工集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对陕西煤业化工集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西煤业化工集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对陕西煤业化工集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西煤业化工集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。