跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]187 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“17陕煤化CP002”和“17陕煤化CP003”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年三月一日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
www.lhratings.com

陕西煤业化工集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 陕煤化 CP002	30 亿元	2018/09/15	A-1	A-1
17 陕煤化 CP003	30 亿元	2018/11/08	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 2 月 1 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	384.76	468.74	518.14	622.20
资产总额(亿元)	4020.41	4371.07	4458.20	4626.64
所有者权益(亿元)	815.48	890.61	902.79	1293.75
短期债务(亿元)	1214.20	1274.47	1570.96	1204.12
长期债务（亿元）	1177.81	1432.39	1209.53	1254.36
全部债务(亿元)	2392.01	2706.86	2780.49	2458.49
营业收入(亿元)	1766.22	1906.14	2120.95	1960.52
利润总额 (亿元)	9.96	0.53	30.03	63.88
EBITDA(亿元)	195.39	173.60	232.99	--
经营性净现金流(亿元)	3.10	0.93	127.43	374.30
营业利润率(%)	12.49	8.46	11.55	14.39
净资产收益率(%)	0.06	-1.19	1.92	--
资产负债率(%)	79.72	79.62	79.75	72.04
全部债务资本化比率(%)	74.58	75.24	75.49	65.52
流动比率(%)	53.20	65.56	58.95	76.24
经营现金流动负债比(%)	0.16	0.05	5.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.24	15.59	11.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.77	2.10	--

注：1. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款等有息债务已相应调整至长短期债务中；3. 截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益中含永续债 65.00 亿元。

分析师

常启睿　黄 露
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

跟踪期内，陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”或“公司”）资产规模和营业收入稳步增长，规模优势得以加强；受益于2016年下半年以来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，盈利能力有所提高。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到煤炭、钢铁及化工业务受行业景气度影响大、公司债务负担重以及子公司陕西钢铁集团有限公司经营困难亏损严重等因素给公司经营与发展带来的不利影响。

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加强。

综合评估，联合资信确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“17陕煤化CP002”和“17陕煤化CP003”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期公司资产规模、营业收入稳步增长，规模优势得以加强。
2. 截至 2017 年 9 月底，债转股资金合计到位 372.50 亿元，有利于公司降低财务杠杆比率，增强资本实力。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流入量对一年内到期的债券余额的保障能力极强。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务负担仍然较重。
2. 非经常性损益对利润贡献大。

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

陕西煤业化工集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西煤业化工集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为人民币 100 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。

公司主营业务为煤炭生产与销售，向下游煤化工、煤电及钢铁行业延伸。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、安全生产协调部、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 2016 年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 63 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 4458.20 亿元，所有者权益 902.79 亿元（含少数股东权益 501.86 亿元、永续债 65.00 亿元）；2016 年实现营业收入 2120.95 亿元，利润总额 30.03 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 4626.64 亿元，所有者权益 1293.75 亿元（含少数股东权益 917.07 亿元、永续债 65.00 亿元）；2017 年 1～9 月实现营业收入 1960.52 亿元，利润总额 63.88 亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 9 月和 11 月分别发行了额度 30.00 亿元的“17 陕煤化 CP002”和额度 30.00 亿元的“17 陕煤化 CP003”，发行期限 1 年，所募集资金已经全部按计划用途用于偿还到期融资本息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 陕煤化 CP002	30.00	30.00	2017/09/15	2018/09/15
17 陕煤化 CP003	30.00	30.00	2017/11/08	2018/11/08

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳

中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1～9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1～9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1～9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1～6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1～6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1～6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1～9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1～6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1～9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1～9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1～6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际

流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

（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%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2015年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量占全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司和大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期

行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014 年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

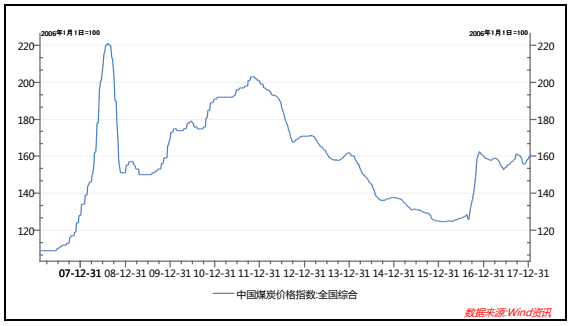
行业供需

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。截至 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，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。

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。

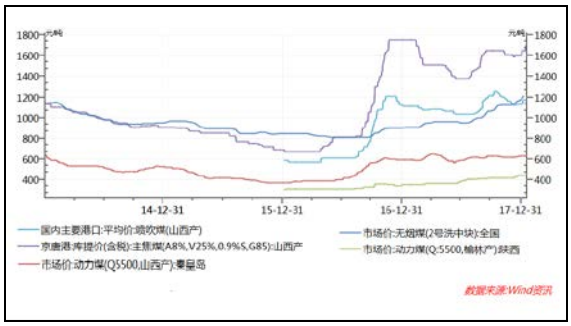
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind资讯

2016 年以来，随着煤炭行业去产能的深入推进，行业供需格局有所改善，煤炭价格触底回升，主要煤种价格基本上恢复到 2014 年的价格水平。以秦皇岛港 Q5500 山西产动力煤为例，截至 2016 年底，该煤种秦皇岛港市场价为 595 元/吨，同比增长 60.81%；进入 2017 年，煤炭价格较 2016 年底有所回落，但仍处于高位，截至 2017 年 12 月底，秦皇岛港 Q5500 山西产动力煤市场价为 630 元/吨、无烟煤（2 号洗中块）市场价为 1175 元/吨、国内主要港口山西产喷吹煤平均价为 1132 元/吨、京唐港山西产主焦煤库提含税价为 1600 元/吨。

图 2 2014 年以来国内主要煤炭品种价格

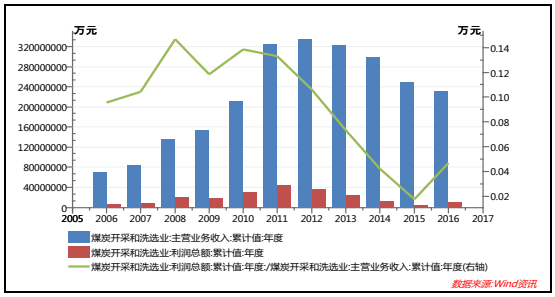


资料来源：Wind资讯

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。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。2016 年随着煤炭价格的回升，煤炭企业盈利情况得到改善，行业利润总额 1090.9 亿元，累计同比数据结束了 2012 年中开始的持续下跌，在 2016 年 8 月首次恢复正增长。

图3 中国煤炭行业收入和利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

根据《BP 世界能源统计年鉴》（2013 年 6 月），中国 2012 年底探明储量占世界探明储量的 13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为 40，远低于世界平均储采比 100 的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。

我国煤炭的主要进口国是澳大利亚和印尼，从2008年至2013年，煤炭进口量保持高速增长，2013年达到峰值，进口量为3.27亿吨，同比增长13.39%，从2014年至2015年，国内过剩产能加剧，进口量步入负增长阶段。2016年受限产及需求回暖影响，进口量同比上升25.20%至2.56亿吨。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。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。

去产能政策的推进

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。

去产能效果方面，2016 年 7 月初，国家发改委主任徐绍史在钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议上制定了 2016 年煤炭去产能目标 2.50 亿吨，截至 2016 年底完成近 3 亿吨超额完成任务，但 2016 年退出的产能主要为前期已经停产产能。

根据国家发改委发布的《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，2017 年煤炭去产能的目标为 1.5 亿吨。国家发改委公布的消息显示，截至 10 月底，2017 年全年去产能目标已提前完成。

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。

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，部分生产成本高、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。

煤炭价格或将逐步稳定

2016 年 11 月 11 日上午，神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司与中国华能集团公司、中国大唐集团公司和中国国电集团公司在北京签订了 2017 年电煤中长期合同，该合同确定 5500 大卡动力煤基准价为每吨 535 元人民币，后续将参照市场变化调整。

国家发展与改革委员会于 11 月 16 日下午会同国家能源局、国家煤矿安全监察局以及中国煤炭工业协会组织召开了“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”，要求有关地区、部门和企业进一步加快签订中长期合同，建立煤炭行业平稳发展的长效机制。

总体来看，在大型煤企纷纷与电厂签订长协价格后，动力煤价格或将逐步稳定，波动将明显收窄。动力煤价格的稳定有利于煤企制定长期发展规划，未来长协价格或将成为市场主流价跟踪标的，将对稳定动力煤价格起到积极作用。

（二）煤化工行业

1. 行业概况

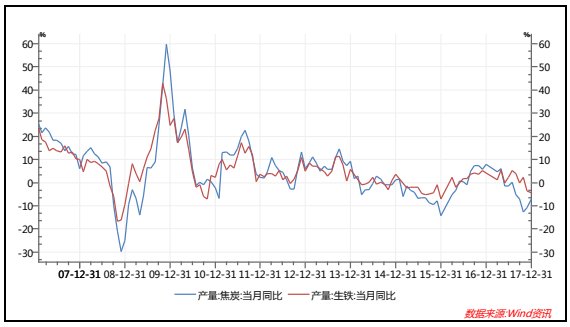
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

图4　焦炭、生铁产量月度同比增长率

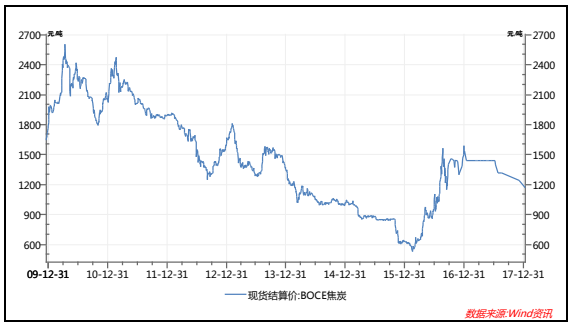


资料来源：Wind资讯

钢铁行业属于强周期行业，粗钢产量与宏观经济运行周期紧密相关。随着中国经济步入新常态，宏观经济增速趋缓，中国粗钢产量在2014 年度达到历史高点 8.23 亿吨以后开始下滑。2015 年为 8.04 亿吨，同比下降 2.31%，产能利用率为 67%，产能过剩严重。2016 年随着去产能政策的推进，钢铁行业完成去产能 6500 万吨，较年初制定目标 4500 万吨超额完成 2000 万吨，但行业产能利用率仍然不足 70%。2017 年政府公布的钢铁去产能的目标为 5000 万吨，根据工信部公布的消息，全年去产能目标已超额完成。

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年初，焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012 年 2 月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到 2012 年 9 月初跌至谷底价格跌至 1246 元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入 2013 年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。2014 年和 2015 年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈持续下跌趋势。截至 2015 年底，国内焦炭价格均价约为 634 元/吨。进入 2016 年，在煤炭钢铁行业去产能政策影响下，焦炭价格快速回升。截至 2016 年底，焦炭现货成交价 1440 元/吨。2017 年焦炭价格有所下降，截至 2017 年 12 月 6 日，BOCE 焦炭现货结算价格为 1240 元/吨，较 2016 年底每吨下降近 260 元。

图 5　近年焦炭价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体而言，近年来焦炭价格受下游疲软影响走势总体呈季节性波动下降趋势，焦炭企业面临的经营压力较大。但随着 2016 年国内焦炭价格的快速回升，焦炭企业的经营压力有所缓解，盈利状况持续改善。

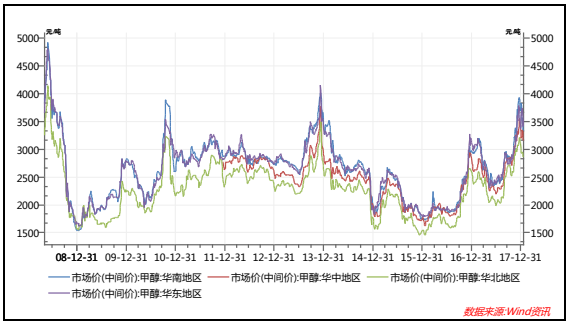
甲醇

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 资讯

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，截至 2015 年底，甲醇平均价格 1165 元/吨，较年初价格下跌 23.71%。2016 年，甲醇价格开始回升，到年底回升至 2013 年的价格水平。2017 年，甲醇市场价格呈“V 型”走势，至年底时甲醇价格创近 4 年新高。

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，国内目前建成投产的甲醇制烯烃共6套，合计烯烃产能266万吨，按平均85%负荷率计算，年消耗甲醇约670万吨，国内对甲醇需求数量将继续增加。

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

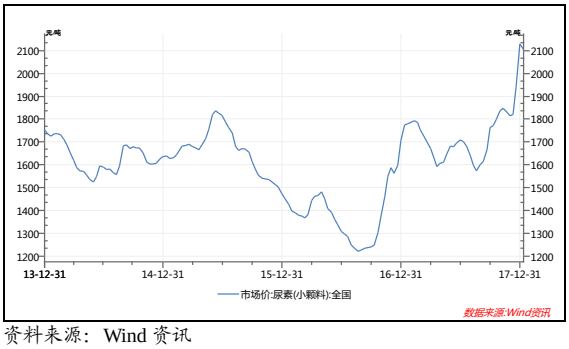
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010 年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2011 年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015 年全年，中国尿素出口量为 1371.03 万吨。虽然尿素出口量攀升，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，因而处于产能过剩的尿素行业仍面临较大压力，尿素价格持续下行压力大。

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。

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 月中旬以来，尿素价格出现回落，截至 2017 年 4 月 20 日，尿素市场价为 1592.20 元/吨；2017 年 4 月以来，尿素价格出现上涨，截至 2017 年 12 月 31 日，受市场供应紧张的影响， 尿素（小颗粒）价格 2128.20 元/吨，创数年新高。

图 7　尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind 资讯

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、蒽系列、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的开发研究，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。

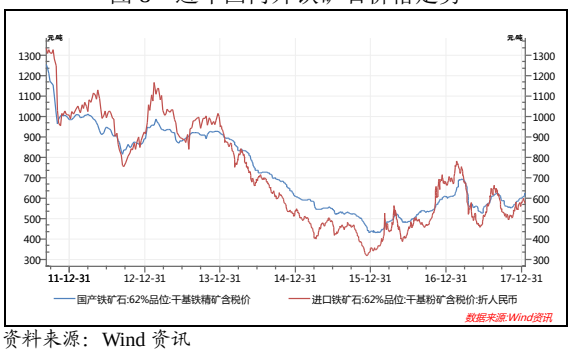
总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

（三）钢铁行业

近年来钢铁行业整体景气度处于下滑态势。2015年以来，受中国经济增速进一步减缓、下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降等因素影响，国内主流钢材价格均呈快速下滑态势，全年价格平均下跌30%左右的幅度。中国宏观经济逐步进入慢增长的新常态，钢铁行业供需矛盾在短期内难以改善，钢铁企业面临的经营压力增大，行业竞争加剧。

铁矿石方面，受下游传统工业制造业景气度低迷，2012~2013 年，国内外铁矿石价格整体呈现波动下滑趋势，波动区间在 500 元/吨的范围内；而进入 2014 年之后，受淡水河谷、力拓和必和必拓国际三大矿山铁矿石供应量不断提升以及国内钢铁行业景气度持续低迷的影响，国内外铁矿石价格走势呈现滑梯式下跌形态，直到 2015 年 4 月开始进口铁矿石价格下跌幅度逐步趋缓。2016 年进口铁矿石价格出现一波强势反弹，2017 年初铁矿石价格呈整体下跌趋势，但仍维持在 2015 年以来的较高水平。

图 8　近年国内外铁矿石价格走势



资料来源：Wind 资讯

产业政策方面，2015年3月20日，为推动钢铁产能过剩矛盾化解，促进钢铁产业调整升级，工业和信息化部组织发布了《钢铁产业调整政策(2015年修订)(征求意见稿)》。征求意见稿提出，到2017年钢铁产能规模基本合理，产能利用率达到80%以上，行业利润率及资产回报率回升到合理水平。进一步组织结构优化调整，加快兼并重组步伐，到2025年，前十家钢铁企业粗钢产量占全国比重不低于60%，形成3到5家全球范围内有较强竞争力的超大型钢铁集团。此外，技术创新体系不断完善，建成一批具有先期介入、后续服务及推广应用功能的研发中心、实验室和产业联盟等创新平台。同时，到2025年，钢铁企业污染物排放、能耗全面符合国家和地方规定的标准，固体废弃物实现100%利用。工信部还将完善钢铁市场的准入和退出标准，对达不到准入要求的，积极改造升级，改造升级仍达不到的逐步退出，有序压减过剩产能。

为适应钢铁行业发展新常态，强化节能环保约束，进一步完善行业事中事后管理，促进行业转型升级，工信部对《规范条件2012版》进行了修订，并于发布《钢铁行业规范条件

（2015年修订）》（以下简称“《规范条件2015版》”），《规范条件2015版》自2015年7月1日起实施。修订后的规范条件进一步明确和细化了污染物排放和能耗指标要求，明确了对新建、改造钢铁企业的准入条件；严格控制新增钢铁生产能力，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；不得新建独立炼铁、炼钢、热轧企业；钢铁企业各工序须全面配备节能减排设施。另外，规范条件还表示，鼓励企业集成现代通信与信息技术、计算机网络技术、行业技术和智能控制技术等两化融合技术，提高企业智能化水平。

2016 年 2 月 5 日，国务院发布《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，以下简称“国发 6 号文”），提出了今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务、政策措施，并就加强组织领导、推进组织实施作出了具体部署，坚持市场倒逼、企业主体，地方组织、中央支持，突出重点、依法依规，综合运用市场机制、经济手段和法治办法，因地制宜、分类施策、标本兼治，积极稳妥化解过剩产能，促进钢铁行业提质增效。其中，国发 6 号文明确了“十三五”期间钢铁去产能的任务目标，即从 2016 年开始，在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨；同时还要求钢铁行业严禁新增产能，对违法违规建设的，要严肃问责。

2016 年 4 月 21 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会联合印发《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》（以下简称“意见”），要求积极稳妥地处理钢铁、煤炭行业的债务重组和不良资产处置等问题，完善风险应对预案，防止个别行业、企业风险演化为系统性、区域性金融风险。意见提出，对钢铁煤炭行业的信贷需求，金融机构应坚持区别对待、有扶有控的原则；同时，要求金融机构严格控制对违规新增产能的信贷投入，对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。

从现阶段中国政府针对钢铁行业现状出台的一系列政策法规来看，主要围绕行业规范管理、调整产业结构、治理环境污染以及化解产能过剩矛盾等主要问题，其中“供给侧结构性改革”是当前最主要的任务，也将是今后钢铁行业能否回到良性发展道路上的重要一环。

六、基础素质分析

1. 产权状况

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. 规模和竞争实力

公司是陕西省最大的煤炭企业集团，具有较强的资源优势和规模优势。

截至2017年9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；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；2016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），截至2017年9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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

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

表 2　近年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 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	456.55	25.91	32.23	427.54	22.51	24.42	509.07	24.13	37.16	474.57	24.21	45.81
钢铁产品	479.31	27.20	0.73	447.88	23.58	-2.08	516.10	24.47	0.51	392.27	20.01	3.99
化工产品	248.45	14.10	17.43	283.08	14.91	13.49	329.25	15.61	12.76	393.79	20.09	15.20
施工业务	56.86	3.23	7.68	50.17	2.64	9.05	26.55	1.26	15.33	23.96	1.22	18.32
机械产品	14.59	0.82	15.37	18.53	0.98	21.87	12.42	0.59	16.34	21.56	1.10	9.09
其他业务	506.53	28.74	5.93	671.83	35.38	4.75	716.00	33.94	2.71	654.36	33.38	2.28
合计	**1762.29**	**100.00**	**13.08**	**1899.03**	**100.00**	**9.15**	**2109.39**	**100.00**	**12.29**	**1960.52**	**100.00**	**16.03**

资料来源：公司提供

注：其他业务包括贸易物流、建材产品、供电、运输业务及材料销售等；因四舍五入，部分数据加总与合计数不一致。

受 2016 年下半年以来煤炭、钢铁行业景气度有所回升影响，2016 年公司实现主营业务收入 2109.39 亿元，同比增长 11.06%。

收入构成方面，2016 年公司煤炭业务实现收入 509.07 亿元，同比增长 19.07%；钢铁业务实现收入 516.10 亿元，同比增长 15.23%；化工业务实现收入 329.25 亿元，同比增长 16.31%，上述三项业务分别占主营业务收入的 24.13%、24.47%和 15.61%，在主营业务收入中的比重同比均有所上升。另外，公司其他业务近年快速增长，2016 年实现其他业务收入 716.00 亿元，公司其他业务板块涉及业务种类较多，其中贸易物流、供电、建材、材料销售等业务收入均有小幅增长。

从毛利率来看，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，2016 年公司煤炭业务毛利率同比大幅提升 12.74 个百分点至 37.16%。受 2016 年末钢铁价格有所上涨、钢铁行业景气度有所回升影响，2016 年钢铁业务毛利率为 0.51%，毛利率由负转正，但盈利能力仍然很弱。2016 年化工产品行业处于产能过剩、景气度不高的状态，公司该板块毛利率继续下滑，2016 年为 12.76%，较上年下降 0.73 个百分点。受毛利率水平较高的煤炭业务收入大幅增长影响，2016 年公司整体毛利率明显回升，同比上升 3.04 个百分点，为 12.29%。

2017 年 1～9 月，公司实现营业收入 1960.52 亿元，实现毛利率 16.03%，较 2016 年上升 3.74 个百分点。受益于化工品销价提升，化工品销售收入大幅增长，2017 年前三季度该板块收入已超过 2016 年全年收入水平。毛利率方面，受益于煤炭价格持续处于高位的影响，煤炭业务毛利率较 2016 年上升 8.65 个百分点，为 45.81%；受益于钢铁行业景气度回升，钢铁业务毛利率上升至 3.99%；2017 年前三季度，公司主要化工产品销售均价维持在近年来较高水平，化工业务毛利率较 2016 年底上升 2.44 个百分点至 15.20%。

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、2017 年前三季度主要化工产品销售均价维持近年来较高水平和公司的降本增效举措，跟踪期内公司主营业务收入持续增长，盈利能力有所增强。

煤炭业务

从煤炭储量来看，截至 2017 年 9 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。

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。

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、销售来看，公司 2016 年煤炭产量出现小幅下滑，2016 年公司煤炭产量 12593.40 万吨，同比下降 0.92%；同期，公司煤炭销量 12460.10 万吨，同比上升 1.56%。从销售价格来看，受煤炭行业整体景气度于 2016 年下半年有所回升影响，该年度公司商品煤销售均价为 222.01 元/吨，同比大幅上升 36.14%，商品煤销售均价基本提升至公司 2014 年水平。2017 年 1~9 月，公司商品煤销售均价继续上升至 353.78 元/吨，较 2016 年上升 59.35%。

表 3　公司销售情况（万吨、元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
煤炭产量	12712.12	12710.82	12593.40	10692.10
商品煤销量	12546.41	12268.22	12460.10	10211.90
商品煤平均销售价格	221.74	163.07	222.01	353.78

资料来源：公司提供

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。

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。

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 2018 年投运，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。

总体看，跟踪期内，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。

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2016年底公司已形成尿素144万吨/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，甲醇110万吨/年的产能；盐化产业方面，截至2016年已形成烧碱77万吨/年，聚氯乙烯110万吨/年产能；油品产业方面，截至2016年底已形成177万吨/年的油品产能。

跟踪期内公司主要化工产品产量维持1200万吨以上的水平。从化工产品销售来看，2016

年公司主要化工产品销量为尿素174.81万吨、甲醇65.53万吨、焦炭360.54万吨、聚氯乙烯113.91万吨、烧碱75.88万吨，全年化工业务实现收入329.25亿元，占主营业务收入的15.61%。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，但受制于尿素及油品等煤化工产品价格持续下跌，公司化工板块盈利能力有所回落，2016年毛利率12.76%，较上年下降0.73个百分点。

表 4　公司主要化工产品产销情况（单位：万吨）

产品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	163.84	167.21	172.49	174.40	170.24	174.81	119.10	118.20
甲醇	82.77	54.23	85.66	64.13	84.35	65.53	69.60	79.90
焦炭	370.33	368.37	383.04	367.08	331.27	360.54	295.90	298.30
聚氯乙烯	104.61	99.36	106.28	112.66	32.77	32.24	87.80	84.70
烧碱	73.74	73.78	76.03	71.07	77.58	75.88	62.50	60.00
磷铵	14.66	14.71	18.65	17.19	16.72	18.43	14.30	13.30
石油焦	7.61	7.45	--	--	--	--	--	--
兰炭	352.63	351.71	339.80	314.28	337.55	326.34	325.40	305.00
油品	46.48	45.70	72.03	70.83	73.45	73.19	68.70	67.50
合计	**1209.06**	**1175.07**	**1253.98**	**1191.64**	**1387.17**	**1388.39**	**1043.30**	**1026.90**

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。2017年前三季度化工板块毛利率较2016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。但长期来看，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。

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年公司新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 2016 年底，陕钢集团总资产 328.46 亿元，所有者权益-2.68 亿元，2016 年全年实现营业收入 469.70 亿元，净利润-8.33 亿元。截至 2017 年 9 月底，陕钢集团总资产 383.39 亿元，所有者权益-2.85 亿元，2017 年前三季度实现收入 39.23 亿元，净利润-1.84 亿元。

截至2016年底，陕钢集团拥有生铁产能996万吨/年，粗钢产能1010万吨/年，钢材产能1290万吨/年。2016年公司累计分别生产粗钢730.27万吨、钢材629.73万吨，同比均有所下降。销售方面，受益于2016年下半年钢铁行业景气度的回升，陕钢集团钢材平均售价为2135.89元/吨，同比小幅上升8.60%，钢铁板块实现收入516.10亿元。2017年前三季度钢铁行业延续了2016年下半年钢材价格快速上升的趋势，钢材平均售价大幅上升至3155.77元/吨，同期钢铁板块实现收入392.37亿元。

表5　公司钢铁业务情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	科目	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
生铁	产能	996.00	996.00	996.00
	产量	710.00	730.84	724.70
	产能利用率	78.35	73.38	72.76
粗钢	产能	1010.00	1010.00	1010.00
	产量	746.00	730.27	740.58
	产能利用率	78.27	72.30	73.32
钢材	产能	1290.00	1290.00	1290

	产量	654.00	629.73	602.16
	产能利用率	61.07	48.82	46.68

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内钢铁行业景气度有所回升，钢材价格整体呈现上升趋势，但作为公司钢铁业务运营主体的陕钢集团2016年资不抵债，亏损严重，对公司盈利能力造成一定负面影响，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，但未来短期内仍难以扭转钢铁板块的亏损局面。

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、施工、铁路等。

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。

在电力方面，公司主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，通过建设矿区配套煤矸石综合利用电厂和瓦斯发电项目及与大型发电集团建立战略合作关系，以加大煤炭就地转化力度，全面提高资源综合利用效益。2012年公司抓住机遇与华电、大唐、华能等电力集团合作，重组整合了11个在役燃煤电厂，合作在建电厂7个，权益装机容量达到1179万千瓦，煤电一体化战略迈出了实质性步伐。电力业务的发展，不仅全面提高了资源综合利用效益，同时还为公司的煤炭主业提供低价电力供应，增加了煤炭业务竞争力，并通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，支持煤炭主业的长期发展。2016年公司电力业务稳定中有所增长，截至2016年底公司权益装机容量4595.10兆瓦，可控装机容量7145.00兆瓦。公司2016年实现发电量231.29亿千瓦时，售电量214.98亿千瓦时，同比均有小幅上升。2016年公司平均上网电价为383.63元/千千瓦时。2017年1~9月，公司实现发电量177.46亿千瓦时，售电量164.86亿千瓦时。

表 6　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 2017 年 9 月底累计投资
渭北煤化工园区	甲醇 180 万吨/年，聚烯烃 70 万吨/年	2009-2016	199.50	196.25
神渭管输煤炭管道工程	管线全长 748km，年输煤量 1000 万吨	2012-2016	73.14	69.76
120 万吨兰炭及 50 万吨燃料油项目	兰炭 240 万吨/年，煤焦油加氢 50 万吨/年，金属镁 2 万吨/年	2010-2016	45.87	48.94
文家坡矿井	600 万吨/年	2009-2016	40.24	43.97
2*300MW 煤矸石发电项目	2×300MW 电厂	2012-2016	32.27	29.23
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	193.66	8.89
合计	--	--	**584.68**	**397.04**

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2017年9月底，公司在建项目计划总投资合计584.68亿元，累计投资397.04亿元。除靖边至神木集运铁路项目（以下简称“靖神铁路”）外，公司其余在建项目均进入建设中后期阶段。整体看，公司将面临一定对外融资需求。

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 193.66 亿元。

项目设计运输能力近期为6500万吨，远期为7770万吨（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、3000万吨；孟家湾至靖边北去向近、远期分别为4000万吨、4770万吨，远景输送能力1亿吨。

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。

九、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

公司 2016 年度纳入合并范围的企业为 63 家，其中新增纳入合并范围子公司 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2016年底，公司合并资产总额4458.20亿元，所有者权益 902.79 亿元（其中少数股东权益 501.86 亿元、永续债 65.00 亿元）；2016 年实现营业收入 2120.95 亿元，利润总额 30.03 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 4626.64 亿元，所有者权益 1293.75 亿元（含少数股东权益 917.07 亿元、永续债 65.00 亿元）；2017 年 1～9 月实现营业收入 1960.52 亿元，利润总额 63.88 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内公司资产总额持续增长，截至 2016 年底，公司资产总额为 4458.20 亿元，同比增长 1.99%。截至 2016 年底公司资产中流动资产占 29.18%，非流动资产占 70.82%，公司非流动资产比重同比有所上升。

截至2016年底，公司流动资产合计1322.11亿元，同比变化不大。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 24.93%）、应收账款（占 11.14%）、预付款项（占 10.69%）、其他应收款（占 18.58%）和存货（占 10.66%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 322.21 亿元，同比上升 6.09%。公司货币资金主要由银行存款（占 80.66%）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 47.97 亿元，为承兑汇票保证金、存款准备金及票据保证金等。

截至2016年底，公司交易性金融资产82.21亿元，同比增长 6.99%，主要由权益工具投资（占 93.55%）和债务工具（占 4.61%）投资构成。

截至 2016 年底，公司应收账款为 143.96 亿元，同比减少 36.48%，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 12.96 亿元，计提比例 8.26%。按信用风险特征组合计提坏账准备应收账款占 98.50%，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 62.28%）。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 240.12 亿元，同比下降 9.72%。公司其他应收款累计计提坏账准备 15.30 亿元，计提比例 5.99%，计提比例一般。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 246.26 亿元，其中 208.10 亿元为无风险组合，不计提坏账准备；其余 38.16 亿元中，账龄在 1 年以内的占 33.98%，1~2 年的占 16.10%，2 年以上的占 49.92%。整体看，公司其他应收款规模有所减少，但账龄较长，后续账务处理尚不明确。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 137.80 元，同比上升 16.18%。公司存货账面余额为 138.92 亿元，累计计提跌价准备 1.12 亿元，计提水平较低。公司存货主要系原材料（占 24.73%）、自制半成品及在产品（占 27.02%）及库存商品（占 37.58%）。

截至2016年底，公司非流动资产为3136.09亿元，同比变化不大。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.70%）、固定资产（占 42.81%）、在建工程（占 19.46%）和无形资产（占 19.13%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 129.67 亿元，同比上升 9.96%，主要由 117.92 亿元可供出售权益工具构成（占比 90.68%），可供出售权益工具中按成本计量的占 88.93%。

截至2016年底，公司固定资产原值1909.78亿元，累计计提折旧565.80亿元，计提减值准备 1.42 亿元，公司固定资产账面价值 1342.56 亿元，固定资产成新率为 70.30%。公司固定资产主要系房屋、建筑物（占 38.45%）和机器设备（占 52.62%）。

截至 2016 年底，公司在建工程 610.15 亿元，较 2015 年底下降 7.82%，主要系大型项目（彬长矿业文家坡矿井基建）完工转固所致。公司在建项目主要包括神渭管输煤炭管道工程、120 万吨兰炭及 50 万吨燃料油项目和 80 万吨炼油厂新建项目等项目。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额合计 4626.64 亿元，较 2016 年底增长 3.78%，主要系流动资产增长所致，2017 年前三季度因公司销售规模扩大，货币资金及应收票据均有所增长。资产结构中流动资产占 32.47%，非流动资产占 67.53%，流动资产比例略有上升。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金充裕，流动性较好；非流动资产以固定资产为主，符合行业特点。公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 902.79 亿元，同比增长 1.37%，主要系少数股东权益有所增长所致。截至 2016 年底，归属于母公司所有者权益合计 400.93 亿元。截至 2016 年底，公司归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 24.94%，资本公积占 70.74%，专项储备占 1.74%，其他权益工具占 16.21%，未分配利润占-13.18%，未分配利润为-52.85 亿元，较上年大幅下降，主要系归属于母公司股东净利润亏损（本期归属于母公司股东净利润为-16.90 亿元）所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 1293.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 376.68 亿元，公司未分配利润为-49.18 亿元，资本公积 244.64 亿元，较 2016 年底减少 13.74%，主要系 2017 年陕西省人民政府将陕西省铁路投资集团有限公司划转所致；截至 2017 年 9 月底，少数股东权益合计 917.07 亿元，较 2016 年底增长 82.73%，主要系债转股资金到位所致。公司与陕西金融资产管理股份有限公司、中国建设银行股份有限公司等机构签订了合计 845 亿元的市场化债转股合作框架协议，截至 2017 年三季度底，372.50 亿元债转股资金已到位。从归属于母公司的所有者权益构成上看，资本公积比重较 2016 年底下降至 64.95%，实收资本比重上升至 26.55%。

总体看，近年来公司未分配利润快速下降，同时归属母公司净利润持续为负，少数股权权益占比较高，公司权益稳定性一般，2017 年 1~9 月归属母公司净利润由负转正，为 3.67 亿元，盈利能力有所提升；2017 年前三季度 372.50 亿元债转股资金到位，有利于公司降低财务杠杆比率，资本实力有所增强。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 3555.41 亿元，较上年增长 2.15%。从负债结构来看，流动负债占 63.08%，非流动负债占 36.92%，流动负债比重较 2015 年底进一步上升。

截至 2016 年底，公司短期借款为 849.19 亿元，较上年增长 10.32%，增长主要来源于信用借款。从短期借款结构来看，短期借款以信用借款为主（占 90.25%）。

截至 2016 年底，公司应付票据为 204.11

亿元，较上年增长 15.93%。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 317.49 亿元，同比减少 21.80%，其中 1 年以内的占 58.05%，1~2 年占 24.93%，2 年以上的占 17.02%。

截至 2016 年底，公司其他应付款合计 142.35 亿元，同比减少 1.81%，款项性质主要为单位往来款项和质保金等。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 405.83 亿元，同比增长 67.69%，主要系一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券增长所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债合计 78.36 亿元，同比增长 14.49%，主要是信托融资款 47.00 亿元和一年期融资租赁借款 24.31 亿元，计入公司短期有息债务。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 1312.55 亿元，同比减少 13.63%，主要由长期借款（占 67.09%）、应付债券（占 18.67%）和长期应付款（占 8.95%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 880.57 亿元，同比减少 5.31%，主要以保证借款（占 42.28%）和信用借款（占 32.67%）为主。

截至 2016 年底，公司长期应付款 117.42 亿元，同比减少 25.80%，其中融资租赁 63.96 亿元，本报告已计入长期有息债务中核算。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债合计 20.14 亿元，同比减少 81.85%，主要由信托融资（占 99.29%）构成，本报告已计入长期有息债务中核算。

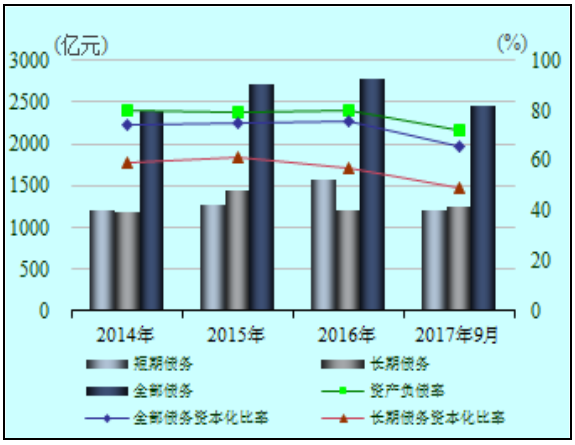
截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 3332.89 亿元，较 2016 年底下降 6.26%，主要系公司偿还了大规模的短期借款所致；负债结构中流动负债占 59.12%，非流动负债占 40.88%，非流动负债占比较 2016 年底有所上升。

从有息债务结构看，截至 2016 年底公司全部债务为 2584.70 亿元，其中短期债务占 56.45%，长期债务占 43.55%。如果将流动负债及非流动负债中的其他有息债务部分分别调整至长短期债务中，则截至 2016 年底公司全部债务上升至 2780.49 亿元，短期债务占比上升至 56.50%。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 2253.18 亿元，较 2016 年底大幅下降，主要系公司偿还了较大规模的短期借款及债转股资金到位所致。从债务结构来看，短期债务占 49.09%，短期债务比重有所下降。如果将流动负债及非流动负债中的其他有息债务部分分别调整至长短期债务中，则截至 2017 年 9 月底公司全部债务上升至 2458.49 亿元，短期债务占比降至 48.98%，长短期债务占比较为均衡。

从债务指标来看，截至 2016 年底公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 79.75%、75.49%和 57.26%。考虑到公司权益类科目中的 50.00 亿元“15 陕煤化 MTN002”及 15.00 亿元的“16 陕煤可续债 01”实为债务，将其调整为债务指标后，公司 2016 年底资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 81.21%、77.25%和 60.34%，2017 年 9 月底上述指标分别为 72.04%、65.52%和 49.23%。

图9　公司调整后债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内公司债务规模有所下降，债转股资金到位后，公司债务指标有所改善，但实际债务负担仍然较重。

3. 盈利能力

2016 年公司实现营业收入 2120.95 亿元，同比增长 11.27%；2016 年公司营业成本 1850.06 亿元，同比增长 7.23%，增速小于收入增速。受益于 2016 年下半年以来煤炭市场景气度有所回升，公司营业利润率有所增长，2016 年为 11.55%，较上年上升 3.09 个百分点。

2016 年公司期间费用较上年变化不大，为 253.25 亿元，其中财务费用为 93.36 亿元，同比增长 13.66%。2016 年公司期间费用率为 11.94%，较上年下降了 1.29 个百分点，期间费用控制能力有所增强。

2016 年，公司资产减值损失 11.97 亿元。主要为坏账损失 11.27 亿元。

2016 年公司实现公允价值变动收益 1.22 亿元，同比大幅减少，主要因为 2015 年公司对陕国投持有目的发生变化，按年末股价计入当期的损益，导致该年度公允价值变动损益大幅增长。

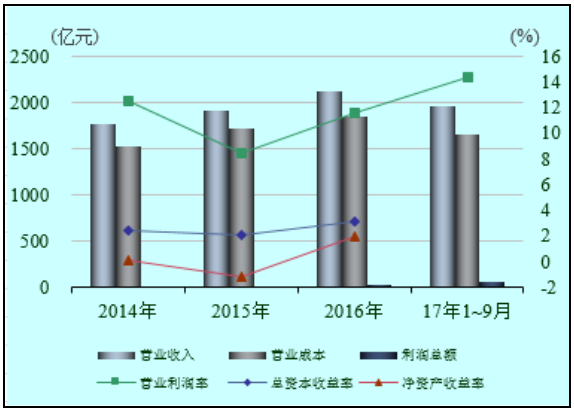
2016 年公司实现投资收益 35.60 亿元，同比大幅减少 46.19%，主要因为 2015 年公司调整合并范围，不再合并龙钢公司和陕西陕化化工集团有限公司后按照相关会计准则分别转回以前年度超额亏损部分 24.25 亿元和 13.00 亿元，导致该年度投资收益规模较大。2016 年投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益 8.01 亿元以及其他 22.80 亿元，其中其他类主要为公司处置三供一业资产取得的投资收益。

2016 年，公司实现营业利润 13.47 亿元，同比上升 94.26%。2016 年，公司获得营业外收入 23.06 亿元，同比上升 252.90%，其中政府补助 17.86 亿元，同比上升 348.74%，主要因为公司收到“三降一补”去产能补充资金 5.57 亿元、奖补资金 5.03 亿元及中央去产能奖补资金 2.08 亿元；同期，公司营业外支出 6.49 亿元，同比下降 49.82%，其中破产亏损补贴 3.11 亿元和赔偿金、违约金及罚款支出 1.08 亿元。

2016 年，公司实现利润总额 30.03 亿元，同比增长 29.50 亿元，但归属于母公司的净利润持续为负值，2016 年为-16.89 亿元，较 2015 年扩大。从盈利指标来看，2016 年总资本收益率及净资产收益率分别为 3.33%和 1.92%，受煤炭及钢铁行业景气度有所回升影响，上述指标同比均有所提升。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1960.52 亿元，同比增长 28.01%；实现利润总额 63.88 亿元，较 2016 年同期增加 57.46 亿元，归属于母公司的净利润实现扭亏。公司本期实现营业利润率 14.39%。

图10 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，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，公司盈利能力有所提高，2017 年前三季度归属于母公司净利润由负转正。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年公司经营活动现金流入为 1938.67 亿元，同比增长 17.83%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 1803.23 亿元，2016 年公司现金收入比为 85.02%，较上年上升 4.11 个百分点，公司收入质量有所上升。2016 年公司实现经营活动现金净流量 127.43 亿元，较上年大幅增长，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅上涨所致。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入 109.10 亿元，同比上升 27.96%，其中收回其他与投资活动有关的现金 58.42 亿元，同比大幅上升 523.46%。2016 年，公司投资活

动现金流出 206.60 亿元，同比下降 14.10%，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅下降所致。2016 年公司投资活动现金流仍表现为净流出状态，投资活动现金流净额为-97.50 亿元，公司投资节奏快速放缓，但仍保持较大规模。

从筹资活动来看，2016 年公司筹资活动现金流入量为 1729.92 亿元，同比下降 8.62%，主要系取得借款收到的现金下降所致。2016 年公司筹资活动现金流出量为 1756.18 亿元，同比上升 3.55%。2016 年，公司筹资活动产生现金流表现为净流出状态，为-26.26 亿元，同比下降 113.33%，主要系公司该年度取得借款收到的现金大幅下降所致。

2017 年 1～9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 374.30 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-188.26 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-183.82 亿元。公司 2017 年前三季度现金流呈现净流入状态。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流净额大幅增长，公司获现能力有所上升。公司放缓投资节奏，但仍保持较大规模。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底公司流动比率和速动比率分别为 58.95%和 52.80%，分别较上年下降 6.61 个百分点和 6.71 个百分点；截至 2017 年 9 月底以上两指标分别为 76.24%和 69.81%，较 2016 年底有所回升；2016 年公司经营现金流动负债比为 5.68%，较上年大幅提升。总体看，跟踪期内公司短期偿债指标有所好转，但仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年~2016 年公司 EBITDA 波动上升，2016 年为 232.99 亿元，较上年上升 34.21%，主要系 2016 年利润总额大幅增长所致。2014 年~2016 年调整后全部债务/EBITDA 波动下降，三年平均值为 13.09 倍，2016 年为 11.93 倍，较上年明显下降。2014 年~2016 年公司 EBITDA 利息倍数持续上升，近三年平均值为 1.88 倍，2016 年为 2.10 倍。总体看，公司对全部债务保护能力不断增强。

截至 2017 年 9 月底，公司本部无对外担保事项。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 3182.14 亿元，其中未使用额度 1135.61 亿元，公司间接融资渠道较畅通。公司子公司陕西煤业于 2014 年 1 月 28 日在上海证券交易所上市（股票代码：601225），公司具有直接融资渠道。

6. 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。

7. 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、煤化工及钢铁延伸，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。

十、存续债券偿还能力分析

截至本期报告出具日，公司一年内需偿还的债券额度共计 140 亿元（含额度 40 亿元的中期票据“13 陕煤化 MTN002”、额度 10 亿元的中期票据“13 陕煤化 MTN1”、额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP001”、额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP002”、额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP003”）。

近三年公司现金类资产不断上升，其对两期短期融资券（“17 陕煤化 CP002”及“17 陕煤化 CP003”）的覆盖倍数也不断上升，三年均值为 7.94 倍，2016 年为 8.64 倍，其对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 3.40 倍，2016 年为 3.70 倍；截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产为 622.20 亿元，为两期短期融资券额度的 10.37 倍，为一年内需偿还的债券额度的 4.44 倍，公司现金类资产对存续期内一年内

需偿还的债券保障能力极强；近三年公司经营活动现金流入量对两期短期融资券的覆盖倍数三年均值为 28.93 倍，2016 年为 32.31 倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 12.40 倍，2016 年为 13.85 倍；公司近三年经营活动现金净流量对两期短期融资券的覆盖倍数三年均值为 1.08 倍，2016 年为 2.12 倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 0.46 倍，2016 年为 0.91 倍。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。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

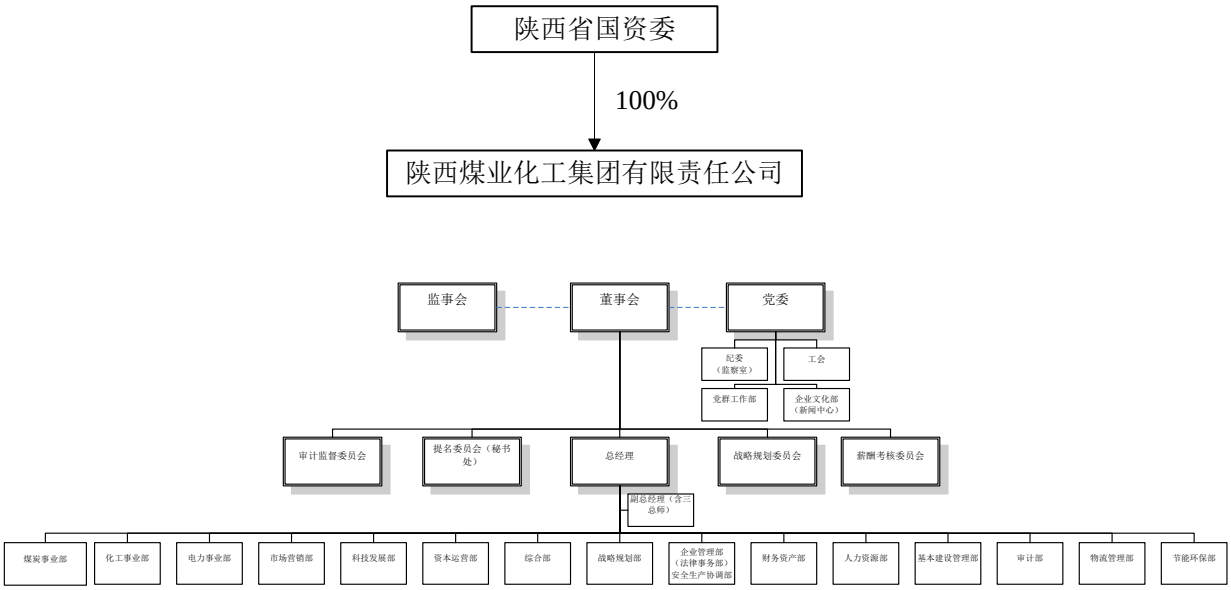
项 目	2016 年
一年内到期债券余额	140.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.70
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	13.85
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.91
EBITDA/一年内到期债券余额	1.66

资料来源：公司提供

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“17陕煤化CP002”和“17陕煤化CP003”的信用等级为A-1。

附件 1　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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	384.76	468.74	518.14	622.20
资产总额(亿元)	4020.41	4371.07	4458.20	4626.64
所有者权益(亿元)	815.48	890.61	902.79	1293.75
短期债务(亿元)	1214.20	1274.47	1570.96	1204.12
长期债务(亿元)	1177.81	1432.39	1209.53	1254.36
全部债务(亿元)	2392.01	2706.86	2780.49	2458.49
营业收入(亿元)	1766.22	1906.14	2120.95	1960.52
利润总额(亿元)	9.96	0.53	30.03	63.88
EBITDA(亿元)	195.39	173.60	232.99	--
经营性净现金流(亿元)	3.10	0.93	127.43	374.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.24	6.29	7.41	--
存货周转次数(次)	11.52	13.57	14.43	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.45	0.48	--
现金收入比(%)	74.23	80.91	85.02	86.52
营业利润率(%)	12.49	8.46	11.55	14.39
总资本收益率(%)	2.46	2.01	3.33	--
净资产收益率(%)	0.06	-1.19	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	59.09	61.66	57.26	49.23
全部债务资本化比率(%)	74.58	75.24	75.49	65.52
资产负债率(%)	79.72	79.62	79.75	72.04
流动比率(%)	53.20	65.56	58.95	76.24
速动比率(%)	46.19	59.51	52.80	69.81
经营现金流动负债比(%)	0.16	0.05	5.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.77	2.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.24	15.59	11.93	--

注：1. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款等有息债务已相应调整至长短期债务中。3. 截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益中含永续债 65.00 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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　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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

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

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