

信用等级公告

联合[2019] 327号

联合资信评估有限公司通过对陕西煤业化工集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，并维持“18 陕煤化 CP002”和“18 陕煤化 CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告。



陕西煤业化工集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

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
18 陕煤化 CP002	30 亿元	2019/08/22	A-1	A-1
18 陕煤化 CP003	30 亿元	2019/11/23	A-1	A-1

跟踪评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 2 月 15 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	468.74	518.14	564.50	649.22
资产总额(亿元)	4371.07	4458.20	4640.60	4951.33
所有者权益合计(亿元)	890.61	902.79	1320.12	1421.40
短期债务(亿元)	1274.47	1570.96	1281.51	1166.37
长期债务(亿元)	1432.39	1209.53	1200.77	1447.68
全部债务(亿元)	2706.86	2780.49	2482.28	2614.04
营业总收入(亿元)	1906.14	2120.95	2600.89	2024.40
利润总额(亿元)	0.53	30.03	109.15	102.54
EBITDA(亿元)	173.60	232.99	329.99	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	127.43	432.99	318.99
营业利润率(%)	8.46	11.55	17.74	17.01
净资产收益率(%)	-1.19	1.92	6.07	--
资产负债率(%)	79.62	79.75	71.55	71.29
全部债务资本化比率(%)	75.24	75.49	65.28	64.78
流动比率(%)	65.56	58.95	65.74	72.51
经营现金流动负债比(%)	0.05	5.68	21.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	11.93	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	2.10	2.78	--

注：1. 2018 年 1-9 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 2018 年 9 月底，公司所有者权益中含永续债 100.00 亿元，2015-2017 年底，分别含永续债 50.00 亿元、65.00 亿元和 85.00 亿元。

分析师

李博文 王宁

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

2018 年前三季度，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”）资产规模稳步增长，受益于完整的产业链布局，主营业务收入和整体毛利率水平同比稳定增长，规模优势得以加强；公司盈利能力保持稳定，经营活动现金净流量维持较高水平。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担仍然较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有限责任公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“18 陕煤化 CP002”和“18 陕煤化 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 前三季度公司资产规模稳步增长，主营业务收入和毛利率水平同比稳定增长。
2. 前三季度公司盈利能力保持稳定，经营活动现金净流量维持较高水平。
3. 截至 2018 年 9 月底，债转股资金合计到位超过 454 亿元，资产负债率持续降低，资本实力不断增强。
4. 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. 公司债务负担仍然较重，资本结构有待进一步优化。
2. 公司一年内到债券规模较大，面临一定的短期支付压力。

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、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2018年3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。

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2018年9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，并逐步向下游煤化工、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。煤炭、钢铁及化工业务为公司主要收入来源。

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、监察室、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2017年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共53家。

截至2017年底，公司合并资产总额4640.60亿元，所有者权益合计1320.12亿元（含少数股东权益951.86亿元、永续债85.00亿元）；2017年实现营业收入2600.89亿元，利润总额109.15亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额4951.33亿元，所有者权益合计1421.40亿元（含少数股东权益1017.57亿元、永续债100.00亿元）；2018年1~9月，公司实现营业总收入2024.40亿元，利润总额102.54亿元。

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2018年8月和2018年11月分别发行了额度30.00亿元的“18陕煤化CP002”和额度30.00亿元的“18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
18 陕煤化 CP002	30.00	30.00	2018/08/22	2019/08/22
18 陕煤化 CP003	30.00	30.00	2018/11/23	2019/11/23

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货

币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值(GDP)82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落，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)涨幅较大，制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%)；财政赤字7261.0亿元，较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速(9.7%)，但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速(9.4%)出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅(7.9%)有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额

在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

五、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。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 62%，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。

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。

随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017 年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计 5 亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至 2017 年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为 51~52 亿吨，其中形成能力的有效产能在 39 亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能 12 亿-13 亿吨/年左右。同时 2017 年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为 34.45 亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到 2020 年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增 3-4 亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

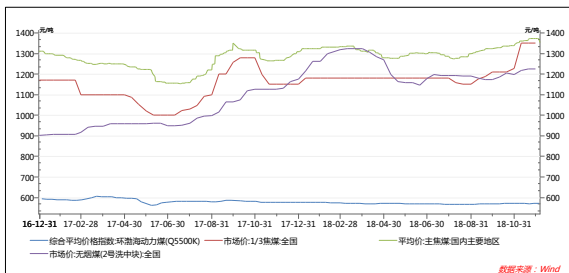
煤炭价格

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，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

煤炭价格方面，进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降。进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧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影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格未继续走高，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系得到一定缓解，煤炭价格持续高位震荡。

图1 2017年以来主要煤炭品种价格情况

(单位：元/吨)



资料来源：Wind

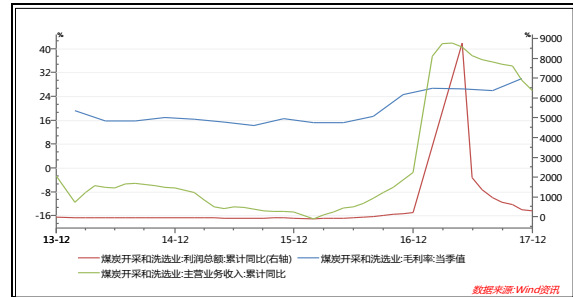
截至2018年10月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是571元/吨、1228元/吨、1339元/吨和1198元/吨，较2017年底的价格变动不大。

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。2017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，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，

利润大幅增长。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况
(单位：亿元，%)



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《进一步规范和改进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 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。

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。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

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，即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

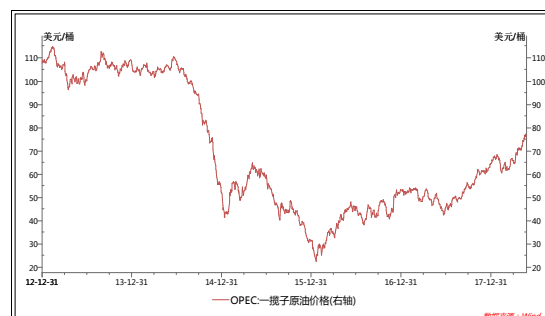
烯烃是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015年5月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2015]1047号），提出在煤制烯烃7大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强我国烯烃工业的国际竞争力。煤制烯烃的产品主要包括聚乙烯和聚丙烯。聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

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2016年底，我国煤制烯烃总产能达1285万吨，截至2017年底，煤制烯烃产能1330.3万吨。预计随着后期新项目的投产，我国煤制烯烃产能将会持续增长。2015~2017年，煤制烯烃的产能利用率分别为81.80%、88.80%和87.40%，产能利用率保持在较好水平。

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。

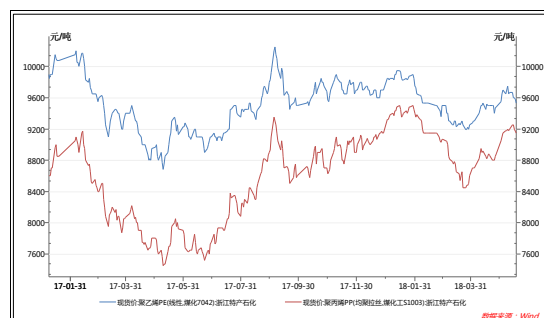
图3 近年石油价格走势



资料来源：Wind

由于煤化工项目下游应用产品多为通用料，石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上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。

图4 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；近期石油价格震荡上行，对烯烃未来价格走势形成利好，有利于缓解原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力。

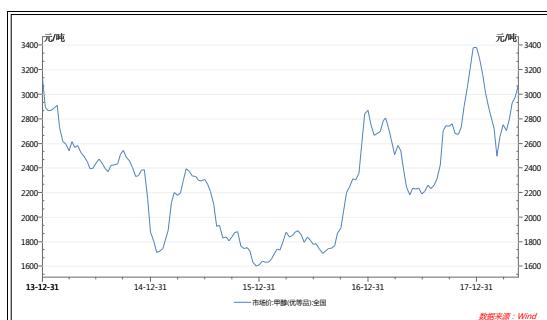
甲醇

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5 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月至今，在环保限产等因素的推动下，甲醇价格开始震荡回升，目前已经回升至14年初的价格。

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

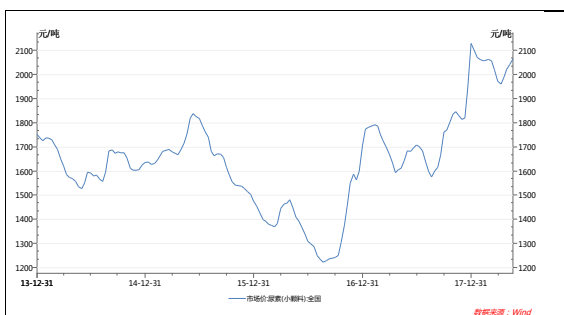
中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在外国尿

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。

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%。

图6 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

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高新技术、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。

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唯一股东及实际控制人。

2. 规模和竞争实力

公司是陕西省最大的煤炭企业集团，具有很强的资源优势 and 规模优势。

截至2018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；近三年公司煤炭产能分别为11274万吨/年、11242万吨/年及11830万吨/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；2017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2018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，向下游煤化工及煤电行业延伸，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	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	427.54	22.51	24.42	509.07	24.13	37.16	755.30	29.21	44.65	589.49	29.29	35.19
钢铁产品	447.88	23.58	-2.08	516.10	24.47	0.51	667.38	25.81	6.77	378.54	18.81	14.56
化工产品	283.08	14.91	13.49	329.25	15.61	12.76	377.93	14.62	9.46	404.27	20.09	17.64
施工业务	50.17	2.64	9.05	26.55	1.26	15.33	42.00	1.62	12.76	41.41	2.06	12.57
机械产品	18.53	0.98	21.87	12.42	0.59	16.34	13.40	0.52	15.78	32.78	1.63	21.96
其他业务	671.83	35.38	4.75	716.00	33.94	2.71	729.77	28.22	8.38	565.83	28.12	3.51
合计	1899.03	100.00	9.15	2109.39	100.00	12.29	2585.78	100.00	18.83	2012.31	100.00	18.19

资料来源: 公司提供

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。

收入构成方面, 2017 年公司煤炭业务实现收入 755.30 亿元, 同比增长 48.37%; 钢铁业务实现收入 667.38 亿元, 同比增长 29.31%; 化工业务实现收入 377.93 亿元, 同比增长 14.79%, 上述三项业务分别占主营业务收入的 29.21%、25.81% 和 14.62%, 煤炭业务、钢铁业务在主营业务收入中的比重同比有所上升, 化工业务在主营业务收入中的比重同比有所下降。另外, 公司 2017 年实现其他业务收入 729.77 亿元, 同比增长 1.92%, 公司其他业务板块涉及业务种类较多, 其中供电、施工及劳务、建材、材料销售等业务收入均有所增长。

从毛利率来看, 随着供给侧改革的逐步推行, 加上公司积极进行的降本增效举措, 2017 年公司煤炭业务毛利率同比提升 7.49 个百分点至 44.65%。受钢铁行业景气度有所回升影响, 2017 年钢铁业务毛利率同比提升 6.26 个百分点至 6.77%, 盈利水平有所改善, 但仍然较低。2017 年公司化工业务产品销量和售价有所上升, 但受煤炭价格上升较快等因素影响, 公司该板块毛利率有所下滑, 为 9.46%, 较上年下降 3.30 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, 2017 年公司整体毛利率明显回升, 同比上升 6.54 个百分点, 为 18.83%。

2018 年 1~9 月, 公司实现主营业务收入 2012.31 亿元, 同比增长 2.64%, 为 2017 年全年的 77.82%, 实现整体毛利率 18.19%, 较 2017 年变化不大, 同比 2017 年 1~9 月增长 2.17 个百分点。同期, 受煤炭价格高位震荡及薪酬、

税费成本增加的影响, 煤炭业务毛利率较 2017 年下降 9.46 个百分点, 为 35.19%, 实现收入 589.49 亿元, 同比增长 24.22%, 为 2017 年全年的 78.05%; 钢铁业务毛利率延续了 2017 年的上升趋势, 为 14.56%, 实现收入 378.54 亿元, 同比下降 3.50%, 为 2017 年全年的 56.72%; 受主要化工产品售价上升影响, 化工业务毛利率有所增加, 为 17.64%, 实现收入 404.27 亿元, 占 2017 年全年的 106.97%。

总体看, 2018 年 1~9 月, 受益于完整的产业链布局, 公司主营业务收入和整体毛利率水平同比均稳定增长。

煤炭业务

从煤炭储量来看, 截至 2018 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2017年煤炭产量有所增长，2017年公司煤炭产量14010.00万吨，同比增长11.25%；同期，公司煤炭销量13650.40万吨，同比上升9.55%。从销售价格来看，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1~9月，公司商品煤平均销价365.68元/吨，较2017年上升1.89%，整体销售价格维持较高水平。

表3 公司销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
煤炭产量	12710.82	12593.40	14010.00	11511.21
商品煤销量	12268.22	12460.10	13650.40	10965.84
商品煤平均销售价格	163.07	222.01	358.98	365.68

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，2018年前三季度，公司煤炭业务维持突出的主业地位，是公司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2017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、甲醇110万吨/年的产能；盐化产业方面，截至2017年已形成烧碱80万吨/年、聚氯乙烯110万吨/年产能；油品产业方面，截至2017年底已形成147.50万吨/年的油品产能。

从化工产品销售来看，2017年公司主要化工产品销量为尿素164.10万吨、甲醇105.10万吨、焦炭405.90万吨、聚氯乙烯113.50万吨、烧碱73.20万吨，全年化工业务实现收入377.93亿元，占主营业务收入的14.62%。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，但受煤炭价格上升较快影响，公司化工板块盈利能力有所回落，2017年毛利率9.46%，较上年下降3.30个百分点。

2018年1~9月，公司主要化工产品产量为尿素120.96万吨、甲醇60.71万吨、焦炭215.16万吨、聚氯乙烯85.64万吨、烧碱59.36万吨，实现收入404.27亿元，同比增长2.67%，为主营业务收入的20.29%。受主要煤化工产品尿素、甲醇价格上升影响，公司化工业务毛利率较2017年增长8.18个百分点，为17.64%。

表4 公司主要化工产品销售价格(单位:元/吨)

产品名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
尿素	1359.81	1070.76	1440.43	1774.20
甲醇	1445.67	1457.73	1966.77	2287.05
焦炭	635.89	787.12	1489.15	1646.50
烧碱	1504.69	1821.89	2934.37	3074.56
磷铵	2111.71	1700.32	1987.71	2251.04

兰炭	335.53	338.25	591.71	590.80
油品	3706.33	3353.78	4002.10	4268.20

资料来源:公司提供

总体看,2018年前三季度,公司主要化工产品产销量较为稳定,受主要化工产品价格上涨影响,化工业务整体毛利率有所增长。

表5 公司主要化工产品产销情况(单位:万吨)

产品	2015年		2016年		2017年		2018年1-9月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	172.49	174.40	170.24	174.81	165.10	164.10	120.96	121.59
甲醇	85.66	64.13	84.35	65.53	94.60	105.10	60.71	75.60
焦炭	383.04	367.08	331.27	360.54	394.20	405.90	215.16	222.23
聚氯乙烯	106.28	112.66	113.65	113.91	115.00	113.50	85.64	84.63
烧碱	76.03	71.07	77.58	75.88	78.10	73.20	59.36	66.25
磷铵	18.65	17.19	16.72	18.43	19.60	19.60	7.72	7.58
兰炭	339.80	314.28	337.55	326.34	464.20	428.20	362.59	320.73
油品	72.03	70.83	73.45	73.19	95.30	93.00	81.92	79.27
合计	1253.98	1191.64	1387.17	1388.39	1426.10	1402.60	994.06	977.88

资料来源:公司提供

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2017年底,陕钢集团总资产371.10亿元,所有者权益32.00亿元,2017年全年实现营业收入474.05亿元,净利润16.16亿元。截至2018年9月底,陕钢集团总资产383.38亿元,所有者权益56.82亿元,2018年1~9月实现收入378.54亿元,净利润24.93亿元。

截至2018年9月底,陕钢集团拥有生铁产能1003万吨/年,粗钢产能1100万吨/年,钢材产能1100万吨/年。2018年1~9月公司累计分别生产粗钢856.60万吨、钢材748.79万吨。

表6 公司钢铁业务情况(单位:万吨/年、万吨、%)

产品	科目	2016年	2017年	18年1-9月
生铁	产能	996.00	996.00	1003.00

	产量	730.84	987.02	780.24
	产能利用率	73.38	99.10	77.79
粗钢	产能	1010.00	1010.00	1100.00
	产量	730.27	1023.80	856.60
钢材	产能利用率	72.30	101.37	77.87
	产能	1290.00	1290.00	1100.00
	产量	629.73	913.01	748.79
	产能利用率	48.82	70.78	68.07

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,钢材平均售价大幅上升至3388.00元/吨,同比上升58.62%。2018年1~9月,公司产品售价进一步有所上涨,粗钢平均售价较2017年上升8.12%,为3377.11元/吨,钢材平均销售价格较2017年上升6.47%,为3607.33元/吨,钢铁业务毛利率较2017年增长7.79个百分点,为14.56%。

表 7 公司钢铁销售价格（单位：万吨、元/吨）

项目	2017 年		2018 年 1-9 月	
	销量	平均售价	销量	平均售价
粗钢	114.76	3123.39	35.58	3377.11
钢材	902.87	3388.00	805.62	3607.33

资料来源：公司提供

总体看，2018年1~9月，随着钢材价格整体呈现上升趋势，公司钢铁业务盈利能力持续改善。

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，2017年公司电力业务稳中有升，截至2017年底公司权益装机容量4595.00兆瓦，可控装机容量7145.00兆瓦。公司2017年实现发电量244.03亿千瓦时，售电量225.90亿千瓦时，

同比均有小幅上升。2017年公司平均上网电价为413.65元/千千瓦时。2018年1~9月，公司实现发电量199.27亿千瓦时，售电量185.10亿千瓦时，公司平均发电成本分别为337.62元/兆瓦时，平均售电价格（含税）分别为396.11元/兆瓦时。

机械制造方面，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。2017年公司实现机械制造业务收入13.40亿元，较2016年增长0.98亿元，2018年1~9月，公司实现机械产品业务收入32.78亿元，占2017年全年的244.63%。

总体看，跟踪期内公司以煤为基，积极向下游产业及其他产业延伸。

从在建项目来看，截至2018年9月底，公司在建项目计划总投资合计499.34亿元，累计投资285.11亿元，尚需投资214.23亿元。整体看，公司在建项目尚需投资规模较大，将面临一定对外融资需求。

表 8 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 9 月底 累计投资
小保当一号矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	2013-2019	65.65	34.89
小保当二号矿井及选煤厂项目	1300 万吨/年	2013-2019	68.33	27.53
曹家滩矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	2013-2019	65.06	46.75
孟村煤矿项目	600 万吨/年	2013-2019	39.32	31.71
小庄煤矿项目	600 万吨/年	2013-2019	52.08	49.33
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
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	74.66
合计	--	--	499.34	285.11

资料来源：公司提供

整体看，公司在建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

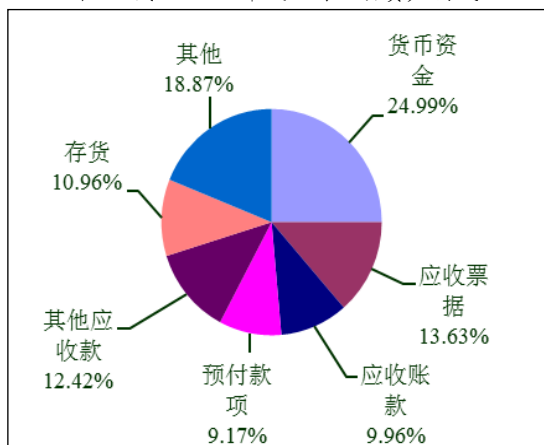
1. 资产质量

跟踪期内公司资产总额稳步增长，截至

2017 年底，公司资产总额为 4458.20 亿元，同比增长 4.09%。截至 2017 年底，公司资产中流动资产占 28.43%，非流动资产占 71.57%，公司非流动资产比重同比有所上升。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 1319.14 亿元，同比变化不大。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 24.99%）、应收票据（占 13.63%）、其他应收款（占 12.42%）、其他流动资产（占 14.35%）和存货（占 10.96%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 329.63 亿元，同比增长 2.30%。公司货币资金主要由银行存款（占 84.37%）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 40.84 亿元，为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及股权融资保证金等。

截至 2017 年底，公司交易性金融资产 55.09 亿元，同比下降 33.00%，主要由权益工具投资（占 92.30%）和债务工具投资（占 7.69%）构成。

截至 2017 年底，公司应收票据为 179.78 亿元，同比增长 58.10%，主要为银行承兑汇票（占 84.55%）。

截至 2017 年底，公司应收账款为 131.40 亿元，同比下降 8.73%，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 16.29 亿元，计提比例 11.03%，较去年底增长 2.77 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 98.36%，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 62.38%）。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 163.89 亿元，同比下降 31.75%。公司其他应收款累计计提坏账准备 17.76 亿元，计提比例 9.78%，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 155.33 亿元（占 85.51%），其中 131.69 亿元为无风险组合，

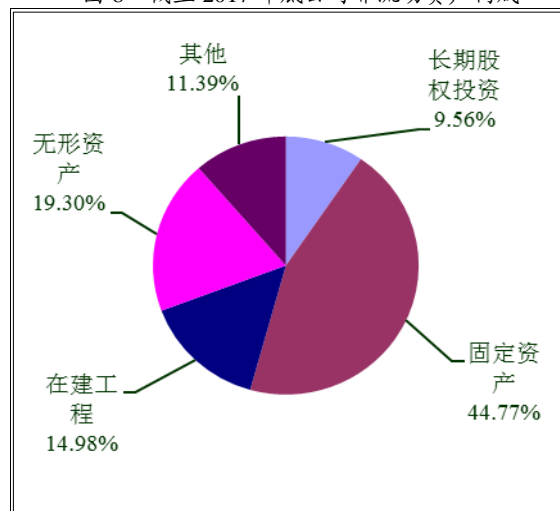
不计提坏账准备；其余 23.64 亿元中，账龄在 1 年以内的占 44.13%，1~2 年的占 16.75%，2 年以上的占 39.12%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 144.56 元，同比增长 4.90%。公司存货账面余额为 146.34 亿元，累计计提跌价准备 1.78 亿元，计提水平较低。公司存货主要系原材料（占 31.41%）、自制半成品及在产品（占 23.60%）、库存商品（占 39.20%）。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 150.39 元，同比增长 37.33%，其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税额 30.45 亿元、借款及委托贷款 91.80 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 3321.47 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 7.59%）、固定资产（占 43.54%）、在建工程（占 17.62%）和无形资产（占 19.27%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 182.09 亿元，同比增长 40.43%，主要由 126.96 亿元可供出售权益工具构成（占比 69.73%），可供出售权益工具中按成本计量的占 90.49%。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 317.67 亿元，同比增长 77.69%，主要系本期对联营企业长期股权投资增加 179.75 亿元所致；其中对联营企业增加投资 148.55 亿元，主要包

括对陕西铁路集团有限公司投资 153.46 亿元；另 2017 年权益法下确认的投资收益为 19.61 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产原值 2163.57 亿元，累计计提折旧 672.09 亿元，计提减值准备 4.45 亿元，公司固定资产账面价值 1487.03 亿元，固定资产成新率为 69.47%。公司固定资产主要系房屋、建筑物（占 42.08%）和机器设备（占 49.96%）。

截至 2017 年底，公司在建工程 497.52 亿元，较 2016 年底下降 18.46%，主要系在建项目完工转固所致。公司在建项目主要包括小保当矿井建设工程、曹家滩矿井及选煤厂项目、靖边至神木集运铁路等项目。

截至 2017 年底，公司无形资产 641.00 亿元，同比增长 6.87%，主要系土地使用权和采探矿权的增加所致。截至 2017 年底，公司无形资产主要由采探矿权（占 77.98%）和土地使用权（占 13.36%）构成。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 4951.33 亿元，较 2017 年底增长 6.70%，主要系流动资产、长期股权投资和固定资产增加所致。其中流动资产占 28.42%，非流动资产占 71.58%，流动资产比例略有上升。

截至 2018 年 9 月底，公司货币资金 439.36 亿元，较 2017 年底增长 33.29%，主要系 2018 年 1~9 月公司偿债资金净流出规模大幅下降所致。

截至 2018 年 9 月底，公司长期股权投资 411.81 亿元，较 2017 年底增长 29.63%，主要系将持有的隆基绿能科技股份有限公司的股份由可供出售金融资产转入长期股权投资所致。

截至 2018 年 9 月底，公司固定资产账面价值 1550.24 亿元，较 2017 年底增长 4.25%。

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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计为 1320.12 亿元，同比增长 46.23%，主要系少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益合计 368.26 亿元，同比下降 8.15%；少数股东权益合计 951.86 亿元，同比大幅增长 89.67%，主要为当期落地的债转股资金。截至 2017 年底，公司归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 27.16%，资本公积占 64.11%，专项储备占 3.48%，其他权益工具占 23.08%，未分配利润为-62.08 亿元，较上年持续下降，主要系本期分配现金股利 13.74 亿元所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 1421.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 403.82 亿元，公司未分配利润为-54.81 亿元，资本公积 244.93 亿元，较 2017 年底增长 3.75%，主要系盈利改善未分配利润增加所致。从归属于母公司的所有者权益构成上看，实收资本占 24.76%，资本公积占 60.65%，其他权益工具占 24.76%。

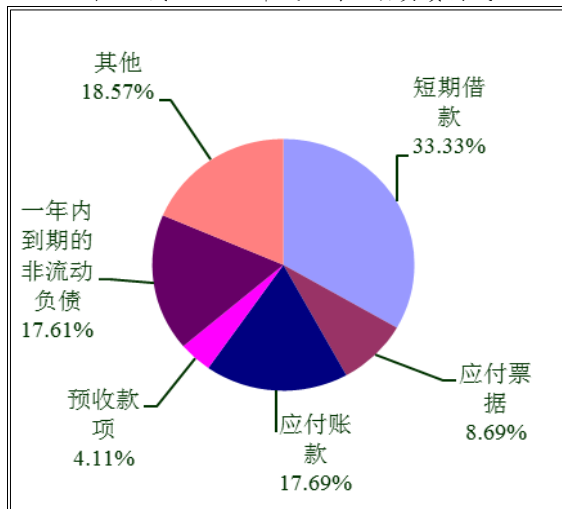
总体看，公司未分配利润持续下降，少数股东权益快速增长，公司权益稳定性较弱。债转股资金持续到位，有利于公司降低财务杠杆比率。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 3320.48 亿元，较上年下降 6.61%。从负债结构来看，流动负债占 60.43%，非流动负债占 39.57%，流动负债比重较 2016 年底有所下降。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 2006.47 亿元，同比下降 10.54%，主要由短期借款（占 33.33%）、应付票据（占 8.69%）、应付账款（占 17.69%）、预收账款（占 4.11%）和一年内到期的非流动负债（占 17.61%）构成。

图9 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司短期借款为668.69亿元，较上年下降21.26%，主要系信用借款下降所致。从短期借款结构来看，短期借款以信用借款为主（占82.89%）。

截至2017年底，公司应付票据为174.42亿元，较上年下降14.55%。

截至2017年底，公司应付账款合计354.93亿元，同比增长11.79%，其中1年以内的占69.92%，1~2年占15.34%，2年以上的占14.74%。

截至2017年底，公司其他应付款合计111.30亿元，同比减少21.82%，款项性质主要为单位往来款项和质保金等。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债353.41亿元，同比下降12.92%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。

截至2017年底，公司其他流动负债合计52.46亿元，同比下降12.45%，主要是信托融资款28.00亿元和其他单位存款11.81亿元，其中信托融资款计入公司短期有息债务。

截至2017年底，公司非流动负债合计1314.01亿元，同比增长0.11%，主要由长期借款（占65.15%）、应付债券（占20.70%）和长期应付款（占8.77%）构成。

截至2017年底，公司长期借款856.11亿元，同比下降2.78%，主要以保证借款（占42.04%）和信用借款（占38.30%）为主。

截至2017年底，公司长期应付款115.28亿元，同比下降1.82%，其中融资租赁62.69亿元，本报告已计入长期有息债务中核算。

截至2017年底，公司其他非流动负债合计10.23亿元，同比减少49.21%，主要由信托融资（占97.75%）构成，本报告已计入长期有息债务中核算。

截至2018年9月底，公司负债合计3529.94亿元，较2017年底增长6.31%，主要系长期借款和应付债券增长所致，其中流动负债占54.98%，非流动负债占45.02%，非流动负债占比较2017年底增长5.45个百分点。

截至2018年9月底，公司长期借款1063.49亿元，较2017年底增长24.22%。

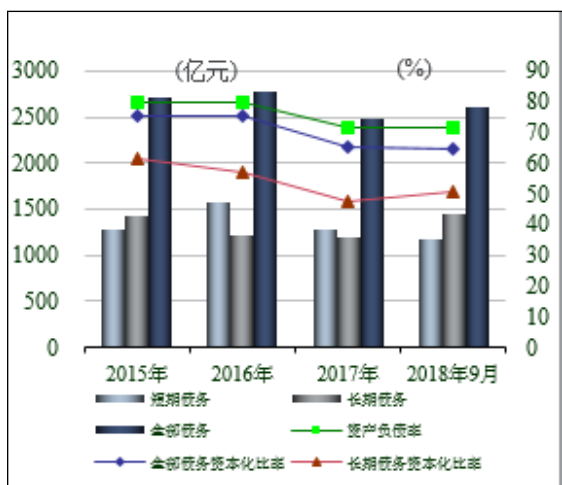
截至2018年9月底，公司应付债券315.63亿元，较2017年底增长16.05%。

从有息债务结构看，截至2017年底公司全部债务为2326.83亿元，其中短期债务占51.52%，长期债务占48.48%。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年底公司全部债务上升至2482.28亿元，短期债务占比上升至51.63%。

截至2018年9月底，公司全部债务为2614.04亿元，较2017年底增长5.31%，主要系长期债务有所增长所致。从债务结构来看，短期债务占44.62%，长期债务占55.38%，长期债务占比较2017年底增长7.01个百分点。

从债务指标来看，截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.55%、65.28%和47.63%。2018年9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陕煤永续债01”、20.00亿元的“17陕煤化MTN003”及15亿元的“18陕煤化MTN001”实为债务，如将其调整为债务，公司2018年9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73.31%、67.26%及53.94%。

图10 公司债务情况¹



资料来源：公司财务报告

总体看，公司债务负担仍然较重，债务指标有所改善，但资本结构有待进一步优化。

3. 盈利能力

2017年公司实现营业总收入2600.89亿元，同比增长22.63%；2017年公司营业成本2098.96亿元，同比增长13.45%，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回升，公司营业利润率有所提高，2017年为17.74%，较上年上升6.19个百分点。

2017年公司期间费用较上年有所增长，为298.02亿元，其中财务费用为108.63亿元，同比增长16.35%。2017年公司期间费用率为11.46%，较上年下降了0.48个百分点，期间费用控制能力有所增强。

2017年，公司资产减值损失23.87亿元，较2016年增加11.90亿元。其中坏账损失10.12亿元，在建工程减值损失6.58亿元，固定资产减值损失3.40亿元。

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。

2017年公司实现投资收益27.40亿元，同

比下降23.03%，主要系权益法核算的投资收益下降所致。

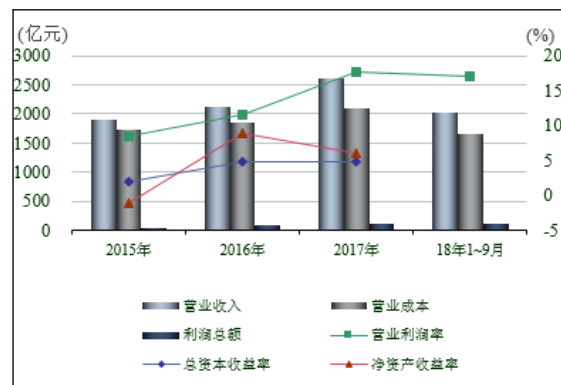
2017年，受煤炭行业景气度较高的影响，公司实现营业利润132.00亿元，同比大幅上升880.28%。2017年，公司获得营业外收入4.51亿元，同比下降80.43%，其中政府补助3.00亿元，同比下降83.19%，主要为公司收到奖补资金1.96亿元；同期，公司营业外支出27.37亿元，同比增长321.47%，主要系非流动资产处置损失大幅增加所致。

2017年，公司实现利润总额109.15亿元，同比大幅增长79.11亿元，归属于母公司的净利润由负转正，2017年为4.98亿元。从盈利指标来看，2017年总资本收益率及净资产收益率分别为4.89%和6.07%，受煤炭及钢铁行业景气度回升影响，上述指标同比均有所提升。

2018年1~9月，公司实现营业总收入2024.40亿元，较2017年同期增长3.26%；实现营业利润105.39亿元，为2017年全年79.84%，实现利润总额102.54亿元，较2017年同期增长60.52%，为2017年全年的93.95%，归属于母公司净利润7.27亿元，公司2018年1~9月营业利润率17.01%，较2017年下降0.73个百分点。

2018年1~9月，公司营业外支出5.08亿元，为2017年全年的18.57%。

图11 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，2018年前三季度，公司盈利能力保持稳定，归属于母公司的净利润持续为正。

¹ 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。

4. 现金流及保障

从经营活动来看, 2017 年公司经营活动现金流入为 2529.11 亿元, 同比增长 30.46%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 2295.88 亿元, 2017 年公司现金收入比为 88.27%, 较上年上升 3.25 个百分点, 公司收入质量有所提升。2017 年公司实现经营活动现金净流量 432.99 亿元, 较上年大幅增 239.80%, 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, 2017 年, 公司投资活动现金流入 86.97 亿元, 同比下降 20.28%, 其中收回投资收到的现金 55.63 亿元, 同比大幅增长 49.74%。2017 年, 公司投资活动现金流出 514.38 亿元, 同比增长 148.98%, 主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金大幅增长所致。2017 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-427.42 亿元, 其中固定资产投资保持了较大规模, 对外投资规模快速增长。

从筹资活动来看, 2017 年公司筹资活动现金流入量为 2003.66 亿元, 同比增长 15.82%, 主要系吸收投资收到的现金大幅增长所致, 反映了当年公司债转股资金的流入。2017 年公司筹资活动现金流出量为 1996.18 亿元, 同比增长 13.67%。2017 年, 公司筹资活动产生现金流表现为净流入状态, 为 7.48 亿元, 主要系公司该年度吸收投资收到的现金大幅增加所致。

2018 年 1~9 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 318.99 亿元, 为 2017 年全年的 73.67%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 1789.59 亿元, 为 2017 年全年的 77.95%; 投资活动产生的现金流量净额为-149.53 亿元, 为 2017 年全年的 34.99%, 其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 94.87 亿元, 为 2017 年全年的 59.40%; 筹资活动产生的现金流量净额为-39.76 亿元。

总体看, 2018 年前三季度, 公司经营性现金流净额维持较高水平, 固定资产投资规模较为稳定。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 65.74%和 58.54%, 分别较上年增长 6.79 个百分点和 5.74 个百分点; 截至 2018 年 9 月底, 上述两指标分别为 72.51%和 64.81%, 较 2017 年底继续回升; 2017 年公司经营现金流动负债比为 21.58%, 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, 2015 年~2017 年公司 EBITDA 快速增长, 2017 年为 329.99 亿元, 较上年大幅上升 41.63%, 主要系 2017 年利润总额大幅增长所致。2015 年~2017 年调整后全部债务/EBITDA 持续下降, 三年平均值为 10.46 倍, 2017 年为 7.52 倍, 较上年明显下降。2015 年~2017 年公司 EBITDA 利息倍数持续上升, 近三年平均值为 2.37 倍, 2017 年为 2.78 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 9 月底, 公司本部无对外担保事项。

截至 2018 年 9 月底, 公司共获得各大商业银行授信总额 3639.41 亿元, 其中未使用额度 1244.12 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), 公司具有直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年 9 月底, 母公司资产规模 2477.29 亿元, 负债合计 2243.71 亿元, 资产负债率为 90.57%, 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 2018 年 9 月底, 母公司所有者权益 247.73 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。2018 年 1~9 月, 母公司未实现营业收入, 利润总额-16.39 亿元,

主要系母公司本部为公司的管理和融资平台，收入规模很小且财务费用较高所致。

十、存续债券偿债能力分析

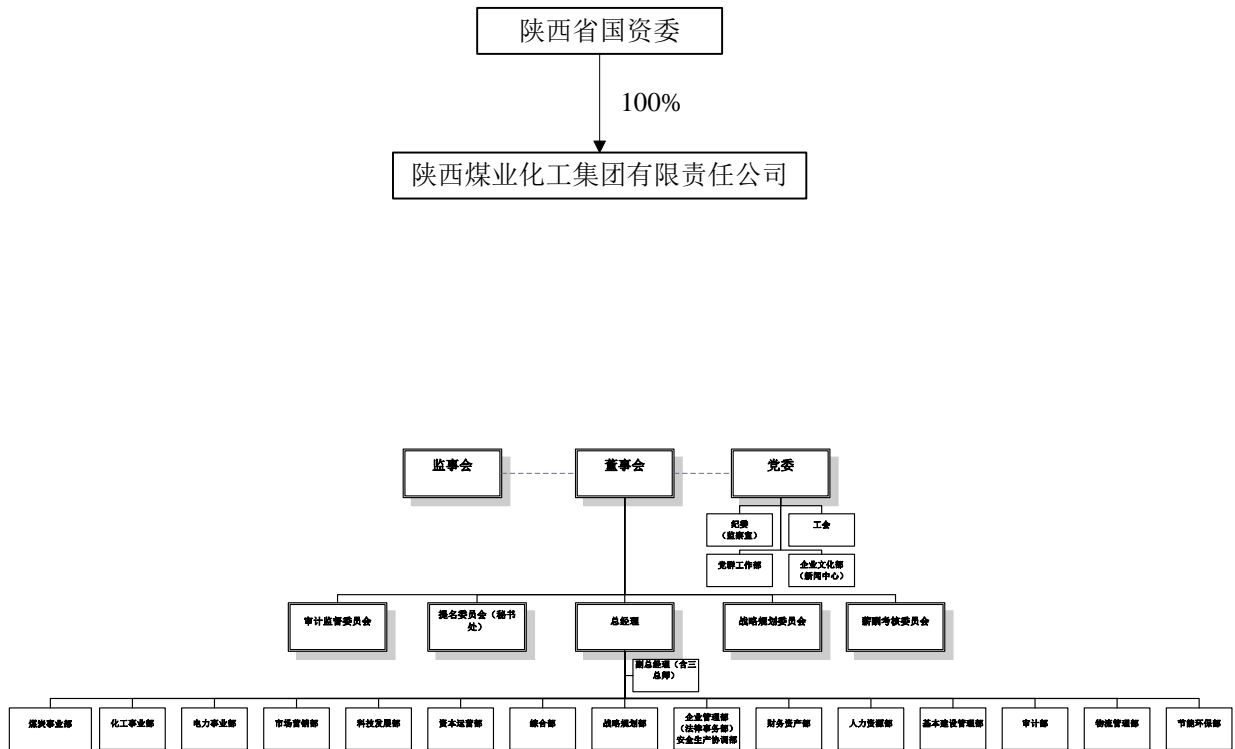
截至本期报告出具日，公司一年内需偿还的债券额度共计155亿元（含额度10亿元的中期票据“14陕煤化MTN001”、额度15亿元的中期票据“16陕煤可续债01”、额度15亿元的中期票据“14陕煤化MTN002”、额度20亿元的中期票据“14陕煤化MTN003”、额度35亿元的短期融资券“18陕煤化CP001”、额度30亿元的短期融资券“18陕煤化CP002”、额度30亿元的“18陕煤化CP003”）。

近三年公司现金类资产不断上升，其对两期短期融资券（“18陕煤化CP002”及“18陕煤化CP003”）的覆盖倍数也不断上升，三年均值为8.86倍，2017年为9.41倍，其对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为3.43倍，2017年为3.64倍；截至2018年9月底，公司现金类资产为649.22亿元，为两期短期融资券额度的10.82倍，为一年内需偿还的债券额度的4.19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36.25倍，2017年为42.15倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为14.03倍，2017年为16.32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4.25倍，2017年为7.22倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为1.64倍，2017年为2.79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。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，维持“18陕煤化CP002”和“18陕煤化CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	468.74	518.14	564.50	649.22
资产总额(亿元)	4371.07	4458.20	4640.60	4951.33
所有者权益合计(亿元)	890.61	902.79	1320.12	1421.40
短期债务(亿元)	1274.47	1570.96	1281.51	1166.37
长期债务(亿元)	1432.39	1209.53	1200.77	1447.68
全部债务(亿元)	2706.86	2780.49	2482.28	2614.04
营业总收入(亿元)	1906.14	2120.95	2600.89	2024.40
利润总额(亿元)	0.53	30.03	109.15	102.54
EBITDA(亿元)	173.60	232.99	329.99	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	127.43	432.99	318.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.29	7.41	9.14	--
存货周转次数(次)	13.57	14.43	14.87	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.48	0.57	--
现金收入比(%)	80.91	85.02	88.27	88.40
营业利润率(%)	8.46	11.55	17.74	17.01
总资本收益率(%)	2.01	3.16	4.89	--
净资产收益率(%)	-1.19	1.92	6.07	--
长期债务资本化比率(%)	61.66	57.26	47.63	50.46
全部债务资本化比率(%)	75.24	75.49	65.28	64.78
资产负债率(%)	79.62	79.75	71.55	71.29
流动比率(%)	65.56	58.95	65.74	72.51
速动比率(%)	59.51	52.80	58.54	64.81
经营现金流流动负债比(%)	0.05	5.68	21.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	2.10	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	11.93	7.52	--

注：1. 2018 年 1-9 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 2018 年 9 月底，公司所有者权益中含永续债 100.00 亿元，2015-2017 年底，分别含永续债 50.00 亿元、65.00 亿元和 85.00 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+一年内到期的长期(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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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