

信用评级公告

联合〔2022〕4572号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用状况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 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十三日

陕西煤业化工集团有限责任公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
陕西煤业化工集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 陕煤化 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
19 陕煤化 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20 陕煤化 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 陕煤化 MTN006	30 亿元	30 亿元	2023/12/10
19 陕煤化 MTN001	30 亿元	30 亿元	2024/5/22
19 陕煤化 MTN002	20 亿元	20 亿元	2024/6/19
19 陕煤化 MTN003	30 亿元	30 亿元	2024/8/20
19 陕煤化 MTN004	20 亿元	20 亿元	2024/9/3
19 陕煤化 MTN005	30 亿元	30 亿元	2024/11/19
19 陕煤化 MTN006	30 亿元	30 亿元	2024/11/25
19 陕煤化 MTN007	30 亿元	30 亿元	2024/12/4
20 陕煤化 MTN001	30 亿元	30 亿元	2025/1/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

跟踪期内，陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕煤集团”）作为大型煤炭化工集团企业，在资源储备、产业链完整性、经营规模、融资渠道、政府支持等方面继续保持优势。2021 年，受煤炭市场价格攀升因素带动，公司整体经营业绩及盈利能力显著提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到煤炭价格波动对公司经营业绩影响明显；化工业务存在一定经营压力以及债务负担重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 政府支持力度大。**作为陕西省内唯一的大型省级煤炭企业集团，公司在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面享有区域政策上的扶植和便利。
- 公司资源储备丰富，具备业务规模优势和产业链系统优势。**截至 2022 年 3 月底，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，煤炭核定产能为 19455 万吨/年。公司立足煤炭业务，并向下游煤化工、电力及钢铁延伸，产业链较为完整。
- 公司盈利和经营获现能力很强。**2021 年，主要受煤炭市场价格攀升因素带动，公司经营业绩显著提升，营业总收入同比增长 16.20%；利润总额同比增长 124.52%；营业利润率、总资本收益率及净资产收益率同比分别提升 6.93、3.69 和 5.89 个百分点至 20.90%、8.70%和 12.78%。公司经营活动现金流净流入规模同比增长

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：毛文娟 杨润

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

125.27%。

4. **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月底，公司获得综合授信额度 4397.59 亿元，其中未使用授信余额 1828.22 亿元，公司备用流动性充裕。此外，公司子公司陕西煤业股份有限公司为 A 股上市公司（股票代码：601225.SH），具备直接融资渠道。

关注

1. **煤炭价格受市场及政策等多重因素扰动而呈现高波动性，对公司盈利的稳定性造成影响。**2021 年，煤炭价格在宏观经济持续稳定恢复、进口煤受限以及安全事故频发等因素的影响下而大幅上涨至近年来峰值，后因煤炭保供稳价促使煤炭价格显著下降。公司经营面临市场和产业政策变动风险。
2. **公司化工业务投资规模大，或存在一定产能释放风险。**公司在化工业务方面存在较大规模的投资支出，但由于我国尿素、甲醇等化工产品产能过剩较为严重且价格波动幅度较大，以致公司所投资项目存在一定的产能释放风险。
3. **公司债务负担重。**截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.89%和 60.65%，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 86.65%和 83.64%。同时，公司所有者权益中含有部分永续债务工具，若将其调至债务，杠杆水平将被进一步推高。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	758.25	823.15	1176.72	/
资产总额（亿元）	5485.95	5963.60	6616.42	6812.26
所有者权益（亿元）	1657.61	1848.86	2124.63	2149.28
短期债务（亿元）	1225.05	1264.95	1145.66	1197.18
长期债务（亿元）	1758.30	1952.23	2129.33	2287.84
全部债务（亿元）	2983.35	3217.18	3274.99	3485.02
营业总收入（亿元）	3025.75	3402.70	3953.99	1062.39
利润总额（亿元）	156.95	174.99	392.89	80.11
EBITDA（亿元）	453.50	482.57	803.68	--
经营性净现金流（亿元）	328.16	323.40	681.78	56.59
营业利润率（%）	17.72	13.97	20.90	17.84
净资产收益率（%）	7.06	6.89	12.78	--
资产负债率（%）	69.78	69.00	67.89	68.45
全部债务资本化比率（%）	64.28	63.50	60.65	61.85
流动比率（%）	77.90	78.15	93.26	98.28
经营现金流动负债比（%）	17.00	15.85	32.33	--
现金短期债务比（倍）	0.62	0.65	1.03	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	2.75	3.04	3.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.58	6.67	4.07	--

公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	2727.15	2879.97	3038.14	3219.64
所有者权益（亿元）	328.84	338.76	405.55	461.32
全部债务（亿元）	1737.51	1935.15	2072.81	2214.48
营业总收入（亿元）	0.00	4.42	0.01	0.00
利润总额（亿元）	-12.33	-27.52	10.61	-20.27
资产负债率（%）	87.94	88.24	86.65	85.67
全部债务资本化比率（%）	84.09	85.10	83.64	82.76
流动比率（%）	81.68	67.36	82.83	82.26
经营现金流动负债比（%）	1.14	-6.43	-5.13	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.09	0.12	0.15

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；
2. 拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债、长期应付款和其它非流动负债中的有息部分调整至全部债务；3. 2022 年一季度财务数据未经审计；4. “/”表示有数据，但未获取到；“-”表示相关指标无意义
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债券简称	主体级别	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 陕煤化 MTN006/19 陕煤化 MTN001/19 陕煤化 MTN002/19 陕煤化 MTN003/19 陕煤化 MTN004/19 陕煤化 MTN005/19 陕煤化 MTN006/19 陕煤化 MTN007/20 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/06/28	樊思 毛文娟	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907）/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 陕煤化 MTN007	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 陕煤化 MTN006	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 陕煤化 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/8/28	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 陕煤化 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/8/23	张文选 刘莉婕	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 陕煤化 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/6/14	张文选 王宁 夏起光	煤炭行业企业主体信用评级方法（2018）	阅读全文
19 陕煤化 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/12	张文选 王宁 夏起光	煤炭行业企业主体信用评级方法（2018）	阅读全文
19 陕煤化 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/5/14	张文选 王宁	煤炭行业企业主体信用评级方法（2018）	阅读全文
18 陕煤化 MTN006	AAA	AAA	稳定	2018/10/9	潘云峰 王宁	煤炭行业企业主体信用评级方法（2017）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

陕西煤业化工集团有限责任公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

陕煤集团前身为陕西煤业集团有限责任公司。2006年6月,经陕国资改革发〔2006〕144号文批准,将陕西煤业集团有限责任公司和陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司的国有股权合并,重组成立现公司,注册资本为人民币35.50亿元。根据陕西省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“陕西省国资委”)2009年12月发布的《陕国资产权发〔2009〕467号》文件,公司注册资本金由35.50亿元变更为100.00亿元。截至2022年3月底,公司注册资本及实收资本均为人民币100.00亿元,陕西省国资委出资比例100%,为公司实际控制人。

跟踪期内公司经营范围无变化,截至2022

年3月底,公司内设煤炭事业部、化工事业部、电力事业部、科技发展部等部门(见附件1)。截至2021年底,公司纳入合并报表范围二级子公司共41家,其中陕西煤业股份有限公司(以下简称“陕西煤业”)为A股上市公司;公司持有陕西煤业65.12%,所持股份未被质押。

截至2021年底,公司合并资产总额6616.42亿元,所有者权益2124.63亿元(含少数股东权益1412.15亿元);2021年,公司实现营业总收入3953.99亿元,利润总额392.89亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额6812.26亿元,所有者权益2149.28亿元(含少数股东权益1370.77亿元);2022年1—3月,公司实现营业总收入1062.39亿元,利润总额80.11亿元。

公司注册地址:陕西省西安市高新区锦业路1号都市之门B座;法定代表人:杨照乾。

三、债券概况及募集资金使用情况

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

表1 本次跟踪相关存续债券概况(单位:亿元)

债券名称	余额	起息日期	到期日
18 陕煤化 MTN006	30.00	2018/12/10	2023/12/10
19 陕煤化 MTN001	30.00	2019/5/22	2024/5/22
19 陕煤化 MTN002	20.00	2019/6/19	2024/6/19
19 陕煤化 MTN003	30.00	2019/8/20	2024/8/20
19 陕煤化 MTN004	20.00	2019/9/3	2024/9/3
19 陕煤化 MTN005	30.00	2019/11/19	2024/11/19
19 陕煤化 MTN006	30.00	2019/11/25	2024/11/25
19 陕煤化 MTN007	30.00	2019/12/4	2024/12/4
20 陕煤化 MTN001	30.00	2020/1/13	2025/1/13
合计	250.00	--	--

资料来源:Wind,联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所

回落（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同）；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万

元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺

差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，

较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 煤炭行业

(1) 行业运行

煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019-2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导

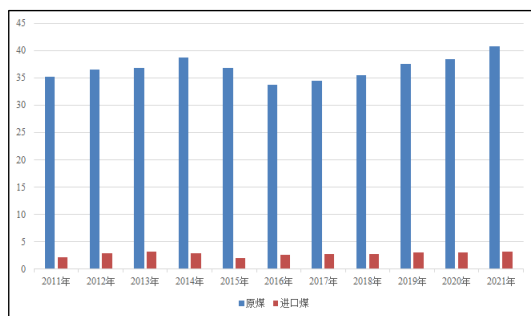
致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

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 57%，大幅高于 27% 的世界平均水平¹。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

图 1 煤炭产量变化情况（单位：亿吨）

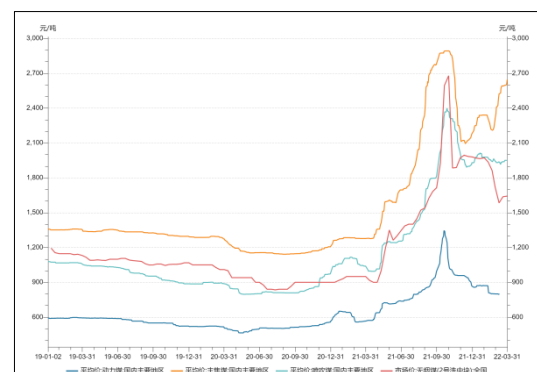


资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。

但我国宏观经济韧性较强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降²，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021 年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入 2 月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于 3 月跌入绿色区间。2021 年 4 月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于 10 月份达到 1345 元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021 年 10 月 19 日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10 月

¹数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

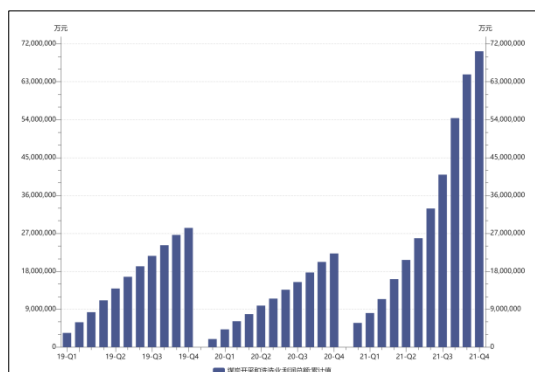
²2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019—2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3 2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源: Wind

(2) 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），

明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）³，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履行监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤

³ 2017—2021年为470~600元/吨

炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加10~20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比

分别增长25.2%和40.5%

（3）行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有中长期的发展空间。

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

2. 钢铁行业

（1）行业概况

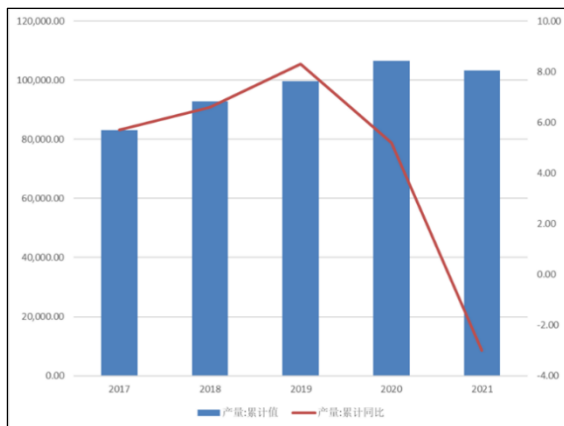
中国钢铁行业在世界中具有较强的行业地位。2021年，随着国家调控政策的落实，国内粗钢产量同比有所下降，钢材价格整体呈“先升后降、高位运行”态势。

钢铁作为一种重要的大宗商品，近年来全球产量不断增加。根据国际钢铁协会统计数据，2021年全球粗钢产量19.51亿吨，同比增长3.7%。其中，中国粗钢产量为10.33亿吨（占52.96%），同比下降3.0%。

2018—2020年，中国粗钢产量持续增长，年均复合增长6.52%。2021年上半年，受国内

外需求拉动，全国累计粗钢产量 5.63 亿吨，同比增长 11.80%；下半年，随着国家“压减粗钢产量”等调控政策的落实，粗钢产量连续 6 个月保持同比下降。2021 年全年国内粗钢产量同比减少约 3200 万吨。

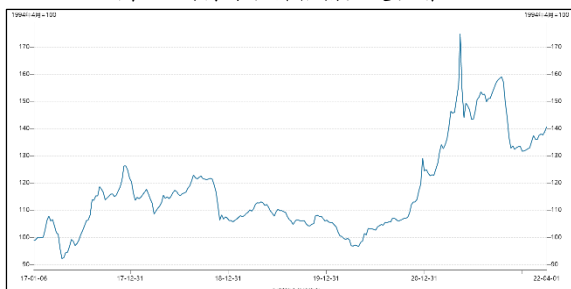
图4 国内粗钢产量及增速情况
(单位：万吨、%)



注：产量：累计值（左轴）；产量：累计同比（右轴）
资料来源：Wind

从钢材价格来看，2020年初受疫情停工停产影响，钢材价格综合指数出现一定程度下跌。随后国内疫情得到有效控制，复产赶工需求强劲，钢材价格综合指数大幅走高。2021年上半年，叠加铁矿石、焦煤等原燃料价格大幅上涨影响，钢材价格持续攀升，5月中旬国内钢材综合价格指数达到 174.81 点，创历史新高。下半年钢材价格高位回调，主要系需求减少以及原燃料价格下降等因素所致。截至 2021 年底，国内钢材综合价格指数 131.70 点，较 2021 年最高点下降 24.7%。全年平均指数为 142.03 点，同比上涨 36.46 点。

图5 钢材综合价格指数变动情况



资料来源：Wind

(2) 下游需求

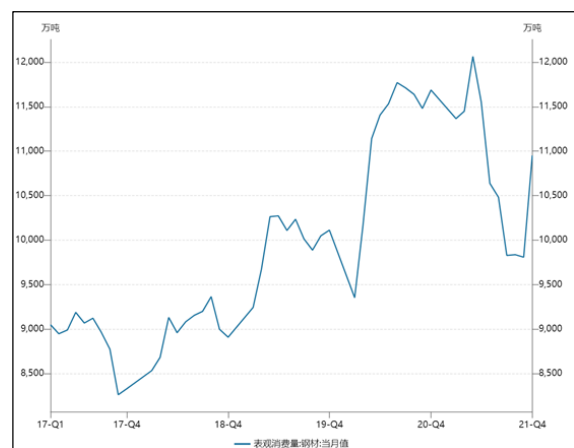
近年来，国内经济增速连年放缓，投资高速增长受到抑制。2021 年，国内钢材表观消费量较上年有所下降，但净出口量实现同比大幅增长。未来，随着建筑类用钢需求逐步回暖，国内钢材市场需求或将保持平稳增长态势。

钢铁消费总量

中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2018—2020 年，中国钢材表观消费量逐年增加，钢铁行业下游逐步回暖；同期，中国净出口钢材量逐年下降。2020 年海外经济体受疫情影响而出现停产停工，净出口钢材量大幅下降。

2021 年，国内钢材价格高位运行，固定资产投资实际增速偏低，钢材表观消费量较上年有所下降。受国外需求恢复较快、国际钢材价格大幅上涨等因素影响，2021 年我国累计出口钢材 6690 万吨，在连续 5 年下降的情况下首次增长，同比增长 57.39%。

图6 中国钢材表观消费量情况

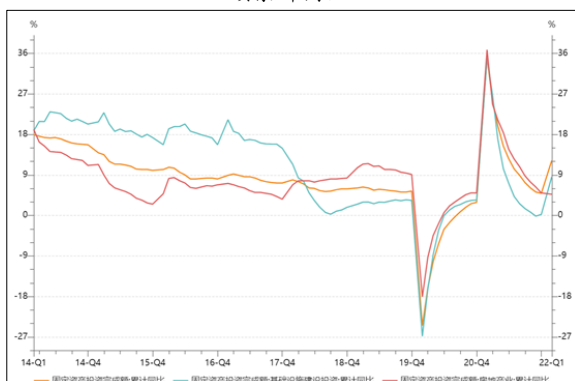


资料来源：Wind

下游行业需求情况

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶等行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%以上。

图7 中国固定资产、基础设施建设及房地产投资完成额累计同比



资料来源：Wind

从终端下游占比来看，建筑业消耗了过半的钢铁，为钢铁需求最主要的影响因子，呈强周期性。2018—2020年，全国固定资产投资增速下滑明显。其中，受新冠肺炎疫情影响，2020年以来，全国固定资产投资（不含农户）同比增速波动幅度较大。2021年全国固定资产投资（不含农户）544547亿元，比上年增长4.9%。

建筑业主要包含房地产和基建业务。房地产行业方面，2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年以来，为房地产企业设置“三道红线”，导致房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，房屋新开工面积与竣工面积“剪刀差”持续扩大。2021年底召开的中央经济工作会议提出，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展，具体措施包含：改善房地产融资环境，按照法制化原则稳妥推进部分房地产企业债务风险化解处置，房地产并购贷款不计入“三道红线”；购房信贷环境改善，重点满足首套房、改善性住房按揭需求等。

基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势，投资增速较为有限。2021年，宏观政策整体偏向结构调整，全年基础设施投资同比增长0.4%，维持在低位区间运行。2022年，在国内稳增长预期下，国内在传统基建、新能源基建、重大工程项目方向投资发力方向已经明确。中央经济工作会议中提到的“适度超前开展基础设施

投资”得到了多部委的支持。2022年，中央预算内投资安排6400亿元，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。

(3) 原材料供给

钢铁行业主要原燃料为铁矿石和焦炭，2021年铁矿石价格先升后降，整体呈高位运行态势；焦炭价格在供需紧张以及炼焦煤价格大幅上涨的推动下连续上涨，加大了国内钢铁企业的成本控制压力。

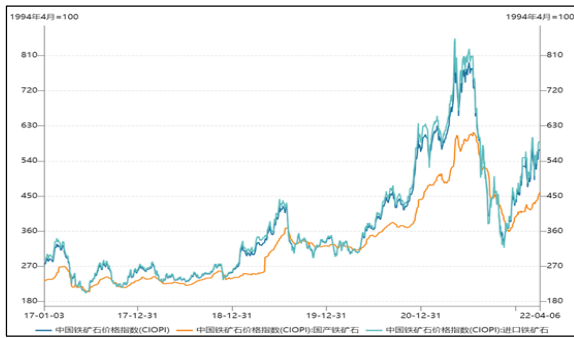
铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的50%~60%，铁矿石价格的波动将直接影响钢铁的生产成本。中国钢铁产能与自身铁矿石产能存在严重不匹配，铁矿石对外依存度超过80%。

根据海关总署统计，2018—2020年，中国铁矿石进口量逐年增长，年均复合增长4.84%。2021年，受国内政策性压减粗钢产量影响，中国铁矿石进口量同比下降3.91%，至11.24亿吨。全球75%的高品位铁矿石产量和贸易量集中在巴西淡水河谷公司（以下简称“淡水河谷”）、力拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group Ltd（以下简称“FMG”）四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

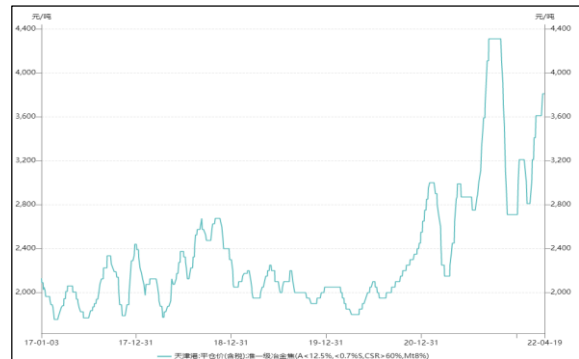
从铁矿石采购价格看，2018年以来，国产铁矿石及进口铁矿石价格整体均呈上涨趋势。2020年上半年，全球主要铁矿石生产区巴西和澳大利亚受天气和疫情因素影响，铁矿石发运量有所减少，供需错配下铁矿石价格快速增长；下半年铁矿石发运量稳步增加，但仍未能满足下游旺盛的需求，铁矿石价格持续上行。2021年1—8月，受全球经济恢复以及主要经济体实行量化宽松货币政策影响，大宗商品价格大幅上涨，铁矿石价格进口月度均价攀升至207.6美元/吨。随着下半年粗钢产量下降，铁矿石价格快速回落。2022年一季度，受疫情和国外铁矿石发运量下降影响，国产和进口铁矿石价格均呈震荡走高态势。

图8 国产和进口铁矿石价格走势情况



资料来源: Wind

图9 近年焦炭走势情况



资料来源: Wind

焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占钢铁成本的 20%~30%左右。

2017 年以来,焦炭价格整体处于高位运行,其中 2020 年二季度至 2020 年底受钢铁产品需求旺盛、产量增速大幅提升因素影响,焦炭价格出现明显的单边上涨行情。2021 年前三季度,焦炭价格在供需紧张以及炼焦煤价格大幅上涨的推动下连续上涨。进入四季度,受需求端收缩、政策端对于煤炭保供限价以及进口煤放量等因素影响,焦煤供需紧张局面得到缓解,其价格有所回落。2022 年一季度,焦炭供应端偏紧,价格呈震荡上行态势。

(4) 行业政策

随着钢铁行业供给侧改革的不断推进,政策将引导钢铁行业实现产能产量双控、碳达峰碳中和以及产品结构优化升级;持续推进兼并重组,优化布局,提升产业集中度;推动钢铁行业全面、协调和可持续健康的发展。

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

表3 钢铁行业供给侧改革相关行业政策

相关单位	发布时间	文件名称
国家发改委等多部委	2019 年 5 月	《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》
国家发改委和工信部	2020 年 1 月	《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》
国家发改委等多部委	2020 年 6 月	《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》
工业和信息化部	2020 年 12 月	《钢铁行业产能置换实施办法(征求意见稿)》
生态环境部等多部委	2020 年 12 月	《关于规范再生钢铁原料进口管理有关事项的公告》
国家发改委和工业和信息化部	2021 年 4 月	就 2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署,确保实现 2021 年全国粗钢产量同比下降
财政部	2021 年 4 月	《国务院关税税则委员会关于调整部分钢铁产品关税的公告》
工业和信息化部	2021 年 5 月	《关于印发钢铁行业产能置换实施办法的通知》
财政部和税务总局	2021 年 7 月	《关于取消钢铁产品出口退税的公告》
国务院关税税则委员会	2021 年 7 月	《国务院关税税则委员会关于进一步调整钢铁产品出口关税的公告》
工业和信息化部、科学技术部和自然资源部	2021 年 12 月	《“十四五”原材料工业发展规划》

资料来源:公开资料、联合资信整理

2019 年 5 月,国家发改委等三部门发布了《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》(以下

简称“《要点》”)。《要点》提出积极稳妥推进企业兼并重组;按照企业主体、政府引导、

市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

2020年1月，国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅发布《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，明确各地区自2020年1月24日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目。

2020年12月，生态环境部等五部门联合发布《关于规范再生钢铁原料进口管理有关事项的公告》，明确符合《再生钢铁原料》标准的再生钢铁原料，不属于固体废物，可自由进口。

2021年5月，工信部发布《关于印发钢铁行业产能置换实施办法的通知》，明确大气污染防治重点区域置换比例不低于1.5:1、其他地区置换比例不低于1.25:1以及产能置换过程中的相关流程，加强钢铁产能的控制。

财政部、税务总局及国务院关税税则委员会先后出台调整钢铁产品出口退税政策旨在配合压减粗钢产量，对钢材进出口进行调剂，改善国内钢铁供需关系。

2021年12月，工业和信息化部等部委发布《“十四五”原材料工业发展规划》，其中提到粗钢、水泥等重点原材料大宗产品产能只减不增，形成5~10家具有生态主导力和核心竞争力的产业链领航企业。在原材料领域形成5个以上世界级先进制造业集群等发展目标。

(5) 行业关注

铁矿石采购议价能力较弱

行业集中度方面，中国钢铁企业低于国际矿山企业，虽然中国铁矿石进口量不断增长但对于国际铁矿石价格议价能力有限。随着中国宝武钢铁集团有限公司等有实力的企业进一步整合行业资源，行业集中度的不断提升，中国钢铁行业的议价能力有望进一步增强。

“碳达峰”“碳中和”等环保政策趋严

近年来，政府多部委及各地方政府已施行日趋严格的环保相关法律法规及政策，并将逐

渐由“一刀切”模式改为“三限两不限⁴”模式，促使钢铁企业提高其自身环保水平，尤其是以唐山为代表的重点地区。政策提出引导钢铁行业依托城市矿山建设分布式短流程钢厂。目前，国内废钢资源在回收、拆解、加工、配送及利用一体化水平等方面尚存较大差距。

粗钢产能压减和产能集中度提升政策压力犹在

2021年12月，工业和信息化部等部委发布《“十四五”原材料工业发展规划》中提到完善并严格落实钢铁行业产能置换相关政策，粗钢等重点原材料大宗产品产能只减不增。重点领域产业集中度进一步提升，形成5~10家具有生态主导力和核心竞争力的产业链领航企业。相关政策的落地仍需政府及企业的多方协同合作。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本及实收资本均为人民币100.00亿元，陕西省国资委出资比例100%，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是陕西省最大的煤炭企业集团，资源储备丰富；同时，公司立足煤炭业务，并向下游煤化工、电力及钢铁延伸，煤化工及钢铁业务整体规模优势较为突出，具备很强的综合市场竞争力。

公司是陕西省大型龙头骨干企业和20个产业集群之一，是省内唯一的大型省级煤炭集团企业，在陕西地方经济发展中占有重要地位。煤炭业务方面，截至2022年3月底，公司拥有煤炭资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨，煤炭核定产能为19455万吨/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

⁴ “三限”即限2016年以来违规新增产能、产能置换不规范的产能；限环保治理水平差的钢铁产量或非规范企业的产量；限整个高炉产量。“两不限”即不限达到超低排放A级的企业钢铁产能；不限电炉短流程炼钢产能

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。

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，现以形成化肥产业、煤制甲醇制烯烃产业、煤干馏制油产业、焦化产业和盐化工产业 5 个领域全面发展的格局。截至 2021 年底，公司已形成尿素 152 万吨/年、磷铵 22 万吨/年、焦炭 400 万吨/年、兰炭 530 万吨/年、甲醇 91 万吨/年的产能、烧碱 80 万吨/年、聚氯乙烯 115 万吨/年产能、油品 119 万吨/年的生产能力。

公司电力业务主要以发展循环经济的煤研石发电厂为主，并通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，并与大型发电集团建立战略合作关系。公司与华电、大唐、华能等电力集团合作，重组整合了 11 个在役燃煤电厂。截至 2022 年 3 月底，公司可控装机容量为 770 万千瓦。

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。截至 2022 年 3 月底，陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”）拥有生铁产能 996 万吨/年、粗钢产能 1000 万吨/年及钢材产能 1060 万吨/年，产业规模优势较为突出。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中证码：），截至 2022 年 6 月 1 日，公司无未结清关注类和不良类贷款；已结清信贷信息中存在 4 笔关注类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 20 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员以及主要管理制度等未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭开采加工、钢铁和化工为主。2021 年，疫情好转下宏观经济持续稳定恢复，公司主要产品价格均大幅上涨，从而带动公司整体经营业绩的显著提升。

公司以煤炭生产与销售为核心，向下游煤化工及钢铁等行业延伸，已形成多元化发展格局。2021 年，公司实现营业总收入 3953.99 亿元，同比增长 16.20%，主要系煤炭业务收入增长所致。

2021 年，公司主要产品价格均大幅上涨，从而带动相应板块收入实现增长。其中，公司煤炭业务收入 1439.60 亿元，同比大幅增长 56.37%，该板块业务收入占营业总收入比重大幅上升至 36.41%；钢铁业务收入同比增长 2.51% 至 900.27 亿元，其收入占比有所下降，为 22.77%；化工业务收入 672.65 亿元，同比增长 6.78%，此外，公司施工业务和机械制造业务收入均有所增长，但占公司总收入的比重小。公司其他业务涉及业务种类较多，主要包括供电、材料销售等，2021 年公司其他业务收入为 824.20 亿元，同比下降 4.59%，其收入占比为 20.84%，占比有所降低。

从毛利率来看，2021 年，受益于公司主要产品价格的上涨，相应业务板块毛利率均有所增长。其中，煤炭、钢铁和化工业务毛利率分别为 49.79%、5.19% 和 17.08%，同比分别增长 13.64 个百分点、0.51 个百分点和 4.07 个百分点，其中煤炭业务和化工业务盈利水平提升显著。综合以上因素影响，2021 年公司综合毛利率 23.69%，同比明显增长 8.53 个百分点。

表 4 近年公司营业总收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	758.90	25.08	50.57	920.64	27.06	36.15	1439.60	36.41	49.79	394.14	37.10	41.32
钢铁产品	802.00	26.51	6.79	878.21	25.81	4.68	900.27	22.77	5.19	147.53	13.89	5.02
化工产品	603.57	19.95	13.98	629.91	18.51	13.01	672.65	17.01	17.08	203.80	19.18	16.98
施工业务	56.68	1.87	12.78	69.63	2.05	24.53	75.96	1.92	24.88	20.50	1.93	21.32
机械产品	49.67	1.64	35.46	40.50	1.19	20.95	41.31	1.04	22.81	17.68	1.66	20.19
其他业务	754.93	24.95	--	863.81	25.39	--	824.20	20.84	--	278.74	26.24	--
合计	3025.75	100.00	19.10	3402.70	100.00	15.16	3953.99	100.00	23.69	1062.39	100.00	20.91

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

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1062.39 亿元，同比增长 20.88%，主要原因是公司主要产品煤炭、钢铁、化工产品价格在经过 2021 年四季度的回调后于 2022 年一季度实现上涨，价格仍远高于上年同期水平。

2. 煤炭业务

（1）资源储量

公司为陕西省内最大的煤炭企业，煤炭资源储量非常丰富、煤质优良，可持续发展能力很强。

煤炭是公司的主体产业，在煤炭业务开展方面，公司目前主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，其中渭北矿区开采时间较长、资源禀赋较差，产量逐年下降；彬黄矿区优质资源占比较高，陕北矿区多为新建矿井，单矿产能大、生产效率高，产量逐年增长。公司下设铜川矿务局、蒲白矿业公司、澄合矿业公司、韩城矿业公司、黄陵矿业公司、陕北矿业公司、彬长矿业公司及榆北煤业共 8 家主要煤炭生产企业。

公司主要生产优质动力煤，煤种主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主，煤质优良且市场认可度高。

截至 2022 年 3 月末，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨。另外，陕西省政府明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量可能达到 300~400 亿吨。

（2）煤炭生产

2021 年，公司煤炭核定产能和产量持续增长，规模优势突出、行业地位显著。受生产所需材料价格上涨等因素的影响，吨煤完全成本显著增长。

公司矿井均属于先进产能，且随着在建矿井不断投产，公司煤炭产能不断增长。2021 年，公司下属 6 对矿井共核增产能 1000 万吨/年。截至 2022 年 3 月底，公司煤炭核定产能达 19455 万吨/年。

在建矿井方面，截至 2022 年 3 月底，公司拥有 2 对在建矿井，位于关中地区，设计产能合计 600 万吨/年。

表 5 公司重要在建矿井情况（单位：万吨）

矿井	建设主体	设计产能	预计投产时间
西卓煤矿	澄合矿业公司	300	2023.6
王峰煤矿	韩城矿业公司	300	2024.6
合计	--	600	--

资料来源：公司提供

近年来，受益于国家发改委要求保障动力煤供应政策及公司新投产矿井进入联合试运转，公司原煤产量逐年递增，规模优势明显，2021 年公司实现原煤产量 2.10 亿吨，同比增长 7.69%。

表 6 近年来公司煤炭生产情况（亿吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
原煤产量	1.78	1.95	2.10	0.55
其中：陕西煤业煤炭产量	1.15	1.25	1.36	0.34

资料来源：公司提供

公司煤矿赋存条件好、易开采，同时综采率与机械化程度均较高，安全管理难度不大。2021 年，公司吨煤完全成本为 310.41 元，同比增长 36.67%，主要原因为煤炭生产所需大宗材料价格大幅上涨、售价上涨带来与价格相关的税费上涨以及防疫优惠取消带来职工薪酬增加。

表 7 近年来公司吨煤完全成本情况（单位：元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
吨煤完全成本	226.44	227.12	310.41

资料来源：公司提供

安全生产方面，受益于优质的资源禀赋及较高的机械化水平，近年来公司百万吨死亡率优于全国平均水平，但考虑到煤炭开采作业中的风险，公司仍面临一定的安全生产压力。2021 年，公司共发生煤炭安全事故 4 起，死亡 7 人；2022 年 1—3 月，公司未发生煤炭安全事故。

表 8 近年来公司百万吨煤死亡率（单位：人/百万吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
陕煤集团	0.045	0.005	0.033
全国平均	0.083	0.058	0.044

资料来源：公司提供

（3）煤炭销售

2021 年，公司煤炭销售规模变化不大，销售均价受下游需求旺盛且进口煤收缩等因素的影响而大幅上涨，带动公司煤炭销售收入规模显著扩大。

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘煤和动力煤为主。公司坚持以市场需求为导向指导煤炭生产，产销率保持较高水平。2021 年，公司自产煤销量为 1.87 亿吨，较上年变化不大。

跟踪期内，公司销售模式无明显变化。2021 年，公司电煤销售中长协占比约 94%，价格按照年度合同确定的中长协定价机制执行。结算方式方面，公司煤炭销售结算以预付款为主，部分用户采取预结算和货到付款的方式，账期一般为一个月。2021 年，公司煤炭销售票据结算占比为 2%。

煤炭价格方面，目前公司省内电煤、化工煤销售价格执行年度中长协合同价格，其他用

户通过网上询价或协商确定。省外签订年度中长协合同的用户执行中长协价格，其他用户按照市场变化协商确定。2021 年，在宏观经济持续稳定恢复、季节性煤炭需求旺盛，同时进口煤受限、安全事故频发等因素的影响下，煤炭供应偏紧，推动公司煤炭销售均价大幅上升，公司煤炭业务盈利能力很强。

表 9 近年来公司煤炭销售情况

（亿吨、元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
公司自产煤销量	1.74	1.94	1.87
陕西煤业煤炭销量	1.78	2.42	2.31
陕西煤业煤炭销售均价	383.47	363.45	601.59

注：1.公司自产煤销量由公司提供，其他数据由陕西煤业年报获得；2.2020 和 2021 年陕西煤业煤炭销量中包含外购贸易煤；3.自产煤及贸易煤价格分析剔除了“一票制”结算的运费收入

资料来源：公司提供，联合资信整理

煤炭运输方面，由于公司地处西北，受地理位置所限，铁路运输一直是制约公司发展的重要瓶颈。公司商品煤销售主要通过公路运输，2021 年公路运量约占销售总运量的 50.34%，铁路运量约占销售总运量的 49.66%。

铁路方面，陕西省内铁路运输主要依靠包西线、西韩线、下桑线及西平线等；省外铁路运输主要依靠蒙冀线、侯月线、陇海线、西康线及浩吉线等。随着蒙冀线、瓦日线开通，增加了陕北煤炭东出运输通道，近几年来公司煤炭东出方式一是通过包西线、蒙冀线将陕北煤炭运输到北方曹妃甸港口销售；二是通过瓦日线将陕北煤炭运输到日照港销售。同时，公司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，积极投资建设榆横铁路及靖神铁路等，并由下属子公司陕西铁路物流集团有限公司进行管理。截至 2022 年 3 月底，公司现有全资和控股铁路线 448 公里，正在建设的孟红线 24.6 公里，以及待建铁路冯红铁路 80.58 公里，在一定程度上提高了运输保障能力。

3. 煤化工业务

公司煤化工产业链较完整，产品种类较为丰富，2021 年，行业需求及景气度逐步上行，

公司主要化工产品价格均大幅上涨。

化工业务是公司依托丰富煤炭资源及地下卤水资源延伸产业链、提高资源开发价值的重要产业，主要运营主体为陕西化工集团有限公司。截至 2021 年底，公司已形成尿素 152 万吨/年、磷铵 22 万吨/年、焦炭 400 万吨/年、兰炭 530 万吨/年、甲醇 91 万吨/年的产能、烧碱 80 万吨/年、聚氯乙烯 115 万吨/年产能、油品 119 万吨/年的生产能力。

产量方面，2021 年，公司兰炭产量 497.83 万吨，同比下降 18.25%，主要系神木能源发展

有限公司按照榆林市兰炭产业升级工作要求，2021 年 4 月份将原有 48 台 5 万吨/台兰炭炉全部停产、淘汰所致，新建的一期兰炭升级改造工程（产能 240 万吨）于 2022 年 1 季度建成投产；油品产量 149.19 万吨，同比增长 38.56%，主要系神木富油能源科技有限公司 50 万吨/年煤焦油全馏份加氢环烷基油项目于 2021 年 2 月份建成投产所致。同期，公司焦炭、聚氯乙烯和烧碱产量小幅下降，尿素及磷铵产量有所增长。此外，公司各化工产品产能利用率和产销率均处于很高的水平。

表10 公司化工产品产能及产销量情况（单位：万吨）

产品	截至 2021 年底产能 (万吨/年)	2019		2020		2021		2022 年 1—3 月	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	152	179.77	186.70	179.39	178.69	193.50	191.92	51.97	54.30
甲醇	91	93.91	81.87	93.63	82.22	95.41	81.55	28.05	22.74
焦炭	400	413.73	398.42	414.55	413.09	407.28	405.86	124.76	90.37
聚氯乙烯	115	123.80	123.86	131.78	133.22	128.98	128.33	34.66	29.86
烧碱	80	83.96	84.23	88.38	88.50	86.72	86.40	23.53	20.96
磷铵	22	16.89	14.78	26.35	26.86	33.14	31.11	9.13	10.79
兰炭	530	566.77	527.10	609.00	600.73	497.83	501.25	173.18	135.70
油品	119	99.31	91.57	107.67	104.57	149.19	143.05	38.69	30.08

资料来源：公司提供

从销售价格来看，2021 年，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求及景气度逐步上行，公司主要化工产品价格均大幅上涨。整体看，公司化工业务盈利能力增强。

2022 年一季度，尿素价格进一步大幅增长，主要系春耕时期下游需求旺盛，同时环保要求导致部分地区减产以及疫情影响运输所致。同期，油品价格受原油价格上涨的影响而大幅上涨；甲醇经营情况好转，摆脱成本倒挂。

表11 近年来公司化工产品销售价格及生产成本（单位：元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
尿素	销售价格	1708.07	1768.72	2187.52	2434.25
	生产成本	1227.96	1178.86	1414.80	1516.43
甲醇	销售价格	1739.45	1415.25	1996.21	2085.51
	生产成本	1919.09	1791.30	2000.15	1906.83
焦炭	销售价格	1669.12	1600.77	2414.50	2532.11
	生产成本	1347.84	1226.71	2071.22	2375.63
聚氯乙烯	销售价格	5899.04	5830.98	8116.70	7818.31
	生产成本	4678.02	4553.39	6879.48	6470.78
烧碱	销售价格	2267.99	1466.82	1898.82	2552.72
	生产成本	696.74	702.08	732.39	755.18
磷铵	销售价格	2031.09	1834.57	2510.56	3042.65
	生产成本	1919.00	1504.90	2274.62	2638.47
兰炭	销售价格	634.02	552.50	1039.88	1307.10
	生产成本	611.48	511.65	838.34	1068.68

资料来源：公司提供

4. 钢铁业务

2021年，公司钢材产能保持稳定，产销量有所下降但在区域内仍具有规模优势。同期，原材料价格的上涨叠加下游需求的增长使得钢材生产成本及销售价格大幅增长。

钢铁业务作为公司“煤—焦—铁”产业链的最终一环，是公司业务的重要组成部分，主要由公司陕钢集团运营。陕钢集团下属陕西龙门钢铁（集团）有限责任公司子公司陕西龙门钢铁有限责任公司（以下简称“龙钢公司”）和陕钢集团汉中钢铁有限责任公司（以下简称“汉钢公司”）是公司钢铁产品生产主体。截至2022年3月底，陕钢集团拥有生铁产能996万吨/年、粗钢产能1000万吨/年及钢材产能1060万吨/年，产业规模优势较为突出。

原材料方面，陕钢集团无矿山资源，生产所需的铁矿石和废钢等大宗原燃料需从外部采购，焦炭主要采购自陕西海燕焦化（集团）有限公司、陕西龙门煤化工有限责任公司等周边民营焦化厂。生产成本方面，受铁矿石、焦炭等原材料价格大幅上涨上升的影响，公司钢材生产成本大幅增长。

表12 近年来公司钢材生产成本（单位：元/吨）

项目	2019年	2020年	2021年
龙钢公司	3022.27	3030.79	4148.58
汉钢公司	3230.94	3176.10	4288.01

资料来源：公司提供

2021年下半年，国家实施“双限”政策，公司钢坯产量受限，导致总体钢材产销量较

2020年有所下降。销售价格方面，2021年，原材料价格的上涨叠加下游需求的增长使得钢铁产品价格实现大幅上涨。

表13 近年来公司钢铁业务主要产品生产及销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	科目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
粗钢	产量	1245.31	1318.00	1239.00	310.45
	销量	104.89	--	--	--
	平均销售价格	3254.90	--	--	--
钢材	产量	1157.71	1307.00	1195.00	309.91
	销量	1143.04	1280.86	1242.21	299.32
	平均销售价格	3437.47	3829.00	4523.05	4250.37

资料来源：公司提供

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。2021年，公司售电量和平均售电价格均有所增长，从而带动电力业务收入实现增长。同期，公司机械制造以及施工业务经营稳健，物流贸易业务规模进一步压缩。

公司电力业务主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，并通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，并与大型发电集团建立战略合作关系。截至2022年3月末，公司可控装机容量为770万千瓦，从2022年开始合并大唐信阳发电有限责任公司，不再合并大唐洛阳热电有限责任公司和洛阳双源热电有限责任公司。2021年，公司电力业务实现收入103.92亿元，同比增长17.54%。同期，公司发电量为253.50亿千瓦时，较上年有所增长；平均售电价格为0.366元/千瓦时，同比小幅增长。

表14 近年来公司电力业务运营情况（万千瓦、亿千瓦时）

电厂名称	可控装机容量	权益装机容量	2019年		2020年		2021年		2022年1—3月	
			发电量	售电量	发电量	售电量	发电量	售电量	发电量	售电量
大唐信阳华豫发电有限责任公司	96.00	49.24	30.17	28.27	21.42	20.08	14.04	13.12	8.81	8.28
大唐洛阳热电有限责任公司	--	--	26.72	24.46	23.48	21.43	18.1	16.5	--	--
洛阳双源热电有限责任公司	--	--	5.73	4.93	3.26	2.73	0.46	0.32	--	--
山西大唐国际运城发电有限责任公司	120.00	61.20	18.77	17.40	25.87	23.97	14.15	13.08	5.69	5.29
大唐略阳发电有限责任公司	66.00	37.10	25.18	23.50	19.95	18.58	27.03	25.09	8.11	7.58
大唐石门发电有限责任公司	66.00	33.70	25.00	23.25	22.10	20.59	30.38	28.39	7.62	7.13
长安石门发电有限公司	66.00	35.50	23.97	22.30	21.41	19.94	29.78	27.74	7.23	6.73
长安益阳发电有限公司	196.00	190.90	77.81	73.35	72.74	68.54	90	84.73	22.88	21.60
府谷能源开发有限公司	60.00	60.00	18.77	16.91	23.83	21.33	29.15	25.95	9.35	8.37

长安电力华中发电有限公司	4.00	4.00	--	--	0.22	0.21	0.39	0.38	--	--
大唐信阳发电有限责任公司	96.00	49.13	--	--	--	--	--	--	10.80	10.10
合计	770.00	520.77	252.12	234.37	234.27	217.43	253.50	235.29	80.49	75.08

资料来源：公司提供

公司下属机械制造板块主要由西安煤矿机械有限公司和陕西建设机械股份有限公司负责运营，产品包括煤矿机械、工程机械、民用机械三大类几十种。近年来受下游需求及行业景气度变化影响，公司机械制造业务收入及毛利率波动较大，2021 年分别为 41.31 亿元和 22.81%，同比均有所上升。

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，受项目承接量波动影响，该板块收入有所波动，2021 年为 75.96 亿元，同比增长 9.08%，占公司主营业务收入的 1.98%，占比很小。

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。近年来公司持续压降物流业务经营规模，物资集团收入规模逐年下降。2021 年，物资集团收入 109.23 亿元，同比下降 338.93 亿元。物资集团对外销售的产品主要是公司下属企业生产的化工产品、化肥、钢材、煤炭等产品，下游客户主要为大型国企下属贸易子公司及贸易商，2021 年前五大客户收入占比 32.28%，集中度尚可。结算方面，公司对小型企业按照先款后货模式结算，结算方式为电汇、转账或银承；对大型长期合作下游客户给予三个月账期。

6. 经营效率

2021 年，公司整体经营效率有所提高，在行业中处于上游水平。

从经营效率指标看，2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别由 2020 年的 12.75 次、14.29 次和 0.59 次上升至 14.23 次、下降至 13.26 次和上升至 0.63 次，整体经营效率有所提高。

与所选公司比较，公司应收账款周转次数处于较低水平，存货周转次数和总资产周转次

数处于较高水平。从行业看，公司整体经营效率较高。

表 15 公司及同行业企业 2021 年主要经营效率指标
(单位：次)

经营指标	公司	中煤集团	晋控煤业	山西焦煤
应收账款周转次数	21.57	21.90	34.31	28.14
存货周转次数	13.25	15.09	10.24	6.50
总资产周转次数	0.63	0.70	0.56	0.48

注：1.Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；2.中国中煤能源集团有限公司简称中煤集团，晋能控股煤业集团有限公司简称晋控煤业，山西焦煤集团有限责任公司简称山西焦煤
资料来源：Wind

7. 在建项目及未来发展

公司在建项目尚需投资规模不大，煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，是未来公司主要的投资领域，总投资规模较大。

截至 2021 年底，公司在建项目主要为煤炭和煤化工项目，主要在建项目计划总投资 669.72 亿元，累计已投资 534.77 亿元。榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程项目总投资约 1022 亿元，年处理原煤 2014 万吨，共包括 27 个工艺装置及配套的公用工程，主要包括 1500 万吨煤炭中低温热解、560 万吨甲醇、180 万吨乙二醇、200 万吨 MTO 及以此为中间原料的下游精细化工装置，其中 180 万吨/年乙二醇工程仅为榆林煤炭分质利用制化工新材料示范工程的子项目。煤化工作为煤炭资源产业链的延伸，是未来公司主要的投资领域，资本支出规模较大。但我国尿素、甲醇等化工产品产能过剩的问题依然严重，且节能环保压力较大，公司在项目运营及盈利等方面面临一定挑战。

“十四五”期间，公司将适应经济新常态、能源发展新格局和煤炭生产消费革命的新要求，确立“以煤炭化工为基础，清洁能源和新材料开发利用为主导，多元创新协同发展”总体战略；以大项目、大园区为载体，发展优势产业，

提升关联产业，培育新兴产业，同时强化资本运营，推进资产证券化，进一步推动产业发展和转型升级。

表 16 截至 2021 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	计划总投资	截至 2021 年底累计已投资	2022 年投资计划
煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程	180 万吨/年	269.29	252.25	17.04
小保当二号矿井及选煤厂项目	1300 万吨/年	151.57	140.52	7.89
神渭管输煤炭管道工程	727.00 公里	117.25	86.23	27.50
神木至瓦塘铁路红柳林至冯家川段项目	80.58 公里	77.55	4.30	0.20
30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年	54.06	51.47	0.00
合计	--	669.72	534.77	52.63

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务报告未经审计。公司按照财政部颁布的最新会计准则执行。

合并范围变化方面，2021 年度公司纳入合并范围企业为 41 家，较上年度新增 1 家，减少 1 家。公司合并范围变动不大，财务数据可比性强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 6616.42 亿元，所有者权益 2124.63 亿元（含少数股东权益 1412.15 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 3953.99 亿元，利润总额 392.89 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 6812.26 亿元，所有者权益 2149.28 亿元（含少数股东权益 1370.77 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1062.39 亿元，利润总额 80.11 亿元。

2. 资产质量

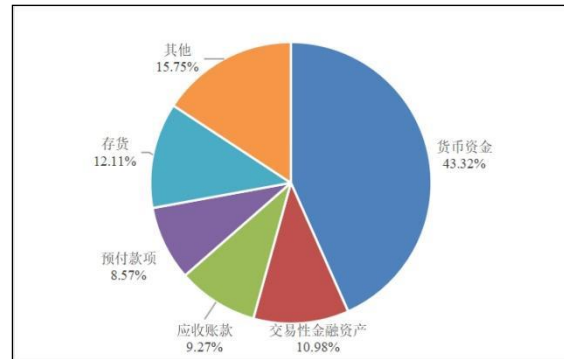
跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产结构以非流动资产为主，符合所属行业特征。公司货币资金充裕，资产流动性好；固定资产成新率较高；整体受限资产占比低，公司资产质量很好。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 6616.42 亿元，较年初增长 10.95%。其中，流动资产占 29.73%，非流动资产占 70.27%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2021 年底，流动资产 1967.01 亿元，较年初大幅增长 23.33%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产构成如下。

图 10 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司货币资金 852.16 亿元，较年初显著增长 72.60%，主要系经营活动回款增加所致，其中受限资金占比为 16.07%，主要为银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款、矿山地质治理恢复与土地复垦基金和存放于中央银行的存款准备金等。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产 215.88 亿元，较年初下降 5.02%，主要系公司处置交易性金融资产及对陕西省国际信托投资股份有限公司的投资调至长期股权投资所致。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 182.31 亿元，较年初增长 13.29%。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 89.85%）为主，累计计提坏账 41.13 亿元；应收账款前五大欠款方期末余额合计 35.68 亿元，占比为 15.96%。

截至 2021 年底，公司预付款项 168.62 亿元，较年初增长 13.19%，主要系预付铁路运费增加所致。公司 3 年以上预付款项余额占比为 17.50%，对资金形成一定占用。

截至 2021 年底，公司其他应收款 55.09 亿元，较年初下降 32.94%，主要系公司加大其他应收款回款力度所致。其他应收款主要由关联公司借款和外部往来款构成。截至 2021 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 90.50 亿元，计提比例 62.16%，计提比例高。截至 2021 年底，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 57.27 亿元，以 1 年以内（含 1 年）和 1 至 2 年为主，两者 2021 年末账面余额占比分别为 67.98%和 15.05%。从欠款方看，其他应收款前五名欠款方合计欠款余额为 62.34 亿元，占其他应收款比例为 42.82%，应收账款集中度较高。

表 17 2021 年末公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备	款项性质
铜川矿务局棚户区改造办公室	39.47	27.11	39.47	棚改贷款
韩城矿务局棚户区改造项目	7.90	5.43	6.33	棚改贷款
陕西陕化化肥股份有限公司	6.38	4.38	6.38	代垫款项
蒲白矿务局棚户区改造项目	4.90	3.36	3.51	棚改贷款
商洛市人民政府（环北路工程）	3.69	2.54	2.40	环北路工程代建工程款
合计	62.34	42.82	58.10	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

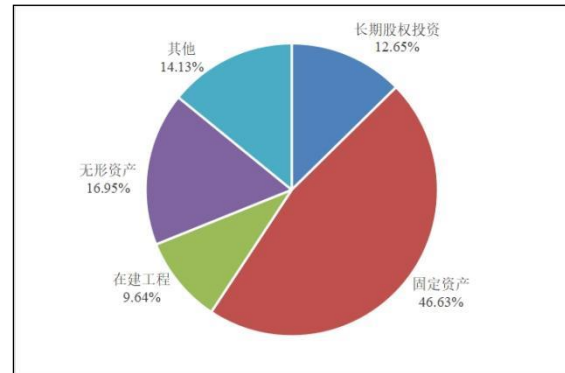
截至 2021 年底，公司存货 238.26 亿元，较年初增长 11.64%。存货主要由原材料（占 26.49%）、自制半成品及在产品（占 28.75%）和库存商品（占 41.55%）构成，累计计提跌价准备 5.36 亿元，计提比例为 2.20%。由于商品煤、钢铁、煤化工产品价格仍波动幅度较大，因此公司存货

未来仍有跌价风险。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 4649.40 亿元，较年初增长 6.43%，公司非流动资产构成如下。

图 11 截至 2021 年末公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司长期股权投资 588.37 亿元，较年初大幅增长 18.00%，主要系对联营企业投资增加所致。公司前五大长期股权投资单位见下表。

表 18 截至 2021 年末公司前五大长期股权投资情况

（单位：亿元）

被投资单位	期末余额
陕西省铁路集团有限公司	172.37
陕西省国际信托投资股份有限公司	51.85
长安银行股份有限公司	46.47
隆基绿能科技股份有限公司	34.90
国能榆林能源有限责任公司	24.74

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司固定资产 2168.00 亿元，较年初增长 12.21%，主要系在建项目投产转固及新购入机器设备所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 50.49%）和机器设备（占 42.56%）构成，累计计提折旧 1195.89 亿元；固定资产成新率 64.11%，成新率较高。

截至 2021 年底，公司在建工程 448.21 亿元，较年初下降 10.70%，主要系部分在建工程项目建成转固所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 787.95 亿元，较年初基本保持稳定。公司无形资产主要由探矿权（占 39.78%）、采矿权（占 32.70%）和土

地使用权（占 18.33%）构成，累计摊销 144.29 亿元，计提减值准备 2.80 亿元。

截至 2021 年底，公司受限资产账面价值合计 459.86 亿元，占公司资产总额的 6.95%，受限比例低。

表 19 截至 2021 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	136.94	银行承兑汇票保证金、矿山地质治理恢复与土地复垦基金
应收票据	2.30	票据质押
应收账款	1.28	质押借款
应收账款融资	23.43	票据质押
存货	1.85	涉案存货
固定资产	207.66	抵押借款
无形资产	24.06	抵押借款
在建工程	4.96	抵押借款
其他	57.39	买入返售、交易性金融资产和其他债券投资的债券质押
合计	459.86	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 6812.26 亿元，较上年底增长 2.96%。其中，流动资产占 30.77%，非流动资产占 69.23%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，主要受发行可续期债券及少数股东权益规模扩大带动，公司所有者权益规模明显扩大，但公司少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 2124.63 亿元，较年初增长 14.92%，主要系公司发行可续期公司债以及少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 33.53%，少数股东权益占比为 66.47%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 4.71%、17.71%、12.59%和 -4.24%。所有者权益结构稳定性弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 2149.28 亿元，较上年底增长 1.16%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 36.22%，少数股东权益占比为 63.78%。

(2) 负债

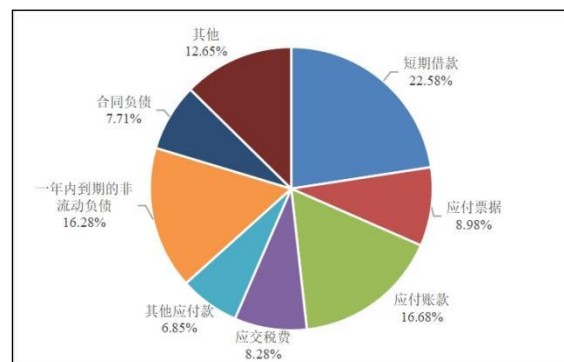
跟踪期内，公司短期债务占比进一步下降，债务结构较为合理，但整体债务负担重。

截至 2021 年底，公司负债总额 4491.78 亿元，较年初增长 9.16%。其中，流动负债占 46.96%，非流动负债占 53.04%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

(1) 流动负债

截至 2021 年底，公司流动负债 2109.13 亿元，较年初增长 3.34%。公司流动负债构成如下图。

图 12 截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司短期借款 476.19 亿元，较年初增长 2.49%。短期借款主要由信用借款（占 87.82%）构成。

截至 2021 年底，公司应付票据 189.36 亿元，较年初增长 5.65%。公司应付票据主要由银行承兑汇票（占 89.22%）构成。

截至 2021 年底，公司应付账款 351.84 亿元，较年初增长 4.87%。应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）（占 72.21%）为主。

截至 2021 年底，公司应交税费 174.67 亿元，较年初增长 162.12%，主要系本期应交但未交增值税和资源税规模较大所致。

截至 2021 年底，公司其他应付款 144.40 亿元，较年初大幅增长 30.60%，主要系单位往来款、其他暂收代付款和客户备付金增加所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 343.35 亿元，较年初下降 32.49%，主要系一年内到期的长期借款和租赁负债减少所致。

截至 2021 年底，公司合同负债 162.52 亿元，较年初大幅增长 24.73%，主要系预收货款、工程款增加所致。

(2) 非流动负债

截至 2021 年底，公司非流动负债 2382.65 亿元，较年初增长 14.90%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 52.29%）、应付债券（占 35.75%）和预计负债（占 5.89%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 1245.78 亿元，较年初增长 12.32%。长期借款主要由保证借款（占 33.43%）和信用借款（占 55.21%）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 851.87 亿元，较年初增长 18.06%，主要系公司发行多期中期票据所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 3274.99 亿元，较年初增长 1.80%。债务结构方面，短期债务占 34.98%，长期债务占 65.02%，以长期债务为主，其中，短期债务 1145.66 亿元，较年初下降 9.43%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；长期债务 2129.33 亿元，较年初增长 9.07%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从债务指标来看，截至 2021 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 67.89%、60.65%和 50.06%，较年初分别下降 1.11 个百分点、下降 2.85 个百分点和下降 1.30 个百分点，公司债务负担重。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，公司全部债务增至 3651.25 亿元。债务结构方面，短期债务 1145.66 亿元（占 31.38%），长期债务 2505.59 亿元（占 68.62%）。从债务指标看，截至 2021 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 73.58%、67.62%和 58.90%，较调整前分别上升 5.69 个百分点、6.97 个百分点和 8.84 个百分点。

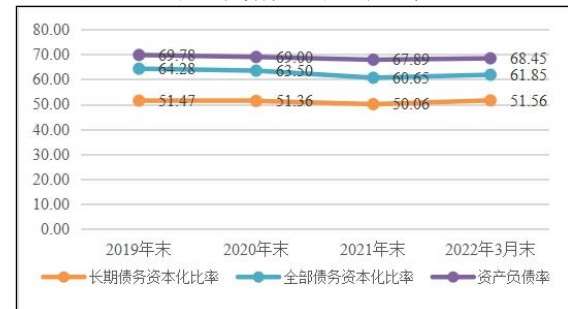
图 13 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构

(单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 14 公司近年债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 4662.98 亿元，较上年底增长 3.81%。其中，流动负债占 45.73%，非流动负债占 54.27%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 3485.02 亿元，较上年底增长 6.41%。债务结构方面，短期债务占 34.35%，长期债务占 65.65%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.45%、61.85%和 51.56%，较年初分别提高 0.56 个百分点、1.20 个百分点和 1.51 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务增至 3921.11 亿元。债务结构方面，短期债务 1197.18 亿元（占 30.53%）、长期债务 2723.93 亿元（占 69.47%）。从债务指标看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.85%、69.59%和 61.39%，较调整前分别上升 6.40 个百分点、7.74 个百分点和 9.83 个百分点。

公司债务主要由银行信用借款、债券融资及应付票据组成，债务结构及期限结构较合理。

表 20 截至 2022 年 3 月底公司主要债务结构情况
(单位: 亿元)

项目	金额	1 年以内到期	1 年以上
银行借款	2031.64	669.07	1362.57
债券融资	1031.81	260.00	771.81
应付票据	197.20	197.20	--
非标融资	108.51	45.22	63.29

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2021 年, 受益于主要产品价格上涨, 公司营业总收入实现增长, 同时盈利能力获得显著提升。公司期间费用仍较高, 非经常性损益波动较大且占营业利润比重较大。

公司以煤炭生产与销售为核心, 向下游煤化工及钢铁等行业延伸, 已形成多元化发展格局。2021 年, 公司实现营业总收入 3953.99 亿元, 同比增长 16.20%, 主要系公司主要产品价格上涨所致; 营业成本 2995.06 亿元, 同比增长 4.59%; 营业利润率为 20.90%, 同比提高 6.93 个百分点。

从期间费用看, 2021 年, 公司费用总额为 419.93 亿元, 同比增长 24.27%, 主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 5.38%、47.22%、3.66%和 43.74%, 以管理费用和财务费用为主。其中, 销售费用为 22.59 亿元, 同比下降 46.79%, 主要系煤炭销售等业务涉及的运输费用计入营业成本所致; 管理费用为 198.29 亿元, 同比增长 25.28%, 主要系职工薪酬增加所致; 研发费用为 15.36 亿元, 同比增长 84.63%, 主要系研发活动费用化支出增加所致; 财务费用为 183.68 亿元, 同比增长 42.55%, 主要系债务规模增长且长长期借款占比增加所致。2021 年, 公司期间费用率为 10.62%, 同比提高 0.69 个百分点。公司期间费用规模较大, 费用控制能力有待加强。

2021 年, 公司计提信用减值损失为 34.47 亿元, 同比增加 29.53 亿元, 主要系当期应收账款、预收款项和其他应收款坏账准备分别增加 11.07 亿元、5.90 亿元和 15.18 亿元所致。同期,

公司计提资产减值损失为 50.00 亿元, 同比下降 29.74%, 主要系坏账损失调整至信用减值损失所致。

2021 年, 公司实现投资收益 79.19 亿元, 同比下降 7.51%, 投资收益占营业利润比重为 18.81%; 公允价值变动收益 20.10 亿元, 同比下降 22.64%, 投资收益与公允价值变动收益对公司营业利润形成较好补充。同期, 公司其他收益 5.84 亿元, 同比下降 23.43%, 主要系稳岗补贴及培训补贴减少所致; 营业外收入 5.78 亿元, 同比下降 14.09%; 营业外支出 33.83 亿元, 同比增长 283.65%, 主要系非流动资产毁损报废损失、三供一业费用以及采矿权核销损失增加所致, 营业外支出占利润总额比重为 8.61%, 对利润产生一定影响。

受以上因素综合影响, 2021 年, 公司利润总额 392.89 亿元, 同比增长 124.52%。

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资产收益率和净资产收益率分别为 8.70%、12.78%, 同比分别提高 3.69 个百分点、提高 5.89 个百分点。与所选可比企业相比, 公司盈利指标处于领先地位。

表 21 2021 年煤炭行业公司盈利指标情况

(单位: %)

企业简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
中煤集团	7.70	5.65	20.99
晋能控股	3.87	-9.53	16.65
山西焦煤	3.73	-4.84	27.45
公司	9.11	5.90	23.69

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: Wind

2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 1062.39 亿元, 同比增长 20.88%, 主要系主要产品销售价格同比增长所致; 营业成本 834.59 亿元, 同比增长 15.01%; 营业利润率为 17.84%, 同比增长 3.02 个百分点。

5. 现金流

公司整体经营获现能力很强, 公司投资主要依赖自身经营活动现金流, 受偿还债务支付

的现金增加影响，公司筹资活动现金净流出规模扩大。随着公司在建项目的推进以及大量存量债务到期接续，公司仍存在一定规模的外部融资需求。

表 22 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	3361.56	4499.05	1072.12
经营活动现金流出小计	3038.15	3817.26	1015.53
经营活动现金流量净额	323.40	681.78	56.59
投资活动现金流入小计	367.73	200.13	15.66
投资活动现金流出小计	702.91	472.65	116.81
投资活动现金流量净额	-335.18	-272.52	-101.16
筹资活动前现金流量净额	-11.78	409.27	-44.57
筹资活动现金流入小计	1638.40	1757.01	475.10
筹资活动现金流出小计	1660.48	1849.68	348.84
筹资活动现金流量净额	-22.08	-92.67	126.25
现金收入比	94.60	109.61	87.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入4499.05亿元，同比增长33.84%；经营活动现金流出3817.26亿元，同比增长25.64%。2021年，公司经营活动现金净流入681.78亿元，同比增长110.82%，主要系公司主要产品价格显著提升，带动营业总收入增加所致。2021年，公司现金收入比为109.61%，同比提高15.00个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入200.13亿元，同比下降45.58%，主要系上年同期出售隆基股份的部分股份使得投资活动现金流入较大所致；投资活动现金流出472.65亿元，同比下降32.76%，主要系投资支付的现金减少所致。2021年，公司投资活动现金净流出272.52亿元，同比下降18.69%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为409.27亿元，上年同期为-11.78亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入1757.01亿元，同比增长7.24%；筹资活动现金流出1849.68亿元，同比增长11.39%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2021年，公司筹资活动现金净流出92.67亿元，同比增长70.59亿元。

6. 偿还能力

跟踪期内，受经营业绩提升因素带动，公司短期和长期偿债能力指标表现均有所增强，融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 78.15% 和 67.69% 分别提高至 93.26% 和提高至 81.97%。截至 2021 年底，公司经营现金流动负债比率为 33.47%，同比提高 18.11 个百分点；现金短期债务比由年初的 0.65 倍提高至 1.03 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 803.68 亿元，同比增长 66.54%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 23.98%）、计入财务费用的利息支出（占 23.61%）、利润总额（占 48.89%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.04 倍提高至 3.90 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 6.67 倍下降至 4.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。

截至 2022 年 3 月底，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额为 23.73 亿元，占同期末总资产的比重为 0.35%。

截至 2022 年 3 月底，公司获得综合授信额度 4397.59 亿元，其中未使用授信余额 1828.22 亿元，公司备用流动性充裕。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.SH），公司具有直接融资渠道。

7. 母公司财务概况

母公司主要职能为管理和融资，债务负担很重，对子公司分红、外部融资依赖度较大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 3038.14 亿元，较年初增长 5.49%。其中，流动资产 1071.24 亿元（占 35.26%），非流动资产 1966.90 亿元（占 64.74%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.44%）和其他应收款（占 91.92%）；非流动资产主要由长期股权投资（占

84.44%)和其他非流动资产(占6.17%)构成。截至2021年底,母公司货币资金为79.70亿元。

截至2021年底,母公司所有者权益为405.55亿元,较年初增长19.72%,主要系公司发行永续期公司债所致。在母公司所有者权益中,实收资本为100.00亿元(占24.66%)、资本公积合计272.27亿元(占67.14%)、未分配利润合计-345.27亿元(占-85.14%)。

截至2021年底,母公司负债总额2632.58亿元,较年初增长3.60%。其中,流动负债1293.28亿元(占比49.13%),非流动负债1339.30亿元(占比50.87%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占43.75%)、其他应付款(合计)(占43.28%)和一年内到期的非流动负债(占12.97%)构成;非流动负债主要由长期借款(占38.36%)和应付债券(占61.64%)构成。截至2021年底,母公司全部债务2072.81亿元。其中,短期债务占35.39%、长期债务占64.61%。截至2021年底,母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为86.65%和83.64%,较年初分别下降1.59个百分点和1.47个百分点,母公司债务负担很重。

盈利方面,2021年,母公司营业总收入为0.01亿元,母公司的利润主要来源于投资收益,2021年实现投资收益71.71亿元。因母公司承担部分统借统还职能,其财务费用规模较大,2021年为63.43亿元。受益于投资收益大幅增长,母公司2021年扭亏为盈,实现利润总额10.61亿元。

现金流方面,2021年,公司母公司经营活动现金流净额为-66.35亿元,投资活动现金流净额41.93亿元,筹资活动现金流净额34.27亿元。

截至2022年3月底,母公司资产总额3219.64亿元,所有者权益为461.32亿元,负债总额2758.32亿元;母公司资产负债率85.67%;全部债务2214.48亿元,全部债务资本化比率82.76%。2022年1-3月,母公司营业总收入0.00亿元,利润总额-20.27亿元,投资收益0.07亿元。

十、外部支持

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形成有力支撑。

公司是陕西省大型龙头骨干企业,是省内唯一的大型省级煤炭集团企业,当地政府对公重视程度高,支持力度大,在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面,公司均可享受区域政策上的扶植和便利。

陕西省政府主要通过重组与资产划拨对公司发展提供支持。通过先后三次重组使公司快速整合了全省煤炭、化工和钢铁三个行业的发展优势,加快了产业结构和经济结构的调整,铸就了自身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。

金融支持方面,在省政府的协调下,各大金融机构给予公司强有力的金融支持,2016年12月28日,公司与陕西金融资产管理股份有限公司签署《400亿元债转股合作框架协议》;2017年1月5日,在陕西省政府牵头下,中国建设银行股份有限公司与包括公司在内的三家大型国有企业签订了总额累计500亿元的市场化债转股框架协议。截至2021年底,公司与各类金融机构共实施债转股业务470.92亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流对存续期债券的保障能力强。

截至2022年5月13日,公司存续债券如表20所示,假设拥有赎回、回售或延期条款的相关债券的第一个行权日为到期日,公司2022年到期债券余额合计280亿元,2024年为债券偿还高峰期。以公司2021年财务数据进行测算,公司现金类资产和经营活动现金净流量对2022年到期债券余额的保障倍数分别为4.20倍和2.43亿元;EBITDA、经营活动现金流入量和经营活

动现金净流量对单年最高偿还额390亿元的保障倍数分别为2.06倍、11.54倍和1.75倍。公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

表23 截至2022年5月13日公司存续债券概况
(单位: 亿元)

债券名称	余额	起息日期	到期日/下一行权日
21 陕煤化 CP001	30	2021-06-09	2022-06-09
22 陕煤化 SCP002	20	2022-02-11	2022-08-10
22 陕煤化 SCP001	30	2022-01-14	2022-10-11
22 陕煤化 SCP003	20	2022-02-25	2022-11-22
17 陕煤化 MTN004	30	2017-12-15	2022-12-15
19 陕煤债 01	80	2019-12-16	2022-12-16
19 陕煤债 02	70	2019-12-25	2022-12-25
合计	280	--	--
20 陕煤债	10	2020-02-17	2023-02-17
18 陕煤化 MTN002	30	2018-03-29	2023-03-29
20 陕煤化 MTN003	20	2020-07-29	2023-07-29
18 陕煤化 MTN003	25	2018-09-06	2023-09-06
20 陕煤化 MTN004	20	2020-09-21	2023-09-21
18 陕煤化 MTN004	25	2018-10-23	2023-10-23
20 陕煤化 MTN005	20	2020-10-28	2023-10-28
18 陕集 01	18	2018-11-01	2023-11-01
18 陕集 02	32	2018-12-06	2023-12-06
18 陕煤化 MTN006	30	2018-12-10	2023-12-10
合计	230	--	--
14 陕煤化债	20	2014-03-06	2024-03-06
21 陕煤化 MTN002	20	2021-03-10	2024-03-10
21 陕煤化 MTN004	20	2021-05-20	2024-05-20
19 陕煤化 MTN001	30	2019-05-22	2024-05-22
21 陕煤 Y1	20	2021-06-10	2024-06-10
19 陕煤化 MTN002	20	2019-06-19	2024-06-19
21 陕煤 Y2	10	2021-06-25	2024-06-25
19 陕煤化 MTN003	30	2019-08-20	2024-08-20
21 陕煤 Y3	20	2021-08-27	2024-08-27
19 陕煤化 MTN004	20	2019-09-03	2024-09-03
21 陕煤化 MTN007	20	2021-09-24	2024-09-24
19 陕煤化 MTN005	30	2019-11-19	2024-11-19
21 陕煤 Y4	20	2021-11-24	2024-11-24
19 陕煤化 MTN006	30	2019-11-25	2024-11-25
19 陕煤化 MTN007	30	2019-12-04	2024-12-04

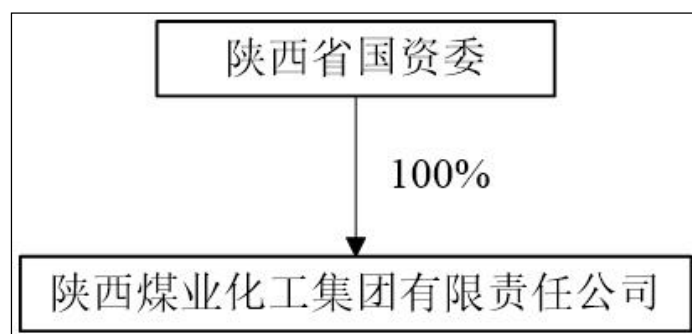
21 陕煤化 MTN010	20	2021-12-08	2024-12-08
21 陕煤化 MTN011	20	2021-12-15	2024-12-15
21 陕煤 Y5	10	2021-12-30	2024-12-30
合计	390	--	--
21 陕煤化 MTN012	20	2022-01-04	2025-01-04
20 陕煤化 MTN001	30	2020-01-13	2025-01-13
22 陕煤化 MTN002	20	2022-01-27	2025-01-27
22 陕煤化 MTN004	20	2022-02-23	2025-02-23
22 陕煤化 MTN005	20	2022-03-04	2025-03-04
22 陕煤 Y1	20	2022-3-17	2025-3-17
22 陕煤 Y2	20	2022-4-14	2025-4-14
22 陕煤化 MTN006	25	2022-4-22	2025-4-22
20 陕煤化 MTN002	30	2020-05-14	2025-05-14
20 陕煤化 GN001	30	2020-08-26	2025-08-26
合计	235	--	--
21 陕煤化 MTN001	10	2021-01-28	2026-01-28
21 陕煤化 MTN003 (可持续挂钩)	10	2021-05-07	2026-05-07
21 陕煤化 MTN005	30	2021-08-09	2026-08-09
21 陕煤化 MTN006	30	2021-09-13	2026-09-13
21 陕煤化 MTN008	20	2021-11-08	2026-11-08
21 陕煤化 MTN009	20	2021-11-17	2026-11-17
合计	120	--	--
22 陕煤化 MTN001	20	2022-01-13	2027-01-13
22 陕煤化 MTN003	20	2022-02-18	2027-02-18
20 陕煤债 01	40	2020-03-17	2027-03-17
20 陕煤债 02	40	2020-06-10	2027-06-10
合计	120	--	--
总计	1375	--	--

资料来源: wind, 联合资信整理

十二、结论

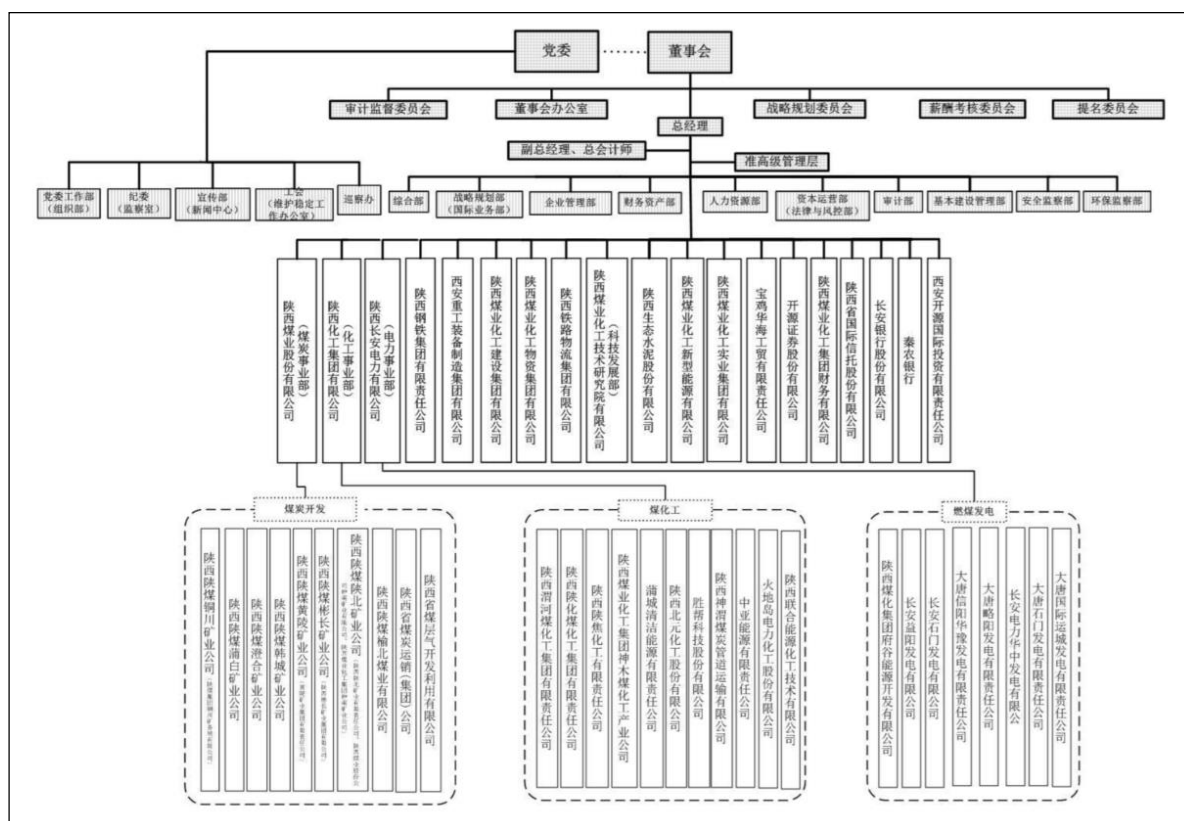
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“18 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN001”“19 陕煤化 MTN002”“19 陕煤化 MTN003”“19 陕煤化 MTN004”“19 陕煤化 MTN005”“19 陕煤化 MTN006”“19 陕煤化 MTN007”和“20 陕煤化 MTN001”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司控股子公司情况表

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	实收资本 (万元)
1	陕西煤业股份有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	65.12	969500.00
2	陕煤集团铜川矿务局有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	117231.20
3	陕西陕煤蒲白矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	100666.48
4	陕西陕煤澄合矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	505192.46
5	陕西陕煤韩城矿业有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00	356472.24
6	黄陵矿业集团有限责任公司	烟煤和无烟煤开采洗选	50.69	478847.22
7	陕西彬长矿业集团有限公司	烟煤和无烟煤开采洗选	99.56	827483.81
8	陕西陕北矿业有限责任公司	煤炭开采和洗选业	100.00	12671.33
9	陕西煤业化工技术研究院有限责任公司	工程和技术研究和试验发展	100.00	250000.00
10	西安开源国际投资有限公司	投资与资产管理	100.00	800000.00
11	开源证券股份有限公司	证券经纪交易服务	58.80	461374.58
12	陕西煤业化工集团财务有限公司	财务公司服务	88.93	300000.00
13	陕西煤业化工物资集团有限公司	非金属矿及制品批发	100.00	50000.00
14	西安重工装备制造集团有限公司	矿山机械制造	100.00	292000.00
15	陕西钢铁集团有限公司	钢压延加工	91.47	469117.51
16	陕西煤业化工实业集团有限公司	单位后勤管理服务	100.00	50000.00
17	陕西煤业化工建设(集团)有限公司	其他建筑安装业	100.00	180000.00
18	陕西生态水泥股份有限公司	水泥制造	95.00	100000.00
19	宝鸡华海工贸有限公司	石油及制品批发	51.00	10204.08
20	陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	其他煤炭采选	51.50	322800.00
21	陕西西尔林滩矿业有限公司	其他煤炭采选	80.00	10000.00
22	青海陕煤投资有限责任公司	投资与资产管理	51.00	56000.00
23	青海陕煤新能源科技有限公司	太阳能发电	100.00	10000.00
24	陕西煤业新型能源科技股份有限公司	热力生产和供应	54.55	55000.00
25	陕西陕煤榆北煤业有限公司	投资与资产管理	51.22	195236.00
26	陕西化工集团有限公司	其他基础化学原料制造	62.44	2562500.00
27	西安善美基金管理有限公司	投资与资产管理	98.00	5000.00
28	陕西煤业化工集团新疆有限责任公司	其他煤炭采选	100.00	10000.00
29	陕西长安电力有限公司	投资与资产管理	100.00	30000.00
30	陕西铁路物流集团有限公司	铁路货物运输	57.29	2399540.00
31	陕西煤业化工集团神南矿业有限公司	其他煤炭采选	100.00	5000.00
32	陕西煤化新材料集团有限责任公司	房地产开发经营	51.00	5000.00
33	榆林合力产业扶贫开发有限责任公司	农业扶贫	98.11	26500.00
34	陕西建设机械(集团)有限责任公司	建设机械	100.00	98920.18
35	陕西建设机械股份有限公司	建设机械	31.86	96695.69
36	陕煤集团榆林化学有限责任公司	煤化工	100.00	905937.61
37	陕西开源融资租赁有限责任公司	融资租赁	100.00	100000.00
38	陕煤思创学院	教育业	100.00	/
39	西安善美商业保理有限公司	商务服务业	100.00	100000.00
40	陕西省物流集团有限责任公司	物流服务	83.72	255640.92
41	西安思创凯莱酒店	住宿业	100.00	5000.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	758.25	823.15	1176.72	/
资产总额（亿元）	5485.95	5963.60	6616.42	6812.26
所有者权益（亿元）	1657.61	1848.86	2124.63	2149.28
短期债务（亿元）	1225.05	1264.95	1145.66	1197.18
长期债务（亿元）	1758.30	1952.23	2129.33	2287.84
全部债务（亿元）	2983.35	3217.18	3274.99	3485.02
营业总收入（亿元）	3025.75	3402.70	3953.99	1062.39
利润总额（亿元）	156.95	174.99	392.89	80.11
EBITDA（亿元）	453.50	482.57	803.68	--
经营性净现金流（亿元）	328.16	323.40	681.78	56.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.06	12.75	14.23	--
存货周转次数（次）	14.10	14.29	13.26	--
总资产周转次数（次）	0.58	0.59	0.63	--
现金收入比（%）	96.39	94.60	109.61	87.30
营业利润率（%）	17.72	13.97	20.90	17.84
总资本收益率（%）	5.40	5.01	8.55	--
净资产收益率（%）	7.06	6.89	12.78	--
长期债务资本化比率（%）	51.47	51.36	50.06	51.56
全部债务资本化比率（%）	64.28	63.50	60.65	61.85
资产负债率（%）	69.78	69.00	67.89	68.45
流动比率（%）	77.90	78.15	93.26	98.28
速动比率（%）	68.19	67.69	81.97	87.43
经营现金流动负债比（%）	17.00	15.85	32.33	--
现金短期债务比（倍）	0.62	0.65	1.03	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	2.75	3.04	3.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.58	6.67	4.07	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 拆入资金、卖出回购金融资产款、其他流动负债、长期应付款和其它非流动负债中的有息部分调整至全部债务；3. 2022 年一季度财务数据未经审计；4. “/”表示有数据，但未获取到；“--”表示相关指标无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	238.29	72.86	86.37	120.77
资产总额（亿元）	2727.15	2879.97	3038.14	3219.64
所有者权益（亿元）	328.84	338.76	405.55	461.32
短期债务（亿元）	686.75	827.32	733.51	779.21
长期债务（亿元）	1050.76	1107.82	1339.30	1435.27
全部债务（亿元）	1737.51	1935.15	2072.81	2214.48
营业总收入（亿元）	0.00	4.42	0.01	0.00
利润总额（亿元）	-12.33	-27.52	10.61	-20.27
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	15.31	-92.21	-66.35	-15.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	*	*	*	--
营业利润率（%）	*	*	*	--
总资本收益率（%）	4.59	3.43	4.77	--
净资产收益率（%）	-3.75	-8.13	2.62	--
长期债务资本化比率（%）	76.16	76.58	76.76	75.68
全部债务资本化比率（%）	84.09	85.10	83.64	82.76
资产负债率（%）	87.94	88.24	86.65	85.67
流动比率（%）	81.68	67.36	82.83	82.26
速动比率（%）	81.68	67.36	82.83	82.26
经营现金流流动负债比（%）	1.14	-6.43	-5.13	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.09	0.12	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2022 年一季度财务报表未经审计；2.“/”表示有数据，但未获取到，“--”表示相关指标无意义，*代表数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持