跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1128 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，并维持“11陕煤化MTN2”、“12陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN001”、“14陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN003”、“15陕煤化MTN001”、“15陕煤化MTN002”和“15陕煤化MTN003”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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
http://www.lhratings.com

陕西煤业化工集团有限责任公司中期票据跟踪评级报告

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 陕煤化 MTN2	5 亿元	2011/11/14-2016/11/14	AAA	AAA
12 陕煤化 MTN1	40 亿元	2012/9/19-2017/9/19	AAA	AAA
13 陕煤化 MTN1	10 亿元	2013/5/21-2018/5/21	AAA	AAA
13 陕煤化 MTN002	40 亿元	2013/12/26-2018/12/26	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN001	10 亿元	2014/03/13-2019/03/13	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN002	15 亿元	2014/05/13-2019/05/13	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN003	20 亿元	2014/05/21-2019/05/21	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN001	10 亿元	2015/03/11-2020/03/11	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN002	50 亿元	2015/08/19-//--	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN003	30 亿元	2015/10/23-2020/10/23	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	439.21	380.82	468.74	403.10
资产总额(亿元)	3484.87	4020.41	4371.07	4383.90
所有者权益(亿元)	682.41	815.48	890.61	904.51
短期债务(亿元)	1073.12	1214.20	1274.47	1217.06
全部债务(亿元)	2107.01	2392.01	2706.86	2686.22
营业收入(亿元)	1507.78	1766.22	1906.14	379.21
利润总额 (亿元)	13.78	9.96	0.53	-8.70
EBITDA(亿元)	192.16	195.39	173.60	--
经营性净现金流(亿元)	102.29	3.10	0.93	-2.87
营业利润率(%)	14.01	12.49	8.46	13.31
净资产收益率(%)	0.07	0.06	-1.19	--
资产负债率(%)	80.42	79.72	79.62	79.37
全部债务资本化比率(%)	75.54	74.58	75.24	74.81
流动比率(%)	61.83	53.20	65.56	65.53
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	12.24	15.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.50	1.77	--
经营现金流动负债比(%)	6.06	0.16	0.05	--

注：1. 2016 年 1~3 月财务数据未经审计；
2. 全部债务中包含长期应付款及其他非流动负债中的有息债务。

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”）资产规模不断扩张，营业收入稳步扩大，规模优势得以加强；联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到煤炭行业景气度持续下降、煤化工项目市场风险较大、公司债务负担重、2015年度扣除非经常性损益后公司营业利润出现巨额亏损以及子公司陕西钢铁集团有限公司经营亏损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，伴随公司产业链的逐步完善及陕北优质矿产在建产能的逐步投产，公司整体抗风险能力有望进一步加强。

综合考虑，联合资信维持陕煤集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11陕煤化MTN2”、“12陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN001”、“14陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN003”、“15陕煤化MTN001”、“15陕煤化MTN002”和“15陕煤化MTN003”AAA的信用等级。

优势

1. 公司煤炭储备丰富，具有较强的资源优势和规模优势。
2. 公司已形成煤电、煤化工上下游一体化循环经济产业链，具备一定抗风险能力。
3. 跟踪期公司资产规模、营业收入不断增长，规模优势得以加强。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内中期票据保障能力强。

分析师

李 嘉 黄 露
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）
Http：//www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内煤炭行业景气度持续低迷，公司盈利能力持续下滑，利润规模快速下降，公司面临一定经营压力。
2. 在公司提供的 2015 年度审计报告中，公司不再并表陕西龙门钢铁公司，并将历年超额亏损作为投资收益转回。
3. 2015 年度剔除投资收益等非经常性损益后，公司营业利润出现巨额亏损。
4. 跟踪期内公司债务规模快速上升，债务负担重，公司面临一定短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与陕西煤业化工集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与陕西煤业化工集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因陕西煤业化工集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由陕西煤业化工集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及存续期内相关中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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 2016 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。

另外，陕西省人民政府于 2011 年 11 月 29 日将陕钢集团股权划转至公司，由于公司对陕钢集团经营管理、财务决策未形成实质控制权，故公司未将陕钢集团纳入 2011 年和 2012 年财务报表合并范围；2013 年初，陕钢集团法人治理结构已完善，组织架构已理顺，公司已具有实质控制权，故公司自 2013 年 1 月 1 日起将陕钢集团纳入合并报表范围。

公司经营范围主要包括煤炭开采、销售、加工和综合利用；煤化工产品、化学肥料和精细化工产品的研发、生产及销售；电力生产与供应；煤炭铁路运输（限自营铁路）；机械加工；煤矿专用设备、仪器及配件制造与修理；煤炭、化工、煤机的科研设计；煤田地质勘探、咨询服务；煤及伴生矿物深加工；矿山工程及工业和民用建筑；机电设备安装；矿井（建筑）工程设计；工程监理；建材销售；气体产品的制造和销售；火工、公路运输；物资仓储；高科技产业；农林业；自营代理各类商品及技术的进出口，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。（其中煤炭开采、电力生产与供应、煤田地质勘探、气体产品的制造、公路运输项目由集团公司所属企业凭认可证在有效期内经营）（上述经营范围中，国家法律、行政法规或者国务院决定必须报经批准的，凭认可证并在有效期内经营）。

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、政策研究室、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 2015 年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 61 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 4371.07 亿元，所有者权益 890.61 亿元（其中少数股东权益 477.27 亿元）；2015 年实现营业收入 1906.14 亿元，利润总额 0.53 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4383.90 亿元，所有者权益 904.51 亿元（其中少数股东权益 497.12 亿元）；2016 年 1～3 月实现营业收入 379.21 亿元，利润总额-8.70 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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；

第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投

资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

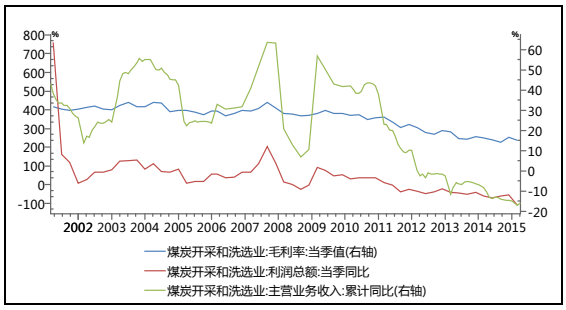
四、行业及区域经济环境

1. 煤炭

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年和2016年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图1　近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况

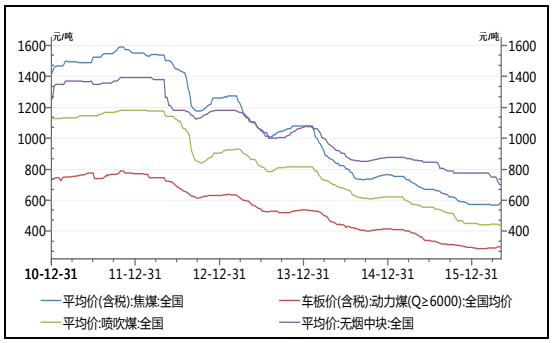


资料来源：Wind资讯

煤炭价格

跟踪期，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，同比分别下跌27.70%、25.10%、11.54%和28.26%，较2013年同期分别下跌45.04%、46.94%、27.60%和44.90%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌61.98%、62.98%、44.32%和61.48%。截至2016年4月29日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为437元/吨、574元/吨、699元/吨和299元/吨，焦煤、动力煤价格微涨、喷吹煤和无烟中块煤价格分别较2015年12月31日下跌2.67%和9.69%。受煤炭供需格局持续恶化影响，煤炭价格持续下跌，从煤种来看，动力煤由于产量大、替代性强，存量中相当产能开采成本低，故而抗跌能力较差。无烟煤相应抗跌能力较好。

图 2　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

行业政策

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积

亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

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。

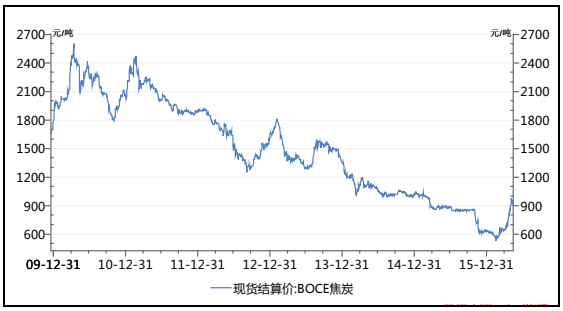
2. 煤化工行业

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。近年中国国内电石产量、合成氨产量、精甲醇产量等均居世界前列。

焦炭价格

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。下半年焦炭价格呈现震荡态势，2013 年底焦炭价格再次大幅下跌，至 2014 年 4 月份跌至 1100 元/吨左右。2014 年受钢铁行业整体产能压缩的影响，焦炭价格呈下跌趋势。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，焦炭价格有所回升，至 2016 年 4 月底，国内焦炭价格均价 890 元/吨，较 2015 年底价格上升 40.38%。

图 3　近年焦炭价格走势（元/吨）



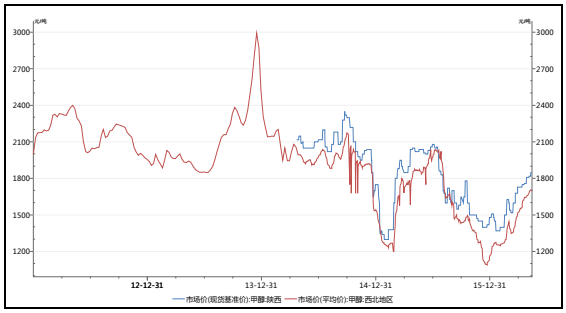
资料来源：Wind 资讯

总体而言，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。

甲醇价格

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。以西北地区甲醇市场价为例，2012 年，国内甲醇价格在 2000~2400 元/吨区间震荡，振幅较大；2013 年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响，甲醇价格出现了一波下跌，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，导致甲醇价格呈下行趋势，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 年全年来看，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 年以来，甲醇价格不断回升，至四月底，达 1660 元/吨。

图 4　国产甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯

行业发展

从资源储量角度看，煤将是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。

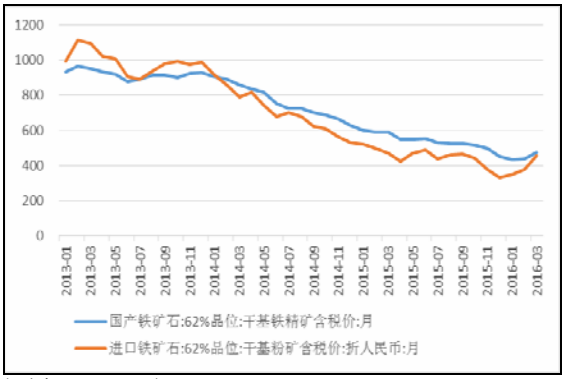
总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

3. 钢铁行业

跟踪期内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 1 季度，进口铁矿石价格出现一波强势反弹，目前已接近国产铁矿石价格水平。

图 5　近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

以62%品位的干基铁精粉矿含税价为例，2014年1月，国产铁矿石价格为904.76元/吨，进口铁矿石价格为914.07元/吨，同比分别下降3,01%和7.91%。从国内外铁矿石价格表现上看，2014年以前国产铁矿石价格长期低于进口铁矿石价格，但随着进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014年以来国内外铁矿石价格出现倒挂，且两者价差存在不断扩大的趋势。目前，国内铁矿石采矿企业受进口铁矿石价格低廉的影响，多数企业经营亏损甚至停产。对于下游钢铁企业，近年国内外铁矿石市场低迷环境有效减轻了企业生产成本，但对于在国内拥有铁矿石资源、铁矿石自给率高的钢铁企业，已经不能再将其当作经营优势来看待。

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。

五、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2016年3月底，公司拥有煤炭资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨；拥有全资和控股生产矿井33座，参股矿井5座，基建矿井4座；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；公司采煤机械化程度达到98.53%。

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），公司持有6369285416股，持股比例为63.69%，系陕煤股份控股股东。陕煤股份成功上市有助于拓宽公司融资渠道。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

七、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 1　近年公司分板块业务情况（亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	452.92	30.09	34.53	456.55	25.91	32.23	427.54	22.51	24.42	74.59	19.67	33.85
钢铁产品	288.98	19.20	-0.74	479.31	27.20	0.73	447.88	23.58	-2.08	53.87	14.21	0.93
化工产品	226.90	15.07	11.87	248.45	14.10	17.43	283.08	14.91	13.49	61.50	16.22	17.38
施工业务	62.99	4.18	11.05	56.86	3.23	7.68	50.17	2.64	9.05	3.07	0.81	12.38
机械产品	20.83	1.38	13.25	14.59	0.82	15.37	18.53	0.98	21.87	3.97	1.05	14.61
其他业务	452.81	30.08	7.14	506.53	28.74	5.93	671.83	35.38	4.75	182.21	48.05	9.41
合计	**1505.43**	**100.00**	**14.83**	**1762.29**	**100.00**	**13.08**	**1899.03**	**100.00**	**9.15**	**379.21**	**100.00**	**14.38**

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。

2015 年公司实现主营业务收入 1899.03 亿元，同比增长 7.52%。公司 2015 年实现毛利率 9.15%，较上年下降 3.93 个百分点，主要系煤炭、钢铁、煤化工景气持续下行所致。

2015 年公司煤炭业务实现营业收入 427.54 亿元，钢铁业务实现营业收入 447.88 亿元，化工业务实现营业收入 283.08 亿元，分别占营业收入的 22.51%、23.58%和 14.91%。另外，公司其他业务近年快速增长，2015 年实现营业收入 671.83 亿元。公司其他业务板块较 2014 年增幅较大，部分由于物资集团第三方物流收入大幅上升所致，2015 年公司实现贸易物流收入 450.53 亿元，同比大幅增长 43.91%；电力收入 83.11 亿元，占其他收入的 12.37%。

从毛利率来看，近年受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭业务毛利率呈现下行趋势，其中 2015 年公司毛利率较 2014 年下降 7.81 个百分点，为 24.42%。受 2015 年钢铁价格继续下滑影响，公司该板块盈利能力差，毛利率为-2.08%。受煤化工产能过剩、行业持续下行影响，公司该板块毛利率持续波动下滑，其中 2015 年为 13.49%，较上年下降 3.94 个百分点。受主要板块毛利率均下滑影响，2015 年公司整体毛利率继续下滑，同比下滑 3.93 个百分点，为 9.15%。

2016 年 1～3 月，公司主营业务收入 379.21 亿元，同比上升 7.58%，实现毛利率 14.38%，较 2015 年有所回升。同期，公司积极降本增效，煤炭板块毛利率较 2015 年上升 9.43 个百分点，为 33.85%；钢铁板块毛利率由负转正，为 0.93%。

总体看，公司产业链较为完善，但受限于公司所处主要行业景气下行，盈利能力持续下滑。

从煤炭生产、销售来看，公司 2015 年煤炭产销量均出现下滑，2015 年公司煤炭产量 12710.82 万吨，同比基本持平，略微减少 1.3 万吨，销量 12268.22 万吨，同比减少 278.19 万吨。从销售价格来看，受煤炭行业整体景气度下降影响，公司 2015 年商品煤销售均价为 163.07 元/吨，同比大幅下降 26.46%。在此背景下，煤炭销售收入同比下降 6.35%，为 427.54 亿元。

表 2　公司销售情况（万吨，元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
煤炭产量	12761	12712.12	12710.82	3463.10
商品煤销量	13499	12546.41	12268.22	--
商品煤平均销售价格	275.84	221.74	163.07	151.91

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。

跟踪期内公司主要化工产品保持增长态势，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，同时一批煤化工项目逐步达产，产能有所提升，单位固定成本下降，但受制于煤化工产品价格大幅下跌，公司化工板块盈利能力有所回落，2015年毛利率13.49%，较上年减少3.94个百分点。

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”），截至2015年底，陕钢集团总资产295.27亿元，总负债289.61亿元，所有者权益5.66亿元。2015年全年实现营业收入550.91亿元。2015年陕钢集团生产正常，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。2015年公司累计生产粗钢746万吨，与上年基本持平；钢材654万吨，同比小幅下降。销售方面，2015年，钢材价格持续下降，陕钢集团钢材平均售价为1966.73元/吨，同比下降24.99%。钢材销售中，贸易部分销量2285.60万吨，实现收入449.69亿元。受钢铁行业产能过剩，下游需求低迷影响，公司钢铁业务经营出现亏损，经营压力较大。2016年第一季度，公司钢铁板块继续亏损，钢材平均售价进一步下跌至1783.09元/吨。

2015年公司电力业务保持相对稳定，截至2015年底公司权益装机容量7812.5兆瓦，可控装机容量8425兆瓦。公司2015年实现发电量216.09亿千瓦时，售电量200.93亿千瓦时，平均利用小时数3141小时。2016年第一季度，公司实现发电量59.35亿千瓦时，售电量55.04亿千瓦时。

总体看，跟踪期公司依托煤炭资源进一步完善其产业链，收入规模进一步扩张，受限于煤炭、钢铁、煤化工行业景气下行，公司整体盈利出现下滑，公司面临一定经营压力。

表 3　公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设规模	建设年限	计划总投资	截至 2015 年底累计投资	2016 年 1~3 月已投资	16 年计划投资
渭北煤化工园区	甲醇 180 万吨/年 聚烯烃 70 万吨/年	2009-2016	178.65	191.06	0.29	4.83
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	66.01	1.53	7.13
240 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	42.36	0.82	1.28
文家坡矿井	600 万吨/年	2009-2016	34.60	32.31	1.35	1.52
麟游矿区至宝鸡二电厂铁路专用线	87.11 正线公里	2011-2016	33.79	28.99	0.32	1.62
2*300MW 煤矸石发电项目	2*300MW 电厂	2012-2016	32.27	28.10	0.26	0.96
合计	--	--	**398.32**	**288.83**	**4.57**	**17.34**

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2015年底，公司在建项目计划总投资合计398.92亿元，累计投资288.83亿元，公司拟建项目合计711亿元。建设项目计划完工均在2015-2016年，公司2016年计

划投资17.34亿元，公司在建项目均已建设至中后段，投资规模将逐步下降。

综合来看，受煤炭景气度下降影响，跟踪期内公司煤炭业务产、销均出现下降，公司整体盈利水平持续下滑。另外，目前钢铁行业整体不景气，行业亏损面大，公司子公司陕钢集团面临一定经营风险。

八、财务分析

公司提供的 2015 年财务数据经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

公司 2015 年度纳入合并范围的企业为 61 家，其中新增纳入合并范围子公司 3 家，减少 1 家，新增子公司主要系从事铁路货物运输的子公司，该合并对公司财务报表的可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 4371.07 亿元，所有者权益 890.61 亿元（其中少数股东权益 477.27 亿元）；2015 年实现营业收入 1906.14 亿元，利润总额 0.53 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4383.90 亿元，所有者权益 904.51 亿元（其中少数股东权益 497.12 亿元）；2016 年 1～3 月实现营业收入 379.21 亿元，利润总额-8.70 亿元。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 1906.14 亿元，同比增长 7.92%；2015 年公司营业成本 1725.25 亿元，同比增长 12.64%，快于收入增长。同期，营业税金及附加不断增长，导致公司营业利润率不断下降，2015 年为 8.46%，较上年下降 4.03 个百分点。

2015 年公司期间费用较上年上升 10.98%，为 252.15 亿元。其中公司 2015 年财务费用为 82.14 亿元，同比大幅上涨 38.16%。2015 年公司期间费用率为 13.23%，较上年上升 0.37 个百分点。

2015 年，公司资产减值损失 7.28 亿元。主要由坏账损失、存货跌价损失及无形资产减值损失等构成。

2015 年公司实现公允价值变动收益 41.87 亿元，主要系以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产，即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。

2015 年公司实现投资收益 66.16 亿元，同比大幅增长 138.54%，主要为权益法核算的长期股权投资收益 10.99 亿元以及其他 44.69 亿元。其中其他类主要为 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 亿元。

2015 年，公司实现营业利润 6.93 亿元，同比下降 48.74%。2015 年，公司获得营业外收入 6.53 亿元，同比上升 46.08%，其中政府补助 3.98 亿元，同比上升 99.92%；同期，公司营业外支出 12.94 亿元，同比上升 61.00%，其中停工损失 5.62 亿元，主要系 2015 年公司关闭矿井产生的停工损失，主要为铜川矿井和蒲白矿井。

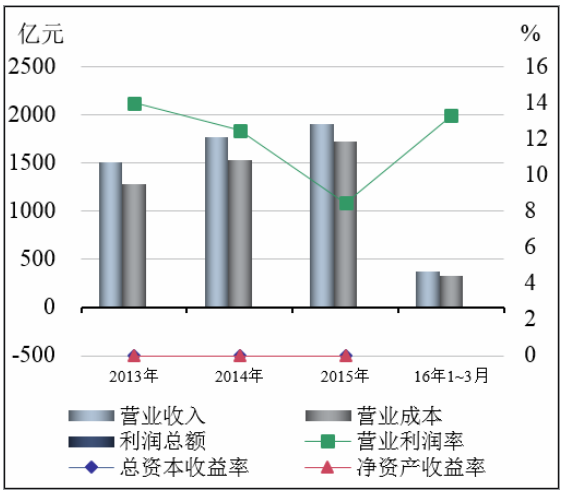
联合资信关注到，公司 2015 年实现营业收入 1906.14 亿元，去除营业成本、相关税金、期间费用及资产减值准备后，公司实际亏损高达 101.11 亿元，受益于上文所述公允价值变动收益及投资收益合计 108.03 亿元，公司实现营业利润 6.93 亿元。非经常性损益对公司 2015 年营业利润影响大，排除该类科目的影响后，公司 2015 年营业利润出现巨额亏损。

2015 年，公司实现利润总额 0.53 亿元，同比大幅下降 94.71%。受煤炭及钢铁行业景气度不断下行影响，公司盈利能力快速弱化，总资本收益率和净资产收益率分别为 2.01%和-1.19%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 379.21 亿元，同比增长 7.58%；实现利润总额-8.70 亿元，同比上升 55.47%。公司利润总额大幅亏损，一方面是国内宏观经济下滑对公司所在行业产生较为严重的影响，行业盈利下滑，另一方面，

公司主要产品产销量及售价均持续下滑。同时，公司部分在建项目尚未正式达产达效，也是导致亏损原因。公司本期实现营业利润率13.31%。

图6 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期受限于煤炭持续低迷及钢铁业务经营亏损影响，公司盈利持续下滑。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司经营活动现金流入为1645.28亿元，同比增幅20.45%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1542.28亿元，2015年公司现金收入比为80.91%，较上年上升6.69个百分点，公司收入质量有所上升部分由于本期公司票据使用量下降所致。2015年公司实现经营活动现金净流量0.93亿元，较上年大幅下降70.03%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅上涨所致。

从投资活动来看，2015年，公司投资活动现金流入85.26亿元，同比大幅上升133.71%，其中收回投资收到的现金55.20亿元，同比大幅上升320.17%，主要系本年度公司现金投资收回和开源证券金融理财产品到期。2015年，公司投资活动现金流出240.51亿元，同比下降19.79%，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。2015年，公司支付其他与投资活动有关的的现金30.24亿元，主要系公司给亏损的参股钢厂提供的新增贷款构成。2015年公司投资活动现金流净额为-155.25亿元，公司投资节奏逐年放缓，但仍保持较大规模。

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动现金流入量为1893.02亿元，同比上升14.06%，主要系收到其他与筹资活动有关的现金大幅增长所致，为经营资金周转以及到期贷款置换。2015年公司筹资活动现金流出量为1696.05亿元，同比上升18.52%，主要系偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金增长所致，公司2015年支付其他与筹资活动有关的现金主要系支付的各项手续费，包括承销费、法律顾问费及审计费等。2015年，公司筹资活动产生现金流净额为196.97亿元，同比下降13.84。

2016年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.87亿元；投资活动产生的现金流量净额为-46.62亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.56亿元。公司2016年一季度现金流量为净流出。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流入量规模较大，公司获现能力一般。受行业景气度下行影响，公司投资活动现金流出逐年减少。公司短期在建项目仍具有一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内公司资产总额持续增长，截至2015年底，公司资产总额为4371.07亿元，同比增长8.72%，增长主要系固定资产、其他应收款等的增长所致。截至2015年底公司资产中流动资产占29.41%，非流动资产占70.59%，公司非流动资产比重有所下降。

截至2015年底，公司流动资产合计1285.44亿元，同比上升24.84%。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至2015年底，公司货币资金为303.71

亿元，同比上升 8.65%。公司本期货币资金主要由银行存款（占 78.98%）和其他货币资金（占 21.00%）构成。其中公司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 38.60 亿元，为银行保证金存款。

截至 2015 年底，公司交易性金融资产 76.84 亿元，同比大幅增长 1847.96%，系陕国投按照年末的股价确认 74 亿元资产，主要由权益工具投资（占 98.36%）和债务工具（占 1.62%）投资构成。

截至 2015 年底，公司应收账款为 226.64 亿元，同比大幅增长 19.09%，主要系公司销售增长且 2015 年以来行业低迷使得公司煤炭销售结算方式由现金向赊销转变导致。公司应收账款累计计提坏账准备 10.57 亿元，计提比例 4.45%。按信用风险特征组合计提坏账准备应收账款占 98.75%，其中无风险组合（占 65.64%）不计提坏账准备，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 68.58%）。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 265.98 亿元，较上年底上升 107.21%，主要系公司与陕西能源集团往来款增加 78.56 亿元所致。公司其他应收款累计计提坏账准备 6.89 亿元，计提比例 2.52%，计提比例偏低。其中，按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 270.01 亿元，其中 251.17 亿元为无风险组合，不计提坏账准备；其余 18.85 亿元中，账龄在 1 年以内的占 51.39%，1~2 年的占 17.50%，2 年以上的占 31.10%。整体看，公司其他应收款规模较大，账龄较长，后续账务处理尚不明确。

截至 2015 年底，公司存货账面价值为 118.61 亿元，同比下降 12.58%。公司存货账面余额为 122.07 亿元，累计计提跌价准备 3.47 亿元。公司存货主要系原材料（占 24.81%）、自制半成品（占 24.66%）、库存商品（占 29.90%）及工程施工（已完工未结算款）（占 5.84%）。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 3085.63 亿元，同比增长 3.17%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.50%）、固定资产（占 41.57%）、在建工程（占 21.45%）和无形资产（占 19.41%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 117.92 亿元，同比上升 61.36%，主要由可供出售权益工具构成（占比 77.87%）。

截至 2015 年底，公司固定资产原值 1782.47 亿元，累计计提折旧 498.37 亿元，计提减值准备 1.54 亿元，公司固定资产账面价值 1282.56 亿元，固定资产成新率为 71.95%。公司固定资产主要系房屋、建筑物（占 45.74%）和机器设备（占 50.69%）。

截至 2015 年底，公司在建工程 661.90 亿元，较 2014 年底下降 15.27%，主要系大型项目完工所致。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、文家坡矿井及小保当矿井建设工程等项目。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 4383.90 亿元，较 2015 年底增长 0.29%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占 28.85%，非流动资产占 71.15%，非流动资产比例略有上升。

总体看，跟踪期内公司资产规模快速增长，公司资产结构偏重非流动资产。公司流动资产中货币资金充裕，流动性较好；无形资产以采矿权为主。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 890.61 亿元，同比增长 9.21%，主要是其他权益工具增长所致，该工具为公司于 2015 年 8 月 18 日发行的 50 亿元“15 陕煤化 MTN002”，该中期票据依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。截至 2015 年底，归属于母公司所有者权益合计 413.34 亿元。其中，公司未分配利润为-21.96 亿元，较上年大幅下降，主要系归属于母公司净利润亏损（本期归属于母公司净利润为-15.52 亿元）所致。截至 2015 年底，公司归属于母公

司所有者权益构成中，实收资本占 24.19%，资本公积占 68.12%，专项储备占 1.05%，其他权益工具占 12.10%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 904.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 407.39 亿元，公司未分配利润为-32.03 亿元。归属于母公司的所有者权益构成较上年底变化不大。总体看，公司未分配利润快速下降，同时受归属母公司净利润 2013 年以来持续为负的影响，公司权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 3480.46 亿元，较上年增长 8.60%。公司负债构成中流动负债占 56.34%，非流动负债占 43.66%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司短期借款为 769.76 亿元，较上年增长 30.49%。公司短期借款以信用借款为主（占 92.14%）。

截至 2015 年底，公司应付票据为 176.06 亿元，较上年增长 2.30%。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 405.97 亿元，其中 1 年以内的占 72.03%，1~2 年占 17.73%，2 年以上的占 10.24%。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 144.97 亿元，主要系往来款项、设备质保金、押金保证金等。

截至 2015 年底，公司其他流动负债合计 68.44 亿元，主要是信托融资款 35 亿元，计入公司短期有息债务。

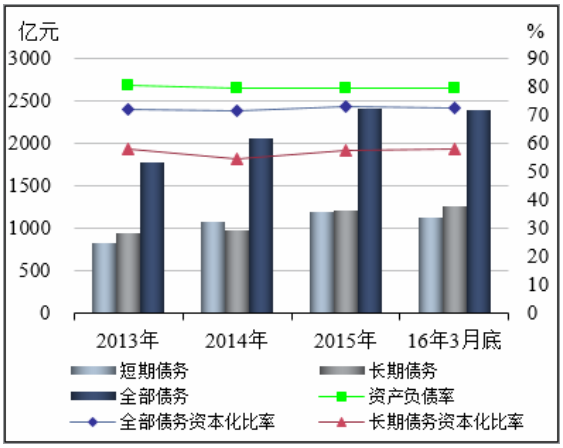
截至 2015 年底，公司非流动负债合计 1519.73 亿元，主要由长期借款（占 61.19%）、应付债券（占 19.10%）、长期应付款（占 10.41%）和其他非流动负债（占 7.30%）构成，其中长期应付款中融资租赁 102.16 亿元，计入长期有息债务中，矿权转让费 50.16 亿元，为陕西省煤田地质集团有限公司探矿权转让费；其他非流动负债合计 110.95 亿元，主要由信托融资（占 99.14%）构成，计入长期有息债务中。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 3479.38 亿元，较 2015 年底小幅下降 0.03%，其中流动负债占 55.48%，非流动负债占 44.52%，债务结构较上年变化不大。

从有息债务结构看，2015 年底公司全部债务为 2706.86 亿元，其中短期债务占 47.08%，长期债务占 52.92%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 2686.22 亿元，较上年底有所下降，其中短期债务占 45.31%，有息债务结构较上年底变化不大。

从债务指标来看，截至 2015 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 79.62%、75.24%和 61.66%。考虑到公司权益类科目中的 50.00 亿元“15 陕煤化 MTN002”实为债务，将其调整为债务指标后，公司 2015 年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.77%、76.63%和 63.81%；2016 年 3 月底上述指标分别为 79.37%、74.81%和 61.89%。

图7　公司债务结构



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内公司债务规模快速上升，公司债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013～2015 年公司流动比率和速动比率波动上升，2015 年分别为 65.56%和 59.51%，分别较上年上升 12.36 个百分点和 13.32 个百分点；2016 年 3 月底以上两指标分别为 65.53%和 59.31%；2015 年公司经营现金流动负债比为 0.05%，较上年下降 0.11

个百分点。总体看，公司短期偿债指标有所好转，公司仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013～2015 年公司 EBITDA 波动中有所下降，其中 2015 年为 173.60 亿元，较上年下降 11.15%。近三年伴随公司债务规模快速上升及盈利能力持续弱化，公司全部债务/EBITDA 持续弱化，近三年平均值为 13.66 倍，2015 年为 15.59 倍。公司 EBITDA 利息倍数波动上升，近三年平均值为 1.65 倍，2015 年为 1.77 倍。总体看，公司对全部债务保护能力有所弱化。

截至 2015 年底，公司本部有一笔对外担保事项。公司于 2008 年 12 月签订担保函，对江苏悦达集团有限公司 2009 年 6 月发行的 10 亿元“09 悦达债”提供连带责任保证，债券期限 8 年，担保期限为债券存续期及债券到期日起 2 年。公司对外担保比率为 1.23%，有一定或有负债风险。

截至 2015 年底，公司共获得各大商业银行授信总额 2871.69 亿元，其中未使用额度 1178.80 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。

截至 2016 年 6 月底，公司存续期中期票据分别为 5 亿元 5 年期中期票据“11 陕煤化 MTN2”、40 亿元 5 年期中期票据“12 陕煤化 MTN1”、10 亿元 5 年期中期票据“13 陕煤化 MTN1”、40 亿元 5 年期中期票据“13 陕煤化 MTN002”、10 亿元 5 年期中期票据“14 陕煤化 MTN001”、15 亿元 5 年期中期票据“14 陕煤化 MTN002”、20 亿元 5 年期中期票据“14 陕煤化 MTN003”、10 亿元 5 年期中期票据“15 陕煤化 MTN1”、50 亿元 5 年期中期票据“15 陕煤化 MTN2”和 30 亿元 5 年期中期票据“15 陕煤化 MTN3”。其中一年之内到期债务为 5 亿元 5 年期中期票据“11 陕煤化 MTN2”，按短期债务考虑其偿付能力；存续期中期票据单独年份最高偿还额度合计 90 亿元，为 2020 年到期的“15 陕煤化 MTN1”（10 亿元）、“15 陕煤化 MTN2”（50 亿元）和“15 陕煤化 MTN3”（30 亿元）。

近三年，公司现金类资产波动上升，三年均值为 437.64 亿元，为 2016 年 11 月到期债务“11 陕煤化 MTN2”的 87.53 倍，2015 年底为 93.75 倍。截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产为 403.10 亿元，为“11 陕煤化 MTN2”的 80.62 倍，公司现金类资产对“11 陕煤化 MTN2”的保障能力极强。2013～2015 年公司经营活动现金流入量均值为“11 陕煤化 MTN2”的 299.38 倍，2015 年为 329.06 倍；近三年公司经营性现金净流量三年均值为“11 陕煤化 MTN2”的 4.37 倍，2015 年为 0.19 倍。总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对“11 陕煤化 MTN2”的保障能力极强。

2013～2015 年，公司 EBITDA 三年平均值为单独年度最高偿还额度的 2.04 倍，2015 年为 1.93 倍，公司 EBITDA 对存续票据保障能力强；同期，公司经营活动现金流入量三年均值为单独年度最高偿还额度的 16.63 倍，2015 年为 18.28 倍；2013～2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额三年均值为单独年度最高偿还额度的 0.24 倍，2015 年为 0.01 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据保障能力极强。

5. 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。

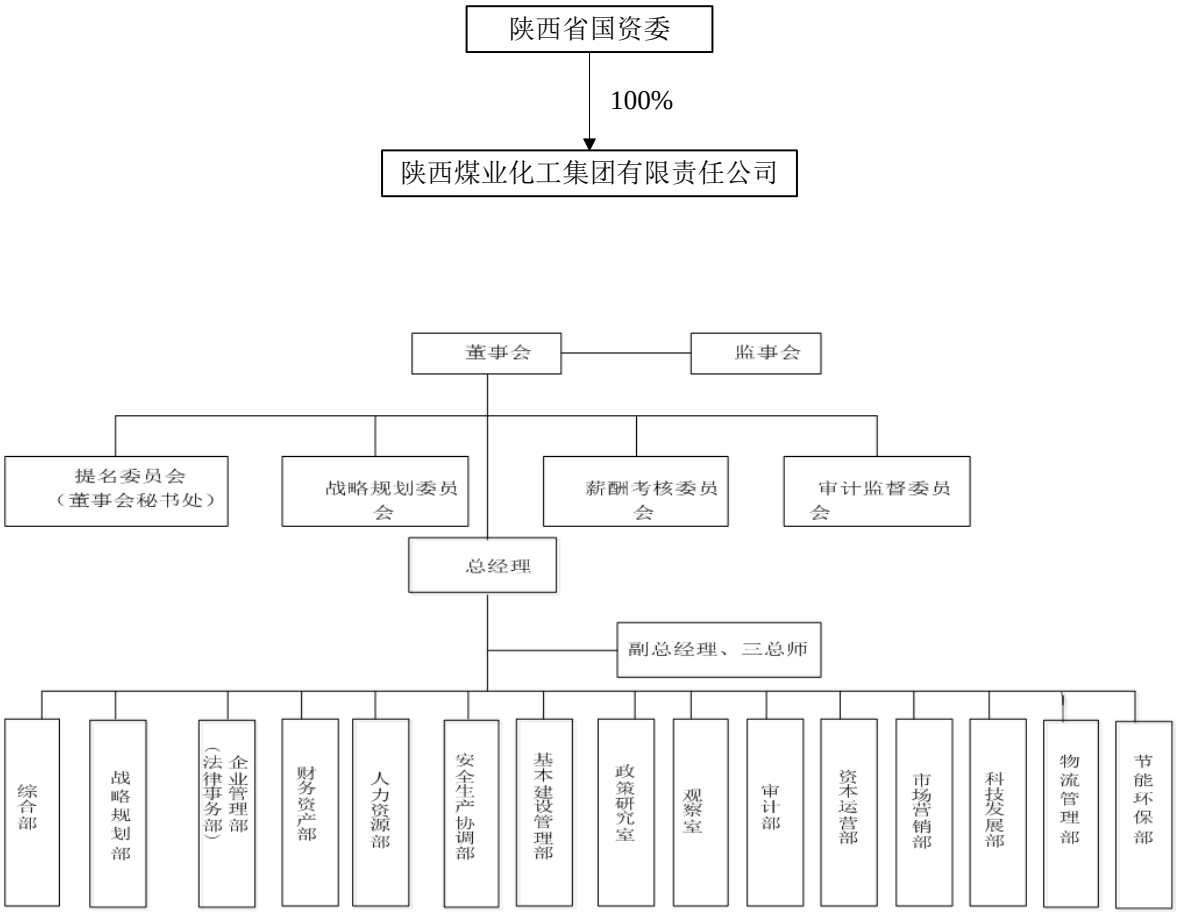
6. 抗风险能力

公司作为国内大型煤炭生产企业，立足自身资源优势，积极向下游煤电、煤化工延伸，公司资源储备、规模优势显著、技术优势突出。综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持陕煤集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11陕煤化MTN2”、“12陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN001”、“14陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN003”、“15陕煤化MTN001”、“15陕煤化MTN002”和“15陕煤化MTN003”AAA的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	439.21	380.82	468.74	403.10
资产总额(亿元)	3484.87	4020.41	4371.07	4383.90
所有者权益(亿元)	682.41	815.48	890.61	904.51
短期债务(亿元)	1073.12	1214.20	1274.47	1217.06
长期债务(亿元)	1033.89	1177.81	1432.39	1469.16
全部债务(亿元)	2107.01	2392.01	2706.86	2686.22
营业收入(亿元)	1507.78	1766.22	1906.14	379.21
利润总额(亿元)	13.78	9.96	0.53	-8.70
EBITDA(亿元)	192.16	195.39	173.60	--
经营性净现金流(亿元)	102.29	3.10	0.93	-2.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.91	6.24	6.29	--
存货周转次数(次)	10.42	11.52	13.57	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.47	0.45	--
现金收入比(%)	83.62	74.23	80.91	79.37
营业利润率(%)	14.01	12.49	8.46	13.31
总资本收益率(%)	3.10	2.46	2.01	--
净资产收益率(%)	0.07	0.06	-1.19	--
长期债务资本化比率(%)	60.24	59.09	61.66	61.89
全部债务资本化比率(%)	75.54	74.58	75.24	74.81
资产负债率(%)	80.42	79.72	79.62	79.37
流动比率(%)	61.83	53.20	65.56	65.53
速动比率(%)	54.10	46.19	59.51	59.31
经营现金流动负债比(%)	6.06	0.16	0.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.50	1.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	12.24	15.59	--

注：1. 2016 年 1~3 月财务数据未经审计；
2. 全部债务中包含长期应付款及其他非流动负债中的有息债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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+一年内到期的长期负债+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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。