信用等级公告

联合[2015] 721 号

联合资信评估有限公司通过对陕西煤业化工集团有限责任公司及其拟发行的 2015 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

陕西煤业化工集团有限责任公司
主体长期信用等级为
AAA

陕西煤业化工集团有限责任公司
2015 年度第三期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十三日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

陕西煤业化工集团有限责任公司
2015 年度第三期中期票据信用评级报告

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

本期中期票据发行额度：30 亿元
本期中期票据期限：5 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还本部银行贷款及其他债务融资

评级时间：2015 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	2758.52	3484.87	4020.41	4149.73
所有者权益(亿元)	702.96	682.41	815.48	802.16
长期债务(亿元)	846.20	1033.89	1177.81	1294.41
全部债务(亿元)	1531.79	2107.01	2392.01	2628.20
营业收入(亿元)	888.33	1507.78	1766.22	352.50
利润总额(亿元)	68.19	13.78	9.96	-19.53
EBITDA(亿元)	191.66	192.16	195.39	--
经营性净现金流(亿元)	44.29	102.29	3.10	-4.42
营业利润率(%)	27.22	14.01	12.49	9.77
净资产收益率(%)	6.75	0.07	0.06	--
资产负债率(%)	74.52	80.42	79.72	80.67
全部债务资本化比率(%)	68.54	75.54	74.58	76.62
流动比率(%)	86.57	61.83	53.20	56.67
全部债务/EBITDA(倍)	7.99	10.97	12.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	1.58	1.50	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	6.39	6.41	6.51	--

注：1. 2015 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。

分析师

祖 宇　李 嘉
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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕煤化集团”）的评级反映了其作为大型煤炭化工企业集团，在资源储备、产业布局、经营规模、外部环境等方面具备的突出优势；同时，联合资信关注到煤炭行业持续低迷、煤化工项目市场风险较大、公司有息债务规模增长快、以及子公司陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”）经营亏损等因素给公司经营与发展带来的不利影响。

伴随公司在建项目的相继投产，公司煤电、煤化工上下游一体化的循环经济产业链得以完善，抗风险能力有望增强。

公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强，基于公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 作为陕西省大型省级煤炭企业集团，公司在地方经济发展中占有重要地位，地方政府在资源收购、产业整合、项目审批等方面的大力扶持为公司持续稳定发展创造了有利条件。
2. 公司煤炭储备丰富，具有较强的资源优势和规模优势，同时公司拥有多项前沿技术，差异化优势明显。
3. 公司已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的循环经济产业链，随着高产高效矿井的相继建成投产，公司煤炭产能获得较大提升。
4. 公司现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 煤炭、煤化工及钢铁行业景气度波动下滑，子公司陕钢集团经营亏损，公司盈利指标持续下滑。其中归属于母公司的净利润持续为负。2015 年一季度公司大幅亏损。
2. 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。
3. 短期内公司煤炭和化工产品的外运受制于当前铁路运力和整合进度。
4. 公司在建及拟建项目投资规模大，未来仍存在较大融资需求。

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、陕西煤业化工集团有限责任公司 2015 年度第三期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕煤化集团”）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 2015 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、安全生产环保部、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 2014 年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 59 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 4020.41 亿元，所有者权益 815.48 亿元（其中少数股东权益 444.68 亿元）；2014 年实现营业收入 1766.22 亿元，利润总额 9.96 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 4149.73 亿元，所有者权益 802.16 亿元（其中少数股东权益 446.00 亿元）；2015 年 1～3 月实现营业收入 352.50 亿元，利润总额-19.53 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司计划于 2015 年新注册总额度为 45 亿元的中期票据，本次拟发行陕西煤业化工集团有限责任公司 2015 年第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为 30 亿元，发行期限 5 年。本期中期票据募集资金将用于偿还本部银行贷款及其他债务融资。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅

高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

竞争格局

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

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨，占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

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

表1　2010-2012年中国煤炭企业原煤产量前十名（单位：万吨）

	2010年		2011年		2012年	
排名	排名对象	产量	排名对象	产量	排名对象	产量
1	神华集团有限责任公司	35696	神华集团有限责任公司	40789	神华集团有限责任公司	45665
2	中国中煤能源集团有限公司	15370	中国中煤能源集团有限公司	16357	中国中煤能源集团有限公司	17552
3	山西焦煤集团有限责任公司	10214	大同煤矿集团有限责任公司	11537	大同煤矿集团有限责任公司	13267
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	10118	山西焦煤集团有限责任公司	11006	山东能源集团有限公司	12292
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	10039	山东能源集团有限公司	10821	冀中能源集团有限责任公司	11564
6	河南煤业化工集团有限责任公司	7401	冀中能源集团有限责任公司	10215	陕西煤业化工集团有限责任公司	11368
7	冀中能源集团有限责任公司	7332	陕西煤业化工集团有限责任公司	10186	山西焦煤集团有限责任公司	10540
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7098	河南煤业化工集团有限责任公司	8483	开滦（集团）有限责任公司	8354

9	淮南矿业（集团）有限责任公司	6619	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7718	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	8008
10	开滦（集团）有限责任公司	6087	兖矿集团有限公司	7079	兖矿集团有限公司	7617
合计		115974		134191		146227
占全国原煤总产量比例（%）		*35.79*		*38.12*		*40.06*

资料来源：中国煤炭工业协会，国家统计局，联合资信整理

供需格局

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013 年度煤炭总供给过剩量达 3.32 亿吨。

表 2　中国 2002 年以来煤炭行业供需变化（单位：百万吨、%）

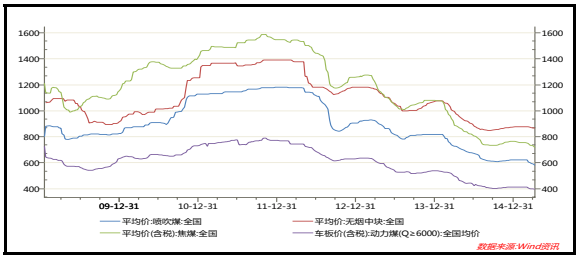
时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口		库存净减少	总供给 - 总需求
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比		
2002年	1380	*18.97*	1366	*8.24*	11	*266.67*	84	*-6.67*	-11	-70
2003年	1722	*24.78*	1692	*23.87*	11	*0.00*	94	*11.90*	-5	-58
2004年	1992	*15.68*	1936	*14.42*	19	*72.73*	87	*-7.45*	-2	-13
2005年	2350	*17.97*	2319	*19.78*	26	*36.84*	72	*-17.24*	-35	-49
2006年	2529	*7.62*	2551	*10.00*	38	*46.15*	63	*-12.50*	10	-37
2007年	2692	*6.45*	2727	*6.90*	51	*34.21*	53	*-15.87*	-34	-72
2008年	2802	*4.09*	2811	*3.08*	40	*-21.57*	45	*-15.09*	-46	-60
2009年	2973	*6.10*	2958	*5.23*	126	*215.00*	22	*-51.11*	-64	55
2010年	3235	*8.81*	3122	*5.54*	163	*29.37*	19	*-13.64*	-81	175
2011年	3516	*8.69*	3430	*9.87*	182	*11.66*	15	*-21.05*	-78	176
2012年	3645	*3.67*	3526	*2.80*	288	*58.24*	9	*-40.00*	-124	274
2013年	3680	*0.96*	3610	*2.38*	327	*13.54*	8	*-11.11*	-57	332

资料来源：《国民经济和社会发展统计公报》，Wind 资讯，联合资信整理

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：wind 资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 WIND 资讯统计，截至 2014 年 12 月 12 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 620 元/吨、761 元/

吨、872 元/吨和 414 元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌 31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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2014年和2015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2　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

2. 行业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要内容包括：

1）推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2）按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%，新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%，到2015年形成产能41亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占63%.22%和15%，东、中、西部产量分别占12%、35%和53%），产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3）预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨，规划装船能力8.3亿吨。

4）推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

3. 行业关注

总量控制失效

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

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为32亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，

行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思路，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。

产业结构失衡

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

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。

4. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，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。

2011年四季度以来，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，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

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，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

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

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

（二）煤化工行业

1. 行业及区域经济概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。2014 年全年国内焦炭产量 4.77 亿吨，2014 年电石产量 2547.90 万吨，2014 年合成氨产量 5699.49 万吨，精甲醇 2014 年全年产量 3740.67 万吨，均居世界前列。

焦炭上下游分析

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

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

图 3　焦炭、生铁产量月度同比增长率（单位：%）

资料来源：wind资讯

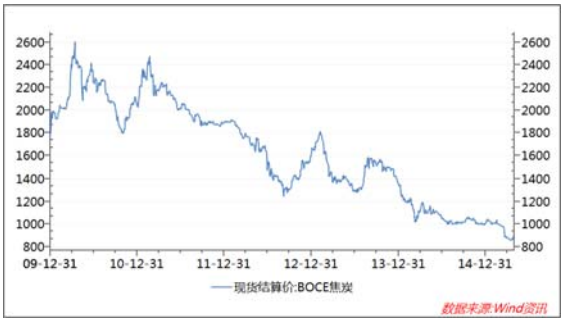
钢铁行业属于强周期行业，生铁产量与宏观经济运行周期紧密相关，受益于城镇化、工业化和农业现代化，钢材市场需求长期向好，保障房建设、基础设施建设、轨道交通及城际交通系统建设等将直接推升钢材需求。进入 2000 年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致 2008、2009 年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2014 年合计产量达到 16.27 亿吨，同比增长 3.13%；2014 年中国以 8.23 亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的 50.58%，产量同比增长 5.60 个百分点。从产能情况看，截至 2014 年底，中国粗钢产能约 11 亿吨，行业产能利用率有所降低，由 2013 年的 72%下降到 70.69%，产能过剩情况有所加重。

焦炭价格分析

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年

初，焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012 年 2 月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道。2012 年全年焦炭价格恢复季节性波动趋势，但整体价格中枢已显著低于 2008~2010 年水平。2013 年在钢铁行业库存增大的影响下，焦炭价格出现较大幅度的下降，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 2014 年底，国内焦炭价格均价约为 1020 元/吨。2015 年 1 季度，国内焦炭价格继续下跌，至 1 季度末探至低点 876 元/吨。

图 4　近年焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

总体而言，近两年焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，在下游钢铁产量萎缩的情形下，焦炭企业面临的经营压力较大。

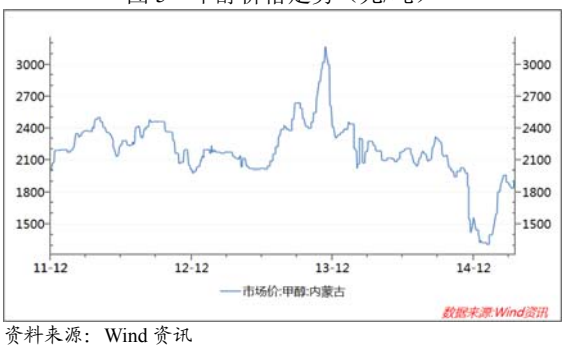
甲醇

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。

近年来，国内甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。根据生意社数据显示，2014年中国甲醇生产企业330家，较去年新增18家，新增产能超900万吨，总产能超过6400万吨，产能增长率16.07%，同比保持稳定增长。2014年全年国内甲醇开工率维持在60%以上或附近的水平，产量保持增长。预计2015年国内甲醇产能将达到7000~7500万吨。

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（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，以内蒙古甲醇市场价为例，2012 年，国内甲醇价格在 2000~2500 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 1 季度受原油价格回升

影响，甲醇价格由 2014 年末的 1565 元/吨回升至 1900 元/吨。

进口方面，海外的甲醇主要以天然气为原料，具有成本较低的优势。在甲醇价格上升阶段，进口甲醇具有一定的成本优势。中国甲醇进口量自 2009 年开始维持在五百万吨以上水平，但自 2013 年开始有所下滑，2013 年中国累计进口甲醇 485.85 万吨；2014 年全年累计进口甲醇 433.23 万吨，同比减少 52.62 万吨，平均进口价格 339.15 美元/吨，较上年同期下降 155.85/吨。出口方面，2010 年开始甲醇出口量维持递增态势，2013 年则由 6.73 万吨迅速增长至 77.28 万吨；2014 年全年中国累计出口甲醇 74.93 万吨，较上年同期略有下滑，甲醇平均出口价格 376.05 美元/吨，较上年同期下降 124.98 美元/吨。2014 年全年国内甲醇表观销费量 4098.97 万吨，较上年同期增长 24.70%。

未来发展方面，经过数年培育和发展，甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，国内目前建成投产的甲醇制烯烃共 6 套，合计烯烃产能 266 万吨，按平均 85%负荷率计算，年消耗甲醇约 670 万吨，国内对甲醇需求数量将继续增加。

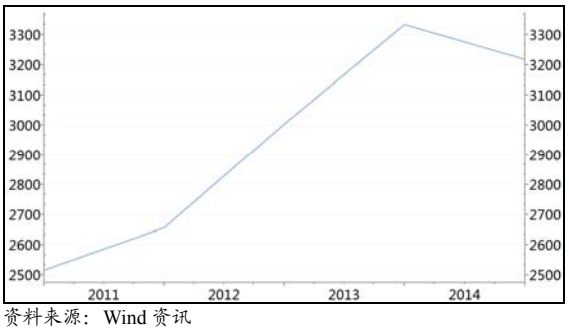
总体看，现阶段国内甲醇产能过剩严重，2014 年四季度以来，受多重因素影响甲醇价格快速下滑。未来随着甲醇下游应用领域不断拓宽，国内甲醇需求将呈逐步回升态势。

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。

图 6　2010～2014 年中国尿素（折纯）产量

（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

市场供给方面，近年国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能的大幅增长。中国是世界上最大的尿素生产国，截至 2013 年底，中国尿素实物产能达到 8070 万吨，较上年增加 13.18%。2012 年受煤炭价格下跌、利润空间扩大的刺激，国内尿素生产企业开工率超过 77%，全年尿素（折纯）产量为 3003.83 万吨。2013 年，全年尿素（折纯）产量为 3333.18 万吨，较 2012 年增长 10.96%，企业平均开工率不足 80%。进入 2014 年，全国尿素产量增速相比前两年有所减缓，截至 2014 年底，全国尿素（折纯）产量为 3217.83 万吨，同比下降 3.46%。

表 3　2010～2014 年中国尿素进出口量

（单位：万吨）

年份	进口量	出口量
2010	1.33	702.58
2011	0.21	355.88
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55

资料来源：Wind 资讯

上游原料方面，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。由于石油价格的上涨，导致油头企业的成本居高不下，目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占 26%，以煤炭为原料的约占 72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地

区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007 年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，原料供应保障能力良好。

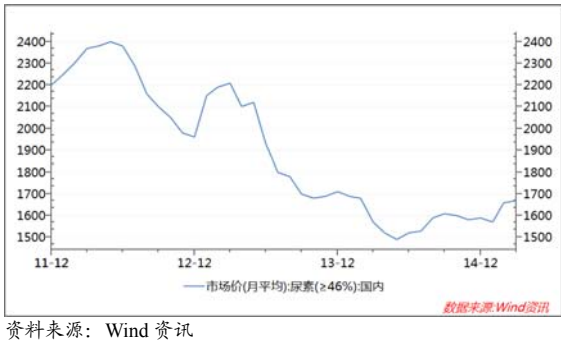
下游需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010 年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2011 年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2014 年全年，中国尿素出口量为 1361.55 万吨。虽然尿素出口量攀升，但 2013 年中国尿素需求量约为 6500 万吨，面对 8070 万吨/年的产能，约有 1500 万吨/年的产能过剩。2014 年度，中国尿素产能持续增加，给已处于产能过剩的尿素行业带来更大的压力，尿素价格持续下行压力大。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

市场价格方面，2012 年前五个月，尿素价格继续延续前期涨势，随着国内用肥季节逐步结束及出口窗口打开，国内氮肥转为出口，受国际市场行情偏弱影响，氮肥出口受挫，国内供过于求，价格出现下行态势。同时，上游煤炭价格也出现明显下跌，企业报价出现松动。在农业冬储的带动下，12 月底尿素价格出现明显反弹，至 2013 年一季度。2013 年 4 月份开始，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行的因素，尿素价格持续下跌，到 2013 年 12 月，尿素（≥46%）月平均价格为 1710 元/吨，同比下降 12.80%。进入 2014 年，尿素价格持续下跌，2014 年 5 月，尿素价格跌至低点 1490 元/吨，6 月开始，尿素价格波动中不断回升，2015 年 3 月底，尿素价格为 1670 元/吨。

图 7 2010～2015 年 3 月国内尿素（≥46%）市场价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

为保持尿素行业健康发展，化解产能过剩局面，尿素出口成为改善供求关系的重要措施，出口关税政策逐渐放松。《2013 年关税实施方案》自 2013 年 1 月 1 日起实施，其中涉及尿素行业的出口关税细则调整主要包括：尿素出口暂定税率由 7%下调至 2%，基准价格由 2100 元/吨上调至 2260 元/吨，淡季出口时间不变。《2014 年关税实施方案》自 2014 年 1 月 1 日起实施，进口关税方面，对尿素、复合肥、磷酸氢二铵三种化肥的配额税率执行 1%的税率，出口关税方面，对尿素取消基准价，淡季（7-10 月）执行 40 元/吨的从量税，旺季（1-6 月，11、12 月）执行 15%+40 元/吨的复合税率。

表 4　2012～2014 年尿素出口关税政策对比

	2012 年	2013 年	2014 年
基准价格	2100 元/吨	2260 元/吨	--
淡季 (7-10 月)	当出口价格不高于基准价格时，税率=7%； 当出口价格高于基准价格时，税率	当出口价格不高于基准价格时，税率=2%； 当出口价格高于基准价格时，税率	40 元/吨

	=(1.07-基准价格/出口价格)*100%	=(1.02-基准价格/出口价格)*100%	
旺季(1-6 月，11、12 月)	110%	77%	15%+40 元/吨

资料来源：国务院关税税则委员会

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

2. 行业关注

产业集群建设

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

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

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

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

工艺、技术改造创新

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

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

产品结构调整，扩大和延伸产业链

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

上下游产业链跨行业重组

煤化工企业采取企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，企业在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。

3. 行业政策

2012 年 3 月，国家发改委专门下发通知，对相关煤化工项目设置门槛，以切实加强煤化工产业的调控和引导。由国家发改委、国家能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》已通过国家发改委主任办公会，拟于近期发布实施。该政策的核心内容是产业升级与总量控制。

此外，工信部鉴于宏观经济环境以及节能减排、环境保护日益上升到更重要位置，于2012年11月14日发布通知，拟组织中国炼焦行业协会修订焦化行业准入条件。预计随着新政策出台，炼焦产业准入门槛将提高，届时将淘汰一批落后小产能，有助于提高产业集中度，促进炼焦产业良性发展。

进出口方面，自 2013 年 1 月 1 日起，焦炭出口关税以及配额全部取消，转变成出口证支付，对于焦炭出口总量的控制逐渐放松，焦

炭的外部需求市场逐渐放开，出口将有利于缓解国内焦炭市场的产量以及过剩产能压力。

4. 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。

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

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。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。

（三）钢铁行业

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2014年合计产量达到16.27亿吨，同比增长3.13%；2014年中国以8.23亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的50.58%，产量同比增长5.60个百分点。从产能情况看，截至2014年底，中国粗钢产能约11.60亿吨，行业产能利用率有所降低，由2013年的72%下降至70.69%，产能过剩情况有所加重。

行业集中度方面，2013 年，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为 39.4%，较 2012 年下降 6.5 个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表 5　2013 年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4579	6.87
2	宝钢集团有限公司	4391	7.86
3	武汉钢铁(集团)公司	3931	7.93
4	江苏沙钢集团	3508	8.58
5	鞍钢集团公司	3369	11.42
6	首钢集团	3152	0.34
7	山东钢铁集团有限公司	2279	-0.92
8	渤海钢铁集团	1933	11.60
9	马钢(集团)控股有限公司	1879	8.40
10	本钢集团有限公司	1683	11.56
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1499	6.20
12	河北新武安钢铁集团	1481	6.03
13	北京建龙重工集团有限公司	1430	3.86
14	方大钢铁集团有限公司	1316	2.01
15	日照钢铁控股集团有限公司	1268	-0.08
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1116	10.51
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1069	4.95
18	安阳钢铁集团公司	1032	33.32
19	河北纵横钢铁集团有限公司	1019	11.94
20	太原钢铁(集团)有限公司	999	-1.36

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁。

2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立。

3、统计数据可能与企业公布数据有出入。

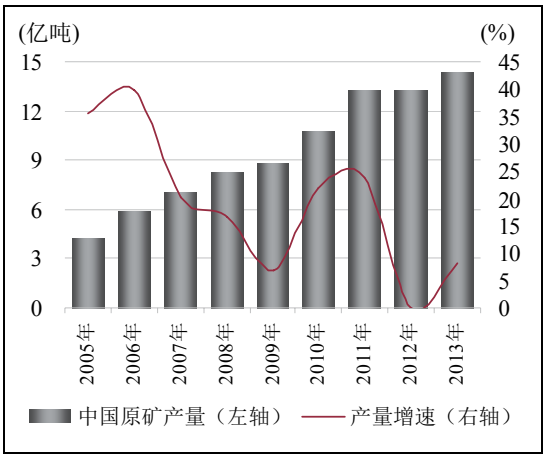
近年钢铁行业整体景气度呈现大幅波动态势。2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年 1 季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3 月均价已接近 2007 年以来的历史低位。2014 年下半年以来，钢材价格延续了震荡走低的态势，铁矿石价格跌幅扩大，下跌幅度大于钢材价格。总体看，2014 年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

铁矿石方面， 2013 年中国铁矿石原矿产量为 14.36 亿吨，同比增长 8.12%，产量增长速度有所反弹。2014 年，受国内房地产、基建投资增速大幅下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降，2014 年铁矿石原矿产量 14.98 亿吨，同比增长 4.32%，增长率同比下降 3.80 个百分点。

图8 中国铁矿石和价格指数（CIOPI）与Myspic综合钢价指数比较

资料来源：wind资讯

图 9 中国铁矿石产量及增长率

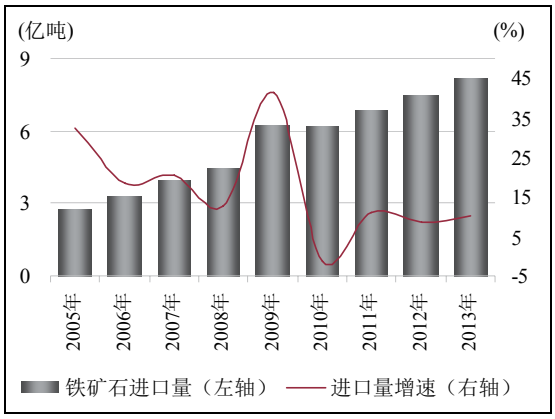


资料来源：wind 资讯

2013 年，中国进口铁矿石 8.20 亿吨，同比增长 10.04%，增速较 2012 年略有提升。2014 年，中国进口铁矿石 9.33 亿吨，同比增长 13.78%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

2012 年前三季度，中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。12 年 10 月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱，2013 年 3 月起，中国铁矿石价格出现回调，但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013 年全年，铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014 年以来，铁矿石价格指数出现大幅下滑，2014 年 12 月国产铁矿石平均价为 630 元/吨，同比下降 32%，2015 年持续下跌，2015 年 4 月均价为 550 元/吨。进口铁矿石价格方面，2015 年 12 月进口铁矿石到岸价为 68.66 美元/吨，同比下降 50.30%，2015 年 4 月进一步下跌至 50.67 美元/吨。铁矿石价格下跌幅度快于钢材价格下跌幅度，钢铁企业的利润空间有望恢复，短期经营压力有望缓解。

图 10　中国铁矿石进口量及增长率



资料来源：wind 资讯

近期中国铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。

从下游需求情况看，2011 年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，但自三季度起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，钢铁需求增速相应下滑。根据 Wind 资讯，2014 年全年中国钢材产品销售量 56315.79 万吨，同比增长 2.36%。

建筑业方面，2012年，中国建筑业施工面积98.10亿平米，同比增长15.20%，增速下滑4.30个百分点；新开工面积44.59亿平米，同比仅增长3.50%，增速较2011年同期的11.90大幅回落8.40个百分点。2013年中国建筑业新开工面积增速有所波动，但总体大幅高于2012年同期水平，在建面积增速呈小幅下降走势。截至2013年底，中国建筑业新开工面积和施工面积分别为51.47亿平米和112.99亿平米，同比分别增长14.94%和14.55%。

受中国上一轮刺激汽车消费政策退出影响，国内汽车市场产销量增速持续回落。在城市交通拥堵、环境污染和能源价格高企的大背景下，中国汽车市场告别高增长进入平稳发展阶段。主要家电产品产量呈现出相似变动趋势，冰箱、洗衣机等家电产品产量随政策刺激效果的逐步退出，产品产量增速持续放缓。

总体看，中国钢铁需求短期内出现大幅增长的可能性较低。

行业政策方面，2013 年 10 月 6 日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称《指导意见》），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量 8000 万吨以上。《指导意见》强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2013 年 4 月 2 日，12 月 6 日，中国工业和信息化部（以下简称工信部）分两批公示了《钢铁行业规范条件》（以下简称《规范条件》）的 160 家钢铁企业名单。支持规范企业开展兼并重组、淘汰落后、技术改造、节能减排等结构调整工作。对于那些不符合《规范条件》的企业，工信部将会同有关部门综合运用差别电价、财政奖励、考核问责等经济手段、法律手段和必要的行政手段，差别化的产业治理手段将有助于在现有政策框架下加速过剩和落后产能的逐步退出，促进化解过剩产能的最终实现。

2013 年 9 月 12 日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称《行动计划》），《行动计划》确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，

行业环保门槛和监管执法力度将持续加强，环保门槛的提高对有环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业企业的资金压力，进一步促进落后产能的逐步退出。

2014 年，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部联合修编发布了《钢铁行业清洁生产评价指标体系》；7 月，环保部、发改委等 6 部委联合发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》。《施细则》内容十分丰富，这是近年来最详细、最严格的环保考核方案。按照《工业和信息化部关于下达 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》(工信部产业〔2014〕148 号)要求，各省、自治区、直辖市已将 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务分解落实到企业，并在当地政府门户网站公告了相关企业名单。2014 年，工信部发布了第三批符合《钢铁行业规范条件》(以下简称“规范条件”)的钢铁企业名单，至此，工业和信息化部历时三年分三批公告了 305 家规范企业名单，促进了钢铁行业规范经营和产能过剩矛盾化解。

联合资信认为，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是 2013 年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理手段和相应的政府执行力度有望得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力。

总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，在经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经营难度加大。短期内，铁矿石价格的快速下跌使得钢铁企业利润空间有望恢复，经营压力有望缓解。长期来看，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序退出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整，基础设施建设和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

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. 企业规模

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2015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6336916955股，持股比例为63.36%，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。

3. 人员素质

公司董事会由9名董事[1]组成，公司设董事长一名，可以设副董事长，董事长为公司的法定代表人；监事会5人，监事会成员由出资人

[1]根据公司章程，公司应有董事 9 名，实有 6 名，暂缺 3 名，其中根据陕西省人民政府国有资产监督管理委员会《陕西省人民政府国有资产监督管理委员会关于吴继亮免职的通知》（陕国资任【2013】12 号）文件决定，免去吴继亮陕西煤业化工集团有限责任公司董事职务，退休。

委派的监事和职工代表组成，其中陕西省国资委委派3名、由集团公司职工代表大会选举产生2名。监事会主席由出资人从监事会成员中指定；公司经理层由10人组成，设总经理1人，副总经理8人，总会计师1人。

根据陕西省人民政府陕政任字【2014】64号和陕政任字【2014】67号文件，省政府决定由杨照乾任公司董事长、不再担任陕西煤业化工集团有限责任公司总经理职务，严广劳任公司总经理。

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

公司总经理严广劳，男，1961年6月出生，研究生学历，曾先后担任铜川矿务局东坡矿技术员，陕西省煤炭厅生产处工程师、副处长、基建处副处长、处长，黄陵矿业有限责任公司副经理、党委书记，陕西彬长矿区开发建设公司执行董事、总经理、党委副书记、党委书记，公司党委委员；2006年9月，任公司党委委员；2012年7月至2014年4月，任公司副总经理。

截至2014年底，公司共有在职人员136198人。从年龄结构看，29岁以下占35.55%，30～39岁占25.01%，40～49岁占28.85%，50～54岁占7.53%，55岁以上占3.06%；从学历构成来看，公司研究生及以上学历占1.11%，大学本科学历占11.78%，大学专科学历占20.32%，中专和高中以下学历占66.79%。

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

4．技术水平

近年来，公司持续走自主创新和新型工业化道路，不断加大科技研发能力。通过联合相关科研院，公司先后组建了陕西煤业化工技术开发中心有限公司等 7 家科技研发单位。其中“煤制化学品工程研究中心”2009 年被国家发改委批准为国家地方联合共建工程中心，“陕西煤矿安全技术中心”、“陕西甲醇衍生物及聚合物材料工程技术研究中心”、“陕西省煤矿机械工程技术研究中心”均获陕西省政府“13115”工程批准立项。

煤炭生产方面，黄陵矿业集团有限公司承担的国家工业示范项目《黄陵二号煤矿国产综采成套设备单面年产 600 万吨工业试验》取得成功，已达到国内领先水平；《神南大型矿区煤炭开采水资源动态及保水技术研究》项目通过了中国煤炭工业协会组织的专家鉴定，已达到国际领先水平，成果将对陕北侏罗纪煤田神府矿区南区的资源开发与生态环境保护起到重要的指导作用，将产生显著的经济效益和环境生态效益。

煤化工方面，公司研发掌握了“多组分羰基合成醋酐联产醋酸”和 DMTO 技术，并对 DMTO 一代技术进行优化改进，已完成 DMTO-II 工业化试验。公司完善了焦油加氢制油技术，开发出延迟焦化技术。公司与大连化物所合作，联合组建的“国家级甲醇制烯烃工程试验室”，已成为国家级工程中心。公司已启动 MTP 工业化试验，该项技术是世界最前沿的煤化工技术。公司还拥有“国家能源煤炭分质分级清洁转化实验室”。公司拥有先进的甲醇制烯烃和煤炭分质分级清洁转化技术，在技术方面具有差异化比较优势。另外，二甲苯、微波萃取煤焦油、合成气直接制天然气、高碳醇化工品等一批煤化工尖端技术已完成实验室研发，将逐步开展中试和工业化试验。其中“块煤干馏中低温煤焦油制取轻质化燃料工艺”荣获“第五届陕西省煤炭工业科技成果特等奖”；下属渭化公司被授予“2007～2010 年

度氮肥、甲醇行业技术进步先进企业”。

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

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

5. 外部环境及股东支持

目前公司是陕西省大型龙头骨干企业和20 个产业集群之一，是省内唯一的大型省级煤炭集团企业，在陕西地方经济发展中占有重要地位，公司在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持上都能够享有区域政策上的扶植和便利，这也为公司持续稳定发展创造了良好条件。

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

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

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

2011 年 4 月 18 日，根据陕西省人民政府国有资产监督管理委员会陕国资产权发【2011】108 号文件，同意将陕西省国资委持有的陕西省铁路投资（集团）有限公司 95.49%（42.3 亿元）的股权无偿划转陕西煤业化工集团有限责任公司持有。陕西省铁路投资（集团）有限公司 2011 年 5 月 12 日完成营业执照变更，变更后注册资本 64.3 亿元，陕西煤业化工集团有限责任公司持有陕西省铁路投资（集团）有限公司 100%股权。

2013年5月13日公司发布《陕西煤业化工集团有限责任公司关于变更合并报表范围的公告》（以下简称“公告”）。根据公告，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，外部环境将对公司经营发展构成有力支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司自2004年组建以来即设立了董事会，董事长由省政府任命。作为公司的最高决策机构，董事会下设提名委员会（秘书处）及战略规划、薪酬考核、审计监督等专业委员会。

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

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

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

三级子分公司作为生产经营中心行使安全生产、成本管理、项目实施三项职能，组织高效安全生产，控制生产和管理成本，严控项目进度、质量、工程造价，保证优质、高效、安全、节支的完成各项工程建设项目。

2. 管理水平

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

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

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

安全管理方面，公司目前主要开发的渭北老区煤矿开发时间较久，瓦斯含量较高，对煤炭安全管理提出较高要求。近年，公司已明显加大了对安全管理力度，并加大了安全年薪在考核中所占的比例。目前公司对现有煤矿以不低于15元/吨的方法计提安全管理费，最高提取20元/吨，高于全国10元/吨的标准。未来，随着渭北老区资源的逐渐枯竭，安全生产困难将有所加大，但考虑到公司生产重心逐渐由渭北老区向自然灾害较少，生产条件较好的陕北、彬黄矿区转移，预计公司安全事故将继续呈减少趋势。

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

子公司管理方面，公司通过建立《控股企业股权管理暂行办法》、《内部控制评价制度》、《内部控制制度（试行）》、《所属单位负责人

任期经济责任审计管理暂行办法》等制度，加强对下属子公司的控制。公司对所属各控股、参股公司及基层单位采用运营型管控模式。公司作为运营管理中心，负责公司发展战略和生产经营管理，行使战略管理、运营管理和业绩管理三大核心职能。

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

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务为煤炭的生产与销售，经过多年的发展，公司已逐步发展成为“以煤炭开发为基础，以煤化工为主导，多元发展”的产业格局。公司多元发展主要围绕两个主导产业的发展，一是以煤电、煤层气开发、煤系资源利用的循环经济；二是以铁路运输物流、机械制造、建筑施工、金融为内容的产业服务体系。

2014年公司实现主营业务收入1762.29亿元，同比增长17.06%。公司2014年实现毛利率13.08%，较上年小幅下降1.75个百分点，主要系煤炭、煤化工景气下行所致。

近年公司煤炭业务稳步增长，受公司产业链逐步完善及煤炭行业持续低迷影响，煤炭在公司收入贡献中占有有所下降，2014年公司煤炭收入占比为25.91%，较上年下降4.18个百分点。2014年公司煤炭总产量为12712.12万吨，同比减少49.18万吨；完成煤炭销售12546.41万吨，同比减少952.59万吨，实现销售收入456.55亿元，占公司营业收入的25.91%，公司煤炭产销量均较上年有所下降，煤炭销售收入与上年基本持平，一方面来自公司自产自销产生的收入，另一方面来自外购煤的销售产生的收入。2015年第一季度，公司煤炭产量为2790.22万吨，销量2619.85万吨，分别较上年同期下降100.69万吨和179.56万吨，实现销售收入92.95亿元。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2014年公司毛利率较2013年下降2.30个百分点。2015年1~3月，受煤炭行业继续低位运行影响，公司煤炭板块毛利率快速下跌至18.56%。

总体看，公司煤炭业务受整体行业低迷影响，生产、销售有所下降；同时受煤炭价格持续下跌影响，公司毛利率逐年下降，公司煤炭业务盈利能力有所减弱。

表 6　公司主营业务收入构成（亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	447.94	52.77	42.54	452.92	30.09	34.53	456.55	25.91	32.23	92.95	26.45	18.56
钢铁产品				288.98	19.20	-0.74	479.31	27.20	0.73	31.32	8.91	-14.24
化工产品	191.27	22.53	24.96	226.90	15.07	11.87	248.45	14.10	17.43	46.96	13.36	14.12
施工业务	72.74	8.57	11.99	62.99	4.18	11.05	56.86	3.23	7.68	7.90	2.25	10.89
机械产品	20.85	2.46	20.11	20.83	1.38	13.25	14.59	0.82	15.37	2.14	0.61	19.16
其他业务	116.08	13.67	1.28	452.81	30.08	7.14	506.53	28.74	5.93	170.17	48.42	10.21
合计	848.88	100.00	29.77	1505.43	100.00	14.83	1762.29	100.00	13.08	351.44	100.00	10.83

资料来源：公司提供

注：1、陕钢集团于 2013 年 1 月 1 日起并入公司合并报表。

2、其他业务包括电力、火工产品、建材产品、电力产品、运输业务等。

化工板块系公司以煤为基、产业链延伸的重要组成部分。近年伴随公司化工项目的逐步投产，公司化工板块收入规模持续增长，2014年该板块实现主营业务收入248.45亿元，同比

增长9.50%。从毛利率来看，受煤化工产能过剩、行业持续下滑影响，公司该板块毛利率持续波动下滑，其中2014年为17.43%，较上年上涨5.56个百分点，2015年一季度为14.12%。

公司2013年对陕钢集团并表，钢铁板块收入全部来自陕钢集团。2014年该板块实现主营业务收入479.31亿元，同比大幅上涨65.86%，毛利率为0.73%。受钢铁行业2012年以来景气明显下滑影响，公司该板块盈利能力较差，公司该板块面临较大压力。2015年一季度，受累于钢材市场需求持续低迷，钢材价格持续走低。

公司其他业务近年快速增长，2014年实现营业收入506.53亿元。公司其他业务板块较2013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，2014年公司实现物资销售312.90亿元，占其他收入的61.77%；电力收入94.86亿元，占其他收入的18.73%；材料销售收入13.70亿元，占其他收入的2.71%；运输业务收入17.35亿元，占其他收入的3.43%。另外，建材板块实现收入6.62亿元，金融证券实现收入6.16亿元，医院疗养院实现收入5.53亿元，热力及蒸汽实现收入2.42亿元，供电供水实现收入3.53亿元，科研成果转让收入1.79亿元，租赁业务实现收入1.22亿元。从毛利率来看，公司其他业务毛利率近年处于波动状态，主要系其他业务结构近年变化较大所致。2014年公司该板块毛利率为5.93%。

总体看，受益于公司多元化发展格局不断完善、经营规模不断扩张，公司收入规模快速增长，由于煤炭、钢铁、煤化工行业出现波动，公司整体盈利能力有所下滑。

2．煤炭业务

资源储量

从煤炭储量来看，截至 2015 年 3 月底，公司拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨。另外，陕西省政府明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量可能达到 300 至 400 亿吨，随着未来神府南区的继续勘探和开发，公司资源储备将继续增加，可持续发展能力将进一步增强，资源优势明显，发展潜力巨大。

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。公司优势主要有两点：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，公司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。公司劣势主要在于：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，但总产量潜力不足。

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。

煤炭产销

自 2009 年以来，随着经济形势的好转以及国家对煤炭行业的整合陆续完成，加之公司煤炭生产能力在新增投产煤炭矿井数量和对原有煤炭矿井改造的基础上不断扩大，公司煤炭产品产销旺盛，2014 年煤炭行业景气继续下行，公司煤炭产品产销量有所下降。2014 年，公司煤炭产品合计产量 12712.12 万吨，销量 12546.41 万吨，同比分别减少 52.11 万吨和 874.22 万吨。2015 年 1～3 月，公司煤炭产品合计产量达到 2790.22 万吨，销量达到 2619.85 万吨。

表 7　公司主要煤炭企业矿井和煤炭产品产销量情况（单位：万吨）

企业名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
铜川矿务局	1169.97	1163.09	1064.00	1052.16	1048.32	1011.65	251.02	230.19
蒲白矿务局	1032.90	928.72	1146.10	1138.13	1085.58	1047.78	234.79	206.09
澄合矿业公司	656.03	637.27	652.80	644.28	522.26	538.40	94.36	61.69
韩城矿务局	450.51	227.00	538.90	136.08	620.44	232.87	219.25	151.43
黄陵矿业公司	1451.08	1445.28	1451	1448.69	1680.40	1642.18	401.18	386.92
陕北矿业公司	638.88	639.18	1021.20	1019.31	1021.02	1010.34	143.07	142.60
神南矿业公司	5083.54	5055.41	5626.20	5333.48	5654.19	5416.08	1170.38	1152.12
陕西煤炭建设公司	175.09	162.39	193.00	204.41	-	-		
彬长矿业集团	710.00	717.13	1068.30	1084.17	1079.91	1023.22	276.17	262.88
其他	-	784.54	2.73	1359.92	-	623.89		25.93
合计	11368.00	11760.01	12764.23	13420.63	12712.12	12546.41	2790.22	2619.85

资料来源：公司提供

随着渭北老区资源的逐步减少，公司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。在大力发展彬黄西区和陕北新区的同时，公司还将对渭北矿区的部分矿井进行改扩建，随着彬黄和陕北矿区产能的不断释放和老矿井改扩建后的产能增加，公司的煤炭产能将保持快速增长的趋势，同时有利于降低成本，提高效率。

煤炭销售

表 8　2014 年公司煤炭销售前 5 名客户（万元）

企业名称	销售收入	占比
榆林神华能源有限公司	245594.20	5.38
陕西西运商贸有限公司	150496.97	3.30
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	88648.02	1.94
华电陕西能源有限公司煤炭运销分公司	83232.69	1.82
上海振众燃料有限公司	80815.71	1.77
合计	648787.59	14.21

资料来源：公司提供

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤、动力煤为主。2012 年、2013 年国内电力用煤需求量的增长带动了公司煤炭销量的快速增加，2013 年煤炭销量为 13499 万吨，同比增长 14.79%。2014 年受宏观经济低迷及国内电力用煤需求量的下降影响，煤炭销量为 12546 万吨，同比下降 7.06%。公司煤炭商品主渠道是销售给煤炭直接消费企业，部分销售给采购商，少部分售给代理商。目前公司已形成了以省内外电力、冶金、化工等重点行业用户为主体的稳定的客户群体。

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

煤炭价格

在煤炭价格方面，目前公司煤炭省内销售价格执行省政府协调价格，省外价格基本上是由供需双方根据市场变化协商。

受煤炭行业景气下行影响，近年公司煤炭价格出现持续下滑。公司 2013 年商品煤平均售价为 275.84 元/吨，比 2012 年 345.82 元/吨的平均价格平均水平下降了 69.98 元/吨，降幅为 20.24%。2014 年煤炭市场继续低位运行，公司商品煤平均售价为 221.74 元/吨，同比下跌 19.61%。2014 年，公司调整策略，关闭关中地区煤价成本倒挂的八对矿井，通过产能置换加大陕北地区优质、低成本、仍有一定利润空间的煤炭产量，进而使得煤炭板块毛利率跌

幅低于煤炭价格跌幅。2015 年一季度，公司商品煤销售价格较上年下跌 8.27%，与 2014 年相比，公司煤炭板块可压缩成本的空间很小，使得毛利率下降幅度较大。

表 9　公司煤炭销售价格（元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
商品煤平均销售价格	345.82	275.84	221.74	203.40

资料来源：公司提供

煤炭运输

在煤炭运输方面，2014 年公司煤炭销量达 1.25 亿吨，其中，铁路运量为 5813 万吨，占销售总运量的 46.50%；公路运输 6687 万吨，占销售总运量的 53.50%。目前，公司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公司发展的重要瓶颈。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，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，积极投资相关铁路建设。目前，公司现有全资和控股铁路线 4859 公里，正在建设的参股铁路线 2019.6 公里，在一定程度上提高了运输保障能力。另外正在筹建的蒙西至华中铁路煤运通道预计将于 2017 年投运，该通道设计运输能力 2 亿吨，建成后将有效缓解公司煤炭运输压力。联合资信同时关注到，2011 年陕西省国资委将陕西省铁路投资（集团）有限公司划拨至公司有助于解决公司运输瓶颈问题，但短期内，公司煤炭和化工产品的外运还将受制于当前铁路运力和整合进度。

安全环保

近年来，随着公司规模的进一步扩大，公司不断建立健全安全生产管理体系，加大安全管理力度，认真落实各项安全管理制度并提高了安全年薪在考核中所占的比例。公司于 2007 年制定了《安全检查制度》，要求各下属单位每月至少组织一次全面安全大检查，集团公司对各单位进行现场抽查，并向被检单位下达《安全检查意见书》，及时进行处理整改。

表 10　公司近年百万吨煤死亡率（人/百万吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
陕煤化集团	0.044	0.0078	0.039

资料来源：公司提供

环境保护方面，2014 年完成节能减排量 12.56 万吨标煤，万元工业总产值综合能耗 1.36 吨标煤、减排二氧化硫 19287.46 吨、减排氨氮 44.04 吨，全年未发生重大环境污染事故，下属铜川矿业公司被评为煤炭工业节能减排先进企业，彬长矿业公司荣获国家“环境保护优秀企业”称号。公司遵循“减量化、再利用、再循环”的原则，累计投资 100 亿元，加大矿井废水、煤矸石、煤泥、粉煤灰、煤层气等的利用力度，每年不仅可消化煤矸石、煤泥、中煤 80 余万吨，减排粉煤灰 13 万吨，还可节约用水 500 多万方。

总体看，公司煤炭产业主业地位突出，煤炭资源储量丰富，煤炭产销量稳步增长，整体安全生产、环保水平较高；市场竞争力强。

3．煤化工业务

煤化工产业是公司重点打造的煤炭下游产业，也是公司支柱产业之一。

化肥方面，公司截至2014年底已形成合成氨90万吨/年、尿素152万吨/年、磷铵20万吨/年的生产能力。

焦化产业方面，目前公司的焦化产能已形成焦炭460万吨/年，甲醇110万吨/年。

盐化产业方面，截至2014年已形成烧碱88

万吨/年，聚氯乙烯110万吨/年产能。

煤制甲醇制烯烃产业方面，公司已在蒲城建设180万吨/年煤制甲醇、70万吨烯烃项目。

煤热解制油产业方面，公司通过重组天元化工和富油科技两家企业，掌握了中低温煤干馏及煤焦油加氢制油技术，下属天元50万吨/年的煤焦油加氢制轻质油工程已于2010年6月投产，富油科技一期60万吨/年粉煤干馏项目目前也已进入试运行阶段。其中，天元50万吨/年的煤焦油加氢制轻质油工程2014年度轻质化油品产量36.15万吨，销量35.59万吨，1#油平均售价（不含税）5661.7元/吨，2#油平均售价（不含税）5049.92元/吨；全年实现营业收入26.19亿元。

表 11　公司主要煤化工产品产能情况

产品名称	科目	2014 年	15 年 1-3 月
尿素	产能（万吨/年）	152	152
	产量（万吨）	163.84	43.45
	产能利用率（%）	107.8	--
甲醇	产能（万吨/年）	110	110
	产量（万吨）	82.77	20.94
	产能利用率（%）	75.2	--
焦炭	产能（万吨/年）	460	460
	产量（万吨）	370.33	92.08
	产能利用率（%）	80.5	--
聚氯乙烯	产能（万吨/年）	110	110
	产量（万吨）	104.61	28.67
	产能利用率（%）	95.1	--
烧碱	产能（万吨/年）	88	88
	产量（万吨）	73.74	20.16
	产能利用率（%）	83.8	--
磷铵	产能（万吨/年）	20	20
	产量（万吨）	14.66	4.61
	产能利用率（%）	73.3	--
兰炭	产能（万吨/年）	455	455
	产量（万吨）	352.63	75.30
	产能利用率（%）	77.5	--
油品	产能（万吨/年）	46	46
	产量（万吨）	46.48	16.51
	产能利用率（%）	101.0	--

资料来源：公司提供

2014年公司主要化工产品销量为尿素167.21万吨、甲醇54.23万吨、聚氯乙烯99.36万吨、焦炭368.37万吨和烧碱73.38万吨，全年化工业务实现收入248.45亿元，占公司主营业务收入的14.10%，得益于产能释放，公司化工板块收入规模快速增长。2015年1-3月，公司实现化工产品收入46.96亿元，主要化工产品销量为尿素44.77万吨、甲醇16.89万吨、焦炭88.48万吨、烧碱19.96万吨、兰炭64.05万吨。

表 12　公司主要化工产品产销情况（万吨）

产品	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	77.76	75.03	114.07	117.26	163.84	167.21	43.54	44.77
甲醇	65.67	41.19	76.16	76.62	82.77	54.23	20.94	16.89
焦炭	259.61	262.63	348.11	347.30	370.33	368.37	92.08	88.48
聚氯乙烯	62.04	61.78	76.47	74.44	104.61	99.36	28.67	30.18
烧碱	45.03	44.41	55.55	56.68	73.74	73.78	20.16	19.96
磷铵	15.65	15.37	10.87	10.77	14.66	14.71	4.61	4.53
石油焦	8.91	9.13	3.01	2.95	--	--	--	--
兰炭	315.35	311.09	341.54	332.93	352.63	351.71	75.3	64.05
油品	37.10	37.37	40.47	39.60	46.48	45.70	16.51	13.78
合计	887.12	858.00	1066.25	1058.55	1209.06	1175.07	301.81	282.64

资料来源：公司提供

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

公司甲醇产品主销渠道是销售给采购商，部分销售给直接消费企业。目前公司客户主要集中在省内。近三年来，公司甲醇产品销售主要集中在化工行业。甲醇的主要消费客户为二

甲醚、甲醛、醋酸等下游行业；二甲醚的主要消费客户属于液化气行业，对液化气行业依存度较高。客户主要包括陕西省化工总厂、武汉常青化工公司等大型采购商。

公司二甲醚产品主销渠道是销售给采购商，部分销售给直接消费企业。目前公司客户主要集中在省内和湖南、湖北、四川、重庆等省市。近三年来，公司二甲醚产品销售主要集中在化工行业。客户主要包括重庆澜田、郧县谭山、西安华屹燃气有限公司等大型采购商。

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

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

从销售价格来看，2013年以来公司主要煤化工产品价格下降较快，尤其是2014年三季度以来煤化工产品价格大幅下跌，在此背景下，公司加强煤化工板块的管理，通过降本增效提升利润空间，同时陕西北元化工100万吨PVC等一批煤化工项目逐步达产，产能提升，固定成本下降，伴随煤炭等原材料采购成本的持续下降，带动公司化工板块盈利能力有所回升。公司化工板块面临经营压力仍较大。

表 13　公司主要化工产品销售价格（元/吨）

产品名称	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
尿素	1328.97	1330.03	1296.83
甲醇	2093.49	1891.49	1353.69
焦炭	1037.73	816.23	738.78
烧碱	1525.94	1435.00	1392.99
磷铵	1884.88	1998.16	1950.75
石油焦	5252.54	--	--
兰炭	472.38	367.72	376.61
油品	5634.5	5473.47	5237.27

资料来源：公司提供

总体上看，公司依托煤炭资源大力发展煤化工产业，延伸产业链条。目前煤化工行业产能过剩，产能利用率低，短期市场格局难以改变，公司面临一定行业风险。长期来看，公司以煤为基向煤化工产业延伸的产业布局有助于其提升自身抗风险能力。

4．钢铁业务

钢铁业务作为公司“煤—焦—铁”产业链的最终一环，是公司业务的重要组成部分，主要由公司下属子公司陕钢集团运营。陕钢集团原为陕西钢铁有限责任公司，2010年9月份进行更名，2011年11月陕钢集团股权划转至公司，但根据会计准则未将陕钢集团并入2011年和2012年报表，2013年1月1日起陕钢集团并入公司报表。陕钢集团拥有陕西龙门钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“龙钢集团”）、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三个控股子公司（以下简称“汉钢公司”）。

截至2014年底，陕钢集团总资产345.99亿元，总负债336.42亿元，所有者权益9.56亿元。2014年全年实现营业收入509.58亿元。截至2015年3月底，陕钢集团资产规模349.99亿元，所有者权益0.12亿元，资产负债率99.68%。2015

年1~3月，营业收入73.45亿元。钢材市场需求持续低迷，成本升高，钢材价格一路走低，导致公司钢铁板块持续亏损。

截至2014年底，陕钢集团拥有生铁产能996万吨/年，粗钢产能1010万吨/年，钢材产能1290万吨/年。随着汉钢公司二期项目的投运以及龙钢集团、龙钢公司生产的稳定运行，2014年公司累计生产粗钢790.56万吨；钢材787.83万吨。2015年1~3月，公司累计生产生铁149.98万吨，比上年同期减少36.94万吨，降低19.76%；生产粗钢150.67万吨，比上年同期减少40.99万吨，降低21.39%；生产钢材787.83万吨，比上年同期减少40.14万吨，降低21.24%。

表 14　公司钢铁产能情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	科目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
生铁	产能	785.00	996.00	996.00
	产量	767.32	762.58	149.98
	产能利用率	97.75	76.56	--
粗钢	产能	800.00	1010.00	1010.00
	产量	800.19	790.56	150.67
	产能利用率	100.02	78.27	--
钢材	产能	800.00	1290.00	1290.00
	产量	783.51	787.83	148.81
	产能利用率	97.94	61.07	--

资料来源：公司提供

生产效率方面，陕钢集团近年来不断加大对指标管理工作的推进力度，通过优化炉料结构、技术攻关等措施，主要技术指标持续提高。2014年龙钢公司烧结固体燃料消耗为55.59千克/吨；炼铁综合焦比为513.37千克/吨；炼钢钢铁料消耗1007.32千克/吨，达到行业先进水平；汉钢公司各项技术指标大幅改善，烧结固体燃料消耗为51.38千克/吨，比上年同期降低1.21千克/吨；炼铁综合焦比为535.41千克/吨，比上年同期降低12.8千克/吨；炼钢钢铁料消耗为1022.79千克/吨，比去年同期降低6.23千克/吨。

生产成本方面，受钢材价格下跌影响，原材料价格也有所下降。得益于煤炭行业下行，公司煤炭相关原料采购成本降幅较大。

表 15　公司钢铁销售价格（万吨，元/吨）

项目	2014 年		15 年 1-3 月	
	销量	平均售价	销量	平均售价
粗钢	98.18	2512.36	18.86	2003.79
钢材	775.91	2614.63	141.20	2111.36

资料来源：公司提供

销售方面，2014年，钢材价格继续下降，陕钢集团钢材平均售价为2614.63元/吨。2015年1~3月，钢材价格继续下降，陕钢集团平均售价为2111.36元/吨，同比下降25.14%。面对市场不利行情，陕钢集团各权属公司坚持以市场为导向，优化客户渠道并适时调整产品结构，通过加大钢材直供力度和增效品种的生产及销售，实现了钢材销量逐月上升，总计销售钢材775.91万吨。

总体看，由于目前钢铁行业产能过剩严重，下游需求受宏观经济增速放缓影响持续低迷，陕钢集团并入公司报表后，亏损严重，对公司盈利能力造成一定负面影响，目前钢铁行业供求格局短期难以扭转，下游需求持续低迷，公司相关业务面临较大经营压力。

5．其他业务板块

公司其他非煤业务主要涉及物流贸易、电力、机械制造、施工、铁路等。

物流贸易业务方面，收入来源主要为陕钢集团第三方物流、物资集团第三方物流以及宝鸡华海工贸有限公司销售收入。公司物流贸易板块近年对公司收入贡献较大，但利润率较低。2014年该板块收入合计312.90亿元。

在电力方面，公司主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，通过建设矿区配套煤矸石综合利用电厂和瓦斯发电项目及与大型发电集团建立战略合作关系，以加大煤炭就地转化力度，全面提高资源综合利用效益。2012年公司抓住机遇与华电、大唐、华能等电力集团合作，重组整合了11个在役燃煤电厂，合作在建电厂7个，权益装机容量达到1179万千瓦，煤电一体化战略迈出了实质性步伐。电力业务的发展，不仅全面提高了资源综合利用效益，同时还为公司的煤炭主业提供低价电力供应，增

加了煤炭业务竞争力，并通过参控股建设大型发电项目，发挥煤电一体化优势，支持煤炭主业的长期发展。2014年公司权益装机容量2385兆瓦，可控装机容量4695兆瓦。公司2014年实现发电量181.03亿千瓦时，售电量168.30亿千瓦时。

表 16　公司电力业务情况

电厂名称	可控装机容量（MW）	权益装机容量（MW）	2014 年	
			发电量（亿千瓦时）	售电量（亿千瓦时）
华电石门	600	306	17.87	16.66
大唐石门	600	306	20.04	18.76
运城电厂	1200	612	54.01	50.80
信阳华豫	960	490	27.38	25.88
洛热电厂	600	300	26.57	24.62
双源电厂	405	203	16.35	14.32
略阳电厂	330	168	18.81	17.26
合计	**4695**	**2385**	**181.03**	**168.30**

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。2014年公司实现机械制造业务收入14.59亿元，较2013年下降29.95%。

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，2014年，公司实现施工业务收入56.86亿元，较2013年下降9.74%。

铁路方面，公司目前在建的主要铁路项目包括宝麟铁路、榆横铁路一期工程以及麻园子铁路专用线等。随着这些项目的逐步建成，将可以有效缓解公司煤炭的运输压力，成为公司运营的重要补充。

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

6．经营效率

从经营效率主要指标看，2012～2014年的销售债权周转次数呈现波动上升，三年平均值为5.97次，2014年为6.24次；近三年，公司存货周转次数呈现波动上升，三年平均值为10.89次，2014年为11.52次。近三年，资产规模快速扩张，公司总资产周转次数有所波动，2014年为0.47次。总体看，公司经营效率正常。

7．在建及拟建项目

截至2014年底，公司在建项目计划总投资合计428.92亿元，累计投资379.73亿元，公司拟建项目合计711亿元。

表 17　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	14 年底累计投资	15 年 3 月底投资	15 年计划投资	16 年计划投资
大佛寺矿(二期)	800 万吨/年	2008-2016	15.27	12.91	13.01	0.70	1.56
胡家河煤矿	500 万吨/年	2007-2015	37.33	35.46	35.86	1.47	
小庄煤矿	600 万吨/年	2009-2015	42.28	39.43	40.18	2.10	
山阳煤矿	300 万吨/年	2009-2015	22.75	18.36	19.03	3.72	
西卓煤矿	300 万吨/年	2009-2016	23.74	16.00	16.01	1.29	6.44
神府南区生产服务中心二期	服务能力 5000 万吨/年	2012-2014	11.78	11.78			
渭北煤化工园区	甲醇 180 万吨/年 聚烯烃 70 万吨/年	2008-2015	178.65	179.58	182.66	12.73	
东鑫垣项目	兰炭 240 万吨/年 煤焦油加氢 50 万吨/年 金属镁 2 万吨/年	2010-2015	34.84	31.48	33.76	3.51	
内蒙古建丰公司煤化工项目	16 亿立方米/年煤制合成气	2011-2016	28.49	10.00	10.00	1.00	17.49
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	24.73	27.75	2.88	3.16
合计	--	--	428.92	379.73	378.26	29.40	28.65

资料来源：公司提供

表 18　公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设地点	建设规模	建设年限	总投资	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
清水园大型煤炭分质清	榆林	3000 万吨/年	2014-2017	146	2.22	20	60	63.78

洁高效转化示范项目（一期）		煤转化						
靖神铁路	靖边至神木	总长 198km	2014-2017	155	0	6.5	55	93.5
尔林兔矿井	榆林	年产 3600 万吨矿井	2014-2018	280	-	5	50	60
澄合矿区矸石电厂	合阳	2×350MW	2014-2017	30	0	0.05	12	17.95
尔林滩资源储备	榆林	储备 74 亿吨煤炭储量	2014-2017	100	0.1	0.16	40	59.74
合计	-	-		711	2.32	31.71	217	294.97

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建及拟建项目较多，投资规模大，公司面临较大对外融资需求。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012～2014 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 2014 年度纳入合并范围的企业为 59 家，其中新增纳入合并范围子公司 3 家，主要系从事电力业务及热力生产供应的子公司，该合并对公司财务报表的可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 4020.41 亿元，所有者权益 815.48 亿元（其中少数股东权益 444.68 亿元）；2014 年实现营业收入 1766.22 亿元，利润总额 9.96 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 4149.73 亿元，所有者权益 802.16 亿元（其中少数股东权益 446.00 亿元）；2015 年 1～3 月实现营业收入 352.50 亿元，利润总额-19.53 亿元。

2. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额为 4020.41 亿元，同比增长 15.29%，增长主要系固定资产、无形资产等的增长所致。截至 2014 年底公司资产中流动资产占 25.61%，非流动资产占 74.39%，公司非流动资产比重有所上升。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 1029.69 亿元，同比下降 1.28%。截至 2014 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 2014 年底，公司货币资金为 279.51 亿元，同比下降 10.47%。公司本期货币资金主要由银行存款（占 72.26%）和其他货币资金（占 27.71%）构成。其中公司其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金。

截至 2014 年底，公司应收票据 101.30 亿元，同比下降 19.16%。公司应收票据主要系银行承兑汇票（占 88.54%），其余系商业承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应收账款为 190.30 亿元，同比大幅增长 27.41%，公司应收账款累计计提坏账准备 9.56 亿元，计提比例 4.78%。按组合计提坏账准备应收账款占 98.86%，其中无风险组合（占 61.87%）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 78.46%）。

截至 2014 年底，公司预付款项为 138.55 亿元，同比下降 8.75%，公司预付款项主要系预付工程及设备款。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 128.36 亿元，较上年下降 17.09%，主要是由于陕西省政府将尔林兔矿探矿权证过户至公司名下，账务处理时将原代缴的矿权价款转至无形资产核算所致。公司其他应收款累计计提坏账准备 6.66 亿元，计提比例 4.94%。其中，按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 133.35 亿元，其中 113.85 亿元为无风险组合，不计提坏账准备；其余 19.50 亿元中，账龄在 1 年以内的占 58.41%，1~2 年的占 8.60%，2 年以上的占 32.99%。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 2014 年底，公司存货账面价值为 135.68 亿元，同比小幅增长 4.11%。公司存货账面余额为 140.17 亿元，累计计提跌价准备 4.49 亿元，公司存货主要系原材料（占 32.19%）、自制半成品（占 9.78%）、库存商品（占 38.21%）及工程施工已完工未结算款（占 5.23%）。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 42.84 亿元，同比增长 1347.05%。主要为新增待抵扣增值税进项税额 32.28 亿元，占比 75.37%。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 2990.72 亿元，同比增长 22.30%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.86%）、固定资产（占 37.03%）、在建工程（占 26.12%）和无形资产（占 19.62%）构成。

截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 175.31 亿元，同比减少 17.67%，主要系对其他企业投资减少所致。截至 2014 年底。公司长期股权投资数额较大的企业主要为：陕西西沿铁路有限责任公司、陕西省国际信托股份有限公司和陕西龙门煤化工有限公司等。

截至2014年底，公司固定资产原值1578.79亿元，累计计提折旧467.26亿元，计提减值准备4.10亿元，公司固定资产账面价值1107.43亿元，固定资产成新率为70.14%。公司固定资产主要系房屋、建筑物（占44.91%）和机器设备（占50.63%）。

截至2014年底，公司在建工程781.14亿元，较2013年底增长7.71%，公司在建项目主要包括2×300MW低热值资源综合利用电厂、曹家滩矿井及选煤厂、180万吨甲醇70万吨聚烯烃、神渭管输煤炭管道工程等项目。

截至2014年底，公司无形资产为586.71亿元，较2013年底增长64.83%，主要为子公司陕西陕煤榆北煤业有限公司2014年11月19日与陕西省产业投资有限公司签订探矿权转让合同所致，按照陕西省财政厅《关于加快尔林兔井田资源转让收益交纳的函》（陕财办建函[2014]81号）精神，及陕财办建[2014]259号文件规定，公司于2014年12月12日取得陕西省国土资源厅发放的矿产资源勘查许可证，探矿权证号T61120110501044279；地理位置陕西省榆林市榆阳区神木县，勘查面积368.63平方公里，有效期2014年12月12日至2015年3月30日。目前公司以及办理该探矿权的延期手续，正在等待批复。公司无形资产以采探矿权（占85.48%）和土地使用权（占12.06%）为主。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产合计 163.42 亿元，较 2013 年底增长 140.72%，主要是公司铁路客运专线。

截至2015年3月底，公司资产总额合计4149.73亿元，较2014年底增长3.22%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占26.83%，非流动资产占73.17%，流动资产比例略有上升。

总体看，公司资产结构偏重非流动资产，符合行业特点。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，未来有一定的升值潜力。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计为815.48亿元，同比增长19.31%，主要是资本公积增长所致，根据陕西省财政厅陕财办建[2014]259号《关于陕煤集团转赠资本金的通知》文件，公司2014年度应缴纳的矿产资源价款108.00亿元转增资本公积。归属于母公司所有者权益合计370.80亿元。截至2014年底，公司未分配利润为-5.51亿元，较上年大幅下降，主要系归属于母公司净利润（本期归属于母公司净利润为-18.55亿元）所致。截至2014年底，公司归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占36.51%，资本公积占99.93%，专项储备占1.49%。截至2015年3月底，公司所有者权益合计802.16亿元，其中归属于母公司所有者权益合计356.16亿元，公司未分配利润为-24.88亿

元，主要由于下属陕钢集团因钢铁行业不景气出现成本倒挂情况。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2012年以来持续为负的影响，公司权益稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债合计3204.93亿元，较上年增长14.31%。公司负债构成中流动负债占60.40%，非流动负债占39.60%，公司负债以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债合计1935.62亿元，较上年增长14.74%。公司流动负债主要由短期借款（占30.48%）、应付票据（占8.89%）、应付账款（占21.47%）、其他应付款（占7.55%）、一年内到期的非流动负债（占16.17%）和其他流动负债（占6.48%）构成。

截至2014年底，公司短期借款为589.89亿元，较上年增长14.93%。公司短期借款以信用借款为主（占91.71%）。

截至2014年底，公司应付票据为172.10亿元，较上年增长8.08%。

截至2014年底，公司应付账款合计415.59亿元，其中1年以内的占80.74%，1~2年占13.53%，2年以上的占5.73%。

截至2014年底，公司其他应付款合计146.11亿元，主要系工程预留款、设备质保金、工程质保金等。其中1年以内的占68.40%，1~2年的占18.92%，2年以上的占12.68%。

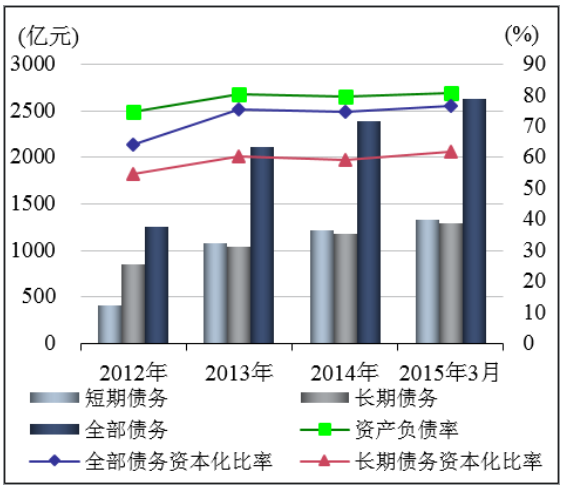
截至2014年底，公司其他流动负债合计125.52亿元，主要是信托融资款125亿元，计入公司短期有息债务。

截至2014年底，公司非流动负债合计1269.31亿元，主要由长期借款（占60.76%）、应付债券（占16.45%）、长期应付款（占9.96%）和其他非流动负债（占9.98%）构成，其中长期应付款中融资租赁71.86亿元，计入长期有息债务中；其他非流动负债合计126.65亿元，主要由信托融资（占99.41%）构成，计入长期有息债务中。

从有息债务结构看，2014年底公司全部债务为2392.01亿元，其中短期债务占50.76%，长期债务占49.24%。截至2015年3月底，公司全部债务为2628.20亿元，较上年底有所上升，其中短期债务占50.75%，有息债务结构较上年底变化不大。

从债务指标来看，截至2014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79.72%、74.58%和59.09%。2015年3月底上述指标分别为80.67%、76.62%和61.74%。

图11　公司债务结构



资料来源：公司财务报告

总体看，公司债务规模快速上升，整体负债水平高；考虑到公司主营业务性质及资产结构，公司债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2014年公司实现营业收入1766.22亿元，同比增长17.14%；2014年公司成本同比增长19.46%，快于收入增长。2014年公司实现营业利润率12.49%，较上年下降1.52个百分点。

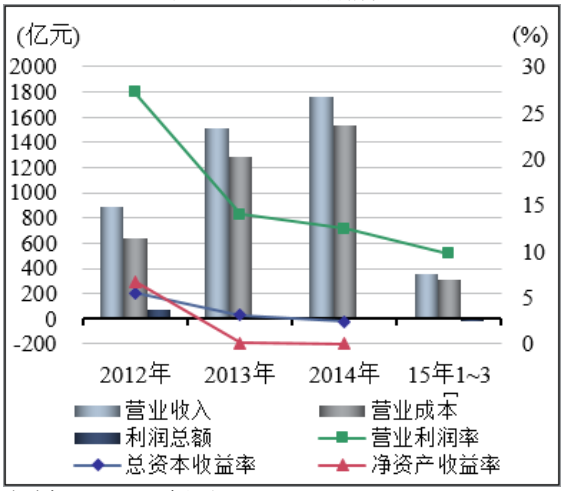
2014年公司期间费用较上年小幅增长5.97%。其中销售费用同比大幅上涨89.47%，公司2014年财务费用为59.45亿元，同比下降25.56%。2014年公司期间费用率为12.86%，较上年下降1.36个百分点。

2014年公司实现投资收益27.74亿元，其中18.38亿元来自权益法核算的长期股权投资收益。

2014年，公司实现利润总额9.96亿元，同比大幅下降27.73%。受煤炭及钢铁行业持续低迷影响，公司盈利能力有所弱化，总资本收益率和净资产收益率分别为2.46%和0.06%。

2015年1~3月，公司实现营业收入352.50亿元，同比增长4.81%；实现利润总额-19.53亿元，同比大幅减少990.31%。公司利润总额大幅下降，一方面是煤炭价格进一步走低导致公司渭北矿区亏损面加大、陕北区域矿井盈利降低，另一方面，公司下属陕钢集团因钢铁板块不景气出现成本倒挂情况；同时，公司化工产品售价大幅下跌，在建项目尚未正式达产达效。公司本期实现营业利润率9.77%。

图 13　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，受煤炭持续低迷及新并表钢铁业务经营亏损影响，公司盈利持续下滑，盈利能力弱。

5．现金流

从经营活动来看，2014年公司经营活动现金流入为1365.89亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1310.98亿元，2014年公司现金收入比为74.23%，较上年下降9.39个百分点，公司收入质量有所下降部分由于本期公司票据使用量上升所致。2014年公司实现经营活动现金净流量3.10亿元，较上年大幅下降96.96%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅上涨所致。

从投资活动来看，2014公司投资规模有所下降，投资活动现金净流出263.35亿元。

从筹资活动来看，公司筹资规模进一步上升，2014年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为112.49亿元，部分为支付利息以及支付少数股东股利。2014年公司筹资活动现金净流入228.62亿元。

2015年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额-4.42亿元；投资活动产生的现金流量净额为-45.62亿元；筹资活动产生的现金流量净额为149.62亿元。

总体看，公司经营性现金流入量规模较大，公司获现能力一般。受公司快速扩张影响，公司投资活动现金流出规模大。公司短期在建项目仍具有一定对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012～2014年公司流动比率和速动比率持续弱化，2014年分别为53.20%和46.19%，分别较上年下降8.63个百分点和7.91个百分点；2015年3月底以上两指标分别为56.67%和49.70%；2014年公司经营现金流动负债比为0.16%，较上年下降5.90个百分点。总体看，公司短期偿债指标有所弱化，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012～2014 年公司 EBITDA 保持相对稳定，其中 2014 年为 195.39 亿元，较上年基本持平。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 EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 持续弱化，2014 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.50 倍和 12.24 倍，较上年有所弱化。总体看，公司对全部债务保护能力有所弱化。

截至 2014 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3月底，公司共获得各大商业银行授信总额2621.55亿元，其中未使用额度1158.80亿元，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。

7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 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强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划本期中期票据拟发行额度为30亿元，占公司2015年3月底长期债务的2.32%，全部债务的1.14%，对公司现有债务结构影响很小。

截至2015年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为80.67%和76.62%，公司于2015年5月发行2015年第二期短期融资券“15陕煤化CP002”（额度30亿元）；同期，公司一期超短期融资券“14陕煤化SCP003”（额度50亿元）和一起中期票据“10陕煤化MTN2”（额度20亿元）到期兑付；同时，公司拟发行50亿元2015年第二期可续期中期票据及50亿元可续期公司债。仅考虑以上一期短期融资券、一期拟发行中期票据、一期拟发行可续期公司债及本期拟发行的中期票据，同时剔除到期兑付的一期超短期融资券及一期中期票据后，公司资产负债率将升至81.08%，全部债务资本化比率将升至77.21%。进一步考虑，公司拟发行的50亿元中期票据（可续期品种）以及可续期企业债附带利息递延支付条款，在财务处理时可能计入权益类科目核算，且本期中期票据用于置换银行贷款，公司实际债务负担可能低于预期。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012～2014年公司经营活动现金流入量规模呈现快速增长，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为1262.36亿元，为本期中期票据发行额度的42.08倍，其中2014年公司经营活动现金流入量为1365.89亿元，为本期中期票据发行额度的45.53倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为41.10亿元，为本期中期票据的1.37倍，其中2014年为3.10亿元，为本期中期票据的0.10倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖能力强。同时考虑10亿元2015年第一期中期票据、50亿元2015年第二期可续期中期票据，公司近三年经营活动现金流入量加权平均值、2014年公司经营活动现金流入量、公司近三年经营活动现金净流入加权平均值以及2014年公司经营活动现金净流入对三期中期票据90亿元的保障倍数分别为14.03倍、15.18倍、0.46倍和0.03倍。

2012～2014年，公司EBITDA加权平均值为193.67亿元，为本期中期票据发行额度的6.46倍，其中2014年公司EBITDA为195.39亿元，为本期中期票据发行额度的6.51倍，对本期中期票据覆盖能力强。同时考虑10亿元2015年第一期中期票据、50亿元2015年第二期可续期中期票据，公司近三年EBITDA加权平均值及2014年公司EBITDA对三期中期票据90亿元的保障倍数分别为2.15倍和2.17倍。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有很强的偿付能力。

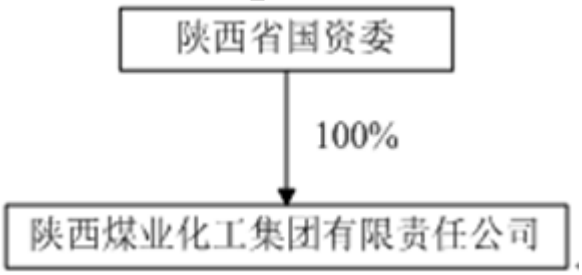
十、结论

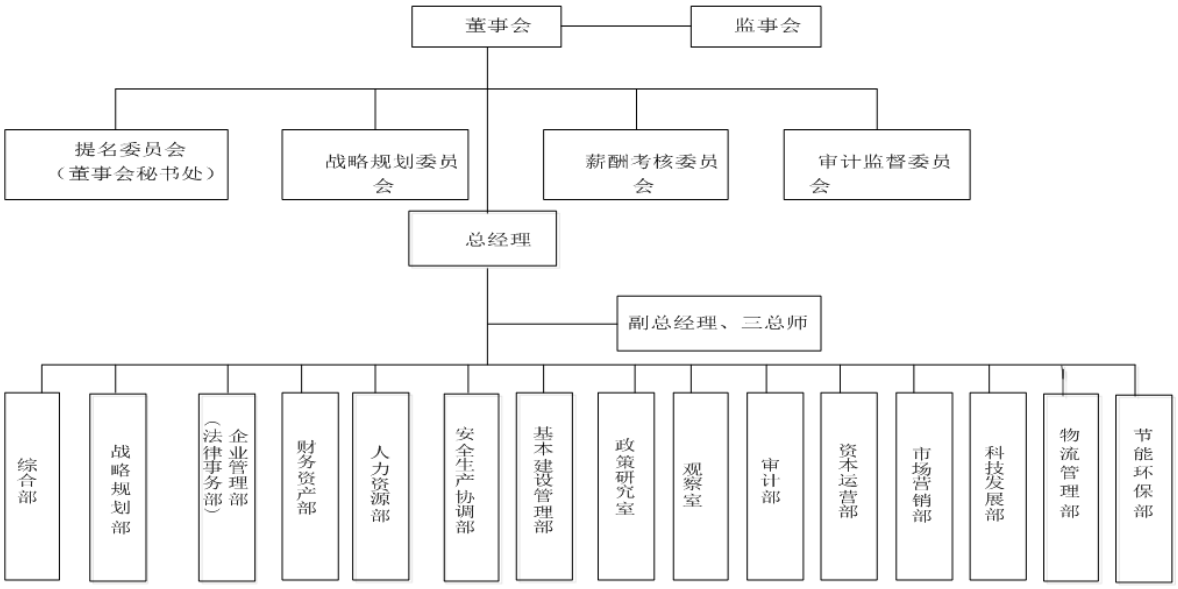
公司作为陕西省最大的煤炭生产企业，资源储备丰富，规模优势明显，技术水平突出，已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的煤炭产业循环发展格局，产业链完整。公司近年快速发展，资产和收入规模快速增长。受公司所在行业景气下行影响，公司主业盈利能力有所下降。公司债务规模快速增长，债务负担较重，同时公司拟建项目计划投资规模较大，如期推进公司面临较大对外融资需求。伴随公司在建项目投产，公司经营规模有望进一步扩大，煤炭产业链有望进一步完善。

公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1　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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	438.67	439.21	380.82	464.41
资产总额(亿元)	2758.52	3484.87	4020.41	4149.73
所有者权益(亿元)	702.96	682.41	815.48	802.16
短期债务(亿元)	685.59	1073.12	1214.20	1333.78
长期债务(亿元)	846.20	1033.89	1177.81	1294.42
全部债务(亿元)	1531.79	2107.01	2392.01	2628.20
营业收入(亿元)	888.33	1507.78	1766.22	352.50
利润总额(亿元)	68.19	13.78	9.96	-19.53
EBITDA(亿元)	191.66	192.16	195.39	--
经营性净现金流(亿元)	44.29	102.29	3.10	-4.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.12	5.91	6.24	--
存货周转次数(次)	8.98	10.42	11.52	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.46	0.47	--
现金收入比(%)	97.64	83.62	74.23	77.94
营业利润率(%)	27.22	14.01	12.49	9.77
总资本收益率(%)	3.43	3.10	2.46	--
净资产收益率(%)	6.75	0.07	0.06	--
长期债务资本化比率(%)	54.62	60.24	59.09	61.74
全部债务资本化比率(%)	68.54	75.54	74.58	76.62
资产负债率(%)	74.52	80.42	79.72	80.67
流动比率(%)	86.57	61.83	53.20	56.67
速动比率(%)	78.93	54.10	46.19	49.70
经营现金流动负债比(%)	4.07	6.06	0.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	1.58	1.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.99	10.97	12.24	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	30.45	26.45	27.32	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.48	2.05	0.06	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.39	6.41	6.51	--

注：1. 2015 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(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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　中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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
2015年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

陕西煤业化工集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。陕西煤业化工集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，陕西煤业化工集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西煤业化工集团有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现陕西煤业化工集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如陕西煤业化工集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送陕西煤业化工集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十三日