

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 950 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“14陕煤化CP001” A-1,“10陕煤化MTN1”、“10陕煤化MTN2”、“11陕煤化MTN1”、“11陕煤化MTN2”、“12陕煤化MTN1”和“13陕煤化MTN1”、“13陕煤化MTN002”、“14陕煤化MTN001”、“14陕煤化MTN002”和“14陕煤化MTN003” AAA的信用等级。

特此公告。



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
10 陕煤化 MTN1	25 亿元	2010/2/23-2015/2/23	AAA	AAA
10 陕煤化 MTN2	20 亿元	2010/4/9-2015/4/9	AAA	AAA
11 陕煤化 MTN1	25 亿元	2011/6/7-2016/6/7	AAA	AAA
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 CP001	30 亿元	2014/02/21-2015/02/21	A-1	A-1
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

跟踪评级时间：2014 年 7 月 7 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	265.12	438.67	439.21	475.82
资产总额(亿元)	1908.87	2758.52	3484.87	3696.23
所有者权益(亿元)	594.34	702.96	682.41	718.49
短期债务(亿元)	285.65	685.59	1073.12	1171.94
全部债务(亿元)	913.50	1531.79	2107.01	2272.17
营业收入(亿元)	710.85	888.33	1507.78	336.34
利润总额(亿元)	146.23	68.19	13.78	2.19
EBITDA(亿元)	220.96	191.66	192.16	--
经营性净现金流(亿元)	8.74	44.29	102.29	23.05
营业利润率(%)	36.33	27.22	14.01	15.40
净资产收益率(%)	20.28	6.75	0.07	--
资产负债率(%)	68.86	74.52	80.42	80.56
全部债务资本化比率(%)	60.58	68.54	75.54	75.98
流动比率(%)	110.44	86.57	61.83	67.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.13	7.99	10.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.23	2.48	1.58	--
经营现金流流动负债比(%)	1.42	4.07	6.06	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 郭畅

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

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”）资产规模及经营规模快速扩张，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”）同时关注到煤炭行业景气度下降，公司盈利能力持续下滑、债务负担持续加重，以及公司对陕西钢铁集团有限公司的合并等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

公司资源优势较突出，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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持陕西煤业化工集团有限责任公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 陕煤化 CP001” A-1，“10 陕煤化 MTN1”、“10 陕煤化 MTN2”、“11 陕煤化 MTN1”、“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”和“14 陕煤化 MTN003” AAA 的信用级别。

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、经营规模快速增长，规模优势得以加强。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对存续期债务保障能力较强。

关注

1. 跟踪期煤炭行业景气度出现下降，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. 跟踪期内公司债务规模快速上升，债务负担较重，公司拟建项目规模较大，如拟建项目如期推进，公司仍具有一定对外融资需求。
3. 公司于 2013 年完成对陕钢集团的合并，钢铁行业景气度持续低迷，公司面临较大钢铁业务经营风险。

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债券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2012年底，公司注册资本为人民币100亿元，全部为国有资本，由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”）以实物方式出资，出资比例100%；陕西省国资委为公司的控股股东及实际控制人。

公司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。

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2012年底，公司纳入合并报表范围子公司共49家。

截至2013年底，公司合并资产总额3484.87亿元，所有者权益682.41亿元（其中少数股东权益408.48亿元）；2013年实现营业收入1507.78亿元，利润总额13.78亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额3696.23亿元，所有者权益718.49亿元（其中少数股东权益448.10亿元）；2014年1~3月实现营业收入336.34亿元，利润总额2.19亿元。

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

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。2013年中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费需求增长平稳，2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；对外贸易增速进一步下滑，2013年中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

政策环境方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整，进一步优化财政支出结构，保

障和改善民生；央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调。灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡。发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力。进一步推进利率市场化改革；人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳；市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显；产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业及区域经济环境

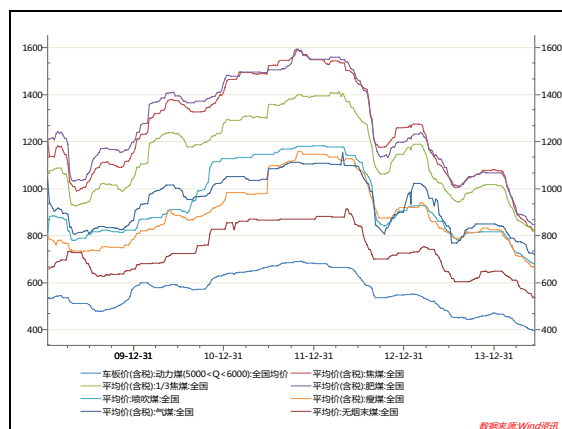
1. 煤炭

煤炭价格

2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至2013年12月6日，全国焦煤平均价1078元/吨，同比下降14.31%，较2011年同期下降31.34%。本轮煤炭价格下行已超出正常波

动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 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

行业政策方面：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。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。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，统筹东、中、西部建设规模，到 2015 年形成产能 41 亿吨/年，产量和消费量控制在 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，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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业

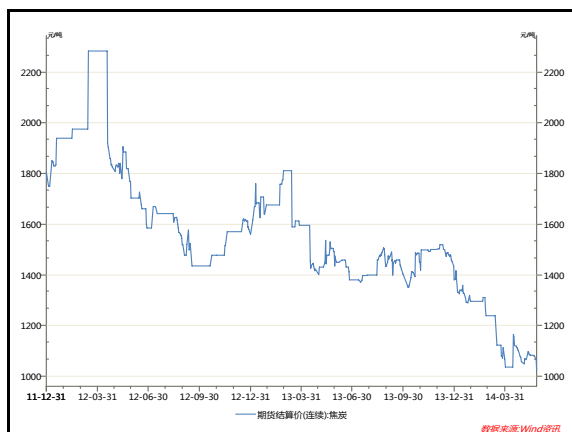
波动，影响相关企业的盈利稳定性。

2. 煤化工行业

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。

图 2 近年焦炭价格走势（元/吨）



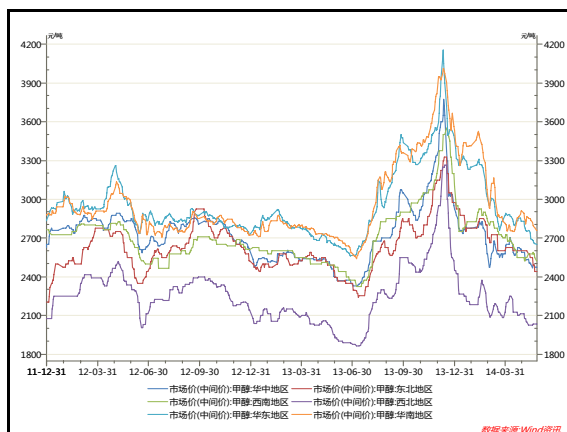
资料来源：wind 资讯

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，2012 年以来，甲醇继续维持前期震荡下行走势。2013 年年中甲醇出现触底反弹行情，至 2013 年底达到近期高点，2014 年一季度甲醇价格再次反转下跌，跌至 2013 年初水平。

图 3 国产甲醇价格走势（元/吨）



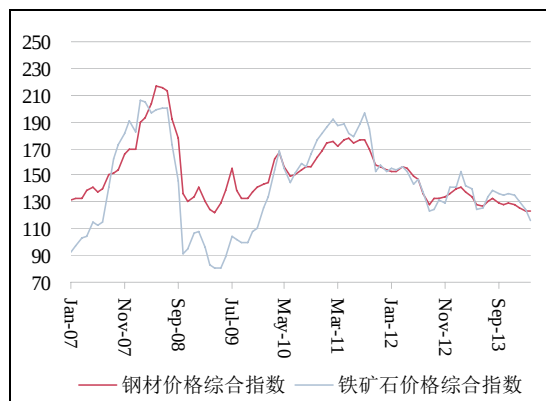
资料来源：wind 资讯

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富廉价的煤炭资源，发展前景看好。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。

3. 钢铁行业

跟踪期内钢铁行业整体景气度波动下滑态势。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。总体看，2013 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。

图 4 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

产业政策方面,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,充分发挥地方政府的积极性,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。

总体看,钢铁行业产能过剩情况加剧,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。行业企业经济难度加大。短期内,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推出。作为国民经济基础行业,未来中国经济转型和结构调整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”)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2014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97.92%,安全生产和抵御自然灾害的能力大幅提高。

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

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月至今，任陕西煤业化工集团公司党委委员；2012年7月至2014年4月，任公司副总经理。

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	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	423.23	62.83	52.51	447.94	52.77	42.54	452.92	30.09	34.53	105.27	31.31	33.29
钢铁产品							288.98	19.20	-0.74	49.24	14.64	-3.29
化工产品	141.47	21.00	20.88	191.27	22.53	24.96	226.90	15.07	11.87	51.71	15.37	15.70
施工业务	64.75	9.61	10.95	72.74	8.57	11.99	62.99	4.18	11.05	14.77	4.39	14.08
机械产品	20.49	3.04	21.22	20.85	2.46	20.11	20.83	1.38	13.25	4.58	1.36	17.69
其他业务	23.64	3.51	9.57	116.08	13.67	1.28	452.81	30.08	7.14	110.77	32.93	3.32
合计	673.59	100.00	39.41	848.88	100.00	29.77	1505.43	100.00	14.83	336.34	100	14.30

注：其他业务收入包括电力、火工产品、建材产品、焦炭产品、运输业务等。

资料来源：公司提供

2013 年公司实现主营业务收入 1505.43 亿元，较上年大幅增长 77.34%，增长主要系 2013 年公司新合并钢铁业务及电力业务快速增长所致。2013 年公司煤炭业务实现营业收入 452.92 亿元，钢铁业务实现营业收入 288.98 亿元，化工业务实现营业收入 226.90 亿元，分别占营业收入的 30.09%、19.20%和 15.07%。另外，公司其他业务中电力业务本期实现营业收入 114.78 亿元，较上年增长 70.09%；2013 年受煤炭行业景气下行影响，公司煤炭业务毛利率进一步下滑，本期煤炭业务实现毛利率 34.53%，较上期下滑 8.01 个百分点。2013 年公司对钢铁业务并表，本期钢铁业务实现收入 288.98 亿元，受钢铁市场低迷行业整体供过于求影响，公司钢铁业务本期实现毛利率为-0.74%。2013 年公司化工板块受行业景气下行影响实现毛利率 11.87%，较上年下降 13.09 个百分点。2013 年，公司整体毛利率出现下滑，同比下滑 14.94 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 336.34 亿元；同期公司实现毛利率 14.30%。

总体看，公司产业链不断完善，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 2013 年煤炭生产情况正常，产销量继续增长，2013 年公司煤炭产量 12761 万吨，同比增长 12.25%，销量 13499 万吨，同比增长 14.79%。从销售价格来看，受煤炭行业整体景气度下降影响，公司 2013 年商品煤销售均价为 275.84 元/吨，同比下降 20.24%。

表 2 公司销售情况（万吨，元/吨）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
煤炭产量	10186	11368	12761	2956
商品煤销量	10662	11760	13499	2799
商品煤平均销售价格	424.13	345.82	275.84	256.57

资料来源：公司提供

跟踪期内公司主要化工产品保持增长态势，受煤化工产品价格下滑影响，公司化工产品盈利出现下滑，化工板块实现毛利率 11.87%，较上年大幅下降。

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 2013 年底，

陕钢集团资产总额为356.31亿元，所有者权益26.94亿元，2013年陕钢集团实现营业收入470.09亿元，实现利润总额-18.21亿元。2013年陕钢集团生产正常，陕钢集团拥有粗钢产能800万吨/年，2013年生产粗钢800.19万吨，生产钢材783.51万吨。销售来看，陕钢集团粗钢销量52.32万吨，销售均价为2882.27元/吨，钢材销量为784.36万吨，销售均价为3051.12元/吨。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。

2013年公司电力业务快速增长，截至2013年底公司权益装机容量2384兆瓦，2013年完成发电量212.56亿千瓦时，实现电力销售198.01亿千瓦时。

总体看，跟踪期公司依托煤炭资源进一步完善其产业链，经营规模进一步扩张，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	14年3月底累计投资	14年剩余投资	15年计划投资
大佛寺矿(二期)	800万吨/年	2008-2015	15.27	11.05	1.33	2.84
胡家河煤矿	500万吨/年	2007-2014	31.90	34.7	2.19	-
小庄煤矿	600万吨/年	2009-2015	40.92	30.32	6.01	4.59
山阳煤矿	300万吨/年	2009-2015	21.72	13.67	3.62	4.43
西卓煤矿	300万吨/年	2009-2015	23.74	14.39	0.76	8.59
神府南区生产服务中心二期	服务能力5,000万吨/年	2012-2014	10.85	10.63	0.22	-
渭北煤化工园区	甲醇180万吨/年 聚烯烃70万吨/年	2008-2014	178.65	142.07	36.58	
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	23.69	6.1	5.05
内蒙古建丰公司煤化工项目	16亿立方米/年煤制合成气	2011-2015	28.49	9.1	8	6
麟游矿区至宝鸡二电厂铁路专用线	87.11正线公里	2011-2015	33.79	21.15	1	11.64
合计	--	--	420.17	310.77	65.81	43.14

资料来源：公司提供

从在建项目来看，公司目前在建项目计划总投资420.17亿元，截至2014年3月底已完成投资310.77亿元，建设项目计划完工均在2014-2015年，公司2014年4-12月计划投资65.81亿元，2015年计划投资43.14亿元，公司在建项目均已建设至中后段，投资规模将逐步下降。

另外，根据公司最新规划，公司拟建项目包括清水园大型煤炭分质清洁高效转化示范项目（一期）、靖神铁路（总长198公里）、尔林兔矿井（3600万吨矿井）、澄合矿区矸石电厂（2×350MW）和尔林滩资源储备（储备74亿吨煤炭储量）等项目，计划总投资703亿元，计划2014年总投资99.05亿元，计划2015年总投资242亿元，计划2016年总投资241.95亿元。如公司拟建项目按计划实施推进，公司近年投资规模总体仍将保持较大规模，仍面临一定对外融资需

求。

综合来看，跟踪期内公司煤炭业务经营正常，产、销继续保持增长，受煤炭景气度下降影响，公司整体盈利水平持续下滑。另外，2013年正式合并陕西钢铁集团有限公司，目前钢铁行业亏损面大，行业整体不景气，公司面临一定经营风险。

八、重大事项

1、合并陕西钢铁集团有限公司

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日将陕西钢铁集团有限公司（以下简称“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。

总体看，目前钢铁行业产能过剩严重，下游需求持续低迷，行业景气度低，陕钢集团周边环境围绕包钢、太钢、酒钢等大型钢铁集团，区域竞争较激烈，陕钢集团面临较大经营压力。

2、子公司陕西煤业股份有限公司上市

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6312825155股，持股比例为63.13%，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。

九、财务分析

公司提供的2013年财务数据经西安希格玛有限责任会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。

公司2013年度纳入合并范围的二级子公司55家。其中，公司自2013年1月1日起合并陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”），目前钢铁行业景气度差，行业亏损面较大，陕西钢铁集团有限公司经营情况欠佳。公司2013年合并范围较2012年变化较大，财务数据可比性一般。从财务可比性考虑，本部分对2013年财务数据分析主要与2013年期初数据比较，以下分析“同比”系指与2013年调整数据比较。

截至2013年底，公司合并资产总额3484.87亿元，所有者权益682.41亿元（其中少数股东权益408.48亿元）；2013年实现营业收入1507.78亿元，利润总额13.78亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额

3696.23亿元，所有者权益718.49亿元（其中少数股东权益448.10亿元）；2014年1~3月实现营业收入336.34亿元，利润总额2.19亿元。

1. 盈利能力

2013年公司实现营业总收入1507.78亿元，同比增长20.58%，同期公司成本同比增长29.21%，快于收入增长。2013年公司实现营业利润率14.01%，同比下降5.54个百分点。

2013年公司期间费用较同比增长9.57%。其中销售费用及财务费用增长较快，分别同比增长46.69%和18.51%，公司2013年财务费用为79.86亿元，规模较大系公司债务规模较大所致。2013年公司期间费用率为14.22%，同比下降1.43个百分点。

2013年公司实现投资收益22.00亿元，其中16.06亿元来自权益法核算的长期股权投资收益。

2013年，公司实现利润总额13.78亿元，同比大幅下降73.15%。受煤炭及钢铁行业持续低迷影响，公司盈利能力有所弱化，总资产收益率和净资产收益率分别为3.10%和0.07%。

2014年一季度，公司实现营业总收入336.34亿元，同比增长19.20%；实现利润总额2.19亿元，同比增长42.21%。公司本期实现营业利润率15.40%。

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，2013年公司经营活动现金流入为1322.37亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1260.78亿元，2013年公司现金收入比为83.62%，较上年下降19.06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。2013年公司实现经营活动现金净流量102.29亿元。

从投资活动来看，2013年公司快速扩张，公司仍保持较大的对外投资规模，2013年公司投

资活动现金净流出345.51亿元。

从筹资活动来看，跟踪期公司筹资规模进一步上升，其中，2013年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为146.55亿元，部分为支付利息、部分系支付少数股东股利。2013年公司筹资活动现金净流入147.63亿元。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额23.05亿元；投资活动产生的现金流量净额为-71.09亿元；筹资活动产生的现金流量净额为99.25亿元。

总体看，受公司快速扩张影响，跟踪期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。

3. 资本及债务结构

跟踪期公司资产总额持续增长，截至2013年底为3484.87亿元，同比增长14.91%，增长主要系非流动资产增长所致。截至2013年底，公司非流动资产占比较期初有所上升，为70.07%。

截至2013年底，公司流动资产为1043.05亿元，同比小幅下降1.63%。截至2013年底，公司应收账款为149.36亿元，同比增长35.12%，截至2013年底公司累计计提坏账准备8.78亿元，计提比率为5.55%。截至2013年底，公司存货为130.32亿元，同比增长12.48%，公司存货计提跌价准备2.49亿元，公司存货主要由原材料（占39.30%）、自制半成品及在产品（占8.45%）、库存商品（占27.83%）、工程施工（占7.94%，已完工尚未结算）构成，公司存货存在一定跌价风险。

截至2013年底，公司非流动资产为2441.82亿元，同比增长23.81%。截至2013年底，公司固定资产为978.14亿元，同比增长13.94%，增长主要系在建工程转固所致。截至2013年底，公司在建项目为725.20亿元，同比增长70.68%。

截至2014年3月底，公司资产总额为3696.23亿元，较2013年底增长6.07%，资产

结构较上年变化不大。

总体看，跟踪期内公司合并陕钢集团等公司，资产规模快速增长，公司资产结构偏重非流动资产。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益合计682.41亿元，其中归属于母公司所有者权益合计273.93亿元，同比下降13.97%，主要系未分配利润大幅下降所致，截至2013年底公司未分配利润为8.50亿元，同比下降83.06%，主要系公司本期归属于母公司净利润（-36.88亿元）所致。归属于母公司所有者权益构成中，以实收资本（占36.51%）和资本公积（占58.99%）为主。截至2014年3月底，公司所有者权益合计718.49亿元，其中未分配利润为1.37亿元，较2013年底下降83.86%。总体看，近期由于公司未分配利润快速下降，公司归属于母公司权益出现下滑，考虑到公司整体权益稳定性有所弱化。

负债

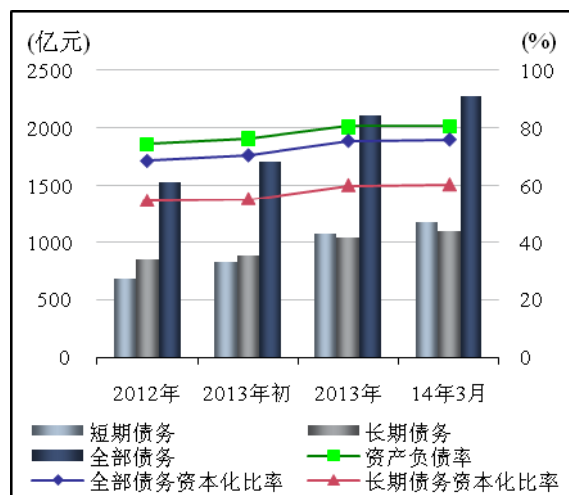
截至2013年底公司负债合计为2802.45亿元，同比增长20.98%。从负债结构看，2013年流动负债占总负债60.20%，流动负债占比有所上升。截至2013年底，公司其他应付款为131.30亿元，同比增长90.25%。

从有息债务看，2013年底公司全部债务为2107.01亿元，短期债务占比为50.93%。2013年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.42%、75.54%和60.24%，分别较2012年底增长5.90个百分点、11.46个百分点和5.62个百分点，较2013年年初增长4.03个百分点、5.02个百分点和4.98个百分点。

截至2014年3月底，公司负债合计2977.74亿元，较2013年底增长6.25%，其中流动负债占60.18%，非流动负债占39.82%，债务结构较上年变化不大。截至2014年3月底，公司全部债务为2272.17亿元，短期债务占51.58%；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80.56%、75.98%和60.49%。跟踪期内，公司整体债务负担持续加重。

图5 公司债务结构



资料来源：公司财务报表

总体看，跟踪期内公司债务规模快速上升，公司债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年，公司流动比率和速动比率持续弱化，分别为61.83%和54.10%；2014年3月底分别为67.85%和59.79%；2013年公司经营现金流动负债比分别为6.06%。总体看，公司短期支付能力有所弱化，考虑到公司经营规模及经营活动现金流规模，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA为192.16亿元，较2012年基本持平。2013年公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.58倍和10.97倍，较2012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3月底，公司本部无对外担保事项。

截至2014年3月底，公司共获得各大商业银行授信总额2454.18亿元，其中未使用额度1190.39亿元，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2014年3月底，公司存续期债券分别为25亿元5年期中期票据“10陕煤化MTN1”、20亿元5年期中期票据“10陕煤化MTN2”、25亿元5年期中期票据“11陕煤化MTN1”、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”和30亿元短期融资券“14陕煤化CP001”。其中2015年到期债务分别为25亿元5年期中期票据“10陕煤化MTN1”、20亿元5年期中期票据“10陕煤化MTN2”和30亿元短期融资券“14陕煤化CP001”以上三笔债务额度合计75亿元（以下简称“15年到期债务”），按短期债务考虑其偿付能力；其他中期票据额度合计165亿元（以下简称“存续票据”），按长期债务考虑其偿付能力。

近三年，公司现金类资产（剔除受限资金）波动增长，三年均值为362.89亿元，为15年到期债务的4.84倍，2013年为4.98倍，截至2014年3月底，公司现金类资产（剔除受限资金）为394.87亿元，为15年到期债务的5.26倍，公司现金类资产对15年到期债务的保障能力强。2011~2013年公司现金流入量均值为15年到期债务的14.54倍，2013年为17.63倍；近三年公司经营性现金净流量三年均值为15年到期债务的0.88倍，2013年为1.36倍。总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对15年到期债务的保障能力强。

2011~2013年，公司EBITDA三年平均为存续票据的1.20倍，2013年为1.16倍，公司EBITDA对存续票据具有一定保障能力；同期，公司经营活动现金流入量三年均值为存续票据的6.61倍，2013年为8.01倍，公司经营活动现金流入量对存续票据保障能力强；2011~

2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额三年均值为存续票据的 0.40 倍，2013 年为 0.62 倍。公司经营活动现金流对存续票据保障能力强。

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。

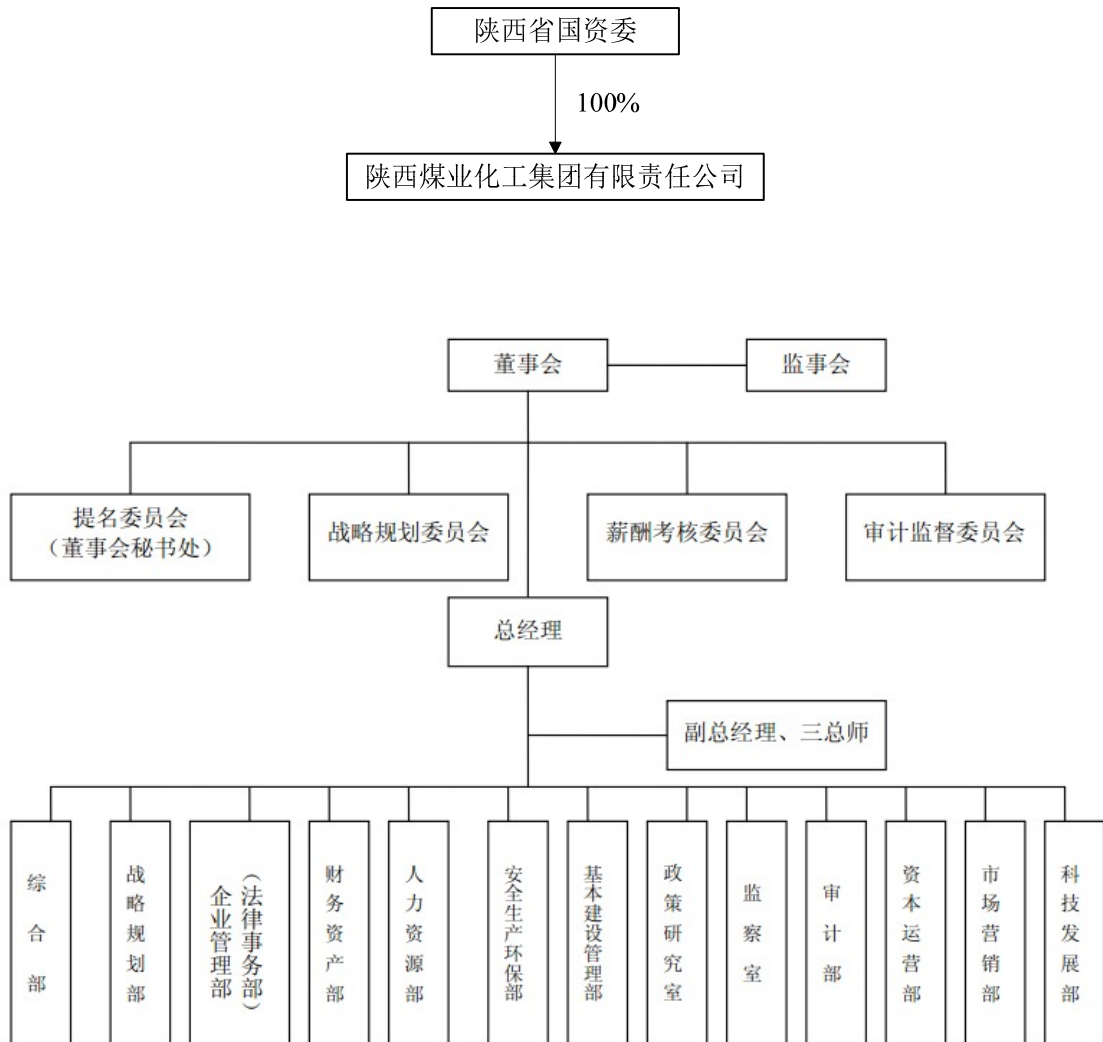
6. 抗风险能力

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，公司规模优势显著。综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持陕西煤业化工集团有限责任公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14陕煤化CP001” A-1，“10陕煤化MTN1”、“10陕煤化MTN2”、“11陕煤化MTN1”、“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”和“14陕煤化MTN003” AAA的信用级别。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	265.12	438.67	439.21	475.82
资产总额(亿元)	1908.87	2758.52	3484.87	3696.23
所有者权益(亿元)	594.34	702.96	682.41	718.49
短期债务(亿元)	285.65	685.59	1073.12	1171.94
长期债务(亿元)	627.85	846.20	1033.89	1100.24
全部债务(亿元)	913.50	1531.79	2107.01	2272.17
营业收入(亿元)	710.85	888.33	1507.78	336.34
利润总额(亿元)	146.37	68.28	13.78	2.19
EBITDA(亿元)	220.96	191.66	192.16	--
经营性净现金流(亿元)	8.74	44.29	102.29	23.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.12	6.12	6.45	--
存货周转次数(次)	9.12	8.98	12.02	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.38	0.48	--
现金收入比(%)	103.90	97.64	83.62	
营业利润率(%)	36.33	27.22	14.01	15.40
总资本收益率(%)	10.17	3.43	3.10	--
净资产收益率(%)	20.28	6.75	0.07	--
长期债务资本化比率(%)	51.37	54.62	60.24	60.49
全部债务资本化比率(%)	60.58	68.54	75.54	75.98
资产负债率(%)	68.86	74.52	80.42	80.56
流动比率(%)	110.44	86.57	61.83	67.85
速动比率(%)	100.96	78.93	54.10	59.79
经营现金流动负债比(%)	1.42	4.07	6.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.23	2.48	1.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.13	7.99	10.97	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

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/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%
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。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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