信用等级公告

联合[2018] 1154 号

联合资信评估有限公司通过对陕西煤业化工集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持陕西煤业化工集团有限责任公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持 “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”、“15 陕煤化 MTN003”、“16 陕煤化 MTN001”、“16 陕煤可续债 01”、 “17 陕煤化 MTN001”、“17 陕煤化 MTN002”、“17 陕煤化 MTN003”、“18 陕煤化 MTN001” 的信用等级为 AAA 和 “17 陕煤化 CP001”、“17 陕煤化 CP002”、“17 陕煤化 CP003” 及“18 陕煤化 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 陕煤化 MTN002	40 亿元	2018/12/26	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN001	10 亿元	2019/03/13	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN002	15 亿元	2019/05/13	AAA	AAA
14 陕煤化 MTN003	20 亿元	2019/05/21	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN001	10 亿元	2020/03/11	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN002	50 亿元	2020/08/19	AAA	AAA
15 陕煤化 MTN003	30 亿元	2020/10/23	AAA	AAA
16 陕煤化 MTN001	15 亿元	2021/11/24	AAA	AAA
16 陕煤可续债 01	15 亿元	2019/04/27	AAA	AAA
17 陕煤化 CP001	30 亿元	2018/7/14	A-1	A-1
17 陕煤化 MTN001	30 亿元	2020/07/24	AAA	AAA
17 陕煤化 MTN002	20 亿元	2020/08/28	AAA	AAA
17 陕煤化 CP002	30 亿元	2018/9/15	A-1	A-1
17 陕煤化 MTN003	20 亿元	2020/10/23	AAA	AAA
17 陕煤化 CP003	30 亿元	2018/11/18	A-1	A-1
18 陕煤化 MTN001	15 亿元	2021/03/14	AAA	AAA
18 陕煤化 CP001	35 亿元	2019-06-15	A-1	A-1

注：“15 陕煤化 MTN002”、“16 陕煤可续债 01”、“17 陕煤化 MTN003”及“18 陕煤化 MTN001”赎回前长期存续。

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	468.74	518.14	564.50	549.51
资产总额(亿元)	4371.07	4458.20	4640.60	4709.98
所有者权益合计(亿元)	890.61	902.79	1320.12	1377.72
短期债务(亿元)	1274.47	1570.96	1281.51	1304.49
长期债务（亿元）	1432.39	1209.53	1200.77	1225.25
全部债务(亿元)	2706.86	2780.49	2482.28	2529.75
营业总收入(亿元)	1906.14	2120.95	2600.89	590.63
利润总额 (亿元)	0.53	30.03	109.15	30.24
EBITDA(亿元)	173.60	232.99	329.99	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	127.43	432.99	78.76
营业利润率(%)	8.46	11.55	17.74	16.02
净资产收益率(%)	-1.19	1.92	6.07	--
资产负债率(%)	79.62	79.75	71.55	70.75
全部债务资本化比率(%)	75.24	75.49	65.28	64.74
流动比率(%)	65.56	58.95	65.74	67.44
经营现金流动负债比(%)	0.05	5.68	21.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	11.93	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	2.10	2.78	--

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”）资产规模稳步增长，营业收入和利润总额保持良好增长态势，规模优势得以加强；受益于煤炭及钢铁行业景气度的回升及公司较好的管理水平，公司盈利能力持续改善，经营活动现金净流量快速增长。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负债仍然较重及煤炭价格上涨对化工业务毛利率的侵蚀等因素给公司经营与发展带来的不利影响。

公司是陕西省内唯一省属大型煤炭生产企业，资源优势突出，并立足煤炭业务，向下游煤化工、电力及钢铁延伸，伴随公司陕北优质矿产在建产能的逐步投产及铁路运煤体系的完善，公司整体抗风险能力有望进一步加强。

综合评估，联合资信确定维持陕煤集团的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“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”、“15陕煤化MTN003”、“16陕煤化MTN001”、“16陕煤可续债01”、“17陕煤化MTN001”、“17陕煤化MTN002”、“17陕煤化MTN003”、“18陕煤化MTN001”的信用等级为AAA和“17陕煤化CP001”、“17陕煤化CP002”、“17陕煤化CP003”及“18陕煤化CP001”的信用等级为A-1。

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。
3. 公司已形成煤电、煤化工上下游一体化循环

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债及长期应付款中的有息债务已相应调整至长短期债务中；3. 截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益中含永续债 100.00 亿元，2015 年~2017 年底，分别含永续债 50.00 亿元、65.00 亿元和 85.00 亿元。

分析师

潘云峰　王　宁

邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

经济产业链，具备一定抗风险能力。

4. 跟踪期公司营业收入和利润总额保持良好增长态势，经营活动获现能力强，经营状况良好。
5. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内相关债券保障能力强。公司现金类资产及经营活动现金流入量对一年内需偿还的债券的保障能力强。

关注

1. 近期，国家对煤炭的限价政策，或将对公司盈利能力有一定负面影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务负担仍然较重，面临一定短期支付压力。
3. 煤炭价格上涨较快，对公司化工业务毛利率有所侵蚀。
4. 靖神铁路投资规模较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

陕西煤业化工集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于陕西煤业化工集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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，注册资本为人民币 35.5 亿元。

根据陕西人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）2009 年 12 月发布的“陕国资产权发[2009]467 号”文件，公司注册资本金由 35.5 亿元变更为 100 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为人民币 100 亿元，全部为国有资本，由陕西省国资委以实物方式出资，出资比例 100%；陕西省国资委为公司的唯一股东及实际控制人。

2016 年底以来，公司与陕西金融资产管理公司、国家开发银行、中国建设银行等金融机构签订了 845 亿元的债转股协议，在煤炭、化工、钢铁等板块的二级公司推动债转股，累计到位资金超过 454 亿元。

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、监察室、审计部、资本运营部、市场营销部、科技发展部等职能部门（见附件 1）。截至 2017 年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 53 家。

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

截至2018年3月底，公司合并资产总额4709.98亿元，所有者权益合计1377.72亿元（含少数股东权益983.31亿元）；2018年1～3月实现营业总收入590.63亿元，利润总额30.24亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，经联合资信评定的公司存续债券募集资金均已使用完毕，尚需偿还债券本金合计 415 亿元（见表 1）。均已按期支付存续债券利息。

表 1 截至 2018 年 3 月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	募集资金用途	还本付息方式
13 陕煤化 MTN002	40	40	置换银行贷款	每年付息一次，到期一次还本
14 陕煤化 MTN001	10	10	用于置换银行贷款及其他债务	每年付息一次，到期一次还本
14 陕煤化 MTN002	15	15	用于煤炭生产基地的棚户区改造	每年付息一次，到期一次还本
14 陕煤化 MTN003	20	20	置换公司本部部分银行借款	每年付息一次，到期一次还本
15 陕煤化 MTN001	10	10	置换银行借款	每年付息一次，到期一次还本
15 陕煤化 MTN002	50	50	置换银行借款	按年付息，在第 5 个和其后每个付息日，附第 5 年末及其后各年末提前赎回权
15 陕煤化 MTN003	30	30	偿还本部银行贷款及其他债务融资	每年付息一次，到期一次还本
16 陕煤化 MTN001	15	15	补充流动资金及偿还到期融资本息	每年付息一次，到期一次还本
16 陕煤可续债 01	15	15	用于募投项目建设及补充营运资金	每年付息一次，本期债券以每 3 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延续 3 年，或选择在该重定价周期末全额兑付本期债券
17 陕煤化 CP001	30	30	置换到期融资本息，补充公司流贷资金	到期一次还本付息
17 陕煤化 MTN001	30	30	偿还到期融资本息	每年付息一次，到期一次还本
17 陕煤化 MTN002	20	20	归还到期融资本息	每年付息一次，到期一次还本
17 陕煤化 CP002	30	30	置换到期融资本息	到期一次还本付息
17 陕煤化 MTN003	20	20	偿还到期融资本息	按年付息，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据
17 陕煤化 CP003	30	30	归还到期融资本息	到期一次还本付息
18 陕煤化 MTN001	15	15	归还到期融资本息	按年付息，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据
18 陕煤化 CP001	35	35	归还到期融资本息	到期一次还本付息
合计	**415**	**415**	--	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，

防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧

结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

（一）煤炭采选

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到62%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。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。煤炭供需关系大幅恶化。

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

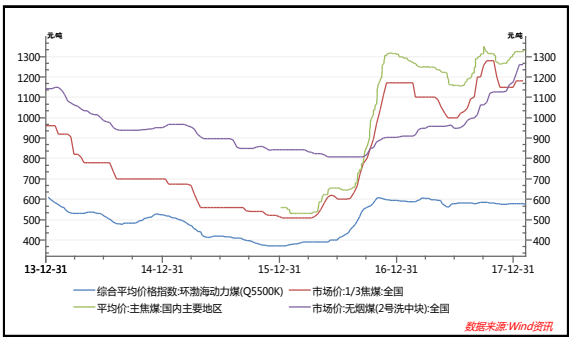
煤炭价格

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

煤炭价格方面，自2013年以来，煤炭市场

持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图 1　近年国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



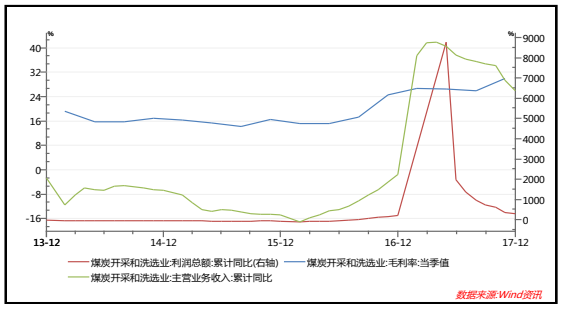
资料来源：Wind

进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号)，制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展

和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至2018年1月底，中国已退出落后煤炭产能合计5亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在

发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

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

相对而言，部分生产成本高、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。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

1. 行业及区域经济概况

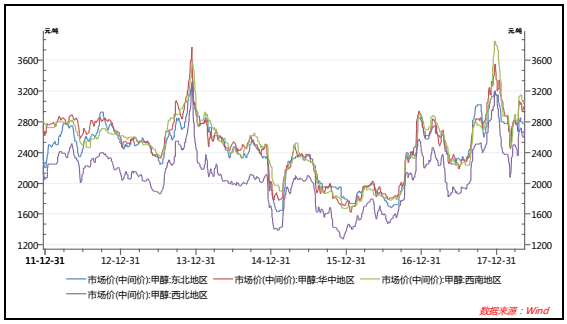
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

图3 甲醇价格走势 （单位：元/吨）



资料来源：Wind

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，截至2015年底，甲醇

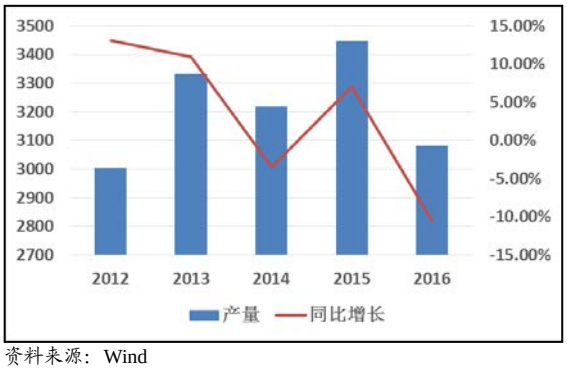
平均价格1165元/吨，较年初价格下跌23.71%。2016年以来，甲醇价格开始回升，截至2017年底，甲醇平均价格3362.50元/吨。2018年，随着国内甲醇装置春检行情结束，供给阶段性不足的影响将减弱，甲醇价格或呈现高位振荡走势。

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 4　2011~2015 年中国尿素（折纯）产量

（单位：万吨）



资料来源：Wind

2016年随着煤炭价格波动及尿素价格下跌，行业开工率大幅下滑。中国尿素行业产能过剩严重，2014年~2015年，行业开工率维持在68%左右。2016年以来，优惠政策相继退出，加上需求平淡、出口萎靡，行业亏损面加大，开工率一路下滑。2017年，尿素市场平均开工在58.14%，较2016年进一步下滑。受益于供给侧改革的实施，加上环保政策的压制和原料供应问题，2017年，国内尿素市场一直处于低开工状态，供应上也呈现出供需紧平衡的状态。

表 2　2011~2016 年中国尿素进出口量

（单位：万吨）

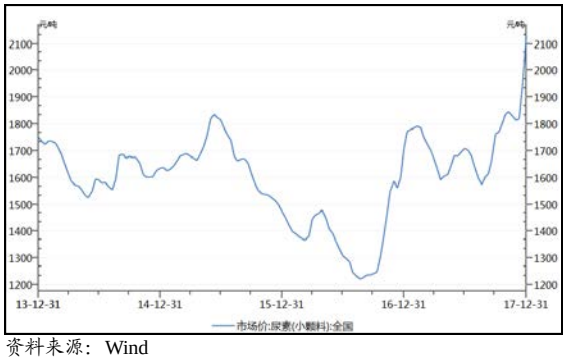
年份	进口量	出口量
2011	0.21	355.88
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55
2015	0.76	1371.03
2016	6.58	885.99

资料来源：Wind

尿素价格受到多重因素的影响，比如上游成本、下游需求、产能供应以及经销商采购意愿等。中国尿素下游有三大销售渠道：农业需求、工业需求和出口需求。2013年以来，尿素行业一直处于下行周期，在这期间大幅下降的主要原因有产能提升过快、煤炭价格下跌、粮食价格下降、国际尿素价格下行等。时至2016年8月中旬，尿素（小颗粒）市场价最低值为1222.50元/吨，尿素行业面临着全行业的亏损或者不盈利。但在煤炭价格大涨、优惠电价取消、运输成本增加、环保整治导致开工率低（年内最低开工率46%）、库存量持续下降等多重因素叠加之下，从2016年9月起，尿素开启了一波较大幅度的反弹，截至2016年12月底，尿素（驿马）出厂价为1460元/吨。2017年上半年，尿素价格整体维持波动回调的态势，下半年受限产因素影响，尿素价格呈现上涨趋势，年末在限产和原料成本的推动下，尿素市场在四年后再次进入2000元/吨时代。

总体看，我国化肥行业形势依旧严峻，行业产能过剩严重，下游需求不足，主要产品产销量下滑，行业景气度低迷。受此影响，2016年我国化肥企业盈利能力大幅下滑，行业内亏损企业较多。但是，2017年以来供需关系有所改善，主要原材料价格上行，支撑化肥产品价格上涨，部分龙头企业盈利好转或减亏明显。预计短期内化肥行业景气度将有所恢复，但部分亏损严重的化肥企业经营风险和财务风险较难有效缓解。

图 5　2014~2017 年底尿素市场价（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2016 年 11 月，国家发改委宣布取消天然气优惠政策，决定自 2016 年 11 月 10 日起全面放开化肥用气价格。通知指出，化肥用气价格由供需双方协商确定，并鼓励化肥用气进入石油天然气交易中心等交易平台，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明。通知的发布标志着化肥气价改革的全面完成，也意味着化肥用气不再特殊。由于天然气上涨将直接增加气头尿素成本，国内气头尿素占总产能的近三成，天然气提价提高了气头尿素生产成本，如果天然气价格上调 0.2 元/立方米，以天然气为运转动力的化肥业将面临全行业亏损，将加速气头尿素的行业洗牌。

总体来看，2016 年以来，化肥生产流通环节运、气、电、税等诸多优惠政策陆续取消，化肥正在由过去保障农业生产的物资开始向一般的商品转换，市场化进程跨出重要一步。短期内，各项优惠政策的取消，导致生产成本上升，将会令企业经营压力倍增，但是从长远角度来看，化肥产业的整合力度将不断加快，去产能之后行业的发展更加具有可持续性。

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

1．行业现状

2017 年，中国钢铁行业延续了 2016 年以来持续回暖的趋势，在“去产能持续推进”、“清理地条钢”和“环保督查”等因素的综合影响下，钢铁行业供给侧结构性改革成效显著，钢铁行业景气度进一步回升。

产量方面，根据国家统计局数据，2017 年，中国粗钢累计产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.70%；钢材累计产量为 10.48 亿吨，同比增长 0.8%，增速同比回落 1.5 个百分点。

2017 年《政府工作报告》中提出在去年已经压缩 6500 万吨钢铁产能的基础上要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，目前已超额完成目标。在不到两年时间内，中国已累计压减钢铁产能超过 1.15 亿吨，李克强总理署名文章《开放经济造福世界》明确了，计划在 3 至 5 年内，钢铁产能压减 1.4 亿吨的目标，以 1.4 亿吨测算，至少已经完成了去产能目标任务的 82.14%。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，这带来了钢铁行业经营情况的全面好转。

整体来看，2018 年及后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2018 年将压减钢铁产能 600 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

2018 年 1 月 8 日，工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。置换比例方面，对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由“等量置换”调整为“减量置换”。置换范围方面，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就须实施产能置换，简言之，即“建设炉子、就须置换”。产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

钢铁行业集中度方面，《钢铁工业“十二五”发展规划》曾提出，到“十二五”末，前10家钢铁企业产业集中度要提高到60%的目标。但“十二五”期间中国前10家钢铁企业产业集中度不升反降，由2010年的49%下降至2015年的34%。因此，《钢铁工业调整升级规划（2016－2020年）》再次明确了“十三五”期间，前10家钢铁企业产业集中度提高到60%的目标。截至2016年底，CR10为35.9%，同比增加1.7%，CR4上升为21.7%，同比增加3.1%，主要受2016年宝武合并所致。中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定积极作用。

从规模上看，钢铁行业具有典型的规模经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。从所有制形式来看，国有企业规模大、产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，在市场竞争中处于有利地位；民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产

能的压力，还要在激烈的市场环境中求生存，整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看，民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小，整体上效益比国有企业好。从产品来看，大型企业追求规模化，主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品，中小型企业更多瞄准需求不大的细分市场。

表 3　2017 年中国钢铁企业粗钢产量排名

（单位：万吨、%）

序号	单位名称	粗钢产量	增幅
1	中国宝武钢铁集团	6539.27	11.81
2	河钢集团有限公司	4406.29	-1.91
3	江苏沙钢集团	3834.73	15.32
4	鞍钢集团公司	3421.98	3.09
5	首钢集团	2762.90	3.11
6	山东钢铁集团有限公司	2167.88	-5.82
7	北京建龙重工集团有限公司	2026.13	23.14
8	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	2014.64	11.41
9	马钢（集团）控股有限公司	1971.40	5.82
10	本钢集团有限公司	1576.94	9.50
11	方大钢铁集团有限公司	1511.10	10.49
12	日照钢铁控股集团有限公司	1498.23	8.13
13	包头钢铁(集团)有限责任公司	1420.01	15.42
14	河北新武安钢铁集团	1382.45	1.14
15	广西柳州钢铁集团有限公司	1229.90	11.29
16	河北津西钢铁集团	1171.93	6.05
17	福建省三钢(集团)有限责任公司	1119.41	7.75
18	太原钢铁(集团)有限公司	1050.26	2.15
19	河北敬业集团有限责任公司	1040.61	-5.51
20	中天钢铁集团有限公司	1035.95	12.16
21	陕西钢铁集团有限公司	1023.80	40.19
22	安阳钢铁集团公司	1005.74	-4.06

资料来源：联合资信根据公开数据整理

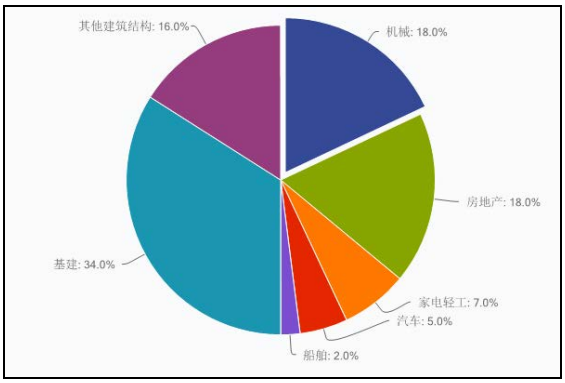
注：1、表中仅列示粗钢产量大于 1000 万吨的企业

2、统计数据可能与企业公布数据有出入。

2．下游需求

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

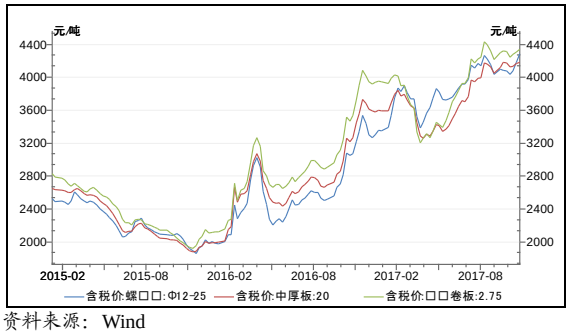
图 6 钢材主要消费行业



资料来源：Wind

多年以来，中国粗钢表观消费量持续呈上升趋势，但 2015 年中国粗钢表观消费量出现下降，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%。2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但需要注意造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少。2017 年 1~11 月，全国粗钢表观消费量 7.65 亿吨，同比增长 5.7%。

图7　近年主要钢材价格指数走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

钢材价格方面，2015 年，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。2016 年，中国经济下滑趋缓，固定资产投资、基础设施建设投资、房地产投资增速均保持在较高的水平，钢材需求有所回升，带动钢材价格出现较大力度的反弹。2017 年，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，中国主要钢材品种价格延续了 2016 年以来

的上升趋势，在 3 月价格受短期供需矛盾影响由升转降后，从 4 月下旬开始稳步上涨。根据中钢协数据，截至 2017 年 12 月 31 日，螺纹钢（φ12-25）、中厚板（20）和热轧卷板（2.75）含税价分别为 4447.00 元/吨、4294.00 元/吨和 4460 元/吨，分别较年初上涨 36.08%、19.61%和 13.78%。

3. 原材料供给

从原材料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

①铁矿石

铁矿石费用占炼铁成本的比重较高，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

在中国铁矿石的主要来源构成中，国内矿和进口矿占比大致各占一半左右，其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区。

国内铁矿石

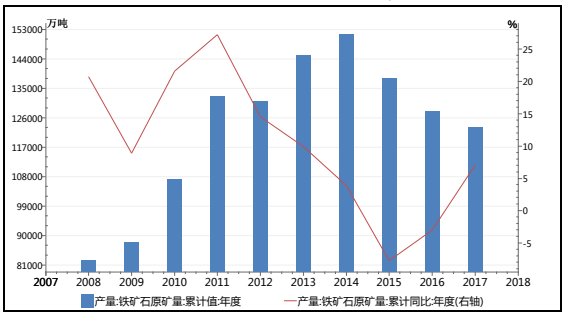
中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的 80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

据中国国土资源部出版的《中国矿产资源报告 2017》，截至 2017 年中国已探明铁矿石储量约为 841 亿吨，同比下降 1.2%。

据冶金工业信息中心公布，2015 年，中国铁矿石原矿产量为 13.8 亿吨，延续了前一年增速放缓的趋势，累计同比减少 7.70%。2016 年受去产能、国内外铁矿石价格倒挂等因素综合影响，全年产量为 12.8 亿吨，累计同比减少 3.00%。2017 年受国内铁矿石市场价格回暖，同时下游钢铁价格持续攀升，铁矿石需求量增加，全年产量为 12.3 亿吨，累计同比增长 7.10%。

图 8 2008~2017 年中国铁矿石产量及增长率

（单位：万吨、%）



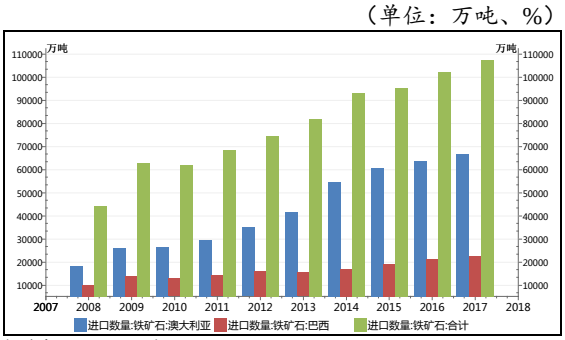
资料来源：Wind 资讯

进口铁矿石

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源品质、开采难度及产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高。2015 年，全年进口量为 9.53 亿吨，比去年同期增长 2.17%；2016 年，全年进口量为 10.24 亿吨，比去年同期增长 7.49%；2017 年，全年进口量为 10.75 亿吨，比去年同期增长 4.98%。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。

图 9 2008~2017 年中国铁矿石进口量

（单位：万吨、%）



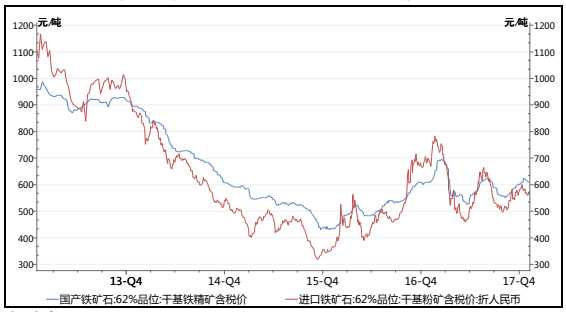
资料来源：Wind 资讯

铁矿石价格

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；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 12 月进口铁矿石价格下跌出现阶段性极值并随后开始缓慢回升。随后在

2016 年第四季度出现一波快速反弹，但随着价格快速反弹，厂商生产热情开始回升，增加了市场供给，进口铁矿石价格自 2017 年第一季度末期出现快速下跌，已接近国产铁矿石价格水平；随后中国环保制约因素加强，带动加快去产能的红利，铁矿石在下游钢材的价格上涨以及利润颇丰的刺激下，价格不断走高。

图 10 近年国内外铁矿石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

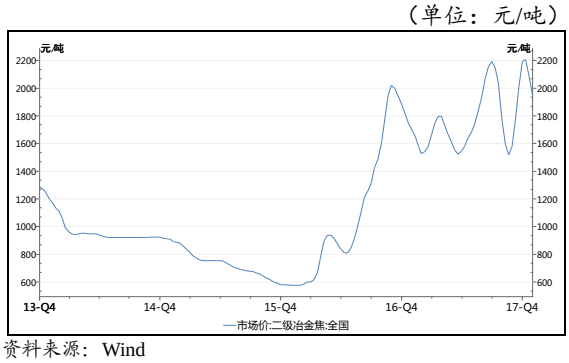
以 62%品位的干基铁精粉矿含税价为例，2014 年 1 月，国产铁矿石价格为 904.76 元/吨，进口铁矿石价格为 914.07 元/吨，同比分别下降 3.01%和 7.91%。从国内外铁矿石价格表现上看，2014 年以前国产铁矿石价格长期低于进口铁矿石价格，但随着进口铁矿石供大于求的市场环境逐步显现，加之国内矿山普遍开采难度较大，矿石品位有限导致开采成本较高，2014 年初至 2015 年末国内外铁矿石价格出现倒挂且两者价差不断扩大，自 2016 年初至今两者价格差额逐渐缩小。2017 年年初，铁矿石价格稳步增长，但 2 月下旬开始急速下跌，跌幅超过 40%，之后价格再次回升，并于 8 月下旬上涨至 79 美元/吨，随后又跌至 58 美元/吨，10 月开始，铁矿石价格一路上行，目前维持在 75 美元/吨。钢强矿弱的局面导致钢矿价差扩大，钢铁企业承压有所减轻，利润水平有望持续增加。

②焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约 80%左右的焦炭用于炼铁，20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

图11 全国二级冶金焦日市场价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind

价格方面，焦炭价格波动较大，自 2016 年开始总体呈上升趋势，全国二级冶金焦市场价从 2016 年初的 580 元/吨的水平大幅回升，2016 年 11 月底已达到 2020 元/吨。随后的冬季限产使得钢厂的库存较为充足，焦煤价格随之承压下跌；2017 年，焦炭市场价格呈“V”走势，1~6 月中旬，焦炭市场承压。钢厂开工率维持低位，又因之前采购力度较大，钢厂现库存已至饱和状态，采购积极性较弱，焦炭市场整体呈弱势运行；6 月中旬至 9 月中旬，焦炭价格呈上涨趋势；9~11 月，受钢铁行业进入需求淡季，钢企库存压力增大，开工率降低，后期有减产迹象，钢厂焦炭库存居高不下，使得焦炭价格逐渐回落；11~12 月，随着环保限产的持续推进，焦化企业开工率下降，焦炭大幅走高。进入 2018 年，下游钢厂补库基本阶段性完成，对焦炭采购需求回落。焦炭市场价格已经达到一个高度，继续上行空间十分有限，预计后期焦炭价格或将稳中下调。

4. 行业政策

2016年2月4日，国务院发文《国务院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），明确从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。

2016年11月14日，工业和信息化部印发了《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提

出了引导性的调整升级目标。

环保政策方面，环保政策持续收紧，且执行力度往往是从严执行。2017 年 3 月 23 日，环保部等部委联合印发了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，2017 年 8 月 21 日，再次印发了《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求“2+26”城市各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限停产方案，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%。2018 年钢铁行业将面临更加严峻的环保趋势，《环境保护税法》和《水污染防治法》均已于 2018 年 1 月 1 日起开始实行，钢铁企业的环保成本将进一步上升，钢铁行业所面临的环保形势更加严峻。

5. 行业关注

钢铁行业兼并重组

针对中国钢铁行业产能过剩的局面，以往也有兼并重组的案例，但多是由政府主导和推动，而并非市场化的重组，且地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难，重组后的企业多出现整而不合的局面，未能有效发挥优势互补，达到兼并重组的目的。与以往不同的是，2016 年以来的兼并重组，市场化特色明显。本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

钢铁行业去杠杆

根据公布数据，2016 年全国共化解粗钢产能超过 6500 万吨，2017 年再压减钢铁产能 5000 万吨的目标也已经基本完成，并且目前部分省份也表示“十三五”钢铁去产能任务已经完成，可以说钢铁行业“十三五”规划设定的“用 5 年时间再压减粗钢产能 1~1.5 亿吨”的目标基本实现，去杠杆或将成为下一步供给侧改革的重点。

目前钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。目前钢铁行业已签订债转股框架协议共涉及十家钢铁企业，整体规模较小，而真正实施债转股的仅有中钢集团等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为去杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化去杠杆的途径有待进一步拓展。

联合资信认为，目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，达到去杠杆的目的。中钢协提出了通过 3~5 年努力，钢铁行业平均负债率要降到 60%以下的目标，要达到这一目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利是有一定要求的。中国大型钢铁企业主要为国有企业，自身往往存在人员负担重，财务费用高等问题，这些因素对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的局面，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

钢铁企业转型升级

目前中国钢铁产能过剩主要体现为结构性产能过剩，低端产品竞争激烈，高端产品仍需进口。同时考虑到环保及安全政策趋严，对钢铁企业生产工艺提升提出一定要求。在国家大力推进供给侧结构性改革、坚定不移化解钢铁过剩产能、三令五申严禁新增产能的背景下，产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

联合资信认为未来钢铁企业转型升级主要体现为以下三方面，产品结构调整：推进钢铁产品向中高端发展，改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题。制造工艺提升：发

展智能制造，逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式。加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备，提升钢铁行业绿色发展水平，实现可持续发展。产业布局调整：抓好产能置换审核关，严禁以任何理由新增钢铁产能。同时调整中国钢铁“北重南轻”的布局。

经过2016年以来的去产能政策影响，中国已经累计压减钢铁产能超过1.15亿吨，同时还清除了1.4亿吨“地条钢”产能，未来去产能空间有限。后期钢铁行业工作重心或将转向行业兼并重组、去杠杆、产品转型升级等。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态。

六、基础素质分析

1. 产权状况

陕西省国资委以实物方式出资，出资比例100%；陕西省国资委为公司的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 2018 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；近三年公司煤炭产能分别为 11274 万吨/年、11242 万吨/年及 11830 万吨/年。另外，陕西省政府已明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，根据勘探，神府南区拥有的煤炭资源储量达 300～400 亿吨，随着未来对神府南区的进一步勘探和开采，公司的资源储备将大幅增加；2017 年公司采煤机械化程度达到 99.90%。

公司子公司陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕煤股份”）于2014年1月28日在上海证券交易所上市（股票代码：601225），截至2017年3月底，公司持有陕煤股份63.69%股权，系陕煤股份控股股东。

综上所述，公司资源储备丰富，规模优势突出，具备较强的市场竞争力。

七、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员发生以下变化：新增杨永红女士任公司监事。

杨永红女士，女，1967年6月出生，中共党员，研究生学历，高级政工师。曾先后担任陕西省煤炭运销集团公司综合部副主任，陕西煤业化工集团公司综合部副主任，陕西煤业化工建设集团党委副书记、纪委书记、工会主席、监事会主席，陕西煤业化工集团有限责任公司工会副主席；2017年8月至今任陕西煤业化工集团有限责任公司工会副主席、监事。

根据公司章程的有关规定，公司应有董事9名。由于目前陕西省国资委尚未审议委派，公司实有董事5名，暂缺4名。

除此之外，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

公司以煤炭生产与销售为核心，向下游煤化工及煤电行业延伸，现已形成多元化发展格局。

表 4　近年公司主营业务情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 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	427.54	22.51	24.42	509.07	24.13	37.16	755.30	29.21	44.65	188.93	32.20	33.00
钢铁产品	447.88	23.58	-2.08	516.10	24.47	0.51	667.38	25.81	6.77	90.02	15.34	15.06
化工产品	283.08	14.91	13.49	329.25	15.61	12.76	377.93	14.62	9.46	114.06	19.44	11.60
施工业务	50.17	2.64	9.05	26.55	1.26	15.33	42.00	1.62	12.76	7.91	1.35	7.60

机械产品	18.53	0.98	21.87	12.42	0.59	16.34	13.40	0.52	15.78	8.45	1.44	20.07
其他业务	671.83	35.38	4.75	716.00	33.94	2.71	729.77	28.22	8.38	177.35	30.23	5.57
合计	**1899.03**	**100.00**	**9.15**	**2109.39**	**100.00**	**12.29**	**2585.78**	**100.00**	**18.83**	**586.72**	**100.00**	**17.27**

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。

受 2016 年下半年以来煤炭、钢铁行业景气度有所回升影响，2017 年公司实现主营业务收入 2585.78 亿元，同比增长 22.58%。

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

从毛利率来看，随着供给侧改革的逐步推行，煤炭价格于 2016 年下半年开始出现持续的恢复性上涨，再加上公司积极进行的降本增效举措，2017 年公司煤炭业务毛利率同比提升 7.49 个百分点至 44.65%。受 2016 年末钢铁价格有所上涨、钢铁行业景气度有所回升影响，2017 年钢铁业务毛利率同比提升 6.26 个百分点至 6.77%，盈利水平有所改善，但仍然较低。2017 年公司化工业务产品销量和售价有所上升，但受煤炭价格上升较快等因素影响，公司该板块毛利率有所下滑，2017 年为 9.46%，较上年下降 3.30 个百分点。受毛利率水平较高的煤炭业务收入大幅增长影响，2017 年公司整体毛利率明显回升，同比上升 6.54 个百分点，为 18.83%。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 586.72 亿元，占 2017 年全年的 22.69%，实现毛利率 17.27%，较 2017 年有所下降。同期，受煤炭价格高位震荡的影响，煤炭业务毛利率较 2017 年下降 11.65 个百分点，为 33.00%；钢铁业务毛利率延续了 2017 年的上升趋势，为 15.06%；受主要化工产品售价上升影响，化工业务毛利率有所增加，为 11.06%。

总体看，跟踪期内，受益于 2016 年下半年以来煤炭、钢铁等行业景气度的回升及公司积极进行的降本增效举措，公司主营业务收入保持良好增长态势，盈利能力持续改善。

煤炭业务

从煤炭储量来看，截至 2018 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。优势主要有两点：一是优质的动力煤资源充足。随着黄陵二号煤矿、彬长大佛寺煤矿、陕北新矿区等新建和改扩建项目陆续建成投产，优质动力煤产能有所提升；二是黄陵矿业公司的配焦煤、高炉喷吹煤市场在逐步开发扩大，并且产量潜能较大。劣势主要在于：一是贫瘦煤市场竞争能力下降。随着发电企业老机组关停改建，对贫瘦煤需求逐渐降低，同时贫瘦煤热值低，未来竞争力下降。二是韩城瘦精煤、高炉喷吹煤虽受市场欢迎，但总产量不足。

从矿区和生产企业分布来看，目前公司主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，下设铜川矿务局、蒲白矿务局、澄合矿务局、韩城矿务局、黄陵矿业公司和陕北矿业公司等 8 家主要煤炭生产企业，现有全资和控股生产矿井 33 座，参股矿井 5 座，基建矿井 4 座。

从煤炭生产、销售来看，公司 2017 年煤炭产量有所增长，2017 年公司煤炭产量 14010.00

万吨，同比增长 11.25%；同期，公司煤炭销量 13650.40 万吨，同比上升 9.55%。从销售价格来看，受煤炭行业整体景气度于 2016 年下半年有所回升影响，该年度公司商品煤销售均价为 358.98 元/吨，同比大幅上升 61.70%。2018 年一季度，公司商品煤平均销价 380.55 元/吨，较 2017 年上升 6.01%。

表 5　公司销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭产量	12710.82	12593.40	14010.00	3466.35
商品煤销量	12268.22	12460.10	13650.40	3368.00
商品煤平均销售价格	163.07	222.01	358.98	380.55

资料来源：公司提供

注：煤炭销量不含外购煤部分；商品煤平均销售价格为坑口价。

随着渭北老区资源的逐步减少，陕煤集团未来将逐渐把生产重心向开发条件较好的彬黄西区和陕北新区转移，重点发展彬长、黄陵、神府、榆神和榆横矿区。

煤炭运输方面，陕煤集团省内铁路运输主要依靠西延线、西平线、梅七线、陇海线；省外铁路运输主要依靠侯月线、陇海线、西合线、西康线。受地理位置所限，铁路运输一直是制约其发展的重要瓶颈。西延线是省内北煤南运的唯一通道，但受运力所限，年运煤量不足 500 万吨。西平线是彬长矿区主要运输线路，但由于资金问题一直缓建，而陕北煤炭向东的唯一通道为神华集团的专用线（神朔线）。为解决煤炭外销的运输瓶颈问题，陕西省以资源换运量的方式与神华集团达成相关协议，神华集团将利用自有铁路每年为陕煤化集团提供 1500~2000 万吨的运力。另一方面，陕煤集团按照控股建设矿区铁路专用线、参股建设重要国铁干线的思路，积极投资相关铁路建设。目前，正在筹建的蒙西至华中铁路煤运通道预计将于 2018 年投运，该通道设计运输能力 2 亿吨，建成后将有效缓解陕煤集团煤炭运输压力。

总体看，跟踪期内，煤炭行业景气度有所回升，煤炭价格自 2016 年下半年以来出现持续的恢复性上涨，公司煤炭业务维持突出的主业地位，煤炭资源储量丰富、品质优良，是公司煤炭业务稳步发展的重要支撑。

煤化工业务

煤化工产业是公司重点打造的煤炭下游产业，也是公司支柱产业之一。

煤化工产品产能上，化肥方面，截至2017年底公司已形成尿素147万吨/年、磷铵20万吨/年的生产能力；焦化产业方面，目前公司的焦化业务已形成焦炭450万吨/年、兰炭575万吨、甲醇110万吨/年的产能；盐化产业方面，截至2017年已形成烧碱80万吨/年、聚氯乙烯110万吨/年产能；油品产业方面，截至2017年底已形成147.50万吨/年的油品产能。

从化工产品销售来看，2017年公司主要化工产品销量为尿素164.10万吨、甲醇105.10万吨、焦炭405.90万吨、聚氯乙烯113.50万吨、烧碱73.20万吨，全年化工业务实现收入377.93亿元，占主营业务收入的14.62%。在行业整体处于产能过剩的态势下，公司加强煤化工板块的管理，通过降本增效提升利润空间，但受煤炭价格上升较快影响，公司化工板块盈利能力有所回落，2017年毛利率9.46%，较上年下降3.30个百分点。受主要煤化工产品价格上升影响，2018年一季度化工板块毛利率较2017年有所回升，为11.60%。

总体看，跟踪期内，化工业务产能利用率有所提高，销量也有所增长。

表 6 公司主要化工产品产销情况（单位：万吨）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	172.49	174.40	170.24	174.81	165.10	164.10	46.72	39.35
甲醇	85.66	64.13	84.35	65.53	94.60	105.10	24.60	25.33

焦炭	383.04	367.08	331.27	360.54	394.20	405.90	85.08	86.83
聚氯乙烯	106.28	112.66	113.65	113.91	115.00	113.50	29.85	25.79
烧碱	76.03	71.07	77.58	75.88	78.10	73.20	20.34	20.15
磷铵	18.65	17.19	16.72	18.43	19.60	19.60	4.98	4.95
石油焦	--	--	--	--	--	--	--	--
兰炭	339.80	314.28	337.55	326.34	464.20	428.20	124.02	92.00
油品	72.03	70.83	73.45	73.19	95.30	93.00	24.35	24.11
合计	**1253.98**	**1191.64**	**1387.17**	**1388.39**	**1426.10**	**1402.60**	**359.94**	**318.51**

资料来源：公司提供

钢铁业务

钢铁业务作为公司“煤—焦—铁”产业链的最终一环，是公司业务的重要组成部分，2013年公司合并陕西钢铁集团有限公司（以下简称“陕钢集团”），陕钢集团为公司钢铁业务运行主体。截至2017年底，陕钢集团总资产371.10亿元，所有者权益32.00亿元，2017年全年实现营业收入474.05亿元，净利润16.16亿元。截至2018年3月底，陕钢集团总资产379.43亿元，所有者权益37.36亿元，2018年1季度实现收入90.02亿元，净利润5.54亿元。

截至2017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。2017年公司累计分别生产粗钢1023.80万吨、钢材913.01万吨，同比均有所下降。销售方面，受益于2016年下半年钢铁行业景气度的回升，陕钢集团钢材平均售价为3388.00元/吨，同比大幅上升58.62%，钢铁板块实现收入667.38亿元，同比增长29.31%。2018年第一季度钢铁行业延续了钢材价格上升的趋势，钢材平均售价大幅上升至3519.24元/吨，钢铁板块实现收入90.02亿元。

总体看，跟踪期内钢铁行业景气度有所回升，钢材价格整体呈现上升趋势，盈利能力持续改善。

表7 公司钢铁业务情况（单位：万吨、%）

产品	科目	2016年	2017年	18年1~3月
生铁	产能	996.00	996.00	996.00
	产量	730.84	987.02	241.20
	产能利用率	73.38	99.10	24.22
粗钢	产能	1010.00	1010.00	1010.00
	产量	730.27	1023.80	258.87
	产能利用率	72.30	101.37	25.63
钢材	产能	1290.00	1290.00	1290.00
	产量	629.73	913.01	246.65
	产能利用率	48.82	70.78	19.11

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内钢铁行业景气度有所回升，钢材价格整体呈现上升趋势，盈利能力持续改善。

其他业务

公司其他非煤业务主要涉及物流贸易、电力、机械制造等。

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

电力方面，2017年公司电力业务稳中有升，截至2017年底公司权益装机容量4595.00兆瓦，可控装机容量7145.00兆瓦。公司2017年实现发电量244.03亿千瓦时，售电量225.90亿千瓦时，同比均有小幅上升。2017年公司平均上网电价为413.65元/千千瓦时。2018年第一季度，公司实现发电量66.88亿千瓦时，售电量62.22亿千瓦时，平均上网电价399.15元/千千瓦时。

机械制造方面，该板块业务主要由西安煤矿机械有限公司和陕西建设机械公司负责运营，另外公司下属四大矿务局均有规模不等的机械厂，产品包括煤矿机械、工程机械、民用

机械三大类几十种。2017年公司实现机械制造业务收入13.40亿元，较2016年增长0.98亿元。主要系煤炭开工不足所致。

总体看，跟踪期内公司以煤为基，积极向下游产业及其他产业延伸。

表 8　公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	建设年限	计划总投资	截至 2018 年 3 月底累计投资
小保当一号矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	2013-2019	65.65	27.36
小保当二号矿井及选煤厂项目	1300 万吨/年	2013-2019	68.33	22.65
曹家滩矿井及选煤厂项目	1500 万吨/年	2013-2019	65.06	38.19
孟村煤矿项目	600 万吨/年	2013-2019	39.32	33.69
小庄煤矿项目	600 万吨/年	2013-2019	52.08	46.67
30 万吨/年煤制乙二醇项目	30 万吨/年煤制乙二醇及配套工程	2015-2019	54.95	16.5
靖边至神木集运铁路项目	线路全长 232.68 公里，发运量 1 亿吨/年	2017-2020	153.95	32.66
合计	--	--	**499.34**	**217.72**

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2018年3月底，公司在建项目计划总投资合计499.34亿元，累计投资217.72亿元。整体看，公司将面临一定对外融资需求。

靖神铁路位于陕西省北部榆林市，沿线途径神木县、榆阳区、横山县和靖边县四个县区，北起包西铁路神木西站，穿越榆神、榆横两大矿区，连接包西、蒙华等大能力煤运通道，南与蒙华铁路靖边北站相接，正线全长 233.661 公里，同步建设小纪汗至哈达汗至红石桥正线 59 公里，在小纪汗至红石桥之间形成双单线，大保当至郭家滩支线 19.19 公里；黄蒿界站至杨桥畔站支线 11.99 公里；孟家湾至红石峡联络线 29.24 公里，巴拉素至转水庙联络线 8.153 公里。投资估算 193.66 亿元。

项目设计运输能力近期为6500万吨，远期为7770万吨（均不含通过量）。其中：神木西至红石峡去向近、远期分别为2500万吨、3000万吨；孟家湾至靖边北去向近、远期分别为4000万吨、4770万吨，远景输送能力1亿吨。

整体看，靖神铁路是蒙华铁路集疏运系统的重要组成部分，是榆横、榆神矿区的公共运输通道。对于完善榆林区域路网布局、增强路网灵活性、强化榆林煤炭南运通道、保障国家能源安全、促进陕北能源化工基地建设均有重大的现实意义和长远的战略意义。

九、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

公司 2017 年度纳入合并范围的二级子公司为 53 家，其中新增纳入合并范围二级子公司 3 家，减少 2 家，合并范围变化对公司财务报表的可比性影响不大。

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

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 4709.98 亿元，所有者权益合计 1377.72 亿元（含少数股东权益 983.31 亿元、永续债 100.00 亿元）；2018 年 1～3 月实现营业总收入 590.63 亿元，利润总额 30.24 亿元。

1. 资产及资本结构

资产

跟踪期内公司资产总额稳步增长，截至 2017 年底，公司资产总额为 4458.20 亿元，同

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

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

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

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

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

截至 2017 年底，公司应收账款为 131.40 亿元，同比下降 8.73%，主要系公司调整结算方式，更多采用票据结算所致。公司应收账款累计计提坏账准备 16.29 亿元，计提比例 11.03%，较去年底增长 2.77 个百分点。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额占 98.36%，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄以 1 年以内为主（占 62.38%）。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 163.89 亿元，同比下降 31.75%。公司其他应收款累计计提坏账准备 17.76 亿元，计提比例 9.78%，计提比例一般。其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 155.33 亿元（占 85.51%），其中 131.69 亿元为无风险组合，不计提坏账准备；其余 23.64 亿元中，账龄在 1 年以内的占 44.13%，1~2 年的占 16.75%，2 年以上的占 39.12%。

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

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

截至 2017 年底，公司非流动资产为 3321.47 亿元，同比变化不大。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.59%）、固定资产（占 43.54%）、在建工程（占 17.62%）和无形资产（占 19.27%）构成。

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

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 317.67 亿元，同比增长 77.69%，主要系本期对联营企业长期股权投资增加 179.75 亿元所致；其中对联营企业增加投资 148.55 亿元，主要包括对陕西铁路集团有限公司投资 153.46 亿元；另 2017 年权益法下确认的投资收益为 19.61 亿元。

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

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

截至 2017 年底，公司无形资产 641.00 亿元，同比增长 6.87%，主要系土地使用权和采

探矿权的增加所致。截至 2017 年底，公司无形资产主要由采探矿权（占 77.98%）和土地使用权（占 13.36%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 4709.98 亿元，较 2017 年底增长 1.50%，主要系非流动资产增加所致。其中流动资产占 28.56%，非流动资产占 71.44%，流动资产比例略有上升。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金充裕，流动性较好；非流动资产以固定资产为主，符合行业特点。公司整体资产质量良好。

所有者权益

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

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 1377.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 394.41 亿元，公司未分配利润为-57.10 亿元，资本公积 237.81 亿元，较 2017 年底变化不大。从归属于母公司的所有者权益构成上看，实收资本比重下降至 25.35%，资本公积比重下降至 60.29%，其他权益工具比重增长至 25.35%。

总体看，公司未分配利润持续下降，少数股东权益快速增长，公司权益稳定性较弱。

负债

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

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

截至 2017 年底，公司应付票据为 174.42 亿元，较上年下降 14.55%。

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

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

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

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

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

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

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

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

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 3332.27 亿元，较 2017 年底下降 6.61%，其中流动负债占 59.85%，非流动负债占 40.15%，非流动负债占比有所上升。

从有息债务结构看，截至 2017 年底公司全

部债务为 2326.83 亿元，其中短期债务占 51.52%，长期债务占 48.48%。如果将流动负债及非流动负债中的其他有息债务部分分别调整至长短期债务中，则截至 2017 年底公司全部债务上升至 2482.28 亿元，短期债务占比上升至 51.63%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 2364.12 亿元，较 2017 年底增长 1.60%，同比变化不大。从债务结构来看，短期债务占 51.40%，短期债务比重有所下降。如果将流动负债及非流动负债中的其他有息债务部分分别调整至长短期债务中，则截至 2018 年 3 月底公司全部债务上升至 2529.75 亿元，短期债务占比上升至 51.57%。

从债务指标来看，截至 2017 年底公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 71.55%、65.28%和 47.63%。2018 年 3 月底，考虑到公司权益类科目中的 50.00 亿元“15 陕煤化 MTN002”、15.00 亿元的“16 陕煤可续债 01”、20.00 亿元的“17 陕煤化 MTN003”及 15 亿元的“18 陕煤化 MTN001”实为债务，将其调整为债务指标后，公司 2017 年底资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 73.38%、67.52%和 51.00%，2018 年 3 月底上述指标分别为 72.62%、67.30%及 50.91%。

总体看，跟踪期内公司债务规模波动中有所下降，但债务负担仍然较重。

2. 盈利能力

2017 年公司实现营业总收入 2600.89 亿元，同比增长 22.63%；2017 年公司营业成本 2098.96 亿元，同比增长 13.45%，增速小于收入增速。受益于 2016 年下半年以来煤炭市场景气度回升，公司营业利润率有所提高，2017 年为 17.74%，较上年上升 6.19 个百分点。

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

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

2017 年公司实现公允价值变动收益-31.54 亿元，同比大幅减少，主要因为 2017 年以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产中的权益工具投资的公允价值大幅下降所致。

2017 年公司实现投资收益 27.40 亿元，同比下降 23.03%。主要为权益法核算的长期股权投资收益 17.86 亿元处置长期股权投资产生的投资收益 2.54 亿元以及其他 2.92 亿元，其中其他类主要为公司处置三供一业资产取得的投资收益。2016 年投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益 8.01 亿元以及其他 22.80 亿元。

2017 年，公司实现营业利润 132.00 亿元，同比大幅上升 880.28%。2017 年，公司获得营业外收入 4.51 亿元，同比下降 80.43%，其中政府补助 3.00 亿元，同比下降 83.19%，主要为公司收到奖补资金 1.96 亿元；同期，公司营业外支出 27.37 亿元，同比增长 321.47 %，其中非流动资产处置损失 21.01 亿元。

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

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 590.63 亿元，同比增长 0.92%；实现利润总额 30.24 亿元，较 2017 年同期增长 19.95%，归属于母公司的净利润同比增长 425.26%。公司本期实现营业利润率 16.02%。

总体看，跟踪期内，受益于煤炭及钢铁行业景气度的回升、公司较好的管理水平及较高的成本管控手段，公司盈利能力持续提高，归属于母公司的净利润由负转正。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入为 2529.11 亿元，同比增长 30.46%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 2295.88 亿元，2017 年公司现金收入比为 88.27%，较上年上升 3.25 个百分点，公司收入质量有所提升。2017 年公司实现经营活动现金净流量 432.99 亿元，较上年大幅增 239.80%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅上涨所致。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 86.97 亿元，同比下降 20.28%，其中收回投资收到的现金 55.63 亿元，同比大幅增长 49.74%。2017 年，公司投资活动现金流出 514.38 亿元，同比增长 148.98%，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金大幅增长所致。2017 年公司投资活动现金流仍表现为净流出状态，投资活动现金流净额为-427.42 亿元，其中固定资产投资保持了较大规模，对外投资规模快速增长。

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

2018 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 78.76 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-47.24 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-5.75 亿元。公司 2018 年一季度现金流呈现净流入状态。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流净额大幅增长，公司获现能力有所上升。受行业景气度回升的影响，固定资产投资保持了较大规模，对外投资规模快速增长。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 65.74%和 58.54%，分别较上年增长 6.79 个百分点和 5.74 个百分点；截至 2018 年 3 月底，上述两指标分别为 67.44%和 59.48%，较 2017 年底继续回升；2017 年公司经营现金流动负债比为 21.58%，较上年大幅提升。总体看，跟踪期内公司短期偿债指标有所好转，但仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015 年~2017 年公司 EBITDA 快速增长，2017 年为 329.99 亿元，较上年大幅上升 41.63%，主要系 2017 年利润总额大幅增长所致。2015 年~2017 年调整后全部债务/EBITDA 持续下降，三年平均值为 10.46 倍，2017 年为 7.52 倍，较上年明显下降。2015 年~2017 年公司 EBITDA 利息倍数持续上升，近三年平均值为 2.37 倍，2017 年为 2.78 倍。总体看，公司对全部债务保护能力持续增强，但偿债压力仍较大。

截至 2018 年 3 月底，公司本部无对外担保事项。

截至2017年底，公司共获得各大商业银行授信总额3426.56亿元，其中未使用额度1301.28亿元，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。

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强。

十、母公司财务分析

截至 2017 年底，陕煤集团母公司合并总资

产 2192.94 亿元，同比增长 2.59%，所有者权益 239.79 亿元，同比下降 28.87%，主要系未分配利润下降所致，资产负债率 89.07%，同比增长 4.84 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，陕煤集团母公司合并总资产 2235.24 亿元，较年初增长 1.93%，所有者权益 237.57 亿元，较年初下降 0.93%，主要系未分配利润下降所致，资产负债率 89.37%，较年初增长 0.30 个百分点。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至最近，公司存续期中期票据分别为 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 MTN001”、50 亿元 5 年期中期票据“15 陕煤化 MTN002”、30 亿元 5 年期中期票据“15 陕煤化 MTN003”、15 亿元 5 年期中期票据“16 陕煤化 MTN001”、30 亿元 3 年期中期票据“17 陕煤化 MTN001”、20 亿元 3 年期中期票据“17 陕煤化 MTN002”、20 亿元 3 年期中期票据“17 陕煤化 MTN003”及 15 亿元 3 年期中期票据“18 陕煤化 MTN001”，存续期内企业债为 15 亿元 3 年期“16 陕煤化可续债 01”，存续期内短期融资券为 30 亿元“17 陕煤化 CP001”、30 亿元“17 陕煤化 CP002”、30 亿元“17 陕煤化 CP003 及 35 亿元“18 陕煤化 CP001”。存续期债券单独年份最高偿还额度合计 160 亿元，为 2020 年到期的“15 陕煤化 MTN001”（10 亿元）、“15 陕煤化 MTN003”（30 亿元）、“17 陕煤化 MTN001”（30 亿元）、“17 陕煤化 MTN002”（20 亿元）和 2020 年公司可选择赎回的“15 陕煤化 MTN002”（50 亿元）、“17 陕煤化 MTN003”（20 亿元）。

2015 年～2017 年，公司 EBITDA 三年平均值为单独年度最高偿还额度的 1.53 倍，2017 年为 2.06 倍，公司 EBITDA 对存续债券保障能力强；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 12.74 倍，2017 年为 15.81 倍；2015 年～2017 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 1.17 倍，2017 年为 2.71 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力强。

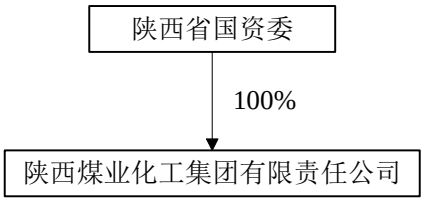
截至最近，公司一年内需偿还的债券额度共计 225 亿元（含额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP001”、额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP002”、额度 30 亿元的短期融资券“17 陕煤化 CP003”、额度 35 亿元的“18 陕煤化 CP001”和额度 40 亿元的中期票据“13 陕煤化 MTN002”、额度 10 亿元的中期票据“14 陕煤化 MTN001”、额度 15 亿元的中期票据“14 陕煤化 MTN002”、额度 20 亿元的中期票据“14 陕煤化 MTN003”、额度 15 亿元的“16 陕煤可续债 01”）。

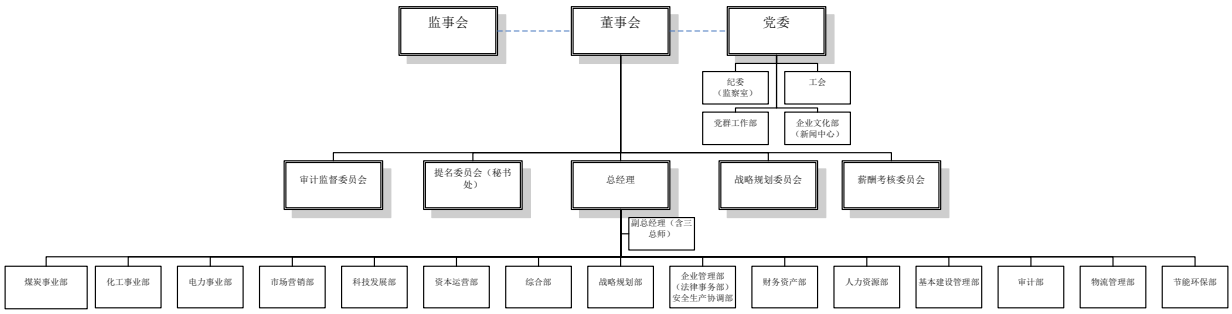
近三年公司现金类资产不断上升，其对存续期内短期融资券的覆盖倍数也不断上升，三年均值为 4.14 倍，2017 年为 4.52 倍，现金类资产对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 2.30 倍，2017 年为 2.51 倍；截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 549.51 亿元，为存续期内短期融资券的 4.40 倍，为一年内需偿还的债券额度的 2.44 倍，跟踪期内，公司现金类资产对存续期内一年内需偿还的债券保障能力强；近三年公司经营活动现金流入量对存续期短期融资券的覆盖倍数的均值为 16.30 倍，2017 年为 20.23 倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 9.06 倍，2017 年为 11.24 倍；公司近三年经营活动现金净流量对存续期内短期融资券的覆盖倍数三年均值为 1.50 倍，2017 年为 3.46 倍，对一年内需偿还的债券的覆盖倍数三年均值为 0.83 倍，2017 年为 1.92 倍。现金类资产及经营活动现金流入量对一年内需偿还的债券的保障能力强。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持陕煤集团的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“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”、“15陕煤化MTN003”、“16陕煤化MTN001”、“16陕煤可续债01”、“17陕煤化MTN001”、“17陕煤化MTN002”、“17陕煤化MTN003”、“18陕煤化MTN001”的信用等级为AAA和“17陕煤化CP001”、“17陕煤化CP002”、“17陕煤化CP003”及“18陕煤化CP001”的信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	468.74	518.14	564.50	549.51
资产总额(亿元)	4371.07	4458.20	4640.60	4709.98
所有者权益(亿元)	890.61	902.79	1320.12	1377.72
短期债务(亿元)	1274.47	1570.96	1281.51	1304.49
长期债务(亿元)	1432.39	1209.53	1200.77	1225.25
全部债务(亿元)	2706.86	2780.49	2482.28	2529.75
营业收入(亿元)	1906.14	2120.95	2600.89	590.63
利润总额(亿元)	0.53	30.03	109.15	30.24
EBITDA(亿元)	173.60	232.99	329.99	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	127.43	432.99	78.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.29	7.41	9.14	--
存货周转次数(次)	13.57	14.43	14.87	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.48	0.57	--
现金收入比(%)	80.91	85.02	88.27	85.51
营业利润率(%)	8.46	11.55	17.74	16.02
总资本收益率(%)	2.01	3.16	4.89	--
净资产收益率(%)	-1.19	1.92	6.07	--
长期债务资本化比率(%)	61.66	57.26	47.63	47.07
全部债务资本化比率(%)	75.24	75.49	65.28	64.74
资产负债率(%)	79.62	79.75	71.55	70.75
流动比率(%)	65.56	58.95	65.74	67.44
速动比率(%)	59.51	52.80	58.54	59.48
经营现金流动负债比(%)	0.05	5.68	21.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	2.10	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	11.93	7.52	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债及长期应付款中的有息债务已相应调整至长短期债务中。3. 截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益中含永续债 100.00 亿元，2015 年~2017 年底，分别含永续债 50.00 亿元、65.00 亿元和 85.00 亿元。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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