

信用等级公告

联合[2014] 1290 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 年度第一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 年度第一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
二零一四年八月十一日



陕西煤业化工集团有限责任公司

2015 年度第一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: 10 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: 置换银行借款

评级时间: 2014 年 8 月 11 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
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
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)	146.23	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	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	22.10	19.17	19.22	--

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

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,联合资信关注到煤化工项目市场风险较大、公司有息债务规模增长快、以及近期煤炭销售业务盈利能力有所下降、新并表的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极强,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,产销规模增长较快。
4. 公司现金流入量及 EBITDA 对本期中期票

据保障能力极强。

关注

1. 煤炭、煤化工及钢铁行业景气度波动下滑，2013年新并表的陕钢集团经营亏损，公司盈利指标持续下滑。
2. 公司拟建项目投资规模大，如拟建项目按计划推进公司未来仍具有一定融资需求。
3. 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。
4. 公司债务规模快速上升，债务负担重，公司面临一定短期支付压力。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕西煤业化工集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、陕西煤业化工集团有限责任公司 2015 年度第一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，经陕国企改革发[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。

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；经理层工作机构设置综合部、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2013年底，公司纳入合并报表范围二级子公司共55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。

二、本期中期票据概况

公司于2014年新注册总额度为30亿元的中期票据，其中公司已于2014年5月份发行了额度20亿元中期票据“14陕煤化MTN003”，本次计划发行剩余10亿元中期票据；2015年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据拟发行额度为10亿元，期限5年。

公司计划将本期中期票据募集资金全部用于置换银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，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、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：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%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；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。

2. 政策环境

财政政策方面，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；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，

自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，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。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

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，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会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。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

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，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，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。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭行业

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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69%，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比(%)		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94

西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 77.71% 分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新疆、甘肃、宁夏、青海地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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。由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

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。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序

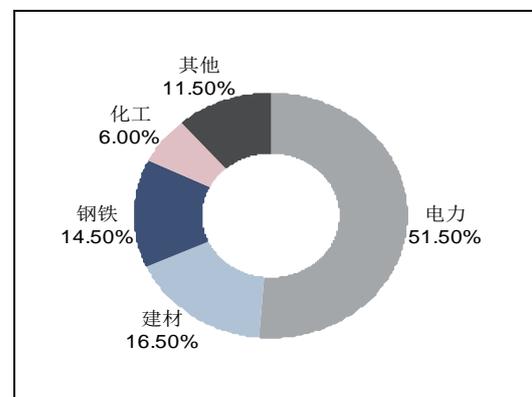
状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

2008~2009 年，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。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。2012 年四季度以来，煤炭行业出现较为明显的下行趋势，在进口煤的持续冲击下，国内煤炭企业经营环境恶化，部分高成本煤矿逐步退出市场，行业整体集中度有所提升，行业龙头的市场地位持续增强。

行业需求与供给

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80% 均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

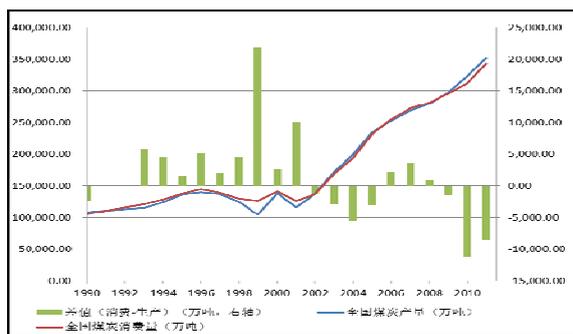
图 1 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从2003年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至2013~2015年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了2003~2008年的快速增长期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

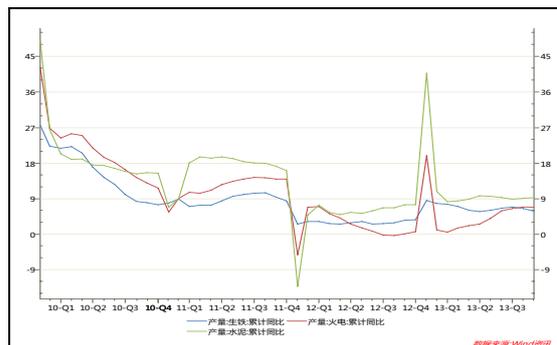
图2 近年中国煤炭生产消费总量



资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

图3 2010年以来煤炭下游主要行业产量增速



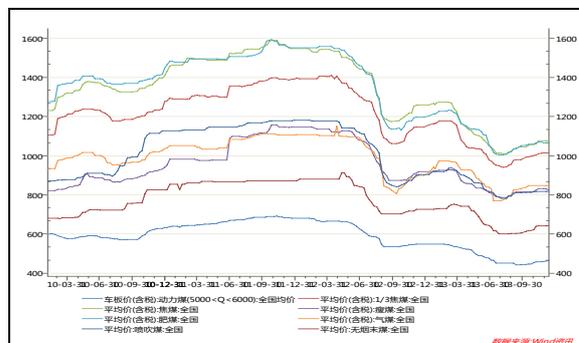
资料来源：国家统计局，联合资信整理

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、冶金煤和喷吹煤，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。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。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4 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

1. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，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33亿吨，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。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，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。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

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。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的 mismatch 可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭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。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。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。

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，重特重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。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

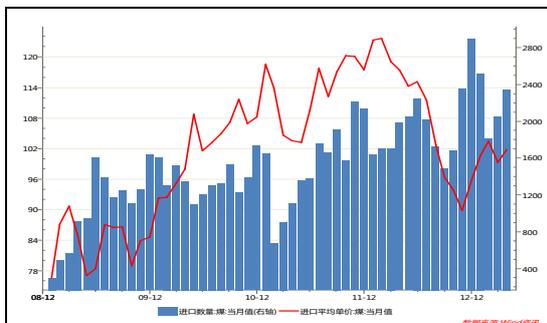
行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国历史上曾长期作为世界主要的煤炭出口国，随着国内能源需求上升及煤炭出口关税政策的调整，自2004年以来，中国煤炭出口量逐年下降，并于2009年成为煤炭净进口国。

图5 近年中国煤炭进口量及进口均价



资料来源：海关总署，联合资信整理

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的

深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年至今国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

2. 行业政策

总体规划

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

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。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

3. 行业发展

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。

2012年下半年以来，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，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国

新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，煤炭行业受2009年4万亿规模的投资负面影响较大，产能过剩明显，2012年下半年以来，煤炭需求下滑严重，行业整体景气度恶化，煤炭价格由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。考虑到煤炭行业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看好。预计“十二五”期间，随着宏观经济结构调整逐步完成，煤炭行业作为基础行业的优势将充分体现。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤

炭企业，具备明显的竞争优势。

（二）煤化工行业

4. 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。2011年中国焦炭产量4.28亿吨，电石产量1737.60万吨，合成氨产量5068.70万吨，甲醇产量2226.90万吨，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，但从目前的技术水平看，国内煤化工的基础产品仍是焦炭，近年受原煤价格上涨及下游需求减缓影响，焦炭生产企业同时面临上下游的压力，利润空间被不断压缩。

图6 焦炭、生铁产量月度同比增长率



资料来源: wind 资讯

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。

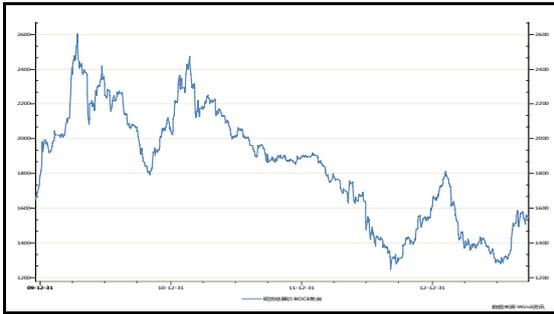
钢铁行业属于强周期行业，生铁产量与宏观经济运行周期紧密相关，受益于城镇化、工业化和农业现代化，钢材市场需求长期向好，保障房建设、基础设施建设、轨道交通及城际

交通系统建设等将直接推升钢材需求。据统计，截止到2012年11月23日，全国26个主要市场五大钢材品种（螺纹钢、线材、热轧板卷、冷轧板卷和中厚板）社会库存量为1192.7万吨，较前一周减少16.5万吨。总库存也创下2009年12月以来的新低。从国际国内的经济形势来看，钢铁价格也都很难在2013年出现大幅度的增长，但是在需求的刺激下，2013年国内钢铁价格走势震荡上涨的可能性较大。

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年国际煤价暴跌，一方面是国际经济低迷，但更主要原因是美国页岩气对美国本土煤炭形成了巨大冲击，美国煤炭企业加大出口后，加大全球煤炭供给过剩。2013年美国气价将维持在页岩气的盈亏平衡点以上，对美国煤炭发电的压力同比减轻，美国煤炭出口增速将较2012年明显回落，进口煤炭对中国的冲击也减轻。2013年全球粗钢产量增幅预计仅为2%。预计2013年炼焦煤市场价格小幅上涨。涨幅整体低于焦炭价格涨幅。截至2013年1月底，国内焦炭价格均价约为1764元/吨。

图7 近年焦炭价格走势



资料来源: wind 资讯

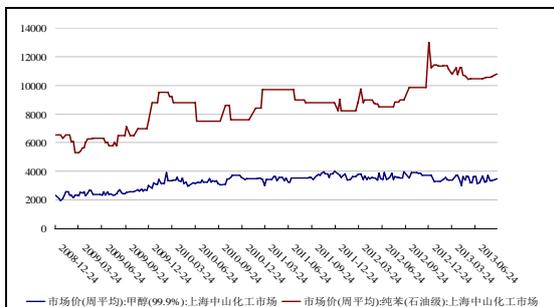
2013 年焦炭市场的走势受两个重要因素影响,一是煤炭的供给依旧保持高位,需求未有明显的提高,煤炭的价格较低迷;二是铁矿在扩产,但铁矿需求并没有明显提高,因此铁矿砂价格将保持稳定甚至稳中有降,这样,钢铁厂对焦炭的成本压力将降低。整体看,尽管 2013 年年初焦炭价格出现高开局面,但供给刚性和下游需求疲软的市场格局没有改观,随后焦炭价格开始快速下探,一度跌到 1300 元/吨左右。2013 年下半年,特别是 8 月份以来伴随宏观经济出现企稳迹象,焦炭价格开始回升。

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,在上游煤炭价格不断上涨的情形下,焦炭企业面临的经营压力较大。

甲醇及纯苯价格

国内煤化工产业链中,目前技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。

图8 近年国产甲醇及纯苯价格走势



资料来源: wind 资讯

甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品,其产量与焦炭产量高度相关,但下游需求主要来自化工行业,与钢铁行业相关度较低,

导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期,甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

受化工行业强周期性传导,甲醇、纯苯价格表现出一定的周期性波动,在经历了 2008 年金融危机及 2009 年四万亿投资计划带来的 U 型反转后,至今基本维持季节性区间震荡格局。

5. 行业关注

产业集群建设

焦炭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

焦化行业对环境影响较大,未来气候环境的硬性指标将会对焦化行业形成较大冲击,低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。焦化企业对工艺、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。

焦化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高新技术、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，为焦化企业转型升级提供科学技术支撑，提升焦化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。

焦油深加工项目，开发高附加值的葱油深加工及精萘、山梨酸钾等产品；开发甲苯、二甲苯等产品；科学实施甲醇、全氨等项目，扩展焦炉煤气利用领域。

上下游产业链跨行业重组

焦化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。

焦化企业建立与上下游企业战略合作机制，完善物流配送体系，企业由焦化生产商向服务商转变，实现焦化企业与上下游行业互利共赢。建立煤炭-焦化-钢铁-银行紧密结合的新型供应链共赢体系。

独立焦化企业与煤炭、钢铁、化工企业紧密型联合重组，整合现有焦化优势产能，最大限度实现生产要素和资源的优化配置，实现产业链纵向整合。

6. 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。

7. 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、葱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，仍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焦化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，达到以焦炭产品为辅，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，依托中国丰富廉价的煤炭资源，焦化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；2013年合计产量达到16.07亿吨，同比增长4.03%；2013年中国以7.79亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的48.47%，产量同比增长8.72个百分点。从产能情况看，截至2013年底，中国粗钢产能约10亿吨，行业产能利用率有所降低，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。

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。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。

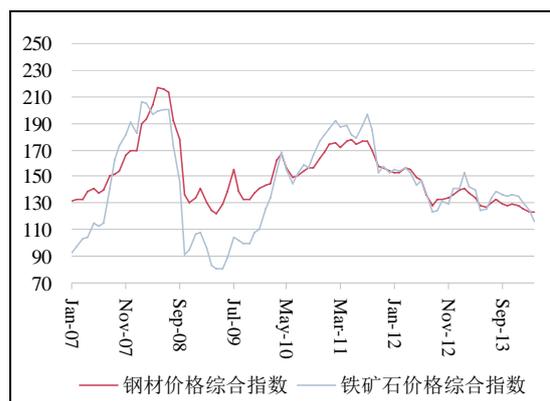
表2 2013年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

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

图9 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数比较



资料来源：www.mysteel.com

铁矿石方面，2012年，受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降与2011年产量基本持平。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。

图 10 中国铁矿石产量及增长率



资料来源：wind 资讯

2012 年，中国进口铁矿石 7.44 亿吨，同比增长 8.45%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%，增速较 2012 年略有提升。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 11 中国铁矿石进口量及增长率



资料来源：wind 资讯

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 3 月，铁矿石价格指数出现大幅下滑，快于钢材价格下跌幅度。

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。

建筑业方面，2012 年，中国建筑业施工面积 98.10 亿平方米，同比增长 15.20%，增速下滑 4.30 个百分点；新开工面积 44.59 亿平方米，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 亿平方米和 112.99 亿平方米，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。跟踪期内，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 t

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。

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。

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11人组成，设总经理1人，副总经理9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。

截至2013年底，公司共有在职人员137468人。从年龄结构看，29岁以下占37.2%，30~39岁占23.9%，40~49岁占28.7%，50~54岁占7.6%，55岁以上占2.6%；从学历构成来看，公

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。

司研究生及以上学历占0.9%，大学本科学历占11.1%，大学专科学历占19.3%，中专学历占23.4%，高中以下占45.2%。

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实验室”，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。

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》加大了应收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长，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。

2013年公司实现主营业务收入1505.43亿元，同比大幅增长77.34%，主要系本期新合并钢铁业务及电力业务增长所致。公司2013年实现毛利率14.83%，较上年下降14.94个百分点，

主要系煤炭、煤化工景气下行及钢铁业务亏损所致。

近年公司煤炭业务稳步增长，受公司产业链逐步完善及合并陕钢集团影响，煤炭在公司收入贡献中占有有所下降，2013年公司煤炭收入占比为30.09%。2013年公司煤炭总产量为12761.30万吨，同比增加1393.30万吨；完成煤炭销售13499.00万吨，同比增加1739.00万吨，实现销售收入452.92亿元，占公司营业收入的30.09%，公司煤炭产销量持续增长，但受煤炭行业景气下行影响，煤炭销售收入与上年基本持平。2014年一季度，公司煤炭产量为2956.30万吨，销量为2799.40万吨，实现销售收入105.27亿元。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2013年公司毛利率较2012年下降8.01个百分点。

总体看，尽管公司煤炭业务生产、销售稳定增长，但限于近年煤炭行业下行影响，公司毛利率有所下降，公司煤炭业务盈利仍处于较好水平。

表3 公司主营业务收入构成（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	100.00	14.30

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，2013年该板块实现主营业务收入226.90亿元，同比增长18.63%。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2013年为11.87%，较上年下降13.09个百分点，2014年一季度为15.70%。

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。2013年该板块实现主营业务收入288.98亿元，毛利率为-0.74%。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，公司该板块面临一定较大压力。

公司其他业务近年快速增长，2013年实现营业收入452.81亿元。公司其他业务板块较2013年增幅较大，部分由于电力业务的快速增长所致，2013年公司电力业务实现主营业务收入114.78亿元。从毛利率来看，公司其他业务毛利率近年波动较大，主要系其他业务结构近年变化较大所致。2013年公司该板块毛利率为7.14%。

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。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、陕西煤炭建设公司、黄陵矿业公司和陕北矿业公司等9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，2013年煤炭行业景气持续下行，公司煤炭产品产销仍保持增长态势。2013年，公司煤炭产品合计产量12761万吨，销量13499万吨，同比分别增加1393.30万吨和1739.00万吨。2014年1~3月，公司煤炭产品合计产量达到2956万吨，销量达到2799万吨。

表4 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	2011年		2012年		2013年		2014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	1160.00	1180.41	1169.97	1163.09	1064	1052.16	294.9	263.83
蒲白矿务局	794.05	824.22	1032.90	928.72	1146.1	1138.13	267.8	253.97
澄合矿业公司	618.93	635.53	656.03	637.27	652.8	644.28	171.3	158.14
韩城矿务局	454.97	302.91	450.51	227	538.9	136.08	117.8	16.23
黄陵矿业公司	1338.48	1280.96	1451.08	1445.28	1451	1448.69	344.9	245.16
陕北矿业公司	510.6	509.26	638.88	639.18	1021.2	1019.31	253.9	252.40
神南矿业公司	4457.40	4440.08	5083.54	5055.41	5626.2	5333.48	1221.71	1145.03
陕西煤炭建设公司	216.44	217.9	175.09	162.39	193	204.41	76.34	63.75
彬长矿业集团	458.51	461.68	710	717.13	1068.3	1084.17	207.87	195.74

其他	176.62	809.05	-	784.54	2.73	1359.92	0.00	105.16
合计	10186.00	10662.00	11368.00	11760.00	12761.3	13499	2956.3	2799.4

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

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，近年来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。2011 年公司商品煤销量为 10662 万吨，同比增长 5.17%；2012 年公司商品煤销量达 11760 万吨，同比增长 10.30%。2013 年煤炭销量为 13499 万吨，同比增长 14.79%。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。

表 5 2013 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	259158.25	6.27%
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	108258.57	2.62%
陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司	84341.04	2.04%
宝鸡华海工贸有限公司	95480.94	2.31%
上海振众燃料有限公司	69906.49	1.69%
合计	617145.29	14.93%

资料来源：公司提供

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 2012 年商品煤平均售价为 345.82 元/吨，比 2011 年 424.13 元/吨的平均价格平均水平下降了 78.31 元/吨，降幅为 18.46%，回落到 2010 年水平。2013 年煤炭市场继续低位运行，公司商品煤平均售价为 275.84 元/吨，同比下跌 20.24%。2014 年一季度，公司商品煤销售价格较上年下跌 6.99%。

表 6 公司煤炭销量及销售价格（元/吨）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
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

煤炭运输

在煤炭运输方面，2013 年公司煤炭销量达 13499 万吨，其中，铁路运量为 5085 万吨，占销售总运量的 37.67%；公路运输 8414 万吨，占销售总运量的 62.33%。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 252.8 公里，正在建设的参股铁路线 282 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。

安全环保

近年来，随着公司规模进一步扩大，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 7 公司近年百万吨煤死亡率（人/百万吨）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
陕煤化集团	0.129	0.044	0.0078

资料来源：公司提供

环境保护方面，2013 年完成节能减排量 13.57 万吨标煤，万元工业总产值综合能耗 1.13 吨标煤、减排二氧化硫 8882.01 吨、减排氨氮 8.29 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 2013 年底已形成合成氨 90 万吨/年、尿素 146 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 450 万吨/年，甲醇 110 万吨/年。

盐化产业方面，截至 2013 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。

表 8 公司主要煤化工产品产能情况

产品名称	科目	2013 年	14 年 1-3 月
尿素	产能（万吨/年）	146	146
	产量（万吨）	114.07	38.18
	产能利用率（%）	78.13	--
甲醇	产能（万吨/年）	110	110
	产量（万吨）	76.16	19.14
	产能利用率（%）	69.24	--
焦炭	产能（万吨/年）	450	450
	产量（万吨）	348.11	70.48
	产能利用率（%）	77.36	--
聚氯乙烯	产能（万吨/年）	110	110
	产量（万吨）	76.47	24.41
	产能利用率（%）	69.52	--
烧碱	产能（万吨/年）	88	88
	产量（万吨）	55.55	17.03
	产能利用率（%）	63.13	--
磷铵	产能（万吨/年）	20	20
	产量（万吨）	10.87	2.49
	产能利用率（%）	54.35	--
石油焦	产能（万吨/年）	13	13
	产量（万吨）	3.01	0.83
	产能利用率（%）	23.15	--
兰炭	产能（万吨/年）	635	635
	产量（万吨）	341.54	69.88
	产能利用率（%）	53.79	--
油品	产能（万吨/年）	47	47
	产量（万吨）	40.47	11.92
	产能利用率（%）	86.11	--

资料来源：公司提供

2013 年公司主要化工产品销量为尿素 117.26 万吨、甲醇 76.62 万吨、聚氯乙烯 74.44

万吨、焦炭332.93万吨和烧碱56.68万吨，全年化工业实现收入226.90亿元，占公司主营业务收入收入的15.07%，得益于产能释放，公司化工板块收入规模快速增长。2014年1-3月，公司

实现化工产品收入51.71亿元，主要化工产品销量为尿素34.22万吨、甲醇9.55万吨、焦炭53.17万吨、烧碱16.86万吨、兰炭53.17万吨。

表9 公司主要化工产品产销情况(万吨)

产品	2011年		2012年		2013年		2014年1-3月	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
尿素	60.07	64.98	77.76	75.03	114.07	117.26	38.18	34.22
甲醇	28.72	13.07	65.67	41.19	76.16	76.62	19.14	9.55
焦炭	143.93	147.21	259.61	262.63	348.11	347.30	70.48	72.31
聚氯乙烯	33.66	32.5	62.04	61.78	76.47	74.44	24.41	20.41
烧碱	25.81	24.46	45.03	44.41	55.55	56.68	17.03	16.86
磷铵	14.78	14.93	15.65	15.37	10.87	10.77	2.49	2.15
石油焦	7.59	7.49	8.91	9.13	3.01	2.95	0.83	0.87
兰炭	277.32	263.29	315.35	311.09	341.54	332.93	69.88	53.17
油品	28.44	28.77	37.1	37.37	40.47	39.60	11.92	10.30
合计	620.32	596.7	887.12	858	1066.25	1058.55	254.36	219.84

资料来源：公司提供

化工产品销售方面，公司尿素商品主销售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。

公司甲醇产品主销售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售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售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，进而带动公司化工板块盈利能力下降。公司化工板块面临一定经营压力。

表 10 公司主要化工产品销售价格（元/吨）

产品名称	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
尿素	2080.88	1328.97	1687.48
甲醇	2500.00	2093.49	2028.01
焦炭	1244.00	1037.73	1081.57
烧碱	2415.81	1525.94	1711.84
磷铵	2856.12	1884.882	2239.942
石油焦	1141.29	5252.54	5487.69
兰炭	720.48	472.38	561.08
油品	6798.19	5634.5	6125.51

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2013年底，陕钢集团总资产356.21亿元，总负债329.37亿元，所有者权益26.94亿元，2013年全年实现营业收入470.09亿元，利润总额为-18.21亿元，净利润-15.68亿元。

截至2013年底，陕钢集团拥有生铁产能785万吨/年，粗钢产能800万吨/年，钢材产能800万吨/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，2013年公司累计生产粗钢800.19万吨；钢材783.51

万吨。

表 11 公司钢铁产能情况

产品	科目	2012 年	2013 年
生铁	产能（万吨/年）	785.00	785.00
	产量（万吨）	654.16	767.32
	产能利用率（%）	83.33	97.75
粗钢	产能（万吨/年）	800.00	800
	产量（万吨）	665.30	800.19
	产能利用率（%）	83.16	100.02
钢材	产能（万吨/年）	800.00	800
	产量（万吨）	604.55	783.51
	产能利用率（%）	75.57	97.94

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。2013年龙钢公司烧结固体燃料消耗为54.04千克/吨；炼铁综合焦比为526.17千克/吨；炼钢钢铁料消耗1017.42千克/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52.59千克/吨，比上年同期降低9.12千克/吨；炼铁综合焦比为504.94千克/吨，比上年同期降低37.17千克/吨；炼钢钢铁料消耗为1029.02千克/吨，比去年同期降低41.64千克/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。2013年，公司主要生产钢材原材料中精矿粉为1007元/吨，同比小幅增长0.9%；球团矿1172元/吨，较上年同期减少46.06%；外购焦炭1181元/吨，较上年下降15.34%；喷吹煤745元/吨，较上年下降18.04%。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 12 2013 年公司钢铁销售价格（万吨，元/吨）

项目	2013 年		14 年 1-3 月	
	销量	平均售价	销量	平均售价
粗钢	52.32	2882.27	5.95	2650.56
钢材	784.36	3051.12	165.38	2866.65

资料来源：公司提供

销售方面，2013年，钢材价格继续下降，

陕钢集团钢材平均售价为3051.12元/吨，2014年一季度平均售价为2866.65元/吨。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784.36万吨。

总体看，陕钢集团并入公司报表后，由于亏损严重，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电力、机械制造、施工、铁路等。

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。2013年公司权益装机容量2384兆瓦，可控装机容量4695兆瓦。公司2013年实现发电量212.56亿千瓦时，售电量198.01亿千瓦时。

表 13 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)	2013 年	
			发电量 (亿千瓦时)	售电量 (亿千瓦时)
华电石门	600	306	22.1608	20.7402
大唐石门	600	306	22.4808	20.9889
运城电厂	1200	612	59.3511	55.7988
信阳华豫	960	490	46.6361	43.923
洛热电厂	600	300	28.4168	26.5182

电厂名称	可控装机容量 (MW)	权益装机容量 (MW)	2013 年	
			发电量 (亿千瓦时)	售电量 (亿千瓦时)
双源电厂	405	203	16.694	14.5454
略阳电厂	330	168	16.8229	15.4911
合计	4695	2384	212.5625	198.0056

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。2013年公司实现机械制造业务收入20.83亿元，较2012年基本持平。2014年一季度，公司实现机械制造业务收入4.58亿元。

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，2013年，公司实现施工业务收入62.99亿元，较2012年下降13.40%。2014年一季度，公司实现施工业务收入14.77亿元。

铁路方面，公司目前正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，2011~2013年的销售债权周转次数呈现波动下降，三年平均值为6.69次，2013年为6.45次；近三年，公司存货周转次数呈现波动上升，三年平均值为10.53次，2013年为12.02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，2013年为0.48次。总体看，公司经营效率正常。

7. 未来发展

根据“十二五”规划目标，公司未来将按两步设定：首先是到2012年，煤炭产能增加到

1.5亿吨，主要煤化工产品达到1000万吨，销售收入突破1000亿元，实现利税200亿元；在此基础上，到2015年即“十二五”末，煤炭产能达到2亿吨，煤化工产品超过2000万吨，销售收入实现2000亿元，利税达到500亿元。根据

公司投资计划，公司未来资本支出规模仍较大。从资金筹措看，公司将通过自有资金和债务融资为主。综合分析，公司在建项目较多，投资规模大，公司面临较大对外融资需求。

表 14 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

表 15 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
清水园大型煤炭分质清洁高效转化示范项目（一期）	榆林	3000 万吨/年煤转化	2014-2016	146	22	62	62
靖神铁路	靖边至神木	总长 198km	2014-2016	147	27	60	60
尔林兔矿井	榆林	年产 3600 万吨矿井	2014-2018	280	40	60	60
澄合矿区矸石电厂	合阳	2×350MW	2014-2016	30	0.05	15	14.95
尔林滩资源储备	榆林	储备 74 亿吨煤炭储量	2014-2016	100	10	45	45
合计	-	-	-	703	99.05	242	241.95

资料来源：公司提供

总体来看，公司未来发展规划符合煤炭企业延伸产业链，形成煤化工、煤电上下游一体化的煤炭行业发展趋势。钢铁集团的划入有助于进一步完善产业链及盈利能力的快速恢复，但目前钢铁产业受宏观周期影响大，公司规划如能顺利实施将有助于提高公司的综合竞争力和抗风险能力。但由于煤化工等行业均属国家宏观调控产业，公司发展受国家宏观政策的影响较大，未来投产与经营尚存在一定不确定性；公司盈利能力持续下滑，如拟建项目如期推进，公司对外部融资需求将上升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 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 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企业为 55 家，其中新增纳入合并范围子公司 6 家，主要系从事电力业务的子公司及陕钢集团。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，该合并对公司产

生一定负面影响。鉴于 2013 年公司合并范围变化后其资产负债及经营规模快速上升，以下财务分析以 2013 年财务数据为主。

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。

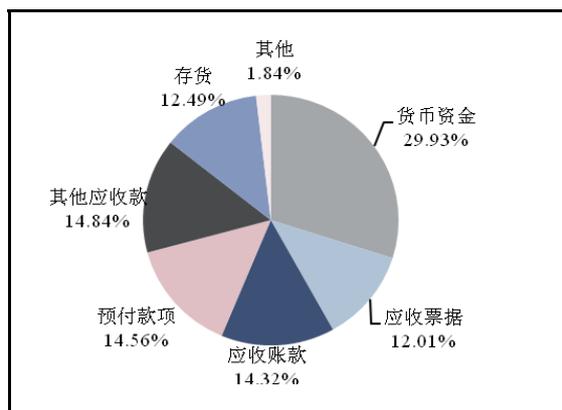
截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 3696.23 亿元，所有者权益 718.49 亿元（其中少数股东权益 448.10 亿元）；2014 年 1~3 月实现营业收入 336.34 亿元，利润总额 2.19 亿元。

2. 资产质量

截至 2013 年底，公司资产总额为 3484.87 亿元，同比增长 26.33%，增长主要系公司本期新合并陕钢集团等企业所致。截至 2013 年底公司资产中流动资产占 29.93%，非流动资产占 70.07%，公司本期非流动资产比重有所上升。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 1043.05 亿元，同比增长 10.85%。截至 2013 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。

图12 公司2013年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 312.19 亿元，同比下降 11.02%。公司本期货币资金主要由银行存款（占 78.98%）和其他货币资金（占 20.97%）构成。其中公司本期其他货币资金主

要系银行承兑汇票保证金及保函保证金。

截至 2013 年底，公司应收票据 125.31 亿元，同比大幅增长 49.13%。部分由于公司合并陕钢集团所致。公司应收票据主要系银行承兑汇票（占 96.97%），其余系商业承兑汇票。

截至 2013 年底，公司应收账款为 149.36 亿元，同比增长 36.99%，公司应收账款累计计提坏账准备 8.78 亿元，计提比例 5.55%。其中按组合计提坏账准备应收账款（占 40.36%）账龄以 1 年以内为主（占 83.12%）。

截至 2013 年底，公司预付款项为 151.83 亿元，同比增长 21.06%，公司预付款项主要系预付工程及设备款。

截至 2013 年底，公司其他应收款为 154.82 亿元，较上年小幅下降 1.29%。公司其他应收款中代省政府支付的探矿权价款账面余额共计 102.86 亿元，其账龄为 2-3 年。公司其他应收款累计计提坏账逐步 4.29 亿元。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 2013 年底，公司存货账面价值为 130.32 亿元，同比增长 57.12%。公司存货账面余额为 132.81 亿元，累计计提跌价准备 2.49 亿元，公司存货主要系原材料（占 39.30%）、自制半成品（占 8.45%）、库存商品（占 27.83%）及工程施工已完工未结算款（占 7.94%）。

截至 2013 年底，公司其他流动资产为 2.96 亿元，同比资金 88.06%。公司 2012 年底对陕钢集团提供内部贷款 22.71 亿元，由于当期公司未对其合并报表，故该科目 2012 年底规模较大。

截至 2013 年底，公司买入返售金融资产为 9.72 亿元，主要系公司子公司开源证券开展业务所致。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 2441.82 亿元，同比增长 26.33%，增长部分系本期对陕钢集团等公司合并报表所致。本期公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.72%）、固定资产（占 40.06%）、在建工程

(占 29.70%) 和无形资产 (占 14.58%) 构成。

截至 2013 年底, 公司长期股权投资合计 212.93 亿元。

截至 2013 年底, 公司固定资产原值 1373.81 亿元, 累计计提折旧 390.36 亿元, 计提减值准备 5.31 亿元, 公司固定资产账面价值 978.14 亿元, 固定资产成新率为 71.20%。公司固定资产主要系房屋、建筑物 (占 43.07%) 和机器设备 (占 51.55%)。

截至 2013 年底, 公司在建工程 725.20 亿元, 较 2012 年底增长 80.79%, 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、小庄矿等煤炭、煤电、煤化工项目。

截至 2013 年底, 公司无形资产为 355.96 亿元, 以探矿权 (占 52.29%)、采矿权 (占 25.54%) 和土地使用权 (占 18.25%) 为主。

截至 2013 年底, 公司其他非流动资产合计 67.89 亿元, 主要是公司铁路客运专线。

截至 2014 年 3 月底, 公司资产总额合计 3696.23 亿元, 较 2013 年底增长 6.07%, 主要系流动资产增长所致。其中流动资产占 32.89%, 非流动资产占 67.11%, 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 2013 年底, 公司所有者权益合计为 682.41 亿元, 同比下降 2.92%。其中归属于母公司所有者权益合计 273.93 亿元。截至 2013 年底, 公司未分配利润为 8.50 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 -36.88 亿元) 所致。截至 2013 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 58.99%, 专项储备占

2.13%, 未分配利润占 3.10%。截至 2014 年 3 月底, 公司所有者权益合计 718.49 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 270.39 亿元, 公司本期未分配利润为 1.37 亿元, 较 2013 年底下降 83.86%。归属于母公司的所有者权益构成较上年变化不大。总体看, 公司未分配利润快速下降, 考虑到公司较大规模的实收资本, 公司权益稳定性尚可。

负债

截至 2013 年底, 公司负债合计 2802.45 亿元, 较上年增长 36.34%。公司负债构成中流动负债占 60.20%, 非流动负债占 39.80%, 公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底, 公司流动负债合计 1687.00 亿元, 较上年增长 55.20%。公司流动负债主要由短期借款 (占 30.42%)、应付票据 (占 9.44%)、应付账款 (占 21.06%)、其他应付款 (占 7.78%)、一年内到期的非流动负债 (占 9.56%) 和其他流动负债 (占 13.65%) 构成。

截至 2013 年底, 公司短期借款为 513.24 亿元, 较上年增长 77.42%。公司短期借款以信用借款为主 (占 87.03%)。

截至 2013 年底, 公司应付票据为 159.23 亿元, 较上年增长 229.25%, 主要系本期合并陕钢集团所致。截至 2013 年底, 公司应付账款合计 355.27 亿元, 其中 1 年以内的占 86.40%, 1~2 年占 10.33%, 2 年以上的占 3.27%。

截至 2012 年底, 公司其他应付款合计 131.30 亿元, 主要系暂收增资扩股款、设备质保金、工程质保金等。其中 1 年以内的占 58.40%, 1~2 年的占 29.45%, 2 年以上的占 12.15%。

截至 2013 年底, 公司其他流动负债合计 230.30 亿元, 主要是信托融资款 230 亿元, 计入公司短期有息债务。

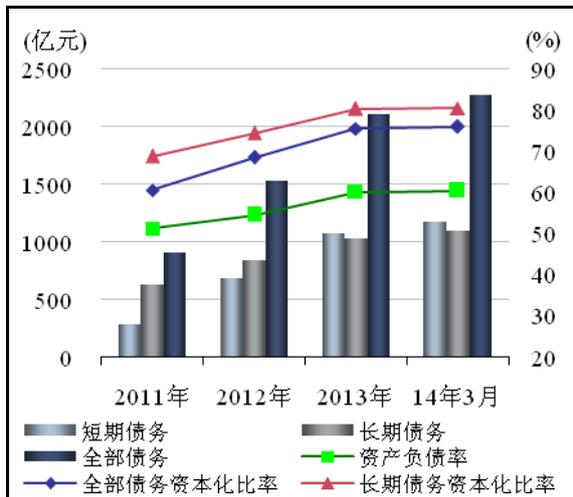
截至 2013 年底, 公司非流动负债合计 1115.46 亿元, 主要由长期借款 (占 65.71%)、应付债券 (占 18.83%)、长期应付款 (占 6.98%) 和其他非流动负债 (占 6.02%) 构成, 其中长

期应付款中融资租赁28.55亿元，计入长期有息债务中。

从有息债务结构看，2013年底公司全部债务为2107.01亿元，其中短期债务占50.93%，长期债务占49.07%。截至2014年3月底，公司全部债务为2272.17亿元，较上年底有所上升，其中短期债务占51.58%，其债务结构较上年底变化不大。

从债务指标来看，截至2013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加权平均值分别为80.42%、75.54%和60.24%；2014年3月底上述指标分别为80.56%、75.98%和60.49%。

图13 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

2013年公司实现营业总收入1507.78亿元，同比增长69.73%，公司收入规模快速增长主要系新合并钢铁及电力业务所致；2013年公司成本同比增长102.38%，快于收入增长。2013年公司实现营业利润率14.01%，较上年下降13.21个百分点。

2013年公司期间费用较上年大幅增长22.22%。其中销售费用及财务费用增长较快，

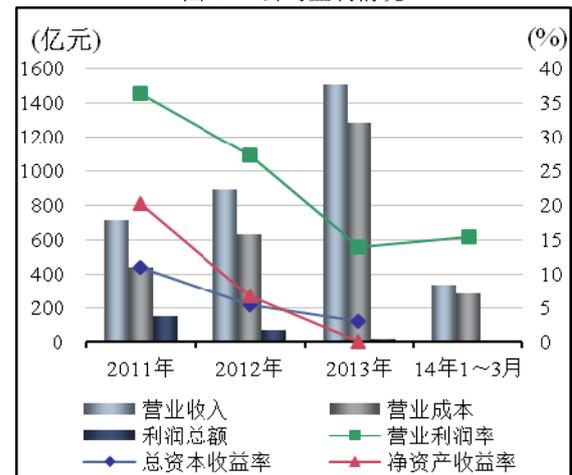
分别同比增长90.18%和35.74%，公司2013年财务费用为79.86亿元，规模较大系公司债务规模较大所致。2013年公司期间费用率为14.22%，较上年下降5.53个百分点。

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79.79%。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%。

图14 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，限于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。

5. 现金流

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14.02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，公司经营性现金流入量规模较大，公司获现能力较强。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，2011~2013年公司流动比率和速动比率持续弱化，2013年分别为61.83%和54.10%，分别较上年下降24.74个百分点和24.83个百分点；2014年3月底以上两指标分别为67.85%和59.79%；2013年公司经营现金流动负债比分别为6.06%，较上年上升1.99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，2011~2013年公司EBITDA波动下降，其中2013年为192.16亿元，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，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。

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10亿元，占公司2014年3月底长期债务的0.91%，全部债务的0.44%，对公司现有债务结构影响很小。

截至2014年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为80.42%和75.54%，公司于2014年5月分别发行两期中期票据“14陕煤化MTN002”（额度15亿元）和“14陕煤化MTN003”（额度20亿元）。不考虑其他因素，考虑以上两期中期票据，本期中期票据发行后，公司资产负债率及全部债务资本化比率将分别升至80.80%和76.33%，考虑到本期中期票据用于置换银行借款，公司实际债务规模保持不变。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年公司经营活动现金流入量规模持续增长，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为1090.77亿元，为本期中期票据发行额度的109.08倍，其中2013年公司经营活动

现金流入量为1322.37亿元，为本期中期票据发行额度的132.24倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为66.18亿元，为本期中期票据的6.62倍，其中2013年为102.29亿元，为本期中期票据的10.23倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力极强。

2011~2013年，公司EBITDA加权平均值为197.77亿元，为本期中期票据发行额度的19.78倍，其中2013年公司EBITDA为192.16亿元，为本期中期票据发行额度的19.22倍，对本期中期票据覆盖能力极强。

考虑公司于2014年发行的额度分别为10亿元、15亿元、20亿元，期限均为5年期的三期中期票据“14陕煤化MTN001”、“14陕煤化MTN002”和“14陕煤化MTN003”，以上三期中期票据及本期拟发行中期票据额度合计55亿元（以上四期中期票据简称“四期中票”），考虑公司对四期中票覆盖能力，公司EBITDA加权平均值及2013年值对三期中票保障倍数分别为3.60倍和3.49倍；公司经营活动现金流入量三年平均值和2013年值分别为四期中票的19.83倍和24.04倍；公司经营活动现金流量净额三年平均值和2013年值分别为三期中票的1.20倍和1.86倍。公司EBITDA及经营活动现金流入量对四期中期票据保障能力好。

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

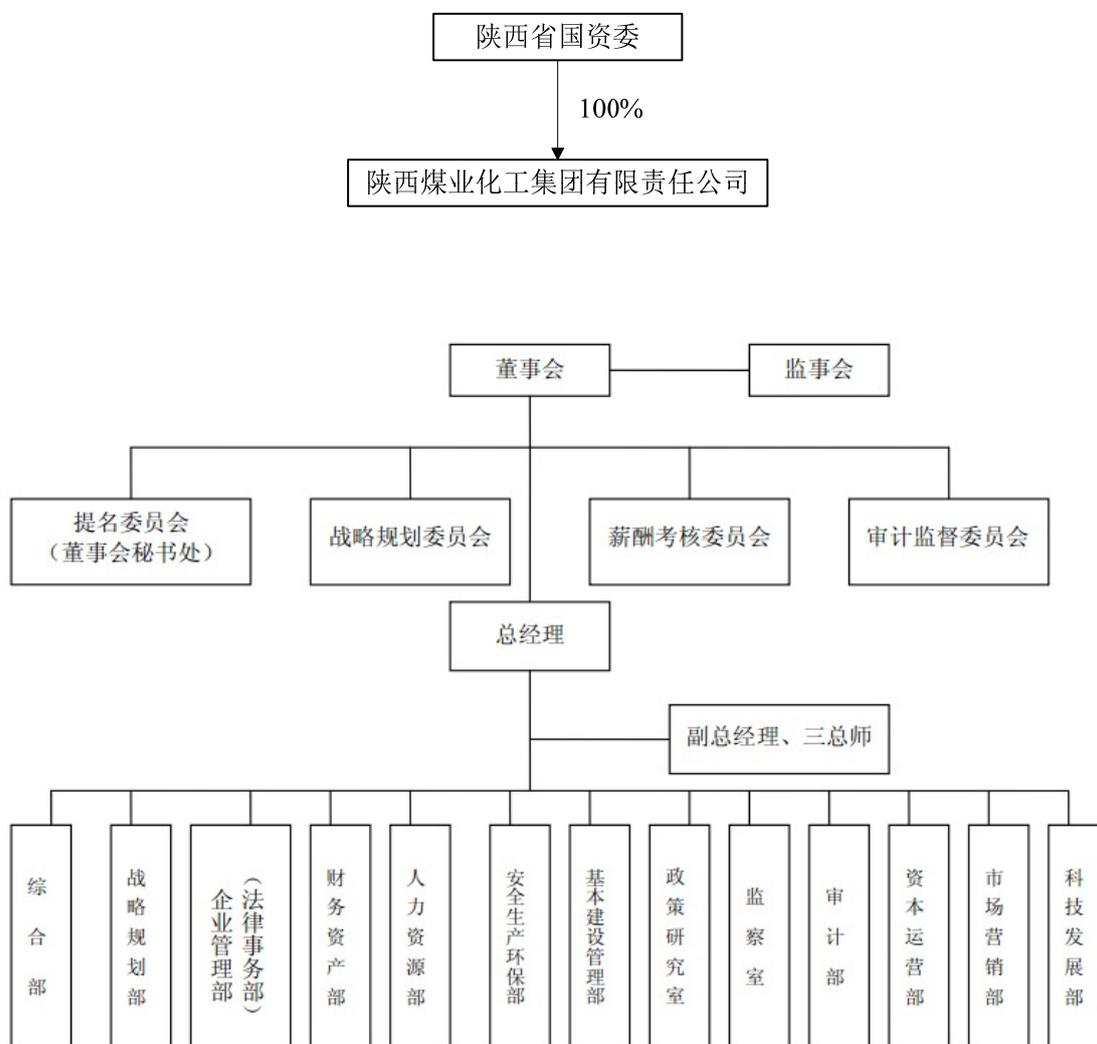
公司作为陕西省最大的煤炭生产企业，资源储备丰富，规模优势明显，技术水平突出，已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的煤炭产业循环发展格局，产业链完整。公司近年快速发展，资产和收入规模快速增长。受公司所在行业景气下行影响，公司主业盈利能力有所下降。公司债务规模快速增长，债务负担较重，同时公司拟建项目计划投资规模较大，如期如期推进公司公司面临较大对外融资需求。伴随

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	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)	146.23	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
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	77.76	91.35	132.24	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.87	4.43	10.23	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	22.10	19.17	19.22	--

注：公司2014年1季度财务数据未经审计。

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年度第一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
评级业务专用章
二零一四年八月十一日

