

跟踪评级公告

联合〔2020〕1535号

陕西煤业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

陕西煤业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

陕西煤业股份有限公司公开发行的“17 陕煤 01”和“18 陕煤 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

陕西煤业股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

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

债项信用等级:

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 陕煤 01	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.5.31
18 陕煤 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.5.31

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 16 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,054.07	1,205.30	1,266.84	1,307.44
所有者权益 (亿元)	585.70	663.89	761.70	802.66
长期债务 (亿元)	117.19	149.34	110.68	64.57
全部债务 (亿元)	225.56	228.61	202.82	210.22
营业收入 (亿元)	509.27	572.24	734.03	183.35
净利润 (亿元)	157.26	159.29	166.32	34.09
EBITDA (亿元)	224.49	237.70	260.18	--
经营性净现金流 (亿元)	169.31	197.58	192.00	26.88
营业利润率 (%)	50.16	43.65	36.01	28.89
净资产收益率 (%)	30.49	25.50	23.33	--
资产负债率 (%)	44.43	44.92	39.87	38.61
全部债务资本化比率 (%)	27.80	25.61	21.03	20.75
流动比率 (倍)	0.93	1.10	1.25	1.20
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.00	1.04	1.28	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.90	26.11	20.89	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	7.48	7.92	8.67	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3. 2020 年一季度数据未经审计, 部分指标未年化; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对陕西煤业股份有限公司 (以下简称“公司”或“陕西煤业”) 的跟踪评级, 反映了公司作为国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一, 是陕西省唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业。2019 年, 公司商品煤销售规模进一步扩大, 带动营业收入及利润规模保持增长, 经营活动现金流情况保持良好, 债务负担仍很轻。同时, 联合评级也关注到公司经营业绩易受行业景气度波动影响, 煤炭采掘业安全生产压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司在建矿井的投产、优质产能的释放, 公司整体竞争力及盈利能力有望得到增强。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望维持“稳定”, 同时维持“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 煤炭储量丰富, 行业地位突出。公司为我国陕北大型煤炭基地的主要开发主体之一, 是陕西省属唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业, 煤矿储量优势仍很明显, 行业地位突出。

2. 业务规模进一步扩大, 带动经营业绩的进一步提升。2019 年, 公司商品煤销售规模的扩大, 带动公司整体经营业绩进一步提升, 同时投资收益也对公司的利润规模形成补充。公司经营活动现金流保持大规模净流入态势。

3. 债务规模有所减少, 债务负担仍很轻。2019 年, 公司债务规模有所下降, 负债水平较低, 债务负担仍很轻。

关注

1. **煤炭行业受宏观经济影响较大。**公司所处煤炭行业受国家宏观经济政策以及宏观经济环境影响较大。跟踪期内，公司业务仍较为单一，经营业绩受煤炭行业景气度影响仍较大。

2. **安全管理压力较大。**煤炭采掘属于高危行业，矿井的不可预测事故将可能对公司生产的连续性造成重大影响。

分析师

余瑞娟 登记编号（R0040218040004）

周珂鑫 登记编号（R0040218060004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

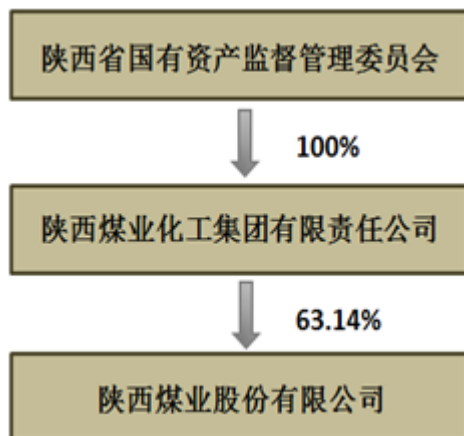
分析师：   司司
联合信用评级有限公司

一、主体概况

陕西煤业股份有限公司（以下简称“公司”或“陕西煤业”）成立于 2008 年 12 月，是经陕西省国资委《关于设立陕西煤业股份有限公司的批复》（陕国资发改委〔2008〕518 号）文件批准，由陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“集团”或“陕煤化集团”）作为主发起人，将其控股的陕西铜川煤业有限公司、陕西韩城煤业有限责任公司、陕西澄合煤业有限责任公司以评估后的煤炭主业经营性资产作为出资；中国三峡集团、华能国际电力开发公司、陕西有色金属控股集团有限责任公司、陕西鼓风机（集团）有限公司四家发起人以现金出资共同发起设立。公司股本总额为 90 亿股，其中陕煤化集团持有 63.90 亿股，占公司股本总额的 71.00%。

2014 年 1 月 28 日，陕西煤业在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：“陕西煤业”；股票代码：601225.SH），公司总股本增至 100 亿股。截至 2019 年末，公司总股本为 100 亿股，控股股东为陕煤化集团，持股比例为 63.14%，公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（如下图所示）。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司组织结构变动不大；截至 2019 年末，公司纳入财务报表合并范围的直属全资及控股一级子公司 14 家；在职员工 31,259 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,266.84 亿元，负债合计 505.14 亿元，所有者权益 761.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 582.54 亿元。2019 年，公司实现营业收入 734.03 亿元，净利润 166.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 116.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额 192.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 50.69 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,307.44 亿元，负债合计 504.78 亿元，所有者权益 802.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 610.20 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 183.35 亿元，净利润 34.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 23.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.91 亿元。

公司注册地址：西安市高新区锦业一路 2 号；法定代表人：杨照乾。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕1316号文核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过人民币40亿元（含）的公司债券。公司于2017年8月发行首期公司债券，债券名称为“陕西煤业股份有限公司面向合格投资者公开发行2017年公司债券（第一期）”，债券简称“17陕煤01”，债券代码“143234.SH”，发行规模10亿元，债券期限3年。公司于2018年4月发行第二期公司债券，债券名称为“陕西煤业股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第一期）”，债券简称“18陕煤01”，债券代码“143598.SH”，发行规模20亿元。

“17陕煤01”、“18陕煤01”均无担保。

“17陕煤01”、“18陕煤01”募集资金扣除相关费用后全部用于偿还金融机构借款，与募集说明书承诺的募集资金用途、使用计划及其他约定一致。公司于2019年8月12日支付“17陕煤01”自2018年8月10日至2019年8月9日期间的利息，于2020年4月27日支付“18陕煤01”自2019年4月27日至2020年4月26日期间的利息。

三、行业分析

公司主营煤炭开采和销售，属于煤炭行业。

1. 行业概况

2019年以来，随着供给侧改革的实施接近尾声以及优质产能的逐步释放，需求增速有所放缓，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格在高位震荡下行。2020年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭供给平稳、需求减少，煤炭价格下滑。未来随着优质产能的进一步释放，煤炭供给有望进一步宽松，煤炭价格预计呈下探态势。

2016年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。

2019年以来，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，需求增速有所放缓，煤炭价格呈平稳下降趋势。2020年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭行业加快推进煤矿复工复产，保障了特殊时期的煤炭供应。受各行业推迟复工影响，下游需求有所减弱，煤炭价格有所下滑。

未来随着优质产能的进一步释放，煤炭供给有望进一步宽松，煤炭价格预计呈下探态势。

2. 煤炭供需

2019年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给有所增加，煤炭进口维持较严格管控；受我国宏观经济增速放缓影响，煤炭下游需求增速有所放缓，煤炭供需紧平衡状态有所缓解。2020年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭供给平稳、需求减少。

（1）煤炭供给

煤炭生产方面，2016年2月，国务院发布《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、以下简称“《意见》”），提出用3年至5年时间，煤炭产能再退出5亿吨

左右、减量重组 5 亿吨左右，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨。供给侧改革政策落实效果明显，我国煤炭产量出现明显下滑，带动煤炭价格开始出现大幅上涨；根据国家统计局数据，2016 年我国全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%。2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.24 亿吨，同比增长 3.31%，产量有所回升。2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.83 亿元，同比增长 4.53%，增速同比提高 1.11 个百分点。2019 年，我国原煤产量 38.50 亿吨，同比增长 4.53%，增速与上年持平。截至 2019 年底，累计退出煤炭落后产能 9 亿吨/年以上，安置职工 100 万人左右，超额完成《意见》提出的目标。

煤炭进口方面，2017 年 5 月 9 日，国家发改委与多部委《关于严格控制劣质煤炭进口有关措施》，要求限制进口煤同比下降 5~10%；引导市场煤价下行。2018 年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸¹进口煤炭业务陆续开展；2018 年 4 月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继 2017 年 7 月后重启并有所升级。2019 年以来，伴随着国内煤炭价格持续回落，进口煤继续保持管控严格态势。从煤炭进口量看，根据国家统计局数据，2017—2019 年，我国煤炭进口量分别为 2.71 亿吨、2.82 亿吨和 3.00 亿吨，同比分别增长 6.01%、4.05%和 6.31%，进口量增速较 2016 年的 25.23%大幅下降。

进口煤炭转运方面，2017—2019 年，全国铁路发运煤炭分别为 21.55 亿吨、23.81 亿吨和 24.60 亿吨，同比分别增长 13.3%、10.4%和 3.3%；主要港口发运煤炭量分别为 7.3 亿吨、8.1 亿吨和 7.8 亿吨，同比分别增长 12.9%、增长 7.5%和减少 1.0%。2019 年总运输量增速有所放缓，煤炭运输量整体较为稳定。

新冠肺炎疫情发生以来，煤炭行业加快推进煤矿复工复产，保障了特殊时期的煤炭供应。2020 年一季度，全国规模以上煤炭企业原煤生产完成 8.3 亿吨，同比减少约 400 万吨，供给量较为稳定。

（2）下游需求

煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其分别约占煤炭消费总量的 44%、20%、8%和 4%。2018—2019 年，公司电力行业全年耗煤约 21 亿吨和 22.9 亿吨，钢铁行业耗煤 6.2 亿吨和 6.5 亿吨，建材行业耗煤 5 亿吨和 3.8 亿元，化工行业耗煤 2.8 亿吨和 3.0 亿吨；2019 年除建材行业外下游行业耗煤量同比均有所增加。

从下游火电行业看，电力生产方面，根据国家统计数据，2017—2019 年我国火电发电量分别为 4.61 万亿千瓦时、4.98 万亿千瓦时和 5.17 亿千瓦时，同比分别增长 4.91%、7.98%和 3.73%，其中 2019 年受新能源装机比重上升、我国经济增速放缓等因素影响，增速下滑 4.24 个百分点。电力消费方面，2017—2019 年，我国全社会用电量分别为 63,094 亿千瓦时、68,449 亿千瓦时和 72,255 亿千瓦时，年均复合增长 7.01%。其中，2019 年全社会用电量比上年增长 4.5%。其中，第一产业、第二产业、第三产业和居民生活用电量分别增长 4.5%、3.1%、9.5%和 5.7%，增速较上年分别下降 5.3 个百分点、4.1 个百分点、3.2 个百分点和 4.7 个百分点，需求增速均有所放缓。

从下游钢铁行业看，2018 年，国内粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 6.6%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于 2017 年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求由正规钢铁企业填补。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点，发展较

¹ 一类口岸指由国务院批准开放的口岸（包括中央管理的口岸和由省、自治区、直辖市管理的部分口岸），二类口岸指由省级人民政府批准开放并管理的口岸。

为平稳。

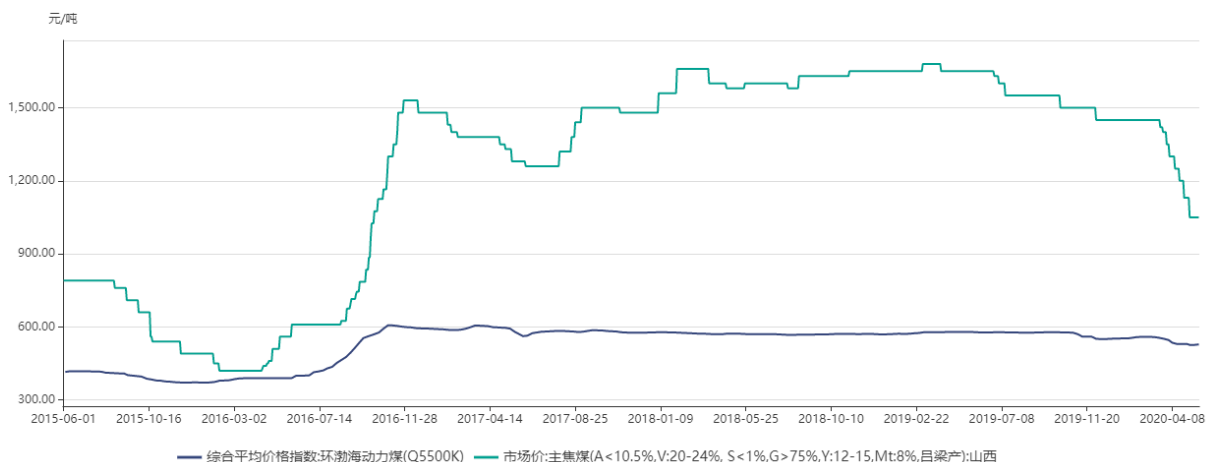
新冠肺炎疫情发生以来，受各行业推迟复工影响，煤炭下游需求减少，2020年一季度全国煤炭消费量8.7亿吨左右，同比减少6.8%。

3. 煤炭价格

2019年以来，随着去产能接近尾声以及先进产能的释放，煤炭供需实现紧平衡逐步缓解，煤炭价格震荡下行。随着优质产能的继续释放及2020年新冠肺炎疫情带来的需求减弱影响，煤炭价格继续下行；未来随着疫情逐渐受控，煤炭价格下行空间将受到抑制。

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于2016年下半年出现大幅上涨，之后保持较高水平。2018—2019年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。具体看，2018年以来，环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；2018年随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动上升，2019年以来在高位小幅下降。

图2 近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1,296元/吨、887元/吨和1,068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，疫情爆发初期，受煤矿延迟复工及运输受限影响，煤炭价格迎来小波上扬；后随着各地煤矿陆续复工，煤炭下游受疫情影响需求受到抑制，煤炭价格呈下滑态势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1,194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间将受到抑制，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

4. 行业政策

经过煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境

治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。随着“十三五”去产能目标任务提前完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能。

煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《意见》为起点，国家陆续出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要为 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列政策稳定煤价。2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、推进煤炭去产能的产能置换和职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。进入 2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。

根据国家发改委发布的《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号）和《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016 年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。

2019 年 5 月，国家发改委印发《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》（发改能源〔2019〕764 号），要求煤矿冲击地压防治工作要深入贯彻落实习总书记关于安全生产重要论述要求，坚持以人民为中心的发展思想，始终把矿工的生命安全放在首位，以坚决遏制煤矿冲击地压重特大事故为目标，坚持问题导向、科学施策，积极推进煤矿安全生产形势持续稳定好转。提出高度重视煤矿冲击地压防治工作、严格控制新建冲击地压矿井、分类处置存量冲击地压矿井、加快推进落后产能淘汰退出、强化冲击地压防治科技支撑和投入保障及严格落实安全生产责任制等通知要求。

2019 年 8 月，国家发改委等部委印发《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（发改能源〔2019〕1377 号）提出，力争到 2021 年年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。通过以下两种形式加快退出 30 万吨/年以下煤矿：一是严格执法限期关闭一批。通过严格安全环保质量标准等措施，加快关闭退出不达标的 30 万吨/年以下煤矿。二是政策引导主动退出一批。通过煤炭产能置换、中央财政奖补资金支持等政策，以华北、西北、西南、“两湖一江”及黑龙江省为重点，引导资源条件差、竞争力弱、生态环境影响大的 30 万吨/年以下煤矿主动退出。

2020 年 3 月，国家发改委等部委联合印发《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》（发改能源〔2020〕283 号），以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以科技创新为根本动力，推动智能化技术与煤炭产业融合发展，提升煤矿智能化水平，促进我国煤炭工业高质量发展。

5. 行业关注

（1）行业政策持续性

随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到提振，煤炭企业盈利能力提升。未来煤炭供给端政策、煤炭进口管控政策及宏观经济政策等将对共同影响煤炭企业经营情况。同时需关注在煤炭供给侧改革完成的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩及对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

（2）安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重。近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出；同时，下游各行业环保

的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

（3）新能源挤压传统能源发展风险

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电成本持续下降。我国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。

（4）煤炭价格下行压力加大

目前，煤炭供给侧改革提前完成，优质产能逐渐释放，我国宏观经济增速放缓，加之新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求增长受限。未来煤炭价格或震荡下行，对煤炭企业经营产生一定不利影响。

6. 未来发展

（1）煤炭供需趋于宽松、煤炭价格整体或将震荡下行

目前随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭供给减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格上涨。随着煤炭供给侧改革的完成，未来，优质产能逐步填补产能缺口，虽煤炭进口或将保持严格管控，供给整体将趋于宽松；而受宏观经济增速放缓影响，下游需求受到抑制，动力煤价格或将承压下行。此外，由于焦煤供给增幅有限，未来价格或将保持相对稳定。

（2）行业集中度进一步提升

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小。截至 2019 年末，全国煤矿数量减少到 5300 处左右，建成了千万吨级煤矿 44 处。未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。

（3）产业链进一步完善

供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，加大了电力、钢铁等下游行业成本控制压力，加速了下游企业向上游煤炭行业的延伸。根据中国煤炭工业协会数据，截至 2019 年末，煤炭企业参股控股电厂权益装机容量达 3.2 亿千瓦，占全国燃煤电力装机的 29.4%；参股控股焦化规模占全国焦化总产能的 30%以上。未来煤炭产业链有望进一步完善。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生重大变化，主要管理制度连续，公司管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司仍以煤炭为主业，主业突出；公司收入规模保持增长，煤炭采掘业务毛利率受单位成本上升影响而有所下降。

公司主营煤炭开采和销售，2019 年公司营业收入为 734.03 亿元，同比增长 28.27%，主要系商品煤销售规模提升、销售均价均有所增加所致，公司净利润同比增长 4.42%，主要系煤炭量价齐升和投资收益增加的共同影响所致。2018—2019 年主营业务收入在营业总收入中的占比分别为 96.06% 和 96.20%，主营业务突出。公司其他业务主要为设备及材料的租赁、转供电供水、物资销售、工程及劳务等，其他业务收入在营业总收入中的占比很低。

从营业收入构成看，公司以煤炭采掘业为主，2018—2019 年收入占比均保持在 96%以上，铁路

运输业及其他收入占比很小。2019 年，公司煤炭采掘业收入为 706.15 亿元，较上年增长 28.46%，主要系商品煤销量增加所致。2019 年，公司铁路运输业收入为 11.33 亿元，较上年增长 36.86%，主要系铁路运输量增加所致。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	收入	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭采掘业	487.29	95.68	56.26	549.72	96.06	49.45	706.15	96.20	41.28
铁路运输业	6.21	1.22	35.13	8.28	1.45	39.76	11.33	1.54	43.64
其他	15.77	3.10	36.83	14.24	2.49	24.67	16.55	2.25	24.29
合计	509.27	100.00	55.40	572.24	100.00	48.69	734.03	100.00	40.93

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2019 年公司综合毛利率为 40.93%，较上年下降 7.76 个百分点，主要系煤炭采掘业毛利率下降所致。分业务板块看，2019 年，煤炭采掘业毛利率为 41.28%，较上年下降 8.17 个百分点，主要系按照国家规定计提复垦基金以及资源税率提高，导致单位成本增加所致；铁路运输业毛利率为 43.64%，较上年上升 3.88 个百分点，主要系铁路运量增加、规模效益上升所致；其他业务主要为物资销售，受物资销售类别及结构调整影响，2019 年其他业务毛利率为 24.29%，较上年变化不大。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 183.35 亿元，较上年同期增长 27.28%；实现净利润 34.06 亿元，较上年同期下降 9.86%，主要系商品煤中的贸易煤占比提高所致，其中归属于母公司所有者的净利润 23.56 亿元。

2. 煤炭采掘业

（1）煤炭资源

2019 年，公司仍保持煤炭储量规模优势，煤炭产量有所增长，公司采掘技术维持较高水平。

公司煤炭资源储量丰富，以铜川、黄陵、彬长、陕北四大煤田资源为基础，分布于彬黄矿区、陕北矿区和渭北矿区，煤种以动力煤为主。截至 2019 年末，公司资源储量合计 159.52 亿吨，其中可采储量 96.61 亿吨。

表 2 截至 2019 年末公司煤炭资源储量情况（单位：大卡/千克、万吨）

矿区/煤矿		煤种	发热量	资源储量		核定产能
				保有储量	可采储量	
彬黄矿区	黄陵一号	气煤	5,672	36,617.66	28,630.38	600.00
	黄陵二号	弱黏煤	5,835	82,145.34	55,775.61	800.00
	建庄	弱黏煤	4,949	25,760.30	18,280.4	500.00
	建新	弱黏煤	5,315	16,369.40	9,338.4	400.00
	大佛寺	不黏煤	5,435	95,637.60	57,851.1	600.00
	胡家河	不黏煤	5,693	83,680.00	36,565.5	500.00
	文家坡	不黏煤	5,608	71379.20	33115.63	400.00
小计	--	--	--	411,589.50	239,557.02	3,800.00
陕北矿区	红柳林	长焰煤	5,539	176,894.00	125157	1,500.00
	柠条塔	弱黏煤	5,903	230190.99	152459.71	1,800.00

	张家峁	长焰煤	5,754	73525.80	47353.41	1,000.00
	孙家岔	长焰煤	5,358	60621.89	38564.29	800.00
	韩家湾	弱黏煤	5,134	6447.07	3859.51	300.00
	袁大滩	长焰煤	5125	110970.00	55392	--
	小保当	长焰煤	--	482738.54	278670.36	--
小计	--	--	--	1,141,388.29	701,456.28	5,400.00
渭北矿区	玉华	长焰煤	4,964	24053.20	14558.9	240.00
	陈家山	不黏煤	4,755	7188.30	4294.4	180.00
	下石节	长焰煤	4,981	7724.70	4526.1	185.00
	柴家沟	长焰煤	4,754	3248.40	1723.5	100.00
小计	--	--	--	42,214.60	25,102.90	705.00
合计				1,595,192.39	966,116.20	9,905.00

资料来源：公司提供

产能方面，截至 2019 年末，公司各矿区核定产能维持 9,905.00 万吨，其中陕北矿区、彬黄矿区核定产能分别为 5,400.00 万吨和 3,800.00 万吨。2019 年，公司商品煤总产量 11,494 万吨，较上年小幅增长 6.34%。

表 3 公司商品煤产量情况（单位：万吨）

矿区	2017 年	2018 年	2019 年
彬黄矿区	3,548	3,797	3,836
陕北矿区	5,685	5,966	6,658
渭北矿区	864	1,046	1,000
合计	10,097	10,809	11,494

资料来源：公司年报

开采技术方面，公司矿井采掘机械化程度达 100.00%，较高的机械化水平和综采率提升了采煤效率，减少了矿井人员伤亡。2019 年，公司全员效率为 18.62 吨/工，较上年增长 7.63%；公司自产煤完全成本为 210.51 元/吨，较上年上升 7.15%，主要系税费及矿山地质治理恢复与土地复垦基金增加所致。

表 4 公司生产指标表情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
综采机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
采煤机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度（%）	91.63	92.86	96.64
原煤全员效率（吨/工）	20.44	17.30	18.62
自产煤完全成本（元/吨）	181.71	196.46	210.51
安全费用支出（万元）	175,647.98	110,189.84	173,349.23
百万吨死亡率（人/百万吨）	0.020	0.027	0.035

资料来源：公司提供

安全生产方面，2019 年，公司未发生重大煤矿安全事故；发生较大事故 1 起，“彬长 10.22 窒息事故”，造成死亡 4 人，导致百万吨死亡率有所上升，事故原因为当事人违章操作导致，事故善后工作均已完成。

(2) 煤炭销售

2019 年，公司自产煤和贸易煤销量和销售均价均有所增加，安全费用等期间费用增长导致煤炭单位完全成本上升；公司客户集中度一般，对关联方销售规模较大。

2019 年，公司实现商品煤销售 17,848.96 万吨，较上年增长 24.88%，自产煤和贸易煤均有所增加，其中自产煤销售 11,335.95 万吨，同比增加 800.49 万吨，贸易煤销售 6,513.01 万吨，同比增加 2,755.97 万吨。公司商品煤销售中包含一部分贸易煤，主要为公司原有矿井转让至陕煤化集团后，为避免同业竞争，由公司代销所致；2019 年公司贸易煤销量 6,513.01 万吨，同比增加 2,755.97 万吨。销售价格方面，2019 年，公司商品煤销售均价²为 383.47 元/吨，较上年小幅上升 2.82%。

表 5 公司煤炭产销情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
商品煤产量（万吨）	10,097.00	10,809.00	11,493.81
商品煤销量（万吨）	12,338.00	14,292.50	17,848.96
其中：原选煤	10,383.00	12,083.19	15,701.21
洗煤	1,955.00	2,209.31	2,147.75
煤炭产销率（%）	122.19	132.23	155.29
销售均价（元/吨）	369.50	372.96	383.47
其中：原选煤	358.87	363.88	374.86
洗煤	427.88	422.64	446.44

资料来源：公司年报，联合评级整理

公司陕北矿区煤质优良，但运输线路主要为包西线、太中银线，铁销范围有限。2019 年，公司运输方式采用铁路直达的占比为 57.85%，采用公路运输的占比为 42.15%，铁路占比较上年提升 6.50 个百分点。截至 2019 年 9 月底，蒙华铁路（改名为浩吉铁路）已全线通车并运营。随着浩吉铁路的通车，公司陕北地区大量优质动力煤资源将得以更低价格向湖南、湖北、江西等地输送。但目前浩吉铁路刚开通运营，后续相关运行情况仍需关注。

结算模式方面，公司直供商品煤约有 30 天账期，因其客户主要为大型国有及民营电力企业，回款较为稳定。近年来，受煤炭价格上涨的影响，公司议价能力增强。公司非直供商品煤采取预收方式，客户须预付部分货款，货到后补齐余款。

2019 年，公司前五名客户销售额 1,538,219.52 万元，占年度销售总额 22.96%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 1,061,215.82 万元，占年度销售总额 14.46%，公司销售集中度一般。

3. 铁路运输业

公司自有铁路里程较短，但可有效连接公司主要煤矿和主要外运铁路干线，能为公司铁路销售提供有力的支持，公司铁路业务运行良好。

公司铁路运输业收入为伴随公司销售商品煤产生的铁路运费收入，占公司主营业务收入的比例很小。公司所辖各部分铁路主要由三家铁路公司负责。

黄陵矿业铁路运输公司（以下简称“黄陵铁路”）所属专用线东起西延铁路黄陵站，西至黄陵矿业二号煤矿处的双龙站，正线全长 47.17 公里。截至 2019 年底，黄陵铁路线路标准已达到国铁 II 级标准，年运输能力 1,800 万吨，现已开行 5,000 吨重载列车。铜川矿业铁路运销分公司（以下简称“铜川铁路”）所属专用线分东区和北区两大部分，另有一小部分在市区。截至 2019 年底，铜川铁

² 销售均价为剔除“一票制”结算变化影响后的价格。

路所辖线路共设车站 12 个，涵洞 173 处、桥梁 20 座、隧道 6 座、线路最小曲线半径为 198 米、最大坡度为 30‰，年运输能力在 1,000 万吨。截至 2019 年末，铜川铁路共投入运营内燃机车 16 台（其中：铜川地区运营机车 6 台、陕北地区运营机车 10 台）、榆横项目租赁内燃机车 2 台、轨道车 1 台，矿区专用铁路营运里程 81 公里（其中：营运铁路 15 公里、闲置铁路 66 公里）。陕西红柠铁路有限责任公司（以下简称“红柠铁路”）下辖红柳林至神木西铁路专用线正线全长 42.56 公里，区间设张家峁、柠条塔、侯家母三个车站，最小曲线半径 800 米，最大限制坡度 13‰，车站到发线有效长 1,050 米，满足整列装运条件。2018—2019 年，专运线运量为 2,058.69 万吨和 2,312.23 万吨，2019 年公司运量同比增长 12.32%。

4. 经营效率

2019 年，公司经营效率较高。

2019 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数分别为 14.65 次、36.32 次，较上年的 13.05 次、30.67 次有所提升；总资产周转次数 0.59 次，较上年略有提升。与同行业相比，公司存货和总资产周转效率处于较高水平。

表 6 2019 年煤炭行业主要经营效率指标情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国神华能源股份有限公司	29.61	13.02	0.42
中国中煤能源股份有限公司	21.20	11.35	0.48
陕西煤业股份有限公司	14.65	36.32	0.59

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合评级整理

5. 在建项目

2019 年，公司在建工程仍集中在煤炭工程建设及改造方面，大部分在建项目已处于建设的中后期，资金支出压力不大。公司新增产能的投放、以及神渭管道的完成将进一步增强公司的竞争优势。

从在建及拟建项目情况看，公司未来投资主要集中在煤炭工程建设及改造方面。目前，公司小保当矿井处于建设中，公司煤炭产能规模的扩大、运输条件的改善有助于巩固其在行业内的规模优势和竞争实力。

表 7 截至 2019 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

工程名称	计划总投资	工程累计投入占预算比例	工程进度	尚需投资规模
神渭管输煤炭管道工程	86.34	95.55	91.18	3.89
小保当矿井建设工程	241.64	68.55	70.00	72.49
彬长生产服务中心二期工程	5.86	48.26	64.01	3.20
红柳林洗煤厂洗选系统改扩建工程	2.70	84.19	84.19	0.43
智能物流园区建设工程	7.56	15.26	15.26	6.41
312 国道大佛寺矿区段改线工程	1.07	99.07	70.00	0.01
柴家沟矿通风系统改造	0.56	83.10	88.47	0.10
红柳林井巷改扩建及设备购置工程	5.05	96.76	80.88	4.62
玉华选煤厂改扩建	0.77	92.80	87.26	0.05

黄陵二号矿地下车库及人防工程	0.80	52.10	52.10	0.38
合计	352.35	--	--	91.58

资料来源：公司提供

2019年资本开支实际总额为41.87亿元。主要用于小保当煤矿项目、神渭管道项目、红柳林井巷改扩建及设备购置工程、红柳林洗煤厂洗选系统改扩建项目和彬长生产服务中心二期项目。

2020年资本开支计划19.91亿元。其中：（一）小保当矿井及选煤厂项目计划投资19.69亿元，一号矿井及选煤厂上半年竣工验收，二号矿井及选煤厂矿建二期完工，22煤具备试采条件，生产服务中心土建完工；（二）彬长生产服务中心二期项目计划投资0.22亿元，上半年完成项目竣工验收。

6. 关联交易

公司的关联交易为经营所需，且定价公允，关联交易风险尚属可控。

关联交易方面，为避免陕煤化集团下属煤炭企业与公司的同业竞争，以及陕煤化及下属煤化工企业对公司煤炭产品的需求，公司与控股股东陕煤化集团及其他关联企业之间存在关联交易，上述关联交易是公司生产、经营活动的重要组成部分。公司与陕煤化集团签署了《产品和服务互供协议》、《煤炭委托代理销售协议》和《煤炭销售协议》，与陕煤化集团的关联交易按照市场价格进行交易和结算。公司关联交易情况如下表所示：

表8 公司关联交易情况（单位：亿元、%）

年份	向关联方销售、提供劳务		从关联方采购、接受劳务	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业成本比例
2017年	102.62	20.15	107.68	47.41
2018年	100.53	17.57	139.34	47.46
2019年	115.10	15.68	214.92	49.56

资料来源：公司提供

7. 经营关注

（1）宏观经济增速放缓及煤炭价格大幅波动风险

煤炭作为基础性行业，受下游电力、冶金、建材、化工等相关行业影响较大，未来影响宏观经济的不确定因素很多，如若煤炭价格大幅波动，将对公司煤炭业务规模、利润水平产生较大影响。

（2）公司业务单一

公司专注煤炭业务，2019年，公司煤炭采掘业收入占主营业务收入比例仍保持在95%以上，煤炭行业周期性波动对于公司经营业绩产生显著的影响。

（3）安全生产风险

煤炭行业作为高危行业之一，安全事故的产生将直接导致矿井停产检修，并对公司正常经营生产带来重大影响。

（4）成本上升风险

受生产要素价格上涨、运输价格调整、安全生产投入和环保投入的持续增加、减量置换政策以及国家财政税收政策的调整等因素影响，煤炭生产、销售成本存在上升风险。

8. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身及当前宏观经济形势的发展需要，切实可行。

2020年，公司将深入贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念。坚持绿色发展、清洁利用，坚持产融结合、创新驱动的发展原则。进一步提升公司的经营发展质量。

具体来看，公司将围绕煤炭产业总体发展思路，分析产业发展趋势，统筹谋划产业升级、布局优化、产品结构等要素，进一步明确公司“十四五”规划目标、实施路径和重点任务；加强安全生产管理，强化煤质管理，加强品牌建设，提升煤炭质量和产销适配度；推进建设工作要以“智能矿井、智慧矿区”为目标，并推进“智能矿井、智慧矿区”建设；加快项目建设进度，确保优质产能释放；提高经营管理质量，发挥好对标引领的作用。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年度合并财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2020年一季报未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。从合并范围看，2019年，公司合并范围内新增子公司1家，处置子公司1家，财务数据可比性强。

截至2019年末，公司合并资产总额1,266.84亿元，负债合计505.14亿元，所有者权益761.70亿元，其中归属于母公司所有者权益582.54亿元。2019年，公司实现营业收入734.03亿元，净利润166.32亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润116.43亿元；经营活动产生的现金流量净额192.00亿元，现金及现金等价物净增加额50.69亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,307.44亿元，负债合计504.78亿元，所有者权益802.66亿元，其中归属于母公司所有者权益610.20亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入183.35亿元，净利润34.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润23.56亿元；经营活动产生的现金流量净额26.88亿元，现金及现金等价物净增加额10.91亿元。

2. 资产质量

截至2019年末，公司资产总额较年初有所增长，资产构成仍以非流动资产为主，其中固定资产、无形资产规模较大，固定资产成新率一般；货币资金充裕。公司整体资产质量较好。

截至2019年末，公司合并资产总额1,266.84亿元，较年初增长5.11%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占27.48%，非流动资产占72.52%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产348.12亿元，较年初增长10.50%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占55.28%）、交易性金融资产（占5.62%）、应收账款（占16.86%）、预付款项（占6.16%）和其他流动资产（占5.70%）构成。

截至2019年末，公司货币资金192.43亿元，较年初增长46.72%，主要系公司营业收入增长、销售回款及票据到期兑付、贴现回款增加所致；货币资金中受限资金合计15.07亿元，受限比例为7.83%，主要为银行承兑汇票保证金以及矿山地质治理恢复与土地复垦基金。交易性金融资产账面价值为19.58亿元，为可供出售金融资产调整根据新金融准则调整而来，主要为信托产品投资。应收账款58.68亿元，较年初增长41.38%，主要业务规模扩大所致。应收账款账龄以1年为主，累计计提坏账4.48亿元；从应收账款构成看，按信用风险特征组合计提坏账准备的占应收账款账面余额的

100%，其中，按单项计提坏账准备的应收账款 0.44 亿元，全部预计无法收回，按账龄组合计提坏账准备的应收账款中直接销售给电厂的期末余额为 1.69 亿元，销售给陕煤化集团内部单位的期末余额 19.81 亿元，销售给榆林神华能源有限责任公司的期末余额 0.02 亿元，其他组合 41.01 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 22.81 亿元，占比为 36.12%，集中度较高，公司前五名客户主要为非关联方，且累计金额较大，可能存在一定或有风险。公司应收账款中应收关联方账款小计 24.70 亿元，应收账款关联方余额占期末余额的比例为 39.10%，比例较高。

截至 2019 年末，公司预付款项 21.44 亿元，较年初增长 19.19%，主要系预付供应链公司的款项增加所致；预付款项主要为预付铁路运费、预付物资采购款等。其他流动资产 19.83 亿元，较年初增长 37.22%，主要系购买理财产品和国债逆回购的增加所致。

表 9 截至 2019 年末公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

客户	与本公司关系	期末余额	年限	占应收账款总额的比例
陕西黄陵煤化工有限责任公司	同受集团控制	12.99	1 年以内、2~3 年、3~4 年	20.56
江苏港瑞供应链管理有限公司	非关联方	3.24	1 年以内	5.13
韩城汇金物流贸易有限公司	非关联方	2.63	1 年以内/1~2 年	4.16
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	非关联方	2.16	1 年以内	3.42
浙江自贸区春吉贸易有限公司	非关联方	1.80	1 年以内	2.85
合计	--	22.81	--	36.12

资料来源：公司审计报告

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 918.72 亿元，较年初增长 3.20%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.17%）、固定资产（占 43.76%）、在建工程（占 16.74%）和无形资产（占 23.73%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 402.05 亿元，较年初下降 0.83%，较年初变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占 37.29%）、井巷工程（占 23.94%）、铁路（占 3.71%）和机器设备（占 32.11%）构成，以机器设备、房屋建筑物和井巷工程为主的固定资产构成符合煤炭企业的资产结构特征，累计计提折旧 302.38 亿元；固定资产成新率 60.53%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 121.04 亿元，较年初增长 16.95%，主要系公司对隆基绿能科技股份有限公司（证券代码：601012.SH）投资增加 14.14 亿元和权益法下确认的投资收益增加所致。公司长期股权投资主要由对联营企业投资构成，其中被投资的联营企业主要由榆林神华能源有限责任公司（公司持股 49.90%）、陕西煤业化工集团孙家岔龙华矿业有限公司（公司持股 30.00%）、陕西煤业化工集团财务有限公司（公司持股 30.00%）和隆基绿能科技股份有限公司（公司持股 8.63%）构成。

截至 2019 年末，公司在建工程 153.84 亿元，较年初增长 28.11%，主要系在建工程的投资增加；在建工程主要为神渭管输煤炭管道工程和小保当矿井建设工程，未计提减值损失。无形资产 218.03 亿元，较年初略有下降。无形资产主要由采矿权价款（占 78.91%）和土地使用权（占 10.93%）构成，累计摊销 51.68 亿元，未计提跌价准备。

截至 2019 年末，公司使用受限资产总额 25.76 亿元，占总资产的比重低，主要为矿山地质治理恢复与土地复垦基金存款、银行承兑汇票保证金存款、信用证保证金、履约保证金等。受限货币资金 15.07 亿元，主要为专设银行账户存储的矿山环境恢复治理复垦基金、银行承兑汇票保证金、信

用证保证金、保函保证金；受限应收票据 10.68 元，主要是已质押的商业承兑汇票和银行承兑汇票。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,307.44 亿元，较年初增长 3.21%。其中，流动资产占 29.75%，非流动资产占 70.25%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

截至 2019 年末，公司负债规模较年初变化不大，负债结构较为均衡，债务规模有所减少，债务负担进一步减轻，虽短期债务占总债务的比重上升明显，但债务结构仍较为合理。公司所有者权益规模较年初增幅较大，其中未分配利润及少数股东权益占比仍较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司负债总额 505.14 亿元，较年初下降 6.70%，主要系长期借款和应付债券减少所致。其中，流动负债占 55.25%，非流动负债占 44.75%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

(1) 流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 279.06 亿元，较年初下降 2.69%，较年初变化不大。公司流动负债主要由应付票据（占 17.09%）、应付账款（占 34.45%）、预收款项（占 10.25%）、应交税费（占 11.25%）和一年内到期的非流动负债（占 15.32%）构成。

截至 2019 年末，公司新增短期借款 1.70 亿元，全部为财务公司 1 年期借款。应付票据 47.70 亿元，较年初下降 10.77%，主要系商业承兑汇票减少所致。应付账款 96.14 亿元，较年初下降 4.94%，主要系应付原材料采购款减少所致；应付账款账中账龄超过 1 年的为 15.64 亿元，主要为应付原材料款、工程款及工程材料款，该等款项尚未最后结清。

截至 2019 年末，公司预收款项 28.60 亿元，较年初下降 13.93%，主要系预收煤款减少所致；预收款项全部为货款，其中账龄超过 1 年的预收款项 1.26 亿元，主要为本公司预收煤炭销售款，交易尚未完成未结算。应交税费 31.38 亿元，较年初下降 25.53%，主要系本期应交增值税减少所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 42.75 亿元，较年初增长 65.52%，主要为一年内到期的应付债券和利息及长期借款。

(2) 非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 226.07 亿元，较年初下降 11.21%，主要系长期借款和应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 40.12%）、应付债券（占 8.83%）、长期应付款（占 23.36%）和预计负债（占 26.73%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 90.71 亿元，较年初下降 24.03%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款全部由保证借款和信用借款构成。从期限分布看，1~3 年到期金额 50.05 亿元，3 年以上到期金额 40.66 亿元，集中偿付压力一般。应付债券 19.97 亿元，较年初下降 33.27%，主要系一年内到期的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。长期应付款 52.81 亿元，较年初增长 1.67%，较年初变化不大。

公司预计负债主要为公司按照企业会计准则和国家有关规定计量的矿井弃置费用。截至 2019 年末，公司预计负债为 60.42 亿元，较年初增长 20.43%，主要为公司根据《陕西省矿山地质治理恢复与土地复垦基金实施办法》（陕国土资发〔2018〕92 号）计提的矿山地质环境治理恢复与土地复垦所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 202.82 亿元，较年初下降 11.28%，主要系长期借款和应付债券减少所致。其中，短期债务占 45.43%，长期债务占 54.57%，以长期债务为主。短期债务 92.14 亿元，较年初增长 16.23%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 110.68 亿元，

较年初下降 25.89%，主要系长期借款和应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.87%、21.03%和 12.69%，较年初分别下降 5.05 个百分点、下降 4.59 个百分点和下降 5.68 个百分点，公司整体债务负担进一步减轻。

表 10 截至 2019 年底公司全部债务到期分布情况（单位：亿元、%）

项目	1 年到期	1~3 年到期	3 年以上到期	小计
短期借款	1.70	--	--	1.70
应付票据	47.70	--	--	47.47
应付账款	80.50	10.88	4.76	96.14
一年内到期的非流动负债	42.75	--	--	42.75
长期借款	--	50.05	40.66	90.71
应付债券	--	19.97	--	19.97
合计	172.65	80.90	45.42	298.96
占全部债务余额比例	57.75	27.06	15.20	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 504.78 亿元，较年初下降 0.07%，较年初变化不大。其中，流动负债占 64.31%，非流动负债占 35.69%。公司以流动负债为主，流动负债占比上升较快。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 210.22 亿元，较年初增长 3.65%。其中，短期债务 145.66 亿元（占 69.29%），较年初增长 58.08%，主要系长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 38.61%、20.75%和 7.45%，较年初分别下降 1.27 个百分点、下降 0.27 个百分点和下降 5.24 个百分点。

（3）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益为 761.70 亿元，较年初增长 14.73%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 76.48%，少数股东权益占比为 23.52%。归属于母公司所有者权益 582.54 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 17.17%、12.70%、0.04%和 63.73%。归属于母公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

2018 年 9 月 26 日，公司召开 2018 年第一次临时股东大会，审议并通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份预案的议案》，并于 2018 年 10 月 25 日召开了第三届董事会第二次会议，审议并通过了《关于增加股份回购金额下限实施方案的议案》。本次回购价格上限不超过每股 10 元，回购金额上限不超过 50 亿元。公司本次回购股份将全部用于转换公司未来发行的可转换为股票的公司债券，若公司未能在股份回购完成之后 36 个月内实施前述用途，则未使用部分的回购股份将依法予以注销。截至 2018 年底，公司已回购股份 157,800,000 股，占公司目前总股本的比例为 1.58%；库存股余额 12.79 亿元。截至 2019 年 12 月 31 日，公司已完成回购，已实际回购公司股份 305,000,000 股，占公司总股本的 3.05%；库存股余额同比增长 95.70%至 25.03 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 802.66 亿元，较年初增长 5.38%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 76.02%，少数股东权益占比为 23.98%。归属于母公司所有者权益 610.20 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.39%、12.12%、0.03%和 64.71%。归属于母公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比仍较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入规模和利润规模保持增长，盈利指标有所下降，但仍处于同行业较高水平。

2019 年，公司实现营业收入 734.03 亿元，较上年增长 28.27%，主要系煤炭产销量增加所致。营业成本为 433.57 亿元，较上年增长 47.67%，主要系煤炭开采量增加及开采成本上升所致；营业收入增幅小于营业成本增幅。实现营业利润 196.74 亿元，较上年增长 3.21%。2019 年，公司实现净利润 166.32 亿元，较上年增长 4.42%，主要系销售收入和投资收益的增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 89.98 亿元，较上年增长 20.83%，主要系财务费用、销售费用和管理费用共同增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 30.77%、62.55%、0.60%和 6.09%，仍以管理费用为主。其中，销售费用为 27.68 亿元，较上年增长 26.14%，主要系公司当期贸易煤中一票制结算量增加，导致铁路运费增加所致；管理费用为 56.28 亿元，较上年增长 8.57%，主要系耕地占用税/水资源税和薪酬增加所致；研发费用为 0.54 亿元，较上年增长 439.30%，主要系外委开发服务费增加所致；财务费用为 5.48 亿元，较上年增加 4.90 亿元，主要系小保当矿业 1 号矿投产转入生产经营阶段，相关项目贷款所产生的利息费用化所致。2019 年，公司费用收入比为 12.26%，较上年下降 0.76 个百分点，变化不大，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司实现投资收益 17.27 亿元，较上年增长 18.88%，主要系长期股权投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 8.78%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现利润总额 193.90 亿元，较上年增长 3.43%。营业外收入占利润总额比重为 0.25%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 36.01%，较上年下降 7.65 个百分点，主要系营业成本增幅高于营业收入增幅所致；2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 18.75%、16.32%和 23.33%，较上年分别下降 0.22 个百分点、下降 0.49 个百分点和下降 2.16 个百分点。公司盈利指标有所下降，但与同行业相比仍处于较高水平。

表 11 2019 年煤炭行业主要公司盈利指标情况（单位：%）

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中国神华能源股份有限公司	40.71	12.05	12.73
中国中煤能源股份有限公司	27.93	5.94	6.28
陕西煤业股份有限公司	40.93	16.13	21.38

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 183.35 亿元，较上年同期增长 27.28%。实现营业利润 39.14 亿元，较上年同期下降 10.05%，主要系营业成本增加所致。实现净利润 34.09 亿元，较上年同期下降 9.88%，主要系贸易煤收入占比提高所致。其中，归属于母公司所有者净利润为 23.56 亿元，较上年同期下降 15.08%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流净额仍保持大规模净流入，收入实现质量高；公司投资活动现金净流出规模有所下降，整体融资压力不大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 861.44 亿元，较上年增长 38.05%，主要系销售规模增长，应收票据收回、票据池票据解付收回资金所致；经营活动现金流出 669.44 亿元，较

上年增长 56.98%，主要系销售规模增长外购煤成本增加所致；综上，公司经营活动现金净流入 192.00 亿元，较上年下降 2.82%，较上年变化不大。2019 年，公司现金收入比为 115.76%，较上年提高 7.96 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 20.81 亿元，较上年增长 166.43%，主要系主要系联营企业的投资收益同比增加和联营企业委托贷款还款所致；投资活动现金流出 79.06 亿元，较上年下降 9.51%，主要系购买信托产品减少所致；综上，公司投资活动现金净流出 58.25 亿元，较上年下降 26.78%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 33.41 亿元，较上年下降 54.11%，主要系公司融资需求下降所致；筹资活动现金流出 116.48 亿元，较上年下降 23.56%，主要系本期偿还到期贷款同比减少所致；综上，公司筹资活动现金净流出 83.07 亿元，较上年增长 4.40%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额 26.88 亿元，投资活动现金流量净额-16.70 亿元，筹资活动现金流量净额 0.73 亿元。

6. 偿债能力

2019 年，公司保持着很强的整体偿债能力，同时考虑到公司煤炭资源条件好，相关业务开展状况良好，并保持较大的收入规模和良好的经营业绩，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.10 倍和 1.06 倍分别提高至 1.25 倍和提高至 1.20 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 2.85 倍下降至 2.46 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 252.39 亿元，较上年增长 6.18%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 19.74%）和利润总额（占 76.83%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 26.11 倍下降至 20.89 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 1.04 倍提高至 1.24 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2019 年末，公司获得综合授信额度合计 357.57 亿元，其中尚未使用授信额度 191.20 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年末，公司未对合并范围以外的企业提供担保。

截至 2019 年末，无重大法律诉讼或其他诉讼的情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1061010301476990U），截至 2020 年 4 月 9 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

公司母公司自身未开展经营业务，债务负担轻，投资收益为母公司主要利润来源，经营活动现金流呈大规模净流入状态。

截至 2019 年底，母公司资产总额 694.94 亿元，较年初增长 2.35%，较年初变化不大。其中，流动资产 352.37 亿元（占比 50.70%），非流动资产 342.58 亿元（占比 49.30%）。

截至 2019 年底，母公司负债总额 373.01 亿元，较年初下降 8.35%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债 306.35 亿元（占比 82.13%），非流动负债 66.66 亿元（占比 17.87%）。母公司资产负债率 53.67%，全部债务资本化比率 23.85%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 321.94 亿元，较年初增长 18.37%，其中，实收资本为 100.00 亿元（占 31.06%）、资本公积 73.32 亿元（占 22.78%）、盈余公积 36.62 亿元（占 11.38%）和未分配利润 135.33 亿元（占 42.04%）。

从盈利看，母公司无营业收入，营业成本为-3.28 亿元较上年有所增长；实现投资收益 86.73 亿元，较上年增长 35.87%；实现营业利润 94.80 亿元，较上年增长 42.92%。

从现金流看，2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 141.74 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-17.78 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-70.40 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

2019 年，公司现金类资产、净资产、EBITDA 和经营活动产生的现金流量净额对债券的覆盖程度很高，考虑到公司在煤炭资源储量、生产规模、技术及安全水平等方面的优势，联合评级认为，公司对“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产 227.05 亿元，约为“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”本金（30 亿元）的 7.57 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产 761.70 亿元，约为债券本金（30 亿元）的 25.39 倍，净资产对债券的覆盖程度很高，能够对“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 260.18 亿元，约为债券本金（30 亿元）的 8.67 倍，对“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 861.44 亿元，约为债券本金（30 亿元）的 28.71 倍；公司 2019 年经营活动产生的现金流量净额 192.00 亿元，约为债券本金（30 亿元）的 6.40 倍。公司经营活动现金流入量及净额对“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的覆盖程度很高。

八、综合评价

公司作为国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一，是陕西唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业。2019 年，公司商品煤销售规模进一步扩大，带动营业收入及利润规模保持增长，经营活动现金流情况保持良好，债务负担仍很轻。同时，联合评级也关注到公司经营业绩易受行业景气度波动影响，煤炭采掘业安全生产压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建矿井的投产、优质产能的释放，公司整体竞争力及盈利能力有望得到增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”，同时维持“17 陕煤 01”“18 陕煤 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 陕西煤业股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,054.07	1,205.30	1,266.84	1,307.44
所有者权益（亿元）	585.70	663.89	761.70	802.66
短期债务（亿元）	108.37	79.28	92.14	145.66
长期债务（亿元）	117.19	149.34	110.68	64.57
全部债务（亿元）	225.56	228.61	202.82	210.22
营业收入（亿元）	509.27	572.24	734.03	183.35
净利润（亿元）	157.26	159.29	166.32	34.09
EBITDA（亿元）	224.49	237.70	260.18	--
经营性净现金流（亿元）	169.31	197.58	192.00	26.88
流动资产周转次数（次）	11.14	13.05	14.65	--
存货周转次数（次）	26.70	30.67	36.32	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.51	0.59	--
现金收入比率（%）	111.41	107.80	115.76	98.81
总资本收益率（%）	21.07	18.97	18.75	--
总资产报酬率（%）	18.65	16.80	16.32	--
净资产收益率（%）	30.49	25.50	23.33	--
营业利润率（%）	50.16	43.65	36.01	28.89
费用收入比（%）	16.03	13.01	12.26	10.30
资产负债率（%）	44.43	44.92	39.87	38.61
全部债务资本化比率（%）	27.80	25.61	21.03	20.75
长期债务资本化比率（%）	16.67	18.36	12.69	7.45
EBITDA 利息倍数（倍）	21.90	26.11	20.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.00	1.04	1.28	--
流动比率（倍）	0.93	1.10	1.25	1.20
速动比率（倍）	0.90	1.06	1.20	1.13
现金短期债务比（倍）	1.72	2.85	2.46	1.70
经营现金流动负债比率（%）	58.87	68.89	68.80	8.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.48	7.92	8.67	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。