

信用等级公告

联合[2017]778号

陕西煤业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对陕西煤业股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监 

二零一七年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 40 亿元（含 40 亿元），拟分期发行，首期发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 6 月 20 日

主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年3月
资产总额（亿元）	900.21	958.19	936.89	998.65
所有者权益（亿元）	433.67	401.73	445.69	491.36
长期债务（亿元）	142.33	158.39	91.09	92.94
全部债务（亿元）	237.44	295.96	269.15	277.29
营业收入（亿元）	411.50	325.11	331.32	122.74
净利润（亿元）	28.12	-23.50	43.80	39.85
EBITDA（亿元）	86.48	25.97	89.86	--
经营性净现金流（亿元）	1.21	-8.89	82.67	33.19
营业利润率（%）	32.64	28.54	38.75	50.44
净资产收益率（%）	6.75	-5.63	10.34	8.50
资产负债率（%）	51.83	58.07	52.43	50.80
全部债务资本化比率（%）	35.38	42.42	37.65	36.07
流动比率（倍）	0.74	0.54	0.69	0.84
EBITDA全部债务比（倍）	0.36	0.09	0.33	--
EBITDA利息倍数（倍）	6.44	1.78	7.26	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.16	0.65	2.25	--

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、2017 年一季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

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”）的评级反映了公司作为陕西唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业和国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一，在煤炭生产规模及资源储量、技术及安全生产水平、品牌及销售渠道、股东支持等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司整合煤矿资源，淘汰老旧矿井，开发陕北地区优质矿井，煤炭质量稳步提高，煤炭产能结构进一步优化。同时，联合评级也关注到煤炭行业价格波动，公司人员负担较重、在建项目尚需投入资金规模较大、煤炭采掘业安全生产压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对现有煤矿资源的进一步整合以及煤炭价格的回升，公司整体竞争力及盈利能力有望得到增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着煤炭采掘行业产能限制性政策的出台，煤炭价格有所回升，公司经营状况有所改善。

2. 公司是陕西唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一，行业地位突出。

3. 公司在规模及资源储量、技术创新及安全生产、品牌及销售渠道等方面具备较大的竞争优势。

4. 公司依托股东支持，积极整合煤矿资源，淘汰老旧煤矿，开拓陕西地区优质煤矿，在煤

炭质量、开采技术水平、生产能力等方面均有所提升。

5. 公司收入规模及营业利润率保持在较高水平，负债水平及债务负担处于合理水平。

关注

1. 煤炭行业周期性较强，价格波动大，销售价格的变动带来公司收入规模及经营业绩的不确定性。

2. 随着煤炭采掘行业产能限制性政策的出台，公司煤炭生产以及新煤矿的投产受到不利影响，部分劳动力仍不能合理安排，公司面临较大人员负担。

3. 公司目前在建项目较多，在建工程尚需投入规模较大，对公司未来资金压力产生一定影响。

4. 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

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



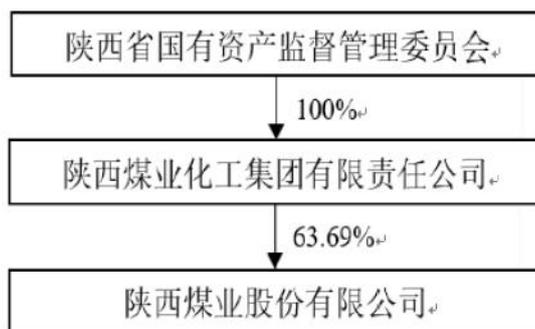
联合信用评级有限公司

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2017年3月末，公司总股本仍为100亿股，控股股东仍为陕煤化集团，持股比例为63.69%，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2017年3月末公司股权结构图



资料来源：公司年报、联合评级整理。

公司经营范围：煤炭开采、经营、销售、加工和综合利用（限分支机构凭许可证在有效期内经营）；煤炭铁路运输（限自营铁路）；新能源项目的投资、开发、经营和管理（以上经营范围中，法律、法规和国务院规章需行政审批的，凭许可证在有效期内经营）。

截至2017年3月末，公司下设综合办公室、规划建设部、生产技术部、安全监察部、经营管理部、财务部、市场营销部、证券部、物资采供中心、审计部和人力资源部11个职能部门（见附件1）及陕西煤业股份有限公司神南矿业公司1家分公司；纳入财务报表合并范围的直属全资及控股子公司15家，包括陕西陕煤铜川矿业有限公司（以下简称“铜川矿业”）、陕西陕煤黄陵矿业有限公司（以下简称“黄陵矿业”）、陕西陕煤彬长矿业有限公司（以下简称“彬长矿业”）等7家全资子公司，以及陕西小保当矿业有限公司（以下简称“小保当矿业”）、神南矿业煤炭科技孵化有限公司等8家控股子公司；拥有在职员工28,331人。

截至2016年末，公司合并资产总额936.89亿元，负债合计491.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计445.69亿元，其中归属母公司所有者权益343.67亿元。2016年，公司实现营业收入331.32亿元，净利润（含少数股东损益）43.80亿元，其中归属母公司所有者的净利润27.55亿元；经营活动产生的现金流量净额82.67亿元，现金及现金等价物净增加额52.01亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额998.65亿元，负债合计507.30亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 491.36 亿元,其中归属母公司所有者权益 374.50 亿元。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 122.74 亿元,净利润(含少数股东损益) 39.85 亿元,其中归属母公司所有者的净利润 26.74 亿元;经营活动产生的现金流量净额 33.19 亿元,现金及现金等价物净增加额 23.64 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”(以下简称“本次债券”)。本次债券预计发行规模为不超过人民币 40 亿元(含 40 亿元),拟分期发行。首期拟发行不超过 20 亿元(含 20 亿元)。债券票面金额为 100 元/张,按面值平价发行。发行期限均为不超过 5 年期(含 5 年期),可以为单一期限品种或多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券,采取网下面向合格机构投资者询价配售的方式,票面年利率将根据网下询价结果,由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本次债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后,均拟用于偿还金融机构贷款。

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

煤炭是重要的基础能源和化工原料,在我国国民经济中占据重要的战略地位。煤炭行业以资源开采为主,国有大中型企业集团为主要运营主体。与其他行业相比,煤炭企业的特点表现在:资源禀赋条件的先天性,生产成本受赋存条件影响,煤种、煤质决定下游客户;前期投入高,规模效应明显,产量越高平均成本越低;后期开采成本会增加;安全生产压力大;环保压力大;政策导向性强等特点。股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模及安全生产水平是业内企业的核心竞争要素。近年来,煤炭资源整合快速推进,煤炭行业集中度相应改善,随着大集团、大基地的逐步形成,龙头企业行业影响力逐步增强。

我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我国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上,“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,而且在未来相当长的时期内,我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

我国国内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。据统计,我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 94.40%,探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是我国长期稳定的煤炭供给来源,其次是西南区及西北新甘宁青地区,但地处西部内陆,运输不便;华东、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。

我国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2%的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，我国煤炭质量较好。

由于我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。我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。正是由于区域不平衡，我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。

2012 年以来，煤炭行业供大于求矛盾突出，煤炭价格大幅下跌，煤炭企业出现大面积亏损。随着 2016 年以来的政府层面实施煤炭行业供给侧结构性改革以及去产能政策的逐步深入，煤炭行业供需状况有所缓解。

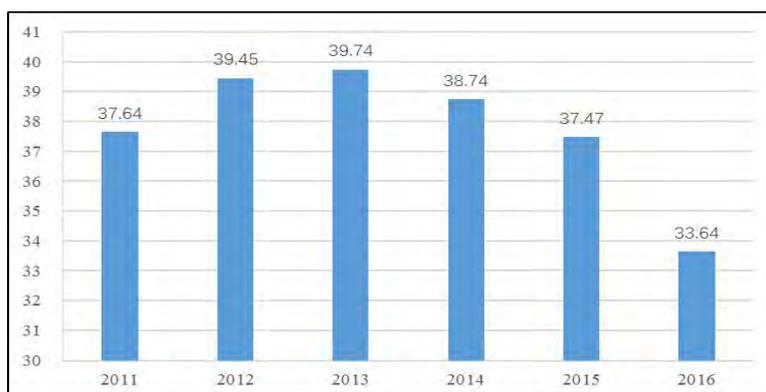
总体看，我国煤炭资源的种类丰富，国内供需区域分布不均，行业整体产能过剩；但受供给侧改革影响，2016 年煤炭供需状况暂时有所好转，价格亦出现大幅回升。

2. 煤炭供需

煤炭供应

随着原煤产量持续增长，煤炭生产向西北地区集中趋势仍在延续，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽运来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本。

图 2 2011~2016 年我国原煤产量情况（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2013 年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，2014 年原煤产量为 38.74 亿吨，同比下降 2.52%。2015 年，各地环保政策出台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量达到 37.47 亿吨，同比下降 3.28%。2016 年，煤炭供给侧改革计划去产能目标 2.50 亿吨，已超额完成，原煤产量较上年进一步下降 10.22%至 33.64 亿吨。如上图所示。

煤炭需求

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业，约占煤炭总需求的 82.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%。消费占比最高的电力需求方面，2016 年我国火力发电量为 43,957.70 亿千瓦时，同比增长 4.41%；电力消费方面，全社会用电量总计同比增长 6.66%，其中第二产业用电量同比增长 5.15%。宏观经济景气度回升带动第二产业等主要耗煤行业产品产量增长，如下图所示。

图 3 2011 年以来煤炭下游行业产量当月同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

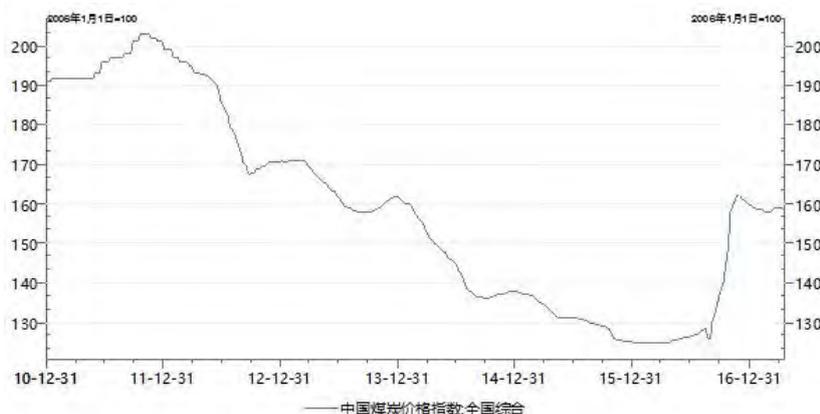
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得，为便于比较，此处省略其 1、2 月数值。

总体看，近年来煤炭市场景气度下滑，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求增速放缓，煤炭产品需求增长有所抑制；进入 2016 年，受供给侧改革影响，煤炭供给进一步下降，同时下游需求有所增长，煤炭行业供求状况得到较大改善。

3. 煤炭价格

受电力、建材、钢铁等主要煤炭消费需求不振，2012 年至 2016 年三季度末，全国综合煤炭价格指数呈震荡下行趋势，该指数由 199.00 一度在 2016 年二季度下探至 126.20，2016 年四季度以来，受供给侧改革压缩煤炭产量影响，主要煤种价格迅速反弹，综合煤炭价格指数迅速上扬，截至 2016 年底，该指数上涨至 160.00，2017 年一季度，综合煤炭价格指数在 150~160 震荡整理。（如下图所示）

图 4 近年以来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，2012~2015 年末，在供求格局恶化的情况下，不同煤种价格均呈下跌趋势。受供给侧改革压缩煤炭产量的影响，2016 年三季度开始，主要煤种价格迅速反弹。

4. 行业竞争

行业竞争方面，受成本控制能力、运输渠道、融资能力的影响，大型企业与小型企业的分化已经开始。在残酷的市场竞争压力下，由于煤炭价格远远低于盈亏平衡点，中小型煤炭企业普遍采取限产保价，甚至停产的措施应对外部不利环境，导致铁路装车和港口的资源供给主要集中在大型煤炭企业手中。大型煤炭企业为了确保市场份额，让利不让市场，虽然也面临成本倒挂的压力，但生产和销售煤炭数量保持增势，对中小煤炭企业形成生存压力。随着大型煤企的产销量大增，其市场的话语权也随之增强。大型煤炭企业具有优先配置铁路资源的优势，容易形成一体化产运销体系，并降低成本，减少营业支出。而中小煤企由于资源有限，融资困难，开始出现资金断裂的情况，资金压力是造成中小煤企被兼并的重要原因之一。大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面的优势将会更加明显。2016 年我国煤炭企业营业收入前五名如下表所示：

表 1 2016 中国煤炭企业营业收入前五名（单位：万元）

排名	企业名称	地区	营业收入
1	冀中能源集团有限责任公司	河北	23,765,521
2	神华集团有限责任公司	北京	23,636,609
3	大同煤矿集团有限责任公司	山西	20,067,736
4	山西焦煤集团有限责任公司	山西	19,505,866
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西	19,061,424

资料来源：中国煤炭工业协会

总体看，我国煤炭行业竞争严酷，大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面具有较为明显的优势。未来，大型煤炭企业将逐步兼并中小煤企，煤炭企业生产经营将逐步规范化。

5. 行业政策

2014 年以来，环境污染整治工作提上日程，政府陆续发布多条限制煤炭供给与使用量的相关政策，在煤炭质量等方面做出了严格的指标要求，鼓励使用替代能源，进一步整合煤炭企业。2014 年，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且行业内停止征收煤炭等矿产资料补偿费，此举将增加税收弹性，在当前煤炭市场价格持续走低的情况下，降低企业的税收负担，同时还可以调节企业税费结构，避免重复征收。

进口政策方面，2014 年 8 月，我国取消褐煤的零进口暂定税率，恢复实施 3% 的最惠国税率。2014 年 10 月，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率。煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口，缓解进口煤对国内市场的冲击。

2015 年以来，国家能源局、煤矿安监局和发改委先后发布《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》、《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》和《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》。

2016 年 1 月，李克强总理视察山西煤矿时强调，在煤炭行业处于产能严重过剩、价格大幅下跌的困难时期，应尽快制定规范煤炭市场、降低企业成本的举措，共同努力让煤炭行业闯过严冬、打开新局面。

2016 年 2 月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意

见》），明确了“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”的目标。同时，对于降低产能引发的职工安置这一核心问题，《意见》提出，“设立工业企业结构调整专项奖补资金，按规定统筹对地方化解煤炭过剩产能中的人员分流安置给予奖补”，在2016年3月5日李克强总理的政府工作报告中，明确中央财政将拿出1,000亿元作为奖补资金用于职工安置。

2016年3月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局四部门联合印发《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（以下简称《通知》），要求全国煤矿自2016年起按照全年作业时间不超过276个工作日，将煤矿现有合规产能乘以0.84的系数后取整，作为新的合规生产能力。通知进一步从定量方面严格规定了全国煤矿生产能力，加速现有产能的淘汰以及整合，从供给侧改变煤炭市场现有供需关系。

近年来煤炭行业的主要政策如下表所示：

表2 近年来煤炭行业主要政策

时间	法条	主要内容
2017年3月	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	要推动现代煤化工产业创新发展，拓展石油化工原料来源，形成与传统石化产业互为补充、协调发展的产业格局。
2017年2月	《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》	预计2020年，我国煤制油产能为1,300万吨/年，煤制天然气产能为170亿立方米/年，低阶煤分质利用产能为1,500万吨/年（煤炭加工量）。
2016年11月	《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》	要遵循市场经济规律，尊重企业市场主体地位；完善合同条款和履约保障机制，提高中长期合同比重，鼓励支持更多煤炭供需企业遵循市场经济规律，签订更高比例中长期合同，大型煤炭、电力、钢铁企业要发挥示范和表率作用。
2016年5月	《标本兼治遏制煤矿重特大事故工作实施方案》	全国以瓦斯、水害、火灾、冲击地压等为重点防治灾害类型；以小煤矿、国有老矿井、亏损严重的国有煤矿企业为重点防治企业；以河北、山西、辽宁、黑龙江、安徽、江西、山东、河南、湖南、重庆、四川、贵州、云南、陕西等（省、市）产煤地区为重点防治区域。要求各地区结合实际，明确各自的重点灾害、重点企业和重点市县等工作重点。
2016年3月	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	要求全国煤矿自2016年起按照全年作业时间不超过276个工作日，将煤矿现有合规产能乘以0.84的系数后取整，作为新的合规生产能力。
2016年2月	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	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，三年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。
2015年5月	《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》	全面核查煤矿建设生产情况；防范采购违法违规煤矿煤炭风险；审慎办理违法违规煤矿煤炭运输；建立电煤合同执行与发电量奖惩挂钩制度；推进煤电双方签订中长期合同；加强监督检查。
2015年5月	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》	坚决打击煤矿超能力生产等违法违规生产行为，有效规范煤矿生产秩序；要充分发挥行业协会等组织对企业的约束作用，强化行业自律，引导煤矿企业依法依规组织生产；各地煤炭行业管理部门、煤矿安全监管部门和煤矿安全监察机构要将治理煤矿超能力生产作为日常监管的重要内容，加强组织领导，建立健全综合执法机制，形成工作合力。
2015年3月	《做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》	淘汰煤炭落后产能是优化煤炭产业结构的重要手段，是控制煤炭总量的重要举措，对转变煤炭发展方式、提高煤炭生产力水平具有重要意义；逐步淘汰9万吨/年及以下煤矿；对非法违法开采和不具备安全生产条件的煤矿，坚决予以关闭；对安全基础条件差且难以改造，以及煤与瓦斯突出等灾害严重的小煤矿，要加强监管，加快引导其退出煤炭生产领域；支持具备条件的地区淘汰30万吨/年以下煤矿；对具备资源优势 and 改造提升条件的小煤矿，鼓励其参与煤矿企业兼并重组，实施改造升级。

资料来源：联合评级根据公开资料整理。

总体看，我国煤炭行业已经进入了政府主导的自上而下的淘汰、优化煤炭产能阶段，有利于未来煤炭市场供需的平衡以及价格稳定。

6. 行业关注

产业结构失衡

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

煤炭运输通道建设制约行业发展

我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占我国煤炭总运量的比重一直在 50%以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

进口冲击

煤炭进口增长的关键在于国内外的价格差异，考虑到我国目前煤炭净进口量已占世界可贸易煤炭量的较大比例，西方主要经济体的复苏也将增加对煤炭的需求，未来加大进口将拉高国际市场价格，并与铁矿石争夺海运运力，中期看煤炭进口规模继续扩大空间较为有限，我国煤炭资源整合产能的延后扩大效应也将在一定程度上平抑进出口差额。

供给侧改革的执行情况

煤炭行业供给侧改革执行难度较大。首先，大量职工的安置问题（约 130 万）需要有效解决。另外，我国煤矿数量多、集中度不高，产量监管难度较大。

煤企的自我转型

目前，在行业景气度低迷的情况下，部分煤企已经采取了引入非煤产业、淘汰落后产能、人员分流等自救措施，并有效减弱了煤价下跌的冲击，未来煤企相关措施的开展情况及成效将影响煤企的发展。

安全生产

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重，在行业利润普遍水平下降的情况下，煤矿安全投入减少，人才流失严重、现场管理松懈，为安全生产埋下隐患。在行业下行期，煤炭企业对安全生产的人力、物力投入将显著影响公司安全生产状况及经营稳定性。

7. 未来发展

兼并重组深化，行业集中度提升

2011 年四季度以来，受资源整合、产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。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。随着 2016 年政府主导的供给侧改革的实施，大型煤企的生存环境将进一步优化，而中小型煤企的生存空间将进一步缩小，行业集中度提升，不同规模企业的经营能力将显著分化。

逐步实现供需平衡，行业景气度将保持稳定

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

供给方面，2016 年的供给侧改革已超额完成 2.5 亿吨的去产能目标，大量落后产能正在被逐步淘汰，高成本矿井正在退出市场。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在供给侧改革政策的持续进行下，国内煤炭价格将在现有价格水平波动，未来有望稳定在合理的价格水平。

产业链逐步完善提升企业盈利能力

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续不景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。煤电、煤化工、煤建材、煤焦化、煤气化等优势产业都受到国家政策鼓励支持。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改善，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，未来煤炭行业集中度将有所提升，供过于求有所改善，行业景气度阶段性回升。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逐步改善。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是陕西唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一，行业地位突出。公司经营历史悠久，在生产规模及资源储量、技术创新及安全生产等方面具备较大的竞争优势，整体处于国内煤炭行业前列。

煤炭资源质量及储量优势明显

公司在煤炭资源储备方面具有明显优势，截至 2016 年末，公司共拥有煤炭地质储量 163.50 亿吨，可采储量 109.57 亿吨，煤炭资源品质优良。公司煤炭储备以铜川、黄陵、彬长、陕北四大煤田资源为基础，分布于彬黄矿区、陕北矿区和其他矿区，其中以陕北矿区煤炭资源最为优质，呈现一高三低（高发热量、低硫、低磷、低灰）的特点，所出产动力煤热值在 5,700 千卡/千克以上，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。公司出产的动力煤远销全国大部分地区，在煤炭市场中具有较强的竞争力，占有率较高，同时拥有大型、稳定的优质客户。2014~2016 年，公司煤炭总产量分别为 11,524 万吨、11,002 万吨和 9,205 万吨，生产规模处于国内煤炭行业前列。

技术创新能力及安全生产水平较高

2016 年，公司原煤产量为 9,205 万吨，采煤机械化水平达到 100%，掘进机械化程度 95%（除部分岩巷，煤巷综掘机械化程度 100%）。公司依托陕煤化集团多年的发展沉淀和经验积累，在集约高

效生产能力、技术装备水平、科技研发实力和安全管理水平等方面均属全国煤炭行业前列。公司所属单位的多项科技项目取得应用效果，其中黄陵一号煤矿两个采煤工作面全部实现智能化无人开采，被确定为全国首批“机械化换人、自动化减人”示范企业，并获批创建国家级煤矿智能化开采技术创新中心。陕北煤田、彬长煤田、黄陵煤田全部实现无轨胶轮车运输方式，实现地面到矿下工作面的连续运输，提升运输效率。自动化水平的提高使得公司全员效率有所提升，配合公司成本管理控制的加强，2014~2016年公司自产煤完全成本分别为181.48元/吨、159.39元/吨和150.77元/吨，年均复合下降8.85%。

公司持续开展煤矿安全质量标准化建设，在监督落实安全生产制度以及安全主体责任情况下，加强安全基础体系建设。近年来，公司加大安全投入力度，不断提高矿井安全保障水平。公司建立人员安全体系，强化安全培训，同时设立职工及家属心理咨询室，建立职工心理健康档案，设立阅读、休闲等娱乐室，增加职工福利等方式，提前预防、及时发现安全隐患，降低井下操作风险。规范岗位作业过程控制及流程管理等方式，努力降低零敲碎打事故率。在环境安全体系方面，公司及时排查治理隐患，实现灾害超前治理，防范重大安全事故。2014~2016年，公司百万吨死亡率分别为0.043人/百万吨、0.063人/百万吨和0.033人/百万吨，公司百万吨死亡率始终处在行业优秀水平。

品牌优势

公司所产煤炭煤质优良，具有较强的品牌影响力，生产的优质动力煤，其高发热量、高化学活性、低硫、低灰等品质广泛受到好评，产品覆盖全国大部分地区，在火电、化工、冶金等行业优势明显，逐步形成“黄灵牌”、“玉华牌”、“红柳林牌”等知名品牌煤，产品多次被评为“陕西省优质煤炭产品”。同时，公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，2016年煤炭直供比例为70.89%，其中多数直供给中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、中国电力投资集团公司以及华润电力控股有限公司等大型国有及民营电力企业。

股东支持

陕煤化集团对公司的发展提供了有利支持，主要表现在优质资产注入、劣质资产剥离方面。根据公司的战略规划和发展需求，公司与陕煤化集团按照协议价格，将可采年限较短、开采难度较大、开采成本较高、动力煤热值较低的煤矿逐步剥离至集团，同时从集团购入优质煤矿资源。2015年12月，公司将铜川矿业所属徐家沟煤矿、鸭口煤矿、王石凹煤矿，蒲白矿业所属白水煤矿，澄合矿业所属王斜煤矿（以下简称“五矿”）出售给集团，涉及股权处置价款总额为3.91亿元；2016年4月，公司将蒲白矿业有限公司、澄合矿业有限公司、韩城矿业有限公司、铜川矿业金华山煤矿、铜川矿业东坡煤矿出售给集团，涉及股权处置价款总额为26.24亿元；2016年，公司从集团购买彬长矿业文家坡煤矿，涉及股权取得成本4.40亿元。

总体看，公司作为陕西省煤炭生产的支柱企业，陕北大型煤炭基地开发主体之一，在生产规模及资源储量、技术创新及安全生产等方面具备较大的竞争优势，整体处于国内煤炭行业前列，具有较强的竞争实力和突出的市场地位；陕煤化集团在煤炭资源方面给予了公司较大支持。

2. 人员素质

截至2017年3月末，现有董事和高级管理人员人数16人，均具有大专及以上学历。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长杨照乾先生，54岁，高级会计师，研究生学历。1983年8月至1996年1月期间，分别担任韩城矿务局财务处会计、副处长，1996年1月至2000年8月担任韩城矿务局副局长，2000年8月至2004年2月期间，分别担任运销集团党组成员、副总经理，2004年2月至2006年9月担

任陕煤集团公司党委委员、副总经理。2006年9月至2011年3月担任陕煤化集团党委成员、副总经理。

公司总经理闵龙先生，58岁，正高级工程师，研究生学历。2006年9月至2015年7月，任陕西煤业化工集团有限责任公司副总经理；2015年7月至今，任陕西煤业化工集团有限责任公司董事；2015年8月至今，任陕西煤业化工集团公司董事，陕西煤业股份有限公司总经理。

截至2016年12月末，公司在职工总数为28,331人。从学历构成看，本科及以上学历占15.28%，专科学历占20.22%，中专及以下占64.50%；从岗位构成看，技术人员占8.02%，行政人员占10.37%，生产人员占75.34%，其他人员占6.27%；从年龄构成看，30岁以下人员占34.09%，30~45岁人员占45.80%，45岁以上人员占20.11%。

总体看，公司高层管理人员从业经验丰富，业务素质高；公司员工数量较多，生产人员占比较高，员工构成符合行业劳动密集型特点，能够满足其日常生产经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、有关法律法规以及现代企业制度要求，制订了《陕西煤业股份有限公司章程》。公司设立股东大会，董事会是公司的经营决策机构，对股东负责并接受监事会监督。公司建立了由股东会、董事会、监事会、经营层组成的法人治理结构体系。

股东大会是公司的最高决策机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东会行使表决权，是公司的权力机构。公司设董事会，董事会是公司经营决策机构，决定公司的发展战略和中长期发展规划，并对其实施进行监控；决定公司内部管理机构和分支机构的设立、调整，制定公司的基本管理制度，决定公司内部有关重大改革重组事项等职权。根据公司章程，公司董事会由9名董事组成。目前，董事会由7名董事组成。其中，3名独立董事，4名非独立董事，暂时空缺2名非独立董事。董事会设董事长1人，董事长任职由全体董事以过半数通过后生效。行使召集和主持董事会会议，组织制订董事会运作的各项制度，协调董事会运作，法律、行政法规、章程或董事会决议授予的其他职权；设董事会秘书1名，由董事长提名。对董事会负责、组织协调信息披露等工作；公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会、提名委员会、安全健康与环保委员会五个专门委员会，分别在审计、经营管理、战略规划、人力资源、安全生产和环保等方面协助董事会履行决策和监控职能。

公司设监事会，行使监督职能。监事会由3人组成，其中2名股东代表监事和1名职工代表监事。监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选取产生。对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；对董事、总经理和其他高级管理人员行使监督职能；发现公司经营情况异常，可进行调查，必要时，可聘请会计师事务所、律师事务所等专业机构协助其工作等。

公司设总经理1人，系经董事会聘任或解聘；副总经理4人，人选由总经理提名，由董事会聘任或解聘。负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；向董事会报告工作，接受董事会的监督管理等。

总体看，公司法人治理结构健全，实际运行情况良好，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司下设综合办公室、规划建设部、生产技术部、安全监察部、经营管理部、财务部、市场营

销部、证券部、物资采供中心、审计部和人力资源部 11 个职能部门，以及陕西煤业股份有限公司神南矿业公司 1 家分公司。公司组织架构设置合理，能够适应管理及改革发展的需要。

对子公司的管理方面，公司制订了《陕西煤业股份有限公司全资及控股子公司管理办法》，形成了公司对全资及控股子公司管理制度体系，明确划分了母公司与子公司的权、责、利。公司对控股子公司实施严格统一的财务监督管理和审计监察管理，有效形成对重大业务与风险的监管。

财务管理方面，公司制订了《陕西煤业股份有限公司现金管理办法》、《陕西煤业股份有限公司备用金管理办法》、《陕西煤业股份有限公司票据管理办法》、《陕西煤业股份有限公司会计信息化操作管理制度》、《陕西煤业股份有限公司财务报告管理制度》等财务控制监督制度，建立起了较为完善的财务监督管理体制。公司通过实现扁平化管理与全面预算，对下属子公司实施定额预算管理，定期编制资金计划，逐级审批，并且定期考核计划落实情况，公司内部实行财务和资金统一管理，提升资金运行效率以及降低资金成本。

安全生产方面，公司制定了《安全管理制度》、《安全生产责任制度》、《安全目标管理制度》、《安全办公会议制度》、《安全工作考核制度》等一系列管理制度，并在安全技术创新、安全教育培训、安全监督检查、安全资金投入等方面制定了保障措施，实现安全体系和职业健康管理体系较为健全、落实安全规章制度有效，实现对安全生产的有力保障。

环境保护方面，公司贯彻落实国家的环保方针政策，执行《环境保护法》、《水污染防治法》、《大气污染防治法》等环保法律法规，开展环保宣传教育，实施环境综合整治，强化环境管理，增强环保考核，推进清洁生产和可持续发展战略的实施，环保设施建设和污染防治力度加强，环保各项工作取得较大进展。

对外担保方面，在公司章程中规定了公司股东会、董事会审议批准对外担保事项的权限，未经董事会或股东大会批准，不得进行任何形式的对外担保，用以规范陕西煤业及其各二级子公司银行借款和担保的管理。此外，公司制订了《陕西煤业股份有限公司对外担保管理制度》和《关于加强对外担保管理的通知》，加强对外担保管理。

关联交易方面，依据公司 2014 年度股东大会决议，公司与陕煤化集团签署的《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》，公司与陕煤化集团的关联交易按照市场价格进行交易和结算。其中主要包括：（1）陕煤化集团有存续单位生产的煤炭由本公司统一销售，公司按照 10~20 元/吨收取代理费。（2）公司向陕煤化集团其他单位销售煤炭，按照市场价格定价。（3）产品和服务互供：A.公司向陕煤化集团其他单位采购部分采煤机、机电配件等设备，以及皮带、钢丝绳、炸药、雷管等辅助材料，按照市场价格定价。

此外，经公司 2014 年股东大会审议批准，公司与陕西煤业化工集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）签订《金融服务框架协议》，有效期至 2018 年 12 月 31 日。其中主要包括：（1）公司在财务公司的存款利率不低于中国人民银行就该种类存款规定的利率下限，且应等于或高于财务公司吸收其他集团成员单位同种类存款所确定的利率及等于或高于一般商业银行向本公司提供同种类存款服务所确定的利率（以较高者为准）；（2）财务公司向公司发放贷款的利率应不高于中国人民银行就该类型贷款规定的利率上限，且应等于或低于财务公司向其他集团成员单位发放同种类贷款所确定的利率及等于或低于一般商业银行向本公司提供同种类贷款服务所确定的利率（以较低者为准）。

总体看，公司建立了较为完善的内部管理制度，内部控制体系健全，管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营煤炭开采和销售，2014~2016年主营业务收入在营业总收入中的占比分别为98.81%、98.43%和98.49%，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，2014~2016年其他业务收入在营业总收入中的占比很低。

从主营业务收入构成看，近年来公司主营业务以煤炭采掘业为主，2014~2016年占比均保持在96%以上，铁路运输业及其他收入占比很小。2014~2016年，受煤炭价格波动以及“276天工作日”政策影响，公司煤炭产量下降，公司煤炭采掘业收入分别为396.79亿元、309.22亿元和317.54亿元，年均复合减少10.54%。铁路运输业方面，近三年保持稳定，2014~2016年收入分别为5.78亿元、5.96亿元和5.77亿元，年均复合减少0.09%。

表3 2014~2017年3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率									
煤炭采掘业	396.79	97.58	35.20	309.22	96.63	32.90	317.54	97.31	44.35	117.58	97.10	56.55
铁路运输业	5.78	1.42	17.12	5.96	1.86	17.52	5.77	1.77	20.12	2.09	1.73	32.45
其他	4.05	1.00	-6.37	4.82	1.51	21.63	3.00	0.92	-16.05	1.42	1.17	53.89
主营业务合计	406.62	100.00	34.53	320.00	100.00	32.44	326.31	100.00	43.36	121.09	100.00	56.10

资料来源：公司提供

从主营业务毛利率水平看，2014~2016年公司主营业务毛利率分别为34.53%、32.44%和43.36%，呈波动增长趋势，主要系煤炭的市场价格波动所致。分业务板块看，2015年煤炭采掘业毛利率为32.90%，较2014年下降2.30个百分点，虽然公司采取延续资源整合、降本增效的主体战略，但煤炭价格的进一步下跌影响了公司的利润水平。2016年煤炭采掘业毛利率较2015年提高11.45个百分点至44.35%，主要系煤炭价格上涨所致。2014~2016年铁路运输业毛利率较为稳定。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，其他业务毛利率波动较大，2014~2016年分别为-6.37%、21.63%和-16.05%。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入121.09亿元，较上年同期增长111.66%，主要系煤炭价格上涨所致；公司主营业务毛利率为56.10%，较上年同期提高18.38个百分点，主要系煤炭价格上涨以及公司整合优质资源、淘汰劣质资源、加强扁平化集中管理等降本增效措施得以显现所致。

总体看，受煤炭价格波动以及煤炭限产的影响，近几年，公司主营业务收入波动减少，其中，2014~2015年在煤炭市场景气度较低时，公司通过关停、剥离老旧煤矿，加强扁平化集中管理等措施，保持了较为稳定的毛利率水平。2016年煤炭价格上涨的情况带动公司主营业务毛利率水平大幅增长。

2. 煤炭采掘业

煤炭资源

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、陕北矿区和其他矿区。截至2016年末，公司拥有15对生产矿井，资源储量合计163.50亿吨，其中可采储量109.57亿吨，当年完成原煤产量9,205万吨。

表 4 截至 2016 年末公司煤炭资源储量情况（单位：万吨）

主要矿区	资源储量	可采储量
彬黄矿区	379,824	267,335
陕北矿区	1,208,290	799,625
其他矿区	46,863	28,712
合计	1,634,977	1,095,672

资料来源：公司提供

公司以陕北矿区煤炭资源最为优质，所出产动力煤热值在 5,700 千卡/千克以上，多为露天煤矿，开采难度较低。彬黄矿区所出产动力煤热值普遍在 4,700~4,900 千卡/千克左右，其他矿区部分煤炭灰分、硫含量较高；少数矿井瓦斯含量较高，开采难度较大，所投入开采成本及安全费用较高；部分矿井开采时间已超过 40 年，剩余可开采时间较短，开采成本相对较高。进入 2016 年，公司已逐步将上述部分劣质、老旧矿井关停或剥离，降低开采成本，提高开采效率，现有矿井普遍已开采时间在 10 年以内，优质煤储量在 90%以上，85%以上的煤炭储量位于地质条件相对简单，开采较为容易的矿区。根据 2017 年 4 月发改委批复的《国家发展改革委关于陕西榆神矿区小保当一号煤矿项目核准的批复》（发改能源【2017】724 号），公司小保当矿井完工后可正常投产。

总体看，公司煤炭资源储量丰富，优质煤炭资源占比较高。

煤炭生产

近年来，国内煤炭价格大幅波动以及“276 天工作日”政策影响，公司煤炭产量逐年减少。2014~2016 年，公司煤炭总产量分别为 11,524 万吨、11,002 万吨和 9,205 万吨。由于其他矿区煤质相对较差，矿井相对陈旧，2014~2016 年部分落后产能遭到淘汰，致使其他矿区产量下降明显；陕北矿区由于受到红柳林和孙家岔两座煤矿的采掘生产接续以及“276 天工作日”限产政策的影响，陕北矿区产量逐年下降。2014~2016 年彬黄矿区产量逐年下降，主要系“276 天工作日”限产政策以及公司统计口径调整¹所致。

表 5 2014~2017 年 3 月公司煤炭产量情况（单位：万吨）

矿区	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
彬黄矿区	3,128	3,109	2,858	833
陕北矿区	6,219	5,845	5,234	1,326
其他矿区	2,177	2,048	1,113	242
合计	11,524	11,002	9,205	2,401

资料来源：公司提供

资源整合方面，2016 年，公司积极调整产能结构，转让经营成本高、产品质量低、盈利能力弱的 5 对矿井，同时，加大陕北地区和彬黄地区产能核定工作力度，2016 年公司整体产能达到 9,005.00 万吨。未来，公司将继续整合自身资源，调整产能布局，优化产能结构，控制生产成本，提升开采效率，提高公司整体盈利能力，但关停或淘汰的部分产能以及自动化水平提高带来的劳动力削减，产生了一部分闲置劳动力。公司通过减少合同续签比例，保证正式员工工时等措施，合理逐步淘汰过剩劳动力，但在建煤矿处于停滞状态，部分闲置劳动力仍不能合理安排，公司面对较大人员负担。

产能利用方面，受煤炭市场供需关系影响，2014~2016 年公司整体产能利用率分别为 113.47%、99.51%和 102.22%，呈波动下降趋势。随着“276 个工作日”和合规产能乘以 0.84 系数的限产政策

¹ 2014 年以及 2015 年包含参股矿井产量，2016 年产量未包含参股矿井产量。

的推出以及公司 2016 年剥离效益较差的矿业公司以及矿井，2016 年公司产能利用率有所提高。

表 6 2016 年公司煤矿情况表（单位：千卡/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	5,070	42,523.90	33,234.57	600
	黄陵二号	弱黏煤	5,620	85,296.60	58,445.60	800
	建庄	弱黏煤	5,280	28,044.10	20,564.20	500
	建新	弱黏煤	5,150	18,576.80	13,534.90	400
	大佛寺	不黏煤	5,340	99,413.50	69,005.00	600
	胡家河	不黏煤	5,630	79,823.90	38,284.90	400
	文家坡	不黏煤	5,644	72,765.70	68,364.70	--
小计	--	--	--	426,444.50	301,433.87	3,300.00
陕北矿区	红柳林	长焰煤	5,840	182,775.00	129,757.00	1,500.00
	柠条塔	弱黏煤	5,540	237,744.00	160,846.00	1,800.00
	张家峁	长焰煤	5,210	77,739.20	50,886.40	1,000.00
	孙家岔	长焰煤	5,290	66,426.40	41,694.00	400
	韩家湾	弱黏煤	5,180	8,232.00	4,797.00	300
	袁大滩	--	--	121,432.00	43,745.00	--
	小保当	--	--	467,321.00	333,800.00	--
小计	--	--	--	1,161,669.60	765,525.40	5,000.00
其他矿区	玉华	长焰煤	5,230	29,187.00	18,043.50	240
	陈家山	不黏煤	5,210	8,386.20	5,046.90	180
	下石节	长焰煤	5,610	8,671.00	5,268.20	185
	柴家沟	长焰煤	5,230	619.1	353.7	100
小计	--	--	--	46,863.30	28,712.30	705.00
合计				1,634,977.40	1,095,671.57	9,005.00

资料来源：公司提供

开采技术方面，公司 2016 年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。2015 年 5 月，全国首家煤矿智能化开采技术创新中心落户黄陵煤矿，该矿区通过支架远程操作平台、采煤机远程操作平台等自动化技术，瓦斯、气流、一氧化碳、温度等检测设备，人员定位、摄像、井下通信等监控设备，有效提升了井下自动化程度，提高了安全防护效果，降低了人员伤亡风险，成为了全国首家自动化智能示范矿井。自动化水平的提高使得公司全员效率有所提升的影响，2014~2016 年公司全员效率分别为 11.12 吨/工、11.67 吨/工和 19.90 吨/工；配合公司成本管理控制的加强，2014~2016 年公司自产煤完全成本分别为 181.48 元/吨、159.39 元/吨和 150.77 元/吨，年均复合下降 8.85%。

表 7 2014~2016 年公司生产指标表情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
原煤产量（万吨）	11,524	11,002	9,205
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 (%)	91.48	92.18	95.00
原煤全员效率 (吨/工)	11.12	11.67	19.90
自产煤完全成本 (元/吨)	181.48	159.39	150.77
安全费用支出 (万元)	167,781.44	166,384.46	111,391.74
百万吨死亡率 (人/百万吨)	0.043	0.063	0.033

资料来源：公司提供

安全生产方面，2014~2016年，公司矿井资源整合取得较大进展，安全费用支出分别为16.78亿元、16.64亿元和11.14亿元，百万吨死亡率分别为0.043人/百万吨、0.0630人/百万吨和0.033人/百万吨。2014~2016年，公司无重大煤矿安全事故，工人死亡原因多为机械操作不当、配合不当等所致。为此，公司加大了各矿区安全生产管理，成立了安全事故预防工作小组，通过加强安全教育，加强下矿前培训，设立职工及家属心理咨询室，建立职工心理健康档案，设立阅读、休闲等娱乐室，增加职工福利等方式，提前预防、及时发现人为安全隐患，降低井下操作风险。

洗煤方面，2014~2016年公司应对煤炭价格波动，加大煤炭洗选能力，提质增效，煤炭入选能力和入洗能力逐年增长，洗煤量波动下降，分别为1,418.42万吨、1,659.16万吨和1,381.00万吨，年均复合增长1.33%，如下表所示。

表8 2014~2016年公司生产指标表情况 (单位：万吨)

项目	2014年	2015年	2016年
入选能力	7,380	7,990	10,270
入洗能力	4,637	4,850	6,500
洗煤量	1,418.42	1,659.16	1,381.00

资料来源：公司提供

总体看，公司积极整合资源，淘汰落后产能，近年来煤炭产量有所下降；公司利用整合后的优质煤炭及矿井资源，加强采掘技术投入，加大安全生产防控力度，吨煤成本逐年下降；公司煤炭洗选能力及洗煤量波动下降。

煤炭销售

公司市场营销部门相关职能由全资子公司陕西省煤炭运销(集团)有限责任公司(以下简称“运销公司”)负责。公司所产的动力煤煤质优良，主要用于火力发电，销往湖南、湖北、江西、江苏、山东等省份。公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，煤炭直供比例70.89%。

销售管理方面，公司通过下属运销公司实行集中煤炭统一销售，客户集中管理，同时鼓励各分子公司积极拓展地销渠道，发展地区周边客户。

煤炭销量方面，公司积极推进营销模式改革，采取优化市场布局、深度挖掘直供客户、开发“互联网+煤炭销售+金融”的电商平台服务，销售规模相对稳定。2014~2016年，公司分别实现商品煤销售13,465万吨、13,575万吨和12,441万吨，年均复合下降10.63%，其中原选煤占比分别为90.06%、87.93%和88.98%。2014~2016年公司煤炭产销率²逐年提高，一直处于较高水平，主要系2014~2015年，公司为应对煤炭市场下行行情，降低煤炭产量，保持低库存状态，同时积极拓展市场，保证了商品煤销量，2016年煤炭行业供给侧改革逐步深入以及煤炭价格上涨提高了煤炭产销率。

销售价格方面，受煤炭产能过剩影响，2014~2015年来煤炭价格大幅下跌，2016年受国家去产能政策逐步深入以及煤炭下游行业景气度回升，2016年煤炭价格上涨，2014~2016年公司商品煤销

²公司商品煤销量统计数据中，包含部分贸易煤销量。

售均价³分别为 261.21 元/吨、189.28 元/吨和 233.19 元/吨，年均复合下降 5.52%，其中原选煤价格分别为 257.97 元/吨、184.10 元/吨和 227.36 元/吨，年均复合下降 6.12%。

表 9 2014~2017 年 3 月公司煤炭产销情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
原煤产量 (万吨)	11,524	11,002	9,205	2,401
商品煤销量 (万吨)	13,465	13,575	12,441	3,000
其中：原选煤	12,126	11,936	11,070	2,546
洗煤	1,339	1,639	1,371	454
煤炭产销率 (%)	116.84	123.39	135.15	124.93
销售均价 (元/吨)	261.21	189.28	233.19	366.48
其中：原选煤	257.97	184.10	227.36	356.03
洗煤	290.57	226.99	280.21	425.13

资料来源：公司提供；

煤炭销售运输方面，公司根据煤炭交货方式决定煤炭运输成本，对于现场交货的煤炭，销售价格采取坑口价格，基本无运输成本；对于直达煤采取车板交货方式的，煤炭销售价格已经包含运输成本。2016 年，公司运输方式采用铁路直达的占比为 36.19%，采用公路运输的占比为 63.81%。公路运输主要为客户自提，坑口交货。

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。未来，随着蒙华铁路的建成，公司陕北地区大量优质动力煤资源将得以以更低价格向湖南、湖北、江西等地输送。

表 10 2014~2016 年公司煤炭销售运输方式占比情况 (单位：%)

年份	直达 (铁路)	地销 (公路)
2014 年	41.19	58.81
2015 年	43.51	56.49
2016 年	36.19	63.81

资料来源：公司提供

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，随着公司大客户直供商品煤占比的上升以及煤炭价格上涨的影响，公司议价能力增强，应收账款规模波动下降。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。

从客户集中度看，公司煤炭业务销售前五名客户整体销售收入占煤炭业务收入比例为 27.04%，销售客户集中度一般，但第一大客户占比为 18.06%，占比很高，系陕煤化集团所控制的企业，公司具有完备的关联交易制度（详见本章“关联交易”小节），每年会下发关联交易控制额度的相关文件。

表 11 2016 年公司煤炭业务销售前五名客户情况 (单位：万元、%)

客户名称	销售收入	占比	是否是关联方
陕煤化集团所控制企业	598,415.97	18.06	是
榆林神华能源有限责任公司	100,211.16	3.02	是
大唐电力燃料有限公司	88,042.41	2.66	否
华电陕西能源有限公司煤炭运销分公司	55,393.56	1.67	否

³销售均价为剔除“一票制”结算变化影响后的价格。

湖北省煤炭投资开发有限公司	53,845.22	1.63	否
合计	895,908.31	27.04	--

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭储量丰富，煤质较为优秀，矿井普遍较新，自动化水平高，但煤炭价格波动对公司商品煤售价影响较大，公司直供客户占比较高，下游销售渠道稳定。公司客户集中度较高，主要为关联企业，相关交易制度健全。陕北矿区煤炭运输不便，未来随着蒙华铁路的建成，运输条件将有所改善。

3. 铁路运输业

公司铁路运输业收入占比很小，2014~2016 年收入分别为 5.78 亿元、5.96 亿元和 5.77 亿元，占比分别为 1.42%、1.86%和 1.77%。2014~2016 年，受煤炭市场行情影响，公司该板块收入波动下降。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。2004 年，公司对专用线进行了技术升级和扩能改造，目前，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。北区的三段专用线与国铁梅七线接轨，东区及市区的专用线与国铁咸铜线接轨，是铜川矿区连接外界的主要线路。铜川铁路所辖线路上共有车站 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 2016 年末，铜川铁路共投入运营内燃机车 14 台、轨道车 1 台，矿区专用铁路营运里程 81.54 公里。

陕西红柠铁路有限责任公司（以下简称“红柠铁路”）负责建设和运营管理的红柳林至神木西铁路专用线是神南矿区的配套项目，主要承担红柳林、柠条塔、张家峁三大煤矿和周边煤矿的煤炭外运任务。线路东起神大铁路红柳林车站，西接包西线神木西站，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。该项目于 2006 年开工建设，2010 年末建成投运。自 2010 年装车运营以来，红柠铁路所辖专运线运量逐年稳步增长，由 2011 年的 1,491 万吨增至 2015 年的 1,917 万吨，2016 年专运线运量为 1,534 万吨。

总体看，公司自有铁路运行安全，里程较短，但位置连接了公司主要煤矿和主要外运铁路干线，为公司铁路销售提供了有力的支持；2014~2016 年，受煤炭市场行情影响，公司该板块收入波动下降。

4. 经营效率

2014~2016 年，随着公司营业收入的波动减少以及煤炭直供客户比例的上升（以赊销为主），公司应收账款周转次数逐年下降，2014~2016 年分别为 9.17 次、5.89 次和 6.12 次。2014~2016 年，煤炭价格波动以及随着营业成本的较快降低，公司存货周转次数波动下降，2014~2016 年分别为 17.29 次、14.72 次和 17.12 次；由于公司营业收入的波动减少，公司总资产周转次数波动下降，2014~2016 年分别为 0.48 次、0.35 次和 0.35 次。与同行业公司对比，公司应收账款周转次数处于行业中等水平，存货周转次数和总资产周转次数均处于行业较优水平。

表 12 2016 年煤炭行业主要公司经营效率指标情况 (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	9.26	8.47	0.33
中国中煤能源股份有限公司	6.99	5.67	0.24
大同煤业股份有限公司	3.82	9.42	0.28
冀中能源股份有限公司	3.02	9.49	0.32
陕西煤业股份有限公司	6.52	18.99	0.36

注: Wind 资讯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 资讯数据。

总体看, 公司经营效率指标受煤炭价格波动影响, 经营效率指标呈波动趋势, 但整体经营效率处于正常水平。

5. 在建项目

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, 公司仍有矿井处于建设中, 公司煤炭业务规模的扩大有助于巩固其在行业内的规模优势和竞争实力。

表 13 截至 2016 年末公司主要在建项目情况 (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
小保当矿井建设工程	133.98	22.68	20	103.60
神渭管输煤炭管道工程	73.14	89.72	85	4.70
文家坡矿井建设工程	40.25	102.00	95	1.11
红柳林矿业 5 号单身公寓楼及文体培训中心建设工程	5.85	91.12	90	0.52
彬长生产服务中心二期工程	5.86	17.00	17	4.87
陕北救援基地项目	1.93	45.34	45	1.05
智能物流园区建设工程	7.56	10.51	10	6.77
建新煤化办公楼建设工程	0.78	97.82	95	0.02
柠条塔矿职工住宅楼建设工程	0.76	101.4	95	--
下石节矿 2 号副斜井建设工程	1.08	74.55	75	0.44
合计	271.20	--	--	123.08

资料来源: 公司提供

2014~2015 年, 随着煤炭行业景气度下滑, 公司主动缩减投资规模。目前投资以推进在建项目为主, 新建项目较为谨慎。2016 年, 公司将在建项目按照重要程度分类, 优先保障重点工程建设。

总体看, 公司目前在建项目较多, 在建工程尚需投入规模较大, 对公司未来资金压力产生一定影响。同时受政策影响, 新建矿井暂时无法投入生产, 未来若新建矿井审批制度放宽, 公司新增产能的投放将有助于进一步为其巩固规模和竞争优势。

6. 关联交易

公司关联交易主要向陕煤化集团控制的企业、公司的合营及联营企业销售煤炭、收取煤炭销售代理费、出售设备及材料、提供工程劳务等; 同时, 公司亦向上述类型的关联企业采购煤炭、设备及材料、接受上述类型企业提供的建设工程和综合服务等。

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。此外，经公司 2014 年股东大会审议批准，公司与陕西煤业化工集团财务有限公司签订《金融服务框架协议》，有效期至 2018 年 12 月 31 日。

表 14 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
2014 年	85.70	20.83	51.04	18.95
2015 年	72.40	22.27	45.15	20.48
2016 年	70.57	21.30	64.42	34.35

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司向关联方销售商品的金额合计分别为 85.70 亿元、72.40 亿元和 70.57 亿元，占公司营业收入的比重分别为 20.83%、22.27%和 21.30%，占比波动增长，主要系近年来集团内化工单位及电厂购煤量波动所致。从关联方采购、接受劳务合计分别为 51.04 亿元、45.15 亿元和 64.42 亿元，占公司营业收入的比重逐年增长，主要系公司向关联方煤炭采购金额增长所致。

截至 2016 年末，公司与关联方之间的应收票据余额为 6.63 亿元，占当年合并报表对应科目的 11.50%；应收账款余额为 25.71 亿元，占当年合并报表对应科目的 52.93%；预付账款余额为 0.02 亿元，占比 0.25%；其他应收款余额为 4.71 亿元，占比 72.29%；应付账款为 19.30 亿元，占比 21.58%；预收账款为 0.94 亿元，占比 5.26%；其他应付款 0.37 万元，占比 3.21%。公司与关联方之间的应收账款、其他应收款占当年合并报表对应科目的比例较高。

总体看，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。

7. 经营关注

公司业务单一

公司专注煤炭业务，其中煤炭采掘业收入占主营业务收入 95%以上，煤炭行业周期性波动影响对于公司经营业绩产生更为剧烈的影响。

陕北矿区煤炭运输不便

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。公司陕北地区运输条件改善有待于蒙华铁路的建成，相关建设进度仍需关注。

剩余劳动力安置将使公司成本控制面临挑战

随着 276 个工作日和合规产能乘以 0.84 系数的限产政策的推出，以及煤炭价格的持续下跌，公司近年来煤炭产量逐年减少，由此关停或淘汰的部分产能以及自动化水平提高带来的劳动力削减，产生了一部分闲置劳动力。目前，公司通过减少合同工续签比例，保证正式员工工时等措施，合理逐步淘汰过剩劳动力，但在建煤矿处于停滞状态，部分闲置劳动力仍不能合理安排，公司面对较大人员负担。

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，可能给公司正常生产经营带来重大影响，公司安全生产水平的保持与进一步提高仍需关注。

在建工程尚需投入规模较大，项目推进受政策影响大

公司目前在建项目较多，在建工程尚需投入规模较大，对公司未来资金压力产生一定影响。同时受政策影响，新建矿井暂时无法投入生产。未来，公司将在建项目按照重要程度分类，优先保障

重点工程建设。

8. 未来发展

面对政府着力加强供给侧结构性改革，中央经济工作会议提出“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务等宏观经济及政策形势，公司加强岗位过程控制、成本控制、考评体系建设，同时通过关闭老旧矿井、分流过剩劳动力、提高采掘效率、拓宽融资渠道等措施，积极应对不利局面。未来，公司具体发展规划如下。

(1) 公司将持续开展重大灾害的预防预控工作，完善煤矿安全质量标准化建设，深化隐患排查治理，强化现场管理，规范人员行为；(2) 建立财务和生产管理部门共管的成本责任体系，推进成本预算管理；(3) 推进煤矿机械化、自动化、信息化和智能化水平建设，提升矿井经济运行效率及质量；(4) 指导各个矿业公司制定周密细致的人员分流实施方案，做好职工安置接收工作；(5) 继续推进融资多元化，保证公司资金运行安全，降低资金备付，控制债务规模，提高资金使用效率，降低融资成本；(6) 思考国企改革和去产能、去库存、供给侧改革政策的落地实施，适度通过混合所有制、股权激励等措施引入其他资本，实现企业轻资产运营；(7) 结合矿井综合评价体系建立科学的对标评价机制，形成规范的矿业公司和矿井标准，提升管理水平。

总体看，公司从自身出发，加强管理及技术水平；整合优质资源，淘汰落后产能；降低生产及运营成本，增加煤矿效益。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 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，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。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，公司主动关停与处置一些效益较低的煤矿以及矿业公司，导致合并范围有所变化（具体变动见下表），但公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。同时，2015 年剥离煤矿涉及产能 540 万吨/年，占当年合计产能 5.93%；涉及可采储量 8,717.80 万吨，占当年合计可采储量 0.84%。2016 年剥离煤矿和矿业公司涉及产能 1,311 万吨/年，占当年合计产能 13.65%；涉及可采储量 67,936.10 万吨，占当年合计可采储量 6.20%。公司合并范围变动对公司产能以及可采储量影响较小，可比性较强。

表 15 2014~2017 年 3 月公司财务报表合并范围变化情况（单位：%、万元）

新纳入合并范围的主体情况				
年份	公司名称	设立方式	持股比例	股权取得成本
2014 年	株洲洁净煤股份有限公司	非同一控制下企业合并	51	15,097.08
	陕西集华柴家沟矿业有限公司	非同一控制下企业合并	95	8,498.32
2016 年	彬长矿业文家坡煤矿	同一控制下企业合并	51	44,032.78
	神南矿业煤炭科技孵化有限公司	新设成立	80（直接+间接持股）	--
不再纳入合并范围的主体情况				
年份	公司名称	股权处置方式	原持股比例	股权处置价款
2015 年	蒲白矿业白水煤矿	协议转让	100	6,309.68

	铜川矿业徐家沟煤矿	协议转让	100	3,799.12
	铜川矿业鸭口煤矿	协议转让	100	4,599.92
	铜川矿业王石凹煤矿	协议转让	100	10,269.63
	澄合矿业王斜煤矿	协议转让	100	14,096.94
2016年	蒲白矿业有限公司	协议转让	100	132,646.67
	铜川矿业金华山煤矿	协议转让	100	1,542.87
	铜川矿业东坡煤矿	协议转让	100	1,306.79
	澄合矿业有限公司	协议转让	100	-7,938.21
	韩城矿业有限公司	协议转让	100	134,889.64

资料来源：公司年报

截至2016年末，公司合并资产总额936.89亿元，负债合计491.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计445.69亿元，其中归属母公司所有者权益343.67亿元。2016年，公司实现营业收入331.32亿元，净利润（含少数股东损益）43.80亿元，其中归属母公司所有者的净利润27.55亿元；经营活动产生的现金流量净额82.67亿元，现金及现金等价物净增加额52.01亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额998.65亿元，负债合计507.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计491.36亿元，其中归属母公司所有者权益374.50亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入122.74亿元，净利润（含少数股东损益）39.85亿元，其中归属母公司所有者的净利润26.74亿元；经营活动产生的现金流量净额33.19亿元，现金及现金等价物净增加额23.64亿元。

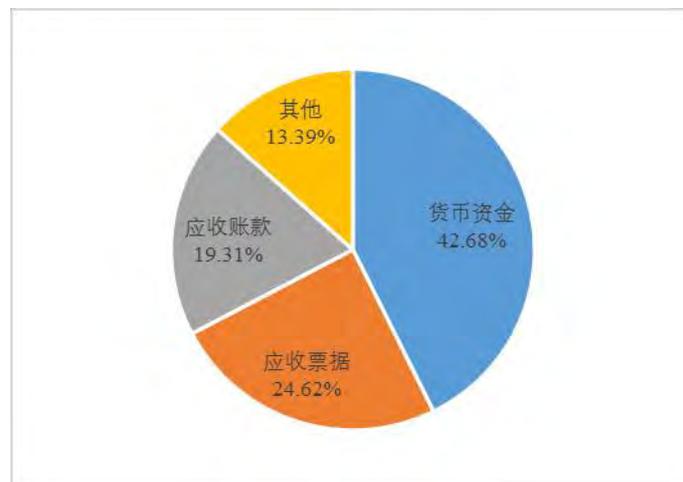
2. 资产质量

2014~2016年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长2.02%。截至2016年末，公司合并资产总额为936.89亿元，其中流动资产占25.00%，非流动资产占75.00%，以非流动资产为主的资产结构符合公司所在行业资产特征。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产波动增长，年均复合增长10.22%。截至2016年末，公司流动资产总额为234.26亿元，较年初增长30.83%，主要系货币资金、应收票据增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占42.68%）、应收票据（占24.62%）、应收账款（占19.31%）构成。

图5 截至2016年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金余额波动增长，年均复合增长28.37%。截至2015年末，公司货币资金余额为47.03亿元，较年初下降22.49%，主要系公司投入在建项目所致；截至2016年末，公司货币资金余额为99.99亿元，较年初增长112.60%，主要系经营活动收入增长以及公司推广资金池⁴、票据池⁵业务增加了资金持有量所致；其中银行存款占99.08%、其他货币资金占0.91%、库存现金占0.01%，公司受限制的货币资金金额为1.37亿元，占货币资金总额1.37%，受限货币资金主要为定期存单质押以及国开发展基金。

2014~2016年，公司应收票据余额波动增长，年均复合增长4.66%。截至2015年末，公司应收票据余额为44.00亿元，较年初下降16.43%，主要系公司严控贷款风险，同时发展直供大用户，导致销售回款收到的票据减少所致；截至2016年末，公司应收票据余额为57.67亿元，较年初增长31.07%，主要系公司推行票据池业务，应收票据持有到期，背书量减少所致；其中银行承兑票据占78.25%、商业承兑票据占21.75%。

2014~2016年，公司应收账款账面价值波动减少，年均复合下降2.97%。截至2015年末，公司应收账款账面价值为56.45亿元，较年初增长17.49%，主要系煤炭行业仍处于产能过剩状态，公司议价能力降低，同时公司铁销直供商品煤占比上升，且直供商品煤约有30天账期，导致销售回款减少所致。截至2016年末，公司应收账款账面价值为45.23亿元，较年初下降19.87%，主要系煤炭价格上涨，同时加大对应收账款的管控所致。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99.22%，其中，按账龄组合计提坏账准备的应收账款为20.77亿元，占应收账款账面余额的43.09%；划分为无风险组合的为27.43亿元，占应收账款账面余额的56.91%。账龄组合中，1年以内的占60.15%，1~2年的占16.03%，2~3年的占18.70%，3~5年的占1.75%，5年以上的占3.37%。无风险组合中，2.28亿元为对电厂的应收账款，25.15亿元为对陕煤化集团控制的企业（关联交易）的应收账款，均未计提坏账准备，但公司具有健全的关联交易制度（详见“经营分析”一章中“关联交易”小节），其应收账款收回风险不大。截至2016年末，公司共计提应收账款坏账准备3.35亿元，计提比例为6.89%。从集中度来看，截至2016年末，公司应收账款前五名客户余额总计17.35亿元，占比为35.71%，集中度一般但关联交易占比较大，考虑公司具有健全的关联交易制度，主要为1年以内，整体风险尚可。

表 16 截至 2016 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	占应收账款期末余额
陕西黄陵煤化工有限责任公司	同受陕煤集团控制	6.64	1年以内/1~2年	13.66
陕西钢铁集团有限公司	同受陕煤集团控制	3.50	1年以内	7.21
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	本公司股东	3.11	2~3年	6.40
陕西陕焦化工有限公司	同受陕煤集团控制	2.55	1年以内/1~2年	5.26
陕西陕化煤化工集团有限公司	同受陕煤集团控制	1.54	1年以内/3~4年	3.18
合计		17.35	--	35.71

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司存货账面价值逐年减少，年均复合下降21.79%。截至2015年末，公司存货账面价值为11.16亿元，较年初下降20.65%，主要系煤炭价格降低，公司主动降低库存，同时公司本着审慎性原则计提的存货减值准备增加所致。截至2016年末，公司存货账面价值为8.60亿元，

⁴ 资金池是将企业分散资金汇聚到一起，通过单位内部分解调剂使用，满足成员单位在任意时点上的资金需求。

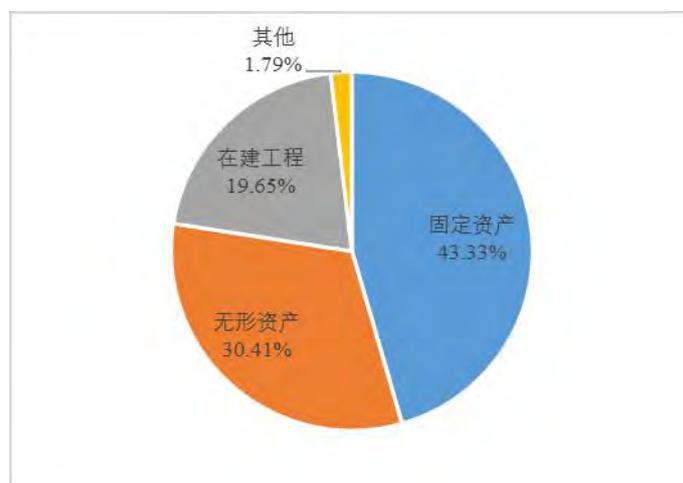
⁵ 票据池是指实行统一的票据管理的综合性票据增值服务。财务公司为企业提供票据鉴别、查询、托管托收等一揽子服务，并根据客户需求，提供票据的换开、贴现、质押、结算、池化融资等业务，以满足企业集团日常票据需求。

较年初下降 22.90%，主要系公司原材料中设备配件采购减少所致。公司存货主要由原材料（占 62.30%）、库存商品（占 30.92%）、在产品（占 1.51%）和其他（占 5.06%）构成，其中，原材料主要为设备配件。公司所辖矿井机械化程度高，采掘等自动化设备类型多、用量大，故相应储备较大。截至 2016 年末，公司存货跌价准备累计计提 0.03 亿元。2017 年 1~3 月煤炭价格小幅震荡，未来跌价风险较小。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产波动减少，年均复合下降 0.34%。截至 2016 年末，公司非流动资产为 702.63 亿元，较年初下降 9.82%，主要系固定资产、在建工程以及无形资产减少所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 43.33%）、无形资产（占 30.41%）和在建工程（占 19.65%）构成。

图 6 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司固定资产账面价值逐年减少，年均复合下降 5.76%。截至 2016 年末，公司固定资产账面价值为 304.43 亿元，较年初下降 10.17%，主要系公司处置相关效益较差的矿业公司及矿井，导致公司机器设备减少所致。从固定资产构成看，公司固定资产主要由机器设备（占 32.34%）、房屋建筑物（占 36.34%）和井巷工程（占 20.76%）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。截至 2016 年末，公司对固定资产计提折旧 200.22 亿元，计提减值准备 0.20 亿元（其中对机器设备计提减值准备 0.20 亿元），固定资产成新率为 60.30%，成新率一般。

2014~2016 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 18.85%。截至 2015 年末，公司在建工程账面价值为 160.95 亿元，较年初增长 64.69%，系公司对神渭管输煤炭管道工程、小保当矿井建设工程投入增加所致。截至 2016 年末，公司在建工程账面价值为 138.06 亿元，较年初下降 14.22%，主要系部分在建工程转入固定资产所致。公司在建工程主要由神渭管输煤炭管道工程（占 49.57%）、小保当矿井建设工程（占 22.01%）、文家坡矿井基建工程（占 15.74%）和其他工程（占 12.68%）构成。

2014~2016 年，公司无形资产波动减少，年均复合下降 0.99%。截至 2016 年末，公司无形资产为 213.65 亿元，较年初小幅下降 7.74%，系公司处置效益较差的矿业公司及矿井，导致采矿权价款减少所致。公司无形资产主要由探矿权价款（占 55.19%）、采矿权价款（占 33.38%）和土地使用权（占 10.92%）构成。截至 2016 年末，公司无形资产累计摊销 30.02 亿元，无计提减值准备。

截至 2016 年末，公司使用受限资产总额 1.37 亿元，占总资产的 0.15%，主要为货币资金中定期存单质押以及国开发展基金。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额为 998.65 亿元，较年初增长 6.59%；流动资产占比为 29.63%，在总资产的比重略有上升，主要系公司货币资金及应收票据增加导致流动资产大幅增长所致；非流动资产占比为 70.37%，在总资产的比重略有下降。

总体看，近年来公司资产总额波动增长，资产构成以非流动资产为主，非流动资产中固定资产、无形资产及在建工程规模较大，固定资产成新率一般，公司资产质量及资产流动性一般。

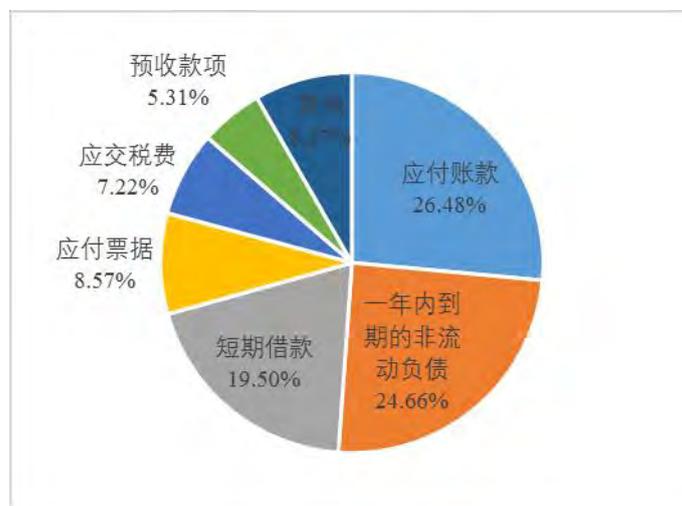
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 2.61%。截至 2016 年末，公司负债合计 491.20 亿元，较年初下降 11.73%，主要系非流动负债减少所致；其中流动负债占 68.76%，较年初上升 8.80 个百分点；非流动负债占 31.24%，负债结构偏重流动负债。

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 14.04%。截至 2016 年末，公司流动负债为 337.74 亿元，较年初增长 1.23%，主要系一年内到期的非流动负债增长，同时短期借款和应付账款下降所致；公司流动负债主要由应付账款（占 26.48%）、一年内到期的非流动负债（占 24.66%）、短期借款（占 19.50%）、应付票据（占 8.57%）、应交税费（占 7.22%）和预收款项（占 5.31%）构成。

图 7 截至 2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款余额波动减少，年均复合下降 3.10%。截至 2015 年末，公司短期借款余额为 103.51 亿元，较年初增长 47.60%，主要系公司经营性资金需求增加所致；截至 2016 年末，公司短期借款余额为 65.85 亿元，较年初下降 36.38%，主要系公司货币资金充裕归还短期借款所致；公司短期借款由信用借款（占 97.72%）、质押借款（占 2.28%）构成。

2014~2016 年，公司应付账款余额波动减少，年均复合下降 8.87%。截至 2016 年末，公司应付账款余额为 89.44 亿元，较年初下降 24.88%，主要系公司盈利能力改善，偿还部分应付账款所致。从账龄看，公司应付账款以 1 年以内（含 1 年）为主，占比为 66.35%；1~2 年（含 2 年）应付账款占 21.49%，2~3 年（含 3 年）应付账款占 5.58%，3 年以上应付账款占 6.57%。

2014~2016 年，公司应付职工薪酬波动减少，年均复合下降 9.93%。截至 2015 年末，公司应付

职工薪酬为 20.66 亿元，较年初增长 37.22%，主要系公司为减轻资金运营压力，延缓支付职工工资、奖金、津贴以及住房公积金所致。截至 2016 年末，公司应付职工薪酬为 12.21 亿元，较年初下降 40.89%，主要系公司盈利能力改善，补交部分短期薪酬以及设定提存计划款项所致。应付职工薪酬主要由短期薪酬（占 85.51%）和离职后福利的设定提存计划（占 14.49%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 172.97%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债为 83.27 亿元，较年初增长 350.06%，其中全部为 1 年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债波动减少，年均复合下降 13.87%。截至 2016 年末，公司非流动负债为 153.47 亿元，较年初下降 31.13%，主要系长期借款减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 59.35%）和长期应付款（占 33.73%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款余额波动减少，年均复合下降 20.00%。截至 2016 年末，公司长期借款余额为 91.09 亿元，较年初下降 42.31%，主要系公司盈利能力改善，公司偿还部分长期借款所致。公司长期借款由保证借款 54.97 亿（占 60.35%）和信用借款 36.11 亿元（占 39.65%）构成。从期限分布看，公司长期借款到期日为 2018 年、2019 年和 2020 年的余额分别为 22.31 亿元、12.58 亿元和 0.14 亿元。

2014 年~2016 年，公司长期应付款较为稳定，年均复合增长 0.19%。截至 2016 年末，公司长期应付款余额为 51.77 亿元，较年初增长 0.20%，由应付陕西省煤田地质局的小保当探矿权价款（占 97.09%）和应付柠条塔矿业矿区搬迁补偿款项（占 2.91%）构成。

2014~2016 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 6.47%。截至 2016 年末，公司全部债务为 269.15 亿元，较年初下降 9.06%，主要系公司偿还应付债券以及部分长期借款所致。其中，短期债务和长期债务分别占 66.16%和 33.84%，短期债务较年初增长 29.44%，长期债务较年初下降 42.49%，公司债务结构偏重短期债务，整体债务结构有待改善。

从债务指标看，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率呈波动增长趋势；长期债务资本化比率呈波动下降趋势。截至 2016 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 52.43%、37.65%和 16.97%，较年初分别下降 5.64 个百分点、4.77 个百分点和 11.31 个百分点，主要系公司 2016 年净利润盈利导致所有者权益增加，整体债务规模小幅下降所致。

截至 2017 年 3 月末，公司负债合计 507.30 亿元，较年初增长 3.28%，主要系公司应付票据大幅增长所致；公司负债合计中流动负债占 69.36%，非流动负债占 30.64%，流动负债占比进一步提高。

截至 2017 年 3 月末，公司全部债务为 277.29 亿元，较年初增长 3.02%。其中，短期债务占 66.48%，长期债务占 33.52%。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 50.80%、36.07%和 15.91%，分别较年初分别下降 1.63 个百分点、1.58 个百分点和 1.06 个百分点，公司负债及债务水平有所下降。

总体看，2014~2016 年公司负债水平波动下降，债务结构有待改善；2016 年以来，公司积极应对市场环境变化，淘汰落后产能，并缩减资本和经营性支出，公司负债及债务水平明显下降，处于较合理水平。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 1.38%。截至 2016 年末，公司所有者权益合计 445.69 亿元，较年初增长 10.94%，主要系公司净利润盈利导致未分配利润增加所致。其中，少数股东权益 102.01 亿元，归属于母公司的所有者权益为 343.67 亿元，归属于母公司的所有者权益

占比较高。归属于母公司的所有者权益中，股本占 29.10%、资本公积占 21.50%、盈余公积占 5.74%、未分配利润占 41.86%。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计 491.36 亿元，较年初增长 10.25%；少数股东权益 116.86 亿元，归属于母公司的所有者权益为 374.50 亿元，其中股本占 26.70%、资本公积占 19.73%、专项储备占 2.62%、盈余公积占 5.26%和未分配利润占 45.55%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 411.50 亿元、325.11 亿元和 331.32 亿元，年均复合下降 10.27%，主要系受煤炭价格波动以及“276 天工作日”限产政策所致；公司营业成本分别为 269.38 亿元、220.41 亿元和 187.56 亿元，年均复合下降 16.56%。2014~2016 年，公司营业利润率分别为 32.64%、28.54%和 38.75%，主要系公司积极实施资源结构调整，关停或剥离老旧煤矿，降低整体开采成本及难度，提升煤质，积极探索及发展直供大用户，优化用户结构等措施所致，公司营业利润率处于较高水平。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用总额分别为 100.78 亿、106.46 亿元和 81.20 亿元，公司期间费用总额波动下降，年均复合下降 10.24%。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2016 年销售费用、管理费用和财务费用分别占 48.49%、45.86%和 5.65%。2014~2016 年，公司销售费用分别为 51.66 亿元、56.56 亿元和 39.37 亿元，年均复合下降 12.70%，主要系公司采用“一票制”结算方式⁶，其中销售费用包含国铁运杂费、运煤专用线运杂费、煤炭价格，同时 2016 年公司外购煤采购减少，铁路运量降低，相应运输费减少所致；管理费用分别为 42.74 亿元、41.78 亿元和 37.24 亿元，年均复合下降 6.65%，主要系公司加强各项费用管控措施，各项日常费用均有降低以及 2016 年资产重组，其他矿区矿井费用减少所致；财务费用分别为 6.39 亿元、8.12 亿元和 4.58 亿元，年均复合下降 15.27%，主要系公强化资金管理，归还部分有息负债，运用资金池，建立票据池、平衡管控额度池，提高了资金使用效率，降低了资金使用成本所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 24.49%、32.75%和 24.51%，呈波动增长趋势，主要系 2015 年公司收入规模明显下降，同时由于公司转变结算模式以及增强销售力度导致销售费用增加，2016 年公司收入规模大幅增长以及公司外购煤炭较少导致销售费用降低所致。

2014~2016 年，公司投资收益呈波动下降趋势，年均复合下降 7.13%。2015 年，公司投资收益为 4.32 亿元，较年初下降 29.05%，主要系权益法核算单位榆林神华能源有限责任公司、陕西煤业集团黄陵建庄矿业有限公司、陕西煤业化工集团孙家岔龙华矿业有限公司等单位较 2014 年效益下滑所致。2016 年，公司投资收益为 5.26 亿元，较年初增长 21.55%，主要系 2016 年煤炭价格上涨，公司权益法核算的长期股权投资收益增加所致。2016 年，公司投资收益占营业利润的比重为 10.26%，投资收益对营业利润的贡献不大。

2014~2016 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 27.59%。2015 年，公司营业外收入为 1.70 亿元，较上年增长 240.76%，主要系鉴于煤炭市场环境景气度降低，职工薪酬大幅降低，政府对公司员工发放稳岗补贴，导致政府补助收入增加。2016 年，公司营业外收入以政府补助利得为主，占 70.13%，内部考核罚款收入和处置非流动资产利得分别占 18.68%和 3.54%。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 35.18 亿元、-16.00 亿元和 51.25 亿元，净利润分别为 28.12

⁶公司全资子公司陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司自 2013 年 10 月起，应客户要求对部分长期客户实施“一票制”结算，即运销与客户结算的总价，包含国铁运杂费、运煤专用线运杂费、煤炭价格。

亿元、-23.50 亿元和 43.80 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 9.51 亿元、-29.89 亿元和 27.55 亿元。其中，2015 年公司净利润亏损主要系煤炭价格与下游需求低迷所致。

从盈利指标看，受利润总额和净利润波动的影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率波动增长。2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 5.50%、-2.22%和 6.87%；总资产报酬率分别为 4.88%、-0.83%和 5.91%；净资产收益率分别为 6.75%、-5.63%和 10.34%。从同行业比较情况看，2016 年公司主要盈利指标在企业中处于较优水平。

表 17 2016 年末与其他大型上市煤炭企业盈利指标对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中国神华能源股份有限公司	22.72	6.69	5.77
中国中煤能源股份有限公司	33.50	2.39	2.84
大同煤业股份有限公司	48.99	3.77	4.82
冀中能源股份有限公司	22.41	1.32	2.28
陕西煤业股份有限公司	43.39	8.41	5.99

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：Wind 资讯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 资讯数据。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 122.74 亿元，较上年同期增长 110.23%，系煤炭价格上涨带动公司营业收入增加所致；净利润 39.85 亿元，较上年同期大幅增加 38.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 26.74 亿元，较上年同期增加 27.13 亿元，系煤炭价格上涨以及公司整合优质资源、处置劣质资源及加强煤炭成本控制，同时加强扁平化集中管理、减少经营性借款和运费降低所致。

总体看，近年来，受煤炭价格波动以及国家限产政策的影响，公司营业收入波动下降，同时煤炭价格大幅上涨，公司整合优质资源、处置劣质资源等多项措施，导致净利润扭亏为盈且净利润大幅增长。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 291.80 亿元、256.79 亿元和 336.40 亿元，年均复合增长 7.37%，主要系 2016 年煤炭价格大幅上涨，销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 290.59 亿元、265.68 亿元和 253.74 亿元，年均复合下降 6.56%，主要系支付给职工以及为职工支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金降低所致。2014~2016 年公司经营活动现金净额分别为 1.21 亿元、-8.89 亿元和 82.67 亿元。从收入实现质量看，2014~2016 年公司的现金收入比分别为 68.86%、72.76%和 97.12%，主要系 2014~2015 年，煤炭行业及相关产业不景气，煤炭企业议价能力下降，使得公司应收账款回款缓慢及部分款项采用票据结算所致，2016 年煤炭价格上涨，同时公司加大对应收账款的管控，收入质量逐步改善。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 2.04 亿元、10.41 亿元和 62.52 亿元，波动较大。其中，2015 年投资活动现金流入大幅增加，主要系处置五矿收到的现金所致。2016 年投资活动现金流入大幅增加，主要系公司处置相关效益较差的矿业公司及矿井所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出量分别为 33.34 亿元、28.95 亿元和 65.20 亿元，年均复合增长 39.85%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增加所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额分别为-31.30 亿元、-18.54 亿元和-2.68 亿元，投资活动现金流呈净流出状态。

筹资活动方面，2014~2016 年末，公司筹资活动现金流入分别为 178.48 亿元、122.57 亿元和 121.89

亿元。2014~2016年，公司筹资活动现金流出量分别为135.71亿元、109.21亿元和149.88亿元，年均复合增长5.09%，主要系公司盈利能力改善，偿还债务支付的现金增加所致。2014~2016年，公司筹资活动现金流量净额分别为42.77亿元、13.37亿元和-27.98亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生现金流净额33.19亿元，较上年同期大幅增加30.39亿元，系煤炭价格上涨，公司销售产品收到现金增加所致；投资活动产生现金流净额-2.08亿元，净流出规模较上年同期减少3.04亿元，系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少所致；筹资活动产生现金流净额-7.47亿元，净流出规模较上年同期减少1.39亿元，系公司取得借款收到的现金同比增加所致。

总体看，受煤炭市场景气度的影响，公司经营活动现金流净额波动较大；同时公司加大关停落后产能煤矿力度，适度减少投资支出，公司投资活动现金流出规模持续减少；公司盈利能力逐步改善，公司偿还债务支付的现金增加，筹资活动产生的现金流量净额逐年减少。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率分别为0.74倍、0.54倍和0.69倍，速动比率分别为0.69倍、0.50倍和0.67倍，均呈现波动下降趋势，流动资产对流动负债的保障程度一般；公司现金短期债务比分别为1.19倍、0.66倍和0.89倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，受公司利润总额大幅波动的影响，公司EBITDA分别为86.48亿元、25.97亿元和89.86亿元，年均复合增长1.94%。2016年，公司EBITDA为89.86亿元，其中折旧为28.83亿元、摊销为5.02亿元、计入财务费用的利息支出为4.76亿元、利润总额为51.25亿元，EBITDA实现质量一般。2014~2016年，随着债务规模的扩大以及EBITDA规模的减少，公司EBITDA利息倍数分别为6.44倍、1.78倍和7.26倍，EBITDA全部债务比分别为0.36倍、0.09倍和0.33倍，公司EBITDA对利息的保障程度尚可，对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年3月末，公司获得银行授信额度合计557.79亿元，其中已用授信额度338.99亿元，尚可使用授信额度218.80亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年3月末，公司未对合并范围以外的企业提供担保。

根据希格玛会计事务所（特殊普通合伙）提供的公司2016年度审计报告，截至2016年末，无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2016年4月11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。

总体看，公司短期以及长期偿债能力一般，同时考虑到公司间接融资渠道畅通、全国煤炭行业去产能政策以及煤矿的限产情况，煤炭价格有所回升，且公司仍保持着较好的煤炭资源以及较大的收入规模，整体偿债能力很强。

八、本次（期）公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年3月末，公司全部债务总额为277.29亿元，本次拟发行债券规模为40亿元（含40亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度适中，对公司债务规模有一定影响；本期拟

发行债券规模为 20 亿元（含 20 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度适中，对公司债务规模有一定影响。

以 2017 年 3 月末的财务数据为基础，假设本次债券募集资金为 40 亿元，在其他因素不变的情况下，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将分别由 50.80%、36.07%和 15.91%上升至 52.69%、39.24%和 21.29%，公司负债水平及债务负担压力小幅提升，债务负担仍属较轻。

以 2017 年 3 月末的财务数据为基础，假设本期债券募集资金为 20 亿元，在其他因素不变的情况下，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将分别由 50.80%、36.07%和 15.91%上升至 51.76%、37.70%和 18.69%，公司负债水平及债务负担压力小幅提升，债务负担仍属较轻。

2. 本次（期）公司债偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 89.86 亿元，为本次债券发行额度（40 亿元）的 2.25 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度很高；公司 2016 年经营活动产生的现金流入量为 336.40 亿元，为本次债券发行额度（40 亿元）的 8.41 倍，经营活动现金流入量对本次债券的保障程度很高；截至 2017 年 3 月末，公司现金类资产为 197.77 亿元，为本次债券发行额度（40 亿元）的 4.94 倍，现金类资产对本次债券的保障程度很高。

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 89.86 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 4.49 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度很高；公司 2016 年经营活动产生的现金流入量为 336.40 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 16.82 倍，经营活动现金流入量对本期债券的保障程度很高；截至 2017 年 3 月末，公司现金类资产为 197.77 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 9.89 倍，现金类资产对本期债券的保障程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司的煤炭资源储量、生产规模、技术及安全水平等优势，联合评级认为，公司对本次（期）的偿还能力极强。

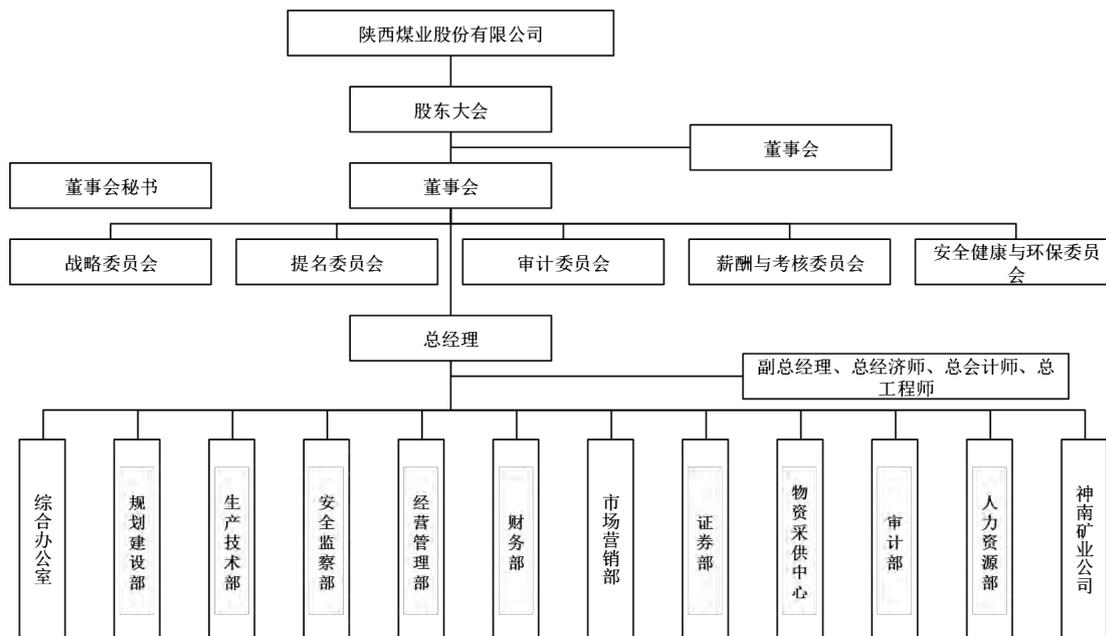
九、综合评价

公司作为陕西唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业和国家确立的陕北大型煤炭基地开发主体之一，在煤炭生产规模及资源储量、技术及安全生产水平、品牌及销售渠道、股东支持等方面具备一定的综合竞争优势。近年来，公司整合煤矿资源，淘汰老旧矿井，开发陕北地区优质矿井，煤炭质量稳步提高，煤炭产能结构进一步优化。同时，联合评级也关注到煤炭行业价格波动，公司人员负担较重、在建项目尚需投入资金规模较大、煤炭采掘业安全生产压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对现有煤矿资源的进一步整合以及煤炭价格的回升，公司整体竞争力及盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 陕西煤业股份有限公司 组织结构图



附件 2 陕西煤业股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	900.21	958.19	936.89	998.65
所有者权益 (亿元)	433.67	401.73	445.69	491.36
短期债务 (亿元)	95.10	137.57	178.07	184.35
长期债务 (亿元)	142.33	158.39	91.09	92.94
全部债务 (亿元)	237.44	295.96	269.15	277.29
营业收入 (亿元)	411.50	325.11	331.32	122.74
净利润 (亿元)	28.12	-23.50	43.80	39.85
EBITDA (亿元)	86.48	25.97	89.86	--
经营性净现金流 (亿元)	1.21	-8.89	82.67	33.19
应收账款周转次数 (次)	9.17	5.89	6.12	--
存货周转次数 (次)	17.29	14.72	17.12	--
总资产周转次数 (次)	0.48	0.35	0.35	4.58
现金收入比率 (%)	68.86	72.76	97.12	75.98
总资产收益率 (%)	5.50	-2.22	6.87	--
总资产报酬率 (%)	4.88	-0.83	5.91	--
净资产收益率 (%)	6.75	-5.63	10.34	8.50
营业利润率 (%)	32.64	28.54	38.75	50.44
费用收入比 (%)	24.49	32.75	24.51	15.60
资产负债率 (%)	51.83	58.07	52.43	50.80
全部债务资本化比率 (%)	35.38	42.42	37.65	36.07
长期债务资本化比率 (%)	24.71	28.28	16.97	15.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.44	1.78	7.26	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.09	0.33	--
流动比率 (倍)	0.74	0.54	0.69	0.84
速动比率 (倍)	0.69	0.50	0.67	0.80
现金短期债务比 (倍)	1.19	0.66	0.89	1.07
经营现金流动负债比率 (%)	0.47	-2.66	24.48	9.43
EBITDA/本次发债额度 (倍)	2.16	0.65	2.25	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 陕西煤业股份有限公司 2017年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年陕西煤业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

陕西煤业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。陕西煤业股份有限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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注陕西煤业股份有限公司的相关状况，如发现陕西煤业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如陕西煤业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至陕西煤业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送陕西煤业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年六月二十日



营业执照

(副本) 统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 李信宏

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

2017年06月05日



每年1月1日至6月30日 应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：**天津中诚信信用评级有限公司**

业务许可种类：**证券市场资信评级**

法定代表人：**吴金荣**

注册地址：**天津市南开区水上公园北道38号爱侬园公寓508**

编号：**ZPJ005**

中国证券监督管理委员会(公章)

2009年9月3日

仅限评级业务
使用有效
复

中国证券业执业证书



姓名：杨世龙

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R00440215110003

执业注册记录

证书取得日期 2015-11-14

证书有效截止日期 2017-12-31



2017年06月20日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：高鹏

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040214100002

证书取得日期 2014-10-01

证书有效截止日期 2018-12-31



2017年06月20日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。