

# 陕西榆林能源集团有限公司

## 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

---

项目负责人：刘 旷 [kliu@ccxi.com.cn](mailto:kliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王文洋 [wywang@ccxi.com.cn](mailto:wywang@ccxi.com.cn)

钟奕然 [yrzhong@ccxi.com.cn](mailto:yrzhong@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 26 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]0810D 号

## 陕西榆林能源集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“陕西榆林能源集团有限公司 2020 年度第二期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月二十六日

## 发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
陕西榆林能源集团有限公司	5 亿元	5 年	每年付息一次，到期一次还本付息	归还银行借款本息及补充公司本部流动资金

**评级观点：**中诚信国际评定陕西榆林能源集团有限公司（以下简称“榆能集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“陕西榆林能源集团有限公司 2020 年度第二期中期票据”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际肯定了储备丰富的煤炭资源、优良的煤质、显著的成本优势、稳健的资本结构以及突出的盈利及获现能力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、未来投资规模大及管理水平有待提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

榆能集团（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	217.63	286.91	386.96	411.87
所有者权益合计（亿元）	134.29	180.48	223.73	256.87
总负债（亿元）	83.34	106.43	163.23	155.00
总债务（亿元）	47.54	67.79	118.71	128.10
营业总收入（亿元）	90.17	148.05	142.43	112.75
净利润（亿元）	16.12	45.05	42.51	32.86
EBIT（亿元）	21.30	54.30	52.79	--
EBITDA（亿元）	28.13	60.48	61.26	--
经营活动净现金流（亿元）	22.30	29.54	46.19	38.77
营业毛利率(%)	39.35	46.80	42.01	42.83
总资产收益率(%)	10.64	21.53	15.69	--
资产负债率(%)	38.29	37.10	42.18	37.63
总资本化比率(%)	26.14	27.30	34.67	33.28
总债务/EBITDA(X)	1.69	1.12	1.94	--
EBITDA 利息倍数(X)	13.22	22.91	13.25	--

注：中诚信国际根据 2016-2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理；各期财务数据均为期末数。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(020100\_2019\_04)

陕西榆林能源集团有限公司打分卡结果				
重要因素	指标名称	指标值	分数	
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	32.45	10	
	总资产收益率(%)*	15.95	10	
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)	34.67	10	
	EBITDA/总债务(%)*	66.67	10	
	EBIT 利息保障倍数(X)*	14.00	10	
	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	35.20	10	
规模(28%)	营业总收入(亿元)*	126.88	6	
	原煤产量	8	8	
运营实力 (24%)	资源禀赋	10	10	
	竞争实力	7	7	
	安全生产	10	10	
打分结果				aaa
BCA				aa <sup>+</sup>
支持评级调整				-
评级模型级别				AA <sup>+</sup>
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>				
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa <sup>+</sup> )的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理以及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。				

\*指标采用近三年平均值

## 正面

■ **煤炭资源储备丰富，煤质优良。**公司所处神东基地是国家规划发展的重点能源生产供应基地，煤炭资源丰富，煤种齐全、煤质优良。截至 2019 年 9 月末，公司在产 3 座矿井可采储量 16.25 亿吨，核定产能 1,700 万吨/年。此外，公司另有划定矿区范围 4 处，合计可采储量 73.58 亿吨，设计产能 3,600 万吨/年，资源储备丰富。

■ **煤炭开采成本低，成本优势显著。**公司煤矿赋存条件优良、开采难度低，且矿井均为新建矿井、人员负担轻，公司吨煤完全成本低，2018 年为 145.89 元/吨，在行业内具有很强的成本优势。

■ **资本结构稳健。**公司总资本化比率较低，在行业内处于较低水平；且公司总债务以长期债务为主，截至 2019 年 9 月末短期债务占总债务的比重仅为 22.47%。

■ **盈利及获现能力突出。**近年来受益于煤炭市场回暖以及显著的成本优势，公司盈利及获现能力突出。

## 关注

■ **煤炭价格波动。**2019 年以来，受电力行业用煤需求增速大幅下降及煤炭进口增加影响，我国煤炭价格有所下滑。未来，随着先进产能的不断释放，我国煤炭供应将趋于宽松，同时经济、能源结构的调整以及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平，煤炭价格仍面临一定的下行压力。

■ **未来投资规模大。**公司未来投资方向主要为煤炭、电力、光伏电站以及煤化工项目，投资规模大，或将推升公司债务规模；且公司计划投资的煤化工项目面临一定的市场及技术风险。

■ **管理水平有待提高。**公司制订了多条规章制度并依次建立相应的内部控制体系，但各项制度落实有待完善，且公司对子公司的资金、投资项目管理等方面管控能力有限，管理水平尚待提高。

## 评级展望

中诚信国际认为，陕西榆林能源集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**在建煤矿及电力等项目顺利投产，盈利大幅增长且具有可持续性；资本实力显著增强。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭价格超预期下行，煤化工在建项目投产后亏损严重，大幅侵蚀利润水平；杠杆水平持续攀升，偿债能力大幅弱化。

## 评级历史关键信息

陕西榆林能源集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	--	2020/02/24	刘翌晨、王文洋	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 020100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较

部分煤炭企业主要指标对比表						
公司简称	2018 年 原煤产量（万吨）	2019 年 9 月末 资产总额（亿元）	2019 年 9 月末 资产负债率（%）	2019 年 9 月末 总资本化比率（%）	2018 年 营业总收入（亿元）	2018 年 净利润（亿元）
徐矿集团	2,006	485.75	61.61	43.90	287.29	4.91
盘江投资	1,151	445.83	74.53	65.66	311.66	8.84
兰花集团	932	420.52	69.79	63.62	114.29	6.28
神木国资	281	238.13	22.90	14.68	35.37	26.36
榆能集团	1,906	411.87	37.63	33.28	142.43	42.51

注：“徐矿集团”为“徐州矿务集团有限公司”简称；“盘江投资”为“贵州盘江投资控股（集团）有限公司”简称；“兰花集团”为“山西兰花煤炭实业集团有限公司”简称；“神木国资”为“神木市国有资本投资运营集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 发行主体概况

陕西榆林能源集团有限公司成立于 2012 年 8 月 3 日，系由榆林市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林市国资委”）出资组建的国有独资企业，由榆林市国资委履行出资人职责，对公司主要领导、对标考核及业绩考核等进行管理。同年，根据榆林市国资委下发的榆政国资发[2012]61 号文件，陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司（原榆林市榆神煤炭有限责任公司，以下简称“榆神煤电”）、陕西榆林能源集团煤炭运销有限公司（以下简称“运销公司”）、陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）等企业划入公司管理范围。截至 2019 年 9 月末，公司实收资本为 30 亿元，纳入合并报表范围内的子公司共 45 家。

公司以煤炭开采、发电供热、煤炭运销和资源开发为主营业务。截至 2019 年 9 月末，公司共拥有在产煤炭矿井 3 座，可采储量为 16.25 亿吨，原煤生产能力为 1,700 万吨/年。

截至 2018 年末，公司总资产为 386.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为 223.73 亿元，资产负债率为 42.18%。2018 年公司实现营业收入 142.43 亿元，净利润 42.51 亿元，经营活动净现金流 46.19 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产为 411.87 亿元，所有者权益为 256.87 亿元，资产负债率为 37.63%。2019 年 1~9 月公司实现营业收入 112.75 亿元，净利润 32.86 亿元，经营活动净现金流 38.77 亿元。

## 本期票据概况

公司拟发行的“陕西榆林能源集团有限公司 2020 年度第二期中期票据”的发行规模为 5 亿元，发行期限为 5 年，资金用途为归还到期银行借款本息以及补充公司本部流动资金，偿还方式为每年付息，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

**宏观风险：**在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部



地缘政治风险仍需高度警惕。

**宏观政策：**2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

**宏观展望：**受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

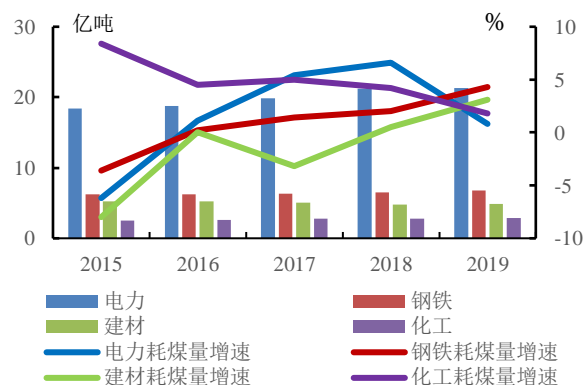
**中诚信国际认为，**肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

## 行业及区域经济环境

**2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平**

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢

恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019 年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

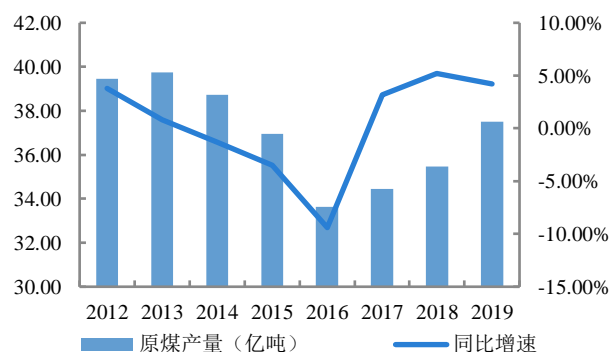
**目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化**

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路<sup>1</sup>（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量

内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响<sup>2</sup>，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2% 至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区<sup>3</sup>（三西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

**2019 年以来，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成一定支撑**

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团<sup>4</sup>开始重拾年度长协价和现货价的价

<sup>1</sup> 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西京九铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

<sup>2</sup> 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产

面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

<sup>3</sup> 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

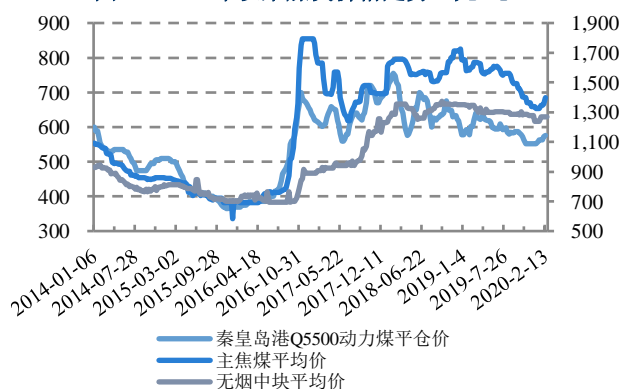
<sup>4</sup> 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。



格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨，较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。

图 3：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

2020 年初，自新型冠状病毒疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响，短期内局部地区煤炭供应出现短缺，煤炭价格整体有所回升。但长远来看随着疫情管控的结束及影响的逐步消除，煤炭价格将逐渐回归市场调节。**中诚信国际认为**，未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力。

## 竞争与抗风险能力

陕西省内煤炭资源丰富，是国家规划发展的重点能源生产供应基地。在《煤炭工业发展“十三五”

规划》建设的 14 个大型煤炭基地中，陕西有神东、陕北和黃陇 3 个。陕西省累计探明煤炭储量约为 1,780 亿吨，居全国第四位。此外，对比国内其他煤炭产量丰富地区，陕西煤炭资源以往开发力度较小，资源保护良好，未来发展空间巨大。公司煤炭资源位于陕北优质煤产区，截至 2019 年 9 月末，公司拥有 3 座矿井，地质储量合计 24.47 亿吨，可采储量合计 16.25 亿吨，总产能为 1,700 万吨/年，丰富的煤炭资源储量为公司未来发展奠定了扎实的基础。除资源储量丰富外，陕西省内煤质优良，其中灰份小于 10%、硫小于 1%的优质动力煤储量 811 亿吨，占全国储量的 47%，居全国之首。公司主要矿井位于神木和府谷地区，煤种齐全，煤质优良，且煤炭资源埋藏浅，易开采，单层最大厚度 12.5 米，属特低灰（7~9%）、特低硫（小于 1%）、特低磷、中高发热的长烟煤、不粘煤和弱粘煤，是国内最优质环保动力煤和化工用煤。

区域方面，公司地处陕西省最北部榆林市，东临黄河，与山西省隔河相望，西连宁夏、甘肃，南接延安，北与鄂尔多斯相连，系陕、甘、宁、蒙、晋五省区交界地域，交通便利，区域内经过包神铁路、神朔铁路、神延铁路及太中银铁路。此外，国内最长运煤专线浩吉铁路已开通，受益于此，陕西省煤炭对外运输能力将得到有效提升。

从煤矿装备技术水平来看，公司安全装备技术水平、生产装备水平、电力装备水平均处于国内领先地位，加之公司主力煤矿所处地区煤质优良，目前均为先进产能，近年来公司无去产能情况。截至 2018 年末，公司矿井机械化程度及综掘机械化程度均达到 100%，处于全国先进水平。此外，由于公司煤矿开采条件优良，人员负担轻，主力矿井均为新建矿井，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月吨煤完全成本分别为 129.10 元/吨、142.51 元/吨、145.89 元/吨和 163.11 元/吨，在行业内具有很强的成本优势。

政府支持方面，榆林市政府对榆能集团的支持力度较大。为推进高端能源化工项目基地建设，榆林市政府将榆能集团作为“两园一企”中的推进企业，在榆能集团产业发展方面，制定了三年免税、

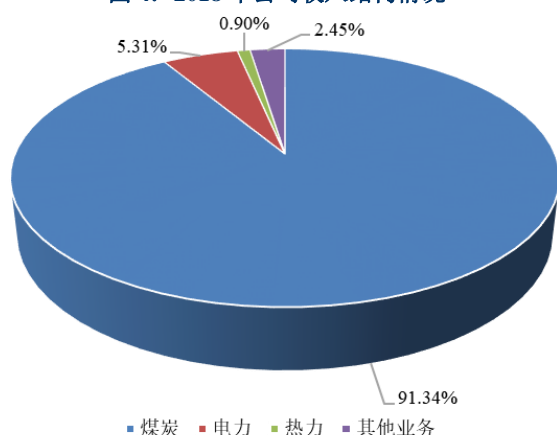
三年税收减半的优惠政策。同时，为鼓励企业进入工业园区发展，公司在建及拟建项目在用地、用水、用电方面都有不同程度的优惠支持政策。在资源储备方面，榆林市政府为榆能集团配备了郭家滩煤矿、横沟井田、乌苏海则煤矿和红石桥煤矿等煤矿，为公司未来进一步扩大生产提供了资源保证。此外，公司还参股了红柳林煤矿和柠条塔煤矿，持股比例分别为 24% 和 25%，按照持股比例所获收益中 50% 自留、50% 上缴榆林市政府。2016~2018 年公司从上述两家煤矿获得现金分红分别为 3.95 亿元、11.93 亿元和 5.97 亿元。

总体来看，公司煤炭储量较大、煤质优良，生产设备先进，吨煤成本优势显著；榆林市区域交通便利，市政府亦为公司发展提供较强支持，上述优势使得公司具有很强的竞争及抗风险能力。

## 业务运营

近年来，公司以煤炭业务为主，2018 年公司煤炭业务、电力业务及热力业务分别实现收入 130.10 亿元、7.56 亿元和 1.28 亿元，占营业总收入的比重分别为 91.34%、5.31% 和 0.90%，其中煤炭业务是公司收入及利润的主要来源。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 112.75 亿元，同比增长 16.75%，其中煤炭收入为 89.34 亿元。

图 4：2018 年公司收入结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

<sup>5</sup> 何家塔煤矿系司法部煤炭管理局直属的监狱煤矿，由陕西省益秦集团有限责任公司受司法部煤炭管理局的委托与公司共同注入资金建设，公司注资款比例为 60%，从 2007 年起，联营期限为 20 年。2016~2018 年

## 煤炭业务

### 储量及生产

公司煤炭业务主要运营主体为榆神煤电和进出口公司。其中，榆神煤电负责榆树湾煤矿及银河煤矿的运营，榆树湾煤矿为公司主力矿井；进出口公司负责杨伙盘煤矿的日常运营。

资源储量方面，截至 2019 年 9 月末，公司拥有全资和控股矿井 3 座，全部为生产矿井，位于神木和府谷地区，地质储量合计 24.47 亿吨，可采储量合计 16.25 亿吨，总产能为 1,700 万吨/年，煤种主要为优质动力、化工用煤。公司另有划定矿区范围 4 处，分别为郭家滩煤矿、横沟井田、乌苏海则煤矿和红石桥煤矿，资源储量合计 128.83 亿吨，可采储量合计 73.58 亿吨，产能合计 3,600 万吨/年，资源储量丰富。此外，公司拥有何家塔煤矿<sup>5</sup>在联营期限内的 60% 经营收益权。

表 1：截至 2019 年 9 月末公司煤炭储量与产能情况

(万吨/年，平方公里，亿吨)

在产煤矿	核定产能	井田面积	地质储量	可采储量
榆树湾煤矿	1,000	85.26	17.83	12.05
杨伙盘煤矿	400	26.91	3.09	2.20
银河煤矿	300	33.89	3.55	2.00
合计	1,700	146.06	24.47	16.25
在建及拟建煤矿	设计产能	井田面积	地质储量	可采储量
红石桥煤矿	800	261.94	33.30	18.50
吴堡横沟井田	300	93.00	13.80	2.12
郭家滩煤矿	1,000	201.60	23.80	11.90
乌苏海则煤矿	1,500	334.40	57.93	41.06
合计	3,600	890.94	128.83	73.58

注：郭家滩煤矿已于 2019 年 2 月获得国家发改委核准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原煤生产方面，2016~2018 年公司原煤产量分别为 1,999 万吨、1,848 万吨和 1,906 万吨，有所波动。其中 2017 年，由于银河煤矿进行技改，公司原煤产量同比下降 7.55%。2018 年，公司加大生产力度，原煤产量同比增长 3.14%。2019 年 1~9 月，公司生产原煤 1,414 万吨，同比增长 5.22%。洗选方

何家塔煤矿原煤产量分别为 278 万吨、285 万吨和 314 万吨，公司获得的投资收益分别为 0.66 亿元、1.02 亿元和 2.40 亿元。

面，公司原煤煤质较好，不经洗选即可作为电厂高热值配煤来源。

表 2：近年公司煤炭生产情况（万吨）

	2016	2017	2018	2019.1~9
榆树湾煤矿	1,050	1,044	1,005	848
杨伙盘煤矿	520	429	485	323
银河煤矿	429	375	416	243
合计	1,999	1,848	1,906	1,414

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，由于公司煤矿开采条件好，且矿井均为新建矿井，人员负担轻，公司吨煤完全成本低，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月分别为 129.10 元/吨、142.51 元/吨、145.89 元/吨和 163.11 元/吨，整体呈上升趋势，但在行业内仍处于较低水平。

表 3：近年公司吨煤完全成本情况（元/吨）

	2016	2017	2018	2019.1~9
制造成本小计	81.93	89.18	91.51	98.34
营业税金及附加	18.44	30.17	32.29	44.10
销售费用	7.14	6.52	6.28	6.49

表 4：截至 2019 年 9 月末公司主要参股煤矿情况（亿吨，万吨/年，%，万吨）

	地质储量	可采储量	核定产能	持股比例	原煤产量		
					2016	2017	2018
红柳林矿业	19.54	14.03	1,500	24.00	1,639	1,819	1,789
柠条塔矿业	26.20	16.51	1,800	25.00	2,018	2,200	2,100
南梁矿业	1.39	0.85	300	26.00	122	123	316
合计	47.13	31.39	3,600	--	3,779	4,142	4,205

资料来源：中诚信国际根据公开数据及公司提供资料整理

总体来看，公司煤炭储量丰富，煤质优良且开采成本低，未来随着公司在建及拟建矿井的投产，公司煤炭生产规模将进一步扩大。此外，公司参股的优质煤矿可为公司带来稳定的投资收益。

## 销售

煤炭销售方面，榆神煤电下属榆树湾煤矿主要通过神朔铁路进行外运，销售区域包括华北、华东及东北，合作客户主要为大型电厂；银河煤矿主要供给公司下属银河电厂及周边电厂，地销占比较高。进出口公司下属杨伙盘煤矿主要外运至秦皇岛港口销售，下游客户包括各大电厂、河钢集团有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司等大型国有企

管理费用	16.61	15.17	15.98	14.87
财务费用	4.98	1.47	-0.17	-0.69
合计	129.10	142.51	145.89	163.11

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参股煤炭公司方面，公司与陕西煤业化工集团有限责任公司进行合作，参股红柳林矿业和柠条塔矿业，截至 2019 年 9 月末公司对上述两家公司持股比例分别为 24.00% 和 25.00%。同期末，红柳林矿业和柠条塔矿业的核定产能分别为 1,500 万吨/年和 1,800 万吨/年，2018 年分别生产原煤 1,789 万吨和 2,100 万吨，上述两家公司生产经营状况稳定，盈利能力强，有效增强了公司的盈利能力。2016~2018 年公司从上述两家公司获得现金分红分别为 3.95 亿元、11.93 亿元和 5.97 亿元，是公司营业利润的重要来源之一。此外，公司还参股了南梁矿业，截至 2019 年 9 月末该矿产能为 300 万吨/年，2018 年原煤产量为 316 万吨。

此外，进出口公司依托国内 5 家拥有进出口资质的煤炭企业开展煤炭进出口业务，杨伙盘煤矿每年出口量依据市场环境进行调节，波动较大，2017 年为 20 万吨，出口国包括日本及韩国等。

销量方面，2016~2018 年，公司商品煤销量分别为 2,470.02 万吨、2,634.14 万吨和 2,456.25 万吨，有所波动。其中 2017 年，受益于煤炭市场回暖，公司商品煤销量同比增长 6.64%。2018 年，由于外购煤的减少，公司商品煤销量同比减少 6.75%。2019 年 1~9 月，公司商品煤销量为 1,929.74 万吨。销售价格方面，2017 年以来，公司为稳定煤炭价格波动，增加年度长协占比，长协合同销量占总销量的 80% 以上，其中约 60% 为年度定价定量合同，20% 为定



量合同，上述举措有效稳定了公司销售煤价。2016~2018 年，公司商品煤销售价格分别为 354.72 元/吨、525.64 元/吨和 534.66 元/吨，受益于煤炭市场景气度的回升，呈逐年增长趋势。2019 年 1~9 月，公司商品煤销售价格降至 462.96 元/吨，但仍处于较高水平。

表 5：近年公司煤炭销售情况（万吨，元/吨）

	2016	2017	2018	2019.1~9
原煤产量	1,999	1,848	1,906	1,414
商品煤销量	2,470.02	2,634.14	2,456.25	1,929.74
其中：外购煤销量	472.70	702.15	553.45	516.19
商品煤销售价格	332.00	536.19	529.84	462.96

注：公司商品煤销量包含部分库存煤；公司外购煤大部分采购自何家塔煤矿。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭销售主要采用预付款模式，少部分长期稳定合作的国有企业采用先发货，后付款模式<sup>6</sup>。回款方面，公司以现金及票据结算为主，回款周期最长为 6 个月。销售客户方面，公司煤炭主要供应给周边地区，或运输至港口进行销售。2018 年，公司煤炭前五名客户销售额为 66.01 亿元，占煤炭业务收入的 50.74%，集中度较高。

表 6：2018 年公司煤炭前五名客户销售情况（亿元，%）

客户名称	销售额	占比
西安西铁物流有限责任公司	39.28	30.19
神华神木清洁能源有限公司	7.13	5.48
中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司	7.04	5.41
陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销分公司	6.86	5.27
河钢股份有限公司	5.70	4.38
合计	66.01	50.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运输方面，公司下属各煤矿运输方式不一，以铁路运输为主。其中，公司依托神朔铁路及包西铁路，推进物流网络布局，其中神朔铁路运输线正线全长 266 公里，单线设计运输能力为 3,500 万吨/年；包西铁路运输线全长 935 公里。目前南北运煤通道-浩吉铁路已开通，且公司计划参股投资建设华中煤炭铁水联运项目，未来公司煤炭销售可辐射更大

区域。截至 2019 年 9 月末，公司控股及参股 8 家集运站，年发运能力 3,350 万吨；此外公司还参股建设靖神铁路，持股比例为 20%。价格方面，目前公司吨煤装卸费为 18 元/吨。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司中转装卸业务收入分别为 1.75 亿元、1.65 亿元、2.00 亿元和 1.75 亿元。此外，未来公司将依托参控股集运站，加强与铁路部门合作，推进铁路通道与集装站建设，积极拓展物流网络，发展物流业务。

总体来看，公司下游客户稳定，交通运输条件便利。近年来公司煤炭销售价格维持较高水平，煤炭业务盈利能力强。

## 热电业务

公司电力业务的运营主体主要为榆神煤电及陕西榆林能源集团横山煤电有限公司（以下简称“横山煤电”）。截至 2019 年 9 月末，公司控股电力装机容量为 297 万千瓦，其中 2×35 万千瓦热电联产项目为替代南郊及北郊热电联产机组项目<sup>7</sup>，于 2017 年底投产。2018 年，公司 2×100 万千瓦横山电厂的 2 号机组投产，1 号机组于 2019 年 10 月投产。横山电厂为公司与横山县国有资产投资运营有限责任公司合作项目，公司持股比例为 80%，该项目为国家大气污染防治行动计划重点输电通道“榆横-潍坊 1,000 千伏特高压交流输电工程”的 3 个配套电源点之一。拟建电力资产方面，为供应榆林市西南新区用户用热，公司计划投资建设 2×35 万千瓦热电联产机组，热电联产将有效提高机组运营能力，截至目前相关批复尚未取得；此外，公司与神木市国有资产运营公司等企业计划合作开发 2×66 万千瓦杨伙盘电厂，该项目是陕北-武汉特高压线路的 5 个电源点之一，是公司的重点拟建项目，持股比例为 75%，已于 2020 年 3 月获得核准。

<sup>6</sup> 公司先销售给西安西铁物流有限责任公司（以下简称“西铁物流”），由西铁物流再销售给终端客户，因此存在部分先货后款情况。

<sup>7</sup> 公司下属榆林南郊及北郊热电联产机组受“上大压小”政策影响，分别于 2016 年及 2018 年关停，因此相关数据无法进行统计。

**表 7：截至 2019 年 9 月末公司装机情况**  
(万千瓦, %, 元/千瓦时)

投产项目	装机容量	持股比例	权益装机容量	上网电价	
				2018	2019.1~9
银河电厂	2×13.5	100	27	0.3545、0.3345	0.3345
榆神热电	2×35	100	70	0.2951	0.3275
横山电厂	2×100	80	160	0.2882	0.2882
<b>合计</b>	<b>297</b>	<b>--</b>	<b>257</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：2018 年公司横山电厂上网电价为转商用后价格；银河电厂 2018 年上半年上网电价为 0.3545 元/千瓦时，下半年上网电价为 0.3345 元/千瓦时。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

机组运营方面，2016~2018 年，公司机组利用小时分别为 3,919.00 小时、3,551.63 小时和 1,939.69 小时，逐年下降。其中 2017 年，受下游需求低迷影响，公司机组利用小时同比下降 9.37%。2018 年，公司机组利用小时同比降幅较大，主要系横山电厂为新投产电厂，影响全年机组利用小时数据。2019 年 1~9 月，受益于衡山电厂 2 号机组满年度运营及实现外送以及下游用电需求的上升，公司机组利用小时增至 3,406.23 小时。

发电量方面，2016~2018 年公司分别实现发电量 10.58 亿千瓦时、9.59 亿千瓦时和 38.21 亿千瓦时，呈波动上升态势。其中 2018 年，受益于榆神热电 2×35 万千瓦机组及横山电厂 2 号机组投产，公司发电量同比大幅增加。2019 年 1~9 月，受益于新投产机组贡献，公司完成发电量 67.10 亿千瓦时，同比大幅上升。此外，2018 年公司新成立售电公司，2019 年售电量为 12.16 亿千瓦时。

上网电价方面，2018 年及 2019 年 1~9 月，公司银河电厂上网电价分别为 0.3545~0.3345 元/千瓦时和 0.3345 元/千瓦时，榆神热电上网电价分别为 0.2951 元/千瓦时和 0.3275 元/千瓦时，横山电厂上网电价均为 0.2882 元/千瓦时。

**表 8：近年公司电力业务运营情况（亿千瓦时，小时）**

	2016	2017	2018	2019.1~9
发电量	10.58	9.59	38.21	67.10
机组利用小时数	3,919.00	3,551.63	1,939.69	3,406.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购方面，公司银河电厂煤炭采购自银

河煤矿，煤炭通过管状带输送机直接输送至电厂，2018 年煤炭消耗量 47.00 万吨，平均标煤采购单价为 364.28 元/吨；榆神热电燃煤主要采购自榆树湾煤矿、银河煤矿及大梁湾煤矿，2018 年煤炭消耗量 75.06 万吨，平均标煤采购单价为 429.88 元/吨；横山电厂煤炭主要采购自榆林当地的朱家崄煤矿、槐树崄煤矿、魏墙煤矿、小纪汗煤矿和树元煤矿等，2018 年煤炭消耗量 34.43 万吨，平均标煤采购单价为 340.00 元/吨。中诚信国际关注到，前期公司煤炭采购价格较高，电力业务经营持续承压；但 2019 年以来，随着横山电厂投产及煤炭采购价格的下降，公司电力业务经营情况有所好转。

供热方面，目前公司供热下游客户主要为居民用户，区域包括榆林市榆阳区东北区域，2016~2018 年的供热面积分别为 380 万平方米、400 万平方米和 1,680 万平方米。未来随着西南新区热电联产机组的投产，预计公司在高新区供热面积将有所扩大，届时将占榆林市总供热面积的三分之一。2016~2018 年，公司售热量分别为 377.31 万吉焦、305.55 万吉焦和 305.26 万吉焦，同期居民售热价格均为每月 4.0 元/平方米<sup>8</sup>，非居民售热价格分别为每月 8.0 元/平方米、8.0 元/平方米和 6.3 元/平方米。2019 年 1~9 月，公司售热量为 298.46 万吉焦，居民售热价格及非居民售热价格均维持 2018 年水平。近年来，公司供热业务持续亏损主要系政府补贴未到位所致。

总体看，煤-电-热产业链的发展有利于公司综合利用现有煤炭资源并缓解部分煤炭外运压力，一定程度上增强了公司抗风险能力。同时，中诚信国际也将对公司电力业务盈利水平情况保持关注。

## 管 理

### 产权结构

截至 2019 年 9 月末，公司实收资本为 30 亿元，公司控股股东及实际控制人均为榆林市国资委；同期末，纳入公司合并报表范围内的子公司共

<sup>8</sup> 居民售热价格中含政府补贴 1 元/平方米。



45 家。

## 法人治理结构

公司按照《公司法》和《公司章程》，建立了相对完善的法人治理结构，结合公司实际，明确董事会、监事会、经理层、财务总监和各职能部门机构设置、职责权限、人员编制、工作程序和相关要求的制度安排，能够较好的规范重大经营决策制定程序。榆林市国资委履行出资人职责，公司不设股东会，董事会对出资人负责，依法行使公司的经营决策权。公司按照出资人的有关决议，设立专门委员会，明确各专门委员会的职责权限、任职资格、议事规则和工作程序，为董事会科学决策提供支持。监事会对出资人负责，监督公司董事、经理和其他高级管理人员依法履行职责。经理层对董事会负责，主持企业的生产经营管理工作。经理和其他高级管理人员的职责分工明确。总会计师对出资人和董事会负责。根据公司章程，公司董事会由 3~7 名董事组成；监事会成员为 5 人，其中主席 1 人、专职监事 1 人，均由榆林市国资委委派；公司设总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师、总工程师各 1 人，由董事会聘任或者解聘。

## 管理水平

内部控制方面，公司制定了关于重大决策事项、重要干部任免、重要项目安排、大额度资金使用（以下简称“三重一大”事项）的管理制度。凡属“三重一大”事项，除遇重大突发事件和紧急情况外，应召开集团公司党委办公会和总经理办公会集体讨论决定，之后上报榆林市国资委审批。

财务管理方面，公司先后制定了《资金管理办法》、《备用金管理办法》、《全面预算管理制度》、《会计核算管理办法》、《票据及印章管理制度》、《银行存款管理办法》等，规范了公司的各项财务工作。

资金管控方面，公司成立资金中心，对集团下属各子公司的资金进行统一管理，近年来管控力度已逐步加强，归集率稳步提升，但公司对下属子公司资金管控能力仍较弱，中诚信国际将对此保持持

续关注。

投资管理方面，公司制定了《陕西榆林能源集团有限公司投资管理规定（试行）》，根据投资类别和投资额度，对投资活动实行分级决策、分级管理。公司下属二级子公司投资 3,000 万元及以上的新建、扩建、改建、并购及参股等项目，以及 1,000 万元及以上的非经营性附属设施或建筑建设项目，由二级子公司上报公司，公司进行立项决策。

对外担保方面，公司制定了《陕西榆林能源集团有限公司担保管理办法》，严格控制担保行为，所有对内、外部担保均需经过董事会审议通过。一般情况下，公司只为其全资、控股子公司提供担保，不提供对外单位的担保，如公司确实需要对外提供担保，需要经过董事会的批准；集团内下属公司之间也不得互保。

安全生产管理方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司安全投入分别为 3.60 亿元、3.70 亿元、3.51 亿元和 2.29 亿元。公司从制度上建立并严格落实安全生产责任制，严格的安全生产管理制度使公司保持了很好的安全生产水平。2016~2018 年，公司百万吨死亡率均为 0；2019 年 9 月 1 日公司银河煤矿发生一起机电事故，死亡 1 人。此外 2019 年 1 月，陕西省内神木市民营矿井--百吉矿业李家沟煤矿发生重大矿难事故，矿难事故发生后，国务院安委会办公室下发了《关于陕西省榆林市神木市百吉矿业有限责任公司李家沟煤矿“1·12”重大煤尘爆炸等四起煤矿事故的通报》（安委办[2019]2 号），要求加强属地监管，陕西区域内大部分煤矿减产或停产；但受益于公司矿井停产时间较短，公司煤炭生产未受到较大影响。

总体来看，公司制订了多条规章制度并依次建立相应的内部控制体系，但各项制度落实有待完善，且公司对子公司的资金、投资项目管理等方面管控能力较差，管理水平尚待提高。

## 战略规划

公司围绕能源核心，积极发展“煤炭生产-煤炭运销-煤炭转化（热电和煤化工）”、“传统能源-新能

源”一体化发展模式，构建“以煤炭为核心，以热电和煤化工为两翼，盐化工、物流运输、新能源等多元经营业务共同发展”的“一核两翼多元经营”产业体系。公司未来投资方向主要为煤炭、电力、煤化工项目以及光伏电站等。

在建项目方面，公司在建项目主要包括电厂、煤矿及煤化工项目。其中煤矿方面，根据《国家发展改革委关于陕西榆神矿区郭家滩煤矿项目核准的批复》（发改能源[2019]338号），公司产能为1,000万吨/年的郭家滩煤矿于2019年2月获得核准，预计2022年6月投产。电力方面，公司2×100万千瓦横山电厂的2号机组已于2018年投产，1号机组于2019年10月投产。煤化工方面，公司正在建设陕西精益化工煤焦油深加工多联产项目及乙二醇联产高端化学品资源综合利用项目，其中陕西精益化工煤焦油深加工多联产项目包括兰炭120万吨/年、煤焦油60万吨/年、芳烃37万吨/年、酚类4万吨/年，项目总投资为45.31亿元，截至2019年9月末已投资24.35亿元；乙二醇联产高端化学品资源综合利用项目主要建设40万吨/年乙二醇，总投资为58.87亿元，截至2019年9月末已投资0.85亿元。

中诚信国际关注到，目前国内大型煤企在建的煤化工项目较多，部分煤化工产品产能过剩问题突出，节能环保压力大，公司煤化工项目建成后面临产能释放的市场风险。截至2019年9月末，公司在建项目投资总额为234.96亿元，累计已完成投资94.56亿元，2019年10~12月、2020年及2021年投资额分别为20.81亿元、51.00亿元和35.50亿元，投资规模较大。

拟建项目方面，公司下属拟建矿井尚未取得产能核准，建设进度存在一定不确定性。公司还计划建设郭家滩及红石桥坑口配套电厂，相关投资依赖于煤矿产能的核准进度。且公司在煤化工方面有较大规模投资计划，拟建设40万吨聚酯项目、氯化聚氯乙烯项目等，煤化工拟建项目投资达70.00亿元，面临较大的投资压力及一定的市场及技术风险。根据公司最新规划，公司主要拟建项目总投资额达331.34亿元，且均计划于2023年前投产，未来投资规模大。此外，公司还拟建多个光伏及风电项目，其中光伏装机规模达100MW，风电装机规模达250MW，总投资规模约为46.60亿元。

表9：截至2019年9月末公司主要在建及拟建项目投资情况（亿元）

在建项目	建设规模	项目总投资	截至2019年9月末已投资	未来投资计划			投产时间
				2019.10~12	2020	2021	
榆能横山煤电一体化一期工程2×100万千瓦	2×100万千瓦	73.77	64.90	1.28	1.00	0.50	已投产
郭家滩煤矿	1,000万吨/年	57.01	3.73	2.69	20.00	10.00	2022.6
陕西精益化工煤焦油深加工多联产项目	兰炭120万吨/年、煤焦油60万吨/年、芳烃37万吨/年、酚类4万吨/年	45.31	24.35	11.37	10.00	0	2020.8
乙二醇联产高端化学品资源综合利用项目	40万吨/年乙二醇	58.87	1.58	5.47	20.00	25.00	2022.6
合计	--	234.96	94.56	20.81	51.00	35.50	--
拟建项目	建设规模	项目总投资		建设周期			
榆能2×66万千瓦杨伙盘煤电一体化项目	2×66万千瓦	48.74		2019~2020			
榆能榆神西南新区热电联产项目	2×35万千瓦	30.00		2019~2020			
红石桥煤矿	一期400万吨/年	52.00		2019~2022			
乌苏海则煤矿	1,500万吨/年	85.00		2019~2022			
吴堡横沟煤矿	300万吨/年	30.00		2019~2021			
40万吨聚酯项目	40万吨/年PET纤维、瓶片	30.00		2020.12~2022.12			
氯化聚氯乙烯	60万吨/年聚氯乙烯	40.00		2020.8~2022.12			
吴堡矿区煤层气开发利用项目	1亿立方米	4.60		2019~2022			
恒日50MW光热项目	50MW	11.00		2020~2022			

合计	--	331.34	--
----	----	--------	----

注：公司在建项目仅包括经过陕西省政府或榆林市政府核准的项目；公司郭家滩煤矿投资额不包括资源价款及产能置换指标款；拟建项目中榆能2×66万千瓦杨伙盘煤电一体化项目及榆能榆神西南新区热电联产项目为公司2019年重点拟建项目，2019年计划投资额分别为6.64亿元和0.90亿元；由于项目持续时间较长，且未来仍有投资，公司将现有煤矿改扩建项目列入拟建项目中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看，公司未来投资的重点项目集中在煤炭、电力和煤化工等领域，以煤炭为主，延伸煤电、煤化工产业链。中诚信国际关注到，公司在建及拟建项目投资规模大，未来将面临较大的资金压力；且公司计划投资的煤化工项目面临一定的市场及技术风险。中诚信国际将对公司项目建设进度、资金平衡以及细分产品市场变化情况保持关注。

## 财务分析

以下财务分析基于经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2017年财务报告<sup>9</sup>、2018年财务报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表。公司财务报表均根据新会计准则编制，均为合并口径数据。2016~2018年财务数据均为审计报告期末数。为计算公司债务，中诚信国际将“其他应付款”中有息债务调整至短期债务。

## 资本结构

近年来，随着在建项目的推进及业务规模的扩大，公司资产规模逐年快速增长，2016~2018年末总资产分别为217.63亿元、286.91亿元和386.96亿元，年均复合增长率达33.34%。截至2019年9月末，公司总资产进一步升至411.87亿元。

从资产构成来看，公司以非流动资产为主，2018年末占总资产比例为61.53%，主要由固定资产、在建工程、无形资产和可供出售金融资产构成，占非流动资产比例分别为46.32%、23.08%、10.70%和7.28%。固定资产方面，近年来随着公司在建工程的陆续转固，固定资产呈逐年上升趋势，2016~2018年末分别为49.32亿元、50.86亿元和110.29亿元。其中2018年，受益于榆能横山煤电一

体化项目电厂一期2×100万千瓦工程部分转固及榆神热电2×35万千瓦热电联产工程全部转固，期末公司固定资产同比大幅增长116.85%。截至2019年9月末，公司固定资产小幅增至110.97亿元。在建工程方面，2016~2018年末，公司在建工程分别为30.27亿元、50.16亿元和54.95亿元，由于公司持续推进在建项目，呈逐年上升趋势。其中2017年，公司推进榆能横山煤电一体化项目电厂一期2×100万千瓦工程、榆神热电2×35万千瓦热电联产工程及郭家滩矿井及选煤厂项目等，带动期末在建工程同比大幅增加65.71%。2018年，随着公司推进陕西精益化工煤焦油深加工多联产项目等，期末在建工程同比增长9.56%。截至2019年9月末，公司持续推进在建项目的建设，在建工程增至67.28亿元。无形资产方面，公司无形资产主要由探矿权、土地使用权及采矿权构成，2016~2018年末无形资产分别为23.39亿元、23.58亿元和25.46亿元，呈小幅上升趋势。其中2018年，公司新增土地使用权，使得期末无形资产同比增长7.98%。截至2019年9月末，由于公司新增土地使用权及探矿权，公司无形资产进一步增至28.43亿元。可供出售金融资产方面，2016~2018年末分别为1.83亿元、2.13亿元和17.34亿元，呈快速增长趋势。其中2018年，公司将原计入长期股权投资的红柳林煤矿、柠条塔煤矿等股权重分类至可供出售金融资产，加之新增对陕西榆林能源集团汇森煤业开发有限责任公司投资，期末可供出售金融资产同比大幅增长。截至2019年9月末，公司可供出售金融资产进一步升至18.10亿元。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款构成，2018年末占流动资产比例分别为51.13%、22.18%和11.28%。货币资

<sup>9</sup> 2016年及2017年财务报告基于公司提供的2015~2017年三年连审报告。

金方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司货币资金分别为 24.85 亿元、32.77 亿元、76.12 亿元和 84.26 亿元，随着盈利及获现能力的提升呈逐年增加态势。截至 2018 年末，公司货币资金中受限部分为 0.82 亿元，规模很小，公司货币资金充裕。2016~2018 年末，公司应收票据分别为 20.45 亿元、41.14 亿元和 33.02 亿元，有所波动；同期末公司应收账款分别为 8.05 亿元、7.95 亿元和 16.79 亿元。其中 2017 年末，公司应收票据大幅增加 101.21%，应收账款同比减少 1.26%，主要系公司业务规模扩大以及结算方式的变化所致。2018 年末，公司应收票据减少 19.74%，主要系公司现金结算比例的增加；同期末公司应收账款同比大幅增加 111.15%，主要系部分销售款尚未结算。截至 2019 年 9 月末，公司应收票据和应收账款分别降至 27.69 亿元和 8.11 亿元。此外，其他应收款<sup>10</sup>方面，2016~2018 年末，公司其他应收款分别为 4.97 亿元、4.99 亿元和 5.59 亿元，主要为陕西秦兴实业有限公司的债务重组款及长宏铝业有限公司的借款。上述两笔款项收回可能性较小，公司已计提部分坏账准备，截至 2018 年末，上述两笔款项账面坏账准备合计为 2.84 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司其他应收款小幅降至 4.55 亿元。

所有者权益方面，2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 134.29 亿元、180.48 亿元和 223.73 亿元，年均复合增长率为 29.07%，呈逐年快速增长态势。其中 2017 年及 2018 年，公司分别实现净利润 45.05 亿元和 42.51 亿元，带动同期末所有者权益分别同比增加 34.39%和 23.97%。截至 2019 年 9 月末，随着利润的积累，公司所有者权益进一步增至 256.87 亿元。此外，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，2018 年及 2019 年 9 月末少数股东权益分别为 120.61 亿元和 137.59 亿元，占比分别为 53.91%和 53.57%。分红方面，2016~2018 年，公司

上缴榆林市财政的分红分别为 2.10 亿元、0.15 亿元和 5.72 亿元。

近年来随着项目建设的快速推进，公司负债规模呈快速上升趋势，2016~2018 年末公司总负债分别为 83.34 亿元、106.43 亿元和 163.23 亿元，年均复合增长率为 39.95%；同期末资产负债率分别为 38.29%、37.10%和 42.18%，呈波动上升趋势，但仍处于较低水平，公司资本结构稳健。截至 2019 年 9 月末，随着公司应付账款及其他应付款的下降，总负债降至 155.00 亿元，资产负债率降至 37.63%。公司总负债主要由有息债务、其他应付款及应付账款构成。其他应付款方面，2016~2018 年末公司其他应付款<sup>11</sup>分别为 4.86 亿元、10.23 亿元和 14.51 亿元，逐年增加。其中 2017 年末，公司其他应付款同比大幅增加 5.36 亿元，主要为工程质量保证金及单位间往来款项。2018 年末，公司其他应付款同比增长 41.86%，主要系工程质量保证金的增加。截至 2019 年 9 月末，随着项目的完工，工程质量保证金有所下降，带动公司其他应付款降至 11.15 亿元。近年来公司应付账款呈下降趋势，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末分别为 13.45 亿元、13.25 亿元、12.40 亿元和 8.23 亿元，主要为 1 年以内的应付工程款以及设备材料款。

有息债务方面，随着在建项目的推进，公司不断增加长期借款，带动债务规模逐年增加，2016~2018 年末总债务分别为 47.54 亿元、67.79 亿元和 118.71 亿元，年均复合增长率为 58.03%，增速较快；同期末总资本化比率分别为 26.14%、27.30%和 34.67%，逐年上升但仍处于较低水平。此外，2018 年，公司将前期计入少数股东权益的国开发展基金投资重分类至应付债券<sup>12</sup>，应付债券由 2017 年末的 0 元增至 2018 年末的 1.50 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司总债务进一步增至 128.10 亿元，但受益于所有者权益增幅较大，公司总资本化

<sup>10</sup> 其他应收款不含应收利息及应收股利。

<sup>11</sup> 其他应付款不含应付利息及应付股利。

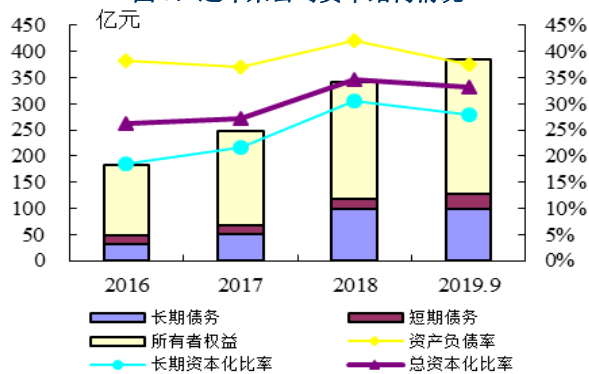
<sup>12</sup> 2016 年 7 月 27 日，公司及下属子公司运销公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金公司”）签订《国开发展基金投资合同》，合同约定国开发展基金公司以 1.50 亿元对运销公司增资，投资期限由

2016 年 7 月 28 日至 2021 年 7 月 27 日，投资期限内国开发展基金公司每年取得 1.2%的投资收益率，期满后国开发展基金公司有权要求公司回购上述 1.50 亿元股权。根据财政部《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》（财会[2014]13 号），上述 1.50 亿投资款在公司合并财务报表中应归类为金融负债，在应付债券项目列示。



比率降至 33.28%。

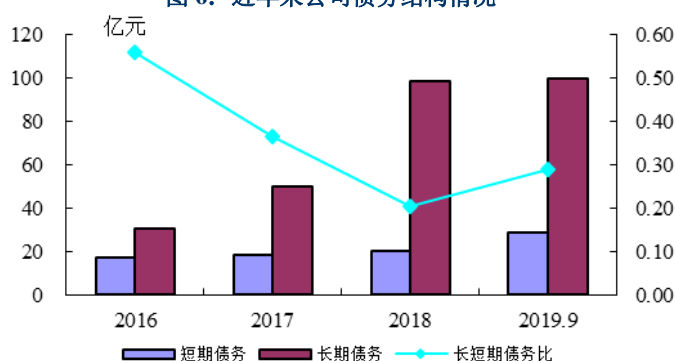
图 5：近年来公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务结构来看，公司以长期债务为主，债务结构合理，截至 2019 年 9 月末，短期债务占总债务的比重仅为 22.47%。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.56、0.36、0.21 和 0.29，有所波动。以长期债务为主的债务结构符合公司以煤炭资源开发为主业的业务特点。

图 6：近年来公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来受益于利润的积累，公司所有者权益快速增长；随着在建工程的推进，公司总负债及总债务均有所增加，但资产负债率及总资本化比率仍处于较低水平，且债务期限结构合理，公司资本结构稳健。

## 盈利能力

2016~2018 年公司营业总收入分别为 90.17 亿元、148.05 亿元和 142.43 亿元，年均复合增长率为 25.68%；同期营业毛利率分别为 39.35%、46.80% 和 42.01%。其中 2017 年，随着业务规模的扩大及煤

炭市场回暖，公司营业总收入同比增长 64.18%，毛利率同比增加 7.45 个百分点。2018 年，公司煤炭产销量的减少以及销售价格小幅下降使得当期营业总收入同比减少 3.80%，毛利率同比下降 4.79 个百分点，但仍保持在较好水平。2019 年 1~9 月，公司营业总收入为 112.75 亿元，营业毛利率小幅增至 42.83%。

分板块来看，煤炭业务是公司收入的主要来源。2016~2018 年公司煤炭业务收入分别为 82.10 亿元、141.24 亿元和 130.10 亿元，有所波动；同期该板块毛利率分别为 41.96%、48.90% 和 45.40%，呈波动态势但处于很高水平。其中 2017 年，受益于煤炭市场回暖，公司煤炭销售量价齐升，煤炭收入同比增长 72.03%，毛利率同比增加 6.94 个百分点。2018 年，受公司商品煤销量及销售价格下降影响，煤炭收入同比减少 7.89%，同时吨煤完全成本有所上升，当期煤炭业务毛利率同比下降 3.50 个百分点。2019 年 1~9 月，公司煤炭业务收入为 89.34 亿元，毛利率为 50.67%。电力业务方面，2016~2018 年，公司电力业务收入分别为 3.06 亿元、2.48 亿元和 7.56 亿元，整体呈增加趋势；同期该业务毛利率分别为 -0.33%、-17.34% 和 3.17%。其中 2017 年，公司发电量有所下降，电力业务收入同比减少 18.95%，同时由于较高的煤价使得公司发电成本大幅上升，毛利率大幅下降，亏损幅度进一步扩大。2018 年，受益于横山电厂及榆神热电机组的投产，公司电力业务收入同比大幅增长 5.08 亿元，毛利率升至 3.17%。2019 年 1~9 月，受益于新机组的投产，公司电力业务收入为 17.17 亿元，毛利率大幅升至 9.73%。热力业务方面，公司承担榆林市城区的供热任务，2016~2018 年热力业务分别实现收入 0.82 亿元、0.90 亿元和 1.28 亿元，逐年增加，但该板块持续亏损，主要系政府补贴未到位所致。2019 年 1~9 月，由于公司热力业务收入、成本入账不均，当期公司热力业务收入为 1.28 亿元，毛利率回升至 -5.47%，但仍处于亏损状态。中诚信国际将对公司热力业务的盈利情况保持持续关注。



表 10：近年来公司分板块收入情况（亿元，%）

业务板块	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭采掘	82.10	41.96	141.24	48.90	130.10	45.40	89.34	50.67
电力	3.06	-0.33	2.48	-17.34	7.56	3.17	17.17	9.73
热力	0.82	-71.95	0.90	-100.00	1.28	-50.00	1.28	-5.47
其他	4.19	--	3.43	--	3.49	--	4.96	--
营业总收入/营业毛利率	90.17	39.35	148.05	46.80	142.43	42.01	112.75	42.83

注：公司其他业务收入主要包括中转装卸业务收入、客房餐饮收入及电力系统设备收入等；2019 年 1~9 月公司部分板块毛利率与年度统计口径不一致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2016~2018 年公司期间费用合计分别为 14.21 亿元、14.54 亿元和 12.01 亿元，波动下降；同期期间费用率分别为 15.76%、9.82%和 8.43%，呈逐年下降趋势。其中 2017 年，随着公司业务规模的扩大，公司营业总收入同比增幅较大，使得期间费用率同比下降 5.94 个百分点；2018 年，由于进出口公司变更存货成本的会计核算方法，导致主营业务成本增加，销售费用同比大幅降低，带动期间费用和期间费用率同比均有所下降。管理费用方面，2016~2018 年公司管理费用分别为 7.12 亿元、7.16 亿元和 8.44 亿元，呈逐年增加趋势，主要系职工薪酬的增长。公司销售费用主要为装卸运输费，2016~2018 年末分别为 5.66 亿元、6.07 亿元和 1.44 亿元。财务费用方面，2016~2018 年公司财务费用分别为 1.43 亿元、1.32 亿元和 2.13 亿元。其中 2017 年，受益于融资成本的下降及利息收入的增长，公司财务费用同比减少 7.75%；2018 年，受公司债务规模大幅增长影响，财务费用同比大幅增加 61.73%。2019 年 1~9 月，公司期间费用合计为 11.28 亿元，期间费用率增至 10.01%。

表 11：近年来公司期间费用分析（亿元，%）

	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	5.66	6.07	1.44	2.73
管理费用	7.12	7.16	8.44	6.22
财务费用	1.43	1.32	2.13	2.33
期间费用合计	14.21	14.54	12.01	11.28
营业总收入	90.17	148.05	142.43	112.75
期间费用率	15.76	9.82	8.43	10.01

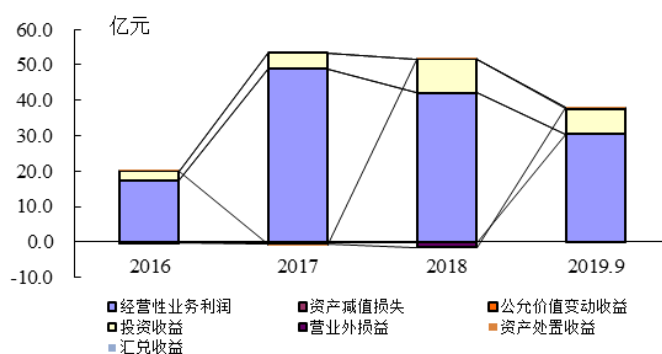
注：管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016~2018 年公司利润总额分

别为 19.80 亿元、52.83 亿元和 50.16 亿元，净利润分别为 16.12 亿元、45.05 亿元和 42.51 亿元；同期，经营性业务利润分别为 17.45 亿元、48.84 亿元和 42.01 亿元，为公司利润的主要构成部分。其中 2017 年，受益于煤炭市场回暖，公司盈利能力提升，经营性业务利润同比增幅较大，带动公司利润总额和净利润同比大幅增加；2018 年，由于公司商品煤销量及销售价格有所下降，经营性业务利润有所收窄，使得利润总额和净利润均同比下降，但仍保持较好水平。投资收益方面，公司参股的红柳林矿业和柠条塔矿业煤质优良、开采成本低，盈利能力强，2016~2018 年公司分别实现投资收益 2.53 亿元、4.61 亿元和 9.58 亿元，逐年增加。此外，2018 年公司营业外损益为-1.27 亿元，主要为井下巷道资产报废带来的非流动资产毁损报废损失。2019 年 1~9 月，公司利润总额和净利润分别为 37.94 亿元和 32.86 亿元，其中经营性业务利润为 30.45 亿元，投资收益为 7.20 亿元。

图 7：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来受益于煤炭市场回暖及公司煤炭业务规模的扩大，公司保持了很强的盈利能力，

且经营性业务利润为公司利润的主要来源，同时投资收益对公司利润形成一定补充。

## 现金流

经营活动现金流方面，近年来，随着公司盈利能力整体有所提升，且收现比逐年增加，经营活动净现金流呈逐年上升趋势，2016~2018 年分别为 22.30 亿元、29.54 亿元和 46.19 亿元。2019 年 1~9 月，公司经营活动净现金流为 38.77 亿元。

投资活动现金流方面，近年来公司不断推进在建项目，资本支出逐年增加，2016~2018 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 23.63 亿元、38.19 亿元和 45.92 亿元，投资活动净现金流分别为 -25.89 亿元、-37.26 亿元和 -49.45 亿元，净流出规模逐年增大。2019 年 1~9 月，随着公司持续推进在建工程，投资活动净现金流为 -40.41 亿元。

筹资活动现金流方面，近年来公司持续推进在建工程建设，债务规模逐年上升，筹资活动现金净流入规模逐年增加，2016~2018 年分别为 3.27 亿元、15.64 亿元和 45.79 亿元。2019 年 1~9 月，公司债务规模进一步上升，当期筹资活动净现金流为 9.77 亿元。

表 12：近年来公司现金流量情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
经营活动产生现金流入	77.52	130.59	138.59	135.63
经营活动产生现金流出	55.22	101.05	92.41	96.86
<b>经营活动净现金流</b>	<b>22.30</b>	<b>29.54</b>	<b>46.19</b>	<b>38.77</b>
投资活动产生现金流入	4.02	6.35	11.35	10.13
投资活动产生现金流出	29.91	43.62	60.80	50.53
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-25.89</b>	<b>-37.26</b>	<b>-49.45</b>	<b>-40.41</b>
筹资活动产生现金流入	32.68	39.02	80.25	36.77
其中：吸收投资所收到的现金 <sup>13</sup>	4.50	0.79	12.61	3.48
借款所收到的现金	28.18	38.22	67.52	32.93
筹资活动产生现金流出	29.41	23.38	34.46	27.00
其中：偿还债务所支付的现金	25.24	18.05	25.93	18.12
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>3.27</b>	<b>15.64</b>	<b>45.79</b>	<b>9.77</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-0.32</b>	<b>7.91</b>	<b>42.53</b>	<b>8.14</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

<sup>13</sup> 2016 年，公司吸收投资所收到的现金主要为公司下属子公司横山煤电及运销公司收到的少数股东投资款；2018 年，公司吸收投资所收到的现金主要为下属陕西精益化工有限公司、陕西榆林能源集团汇森投资管理有限公司及榆林朱盖塔煤炭集运有限责任公司少数股东投资款；2019

总体看，近年来公司经营获现能力逐年增强，且保持较好水平，但由于公司投资规模相对较大，经营活动净现金流无法有效覆盖投资支出，对外部融资保持较大依赖性。未来，公司仍有较大规模的项目建设计划，筹资活动现金流入规模将进一步增加。

## 偿债能力

偿债能力方面，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 28.13 亿元、60.48 亿元和 61.26 亿元，呈逐年增加趋势。EBITDA 偿债指标方面，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.69 倍、1.12 倍和 1.94 倍；同期 EBITDA 利息倍数分别为 13.22 倍、22.91 倍和 13.25 倍。其中 2017 年，受益于盈利能力的增强，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所上升；2018 年，受总债务增幅大于 EBITDA 增幅影响，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降，但仍保持较好水平。经营活动净现金流偿债指标方面，2016~2018 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.47 倍、0.44 倍和 0.39 倍，逐年下降；同期经营活动净现金流/利息支出分别为 10.48 倍、11.19 倍和 9.99 倍，波动下降，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力整体呈下降趋势。2019 年 1~9 月，公司经营年化的经营活动净现金流/总债务为 0.40 倍。总体来看，近年来，受债务规模迅速上升影响，偿债指标小幅弱化，但仍处于较好水平。

表 13：近年来公司长期偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.9
长期债务（亿元）	30.50	49.68	98.49	99.31
总债务（亿元）	47.54	67.79	118.71	128.10
资产负债率（%）	38.29	37.10	42.18	37.63
总资本化比率（%）	26.14	27.30	34.67	33.28
EBITDA（亿元）	28.13	60.48	61.26	--
经营活动净现金流（亿元）	22.30	29.54	46.19	38.77
总债务/EBITDA（X）	1.69	1.12	1.94	--
经营活动净现金流/总债务（X）	0.47	0.44	0.39	0.40*
EBITDA 利息倍数（X）	13.22	22.91	13.25	--

年 1~9 月，公司吸收投资所收到的现金主要为公司子公司精益化工少数股东投资 2.5 亿元。

经营活动净现金流/利息支出 (X)	10.48	11.19	9.99	--
-------------------	-------	-------	------	----

注：加“\*”指标经年化处理；由于缺乏数据，2019年1~9月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至2019年9月末，公司对外担保金额为15.90亿元，占公司净资产比例为6.19%，担保对象分别为陕西靖神铁路有限责任公司、府谷煤业集团有限公司（以下简称“府谷煤业”）、府谷富昌煤焦有限责任公司及府谷古城集运有限公司；其中，担保金额为11亿元的陕西靖神铁路有限责任公司为公司参股铁路公司，近年来运营稳定，代偿风险不高。但中诚信国际关注到，府谷煤业目前经营风险较高，该笔担保存在较大的代偿风险。

表 14：截至 2019 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）

企业名称	金额
陕西靖神铁路有限责任公司	11.00
府谷煤业集团有限公司	3.00
府谷富昌煤焦有限责任公司	1.26
府谷古城集运有限公司	0.64
合计	15.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至2019年9月末，公司无未决诉讼。

受限资产方面，截至2019年9月末，公司受限资产合计为3.31亿元，其中受限的货币资金为3.11亿元，受限的可供出售金融资产为0.21亿元。

银行授信方面，截至2019年9月末，公司获得包括建设银行、中国银行、中信银行、长安银行等多家银行授信360.06亿元，其中未使用授信238.04亿元，备用流动性较强。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料显示，公司近三年借款能够到期还本按期付息，截至2019年9月末未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

## 评级展望

公司煤炭储量丰富，煤种优良，煤质具有“三低一高”的特点，所处神东煤炭基地是国家规划发

展的重点能源生产供应基地，资源保护良好，未来发展空间巨大。且公司煤矿禀赋条件优良，开采难度较低且人员负担小，吨煤生产成本低，成本优势显著。同时，公司下属矿井临近铁路及公路，交通十分便利，区位优势明显。此外，公司财务杠杆水平较低，资本结构稳健，偿债能力较强。且近年来受益于煤炭市场回暖及较强的成本优势，公司盈利及获现能力突出。同时中诚信国际也将对煤炭价格波动、公司未来投资规模大及管理水平有待提高等因素对公司整体经营和信用状况产生的影响保持关注。

综合来看，中诚信国际认为榆能集团未来12~18个月内的信用水平将保持稳定。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定陕西榆林能源集团有限公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；评定“陕西榆林能源集团有限公司2020年度第二期中期票据”的债项信用等级为AA<sup>+</sup>。

## 中诚信国际关于陕西榆林能源集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

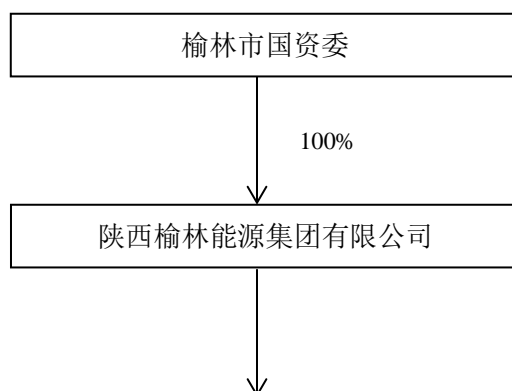
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注陕西榆林能源集团有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如陕西榆林能源集团有限公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

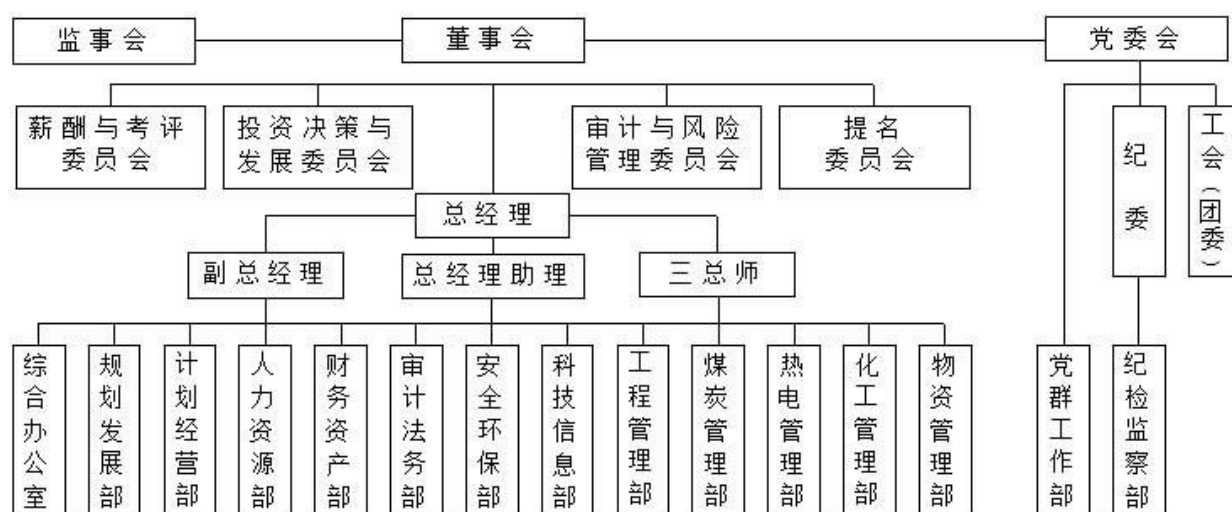
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 26 日

## 附一：陕西榆林能源集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



二级子公司名称	实收资本（万元）	公司持股比例（%）
陕西榆林能源集团煤炭运销有限公司	160,000.00	54.00
陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司	220,000.00	50.00
陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司	155,000.00	50.00
陕西榆林能源集团资源开发有限公司	20,000.00	100.00
陕西榆林能源集团能源化工有限公司	150,000.00	100.00



资料来源：公司提供



## 附二：陕西榆林能源集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	248,541.19	327,673.67	761,180.51	842,553.10
应收账款净额	80,518.14	79,505.74	167,879.82	81,141.28
其他应收款	49,665.40	49,908.12	55,867.93	45,475.75
存货净额	71,664.82	62,526.95	56,720.29	91,799.37
长期投资	146,338.86	170,214.11	280,962.91	357,944.41
固定资产	493,184.00	508,597.87	1,102,888.40	1,109,717.48
在建工程	302,696.18	501,611.31	549,540.73	672,767.85
无形资产	233,851.08	235,831.09	254,646.59	284,344.71
总资产	2,176,339.65	2,869,058.35	3,869,618.91	4,118,736.03
其他应付款	48,626.17	102,262.07	145,071.14	111,497.85
短期债务	170,400.00	181,100.00	202,172.29	287,855.00
长期债务	304,960.71	496,759.72	984,942.21	993,138.10
总债务	475,360.71	677,859.72	1,187,114.50	1,280,993.10
净债务	226,819.52	350,186.05	425,933.99	438,440.00
总负债	833,394.13	1,064,294.53	1,632,311.53	1,550,020.90
费用化利息支出	14,999.12	14,764.93	26,316.05	--
资本化利息支出	6,274.13	11,634.03	19,928.00	--
所有者权益合计	1,342,945.52	1,804,763.82	2,237,307.38	2,568,715.13
营业总收入	901,731.99	1,480,498.06	1,424,267.72	1,127,456.99
经营性业务利润	174,483.50	488,398.32	420,084.97	304,495.48
投资收益	25,302.91	46,121.46	95,783.36	71,967.52
净利润	161,213.66	450,460.90	425,076.50	328,563.62
EBIT	212,976.27	543,031.61	527,920.43	--
EBITDA	281,325.08	604,763.86	612,561.68	--
经营活动产生现金净流量	223,037.31	295,373.72	461,880.40	387,741.77
投资活动产生现金净流量	-258,935.47	-372,646.62	-494,474.94	-404,073.77
筹资活动产生现金净流量	32,699.47	156,357.51	457,908.44	97,704.60
资本支出	236,279.78	381,869.83	459,243.54	360,912.95
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	39.35	46.80	42.01	42.83
期间费用率(%)	15.76	9.82	8.43	10.01
EBITDA 利润率(%)	31.20	40.85	43.01	--
总资产收益率(%)	10.64	21.53	15.69	--
净资产收益率(%)	12.71	28.62	21.04	18.23*
流动比率(X)	1.45	1.92	2.39	2.90
速动比率(X)	1.31	1.81	2.30	2.72
存货周转率(X)	8.42	11.74	13.85	11.57*
应收账款周转率(X)	8.98	18.50	11.51	12.07*
资产负债率(%)	38.29	37.10	42.18	37.63
总资本化比率(%)	26.14	27.30	34.67	33.28
短期债务/总债务(%)	35.85	26.72	17.03	22.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.47	0.44	0.39	0.40*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.31	1.63	2.28	1.80*
经营活动净现金流/利息支出(X)	10.48	11.19	9.99	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	38.15	35.70	31.74	31.12*
总债务/EBITDA(X)	1.69	1.12	1.94	--
EBITDA/短期债务(X)	1.65	3.34	3.03	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.22	22.91	13.25	--
EBIT 利息保障倍数(X)	10.01	20.57	11.42	--

注：所有财务报表均按照新会计准则编制；2019 年三季度财务报表未经审计；所有者权益含少数股东权益；2016~2018 年财务数据均为审计报告期末数；为计算公司债务，中诚信国际将“其他应付款”中有息债务调至短期债务；由于缺乏数据，2019 年 1~9 月部分指标无法计算；加“\*”数据已经过年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
	EBITDA 利润率
现金流	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
偿债能力	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。