

# 信用等级通知书

信评委函字[2015]0520号

## 神木县国有资产运营公司：

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“2016年神木县国有资产运营公司小微企业增信集合债券”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，本期小微企业增信集合债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月十八日

## 2016年神木县国有资产运营公司小微企业增信集合债券信用评级报告

受评主体	神木县国有资产运营公司
主体信用等级	AA <sup>+</sup>
评级展望	稳定
债项信用等级	AA <sup>+</sup>
发行规模	8亿元
发行期限	4年期，第3年末附投资者回售选择权



### 概况数据

神木国资	2012	2013	2014
总资产(亿元)	114.18	124.26	135.17
所有者权益(亿元)	72.98	77.52	82.89
总负债(亿元)	41.20	46.73	52.28
总债务(亿元)	1.01	8.32	28.88
营业总收入(亿元)	17.40	24.67	20.03
EBIT(亿元)	28.29	21.73	14.09
EBITDA(亿元)	29.09	23.33	16.25
经营活动净现金流(亿元)	4.76	5.14	-1.98
营业毛利率(%)	72.07	51.37	38.98
EBITDA/营业总收入(%)	167.23	94.56	81.13
总资产收益率(%)	27.68	18.23	10.86
资产负债率(%)	36.09	37.61	38.68
总资本化比率(%)	1.37	9.69	25.84
总债务/EBITDA(X)	0.03	0.36	1.78
EBITDA利息倍数(X)	55.63	19.90	10.35

注：2012~2014年财务报告均按照新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益。

### 分析师

项目负责人：韩晨	shhan@ccxi.com.cn
项目组成员：李翔	xli@ccxi.com.cn
张爽	shzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015年6月18日

### 基本观点

中诚信国际评定神木县国有资产运营公司（以下简称“神木国资”或“公司”）主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；评定“2016年神木县国有资产运营公司小微企业增信集合债券”信用等级为AA<sup>+</sup>。

中诚信国际肯定了神木县丰富的煤炭资源以及较强的财政实力、地方政府对公司支持力度较强、公司持有大量的优质煤炭公司股权和公司财务实力较强等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到煤炭行业持续弱势、资本支出压力较大以及拓展金融业务带来资金回收风险等对公司未来整体信用状况的影响。

### 优势

- **神木县煤炭资源丰富，经济保持快速发展。**神木县煤炭资源丰富，已探明储量500多亿吨。近年来在煤炭产业的带动下，神木县经济得到快速发展，2014年全县GDP为968.24亿元，同比增长11.3%，在全国百强县中排名前列。
- **神木县政府对公司支持力度较强。**公司作为神木县唯一的国有资产运营公司得到了政府的大力支持。神木县政府先后数次对公司进行增资，并划转榆林煤炭运销集团有限公司等优质资产的股权进入公司。
- **公司持有大量的优质煤炭公司股权。**除控股神木煤业外，公司还参股陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）下属子公司红柳林矿业、张家峁矿业和柠条塔矿业，2012~2014年公司共计从三家公司分别获得分红10.53亿元、13.86亿元和9.47亿元，是公司营业利润的重要来源。
- **公司财务实力较强。**公司货币资金充足，截至2014年底，为19.16亿元；经营净现金流近年来基本保持稳定，2012~2014年分别为4.76亿元、5.14亿元和-1.98亿元；2014年6月公司发行了15亿元的企业债券，截至2014年底，公司总资本化比率为25.84%，资本结构较稳健。

### 关注

- **煤炭价格持续下行，对公司利润造成一定负面影响。**煤炭价格自2012年四季度以来持续下行。目前来看受煤炭行业前期产能快速释放及下游需求低迷影响，煤炭市场短期内难以复苏，预计煤炭市场2015年将总体处于弱势平衡状态，公司未来盈利情况存在下滑风险。
- **公司面临资本支出压力。**按照神木县加快推进城市基础设施、生态环境和文化建设的发展目标，公司未来将承建公租房、保障房等项目，可能面临一定的资本支出压力。
- **公司的金融业务面临一定的资金风险。**公司近年来拓展了诸如担保、创业投资以及未来的委贷等金融业务来扶植中小企业，虽然公司制定了一系列严格的制度和措施，但在项目筛选决策、资金监控及资金回收等方面仍存在一定不确定性。

## 发行主体概况

神木县国有资产运营公司是由神木县人民政府（神政党组发[2002]1号）文件批准，于2002年11月18日在神木县工商行政管理局注册成立的具有独立法人资格的国有独资公司，注册号为612722000000222，注册资本人民币4,000万元。公司成立后，县政府先后五次批准其增加注册资本，截至2014年底，公司注册资本为20亿元，拥有控股二级子公司7家。公司实际控制人为神木县县政府，出资比例为100%。

公司经营范围包括：国有资产运营管理、基础设施项目投资、产业投资、产业投资基金的发起与管理。

截至2014年底，公司总资产为135.17亿元，所有者权益为82.89亿元，资产负债率为38.68%；2014年公司实现营业总收入20.03亿元，净利润11.50亿元，经营活动净现金流-1.98亿元。

## 本期债券概况

本期债券发行总额8亿元，债券期限为四年，采用固定利率形式，同时附设第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，按照公开、公平、公正原则，以市场化方式确定发行票面年利率。簿记建档区间依据有关法律法规，由公司和主承销商根据市场情况充分协商后确定。本期债券票面利率在债券存续期内前三年固定不变，在本期债券存续期的第三年末，公司可选择在原债券票面年利率基础上上调或下调债券存续期第四年债券票面年利率0至300个基点（含本数），调整后债券票面年利率为债券存续期前三年票面年利率加上调整基点，在债券存续期第四年固定不变。投资者有权在本期债券存续期的第三年末选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给公司。公司有权选择将回售的本期债券进行转售或予以注销。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过

承销团成员设置的发行网点向在中央国债登记公司开户的机构投资者（国家法律、法规另有规定者除外）和在中国证券登记公司上海分公司开立合格基金证券账户或A股证券账户的机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）公开发售。

本期债券每年付息一次，到期一次还本，当期利息随本金一起支付。

本期债券的偿债资金来自公司从小微企业获得或清收的贷款本息（含罚息）；神木县政府为本期债券设立的政府风险缓释基金规模达到本期债券发行规模的5%，且本期债券的风险储备基金用于优先偿还本期债券，并设立专门账户进行管理。如果经济环境发生重大不利变化或由于不可预见的原因使公司不能按期偿还债券本息时，公司通过资产变现、股权转让等方式收回现金以偿还本期债券本息。

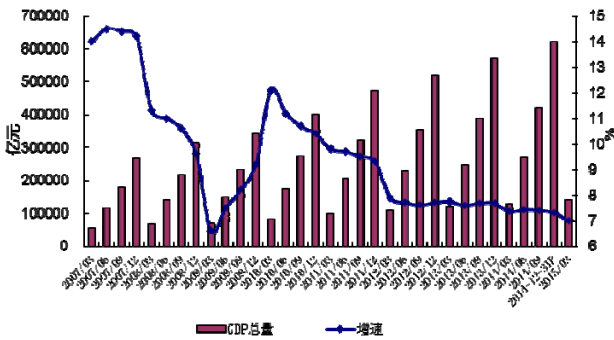
## 募集资金用途

本期债券募集资金总额为8亿元，拟全部用于以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于神木县政府管辖区域内或者经神木县政府同意的其他区域的小微企业。

## 宏观经济与政策环境

2015年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，一季度GDP增长7%，增速较上年同期和去年平均水平分别低0.4个百分点和0.3个百分点，是2009年以来的同期最低水平。未来，随着“一带一路”战略推进、一系列稳增长、促改革措施持续发力，二季度经济下行压力或将得到一定程度的缓解，考虑到基数原因，中诚信预测二季度GDP有望实现7.1%。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求角度来看，需求结构呈现投资增长大幅放缓、消费相对稳定，出口改善的特点，基建投资是稳定增长的关键力量。最终消费需求对经济增长的贡献较上年同期有所上升。受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减，基础设施投资增速回升，并保持 20% 以上的高速持续增长；汽车相关的消费增长不及预期，与住房相关的消费以及网络购物、电子商务等新兴消费业态带动消费平稳增长；随着美国、东盟等主要贸易伙伴经济有所改善，出口有所恢复，而受国内需求不足影响，进口贸易状况低于预期，进出口贸易顺差增速进一步改善。从产业来看，受到需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，PMI 指数由年初的低于 50%，逐步企稳于荣枯线，说明制造业虽然持续低迷，但总体略有回升。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在。消费者价格指数涨幅降中趋稳，生产领域价格持续低迷，但年内降幅有所收窄。

货币政策方面，一季度央行坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。除了常规的公开市场操作，出台了不对称降准、降息以及 MLF 续作等政策，引导实体经济融资成本下行，适时调整流动性。2015 年一季度，全社会融资总额 4.6 万亿元，比上年同期下降一万亿左右。其中，新增人民币贷款受消费贷下降影响

同比减少、非金融企业境内股票融资占比同比有所提升。预计二季度货币政策延续稳中趋松，调控工具将以总量工具为主，综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，除了已经实施的降准外，预计将有 1 次降息等。此外，资本市场或将小幅调整，而随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长有所减慢，增速由年初的 5% 回落至一季度的 3.9%。与此同时，受收入增长约束，财政支出增长保持有所下降，一季度中央财政支出增长 7.8%，虽然增速有所放慢，但持续高于财政收入增长，财政收支压力不减。2015 年二季度，预计财政政策将更加积极，加大稳增长力度。一方面，严格执行全年预算额度，通过加大转移支付、增加发债额度、债务置换、盘活存量等加大财政支出，提升财政资金使用效率；另一方面，加快推出 PPP 项目，鼓励社会资本参与基础设施建设，通过城镇化基金模式，拓展新的融资渠道。与此同时，加大结构性减税的力度。

未来，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。中诚信国际认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征地制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更大幅度地激发

发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信国际认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将进一步趋缓。

## 行业和区域经济环境

### 区域经济

#### 榆林市

榆林市位于陕西省的最北部，在陕北黄土高原和毛乌素沙地南缘的交界处，也是黄土高原和内蒙古高原的过渡区。榆林市现辖榆阳区、神木、定边、靖边、横山、米脂、佳县、子洲、吴堡、绥德、清涧 11 个县，总面积 43,578 平方公里，总人口 364.5 万人。

榆林矿产资源丰富，全市已发现 8 大类 48 种矿产，潜在价值超过 46 万亿元人民币，特别是煤、气、油、盐资源富集一地，组合配置好，开发潜力巨大。煤炭预测储量 6,940 亿吨，探明储量 1,500 亿吨；榆林市有 54% 的地下含煤，约占全国储量的五分之一。天然气预测储量 6~8 万亿立方米，探明储量 1.18 万亿立方米，是迄今我国陆上探明的最大整装气田。岩盐预测储量 6 万亿吨，约占全国总储量 50%，探明储量 8,854 亿吨。石油预测储量 6 亿吨，探明储量 3 亿吨，是陕甘宁油气田的核心组成部分。

近年来，受益于矿产资源开发速度的逐渐加快，榆林市经济得到了迅猛的发展。全市地区生产总值（GDP）由 2003 年的 138.10 亿元增长至 2014 年的 3,005.74 亿元。2014 年，在面对宏观经济增速整体放缓、能源市场需求不足、煤炭等主要能化产品价格大幅下跌的情况下，榆林市实现 GDP 同比增长 9.0%，基本实现了平稳增长，经济总量连续十年仅居西安之后，位居全省第二。

从地区生产总值构成来看，2014 年，全市第一产业增加值 145.04 亿元，同比增长 5.5%；第二产业增加值 2,051.94 亿元，同比增长 9.8%；第三产业增加值 808.76 亿元，同比增长 7.2%。榆林矿产资源丰富，近年来随着矿产资源的不断开发，工业实

力持续增强，支柱产业地位进一步强化。

近年来，随着煤炭资源的大力开发，工业投资成为拉动全市投资增长的主要动力。2014 年，全市完成固定资产投资 1,647.04 亿元，同比下降 9.9%。其中，本市固定资产投资 1,396.50 亿元，同比下降 12.4%；跨区投资 217.57 亿元，同比增长 8.3%；房地产开发投资 73.93 亿元，同比下降 17.5%。在本市固定资产投资中，第一产业投资 28.25 亿元，同比下降 1.3%；第二产业投资 748.95 亿元，同比下降 28.8%，其中采矿业投资 342.58 亿元，同比下降 22.6%，制造业投资 230.04 亿元，同比下降 49.5%；第三产业投资 619.30 亿元，同比增长 20.7%。全年民间投资 512.40 亿元，同比下降 18.0%。在民间投资中，采矿业、制造业、房地产业合计 400.18 亿元，占 78.1%。

#### 神木县

##### 神木县概况

神木县是榆林市 11 个下辖县之一，位于晋、陕、蒙三省接壤地带，是国家级陕北能源化工基地的核心区域。全县总面积 7,635 平方公里，是陕西省面积最大的县，全县总人口共计 42.72 万。2014 年，神木县居全国百强县排名前列，居西北第一，是中国产煤量最大的县。

神木县煤炭资源丰富，主要分布在县境西部和北部，储煤面积达 4,500 平方公里，占全县总面积的 58%，已探明储量 500 多亿吨，且具有煤质优良、埋藏浅、易开采的特点，为世界少有的优质动力环保煤和气化用煤，在国际能源市场上具有很强的竞争力，富煤区平均每平方公里地下储煤量高达 1,000 多万吨。

近年来，神木经济整体保持了较快速度的发展，全县地区生产总值由 2009 年的 452.64 亿元增长至 2012 年的 1,003.89 亿元。2013 年，受经济下行、煤炭价格下滑影响，民营企业经营困难，全县实现地区生产总值 925.54 亿元，扣除价格因素，较上年增长 1.2%。2014 年，全县地区生产总值完成 968.24 亿元，同比增长 4.62%。

从地区生产总值构成来看，神木县经济集中度较高。2014年，全县实现第一产业增加值 11.97 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 678.53 亿元，增长 13.3%；第三产业增加值 277.73 亿元，增长 6.6%。产业结构有所优化。2014 年非公经济完成增加值 325.78 亿元，占全县生产总值的比重为 33.6%；全年新登记各类企业 1,774 户，个体工商户 3,860 户，政府投资仍占据主导地位。

2014 年，投资方面呈现出放缓势头，全县固定资产投资完成 225.46 亿元，同比下降 21.10%，其中中央投资 9.12 亿元，同比下降 67.9%，地方投资 216.34 亿元，同比下降 15.90%；城镇固定资产投资 191.95 亿元，比上年下降 22.60%。全年固定资产投资建成投产项目 88 个，新增固定资产 45 亿元。

### 主要产业发展概况

神木县依托资源优势，立足技术创新，坚定实施“围绕煤、延伸煤、超越煤”的“三煤”战略，正在强力打造“煤炭开采及加工、以煤为基的新型能化、材料加工和装备制造、新兴非煤”等四大现代产业集群。神木县现已成为全国最大的兰炭基地（千万吨级）、全国最大的聚氯乙烯基地（百万吨级）、西部最大的火电基地（600 万千瓦）、西部最大的浮法玻璃基地（600 万重量箱）、西部最大的电石基地（百万吨级），在国家能源安全体系中占有重要位置。

神木县积极发展民营经济，近年来以民营企业为主导的地方特色工业体系日益完善，“煤—电—载能—聚氯乙烯”、“煤—兰炭—载能（金属镁）—化工（建材）”、“煤—煤焦油—燃料油”、“煤—甲醇—醇醚产品”等四大循环产业链不断延伸，民营经济快速发展壮大，成为名副其实的县域经济主体。其中，兰炭于 2008 年成功列入国家产业目录，国家工信部根据神木县的实践创设了行业准入标准。锦界、柠条塔、燕家塔等工业园区加快整合提升，改革管理机制，完善功能配套，成为全省具有区域特色和竞争力的循环经济产业聚集区。

### 财政实力

2013 年以来，主要受煤炭价格下跌影响，神木

县财政收入出现一定波动。2012~2014 年，神木县地方公共财政预算收入分别为 53.56 亿元、50.11 亿元和 54.02 亿元，财政总收入分别为 220.67 亿元、175.26 亿元和 176.88 亿元，神木县经济受煤炭市场影响较大。期间，神木县地方公共财政收入占财政总收入的比重分别为 24.27%、28.59% 和 30.54%，呈现逐年增长态势。

表 1：2012~2014 年神木县财政收入主要指标(亿元)

	2012	2013	2014
公共财政预算收入(1)	53.56	50.11	54.02
税收收入	33.40	27.00	30.13
非税收入	20.16	23.11	23.89
上划中省市各项税收(2)	167.11	125.15	122.86
财政总收入(1)+(2)	220.67	175.26	176.88
公共财政预算支出	69.38	63.14	69.68

资料来源：神木县财政局、中诚信国际整理

2014 年，神木县基金预算收入为 10.53 亿元，较上年的 4.58 亿元同比增长 130%。教育、科技和文化支出占财政支出的 30.8%，农、社、卫和住房支出占财政支出 32.7%。

2014 年，神木县地方财政支出依然保持着较高水平，全县财政公共财政预算支出 69.68 亿元，较上年增加 10.36%。

从支出结构来看，2014 年神木县财政支出继续坚持“统筹兼顾，突出重点”的原则，加强财政资金支出管理，提高科学化管理水平，围绕“保民生、保稳定、保重点”的要求，保证重点领域投入，将可用财力优先投入教育、民生等关键领域，全年教育、科技和文化支出占财政支出的 30.8%。重点加强“三农”、教育、医疗卫生、保障性住房等方面的支出，加快保障性安居工程建设，推进廉租房、经济适用房、限价房和农村危房改造工程，全年农、社、卫和住房支出占财政支出的 32.7%。2014 年神木县科技创新能力不断提升，全年全县共申请专利达 186 件，专利授权 133 件，获省、市科技计划项目 36 项，获得省市科技计划经费 500 万元。全县财政科技投入 9,281.91 万元，占本级财政支出的 1.4%。同时，2014 年神木县进一步完善社会保障制度，适当提高城镇居民医疗保险、新型农村合作医疗和农村低保、五保户的补助标准；全年发放低保

金 9,211 万元，社会救助支出 20,139 万元。此外，2014 年，神木县政府大力压缩一般性支出，根据《党政机关厉行节约反对浪费条例》和县政府确定的业务经费在上年实际支出的基础上削减一半的要求，取消事业发展经费，低标准安排公务费，各种工作经费、培训费等业务费较上年实际支出降低 55%。另外，加大财政对经济转型升级的支持力度。在煤炭价格下跌、销售不畅的情况下，神木县政府全力帮助民营企业走出困境，搭建银企合作平台，为 23 户民营企业争取意向贷款 41.7 亿元，带动神木县经济在困境中企稳向好。

从收支平衡来看，2014 年神木财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 77.53%，处于较高水平，差额大多由上级财政补助。

总体来看，神木县近年来经济发展迅速，对于当地财政收入的提高推动明显，而财政收入的增长对于全县公共事务支出和民生投入起到很好的支撑作用，并且地方政府财力对于转移支付依赖较小，自身财政实力较强。但中诚信国际也关注到神木县财政收入与煤炭市场表现关联度较高。2012 年以来受煤炭市场持续低迷影响，神木县财政收入受到一定冲击。预计 2015 年煤炭市场仍将保持供大于求态势，未来地方政府财政能否保持较好水平仍存在一定不确定性。

## 煤炭行业

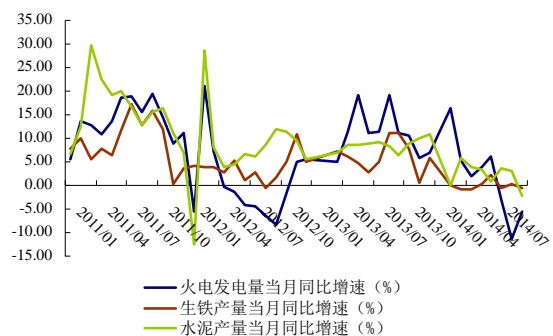
中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70% 左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策、运输通道建设等因素的影响。

**煤炭主要下游行业受经济周期和环保政策影响，增速将持续放缓；总体看煤炭市场供大于求的形势短期内难以改变，煤炭市场价格**

## 或维持低迷态势

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。2010 年以来，宏观经济保持了良好的增长势头，主要耗煤行业产品产量保持了较快的增长，煤炭需求旺盛。但是 2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度持续下滑。

图 2：2010 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2012 年到 2013 年上半年，受节能减排、经济结构调整及外围环境等影响，我国经济增速放缓，用电量增速有所下滑，2012 年全国发电量 4.94 万亿千瓦时，同比增长 4.8%，增速同比回落 6.9 个百分点，其中火电发电量为 3.86 万亿千瓦时，同比增长 0.6%，增幅同比回落 14.2 个百分点。2013 年下半年以来，受工业生产回暖及度夏期间持续高温天气的影响，用电量增速有所回升，2013 年，我国全国发电量为 5.40 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速同比提高 2.7 个百分点，其中火电发电量为 4.24 万亿千瓦时，同比增长 7.0%，增幅同比提高 6.4 个百分点。进入 2014 年以来，受到经济发展趋缓以及气温偏低影响，全国发电量增速同比进一步放缓，2014 年，全国发电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速同比降低 3.9 个百分点；而 2014 年三季度来水较好，水电发电量出现高速增长，使得全年火电发电量仅为 4.17 万亿千瓦时，同比下降 0.7%，增幅同比大幅回

落 7.7 个百分点。电厂库存方面，受火电发电量低迷以及冬季储煤影响，截至 2014 年底，全国重点电厂的电煤库存为 9,455 万吨，可用天数为 24 天。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。近几年，随着固定资产投资的增长，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了年 10% 以上的快速增长。2011 年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011~2013 年我国粗钢产量分别为 6.82 亿吨、7.17 亿吨和 7.79 亿吨，同比分别增长 8.89%、4.70% 和 7.60%。2013 年钢铁行业终端需求增速依然较低，钢铁行业依旧处于“寒冬”期，同期我国粗钢产量同比增长 7.60%，增幅同比提高 2.90 个百分点，虽产量增速较上年有所恢复，但考虑到企业和社会库存均保持在较高水平，实际消费量增速远低于此水平。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业进入下行调整期，2014 年房地产开发投资同比增长 10.5%，增速同比下降 9.3 个百分点，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.23 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下滑。中诚信国际认为，短期看钢铁市场仍将维持弱势运行，进而传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力；长期来看，房地产行业景气度下行压力增大，钢铁行业需求承压，此外，随着国家对环保政策要求的日益趋严，环保手段或将成为逐步淘汰过剩落后钢铁产能的有效手段，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增速也将有所放缓。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为 13% 左右。受益于近十年中国主要依靠基础设施建设和房地产拉动的经济增长模式，水泥产量年同比增幅均保持了 10% 以上的增速。2011 年四季度开始房地产调控政策和信贷紧缩政策对水泥行业的影响已经显现，水泥下游需求减少，价格出现下降。2012 年水泥产量达到 22.1 亿吨，同比增长 5.3%，增幅同比下降了 10.8 个百分点。2013 年房地产和基础设施建设保持较高增速，

全国水泥产量实现 24.2 亿吨，同比增长 9.3%，增幅同比增长 4 个百分点。2014 年以来，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，2014 年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速为 1.80%，为 24 年来最低。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 2：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤
2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.3	李克强总理在第十二届全国人大二次会议上的政府工作报告	政府要“出重拳强化污染防治”和“推动能源生产和消费方式变革”
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭行业景气度明显下滑；特别是进入 2014 年以来，在固定资产投资，特别是房地产投资增速双下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，目前政府治理大气污染决心较大，政府或以治理雾霾加快倒逼能源结构变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤



消费量势将进一步承压。

供给方面，2002 年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，煤炭行业固定资产投资额从 2002 年的 111.91 亿元快速上升到 2011 年的 4,907.3 亿元，年均复合增长率为 52.21%。在此带动下，全国原煤产量从 2002 年的 13.80 亿吨上升到 2011 年的 35.20 亿吨，年均复合增长率为 10.96%。但 2011 年四季度以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业对投资进度和产出规模进行相应调整，2012 年，煤炭行业固定资产投资为 5,285.82 亿元，全国原煤产量达到 36.50 亿吨，同比分别增长 7.71% 和 3.80%，增速均显著放缓；2013 年全国原煤产量为 36.80 亿吨，同比仅增加 0.80%。根据国家统计局统计数据，2014 年全国原煤产量为 38.7 亿吨，同比增加 5.2%。2015 年一季度，全国原煤产量为 8.47 亿吨，同比减少 6.36%。



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

另外，进口煤炭也是供给的重要补充，2009 年以来，中国煤炭进口量一直保持较高的水平，根据中国海关总署的数据，2012 年中国煤及褐煤进口量为 2.88 亿吨，同比增长 29.8%。2013 年煤及褐煤进口量为 3.27 亿吨，同比增长 13.40%，达到顶峰。煤炭进口量的不断上升对国内煤炭市场造成了一定冲击，加速了沿海煤炭价格的下跌。2014 年全国煤炭进口量为 2.91 亿吨，同比下降 10.9%。在煤炭需求增速放缓以及国家限制进口煤的政策，2014 年遏制了煤炭进口量的增长势头。2015 年一季度，全国煤炭进口量为 0.49 亿吨，同比减少 41.60%。

从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2011 年四季度开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，用电量增速下滑，动力煤价格开始进入震

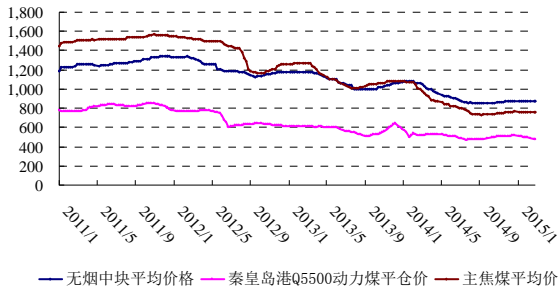
荡下降通道。2013 年以来，动力煤价格总体维持下滑态势，尽管受到火电发电增速回升和年底电煤合同谈判中煤炭大型集团提价等因素的影响，四季度动力煤价格经历了一轮回升行情，但由于缺乏下游需求有利支撑，2014 年一季度末，价格跌回去年三季度末水平。截至 2014 年底，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 520 元/吨。2015 年以来动力煤价格继续下探，截至 2015 年 5 月 18 日，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 400 元/吨，较年初下降 23.08%。

炼焦煤方面，中国炼焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。但是由于钢铁行业为焦煤主要下游，钢铁行业需求变化使得焦煤价格波动性较大。2011 年四季度开始，房地产和汽车行业持续疲软，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大跌，使得焦煤价格下降，该趋势持续到 2012 年 9 月底。2012 年 10 月~2013 年 2 月末，在钢铁行业景气度攀升的态势下，焦煤价格有所回升；但因回升基础薄弱且钢铁社会库存已处于高位，2013 年 3 月以来，焦煤价格持续下滑，2013 年 7 月开始，各地陆续出台区域保护措施，煤企生产积极性有所提高，另外，受下游市场需求回暖、季节性补充库存及太原铁路局车皮紧张影响，下游采购积极性较高，推动焦煤价格小幅反弹。但 2014 年以来，下游企业经过前期的集中补库，采购进程有所放缓，加之钢材市场弱势运行，焦煤价格再次进入加速下行通道，截至 2014 年底，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别为 765 元/吨、761 元/吨和 754 元/吨。截至 2015 年 5 月 15 日，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别进一步下探至 686 元/吨、672 元/吨和 701 元/吨，下降幅度为 10% 左右。

无烟煤方面，无烟煤也属于稀缺资源，同时国内优质无烟煤资源集中于少数大型企业手中，煤炭企业议价能力较强，但 2013 年以来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行。特别是进入 2014 年以来，无烟煤价格下滑速度加快，2014 年底无烟中块全国平均价为 875 元/吨，相比 2011 年 10 月下旬最高价格降低 515 元/

吨，降幅为 37.05%。截至 2015 年 5 月 15 日，无烟中块全国平均价为 855 元/吨，较其它煤种降幅较小。

图 4：2011 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

煤炭价格方面总体来看，2011 年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在 2012 年和 2013 年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。

### 2014 年以来政府陆续发布限制煤炭供给量的相关政策，其中行业限产政策的落实有助于控制煤炭产能的增长，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

为了缓解煤炭产能过剩，2014 年 8 月，国家发改委发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》（发改电[2014]226 号，以下简称‘通知’），对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发改委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。据中国煤炭工业协会统计，截至 2014 年 9 月末，全国煤炭产业已达成下半年减产 10% 的共识，各地

的减产潮将逐步拉开。

进口煤的政策方面，2014 年 8 月和 10 月中国海关总署分别宣布取消褐煤和其他煤种的零关税，恢复最惠国关税，其中褐煤、无烟煤和炼焦煤的最惠国关税均为 3%，进口关税的提升有助于缩小国内和进口煤价的差异，从而一定程度上抑制煤炭进口。

总体看，2014 年以来政府从限制国内产量和提升进口煤关税两方面对供给侧进行抑制，有助于一定程度上缓解国内煤炭供给过剩的局面。

### 煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革，煤炭企业税费负担尚取决于各省清理涉煤收费的落实程度和具体的税率水平

2014 年 10 月 10 日，财政部、国家发改委联合发布《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理；10 月 11 日，财政部发布《关于实施煤炭资源税改革的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，税率幅度为 2%~10%。以上政策的出台意味着煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革。

在此之前，我国资源税采取“从量计征”方式，根据 2011 年 9 月国务院常务会议对《中华人民共和国资源税暂行条例》的修改，焦煤资源税征收标准规定为每吨 8~20 元，其他煤炭为每吨 0.3~5 元。而从量计征的方案缺乏税收弹性，并且在煤炭价格攀高的形势下对资源的过度开发失去调节作用；此外，煤炭行业普遍存在着费重税轻、税费结构不合理、重复征收等问题，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且清理其他税费，有助于以上问题的解决。另一方面，从政策出台的时间窗口来看，目前煤炭市场价格处于历史低位，“从价计征”的实施将有利于使煤炭企业的税收负担控制在相对较

低水平。

从本次“清费立税”对煤炭企业的税负的影响来看，煤炭资源税方面，从价计征的资源税将使得煤炭企业税收负担较以前有所增加；但另一方面，从其他涉煤收费来看，在部分煤炭生产大省，如山西、陕西和内蒙等省，煤炭企业承担的涉煤收费较为繁重，清理这些收费有望大幅降低煤炭企业的负担。中诚信国际认为，综合来讲，煤炭企业最终税费负担的变化取决于各地区制定的实际适用资源税费率水平以及清理涉煤收费的执行情况。在目前煤炭企业普遍面临经营困境、国家救市政策频出的情况下，通过清理涉煤收费使煤炭企业负担总体可控将成为此次“清费立税”改革的重点。中诚信国际将对各省清理涉煤收费的执行情况以及最终确定的资源税税率水平保持关注。

### 煤炭运输瓶颈制约行业发展，“十二五”期间国家将加大煤炭运输通道建设，运输压力将有所缓解

中国煤炭资源产地和消费地逆向分布的特点决定了北煤南运、西煤东运的格局。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，铁路运输量占中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。

铁路建设方面，近年我国主要运煤铁路逐年扩容，“十二五”期间，煤炭运输通道建设将是我国综合交通运输体系发展规划的重点内容之一，我国煤炭铁路运输以晋、陕、蒙（西）、宁、甘地区煤炭外运为主，由大秦线、朔黄线、石太线、侯月线、蒙冀线、陇海线、宁西线和山西中南部通道等组成横向通道，由京沪线、京九线、京广线、焦柳线以及规划建设的蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运铁路等组成纵向通道。张唐线预计到 2015 年建成投运，煤炭运输能力可达 2 亿吨；晋豫鲁铁路（或“山西中南部铁路通道”）横跨晋豫鲁三省，是我国东西向重要路网干线铁路的一条大能力重载铁路，

线路西起山西吕梁山地区的兴县瓦塘镇，东至山东日照港口，年货运能力 2 亿吨，2014 年底已竣工通车；2014 年 10 月底，国家发改委正式批准了新建蒙西至华中地区铁路煤运通道工程项目，项目投资估算总额为 1,930.4 亿元。该通道北起内蒙古自治区鄂尔多斯境内浩勒报吉南站，终点到达京九铁路吉安站，线路全长 1,806.5 公里，通道规划设计输送能力为 2 亿吨，是我国“北煤南运”新的国家战略运输通道。

表 3：“十二五”期间中国部分煤炭运输通道建设情况

铁路	目标	预计完工时间
朔黄铁路	3.5 亿吨，扩能	已完结
集通线	5,000 万吨，扩能	2015
张唐线	2 亿吨，新建	2015
侯月线	1.5 亿吨，扩能	已完结
晋豫鲁线	2 亿吨，新建	2014 年底
蒙西-华中煤运通道	2 亿吨，新建	2017

资料来源：中诚信国际整理

此外，新疆首条特高压输电工程哈密-郑州 800 千伏特高压输电工程已于 2014 年初投运，预计将就地转化煤炭 2,300 万吨，将对新疆地区煤炭行业的发展起到一定的促进作用。

根据《煤炭工业发展“十二五”规划》，预计到 2015 年全国煤炭铁路运输需求 26 亿吨，规划煤炭运力 30 亿吨；其中晋、陕、蒙（西）、宁、甘地区调出量 14.3 亿吨，铁路规划煤炭外运能力约 20 亿吨；兰新铁路电气化改造和兰渝铁路建成投运后，可基本满足新疆煤炭外运需求。中诚信国际认为，随着铁路、港口煤炭运输通道建设的逐步实施，“十二五”末期，煤炭运输压力有望得以大幅缓解，届时我国煤炭生产格局将进一步西移，有助于煤炭国内有效供给的增加。

### 业务运营

公司是神木县政府批准设立的具有独立法人资格的国有独资公司，其主要职能包括：管理政府投入的国家资本金、股份合作资金；管理国有资产租赁、运营收益、投资收益；建立投融资机制、开展融资业务；负责筹集并运作国家资本金、股份合

作资金和基本建设项目有偿使用资金；会同有关部门开展招商引资工作；基础设施项目投资、产业投资、产业投资基金的发起与管理；县政府委托的其他资产经营业务。截至 2014 年底，公司投资领域已经涵盖煤炭、水务、城建、金融、创业投资等产业，拥有陕西神木煤业（集团）有限公司（以下简称“神木煤业”）、陕煤集团下属的红柳林矿业、柠条塔矿业、张家峁矿业、神木县水务集团有限公司（以下简称“神木水务”）、神木县神海水务有限责任公司（以下简称“神海水务”）、神木县城市建设投资有限公司等股权。

表 4：截至 2014 年底公司投资企业概况

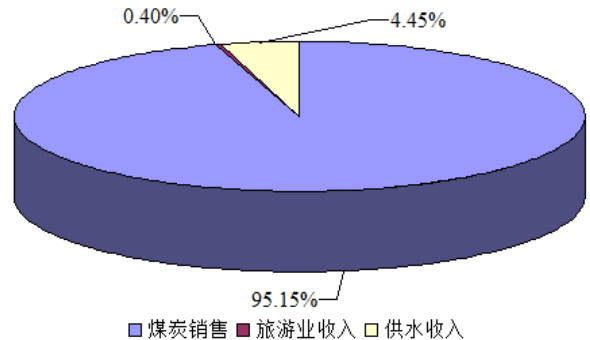
公司名称	注册资本 (万元)	公司持股 比例	是否合并 报表
陕西神木煤业（集团）有限公司	30,600.00	100.00%	是
神木县神海水务有限责任公司	5,000.00	96.00%	是
神木县水务集团有限公司	5,500.00	100.00%	是
神木县红碱淖旅游发展有限公司	550.00	100.00%	是
神木县城市建设投资有限公司	45,000.00	100.00%	是
神木县中小企业融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕西神木创业投资有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕煤集团神木红柳林矿业有限公司	90,891.04	25.00%	否
陕煤集团神木柠条塔矿业有限公司	142,600.00	24.00%	否
陕煤集团神木张家峁矿业有限公司	60,738.30	45.00%	否
陕西玉林集团神木县污水处理有限公司	5,750.00	20.87%	否
神木县星洋工业有限责任公司	2,000.00	20.00%	否
陕西榆林煤炭运销（集团）有限责任公司	100,000.00	30.00%	否
陕西榆林煤炭出口（集团）有限责任公司	84,000.00	20.00%	否
陕西神榆路业发展有限公司	10,000.00	29.00%	否
陕西省神木银丰陶瓷有限公司	35,000.00	13.90%	否
神木县神泓水务有限公司	4,500.00	40.00%	否
陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	160,000.00	5.40%	否
神木县国融精细化工有限公司	100,000.00	19.50% <sup>1</sup>	否

注 1：该公司于 2014 年 9 月 26 日注册成立，截至 2014 年末，尚未进行出资。

资料来源：公司提供

2014 年，公司实现营业总收入 20.03 亿元，其中主营业务收入 17.32 亿元。公司煤炭销售收入为 16.48 亿元，占主营业务收入比重为 95.15%；供水收入 0.77 亿元，占主营业务收入的比重为 4.45%。公司主要收入来源于煤炭业务。

图 5：2014 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报

## 煤炭业务

2005 年，经县政府批准，公司与陕煤集团合作成立了红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业等三家公司，持股比例分别为 25.00%、24.00% 和 45.00%。该三家公司生产经营状况十分稳定，盈利能力突出，2012~2014 年公司共计从该三家公司分别获得分红 10.53 亿元、13.86 亿元和 9.47 亿元，是公司营业利润的重要来源。红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业的设计产能分别为 1,500 万吨/年、1,800 万吨/年和 1,000 万吨/年，2014 年分别生产原煤 1,921.8 万吨、2,015.67 万吨和 1,096.72 万吨，参股该三家公司大幅增强了公司的盈利能力。此外，公司 2013 年度新参股的陕西小保当矿业有限公司、陕西陕煤曹家滩矿业有限公司目前正在建矿过程中。随着未来公司参股煤矿产能的逐步扩大，公司的盈利能力有望得到进一步增强。

表 5：公司参股煤矿情况（亿吨，万吨/年，万吨）

	地质 储量	可采 储量	设计 产能	2014 年 产量
红柳林矿业	19.54	14.03	1,500	1,921.8
柠条塔矿业	22.97	16.45	1,800	2,015.67
张家峁矿业	8.7	5.43	1,000	1,096.72
合计	51.21	35.91	4,300	5,034.19

资料来源：公司提供

公司自身的煤炭业务是由神木煤业石窑店矿业有限公司（以下简称“石窑店矿业”）运营。石窑店矿业成立于 2009 年 7 月，目前由神木煤业 84% 控股。目前石窑店矿业控制的煤炭井田面积为 103.93 平方公里，资源储量为 7.19 亿吨，拥有在产矿井 1 处，为石窑店矿井，设计生产能力为 500 万吨/年。公司煤质优良，具有低灰、低硫、低磷、高挥发分、高发热量等特点，是优质的动力、化工、工业和民用煤。石窑店矿井于 2011 年开始试生产，2011 年公司生产原煤 384 万吨，2012~2013 年原煤产量分别为 511.51 万吨和 639.37 万吨，增长较快。2014 年公司原煤产量为 359.57 万吨，减少的主要原因是 2014 年煤炭价格持续下行，公司为了保持合理的利润空间，缩减了煤炭产量。

从煤炭生产成本来看，2012~2014 年公司吨煤完全生产成本约为 139 元/吨、124 元/吨和 169 元/吨。近年来公司采取了降薪和废旧物品再利用等精细化管理措施，在一定程度上实现了降本增效的效果。2014 年公司吨煤成本有所上升是受煤炭产量同比大幅缩减影响所致。总体来看，公司煤矿赋存条件较好，开采难度较低，安全管理难度不大，吨煤制造成本很低。

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以沫煤、块煤、籽煤为主。2012~2014 年公司原煤销量分别为 511.51 万吨、500.88 万吨和 359.57 万吨，2014 年由于自有原煤产量减少导致销量下降。

煤炭销售价格方面，2011 年 11 月开始，受宏观经济增速下滑的影响，下游钢铁、建材、电力等行业表现疲软导致煤炭市场需求承压，价格持续回落，2012~2014 年，公司煤炭平均销售价格为 291.10 元/吨、286.62 元/吨和 227.57 元/吨。

表 6：公司煤炭近年产销情况

石窑店煤矿	2012	2013	2014
煤炭产量（万吨）	511.51	639.37	359.57
煤炭销量（万吨）	511.51	500.88	359.57
煤炭平均销售价格（元/吨）	291.10	286.62	227.57

资料来源：公司提供

煤炭运输方面，公司产品主要通过公路运输，供应府谷鑫耀财煤焦有限公司、榆林贵源煤炭运销

有限公司、神木县顺德煤化工有限公司、神木县同得利煤化工有限公司等周边用户。此外，公司还通过参股陕西红柠铁路有限责任公司、榆林煤炭运销集团有限公司获得部分铁路运力。

总体看，公司煤炭资源储备较为丰富，在产矿井赋存条件较好、生产成本很低。此外，公司参股煤炭公司生产经营状况突出，盈利能力强。但中诚信国际也注意到近期煤炭市场表现疲软，预计未来一段时间内仍将保持弱势，受此影响公司未来运营发展或将受到一定影响。

## 水务业务

公司水务业务主要由其控股子公司神海水务和神木水务运营，负责供应工业和生活用水，供水范围包括榆神工业园区、神木县城及神木县锦界工业园区。

近年来公司水务业务发展迅速，2012~2014 年公司分别实现供水 2,715 万吨、4,823 万吨和 5,178 万吨。其中，2012 年新增子公司神木水务于 2013 年实现供水 2,500 万吨。期间，公司分别实现收入 4,356 万元、5,090 万元和 7,702 万元。2014 年收入增幅较大，是由于 2013 年神木水务给神木县自来水公司免费供水 2,300 万吨，经县政府协调，2014 年开始公司向自来水公司收费，故水务业务收入同比增幅较大。

表 7：公司水务近年收入情况

合计	2012	2013	2014
供水量（万吨）	2,715	4,823	5,178
供水收入（万吨）	4,356	5,090	7,702

资料来源：公司提供

近年来，公司实行企业化运作，目标化管理，绩效化考核，成本费用得到有效控制。同时，园区用水企业平稳健康发展，用水量稳步上升，公司与园区用水企业建立起良好的合作关系，水费回收率基本达到 100%。

## 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务主要由公司及控股子公司神木县城市建设投资有限公司负责运营，业务主要为开发建设神木县保障性住房等基础设施项

目。根据神木县政府的要求，公司自 2012 年起承担公租房、限价房和经济适用房等保障性住房项目的建设任务。其中公租房项目由公司通过与神木县政府签署《项目投资建设委托（BT）协议书》的形式承建，完工后由神木县政府进行回购，实现项目建设资金及投资回报的现金回流；限价房和经济适用房项目由公司自行建设，面向神木县中低收入居民销售，从而实现项目建设资金及投资回报的现金回流。

## 其他业务

遵照政府“鼓励、支持和引导非公有制经济发展”的精神，公司通过资本运作，以“先进后退”股权投资、委托贷款、融资担保以及其他方式的资金支持等市场化手段，扶持县域内中小企业，在为企业提供资金支持的同时还起到了一定的增信作用。

公司设立了神木县中小企业融资担保有限公司（以下简称“担保公司”）和陕西神木创业投资有限公司（以下简称“创投公司”）为中小企业提供融资担保和创业股权投资支持，目前这两项业务对于公司的收入贡献还很小。其中，担保公司 2012~2014 年担保收入分别为 80 万元、147.50 万元和 10 万元。截至 2014 年末，担保公司无在保项目。创投公司主要投资集中在高科技技术推广方面，旨在扶持神木县高科技企业。2013 年，创投公司出资 1,500 万元增资扩股神木县锦丰源洁净煤科技有限公司，与中科院工程热物理研究所合作开展固体热载体快速热解粉煤提油项目，目前该项目中试装置二期改造工程已完成，进入热态调试阶段。经县政府批准，2015 年创投公司再次对其增资 107 万元，支持项目试验。

由于神木县小微企业数量众多，公司发行本期债券，将以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于神木县政府管辖区域内或者经神木县政府同意的其他区域的小微企业。

总体看，煤炭业务作为公司收入的主要来源，近年来保持较快的增长速度，带动公司规模不断扩大。未来公司将继续坚持以煤炭为核心的战略规划，协同发展包括基础城市建设在内的其他业务，

预计公司规模将继续保持稳定增长。

## 管理

### 产权结构

神木县国有资产运营公司组建成立于 2002 年 11 月，是由神木县政府批准成立的具有独立法人资格的国有独资公司。公司注册资本为 20 亿元人民币，实际控制人为神木县政府。截至 2014 年底，公司纳入合并报表的企业共计 7 家，其中全资子公司 6 家，控股子公司 1 家。

### 法人治理结构

公司是神木县经营性国有资产的主要持有者，拥有突出的政府和社会资源配置优势。经过十年来的发展，公司已探索出一套规范化的管理模式，在投资、融资、股权管理、产业基金、项目管理等方面积累了丰富的经验。

公司已经形成了较为完善的法人治理结构，设立了董事会、监事会、经理层，实行董事会领导下的经理负责制。公司决策层、监督层、经营管理层按照工作规则各司其职，各负其责。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。

根据《神木县国有资产运营公司章程》的规定，公司不设股东会，只设立董事会。公司董事会由九名董事组成，董事会组成人员由神木县政府确定，董事长由神木县政府任命。董事会是公司的最高权力机构和决策机构。公司总经理由董事会聘任，报神木县政府任命，总经理直接对董事会负责。

### 管理模式

公司制定了《神木县国有资产运营公司投资参股管理办法》以及《神木县国有资产运营公司控股参股企业重大及日常经营事项报告实施办法》等规章制度，严格管控投资风险，加强、规范对参股、控股企业县派高管人员的管理、监督、考核工作。

部门管理方面，公司设立包括财务管理制度、办公室工作制度、机关财务管理制度、机关后勤管

理制度以及廉政制度在内的五项管理办法，不断优化部门管理。财务方面，公司对资金进行集中管控，设立严格的资金支付程序以实现财务的规范化管理。

公司实施严格的风险控制管控制度，投资管理部作为企业决策投资的核心部门，设立健全的评委会制度以保证投资的合理性。投资完成后由企业资产部做到至少半年全面排查一次，以最大可能的杜绝或有风险。

公司所出资企业实行独立运作、自主经营、自我管理，子公司之间可以按市场化原则进行业务协作，公司进行适当协调。

公司依法行使出资人权利，实现对所出资企业的调控、管理，主要行使资产收益权、重大决策权、选择管理者权以及经营效益监管权。

委托贷款管理方面，公司将与长安银行神府区域直属支行（以下简称“神府支行”）密切合作，充分发挥神府支行内控制度完善、小微企业贷款和委托贷款经验丰富等优势，贷前实施详尽的尽职调查；贷款存续期内，公司和神府支行将加强贷后管理，尽早识别可能的风险。通过上述手段，力争选取最优质客户，确定合理的风险定价和期限，将不良率降到最低。同时，根据贷款具体情况，公司和神府支行将要求客户提供有效担保，贷款到期后，对借款人不能偿还的贷款实施催收、清收、资产保全、诉讼，尽可能降低违约损失率。

## 战略规划

根据神木县煤炭产业发展规划，全县将以转变发展方式和调整结构为主线，坚持绿色、环保、循环的低硫经济发展方向，促进科技进步和创新，推进煤炭资源整合，淘汰落后产能，增强煤炭发展后劲。预计到“十二五”末，神木县将实现年产 2.3 亿至 2.6 亿吨的产能目标，并将煤矿数量压至 80 处以内，煤炭企业压至 20 户，实现煤炭销售收入 925 亿元，采煤机械化程度达到 100%，煤炭资源回收率达到 75%。根据《神木县国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，神木县未来要继续加快以交通、水源、电力、信息为重点的基础设施建设。

借助神木县加快经济结构转型以及推进城市基础设施建设的机遇，公司作为神木县融资平台，将着眼于进一步拓展融资业务，力求全面拓展担保公司和创投公司业务，在融资领域实现新突破。

产业投资方面，公司未来主要投资领域将围绕煤炭产业和基础设施建设，其中煤炭产业方面公司已参股陕煤集团小保当煤矿，以进一步扩大股权投资收益；基础设施建设方面则以公租房和限价房等保障性住房项目为主，总投资 25.70 亿元，截至目前已使用募集资金 10.01 亿元。

表 8：公司未来投资计划（万元）

项目名称	项目总投资	已使用募集资金
幸福家园公租房项目	51,000	23,200
聚福家园公租房项目	27,000	6,400
老龙池公租房项目	32,000	9,500
西沙限价房项目	126,000	55,500
和谐家园经济适用房项目	21,000	5,548
<b>总计</b>	<b>257,000</b>	<b>100,148</b>

资料来源：公司提供

公司为促进当地经济增长和产业结构调整升级，计划通过募集本期债券 8 亿元资金，全部用于以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于神木县政府管辖区域内或者经神木县政府同意的其他区域的小微企业。

总体来看，依托神木县良好的资源优势，公司未来仍将以煤炭产业为主要投资方向。在政府的支持下，公司有望继续参股优质资产。但公司未来投资金额较大，而且保障房项目时间周期较长，可能会给公司带来一定的资金压力。

## 财务分析

以下分析主要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 2012~2014 年合并财务报告。各期财务报表均依据新会计准则编制。

## 资本结构

近年来，随着下属子公司神木煤业石窑店矿业有限公司煤矿的建成投产、神木县政府优质资产的注入以及公司销售规模的扩大，公司资产规模快速

增长。2012~2014 年末，公司总资产分别为 114.18 亿元、124.26 亿元和 135.17 亿元。

资产构成方面，公司长期股权投资、长期应收款、货币资金、应收账款和其他应收款占比较高，截至 2014 年末，上述五项资产金额占总资产比例分别达到 27.76%、15.01%、14.18%、8.63% 和 8.25%。由于公司参股企业达 9 家，同时近年来参股企业经营状况良好，其长期股权投资金额较大。长期应收款核算公司账龄超过一年的往来单位借款，主要包括公司扶持县域内中小企业而向其提供的长期资金支持以及向神木县国土资源局提供的资金支持。应收账款主要为公司扶持县域内中小企业而向其提供的流动资金支持。2013 年，公司总资产同比增加 10.08 亿元，其中应收票据和其他应收款分别增长 6.35 亿元和 3.32 亿元，是资产规模上升的主要原因。应收票据大幅增长的原因是公司联营企业红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业以银行承兑汇票支付股利 5.18 亿元；其他应收款增长主要是子公司神木煤业支付陕西省国土资源厅木独石犁井田两权价款 3 亿元。2014 年公司总资产同比增加 10.91 亿元，其中货币资金、在建工程和长期应收款分别增加 5.20 亿元、3.76 亿元和 2.80 亿元。货币资金增加的原因主要是 2014 年公司为推进保障性住房项目的建设，发行企业债券获得资金 15 亿元；在建工程增加的原因主要是公司独资的木独石犁煤矿前期两权价款转入及详勘投入。

表 9：公司 2013 年和 2014 年底应收账款主要客户情况

(亿元, %)			
2014 年单位名称	是否关联方	金额	占比
神木县电石集团能源发展有限责任公司	否	1.6	13.51
陕西金海煤业集团神府房地产开发有限公司	否	0.6	5.07
陕西美好置业有限公司	否	0.5	4.22
陕西北元集团锦源化工有限公司	否	0.5	4.22
神木大砭窑气化煤有限责任公司	否	0.5	4.22
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>3.7</b>	<b>31.24</b>
2013 年单位名称	是否关联方	金额	占比

神木县鑫义能源化工有限公司	否	1	8.14
神木县电石集团能源发展有限责任公司	否	0.6	4.88
陕西金海煤业集团神府房地产开发有限公司	否	0.6	4.88
神木县孙家岔镇瓷窑塔矿业有限责任公司	否	0.5	4.07
神木县孙家岔镇狼窝渠煤矿	否	0.5	4.07
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>3.2</b>	<b>26.04</b>

资料来源：公司年报

表 10：公司 2013 年和 2014 年底其他应收款主要客户情况  
(亿元, %)

2014 年单位名称	是否关联方	金额	占比
神木县石窑店工业集中区筹建管委会	否	4.43	39.14
陕西融和化工集团有限公司	否	1.95	17.21
神木县采兔沟水库工程建设管理办公室	否	1.32	11.68
府谷县国有资产运营有限责任公司	否	1.03	9.05
榆神工业区管理委员会	否	0.49	4.33
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>9.22</b>	<b>81.41</b>
2013 年单位名称	是否关联方	金额	占比
神木县石窑店工业集中区筹建管委会	否	4.12	39.08
陕西省国土资源厅	否	3.00	28.49
神木县采兔沟水库工程建设管理办公室	否	1.30	12.32
神木县国土资源局	否	0.41	3.89
榆神工业区管理委员会	否	0.44	4.14
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>9.26</b>	<b>87.92</b>

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司应收账款、其他应收款和长期应收款等应收款项共计 43.12 亿元，应收政府相关部门的金额为 21.25 亿元。其中应收账款 11.67 亿元（应收政府相关部门的金额为 754.60 万元）；其他应收款 11.16 亿元（应收政府相关部门的金额为 7.12 亿元）；长期应收款 20.29 亿元（应收政府相关部门的金额为 14.05 亿元）。为确保公司按时足额收回上述债权中应收政府相关部门的款项，经神木县政府及神木县人大常委会研究同



意，由神木县政府将上述政府相关部门债务，列入财政预算安排，在 2015~2021 年期间逐年偿还。

随着神木县政府的资本投入和利润的积累，公司所有者权益稳定增长。2012~2014 年，公司所有者权益分别为 72.98 亿元、77.52 亿元和 82.89 亿元。2013 年，县政府拨入款项 4.87 亿元计入资本公积；公司实现净利润 18.25 亿元，上缴财政 18.78 亿元。2014 年县政府拨入款项 5.91 亿元计入资本公积；公司实现净利润 11.50 亿元，上缴财政 12.63 亿元。为了保障债权人的合法权益，有效控制资产运营风险，公司承诺每年实际上缴神木县财政的现金分红（可以扣除财政资金对公司的资本金注入部分）不超过上年度公司实现净利润的 50%。但财政返还公司的投资款是根据公司投资项目数量及进度情况进行，会有一些的不均衡性。另外，公司自 2012 年 12 月 31 日起，用于支持县域内中小企业发展的资金余额呈下降趋势，2012~2014 年末资金余额分别为 19.84 亿元、17.17 亿元和 12.90 亿元。未来公司将通过发行小微企业增信集合债券的形式来支持中小企业发展。

负债方面，近年来公司总负债呈逐年上升趋势，2012~2014 年，公司负债总额分别为 41.04 亿元、46.61 亿元和 52.28 亿元。2012~2013 年公司负债以应付账款及其他应付款这两项经营欠款为主，两年来二者之和占公司负债总额的比例分别为 94.92% 和 73.97%。2014 年以来，该占比有所下降至 57.69%。应付账款为公司与神木县生产发展基金管理中心（以下简称“发展基金管理中心”）的往来款项，发展基金管理中心为神木县政府下属单位，起到了神木县财政资金蓄水池的作用，将财政盈余回笼盘活，并在财政资金不足时及时匹配项目资金需求，以达到在各财政年度间调剂余缺的目的。该往来款项主要是县政府为扶持县域内中小企业发展，通过发展基金管理中心对公司提供的资金支持。2014 年末应付神木县生产发展基金管理中心的账款余额同比减少 6.75 亿元至 14.18 亿元。另外，2013 年以来，公司为补充营运资金从银行取得部分短期借款，期限在 1~6 个月不等，期限较短。总体

来看，公司银行有息债务压力很小。

表 11：公司 2013 年和 2014 年底应付账款主要客户情况

(亿元)		
2014 年单位名称	金额	原因
神木县生产发展基金管理中心	14.18	未到付款期
<b>合计</b>	<b>14.18</b>	<b>--</b>
2013 年单位名称	金额	原因
神木县生产发展基金管理中心	20.93	未到付款期
<b>合计</b>	<b>20.93</b>	<b>--</b>

资料来源：公司年报

表 12：公司 2013 年和 2014 年底其他应付款主要客户情况

(亿元)		
2014 年单位名称	金额	原因
神木县慈善协会	2.29	未到付款期
神木县新村建设管理委员会办公室	1.26	未到付款期
中鸡镇政府	0.25	未到付款期
神木县禁毒志愿者协会	0.14	未到付款期
神木县新村建设管理委员会办公室	0.11	未到付款期
<b>合计</b>	<b>4.07</b>	<b>--</b>
2013 年单位名称	金额	原因
陕西省神木县民生慈善基金会	7.14	未到付款期
神木县慈善协会	2.11	未到付款期
神木县新村建设管理委员会办公室	1.26	未到付款期
中鸡镇政府	0.19	未到付款期
神木县禁毒志愿者协会	0.14	未到付款期
<b>合计</b>	<b>10.85</b>	<b>--</b>

资料来源：公司年报

截至 2013 年末其他应付款主要为公司受陕西省神木县民生慈善基金会和神木县慈善协会委托，为其投资理财的款项。截至 2014 年末，其他应付款中受托为陕西省神木县民生慈善基金会理财的往来已清理完毕，为神木县慈善协会的理财余额为 2.29 亿元。

2014 年公司增加有息债务融资比例，从长安银行神木县支行取得短期借款 6 亿元及发行企业债 15 亿元，使得短期借款和应付债券金额较大，2014 年

末两项分别为 12.80 亿元和 14.86 亿元，两者合计占公司负债总额比例为 52.91%；应付账款及其他应付款合计 19.98 亿元，两者合计占公司负债总额比例降为 38.22%。

表 13：2012~2014 年公司负债结构（亿元）

	2012	2013	2014
短期借款	0.59	8.00	12.80
应付账款	23.32	21.25	14.87
其他应付款	14.30	11.92	5.11
应付债券	--	--	14.86
<b>负债合计</b>	<b>38.21</b>	<b>41.17</b>	<b>47.64</b>

资料来源：公司年报

神木县唯一的基础设施投资投融资平台的地位及控股、参股煤矿极强的盈利能力为公司的资本实力提供了强有力的保证。近年来，公司资产负债率始终保持在较低水平，2012~2014 年，分别为 36.09%、37.61%和 38.68%。近年由于公司短期借款大幅增长及公司上缴财政资金较大，资产负债率小幅上升。2012~2014 年公司总资本化比率分别为 1.37%、9.69%和 25.84%。由于前期有息债务规模较小，公司总资本化比率很低，2014 年公司为保障住房项目建设筹集资金，发行 15 亿元企业债使得该比率有所上升，但依然处于较低水平。

图 6：2012~2014 年公司资本结构变化情况

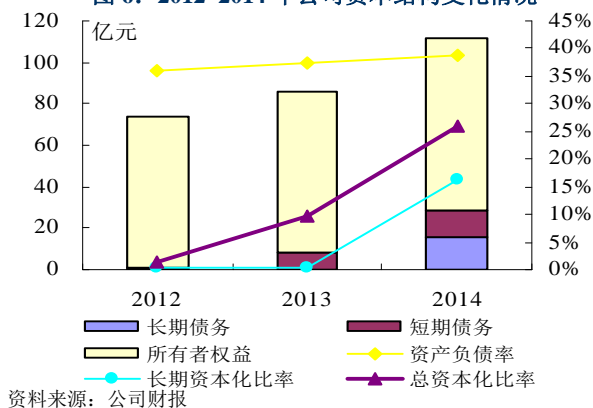


表 14：2012~2014 年公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	15.09	67.80	21.77	44.93	17.32	29.43
煤炭销售	14.55	68.10	21.18	45.11	16.48	29.17
矿权使用费收入	--	--	--	--	--	--
旅游业	0.08	44.78	0.08	51.78	0.07	26.63
供水收入	0.44	61.17	0.51	36.22	0.77	35.23
担保收入	0.01	100.00	0.00	100.00	0.00	100.00

总体来看，公司具有很强的资本实力，近年来，随着神木县政府对公司资本金的注入及公司参、控股煤矿盈利能力很强，公司所有者权益得到不断增厚充实。公司资产负债率和总资本化比率很低，资本结构稳健。虽然公司负债结构以流动负债为主，但其性质主要为与县生产发展基金管理中心往来款项和县慈善机构的委托投资款项，资金来源较为稳定。不过，中诚信国际也关注到，公司近年分红比例很高；公司自 2012 年开始承担县公租房、限价房和经济适用房等保障性住房项目的建设任务。公司未来也将承担神木县基础设施建设的职能，建设项目的增加将加大公司未来资金需求，其资产负债率或将继续上升。另外，公司未来提供资金扶植中小企业，存在客户违约的风险。

## 盈利能力

2011 年石窑店矿井投产以来，公司收入规模显著上升，煤炭销售收入成为公司的主要收入来源，2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 15.09 亿元、21.77 亿元和 17.32 亿元，其中煤炭销售收入占主营业务收入比例分别为 96.45%、97.28%和 95.15%。由于煤炭开采成本低、煤质优良，公司煤炭业务盈利能力很强，但 2012 年以来受煤炭市场整体景气度下滑影响，煤炭业务毛利率持续下滑，2012~2014 年分别为 68.10%、45.11%和 29.17%，公司主营业务毛利率分别为 67.80%、44.93%和 29.43%。

另外，公司供水业务近年来也保持了较为稳定的增长，盈利能力较强。

其他业务收入	2.31	--	2.90	--	2.71	--
租赁业务	0.00	--	0.02	--	0.03	--
使用费	2.22	--	2.85	--	2.67	--
低热值煤	0.08	--	0.01	--	-	--
其他	0.01	--	0.02	--	0.01	--

资料来源：公司年报

在期间费用方面，2012~2014年，公司三费收入占比分别为13.11%、16.90%和19.18%，呈逐年上升趋势。其中，公司管理费用支出较高，三年来管理费用分别为1.42亿元、1.57亿元和1.22亿元，由于公司定位为城市基础设施投资投融资平台和中小企业融资担保平台，为实现国有资本的保值增值、扶持中小企业发展、推动高新技术产业发展、建立风险投资机制，公司相继成立了全资子公司担保公司和创投公司，因此具有专业的管理团队不断壮大，导致公司管理费用逐年增长。2014年管理费用下降的原因主要是由于价格调节基金和矿产资源补偿费的取消。2014年公司为建设保障性住房项目发行15亿元企业债券，当年财务费用同比上升41.84%至1.39亿元。

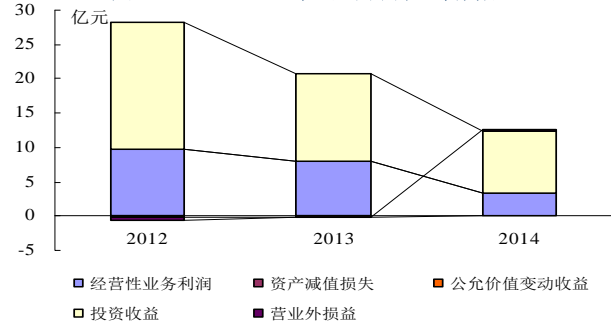
表 15：2012~2014 年公司期间费用概况

	2012	2013	2014
销售费用（亿元）	0.67	1.62	1.22
管理费用（亿元）	1.42	1.57	1.22
财务费用（亿元）	0.19	0.98	1.39
三费合计（亿元）	2.28	4.17	3.84
营业总收入（亿元）	17.40	24.67	20.03
三费收入占比（%）	13.11	16.90	19.18

资料来源：公司年报

利润总额方面，经营性业务利润和投资收益为公司的主要利润来源。石窑店矿井投产对公司经营性业务利润贡献较大，但随着煤炭价格持续下降，2012~2014年，公司经营性业务利润分别为9.80亿元、7.94亿元和3.46亿元，呈下降态势。投资收益方面，公司共参股了9家子公司，其中与陕煤集团合资的红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业由于煤质优良、开采成本低具有很强的盈利能力，公司按照长期股权投资权益法对上述三家参股煤矿进行会计核算，并按照持股比例确认投资收益。2012~2014年，公司投资收益分别为18.52亿元、12.88亿元和8.84亿元，呈下降趋势。

图 7：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司年报

表 16：2012~2014 年公司投资收益情况（亿元）

	持股比例	2012	2013	2014
红柳林矿业	25%	8.06	5.40	3.84
柠条塔矿业	24%	3.16	1.63	1.01
张家峁矿业	45%	5.19	4.29	2.92
三家合计	--	16.41	11.32	7.77
投资收益	--	18.52	12.88	8.84

资料来源：公司年报

总体来看，公司控股及参股的煤炭业务盈利能力很强，为其提供了稳定的经营性业务利润和投资收益，未来随着新参股煤矿的建成投产，公司的盈利能力有望进一步增强。同时，公司旅游、供水等业务虽然规模较小，但是盈利较为稳定，多板块经营模式提升了公司的综合竞争实力和整体抗风险能力。未来，公司将涉足保障性住房建设及基础设施建设领域，神木县雄厚的财政实力为其基建回购业务提供了可靠保障，随着神木县城镇化建设的推进，公司的盈利能力有望继续提升。但中诚信国际也关注到近年来煤炭市场持续低迷给公司的盈利能力造成一定负面影响。

## 现金流

现金流方面，近年来，公司经营活动净现金流较为充沛，2012~2014年，公司经营活动现金流入分别为27.14亿元、36.22亿元和46.34亿元，呈现逐年增长态势。2012年，公司煤炭销售保持稳定，另外从发展基金管理中心收到拨款约9亿元；2013

年，公司煤炭销售收入继续保持增长，同期公司收回向中小企业等单位的资金支持款项约 10 亿元。不过，在支付各项税费和支付其他与经营活动有关的现金增长带动下，经营活动现金流出亦快速增长，2012~2014 年，公司经营活动现金流出分别为 22.37 亿元、31.08 亿元和 48.32 亿元。支付其他与经营活动有关的现金主要是公司为县域内中小企业发展提供的资金支持；随着公司经营规模和盈利能力的增长，其支付的各项税费也保持较大规模，2012~2014 年，公司支付的各项税费分别为 8.09 亿元、5.84 亿元和 5.29 亿元。2012~2014 年，公司经营净现金流分别为 4.76 亿元、5.14 亿元和 -1.98 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较大，主要为取得投资收益收到的现金，2012~2014 年分别达到 11.90 亿元、8.49 亿元和 10.06 亿元。投资活动现金流出主要为公司购买银行理财产品、购建固定资产和无形资产支付的现金。2012~2014 年，公司投资活动现金流出分别为 14.96 亿元、4.88 亿元和 3.26 亿元。2012~2014 年，公司投资活动净现金流分别为 -3.06 亿元、3.61 亿元和 6.80 亿元，呈上升态势。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 11.65 亿元、21.45 亿元和 36.20 亿元。2012 年，公司收到县慈善基金委托投资款项约 10 亿元，筹资活动现金流入较大。2013 年，公司短期借款大幅增长，推动筹资活动现金流入增加。2014 年公司为成功发行 15 亿元企业债券，使得筹资活动金流入继续增加。筹资活动现金流出主要是分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2012~2014 年，公司筹资活动现金流出分别为 19.19 亿元、30.83 亿元和 35.82 亿元，其中 2012~2014 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别达到 19.11 亿元、20.71 亿元和 13.65 亿元。近年来，由于公司经营活动和投资活动现金流充沛，其筹资活动现金流基本处于净流出状态，2012~2014 年，公司筹资活动净现金流分别为 -7.55 亿元、-9.38 亿元和 0.38 亿元。

表 17：2012~2014 年公司现金流量变化情况

	2012	2013	2014
经营活动产生现金流入	27.14	36.22	46.34
经营活动产生现金流出	22.37	31.08	48.32
<b>经营活动净现金流</b>	<b>4.76</b>	<b>5.14</b>	<b>-1.98</b>
投资活动产生现金流入	11.90	8.49	10.06
投资活动产生现金流出	14.96	4.88	3.26
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-3.06</b>	<b>3.61</b>	<b>6.80</b>
筹资活动产生现金流入	11.65	21.45	36.20
其中：吸收投资收到的现金	1.00	4.00	5.91
借款所收到的现金	10.60	17.40	15.39
筹资活动产生现金流出	19.19	30.83	35.82
其中：偿还债务支付的现金	0.08	10.12	22.17
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>-7.55</b>	<b>-9.38</b>	<b>0.38</b>
<b>现金及现金等价物净增加</b>	<b>-5.84</b>	<b>-0.63</b>	<b>5.20</b>

资料来源：根据公司年报整理

总体来看，公司经营获现能力很强，同时能够从参股公司获取丰厚的现金分红，且保障房建设等项目投资尚处于前期阶段，因此近年来公司资金压力较小。未来，公司将加大保障房建设和基建项目投资，资金需求或将有所上升。

## 偿债能力

偿债能力方面，公司债务规模较小，资产负债率和总资本化比率均处于低位。公司盈利能力、获现能力较强。但 2012 年以来受煤炭市场景气度下滑影响，公司 EBITDA 降幅较大，对债务本息的保障能力呈弱化趋势。2012~2014 年，公司总债务/EBITDA 分别为 0.03 倍、0.36 倍和 1.78 倍，而同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 55.63 倍、19.90 倍和 10.35 倍。同时，公司经营净现金流较为充足，对债务本息的覆盖能力较强，2012~2014 年，公司经营净现金流/总债务分别为 4.72 倍、0.62 倍和 -0.07 倍，同期经营活动净现金流/利息支出分别达到 9.11 倍、4.38 倍和 -1.26 倍。总体来看，尽管偿债指标出现一定弱化，但公司仍保持了较强的偿债水平。

表 18：2012~2014 年公司长期偿债能力分析

	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	0.32	0.22	15.98
总债务（亿元）	1.01	8.32	28.88
经营净现金流（亿元）	4.76	5.14	-1.98
EBITDA（亿元）	29.09	23.33	16.25

资产负债率 (%)	36.09	37.61	38.68
总资本化比率 (%)	1.37	9.69	25.84
EBITDA 利息倍数(X)	55.63	19.90	10.35
经营净现金流/利息支出(X)	9.11	4.38	-1.26
总债务/EBITDA(X)	0.03	0.36	1.78
经营活动净现金流/总债务(X)	4.72	0.62	-0.07

资料来源：根据公司年报计算

或有负债方面，截至 2014 年底，公司提供对外担保共三笔，被担保企业均为公司参股公司：

(1) 公司为陕西红柠铁路有限公司在中国建设银行神木县支行 5.86 亿元借款提供比例担保，担保期限为 2008 年 1 月 23 日至 2017 年 1 月 22 日，期末此项借款余额为 2.27 亿元，公司担保余额为 0.79 亿元；

(2) 公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西省铁路投资(集团)有限公司为陕西红柠铁路有限公司在中国农业银行西安钟楼支行 5 亿元借款提供连带责任保证担保，担保期限为 2009 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 19 日，期末此项借款余额为 1.64 亿元，公司担保余额为 0.57 亿元；

(3) 2013 年 8 月公司、榆林市开元路业有限公司、陕西德远煤业集团有限公司、榆林市凤城路桥工程有限公司共同对陕西神榆路业发展有限公司银团贷款提供连带责任担保，银团贷款总额 14.70 亿元，担保期限为首笔贷款发放日至 2025 年 8 月，即 12 年。截至 2014 年 12 月 31 日此项借款余额为 1.95 亿元，公司担保余额为 1.95 亿元。

总体来看，公司对外担保金额不大。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司近三年借款能够到期还本按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

存续债务融资工具方面，公司共有 15 亿元的企业债券融资余额。公司无其他在存续期内的债务融资工具。

表 19：截至 2014 年底公司存续债券（亿元，年）

品种	债券简称	金额	发行时间	期限
企业债	14 神木债	15	2014-06-23	7

资料来源：公司提供

## 评级展望

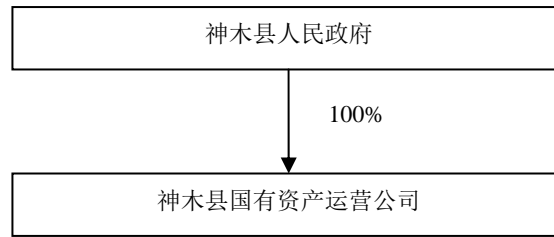
整体来看，近年来随着煤炭资源的快速开发，神木县经济得到快速发展，2014 年全县 GDP 达到 968.24 亿元，居全国百强县前列，财政总收入达到 176.87 亿元，具有很强的财政实力。依托该地区丰富、优质的煤炭资源，未来神木县具备较大的经济发展潜力。公司作为神木县唯一的投、融资主体，在参股煤矿、资产注入等方面得到了县政府有力的政策支持。目前，公司参、控股的煤炭资源丰富，盈利能力很强。公司债务负担较轻，具有稳健的资本结构和良好的财务弹性。但中诚信国际也注意到，神木县经济及公司业绩受煤炭市场影响较大，近期煤炭市场持续低迷给公司的盈利能力造成一定负面影响。同时，预计未来公司将逐步承担城市基础设施建设的职能，资金需求或将有所增长；另外，公司对当地民营企业提供金融等支持存在一定的资金回收风险。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上，中诚信国际评定神木县国有资产运营公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“2016 年神木县国有资产运营公司小微企业增信集合债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：神木县国有资产运营公司股权结构图（截至 2014 年底）

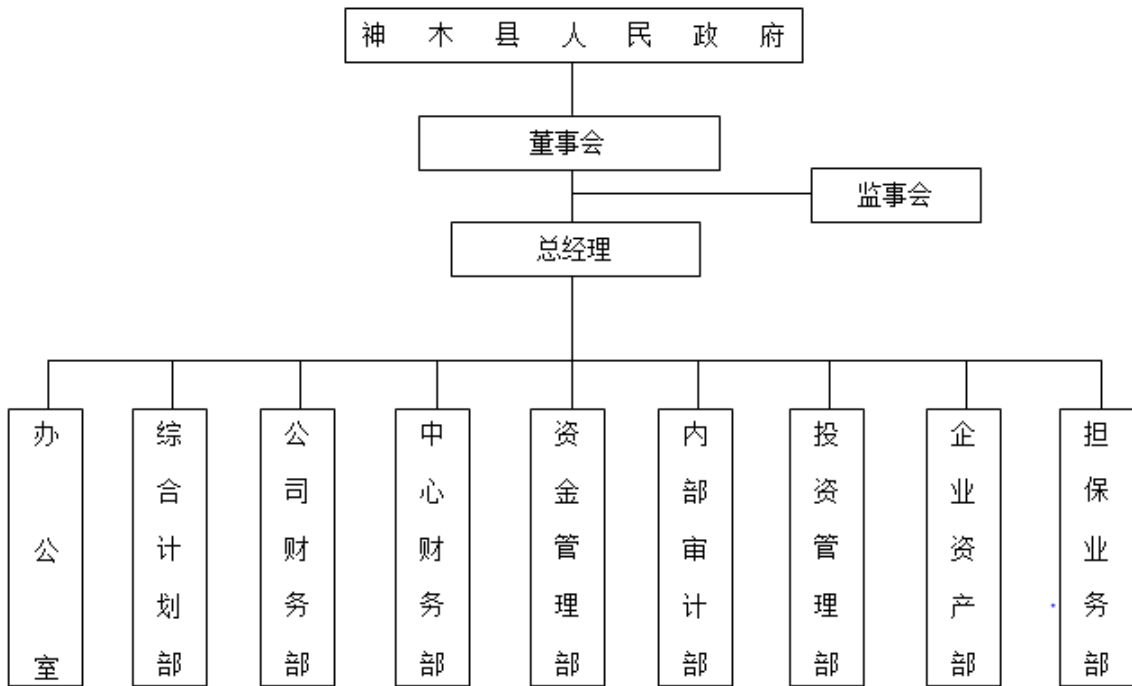


公司名称	注册资本（万元）	公司持股比例	是否合并报表
陕西神木煤业（集团）有限公司	30,600.00	100.00%	是
神木县神海水务有限责任公司	5,000.00	96.00%	是
神木县水务集团有限公司	5,500.00	100.00%	是
神木县红碱淖旅游发展有限公司	550.00	100.00%	是
神木县城市建设投资有限公司	45,000.00	100.00%	是
神木县中小企业融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕西神木创业投资有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕煤集团神木红柳林矿业有限公司	90,891.04	25.00%	否
陕煤集团神木柠条塔矿业有限公司	142,600.00	24.00%	否
陕煤集团神木张家峁矿业有限公司	60,738.30	45.00%	否
陕西玉林集团神木县污水处理有限公司	5,750.00	20.87%	否
神木县星洋工业有限责任公司	2,000.00	20.00%	否
陕西榆林煤炭运销（集团）有限责任公司	100,000.00	30.00%	否
陕西榆林煤炭出口（集团）有限责任公司	84,000.00	20.00%	否
陕西神榆路业发展有限公司	10,000.00	29.00%	否
陕西省神木银丰陶瓷有限公司	35,000.00	13.90%	否
神木县神泓水务有限公司	4,500.00	40.00%	否
陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	160,000.00	5.40%	否
神木县国融精细化工有限公司	100,000.00	19.50% <sup>2</sup>	否

注 2：该公司于 2014 年 9 月 26 日注册成立，截至 2014 年末，尚未进行出资。

资料来源：公司提供

附二：神木县国有资产运营公司组织结构图（截至 2014 年底）



资料来源：公司提供

### 附三：神木县国有资产运营公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014
货币资金	145,956.65	139,630.18	191,610.37
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	95,884.44	121,034.93	116,708.19
存货净额	1,523.20	1,476.80	1,633.17
其他应收款	70,193.45	103,385.42	111,553.03
长期投资	460,990.38	416,596.68	422,075.47
固定资产(合计)	95,151.00	111,259.10	152,176.74
总资产	1,141,798.01	1,242,580.11	1,351,676.68
其他应付款	142,967.84	119,239.02	51,148.13
短期债务	6,900.00	81,000.00	129,000.00
长期债务	3,200.00	2,200.00	159,831.31
总债务	10,100.00	83,200.00	288,831.31
净债务	-135,856.65	-56,430.18	97,220.94
总负债	412,028.10	467,337.49	522,808.80
财务性利息支出	5,230.02	11,722.39	15,706.27
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益	729,769.90	775,242.62	828,867.88
营业总收入	173,978.42	246,734.04	200,295.79
三费前利润	120,363.97	121,053.96	72,987.66
投资收益	185,151.12	128,804.24	88,427.61
EBIT	282,902.16	217,317.12	140,876.79
EBITDA	290,939.96	233,314.61	162,494.44
经营活动产生现金净流量	47,639.83	51,399.93	-19,773.72
投资活动产生现金净流量	-30,571.02	36,100.38	67,971.79
筹资活动产生现金净流量	-75,476.66	-93,826.79	3,782.12
现金及现金等价物净增加额	-58,407.85	-6,326.48	51,980.20
资本支出	101,952.68	44,390.19	15,986.25
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	72.07	51.37	38.98
三费收入比(%)	13.11	16.90	19.18
EBITDA/营业总收入(%)	167.23	94.56	81.13
总资产收益率(%)	27.68	18.23	10.86
流动比率(X)	0.88	1.07	1.48
速动比率(X)	0.88	1.07	1.48
存货周转率(X)	41.23	79.99	78.60
应收账款周转率(X)	2.11	2.27	1.68
资产负债率(%)	36.09	37.61	38.68
总资本化比率(%)	1.37	9.69	25.84
短期债务/总债务(%)	68.32	97.36	44.66
经营活动净现金/总债务(X)	4.72	0.62	-0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	6.90	0.63	-0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	9.11	4.38	-1.26
总债务/EBITDA(X)	0.03	0.36	1.78
EBITDA/短期债务(X)	42.17	2.88	1.26
EBITDA 利息倍数(X)	55.63	19.90	10.35

注：2012-2014 年财务报告均按照新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益。



#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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。

## 中诚信国际关于 2016 年神木县国有资产运营公司 小微企业增信集合债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在 2016 年神木县国有资产运营公司小微企业增信集合债券的存续期内对本期债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期公司债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体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

2015 年 6 月 18 日